

تحلیل بازار نفت و طلا جهانی

۰۶۰ ۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۵۳۳۷۵-۸۸۷۵۳۳۷۶-۲۱ (+۹۸)

info@bcr.ir .۲۱ ۸۸۷۵۳۳۷۶ (+۹۸)

bcr.ir

تهران ، خیابان احمد قصیر، کوچه ششم، پلاک ۸، طبقه ۳، واحد ۳



این گزارش بر اساس داده‌های رسمی و معتبر تهیه شده است و شامل تحلیل‌های کارشناسی دقیق می‌باشد تا تصویری شفاف از وضعیت اقتصادی ارائه دهد.

تهیه و تدوین گزارش

• تیم کارشناسی اقتصادی: محسن امینی، علی آقانصیر

نظارت و تایید نهایی

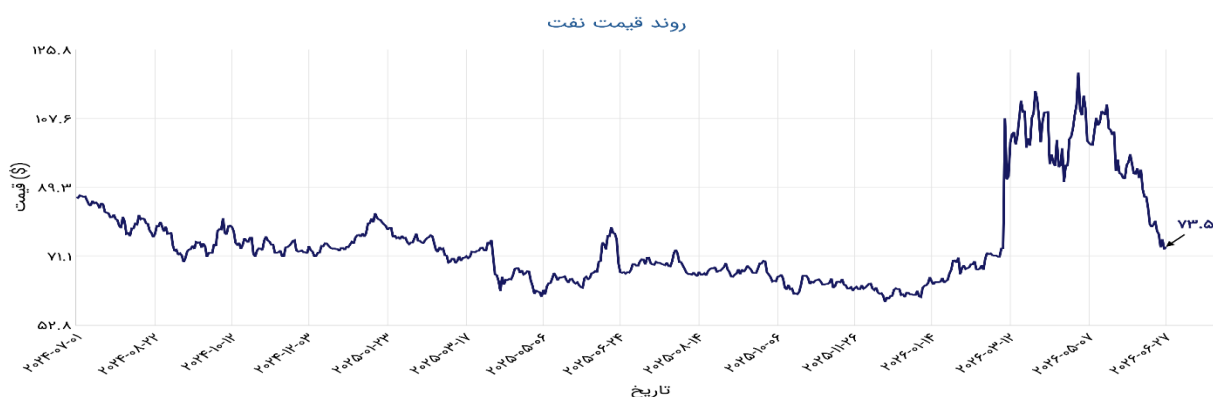
• مدیر مطالعات کلان و جمع‌آوری داده: نسرین باقری

تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

در بازه دوساله مورد بررسی، نفت برنت از محدوده‌های کمتر از ۸۰ دلار در میانه سال ۲۰۲۴، به اوج‌های بالاتر از ۱۰۰ دلار در سه‌ماهه نخست ۲۰۲۶ رسید و سپس تا محدوده ۷۰ دلار در اواخر ژوئن ۲۰۲۶ تعدیل شد. این مسیر قیمتی بیش از هر عامل دیگری، حاصل برهم‌کنش هم‌زمان سیاست عرضه اوپک‌پلاس، داده‌های کلان اقتصاد آمریکا، نوسانات تقاضای چین و جهش‌های مقطعی ریسک ژئوپلیتیک بوده است. بر اساس داده‌های دو سال گذشته، همین الگوی رفتاری در بازار برنت قابل مشاهده است؛ به‌طوری‌که قیمت از حدود ۸۶.۷ دلار در ابتدای ژوئیه ۲۰۲۴ به نزدیکی ۶۶.۴ دلار در ۲۷ ژوئن ۲۰۲۶ رسیده است. این روند نشان می‌دهد که اگرچه بازار در مقاطع مختلف با موج‌های صعودی ناشی از ریسک عرضه و تنش‌های ژئوپلیتیک مواجه شده، اما در نهایت فشار ناشی از افزایش عرضه، تعدیل انتظارات تقاضا و تخلیه پرمیوم ریسک، بخش قابل توجهی از رشد قیمت را بازگردانده است. مهم‌ترین محرک صعودی در ابتدای دوره، تصمیم اوپک‌پلاس در اوایل ژوئن ۲۰۲۴ برای تمدید بخش عمده کاهش تولید تا سال ۲۰۲۵ و تداوم کاهش‌های داوطلبانه تا پایان سپتامبر ۲۰۲۴ بود. با این حال، واکنش بازار در همان مقطع برخلاف انتظار کاملاً صعودی نبود؛ زیرا نگرانی نسبت به بازگشت تدریجی بخشی از عرضه در ماه‌های بعد و چشم‌انداز نه‌چندان قدرتمند تقاضا، موجب شد برنت تا زیر سطح ۸۰ دلار عقب‌نشینی کند. در ادامه، از اواخر ۲۰۲۴ تا اوایل ۲۰۲۵، قیمت نفت بیش از پیش تحت تأثیر انتظارات نسبت به سیاست پولی فدرال رزرو، داده‌های تورمی آمریکا و نوسان شاخص دلار قرار گرفت. در کنار این عوامل، روند موجودی‌های نفت خام آمریکا و سیگنال‌های تقاضا از سوی چین نیز نقش مهمی در تعدیل یا تقویت حرکت‌های قیمتی ایفا کردند.

از منظر ساختاری، روند نفت برنت در این دوره را می‌توان به سه موج اصلی تفکیک کرد:

۱. موج نخست؛ فشار نزولی ناشی از سیگنال‌های عرضه‌محور اوپک‌پلاس در فاصله ژوئن تا اوت ۲۰۲۴؛
۲. موج دوم؛ صعود تدریجی تا محدوده ۷۰ تا ۸۰ دلار در اواخر ۲۰۲۴ و اوایل ۲۰۲۵، هم‌زمان با محدودیت عرضه، کاهش نسبی ذخایر و بهبود انتظارات رشد تقاضا؛
۳. موج سوم؛ جهش ژئوپلیتیک در بهار ۲۰۲۶ که نفت را موقتاً به سطوح بالای ۱۰۰ دلار رساند، اما با آرام‌تر شدن تنش‌ها و افزایش انتظار برای روان‌تر شدن جریان محموله‌ها، به‌ویژه در مسیرهای مرتبط با تنگه هرمز، این پرمیوم به‌تدریج تخلیه شد.



تحلیل نوسانات

در نیمه دوم سال ۲۰۲۴، بازار نفت از همان ابتدا با پیام دوگانه اوپک پلاس مواجه شد. از یک سو، تمديد کاهش های تولید در ظاهر عاملی حمایتی برای قیمت ها محسوب می شد؛ اما از سوی دیگر، برنامه کاهش تدریجی محدودیت ها از اکتبر ۲۰۲۴، به ویژه در بخش کاهش های داوطلبانه، این پیام را به بازار منتقل کرد که عرضه در ماه های آینده می تواند انعطاف پذیرتر و افزایشی تر شود.

واکنش فوری بازار به این پیام دوگانه منفی بود و قیمت برنت در اوایل ژوئن تا حدود ۷۸.۴ دلار افت کرد. این افت نشان می دهد که معامله گران در آن مقطع، احتمال بازگشت بخشی از بشکه ها به بازار را مهم تر از تداوم انضباط تولیدی اوپک پلاس ارزیابی کردند.

در ژوئیه و اوت ۲۰۲۴، بازار نفت در یک محدوده نوسانی باقی ماند و داده های اقتصاد کلان آمریکا نقش مهمی در جهت دهی کوتاه مدت قیمت ها داشتند. هر زمان داده های تورمی یا اشتغال آمریکا قوی تر از انتظار منتشر می شد، احتمال کاهش سریع نرخ بهره از سوی فدرال رزرو کاهش می یافت، دلار تقویت می شد و این مسئله از منظر مالی و ارزی بر قیمت نفت فشار وارد می کرد. در مقابل، هر بار که بازار به سمت سناریوی کند شدن رشد اقتصادی آمریکا حرکت می کرد، نفت از ناحیه نگرانی نسبت به رکود و کاهش تقاضا آسیب می دید.

بر اساس سری زمانی دو سال گذشته، برنت از محدوده ۸۶ دلار در اوایل ژوئیه به حوالی ۷۹ تا ۸۰ دلار در اواخر اوت و سپس به محدوده ۷۱ تا ۷۴ دلار در سپتامبر و اکتبر عقب نشینی کرد. این رفتار با روایت غالب بازار در آن زمان، یعنی ترکیب «عرضه کافی تر» و «تقاضای نگران کننده»، هم راستا بود.

در سه ماهه چهارم ۲۰۲۴، تنش های ژئوپلیتیک همچنان به جهش های کوتاه مدت قیمت منجر می شد، اما اثر پایداری بر روند بازار نداشت. بازار عمدتاً بر این فرض حرکت می کرد که هرچند ریسک خاورمیانه می تواند به صورت مقطعی قیمت را بالا ببرد، اما در نبود اختلال فیزیکی گسترده در عرضه، این پریمیوم به سرعت تخلیه خواهد شد. هم زمان، موجودی های نفت خام آمریکا و داده های هفتگی اداره اطلاعات انرژی آمریکا، EIA، به عنوان متغیرهای تعدیل کننده عمل می کردند. هر نشانه ای از افزایش ذخایر، به خصوص در روزهای نزدیک به انتشار آمار هفتگی، مانع از تثبیت رالی های صعودی می شد.

در آغاز سال ۲۰۲۵، برنت بار دیگر وارد مسیر صعودی شد و به محدوده ۷۵ تا ۸۰ دلار نزدیک شد. این حرکت با کاهش نگرانی های فوری سمت عرضه و قیمت گذاری تدریجی انضباط اوپک پلاس همراه بود. بر اساس داده های مشاهده شده در این دوره، نفت از حوالی ۷۴ تا ۷۶ دلار در ژانویه در سطوح بالای ۷۰ دلار تثبیت شد و سپس در فوریه و مارس عمدتاً در محدوده ۷۴ تا ۷۶ دلار نوسان کرد. در همین زمان، طلا به عنوان شاخصی از ریسک کلان، روندی متفاوت و صعودی تر را تجربه می کرد.

نقطه عطف بعدی در بهار ۲۰۲۵ رخ داد؛ زمانی که برنت تا محدوده ۶۵ تا ۶۶ دلار در اوایل آوریل کاهش یافت، اما سپس تحت تأثیر ترکیب ریسک ژئوپلیتیک و بهبود موقت انتظارات تقاضا، به بالای ۶۷ دلار بازگشت و در برخی مقاطع به نزدیکی ۷۵ دلار رسید. این رفت و برگشت ها عمدتاً نتیجه دو نیروی متضاد بود: از یک سو داده های کلان آمریکا و پیام های فدرال رزرو

که انتظارات نرخ بهره را تغییر می‌دادند، و از سوی دیگر، تردید بازار نسبت به ظرفیت واقعی تقاضای چین و شدت رشد فعالیت پالایشی.

در اواخر مه و ژوئن ۲۰۲۵، بازار دوباره ماهیتی عرضه‌محور پیدا کرد. تصمیم اوپک‌پلاس برای حفظ حجم افزایش عرضه ماه ژوئیه، همراه با بحث‌های بازار درباره تعادل ضعیف‌تر تقاضا، مانع از شکل‌گیری یک موج صعودی پایدار شد. در این مقطع، موجودی‌های آمریکا و داده‌های هفتگی API و EIA اهمیت بیشتری پیدا کردند. هر زمان بازار با نشانه‌هایی از انباشت موجودی مواجه می‌شد، اثر سیاست‌های انقباضی عرضه بر قیمت‌ها کاهش می‌یافت.

از تابستان تا پاییز ۲۰۲۵، قیمت برنت بار دیگر وارد یک روند صعودی شد و به محدوده‌های بالاتر نزدیک شد. در داده‌های دوره مورد بررسی، نفت از حوالی ۶۸ تا ۷۰ دلار در ژوئیه، به ۶۸ تا ۶۹ دلار در اوت، سپس به ۷۰ تا ۷۵ دلار در سپتامبر و نهایتاً به محدوده بالای ۷۰ تا ۸۰ دلار در اکتبر رسید. این موج بیش از هر چیز ناشی از کاهش محسوس‌تر موجودی‌های قابل مشاهده، تداوم انضباط تولیدکنندگان و افزایش حساسیت بازار به ریسک‌های خاورمیانه بود. در همین دوره، داده‌های چین نیز نقش حمایتی غیرمستقیم داشتند. اداره اطلاعات انرژی آمریکا در مارس ۲۰۲۶ توضیح داد که افزایش ذخایر نفتی چین در سال ۲۰۲۵ عملاً بخشی از عرضه موجود در بازار آزاد را جذب کرده و باعث شده قیمت برنت در محدوده نسبتاً فشرده‌ای نزدیک ۶۸ تا ۶۹ دلار باقی بماند. این نکته، از منظر پس‌نگر، نشان می‌دهد که هرچند بازار از ناحیه تقاضای مصرفی با ابهام مواجه بود، اما انباشت استراتژیک چین مانع از افت عمیق‌تر قیمت‌ها شد.

از اواسط سپتامبر تا اکتبر ۲۰۲۵، نفت خام روندی آرام اما صعودی داشت. این حرکت را می‌توان با تقویت انتظارات نسبت به مدیریت عرضه و بازگشت تدریجی ریسک ژئوپلیتیک توضیح داد. با این حال، هرگاه دلار آمریکا تقویت می‌شد یا داده‌های کلان از پایداری رشد اقتصادی و تورم حکایت می‌کردند، بازار نفت موقتاً عقب‌نشینی می‌کرد؛ زیرا معامله‌گران کاهش نرخ بهره را با تأخیر بیشتری قیمت‌گذاری می‌کردند و ریسک سیاست پولی را بالاتر می‌دیدند.

نیمه نخست ۲۰۲۶ پرنوسان‌ترین بخش دوره مورد بررسی بود. در سه‌ماهه نخست سال، تشدید تنش‌های خاورمیانه و نگرانی نسبت به اختلال در مسیرهای کشتیرانی و صادرات انرژی، موجب جهش سریع قیمت برنت شد. در ماه مارس، برخی گزارش‌ها از رسیدن برنت به سطوح بالاتر از ۸۵ دلار و سپس محدوده ۱۰۰ دلار و بالاتر حکایت داشتند. این همان «صرف ریسک ژئوپلیتیک» است که در شرایط تهدید معتبر نسبت به مسیرهای حمل‌ونقل انرژی، تنگه‌ها و جریان صادرات، به قیمت نفت افزوده می‌شود.

داده‌های تاریخی این فاز به‌وضوح نشان می‌دهد که برنت از حدود ۶۷ تا ۷۰ دلار در ابتدای مارس ۲۰۲۶، به محدوده ۱۰۷ تا ۱۱۴ دلار در نیمه دوم مارس و سپس به نزدیکی ۱۰۱ تا ۱۰۹ دلار در آوریل جهش کرد. این افزایش نه از بهبود ناگهانی تقاضای واقعی، بلکه از ترکیب ریسک عرضه، تحریم‌ها، نگرانی نسبت به تنگه هرمز و ابهام پیرامون جریان‌های نفتی مرتبط با ناوگان سایه‌ای نفتکش‌ها ناشی شد. با این حال، از اواخر آوریل و در ماه مه، بازار به تدریج وارد فاز تخلیه پرمیوم ریسک شد. با فروکش کردن بخشی از تنش‌ها، انتشار خبرهایی درباره افزایش جریان نفت از خاورمیانه و کاهش نگرانی‌ها نسبت به مسیرهای حمل‌ونقل، برنت از محدوده ۱۱۹ دلار در اوایل آوریل به زیر ۹۵ دلار و سپس به حوالی ۹۰ دلار بازگشت. تا اواخر ژوئن ۲۰۲۶ نیز قیمت نفت به محدوده ۷۰ تا ۷۳ دلار عقب نشست. این رفتار نشان می‌دهد که بازار، جهش‌های ناشی از شوک ژئوپلیتیک را پایدار ارزیابی نکرده و مجدداً به چارچوب تعادل عرضه و تقاضا بازگشته است.

محورهای فعلی بازار نفت

در مقطع فعلی، مهم‌ترین متغیر بازار نفت، گذار از «قیمت‌گذاری بحران» به «قیمت‌گذاری تعادل» است. به بیان دیگر، هرچند ریسک ژئوپلیتیک همچنان به‌طور کامل از بازار حذف نشده، اما معامله‌گران دیگر حاضر نیستند پرمیوم‌های بسیار بزرگ را بدون وجود اختلال فیزیکی پایدار در عرضه حفظ کنند.

در سمت عرضه، نشانه‌هایی از فشار ملایم ناشی از افزایش عرضه خاورمیانه و بهبود جریان‌های فیزیکی مشاهده می‌شود. در سمت تقاضا نیز بازار همچنان به داده‌های چین، سلامت اقتصاد جهانی و روند مصرف فرآورده‌های نفتی حساس است.

در کوتاه‌مدت، محورهای غالب بازار عبارت‌اند از:

- داده‌های اقتصاد کلان آمریکا؛
 - تصمیمات و پیام‌های اوپک‌پلاس؛
 - روند موجودی‌های نفت خام و فرآورده‌ها در گزارش‌های EIA و API ؛
 - وضعیت تقاضای چین؛
 - سطح تنش‌های ژئوپلیتیک در خاورمیانه و مسیرهای کشتیرانی انرژی.
- اگر داده‌های تورمی آمریکا مجدداً قوی‌تر از انتظار منتشر شوند، دلار و بازدهی اوراق می‌توانند نفت را تحت فشار قرار دهند. همچنین، افزایش ذخایر آمریکا یا کاهش شتاب انباشت نفت در چین می‌تواند احتمال افت بیشتر قیمت را تقویت کند. در مقابل، هر نشانه جدید از اختلال در خاورمیانه، محدودیت کشتیرانی یا تهدید نسبت به مسیرهای کلیدی صادرات انرژی، می‌تواند به سرعت موج تازه‌ای از ریسک‌گریزی در بازار انرژی ایجاد کند.

در بازه اواسط ۲۰۲۴ تا اواسط ۲۰۲۶، انس جهانی طلا از محدوده ۲,۳۰۰ دلار به سقف‌های بالاتر از ۵,۴۰۰ دلار در ژانویه ۲۰۲۶ جهش کرد و سپس بخشی از رشد خود را تا محدوده ۴,۰۰۰ تا ۴,۱۰۰ دلار در ژوئن ۲۰۲۶ پس داد. این حرکت، محصول مستقیم تغییر انتظارات نرخ بهره، نوسان بازده واقعی اوراق خزانه‌داری آمریکا، تقویت و تضعیف دلار، و موج‌های پی‌درپی ریسک‌گریزی ژئوپلیتیک بود.

هم‌زمان، خرید رسمی طلا توسط بانک‌های مرکزی، به‌ویژه بانک خلق چین، PBOC، ساختار تقاضا را از حالت صرفاً سرمایه‌گذاری به سمت تقاضای ذخیره‌سازی نهادی سوق داد و سطح حمایتی قیمت را بالاتر آورد.

روند دوساله طلا را می‌توان به سه فاز اصلی تقسیم کرد:

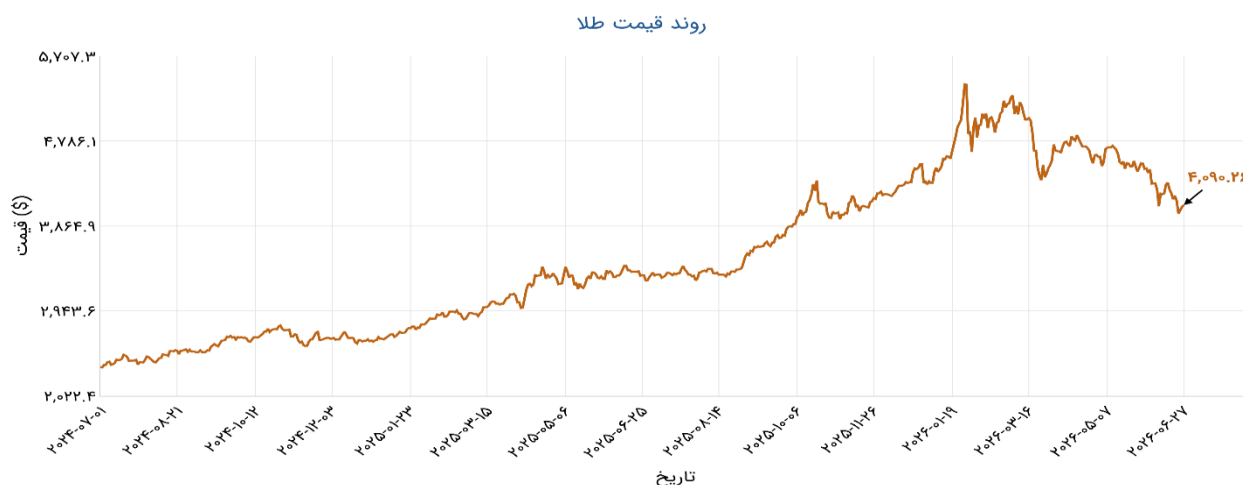
۱. فاز نخست؛ صعود تدریجی از تابستان ۲۰۲۴ تا اوایل ۲۰۲۵؛

۲. فاز دوم؛ شتاب‌گیری شدید از بهار ۲۰۲۵ تا اوایل ۲۰۲۶؛

۳. فاز سوم؛ اصلاح و تثبیت نسبی در بهار ۲۰۲۶.

در فاز نخست، بازار در حال قیمت‌گذاری احتمال کاهش نرخ بهره توسط فدرال رزرو بود. بنابراین، هر داده تورمی یا اشتغالی که مسیر کاهش نرخ بهره را به تعویق می‌انداخت، به‌صورت مقطعی بر طلا فشار وارد می‌کرد. در فاز دوم، ترکیب بازده واقعی پایین‌تر، ضعف نسبی دلار و افزایش ریسک‌گریزی جهانی، طلا را به یکی از اصلی‌ترین دارایی‌های امن تبدیل کرد.

در این دوره، نقش بانک‌های مرکزی از یک عامل حاشیه‌ای به یک محرک ساختاری تبدیل شد. داده‌های رصدشده از بانک خلق چین نشان می‌دهد که این بانک پس از توقف کوتاه خرید طلا در مه ۲۰۲۴، از نوامبر همان سال دوباره خرید را از سر گرفت و در ماه‌های متوالی ذخایر طلای خود را افزایش داد. این الگو نشان می‌دهد که تقاضای رسمی، نه‌تنها در زمان شوک‌ها به رشد قیمت کمک کرده، بلکه در دوره‌های اصلاح تقاضا مانع اصلاح‌های شدید شده است.



تحلیل نوسانات

در تابستان ۲۰۲۴، طلا از محدوده ۲,۳۳۰ دلار در اوایل ژوئیه به حوالی ۲,۵۲۰ دلار تا اواخر اوت رسید. این افزایش نشان دهنده تداوم انتظار بازار برای چرخش سیاست پولی فدرال رزرو بود. در همین مقطع، هر انتشار قوی‌تر از انتظار در داده‌های اشتغال یا تورم آمریکا باعث می‌شد معامله‌گران کاهش نرخ بهره را با تأخیر بیشتری قیمت‌گذاری کنند و در نتیجه، رشد طلا در بازه‌های کوتاه‌مدت متوقف شود.

بر اساس داده‌های قیمتی دوره مورد بررسی، اثر این شوک‌ها به‌خوبی قابل مشاهده است؛ زیرا طلا چندین بار پس از لمس سطوح بالاتر، به‌سرعت به محدوده‌های قبلی بازگشت و در آن مقطع هنوز وارد یک روند صعودی کاملاً یک‌طرفه نشده بود. در سپتامبر و اکتبر ۲۰۲۴، طلا از سطح ۲,۵۵۰ دلار عبور کرد و تا محدوده ۲,۷۸۵ دلار صعود کرد. این حرکت با کاهش بازده واقعی، تضعیف نسبی دلار و افزایش تقاضای دفاعی در برابر عدم قطعیت‌های جهانی همسو بود. در این مقطع، داده‌های ضعیف‌تر اقتصاد کلان و گمانه‌زنی‌ها درباره آغاز چرخه تسهیل پولی به نفع طلا عمل کردند؛ زیرا کاهش بازده واقعی اوراق ۱۰ ساله آمریکا، هزینه فرصت نگهداری فلز زرد را پایین آورد.

در ابتدای ۲۰۲۵، طلا به‌صورت پله‌ای از محدوده ۲,۶۲۰ دلار به بالای ۲,۹۰۰ دلار حرکت کرد و سپس در ماه مارس، شکست روانی سطح ۳,۰۰۰ دلار را تجربه کرد. این جهش هم‌زمان با تشدید انتظارات برای کاهش نرخ بهره و افزایش نگرانی‌ها نسبت به ریسک‌های ژئوپلیتیک بود؛ یعنی همان ترکیبی که در بازار طلا به‌عنوان محرک کلاسیک دارایی امن شناخته می‌شود. در این فاز، هر بار که بازار از نشست‌ها یا اظهارنظرهای اعضای FOMC برداشتی متمایل به کاهش نرخ‌ها دریافت می‌کرد، منحنی بازده آمریکا نرم‌تر می‌شد و طلا به‌سرعت واکنش مثبت نشان می‌داد.

اوج مهم بعدی در آوریل و مه ۲۰۲۵ شکل گرفت. طلا از حوالی ۳,۰۳۰ دلار در اوایل آوریل تا ۳,۴۲۰ دلار در اوایل مه افزایش یافت و سپس بخشی از رشد خود را اصلاح کرد. این رفتار را می‌توان با دو عامل اصلی توضیح داد: نخست، افزایش نااطمینانی‌های ژئوپلیتیک و دوم، تداوم ورود خریداران رسمی و نهادی که افت‌های قیمتی را فرصت خرید ارزیابی می‌کردند. در همین بازه، داده‌های بازار نشان دادند که طلا دیگر صرفاً به نوسان دلار وابسته نیست، بلکه به دو متغیر کلیدی حساس‌تر شده است: نخست، انتظارات واقعی از مسیر نرخ بهره؛ و دوم، تقاضای ذخیره‌ای بانک‌های مرکزی است.

از ژوئیه تا دسامبر ۲۰۲۵، طلا وارد فاز شتاب‌دار شد و از محدوده ۳,۳۰۰ دلار به بالای ۴,۲۰۰ دلار رسید. این دوره، به‌ویژه از سپتامبر به بعد، مشخصه بازاری بود که در آن سطح ریسک‌گریزی بالا و موقعیت‌گیری سرمایه‌گذاران در سمت خرید بسیار سنگین شده بود.

صعود طلا تا محدوده ۳,۸۰۰ دلار در اواخر سپتامبر و سپس عبور از سطح ۴,۰۰۰ دلار در اکتبر نشان می‌دهد که بازار نه‌فقط کاهش نرخ بهره، بلکه تداوم ضعف بازده واقعی و احتمال استمرار تقاضای ذخیره‌ای بانک‌های مرکزی را نیز در قیمت‌ها لحاظ کرده بود. در این فاز، هر عقب‌نشینی کوتاه‌مدت بیشتر ماهیت اصلاح تکنیکی و شناسایی سود داشت، نه تغییر در روایت بنیادی بازار.

در پاییز ۲۰۲۵، داده‌های اقتصاد کلان آمریکا بارها مسیر طلا را به‌طور مقطعی تغییر دادند. هر نشانه‌ای از پایداری تورم یا لحن انقباضی‌تر، از سوی مقامات فدرال رزرو، باعث تقویت دلار و ایجاد فشار اصلاحی بر طلا می‌شد. با این حال،

این فشار معمولاً دوام زیادی نداشت؛ زیرا تقاضای امن و خرید بانک‌های مرکزی مانع از بازگشت پایدار قیمت به سطوح پایین‌تر می‌شد.

به‌ویژه در بازه نوامبر تا دسامبر ۲۰۲۵، عبور طلا از سطح ۴,۲۰۰ دلار نشان داد که بازار به‌صورت فزاینده‌ای در حال بازتعریف «نرخ تعادلی» طلاست؛ سطحی که دیگر صرفاً با مدل‌های سنتی دلار و نرخ بهره اسمی توضیح داده نمی‌شد و نقش بازده واقعی، ریسک ژئوپلیتیک و تقاضای رسمی در آن پررنگ‌تر شده بود.

نیمه نخست ۲۰۲۶ نقطه اوج و سپس آغاز تخلیه بخشی از هیجان بازار طلا بود. در ژانویه، طلا از ۴,۳۰۰ دلار عبور کرد و در ۲۸ ژانویه به محدوده ۵,۴۰۰ دلار رسید. این جهش با ترکیب هم‌زمان ضعف بازده واقعی، انتظارات تسهیل پولی و تقاضای شدید پوشش ریسک قابل توضیح است.

در چنین محیطی، طلا عملاً به «پناهگاه نخست» سرمایه‌گذاران نهادی تبدیل شد؛ زیرا از یک‌سو هزینه فرصت نگهداری آن کاهش یافته بود و از سوی دیگر، ریسک‌های سیستماتیک و ژئوپلیتیک در سطح بالایی قرار داشتند.

از فوریه تا اوایل مه ۲۰۲۶، طلا عمدتاً در ناحیه ۴,۸۰۰ تا ۵,۲۰۰ دلار نوسان کرد و سپس از اواسط مه تا اوایل ژوئن به محدوده ۴,۰۷۹ تا ۴,۳۰۰ دلار عقب نشست. علت اصلی این اصلاح، افزایش بازده واقعی، تقویت دلار و چرخش بخشی از انتظارات بازار به سمت سیاست پولی کمتر انبساطی از سوی فدرال رزرو بود.

گزارش‌های بازار در میانه مه ۲۰۲۶ نشان دادند که افزایش بازده واقعی و تقویت دلار بر طلا فشار وارد کرده است. همچنین در اوایل ژوئن، انتشار داده‌های تورمی و نگرانی نسبت به تداوم سیاست پولی تهاجمی‌تر، افت روزانه‌ای فراتر از ۲ درصد را در قیمت طلا رقم زد.

هم‌زمان، بانک خلق چین همچنان در سمت خرید فعال باقی ماند. در آوریل ۲۰۲۶ گزارش شد که این بانک برای هفدهمین ماه متوالی به خرید طلا ادامه داده است. این موضوع نشان می‌دهد که حتی در زمان اصلاح قیمت، یک لایه تقاضای رسمی و نهادی در بازار وجود داشته که مانع از تخلیه عمیق‌تر قیمت شده است.

در نتیجه، اصلاح طلا در بهار ۲۰۲۶ را نمی‌توان الزاماً نشانه تغییر رژیم بازار دانست؛ بلکه این حرکت بیشتر به‌عنوان تعدیل قیمت از سطوح افراطی و بازتنظیم انتظارات نسبت به نرخ بهره و بازده واقعی قابل ارزیابی است.

محرك‌های فعلی بازار

در مقطع فعلی، مهم‌ترین محرك طلا همچنان بازده واقعی اوراق ۱۰ ساله آمریکا و مسیر سیاست نرخ بهره فدرال رزرو است. هرچه بازده واقعی افزایش یابد، طلا از منظر هزینه فرصت نگهداری آسیب‌پذیرتر می‌شود. در مقابل، هرچه بازار به سمت سناریوی کاهش نرخ بهره حرکت کند، جذابیت طلا مجدداً افزایش می‌یابد.

در کنار این عامل، شاخص دلار همچنان یکی از فیلترهای مهم نوسانات کوتاه‌مدت طلا محسوب می‌شود؛ با این حال، اثر آن بیش از گذشته از مسیر بازده واقعی و انتظارات سیاست پولی منتقل می‌شود، نه صرفاً از مسیر رابطه معکوس سنتی دلار و طلا.

از منظر تقاضا، خرید بانک‌های مرکزی همچنان یک عامل حمایتی ساختاری است و می‌تواند کف قیمت را در سطوح بالاتری نسبت به دوره‌های گذشته حفظ کند. از منظر ریسک نیز هر موج جدید از تنش‌های ژئوپلیتیک یا افزایش ریسک سیستماتیک جهانی می‌تواند موج تازه‌ای از تقاضای دارایی امن ایجاد کند.

با این حال، تجربه دو سال گذشته نشان می‌دهد که ماندگاری رالی‌های طلا در نهایت بیش از آنکه به اخبار مقطعی وابسته باشد، به مسیر منحنی بازده، بازده واقعی و انتظارات سیاست پولی فدرال رزرو بستگی دارد.

نتیجه عملی برای معامله‌گران نهادی این است که طلا همچنان در رژیم «خرید در اصلاح‌ها» قرار دارد؛ اما شدت و پایداری این رفتار به حساسیت بازار نسبت به داده‌های تورم، اشتغال، شاخص دلار، بازده اوراق خزانه‌داری و سیگنال‌های FOMC وابسته خواهد بود.