宏观压力骤增 贵金属弱势运行

研究员：袁正

期货从业证号：F03151476

投资咨询资格证号：Z0023508

银河期货

银河期货暖♡服务 与您一起迎接未来 | 未来可期 Futures-Future

目录

第一章 综合分析及交易策略

第二章 宏观面数据追踪

第三章 金银基本面数据追踪

宏观压力骤增 贵金属弱势运行

银河期货

■【综合分析】

地缘方面：美伊谈判局势剧烈摇摆，6月1日特朗普发帖宣布将作伊朗战事最终决定，油价下挫、美债跳涨、美元转跌；但随后伊朗宣布暂停与美沟通并威胁彻底封锁霍尔木兹海峡，市场紧张情绪骤然升温；随后数日特朗普虽反复释放“距离协议已非常接近”的信号，但其对备忘录条款大幅修改并强化施压，加之以色列持续搅局破坏谈判，预计谈判达成可能性较低，全球原油库存持续告急的背景下，油价尾部风险逐步显露，六月底前海峡能否恢复通行将决定下半年通胀及美联储政策路径走向；

宏观面：上周美国公布5月ISM制造业PMI攀升至54，连续五个月扩张并创四年新高，ISM服务业PMI升至54.5；ADP新增就业创16个月新高，显示美国企业生产经营较优，就业市场极具韧性，市场持续定价美联储年内加息预期；周五公布的5月非农就业意外增加17.2万、超过预期近一倍，并将3、4月新增非农就业人数修正至21.4、17.9万人（净增2.9、6.4万人），使过去三个月成为两年来最强劲的就业增长期，表明美国劳动力市场在去年接近零增长的困境后，已出现显著企稳回升的势头，在强劲经济数据持续压制降息预期的背景下，美元指数走强，贵金属承压运行。

【策略推荐】

1.单边：短线震荡偏空，背靠5日均线试空。

2.套利：择机多铂空钯。

3.期权：观望。

近期贵金属盘面走势

银河期货

伦敦金、伦敦银日线

纽约金、纽约银日线

资料来源：iFinD 银河期货

近期贵金属盘面走势

银河期货

沪金、沪银主力日线

黄金、白银T+D日线

资料来源：iFinD 银河期货

近期贵金属盘面走势

银河期货

伦敦铂、伦敦钯日线

纽约铂、纽约钯日线

资料来源：iFinD 银河期货 GALAXY FUTURES

近期贵金属盘面走势

银河期货

广期所铂、钯日线

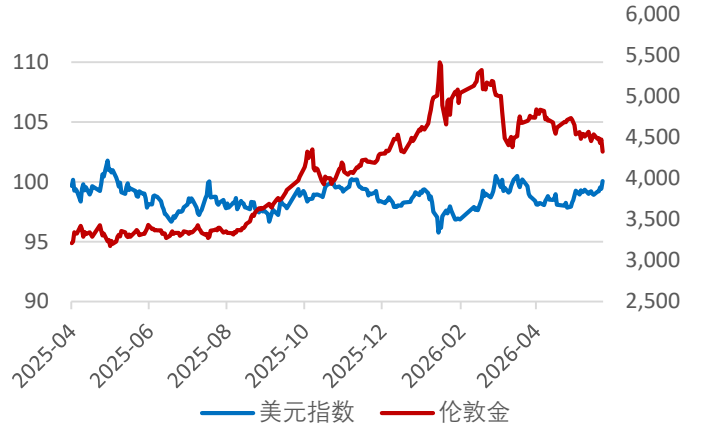
上海黄金交易所铂日线

资料来源：iFinD 银河期货 GALAXY FUTURES

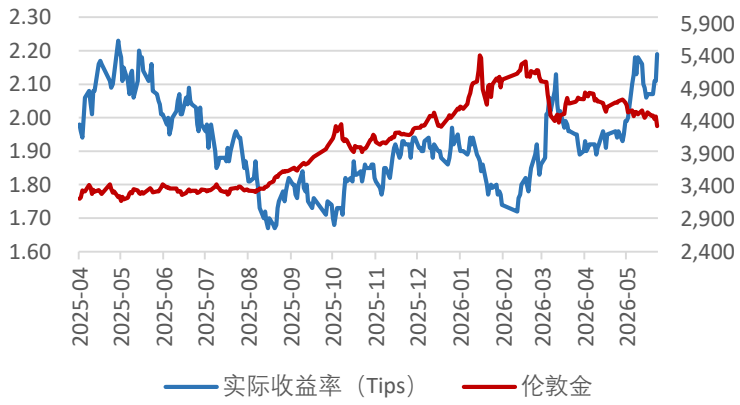
主要资产和指数走势

银河期货

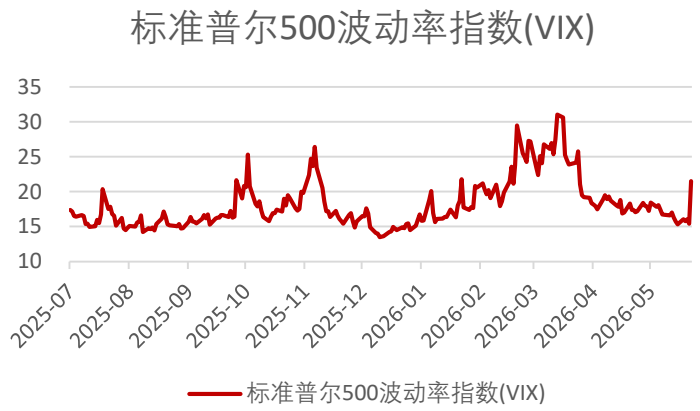
美元指数与伦敦金



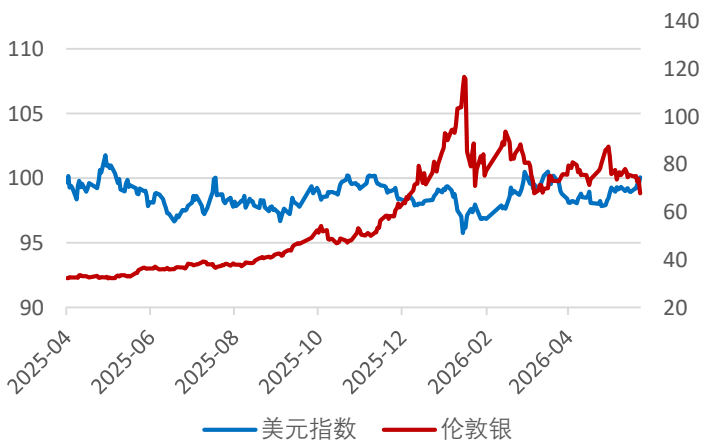
实际利率与伦敦金



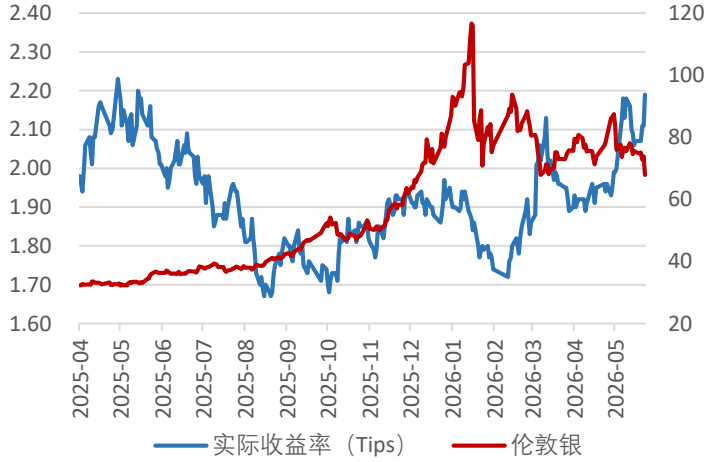
VIX指数



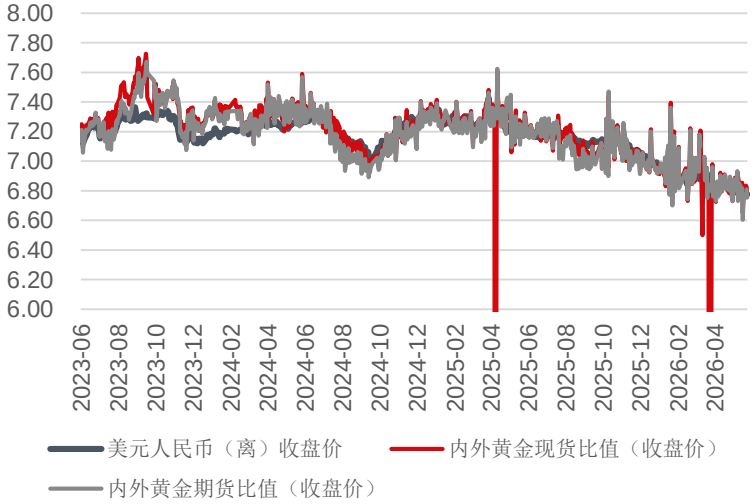
美元指数与伦敦银



实际利率与伦敦银



人民币汇率与黄金

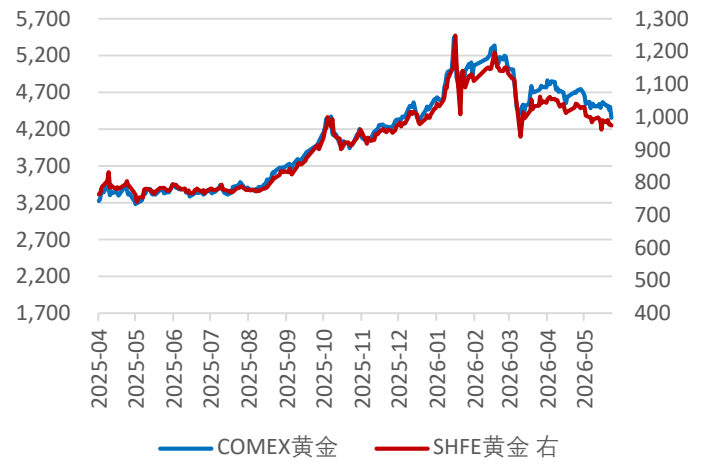


资料来源：iFinD 银河期货

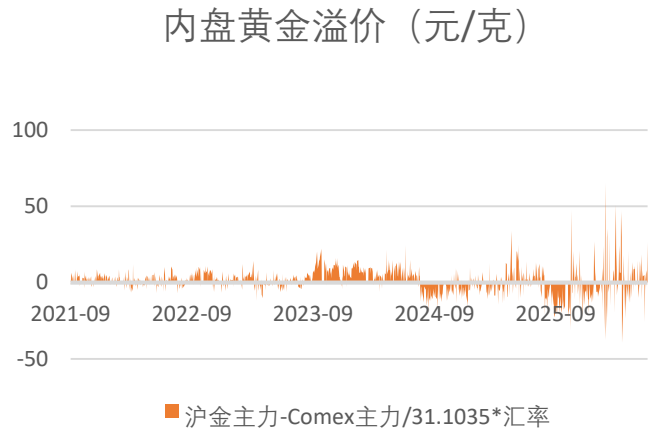
主要资产和指数走势

银河期货

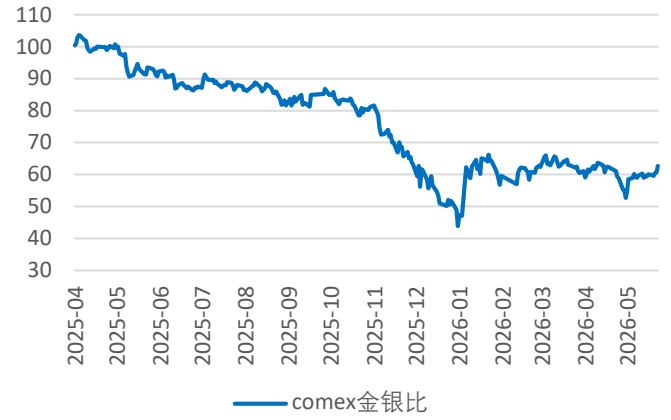
内外盘黄金期货走势



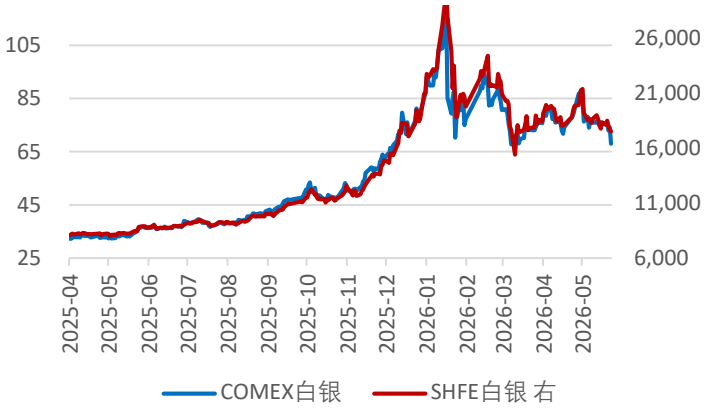
内盘黄金溢价



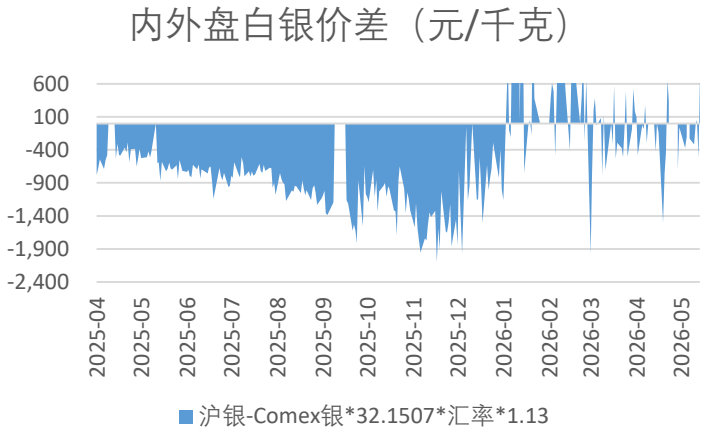
Comex金银比



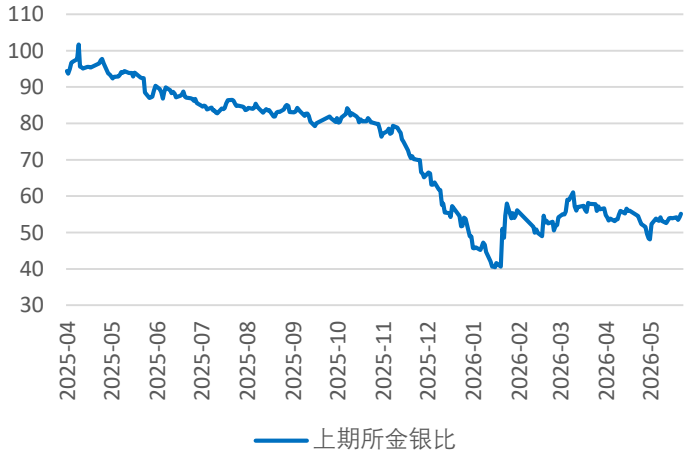
内外盘白银期货走势



内盘白银溢价



沪金沪银比值



资料来源：iFinD 银河期货

目录

第一章 周度核心要点分析及策略推荐

第二章 宏观面数据追踪

第三章 金银基本面数据追踪

通胀数据显示能源价格冲击传导至生产生活成本

银河期货

PCE数据表现

	同比 %						环比 %					
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	4月	3月	2月	1月	12月	11月
PCE	3.8	3.5	2.8	2.8	2.9	2.8	0.4	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2
食品	2.5	1.7	2.3	2	2.1	2	0.5	-0.1	0.3	0.2	0.4	0
能源	18.3	14.4	-0.1	-0.8	2.2	4.4	3.9	11.6	0.8	-1.7	0.3	1.7
能源商品	29	22	-4.9	-7	-1.9	2.1	5.5	20.9	1.4	-3.3	-0.3	2.5
能源服务	5.2	5	6.2	7.4	7.6	7.4	1.6	0.4	0.1	0.1	0.9	0.8
核心PCE	3.3	3.2	3.0	3.1	3.0	2.8	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2
耐用品	3.4	3.3	2.8	2.2	2	1	0.6	0.4	1.1	0.4	0.5	0
新车	0.5	0.8	0.8	0.6	0.3	0.8	-0.2	0.3	0.2	0.5	-0.1	0.3
二手车	-2.9	-3.4	-3.7	-2.4	1.6	3.3	0	-0.4	-0.4	-1.9	-0.9	0.1
家具	3.7	4.3	4.8	4.8	4	2.2	-0.1	-0.5	0.3	0.9	0.8	0
娱乐商品	6.2	6.1	4.4	2.6	1.8	-1.3	1.6	1.5	2.2	1.6	1.8	-0.2
其他耐用品	4.6	3.1	3.4	3.1	1.8	2.3	1	0.6	1.4	-0.4	-0.8	0.6
非耐用品	4.9	4	1.3	0.8	1.6	1.7	0.8	2	0.6	-0.1	0.3	0.2
服装	3.8	3.3	2.6	1.9	0.3	0	0.4	1	1	0.4	0.5	-0.3
其他非耐用品	1.7	2	1.5	1.5	2.4	2	-0.1	-0.3	0.5	0.1	0.3	0
核心服务	**3.4**	**3.3**	**3.2**	**3.4**	**3.3**	**3.3**	**0.2**	**0.3**	**0.2**	**0.4**	**0.3**	**0.2**
住房	3.2	3	3.1	3.2	3.3	3.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1
房租	2.8	2.6	2.7	2.9	3	3	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1
等价租金	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2
医疗服务	2.9	3.1	2.9	3.2	2.6	2.9	0.1	0.4	0.1	0.6	0	0.3
交通服务	5.6	5.8	3.8	2.9	2.4	3.8	0.4	1.4	0.6	0.6	-0.1	0.2
娱乐服务	3	2.7	2.8	4.1	4.6	2.6	0.3	0.3	-0.5	0.4	2.3	0
餐饮住宿	3.6	3.4	3	3	3.3	2.5	0.5	0.2	0.3	0.1	0.9	0.1
金融服务与保险	6.3	5.8	5.4	6.5	6.1	6.2	-0.4	0.4	0.5	0.7	0.4	0.6
其他服务	2.1	2.3	2.6	2.8	2.7	3.4	0	0.2	0.3	0.3	-0.4	0.4

CPI数据表现

CPI分项变化详情	环比 %						同比 %					
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	4月	3月	2月	1月	12月	11月
CPI	**0.6**	**0.9**	**0.3**	**0.2**	**0.3**	**--**	**3.8**	**3.3**	**2.4**	**2.4**	**2.7**	**2.7**
食品	0.5	0.0	0.4	0.2	0.7	--	3.2	2.7	3.1	2.9	3.1	2.6
能源	3.8	10.9	0.6	-1.5	0.3	--	17.9	12.5	0.5	-0.1	2.3	4.2
能源商品	5.6	21.3	1.1	-3.3	-0.3	--	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-3.0	1.2
能源服务	1.6	0.4	0.2	0.2	1.0	--	5.4	5.0	6.3	7.2	7.7	7.4
核心CPI	**0.4**	**0.2**	**0.2**	**0.3**	**0.2**	**--**	**2.8**	**2.6**	**2.5**	**2.5**	**2.6**	**2.6**
核心商品	**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.0**	**0.0**	**--**	**1.1**	**1.2**	**1.0**	**1.1**	**1.4**	**1.4**
服装	0.6	1.0	1.3	0.3	0.3	--	4.2	3.4	2.5	1.7	0.6	0.2
新车	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6
二手车	0.0	-0.4	-0.4	-1.8	-0.9	0.1	-2.7	-3.2	-3.2	-2.0	1.6	3.6
家具	-0.5	-0.2	0.2	0.3	0.5	--	2.8	3.6	3.9	3.8	3.4	2.6
药品	-0.4	-1.0	0.0	-0.1	0.3	--	-0.5	0.3	0.1	0.3	1.5	1.1
娱乐商品	0.1	0.5	0.4	0.6	0.1	--	3.0	3.3	2.5	1.5	1.2	0.6
核心服务	**0.5**	**0.2**	**0.3**	**0.4**	**0.3**	**--**	**3.3**	**3.0**	**2.9**	**2.9**	**3.0**	**3.0**
住房	0.6	0.3	0.2	0.2	0.4	--	3.3	3.0	3.0	3.0	3.2	3.0
房租	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	--	2.8	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
等价租金	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	--	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
离家住宿	2.4	0.2	1.0	-0.1	2.2	--	4.6	2.6	-1.1	-2.0	-0.8	-4.1
除住房外核心服务	**0.35**	**0.17**	**0.32**	**0.63**	**0.12**	**0.27**	**3.22**	**3.08**	**2.88**	**2.84**	**2.84**	**3.00**
医疗服务	0.0	0.0	0.6	0.3	0.4	--	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5	3.3
娱乐	0.1	-0.4	-0.2	0.4	1.8	--	1.9	1.6	2.1	3.1	4.0	2.5
教育通讯	-0.1	0.2	0.3	0.4	-0.8	--	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	2.2
运输服务	0.3	0.6	0.2	1.4	0.4	--	4.3	4.1	2.2	1.3	1.5	1.7
汽车保险	0.1	0.0	-0.3	-0.4	--	-0.1	0.2	0.8	0.2	0.5	2.8	--
机票	2.8	2.7	1.4	6.5	3.8	--	20.7	14.9	7.1	2.2	-3.4	-5.4

达拉斯联储PCE各项口径计算数据对比

12-month PCE inflation

	25-Nov	25-Dec	26-Jan	26-Feb	26-Mar	26-Apr
PCE	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8
PCE ex F&E	2.8	3.0	3.1	3.0	3.2	3.3
Trimmed mean	2.5	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3

- 4月PCE数据显示能源项价格同比显著上行，环比依旧保持较高增长。
- 4月份CPI同/环比数据同样有较大上浮，由于能源价格冲击影响，输入性通胀压力剧增，美国二次通胀担忧显著增强。
- 沃什预计观察的截尾均值数据短期暂时未受油价冲击。

资料来源：达拉斯联储、Bloomberg 银河期货

美联储降息预期受挫 十年期国债收益率飙升

银河期货

市场降息预期 2026/02/27（开战前）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/3/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	17.3%	82.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.7%	40.9%	52.2%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	20.2%	45.4%	31.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	11.1%	32.3%	38.7%	16.4%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.5%	22.2%	35.6%	27.1%	7.9%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.2%	2.5%	11.3%	26.3%	33.0%	21.1%	5.4%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.6%	3.8%	13.6%	27.3%	31.2%	18.8%	4.6%	0.0%

市场降息预期 2026/06/04

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	1.6%	98.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	1.4%	90.2%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.1%	72.0%	25.2%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	1.0%	61.0%	32.4%	5.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.6%	41.8%	41.5%	14.0%	1.9%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.5%	35.2%	41.6%	18.4%	3.8%	0.4%	0.0%

十年期国债收益率表现

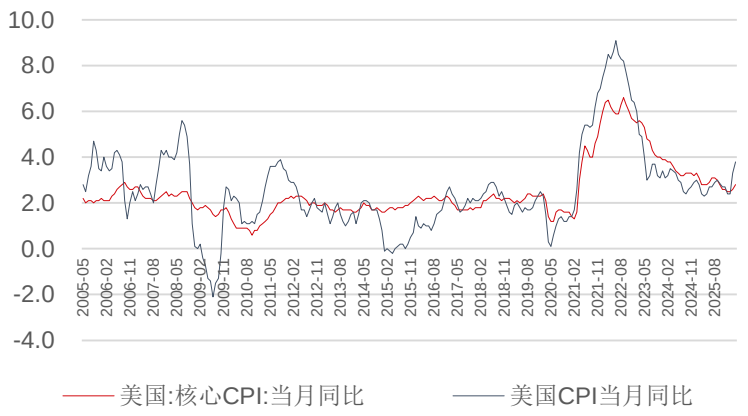
- 1-2月时（在经历3连降后），市场预计到2026年共计还会降息2次。
- 但当前由于战争和能源价格的影响，市场对今年的降息押注基本消失，市场开始定价联储于2027年进行加息，十年期国债收益率在近期突破4.5%压力位，长期对于贵金属及各类风险资产有较大估值压力。

资料来源：美联储观察 银河期货

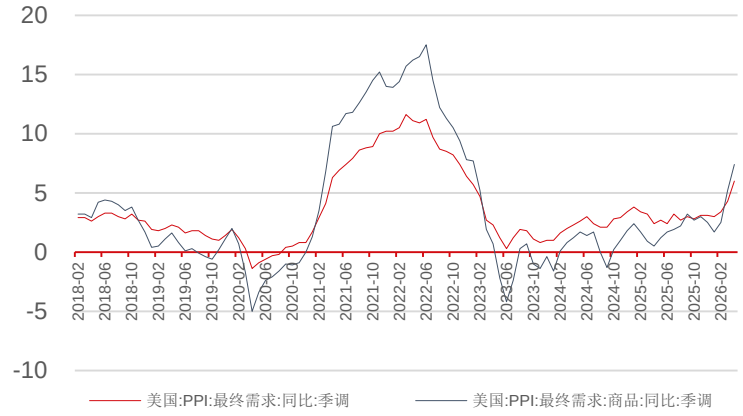
美国经济 —— 通胀显著抬升

银河期货

美国CPI同比

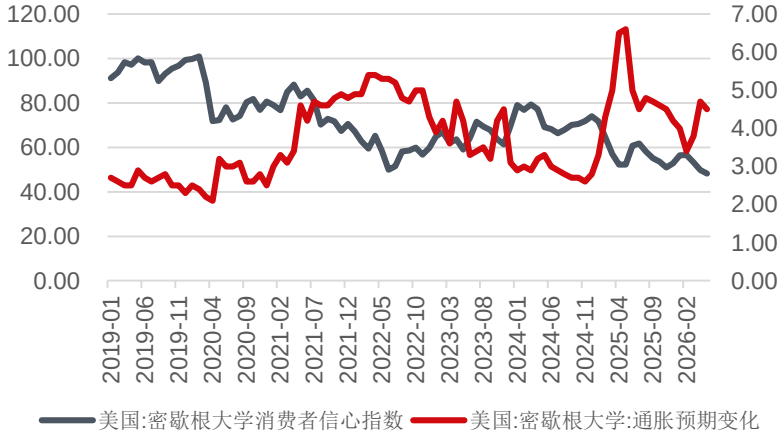


美国PPI同比

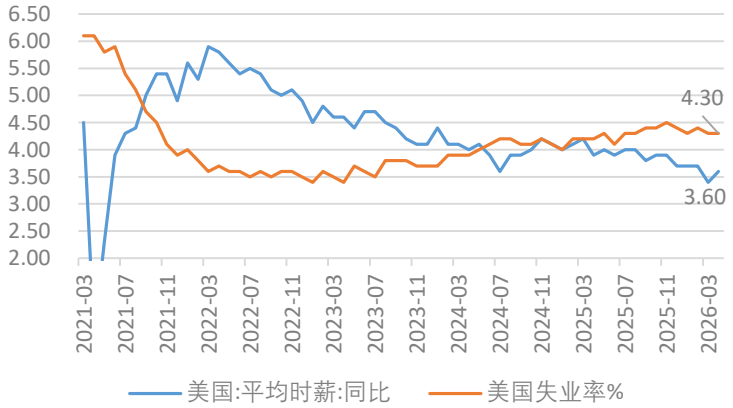


- 美国4月未季调CPI同比上涨3.8%，预期3.7%，前值3.3%。核心CPI同比上涨2.8%，预期2.7%，前值2.6%；PPI同比飙升6.0%，预期4.8%，前值4.0%；环比大涨1.4%，预期0.5%，前值0.5%。核心PPI同比上涨5.2%，预期4.3%，前值3.8%；环比上涨1.0%，预期0.3%，前值0.1%。
- 本次报告详细数据显示，美国通胀压力在4月全面升温，CPI同比创2023年5月以来新高，PPI同比刷新2022年12月后纪录，整体数据普遍超出市场预期，展现出“通胀韧性全面回归”的态势。中东地缘冲突持续发酵导致能源价格暴涨，成为推动CPI与PPI双双走高的核心驱动力。能源价格指数环比上涨3.8%，占当月整体物价涨幅的40%以上，食品价格环比上涨0.5%，较3月持平面貌明显反弹，居家食品环比涨0.7%，其中肉鱼蛋类涨1.3%、果蔬涨1.8%，反映出能源成本向食品链条的逐步传导。

美国消费者信心与通胀预期



美国工资增速

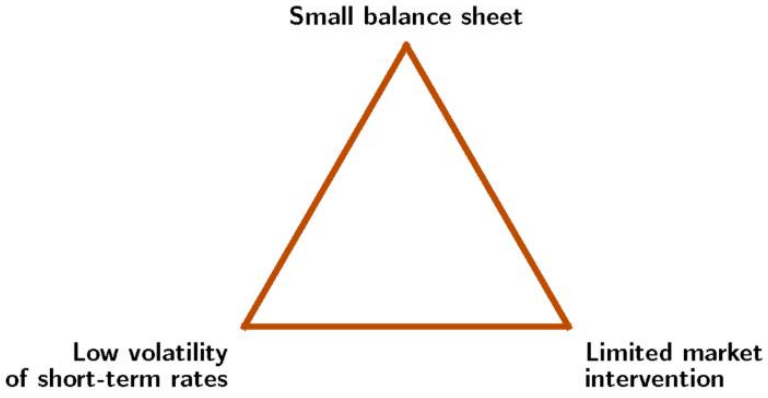


- 生产端通胀较消费端上升猛烈。PPI同比攀升6%，环比1.4%的涨幅约为市场预期的三倍，创2022年3月以来最大单月增幅。能源成本单月暴涨7.8%，汽油价格环比飙升15.6%，柴油、航空燃油同步大幅走高。服务业价格环比上涨1.2%，创近四年最大涨幅，其中运输及仓储服务价格跳涨5%，主要受公路货运成本上扬及燃油零售商利润率扩大推动。中间需求加工品价格连续六个月走高，同比大涨9.4%，未加工品价格同比暴涨20.9%，上游成本压力向消费端的传导正在加速。
- 当前由于霍尔木兹海峡冲突前景仍不明朗，能源价格高企持续推升通胀中枢，叠加服务业价格强劲反弹形成“商品+服务”双轮驱动的通胀格局，美联储降息窗口已被大幅推迟，市场目前预计年内无降息可能，加息押注同步升温。后续需持续观察中东局势走向以及能源成本向核心通胀的进一步扩散程度。

资料来源：iFinD Bloomberg 银河期货

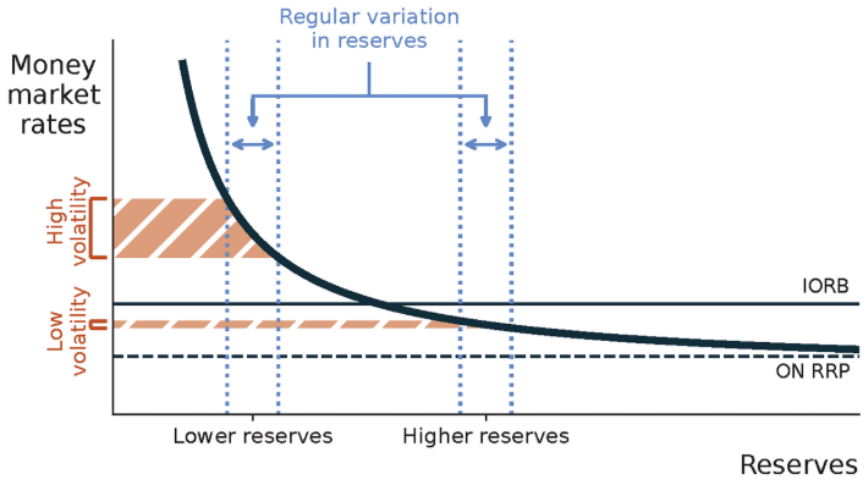
联储换帅：政策目标与现实困境（援引自FED评述）

银河期货



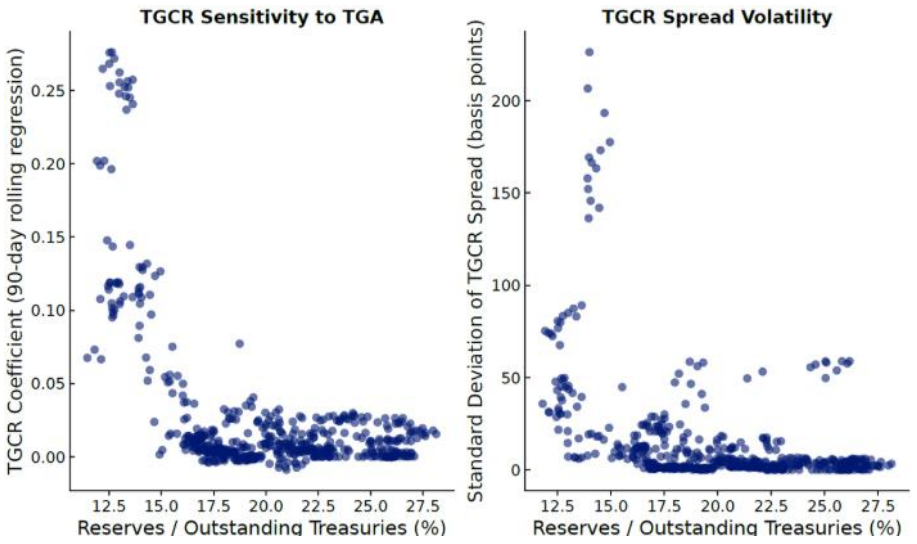
- “弱货币政策干预-低资产负债表水平-短期利率低波动“存在三元悖论，三个目标无法同时实现。

- **“三元悖论”背后的核心市场机制**。它精准地解释了为什么小规模资产负债表（低准备金）必然会导致短期利率的高波动：
- ①非线性关系：银行对准备金的需求曲线是非线性的。当准备金总量充足时，流动性冲击对短期利率的影响很小（曲线平坦区）；但当准备金降至稀缺水平时，同样的冲击会导致利率剧烈波动（曲线陡峭区）。
- ②波动的核心来源：图中的蓝色双向箭头和橙色区域强调了，并非平均准备金水平本身，而是准备金因各种因素（如财政部一般账户TGA变动、隔夜逆回购ON RRP变动等）产生的日常波动，在低准备金环境下引发了剧烈震荡。



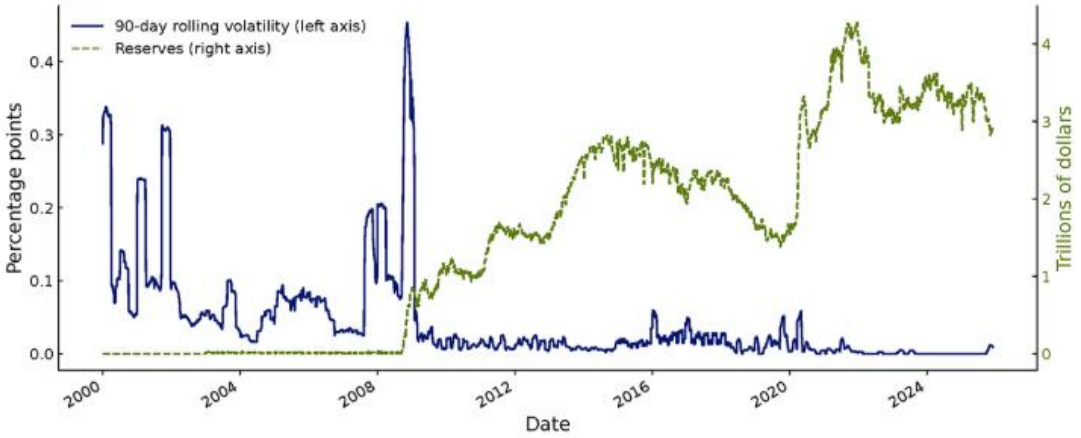
联储换帅：政策目标与现实困境（援引自FED评述）

银河期货



- 左图（敏感性）：它直接量化了市场对单个关键冲击因素——财政部一般账户（TGA）——的敏感度。当准备金比率跌破~15%时，TGA的任何变动都会显著影响回购利率（敏感性系数远离零），说明市场缓冲极度脆弱。
- 右图（波动率）：当准备金比率跌破~17%时，隔夜回购利率的波动性急剧放大，甚至飙升至200个基点（即2%）的极端水平，例如2019年9月的“回购危机”。而当准备金比率回升至充足水平后，波动率就降至接近零。

- **视角拉长至25年**，从历史数据来进行宏观比照：
- ①稀缺准备金时期（2008年前）：在美联储主动管理小规模资产负债表的时代，即使有日常的公开市场操作（频繁市场干预），联邦基金利率的波动率依然极高且不稳定。
- ②充足准备金时期（2008年后至今）：随着大规模资产购买（QE）创造了巨额准备金，利率波动率骤然下降并持续保持在极低水平。即使在2018-2019年缩表导致准备金下降、波动率小幅回升，其程度也远不及危机前。



资料来源：FED 银河期货

目录

第一章 周度核心要点分析及策略推荐

第二章 宏观面数据追踪

第三章 金银基本面数据追踪

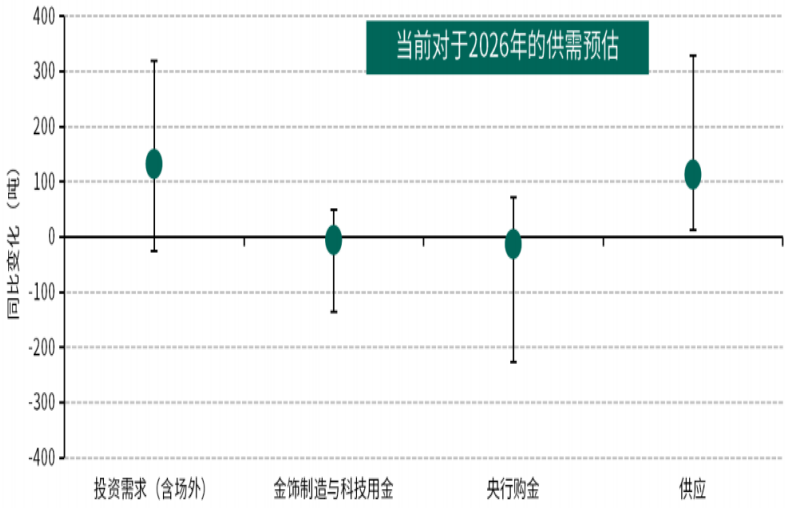
黄金供需平衡表的结构变化

银河期货

黄金供需平衡表

	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	q/q % change	y/y % change
Supply							
Mine Production	863.6	949.9	1,032.8	968.4	884.7	-9	2
Net Producer Hedging	-7.0	-25.2	-18.2	-23.8	-19.7	-	-
Recycled Gold	348.5	346.6	342.6	365.7	366.0	0	5
Total Supply	**1,205.0**	**1,271.3**	**1,357.3**	**1,310.2**	**1,230.9**	**-6**	**2**
Demand							
Jewellery Fabrication	434.6	354.9	420.6	438.0	335.0	-24	-23
Jewellery Consumption	391.2	337.7	377.9	437.0	299.7	-31	-23
Jewellery Inventory	43.5	17.2	42.7	1.0	35.3	3,482	-19
Technology	80.4	78.6	81.7	82.1	81.6	-1	1
Electronics	67.1	65.8	68.6	69.1	69.3	0	3
Other Industrial	11.3	10.8	11.1	11.0	10.4	-6	-8
Dentistry	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	-3	-7
Investment	563.6	483.7	553.9	602.9	535.6	-11	-5
Total Bar and Coin	333.6	312.5	328.3	428.0	473.6	11	42
Bars	265.0	247.6	250.9	331.3	397.7	20	50
Official Coins	45.9	40.1	31.6	54.3	48.0	-12	5
Medals Imitation Coins	22.7	24.8	45.9	42.4	27.9	-34	23
ETFs and Similar Products	229.9	171.1	225.6	174.9	62.0	-65	-73
Central Bank and Other Institutions	237.0	179.3	226.3	207.6	243.7	17	3
Gold Demand	**1,315.6**	**1,096.5**	**1,282.5**	**1,330.6**	**1,195.9**	**-10**	**-9**
OTC and other	-110.6	174.8	74.8	-20.4	35.1	-	-
Total Demand	**1,205.0**	**1,271.3**	**1,357.3**	**1,310.2**	**1,230.9**	**-6**	**2**
LBMA Gold Price (US$/oz)	2,859.6	3,280.4	3,456.5	4,135.2	4,872.9	18	70

黄金年度需求量预计变化



资料来源：世界黄金协会 银河期货

- 根据WGC的最新统计，2026年一季度全球黄金供给总量10230吨，同比增加2%。金矿产量同比增长2%，达884.7吨；回收金供应量同比增长5%，达366吨。
- 2025年黄金需求总量增长2%至1230.9吨。其中，2026年一季度投资活跃度有所回落，环比下降73%；央行购金规模仍处于历史高位，2026年一季度央行购金量达到顶峰。
- 2026年预测：紧张的地缘政治局势或将再度成为左右黄金走势的关键因素，也有望继续支撑各央行购金需求维持高位。

资料来源：WGC 银河期货

白银基本面的驱动——供需平衡显示连续6年缺口

银河期货

世界白银供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025%	2026F %
矿产银	27996	26833	26447	26043	24581	25673	25931	25216	25617	26332	26254	3.0%	-0.3%
回收银	4861	5005	5076	5123	5645	5966	6053	5742	6050	6146	6572	2.0%	7.0%
净套保	0	0	0	432	264	0	0	0	0	1390	311	-	-
官方售银	34	31	37	31	37	47	53	50	47	47	31	4.0%	-35.0%
总供给	**32892**	**31869**	**31561**	**31629**	**30528**	**31685**	**32037**	**31007**	**31713**	**33915**	**33169**	**7.0%**	**-2.0%**
工业需求	15272	16423	16354	16342	15922	17545	18423	20438	21119	20447	19894	-3.0%	-3.0%
电子电器	9611	10547	10277	10162	9997	10908	11530	13822	14336	13981	13154	-2.0%	-6.0%
光伏	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	5994	6143	5804	4697	-6.0%	-19.0%
其他	7073	7459	7571	7832	7421	8143	7857	7829	8193	8177	8457	4.6%	-0.2%
焊料合金	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1546	1571	1586	1.0%	1.0%
其他	4134	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4896	5154	-7.0%	5.0%
摄影	1079	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	700	-5.0%	-7.0%
银首饰	5882	6065	6280	6230	4672	5630	7253	6274	6379	5888	4958		-16.0%
银器	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1664	1309	1042	-21.0%	-20.0%
实物投资	6622	4837	5166	5851	6501	8874	10560	7595	5938	6771	8012	14.0%	18.0%
净套保	373	34	230	0	0	109	557	358	109	0	0	na	-
总需求	**30892**	**30214**	**31094**	**31284**	**28901**	**34285**	**39940**	**37228**	**36002**	**35169**	**34606**	**-2.0%**	**-2.0%**
供需平衡	**2000**	**1655**	**467**	**345**	**1627**	**-2600**	**-7903**	**-6221**	**-4289**	**-1253**	**-1437**	**-**	**-**
白银ETP	**1676**	**224**	**-666**	**2591**	**10298**	**2019**	**-3652**	**-1160**	**2099**	**8650**	**936**	**-**	**14%**
包括ETP的供需平衡	**317**	**1434**	**1132**	**-2246**	**-8665**	**-4625**	**-4249**	**-5061**	**-6389**	**-9903**	**-2373**	**-**	

- 根据世界白银协会的统计，2025年全球白银供给量为33915吨，同比+7%。2025年白银全球需求35169吨，较上年-2%。白银需求主要包括工业用银20447吨（光伏用银5804吨）、银首饰5888吨、银器1309吨和投资6771吨。供需缺口1253吨。
- 对于2026年，世界白银协会预计供给将继续缩减2%，为33169吨。需求方面，光伏用银预计缩减，但由于基数较高，总体不改变供需平衡。2026年的白银供需缺口将减少至1437吨。

- 由于白银多为伴生，供应端相对稳定，难以在短期内大幅增加或减少,因而凸显了需求变化对白银价格影响的重要性。

- 需求方面，白银工业需求的传统领域，如首饰、投资、电子电器等从绝对量看通常比较稳定、影响一般也比较有限。
- **从2022年起对白银需求扰动最大的领域便是光伏用银，颇有些异军突起之势，但25年大概率不会再高速增长，甚至可能边际降低。**
- 原因一方面在于25年光伏行业增长空间暂时受限；另一方面，在银价高企的背景下，少银无银成为行业趋势。
  - 当前市场普遍预期2025年光伏装机增速和24年基本持稳或增长10%以内。
  - 2024年，占光伏市场主流的TopCon电池片的银单耗由109mg/W下降至80-90mg/W, 降幅约20%。2025年，随着技术的迭代，银单耗预计将会进一步降低。

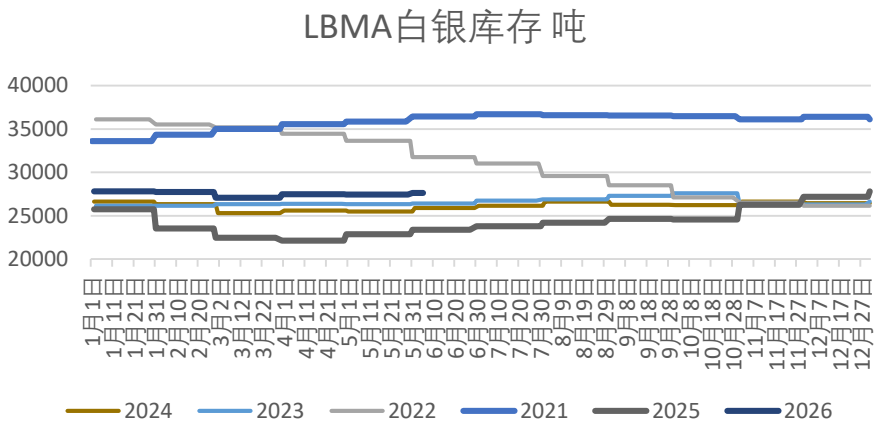
- 2020-2022年，由于疫情扰动，世界最大的银饰银器需求国——印度的需求先是大幅减少，后报复性反弹。23年起逐步恢复正常水平和波动。
- 若只考虑白银实物需求，过去4年白银供需连续出现缺口，与此向呼应的是白银显性库存在2022-2023年经历了快速去库。
- 若将以实物白银为基础资产的交易所交易产品纳入需求统计，早在2019年白银供需便出现了缺口。

资料来源：世界白银协会， 银河期货

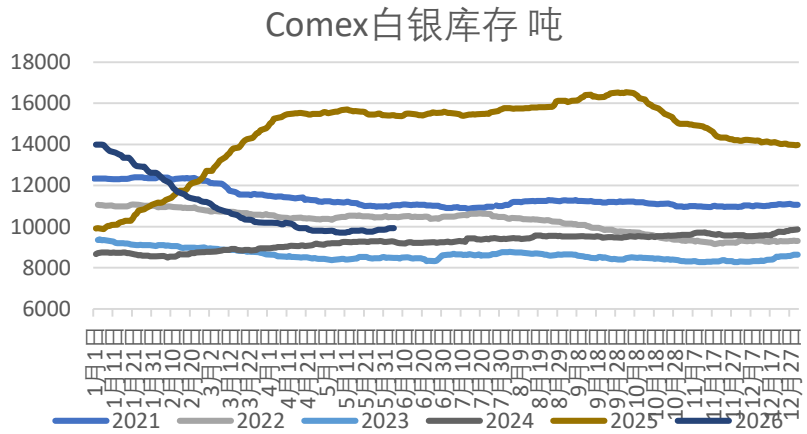
白银库存

银河期货

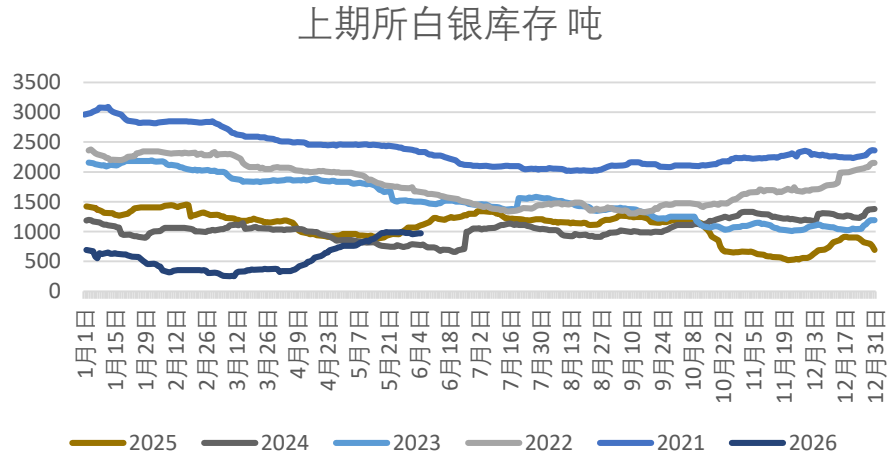
LBMA库存



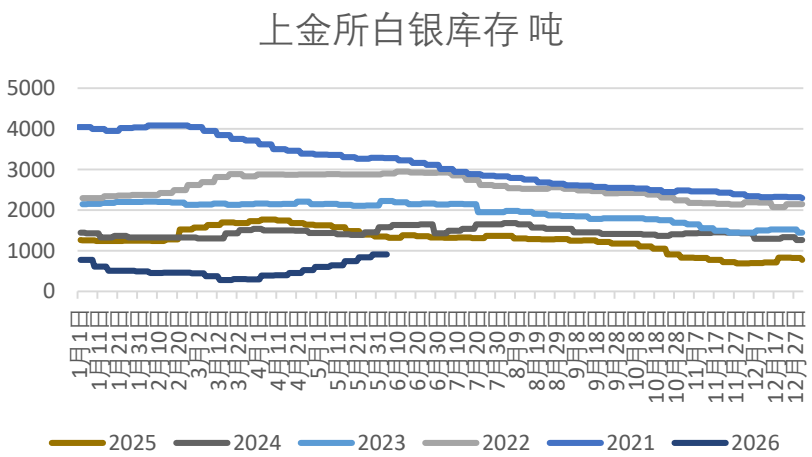
COMEX库存



上期所库存



上金所库存



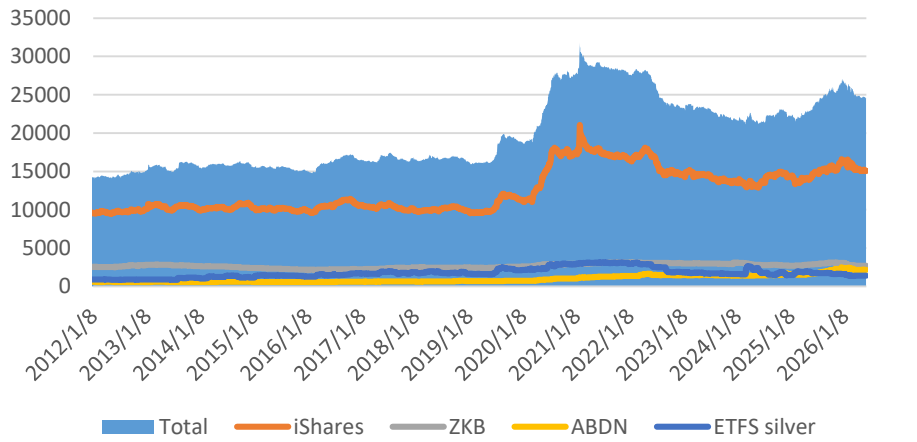
- 从周度库存变化情况来看，LBMA白银库存环比不变，COMEX白银库存环比+84.05吨，上期所库存环比-4.29吨，上金所白银库存环比不变。
- 显性库存近期略有增加，但仍处于历史性低位。

资料来源：iFinD 银河期货

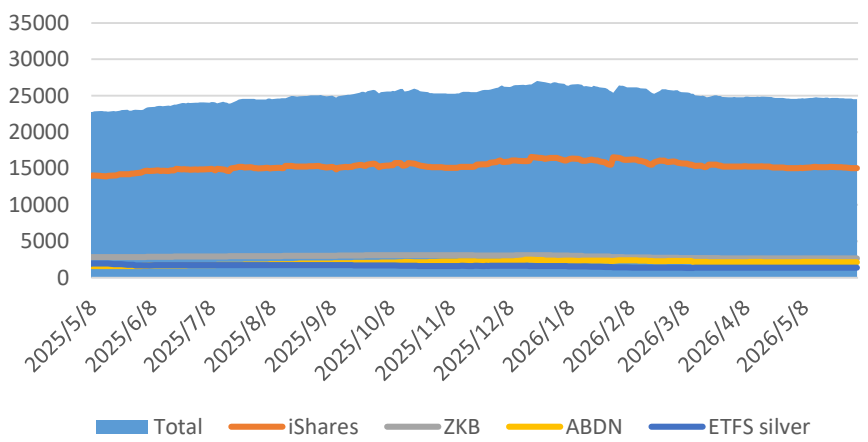
白银ETF需求与供需情况观察

银河期货

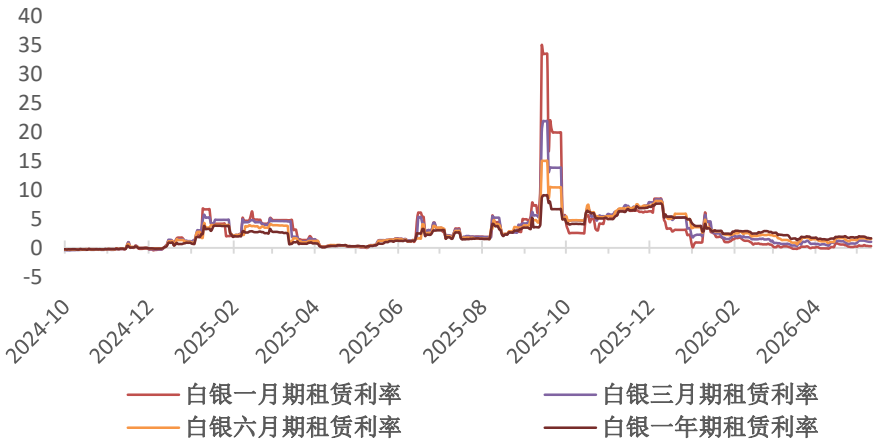
全球白银ETF总持仓总体处于高位（长期）



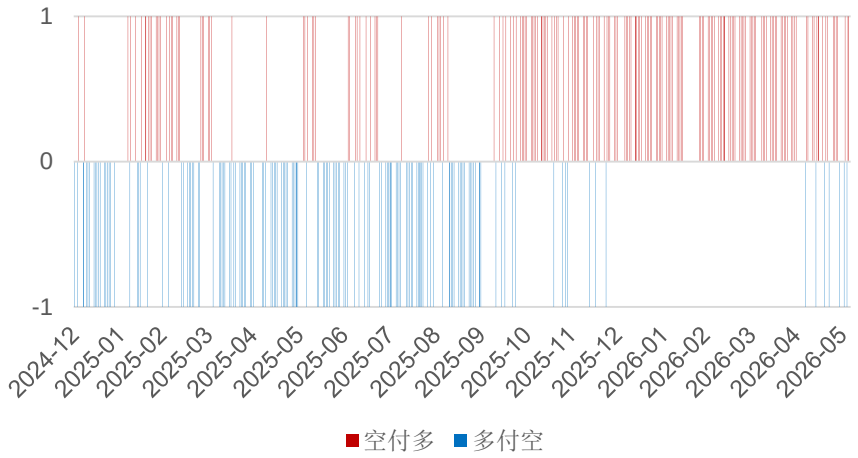
全球白银ETF总持仓近期随价格回调而下降（短期）



白银租赁利率显示海外供需有所缓和



上金所递延费支付方向显示国内多空均衡



- LBMA库存当前有约27000多吨的白银库存，其中有约20000吨是和ETF挂钩的白银实物、无法自由流通；可以自由流动的数量大概仅在7000~8000吨左右。
- 海外的白银租赁利率通常是接近0%的水平，10月10日左右飙升至30%以上（此后市场一度没有报价），当前回到0-2%左右。
- 但伦敦现货市场供应的暂时缓解并不能改变全球白银供需缺口的矛盾，白银供需情况仍然紧张。

- 风险点：*银价和ETF需求具有一定的“反身性”关系。例如，如果看多的情绪因一些意外的尾部风险而坍塌，会带来白银ETF工具的抛售，令白银可自由流动的库存快速充盈，进而会带来银价更大幅度的下跌。反之亦然。*

铂钯目录

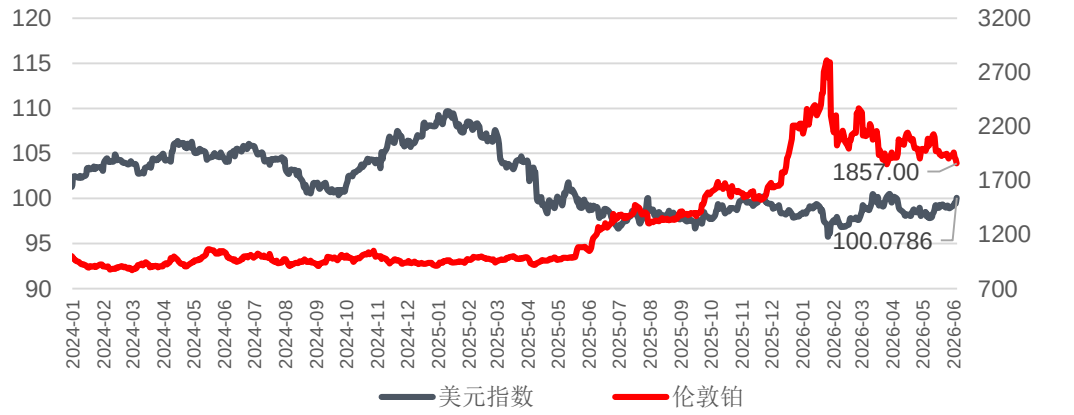
第一章 交易、套利数据追踪

第二章 基本面数据追踪

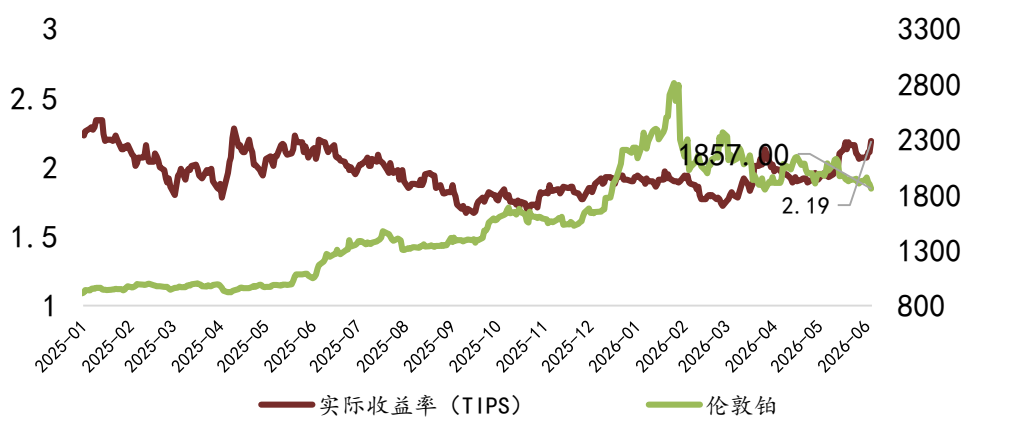
主要资产和指数走势

银河期货

美元指数（左）与伦敦铂

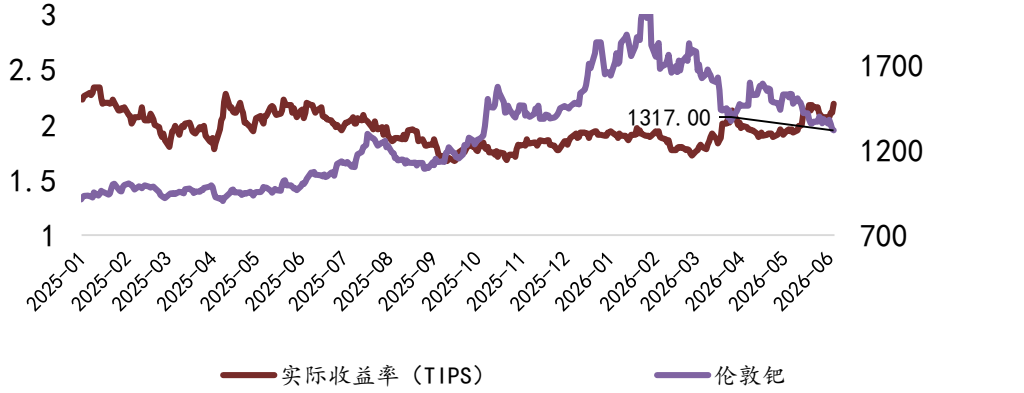


实际利率（左）与伦敦铂



美元指数（左）与伦敦钯

实际利率（左）与伦敦钯



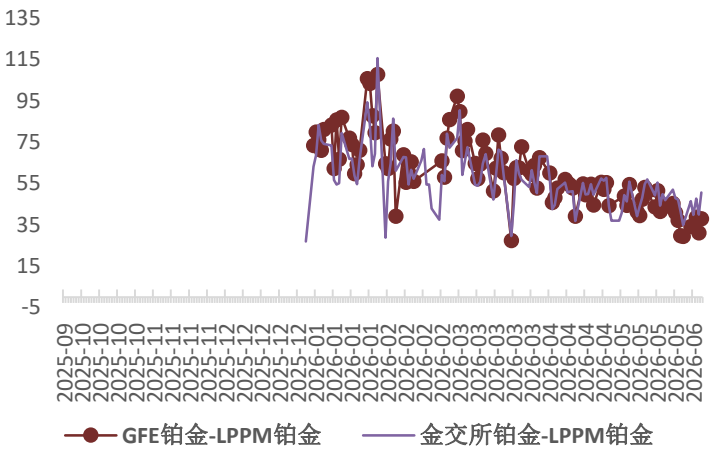
资料来源：iFinD 银河期货

主要资产和指数走势

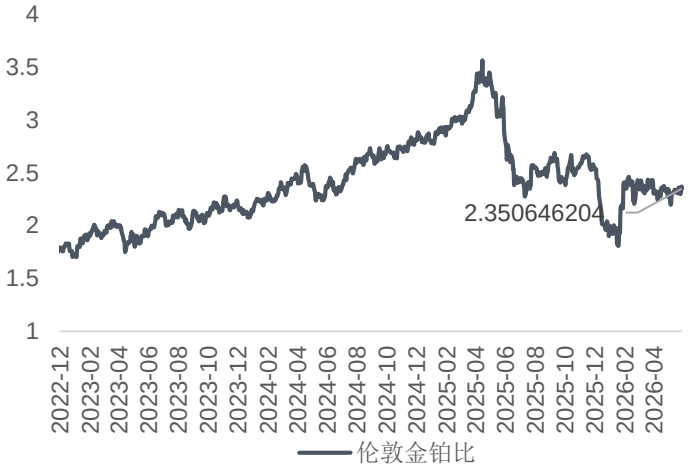
银河期货

内外盘铂金走势

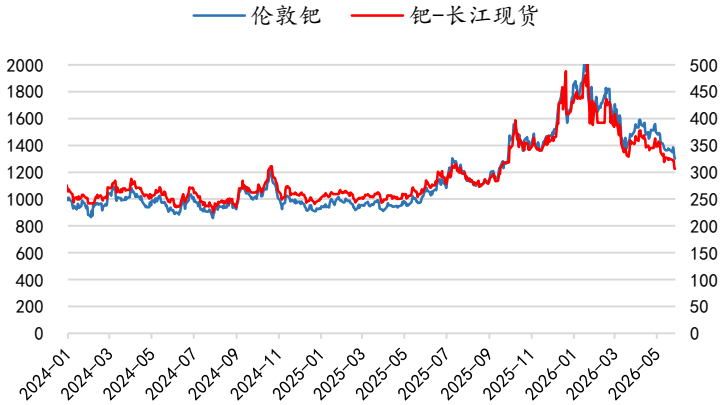
内盘铂金溢价（元/克）



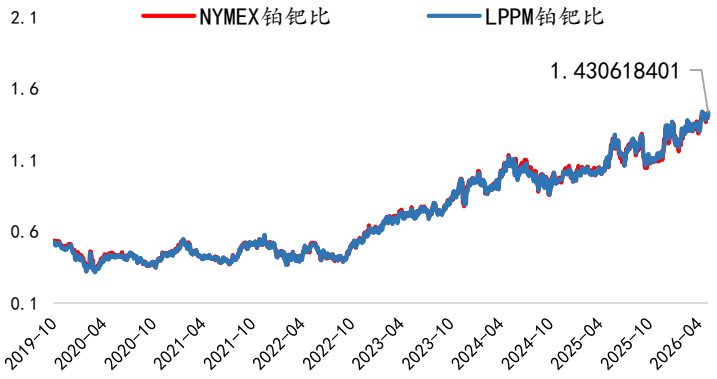
伦敦金铂比



内外盘钯金走势



铂钯比值



资料来源：iFinD 银河期货

广期所周度成交数据

银河期货

6月1日-6月5日周度成交数据

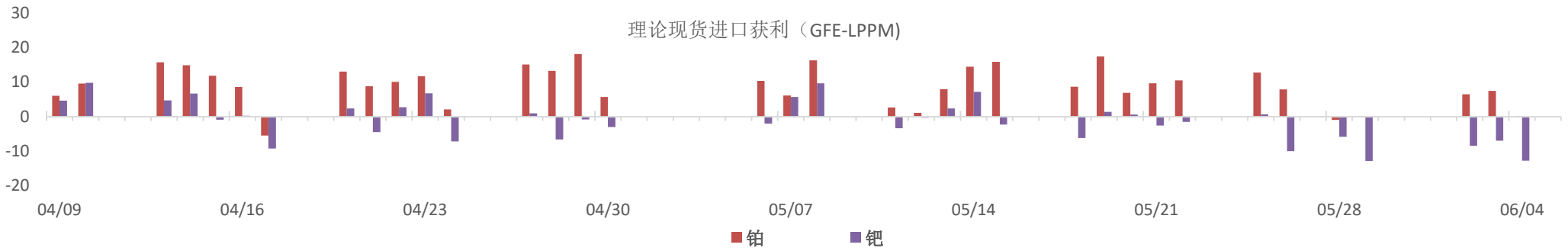
合约	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交量	成交额	持仓量	持仓量变动
PT2606	465.10	480.00	457.55	460.00	447	21089.47	764	-1386
PT2608	474.40	488.00	459.55	464.90	21083	996552.30	13106	317
PT2610	477.60	491.65	462.60	468.00	1128	53595.43	2679	154
PT2612	483.55	493.50	466.35	470.85	276	13172.12	722	25
合计					22934	1084409.32	17271	-890
PD2606	319.65	326.75	303.00	303.00	348	10974.70	187	-1877
PD2608	323.80	333.00	302.60	307.20	22391	713347.41	7967	602
PD2610	328.90	337.10	307.00	310.00	1205	38940.35	1546	181
PD2612	330.00	338.65	310.70	313.30	446	14552.00	668	144
合计					24390	777814.46	10368	-950

- 截至周五（6月5日）收盘，广期所PT合约持仓合计17271手，环比减少890手，周度成交额合计约108.44亿元；广期所PD合约持仓合计10368手，环比减少950手，周度成交额合计约77.78亿元。

资料来源：互联网 同花顺iFinD 银河期货

现货套利

6月5日现货套利情况



铂金	操作	价差(元/克)	理论成本（元/克）	理论获利（元/克）
GFE-金交所	买PT9995铂现货卖PT2608交割	-12.63	2.06	-14.69
GFE-LPPM	买伦敦铂现货卖PT2608交割	78.12	51.19	26.93

钯金	操作	价差(元/克)	理论成本（元/克）	理论获利（元/克）
GFE-国内现货钯	买长江现货卖PD2608交割	-11.00	1.82	-12.82
GFE-LPPM	买伦敦钯现货卖PD2608交割	40.53	35.35	5.19

- 铂金现货套利上，广期所对金交所价差-12.63元/克，理论成本2.06元/克，理论获利-14.69元/克，不存在买金交所现货卖远期广期所交割套利条件；广期所对伦交所铂现货价差78.12元/克，理论成本51.19元/克，理论获利26.93元/克，存在买伦交所现货卖远期广期所交割套利条件。

- 钯金现货套利上，广期所对长江钯现货价差-11.00元/克，理论成本1.82元/克，理论获利-12.82元/克，不存在买国内钯现货卖远期广期所交割套利条件；广期所对伦交所钯现货价差40.53元/克，理论成本35.35元/克，理论获利5.19/克，存在买伦交所现货卖远期广期所交割套利条件。

资料来源：互联网 同花顺iFinD 银河期货

铂钯目录

第一章 交易、套利数据追踪

第二章 基本面数据追踪

全球铂金供需平衡

银河期货

铂金全球供需平衡表

吨		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YOY(%) 2025	2026f	YOY(%) 2026
供给														
精炼产量														
	南非	136	136	139	136	103	146	122	123	129	123	-4.55	125	1.87
	津巴布韦	15	15	14	14	14	15	15	16	16	16	-3.71	16	0.00
	北美	12	11	11	11	11	8	8	9	8	7	-23.40	6	-14.29
	俄罗斯	22	22	21	22	22	20	21	21	21	21	-9.77	20	-4.76
	其他	6	6	6	5	6	6	6	6	6	6	3.66	6	0.00
	库存变动	1	1	0	0	-3	-3	1	0	0	0	-	0	-
	原生供给合计	192	192	191	189	153	193	173	175	180	173	-5.84	173	0.17
回收		58	60	61	67	63	66	56	47	47	52	6.66	56	8.15
	汽车催化剂	38	41	44	50	48	50	43	35	36	39	4.81	42	7.69
	珠宝	19	17	16	15	13	13	12	10	9	11	13.76	12	10.03
	工业	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	6.58	3	7.41
总供给		250	251	252	256	216	258	230	222	227	225	-3.25	229	2.02
需求														
汽车		105	103	97	84	68	77	86	100	97	94	-2.86	92	-2.13
首饰		78	77	70	66	57	61	58	58	62	69	7.42	61	-11.59
工业		63	59	63	69	62	75	67	74	75	62	-21.50	70	12.03
	化工	17	18	18	25	20	21	21	26	19	18	-8.00	19	6.24
	石油	7	4	7	7	3	5	6	5	5	6	14.56	4	-28.95
	电子	6	7	6	4	4	4	3	3	3	3	2.15	4	35.37
	玻璃	10	8	9	7	14	22	14	15	22	6	-74.42	12	117.97
	医疗	7	7	7	9	8	8	9	9	10	10	3.90	10	0.47
	固定式氧气和其他	-	-	-	1	1	1	0	1	1	2	21.95	2	28.60
	其他	15	16	16	16	13	14	15	15	16	19	-0.40	19	0.00
投资		17	9	0	39	49	9	-16	12	22	35	5.70	17	-51.43
	铂金条和铂金币的变化	14	7	9	9	18	11	8	10	6	12	73.20	17	41.67
	中国铂金条≥500克	-	-	-	0	1	1	3	4	5	5	14.81	6	20.00
	ETF持有量变化	0	3	-8	31	16	-7	-17	-2	9	6	-76.35	-3	-
	交易所持有库存变化	3	-1	-1	-1	14	4	-10	0	2	12	-	-3	-
总需求		262	247	231	257	237	221	196	244	256	260	-5.11	240	-7.86
平衡		-12	4	21	-1	-21	38	34	-22	-29	-36	-	-11	-70.06

- 总体来看，根据平衡表显示2026年铂金连续四年处于供给短缺的结构当中；
- 铂金的需求结构相对健康，在铂金的**主要需求**领域汽车、化工和首饰方面，表现较为稳定，其余领域基数较小，对铂金的需求尚无明显影响。WPIC在投资领域对于铂金在2026年的需求表现也较为悲观，即便在此影响下，铂金仍维持短缺表现。
- 往后看，未来价格有基于自身基本面上行可能：可能需要结构性的现货紧张情况加剧，进一步对当前的地面库存进行消化，并让市场投资者相信铂金将在特定领域出现持续的高速增长。

资料来源：WPIC 银河期货

全球钯金供需平衡

银河期货

钯金全球供需平衡表

吨		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YOY(%) 2025	2026	YOY(%) 2026
供给																
	南非	66.13	83.45	79.94	79.22	79.10	79.97	61.43	82.27	71.16	73.40	75.27	69.90	-6.32	69.50	-0.57
	俄罗斯	80.53	75.71	86.50	76.27	92.56	92.91	81.99	83.64	68.43	83.98	85.53	91.80	-6.68	76.20	-16.99
	北美	27.71	27.18	28.52	29.73	32.19	32.41	30.79	28.24	25.88	26.84	25.32	22.10	-15.85	20.50	-7.24
	津巴布韦	10.17	9.95	12.32	12.01	12.22	11.79	12.75	12.19	12.72	13.28	13.03	13.10	3.82	13.20	0.76
	其他	4.98	4.48	4.01	4.07	4.20	4.35	5.75	6.59	7.31	7.68	7.81	8.10	1.59	8.20	1.23
	原生总供给	189.51	200.77	211.29	201.30	220.27	221.43	192.72	212.93	185.50	205.19	206.96	205.00	-6.70	187.60	-8.49
回收		82.11	76.92	77.39	88.86	96.76	105.91	97.29	103.85	101.30	89.11	91.44	97.40	4.01	106.60	9.45
	汽车	64.60	60.71	61.77	73.31	81.62	90.70	83.64	89.76	86.78	74.31	76.17	82.60	4.74	91.60	10.90
	电子及其他	14.74	14.77	14.96	14.90	14.77	14.84	13.37	13.81	14.21	14.49	14.96	14.50	0.42	14.60	0.69
	珠宝	2.77	1.43	0.65	0.65	0.37	0.37	0.28	0.28	0.31	0.31	0.31	0.30	0.00	0.40	33.33
总供给		271.63	277.69	288.67	290.16	317.04	327.33	290.01	316.79	286.81	294.30	298.41	302.40	-1.71	294.20	-2.71
需求																
	汽车	232.87	238.16	249.42	261.98	274.86	300.93	265.44	262.89	261.67	272.68	258.56	255.90	-4.66	243.50	-4.85
	化工	9.74	13.97	13.03	13.53	18.82	16.48	15.49	18.44	18.72	16.76	16.98	16.10	-2.20	16.50	2.48
	牙科及生物医学	14.59	14.74	13.53	12.38	11.32	9.95	7.09	6.47	5.88	5.97	5.51	5.10	-4.52	4.70	-7.84
	电子	30.17	28.09	27.12	26.25	23.89	22.11	19.78	20.19	17.01	16.05	16.64	16.60	1.31	16.70	0.60
	投资	29.33	-20.50	-20.09	-12.01	-17.85	-2.71	-5.91	0.53	-3.39	1.90	7.12	11.90	-116.16	-3.60	-130.25
	珠宝	8.46	6.84	5.88	5.19	4.60	3.98	2.64	2.74	2.71	2.71	2.64	2.50	0.00	2.50	0.00
	污染处理	1.68	1.74	2.21	2.43	2.67	2.49	2.33	2.86	3.17	3.83	3.86	4.10	4.84	4.30	4.88
	其他	2.52	3.23	3.55	2.83	3.64	3.73	2.89	2.99	2.55	2.64	2.67	3.10	13.95	2.80	-9.68
总需求		329.35	286.28	294.64	312.59	321.95	356.97	309.76	317.10	308.33	322.54	313.99	315.30	-6.42	287.40	-8.85
供需平衡		-57.73	-8.58	-5.97	-22.43	-4.91	-29.64	-19.75	-0.31	-21.52	-28.24	-15.58	-12.90	-	6.80	

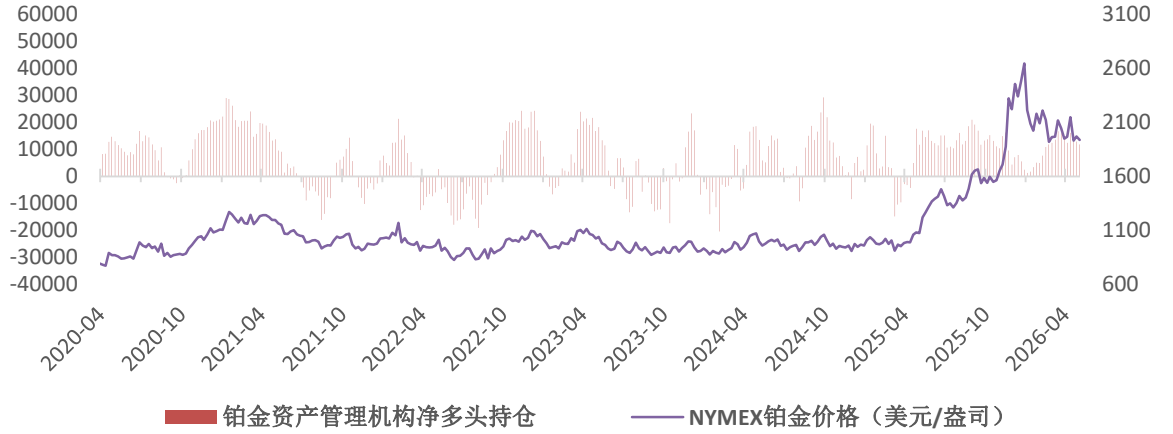
- 总体来看，预计2026年钯金供给将有2.71%的同比缩减，需求却有8.85%的走弱，预计2026年将出现6.8吨的供给过剩，长期来看，或许是钯金由前期持续供给偏紧向过剩切换的转折点。
- 从供需平衡的角度来说，基本面因素对钯金价格的支持或暂时有限，未来或将更多受益于宏观环境、和铂金价格走势的联动（铂钯性质相近、存在互相替代的预期）、市场情绪、结构性的现货紧张等因素而发生较大幅度的波动。

资料来源：庄信万丰 银河期货

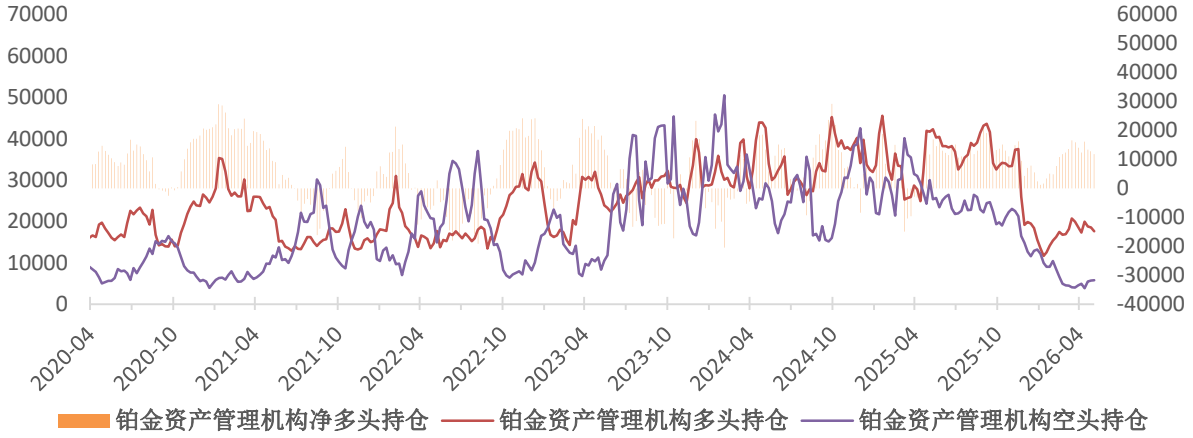
铂金CFTC持仓

银河期货

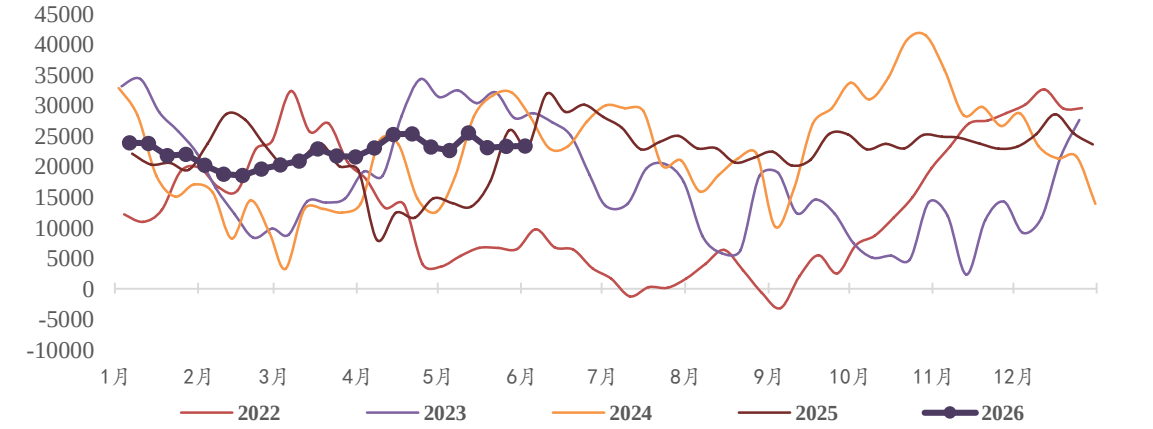
NYMEX铂金价格（美元/盎司）与铂金资管机构净多持仓（右轴：张）



铂金资管机构多空持仓变动（张）



铂金商业净空头持仓变动（张）



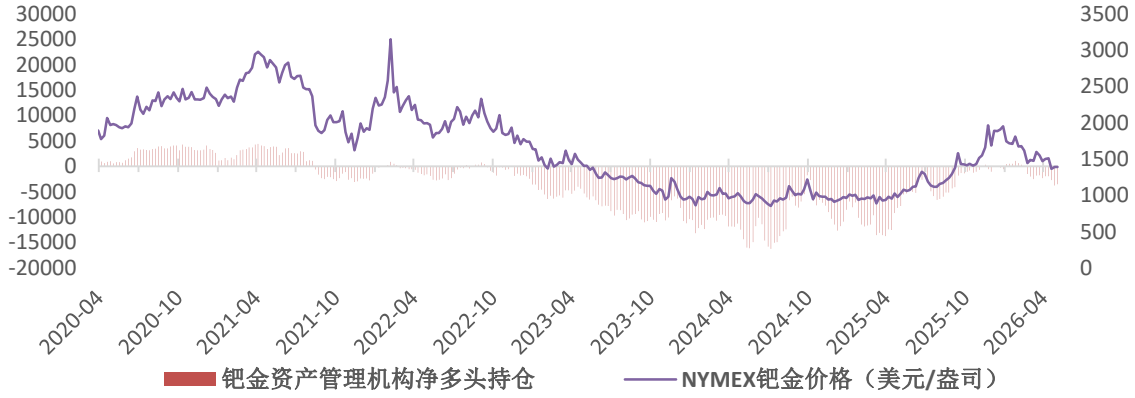
- 截至6月2日，CFTC铂金资管机构多头持仓17644张，空头持仓5827张，净多头11817张（环比-1008张）。
- 截至6月2日，CFTC铂金商业多头持仓18841张，空头42225张，净空头持仓23384张（环比+77张）。

资料来源：iFinD 银河期货 GALAXY FUTURES

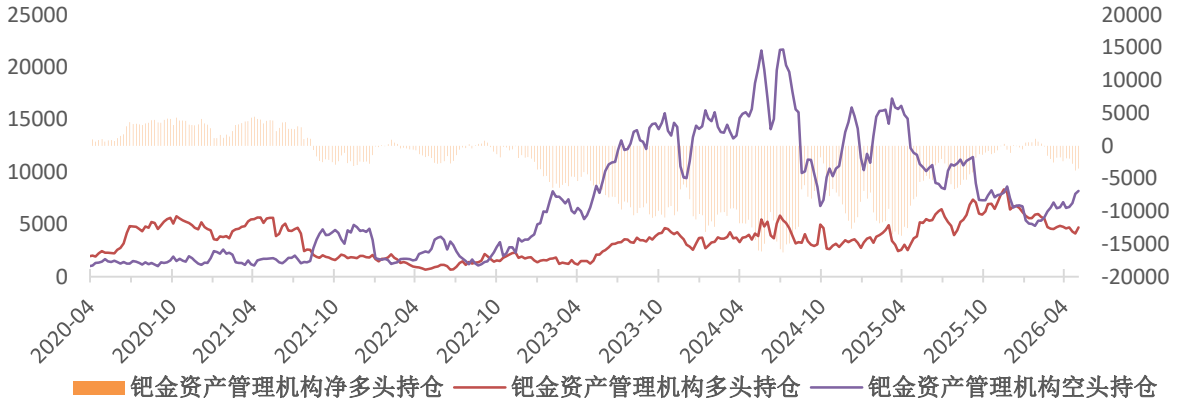
钯金CFTC持仓

银河期货

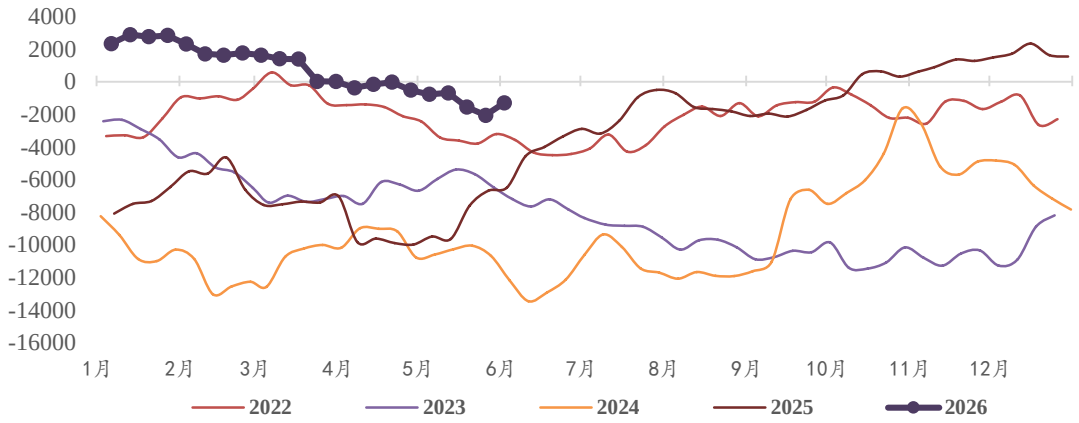
NYMEX钯金价格（美元/盎司）与钯金资管机构净多持仓（右轴张）



钯金资管机构多空持仓情况变动（张）



钯金商业净空头持仓变动（张）



- 截至6月2日，CFTC钯金资管机构多头持仓4710张，空头持仓8201张，净多头-3491张（环比+281张）。
- 截至6月2日，CFTC钯金商业多头持仓6117张，空头4817张，净空头持仓-1295张（环比+764张）。

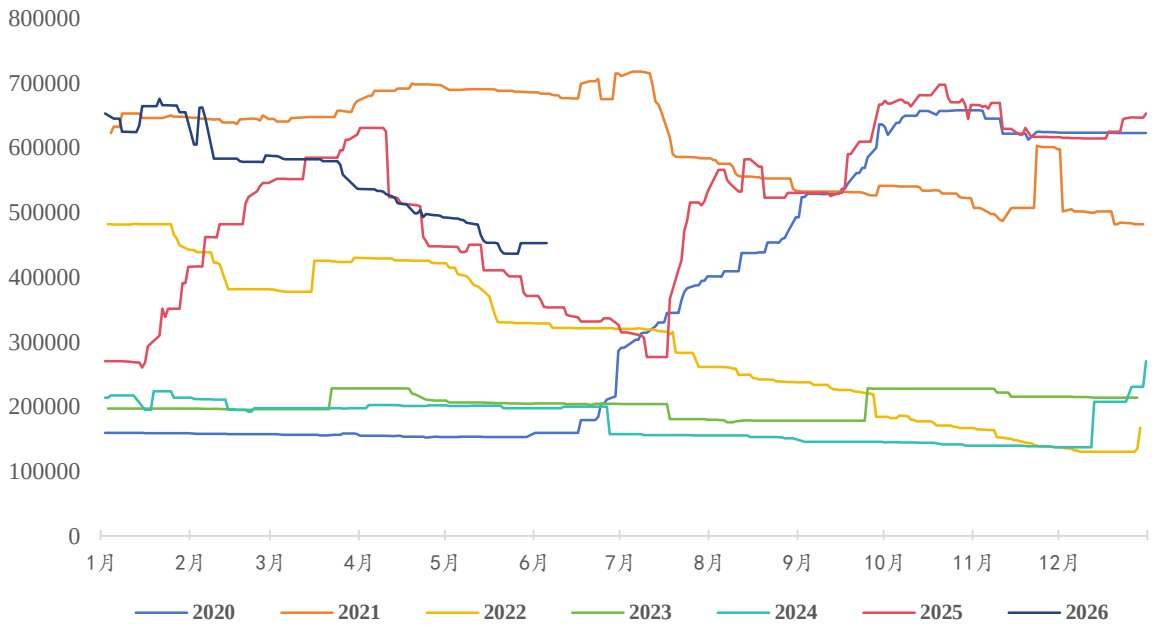
资料来源：iFinD 银河期货

铂金库存

CME铂金库存分项

CME铂金库存（金衡盎司）	2026-06-05	2026-05-29	库存变动
合计	452627.28	452676.17	-48.89
注册	225813.61	225813.61	0
未注册	226813.66	226862.56	-48.895
布林克	142460.63	142509.53	-48.895
注册	68025.04	68025.04	0.00
未注册	74435.59	74484.48	-48.895
CNT	1246.06	1246.06	0
注册	1246.06	1246.06	0
未注册	0.00	0.00	0
特拉华托管公司	20093.53	20093.53	0
注册	1633.94	1633.94	0
未注册	18459.58	18459.58	0
美国汇丰银行	10176.57	10176.57	0
注册	1394.76	1394.76	0
未注册	8781.81	8781.81	0
摩根大通银行	170832.93	170832.93	0
注册	95348.42	95348.42	0
未注册	75484.51	75484.51	0
MTB	20272.89	20272.89	0
注册	16550.52	16550.52	0
未注册	3722.37	3722.37	0
特拉华州的国际托管服务	649.38	649.38	0
注册	649.38	649.38	0
未注册	0.00	0.00	0
美国玛卡亚米	395.15	395.15	0
注册	395.15	395.15	0
未注册	0.00	0.00	0
ADL	0.00	0.00	0
注册	0.00	0.00	0
未注册	0.00	0.00	0
美国卢米斯国际（美国）有限公司	76908.96	76908.96	0
注册	30995.23	30995.23	0
未注册	45913.72	45913.72	0

CME铂金库存（金衡盎司）



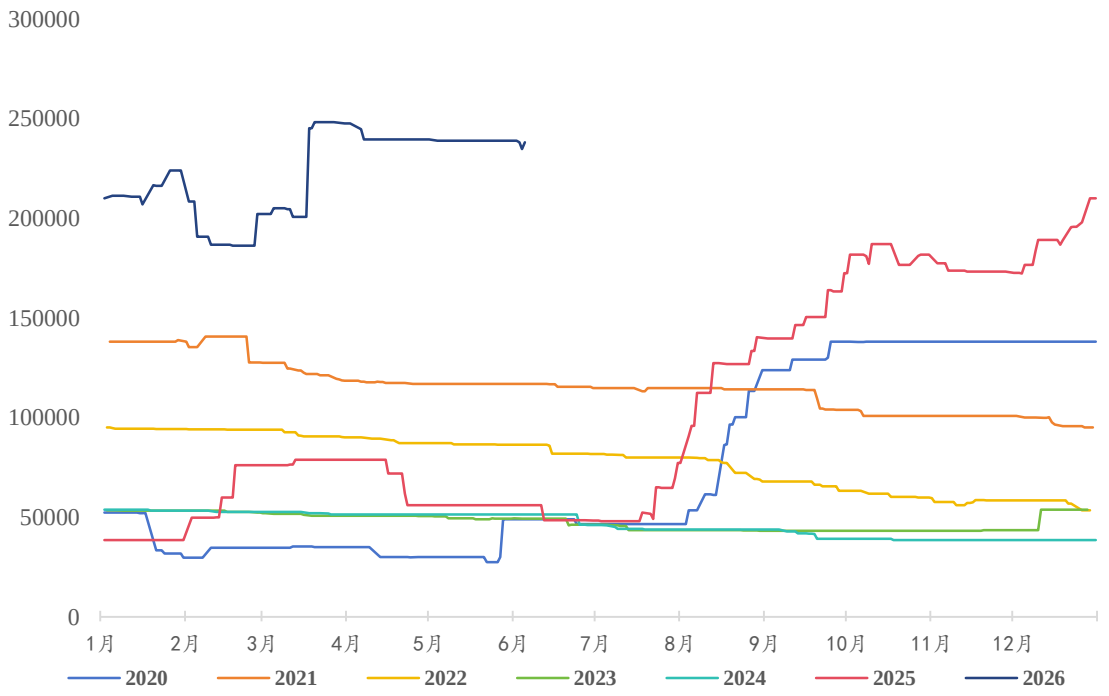
钯金库存

银河期货

CME钯金库存分项

CME钯金库存（金衡盎司）	2026-06-05	2026-05-29	库存变动
合计	238241.83	238924.62	-682.788
注册	200434.63	202966.76	-2532.134
未注册	37807.20	35957.86	1849.346
布林克	17233.69	17233.69	0
注册	7448.02	7448.02	0
未注册	9785.67	9785.67	0
CNT	96.98	96.98	0
注册	96.98	96.98	0
未注册	0.00	0.00	0
特拉华托管公司	3996.34	3996.34	0
注册	689.05	788.24	-99.198
未注册	3307.30	3208.10	99.198
美国汇丰银行	2609.11	2609.11	0
注册	585.90	585.90	0
未注册	2023.21	2023.21	0
摩根大通银行	17352.35	17352.35	0
注册	17249.70	17249.70	0
未注册	102.65	102.65	0
MTB	88412.63	88412.63	0
注册	68646.84	69258.12	-611.278
未注册	19765.79	19154.51	611.278
特拉华州的国际托管费服务	0.00	0.00	0
注册	0.00	0.00	0
未注册	0.00	0.00	0
美国玛卡亚米	0.00	0.00	0
注册	0.00	0.00	0
未注册	0.00	0.00	0
ADL	0.00	0.00	
注册	0.00	0.00	0
未注册	0.00	0.00	0
美国卢米斯国际（美国）有限公司	88984.11	93047.57	
注册	86431.28	91363.86	-4932.575
未注册	2552.83	1683.72	869.109

CME钯金库存（金衡盎司）

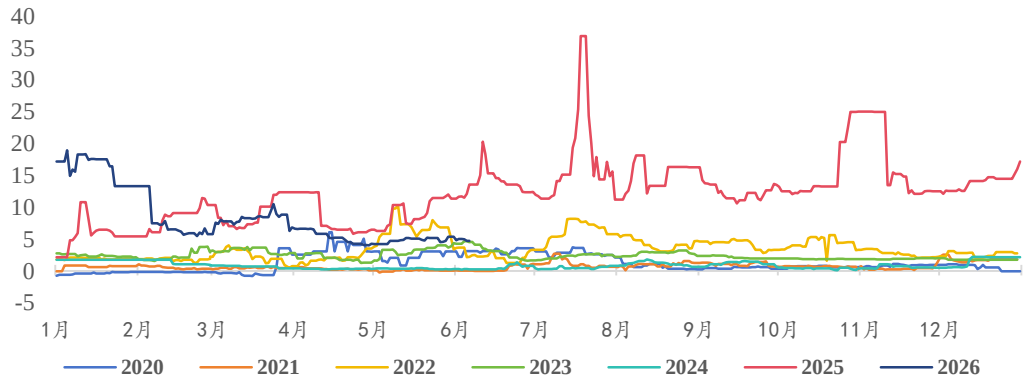


资料来源：同花顺iFinD 银河期货
GALAXY FUTURES

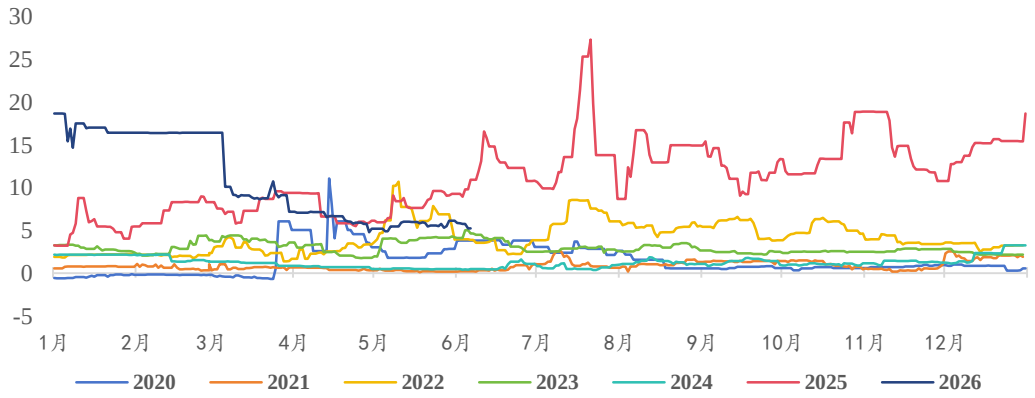
铂金租赁利率

银河期货

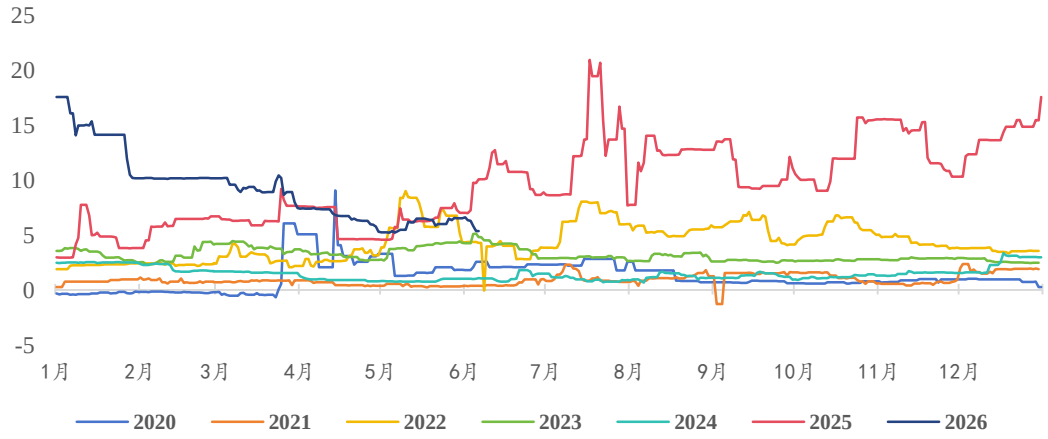
铂金一月期租赁利率-年化（%）



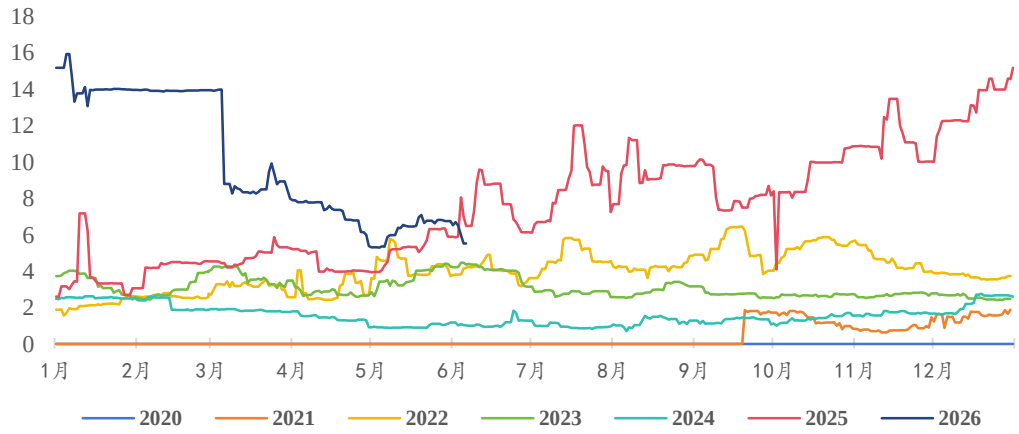
铂金三月期租赁利率-年化（%）



铂金六月期租赁利率-年化（%）



铂金一年期租赁利率-年化（%）

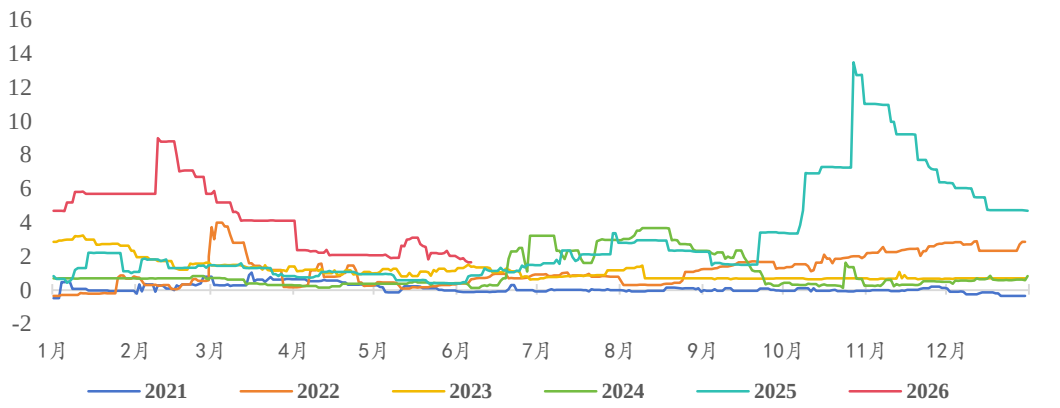


资料来源：Bloomberg 银河期货

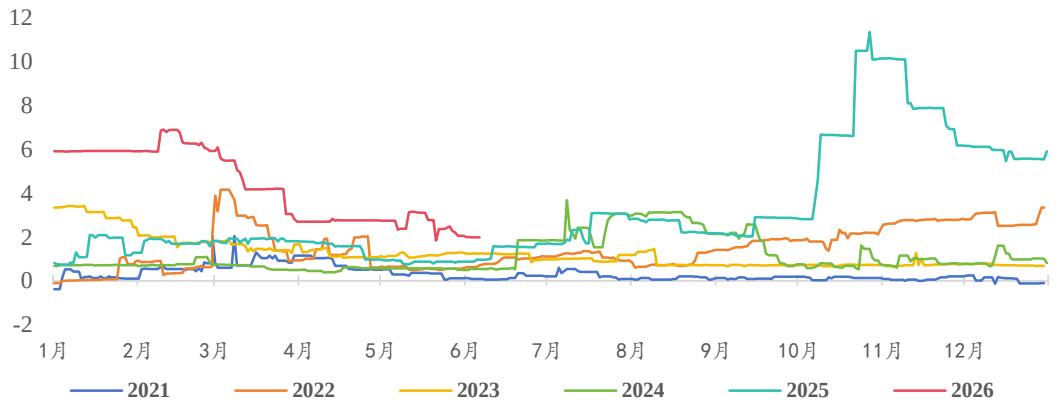
钯金租赁利率

银河期货

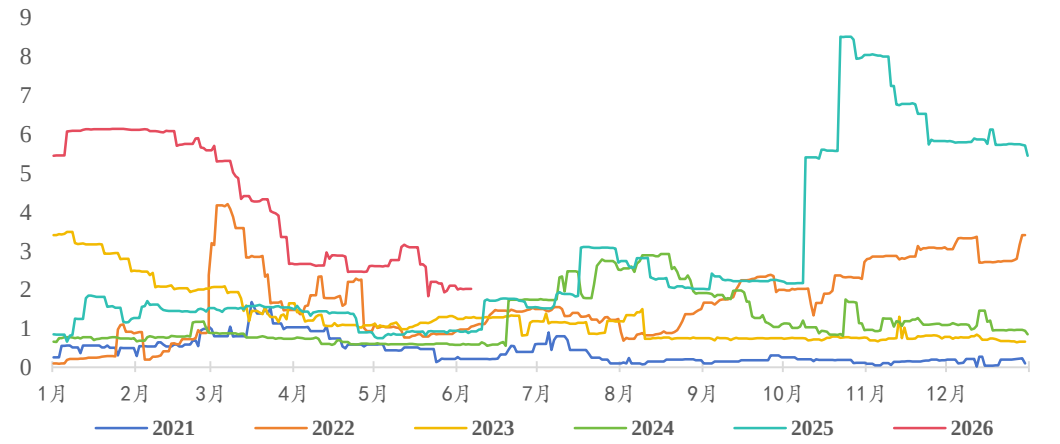
钯金一月期租赁利率-年化（%）



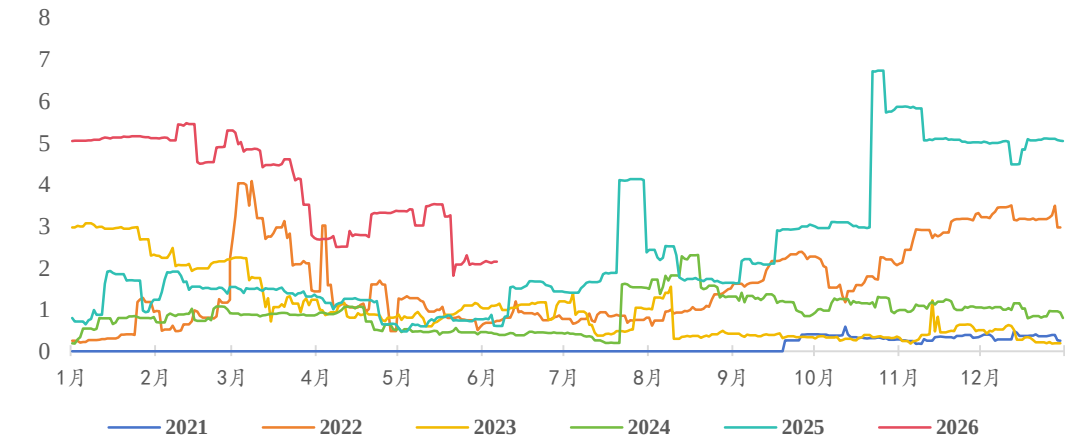
钯金三月期租赁利率-年化（%）



钯金六月期租赁利率-年化（%）



钯金一年期租赁利率-年化（%）



资料来源：Bloomberg 银河期货

免责声明

银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

银河期货

北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层
Floor 31/33 ,IFC Tower, 8 Jianguomenwai Street, Beijng, P.R.China
上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层
28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China
全国统一客服热线：400-886-7799
公司网址：www.yhqh.com.cn

致謝

银河期货微信公众号

下载银河期货APP