

ICBC  Standard Bank

EMCO

2026年中期报告

变局之中

新兴市场与大宗商品展望

目录

前言	2
摘要	3
新兴市场：危机中展现韧性	11
人民币：国际主导货币之路	23
大宗商品：全球新秩序下的转型	51

本营销宣传资料由工银标准银行公众有限公司（ICBC Standard Bank Plc，简称“ICBCS”）及其子公司（包括 ICBC Standard Securities Inc.）或分支机构（统称“ICBCS 集团”）编制，仅供参考。本资料不构成亦不应被视为投资研究报告。本资料的编制未遵循旨在促进研究独立性的全面法律要求，也不受关于在投资研究发布前进行相关交易的禁令约束。

前言

自工银标准于2025年年末发布首份EMCO报告以来，我们秉持超越商业周期及市场波动的宏观视角，关注全球经济金融格局的长期演变。在世界百年未有之大变局加速演进的背景下，地缘政治不确定性及市场波动显著提升，进一步验证了新兴市场的韧性，强化了全球对人民币成为国际主导货币（Hard Currency）的认可，并推动能源转型进程进一步提速。

面对近期地缘政治冲击，新兴市场展现出显著韧性。适度的金融压力反映出更稳健的宏观框架、更高的政策可信度以及更强的外部缓冲。投资者信心总体保持稳定，市场表现的分化也越来越多由各国基本面驱动，而非由系统性脆弱主导。

全球货币体系正逐步向更加多极化的格局演进，人民币有望成为更具可信度的国际主导货币。离岸人民币流动性的改善、资本市场的发展，以及与大宗商品相关使用场景的拓展，正在持续强化人民币作为储备、结算货币和多元化配置资产的功能。随着人民币在贸易、外汇及金融市场中的应用不断深化，预计这一发展趋势将在未来十年进一步加速。

在此背景下，大宗商品市场正进入结构性转型阶段，不再仅由周期性需求主导，其价格形成机制越来越多地受到地缘政治风险、供应格局和战略自主的影响。供应条件趋紧，叠加能源转型与科技投资带来的持续需求，正在进一步强化大宗商品的战略重要性，同时推升市场波动率维持在较高水平。

“

风向变时，有人筑墙，
有人造风车。

”

(When the wind changes,
some build walls, while others
build windmills.)

“

平静的海面，造就不了
娴熟的水手。

”

(A smooth sea never made
a skilled sailor.)

*国际主导货币（Hard Currency）是指在全球范围内广泛信赖和接受的国家货币。这一概念更多是经验总结形成，无业界统一定义，过去通常指美元、欧元、英镑、日元、瑞郎等货币。

摘要

新兴市场展现韧性

在美伊冲击期间，新兴市场及前沿市场整体保持韧性，信用利差扩张有限，汇率总体维持稳定。

更稳健的政策框架、更充足的外汇缓冲以及更优的外部收支状况，均降低了系统脆弱性。

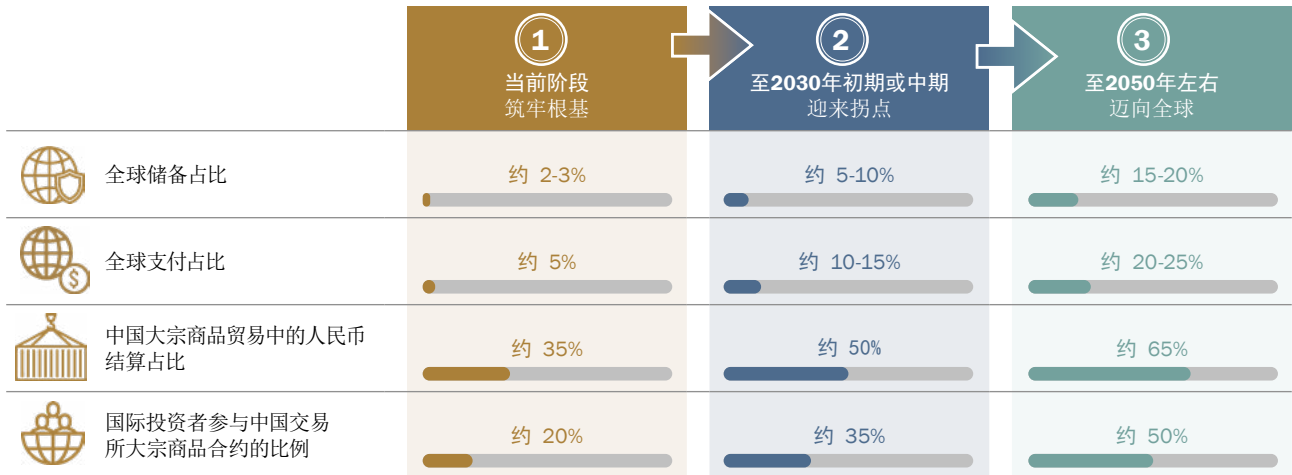
市场表现的分化呈现出鲜明的国别特征，相关风险更多与供应扰动的持续时间有关，而不只是由价格水平本身决定。

人民币的国际主导货币之路

在更趋多极化的国际货币体系中，离岸人民币（CNH）受益于可兑换性、可信度、流动性的持续提升，正逐步成为一种具备可信度的国际主导货币。

我们预计，到2030年代中期，离岸人民币有望取得国际主导货币地位，其支撑因素包括全球储备占比提升、全球支付份额扩大，以及在大宗商品贸易支付结算中更广泛的应用。

上述趋势共同强化人民币作为结算货币、计价货币和投资货币的作用，从而进一步巩固其在全球市场中的应用。



能源转型下的大宗商品市场

大宗商品市场正从传统的、由周期性需求主导的框架，转向一个日益受地缘政治、供应链风险和战略自主政策影响的新框架。

霍尔木兹海峡扰动已导致能源供需平衡趋紧，推高运输与投入成本，并加剧能源及金属市场波动。

能源市场已由供给过剩转向供给短缺；与此同时，基本金属则受到能源转型需求以及各国日益重视关键矿产安全战略的支撑。黄金继续受益于多国央行，持续购金以及储备多元化趋势。

从中期看，电气化、能源转型及人工智能相关基础设施建设将持续支撑需求，而供给受限则意味着市场将趋紧，并伴随更高波动。

宏观地图（一） 人民币国际化：与中国贸易多元化程度高的国家与地区，有望提升人民币使用

与中国的贸易总量



1

5

百万美元

贸易总额（等级1—5）

百万美元

第5级 >=100,000

第4级 <100,000

第3级 <30,000

第2级 <15,000

第1级 <7,500



人民币业务机会所在地：越南、菲律宾、印度、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、沙特阿拉伯、阿联酋、秘鲁、墨西哥以及新西兰



国际人民币枢纽：中国香港、新加坡、伦敦

核心逻辑：以“走廊”为基础推进人民币国际化



贸易与外商直接投资



人民币结算需求



清算行/双边货币互换/ CIPS 接入



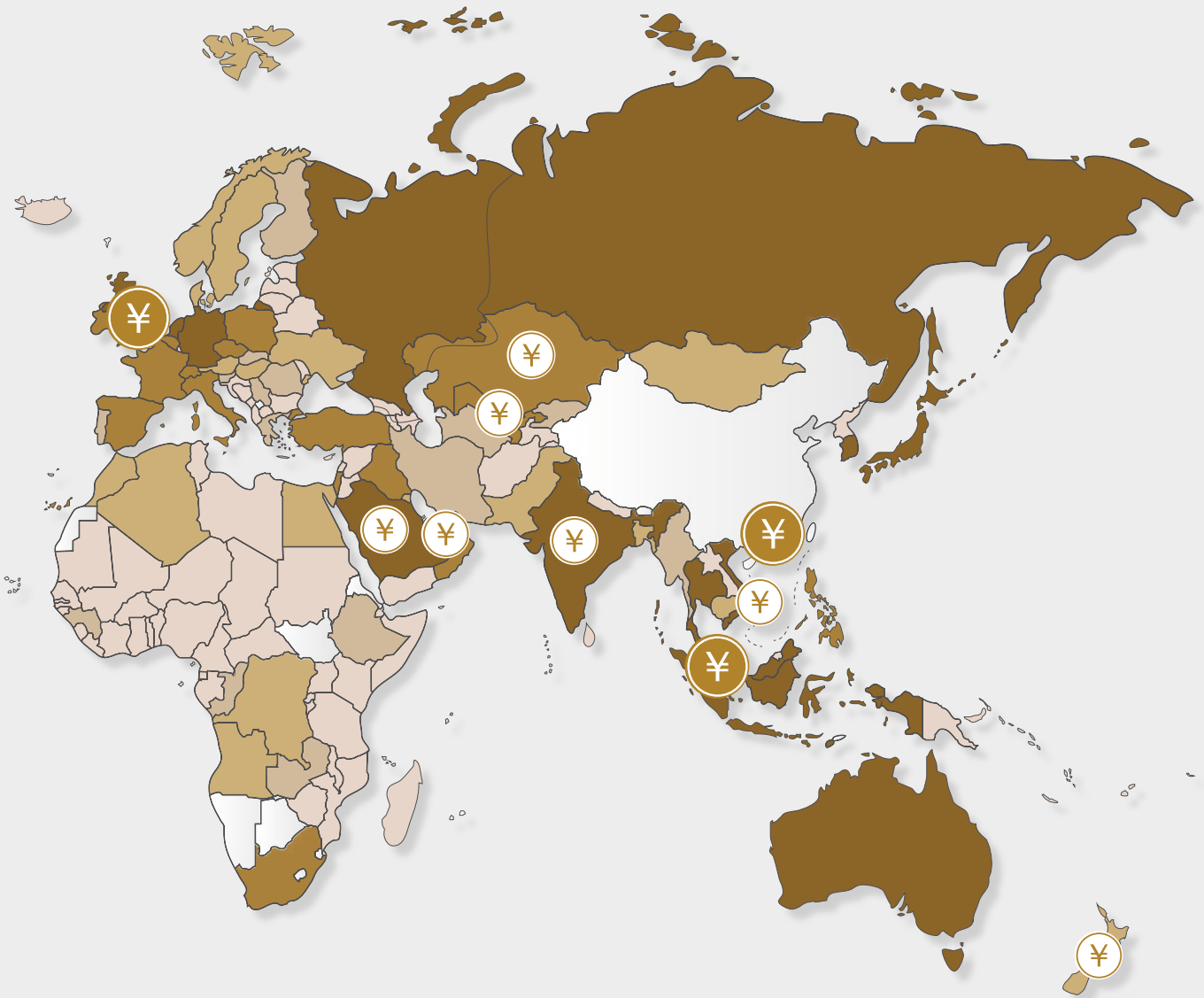
离岸流动性与套期保值工具



债券、回购、储备及司库管理用途



人民币区域化正日益成为人民币国际化的重要驱动力。人民币首先在贸易与金融联系紧密的走廊地带中深化，其功能逐步延伸至融资、投资及储备配置等功能。



人民币使用场景

国际人民币枢纽
中国香港、新加坡、伦敦

- 具备人民币清算行，或直连CIPS
- 具备更深厚的流动性池及更成熟的生态
- 拥有更完善的法律、托管与司库基础设施
- 拥有更丰富、可投资的人民币资产及融资渠道

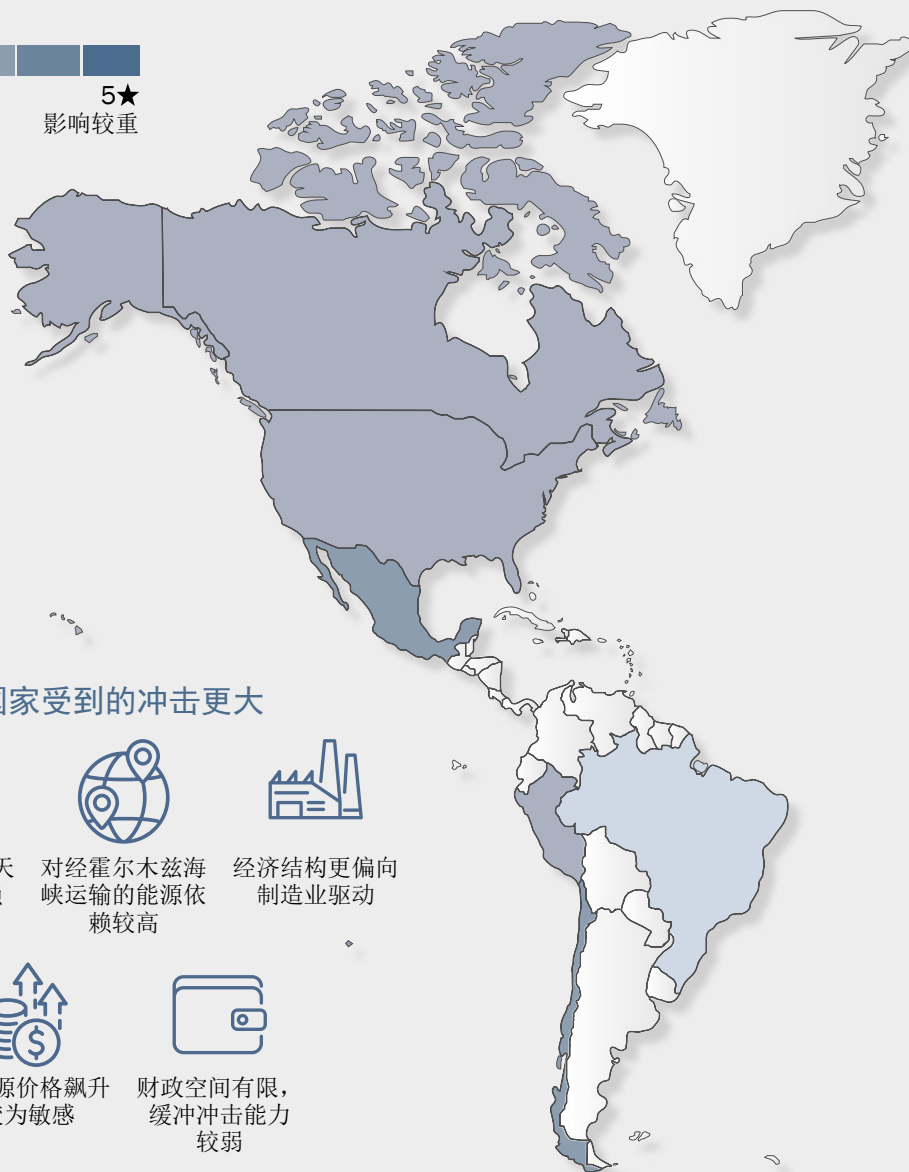
VS

人民币需求的主要来源地
东盟、海湾地区、非洲、独联体

- 在贸易和支付中具有较强人民币使用需求
- 但离岸人民币市场深度、基础设施、套期保值工具以及资本市场准入相对有限

宏观地图（二）受美伊冲突及霍尔木兹海峡关闭影响较为显著的国家与地区

影响评级



为何部分国家受到的冲击更大



对原油和液化天然气进口依赖度高



对经霍尔木兹海峡运输的能源依赖较高



经济结构更偏向制造业驱动



对能源价格飙升较为敏感



财政空间有限，缓冲冲击能力较弱

国家

影响评级

日本

★★★★★

韩国

★★★★★

印度

★★★★★

巴基斯坦

★★★★★

斯里兰卡

★★★★★

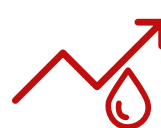
危机触发因素：美伊冲突与霍尔木兹海峡关闭



中东地区爆发军事冲突



伊朗关闭霍尔木兹海峡



原油与液化天然气供应受扰

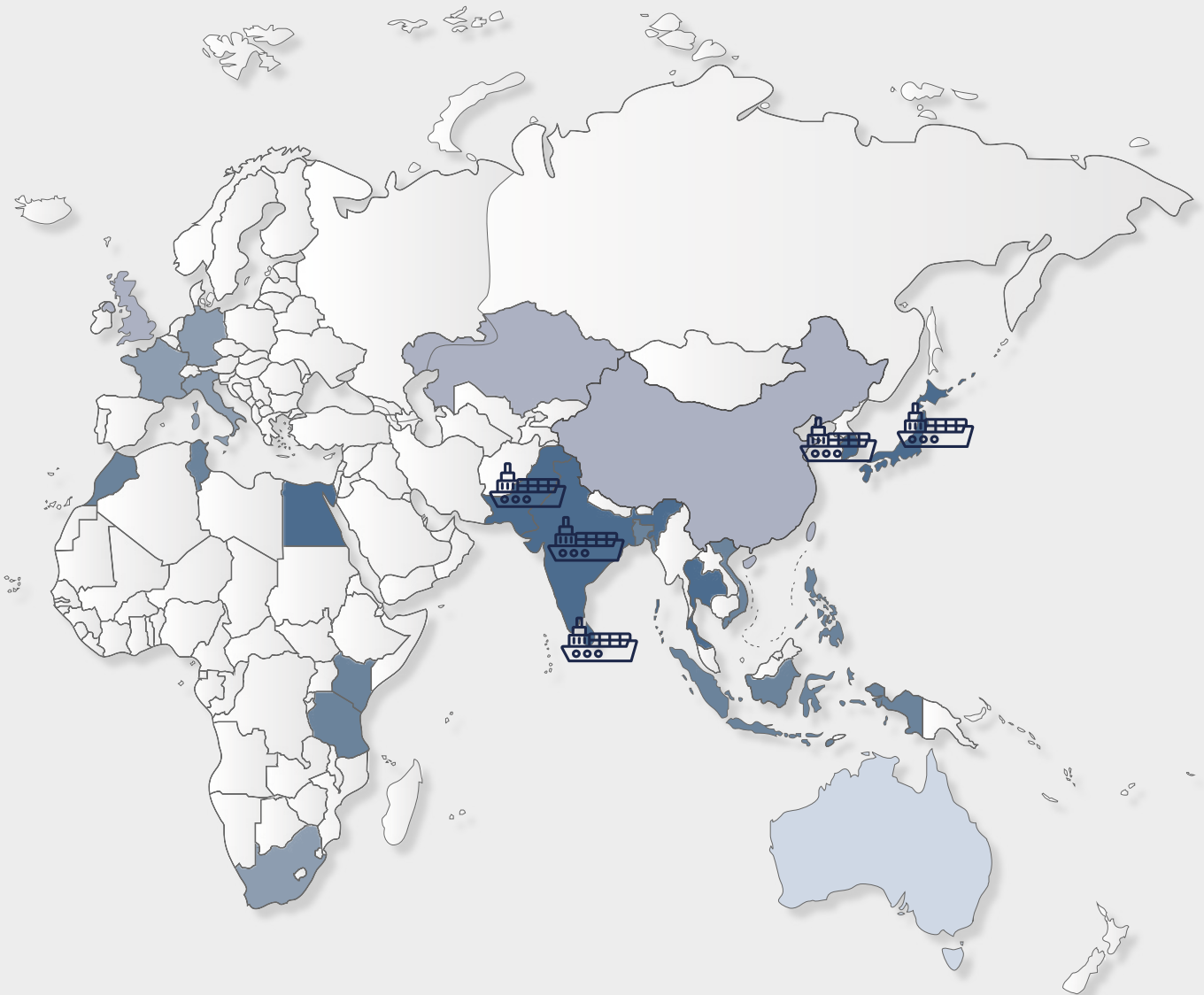


全球能源价格飙升



霍尔木兹海峡承载了全球约20%的海运原油贸易和约20%的海运液化天然气（LNG）贸易





霍尔木兹海峡的重要性



~20%
约占全球海运原油
贸易的



~20%
约占全球海运液化
天然气贸易的



日均承载约
1700
万桶原油运输



~1/3
约占亚洲液化天然
气进口量的三分之

替代路径并不容易形成。海峡一旦受阻，意味着更高价格、更长时间运输以及更大的供应风险。

宏观地图（三） 能源转型金属的战略供应地位

可再生能源在一次能源消费中的占比



可再生能源在一次能源消费中的占比：1—5级

等级	%
第5级	$\geq 50\%$
第4级	$> 30\%$
第3级	$> 20\%$
第2级	$\geq 10\%$
第1级	$< 10\%$

能源转型金属的战略供应地位



在多种关键能源转型金属上，具备全球储量优势，或具有产量优势。

能源转型与电气化进程加速

清洁能源基础设施建设提速



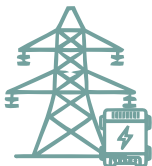
风电



水电



核电



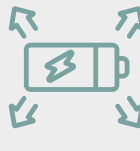
电网与储能基础设施

投资规模进一步扩大，项目部署更快，电网体系更强

电动车转型进程加快



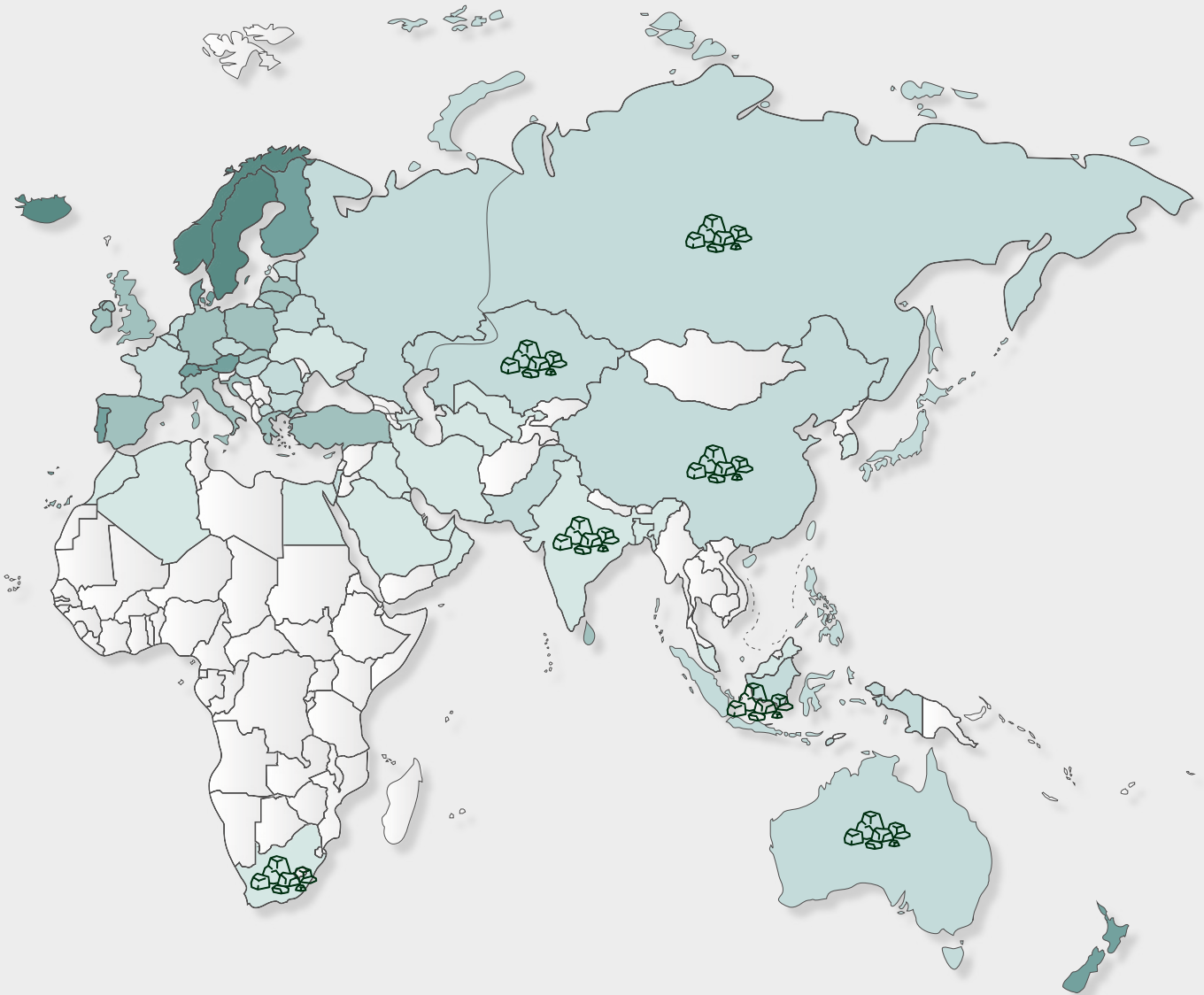
电动汽车普及



电池产能扩张



充电基础设施加速铺开



分化的世界：资源禀赋与能力鸿沟

资源密集型国家
(地图上以关键金属资源丰富为标识)



在铜、镍、铝、钴等关键金属方面资源丰富
多为新兴经济体
资本、技术和工业能力相对有限
能源转型与产业升级进程通常较慢

VS

能力密集型国家
(需求强劲但资源有限，地图上以较深底色表示)



这类国家经济实力、技术能力与创新水平较强
在能源转型方面目标积极
本土关键矿产资源储量有限
对进口依赖度较高

宏观地图（一） 人民币国际化：与中国贸易多元化程度高的国家与地区，有望提升人民币使用

与中国存在较强贸易联系、但部分人民币基础设施（如人民币清算行安排、双边货币互换机制等）仍不完善、且具有较大发展潜力的国家，包括越南、菲律宾、印度、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、沙特阿拉伯、阿联酋、秘鲁、墨西哥和新西兰。

在这一背景下，人民币流动性与投资活动目前主要集中于核心离岸枢纽，尤其是中国香港（亚洲核心枢纽）、新加坡（大宗商品枢纽）以及伦敦（亚洲以外的主要人民币中心）。

其中，伦敦在人民币国际化进程中具有战略意义：能够将离岸人民币市场的运行时间延伸至亚洲交易时段之外，连接全球流动性，并强化人民币在全球大宗商品市场和新兴市场中的贸易及融资货币的功能。

宏观地图（二） 受美伊冲突及霍尔木兹海峡关闭影响较为显著的国家与地区

伊朗冲突以及霍尔木兹海峡事实上的关闭——导致全球约20%的海运原油和LNG供应受到扰动——引发了一轮重大能源冲击。这张地图基于以下框架，对在该情景下受负面影响最大的国家进行衡量：(1) 能源进口依赖度；(2) 供应路线集中度；(3) 宏观缓冲能力。地图以深浅不一的色阶展示结果，颜色越深代表脆弱性越高。

受冲击最严重的经济体主要集中于亚洲以及中东延伸贸易网络覆盖的部分地区，尤其包括日本、韩国、印度、巴基斯坦、斯里兰卡和埃及。这些国家对经霍尔木兹海峡运输的中东原油和液化天然气高度依赖。同时，其中部分国家还面临进口化肥和工业中间品成本上升的压力，加之外汇储备和财政缓冲有限，进一步放大了通胀及国际收支风险。

第二梯队国家包括泰国、印度尼西亚、越南和菲律宾，其地图颜色为中等偏深，反映出这些国家虽面临较大冲击敞口，但由于拥有更大的国内市场或一定的战略储备，其受冲击的程度相对较低。总体而言，此次危机凸显了能源供应链高度集中的结构性风险，也进一步强化了推动能源供应多元化及加大可再生能源投资的必要性。

宏观地图（三） 能源转型金属的战略供应地位

第三张地图从两个维度对各国进行评估：(1) 可再生能源在一次能源消费中的占比；(2) 基于关键矿产储量与产量规模及多样性所衡量的能源转型金属战略地位。两个维度均通过颜色深浅来呈现，以便进行跨国比较。

该分布凸显出新兴经济体与发达经济体在能源转型进程中的结构性分化。智利、秘鲁、印度尼西亚、南非和哈萨克斯坦等新兴市场国家兼具较强的关键矿产资源禀赋和相对较低的可再生能源整合水平，因此主要定位为受益于转型金属需求增长的上游资源供应方。巴西则是相对更为均衡的案例，既具备较强的可再生能源能力，也拥有可观的矿产资源，从而更有潜力推动下游产业链发展。

相比之下，冰岛、挪威和瑞典等发达经济体在可再生能源维度上呈现更深色阶，反映出其在水电、地热和风电系统方面整合程度更高，且受化石燃料的冲击更低；但由于本土关键矿产资源有限，其对进口关键矿物仍存在较高依赖。这种分化正日益重塑全球关键矿产供应链格局及长期贸易动态。



新兴市场：危机中 展现韧性

新兴市场在危机中展现韧性

摘要

- 在美伊冲突期间，新兴市场及前沿市场整体展现出较强韧性，债券利差走阔幅度有限，汇率总体保持稳定；相较以往全球性冲击，部分货币甚至呈现升值。
- 这种韧性反映了近年来宏观政策框架的持续改善，包括更充足的外汇储备、更具弹性的汇率制度、更严格的财政纪律，以及可信度更高的货币政策框架。
- 去美元化趋势以及侨汇流入的结构性上升，增强了外部收支稳健性，提高了外汇流动性，并有助于对冲能源进口成本上升带来的压力。
- 投资者情绪整体仍然偏支持性，危机发生前资金持续流入新兴市场资产，危机爆发后仅出现局部且相对集中的资金流出，显示市场信心仍具韧性。
- 能源冲击虽较为明显，但若按历史实际价格水平衡量，其强度仍属温和；当前风险的关键并不只在价格水平本身，而在于若冲突持续时间拉长，可能引发进一步的供应中断。
- 市场表现分化主要由各国基本面与政策公信力驱动；前沿市场货币取得了较强且迅速修复的回报，凸显出具有吸引力的风险调整后机会。

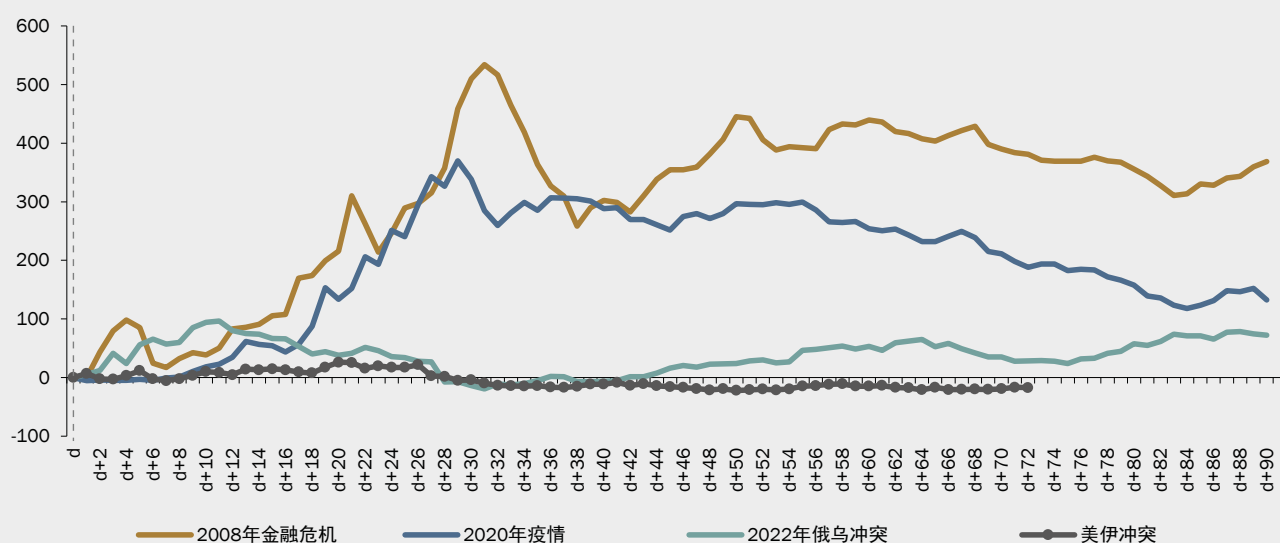
正如我们此前所预期，新兴市场在美伊冲突引发的能源危机中整体表现良好。

在2025年12月发布的首期 EMCO 报告中，我们系统阐述了投资新兴市场与前沿市场的逻辑，核心观点是：这些经济体应对外部冲击的承受能力已出现结构性增强。美伊冲突成为了这一判断的现实考验，整体上看，新兴市场已顺利通过了这场测试。

与以往危机阶段相比，各类市场指标整体表现相对稳健。以美元计价的主权债券利差几乎未出现明显走阔，这一点明显不同于2008年全球金融危机、2020年新冠疫情等曾对全球市场造成广泛冲击的危机阶段。即使与2022年俄乌冲突爆发后利差迅速走阔的情形相比，此次的初始调整也更为温和。

新兴市场货币整体表现也优于以往危机场景。今年以来，大多数新兴市场货币兑美元均实现升值；其中，东亚国家货币表现相对偏弱，而中亚、拉美及非洲国家货币表现则更为强劲。

危机期间新兴市场主权债利差变动（基点）



来源：彭博社，工银标准

外部与内部政策持续趋于稳健，为市场表现提供了有力支撑。

我们最初的判断，建立在近年来该资产类别中一系列政策改善的基础之上，而这些改善已推动主权信用状况明显增强。

在外部层面，许多国家已从难以持续的盯住汇率制，逐步转向更具弹性的汇率机制和更稳健的缓冲机制，带动外储水平明显向好。

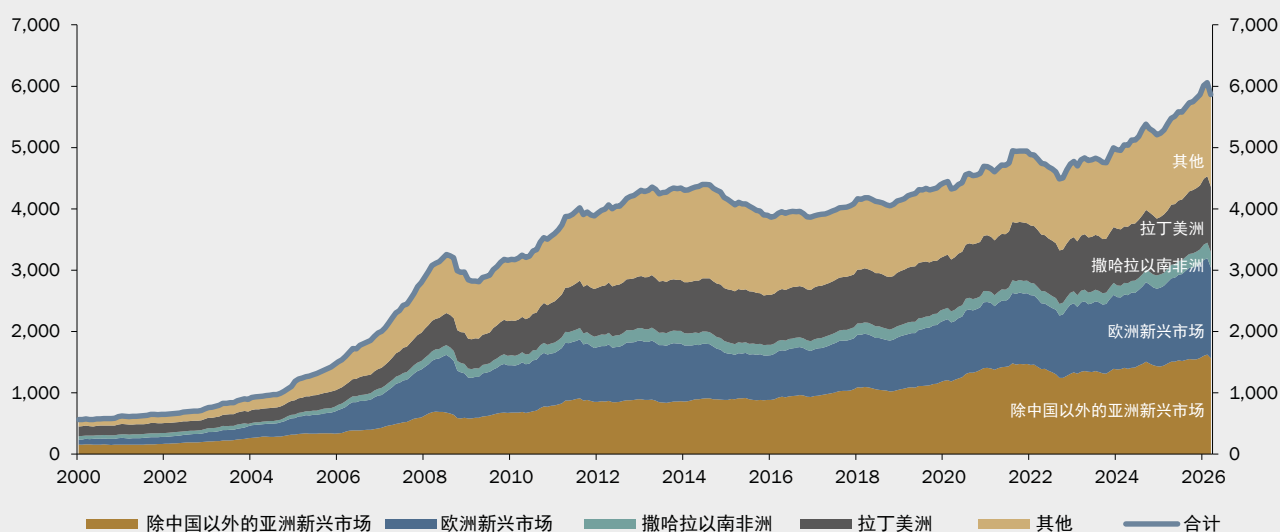
财政政策同样有所改善，整体趋势表现为更加重视预算平衡、补贴安排更具针对性，并提高对本币融资的依赖。这不仅有助于巩固本国债券市场，也改善了在汇率冲击时的债务可持续性。多数新兴市场并未大幅扩大能源补贴，而是转向更有针对性的支持安排。

货币政策方面，越来越多的央行已采用或正在推进通胀目标制改革；与此同时，数据披露更加充分，政策透明度持续提升，政策沟通与投资者互动机制也更趋有效。

外部收支状况的改善，还受益于内部去美元化趋势以及侨汇大幅增长。

随着经济稳定性提高及本地金融市场发展，去美元化趋势近年来愈发明显，并在若干国家进一步加速。通过这两条渠道带来的外汇供给扩张，也帮助各国央行更有效地实现储备积累目标。

新兴市场外汇储备（十亿美元）



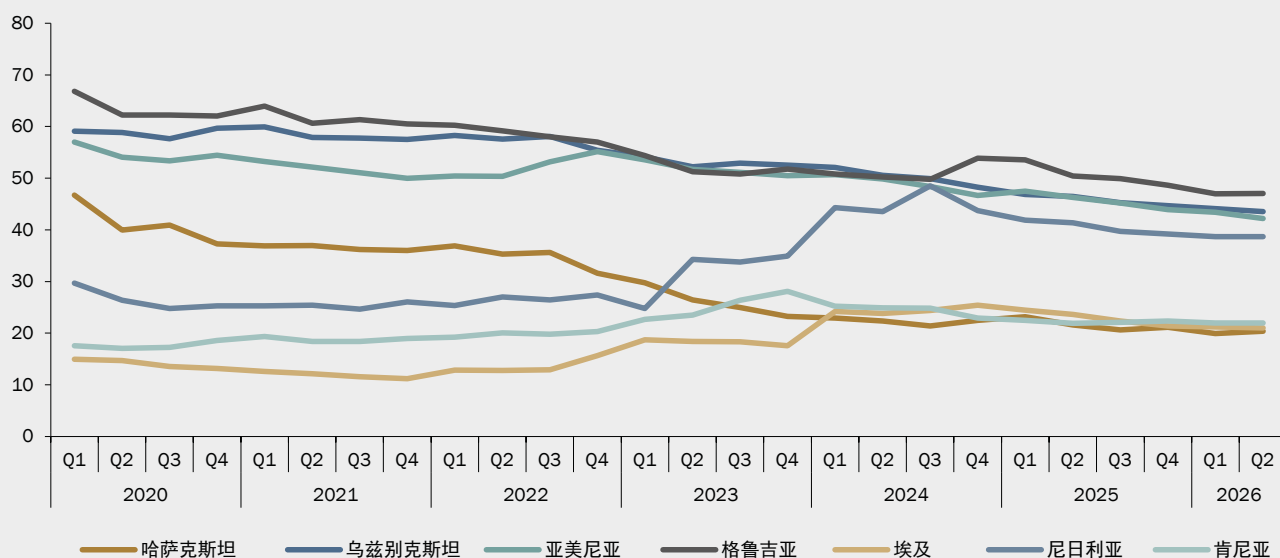
来源：国际货币基金组织，工银标准

监管规则的变化同样推动了去美元化进程。例如，对于外币存款占比较高的银行提高准备金要求，或要求出口企业将外汇收入结汇为本币，这些措施在部分大宗商品出口国已有体现。

侨汇增加也提升了多个国家的外汇可得性。对于乌兹别克斯坦、巴基斯坦和肯尼亚等石油进口国而言，侨汇增长在相当程度上缓冲了油价上行带来的外部负面冲击。

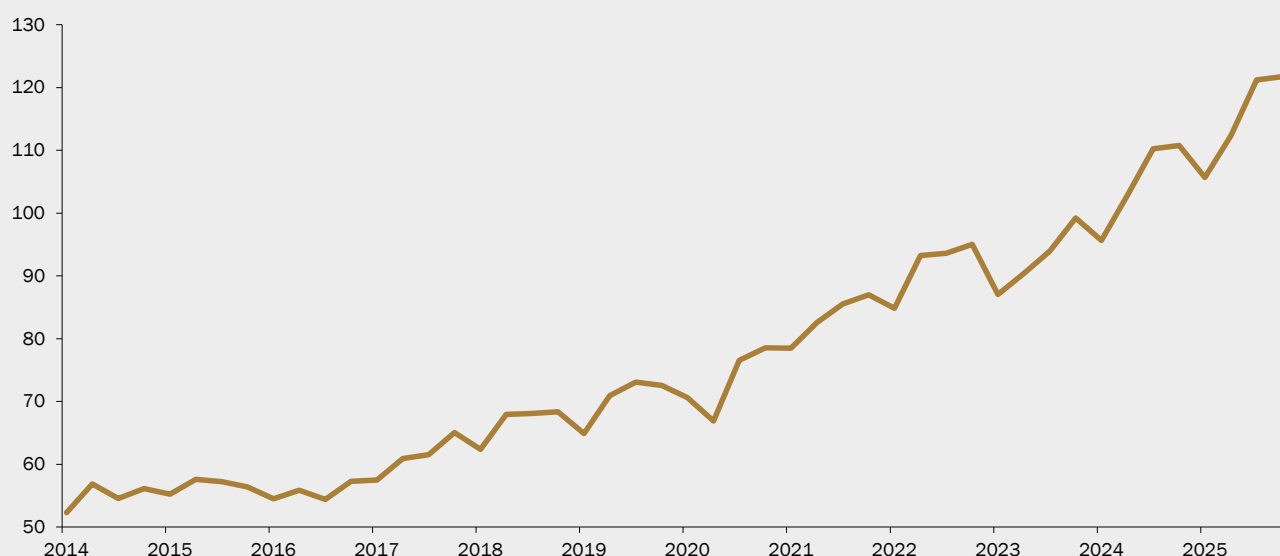
我们预计，受全球人口向美国、欧洲及海湾合作委员会（GCC）国家迁移趋势持续推进，以及数字化程度提升和支付成本下降带动正规渠道使用率上升等利好因素支撑，侨汇收入仍将保持增长。

存款美元化比率（%）



来源：国际货币基金组织，工银标准

流向41个新兴市场国家的侨汇（十亿美元，季度）



来源：国际货币基金组织，工银标准

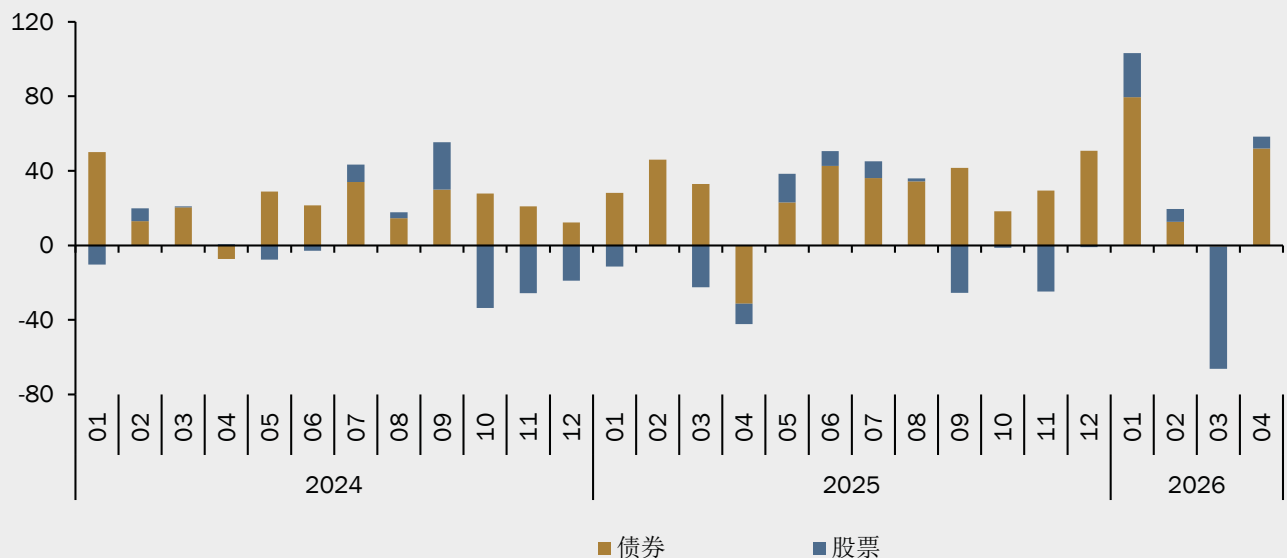
从整体上看，投资者对本轮危机的反应偏建设性。

2025年年末及2026年初，无论是传统的中长期投资者，还是期限更短的机会型投资者，对新兴市场和前沿市场的资产配置均明显提升。

在本地固定收益市场中，海外投资者主要增配了巴西、尼日利亚、埃及等高收益国家；危机爆发后，最初的资金流出也主要集中在这些市场。由于数据差异较大，市场对流入新兴市场的实时证券投资流量估算存在较高不确定性，不同机构给出的测算结果往往差异显著。

下图展示了国际金融协会的估算结果：自2025年第四季度起，资金流入明显加速，直至2026年3月危机爆发后出现部分回吐。我们在主要新兴市场固定收益 ETF 的资金流向以及交易平台活动中，也观察到相似模式，这表明投资者在危机期间总体保持了较强定力。

流入新兴市场的证券投资流量估算（十亿美元，月度）



来源：国际金融协会，工银标准。

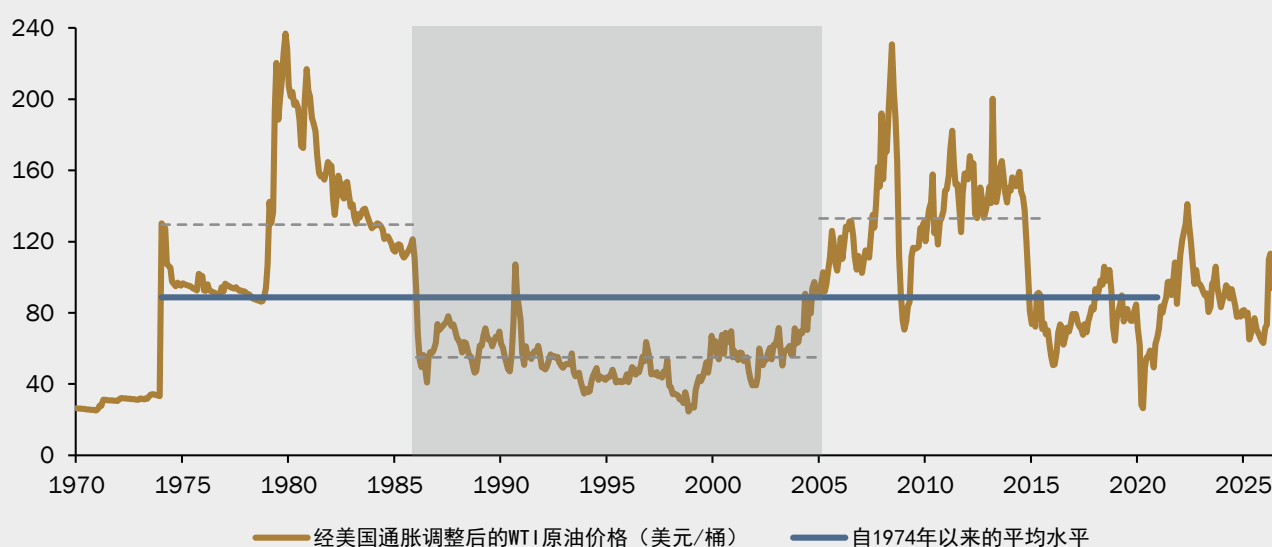
从历史维度看，本轮能源价格冲击仍属温和；真正的风险在于危机持续演化。

尽管2020年3月的能源冲击推动 WTI 油价大幅上涨逾50%，即从年初前两个月平均每桶62美元升至战后阶段约每桶96美元，但这一水平并未显著高于过去50年经通胀调整后的长期平均水平（约每桶90美元）。

若按实际价格计算，以往危机时期油价曾明显高于当前水平：无论是1980年霍尔木兹海峡受扰时期，还是2008年全球金融危机前夕，油价峰值均曾达到每桶约240美元（按当前美元计）；而在2005—2015年期间，油价平均水平也为每桶约130美元。

这表明，全球经济在历史上曾承受过持续时间更长、且成本显著更高的能源冲击。本轮事件与以往不同之处，并不在于价格水平本身有多高，而在于生产链条各环节面临更高的供应中断风险。这种风险主要源于燃料及化工原料供应受限，其传导机制更接近疫情冲击，而非典型的油价冲击。

经CPI调整后的WTI价格（美元/桶）



来源：彭博社、美国劳工统计局；以最新 WTI 现货价格为基期

在识别本轮危机中的受益者与受损者时，仅以“新兴市场”和“发达市场”作为二分标准，已难以形成有效的分析框架。

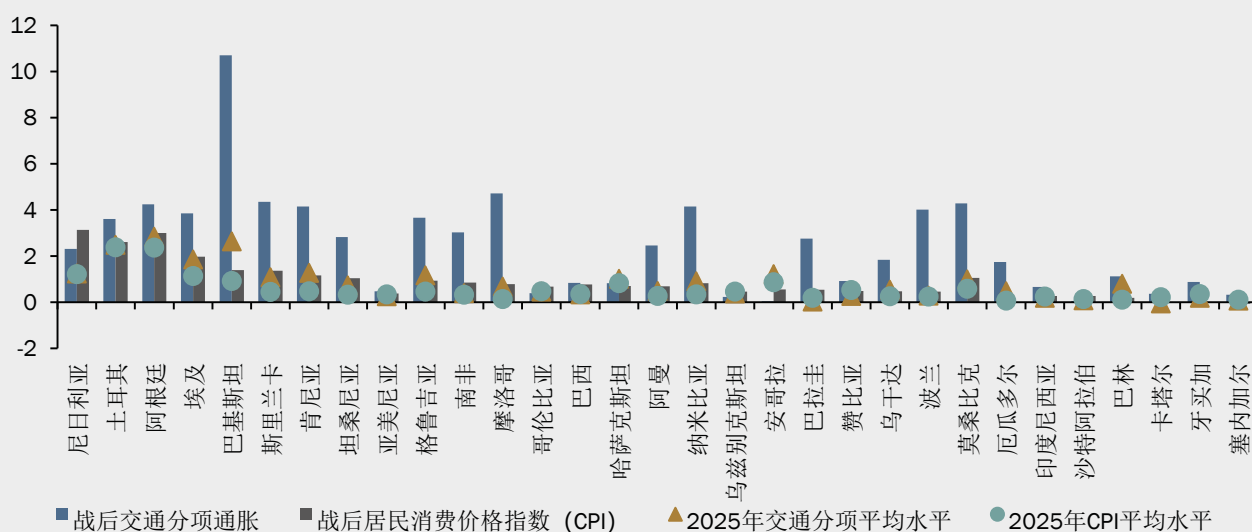
单纯以“出口国—进口国”划分同样不足够：部分出口国，尤其是位于霍尔木兹海峡周边的国家，也在生产、物流和收入层面遭受了明显冲击。反过来看，在进口国中，脆弱性并不主要取决于其“进口国”身份本身，而更多取决于供应来源结构：供应渠道多元化、或与周边国家签有稳定长期协议的国家（如亚美尼亚、格鲁吉亚、埃及）所受冲击相对有限；而高度依赖海湾国家供应的部分东非和亚洲经济体，则面临更高风险。

短期内，需要重点观察的是通胀的第一轮和第二轮传导效应，但截至目前，整体影响仍相对温和。

不过，如果无法达成可持续的和平协议，相关影响将随着时间推移而逐步累积。我们通过跟踪CPI中交通分项所受影响来衡量首轮效应，而这一效应在不同新兴市场国家之间存在显著差异，在一定程度上取决于财政补贴机制以及本国能源生产能力。

第二轮效应，即对整体通胀的影响，目前也相对有限；原因部分在于，交通分项在多数新兴市场国家通胀篮子中的权重仅占总量约10%，同时大多数货币自战争爆发以来保持稳定或有所升值。

战前与战后月度通胀变化



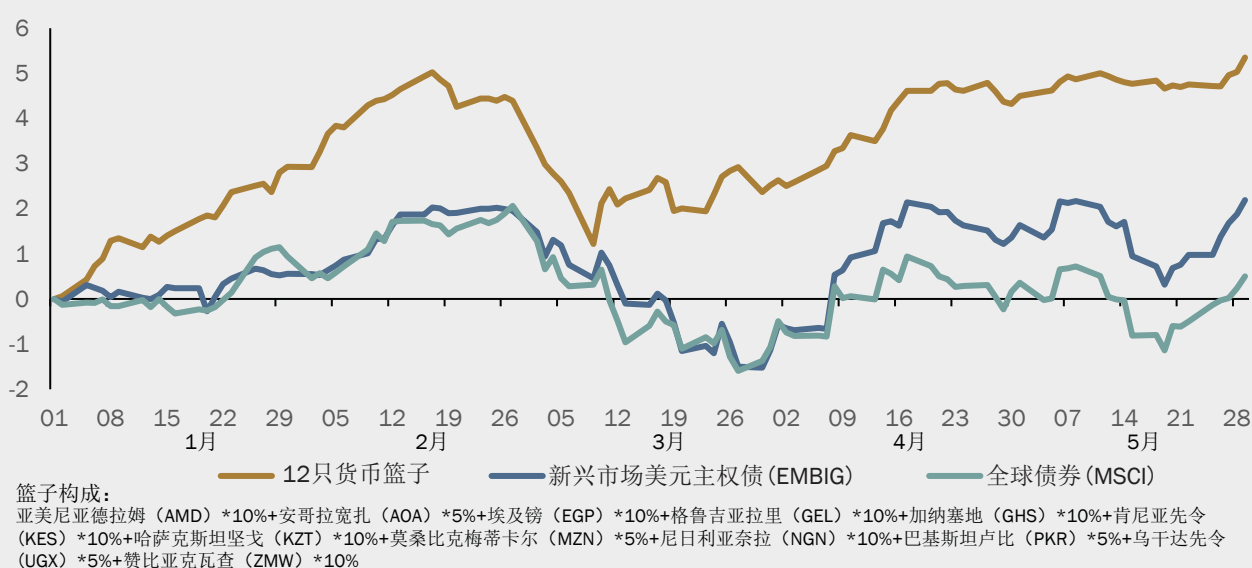
来源：各国官方统计，工银标准

前沿市场和新兴市场在本轮危机中的整体表现具有较强韧性，进一步凸显了此类市场的配置吸引力。

下图展示了一个由12种交易最为活跃的前沿市场货币构成的货币篮子相对美元的总回报表现，其计算基于6个月滚动NDF（无本金交割远期）合约。我们采用了较为简化的权重设定：对流动性较高的货币，单一权重上限设为10%；对流动性相对较低的货币，单一权重上限设为5%。采用NDF合约测算总回报有助于保持方法上的一致性，因为其依托的是离岸可投资工具，同时也纳入了套息交易（carry）这一外汇的重要来源，并可据此形成系统性的滚动构建方法。

2026年以来，该货币篮子的表现表明，在美伊冲突期间，前沿市场货币的回报优于新兴市场美元主权债券组合和全球债券组合。尤其值得注意的是，冲击初期出现的回撤已被完全修复，再次印证了这一资产类别的韧性。

2026年前沿市场货币篮子按美元计价的总回报（%）



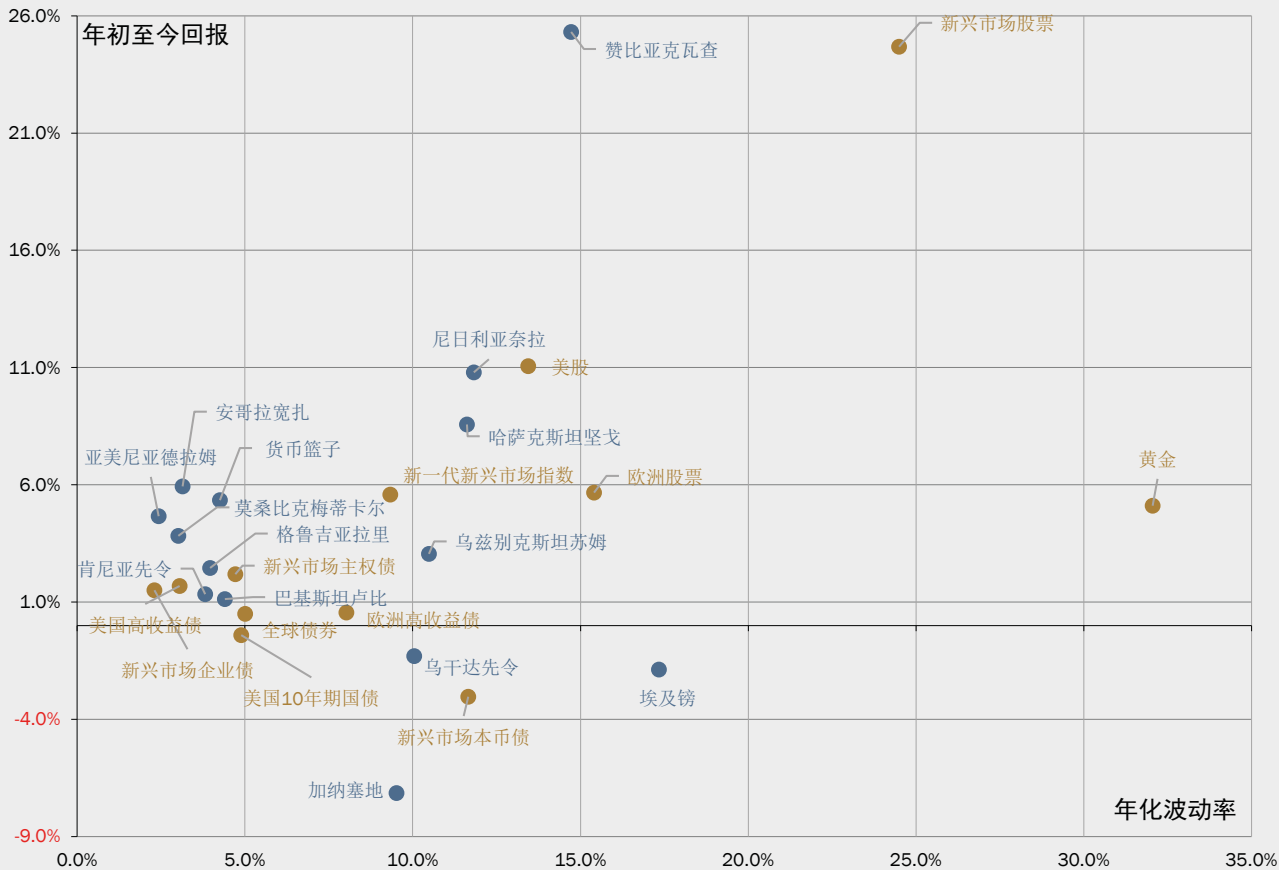
来源：工银标准。货币篮子回报基于6个月滚动NDF合约测算。

在下图中，我们基于可获得的市场指数，测算了2026年1月至5月期间主要风险资产类别的美元等值总回报及年化波动率。

对于前沿市场货币，则采用NDF合约进行测算。表现最优的前沿市场货币为赞比亚克瓦查，其支撑因素包括：铜出口收入带来的外汇供给明显增加、证券投资资金流入，以及提升本币使用程度、推进去美元化政策等。

石油出口国货币同样是本轮行情中的主要受益者，尤其是尼日利亚奈拉和哈萨克斯坦坚戈，两国既远离冲突中心，又具有较高的本币收益率。另外一些前沿市场货币的回报，也高于新兴市场 and 发达市场债券（包括投资级、高收益级）的收益。其中，作为石油进口国货币的亚美尼亚德拉姆、格鲁吉亚拉里和乌兹别克斯坦苏姆便是典型例证：前两者受益于与邻国及紧密经济伙伴之间的有利长期协议，从而在一定程度上对冲了油价上行影响；后者则受益于较高水平的侨汇流入及黄金出口收入。

风险资产：年初至今回报与年化波动率



来源：彭博社，工银标准

我们也观察到，一些大型能源进口国货币的表现超出市场预期。例如，巴基斯坦卢比所面临的高额能源进口账单，得到了侨汇大幅增长的有效缓冲，使得该国在2026年第一季度录得近20年来规模居前的经常账户顺差。又如肯尼亚先令，尽管其能源供应高度依赖海湾地区，但该国央行主动运用较高水平的外汇储备，在初期贬值压力出现后成功稳定了汇率。

三个前沿市场国家出现了总回报为负的情况，但背后原因各不相同：就埃及镑而言，汇率贬值是对冲突初期资本大幅流出的适当政策反应，这与过去试图守住某一预设汇率水平的做法形成了积极转变。我们对埃及镑的投资前景持建设性看法，而当局对汇率弹性的承诺也有利于市场发展。

相比之下，加纳塞地的贬值则较为出人意料：尽管央行已积累创纪录的外汇储备，但仍因未知原因对市场外汇供应进行限制，这反而加剧了对外汇的需求。

结论

总体而言，2026年3月美伊冲突引发的市场变化，为我们此前提出的核心判断提供了有力证明：新兴市场 and 前沿市场对外部冲击的承受能力已出现结构性增强。从更高的汇率弹性、更强的外部缓冲，到更为审慎的财政管理和更具可信度的货币政策，政策框架的改善显著提升了这些经济体吸收市场波动的能力。此次危机也进一步表明，市场表现差异如今已不再能由“新兴市场-发达市场”这类宽泛分类，或简单的“出口国-进口国”标签所决定，而更多取决于国家基本面、政策公信力以及外部融资结构。

更为重要的是，持续上升的侨汇流入和去美元化趋势，继续为外部稳定提供关键支撑。尽管本轮能源冲击幅度不小，且供应中断风险明显上升，但截至目前，通胀传导仍整体可控，投资者行为也总体表现出更多建设性。

在此背景下，前沿市场货币投资回报率出现强劲且快速的复苏，跑赢了新兴市场美元债和全球固定收益资产，凸显出前沿市场在风险调整后维度上的配置吸引力。尽管短期内仍存在通胀上行及地缘政治紧张局势持续的风险，证据表明，相较以往周期，当前以政策为锚的新兴市场与前沿市场体系更为稳健、也更加具有抵御全球冲击的能力。

投资主题摘要

国家	大宗商品关联属性	展望
亚美尼亚 (AMD)	进口国	6月选举为修复与周边国家关系提供了契机，并有望推动其发展为“中部走廊 (Middle Corridor)”的重要国家。经济增长表现较强，通胀维持温和，外部收支状况稳健，推动外汇储备实现明显增长。
安哥拉 (AOA)	石油	安哥拉受益于油价飙升，这为其3月欧元债发行提供了有利支撑。宽扎汇率仍受到较强管制，本地债券市场准入机会相对有限。
埃及 (EGP)	进口国	埃及当局允许埃及镑针对外部冲击进行调整，国内燃料价格也相应完成重定价。债券市场在初期出现资金流出后，投资者正重新回流，主要受较高利率水平及更具吸引力的汇率估值所驱动。
格鲁吉亚 (GEL)	进口国	格鲁吉亚受益于长期能源协议，从而有效限制了国内价格冲击；与此同时，较高增速及持续的外部资金流入也对本币升值形成支撑。
加纳 (GHS)	黄金	尽管经常账户表现强劲、央行外汇储备创历史新高，但央行对市场外汇供给进行限制，导致汇率出现一定程度贬值。
肯尼亚 (KES)	进口国	尽管通胀和债券收益率有所上升，但肯尼亚凭借稳健的储备水平及持续侨汇流入，较为平稳地渡过了本轮能源危机。
哈萨克斯坦 (KZT)	油气及黄金	哈萨克斯坦是本轮能源价格飙升的受益者之一，由此带动本币升值、通胀回落以及政策利率下调。较高收益率和稳健外部收支状况继续吸引境外资金流入。
莫桑比克 (MZN)	天然气	该国短期内仍难以充分享受未来北部气田大规模天然气出口所带来的全部收益。与此同时，宏观经济环境仍具挑战，这在一定程度上抑制了投资者风险偏好。
尼日利亚 (NGN)	石油	与哈萨克斯坦类似，尼日利亚也是油价大涨的受益者之一。较高收益率吸引了进一步资金流入，并推动本币出现一定幅度升值。
乌干达 (UGX)	黄金及未来石油产出	受油价飙升影响，乌干达先令一度贬值，但目前已回到与其中期均值相一致的水平；与此同时，收益率仍维持高位，尤其在经通胀调整后更具吸引力。
乌兹别克斯坦 (UZS)	黄金	乌兹别克斯坦继续受益于大规模侨汇流入、较高的黄金相关出口收入，以及本土企业在境外融资以满足海外投资者持续上升的配置需求。
西非法郎 (XOF)	黄金和可可	西非经济共同体 (WAEMU) 地区外汇储备已升至历史高位，这为其与欧元挂钩机制提供了有力支撑。
赞比亚 (ZMW)	铜	受益于大宗商品整体表现强劲、铜价上涨约10%，以及去美元化政策的共同推动，赞比亚克瓦查成为2026年前五个月表现最好的前沿市场货币。

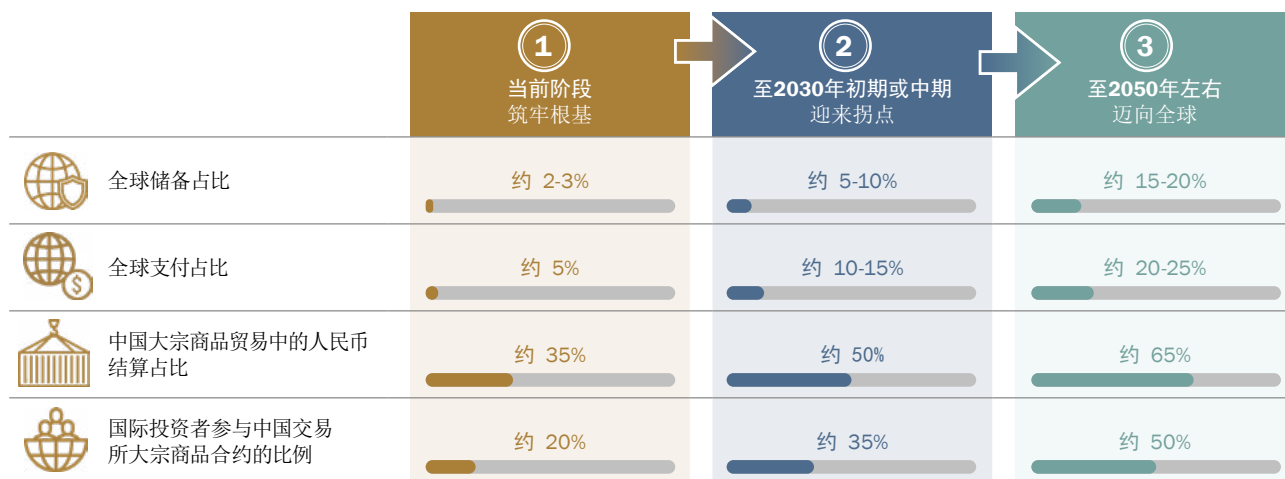


人民币：国际主 导货币之路

人民币：国际主导货币之路

摘要

- 1 在日益多极化的国际货币秩序下，离岸人民币已逐步具备成为未来国际主导货币（Hard Currency）的条件。下文将围绕可兑换性、可信度和流动性三大核心支柱，评估离岸人民币（CNH）的演进进展。
- 2 基于上述框架，我们预计离岸人民币有望在2030年代初至中期迈入国际主导货币行列，支撑因素包括：人民币在全球外汇储备中的占比升至5%-10%、在全球支付中的份额升至10%-15%，以及中国跨境大宗商品贸易中人民币结算占比超过50%。
- 3 流动性方面，离岸人民币正逐步成为除G10货币外，最具可信度的高质量流动性资产（HQLA）货币，主要由于基础设施持续扩容、债券市场准入放宽、离岸流动性改善以及官方储备提升。这一趋势正使人民币在全球储备资产中日益具备区域流动性、抵押品和多元化配置资产属性。
- 4 大宗商品方面，中国在金属、能源和农产品贸易中的重要地位，使得一个涵盖结算、抵押和投资的“闭环生态”逐步形成。该生态反过来强化人民币计价及基准价格形成能力，从而支持人民币国际化。
- 5 外汇市场方面，人民币正逐步超越单一“贸易货币”角色，其背后是产品体系持续丰富和市场深度不断提升。多样化的外汇产品为企业和投资者提供了丰富的风险管理工具，而更充足的离岸流动性和更多非美元货币对交易，也将进一步强化人民币国际化属性。
- 6 资本市场方面，人民币国际化正越来越多地以可投资、可抵押的人民币资产为支撑。点心债发行扩容、离岸人民币存款增长以及潜在的回购抵押品使用，正在构建更深厚的资本市场生态，以承接全球储备及资产配置需求。
- 7 需重点跟踪的关键指标。



人民币国际化的路径：基于离岸人民币（CNH）的视角

作为全球第二大经济体的货币，人民币今年显著吸引了更多市场关注。无论是点心债、数字人民币，还是人民币债券作为抵押品的应用，都成为市场持续跟踪和讨论的焦点，反映出跨资产类别对人民币兴趣的明显上升。在全球环境动荡的背景下，市场对以美元为中心的金融体系韧性的担忧有所加深，这进一步强化了国际货币体系向更为多极化方向演进、其中人民币发挥更大作用的逻辑。

过去十年间，人民币通过快速增长显著提升了全球地位：其在全球支付中的占比已从2010年的不足 1% 升至并在2025年稳定于约 5%，跻身全球前三大货币；其在全球外汇储备中的占比则从2016年前接近于零，上升至近年来的 2%-3%，成为全球第五大储备货币；在贸易融资领域，其份额已达到 6%，位列全球第二。

中国推动人民币国际化及离岸人民币（CNH）市场发展的时间已逾十年，大体与人民币被纳入 IMF 特别提款权（SDR）货币篮子的时期相一致。根据 Kenen（2009）和 Eichengreen 等（2023）的研究，货币国际化建立在一系列相互关联的条件之上。两项研究均认为，资本账户开放是货币国际化的重要推动条件。货币的国际使用通常会循序渐进地深化，一般从贸易结算开始，逐步扩展至融资和投资领域，最终才可能作为储备资产获得更广泛认可。就人民币而言，中国资本账户正沿着渐进式开放路径推进，这反映出政策层面在扩大开放与维护金融稳定之间寻求平衡的考量。

尽管人民币国际化已有较成熟的理论支撑，但国际主导货币（Hard Currency）更多仍体现为一种经验性归类，尚无明确统一的全球衡量标准。从概念层面看，人民币国际化是成为国际主导货币的必要路径，因为在人民币获得更广泛全球认可之前，它反映的是人民币在国际贸易、金融和储备管理中使用的规模、范围和频率不断扩大的过程。基于此，我们将“国际主导货币”的关键衡量标准界定如下：

- 可兑换性：货币兑换为外币或黄金的便利程度，通常意味着资本账户的逐步开放；
- 可信度：发行央行维持物价稳定、控制通胀，并以较高程度的政策独立性和透明度运行的能力；
- 流动性：在巴塞尔III框架下，被认定为高质量流动性资产（HQLA）

此外，由于离岸人民币是一种更加市场导向、可在离岸市场自由交易的人民币形态，且不直接受资本管制约束，本文关于人民币国际化的讨论将主要聚焦于离岸人民币（CNH）。

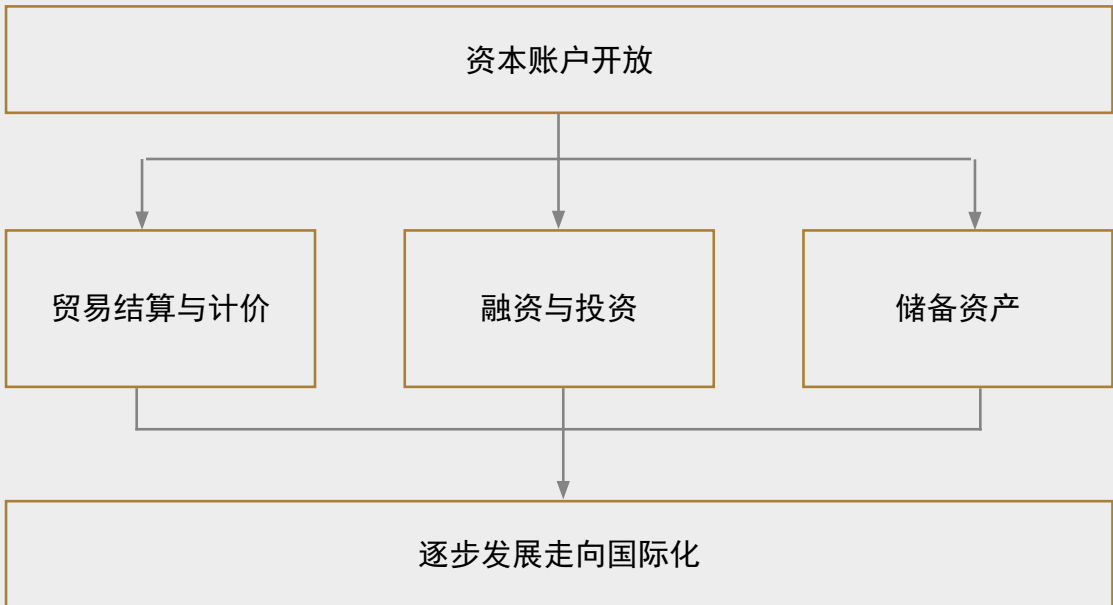
展望未来，若人民币在全球外汇储备中的占比实质性提升至5%–10%，在全球支付中的份额达到10%–15%，并且中国跨境大宗商品贸易中人民币结算占比超过50%，则为人民币提供坚实支撑。这一转变将以中国在全球贸易和供应链中地位持续提升、以人民币计价的大宗商品流量增加，以及人民币在新兴市场间网络效应增强为基础，最终推动人民币在2030年代初至中期发展为一种具有可信度的国际主导货币。

三大评估支柱

可兑换性方面的优势强化了其国际主导货币属性

从可兑换性角度看，离岸人民币可在离岸市场自由兑换。

人民币国际化的路径



来源：工银标准

人民银行的政策独立性与汇率稳定性强化了人民币可信度

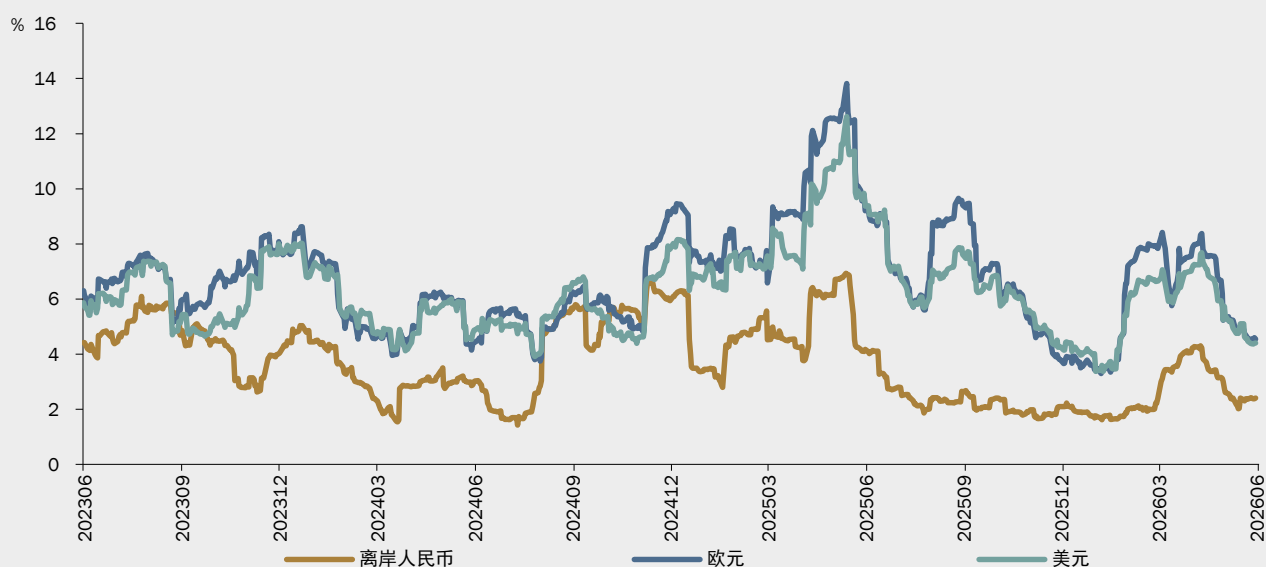
在可信度方面，离岸人民币展现出相对较高的稳定性，2026年年初至今的30日平均波动率为2.7%，而美元为5.7%、欧元为6.3%，同时在地缘政治冲击下表现出较温和的通胀传导，2026年4月CPI中国为1.2%，而美国为3.8%、欧元区为3.0%，且与多数G10货币的相关性较低。

中国的政策利率框架正逐步朝着更加市场化的方向演进。人民银行近期释放的政策信号显示，其更加重视将隔夜利率作为基准，更接近主流央行框架，也进一步提升了货币政策的可信度。

更重要的是，人民银行在政策沟通透明度和政策独立性方面已表现出改善。通过保持结构性、有针对性的政策方式，其整体上较少受到周期性市场压力的干扰，从而增强了政策的一致性及长期可信度。

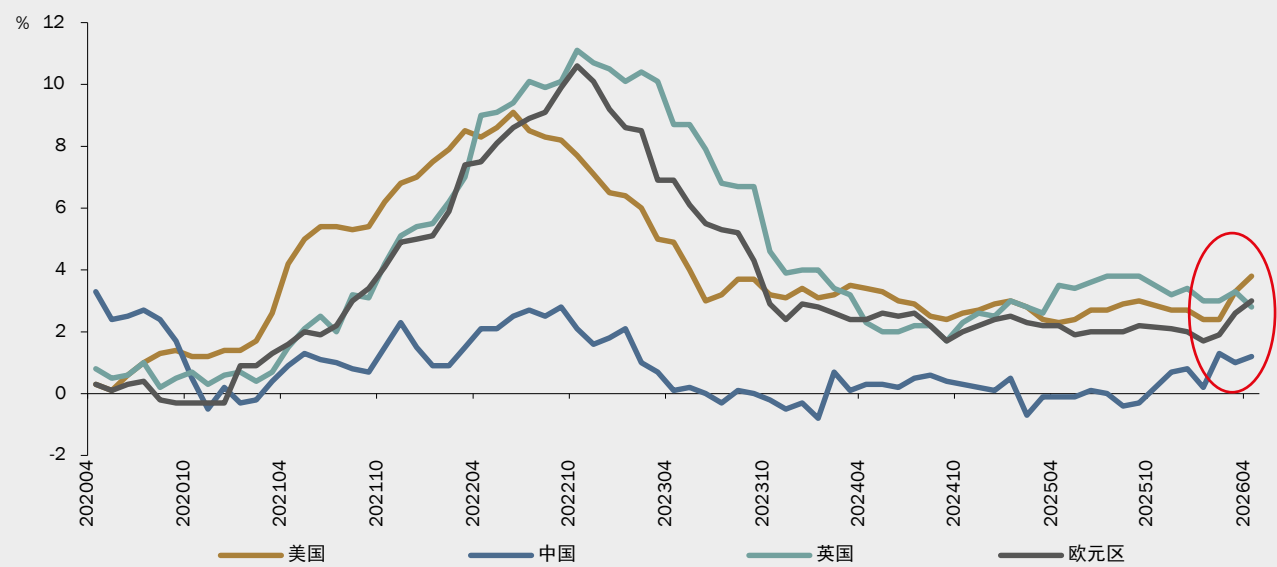
这些特征有助于降低贬值风险、增强国际持有者信心，并强化人民币在全球储备配置中逐步上升的逻辑。

波动率保持低位，凸显其内在稳定性与锚定作用



来源：彭博社，工银标准

中国温和再通胀，与主要经济体通胀较快增长形成对比



来源：彭博社，工银标准

与G10货币相关性较低，凸显离岸人民币作为储备资产的吸引力及多元化配置价值

	离岸人民币 (CNH)	美元 (USD)	欧元 (EUR)	日元 (JPY)	英镑 (GBP)	瑞郎 (CHF)	加元 (CAD)	澳元 (AUD)	新西兰元 (NZD)	瑞典克朗 (SEK)	挪威克朗 (NOK)
CNH	1	0.563	-0.511	0.549	-0.531	0.538	0.451	-0.597	-0.591	0.618	0.515
USD	0.563	1	-0.967	0.778	-0.935	0.923	0.841	-0.789	-0.795	0.848	0.73
EUR	-0.511	-0.967	1	-0.63	0.895	-0.88	-0.772	0.729	0.734	-0.808	-0.676
JPY	0.549	0.778	-0.63	1	-0.687	0.725	0.609	-0.584	-0.588	0.626	0.547
GBP	-0.531	-0.935	0.895	-0.687	1	-0.826	-0.788	0.731	0.726	-0.786	-0.666
CHF	0.538	0.923	-0.88	0.725	-0.826	1	0.803	-0.763	-0.768	0.773	0.67
CAD	0.451	0.841	-0.772	0.609	-0.788	0.803	1	-0.849	-0.846	0.785	0.742
AUD	-0.597	-0.789	0.729	-0.584	0.731	-0.763	-0.849	1	0.913	-0.777	-0.804
NZD	-0.591	-0.795	0.734	-0.588	0.726	-0.768	-0.846	0.913	1	-0.845	-0.807
SEK	0.618	0.848	-0.808	0.626	-0.786	0.773	0.785	-0.777	-0.845	1	0.861
NOK	0.515	0.73	-0.676	0.547	-0.666	0.67	0.742	-0.804	-0.807	0.861	1

来源：彭博社，工银标准

注：表格底色按货币间相关系数绝对值大小着色。

流动性：离岸人民币正成为新兴高质量流动性资产（HQLA）

从流动性角度看，关键衡量标准在于一项资产能否被广泛认可并采用为高质量流动性资产（HQLA）。在巴塞尔III流动性覆盖率框架下，HQLA是指在30天压力情景下，能够以较小或无损失迅速、便捷转换为现金的资产。

当前，人民币作为HQLA，仍处于全球流动性和储备框架中的新兴且配置不足领域。尽管离岸人民币尚未达到与美元等同的地位，但其正日益发展成为最具可信度的非G10的多元化储备货币选择，兼具收益增强、资产负债表效率改善和结算选择权等优势。

核心逻辑在于，将人民币作为HQLA资产已处于重要拐点：一方面，人民币在储备、支付及抵押品使用中的结构性低配仍然存在；另一方面，相关市场基础设施已显著增强。

近年来，为人民币提供流动性支持的关键基础设施越发成熟：CIPS在规模和可用性方面持续扩展；中国香港继续发挥离岸人民币业务中心作用；债券通已使境外投资者进入在岸利率市场的渠道常态化；同时，伴随外汇成交量上升，离岸人民币融资条件也有所改善。综合来看，上述发展正在推动离岸人民币计价资产——尤其是中国国债（CGBs）和政策性银行债——越来越具备 HQLA类资产属性，可用于流动性管理及抵押品。

HQLA并非一个尚待兑现的长期结构性主题，而是一个已经具备可操作性的配置机会。当前，投资者已可运用覆盖在岸久期、离岸融资市场和衍生品叠加策略的多层次工具，将人民币纳入流动性组合。中长期来看，我们预计离岸人民币计价的HQLA将逐步变成更常见的区域性流动性储备资产，并逐步被央行、机构投资者及企业流动性管理组合所采用。

从传统审慎视角看，人民币资产尚未成为所有离岸投资者均可普遍使用的一级HQLA；但人民币是唯一同时具备主权资产基础、支付基础设施、政策支持和贸易覆盖度的新兴储备货币，有望在未来十年更加接近国际主导货币。因此，人民币应被定位为一种与美元 HQLA 功能不同的流动性配置资产。美元资产仍是第一道危机缓冲；人民币资产则可作为第二层区域流动性资产、中国/亚洲贸易结算缓冲工具、主权机构的多元化配置工具，以及能够管理汇率与政策风险的投资者获取收益和套息回报的配置资产。

从监管意义上的HQLA到商业化HQLA

概念	定义	影响
监管意义上的HQLA	基于巴塞尔框架对合格流动性资产进行分类	强调折扣率、压力情景下流动性以及监管认可
市场化HQLA	面向客户、具备实际变现路径的流动性资产	强调回购可得性、掉期流动性、结算路径以及操作可用性
CNH机会	连接人民币安全资产与融资/套期保值需求的桥梁	可作为流动性管理中的多元化配置工具

来源：工银标准

HQLA评分卡
综合公式：

$$\text{HQLA 得分 (c)} = \sum k \text{ 得分 (c,k)}。$$

标准化公式：

$$\text{得分 (c,k)} = \frac{\text{指标 (c,k)}}{\text{指标 (美元,k)}} \times \text{权重 (k)} \times 100$$

其中，c 代表货币，k 代表单项评分维度。

HQLA维度及相关指标

维度	权重	代理指标 / 评分依据	对HQLA的重要性
回购与抵押品变现能力	30%	基于回购市场深度、抵押品适用性及跨境便利性进行评估	HQLA的价值不仅取决于资产持有本身，更取决于其变现能力。
外汇市场深度	20%	BIS全球外汇成交量占比	衡量在不造成显著价格冲击的情况下，进行大额兑换及套期保值的能力。
压力情景表现及避险资产属性	20%	基于危机期间表现及市场认知进行评估	国际主导货币计价的HQLA资产应在压力环境下仍能吸引需求。
支付与结算网络	10%	SWIFT支付占比及配套基础设施	衡量网络效应及结算便利性。
安全资产供给及境外流通量	10%	基于高质量流动性政府债券存量，以及境外持有人可自由获取的规模进行评估	决定是否有足够规模的可投资、具备流动性的资产，可供储备管理机构和市场参与者大规模配置。
央行接受度	10%	IMF COFER储备占比	反映各国信任度及配置深度。

来源：工银标准

注：基于数据的评价维度均以美元为基准进行标准化处理；基于判断的评价维度则以主观评分为主，而非官方统计数据。

维度	权重	美元 (USD)	欧元 (EUR)	日元 (JPY)	英镑 (GBP)	瑞郎 (CHF)	离岸人民币 (CNH)
回购与抵押品变现能力	30%	100	90	80	75	70	60
外汇市场深度	20%	100	32	19	11	7	10
压力情景表现及避险属性	20%	100	85	80	75	85	70
支付与结算网络	10%	100	25	9	10	5	15
安全资产供给及境外可用流通量	10%	100	60	50	50	30	40
央行接受度	10%	100	36	10	8	0.3	4
综合HQLA得分	100%	100	63	51	47	43	40

来源：工银标准

当前离岸人民币得分为40分，仍有进一步发展空间。如果境外投资者参与中国国债市场规模进一步扩展、离岸回购机制进一步深化、离岸人民币衍生品流动性拓宽、CIPS渠道使用增强，以及贸易走廊中人民币结算占比提升——那么在未来十年内，该评分有望升至50至60区间，并跻身国际最广泛使用的货币之一。

情景	CNH指示性得分	关键假设	商业影响
当前阶段	约40	储备占比相对较低、支付占比相对较低、境外流通量有限，回购和抵押品渠道仍在逐步部署	离岸人民币是战略多元化配置资产，而非普遍意义上的第一道HQLA缓冲资产
2028—2030年	约45	渐进式开放；人民币主要体现区域性使用特征；回购和支付使用逐步改善	客户对流动性、掉期交易及人民币债券的需求呈选择性增长
2031—2033年	约50	境外投资者参与中国国债市场比例上升；CIPS和衍生品市场进一步深化；更多贸易走廊采用人民币结算	离岸人民币成为主流的区域流动性及多元化储备资产
约2035年	约60	境外可用流通量显著扩大，回购市场进一步深化，央行及企业应用范围更广泛	接近以国际主导货币计价的HQLA资产地位，并将构建更广泛的人民币产品生态体系

来源：工银标准

需求牵引与政策推动

目前人民币越来越多地由需求驱动，国际需求在塑造其使用场景和流动性方面发挥着日益重要的作用。这一转变表明，人民币在全球贸易、投资和多元化配置中日益得到市场重视，其发展并非单纯依赖政策推动。

需求拉动		政策推动	
影响因素	示例	影响因素	示例
大宗商品贸易需求	中国是全球最大的大宗商品贸易伙伴和消费国，约占全球贸易流量的13%，并贡献约40%的大宗商品需求。	基础设施建设	面向境外央行及主权机构的短期人民币回购便利；CIPS作为SWIFT之外的替代性跨境支付系统；人民银行双边货币互换安排；大宗商品合约走向国际化。
企业海外扩张	中国企业走出去，以及外资企业在中国业务扩张，包括对外直接投资（ODI）和外商直接投资（FDI）。	具备人民币业务能力的金融机构成长	中资金融机构海外子公司及分支机构；开展人民币业务的国际银行；尤其是被指定为人民币清算行的银行，可带动人民币资金流动。
投资组合多元化	由于人民币资产、中国国债与美元资产相关性较低，央行逐步配置人民币及中国国债。	财政部/政策性银行债券发行	提升人民币市场流动性，并构建人民币基准收益率曲线。
人民币作为融资货币	在较低融资成本支持下，点心债和熊猫债发行规模快速增长。	企业形象展示/品牌建设	全球企业发行人民币债券，更多在于提升品牌知名度，而非单纯满足融资需求。
地缘政治风险管理	部分寻求替代性结算安排的国家选择人民币，例如在原油贸易中采用人民币结算。		

来源：工银标准

与人民银行签署的双边本币互换协议——截至2026年7月21日

序号	国家/地区	金额（十亿元人民币）	序号	国家/地区	金额（十亿元人民币）	序号	国家/地区	金额（十亿元人民币）
1	中国香港	800	12	瑞士	150	23	南非	30
2	韩国	400	13	俄罗斯	150	24	巴基斯坦	30
3	印度尼西亚	400	14	阿根廷	130	25	埃及	30
4	欧盟	350	15	泰国	70	26	新西兰	25
5	英国	350	16	智利	50	27	蒙古	15
6	新加坡	300	17	沙特阿拉伯	50	28	尼日利亚	15
7	加拿大	200	18	中国澳门	50	29	斯里兰卡	10
8	澳大利亚	200	19	匈牙利	40	30	老挝	6
9	日本	200	20	卡塔尔	35	31	塞尔维亚	5
10	巴西	190	21	土耳其	35	32	冰岛	3.5
11	马来西亚	180	22	阿联酋	35	33	毛里求斯	2

来源： 人民银行

案例研究

1 欧元国际化的历史经验

欧元的国际地位提升建立在强大的经济基础之上：在货币联盟形成之前，欧洲已在全球产出、贸易及跨境金融中占据较大份额。随后，欧元将德国马克的历史积累纳入一个更大的一体化市场，使其经济体量转化为在储备、债务发行和贸易结算中的更广泛使用。历史经验表明：国际货币地位首先建立在经济体量之上，而货币统一则形成放大器作用。

欧元成功的关键原因之一在于，其国际使用扎根于实体经济。庞大的内部市场、密集的区域贸易以及欧洲在全球贸易中的核心地位，共同创造了欧元计价、结算和融资的自然需求。对人民币而言，主要启示在于：更广泛的国际认可仍需由更强的贸易网络、更深的供应链融合，以及人民币在实体经济交易中更广泛的使用来驱动。

相比之下，欧债危机也揭示了金融一体化快于制度框架建设时所带来的风险。货币联盟推进速度快于财政协调、银行体系修复及危机管理机制建设，使欧元在主权债务冲击中暴露出脆弱性。对人民币而言，关键警示在于：人民币外部使用不应超出经济体系吸收冲击的能力，因为货币地位的可持续性不仅取决于规模，也取决于韧性。

2 人民币区域发展

人民币区域化发展是连接中国金融改革深化与人民币逐步走向国际化的重要桥梁。不同于美元全球性、系统性货币的角色，人民币正在采取“走廊式”发展：首先在与中国贸易、投资、大宗商品及银行业务联系密集的区域深化使用，随后再逐步拓展至融资、对冲和投资等功能。

中国香港是最成熟的实践案例，其已同时具备离岸人民币存款池、清算基础设施、点心债发行、债券通、互换通以及人民币流动性便利。香港金融管理局数据显示，截至2024年底，中国香港人民币存款余额达9266亿元人民币；仅2024年12月，跨境贸易结算人民币汇款规模即达1.4万亿元人民币。中国香港不仅是人民币结算枢纽，也是最接近功能完备的离岸人民币流动性中心。

除中国香港外，人民币区域化进程在存在地区差异，但整体趋势已日益明朗。在东盟，人民币使用受到供应链融合、本币结算框架以及新加坡作为区域司库和融资中心角色的支持。在海湾地区，人民币采用主要由能源贸易、主权金融合作以及结算渠道多元化的战略需求所驱动。在非洲，人民币使用仍更多体现为“门户型”模式，以南非以及若干清算行或货币互换安排为主导，向更广泛的支付网络渗透。这一地区模式表明，人民币国际化主要沿着特定的贸易、能源和基础设施走廊推进。

与此同时，基础设施建设也在持续推进。截至2026年3月，CIPS覆盖来自126个国家/地区的194家直接参与者和1597家间接参与者，业务覆盖全球超过5100家银行机构。

在这一总体框架下，后文将进一步评估人民币在大宗商品、外汇及资本市场中的角色，衡量其国际化进程。

人民币在大宗商品市场中的作用

中国在全球大宗商品市场中的重要性，源于超大规模市场需求、深厚工业制造能力以及一体化供应链的有效结合。作为全球最大贸易国和大宗商品消费国，中国约占全球大宗商品贸易流量的13%，提供了约40%的全球大宗商品需求，在部分重要商品类别中的占比更高。这一地位使中国的影响力不再局限于上游原材料贸易，而是延伸至中游和下游价值链。在此背景下，人民币在大宗商品市场中的作用，正越来越多地由其系统性相关性塑造，而非仅由需求规模决定。

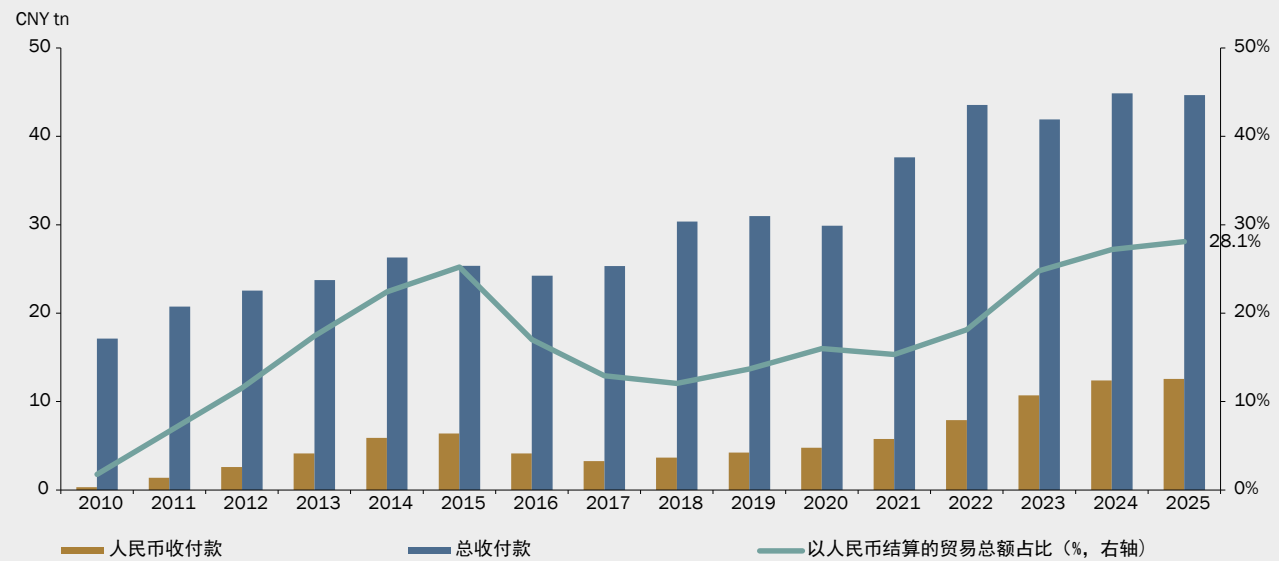
中国主要大宗商品进口情况

	情况	说明
基本金属	铜	中国精炼铜产量约占全球50%，但大部分铜矿石/铜精矿来自进口。
	铝（铝土矿）	铝生产已基本实现自给，铝土矿仍有约45%来自进口。
	镍	镍矿及镍中间品进口量较大。
	锌	中国是主要锌生产国和冶炼国，约20%的供应来自进口。
贵金属	黄金	中国是全球最大的黄金生产国和消费国。
	白银	中国白银需求的40%来自进口。
能源	天然气	中国天然气进口量占比大约为40%。
	原油	中国是全球最大的原油进口国。
农产品	大豆	中国是全球最大的大豆进口国。

来源： 彭博，工银标准

从贸易货币迈向国际主导货币的第一步是使用人民币结算。到2025年，中国货物贸易跨境收付款总额已接近45万亿元人民币，其中以人民币结算的比例达到历史新高28.1%。这一进展得益于更高效的结算基础设施：CIPS当前覆盖126个国家，日均处理交易规模超过9200亿元人民币；同时，数字人民币在跨境能源贸易中的试点已将结算时间从数日缩短至5小时以内。结算本身不能被视作定价权，但它是定价权形成的运营基础。

人民币贸易结算占比上升，正在为其更广泛用于大宗商品定价奠定基础



来源：国家外汇管理局，人民银行，工银标准

下一阶段是定价能力建设，这并不取决于某一个商品合约，而更多在于形成一个生态体系，便于企业同一货币体系内对采购、加工和分销风险进行套期保值。随着从上游到下游的合约深度不断拓展，结算货币与基准货币之间的差距开始收窄，从而使人民币计价在商业层面更具可行性。

中国正稳步推动多种人民币计价合约生态体系建设

向境外参与者开放时间	产品	交易所	合约规模	计价单位
2018年3月	原油（中质含硫原油）	INE	1000桶/手	元/桶
2018年5月	铁矿石	DCE	100吨/手	元/吨
2018年11月	PTA（精对苯二甲酸）	ZCE	5吨/手	元/吨
2019年8月	20号胶	INE	10吨/手	元/吨
2020年6月	低硫燃料油（LSFO）	INE	10吨/手	元/吨
2020年11月	保税铜（国际铜）	INE	5吨/手	元/吨
2020年12月	棕榈油	DCE	10吨/手	元/吨
2022年12月	大豆系列（黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油）	DCE	10吨/手	元/吨
2023年1月	菜籽油/菜粕/花生仁	ZCE	5—10吨/手	元/吨
2023年8月	集运指数（欧洲航线）	INE	基于指数	元/指数点
2025年3月	不锈钢/燃料油/纸浆	SHFE	5—10吨/手	元/吨
2026年1月	镍（国际镍）	SHFE	1吨/手	元/吨
2026年5月	对二甲苯（PX）/PET瓶片（瓶级，PR）/涤纶短纤（PF）	ZCE	5吨/手	元/吨

来源：上海国际能源交易中心，大连商品交易所，郑州商品交易所，上海期货交易所，工银标准

中国主要大宗商品交易所已陆续推出面向境外参与者开放的国际化期货和期权合约，将人民币嵌入全球定价和风险管理体系。这些合约允许境外交易商直接在人民币计价市场中进行套期保值，并由与国际标准接轨的交割、质量及风险管理框架提供支持。随着流动性积累，人民币将更多来源于实体经济的内生需求驱动。

案例研究一：全球黄金交易枢纽

黄金兼具金融资产和实物大宗商品属性，是推进货币多元化进程中具有较高可行性的切入点之一。以上海、中国香港和新加坡为核心的亚洲黄金市场基础设施，正沿着多枢纽、互补型路径加速发展。上海依托覆盖交易、清算和实物交割的完整生态，并与全球最大的实物需求直接相连。与此同时，中国香港凭借成熟的金融体系、法律框架以及离岸人民币中心地位，正在建设涵盖交易、中央清算、金库储存和跨境交割的一体化黄金平台。

上海与中国香港黄金市场合作不断加强。跨境互联互通和中央清算安排的完善，使黄金交易能够支持美元、欧元、港元和离岸人民币（CNH）的并行结算，降低了机构对单一货币的依赖，同时也为离岸人民币在国际大宗商品体系中的使用创造了更稳定的场景。随着清算和托管能力提升，中国香港有望吸引寻求亚洲时区黄金交易及多币种结算服务的全球机构。

与此同时，新加坡正持续强化其作为亚太地区黄金交易与储存枢纽的角色。通过扩展符合国际标准的金库及物流能力、发展大金条中央清算机制，并推动黄金挂钩金融产品，新加坡正在构建一个以中立性和稳定性为基础的平台。离岸人民币也已与美元及其他主要货币一同被纳入合格结算货币范围，进一步提升了人民币在区域贵金属贸易中的可用性。

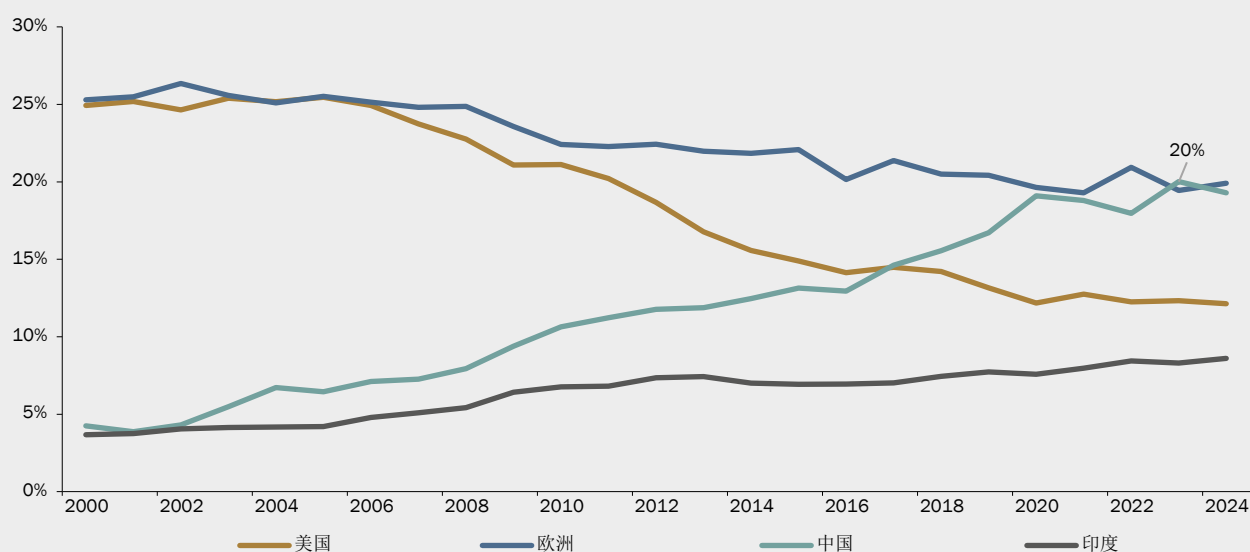
国际化大宗商品合约与黄金市场正在形成的多币种结算框架相互补充。黄金交易支持上海—中国香港—新加坡之间的多币种并行结算，而工业金属期货则将人民币嵌入全球供应链的日常风险管理活动中。这一路径——先实现结算、再积累流动性、最终形成定价影响力——使人民币国际化能够在高频、实体经济贸易场景中同步推进。

案例研究二：人民币计价原油基准

上海国际能源交易中心原油期货（INE SC）是最具代表性的案例，同时具备大规模、持续性的实物贸易流、战略性供应商关系，以及持续和主动的套期保值需求。因此，在原油这一品类中，中国的需求权重最有可能转化为人民币使用、合约流动性，并最终形成基准价格影响力。

到2023年，中国已成为全球最大的原油进口国，约占全球原油进口量的五分之一。与此同时，到2025年，人民币已成为全球油气贸易中的第二大结算货币；截至2026年3月，人民币在中东对华原油贸易中的结算占比已达到41%。这表明，原油市场对于美元以外货币，尤其是人民币而言，已不再只是理论上的定价机会；在最具战略重要性的进口走廊中，人民币结算接受度已经较为明显。

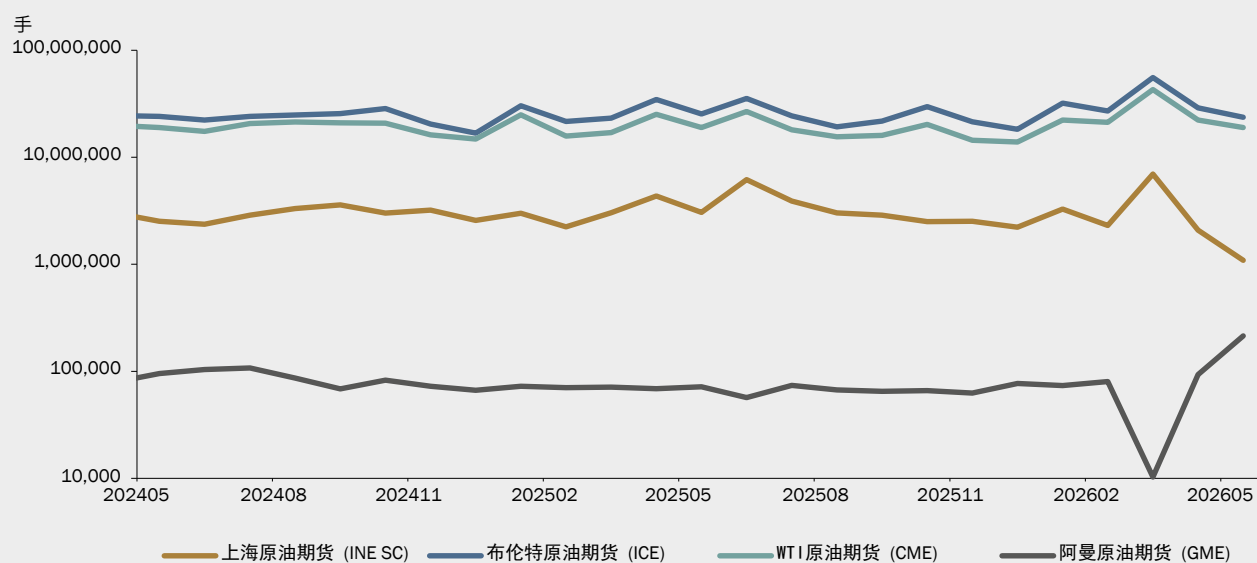
中国原油进口为人民币计价合约提供较大增长空间



来源：能源研究所，工银标准

对INE原油期货的理解，不应停留在与既有成熟合约进行静态比较，而应将其视为一个基准构建过程。随着可交割范围扩大、参与者深度提升，以及期货价格对现货贸易决策的相关性增强，其基准地位也将进一步提升。INE希望将原油合约的国际参与度从当前约20%提升至2030年前的30%以上，并以2027年前超过25%作为阶段性目标。因此，INE 的重要性在于：它将人民币原油定价叙事锚定于一个可交易、且区域相关性不断提升的合约之上，而非仅限于政策层面。

INE原油正逐步成为区域性人民币原油基准



来源：彭博社，工银标准

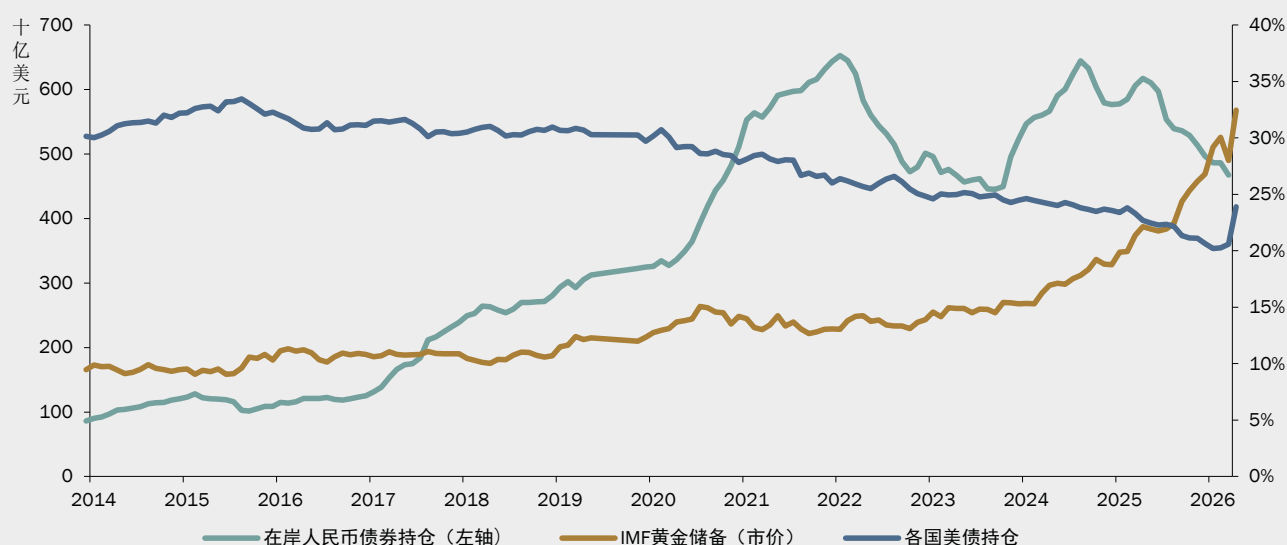
最后一步，是围绕人民币大宗商品贸易发展生态闭环体系。在这一阶段，人民币将逐步转向卖方货币定价（VCP）。在该模式下，具有主导地位的买方将越来越多地使用人民币进行贸易结算，并将其用于价格形成以及交易后资金循环。以铁矿石为例，人民币结算占比已从2023年的5%上升至2025年的25%，并计划到2030年超过40%。这将带来日益增长的可投资人民币资产需求，以吸收并循环利用相关资金流。随着离岸市场深度改善，这一需求正逐步得到满足：期限在7年及以上的离岸人民币债券占比，已从2023年的4%提升至2025年的13%。此外，今年早些时候，伦敦清算所（LCH）将合格非现金抵押品范围扩展至以离岸人民币计价的中国国债；与此同时，伦敦金属交易所清算所（LME Clear）将每家会员可用作抵押品的离岸人民币限额提高了50%，并将存取款通知期缩短一天。由此形成的生态体系，进一步拓展了人民币在贸易、套期保值和投资领域的功能，强化了其在大宗商品市场中的作用。

综合来看，整体脉络已越发清晰：真实需求支撑贸易中心地位；贸易中心地位推动结算使用；结算使用为定价能力奠定基础；而当定价能力嵌入一个赋予离岸人民币明确交易后功能的“生态闭环体系”时，其可持续性将进一步增强。下一阶段的验证要点也正变得更加具体，包括：中国全部跨境贸易中人民币结算占比超过50%，以及INE原油月度成交量达到ICE布伦特原油的30%。这也是为什么，与早期阶段相比，当前人民币大宗商品定价进程呈现出更明显的累积效应和一致性，也拥有更扎实的制度基础。

人民币在外汇衍生品与资本市场中的作用

人民币正在跨越从结算货币成为国际主导货币的门槛；其地位不仅取决于官方储备中的配置程度，也取决于全球投资者和企业能否跨产品、跨期限对冲、融资以及转移风险。人民币在全球官方外汇储备中的占比已从2016年首次单独披露时约1.1%升至近年来约3%的峰值。从实践角度出发，国际主导货币具备四项关键属性：广泛贸易和支付接受度、深度对冲工具、可规模化投资资产，以及融资抵押品功能。据此，人民币已逐步超越了国际化的早期阶段。

储备资产正逐步从美债转向人民币和黄金

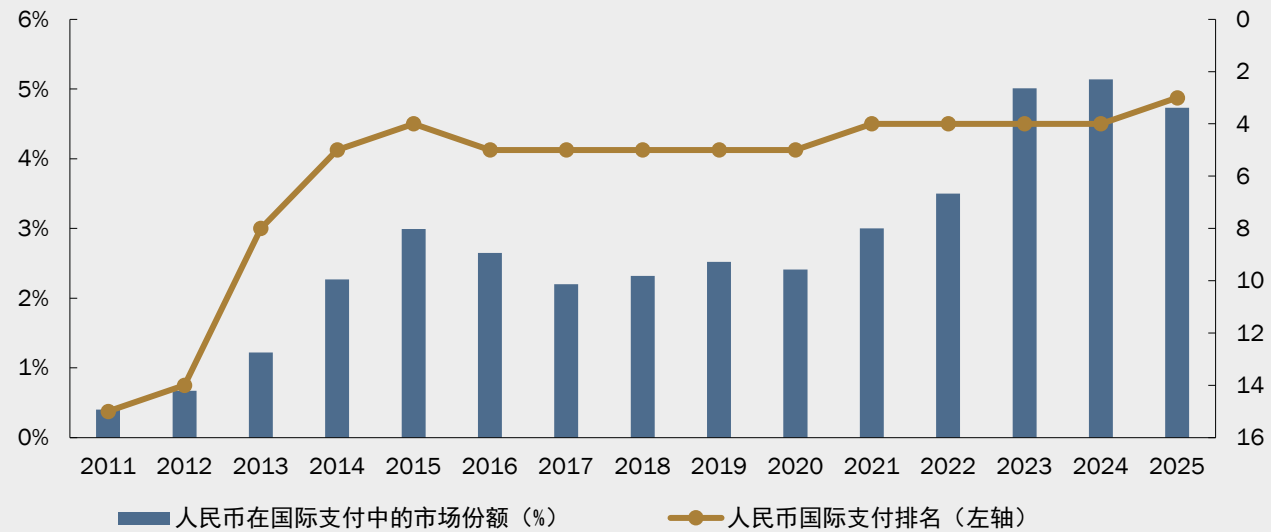


来源：彭博社，万得，工银标准

最后，一种货币只有在市场参与者拥有可靠、规模化且低成本的结算渠道时，才可能被更广泛地使用。从基础设施角度看， m-Bridge（多边央行数字货币桥）正在发展成为人民币使用中具有战略意义的重要组成部分。该项目不仅仅是数字货币试验，而是一个有潜力的非零结算通道，有望提升跨境人民币支付的效率、韧性和互相可操作性。通过在多个司法辖区实现基于银行货币的实时点对点结算，m-Bridge 降低了对传统代理行链条的依赖，减少操作摩擦，并增强人民币在贸易、大宗商品及区域金融交易中的可用性。m-Bridge 本身提升了人民币的交易实用性，并使其更深地嵌入下一代跨境支付架构。

主要国际货币要求	离岸人民币表现	解读
支付与结算接受度	2024年跨境人民币收付金额合计64.1万亿元；2025年上半年达34.9万亿元；按全口径计算，人民币为全球第二大贸易融资货币及第三大支付货币	结算基础设施已走出实验阶段；当前，它已能够为离岸人民币货币创造提供必要的实体经济资金流基础
外汇可对冲性	2025年人民币外汇市场的日均成交额达到8170亿美元，占全球外汇市场总成交量的8.5%；其中超过60%的成交量来自外汇衍生品交易	对全球机构而言，CNH 已具备可交易性和可对冲性；其中包含掉期工具支持融资，远期和期权支持风险转移
可投资性	截至2025年6月，境外机构持有境内人民币金融资产规模达10.4万亿元，其中包括4.3万亿元债券和3.1万亿元股票	资产基础规模已达到可进行战略配置的水平，不再只是用于满足日常交易需求的资金沉淀
抵押与融资功能	2025年中国回购市场交易量为2332.5万亿元人民币。其中银行间回购市场规模达1709.6万亿元人民币，约占中国回购市场总量的73%。	人民币债券的角色正从投资组合配置工具，向优质抵押品转变，而这正是人民币成为国际主导货币的重要里程碑
基础设施与政策方向	2025年CIPS处理人民币180万亿元；中国人民银行将发展人民币外汇衍生品，研究人民币外汇期货，并支持离岸人民币流动性机制	政策路径并非被动开放，而是围绕对冲、清算和抵押品功能，有针对性地推进全球化基础设施与市场能力建设

国际支付规模是离岸人民币流动性的重要支撑



来源：SWIFT、中国人民银行及公开媒体资料

外汇衍生品：人民币正逐步成为可对冲的国际主导货币

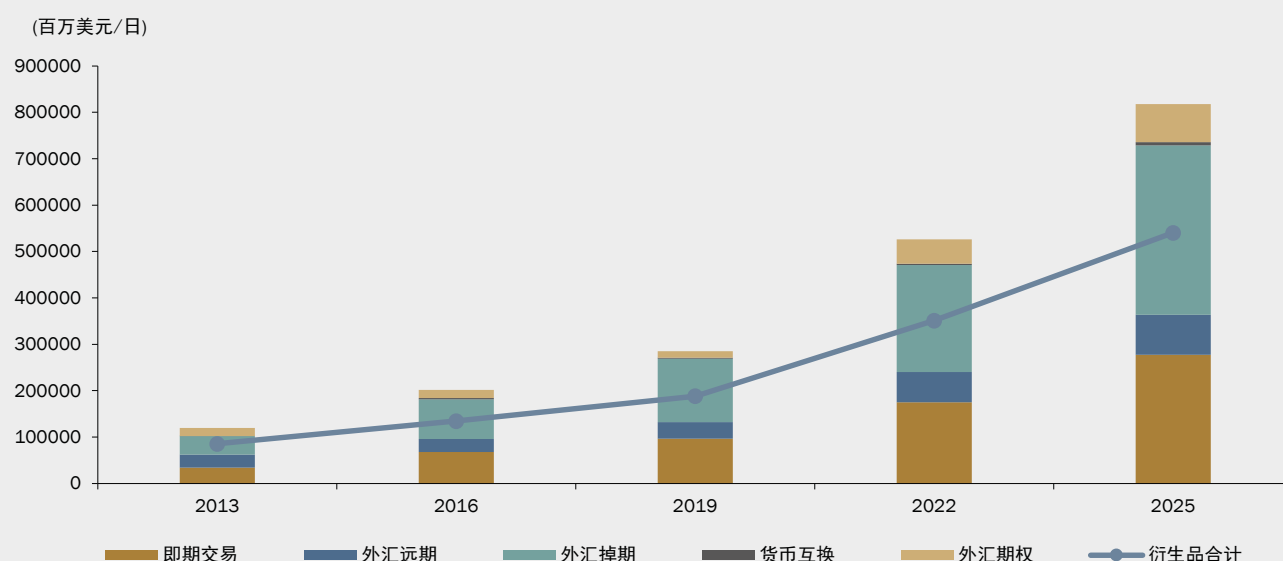
衡量一种货币是否属于国际主导货币，首要标准之一在于其能否以机构投资者所需的规模进行交易和风险对冲。在这一维度上，人民币已经跨越了发展的早期门槛。人民币外汇市场不再只是服务于货物贸易结算的即期兑换市场，而是已发展成为涵盖即期（Spot）、外汇掉期（FX Swaps）、远期（Forwards）、货币互换（Cross-Currency Swaps）和期权（Options）等多种产品的综合风险转移平台。

人民币在全球场外（OTC）外汇市场成交量中的占比，已从2019年的约4%提升至2022年的7%，并进一步升至2025年的8.5%；同期日均成交量则由2,850亿美元增长至8,170亿美元。更为重要的是，这一增长越来越由衍生品业务驱动：人民币外汇衍生品日均成交量已从2019年的1,880亿美元增至2025年的5,400亿美元，其中外汇掉期已成为规模最大的产品类别，外汇期权市场也实现了显著扩张。

这表明，人民币正逐步由以结算功能为主的即期货币，演变为兼具风险管理、融资和投资功能的综合性货币。从严格意义上讲，人民币尚未完全达到传统国际主导货币的标准，但其不断提升的衍生品市场流动性，正在赋予人民币越来越强的“国际主导货币属性”和国际使用选择权。

这些衍生工具的重要性在于，它们被企业、银行、资产管理机构以及主权投资者广泛应用于久期管理、资产负债匹配以及结构化融资等场景。一种货币如果无法在即期市场之外实现有效对冲，就难以成为真正的硬通货。而离岸人民币（CNH）市场正在持续增强这种风险对冲能力，为人民币国际化和主要货币属性的提升奠定坚实基础。

人民币衍生品市场发展凸显其风险对冲与融资货币属性不断增强



主要挑战并不在于产品可得性，而在于市场深度。目前，人民币外汇流动性仍主要集中在USD/CNH和USD/CNY。报告显示，2024年人民币兑非美元货币的即期交易额达到1.8万亿元，仅占银行间即期交易总额的2.7%。相较于中国在东盟、中东、非洲和中亚的贸易及投资布局，该比例相较偏低。

而这正是下一阶段国际化最可能发生的领域。中国人民银行明确表示，将进一步发展人民币外汇衍生品市场，研究人民币外汇期货交易，推动人民币与周边国家及“一带一路”沿线国家货币开展挂牌交易，引入更多产品类型并提升流动性，将极大改善当前瓶颈。

我们的基准情景假设是人民币将从USD/CNH对冲货币逐步走向区域性货币，即服务于亚洲、海湾合作委员会国家及部分前沿市场中与中国相关的贸易、大宗商品、基础设施和资本流动的定价与对冲货币。在该情景下，CNH流动性将越来越具有内生性，由贸易结算、债券发行、货币互换额度及本地清算安排所创造，而非仅通过美元兑换产生。

资本市场：人民币正逐步成为兼具投资属性和抵押品属性的国际主导货币

国际主导货币形成的第二个关键条件，是全球投资者能否以该货币持有具有实质规模的资产。受益于双市场结构，离岸人民币市场提供全球资产负债表和融资渠道，而境内人民币市场则提供市场规模、信用曲线和主权风险锚，共同构成了可投资的人民币生态系统。

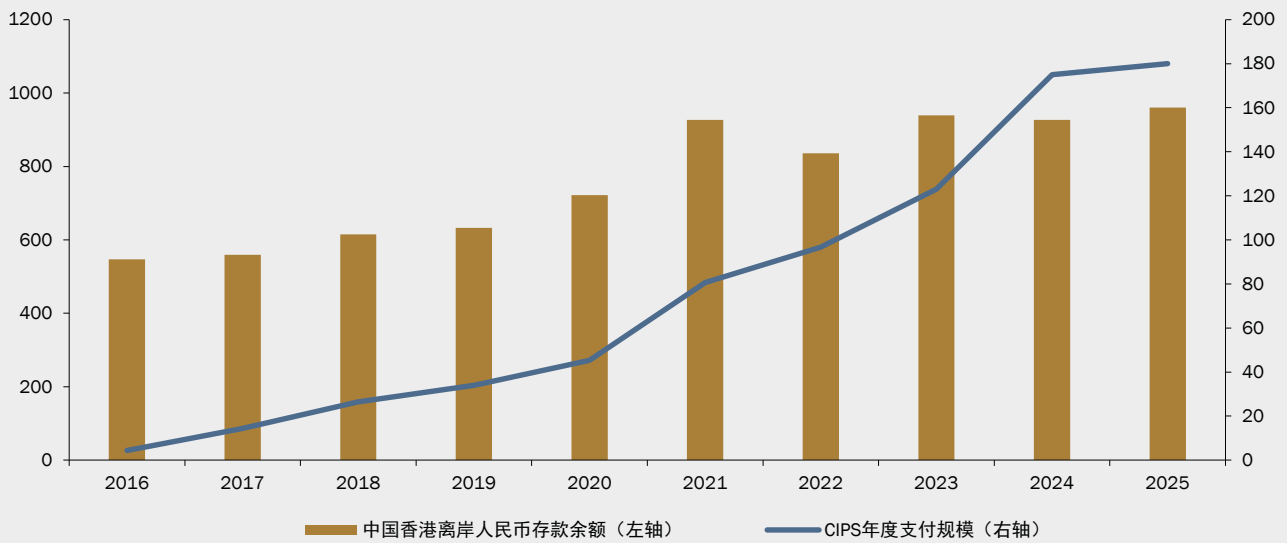
中国金融市场开放已从试点准入阶段，演进为多渠道准入架构。境外投资者可通过直接市场准入、债券通、QFII/RQFII 以及基金互认等渠道进入境内市场。证券投资项下跨境人民币结算额在2024年达到36.9万亿元，同比增长28.8%；2025年上半年达到20.8万亿元，同比增长19.5%。

截至2025年6月，境外机构持有的境内人民币金融资产规模达到10.38万亿元。其中，债券为最大组成部分，规模为4.28万亿元；其次为股票3.07万亿元、存款1.88万亿元和贷款1.15万亿元。这一点十分重要，因为国际主导货币所需要的不只是一个结算账户，而是一个覆盖现金、债券、股票、贷款和衍生品的完整资产组合。

离岸人民币存款规模是支撑CNH市场发展的基础性资产负债表来源。截至2024年底，主要离岸人民币市场的存款规模约为1.6万亿元。中国香港仍是核心枢纽，人民币存款规模为9,265亿元，其后依次为英国和新加坡。尽管这一资金池规模仍小于境内规模，但其体量已足以支撑离岸货币市场及债券投资生态系统。

清算基础设施是资本市场国际化的前提。CIPS 是 CNH 国际主导货币逻辑中的关键支柱，因为它降低了对碎片化代理行体系的依赖，并为人民币跨境支付提供了专门通道。

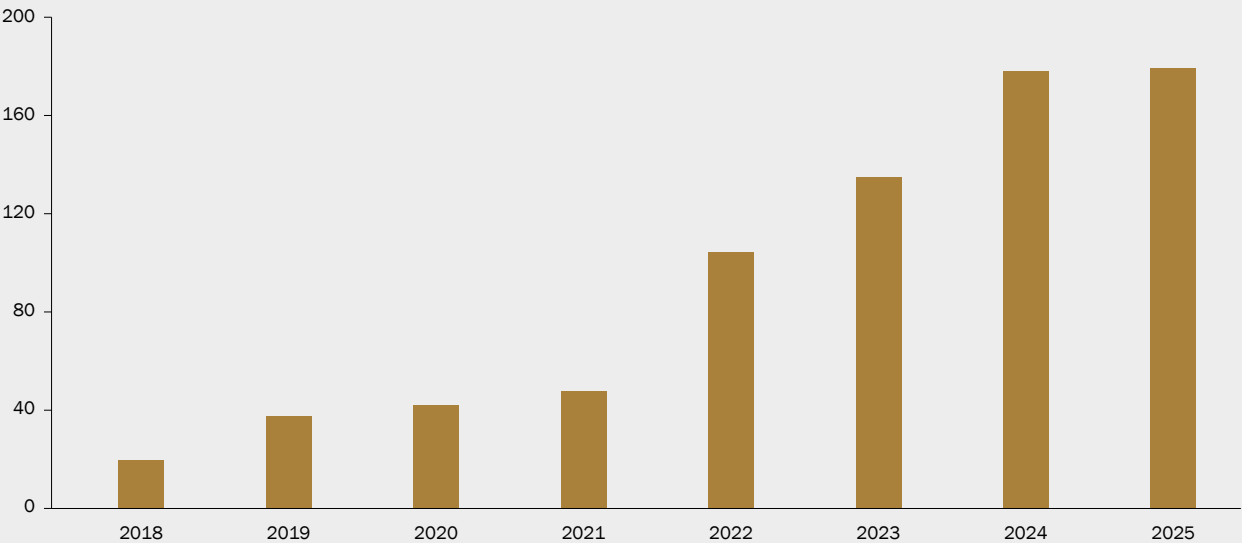
近年来，中国香港人民币存款余额及CIPS支付规模整体呈波动上升趋势（人民币百万元）



来源：HKMA、CIPS

国际主导货币不仅应被用于购买资产，也应能够用于融资。离岸人民币发行正在扩大：**2024**年离岸人民币债券发行规模达到**1.2**万亿元，同比增长**27%**；截至**2024**年底，人民币国际债券余额达到**2561**亿美元，为**2019**年底的**2.6**倍

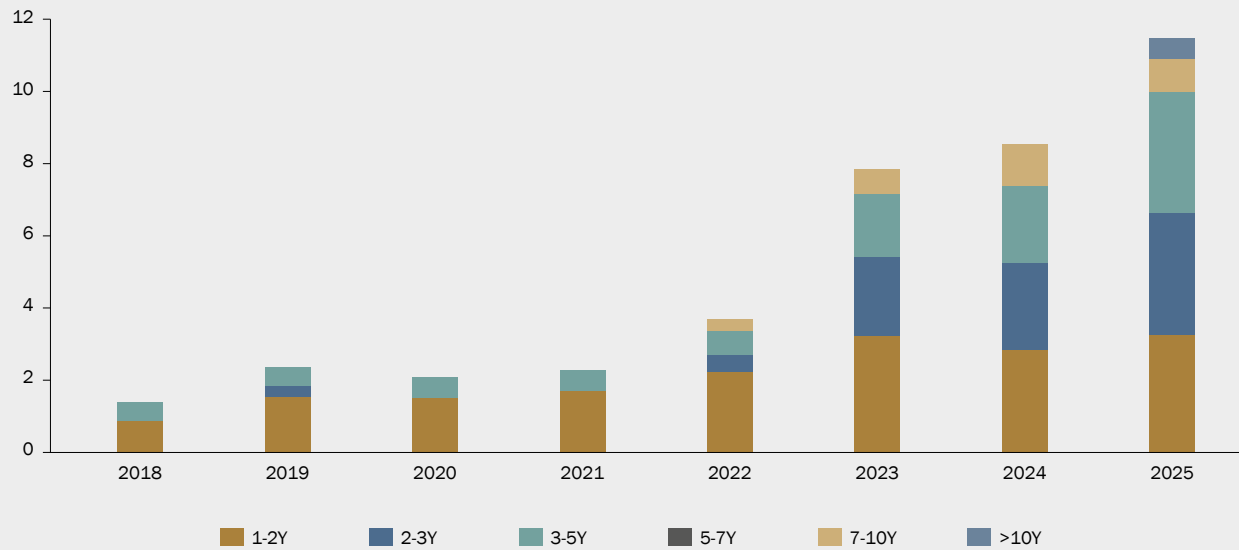
点心债年度发行总额（十亿美元）



来源：万得

官方发行同样是关键一环。离岸人民币国债和央行票据的常态化发行，有助于构建无风险收益率曲线。中国人民银行已表示，将持续推进离岸常态化发行，以完善离岸人民币收益率曲线，并扩大人民币无风险资产供给。这是国际主导货币的一项核心特征：投资者需要一条可供参考的基准曲线，为信用产品、掉期和回购定价。

离岸人民币国债发行总额（十亿美元）



来源：万得

关键升级：从人民币资产到人民币抵押品

货币国际化的重要阶段之一，是形成抵押品功能。当一种货币的主权资产和高质量信用资产能够进入并流通于全球抵押品链条时，该货币才真正具备国际主导货币属性。随着全球金融业在风险管理和流动性管理中越来越重视高质量抵押品，人民币债券正逐步成为全球回购抵押品的新选择。

中国回购市场在国内已具备相当规模。据央行统计，2025年中国回购市场交易量为2332.5万亿元人民币，同比增长6.5%。其中银行间回购市场规模达1709.6万亿元人民币，约占中国回购市场的73%。

中国人民银行近期推出面向境外主权类机构的人民币回购安排，是人民币从结算货币向以抵押品支持的流动性货币升级的重要一步。通过允许外国央行、主权财富基金及其他官方机构质押中国国债和中国人民银行认可的证券以获得短期人民币融资，提升了人民币资产的流动性价值，并降低其作为储备资产的摩擦成本。与美联储FIMA回购机制类似，该安排为支付压力和流动性管理提供官方支持，增强了市场对人民币计价抵押品的信心，并进一步优化人民币国际化所需的基础设施。

境外人民币资金池是离岸回购市场发展的关键。目前，许多境外投资者仍主要通过外汇掉期获取CNH，人民币债券回购尚未成为主流离岸融资工具。这既是当前的短板，也是未来的发展空间：随着存款、离岸债券、央行票据、回购准入以及抵押品认可度不断扩大，人民币债券有望从被动的投资组合持仓，转变为可主动运用于资产负债表管理的抵押品。

抵押品化程度	市场实践	国际主导货币属性解读
中国回购市场	2025年中国回购市场交易量为2332.5万亿元人民币，同比增长6.5%	中国国内流动性管理市场已具备相当规模
银行间回购市场	2025年银行间回购市场规模达1709.6万亿元人民币，约占中国回购市场总量的73%	机构回购市场交易活跃，且市场参与基础广泛
境外投资者债券回购准入	政策支持境外机构投资者在境内市场开展债券回购交易	跨境抵押品使用的提升有望成为未来推动市场发展的关键催化剂
离岸人民币资金池	截至2024年底，主要离岸市场人民币存款规模约为1.6万亿元人民币	离岸人民币资金池是离岸人民币回购和抵押品再利用的前提条件

来源：中国人民银行、CCDC-ICMA白皮书



大宗商品：全球新秩序下的转型

全球新秩序下的大宗商品市场

摘要

大宗商品市场正经历结构性转型：从以需求驱动的周期波动，转向地缘政治扰动、供应链风险和战略竞争。美伊冲突升级以及霍尔木兹海峡的扰动已成为本轮市场的核心冲击，导致全球能源平衡趋紧，并推高能源与金属市场的运输成本和波动率。因此，大宗商品价格正在从单纯反映供需基本面，转向同时反映安全风险、贸易扰动和政策不确定性所带来的风险溢价。

跨资产类别来看，能源市场已从供给过剩转入供给短缺阶段，价格对地缘政治事件的敏感性显著上升；基本金属则陷入供应约束与宏观需求走弱之间的持续拉锯。能源、物流以及关键生产原料（如硫磺）的供应受到扰动，进一步收紧了铝、铜和镍的生产；较高通胀和高利率环境又持续抑制终端需求，市场因此更多呈现高波动特征，而非持续的方向性趋势。与此同时，受央行持续买盘和全球储备多元化趋势推动，黄金重新确立了其作为战略资产的地位。

从跨周期的长期视角来看，电气化、能源转型以及与人工智能相关的基础设施建设所带来的结构性需求，仍将支撑中期基本面；与此同时，供给扩张则受到项目周期较长、政策约束以及成本上升等因素的限制。在这一背景下，大宗商品市场正进入再平衡阶段，其特征是供给约束结构性趋紧、战略价值增强以及波动性长期维持在较高水平。

地缘政治不确定性上升对宏观环境与大宗商品的影响

全球宏观环境中地缘政治和政策不确定性显著上升，正对经济前景和大宗商品市场产生广泛而深远的系统性影响。首先，持续的地缘政治冲击加剧政策不确定性，贸易、能源运输和金融体系更易受扰，削弱了全球增长预期。在这一背景下，投资者对未来增长路径变得更加谨慎；地缘政治风险也越来越被视为对需求和企业信心的结构性拖累，而非短期扰动。

其次，地缘政治冲突影响本已脆弱的供应链，进一步加剧了供应端紧张。运输通道上的安全风险以及资源生产地区的不稳定，可能迅速转化为供应瓶颈和成本上升。在产业链更加碎片化、库存整体偏低的情况下，冲击更容易演变成由供应驱动的价格快速上涨——这意味着通胀已不再仅受需求周期影响，也越来越受到地缘政治因素左右。

其结果是，主要央行面临的政策环境变得更加复杂。一方面，增长放缓和市场波动加剧要求政策提供支持；另一方面，大宗商品价格上涨和供应驱动型通胀压力又压缩了货币宽松空间。在这一过程中，大宗商品价格正成为地缘政治冲击向通胀预期、货币政策和资本流动传导的关键渠道，当前市场价格已计入地缘政治和政策风险溢价。

伊朗冲突升级及海峡运输受阻推动原油波动率升至多年高位

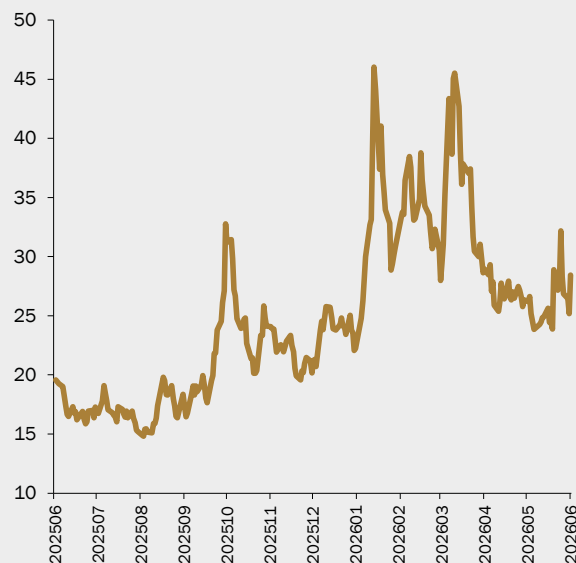
原油波动率指数



来源：芝加哥期权交易所全球市场、彭博

美联储鹰派信号与避险需求博弈，黄金波动率维持高位

黄金波动率指数



来源：芝加哥期权交易所全球市场、彭博

中东冲突扰乱全球能源流向，亚洲受影响最为显著

自伊朗冲突爆发以来，霍尔木兹海峡重新成为全球能源市场的核心变量。作为连接波斯湾与全球市场的唯一海上通道，该海峡承载约五分之一的全球原油和液化天然气贸易，因此这既是全球能源体系中最关键的通道，也是最脆弱的节点。伊朗事实上的封锁及通行限制，导致中东原油和液化天然气供应受限，推高全球能源价格，并使市场对外交信号保持高度敏感。

从全球石油供需格局看，国际能源署2026年5月《石油市场报告》显示，在美伊冲突升级以及霍尔木兹海峡运输受扰之后，全球石油市场已由供应过剩快速转向供应短缺。尽管2025年全年市场供应较为充裕，但进入2026年后，随着供应扰动成为主导因素，市场形势出现急剧反转。

从国家层面看，对霍尔木兹海峡依赖度较高的经济体受冲击最为直接。亚洲已成为受影响最显著的地区，包括日本、韩国、印度，以及泰国、菲律宾等东南亚能源进口国。这些经济体高度依赖中东原油和液化天然气供应，且短期内可替代来源有限。日本和韩国由于能源进口依赖度高、制造业能源密集度较高，面临更突出的成本通胀及价格传导风险；印度则面临更大的财政和经常账户压力；东南亚则需应对液化天然气及成品油供应趋紧，以及发电成本上升的压力。政策应对主要集中在释放能源战略储备、推进供应来源多元化，以及使用补贴或价格管制等措施。这些政策可以缓解短期压力，但难以完全抵消霍尔木兹海峡长期受扰所带来的影响。

尽管美国并非霍尔木兹海峡进口能源的主要直接买方，但全球基准能源价格上升已迅速传导至各国国内市场。美国汽油价格在3月至4月期间大幅上涨，侵蚀了居民实际购买力，并推升了通胀预期。

霍尔木兹海峡运输受阻进一步加剧铝供应紧张

在当前地缘政治环境下，基本金属——尤其是铜、铝和镍——正同时受到供应趋紧与需求疲弱这两股相反力量的牵引。运输通道受阻以及关键生产投入品短缺，可能引发区域性供应紧张；与此同时，衰退风险上升叠加财政政策收紧，对工业需求构成压力，并抑制价格进一步上行。

供应端冲击对铝的影响尤为直接。铝作为高耗能金属，其冶炼成本对电力和天然气价格极为敏感。能源成本上升以及区域性扰动，已提高减产的风险。此外，中东约占全球铝产能的9%；若霍尔木兹海峡通行受阻，可能限制铝出口，并干扰上游原材料流入，从而加剧区域性供应紧张风险。

霍尔木兹海峡运输受阻限制铝生产原料供应



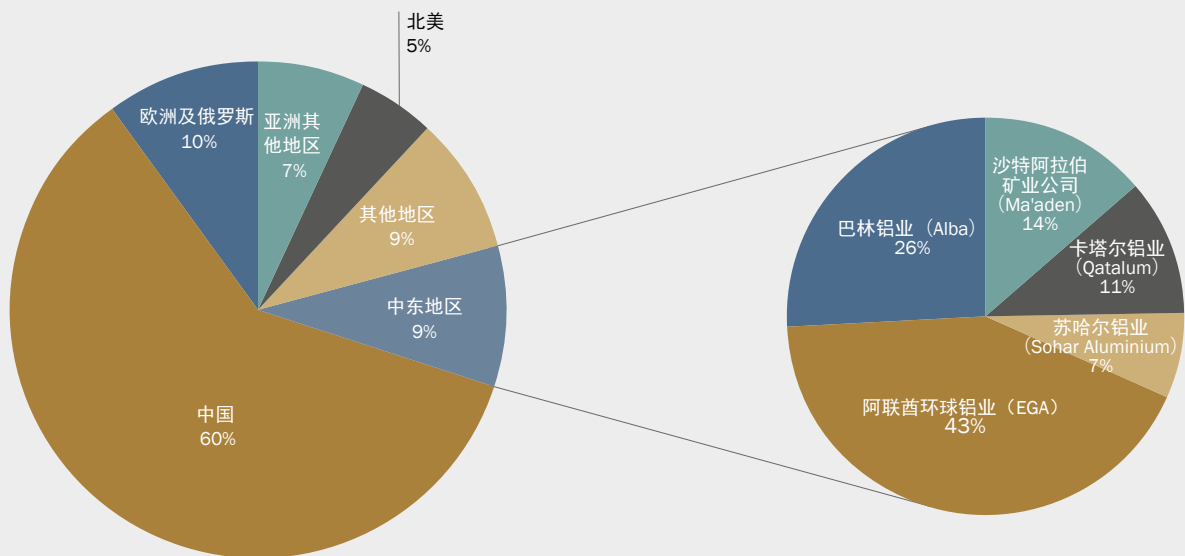
来源：CRU

霍尔木兹海峡运输受阻加剧硫磺供应紧张，进而影响铜、镍产量

对铜而言，其影响路径更为间接，主要通过化工原料投入传导。冲突已严重限制全球硫供应，推高硫及硫酸价格。硫酸是铜矿开采与冶炼过程中的关键投入品，特别是在智利和刚果（金）等广泛采用SX-EW（溶剂萃取—电积）工艺的铜生产地区，因此持续的供应紧张可能对产量形成约束。对镍而言，硫短缺的影响主要体现在HPAL高压酸浸工艺，因为该工艺对硫酸消耗强度较高；这对印度尼西亚尤其重要，其关键镍产业集群高度依赖进口硫，因而可能推高成本，并扰动部分项目的正常运营。

然而，基本金属同时也面临需求端压力。大宗商品价格和通胀水平上升，可能使利率在更长时间内维持高位，从而抑制制造业和资本密集型活动。短期内美元走强预期，也可能进一步对美元计价的金属价格形成下行压力。因此，基本金属市场当前更突出表现为波动率抬升，而非形成清晰的方向性趋势；市场正在反复重新定价供应中断风险与需求走弱之间的平衡。

中东地区占全球铝产能的9%——全球铝产能地区分布



来源：国际铝业协会（IAI）、彭博行业研究

能源驱动型通胀升温进一步巩固市场对美联储紧缩政策的预期，黄金价格承压

在不确定性上升的环境下，黄金再次展现出其独特的资产属性。从历史经验看，在地缘政治冲突升级时期，避险需求往往推动黄金表现优于其他资产；在货币政策宽松阶段，实际利率下行也通常利好黄金。相反，实际收益率上升和美元走强则会提高黄金的持有成本，并对金价形成压力。

2025年，在地缘政治风险上升以及主要经济体财政和货币体系压力不断加剧的背景下，金价上涨超过64%。2026年初，美国对委内瑞拉采取直接军事行动并强行控制马杜罗总统，进一步推升市场避险情绪，推动金价在1月底一度接近 5600美元/盎司。随后，特朗普总统提名立场更偏鹰派的凯文沃什（Kevin Warsh）作为美联储主席首选人选，市场随之重新评估美国货币政策路径，金价出现回调。

3月之后，随着伊朗冲突升级以及霍尔木兹海峡通行受阻，黄金经历了第二轮、且更为明显的调整。霍尔木兹海峡承载约20%的全球海运原油和液化天然气流量，同时也制约大概9%的全球铝产能出口，并影响近三分之一的全球硫供应。这进一步加剧了通胀压力，并限制了主要央行的政策灵活性。4月，美联储、英国央行和欧洲央行均维持政策利率不变，强化了市场对央行采取谨慎“观望”立场的判断。持续高利率环境削弱了黄金作为无收益资产的短期吸引力，并推动金价在3月至4月期间回落。

尽管黄金短期内仍对利率变化较为敏感，但其中长期支撑因素依然稳固。央行需求保持强劲：根据世界黄金业协会统计，2026年一季度，全球央行净购金量达到244吨，高于近期平均水平。在地缘政治风险持续存在、金融基础设施不确定性上升的环境下，央行持续增持黄金凸显了其在储备多元化和保值方面的战略作用。若经济增长风险进一步加剧，且市场重新计入未来降息预期，金价有望在避险需求推动下获得新的支撑。

黄金已超过美国国债，成为全球最大的官方储备资产

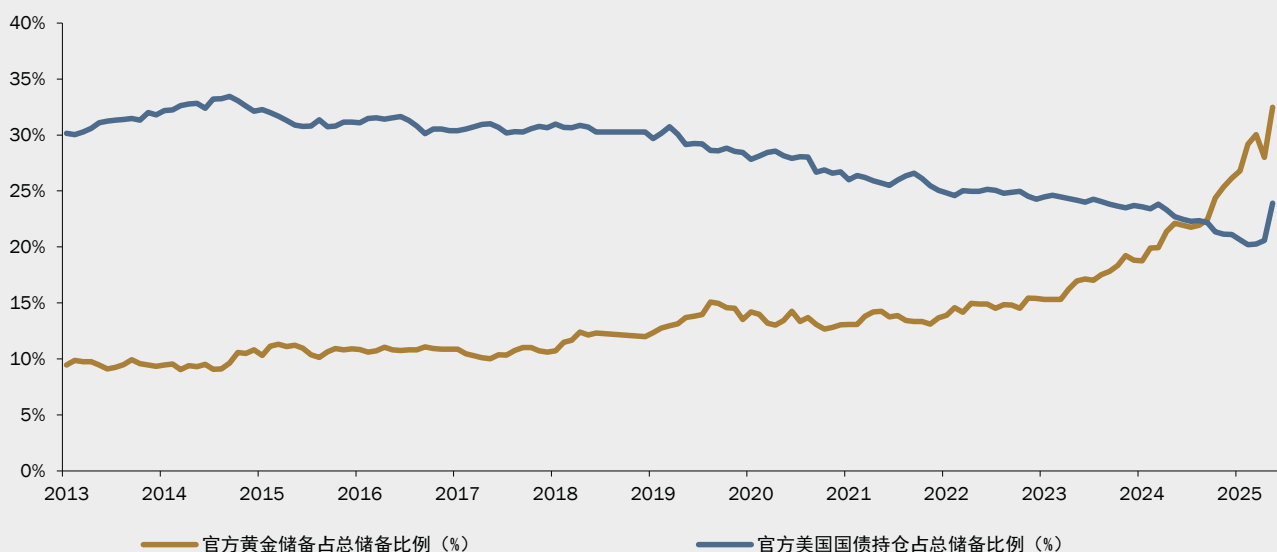
特朗普总统重返白宫后，全球宏观和政策环境的波动性上升，进一步加剧了美元资产的不确定性。贸易、财政和外交政策的快速调整，叠加货币政策预期的不断变化，推高了美元计价资产的风险溢价，并放大了汇率及资本流动波动。

在此背景下，投资者和央行正在重新评估储备和交易过度集中于单一货币框架下的风险。尽管美元仍是全球主导储备货币，但其在全球外汇储备中的占比已从20世纪90年代的60%以上，逐步降至当前约40%。这一变化反映出全球金融体系正向更加多元化和多极化的方向演进。

在这一背景下，黄金在官方储备组合中的重要性重新上升。由于黄金不依附于任何单一主权信用体系或政策框架，在地缘政治压力加剧和金融体系碎片化时期，黄金往往具备更强韧性。各国央行，尤其是新兴市场央行，已将增加黄金配置作为更广泛储备多元化战略的一部分。自2022年以来，新兴市场国家引领全球央行购金需求，反映出官方储备正更广泛地从美元资产向多元化资产配置转移。

2025年，全球官方黄金持有量已升至3.6万吨以上，接近布雷顿森林体系时期的水平。近年来，黄金在全球储备中的占比已升至约30%，超过美国国债，成为全球最大的官方储备资产。长期来看，这一占比仍可能继续上升，进一步强化黄金作为价值储藏工具和系统性风险对冲资产的作用。

疫情以来，黄金在全球央行储备中的占比显著上升



来源：IMF

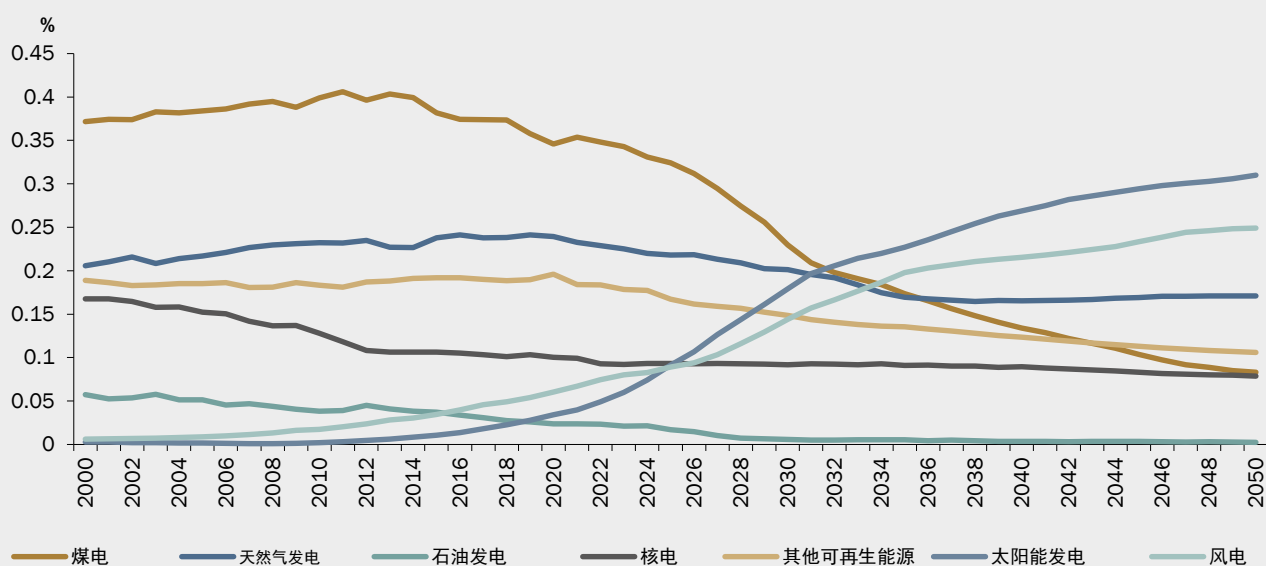
战略意义：供应安全、关键矿产与能源转型

美国与伊朗于6月18日达成初步协议，美国总统特朗普与伊朗总统佩泽希齐扬远程签署谅解备忘录，确立为期60天的停火安排，并启动有关永久和平协议及限制伊朗核计划的谈判。该谅解备忘录还包括释放约250亿美元被冻结的伊朗资产、美国立即签发制裁豁免，以及重新开放霍尔木兹海峡。

尽管该协议释放出中东地缘政治紧张局势暂时缓和的信号，但仍凸显了大宗商品市场的结构性脆弱性：当供应集中于单一区域，并依赖关键运输咽喉时，局部扰动可能迅速演变为系统性风险。一旦霍尔木兹海峡从高效运输通道转变为高风险区域，可获得的实物供应骤然下降，进而迫使市场对库存、价格和贸易格局进行重新定价。

最先显现的传导渠道是航运。随着通行风险急剧上升，承运商开始重新安排运输路线，导致运输时间延长、燃料消耗增加，并推高到岸成本。这些调整可能逐步演变为结构性变化：一旦船期安排、挂港选择、船舶加油以及内陆物流围绕新航线重新组织，贸易路线和成本结构便可能发生持续性变化；与此同时，即便局势有所缓和，保险机构对中东航线的风险认知仍可能维持在较高水平。

可再生能源有望成为全球电力供应的主导来源——按发电技术/燃料划分的全球发电量占比（%）



来源：彭博新能源财经

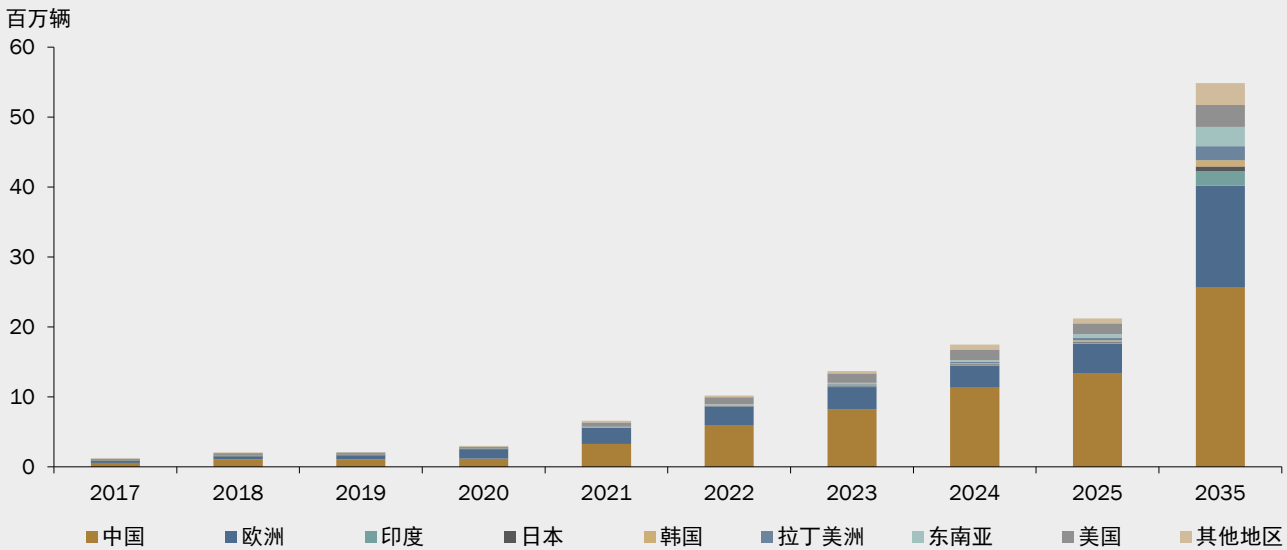
同样的逻辑正在延伸至关键矿产领域。随着地缘政治竞争加剧、能源转型持续推进以及人工智能快速扩张，铜、铝、镍、钴、锂和稀土等矿产，正越来越多地被视为关系长期竞争力和产业安全的战略资源。主要经济体正将关键矿产供应链安全上升为政策优先事项，并通过国内产业扶持、战略库存建设、国际伙伴关系以及贸易政策等多种工具加以推进。

保障供应如今已不再仅仅取决于上游资源获取能力，而是越来越依赖覆盖采矿、加工、物流和战略储备的一体化供应链。这反映出政策和产业重心正从单纯追求成本效率，转向更加强调供应链安全和韧性。

在这一框架下，关键矿产资源禀赋正越来越多地转化为战略性经济优势。资源生产国不仅可以从出口收入中受益，还可以通过吸引冶炼和下游加工环节投资，提升其在全球价值链中的地位。

此外，伊朗冲突引发的能源危机，可能进一步加速向电动汽车（EV）的转型。国际能源署《2026年全球电动汽车展望》显示，电动汽车市场动能强劲：2025年全球电动汽车销量同比增长20%，超过2000万辆，约占全球新车销量的四分之一；预计2026年将达到2300万辆，接近总销量的30%。到2035年，全球电动汽车销量预计将升至5,490万辆，其中中国和欧洲市场将成为主要增长引擎。

能源危机正在加速全球向电动汽车转型



资料来源：国际能源署（IEA）

工业金属需求再平衡与供应约束

短期内，工业金属需求仍对经济周期高度敏感；但从中长期来看，其前景由一系列结构性驱动因素支撑，包括电力生产、电气化进程、能源转型投资以及与人工智能相关的基础设施建设。这些驱动力较传统由房地产或制造业主导的周期更加多元化且具有政策锚定属性，意味着即使阶段性增长放缓，需求强度仍将出现结构性提升。

供给扩张明显滞后。就铜而言，矿石品位下降、成本上升以及项目开发周期延长，均限制了供给响应能力。对铝而言，政策与能源约束使新增供给更依赖跨国项目，而这些项目普遍面临落地风险及电力安全保障挑战。镍则呈现“集中但不稀缺”的特征：其供给在地理上高度集中，并对政策变化（特别是印尼）高度敏感，从而加剧市场波动性。

总体来看，工业金属市场正经历由需求结构性上升与供给响应受限共同驱动的再平衡过程。短期内价格可能在宏观波动中维持较高波动性，但从中长期来看，与电力系统、能源转型及新技术基础设施密切相关的工业金属，更可能因持续的供需错配而推动价格中枢上移。

全球铜需求驱动因素

未来10至30年的核心增长支柱

未来数十年，三大长期性力量将驱动全球铜需求实现结构性增长



大宗商品概览：原油

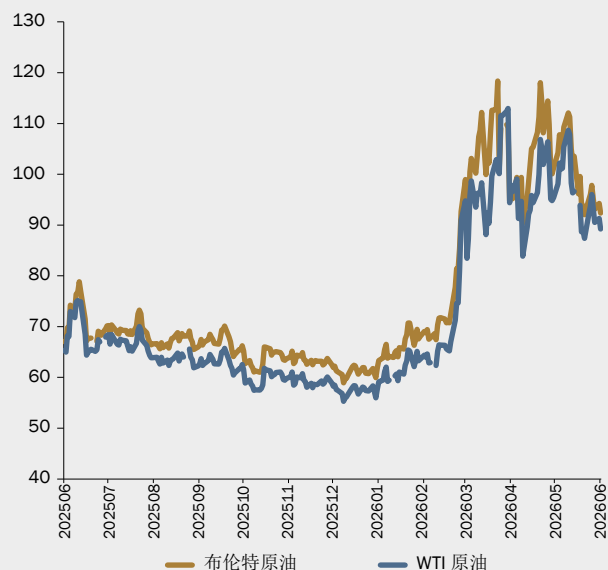
年初至今，原油市场主要受到地缘政治冲击及供应风险驱动，整体波动性显著上升。美伊冲突升级及霍尔木兹海峡运输受阻引发了重大供应端冲击。欧佩克（OPEC）产量降至数十年低位，其中伊朗贡献了主要降幅。受此影响，年初油价大幅上涨；随着市场通过更高成本的替代运输路径、战略石油储备（SPR）投放以及需求走弱进行调整，价格出现部分回落。与此同时，原油进口及成品油消费均大幅下降。在美伊停火谈判预期持续变化的推动下，油价维持高波动状态，并呈现明显的双向剧烈波动。

地缘政治因素叠加供给偏紧，共同支撑油价维持高位，使原油在全球通胀及货币政策体系中持续占据核心地位

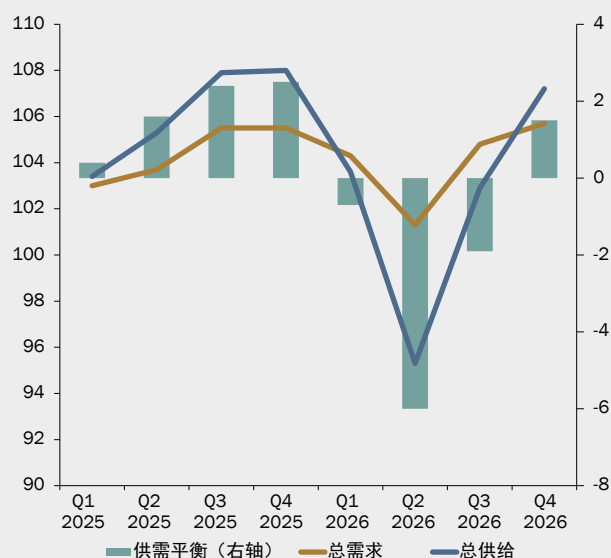
从基本面来看，全球原油市场已由2025年的供给过剩转为2026年的供给缺口：供应约为1.02亿桶/日，而需求接近1.04亿桶/日，对应全年缺口约为180万桶/日。按季度来看，市场在2026年第一季度进入温和供给缺口，随后在第二季度（4月至6月）缺口迅速扩大至约600万桶/日的峰值；第三季度仍维持供不应求状态，直至第四季度随着供应逐步恢复，市场回归小幅供给过剩。

展望未来，地缘政治因素仍将是影响原油市场的重要变量。尽管停火进展及供应恢复可能在一定程度上缓解供给缺口，但需求走弱预计将构成主要下行压力。总体而言，在地缘政治风险与宏观需求偏弱相互对冲的背景下，油价预计将维持高波动格局。

受地缘政治冲击影响，原油价格大幅上行，并持续呈现高波动特征
原油价格（美元/桶）



在供应受扰与需求走弱背景下，全球原油市场逐步转入供给缺口状态
全球原油供需平衡（百万桶/日）



大宗商品概览：天然气

今年以来，美国天然气市场波动较为明显，在主要大宗商品中处于较高水平。1月下旬的严寒天气事件推动美国亨利港（Henry Hub）天然气价格上升至异常高位，但随着气温恢复正常及库存陆续补充，价格迅速回落至较低区间。此后整体走势呈震荡偏弱格局，主要受库存持续高于季节性水平，LNG出口终端检修抑制原料需求，以及对冲基金在5月下旬自2024年以来首次转为净空头等因素影响。相比之下，欧洲TTF价格表现更具韧性，主要受到与霍尔木兹海峡相关的LNG改道不确定性以及库存低于五年季节性均值的支撑。因此，美欧天然气市场呈现出截然不同的基本面格局——美国市场反应的是国内供给过剩，而欧洲则反映出地缘政治驱动的供给偏紧，这一分化也成为今年天然气市场的一大核心特征。

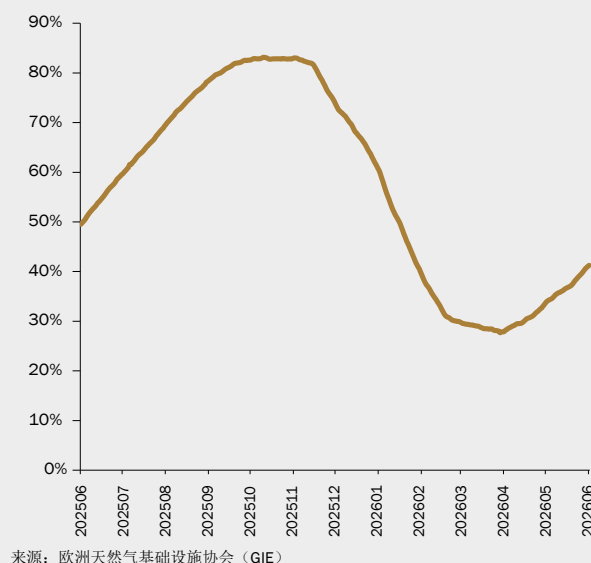
展望未来，这种分化走势预计仍将延续。在高库存及需求疲弱背景下，美国天然气价格料将持续承压；而欧洲价格则在地缘政治风险及库存偏紧的支撑下保持相对坚挺。未来价格走势仍将主要由天气条件、LNG流向以及地缘政治变化所主导。

市场格局呈现出明显的碎片化特征，区域供需失衡、天气变化以及地缘政治风险共同驱动天然气价格呈现分化走势。

美国与欧洲天然气市场在基本面上出现分化
天然气价格



受地缘政治风险上升及库存偏紧支撑，
欧洲天然气价格维持坚挺
欧洲天然气库存水平（每日库容利用率%，
GIE数据）



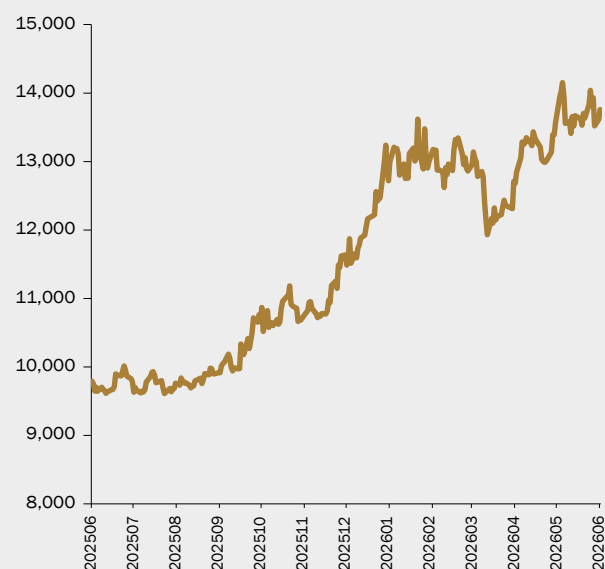
大宗商品概览：铜

年初至今，铜价表现强劲，主要受到供给端约束及需求端强劲驱动的共同支撑。一系列矿山运营中断收紧了铜精矿供应，同时与霍尔木兹海峡局势相关的硫磺运输受阻，导致硫酸供应受限，进而对秘鲁、刚果（金）等关键地区的浸出法铜生产造成影响。需求方面，能源转型及人工智能相关基础设施建设等结构性主题持续提供支撑，并在美国股票市场强劲表现的带动下进一步强化。此外，市场对美国可能对精炼铜征收进口关税的担忧再度升温，推动CME与LME之间的套溢价大幅扩大，吸引铜流入美国并导致LME库存显著下降。在中国，国内需求保持相对稳健，上期所（SHFE）库存降至年内低位。

铜精矿供应的结构性约束以及来自能源转型与人工智能的强劲需求，持续支撑铜价中枢上移

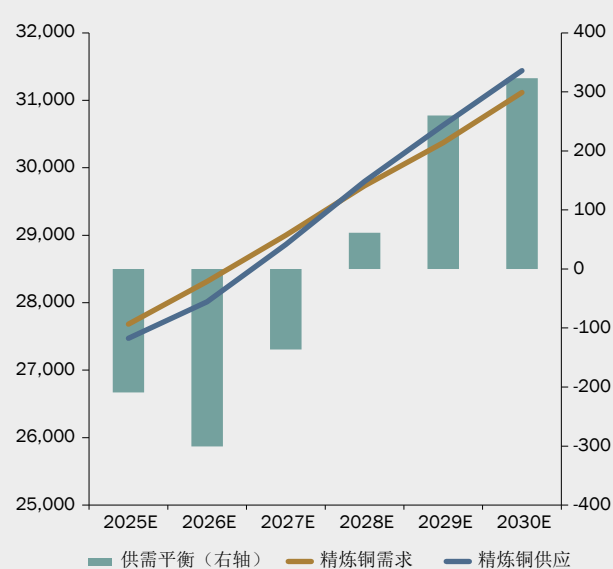
展望未来，尽管持续的供应紧张及结构性需求因素仍为铜价提供基本面支撑，但宏观层面的阻力正逐步显现。高利率环境持续以及全球经济增长可能放缓，或将限制价格的进一步上行空间。不过，电气化进程及人工智能相关需求预计将在中期构筑坚实的价格支撑。

在供给约束与需求强劲的推动下，铜价显著上涨
LME三个月期铜价格（美元/吨）



来源：LME

供应扰动叠加强劲需求推动铜市场基本面趋紧
全球铜供需平衡（千吨）



来源：彭博行业研究

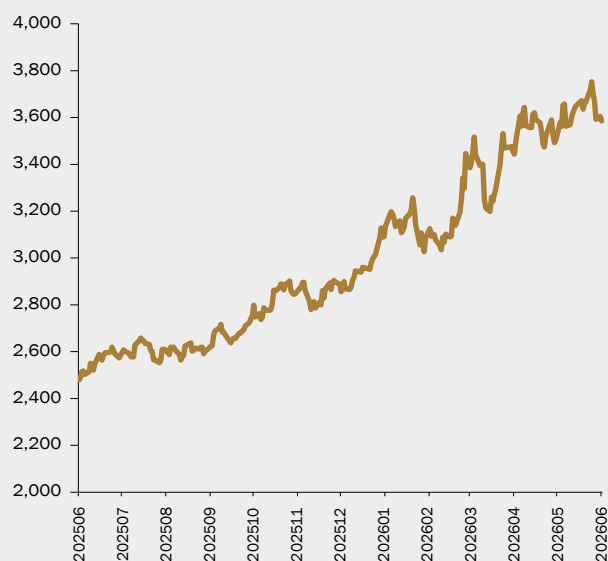
大宗商品概览：铝

年初至今，铝价表现强劲，位居大宗商品涨幅前列，累计上涨约21%，并在年中触及数年高位。主要驱动因素为与霍尔木兹海峡相关的供应中断，这一因素限制了海湾地区高耗能冶炼厂的产出，并在国际市场上造成显著的供给缺口。日本受到的影响尤为明显，其约70%的进口来源于中东地区，这迫使下游制造企业削减产量并寻找替代供应来源。CRU预计全球供给缺口约为140万吨，同时LME价格相对于上期所（SHFE）的溢价升至自2022年以来的最高水平，带动中国铝出口显著增加，在一定程度上缓解了供应短缺。与此同时，中国今年铝产量或增至4550万吨，而欧洲供应仍持续受到高能源成本的制约。

展望未来，铝市场预计将维持偏紧格局。中东地区供应的恢复可能需要长达一年的时间，这意味着价格仍将维持在较高水平。尽管中国增产及出口增加有望缓解部分供给压力，但持续的供应约束及高能源成本预计仍将使市场维持供给短缺状态。

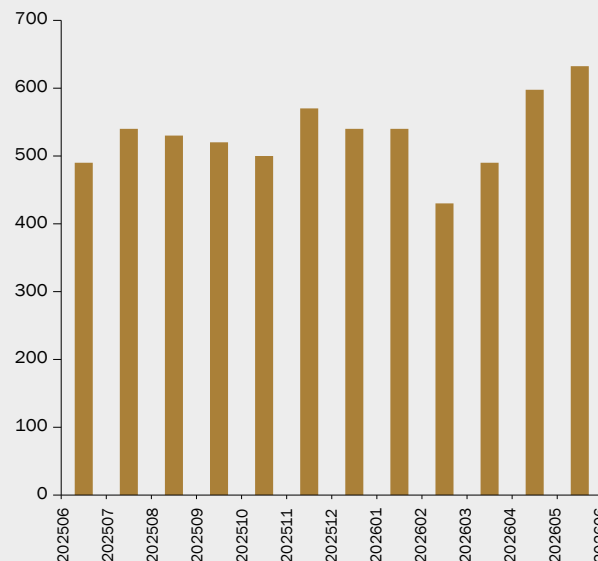
伊朗冲突引发的中东供应扰动，正在重塑全球铝市场格局及贸易流向

在供应受扰推动下，铝价升至数年高位
LME三个月期铝价格（美元/吨）



来源：LME

中国铝出口增加，有助于缓解伊朗冲突引发的全球供应缺口
千吨



来源：中国海关总署

大宗商品概览：镍

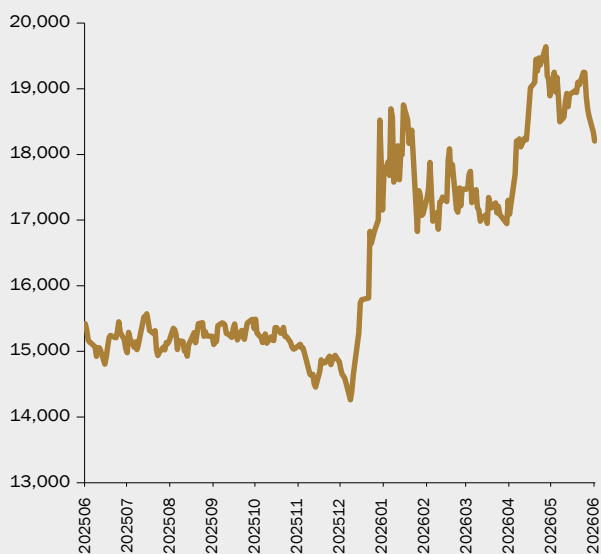
镍市场在经历了疲弱的2025年后步入新一年，持续的供给过剩以及预期中的供给盈余对价格形成压制。然而，年初以来价格出现一定反弹，主要受印尼供应收紧预期的推动。印尼政府已将矿石开采配额较此前水平下调约三分之一，同时多家生产商相继宣布减产，进一步加剧了市场对原料供应的担忧。近期，受美元走强及中国不锈钢需求走弱等宏观因素影响，镍价回吐部分涨幅，下行压力再度显现。

展望未来，镍市场供给前景将高度依赖印尼政策的执行及落实情况。尽管矿石供应趋紧可能阶段性地对价格形成支撑，但全球持续的供给盈余及高库存水平预计将限制上行空间，使市场整体仍维持结构性供给过剩格局。

由印尼政策驱动的矿石供应收紧对镍价形成支撑，但供给前景的不确定性限制了价格上行空间

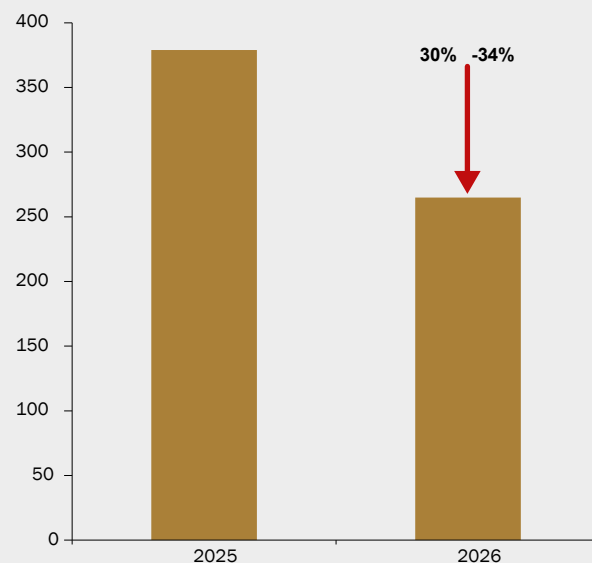
尽管宏观环境偏弱，受印尼供应收紧推动，镍价出现反弹

LME三个月期镍价格（美元/吨）



来源：LME

印尼将2026年镍矿开采配额下调三分之一百万吨



来源：彭博

大宗商品概览：锌

年初至今，锌价表现稳健，累计上涨约14%，并在近期交易中触及三年高位。价格上行的主要驱动来自持续的供给端压力，地缘政治冲击在周度层面反复推高价格。同时，库存表现呈现分化：除中国以外的LME库存阶段性上升，对价格上行形成一定压制；而上期所（SHFE）库存整体保持稳定。近期中国主要现货市场升水有所回落，表明短期实物需求出现一定程度的边际放缓。

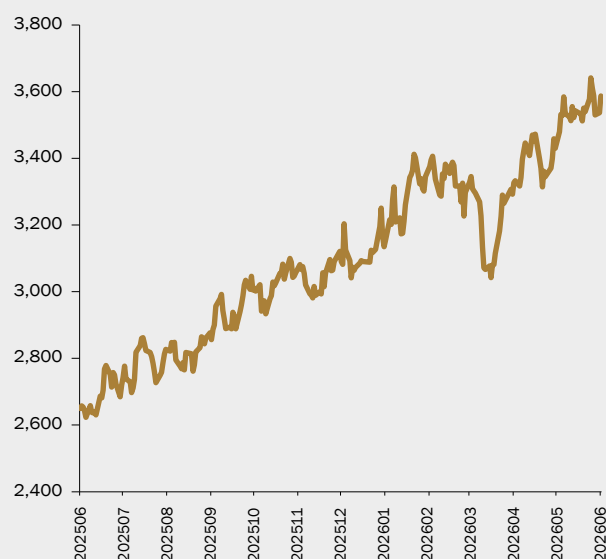
与此同时，上游供应紧张态势仍然明显，锌精矿加工费多次下探至历史低位。2026年上半年，受矿石品位下降以及澳大利亚地震和洪灾影响，全球精矿产出受到扰动。此外，由于美国制裁，托克集团（Trafigura）暂停部分古巴锌销售，进一步加剧了供应收紧。

展望未来，需求前景不确定性有所上升。中国约占全球锌消费的50%，需求主要来自建筑及汽车行业所用的镀锌钢，房地产周期阶段性调整预计将对需求增长形成一定影响。中国以外地区的需求预计将大致与全球GDP同步增长，提供相对稳定但动能较弱的需求基础。供给方面，Ivanhoe Mines位于刚果（金）的Kipushi项目正逐步放量，预计将在2026年成为全球最大的锌生产项目之一，或将在中长期缓解供应紧张。

供应扰动持续对锌价形成支撑，但需求疲弱及不确定性限制了上行空间

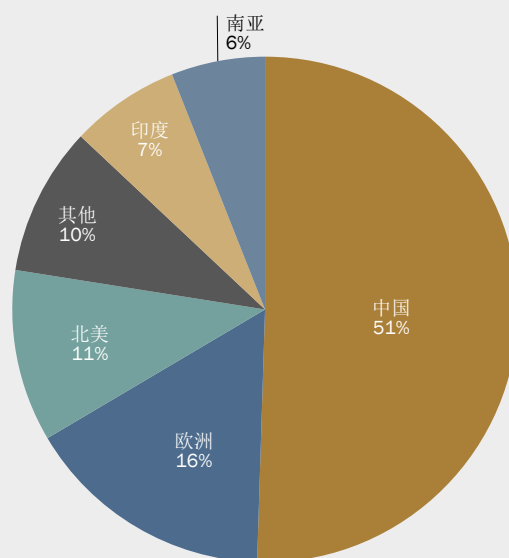
在供应担忧推动下，锌价整体上行，但上涨空间已趋于有限

LME三个月期锌价格（美元/吨）



来源：LME

中国占全球锌需求超过50% 占比（%）



来源：彭博

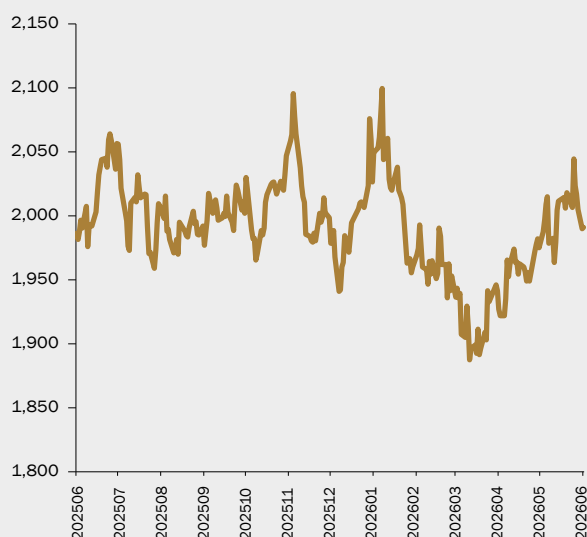
大宗商品概览：铅

年初至今，铅在基本金属中表现最为平淡，整体在狭窄区间内震荡运行。价格自1月高点以来逐步回落，主要因宏观经济走弱，而废旧电池原料供应偏紧则阶段性支撑原生冶炼厂采购需求。LME与上期所价格出现明显分化，其中LME表现相对较强，而中国基本面面临需求下行压力。总体而言，铅价走势更多跟随宏观情绪及美元变化，而非金属自身的供需驱动。

展望未来，铅价预计将继续维持区间震荡格局。需求高度集中于铅酸电池领域，尤其是汽车启动电池、备用电源系统及工业用途，在更换周期驱动下提供相对稳定的需求支撑。然而，与铜、铝和镍不同，铅对电气化、能源转型及人工智能基础设施建设等结构性增长主题的敞口有限。因此，市场未能获得结构性需求重估的支撑，消费增长预计仍将保持相对成熟的特征，更多依赖替换性需求，而非新增产能扩张。

铅需求仍主要集中于成熟行业，对能源转型及人工智能领域的关联度有限，使价格整体维持区间震荡

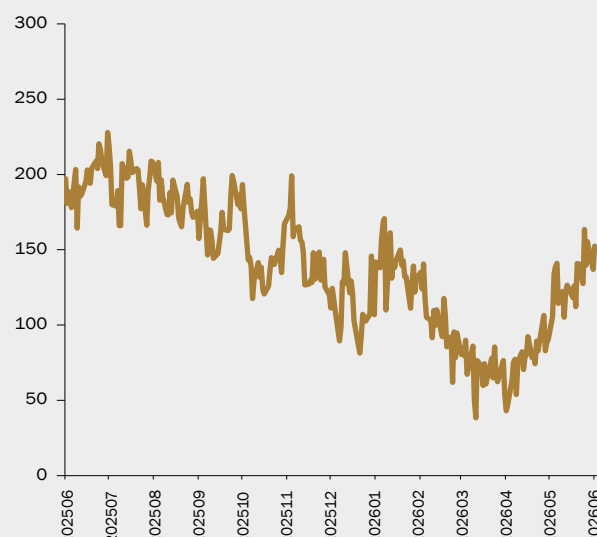
铅价整体呈横盘走势，持续表现落后
LME三个月期铅价格（美元/吨）



来源：LME

由于中国国内面临更多下行压力，LME铅价表现优于上期所（SHFE）

LME与SHFE铅价套利价差（不含增值税，美元/吨）



来源：LME, SHFE

大宗商品概览：锡

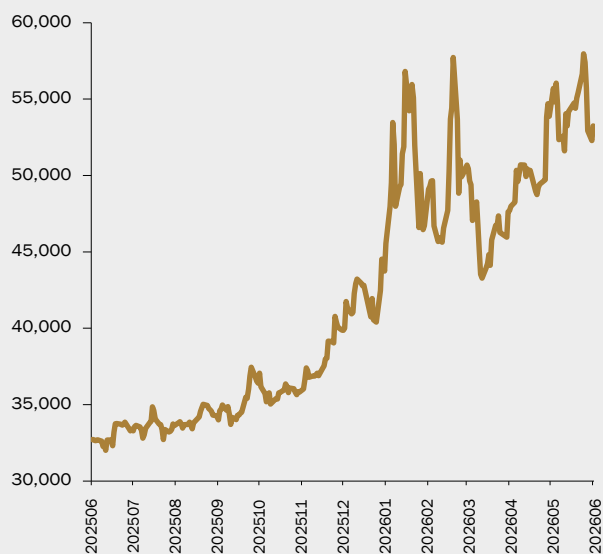
年初至今，锡是基本金属中表现最为强劲的品种之一，累计上涨约31%，并在年内早期升至多年高位。此轮上涨主要由主要生产地区的结构性供应紧张及与人工智能基础设施相关的强劲需求叙事共同驱动，锡作为半导体焊接的关键材料，受益于相关需求增长。“算力金属”这一主题吸引了大量投机性资金流入，推动价格升至高位。然而近期市场出现明显的双向波动，市场对AI需求溢价的可持续性产生质疑，同时上海库存显著累积，对短期价格形成回调压力。

供应趋紧叠加来自电子、半导体及人工智能相关应用的需求增长，使锡价对市场变化高度敏感，并呈现高波动特征

展望未来，锡价预计将维持高位但波动性进一步加剧。尽管电子及人工智能领域的结构性需求仍将提供支撑，但当前投机性仓位较高叠加库存累积，意味着上涨动能或将逐步放缓，短期内仍存在回调风险。

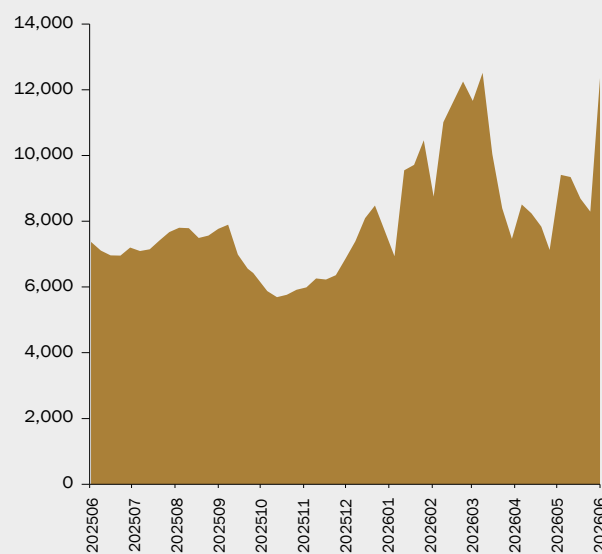
在供应紧张及人工智能需求推动下，锡价大幅上涨，但整体仍维持高波动

LME三个月期锡价格（美元/吨）



来源: LME

上海锡库存显著增加，显示需求出现走弱迹象
上期所（SHFE）可交割锡库存（周度，吨）



来源: SHFE

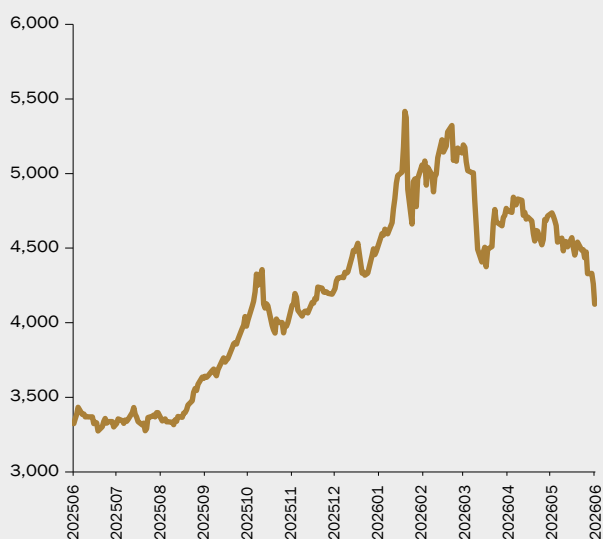
大宗商品概览：黄金

年初以来，黄金价格表现极为强劲，在地缘政治紧张局势加剧的背景下价格一度升至历史高位。此后随着市场对美联储政策转鹰的预期升温及提名下一任美联储主席，降息预期明显回落，金价有所回调。与此同时，伊朗冲突升级及油价上行强化了通胀压力，并推动高利率环境将维持更长时间的预期，从而对无收益资产黄金构成压制。近几个月以来，金价走势趋于平缓，并呈现温和下行趋势。与此同时，黄金ETF持仓年初至今持续下降，反映机构投资者仍在获利了结，而央行需求依然稳健，世界黄金业协会统计2026年一季度净购金规模约为244吨。

展望未来，黄金价格预计仍将面临一定下行压力。通胀黏性较强以及美国劳动力市场韧性仍存，可能为年内进一步加息打开空间，而更高的利率将削弱黄金等无收益资产的吸引力。此外，偏空的价格预期已开始对投资者情绪形成压制，抑制金条及金币等实物投资需求。总体来看，宏观层面的不利因素预计将占据主导，使金价整体维持偏弱运行态势。

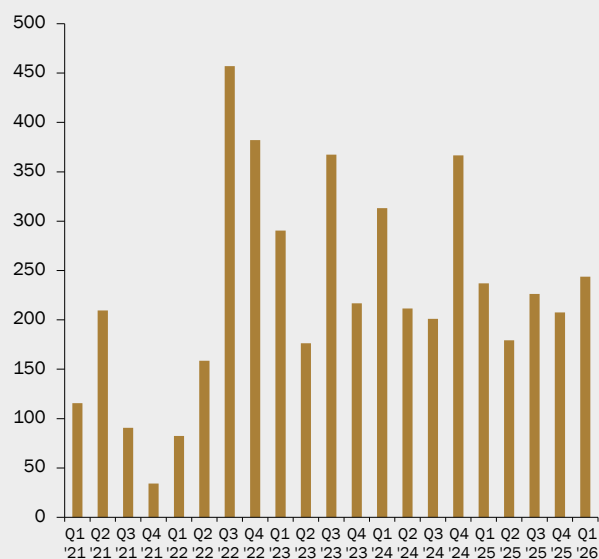
黄金作为投资组合分散工具及地缘政治风险对冲工具，仍持续受到官方储备资产需求支撑，但同时面临利率上行预期带来的压力

黄金价格在创下历史新高后，受利率上行预期影响回落
现货黄金价格（美元/盎司）



来源：LBMA

尽管价格处于高位，2026年第一季度各国央行的黄金需求仍保持强劲
各国央行季度净购金量（吨）



来源：世界黄金协会

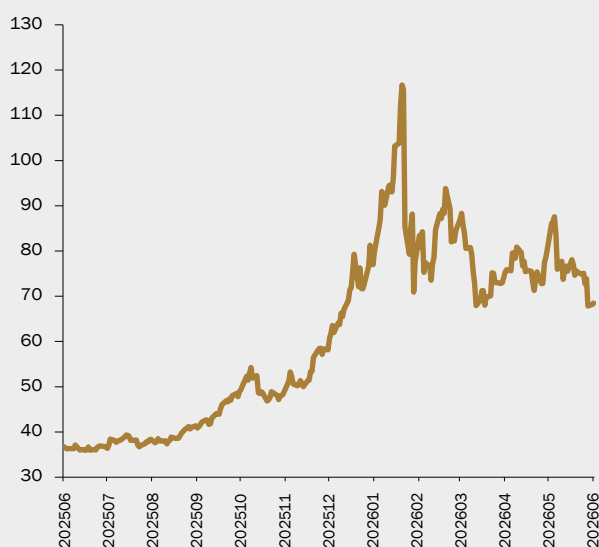
大宗商品概览：白银

今年以来，白银价格走势较为波动，1月下旬价格一度上升至历史高位，随后快速回调，目前年初至今整体基本持平或略有下跌。此前上涨主要受黄金避险需求走强、光伏制造及人工智能基础设施带动的工业需求预期升温，以及投机资金大幅加仓推动；而随后回落则反映出相关仓位的快速出清。自1月高点以来，银价整体呈现持续走弱且高波动的特征，表现亦落后于黄金。与此同时，伊朗冲突升级及能源价格上涨强化了通胀压力及高利率环境的市场预期，对白银的投资需求和工业需求均形成压制。

白银兼具避险资产与工业金属的双重属性，同时受益于能源转型及光伏需求增长，使价格维持较高波动性

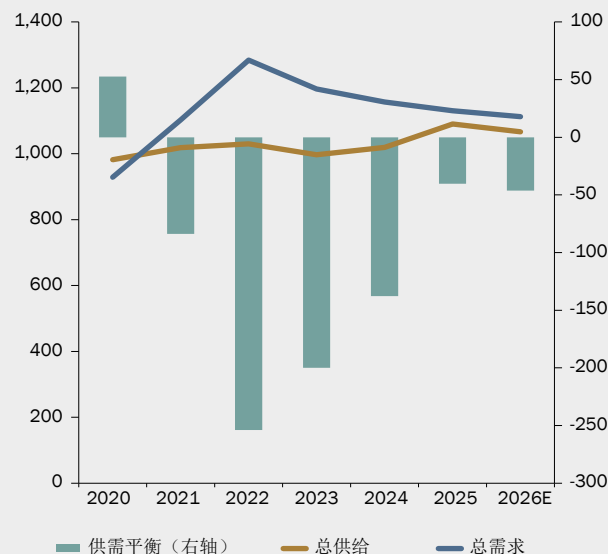
展望未来，白银面临较为复杂的前景。一方面，宏观不利因素及较高利率环境预计将持续对价格形成压制；另一方面，全球市场预计将连续第六年处于结构性供给缺口，为价格提供一定的底层支撑。

年初白银价格大幅冲高，随后随着投机性仓位出清而回落
现货白银价格（美元/盎司）



来源：LBMA

在需求强劲背景下，白银市场已连续第六年处于供给缺口
全球白银供需平衡（百万盎司）



来源：白银协会

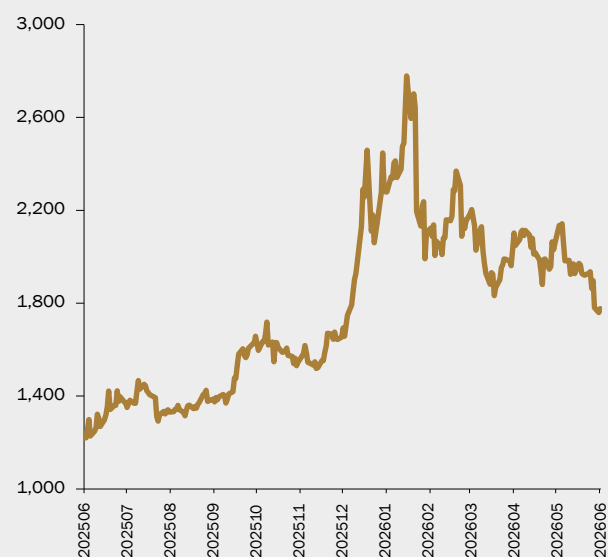
大宗商品概览：铂金

今年以来，铂金价格走势波动较大但整体表现不及预期。1月下旬价格一度大幅上行至阶段高点，随后回落至1800-1900美元/盎司区间，年初至今整体基本持平或略有下跌。尽管供给基本面相对具备支撑——市场预计将连续第四年处于供给缺口，且南非供给仅部分恢复——但价格难以维持上涨动能。今年的回调亦受到通胀压力上升、货币政策进一步收紧预期以及美元走强的共同放大影响。

持续的铂金供给缺口被疲弱需求所抵消，使铂金价格整体维持区间震荡

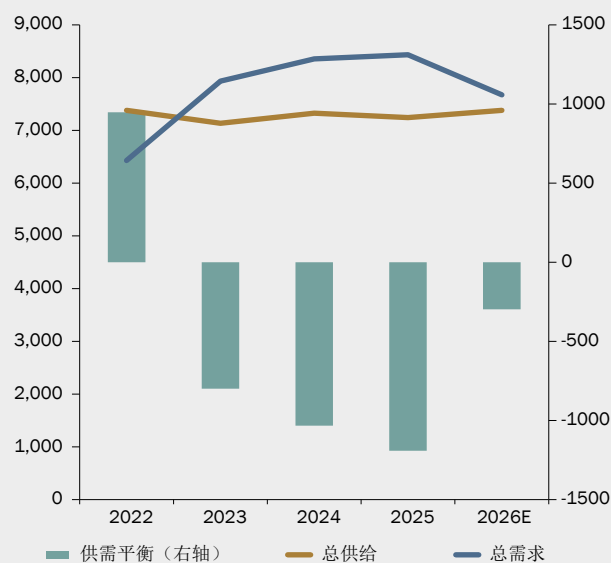
展望未来，需求端压力仍是制约铂金价格的关键因素。向电动汽车转型的趋势持续侵蚀汽车催化剂需求（该领域历来是铂金的核心消费来源之一），同时珠宝需求明显走弱，且铂金首饰缺乏类似黄金市场的文化支撑。尽管在LPPM周期期间，新能源、无人机及机器人等新兴应用领域的铂金需求被重点提及，但整体规模仍相对有限。因此，在供给端基本面提供一定支撑的情况下，铂金需求整体预计仍将维持疲弱态势。

铂金价格短暂上行后回归区间震荡，并伴随较高波动性
现货铂金价格（美元/盎司）



来源：LPPM

在需求前景偏弱的背景下，持续的供给缺口未能有效推升价格
全球铂金供需平衡（千盎司）



来源：WPIC

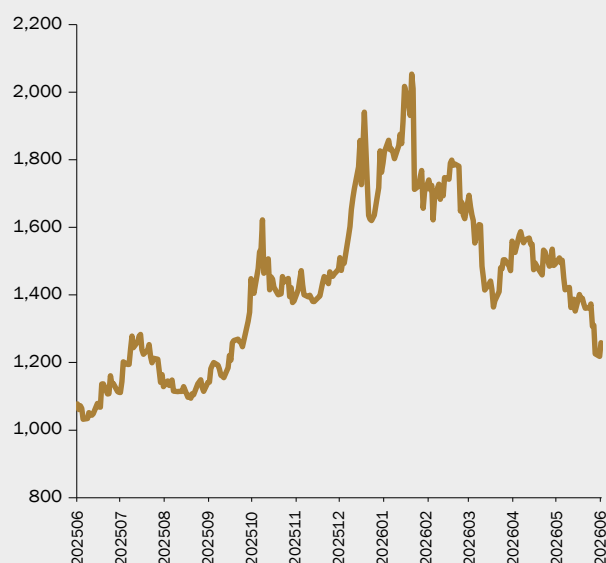
大宗商品概览：钯金

年初至今，钯金是贵金属中表现最弱的品种之一，价格下跌约23%，目前维持在略高于1200美元/盎司水平。其主要原因是来自内燃机汽车向电动化转型的结构性趋势对需求前景形成显著压制。供给方面，诺里尔斯克镍业（Nornickel）表示，由于矿石品位下降，2026年产量可能下降多达11%，全球供给缺口预计将扩大至约28万盎司。然而，由于需求持续疲弱，供应收紧对价格的支撑作用有限。此外，美国贸易措施（包括对俄罗斯钯金加征关税）扰乱了贸易流向，中国进口大幅增加，同时投机性资金持仓逐步转向偏空。

汽车催化剂需求的结构性下滑持续对钯金形成压制，使价格维持承压状态

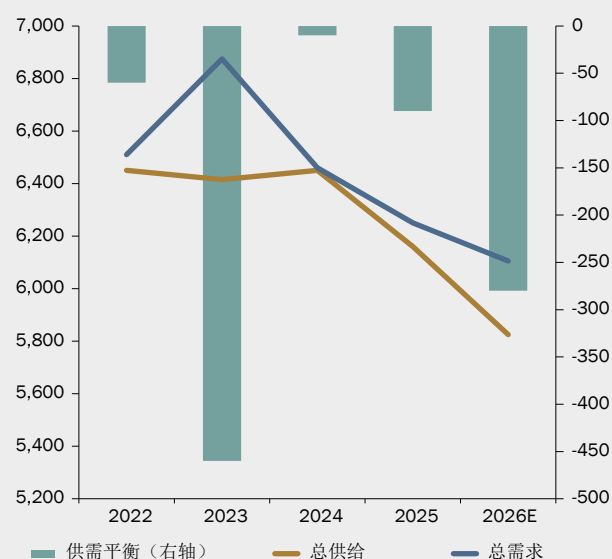
展望未来，钯金价格预计将持续承压。与电气化转型相关的结构性需求下滑，可能继续超过供给收紧带来的支撑，短期内缺乏推动价格持续反弹的有效催化因素。

在需求结构性疲弱背景下，尽管供应趋紧，钯金价格仍然下行
现货钯金价格（美元/盎司）



来源：LPPM

钯金供需双双走弱，2026年供给缺口预计扩大
全球钯金供需平衡（千盎司）



来源：SFA Oxford

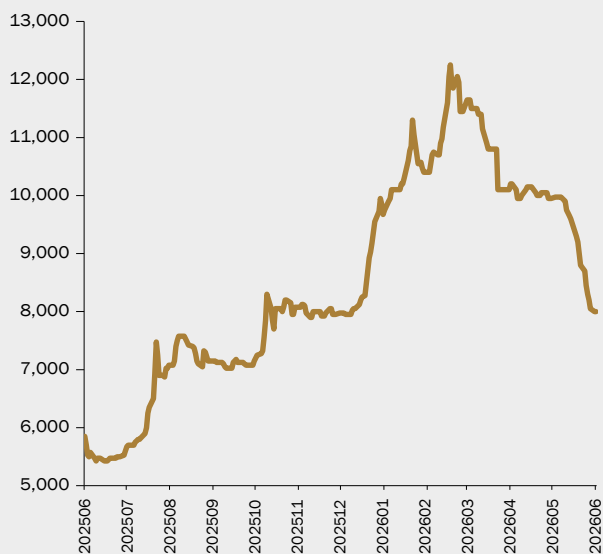
大宗商品概览：铑

铑价自此前的价格疲弱出现阶段性修复，在年初前两个月大幅上行，随后回落，使年初至今整体基本持平或略有下跌。2月的上涨主要受到汽车催化剂需求情绪改善及铂族金属（PGM）整体走强的推动，但随后价格出现明显回吐。当前价格走势仍体现出该品种流动性较低及对汽油车产量高度敏感的特征，在市场不确定性上升时期，较宽的买卖价差进一步放大价格波动。同时，铑金供给高度集中于南非，也进一步加剧了市场波动性。

展望未来，铑价预计将继续维持高波动状态。尽管供给高度集中使市场易受扰动影响，但需求仍高度依赖内燃机汽车产量，在汽车行业加速转型背景下，其价格上行空间受到结构性限制。

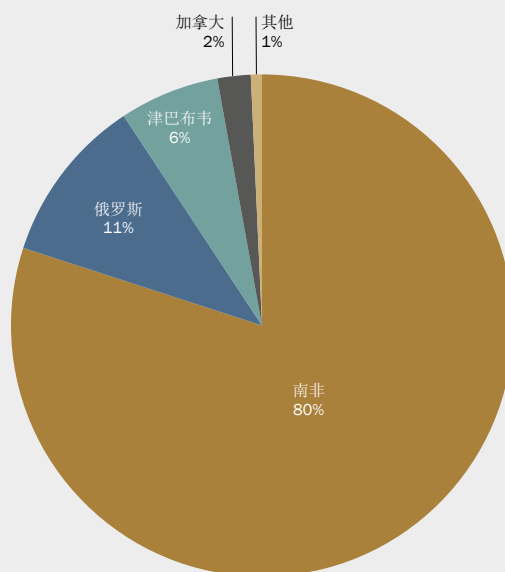
供给高度集中叠加对汽车需求的高度依赖，在流动性有限的市场环境下推动铑价较为波动

年初铑价大幅上涨，随后回落并维持高波动态势
现货铑价格（美元/盎司）



来源：庄信万丰

集中的供应格局使价格对供应扰动较为敏感
按地区划分的铑供应占比（%）



来源：SFA Oxford

**严瑾 Jinny Yan**

首席宏观经济学家

邮箱: Jinny.Yan@icbcstandard.com

胡凤潮 Fengchao Hu

经济学家

邮箱: Fengchao.Hu@icbcstandard.com

盛唯雪 Weixue Sheng

研究助理

邮箱: Weixue.Sheng@icbcstandard.com

Javier Sanchez Barrueco

新兴市场策略主管

邮箱: Javier.SanchezBarrueco@icbcstandard.com

杜珠玲 Julia Du

高级大宗商品策略师

邮箱: Julia.Du@icbcstandard.com

孙泽禹 Zeyu Sun

中国市场策略师

邮箱: Zeyu.Sun@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

ICBC Standard Bank | Financial Markets and Commodities

20 Gresham Street | London EC2V 7JE, United Kingdom

www.icbcstandard.com

20260409-17628-FH-ICBC