

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20260525-0601）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2026年05月25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：避险逻辑阶段性弱化，金价周线两连跌后寻找支撑

本周看法：本周市场核心关注中东地缘局势演变、美国通胀预期数据以及美联储官员讲话。多空因素交织下，金价短期方向仍不明朗。若美联储加息预期进一步强化，金价或继续面临压力；若地缘风险再度升温，避险情绪可能提供阶段性支撑。

上周看法：上周国际金价延续波动走弱态势，COMEX 黄金期货周线录得两连跌，单周跌幅 1.16%，报收于 4507.9 美元/盎司；伦敦现货黄金围绕 4500 美元/盎司关口反复拉锯。美联储 4 月会议纪要释放鹰派信号、多位官员公开谈论加息可能性，叠加美元指数反弹，对金价形成持续压制。

逻辑判断：

当前黄金市场的核心逻辑在于“通胀上行→加息预期升温→美元走强→金价承压”的间接传导链条。传统避险需求在能源供给冲击背景下被削弱，金价短期受宏观利率和美元因素主导。但中长期来看，全球央行持续购金、国际货币体系多元化趋势为黄金提供结构性支撑。

1. 底层支撑（多头逻辑）：黄金中长期底层支撑逻辑未变，结构性配置价值仍在。全球央行持续购金趋势延续，中国央行连续 18 个月增持且近期加大力度，反映出储备多元化与“去美元化”的长期需求。中东地缘风险并未消除，霍尔木兹海峡等关键通道的脆弱平衡一旦被打破，避险情绪可能快速升温。金价自年初高点大幅回落后，估值压力有所消化。此外，美国消费者长期通胀预期走高，在某种程度上反映出市场对法定货币购买力信心的边际弱化，黄金作为实物保值资产的吸引力在这一背景下有所显现。

2. 核心扰动（空头逻辑）：短期压制主要源自美联储政策预期快速转鹰。4 月会议纪要及沃勒讲话显著抬升了市场对加息的定价，美元指数反弹和美债实际利率上行，直接增加了持有黄金的机会成本。本轮通胀主要由能源供给冲击驱动，并非传统需求拉动型，由此引发的“通胀上行→紧缩预期强化→美元走强”间接链条，使得黄金的“抗通胀”属性阶段性失效。CFTC 持仓数据显示投机性净多头持续缩减，资金轮动至能源等其他板块，技术面在周线两连跌后也呈现偏弱整理格局。在利率前景明朗化之前，黄金作为无息资产的比较劣势较为明显。



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 伦敦现货黄金价格报 4506.82 美元/盎司，本周累计下跌 1.16%，日内最高触及 4545.93 美元/盎司，最低下探至 4492.10 美元/盎司。

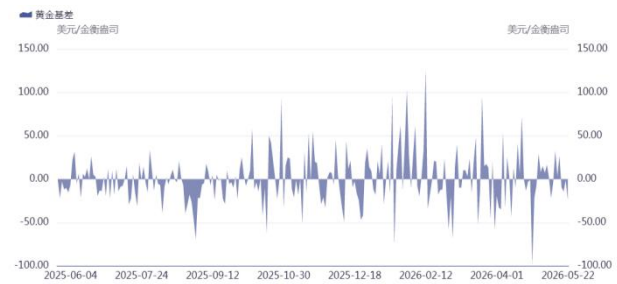
COMEX 黄金期货 结算价报 4507.9 美元/盎司，本周累计下跌 1.16%。

基差方面，约为-24.15 美元/盎司，现货贴水期货。近期基差结构总体在负值区间，反映出市场对短期价格走势保持谨慎。

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，5月5日金银比曾接近 61.5，白银在此轮调整中跌幅大于黄金，反映出贵金属板块整体承压背景下，白银的工业属性使其受到更大冲击。

金铜比方面，较前期有所回落，也与近期美伊和谈出现阶段性进展、全球地缘冲突紧张情绪有所缓和的市场环境相匹配。

金油比方面，随着中东地缘冲突持续推高原油价格，WTI 原油一度重回 100 美元/桶上方，而金价受加息预期压制走弱，金油比有所回落。国际货币基金组织此前警告，若中东冲突拖延至 2027 年，油价可能触及 125 美元/桶水平。当前油强金弱的格局反映出市场对供给冲击引发通胀上行的定价逻辑占据主导。

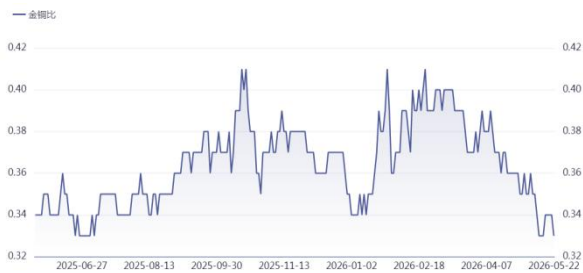
图三：WTI 原油、LME 铜



图四：金银比



图五：金铜比



图六：金油比

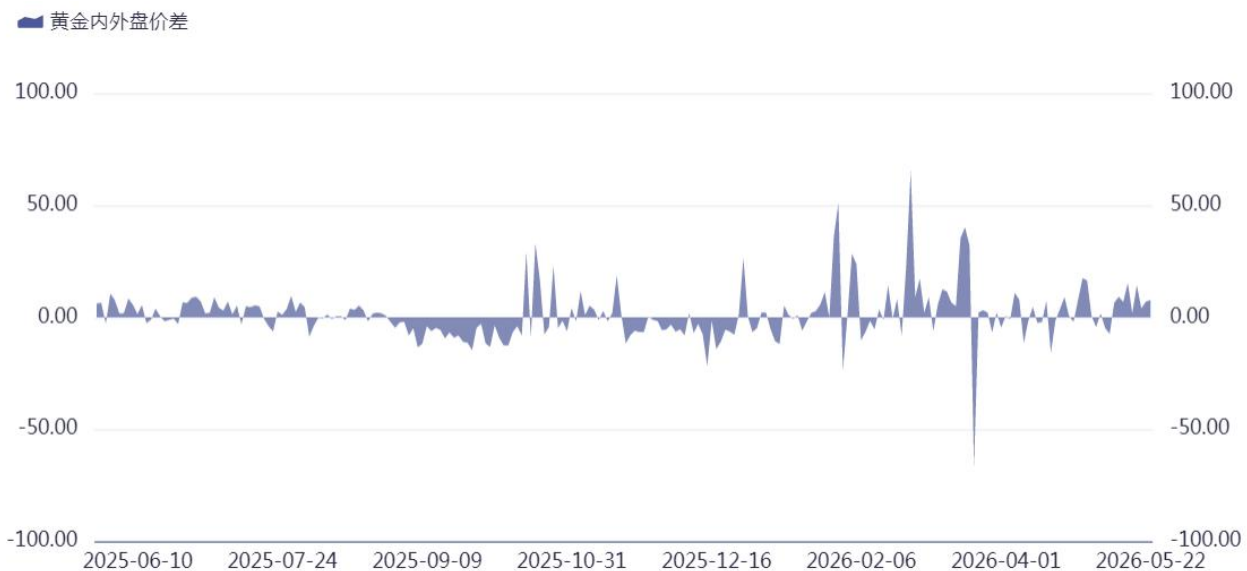


数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(3) 内外盘价差

内外盘价差约为 7.71 美元/盎司，国内金价较国际金价小幅溢价。

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

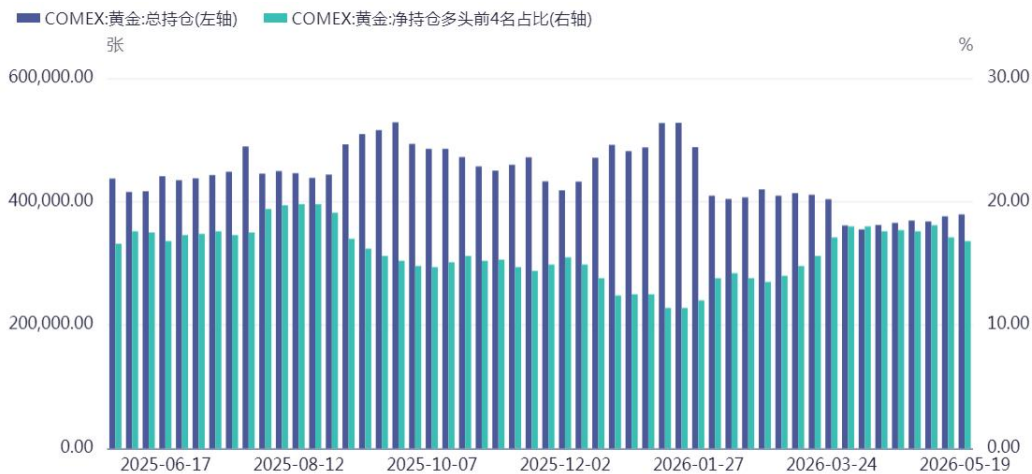
根据美国商品期货交易委员会（CFTC）数据，截至 5 月 19 日当周，COMEX 黄金非商业净多头持仓出现缩减，投机者减少黄金净多头 6239 手，最新净多头为 94388 手。白银净多头同步减少 4434 手至 11761 手；铜则小幅增加净多头 1476 手至 74999 手，贵金属板块内部分化明显。

此前的 CFTC 数据显示，截至 5 月 12 日当周，COMEX 黄金期货和期权总持仓量为 545067 手，基金多头持仓 212267 手，空头持仓 47093 手，套利持仓 170206 手，基金净多头仍处于较高水平，但边际上已出现减仓迹象。4 月底黄金非商业净持仓一度从 16.4 万张降至 15.96 万张。



总体而言，近期 CFTC 持仓数据反映出投机资金对黄金的看涨意愿边际减弱，净多头仓位连续数周缩减。这一趋势与美联储转向鹰派立场、美元指数走强以及通胀预期上行的宏观环境相吻合。资金倾向于将仓位从传统避险资产向能源等周期板块再平衡，黄金短期面临一定的资金流出压力。但净多头持仓的绝对水平仍处于历史较高区间，说明市场对黄金的中长期信心尚未出现根本动摇。

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：过去两周，美元指数经历显著反弹。5月18日当周，美元指数从低位持续攀升，周五收盘于99.2668，单周涨幅达1.45%，悉数收复此前四周的跌幅。截至5月19日，美元指数报99.07。美国4月CPI、PPI数据双双超预期，强化了市场对美联储维持高利率乃至加息的预期；美联储官员接连释放鹰派信号；中东地缘冲突推升能源价格，油价走高对美元形成支撑。

美元与黄金的传统负相关关系在近期表现明显。美元指数显著反弹，对以美元计价的黄金形成直接压制。

人民币汇率：人民币汇率延续了去年四季度以来的走强态势。上周一开盘不久即升破6.80关口，但随美国总统访华结束及美元反弹，周五人民币汇率回落至6.8140元/美元，全周累计下跌135点，跌幅0.20%，远小于同期日元、欧元和英镑的跌幅，仍表现最为稳健。5月7日，离岸人民币兑美元汇率一度强势升破6.80元关口，在岸人民币也逼近该位置。

人民币在中美利差倒挂、油价上行等环境下逆势升值，主要受益于新能源出口高景气、贸易顺差韧性及跨境资金流入。人民币走强对国内黄金价格的影响体现为一定程度的压制，使得国内金价折价幅度有所扩大。

美债利率：美国10年期国债收益率近期维持高位，5月19日约为4.587%至4.6%区间，处于2025年以来的偏高水平。美债收益率走高叠加美联储加息预期升温，对黄金这一无息资产形成双重压力。

美联储观察工具显示，市场目前预期12月加息的概率已超过50%，沃勒讲话后掉期市场首次完全消化了美联储12月之前加息25个基点的预期。在通胀走高、劳动力市场维持韧性的背景下，高利率环境持续时间可能长于此前预期。黄金作为不生息资产，持有机会成本上升，资金向高收益资产配置的趋势对金价构成持续压制。

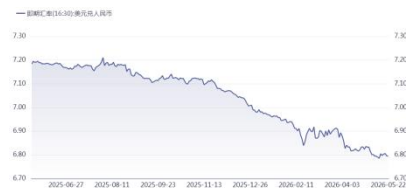
图九：美债收益率



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

当地时间 5 月 20 日，美联储公布了 4 月 FOMC 会议纪要。这是鲍威尔在美联储主席任内主持的最后一次会议的纪要，纪要显示大多数与会者表示，若美国通胀率持续高于 2%，可能需要采取一些收紧货币政策的措施。纪要措辞明显转向鹰派，与会者“普遍判断”需要将政策利率维持在当前水平的的时间比此前预期的更长，“绝大多数”与会者指出通胀回归 2% 目标所需时间将比原先预计的更长的风险有所上升。

4 月 FOMC 会议上，尽管最终决定将基准利率维持在 3.5%-3.75% 区间不变，但出现了 4 张反对票，为 1992 年以来的最高纪录。其中 1 人主张降息 25 个基点，另有 3 人反对声明中保留“偏向宽松”的措辞，反映出决策者在利率走向上的分歧显著加剧。许多与会者表示希望删除声明中暗示委员会未来利率决策可能走向宽松的措辞。

当地时间 5 月 22 日，美联储理事沃勒在法兰克福发表演讲，明确表示对于美联储下一步利率行动，加息的可能性与降息相当。若通胀不能很快开始放缓，他不排除未来加息的可能。沃勒警告称，如果通胀预期开始失去锚定，他将毫不犹豫地支持加息。沃勒称，“通胀的走势并不正确。我会支持删除我们政策声明中的宽松倾向措辞，以明确表明未来降息的可能性并不比加息更大”。

沃勒讲话后，交易员加大了对加息的押注，掉期市场首次完全消化了美联储 12 月之前加息 25 个基点的预期。彭博美元指数随之刷新日高，美债收益率进一步攀升，金价承压走低。

凯文·沃什已于近期正式宣誓就任美联储主席。市场分析认为，沃什上任后的首要任务是建立政策公信力，在通胀上行风险背景下，若放任物价上行，将削弱其政策可信度。但在白宫持续施压降息的背景下，沃什面临如何在抗通胀与政策独立性之间取得平衡的考验。

2. 地缘

中东地缘政治局势仍是影响国际大宗商品市场的核心变量。近期美伊停火谈判陷入僵局，霍尔木兹海峡通行安全的不确定性持续扰动市场神经。美东时间 5 月 11 日，美国方面消息称，由于美伊谈判迟迟没有进展，美方如今比过去几周“更认真地考虑”恢复对伊朗的军事行动。伊朗方面则发出强硬回应，称若再次遭袭，可能将浓缩铀丰度提升至 90%。

然而，地缘政治紧张并未如传统逻辑那般推高金价。市场人士指出，冲突风险上升→推高油价→加剧通胀担忧→削弱降息空间→美元走强→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。荷兰国际集团商品策略师表示，黄金的避险吸引力通常在金融危机或经济冲击中表现最佳，但供给驱动的能源冲击会产生相反效果——油价上涨推高通胀，使央行维持紧缩立场，推动美元走强，对黄金形成压力。类似情况曾在 2022 年俄乌冲突后出现。

5 月中旬，美国总统特朗普访华，中美元首会晤气氛友好，合作主题突出。但从市场反馈来看，会晤未能达成实质性经贸协议，人民币汇率在访华结束后出现回落。市场对中美关系走向保持关注，但目前尚未对黄金市场形成显著的短期影响。



3. 美国经济数据

美国 4 月 CPI 同比上涨 3.8%（前值 3.3%），为 2023 年 6 月以来最高水平；核心 CPI 同比上涨 2.8%，为 6 个月来最高。4 月 PPI 同比涨幅高达 5.97%。PCE 通胀方面，3 月 PCE 同比上涨 3.5%，最新 4 月数据显示 PCE 价格指数同比约为 2.9%至 3.5%区间。美联储此前已将 2026 年 PCE 通胀预期上调至 2.7%，但有分析认为全年 PCE 通胀或将维持在 3.5%以上，核心 PCE 通胀将在 3%以上，均显著高于美联储 2%的政策目标。

通胀数据持续超预期，是促使美联储立场转向鹰派的核心因素。受能源价格上涨推动，通胀压力已从能源领域向更广范围扩散。

美国 4 月非农就业月增 11.5 万人，失业率 4.3%。4 月设备利用率和制造业、工业产出环比涨幅均好于前值和预期，显示美国制造业未受地缘冲突拖累，反而继续改善。劳动力市场维持稳定，为美联储维持紧缩政策提供了条件。

5 月密歇根消费者信心指数降至历史新低，美国人预计未来 5 至 10 年物价将以年化 3.9% 的速度上涨，高于 4 月的 3.5%，为七个月来最高。长期通胀预期走高，是沃勒发出加息警告的重要依据之一。

4. 中国央行

中国人民银行 5 月 7 日公布数据显示，截至 2026 年 4 月末，中国黄金储备报 7464 万盎司（约 2321.56 吨），环比增加 26 万盎司（约 8.09 吨），较 3 月末的 7438 万盎司进一步提升，为连续第 18 个月增持黄金。

从增持节奏来看，此次 26 万盎司的月度增持量为 16 个月以来最高，较 3 月的 16 万盎司和 2 月的 3 万盎司明显加速，体现出在金价波动回调期间的“逆势增持”特征。在金价上行期间增持量相对温和，在金价回调之际则加大增持力度。尽管存在战术调整，中国央行整体保持高度稳定的持续购金趋势，反映出在全球地缘政治与贸易环境日趋复杂的背景下，外汇储备多元化配置需求不断提升，进一步凸显了黄金作为战略储备资产的重要地位。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。一季度中国市场黄金投资与消费需求总量达 362 吨，同比增长 24%，为有记录以来的同期最高水平。

三、总结

1. 近期价格主导逻辑

利空因素方面，美联储政策转向鹰派，降息预期被大幅压缩甚至加息预期升温，是近期压制金价的最核心因素。4 月 FOMC 会议纪要及多位官员表态均释放强烈鹰派信号，市场对年底前加息的定价逐步强化。在此背景下，美元指数反弹、美债收益率走高，对黄金形成多重压制。中东地缘冲突通过油价→通胀→利率的间接传导路径，反而对金价构成压力而非支撑，传统的“乱世黄金”避险逻辑在能源供给冲击下阶段性失效。

利多因素方面，全球央行持续购金构成金价中长期支撑，中国央行连续 18 个月增持且近期增持力度加大，为市场提供信心。中东局势仍处于脆弱平衡状态，地缘风险并未完全消退，一旦局势再度恶化，避险情绪可能快速升温。金价自年初高点已显著回落，估值水平有所消化，部分中长期配置资金可能在当前区域重新评估黄金的配置价值。

2. 技术面与关键价位

从技术层面看，伦敦现货黄金自年初 5405 美元/盎司的历史高点回落以来，累计回撤幅度已超 16%，目前在 4500 美元/盎司整数关口附近展开波动整理。5 月 22 日盘中一度下探至 4490.94 美元/盎司，随后有所回升。周线方面，金价已录得两连跌，短期均线呈现空头排列。

整体来看，黄金市场短期走势更多受美联储政策预期和美元走势驱动，而中长期走势则受到全球央行购金、国际货币体系变迁等结构性因素支撑。当前市场处于宏观利空与结构性利多博弈的阶段，价格波动或继续维持较高水平。



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

关注美国 5 月谘商会消费者信心指数、美国 5 月达拉斯联储商业活动指数（5 月 26 日）；中国 4 月规模以上工业企业利润、日本央行行长植田和男讲话、新西兰联储利率决议（5 月 27 日）；美国 4 月核心 PCE 物价指数、美国一季度实际 GDP 修正值、美国 4 月耐用品订单、欧洲央行 4 月货币政策会议纪要、纽约联储主席威廉姆斯讲话（5 月 28 日）；美联储 5 月货币政策会议纪要、美国当周初请失业金人数、美国 5 月芝加哥 PMI、美联储理事鲍曼讲话（5 月 29 日）；中国 5 月制造业 PMI、中国 5 月非制造业 PMI（5 月 31 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。

