

目 录

第一部分 前言概要	2
.....	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 行情复盘	3
一、行情回顾	3
二、行情前瞻	5
第三部分 宏观面因素	8
一、通胀再起	8
第四部分 基本面情况	10
一、黄金	10
（一）黄金供需平衡	10
（二）黄金 ETF 需求	11
二、白银	11
三、铂、钯基本面	14
（一）铂钯供需平衡	14
（二）ETF 需求及租赁利率表现	15
免责声明	17

冲突未决通胀已临 贵金属承压下行

第一部分 前言概要

【行情回顾】

5月份贵金属市场整体大幅收跌，月线录得深度回调，全月呈现高波动、重心持续下移的运行格局。黄金从月初约4600美元一路承压下行，月末跌破4400美元，多头力量在反复的消息面冲击中被明显消耗。行情的主逻辑仍是油价与金价的跷跷板关系。美伊冲突的缓和与激化交替主导市场节奏：谈判突破预期令油价回落、通胀担忧缓解，金价短暂反弹；战事骤然升级则推高油价、强化加息预期，金价随之急挫。宏观上，超预期通胀数据和长端美债收益率冲高已将市场叙事从降息翻转为加息，紧缩预期成为持续压制贵金属的核心力量。板块内部，黄金波动相对较小，银、铂、钯整体波动更大，震荡趋势中操作风险较高。

【市场展望】

展望6月，我们预计贵金属市场延续并强化5月的“油涨金跌、油跌金涨”跷跷板格局，核心矛盾仍系于油价与金价的反向联动。这一逻辑在两大催化剂下愈发尖锐：一是新任美联储主席沃什6月中旬的首场FOMC会议，预计其将强化鹰派立场，对黄金构成持续宏观压制；二是美伊谈判进入关键分水岭。6月行情围绕三种情景展开：若协议签署、霍尔木兹海峡复航，油价回落将缓解通胀与加息预期，为黄金打开反弹窗口；若谈判破裂、战事扩大，油价飙升将再度强化紧缩押注，金价继续承压；若僵持延续，市场将在消息面驱动下高波动运行，金价重心逐步下移。核心框架不变：油价走向决定通胀预期，进而通过利率与美元路径左右黄金定价。

【策略推荐】

1. 单边：仍围绕美伊冲突进行博弈，贵金属震荡偏弱，高波动、重消息，单边风险仍较高，若美伊冲突陷入僵持，震荡偏空思路对待；
2. 套利：多铂空钯。
3. 期权：观望。

风险提示：地缘冲突反复、美再通胀风险。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：袁正

邮箱：

yuanzheng_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03151476

投资咨询资格证号：Z0023508

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 行情复盘

一、行情回顾

2026年5月的全球贵金属市场，呈现出宏观压力逐步升级的情况下，长线看涨逻辑逐步淡化、多方力量多次损耗的过程。黄金价格从月初的4600美元/盎司附近持续承压下行，至月底跌破了4400美元/盎司，创下了自3月底以来的新低，较1月的历史峰值回撤幅度接近22%。逆全球化、去美元化的助推黄金持续上行的长线逻辑逐步被紧缩预期抑制，贵金属市场已逐步对利多反应迟钝而对利空更为敏感，这也体现出贵金属市场多头在美伊冲突一次次的“缓和-激化”循环中信心被消磨，技术面的破位更使得做多力量明显受损，美伊冲突持续的时间越长，对应的宏观压力愈发强劲而贵金属价格重心将继续下行。

5月上旬，金价的下跌压力主要来自利率端的持续挤压。进入5月时，市场尚存部分对美联储年内降息的微弱期待，叠加美伊谈判似乎传递出缓和迹象（美伊接近达成谅解备忘录，拟通过暂停铀浓缩、解除制裁及重开霍尔木兹海峡来结束武装冲突），贵金属价格获得喘息窗口，经历了阶段性上涨行情。随后谈判再度破裂，伴随着超预期强势的非农就业、CPI、PPI数据公布，市场担忧的再通胀问题已近在眼前。美国30年期国债收益率在5月中旬向上突破5%大关，将持有无息资产黄金的机会成本推至高位。长期利率的飙升与顽固的通胀数据，共同将市场叙事从“何时开始降息”翻转为“是否要重启加息”，对贵金属形成了持续且沉重的下行动力。5月中旬，贵金属市场爆发了一场系统性的集体抛售，反映出宏观预期逆转与市场结构脆弱性的共振。5月15日贵金属市场爆发了一场系统性的集体抛售，反映出宏观预期逆转与市场结构脆弱性的共振。5月15日，从亚洲早盘到欧美交易时段，白银、黄金、铂金、钯金全线暴跌。上海期货交易所白银主力合约当日下跌11.05%，黄金主力合约下跌2.28%，铂金和钯金跌幅均超过5%。这一轮抛售并非由单一事件触发，而是多重利空因素在同一时间窗口集中释放的结果。在宏观层面，鹰派色彩浓厚的美联储新任主席接任预期，进一步强化了市场对紧缩政策长期化的担忧。在实物需求层面，印度大幅提高金银进口关税至15%左右，抑制了全球重要消费市场的买入意愿。在市场结构层面，此前数月累积至历史高位的投机性多头头寸，在关键技术支撑位失守后被迫集中平仓，形成了“多杀多”的踩踏效应。5月18日，现货黄金一度下探至4480美元附近，为3月底以来首次跌破4500美元，白银价格也随

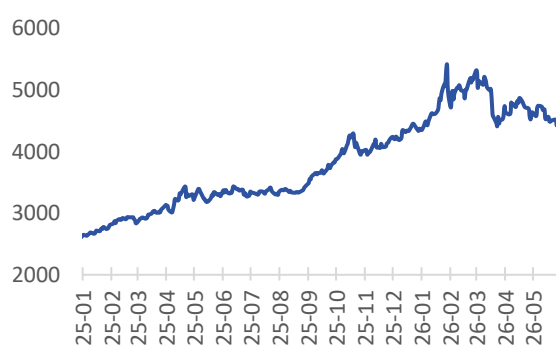
之呈现出更大跌幅。

5月下旬，美伊局势的戏剧性变化将“贵金属-原油”资金跷跷板现象充分演绎，5月25日前后，关于美伊谈判有望取得突破、霍尔木兹海峡可能重新开放的消息在市场蔓延，国际油价当日暴跌超过5%至一个月低点。能源价格的大幅回落，显著缓解了市场对输入性通胀恶化的担忧，美联储被迫进一步加息的必要性预期随之降温。在此背景下，现货黄金反而摆脱利率压制，盘中强力反弹逾60美元。仅仅三天之后，5月28日形势急转直下，美军对伊朗发动新一轮打击，伊朗伊斯兰革命卫队实施报复，霍尔木兹海峡附近再次出现直接交火。特朗普同时公开表态对谈判进展不满，中东局势骤然升温，布伦特原油价格跳涨约2%，再度逼近每桶96美元。市场对通胀持续高企和美联储政策收紧的押注急剧强化，美元指数走强，伦敦现货黄金当天大幅下挫，接连失守4400美元关口，将数日前因缓和预期带来的涨幅全部回吐并继续下探，最低跌至4371美元附近。

回顾整个5月，黄金价格经历深度回调，期间多次出现日内数十美元的单边行情。这种极端的波动性背后，是能源危机、通货膨胀与货币政策紧缩三条主线的交织互锁。尽管央行购金的长期结构性支撑依然存在，全球官方黄金储备继续保持净增长，但短期价格走向已经完全让位于宏观交易逻辑。从5月的市场运行中可以清晰地看到，只要霍尔木兹海峡的紧张局势未能从根本上解除，高油价所引发的通胀螺旋就会持续通过利率渠道压制贵金属。这种状态的打破，需等待中东局势出现实质性的转折，或者通胀数据出现明确且可信的回落信号。在此之前，市场将在这种新的逻辑框架下持续运行，高波动、快切换的行情特征短期内难以改变。

图表 1: 伦敦金盘面走势

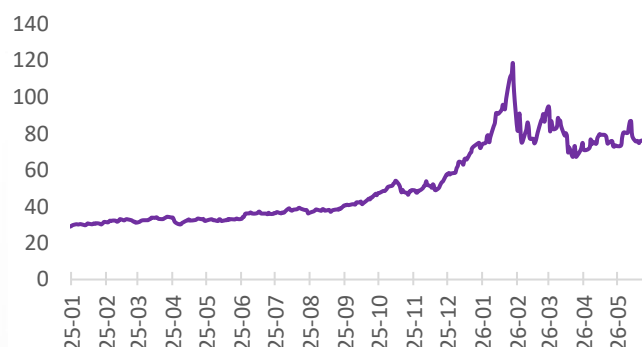
单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 2: 伦敦银盘面走势

单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 3: 沪金主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 4: 沪银主连盘面走势 单位: 元/千克



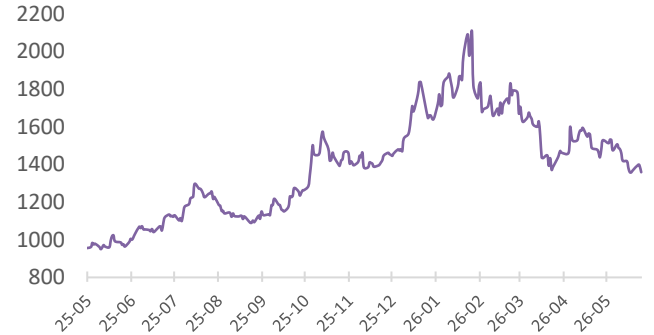
数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 5: 伦敦铂盘面走势 单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 6: 伦敦钯盘面走势 单位: 美元/盎司



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 7: 广铂主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

图表 8: 广钯主连盘面走势 单位: 元/克



数据来源: 银河期货, 同花顺 iFinD

二、行情前瞻

进入 6 月, 贵金属市场的核心矛盾仍然是油价与金价之间的“跷跷板”效应。这一反向波动逻辑自 3 月初美伊开战以来逐步确立, 在 5 月不断强化, 进入 6 月不仅没有消退, 反而随着两大催化剂的临近——新任美联储主席沃什 6 月 16 日至 17 日的首场 FOMC 会议以及美伊谈判的关键窗口——而变得更加尖锐。结合 5 月的市场结构与最新的机构判断, 我们对 6 月

贵金属行情的核心判断是：在美伊局势实质性转折发生之前，“油涨金跌、油跌金涨”的格局仍将主导市场；而6月恰是局势最有可能出现分水岭的月份，任何突破都将引发金价的剧烈方向性选择。

货币政策层面，6月FOMC会议将是凯文·沃什接替鲍威尔出任美联储主席后的首次议息亮相，也是5月FOMC纪要释放鹰派基调后市场的首次“政策验证”。截至5月27日，美联储观察工具显示6月维持利率不变的概率高达99.2%，7月按兵不动的概率为92.8%，而到12月加息的概率已接近40%。市场对降息的预期已全面接近于0，5月中旬公布的美国4月CPI同比上涨3.8%、PPI同比飙升6.0%，均远超预期。沃什在权力交接在即之际，预计将以偏鹰姿态回应市场对通胀的焦虑，强化“更久维持高利率甚至必要时加息”的政策基调，这将对无息的黄金资产构成持续的宏观压制。但需要注意的是，从沃什此前的表态来看，其对截尾平均PCE存在较大偏好，5月28日公布的截尾平均PCE数据为2.3%，接近2%的通胀目标，因而总体来说意外降息存在一定的可能性，但沃什的降息势必会与缩表进行组合使用，总体从货币体系的宽松程度来说并不算明显利好，可若出现意外降息，短线对市场定价会存在显著提振。

中东局势层面，6月正处于最关键的分水岭位置。目前，美伊双方围绕一份谅解备忘录的谈判已经推进到接近达成的阶段，涉及30天内全面恢复霍尔木兹海峡航运的框架安排，但伊核问题、军事设施核查等核心分歧依然悬而未决。5月28日，美伊在霍尔木兹海峡再次发生短暂交火，特朗普同时表态对谈判“并不满意”，这种“边打边谈”的焦灼状态，使市场对每一条相关消息都高度敏感。6月面临三种情景：其一，若谅解备忘录最终签署并落实，霍尔木兹海峡航运逐步恢复正常，油价中的战争溢价将大幅消退，且这一供应压力解除，油价回落将带动通胀预期下行，加息预期随之降温，进而为黄金打开反弹窗口。其二，若谈判破裂、战事扩大，油价可能在短期内再度急升，市场对通胀持续高企和美联储加息的押注将进一步强化，10年期美债收益率可能突破4.6%甚至向更高水平进发，黄金将继续承压。其三，若谈判拖延而未取得实质性突破，市场将持续处于“消息面驱动的高波动状态”，随着僵持的时间延长，黄金价格重心预计持续下移。

综上所述，6月贵金属市场的核心观察框架可以归结为：霍尔木兹海峡的航运状态决定了油价的方向，油价方向决定了通胀预期的走向，通胀预期通过美债收益率和美元这两个中间变量，最终决定了黄金的定价。在美伊局势实质性突破出现之前，市场将持续运行在这一“跷跷板”逻辑之下，高波动态势难以改变。投资者需重点关注三个时间节点：6月中旬的FOMC

会议将奠定下半年利率预期的基调、霍尔木兹海峡航运实际恢复情况将左右油价走势、以及随时可能出现的停火协议消息将触发贵金属市场的短期反弹行情。

第三部分 宏观面因素

一、通胀再起

2026年5月，全球宏观叙事以中东地缘冲突博弈为底色，而市场对于美国二次通胀的担忧被高位油价激活，市场定价逻辑由降息预期转弱倒向交易年内加息，宏观紧缩压力骤增，贵金属及各类风险资产定价受到显著压制，美元指数在5月份震荡走强。

月初，美伊在霍尔木兹海峡的军事对峙骤然升级，布伦特原油全月在94至105美元高位区间震荡。并且能源成本压力迅速向终端传导，5月12日公布的数据显示，美国4月CPI同比上涨3.8%，超出市场预期的3.7%，市场已经将能源项冲击纳入考量而现实通胀数据更加强劲，CPI创2023年5月以来新高；同时，核心CPI同比上涨2.8%，同样超出预期。5月13日公布的PPI数据进一步确认了通胀压力的广泛传导，4月PPI环比飙升1.4%，远超0.5%的预期，同比增速达6.0%；核心PPI同比上涨5.2%，创下三年多来的新高。多项数据刻画出能源价格飙升已快速传导至其他领域，造成大范围生产、生活成本抬升，二次通胀担忧急剧走强。

5月20日美联储4月会议纪要公布，其效果相当于从官方层面确认了当前市场对于货币政策预期的转向。联邦公开市场委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在3.50%至3.75%不变，但12名票委中有4人投反对票，为1992年以来最高分歧纪录。纪要显示，大多数官员明确表示，如果通胀持续高于2%，愿意支持进一步提高利率，“降息”已不再占据讨论焦点，投反对的票委也是对决议声明中鸽派表述进行抵制。鹰派信号直接冲击了年初以来市场相对乐观的降息预期，在此之后市场宏观预期全面转向紧缩。

5月下旬，美联储迎来重大人事变动。凯文·沃什于5月13日获得参议院以54票对45票的确认，5月22日在白宫正式宣誓就任美联储主席，接替任期届满的鲍威尔。沃什在就职致辞中表示将领导一个“改革导向”的美联储，从以往成功和失误中学习，摆脱不变的框架和模型。虽然沃什尚未在执掌美联储之后公开进行表态，但从历史数据来看，除伯恩斯之外，历任美联储主席换届后都伴随着10年期美债利率上行。一方面沃什此前在参议院提名确认听证会上已有较为鹰派的表态（强调联储独立性、强调通胀显著超过目标），他的上任恰逢通胀反弹、地缘动荡与市场预期转向三重压力叠加的敏感时刻，使得市场对其鹰派预期更加敏感；另一方面市场对于新任主席货币政策施政风格缺少了解，不同于鲍威尔执掌联储阶段，频繁与市场进行交流并以点阵图型式释放联储的预期，沃什本人强调联储应减少对市场的预

第四部分 基本面情况

一、黄金

(一) 黄金供需平衡

根据世界黄金协会（WGC）的最新统计，2026年Q1全球黄金供给总量1230.9吨，环比减少6.1%，同比上升4.5%。金矿产量同比增长5.8%，达885吨；回收金供应量同比增长5.0%，达366吨。

2026年Q1黄金需求总量同比下降7.9%至1196吨。其中，投资活跃度显著降温，拖累黄金需求整体增长：全球黄金ETF持仓增量缩减为62吨，同比下行72.6%；金条与金币购买量上行，触及12年来峰值；全球央行购金量达244吨，购金规模仍处于历史高位；另外，尽管消费电子领域出现波动，但受益于人工智能相关应用的持续增长，科技用金需求总体保持稳定。

2026年整体来看，世界黄金协会认为：2026年，紧张的地缘政治局势或将再度成为左右黄金走势的关键因素，也有望继续支撑各央行购金需求维持高位，以及金条金币投资需求保持稳健。金饰需求的疲软态势或将延续，回收金市场亦难出现大幅增量。若无经济衰退发生，全球金饰消费额有望保持稳健，但金饰需求吨数或将延续2025年的疲软态势。全球央行购金需求预计将保持稳健，规模接近2025年水平。金矿供应量与回收金量或与去年持平，高利润率将激励矿商维持生产，回收金市场虽保持活跃但增长或受限。

图表 13：黄金供需平衡

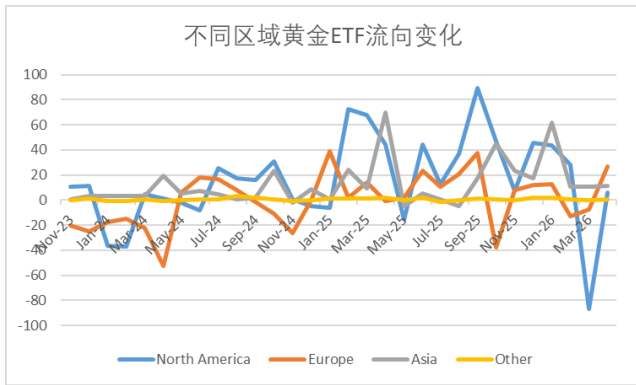
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	2026Q1环 比%
供应量																		
金矿产量	3,272	3,362	3,516	3,581	3,658	3,605	3,484	3,579.3	3,645.6	3,640.8	3,650.4	3,672	836	904	977	968	885	-8.6%
生产商净套保	105	13	38	-26	-12	6	-37	-5.4	-6.5	69.4	-53.8	-74	-7	-25	-8	-24	-20	-17.2%
回收金	1,130	1,067	1,232	1,112	1,132	1,276	1,293	1,135.8	1,136.1	1,233.6	1,365.3	1,404	349	347	344	366	366	0.1%
总供应量	4,506	4,442	4,786	4,667	4,778	4,887	4,740	4,710	4,775	4,944	4,962	5,002	1,178	1,227	1,313	1,310	1,231	-6.1%
需求量																		
金饰制造	2,544	2,479	2,019	2,257	2,290	2,152	1,324	2,252	2,208	2,208	2,027	1,638.0	424	356	419	438	335	-23.5%
金饰消费	2,530	2,459	2,104	2,240	2,250	2,127	1,398	2,177	2,095	2,109	1,887	1,542.3	382	341	371	437	230	-47.4%
金饰库存	13	20	-85	17	40	25	-74	75	114	99	140	95.7	42	14	48	1	35	3430.0%
科技	355	338	329	339	342	333	309	337	315	305	326	322.8	80	79	82	82	82	0.0%
电子用金	284	268	262	272	275	269	255	279	258	249	271	270.4	67	66	69	69	69	0.0%
其他行业	52	51	50	51	52	50	42	47	47	47	47	44.2	11	11	11	11	10	-5.5%
牙科	20	19	18	16	15	14	12	11	10	9	9	8.2	2	2	2	2	2	0.0%
投资	905	967	1,616	1,315	1,161	1,275	1,795	1,007	1,126	952	1,185	2,175.3	552	478	537	603	536	-11.2%
金条和金币总需求量	1,067	1,091	1,073	1,044	1,091	871	902	1,195	1,235	1,195	1,188	1,374.1	325	307	316	428	474	10.7%
金条	781	791	798	780	776	584	543	826	814	787	863	1,068.2	258	243	237	331	398	20.0%
官方金币	205	224	208	188	242	221	290	284	321	293	200	170.5	44	39	32	54	48	-11.6%
奖章/仿制金币	81	76	68	76	73	67	69	86	100	115	126	135.4	23	25	47	42	28	-34.2%
黄金ETFs及类似产品	-162	-124	543	271	70	404	893	-189	-109	-243	-3	801.2	227	171	222	175	62	-64.6%
各国央行和其他机构	601	580	395	379	656	605	255	450	1,080	1,051	1,092	863.3	242	172	220	208	244	17.4%
黄金需求	4,405	4,364	4,359	4,290	4,449	4,365	3,683	4,046	4,729	4,516	4,631	4,999.4	1,298	1,084	1,258	1,331	1,196	-10.1%
供需平衡	102	78	427	377	330	522	1,058	663	46	428	331	3	-120	143	55	-20	35	-271.6%
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1,266	1,160	1,251	1,257	1,268	1,393	1,770	1,799	1,800	1,941	2,386	3,432	2,860	3,280	3,457	4,135	4,873	17.8%

数据来源：世界黄金协会，银河期货

(二) 黄金 ETF 需求

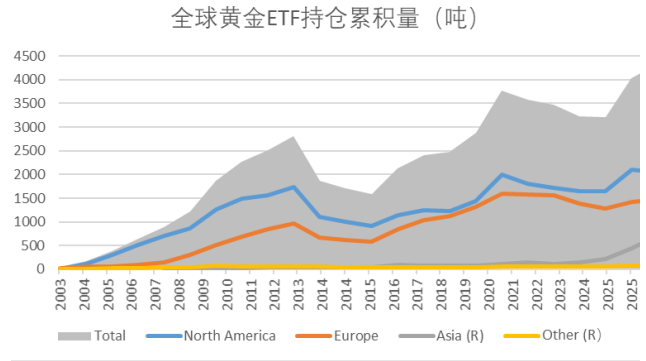
截止 4 月底，全球黄金 ETF 累积持仓达到 4317 吨，较 3 月底有所回升。4 月全球黄金 ETF 持仓增加 45.1 吨，分地区看，北美净流入 6.1 吨，欧洲净流入 26.9 吨，亚洲净流入 11.3 吨，其他地区流入 0.9 吨，和 3 月相比，基本转为净流入。

图表 14: 不同区域黄金 ETF 流向变化



数据来源：银河期货，WGC

图表 15: 全球黄金 ETF 持仓



数据来源：银河期货，WGC

二、白银

从金融属性来看，白银价格运行的大方向仍然主要跟随黄金，但在波动弹性上通常显著高于黄金。换言之，当市场交易的是美元信用、实际利率、地缘冲突和流动性环境这些宏观变量时，白银本质上仍是“高贝塔版黄金”。此前，在现货紧张、ETF 资金流入以及风险偏好共振的背景下，白银一度显著跑赢黄金，但随着 3 月中下旬中东战争升级、能源冲击推升市场对“更久维持高利率”乃至加息的担忧，银价回撤幅度明显大于金价，金银比当前处于 60 左右，属于相对更“正常”的水平。因此，我们倾向于白银相对于黄金的阶段性的估值重估已大体完成；后续若没有新的独立供需矛盾进一步发酵，白银大概率仍将以跟随黄金为主，但涨跌斜率和波动率会继续高于黄金。

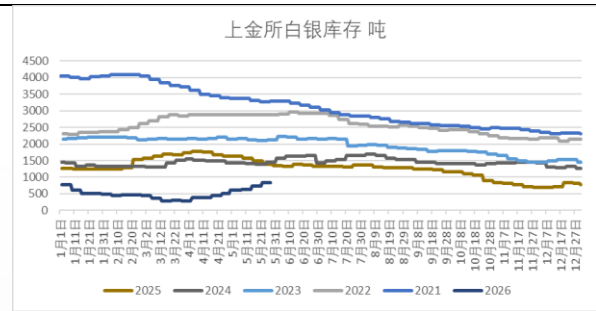
从基本面（工业属性）看，白银又不只是黄金的“影子资产”。此前白银之所以能够在金价走强的同时走出过一段独立行情，很大程度上源于其自身供需矛盾在过去一段时间持续积累：全球白银市场已连续多年处于供不应求状态，世界白银协会在最新的 2 月展望中预计 2026 年仍将录得约 6700 万盎司（约 2084 吨）的供需缺口，为连续第六年出现年度短缺，并明确指出市场仍将继续依赖地上库存的释放来弥补缺口。与此同时，库存层面的紧缺格局也没有因为银价的下跌得到根本逆转，LBMA 披露伦敦仓库截至 5 月底的白银库存较前月略有回升至 27453.68 吨（环比减少 0.12%），COMEX 的白银库存到 5 月底也回落至约 9843.98 吨（环比增

加 0.42%)，而国内上期所、上金所的白银库存截至 5 月底约 1822.81 吨。另外，从上金所递延费支付方向来看，国内白银买盘需求仍然较为旺盛。

总体而言，白银基本面的强势并不意味着价格可以脱离宏观环境独立运行。它的特殊之处就在于同时兼具贵金属的金融属性和工业金属的需求属性，因此一旦宏观主线发生切换，价格表现往往会比黄金更加剧烈。5 月，在中东局势陷入僵局、市场担忧能源冲击抬升美国通胀、并进一步迫使美联储更长时间维持高利率的背景下，白银并没有因为“供需偏紧”而独善其身，反而由于其对流动性和风险偏好更敏感，跌幅显著大于黄金。也正因为如此，如果后续战争演变真的引发宏观层面的转向，例如市场开始重新交易“高油价—高通胀—高利率维持更久”，那么需要重点关注白银 ETF 和其他投资性持仓的结构变化。一旦部分前期沉淀在 ETF 中的配置资金因为宏观预期变化而流出，相关持仓减少就可能转化为更多可流通库存的释放，从而阶段性缓解现货偏紧，并对白银价格形成额外压力。

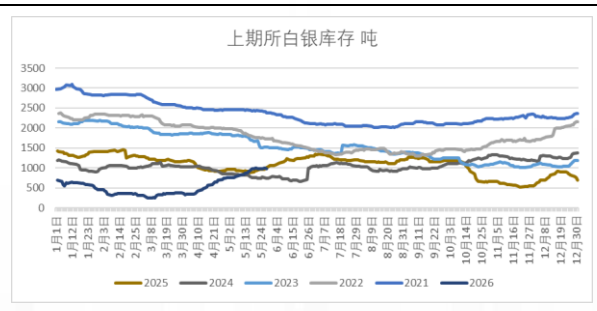
综上，我们倾向于当前白银市场更像是处在一轮历史罕见急涨急跌之后的再平衡阶段，并非简单进入单边下跌或单边上涨的新周期。一方面，白银此前由 ETF 投资需求、工业需求以及内外盘库存错位共同推动的强势逻辑，并未被彻底证伪，全球供需缺口、库存结构紧张和资源属性的支撑仍在；但另一方面，战争所带来的宏观新矛盾——尤其是能源价格、利率预期、美元流动性和地缘消息反复——正在压制市场对这些基本面利多逻辑。从当前情况看，白银短期内大概率既难迅速重回此前那种逼空式上行节奏，也很难在基本面未明显松动的前提下彻底转入熊市，更现实的情形是继续处在高波动、高博弈的调整期。在此阶段，白银大概率仍会继续紧密跟随黄金运行，但由于其金融属性与工业属性交织、且对流动性更为敏感，其波动幅度和交易难度预计都将继续高于黄金。

图表 16 : 上金所白银库存



数据来源: iFinD, 银河期货

图表 17: 上期所白银库存

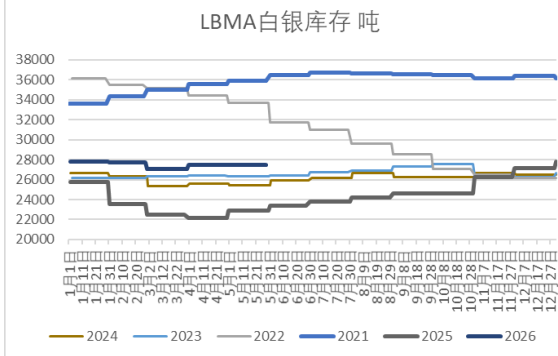


数据来源: iFinD, 银河期货

贵金属月报

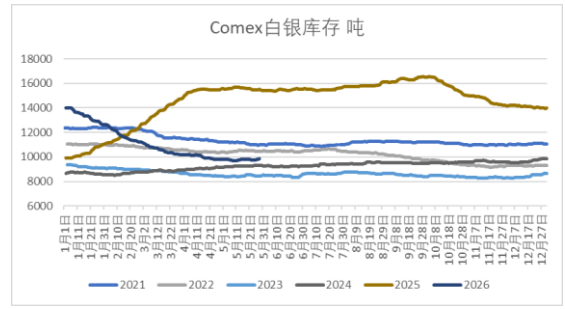
2026年5月29日

图表 18 : 伦敦 LBMA 市场白银库存



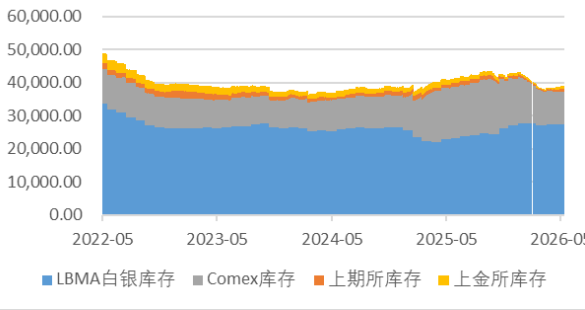
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 19: 美国 Comex 市场白银库存



数据来源: iFinD, 银河期货

图表 20 : 四个交易所总白银库存



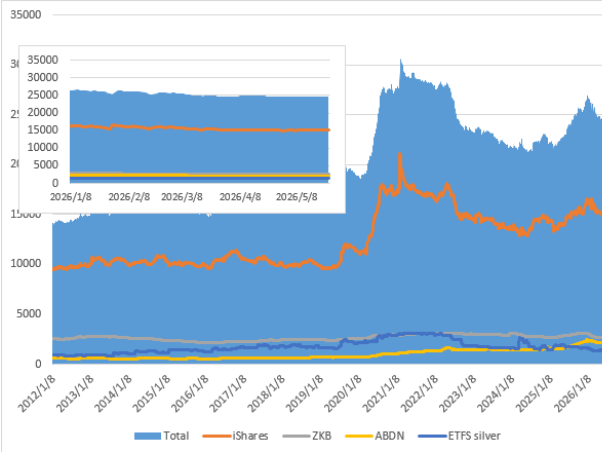
数据来源: iFinD, 银河期货

图表 21: 国内白银升贴水 (对白银 td)



数据来源: SMM, 银河期货

图表 22: 全球白银 ETF 总持仓及头部 ETF 持仓



数据来源: 银河期货, 彭博

图表 23: 白银租赁利率



数据来源: 银河期货, 彭博

三、铂、钯基本面

(一) 铂钯供需平衡

根据世界铂金协会及企业财报，2026年预计：(1) 2026年铂金供应量将会转增，在原生供给方面，南非地区受洪水冲击影响的产能恢复，叠加津巴布韦地区 Karowa 铂矿在 2026 年逐步释放产能影响，预计在 2026 年原生端供给将增加 0.17% 至 173 吨；回收方面，预计在铂金价格回升的刺激叠加汽车报废补贴的激励，2026 年汽车催化剂回收产出将达到 56 吨，同比增长 8.15%，珠宝首饰回收供给将增加 10% 至 12 吨。总供给将因此获得 2% 的增长，达到 229 吨 (2) 总需求将会延续缩减趋势，首先在汽车领域，对铂金的需求下滑基本形成趋势，2026 年预期需求继续减少 2.13% 至 92 吨；首饰消费方面，由于铂金价格在 2025 年出现快速回升，相对黄金的比价优势减弱，首饰领域的需求略有减少，同比缩减 11.59% 至 61 吨；世界铂金协会对于铂金在投资领域需求相对悲观，预期在投资金条、金币需求略有走强但在 ETF 需求方面将有所下行，总体来看投资领域需求将流出 11 吨。(3) 供需平衡方面，基本呈现供需紧平衡状态，在投资需求相对悲观的情况下，有 11 吨的短缺。

图表 24: 铂金供需平衡表 (吨)

吨		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YOY(%) 2025	2026f	YOY(%) 2026	
供给	精炼产量														
	南非	136	136	139	136	103	146	122	123	129	123	-4.55	125	1.87	
	津巴布韦	15	15	14	14	14	15	15	16	16	16	-3.71	16	0.00	
	北美	12	11	11	11	11	8	8	9	8	7	-23.40	6	-14.29	
	俄罗斯	22	22	21	22	22	20	21	21	21	21	-9.77	20	-4.76	
	其他	6	6	6	5	6	6	6	6	6	6	3.66	6	0.00	
	库存变动	1	1	0	0	-3	-3	1	0	0	0	-	0	-	
	原生供给合计	192	192	191	189	153	193	173	175	180	173	-5.84	173	0.17	
回收		58	60	61	67	63	66	56	47	47	52	6.66	56	8.15	
	汽车催化剂	38	41	44	50	48	50	43	35	36	39	4.81	42	7.69	
	珠宝	19	17	16	15	13	13	12	10	9	11	13.76	12	10.03	
	工业	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	6.58	3	7.41	
	总供给	250	251	252	256	216	258	230	222	227	225	-3.25	229	2.02	
需求	汽车	105	103	97	84	68	77	86	100	97	94	-2.86	92	-2.13	
	首饰	78	77	70	66	57	61	58	58	62	69	7.42	61	-11.59	
	工业	63	59	63	69	62	75	67	74	75	62	-21.50	70	12.03	
	化工	17	18	18	25	20	21	21	26	19	18	-8.00	19	6.24	
	石油	7	4	7	7	3	5	6	5	5	6	14.56	4	-28.95	
	电子	6	7	6	4	4	4	3	3	3	3	2.15	4	35.37	
	玻璃	10	8	9	7	14	22	14	15	22	6	-74.42	12	117.97	
	医疗	7	7	7	9	8	8	8	9	9	10	10	3.90	10	0.47
	固定式氧气和其他	-	-	-	1	1	1	0	1	1	2	21.95	2	28.60	
	其他	15	16	16	16	13	14	15	15	16	19	-0.40	19	0.00	
	投资	17	9	0	39	49	9	-16	12	22	35	5.70	17	-51.43	
	铂金条和铂金币的变化	14	7	9	9	18	11	8	10	6	12	73.20	17	41.67	
	中国铂金条 ≥500克	-	-	-	0	1	1	3	4	5	5	14.81	6	20.00	
	ETF持有量变化	0	3	-8	31	16	-7	-17	-2	9	6	-76.35	-3	-	
	交易所持有库存变化	3	-1	-1	-1	14	4	-10	0	2	12	-	-3	-	
	总需求	262	247	231	257	237	221	196	244	256	260	-5.11	240	-7.86	
	平衡	-12	4	21	-1	-21	38	34	-22	-29	-36	-	-11	-70.06	

数据来源：银河期货，WPIC，企业财报

根据庄信万丰及企业财报对于 2026 年的预测：(1) 2026 年钯金总供应将出现 2.71% 的缩减，达到 294.20 吨，在原生供给方面，与 2025 年相比有明显缩减；回收方面，预计在钯金

价格回升的刺激叠加汽车报废补贴的激励，2026年汽车催化剂回收产出将达到106吨，同比增长9.45%，电子器件回收供给将增加0.69%至14.6吨。（2）总需求将会继续走弱8.85%到287.40吨，首先在汽车领域，2026年预期需求继续减少4.85%至243.50吨；化工领域需求方面，将贡献2.48%的增量，达到16.5吨。（3）供需平衡方面，呈现供给过剩的状态，结束十余年的供需缺口状态转向过剩格局。

图表 25：钯金供需平衡表（吨）

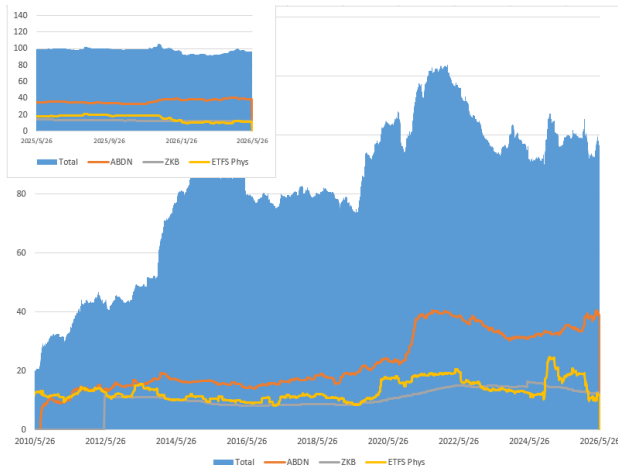
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YOY(%) 2025	2026	YOY(%) 2026
供给															
南非	66.13	83.45	79.94	79.22	79.10	79.97	61.43	82.27	71.16	73.40	75.27	69.90	-6.32	69.50	-0.57
俄罗斯	80.53	75.71	86.50	76.27	92.56	92.91	81.99	83.64	68.43	83.98	85.53	91.80	-6.68	76.20	-16.99
北美	27.71	27.18	28.52	29.73	32.19	32.41	30.79	28.24	25.88	26.84	25.32	22.10	-15.85	20.50	-7.24
津巴布韦	10.17	9.95	12.32	12.01	12.22	11.79	12.75	12.19	12.72	13.28	13.03	13.10	3.82	13.20	0.76
其他	4.98	4.48	4.01	4.07	4.20	4.35	5.75	6.59	7.31	7.68	7.81	8.10	1.59	8.20	1.23
原生总供给	189.51	200.77	211.29	201.30	220.27	221.43	192.72	212.93	185.50	205.19	206.96	205.00	-6.70	187.60	-8.49
回收															
汽车	82.11	76.92	77.39	88.86	96.76	105.91	97.29	103.85	101.30	89.11	91.44	97.40	4.01	106.60	9.45
电子及其他	64.60	60.71	61.77	73.31	81.62	90.70	83.64	89.76	86.78	74.31	76.17	82.60	4.74	91.60	10.90
珠宝	14.74	14.77	14.96	14.90	14.77	14.84	13.37	13.81	14.21	14.49	14.96	14.50	0.42	14.60	0.69
其他	2.77	1.43	0.65	0.65	0.37	0.37	0.28	0.28	0.31	0.31	0.31	0.30	0.00	0.40	33.33
总供给	271.63	277.69	288.67	290.16	317.04	327.33	290.01	316.79	286.81	294.30	298.41	302.40	-1.71	294.20	-2.71
需求															
汽车	232.87	238.16	249.42	261.98	274.86	300.93	265.44	262.89	261.67	272.68	258.56	255.90	-4.66	243.50	-4.85
化工	9.74	13.97	13.03	13.53	18.82	16.48	15.49	18.44	18.72	16.76	16.98	16.10	-2.20	16.50	2.48
牙科及生物医学	14.59	14.74	13.53	12.38	11.32	9.95	7.09	6.47	5.88	5.97	5.51	5.10	-4.52	4.70	-7.84
电子	30.17	28.09	27.12	26.25	23.89	22.11	19.78	20.19	17.01	16.05	16.64	16.60	1.31	16.70	0.60
投资	29.33	-20.50	-20.09	-12.01	-17.85	-2.71	-5.91	0.53	-3.39	1.90	7.12	11.90	-116.16	-3.60	-130.25
珠宝	8.46	6.84	5.88	5.19	4.60	3.98	2.64	2.74	2.71	2.71	2.64	2.50	0.00	2.50	0.00
污染处理	1.68	1.74	2.21	2.43	2.67	2.49	2.33	2.86	3.17	3.83	3.86	4.10	4.84	4.30	4.88
其他	2.52	3.23	3.55	2.83	3.64	3.73	2.89	2.99	2.55	2.64	2.67	3.10	13.95	2.80	-9.68
总需求	329.35	286.28	294.64	312.59	321.95	356.97	309.76	317.10	308.33	322.54	313.99	315.30	-6.42	287.40	-8.85
供需平衡	-57.73	-8.58	-5.97	-22.43	-4.91	-29.64	-19.75	-0.31	-21.52	-28.24	-15.58	-12.90	-	6.80	

数据来源：银河期货，Johnson Matthey，企业财报

（二）ETF 需求及租赁利率表现

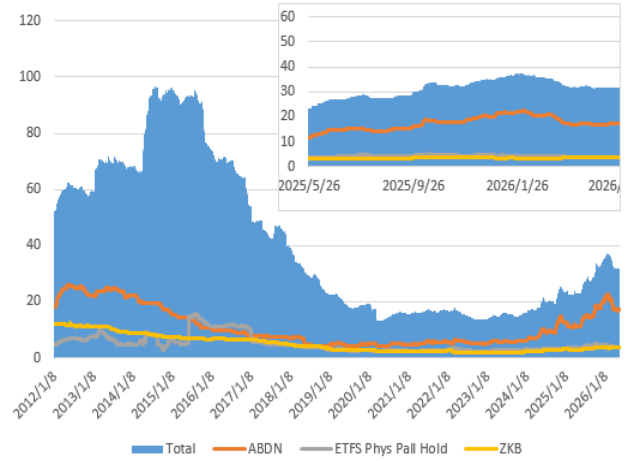
投资领域，铂、钯 ETF 基金持仓在 2026 年一月以后价格回调阶段也出现明显回退，5 月份有所持稳，铂金 ETF 总体维持高位，钯金 ETF 总体仍处于上行趋势。从租赁利率的情况来看，现货紧缺情况已有明显好转。

图表 26: 铂金 ETF 持有量 (吨)



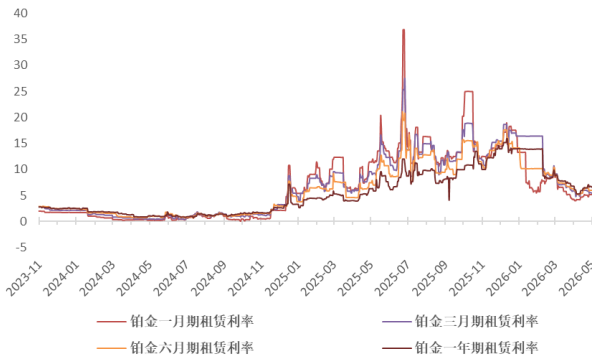
数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 27: 钯金 ETF 持有量 (吨)



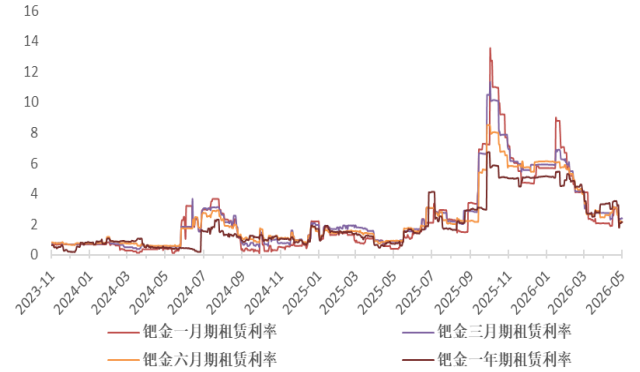
数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 28: 铂金租赁利率



数据来源: 银河期货, Bloomberg

图表 29: 钯金租赁利率



数据来源: 银河期货, Bloomberg

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

上海：上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799