

## 安粮期货商品研究报告



# 黄金期货月报（202605-202606）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

## 安粮期货

2026年05月08日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所宏观小组

杨璐：

从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

电话：0551-62870127

初审：

张莎：

从业资格号：F03088817

投资咨询号：Z0019577

复审：

赵肖肖：

从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015

## 黄金：四月冲高回落，五月聚焦谈判与通胀

### 核心观点：

当前黄金定价逻辑较年初发生显著变化：从一季度的“央行购金+避险溢价”双轮驱动，切换至“利率预期+通胀传导”主导。油价高企→通胀上行→降息预期推迟→实际利率走高的传导链条，取代了传统地缘风险对金价是直接提振，是近期金价与中东冲突“脱敏”的核心原因。中期而言，全球央行购金的战略需求、美国经济结构性隐忧以及长期降息方向未变，仍为金价提供底部支撑。多空博弈焦点从“何时冲高”转向“何处止跌企稳”。



## 一、月度行情回顾

4月国际金价整体呈现“冲高一回落一低位波动”的走势，月初受中东地缘风险提振及全球央行购金支撑波动偏强，中旬触及月度高点后，受美元指数反弹、美联储鹰派暂停降息以及中东避险情绪退潮三重压力共振回落，月末在4600美元/盎司关口附近弱势整固，全月以阴线收官。金价与中东地缘风险的传统避险关系发生阶段性脱钩，油价上行通过通胀预期和利率预期的传导路径反而对金价形成压制。

## 二、基本面信息

### 1. 现货与期货市场

4月伦敦现货黄金开盘4680.56美元/盎司，最高4890.97美元/盎司（4月17日），最低4509.88美元/盎司（4月29日），收盘4621.34美元/盎司，月度下跌59.22美元，跌幅1.27%，日均波动幅度达65.3美元，较3月波动收敛但仍处高位。价格走势分三阶段：月初（1-8日）受美伊临时停火、谈判预期升温影响，避险情绪修复，金价自4600美元下方快速拉升，8日触及4809.8美元，单日涨幅2.31%；月中（9-21日）谈判陷入僵局、霍尔木兹海峡再度受限，油价冲高至115美元/桶，通胀预期飙升，美联储降息预期降温，金价波动回落至4650-4750美元区间整理；月末（22-30日）美联储4月会议释放鹰派信号、美国3月CPI同比3.3%超预期，叠加投机资金抛售，金价加速下探，29日触及月度低点4509.88美元，30日受逢低买盘支撑小幅反弹至4621.34美元。

COMEX黄金期货主力合约4月开盘4695.3美元/盎司，最高4888.0美元/盎司（4月8日），最低4523.6美元/盎司（4月29日），收盘4632.5美元/盎司，月度下跌71.5美元，跌幅1.52%，走势弱于现货。

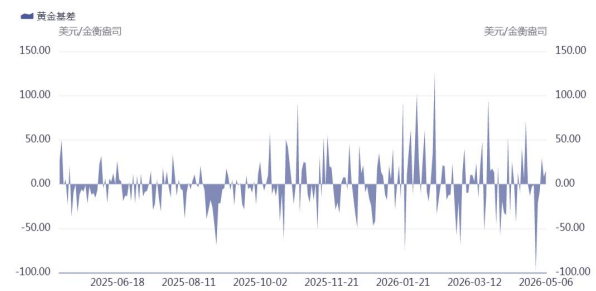
期现基差月内由正转负，进入月中后，美联储鹰派预期升温、美元和美债收益率同步走强，COMEX黄金期货投机空头集中增仓打压盘面，期货价格显著弱于伦敦现货，期现基差快速走弱并大幅下探至-98美元，创出当月最大贴水幅度，反映期货市场悲观情绪集中释放、投机资金集中抛售特征明显。月末随着金价超跌后逢低实物买盘及配置资金入场托底，现货价格韧性凸显，同时期货空头部分止盈离场带动盘面修复，期现贴水持续修复收敛，月末基差收窄至-7.35美元，贴水幅度大幅回缩，期现价差回归相对合理区间，市场多空情绪趋于均衡。



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**，约为 62.7，月中金价回调幅度大于白银，金银比回升，月末企稳。整体看，4 月白银跟随黄金波动，但因工业属性偏弱、投机持仓更低，波动率略高于黄金，金银比维持 60-63 区间波动，反映贵金属市场整体避险情绪未明显升温。

**金铜比方面**，月内金铜比呈“先升后降”，金铜比回落反映市场风险偏好边际修复，工业金属需求预期改善，黄金避险溢价阶段性压缩。

**金油比方面**，WTI 原油现货均值 103.5 美元/桶，核心因中东冲突导致油价暴涨，金价小幅下跌，金油比持续下行。金油比走低意味着原油对通胀的拉动效应强于黄金的抗通胀溢价，高油价通过推升实际利率对金价形成压制，这是 4 月金价走弱的核心逻辑之一。

图三：金银比



图四：金油比



图五：金铜比



图六：WTI 原油、LME 铜



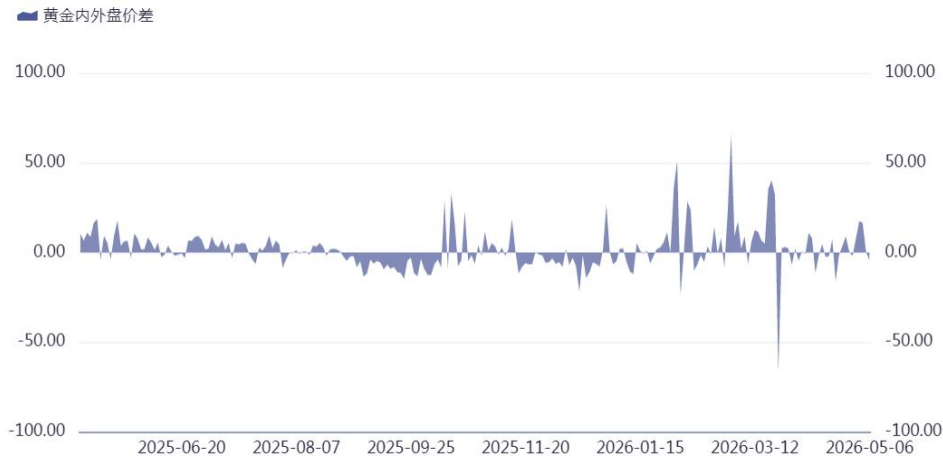
数据来源:同花顺；安粮期货研究所



### 3.内外盘价差

4月国内外金价价差呈“小幅倒挂、逐步收窄”态势。月中国内金价补涨、人民币小幅升值，价差收窄；月末国际金价回调、国内实物买盘增加，价差进一步收窄，接近平价。反映4月国内黄金需求边际回暖，尤其月末金价回调后，珠宝商逢低补库、实物投资需求增加，支撑国内金价相对抗跌。此外，4月中国央行连续第17个月增持黄金，官方买盘对国内金价形成稳定支撑，缩小内外盘价差。

图七：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

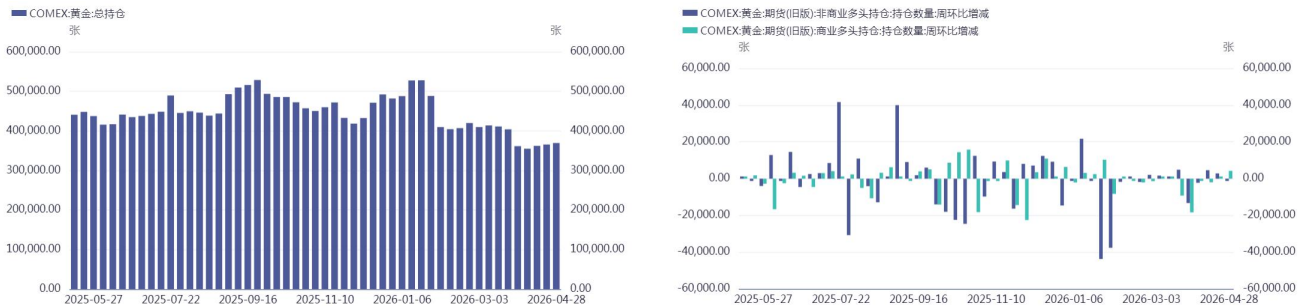
CFTC持仓数据显示，4月COMEX黄金投机性净多头头寸经历“增仓—减仓”的阶段性切换，投机资金情绪随金价波动而明显摇摆。截至4月7日当周，COMEX黄金投机净多头头寸削减1760手至92113手，显示月初资金在金价反弹过程中倾向于获利了结。截至4月14日当周，净多头头寸增加6737手至98850手合约，创四周新高，反映中旬金价冲高阶段部分投机资金重新入场追多。然而，截至4月21日当周，净多头头寸减少3352手至95498手合约，下旬金价回落引发多头加速离场。整体而言，4月投机净多头持仓从月初的约9.2万手增至月末的约9.5万手，增幅有限，绝对值较一季度高点已有明显回落。投机多头的参与热情降温，市场交易结构从“趋势性看涨”转向“区间高抛低吸”，反映出多空双方在4700美元一线的分歧加剧。

ETF持仓方面，全球最大的黄金ETF——SPDR Gold Trust持仓量在4月呈现持续下降趋势。进入5月后该趋势进一步延续，截至5月6日已连续十个交易日减持，累计减持26.565吨，总持仓量降至1034.054吨。ETF资金的持续流出是金价承压的重要微观信号。

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

### (1) .美元指数

4月美元指数整体呈现触底回升走势，价格运行区间为97.80—99.20，中枢在98.50附近。月初美元指数延续弱势，主要受美国经济数据波动及市场对美联储政策路径不确定性定价的影响。中下旬以来，受中东局势推升油价、加剧通胀担忧、以及市场对美联储“更久更高”利率立场的重新定价，美元指数从低位反弹至98.80附近。4月25日，美元指数报98.5140。美元指数的走强对以美元计价的黄金形成直接压力，4月下旬金价与美元指数的负相关性显著强化。从驱动因素来看，本轮美元反弹并非源于美国经济自身的强劲动能，而更多来源于全球避险情绪升温和非美货币的被动走弱，这使得美元反弹的持续性存在一定不确定性。

### (2) .人民币汇率

4月美元兑人民币汇率整体维持区间波动，运行区间约在7.25—7.28。人民币汇率在央行逆周期调节因子及外汇储备稳定的支撑下，表现出较强的韧性，未出现趋势性贬值。中美贸易政策的不确定性及中美利差走阔对人民币构成一定压力，但资本外流压力可控。人民币汇率相对稳定使得沪金与国际金价走势保持高度联动，内外盘价差维持在合理水平。

### (3) .实际利率与黄金

4月美国国债收益率整体走升，10年期美债收益率在4.30%—4.40%区间运行，TIPS 实际利率同步上行。月内美债收益率的上升主要源于两方面：一是油价上涨推升通胀预期，市场对美联储降息时点的定价不断推迟；二是美联储4月议息会议以8:4的罕见投票结果维持利率不变（3.50%—3.75%），创1992年以来最大内部分歧，其中有3位委员认为应改变宽松政策，释放了偏鹰派信号。截至4月末，CME 利率期货对降息的预期已推迟至2027年底，利率“更高更久”的预期显著抬升了黄金的持有成本。美债实际利率与金价在4月下旬呈现明显的负相关，利率端的压力是下旬金价加速回调的核心变量之一。

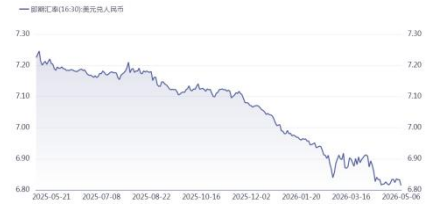
图十：美元指数



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

4月美联储 FOMC 会议是当月最重要的宏观事件。北京时间4月30日凌晨，美联储以8:4的投票结果维持联邦基金利率目标区间于3.50%—3.75%不变，为2025年12月以来连续第三次暂停降息。本次会议的核心看点并非暂停降息本身（市场本已充分预期），而在于两点：一是投票分歧创下34年纪录——4位委员投出反对票，其中1位认为应降息25个基点，3位认为应改变宽松政策方向，这反映出美联储内部对通胀韧性与经济前景的判断出现严重分歧；二是本次会议为鲍威尔最后一次以美联储主席身份主持议息会议后的新闻发布会，其政策表述备受关注。鲍威尔在新闻发布会上传递了“降息可以等，但通胀不能赌”的鹰派信号，强调在通胀压力未实质性缓解之前，美联储不会贸然转向宽松。

对黄金而言，本次会议的影响偏空：（1）暂停降息抬高了持有黄金的机会成本，短线利空；（2）美联储内部分歧加大市场对未来政策路径的不确定性担忧；（3）鲍威尔的鹰派表态压制了年内降息预期。但另一方面，会议也确认了通胀上行的现实——地缘冲突推升能源价格，若油价维持高位，黄金的抗通胀配置价值仍存。会后 CME 利率期货显示，市场对首次降息的时点预期已推迟至2027年12月，利率环境对黄金的压制预计在5月仍将延续。

### 2. 地缘政治风险

中东局势是贯穿4月黄金市场的核心主线，但其对金价的影响呈现出明显的非对称性和阶段性特征。4月上旬至中旬，美伊冲突持续升级，伊朗对霍尔木兹海峡的封锁威胁加剧能源供应中断风险，市场避险情绪一度高涨，金价随之上行至月度高点的4800美元上方。然而，4月下旬以来，尽管中东地缘矛盾并未实质性解决，黄金对冲地缘风险的传统避险功能却出现明显减弱。多位分析师指出，中东局势演化、美联储政策路径以及供需基本面仍是决定贵金属走势的三大关键变量，在地缘冲突反复扰动下，短期金价或延续剧烈波动格局。

进入5月，地缘事件的波动进一步加剧。5月4日，美国在霍尔木兹海峡开展“自由计划”



军事行动以疏导被困船只，引发中东紧张局势新一轮升温，国际油价当日大涨，布伦特原油一度突破110美元/桶，现货黄金则反向大跌2%至4523.67美元/盎司。5月5日，特朗普在社交媒体宣布暂停“自由计划”行动，称美方与伊朗代表正朝着达成全面最终协议的方向取得重大进展。受此消息提振，美伊停火得以维持，现货黄金从4500美元附近反弹至4620美元上方。当前地缘政治对黄金的影响呈现“复杂传导”格局：地缘冲突→油价飙升→通胀升温→降息推迟→金价承压的间接传导路径，在短期内压倒了传统的避险需求直接提振路径。

### 3.美国经济数据

4月公布的美国经济数据整体偏强，强化了美联储暂停降息的数据支撑。4月3日公布的3月非农就业报告大幅超出市场预期，非农新增就业17.8万人，远高于市场预期的约6万人，创2024年12月以来最高月度增幅，失业率小幅降至4.3%。这一数据较2月大幅下修后的-13.3万人形成鲜明对比，揭示了美国劳动力市场在短期扰动后的修复韧性。

通胀数据方面，美国3月CPI同比上涨3.30%（前值2.40%），为2024年6月以来最高水平；环比上涨0.9%，为2022年7月以来最大单月涨幅。3月能源价格环比上涨10.9%，是推升通胀的主因。核心PCE物价指数过去12个月仍上扬3.2%，整体通胀压力显著上行。PPI方面，3月同比录得-0.5%（前值-0.9%），生产者端通缩有所收窄，但尚未形成通胀压力。

通胀数据的超预期走高是4月压制金价的关键宏观变量之一。油价上涨通过能源分项直接推升CPI，同时抬升市场通胀预期和利率预期，使得黄金在传统意义上的抗通胀功能被高利率环境下的机会成本所抵消。

### 4.中国央行

4月7日，中国人民银行公布的数据显示，截至3月末黄金储备报7438万盎司（约2313.48吨），环比增加16万盎司，为连续第17个月增持黄金，17个月累计增持约158万盎司（约49.14吨）。中国央行加速增持黄金的原因主要有三：一是美元信用体系持续动摇，地缘风险影响下增持黄金必要性上升；二是中东冲突推高油价，金价回调为央行提供了增持的窗口期；三是黄金储备提升有助于增强主权货币信用，为人民币国际化创造有利条件。

全球视角来看，瑞银预计2026年全球官方机构购金量约为800—850吨，略低于2025年的863吨，但绝对量仍处于历史高位区间。中国黄金储备占外汇储备总额的比例仍不到10%，明显低于15%左右的全球平均水平，未来增持空间依然充足。央行购金的战略逻辑是金价中期底部的重要支撑，但需注意4月下旬起部分新兴市场央行出现“高抛低吸”迹象，全球央行购金力度边际减弱也可能成为短期压制因素。



## 五、结论

### 1. 总结

**地缘政治走向是核心变量。**当前美伊停火协议仍在脆弱的维持中，特朗普宣布暂停“自由计划”为和平谈判释放积极信号，但霍尔木兹海峡的航运安全仍存变数。若美伊达成全面协议，油价有望从当前高位显著回落，这将缓解通胀预期、改善降息前景，利好金价修复；若谈判破裂、冲突再度升级，油价将进一步飙升，通胀预期和利率预期同步走高，短期对金价的压制效应可能加剧。

**通胀数据是关键验证时点。**5月12—14日，美国将连续公布4月CPI、PPI及零售销售数据。市场目前对4月CPI的共识预期为环比上涨0.3%、同比上涨2.5%。若实际数据大幅超预期，将进一步打压降息预期，金价或向下测试支撑区域；若通胀出现见顶回落迹象，市场对美联储政策转向的乐观情绪有望升温，金价有望反弹。

**机构预期出现分歧。**当前主流机构对黄金中长期走势依然看好，但目标价出现分歧和下调迹象。美国银行将2026年黄金均价预期上调至5093美元/盎司，瑞银预计均价5000美元，TD证券维持年末突破5000美元的判断。但摩根士丹利将下半年目标价从此前的5700美元下调至5200美元，渣打也将3个月和12个月目标价分别下调至5200美元和5500美元。机构预期的边际调整反映市场对金价上行空间预期的收敛，但整体仍处于历史高位水平。

**技术面判断。**当前伦敦现货金在4500—4700美元区间波动运行，短期关键支撑位为整数关口（近期低点）。技术指标方面，日线短期趋势偏波动整固，方向性突破需等待上述基本面和宏观面的催化。当前金价运行于两条均线之间，整体仍处于1月高点以来的大级别调整格局中。

5月黄金市场预计维持高位宽幅波动格局，核心波动区间4500—4800美元/盎司。短期多空博弈受地缘谈判进展和通胀数据双重牵引，波动率料将维持高位。建议关注5月中旬美国通胀数据、美伊谈判实质性进展以及美联储5月FOMC会议纪要，这三大事件将是决定金价阶段性方向的关键催化。策略上，考虑到央行购金提供的中长期底部支撑以及当前已充分回调的价格区间，金价在4500美元附近具备较好的中长期配置价值；但短期不确定因素密集，建议控制仓位、以区间操作为主，等待右侧信号确认后再行加仓。



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
5月8日	美国4月非农就业、失业率、平均时薪
5月11 - 15日	美联储主席换届交接
5月13日	美国4月 CPI 及核心 CPI 数据
5月15日 🕒	新任美联储主席正式就职并发表首次公开讲话
5月16日	美国4月 PPI、零售销售数据
5月22日	美联储4月 FOMC 会议纪要
5月28日	美国4月核心 PCE 物价指数
5月下旬	美伊地缘谈判阶段性进展
全月持续	中东局势、霍尔木兹海峡航运动态

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。

