

核心观点

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 15 日

市场避险情绪高涨，叠加美元信用危机，上周金价重回新高。上周五（4 月 11 日），沪金主力期货价格较前周四上涨 2.47% 至 757.30 元/克，COMEX 黄金主力期货价格较前周五显著上涨 6.51% 至 3254.90 美元/盎司；黄金 T+D 现货价格较前周四上涨 2.54% 至 757.75 元/克，伦敦金现货价格较前周五显著上涨 6.61% 至 3238.07 美元/盎司。具体来看，特朗普关税政策反复不定，引发市场对美元资产的系统性信任危机，导致美债遭受大规模恐慌性抛售、美元指数大幅下挫，支撑金价回升。此外，上周公布的美国 3 月 CPI 数据意外低于预期，市场充分定价美联储 6 月降息，这也进一步助推金价上行，重回历史新高。

本周（4 月 14 日当周）黄金价格或将强势运行。由于美国关税政策依然存在较高的不确定性，全球贸易摩擦风险将持续上升，导致市场避险需求居高不下。与此同时，关税冲击将成为全球去美元化进程加速的催化剂，加剧美元霸权的裂痕与瓦解，进一步提升美元信用风险，而黄金作为全球广泛接受的最终支付手段，将对金价形成有力支撑。整体上看，在避险需求以及美元信用风险提振下，本周金价或将强势运行。



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

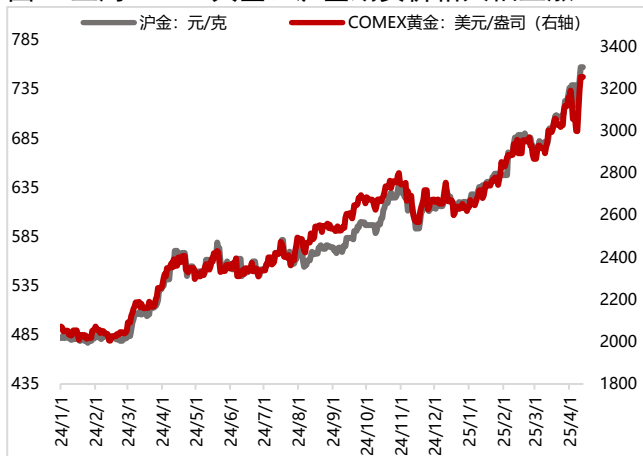
上周五（4月11日），沪金主力期货价格收于 757.30 元/克，较前周四（4月3日）上涨 18.26 元/克；黄金 T+D 现货价格收于 757.75 元/克，较前周五上涨 18.78 元/克。国际金价方面，上周五（4月11日）COMEX 黄金主力期货价格收于 3254.90 美元/盎司，较前周五显著上涨 198.80 美元/盎司；伦敦金现货价格收于 3238.07 美元/盎司，较前周五显著上涨 200.76 美元/盎司。

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	757.3	2.45	312	19.44	-13139	763.62	701
	COMEX 黄金主力	3254.9	7.23	125	35.14	-39118	3263	2970.4
现货	黄金 T+D	757.75	2.46	32.63	20.43	19148	761.85	700.25
	伦敦金	3238.07	6.61				3245.45	2956.125

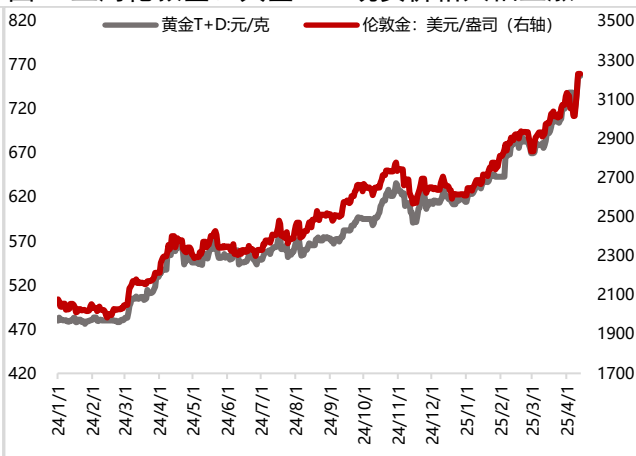
数据来源：Wind， 东方金诚

图 1 上周 COMEX 黄金、沪金期货价格大幅上涨



数据来源：iFind， 东方金诚

图 2 上周伦敦金、黄金 T+D 现货价格大幅上涨



1.2 黄金基差

上周五，国际黄金基差（现货-期货）为-2.50 美元/盎司，较前周五显著回落 21.40 美元/盎司；上周五，上海黄金基差回正至 0.57 元/克，较前周五回升 1.15 元/克。

图 3 上周国际黄金基差显著回落（美元/盎司）

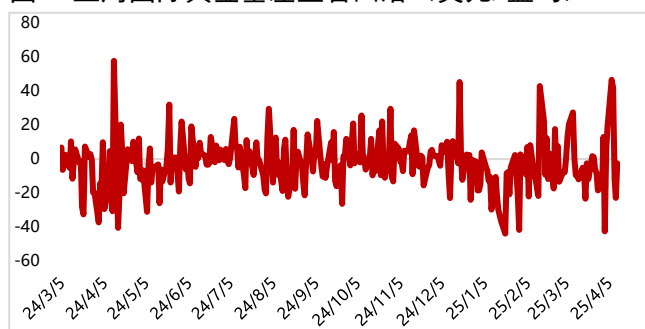
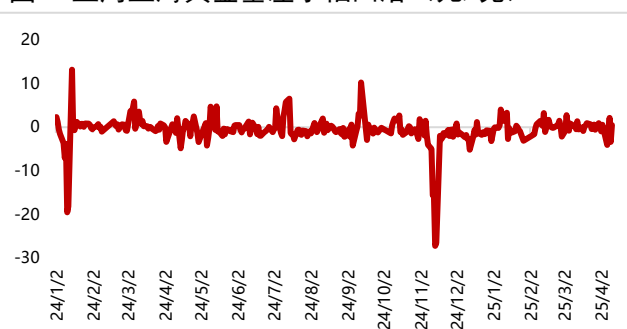


图 4 上周上海黄金基差小幅回落（元/克）



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 0.37 元/克，较前周五的 12.89 元/克大幅回落，主因上周美国遭遇“股债汇”三杀，引发市场对美元资产的系统性信任危机，带动外盘金价重回新高，涨幅大于内盘，内外盘价差大幅回落。上周原油价格震荡下跌，金油比继续上升；白银价格涨幅大于黄金，金银比小幅回落；上周金铜比继续大幅上升，主因特朗普再度暂缓关税政策，铜价随之触底反弹，但涨幅远不及黄金。

图 5 上周黄金内外盘价差大幅回落（元/克）

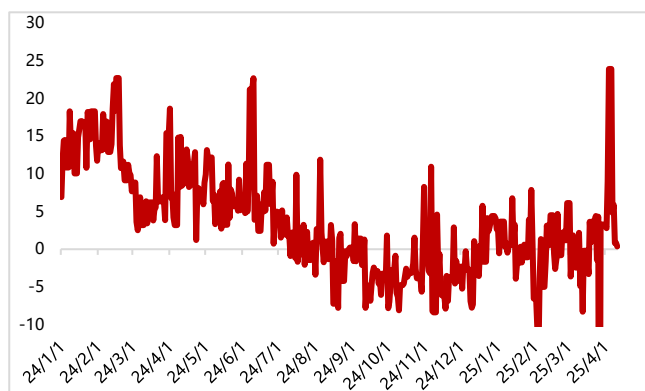


图 6 上周金银比小幅回落（COMEX 黄金/COMEX 白银）

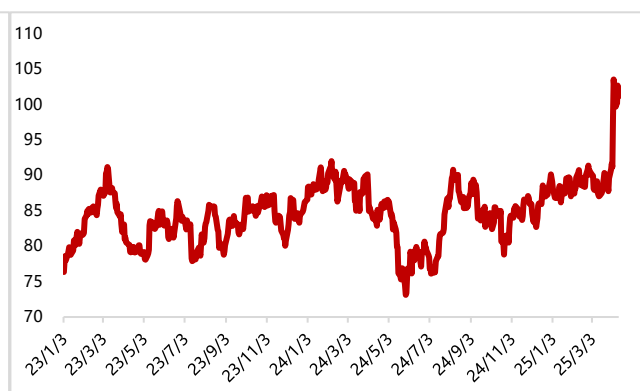


图 7 上周金油比继续上升

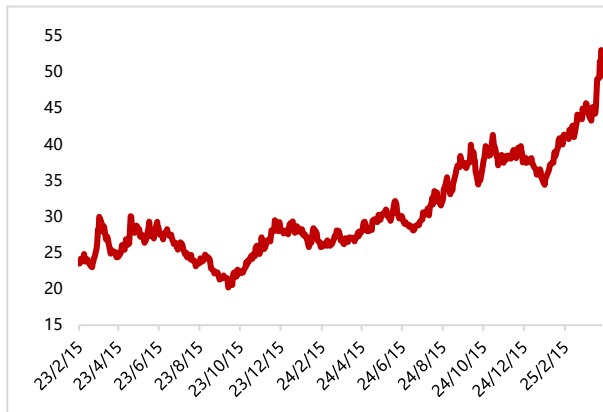
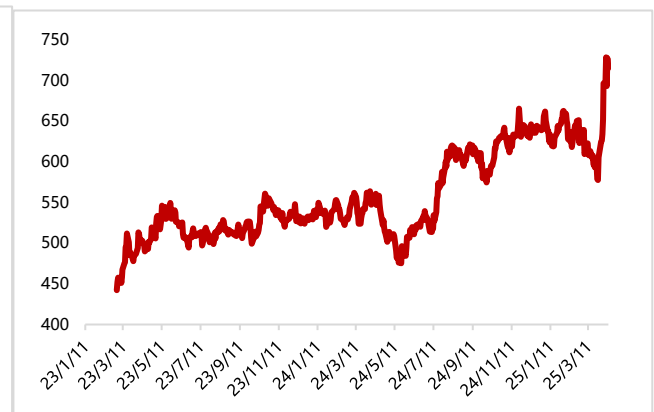


图 8 上周金铜比继续大幅上升



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 持仓较前周大幅增加。截至上周五，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 953.15 吨，较前一周五增加 20.35 吨。上周国内黄金 T+D 累计成交量继续上升，全周累计成交量为 326294 千克，较前周上涨 21.40%。

期货持仓方面，截至 4 月 8 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 黄金期货库存小幅回落，上期所黄金库存较上周五微幅增加 3 千克，至 15678 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量继续增加

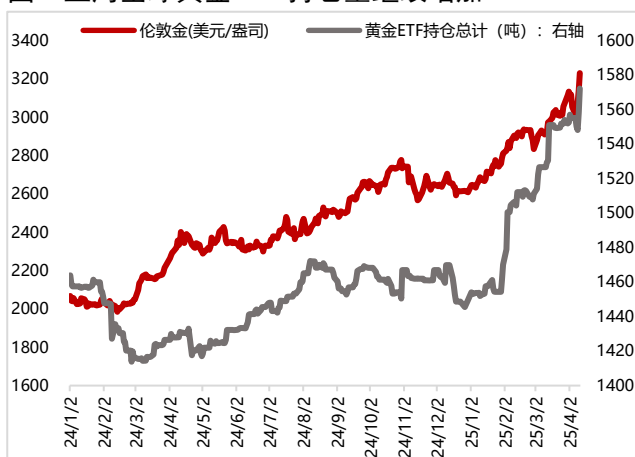


图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量继续增加

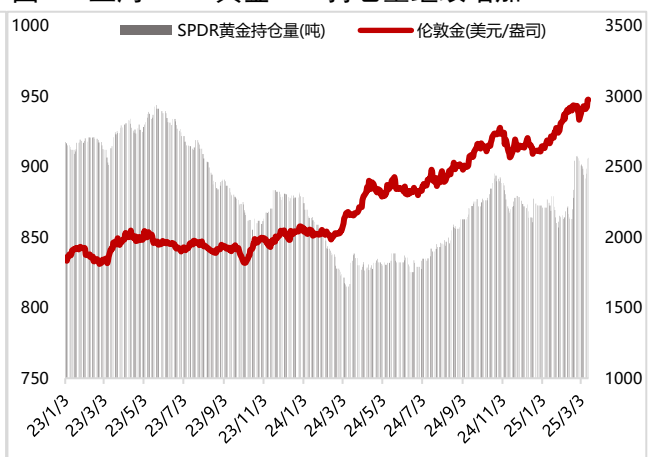


图 11 上周黄金 T+D 成交量继续增加（元/克）

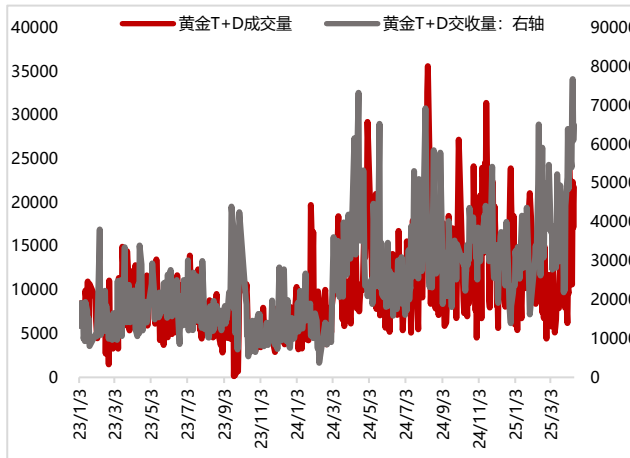


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量继续下降（张）

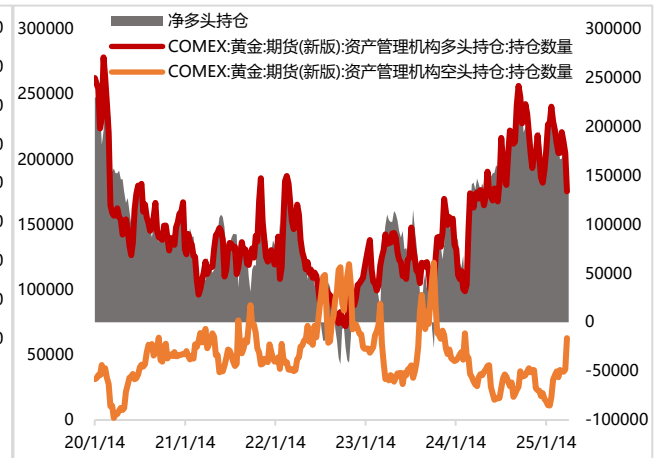


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存小幅回落

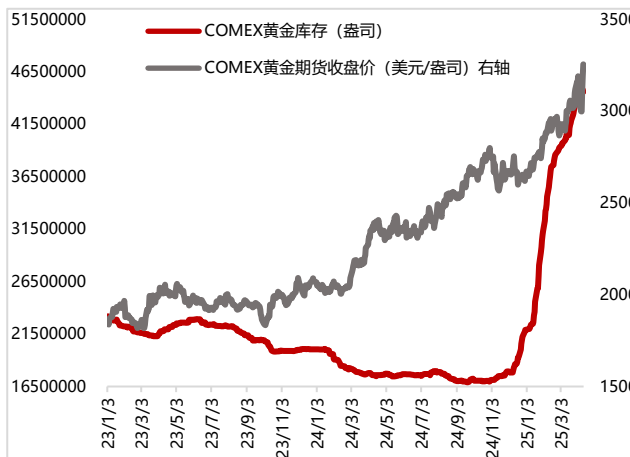
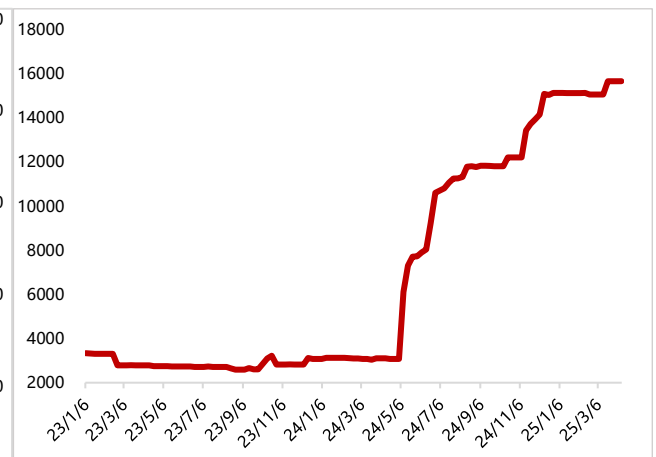


图 14 上周上期所黄金期货库存微幅增加（千克）



数据来源：iFind，东方金诚

二、宏观基本面

2.1 重要经济数据

特朗普宣布对多数国家高额关税暂缓 90 天执行，对华关税上调至 125%。

4 月 9 日，特朗普在社交媒体发文称：“鉴于超过 75 个国家已致电美国的代表机构，就与贸易、贸易壁垒、关税、汇率操纵以及非货币性关税等相关议题进行谈判以寻求解决方案，而且这些国家在我强烈建议下，未以任何方式、形式对美国进行报复，我已批准实施为期 90 天的暂停措施。在此期间大幅降低对

等关税至 10%，暂停措施立即生效”。不过，特朗普宣布将对华关税进一步上调至 125%，即日生效。特朗普称，他不担心和中国的紧张局势升级，也相信能和中国达成协议，且 125% 的关税已经加到顶。

美国 3 月 CPI 超预期降温。4 月 10 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 3 月 CPI 同比上涨 2.4%，为 7 个月以来最低水平，低于预期值 2.5% 和前值 2.8%；当月 CPI 环比下降 0.1%，为 2024 年 6 月以来首次为负，且为 2020 年 5 月以来最低水平，低于预期值 0.1%。3 月核心 CPI 同比上涨 2.8%，涨幅为连续第二个月回落，创 2021 年 3 月以来最低记录，低于预期值 3.0% 和前值 3.1%；核心 CPI 环比 0.1%，创 2024 年 6 月以来新低，不及预期值 0.3%。此外，超级核心 CPI（不包括住房的服务）环比下降 0.1%，同比上涨 3.2%，为 2021 年 12 月以来的最低水平。其中，作为近年来通胀的关键驱动因素之一，住房通胀显著放缓，酒店和住宿费用出现三年多以来最大幅度放缓。

美国 4 月密歇根消费者信心暴跌，长短期通胀预期飙升。4 月 11 日公布的数据显示，美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值为 50.8，远不及预期值 53.5 和前值 57，且为 2022 年 6 月以来的最低值，也是自 1952 年以来该调查历史上的第二低值。由于对贸易战发展态势的担忧日益加剧，消费者信心自 2024 年 12 月以来已下降超过 30%。与上月相同，此次下降在各年龄、收入、教育程度、地理区域和政治立场等方面普遍存在，且趋势一致。分项指数全线暴跌且不及预期，其中，4 月消费者现况指数初值为 56.5，低于预期值 60.8 和前值 63.8；4 月消费者的预期指数初值为 47.2，为 1980 年 5 月以来的最低水平，低于预期值 50.7 和前值 52.6。备受市场关注的通胀预期方面，美国 4 月密歇根大学 1 年通胀预期初值飙升至 6.7%，创 1981 年 11 月以来新高，远高于预期值 5.2% 和前值 5%；5 年通胀预期初值为 4.4%，为 1991 年 6 月以来的最高水平，高于预期值 4.3% 和前值 4.1%。

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 月核心 CPI 同比继续下降

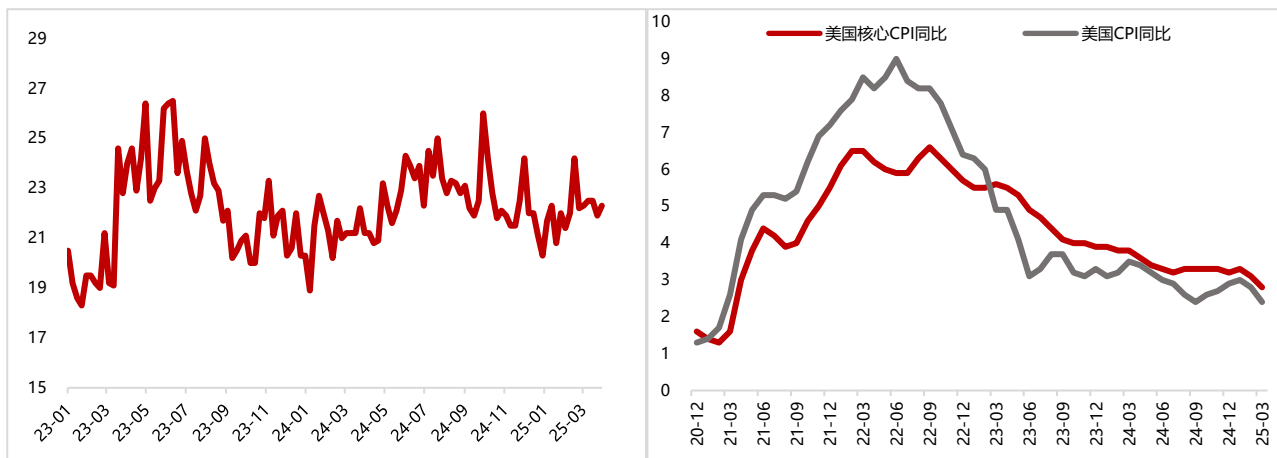


图 17 美国 4 月密歇根消费者信心继续大幅下降

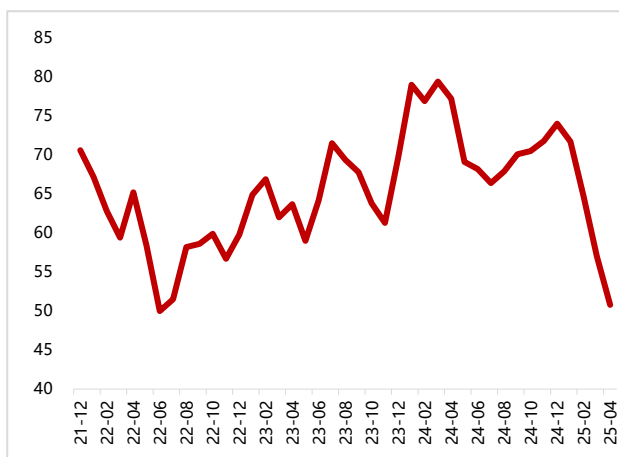


图 18 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 回落至收缩区间

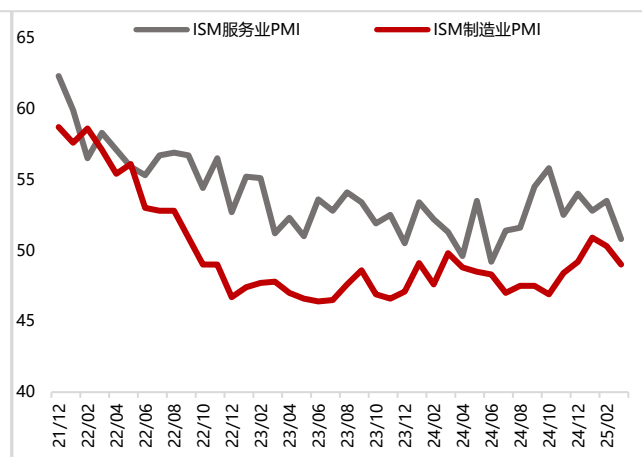


图 19 美国 3 月非农新增就业人数回升(千人)

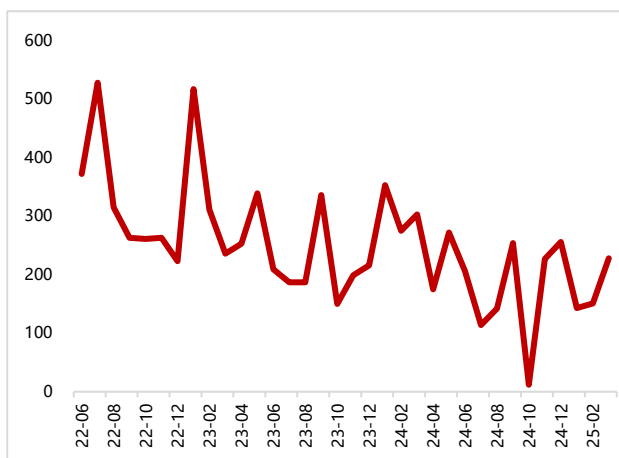


图 20 美国 3 月失业率继续上涨(%)

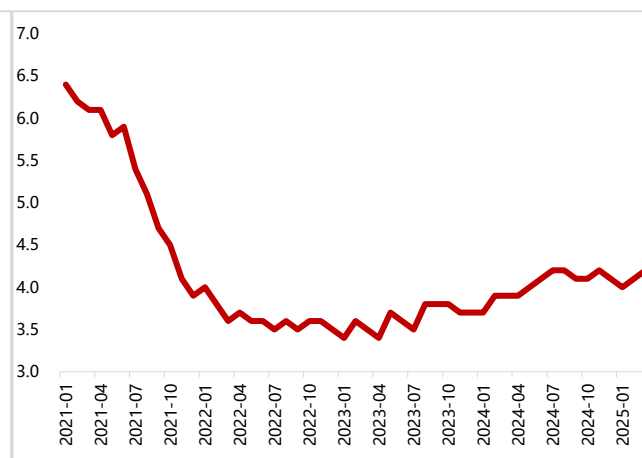


图 21 美国 2 月核心 PCE 同比超预期回升

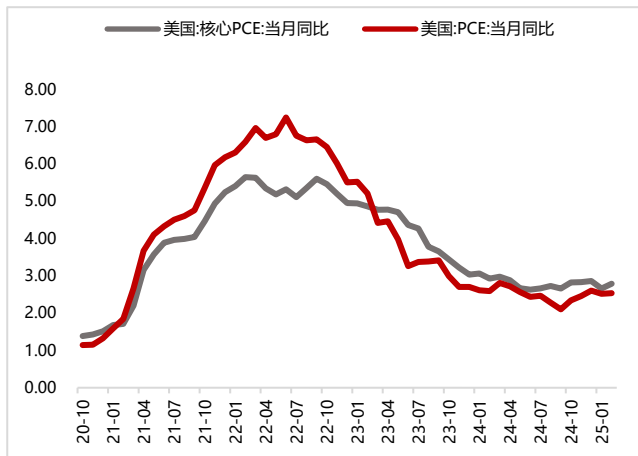


图 22 美国 2 月 JOLTS 职位空缺人数继续减少

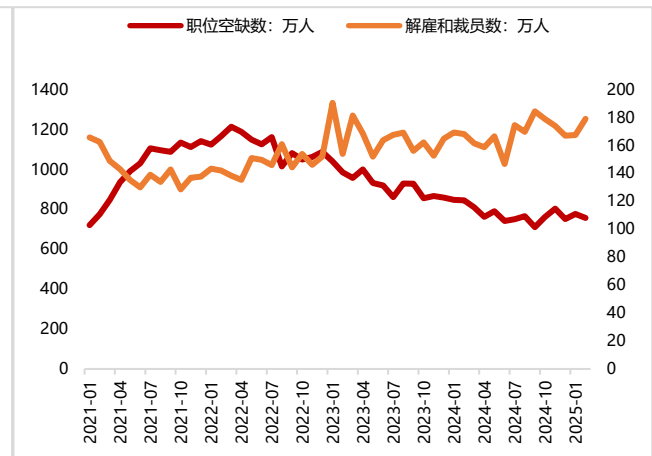


图 23 美国 3 月 PPI 同比继续下降 (%)

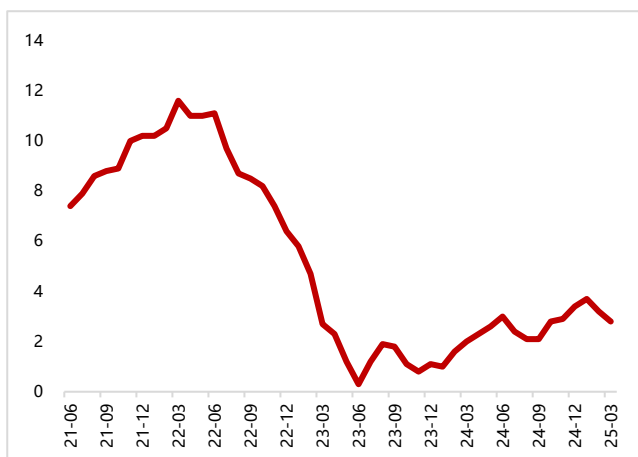
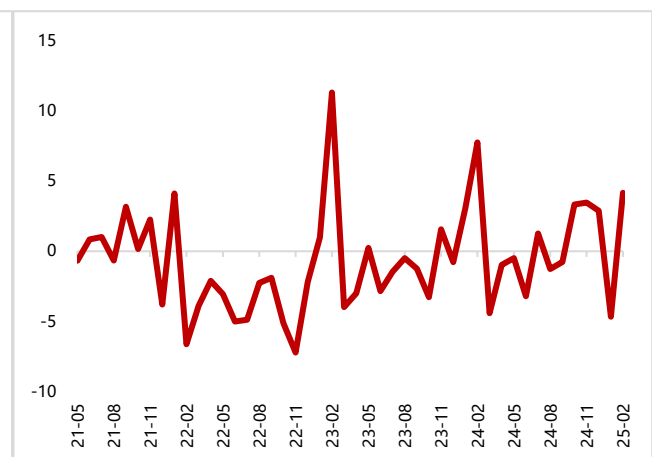


图 24 美国 2 月成屋销售环比大幅回升 (%)



数据来源：iFind，东方金诚

2.2 美联储政策跟踪

本周，美联储会议纪要及官员讲话均表露出对于关税推高通胀的担忧。有官员表示，即使面临更疲软的经济，降息的门槛也会更高。

美联储会议纪要显示大多数官员担心关税对通胀影响持续更久。4 月 9 日，美联储公布 3 月会议纪要显示，决策者一致认为，特朗普政府的关税等政策导致经济不确定很高，因此联储要继续暂停降息。他们担心关税等因素推升通胀的影响会持续更久。纪要全篇有 21 处提到“不确定性”一词，其中直接提及不

确定性高或不确定性增加的就有超过十处。纪要中美联储官员强调了关税所引发通胀会“更持久”的风险。虽然联储官员认为货币政策可以根据形势变化调整，应对潜在的风险，但数名决策者指出，若通胀更持久，经济增长和就业的前景恶化，他们可能要在就业和通胀之间作出“艰难的取舍”。

4月9日，2026年票委、美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，特朗普总统公布的关税远超预期且范围广泛，他预计这些关税将压低投资和GDP增长，并在至少短期内推高通胀。卡什卡利指出，考虑到关税对通胀的推升作用，即使经济开始走弱，美联储也不太可能降息。他指出，一些短期通胀预期指标已经开始上升，而美国近年来的高通胀经验也意味着，美联储可能无法无视关税导致的价格冲击。卡什卡利指出，随着关税提高了外国商品的价格，同时不确定性上升打击企业投资意愿，短期内所谓“中性利率”可能会下降，使得即便美联储不降息，货币政策也会实际趋紧，从而减少了加息以维持长期通胀预期的必要性。

4月11日，堪萨斯城联储行长施密德表示，如果美联储官员被迫在充分就业和稳定物价两大使命之间取得平衡，他将优先考虑遏制通胀。施密德表示，他对关税的通胀冲击是暂时的说法感到“犹豫不决”。他还表示，考虑到消费者近期面对高物价的经历，他担心通胀预期会上升。“现在制定政策时，美联储需要在通胀风险与增长和就业之间进行平衡的可能性越来越大，在进行这一权衡时，我打算将注意力完全集中在通胀前景。”

2.3 美元指数走势

特朗普关税政策冲击引发市场对美元资产的系统性信任危机，结合美国经济数据疲软、3月CPI超预期回落，强化了对美国经济衰退及降息的预期、加之日本财务大臣近期透露与美国的贸易谈判可能会涉及外汇，令市场开始猜测此前的“海湖庄园协议”——核心内容是“美元贬值+美债重组”进入落地执行阶段的可能性，对美元贬值的预期大幅增强，导致上周美元指数延续大幅下

行。截至上周五，美元指数较前五周下跌 3.06% 至 99.77。

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

上周美国 10 年期 TIPS 收益率显著上行，一方面源于特朗普关税政策的高度不确定性下，美债价格剧烈波动引发美债基差交易平仓，美债遭遇大规模恐慌性抛售；另一方面则因上周众参两院就“减税立法”达成一致，这将使未来美国国债融资面临巨大挑战。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率显著上行 45bp 至 2.28%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率显著上行



数据来源：iFind，东方金诚

2.5 国际重要事件跟踪

巴以双方持续交战，俄军进一步向乌克兰发起进攻。自从第一阶段停火协议之后，以色列恢复了对加沙地区的军事活动。与此同时，哈马斯和巴勒斯坦伊斯兰圣战组织的武装部队也向以色列发起火箭弹袭击予以反击。当前巴以双方彻底陷入僵局，进一步推升中东地缘政治风险。俄乌方面，俄军对乌克兰东北部发起了新一轮进攻，目前俄罗斯已经重新夺回了库尔斯克境内的大部分领土。

图 27 上周 VIX 指数高位震荡

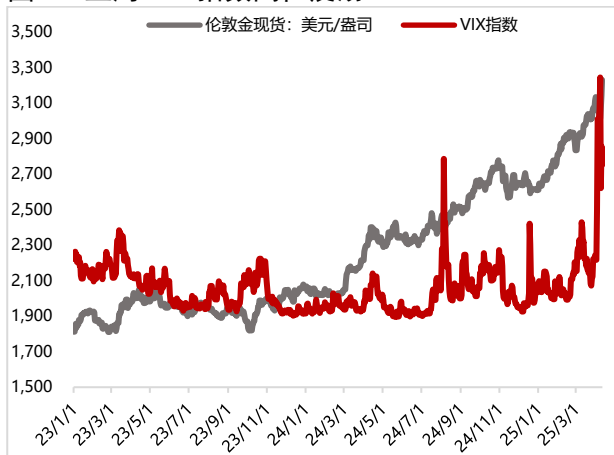
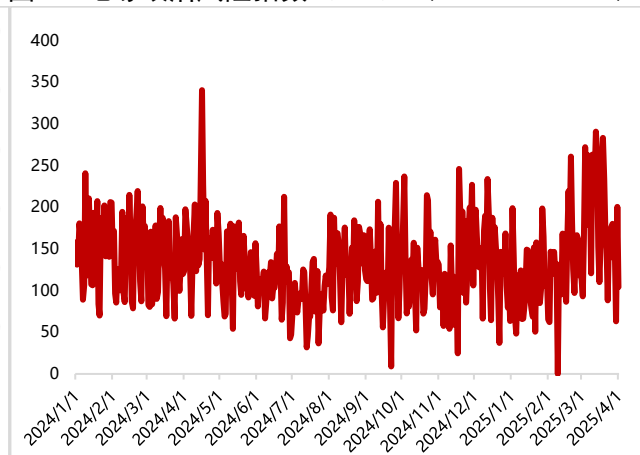


图 28 地缘政治风险指数（GPR）（1985:2019=100）



数据来源：iFind, <https://www.matteoiacoviello.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、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他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