

黄金跨市场价差多维透视之二

——关税政策增添波动，跨市套利机会上升

报告导读

本篇为黄金跨市价差专题之二，主要研究分析了黄金跨市价差结构、形成原因，以及未来发展的预期。分析表明，黄金跨市价差结构在上篇专题所述因素之外，则主要来自于地区金价差异，其次也受到汇率预期变化的影响。短期地区金价差异波动或仍将带动黄金跨市价差出现明显套利机会，但是汇率预期当前机会则较小。未来可以继续关注美国关税预期变化对黄金跨市价差的影响。

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh. hk

相关报告

投资要点

□ 当前黄金价差

可以观察到在 1-4 月价格波动较为平稳，均值在-1 左右，基本上没有套利空间。而 5 月以来价差波动明显扩大，存在较多机会开展跨市价差套利。

□ 黄金价差结构

从黄金价差公式上推导，可以发现黄金跨市价差主要由两个变量构成，即上海金与纽约金的价格变化，以及美元兑人民币汇率。

□ 形成原因分析

黄金跨市价差主要收到地区影响和汇率影响。地区影响主要受到地方政策变化，以及地区供求不平衡的影响。汇率影响则主要是市场对汇率的预期变化。

风险提示

美国政府关税政策方向，市场汇率预期变化

正文目录

1. 价差行情跟踪	4
1.1. 当前市场黄金跨市价差	4
2. 黄金跨市价差结构分析	4
2.1. 上海金与纽约金	5
2.2. 美元兑人民币汇率	5
3. 价差形成原因分析	6
3.1. 地区金价差异	7
3.2. 汇率预期变化	7
4. 黄金跨市价差小结	8

图表目录

图表 1：黄金跨市价差波动增大	4
图表 2：黄金跨期价差变化影响占比	5
图表 3：各市场黄金价格	6
图表 4：2023 年以来欧美黄金价差变化	7
图表 5：金价隐含汇率与离岸汇率变化	8

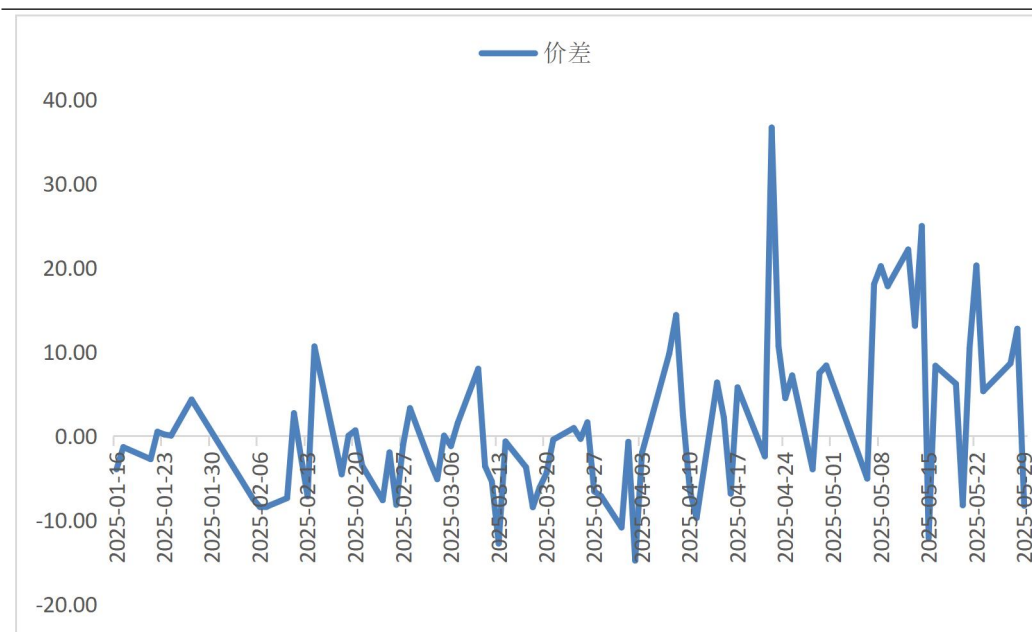
1. 价差行情跟踪

根据系列报告之一认为，黄金作为全球性资产，理论上各市场价格应趋同，但受汇率波动、关税政策、运输成本及市场流动性差异影响，跨市场价差持续存在。以中美金价为例，当 COMEX 黄金价格高于 SHFE 时，可以选择正向套利，即卖出 COMEX 合约并买入 SHFE 合约。或者当国内价格高于国际时选择反向套利，即买入 COMEX 合约并卖出 SHFE 合约。

1.1. 当前市场黄金跨市价差

以上海金价减去换算后的纽约金价得到中美黄金价差，可以观察到在 1-4 月价格波动较为平稳，均值在 -1 左右，即平均上海金价低于纽约金价 1 元/克。由于价差偏低，基本上没有明显的套利空间。而 5 月以来价差波动明显扩大，均值上升至 10.2，即上海金价高于纽约金价 10.2 元/克。由于均值维持较高位置，使其中间存在较多机会开展跨市价差套利。

图表 1：黄金跨市价差波动增大



资料来源：wind，浙商国际

2. 黄金跨市价差结构分析

在本系列上篇报告《黄金跨市场价差多维透视》中，我们提出黄金跨市价差产生的原因可能包括标准差异、时间因素和成本变化等几方面。对此将不做赘述，本篇报告主要将从价差结构上进行分析。

根据黄金跨市价格的计算公式显示：**黄金跨市价差 = 上海金价 - 纽约金价*单位换算*汇率**。其中上海金价单位是元/克，纽约金价的单位是美元/盎司，所以单位换算就是一

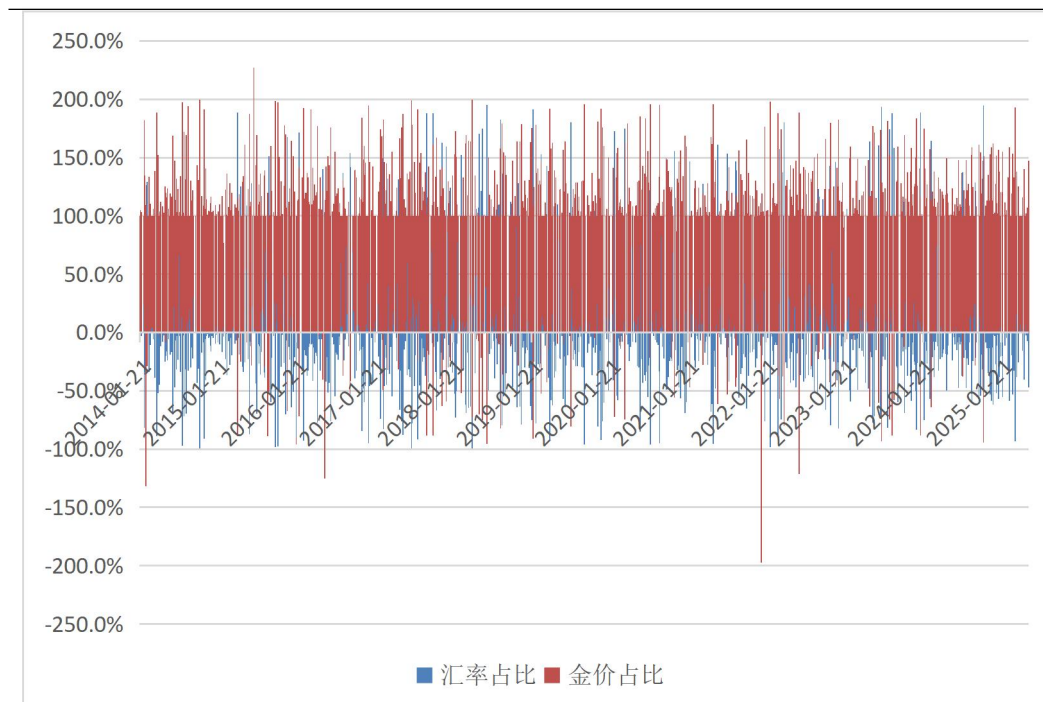
个常数为 31.1035 克/盎司。而汇率就是美元兑人民币汇率，目前大约是 7.19 元/美元。同时全球黄金价格大致同步，所以统一单位后上海金和纽约金可以合为一个因素。综上观察黄金跨市价差主要由两个变量构成，即上海金与纽约金的价格变化，以及美元兑人民币汇率。

2.1. 上海金与纽约金

黄金价格具有全球性的特点，根据历史数据观察可以发现全球黄金价格波动大致上较为一致，即所有地区基本上均能实现同涨同跌。这可能是由于黄金物理上存在密度大，容易携带的特点，使其少量运输方便，跨市套利成本较低。如果全球价格不一样则会产生明显的套利机会，最终在套利交易之下会使得全球金价维持基本一致。

地区黄金价格变化与汇率是黄金跨市价差的两个主要变量，但实际影响上各有不同。简单来说，黄金跨市价差的变动，可以分为受汇率影响的变动，以及受地区金价波动影响的变动，变动之比可以得到价差变动的百分比结构，如下图所示。在去除了特异值之后可以发现，自 2014-2025 年之间的数据显示大多数情况下黄金跨市价差的变动主要受到地区金价变动的影响，其中汇率影响平均占比在 11.4%，金价影响平均占比在 87.9%。所以可以得到一个简单的结论，即黄金跨期价差变化主要受到各地区金价波动差异的影响。

图表 2：黄金跨期价差变化影响占比



资料来源：wind，浙商国际

2.2. 美元兑人民币汇率

跨市场黄金价差的两大影响因素分别是各金价变动与汇率，以中美黄金价差为例，美元兑人民币汇率变动确实是影响中美黄金价差的因素之一。不过根据之前的分析可以发现汇率的影响相对要小于各地区金价变化的影响。此外如下图所示在增加次坐标轴下，COMEX

黄金与上海金的价格趋势图，可以发现虽然没有进行汇率调整与单位换算，但是上海金和纽约金价格趋势基本能够保持一致，从增长的角度来说同比差距较小，这也从侧面反映出汇率对跨市金价影响相对较小。

如公式所示：**黄金跨市价差 = 上海金价 - 纽约金价*单位换算*汇率**，简单观察来看当人民币相对美元升值时，黄金价差扩大，当人民币相对美元贬值时，黄金价差缩小。

不过由于套利交易使得黄金跨市价差趋向于收敛，所以在汇率发生大幅变化时，上海金与纽约金换算价格会同步发生变化。从公式入手可得：

$$\Delta \text{价差} = \Delta \left(\text{上海金价} - \text{纽约金价换算} \right) = \frac{U_T(X_{T-1} - X_T)}{C} + \left[(S_T - S_{T-1}) - \frac{X_{T-1}(U_T - U_{T-1})}{C} \right]$$
，
 设上海金价为 S，纽约金价为 U，汇率为 X，时间为 T，单位换算常数为 C。

公式左半是汇率影响，右半是金价影响。可以发现当人民币相对美元升值时，假设纽约金价不变，则上海金价会走弱。同时汇率影响价差上升，金价影响价差下降。当人民币相对美元贬值时，假设纽约金价不变，则上海金价会走强。同时汇率影响价差下降，金价影响价差上升。可以发现当汇率大幅波动时，金价与汇率对价差的影响往往是相反的，从而在一定程度上形成了抵消，让汇率影响变得相对较小。

图表 3：各市场黄金价格



资料来源：wind，浙商国际

3. 价差形成原因分析

以上的黄金跨市价差结构分析表明，黄金跨市价差主要来自于地区金价差异，其次也受到汇率预期变化的影响。接下来需要在这两方面形成的原因进行分析，从而建立起黄金跨市价差预判分析的大致框架。

3.1. 地区金价差异

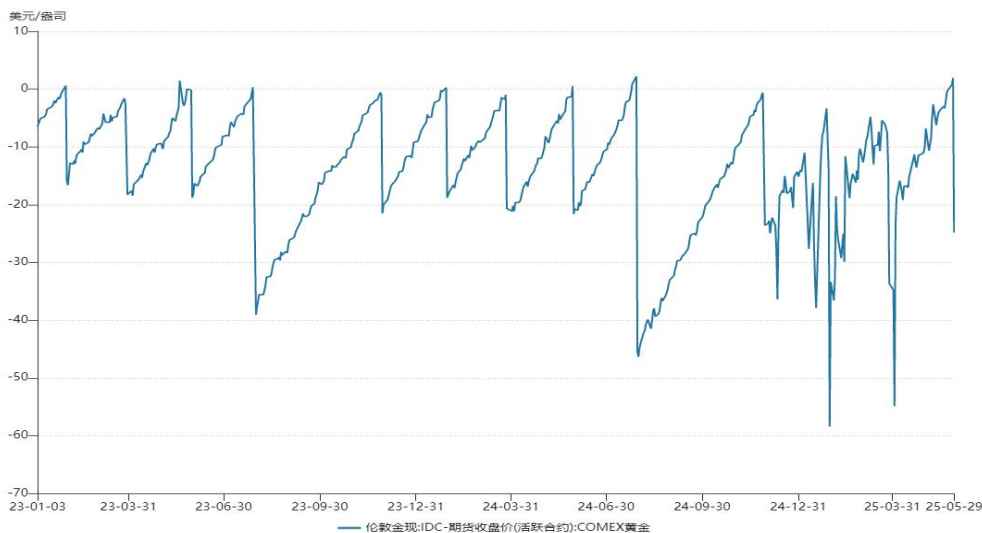
各地区金价波动差异在上篇专题所提及的三方面影响以外，主要可能来自于各地区政策变化，或者短期供求不平衡的影响。

例如政策变化方面，如下图所示在 2023 年以来的欧美价差走势基本上符合期现价差随着合约到期逐渐回归的走势。但在 2025 年初美国对进口黄金加征关税的预期则导致这一价差出现大幅波动，COMEX 与伦敦现货黄金价差一度扩大至 60 美元/盎司，不仅价差幅度大幅走扩，还打破了非常规则的期现回归走势，从而引发市场套利交易，金价波动加大。最终在 4 月关税豁免后价差迅速收窄，再度回归锯齿形走势。

短期供求方面比方说在 2020 年初新冠疫情爆发之初，由于航班管控打断了黄金的运输，且疫情之下黄金精炼厂与矿山经常停工使得 COMEX 黄金库存出现问题，使得中美、欧美黄金价差扩大，然后在芝商所修改交割标准后迅速收敛。又或者近年来亚洲市场黄金需求极为火爆，亚洲央行也是增持黄金储备的主力，经常导致亚洲日盘金价会强于欧美日盘，使得跨市场金价出现短期波动。

回到当前，我们认为金价长期趋势仍然为震荡上行，主要逻辑在于避险需求的进一步增加。一方面短期观察美国关税政策仍存变数，90 天延缓余额不足而谈判进度缓慢，地区金价差异仍然有可能延续当前较大波动的走势，另一方面长期观察亚洲地区央行一直都是增持黄金储备的主力，持续有望抬升上海金价相对于纽约金价，所以黄金跨市价差中枢或缓慢抬升。

图表 4：2023 年以来欧美黄金价差变化



资料来源：wind，浙商国际

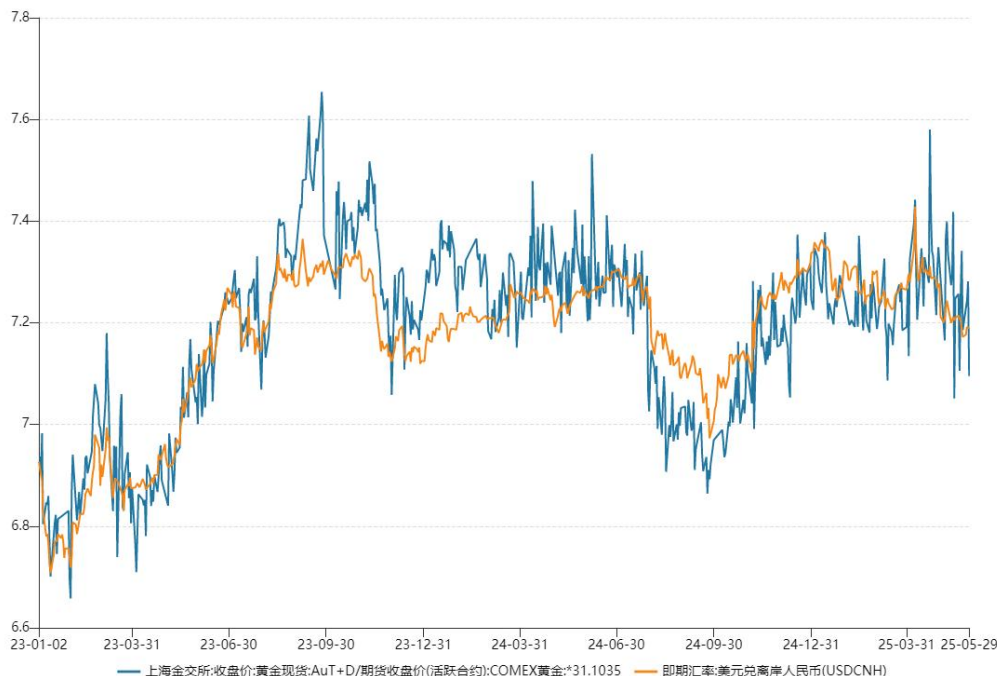
3.2. 汇率预期变化

在之前的分析中我们虽然得出了汇率变化对黄金跨市价差影响较小的结论，但是如果汇率变化较大也是会造成价差的短期波动，在数据上可以观测也有多次汇率影响较大的时期。

假设不存在黄金跨市价差，则可以得到公式：上海金 = 纽约金 * 汇率 / 单位换算，挪动一下就可以得到：预期汇率 = 上海金 * 单位换算 / 纽约金。换句话说，黄金的跨市价差其实隐含着市场对于汇率的预期。将金价隐含汇率与实际离岸汇率作图可以发现两者长期趋势基本一致，但一方面在短期波动上有所不同，另一方面在一些时期存在较大偏离。例如在 2023 年 9 月-11 月期间，人民币离岸汇率大致维持在 7.30 附近，而金价隐含汇率最高达到 7.60 附近，表明市场预期人民币汇率将会大幅度贬值，所以这个时期黄金跨市价差也出现明显走扩，而且短期内并未回归。

所以从汇率预期角度观察黄金价差可以得到一个结论，如果市场对汇率变化没有明显预期，则汇率对黄金跨市价差影响较弱，反之若市场对未来短期汇率变化存在明显预期，则汇率对黄金跨市价差影响较强。从当前观察金价隐含汇率与市场实际汇率并无明显偏差，短期内也并无明显汇率趋势预期，所以应当对黄金价差并无太大影响。

图表 5：金价隐含汇率与离岸汇率变化



资料来源：wind，浙商国际

4. 黄金跨市价差小结

本篇黄金跨市价差专题主要研究分析了黄金跨市价差结构、形成原因，以及未来发展的预期。分析表明，黄金跨市价差结构在上篇专题所述因素之外，则主要来自于地区金价差异，其次也受到汇率预期变化的影响。短期地区金价差异波动或仍将带动黄金跨市价差出现明显套利机会，但是汇率预期当前机会则较小。未来可以继续关注美国关税预期变化对黄金跨市价差的影响。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk