



# 宏观专题研究报告

宏观专题报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：陈瀚学

songxuetao@gjzq.com.cn

chenhanxue@gjzq.com.cn

## 油价回落，但黄金为何涨不动了？

尽管近期油价因美伊战争缓和、霍尔木兹海峡重开预期升温而明显回落，美债利率也小幅下行，但黄金仍在 4400~4500 美元附近窄幅震荡，~~成本~~让行动能，核心原因在于黄金的三条支撑逻辑均出现阶段性弱化。

第一，AI 赚钱效应重新强化。2025 年黄金大涨的重要背景是市场担忧 AI 泡沫、科技股估值过高，黄金承担了对冲 AI 叙事不确定性的角色。但今年 3 月以来，以 OpenClaw 为代表的 Agent AI 应用快速出圈，推动大模型公司从“订阅收入”转向“订阅+用量付费”的商业模式，AI 变现路径更清晰，科技股上涨重新转向盈利驱动，降低了市场对黄金避险资产的需求。资金流向数据也显示，科技基金持续流入，而贵金属基金出现流出。

第二，黄金短期最重要的流动性拐点尚未出现。虽然油价和美债利率短期回落，但市场仍担心第二波通胀，期货市场截至 5 月底仍未定价年内降息，黄金 ETF 持仓自 3 月以来下降，CFTC 非商业净多头仓位也降至近两年低位，说明交易型资金正在降杠杆、止盈或降低对黄金继续上涨的押注，市场情绪弹性明显下降。

第三，特朗普带来的“混乱溢价”有所下降。2025 年黄金大涨，本质上部分定价了特朗普政策对美元信用、贸易秩序和美国制度边界的冲击。但今年以来，关税受到司法约束，美联储人事安排未走向极端政治化，财政赤字短期扩张斜率也有所缓和，美国政治体系的“刹车机制”开始发挥作用，美元信用风险溢价阶段性回落，黄金因此由单边上行转入震荡整理。

展望后续，我们认为黄金并非完全失去上行的可能。若美联储重新释放宽松信号、AI 行情再次泡沫化，或特朗普在中选前重新突破制度边界并损伤美元信用，黄金仍可能回到前高，甚至创新高。从配置角度出发，去年黄金上涨过快、波动较高，而今年进入降波盘整，反而可能为中长期资金提供更合适的增配窗口。

### 风险提示

美联储政策路径超预期偏鹰；AI 盈利验证持续超预期；美国政治风险溢价继续回落。



黄金价格在经历了今年1月末沃什获联储主席提名和2月末美伊战争爆发的两次大跌后，近两个月的表现低迷。临近5月末，油价因美伊战争缓解、海峡重开预期上升而出现回落，美债利率也小幅下行，但金价仍然在4400-4500一线窄幅波动，未能形成明确方向，甚至一度与油价同跌（图表1）。今年黄金在“降波”途中，已从高点累计下行17%，和去年高歌猛进形成鲜明对比（图表2）。黄金的核心定价因素是否发生变化？当前金价是已经触顶，还是仍在积蓄新一轮上涨？

**黄金短期的主要逆风是AI的赚钱效应正在打破混沌。**回顾2025年下半年，黄金走出史诗级行情的原因是避险需求，彼时最大的市场风险是AI叙事泡沫化，巨头铁索连环与相互投资，在未实际利润大幅上升的背景下开展了资本开支军备竞赛。流动性和风险偏好在支撑美股估值的同时，也推升了黄金的避险需求，使得黄金成为了对冲AI叙事的避险资产，“左手AI、右手黄金”一度成为市场最拥挤的交易。我们在《2026黄金展望：换一种思路看待金价的“无人区”（2025.12.31）》中提到，一旦AI叙事变得清晰，黄金的高光叙事可能会阶段性落幕。

今年3月，以OpenClaw为代表的AI Agent应用快速出圈<sup>1</sup>，并在4月开始对大模型公司的商业模式形成实质性影响。高频、长链路的Agent调用显著抬升算力消耗，使原有包月订阅模式难以覆盖成本，Anthropic等公司随即将相关用量从标准订阅中剥离，转向API、额外用量包和按量付费，从而推动大模型公司收入进入“订阅+用量”的二次上升阶段。4月底Semi analysis在年中报告中将Anthropic的预计年化收入（ARR）从年初的90亿美元大幅提升至440亿美元<sup>2</sup>。

当AI的变现路径开始变得清晰，AI相关公司股价上涨又回到了盈利主导的逻辑（图表3），这使得科技板块的风险溢价不升反降，变成了黄金短期的主要逆风。资金流向数据和基金经理调查提供了现实依据。据LSEG Lipper数据显示，5月27日当周，全球科技基金净流入49.8亿美元，而贵金属基金净流出5.84亿美元，且为五周内第四周流出；美国科技板块基金也录得约27.5亿美元净流入，并已连续八周流入（图表4）<sup>3</sup>。5月美银全球基金经理调查<sup>4</sup>显示，最拥挤的交易前三名分别是“做多全球半导体（73%）”、“做多七巨头（14%）”、“做多原油（6%）”，“做多黄金”的拥挤度已跌至第四（仅1%）。截至5月26日，CFTC黄金非商业净多头仓位降至15.4万手，较1月底高位下降了39%，创下近两年新低（图表5），反映出趋势交易型资金正在降低对黄金上涨的押注。

**黄金短期的次要逆风是流动性预期持续下降且仍未见清晰拐点。**只要降息预期尚未打开，黄金流动性拐点就还未明确。截至5月29日，期货市场隐含的年底美联储维持利率不变的概率升至52%，加息一次的概率降至38%，降息的概率仍为0%（图表9）。对流动性高度敏感的黄金ETF持仓量自3月初以来持续下降（图表10），正是降息预期退潮、弹性资金率先离场的验证。

但决定美联储是否加息的关键，是油价冲击是否会演变为“通胀预期—工资上涨—需求扩张—物价再上涨”的通胀螺旋。当前与2021—2022年不同，美国居民收入和工资并未重新加速，实际购买力反而下降，中长期通胀预期（盈亏平衡通胀率）也未明显脱锚。因此，油价上涨更多体现为短期成本冲击，并非具备持续性的“工资—通胀”循环（图表7、8）。

同时，当前美国经济呈现更明显的结构分化。AI投资支撑了部分GDP增长，但AI之外的实体经济、就业和居民消费均已走弱（图表11、12）。再叠加油价上行，对居民购买力和消费信心形成进一步压制。在工资增速跑不赢通胀、居民收入走弱、消费信心处于低位的背景下，美国经济缺乏重新加息的基础。仅从加息预期的修正来看，黄金依然有反弹的机会。

**今年黄金价格弹性降低，除了前期涨幅较大、持仓结构阶段性拥挤之外，也与美国政治体制对特朗普政策的“纠偏”有关。**2025年金价迭创新高，传统解释是关税通胀、联储降息预期和地缘风险，但更深一层的逻辑是，市场在定价特朗普对美元信用和美国制度边界的破坏程度。特朗普政策越偏离传统政治规则，美元信用的风险溢价越高，黄金作为非主权信用资产的吸引力也越强；反之，当政策重新回到制度约束之内，黄金的上行动能就会阶段性减弱。

去年关税战，以及对格陵兰、加拿大的领土索取，都曾强化市场对美国政策不可预测性和美元信用受损的担忧。今年美国政治制度的“刹车机制”开始发挥作用，如今年1月美国最高法院裁定IEEPA并未授权总统单方面征收关税<sup>5</sup>。司法系统对特朗普破坏性的贸易政策形成约束，市场对制度性破坏的定价也有所降温。

财政问题同样如此。去年OBBBA法案落地，一度强化了市场对美国财政无序扩张的担忧，也推升了黄金的一轮大幅上涨。而今年美国财政扩张的速度有所缓和，CBO数据显示2026财年前7个月联邦赤字为9550亿美元，较上年同期减少940亿美元（图表13）<sup>6</sup>。美国财政赤字短期扩张速度放缓，美元信用的风险溢价暂时回落，黄金也从单边上行切换为震荡整理。

**黄金能否打破当前的低迷？**短期要看美元流动性，长期要看美元信用。年初以来AI商业模式闭环和最高法对特朗普IEEPA关税的叫停边际上修复了美元信用，也降低了黄金的边际弹性。但特朗普在伊朗战争上的战略失误又一次损害了美元信用，如果未来AI泡沫论的担忧重启，黄金价格有望再次进入上行通道，流动性预期重新宽松则可能触发上涨行情。

<sup>1</sup><https://www.21jingji.com/article/20260312/herald/633714488e8d33b800165d8174df7d51.html>

<sup>2</sup><https://newsletter.semianalysis.com/p/ai-value-capture-the-shift-to-model>

<sup>3</sup><https://www.reuters.com/markets/wealth/global-markets-flows-graphic-2026-05-29/>

<sup>4</sup>[https://mp.weixin.qq.com/s/lq9M55GEOwAHJYpukmjNuA?scene=1&click\\_id=4](https://mp.weixin.qq.com/s/lq9M55GEOwAHJYpukmjNuA?scene=1&click_id=4)

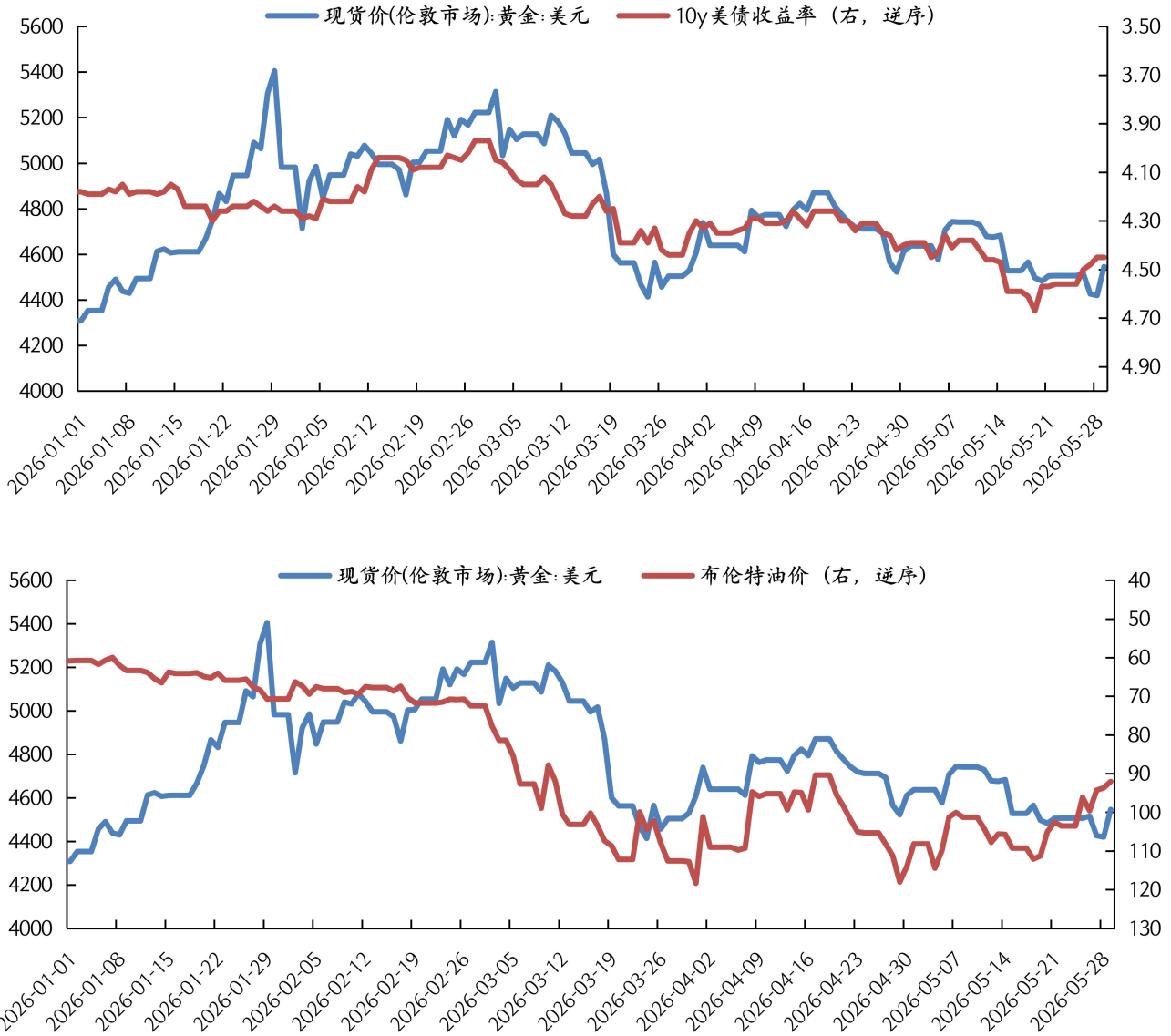
<sup>5</sup><https://www.congress.gov/crs-product/LSB11398>

<sup>6</sup><https://www.cbo.gov/system/files/2026-05/61980-MBR.pdf>



而从配置角度看，去年黄金上涨过快、配置盘参与难度较高；今年金价波动率下降并进入阶段性盘整，反而可能为中长期增配提供更好的窗口。

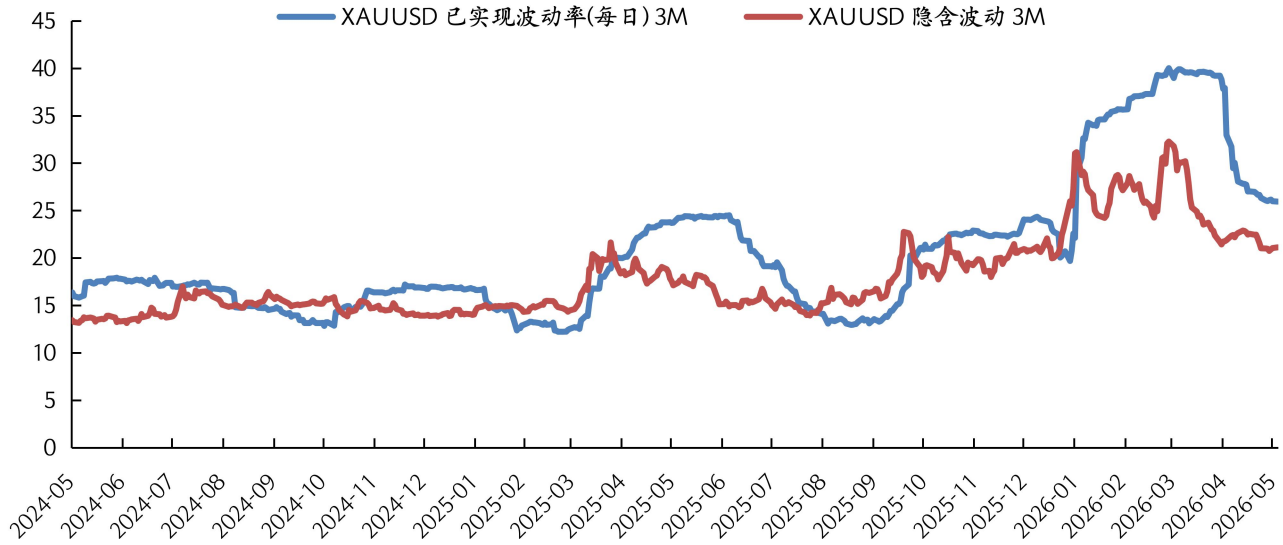
图表 1: 近期黄金与美债利率、油价间的负相关性均弱化



来源: Wind, 国金证券研究所

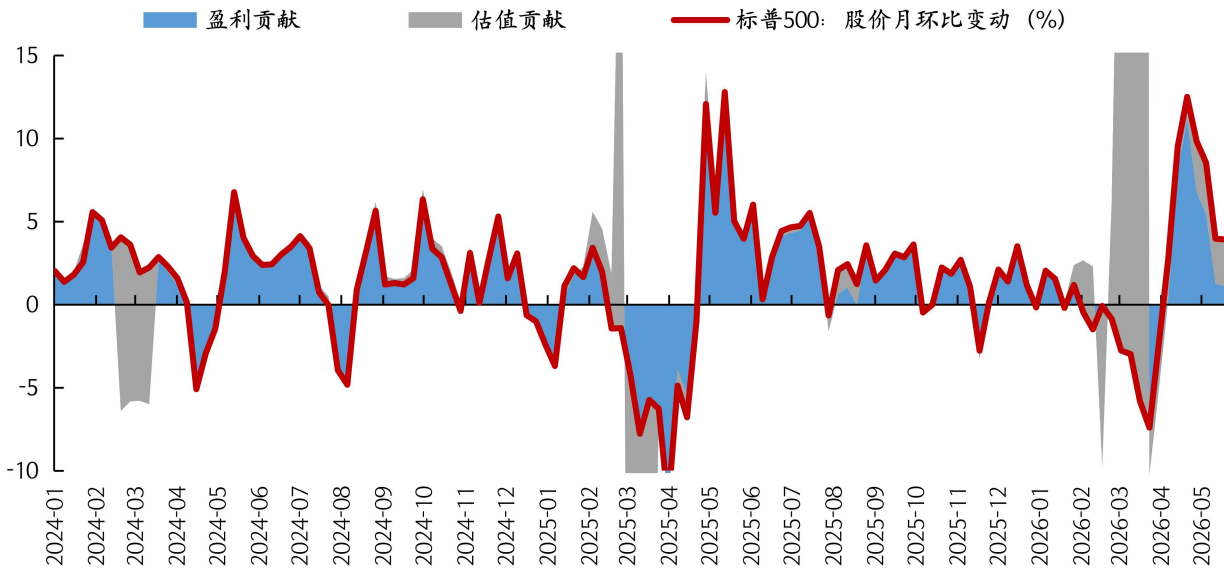


图表 2: 黄金仍处于降波阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 3: 标普 500 月环比股价变动的盈利与估值贡献拆分



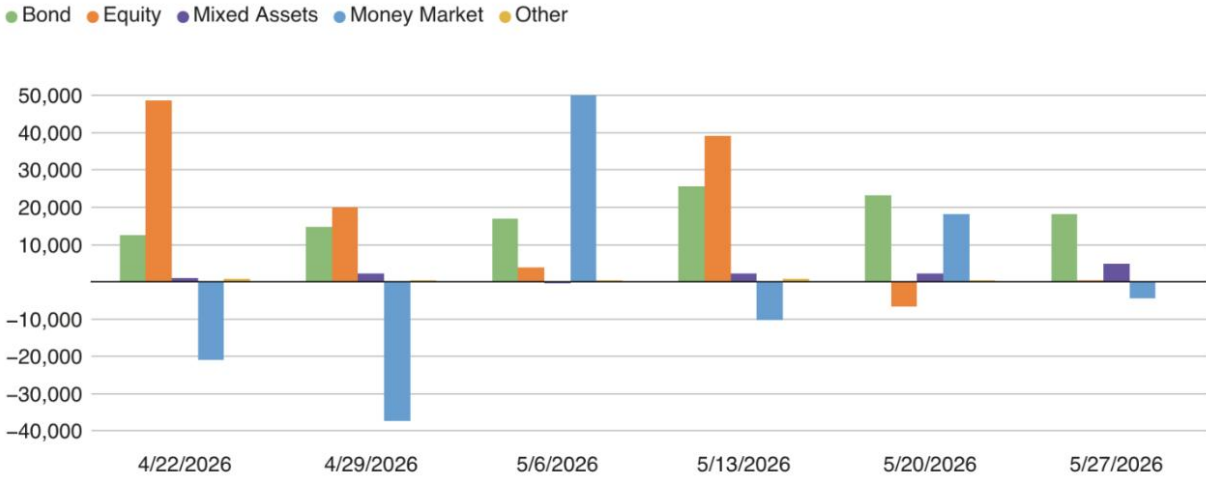
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表 4: 每周流入全球股票、债券和货币市场基金的资金 (单位: 百万美元)

### Fund flows: Global equities, bonds and money markets

Flows in \$ million



Source: LSEG

来源: Reuters, LSEG, 国金证券研究所

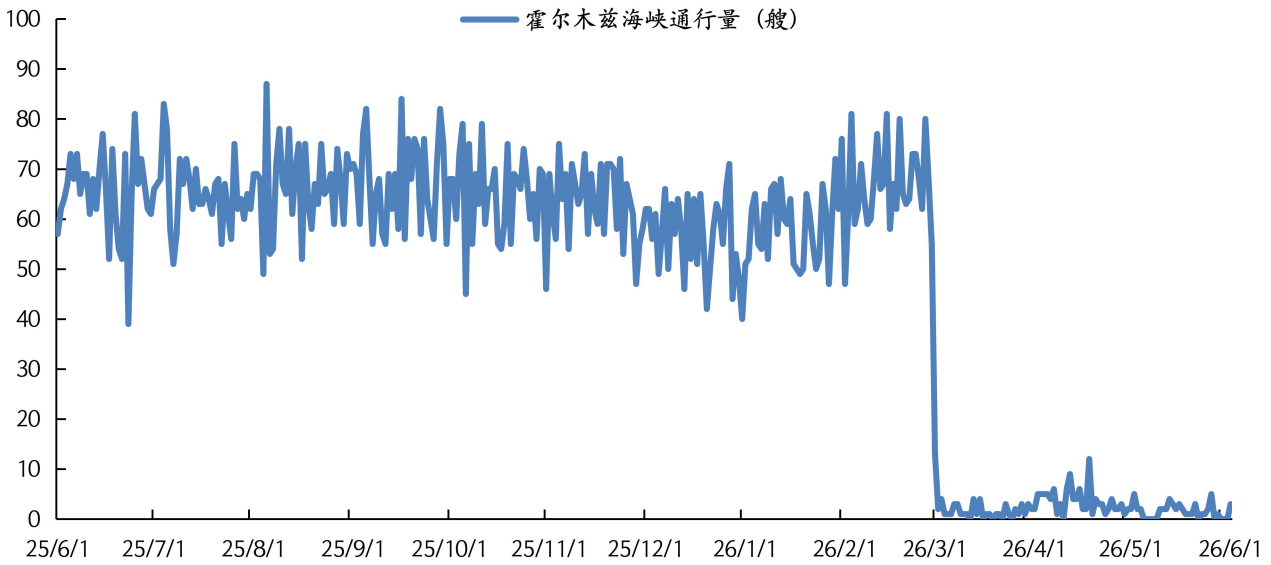
图表 5: 5月26日, CFTC 非商业净多头头寸为 15.4 万手, 较 1 月末下降了 39%



来源: Wind, 国金证券研究所



图表6: 霍尔木兹海峡通行量仍仅为冲突前的10%水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

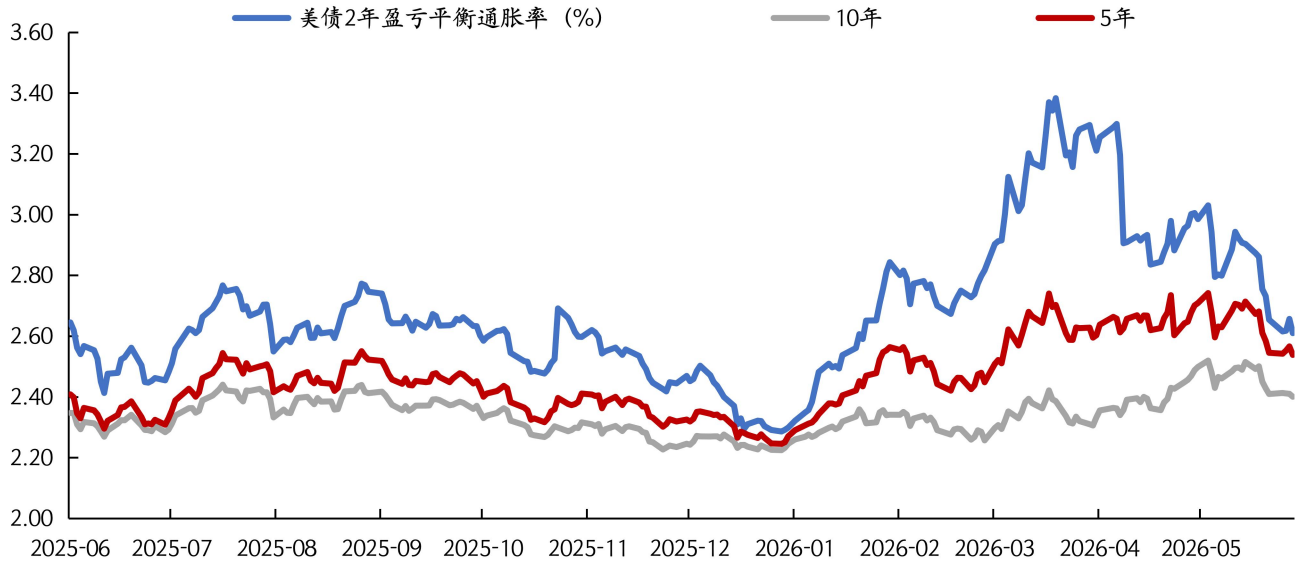
图表7: 截至5.29, 5y5y 通胀掉期隐含通胀率为2.4%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

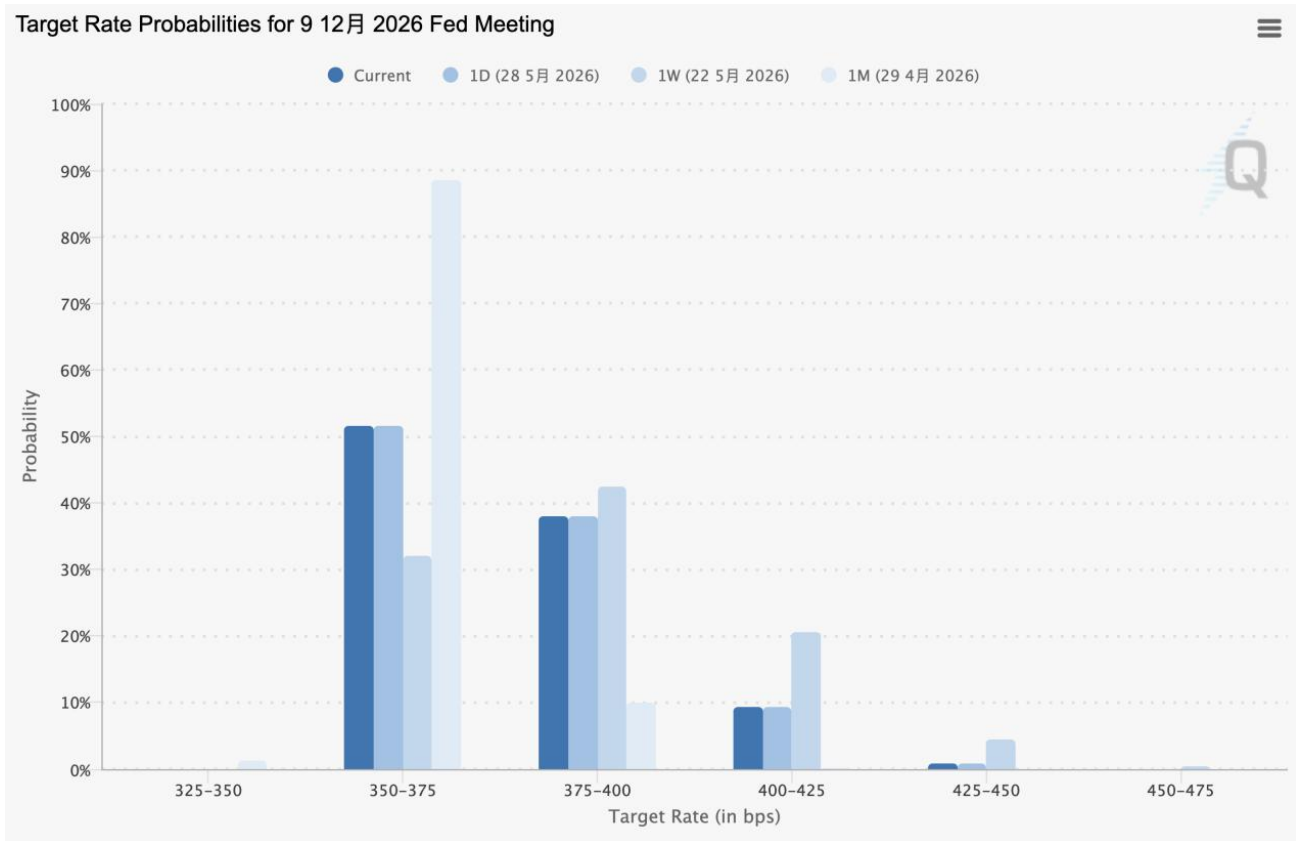


图表8: 截至5.29, 2y、5y、10y美债盈亏平衡通胀率分别为2.6%、2.53%、2.4%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 截至5.29, 期货市场仍未定价今年美联储存在降息的可能性



来源: CME FedWatch, 国金证券研究所

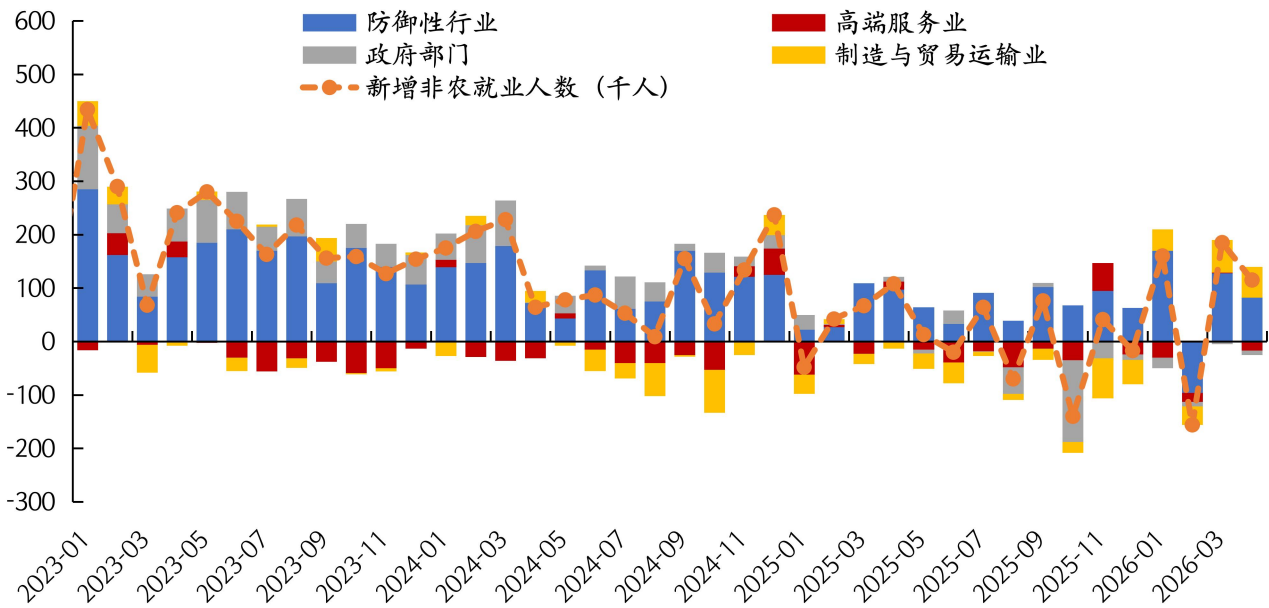


图表 10: 3月初以来, SPDR 黄金 ETF 的持仓量降低了约 6%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 美国就业市场总量尚可, 结构趋弱

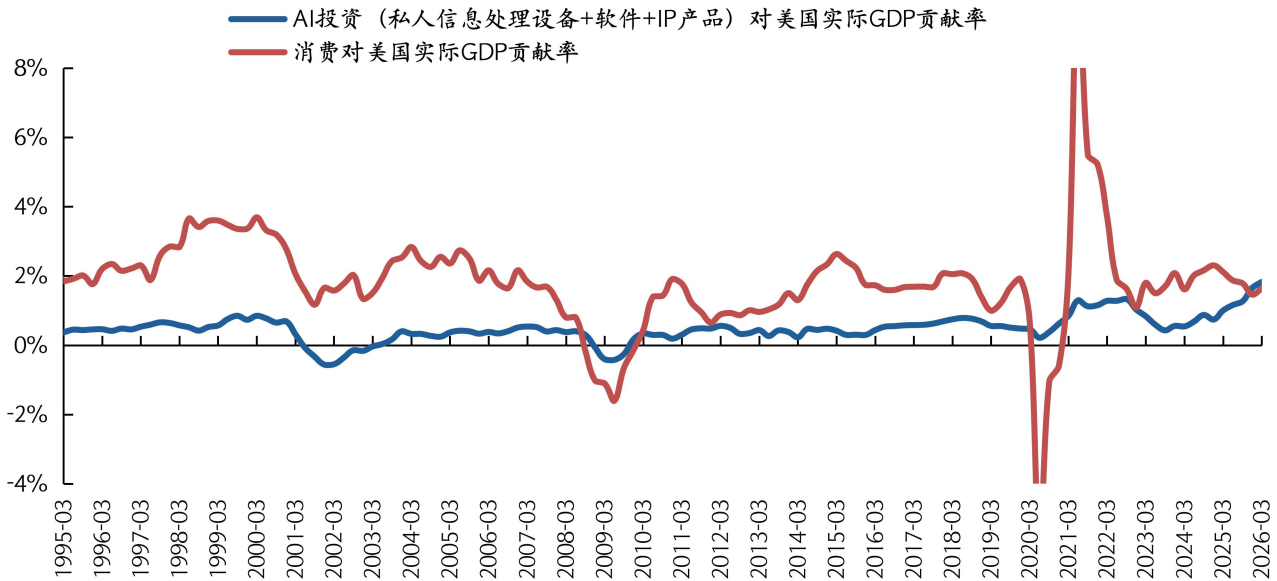


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

注: 防御性行业包括采矿与伐木业、建筑业、教育与健康服务、休闲及餐旅服务、其他服务; 高端服务业包括信息业、金融活动、专业和商务服务。



图表 12: AI 与非 AI 的剪刀差: AI 相关投资对于美国实际 GDP 的贡献已连续两个季度超过消费 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2026 财年前 7 个月联邦赤字 9550 亿美元, 较上年同期少 940 亿美元

Table 1.  
Budget Totals, October–April

Billions of Dollars

	Actual, FY 2025	Preliminary, FY 2026	Estimated Change
Receipts	3,110	3,320	209
Outlays	4,159	4,275	116
Deficit (-)	-1,049	-955	94

Data sources: Congressional Budget Office; Department of the Treasury. Based on the *Monthly Treasury Statement* for March 2026 and the *Daily Treasury Statements* for April 2026.

FY = fiscal year.

来源: CBO, 国金证券研究所

## 风险提示

- 1) **美联储政策路径超预期偏鹰。**若油价冲击重新推升通胀预期, 并进一步传导至工资和服务通胀, 美联储可能维持高利率更久, 甚至重新强化加息预期, 黄金的流动性修复逻辑将被推迟。
- 2) **AI 盈利验证持续超预期。**若 Agent AI、大模型订阅和用量付费收入继续快速兑现, 科技股风险溢价进一步下降, 资金可能继续从避险资产流向成长资产, 黄金的配置吸引力阶段性受压。
- 3) **美国政治风险溢价继续回落。**若关税、财政、联储独立性等问题继续受到制度约束, 市场对美元信用受损的担忧下降, 黄金作为非主权信用资产的中长期定价溢价可能继续收缩。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究