

写在贵金属再度大跌时-长期逻辑是否已破？

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

联系人

蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03149704

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

近期贵金属价格回调明显，市场由于担忧地缘因素而引发的通胀失控给予了美联储将会展开加息的定价，这是当下导致贵金属大幅回调的最为直接的原因。

在市场剧烈波动后，贵金属长期逻辑是否依然存在成为当下关注的重点问题，本文观点认为：

1. 本轮通胀上涨更多的是由外部能源价格扰动所致，尚未看到如凯伦·沃什所描述的 AI 提高生产力，促进经济增长的逻辑链条。因此即便未来出现加息，预计周期也会极短。同时目前美债规模再破 39 万亿，持续加息对于财政无疑将带来巨大压力。因此市场对于加息的预期计价显然过度。
2. 对于贵金属的回调而言，虽然幅度之大远超预期，但由于贵金属缺乏基本金属（如铜）存在的 TC 价格持续走低，原料端供应偏紧格局难改等基本面叙事，因此在加息预期骤起的情况下，的确最易遭到抛售。
3. 更长远的分歧或许取决于 AI 发展是否能够达到提升生产力、优化财政、进而达到控制债务扩张的效果，虽然在本轮贵金属回调中，这样的逻辑链条并未明显体现，但倘若未来这样的情况果真达成，则贵金属牛市的确将会彻底完结。
4. 在不考虑 AI 提高生产力这一长期叙事的情况下，目前可以发现，美债长端期限溢价近期再度创出新高，此前所提及的债务“老问题”并未实质性解决。在黄金传统体系下，这依然是相对明显的利好。

操作建议：

在利率路径存在巨大分歧时，尽量规避。目前在没有明确观察到通胀开始出现走低的迹象前（如油价需要更久盘整，且有待后续 CPI、PCE 数据验证）不宜大举加仓做多。逢高做空也建议快进快出，不宜持仓过久。

风险提示：

Space X 上市或继续抽取流动性

BNP 测算：全球被动指数基金合计需要被动买入约 300 亿美元 SpaceX 股份。被动资金不会新增场外现金，只能抛售原有持仓美股腾出现金，构成二级市场存量资金搬家；其中约一半（150 亿美元）在上市 3 周内集中兑现，短期冲击可能极强。

目录

报告摘要	1
背景	3
贵金属遭遇重挫 黄金自高点累积回调近 30%	3
市场究竟发生了什么?	3
地缘因素引发通胀忧虑 加息计价迅速体现.....	3
反映过激还是长期逻辑已变?	5
本轮即便出现加息 过程料也相对较短	5
期限溢价近期再度创出新高 债务问题的长期隐患依然存在.....	6
未来的终极分歧是什么?	7
AI 是否果真能够通过提高生产力进而优化财政 控制债务扩张.....	7
总结	10
我们能尝试回答的问题:	10
我们无法回答的问题:	11
风险提示:	11

图表

图 1: 金银价格走势 单位: 美元/盎司	3
图 2: 美国通胀数据 单位: %	4
图 3: 美联储加息概率 单位: %	4
图 4: 2 年期美债比联邦基金利率 单位: %	5
图 5: 美国通胀数据细分 单位: %	6
图 6: 5 月 PMI 分项环比变动 单位: %	6
图 7: 5 月 PMI 分项 单位: 点	6
图 8: 美债规模 单位: 万亿美元	7
图 9: 美债长端期限溢价 单位: %	7
图 10: 解决当下债务问题的路径示意	9
图 11: 铜加工费偏低对价格有支撑作用	9
图 12: 美股 7 大科技公司资本支出 单位: 亿美元	10

背景

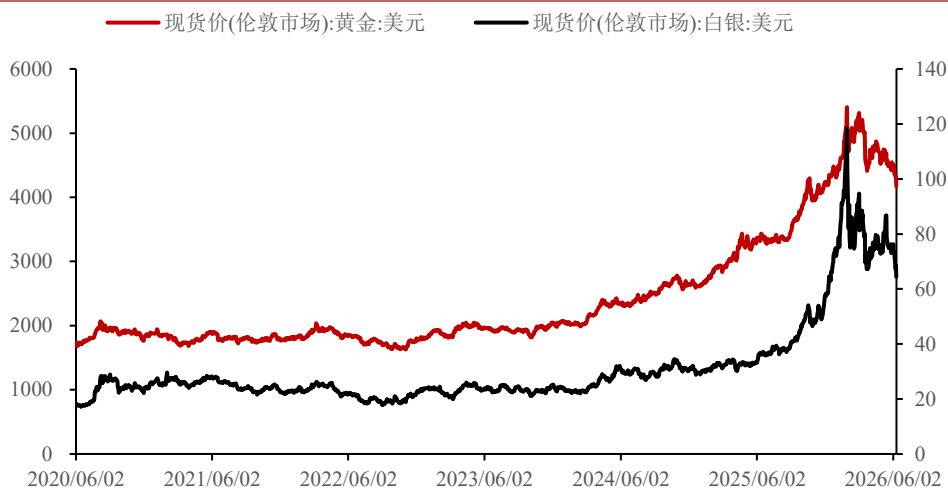
贵金属遭遇重挫 黄金自高点累积回调近 30%

近期贵金属整体走出显著回调行情，黄金、白银等品种价格连续多日震荡下行，盘面承压特征清晰。开盘后多头承接力度持续走弱，价格屡次尝试反弹均未能站稳关键价位，反弹幅度有限且持续性较差，随后再度转入下行通道。

价格接连跌破多档短期支撑位，日内低点不断下探，短线跌势逐级放大。盘中波动加剧，每一轮小幅反弹都引来集中抛压压制，持仓结构同步出现变动，持仓多头陆续减仓离场，进一步拖累价格走低。

从阶段走势来看，本轮回落没有出现明显企稳信号，日线级别连续收出阴线，累计回撤幅度持续扩大。白银波动弹性更强，跌幅相较黄金进一步放大，下行节奏更快。贵金属板块全线走弱，无品种走出独立抗跌行情，整体盘面重心持续下移，短期弱势格局明确，价格仍处在回落调整过程之中。

图 1：金银价格走势 | 单位：美元/盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

市场究竟发生了什么？

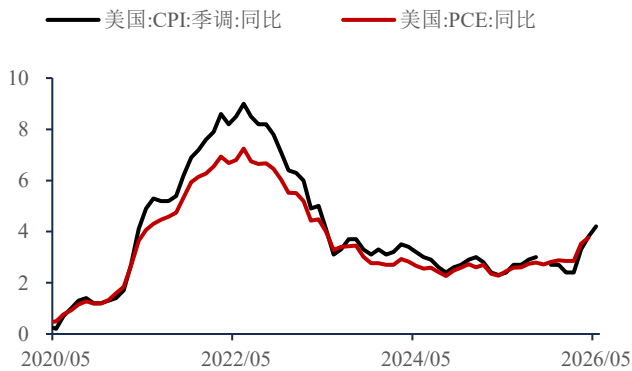
地缘因素引发通胀忧虑 加息计价迅速体现

近数月以来，能源涨价驱动下，全球通胀粘性显著增强，美国实际通胀数据边际反弹，同时市场通胀预期同步持续走高，前期市场交易的“通胀回落、美联储宽松降息”逻辑

辑彻底证伪。通胀压力的再度抬头，倒逼市场对美联储货币政策的定价发生根本性转向，投资者纷纷修正利率路径预判，持续抬升美联储维持高利率、甚至重启加息的市场预期，货币政策收紧预期再度升温。

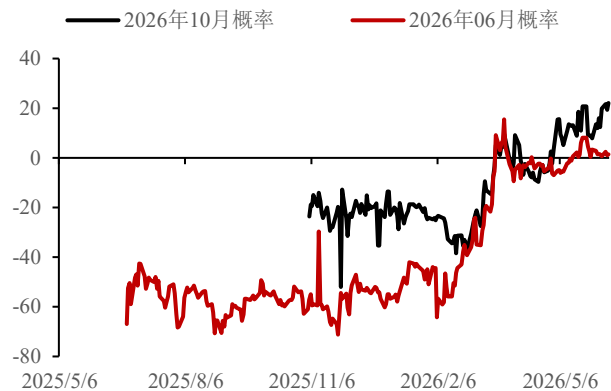
这一宏观变化是当前贵金属价格承压下行的最核心、最直接因素。贵金属作为无息避险资产，价格走势与美元实际利率、美联储利率周期高度负相关。市场加息预期升温直接推动美债收益率走高、美元指数偏强，大幅提升了持有黄金、白银等贵金属的机会成本。在此背景下，地缘避险带来的短期买盘支撑完全被利率上行的利空压制，资金持续从贵金属市场流出，最终推动本轮贵金属价格出现大幅回调，短期市场行情完全由利率与通胀逻辑主导。

图 2：美国通胀数据 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

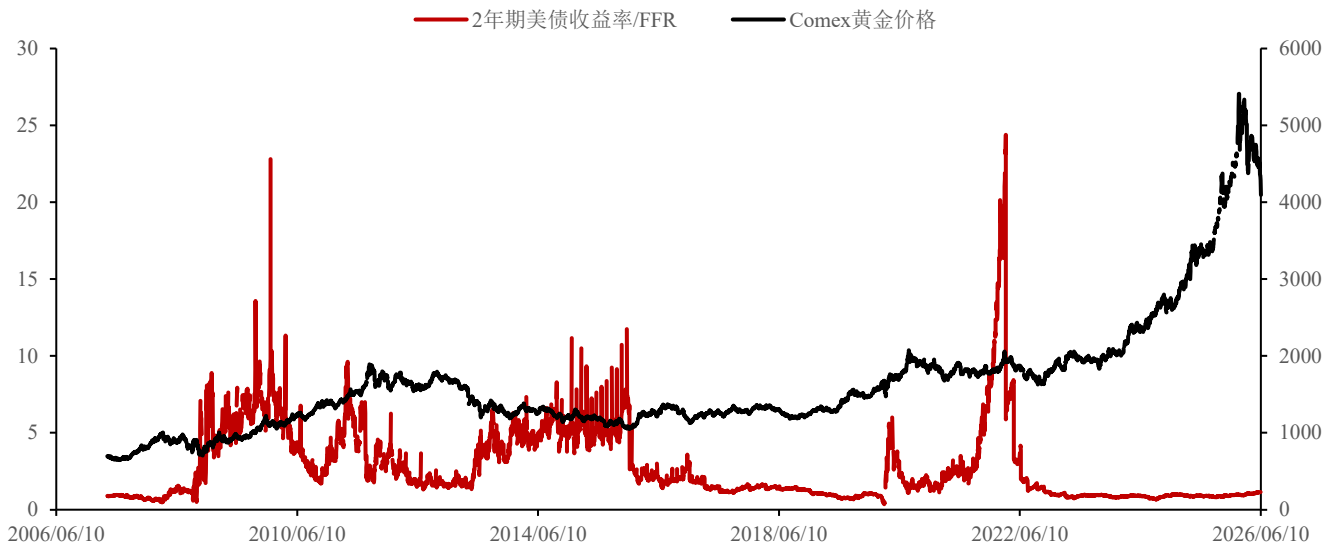
图 3：美联储加息概率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

同时，近期 2 年期美债利率走高也是对于市场短期开始对加息预期的反映，目前 2 年期美债收益率与联邦基金利率比值超过 1.10，显示当下市场计价的短期利率或许高于联邦基金利率，即认为联邦基金利率。

图 4：2 年期美债比联邦基金利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

反映过激还是长期逻辑已变？

本轮即便出现加息 过程料也相对较短

然后，需要客观看待本轮美联储加息预期，即便后续加息落地，整体也属于短期阶段性操作，难以形成长期持续的紧缩周期。当前美国通胀上行主要由地缘能源供给冲击驱动，并非国内消费、就业过热引发的需求型通胀，这种外部输入性通胀具备阶段性、可逆性特征。同时，当前美国高利率环境已持续较长时间，对居民消费、企业投融资的压制效应逐步显现，经济基本面并不支持长期紧缩。因此本轮美联储即便开启加息，大概率仅为单次或少数几次小幅加息，整体紧缩周期时长有限，政策收紧力度和持续性或都相对温和。因此待地缘局势缓和、能源价格回落，输入性通胀压力消退后，美联储货币政策将再度回归宽松主线，基于此逻辑，贵金属的中长期配置逻辑仍未颠覆，短期调整更多是宏观预期再定价带来的阶段性行情波动。

当然，眼下最难判断的便是地缘因素的影响合适才能淡去。对于投资者而言，或许当下最为实际的做法是，持续关注美国方面通胀数据，因为首先无论地缘如何演变，倘若未来通胀开始呈现出走低的情况，则市场对于加息的定价也大概率将会缓和。

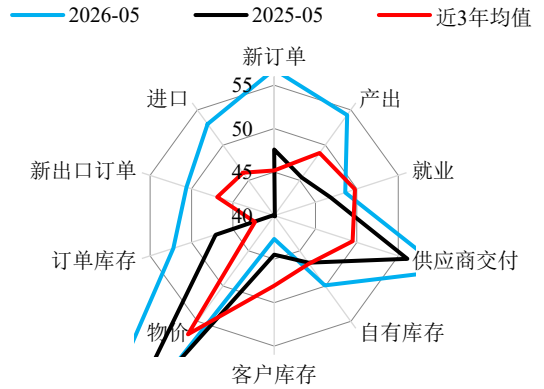
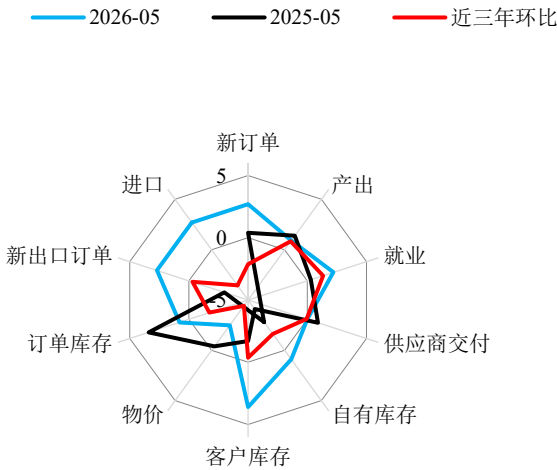
图 5: 美国通胀数据细分 | 单位: %

Series	权重	2026/4/30	2026/3/31	2026/2/28	2026/1/31	2025/12/31	2025/11/30	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30
CPI	100%	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	3	2.9	2.7	2.7
食品	13.60%	0.43	0.37	0.42	0.39	0.42	0.36	0.42	0.43	0.39	0.40
家庭食品		0.23	0.15	0.20	0.17	0.19	0.16	0.22	0.22	0.17	0.19
在外饮食		0.20	0.21	0.22	0.22	0.23	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21
能源	6.70%	1.14	0.79	0.03	-0.01	0.14	0.27	0.19	0.02	-0.11	-0.07
能源商品		0.94	0.61	-0.17	-0.23	-0.09	0.04	-0.01	-0.23	-0.34	-0.31
能源服务		0.17	0.16	0.20	0.23	0.24	0.23	0.20	0.24	0.23	0.24
核心商品	18.90%	0.22	0.23	0.19	0.22	0.28	0.26	0.29	0.28	0.22	0.15
家居陈设与用品		0.10	0.12	0.13	0.13	0.12	0.09	0.10	0.10	0.08	0.06
服装	2.50%	0.11	0.09	0.07	0.04	0.02	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01
交通运输商品-减去汽车燃油	5.70%	-0.06	-0.06	-0.07	-0.04	0.06	0.10	0.14	0.15	0.12	0.10
医疗保健商品	1.50%	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
休闲商品		0.05	0.06	0.05	0.03	0.02	0.01	0.02	0.00	0.00	-0.02
教育与通讯商品		-0.05	-0.05	-0.05	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03
含酒精饮料		0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01
其他商品		0.06	0.06	0.05	0.06	0.05	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04
核心服务	60.90%	1.98	1.85	1.77	1.79	1.84	1.87	2.13	2.20	2.23	2.19
住宅	45.10%	1.17	1.07	1.05	1.07	1.12	1.12	1.31	1.33	1.34	1.36
供水、污水和垃圾收集服务		0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
医疗保健服务	6.50%	0.22	0.25	0.28	0.26	0.24	0.22	0.25	0.27	0.28	0.22
交通运输服务	6.30%	0.27	0.26	0.14	0.09	0.10	0.11	0.17	0.23	0.23	0.22
休闲服务		0.07	0.06	0.07	0.11	0.14	0.08	0.14	0.12	0.13	0.13
教育与通讯服务	5.00%	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.11	0.06	0.05	0.06	0.06
其他个人服务		0.07	0.05	0.09	0.11	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
核心消费者价格指数		2.80	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60	3.00	3.10	3.10	2.90

数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 5月 PMI 分项环比变动 | 单位: %

图 7: 5月 PMI 分项 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

期限溢价近期再度创出新高 债务问题的长期隐患依然存在

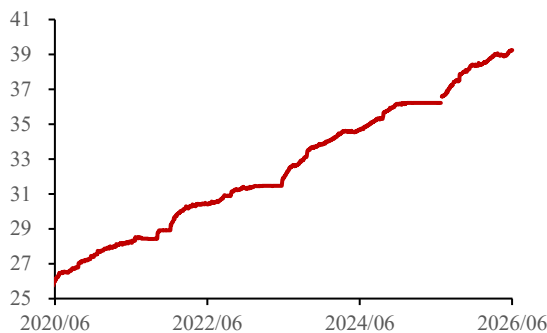
站在当前宏观节点，市场短期被升温的加息预期主导，压制贵金属价格表现，但驱动

本轮高利率的底层风险隐患并未出清，反而在持续累积，形成短期利率利空与长期宏观风险的深度背离。当下全球债务扩张的趋势完全没有逆转迹象，美国财政赤字常态化、持续发债融资的模式延续，全球主权债务总量依旧处于被动扩容通道，长期纸币信用稀释的底层逻辑始终成立，这也是黄金作为硬通货的核心支撑并未松动。

值得重点关注的是，美债期限溢价近期持续创出阶段新高，这是比短期加息预期更关键的宏观信号。此番长端利率上行，并非完全源自经济复苏与通胀韧性，更多是市场对巨额美债供给、长期财政失衡的风险重估。央行退出市场托底后，私人部门需要被动承接海量长端美债，供需失衡直接推升期限溢价，重塑全球资产定价锚。

简言之，当前的高利率环境，本质是债务无序扩张倒逼的结果，而非 AI 生产力落地、财政结构优化的良性驱动。市场短期刻意放大 AI 重塑宏观的乐观叙事，淡化了长年累积的财政与债务结构性顽疾。这种情绪偏差，让贵金属持续承压，但也造就了布局错位。只要债务高企、期限溢价高位运行的核心问题未解决，加息预期带来的压制就只是短期扰动。只是这样的压制，在贵金属高位震荡之际，确实会带来极大风险。

图 8: 美债规模 | 单位: 万亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美债长端期限溢价 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

未来的终极分歧是什么?

AI 是否果真能够通过提高生产力进而优化财政 控制债务扩张

当下市场对于贵金属未来展望的分歧，或许本质是两套底层宏观叙事的终极博弈。

一方面的观点笃定 AI 技术不是短期题材炒作，实打实能够系统性抬升全社会全要素生产率，倒逼财政运行模式重构，跳出过往经济稍有下行压力就立刻祭出低利率、宽松

货币兜底的惯性老路，债务无序扩张的刚性约束会被生产力增量逐步对冲。倘若这条逻辑兑现，持续高利率环境得以维系，美元实际利率高位稳固，天然会持续压制无息贵金属的配置吸引力，金价自然难有趋势性上行空间。

另一方面则对 AI 的产能释放节奏、宏观改造力度持保守态度，不相信单一技术浪潮能轻易消解全球长年累积的债务沉疴，主权债务滚续、财政透支的大趋势很难逆转。纸币信用长期存在稀释风险，黄金作为跨越周期的硬通货、终极资产压舱石的核心价值不会动摇，即便短期受利率掣肘，中长期配置价值依旧牢靠。

有意思的是，眼下纸面逻辑推演再激烈，市场最终只会用一个最直白的指标投票：美联储加息预期如何演变。贵金属和工业有色定价逻辑天生割裂，工业金属尚能绑定 AI 产业链铜箔等实体增量、铜矿供给收缩、海外显性库存堆积等基本面支撑使得有色品种价格显得相对抗跌。而贵金属几乎完全被实际利率定价绑架，这也是近期贵金属走势显著弱于其他有色品种的核心缘由。

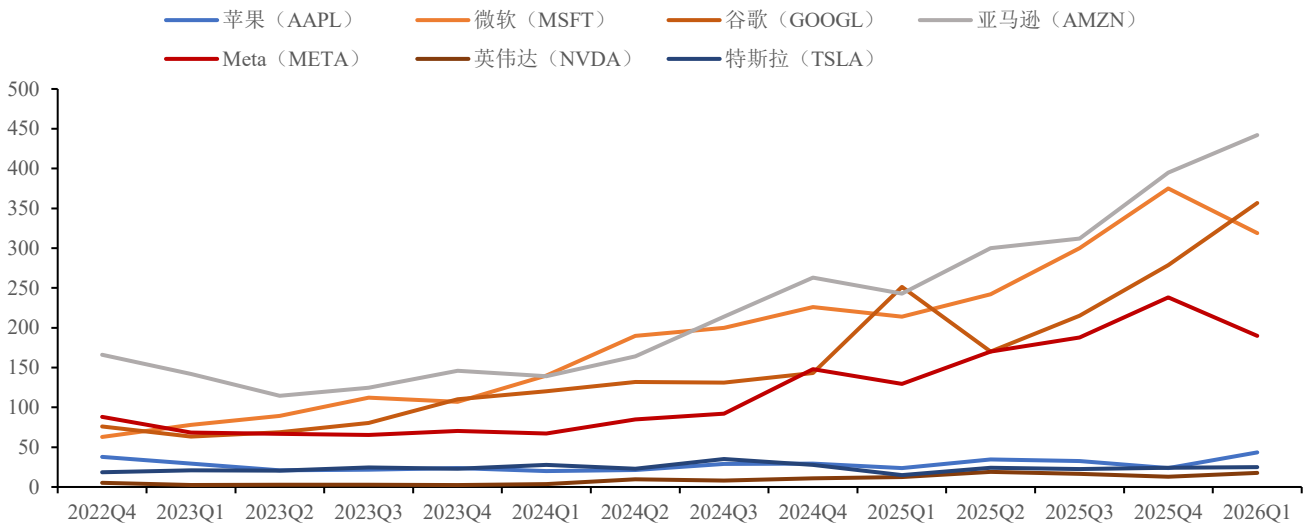
然而，即便是目前表现暂时相对抗跌的铜价，看似贴叙事与 AI 关联较大（部分评论认为这是本轮铜价强于黄金的根本原因），但实则真正托举价格的是矿产端供给缺口与海外库存累积的资源品周期逻辑，技术增量只是锦上添花的叙事包装。回归贵金属本身，我们依然认为，只要加息预期实质性消退，实际利率拐点确认，金银行情向上的窗口就会打开。然而不幸的是，关于这个拐点到来的具体时点，没人能精准预判。

松的货币政策能够压低融资成本、便利股权与信贷融资，为 AI 企业持续扩产、技术攻坚提供必要资金支撑。

需注意，近期 Space X 上市，也的确有可能再度从市场抽取流动性。据 BNP 测算：全球被动指数基金合计需要被动买入约 300 亿美元 SpaceX 股份。被动资金不会新增场外现金，只能抛售原有持仓美股腾出现金，构成二级市场存量资金搬家，其中约一半（150 亿美元）在上市 3 周内集中兑现，短期冲击可能极强。这是 6 月间，除去通胀数据以及美联储议息会议外，另一需要关注的事件。

与之相对，市场加息预期持续升温会直接压制成长板块估值：一方面无风险利率上行拉高远期现金流折现率，大幅压缩高估值科技股估值中枢；另一方面企业借贷成本攀升，AI 初创企业融资难度加大、烧钱节奏被迫收紧，扩张计划被迫延后。这一逻辑直接传导至二级市场，纳斯达克聚集大量 AI 龙头、云计算与科技成长标的，费城半导体指数囊括全球核心芯片设计、设备、制造企业，二者均高度受益于流动性扩张，受加息预期冲击尤为显著，利率波动往往会带来指数层面的剧烈震荡。

图 12: 美股 7 大科技公司资本支出 | 单位: 亿美元



数据来源: 公司公告 华泰期货研究院

总结

我们能尝试回答的问题:

Q: 市场对于加息预期是否反应过激?

A: 对于价格已处于高位盘整多时的贵金属，出现如此大回调虽然有些意外，但并不能算十分过激。

Q: 对于加息是否真会发生，当下预期是否合理？

A: 本轮通胀上涨更多的是由外部能源价格扰动所致，尚未看到如凯伦·沃什所描述的 AI 提高生产力，促进经济增长的逻辑链条。因此即便未来出现加息，预计周期也会极短。同时目前美债规模再破 39 万亿，持续加息对于财政无疑将带来巨大压力。因此市场对于加息的预期计价显然过度。

Q: 贵金属后市如何操作？

A: 在利率路径存在巨大分歧时，尽量规避。目前在没有明确观察到通胀开始出现走低的迹象前（如油价需要更久盘整，且有待后续 CPI、PCE 数据验证）不宜大举加仓做多。逢高做空也建议快进快出，不宜持仓过久。

我们无法回答的问题：

Q: AI 发展是否能够达到提升生产力、优化财政、进而控制债务扩张的效果？

A: 见仁见智，客观上很难。但倘若真能实现。则贵金属的牛市行情确实应该结束。

风险提示：

Space X 上市或继续抽取流动性

BNP 测算：全球被动指数基金合计需要被动买入约 300 亿美元 SpaceX 股份。被动资金不会新增场外现金，只能抛售原有持仓美股腾出现金，构成二级市场存量资金搬家；其中约一半（150 亿美元）在上市 3 周内集中兑现，短期冲击可能极强。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。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、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com