

黄金价格上行趋势终结了吗？

□ 连平 王运金

2026年以来，国际黄金市场走出过山车式行情。1月，黄金价格持续不断突破历史新高，最高逼近5600美元/盎司。然而，随着地缘局势升级并持续发酵，2至3月黄金市场多空分歧急剧放大，黄金价格迎来快速回调，曾一度跌破去年末的4318美元/盎司价位，累计最大跌幅超过18%。在当前地缘局势错综复杂的情况下，黄金价格为何不涨反跌？未来黄金价格还将如何发展？本文将重点讨论这些问题。

一、剧烈震荡不改黄金避险属性

作为“超主权货币”，黄金兼具商品、货币、避险资产与投资标的等多重属性，拥有增强货币信用、对冲货币贬值、增加国际储备、民间储藏和饰品消费、高科技工业材料，以及短期投机与中长期投资等多种功能和用途。在今年一季度的大涨大跌行情中，黄金的基本属性与功能并未失效。

1月黄金价格的大涨，正是多重利好因素集中释放的结果，核心驱动逻辑清晰且共振效应显著：

一是市场对2026年美联储货币政策的宽松预期强烈。年初市场普遍预期美联储年内将启动2到3次降息，降息周期开启将进一步压低美元实际利率，而黄金作为无息资产，实际利率下行会直接降低其持有成本，推动资金涌入黄金市场。

二是地缘局势持续紧张。中东地缘冲突隐患显现，部分区域经贸摩擦加剧，市场避险情绪快速升温，黄金作为传统避险资产，避险需求大幅提振。

三是全球央行购金潮延续。各国央行持续增持黄金储备，以优化外汇储备结构，削弱对美元依赖，在中长期需求端形成强力支撑。

四是年初全球通胀黏性仍存，尤其是能源价格小幅上行，抗通胀需求推动资金配置黄金对冲通胀风险，叠加技术面突破关键压力位，多头资金加速入场，共同推动金价冲高。黄金的避险属性在本轮价格上涨中发挥了十分重要的作用。

2至3月黄金价格的快速回调是多重利空因素叠加、市场预期逆转的结果，同样也是其避险属性的充分体现。核心诱因集中在三个方面：

一是美联储货币政策预期大幅转向鹰派。3月美联储议息会议超预期释放紧缩信号，维持基准利率3.5%至3.75%不变，市场预期的年内降息次数从2到3次降至仅1次，首次降息窗口从6月推迟至9月以后，甚至部分美联储官员公开讨论重启加息的可能性，直接推升美元实际利率，黄金持有成本大幅增加，资金从黄金市场大幅流出。

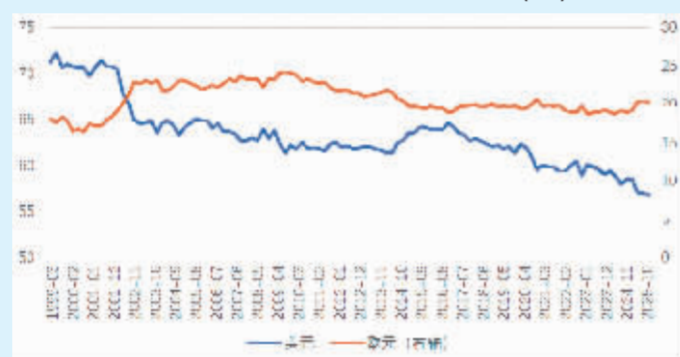
二是前期金价过快上涨积累了巨量获利盘，为规避可能出现的金价大幅调整，并锁住盈利，机构投资者在高位集中平仓获利了结，引发市场踩踏式抛售，其本质仍是避险。

三是地缘政治风险的定价逻辑发生转变，中东地缘冲突迅速升级，一方面立竿见影地、阶段性地推高了能源价格；另一方面则强化了美联储货币政策紧缩预期，加大金价下行力度，在多重因素共振下，金价迎来深度回调。

未来黄金价格上行的逻辑仍然清晰。短期来看，黄金价格仍将惯性震荡承压。长期来

未来黄金价格上行的逻辑仍然清晰。短期来看，黄金价格仍将惯性震荡承压。长期来看，黄金价格上行的驱动因素并未发生根本性改变，仍然取决于全球宏观经济格局、货币政策走向、地缘局势及美元体系强弱等因素。未来，黄金市场可能会呈现“短中期低位震荡，中长期趋势偏强”的走势，整体维持牛市格局。在底部价格仍有较强支撑、上方空间仍受市场风险约束的情况下，黄金价格会继续上涨，但节奏将会有所放缓，2026年难以再现1月暴涨的行情，上行周期也将逐步被拉长。

全球外汇储备份额中的美元占比 (%)



资料来源：国际货币基金组织、广开首席产业研究院

黄金价格与美国十年期国债收益率



资料来源：Wind、美国财政部、广开首席产业研究院

看，黄金价格上行的驱动因素并未发生根本性改变，仍然取决于全球宏观经济格局、货币政策走向、地缘局势及美元体系强弱等因素。未来，黄金市场可能会呈现“短中期低位震荡，中长期趋势偏强”的走势，总体维持牛市格局。在底部价格仍有较强支撑、上方空间仍受市场风险约束的情况下，黄金价格会继续上涨，但节奏将会有所放缓，2026年难以再现1月暴涨的行情，上行周期也将逐步被拉长。

二、全球通胀预期与美联储降息节奏是决定金价总体走向的主要宏观因素

黄金定价的核心逻辑将始终围绕“实际利率 = 名义利率 - 通胀预期”展开，实际利率下行则大概率会推升黄金价格，实际利率上行则大概率会让黄金价格承压，这一逻辑将持续主导黄金市场。而通胀黏性的强弱将直接决定美联储降息周期的启动时点与幅度，进而决定黄金的估值中枢。

当前全球通胀预期骤然升温。3月以来，中东地缘冲突持续升级，全球最为重要的石油运输通道——霍尔木兹海峡被基本封锁，国际原油价格由65美元/桶左右快速升至100美元/桶，曾一度逼近120美元/桶。如果地缘局势进一步恶化，全球通胀率可能会进一步上升。剔除国际能源价格的影响，美国核心CPI同比增速虽已由2022年的峰值6.6%回落至2.5%，但仍高于美联储2%的政策目标，尤其是住房、能源及服务类通胀黏性较强。2026年美国通胀率预计难以回落至美联储的目标水平，通胀黏性将持续存在。这意味着美联储无法开启降息模式：一方面，通胀黏性会严格约束美联储降息空间，避

免实际利率大幅下行，对国际金价将形成阶段性压制；另一方面，通胀率始终维持在相对高位，黄金的抗通胀价值不会消失，中长期需求端仍有支撑，不会出现通胀率快速下行导致黄金配置价值大幅减弱的局面。

从美国货币政策走向来看，3月美联储议息会议所释放的鹰派信号只是阶段性调整，并非货币政策转向长期紧缩，美联储的核心目标始终是平衡通胀与经济增长。当前美国经济虽有增长，但就业市场逐步降温，经济衰退隐患仍存，中长期降息仍是大概率所趋。2026年美联储至多实施1次降息，幅度为25个基点，降息节奏远慢于年初市场预期，或有可能不会降息。这会导致上半年黄金价格持续承压震荡，消化政策利空。但进入下半年，随着通胀回落、经济增速放缓，美联储降息预期会逐步升温，实际利率有望阶段性下行，成为推动金价重启上行的重要因素。

同时，全球其他主要央行的货币政策也将形成联动效应。欧洲央行、英国央行等同样面临通胀与增长的平衡难题，货币政策宽松节奏滞后于美联储，全球流动性整体维持“紧平衡”状态。对于黄金而言，短期货币政策的鹰派导向会压制价格，但中长期全球流动性边际宽松的趋势相对明朗，叠加美国财政赤字持续扩大和美元信用逐步弱化，黄金的货币属性和避险功能将持续凸显。美联储降息周期可能迟到但不会缺席。一旦降息落地，实际利率下行将成为金价上涨的重要动力，短期回调只是蓄力阶段，中长期金价仍将上行。

三、地缘局势不确定性将凸显黄金避险价值

地缘局势是影响黄金短期波动与中长期配

置价值的关键变量，黄金的避险属性在不确定性升温阶段会持续强化。2026年乃至更长周期内，地缘局势将呈现“多点博弈不断，局部冲突持续，风险隐患频发”的特征，从而成为黄金价格上涨的重要支撑因素。

当前，受中东地缘冲突影响，能源运输通道、地区经贸往来始终面临风险。一旦局势出现边际恶化，能源价格将再度快速上涨，市场避险情绪会瞬间升温，黄金避险需求将大幅提振。不同于2至3月地缘局势不确定性被货币政策压制的情况，若后续冲突进一步扩散，避险逻辑将重新主导市场，金价有望快速脱离低位。此外，全球经贸摩擦、全球大选周期带来的政策不确定性等因素，也在持续累积风险。2026年多个主要国家将迎来大选，政府更迭可能引发经贸、外交策略调整，加剧全球经济格局的不确定性。更多资金可能会倾向于配置黄金这类无信用风险的避险资产，对冲市场波动。多点爆发的地缘局势不确定性将持续存在，为黄金价格持续提供基础性支撑。

更重要的是，全球“去美元化”进程与地缘局势不确定性相互交织，各国央行持续增持黄金储备已然成为长期趋势。这并非短期避险行为，而是各国中长期外汇储备结构优化的战略选择。世界黄金协会数据显示，过去3年全球央行黄金购金量连续刷新历史纪录。2026年1至3月，虽然全球央行购金节奏边际放缓，但中长期增持趋势未变。全球央行大力购金既是美元信用下降的鲜明写照，又在持续削弱美元在全球储备货币中的主导地位，进一步推升了黄金的国际货币地位。地缘局势不确定性的长期化叠加全球货币体系重构，导致黄金从单纯的避险资产转变为各国储备资产的核心配置标的，这种需求是刚性且持续的，即便短期金价回调，全球央行购金

行为也有可能阻止金价大幅下跌，形成强有力的中长期支撑因素。

四、黄金与美元指数、美债收益率的负相关逻辑仍将发挥作用

黄金与美元指数、美债收益率的负相关性，一直是黄金定价的经典逻辑：美元指数走强，以美元计价的黄金对非美货币持有者而言成本上升，需求下降，金价承压；美债收益率上行，美元资产吸引力提升，资金从无息黄金转向生息美债，金价同样承压。2至3月金价的快速回调，核心诱因就是美元指数快速突破100关口、10年期美债收益率大幅上行，未来这一负相关逻辑仍将影响金价预期。

从美元指数走势来看，3月美联储转向鹰派推动美元指数阶段性走强，但美元的强势具有明显的阶段性特征，难以长期持续：一方面，美元的经济基本面支撑逐步弱化；另一方面，美国财政赤字持续扩大，债务规模屡创新高，目前已超39万亿美元，美元信用面临持续挑战。全球“去美元化”进程将逐步加快，各国央行减持美债、增持黄金，美元在全球外汇储备中的占比持续下滑，已由2020年初的70.8%降至目前的56.8%，中长期美元指数具备下行基础。当前美元指数的阶段性强势只是短期因素驱动的结果，中长期美元走弱仍将是大概率所趋。一旦美元指数快速回落，以美元计价的黄金将直接受益，从而迎来估值修复行情。

从美债收益率走势来看，10年期美债收益率在3月冲高至4.3%以上，主要受美联储鹰派预期、通胀黏性及资金避险需求推动。但美债收益率的持续上行会加剧美国政府债务利息负担，压制经济增长，美联储不会允许美债收益率长期处于高位。随着2026年下半年美联储降息预期形成，10年期美债收益率或将从高位回落，实际利率同步下行，黄金的持有成本大幅降低，资金有可能重新回流黄金市场。2至3月美债收益率与金价的负相关走势表现得淋漓尽致，美债收益率每上行10个基点，金价同步回落1.5%至2%。反之，若美债收益率回落，金价则将迎来快速反弹。同时，美债信用风险的提升也会间接利好黄金。当前美国债务上限博弈频繁，市场对美债违约和信用担忧逐步加剧，黄金作为无信用风险的资产，配置价值将进一步凸显。

五、结语

短期来看，美元指数与美债收益率仍有阶段性走强的可能性，全球通胀预期高企，金价会维持震荡磨底走势，波动区间大概率在每盎司4300美元至5300美元。中长期来看，随着货币政策宽松预期落地，美元指数走弱和美债收益率回落及负相关逻辑将推动金价进一步上行，加之地缘局势逐步缓解、美联储货币宽松，黄金价格突破前期高点并非不可能。2026年下半年至2027年，在各种因素综合影响下，金价有望恢复强势。

（连平系广开首席产业研究院院长兼首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事长；王运金系广开首席产业研究院高级研究员）



中国证券网微信



上海证券报微信



上海证券报 APP