

华联期货**黄金**周报

—— 短期或再次出现恐慌情绪

20260517

段福林

■ 0769-22110802

■ 期货从业资格号：F3048935

■ 期货交易咨询从业证书号：Z0015600

审核人：蒋琴，期货从业资格号：F3027808，期货交易咨询从业证书号：Z0014038

- 1 周度观点及策略
- 2 期现市场
- 3 通胀、利率
- 4 美国经济
- 5 黄金供需平衡表
- 6 汇率&美元指数
- 7 黄金内外价差
- 8 黄金基差
- 9 金银油比价

周度观点及策略

基本面观点

- ◆ 走势：2026年伦金和沪金二大指数涨跌幅分别为7.67%和2.74%；上周伦金和沪金涨跌幅分别为-1.36%和-3.26%。
- ◆ 通胀：2022年6月CPI数据创新高9.1%，随后连续温和下行。PCE也是2022年6月见顶回落。核心CPI和核心PCE数据出现下行趋势。2024年9月以来CPI强势震荡，核心通胀保持平稳。美国4月CPI同比上涨3.8%，环比大幅上升0.6%，创2024年5月以来最高水平；4月核心CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.4%，均超市场预期。PCE和核心PCE也同样大幅上涨。地缘政治升级，油价大幅上涨，通胀已再起。
- ◆ 利率：2023年10月中下旬美国中期国债利率震荡下行，一直延续至今年1月；2024年宽幅震荡后，2025年国债收益率继续震荡回落至2023年以来的低点附近震荡反复，2月以来企稳连续反弹后震荡上涨突破前高。
- ◆ 供需：从黄金供需平衡表来看，当黄金供需紧平衡时，有助于黄金价格上涨，但黄金供需处于弱平衡时，对黄金价格影响不大。2024全球黄金供需出现宽松，主要是库存上升，此外央行购金继续保持1000吨以上。2024年国内黄金供需仍处于紧平衡，供应同比小幅增加；需求出现结构变化，首饰需求下降，而金条金币和投资需求大幅上升。2025年全球和国内投资需求大幅增加，创历史新高。由于黄金税收新政，未来对国内实物金影响较大，2026年国内黄金首饰一季度需求大幅下降，但黄金投资和金条大幅上涨，符合预期。
- ◆ 美国经济：美国劳工部公布数据显示，4月季调后新增就业11.5万人，显著高于预期6.5万人，创2024年以来最大两月增长记录。2月新增非农就业人数自降9.2万人修正至降13.3万人；失业率维持4.3%；平均每小时工资环比回升0.2%。

- ◆ 展望：上周五沪金低开低走，大幅下跌，预计仍在震荡消化中。美联储沃什拟任美联储主席时间临近，市场担忧缩表政策，短期或再次出现恐慌情绪。5月美联储议息会议维持利率不变，预计美联储维持更久的利率不变，对贵金属的影响中期偏弱。美伊谈判或进入尾声，地缘风险因素基本排除，符合预期。另外，随着霍尔木兹海峡将通航，通胀压力继续缓和，加息预期或消除，但美联储新主席后续缩表表态或影响中期趋势，长期因素去美元化利好仍未变化。综上所述，短期黄金或继续震荡消化。
- ◆ 操作上建议短线谨慎操作，等待企稳再做多。期权上，买入的看涨期权建议止损，供参考。
- ◆ 风险因素：1、美联储缩表加息；2、美元走强。

期现市场

黄金走势

图：AU2606



资料来源：WIND、华联期货研究所

上周黄金震荡下跌，再次考验1000。

图：上海黄金交易所黄金走势



资料来源：WIND、华联期货研究所

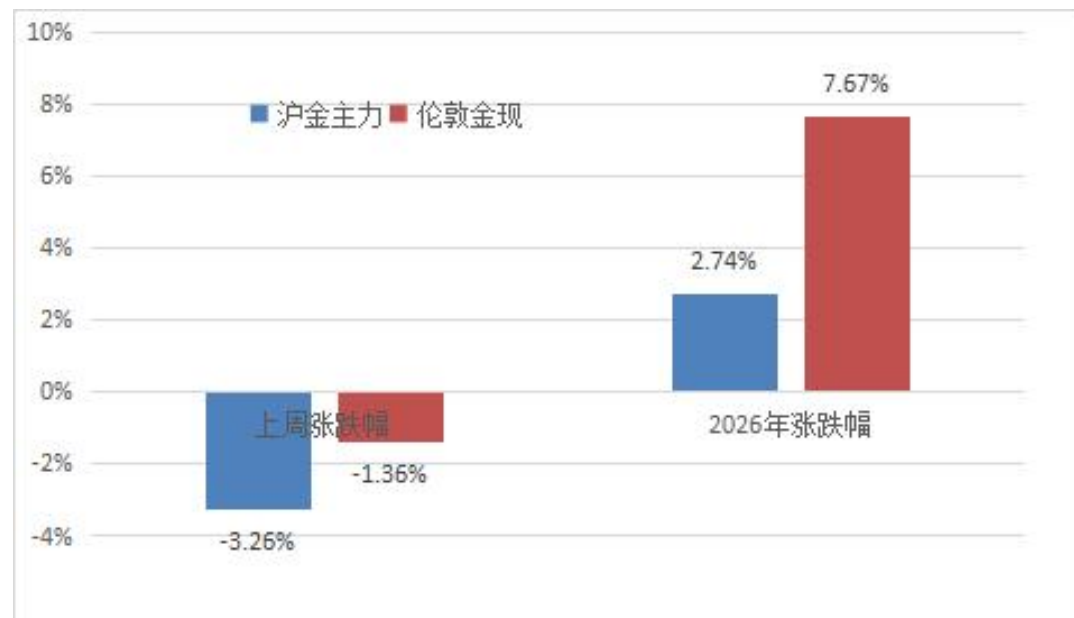
黄金走势

图：黄金指数走势



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：黄金涨跌幅



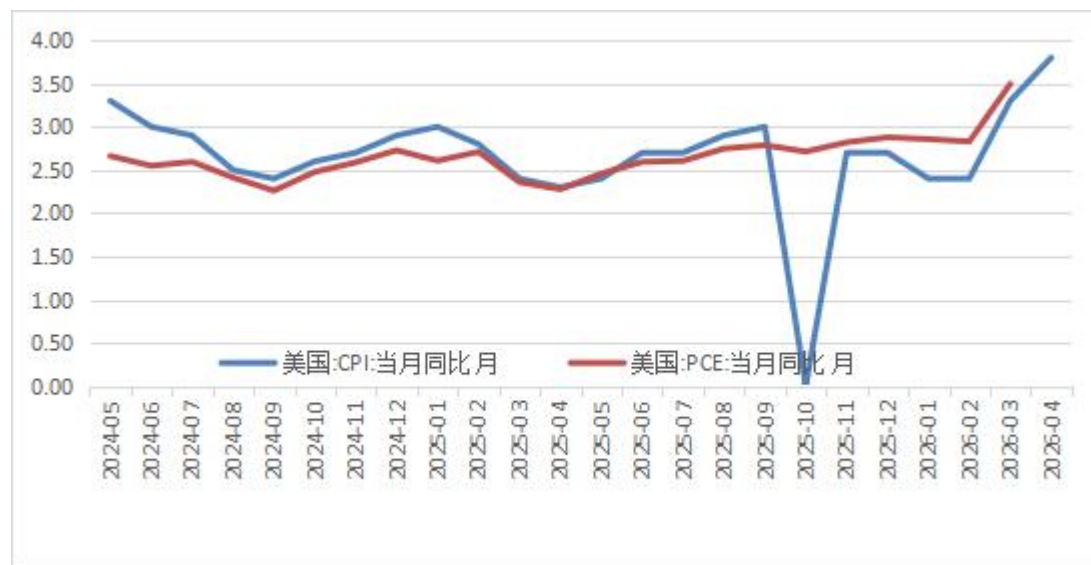
资料来源：WIND、华联期货研究所

2026年伦金和沪金二大指数涨跌幅分别为7.67%和2.74%；
 上周伦金和沪金涨跌幅分别为-1.36%和-3.26%。

通胀

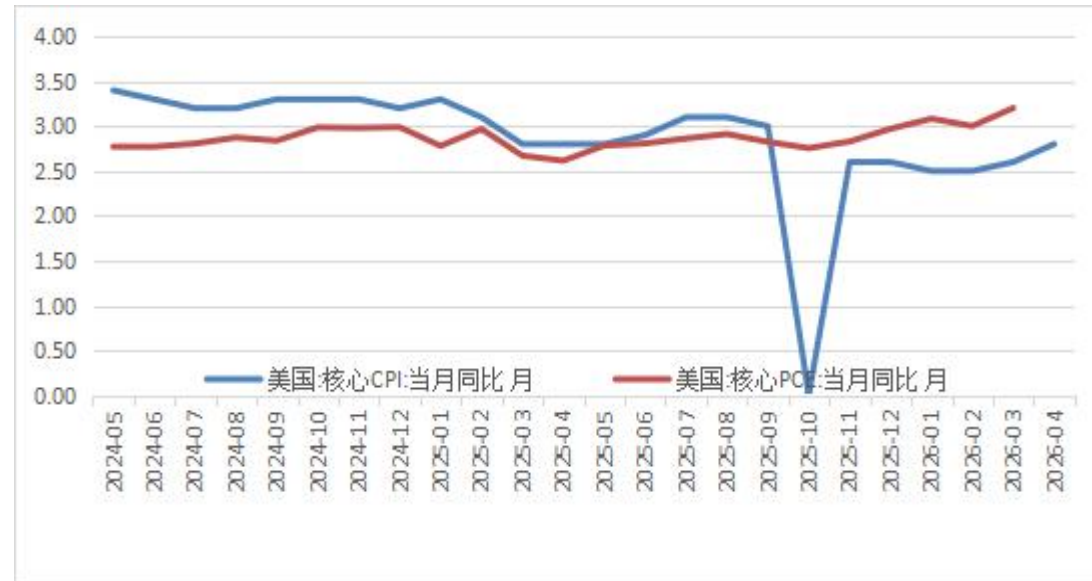
美国通胀

图：CPI/PCE



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：核心CPI/PCE



资料来源：WIND、华联期货研究所

2022年6月CPI数据创新高9.1%，随后连续温和下行。PCE也是2022年6月见顶回落。核心CPI和核心PCE数据出现下行趋势。2024年9月以来CPI强势震荡，核心通胀保持平稳。美国4月CPI同比上涨3.8%，环比大幅上升0.6%，创2024年5月以来最高水平；4月核心CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.4%，均超市场预期。PCE和核心PCE也同样大幅上涨。地缘政治升级，油价大幅上涨，通胀已再起。

请务必阅读正文后的免责声明。本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

利率

实际利率

图：实际利率



资料来源：WIND、华联期货研究所

实际利率继续下行。

图：短期利率



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：中长期利率



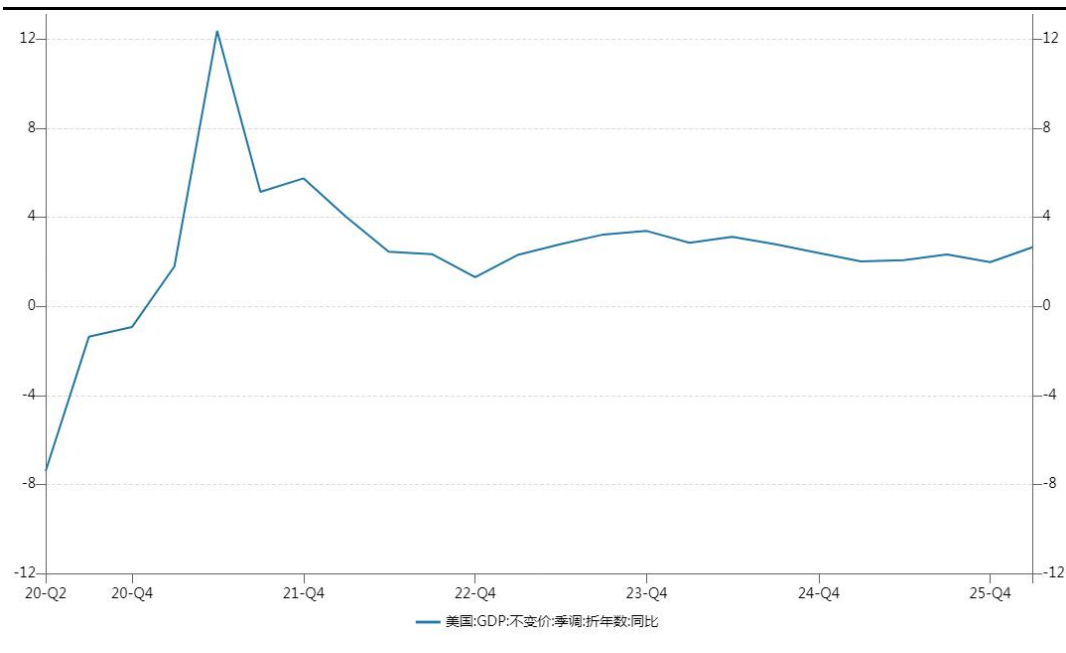
资料来源：WIND、华联期货研究所

2023年10月中下旬美国中期国债利率震荡下行，一直延续至今年1月；2024年宽幅震荡后，2025年国债收益率继续震荡回落至2023年以来的低点附近震荡反复，2月以来企稳连续反弹后震荡上涨突破前高。

美国经济

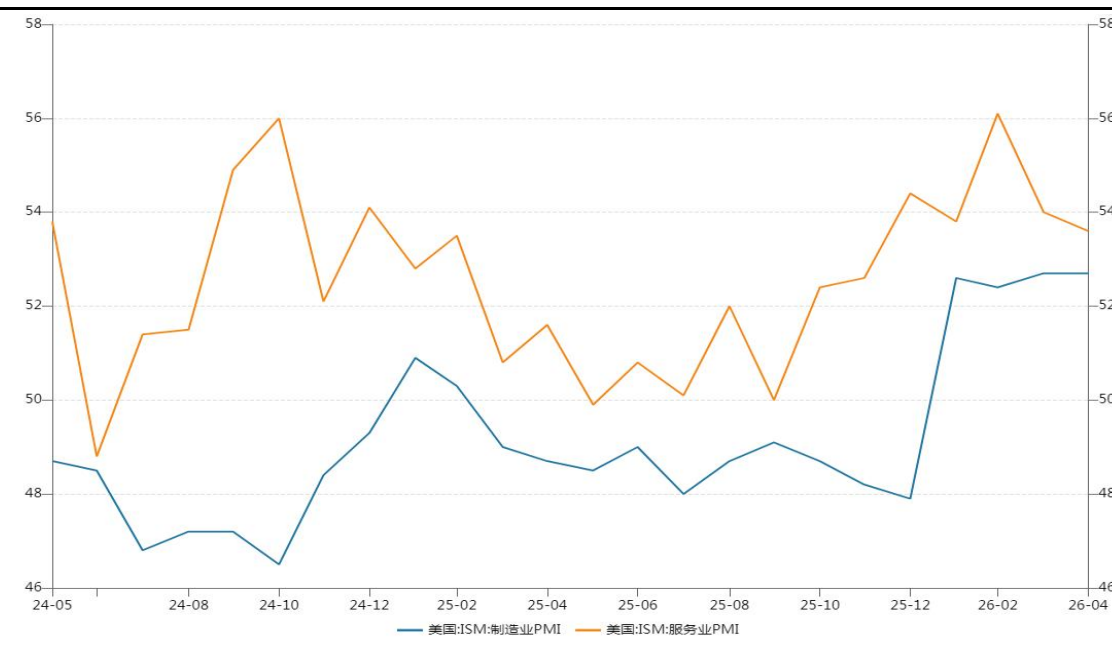
美国经济

图：美国GDP



资料来源：WIND、华联期货研究所

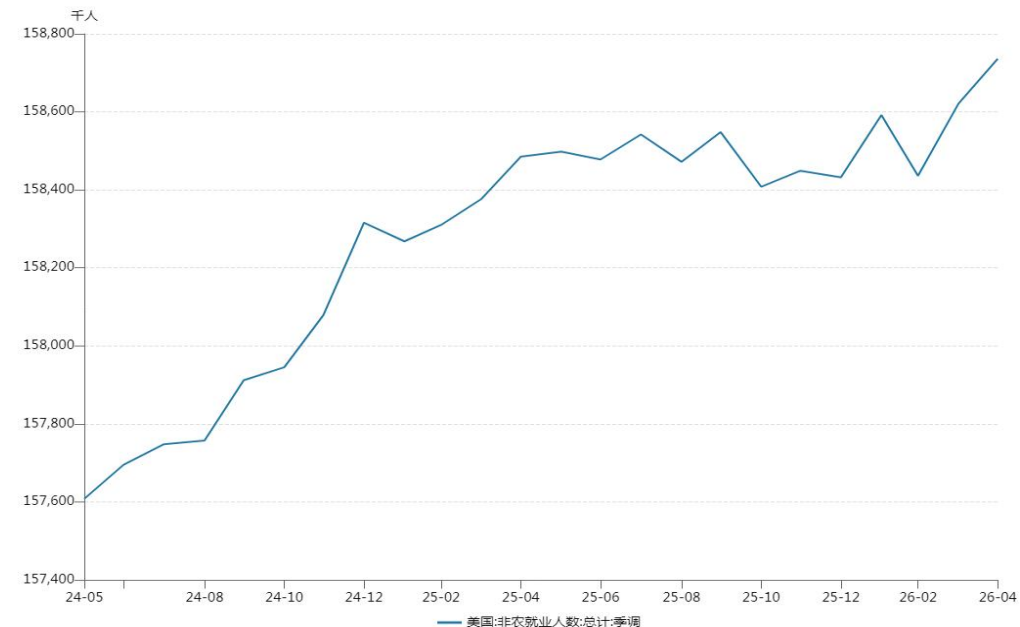
图：美国PMI



资料来源：WIND、华联期货研究所

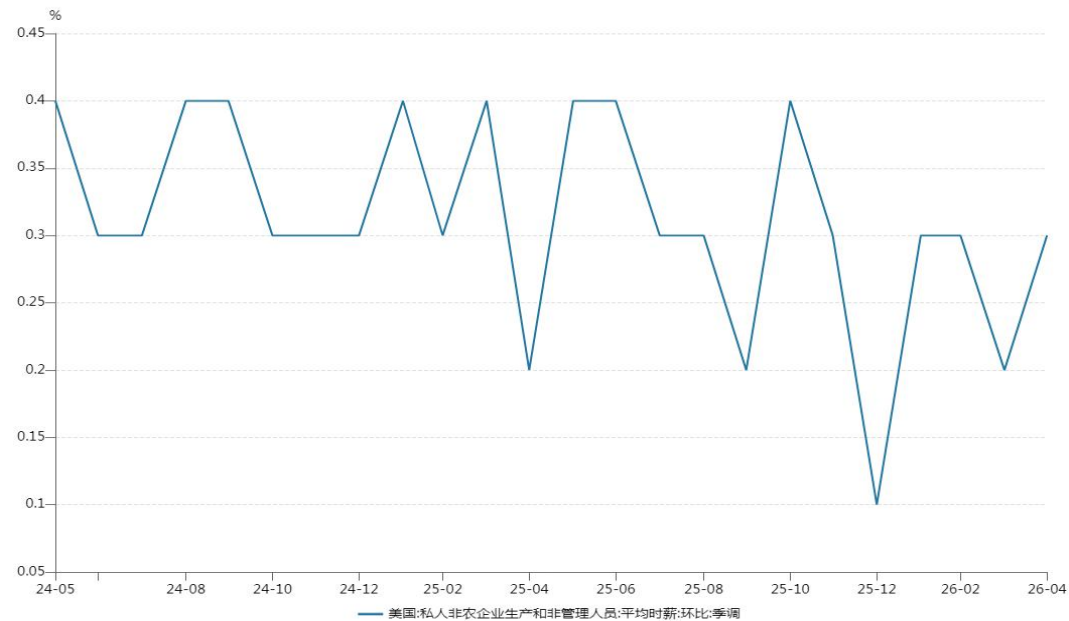
美国一季度GDP同比上涨2.66%，由2%回升0.66%。美国2026年4月ISM制造业PMI录得52.7，同3月一样；2026年4月服务业PMI53.6，继续回落0.4%。

图：美国非农就业数据



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：平均时薪环比涨跌幅



资料来源：WIND、华联期货研究所

美国劳工部公布数据显示，4月季调后新增就业11.5 万人，显著高于预期6.5 万人，创 2024 年以来最大两月增长记录。2月新增非农就业人数自降9.2万人修正至降13.3万人；失业率维持4.3%；平均每小时工资环比回升0.2%。

黄金供需平衡表

黄金供需平衡表

图：全球黄金供需平衡表

(单位:吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总供应	4448.8	4785.7	4684.1	4772.3	4877.9	4721	4666.1	4754.5	4930.4	4958.5	5002.3
储备	33017.94	33594.05	33997.72	34232.55	34781.93	35287.76	35512.65	35459.5			
矿产金	3366.3	3515.4	3578.2	3652.5	3598.5	3474.7	3560.7	3611.9	3636.2	3645.8	3671.6
回收金	1069.6	1232.7	1111.4	1132.2	1273.2	1292.2	1149.9	1144.1	1238.9	1366.8	1404.3
生产者套期保值	12.9	37.6	-25.5	-12.4	6.2	-45.9	-44.5	-1.5	55.3	-54.1	-73.6
伦敦金银市场协会	1160	1251	1257	1268	1393	1770	1799	1725.9	1940	2386	3431.5
实物需求	4369.3	4391.8	4278.3	4448.9	4344	3858.8	4021.4	4740.8	4467.8	4624.3	4999.4
珠宝制造	2479.2	2018.8	2257.5	2284.6	2137.7	1327.4	2221	2189.8	2192.2	2026.8	1638
科技	331.7	323	332.6	334.8	326	302.8	330.2	308.5	297.8	326.2	322.8
投资	978.8	1655.1	1309.6	1173.3	1274.9	1773.6	1007.1	1106.8	940.7	1181.9	2175.3
央行	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	255	463.1	1135.7	1037.1	1089.4	863.3
伦敦金银市场协会	1160	1251	1257	1268	1393	1770	1799	1725.9	1940	2386	3431.5
供需差值	79.5	393.9	385.8	323.4	533.9	1062.2	644.7	13.7	462.6	334.2	2.9
实物库存增加		87.20	303.90	-354.86	864.94	2128.37	-33.76	-915.60	-464.10	69.57	948.71
LBMA库存		7523.34	7826.32	7491.40	8325.56	9536.73	9637.16	9052.61	8686.39	8686.05	9106.38
COMEX库存	197.58	284.87	284.37	262.33	270.57	1186.79	1051.46	720.96	623.34	681.18	1127.00
SHFE库存	1.03	0.93	2.31	2.46	1.77	2.73	3.89	3.34	3.08	15.15	97.70
净平衡	481.10	689.70	-31.46	1398.84	3190.57	610.94	-901.90	-1.50	403.77	951.61	
LBMA黄金年收盘价	1250.00	1257.30	1268.50	1393.50	1774.95	1799.55	1942.30	2062.60	2624.16	4318.00	
SHFE黄金年收盘价	269.8023	277.9691	273.87	314.7845	389.5261	374.7	411.2	482.16	619.06	980	

资料来源：世界黄金协会、华联期货研究所

从黄金供需平衡表来看，当黄金供需紧平衡时，有助于黄金价格上涨，但黄金供需处于弱平衡时，对黄金价格影响不大。2024全球黄金供需出现宽松，主要是库存上升，此外央行购金继续保持1000吨以上。2024年国内黄金供需仍处于紧平衡，供应同比小幅增加；需求出现结构变化，首饰需求下降，而金条金币和投资需求大幅上升。2025年全球和国内投资需求大幅增加，创历史新高。由于黄金税收新政，未来对国内实物金影响较大，并且黄金高位，2026年国内黄金首饰一季度需求大幅下降，但黄金投资和金条大幅上涨，符合预期。

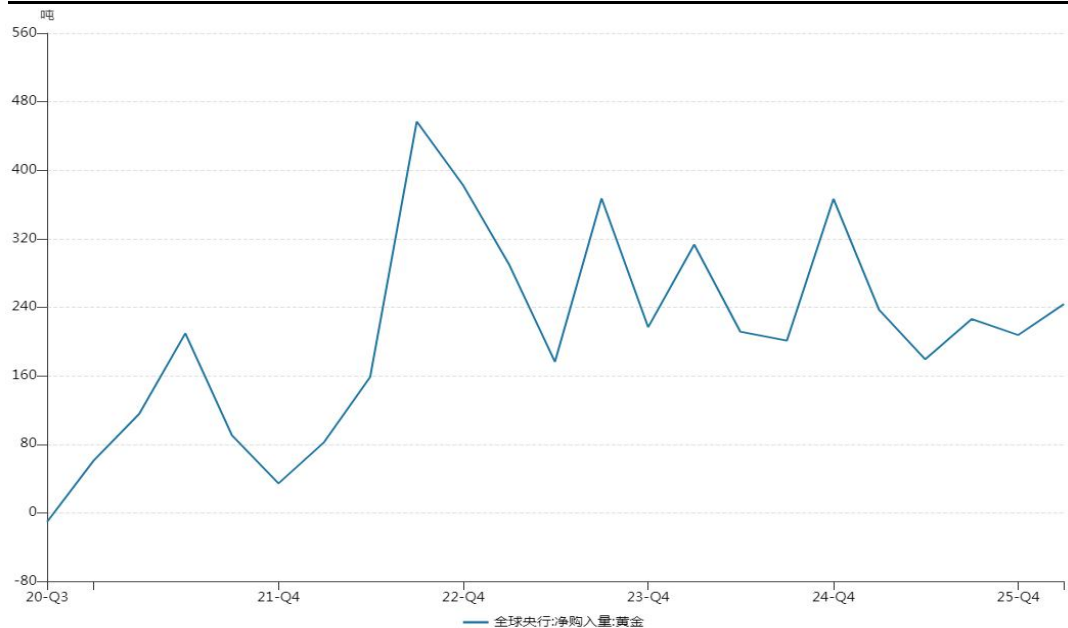
图：国内黄金供需平衡表

	2023年	2024年	2025年	2026Q1	2025Q1	2025Q2	2025Q3
供应	519.289	534.106	552.02	136.23	140.83	255.761	392.931
储备	2235.41	2279.57	2306.32	2313.48	2292.33	2298.55	2303.52
矿产金	297.258	298.408	381.339	81.065	61.772	139.413	271.782
有色副产金	77.897	78.834			25.471	39.67	
进口原料金	144.134	156.864	170.681	55.165	53.587	76.678	121.149
需求	1324.61	1082.75	1109.964	360.88	313.962	589.976	876.479
首饰	706.48	532.02	363.836	84.62	134.531	199.826	270.036
金条							
金币	299.6	373.13	504.238	202.062	138.018	264.242	352.116
工业及其他用金	83.61	80.16	82.022	16.61	17.943	41.137	60.578
黄金投资	10.04	53.27	133.118	50.438	23.47	84.771	193.749
央行增持	224.88	44.17	26.75	7.15	12.76	18.97	-2.8
供需差值	-805.321	-548.644	-557.944	-224.65	-173.132	-334.215	-483.548
SHFE库存	3.078	15.15	97.704	106.644	15.675	18.237	70.728
净平衡	-802.243	-533.494	-460.24	-118.006	-157.457	-315.978	-412.82

资料来源：中国黄金协会、华联期货研究所

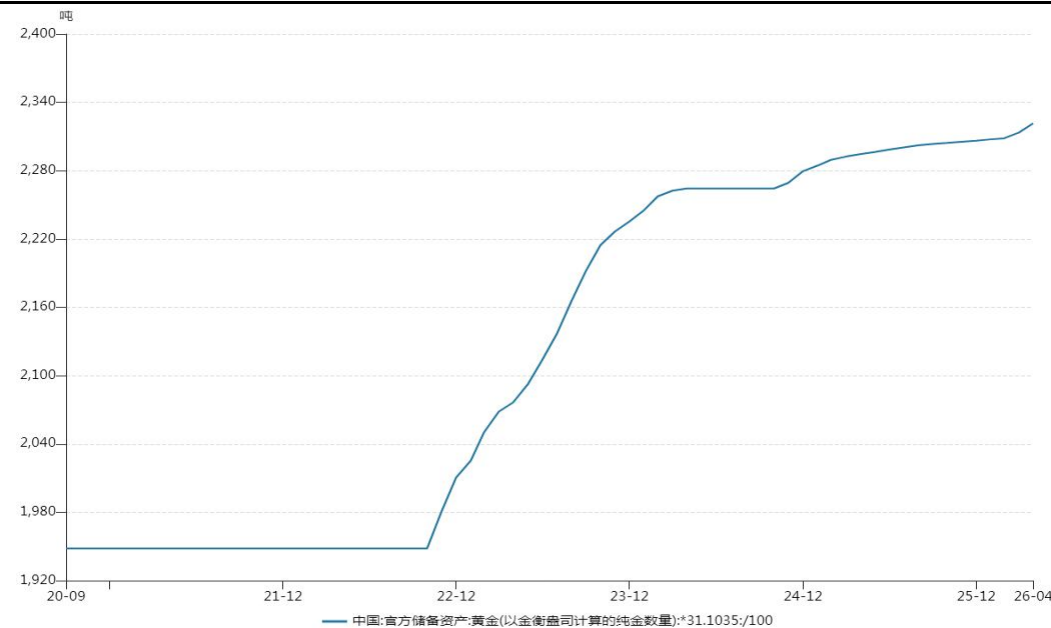
黄金需求

图：央行售金/购金



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：中国央行官方储备黄金量(吨)



资料来源：WIND、华联期货研究所

2025年四季度央行购金量230.25吨，三季度全球央行购金量219.85吨；二度购金量172.02吨；一季度购金量248.57吨。2022年11月以来中国央行不断购金。2022年11-12月购金62.21吨。2023年购金224.88吨。2024年以来购金44.17吨。2025年中国央行购金26.74吨，其中一季度央行购金12.75吨，二季度央行购金6.22吨，三季度央行购金4.98吨；四季度央行购金2.79吨。2026年一季度央行购金7.16吨，4月央行购金8.09吨。

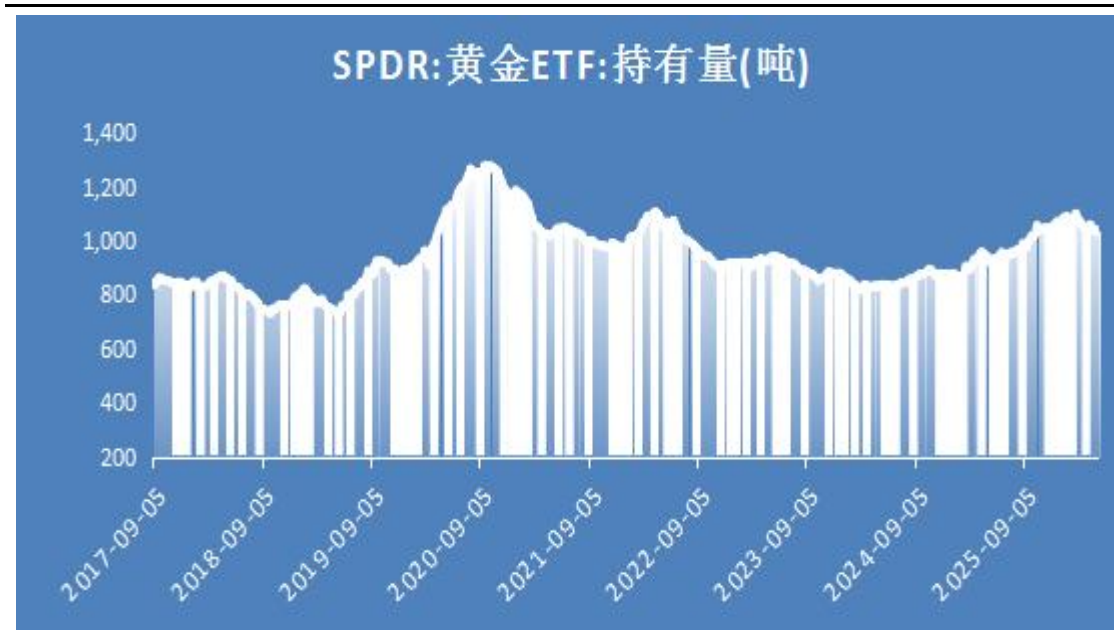
黄金需求

图：黄金ETF



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：黄金ETF



资料来源：WIND、华联期货研究所

ETF需求方面，2023年黄金持有量减持113.69吨。2024年黄金持有量减持28.46吨。2025年黄金持有量增持294.73吨。2026年黄金ETF减持52.03吨，其中上周增持2.55吨。

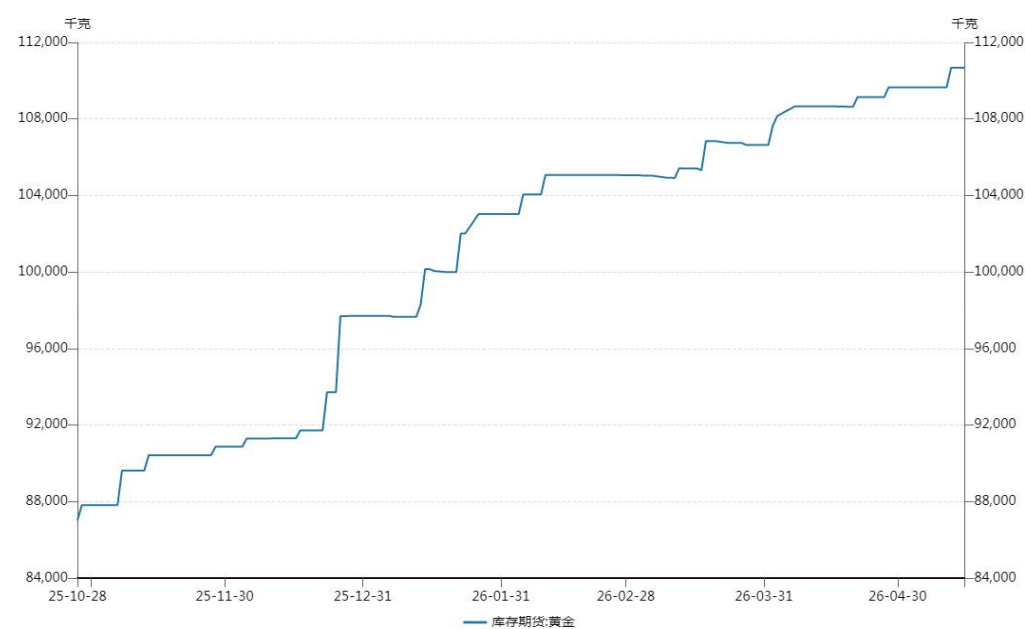
黄金库存

图：COMEX 黄金库存



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：上期所黄金库存



资料来源：WIND、华联期货研究所

汇率 & 美元指数

图：人民币汇率



资料来源：WIND、华联期货研究所

美元指数

图：美元指数



资料来源：WIND、华联期货研究所

美元指数

欧元兑美元



资料来源：WIND、华联期货研究所

美元兑日元



资料来源：WIND、华联期货研究所

英镑兑美元



资料来源：WIND、华联期货研究所

美元兑加元

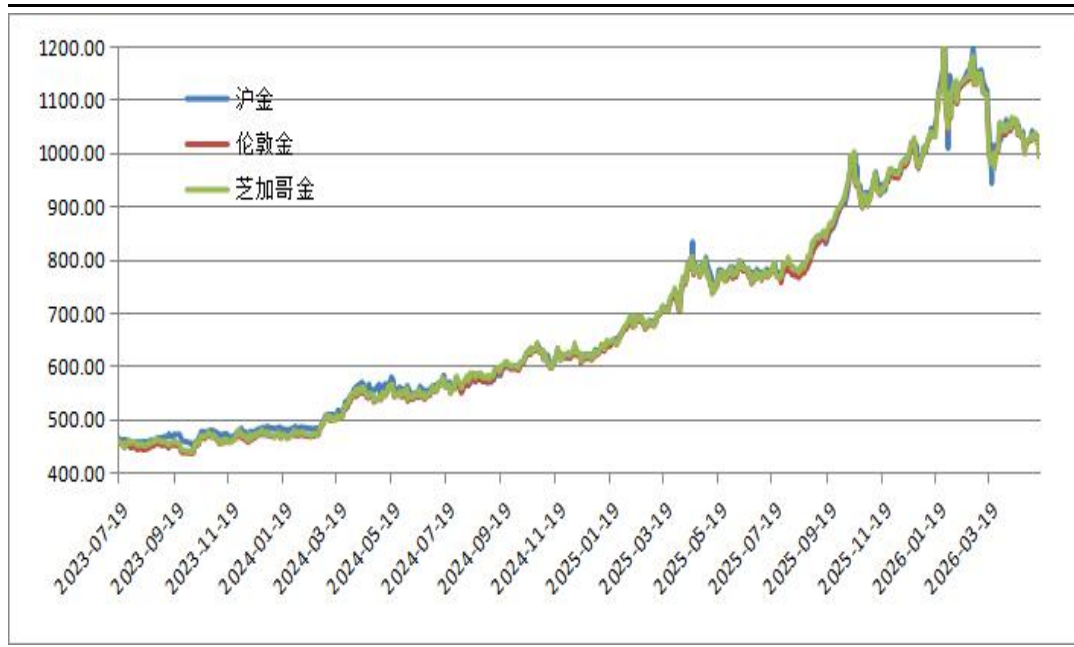


资料来源：WIND、华联期货研究所

黄金内外价差

黄金内外价差

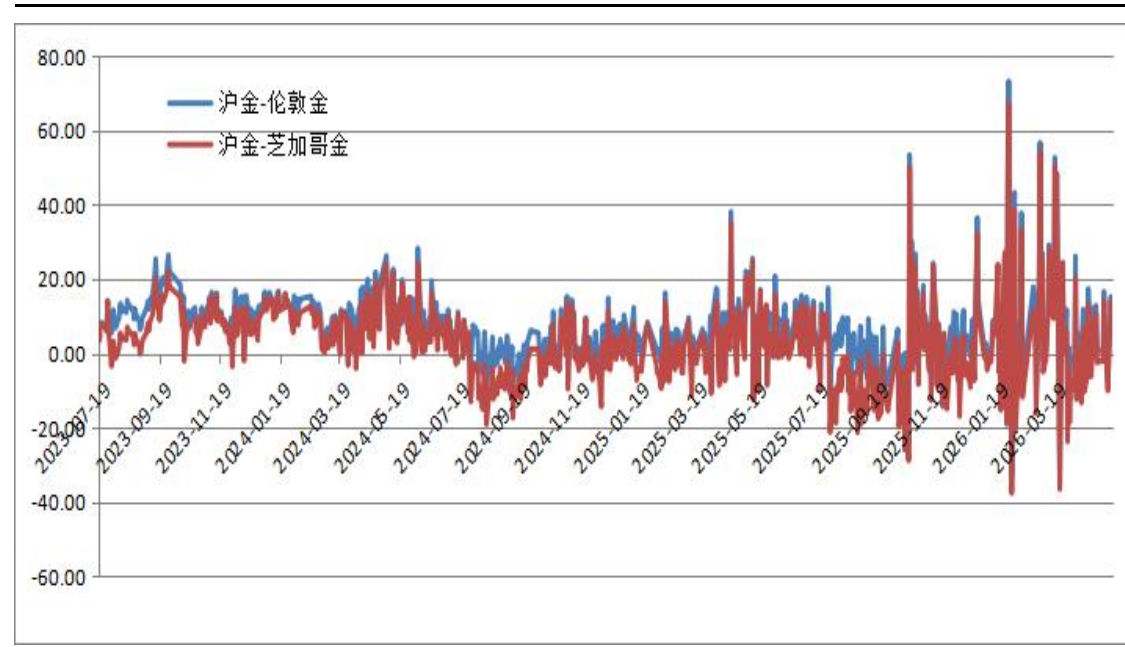
图：内外盘黄金走势



资料来源：WIND、华联期货研究所

沪金小幅溢价，仍在合理水平。

图：内外盘黄金价差



资料来源：WIND、华联期货研究所

金银油比价

图：金银比



资料来源：WIND、华联期货研究所

图：金油比



资料来源：WIND、华联期货研究所

THANKS

THANKS

华联期货 与您同行

研究员承诺：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：本资讯产品/报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本资讯产品/报告中的资料及其来源是可靠的，但并不保证所载信息的完整性和真实性。本资讯产品/报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据，投资者须独立承担投资风险。本资讯产品/报告版权归华联期货所有。仅供交流使用，不构成任何投资建议。