

宏观深度报告 20260602

黄金 ETF，2026 年 5 月复盘与 6 月展望

2026 年 06 月 02 日

投资要点

■ 市场表现回顾：

■ **走势复盘：**2026 年 5 月沪金整体呈现出“宽幅震荡、趋势承压”的运行特征，月度回调约 3.80%。月初价格维持相对高位震荡，月中市场系统性抛售导致价格破位下挫，月末在政策博弈与地缘消息交织下反复拉锯，整体重心进一步下移，回吐月初涨幅并创阶段新低，整体形成“趋势下跌、放量筑底”的走势格局。

■ **技术分析：**截至 2026 年 5 月 31 日，沪金风险度低至 28.09，较 2026 年 4 月 30 日的 19.88 有所上升，但整体仍处于低位。趋势维度上，快线与慢线均呈现下行趋势，短期内趋势走弱。结合整体趋势及宏观环境研判，沪金目前已处于低风险区，预计将在 6 月弱势反弹。

■ **日历效应分析：**历史上 5 月沪金平均收益率为 0.21%，正收益概率为 52.22%，较为弱势；6 月继续惯性承压，历史平均收益率约为 -0.23%，正收益概率 48.62%，为全年最弱势月份。

■ 事件驱动盘点：

■ **资产配置价值：**2026 年 5 月沪金资产配置价值围绕美联储政策预期根本转向、通胀数据持续超预期与加息风险重定价三重主线展开。月内沃什确认出任美联储主席，4 月非农、CPI、PPI 均超预期，市场从抹平年内降息转为定价 2027 年加息可能；全球 ETF 先流入后流出，金价呈现“高位破位、重心下移”的定价格局。

■ **货币价值：**2026 年 5 月沪金货币价值围绕沃什接任美联储主席引发的政策预期急剧转向、美元强势走升与美债收益率突破 5% 关口三条主线展开。市场对货币政策预期从降息彻底转为“更高更久”，10 年与 30 年期美债收益率相继突破 5%，黄金零息属性面临系统性压制。央行购金层面，波兰宣布增持计划、中国连续第 18 个月增持提供正向支撑。利率定价权重阶段性压过央行购金信用锚，货币价值整体呈现承压格局。

■ **避险价值：**2026 年 5 月沪金避险价值经历从“边际钝化”到“逻辑异化”的深刻转变。美伊“谈判反复、军事施压交替”下，地缘升温仅带来微弱涨幅、降温反致大跌，避险属性被纳入“紧张→油价→通胀→加息”的负反馈链条，传统避险逻辑阶段性失效，市场定价权重全面转向货币政策预期。

■ **商品价值：**2026 年 5 月黄金商品价值呈现“需求塌陷、支撑弱化”特征。中国一季度金饰消费同比大降 37%，高金价抑制终端需求；印度大幅上调进口关税，进一步挤压全球第二大黄金消费市场的实物买盘。商品价值对金价构成阶段性压制。

■ 指数后市展望：

■ **关键事件前瞻：**展望 6 月，沪金围绕美国 ISM 与非农、通胀数据、OPEC+ 决议、中国央行购金及 FOMC 沃什首秀展开。若就业通胀边际降温或中国央行增持超预期，紧缩预期或阶段性松动；反之继续承压。FOMC 会议定调利率路径，美伊停火备忘录若签署将压制避险溢价，谈判破裂则提振有限。整体处于数据验证、政策定调与地缘博弈的多重交织，走势对预期差高度敏感。

■ **指数走势展望：**2026 年 5 月沪金破位下跌后放量杀跌，定价逻辑从“地缘博弈”向“货币政策主导”切换。央行连续增持提供底部锚定，但美元美债双升压制明显。展望 6 月，在数据验证与 FOMC 首秀背景下，金价可能“弱势筑底、弱反弹试探”，超跌修复与央行韧性有望带来阶段性回弹。

■ **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 2026 年 5 月 29 日，该基金总市值达 1050.21 亿元，当日成交 32.63 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。

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

《恒生科技 ETF，2026 年 5 月复盘及 6 月展望》

2026-06-01

《美伊冲突缓和，关注 5 月非农数据——海外周报 20260601》

2026-06-01

内容目录

1. 市场表现回顾	4
1.1. 走势复盘.....	4
1.2. 技术分析.....	5
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.....	11
2.3. 避险价值.....	12
2.4. 商品价值.....	15
3. 后市展望	16
3.1. 关键事件前瞻.....	16
3.2. 走势展望.....	17
3.3. 相关 ETF 产品	20
4. 风险提示	20

图表目录

图 1:	SHFE 黄金 5 月走势 (区间范围: 2026/05/06-2026/05/29)	5
图 2:	SHFE 黄金风险趋势模型 (2026/5/31)	6
图 3:	SHFE 黄金日历效应 (2008/1/9-2025/12/31)	7
图 4:	2026 年 5 月全球黄金 ETF 持仓量 (百万元) (2026/5/1-2026/5/31)	8
图 5:	过去一年全球黄金 ETF 持仓量 (百万元) (2025/6/1-2026/5/31)	8
图 6:	伦敦金下午定盘价 (2020/5/31-2026/5/31)	18
图 7:	伦敦金价和伦敦银价 (2020/5/31-2026/5/31)	18
图 8:	2026 年 6 月 Fed 议息会议目标利率概率 (2026/05/31)	19
图 9:	FOMC 议息表决点阵图 (2026/05/31)	19
表 1:	影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/05/01-2026/5/31)	9
表 2:	影响黄金货币价值事件总结 (2026/05/01-2026/5/31)	11
表 3:	影响黄金避险价值事件总结 (2026/05/01-2026/5/31)	13
表 4:	影响黄金商品价值事件总结 (2026/05/01-2026/05/31)	15
表 5:	2026 年 6 月事件预告	17
表 6:	华安黄金 ETF (2026/5/29)	20

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

2026年5月沪金整体呈现出“宽幅震荡、趋势承压”的运行特征，月度回调约3.80%。月初价格维持相对高位震荡，月中市场系统性抛售导致价格破位下挫，月末在政策博弈与地缘消息交织下反复拉锯，整体重心进一步下移，回吐月初涨幅并创阶段新低，整体形成“趋势下跌、放量筑底”的走势格局。

具体来看，月初阶段，沪金价格在1020至1040元/克区间高位运行，成交量同步放大，但未能形成有效突破。该特征反映市场在美伊停火谈判推进、中美关系有望得到改善等多重因素交织下交投活跃，市场尚未形成明确的方向共识。

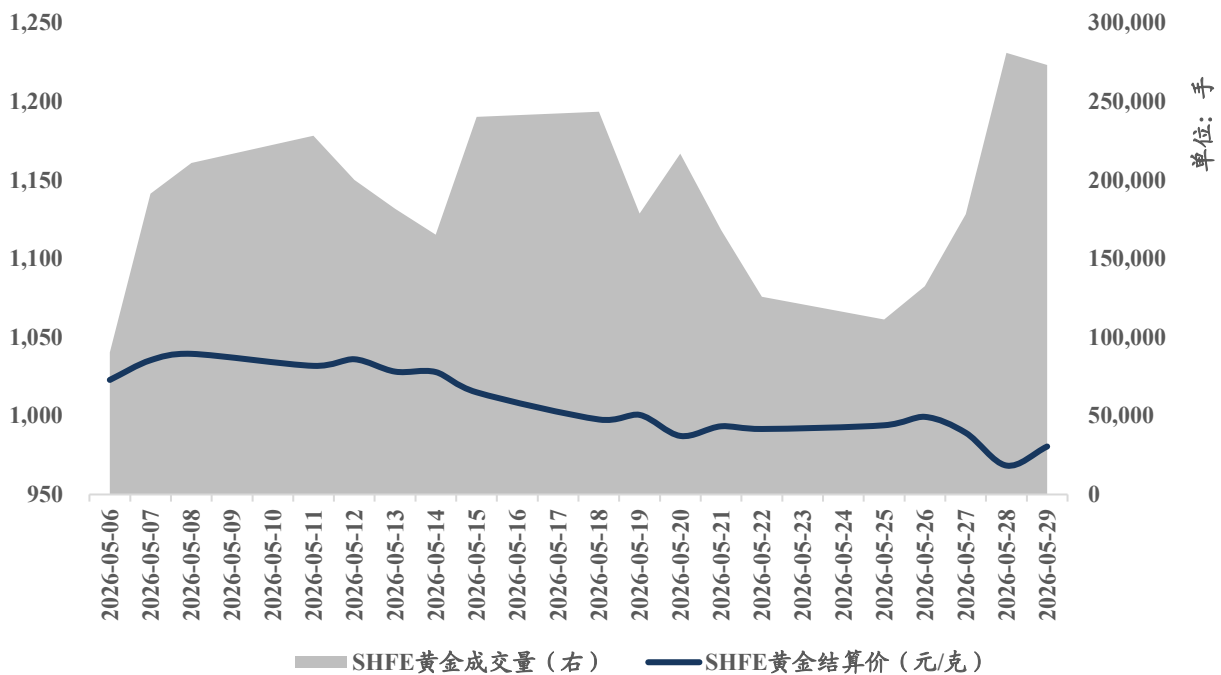
月中阶段沪金走势迎来全月转折，正式进入下行通道。5月13日美国参议院确认凯文沃什将出任美联储新主席，其反通胀的鹰派的立场引发货币政策预期剧烈反转，叠加4月美国CPI、PPI双双超市场预期，货币市场几乎抹去2026年的降息定价，并开始定价后续加息的可能性。受此影响，前期高位积累的投机多头集体踩踏出逃，造成月中沪金一度大幅下跌，月内首次有效跌破1000元关口，正式破位进入下行通道。

月末阶段，价格在短暂横盘震荡后再度破位下行，市场交投情绪谨慎。月末成交量急剧上升，显示可能有资金在相对低位购入黄金。5月29日市场出现超跌反弹，收涨至980.5元/克，成交量维持高位。整体来看，月末阶段表现为“缩量阴跌+放量急跌+放量反弹”的组合，空头动能经过两次集中释放，市场在最后一日出现技术性修复。

从量价配合角度看，5月行情呈现出“高位放量震荡、破位放量急跌、末段放量杀跌”的典型弱势特征。月初阶段，价格高位运行伴随成交量放大，但追涨意愿不足，多空分歧明显；月中破位阶段，价格暴跌伴随成交量进一步放大，恐慌盘与止损盘集中涌出，市场完成从分歧到一致的向下突破；月末最后两个交易日，价格再创新低伴随成交量放大，显示第二轮抛售力量接力释放，最后一日放量反弹则反映部分抄底资金试探性入场。全月未见“缩量止跌”的底部信号，空头主导格局贯穿始终。

整体来看，5月沪金价格在美国联储政策大转向（沃什接任主席引发加息预期重燃）、美伊冲突避险逻辑异化（紧张反而强化紧缩预期）以及美元与美债收益率双升的系统性压制下，经历了一轮“高位震荡—破位暴跌—加速探底”的趋势性下跌行情。价格运行节奏由月初的区间博弈过渡到月中的断崖式破位，再切换至月末的加速赶底与超跌反弹，市场完成了从地缘溢价、通胀博弈到货币政策主导的深刻转换。月末的放量杀跌与最后一日反弹虽显示短期抛压有所释放，但月线级别破位形态尚未修复，市场底仍需等待政策信号明朗与多头信心重建。

图1: SHFE 黄金 5 月走势 (区间范围: 2026/05/06-2026/05/29)



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 5 月 31 日, 沪金风险度低至 28.09, 较 2026 年 4 月 30 日的 19.88 有所上升, 但整体仍处于低位。趋势维度上, 快线与慢线均呈现下行趋势, 短期内趋势走弱。但结合整体趋势及宏观环境 (美伊冲突对黄金边际影响减弱) 研判, 沪金目前已处于低风险区, 可能会出现局部修复型反弹, 但其力度可能较弱。

图2: SHFE 黄金风险趋势模型 (2026/5/31)

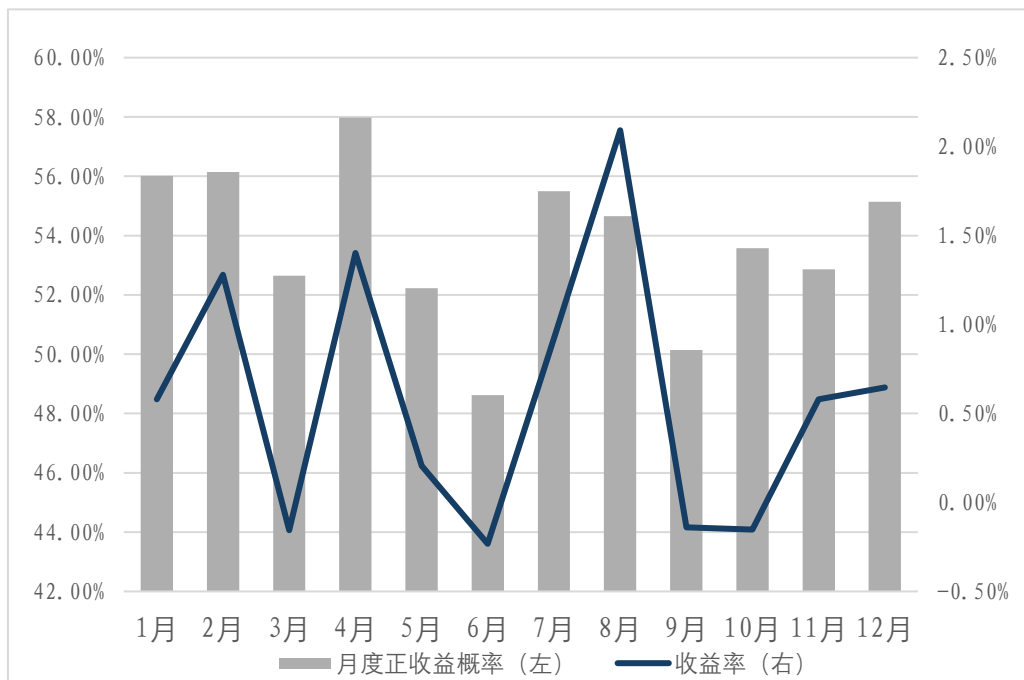


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3. 日历效应复盘与展望分析

根据往年日历效应的统计, 5月沪金平均收益率为0.21%, 正收益概率为52.22%, 整体趋势较4月明显收敛, 胜率回落至略高于五成的中性水平, 季节性转弱主要受实物黄金消费进入传统淡季、机构调仓趋于平静等因素影响。然而2026年5月沪金实际走势录得约5.0%的显著跌幅, 远超历史均值指引, 反映出政策冲击(美联储鹰派转向)、需求端双重淡季叠加(印度大幅上调进口关税)以及地缘逻辑异化(紧张反而强化加息预期)共同放大了季节性的回调幅度。展望6月, 日历效应显示该月是全年上涨概率最低的月份, 历史平均收益率约为-0.23%, 正收益概率不足50%。在政策惯性压制、消费淡季延续以及资金情绪修复尚需契机的背景下, 6月沪金可能延续惯性承压、弱势筑底的格局, 技术性反弹更多视为修正行情而非趋势反转。

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

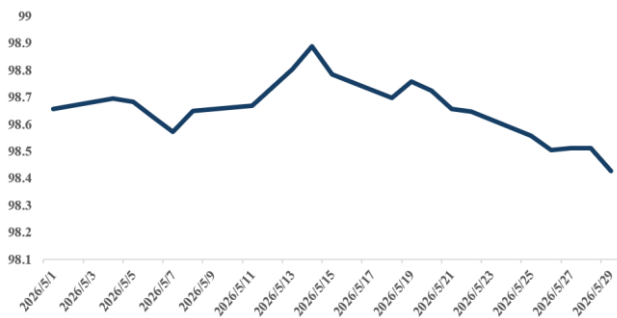
1.4. 黄金 ETF 持仓分析

全球黄金 ETF 持仓量在 5 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 5 月，持仓量在月中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，持仓量一度企稳回升，并于 5 月 14 日反弹至月中高点，但持续性有限。此后持仓量转入震荡下行通道，显示出机构资金在美联储政策转向、美国通胀数据落地等冲击下的观望与分歧。月末阶段，持仓量持续下滑，接近 2025 年 12 月以来的最低水平。这一特征反映出在各大事件的冲击下，配置型资金开始实质性减仓。

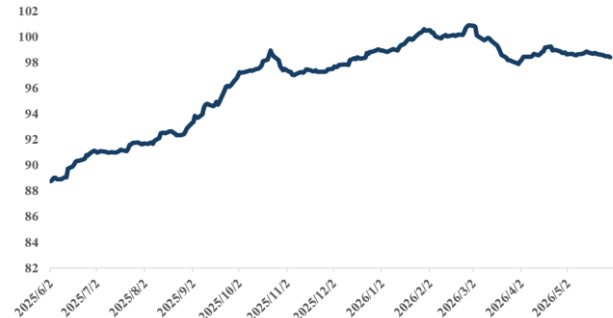
纵观全年，2025 年 6 月 1 日至 2026 年 5 月 31 日期间，持仓量呈现趋势性增长的修复态势，但在近几个月阶段性下降。自 2025 年三季度起，持仓量自阶段性底部稳步抬升，全年累计增幅显著，标志着配置型资金回归的长期趋势确立，为后续波动积累基础。然而自 2026 年 2 月起，黄金 ETF 持仓量开始进入高位震荡区域，后续持仓量的方向将取决于美联储政策路径的明晰，中东局势的实际走向及通胀预期的边界变化。

图4：2026年5月全球黄金ETF持仓量（百万元）
（2026/5/1-2026/5/31）



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）
（2025/6/1-2026/5/31）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 事件驱动

5月黄金价格整体呈破位下跌、重心大幅度下移走势，四大价值属性均遭遇不同程度的负面冲击，其中商品价值与避险价值的逻辑传导发生了一定变化，定价权重主要集中于货币政策层面。资产配置层面，沃什出任美联储新主席引发政策预期从降息转向“更高更久”（higher for longer），叠加4月CPI与PPI双双超预期，实际利率大幅上行系统性压制黄金配置需求；货币层面，美元指数在鹰派预期与避险情绪推动下持续走强，美债收益率全线上行，但各国央行购金行为提供部分托底；避险层面，美伊冲突的反复谈判、拉锯使得市场并未对战争走向形成明确预期，且能源价格的提升加剧了通胀预期，强化加息逻辑，形成“紧张即利空”的异化传导，传统避险属性阶段性失效；商品层面，印度大幅上调黄金进口关税至15%，中国金饰品需求同比大降，实物消费大幅降低，部分亚洲ETF在破位前短暂流入。

整体来看，黄金的定价权重重新向货币政策与利率预期靠拢，地缘与商品端的传统支撑逻辑被削弱，市场逐步进入由紧缩预期主导的弱势格局。

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，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所非交易日时间（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5月沪金在资产配置价值维度上的定价逻辑，主要围绕美联储

政策预期发生根本性转向、通胀数据持续超预期以及加息风险重新定价三重主线交织展开。月内美国参议院确认凯文沃什将出任美联储新任主席，其于5月23日正式就职并主张“缩表+降息”的政策组合引发了市场对货币政策框架的重新评估；与此同时，4月非农就业新增11.5万人、4月CPI同比上升3.8%、PPI同比飙升至6.0%，均超过市场预期，强化了“经济就业韧性强+通胀超预期”的宏观图景。市场从而抹除年内降息预期并开始定价美联储在2026至2027年间加息的逻辑，黄金的资产配置价值受此影响大幅承压。全球黄金ETF方面，4月黄金ETF转为净流入，亚洲连续八个月净流入，为金价提供阶段性支撑，但伴随政策预期转变与利率上行压力，5月中旬起资金大幅流出。整体而言，沪金在5月主要受沃什上任引发的鹰派预期、超预期通胀数据强化紧缩逻辑以及加息风险重新定价的多重压制，其资产配置价值呈现“高位破位、重心下移”的走势，形成了由货币政策主导，利率预期压制地缘与通胀的定价格局。

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（2026/05/01-2026/5/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/05/07	世界黄金协会：4月全球黄金ETF转为净流入 亚洲连续八月净流入	偏正向	1.77%
2026/05/08	美国4月非农就业人数增加11.5万人，超过市场预期的7万人	偏负向	(2026/5/11) -1.21%
2026/05/12	美国4月CPI同比增长3.8%，PPI同比增长6%，超市场预期	偏负向	(2026/5/13) -0.52%
2026/05/13	美国国家参议院确认凯文沃什将成为美联储新任主席	偏负向	(2026/5/14) 0.14%
2026/05/23	美联储新任主席凯文沃什正式就职，主张“缩表+降息”的货币政策	偏负向	(2026/5/25) 0.71%
2026/05/27	CME 美联储观察预计美联储6月利率保持不变的概率为99.2%，7月则有11.3%概率加息	偏负向	(2026/5/28) -2.84%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【世界黄金协会：4月全球黄金ETF转为净流入 亚洲连续八月净流入】

点评：全球黄金ETF在4月录得66亿美元净流入，扭转了3月的净流出态势；亚洲市场连续第八个月净流入，4月新增资金18亿美元，欧洲净流入37亿美元。该数据表明4月份各地区投资者在黄金配置上的持续偏好，整体影响偏正向，但该数据显示的是4月资金流向，无法代表5月资金的配置偏好。

【美国 4 月非农就业人数增加 11.5 万人，超过市场预期的 7 万人】

点评：美国 4 月非农就业人数增加 11.5 万人，超越市场预期的 6.5 至 7 万人之间，为一年来首次连续两个月实现就业正增长。尽管增速放缓，稳健的就业数据印证了美国经济的韧性，让美联储有更充分理由维持利率不变并将政策焦点继续放在通胀风险上。此消息强化了紧缩预期，对金价形成负面压制。5 月 11 日沪金下跌 1.21%，显示市场对美联储短期降息预期退潮的重新定价。

【美国 4 月 CPI 同比增长 3.8%，PPI 同比增长 6%，超市场预期】

点评：美国 CPI 与 PPI 同比上涨幅度均创多年来最大涨幅，主要由于中东地缘冲突所导致的能源价格上涨。该数据表明输入型通胀正在向更广泛的领域传导，PPI 作为 CPI 的领先指标之一，预示着通胀压力可能进一步走高，降息空间被进一步压缩。此数据强化了市场对美联储维持货币紧缩政策的预期，对金价构成负面影响，5 月 13 日沪金下跌 0.52%。

【美国国家参议院确认凯文沃什将成为美联储新任主席】

点评：5 月 13 日，美国参议院以 54 票赞成、45 票反对的投票结果正式确认凯文·沃什出任美联储下一任主席，任期 4 年。沃什以反通胀鹰派立场著称，其上任标志着美联储政策预期将从降息叙事彻底转向“维持利率更高更久”。不过，该消息在金价已大幅下跌后落地，市场对人事变动的预期已部分消化，5 月 14 日沪金仅微涨 0.14%，更多体现为靴子落地的阶段性情绪修复。

【美联储新任主席凯文沃什正式就职，主张“缩表+降息”的货币政策】

点评：沃什于 5 月 23 日正式宣誓就职，其主张的“缩表+降息”政策组合在传统货币政策框架中属于非常规操作。缩表将继续吸收市场流动性对金价构成压力，而远期降息预期为后续政策转向保留空间。整体影响短期偏正向，5 月 25 日沪金上涨 0.71%，结合沃什就职后的首次鹰派讲话来看，其明确表示需维持更高利率以控制通胀，被市场解读为紧缩延续信号，金价随后再度承压。

【CME 美联储观察预计美联储 6 月利率保持不变的概率为 99.2%，7 月则有 11.3% 概率加息】

点评：CME 美联储观察数据显示，6 月维持利率不变的概率高达 99.2%，几乎完全排除了短期内降息的可能；更令市场警惕的是，7 月加息概率升至 11.3%，市场已开始对 2027 年加息进行定价，货币市场几乎抹去了 2026 年所有降息预期。这一预期的根本

性逆转意味着高利率环境将维持更长时间，黄金这一无息资产的持有成本持续攀升，对金价构成系统性利空。5月28日沪金大跌2.84%，正是市场对加息预期升温的集中反应，整体影响偏负面，且可能是5月以来最核心的压制因素。

2.2. 货币价值

整体来看，2026年5月沪金在货币价值维度上的定价逻辑，主要围绕沃什接任美联储主席引发的政策预期急剧转向、美元指数强势走升与美债收益率突破关键关口三重主线展开。月内沃什确认出任美联储主席，市场对货币政策预期从降息彻底转向“更高更久”，美元指数大幅走强，5月中旬一度飙升逾1%，彭博美元现货指数月内上涨0.7%；利率端，10年期与30年期美债收益率相继突破5%心理关口，其中5月14日美国财政部拍卖250亿美元30年期国债得标利率达5.046%，为2007年以来首次突破5%，黄金的零息资产属性面临系统性压制。

央行购金层面，5月7日波兰央行宣布计划将黄金储备从600吨增至700吨，同日中国央行公布截至4月末黄金储备为7464万盎司，环比增加26万盎司，为连续第18个月增持，为黄金货币信用提供正向支撑。但部分新兴市场央行因流动性压力出现战术性减持，购金格局延续分化。此外，中国央行5月22日披露4月上海黄金交易所黄金成交5633.7吨，同比减少17%，反映人民币计价黄金的交易活跃度在高位回落后有所收敛。整体而言，5月黄金的货币属性在“美元与美债收益率双升压制、购金力量分化但央行净购金底层逻辑未变”的博弈中呈现承压格局，利率定价端的权重阶段性压过了央行购金的信用锚作用。

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/05/01-2026/5/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/05/07	波兰央行长称将增持黄金储备，从之前的600吨左右增持至700吨	偏正向	(2026/05/08) 0.27%
2026/05/07	中国央行截至4月末黄金储备7464万盎司，连续18个月增持，环比增加26万盎司	偏正向	(2026/05/08) 0.27%
2026/05/13	美元指数在PPI数据公布后延续涨幅，最新上涨0.26%，报98.58	偏负向	(2026/05/14) 0.14%
2026/05/14	美国财政部拍卖250亿美元30年期国债，得标利率5.046%，2007年以来首次超过5%	偏负向	0.14%
2026/05/22	中国央行表示，4月上海黄金交易所黄金成交5633.7吨，同比减少17%	偏负向	0.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【波兰央行长称将增持黄金储备，从之前的600吨左右增持至700吨】

点评：波兰央行持续战略增持黄金，一季度已增持31吨，总储备增至581吨，占

总储备约 31%，体现中东欧国家在地缘风险下推进储备多元化的坚定立场，强化黄金的货币信用锚作用，对金价构成正向支撑，沪金次日小幅上涨 0.27%。

【中国央行截至 4 月末黄金储备 7464 万盎司，连续 18 个月增持，环比增加 26 万盎司】

点评：中国央行在金价回调期间连续第 18 个月增持，且近两月增持规模明显扩大，显示储备多元化战略持续推进，为黄金提供坚实的需求托底，影响偏正向。沪金次日小幅上涨 0.27%。

【美元指数在 PPI 数据公布后延续涨幅，最新上涨 0.26%，报 98.58】

点评：4 月 PPI 同比飙升至 6%，远超预期，强化了市场对美联储维持紧缩的预期；美元指数应声走强，直接压制黄金的计价货币价值，黄金作为替代货币资产的吸引力下降，影响偏负向。尽管次日沪金小幅上涨 0.14%，但在之后的几个交易日内出现了大幅度下跌。

【美国财政部拍卖 250 亿美元 30 年期国债，得标利率 5.046%，2007 年以来首次超过 5%】

点评：30 年期美债得标利率突破 5% 心理关口，为近 19 年来首次，标志着长端利率中枢的结构性抬升；持有无息黄金的机会成本显著增加，黄金的零息属性受到严峻挑战，对货币价值构成负面冲击。尽管当日沪金小幅上涨 0.14%，但在之后的几个交易日内出现了大幅度下跌。

【中国央行表示，4 月上海黄金交易所黄金成交 5633.7 吨，同比减少 17%】

点评：上金所黄金成交同比明显回落，反映人民币计价黄金市场在价格高位回调后交投情绪趋于收敛；但成交量的变化更多体现交易活跃度而非央行储备行为，对黄金货币价值的直接影响有限，影响中性偏负向。

2.3. 避险价值

整体来看，2026 年 5 月沪金在避险价值维度上的定价逻辑，经历了从“边际钝化”到“逻辑异化”的深刻转变。月内美伊冲突呈现出“谈判反复、军事施压与外交博弈交替”的特征，但黄金的避险属性不仅未能有效发挥，反而出现了“紧张反而利空”的反常现象——地缘升温事件对应的金价反应极为微弱，而降温消息则与金价下跌同步，表明市场定价权重已从地缘风险全面转向货币政策预期。

5 月初，伊朗提出解除霍尔木兹海峡封锁的可行方案，地缘降温信号一度推动沪金上涨 1.77%，但随后美军空袭油轮等升温事件仅带来 0.27% 的微弱涨幅，避险买盘力度已显疲态。特朗普访华释放中美关系缓和信号，地缘降温叠加政策面利好，沪金仅微涨

0.14%，显示市场对地缘消息的敏感度持续下降。

月中至月末，避险逻辑进一步异化。以黎停火协议延长（5月16日）这一降温消息公布后，沪金在5月18日反而大跌1.49%，表明市场已将地缘缓和解读为通胀压力缓解的利空，而非风险偏好修复的利好。5月23日伊朗称美伊分歧严重难以达成协议（升温），沪金仅涨0.71%；5月26日美军对伊朗南部实施自卫打击（升温），沪金仅涨0.10%，地缘紧张几乎无法激发任何实质性避险买盘。

核心变化在于：5月黄金的避险属性已不再独立定价，而是被纳入“地缘紧张→油价上行→通胀预期升温→加息预期强化”的负反馈链条中。美伊冲突越是升级，市场越担心能源价格推高通胀，进而强化美联储维持高利率的决心，最终压制黄金。与此同时，特朗普访华推动中美关系定位为“建设性战略稳定关系”，也在一定程度上降低了系统性冲突的避险溢价。整体而言，5月黄金的避险价值呈现“阶段性失效、逻辑被货币政策反制”的特征。

表3：影响黄金避险价值事件总结（2026/05/01-2026/5/31）

日期	事件	战争影响	沪金当日表现
2026/05/07	伊朗提出解决霍尔木兹海峡的可行方案：永久结束战争、解除海上封锁、恢复正常通行	降温	1.77%
2026/05/08	美军空袭数艘试图突破封锁的油轮	升温	0.27%
2026/05/11	特朗普表示伊朗的要求完全无法接受	升温	(2026/05/12) -0.16%
2026/05/14	特朗普与美国公司高层集体访华	降温	0.14%
2026/05/16	以黎停火协议将延长45天，双方将于6月再次谈判	降温	(2026/05/18) -1.49%
2026/5/23	伊朗方称美伊分歧严重，难以达成协议	升温	(2026/05/25) 0.71%
2026/05/26	美军在伊朗南部实施自卫打击	升温	0.10%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【伊朗提出解决霍尔木兹海峡的可行方案：永久结束战争、解除海上封锁、恢复正常通行】

点评：伊朗首次抛出系统性解决方案，提出永久结束战争、解除封锁、恢复通行的“一揽子”框架，标志着美伊双方从军事对轰转向实质性外交接触。地缘降温信号明确，市场对中东断供风险的担忧边际缓解，但此前的避险溢价并未完全消退，当日沪金仍上涨 1.77%，显示市场在乐观预期与谨慎观望之间摇摆。

【美军空袭数艘试图突破封锁的油轮】

点评：在伊朗提出解决方案仅一日后，美军对试图突破封锁的油轮实施空袭，表明美方不愿接受伊朗方案框架，军事施压仍在持续。地缘紧张再度升温，但沪金当日仅微涨 0.27%，与过去“空袭即大涨”的规律形成鲜明反差，反映出市场对“边打边谈”的循环已初现疲劳，避险买盘力度明显减弱。

【特朗普表示伊朗的要求完全无法接受】

点评：特朗普公开拒绝伊朗此前提出的解决方案，称其要求“完全无法接受”，谈判前景骤然转暗。地缘风险再度上扬，但沪金在次日（5月12日）反而下跌 0.16%，显示市场对口头对抗升级已不再敏感，真正的定价权重正从地缘层面向货币政策层面转移。

【特朗普与美国公司高层集体访华】

点评：特朗普在其第二次任期内首次率美国商界高层访华，释放中美关系缓和信号。全球两大经济体的关系定位向“建设性战略稳定关系”迈进，系统性冲突的避险溢价受到压制。但当日沪金仅微涨 0.14%，表明中美关系改善对金价的边际影响已十分有限，市场焦点仍集中于美联储政策走向。

【以黎停火协议将延长 45 天，双方将于 6 月再次谈判】

点评：以色列与黎巴嫩真主党之间的停火协议延长 45 天，中东另一条战线的紧张局势阶段性缓和。然而，这一地缘降温消息公布后，沪金在 5 月 18 日反而大跌 1.49%，出现“降温—大跌”的反常组合。究其原因，市场将地缘缓和解读为能源压力下降、通胀预期减弱，进而削弱了黄金作为抗通胀资产的吸引力，避险与通胀逻辑在当月已深度纠缠。

【伊朗方称美伊分歧严重，难以达成协议】

点评：伊朗方面公开表示与美方分歧严重，达成协议希望渺茫，谈判陷入僵局的地缘风险升温。但沪金在随后首个交易日（5月25日）仅上涨 0.71%，涨幅远低于历史类似事件的避险反应水平。这进一步确认了市场对美伊“谈了又崩、崩了又谈”的循环已产生免疫，地缘事件对金价的脉冲式影响被压缩至极低水平。

【美军在伊朗南部实施自卫打击】

点评：美军以“自卫”为由在伊朗南部发动军事打击，地缘冲突从口头对峙重新升级为直接军事行动。理论上这应是强力避险信号，但沪金当日仅上涨 0.10%，几乎可以忽

略不计。至此，5月黄金的避险属性已彻底异化——“打”不涨，“谈”不跌，市场定价权已完全被利率预期所接管，黄金的传统避险逻辑在当月名存实亡。

2.4. 商品价值

从商品属性维度看，2026年5月黄金的实物需求遭遇双重打击。中国一季度金饰消费同比大降37%，高金价对终端首饰需求的抑制作用持续加深，消费者转向观望或延迟购买；同期金条及金币虽同比增长45.4%，但属于投资属性而非商品消费，两者形成“饰品冷、投资热”的结构分化，未能改变实物饰品端的疲弱态势。印度于5月中旬大幅上调黄金进口关税，进一步抑制了全球第二大黄金消费市场的实物买盘，当地金饰商与消费者面临更高的采购成本，部分需求被挤出市场。受此影响，沪金在5月11日和5月13日分别下跌1.21%和0.52%。整体而言，5月黄金的商品价值呈现“需求塌陷、支撑弱化”的特征，传统消费淡季与政策冲击叠加，实物饰品端对金价不仅未能提供有效托底，反而构成了阶段性压制。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/05/01-2026/05/31）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/5/9	中国黄金一季度黄金首饰同比下降37%，金条及金币同比增长45.4%	偏负向	(2026/5/11) -1.21%
2026/5/13	印度大幅上调黄金关税	偏负向	-0.52%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【中国黄金一季度黄金首饰同比下降37%，金条及金币同比增长45.4%】

点评：金饰消费同比骤降37%，高金价对实物饰品需求的抑制效应显著，消费者转向观望或延迟购买；而金条及金币同比增长45.4%则属于投资属性，两者形成“饰品冷、投资热”的结构分化。该数据对黄金商品价值构成负向冲击，随后首个交易日沪金下跌1.21%。

【印度大幅上调黄金关税】

点评：印度自中东战争开始以来其本国货币卢比持续贬值，印度政府为减少外汇流失大幅上调黄金进口关税，直接抬高了全球第二大黄金消费市场的实物采购成本，当地金饰需求受到进一步挤出，传统消费淡季中的商品价值支撑更加薄弱。当日沪金下跌0.52%，反映了市场对实物需求塌陷的定价。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望6月，黄金价格走势仍将围绕美国制造业与服务业景气度验证、就业与通胀数据落地、OPEC+产量决议、中国央行购金动态以及美联储政策路径定调等核心因素展开。月内宏观数据密集公布与FOMC沃什首秀交织，不同驱动逻辑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，弱势筑底与阶段性反弹并存。

在宏观数据层面，美国5月ISM制造业PMI与非制造业PMI将率先落地，为制造业支付价格分项的持续攀升是否扩散至服务业提供最新验证；5月非农就业与失业率（6月5日）则将检验就业市场在紧缩环境下的韧性是否边际松动。若制造业PMI支付价格继续走高、非农新增超预期强劲，将进一步强化“通胀顽固+经济不弱”的叙事，巩固美联储维持高利率的必要性，对黄金形成压制；反之，若数据出现边际走弱迹象，市场对紧缩路径的定价可能松动，黄金的配置价值有望获得阶段性修复。

在政策预期层面，6月17日FOMC货币政策会议纪要将成为全月核心焦点。这是沃什就任美联储主席后的首次政策会议，市场已基本排除年内降息可能并开始定价2027年加息。需重点关注沃什首次公开政策表态的鹰鸽倾向、点阵图对全年利率路径的修正，以及FOMC内部对“必要时加息”的措辞是否明确。任何偏鹰信号都可能触发黄金的新一轮破位，而若会议释放出对经济下行风险的担忧或暗示政策灵活性，则可能为黄金提供喘息窗口。

在货币价值层面，中国央行黄金储备数据将提供黄金货币信用锚的关键验证。截至4月末中国央行已连续18个月增持，近两月增持规模持续扩大，若6月数据显示增持趋势延续甚至提速，将对金价形成结构性托底；反之若增持边际放缓，则需关注央行对当前金价水平的估值判断。此外，OPEC+七国会议将讨论7月产量目标，其决议将直接影响油价走势，进而通过输入性通胀预期间接作用于黄金的货币属性——油价上行强化紧缩预期压制黄金，油价回落则可能释放部分压力。

在避险价值层面，6月需重点关注美伊停火谅解备忘录的最终博弈。5月下旬双方已就60天框架协议接近达成，但军事行动仍在持续、核问题被推迟至后续谈判。若6月备忘录成功签署、霍尔木兹海峡航运实质性恢复，地缘避险溢价将进一步回吐；若谈判破裂或军事行动升级，避险情绪可能快速抬升，但从5月经验看，地缘紧张对金价的提振已显著弱化，避险逻辑的异化趋势是否延续仍需动态观察。

整体来看，6月黄金价格将处于数据验证、政策定调、地缘博弈、货币信用支撑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6月事件预告

日期	事件	影响层面
2026/06/01	美国 5 月 ISM 制造业指数	资产配置价值
2026/06/03	美国 5 月 ISM 非制造业指数	资产配置价值
2026/06/05	美国 5 月非农、失业率数据公布	资产配置价值
2026/06/07	OPEC+7 国会议, 讨论 7 月产量目标	资产配置价值
2026/06/07	中国央行黄金储备数据公布	货币价值
2026/06/10	美国 5 月 CPI 数据公布	资产配置价值
2026/06/11	美国 5 月 PPI 数据公布	资产配置价值
2026/06/17	FOMC 货币政策会议纪要	资产配置价值

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 走势展望

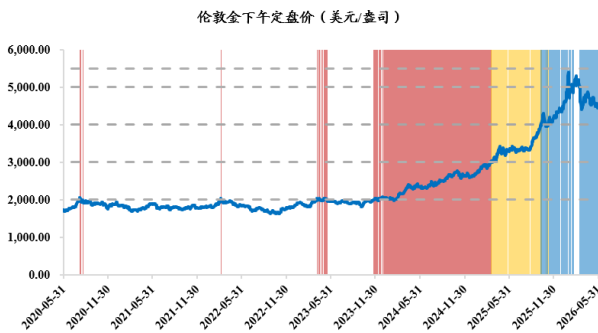
从中长期价格结构看, 黄金上行斜率在 5 月呈现“趋势破位、重心下移”的特征, 定价逻辑从月初的“地缘+通胀博弈”切换至月末的“货币政策主导”。尽管长期牛市通道并未逆转, 但 5 月连续下跌已使价格运行至关键支撑区域下方, 波动率维持高位, 月末更呈现“放量杀跌、超跌反弹”的组合。这一特征表明, 资金对黄金的定价逻辑已由前期的“宏观预期博弈”模式转向“恐慌出清后的试探性修复”阶段, 黄金正从“趋势性下跌”状态向“底部整固”状态过渡, 为后续弱反弹积蓄动能。

从资金博弈特征看, 黄金正面临“央行结构性托底”与“机构持仓出清后修复”这两重因素的边际改善。当前金价仍受各国央行战略性底仓支撑——中国央行连续 18 个月增持、一季度全球央行净购金 244 吨维持五年均值以上, 为价格提供了坚实的“东方锚定”; 虽然沃什就任美联储主席后鹰派预期强化、美元与美债收益率双升, 但 5 月全球黄金 ETF 持仓量已降至 98.43 百万元, 创近半年新低, 空头动能得到阶段性释放。特别是在 5 月 28 日沪金暴跌 2.84%、成交量放大至 28 万手后, 恐慌盘与止损盘集中涌出, 筹码结构得到一定程度的出清。更值得关注的是, 5 月末最后两个交易日出现放量杀跌后的反弹 (5 月 29 日上涨 2.17%), 显示部分抄底资金开始试探性入场, 多空力量对比正在发生微妙变化。在此背景下, 6 月初黄金市场进入“超跌反弹预期”与“底部确认”的博弈阶段, 展现出“下有央行托底、上有政策压制”的弱平衡特征。

展望后市, 宏观数据落地与美联储政策定调将直接决定金价的反弹高度与节奏。在美国 5 月 ISM 制造业与非制造业 PMI、非农就业、CPI 与 PPI 数据即将落地, 以及 6 月 17 日 FOMC 会议 (沃什首秀) 临近的背景下, 黄金 6 月可能呈现“弱势筑底、弱反弹试探”的运行格局。需关注的是, 若 5 月非农数据边际走弱、CPI 未进一步攀升, 或 FOMC

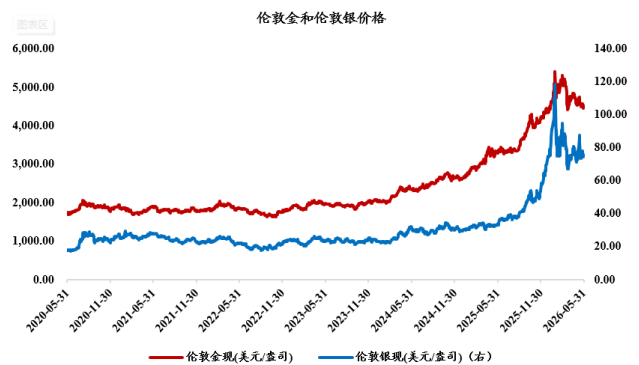
会议释放出任何政策灵活性信号，金价有望借助“超跌修复+央行购金韧性”双重逻辑展开阶段性反弹。然而，考虑到全球三大央行（美联储、欧央行、日央行）同步紧缩的预期仍在强化，美伊停火备忘录若成功签署将进一步压缩地缘溢价，反弹力度预计较为有限，上行空间受到高利率环境的系统性压制。后续的行情锚点在于“美国经济数据能否松动鹰派立场”以及“中国等核心央行增持力度是否超预期”——若数据边际降温或购金提速，金价有望企稳回升，整体呈现“底部整固、重心缓升”的态势，等待7月更多宏观信号提供方向指引。

图6：伦敦金下午定盘价（2020/5/31-2026/5/31）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：伦敦金价和伦敦银价（2020/5/31-2026/5/31）

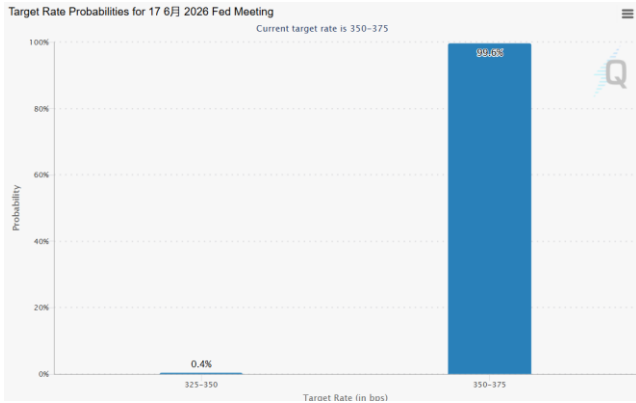


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：图 4 的红色亮高部分代表伦敦金价格在 2000 美元/盎司到 3000 美元/盎司之间；黄色部分代表伦敦金在 3000 美元/盎司到 4000 美元/盎司之间；蓝色部分代表伦敦金在 4000 美元/盎司到 5000 美元/盎司之间。

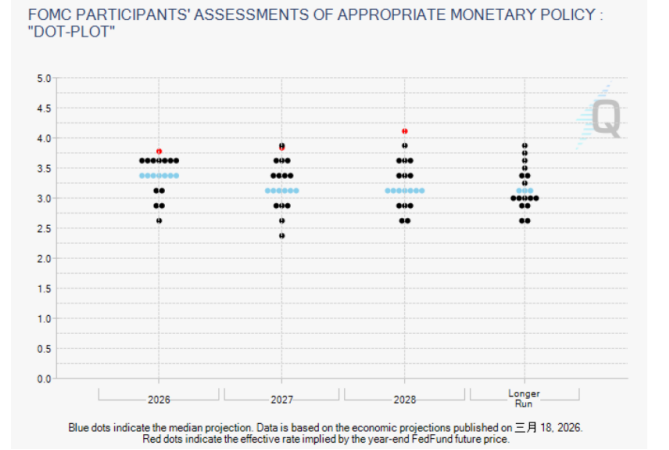
市场对 2026 年 6 月 FOMC 会议的利率定价仍集中于维持不变的区间，但加息预期已开始计入远端，政策预期尚未形成单边宽松方向。在紧缩逻辑未被根本证伪的情况下，黄金价格短期内缺乏持续上行的宏观驱动力，更可能在对经济数据与事件预期差进行快速反应。当前价格运行已处于阶段性低位，反弹过程中伴随的回撤风险仍需警惕。

图8：2026年6月Fed议息会议目标利率概率
(2026/05/31)



数据来源：CME，东吴证券研究所

图9：FOMC议息表决点阵图(2026/05/31)



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，5月黄金价格的趋势性下跌是由沃什鹰派转向、超预期通胀数据、地缘逻辑异化三重冲击共振触发，本质是货币政策定价权全面压过地缘与商品属性的再平衡过程。进入5月末，这一逻辑出现边际缓和——金价在连续大跌后展现出超跌修复意愿，美伊“边打边谈”虽有军事行动但未引发新一轮避险恐慌，市场对最鹰派预期已有相当程度的消化。地缘风险的结构性支撑底色虽被削弱但未完全消失，黄金在“加息预期主导”与“央行购金托底”的博弈中逐步向弱平衡状态靠拢。

从驱动因素看，压制力量与支撑力量并存。美联储加息预期重新定价、美元与美债收益率双升仍是主要利空，但5月全球黄金ETF持仓已降至半年低位，空头拥挤度有所缓解；美伊若达成停火备忘录将进一步压缩地缘溢价，但若谈判破裂则可能触发有限避险；中国央行连续增持与亚洲资金长期配置意愿为金价提供底部韧性，“去美元化”的底层逻辑未因月度波动而逆转。值得注意的是，板块内部资金偏好出现边际变化，5月末放量杀跌后的反弹显示部分配置型资金开始试探性布局，投机性空头回补可能成为短期反弹的催化剂，市场正在积蓄弱修复的动能。

展望6月，中长期多头逻辑依然稳固，但短期反弹力度预计偏弱。

长期逻辑：全球央行结构性购金潮未改——中国央行连续18个月增持、一季度净购金244吨维持高位，“去美元化”趋势与黄金作为非主权资产的底层支撑依然坚实。

短期节奏：在 5 月非农、CPI/PPI 数据密集落地、FOMC 沃什首秀、美伊停火备忘录博弈的背景下，黄金 6 月可能呈现“底部整固、弱反弹试探”的运行格局。6 月 7 日中国央行购金数据、6 月 10-11 日美国通胀数据、6 月 17 日 FOMC 会议均可能成为阶段性反弹的触发节点，但反弹高度受制于紧缩预期和地缘溢价压缩，上行空间有限。

整体判断，2026 年 6 月金价将弱势筑底，存在技术性弱反弹机会，但趋势反转尚需更明确的政策松动信号。趋势性支撑依旧存在——央行购金与超跌后的修复需求提供底部韧性，“去美元化”逻辑持续发酵；但“强美元、高利率”的组合在 6 月仍占主导，叠加美伊若停火将进一步压制避险溢价，反弹力度预计较为温和。中长期维度，我们认为黄金整体上行趋势并未逆转，但随着美联储政策路径进入观察期，6 月金价可能呈现“震荡筑底、重心微升”的弱反弹态势，等待三季度宏观环境明朗化。

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 5 月 29 日，该基金总市值达 1050.21 亿元，当日成交 32.63 亿元。

表6：华安黄金 ETF (2026/5/29)

日期	2026 年 5 月 29 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)	1050.21
当日成交额 (亿元)	32.63
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>