

● 主要结论

2026年5月，贵金属市场在宏观紧缩预期持续强化、地缘消息反复拉锯的背景下，整体呈现承压偏弱、反弹有限的运行格局。月初，五一假期后，内盘跟随外盘补涨，价格短暂冲高；月中，美国4月CPI与PPI双双超预期，市场对美联储年内降息的预期彻底逆转，加息预期快速升温，美元指数突破99关口，10年期美债收益率一度飙升至4.6%以上，贵金属集体重挫。虽然月末受美伊达成延长停火60天备忘录草案的消息提振，金银一度技术性反弹，但受制于加息预期未消、美元与美债收益率高位运行，反弹幅度有限，整体仍处于震荡寻底阶段。全月行情围绕通胀数据、加息预期与地缘消息高频切换，宏观利率收紧是主导因素，地缘扰动仅加剧短期波动，品种间弹性差异显著。

展望6月，贵金属市场仍将面临多重不确定性的交织，宏观压制与地缘扰动交替主导，宽幅震荡格局大概率延续。当前美伊博弈延续“低烈度、长战线”的持久战阶段，停火、谈判、封锁等消息高频切换，地缘风险虽有所钝化，但任何实质性升级或缓和都将通过油价与通胀预期路径引发市场双向波动。宏观层面，美国5月CPI等通胀数据将是判断本轮“通胀”究竟是短期扰动还是具备持续性，其结果将深刻影响市场对美联储利率路径的预期，即市场需要判断是维持高利率更久，还是在极端情况下开始讨论进一步加息。此后，美联储6月议息会议将迎来沃什就任主席后的首次政策表态，其关于通胀、利率路径及缩表的最新措辞至关重要。短期贵金属价格表现将随消息面反复而剧烈震荡。

当前贵金属短期以宽幅震荡为主，黄金下方受央行购金与实物需求托底，回调后低位买盘将逐步介入限制下行空间，但宏观逆风与地缘消息频繁切换压制上行高度，难以形成单边趋势。中长期看，美国债务高企、去美元化及全球央行购金趋势未改，黄金核心配置价值依然稳固。操作上保持谨慎防守，黄金可依托区间下沿轻仓布局作为长期底仓，白银、铂金、钯金弹性过大，方向不明，建议多看少动以规避剧烈双向波动。技术面上，COMEX黄金主力合约参考区间4400-4950美元/盎司附近，对应沪金主力合约参考区间950-1030元/克附近；COMEX白银主力合约参考区间65-85美元/盎司附近，对应沪银主力合约参考区间17000-21000元/千克附近；广铂主力合约参考区间430-550元/克附近；广钯主力合约参考区间300-400元/克附近。耐心等待地缘局势、油价走势及美联储6月议息会议给出更清晰指引，风险控制始终放在第一位。

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5月，贵金属市场在宏观紧缩预期持续强化、地缘消息反复拉锯的背景下，整体呈现承压偏弱、反弹有限的运行格局。月初，五一假期后，内盘跟随外盘补涨，价格短暂冲高；月中，美国4月CPI与PPI双双超预期，市场对美联储年内降息的预期彻底逆转，加息预期快速升温，美元指数突破99关口，10年期美债收益率一度飙升至4.6%以上，贵金属集体重挫。虽然月末受美伊达成延长停火60天备忘录草案的消息提振，金银一度技术性反弹，但受制于加息预期未消、美元与美债收益率高位运行，反弹幅度有限，整体仍处于震荡寻底阶段。全月行情围绕通胀数据、加息预期与地缘消息高频切换，宏观利率收紧是主导因素，地缘扰动仅加剧短期波动，品种间弹性差异显著。

黄金5月呈现“重心下移、反弹遇阻”的偏弱格局。月初受美伊缓和预期及五一补涨推动，金价短暂站上1000元/克；中旬美国通胀数据超预期，市场对美联储年内降息的预期彻底逆转，加息预期快速升温，沪金跌破1000元关口，月末一度触及960元/克附近。随着美伊备忘录草案出炉，金价短暂反弹至990元/克附近。全月沪金主力合约主要运行于960-1020元/克附近，价格中枢较4月明显下移。黄金在宏观压制下表现出一定抗跌性，但反弹高度仍然受限。

白银5月延续其“高弹性情绪指标”特征，呈现暴涨暴跌、整体承压的运行格局。月内，秘鲁能源危机引发供给端剧烈担忧，沪银单日暴涨超7%，一度冲高至21141元/千克附近；随后美国通胀数据超预期，加息预期升温叠加印度上调金银进口关税，白银获利盘集中踩踏，沪银连续暴跌，单日跌幅一度超过11%，回吐全月绝大部分涨幅。月末受美伊备忘录提振小幅反弹，但力度有限。全月沪银主力合约运行区间17000-21500元/千克附近，整体偏弱，是宏观情绪变化的极致体现，操作难度极大。

铂金5月表现相对抗跌，供需缺口提供一定底部支撑。月初跟随白银冲高，但涨幅明显弱于白银；中旬受宏观利率收紧压制回落，因自身供需缺口及氢能远期需求支撑，跌幅小于白银与钯金；月末受美伊缓和情绪带动小幅反弹，但力度温和。全月广铂主力合约运行区间450-490元/克附近，价格中枢较4月有所下移，但在铂族金属板块中仍属相对稳健品种。

钯金5月走势最为脆弱，基本面疲弱叠加宏观逆风，领跌板块。月初随板块小幅反弹，但力度明显不足；中旬宏观利率收紧预期强化，美元走强，钯金因汽车电动化趋势压制、需求前景黯淡，在板块回调时跌幅居前，月末一度跌破330元/克。全月广钯主力合约运行区间310-340元/克附近，反弹乏力，是贵金属中操作风险最高的品种，建议以观望为主。

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



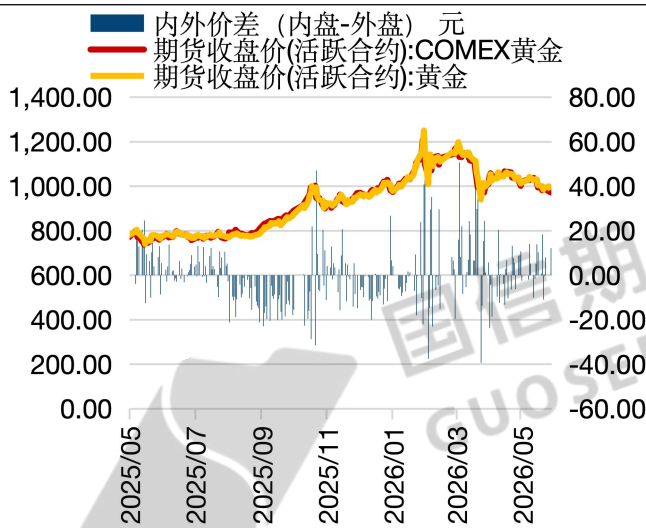
数据来源：Wind，国信期货

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



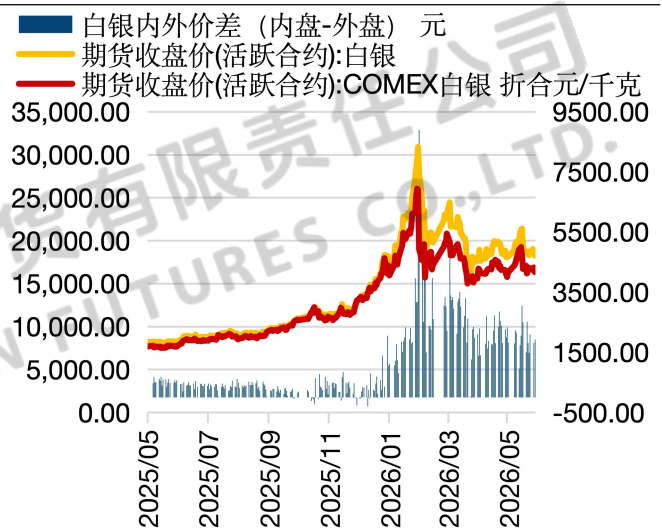
数据来源：Wind 国信期货

图：截至 5 月 27 日，5 月份内盘金银比在 48-54 附近波动



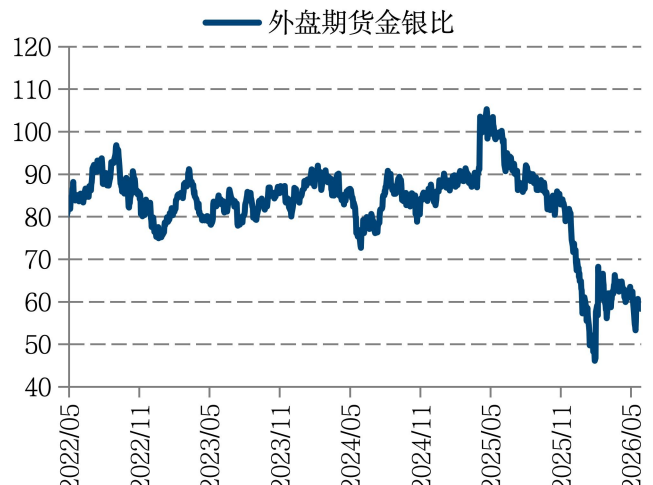
数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



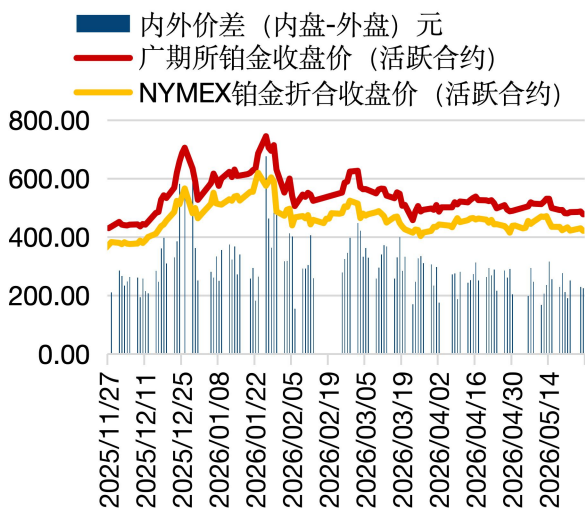
数据来源：Wind 国信期货

图：截至 5 月 27 日，5 月份外盘金银比在 54-61 附近波动



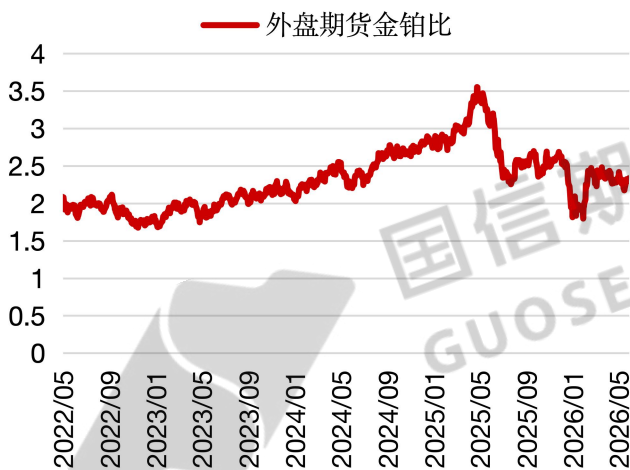
数据来源：Wind 国信期货

图：铂金内外盘价差



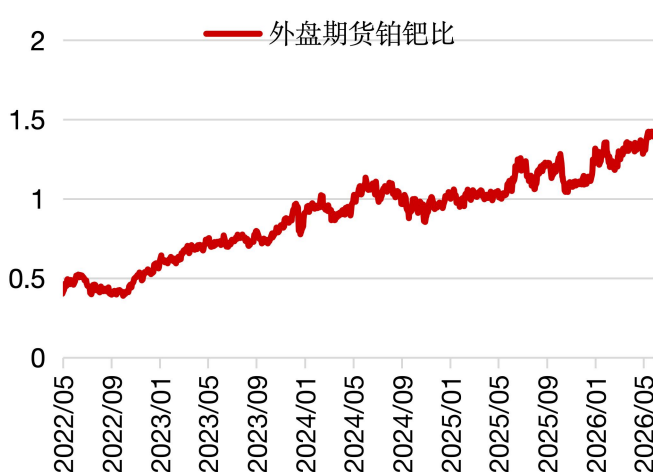
数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金铂比数值在 2.3 附近



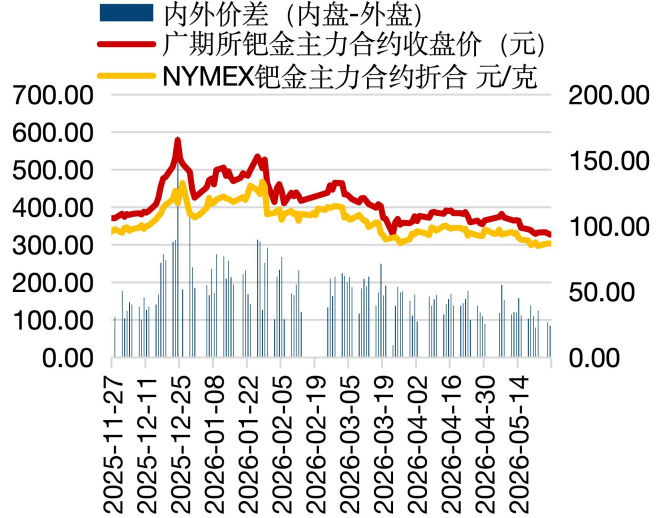
数据来源：Wind 国信期货

图：外盘铂钯比数值上升至 1.4 附近



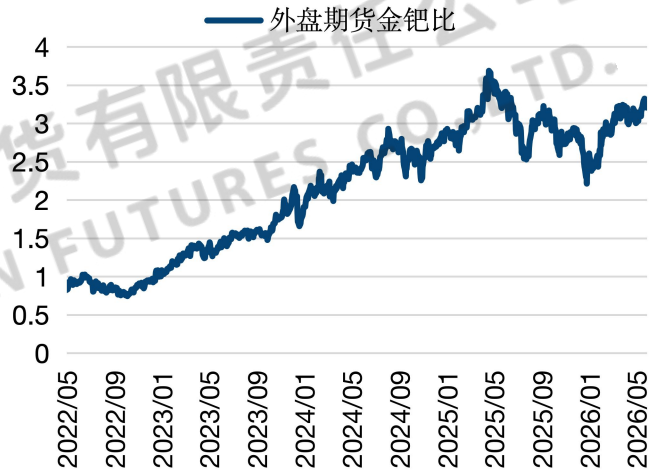
数据来源：Wind 国信期货

图：钯金内外盘价差



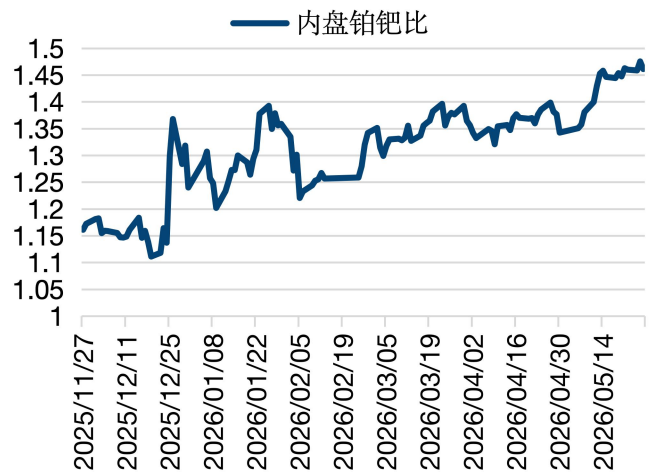
数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金钯比数值处于 3.2 附近



数据来源：Wind 国信期货

图：内盘铂钯比数值上升至 1.46 附近



数据来源：Wind 国信期货

二、宏观面分析

(一) 地缘僵局推升通胀预期：宏观逆风的根源

美伊博弈延续“低烈度、长战线”的持久战阶段，霍尔木兹海峡持续处于管控状态，全球约五分之一石油和液化天然气运输的关键通道前景充满不确定性。双方在核心议题上仍处于谈判中，地缘消息高频反转成为常态。

过往经验中，地缘政治冲突升级往往会同步推高原油和黄金，彼时“乱世黄金”的避险逻辑占据主导。然而本轮周期中出现了关键转变：市场定价逻辑的重心，已经从“冲突升级→避险需求上升”的传统路径，切换至“高油价→通胀与利率预期上升→美元走强”的负向传导链条。海峡封锁的长期化担忧正持续推升全球通胀预期，油价高位运行通过成本端向更广泛领域传导。市场对地缘冲突的避险需求已明显钝化，每次中东局势紧张的消息传出后，市场第一反应不再是买入黄金避险，而是首先评估其对油价的影响，进而推演通胀路径和央行政策走向。

5月29日，地缘消息再现重大转折。据多位知情人士透露，美伊已就延长停火期限并恢复霍尔木兹海峡自由通航达成谅解备忘录草案，计划将停火期限再延长60天，美国官员随后证实双方谈判代表已就备忘录达成一致，尚待特朗普最终批准。然而，经验显示美伊“边打边谈”、消息面反复无常的格局并未改变，备忘录能否落地、特朗普是否最终批准、伊朗是否会附加新条件，均存在较大不确定性。地缘消息的反复拉锯，将继续通过油价、美元与美债收益率的波动路径，对贵金属价格形成高频扰动。

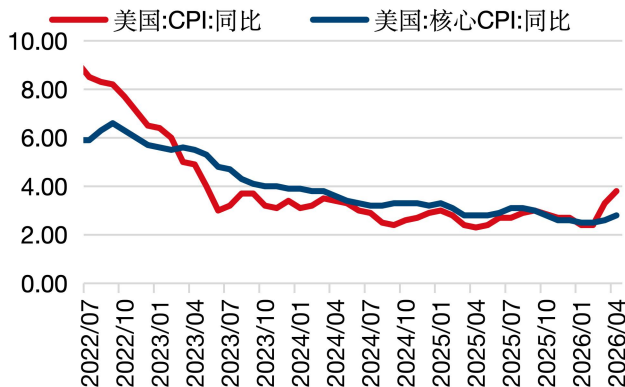
(二) 美联储权力交接与内部分歧：政策路径迷雾未散

在数据矛盾不断加剧的背景下，美联储自身也正处于权力交接的敏感期。2026年4月末的议息会议上，美联储连续第三次将利率锁定在3.50%至3.75%区间，结果虽符合预期，但内部分歧却创下1992年以来的最高纪录，多达4人投下反对票，争议焦点集中在声明中是否应保留带有“降息偏向”的措辞。而就在这次会议前后，权力更迭的暗流已经涌动。即将卸任的主席鲍威尔打破75年来的惯例，宣布在主席任期结束后继续留任理事至2028年，这不排除是鲍威尔意在制衡即将接任的凯文·沃什。5月13日，沃什以54比45的微弱优势获得参议院确认，成为史上支持率最低的美联储主席。沃什主张回归“刻意模糊”的沟通风格、废除点阵图、采用截尾均值通胀指标，并提出“缩表与降息并行”的非常规政策组合。然而他上任之时，4月通胀数据显示通胀压力重新抬头，这使得他主张的降息难以落地，而缩表只会进一步收紧流动性，其政策构想面临重重现实约束。与此同时，理事米兰已递交辞呈，美联储新旧势力的博弈愈发明显，未来的政策路径也因此充满不确定性。

(三) 通胀：通胀重燃，美联储降息空间被进一步压缩

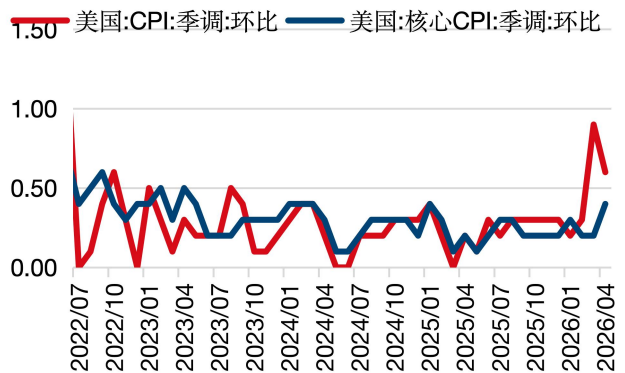
根据北京时间5月12日公布的数据，美国4月CPI同比上涨3.8%，高于预期的3.7%，创2023年5月以来新高；格连续两个月大幅攀升，伊朗战争驱动的能源成本是通胀提速的主因。住房成本环比上涨0.6%，但部分环比上涨0.6%，持平预期但低于前值0.9%。核心CPI同比上涨2.8%，超出预期的2.7%，创2025年9月以来最高；环比上涨0.4%，高于预期的0.3%及前值的0.2%。汽油价源于统计修正。数据发布后，市场对美联储年内降息的预期进一步压缩，债市率先反映紧缩担忧。整体来看，地缘冲突通过能源、运输等渠道持续推高通胀，美联储政策空间被显著收窄。

图：4月美国CPI同比与核心同比（%）超预期



数据来源：WIND 国信期货

图：4月CPI环比录得0.6%，持平预期



数据来源：WIND, 国信期货

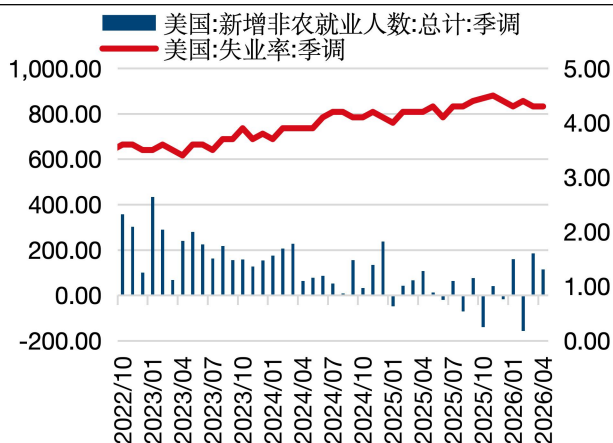
根据北京时间5月13日公布的数据，美国4月PPI同比大幅攀升至6.0%，远超预期，创2022年12月以来最高；环比大涨1.4%。核心PPI同比录得5.2%，环比录得1.0%，均大幅超预期。地缘冲突推高能源、运输及中间品成本，批发端价格集中传导，市场此前对地缘风险定价严重不足。作为CPI的先行指标，PPI陡峭反弹预示终端通胀将再度上行。数据发布后，美联储降息窗口基本关闭，市场对维持高利率更久甚至重启加息的预期快速升温。贵金属面临的宏观逆风进一步强化，短期承压格局难以改变。

（四）美国4月非农就业数据超预期反弹

根据北京时间5月8日公布的数据，美国4月非农新增就业11.5万人，远超市场预期的6.2万人，前值上修至18.5万人；失业率持平于4.3%，劳动参与率边际走低至61.8%，平均时薪环比增速放缓至0.16%。分项来看，教育和保健服务业、运输仓储业、零售业为主要拉动项，但制造业新增就业由正转负，信息业和金融活动就业延续下滑，联邦政府就业继续缩减。

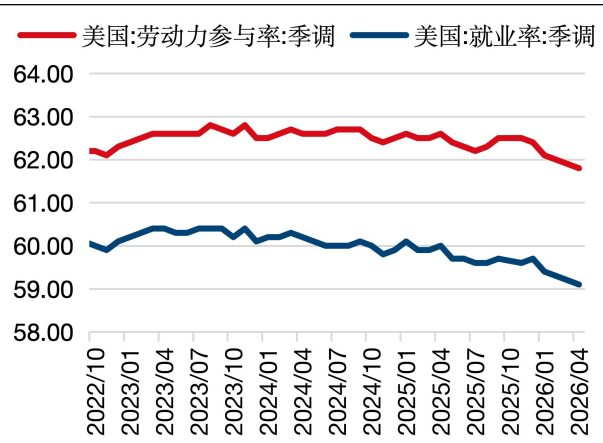
短期来看，超预期的非农就业数据叠加失业率持稳，进一步消除了美联储短期内降息的紧迫性，市场对降息预期继续承压，美元与美债收益率维持高位，对贵金属形成压制。但薪资增速放缓、劳动参与率连续六个月走低，反映出劳动力市场“稳而不热”的结构性特征，美联储加息理由同样不足，政策基调预计维持观望。

图：美国4月新增非农就业人口大超预期



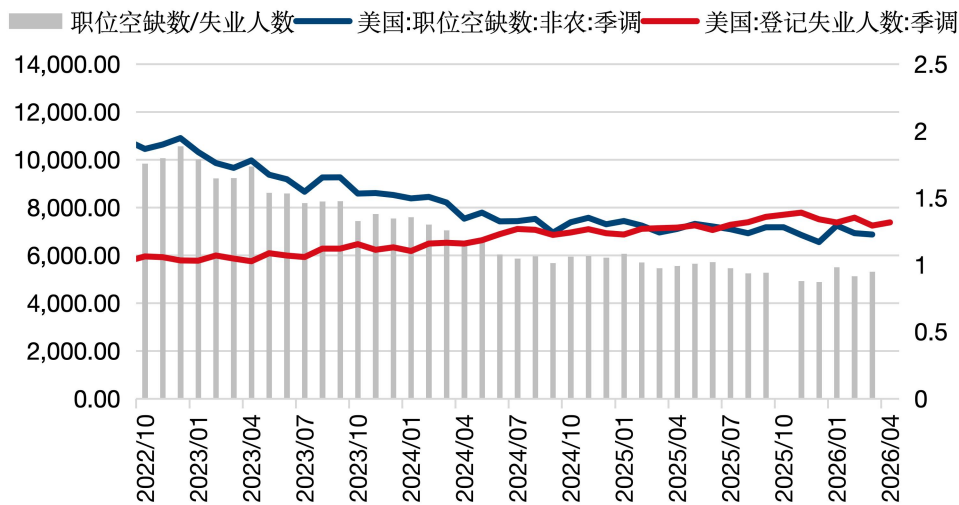
数据来源：WIND 国信期货

图：美国4月劳动力参与率与就业率



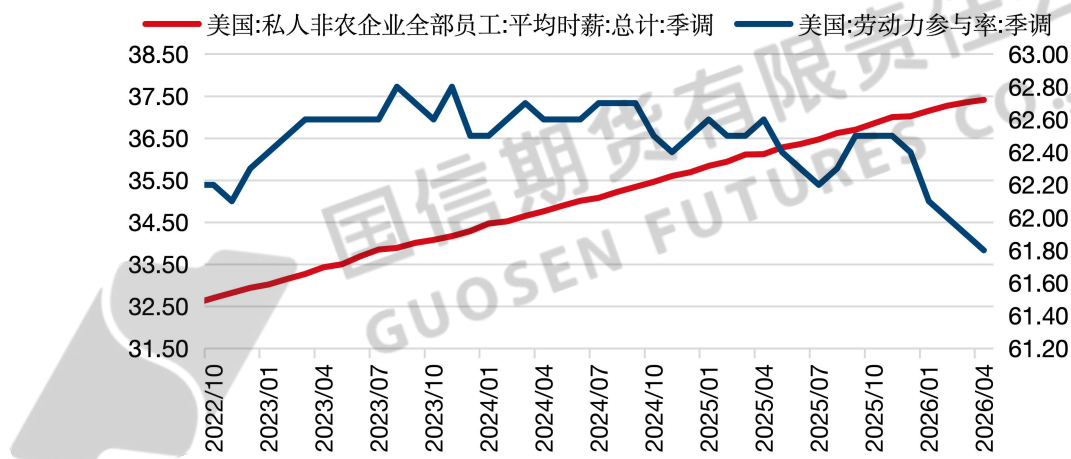
数据来源：WIND, 国信期货

图：美国 4 月登记失业人数



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 4 月平均时薪与劳动参与率



数据来源：Wind 国信期货

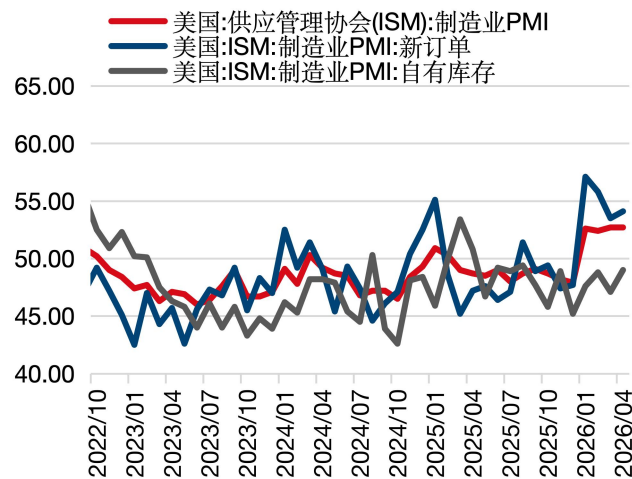
（五）制造业扩张放缓，服务业动能减弱，成本压力共振推升滞胀风险

北京时间 5 月 1 日，ISM 公布美国 4 月制造业 PMI 录得 52.7，持平前值并维持扩张态势，但投入价格指数急剧攀升至 84.6，创四年来新高。分项数据显示，新订单指数回升至 54.1，生产增速放缓至 53.4，供应商交货指数升至 2022 年以来最高水平，反映霍尔木兹海峡封锁及中东冲突导致供应链延迟加剧。就业指数降至四个月低点 46.4，企业持续控制用工规模。共计 13 个行业实现增长，纺织、非金属矿产品及基础金属领跑。受战争影响，石油、铝、氨气等原材料成本上涨，汽油和柴油价格推高运输费用，持续的通胀压力或将传导至消费品价格。整体来看，制造业虽仍在扩张，但地缘冲突带来的成本冲击已显著加剧，后续需关注供应链扰动对经济的进一步影响。

北京时间 5 月 5 日，ISM 公布美国 4 月服务业 PMI 录得 53.6%，较前值的 54.0% 回落 0.4 个百分点，低于市场预期的 53.7%，连续扩张但动能减弱。分项呈现显著分化：新订单指数大幅放缓至近两年首次萎缩；就业分项指数连续第二个月收缩，反映企业因成本压力和前景不确定性收紧用工；投入成本价格指数仍维

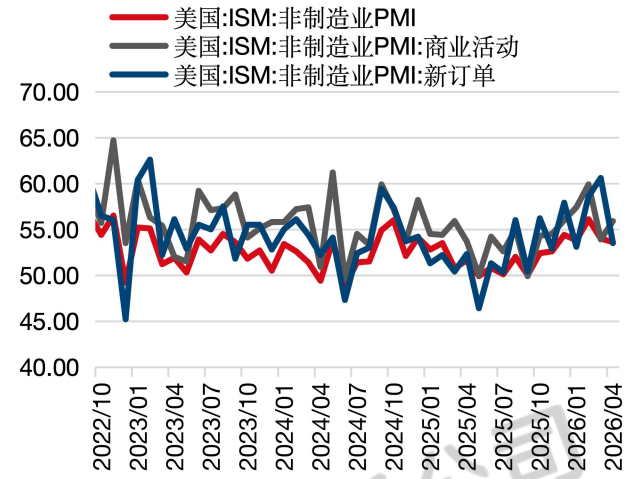
持在周期高位附近，燃油、薪资及商品服务价格广泛上涨。供应商交付有所延迟，部分源于地缘冲突导致的运输干扰。整体来看，服务业增长疲软与价格高企并存，滞胀信号加剧市场担忧，使美联储货币政策陷入两难。

图：美国4月制造业PMI显示制造业仍在扩张



数据来源：WIND 国信期货

图：美国4月服务业PMI连续扩张但动能减弱

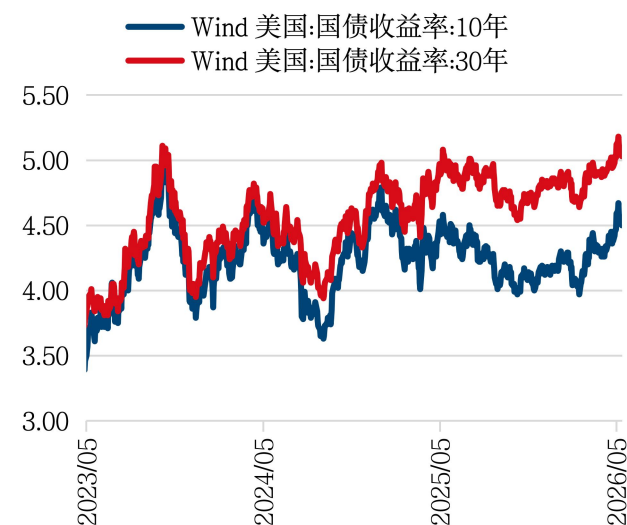


数据来源：WIND, 国信期货

(六) 美债收益率与美元联袂走强 贵金属承压调整

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。当前美国经济数据呈现矛盾格局，叠加美联储内部权力交接与分歧加剧，年内降息已基本无望，市场甚至开始计价加息的可能性。受此影响，美元指数突破99关口，长端美债收益率大幅攀升。5月20日盘中，30年期美债收益率一度突破5.20%，创2007年以来最高；10年期美债收益率同步升至4.677%。长端利率的快速上行反映出市场对通胀压力与紧缩政策的深度定价。债券抛售潮进一步推高美元指数，股市与大宗商品普遍承压，贵金属同样表现不佳。

图：美国长端利率债收益率创阶段性新高



数据来源：WIND 国信期货

图：美国4月美元指数站上99关口



数据来源：WIND, 国信期货

三、 贵金属商品供需面分析

(一) 黄金：2026 年一季度投资支撑需求，金价与需求总值齐创新高

2026 年一季度全球黄金需求延续强势，投资需求成为核心驱动，总需求与金价均处于历史高位。据世界黄金协会数据，一季度全球黄金总需求（含场外交易）达 1,231 吨，同比增长 2%；LBMA 午盘金价季度均价升至创纪录的 4,873 美元/盎司，1 月触及 5,405 美元历史高点后有所回调，一季度黄金回报率为 6%。受量价双升推动，全球黄金需求总值跃升 74%至 1,930 亿美元，创历史新高。供应端小幅增长，全球黄金总供应量同比增长 2%至 1,231 吨，金矿产量温和增长，回收金同比增加 5%。

投资需求爆发式增长，成为支撑季度需求的关键力量。一季度全球金条与金币需求达 474 吨，同比大增 42%，为历史第二高季度水平，亚洲市场领跑，中国等地区大举买入黄金投资产品。全球黄金 ETF 延续流入态势，净增持 62 吨，但因 3 月美国基金大幅流出，整体表现不及 2025 年一季度的强势水平。央行购金需求保持强劲，尽管售金活动有所增加，全球央行仍净购黄金 244 吨，同比增长 3%。

需求结构分化特征鲜明。高金价持续压制金饰消费量，一季度金饰需求同比下滑 23%，但消费总额逆势增长 31%，显示消费者对黄金兴趣未减。科技用金需求同比小幅增长 1%至 82 吨，主要由人工智能基础设施持续扩张所推动。整体来看，2026 年一季度黄金市场在投资需求强劲、央行持续购金与供应温和增长的支撑下，避险与资产配置属性进一步巩固，为全年黄金需求奠定坚实基础。

图：全球黄金供需平衡（2025 年一季度-2026 年一季度）

	2025年 一季度	2025年 二季度	2025年 三季度	2025年 四季度	2026年 一季度	环比 变化(%)	同比 变化%
黄金供应量							
金矿产量	863.6	949.9	1,032.8	968.4	884.7	-9	2
生产商净套保量	-7.0	-25.2	-18.2	-23.8	-19.7	-	-
回收金	348.5	346.6	342.6	365.7	366.0	0	5
总供应量	1,205.0	1,271.3	1,357.3	1,310.2	1,230.9	-6	2
黄金需求量							
金饰制造	434.6	354.9	420.6	438.0	335.0	-24	-23
金饰消费	391.2	337.7	377.9	437.0	299.7	-31	-23
金饰库存	43.5	17.2	42.7	1.0	35.3	3,482	-19
科技用金	80.4	78.6	81.7	82.1	81.6	-1	1
电子用金	67.1	65.8	68.6	69.1	69.3	0	3
其他工业用金	11.3	10.8	11.1	11.0	10.4	-6	-8
牙科用金	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	-3	-7
投资需求	563.6	483.7	553.9	602.9	535.6	-11	-5
金条与金币总需求	333.6	312.5	328.3	428.0	473.6	11	42
金条	265.0	247.6	250.9	331.3	397.7	20	50
官方金币	45.9	40.1	31.6	54.3	48.0	-12	5
奖章 / 仿制金币	22.7	24.8	45.9	42.4	27.9	-34	23
黄金 ETF 及类似产品	229.9	171.1	225.6	174.9	62.0	-65	-73
各经济体央行和其他机构	237.0	179.3	226.3	207.6	243.7	17	3
黄金需求	1,315.6	1,096.5	1,282.5	1,330.6	1,195.9	-10	-9
场外交易和其他需求	-110.6	174.8	74.8	-20.4	35.1	-	-
总需求量	1,205.0	1,271.3	1,357.3	1,310.2	1,230.9	-6	2
伦敦金 (LBMA) 价格 (美元 / 盎司)	2,859.6	3,280.4	3,456.5	4,135.2	4,872.9	18	70

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

(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											Year on Year	
Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	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

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。

图：展望 2026 年，WPIC 预测钯金市场供需格局将从短缺转向过剩

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	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：4 月全球黄金 ETF 需求全面转正，欧洲领跑

根据世界黄金协会数据，2026 年 4 月全球黄金 ETF 录得 66 亿美元的资金流入，扭转 3 月大幅流出态势，所有区域均实现正流入，其中欧洲地区基金领跑全球。受此推动，全球黄金 ETF 总资产管理规模 (AUM) 环比增长 1% 至 6,150 亿美元，总持仓量增加 45 吨至 4,137 吨，为历史第三高位，仅略低于 2 月创下的 4,176 吨峰值。

从区域看，欧洲地区 4 月流入 37 亿美元，年初至今累计资金流因此由负转正，英国基金领涨，瑞士和德国贡献显著，资金流入与地缘政治风险上升及投资者评估伊朗冲突长期化对通胀的影响相关。北美地区趋势逆转，录得 10 亿美元流入，反弹集中在上半月，下半月因通胀担忧重燃、美元走强及债券收益率上升而再度放缓。亚洲地区连续第 8 个月实现流入，新增 18 亿美元，中国市场领跑，香港基金净流入 7.32 亿美元创月度纪录，中国大陆流入 4.98 亿美元，印度连续第 11 个月流入，日本亦吸引 2.46 亿美元。其他地区录得 1.06 亿美元稳健流入，澳大利亚和南非表现突出。

交易层面，4 月全球黄金市场日均交易额环比下降 24% 至 3,980 亿美元，但仍高于 2025 年 3,610 亿美元的日均水平。场外交易日均交易额环比下降 10% 至 2,440 亿美元，交易所交易额环比下降 38% 至 1,470 亿美元，全球黄金 ETF 日均交易额仍维持在 2025 年均值附近，流动性依然充裕。COMEX 黄金期货净多仓总量小幅下降 4% 至 477 吨，管理基金持仓先增后减，非报告持仓亦呈现类似模式。

图：2026 年 4 月，全球黄金 ETF 需求转正

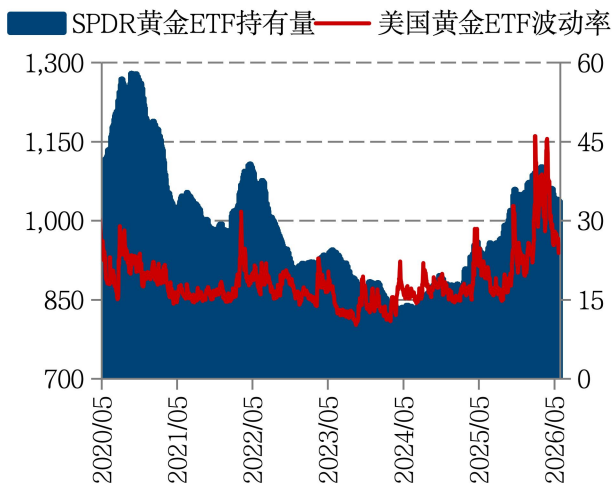
全球黄金 ETF 持仓及流量变动 (分区域)

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)
ΔT	ΔT	ΔT	ΔT	ΔT	ΔT
北美	309.2	1,001.9	2,085.5	6.1 ▲	0.3%
欧洲	213.8	3,653.9	1,442.0	26.9 ▲	1.9%
亚洲	80.7	1,813.3	533.6	11.3 ▲	2.2%
其它	11.2	105.9	75.8	0.9 ▲	1.2%
总计	614.9	6,575.0	4,137.0	45.1	1.1%
全球总流入/正需求		13,624.4		104.9 ▲	2.6%
全球总流出/负需求		-7,049.4		-59.8 ▼	-1.5%

数据来源：WGC 国信期货

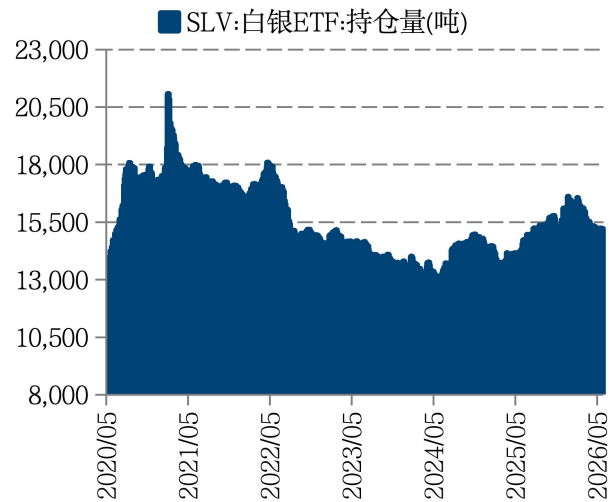
根据 WIND 统计的数据，截至 2026 年 5 月 28 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,032.57 吨，较 2026 年 4 月末减少约 0.31%。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 15,177.78 吨，较 2026 年 4 月末增加约 0.75%。

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）



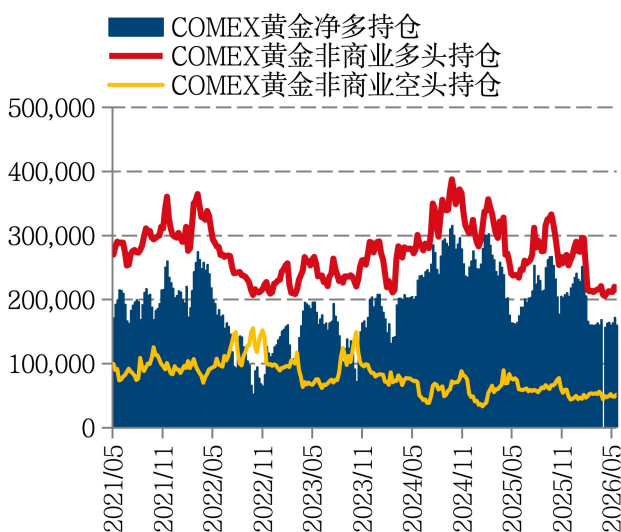
数据来源：WIND 国信期货

（二）CFTC 持仓：5 月金银看多意愿回升，铂金转弱，钯金维持偏空

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至 2026 年 5 月 19 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 159,833.00 张，较 2026 年 4 月 28 日当周增加 262.00 张，市场黄金看多意愿相较于 4 月有所回升；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 24,671.00 张，较 2026 年 4 月 28 日当周增加 511.00 张，市场白银看多意愿相较于 4 月有所回升。

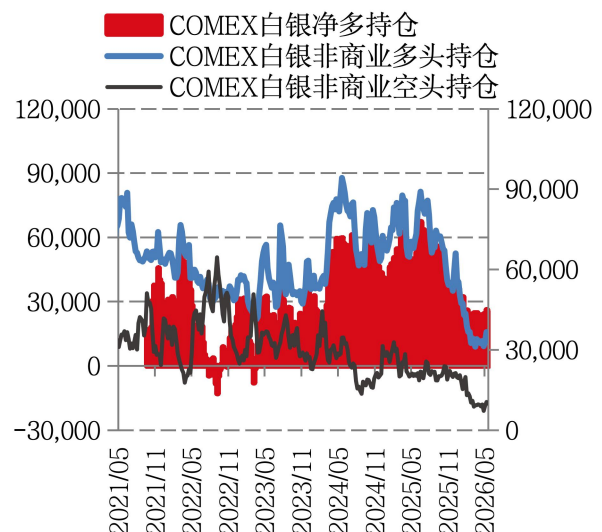
截至 2026 年 4 月 14 日当周，CFTC 的期货铂金非商业性净多持仓为 17,908.00 张，较 2026 年 4 月 28 日当周减少 642.00 张，市场对铂金看多意愿相较于 4 月有所下降；CFTC 的期货钯金非商业性净多持仓为 -2,497.00 张，较 2026 年 4 月 28 日当周减少 1033.00 张，市场对于钯金偏向于看空。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



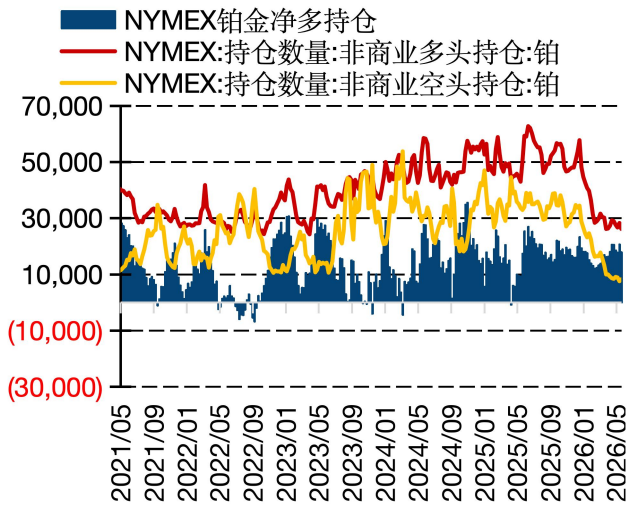
数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）



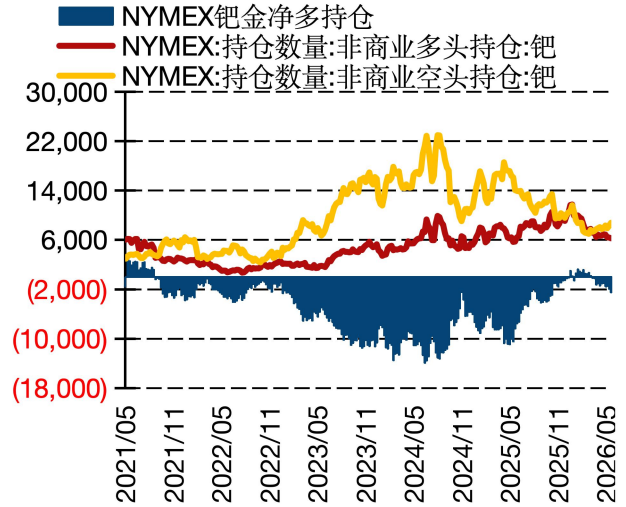
数据来源：WIND 国信期货

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

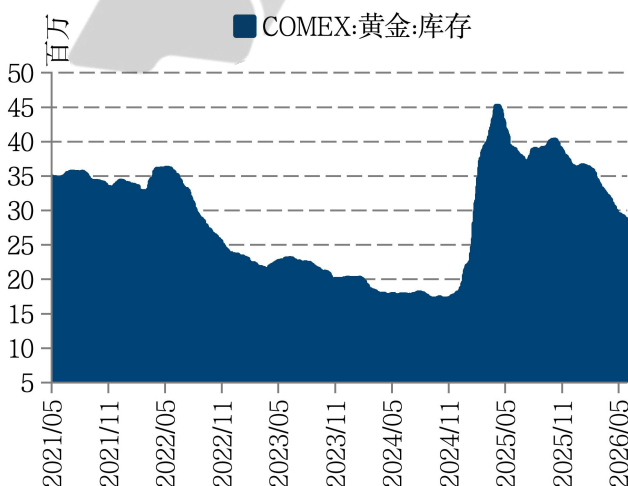
（三） 库存分析：贵金属内外盘库存分化 沪金库存续创新高 沪银库存大幅回升

截至 2026 年 5 月 28 日，COMEX 黄金库存为 28,282,868.64 盎司，较上月末减少约 3.54%；COMEX 白银库存为 316,490,777.42 盎司，较上月末增加约 0.6%；上期所黄金库存为 111,669.00 千克，续创新高，较上月末增加约 1.84%；上期所白银库存为 987,951.00 千克，较上月末增加约 29.2%。

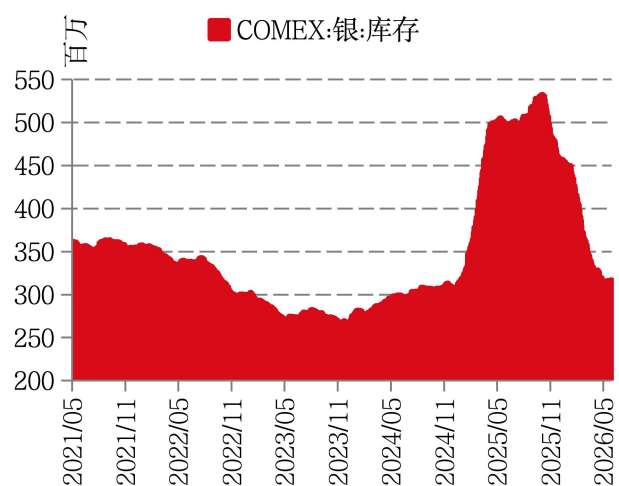
截至 2026 年 5 月 28 日，NYMEX 铂金库存为 452,676.17 盎司，较上月末减少约 8.05%；NYMEX 钯金库存为 238,924.62 盎司，较上月末减少约 0.30%。

图：5 月 COMEX 黄金库存(单位：盎司)较上月末减少约 3.54%

图：5 月 COMEX 白银库存(单位：盎司)较上月末增加约 0.6%

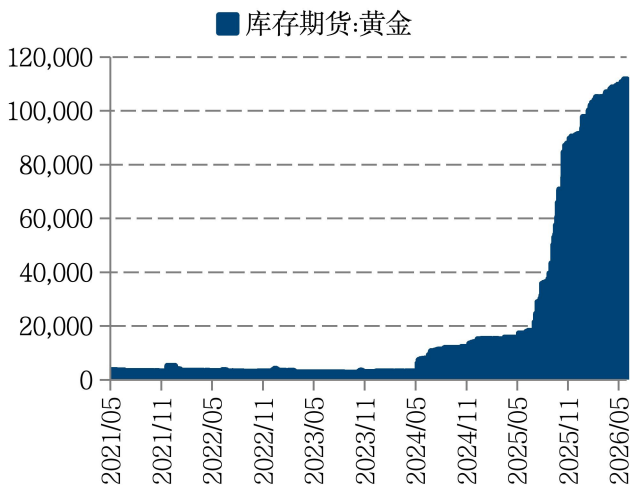


数据来源：WIND 国信期货

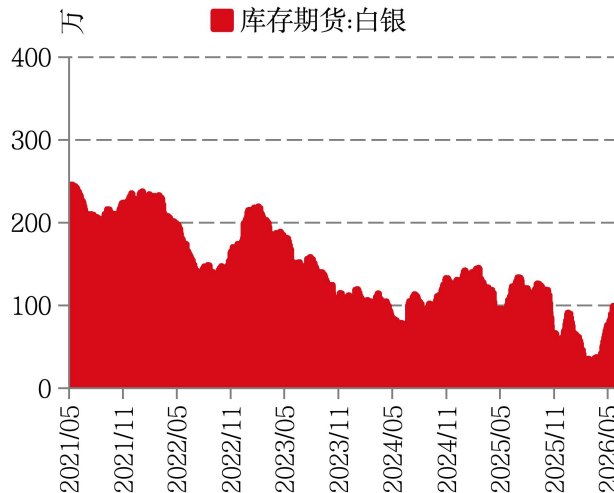


数据来源：WIND 国信期货

图：5月 SHFE 黄金库存（单位：千克）较上月末增加约 1.84% 图：5月 SHFE 白银库存（单位：千克）较上月末增加约 29.2%

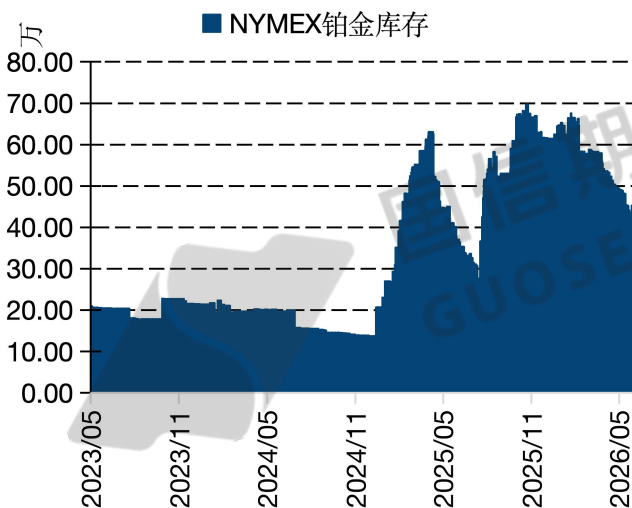


数据来源：WIND 国信期货

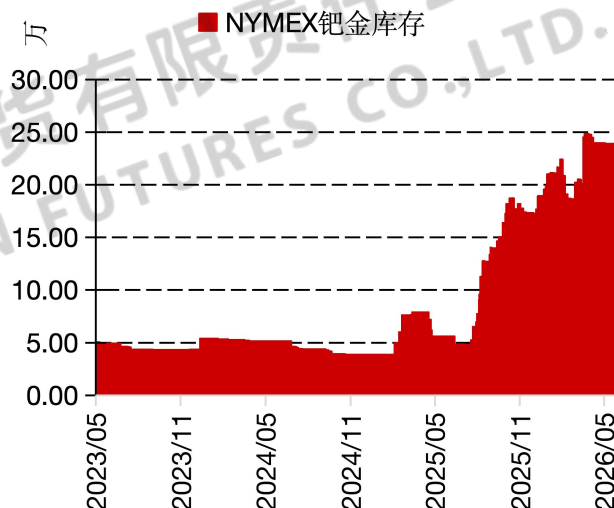


数据来源：WIND 国信期货

图：5月 NYMEX 铂金库存（单位：盎司）较上月末减少约 8.05% 图：5月 NYMEX 钯金库存（单位：盎司）较上月末减少约 0.30%



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

四、 后市展望及操作建议

展望 6 月，贵金属市场仍将面临多重不确定性的交织，宏观压制与地缘扰动交替主导，宽幅震荡格局大概率延续。当前美伊博弈延续“低烈度、长战线”的持久战阶段，停火、谈判、封锁等消息高频切换，地缘风险虽有所钝化，但任何实质性升级或缓和都将通过油价与通胀预期路径引发市场双向波动。宏观层面，美国 5 月 CPI 等通胀数据将是判断本轮“通胀”究竟是短期扰动还是具备持续性，其结果将深刻影响市场对美联储利率路径的预期，即市场需要判断是维持高利率更久，还是在极端情况下开始讨论进一步加息。此后，美联储 6 月议息会议将迎来沃什就任主席后的首次政策表态，其关于通胀、利率路径及缩表的最新措辞至关重要。短期贵金属价格表现将随消息面反复而剧烈震荡。

具体来看，黄金短期预计以宽幅震荡为主，区间下沿存在央行购金与实物需求的托底支撑，回调后低

位买盘将逐步介入从而限制下行空间，但上方受制于宏观逆风，叠加地缘消息频繁切换，价格难以形成单边趋势。中期而言，美国债务高企从根本上制约利率上行空间，去美元化进程中全球央行持续购金，叠加地缘风险的长期化，黄金作为终极避险资产的核心价值依然稳固，中长期配置逻辑并未改变，短期震荡可视为分批布局的观察窗口。技术面上，COMEX 黄金主力合约参考区间 4400—4950 美元/盎司附近，对应沪金主力合约参考区间 950—1030 元/克附近。

白银、铂金、钯金因价格弹性更大，波动幅度显著超过黄金，在市场情绪切换时涨跌更为剧烈，更多扮演市场情绪风向标的角色。在黄金宽幅震荡阶段，建议对白银和铂族金属多看少动，耐心等待更明确的趋势信号，以规避高弹性带来的剧烈双向波动性风险。技术面上，COMEX 白银主力合约参考区间 65—85 美元/盎司附近，对应沪银主力合约参考区间 17000—21000 元/千克附近，参与难度较大；广铂主力合约参考区间 430—550 元/克附近；广钯主力合约参考区间 300—400 元/克附近。

操作上，建议保持谨慎防守姿态，严格控制整体仓位。黄金可依托区间下沿轻仓布局作为长期底仓，但不急于追涨或重仓；白银、铂金、钯金弹性过大且方向不明，短期以观察为主，不宜主动参与。耐心等待地缘局势、油价走势及美联储 6 月议息会议给出更清晰指引。风险控制始终是当前第一位。



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.