黄金 ETF，2026 年 10 月复盘与 11 月展望

2026 年 11 月 05 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **市场表现回顾：**
- **走势复盘：**10 月沪金呈“上旬探底修复、中旬高位拉锯、下旬破位下行”走势，月度下跌约 6.08%，10 月 30 日收于 855.18 元/克、为月内最低收盘价。全月成交量由 10 月 8 日的 10.62 万手放大至 23.73 万手，全部合约持仓量由 10 月 13 日的 38.98 万手降至 36.25 万手、活跃合约持仓量由 10 月 12 日的 22.88 万手降至 18.44 万手，量价配合显示趋势资金在月末占据主动。
- **技术分析：**截至 10 月 30 日，以伦敦金现收盘价计算的 100 周均线为 3881.31 美元、50 周均线为 4460.80 美元，金价已下探至 100 周均线下方；济安线慢线 JAX（60 日）为 905.65、快线 TMP 为 846.85，沪金收于 855.18 元/克、处于慢线下方与快线上方；MACD（12,26,9）的 DIF 与 DEA 分别为-19.10、-17.09、均处零轴下方；黄金 VIX 由月内低点 21.36 升至月末 26.15，短期波动定价抬升。
- **黄金 ETF 持仓分析：**10 月全球黄金 ETF 持仓净增 0.02 百万盎司（约 0.54 吨）、月末收于 100.94 百万盎司，流入节奏较 9 月（约 46.80 吨）明显放缓，但始终未转向净流出，配置型资金仍具粘性。
- **事件驱动盘点：**
- **资产配置价值：**资产配置维度是 10 月的主导压制项：美国 9 月非农大幅降温（仅增 2.9 万人）被随后偏鹰的会议纪要与升温的 CPI、PPI、GDP、PCE 数据逆转，12 月加息悬念在 10 月 28 日议息会议后仍未解除。
- **货币价值：**货币维度正负交织、整体偏负：美债收益率创 2002 年以来新高、美元升至 18 个月高位抬高持有成本；央行连续第 23 个月增持、全球以逾常态四倍速度购金提供慢变量支撑，去美元化与储备分散的中长期逻辑未变。
- **避险价值：**避险维度呈“地缘持续升级、金价反复承压”的避险异化：霍尔木兹海峡封航、油轮遇袭与美伊打击预期贯穿全月，避险资金优先流向美债与现金。
- **商品价值：**商品维度价格回落、实物需求回升：金饰克价年内回落近 550 元后呈“价降量升”，深圳水贝等市场销量回升，实物端形成底层承接，价格下探时的承接力量较 9 月更明显。
- **指数后市展望：**
- **关键事件前瞻：**11 月关注四条线：一是数据，11 月 6 日美国 10 月非农与 11 月中旬 10 月 CPI、11 月末 10 月 PCE 将决定数据依赖框架下的重定价节奏；二是政策，12 月 8 日至 9 日 FOMC 为年内最后一次议息（含点阵图），加息定价已处高位、继续上行的空间有限；三是政治，11 月 3 日中期选举落地、民主党赢下参众两院，两党财政与赤字路径成为中期变量，美元与美债的方向变化已为短期修复提供催化；四是地缘，11 月 4 日美方表示暂无立即打击伊朗计划，油价回落缓和了“油价—通胀—加息”链条的压制。
- **指数走势展望：**基准情景下，11 月沪金有望自 10 月的破位下行转向低位整固与逐步修复：投机仓位与 ETF 拥挤度已降至年内低位，10 月末的急跌更多源自调仓与流动性需求、而非基本面恶化；金价下探至 100 周均线附近后估值折价明显，央行购金加速（第三季度约 321 吨）与实物端“价降量升”提供承接；中期选举落地后美元走弱、美债上涨、地缘溢价回吐，短期修复的催化正在兑现。基准情景下，金价重心有望较 10 月末上移，修复的持续性取决于 10 月非农与 CPI、PCE 能否带来加息定价的回落，中期方向则取决于中期选举后的两党财政取向与美联储 12 月议息结果。
- **相关 ETF 产品：**华安黄金 ETF（518880.SH）管理费率 0.50%/年、托管费率 0.10%/年；截至 2026 年 10 月 30 日流通份额 120.27 亿份、流通规模 977.06 亿元。
- **风险提示：1）政策或监管环境突变；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外宏观事件。**

相关研究

《上期有色金属指数，2026 年 10 月复盘与 11 月展望》

2026-11-05

《A 股 10 月复盘与 11 月展望——全球 AI 信用重定价下的调整，与政策维稳下的磨底期》

2026-11-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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. 实际利率与金价 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 17
3.1. 关键事件前瞻 17
3.2. 走势展望 18
3.3. 相关 ETF 产品 22
4. 风险提示 23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: SHFE 黄金 2026 年 10 月走势（区间范围：2026/10/08-2026/10/30）.....5
图 2: SHFE 黄金风险趋势模型（2026/10/30）.....6
图 3: 美国十年期国债实际利率与伦敦金价格走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）.....7
图 4: 美国十年期国债名义利率分解（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）.....7
图 5: 2026 年 10 月全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）(2026/10/1-2026/10/30）.....8
图 6: 过去一年全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）(2025/10/1-2026/10/30）.....8
图 7: 美联储政策利率预期（区间范围：2026/08/01-2026/10/30）.....19
图 8: 2026 年 10 月 FOMC 议息会议目标利率概率（2026/10/30）.....19
图 9: FOMC 议息表决点阵图（2026/10/30）.....19
图 10: 伦敦金/银价格比走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）.....21
图 11: 黄金隐含波动率走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）.....21

表 1: 影响黄金资产配置价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）.....11
表 2: 影响黄金货币价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）.....12
表 3: 影响黄金避险价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）.....15
表 4: 影响黄金商品价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）.....16
表 5: 2026 年 11 月至 12 月事件预告.....18
表 6: 华安黄金 ETF（2026/10/30）.....23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

整体而言，2026 年 10 月沪金呈现“上旬探底修复、中旬高位拉锯、下旬破位下行”的走势，月度下跌约 6.08%。

上旬探底修复阶段（10 月 8 日至 10 月 9 日）：沪金 10 月 8 日复市即跳空低开、收于 893.12 元/克（较 9 月 30 日收盘下跌 1.92%），随后借美债收益率自高位回落修复，10 月 9 日单日上涨 1.74%至 908.64 元/克、为月内最高收盘，成交量由 10.62 万手放大至 20.72 万手，市场在 4000 美元关口上方存在明显分歧。

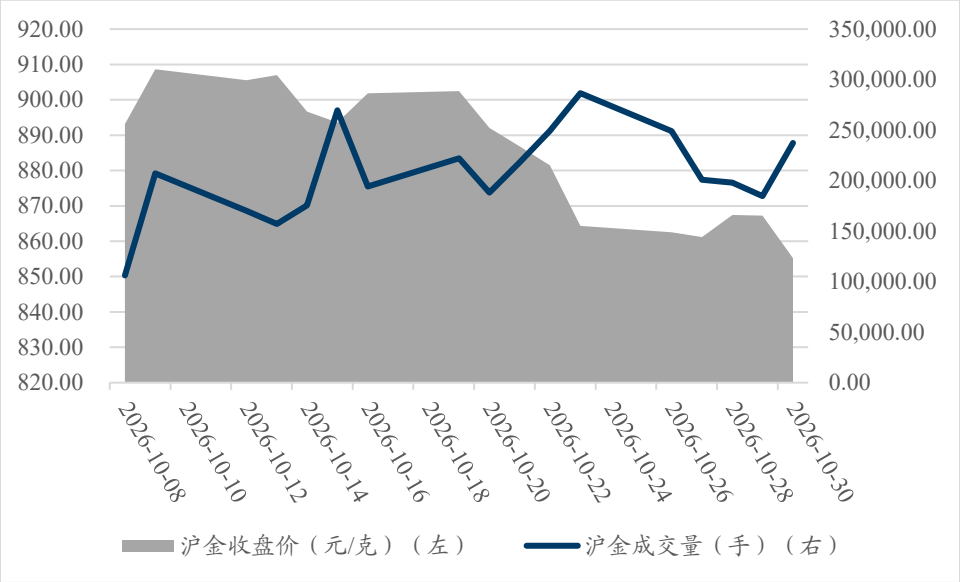
中旬高位拉锯阶段（10 月 14 日至 10 月 21 日）：美国 2026 年 9 月 CPI 与 PPI 先后落地构成全月转折，10 月 14 日沪金下跌 1.14%至 896.64 元/克，10 月 15 日 PPI 大超预期、沪金下跌 0.34%至 893.60 元/克，10 月 16 日修复 0.92%至 901.82 元/克；下旬初金价在 886 元至 902 元区间横盘、重心缓降，成交量未显著放大，空头力量尚未形成主导。

下旬破位下行阶段（10 月 22 日至 10 月 30 日）：10 月 22 日沪金收跌 0.60%至 881.46 元/克，10 月 23 日大跌 1.94%至 864.36 元/克、为月内最大单日跌幅，10 月 26 日、10 月 27 日继续下探至 862.58 元/克与 861.16 元/克，10 月 28 日反弹 0.72%至 867.40 元/克后再度走弱，10 月 30 日收跌 1.39%至 855.18 元/克、创月内最低收盘。该阶段成交显著放大，10 月 30 日成交量达 23.73 万手、为月内最高，全部合约持仓量由 10 月 13 日的 38.98 万手降至 10 月 30 日的 36.25 万手，活跃合约持仓量由 10 月 12 日的 22.88 万手降至 10 月 30 日的 18.44 万手，呈现放量下跌与持仓下降并存的特征，反映多头在破位阶段减仓离场。

从量价配合角度看，2026 年 10 月行情呈现“月初缩量修复、月中温和分歧、月末放量下行”的特征。月内 17 个交易日中，单日绝对涨跌幅超过 1.50%的交易日共 3 个（10 月 8 日、10 月 9 日、10 月 23 日），10 月 30 日的下跌发生在成交量放大与持仓量连续下降的组合之下，显示月末的抛压更多来自趋势资金减仓而非短期情绪冲击。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：SHFE 黄金 2026 年 10 月走势（区间范围：2026/10/08-2026/10/30）



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 10 月 30 日，沪金技术面呈“慢线压制、快线附近反复”的特征。风险维度上，济安线慢线 JAX（60 日）为 905.65、快线 TMP 为 846.85，10 月 30 日沪金收于 855.18 元/克，价格运行于慢线下方、快线上方，终端显示的风险度指标 TR 为 2.60；以伦敦金现收盘价计算的 100 周均线为 3881.31 美元、50 周均线为 4460.80 美元、20 周均线为 4201.41 美元，伦敦金现收于 3875.19 美元/盎司、已下探至 100 周均线下方，中期均线结构仍处空头排列。趋势维度上，MACD（12,26,9）的 DIF 为-19.10、DEA 为-17.09、柱状线为-4.03，三者均位于零轴下方，空头动能尚未收敛；价格较 2026 年 4 月 8 日以来的区间高点 1083.94 回落约 21.10%、距区间低点 837.86 仅约 2.07%，处于区间偏低位置。量能方面，10 月 30 日成交量为 23.73 万手，高于量能均线 MA5（21 万手）、MA10（22 万手）与 MA20（20 万手），破位过程中成交有所放大。波动维度上，黄金 VIX（GVZ）由 9 月 30 日的 23.74 降至 10 月 21 日的 21.36（月内低点），随后在 10 月 30 日升至 26.15（月内高点），隐含波动率在月末的系统性抛售中快速抬升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/10/30）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 实际利率与金价

2026 年 10 月金价与实际利率的负相关出现罕见逆转。美国 10 年期国债实际收益率（TIPS）从 2026 年 9 月末的 2.93%回落至 10 月末的 2.60%、下行 33 个基点；同期名义收益率从 5.29%回落至 4.94%、下行 35 个基点。实际利率下行本应降低持有黄金的机会成本，但 10 月伦敦金现仍下跌 6.79%，收益率下行与金价下跌在月内多次同向出现。据底稿数据测算，伦敦金现日度涨跌幅与 10 年期美债收益率日度变动的相关系数由 2026 年 9 月的-0.53 转为 2026 年 10 月的+0.25，其中 10 月 19 日以来达+0.59——收益率的下行不再对应金价的上涨，说明资金在两者之间选择了美债。

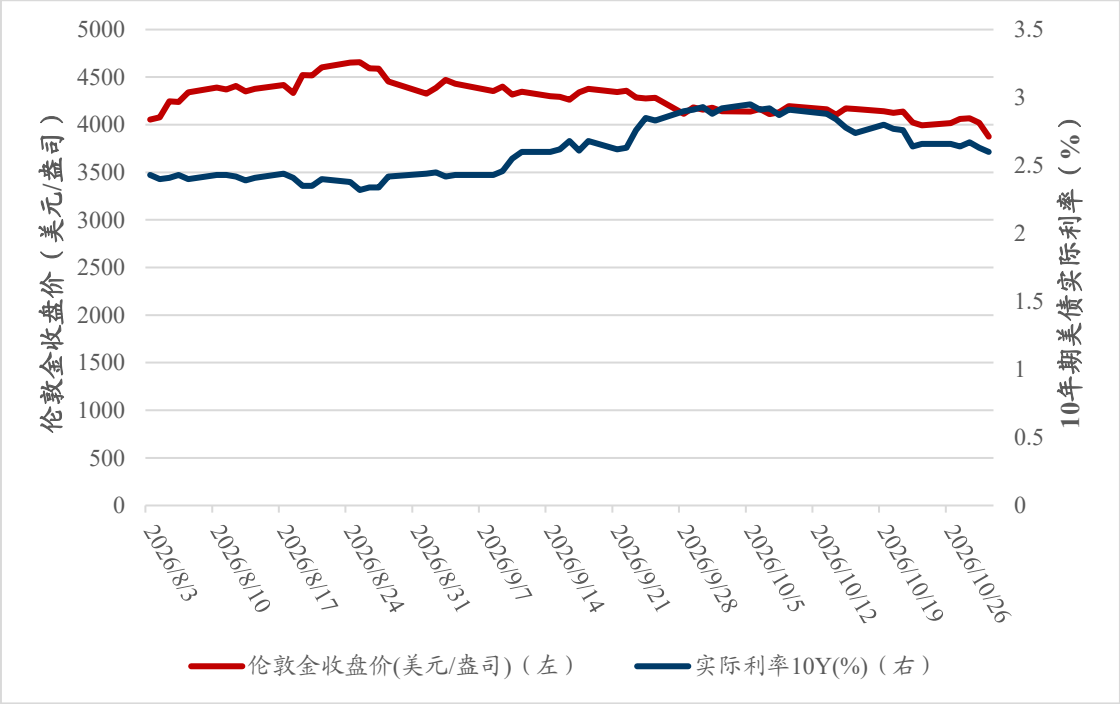
黄金作为无息资产，其持有成本的核心度量即为实际利率。实际利率上行意味着持有黄金的机会成本上升，资金倾向于从黄金流向生息资产，从而压制金价；反之，实际利率下行则降低持有黄金的机会成本，为金价提供支撑。这正是黄金与实际利率长期保持高度负相关的根本逻辑，也是本报告以实际利率作为黄金定价锚的理论依据。

从实际利率的构成看，实际利率等于名义利率减去通胀预期。2026 年 10 月名义收益率下行 35 个基点，其中 1 年期通胀互换自 9 月末的 2.49%升至 10 月末的 2.63%、上行约 14 个基点，10 年期通胀互换自 2.47%微降至 2.45%、下行约 2 个基点，通胀预期整体抬升。这意味着 10 月名义利率的下行主要由通胀预期上行与避险买盘共同贡献，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

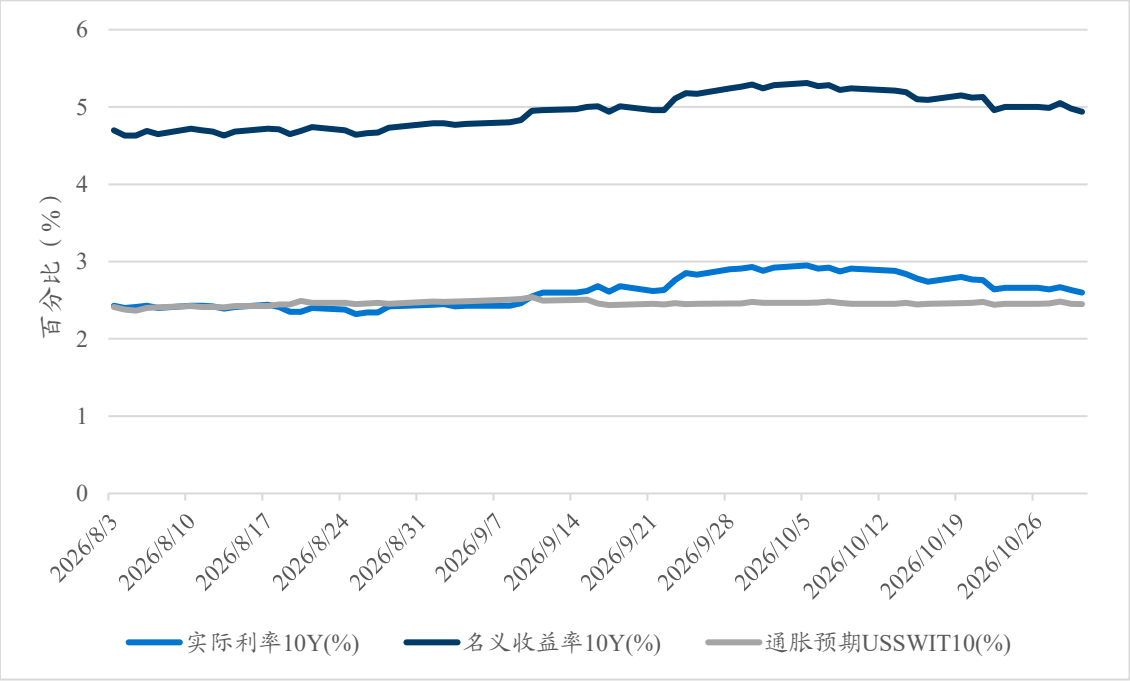
而非通胀预期回落带来的实际利率下行，这也是收益率下行未能传导至金价的原因；一旦 12 月加息定价趋势性回落，利率的下行将转化为黄金的估值利多。

图3：美国十年期国债实际利率与伦敦金价格走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图4：美国十年期国债名义利率分解（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

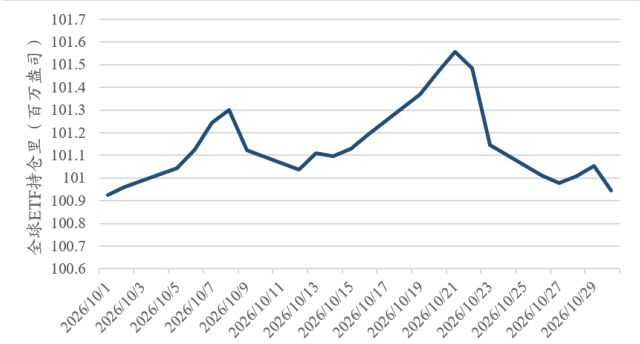
1.4. 黄金 ETF 持仓分析

2026 年 10 月全球黄金 ETF 持仓呈“先升后降、月度基本持平”的态势。月初持仓量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

100.93 百万盎司，10 月 21 日升至月内峰值 101.56 百万盎司、较月初增加 0.63%；下旬随金价破位转为流入放缓并小幅回落，10 月 27 日降至 100.98 百万盎司，月末收于 100.94 百万盎司。全月净增 0.02 百万盎司（约 0.54 吨，当月首个交易日为 100.93 百万盎司），而 9 月全月净增约 46.80 吨——配置型资金在 10 月明显放缓流入节奏，但并未转向净流出，月末的持仓回落集中在 10 月 22 日至 10 月 28 日的破位阶段。

图5：2026 年 10 月全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2026/10/1-2026/10/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：过去一年全球黄金 ETF 持仓量（百万金衡盎司）（2025/10/1-2026/10/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2. 事件驱动

2026 年 10 月黄金价格整体呈“破位下行”走势，四大价值属性逻辑轮动切换。资产配置层面，美联储鹰派暂停落地与 12 月加息悬念延续主导金价运行中枢；货币层面，央行购金与储备多元化提供慢变量支撑，而美债收益率创多年新高、美元升至 18 个月高位与 ETF 减仓构成负向；避险层面，地缘紧张持续升级但避险资金优先流向美债与现金，“避险异化”反复出现；商品层面，白银大幅下跌与金银比走阔反映贵金属内部的资金收缩，实物端在价格回落后提供底层承接。整体来看，黄金在事件驱动与预期摇摆中延续利率主导的格局，价格表现为放量破位、重心下移。

说明：鉴于研究样本涵盖跨市场信息，所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日收盘价的变动比例计算。因时差因素，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。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，则市场表现顺延至披露后首个交易日。

2.1. 资产配置价值

2026 年 10 月资产配置维度是金价的主导压制项，全月呈现“月初降温、月中反复、月末重新收紧”的演进路径。月初 10 月 2 日公布的美国 2026 年 9 月非农就业仅增 2.9

请务必阅读正文之后的免责声明部分

万人、大幅不及预期，市场一度削减对年内的加息押注；但 10 月 8 日凌晨公布的美联储会议纪要显示多数官员预计年底前再加息一次，同日纽约联储调查显示美国一年期通胀预期升至 3.90%、创三年多新高，“就业降温与通胀黏性并存”的组合使加息预期的回落未能持续。月中 10 月 14 日美国 2026 年 9 月 CPI 通胀再度升温、10 月 15 日 PPI 大超预期且能源冲击向更多领域扩散，加息必要性被反复强化。月末 10 月 28 日议息会议如期按兵不动但两名票委主张加息 25 个基点，10 月 29 日美国三季度 GDP 年化增 3.40%与 9 月 PCE 等关键通胀指标升温进一步推升了后续加息定价，10 月 30 日欧洲央行官员释放紧缩倾向、市场对 2026 年 12 月与 2027 年 3 月各加息 25 个基点的定价升温，全球利率中枢上移的预期在月末集中兑现。资产配置维度 2026 年 10 月整体偏空，是金价下跌的首要驱动。具体事件如下：

【10 月 2 日 美国 9 月非农就业意外仅增 2.9 万人，大幅不及预期】

（晚间公布，10 月 8 日沪金-1.92%）美国 9 月非农就业意外仅增 2.9 万人，大幅不及预期。就业大幅降温，市场削减美联储 10 月加息押注至约 20%，加息预期降温利多金价。

【10 月 8 日 美联储会议纪要显示多数官员预计年底前再加息一次】

（凌晨公布，当日沪金-1.92%）美联储会议纪要显示多数官员预计年底前再加息一次。会议纪要偏鹰强化年内加息预期，实际利率上行压制金价。

【10 月 8 日 纽约联储调查：美国一年期通胀预期升至 3.90%，创三年多新高】

（凌晨公布，当日沪金-1.92%）纽约联储调查：美国一年期通胀预期升至 3.90%，创三年多新高。通胀预期抬升强化紧缩预期，压制金价。

【10 月 14 日 中国 9 月 CPI 同比上涨 0.90%、PPI 同比上涨 5.00%】

（早间公布，当日沪金-1.14%）中国 9 月 CPI 同比上涨 0.90%、PPI 同比上涨 5.00%。国内通胀温和回升但非核心驱动，对金价影响有限。

【10 月 14 日 美国 9 月 CPI 通胀再度升温，强化美联储加息预期】

（晚间公布，10 月 15 日沪金-0.34%）美国 9 月 CPI 通胀再度升温，强化美联储加息预期。通胀反弹推升加息预期，实际利率上行令金价承压。

【10 月 15 日 美国 9 月 PPI 通胀大超预期，能源冲击向更多领域扩散】

（晚间公布，10 月 16 日沪金+0.92%）美国 9 月 PPI 通胀大超预期，能源冲击向更多领域扩散。能源涨价向核心物价扩散，紧缩预期升温压制金价。

【10 月 26 日 “超级央行周”来临：美欧日央行将同步暂缓加息】

（早间公布，当日沪金-0.21%）“超级央行周”来临：美欧日央行将同步暂缓加息。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

主要央行同步暂停加息预期升温，紧缩压力边际缓和。

【10 月 28 日 美联储如期维持基准利率不变，两名票委主张加息 25 个基点】

（晚间公布，10 月 29 日沪金-0.02%）美联储如期维持基准利率不变，两名票委主张加息 25 个基点。加息暂停落地但内部分歧仍存，紧缩预期边际缓和。

【10 月 29 日 美国三季度 GDP 年化增 3.40%超预期，通胀压力犹存】

（晚间公布，10 月 30 日沪金-1.39%）美国三季度 GDP 年化增 3.40%超预期，通胀压力犹存。增长超预期叠加通胀压力，加息必要性上升压制金价。

【10 月 29 日 欧洲央行如期维持利率不变】

（晚间公布，10 月 30 日沪金-1.39%）欧洲央行如期维持利率不变。欧央行按兵不动，全球紧缩同步性下降，对金价影响中性。

【10 月 29 日 美联储等来的仍是“热数据”，美国 9 月 PCE 等关键通胀指标升温】

（晚间公布，10 月 30 日沪金-1.39%）美联储等来的仍是“热数据”，美国 9 月 PCE 等关键通胀指标升温。通胀黏性验证推升 12 月加息定价，压制金价。

【10 月 30 日 欧洲央行官员倾向 12 月加息，通胀前景是关键变量】

（早间公布，当日沪金-1.39%）欧洲央行官员倾向 12 月加息，通胀前景是关键变量。欧央行紧缩预期强化，全球利率中枢上移。

【10 月 30 日 美联储暂停不等于转向，12 月与明年 3 月各加息 25 基点的定价升温】

（盘中，当日沪金-1.39%）美联储暂停不等于转向，12 月与明年 3 月各加息 25 基点的定价升温。加息路径定价上修，持有黄金的机会成本居高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：影响黄金资产配置价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/10/2	美国 9 月非农就业意外仅增 2.9 万人，大幅不及预期	偏正向	-1.92%（10-08）
2026/10/8	美联储会议纪要显示多数官员预计年底前再加息一次	偏负向	-1.92%
2026/10/8	纽约联储调查：美国一年期通胀预期升至 3.90%，创三年多新高	偏负向	-1.92%
2026/10/14	中国 9 月 CPI 同比上涨 0.90%、PPI 同比上涨 5.00%	中性偏负	-1.14%
2026/10/14	美国 9 月 CPI 通胀再度升温，强化美联储加息预期	偏负向	-0.34%（10-15）
2026/10/15	美国 9 月 PPI 通胀大超预期，能源冲击向更多领域扩散	偏负向	+0.92%（10-16）
2026/10/26	“超级央行周”来临：美欧日央行将同步暂缓加息	中性偏正	-0.21%
2026/10/28	美联储如期维持基准利率不变，两名票委主张加息 25 个基点	中性偏正	-0.02%（10-29）
2026/10/29	美国三季度 GDP 年化增 3.40%超预期，通胀压力犹存	偏负向	-1.39%（10-30）
2026/10/29	欧洲央行如期维持利率不变	中性	-1.39%（10-30）
2026/10/29	美联储等来的仍是“热数据”，美国 9 月 PCE 等关键通胀指标升温	偏负向	-1.39%（10-30）
2026/10/30	欧洲央行官员倾向 12 月加息，通胀前景是关键变量	偏负向	-1.39%
2026/10/30	美联储暂停不等于转向，12 月与明年 3 月各加息 25 基点的定价升温	偏负向	-1.39%

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

2.2. 货币价值

2026 年 10 月货币维度呈“正负交织、整体偏负”的格局。负向因素集中在利率与美元两端：10 月 1 日 10 年期美债收益率直冲 24 年高位、创 2002 年以来新高，10 月 8 日美元指数升至 18 个月高位，全球利率中枢与美元的同步走强持续抬高黄金的持有成本；正向因素来自官方购金：10 月 7 日中国央行连续第 23 个月增持黄金，10 月 15 日全球官方储备需求延续扩张，10 月 22 日全球央行以逾常态四倍的速度购金、储备多元化趋势延续，10 月 26 日央行黄金储备的结构分化未改购金趋势。10 月 23 日美债收益率快速下挫、市场一度担忧重演硅谷银行式冲击，收益率下行推动了实际利率回落，但在避险资金优先流向美债的背景下未能转化为金价的支撑。整体而言，货币维度 2026 年 10 月以利空因素为主导。具体事件如下：

【10 月 1 日 美债收益率直冲 24 年高位，10 年期美债收益率创 2002 年以来新高】

（晚间公布，10 月 8 日沪金-1.92%）美债收益率直冲 24 年高位，10 年期美债收益率创 2002 年以来新高。美债收益率创多年新高，持有黄金机会成本抬升压制金价。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【10 月 7 日 央行连续第 23 个月增持黄金】

（早间公布，10 月 8 日沪金-1.92%）央行连续第 23 个月增持黄金。央行持续增持黄金，储备结构多元化支撑黄金货币价值。

【10 月 8 日 美元升至 18 个月高位，欧洲财政风险成新一轮涨势推手】

（晚间公布，10 月 9 日沪金+1.74%）美元升至 18 个月高位，欧洲财政风险成新一轮涨势推手。美元走强抬高黄金持有机会成本，压制金价。

【10 月 15 日 央行购金潮再起，全球官方储备需求延续扩张】

（晚间公布，10 月 16 日沪金+0.92%）央行购金潮再起，全球官方储备需求延续扩张。全球央行购金提速，储备多元化需求支撑黄金货币价值。

【10 月 22 日 全球央行正以逾常态四倍的速度购金，储备多元化趋势延续】

（晚间公布，10 月 23 日沪金-1.94%）全球央行正以逾常态四倍的速度购金，储备多元化趋势延续。央行购金速度显著高于常态，去美元化与储备多元化延续支撑金价。

【10 月 23 日 美债收益率快速下挫，市场担忧重演硅谷银行式冲击】

（早间公布，当日沪金-1.94%）美债收益率快速下挫，市场担忧重演硅谷银行式冲击。美债收益率快速下行带动实际利率回落，利好黄金。

【10 月 26 日 全球央行黄金储备现分化，购金趋势整体延续】

（晚间公布，10 月 27 日沪金-0.16%）全球央行黄金储备现分化，购金趋势整体延续。央行黄金储备结构出现分化但购金趋势未改，长期支撑逻辑不变。

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/10/1	美债收益率直冲 24 年高位，10 年期美债收益率创 2002 年以来新高	偏负向	-1.92%（10-08）
2026/10/7	央行连续第 23 个月增持黄金	偏正向	-1.92%（10-08）
2026/10/8	美元升至 18 个月高位，欧洲财政风险成新一轮涨势推手	偏负向	+1.74%（10-09）
2026/10/15	央行购金潮再起，全球官方储备需求延续扩张	偏正向	+0.92%（10-16）
2026/10/22	全球央行正以逾常态四倍的速度购金，储备多元化趋势延续	偏正向	-1.94%（10-23）
2026/10/23	美债收益率快速下挫，市场担忧重演硅谷银行式冲击	中性偏正	-1.94%
2026/10/26	全球央行黄金储备现分化，购金趋势整体延续	中性偏正	-0.16%（10-27）

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

2.3. 避险价值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 10 月地缘事件保持高频率，美伊冲突与霍尔木兹海峡危机贯穿全月。月初特朗普称中期选举后或加大对伊轰炸、美军大举增兵中东；10 月 8 日复市当日多国联军发动大规模军事行动、霍尔木兹海峡“封航”推升油价，但沪金当日收跌 1.92%、避险溢价未获定价；10 月 10 日霍尔木兹危机升级、油轮遇袭事件创战时最高，沙特阿美总部于 10 月 14 日遭袭，地缘强度继续抬升。月末美以据称已制定中期选举后再次打击伊朗的具体计划，10 月 28 日美媒称美国告知海湾国家或对伊朗实施“短暂而激烈”的打击（当日沪金收涨 0.72%、为月内最大单日涨幅），10 月 29 日万斯致信伊朗安全高官试图重启谈判，10 月 30 日有报道称特朗普计划于中期选举次日（11 月 4 日）恢复对伊朗打击。值得注意的是，2026 年 10 月避险维度呈现典型的“避险异化”特征——地缘紧张推升油价与通胀预期，反而强化加息预期压制金价；10 月 30 日全球科技股抛售潮蔓延至贵金属，黄金作为高流动性资产被卖出换取流动性、与风险资产阶段性同向波动。整体而言，避险维度 2026 年 10 月对金价为净压制。具体事件如下：

【10 月 2 日 特朗普称中期选举后或加大对伊轰炸，美军大举增兵中东】

（早间公布，10 月 8 日沪金-1.92%）特朗普称中期选举后或加大对伊轰炸，美军大举增兵中东。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 8 日 多国联军发动大规模军事行动】

（盘中，当日沪金-1.92%）多国联军发动大规模军事行动。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 8 日 霍尔木兹海峡“封航”推升油价，燃油期货单日大涨超 16%】

（盘中，当日沪金-1.92%）霍尔木兹海峡“封航”推升油价，燃油期货单日大涨超 16%。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 10 日 霍尔木兹危机升级：油轮遇袭事件创战时最高，伊朗扩大打击范围】

（早间公布，10 月 12 日沪金-0.34%）霍尔木兹危机升级：油轮遇袭事件创战时最高，伊朗扩大打击范围。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 12 日 特朗普宣告俄乌同意“能源停火”，泽连斯基表态支持】

（早间公布，当日沪金-0.34%）特朗普宣告俄乌同意“能源停火”，泽连斯基表态支持。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 14 日 沙特阿美总部遭袭，特朗普指责胡塞武装蓄意推高油价】

（早间公布，当日沪金-1.14%）沙特阿美总部遭袭，特朗普指责胡塞武装蓄意推高油价。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 22 日 美以据称已制定中期选举后再次打击伊朗的具体计划】

（盘中，当日沪金-0.60%）美以据称已制定中期选举后再次打击伊朗的具体计划。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 28 日 美媒称美国告知海湾国家或对伊朗实施“短暂而激烈”的打击】

（盘中，当日沪金+0.72%）美媒称美国告知海湾国家或对伊朗实施“短暂而激烈”的打击。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 29 日 万斯致信伊朗安全高官试图重启谈判】

（早间公布，当日沪金-0.02%）万斯致信伊朗安全高官试图重启谈判。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 30 日 伊朗称已收到美副总统信函，以色列议会选举初步计票完成】

（早间公布，当日沪金-1.39%）伊朗称已收到美副总统信函，以色列议会选举初步计票完成。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 30 日 特朗普计划于中期选举次日（11 月 4 日）恢复对伊朗打击】

（晚间公布，11 月 2 日沪金-2.17%）特朗普计划于中期选举次日（11 月 4 日）恢复对伊朗打击。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 30 日 科技股抛售潮蔓延至贵金属，黄金创一年新低、白银失守 50 美元】

（晚间公布，11 月 2 日沪金-2.17%）科技股抛售潮蔓延至贵金属，黄金创一年新低、白银失守 50 美元。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

【10 月 30 日 美国中期选举倒计时，华尔街为民主党“蓝色浪潮”做准备】

（晚间公布，11 月 2 日沪金-2.17%）美国中期选举倒计时，华尔街为民主党“蓝色浪潮”做准备。事件冲击通过利率与流动性条件传导至金价。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：影响黄金避险价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/10/2	特朗普称中期选举后或加大对伊轰炸，美军大举增兵中东	偏正向	-1.92%（10-08）
2026/10/8	多国联军发动大规模军事行动	偏正向	-1.92%
2026/10/8	霍尔木兹海峡“封航”推升油价，燃油期货单日大涨超16%	偏正向	-1.92%
2026/10/10	霍尔木兹危机升级：油轮遇袭事件创战时最高，伊朗扩大打击范围	偏正向	-0.34%（10-12）
2026/10/12	特朗普宣告俄乌同意“能源停火”，泽连斯基表态支持	偏负向	-0.34%
2026/10/14	沙特阿美总部遭袭，特朗普指责胡塞武装蓄意推高油价	偏正向	-1.14%
2026/10/22	美以据称已制定中期选举后再次打击伊朗的具体计划	偏正向	-0.60%
2026/10/28	美媒称美国告知海湾国家或对伊朗实施“短暂而激烈”的打击	偏正向	+0.72%
2026/10/29	万斯致信伊朗安全高官试图重启谈判	偏负向	-0.02%
2026/10/30	伊朗称已收到美副总统信函，以色列议会选举初步计票完成	偏负向	-1.39%
2026/10/30	特朗普计划于中期选举次日（11 月 4 日）恢复对伊朗打击	偏正向	-2.17%（11-02）
2026/10/30	科技股抛售潮蔓延至贵金属，黄金创一年新低、白银失守 50 美元	偏负向	-2.17%（11-02）
2026/10/30	美国中期选举倒计时，华尔街为民主党“蓝色浪潮”做准备	中性	-2.17%（11-02）

数据来源：wind，财联社，东吴证券研究所

2.4. 商品价值

2026 年 10 月黄金商品属性呈“价格回落、实物需求回升”的态势。负向方面，10 月 12 日金价回落压制终端动销、黄金股估值承压，高价对渠道与加工端的抑制延续；10 月 20 日多家银行清退杠杆贵金属业务、积存金产品“打折抢客”，渠道端规范化调整延续；10 月 27 日金价跌破 4000 美元关口、国内实物黄金 ETF 净值创年内新低、较高点回撤超 30%，实物与权益端同步承压。正向方面，10 月 8 日香港“黄金大计”全面进入实施阶段、港金结算系统明年一季度正式营运，为亚洲时段的实物流转与定价提供基础设施；10 月 9 日深圳水贝金饰“断货”、外国游客组团扫货，10 月 31 日金饰克价年内回落近 550 元、实物端呈“价降量升”，投资金条价格重回“8 字头”，实物需求在价格回落后出现改善，为金价提供远期承接。整体而言，商品维度 2026 年 10 月以实物端承接为主，价格弹性仍在生效。具体事件如下：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【10 月 8 日 香港“黄金大计”全面进入实施阶段，港金结算系统明年一季度正式营运】

（晚间公布，10 月 9 日沪金+1.74%）香港“黄金大计”全面进入实施阶段，港金结算系统明年一季度正式营运。财联社。

【10 月 9 日 深圳水贝金饰“断货”，外国游客组团扫货】

（晚间公布，10 月 12 日沪金-0.34%）深圳水贝金饰“断货”，外国游客组团扫货。华尔街见闻。

【10 月 12 日 金价回落压制终端动销，黄金股估值承压】

（盘中，当日沪金-0.34%）金价回落压制终端动销，黄金股估值承压。财联社。

【10 月 20 日 多家银行清退杠杆贵金属业务，积存金产品“打折抢客”】

（晚间公布，10 月 21 日沪金-0.59%）多家银行清退杠杆贵金属业务，积存金产品“打折抢客”。财联社。

【10 月 27 日 金价跌破 4000 美元关口，国内实物黄金 ETF 净值创年内新低，较高点回撤超 30%】

（晚间公布，10 月 28 日沪金+0.72%）金价跌破 4000 美元关口，国内实物黄金 ETF 净值创年内新低，较高点回撤超 30%。财联社。

【10 月 31 日 金饰克价年内下跌近 550 元，实物端呈“价降量升”】

（早间公布，11 月 2 日沪金-2.17%）金饰克价年内下跌近 550 元，实物端呈“价降量升”。财联社。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/10/01-2026/10/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/10/8	香港“黄金大计”全面进入实施阶段，港金结算系统明年一季度正式营运	偏正向	+1.74%（10-09）
2026/10/9	深圳水贝金饰“断货”，外国游客组团扫货	中性偏正	-0.34%（10-12）
2026/10/12	金价回落压制终端动销，黄金股估值承压	偏负向	-0.34%
2026/10/20	多家银行清退杠杆贵金属业务，积存金产品“打折抢客”	中性	-0.59%（10-21）
2026/10/27	金价跌破 4000 美元关口，国内实物黄金 ETF 净值创年内新低，较高点回撤超 30%	偏负向	+0.72%（10-28）
2026/10/31	金饰克价年内下跌近 550 元，实物端呈“价降量升”	中性偏正	-2.17%（11-02）

数据来源：wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望 2026 年 11 月，黄金价格已进入修复动能累积与政策验证交织的阶段。11 月 3 日美国中期选举落地、11 月 4 日美元下跌美债上涨金价站上 4000 美元，短期定价的边际变量已从“利率高位悬置”转向“预期修正与地缘降温”；月内美国政治周期、地缘决断窗口与数据验证密集交织，价格运行有望由 10 月的破位下行转向低位整固与逐步修复。

在宏观数据层面，美国 2026 年 10 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 将率先落地，为制造业支付价格的攀升是否向服务业扩散提供验证；11 月 6 日公布的美国 2026 年 10 月非农就业与失业率将检验就业市场在紧缩环境下的韧性；11 月中旬公布的 2026 年 10 月 CPI 与 11 月末公布的 10 月 PCE 将直接决定通胀黏性的验证结果。若数据出现边际走弱迹象，市场对紧缩路径的定价将松动，黄金的配置价值有望获得阶段性修复；即便数据维持偏强，考虑到加息定价已处于高位、实际利率的进一步上行空间有限，其对金价的边际压制也有望减弱。

在政策预期层面，11 月 3 日美国中期选举落地，民主党赢下参众两院并横扫州长选举，两院的政策取向将影响财政扩张、关税与能源政策的路径，进而作用于美元、美债与风险偏好；12 月 8 日至 9 日的美联储 FOMC 利率决议（含点阵图）为年内最后一次议息，是决定中期利率路径交易基准的关键节点。在定价已处高位的前提下，进一步上行的空间相对有限，一旦市场形成“紧缩周期接近尾声”的定价，金价的估值修复弹性较大；若点阵图显示后续加息空间收窄，将成为金价估值修复的直接催化。

在货币价值层面，11 月上旬中国央行黄金储备数据与世界黄金协会月报将提供黄金货币信用锚的常规验证，官方购金的延续性有望继续得到确认。美元指数走势仍是影响黄金货币价值的核心变量，若美元自高位回落，将为黄金货币价值的修复提供重要支撑。

在避险价值层面，美国中期选举后美伊局势出现边际缓和：11 月 3 日美军空袭伊朗格什姆岛，但美方 11 月 4 日表示暂无立即打击伊朗计划、并进一步淡化战争风险，油价自高位回落，地缘溢价的退坡降低了“油价—通胀—加息”链条对金价的压制；与此同时，中期选举后的两党格局与财政赤字担忧可能重新抬升黄金的信用对冲需求。需继续跟踪霍尔木兹海峡通行与美伊谈判进展。

整体来看，2026 年 11 月黄金价格处于数据验证、政策定调、货币信用支撑与地缘博弈的多重逻辑交织之中，压制因素的边际减弱与修复动能的累积并存，价格对预期差与事件进展高度敏感，月内走出低位修复行情的条件正在形成。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：2026 年 11 月至 12 月事件预告

日期	事件	影响维度
11 月 2 日至 6 日	全国人大常委会会议（国内政策窗口）	资产配置
11 月 3 日	美国中期选举	避险价值
11 月 4 日	美伊局势关键窗口（美方可能准备于此日起恢复对伊打击）	避险价值
11 月 6 日	美国 10 月非农就业	资产配置
11 月上旬	中国央行黄金储备（10 月末）、世界黄金协会月报	货币价值
11 月中旬	美国 10 月 CPI	资产配置
11 月末至 12 月初	美国 10 月 PCE 物价指数	资产配置
12 月 8 日至 9 日	美联储 12 月 FOMC 利率决议（含点阵图）	资产配置
11 月全月	霍尔木兹海峡通行、伊朗局势与油价	避险价值

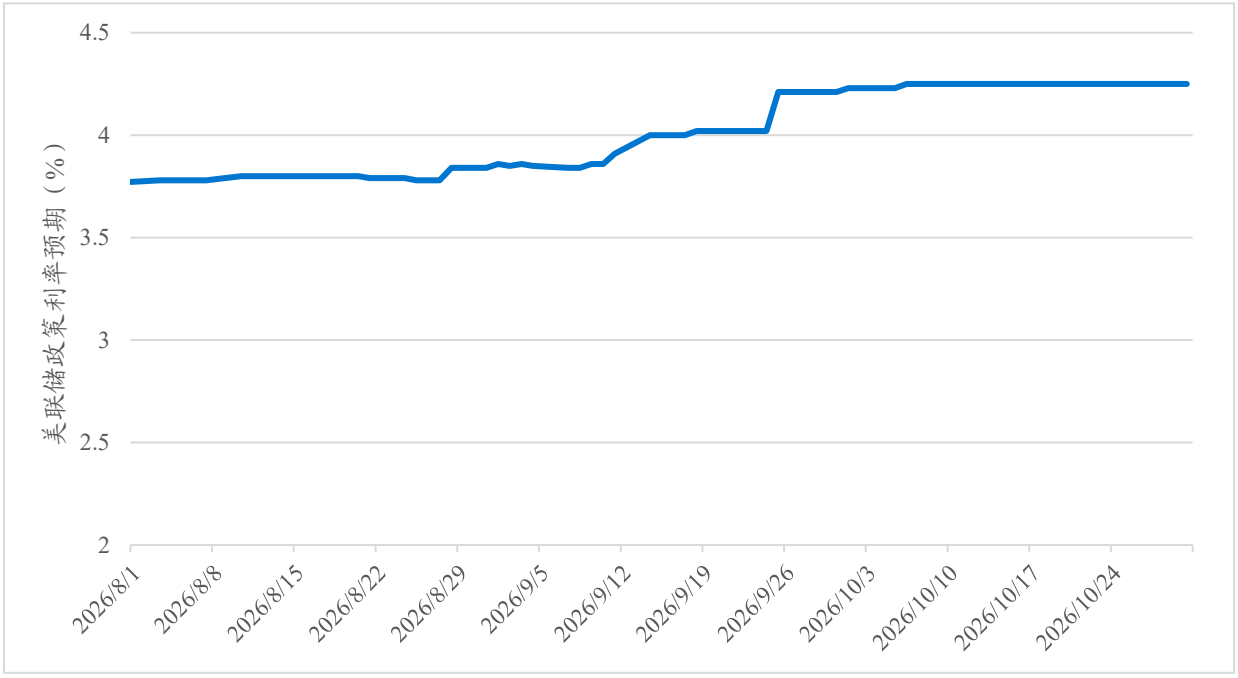
3.2. 走势展望

从价格结构看，2026 年 10 月沪金呈“破位下行”走势，月度下跌约 6.08%；伦敦金现自 9 月 30 日的 4157.41 美元/盎司回落至 10 月 30 日的 3875.19 美元/盎司、月度下跌 6.79%。月内 17 个交易日的量价配合呈“月初缩量修复、月末放量下行”，10 月 30 日成交量放大至 23.73 万手、全部合约持仓量降至 36.25 万手、活跃合约持仓量降至 18.44 万手，显示趋势资金在月末占据主动；但月内尚未出现连续的恐慌性放量，调整的斜率较 9 月有所收敛。进入 11 月，金价出现明显修复：受美伊谈判信号与油价回落提振，11 月 3 日国际金价创两个月来最大单日涨幅；11 月 4 日中期选举结果落地后美元下跌、美债上涨，金价站上 4000 美元，10 月末的急跌更多被证实为月末调仓与流动性需求所致，而非基本面恶化。

从方向锚（政策利率预期）看，政策利率预期直接刻画市场对美联储政策利率路径的定价，并通过“名义利率—实际利率”的传导链条作用于黄金。截至 10 月 30 日，2026 年第四季度美联储政策利率预期为 4.25%、较 10 月初的 4.23%小幅上修，反映市场对进一步加息的定价未因 10 月议息会议按兵不动而消退；同期 1 年期通胀互换自 2.49%升至 2.63%，通胀预期的抬升使实际利率的下行幅度小于名义利率。考虑到加息定价已处于高位、继续上修的空间有限，方向锚对金价的边际压制有望在 11 月减弱，预期一旦向下修正，将通过“名义利率—实际利率”链条为金价提供估值修复动能。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

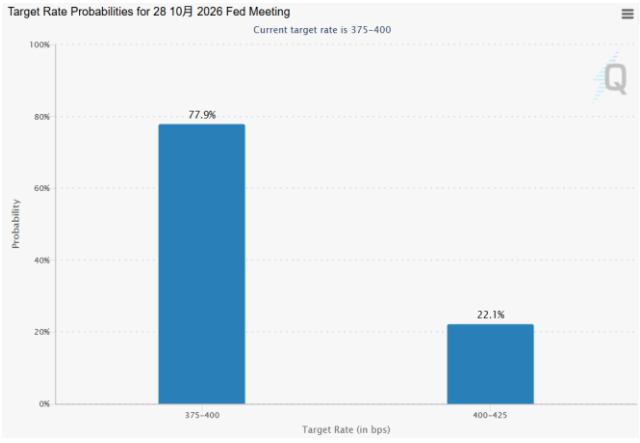
图7：美联储政策利率预期（区间范围：2026/08/01-2026/10/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

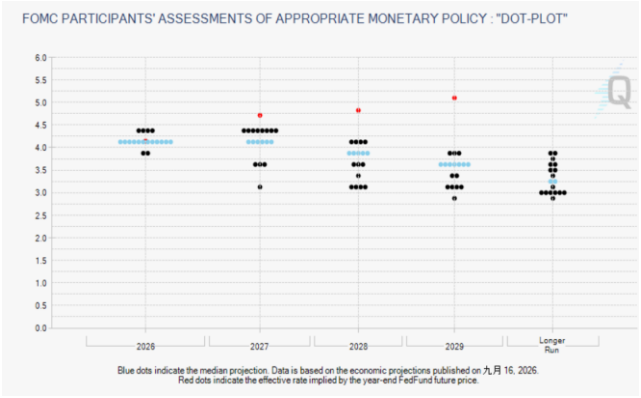
注：该数据来源为 Bloomberg 提供的字段 ECCBUS Q426，为主要经济学家对 2026 年第四季度的美联储政策利率的预期值。

图8：2026 年 10 月 FOMC 议息会议目标利率概率（2026/10/30）



数据来源：CME，东吴证券研究所

图9：FOMC 议息表决点阵图（2026/10/30）



数据来源：CME，东吴证券研究所

注：图 9 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。

从资金博弈特征看，长线资金与短线资金明显分化。央行购金与黄金储备多元化趋势延续，中国央行连续第 23 个月增持黄金、全球央行以逾常态四倍的速度购金；全球

请务必阅读正文之后的免责声明部分

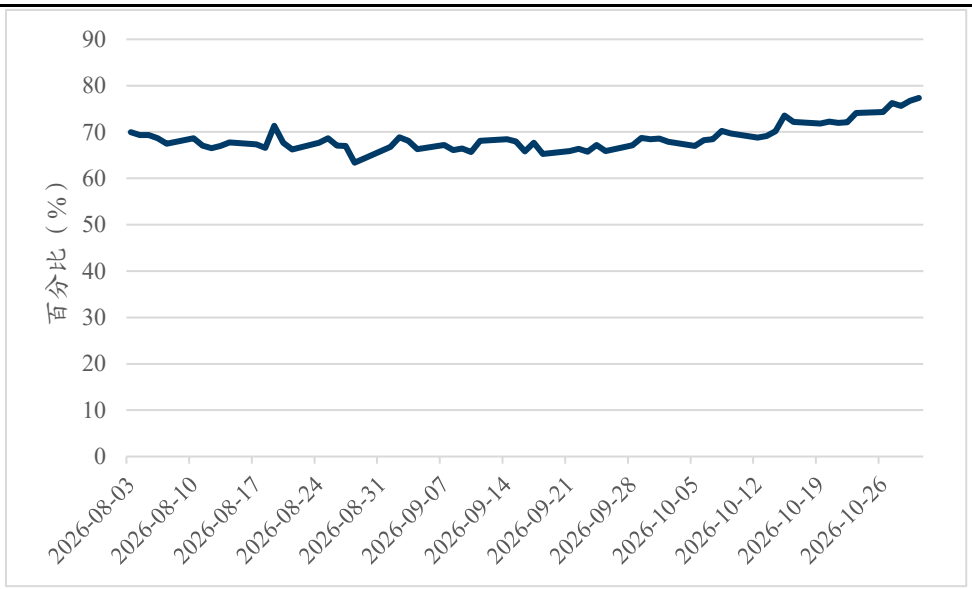
黄金 ETF 持仓 10 月净增 0.02 百万盎司、月末收于 100.94 百万盎司，长线配置资金未转向净流出，但流入节奏较 9 月（净增约 46.80 吨）明显放缓。短线资金一侧，杠杆与投机仓位在破位阶段同步去化，据公开报道其拥挤度已降至年内低位——历史经验显示，投机仓位降至低位区间往往对应短期底部的形成条件。快变量主导破位阶段的定价、慢变量构成渐进承接，两者的时序差异是理解本轮下跌与后续企稳的关键。

从拐点预警看，金银比 2026 年 10 月自 9 月末的 68.57 走阔至 77.35、为月内最高，提示贵金属内部的资金收缩仍在延续；GVZ（黄金隐含波动率）由 9 月 30 日的 23.74 降至 10 月 21 日的 21.36 后，于 10 月 30 日升至 26.15 的月内高点。金银比的金价指向与隐含波动率对潜在波动区间的提示在本月同时生效：波动率的快速抬升往往伴随短期恐慌情绪的集中释放，而贵金属内部的资金收缩也意味着后续的修复空间开始积累。

金银比是金价与银价之比，是衡量避险溢价相对强弱的重要指标。黄金与白银虽同为贵金属，但两者的需求结构存在显著差异：黄金的需求主要来自央行储备、投资避险与首饰消费，金融属性与避险属性占主导；白银则有约半数需求来自光伏、电子等工业用途，工业周期属性更强。因此，当市场避险情绪升温、风险偏好下降时，资金倾向于追逐黄金而冷落白银，金银比随之抬升；反之，当工业周期回暖、风险偏好上升时，白银的弹性属性使其涨幅往往超过黄金，金银比趋于回落。金银比之所以能帮助判断金价拐点，在于它刻画的是市场避险情绪的“水位”：当金银比升至历史高位区间时，往往意味着避险交易已经拥挤、情绪接近极端，此时一旦出现地缘缓和或政策预期转向等催化，避险溢价容易出现均值回归，金银比的高位回落通常对应金价阶段性见顶；反之，金银比处于历史低位，则意味着风险偏好已过度乐观，往往对应金价的阶段性底部区域。2026 年 9 月金银比维持在 68 附近，处于相对高位但并未显著偏离，提示避险情绪偏强但尚未达到极端拥挤的状态，后续需重点跟踪金银比能否出现高位回落信号，作为判断金价拐点的辅助参考。

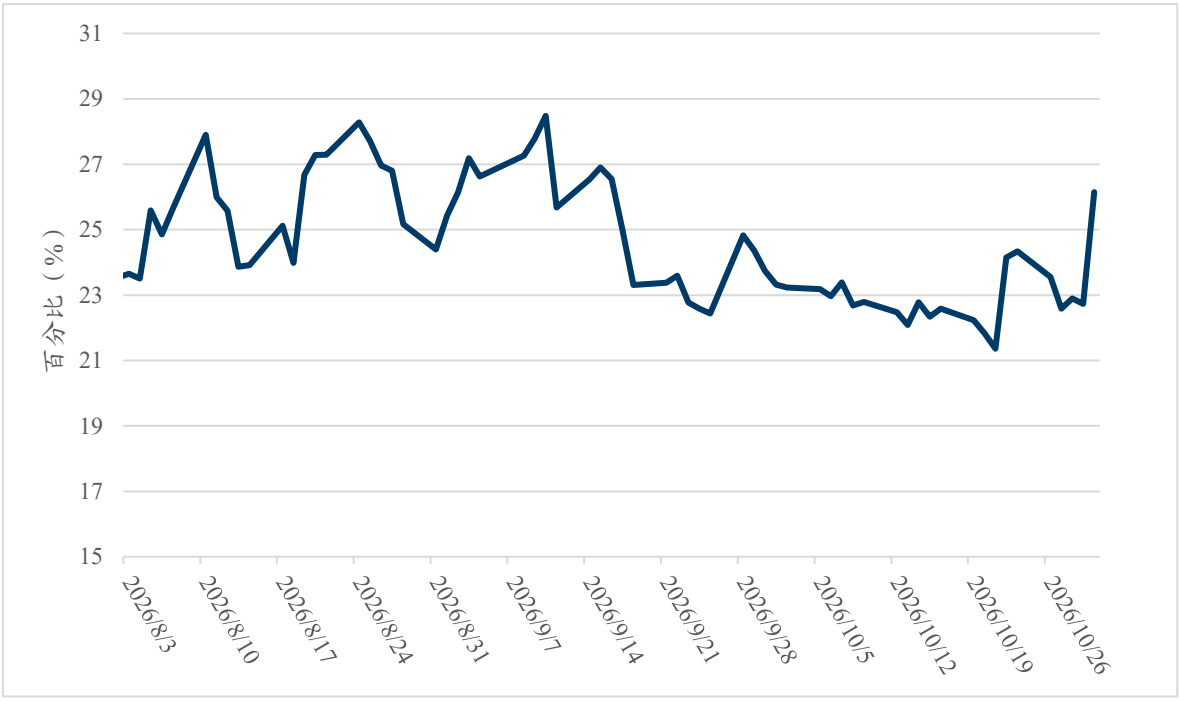
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图10：伦敦金/银价格比走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：黄金隐含波动率走势（区间范围：2026/08/03-2026/10/30）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

最新公布的美国经济数据与政治事件为 2026 年 11 月展望提供了关键的边际变化。10 月 29 日公布的三季度 GDP 年化增速 3.40%、超市场预期，9 月 PCE 等关键通胀指标同步升温；11 月 3 日美国中期选举落地，民主党赢下参众两院并横扫州长选举，11 月 4 日市场以“美元下跌、美债上涨、金价站上 4000 美元”回应，短期修复的催化正在兑

请务必阅读正文之后的免责声明部分

现。11 月 6 日的 2026 年 10 月非农与 11 月中旬的 10 月 CPI 若出现边际走弱，将进一步推动加息定价回落。

展望 2026 年 11 月，政策利率预期仍是核心变量，但预期修正的方向对黄金偏有利，中期选举后的两党格局成为新的中期变量。基准情景（50%）下，12 月加息定价维持高位、油价高位运行、跨市场流动性冲击不扩散，金价在低位整固后重心逐步上移；乐观情景（35%）下，若 12 月加息定价回落至 50%以下，或美元延续弱势、地缘避险资金回流，金价的估值折价将系统性缓解、修复空间打开；悲观情景（15%）下，仅当油价重回升势并持续、通胀数据继续超预期推升加息定价，或 AI 信用压力向跨市场去杠杆蔓延时，金价才会面临利率与流动性的二次压制。情景切换的高频信号有三个：100 周均线（3881.31 美元）与 4000 美元关口的边界、12 月加息定价的 50%分水岭、中期选举后的两党财政动向与美联储表态。

整体判断，2026 年 11 月沪金有望自 2026 年 10 月的破位下行转向低位整固与逐步修复，重心较 10 月末有望上移：中期选举落地后美元与美债的方向变化、地缘溢价的回吐、央行购金加速与投机仓位出清共同构成短期修复动能。中长期维度，定价锚转向中期选举后的两党格局与美联储动向——民主党掌握两院后的财政扩张与赤字路径可能重燃黄金的避险与信用对冲需求，美联储的利率路径则决定估值修复的斜率，“利率见顶、央行购金、储备分散”三线共振有望逐步兑现。

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 10 月 30 日，该基金流通份额为 120.27 亿份，流通规模为 977.06 亿元；月内份额自 10 月 9 日的 120.54 亿份升至 10 月 23 日的 121.50 亿份后小幅回落，规模随金价调整由月初的 1036.60 亿元降至 977.06 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：华安黄金 ETF（2026/10/30）

日期	2026 年 10 月 30 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
流通份额（亿份）	120.27
流通规模（亿元）	977.06
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

若美联储 12 月加息超预期、实际利率高位悬置时间延长，或主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制与 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局与估值条件，从而对金价走势产生冲击。

2）宏观经济不及预期

若美国通胀与就业数据继续偏强、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；反之，若数据边际走弱、加息定价回落，金价的修复节奏亦可能快于预期。

3）发生重大预期外宏观事件

若美伊打击窗口兑现并推动油价站上 115 美元，跨市场流动性冲击可能向去杠杆蔓延，黄金作为高流动性资产存在被卖出换取流动性的压力、与风险资产阶段性同向波动；若地缘冲突大幅缓和或主要央行购金意愿下降，避险与储备需求亦可能回落，造成金价短期剧烈波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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