

贵金属组

电话：0571-85165192

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

4 月贵金属市场展望——

避险、通胀和利率，谁主沉浮？

观点摘要：

贵金属：

3 月，COMEX 黄金收出大阴线，开盘 5360 美元/盎司，收于 4699.6 美元/盎司，跌幅 11.27%，最高达 5434.1 美元/盎司，最低至 4100 美元/盎司；COMEX 白银收出阳线，开盘 96 美元/盎司，收盘 75.345 美元/盎司，跌幅 20.17%，最高达 97.3 美元/盎司，最低至 61.21 美元/盎司。月初，美伊战争的打响打破了黄金的定价逻辑。虽然去美元化和地缘动荡的宏观叙事仍在，但影响金价的短期利率因素占上风。战后前两周，黄金走势纠结，一边是避险，一边是高油价带来的通胀预期上升，年内降息预期下降。在避险和通胀担忧的拉扯下，黄金窄幅震荡为主，最终避险让步于实际利率，通胀担忧和流动性需求占据主导因素，金价大幅调整，呈现黄金和原油价格反向波动的态势。

中东局势的发展和美联储货币政策是近期影响贵金属的核心驱动，避险、通胀和利率三大因素影响金价波动，不同时期市场交易的核心因素可能不同。目前来看，边谈边打、霍尔木兹海峡在伊朗的管理下通航是中东局势的基准情形，在该情形下，市场可能会持续交易冲突升级的可能性，黄金的避险属性占优，同时随着战事时间的延长，经济滞胀担忧增加，黄金作为抗滞胀资产受到追捧，但美联储加息预期会扰动黄金上涨趋势，整体或呈现低点不断抬升的震荡上行趋势。若中东局势升级为全面战争，黄金避险属性凸显，上涨趋势更加顺畅。相反，若和谈顺利，则回归实际利率逻辑，更多受美联储货币政策影响。建议持续关注霍尔木兹海峡通航情况及美联储表态和利率预期。

风险点：

1. 中东局势变化；
2. 美联储货币政策变化；
- 3 通胀预期。

一、行情回顾

3月，COMEX黄金收出大阴线，开盘5360美元/盎司，收于4699.6美元/盎司，跌幅11.27%，最高达5434.1美元/盎司，最低至4100美元/盎司；COMEX白银收出阳线，开盘96美元/盎司，收盘75.345美元/盎司，跌幅20.17%，最高达97.3美元/盎司，最低至61.21美元/盎司。月初，美伊战争的打响打破了黄金的定价逻辑。虽然去美元化和地缘动荡的宏观叙事仍在，但影响金价的短期利率因素占上风。战后前两周，黄金走势纠结，一边是避险，一边是高油价带来的通胀预期上升，年内降息预期下降。在避险和通胀担忧的拉扯下，黄金窄幅震荡为主，最终避险让步于实际利率，通胀担忧和流动性需求占据主导因素，金价大幅调整，呈现黄金和原油价格反向波动的态势。

美伊战争以来，霍尔木兹海峡实质性封锁，油价大幅上涨，布伦特原油最高达到120美元左右，推升通胀预期，市场对今年的降息预期已基本排除，转向利率更高更久预期，这意味着持有无息资产黄金的机会成本更高，从而使得金价承压。同时，流动性需求使得资金流出黄金，一是战事导致油价报涨、股市波动加剧，很多机构需要追加保证金，前期上涨的黄金获利盘趁机了结；二是海湾国家石油运不出去，石油收入大幅下滑，为缓解现金流压力，部分主权基金可能抛售黄金储备，增加市场实物供给。甚至出现一些国家如土耳其为了应对国内货币贬值压力和稳定市场，央行开始动用其黄金储备来获得流动性。之后，美伊双方呈现出缓和迹象，市场的通胀担忧下降，黄金价格现反弹。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



数据来源：WIND 新世纪期货

图 2： COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 3: 人民币汇率 (中间价)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 4: 伦敦现货黄金白银价格 单位: 美元/盎司



数据来源: WIND 新世纪期货

图 5: 内外盘黄金白银比



数据来源: WIND 新世纪期货

二、影响因素分析

2.1 美联储货币政策

美联储 3 月议息会议如期暂停降息, 利率仍维持在 3.5%-3.75%, 为今年以来连续两次暂停降息。本次会议声明变化不大, 新增中东局势对美国经济影响的不确定性。

最新的经济预测方面, 全面上调 GDP 增速预期, 对 2026 年、2027 年和 2028 年分别上调至 2.4%、2.3% 和 2.1%, 失业率上调 2027 年至 4.3%, 2026 年仍为 4.4%, 通胀方面同步上调, 2026 年和 2027 年 PCE 及核心 PCE 均上调至 2.7% 和 2.2%。但鲍威尔表示对本次的经济预测并没有很强的把握。点阵图显示, 今年和明年各有一次降息, 和上次一致, 分歧有所减轻。

新闻发布会上, 鲍威尔表示, 美国就业增长有所放缓, 与移民减少和劳动参与率下降有关; 通胀方面已取得一定进展, 但相较于 2% 的目标仍偏高, 通胀的坚挺与关税有关有望逐步消化, 至于能源通胀, 鲍威尔表示通常会选择忽略, 但同时表示如果没有看到通胀进一步改善, 不会考虑降息。

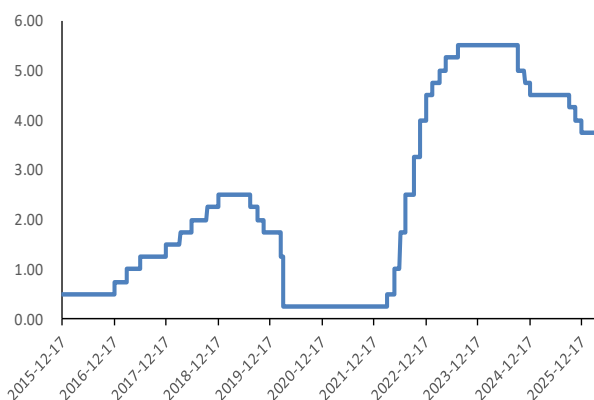
美联储吸取了历次通胀失控的教训, 在通胀压力显现时保持更加谨慎的政策立场, 市场随

即削减对降息的预期。年初时，市场还普遍预计美联储今年可能降息 2-3 次，而随着油价上涨和通胀风险偏向上行，这一预期已明显下调。

3 月 30 日，鲍威尔在哈佛大学活动上表示，通胀预期“在短期之外依然锚定良好”。政策制定者可能需要对冲突带来的影响作出反应，但目前还没到那一步。长期通胀预期看起来仍然处于可控范围内，但美联储正在密切监测这些预期，以评估美国和以色列对伊朗战争带来的影响。在鲍威尔讲话后，市场取消了对加息的押注，并开始计入 2026 年降息的可能。

据 CME “美联储观察”：截至 4 月 1 日，美联储 4 月保持当前利率概率为 98.4%，加息 25 个基点的概率为 1.6%。6 月保持当前利率概率为 94.6%，累计加息 25 个基点的概率为 1.5%，累计降息 25 个基点的概率为 3.9%。7 月保持当前利率概率为 65.7%，累计降息 25 个基点的概率为 32%，累计加息 25 个基点的概率为 1%。

图 6: 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源：WIND 新世纪期货

图 7: 往后三次议息会议可能性预测

预测利率	2026.04.3 0	2026.06.1 8	2026.07.3 0
2.75%-3.00%		0.0%	0.0%
3.00%-3.25%	0.0%	0.0%	0.0%
3.25%-3.50%	0.0%	1.5%	32.0%
3.50%-3.75% (当前利率)	98.4%	94.6%	65.7%
3.75%-4.00%	1.6%	3.9%	1.0%
4.00%-4.25%		0.0%	0.0%
4.25%-4.50%			0.0%

数据来源：金十数据 新世纪期货

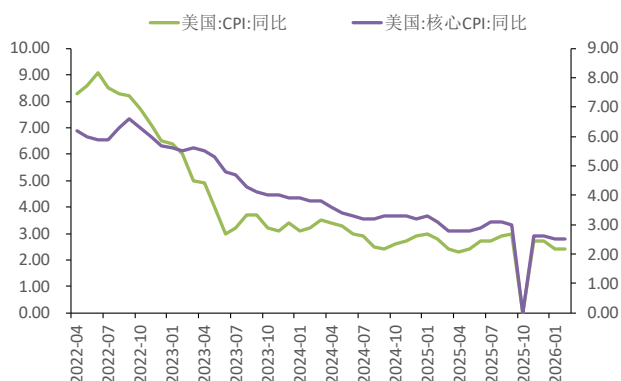
2.2 美国经济基本面

通胀方面，美国 1 月核心 PCE 物价指数同比涨 3.1%，与预期一致，高于上个月的 3.0%；美国 1 月核心 PCE 物价指数环比涨 0.4%，与预期和前值一致。美国 1 月 PCE 物价指数同比涨 2.8%，不及预期和前值的 2.9%；美国 1 月 PCE 物价指数环比涨 0.3%，与预期一致，低于前值的 0.4%。美国 2 月未季调 CPI 同比涨 2.4%，与预期一致，同上月一致；美国 2 月季调后 CPI 环比涨 0.3%，与预期一致，高于上月的 0.2%。美国 2 月未季调核心 CPI 同比涨 2.5%，与预期和上月一致；美国 2 月季调后核心 CPI 环比涨 0.2%，与预期一致，较上月 0.3% 下降。美国 2 月 PPI 同比涨 3.4%，超过预期和前值的 2.9%；美国 2 月 PPI 环比涨 0.7%，超过预期的 0.3%，高于前值的 0.5%。

美联储最为倚重的核心 PCE 同比已经达到 3.1%，核心 CPI 同比 2.5% 仍显著高于美联储 2% 的政策目标，PPI 同比增速创下一年来最高纪录，说明美国通胀降温进程已明显停滞。结构上

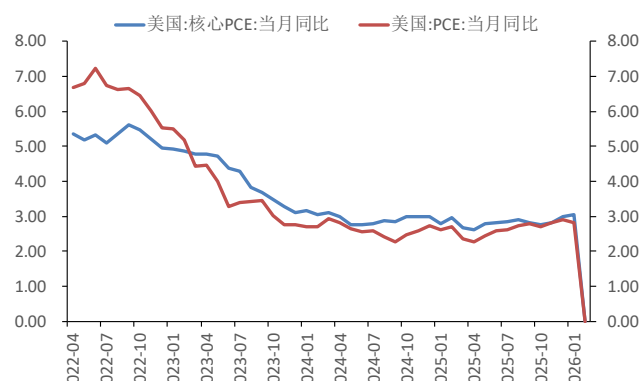
看，居住通胀有所降温，进口依赖度较高的商品明显上涨，关税的成本传导初见端倪；上游通胀压力正在全面积累，尚未充分传递至终端消费。

图 8： 美国 CPI 与核心 CPI 单位：%



数据来源：WIND 新世纪期货

图 9： 美国 PCE 与核心 PCE 单位：%



数据来源：WIND 新世纪期货

需求方面，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 52.4%，超过预期的 51.8%，小幅低于上月的 52.6%，连续第二个月站上荣枯线，标志着 2025 年长达 11 个月萎缩期的结束得到确认，但扩张势头有所放缓，需求最旺盛的行业主要集中在 AI 硬件相关、半导体及国防工业领域，与近年产业政策扶持的方向高度吻合。美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.1%，大幅高于预期的 53.5%和前值的 53.8%，不仅连续九个月处于扩张区间，更创下自 2022 年 8 月以来的最高水平，表明美国服务业增长动能强劲。

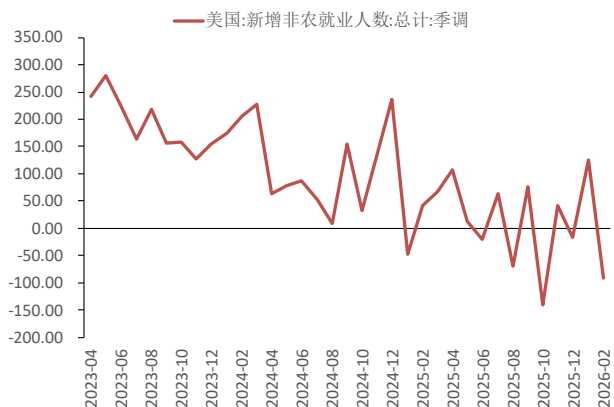
就业方面，美国 2 月季调后非农就业人口为减少 9.2 万人，大幅低于预期的新增 5.9 万人，前期为新增 12.6 万人，同时下修前值，截至 2 月，三个月平均新增就业已降至仅 0.6 万人；美国 2 月失业率为 4.4%，较上月上升，高于预期的 4.3%；美国 2 月平均每小时工资同比涨 3.8%，超过预期和前值的 3.7%，环比涨 0.4%，超预期的 0.3%，与前值一致。美国 2 月 ADP 就业人数 6.3 万人，超预期的 5 万人，大幅高于前值的 1.1 万人。美国 2 月非农就业人数转为负增长且下修上月就业数据，失业率上行，显示美国劳动力市场增长动能持续衰减，而时薪同比涨幅超预期，表明工资成本压力仍然存在。

结合以上数据可以看出，美国经济呈现极为矛盾的现状，即制造业温和扩张、服务业增长强劲、通胀压力未见消退而就业相对疲软，就业端要求降息，而需求端和价格端要求紧缩，美联储面临双向平衡的困境，在后续经济情况进一步明确方向之前，美联储或保持耐心等待。

值得注意的是，地缘冲突带来的供应扰动尚未计入数据，美伊冲突以来，油价大幅上涨，布伦特原油最高涨幅达到 70%并维持在 100 美元附近高位。根据大摩测算，油价每上涨 10%，或降低实际 GDP 增长约 0.1 个百分点，历史经验表明，原油价格每上涨 10%，美国核心个人消费支出价格指数(PCE)通胀指标或上升 0.1 个百分点。美联储政策决策的关键变量已从美国国

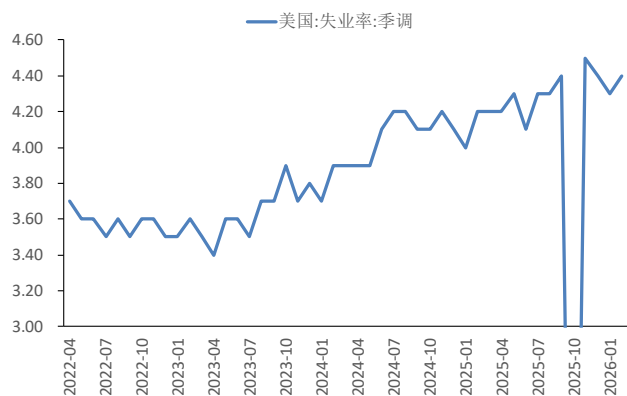
内经济数据转向中东地缘局势和能源价格走势。

图 10: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



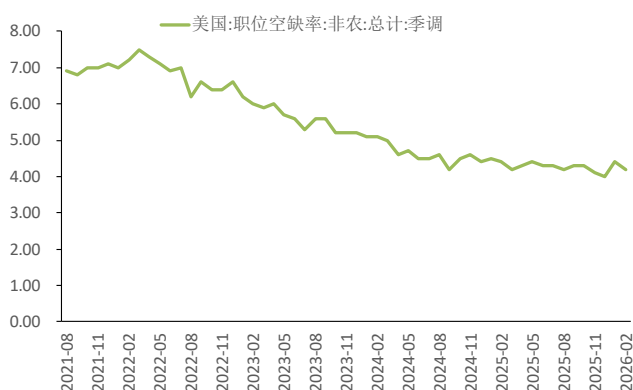
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: 美国劳动参与率 单位: %



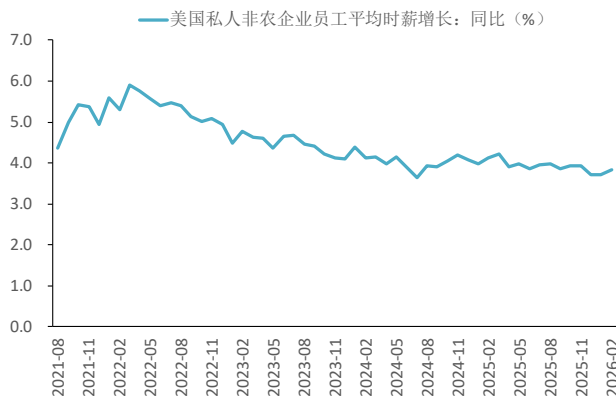
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国职位空缺率 单位: %



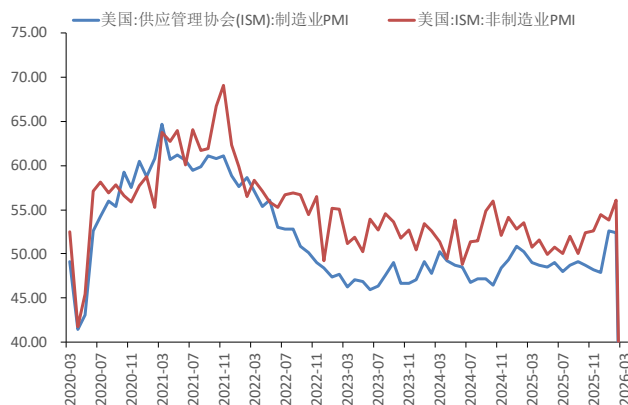
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国非农员工平均时薪同比增长率 单位: %



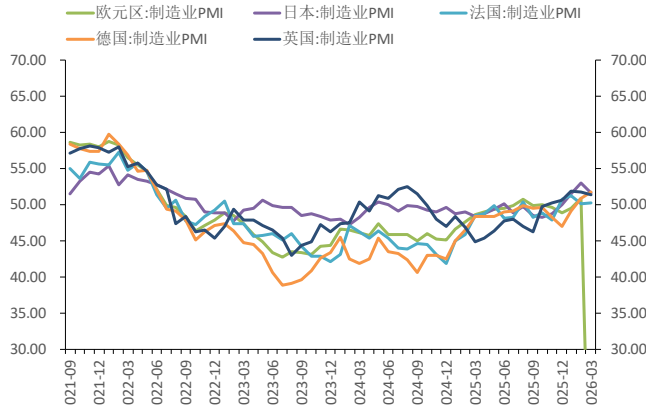
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国经济景气度变化趋势



数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

2.3 美元指数和美债收益率

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性，美元指数与金价负相关性较明显。一是美元是黄金的计价货币，黄金若本身价值不变，美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性，在储备功能上与法定货币存在替代关系，在全球货币信用体系出现波动时，往往会导致主要央

行黄金储备上行，对黄金的需求上升。美国国债收益率作为实际利率的代表，可以反应真实的资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。

本月中上旬，整体呈现出美元指数和美债收益率同步走高而黄金大幅下挫的态势，符合传统的负相关关系。美伊战争改变了黄金由避险驱动转向实际利率驱动的定价逻辑，形成油价上涨→通胀预期升温→降息预期收敛→美债收益率走高的核心链条。18日，美联储3月议息会议召开，维持利率不变，显示了谨慎的态度，市场排除今年降息的可能，甚至开始计价加息。同时，在流动性的极端恐慌下，黄金作为前期涨幅较高且易变现的资产被大幅抛售，导致金价大幅下跌，其中美元指数维持在100美元附近，美国十年国债收益率连续上涨，最高一度触及4.4%，而金价最低跌至4100美元。但在月末，黄金和美指、美债呈现了同步上涨态势，显示出市场对通胀担忧交易向经济衰退担忧交易，随着美伊战争进入第五周，黄金的避险属性开始显现。

2.4 风险事件

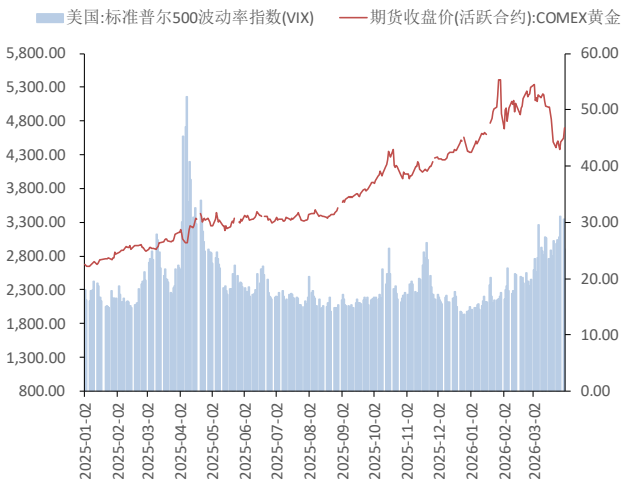
2月28日，美国和以色列对伊朗发动联合军事打击，伊朗随后对美军基地和以色列目标发起报复性袭击，中东战事瞬时紧张，随着美伊战争的打响，霍尔木兹海峡商业航运实质性中断，战事不断升级，从军事打击到能源打击再到可能的陆战，VIX指数维持高位并曾一度涨至30以上，然而，黄金在实际利率定价框架内和流动性需求下，避险属性并未有所表现，反而呈现下跌走势。3月23日，美国通过巴基斯坦向伊朗提交15点停火方案，26日伊朗提出结束战争的5项条件，但同时美国持续向中东增兵，美以对伊朗的空袭力度加大，战火范围也在扩大，外溢至黎巴嫩、叙利亚、也门等地，呈现出一边谈判一边战事升级的态势，中东局势仍存在较大的不确定性。

图 16: COMEX 黄金价格与美元指数



数据来源: WIND 新世纪期货

图 18: COMEX 黄金价格与美元指数



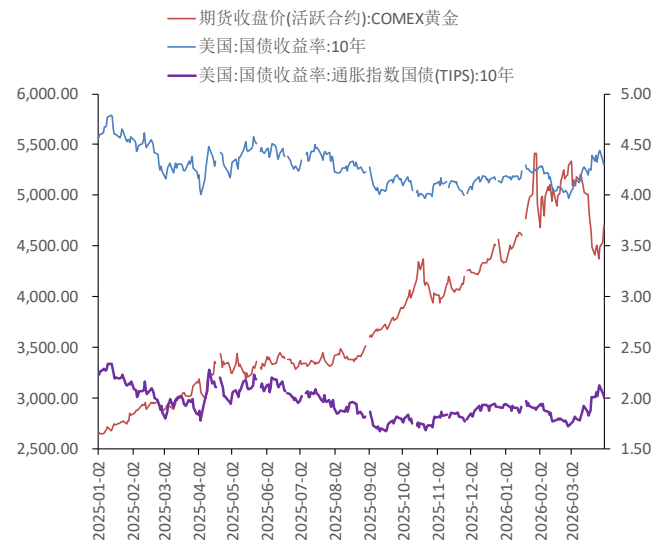
数据来源: WIND 新世纪期货

2.5 投资者持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量,ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品,而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF,其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。从图 19 和图 20 可以看出截止 3 月 31 日,SPDR 黄金 ETF 持仓为 1047.28 吨,当月流出 54.05 吨。SLV 白银 ETF 为 15274.28 吨,当月流出 718.12 吨。本月黄金和白银持仓均有所流出,金银 ETF 持仓均呈现下滑趋势,体现市场情绪变化。

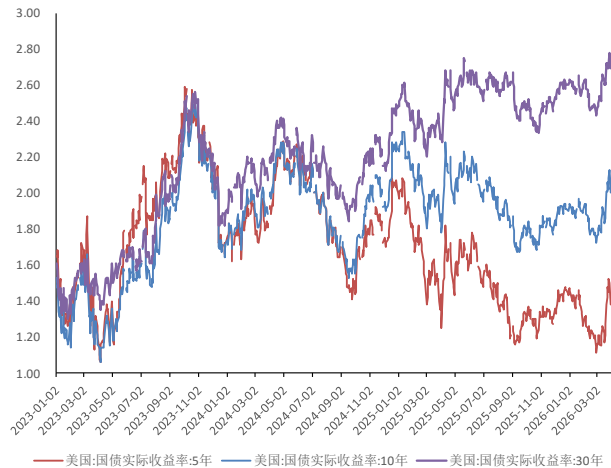
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看,截至 3 月 24 日当周,COMEX 黄金投机净多头头寸为 168327 张,较上月末增加 9150 张;COMEX 白银投机净多头头寸为 24673 张,较上月末增加 2413 张。金银净持仓均有所增加,说明投机者对黄金白银的看多意愿。

图 17: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



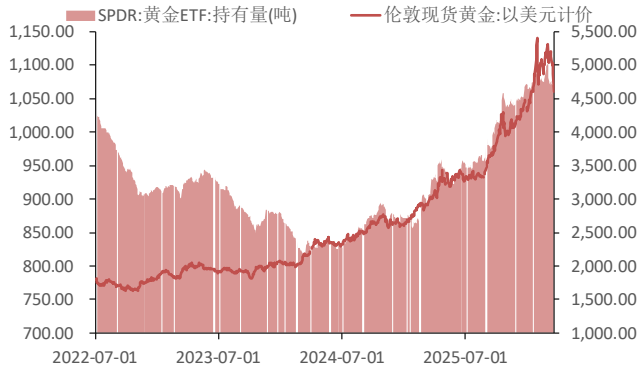
数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: 美国国债实际收益率



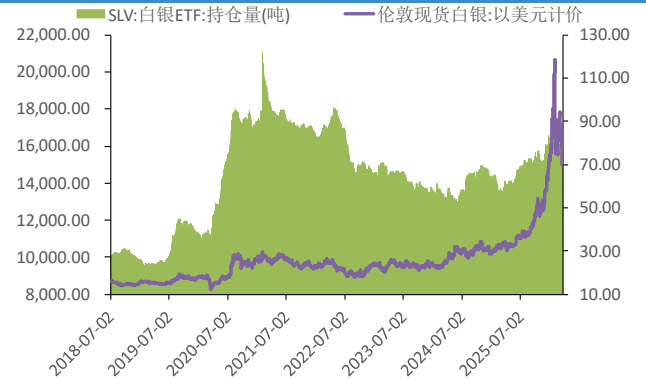
数据来源: WIND 新世纪期货

图 20: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



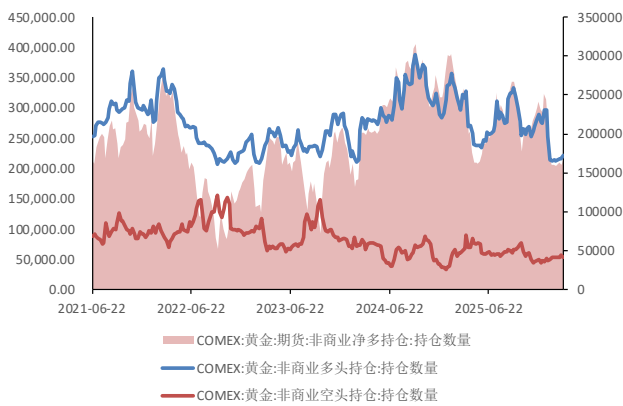
数据来源: WIND 新世纪期货

图 21: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



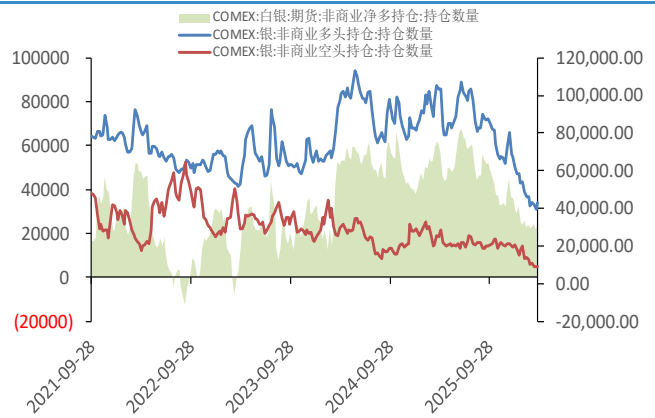
数据来源: WIND 新世纪期货

图 22: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

三、小结与交易策略

中东局势的发展和美联储货币政策是近期影响贵金属的核心驱动。一方面，油价上涨→通胀预期升温→降息预期收敛→贵金属承压的实际利率逻辑是影响贵金属价格的短期因素；另一方面，短期局势的升级可能带来流动性冲击，使得金价承压，但同时地缘风险和经济衰退担忧引发避险资金涌入黄金。因此，避险、通胀和利率三大因素影响金价波动，不同时期市场交易的核心因素可能不同。目前来看，边谈边打、霍尔木兹海峡在伊朗的管理下通航是中东局势的基准情形，在该情形下，市场可能会持续交易冲突升级的可能性，黄金的避险属性占优，同时随着战事时间的延长，经济滞胀担忧增加，黄金作为抗滞胀资产受到追捧，但美联储加息预期会扰动黄金上涨趋势，整体或呈现低点不断抬升的上涨趋势。若中东局势升级为全面战争，黄金避险属性凸显，上涨趋势更加顺畅。相反，若和谈顺利，则黄金回归实际利率逻辑，更多受美联储货币政策影响。建议持续关注霍尔木兹海峡通航情况及美联储表态和利率预期。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>