

宏观深度报告 20260402

黄金 ETF，2026 年 3 月复盘与 4 月展望

2026 年 04 月 02 日

投资要点

■ 市场表现回顾:

■ **走势复盘:** 2026 年 3 月沪金整体呈现出“单边深度下跌，月末跌势趋缓”的运行特征，月涨跌幅为-14.79%。月初价格小幅回落后企稳，随后月中经历一轮急跌探底，仅在月末最后几个交易日出现小幅企稳迹象，波动率维持高位，整体呈现单边下跌。

■ **技术分析:** 截至 2026 年 3 月 31 日，沪金风险度低至 21.57，市场情绪有所回升。趋势维度上，快线上行、慢线下行趋势显著，虽暂未形成新的多头信号，但未来短期动量可能重新转强。沪金目前处于低风险区，短期趋势企稳转强，中期格局保持上升趋势。

■ **日历效应分析:** 3 月沪金平均收益率为-0.16%，胜率为 52.64%，整体趋势较弱，可能由季节性需求回落导致。4 月沪金平均收益率为 1.40%，胜率为 57.98%，是全年趋势最强的月份之一。展望 4 月行情，沪金可能在季节性推力下迎来进一步上涨空间。

■ **黄金 ETF 持仓分析:** 全球黄金 ETF 持仓量在 3 月呈现“高位承压、逐级回落、月末探底”的阶段性特征，暂时处于下跌态势。

■ 事件驱动盘点:

■ **资产配置价值:** 沪金在 3 月主要受战争所带来的通胀预期，避险需求，流动性冲击与央行购金的多重因素影响，其资产配置价值呈现“单边下跌，小幅企稳”的走势，形成了由战争预期主导，多因素共同影响的复杂定价格局。

■ **货币价值:** 在美联储鹰派信号与避险溢价的双轮驱动下，美元指数与美债收益率大幅走高。在此背景下，黄金的货币属性被美元显著压制。

■ **避险价值:** 中东美以伊地缘冲突全面升级并向周边地区外溢，风险溢价显著抬升，为金价提供了强劲的底部支撑。

■ **商品价值:** 央行购金逻辑出现结构性分化。土耳其央行为保证流动性与本国汇率大幅抛售黄金使其短期承压；其他部分国家央行则持续增持，对黄金中枢形成长期支撑。

■ 指数后市展望:

■ **关键事件前瞻:** 展望后市，黄金价格走势仍将围绕中东地缘对峙演化、通胀与就业数据验证、美联储政策路径校准以及美国国内政策博弈等核心因素展开，不同驱动逻辑在月内或将交替影响市场定价，价格运行延续事件驱动 + 预期摇摆的特征，低位震荡与韧性抬升并存。

■ **指数走势展望:** 从资金博弈特征看，黄金正面临“央行增持”与“机构配置切换”这两重因素的拉扯。若美以伊冲突进一步升级，黄金可能继续承压。近期美伊双方均释放缓和信号，若冲突持续降温，美元与美债收益率的核心推力将受到压制，叠加美国通胀导致的实际利率降低与石油美元体系的松动，黄金可能在短期实现快速反弹。黄金的中长期上行逻辑仍然稳固，短期波动不改变长期叙事，黄金在宏观逻辑共振下具备重新向上突破的空间。

证券分析师 芦哲
执业证书: S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 唐逸衍
执业证书: S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《每周宏观经济和资产配置研判—20260329》

2026-03-29

《市场对地缘风险的定价仍然乐观—海外周报 20260329》

2026-03-29

■ **相关 ETF 产品:** 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化, 截至 2025 年 3 月 31 日, 该基金总市值达 1110.13 亿元, 当日成交额 196.29 亿元。

■ **风险提示:**

1)行业政策或监管环境突变; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的宏观事件。

内容目录

1. 市场表现回顾	5
1.1. 走势复盘.....	5
1.2. 技术分析.....	6
1.3. 日历效应复盘与展望分析.....	6
1.4. 黄金 ETF 持仓分析	7
2. 事件驱动	8
2.1. 资产配置价值.....	8
2.2. 货币价值.....	10
2.3. 避险价值.....	10
2.4. 商品价值.....	12
3. 后市展望	13
3.1. 关键事件前瞻.....	13
3.2. 走势展望.....	14
3.3. 相关 ETF 产品	17
4. 风险提示	17

图表目录

图 1:	SHFE 黄金 3 月走势 (区间范围: 2026/3/02-2026/3/31)	5
图 2:	SHFE 黄金风险趋势模型 (2026/3/31)	6
图 3:	SHFE 黄金日历效应 (2008/1/9-2025/12/31)	7
图 4:	2026 年 3 月全球黄金 ETF 持仓量 (百万元) (2026/3/2-2026/3/31)	8
图 5:	过去一年全球黄金 ETF 持仓量 (百万元) (2025/3/31-2026/3/31)	8
图 6:	伦敦金下午定盘价 (2020/3/30-2026/3/31)	15
图 7:	伦敦金价和伦敦银价 (2020/3/30-2026/3/31)	15
图 8:	2026 年 4 月 Fed 议息会议目标利率概率 (2026/3/18)	16
图 9:	FOMC 议息表决点阵图 (2026/3/18)	16
表 1:	影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/3/2-2026/3/31)	9
表 2:	影响黄金货币价值事件总结 (2026/3/2-2026/3/31)	10
表 3:	影响黄金避险价值事件总结 (2026/3/2-2026/3/31)	11
表 4:	影响黄金商品价值事件总结 (2026/3/2-2026/3/31)	12
表 5:	2026 年 4 月事件预告	14
表 6:	华安黄金 ETF (2026/3/31)	17

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

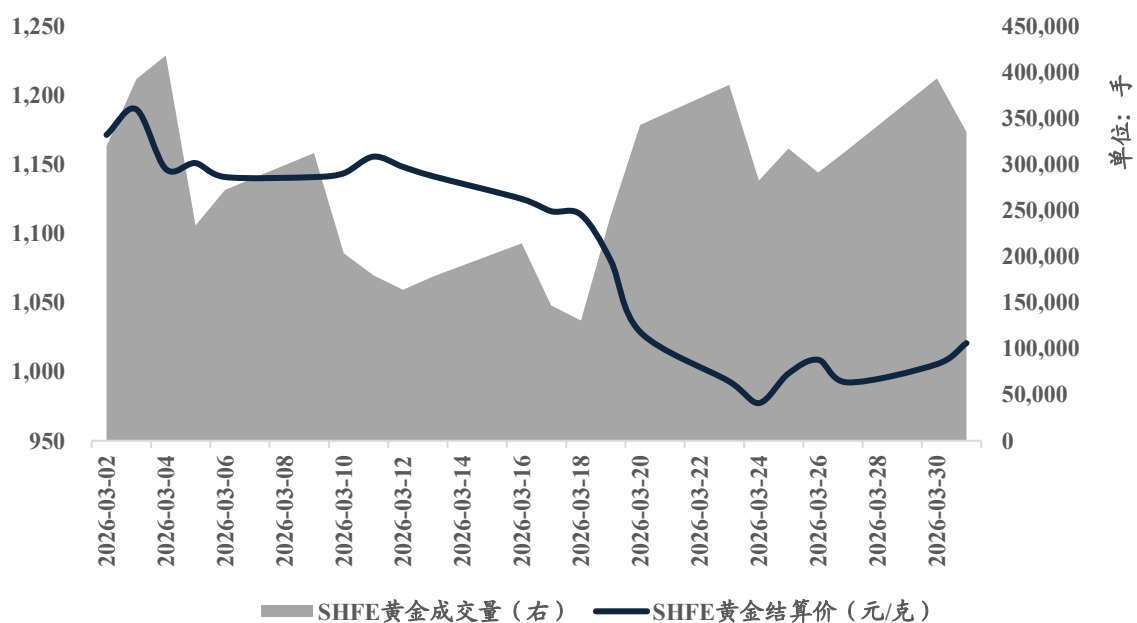
自 2026 年 3 月 2 日至 2026 年 3 月 31 日，沪金整体呈现出“单边深度下跌，月末跌势趋缓”的运行特征，月涨跌幅为-14.79%。月初价格小幅回落后企稳，随后月中经历一轮急跌探底，仅在月末最后几个交易日出现小幅企稳迹象，波动率维持高位，整体呈现单边下跌。

具体来看，**月初阶段**，沪金价格受中东局势的地缘冲突带来的影响小幅下跌，成交量显著放大。**月中阶段**，价格在小幅回调后维持在相对高位，市场交投趋于平稳；随后价格从 3 月 18 日起出现大幅下跌，成交量显著放大，主要原因是中东局势升级带来的连锁反应。**月末阶段**，沪金价格小幅企稳，成交量小幅萎缩，市场信心逐渐修复。

从量价配合角度看，3 月行情呈现出的“放量下跌，缩量企稳”特征。月初下跌伴随成交量放大，空头动能未能完全释放；月中价格大幅下跌，空头动能充分宣泄，但成交量中枢逐步下移，反映市场从恐慌抛售逐步转向被动止损与承接乏力；最后几个交易日价格小幅回升而交易萎缩，更多体现为技术性修复而非趋势反转，市场情绪从月中的恐慌逐步演变为月末的普遍谨慎。

整体来看，3 月沪金价格在地缘冲突带来的通胀与流动性压力下经历了一轮系统性重估，价格运行节奏由月初的高位震荡阶段过渡到月中的恐慌性抛售，再逐步过渡至月末的缩量整固阶段，市场完成了从预期修正到风险释放的全过程。

图1: SHFE 黄金 3 月走势 (区间范围: 2026/3/02-2026/3/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列：双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报，技术分析主要从风险维度（标的位置的相对高低）与趋势维度（动量的相对强弱）进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP，以及趋势指标 TREND，构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2026 年 3 月 31 日，沪金风险度低至 21.57，市场情绪有所回升。趋势维度上，快线上行、慢线下行趋势显著，虽暂未形成新的多头信号，但未来短期动量可能重新转强。结合整体趋势判断，沪金目前处于低风险区，短期趋势企稳转强，中期格局保持上升趋势。

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/3/31）

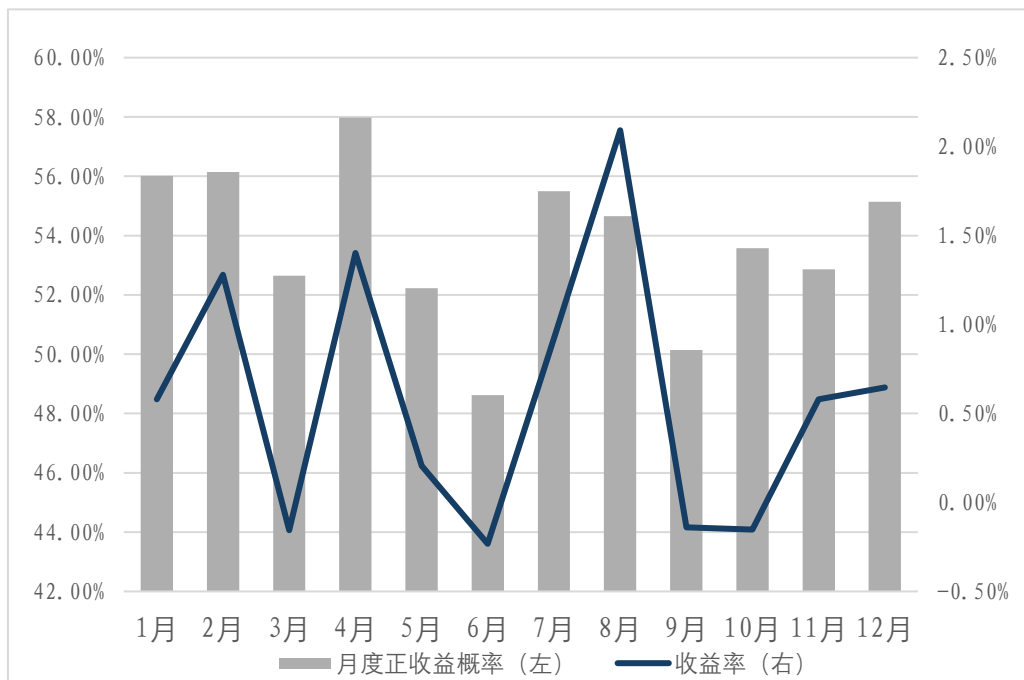


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 日历效应复盘与展望分析

根据往年日历效应的统计，3月沪金平均收益率为-0.16%，胜率为52.64%，整体趋势较弱，可能由季节性需求回落导致。4月沪金平均收益率为1.40%，胜率为57.98%，是全年趋势最强的月份之一。展望4月行情，沪金可能在季节性推力下迎来进一步上涨空间。

图3: SHFE 黄金日历效应 (2008/1/9-2025/12/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

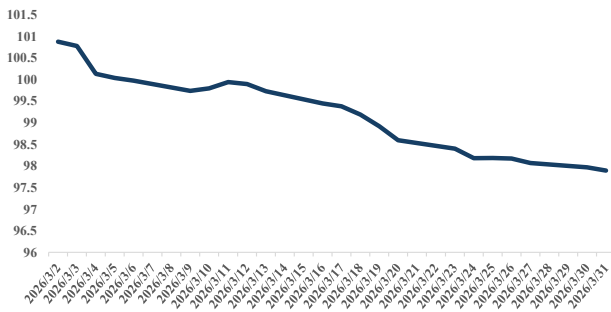
1.4. 黄金 ETF 持仓分析

全球黄金 ETF 持仓量在 3 月呈现“高位承压、逐级回落、月末探底”的阶段性特征，暂时处于下跌态势。

聚焦 3 月，持仓量在月初阶段冲高后转入持续下行通道，资金配置意愿明显收敛。月初阶段，持仓量一度维持在阶段性高位，但随着市场对前期定价的趋势趋于充分，部分配置盘开始减仓，持仓量于 3 月 4 日后逐步承压。月中阶段，持仓量延续温和回落态势，期间虽有短暂企稳，但整体缺乏上行动能，反映出市场在美元走强的背景下对黄金的避险需求趋于理性化。月末阶段，随着宏观不确定性预期边际放缓，持仓量在 3 月 20 日后出现明显的阶梯式下探，并于 3 月 26 日回落至当月最低点。

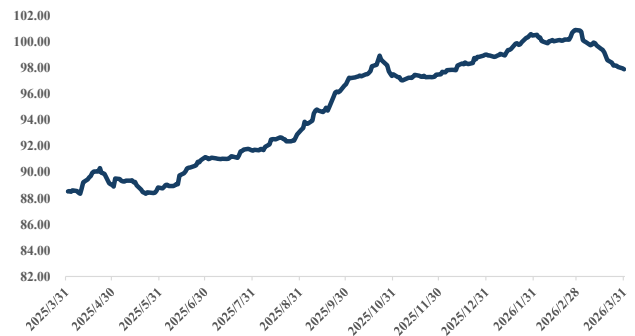
纵观全年，2025 年 4 月 1 日至 2026 年 3 月 27 日期间，持仓量呈现趋势性增长的修复态势。自 2025 年一季度起，持仓量自阶段性底部稳步抬升，全年累计增幅显著，标志着配置型资金回归的长期趋势确立，为后续波动积累基础。

图4: 2026年3月全球黄金ETF持仓量(百万元)
(2026/3/2-2026/3/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 过去一年全球黄金ETF持仓量(百万元)
(2025/3/31-2026/3/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 事件驱动

3月黄金价格整体呈宽幅震荡走势，四大价值属性逻辑轮动切换。资产配置层面，美国经济数据分化与政策预期反复致使实际利率波动，主导金价运行中枢；货币层面，美元信用在降息博弈与数据验证中震荡，黄金货币价值随之调整；避险层面，地缘风险扰动频发强化避险溢价，限制金价回调空间；商品层面，贵金属供需预期相对稳定，实物需求提供底层支撑。整体来看，黄金在事件驱动与预期摇摆中延续整理格局，价格表现为高位韧性与逻辑的快速轮动。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息，需特别说明：所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；同时，文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日结算价的变动比例计算。因为时差因素，美国数据常在北京时间盘后公布，所以沪金当日涨跌幅无法完整反映事件冲击。为保证统计一致性，在表格中已标注下一交易日的日期以及对应的指数表现；若数据或新闻于上海期货交易非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现同样顺延至披露后首个交易日

2.1. 资产配置价值

整体来看，2026年3月沪金在资产配置价值维度上的定价逻辑，主要围绕中东地缘冲突导致的油价上升，美联储政策预期博弈、与美国经济数据分化交织影响展开。月内经济先行指标与通胀数据共振下行，显示经济降温迹象明显。但随着中东美以伊冲突升级，伊朗控制霍尔木兹海峡导致原油价格大幅上升，通胀预期大幅走高，市场开始交易美联储加息逻辑，资产配置逻辑呈现剧烈切换特征。整体而言，沪金在3月主要受战争所带来的通胀预期，避险需求，流动性冲击与央行购金的多重因素影响，其资产配置价值呈现“单边下跌，小幅企稳”的走势，形成了由战争预期主导，多因素共同影响的

复杂定价格局。

下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价和情绪引导等的潜在冲击。

表1: 影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/3/2-2026/3/31)

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/3/6	美国 2 月非农就业减少 9.2 万人，失业率回升至 4.40%	偏正向	(2026/3/9) -0.08%
2026/3/11	美国 2 月核心 CPI 同比增长 2.40%，市场预期 7 月降息	偏正向	(2026/3/12) -0.66%
2026/3/19	美联储宣布维持联邦利率，通胀结束前不考虑降息，上调通胀预期	偏负向	(2026/3/20) -3.83%
2026/3/26	OECD 预计美国通胀从去年的 2.60% 上升至 4.20%，利率政策保持不变	偏负向	(2026/3/26) -0.28%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【美国 2 月非农就业减少 9.2 万人，失业率回升至 4.4%】

点评: 美国 2 月非农就业减少 9.2 万, 远低于市场预期的增加 5.5 万, 自 2020 以来第二次出现负增长; 失业率微降至 4.3%, 时薪同比保持 3.8%。数据反映美国就业数据显著低于预期, 或使美联储加强降息预期, 有利于黄金走强。

【美国 2 月核心 CPI 同比增长 2.40%，市场预期 7 月降息】

点评: 美国 2 月 CPI 呈现出平稳降温的趋势, 同比增长 2.40%, 与 1 月份持平, 各项核心指标均符合市场预期。但由于最近突发的美以伊相关冲突, 市场暂时忽略数据公布所带来的通胀平稳预期, 转而聚焦在由中东局势主导的能源市场上。数据公布后, 黄金价格未能按降息预期走强, 反而受通胀预期压制小幅承压。

【美联储宣布维持联邦利率，通胀结束前不考虑降息，上调通胀预期】

点评: 受中东地区冲突所带来的能源价格大幅上涨的影响, 美联储宣布维持联邦利率, 同时释放鹰派信号, 市场开始交易美联储加息逻辑, 黄金在随后的几个交易日大幅跳水, 加息逻辑一度压制其避险逻辑。

【OECD 预计美国通胀从去年的 2.60% 上升至 4.20%，利率政策保持不变】

点评: 同样受中东地区冲突所带来的能源价格大幅上涨的影响, 美国通胀预期大幅走高, 但黄金并未如月中大幅下跌, 表明通胀预期已逐渐被市场消化, 黄金也短暂走出了“金油共振”的独立行情, 市场原本的恐慌情绪得到控制。

2.2. 货币价值

3月黄金的货币价值主要围绕美元信用的边际波动与避险溢价共振展开，美元指数在月内受美联储加息预期、经济数据分化及地缘冲突升级的共同影响，呈现震荡上行的特征。在美联储鹰派信号与避险溢价的双轮驱动下，美元指数在3月迎来震荡上涨并重回100点上方，10年期美债收益率上涨至4.4%上方。在此背景下，黄金的货币属性被美元显著压制，持有黄金的机会成本急剧增加，导致黄金的货币属性在传统避险逻辑下不降反涨。

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/3/2-2026/3/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/3/14	美元指数大幅走高站上100，日内涨幅0.61%	偏负向	(2026/3/16) -2.04%
2026/3/23	美债价格持续下跌，收益率走高	偏负向	(2026/3/24) -1.57%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美元指数大幅走高站上100，日内涨幅0.61%】

点评：月内美元指数大幅上涨触及阶段高点，这并非简单的技术反弹，而是美联储“Higher for Longer”的利率叙事与地缘避险需求共振的结果。在美元“鹰派护盘”的强势周期下，黄金短期承压，其货币属性正面临严峻考验。

【美债价格持续下跌，收益率走高】

点评：3月FOMC点阵图不仅减去了降息次数，美联储更暗示可能加息，美债受此影响收益率大幅走高。在此背景下，黄金作为零息资产，其货币属性受到结构性压制。

2.3. 避险价值

3月黄金的避险价值在中东美以伊的地缘冲突升级下持续强化。月内风险事件呈现出焦点集中、博弈加剧且持续性增强的特征，特别是美伊冲突的升级与对周边国家的外溢导致中东局势骤紧，叠加全球贸易政策预期再度转向、美国内政外交双重施压，以及主要经济体数据分化引发的宏观情绪波动。

尽管黄金作为兼具避险与货币属性的核心资产，在地缘风险升级的背景下具有风险对冲与尾部保护功能，但本月黄金的避险属性被货币属性、流动性紧缩等因素暂时压制，其避险价值并未得到凸显。需要注意的是，相关风险事件已不仅仅是情绪层面的边际扰动，而是美伊冲突等地缘核心矛盾与降息预期、信用弱化逻辑形成共振，避险需求在月

内呈现出阶梯式抬升、回调韧性增强的特征，对金价的影响由阶段性支撑转为持续且稳固的推升。3月初黄金受冲突开始时的避险需求短期冲高回落；月中叠加美联储的加息预期与部分国家的流动性紧缩风险，黄金价格一度下跌；月末黄金价格逐渐企稳并小幅回升，表明市场已逐渐消化通胀预期，转而开始关注黄金的避险属性。

表3：影响黄金避险价值事件总结（2026/3/2-2026/3/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/3/1	美国联合以色列对伊朗发起军事打击，伊朗最高领袖哈梅内伊在轰炸中遇害	偏正向	(2026/3/2) 4.56%
2026/3/2	伊朗宣布封闭霍尔木兹海峡，打击试图通过的船只	偏正向	(2026/3/3) 0.90%
2026/3/14	美军对伊朗重要石油出口枢纽哈尔克岛发起空袭	偏正向	(2026/3/16) -2.04%
2026/3/18	美以袭击伊朗能源设施，伊朗对周边海湾国家油气设施实施对等打击	偏正向	(2026/3/19) -4.64%
2026/3/22	伊朗称允许非敌方船只通过霍尔木兹海峡，美政府正在为潜在的与伊朗谈判进行讨论	偏负向	(2026/3/23) -8.62%
2026/3/30	伊朗首都德黑兰遭以军大规模空袭，伊朗对等增加对美以的打击力度	偏正向	(2026/3/30) 2.28%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美国联合以色列对伊朗发起军事打击，伊朗最高领袖哈梅内伊在轰炸中遇害】

点评：3月1日美以联合军事打击伊朗致哈梅内伊遇害，成为冲突升级的标志性事件。伊朗以导弹袭击美军基地，中东局势从“可控摩擦”正式转向“全面对抗”。黄金短期受避险需求支撑冲高。

【伊朗宣布封闭霍尔木兹海峡，打击试图通过的船只】

点评：3月2日伊朗封闭霍尔木兹海峡标志美以伊冲突的影响外溢至全球能源市场，油价一度飙升，市场开启滞胀预期。对于黄金而言，避险属性与货币属性等形成多方博弈，短期冲高后承压。

【美军对伊朗重要石油出口枢纽哈尔克岛发起空袭】

点评：美军对哈尔克岛的空袭标志着美以伊冲突从“军事对轰”正式升级为针对经济命脉的精准化打击，地缘风险溢价瞬间飙升。哈尔克岛作为伊朗石油出口的重要枢纽，拥有约90%原油出口的核心设施。此次打击触及伊方核心经济利益，大幅升级伊朗与以色列及中东地区其他海湾国家的对抗烈度。对于黄金而言，油价的大幅上涨推高通胀预期，开始压制其避险属性，黄金价格短期承压。

【美以袭击伊朗能源设施，伊朗对周边海湾国家油气设施实施对等打击】

点评：月内美以伊针对能源设施的轰炸再度升级，引发全球市场对石油后续产能的担忧，通胀预期叠加美联储的鹰派信号再度强化，黄金受此影响继续承压。

【伊朗称允许非敌方船只通过霍尔木兹海峡，美政府正在为潜在的与伊朗谈判进行讨论】

点评：3月22日伊朗运行非地方船只通过霍尔木兹海峡，美政府启动谈判讨论，地缘冲突实现“战术性降温”，全球能源中断风险边际缓解。但双方核心利益诉求均难以调和，谈判条件苛刻，不确定性未消。对黄金而言，避险溢价快速回吐，叠加美元走强，美债收益率飙升，货币属性受实际利率压制，短期震荡承压。

【伊朗首都德黑兰遭以军大规模空袭，伊朗对等增加对美以的打击力度】

点评：美以伊冲突进一步升级，3月末战争局势仍未明朗，仍需关注后续美军动向及伊方反应。

2.4. 商品价值

从商品属性维度看，2026年3月黄金的供需出现结构性分歧，受中东地缘冲突的升级，各国央行对增减持黄金持不同态度。一方面，央行购金行为在全球范围内延续，中国、波兰、印度等国央行的持续增持对黄金价格中枢形成长期支撑，另一方面，土耳其等国家为维护本国汇率与美元缺口大幅抛售黄金，对黄金价格造成短期利空。商品属性在月内更多体现为对价格的托底作用，而非短期极端波动的主导因素，其定价权重暂让位于地缘风险与政策预期等宏观逻辑。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/3/2-2026/3/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/3/7	中国央行公布2月末黄金储备，环比增加3万盎司，连续16个月增持	偏正向	(2026/3/9) -0.08%
2026/3/24	世界黄金协会：受地缘政治影响，多国央行将增持黄金	偏正向	(2026/3/24) -1.57%
2026/3/26	土耳其单周抛售22吨黄金，创2018年以来最高	偏负向	(2026/3/26) -0.28%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【中国央行公布2月末黄金储备，环比增加3万盎司，连续16个月增持】

点评：中国央行连续增持黄金储备，延续官方部门结构性买盘趋势。央行购金行为具有战略配置属性，对黄金价格中枢形成稳定托底，为月低黄金价格的企稳奠定了供需

基础。

【世界黄金协会：受地缘政治影响，多国央行将增持黄金】

点评：世界黄金协会全球央行业务主管表示，随着黄金作为对冲去美元化与地缘政治风险的作用日益凸显，部分长期缺席市场的央行，例如危地马拉、印尼和马来西亚将重新开始购入黄金，对黄金的底部价格形成提供了有力支撑。

【土耳其单周抛售 22 吨黄金，创 2018 年以来最高】

点评：受中东地缘冲突升级带来的输入性通胀冲击，土耳其在 3 月 13 日当周黄金储备减少 6 吨，3 月 20 日当周大幅减少 52.40 吨，主要用于满足稳定国内流动性需求和稳定本国货币汇率。此举对黄金造成短期较大利空，对全球黄金市场构成显著下行压力。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望 4 月，黄金价格走势仍将围绕**中东地缘对峙演化、通胀与就业数据验证、美联储政策路径校准以及美国国内政策博弈**等核心因素展开，不同驱动逻辑在月内或将交替影响市场定价，价格运行延续事件驱动+预期摇摆的特征，低位震荡与韧性抬升并存。

在宏观数据层面，美国 3 月非农就业、CPI、PPI 及核心 PCE 等关键数据将集中落地，为中东局势导致的油价上涨环境下的通胀节奏提供最新验证。若数据显示就业温和放缓、通胀并未超出预期，市场对美联储的加息预期与幅度将暂时放缓，利好黄金配置价值与货币属性；若数据超预期偏强，可能再度引发利率路径重定价，对黄金形成阶段性扰动。

在政策预期层面，4 月末美联储 FOMC 会议及主席新闻发布会将成为核心焦点。在 3 月多次声明维持利率并释放加息信号的背景下，会议指引与表态将直接作用于实际利率与流动性预期，对黄金定价产生关键影响，其信号方向与一致性需重点跟踪。

在货币价值层面，受通胀预期下的美联储鹰派信号影响，美元指数与美债收益率在 3 月走强，处于阶段性高位。展望 4 月，中东地缘冲突的烈度将显著影响美元的走势，从而间接决定黄金的货币价值。一方面，若美以伊冲突进一步升级，战争烈度长期化、外溢化，则美元与美债收益率可能继续走强；另一方面，近期伊朗总统与美国总统均释放停火意愿，若围绕霍尔木兹海峡的相关冲突烈度可能逐渐降温，美元与美债收益率的核心推力将受到压制，叠加美国通胀导致的实际利率降低与石油美元体系的松动，黄金的货币价值或许会在 4 月稳步反弹。

在避险价值层面，中东局势成为 3 月核心风险主线，美军对伊朗各项军事、能源设施的轰炸与伊朗对周边美军基地及其他海湾国家的对等反击致使战争烈度大幅升级，地缘对峙由预期转向实际冲突。同时需关注全球贸易政策反复、区域局势扰动等潜在风险

点。若对峙升级或谈判破裂，避险情绪将快速抬升并为金价提供强支撑；若短期缓和，避险溢价或阶段性回落，但难以完全消退。

整体来看，4月黄金价格将处于数据验证、政策指引、地缘风险、信用扰动的多重逻辑交织之中，走势对预期差与事件进展高度敏感，相关变量的落地节奏与持续性仍需在月内动态跟踪。

表5：2026年4月事件预告

日期	事件	影响层面
2026/4/1	ISM 公布美国 3 月 PMI 指数	资产配置价值
2026/4/3	美国公布 3 月非农就业数据	资产配置价值
2026/4/6	特朗普宣称推迟打击伊朗能源设施截止时间	避险价值
2026/4/7	中国央行公布 3 月末黄金储备数据	商品价值
2026/4/10	美国公布 3 月 CPI 数据	资产配置价值
2026/4/29	美联储公布利率决议并举行新闻发布会	资产配置价值
2026/4/30	欧洲央行举行利率决议发布会	资产配置价值

数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 走势展望

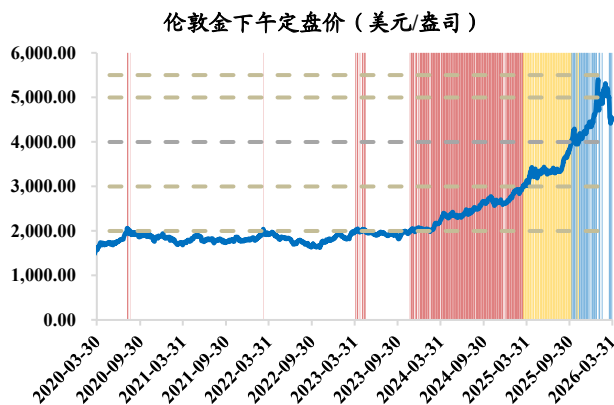
从中长期价格结构看，黄金上行斜率在 3 月呈现“N 型”剧烈震荡特征，定价逻辑在“避险抢筹”、“通胀预期”与“流动性危机”间快速切换。尽管长期牛市通道保持完好，但价格波动率已突破历史分位数，近期更呈现“单边下跌，小幅企稳”的特征。这一特征表明，资金对黄金的定价逻辑已由稳健的“地缘溢价”切换至激进的“宏观博弈”模式。黄金正从纯粹的“避险硬通货”向“高波动风险资产”回归。

从资金博弈特征看，黄金正面临“央行增持”与“机构配置切换”这两重因素的拉扯。当前金价随仍受各国央行的战略性底仓支撑，但在美联储降息需求修正及美元、美债走强的背景下，机构资金配置逻辑发生动摇。特别是在 3 月 14 日美军空袭哈尔克岛后，黄金并未走出独立避险行情，揭示了在“强美元”周期下，黄金的货币属性被压制。但这种压制已经产生松动迹象，回顾 3 月末行情，黄金在月末中东地缘冲突升级的背景下走出“金油共振”的独立行情，表明通胀压制的属性在逐步减弱，从而凸显出黄金的避险逻辑。在此背景下，月末黄金市场迎来抄底资金入场，价格出现小幅反弹，多空博弈加剧，展现出极强的买盘承接韧性。

展望后市，宏观扰动烈度与美联储的货币政策态度将直接决定金价的上行边界。在美伊冲突实现“战术性降温”但根本矛盾未解、美国通胀数据预计反弹的背景下，黄金将面临“上有顶，下有底”的区间博弈。需警惕的是，若 4 月美联储释放更鹰派信号，或地缘风险未出现实质性外溢，金价可能因“避险溢价”逻辑而面临补跌风险。后续的行市锚点在于“去美元化”逻辑能否对抗美债收益率的上行——若央行增持黄金力度超

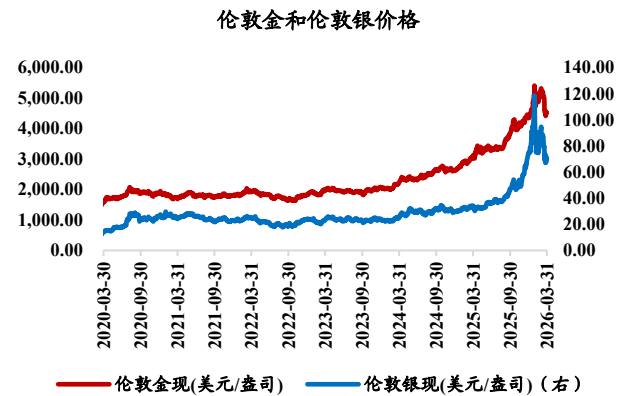
预期或美元债务危机隐忧重燃，金价有望大幅回升，反之则可能出现“宽幅震荡，重心下移”的态势。

图6: 伦敦金下午定盘价 (2020/3/30-2026/3/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 伦敦金价和伦敦银价 (2020/3/30-2026/3/31)

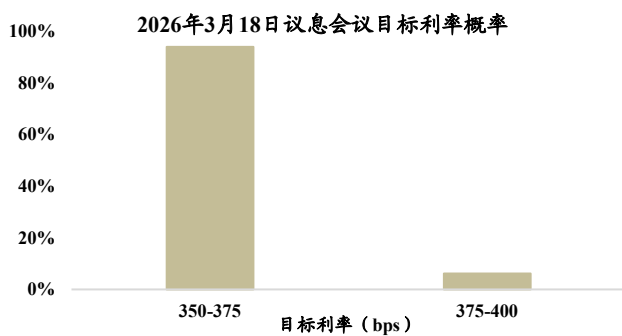


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 图 4 的红色亮高部分代表伦敦金从 2000 美元/盎司涨到 3000 美元/盎司; 黄色部分代表伦敦金从 3000 美元/盎司涨到 4000 美元/盎司; 蓝色部分代表伦敦金从 4000 美元/盎司涨到 5000 美元/盎司。

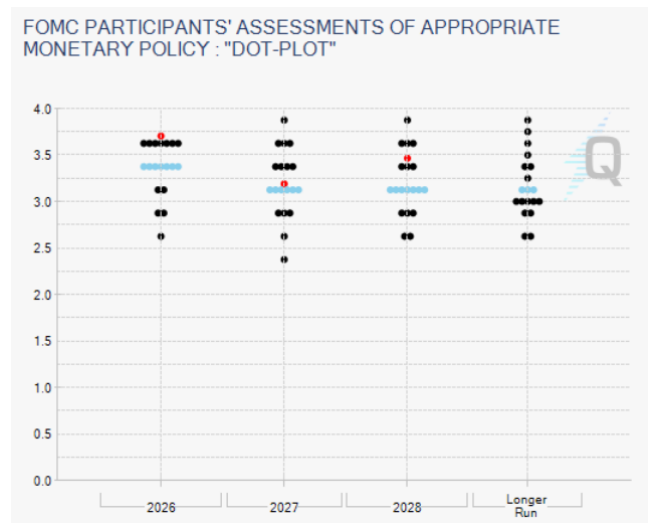
市场对 2026 年 3 月美联储议息会议的利率定价仍集中于维持当前利率不变的区间，政策预期未形成单边变化。在利率路径尚未明确重新定价的情况下，黄金价格短期内缺乏单一宏观变量的持续驱动，更可能在高波动环境下对数据与事件作出快速反应。当前价格运行已处于高波动区间，价格在上行过程中伴随的回撤幅度亦可能同步放大。

图8: 2026年4月 Fed 议息会议目标利率概率
(2026/3/18)



数据来源: CME, 东吴证券研究所

图9: FOMC 议息表决点阵图 (2026/3/18)



数据来源: CME, 东吴证券研究所

注: 图 7 中黑点表示各美联储官员对未来适当货币政策立场的判断, 纵轴是联邦基金目标利率水平 (%), 横轴为预测年份及长期均衡水平。

综合来看, 3月黄金价格的剧烈震荡是由美伊冲突这一地缘事件触发, 但本质是高波动环境下市场对“避险溢价”与“实际利率”的再平衡。进入三月下旬, 这一逻辑发生质变, 黄金价格更多受制于美元流动性虹吸而非单纯的地缘避险主导, 尽管霍尔木兹海峡封锁, 美军空袭哈尔克岛等极端事件轮番落地, 但并未形成一致性的看涨合力, 市场在“能源危机恐慌”与美联储鹰派基调之间反复博弈。

从驱动因素看, 地缘支撑与货币价值压制并存。美伊能源设施互击及海湾国家卷入风险, 虽确认了地缘风险的结构性支撑, 但3月22日的谈判消息迅速回吐了部分溢价; 而美联储官员集体鹰派发声及PCE数据粘性, 显著修正了降息预期, 实际利率重回2.0%

上方对金价形成压制。值得注意的是，板块内部资金偏好出现分化，3月下旬金价涨幅阶段性跑赢白银，显示投机性资金在高位获利后“落袋为安”的意愿增强，而白银作为高贝塔资产的先行指标属性并未失效，若后续地缘冲突加剧，其波动率向黄金的传导仍需高度关注。

展望4月，中长期多头逻辑与短期情绪博弈仍将剧烈碰撞。

长期逻辑：美国政策层对弱美元的容忍度、全球央行购金潮及去美元化趋势未改，黄金作为非主权资产的底层支撑依然坚实。

短期节奏：在高波动率背景下，市场仍需通过“时间换空间”消化美联储政策收紧的压力。4月1日PMI数据、4月3日非农就业数据及4月29日美联储新闻发布会等关键时点，均可能成为打破震荡格局的催化剂。

整体判断，2026年4月金价将延续高波动、宽幅震荡特征，且重心面临下移风险。趋势性支撑虽然存在，但“强美元，高利率”的组合对外界事件的短期情绪形成压制，需警惕中东局势升级使美元继续走强与美联储鹰派信号落地后的补跌风险。中长期维度，我们认为黄金整体上涨趋势尚未终结，但需等待中东局势进一步明朗。

3.3. 相关ETF产品

华安黄金ETF（518880.SH）成立于2013年7月18日，于2013年7月29日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过0.25%，年跟踪误差不超过3%。费用方面，该基金的管理费率为每年0.50%，托管费率为每年0.10%。截至2026年3月31日，该基金总市值达1110.13亿元，当日成交196.29亿元。

表6：华安黄金ETF（2026/3/31）

日期	2026年3月31日
基金简称	华安黄金ETF
场内简称	黄金ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013年7月18日
总市值（亿元）	1110.13
当日成交额（亿元）	196.29
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为0.50%/年，托管费率为0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2) 宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3) 发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>