

国信期货贵金属专题报告

贵金属

贵金属：通胀制约联储新政 短期震荡支撑犹在

2026年5月19日

● 主要结论

近期贵金属市场出现显著回调。此次回调的深层逻辑并非单一的避险情绪消退，而是地缘冲突通过通胀路径对全球央行货币政策产生系统性传导的结果。中东地缘僵局持续推高原油价格，全球通胀预期系统性抬升，美联储及主要央行货币政策立场集体转向中性偏鹰。贵金属自2025年末的单边上涨行情后转入震荡调整，短期承压格局或将延续，但中长期支撑逻辑并未瓦解，耐心等待催化剂是当前最优策略。

国信期货交易咨询业务资格：  
证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池  
从业资格号：F03143995  
电话：021-55007766-305186  
邮箱：15957@guosen.com.cn

国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、地缘僵局推升通胀预期：宏观逆风的根源

美伊博弈已从“军事战争”转入“低烈度、长战线”的持久战阶段，霍尔木兹海峡持续处于管控状态，全球约五分之一石油和液化天然气运输的关键通道前景充满不确定性。双方在核心议题上毫无进展，地缘消息高频反转成为常态。5月18日，阿联酋核电站外围遭袭，美伊对峙进一步升温，特朗普预计召开战情室会议讨论重启战事的可能性。当前布伦特原油期货价格最高触及每桶112美元，WTI原油一度升穿每桶105美元。

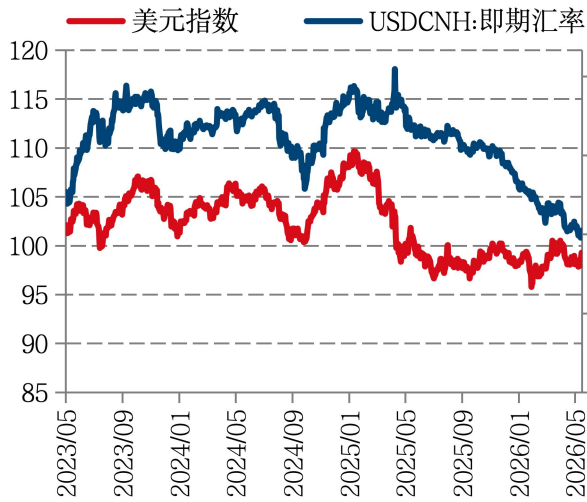
过往经验中，地缘政治冲突升级往往会同步推高原油和黄金，彼时“乱世黄金”的避险逻辑占据主导。然而本轮周期中出现了一个关键转变：市场定价逻辑的重心，已经从“冲突升级→避险需求上升”的传统路径，切换至“高油价→通胀与利率预期上升→美元走强”的负向传导链条。海峡封锁的长期化担忧正持续推升全球通胀预期，油价高位运行通过成本端向更广泛领域传导。市场对地缘冲突的避险需求已明显钝化，每次中东局势紧张的消息传出后，市场第一反应不再是买入黄金避险，而是首先评估其对油价的影响，进而推演通胀路径和央行政策走向。这种定价逻辑的转变意味着，只要地缘僵局持续、油价维持高位，贵金属将继续承受来自通胀预期和利率预期的双重压制。

## 二、美联储权力交接与内部分歧：政策路径迷雾未散

在通胀预期持续抬升的宏观背景下，美联储的货币政策走向成为贵金属定价的核心变量。然而当前美国经济数据呈现矛盾格局，叠加美联储内部权力交接与分歧加剧，年内降息已基本无望，市场甚至开始计价加息的可能性。

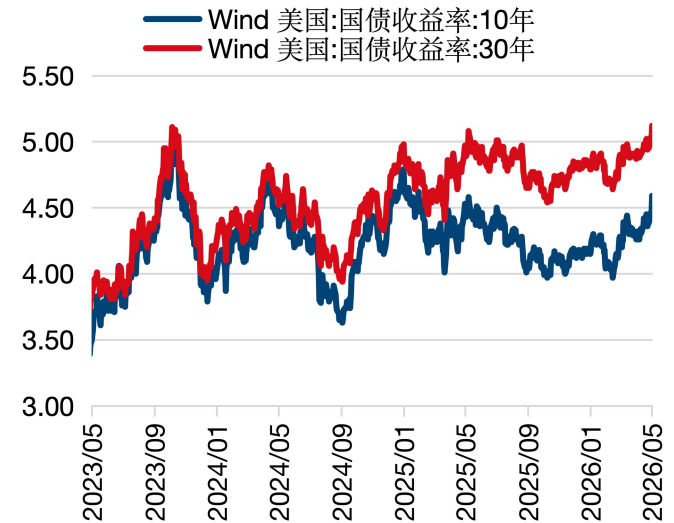
美国经济正经历“增长放缓、就业偏强、通胀高企”的复杂局面。2026年一季度GDP环比年率增长2.0%，低于预期，经济动能有所减弱。但就业市场依然紧俏：4月非农新增就业11.5万人好于预期，初请失业金人数降至18.9万的多年新低，显示劳动力市场未受地缘冲突的质性冲击。然而通胀数据的全面超预期成为关键变量，4月CPI同比升至3.8%，创2023年5月以来新高；PPI同比飙升至6%，为2022年以来最高水平，能源成本单月暴涨7.8%。正是这组数据的持续恶化，彻底扭转了市场对利率走向的判断。回想2月底，市场还普遍预期2026年将会有两次降息；然而短短数月间，预期发生逆转。当前交易员不仅排除了年内降息的任何可能，甚至开始押注最快于2027年1月加息，概率已超过50%。受此影响，5月18日美元指数突破99关口，10年期美债收益率飙升至4.596%，30年期美债收益率升至5.129%。美元与利率同步走强，对贵金属形成双重压制。

图：美元指数突破 99 关口



数据来源：Wind 国信期货

图：美国长端国债收益率快速攀升



数据来源：Wind 国信期货

图：CME FEDWATCH 显示基本排除美联储年内降息的可能

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.9%	99.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.9%	92.8%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.7%	76.0%	22.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.6%	62.6%	31.7%	4.9%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.4%	43.7%	41.1%	13.1%	1.6%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.3%	35.3%	41.6%	18.5%	3.9%	0.4%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.2%	25.2%	39.8%	25.2%	8.1%	1.4%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.2%	21.2%	37.4%	27.6%	10.9%	2.5%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.2%	19.5%	36.2%	28.3%	12.2%	3.1%	0.5%
2027/7/28	0.0%	0.2%	19.3%	36.0%	28.4%	12.4%	3.2%	0.5%
2027/9/15	0.0%	0.4%	19.4%	35.9%	28.3%	12.3%	3.2%	0.5%
2027/10/27	0.2%	9.3%	27.2%	32.3%	20.7%	8.0%	1.9%	0.3%
2027/12/8	0.8%	10.5%	27.5%	31.5%	19.9%	7.6%	1.8%	0.3%

数据来源：Wind 国信期货

在数据矛盾不断加剧的背景下，美联储自身也正处于权力交接的敏感期。2026 年 4 月末的议息会议上，美联储连续第三次将利率锁定在 3.50% 至 3.75% 区间，结果虽符合预期，但内部分歧却创下 1992 年以来的最高纪录，多达 4 人投下反对票，争议焦点集中在声明中是否应保留带有“降息偏向”的措辞。而就在这次会议前后，权力更迭的暗流已经涌动。即将卸任的主席鲍威尔打破 75 年来的惯例，宣布在主席任期结束后继续留任理事至 2028 年，这不排除是鲍威尔意在制衡即将接任的凯文·沃什。5 月 13 日，沃什以 54 比 45 的微弱优势获得参议院确认，成为史上支持率最低的美联储主席。沃什主张回归“刻意模糊”的

沟通风格、废除点阵图、采用截尾均值通胀指标，并提出“缩表与降息并行”的非常规政策组合。然而他上任之时，4月通胀数据显示通胀压力重新抬头，这使得他主张的降息难以落地，而缩表只会进一步收紧流动性，其政策构想面临重重现实约束。与此同时，理事米兰已递交辞呈，美联储新旧势力的博弈愈发明显，未来的政策路径也因此充满不确定性。

### 三、全球央行集体转向中性偏鹰

地缘冲突推动的全球通胀预期升温并非美联储的“独奏曲”，而是全球主要央行共同的“协奏曲”。几乎所有央行都在同步释放中性偏鹰信号，这一集体行动对贵金属构成了系统性压制。

日本央行以“6比3”的投票结果维持基准利率在0.75%不变，此次投票分歧为2016年以来最大，多名委员认为若能源冲击长期化并引发对通胀第二轮效应的担忧，则央行需考虑加息，6月加息压力正持续增大。欧洲央行按兵不动，但声明中删除了“必要时进一步降息”的措辞，欧洲央行执委施纳贝尔称若能源冲击扩大则欧洲央行将需加息。英国央行以“8比1”的投票结果维持利率不变，首席经济学家投下唯一的反对票，支持加息，英国3月消费者价格指数同比上涨3.3%，央行警告需关注通胀的二次效应。澳洲联储则成为“独行侠”，将现金利率上调至4.35%，年内已连续第三次加息，完全逆转了去年的宽松周期。

尽管各央行利率调整对贵金属的直接影响远不及美联储，但作为全球主要央行的集体行动信号，其加息预期升温将对全球利率环境构成上行压力，从而对贵金属价格形成系统性压制。全球主要央行同步转向或倾向于收紧货币政策，意味着无息资产贵金属的资金成本将维持高位。

### 四、后市展望：短期承压延续，中长期支撑未变

短期来看，贵金属在多重宏观逆风共振下预计将延续震荡整理格局。当前市场情绪偏脆弱，长端利率上行与流动性收敛形成持续冲击，盘面仍存在进一步估值下修空间，阶段性调整风险尚未充分释放。“地缘推动通胀、通胀强化紧缩预期、利率抬升进而贵金属承压”的负向循环短期难以打破，市场仍处于“防守优于进攻”的阶段。目前不宜盲目左侧介入，建议暂时保持观望防守思路，耐心等待市场情绪修复与技术形态明确企稳。

中长期来看，黄金市场的短期调整不改其配置价值的底色。美国债务高企决定了利率难以趋势性上行，即使短期通胀压力导致利率维持高位，但长期来看财政约束将限制利率的上升空间。更深层地，黄金的定价逻辑是对美元债务体系的信任函数，当美元信用扩张顺畅时黄金疲软，而当体系受损时黄金价值被重估。当前全球仍处于第五轮康波萧条期，地缘风险加剧，货币体系重塑远未结束，这为黄金提供了不同于传统利率分析框架的深层支撑。全球央行持续购金的结构需求依然稳固，世界黄金协会数据显示2026年第一季度净购金速度为一年多来最快，各国央行“去美元化”配置黄金的趋势并未因短期价格波动而逆转。高盛维持2026年底黄金5400美元/盎司的目标价，澳新银行虽将金价升至6000美元的预测时间推迟至2027年年中，但中长期方向依然看多。短期宏观利空难以对冲中长期利好，建议耐心等待市场企稳后再择机进行中长期分批多头布局。

对于白银、铂金、钯金等高弹性品种，当前逻辑分化明显，波动性风险显著放大，需以谨慎态度应对。白银方面，此前支撑其跑赢黄金的供需紧张格局正面临一定变化：COMEX库存有所回升，伦敦现货流动性趋于充裕；中国光伏行业在出口退税政策取消后进入去库存阶段，太阳能用银的需求存在放缓可能。白银市场有望从连续多年赤字转向供需平衡，金银比预计将逐步回升。铂金虽受益于持续的供需缺口以及氢能

产业的远期需求，中期底部支撑相对稳固，但短期仍受宏观利率压制，缺乏独立上涨驱动。钯金则持续被汽车电动化趋势所困，需求前景疲弱，流动性偏薄。整体而言，这些高弹性品种对宏观利率波动及板块情绪联动性极强，当前波动性风险显著放大，不宜作为核心资产配置，建议以严控风险、多看少动为主。



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.