

风险计价略有下降 贵金属暂陷震荡格局

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

市场要闻与重要数据

■ 贵金属主线逻辑

1. 利率方面, 2025年4月间, 10年期美债收益率下降6个基点至4.17%, 1年期美债收益率下降18个基点至3.85%, 不过在5月的前两个交易日, 美债收益率又呈现一定回升, 最终10年前美债收益率收于4.33%, 1年期美债收益率收于4.00%。月内特朗普对于美联储主席鲍威尔的态度有所缓和, 而鲍威尔则是对降息维持相对谨慎的态度, 不过从目前联邦基金利率给出的降息概率来看, 5月议息会议维持利率不变的概率为97.3%, 而6月降息25个基点的概率则达到31.8%。未来名义利率持续下降仍为大概率事件。而对于目前市场相对关心的未来两个月大量美债到期的情况, 由于当下ON RRP账户余额已经到了极低的位置, 因此对于流动性风险的冲击的确需要留意。不过由于当下美债的交易量仍然占据主导地位, 短时期内找到替代的可能性也相对较低, 因此大多数到期美债仍能“续新”, 因此预计对市场的冲击不会过大。

2. 通胀方面, 2025年4月间, 反映通胀预期的breakeven inflation rate持平于2.23%, 较上月底下降15个基点。月内公布的3月CPI环比下降0.1%, 同比上涨2.4%, 剔除波动较大的食品和能源价格后, 3月核心CPI环比上涨0.1%, 同比上涨2.8%, 同比涨幅仍远高于美联储设定的2%长期目标。此外, 3月PCE物价指数同比增长2.3%, 为去年秋季以来的最低水平, 略高于预期的2.2%, 前值为2.5%。不过当下特朗普关税政策令市场对于未来通胀能否维稳存在较大忧虑, 相对有利的因素是, 目前原油价格呈现偏弱态势, 这或许会在一定程度上缓解通胀的上行。

3. 汇率方面, 2025年4月间, 美元指数下降4.37%至99.64, 不过在临近中下旬之际, 随着特朗普对于关税政策的态度有所缓和。市场风险情绪滋生, 美股也出现了反弹。美元在月末至5月初逐步站会回100关口。并且近期欧元区所表现出的对于宽松货币政策的态度似乎略强于美联储, 因此这也可能会使得未来美元持续大幅走低的可能性降低, 但毕竟美联储降息同样也是大概率事件, 同时特朗普市场“朝令夕改”的行为也使得市场风险情绪难以得到充分释放, 故预计未来美元或维持偏弱震荡格局。

4. 在市场风险定价方面, VIX指数于2025年4月呈现明显的冲高后回落迹象, 而这与特朗普多变的“关税政策”有着较大的关系, 可以发现临近月末之际, 随着其对于施加大幅关税的态度有所缓和, VIX指数随即出现走低。而观察10年期零息美债期限溢价可以发现其在4月间上升幅度实则相对有限, 反映出当下市场对于风险以及不确定性的计价有所回落, 故贵金属或暂时陷入震荡格局之中。

5. 2024年全年, 全球央行累计1,044.63吨(2023年为1,050.81吨), 当下已经连续

第 17 个季度呈现净购入的情况。中国央行也在暂停了半年的黄金购买后，目前再度连续 5 个月购入黄金。

■ 策略

黄金：中性

目前市场在经历了 4 月间相对较大的波动后，随着特朗普对于施征高额关税以及对于美联储主席鲍威尔的态度有所缓和，市场对于未来不确定性的风险计价也暂时走低，黄金价格冲高回落，目前暂陷震荡格局，同时需要主要此后流动性风险的冲击是否会再度发生，预计 5 月国内金价或在 740 元/克-810 元/克间震荡。

白银：中性

在 4 月末避险需求回落风险情绪滋生的情况下，白银价格一度强于黄金。不过目前原油价格相对偏弱，白银或许会受到工业属性的拖累而无法维持偏强态势，因此预计 5 月间白银价格同样以区间震荡为主，范围在 7,700 元/千克至 8,400 元/千克。

套利：逢低做多金银比价

期权：卖出看跌

■ 风险

获利多头了结离场

大规模流动性踩踏风险（关注 SOFR-OIS 利差以及 ON RRP 账户余额）

目录

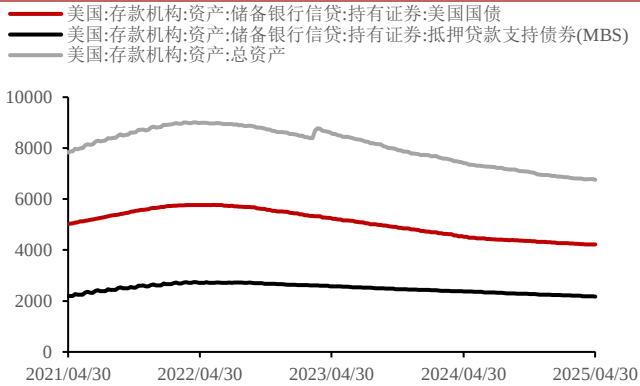
市场要闻与重要数据.....	1
贵金属重要数据:	4

图表

图 1: 美联储资产负债表规模 单位: 亿美元.....	4
图 2: 美联储观察工具 单位: %.....	4
图 3: 美债实际收益率 单位: %.....	4
图 4: 欧元区公债收益率 单位: %.....	4
图 5: 1 年期欧美公债利差 (美-欧) 单位: %.....	4
图 6: 10 年期欧美利差 (美-欧) 单位: %.....	4
图 7: 花旗意外指数差 单位: 点.....	5
图 8: 欧美 PMI 指数 单位: 点.....	5
图 9: 全球主要经济体 CPI 单位: %.....	5
图 10: BREAKEVEN INFLATION RATE 单位: %	5
图 11: 美国核心 PCE 当月同比 单位: %.....	5
图 12: WTI 价格 单位: 美元/桶	5
图 13: VIX 指数 单位: 点.....	6
图 14: 美国企业债利差 单位: %.....	6
图 15: CDS 价格指数 单位: 点.....	6
图 16: SOFR – OIS SPREAD 单位: %.....	6
图 17: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨、美元/盎司	7
图 18: 白银 ETF 持仓量 单位: 吨、美元/盎司	7
图 19: 黄金 CFTC 多头净持仓 单位: 千张	7
图 20: 白银 CFTC 多头净持仓 单位: 千张	7
图 21: 上期所黄金库存 单位: 千克、元/克.....	7
图 22: 上期所白银库存 单位: 吨、元/千克.....	7
图 23: COMEX 黄金库存 单位: 百万盎司、美元/盎司	8
图 24: COMEX 白银库存 单位: 百万盎司、美元/盎司	8
图 25: 金银比价与原油价格 单位: 倍、美元/桶.....	8
图 26: CRB 指数与金银比价 单位: 倍、点	8
图 27: 白银供需平衡 单位: 吨.....	9
图 28: 全球央行购售金 单位: 吨.....	9

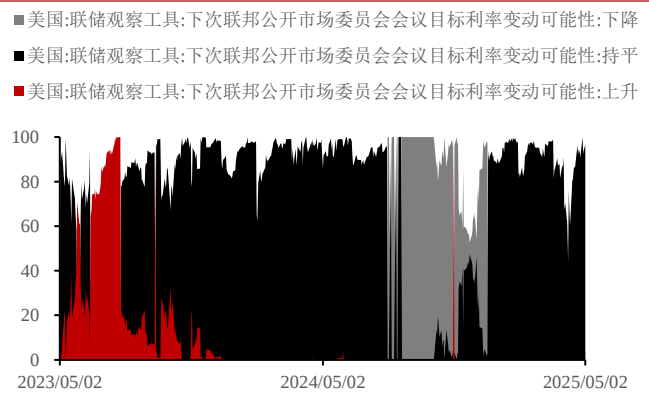
贵金属重要数据：

图 1：美联储资产负债表规模 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：美联储观察工具 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：美债实际收益率 | 单位：%



图 4：欧元区公债收益率 | 单位：%

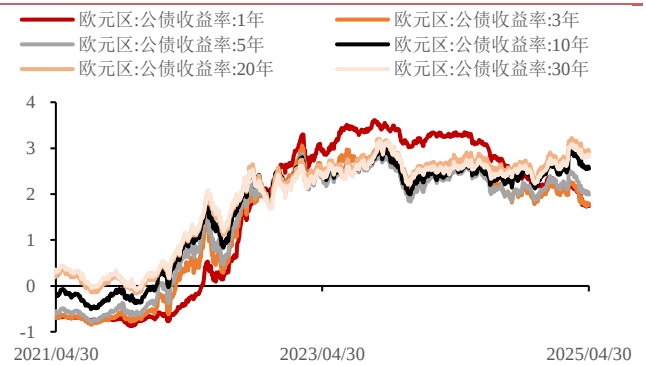
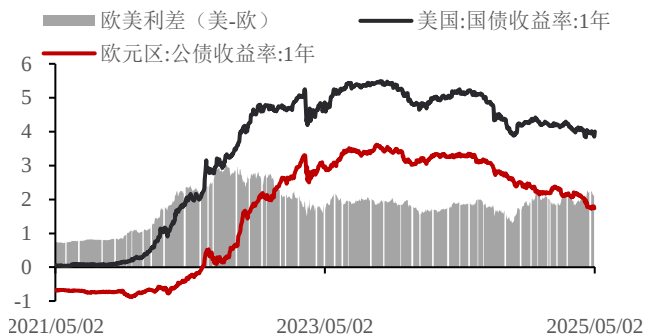
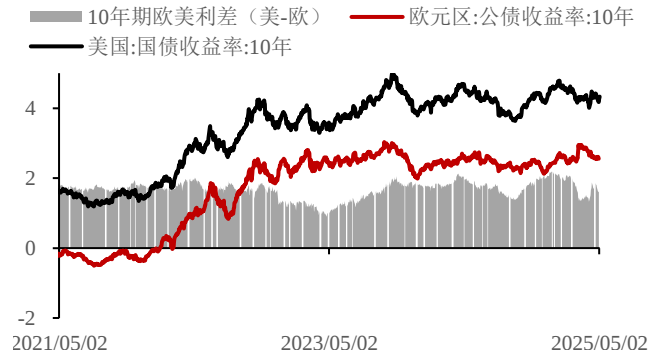


图 5：1 年期欧美公债利差（美-欧） | 单位：%



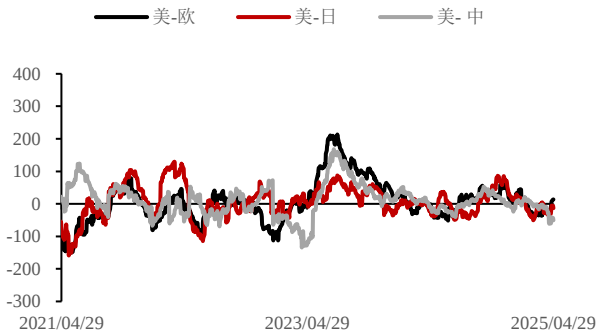
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：10 年期欧美利差（美-欧） | 单位：%



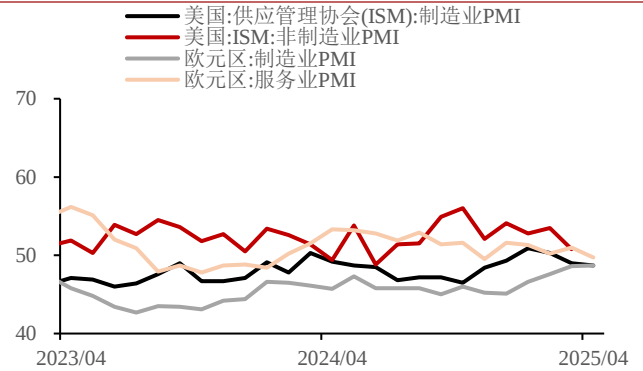
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7: 花旗意外指数差 | 单位: 点



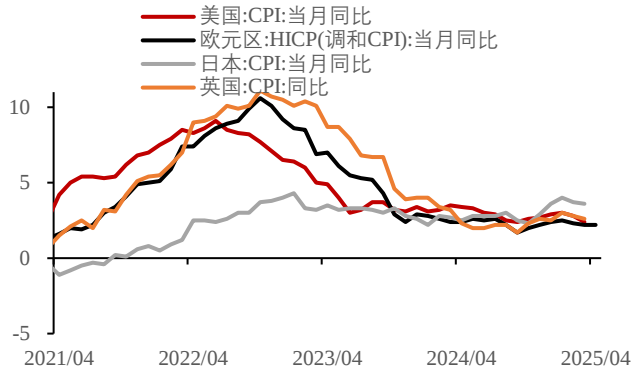
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 欧美 PMI 指数 | 单位: 点



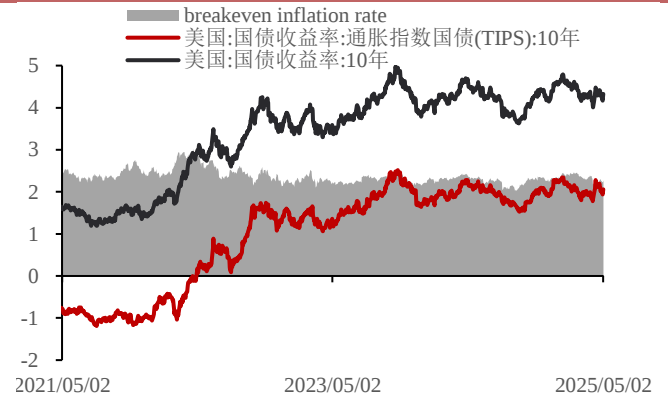
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 全球主要经济体 CPI | 单位: %



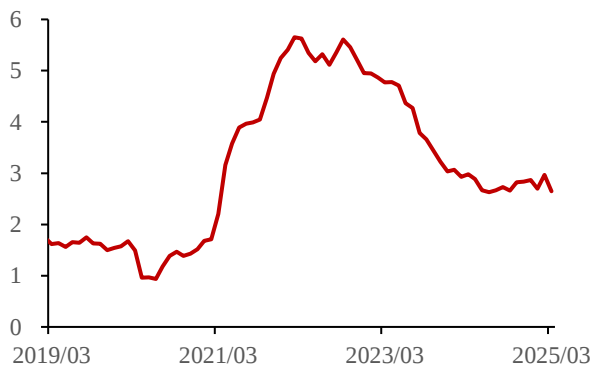
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: breakeven inflation rate | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 美国核心 PCE 当月同比 | 单位: %



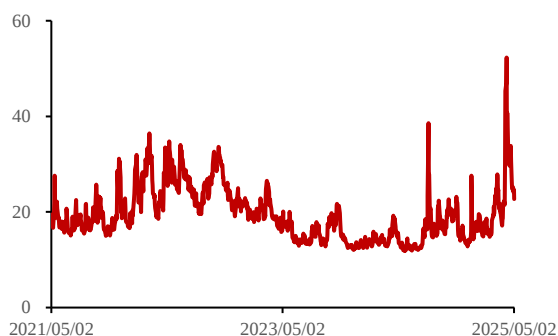
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: WTI 价格 | 单位: 美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: VIX 指数 | 单位: 点



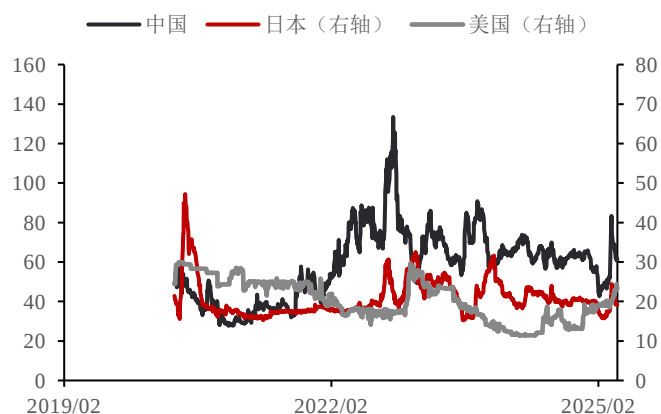
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美国企业债利差 | 单位: %



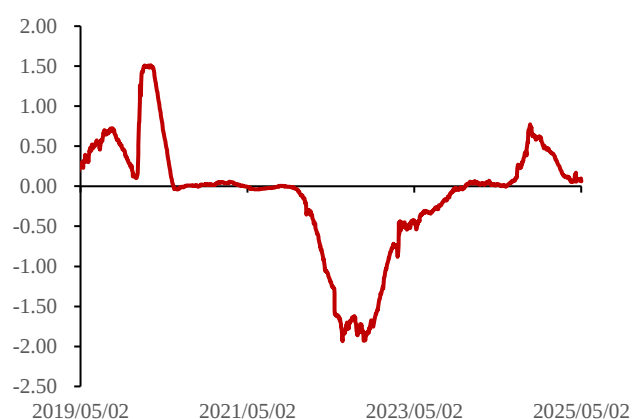
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: CDS 价格指数 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: SOFR - OIS spread | 单位: %



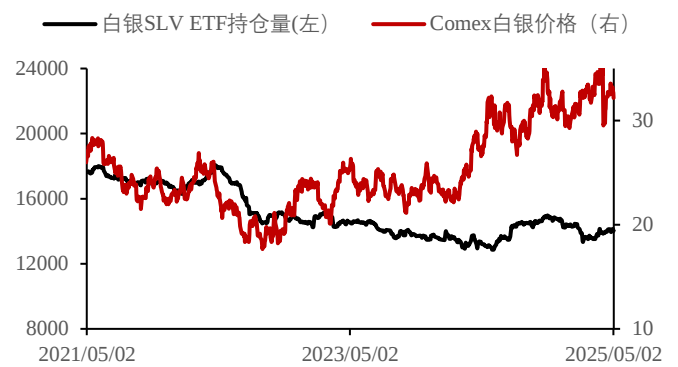
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 黄金 ETF 持仓量 | 单位: 吨、美元/盎司



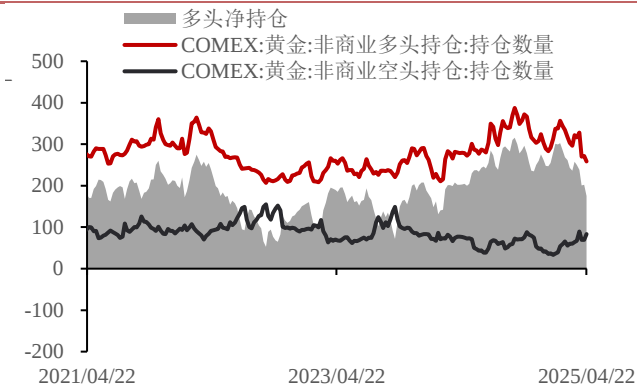
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 白银 ETF 持仓量 | 单位: 吨、美元/盎司



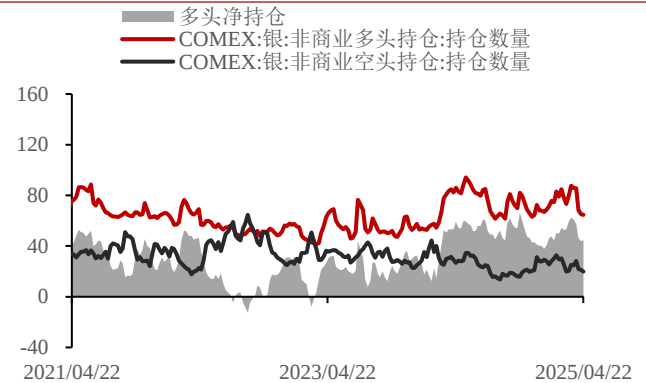
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位: 千张



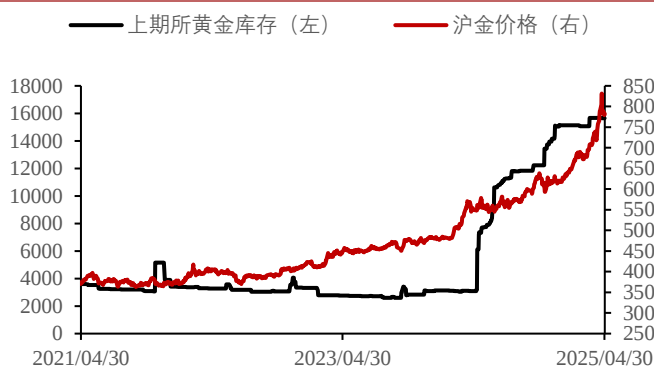
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位: 千张



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 上期所黄金库存 | 单位: 千克、元/克



数据来源: 上期所 Wind 华泰期货研究院

图 22: 上期所白银库存 | 单位: 吨、元/千克



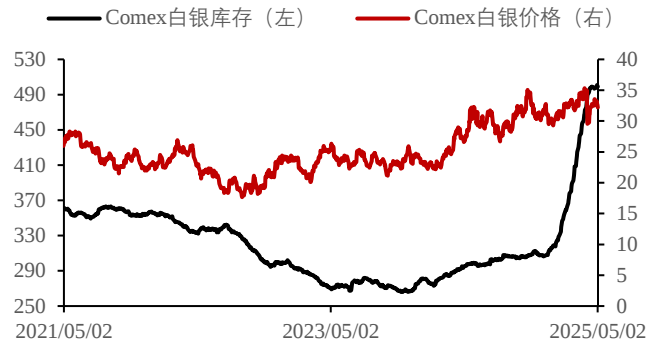
数据来源: 上期所 wind 华泰期货研究院

图 23: Comex 黄金库存 | 单位: 百万盎司、美元/盎司



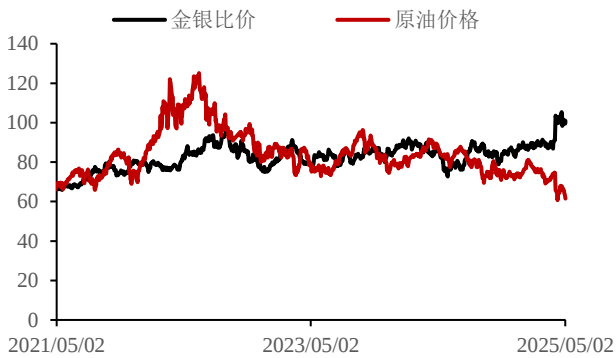
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: Comex 白银库存 | 单位: 百万盎司、美元/盎司



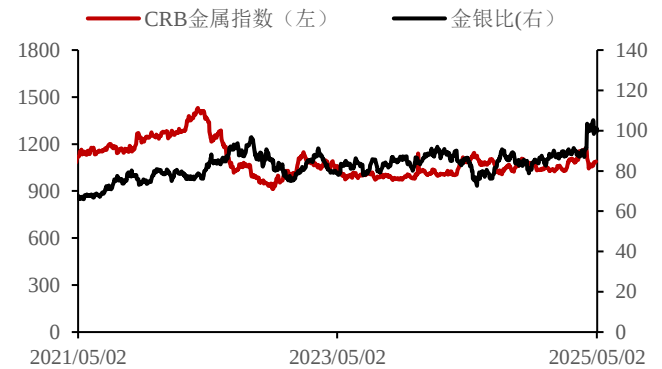
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 金银比价与原油价格 | 单位: 倍、美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: CRB 指数与金银比价 | 单位: 倍、点



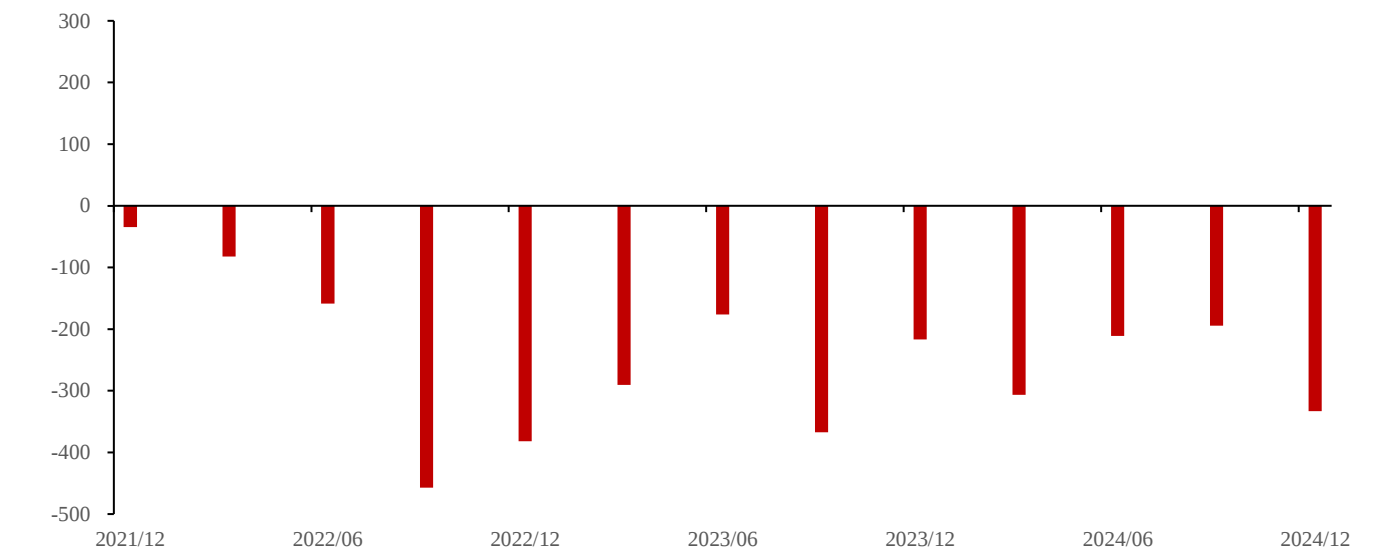
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27：白银供需平衡 | 单位：吨

世界白银市场	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
矿山产量	27404	26284	26250	26635	25315	26253	26242	25991	26894	26685	26158	25485	24538
回收量	4350	4358	4219	4285	4141	4328	4307	4399	4498	4536	4584	4643	4718
总供给量	31754	30642	30469	30920	29456	30581	30549	30390	31392	31221	30742	30128	29256
增长率 (%)	-2.1	-3.5	-0.6	1.5	-4.7	3.8	-0.1	-0.5	3.3	-0.5	-1.5	-2	-2.9
总生产需求	31007	31225	31371	31362	29953	31290	33004	31800	32515	33157	33729	34179	34508
增长率 (%)	1.5	0.7	0.5	0	-4.5	4.5	5.5	-3.6	2.2	2	1.7	1.3	1
供需平衡	747	-583	-902	-442	-497	-709	-2455	-1410	-1123	-1936	-2987	-4051	-5252

数据来源：CRU 华泰期货研究院

图 28：全球央行购售金 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com