

## 避险与配置价值继续支撑金价，白银交割压力缓和

2026年2月27日

### 主要内容：

经济基本面角度，美国经济仍具韧性，商业活动扩张速度加快，通胀回落不及预期，劳动力市场边际改善。货币政策角度，通胀黏性及人工智能热潮正在重塑投资及劳动力市场，使美联储决策面临复杂局面，市场预估年内首次降息时点由6月延后至7月。避险角度，地缘局势边际缓和但分歧未消、美国内政格局趋于动荡、全球经贸摩擦与关税政策反复扰动，多重不确定性交织共振，共同支撑黄金的避险与配置价值。

综合来看，短期贵金属多空因素交织。利多方面，美国政策不确定性、地缘局势扰动及去美元化浪潮下，黄金避险属性及长期配置价值进一步凸显。利空因素则主要来自于短期市场情绪波动、美联储降息预期反复，以及COMEX 3月白银交割压力缓和但风险尚未完全出清带来的价格波动。整体而言，预计贵金属价格维持宽幅震荡走势，下方支撑相对稳固，金银比价存在进一步上行空间。

**近阶段主要关注点：**中美第六轮经贸磋商、3月底特朗普访华、地缘政治风险、美联储货币政策、白银库存变化等。

上海中期交易咨询业务资格：  
证监许可【2011】1462号  
研究所 金属研究团队  
分析师：李白瑜  
从业资格号：F3045241  
投资咨询号：Z0014049

### 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。

图 1：美元指数与金价

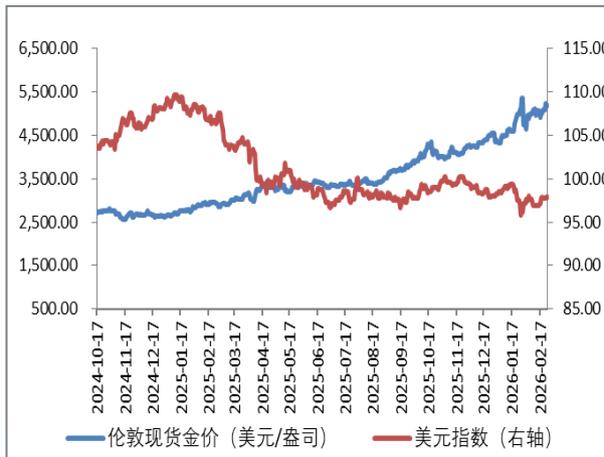
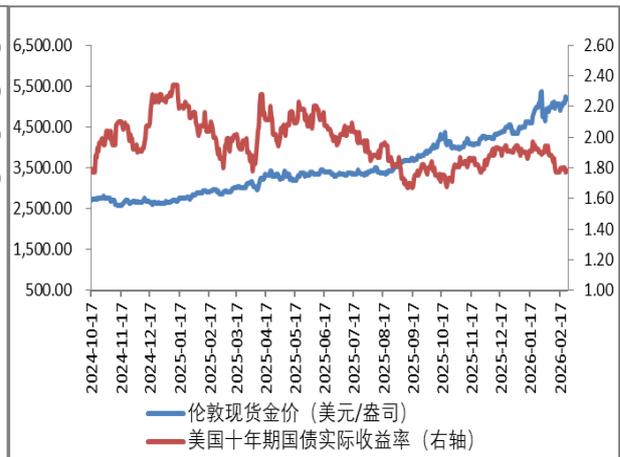


图 2：国债实际收益率与金价



资料来源：同花顺, 上海中期

## 基本面分析

### 1、美国通胀黏性较强，劳动力市场呈改善迹象

**美国经济动能边际走弱，2025 年四季度 GDP 增速不及预期。**美国经济分析局（BEA）发布的最新报告显示，因美国政府去年 10 月至 11 月停摆，第四季度 GDP 环比折年率仅增长 1.4%，远低于预期的 2.8% 以及前值 4.4%。分项看，长达 43 天的政府停摆对 GDP 的拖累达到 0.9%；私人消费增速由前个季度的 3.5% 放缓至 2.4%，耐用品消费是主要拖累，服务消费整体存在支撑；净出口增速对经济的贡献大幅回落；私人投资则保持强劲，对 GDP 的贡献达到 0.66 个百分点，尤其 AI 投资由前个季度的增长 5.6% 加速至 7.4%；总体来看，若剔除政府停摆的影响，私人投资对冲消费下滑的负面影响，后续在财政刺激、AI 投资及低基数效应下，美国经济增长仍具有韧性。

**美国制造业和服务业活动继续扩张，主要受新订单和产出稳健增长的提振。**美国供应管理学会（ISM）公布数据显示，1 月制造业指数 52.6，市场预期 48.5，前值 47.9，创 2022 年以来最快增速；1 月服务业指数维持在 53.8 不变，连续两个月处于自 2024 年 10 月以来的最高水平。**欧元区商业活动全面回暖，德国经济显著改善。**S&P 公布的数据显示，欧元区 2 月制造业 PMI 从 1 月的 49.5 升至 50.8，创逾一年半新高。2 月欧元区服务业 PMI 从 1 月的 51.6 微升至 51.8，不及市场预期，但仍在温和扩张区间。

**美国劳动力市场呈现改善迹象。**美国劳工部发布数据，美国 1 月非农新增就业岗位 13 万个，远超市场预期的 5.5 万人，前值小幅下修至 4.8 万人；失业率录得 4.3%，略低于市场预期和前值 4.4%，创 2025 年 8 月以来新低。薪资增速环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.1%，同比增长 3.7%，高于市场预期的 3.6%，显示出劳动力市场仍具韧性。

**美国通胀回落速度缓慢，核心通胀黏性较强。**美国劳工部数据显示，2026 年 1 月美国 CPI 同比+2.39%，预期+2.5%，前值+2.68%，环比+0.17%，预期+0.3%，前值+0.30%；核心 CPI 同比+2.50%，持平预期，前值+2.64%，核心 CPI 环比+0.30%，预期+0.3%，前值+0.23%。分项来看，能源分项超预期回落，带动美国通胀连续四个月回落。核心通胀方面，二手车大幅降温，服务通胀虽有回升，或主要来自机票等季节性上涨

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

的推动；住房分项环比增 0.2%，增速延续缓慢下行节奏。

图 3：美国制造业和服务业 PMI 走势

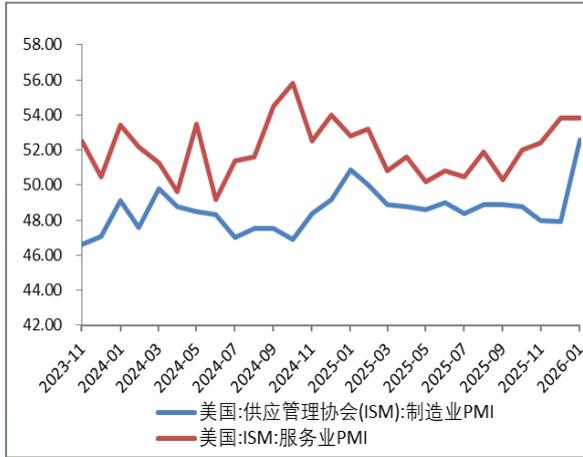


图 4：美国非农就业及失业率

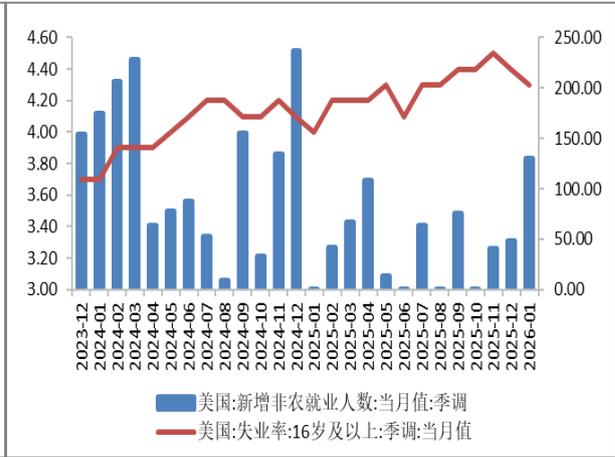


图 5：各国通胀月率

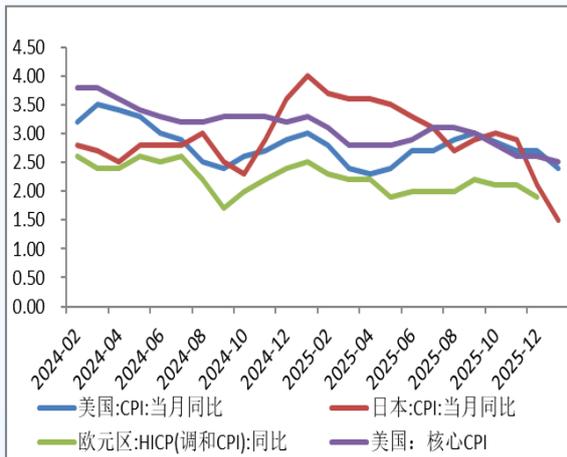
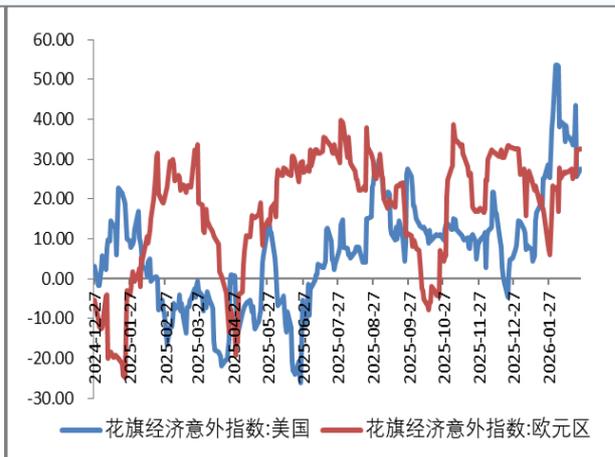


图 6：花旗经济意外指数



资料来源：同花顺, 上海中期

## 2、通胀压力持续，美联储年内降息时间由 6 月延后至 7 月

美国多项重磅宏观数据发布，Q4 GDP 远低于预期，但核心 PCE 显示通胀黏性较强，非农就业同步改善，美联储纪要显示官员分歧严重，市场预估降息时点或由 6 月延后至 7 月。Fedwatch Tool 最新数据显示，美联储 3 月会议降息概率 2.1%，维持不变概率 97.9%，年内首次降息时点或在 7 月，全年降息 2 次。

当地时间 2 月 18 日，美联储公布 1 月议息会议纪要，再度暴露了决策层对利率未来走向的巨大分歧，除了支持降息派和观望派，纪要还首次明确提到有人讨论加息的可能性。文件指出：“大多数与会者警告，通胀回落至 2% 目标的进展可能比预期更慢、更不均衡，且通胀持续高于目标的风险仍然显著。”进入 2 月，美联储官员公开讲话普遍更为鹰派，除了关注到通胀黏性风险突出外，还提及人工智能热潮正在重塑投资及劳动力市场，使美联储用来判断通胀压力的数据变得复杂。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

综合来看，美联储决策层面陷入“抗通胀”与“稳增长”的两难，美联储整体立场转向更谨慎的鹰派，强调不急于降息，降息节奏显著延后、次数压缩，高利率维持更久成为市场的基准预期。对黄金而言，当前呈现多空交织格局。短期受美联储延后降息、实际利率高位与美元偏强压制，但同时也受益于通胀黏性带来的抗通胀资产配置价值，预计金价将以高位震荡为主，待下半年降息预期逐步落地后，有望重启震荡上行趋势。

图 7：联邦基金基准利率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
3/18/2026				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.0%	85.8%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.4%	41.0%	53.5%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	18.4%	45.5%	34.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.4%	32.2%	39.7%	16.7%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	17.1%	34.5%	32.5%	11.5%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.3%	24.2%	33.7%	24.0%	6.8%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.0%	25.3%	32.6%	22.0%	6.1%	0.0%
3/17/2027	0.0%	0.1%	0.7%	4.0%	13.3%	26.4%	30.9%	19.5%	5.1%	0.0%
4/28/2027	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	13.5%	26.5%	30.7%	19.2%	5.0%	0.0%
6/9/2027	0.0%	0.1%	1.0%	4.8%	14.4%	26.8%	29.9%	18.2%	4.7%	0.0%
7/28/2027	0.0%	0.1%	1.1%	5.0%	14.7%	26.9%	29.7%	17.9%	4.5%	0.0%
9/15/2027	0.0%	0.4%	2.1%	7.5%	17.8%	27.6%	26.7%	14.6%	3.4%	0.0%
10/27/2027	0.0%	0.3%	1.7%	6.1%	15.2%	25.1%	26.9%	17.6%	6.2%	0.9%
12/8/2027	0.1%	0.7%	3.0%	8.8%	18.1%	25.6%	24.2%	14.2%	4.6%	0.6%

资料来源：同花顺, 上海中期

图 8：2026 年 FOMC 票委

1	Kevin Warsh	凯文·沃什	美联储主席	中性偏鹰	永久投票权
2	Philip N. Jefferson	菲利普·杰斐逊	美联储副主席	中性偏鸽	永久投票权
3	Michelle W. Bowman	米歇尔·鲍曼	监管副主席	偏鹰	永久投票权
4	Michael S. Barr	迈克尔·巴尔	美联储理事	中性偏鸽	永久投票权
5	Lisa D. Cook	丽莎·库克	美联储理事	中性偏鸽	永久投票权
6	Christopher J. Waller	克里斯托弗·沃勒	美联储理事	偏鸽	永久投票权
7	Stephen I. Miran	斯蒂芬·米伦	美联储理事	偏鸽	永久投票权
8	John C. Williams	约翰·威廉姆斯	纽约联储主席	中性	永久投票权
9	Anna Paulson	安娜·保尔森	费城联储主席	中性偏鸽	26年轮值投票
10	Beth M. Hammack	贝丝·哈马克	克利夫兰联储主席	偏鹰	26年轮值投票
11	Lorie K. Logan	洛里·洛根	达拉斯联储主席	强鹰	26年轮值投票
12	Neel Kashkari	尼尔·卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	中性偏鹰	26年轮值投票

### 3、地缘博弈加剧、关税扰动及中期选举

**地缘局势边际缓和，但仍存不确定性。**当地时间 2 月 26 日，伊朗外长阿拉格齐在伊美第三轮间接谈判结束后表示，谈判取得了良好进展，在某些领域，双方已接近达成共识。双方的技术团队将于 3 月 2 日在奥地利维也纳举行技术谈判。当天谈判中，伊朗表示拒绝向国外转移其浓缩铀，坚持保留和平利用核技术的权利以及生产核燃料的能力，并要求美国解除对伊朗的制裁，双方在核问题上分歧仍存。此外，下一轮乌美俄三方会谈可能于 3 月初在阿联酋首都阿布扎比举行。

**特朗普支持率低迷，中期选举或失众议院。**2 月 25 日，特朗普发表国情咨文，本质上是一场以 2028 年总统大选与中期选举为目标的政治动员演讲，通篇以“美国重回强大”为核心叙事，高调宣称经济、边境、贸易等领域取得历史性成就，但特朗普的一系列政策主张也给美国国内经济与对外关系带来更多不确定性。国情咨文发表后，特朗普的全国整体支持率深陷 36%—39% 的低迷区间。预计中期选举众议院由红转蓝是当前最可能的结果，参议院共和党则大概率呈现微弱优势。

**美国关税变数增加，中美第六轮经贸磋商将于近期举行。**2 月 20 日，美国最高法院以 6 比 3 的投票结果作出裁决，认定特朗普政府依据 IEEPA 对贸易伙伴加征的所谓“对等关税”及芬太尼关税违法。特朗普政府当日即启动应对方案，援引《1974 年贸易法》第 122 条发布行政令，宣布对全球商品加征 10% 临时进口关税，随后迅速将税率上调至 15%，实施期限 150 天，以合法形式接续并强化贸易保护立场，进一步加剧市场对全球贸易摩擦升级的担忧。2 月 24 日，中国商务部确认，第六轮中美贸易磋商谈判将在未来数

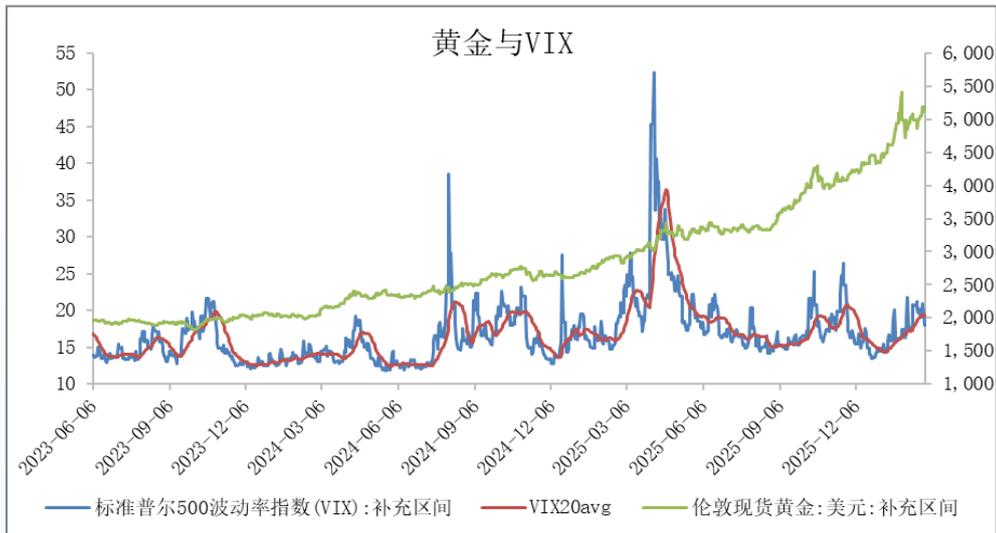
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

周内举行，同时白宫称特朗普可能在 3 月 31 日至 4 月 2 日访华。特朗普新的关税工具有效期只有 150 天，到 2026 年 7 月 24 日将自动失效，税率也从最初宣称的 15%，最终确定为 10%。对于中国企业而言，旧的 IEEPA 关税被取消，新的 122 条款关税又来了，综合税率虽有下降，但不确定性丝毫未减，尽管经贸措施本身传递出积极信号，但双方能否达成共识仍具有不确定性。

总体来看，地缘局势边际缓和但分歧未消、美国内政格局趋于动荡、全球经贸摩擦与关税政策反复扰动，多重不确定性交织共振，共同支撑黄金的避险与配置价值。

图 8：美股及 VIX



资料来源：同花顺，上海中期

## 资金分析

### 1) CFTC 黄金净多头寸大幅下降，白银净多头寸变化不大

CFTC 报告显示，本月 COMEX 期金净多头寸大幅下降，主因多头在行情波动率高位下选择离场，COMEX 期银净多头寸小幅增加，多空双方头寸均下降。截止 2/17 当周，COMEX 黄金净多头寸 159915 手，较上月末下降 22.14%；COMEX 白银净多头寸 24003 手，较上月末增加 1.27%。

### 2) SPDR 黄金 ETF、SLV 白银 ETF 持仓增长

代表配置型资金态度的黄金和白银 ETF 获得资金持续流入。反映出在美国最高法院关税裁决、滞胀担忧及地缘政治风险加剧的背景下，贵金属作为“非美储备资产”的配置价值和对冲风险功能。截止 2/26，SPDR 黄金 ETF 持仓 1097.62 吨，较上月末增加 10.52 吨，或 0.97%；SLV 白银 ETF 持仓 16079.74 吨，较上月末增加 556.38 吨，或 3.58%。

### 3) 央行黄金储备迹象增加，部分央行出售黄金

世界黄金协会数据显示，截至 2026 年 2 月，全球央行黄金官方储备 36520.70 吨，较上月增加 28.63 吨。中国央行数据显示，2026 年 1 月末黄金储备 7419 万盎司，环比增加 4 万盎司，为连续第十五个月增持黄金。在复杂动荡的经济及地缘政治形势下，增持黄金能更好实现资产保值，越来越多国家的央行通过

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

储备资产多样化分散风险，增强金融稳定性。鉴于大部分国家的央行黄金储备比重相对较低，预计央行购金的步伐不会停滞。但部分央行在财政压力下出售黄金，2月20日，俄罗斯央行公布数据，该国1月黄金持有量减少了30万盎司，降至7450万盎司。这是自去年10月以来，该国黄金储备首次出现下降。

#### 4) 金银比价

截至2月底，COMEX金/COMEX银比值在大幅下修后呈现企稳迹象，目前维持在58附近，较本轮比值最低点46有所修复，但参考历史均值仍有一定上行空间。COMEX白银3月合约交割风险缓和，造成短期白银行情波动，而中长期来看，金银比价的运行逻辑离不开风险偏好的演变，若市场避险情绪较重，则金银比价更倾向于回升，若市场风险情绪高涨，经济增长预期向好，大宗商品价格走高，则金银比价更倾向于下修。

图9：CMX黄金非商业持仓

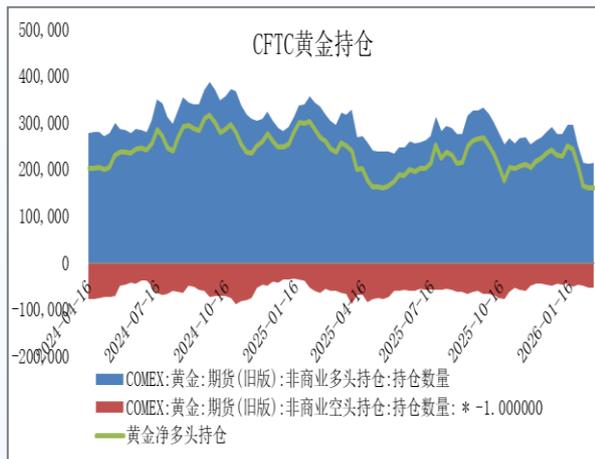


图10：CMX白银非商业持仓

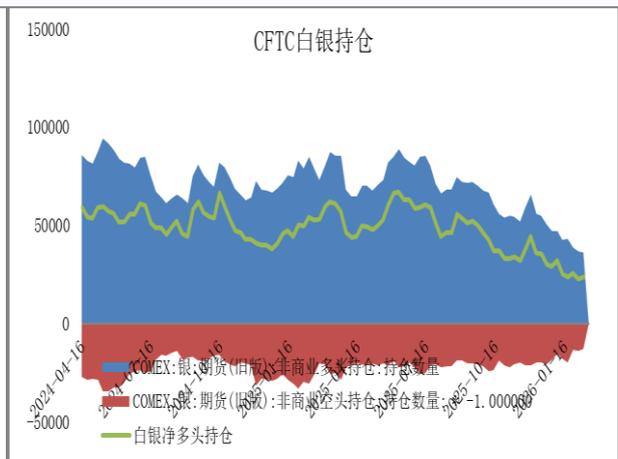


图11：SPDR黄金ETF持仓与SLV白银ETF



图12：金银比价

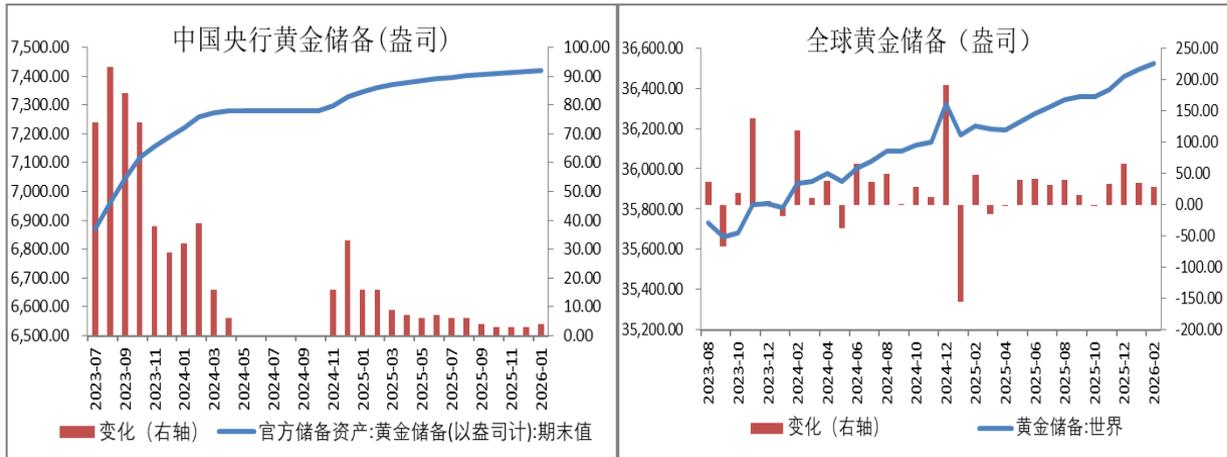


图13：中国央行黄金储备

图14：全球央行黄金储备

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源：同花顺, 上海中期

## 总结与关注

经济基本面角度，美国经济仍具韧性，商业活动扩张速度加快，通胀回落不及预期，劳动力市场边际改善。货币政策角度，通胀黏性及人工智能热潮正在重塑投资及劳动力市场，使美联储决策面临复杂局面，市场预估年内首次降息时点由6月延后至7月。避险角度，地缘局势边际缓和但分歧未消、美国内政格局趋于动荡、全球经贸摩擦与关税政策反复扰动，多重不确定性交织共振，共同支撑黄金的避险与配置价值。

综合来看，短期贵金属多空因素交织。利多方面，美国政策不确定性、地缘局势扰动及去美元化浪潮下，黄金避险属性及长期配置价值进一步凸显。利空因素则主要来自于短期市场情绪波动、美联储降息预期反复，以及COMEX 3月白银交割压力缓和但风险尚未完全出清带来的价格波动。整体而言，预计贵金属价格维持宽幅震荡走势，下方支撑相对稳固，金银比价存在进一步上行空间。

### 近阶段主要关注点：

中美第六轮经贸磋商、3月底特朗普访华、地缘政治风险、美联储货币政策、白银库存变化等。

(正文结束)

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。