

## 贵金属一季度回顾以及二季度展望

### 一、黄金：地缘扰动压制金价，长期配置价值仍存

2026年第一季度，受中东地缘冲突影响，金价在阶段性大幅回调后，维持高位区间震荡运行。COMEX黄金主力合约收盘价为4699.6美元/盎司，较年初上涨8.24%，一季度均价为4886.3美元/盎司，同比上涨69.6%；沪金主力合约收盘价为1020.10元/克，较年初上涨2.52%，盘中最高为1258.72元/克，最低为926.48元/克。一季度黄金价格主要围绕美联储政策路径和中东局势导致的全球通胀预期大幅波动。1月末，特朗普提名凯文沃什担任新任美联储主席，引发“降息+缩表”预期，冲击流动性。美以伊地缘冲突爆发后，伊朗强化霍尔木兹海峡管控，直接引发能源供给收紧、油价上行，推升全球通胀担忧，各国央行因此对降息节奏保持谨慎，美联储及欧、英、日等主要经济体央行均维持当前利率不变，降息预期下降。

图1：2024年以来黄金价格走势（单位：美元/盎司）



数据来源：Wind，五矿经研院

### （一）黄金供给端相对宽松，金矿产量创历史新高

一季度，全球黄金供应相对宽松，总产量同比增长 2% 至 1231 吨，受季节性波动影响环比下降 6%。其中，金矿产量同比增长 2% 至 885 吨，创自 2000 年有数据统计以来的同期最高水平；受金价高位推动，回收金供应量同比增长 5% 至 366 吨；生产商未平仓总套保量下降至 19.7 吨，降幅大于 2025 年同期。马里、印度尼西亚以及加拿大地区的扩产成为主要增长动力。巴里克黄金公司与马里政府长期争端的解决推动马里黄金产量同比大幅增长 30%；印尼 Batu Hijau 矿场完成大规模选厂扩建后产量恢复，推动该地区产量同比增长 19%；加拿大 Valentine Lake、Back River 以及 Blackwater 等多个新项目的投产爬坡驱动该地区产量同比增长 15%。澳大利亚、中国等传统产金国产量出现回落。澳大利亚受矿石品位下降、恶劣天气以及部分矿山停产检修影响，产量同比下降 7%；中国因山东地区矿山安全事故导致的区域性停产影响，产量同比下降 3%。

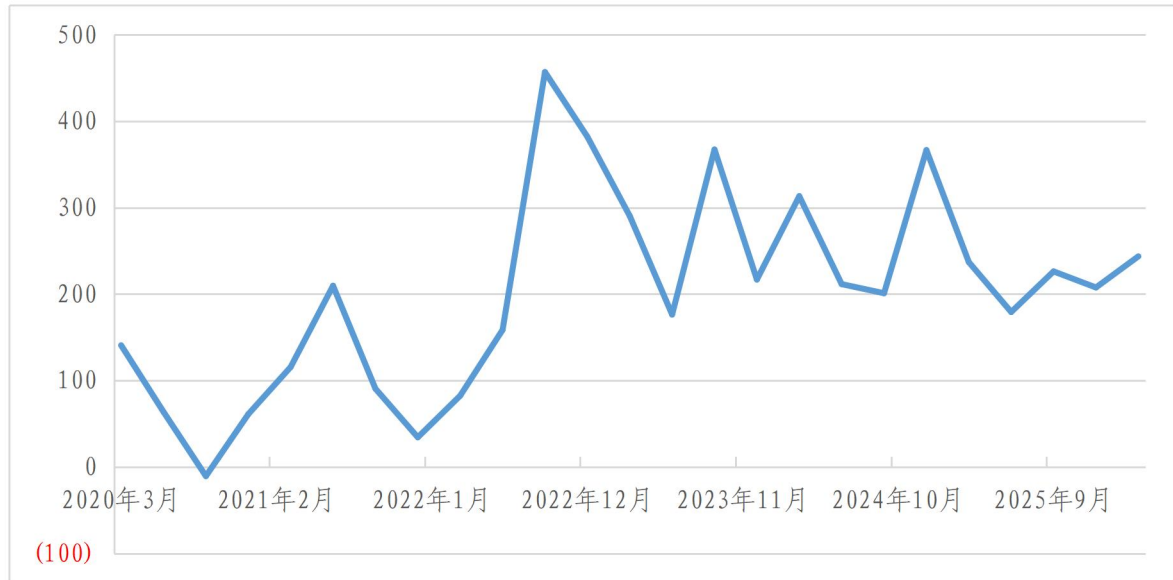
## **（二）金条与金币投资需求显著增长**

2026 年一季度，全球黄金需求呈现结构性分化特征，总需求 1231 吨，同比增长 2%。

央行购金需求整体保持强劲。全球央行一季度净购金量 244 吨，同比增长 3%，环比增长 17%，创下逾一年来的最高水平。今年 1 月，国际金价创下历史新高，随后在沃什政策预期和 3 月冲突影响出现回调，为部分央行提供了加仓窗口。其中，波兰与乌兹别克斯坦为主要买家，分别增持黄金 31 吨和 25 吨；中国央行增持 7 吨，总储备达到 2313.5 吨。央

行售金方面，土耳其、俄罗斯以及阿塞拜疆国家石油基金尤为突出，分别出售 70 吨、22 吨和 22 吨黄金。未来，央行购金需求预计保持稳健。

图2：全球央行购金规模（单位：吨）



数据来源：Wind，五矿经研院

投资需求中金条与金币投资高增。一季度全球黄金投资总需求量为 536 吨，同比下降 5%。受避险需求上升和金价波动加剧推动，全球金条与金币投资同比大幅增长 42%，达 474 吨，为历史单季次高水平。其中，中国的金条与金币需求同比增长 67%至 207 吨，创季度新高；印度、韩国、日本等亚洲市场实现强劲增长，美国、欧洲的金条金币环比回落但同比高增。全球黄金 ETF 维持净流入态势，持仓增加 62 吨，但受 3 月黄金 ETF 大幅流出影响，较去年季度 200 吨均值下降明显且区域分化显著。亚洲投资者买入 84 吨，创区域季度纪录；欧美市场在 3 月出现净流出，抵消了前两个月的流入势头。

全球主要市场金饰需求普遍降温。受金价高位运行影响，一季度全球金饰消费需求量同比下滑 23%至 300 吨，但金饰消费金额增长 31%至 470 亿美元，显示出消费者对金饰购买意愿的韧性。

### **（三）库存及持仓反映投机性减弱**

2026 年一季度，黄金库存由纽约向伦敦、上海转移。纽约库存下降，反映出短期市场情绪导致的投机性持仓降低。伦敦及上海库存稳步上升，反映出去美元化及地缘政治扰动下，央行与长期配置资金形成持续买盘，带动实物需求上升。COMEX 黄金库存总量由 2025 年底的 1127.67 吨下降至 980.81 吨；LBMA 黄金库存由 2025 年底的 9106 吨上升至 9339 吨。SHFE 黄金库存由 2025 年底的 97.70 吨上升至 106.66 吨。

管理基金净持仓方面，COMEX 黄金管理基金净持仓维持净多态势，基金净多持仓由 2025 年底的 12.60 万手下降至 3 月 31 日的 9.28 万手。而内外盘黄金期货受市场预期压制出现相当幅度的减仓，沪金总持仓量由 2025 年底的 31.4 万手下降至 3 月 30 日的 28.7 万手，COMEX 黄金总持仓量同期由 48.1 万手下降至 36.7 万手。

### **（四）黄金长期配置价值仍存。**

2026 年二季度，宏观方面，黄金价格仍将受到冲突局势及通胀预期的扰动。收入端受“大而美”减税法案拖累，2026 财年财政收入将明显下滑。与此同时，支出端再度大幅扩张，近期白宫 2027 财年财政预算案进一步提出 1.5 万亿的军备支出，较 2026 财年增加 44%。若该预算落地，2027 财年至

2036 财年联邦债务将额外增加 6.9 万亿美元。整体来看，收入下滑叠加军费大幅抬升，将持续扩大美国未来财政赤字规模，进而为金价提供长期支撑。**供给方面**，由于印尼格拉斯伯格铜矿（GBC）与加纳 Bogoso-Prestea 金矿两大主力矿山恢复运营，后续矿端供给将温和增长。同时需关注能源供应和价格扰动对后续矿山开采成本和开采量的影响。**需求方面**，金价回调后，投机买盘逐步离场。在当前市场投机持仓已处于低位、各国持续推进外汇资产多元化配置的背景下，短期价格的波动不会改变贵金属中长期配置逻辑。全球央行增持态度依旧坚定，乌干达、肯尼亚等非洲国家央行也倾向于通过增持黄金推进外汇储备多元化布局，以对冲国际金融市场波动带来的宏观风险。

## 二、白银：宏观预期扰动下银价承压回落，后市有望震荡修复

2026 年第一季度，受中东地缘冲突扰动，白银承压下行，盘面整体波动加剧。COMEX 白银主力合约收盘价为 75.35 美元/盎司，较年初上涨 4.26%，一季度均价 83.9 美元/盎司，同比上涨 158.1%；沪银主力合约收盘价为 18126 元/千克，较年初下降 0.66%，盘中最高为 30891 元/千克，最低为 15411 元/千克。一季度白银价格在美联储政策路径和中东局势下大幅波动。在美国前期通胀数据尚未实质性回落的情况下，市场博弈后续通胀持续上行，叠加美国供需双弱的就业市场，对美联储货币政策调整空间形成双向掣肘，白银价格阶段性承压。

图3：2024年以来白银价格走势（单位：美元/盎司）



数据来源：Wind，五矿经研院

### （一）供给偏紧且矿端缺乏弹性

受主要铜矿、铅矿和锌矿生产指引下调影响，白银矿端供给规模有所下降。据世界金属统计局（WBMS）数据，第一季度白银矿端供应 5314.85 吨，环比下降 11.94%，同比下降 13.35%。根据主要原生白银生产企业、伴生副产品生产企业已披露的一季度报，相关企业一季度白银总产量约为 4809 万盎司，同比增长 11%，但白银供给增长仍然面临品位下降等因素限制，整体缺乏弹性。一季度白银矿端供应呈现结构性分化。原生白银企业整体面临“增产瓶颈”，受老矿山自然衰退、原矿品位下降（如 Fresnillo、First Majestic）等影响，多数原生矿企产量同环比出现下滑，个别企业通过资产并购或新项目扩建出现增长（如 Pan American Silver 2025 年收购 MAG Silver，Coeur Mining 的 Rochester 矿山扩建项目成功投产）。伴生副产品企业成为全球白银供给增量的主力，主要受开采至高品位伴生矿段（如 Newmont 和 Glencore）因素驱动。

表1：2026年主要白银生产商产量情况

公司	一季度产量 (万盎司)	同比增速	环比增速
Fresnillo	1110	-6.5%	-8.5%
Pan American Silver	644	28.8%	-11.1%
Hecla Mining	390	-5.0%	2.7%
First Majestic	355	-4.3%	-14.9%
Coeur Mining	439	17.7%	-6.8%
Silvercorp Metals	150	6.3%	-21.1%
Newmont	900	50.0%	28.6%
Glencore	487	15.1%	-13.2%
紫金矿业	334	-0.3%	0.3%

数据来源：上市公司 2026 年一季度报，五矿经研院

## （二）光伏等用银需求有所放缓

淡季和高价双重影响下，一季度光伏电池片产量较去年同期显著下滑，且后续呈现放缓趋势。SMM 统计数据显示，3 月份光伏电池片产量为 47.47GW，同比下降 17%。一季度光伏电池片累计产量达到 126GW，同比下降 14%。同时，中国光伏电池 4 月、5 月的排产量分别为 44.3GW 和 45.5GW，较去年同期的 60.55GW 和 60.25GW 分别下降 27%和 24%，光伏电池的开工率为 45.76%，低于去年同期的 60.27%。根据中国光伏行业协会数据，预计 2026 年全球光伏新增装机量在一般情况下为 500GW，乐观情况下为 667GW，全年装机量可

能低于 2025 年的 580GW。中国市场方面，预计 2026 年一般情况新增光伏装机为 180GW，乐观情况下为 240GW，较 2025 年的 315.07GW 有较明显回落。展望“十五五”中后期，2027 年需求或将重回上升通道。

白银价格高位下，工业用银面临成本压力，未来铜代银技术路线将持续推进，构成利空因素。在主流的 TOPCON 型电池片中，目前银包铜应用仍面临氧化、铜迁移和腐蚀问题，虽然隆基绿能预计在 2026 年二季度开始量产贱金属化产品，但预计整体市场渗透率仍十分有限。

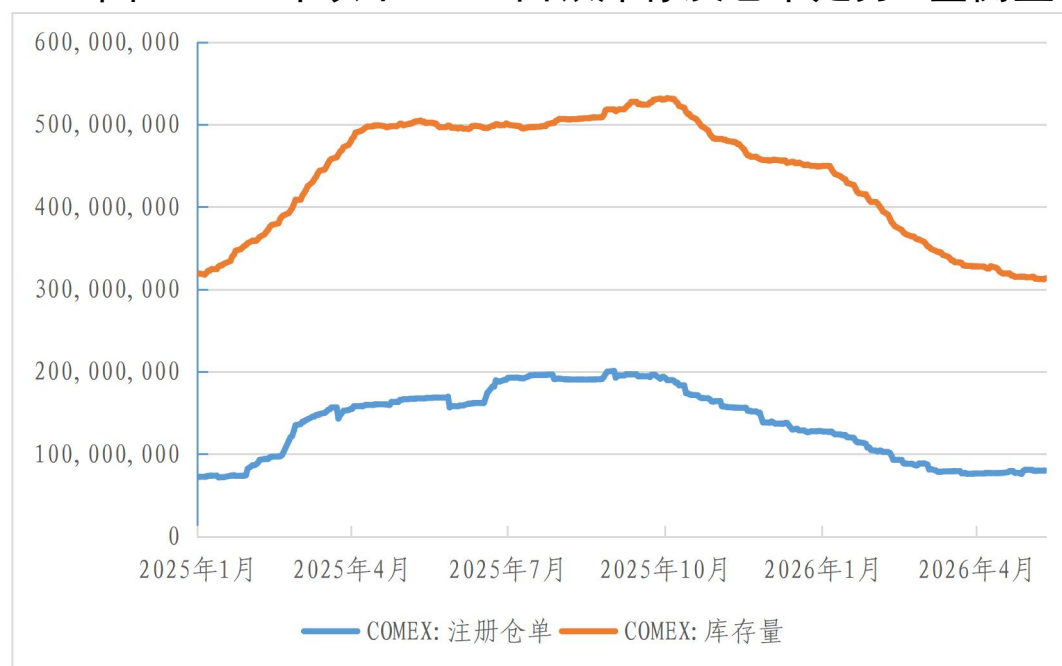
印度白银进口表现强势。进口金额方面，根据印度商工部数据，1 至 3 月印度进口白银金额分别为 20.0 亿、16.6 亿和 6.2 亿美元，一季度合计 42.80 亿元，同比增长 199%，高于同期银价 158% 的涨幅，但进口额环比有所降低，主要受 2025 年 10 月宣布自 2026 年 4 月 1 日起所有受监管金融机构接受白银首饰、饰品及银币作为贷款抵押品引发的当月大幅抢购所致。2026 年 2 月 1 日，联邦预算宣布将黄金和白银的进口关税从 6% 降至 5%。

### **（三）库存及现货先紧后有所缓解**

2026 年 1-2 月，海外白银现货市场延续 2025 年四季度以来的供需偏紧格局。1 月初，伦敦白银 1 个月期租赁利率处于 7%-8% 高位区间，短暂回落后续于 2 月初再度触及 6.15%，显著高于正常年份 0.3%-0.5% 的常规波动水平。受中东地缘局势对通胀预期及宏观经济前景的双重压制，白银现货市场的极端紧缺状况于 3 月中下旬出现边际改善，租赁利率逐步

回落至正常波动区间。海外主要白银 ETF 方面，存在高银价时的获利了结和银价下跌时的投资者撤离现象，全球持仓规模最大的 iShares Silver Trust 一季度持仓总量下降 7.1%，至季末的 15271 吨。海外库存端呈现明显分化态势，伦敦金银市场协会（LBMA）库存保持相对稳定，微降 1.2% 至 27488 吨；纽约商品交易所（COMEX）库存则出现大幅下滑，降幅达 27.1%，至 10196 吨，其中注册仓单大幅下降 40.4% 至 2377 吨。

图4：2025年以来COMEX白银库存及仓单走势（金衡盎司）



数据来源：Wind，五矿经研院

（四）2026 年二季度，若中东局势得到控制，白银价格有望迎来小幅修复。

自美联储 3 月 FOMC 会议宣布维持政策利率不变决议以来，多位联储官员表态称加息并不是基本假设，相较于供给端通胀更加关注疲软的失业数据。根据美国财政部公布的数据，3 月份各州申领失业金预支金额已经开始上行，若后续

就业数据持续走弱，中东局势能够实质缓和，通胀预期、经济预期好转叠加 ETF 持仓需求的反弹可能会进一步支撑白银价格修复。**供给方面**，在白银供需缺口持续扩大，工业需求强劲及银价高位运行的背景下，受现有矿区技改爬坡、新投产项目和白银回收量上升共同驱动，预计二季度白银矿端供给将小幅回升，但需关注能源供应和价格扰动对后续矿山开采成本和开采量的影响。**需求方面**，白银工业需求受 AI 产业发展支撑，虽然地缘局势风险加速能源转型进程，但全年光伏用银需求仍可能弱于 2025 年，全年需求或中性偏弱。珠宝银器需求受当前银价高位运行压制，主流市场相关需求增长空间受限。实物白银投资需求则受益于宏观经济不确定性加剧，后续具有增量预期。受避险情绪及美联储降息延后的影响，新兴市场货币贬值。为缓解本币贬值压力，减少外汇储备消耗，5 月中旬印度将白银进口关税从 6% 上调至 15%，预计在中期内对进口需求构成压制。但在银饰抵押贷款新规下，印度白银需求存在一定支撑。3 月底印度白银现货升水 7 美元/盎司，高于历年同期水平。世界白银协会判断 2026 年供需同步减弱下，白银市场将连续第六年出现缺口，预计达 4630 万盎司。

撰稿人：

仝子煊，中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）

廖霖云，五矿期货研究中心