



2026年5月11日

美伊僵局难解，调整难言结束

核心观点及策略

- 美伊和谈依然处于僵局，但当前市场对伊朗冲突可能结束的乐观情绪缓解了对通胀和高利率的担忧。最新公布的美国4月非农就业数据远超预期将促使美联储按兵不动。中国央行4月加大购金量对投资者信心有所提振。预计贵金属仍将在地缘政治、宏观预期与政策博弈的复杂交织环境中通过高位震荡来进行调整。目前市场最关键影响因素依然是美伊和谈进展，地缘风险仍会反复切换，不排除再度恶化的可能。若美伊冲突持续时间持续拉长，也将会激发黄金的避险和抗通胀双重属性，贵金属长期趋势并未动摇。密切关注美伊和谈进展。
- 在宏观地缘因素主导之下，铂钯价格短期难以走出独立行情，铂钯预计跟随金银震荡。需关注美国拟对俄罗斯钯金征收高额关税，以及欧盟可能对俄铂族金属实施进口禁令的风险，可能会触发的铂钯的脉冲式上涨行情。
- 风险因素：美伊冲突持续时间超预期，沃什上任后货币政策鹰派超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

赵奕

从业资格号：F03153902
投资咨询号：Z0023788

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、宏观分析	5
1、美伊局势反复，谈判与冲突并行.....	5
2、美国就业市场韧性较强，但不足以改变货币政策节奏.....	6
三、贵金属市场分析.....	8
（一）金银市场分析.....	8
1、金银比价下行，后市有望向上修复.....	8
2、中国央行加快购金节奏.....	9
3、4月金银ETF持仓量止跌反弹.....	10
4、国内白银库存快速，市场供需达到新平衡.....	11
（二）铂钯市场分析.....	13
1、铂钯与金银的比价仍处于低位	13
2、俄钯“双反”风险尚未消除，美国钯库存处于历史高位.....	14
四、行情展望及操作策略	15

图表目录

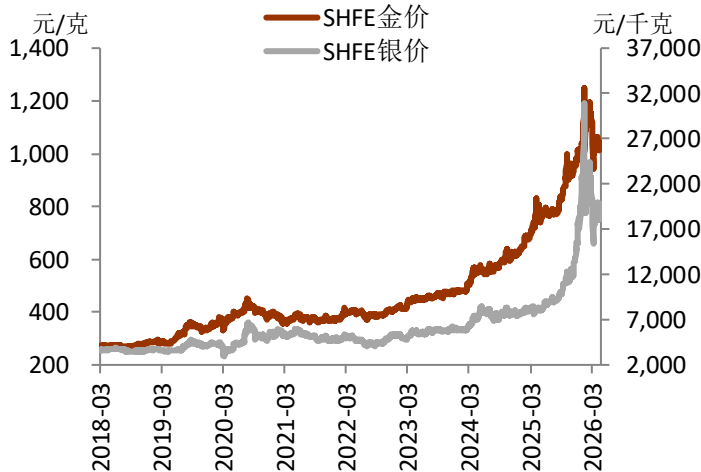
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 NYMEX 铂钯价格走势变化	5
图表 6 广期所铂钯价格走势变化	5
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 8 美欧经济意外指数变化	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国职位空缺数变化	7
图表 12 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 13 美国非农就业人数和失业率变化	7
图表 14 美国时薪增速变化	7
图表 15 主要经济体 CPI 变化	8
图表 16 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 17 美国通胀预期变化	8
图表 18 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 19 COMEX 金银比价变化	9
图表 20 沪期金银比价变化	9
图表 21 主要央行黄金储备量	10
图表 22 中国央行黄金储备变化	10
图表 23 贵金属 ETF 持仓变化	10
图表 24 黄金 ETF 持仓变化	11
图表 25 白银 ETF 持仓变化	11
图表 26 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 27 COMEX 黄金库存变化	12
图表 28 COMEX 白银库存变化	12
图表 29 伦敦金银市场协会黄金库存变化	12
图表 30 伦敦金银市场协会白银库存变化	12
图表 31 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 32 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 33 NYMEX 铂金比价变化	13
图表 34 NYMEX 铂钯比价变化	13
图表 35 NYMEX 铂银比价变化	13
图表 36 NYMEX 钯银比价变化	13
图表 37 NYMEX 铂价格与库存变化	14
图表 38 NYMEX 钯价格与库存变化	14
图表 39 NYMEX 铂期货与期权非商业性净持仓变化	15
图表 40 NYMEX 钯期货与期权非商业性净持仓变化	15

一、贵金属行情回顾

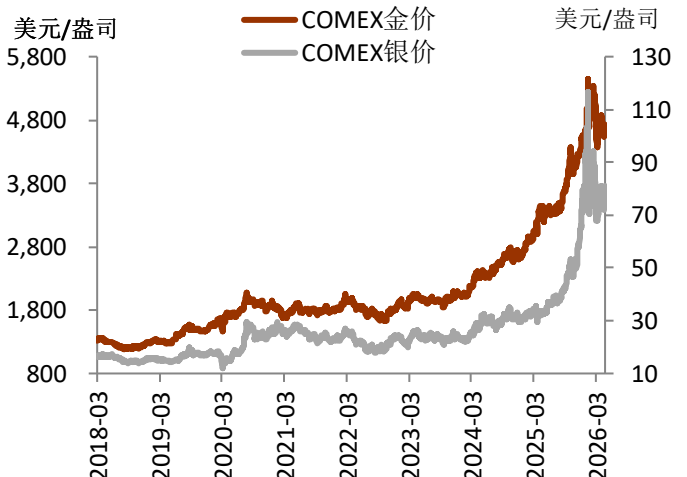
2026年4月，贵金属市场在多重因素的叠加冲击下呈现出震荡格局。一方面，地缘信号依然在反复切换，美伊在巴基斯坦斡旋下于伊斯兰堡举行的第一轮和谈无果而终，霍尔木兹海峡通行问题悬而未决，市场风险偏好随着美伊局势的变化而波动，但整体承压。另一方面，原油价格维持高位运行抬升通胀预期，美联储降息预期被大幅压缩，部分交易甚至开始对冲加息风险。美联储候任主席沃什在4月21日听证会上的偏鹰表态进一步强化了这一压力。4月下旬美伊第二轮和谈并未能如期举行，中东局势依然紧张，但市场对于美伊和谈的预期较为乐观，市场风险偏好有所回暖。COMEX黄金期货主力合约4月度跌幅为1.35%，COMEX白银期货主力合约月度跌幅为1.48%；NYMEX铂金期货主力合约月度跌幅为1.71%，NYMEX钯金期货主力合约月度跌幅为3.69%。

目前市场对伊朗冲突可能结束的乐观情绪缓解了对通胀和高利率的担忧，贵金属价格走势震荡偏强运行。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

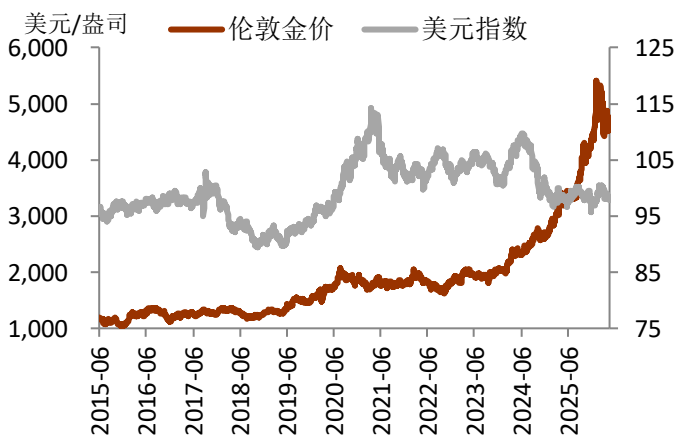


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化

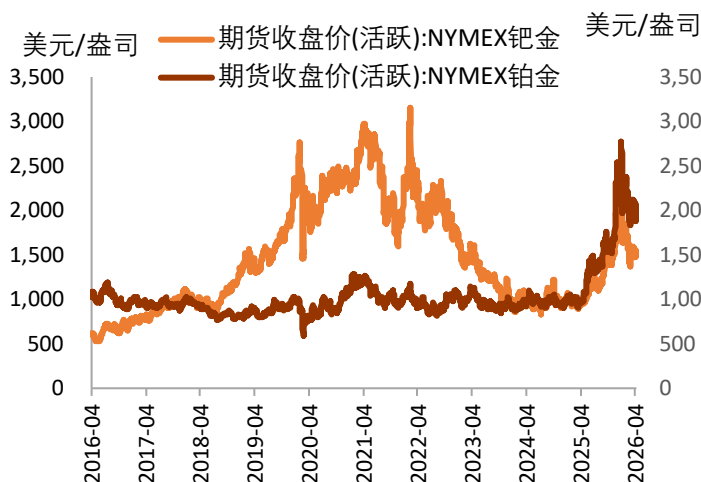


图表4 金价与美债利率走势变化

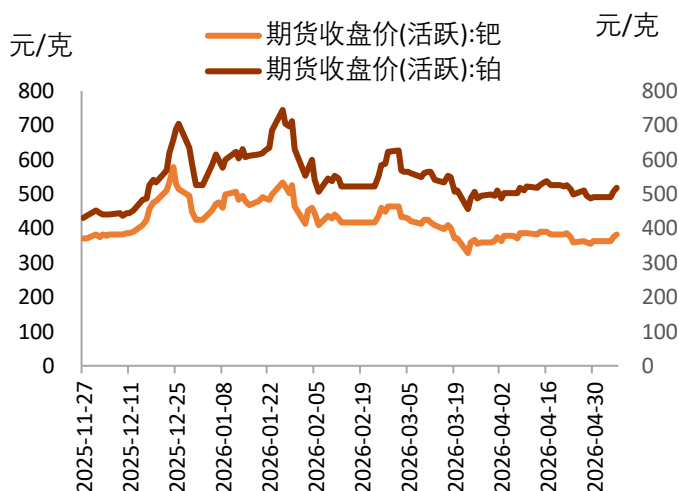


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 5 NYMEX 铂钯价格走势变化



图表 6 广期所铂钯价格走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观分析

4 月美伊局势冲突依然是影响全球金融市场的的核心因素。虽然中东局势依旧深陷僵局，但市场对于冲突解决的预期较为乐观，贵金属价格也出现反弹。

1、美伊局势反复，谈判与冲突并行

美伊冲突爆发武装冲突已持续三个月，局势依旧处于僵局。特朗普保持 TACO 风格，而伊朗与以色列则展现一贯的强硬姿态。近期美伊接近达成协议的消息传出，协议内容或包括伊朗暂停铀浓缩、美国解除对伊制裁并解冻伊朗资产，以及保障霍尔木兹海峡通航等。随后特朗普在社交平台发文施压伊朗尽快接受协议，否则“轰炸将重新开始”。虽然停火协议延长，但伊朗与美国在霍尔木兹海峡发生多次轻度交火。特朗普表示军事上的轻度交火并不意味着此前的停战协议失效；旨在疏通海峡的“自由计划”行动在特朗普宣布实施后两天暂停，但其表示将随时重启。英国与法国则表示愿意排除军舰参与海峡秩序维护。

伊朗与美国谈判依旧陷入僵局，局势主要围绕特朗普“自由计划”反复；尽管美伊再次交火，但市场对美伊达成协议相对乐观。由于海峡仍然受阻，市场对霍尔木兹海峡重开、能源价格回落的定价则相对谨慎。

距离美国 11 月的中期选举越来越近，9 月进入选举关键时间，特朗普急需从对外战争的泥潭中脱身挽回支持率。若霍尔木兹海峡长期封锁将影响工业品供应链，最终导致美国面临进口品价格与油价的双重冲击，美国通胀压力将显著提高，最终影响美联储货币路径和中期选举结果。共和党在中期选举将面临严峻挑战，如果丢掉国会控制权，不仅未来两年特朗普政府的施政空间受限，还将改变 2028 年后两党的权力分配与美国政治极化的轨迹。

目前市场的关键影响因素依然是美伊和谈进展，地缘风险仍会反复切换，不排除会出

现变数，预计霍尔木兹海峡封锁问题短期难以彻底解决。中美领导人即将会面，期待国际社会斡旋能改善中东局势。

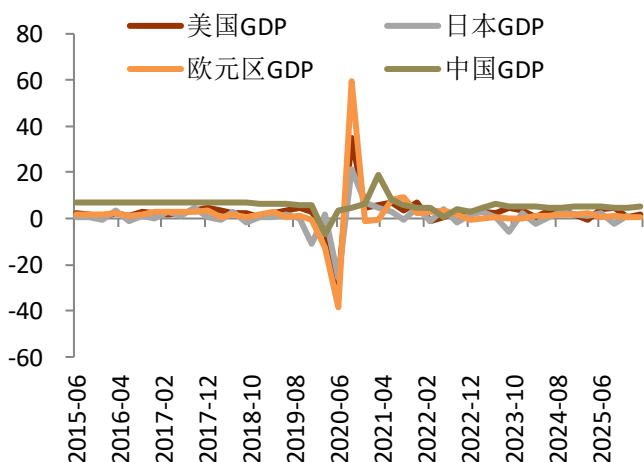
2、美国就业市场韧性较强，但不足以改变货币政策节奏

美国4月非农数据再超预期。4月新增非农就业11.5万人，高于预期的6.5万人，不过前两月非农就业合计下修5.7万人。整体来看，美国就业创造正在从前期低谷中恢复，政府技术性停摆、寒冷天气、部分行业大罢工等负面因素正在消退。从部门与行业看，政府就业依旧偏软，而私营部门成为就业复苏支持，服务业是岗位增加主力。失业率方面则保持在4.3%水平。但失业率持平的背后是劳动供给的疲软，由于劳动力参与率以及潜在劳动力地不断走低，这令失业率持稳门槛显著降低，市场或对于美国就业情况过度乐观。时薪增速维持较低水平，4月私人部门整体时薪环比增速保持在0.2%。生产部门时薪增速下行至0.3%（前值0.5%），服务部门则维持在0.2%的年内相对低位，金融活动和专业商业分别为主要拖累项和拉动项。结合3月JOLTS就业调查则显示职位空缺数小幅下行至686.6万人，美国4月ADP新增就业10.9万人也超预期，反映就业市场处在紧平衡状态。

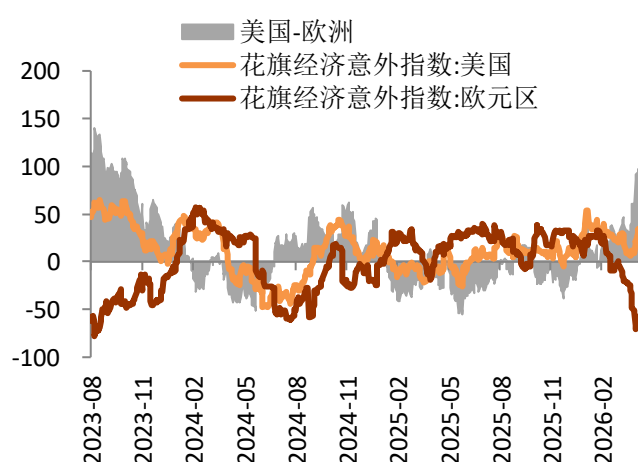
综合来看，4月美国非农就业好于预期显示劳动力市场韧性较强，但结构仍有瑕疵。稳健的非农就业暂不支持降息必要性；而低于预期的薪资增速、失业数据的结构性特征也不支持加息必要性。数据信号混杂，市场反应平淡，就业数据发布后，市场对于美联储降息路径预期变化不大。此外，其他经济数据也存在隐患，5月密歇根大学消费者信心指数走低，反应高油价下消费信心不足，美国居民的实际收入在受到侵蚀。因此，即便在通胀抬头的背景下，美联储加息的门槛也非常高。预计至年底或将维持当前利率不变。

鲍威尔任期将于5月15日期满，市场聚焦新任美联储主席沃什的相关政策变动是。后续中东冲突持续时间，以及能源通胀是否传导至核心通胀或依然是美联储利率调控的主要依据。

图表7 主要经济体 GDP 增速变化



图表8 美欧经济意外指数变化

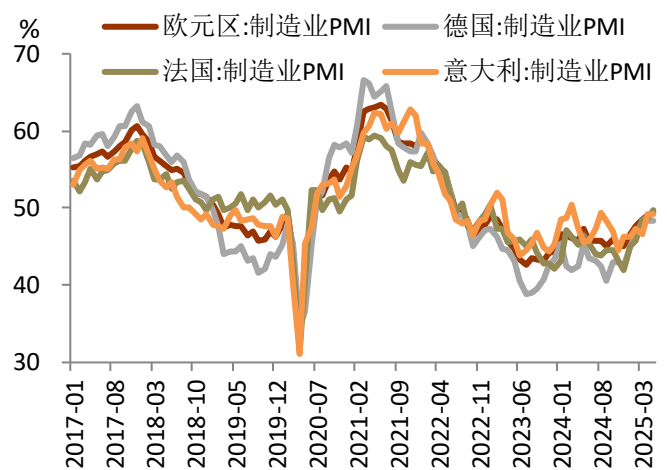


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

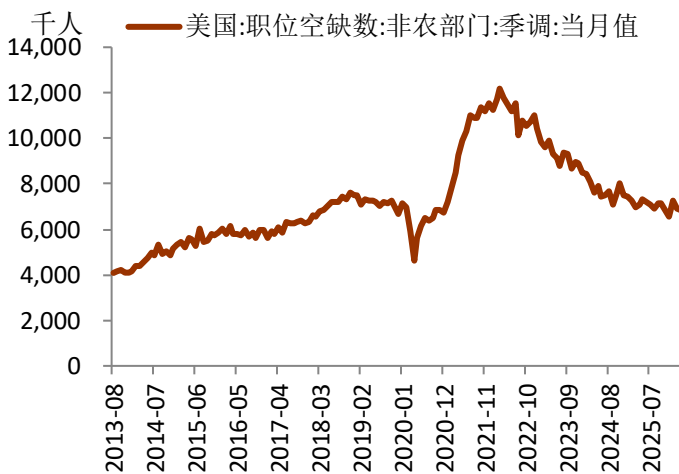


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

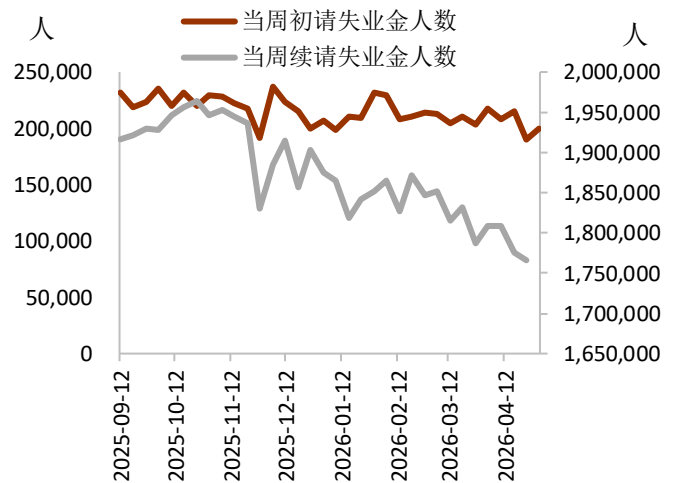


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国职位空缺数变化

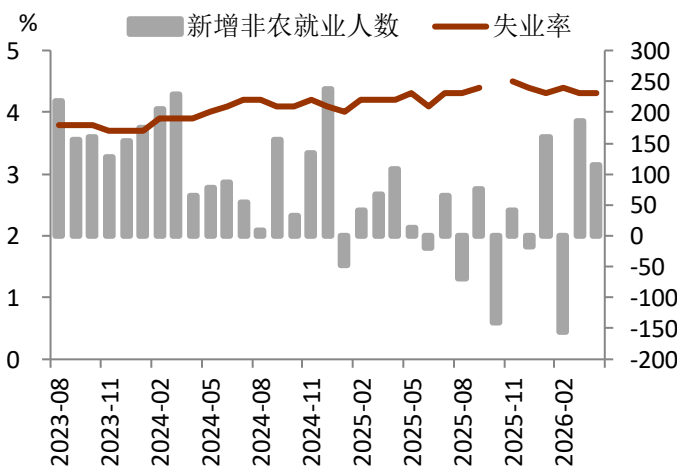


图表 12 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 美国非农就业人数和失业率变化

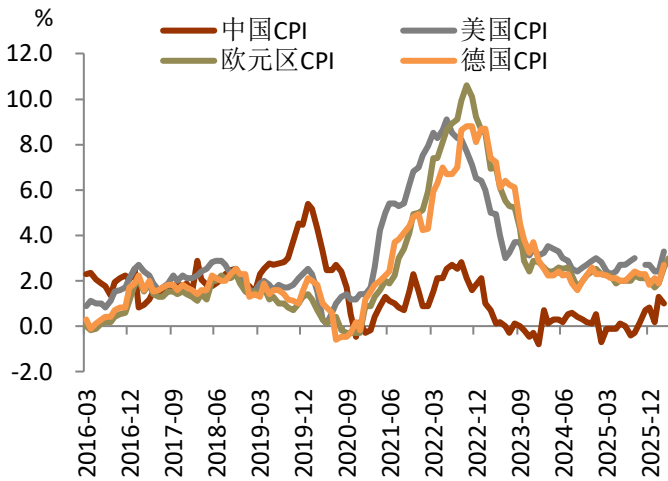


图表 14 美国时薪增速变化

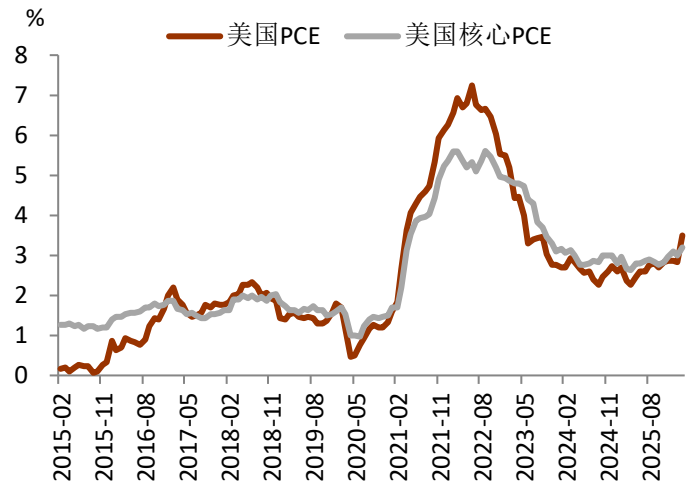


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 主要经济体 CPI 变化

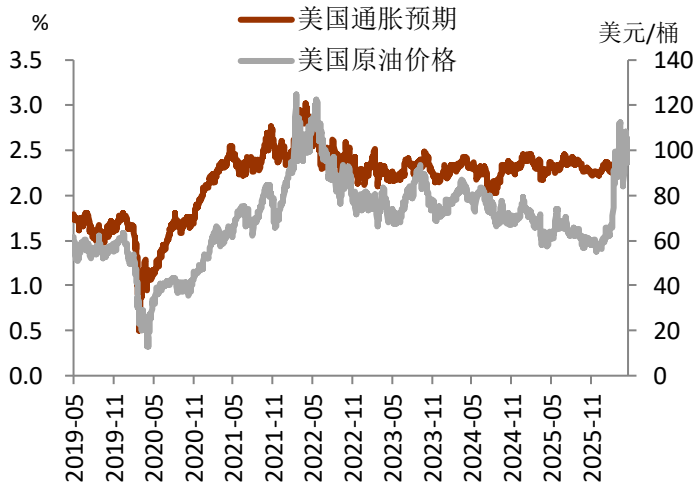


图表 16 美元 PCE 和核心 PCE 变化

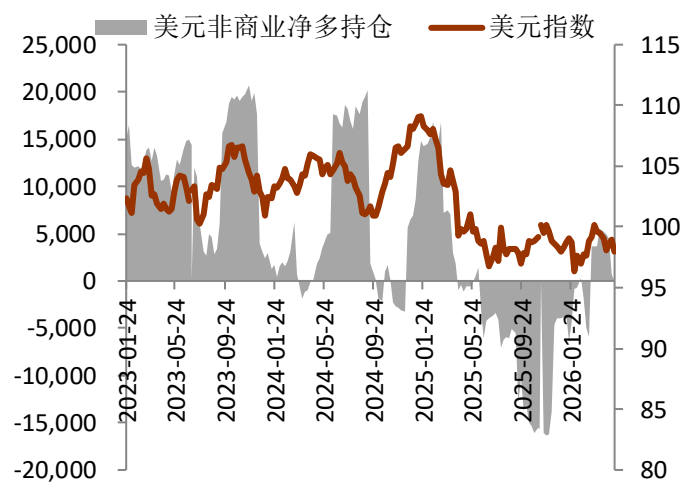


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 17 美国通胀预期变化



图表 18 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

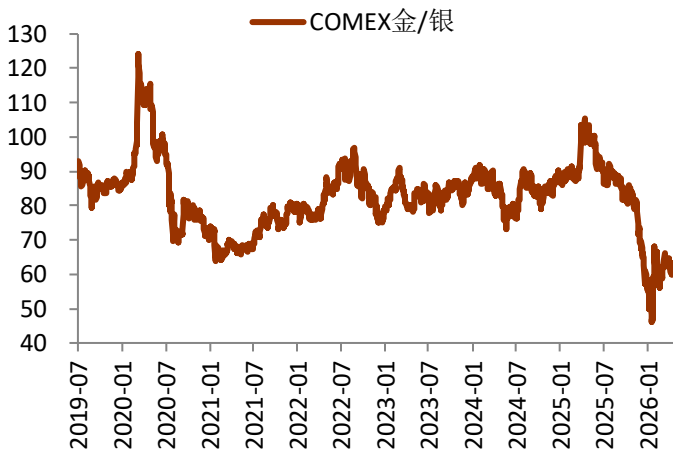
三、贵金属市场分析

(一) 金银市场分析

1、金银比价下行，后市有望向上修复

4月中东地缘局势反复切换，贵金属价格走势震荡，金银比价波动不大，COMEX金银比价从在 60-65 之间震荡。目前在市场对于美伊和谈有望达成协议的乐观预期下，贵金属价格有所反弹，银价走势强于金价，COMEX 金银比价下探至 57 一线。预计美伊谈判还会一波三折，可能会陷入长时间的拉锯，金银比价可能会向上修复。

图表 19 COMEX 金银比价变化



图表 20 沪期金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

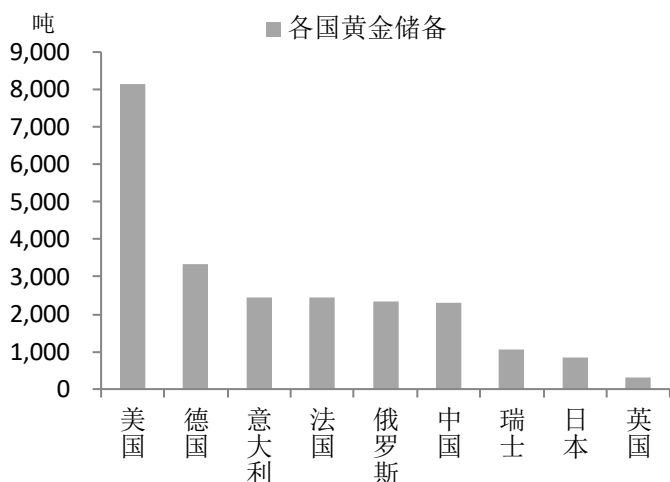
2、中国央行加快购金节奏

今年一季度各国央行买卖黄金出现分化。继俄罗斯央行在今年前两个月累计抛售了 15 吨黄金；土耳其央行在 3 月份大规模抛售黄金，以应对中东冲突引发的能源供应短缺以及土耳其里拉贬值压力；波兰央行于 3 月表示将出售部分黄金储备以筹集约 130 亿美元的国防开支之后，4 月波兰央行行长重申将黄金储备增至 700 吨的目标，表示将继续购金。

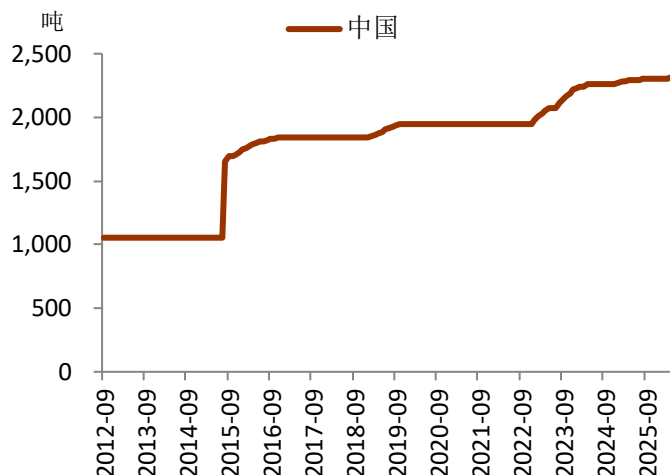
作为全球黄金最大的买家之一，中国央行已连续 18 个月增持黄金。5 月 7 日中国人民银行公布的数据显示，2026 年 4 月末黄金储备报 7464 万盎司（2321.6 吨），3 月末为 7438 万盎司，环比增加 26 万盎司（8.1 吨），为 16 个月以来最高。经过连续 18 个月的持续增持后，目前黄金储备占中国储备资产的比重已经升至 9% 以上，但依然明显低于 15% 左右的全球平均水平。

尽管央行买卖黄金有战术性的调整，全球央行整体仍保持着高度稳定的持续购金趋势。在全球地缘政治与贸易环境日趋复杂多变的背景下，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，全球央行持续增持黄金的大趋势并未动摇。

图表 21 主要央行黄金储备量



图表 22 中国央行黄金储备变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、4 月金银 ETF 持仓量止跌反弹

全球地缘政治及宏观经济的不确定性进一步强化黄金的财富保值和避险属性。世界黄金协会的数据显示,全球实物黄金 ETF 在经历 3 月的显著流出后,于 4 月实现强劲反弹。截至 4 月底,全球黄金 ETF 的总资产管理规模(AUM)达到 6150 亿美元,环比增长 1%。同时,黄金 ETF 的集体持仓量也增长 1%,达到 4137 吨,为历史第三高,略低于 2026 年 2 月 27 日创下的 4176 吨的历史最高纪录。4 月所有地区均录得净流入,北美市场扭转颓势,欧洲领涨,亚洲市场黄金 ETF 连续第 8 个月净流入。其中以中国领跑,中国香港的黄金 ETF 新增资金 7.32 亿美元,创下单月新高,这主要得益于新产品的上市。中国内地黄金 ETF 在地缘政治紧张局势加剧、债息下降以及中央持续增持黄金的背景下,继续吸引 4.98 亿美元的资金流入,今年累计的资金流入预计将挑战去年的历史最高纪录。

4 月 ETF 市场的复苏表明,在金价震荡调整及国际局势不确定的背景下,全球投资者正在积极通过实物支持的金融工具重新配置黄金资产。

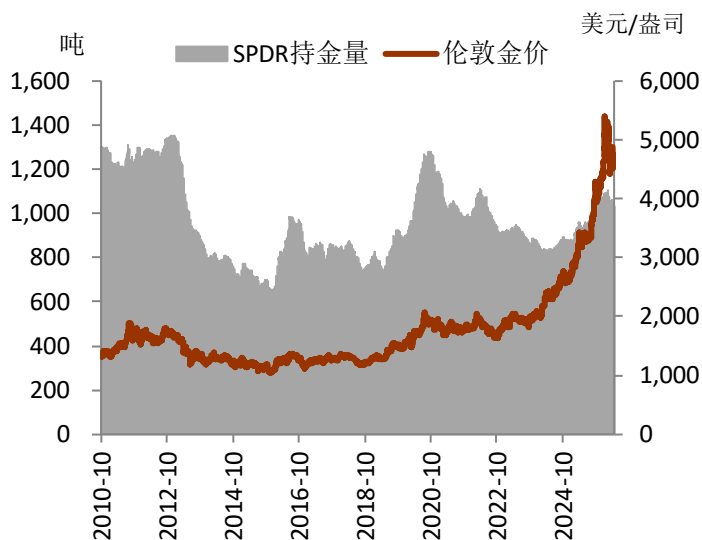
截至 5 月 8 日,全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 1033 吨,全球最大的白银 ETF-SPDR 的持银量为 15048 吨,较上月同期都有所下降。上述两个贵金属 ETF 均是在美国上市交易的 ETF,可见北美市场投资者对贵金属的投资热情不及其他市场。

图表 23 贵金属 ETF 持仓变化

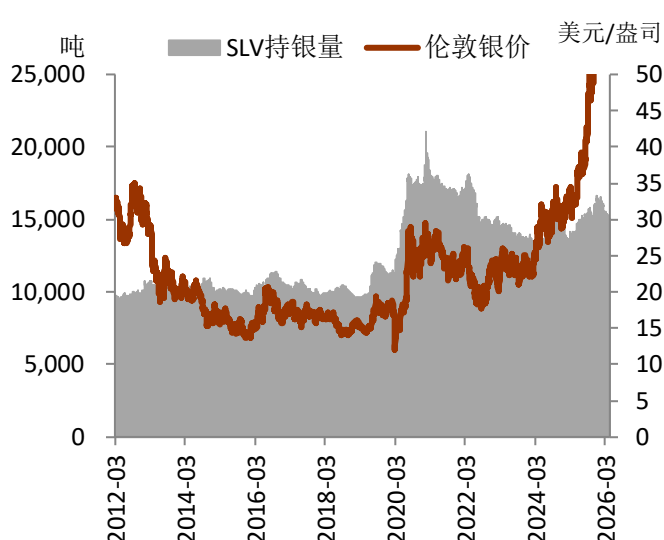
单位: 吨	2026/5/8	2026/5/1	2026/4/8	2025/5/8	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	1033.48	1035.77	1052.42	937.94	-2.29	-18.94	95.54
ishares 白银 持仓	15048.30	15042.08	15309.55	14020.96	6.22	-261.25	1027.34

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 24 黄金 ETF 持仓变化



图表 25 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、国内白银库存快速，市场供需达到新平衡

3、4月COMEX黄金、白银的库存都持续下降，国内两个大交易所的白银库存快速回升，特别是上海期货交易所的白银库存，从3月11日252吨的历史低位快速回升，截至5月8日，已升至812吨，上海黄金交易所的白银库存也从3月13日的275吨快速回升至603吨，目前国内两大交易所的白银库存达1415吨，已从近十年的历史低位恢复到正常水平。

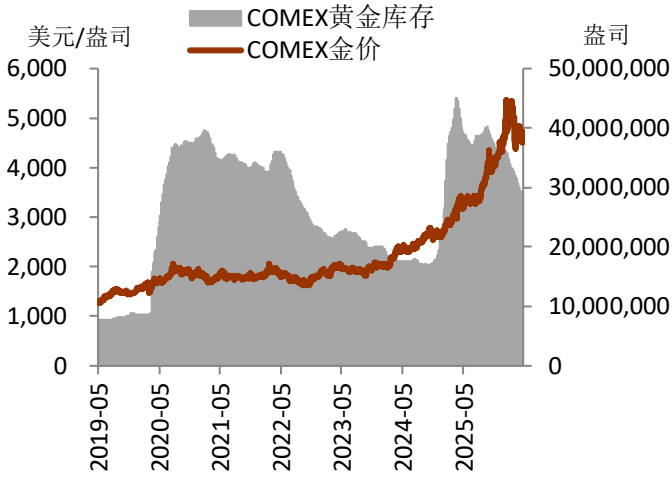
3月中国进口841吨白银，刷新历史纪录，是过去10年3月进口均值300吨的近三倍。零售投资者的抢购热情与光伏行业在出口退税取消之前的集中备货抢出口所共同推动进口量远超季节性均值。受旺盛需求拉动，国内银价大幅高于国际基准价格，促使全球交易商将白银运往中国套利，中国香港成为主要中转通道。光伏产品出口退税政策在4月1日已取消，爆发式进口预计难以继。国内白银市场库存在4月快速增加，现货由之前的高升水转向小幅贴水，市场供需格局恢复至平衡状态。

图表 26 COMEX 贵金属库存变化

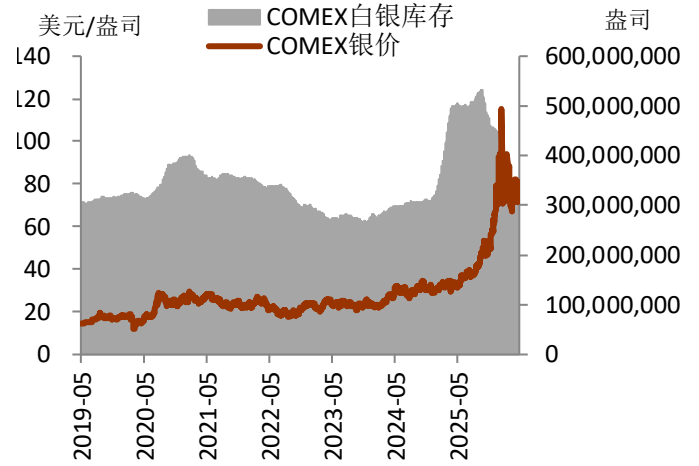
	2026/5/8	2026/4/8	2025/5/8	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	29137882	30714986	39154147	-1577104	-5.13%	-10016265	-25.58%
白银(盎司)	312310868	325073149	503581350	-12762281	-3.93%	191270482	-37.98%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 27 COMEX 黄金库存变化

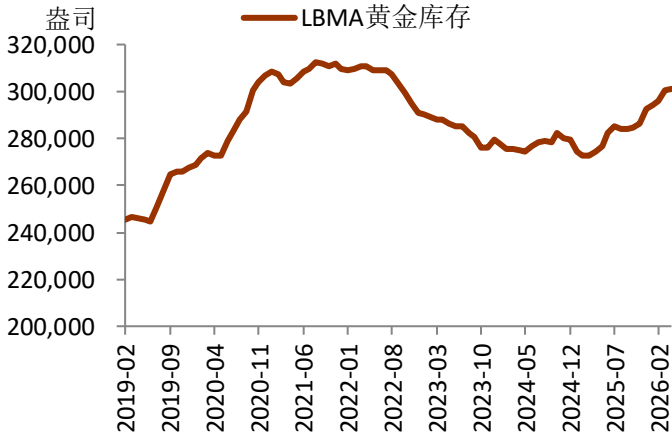


图表 28 COMEX 白银库存变化

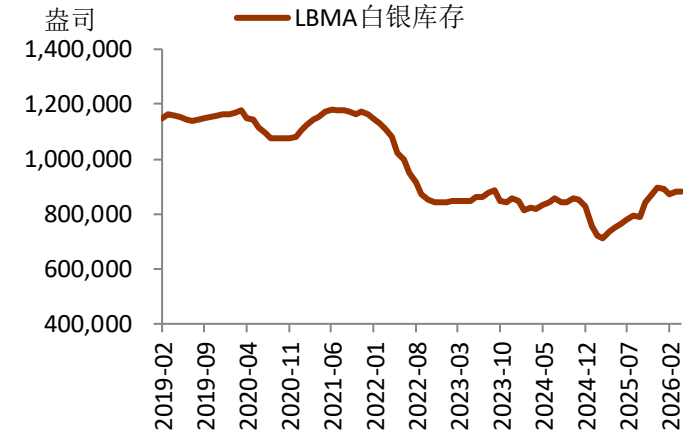


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 伦敦金银市场协会黄金库存变化



图表 30 伦敦金银市场协会白银库存变化

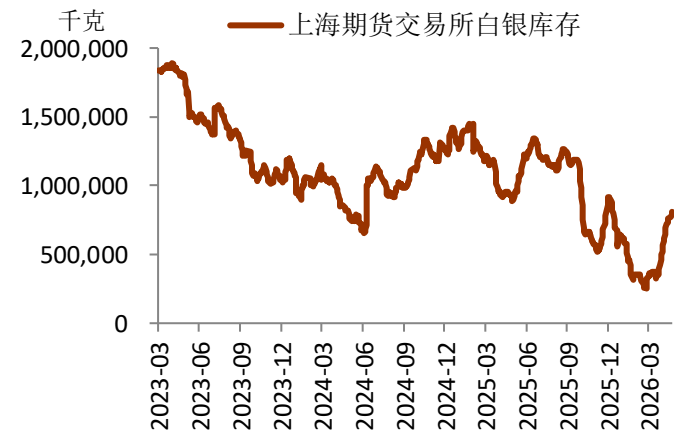


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 上海黄金交易所白银库存变化



图表 32 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

(二) 铂钯市场分析

1、铂钯与金银的比价仍处于低位

4月铂金与钯金价格走势强于黄金和白银，月度小幅收涨。进入5月，铂钯价格走势均弱于金银，特别是钯金价格明显偏弱。

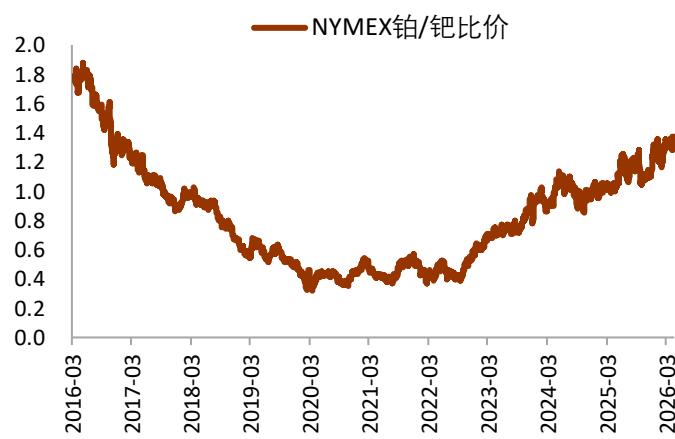
从比价来看，目前NYMEX铂/金比价在0.44，与上月同期基本持平，NYMEX钯/金比价在0.31，均上月同期有所下降，依然处于历史低位。整体而言，铂钯价格相对于黄金白银的比价都处于历史低位区间。

近几年，由于钯最大的需求领域汽车尾气催化剂正被电动汽车浪潮侵蚀面临结构性下滑，而铂金的最主要供应国南非一直面临电价、罢工、极端天气等供应扰动其供应短缺，及需求多元的坚实基本面，铂相对钯供需格局更紧张，铂钯比价从2020年0.3的历史低位上行至1.38，有进一步上行的空间。

图表 33 NYMEX 铂金比价变化

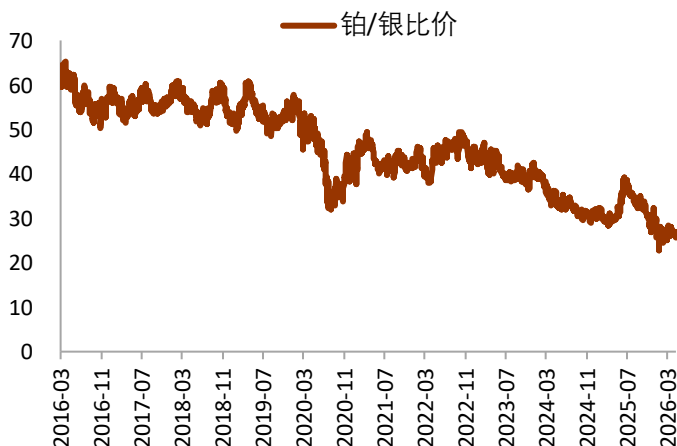


图表 34 NYMEX 铂钯比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 NYMEX 铂银比价变化



图表 36 NYMEX 钯银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

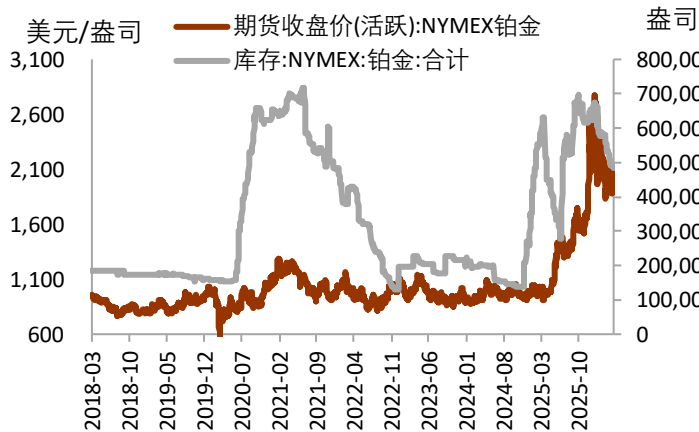
2、俄钯“双反”风险尚未消除，美国钯库存处于历史高位

2025 年 NYMEX 铂金和钯金的库存都大幅增长，主要受到市场对于美国可能对铂钯关键矿物增收高额关税预期的影响。美国地质调查局已于去年 11 月将铂钯列为关键金属。进入 2026 年，美国铂库存从 1 月下旬的历史高位开始持续下降，而钯库存则持续上升再创新高，直到 3 月底才止升，4 月维持高位基本没有变化。

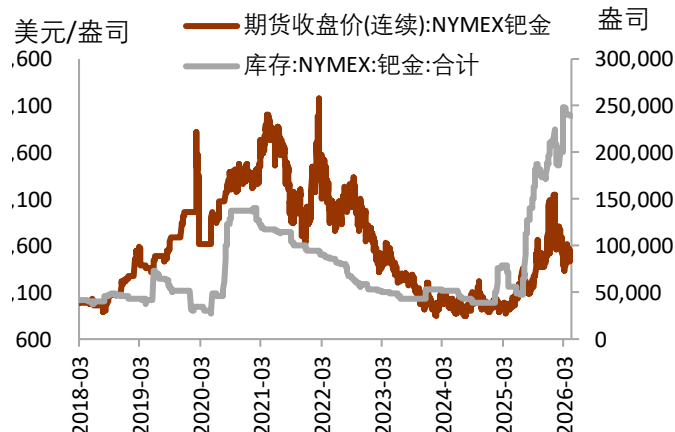
从 SOFR 来看，铂钯的租赁利率都持续下降。目前铂金现货的一个月租赁利率下降至 4.6%，而钯金现货的一个月租赁利率将至 1.7%，都已下降至平均水平，显示钯铂现货供应均较为充足。

美国钯库存在今年依然持续上升屡创新高的一个重要因素是美国拟对俄罗斯进口钯金征收高额关税。2 月中旬，美国商务部初步裁定，拟对进口自俄罗斯的钯金征收接近 133% 的反倾销税，目前该提议进入公示阶段，最终决定预计将在 6 月完成。由于俄罗斯是全球最大的钯金生产国，且美国对进口钯金的依赖度达到 57%，这一潜在的惩罚性关税一度引发了市场对全球钯金供应链中断的担忧。目前美伊军事冲突是全球市场最重要的扰动因素，市场对关税的关注度降低。后续需密切关注美国关税政策变化。若对俄钯金的高额反倾销关税顺利落地，不仅将直接冲击俄钯金出口贸易，更会搅动全球钯金供应链与市场格局。

图表 37 NYMEX 铂价格与库存变化

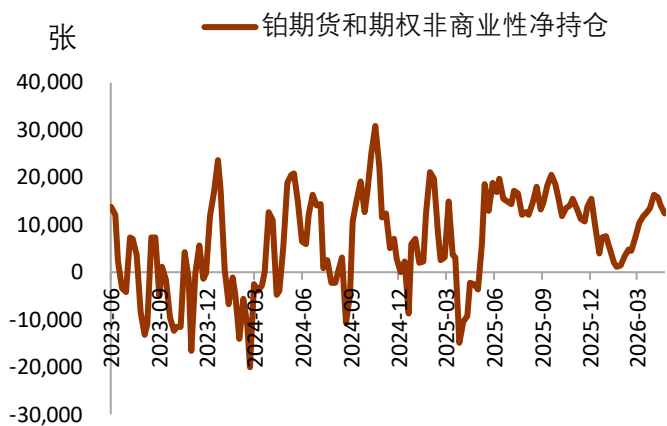


图表 38 NYMEX 钯价格与库存变化

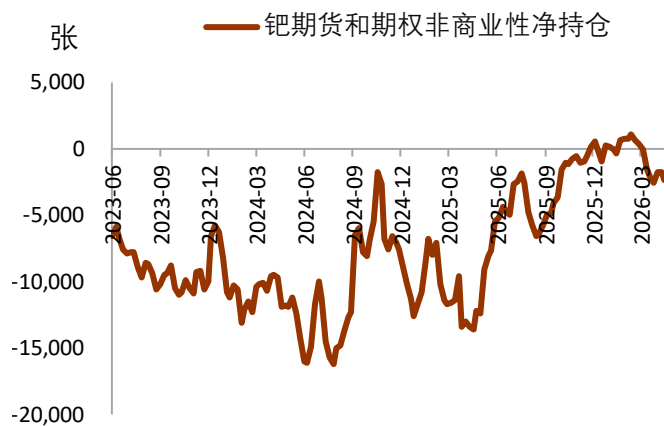


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 39 NYMEX 铂期货与期权非商业性净持仓变化



图表 40 NYMEX 钯期货与期权非商业性净持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

美伊和谈依然处于僵局，但当前市场对伊朗冲突可能结束的乐观情绪缓解了对通胀和高利率的担忧。最新公布的美国 4 月非农就业数据远超预期将促使美联储按兵不动。中国央行 4 月加大购金量对投资者信心有所提振。预计贵金属仍将在地缘政治、宏观预期与政策博弈的复杂交织环境中通过高位震荡来进行调整。目前市场最关键影响因素依然是美伊和谈进展，地缘风险仍会反复切换，不排除再度恶化的可能。若美伊冲突持续时间持续拉长，也将会激发黄金的避险和抗通胀双重属性，贵金属长期趋势并未动摇。密切关注美伊和谈进展。

在宏观地缘因素主导之下，铂钯价格短期难以走出独立行情，铂钯预计跟随金银震荡。仍需关注美国拟对俄罗斯钯金征收高额关税，以及欧盟可能对俄铂族金属实施进口禁令的风险，可能会触发的铂钯的脉冲式上涨行情。

风险因素：美伊冲突持续时间超预期，沃什上任后货币政策鹰派超预期

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 910、911 室

电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。