

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20260518-0525）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2026年05月18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



综述：通胀超预期推升降息预期，金价承压

本周看法：短期来看，美联储加息预期升温、美元偏强以及印度上调黄金进口关税等因素或继续对金价形成扰动，市场短期情绪偏向谨慎。但央行购金趋势、地缘政治不确定性以及全球通胀中枢抬升等中长期支撑因素仍在，金价在消化短期利空后或逐步企稳。

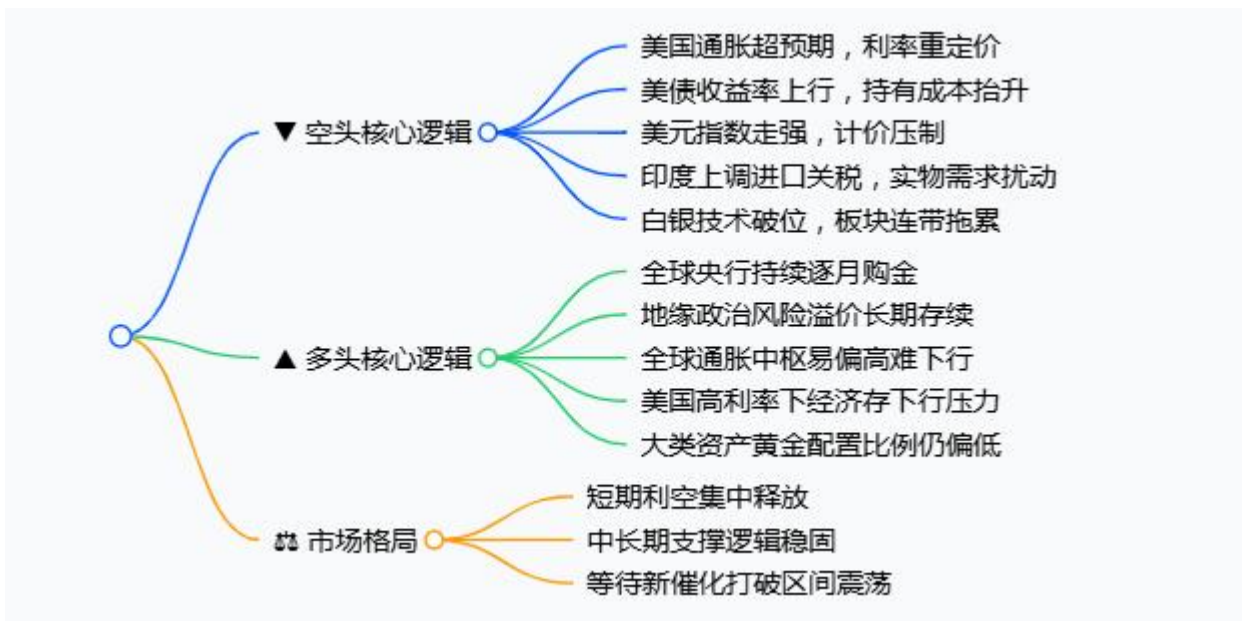
上周看法：上周国际金价承压下行，伦敦现货黄金在 5 月 11 日一度回升至 4748 美元/盎司附近后，受美国 4 月 CPI、PPI 数据双双超预期冲击，叠加美元指数走强和美债收益率攀升，金价于 5 月 15 日大幅跳水失守 4600 美元/盎司整数关口，盘中最低触及约 4550 美元/盎司，整周呈现冲高回落格局。

逻辑判断：

当前黄金市场处于“短期利空集中释放”与“中长期支撑逻辑坚实”的拉锯阶段。通胀超预期→加息预期升温→美元走强→金价承压的逻辑链在短期内主导市场；但全球央行持续购金、地缘风险难以根本消除、黄金储备占比偏低等因素构成了中长期的结构性支撑。市场在等待新的催化因素来打破当前的波动格局。

1. 底层支撑（多头逻辑）：中长期全球央行维持连续增持黄金的态势，为金价筑牢底部支撑；中东等地缘局势未出现根本性缓和，风险溢价持续存在；全球通胀回落进程存在反复、经济增长预期偏弱，叠加资产配置中黄金储备配置比例仍有提升空间，共同构成中期稳健支撑。

2. 核心扰动（空头逻辑）：短期美国通胀数据超预期，市场对美联储利率路径重新定价，降息预期延后、加息预期有所抬头，带动美债收益率与美元指数同步走强，抬高黄金持有机会成本；叠加印度上调贵金属进口关税、白银板块技术破位连带拖累，短期盘面下行压力有所显现。



一、基本面信息

1. 价格表现

(1) 期货、现货、基差

伦敦现货黄金价格收于 4539.39 美元/盎司，较前一周下跌 196.06 美元/盎司，周跌幅 4.14%。上周最高价 4773.58 美元/盎司，最低价 4511.22 美元/盎司。

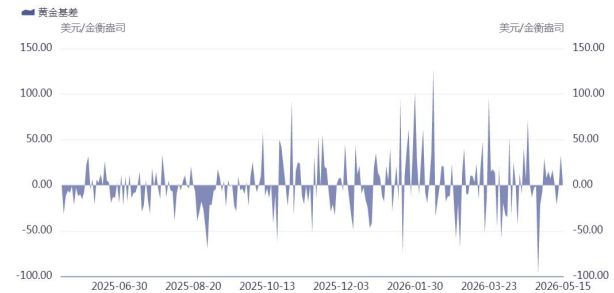
COMEX 黄金期货主力合约收于 4543.6 美元/盎司，较前一周下跌 202.0 美元/盎司，周跌幅 4.26%。上周最高价 4783.4 美元/盎司，最低价 4513.8 美元/盎司。

基差方面，约为 3.7 美元/盎司，上周现货与期货价格走势高度同步，两者价差维持在相对正常区间内，未出现显著的升贴水异常，表明期货市场的价格发现功能运行正常，两市场参与者的定价逻辑基本一致。

图一：黄金价格



图二：黄金基差



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(2) 比价

金银比方面，约为 57.51，上周呈现显著收窄态势，5月5日当周，金银比约为 62.05。随后白银涨幅明显快于黄金，5月11日白银现货价格报 85.85 美元/盎司，金银比快速收窄至 55.30，表明白银同时在吸纳工业需求和投资需求的双重买入资金。然而5月15日白银价格大幅跳水，日内跌幅一度超 7%，击穿 80 美元/盎司，最低触及 77.53 美元/盎司，最终报 78.46 美元/盎司，跌近 6%。白银波动幅度显著大于黄金，反映出白银作为工业金属和贵金属双重属性的品种在当前宏观环境下的高弹性特征。

金铜比方面，5月12日当周铜价受全球供应扰动及工业需求预期支撑维持偏强态势，COMEX 黄金回落而 LME 铜相对坚挺，金铜比有所回落，表明市场风险偏好阶段性回升，资金在贵金属与工业金属之间出现再平衡。

金油比方面，中东局势反复导致国际油价重回 100 美元/桶上方。5月12日，布伦特原油最高触及 108 美元/桶，WTI 盘中触及 102 美元/桶上方。同期伦敦金现货回落至 4550-4700 美元/盎司区间，金油比显著压缩，反映了当前阶段“油涨金跌”的结构性背离——油价受供给端冲击和中东地缘风险推升，而黄金则因高油价引发的加息预期而承压。



图三：WTI 原油、LME 铜



图四：金银比



图五：金铜比



图六：金油比



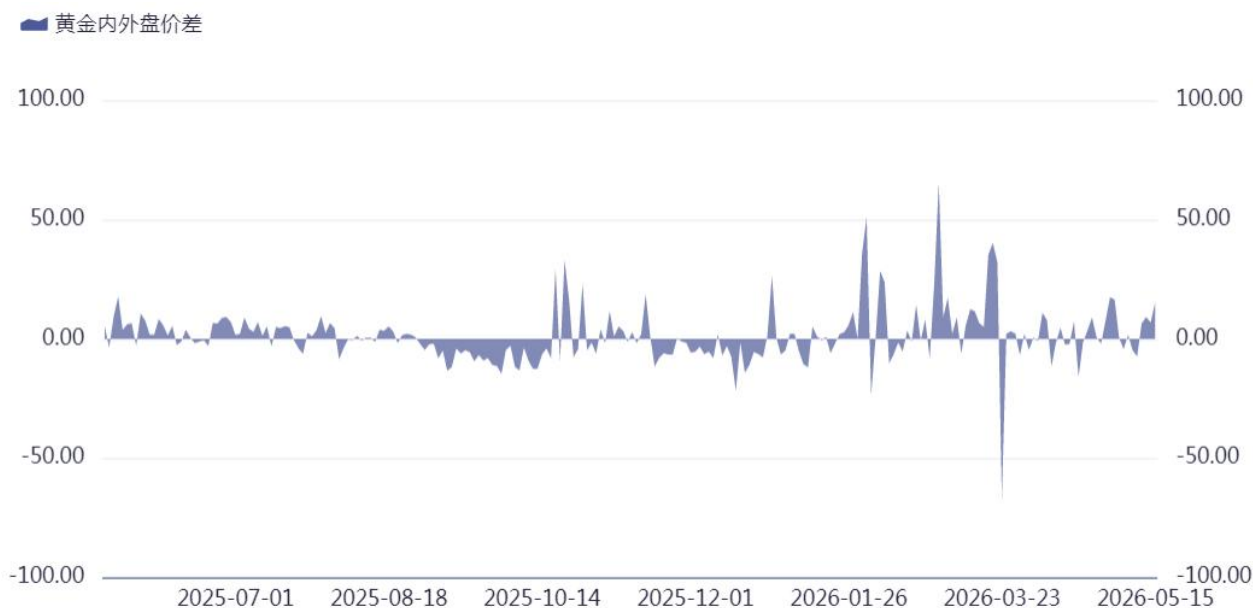
数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(3) 内外盘价差

约为 15.32 元/克，上周内外盘价差呈现先收敛后走阔的特征。至 5 月 15 日，随着国际金价大幅跳水，内外盘价差明显走阔。价差走阔反映出国内市场需求韧性——在国际金价急跌过程中，国内买盘承接力度相对较好，溢价空间扩大。上海金较伦敦金呈现小幅溢价，主要受国内黄金需求相对稳定以及人民币汇率波动影响。

图七：内外盘价差





数据来源：同花顺，安粮期货研究所

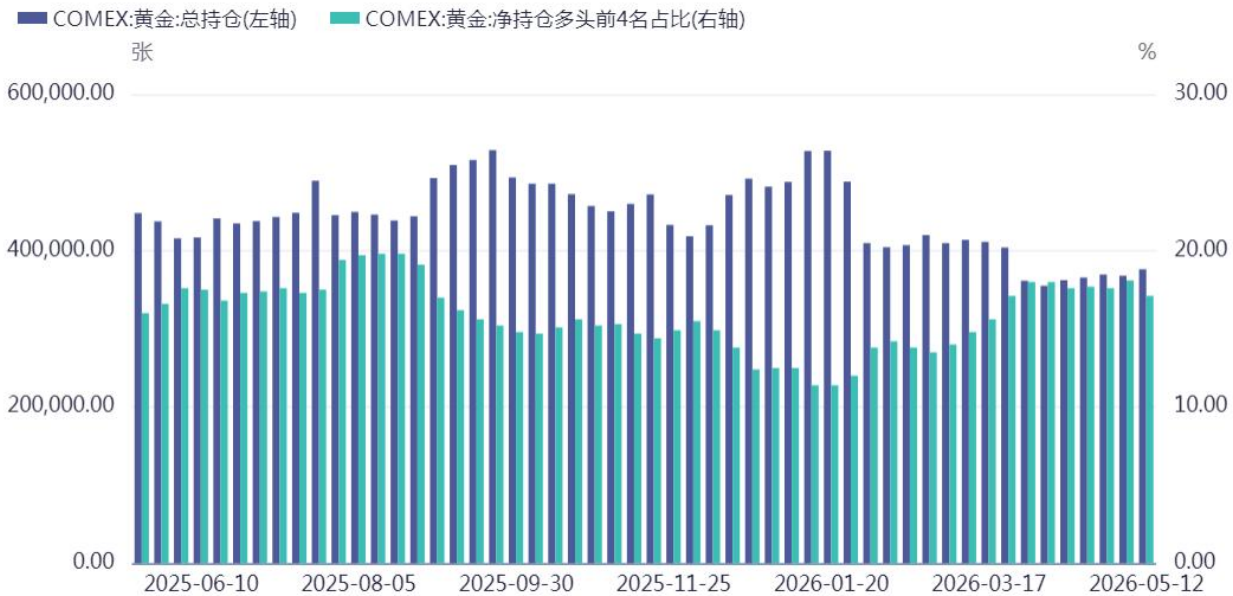
2. 黄金持仓情况

根据CFTC公布的最新数据,截至5月12日当周,COMEX黄金期货和期权总持仓量为545,067手。分类持仓结构为:基金多头212,267手,空头47,093手,套利170,206手;商业多头106,575手,空头312,150手;投机多头56,019手,空头15,618手。较5月5日当周总持仓量增加18,080手,其中基金多头增仓8,780手,商业空头增仓13,627手。

从投机性净多头来看,截至5月12日的统计周内,黄金市场投机性净多头持仓上调4,963手,总规模达到100,627手。白银投机性净多头增加5,254手至16,195手;铜投机性净多头增加更为显著,单周增加10,380手至73,523手。

值得关注的是,CFTC报告截至5月12日当周的数据反映的是金价尚处4700美元上方时的持仓状况。彼时投机资金仍在加仓贵金属多头,反映出对后续价格走势的看涨预期有所增强。但5月15日金价大幅跳水后,不排除后续报告显示多头出现阶段性减仓的可能,需持续跟踪下一期数据变化。

图八：黄金总持仓量



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 汇率

美元指数：美元指数上周表现强势，已上涨超过 1%，有望创下自 3 月中旬以来最佳单周表现。5 月 15 日，美元指数再度走强站稳 99 关口，创两周新高，日内波动上行，多头格局明显。

美元走强的核心驱动来自美国连续两份通胀数据均超预期。美国 4 月 PPI 年率为 6%，创下三年多来最大涨幅；核心 PPI 年率为 5.2%。能源价格高企是推升 PPI 的根本原因。市场对美联储未来一年内加息的押注大幅升温，这与一个月前普遍预期的降息形成鲜明对比。美国利率期货显示，到明年 1 月美联储加息的概率超过 50%。

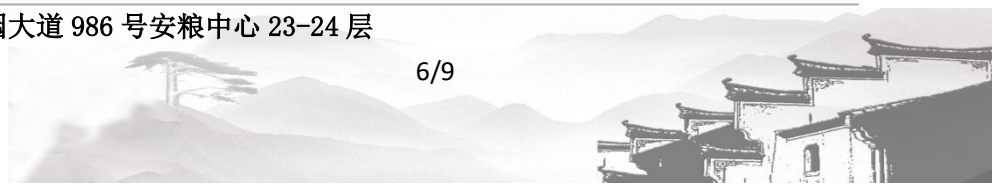
从技术面看，美元指数自前期高点 110.18 回落后，在触及 95.51 的低点后波动反弹，目前运行在空头趋势下的反弹格局之中。

人民币汇率：上周人民币汇率延续强势表现。5 月 7 日，离岸人民币对美元汇率升破 6.80 元关口，创逾三年新高，在岸人民币距离升破 6.80 元也仅一步之遥。5 月 11 日，在岸、离岸人民币双双走强，共同进入 6.7 区间，创下三年以来新高。年初至今，在岸、离岸人民币累计升值幅度均超 2.5%。

人民币走强主要受多重因素支撑：一是中东局势缓和后美元阶段性走弱；二是中国出口向好、经济基本面稳中加固；三是外汇储备规模回升提供信心支撑——4 月末中国外汇储备升至 34,105 亿美元，较 3 月末上升 684 亿美元，升幅 2.05%，为近 28 个月以来最大单月环比增幅。

人民币偏强对以人民币计价的国内黄金价格形成一定压制，部分解释了沪金溢价在前期收窄至-1.5 元/克的现象。但 5 月 15 日国际金价急跌时国内溢价反而走阔，表明在避险情绪升温时，国内投资者对黄金的配置意愿依然较强。

美债利率：美国 10 年期国债收益率上周大幅上行，基准收益率升至接近一年高位。收益率上行的驱动因素清晰：美国 4 月 CPI 同比上涨 3.8%，为 2023 年 5 月以来最大涨幅；PPI 同比上涨 6%，创 2022 年 12 月以来最高水平。通胀数据接连超预期使得市场对美联储降息的预期显著降温，甚至开始为加息定价。



CME FedWatch 数据显示（截至 5 月 12 日），交易员定价美联储 2026 年 12 月加息概率约 30%，到 2027 年 4 月加息概率超过 70%。高盛和美国银行近期均推迟了对美联储降息时间的预测，美国银行预计美联储今年将维持利率不变。波士顿联储总裁柯林斯和明尼阿波利斯联储总裁卡什卡利均表示，若通胀压力不减，可能需要加息。

利率预期的快速重定价直接推升了黄金的机会成本。在不产生利息或股息的情况下，利率上升意味着持有黄金的相对成本增加，这是上周金价下跌最直接的传导机制。

图九：美债收益率



图十：美元指数



图十一：人民币汇率



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

二、宏观事件

1. 美联储

上周美联储政策预期出现显著转向。一个月前，市场还在普遍预期年内降息，如今已转向定价加息概率。美国 4 月 CPI 同比 3.8%（前值 3.3%）、PPI 同比 6%（前值 4.02%）均大幅超预期，能源价格高企是通胀反弹的核心驱动因素——4 月汽油价格同比上涨 28.4%。

美联储官员密集释放鹰派信号。波士顿联储总裁柯林斯与明尼阿波利斯联储总裁卡什卡利均表示，若通胀压力不减，可能需要加息。堪萨斯城联储主席施密德将通胀视为美国经济面临的最大风险，但同时强调经济展现出“非凡韧性”。美联储主席鲍威尔将当前经济状态描述为“令人不安的平衡”——劳动力市场稳健（4 月失业率 4.3%），但通胀仍远超 2% 目标。

从通胀深层结构看，中东冲突推升油价→PPI 上行→CPI 传导→通胀预期上升→加息预期升温的链条清晰。但与此同时，经济增长也在承压：高能源成本正在侵蚀消费者购买力，汽油支出大幅增加迫使消费者削减其他领域开支。美联储面临“控通胀”与“保增长”的双重困境，短期内政策路径高度依赖后续通胀数据和中东局势演变。

2. 地缘

中东局势仍是影响金价走势的核心变量之一。5 月 5 日前后，美伊和谈曙光一度令市场风险偏好回暖——有报道称美国与伊朗正接近达成协议，美元下跌、油价重挫，全球股市攀升。但此后停火谈判再度陷入僵局，油价回升至 100 美元/桶上方，金价则在“通胀→加息”逻辑下承压。

霍尔木兹海峡的实质封锁状态是油价持续高企的结构性原因。该海峡承担着全球约五分之一石油和液化天然气运输，围绕其通航前景的各种消息扰动，成为原油和黄金价格此涨彼跌的直接因素。

值得关注的是，2026 年以来黄金对地缘政治风险的反应逻辑出现了阶段性变化。传统逻辑下，地缘冲突升温→避险需求→黄金上涨；但当前传导路径变为：地缘冲突升温→油价上涨→通胀加剧→加息预期→美元走强→黄金承压。市场人士指出，这与 2022 年俄乌冲突后的市场模式类似，只是变化速度更快。

富达国际在 5 月月度观察中指出，对中东局势的基本判断是“曲折缓解”，冲突扰动将在一段时间内逐步消退，但当前经济周期的不确定性明显上升，且更加依赖于中东局势的具体发展路径。

3. 美国经济数据



通胀数据，4月CPI同比上涨3.8%，高于预期的3.7%，为2023年5月以来最高读数。这已是连续第二个月加速——3月为3.3%，2月为2.4%，两个月内通胀攀升1.4个百分点，能源价格（汽油同比涨28.4%）是主要推手。4月PPI同比上涨6%，核心PPI同比上涨5.2%，均远超4.9%和4.3%的市场预期。PPI作为CPI的3-6个月领先指标，预示美国通胀水平短期内或进一步走高。

就业数据，上周初请失业金人数略增至21.1万人，显示就业市场整体稳定。今年前四个月平均每月新增就业岗位7.6万个，较2025年每月1万个的增幅明显回升，4月失业率稳定在4.3%。

GDP预期，亚特兰大联储5月14日更新的GDPNow模型预测，2026年二季度美国GDP季调年化环比增长4.0%，较上周预测的3.7%有所上调。

综合来看，美国经济呈现“通胀偏高+增长韧性”的组合，这为美联储维持高利率甚至进一步收紧提供了数据层面的基础，对黄金短期走势构成压制。但同时也需注意，能源成本持续高企可能逐步侵蚀消费能力，经济前景的隐忧并未消除。

4. 中国央行

中国人民银行持续增持黄金。5月7日公布的数据显示，截至2026年4月末，中国黄金储备达7464万盎司（约2321.56吨），较3月末增加26万盎司（约8.09吨），为连续第18个月增持黄金，且当月增持力度为近16个月以来最大。

从增持节奏看，中国央行自2024年11月恢复购金以来，截至2026年4月累计增持约57吨。世界黄金协会分析认为，央行购金呈现一定战术择时特征：2026年1-2月金价上行期间，月度增持约1吨；3月金价回调之际，央行大举增持5吨；4月进一步升高至超8吨。

在全球层面，世界黄金协会数据显示，2026年一季度全球央行净购金244吨，仍高于上季度水平及五年均值。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

上周金价走势受多重因素共振驱动，短期下跌压力集中释放。美国4月CPI、PPI数据双双超出市场预期，引发市场对美联储利率路径的重新定价，加息预期升温推动美元指数上周上涨超1%并站稳99关口上方，美债收益率同步攀升，既推升了黄金的持有机会成本，又通过计价货币走强抑制了全球买盘需求，成为金价下跌的核心驱动逻辑。同时，印度作为全球第二大黄金消费国，于5月13日宣布将黄金和白银进口关税从6%提高至15%，次日进一步收紧珠宝出口商的黄金免税进口规则，此举可能对实物黄金需求产生短期扰动；而白银此前受供给端叙事推动走高后，因相关逻辑弱化出现技术破位，国内白银期货单日跌幅超10%，也对贵金属板块整体表现形成连带拖累。

尽管短期面临多重压制，但黄金的中长期支撑逻辑依然稳固。全球央行购金行为持续，中国央行已连续18个月增持黄金，2026年一季度全球央行净购金规模达244吨，为金价提供了坚实的底部支撑。地缘政治层面，中东局势仍处于“曲折缓解”的进程中，围绕霍尔木兹海峡的相关风险尚未根本解决，地缘风险溢价将持续存在。通胀方面，能源价格高企的传导效应与供应链扰动，使得全球通胀中枢维持偏高水平的可能性较大，通胀回落路径充满变数，为黄金提供了基本面的长期支撑。此外，美元与黄金存在非对称敏感关系，美元走强阶段黄金跌幅相对有限，而若未来美国经济在高利率环境下承压导致美元走势转向，黄金有望展现出更大的上行弹性，当前美元指数的反弹态势从中长期来看仍存在不确定性。

2. 技术面与关键价位

3月金价回调在200日均线 and 4075美元/盎司附近获得关键支撑，但反弹受阻于55日均线。金价短期关键在于能否守住4500美元/盎司附近的支撑区间，若该区域失守则可能再度下探200日均线。上方4800美元/盎司附近构成重要阻力位，短期金价或在4500-4800美元/盎司



司的宽幅区间内维持波动整理格局。

总体而言，当前黄金市场处于短期利空集中释放与中长期支撑逻辑坚实的博弈阶段。通胀路径、美联储政策预期以及中东地缘局势的演变，将是未来数周决定金价方向的关键变量。

图十二：黄金近期走势图



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 本周焦点事件

关注 G7 财长和央行行长会议、中国 70 城住宅销售价格月度报告、中国 4 月社会消费品零售总额、中国 4 月规模以上工业增加值、美国 5 月 NAHB 房地产市场指数（5 月 18 日）；

德国 5 月 IFO 商业景气指数、英国 4 月 CPI、美国 4 月新屋开工总数、美国 4 月营建许可总数、美国 4 月成屋销售总数（5 月 19 日）；

美联储 FOMC 货币政策会议纪要、日本央行利率决议及行长新闻发布会、美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值、美国当周 EIA 原油库存（5 月 20 日）；

欧洲央行利率决议及新闻发布会、英国 5 月 CBI 工业订单差值、美国 4 月核心 PCE 物价指数、美国当周初请失业金人数、美国一季度 GDP 修正值（5 月 21 日）；

日本 5 月 CPI、德国 5 月 GDP、美国 4 月个人支出、美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值、美国 4 月耐用品订单（5 月 22 日）。

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。