贵金属三季度回顾以及四季度展望

（一）黄金：宏观政策收紧，行情震荡偏弱

2026 年前三季度，受中东地缘冲突影响，金价在阶段性大幅回调后震荡下行。COMEX 黄金主力合约收盘价录得 4189.35 美元/盎司，较年初下降 3.52%，盘中最高录得 4849.40 美元/盎司，最低录得 3979.90 美元/盎司；沪金主力合约收盘价录得 910.58 元/克，较年初下跌 8.48%，盘中最高录得 1054.96 元/克，最低录得 869.82 元/克。

图：2025年以来黄金价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，五矿经研院

宏观方面，前三季度黄金价格主要围绕中东地缘局势与全球通胀预期下的美联储政策路径进行博弈。年初美联储换届提名强化市场紧缩预期，叠加交易规则调整驱动黄金集中降杠杆、价格大幅回调。后续美伊冲突进一步恶化，国际能源价格走高，输入性通胀风险边际上行，在市场加息预期持续抬升的背景下，9 月 FOMC 会议加息靴子落地，标志本轮加

息周期正式启动，进而推动金价承压。当前市场对美联储12月仍有加息已形成较一致的预期，但对2027年及以后的加息路径存在分歧。这意味着短期内黄金仍面临加息预期的压制，但远期不确定性也为金价提供了一定的底部支撑。**供给方面**，全球矿端供给小幅下降。根据世界金属统计局（WBMS）数据，当前黄金矿端综合成本抬升至2690.51美元/盎司，同比增加23.42%。前三季度黄金矿端供应2360.01吨，同比下降5.24%。交易所库存方面，今年来全球实物黄金持续由纽约流向伦敦，5月后全球黄金库存步入补库阶段。截至9月30日，全球黄金交易所库存为10666.19吨，较年初增长2.83%；隐性库存录得8995.52吨，较年初增长4.18。国内SHFE黄金库存持续累库,截至9月30日库存录得116.03吨。**需求方面，**实物投资与消费需求偏弱。8月以来，随着黄金价格小幅修复，全球黄金ETF配置需求边际回暖。据世界黄金协会数据，前三季度全球黄金ETF合计净流入226.9吨，其中进入第三季度后流入明显加速,8月-9月共计流入188.3吨，扭转此前因金价走弱带来的减持。8月全球央行维持购金态势，全球央行黄金储量增加39吨。

展望四季度，在宏观驱动较弱的情况下，黄金价格或以震荡为主，同时需警惕下行风险。宏观方面，后续美国财政赤字或将进一步收窄，金价利多因素边际弱化。9月初贝森特表示若民主党在11月中期选举拿下参众两院任一院控制权，特朗普政府将争取在年内推动国会落地赤字削减方案。据9月28日美国民调数据显示，特朗普民意支持率较首个

任期显著回落，仅为 37.3%，民众对共和党的支持率回落至 38.7%，对民主党的支持率上行至 45.4%。在此支持率下，中期选举共和党保下参众两院的多数席或成为黑天鹅事件。从情景推演看，若民主党拿下两院，受参议院冗长议事约束，OBBBA、企业税收等固化长期财政立法难以修改，但赤字削减属于预算层面调整，可依托预算协调程序推进；若共和党输掉参议院，在 11 月至次年 1 月的跛脚鸭窗口期，共和党同时存在两大操作路径：一方面响应贝森特的表态推动赤字削减，另一方面尝试以 51 票简单多数一次性上调债务上限。若两项议程同步落地，未来两年民主党将丧失债务上限制衡武器，而若窗口期未能达成赤字削减与债务安排，则 2027-2028 年政府停摆风险抬升，对黄金构成阶段性利好。**供给方面**，据世界金属统计局（WBMS）数据，四季度全球矿端供给预计达 829.54 吨,同比下降 3.97%,环比上升 13.29%。非洲与澳洲矿区构成本轮增产主力。纳米比亚 Otjikoto 依托地下高品位矿段放量叠加露天采收节奏优化，产量上升至 2.37 吨，环比净增 1.05 吨，构成四季度最大增量。受 2026 年 4 月承包商事故及后续安全整顿影响，加纳 Obuasi 矿山二季度产量被压制至 4.8 万盎司。复工及设备整改完成后，地下生产回归常态，前期受限产能得以释放。据企业指引，下半年产量回升至 150 万盎司，产出增量向四季度倾斜，四季度预计产量 1.85 吨，环比净增 0.87 吨。**从投资需求来看，**自年初经历前期金价回调行情后，市场投机买盘持续退场，整体交投情绪趋于清淡。截至 9 月 30 日黄金管理型基金净

多持仓较年初回落 2.35%至 12.03 万手，多头持仓大幅回落，后续若无较强的宏观因素催化，黄金 ETF 及管理型基金净持仓大概率维持低位运行。此外，在印度暂未放宽 2026 年 5 月出台的黄金进口约束的情况下，印度实物黄金采购体量仍受约束，全球黄金实物需求或将持续承压。

（二）白银：美联储加息周期，银价存在下行风险

2026 年前三季度，在美国通胀持续走高及美联储鹰派预期落地下，白银价格震荡下行。COMEX 白银主力合约收盘价录得 73.26 美元/盎司，较年初下跌 15.93%，盘中最高录得 88.16 美元/盎司，最低录得 55.77 美元/盎司；沪银主力合约收盘价录得 14980.00 元/千克，较年初下降 17.90%，盘中最高录得 21387.00 元/千克，最低录得 13522.00 元/千克。

图：2025年以来白银价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，五矿经研院

宏观方面，前三季度美伊冲突反复推升油价及裂解价差，使得市场强化对于美联储维持紧缩政策的预期，沃什在 8 月杰克逊霍尔会议上的鹰派定调及 9 月 FOMC 加息落地共同对

银价形成压制。**供给方面**，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，前三季度白银矿端供应16985.03吨，同比下降9.24%。交易所库存方面，全球白银交易所库存自2月起进入补库阶段。截至9月30日LMBA白银库存为28985.29吨，COMEX白银库存为10032.03吨，上期所及金交所白银库存分别回升至1473.14吨与877.62吨。国内库存端，6月以来白银进口窗口持续打开，进料加工出口盈利由负转正，带动国内白银进口量稳步抬升。但光伏产业链景气走弱拖累，前三季度光伏银浆产量处于历年偏低水平，白银下游实物需求有所降温，国内社会库存自3月低点开启累库。SMM数据显示，截至9月30日，国内白银社会库存升至3935.98吨，较年初增加946.59吨。**需求方面**，全球白银需求回落，供需缺口预期收窄。据世界白银协会发布的《2026年世界白银调查》报告，白银工业需求预计同比下降3%，光伏领域用银量明显回落，但电力基础设施、汽车电子、AI服务器及5G通信等领域需求增长形成部分对冲，首饰及银器消费在高银价压制下继续走弱。实物需求上，印度作为全球核心的白银消费国，为遏制卢比持续贬值，自2026年5月起上调白银进口税率、收紧白银进口准入资质，直接导致印度白银进口规模大幅回落。印度海关数据显示，今年5月以来，白银月均净进口量较去年同期减少约400吨。投资需求上，截至9月30日，全球主要白银ETF持仓大幅下降，据路透统计数据，其持仓量自年初至今净流出1890.01吨。

展望 2026 年四季度，在美联储步入加息周期背景下，白银价格预期震荡偏弱。宏观层面，在美国存量债务、AI 融资需求及汇率因素共同作用下，实际利率与期现溢价同步走高，推动长端美债收益率加速上行，持续压制白银上方空间。短期而言，美国通胀口径调整及 10 月维持利率不变虽或为白银提供阶段性修复窗口，但难以构成趋势性支撑。通胀数据方面，美国 9 月 CPI 超预期走高，一定程度证伪了口径调整后 PCE 传递的通胀降温信号。就分项层面来看，本轮通胀反弹虽由能源涨价直接驱动，但能源端的价格冲击并非仅停留在能源分项，而是沿产业链向服务、住房等核心领域持续传导，通胀粘性呈泛化特征。而在联储表态方面，美联储主席沃什在 FOMC 记者发布会发言中表态持续克制，他以长期结构性议题作为谈话主线，回避了通胀持续上行这一敏感问题，未向市场释放明确的政策前瞻信号。但结合整体票委对年内仍有一次加息的鹰派基调并未改变来看，贵金属修复空间相对有限，白银上方压力依然较大。**供给方面**，矿端仅温和修复。据世界金属统计局（WBMS）统计显示，四季度预计矿端供给达 5963.41 吨，环比上升 0.41%，同比下降 16.65%。Boliden 旗下瑞典 Garpenberg 受一季度突发地震扰动，Lappberget 主矿体上部 2026 年内暂停复产，二季度起仅依托剩余矿体低速生产，产能仅为震前 30%。其全年磨矿指引下调 59%至 1.5Mt，一季度计提 7 亿瑞典克朗资产减值、产生 4 亿瑞典克朗 EBITDA 损失。尽管勘查推升剩余矿体银品位至 100g/t，但吞吐量锐减完全抵消品位红利，全年银产量

预计同比下滑约 60%，四季度产能约束仍存，仅 2027 年磨矿指引修复至 2.3Mt。**需求方面**，当前光伏终端需求走弱持续推低今年光伏用银产量，加之铜代银技术规模化落地，压制白银传统工业需求。此外，当前印度仍然收紧白银进口管控的情况下，全球白银实物投资需求或进一步走弱。

作者 | 廖雾云 五矿期货研究中心

张竞一 中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）

程琳 中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）