国信期货贵金属月报

金银铂钯

消息市波动加剧 贵金属风控当先

2026 年 4 月 26 日

● 主要结论

2026 年 4 月，贵金属市场在美伊地缘博弈反复、宏观政策预期摇摆及能源价格飙升的多重交织下，呈现“高波动、急反转、品种分化”的复杂格局。 月内地缘消息高频切换，从月初的停火协议达成、谈判预期升温，到中旬的封锁升级、军事威胁再现，再到月末的停火到期、僵局延续，市场情绪在缓和与紧张之间剧烈拉锯。与此同时，布伦特原油站稳 100 美元/桶上方，WTI 原油逼近 97 美元/桶，能源价格推升通胀预期，美元指数与美债收益率维持高位，持有无息资产的机会成本显著增加，贵金属的避险功能受到明显压制。品种间走势分化加剧：黄金表现出相对抗跌韧性，白银因工业与金融双重属性波动剧烈，铂钯作为高弹性品种随板块急涨急跌，自身基本面差异导致反弹力度与回调深度出现分化。

展望 5 月，地缘政治与美联储政策的不确定性仍将主导贵金属市场，宏观压制与反弹交替出现的宽幅震荡格局大概率延续。美伊博弈已进入“低烈度、长战线”的持久战阶段，停火、谈判、封锁等消息频繁切换；沃什能否顺利就任美联储主席、降息路径如何演绎均存在较大变数。值得注意的是，近期贵金属与原油价格的反向联动特征愈发明显：原油因地缘供应中断预期冲高，贵金属则因通胀预期与利率上修承压。只要油价维持高位，贵金属就难以走出趋势性反弹，甚至可能继续面临资金流出压力。

黄金方面，短期宏观压制仍是主导因素，但地缘风险并未消退，黄金作为终极避险资产的核心地位依然稳固，回调可视为中长期配置窗口。COMEX 黄金主力合约核心震荡区间预计为 4400-5000 美元/盎司附近，对应沪金主力合约参考区间 980-1150 元/克附近。白银因更高的投机属性与价格弹性，波动将更为剧烈，COMEX 白银主力合约参考区间 65-85 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 17000-21000 元/千克附近，参与难度较大。铂族金属方面，铂金受益于供需缺口和氢能政策预期，在宏观压制中表现出一定韧性，但短期仍难独立于板块情绪；钯金因需求结构单一、基本面偏弱，表现将持续落后。预计广铂主力合约参考区间 420-550 元/克附近，广钯主力合约参考区间 300-400 元/克附近，波动性风险维持高位。

操作上，建议坚持风控优先、多看少动。黄金可作为极端地缘风险下的长期底仓继续持有，白银、铂金、钯金波动剧烈且方向难以把握，应坚决保持观望，不宜贸然入场。待美伊局势明朗、原油价格企稳或宏观预期出现新的催化信号后再行评估。行稳致远，风控为先。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号
分析师:顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话:021-55007766-6618
邮箱:15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池
从业资格号：F03143995
电话：021-55007766-305186
邮箱：15957@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断 并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 期货市场行情回顾

2026 年 4 月，贵金属市场在美伊地缘博弈反复、宏观政策预期摇摆及能源价格飙升的多重交织下，呈现“高波动、急反转、品种分化”的复杂格局。月内地缘消息高频切换，从月初的停火协议达成、谈判预期升温，到中旬的封锁升级、军事威胁再现，再到月末的停火到期、僵局延续，市场情绪在缓和与紧张之间剧烈拉锯。与此同时，布伦特原油站稳 100 美元/桶上方，WTI 原油逼近 97 美元/桶，能源价格推升通胀预期，美元指数与美债收益率维持高位，持有无息资产的机会成本显著增加，贵金属的避险功能受到明显压制。品种间走势分化加剧：黄金表现出相对抗跌韧性，白银因工业与金融双重属性波动剧烈，铂钯作为高弹性品种随板块急涨急跌，自身基本面差异导致反弹力度与回调深度出现分化。

具体来看，黄金在 4 月呈现“下有支撑、上有阻力”的震荡整理格局。月初，美伊达成停火协议并释放谈判意愿，风险偏好回升，金价震荡反弹。月中以后，停火协议到期，双方在核心议题上毫无进展，谈判预期频繁反转，地缘消息高频切换。与此同时，油价飙升推升通胀预期，美元与美债收益率维持高位，黄金在避险需求与宏观压制之间反复拉锯。全月沪金主力合约主要运行于 1020-1080 元/克，中枢较 2 月略有下移，但整体表现出核心避险资产的稳定性。

白银 4 月延续其“情绪放大器”特征，走势与黄金高度联动但弹性更大，波动显著加剧。月初受停火协议提振，白银快速反弹，涨幅远超黄金；月中受封锁升级、美元走强打压，白银大幅回撤；月末在地缘消息反复中宽幅震荡。全月沪银主力合约运行于 17000-20500 元/千克区间，急涨急跌贯穿始终，市场参与难度极高，成为观测风险偏好变化的关键风向标。

铂金 4 月以跟随金银波动为主，但凭借自身供需缺口及氢能长期叙事，在反弹阶段表现出更强弹性，回调时相对抗跌。月初受地缘缓和影响，铂金随板块温和反弹；中旬封锁升级后，受宏观压制跟随回调，但跌幅小于白银；月末在美伊不确定性中转入弱势震荡。全月广期所铂金主力合约主要波动区间在 480-540 元/克附近，价格中枢较上月下移，但整体表现优于钯金。

钯金 4 月依然是板块中最脆弱的品种，走势高度依附于金银及铂金，自身基本面持续承压。月内钯金在反弹时力度弱于铂金，回调时跌幅则更为显著，尤其在月末随着美伊关系不确定性加强、原油高企，钯金领跌板块。全月广期所钯金主力合约主要运行区间在 350-400 元/克附近，波动剧烈，操作风险与难度均处于高位。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：COMEX 黄金主力合约日 K 线走势

数据来源：Wind，国信期货

图：COMEX 白银主力合约日 K 线走势

数据来源：Wind，国信期货

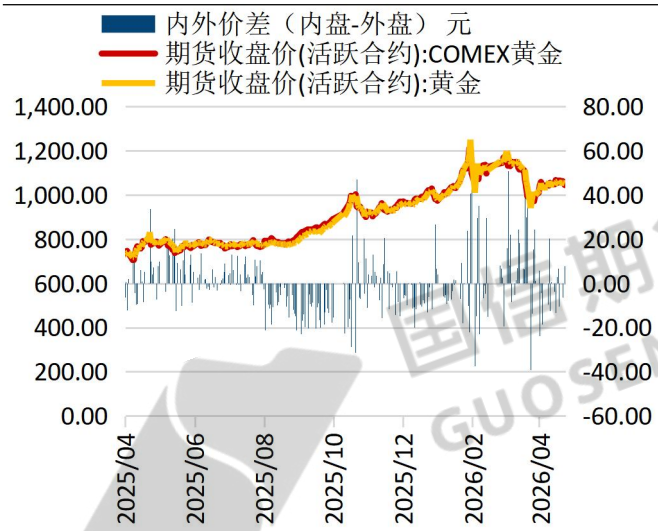
图：NYMEX 铂金主力合约日 K 线走势

数据来源：Wind，国信期货

图：NYMEX 钯金主力合约日 K 线走势

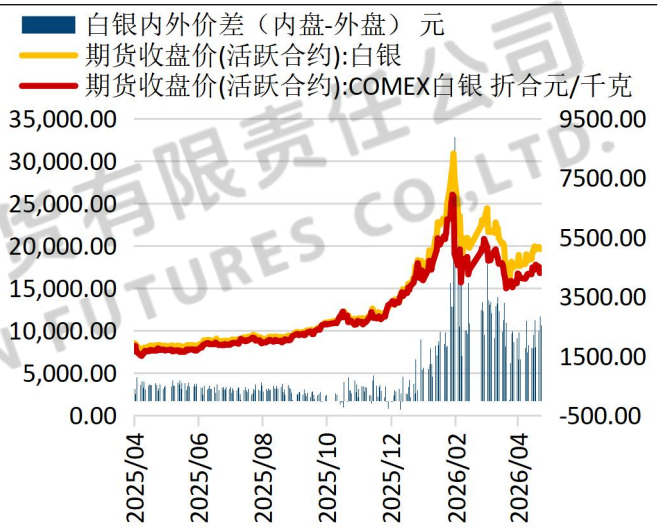
数据来源：Wind，国信期货

图：黄金内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：截至 4 月 22 日，4 月份内盘金银比在 53-58 附近波动

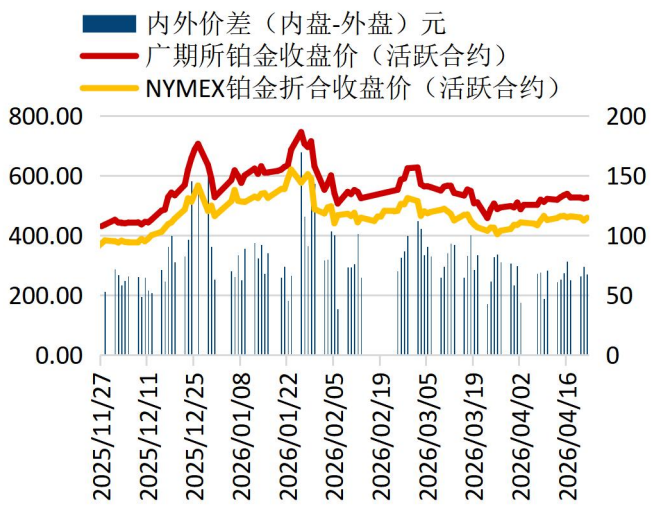
数据来源：Wind 国信期货

图：截至 4 月 22 日，4 月份外盘金银比在 60-65 附近波动

数据来源：Wind 国信期货

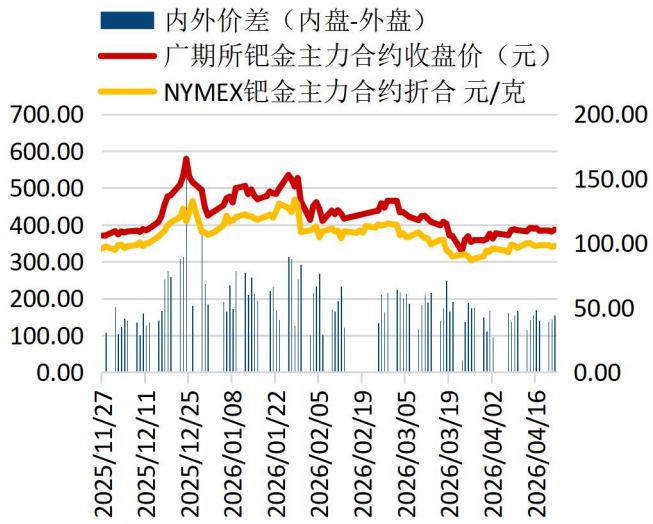
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：铂金内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：钯金内外盘价差



数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金铂比数值下降至 2.3 附近

数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金钯比数值仍处于 3 附近

数据来源：Wind 国信期货

图：外盘铂钯比数值在 1.33 附近

数据来源：Wind 国信期货

图：内盘铂钯比数值在 1.36 附近

数据来源：Wind 国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

二、 宏观面分析

（一） 地缘政治：美伊对峙反复，情绪频繁切换

美伊博弈已从“停火到期、一触即发”的临界状态，转入“低烈度、长战线”的持久战阶段。4 月 21 日，特朗普应巴基斯坦请求延长停火期限，但坚持海上封锁并要求伊朗先提交统一方案；伊朗明确拒绝参加 22 日的谈判，强调并未要求延长停火，封锁持续就等于轰炸，并将霍尔木兹海峡视为战争中获得的宝贵筹码。双方在浓缩铀、海峡管控等核心议题上毫无进展，谈判预期在日内反复摇摆——前一秒可能传出“接近协议”，后一秒即遭官方否认，地缘消息高频反转成为常态。

这种“边打边谈”的格局对贵金属构成持续的双向波动性风险，且驱动逻辑与常规避险截然相反。当美伊释放谈判缓和信号时，市场风险偏好修复，油价回落将缓解通胀压力，利率下行预期利好贵金属；反之，若军事摩擦升级、霍尔木兹海峡持续封锁，油价飙升将推高通胀与利率预期，美联储被迫维持紧缩，美元走强，则直接利空贵金属。当前地缘极端不确定性下，贵金属既无法享受单纯的避险溢价，也无法持续交易谈判缓和，任何一则消息都可能引发价格剧烈双向摆动，整体震荡格局显著加剧。

（二） 美联储政策：路径不确定性加剧，沃什听证会成短期焦点

近期美国经济数据呈现多空交织特征。3 月 CPI 同比升至 3.3%，超预期上行，反映油价上涨对通胀的传导压力；但同期 PPI 同比录得 4%，低于预期的 4.6%，表明上游价格向中下游传导仍存不确定性。劳动力市场方面，一季度失业率升至 4.3%，美联储褐皮书提示中东冲突带来的经济风险，市场观望情绪增强。面对复杂数据，美联储内部政策分歧明显：威廉姆斯强调通胀未回 2%前不急于降息，米兰倾向年内降息 3-4 次，古尔斯比则表示降息可能需等到 2027 年。CME“美联储观察”显示，4 月维持利率不变概率高达 99%，市场对 2026 年全年降息预期极低，这在利率端对贵金属上行构成阻力。

当前市场焦点已转向美联储主席提名人沃什的听证会表态。沃什在听证会上明确强调美联储的独立性，称绝不会成为特朗普的“提线木偶”，从未被要求也绝不会承诺降息。他主张对美联储进行“体制变革”，包括引入新的通胀框架、缩减资产负债表、弱化点阵图及减少官员沟通频率，并指出 AI 可能在不引发通胀的前提下提升生产力，为降息创造空间。尽管沃什表露出“缩表与降息”双线并行的政策倾向，但其整体立场被市场解读为中性偏鹰，贵金属价格在听证会期间应声下跌。沃什的改革方向与特朗普的降息诉求之间存在明显张力，叠加其回避对鲍威尔调查等政治敏感问题的表态，美联储未来政策路径的不确定性显著增加。

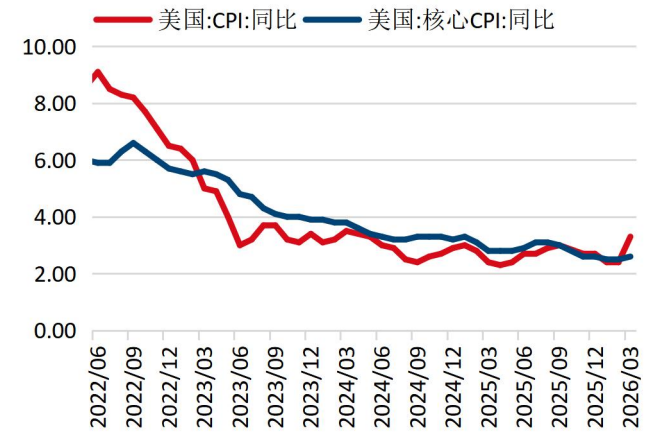
后续流程方面，沃什能否顺利上任并按照听证会所述执行政策仍存在较大变数。参议院银行委员会投票及全院表决尚需时日，部分共和党议员以停止调查鲍威尔为条件进行施压。鲍威尔任期将于 5 月 15 日结束，若表决推迟，美联储领导层可能出现代理真空或陷入政治博弈。当前不确定性较大，沃什的改革主张能否落地有待进一步跟进，这将继续放大贵金属市场的波动。

（三） 通胀：CPI 与 PPI 形成分化——消费者端通胀压力更为突出

根据北京时间 4 月 10 日公布的数据，美国 3 月 CPI 同比上涨 3.3%，创 2024 年以来最高水平，环比大涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大单月涨幅，汽油价格录得 1967 年以来最大涨幅。核心 CPI 环比仅上涨 0.2%，略低于预期，同比上涨 2.6%，核心服务成本涨势有所放缓。

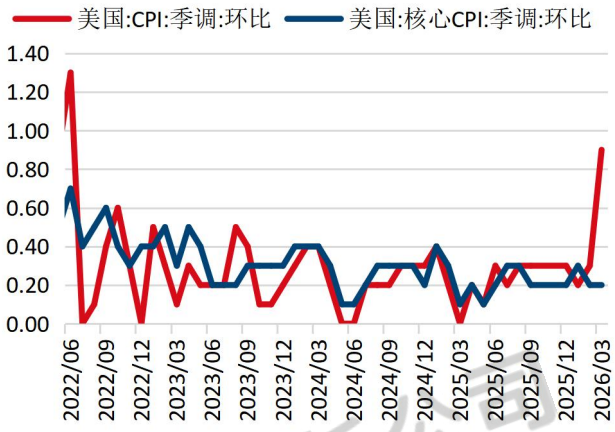
数据发布后，市场对美联储年内降息的预期大幅承压，加息讨论重回视野，但核心 CPI 的温和表现一度短暂提振短期降息押注。从结构上看，汽油价格几乎独力贡献了近四分之三的月度涨幅，能源冲击主导整体通胀；核心通胀虽暂时温和，但需要警惕二次传导效应或在 4 月进一步体现。整体而言，3 月通胀数据显著压缩了美联储的政策空间，能源价格与关税政策的双重压力使通胀降温前景面临较大不确定性。

图：3 月美国 CPI 同比与核心同比（%）低于预期



数据来源：WIND 国信期货

图：3 月 CPI 环比录得 0.9%，为近四年最大涨幅



数据来源： WIND，国信期货

根据北京时间 4 月 14 日公布的数据，美国 3 月 PPI 同比上涨 4%，创三年最高纪录，但显著低于市场预期的 4.6%，与稍早发布的 CPI 形成分化——消费者端通胀压力更为突出，而生产者端实际涨幅弱于油价走势。核心 PPI 环比仅上涨 0.1%，远低于预期，同比上涨 3.8%，较前值小幅回落。

数据发布后，市场对短期通胀的担忧有所缓解，“伊朗战争冲击能源价格”的叙事未能充分兑现，能源端传导低于预期。从结构上看，能源分项仍是主要驱动力但实际涨幅弱于油价走势，上游通胀管道压力指标仍在加速累积，中期向下游传导风险不容忽视。整体而言，3 月 PPI 数据短期温和，但上游价格压力持续存在，后续通胀仍有重新走高的可能。

（四） 美国 3 月非农就业数据超预期反弹

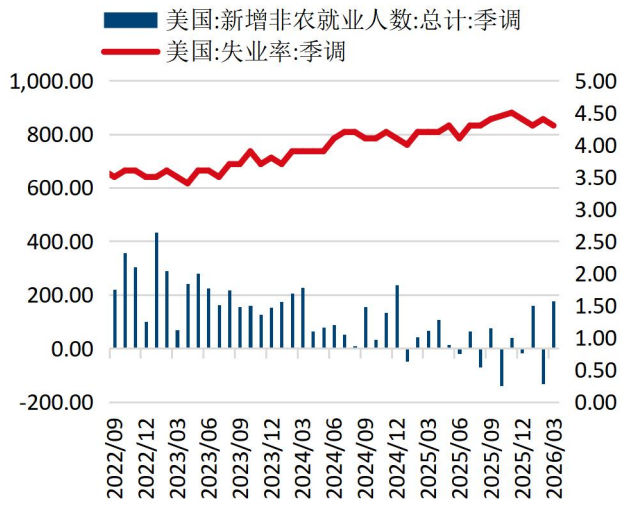
根据北京时间 4 月 3 日公布的数据，美国 3 月非农新增就业 17.8 万人，远超市场预期的 6.5 万人，创 2024 年底以来最大单月增幅；失业率意外降至 4.3%，低于预期与前值；平均时薪环比上涨 0.2%，低于预期，同比涨幅 3.5%为近三年最低水平。同时，1 月和 2 月非农就业人数合计下修 0.7 万人，前值小幅调低。分项来看，医疗保健行业因罢工结束大幅反弹 7.6 万人，建筑业与运输仓储业回暖，联邦政府就业持续收缩，金融活动行业小幅减少。

短期来看，强劲的就业数据大幅超出预期，叠加失业率下降，强化了美联储以控通胀为优先的政策定力，市场对降息预期进一步承压，美元与美债收益率走高，对贵金属形成短期压制。但需注意，数据采集时点早于战争全面冲击，能源价格上涨的传导尚未充分体现，报告对评估伊朗战争影响的参考价值有限。

中长期而言，劳动力市场呈现“低招聘、低裁员”的停滞状态，劳动参与率跌至五年低点，失业率下降部分源于劳动力供给收缩（移民政策收紧）。尽管单月数据强劲，但历史数据下修及深层结构性隐忧仍在，美联储降息周期方向不变但节奏更趋谨慎。整体来看，这份报告短期利空贵金属，但地缘风险与通胀不确定性提供中期支撑，贵金属波动将加剧。

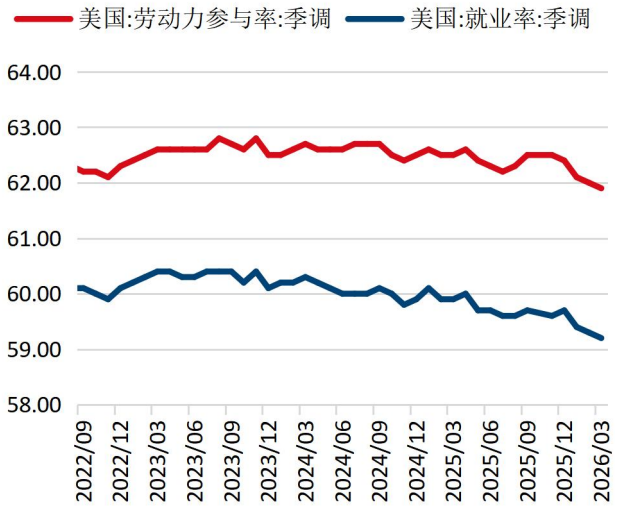
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：美国 3 月新增非农就业人口超预期反弹



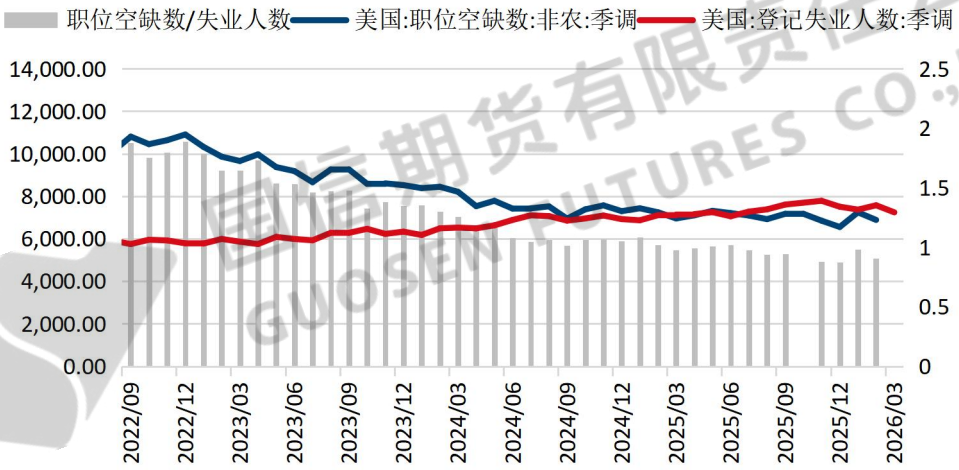
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 3 月劳动力参与率与就业率



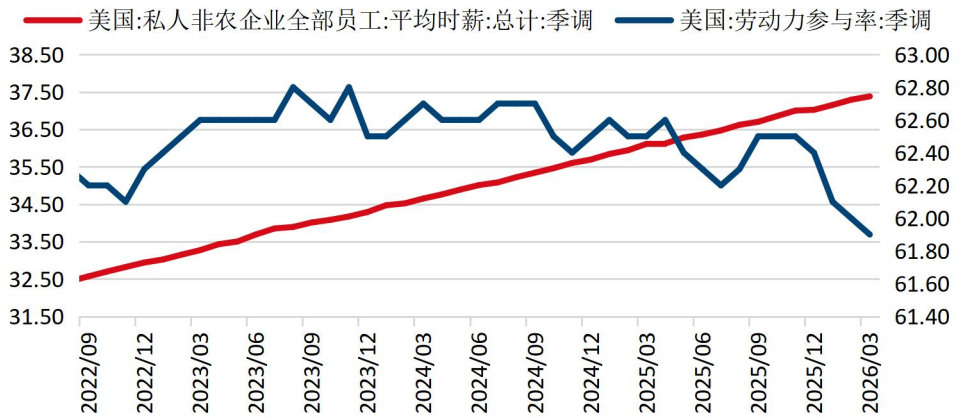
数据来源： WIND，国信期货

图：美国 3 月登记失业人数下降



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 3 月平均时薪与劳动参与率



数据来源：Wind 国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

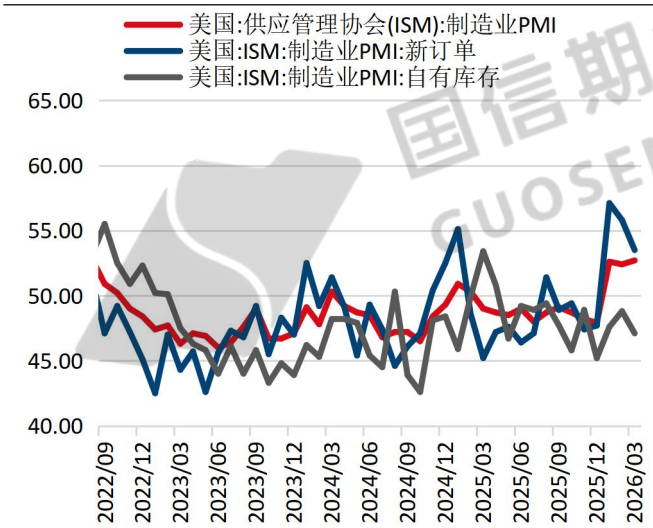
（五） 美国 3 月 PMI 凸显通胀飙升，地缘冲击传导实体经济

北京时间 4 月 1 日，ISM 公布美国 3 月制造业 PMI 录得 52.7%，较前值小幅上升，连续第三个月处于扩张区间，但成本端压力急剧攀升。分项数据显示，新订单指数维持扩张但出口订单回落至 49.9%的收缩区间，外需走弱；就业指数连续第 10 个月位于 50 以下，制造业用工持续谨慎。最突出的是价格指数大幅跃升至 78.3%，创 2022 年 6 月以来新高，过去两月累计上涨近 20 个百分点，反映中东冲突推高的能源成本、关税及大宗商品涨价正在冲击企业投入端。供应商交付指数升至 58.9%，显示地缘政治导致中东地区运输受阻，供应链延迟加剧。客户库存仍偏低，或成为后续生产的潜在支撑。

北京时间 4 月 6 日，ISM 公布美国 3 月服务业 PMI 录得 54%，较前值的 56.1%回落 2.1 个百分点，连续 21 个月扩张但增速放缓。分项出现显著分化：就业指数骤降至 45.2%，较上月大幅下滑 6.6 个百分点，时隔四个月重回收缩区间，创 2023 年底以来最低，反映企业面对成本上升与不确定性已开始收紧用工；新订单指数攀升至 60.6%，创 2023 年 2 月以来新高，终端需求依然旺盛；价格指数飙升至 70.7%，较上月大涨 7.7 个百分点，创 2022 年 10 月以来新高，油价及燃料成本上涨是主要推手。供应商交付指数升至 56.2%，表明地缘冲突导致运输延误。服务业库存连续两个月扩张，部分企业囤积石油相关产品以应对供应风险。

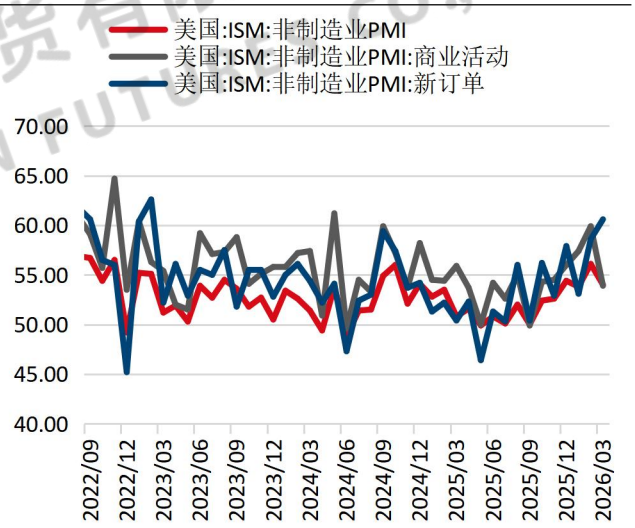
整体来看，3 月 PMI 数据揭示美国经济呈现“滞胀”特征：增长放缓与通胀抬头并存。中东局势已通过能源成本和供应链延迟直接冲击实体经济，就业市场意外降温进一步加重政策两难。

图：美国 1 月制造业 PMI 显示制造业景气显著改善



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 1 月服务业 PMI 仍稳居扩展区



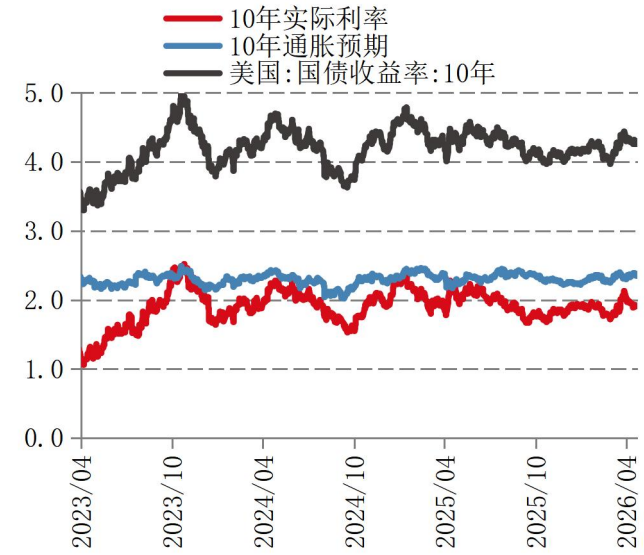
数据来源： WIND，国信期货

（六） 实际利率与美元指数边际变化 缓解前期对贵金属的压制

黄金价格与美国长端实际利率呈现显著负相关关系，实际利率为名义利率与通胀预期之差。2026 年 4 月，美债实际利率较一季度末的高位有所回落，十年期国债实际利率从 3 月底的 2.0%附近下降至 1.9%左右，一度触及 1.89%的低点，反映出市场对中东冲突引发的通胀恐慌边际降温。美元指数同样呈现冲高回落态势，从月初的 100 上方回落至 98 附近，地缘风险与财政担忧削弱了美元信用，为贵金属计价层面提供了一定的喘息空间。然而，需要客观看待的是，实际利率与美元的边际变化仅缓解了前期的极端压制，但尚未形成趋势性支撑，短期贵金属仍缺乏明确的上行驱动。

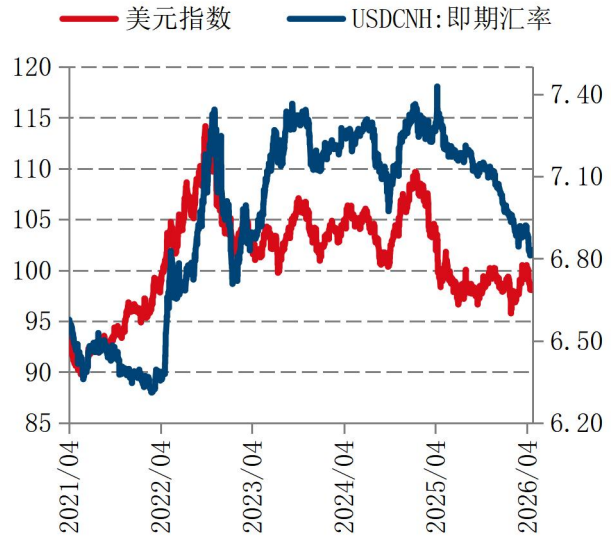
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：美国 4 月实际利率较 3 月底回落



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 4 月美元指数冲高回落



数据来源： WIND，国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

三、 贵金属商品供需面分析

（一）黄金：2025 年四季度需求再刷纪录，投资与金价同步创新高

2025 年四季度全球黄金市场延续强势，总需求与金价双双刷新历史同期纪录，投资需求成为核心驱动。据世界黄金协会数据，四季度全球黄金总需求（含场外交易）达 1,303 吨，为历史最高四季度水平；LBMA 午盘金价季度均价升至 4,135 美元/盎司，同比大涨 55%，全年累计 53 次刷新历史高点，带动全年黄金需求总值达 5,550 亿美元，同比增长 45%。供应端小幅增长，全球黄金总供应量同比增长 1%，金矿产量达 3,672 吨再创历史新高，回收金增长 3%至 1,404 吨，增长相对温和。

投资需求爆发式增长，支撑季度需求再超预期。四季度黄金 ETF 大幅流入 175 吨，金条与金币需求达 420 吨、创 12 年新高，避险与资产多元化配置需求持续升温。全年维度看，全球黄金 ETF 年度增仓 801 吨（历史第二高），央行年度购金 863 吨，仍处历史高位但节奏较前三年放缓。

需求结构分化显著，高价背景下特征鲜明。高金价压制金饰实物消费量，但需求总值同比增长 18%至 1,720 亿美元，消费意愿未退；受益于 AI 相关应用增长，科技用金需求保持稳定。

整体来看，2025 年四季度黄金市场在投资需求强势、央行持续购金与供应平稳的支撑下，避险与配置属性进一步强化，为全年需求突破 5,000 吨奠定坚实基础。

图：全球黄金供需平衡（2024 四季度-2025 年四季度）

	2024年	2025年	年同比变化(%)	2024年四季度	2025年四季度	同比变化 %
黄金供应量						
金矿产量	3,650.4	3,671.6	1	947.1	957.7	1
生产商净套保量	-53.8	-73.6	-	-18.2	-21.3	-
金矿总供应量	3,596.6	3,598.0	0	929.0	936.4	1
回收金	1,365.3	1,404.3	3	357.7	366.4	2
总供应量	**4,961.9**	**5,002.3**	**1**	**1,286.7**	**1,302.8**	**1**
黄金需求量						
金饰制造	2,026.6	1,638.0	-19	524.3	438.0	-16
金饰消费	1,886.9	1,542.3	-18	547.9	441.5	-19
金饰库存	139.6	95.7	-31	-23.6	-3.5	-
科技用金	326.2	322.8	-1	82.8	82.1	-1
电子用金	270.8	270.4	0	68.8	69.0	0
其他工业用金	46.5	44.2	-5	11.9	11.0	-7
牙科用金	8.9	8.2	-7	2.1	2.0	-6
投资需求	1,185.4	2,175.3	84	344.8	595.0	73
金条与金币总需求	1,188.3	1,374.1	16	324.4	420.5	30
金条	862.8	1,068.2	24	236.3	324.0	37
官方金币	199.9	170.5	-15	52.3	54.2	4
奖章 / 仿制金币	125.6	135.4	8	35.8	42.2	18
黄金 ETF 及类似产品	-2.9	801.2	-	20.4	174.6	756
各经济体央行和其他机构	1,092.4	863.3	-21	366.6	230.3	-37
黄金需求	**4,630.6**	**4,999.4**	**8**	**1,318.5**	**1,345.3**	**2**
场外交易和其他需求	331.3	2.9	-99	-31.8	-42.5	-
总需求量	**4,961.9**	**5,002.3**	**1**	**1,286.7**	**1,302.8**	**1**
伦敦金(LBMA)价格（美元 / 盎司）	2,386.2	3,431.5	44	2,663.4	4,135.2	55

数据来源：Metals Focus，Refinitiv GFMS，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会 国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

（二） 白银供需结构偏紧，工业需求支撑强劲

2025 年全球白银市场预计将呈现“总需求温和回落，但结构分化显著”的特征。尽管实物投资和银器等领域需求有所走弱，工业需求仍保持强劲，预计与 2024 年基本持平。在供应仅小幅增长的背景下，供需缺口持续存在，为白银价格提供中长期支撑。

回顾 2024 年，白银供应呈现温和增长。全球矿产银产量达 8.197 亿盎司，同比增长 0.9%，主要得益于墨西哥、澳大利亚等地矿山复产及铅锌矿伴生银增产，但智利等产区产量下滑形成抵消。回收银供应达 1.939 亿盎司，创 12 年新高，同比增长 6%，主要受银价上涨和生活成本提高带动回收银意愿增强影响。

需求端结构分化显著，2024 年总需求同比下降 3%至 11.6 亿盎司。实物投资与银器需求回落，但工业需求创历史新高，成为核心支撑。电子电气领域持续走强，光伏、汽车电控、电网基础设施及 AI 相关应用显著拉动白银消费。尽管光伏技术进步推动单位银耗下降，但 N 型电池加速渗透（其银耗约为 P 型电池的 2 倍），叠加全球装机量维持高增长，共同支撑该领域白银需求保持强劲。

展望 2025 年，全球白银总供应预计增长 2%至 10.306 亿盎司，总需求微降 1%至 11.483 亿盎司，供应缺口达 1.176 亿盎司；若剔除交易所交易产品（ETP）影响因素，实物缺口将进一步扩大至 1.876 亿盎司。低库存环境下，持续的供需缺口削弱了市场对需求波动的缓冲能力，加剧价格波动弹性。

整体来看，白银本轮上涨具备扎实的基本面支撑，核心逻辑源于工业需求的持续强劲、供需紧平衡下的持续缺口以及低库存对价格波动的放大作用。在绿色能源转型与全球电子化进程持续推进的背景下，白银在中长期仍将保持较强的价格弹性与配置价值。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand

Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	Year on Year 2024	Year on Year 2025F
Supply												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
Total Supply	**1,057.4**	**1,025.1**	**1,014.3**	**1,016.2**	**974.0**	**1,023.1**	**1,034.6**	**997.8**	**1,015.1**	**1,030.6**	**2%**	**2%**
Demand												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	*81.6*	*99.3*	*87.0*	*74.9*	*82.8*	*88.9*	*118.1*	*192.7*	*197.6*	*195.7*	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
Total Demand	**993.3**	**972.9**	**1,000.8**	**1,006.4**	**929.0**	**1,102.4**	**1,284.2**	**1,198.5**	**1,164.1**	**1,148.3**	**-3%**	**-1%**
Market Balance	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
Net Investment in ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
Market Balance less ETPs	**10.2**	**45.1**	**34.9**	**-73.5**	**-286.1**	**-144.3**	**-132.2**	**-163.0**	**-210.5**	**-187.6**	**29%**	**-11%**
Nominal Silver Price (US $/oz, London price)	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	na

Source: Metals Focus

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

（三） 铂金市场：持续供不应求，中长期看多逻辑稳固

铂金市场延续 2023 年以来的供不应求态势，供需缺口持续扩大，地上存量降至历史低位，为中长期价格走势提供强支撑。根据世界铂金投资协会（WPIC）最新《铂金季刊》数据，2025 年铂金市场将连续第三年出现供应短缺，且短缺量逐年递增，33.6 吨的短缺量创下 2013 年有纪录以来的最大缺口，较上一期的《铂金季刊》预测的 21.5 吨扩大了 12.1 吨。自 2023 年以来，连续市场短缺累计近 93.3 吨，地上存量已降至仅能覆盖全球四个多月需求的极低水平。供应端，2025 年铂金总供应量同比下降 1%至 224.4 吨，其中矿山供应同比下降 4%，除疫情外创 2014 年以来最低；回收供应虽受价格上涨刺激同比增长 10%，但难以完全弥补缺口。需求端，2025 年全球铂金总需求同比增长 1%至 258.1 吨，投资需求大增 65%至 36 吨，首饰需求增长 9%创 2018 年以来最佳，中国铂金条、铂金币需求激增成为核心增量。

展望 2026 年，WPIC 预测市场将连续第四年出现短缺，缺口预计为 7.5 吨，主要由于强劲的投资者情绪支撑 ETF 持仓稳定、贸易担忧推高交易所库存，同时铂金条和铂金币需求预计达创纪录的 23 吨，同比增长 35%。持续短缺推动铂金租赁利率走高、场外现货溢价明显，终端用户从租赁转向持有，形成“短缺-溢价-惜售-更短缺”的正向循环，强化中长期看多逻辑。

图：展望 2026 年，WPIC 预测铂金市场将连续第四年出现短缺，缺口预计为 7.5 吨

全球铂年度供需表（吨）

项目	2023	2024	2025f	2026f
铂的供应情况				
精炼产量	174	180	173	173
南非	123	129	123	125
津巴布韦	16	16	16	16
北美	9	8	7	6
俄罗斯	21	21	21	20
其他	6	6	6	6
生产商库存增加 0/ 减少（+）	0	0	0	0
铂金总矿产供应	175	180	173	173
回收铂总产量	47	47	52	57
汽车催化剂	35	36	38	42
首饰	10	9	11	12
工业	2	2	3	3
铂总供应量	222	227	224	230
铂的需求情况				
汽车	100	97	94	92
汽车催化剂	100	97	94	92
非道路	†	†	†	†
首饰	58	62	68	60
工业	74	75	60	66
化工	26	19	18	20
石油	5	5	6	5
电子	3	3	3	3
玻璃	15	22	6	11
医疗	9	10	10	10
固定式氢气系统和其他	1	1	2	2
其他	15	15	15	15
投资	12	22	36	19
铂金条币的变化	10	6	12	17
中国铂金条≥500 克	4	5	5	6
ETF 持有量变化	-2	9	7	0
交易所持有库存变化	0	2	12	-3
铂总需求量	243	256	258	237
铂供需平衡情况	-21	-29	-34	-7
地上存量	151	122	89	81

数据来源：SFA（牛津）金属聚焦 国信期货

（四） 钯金市场：供需格局反转，基本面持续走弱

钯金市场正经历十余年短缺状态的终结，供需格局从短缺转向过剩，核心需求领域受新能源替代拖累，基本面支撑持续弱化。根据 WPIC 最新预测，2026 年钯金预计总供给 298.1 吨，其中矿产钯 196.4 吨，回收钯 101.7 吨。总需求预计为 290.6 吨，市场将出现 7.5 吨的供应过剩。从需求端来看，全球汽车电动化进程正加速替代传统燃油车。据乘联会秘书长崔东树最新数据，2026 年 1-2 月世界汽车总销量为 1396 万台，其中新能源汽车达 268 万台，渗透率升至 19.3%，新能源市场表现亮眼。其中，中国新能源乘用车全球份额维持在 60%的高位，而美国新能源车销量则因补贴取消及高关税政策出现显著下滑。新能源汽车渗透率的持续提升，直接冲击了钯金的核心需求领域——钯金约 85%的消费来自汽油车及混动车的催化转化器，电动化趋势的深化正使其需求面临趋势性萎缩。供应端，矿产供应相对稳定，回收供应受价格与技术提升影响稳步增长，成为供应过剩的重要支撑因素。整体而言，钯金基本面持续走弱，中长期价格承压。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：展望 2026 年，WPIC 预测钯金市场供需格局将从短缺转向过剩

全球钯年度供需表（吨）				
项目	2023	2024	2025 f	2026 f
钯的供给情况				
矿产钯总生产量	202.92	206.06	201.12	196.42
南非	72	73.22	76.76	73.28
津巴布韦	13.31	13.19	13.69	13.97
北美洲	26.34	24.54	19.32	17.82
俄罗斯	83.73	85.91	84.07	84.07
其他	7.12	7.09	7.28	7.28
生产商库存变动	0.4	2.15	0	0
回收钯总生产量	79.66	83.73	90.32	101.71
汽车催化剂	64.42	68.77	75.85	87.65
首饰	2.89	2.95	2.74	2.64
工业	12.35	12.01	11.73	11.41
钯总供给量	282.58	289.79	291.44	298.13
钯的需求情况				
汽车	264.6	252.81	240.74	240.15
首饰	7.22	7.31	7.03	7.12
工业	44.51	44.35	43.64	44.2
投资总需求量	2.64	8.52	20.09	-0.04
钯条和币需求量变动	-0.03	0.09	0.06	0.03
ETF 持有量变动	2.67	8.9	14.68	3.55
交易所库存量变动	0	-0.47	5.32	-4.45
钯总需求量	319	312.99	311.5	290.6
钯供需平衡情况	-36.39	-23.2	-20.06	7.53

数据来源：SFA（牛津）金属聚焦 国信期货

图：2026 年世界新能源汽车表现

世界汽车	数量-万台							
	纯电动	插混	氢	新能源	普混	广义新能源	传统车	总体汽车
2008年	0		0.0	0	36	36	6478	6514
2009年	0	0	0.0	0	61	61	6306	6367
2010年	0	0	0.0	0	82	83	7036	7119
2011年	3	1	0.0	4	81	85	7401	7486
2012年	5	5	0.0	11	147	158	7812	7969
2013年	10	7	0.0	17	153	170	8109	8278
2014年	15	9	0.0	25	157	182	8383	8565
2015年	24	12	0.0	37	142	179	8577	8756
2016年	47	29	0.2	77	177	254	8898	9152
2017年	74	42	0.3	117	200	317	9092	9408
2018年	129	60	0.2	189	212	402	8933	9335
2019年	158	54	0.7	212	229	441	8540	8981
2020年	197	87	0.8	285	230	515	7288	7803
2021年	477	179	2	658	319	977	7159	8135
2022年	771	267	2	1039	372	1411	6607	8018
2023年	1028	400	2	1429	500	1929	6975	8901
2024年	1139	648	1	1788	577	2411	6766	9177
2025年	1526	762	1	2289	660	2949	6740	9689
2026年	182	86	0.1	268	90	358	1038	1396

数据来源：乘联数据 国信期货

四、 持仓、库存和季节性分析

（一） ETF 持仓：3 月全球黄金 ETF 创月度历史最高流出纪录

根据世界黄金协会数据，2026 年 3 月全球黄金 ETF 遭遇 120 亿美元的资金流出，创月度历史最高流出纪录，导致一季度全球黄金 ETF 净流入减半。一季度全球黄金 ETF 总资产管理规模（AUM）环比增长 9%至 6,060 亿美元，总持仓量增加 62 吨至 4,088 吨，连续第七个季度实现净流入。

从区域看，亚洲地区成为 3 月唯一实现正流入的区域，单月流入约 20 亿美元，推动一季度净流入达 140 亿美元，创有史以来最强劲季度表现，其中中国市场贡献最为突出。北美地区 3 月大幅流出 130 亿美元，创月度最大流出纪录，结束了连续九个月的净流入态势，美国投资者在避险情绪下抛售黄金以获取流动性。欧洲地区小幅流出 1.54 亿美元，德国、意大利和法国基金主导流出。其他地区亦有小幅流出。

交易层面，3 月全球黄金市场日均交易额回升至 5,250 亿美元，环比增长 11%，各板块流动性依然充裕。场外交易（OTC）日均交易额增长 13%至 2,720 亿美元，交易所交易额环比增长 10%至 2,380 亿美元，全球黄金 ETF 日均交易额仍达 150 亿美元，为 2025 年均值的两倍以上。尽管金价大幅回调，但市场成交活跃，展现较强韧性。

图：2026 年 3 月，全球黄金 ETF 创月度历史最高流出纪录

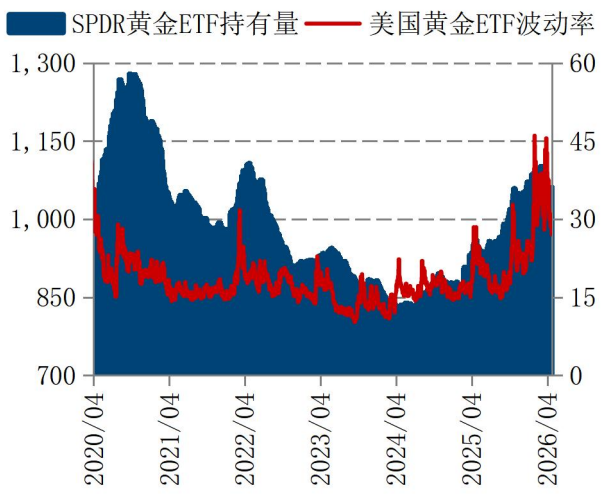
全球黄金ETF持仓及流量变动（分区域）

区域	资产管理规模（十亿美元）	基金流量（百万美元）	持仓量（公吨）	需求（吨）	需求（占总持仓比例）
北美	308.1	-13,520.5	2,079.4	-87.0 ▼	-4.0%
欧洲	209.2	-154.3	1,411.8	-7.3 ▼	-0.5%
亚洲	78.1	1,867.6	521.6	9.9 ▲	1.9%
其它	11.1	-27.6	74.9	-0.4 ▼	-0.5%
总计	**606.5**	**-11,834.8**	**4,087.8**	**-84.8**	**-2.0%**
全球总流入/正需求		11,578.9		90.1 ▲	2.2%
全球总流出/负需求		-23,413.7		-174.9 ▼	-4.2%

数据来源：WGC 国信期货

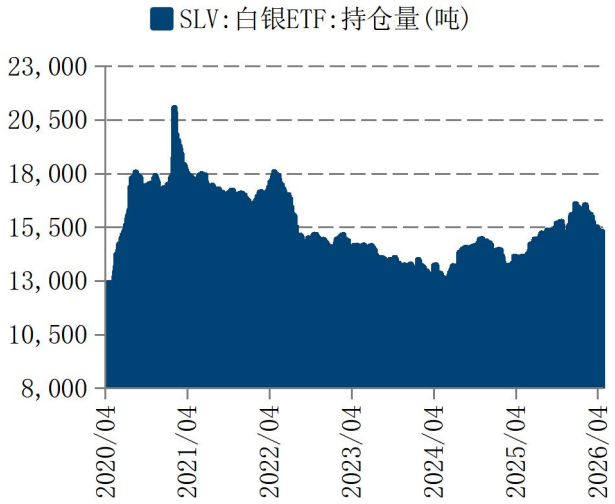
根据 WIND 统计的数据，截至 2026 年 4 月 22 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,050.91 吨，较 2026 年 3 月末增加约 0.35%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 15,202.55 吨，较 2026 年 3 月末减少约 0.47%。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

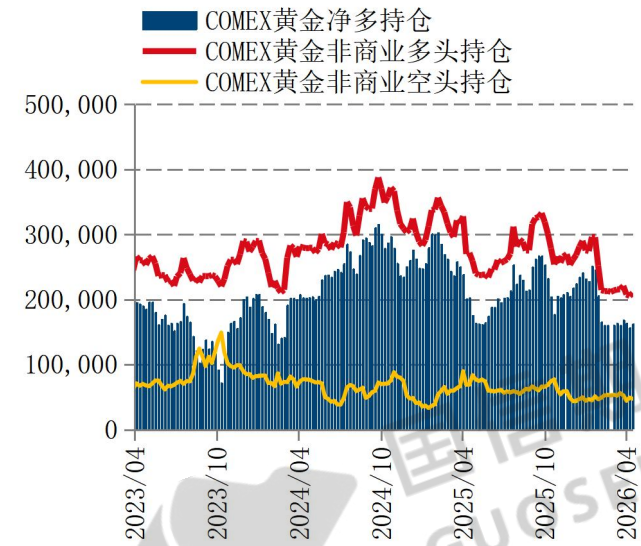
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

（二） CFTC 持仓：4 月金银看多意愿回落，铂钯走向分歧明显

美国商品期货交易成员会公布的周度报告显示：截至 2026 年 4 月 14 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 162,526.00 张，较 2026 年 3 月 31 日当周减少 676.00 张，市场黄金看多意愿相较于 3 月有所下降；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 23,562.00 张，较 2026 年 3 月 31 日当周减少 342.00 张，市场白银看多意愿相较于 3 月有所下降。

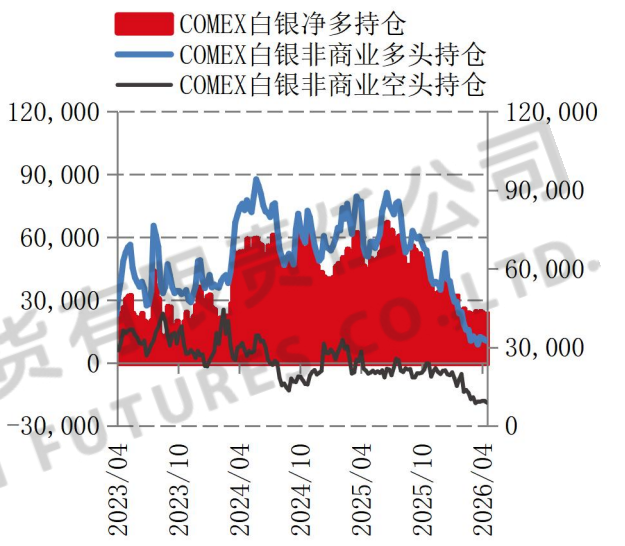
截至 2026 年 4 月 14 日当周，CFTC 的期货铂金非商业性净多持仓为 20,603.00 张，较 2026 年 3 月 31 日当周增加 4,266 张，市场对铂金看多意愿相较于 3 月有所回升；CFTC 的期货钯金非商业性净多持仓为 -1,053.00 张，较 2026 年 3 月 31 日当周减少 3 张，市场对于钯金偏向于看空。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



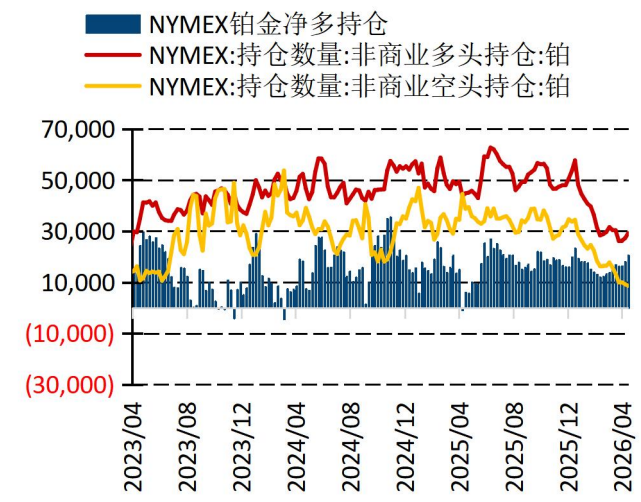
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）



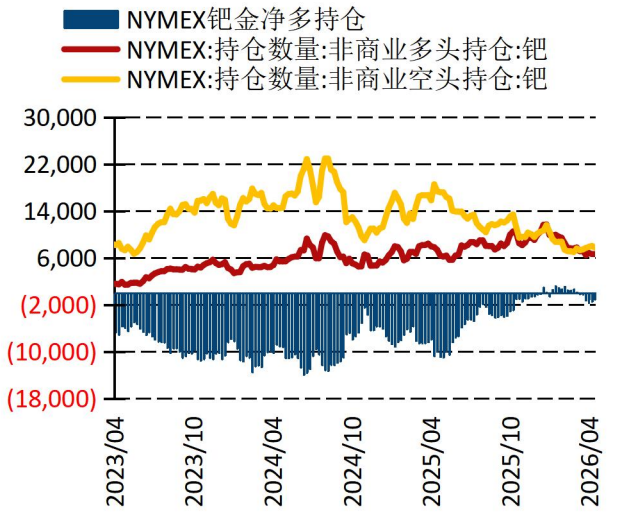
数据来源：WIND 国信期货

图：NYMEX 铂金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：NYMEX 钯金非商业净多持仓（单位：张）



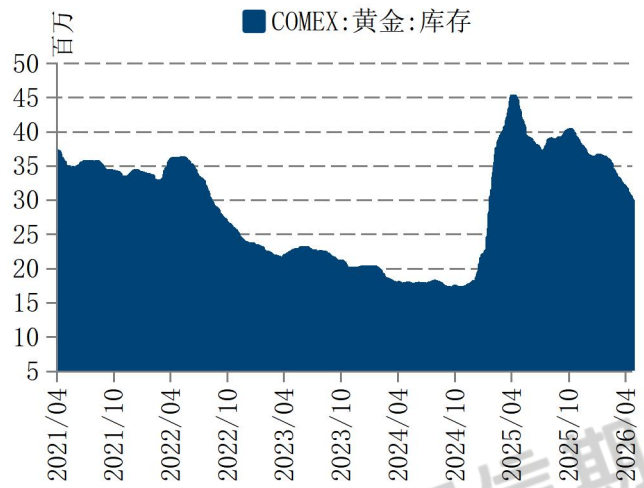
数据来源：WIND 国信期货

（三） 库存分析：贵金属内外盘库存分化 沪金库存续创新高沪银库存大幅回升

截至 2026 年 4 月 22 日，COMEX 黄金库存为 29,550,027.36 盎司，较上月末减少约 6.29%;COMEX 白银库存为 316,710,145.56 盎司，较上月末减少约 3.3%；上期所黄金库存为 109,143.00 千克，续创新高，较上月末增加约 2.34%；上期所白银库存为 644,273.00 千克，较上月末增加约 74.8%。

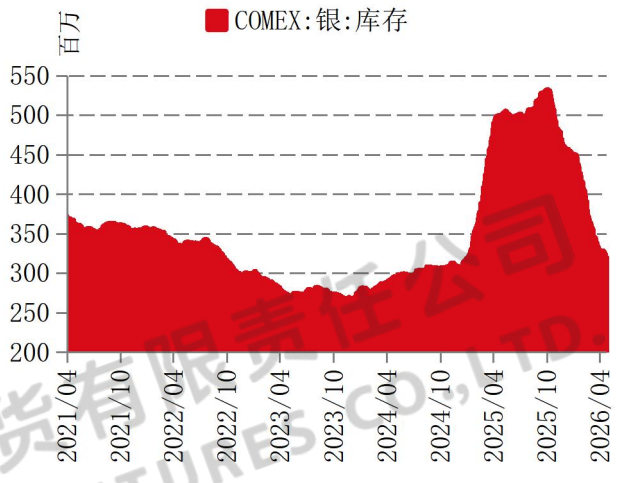
截至 2026 年 4 月 22 日，NYMEX 铂金库存为 503,573.55 盎司，较上月末减少约 6.15%；NYMEX 钯金库存为 239,652.48 盎司，较上月末减少约 3.23%。

图：4 月 COMEX 黄金库存（单位：盎司）较上月末减少约 6.29%



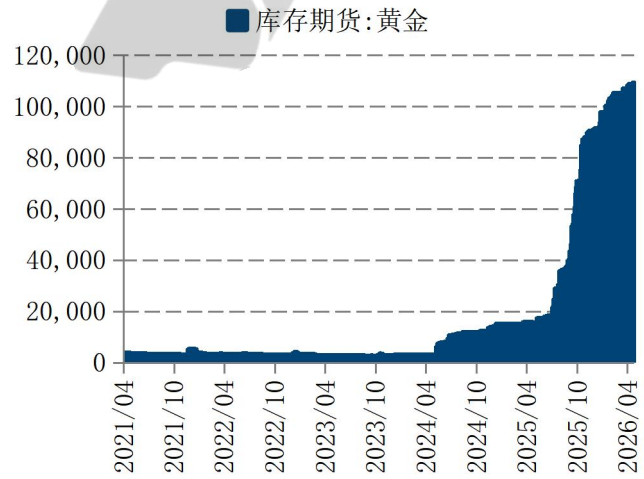
数据来源：WIND 国信期货

图：4 月 COMEX 白银库存（单位：盎司）较上月末减少约 3.3%



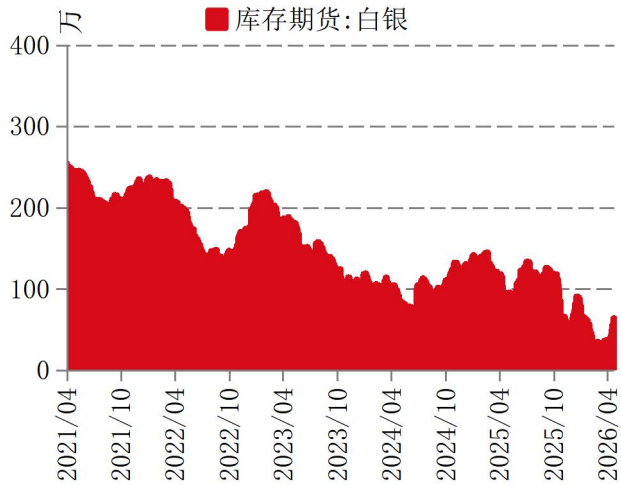
数据来源：WIND 国信期货

图：4 月 SHFE 黄金库存（单位：千克）较上月末增加约 2.34%



数据来源：WIND 国信期货

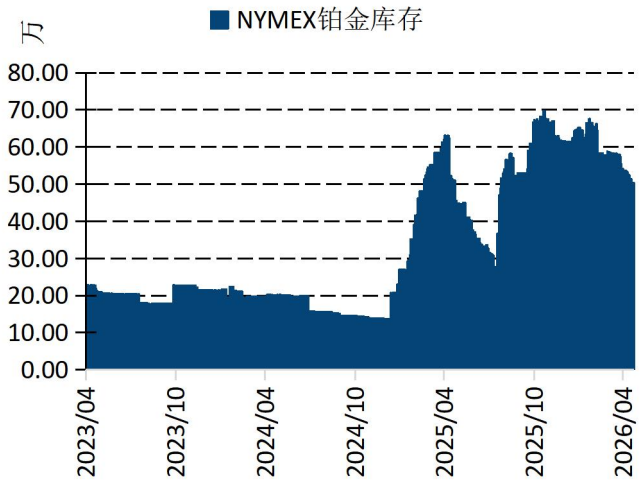
图：4 月 SHFE 白银库存（单位：千克）较上月末增加约 74.8%



数据来源：WIND 国信期货

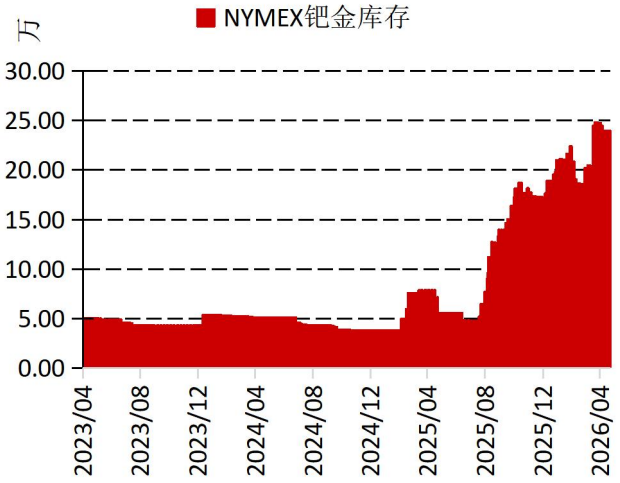
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO., LTD.

图：4 月 NYMEX 铂金库存（单位：盎司）较上月末减少约 6.15%



数据来源：WIND 国信期货

图：4 月 NYMEX 钯金库存（单位：盎司）较上月末减少约 3.23%



数据来源：WIND 国信期货

四、 后市展望及操作建议

展望 5 月，地缘政治与美联储政策的不确定性仍将主导贵金属市场，宏观压制与反弹交替出现的宽幅震荡格局大概率延续。美伊博弈已进入“低烈度、长战线”的持久战阶段，停火、谈判、封锁等消息频繁切换；沃什能否顺利就任美联储主席、降息路径如何演绎均存在较大变数。值得注意的是，近期贵金属与原油价格的反向联动特征愈发明显：原油因地缘供应中断预期冲高，贵金属则因通胀预期与利率上修承压。只要油价维持高位，贵金属就难以走出趋势性反弹，甚至可能继续面临资金流出压力。

黄金方面，短期宏观压制仍是主导因素，但地缘风险并未消退，黄金作为终极避险资产的核心地位依然稳固，回调可视为中长期配置窗口。COMEX 黄金主力合约核心震荡区间预计为 4400-5000 美元/盎司附近，对应沪金主力合约参考区间 980-1150 元/克附近。白银因更高的投机属性与价格弹性，波动将更为剧烈，COMEX 白银主力合约参考区间 65-85 美元/盎司附近，对应沪银主力合约 17000-21000 元/千克附近，参与难度较大。铂族金属方面，铂金受益于供需缺口和氢能政策预期，在宏观压制中表现出一定韧性，但短期仍难独立于板块情绪；钯金因需求结构单一、基本面偏弱，表现将持续落后。预计广铂主力合约参考区间 420-550 元/克附近，广钯主力合约参考区间 300-400 元/克附近，波动性风险维持高位。

操作上，建议坚持风控优先、多看少动。黄金可作为极端地缘风险下的长期底仓继续持有，白银、铂金、钯金波动剧烈且方向难以把握，应坚决保持观望，不宜贸然入场。待美伊局势明朗、原油价格企稳或宏观预期出现新的催化信号后再行评估。行稳致远，风控为先。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.