



地缘动荡、通胀黏性与强美元的三重拉扯

——黄金白银期货走势逻辑、美债传导链条

品种：沪金（AU）• 沪银（AG）

报告日期：2026 年 10 月 23 日



核心观点

本报告认为，当前黄金与白银期货的定价已不能用单一避险逻辑解释。中东能源供应风险、通胀黏性、美联储紧缩预期、美元指数、美债收益率与原油价格六重因素同时作用于贵金属，形成一个自我强化的反馈回路：地缘冲突推高油价，油价推高通胀，通胀强化紧缩预期，紧缩预期抬升实际利率与美元，而实际利率与美元又反过来压制贵金属。这一回路中，避险属性的支撑作用被利率属性的压制作用大幅抵消，构成了2026年以来金银价格“地缘越乱、金价越难涨”的反常形态。

第一，地缘风险对贵金属的传导并非单行道。市场习惯将地缘冲突直接等同于黄金利多，但在本轮周期中，冲突首先冲击的是能源供给而非金融体系。布伦特原油自2026年6月霍尔木兹海峡危机以来持续抬升，10月22日收于112.92美元/桶，年内累计上涨85.7%；WTI收于99.10美元/桶，年内上涨72.9%。油价上行沿“能源—通胀—利率”路径传导，最终对无息资产形成估值压制，其净效应对黄金偏负面，对白银负面程度更深。

第二，通胀黏性成为贵金属的主要矛盾。美国9月CPI同比上涨3.7%，高于8月的3.4%和市场预期，环比上涨0.6%；核心CPI同比升至2.6%，为6月以来新高；9月PPI同比大涨6.3%、环比1.3%，均为2022年以来最高水平，其中能源价格贡献了商品价格整体涨幅的80%。这组数据表明，能源冲击正在从商品端向更广泛领域扩散，市场对美联储12月加息的定价难以消退。

第三，强美元与实际利率构成直接压制。美元指数10月14日触及102.59的年内高位，10月22日收于101.61，较9月初上涨3.4%；10年期美债收益率在通胀数据公布后一度升至5.32%，为近20年高位区间。经测算，9月1日至10月22日期间，沪金收盘价与美元指数的相关系数为-0.784，呈现显著负相关，说明在这一阶段美元走势对金价的解释力强于地缘风险。

第四，金银分化显著，白银的工业属性放大了下行弹性。9月1日至10月22日，沪金主力合约累计下跌12.58%，沪银主力合约累计下跌25.28%，白银跌幅约为黄金的两倍；金银比从55.4倍抬升至64.8倍。自1月29日的年内高点算起，沪金回撤29.2%，沪银回撤57.6%。白银兼具金融与工业属性，在利率上行与经济放缓担忧叠加时，其价格弹性表现为双向放大。

第五，我们认为美债在当下市场对金价的影响是较大的。今年8月的金价上行最大成因便是美联储主席沃什“暧昧不清”的定价，市场认为美联储无意保护美债信用，转而恐慌进入去中心资产黄金；然而讲话后，美联储加息落地，伴随原油高价，市场认为美债仍然值得被关注，美财政可持续性与美元信用都得到了双重维护，金价因此自1000元/克上方持续回调。

第六，策略上建议以区间思路对待短期、以观望为主，即使要做也建议进行多金空银的套利（甚至多铜空银也是可行的选项）。短期（1—2个月）金银大概率维持震荡偏弱，中期若出现美联储政策预期转向或美债信用担忧发酵，金银将打开上行空间。长期黄金仍具备多资产配置价值。



摘要

当前黄金、白银期货并非单纯受避险驱动，而是同时受到中东能源供应风险、通胀黏性、美联储紧缩预期、美元指数、美债收益率与原油价格多重因素拉扯。这六重因素并非平行作用，而是通过“油价—通胀—利率—美元”的链条相互嵌套，形成一个具有自我强化特征的系统。理解这一结构，是判断金银后市方向的前提。

从能源端看，中东局势持续升级。以色列与伊朗的对抗自6月霍尔木兹海峡危机后并未真正缓和，也门胡塞武装在控制红海港口穆哈后进一步加强了对曼德海峡的掌控，并于10月15日袭击沙特机场与石油设施，10月22日再度出现沙特机场遇袭、霍尔木兹海峡多船起火的事件。供应风险溢价显著抬升，布伦特原油升至113美元附近，10月22日单日上涨3.4%，WTI逼近100美元关口。值得注意的是，本轮油价上涨并非源于实际供应中断——国际能源署10月报告显示，9月中东海湾产油国原油出口已增加约440万桶/日，恢复至战前水平的约75%——而是源于对尾部风险的定价，这使得油价的“风险溢价”属性远强于“供需缺口”属性。

从通胀与政策端看，美国9月CPI、PPI全面超预期，核心通胀黏性较强。9月CPI环比0.6%、同比3.7%，汽油价格单月大涨9.1%，贡献了当月涨幅的一半以上；核心CPI同比2.6%、环比0.33%，连续第二个月录得强劲涨幅；PPI同比6.3%、环比1.3%，能源贡献商品价格涨幅的80%。数据公布后，市场迅速重新定价美联储后续加息路径：10月加息概率从公布前不足18%一度翻倍至约50%，PPI公布后维持在34%，随后因美联储主席沃什在公开场合刻意保留政策选择权（未重申“通胀过高”），概率回落至15%左右。但12月加息25个基点仍是市场基准情景，紧缩预期并未真正消散。

从汇率与债券端看，强美元与高油价并存构成一个复杂组合。一方面，美国已成为原油净出口国，高油价改善其贸易条件、增厚能源企业利润，一定程度上收窄贸易逆差，有助于减轻其美债负担以及强化美元；另一方面，美国的名义GDP的增长依然有6%，信用利差较窄，极度的K型分化撑起来的5%以上的10年期国债收益率，美国部分企业在总体消费量中对目前的高利率是完全免疫的，但其他行业或许因此造成衰退现象，这也是为什么我们依然对贵金属远期依然维持乐观的理由。

综合判断，在数据空窗期与地缘事件频发的组合下，金银更可能呈现“急跌—超跌反弹—再急跌”的震荡形态，而非单边趋势。中期方向的选择，取决于市场关注点最终落在“通胀风险”“利率路径”还是“美债信用担忧”三者中的哪一个。若美债美元达成持续修复路径，且2027年美联储维持收紧信贷路径，贵金属仍将震荡偏弱。



图1 油价—通胀—利率—美元—贵金属的传导链条

资料来源：华鑫期货研究所绘制

近期黄金白银期货行情复盘

黄金：高位回撤后的震荡寻底

国内黄金现货报价在860—870元/克附近震荡，与沪金盘面基本吻合。这一位置的技术含义在于：它对应着2025年四季度上涨行情的起涨区域，也是本轮行情多空成本的分水岭。若有效跌破，则意味着2026年全年涨幅被完全回吐，市场需要重新寻找定价锚。

图2 2026年以来金银主力合约：1月见顶后的深度回撤

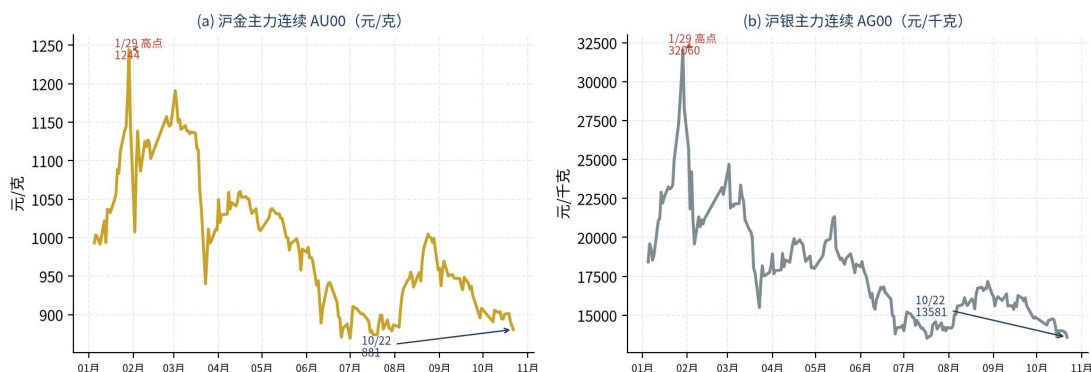


图2 2026年以来金银主力合约：1月见顶后的深度回撤

资料来源：同花顺iFinD，华鑫期货研究所

白银：跌幅显著大于黄金

白银的调整幅度远超黄金。沪银主力连续合约（AG00）年初开盘18,420元/千克，1月29日触及32,060元/千克的年内高点，10月22日收于13,581元/千克，年内累计下跌26.27%，自高点回撤57.64%。沪银主力合约AG2612从9月1日的16,271元/千克跌至10月22日的13,608元/千克，区间跌幅25.28%，10月23日早盘继续下探至13,139元/千克，日内跌幅3.45%。

白银跌幅更大的原因有三。其一，工业属性拖累。白银约55%—60%的需求来自工业领域（光伏、电子、新能源汽车），在油价高企、利率上行、制造业景气度承压的组合下，工业需求预期被下修，商品属性对银价形成额外拖累。其二，利率敏感性更高。白银的金融属性弱于黄金，缺乏央行购金这类结构性买盘，在抛售时缺少承接力量，价格更容易出现超调。其三，杠杆与资金结构。白银期货保证金规模小、投机资金占比高，价格波动天然被放大，多头拥挤时的平仓压力也更为集中。



关键特征：避险支撑与利率压制的拉锯

复盘这段行情，最值得记录的特征是“避险支撑”与“利率压制”的持续拉锯。从事件层面看，2026年的地缘风险密集程度远超往年：6月20日伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡，9月11日胡塞武装控制红海港口穆哈并加强对曼德海峡的控制，10月15日胡塞袭击沙特机场和石油设施，10月22日沙特机场遇袭、霍尔木兹海峡多船起火。按照传统框架，这些事件应当持续推升避险需求，但金银并未出现趋势性上涨，反而在每次事件冲击后短暂冲高即回落。

原因在于传导路径的改变。当冲突发生在能源核心产区时，市场的第一反应不是“买入避险资产”，而是“买入原油、卖出久期”。油价上行直接推高通胀预期，通胀预期推高名义利率，名义利率上行速度快于通胀预期时，实际利率被动抬升，持有无息资产的机会成本随之增加。这一链条在数据上得到清晰印证：9月1日至10月22日，沪金与美元指数的相关系数为-0.784，与10年期美债收益率的走势亦高度负相关。可以说，在这一阶段，美元与利率对金价的解释力超过了地缘风险。

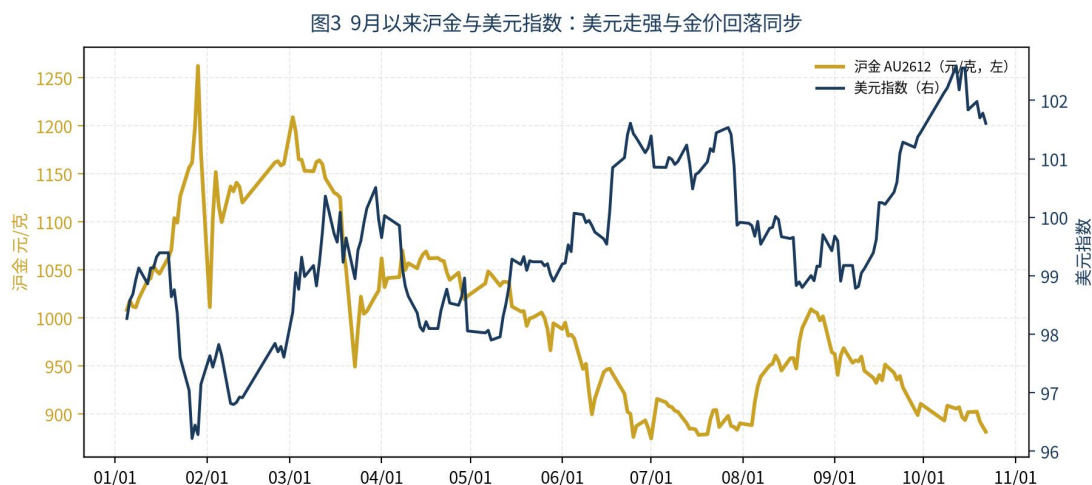


图3 9月以来沪金与美元指数：美元走强与金价回落同步

资料来源：同花顺iFinD，华鑫期货研究所

另一个可观测的证据是持仓变化。沪金主力合约持仓量从9月1日的126,662手持续增至10月12日的228,793手，增幅80.6%，期间价格同步下行，空头资金在系统性建仓；10月中旬后持仓自高位回落至10月22日的208,201手，减少约2.06万手，对应价格在880元/克附近出现减仓迹象，可解读为空头获利了结与部分多头试探性介入并存。沪银持仓则从9月1日的165,956手增至294,766手的高位，10月22日仍达283,644手，价格大跌而持仓维持高位。



图7 期货持仓与价格：10月中旬后资金转为流出

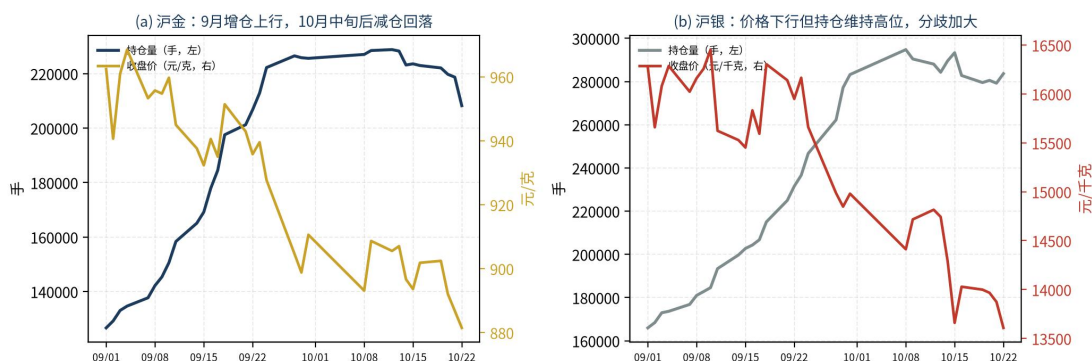


图4 期货持仓与价格：10月中旬后资金转为流出

资料来源：同花顺iFinD，华鑫期货研究所

金银比的变化是本轮行情最直观的分化指标。以沪金克价与沪银克价计算，金银比从9月初的55.4倍升至10月22日的64.8倍，区间一度低至41.2倍（对应白银相对强势阶段）。金银比快速抬升，意味着市场在做空贵金属时优先选择弹性更大的白银。

图4 金银分化：白银跌幅约为黄金两倍，金银比显著抬升

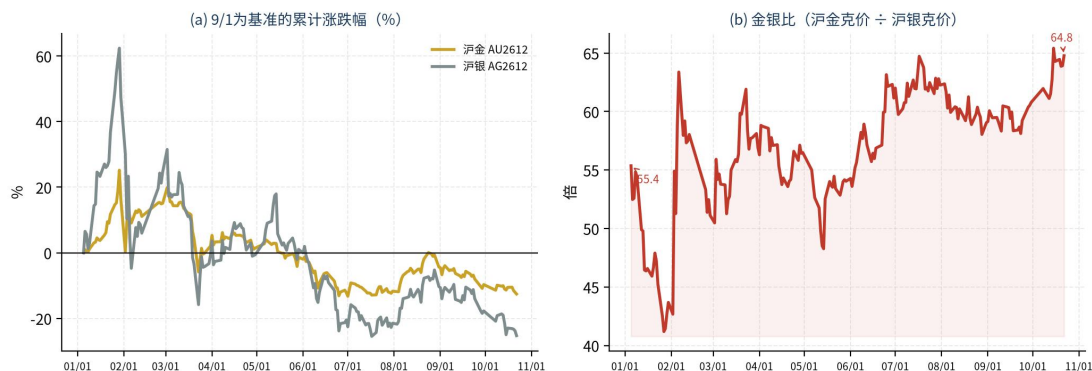


图5 金银分化：白银跌幅约为黄金两倍，金银比显著抬升

资料来源：同花顺iFinD，华鑫期货研究所

中东能源供应风险如何推升油价

本轮油价上涨的成因，可以用“供应端脆弱性 + 航运通道风险 + 库存低位”三重共振来概括。三者中任何一项单独存在，都只能带来脉冲式行情；三者叠加，才形成持续的风险溢价。理解这一点，对于判断油价的天花板与回落条件至关重要。

供应端脆弱性：出口恢复但设施受损

从实际供应数据看，海湾产油国的出口正在恢复。国际能源署10月石油市场报告显示，9月中东海湾产油国原油出口增加约440万桶/日，达到战前水平的约75%。但恢复的结构并不均衡，且脆弱性显著上升。出口恢复主要依赖有限的几个港口和管道系统，冗余能力被大幅消耗；同时，针对能源设施的袭击频率在上升——10月15日胡塞武装袭击沙特机场和石油设施，10月22日沙特机场再度遇袭，霍尔木兹海峡多船起火。市场对每一单位供应赋予的风险折价提高，这是油价在高库存环境下仍能维持110美元以上的核心原因。



航运通道风险：双海峡同时暴露

本轮冲突的独特之处，在于全球最重要的两个能源航运节点同时暴露于风险之中。霍尔木兹海峡承担全球约20%的原油海运量，自6月危机以来通行量急剧下降，伊朗方面多次以关闭海峡作为谈判筹码；曼德海峡则承担红海南向出口通道，据Rystad Energy船舶追踪数据，目前每日约有250万桶原油从沙特延布港向南经曼德海峡运输。

胡塞武装在9月11日控制红海港口城市穆哈、加强对曼德海峡的控制后，于10月进一步将打击范围扩展至沙特境内能源设施。伊朗则表示已开始使用新战术针对船只，目标是维持高油价。这种“非对称袭扰”策略的特点是：不需要真正封锁航道，只需维持足够高的袭击频率，就能让船东、保险商和贸易商主动回避，从而以极低成本实现供应扰动。战争险保费上升、船只绕行好望角带来的运输成本增加，都会直接反映在到岸油价中。从价格数据看，市场对这一风险的定价相当充分。三大油同步走强，布伦特与WTI的价差从4.5美元扩大至13.8美元，显示风险溢价更多集中在海运环节而非产地。

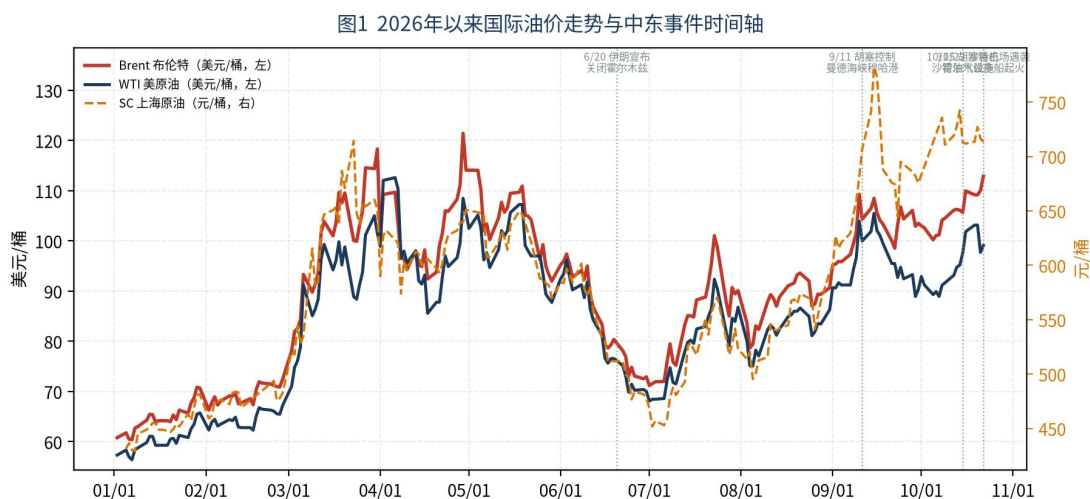


图6 2026年以来国际油价走势与中东事件时间轴

资料来源：同花顺iFind (BRNOY、ICE、CLOV、NMX、SC2612、INE)，华鑫期货研究所

库存低位：缓冲垫比想象中薄

支撑风险溢价的第三个支点，是全球库存的薄弱。经合组织商业原油库存处于近五年低位，美国战略石油储备（SPR）在经历2022年以来的持续释放后仍处历史低位，补库进度缓慢。伊朗方面的缓冲能力同样被削弱。此前伊朗依靠海上浮动储油在制裁下维持出口弹性，冲突期间这部分浮动库存被大量消耗，目前接近耗尽。我们有理由认为油价中枢仍有望继续上移。

通胀黏性与美联储紧缩预期成为贵金属主要矛盾

这一章试图回答一个看似矛盾的问题：为什么在通胀高企、地缘动荡的环境下，黄金不涨反跌？答案在于，我们认为本轮通胀并非一个小周期的状态，拉长历史，美国在2008年次贷危机后长期处于无限量宽松状态，大量的流动性实际上给予各资产极高的风险溢价。然而时间进入2026年，我们一方面观察到AI资本开支的需求开



始推高利率中枢，这是需求侧；各国政府在这一时点同时都进行了信贷紧缩，来抑制通胀。这就造成了当下的局面：实际利率与通胀率同时高企，名义利率高企，黄金承压。

数据拆解：能源冲击向核心领域扩散

美国9月通胀数据全面超预期，且结构上呈现出明显的“能源主导、核心跟随”特征。CPI环比上涨0.6%，同比上涨3.7%，高于8月的3.4%与市场一致预期；其中汽油价格单月大涨9.1%，贡献了当月涨幅的一半以上。核心CPI同比升至2.6%，为6月以来新高，高于市场预期的2.5%；核心CPI环比0.33%，连续第二个月录得强劲涨幅。

PPI的压力更为显著。9月PPI环比上涨1.3%、同比上涨6.3%，均为2022年以来最高水平，涨幅远超市场预期。能源价格上涨贡献了商品价格整体涨幅的80%，但涨幅已不局限于能源——剔除能源后的中间品与加工品价格亦出现上行，价格压力正在向下游与更广泛领域扩散。这一扩散是“通胀黏性”形成的标志，也是美联储难以转向宽松的根本约束。

从政策含义看，供给推动型通胀使美联储陷入两难。加息可以抑制需求，但无法增加能源供给，反而可能通过抑制投资进一步恶化中期供给；不加息则通胀预期可能脱锚，重演1970年代的滞胀路径。市场对这一两难的定价表现为利率预期的剧烈波动：CPI公布后，10月加息概率从不足18%一度翻倍至约50%；PPI公布后维持在约34%；随后美联储主席沃什公开表示不预判会议结果、不主张提前说明政策路径，未重申“通胀过高”，概率回落至15%左右。但12月加息25个基点仍是多数机构的基准情景，紧缩的方向并未改变。

图5 通胀黏性与紧缩预期：数据—预期的双向反馈

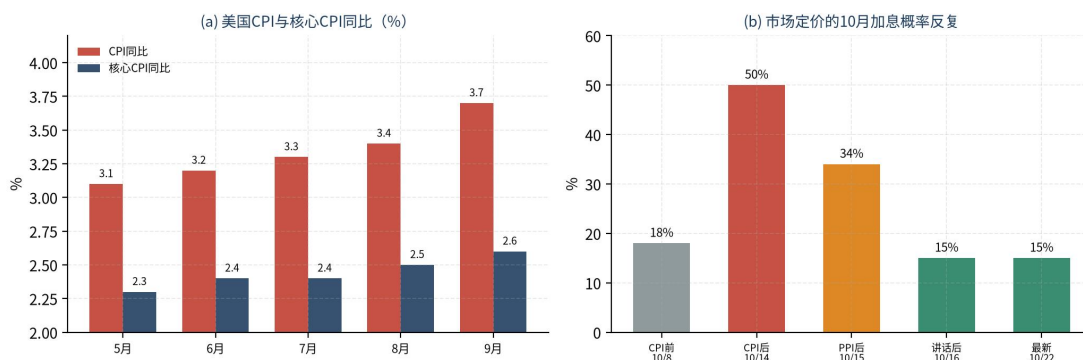


图7 通胀黏性与紧缩预期：数据—预期的双向反馈

资料来源：美国劳工部、CME FedWatch，华鑫期货研究所整理

名义利率与实际利率：黄金的直接压力来源

债市数据清晰刻画了这一过程。10月8日，10年期美债收益率已创下近20年新高。10月15日CPI与PPI数据公布后，10年期收益率再上行11个基点至5.32%，2年期上行15个基点至4.94%，收益率曲线呈现“熊平”形态——短端上行更快，说明市场定价的是“更快的加息”而非“更高的通胀”。最近随着AI相关企业信用担忧发酵、全球科技风险资产回调，资金涌入美债避险，10年期收益率回落16个基点至4.96%，2年期跌至4.65%，创逾一个月新低。



这一回落对黄金的意义需要辩证看待。名义利率下行理论上利多黄金，但在本轮中，驱动利率下行的不是“宽松预期”而是“避险需求”，市场买入美债的同时并未买入黄金，说明黄金的避险功能在滞胀环境下被削弱——当通胀本身成为风险源时，抗通胀债券与短端美债的吸引力超过无息资产。这解释了10月22日出现的“美债涨、黄金跌”的反常组合：当日10年期收益率跌至4.96%，而现货黄金重挫近3%，跌破4100美元。

图6 美债收益率：通胀数据后冲高，月末因避险与AI信用担忧回落

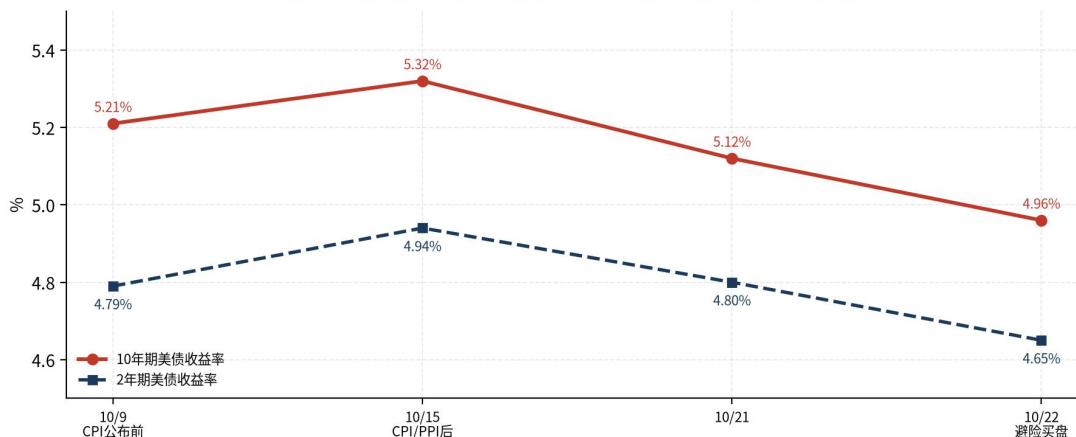


图8 美债收益率：通胀数据后冲高，月末因避险与AI信用担忧回落

资料来源：美国财政部、公开市场数据，华鑫期货研究所整理

强美元：机会成本与计价效应叠加

美元指数从9月1日的99.68升至10月14日的102.59，创年内新高，10月22日收于101.61，区间上涨3.4%。美元走强对黄金的压制通过两条路径实现：一是计价效应，欧债危机在爆发边缘，欧元走弱显著抬升了美元。以美元计价的黄金对非美货币持有者变得更贵，需求边际下降；二是机会成本效应，美元资产收益率上升，持有黄金的相对吸引力下降。

底部支撑：央行购金、去美元化与避险配置

尽管短期承压，黄金的底部支撑依然坚实，主要来自三个结构性力量。第一，央行购金。全球央行连续多年净购金，新兴市场央行储备中黄金占比仍显著低于发达国家，储备多元化的长期需求为金价提供了“下跌即有买盘”的支撑。第二，去美元化。部分经济体在贸易结算与储备资产中降低美元比重，黄金作为“无国籍资产”的配置价值上升。第三，避险配置。全球地缘风险指数处于高位，机构组合中黄金的战略配置比例难以系统性下调。

这三股力量的共同特点是“慢变量”：它们不决定短期波动，但决定了下跌的深度。从技术位看，沪金850元/克一线对应着2025年四季度的成交密集区，也是央行购金成本区的上沿，具备较强支撑；若该位置失守，则需重新评估结构性买盘的有效性。



白银：金融属性与工业属性的双重放大

白银的定价需要同时考虑两套逻辑。金融属性方面，白银与黄金同向但弹性更大，金银比的变化反映了市场风险偏好的切换；工业属性方面，白银需求中约55%—60%来自光伏、电子、新能源汽车等领域，与制造业景气度高度相关。在“利率上行 + 经济放缓担忧”的组合下，两套逻辑同时指向利空，形成共振下跌。

强美元、原油出口与贸易逆差对美债规模的影响

美债融资成本

最近，全球科技股大跌，但存在一个反直觉的事件：美股与美债收益率携手下跌：其中我们研判其中一个重要内生因素是市场对AI资本开支放缓存在一定的预期。如果科技众多的股权/债权融资需求减少，则相对减轻了对美元的需求，信贷创造需求也有所放缓。而全球科技市场的疲软，也变相增加了美债的配置需求。

美国原油出口改善贸易条件，但并非单向利好美债

高油价对美国的影响并非单向负面。自页岩革命以来，美国已成为原油净出口国，高油价有利于其能源出口收入与企业利润。原油出口扩大可在一定程度上收窄贸易逆差、改善贸易条件，进而支撑美元与美债需求。这是“石油美元”逻辑在新时代的变体：美国从石油的净进口方转为净出口方，油价上涨对其国际收支的边际影响由负转正。

强美元对美债的双重作用

强美元对美债的影响同样具有两面性。一方面，强美元与避险情绪吸引资金回流美元资产，短期支撑美债需求，压低了美债的发行成本。这是2026年10月上半月发生的情形：美元指数升破102的同时，美债拍卖需求保持稳健，外国投资者配置意愿未见明显下降。

后市展望

单边策略

我们仍研判金银短期震荡偏弱为主，中期关注美联储是否会因K型经济分化而产生加息预期的拐点。短期我们研判原油持续位于高位，金银难有趋势性向上行情，且外围流动性紧缩下，警惕流动性进一步打击金银价格。中期来看，我们认为美联储本轮加息为短周期行为，关注美联储以及美国经济基本面后续变化，操作上建议观望为主，静待外围基本面发生变化。

套利策略

以有央行购金需求的黄金作为托底多头，工业贵金属白银为空单进行搭配。历史百分位中金银比位于中性区间，具有一定安全边际。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

陈张晴

期货从业资格：F03133806

交易咨询资格：Z0024295

邮箱：chenzq@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫期评

