

The background of the page features a dark blue gradient with a subtle texture of glowing orange and yellow particles. Overlaid on this are several large, semi-transparent blue geometric shapes: a large triangle at the top left, a large diamond shape at the bottom right, and a smaller triangle pointing upwards from the bottom center.

EMCO

2026

全球资产配置新起点
新兴市场及大宗商品市场展望报告

目录

摘要	2
全球宏观展望	5
新兴市场展望	17
大宗商品展望	37

本宣传资料由工银标准银行股份有限公司（“工银标准银行”）、其子公司（包括工银标准证券股份有限公司）或分支机构（“工银标准银行集团”）编制，仅供参考。本资料不构成投资研究，亦不应被视为投资研究。本资料并非按照旨在促进研究独立性的全部法律要求编制，且不受任何关于在投资研究发布前进行交易的禁令约束。

摘要

岁月不居，时节如流。新年钟声即将敲响，全球投资者也在密切关注全球经济形势，对未来市场走势研判存在一定分歧。2025年是丰收的一年，全球各类资产均取得优异表现，但地缘政治局势持续演变、货币及财政政策执行路径、人工智能技术广泛应用的潜在影响仍有待被市场充分认知。回首过去五年，市场先后经历了疫情冲击（2020-2022）、俄乌冲突引发的通胀上涨（2021-2023）、关税冲击（2025年4月），“DeepSeek时刻”（2025年1月）等诸多意外的时刻，市场展现出较强的抗冲击能力及运营韧性。时至今日，这些事件仍在深刻影响着投资者与监管的决策。

在这一全球大类资产重新配置的重要时刻，工银标准作为工行集团内专业从事大宗商品和金融市场业务的银行，首次发布《2026年新兴市场及大宗商品展望》报告，与您分享我们在上述领域的专业市场洞察。

根据世界银行定义，新兴市场是指正在逐步迈向发达经济体的国家，其特征包括国内固定收益和股票市场具备一定流动性，具有相应交易场所及监管体系。这些市场通常呈现经济快速增长、工业化的特征，在为全球投资者提供独特的投资机会的同时，也往往伴随一定风险挑战。在资产表现分化的背景下，投资者持续寻求更为多元化、均衡的投资组合配置。我们认为，2026年，投资者将更为认可新兴市场的相对投资价值，重点关注区域包括非洲（埃及、加纳、尼日利亚、乌干达、赞比亚）以及中亚地区（哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦）。

在国际经济金融形势不确定性加剧的背景下，大宗商品市场通常较传统经济指标更快反映产业链上下游供需变化，其动态特性使其成为全球经济格局中必须密切关注的关键领域。我们预计，2026年，贵金属可能再次出现阶段性强势表现；因铜在全球能源转型与人工智能技术的推进中扮演重要角色，看好铜的表现。

总体而言，宽松的货币环境与较好的市场情绪，将继续在2026年支持新兴市场及大宗商品市场的表现。

摘要：新兴市场十大趋势

1

本币资产需求上涨

新兴市场和前沿市场的本币计价债券发行量将有所增加，预计投资者对本币计价资产的投资兴趣显著提升。

2

资本流入新兴市场

投资者追求高收益资产，预计将推动更多资本流入新兴和前沿市场，改善当地市场流动性、支持经济增长前景。

3

主权信用有所改善

多个前沿市场宏观基本面有所改善，预计将获得信用评级上调。

4

主权风险展望稳定

整体风险环境保持稳定，主权债务重组或违约的概率较低。

5

风险情绪产生扰动

新兴市场预计将实现良好投资回报，但其表现容易受到全球风险偏好转向影响，与美国股市波动密切相关。

6

组合久期延长策略

投资者可能在埃及、乌兹别克斯坦和尼日利亚等部分前沿市场采取长周期策略，以捕捉潜在利差收窄机会、获取更高投资收益。

7

埃及：稳定与机遇并存

受强劲的外部融资支持和埃及政府改革等利好因素支撑，埃及通胀指标回落、财政指标改善，创造了有吸引力的投资环境，为投资者提供良好收益。

8

尼日利亚：改革诞生机遇

受外汇自由化改革、石油行业重组、财政改革等利好因素支撑，尼日利亚具有强劲的外汇储备，通胀正在回落，其资产表现良好。

9

乌兹别克斯坦：金价助力转型

受市场自由化转型、货币币值低估、黄金出口带动外汇储备上升等利好因素支撑，乌兹别克斯坦具有良好的外部环境，提升资产收益。

10

加纳：融资渠道打开创造机遇

IMF及世界银行对于其债务可持续性的担忧，一定程度上限制了外部投资者进入，预计加纳有望于2026年恢复国际市场债券发行，为国际投资者重新提供市场准入机会。

摘要：商品市场十大趋势

1

黄金价格大幅上涨

2025年，黄金价格大幅上涨，主要受央行持续购金、美国激进贸易政策以及地缘政治扰动支撑。避险资金和ETF资金流入进一步助力金价涨势，使黄金成为全年表现最佳的资产之一。

2

珠宝转向实物投资

金条及金币等投资需求，与黄金珠宝消费产生分化，凸显黄金从消费者的奢侈之选，逐步转向战略性对冲工具，实物投资需求显著增长。

3

黄金价格依然看涨

随着美联储宽松步伐放缓、贸易紧张局势缓解以及风险偏好改善，黄金在2026年面临一定回调压力。随着买方机构增持黄金，仍有望测试新的高点，但涨幅将比2025年更温和。

4

铂金囤积驱动上涨

受珠宝制造商囤货及阶段性供应紧张局势推动，铂金价格上涨至十年高位。尽管零售消费疲软，技术性上涨及市场情绪助推，凸显出该市场较为依赖动量资金流，存在一定脆弱性。

5

铂金ETF波动加剧

随着电动车（EV）加速普及、铂金和钯金存在替代效应，铂金在汽车催化剂中的使用逐步减少，结构性压力持续。同时，ETF资金流动剧烈，反映投资者信心脆弱，价格上涨更多依赖情绪而非基本面。

6

铂金下行压力积累

当前铂金涨势主要依赖阶段性供应紧张，但汽车需求结构性疲软及珠宝消费受限，预计2026年当前价格可持续性存疑，下行压力积累。

7

铜价受益新兴产业

铜属于战略性金属，绿色能源转型及人工智能基础设施投资带来增量需求，这些结构性利好可在一定程度上抵消铜价短期波动，令铜成为电气化与数字化增长的重要支柱。

8

精铜供应冲击仍存

格拉斯伯格铜矿停产及持续的矿山中断加剧精矿短缺，而中国强劲产能及多元化采购稳定供应面。结构性紧张与能源转型需求共同支撑价格，预计价格仍将维持高波动性。

9

铜价具有两大支撑

2025年铜价历史高位主要反映出供应中断及资金流入趋势。长期来看，新能源等新兴产业需求及供应链紧张局面将使铜价继续保持高位震荡。

10

油价面临过剩风险

2025年，受OPEC+增产及地缘政治影响，原油价格在窄幅区间波动。2026年，创纪录的供应过剩将对价格形成压力，随着需求恢复及页岩油产量下降，市场有望在年内趋于稳定。



全球宏观展望

全球宏观展望：保护主义、通胀动态， 助推新兴市场资产的结构性重估

2025年资本正在经历深刻的再配置，这构成了全球金融市场的主旋律。资本正逐步从传统发达经济体转向更具韧性和增长潜力的新兴市场。这一转变不仅体现了对新兴市场经济基本面的重新评估，更是与复杂演变的地缘政治格局、人口结构变迁、通胀压力变化以及新全球供应链崛起的宏观背景紧密相连。

随着美国和欧洲的经济增速放缓，政策约束日益显现，发达市场的资本边际回报正在下降。相比之下，具有人口优势、灵活财政框架以及仍处于资产低估状态的新兴经济体，正逐渐成为新的投资目标。同时，地缘政治保护主义抬头加速了战略选择的多元化：投资者希望主动降低资产配置的集中度，转而增持能够更好体现长期基本面、结构性增长潜力的新兴市场。

这一再配置阶段的显著特征，是对美元主导地位的不确定性。汇率波动和持续的通胀促使投资者探索更多元的资产类别，包括新兴市场的本币计价债券、股票、大宗商品相关的投资。在当前背景下，“避险资产”的定义正逐步由地域属性转向以风险调整和政策驱动为核心。

当前全球资产重构阶段不仅仅是资本迁移，更是一场由地缘政治保护主义、通胀动态、国际货币体系新秩序共同塑造的结构性大转型。这一转型可否长期持续，最终仍将取决于新兴市场的制度韧性与治理能力、债务管理水平、政策适应性以及纪律性。

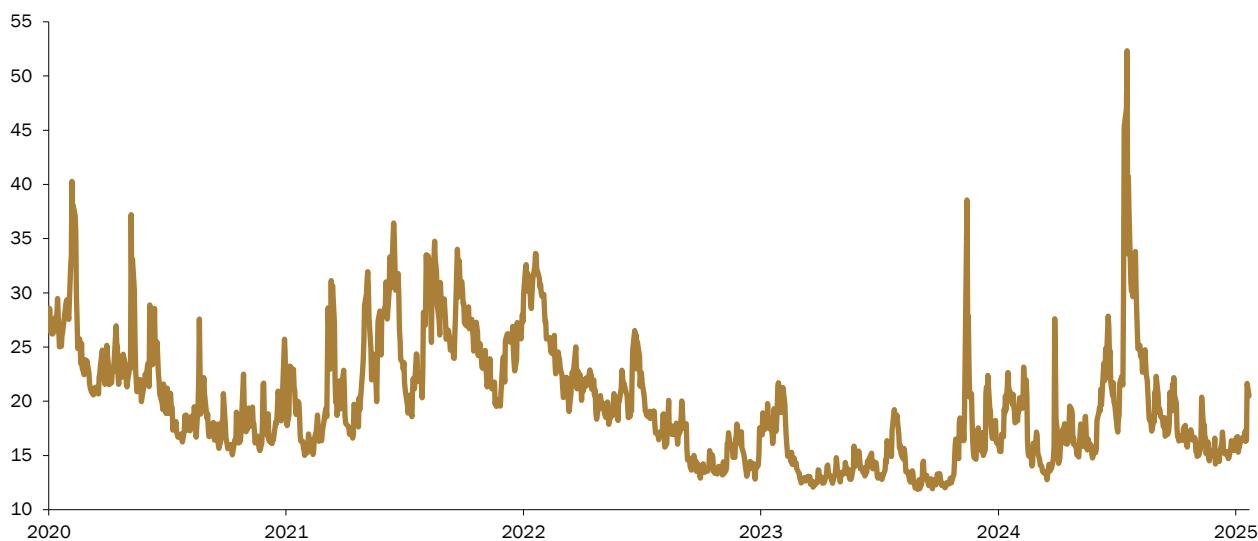
保护主义：全球贸易范式的重塑

在保护主义抬头与地缘政治越发碎片化的今天，全球经济前景展望出现分化。美国实施了近百年来最为重大的贸易政策转变，从数十年的自由化转向激进的关税制度。20世纪下半叶在WTO主导的自由化进程中，美国关税水平仅为1-6%，而当前美国的平均关税水平已升至20-22%。尽管部分关税通过双边协议有所下调，但新关税的威胁持续为全球供应链增添不确定性。

保护主义并非美国独有，欧盟亦收紧了碳边境调节机制（CBAM），部分国家扩大了对关键矿产和高端电子产品的出口管制。这些举措反映出全球范围内“战略自主”的趋势，各国在政策制定中愈发优先考虑安全与韧性，而非单纯的效率。由此衍生出以区域集团、本地化生产（near-shoring）、友岸外包（friend-shoring）为特征的碎片化贸易格局。例如，墨西哥和越南正因供应链转移而受益，非洲经济体则凭借绿色转型所需的关键矿产吸引了大量投资。

从资产配置角度看，这种碎片化既带来风险，也孕育机遇。一方面，关税冲击和政策不确定性可能抑制全球生产率和企业利润率，尤其是对贸易相关行业影响最为显著。另一方面，这也为新兴市场国家提供了窗口期，使其有机会成为替代制造中心或资源供应方。投资者越来越倾向于布局具备韧性的板块，如物流、能源安全和数字基础设施等，同时减少易受关税影响行业的敞口。

CBOE (VIX) 波动率指数显示市场动荡仍将持续



来源：彭博社，工银标准

通胀动态：通胀回落但路径分化显著

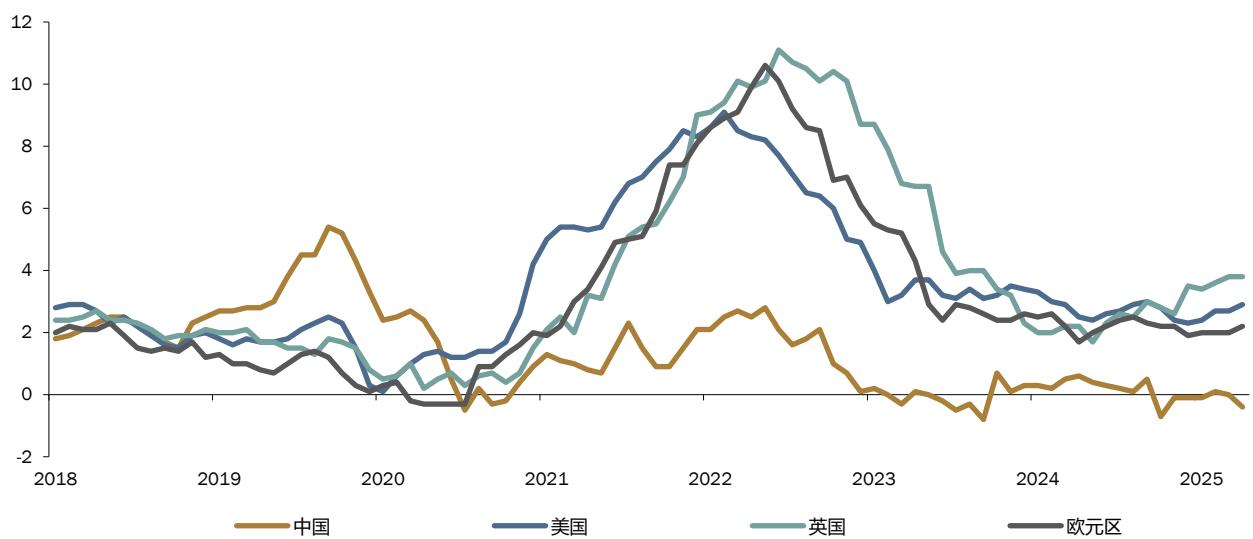
全球通胀在2022年触及近9%的高点后，已显著回落。国际货币基金组织（IMF）预计，全球整体通胀率将在2025年降至4.2%，2026年进一步降至3.5%，但各地区的通胀路径存在明显差异。受益于日趋紧缩的货币政策和能源价格的回落，多数主要经济体的通胀指标表现良好。美国依然是一个特例，受关税推动的成本压力和强劲的国内需求影响，通胀风险偏向上行。英国同样面临顽固的通胀压力，通胀率约为3.4%，在G7国家中居首。

新兴市场则呈现出更为复杂的局面。许多新兴经济体正在经历通胀下行趋势，主要受货币稳定、基数效应以及食品价格回落影响，例如：

- 在撒哈拉以南非洲地区，得益于本币升值、食品和能源价格下行，尼日利亚、加纳和赞比亚的通胀率大幅下降。埃及经历了前所未有的通胀回落，较2023年峰值下降了30个百分点，而印度通胀率处于历史低位。对于传统意义上的高通胀国家，如土耳其和阿根廷，其央行与财政部共同努力有效抑制了通胀并重新锚定了市场预期。

新兴市场通胀回落提升了本币资产的实际回报，为货币宽松创造了有利条件，为固定收益投资者提供了良好的市场环境。然而，对于部分政策框架较为薄弱或外部债务负担相对较重的国家，其通胀脆弱性仍存。

部分经济体通胀虽回落但仍高于目标水平（同比%）



来源：彭博社，工银标准

新兴市场韧性的结构性因素分析

新兴市场主要受以下结构性因素支撑：

- 人口红利：非洲和南亚地区劳动年龄人口基础扩大，为劳动力供给和消费增长提供了长期动力。
- 数字化转型：快速发展的移动互联网推动新兴经济体金融普及、生产率提升，数字基础设施已成为核心投资主题。
- 能源转型：资源丰富的新兴市场国家在为绿色科技关键矿产供应方面发挥着重要作用，吸引发达经济体的战略性投资。
- 政策可信度：许多新兴市场央行在2021-2023年通胀高企期间率先收紧货币政策，有效锚定了市场预期并维护了宏观稳定。

上述因素使新兴市场资产在全球增长放缓、地缘风险上升的环境下更具吸引力。新兴市场股票估值更具吸引力，前瞻市盈率远低于发达市场同类资产。本币债券在通胀回落和汇率稳定的支撑下，提供了较高的实际收益率。基础设施和可再生能源项目则带来与全球可持续发展目标相契合的长期现金流。

全球资产重构的深远影响

保护主义、通胀动态与增长分化的相互作用，正在加速全球资产配置的结构性转变：

- 外汇储备：各国央行预计将逐步减少对G7主权债券的配置，转向亚洲和非洲等新兴市场债券，提升资产回报率并应对美元汇率波动。
- 投资组合：主权财富基金和养老金管理机构正加大对新兴市场股票及私募市场的配置，重点关注与内需、科技和能源转型相关的板块。
- 风险管理：地缘政治不确定性上升，要求投资者采取更为稳健的对冲策略。当前，汇率对冲、商品挂钩工具及保险等手段被广泛用于风险缓释。
- 主题投资：供应链韧性、数字化转型和气候变化等主题日益受到关注，而新兴市场为这些投资策略提供了有利的环境。

展望未来，全球宏观格局正被两大力量重塑：一是保护主义的抬头，二是发达与新兴经济体之间持续存在的增长差异。尽管关税战和地缘分化带来波动，但也推动资本向具备结构性增长潜力的地区和行业重新配置。新兴市场凭借人口结构优势、政策可信度以及新贸易通道的不断融入，有望在全球投资浪潮中占据更大份额。对于投资者而言，关键在于如何应对短期的不确定性，同时合理布局投资组合，以把握全球政治经济格局发生历史性变革所带来的机遇。

发达经济体货币与财政政策前景不明

发达经济体增长放缓、债务压力不断上升

国际货币基金组织（IMF）10月发布的展望报告上调了全球经济增长预期，重申了中国和新兴市场经济体的韧性。预计2025年全球经济增长率为3.2%，2026年为3.1%，反映了整体金融状况的改善、关税调整前经济活动提前反应、实际关税税率的降低以及几个主要经济体的财政扩张。预计全球通胀有所放缓，但美国通胀可能仍高于目标水平，由于关税上调风险、持续的政策不确定性和地缘政治紧张局势，下行风险依然存在。

- 美国：**人工智能投资、财政刺激、宽松金融环境支撑了经济增长，但市场对人工智能驱动型投资的可持续性仍存有疑问。政策不确定性加剧、贸易壁垒增加和劳动力市场疲软，经济增速仍然低于此前预期。
- 欧元区：**市场预期政策利率将维持在2%的稳定水平。随着国防开支增加并在2035年前逐步落地，相关支出将逐步对经济增长产生影响。
- 新兴市场：**自4月以来资本流入已恢复，投资者预期部分央行仍有实施宽松货币政策的空间。

发达经济体的债务负担已达到前所未有的水平，且仍在持续恶化。据IMF统计，2024年发达国家在全球102万亿美元的公共债务中约占70万亿美元，其中美国持有35.3万亿美元。包括美国、英国、加拿大和法国在内的许多发达经济体，其政府债务占GDP的比重目前均远高于100%。总体而言，全球债务水平居高不下，超过世界GDP的235%，这主要是由于政府借贷占GDP的比例上升至近93%，私人债务占GDP的比重则降至2015年以来的最低水平。发达经济体主权债务持续攀升加剧了市场对财政可持续性的担忧，并逐渐限制了未来经济政策的灵活性。

年度预测	美国			欧元区			新兴市场		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
实际GDP同比	2	2.1	2.1	1.2	1.1	1.4	4.2	4	4.2
CPI同比	2.7	2.4	2.2	2.1	1.9	2.1	5.3	4.7	4.2

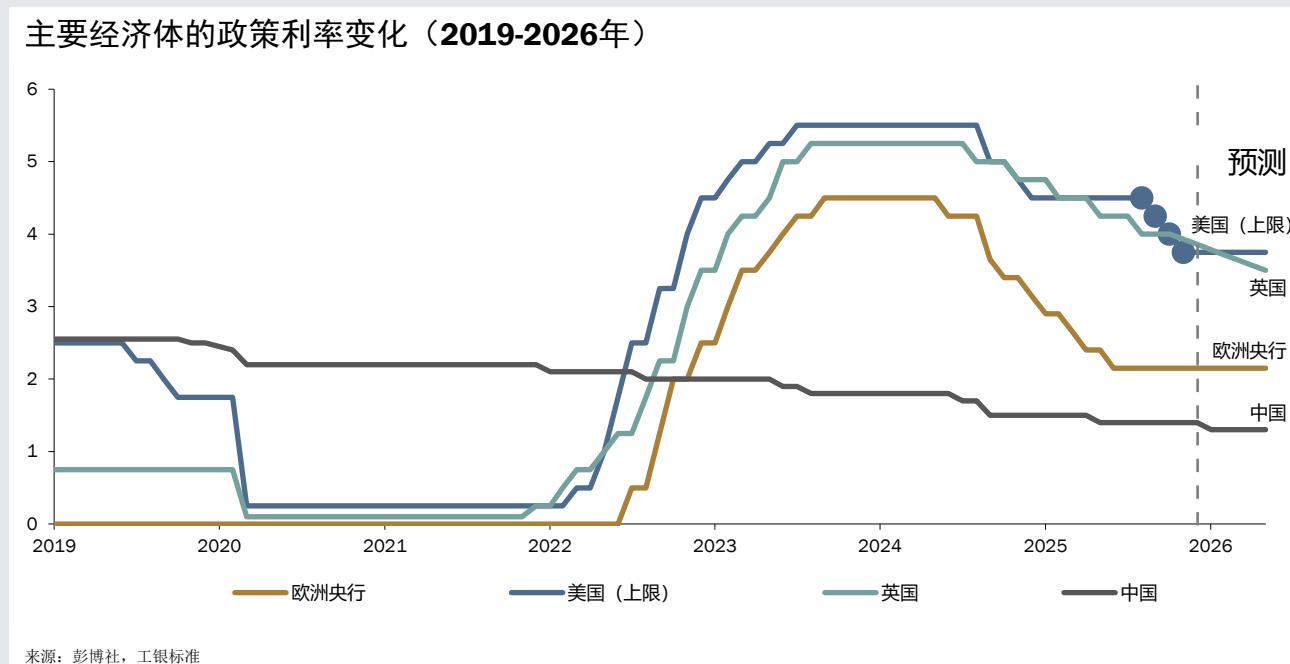
来源：国际货币基金组织（IMF）

主要发达经济体的货币政策分化趋势明显

美联储与欧洲央行的货币政策路径分歧日益加剧，利差不断扩大。美联储在2025年全年三次降息25个基点，欧洲央行逐步转向更加中性的政策立场，已开始降息，但仍在继续实施量化紧缩，进一步缩减资产负债表规模。

市场预测显示，发达经济体货币政策路径走势较“解放日”后的预期更加温和。各国处于不同的经济周期阶段且去通胀进程速度各异，政策分化显著。

与此同时，中国人民银行通过灵活运用公开市场操作等工具，适度调节银行间流动性。这一安排体现了货币政策更加注重适度宽松、精准施策，也体现了全球主要经济体货币政策取向的差异化。

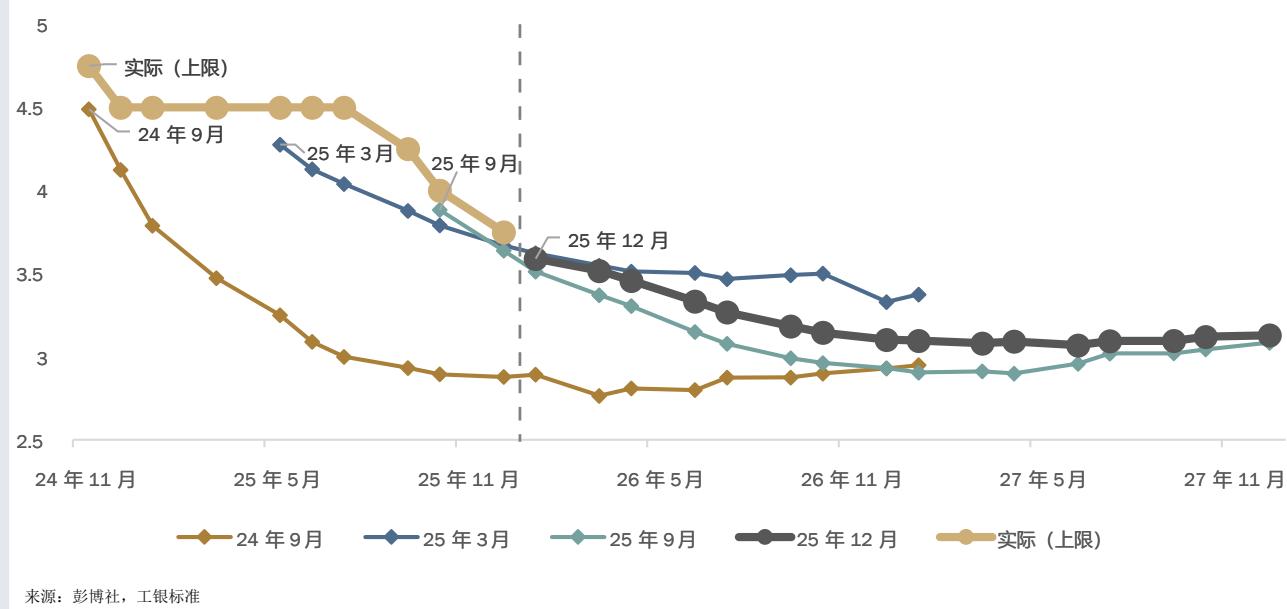


美联储关注通胀，未来降息空间有限

美联储维持了谨慎偏鸽的基调，强调政策方向仍将取决于经济数据。12月10日再次降息25个基点，反映出在经济增长放缓的背景下，进一步如市场预期保持宽松。然而，近期美国经历了长达43天、历史最长的政府停摆——目前通过临时拨款维持至明年1月才得以暂时解决——导致关键经济数据推迟发布，增加了不确定性。

尽管市场情绪偏乐观，但2026年进一步降息的空间有限。关税加剧了通胀粘性，而工资增长依然强劲，使得核心通胀率高于美联储2%的目标。鲍威尔主席重申，美联储的决策将取决于经济数据，并警告称，激进的宽松政策可能会削弱抑制通胀方面的努力。在此背景下，美联储面临着一个微妙的平衡：既要支持经济增长，又要避免通胀压力重新抬头。

市场预期的联邦基金目标利率与实际利率对比



新兴市场GDP增长和稳健的财政状况正推动全球资产重新配置

新兴市场主导的全球经济增长将加速资产再配置

中期展望显示，全球约三分之二的经济体面临增长前景疲弱的问题，其中发达经济体的增速放缓尤为明显。相比之下，以亚洲和非洲为代表的新兴市场，预计将保持强劲增长势头。据IMF预测，2026年至2030年期间，新兴市场实际GDP年均增速预计为4.0%，而发达经济体仅为1.6%。

这一持续的增长差异表明，新兴市场在全球产出、贸易和金融流动中的份额将不断提升。历史经验显示，这通常伴随全球储备配置的结构性调整，各国央行和主权投资者倾向于加大对高增速地区的资产配置。伴随这一趋势，国际投资者和类主权机构预计将重新调整资产组合，进一步向新兴市场资产倾斜，以获取更高回报并提升投资组合多元化。

全球GDP增长将主要由新兴市场驱动

	贡献		占全球GDP的份额		差额 (i)-(ii)	
	2000-2025		2025-2030			
	(i)	(ii)	2000	2025		
全球GDP增长	245%	27%				
发达经济体	50%	46%	80%	59%	-12%	
新兴市场*	50%	54%	20%	41%	12%	
亚洲新兴市场	32%	35%	7%	24%	11%	
中国	22%	21%	3%	17%	5%	
印度	5%	8%	1%	4%	5%	
拉美	6%	6%	6%	6%	0%	
欧洲新兴市场	6%	4%	2%	5%	-1%	
中东	5%	6%	3%	4%	1%	
撒哈拉以南非洲	2%	3%	1%	2%	1%	

来源：国际货币基金组织（IMF），工银标准

*我们采用国际货币基金组织（IMF）的区域定义，其中亚洲新兴市场包括中国和印度。

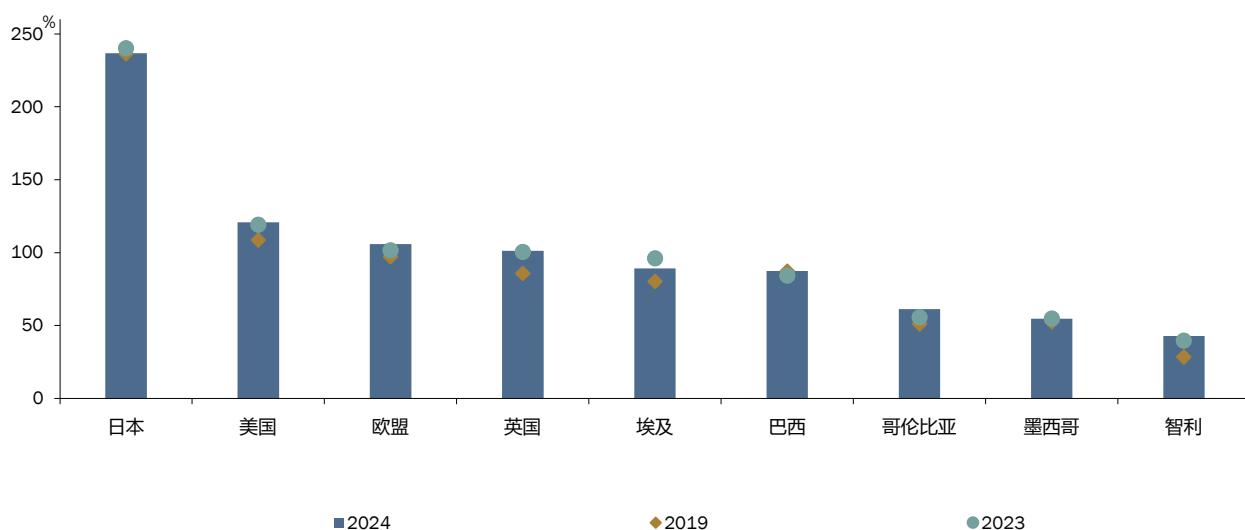
新兴市场更稳健的债务结构吸引全球资本

尽管全球形势充满挑战，新兴市场仍展现出更强的韧性，债务结构呈现出稳定迹象。2024年，全球公共债务达到102万亿美元，其中新兴市场占31万亿美元，约占总额的31%。前沿市场，特别是非洲和拉丁美洲国家，债务占GDP的比重略高，约为60%，但仍远低于发达经济体的水平。

许多新兴市场普遍较低的债务负担，既反映了结构性客观约束，如难以进入全球资本市场获取支持；也体现了政策层面的主动选择，例如在波动环境中采取更为谨慎的财政态度。这种偏保守的立场在一定程度上可能抑制短期增长潜力，但却为应对外部冲击和金融不稳定提供了战略缓冲。新兴市场国家具有与发达经济体相比更低的杠杆率水平，保留了更大的财政回旋空间，能够更加灵活从容的应对未来挑战，并在条件允许时为可持续增长提供更有针对性的投资空间。

展望未来，新兴市场的财政稳定性，叠加较低的杠杆率水平，有望进一步提升其在全球资产配置中的吸引力。对于寻求分散风险并追求更佳风险调整后回报的投资者而言，稳健债务结构不仅能在市场波动中提供缓冲，并为政策驱动的增长举措留足空间，进一步增强其投资吸引力。在发达经济体不确定性仍然偏高的背景下，新兴市场正逐渐成为全球资本寻找稳健回报和增长机会的关键目的地。

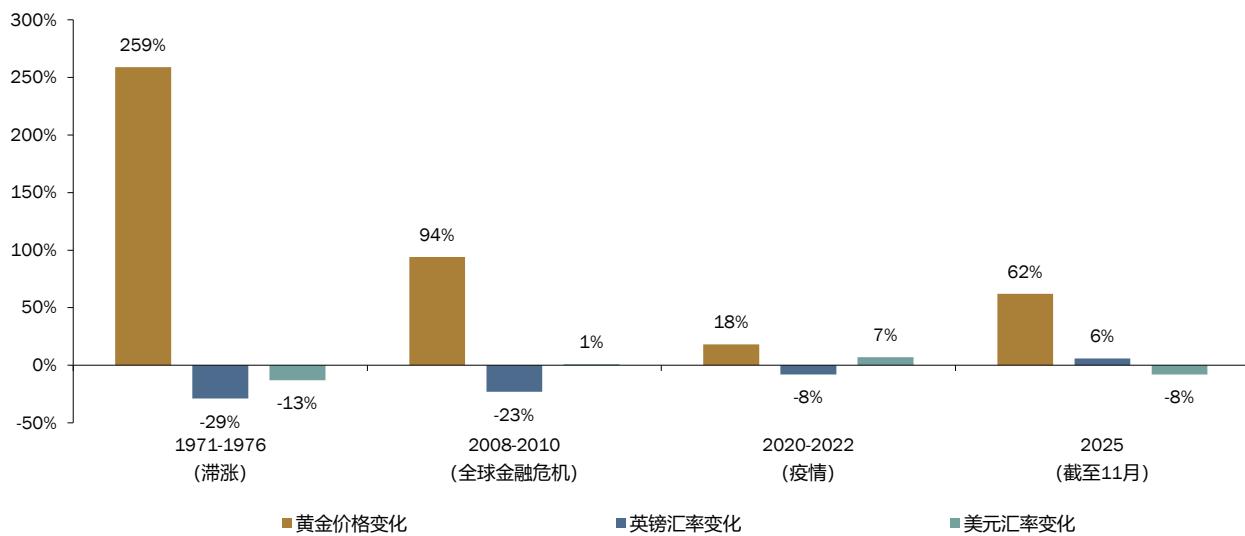
2019年、2023年和2024年各国政府债务占GDP的百分比



来源：国际货币基金组织（IMF），工银标准

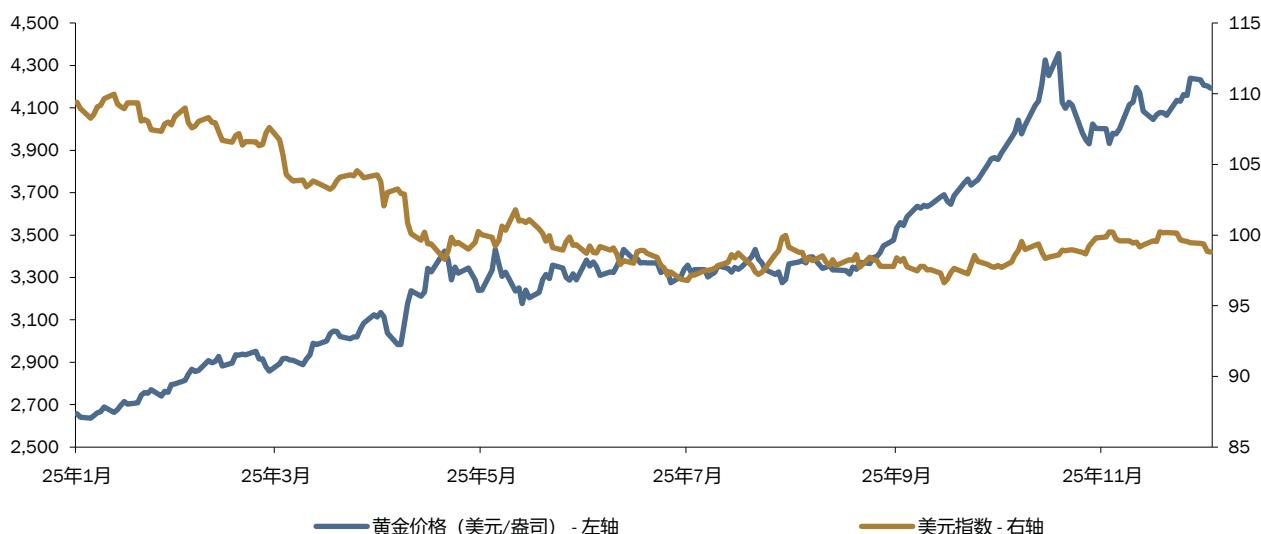
美元流动性支撑全球金融体系， 但其贬值风险引起市场关注

美元在**20世纪50年代**取代英镑成为全球金融体系的主导力量，而现在其地位正受到不断挑战



来源：彭博社，工银标准

黄金价格、通货膨胀和财政赤字等因素都加剧了美元贬值的趋势



来源：彭博社，工银标准



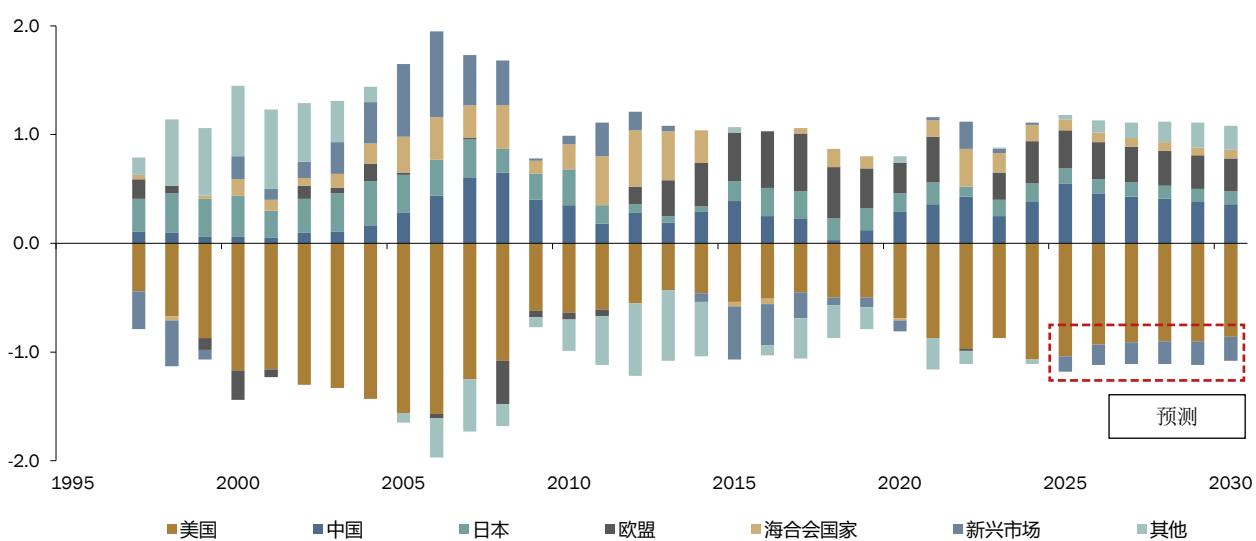
新兴市场展望

全球收支失衡持续存在，美国与新兴市场是最大的债务人

2000年初以来，全球经常账户收支呈现不同发展趋势。中国、日本和海湾合作委员会国家（GCC）的持续盈余在很大程度上抵消了美国的赤字。随着中国加入WTO，新兴市场盈余不断扩大，直至2008年金融危机爆发后差距缩小。欧元区在其周边国家政府债务危机之后转为盈余。

过去十年，新兴市场经济体在盈余（2000年代初大宗商品市场繁荣）和赤字之间摇摆不定，这种局面将持续下去。美国仍将是融资需求最大的经济体，其次是除中国以外的新兴市场。虽然国际货币基金组织（IMF）和世界银行等多边机构以及双边安排将继续提供融资，但新兴市场发行人将以更加积极的姿态重返国际资本市场。债券发行量在经历了几年的低迷之后，在2025年上升至历史新高，预计2026年后还将继续增长。

全球主要经济体经常账户收支（占全球GDP的百分比）



来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

全球投资者对新兴市场配置比例显著低于其在全球经济中的规模占比

全球指数投资者对新兴市场的资产配置明显不足，新兴市场（含中国）的GDP约占全球41%，但股票和债券基准权重仅约12%；若不包含中国，新兴市场的GDP仍占全球29%，而配置权重降至8%。

资产配置上的明显落差凸显了新兴市场资产潜力。随着市场日趋成熟、参与度扩大、流动性改善，未来存在较大的补涨空间。我们预计，未来随着结构性改善以及更加深度地融入全球金融体系，投资组合将重新调整新兴市场资产份额。

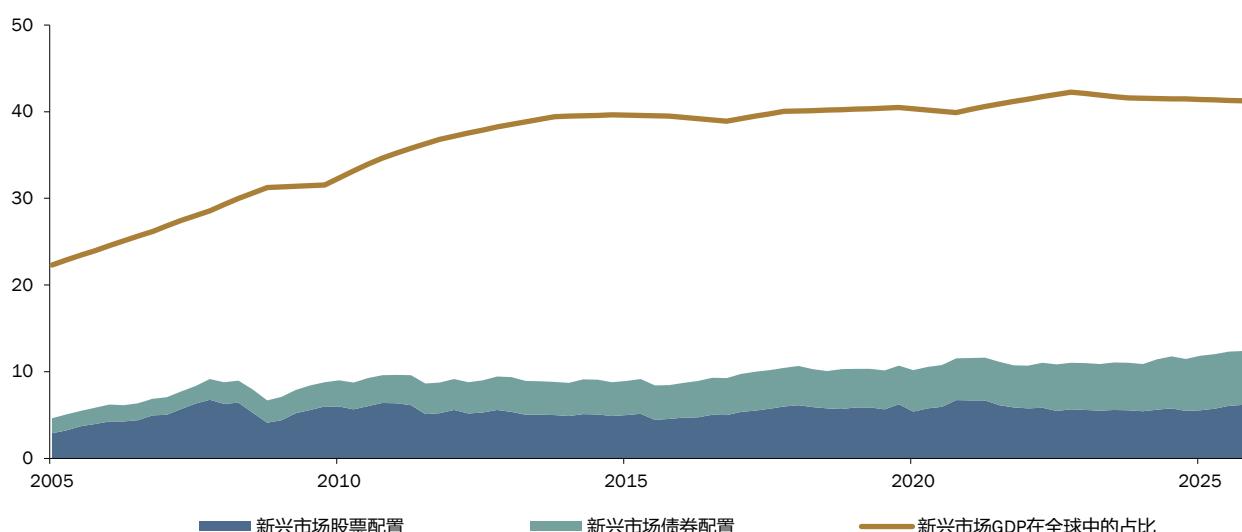
GDP份额和指数配置

GDP和新兴市场在主要基准指数中的市值份额

单位：万亿美元	GDP（美元计价）		股票+债券	
	2025	2010	2025	2010
全球	113.8	66.8	161.1	55.0
新兴市场	46.9	23.1	20.0	4.8
新兴市场（不包含中国）	27.7	17.0	13.0	3.8
中国	19.2	6.1	6.9	1.0
发达市场	66.9	43.7	141.1	50.1
新兴市场占比 %	41%	35%	12%	9%
新兴市场（不包含中国）占比 %	29%	28%	8%	7%

* 基于市值和MSCI新兴市场股票指数及JPM GABI全球债券指数（债券）的构成

指数对新兴市场资产和新兴市场GDP的配置比例 (%)



来源：彭博社，工银标准

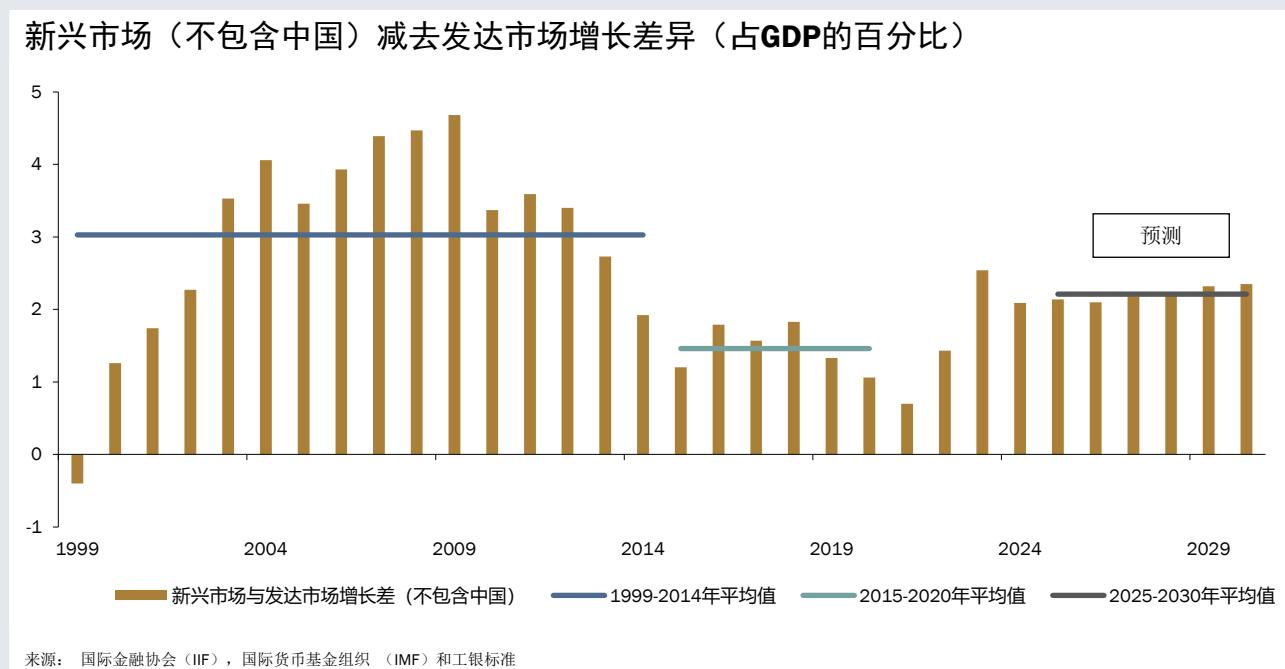
预计新兴市场增速将显著超过发达市场

近年来，新兴市场较发达市场的增速差扩大至十余年来最高水平。

随着中国加入WTO并持续推进对外开放，新兴市场加速增长。

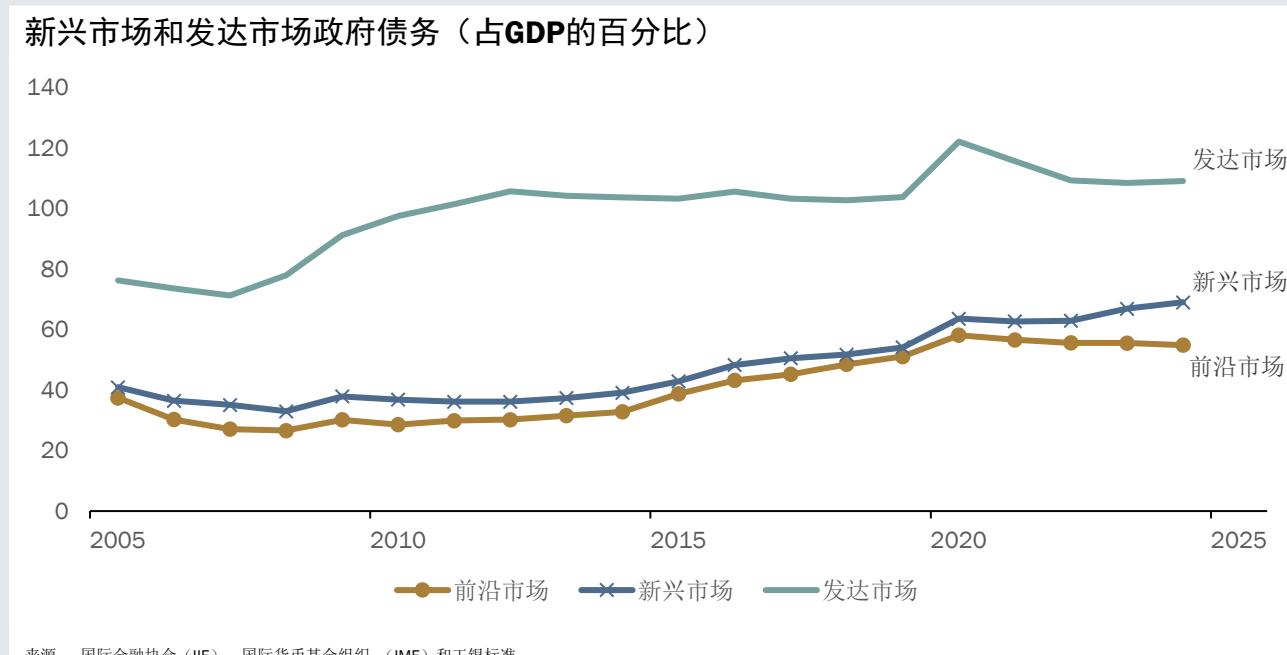
受新冠疫情和俄乌冲突影响，这一增速差在2022年之前有所下降，此后有所反弹。IMF预测，2025-2030年间新兴经济体的增速差约为2.2%，这是自2013年以来的最大差距，也进一步强化了投资新兴经济体这一资产类别的基本逻辑。

前沿市场正以远超新兴市场和发达市场的速度增长，并有望在未来五年内进一步加速发展。乌干达预计在2025年至2030年间将以每年7%的速度增长，主要受石油投产的推动。吉尔吉斯斯坦的年增长率预计接近6%，主要因中吉乌铁路的建设、建筑业的蓬勃发展、制造业和采矿业的产量增长。赞比亚的年增长率预计将超过5.5%，主要因全球能源转型增加对铜矿等关键资源的需求。其他一些前沿经济体——例如乌兹别克斯坦、科特迪瓦和格鲁吉亚——预计也将成为全球经济增长的前四分之一。



新兴市场基本面相对稳健，货币估值更具吸引力

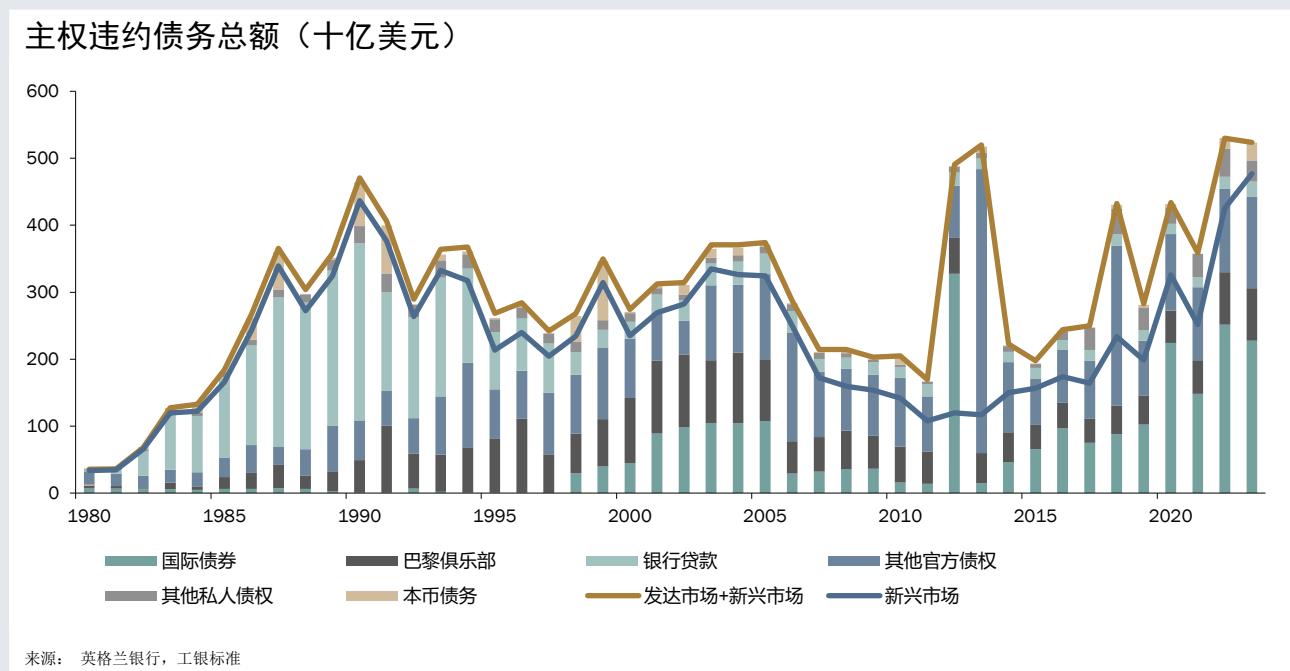
近年来，新兴市场国家的政策制定有所改善，越来越多的国家在货币政策（央行独立性、融资纪律、通胀目标、信息透明度和外汇储备管理）、财政政策（财政规则和债务可持续性）、汇率政策（管理浮动汇率制和自由浮动汇率制、减少外汇干预）等领域采取了较为合理的经济政策。



宏观调整逐步见效

新冠疫情和俄乌战争造成了新兴市场国家经济活动放缓，进一步引发了包括阿根廷、加纳、厄瓜多尔、斯里兰卡和赞比亚在内的多个新兴市场国家的国内外债务违约。目前，大多数新冠疫情后的主权债务违约已完成重组，预计主要新兴市场和前沿市场进行外部债务重组的可能性较低，短期内进行国内债务重组的可能性也很低。

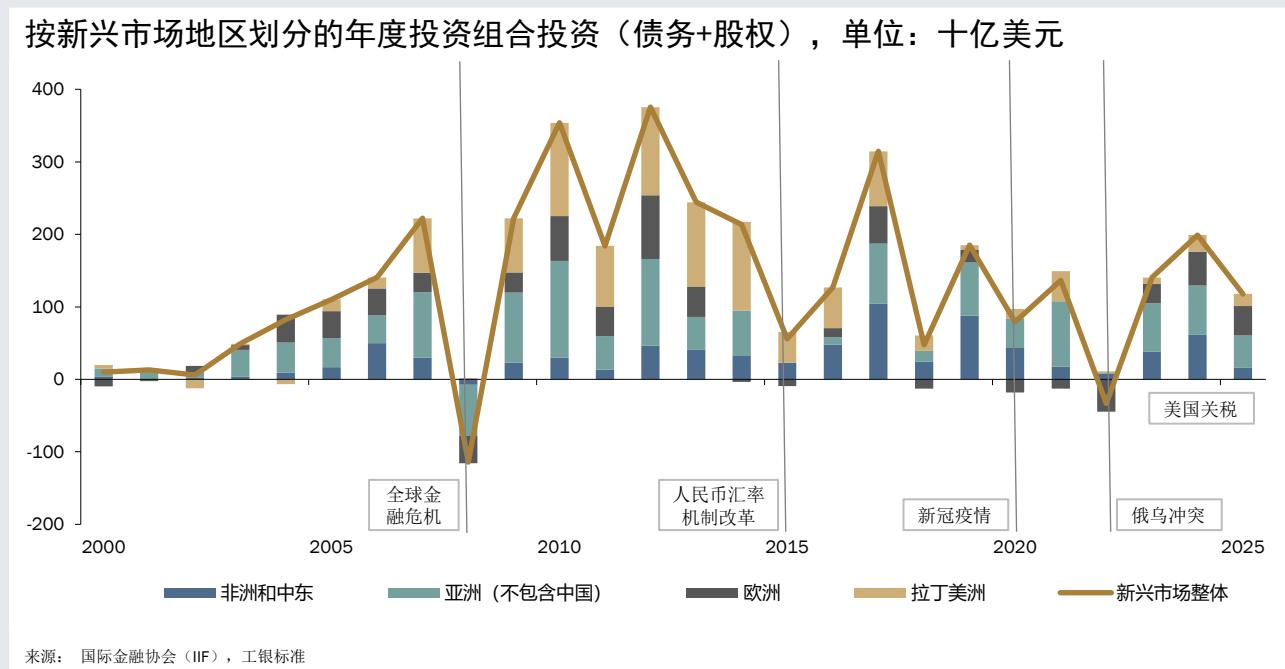
一些改善债券违约困境的前沿市场国家加强了宏观经济管理，将财政状况优化至债务可持续性的水平，允许货币自由浮动，积累外汇储备，并实现了温和通胀。加纳和赞比亚在非洲前沿市场中表现突出，尽管经历了漫长的债务重组（包括加纳罕见的国内债务重组），两国目前都拥有创纪录的外汇储备、货币升值和通胀放缓，吸引了大量投资者的资金流入。



新兴市场在2026年保持资金流入趋势

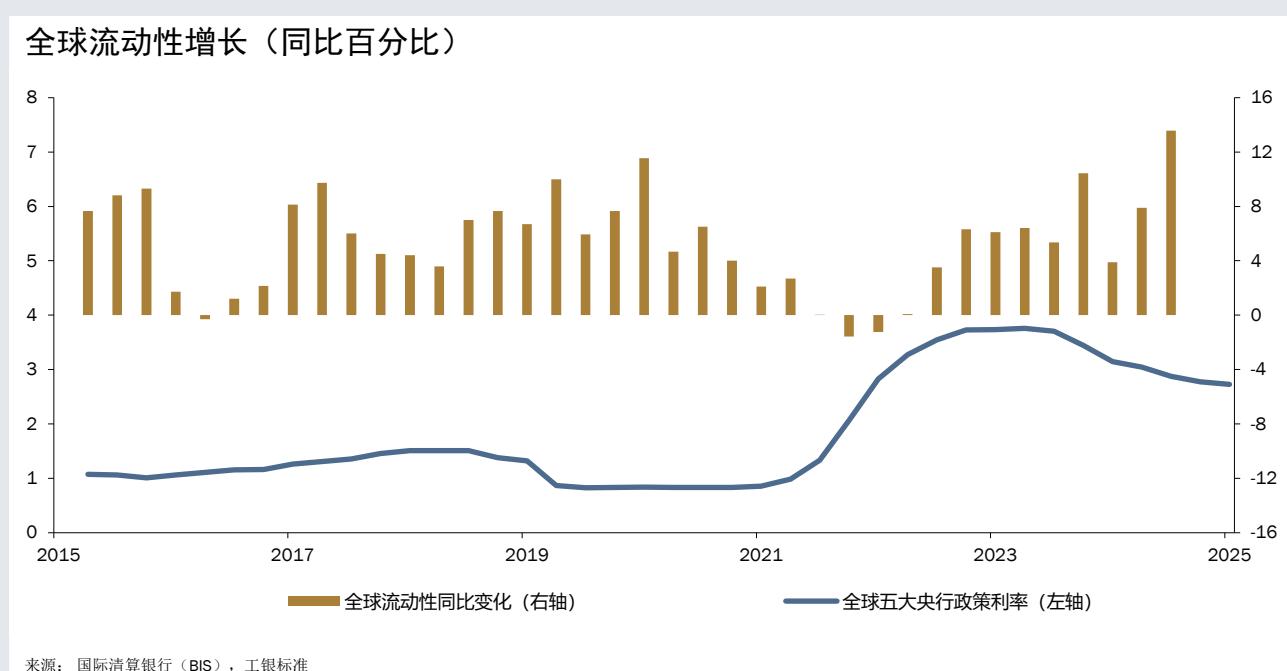
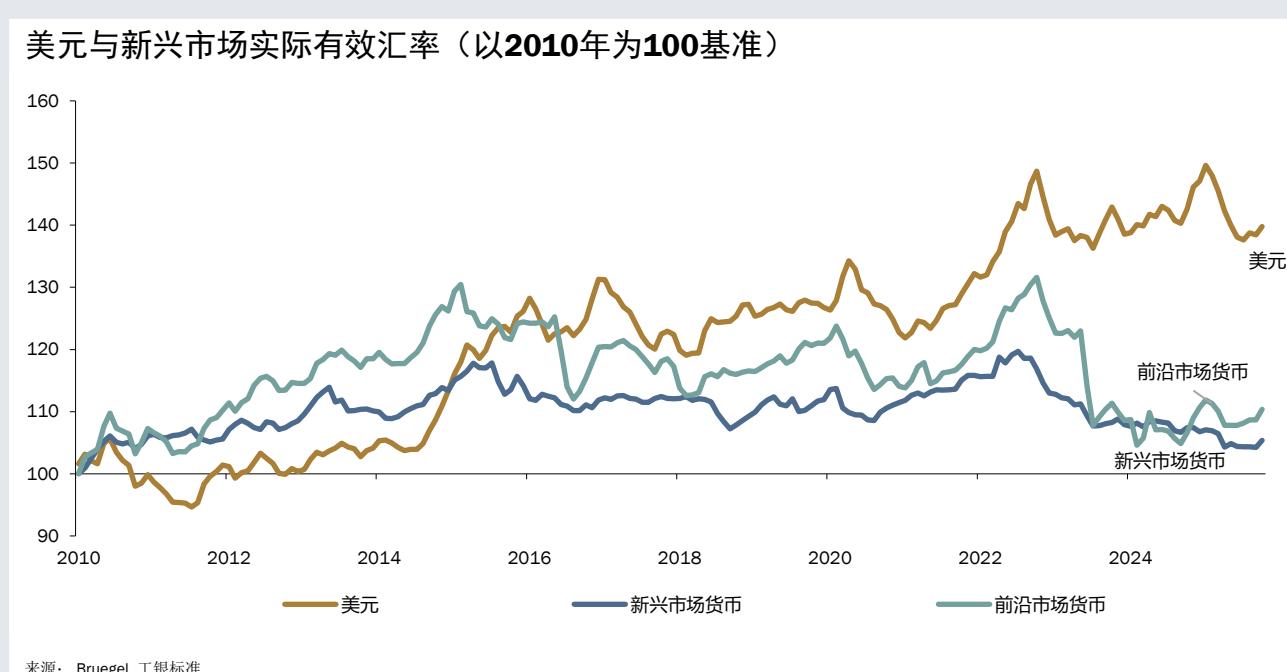
回首过去25年，新兴市场的资本流动与其经济增长周期保持同步。中国加入WTO以来，受益于全球流动性充裕、大宗商品需求旺盛以及全球投资者对收益的追逐，资金大幅流入新兴市场。2008年全球金融危机曾导致资金流动骤然中断并出现逆转，但随后低利率环境重新激发了投资者的风险偏好，推动资金再度流入，并带动许多新兴市场发行主体进入国际资本市场。

2014至2016年间，大宗商品价格下跌抑制了资金流入，期间虽有短暂反弹，但新冠疫情和俄乌冲突等全球性冲击再次打断了资金流入的势头。2023至2024年，投资者兴趣显著回升，但2025年4月“解放日”关税政策出台引发资金大幅流出，随后关税政策的逆转，资金迅速回流。自2025年中以来，新兴市场的资金流入已加速至多年新高，这一趋势将在2026年持续。



美元回调提升新兴市场货币吸引力，全球流动性环境趋于宽松

回溯历史，在2010年来美元对主要贸易伙伴持续升值的背景下，前沿市场货币依然具有较强吸引力。2024年和2025年，美元走弱的主题持续支撑了新兴市场资产表现。随着货币政策逐步宽松，全球流动性提升、政策利率下行，新兴市场固定收益资产的前景依然乐观。



新兴市场和前沿市场的投资范围变得更大、更具吸引力且更加多元化

在过去二十年里，可投资的新兴市场和前沿市场范围显著扩大，外资参与度和资本流入也持续上升，这一趋势既受到“推力”因素（需求端）也受到“拉力”因素（供给端）的共同驱动。

推力因素包括全球流动性的扩张、对更高收益的追逐、国家和企业层面更强劲的增长前景、本币升值的潜力，以及将与发达市场高度相关的投资组合中引入与货币和宏观风险相关性较低的资产所带来的分散化优势。

拉力因素则体现在发行方能够接触到庞大的全球储蓄池，以补充本地金融资源的稀缺，改善本地金融市场，此外，还受益于更高的债券和外汇市场流动性、市场化价格机制，以及外资参与带来的政策和市场纪律。

新兴市场

拥有可交易的本地+外部债务			前沿市场		
纳入新兴市场本币指数	拥有本地债务但未纳入新兴市场本币指数	仅有可交易的外部债务	拥有可交易的本地债务并纳入新兴市场本币指数	拥有可交易的本地债务但并不在指数	没有可交易的本地债务
巴西	智利	巴林	安哥拉	摩洛哥	贝宁
中国	哥伦比亚	巴巴多斯	阿根廷	莫桑比克	玻利维亚
捷克共和国	哥斯达黎加	保加利亚	亚美尼亚	尼日利亚	喀麦隆
多米尼加共和国	印度	拉脱维亚	阿塞拜疆	巴基斯坦	厄瓜多尔
匈牙利	印度尼西亚	阿曼	科特迪瓦	卢旺达	萨尔瓦多
马来西亚	菲律宾	巴拿马	埃及	塞内加尔	加蓬
墨西哥		沙特阿拉伯	埃塞俄比亚	斯里兰卡	危地马拉
秘鲁		特立尼达和多巴哥	格鲁吉亚	塔吉克斯坦	洪都拉斯
波兰		阿联酋	加纳	乌克兰	伊拉克
罗马尼亚			哈萨克斯坦	乌兹别克斯坦	牙买加
塞尔维亚			肯尼亚	赞比亚	约旦
南非			吉尔吉斯斯坦		黎巴嫩
土耳其			蒙古		黑山
乌拉圭					巴布亚新几内亚
					巴拉圭
					苏里南
					委内瑞拉

来源：工银标准

对于希望分散美元敞口的投资者而言，新兴市场本币及本地债券市场成为更具吸引力的投资选择

近年来，新兴市场发行人日益倾向于本币融资，并发行更长期限的债务工具，从而减少对外币借款的依赖，逐步克服了20世纪80至90年代困扰新兴市场的“原罪”¹问题。这一转变有助于分散外汇风险，缓解发行人与更广泛、更多元化投资者之间的资产负债错配，使得无论是本地还是全球金融体系的韧性都较依赖外币时期显著增强，降低了主权违约的风险。

国际多边机构如IMF对于外资参与持审慎态度，认为在市场风险偏好下降时，外资的突然流出可能扰乱外汇市场、加大本币贬值压力并消耗外汇储备。在赞比亚和加纳，这类限制更加明确：IMF/世界银行的债务可持续性阈值对非居民投资者的参与设定了上限，加纳甚至对长期债券发行加以限制。各国的实际情况差异较大，取决于外汇储备水平、投资者结构以及政策的可信度。

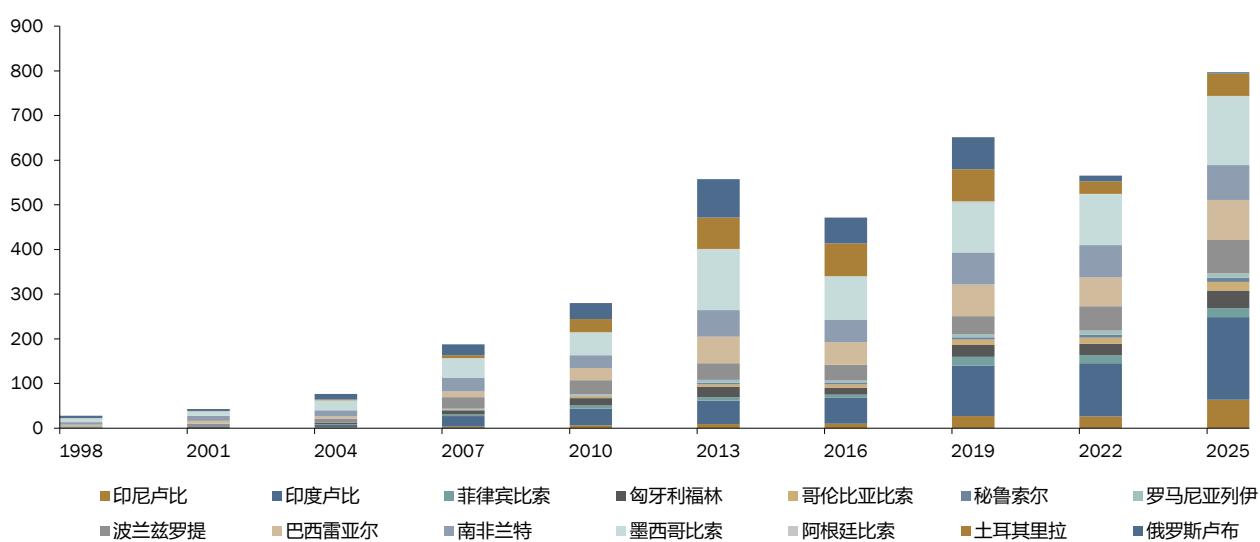
部分国家的本地市场发展由自身因素驱动。例如，乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦和阿塞拜疆正在加强本地市场，以降低对主权基金预算拨款的依赖。随着市场信心的恢复，相关进程加快，外资投资者正逐步延长其持有固定收益资产的组合久期。在埃及和尼日利亚，受益于经济改革和通胀回落，投资者正将短期票据头寸逐步转向长期债券。在乌干达和哈萨克斯坦等就拥有较长期限可投资工具的市场，外资参与度也因类似因素而提升。总体来看，外资在本地债券市场的参与度仍然有限，但预计2026年将有所上升，尤其是在乌兹别克斯坦、亚美尼亚、格鲁吉亚和加纳等地，这些国家明年初将重启债券发行。

¹《原罪：痛苦、谜团与救赎之路》，巴里·艾肯格林、里卡多·豪斯曼和乌戈·帕尼扎著（2002年11月）

新兴市场和前沿市场货币流动性提升

近年来，新兴市场外汇交易量大幅增长，外汇衍生品（远期、交叉货币互换、外汇掉期和期权）也实现了显著提升。在新兴市场货币中（不包括人民币），墨西哥比索和巴西雷亚尔的流动性最强，现货及衍生品市场的日均成交量分别约为1500亿美元和900亿美元。前沿市场货币（如埃及镑、尼日利亚奈拉、肯尼亚先令和乌干达先令）的流动性也显著提升，反映出市场发展更加深入，投资者参与度持续提升。

1998-2025年主要新兴市场外汇日均成交量（单位：十亿美元）



来源：国际清算银行（BIS）三年期外汇调查，工银标准

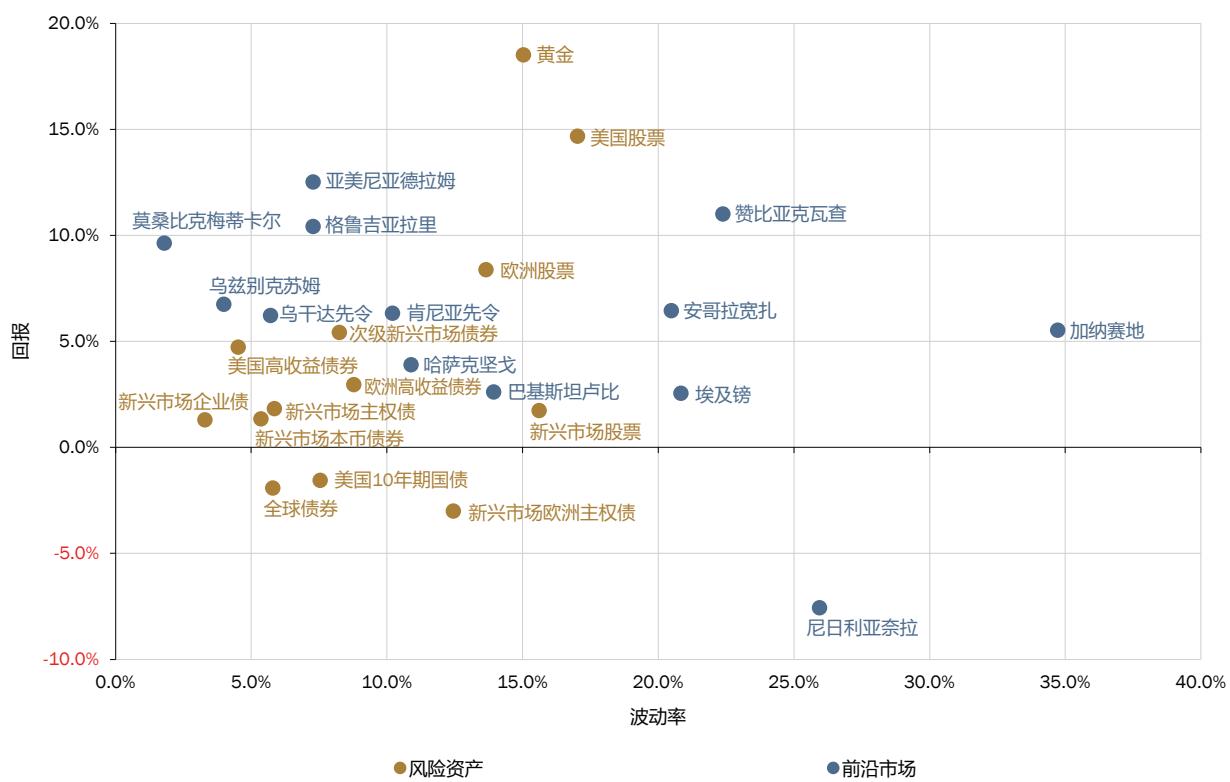
前沿市场货币表现相较其他风险资产更具吸引力，并凸显主动管理策略的重要性

与规模较大的新兴市场外汇和债券市场相比，前沿市场本地债券并不存在市场公认的指数以评估其整体表现。若逐一看各国货币，过去五年中前沿市场外汇（包括利差收益）的总回报，与全球、发达市场和新兴市场债券指数相比表现亮眼，同时其波动性与其他风险资产相近，凸显了前沿市场货币为投资组合带来的分散化优势。

与大宗商品相关的货币，如赞比亚克瓦查（铜）和乌兹别克苏姆（黄金），受大宗商品价格上涨趋势提振；格鲁吉亚拉里和亚美尼亚德拉姆因俄乌冲突后的资本流入而获益。

相反，埃及镑和尼日利亚奈拉由于显著高估及随后的大幅贬值表现不佳，与克瓦查或乌干达先令等货币形成对比，后者的调整更为渐进。定价失衡的情况表明，前沿市场外汇管理适宜采用更加主动的策略进行货币选择。

风险资产波动率及回报（2021-2025）



来源：彭博社，工银标准

货币与大宗商品关系及2025年投资主题

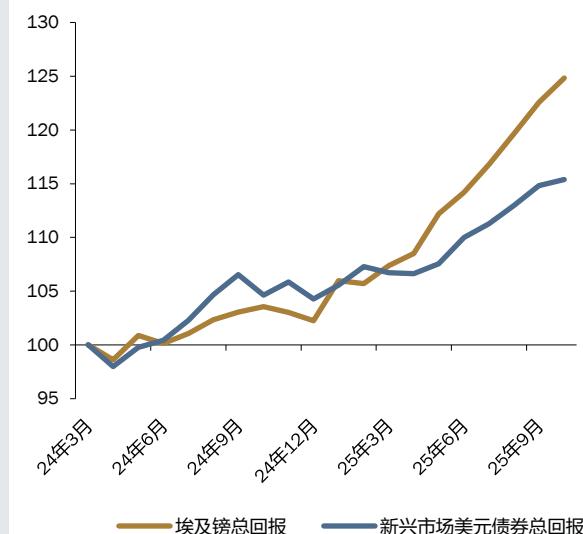
货币	与大宗商品的关系	2025年投资主题
AMD (亚美尼亚德拉姆)	进口型	受益于2022年俄罗斯资本外流后的资金涌入
AOA (安哥拉宽扎)	石油	高度依赖石油，债务削减策略，稳定汇率+高收益
EGP (埃及镑)	进口型	2024年贬值后成为高收益货币，主题包括通胀回落、外部支持及地缘政治
GEL (格鲁吉亚拉里)	进口型	受益于2022年俄罗斯资本外流后的资金涌入
GHS (加纳塞地)	黄金	国内黄金储备大幅提升外汇储备，高收益货币，通胀回落
KES (肯尼亚先令)	进口型	外汇储备增加，受益于资金流入及海湾国家(GCC)外部支持
KZT (肯尼亚先令)	黄金与石油	高收益货币，央行偏鹰，多元化效应
MZN (莫桑比克梅蒂卡尔)	天然气	中期受益于天然气出口收入流入，当前汇率略高估
NGN (尼日利亚奈拉)	石油	2023-2024年贬值及政府改革后，成为市场热门
UGX (乌干达先令)	黄金与石油	央行政策稳健，外汇及债券市场流动性强，2027年起石油出口，外部状况优于同业
UZS (乌兹别克苏姆)	黄金	从计划经济向市场经济转型的改革故事，拥有大量黄金储备
XOF (西非金融共同体法郎)	黄金与可可	与欧元历史性挂钩，外部部门受黄金及石油出口支撑
ZMW (赞比亚克瓦查)	铜	债务重组后受铜矿项目推动，通胀回落，高收益背景

国家概况：埃及

埃及正在推进重大经济转型，旨在提升私营部门参与度、创造公平竞争环境，通过私有化计划吸引投资。同步推进财政改革，改革补贴政策、提高财政收入并优化财政支出。来自海湾国家（GCC）及多边机构（包括IMF）的外部支持，显著增强央行外汇储备，在近期巴以停火协议达成后，这一支持有望持续。

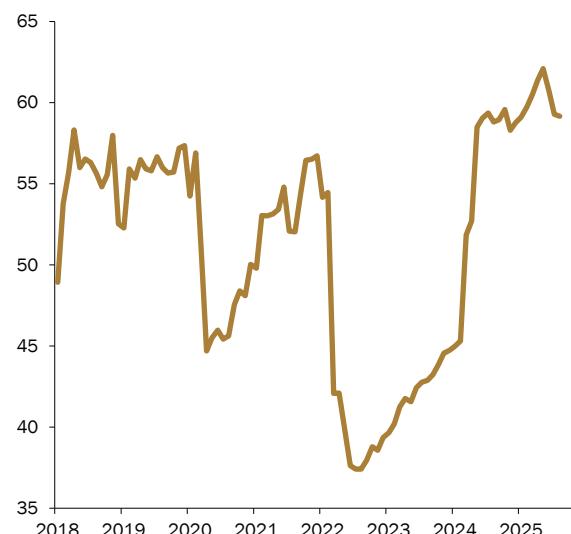
高通胀与较高的本地债券收益率，再加上货币受到充足外部资产支撑，吸引了海外投资者的强烈兴趣。

**卖出6个月美元对埃及镑NDF总回报 vs
新兴市场美元债券指数
(以2024年3月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**埃及央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：埃及央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	6.7	3.8	2.4	4.3	4.5
国内生产总值(十亿美元)	475.2	393.8	383.1	349.3	399.5
消费者价格指数同比 (%)	8.5	24.4	33.3	20.4	11.8
经常账户余额(占GDP%)	(3.5)	(1.2)	(5.4)	(5.1)	(0.3)
政府债务(占GDP%)	88.5	95.9	90.9	87.0	85.0
政府预算(占GDP%)	(5.7)	(5.8)	(7.1)	(12.4)	(10.7)
政府收入(占GDP%)	19.2	17.0	15.8	16.6	17.7

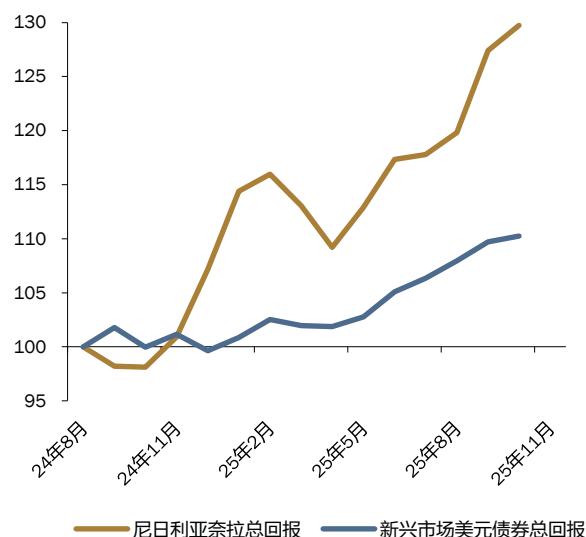
来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

国家概况：尼日利亚

在多年疲软的货币、财政和汇率政策后，蒂努布总统于2023年2月当选，启动了全面的经济改革，包括石油行业的重大变革。关键措施包括：实施可自由贸易的外汇制度、重组石油产业并计划国家石油公司上市、取消燃油补贴，计划于2026年1月推出的税收改革。央行已明确政策重点，奈拉汇率出现升值，通胀回落进程正在进行。

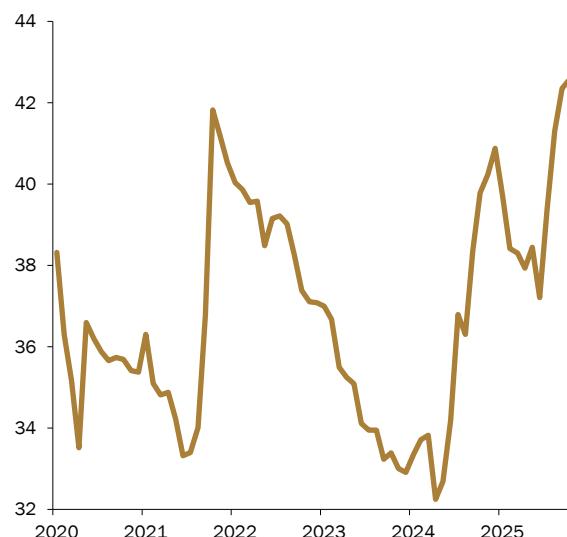
收益率仍处于高位，但已开始下降，吸引了外国投资者的兴趣。

**卖出6个月美元/尼日利亚奈拉NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2024年8月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**尼日利亚央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：尼日利亚央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	4.3	3.3	4.1	3.9	4.2
国内生产总值(十亿美元)	645.7	487.3	252.1	285.0	334.3
消费者价格指数同比 (%)	18.8	24.7	31.4	23.0	22.0
经常账户余额(占GDP%)	0.2	1.3	6.8	5.7	3.6
政府债务(占GDP%)	29.8	36.3	39.3	36.4	35.0
政府预算(占GDP%)	(4.0)	(3.1)	(1.6)	(2.9)	(3.7)
政府收入(占GDP%)	6.6	7.3	10.8	9.6	9.1

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

国家概况：乌兹别克斯坦

乌兹别克斯坦于20世纪90年代初独立，开启了渐进式市场自由化进程，在2010年代中期加速推进。目前的改革动力和市场发展势头，使其成为最具潜力的前沿市场之一。

乌兹别克斯坦是全球前十大黄金生产国之一，央行储备及政府财政受益于黄金价格上涨。此外，该国还是侨汇的重要接收方，庞大的海外侨民汇款为外汇收入提供稳定来源，支撑本币价值。

**卖出6个月美元/乌兹别克苏姆NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2021年9月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**乌兹别克斯坦央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：乌兹别克斯坦央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	6.0	6.3	6.5	6.8	6.0
国内生产总值(十亿美元)	90.1	102.6	115.0	137.5	159.2
消费者价格指数同比 (%)	11.4	10.0	9.6	9.1	7.3
经常账户余额(占GDP%)	(3.2)	(7.6)	(5.0)	(2.4)	(4.6)
政府债务(占GDP%)	30.5	32.2	32.7	31.1	31.0
政府预算(占GDP%)	(3.7)	(4.0)	(2.4)	(2.4)	(2.3)
政府收入(占GDP%)	27.7	25.9	25.2	25.5	25.5

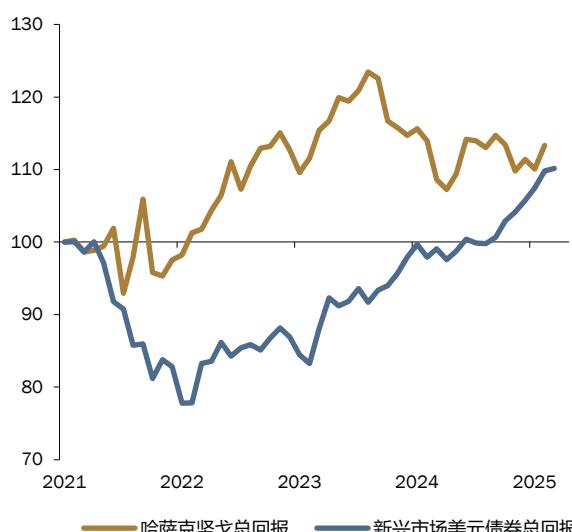
来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

国家概况：哈萨克斯坦

哈萨克斯坦在处理与其最大邻国俄罗斯、欧盟及美国的关系方面表现出高度灵活性，平衡好各方关系，并不断加强与中国及海湾合作委员会（GCC）国家经贸往来。

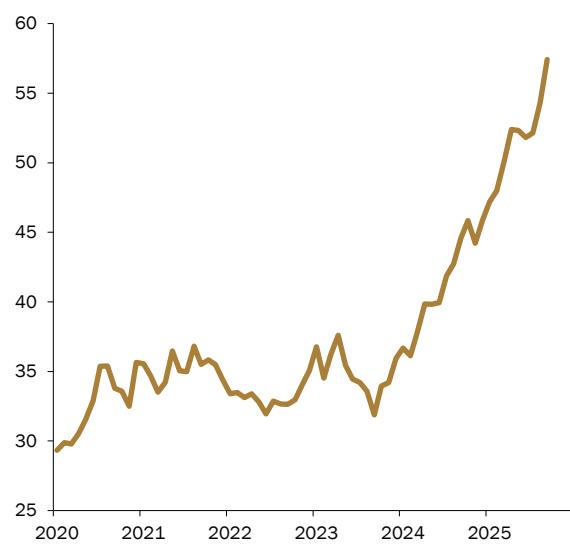
该国正积极推进经济多元化战略，旨在降低对石油的依赖，通过大规模基础设施投资实现现代化转型。这一战略在短期内推高了通胀和债券收益率，吸引了大量外国投资资金流入。为深化改革，政府正致力于改善本地政府债券市场流动性，使其成为主权财富基金的可选方案之一。

**卖出6个月美元/哈萨克坚戈NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2021年9月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**哈萨克斯坦央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：哈萨克斯坦央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	3.2	5.1	4.8	5.9	4.8
国内生产总值(十亿美元)	225.5	261.8	291.5	300.1	319.8
消费者价格指数同比 (%)	15.0	14.5	8.7	11.4	11.2
经常账户余额(占GDP%)	2.9	(3.6)	(1.7)	(3.8)	(4.0)
政府债务(占GDP%)	23.5	23.0	24.4	24.8	26.4
政府预算(占GDP%)	0.1	(1.5)	(1.6)	(2.5)	(2.3)
政府收入(占GDP%)	21.8	21.9	19.1	17.8	17.7

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

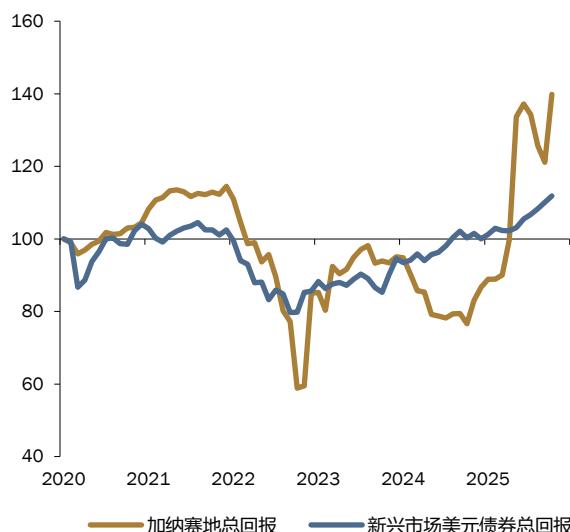
国家概况：加纳

2025年，加纳本地资产表现卓越，主要受多项利好因素推动。

2024年新一届政府上台，肩负着在2022年主权违约、高通胀及长期外汇贬值后恢复宏观稳定的重任。加纳央行通过向本地小型生产商收购黄金，有效提升了外汇储备，增强了本币汇率稳定性，并促使通胀率和债券收益率大幅回落。

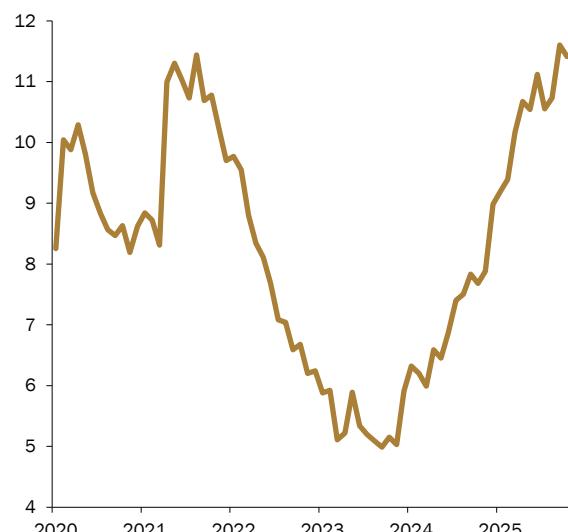
与此同时，政府正谨慎筹划重返本地债券市场。结合宏观基本面的持续改善，这一系列举措显著提升了外国投资者对加纳资产的兴趣。

**卖出6个月美元/加纳赛地NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2020年1月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**加纳央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：加纳央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	3.8	3.1	5.7	4.0	4.8
国内生产总值(十亿美元)	73.9	80.5	82.8	112.0	113.5
消费者价格指数同比 (%)	31.9	39.2	22.9	16.6	9.9
经常账户余额(占GDP%)	(2.3)	(1.6)	1.1	1.8	1.7
政府债务(占GDP%)	92.7	79.1	70.3	59.1	56.1
政府预算(占GDP%)	(11.8)	(3.4)	(7.3)	(2.7)	(1.9)
政府收入(占GDP%)	15.7	15.2	15.9	16.1	17.0

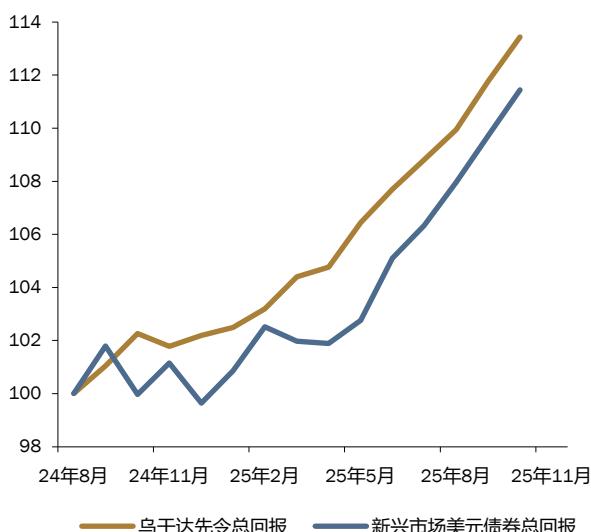
来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

国家概况：乌干达

乌干达在前沿市场中表现突出，主要体现在以下几个方面：持续的高经济增长率使其接近中等收入国家行列；其债务困境风险被评为“中等”，在同类市场中较为罕见；并且长期坚持货币政策稳定，汇率保持稳定，债券及外汇市场流动性相对充裕。预计至2026年中期，乌干达将启动石油生产，这将为经济增长和财政状况带来显著提振。

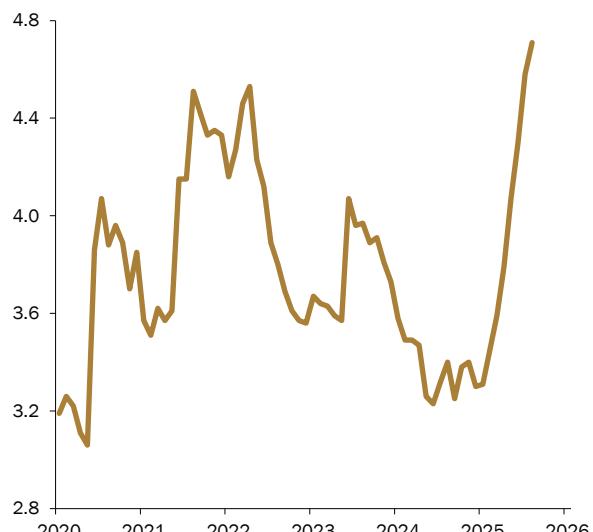
尽管财政和外部账户持续存在赤字导致国债收益率维持高位，相关融资主要依赖长期优惠贷款和外商直接投资。过去一年，受益于较高的实际和名义利率以及货币稳定性，乌干达吸引了大量外资流入本地市场。

**卖出6个月美元/乌干达先令NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2024年8月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**乌干达央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：乌干达央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	6.2	4.9	6.3	6.4	7.6
国内生产总值(十亿美元)	47.3	52.0	56.2	65.0	72.5
消费者价格指数同比 (%)	7.2	5.4	3.3	3.8	4.3
经常账户余额(占GDP%)	(8.6)	(7.6)	(7.5)	(5.0)	(3.7)
政府债务(占GDP%)	50.2	50.5	51.5	52.4	53.0
政府预算(占GDP%)	(5.4)	(4.9)	(4.0)	(6.7)	(5.3)
政府收入(占GDP%)	14.0	14.4	14.7	15.1	15.8

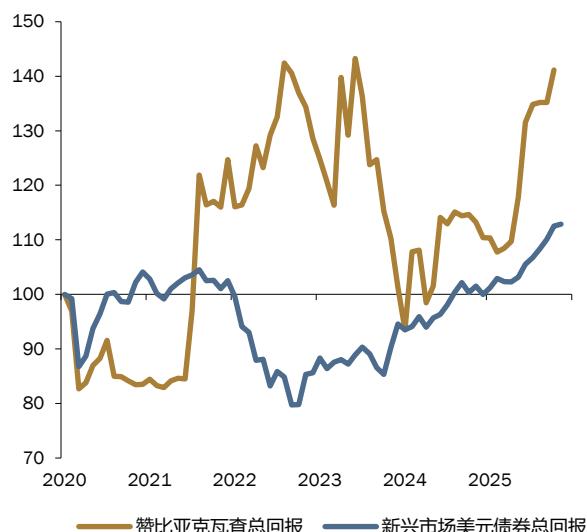
来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

国家概况：赞比亚

赞比亚是全球十大铜生产国之一，也是非洲第二大铜生产国。严重的财政管理失误导致2020年主权债务违约。随着政府执政目标接近完成，自2023年底以来实现了财政基本盈余，外汇储备升至历史新高，夸查（kwacha）汇率趋于稳定，并完成了长期拖延的债务重组，推动外部评级机构近期上调了国家信用评级。

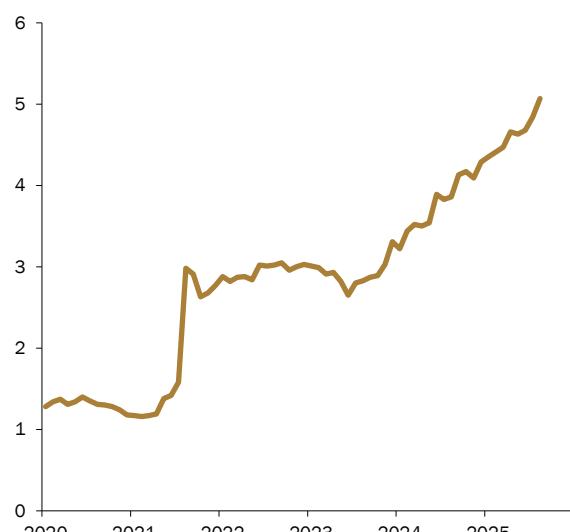
近年来，矿业投资加速推进，伴随通胀和收益率回落，外国投资者对本地政府债券的配置显著增加。

**卖出6个月美元/赞比亚克瓦查NDF与新兴市场美元债券指数的总回报
(以2020年1月为100基准)**



来源：彭博社，工银标准

**赞比亚央行外汇储备
(十亿美元)**



来源：赞比亚央行，工银标准

主要宏观经济数据

	2022	2023	2024	2025f	2026f
国内生产总值同比 (%)	5.2	5.4	4.0	5.8	6.4
国内生产总值(十亿美元)	29.2	27.6	26.3	29.4	33.9
消费者价格指数同比 (%)	11.0	10.9	15.0	14.2	9.2
经常账户余额(占GDP%)	3.7	(3.0)	(2.6)	1.3	2.7
政府债务(占GDP%)	99.5	129.1	114.9	-	-
政府预算(占GDP%)	(7.8)	(5.5)	(3.3)	(5.3)	(3.7)
政府收入(占GDP%)	20.4	21.9	22.2	22.8	23.0

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，工银标准

The background features a dark blue gradient with a subtle texture. Overlaid on this are numerous glowing, out-of-focus circular particles in shades of orange, yellow, and blue, creating a sense of depth and motion. In the foreground, there are three large, semi-transparent blue geometric shapes: a triangle pointing upwards on the left, a trapezoid pointing upwards on the right, and a smaller triangle pointing downwards at the bottom right.

大宗商品展望

黄金

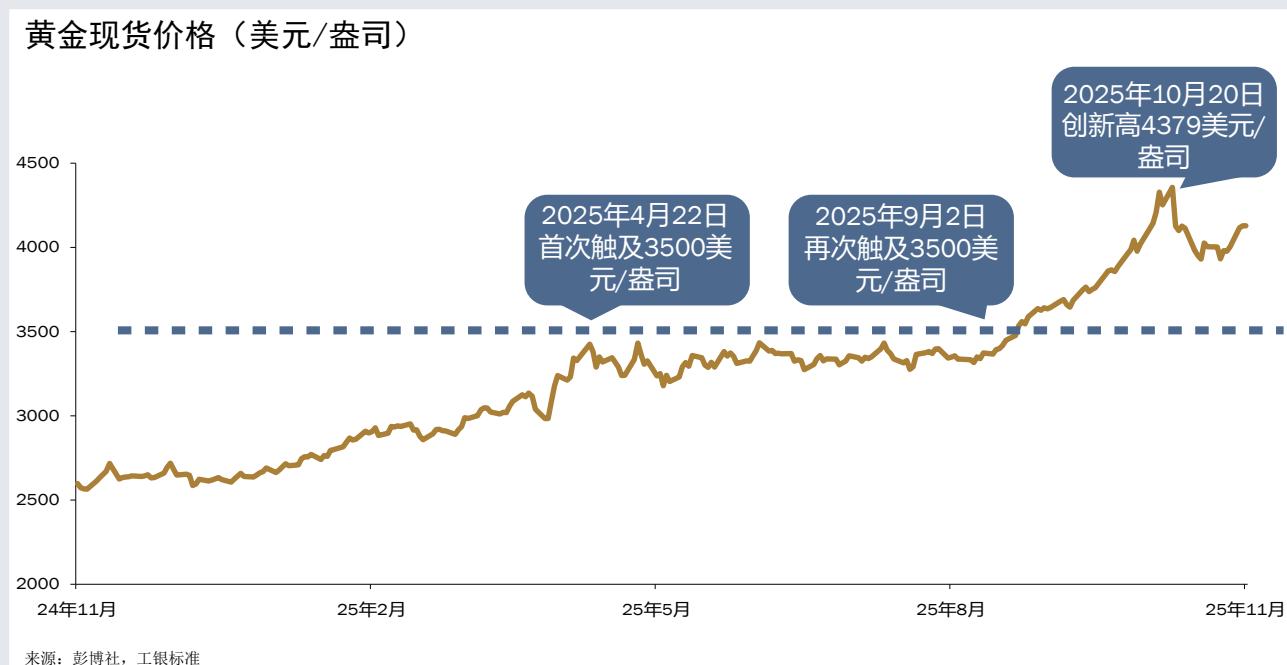
黄金价格在2025年创下历史新高

受全球不确定性加剧和美国激进贸易政策的推动，
黄金价格在2025年大幅上涨，突破每盎司4000美元大关。2025年4月以来影响金价的主要事件如下：

特朗普与美联储之间的紧张关系	美国对等关税进展	“大而美” 法案
<ul style="list-style-type: none"> • 7月24日 美联储耗资巨大的改革项目引发争议。 特朗普公开向鲍威尔施压，要求其降息 • 8月20日 特朗普试图解雇美联储理事库克 	<ul style="list-style-type: none"> • 7月7日 特朗普宣布对14个国家征收新的关税 • 7月10日 特朗普对8个国家增加了新的关税税率 • 8月7日 美国对等关税政策现正式生效 • 10月10日 特朗普威胁要对中国加征100%的关税 	<ul style="list-style-type: none"> • 7月3日 美国众议院以微弱优势通过了“大而美法案” • 该法案可能在未来十年内使美国政府债务增加约3万亿美元
地缘政治紧张局势升级	美联储决议	私营部门信贷问题
<ul style="list-style-type: none"> • 5月6-19日 印度和巴基斯坦发生军事冲突 • 6月13-25日 以色列与伊朗发生军事冲突 • 7月24-28日 泰国和柬埔寨发生军事冲突 • 8月15日 特朗普与普京会晤未能达成俄乌停火协议 	<ul style="list-style-type: none"> • 5月8日 利率不变，鸽派立场。 • 6月19日 利率不变；鹰派立场；美联储暗示降息需要有明确的市场下跌迹象 • 7月31日 利率不变；内部出现分歧 • 9月17日 美联储如预期降息25个基点 	<ul style="list-style-type: none"> • 9月10日 Tricolor subprime 汽车金融集团申请破产保护 • 9月29日 First Brands Group申请破产保护，负债约120亿美元 • 10月16日 美国地区性银行宣布意外核销不良贷款。

今年年初，美国总统特朗普威胁要加征高额关税，避险需求激增，推动金价大幅上涨。4月2日，对等关税正式生效，金价飙升至每盎司3500美元左右，成为一个关键转折点。4月至8月期间，随着美国与主要贸易伙伴展开谈判并达成部分协议，金价在每盎司3200美元至3450美元的相对窄幅区间内震荡。

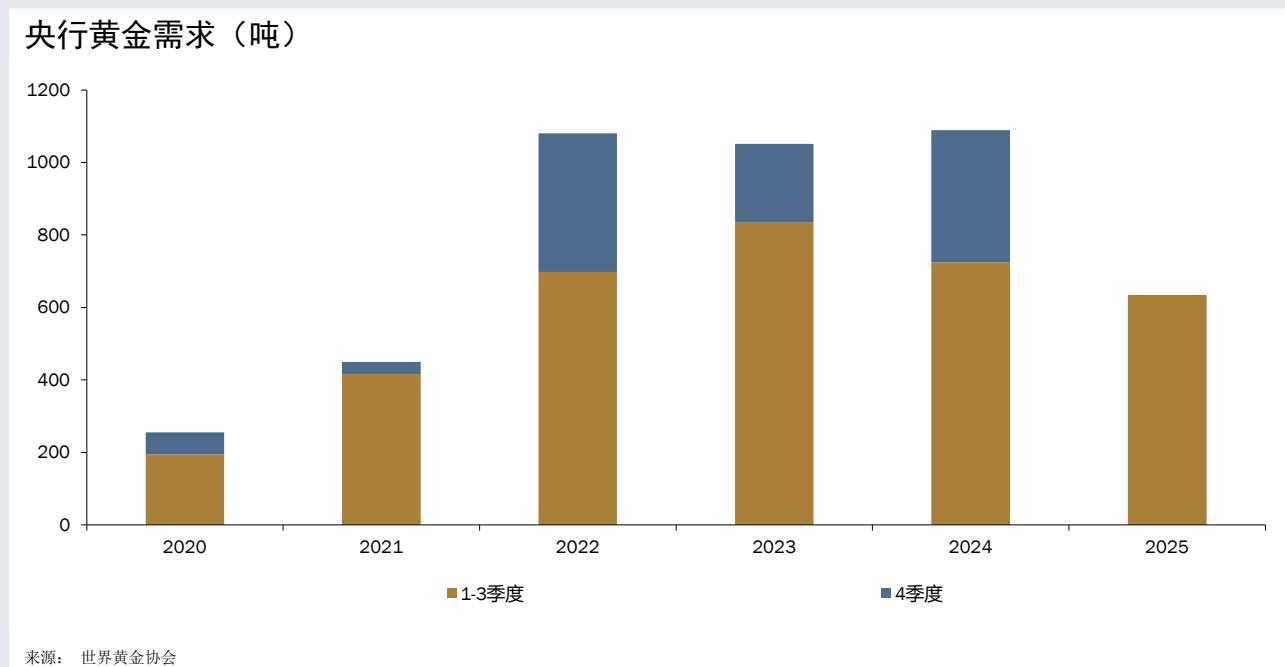
然而，持续的地缘政治紧张局势以及特朗普试图解雇美联储主席鲍威尔的举动，推高了市场风险情绪，为金价提供了强劲的支撑。从9月开始，随着美联储启动新一轮降息周期，以及美国政府停摆加剧了经济不确定性，市场再次迎来上涨动力。黄金突破了此前的区间，于10月20日飙升至每盎司4356美元的历史新高。随后，受中美贸易紧张局势缓和以及市场对美国政府重新开放的乐观情绪的影响，金价略有回落，但黄金仍稳守4000美元的关键关口，凸显了其作为系统性风险对冲工具的韧性。



金价高企，2025年央行对黄金的需求依然强劲

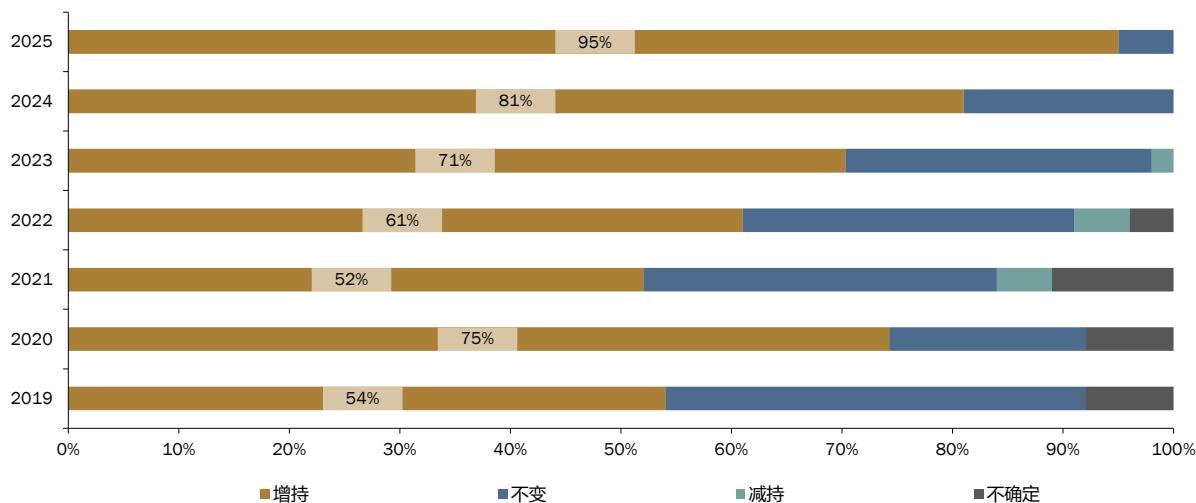
全球央行仍积极购入黄金。截至2025年9月，央行净购入量达634吨，低于过去三年同期水平，但仍远高于2022年之前的年均400-500吨，潜在需求强劲。

波兰国家银行（NBP）领衔2025年以来的黄金购买量，尽管5月以来暂停了黄金收购，但仍将黄金在其储备的占比目标从20%上调至30%，进一步凸显了对黄金的重视。其他值得关注的包括哈萨克斯坦、阿塞拜疆和土耳其三家央行。此类持续的需求反映了疫情后出现的结构性转变：在2021-2022年大幅增长之后，各国央行自2023年以来一直保持净买入。多极化的地缘政治格局、持续的贸易紧张局势以及不断膨胀的主权债务，这些都促使各国央行寻求减少对美元的依赖。黄金在储备总量中的占比已攀升至22%，且仍有很大的增长空间，预计未来一年内，各国央行和主权基金的需求将持续强劲。



这一趋势与世界黄金协会今年早些时候的调查结果相符。该调查显示，95%的受访者预计未来12个月全球央行黄金储备将增加，其中创纪录的43%受访央行计划增持自身黄金储备，且没有央行预期减持黄金。此外，73%的受访央行预计未来五年全球储备中美元的配置比例将出现中度或大幅下降，同时预计欧元、人民币和黄金的配置比例将上升。

预计未来12个月全球央行黄金储备将如何变化

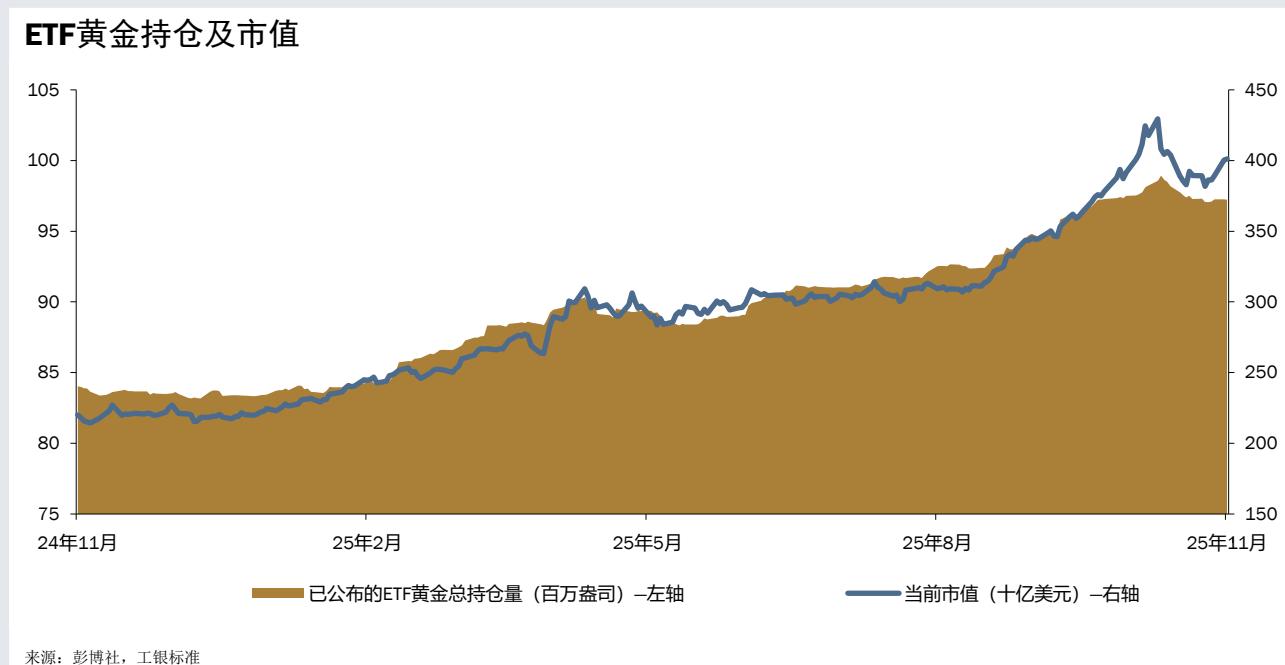


来源：世界黄金协会

地缘政治紧张局势提升避险情绪，助推黄金ETF的强劲需求

持续的地缘政治紧张局势、喜忧参半的宏观经济信号以及特朗普政府的财政和关税政策加剧了全球不确定性，刺激了投资者对黄金ETF和非公开持仓的强劲需求。全球实物黄金ETF连续五个月实现资金流入，10月新增资金流入达82亿美元。

10月资金流入较9月有所放缓，但仍远高于年初至今的平均水平71亿美元，这使得2025年有望成为ETF需求有史以来最强劲的一年。截至10月末，ETF黄金总持有量为9728.4万金衡盎司，略低于10月21日创下的9894.2万金衡盎司的峰值，但仍处于三年多来的最高水平。这些资金绝大部分来自北美上市基金（392.9吨），亚洲（162.7吨）和欧洲（111吨）的需求也十分强劲，凸显了全球投资者对黄金作为战略对冲工具的广泛兴趣。黄金ETF强劲需求是2025年黄金价格的重要支撑因素。



实物黄金投资需求激增

2025年，实物黄金投资需求依然强劲。世界黄金协会的数据显示，前三个季度黄金条和金币的总需求量达到947.4吨，同比增长近10%。值得注意的是，第三季度是全球黄金投资量连续第四个季度超过300吨，这是自2013年以来的最高纪录。这一增长反映了在持续的地缘政治不确定性下，避险资金的强劲流入，也得益于部分珠宝消费者转向利润率较低的纯投资产品。全年预测显示，全球投资市场将实现稳健同比增长。

中国和印度继续主导金条和金币的需求。中国的需求同比增长24%、达到313吨，而印度的需求为184.4吨、同比增长约13%。相比之下，美国市场是全球少数几个出现下滑的市场之一，前三个季度的需求同比下降45.9%至31.9吨。这一急剧下降主要反映了美国投资者在金价强劲上涨后获利了结。总体而言，实物投资需求的韧性凸显了黄金在不确定时期作为战略资产的价值。

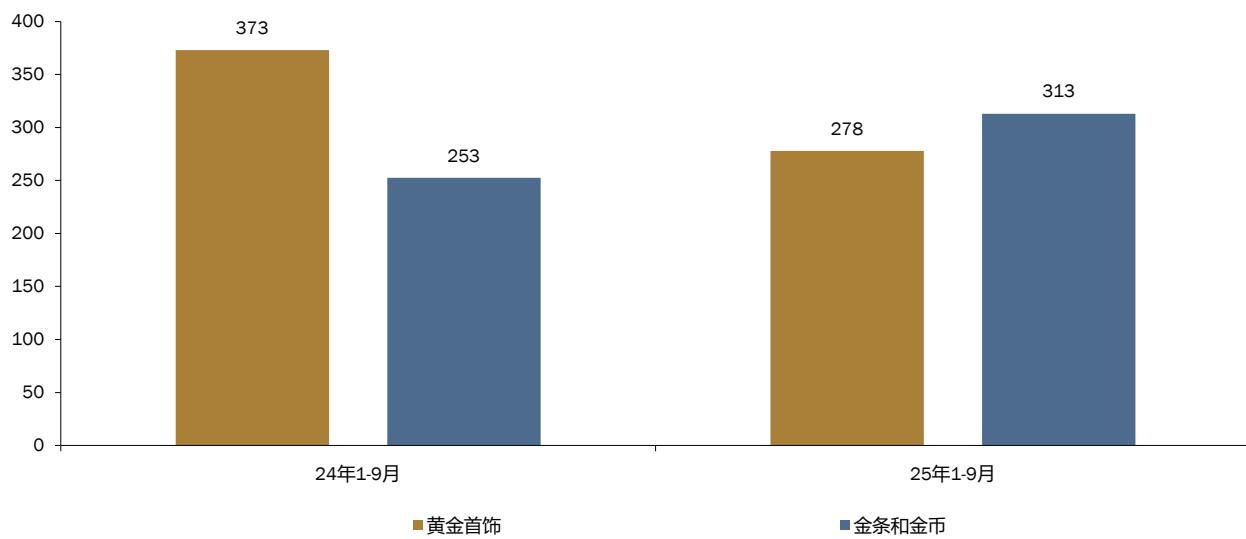
全球黄金首饰需求受金价抑制

2025年，国际金价持续攀升，显著抑制了全球黄金首饰消费，全年首饰需求同比大幅下滑18%。其中，中国与印度作为全球两大核心市场，首饰消费量降幅均超过25%。在中国市场，受金价持续高企打压，2025年前三季度黄金首饰需求仅为277.9吨，较上年同期的373吨大幅减少。尽管第三季度受季节性因素带动，环比略有回升，但整体成交量仍远低于长期均值，预计第四季度在金价维持高位的背景下，需求将延续低迷态势。本轮下行周期对下游零售端造成严重冲击，主要品牌均报告营业收入和净利润大幅下滑。

2025年，印度黄金首饰需求延续下行趋势，前三季度消费量降至277.9吨，较上年同期的373.6吨大幅减少。尽管第三季度需求环比有所改善，但依然创下自2020年以来同期的最低水平。在高金价环境下，印度消费者越来越倾向于“以旧换新”——即用旧首饰置换新饰品，而非直接购买全新产品。同时，市场数据显示，投资者对低利润率的投资型黄金产品（如金条、金币、数字黄金等）的兴趣持续上升，进一步分流了传统首饰的消费需求。

整体来看，2025年印度黄金首饰市场的表现，凸显了高金价和消费行为变化带来的结构性挑战。

2025年1-9月我国黄金需求（吨）



数据来源：世界黄金协会

2026年金价展望

看涨黄金，买方机构增持黄金成为新的上涨动力

黄金今年已上涨三分之二，成为2025年表现最好的大宗商品之一。美国疲弱的劳动力市场数据以及温和可控的通胀水平，强化了市场对美联储明年继续降息的预期，可能进一步压低美元指数，推高以美元计价的黄金价格。

多个结构性因素支撑了黄金的上涨。全球央行在疫情后逐步增加黄金储备，以实现资产多元化并降低对美元的依赖，这一趋势在2023年开始明显反映到价格上，对黄金价格带来了温和的提振。同时，黄金ETF持仓在2024年中期开始反弹，在2025年大幅加速，再加上投资者对黄金需求激增，共同推动了黄金价格的大幅上涨。展望2026年，黄金预计将保持高位，徘徊在历史纪录附近。除了这些驱动因素外，黄金的强劲涨势及避险属性已吸引全球投资者的目光。如果主要机构买家，如养老金、主权财富基金和对冲基金，继续在其投资组合中增加黄金配置，价格可能进一步获得上行动能，有望创下新的历史高点。机构资金流入预计将成为明年黄金价格上涨的关键动力。

尽管2026年黄金整体前景偏乐观，但要重现2025年创记录的涨幅将面临一定挑战。宏观环境显示，美国货币政策刺激力度将弱于2025年，因为美联储可能放缓降息步伐，令美元趋于稳定，并削弱部分对以美元计价资产（如黄金）的利好。

此外，当前高企的黄金价格已明显削弱了珠宝和实物投资需求，一些投资者转向铂金和白银等入场成本更低的替代品。在当前历史新高，地缘政治风险溢价、通胀预期以及美国宽松货币政策所带来的利好已基本充分计入。这意味着上行空间日益受限，风险回报有所下降，使得在缺乏重大利好因素的情况下，金价难以进一步大幅上涨。整体趋势仍然保持积极，随着机构配置继续增加，黄金仍有望测试新的高点——只是涨幅将比2025年更缓和。

铂金

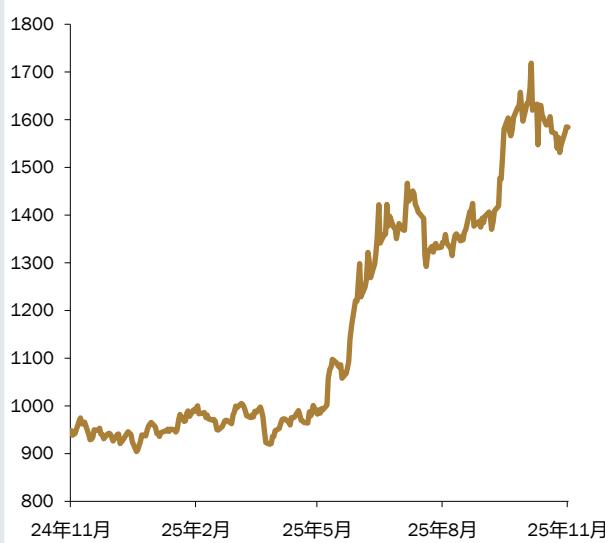
铂金上升至2013年以来最高水平，投机买盘助推行情

2025年，铂金表现极为强劲，年初至今累计上涨76%，创下自2013年以来的最高水平。

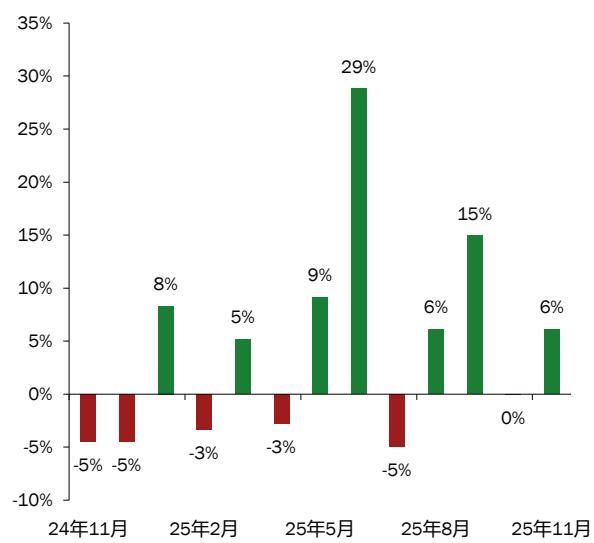
铂金价格在1月至4月期间维持窄幅震荡，5月开启强劲上行趋势。

最为剧烈的涨幅出现在6月，当月铂金暴涨27%，主要受供应紧张、首饰制造需求强劲反弹以及大量投机买盘推动。技术性突破进一步放大涨势，吸引了追涨资金入场。7月行情有所降温，8月录得温和上涨，但9月市场再度强劲拉升，单月涨幅达到12%。这一轮涨势受到美联储降息以及广州期货交易所宣布推出铂金和钯金期货及期权的利好影响，重新点燃投资者热情。铂金价格于10月触及1718美元/盎司的高点，目前仍维持在高位，显示出尽管基本面信号不一，投资需求依然旺盛。

铂金现货价格（美元/盎司）



铂金价格月度变化



数据来源：彭博社

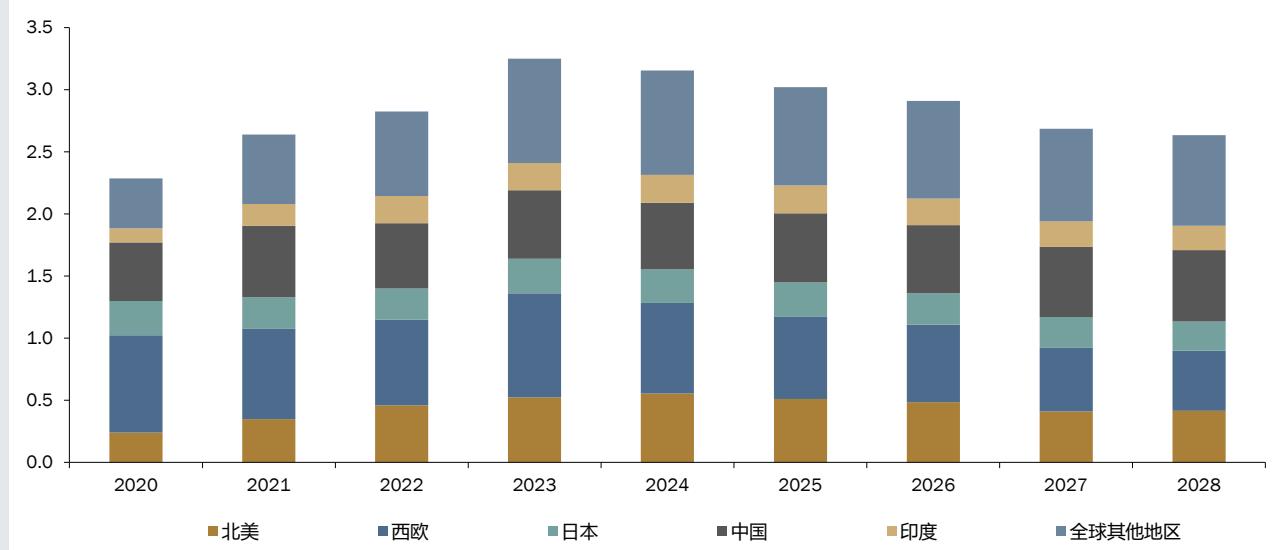
数据来源：彭博社

汽车行业铂金需求下滑，氢能难以扭转颓势

汽车行业铂金需求在2023年达到峰值235万盎司，此后进入结构性下行阶段。主要原因是出现“替代效应”，即汽车制造商，尤其是美国和西欧厂商，重新采用铂金含量较低、钯金比例较高的催化剂。这一变化正在逐步降低内燃机汽车的铂金使用量。

与此同时，电动车（BEV）的快速扩张进一步压制铂金需求，因为电动车无需使用铂金催化剂。根据SFA Oxford数据，全球电动车产量自2023年以来增速明显放缓，但今年仍实现26%的增长。预计到2026年，BEV产量将达到1730万辆、同比增长18.7%。中期来看，我国电动车增速预计将趋于温和，而混合动力车型仍保持较高人气，在一定程度上缓解了铂金需求下滑，但不足以扭转整体下降趋势。

汽车行业催化剂铂金需求（千盎司）



来源：SFA Oxford

预计未来几年氢能相关的铂金需求将显著提升，2028年需求预计较2024年增长74%。在2025年上海铂金周上，我国氢能战略的重大进展成为焦点。2024年我国电解水制氢设备出货装机容量达到1.2吉瓦，预计到2030年将增至25吉瓦。

尽管需求前景乐观，氢能行业目前仅占全球铂金总需求约2%，预计到2028年这一比例也仅提升至2.5%。虽然增长潜力强劲，但氢能对铂金需求的整体贡献相对有限，因此对铂金价格的支撑作用非常微弱。

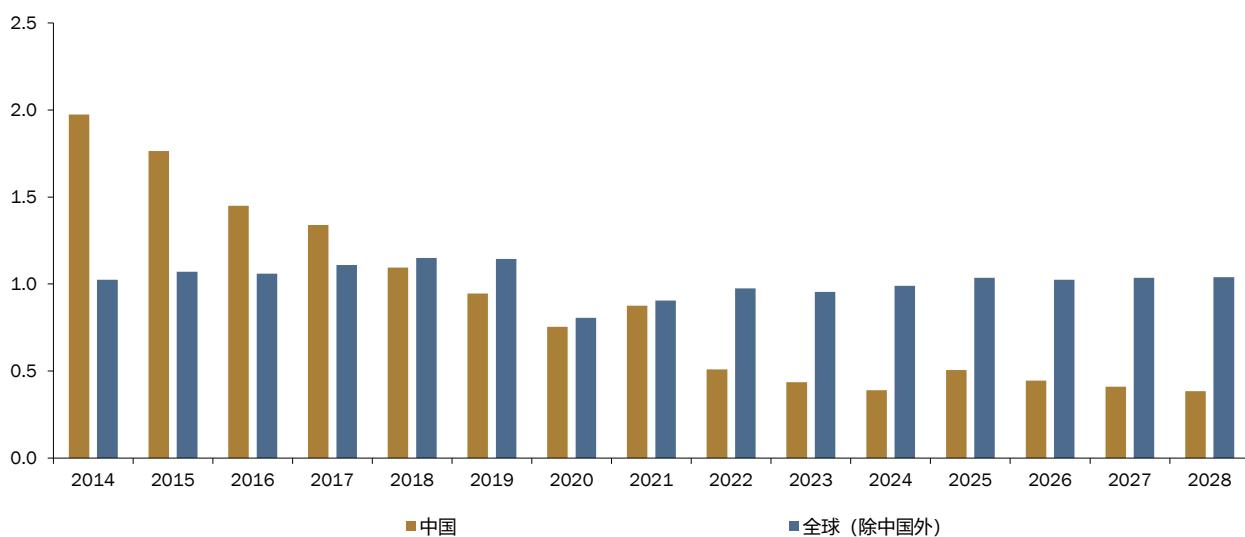


首饰需求推高铂金价格，但结构性挑战仍 难以化解

2025年，我国铂金首饰制造需求同比激增29%，主要原因是部分中型黄金首饰企业在黄金销售疲软、金价高企的背景下，转向铂金产品。由此引发4-5月强劲的国内需求，并推动全球铂金首饰需求同比增长12%，达到1540千盎司。

然而，铂金首饰面临明显的客观制约：在中国，黄金承载着深厚的文化意义，颜色通常象征着幸福或吉祥，而铂金不具有此类文化意味。此外，铂金在二次回收中的价值损失较大，进一步削弱其挑在首饰市场主导地位的能力。经济压力和消费偏好变化也加剧了这一困境。年轻一代更关注物美价廉，倾向选择与铂金外观类似的镀金银饰或低价银饰。整体看，铂金难以回到2014年峰值。

珠宝行业对铂金的需求量（千盎司）



来源：SFA Oxford

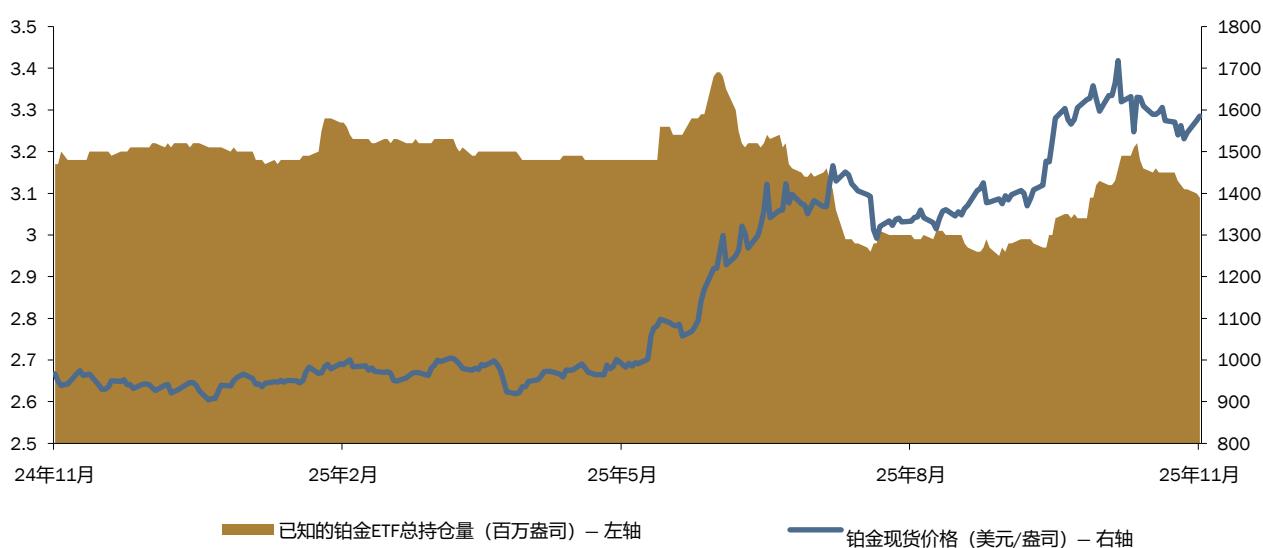
属性	黄金（纯金）	K金 (18K金)	铂金 (PT950/900)	银（纯银）	镀金银
颜色	纯黄色，不会变色	可调：常见黄色、白色、玫瑰色；多样化	天然银白色，纯净，不会变色	天然银白色，柔和光泽，易氧化	镀金表面，金色外观，可能随时间褪色
硬度	低，质地柔软，易变形	高，含25%其他金属，坚硬耐用	中低，比K金软，易留下痕迹	中低，柔软，易刮花	取决于银基，略低于K金，镀层不增加硬度
耐磨性	易磨损，复杂设计困难	耐磨性好，适合复杂镶嵌和日常佩戴	极耐磨，不易变形或磨损	易磨损，表面很快出现划痕	镀层随时间磨损，银基暴露
颜色稳定性	不会变色或褪色	18K白金需镀层，磨损后需保养；黄/玫瑰金稳定	不会变色或褪色，化学性质极稳定	易氧化，需定期清洁	镀层褪色，需重新电镀保养
舒适度	柔软，易变形，适合传统款式	坚固，适合日常佩戴，极少引起过敏	较重，非常纯净，极低过敏性	轻盈，舒适，部分人可能银过敏	与银相似，舒适，镀层通常不会引起过敏
工艺	适合简单设计，复杂设计困难	易加工，适合各种现代或复杂款式	熔点高，精细加工困难，常为简单戒圈	易加工，适合复杂设计	需镀金工艺，适合仿金外观设计
保值性	极高，全球公认的投资	有一定保值性，流通性好	市场需求低，回收价低于K金	市场价值低，回收价远低于黄金	极低，镀层几乎无价值
珠宝用途	传统黄金首饰、投资资金条、传统工艺	现代时尚首饰、婚戒、宝石镶嵌	高端婚戒、素戒、永恒象征	时尚饰品、民族风首饰、银工艺品	经济实惠的仿金首饰、婚礼礼品、装饰品

铂金价格上涨引发ETF资金大幅波动

2025年6月，铂金价格的强劲上涨激发了投资者的浓厚兴趣，推动第二季度ETF出现显著资金流入。二季度内，铂金ETF持仓增加9.7万盎司，达到330万盎司。季度初的热情推动持仓量在6月中旬一度攀升至340万盎司，创下自2024年6月以来的新高。然而，当价格突破每盎司1250美元后，欧洲基金发起的获利了结导致资金在季度后期流出。这部分实物金属重新流入市场，有助于缓解一度创纪录的40%实物租赁利率。

截至7月末，ETF总持仓已降至300万盎司以下。9月下旬，随着铂金价格再度走强，资金流向出现逆转。10月22日，ETF铂金持仓回升至322万盎司，随后又有所回落，反映出该市场投资者仓位的高度波动性和机会主义特征。

ETF 铂金持仓和铂金现货价格



来源：彭博社，工银标准

2026年铂金价格展望：

投机支撑消退、结构性疲弱加剧，铂金面临下行风险

预计铂金价格将在今年年底前保持支撑，因为美联储预期的降息将削弱美元，为贵金属提供助力。黄金价格高企促使部分投资者转向铂金，同时中国今年金条和金币需求增长强劲，价格可能在2025年底前维持在每盎司约1600美元的高位。

展望2026年，供应动态将略有缓解，SFA Oxford预计全球铂金缺口将从2025年的54.5万盎司缩小至33万盎司。然而，铂金首饰需求仍存在结构性疲弱——铂金缺乏黄金的文化意义和转售价值，且结婚率下降进一步抑制需求，使价格回到2014年高点的可能性极低。今年的上涨主要由投机和ETF资金流入推动，而非基本面改善，一旦投机兴趣消退则可能出现回调。此外，电动车的持续普及使铂金的长期需求前景蒙上阴影，削弱投资者信心。铂金在2026年面临下行风险，价格可能回落至每盎司1250美元以下。

铜

供应中断与能源转型支撑铜的长期前景

2025年价格表现

铜价今年波动剧烈，受宏观经济因素和供应冲击共同驱动。

2025年初：

伦敦金属交易所（LME）三个月铜合约价格从1月的每吨8800美元上涨至3月约10100美元，主要受能源转型、电动车以及人工智能数据中心乐观情绪推动。

关税冲击：

特朗普总统宣布互惠关税后，价格跌至每吨8500美元，引发对工业活动和全球制造业放缓的担忧。

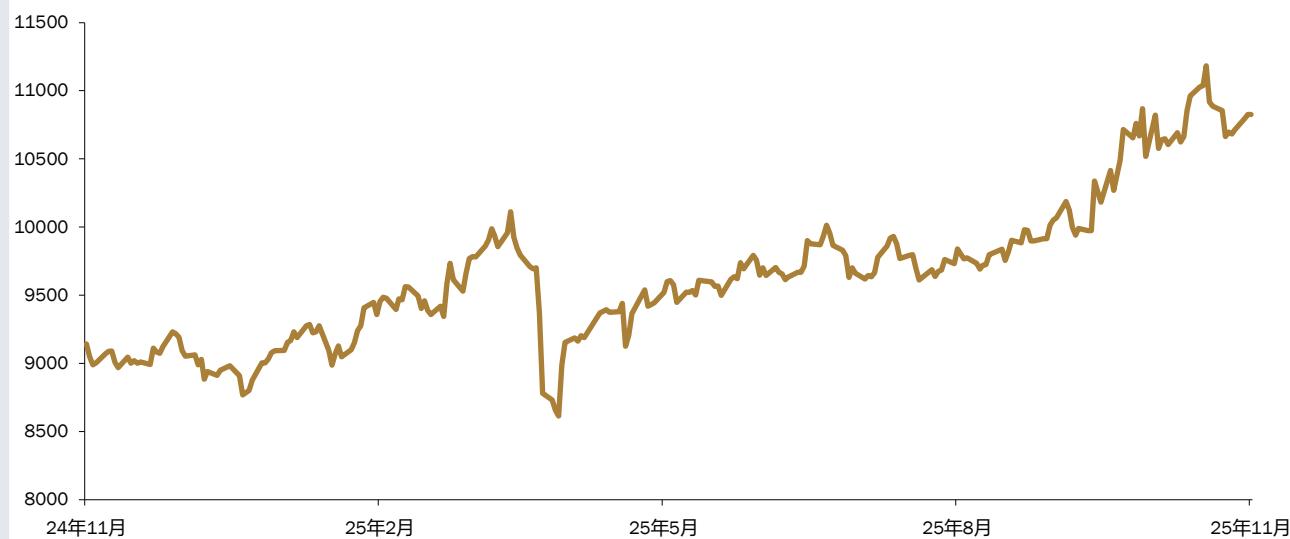
复苏与结构性驱动：

随着贸易谈判推进，市场乐观情绪回归。能源转型、电动车普及和人工智能等结构性需求驱动，帮助铜价在5月至8月稳定在每吨9500至10000美元之间。

供应冲击：

9月，印尼格拉斯伯格铜矿发生山体滑坡，引发铜精矿供应担忧。自由港公司宣布不可抗力，美联储降息及美元走弱推动铜价在10月底创下每吨11183美元的历史新高。此后价格略有回调，但仍维持在每吨10,600美元以上，反映出强劲的市场信心。

LME三个月铜合约价格（美元/吨）



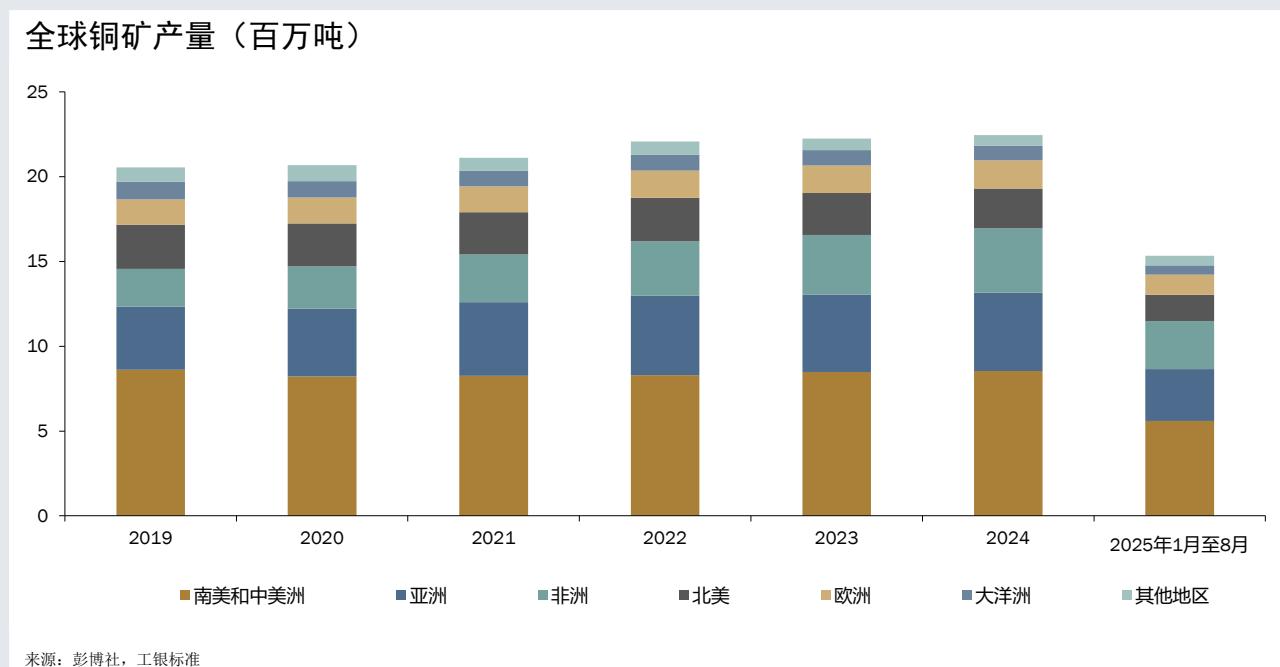
来源：彭博社，工银标准

全球铜矿事故加剧铜精矿供应紧张

自今年年初以来，全球铜矿供应一直极为紧张，强劲支撑了铜价。多种因素限制了全球矿产产量，包括自然灾害、更严格的环保法规和劳工罢工，其中最严重的中断是印度尼西亚格拉斯伯格矿山在山体滑坡后完全关闭。

- 据彭博社报道，2025年1月至8月间全球铜矿产量仅达到1535万吨，而2024年全年产量为2245万吨，远低于历史水平。

鉴于新矿的开发周期通常为10至15年，这一供应缺口短期内难以弥补。这预计2026年全球铜矿赤字将进一步扩大，确保结构性持续紧张和持续的价格支撑。



自由港宣布格拉斯伯格不可抗力，大幅下调铜产量预测

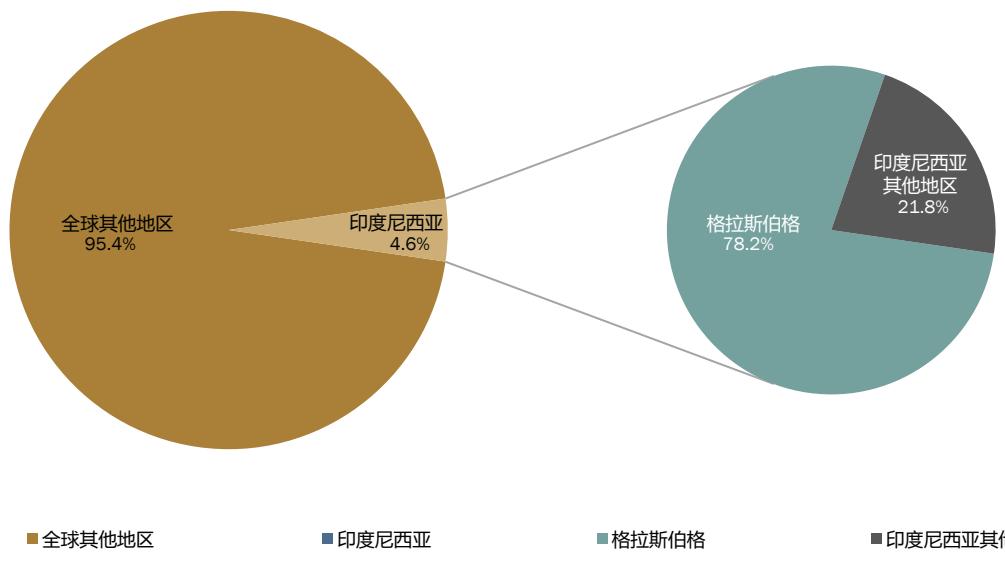
格拉斯伯格矿山停摆事件成为一个关键因素。格拉斯伯格在全球处于关键地位，去年产铜约81.6万吨，是全球仅次于智利埃斯孔迪达的第二大铜矿，占全球产出的3.6%。

最近的山体滑坡导致工人失踪，矿井被迫停工。自由港宣布合同供应存在不可抗力，将2026年铜和黄金产量预测下调35%。

此事件加剧了市场对全球精矿短缺的担忧，推动LME三个月铜价在9月突破每吨1万美元，并持续强劲上涨至10月。

自由港最新声明显示，计划从2026年第二季度开始逐步恢复格拉斯伯格的井下产能。对于如此大规模的矿山，恢复生产并达到满负荷的过程通常需要6-12个月甚至更久，具体取决于基础设施维修（包括清理滑坡碎片）、人员和设备的重新部署，以及通风和安全检查情况。预计产量将逐步回升并在明年稳步增长，第四季度的产量有望接近事故发生前的水平。

印度尼西亚铜矿产量占全球总量的百分比



来源：多渠道数据

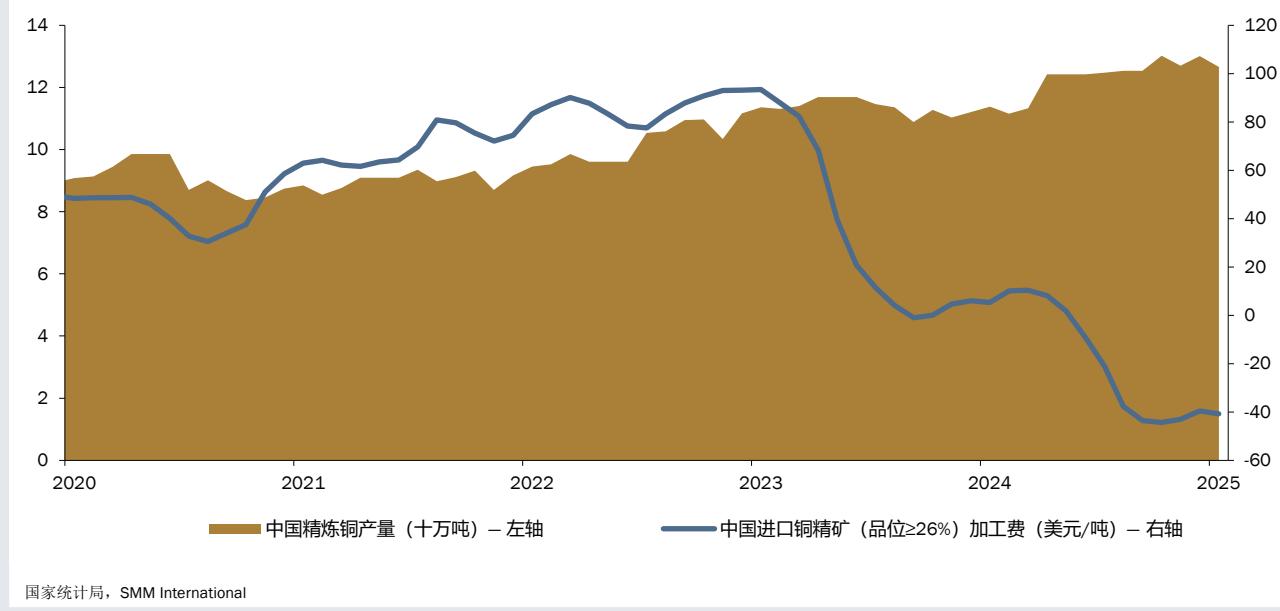
中国铜冶炼创历史新高，引发产能规范化呼声

在全球铜精矿短缺并影响冶炼厂原材料供应的背景下，业界关注焦点转向精炼铜生产。

今年6月，中国精炼铜产量达到创纪录的130.2万吨，并在8月再次接近这一水平。产量随后有所回落，10月降至120.4万吨。1-10月累计产量达1260万吨、同比增长11.2%。这一快速扩张，加上精矿供应紧张，使加工费降至历史低位，引发市场对行业利润可持续性的担忧。

对此，中国有色金属工业协会呼吁铜供给侧改革，借鉴铝行业4500万吨年度产能上限经验，提出控制产能过快扩张的政策建议。

中国精炼铜产量及加工费



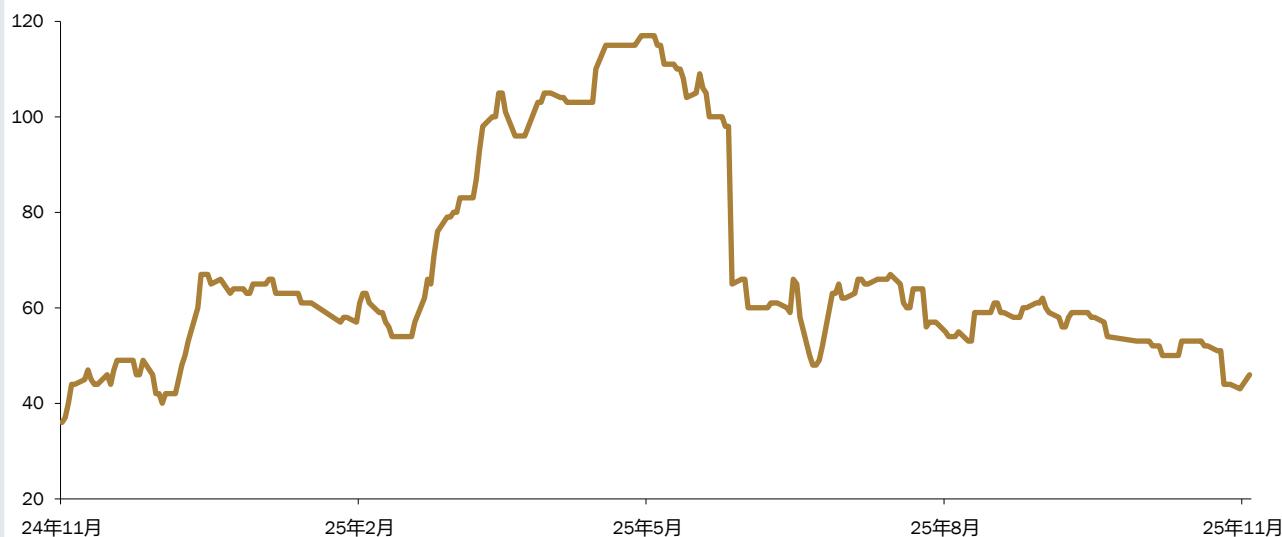
国产能和价格动态塑造了铜的流动趋势

中国铜市场在近期价格波动中保持韧性。一项关键市场指标——洋山铜升水，从7月每吨67美元下降至11月每吨40美元，创下自2024年12月以来的最低水平。受格拉斯伯格矿中断影响，在传统旺季9月和10月发生了下降，推动伦敦金属交易所三个月期铜价格在9月突破每吨1万美元，并在10月底短暂超过每吨1.1万美元。高企的价格抑制了中小加工企业的采购兴趣，但整体需求基本面依然稳固。

与此同时，中国精炼铜产量仍处于历史高位，保障国内供应充足并限制进口需求。多数交易通过长期合同执行，现货市场活动低迷。

此外，尽管美国关税措施将南美和非洲铜引入美国市场，中国强劲的精炼铜产量在很大程度上抵消了对国内供应的不利影响，维持了市场稳定。进一步来看，如果中国设立精炼铜冶炼产能上限，将减少新冶炼厂投产、抑制过剩产能，可能引发未来供应紧张的担忧。在这种情况下，中国可能会增加进口铜的需求，推高洋山铜溢价水平。

中国洋山铜溢价（美元/吨）

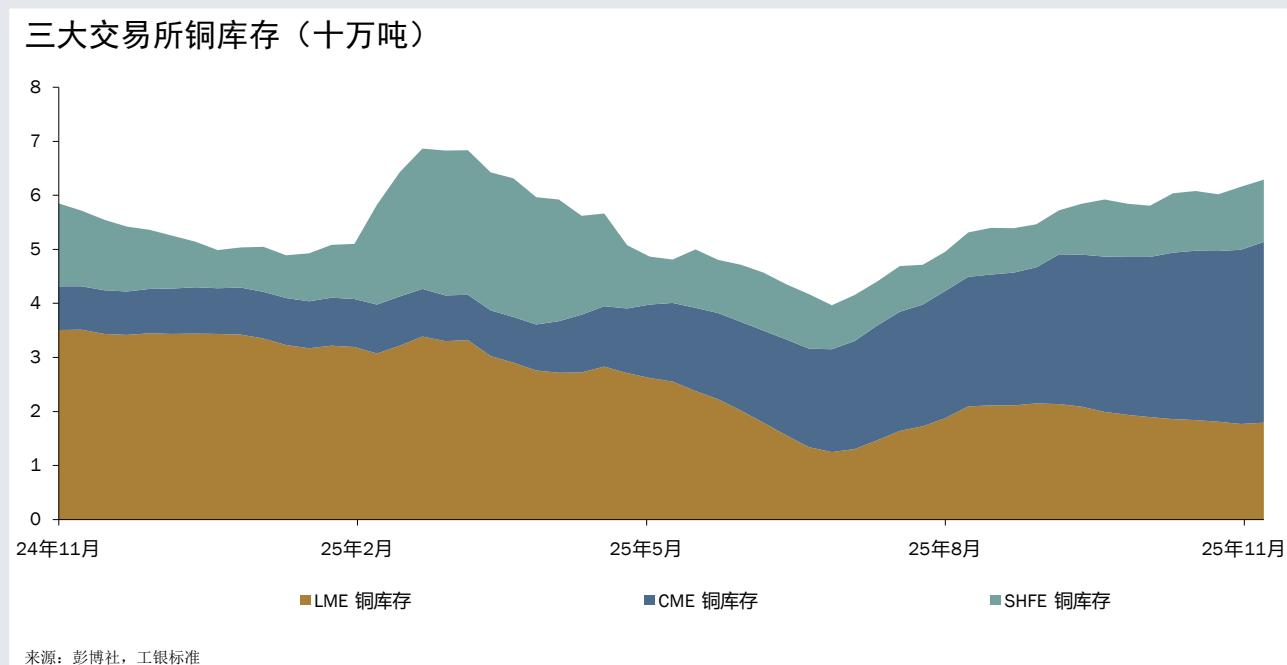


来源：上海有色网

美国铜关税威胁重塑全球流向与库存动态

美国最终将精炼铜进口排除在拟议关税之外，但最初的关税威胁已显著改变全球铜库存和贸易流向。7月30日，特朗普总统宣布精炼铜和废铜进口将被排除在50%的关税之外，关闭了套利窗口；然而，大量铜已提前运往美国仓库，COMEX库存激增至超过30万吨，超过伦敦金属交易所的库存水平。

市场认为，美国可能在2026年底重新审议铜关税，这促使大型贸易公司与智利生产商签订年度供应协议。值得注意的是，2026年的COMEX合约交易价格较LME高出近每吨1000美元，形成了有吸引力的套利机会，预计将推动更多铜流入美国，并进一步增加COMEX库存。

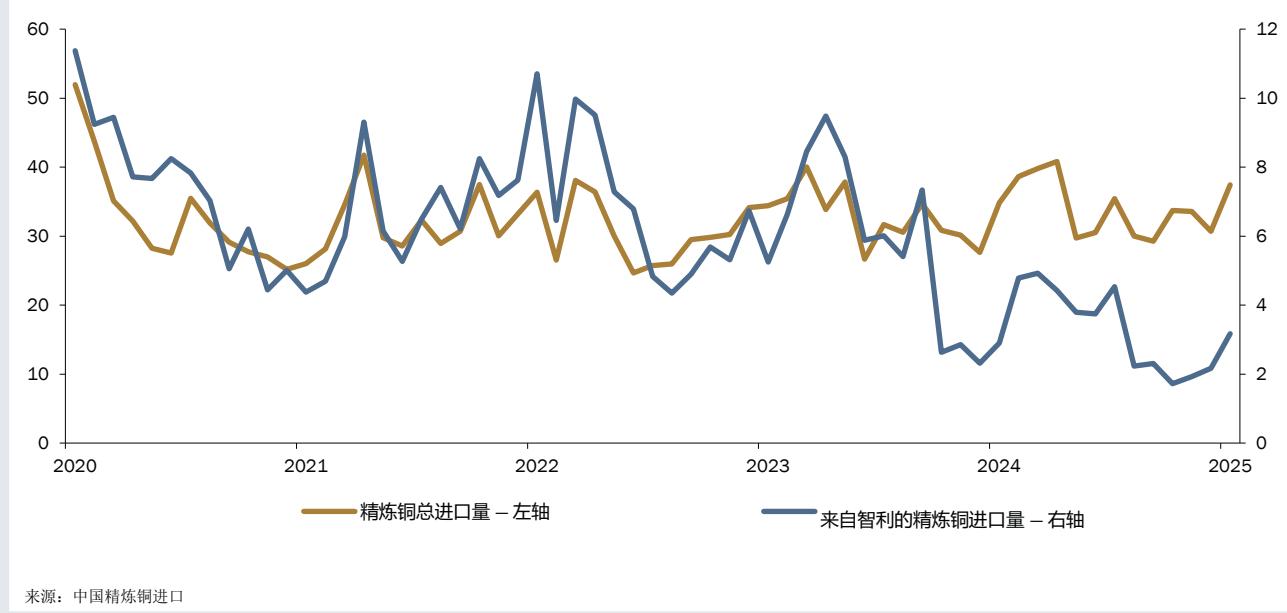


中国通过多元化进口抵消关税影响

中国进口铜来源也发生了变化，今年早些时候美国关税威胁推高了CME铜升水，促使贸易商提前将金属运往美国。CME可交割品牌主要来自美国国内市场和南美，尤其是智利。这一转变导致自智利进口至中国的精炼铜同比下降41%。

中国已增加来自刚果（金）等国的进口，多元化铜供应来源、弥补缺口。刚果（金）现已成为中国最大的精炼铜供应国。赞比亚的发运量也激增，今年前九个月翻了一番，达到13.1万吨。

中国精炼铜进口（万吨）



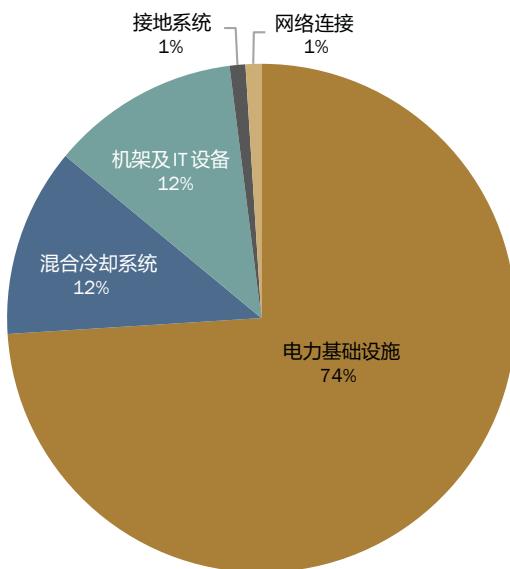
传统铜需求见顶，绿色科技与人工智能引领新一轮增长

需求方面，传统行业未来几年铜需求增长潜力有限，而可再生能源产业——光伏、风电和新能源汽车（NEV）——将成为增量需求的主要驱动力。目前，这三大行业在2025年约占全球铜消费的15%，随着能源转型项目加速推进，这一占比预计进一步提升。

铜在人工智能数据中心中也发挥着关键作用，成为新兴需求驱动因素。约74%的铜用于电力基础设施，主要集中在厚低压电缆，将高电流负载从配电板输送至服务器机架。另有12%用于冷却系统，包括机架级液冷分配器，以及整栋建筑的冷却泵和压缩机电机。尽管北美仍是领先地区，中国、英国、德国和法国正在加快建设步伐。

未来五年，铜将在全球能源转型和人工智能基础设施崛起中扮演关键角色。为评估潜在影响，我们考虑了三种情景，反映新能源和技术驱动需求的不同增长轨迹。

用于数据中心子系统的铜

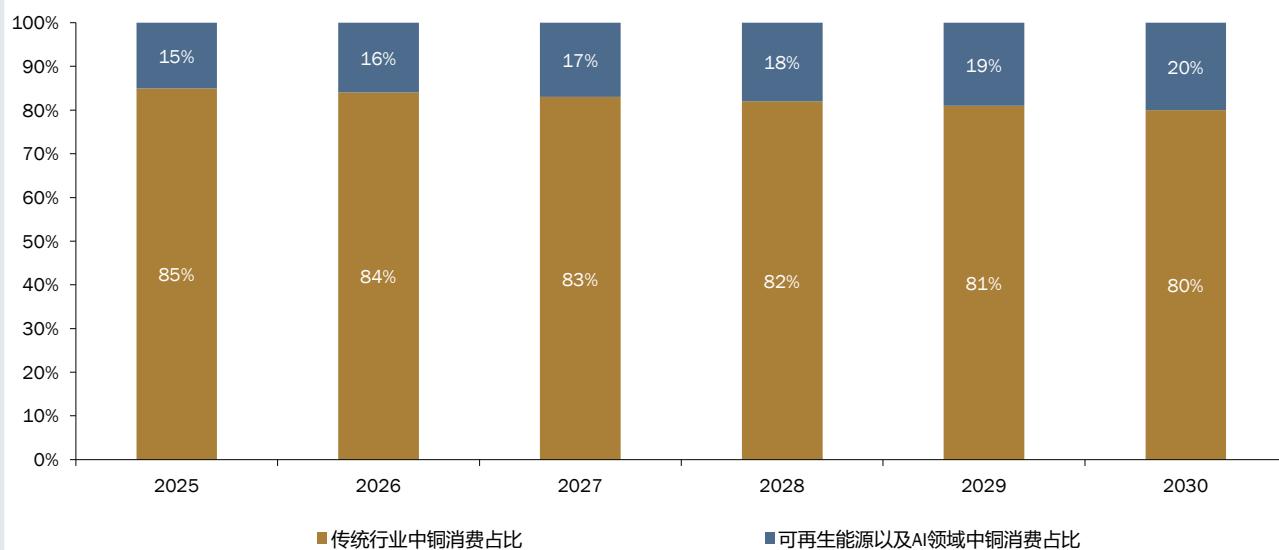


来源：多渠道数据

保守情景：“渐进过渡”

在该情景下，全球电气化和可再生能源的采用仍在继续，但步伐较慢，受政策不确定性和基础设施瓶颈制约。电动车渗透率稳步提升，但仍低于激进目标，充电基础设施扩张进展温和。人工智能驱动的数据中心对铜的需求有所增加，但在2030年前仍属于小众领域。传统建筑和工业部门保持强劲需求，尤其是在新兴市场，铜消费主要集中在传统应用领域。

保守情景：“渐进过渡”

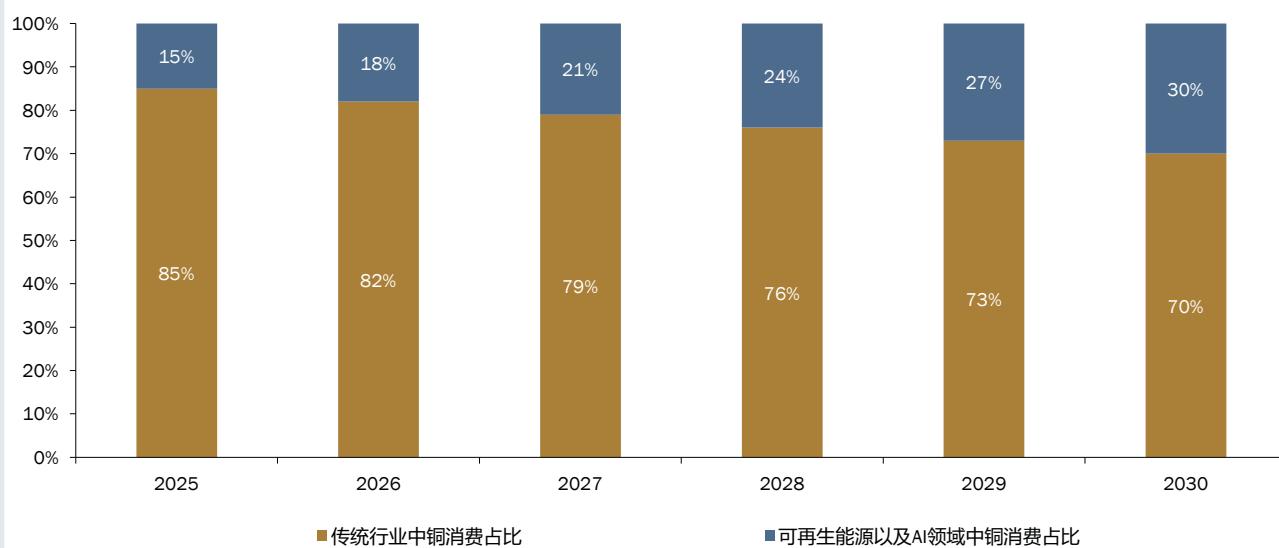


来源：工银标准

基准情景：“均衡转型”

在该情景下，能源转型将沿着现有政策和投资趋势稳步推进。随着电池生产规模的扩大以及充电基础设施的加速铺设，电动车（EV）普及率符合主流预测。包括太阳能和风能在内的可再生能源项目在全球范围持续扩张，并受到电网现代化进程的推动。与此同时，人工智能（AI）和高性能计算逐渐普及，进一步增加铜的需求。整体来看，该情景体现出一种平稳演进：传统行业仍保持一定相关性，但其市场份额正逐步被新能源和技术驱动型应用所取代。

基准情景：“均衡转型”

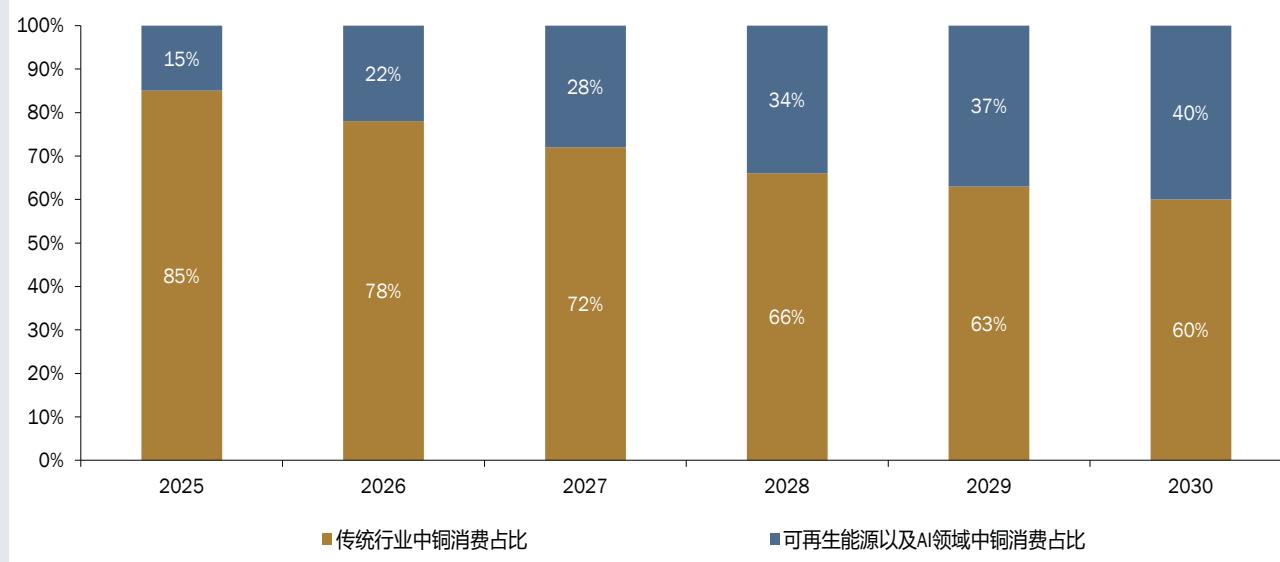


来源：工银标准

乐观情景：“快速电气化与科技繁荣”

在最积极情景下，低碳转型政策与政府补贴双重发力，可再生能源装机容量和电动车普及率在全球范围内呈现爆发式增长。电网升级全面加速，以支撑广泛的电气化和分布式能源系统。与此同时，人工智能数据中心和高性能计算基础设施快速扩张，催生新的铜高消耗领域，重塑全球需求格局。传统行业加速衰退，绿色技术成为投资主流，使铜跃升为能源转型与数字经济的核心驱动力。

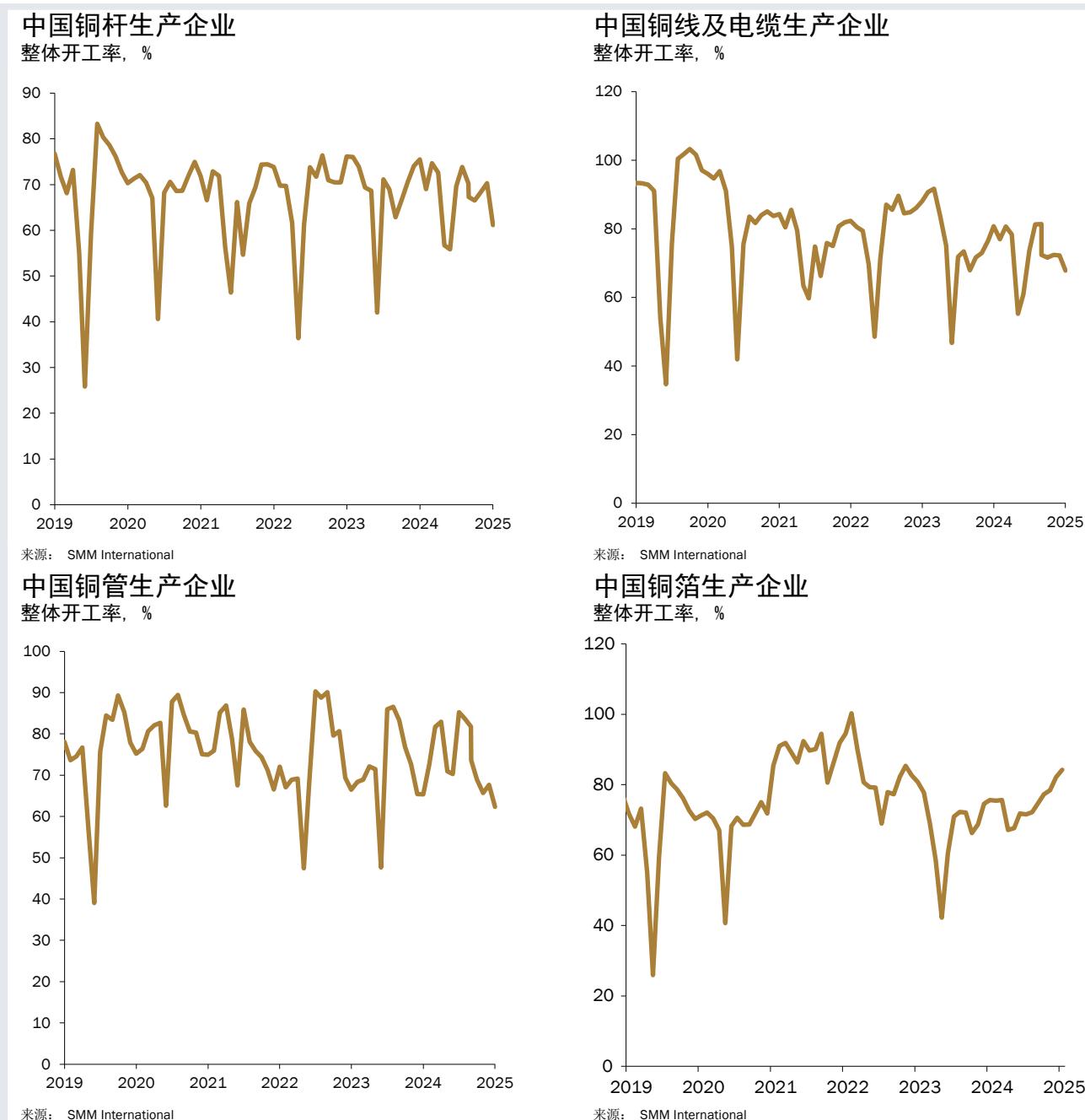
乐观情景：“快速电气化与科技繁荣”



来源：工银标准

中国铜加工行业在需求旺季表现分化

铜消费趋势与下游加工行业运行指标密切相关。10月通常是中国工业生产旺季，今年部分细分行业开工率较弱，但关键领域仍表现出增长韧性。铜杆、铜线电缆以及钢管企业产能利用率低于预期。铜箔生产企业表现突出，自5月以来开工率稳步提升，10月突破84%。这一趋势反映电子和储能行业的强劲需求，表明尽管部分领域短期需求放缓，铜消费仍具结构性支撑。



2026年铜价展望

在能源转型和人工智能需求推动下，铜价预计将在**2026**年接近历史高位。

尽管中国房地产行业复苏缓慢、美国关税对制造业产生影响，以及精炼铜供应过剩等多重阻力，铜价在2025年仍表现强劲，并于10月创下历史新高。这一走势不仅体现基本面需求，更凸显铜作为“全球经济晴雨表”的投资属性，多重催化因素进一步放大了这一特性：年初特朗普关税威胁引发大量铜流入COMEX仓库，导致美国以外地区供应紧张；9月格拉斯伯格铜矿停产加剧精矿短缺；美联储降息改善流动性与风险偏好。此外，投机资金押注短期供应中断及长期能源转型，使铜价远超基本面水平。

2030年前推动全球铜需求增长的三大力量



战后重建

- 主要国家包括：乌克兰、加沙、叙利亚、也门
- 战后重建需要电力系统、建筑布线和交通信号，铜为不可或缺的材料。整体需求规模可能取决于这些国家体量。

需求等级 ●●

能源转型以及人工智能

- 主要国家和地区包括：美国、欧盟、中国、中东以及印度
- 能源转型涉及电网、风能和太阳能发电以及储能系统。同时人工智能数据中心布线及冷却系统，也需要使用大量铜，从而带来强劲需求。

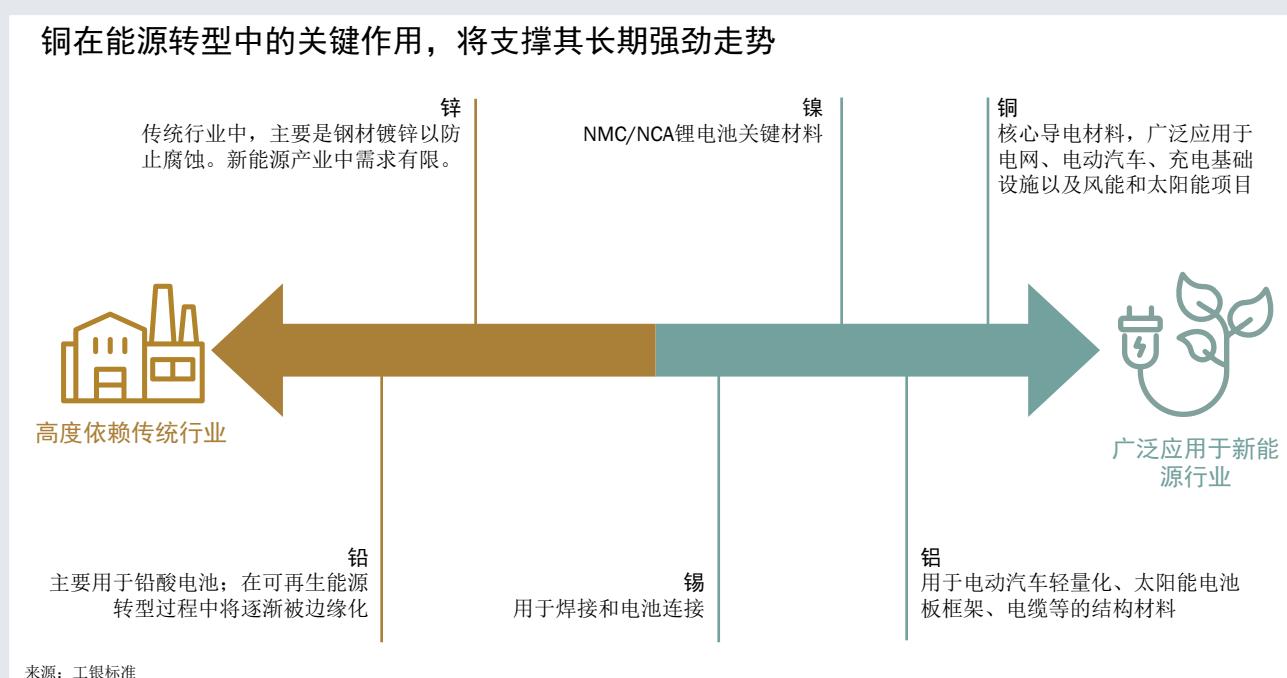
需求等级 ●●●●

非洲以及新兴市场发展

- 主要地区包括：非洲、东南亚、拉丁美洲
- 这些地区电网建设、交通基础设施和城市化进程正在加速，推动铜需求显著增长，但增速取决于资金和政策支持。

需求等级 ●●●

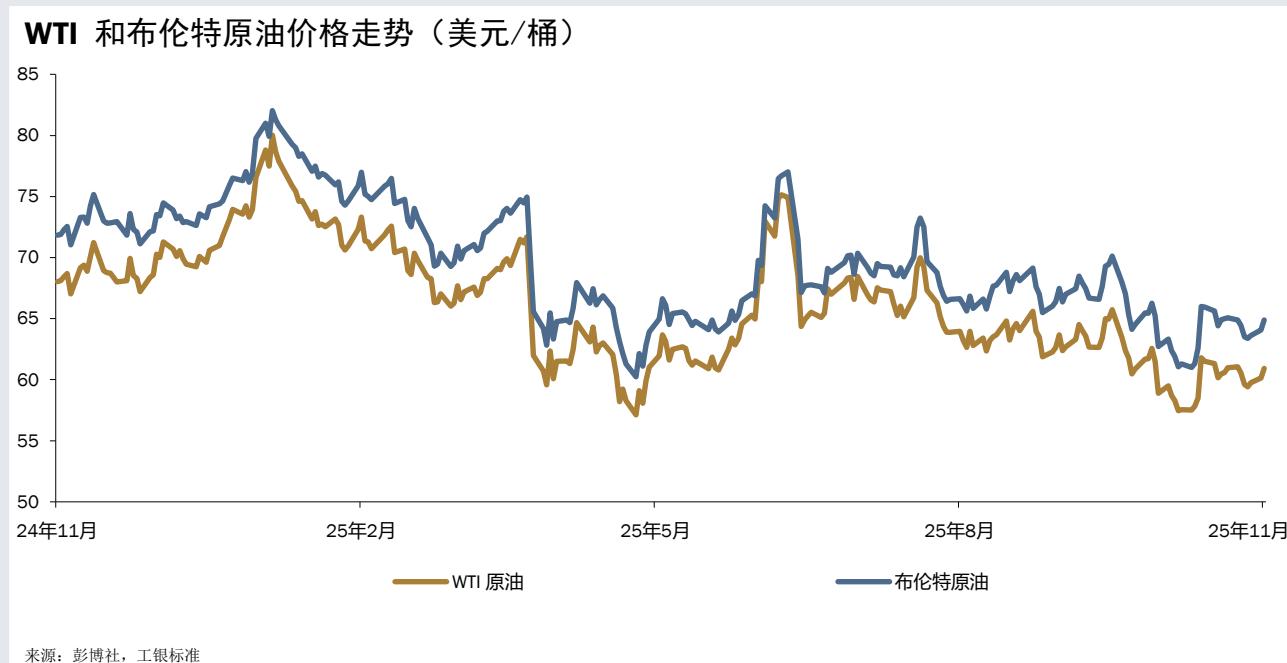
展望未来，尽管传统行业结构性需求依然疲软，但可再生能源和新兴技术的乐观预期将为铜价提供支撑。能源转型相关产业——光伏、风电和新能源汽车——在全球铜消费中的占比将继续提升，而人工智能数据中心建设将进一步增加需求。随着美联储预计在2026年维持宽松政策，且贸易紧张局势可能缓解，投资者情绪有望保持积极。区域性低库存和精矿短缺将导致市场波动，为交易创造更多机会。基于以上因素，2026年铜价预计将在历史高位附近运行。若宏观环境趋于稳定且绿色能源叙事进一步增强，铜价仍具上行潜力。



原油

2025年油价走势：全球动荡下的窄幅震荡

2025年初以来，原油价格整体维持在14美元以内的窄幅波动区间，上半年波动性明显高于下半年。年初，美国总统特朗普宣布实施互惠关税，全球经济信心随之减弱，贸易摩擦加剧，市场对原油需求的预期受到压制，投资者情绪进一步恶化。6月中旬，地缘政治风险骤然升级：以色列对伊朗核设施发动空袭，造成多名高级指挥官死亡，引发市场担忧伊朗可能封锁霍尔木兹海峡，油价因此急剧飙升。然而，月底美国总统宣布以色列与伊朗达成全面停火协议，全球风险偏好改善，油价显著回落。下半年，关税不确定性、美联储降息、对原油供应过剩的担忧，以及西方对俄罗斯制裁加剧等多重因素，共同限制市场突破既定价格区间的能力，原油价格继续窄幅震荡。



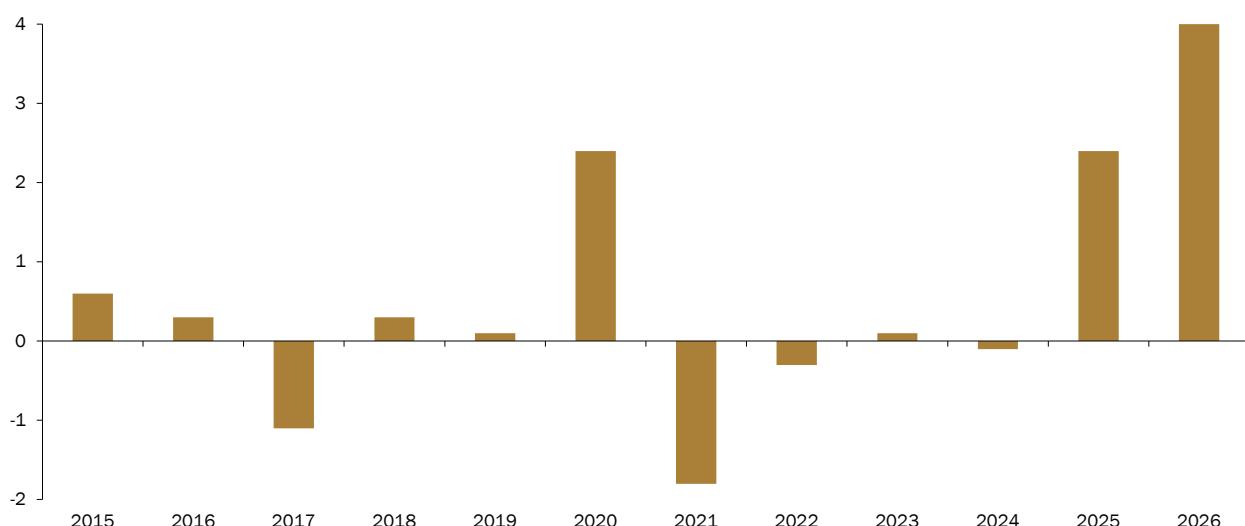
国际能源署警告：尽管欧佩克+暂停增产，石油供应过剩问题依然严峻

国际能源署（IEA）强调，2026年全球石油市场将再次面临供应过剩的局面。该机构连续第六个月上调了石油供应过剩预测，预计供应量将超过需求量400万桶/日以上，约占全球需求的4%。主要由于欧佩克+和非欧佩克产油国的产量均在攀升，而需求相对温和，仅为77万桶/日。库存激增导致海上油品库存达到多年来的最高水平，供应过剩加剧，油价将持续承压。

作为应对，4月份以来已恢复近300万桶/日产量的欧佩克+宣布暂停原定于2026年第一季度的增产计划。预计市场将保持平衡或略有过剩，改变供应短缺的预期；预计明年需求将增长138万桶/日，达到1.065亿桶/日。

尽管基本面偏空，但美国对俄罗斯生产商俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）的制裁仍支撑油价，这两家公司每日出口约310万桶原油。对印度及其他进口国的供应中断，以及对“影子船队”的依赖，进一步增加了俄罗斯原油供应端的不确定性。分析人士指出，在持续过剩的背景下，制裁在2026年或将进一步收紧，构成油价上行风险。

全球石油供需平衡（百万桶/日）

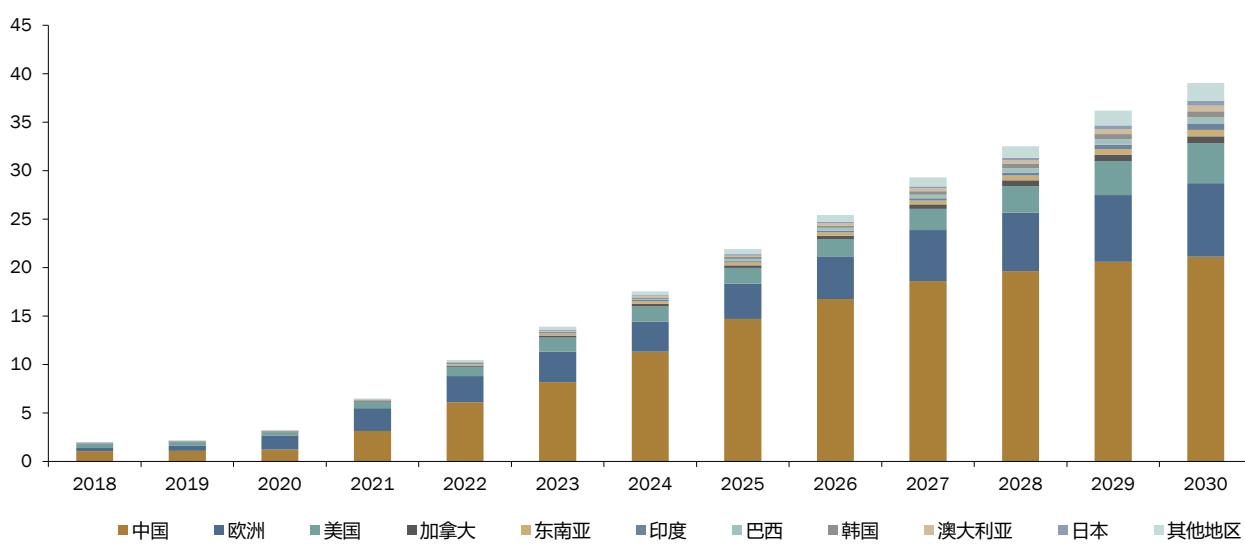


数据来源：国际能源署（IEA）

电动汽车加速普及推广，石油需求承压

全球乘用电动汽车销量预计将保持高速增长，长期石油需求趋势面临重塑。彭博新源财经（BloombergNEF）最新预测显示，2026年纯电动和插电式混合动力乘用车年销量预计将达到约2700万辆，高于2025年的2200万余辆。这将使得电动汽车在全球新车销量中占比接近30%，其中中国市场将占据全球销量的一半以上，位居榜首，欧洲和美国随后。预计到2026年，全球电动汽车保有量将超过1亿辆，凸显了全球电气化进程的加速及其对石油消费的影响。

全球乘用电动汽车销量预测（百万辆）



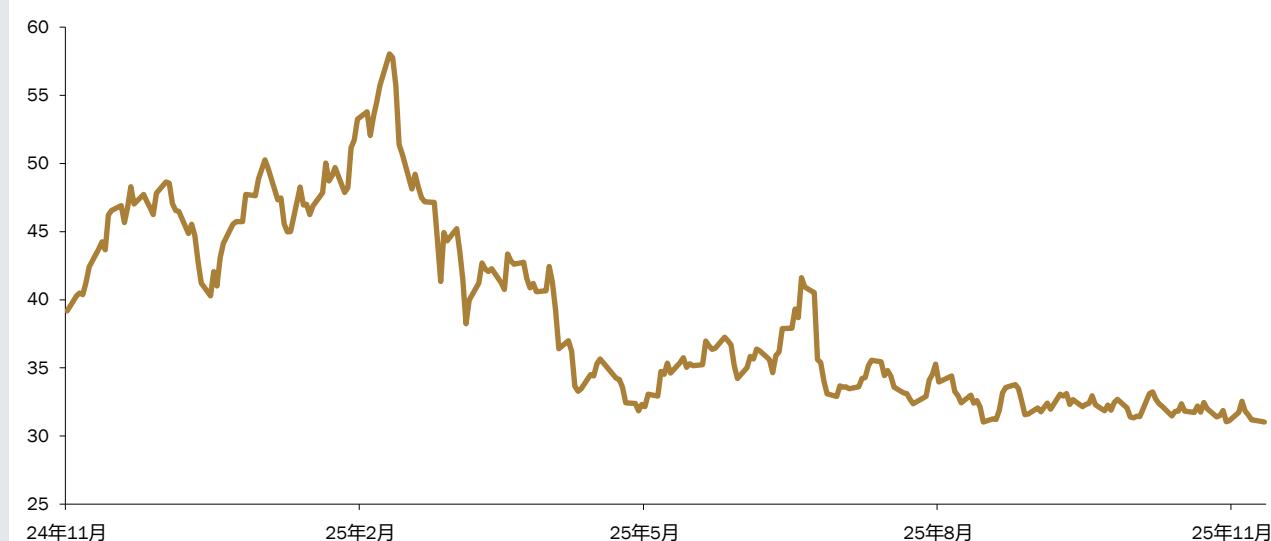
数据来源：彭博、工银标准

欧洲天然气市场趋于稳定，液化天然气扩张重塑能源安全格局

2025年初，正值冬季需求高峰期，俄罗斯经乌克兰过境天然气的协议到期，欧洲天然气价格飙升，加剧了市场焦虑。自2022年俄乌冲突爆发以来，欧洲大幅降低了对俄罗斯天然气的依赖，增加了从卡塔尔和美国的液化天然气进口，并确保了挪威管道的供应，从而显著减少了俄罗斯的进口份额。随着市场紧张局势的缓解，天然气价格迅速回落，并在4月份跌至飙升前水平，随后在全年保持窄幅震荡，即使供暖季需求旺盛也未能推动价格上涨。大多数欧盟国家计划在2027年底前全面禁止进口俄罗斯天然气。

国际能源署（IEA）《2025年世界能源展望》指出，天然气和液化天然气对于能源安全和不断增长的市场需求至关重要。在当前政策情景下，预计天然气需求将持续稳步增长至本世纪中叶，这一趋势将由每年近3000亿立方米的新LNG出口能力支撑，主要来自卡塔尔和美国，提升供应灵活性。在全球电气化进程中，天然气仍然是可再生能源的重要补充，体现出各国政府在能源政策中更注重可负担性与可靠性，而非单纯追求激进的气候目标。

TTF天然气价格（欧元/兆瓦时）



数据来源：彭博、工银标准

2026年原油和天然气价格展望

石油价格因供应过剩而承压，但地缘政治的不确定性仍令市场保持高度警惕

展望未来，2026年市场预计面临严重的供应过剩，原油价格将持续承压。国际能源署（IEA）预测明年全球石油供应将创历史新高，这一情景高度可能发生，并在上半年持续对油价形成下行压力。然而值得注意的是，这一过剩或已被市场充分消化，意味着明年上半年原油价格的进一步下跌空间可能有限。至于下半年，随着需求回升以及美国页岩油产量下降，市场有望在年底前逐步恢复平衡。在此背景下，原油价格预计在下半年维持窄幅波动区间。

然而不确定性仍然存在。地缘政治风险，如俄乌冲突持续、美国对俄罗斯原油的制裁，以及欧佩克+调整产量策略等，均可能改变市场走势。同时，IEA最新《世界能源展望》显示，到本世纪中叶，全球石油需求或将达到每日1.13亿桶，较2024年水平增长约13%；全球能源需求预计到2035年增加90艾焦耳，较当前水平增长约15%。上述趋势将持续受到市场关注。

天然气方面，价格预计将延续今年下半年的窄幅波动，反映出市场整体保持平衡。然而，若干因素可能改变这一格局。关键因素之一是欧洲冬季气温。若冬季气温低于预期，将加速天然气库存消耗，导致春季补库需求增加，从而在年初对价格形成上行支撑。另一重要因素是全球液化天然气（LNG）项目的进展。目前，加拿大、美国及卡塔尔的建设进度正常，预计将在2026年第三季度完成。这些新增供应可能在下半年对价格形成下行压力。然而，若出现延误，时间点可能与下一轮冬季取暖季重叠，届时库存消耗将再次支撑价格。



严瑾 Jinny Yan

首席经济学家

邮箱：Jinny.Yan@icbcstandard.com

Javier Sanchez Barrueco

新兴市场策略主管

邮箱：Javier.SanchezBarrueco@icbcstandard.com

杜珠泠 Julia Du

高级大宗商品策略师

邮箱：Julia.Du@icbcstandard.com

免责声明

本演示文稿由工银标准银行公众有限公司（“工银标准”）、其子公司（包括工银标准证券有限公司）或分支机构（工银标准集团）制作，仅供参考。本文件不构成且不应被视为投资研究。本文件没有按照旨在促进研究独立性的全部法律要求编写，不受任何在投资研究前禁止进行交易的限制。

无建议：本文件仅供工银标准集团的机构和市场专业客户一般参考用，不应视为投资建议。本文件不考虑个别客户的特定投资目标、财务状况或需求。本文件不用作、也不视为出售、购买或认购证券、大宗商品或其他金融工具、或参与任何特定的交易策略的要约或要约邀请，本文件或本文件分发之事实不应被视为构成与此类行动有关的任何合同的基础或依据。与本文件提及的任何证券、大宗商品或其他金融工具有关的其他信息可根据要求提供。

无陈述/担保：本文件中提供的信息（以及基于该信息的观点）是从工银标准集团认为可靠的来源获得的，但我们不明示或默示保证或陈述其准确性、完整性、不具误导性，或是否适合其预期目的，也不应将本文件作为此类保证或陈述的依据。本文件中的信息和观点由工银标准集团在载明的相关日期提出，如有更改，恕不另行通知。本文件所表达的观点仅代表本文件所列日期当时的观点。工银标准将尽可能及时更新本文件中的材料，但是因监管合规或其他原因可能无法进行。

利益冲突：工银标准集团或集团员工可能不时在本文件中提及的证券、大宗商品、认股权证、期货、期权、衍生品或其他金融工具上拥有多头或空头头寸。工银标准集团与本文档涉及的公司有业务往来，并寻求与之开展业务。因此投资者应注意，我们可能存在影响本文件的客观性的利益冲突文件。投资者应仅将本文件视为作出投资决定的一个单项因素。

保密：未经工银标准集团事先明确书面许可，不得以任何方式更改本文件、文件内容或任何副本，将其传输、复制或分发给任何其他方。本文件中使用的所有商标、服务标记和徽标均为工银标准集团的商标、服务标记、注册商标或服务标记。

无责任：工银标准集团对因使用本文件中所载资料而直接或间接造成的损失不承担任何责任，但在适用于工银标准集团的特定法规或规定项下的责任范围内，本除外责任不适用。

投资风险：本文件中讨论的服务、证券和投资可能未提供给所有投资者，也不适合所有投资者。投资者应根据自己的财务目标和财务资源做出自己的投资决策，并在必要时寻求专业意见。请注意，投资有风险，包括但不限于资本损失的风险。过往表现并不代表未来表现。对于以外币计价的证券，汇率变动将对此类证券的价值造成（有利或不利）的影响。本文件中讨论的某些投资可能具有很高的波动性。高波动性投资在变现时可能会突然价值急剧下降，从而造成损失。这些损失可能等于您的原始投资额。某些投资的潜在损失甚至可能会超过初始投资的金额，在这种情况下，您可能需要支付更多的钱来弥补这些损失。投资收益可能会波动，因此，为此类投资支付的初始资本可能被抵充为收益的一部分。某些投资可能不能随时变现，可能难以出售或变现，类似地，您可能很难获得有关该投资的价值或所承受风险的可靠信息。

在英国，本文件由英国审慎监管局（“PRA”）批准并受PRA和金融行为监管局（“FCA”）监管的、地址位于伦敦EC2V 7JE格雷沙姆街20号的工银标准分发，仅提供给专业投资者。

在新加坡，工银标准新加坡分行受新加坡金融管理局监管。本文件中包含的材料仅供新加坡《证券与期货法》（2001）所定义的合格投资者、专家投资者或机构投资者使用。新加坡的接收人应就此材料引起的或与之相关的任何事宜与工银标准新加坡分行代表联系。

在美国，这属于宏观经济营销通讯（例如，不提及任何个别证券的通讯），不构成美国法律下的研究报告。工银标准通过其代理机构工银标准证券有限公司和工银标准资源（美国）有限公司开展业务。它们都是工银标准的关联公司。工银标准资源（美国）有限公司已在NFA注册为商品交易顾问、商品池运营商和介绍经纪人。工银标准证券有限公司是FINRA和SIPC的成员。两者均非在美国接受纽约州金融服务部、联邦储备委员会监管的银行，也不享有FDIC提供的保障。

在加拿大，本文件所述证券的任何要约或出售仅在免除向加拿大有关证券监管机构提交招股说明书的要求的情况下，仅由根据适用证券法适当注册的交易商进行，或者在作出此要约或销售行为的相关加拿大省或地区豁免经销商注册要求。在任何情况下，本文件包含的信息均不得解释为在加拿大任何省份或地区的投资建议，也不是根据接收者的要求定制。如果此处包含的信息涉及根据加拿大或加拿大某省或地区的法律注册、成立或创设的发行人的证券，则此类证券的任何交易都必须通过在加拿大注册的交易商进行，或者根据豁免交易商注册的规定进行。

在其他司法管辖区（包括某些EEA成员国）中，如工银标准集团尚未注册或获得跨境提供服务和贸易金融工具的许可，此类活动将仅根据适用法律进行，该等法律各司法管辖区有所不同，并可能要求在适用的注册或许可要求豁免下进行活动。

版权归工银标准所有（2026）。各项权利均予保留。



ICBC Standard Bank | Financial Markets and Commodities
20 Gresham Street | London EC2V 7JE, United Kingdom

www.icbcstandard.com

20251111-17455-WS-ICBC