

2026年03月29日

中东局势扰动叠加美联储鹰派发声，贵金属开启高波动行情

——贵金属双周报（2026/03/16-2026/03/29）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

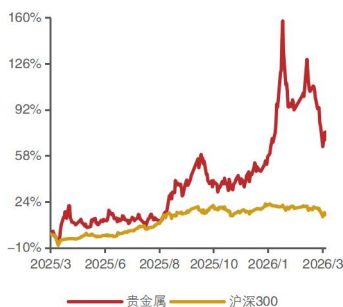
- **贵金属板块：黄金白银价格大幅回调。**近两周，伦敦现货黄金下跌 10.71%至 4504.15 美元/盎司，上期所黄金下跌 11.86%至 998.66 元/克，沪金持仓量下跌 12.56%至 27.37 万手；伦敦现货白银下跌 19.00%至 67.80 美元/盎司，上期所白银下跌 16.41%至 17489 元/千克，沪银持仓量下跌 6.25%至 45.27 万手；伦敦现货钯下跌 13.96%至 1387 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 10.98%至 1849 美元/盎司。
- 近期金银价格在高波动中出现大幅回调，我们认为主要原因包括：
 - **1) 美联储选择按兵不动，受通胀停滞与能源冲击叠加影响，“加息”重新进入讨论。**3月 FOMC 会议上美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.5%至 3.75%不变，并表示，地缘冲突对美国的影响仍存在不确定性，短期油价上涨对通胀的影响规模和持续时间尚待观察，未来政策路径仍将依据数据灵活调整。整体来看，会议声明与 1 月变化不大，仍认为就业增长偏弱、失业率基本稳定，通胀依然处于相对高位。3月 19 日联邦基金期货价格数据显示，交易员不再预期美联储会在 2026 年降息，甚至市场已开始定价年内加息的可能性。
 - **2) 美伊对抗进入“双轨博弈”阶段，军事行动未停的同时外交谈判未果。**美国一方面持续对伊朗施加军事压力，另一方面通过巴基斯坦等渠道递送停火方案；伊朗则在维持反击和控制霍尔木兹海峡的同时，拒绝接受其认为“片面且不公平”的条件，美国和以色列均认为这是伊朗将海峡通行权作为战略筹码的体现。截至 3 月 27 日，双方的军事行动未停，沟通渠道仍在，但停火分歧依旧明显，霍尔木兹海峡也未恢复正常通行；伊朗革命卫队表示霍尔木兹海峡已关闭，任何经该航道的通行都将面临“严厉措施”，禁止所有“往返于美以敌对盟友及支持者港口”的船舶通过任何航道或前往任何目的地。
 - **3) 中东冲突推升通胀预期，美联储转向“更久维持高利率”。**本周美联储官员密集发声，政策基调明显转向偏鹰，如旧金山联储主席戴利实质否定了线性降息路径、芝加哥联储主席古尔斯比表示若通胀反复美联储需重新评估政策路径，市场定价亦迅速从“等待降息”转为重新计入加息风险。利率期货已从押注年内降息转为基本排除降息，并计入约 25%至 30%的加息概率；债券市场同步收紧，2 年期与 10 年期美债收益率上行，反映对通胀黏性与利率终点的再评估。
 - **4) 土耳其央行动用黄金储备应对流动性压力，显示其政策出现明显变化。**土耳其央行公开数据显示其黄金储备在 3 月 13 日当周减少 6 吨，3 月 20 日当周再减少 52.4 吨，总价值超过 80 亿美元，部分黄金被直接出售，其余通过黄金掉期方式换取外汇或里拉流动性。此次操作发生在土耳其通胀压力较高及汇率稳定需求上升的背景下，该国高度依赖能源进口，冲突导致成本上升并推高美元需求，土耳其央行通过出售黄金及掉期交易筹集资金以支持流动性并稳定国内市场。过去十年土耳其一直是全球主要黄金买家之一，此次操作显示其政策出现明显变化。

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com
方皓
SAC: S1350525110003
fanghao@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- **中期来看，市场核心逻辑已从“特朗普 2.0+降息交易”的双主线转向“美联储维持高利率+中东地缘避险+特朗普贸易政策博弈”的多空交织格局。**近期中东局势扰动仍未完全消退，油价中枢抬升带来的通胀预期回摆在压缩市场对美联储快速降息的乐观定价；但与此同时，增长预期边际走弱、美国经济衰退概率上升又在不断强化黄金作为避险资产和政策对冲资产的配置价值。**我们认为当前黄金并不完全依赖“美联储立刻降息”这一单一前提，而是在“高通胀黏性”与“增长下修压力”并存的环境下获得了更稳固的中期支撑。**

未来两周将需要重点关注的事件和时间节点包括：1) 中东局势及霍尔木兹海峡通航情况变化；2) 4月1日公布的美国3月ADP就业人数及ISM制造业PMI；3) 4月3日公布的美国3月失业率及季调后非农就业人口；4) 4月9日公布的美国2月核心PCE年率；5) 4月10日公布的美国3月季调后CPI月率。

- **长期来看，黄金的上涨逻辑并未削弱，反而在全球宏观与地缘格局变化下进一步强化。**1) 美国财政赤字约束、债务扩张、贸易保护主义升温及大国博弈加剧正在削弱美元信用锚的稳定性，推动全球储备资产向多元化重配，黄金正逐步演化为对冲主权信用风险、地缘分裂风险和全球货币体系重构风险的重要资产。2) 全球央行持续购金仍为金价提供坚实底部支撑，中国央行延续增持亦进一步验证官方部门的长期配置需求。3) 美国经济周期后段面临高利率、信用收缩与增长放缓的多重约束，未来无论美联储是因经济放缓而降息还是因通胀黏性而被迫维持更长时间的高利率，黄金都具备较强的长期配置价值：前者利好实际利率下行，后者则强化避险与抗信用风险需求。整体看，黄金中长期仍处于有利窗口，价格中枢有望在全球宏观与地缘格局重塑过程中继续上移。
- **我们维持贵金属行业“看好”评级，建议关注个股组合：紫金黄金国际、赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、山金国际、万国黄金集团、湖南黄金、中金黄金、招金黄金、盛达资源、兴业银锡。**
- **风险提示：中东冲突不确定性风险；通胀超预期持续风险；经济失速下行风险；美联储超预期加息风险。**

内容目录

1. 价格走势情况	6
2. 美国经济数据和美联储跟踪	7
3. 持仓及成交量情况	9
4. 内外盘价差及黄金基准比值情况	11
5. 期货基差情况	12
6. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 贵金属价格变动情况	6
图表 2: 外盘黄金价格走势情况	6
图表 3: 外盘白银价格走势情况	6
图表 4: 内盘黄金价格走势情况	7
图表 5: 内盘白银价格走势情况	7
图表 6: 钼价格走势情况	7
图表 7: 铂价格走势情况	7
图表 8: 美国新增非农就业人数情况	7
图表 9: 美国失业率情况	7
图表 10: 美国新增 ADP 就业人数情况	8
图表 11: 美国当周初请失业金人数情况	8
图表 12: 美国 JOLTs 职位空缺情况	8
图表 13: 美国 PMI 情况	8
图表 14: 2026 年 4 月 FOMC 单月利率变动概率	8
图表 15: FOMC 点阵图情况	8
图表 16: 美元指数情况	9
图表 17: 美国 10 年期国债收益率情况	9
图表 18: COMEX 资管机构多头持仓情况	9
图表 19: COMEX 其他多头持仓情况	9
图表 20: COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况	9
图表 21: COMEX 互换交易商空头持仓情况	9
图表 22: 沪金持仓量情况	10
图表 23: 沪银持仓量情况	10
图表 24: 全球主要黄金 ETF 持仓情况	10
图表 25: 全球主要白银 ETF 持仓情况	10
图表 26: 内外盘黄金价差情况	11
图表 27: 内外盘白银价差情况	11
图表 28: 金银比情况	11
图表 29: 金铜比情况	11

图表 30: 国际黄金基差情况	12
图表 31: 国内黄金基差情况	12

1. 价格走势情况

近两周，伦敦现货黄金下跌 10.71%至 4504.15 美元/盎司，上期所黄金下跌 11.86%至 998.66 元/克，沪金持仓量下跌 12.56%至 27.37 万手；伦敦现货白银下跌 19.00%至 67.80 美元/盎司，上期所白银下跌 16.41%至 17489 元/千克，沪银持仓量下跌 6.25%至 45.27 万手；伦敦现货钯下跌 13.96%至 1387 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 10.98%至 1849 美元/盎司。

图表 1：贵金属价格变动情况

品种	市场	单位	价格	14 日变动	30 日变动	年初至今
黄金	伦敦现货	美元/盎司	4504.15	-10.71%	-13.24%	3.12%
	上期所	元/克	998.66	-11.86%	-13.24%	2.16%
	沪金持仓量	万手	27.37	-12.56%	-8.45%	-12.95%
白银	伦敦现货	美元/盎司	67.80	-19.00%	-25.26%	-5.83%
	上期所	元/千克	17489	-16.41%	-24.06%	2.43%
	沪银持仓量	万手	45.27	-6.25%	-13.45%	-29.37%
钯	伦敦现货	美元/盎司	1387	-13.96%	-24.29%	-16.45%
铂	伦敦现货	美元/盎司	1849	-10.98%	-20.40%	-16.94%

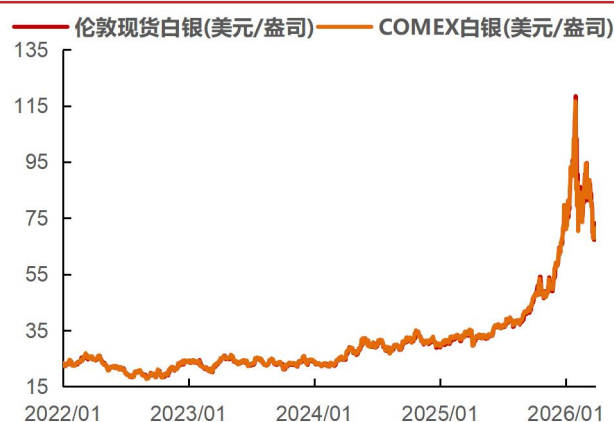
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 2：外盘黄金价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 3：外盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 4：内盘黄金价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 5：内盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 6：钯价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 7：铂价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

2. 美国经济数据和美联储跟踪

图表 8：美国新增非农就业人数情况



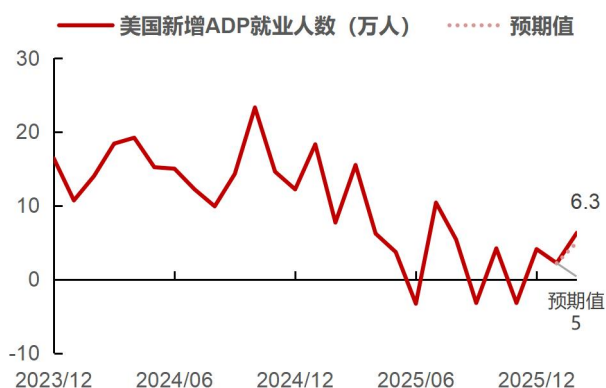
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 9：美国失业率情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 10: 美国新增 ADP 就业人数情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 11: 美国当周初请失业金人数情况



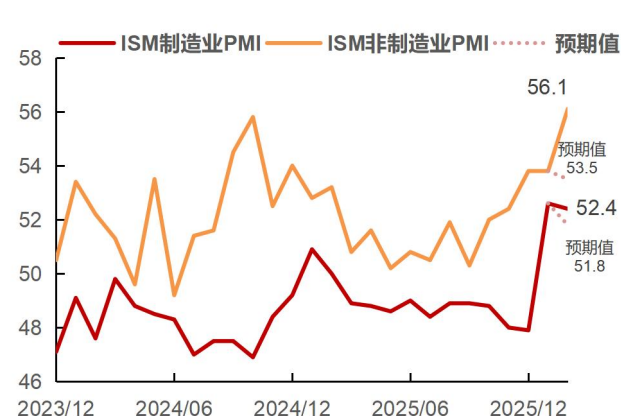
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 12: 美国 JOLTs 职位空缺情况



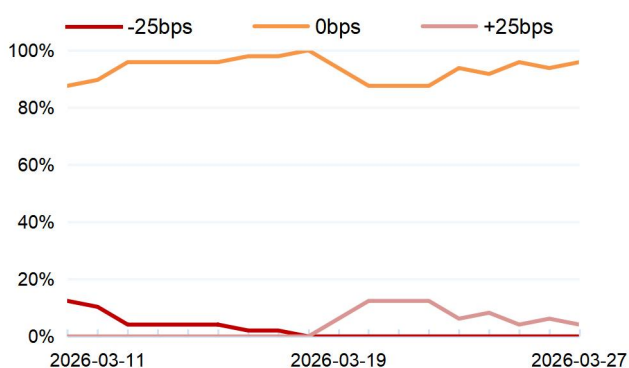
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 13: 美国 PMI 情况



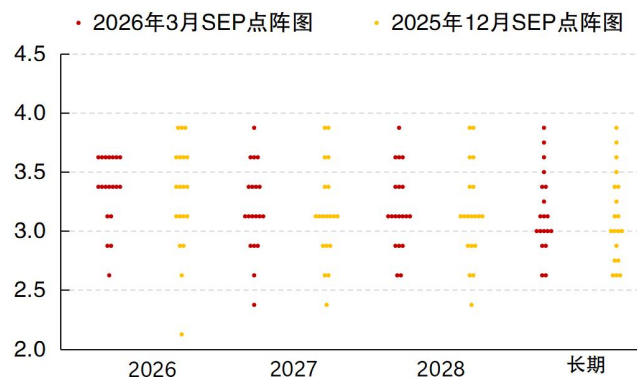
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 14: 2026 年 4 月 FOMC 单月利率变动概率



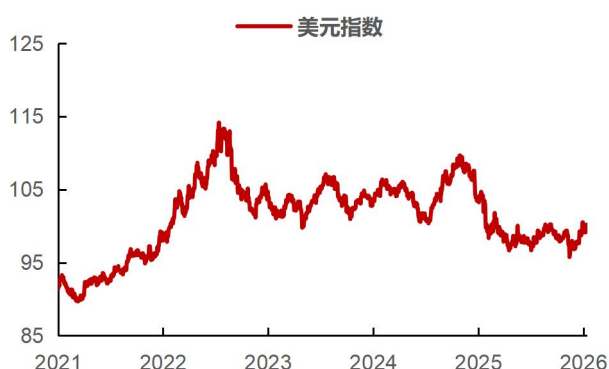
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: FOMC 点阵图情况



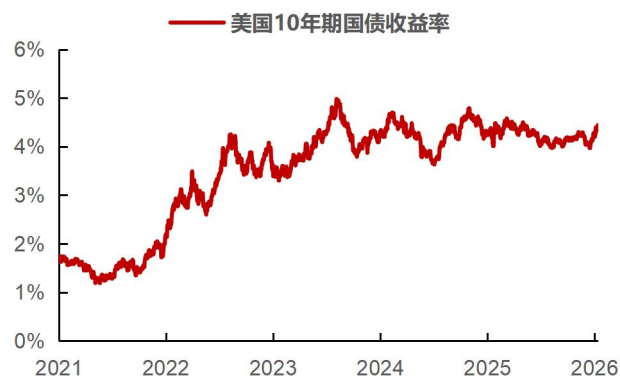
资料来源: FOMC, 华源证券研究所

图表 16: 美元指数情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 17: 美国 10 年期国债收益率情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

3. 持仓及成交量情况

图表 18: COMEX 资管机构多头持仓情况



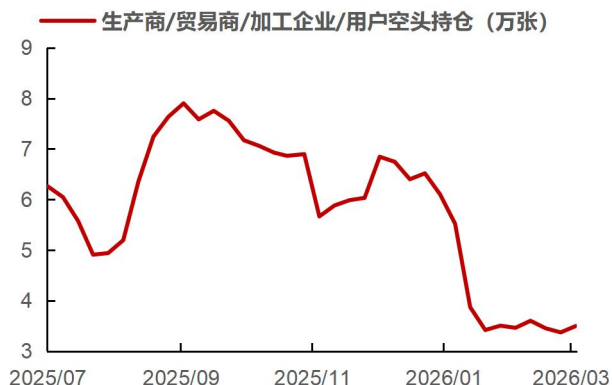
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 19: COMEX 其他多头持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 20: COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况



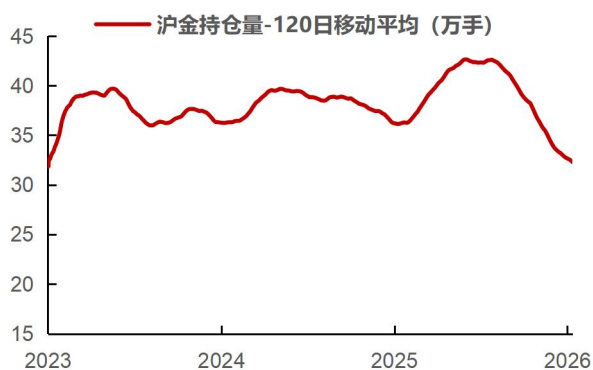
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 21: COMEX 互换交易商空头持仓情况



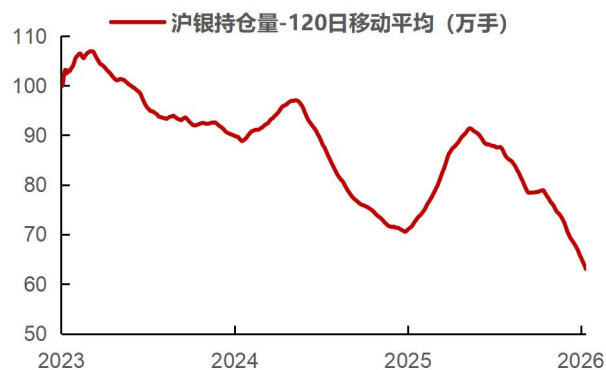
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 22: 沪金持仓量情况



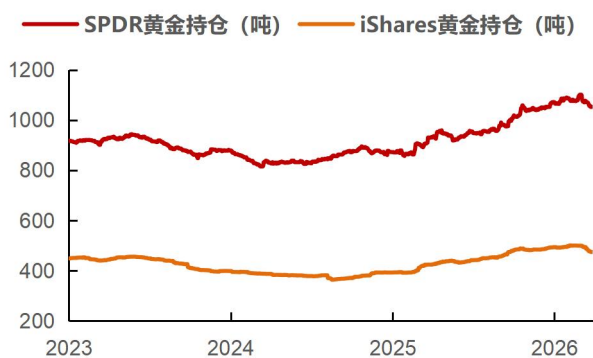
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 23: 沪银持仓量情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 24: 全球主要黄金 ETF 持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 25: 全球主要白银 ETF 持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

4. 内外盘价差及黄金基准比值情况

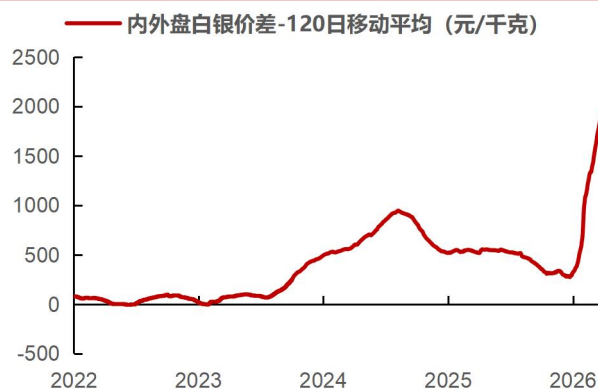
本周五黄金内外盘价差为-6.39 元/克，较两周前下降 24.96 元/克；白银内外盘价差为 1979.60 元/千克，较两周前下降 1051.30 元/千克。此外，本周金银比收于 64.80，较两周前上升 2.52；金铜比收于 10596.47，较两周前下降 733.16。

图表 26：内外盘黄金价差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 27：内外盘白银价差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 28：金银比情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 29：金铜比情况

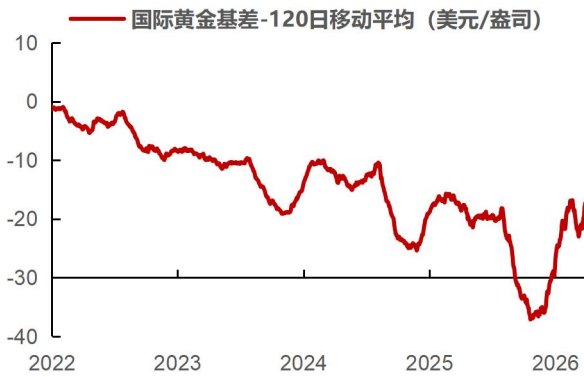


资料来源：iFIND，华源证券研究所

5. 期货基差情况

截至本周五，国际黄金基差（现货-期货）为-17.15 美元/盎司，较两周前下降 38.65 美元/盎司；国内黄金基差为-6.21 元/克，较两周前下降 4.46 元/克。

图表 30：国际黄金基差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 31：国内黄金基差情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

6. 风险提示

中东冲突不确定性风险；通胀超预期持续风险；经济失速下行风险；美联储超预期加息风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。