

核心观点

市场不确定性加剧，叠加美元信用风险延续，上周金价强势运行。上周五（4月18日），沪金主力期货价格较前周五上涨4.45%至791.02元/克，黄金T+D现货价格上涨3.89%至787.20元/克；上周四（4月17日），COMEX黄金主力期货价格较前周五上涨2.65%至3341.30美元/盎司；伦敦金现货价格较前周五上涨2.74%至3326.83美元/盎司。具体来看，美国与主要贸易伙伴间的贸易谈判进展甚微，进一步加剧市场对未来不确定性的担忧。同时，全球贸易摩擦升级引发全球经济衰退担忧，加之美国经济滞胀预期增强，削弱传统资产信心，推动资金流向黄金。此外，上周美元指数延续走弱，亦支撑黄金价格继续上行。

本周（4月21日当周）黄金价格或将强势运行，但需注意高位回调风险。考虑到美国经济下行压力加大，关税政策反复，叠加资金加速向非美市场外流，短期内美元弱势局面或仍将延续，加之欧央行如期降息或提升美联储降息概率，美元走弱及降息预期均对金价形成有力支撑。不过，随着金价上行至历史高位区间，市场恐高情绪可能引发部分资金获利了结，进而导致金价下跌，同时，美国国内政策博弈及国际地缘局势等因素也会加剧金价波动，需关注金价高位回调风险。

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

分析师 白雪

时间

2024年4月22日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、 上周市场回顾

1.1 黄金现货期货价格走势

上周五（4月18日），沪金主力期货价格收于791.02元/克，较前周五（4月11日）上涨33.72元/克；黄金T+D现货价格收于787.20元/克，较前周五上涨29.45元/克。国际金价方面，上周四（4月17日）COMEX黄金主力期货价格收于3341.30美元/盎司，较前周五上涨86.40美元/盎司；伦敦金现货价格收于3326.83美元/盎司，较前周五上涨88.76美元/盎司。

表1 上周黄金市场交易情况

	品种	收盘价	累计涨跌幅 (%)	成交量 (万)	持仓量 (万)	持仓变化	最高价	最低价
期货	沪金主力	791.02	5.09	281	19.36	1881	796.7	757.18
	COMEX黄金主力	3341.3	2.98	78.78	35.36	2249	3371.9	3208.7
现货	黄金T+D	787.2	4.26	26.94	20.47	382	795.4	755.62
	伦敦金	3326.83	2.74				3357.92	3193.32

数据来源：Wind， 东方金诚

图1 上周 COMEX 黄金、沪金期货价格继续上涨

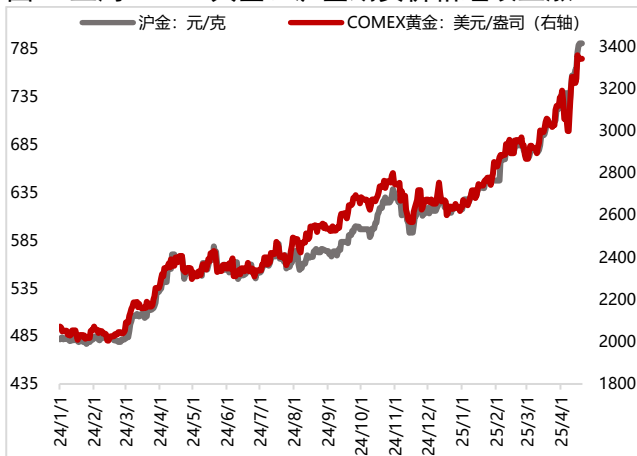


图2 上周伦敦金、黄金T+D现货价格继续上涨



数据来源：iFind， 东方金诚

1.2 黄金基差

上周五，国际黄金基差（现货-期货）为-17.45 美元/盎司，较前周五继续回落 14.95 美元/盎司；上周五，上海黄金基差为-2.54 元/克，较前周五继续回落 3.03 元/克。

图 3 上周国际黄金基差继续回落（美元/盎司）

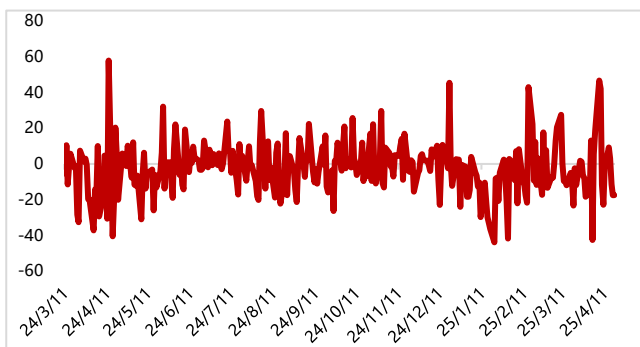
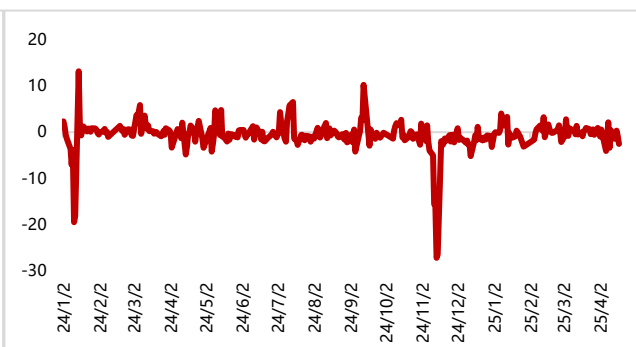


图 4 上周上海黄金基差继续回落（元/克）



数据来源：iFind，东方金诚

1.3 黄金内外盘价差

上周五，黄金内外盘价差为 12.20 元/克，较前周五的 0.37 元/克大幅回升，主因人民币汇率承压，带动内盘金价涨幅大于外盘，内外盘价差大幅回升。上周原油价格有所反弹，金油比小幅回落；白银价格涨幅基本与黄金相同，金银比基本与前一周持平；上周金铜比明显回落，主因市场关税情绪有所弱化，市场风险偏好回升，铜价随之上涨，且涨幅大于黄金。

图 5 上周黄金内外盘价差大幅回升（元/克）

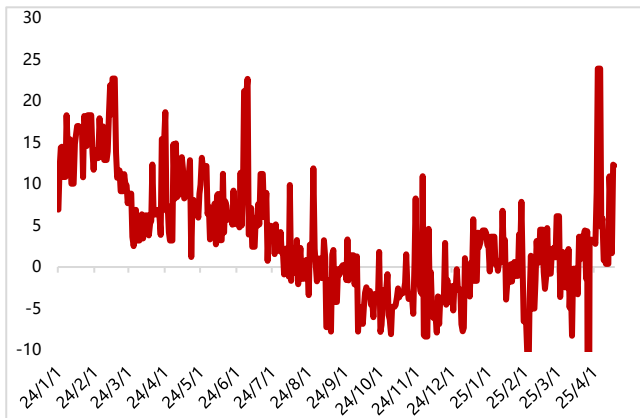


图 6 上周金银比基本持平（COMEX 黄金/COMEX 白银）

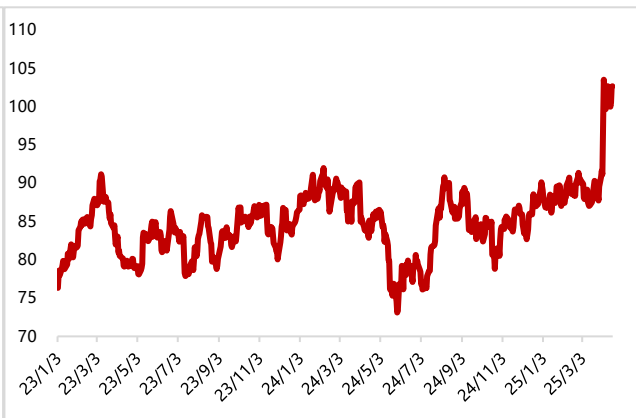


图 7 上周金油比小幅回落

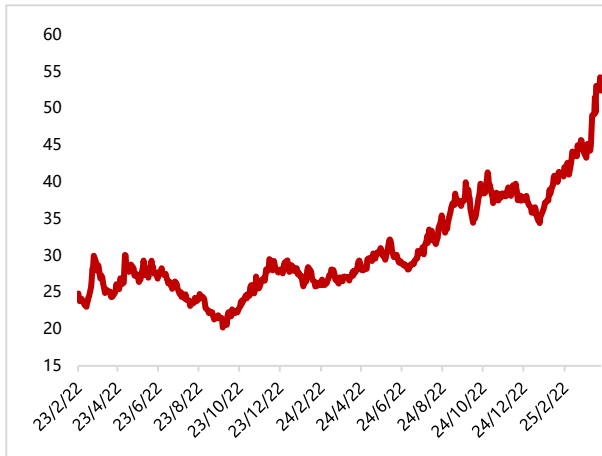
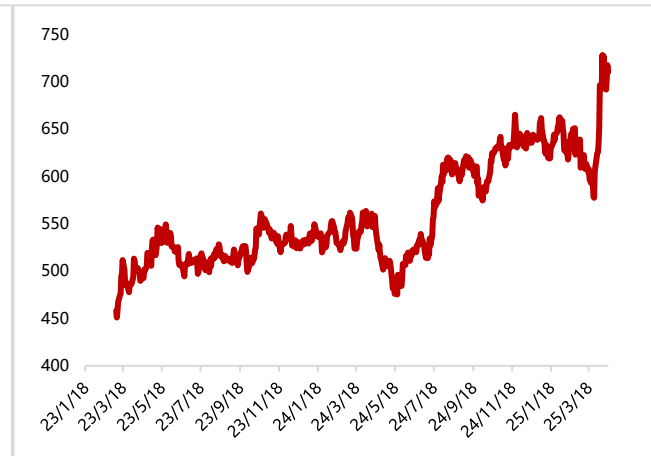


图 8 上周金铜比明显回落



数据来源：iFind，东方金诚

1.4 持仓分析

现货持仓方面，上周黄金 ETF 持仓较前周继续增加。截至上周四，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 952.29 吨，较前一周五减少 0.86 吨。上周国内黄金 T+D 累计成交量明显回落，全周累计成交量为 2693.62 千克，较前周回落 17.45%。

期货持仓方面，截至 4 月 15 日（目前最新数据），黄金 CFTC 资管机构多头持仓量降幅大于空头持仓量，导致多头净持仓量继续减少。库存方面，上周 COMEX 黄金期货库存继续减少，上期所黄金库存与前一周持平与 15678 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量继续增加

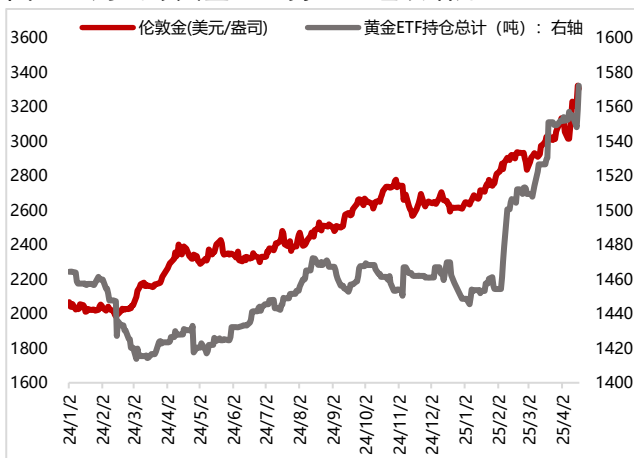


图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量微幅减少

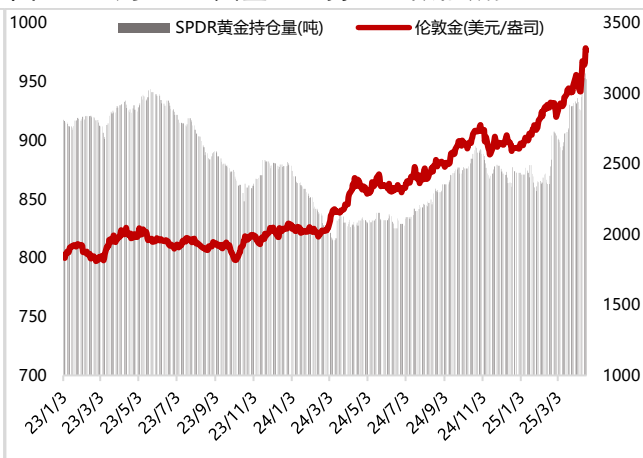


图 11 上周黄金 T+D 成交量明显回落（元/克）

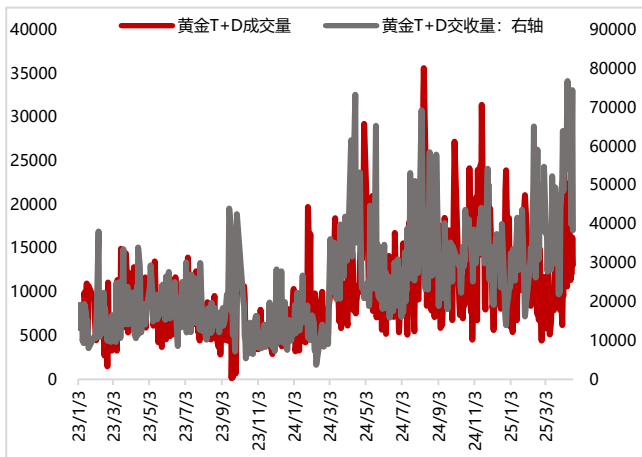


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量继续下降（张）

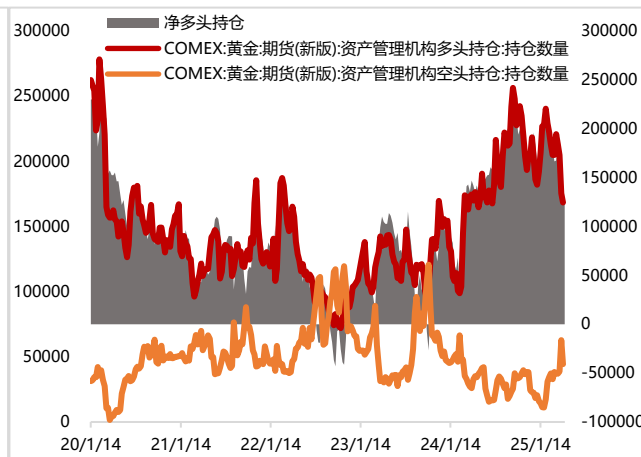


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存继续减少

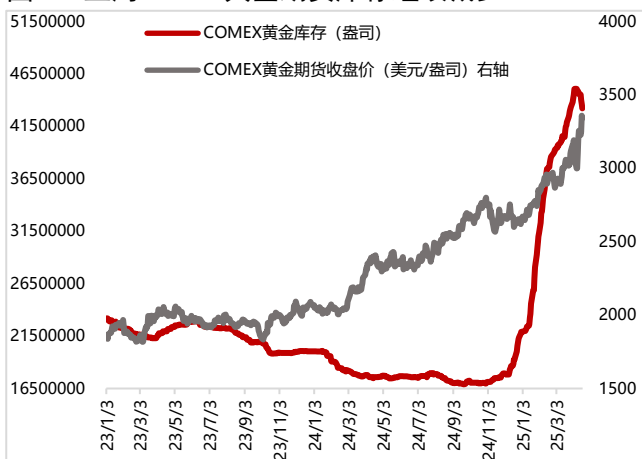
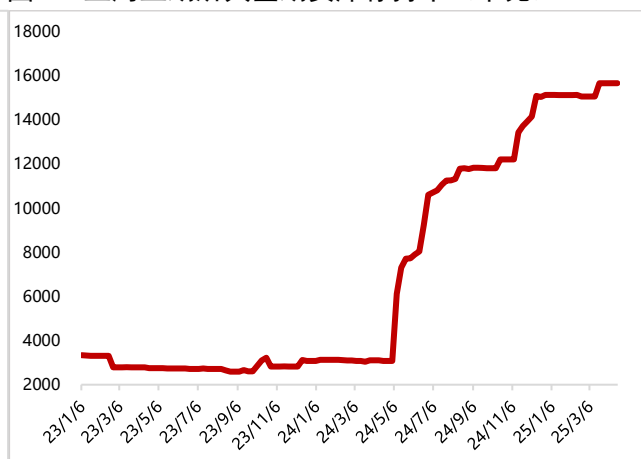


图 14 上周上期所黄金期货库存持平（千克）



数据来源：iFind，东方金诚

二、宏观基本面

2.1 重要经济数据

美国 3 月短期通胀预期创 18 个月新高，长期通胀预期下降。4 月 14 日，美国纽约联储公布的最新调查数据显示，美国 3 月一年期通胀预期上升至 3.58%，创 2023 年 9 月以来的最高，远高于前值 3.13%。3 月三年期通胀预期持稳于 3.00%，五年期通胀预期从 3.00% 降至 2.09%。尽管纽约联储的最新数据大大缓解了市场对滞胀的担忧，但也突显了美国经济放缓甚至彻底衰退的可能性。具

体来看，失业、失业概率和工资增长预期均出现恶化，而家庭收入增长预期也有所下降。家庭对未来一年自身财务状况和信贷可得性的预期也更加悲观。

纽约州制造业状况指数连续第二个月萎缩。4月15日，美国纽约联储公布的数据显示，纽约制造业整体商业状况指数上升 11.9 个点至-8.1，好于市场预期的-13.5，但仍是制造业活动连续第二个月萎缩。尽管当前制造业状况有所改善，但未来预期意外出现崩塌。商业前景指数大幅下滑超过 20 个点降至-7.4，为有记录以来的第二低水平，且未来订单和出货量指标跌至有数据以来（自 2001 年起）的最低水平，反映出制造商预计未来六个月订单和出货量将大幅减少。这意味着制造商对未来经济前景的信心已降至 911 恐袭事件后的最差水平。

石破茂表态日本不准备向美国做重大让步，不急于与美达成协议。4月15日，据环球时报报道，日本首相石破茂表态称，在即将与美国政府举行的关税谈判中，日本“不打算做出重大让步，也不会急于达成协议”。同时，石破茂在国会中明确表示“我不认为我们应该为了迅速结束谈判而做出重大让步”，也排除了对美国产品实施报复性关税的可能性。石破茂还警告称，美国的关税措施“有可能破坏全球经济秩序”，这一强硬表态正是对特朗普宣称各国“渴望达成协议”的直接反驳。

关税恐慌推动购买热潮，美国 3 月零售销售环比创两年多来最大增幅。4月16日，美国商务部公布的数据显示，美国 3 月零售销售环比 1.4%，为 2023 年 1 月以来的最大环比增幅，远超前值 0.2%；剔除汽车后销售环比 0.5%，高于预期值 0.4%；“核心销售组”（除汽车和汽油外）环比 0.8%，高于预期值 0.6%。汽车销售录得两年来的最大增长，但零售额的增长并非局限于汽车行业。报告跟踪的 13 个类别中有 11 个出现增长。建筑材料、体育用品和电子产品的销售额也有所增长，这可能同样表明消费者正试图抢在这些商品被征收关税之前购买。报告中唯一的服务业类别——餐饮业销售额增长了 1.8%，这也是自 2023

年1月以来的最大涨幅。

关税威胁拖累经济前景，欧洲央行如期降息 25 个基点。4月17日，欧洲央行公布最新利率决议，如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.50%下调至 2.25%，同时将主要再融资利率从 2.65%下调至 2.40%，边际贷款利率从 2.90%下调至 2.65%，为去年6月以来第七次下调利率。在随后的货币政策新闻发布会中，欧央行行长拉加德表示，经济前景笼罩在极大的不确定性中，经济下行风险有所增加。她还表示，地缘政治紧张局势仍是不确定性的主要来源。贸易干扰给物价前景增添不确定性，市场对贸易紧张局势的反应可能会对需求构成压力。拉加德还表示，关税对通胀的影响尚不清楚。随着时间的推移，关税对价格的影响只会变得更加清晰。决心采取一切必要措施来实现2%的目标。

图 15 美国前周初请失业金人数环比小幅回升(万人) 图 16 美国 3 月零售销售环比大幅上涨 (%)

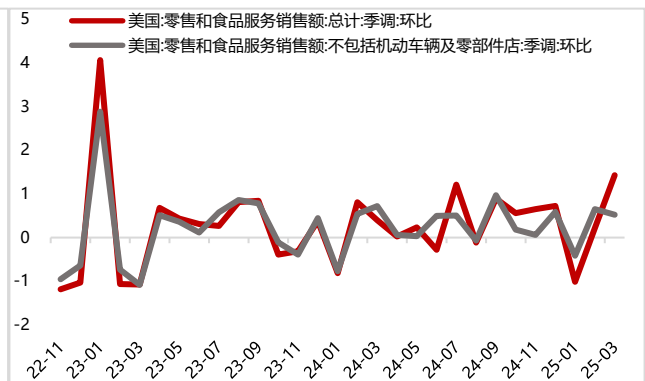
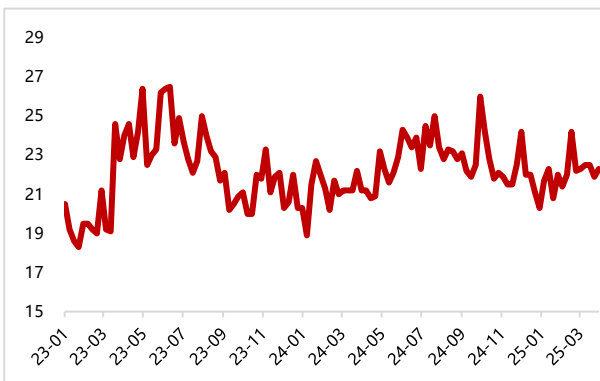


图 17 美国 3 月核心 CPI 同比继续下降

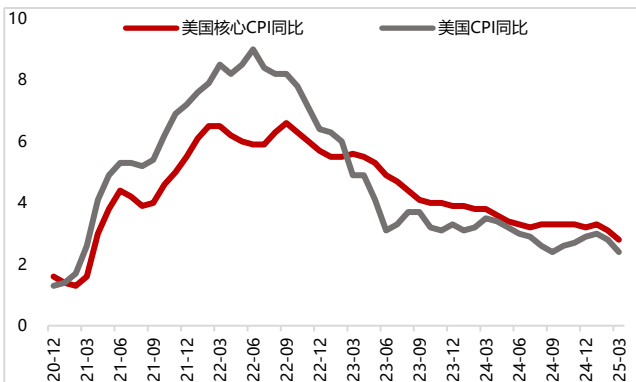


图 18 美国 4 月密歇根消费者信心继续大幅下降

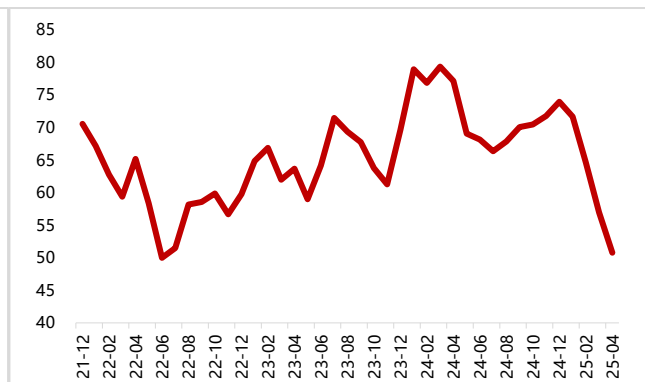


图 19 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 回落至收缩区间

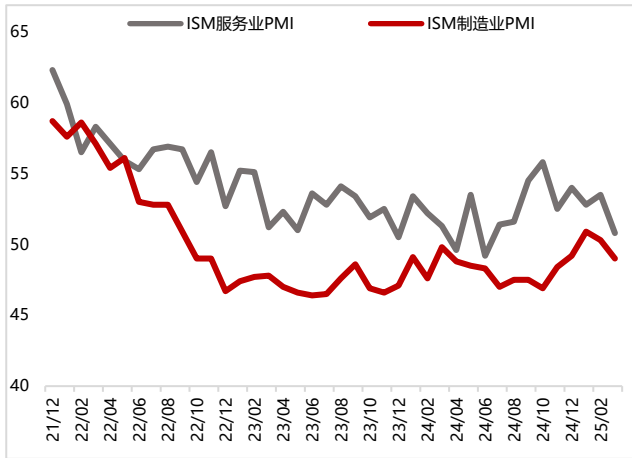


图 20 美国 3 月非农新增就业人数回升 (千人)

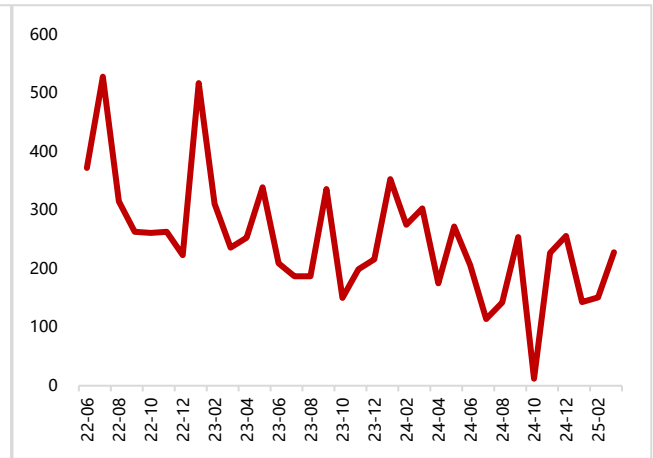


图 21 美国 3 月失业率继续上涨 (%)

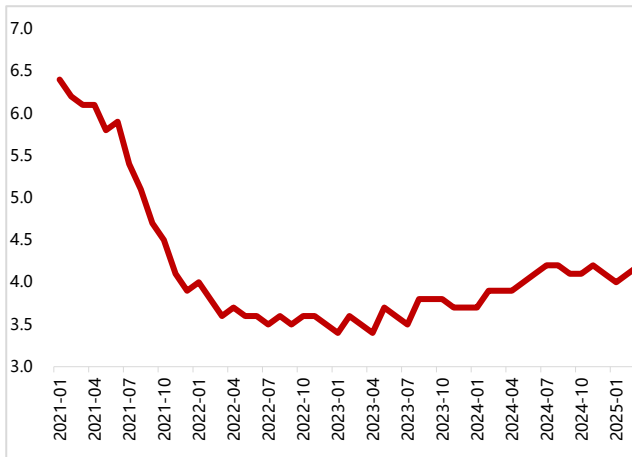


图 22 美国 3 月 PPI 同比继续下降 (%)

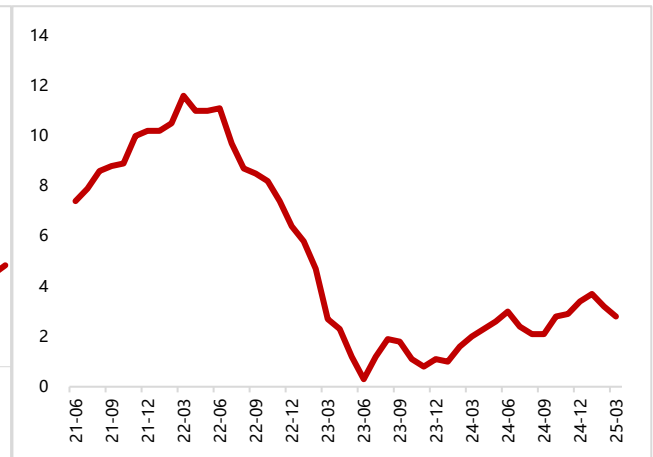


图 23 美国 2 月核心 PCE 同比超预期回升

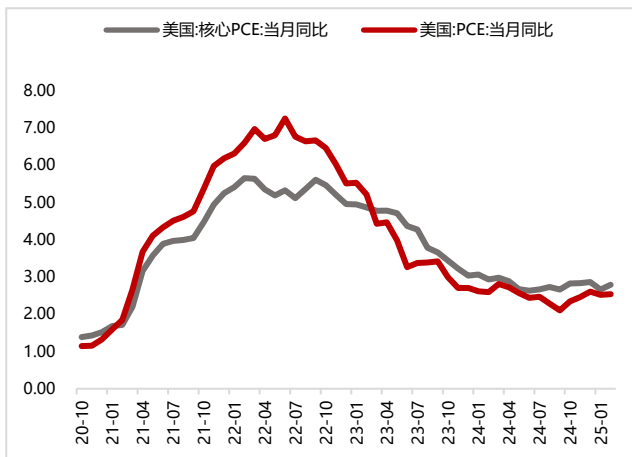
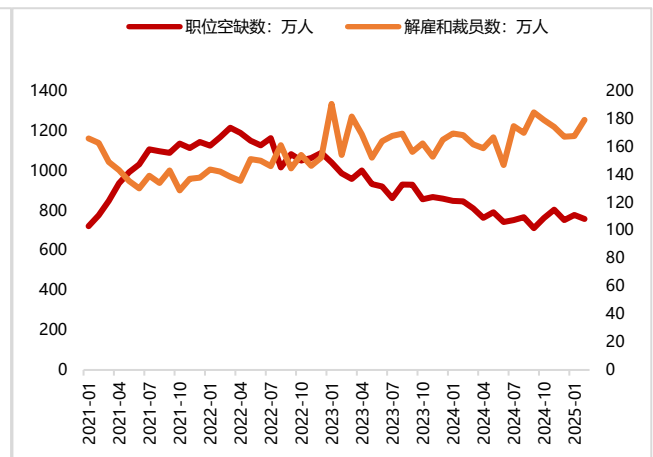


图 24 美国 2 月 JOLTS 职位空缺人数继续减少



数据来源: iFind, 东方金诚

2.2 美联储政策跟踪

美联储主席鲍威尔淡化降息预期，称劳动力市场的强劲表现仰仗于物价保持稳定，须防范关税导致通胀持续过热。4月16日，鲍威尔在芝加哥经济俱乐部发表主题为“经济前景”的讲话。他重申，特朗普政府在贸易、移民、财政和监管四个领域的政策还在变化中，它们“对经济的影响仍很不确定”，重申美联储要等到形势更明朗再考虑降息、要避免关税持久推升通胀。鲍威尔表示，联储会平衡通胀和就业这两个使命，同时承认，若关税推高通胀，让经济增长放缓，实现双重使命就面临挑战。这被视为提出了滞胀的担忧。鲍威尔预计，面对前所未有的不确定性，美股等金融市场会继续波动，但否认联储会像投资者押注的 Fed Put 期权那样“救市”，因为市场在正常有序运转。

纽约联储主席重申短期内无需调整利率，必须确保关税不会导致通胀持续高企。4月17日，美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯表示，尽管特朗普政府的新一轮关税可能推高通胀、拖累经济增长并抬升失业率，但短期内没有必要调整联邦基金利率。威廉姆斯指出，经济前景存在相当大的不确定性。他重申了自己的观点，认为特朗普关税至少在目前推高了物价，他预计美国今年的GDP增速可能低于1%，失业率也将将从当前的4.2%上升至4.5%至5%区间。不过他强调：“这并不是衰退，只是比过去几年增长更慢的经济表现。”尽管威廉姆斯没有明确预测通胀将上升多少，但他确认关税将在今年对物价形成上行压力，当务之急是防止关税引发的物价上涨演变为持续性通胀。

2.3 美元指数走势

上周美元指数延续下行，一方面源于特朗普政府的关税政策对经济前景的冲击，结合经济数据疲软，强化了市场对美国经济衰退预期，削弱美元信心，另一方面则因市场对贸易紧张局势的负面和波动反应对融资环境产生收紧影响。截至上周四，美元指数较前一周五下跌0.54%至99.23。

图 25 上周美元指数延续大幅下行



数据来源：iFind，东方金诚

2.4 美国 TIPS 收益率走势

经历了美债抛售潮后，市场情绪逐渐恢复，加之关税预期有所减退，美债随之企稳。截至上周四，美国 10 年期 TIPS 收益率大幅下行 17bp 至 2.11%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率波动下行



数据来源：iFind，东方金诚

2.5 国际重要事件跟踪

巴以双方依然陷入僵局，俄乌停火协议充满不确定性。尽管哈马斯想要达成和谈，但以色列提出“要求哈马斯交出武器的条件”令其无法接受。这使得

双方持续陷入僵局。此外，以色列军队仍在对加沙进行空袭，试图让哈马斯释放人质并解除武装。俄乌方面，普京下令实施为期 30 小时的复活节停火，但俄乌互相指责对方违反这一短期停火倡议，泽连斯基重申延长停火期限一个月的建议。随后，美国向盟友抛出乌克兰和平方案，其中包括在持久停火的前提下放松对俄制裁。

图 27 上周 VIX 指数大幅下行

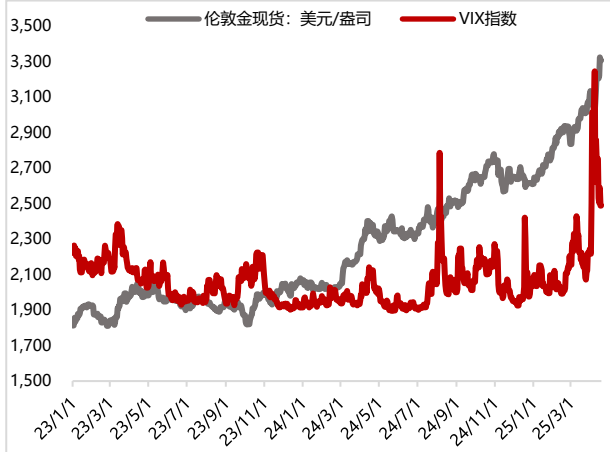
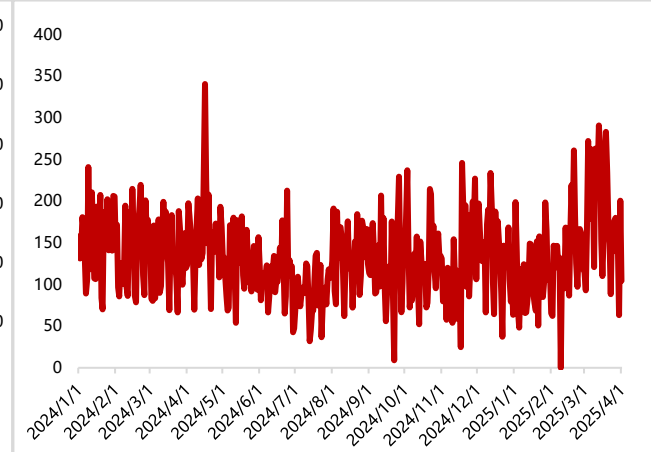


图 28 地缘政治风险指数（GPR）（1985:2019=100）



数据来源：iFind, <https://www.matteiacoviello.com/gpr.htm>, 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn