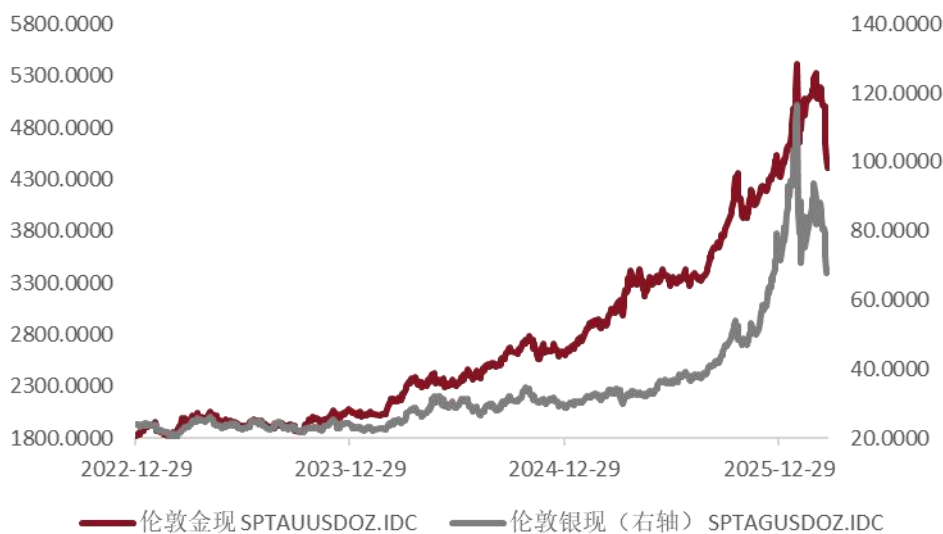


## 新周期，新范式：本轮贵金属行情的逻辑解构

### 一、引言

自 2022 年底起，贵金属市场开启新一轮上涨行情。截至 2026 年 2 月底，黄金期间累计上涨超过 2.9 倍，白银涨幅更是超过 3.9 倍。进入三月后，受美伊冲突爆发与市场流动性收紧影响，贵金属价格出现剧烈震荡与回调。与上一轮上涨周期（2015-2020 年）及随后的调整阶段（2020-2022 年）相比，本轮行情波动更为剧烈，呈现急涨急跌特征，其背后的价格驱动逻辑也随之变化。本文通过梳理影响本轮贵金属波动的核心指标，构建对应的分析框架，以期为投资团队在震荡行情中识别机会提供参考。

图 1：金银共振行情（美元/盎司）



### 二、旧逻辑

#### （一）实际利率与黄金负相关性减弱

黄金作为无息资产，其机会成本通常以 10 年期国债实际收益率为衡量基准，历史上两者呈现显著的负相关性。但在本轮上涨周期中，这种负相关关系

削弱。

其背后的原因在于，实际利率的上升并不必然意味着美元资产吸引力增强或美国经济基本面改善——有时反而反映了市场对美元资产信心的下降，例如机构投资者大规模抛售美债，推升了收益率。在此情形下，黄金作为避险资产，价格往往随之走高。

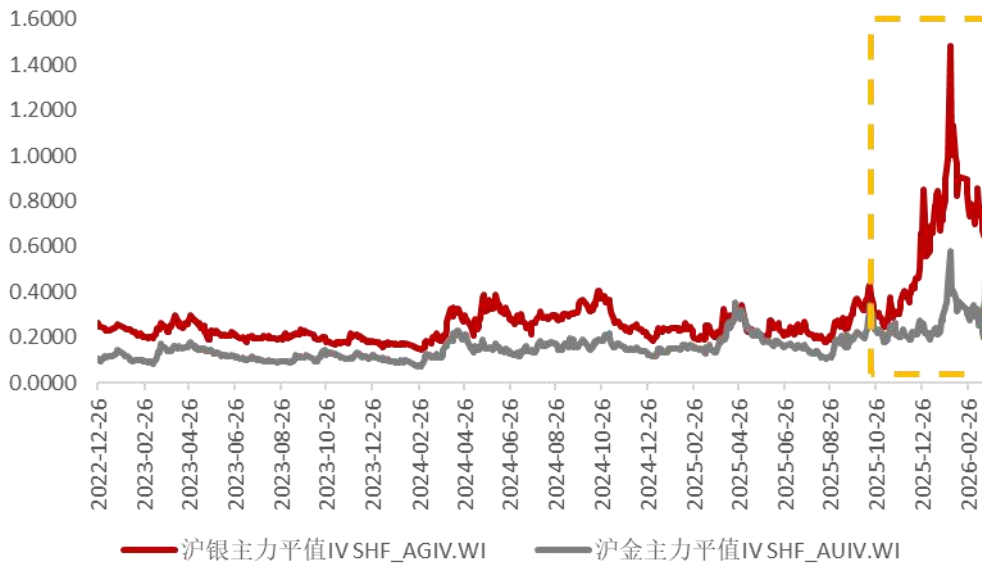
这种相关性的削弱，实际上标志着本轮黄金周期与以往最本质的区别，即黄金上涨的主要驱动力来自“去美元化”进程。下文将针对去美元化这一指标展开详细论述。

## （二）避险属性趋弱

传统观点认为，贵金属主要作为避险资产，能够有效对冲风险资产的收益波动，起到平抑整体投资组合波动的作用。然而近年来，贵金属与风险资产的价格走势趋同现象日益明显。尤其是在 2025 年 4 月对等关税措施推出、2026 年 1 月人工智能前景受到质疑以及 2026 年 3 月美伊局势紧张期间，贵金属均与风险资产呈现同向波动。

这种联动转变的背后，主要源于贵金属价格持续攀升、创出新高后，投机资金大量参与，市场情绪趋于亢奋。贵金属逐渐从避险资产向投机资产转变。在此情况下，市场交易情绪成为影响其价格走势的关键变量。下文将针对市场交易情绪展开具体分析。

图 2: 贵金属交易情绪日渐亢奋



### 三、新兴驱动逻辑

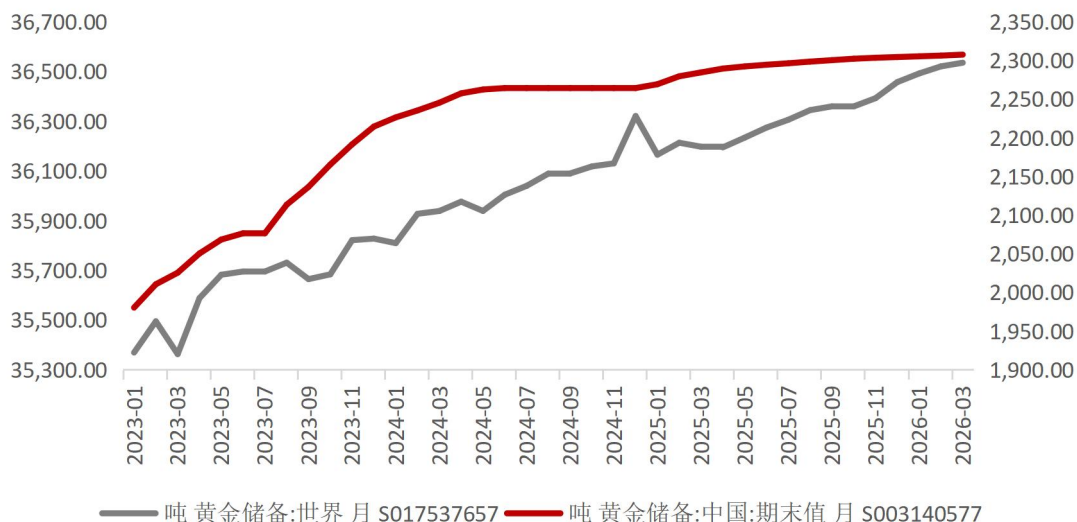
随着市场环境演变，一些新的驱动因素占据主导地位，成为分析贵金属价格涨跌的核心。

#### （一）央行配置构成核心支撑

随着全球贸易保护主义抬头，各国逐步加强战略物资储备，并持续推进去美元化进程。在此背景下，各国央行持续增持黄金，已成为驱动金价上涨不可忽视的重要力量。通过观察央行购金行为及其边际变化，有助于判断和印证黄金长期上涨逻辑是否发生根本性改变。

目前，全球央行净增持态势依旧，中国央行连续 17 个月加码黄金储备。由此可见，黄金的长期上涨逻辑依然坚挺。

图 3：央行配置驱动黄金上涨长逻辑



## (二) 交易情绪助推急涨急跌

近期黄金与白银价格的持续上涨，推动全市场贵金属交易头寸不断累积，投机情绪逐渐成为影响贵金属价格走势的重要力量。作为传统避险资产，贵金属在近年时常呈现出与风险资产同步波动的特征，这正是交易情绪主导其价格行为的集中体现。

本文主要从交易持仓与波动率两个维度出发，评估贵金属市场交易情绪的强弱程度，具体指标梳理如下：

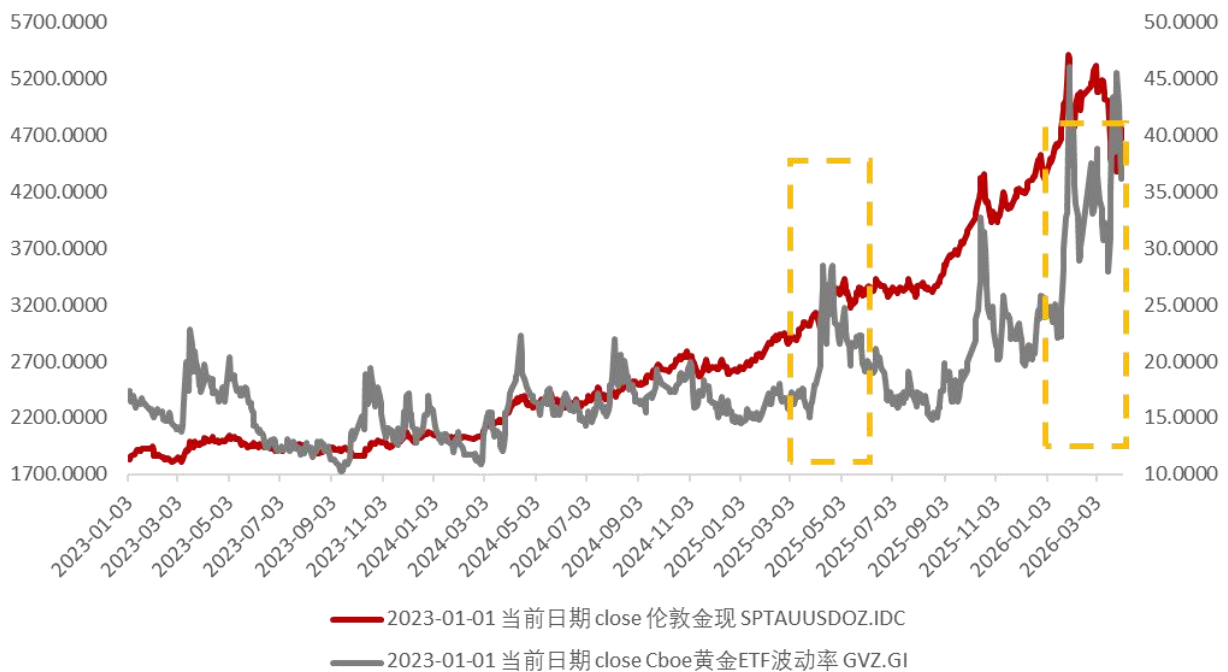
表 1：贵金属交易情绪指标汇总

大类	具体指标	释义	影响
持仓	COMEX:持仓数量:非商业净多头持仓:黄金/银	COMEX 期货市场非商业客户（多数为投机交易者）持有净多头持仓，按周发布	反映国际期货市场投机客户（金融机构与对冲基金）的多空情绪，通常情况下，持仓上升显示市场看多情绪升温。
	SPDR 黄金 ETF 持仓量	全球最大的黄金 ETF 持仓量，按日发布	反映全球零售客户的交易情绪，持仓上升显示零售交易情绪的回升
	SLV 白银 ETF 持仓量	全球最大的白银 ETF 持仓量，按日发布	
波动率	Choe 黄金 ETF 波动率指数	全球最大的黄金 ETF 预期 30 天回报波动性的估计，日终发布	衡量贵金属市场情绪的重要工具。当指数上升时，表明市场预期贵金属价格波动性将增加，
	Choe 白银 ETF 波动率指	全球最大的白银 ETF 预	

数	期 30 天回报波动性的估计，日终发布	通常对应交易情绪上升与价格波动加大。
沪金主力合约隐含波动率(IV)与实际波动率(HV)	上期所沪金主力合约的波动率数据，含分时数据	IV 与 HV 常用于配对分析，HV 上穿 IV 意味着贵金属升波，HV 下穿 IV 意味着贵金属降波。
沪银主力合约隐含波动率(IV)与实际波动率(HV)	上期所沪银主力合约的波动率数据，含分时数据	

复盘 2025 年以来的走势，贵金属的三次显著回调均发生于市场情绪极度高涨之际——即价格急涨伴随隐含波动率触及阶段性峰值。这提示我们，密切追踪交易情绪的极值信号，是规避高位回撤风险的有效手段。

图 4：高波动预示高风险



### （三）关税与保护主义消耗贵金属库存

在贸易保护主义抬头的背景下，贵金属因其关键战略储备属性，日益受到主权机构与个人的重视，储备需求持续攀升，并导致交易所库存逐步下降。这一趋势也引发了若干典型的市场价格波动：例如 2025 年初，受关税政策担忧影响，黄金从伦敦流向美国，推动 COMEX 黄金较伦敦金的溢价上升；同年年底，

白银库存紧张则引发了白银市场的逼空行情。观察贵金属库存的总量变化与区域流向，有助于对跨市场价差、品种价格波动等进行归因分析，甚至为趋势预判提供依据。

具体的库存指标整理如下表：

**表 2：贵金属库存量价指标汇总**

大类	具体指标	释义	影响
量	LBMA: 库存量: 黄金/白银: 当月值	伦敦金银市场协会的黄金/白银库存, 按月发布	库存与租赁利率共同反映了市场可交易库存的紧张程度。通常情况下, 库存下降与租赁利率飙升往往意味着可交割库存减少, 逼空风险随之上升, 价格极易在多头情绪带动下出现上涨。
	COMEX: 库存量: 黄金/白银	COMEX 交易所公布的黄金/白银库存, 按日发布	
	库存期货: 黄金/白银	上海期货交易所公布的黄金/白银库存, 按日发布	
价	黄金/白银租赁利率	黄金/白银承租拆借成本, 一般由 LBMA 按日发布	

#### （四）风险资产下挫引发抛售贵金属

在贵金属交易趋近亢奋、其属性由避险向投机转变的过程中，全球风险资产与贵金属的价格联动日益凸显。此前所提到的贵金属三次价格调整，实质上均由风险资产大幅调整引发——投资者为回补流动性而抛售贵金属，进而导致价格下跌。

鉴于风险资产在剧烈下跌时往往伴随隐含波动率的飙升，投资者将重点通过追踪股、债、商品三大市场的隐含波动率，来刻画并预警风险资产的下杀风险。

### 四、其他辅助指标

此外，一些辅助分析工具为理解贵金属价格提供了更丰富的视角。

#### （一）美联储货币政策预期与资金流动性指标

鉴于贵金属属于全球性宏观资产，与美元具有较强关联性，因此本文主要

从美联储政策预期与资金流动性刻画美元与贵金属的联动。

美联储作为美元流动性的阀门，其政策行为对市场宽松预期具有重要影响。以美联储为例，其货币政策的核心目标是充分就业与稳定物价，因此观察美国经济基本面状况有助于理解美联储的政策方向。具体指标整理如下：

表 3：美国基本面数据及其影响

政策维度	公布频率	具体指标	释义	影响
经济增长	季度	GDP 数据	-	经济增长指标通常与美联储政策方向呈现反向关系。
	月度	PMI 数据	主要有 ISM PMI 和标准普尔 (Markit) PMI 两项。ISM PMI 统计样本以大中型企业为主 (含政府关联企业)，Markit PMI 统计样本以小型企业为主，通常 ISM PMI 更具代表性。	
		密歇根消费者信心指数	美国密歇根大学调查研究中心发布的权威消费者情绪指标，反映美国家庭对当前经济状况及未来 6 - 12 个月前景的乐观程度。	
	周度	纽约联储的“每周经济指数” (Weekly Economic Index, WEI)	衡量美国经济活动的高频综合指标，通过关注其边际变化衡量美国经济活动的变化趋势。	
就业指标	月度	非农就业数据	数据包含月度新增就业人数、失业率、劳动参与率、平均时薪等关键子项，反映美国除农业、非营利组织、私人家庭及政府雇员以外的私营部门和公共部门劳动力市场预期。	美联储货币政策需要在就业与通胀间相机决策。根据美联储会议纪要确认的阶段性重点判断政策取向。
		ADP 就业数据	美国私营部门就业人数的月度先行指标，被市场视为预测非农数据的重要参考。	
		美国 JOLTS 职位空缺数	反映非农部门每月末未填补的职位数量。	
	周度	美国当周初次申请失业金人数	反映截至当周周六为止，首次申请联邦失业救济金的人数	
通胀指标	月度	CPI	由美国劳工统计局 (BLS) 编制，衡量城市消费者购买一篮子商品和服务的价格变化	

核心 CPI	剔除食品和能源（价格波动较大）后的 CPI，反映通胀的长期趋势。
PCE	由美国商务部经济分析局（BEA）编制，覆盖范围比 CPI 更广（包括政府和非营利机构为居民支付的消费）。
核心 PCE	剔除食品和能源后的 PCE，是美联储首选的通胀目标指标（政策目标为 2%）。

资金流动性指标梳理如下：

表 4：市场流动性指标汇总

大类	具体指标	影响
资金流动性指标	担保隔夜融资利率（SOFA）	
	准备金余额利率（IORB）	SOFR 高于 IORB 表明银行体系惜贷，市场流动性趋紧。
	隔夜 SOFR 互换利率（OIS）	SOFR-OIS 利差扩大表明市场对未来流动性风险的担忧加剧。

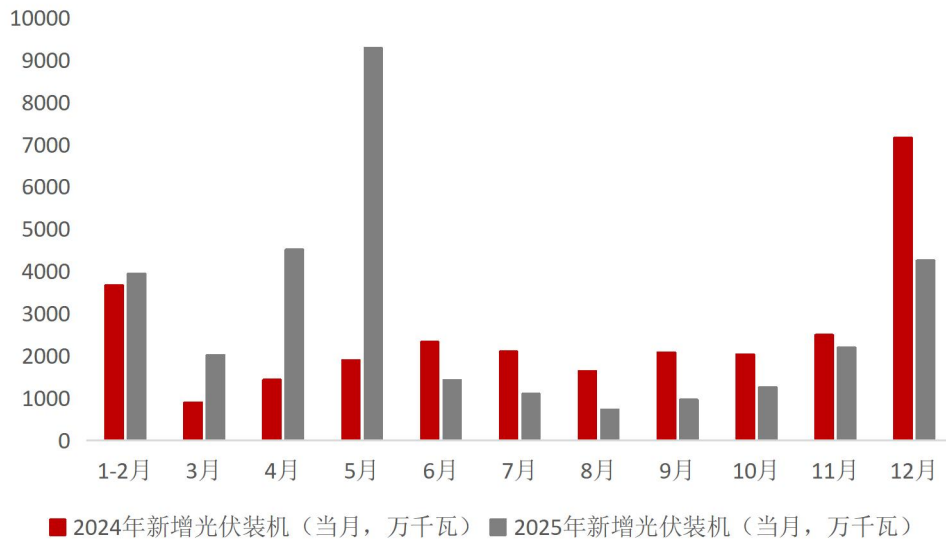
## （二）白银工业需求

自 2025 年下半年以来，白银库存持续偏紧，为逼空上涨创造了条件。白银在工业领域的战略属性是推动去库存的重要因素之一。因此，监测白银工业需求的变动，对于分析后续需求侧与供给缺口至关重要。

根据世界白银协会的数据，全球白银消费结构中工业需求占主导。在工业需求中，光伏行业占比较大。

由于光伏产业主要由中国主导，因此可通过跟踪国内月度光伏装机量的变化，来研判光伏用银需求的方向，进而间接把握白银工业需求的变动趋势。

图 5：2025 年 5 月后新增光伏装机同比回落



### (三) 相对估值—金银比

黄金与白银价格均处于高位，仅凭绝对价格水平难以有效判断其估值高低。因此，在评估贵金属估值分位时，常引入金银比这一相对估值指标，用以衡量黄金相对于白银的价格强弱。

金银比的长期历史均值通常位于 60 - 70 之间。当该比率显著偏离这一均值区间时，往往提示某一金属相对于另一金属存在估值偏离。值得注意的是，1-2 月由于白银价格大幅上涨，金银比已处于 60 以下的较低水平。然而，比率的均值回归并不必然意味着黄金更具配置价值——在高位震荡环境下，它同样可以通过白银相较黄金出现更大幅度回调来实现。

在价格处于高位、市场交易活跃的背景下，判断金银的配置价值还需结合其他技术指标进行综合分析。

图 6：金银比持续回落



## 五、综述

自 2022 年底以来，贵金属行情呈现出区别于历史周期的“新范式”，传统分析框架逐渐失效。黄金价格与美债实际收益率的负相关性被打破，甚至转为正相关，显示“去美元化”已成为核心驱动力；与此同时，黄金避险属性减弱，与风险资产的联动增强，凸显投机情绪的重要性抬升。

新的分析框架主要包含以下几点：一是各国央行持续购金，构成长期结构性支撑；二是交易所库存显著影响价差，可能引发逼空行情；三是交易情绪助推行情急涨急跌；四是需密切关注风险资产与贵金属的行情联动。此外，美联储货币政策预期与资金流动性、白银工业属性、金银比等指标可作为重要分析辅助。

## 免责声明

### 一般声明

本文涉及的数据均取自 iFind、普益标准、DM 等三方数据库。

### 风险提示

理财非存款，产品有风险、投资须谨慎。

本报告由浙银理财编制并发布，仅供参考，报告内容不构成对任何业务及本公司发行管理的理财产品的宣传推介材料，不构成对任何人的投资建议或保证，亦不构成任何形式的要约或法律文件。

本报告内容基于浙银理财认为可靠的、已公开的信息编制，已力求报告内容的客观、公正，但浙银理财对该等信息的准确性、完整性及时效性不作任何明示或暗示的保证，也不保证其所包含的信息或观点不会发生任何变更。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及收益可能会发生波动，报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，不应作为日后回报的预示，浙银理财及其关联机构、员工不会对任何人使用本报告所载内容产生的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资者在参考或使用本报告时，应充分了解投资风险，自主作出投资决策，并自行承担投资风险。本报告不保证投资者一定能获得盈利或本金不受损失。

本报告版权为浙银理财所有，未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表等方式侵犯本公司版权。