

黄金的沉默：当安全资产开始下跌

2026年6月11日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 宏观小组

研究员：杨璐 从业资格号：F3071017 投资咨询号：Z0021280

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400-626-9988

网站地址：www.alqh.co

摘要：两种噪音之间的空白

2026年6月10日，黄金失守4200美元，为3月23日以来首次。伦敦金现货在欧市盘中跌至4169美元附近，较1月29日创下的历史高点5,598.75美元回撤近25%，进入技术性熊市。

跌幅不算小——从5月底的4700美元上方跌至4160美元，两周跌幅超过11%。但那种沉闷的、毫无反抗的阴跌，比任何一次大跌都更折磨人。没有恐慌盘，没有抄底资金，成交量一天比一天萎缩，市场像是屏住了呼吸。即便6月9日一架美军直升机在霍尔木兹海峡附近被击落、华盛顿对伊朗目标发动新一轮打击，黄金也未能获得任何避险买盘。

打开投资论坛或财经评论区，会发现关于黄金的声音已经被压缩到了两种极端。

第一种声音说：央行还在买，去美元化不可逆，下跌就是黄金坑，拿住就能穿越周期。

第二种声音说：高利率环境下黄金没有收益，5000美元是史诗级泡沫，复制2013年大跌只是时间问题。

这两种声音都有数据支撑，都能自圆其说，也都完全正确——在它们各自的逻辑闭环里。但它们共享一个致命的缺陷：**都把黄金当成一个孤立存在的赌局，认为只要抓住一个变量就能预判方向。**

而现实是，黄金从来不是孤岛。它和股市、债券、货币信用、能源价格之间，存在一套精密的关系算法。这套算法不会永远指向“涨”或“跌”，而是随宏观经济环境在几种模式之间切换。当下的连续下跌，到底对应着这套算法的哪一段程序？这个问题，才是穿透非黑即白噪音的关键。

一、三重关系——黄金与股市的三种模式

在拆解当前下跌之前，我们需要先建立一套共同的语言。这套语言不预测价格，只描述关系。

黄金与股市并非固定的跷跷板，而是在三种模式之间切换，驱动变量是实际利率、通胀预期和增长动能。

反向关系：经济恶化、风险偏好下降，资金流出股市流入黄金。发生在滞胀和危机时期，是“跷跷板论”的来源。

同向关系：经济向好、流动性充裕，股市与黄金共享货币宽松的红利，携手上涨。

双杀关系：高利率环境下，持有黄金的机会成本显著上升，股票的估值压力也随之加大；相比之下，现金和短债的吸引力提升，成为资金阶段性偏好的方向。

过去四年，这三种关系我们全部见识过。2022年的股金双杀，2023-2024年的同向上涨，2025年底开始的反向分化——美国经济数据走弱，股市波动，黄金独自走强，一路冲到5600美元。

而现在，2026年6月，连续下跌的黄金，很可能正在宣告关系模式的又一次切换。理解这次切换的动力来源，才是解读当前行情的真正钥匙。

二、另一个跷跷板——黄金与油价的三个阶段

黄金与油价的关系，同样不是固定的。过去三个月，两者走过了清晰的三个阶段。

图一：黄金与原油价格对比



数据来源：iFind、安粮期货研究所

第一阶段：同步大涨。 地缘冲突刚刚爆发时，避险需求和利率宽松预期共同推动原油与黄金同步飙升。这一阶段，市场对冲突的认知仍是“短期、局部”，通胀预期尚未完全暴露。

第二阶段：跷跷板形成。 当霍尔木兹海峡的航运中断成为关键转折点，市场意识到油价大涨将推高通胀，而通胀又会迫使美联储无法降息。更高的利率预期让美元和美债收益率走强，从而压制黄金。至此，油价涨则金价跌、油价跌则金价涨的跷跷板效应维持了两个多月。

第三阶段：跷跷板被打破。 就在最近，原油价格连续下跌，黄金却没有按照规律上涨。维持了两个多月的关联性被打破。

高油价持续的时间足够久，市场关注的已不是油价本身，而是它是否引发了更广泛的结构性的通胀——**核心 PCE 是否稳定**。

通胀的来源已经不仅仅是油价。AI 带来的巨额资本开支、关税推高的商品价格、住房租金的粘性，正在与油价共同推动通胀。油价在通胀中的权重开始下降。

6月10日最新CPI数据恰恰验证了这一转变。5月未季调CPI年率录得4.2%，

创 2023 年 4 月以来新高，能源价格环比大涨 3.9%，汽油环比大涨 7.0%。数据完全符合市场预期，黄金短线冲高近 40 美元后迅速回吐涨幅，收于 4160 美元附近。短期利率期货显示交易员对加息的押注有所减少，但黄金并未因此持续反弹。

这意味着，影响黄金走势的因素已经回归到了通胀数据本身，以及数据背后关联的实际利率。市场交易的主线，已经从输入性通胀转向了内生性通胀。那些关于“通胀是暂时的、局部的”侥幸，正在被二次通胀和工资-物价螺旋所替代。

三、解剖下跌——谁在卖，以及为什么卖

要判断当前运行的是哪一段程序，首先需要看清资金流向。

图二：黄金 ETF 持仓量近期变化与金价走势对比

SPDR黄金持仓量与现货黄金价格对比图



数据来源：iFind、安粮期货研究所

本轮下跌的卖压并非来自央行。各国央行在 5000 美元以上确实放缓了采购，但并未出现净卖出。真正的压力来自两个方向。

第一，COMEX 投机性多头的被动平仓。 5 月非农数据是关键引爆点。

5 月非农就业人口新增 17.2 万人，几乎是市场预期 8.8 万人的两倍；

3 月和 4 月数据合计上修 9.3 万人，构成两年多以来最强劲的三个月就业增幅；

数据发布后，伦敦金直接进入技术性下跌区。

在数据公布前，COMEX 黄金投机性净多头持仓高达 111,341 手，创 18 周新高，大量多头是基于“美联储下半年降息”的逻辑建仓的。非农数据踢翻了降息这碗饭，止损盘蜂拥而出，仓位被动削减。

第二，亚洲实物需求的疲软与 ETF 持续流出。 上海黄金交易所的溢价从年初的每盎司 30 美元以上收窄至个位数。全球最大黄金 ETF——SPDR Gold Trust 在 6 月 5 日单日减持 5.223 吨，为近期最大单日流出，恰好对应非农数据公布次日。截至 6 月 9 日，SPDR 持仓已降至 1016.495 吨，较月初减少约 12 吨。

至此，**下跌的直接原因已经清晰，边际买家离场，投机者被触发止损。**但这只是“什么在跌”，不是“为什么现在跌”。更深层的驱动力，藏在利率市场里。

四、真正的推手——高利率幽灵的回归与工资-物价螺旋

让我们看一条时间线：

2026 年 3 月，市场押注美联储年内降息三次，终点利率 3.75%。

4 月，核心 PCE 意外反弹至 3.2%，市场开始动摇。

5 月，多位美联储官员鹰派发声，暗示“保持耐心”，年内降息预期从三次缩至一次。

6 月第一周，2 年期美债收益率从 4.2% 攀升至 4.6%，实际利率同步走高。

6 月 5 日，非农数据大超预期，市场对美联储 12 月加息的概率从约 50% 提升至 72%。

6 月 10 日，CPI 数据公布后，利率期货显示：6 月维持利率不变的概率为 96.3%，7 月为 86.4%。但远期加息预期明显升温，市场不排除年内累计加息 50 个基点的可能。

当无风险的短期国债提供 4.5% 以上的名义收益、实际收益超过 2% 时，持有黄金的机会成本就不再是理论问题，而是实实在在的现金流损失。

这个逻辑并不新鲜。但当前有一个比 2022 年更复杂的新机制正在发酵：**工资-物价螺旋。**

当高油价持续超过三个月，它通过运输、能源、服务业全面传导至实体经济：汽油、柴油、航空燃油及电力成本上升，导致所有物资的运输成本上涨；酒店冷暖、餐厅能源等服务业成本上升；石油作为化肥和塑料的主要原料，又让食品和包装成本上升。至此，高油价完成了对实体经济的全面渗透。

更关键的是下一步，当生活成本全面提高，公众会要求涨工资；企业为满足涨薪要求不得不提升商品价格；商品价格上涨又进一步推高生活成本。至此，工资-物价螺旋形成，通胀自我强化。

这一机制一旦确立，将显著增加政策应对的复杂性。到了这个阶段，加息的必要性才变得紧迫——因为它可以通过提升利率来增加借贷成本，抑制需求和经济扩张速度，打断工资-物价螺旋。

5 月非农数据之所以破坏力巨大，正是因为强劲的就就业暗示劳动力市场紧张，可能成为工资上涨的导火索。5 月平均时薪同比仅增长 3.4%，为 2021 年以来最慢，但物价涨幅连续第二个月超过工资增速——消费者实际购买力继续受到侵蚀，这意味着下一轮涨薪的政治压力正在积聚。

五、央行的沉默与买家的熄火

央行是黄金的长线买家，但并非唯一的边际买家。

中国央行 5 月增持 32 万盎司（约 10 吨），创下去年以来单月最大增幅，连续第 19 个月增持。全球央行 4 月恢复净购金约 17 吨（3 月为净抛售近 30 吨）。**央行不仅没有卖，反而在加大力度。**

但问题在于央行的买入力与投机盘的抛售力之间，正在发生一场不对称的拉锯。前者追求年化回报，后者追求日内损益。目前短期定价权掌握在后者手中。

更值得警惕的是另外两类买家的“熄火”。

过去几年，两类力量同样重要。**一是依赖石油进口的新兴经济体**，为减少对美元的依赖而加速增储黄金；**二是海湾经济体**，在石油贸易中获得大量美元后将黄金作为投资方向。两者合计占黄金实物需求的近 20%。

但霍尔木兹海峡的航运中断改变了这一切。对于石油进口国，油价上涨意味着需要花更多美元购买石油，外汇储备被迅速消耗。为了保证生产和汇率稳定，其中一些经济体被迫卖出黄金换取美元。基本面尚可的，购金能力也大打折扣。对于海湾产油国，超过一半的能源出口收入被影响，叠加前些年基建投入消耗了大量财政储备，购金能力同样锐减。

至此，两类大买家的购买力基本熄火。如果海峡航运迟迟无法恢复正常，它们不仅无法恢复买入，甚至不排除卖出黄金救急。当总量不变而需求萎缩，价格自然会受到影响。

六、股市的冷眼——当纳斯达克在黄金的伤口上创新高

6 月初，股市和黄金曾经上演过一幕让黄金多头最难受的对照：纳指在创新高，黄金在阴跌。

6 月 2 日，标普 500 指数上涨 0.26% 至 7,599.96 收盘，纳斯达克综合指数上涨 0.42% 至 27,086.81，道琼斯工业平均指数上涨 0.09% 至 51,078.88——三大指数在同一天均创下历史新高。截至当天，2026 年标普 500 已累计 26 次盘中创出新高，过去不足两个月间有 20 次破顶。科技股的狂欢似乎没有尽头，人工智能的叙事足以压倒一切宏观疑虑。

按照反向关系的剧本，这本该是黄金涨、股市跌的时刻。但现实恰恰相反。这意味着：利率预期的收紧对黄金的压制，暂时压过了任何避险需求；科技股的高位运行，说明资金仍在追逐增长故事，而不是在寻找避难所。

然而，这种背离只持续了短短几天。

表一：美股核心指数的关键表现

日期（美东时间）	纳斯达克指数	标普 500 指数	道琼斯工业指数	关键事件与背景
----------	--------	-----------	---------	---------

6月2日 (周一)	27,086.81 (创历史收盘新高)	7,599.96 (创历史收盘新高)	51,078.88 (创历史收盘新高)	三大指数同日创新高。
6月3日 (周二)	26,853.98 (-0.86%)	7,553.68 (-0.61%)	50,687.07 (-0.77%)	获利了结拉开回调序幕，结束了连续5日创新高走势。
6月5日 (周五)	25,709.43 (-4.18%)	7,383.74 (-2.64%)	50,866.78 (-1.35%)	“黑色星期五”：5月非农数据大超预期引爆加息担忧，科技股遭“踩踏”。
6月9日 (周二)	25,678.82 (-0.97%)	7,386.65 (-0.26%)	50,872.11 (+0.17%)	市场对加息及地缘冲突的担忧反复，AI相关板块盘中下跌。
6月10日 (周三)	25,169.50 (-1.98%)	7,266.99 (-1.62%)	49,918.78 (-1.87%)	地缘冲突升级，道指跌破50000点大关。科技板块较高点回调11%，进入技术性回调区间。

数据来源：iFind、安粮期货研究所

6月3日，三大指数同步收跌，结束了连续5日创新高的走势。获利了结盘开始涌出。

真正的转折发生在6月5日，“黑色星期五”。当天公布的5月非农就业数据大超预期（新增17.2万 vs 预期8.5万），市场对美联储加息的预期急剧升温。纳斯达克指数单日大跌4.18%，标普500跌2.64%。科技股成为重灾区：费城半导体指数单日大跌10.26%，创2020年3月以来最差表现，市值单日蒸发超过1.2万亿美元；英伟达自6月2日以来累计下跌超10%，博通跌约20%，美光科技单日重挫13.25%。

此后跌势未止。6月9日，地缘冲突升级（美军直升机被击落、美国对伊朗发动新一轮打击），市场避险情绪升温，但黄金并未受益，因为避险资金同时也在逃离股市。6月10日，道琼斯工业指数跌破50,000点大关，纳斯达克较6月2日高点已累计回调约11%，正式进入技术性回调区间。

至此，最初的“纳指涨、黄金跌”的背离格局，已经彻底转变为了股金双杀。

这个转变，恰恰验证了本报告第一章所定义的第三种关系模式：**双杀关系下，高利率环境对各类资产形成普遍压力，持有黄金的机会成本上升，股票的估值压力加大，而现金和短债在这一阶段相对更具吸引力。**6月2日创新高时的狂热，如今回看，不过是风暴前的最后一个微笑。当利率预期的钟摆从“降息”摆向“加息”时，股市和黄金都无法独善其身。两者的同步下跌，不是偶然的巧合，而是同一宏观力量在不同资产上的平行投射。

对于黄金而言，这意味着一个更深层的现实，在加息预期主导的市场里，黄金无法靠“避险”独活。如果股市的下跌是由利率担忧而非系统性危机驱动的，那么资金的首选去处是现金和短债，而不是黄金。这也是为什么地缘冲突升级的周末过后，黄金依然没有获得避险买盘，市场的恐惧，不是恐惧本身，而是恐惧利率会更高。

而从另一个角度看，股市的大幅回调也为黄金的未来埋下了一颗种子：如果科技股的泡沫真的开始破裂，如果“软着陆”叙事被“硬着陆”取代，那么资金将重新寻找避难所。届时，黄金与股市的关系，可能从“双杀”再次切换为“反向”。

但在那之前，在7月美联储会议给出更清晰的信号之前，现金为王，双杀继续。

七、历史的三个坐标

面对当前局面，有三个历史时刻可以作为参照。

表二：三个可比时刻特征对比

时间	背景	黄金表现	最终走向	对当前的启示
1980年2月	沃尔克加息峰值	从850跌至300美元	20年熊市	极端利率可以终结一切牛市
2008年3月	贝尔斯登危机	从1000跌至680美元	6个月后创新高	流动性危机下黄金被短暂错杀
2013年4月	缩减恐慌	两日大跌200美元	持续下跌至2015年	预期转变可触发剧烈重定价

数据来源：安粮期货研究所。

目前最像2013年，“缩减恐慌”的预期转变，从极度宽松转向收紧，恰恰是市场正在经历的情绪重定价。2008年的类比需要附加一个条件：如果出现类似2008年的流动性冲击，黄金可能先被错杀再快速反弹。但当前没有系统性流动性危机，因此2008年的坐标参考意义有限。

核心测试点在7月的美联储会议及后续的能源价格走势。如果油价在后续月份出现回落，CPI同比压力有望逐步缓释；反之，若通胀粘性持续超出预期，利率路径的调整压力将逐步显现，黄金的调整就可能比大多数人预期的更深、更久。

八、一个比“跌完了没有”更重要的问题

与其追问“跌到什么时候”，不如换个问题：**你当初买入黄金的理由是什么？**

如果是“去美元化不可逆”、“央行永远在买入”、“全球债务终将崩盘”，

这一周的下跌没有证伪任何东西。这些逻辑的兑现周期是十年而非十天。但长期逻辑不保证短期不跌。1980年到2000年，黄金跌了20年，但长期逻辑（通胀对冲、货币替代）在2001年后用6倍的涨幅完成了兑现。所以问题从来不是“逻辑在不在”。

如果是“抗通胀”，通胀确实还在，但市场对通胀的定价已经改变。黄金对冲的是通胀意外，而不是通胀本身。高利率预期压制大多数的资产，这不是黄金“失灵”，而是这套关系算法短期内切换到了现金为王的段落。这个段落里，黄金的功能不是上涨，而是等待。

九、结语——双杀模式下的市场特征与参与者视角

当前的双杀行情呈现出一些典型的市场特征：价格连续破位、成交量放大、反弹乏力。不同的参与逻辑在这一环境下会面临不同的考验。

对于以短期价差为目标的参与者而言，趋势的延续性是当前市场结构的重要特征。在此类行情中，逆势持仓需要承受更高的波动成本。

对于以长期配置为目标的参与者而言，核心挑战在于如何在趋势不利的阶段维持持仓纪律。杠杆的使用需要与对行情持续时间的判断相匹配；浮亏在配置逻辑未被证伪的前提下，属于持有过程中的正常成本。**需要警惕的一种状态是：以长期逻辑作为开仓依据，却以短期情绪作为止损依据。**

在任何市场环境中，清晰识别自身的时间维度与风险承受边界，都比猜测价格拐点更为关键。在双杀行情里，价格的绝对水平意义有限。但波动率会告诉你市场结构是否在发生变化。当VIX从高位回落、当黄金的日内波动收窄、当成交量开始萎缩，这些信号比任何价格预测都更有价值。

黄金不是孤岛。它的走势是它与股市、利率、油价之间多重关系博弈的结果。理解你身处哪种关系模式，比试图预测价格更为重要。

免责条款

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。