

安粮期货商品研究报告



黄金期货月报（202604-202605）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2026年04月07日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所宏观小组

研究员：杨璐

从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

初审：

张莎从业资格号：F0308881

投资咨询证号：Z0019577

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015

黄金：三月高位波动降息预期反复，四月聚焦 CPI 数据定方向

核心观点：

预计 4 月金价将延续波动调整走势。黄金短期定价仍由美联储政策预期主导，利率压制持续存在；但全球央行持续购金、美债高企带来的美元信用弱化、中东地缘冲突不确定性等结构性支撑因素未改。3 月非农数据超预期强劲将年内降息预期从 3 次压缩至 1 次；特朗普设定 4 月 7 日为对伊朗军事打击的最后通牒，中东局势高度不确定。展望 4 月全月，4 月 10 日 CPI 数据将是关键催化剂——若 CPI 超预期走强，降息预期可能进一步推迟至 2027 年，金价或向下测试整数关口强支撑；若 CPI 温和可控，金价有望在区间企稳筑底。



一、月度行情回顾

3月国际金价呈现高位宽幅波动格局，全月在4550-4850美元区间运行，月初受美联储降息预期升温推动一度突破4800美元，月中FOMC会议释放超预期鹰派信号后承压回落，月末在4600-4700美元区域反复拉锯。全月多空博弈激烈，降息预期的“先扬后抑”是主导行情的关键变量，中东地缘冲突带来阶段性避险支撑但持续性有限，全球央行持续购金为价格提供底部支撑。3月金价最终收于4670美元附近，月线呈带较长下影线的阴线，显示出4850美元上方压力显著。

二、基本面信息

1. 现货与期货市场

2026年3月，伦敦现货黄金呈“冲高回落、高位波动”态势。据伦敦金银市场协会（LBMA）数据，伦敦现货黄金3月全月收盘报4669.13美元/盎司，月内跌幅11.77%；盘中最高触及5419.32美元/盎司（3月2日），最低下探至4098.25美元/盎司（3月23日），振幅达1321.07美元/盎司。COMEX黄金期货主力合约走势同步，据芝加哥商品交易所（CME）数据，3月合约收盘报4666.4美元/盎司，月内跌幅12.72%。基差方面，月初现货溢价显著，3月5日现货较期货溢价约39.95美元/盎司；美联储议息会议后，期货快速回调幅度超现货，月末转为期货贴水，据监测数据，3月31日约为-58.05美元/盎司，整体在-50至+100美元/盎司区间波动，反映市场预期从短期抢购情绪逐步回归理性。

图一：伦敦现货价



图二：基差



数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

2. 比价体系变动

金银比方面，3月白银波动幅度显著大于黄金。伦敦银现月初在90美元附近，月中随黄金冲高至72美元上方，月末回落至70美元一线。金银比全月在64-68区间运行，月末约为66，处于历史中等偏高水平。白银受工业属性拖累——3月全球制造业PMI整体偏弱，铜、铝等工业金属价格承压，白银表现弱于黄金，导致金银比小幅走高。

金铜比方面，3月LME铜价受中国需求预期及南美供应扰动影响，呈现波动，金铜比随黄金冲高回落而先升后降，整体维持在中性偏高水平。金油比方面，3月中东局势持续紧张，WTI原油价格从月初的105美元附近波动上行至月末的108美元上方，涨幅约3%，金油比小幅走低，反映出油价对地缘风险的敏感度高于黄金。

图三：金银比

图四：金油比





图五：金铜比



图六：WTI 原油、LME 铜



图七：内外盘价差

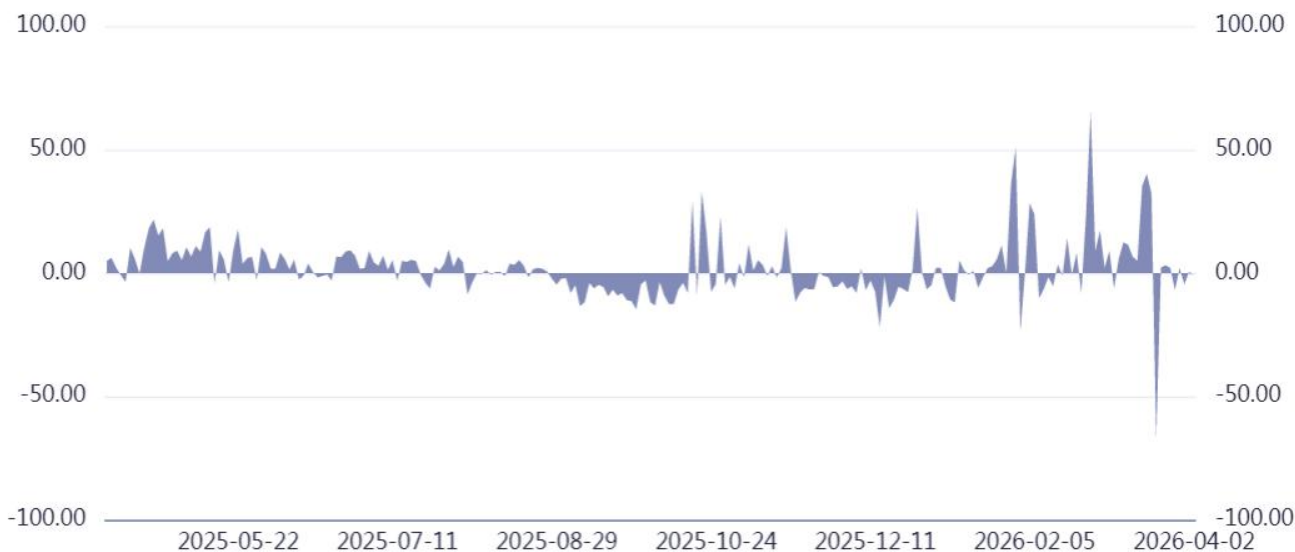
数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

3. 内外盘价差

3月内外盘价差呈现“先收窄后扩大”的走势。月初，国际金价快速上涨时，内外价差至历史高位；月末金价回调时，内外价差约为-67.03。造成这一分化的核心原因：一是人民币汇率对冲效应，3月美元指数在99-105区间宽幅波动，人民币汇率在6.85-6.95区间运行，美元走强时人民币计价黄金自动升值；二是中国央行连续16个月增持黄金，市场对国内金价的心理支撑位较高；三是国内实物需求旺盛，金条、金币及金饰消费热度不减，为国内金价提供额外支撑。月末，内外价差收敛。



黄金内外盘价差



数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

4.黄金持仓分析

根据 CFTC 最新数据,截至 2026 年 3 月 31 日当周,COMEX 黄金投机者将净多头头寸增加 1098 手,至 93872 手。具体来看,基金持有多单 120,536 手,比一周前增加 796 手;持有空单 26,664 手,比一周前减少 301 手;空盘量为 558,977 手,比一周前减少 133,235 手。

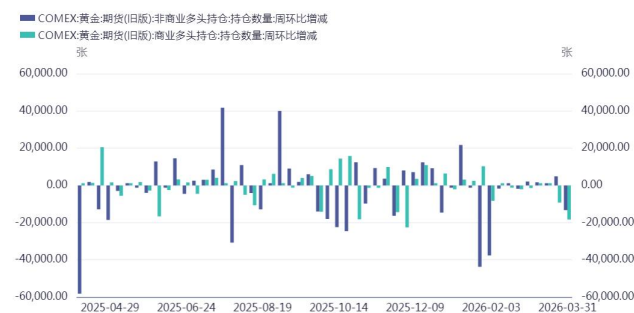
从 3 月全月变化来看,CFTC 黄金净多头持仓呈现“先增后减”的走势。3 月上旬,随着金价冲高至 4850 美元,投机净多头一度突破 10 万手,创年初以来新高。月中 FOMC 鹰派会议后,部分投机资金开始减仓,净多头从高点回落约 8000 手。3 月末数据(93872 手)较 2 月末(约 9 万手)基本持平,显示机构资金并未显著撤离黄金市场,而是在高位进行了仓位结构调整。

值得注意的是,3 月非农数据公布后(4 月 4 日),市场对降息预期的剧烈修正可能已触发进一步的减仓。此前一周的数据显示,华尔街资管机构曾在 3 月中旬减持黄金期货净多头头寸 131.44 万盎司,创 3 月最大值,显示专业机构已提前进行了部分调仓。预计 4 月首周的 CFTC 数据(将于 4 月 10 日公布)将显示净多头进一步回落。

图八:黄金总持仓量



图九:多空持仓情况



数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

5.汇率市场追踪

总部地址:合肥市包河区花园大道 986 号安粮中心 23-24 层

客服热线:400-626-9988

网站地址:www.alqh.com

(1) .美元指数

3月美元指数呈现“先弱后强、宽幅波动”走势。月初至3月中旬，受市场对美联储降息预期升温及美国经济数据边际走弱影响，美元指数从105上方波动下行，3月13日一度触及99.50的三个月低点。3月18-19日 FOMC 会议释放鹰派信号后，美元指数快速反弹，重新站上103关口。下旬，随着中东局势持续紧张及月末避险需求升温，美元指数维持在102-104区间偏强运行。全月波动区间在99.50-105，月末收于103.80附近，月线呈带长下影线的小阳线，显示美元韧性较强。

3月美元与黄金的负相关关系整体有效，但部分时段出现“同涨同跌”的异常情况（如地缘冲突升级时），反映出避险情绪对两者的同时推升。

(2) .人民币汇率

3月人民币汇率在6.85-6.95区间窄幅波动，整体表现稳健。月初受美元走弱影响，人民币一度升值至6.85附近；中下旬随着美元反弹，人民币温和贬值至6.92一线；月末基本持稳于6.90-6.92区间。中国央行通过中间价管理及流动性调节，保持了汇率的基本稳定。人民币汇率的相对稳定为国内金价提供了重要支撑——外盘波动时人民币计价黄金的波动幅度被部分对冲，这也是内外盘价差维持偏高水平的重要原因。

(3) .实际利率与黄金

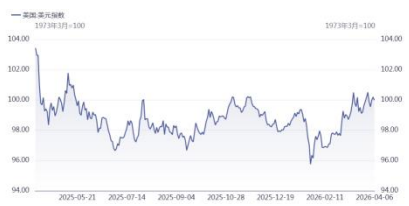
3月美债收益率呈现高位波动，与金价呈明显负相关。月初，10年期美债收益率在4.20%附近，随着降息预期升温一度降至4.15%；FOMC 鹰派会议后，收益率快速反弹至4.40%上方；月末维持在4.35%-4.39%区间。2年期美债收益率全月在3.80%-4.00%区间波动，月末报3.84%。

3月美联储维持联邦基金利率在3.5%-3.75%不变，点阵图显示2026年仅预期一次降息（此前市场预期2-3次），且会议纪要显示曾讨论过加息选项。这一鹰派信号直接抬升了持有黄金的机会成本，成为3月中下旬金价承压回落的核心原因。

进入4月，3月非农数据进一步强化了“更高更久”的利率预期。截至4月7日，CMEFedWatch 工具显示，美联储6月降息25BP 的概率仅1.8%，7月降息概率约15%，9月降息概率约35%，首次降息窗口已推迟至12月，且年内不降息的概率正在上升。10年期美债收益率维持在4.35%附近，对金价形成持续压制。



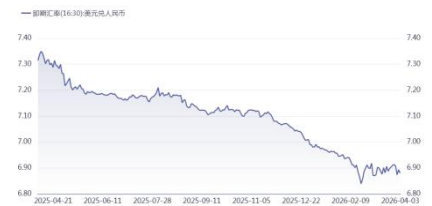
图十：美元指数



图十一：美债收益率



图十二：人民币汇率



数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

四、宏观事件分析

1. 美联储政策动向

3月美联储政策路径是影响黄金定价的核心变量。3月18-19日 FOMC 会议维持利率不变（3.5%-3.75%），但点阵图及会议纪要释放了超预期鹰派信号：点阵图显示2026年仅预期一次降息（此前市场预期2-3次），且2027年进一步降息的空间也有限；会议纪要显示，与会者曾讨论过在通胀反弹的情况下可能需要加息。这一立场转变令市场大幅修正降息预期，成为3月中下旬金价从4850美元高位回落至4650美元附近的核心驱动力。

3月公布的经济数据整体指向美国经济韧性仍强。3月4日公布的2月 ISM 制造业 PMI 升至 52.7，高于预期的51.2；3月12日公布的2月 CPI 同比上涨2.8%，核心 CPI 同比上涨3.1%，均略高于预期，显示通胀回落进程停滞；3月28日公布的2月 PCE 物价指数同比上涨2.5%，核心 PCE 同比上涨2.6%，符合预期，通胀未进一步恶化但回落缓慢。

4月4日公布的3月非农就业报告成为影响4月行情的关键事件。新增就业17.8万远超预期的6.5万，失业率从4.4%降至4.3%，显示劳动力市场强劲。这一数据将年内降息预期从3次压缩至1次，首次降息窗口从6月推迟至12月，甚至出现年内不降息的讨论。CME FedWatch 显示，美联储到6月累计降息25BP 的概率仅1.8%，到12月累计降息25BP 的概率约50%。

展望4月，市场焦点转向4月10日将公布的美国3月 CPI 数据。由于中东冲突推高油价，市场普遍预期3月 CPI 可能明显走高。若 CPI 大幅超预期，降息预期可能进一步推迟至2027年，金价或承压下跌测试4500美元；若 CPI 温和可控，则可能部分修复降息预期，为金价提供支撑。此外，美联储4月28-29日将召开 FOMC 会议，市场预计维持利率不变的概率高达98%以上，会议的关注点在于声明措辞及点阵图的微调。

2. 地缘政治风险

中东局势贯穿3月始终，但市场对地缘风险的定价模式出现新变化。自2月下旬美以对伊朗军事行动爆发以来，冲突已持续一个多月。3月期间，双方经历了多轮“升级—降温”的循环：3月上旬，伊朗击落美军无人机事件引发避险情绪升温，金价一度获得支撑；3月中旬，外交斡



旋消息传出，停火预期升温，油价回落，金价同步承压；3月下旬，特朗普对伊朗发出“最后通牒”式表态，市场再次紧张。

值得关注的是，本轮中东冲突呈现出与传统避险逻辑不同的特征：地缘冲突升级时，油价走高推升通胀预期，反而使市场担忧央行难以降息，高利率压制黄金；而冲突缓和、油价回落时，市场预期降息空间打开，反而对黄金形成更持久的利好。这一“反向逻辑”使得3月黄金的地缘避险属性被部分削弱。

进入4月，中东局势延续高不确定性。4月1日，特朗普称伊朗已提出停火请求，市场解读为冲突缓和信号，叠加美元走软，推动金价连续四日反弹至接近4800美元。然而伊朗外交部迅速否认停火说法。4月3日，伊朗击落两架美军 F-15E 战斗机，这是冲突以来最引人注目的战术反击。特朗普随后将4月7日设定为对伊朗基础设施采取军事打击的最后通牒，并于4月6日再度释放强硬表态，称伊朗停火提议“重要”但“不够好”。

截至4月7日，最后通牒已到期，市场密切关注特朗普是否会在未来数日内采取军事行动。霍尔木兹海峡的航运安全仍是核心风险点，任何实际中断都可能对全球能源供应链和通胀预期产生深远影响。展望4月全月，中东局势将是黄金最大的不确定性变量。若冲突进一步升级，金价可能获得短期避险支撑反弹；若外交斡旋取得进展，停火预期升温导致油价回落、降息预期修复，则可能为金价提供更持久的上涨动能。但鉴于双方立场强硬，短期内实现真正停火的可能性较低，市场更可能维持“边打边谈”的高波动状态。

3. 美国经济数据

3月公布的美国经济数据整体指向经济韧性仍强、通胀回落缓慢。3月4日，2月 ISM 制造业 PMI 升至52.7，高于预期的51.2，显示制造业扩张加速。3月5日，2月 ADP 就业增加6.2万，低于预期的7.8万，但随后非农数据修正显示1月数据大幅上修，劳动力市场并未明显走弱。3月12日，2月 CPI 同比上涨2.8%，核心 CPI 同比上涨3.1%，均略高于预期，表明通胀回落停滞。3月13日，2月零售销售环比攀升0.6%，高于预期的0.3%，消费需求旺盛。3月28日，2月 PCE 物价指数同比上涨2.5%，核心 PCE 同比上涨2.6%，符合预期，通胀未进一步恶化但维持在2.5%以上高位。

这些数据共同指向一个结论：美国经济并未如年初担忧的那样快速降温，美联储维持高利率的必要性仍然存在。这也是3月 FOMC 点阵图转向鹰派的宏观基础。

4月4日公布的3月非农就业报告（新增17.8万，远超预期的6.5万）进一步强化了经济韧性的判断。失业率降至4.3%，平均时薪环比增长0.3%，同比增长4.1%，工资通胀压力犹存。市场



对此数据的可靠性存在一定质疑——2月数据从减少9.2万进一步下修至减少13.3万，两个月的净变动幅度超过30万，但无论如何，数据公布后市场降息预期的大幅修正是确定性的。

展望4月，最核心的经济数据是4月10日公布的3月CPI。由于3月中东冲突推高油价，市场普遍预期CPI环比可能明显走高。由于美国通胀统计误差因素，4月公布的3月CPI数据可能出现补偿性上涨。若CPI同比升破3%，核心CPI维持在3%以上，将强化美联储维持高利率的立场，黄金可能进一步承压；若CPI意外温和，则可能为金价反弹提供契机。此外，4月还将公布3月零售销售（4月16日）、4月密歇根大学消费者信心指数（4月17日）等数据，均可能对市场预期产生扰动。

4. 中国央行

中国央行延续增持黄金的长期趋势。根据国家外汇管理局3月7日公布的数据，截至2026年2月末，中国黄金储备为7422万盎司，较1月末的7361万盎司增加61万盎司，连续第16个月增持黄金储备，创20年最长增持周期。世界黄金协会数据显示，自2024年11月至2026年2月，中国累计购金约44吨。

世界黄金协会2026年4月2日发布的2月央行购金月报显示，全球央行在2026年2月净买入19吨黄金，尽管低于2025年月度均值26吨，但相比1月的5吨净购买量已有明显回升。其中波兰国家银行买入20吨，捷克共和国连续第36个月净买入，乌兹别克斯坦连续五个月净买入。土耳其和俄罗斯在2月减持了黄金储备，但世界黄金协会强调土耳其的减持很大部分属于黄金-货币掉期性质，到期后黄金将回到储备中。

五、结论

1. 总结

降息预期的大幅修正是目前黄金市场最大的压力源。3月FOMC鹰派信号叠加4月3月非农数据超预期强劲，市场对2026年降息预期从年初的3-4次大幅压缩至1次，首次降息窗口从6月推迟至12月，甚至出现年内不降息的讨论。10年期美债收益率维持在4.35%以上，持有黄金的机会成本持续上升，资金从黄金等非生息资产流出的压力加大。这是3月中下旬及4月初金价承压回落的核心原因。

地缘政治驱动逻辑呈现“反向传导”，避险属性被削弱。本轮中东冲突的独特之处在于，避险资金优先涌入原油而非黄金，形成“油价涨→通胀升温→利率预期强化→金价承压”的负向链条。4月初金价在停火预期推动下反弹至4800美元，但随后非农数据及利率预期修正使金价快速回落，显示出地缘事件对黄金的影响更多是脉冲式的，且受到利率预期的对冲。投资者



需警惕这一节奏切换带来的机会——冲突缓和、油价回落、降息预期修复反而可能为金价提供更持久的支撑。

技术面处于高位回调后的筑底阶段。3月金价在4850美元上方形成阶段性顶部，随后回落至4600-4700美元区间。4月初金价一度跌破4600美元至4553美元，随后反弹至4674美元附近，显示整数关口区域存在较强技术支撑。当前金价处于对称三角形整理形态的下沿附近，技术指标显示下跌动能有所减弱。

央行购金与国内实物需求提供结构性底部支撑。中国央行连续16个月增持，全球央行2026年预计购金800-850吨，远超疫情前水平，黄金的货币属性正在回归。国内方面，金条抢购与金饰热销形成内需支撑，国内金价表现出明显的抗跌性。这些因素共同构成了金价的安全边际。

综合来看，4月黄金市场将围绕以下两条主线展开博弈：

(1) 4月10日美国 CPI 数据。这是中东冲突爆发后首份通胀报告，市场普遍预期油价飙升可能推高CPI。若CPI同比升破3%，核心CPI维持在3%以上，降息预期将进一步推迟至2027年，金价可能向下测试强支撑；若CPI温和可控（同比2.6%以下），部分降息预期修复，金价有望在区间企稳筑底。该数据将是4月行情的最重要催化剂。

(2) 中东局势演变。特朗普4月7日最后通牒的走向是短期最大不确定性。若未来数日内美国采取军事行动，冲突升级将带来短期避险反弹，金价或快速拉升，但需警惕油价飙升推高通胀预期对降息预期的挤出效应；若外交斡旋取得突破，停火预期升温，油价回落、降息预期修复，可能为金价提供更为持久的上涨动能。鉴于双方立场强硬，4月全月维持“边打边谈”高波动的概率较大。

综上所述，4月黄金市场预计呈现“波动筑底、等待指引”的格局。短期利率压制与获利了结压力使金价承压，但中长期央行购金、去美元化、供需缺口等结构性支撑因素未改，波动区间具备较强安全边际。建议投资者关注4月10日CPI数据发布前后的关键交易窗口，短期以区间操作为主，中长期可在回调中逐步布局。

图十三：伦敦金走势

图十四：沪金走势





数据来源:同花顺; 安粮期货研究所

2.月度重点事件关注

表一：月度重点事件

| 日期 | 事件/数据 |
|-------|------------------|
| 4月8日 | 美联储3月会议纪要 |
| 4月9日 | 美国2月PCE物价指数 |
| 4月10日 | 美国3月CPI |
| 4月14日 | 美国3月PPI |
| 4月15日 | 美联储褐皮书 |
| 4月21日 | 美国3月零售销售 |
| 4月29日 | 美联储利率决议 |
| 4月30日 | 美国一季度GDP+3月核心PCE |
| 贯穿全月 | 中东局势（美伊冲突） |

数据来源:金十数据; 安粮期货研究所

免责声明

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

