



OGCR
东方金诚

2026 年下半年黄金市场展望

——黄金专题

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

执行总监 于丽峰

时间

2026 年 8 月 21 日

核心观点

- 2026 年上半年，国际金价经历剧烈波动，COMEX 黄金期货主力合约价格现从年初 5794 美元/盎司上方的历史高点深度回调至 6 月末的 4000 美元/盎司附近。经过上半年的调整，黄金持仓拥挤度下降，油价对金价的影响也有所下降。黄金价格重新进入多因素影响阶段：首先，上半年美元指数、实际利率是短期金价主导因素，但随着黄金价格下行，二者的影响再次钝化；其次，全球央行“去美元化”战略配置构成金价的结构性价底部支撑，2026 年二季度全球央行净购金 289 吨，中国央行连续 21 个月增持；再次，美国联邦赤字率维持高位、债务利息支出突破万亿、期限溢价系统性抬升，反映美元信用弱化，推升金价长期中枢；最后，地缘风险、美国政治不确定性以及资本市场波动对黄金价格短期影响明显，其中地缘风险在美伊冲突中因石油价格的大幅波动异化为“能源价格—通胀—货币政策”的传导链，主导了上半年黄金价格短期波动的节奏。
- 展望 2026 年下半年，我们认为，基准情景下，美国通胀缓慢回落、美联储维持高利率不变，金价预计在 4000-4600 美元/盎司区间宽幅震荡，中枢缓步上移至 4500 美元/盎司附近；乐观情景下，若美联储开启降息周期且央行购金加速，金价有望重返 5000 美元/盎司上方；悲观情景下，若中东冲突升级推动油价冲高、通胀反弹叠加流动性收紧，金价或二次探底下探 3800 美元/盎司。

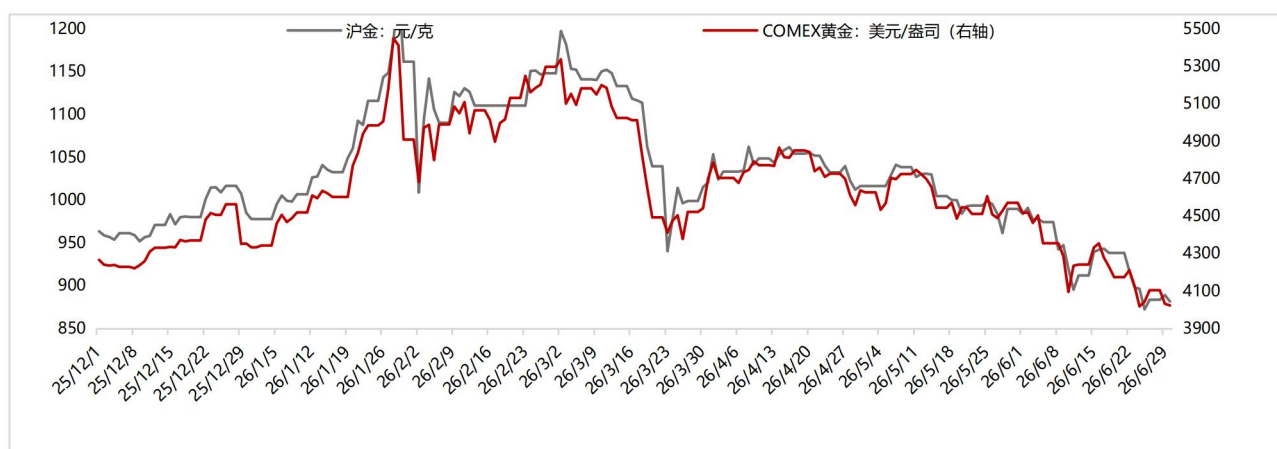


关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、2026 年上半年黄金价格回顾：从历史高点大幅回调

2026 年上半年，在地缘冲突、高通胀预期、货币政策收紧预期及流动性危机等多重因素叠加影响下，国际黄金价格经历“冲高—暴跌—震荡—再度下探”四个阶段，COMEX 黄金期货主力合约价格从 5794 美元/盎司的历史高点回落至 4100 美元附近，波动率创历史新高。具体来看：

图 1 COMEX 黄金、沪金期货主力合约价格走势



数据来源：ifind，东方金诚

年初冲高：政策与地缘风险共振推升金价突破 5600 美元/盎司。2026 年年初，黄金价格延续 2025 年的强势走势，1 月 28 日 COMEX 黄金期货价格盘中一度突破 5600 美元/盎司的关口。特朗普政府在年初对外进行关税与军事威胁，对内对美联储主席展开刑事调查，导致政策与地缘政治风险不断扩大、美联储独立性受到极大冲击，市场避险情绪快速攀升，推动金价不断突破新高。

3 月深度回调：流动性危机引发系统性抛售。2 月 28 日美以联合空袭伊朗后，3 月 2 日黄金短暂冲高至 5596.7 美元/盎司的阶段高点后，迎来深度回调。OFR 全球金融条件指数显著走高，美股连续大跌，美债收益率在通胀预期推动下快速上行，机构追加保证金压力陡增。黄金因流动性较好，成为机构优先抛售以换取美元流动性的核心标的，叠加此前涨幅较大持仓拥挤度过高，黄金出现“价格下跌—止损抛售—流动性收紧—加速下

行”的负向螺旋。随着中东冲突持续性超预期，全球市场陷入“通胀上行”与“流动性收紧”双重恐慌，黄金继续被抛售。3月23日，金价盘中一度下探至4100美元/盎司。

受油价波动与货币政策预期主导，金价4-5月宽幅震荡。4月，COMEX黄金期货价格维持在4500-4960美元/盎司区间震荡，并呈现“冲突升级—金价下跌，冲突缓和—金价上涨”的反常走势。核心原因是美伊冲突引发原油供给短缺，推升通胀风险与加息预期，压制金价。这一阶段金价与原油价格呈高度负相关。此外，美联储在3月和4月议息会议上反复强调中东地缘风险的不确定性，官员对是否继续降息分歧加大，市场加息预期升温。尽管5月国际原油价格有所回落，但霍尔木兹海峡封锁时间延长，油价上涨对通胀的推升很快反映在经济数据中。5月27日，金价下探至4500美元/盎司下方，较3月2日高点下跌约17%。

6月金价震荡下行，月末一度失守4000美元/盎司，创历史最大单月跌幅。主要背景是美联储政策预期全面转鹰，加息预期持续升温，中东局势反复形成扰动，前期降息溢价基本消化，市场进入高利率环境下的新定价均衡。

二、黄金价格主要影响因素分析

自2022年2月俄罗斯约3000亿美元外汇储备被冻结后，市场对美元储备无风险的假设开始动摇。黄金成为对冲美元信用的重要工具，被全球多家央行持续增持，导致以实际利率和美元指数为核心的传统黄金定价框架解释力明显下降。但这并不意味着利率与美元不再重要，而是它们不再是唯一的、稳定主导的定价变量。当前金价的中长期底部主要是由美国财政信用、全球央行购金等结构性力量构成支撑；短期波动仍然受到实际利率、美元指数和流动性等因素的影响。

1. 美国财政可持续性与美元信用：长期方向锚的结构性变化

根据美国国会预算办公室（CBO）数据，2026财年（2025年10月至2026年9月）的前九月联邦预算赤字约1.4万亿美元，较上一财年同期增加约350亿美元。近年来，美国人口老龄化、持续上升的医疗成本，以及利息支出使支出快速增长，叠加特朗普上台以来实施的减税政策，导致赤字保持在较高水平。CBO预计，联邦支出占GDP的比重将从

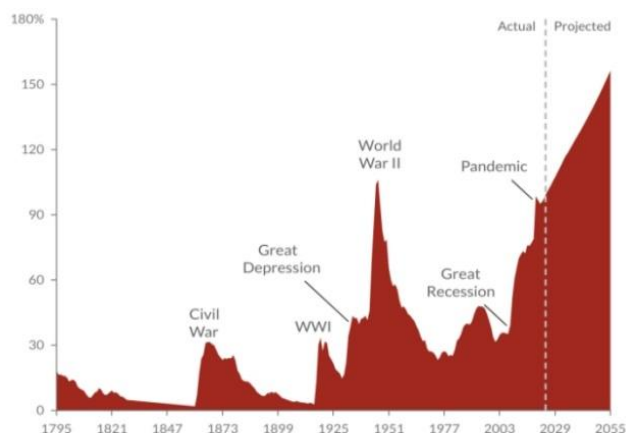
2026 年的 23.3% 逐步上升到 2056 年的 27.9%，但收入占 GDP 的比重从 2026 年的 17.5% 仅上升到 2056 年的 18.8%。收支结构不匹配推动债务规模持续扩大，赤字规模不断攀升，令市场对美国财政可持续性产生担忧。

图 2 美国财政赤字预测



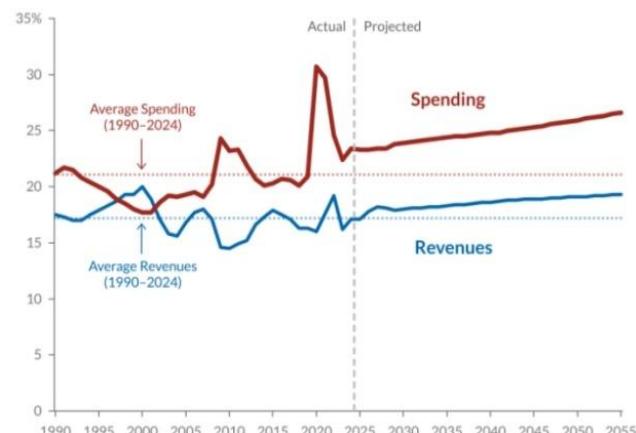
数据来源：国会预算办公室（CBO），2025 年以后数据为预测值，东方金诚

图 3 美国政府债务占 GDP 比值（%）



数据来源：彼得彼得森基金会

图 4 美国政府支出和收入占 GDP 比值



更值得关注的是，赤字扩张可能改变了长端利率上行的定价含义——市场交易的不再简单是“经济景气改善所对应的资本回报抬升”，而更多是“财政供给与信用风险上升所要求的额外补偿”。纽约联储 ACM 模型测算的期限溢价显示，1 月至 4 月 10 年期美债期限溢价均值约为 0.69%，位于历史高位，更多反映投资者对长期通胀不确定性、财政可持续性、流动性条件的担忧，而非单纯的增长乐观。在此情形下，黄金与实际利率的传

统负相关关系被削弱，甚至阶段性转向信用对冲逻辑——利率上行并不必然压制金价，黄金反而可能获得主权信用风险溢价。

此外，美元储备货币地位的边际变化也推动金价上涨。根据欧洲央行报告，截至 2025 年底，黄金在全球官方总储备中的份额已增至 27%，超越美国国债的 22%。若美国财政持续恶化，黄金作为不直接依赖单一主权信用的储备资产，中长期配置需求相应抬升。

展望下半年，美国财政可持续性的争议或将从预期层面逐步走向数据验证。下半年低息国债密集到期，续作利息支出大幅提升，以及 2026 财年收尾将验证高利率环境下全年赤字规模。一方面，高利率环境下的债务利息支出存在滚雪球效应，根据 CBO 测算，2026 财年联邦债务利息支出将达到约 1.0 万亿美元，占联邦财政收入的比重升至约 19%。其中，下半年到期的存量低息国债中 2020 年新发中长期国债的加权平均票息仅约 0.97%，而 2026 年新发中长期国债的加权平均票息已升至约 4.0%，利差超过 3 个百分点¹。另一方面，中东冲突长期化推高国防开支，2026 年国防自主性支出约 8660 亿美元，叠加减税政策带来的收入端收缩，财政收支缺口存在扩大风险。

从美元信用来看，全球官方储备的去美元化趋势不断增强，若下半年美国再度因债务上限博弈出现政府停摆等政治风险事件，将进一步动摇海外央行持有美元资产的信心，推动黄金在官方储备中的占比继续提升。需要注意的是，美元信用的弱化是长期慢变量，不会在单个季度内完成定价，因此其对金价的贡献更多体现为底部支撑。

2. 央行购金：“价格底”的官方力量

尽管 3 月部分央行售金——土耳其减持 129 吨、阿塞拜疆减持 21.9 吨、俄罗斯减持 6.2 吨，但更多反映的是流动性与汇率压力下的战术性出售，并非全球储备战略的趋势逆转。2026 年一季度全球央行累计净购金仍达 243.6 吨，处于历史高位。其中，中国、印度、波兰等新兴市场央行保持购金节奏，土耳其也在 4 月恢复增持。

央行购金的背后是储备安全重评估后的去美元化与资产多元化。2022 年后，黄金作为不受单一国家司法与支付体系直接约束的储备资产，战略价值显著上升。从中国央行官方储备的结构看，截至 2026 年 6 月末，央行的黄金储备为 2346.45 吨，并连续 20 个月

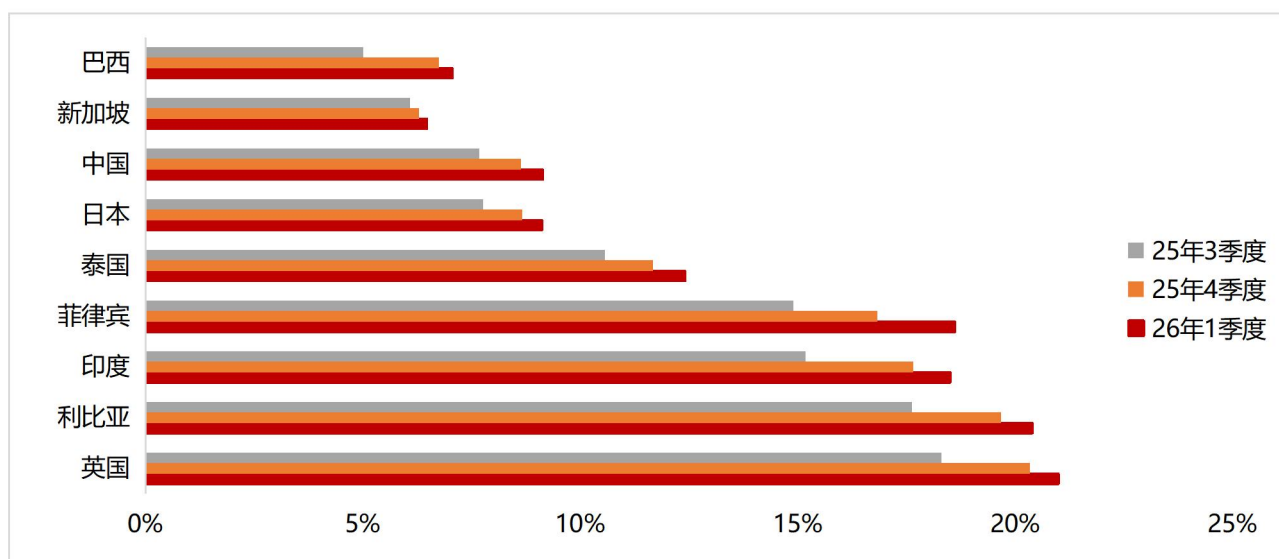
¹ 美国财政部月度公共债务报表（MSPD）

增加，但截至 2025 年底，我国黄金储备的占比约为 8.8%，远低于全球央行 27% 的平均水平，后期仍有较大增持空间。央行购金对价格敏感度不高，战略配置需求不会因短期涨跌轻易改变。世界黄金协会最新的调查数据显示，89% 的受访央行认为，全球央行的黄金储备在未来 12 个月内将会增加。

展望下半年，全球央行净购金的趋势不会发生逆转，官方买盘将继续支撑黄金需求，其托底作用会在金价回调阶段体现得更为明显，也是下半年判断金价下行空间的核心锚。从结构上来看，购金主力仍将集中于黄金储备占比偏低的新兴经济体，中国、印度、巴西、东盟等经济体均存在较大的补配空间。同时，发达经济体黄金储备规模长期保持稳定，也不会金价上行期间出售黄金，增加市场的供给压力——2025 年全球央行净购金 863 吨，处于历史高位。

从节奏上看，虽然央行购金对价格的敏感度较低，但并非完全无视价格波动，预计三季度受金价回调影响，新兴市场央行大概率逢低增持，购金节奏可能边际加快；四季度若金价反弹，购金节奏或略有放缓，但全年净增持的方向不会改变。总体来看，当金价处于阶段性高位时，央行购金的边际力度会有所减弱，不会成为推动金价持续突破新高的增量资金；但当金价出现深度回调时，央行的逢低吸纳会在一定程度上承接抛压，限制下行空间，央行购金发挥着黄金价格稳定器的作用。

图 5 2026 年一季度黄金占外汇储备比重较低的国家



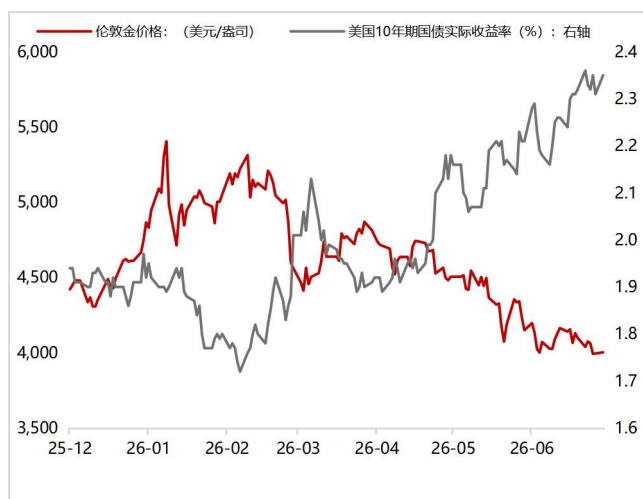
数据来源：世界黄金协会，东方金诚

3. 美联储货币政策预期转向：从“降息交易”到“高利率更久”

2026年上半年，市场对美联储政策路径的定价从年初偏鸽的“年内仍有降息空间”，转向“全年不降息、利率更久维持高位”，部分时点甚至交易加息1-2次的情景。这主要源于美伊冲突带来的能源供给冲击。霍尔木兹海峡受阻后，全球约20%原油运输受到影响，WTI原油期货价格由2月底67.29美元/桶升至3月中旬112.61美元/桶。美国3月至5月CPI同比连续抬升，5月升至4.2%，较2月2.4%明显跳升；5月核心CPI同比增长2.8%，亦高于2月的2.5%。通胀回升迅速抬高降息门槛。

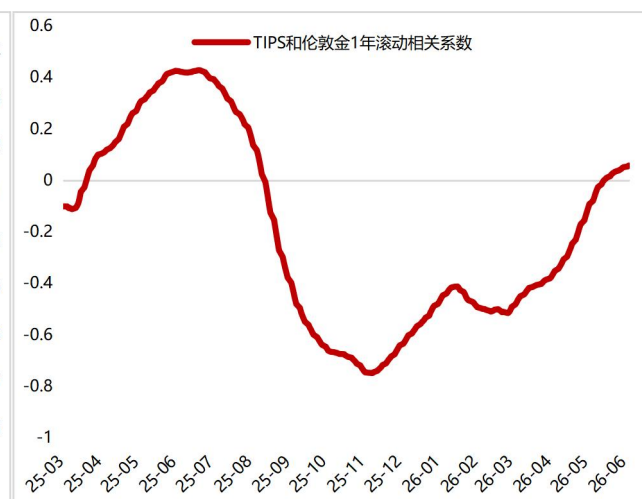
在3月和4月FOMC会议上，美联储维持利率区间在3.50%—3.75%不变，并在声明强调中东局势的不确定性，市场读出宽松后移信号，降息预期快速降温，金价随之承压下行。5月新任美联储主席凯文·沃什进一步强化“数据依赖更强、路径更不确定、对高于2%通胀零容忍”的政策立场。6月FOMC声明篇幅较4月明显缩短约62%，前瞻表述收敛，市场对其弱化传统前瞻指引、增加政策相机抉择空间的预期升温，并削弱市场“通胀回落即快速宽松”的共识。在此期间，10年期美债收益率自相对低位回升，5月中旬一度升至约4.67%阶段高位，实际利率同步走高，黄金持有机会成本上升。能源冲击推动的通胀担忧使市场重新交易“高利率更久”，利率敏感型黄金ETF与投机资金集中离场，最大黄金ETF SPDR基金持仓量3月至6月减少了96.3吨。

图6 上半年TIP收益率波动上行



数据来源：ifind，东方金诚

图7 2026年3月至5月TIPS与金价负相关

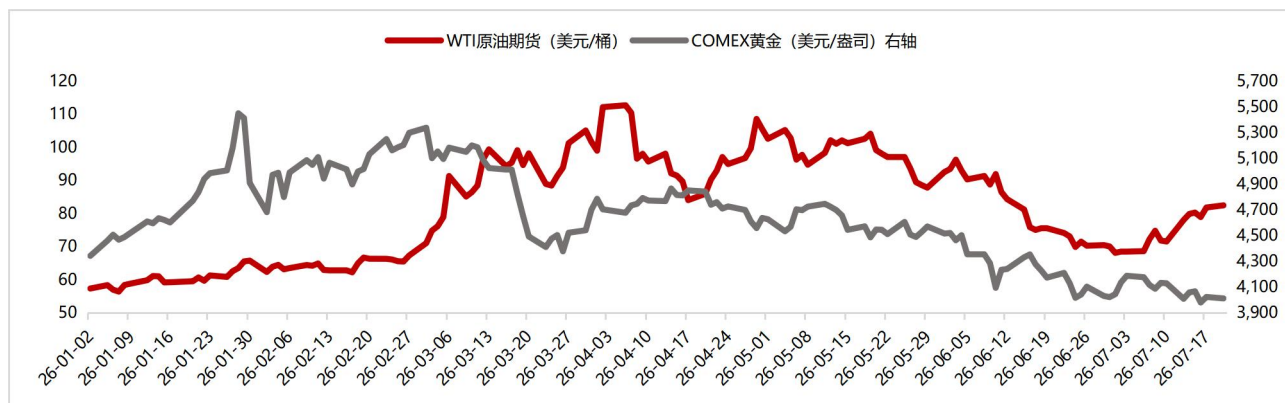


展望下半年，美联储货币政策预期仍将是主导金价短期波动的核心变量，市场定价将在“加息尾部风险”与“降息时点延后”之间反复摇摆，整体维持“高利率更久”的核心基调，对金价形成阶段性压制，但压制力度边际弱于上半年。下半年美国通胀大概率呈现缓慢回落、粘性犹存的特征，若能源价格能持续回落，将带动整体 CPI 从 7 月的 3.3% 继续下降，但核心 CPI 受服务、住房以及部分商品价格支撑回落速度偏慢至 2.5%。货币政策方面，美联储大概率年内维持政策利率不变，9 月加息风险已随 6、7 月通胀数据回落基本解除，但年内降息窗口或将持续关闭，市场定价将围绕“高利率维持多久”。因此，10 年期美债实际利率仍将在高位震荡，黄金持有成本维持高位，难以开启趋势性上涨行情，整体呈现震荡回升的格局。若油价持续回落叠加内需走弱，通胀回落速度超预期，三季度核心 CPI 回落至 2.5% 以下，美联储可能在 12 月 FOMC 会议上开启首次降息。实际利率中枢将随降息预期发酵逐步下移，杠杆资金与 ETF 配置资金将重新回流黄金市场，推动金价修复，成为下半年金价向上突破的核心催化剂。但若中东冲突升级推动油价再度冲高，通胀在四季度出现反弹，核心 CPI 重新回到 3% 以上，不排除美联储重启加息 1-2 次。实际利率将进一步走高。需要强调的是，当前市场对“高利率更久”的定价已相对充分，上半年的降息溢价已基本消化完毕，因此下半年货币政策对金价的边际影响将呈现“易涨难跌”，超预期紧缩的冲击力度弱于上半年，而超预期宽松的弹性可能会更大。

4. 地缘政治与能源：从“避险溢价”到“路径依赖冲击”

传统逻辑下，地缘冲突应通过避险需求抬升金价。但 2026 年上半年美伊冲突却多次呈现“冲突升级—金价承压，冲突缓和—金价反弹”的反常现象，核心原因在于本轮冲突引发能源供给冲击。霍尔木兹海峡封锁推升油价后，通胀预期、名义利率与实际利率快速重估，金价与油价在 4—5 月一度呈现高度负相关（相关系数约 -0.82）。油价上涨抬升持有黄金的机会成本，进而压制金价。

图 13 金价与原油价格走势阶段性高度负相关



数据来源：iFind，东方金诚

进入 6 月后，冲突陷入僵持，油价回落至 68—90 美元/桶区间，但能源供给的结构性风险并未解除。目前 OECD 商业原油库存约为 25.3 亿桶，低于 5 年均值的 28 亿桶²，若海峡通航约束延续、库存持续偏紧，下半年油价中枢仍可能高于冲突前水平，从而使通胀回落速度受限、货币政策转向迟缓。与此同时，只要冲突没有演变为更广泛的支付体系与主权信用冲击，黄金的避险价值仍被利率再定价覆盖。

展望下半年，中东地缘冲突仍是金价波动的重要扰动源，其影响机制将延续“能源供给—通胀预期—货币政策”的传导链条，而非传统的避险溢价，冲突的演化方向将直接决定油价中枢，进而间接影响金价的运行区间。若美伊冲突维持“边打边谈、局部僵持”的格局，霍尔木兹海峡保持部分通航状态，预计 WTI 原油价格将运行在 70-90 美元/桶的区间，高于冲突前水平。在此情况下，能源对通胀的推升作用将边际减弱，但会形成一定粘性支撑，使得通胀回落速度慢于市场预期，货币政策难以转向宽松，金价受此影响维持宽幅震荡，冲突升级时承压、和谈进展时反弹，波动节奏与油价高度负相关。若三季度美伊双方达成全面停火协议，霍尔木兹海峡完全解封，油价将快速回落至 70 美元/桶以下，能源通胀的担忧彻底解除。这不仅会直接打开美联储的降息空间，推动实际利率下行，还会缓解市场对全球经济衰退的担忧，修复风险偏好，推动金价开启反弹行情。若冲突范围扩大、霍尔木兹海峡封锁时间延长至年底，油价将再度冲高至 120 美元/桶以上，全球通胀压力卷土重来。市场将重新交易美联储加息预期，实际利率快速上行，金价将再度承压；

² OECD 2026 年 4 月月度石油报告

同时若冲突升级引发全球支付体系动荡、美元结算风险上升，黄金的美元信用对冲属性可能被触发，形成“利率压制与信用对冲”的多空博弈，波动率将显著放大。

5. 流动性环境与持仓结构：极端行情的放大器

3月中旬，中东地缘冲突超预期升级引发全球陷入“通胀上行”与“流动性收紧”的双重恐慌，股债商品齐跌，机构保证金压力陡增，OFR 金融条件指数显著走高。黄金凭借高共识度与强流动性成为机构优先抛售换取美元流动性的核心标的，投资组合被迫系统性减持黄金。抛售引发金价下跌，进而触发更多止损盘集中抛售，形成“价格下跌—止损抛售—流动性收紧—继续抛售—价格加速下行”的负反馈螺旋。

图 9 OFR 全球金融条件指数

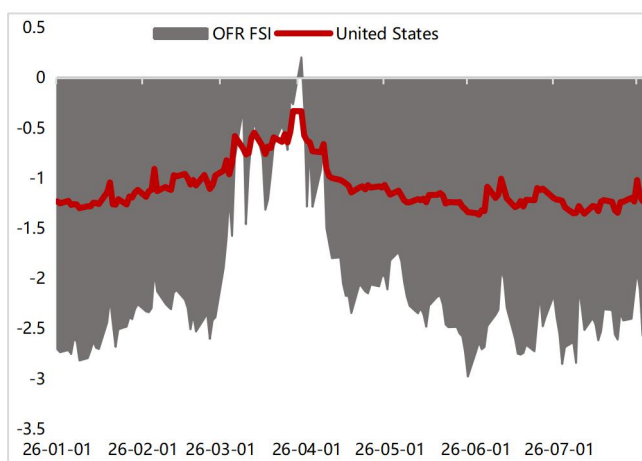


图 10 OFR 全球金融条件指数分

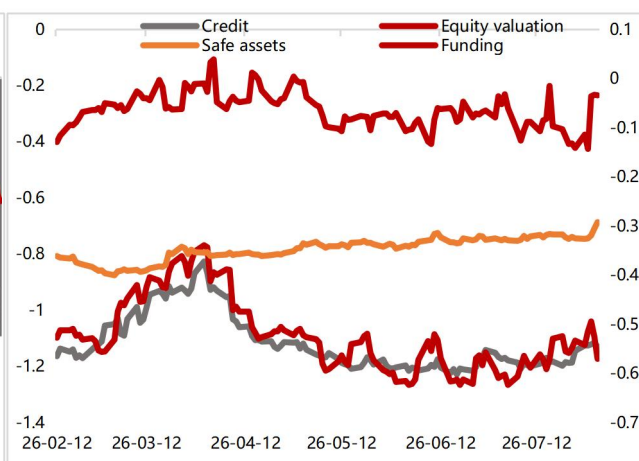


图 11 美股指数

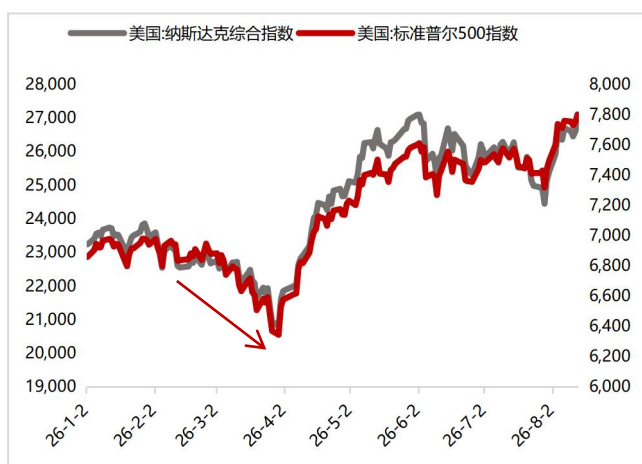


图 12 10 年期美债收益率 (%)

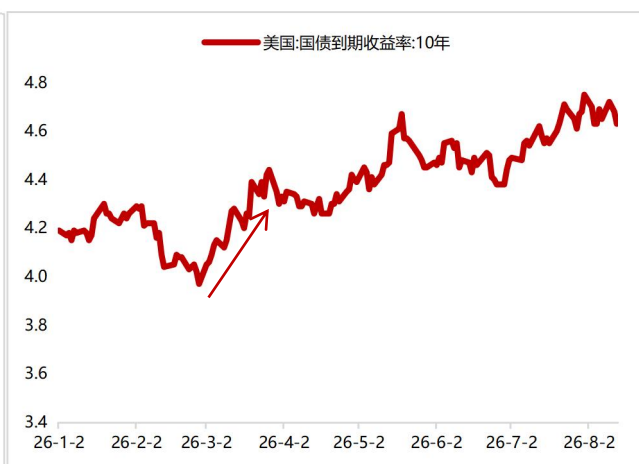


图 13 LME 铜现货结算价（美元/吨）

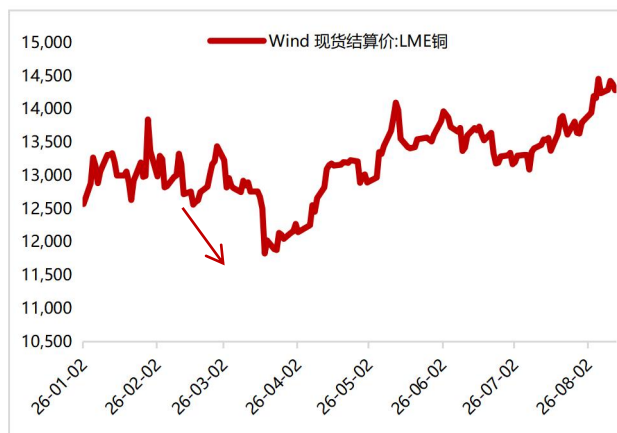


图 14 SPDR 黄金持仓量



数据来源：Office of Financial Research，东方金诚整理

此外，前期的大幅上涨和拥挤的交易结构在流动性冲击中起到了推波助澜的作用。一方面，2025 年以来黄金涨幅巨大，2026 年 2 月底，金价已较 2024 年底上涨超过 100%，黄金多头交易拥挤度持续处于高位。当地缘冲突触发市场调整时，前期盈利盘集中主动平仓止盈，加剧了金价下跌幅度。另一方面，金价大幅下跌导致黄金 ETF 被赎回，3 月全球最大黄金 ETF——SPDR 黄金 ETF 持仓单月大幅减持 55.2 吨，降幅近 5%。黄金因流动性冲击导致的抛售与价格剧烈震荡，反映出市场参与者在极端市场环境下的被动调整行为。

展望下半年，黄金持仓结构会有所修复。经过上半年的深度回调，黄金市场的持仓结构已大幅优化，市场交易拥挤度大幅缓解，SPDR 黄金 ETF 持仓量较 2 月底的 1101.3 吨大幅减少约 8.0%，6 月末降至 1005.1 吨，7 月下旬一度跌破千吨关口至 999.0 吨，持仓规模回到 2025 年 11 月前后的水平。下半年若货币政策预期边际转松，资金回流的弹性将更为充足，反弹行情的持续性会更好；若出现利空冲击，由于仓位不像上半年拥挤，抛售的负反馈力度也会弱于上半年。

下半年，若实际利率见顶回落，ETF 资金将从净流出逐步转向净流入，成为推动金价上涨的增量资金；若实际利率维持高位震荡，ETF 资金大概率维持小幅波动态势，难以形成趋势性流入。整体来看，上半年因货币宽松预期带来的溢价已全部消化，在波动率可控、持仓杠杆不高及中长期上涨趋势仍在的背景下，黄金 ETF 持仓量有望回稳并提振金价。

三、2026 年下半年金价走势展望

根据当前影响金价四个主要变量——实际利率、央行购金、美国财政信用以及地缘政治风险，我们假设了三种情景——基准、乐观和悲观，对下半年金价做出展望。

1. 基准情景——区间震荡，中枢缓慢上移

在基准情景下，我们假设美伊冲突未持续缓和，霍尔木兹海峡仅部分解封，布伦特原油价格在 70-90 美元/桶区间；美国通胀小幅回落，美联储维持年内利率不变，10 年期美债实际收益率逐步下行；全球央行加大购金力度。

在此情景下，3 季度金价预计在 4000-4500 美元/盎司区间震荡，中枢约 4250 美元/盎司；4 季度随着通胀稳定，央行购金增加，金价中枢缓慢上移至 4400-4600 美元区间。这主要源于后续美联储货币政策保持不变，实际利率下行幅度有限，对金价的支撑不足；但央行增持黄金、美元信用的长期弱化为金价提供了结构性支撑。金价将在 4000-4600 美元区间反复震荡，寻找新的平衡点。

2. 乐观情景——V 型反转，重返 5000 美元/盎司上方

在乐观情景下，美伊冲突在 8-9 月达成全面停火协议，霍尔木兹海峡完全解封；原油价格快速回落至 70 美元/桶以下，通胀压力迅速缓解；美联储在 12 月启动降息，美国中期选举不确定性、债务上限争议等政治风险激化避险需求，同时全球央行持续增持黄金。在此情景下，3 季度金价在停火协议落地后迅速反弹至 4500-4800 美元/盎司；4 季度降息周期启动+央行购金加速+避险需求将推动金价突破 5000 美元/盎司。背后是地缘风险解除+货币政策转向宽松+央行购金加速的三重利好共振，推动金价快速修复。实际利率的快速下行将吸引杠杆资金和 ETF 重新进场，形成“利率下行—资金流入—金价上涨—更多资金流入”的正向反馈。

3. 悲观情景——二次探底，下破 4000 美元/盎司

在悲观情景下，美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡封锁延长至年底；原油价格大幅上涨，通胀在 4 季度全面反弹；美联储不仅不会降息，反而在 10-12 月重启加息周期；美联储加息将打击全球经济与股债市场，或引发新一轮流动性危机。在此情景下，3 季度金价

在通胀反弹、加息预期升温中跌破 4000 美元/盎司；4 季度若美联储启动加息，金价或进一步下探至 3800 美元，这主要源于实际利率上行压制黄金价格，以及流动性风险导致的抛售压力。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn