

# 宏观金银周报

国内修复有空间，海外通胀有忧虑，金银弱勢领跌

中辉期货有限公司  
交易咨询业务资格 证监许可[2015]75号  
2026年5月24日  
王维芒 资格编号：Z0000148

**总体市场表现：**当周全球金融市场主线为“通胀超预期+美联储鹰派预期升温”。美股先跌后升，道指周涨约1.5%创收盘新高，标普、纳指小幅收涨；亚太多数市场涨势凌厉，日经、韩国综指大幅上扬，A股与港股偏弱。债券市场普遍遭遇抛售，10年期美债收益率一度突破4.6%后回落至4.56%，德国、英国国债收益率周内大幅走低。国内期货板块分化明显：能化板块受地缘支撑走强，黑色系全线下跌，农产品内部涨跌互现，贵金属领跌全市场。内外盘金银期货全线收跌，沪银周跌超9%，COMEX黄金周跌0.76%。美元指数微升至99.24附近，黄金ETF小幅减仓，白银ETF流出更为明显。

**国际数据政策：**美国4月通胀全面超预期：CPI同比飙升至3.8%、PPI同比达6.0%，能源价格成为核心推手。失业率方面，日本2.7%、德国6.4%、法国8.1%、意大利5.2%、英国5.0%、欧元区6.2%，欧洲内部分化明显。PMI数据显示制造业保持扩张但增速放缓，美国5月制造业PMI升至55.3，但服务业PMI仅50.9逼近荣枯线；欧元区制造业PMI降至51.4，德国意外跌破50进入收缩区间，法国制造业骤降至48.9；英国服务业PMI更是13个月来首破50。中东局势罗生门，美伊谈判从“基本谈成”到伊朗迅速否认，地缘风险并未消退，但对贵金属的避险支撑边际减弱。

**国内数据政策：**4月经济修复不均衡，结构性分化突出。工业增加值同比仅增4.1%，远低于预期；固定资产投资累计同比-1.6%，基建和制造业投资增速均明显回落，仅高技术产业投资保持6.1%的增长。消费大幅走弱，社零同比仅增0.2%，汽车销售是主要拖累。房地产持续下行，投资同比下降13.7%，新开工、竣工面积双降。通胀温和回升，CPI同比1.2%、PPI同比2.8%。金融数据呈现“总量偏弱、结构分化”：居民贷款净减少7869亿元，企业中长期贷款净减少，票据融资创历史新高；社融同比少增，M1增速5.0%、M2增速8.6%，剪刀差走扩。经济企稳基础尚不牢固。

**金银市场：**金银价格面临流动性压力，面临货币政策收紧压力，金银明显下跌。但长期牛市四大底层逻辑未变。建议以配置思维代替博弈思维，将黄金作为资产组合5%-15%的长期“压舱石”，杠杆谨慎，关注美伊冲突与美联储降息预期节奏。



1 市场：地缘主导走势分化，大幅波动

2 海外：多国经济有韧性，但是通胀是隐患

3 国内：国内数据整体放缓，但结构亮点多

4 金银：短期多压力，黄金长配价值不变

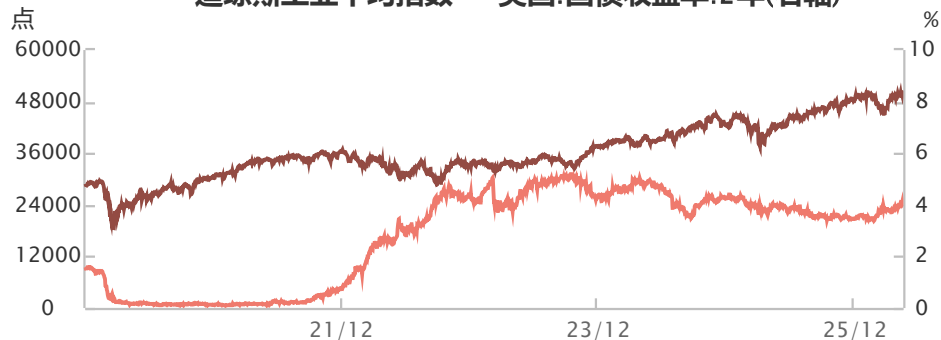
# 01

## 资本市场



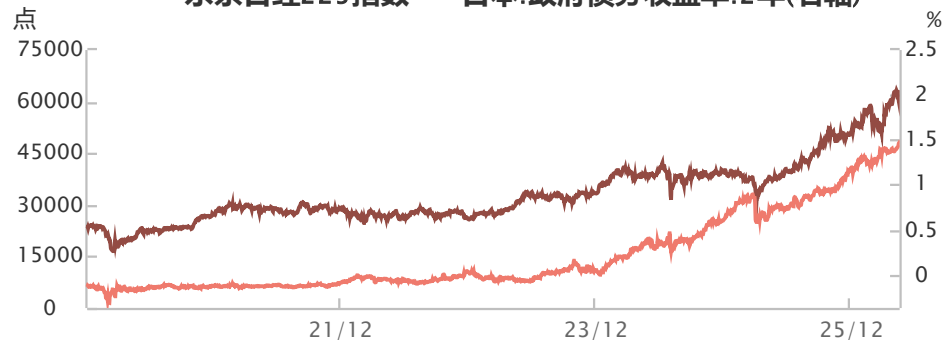
# 全球股市分化、债券收益率走高

— 道琼斯工业平均指数 — 美国:国债收益率:2年(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 东京日经225指数 — 日本:政府债券收益率:2年(右轴)



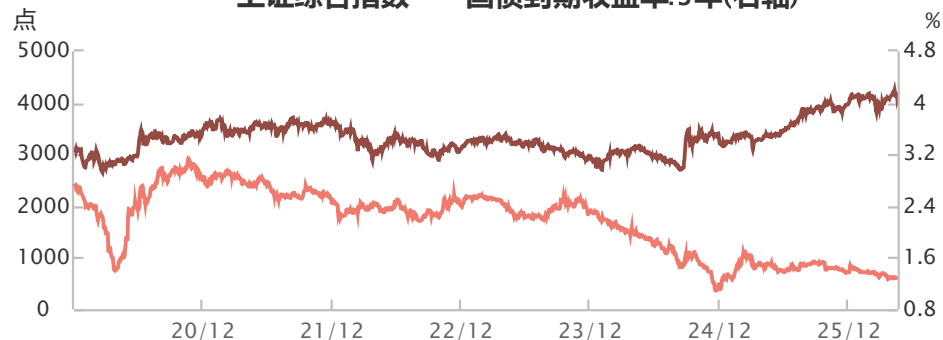
来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 德国法兰克福DAX指数 — 德国:国债收益率:2年(右轴)



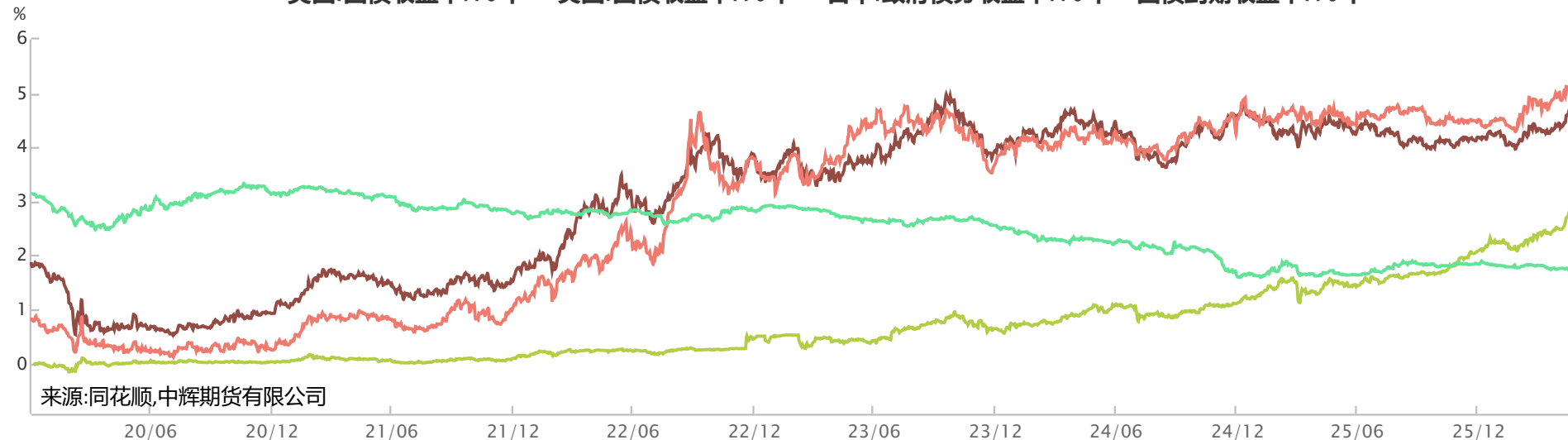
来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 上证综合指数 — 国债到期收益率:3年(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 美国:国债收益率:10年 — 英国:国债收益率:10年 — 日本:政府债券收益率:10年 — 国债到期收益率:10年

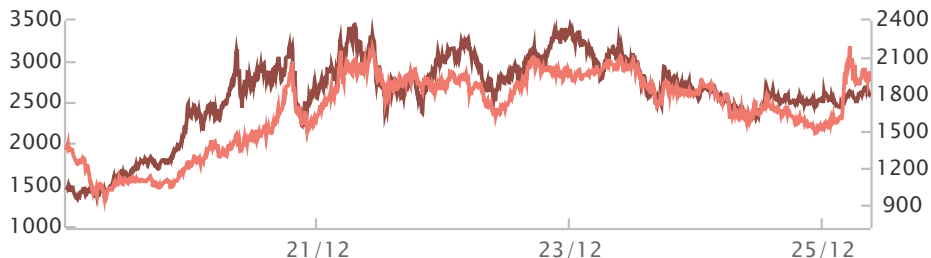


- 全球主要经济体国债收益率当周普遍大幅上行，但临近周末出现回落。
- 美国10年期美债收益率在5月18日突破4.6%，30年期美债收益率站上5.1%，创2007年以来最高水平；至22日，10年期美债收益率跌2.37个基点报4.544%，2年期美债收益率涨3.36个基点报4.112%。
- 日本国债遭遇猛烈抛售，10年期国债收益率18日盘中一度升至2.8%，创1996年以来约29年半新高，30年期国债收益率突破4%创历史新高。
- 德国10年期国债收益率当周累计下跌13个基点，至22日报3.038%，实现周内大幅回落；
- 英国10年期国债收益率当周累计下跌27.5个基点，至22日报4.896%

# 全球商品价格指数表现分化

### 黑色和能化

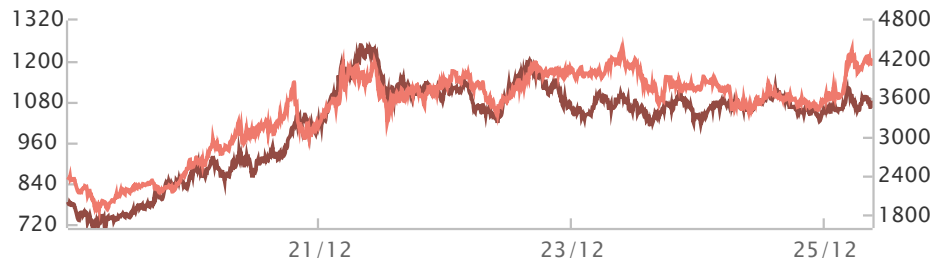
— 南华黑色指数 — 能化指数(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

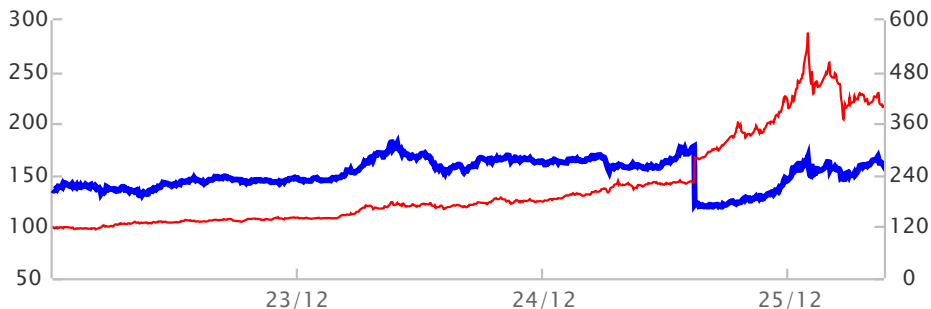
### 工业品农产品

— 南华农产品 — 南华工业品指数(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 有色金属 — 贵金属(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

能化板块在地缘风险支撑下整体表现最强,南华能化指数周初单日即上涨1.55%领涨全市场,低硫燃油、沥青、燃料油全周分别上涨约2.03%、1.81%和2.03%,原油高位运行。

黑色系承压,全品种全线下跌,焦煤跌幅达5.68%位列跌幅前三,焦炭跟跌4.73%,黑色系在周初延续了前一周下跌1.02%的弱势格局。

有色金属板块涨跌互现,沪铝、沪铅、沪镍均收涨,其中沪铜下跌0.88%、沪锡下跌0.19%;锡以约4.00%的涨幅领涨LME工业金属。

农产品板块整体承压,棕榈油、豆粕等油脂油料品种多数下跌,豆粕跟随美豆大幅走弱,但农副产品内部明显分化:鸡蛋以6.15%的涨幅领涨内盘农副产品,生猪上涨3.71%。

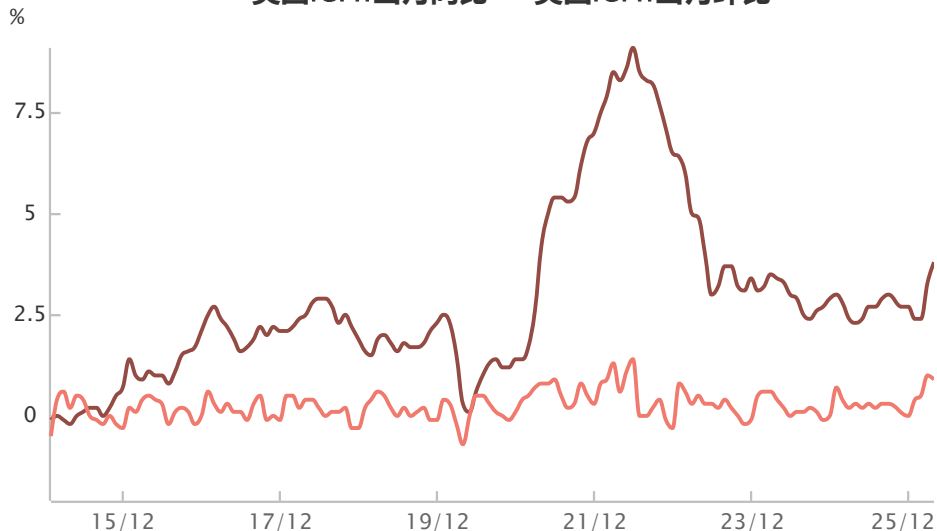
贵金属板块表现最弱

# 02

## 海外经济



— 美国:CPI:当月同比 — 美国:CPI:当月环比



来源:同花顺,中辉期货有限公司

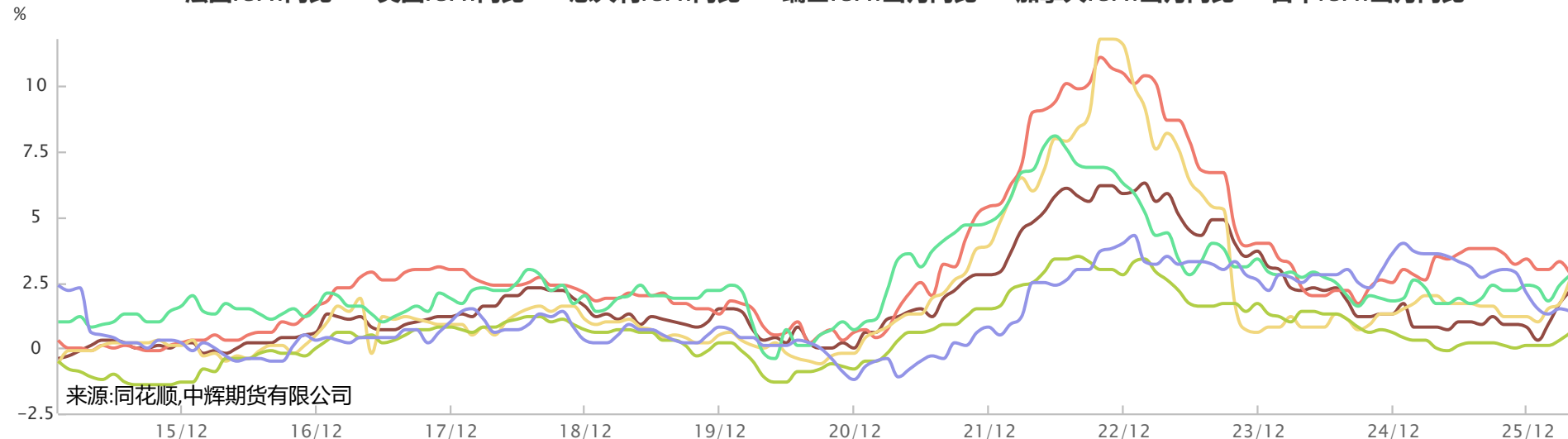
— 美国:PPI:最终需求:季调:当月同比  
— 美国:PPI:最终需求:季调:当月环比(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

- 美国2026年4月通胀数据全线超预期反弹：4月CPI未经季调同比上涨3.8%，创2023年5月以来新高，季调后环比上涨0.6%，核心CPI同比涨2.8%、环比涨0.4%，均高于预期和前值；PPI同样大幅飙升，季调后最终需求PPI环比大涨1.4%，远超预期的0.5%，创2022年3月以来最大单月涨幅，未经季调同比飙升6.0%，同样刷新2022年12月以来新高。
- 能源价格是推动本轮通胀的核心推手，4月能源价格指数同比暴涨17.9%、环比涨3.8%，贡献了当月整体CPI涨幅的40%以上；PPI方面能源成本单月暴涨7.8%，汽油价格领涨15.6%。同时服务业通胀也创下四年高位，最终需求服务价格指数上涨1.2%贡献了PPI涨幅的近六成。

— 法国:CPI:同比 — 英国:CPI:同比 — 意大利:CPI:同比 — 瑞士:CPI:当月同比 — 加拿大:CPI:当月同比 — 日本:CPI:当月同比



**欧洲主要国家普遍通胀上行：**欧元区整体受能源价格飙升影响，4月通胀率同比大幅攀升至 3.0%，高于前值2.6%。德国通胀率从3月的2.7%升至 2.9%，能源价格仍是主要推手。法国CPI同比上涨 2.2%，创下22个月新高，主要由能源价格（同比+14.3%）驱动。意大利CPI同比终值为 2.7%，而调和CPI（HICP）初值高达2.9%。西班牙4月CPI同比上涨 3.2%，略低于3月的3.4%，但仍处高位。英国通胀率从3月的3.3%放缓至 2.8%，家庭能源支出下降是主因。

**亚太及美洲地区分化显著：**加拿大通胀率加速至 2.8%，高于前值2.4%。印度CPI同比上涨 3.48%，连续第四个月走高。巴西年化通胀率加速至 4.39%，主要由食品和药品价格上涨推动。日本通胀走势与全球趋势相反，4月核心CPI同比涨幅显著收窄至 1.4%，低于前值1.8%，为四年来最低水平。

# 美国就业增速放缓低于预期

— 美国:当周初次申请失业金人数:季调



— 美国:新增非农就业人数:当月值:季调  
— 美国:新增非农就业人数:合计:当月值:季调:初值



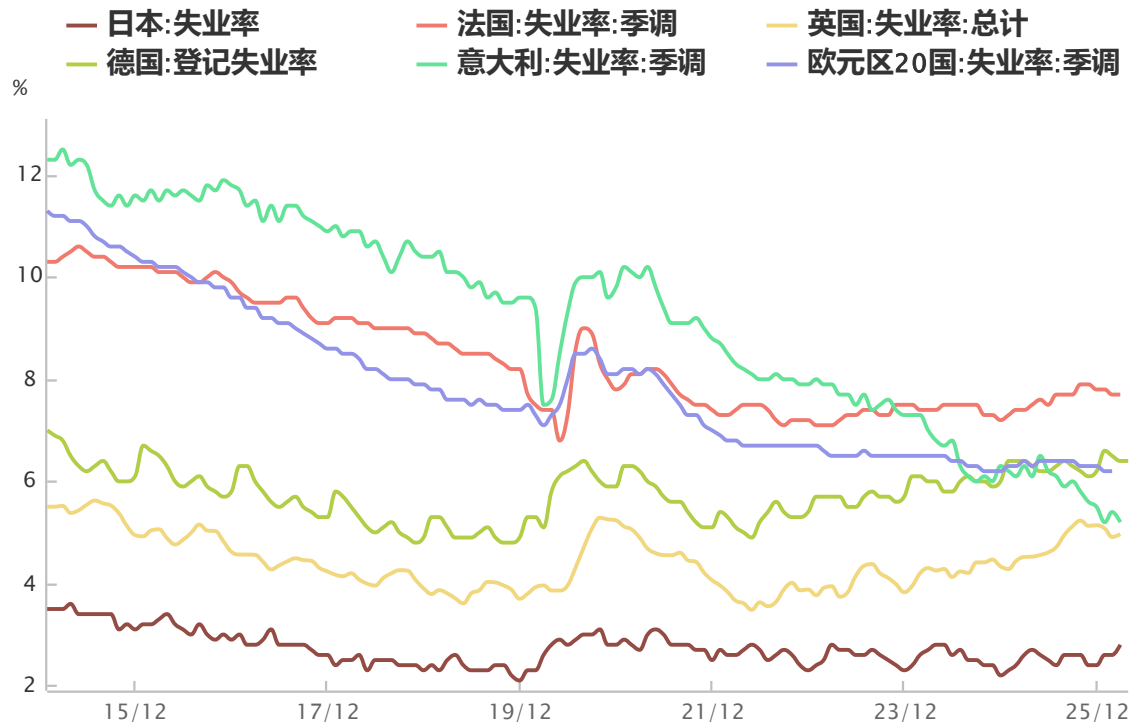
— 美国:职位空缺数:非农部门:季调:当月值



— 美国:失业率:16岁及以上:季调:当月值



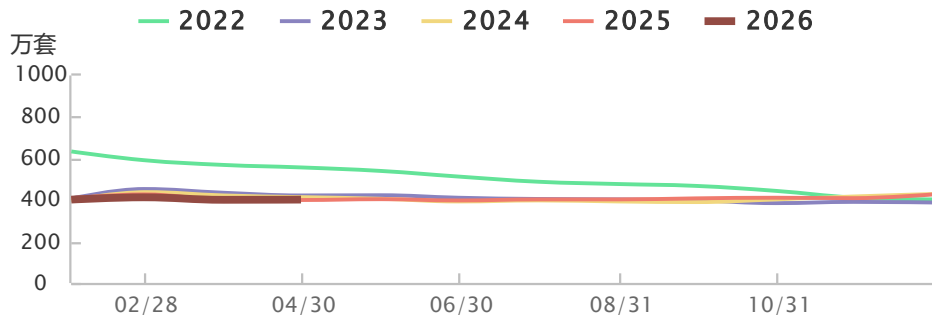
来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

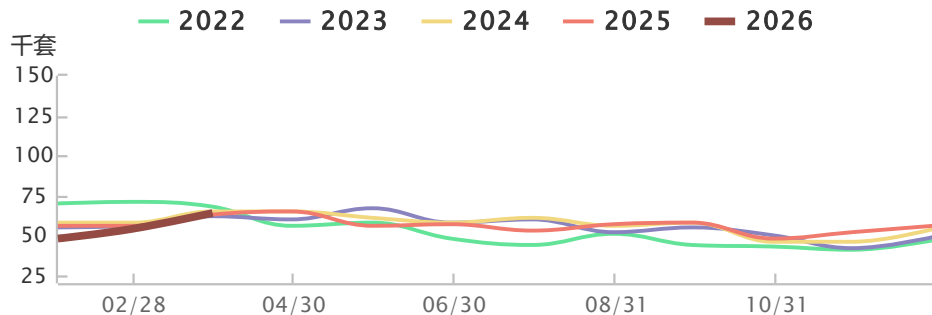
- 欧元区2026年3月季调后失业率为6.2%，较前值持平，但区内差异明显
- 德国4月登记失业率（季调后）为6.4%，
- 法国第一季度ILO口径失业率升至8.1%，
- 意大利3月失业率则稳定在5.2%；
- 英国第一季度失业率（16岁及以上）为5.0%；
- 日本3月季调后失业率小幅上升至2.7%，仍处于相对低位。
- 整体看，日本和意大利失业率维持在较低水平，法国和德国失业压力有所抬头，欧元区整体劳动力市场保持韧性但内部不平衡持续。

美国:成屋销售:季调:折年数季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国:新建住房销售季节性



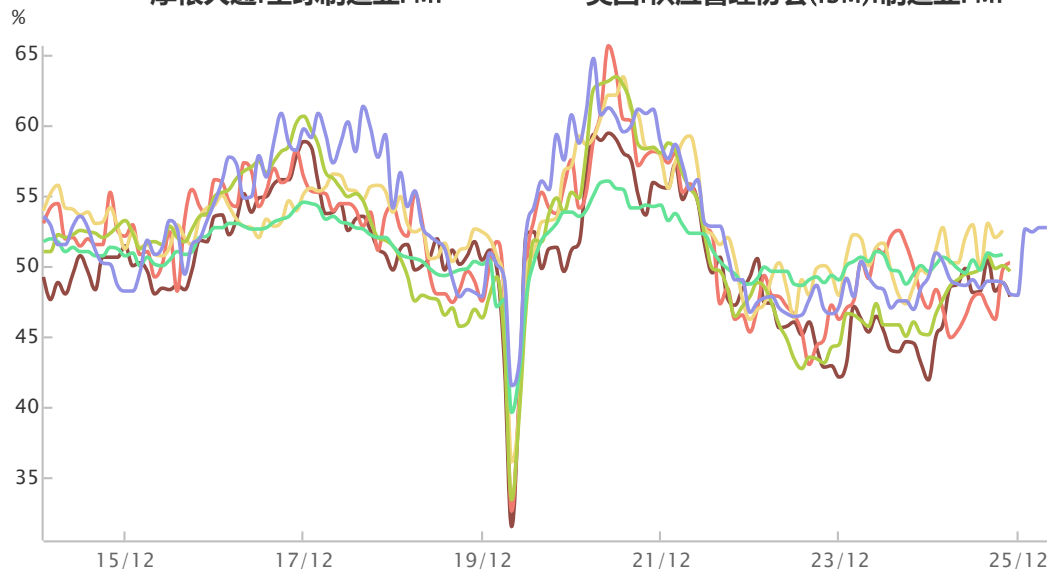
来源:同花顺,中辉期货有限公司

截至2026年5月11日发布的最新数据,美国4月份的成屋市场表现不温不火。当月成屋销售年化总数为402万户,虽然环比微增了0.2%,但仍不及市场预期的405万户。与去年同期相比,销售总量基本持平。房地产市场的区域分化也十分显著,南部和中西部月度销量有所上升,而西部地区则出现了下跌。

尽管抵押贷款利率低于去年同期,市场却面临着房价持续上涨和库存紧张的双重压力。

具体来看,4月全美成屋价格中位数同比上涨了0.9%,达到417,700美元;同时,全美待售库存仅可供4.4个月的销售,较3月的4.2个月进一步收紧,这表明房源短缺问题依然严峻

— 法国制造业PMI  
— markit美国PMI  
— 摩根大通:全球制造业PMI  
— 英国制造业PMI  
— 欧元区:制造业PMI  
— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI



各经济体制造业保持扩张但速度分化

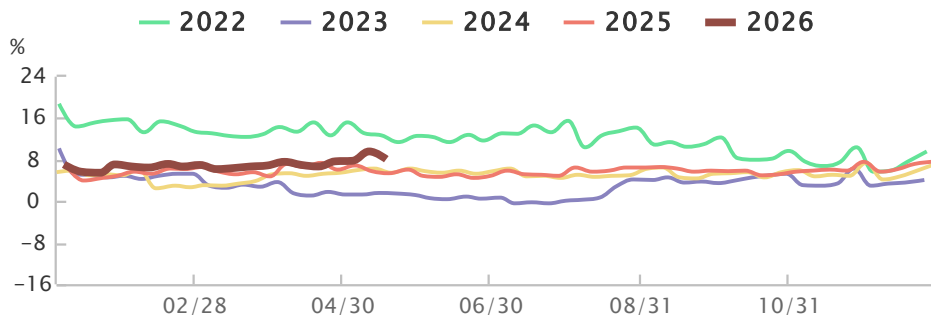
- 美国5月标普全球制造业PMI初值大幅升至55.3，远超预期的53.8，显示制造业扩张加速；但服务业PMI初值仅50.9，略低于预期51.1，扩张极为微弱。
- 日本5月制造业PMI初值为54.5，虽较前值55.1有所回落，但仍维持在较高扩张区间。
- 欧元区5月制造业PMI初值为51.4，为三个月新低，扩张势头减弱。
- 英国制造业表现亮眼，5月初值53.7，高于预期且与前值持平。
- 德国5月制造业PMI初值骤降至49.9，四个月来首度陷入萎缩区间，跌破荣枯线，低于市场预期的51.0；综合PMI为48.6，连续两个月低于50，经济景气度明显下行。
- 法国情况更为严峻，5月制造业PMI初值骤降至48.9，从4月的扩张区间（52.8）快速跌入收缩状态；综合PMI仅43.5，创下66个月新低，显示衰退压力较大。

# 美国消费数据与消费者信心背离

— 美国:密歇根大学消费者信心指数  
— 美国:零售和食品服务销售额:总计:同比(右轴)



美国:红皮书同店零售销售指数



- 截至2026年5月下旬公布的最新数据,美国消费相关指标呈现明显分化:
- 5月密歇根大学消费者信心指数终值骤降至44.8,不仅大幅低于初值48.2,更创下历史新低,环比4月终值(49.8)降幅显著,表明高油价与通胀担忧持续侵蚀消费者信心;
- 4月零售和食品服务销售总额同比增速约为4.9%,名义消费维持增长态势,但在剔除通胀因素后,实际零售销售环比反而微降0.2%,量价背离特征依然存在;
- 截至5月16日当周,红皮书同店零售销售同比上升8.1%,虽然略低于前一周9.6%的强劲表现,但仍处近期高位,毕业季及季节性消费对销售形成支撑。整体而言,消费者信心与销售数据短期走势出现背离。

# 主要央行资产负债表变化

### — 美国:所有联储银行:资产:当周值



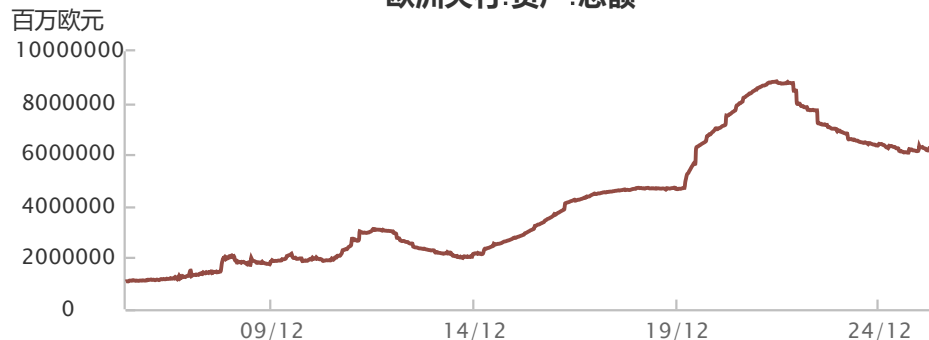
来源:同花顺,中辉期货有限公司

### — 日本:日本央行:资产:总额



来源:同花顺,中辉期货有限公司

### — 欧洲央行:资产:总额



来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年5月,美、日、欧三大央行资产负债表走势分化。

- 美联储规模维持在约6.7万亿美元,较峰值已大幅缩减,候任主席沃什明确表示将继续推进缩表,长期目标降至3万亿美元量级。
- 日本央行仍在扩张,截至5月20日总资产约663万亿日元(合4.25万亿美元),以大规模国债持有为主。
- 欧洲央行稳步缩减,5月中旬总资产约6.18万亿欧元(合5.02万亿美元),逐周温和下降。

总体看,美国规模最大(6.7万亿美元),欧元区次之(5.0万亿美元),日本居末(4.3万亿美元)

# 美国数据的韧性

美国经济热力表

美国	指标	单位	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08	25-07	25-06	25-05	25-04
增长	GDP:不变价:同比	%	-	5.0	-	-	4.5	-	-	4.8	-	-	5.2	-	-
	GDP:不变价:环比折年	%	-	-	-	-	0.5	-	-	4.4	-	-	3.8	-	-
就业	失业率:季调	%	-	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	-	4.4	4.3	4.3	4.1	4.3	4.2
	新增非农就业人数	万人	-	17.8	-13.3	16.0	-1.7	4.1	-14.0	7.6	-7.0	6.4	-2.0	1.3	10.8
	ADP就业人数:环比	万人	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平均时薪	美元	-	37.4	37.3	37.2	37.0	37.0	36.9	36.7	36.6	36.5	36.4	36.3	36.1
消费	个人可支配收入:环比	%	-	-	-0.5	0.6	-0.0	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.4	-0.1	-0.8	0.6
	零售和食品销售额:环比	%	-	-	0.6	-0.1	-0.0	0.5	-0.2	0.1	0.5	0.6	1.0	-0.8	-0.1
	个人消费支出:环比	%	-	-	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.5	0.3	-0.1	0.1
制造业	工业总产值:环比	%	-	-0.6	0.7	-0.1	1.1	-0.3	-0.9	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.4	-0.1
	耐用品:新增订单:环比	%	-	-	-1.3	-0.4	-0.9	5.4	-2.1	0.6	3.0	-2.8	-9.4	16.5	-6.6
	耐用品除国防外:新增订单	%	-	-	-1.1	0.2	-1.9	6.6	-1.3	0.1	1.9	-2.4	-9.4	15.7	-7.7
	耐用品除运输外:新增订单	%	-	-	0.9	0.4	1.2	0.5	0.2	0.6	0.5	0.9	0.4	0.6	0.0
	制造业:存货出货比	0	-	-	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	制造业:存货出货比:耐	0	-	-	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0
房地产	已获得批准的新建私人	%	-	-	-	-4.7	4.8	-1.6	-0.3	6.4	-2.4	-2.2	-0.1	-2.0	-4.0
	已开工的新建私人住宅	百万套	-	-	-	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.4
	新建住房销售:环比	%	-	-	-	-17.6	-6.8	17.5	-9.6	1.8	10.5	-3.5	5.6	-11.2	7.0
	标准普尔/CS房价指数	%	-	-	-	-	1.4	1.4	1.3	1.4	1.6	1.8	2.2	2.8	3.4
进出口	出口金额:同比	%	-	-	12.2	10.4	6.0	5.5	11.8	7.4	3.1	4.9	4.5	5.7	9.3
	进口金额:同比	%	-	-	-7.1	-11.2	-2.2	-2.4	-3.3	-3.4	-1.9	2.5	-1.2	3.3	3.4
	贸易差额:同比	%	-	-	52.1	57.4	24.8	29.8	58.1	39.7	21.4	5.6	22.0	5.2	17.8
财政	财政赤字(盈余为负)	十亿美元	-	164.1	307.5	94.6	144.8	173.3	284.3	-197.9	344.8	291.1	-27.0	315.7	-258.4
通胀	CPI:同比	%	-	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	-	3.0	2.9	2.7	2.7	2.4	2.3
	核心CPI:同比	%	-	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	-	3.0	3.1	3.1	2.9	2.8	2.8
	PCE:同比	%	-	-	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.3
	核心PCE:同比	%	-	-	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.6
景气指标	ISM:制造业PMI		-	52.7	52.4	52.6	47.9	48.2	48.7	49.1	48.7	48.0	49.0	48.5	48.7
	ISM:非制造业PMI		-	54.0	56.1	53.8	54.4	52.6	52.4	50.0	52.0	50.1	50.8	49.9	51.6
	Markit制造业PMI		-	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0	50.2
	密歇根消费者信心指数		47.6	53.3	56.6	56.4	52.9	51.0	53.6	55.1	58.2	61.7	60.7	52.2	52.2

数据来源: wind, 中辉期货

# 欧洲经济受冲击

指标	单位	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08	25-07	25-06	25-05	25-04
GDP: 不变价: 同比	%	-	-	-	1.4	-	-	1.4	-	-	1.4	-	-
GDP: 不变价: 环比折年	%	-	-	-	0.8	-	-	1.2	-	-	0.6	-	-
零售销售指数: 环比	%	-	-0.3	-	0.2	-	0.4	0.2	-	-0.1	0.6	-0.4	0.8
工业生产指数: 环比	%	-	0.4	-0.9	-0.2	-0.1	0.2	0.6	-0.7	0.2	-0.1	0.8	-1.5
制造业产能利用率	%	77.4	-	-	77.8	-	-	78.3	-	-	77.9	-	-
进口: 同比	%	-	-	-9.5	3.1	-1.6	-5.1	5.1	-4.5	1.5	6.9	-2.4	-0.2
出口: 同比	%	-	-	-10.0	2.0	-4.5	-0.4	7.2	-6.0	-0.4	0.1	0.3	-2.4
贸易差额	十亿欧元	-	-	-5.9	12.3	5.1	13.7	14.4	-5.8	11.8	6.5	13.0	7.5
失业率	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
调和CPI: 同比	%	-	-	-	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	2.2
核心CPI: 同比	%	-	-	-	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7
制造业PMI		51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4	49.0
服务业PMI		50.2	51.9	51.6	52.4	53.6	53.0	51.3	50.5	51.0	50.5	49.7	50.1
经济景气指数		96.7	98.2	99.2	97.2	97.2	97.0	96.1	95.5	95.7	94.6	95.5	94.8
消费者信心指数		-15.2	-11.8	-11.8	-12.5	-12.4	-12.2	-13.0	-13.4	-13.2	-13.4	-13.0	-14.5

指标	单位	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08	25-07	25-06	25-05	25-04
GDP: 不变价: 同比	%	-	-	-	0.4	-	-	0.7	-	-	2.1	-	-
商业销售额: 同比	%	-	1.2	1.5	0.4	-1.2	2.6	1.8	-1.6	-0.6	1.7	-0.2	2.1
消费性支出: 实际同比	%	-	-1.8	-1.0	-2.6	2.9	-3.0	1.8	2.3	1.4	1.3	4.7	-0.1
工业生产指数: 采矿业: 2020年=100		-	102.4	104.5	100.2	99.6	101.6	101.0	99.2	100.5	101.5	101.8	100.5
工业生产指数: 季调: 2020年=100		-	102.4	104.6	100.3	99.6	101.6	101.1	99.2	100.5	101.6	101.9	100.4
机械订单: 同比	%	-	11.9	23.0	38.6	9.9	-9.4	12.2	6.5	-0.4	0.7	-1.7	0.8
新屋开工: 同比	%	-	-4.9	-0.4	-1.3	-8.5	3.2	-7.3	-9.8	-9.7	-15.6	-34.4	-26.6
出口金额: 同比	%	-	3.8	16.3	3.5	8.9	2.9	2.8	1.2	-2.4	-0.3	-1.7	1.9
进口金额: 同比	%	-	9.8	2.5	3.6	3.6	-0.5	3.6	-3.0	-6.8	-5.6	-2.6	-1.1
贸易差额	十亿日元	-	44	#####	95	306	-243	-278	-294	-156	122	-662	-150
失业率: 季调	%	-	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5
CPI: 同比	%	-	1.3	1.5	2.1	2.9	3.0	2.9	2.7	3.1	3.3	3.5	3.6
核心CPI: 同比	%	-	1.6	2.0	2.4	3.0	3.0	2.9	2.7	3.1	3.3	3.7	3.5
消费者信心指数	0	33.6	40.0	37.7	37.1	37.1	35.8	35.4	34.8	33.9	34.8	32.9	31.3
制造业PMI	0	51.6	53.0	51.5	50.0	48.7	48.2	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4	48.7
服务业PMI	0	53.4	53.8	53.7	51.6	53.2	53.1	53.3	53.1	53.6	51.7	51.0	52.4

- 上周日（17日），内塔尼亚胡与特朗普通话讨论重启对伊军事行动，美以准备联合空袭。
- 但周一（18日）特朗普突然宣布，应卡塔尔、沙特、阿联酋领导人请求，将原定周二（19日）的打击推迟“两三天”。
- 周三（20日）有消息称双方将于5月底在伊斯兰堡举行新一轮谈判。周三至周四黎巴嫩和加沙爆炸声再起。到周五（22日），卡塔尔已派遣谈判小组前往德黑兰协助斡旋。
- 周六（23日），特朗普宣布美伊协议已“基本谈成”；以方担心协议“对以色列非常不利”，内塔尼亚胡紧急召集执政联盟开会。
- 伊朗方面迅速通过不同渠道做出了回应。因此，将这种情况称为“**伊朗否认**”或“**特朗普自说自话**”，可能比直接认定协议达成更符合当时的实际情况。
- **伊朗官方口径**：虽然伊朗外交部发言人巴加埃承认双方观点“正朝更一致的方向发展”，并处于“最终敲定谅解备忘录的阶段”，但他同时强调，目前的谈判仅**聚焦于结束战争**，而核问题等核心分歧已被暂时搁置。伊朗媒体也明确称此为“**框架协议**”，后续需更长时间讨论细节。
- **对特朗普宣言的修正**：特朗普宣称的“**开放霍尔木兹海峡**”，在伊朗的表述中则完全不同。伊朗**法尔斯通讯社**直接批评特朗普的表态“不完整”，并强调即便达成协议，**海峡也将“由伊朗全权管理”**，航线、时间、通行规则等均由伊朗决定，船只最多恢复到战前数量，绝非自由通行。
- **根本性的立场分歧**：当时围绕“**浓缩铀**”这一根本问题，双方立场南辕北辙。伊朗最高领袖被报道已“**下令禁止将高浓缩铀运往国外**”；同时，伊朗外交部强硬表示，若美国仍坚持讨论其浓缩铀库存，**谈判将“无法达成任何结论”**



霍尔木兹海峡



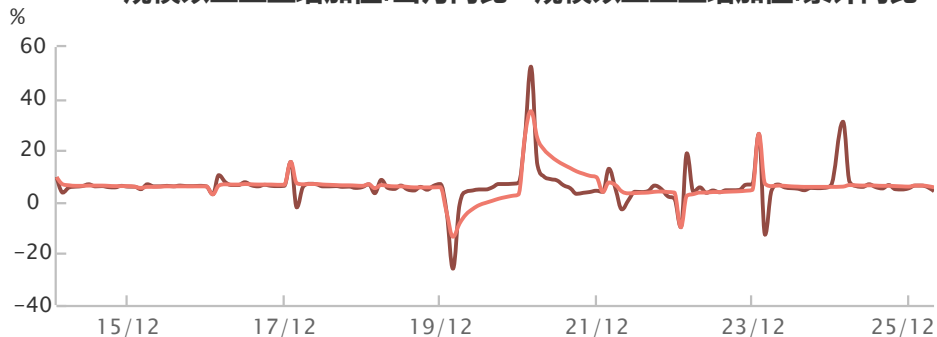
谈判破裂 无疾而终

# 03

## 中国经济

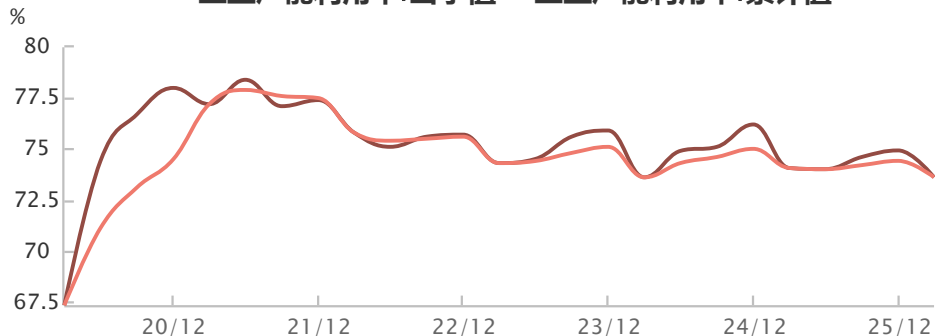


— 规模以上工业增加值:当月同比 — 规模以上工业增加值:累计同比



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 工业产能利用率:当季值 — 工业产能利用率:累计值



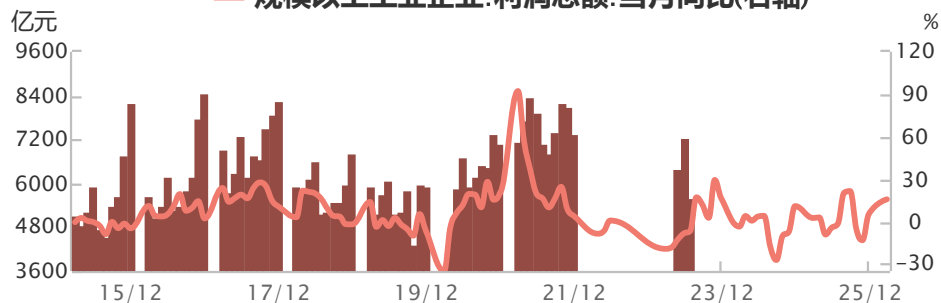
来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年4月份,规模以上工业增加值同比增长4.1%,低于市场预期的5.6%,较3月增速(5.7%)回落1.6个百分点,环比仅增长0.05%,创下2023年8月以来的最低单月同比增速。

不过从累计看,1-4月整体仍保持较快增长,同比增速达5.6%,较一季度回落0.5个百分点。

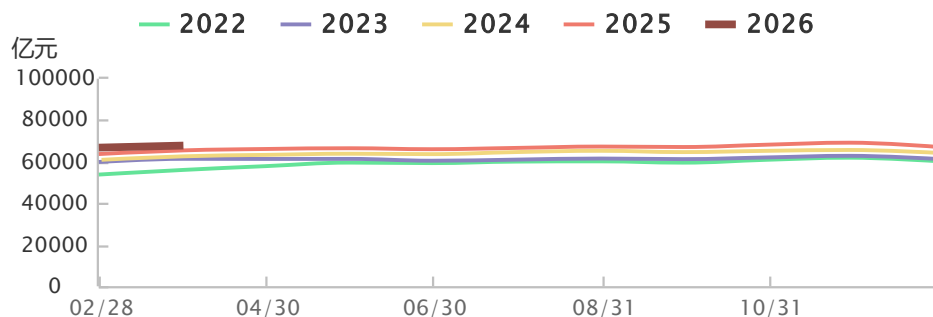
三大门类中,采矿业和制造业增速明显回落,4月分别增长3.8%和4.0%;电力、热力、燃气及水生产和供应业则逆势加快,同比增长5.3%,较3月提升1.8个百分点

● 规模以上工业企业:利润总额:当月值  
— 规模以上工业企业:利润总额:当月同比(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

规模以上工业企业:产成品存货:期末值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

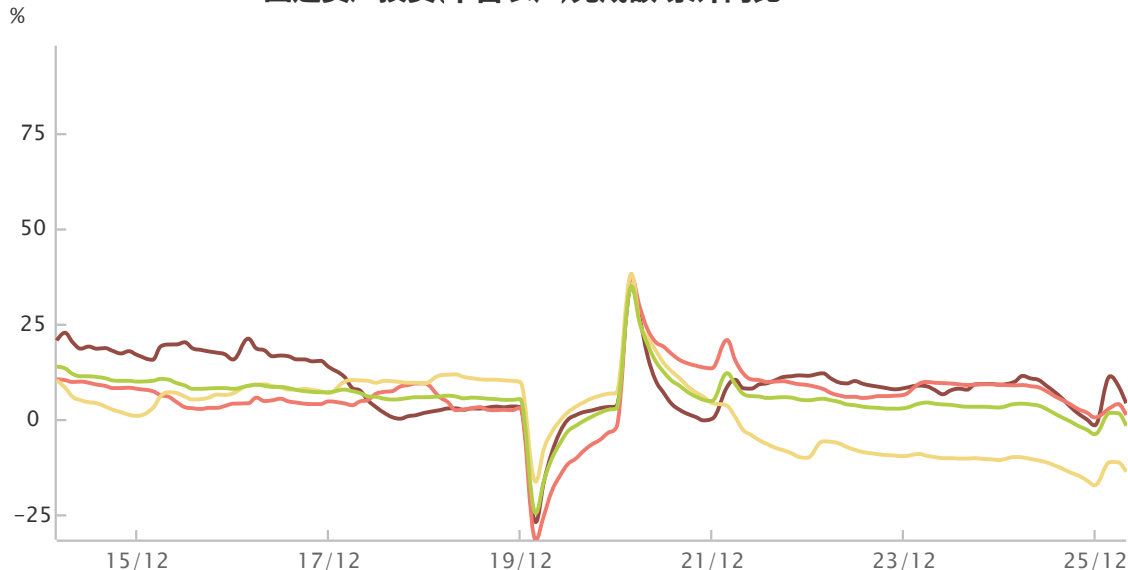
一季度（1-3月），全国规模以上工业企业利润总额达到16960.4亿元，同比增长15.5%，增速比2025年全年提升14.4个百分点。3月单月利润同比增长15.8%，较1-2月增速进一步加快0.6个百分点。

利润较快增长是“量、价、利润率”共同提升的结果：一季度规模以上工业增加值同比增长6.1%，工业生产者出厂价格（PPI）时隔41个月同比转正，同时工业企业营业收入利润率达5.11%，同比提高0.46个百分点，创2023年以来同期最高水平。

从行业结构看，装备制造业利润同比增长21.0%，高技术制造业利润同比增长47.4%，其中电子行业利润增长124.5%，人工智能、半导体相关产业快速发展带动光纤制造、光电子器件制造等行业利润大幅增长。原材料制造业利润同样保持高速增长，同比增长77.9%，有色行业利润增长116.7%。总体看，一季度工业企业效益状况呈现持续改善态势。

# 固定资产投资各项都有下跌

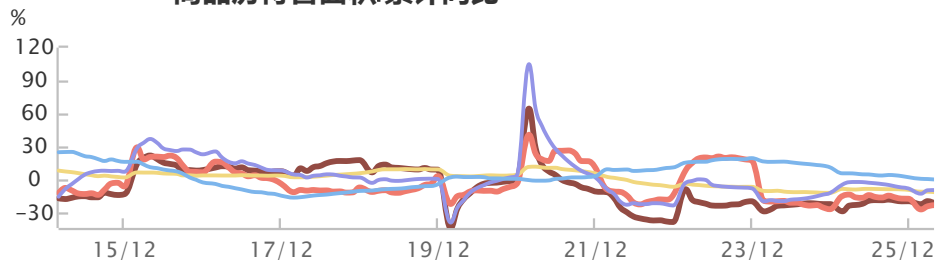
- 固定资产投资(不含农户)完成额:基础设施建设投资:累计同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:累计同比
- 房地产开发投资:累计同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比



来源:同花顺,中辉期货有限公司

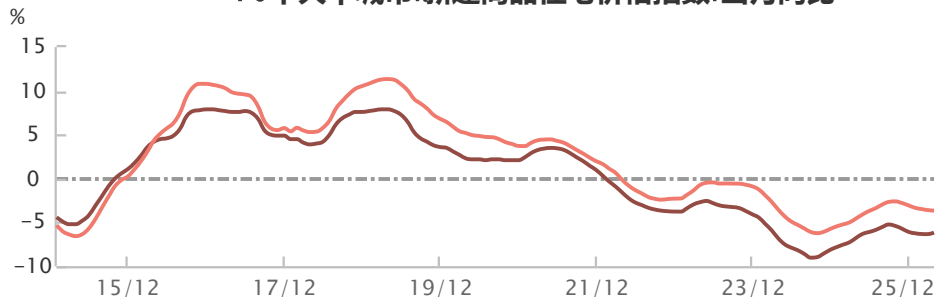
- 2026年1-4月,全国固定资产投资(不含农户)141293亿元,累计同比增速由一季度的1.7%转为-1.6%,显著低于市场预期。扣除房地产开发投资后,项目投资同比增长1.3%。三大投资领域同步减速:
- 房地产开发投资同比下降13.7%,降幅较前值扩大2.5个百分点;
- 基础设施投资同比增长4.3%,较前值回落4.6个百分点;
- 制造业投资同比增长1.2%,较前值回落2.9个百分点。
- 但在整体投资承压的背景下,高技术产业投资逆势上扬,同比增长6.1%,成为拉动投资的关键引擎。其中,高技术制造业投资增长4.1%,高技术服务业投资增长10.5%,信息服务业投资在人工智能快速发展带动下增长18.1%

— 房屋新开工面积:累计同比 — 房屋竣工面积:累计同比  
— 房屋施工面积:累计同比 — 商品房销售面积:累计同比  
— 商品房待售面积:累计同比



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 70个大中城市:二手住宅价格指数:当月同比  
— 70个大中城市:新建商品住宅价格指数:当月同比



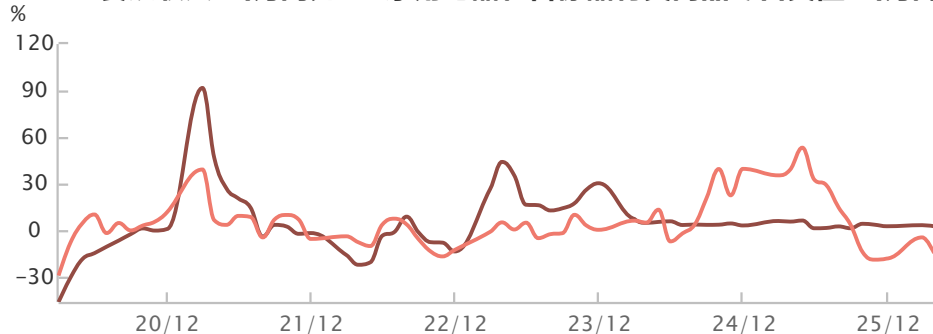
来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年1-4月,房地产市场整体延续下行调整态势。

- 全国房地产开发投资23969亿元,同比下降13.7%,降幅比1-3月扩大2.5个百分点;其中住宅投资18464亿元,下降13.1%。
- 房屋新开工面积13900万平方米,同比下降22.0%,其中住宅新开工面积下降23.6%;
- 房屋竣工面积11886万平方米,同比下降24.0%。
- 销售端方面,1-4月新建商品房销售面积25258万平方米,同比下降10.2%,降幅比1-3月小幅收窄0.2个百分点;
- 新建商品房销售额23000亿元,同比下降14.6%,降幅收窄2.1个百分点。
- 4月单月,住宅销售面积同比下降9.6%,住宅开发投资同比下降18.4%。
- 房企资金压力持续加剧,1-4月房地产开发企业到位资金26697亿元,同比下降18.4%,其中个人按揭贷款下降31.7%

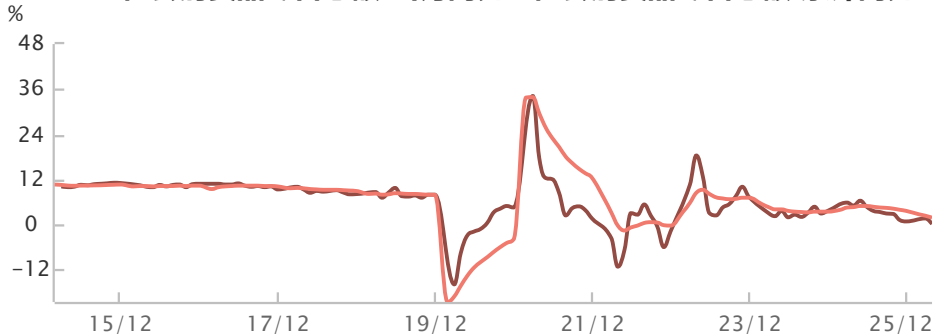
## 消费较低

— 餐饮收入:当月同比 — 家用电器和音像器材类商品零售类值:当月同比



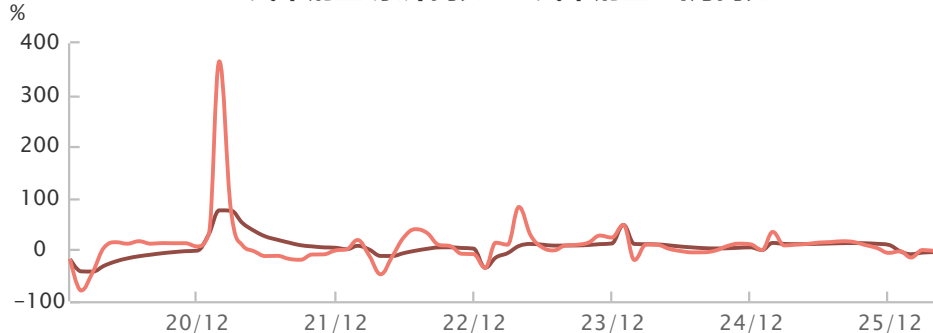
来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 社会消费品零售总额:当月同比 — 社会消费品零售总额:累计同比



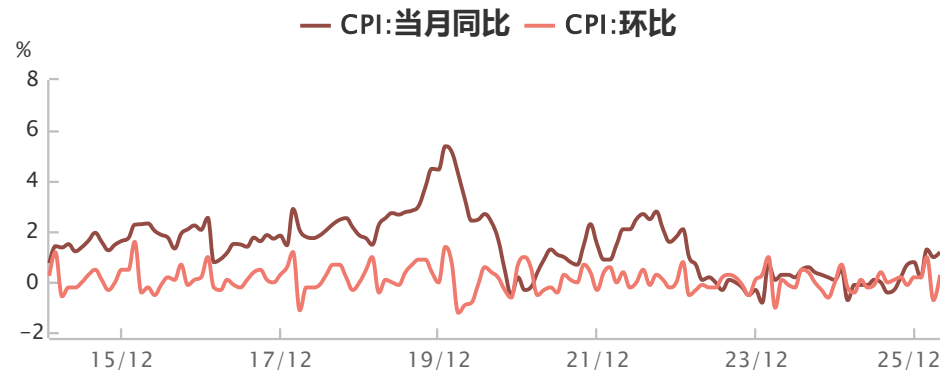
来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 汽车销量:累计同比 — 汽车销量:当月同比

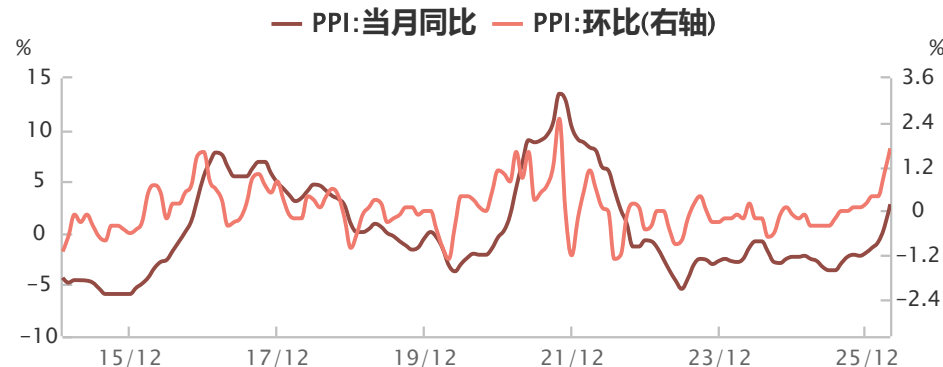


来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年4月,社会消费品零售总额37247亿元,同比仅增长0.2%,增速较3月大幅回落1.5个百分点,低于市场预期的2.0%。消费动能出现明显反复,商品零售同比增长-0.1%,为负增长;餐饮收入同比增长2.2%,增速较3月也有所回落。各品类消费普遍走弱,汽车类零售额同比下降15.3%,金银珠宝类同比下降21.3%,建筑及装潢材料类同比下降13.8%,家具类同比下降10.4%。汽车是拖累整体社零增速的主要因素,影响超过1.5个百分点。1-4月服务零售额同比增长5.6%,增速较1-3月加快0.1个百分点。1-4月累计,社会消费品零售总额164941亿元,同比增长1.9%,其中除汽车以外的消费品零售额增长3.1%



来源:同花顺,中辉期货有限公司



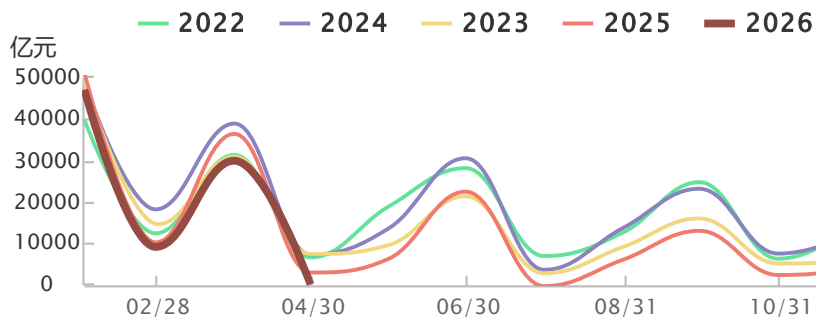
来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年4月,居民消费价格(CPI)同比上涨1.2%,环比上涨0.3%,扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%,保持温和回升。

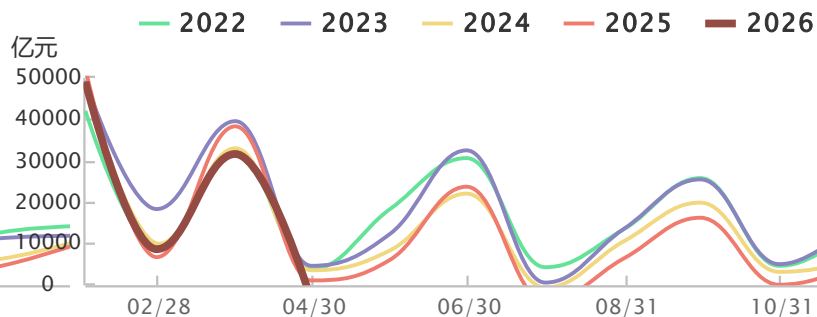
CPI环比由上月下降0.7%转为上涨0.3%,主要受能源和出行服务价格上涨拉动:受国际原油价格波动影响,国内能源价格上涨5.7%,其中汽油价格上涨12.6%;受假期出行需求增加影响,飞机票、交通工具租赁等出行服务价格显著上涨。

工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨2.8%,环比上涨1.7%,涨幅均较上月有所扩大。PPI环比上涨的主要动力来自国际输入性因素,石油和天然气开采业价格环比上涨18.5%,石油煤炭及其他燃料加工业上涨16.4%,化学原料和化学制品制造业上涨8.3%

### 金融机构:人民币贷款季节性



### 社会融资规模增量:人民币贷款:当月值季节性

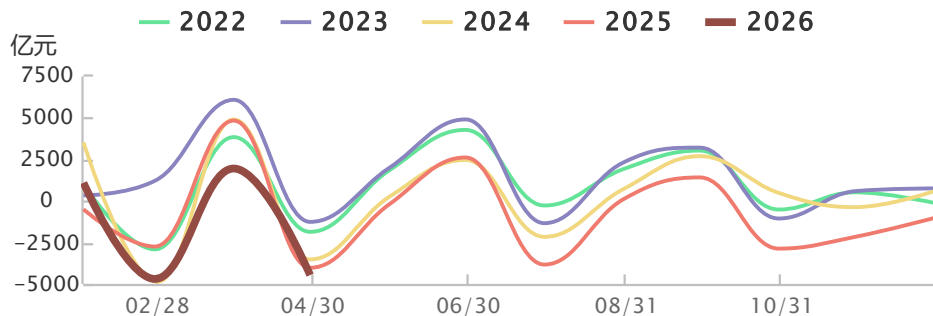


来源:同花顺,中辉期货有限公司

当月人民币贷款由正转负，罕见净减少100亿元，同比少增约2900亿元，为2025年7月以来再度净减少。4月本为信贷传统小月，叠加银行贷款定价自律、企业“弃贷转债”、居民与传统行业融资偏弱等多重因素，共同拖累了信贷表现。

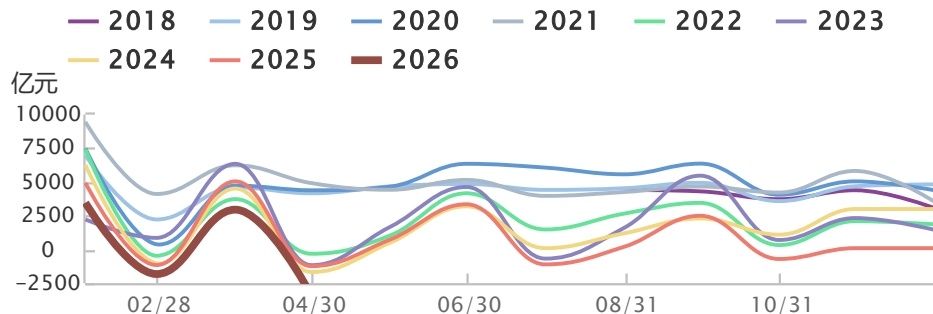
# 居民信贷大幅收敛

金融机构:人民币贷款:当月增加:住户:短期季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

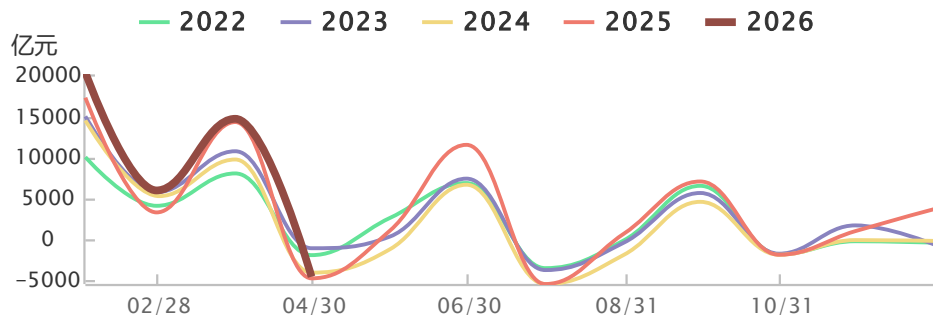
金融机构:人民币贷款:当月增加:住户:中长期季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

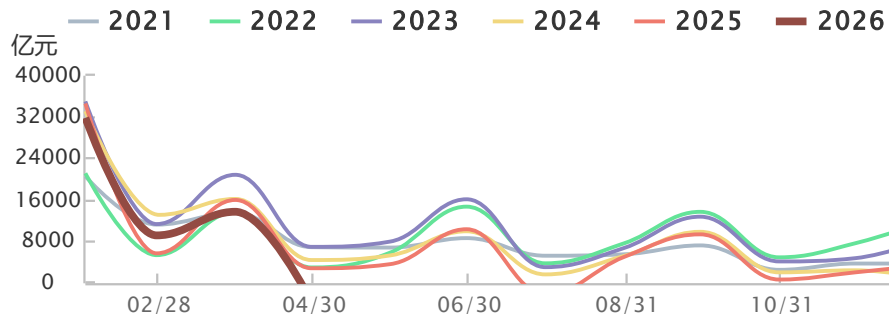
- 2026年4月,居民部门贷款表现疲弱,单月净减少7869亿元,同比少减约7715亿元。其中,短期贷款减少4462亿元,中长期贷款减少3408亿元。
- 4月居民贷款大幅净减少,既与4月为传统信贷小月的季节性因素有关——居民面临年度缴税、还贷高峰,出现季节性净偿还;也与居民加杠杆意愿偏弱的结构性问题相关——房地产市场持续调整背景下,居民购房贷款需求低迷,中长期贷款连续多月承压。
- 从累计数据看,前四个月住户贷款合计减少4902亿元,住户贷款增速回落、居民杠杆率从2024年一季度的62.3%降至2026年一季度的59.0%,反映出居民部门主动降低债务负担的过程仍在持续。

金融机构:人民币贷款:当月增加:企(事)业单位:短期贷款季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

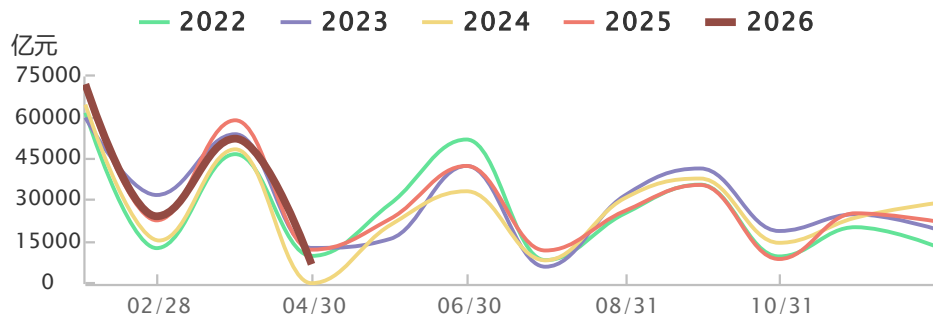
金融机构:人民币贷款:当月增加:企(事)业单位:中长期贷款季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

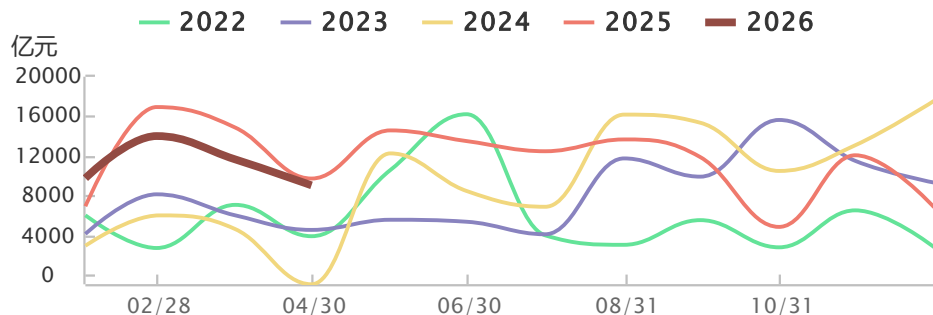
1. 2026年4月,企(事)业单位贷款新增3900亿元,同比少增2200亿元。结构上呈现明显分化:
2. 短期贷款减少4600亿元,中长期贷款减少4100亿元,两者均出现净偿还,同比分别少减200亿元和少增6600亿元;票据融资大幅增加12429亿元,同比多增4088亿元,创历史新高。
3. 企业中长期贷款净减少4100亿元,与基建稳增长紧迫性下降、地方政府隐债置换、企业债券融资替代等因素有关;
4. 票据融资大幅冲量则反映出企业端信贷需求偏弱,银行被迫以票据“补位”完成信贷投放目标。从融资渠道看,4月企业债券净融资4520亿元,同比多增2180亿元,企业通过债券市场融资的意愿较强,对银行贷款形成了明显的替代效应

### 社会融资规模增量:当月季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

### 社会融资规模增量:政府债券:当月值季节性

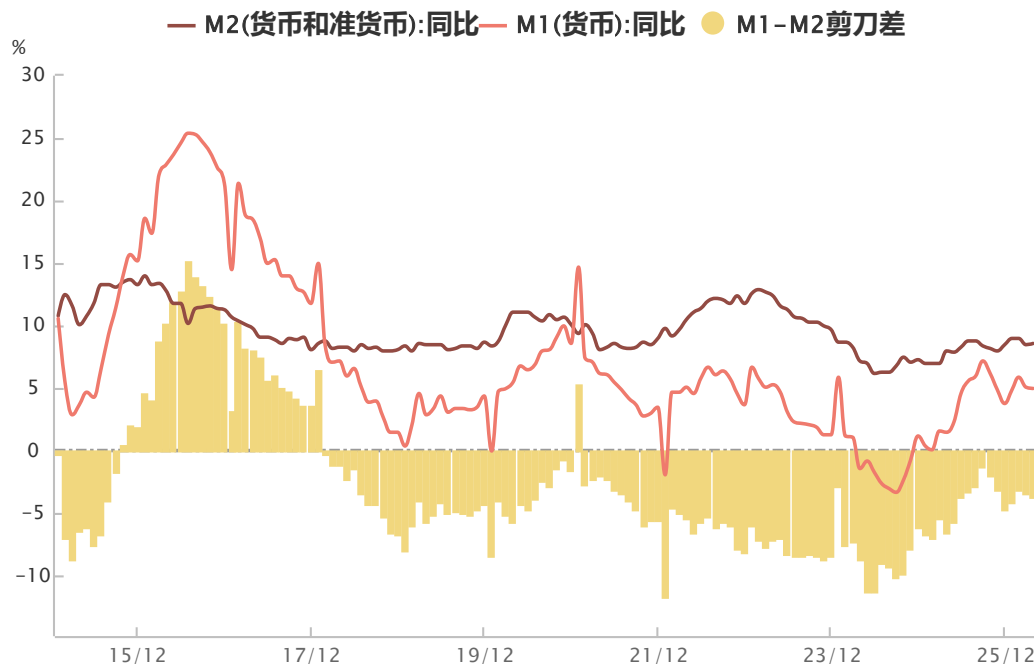


来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年4月,社会融资规模新增约6200亿元(不同来源统计为6200-6245亿元),同比少增约5354-5392亿元,低于市场预期。4月末社融存量规模456.89万亿元,同比增长7.8%,较3月回落0.1个百分点。

结构层面分化明显:社融口径人民币贷款减少约3996-4006亿元,是主要拖累项;政府债券净融资9041亿元,同比少增688亿元,与一季度财政节奏提前后的边际回落有关;企业债券净融资4520亿元,同比多增2180亿元,直接融资占比继续提升;非金融企业境内股票融资835亿元,同比多增444亿元。

整体看,直接融资(债券+股票)正加速取代传统信贷,成为实体融资的重要渠道,反映出经济结构转型背景下融资结构多元化的趋势



4月末，狭义货币（M1）余额114万亿元，同比增长5.0%，较3月末微降0.1个百分点。M1增速自年初以来持续在5%附近窄幅波动，增长动能有所趋缓，表明企业活期存款增长乏力，企业资金活化程度仍有优化空间。

与此同时，M2与M1之间的“剪刀差”由上月的3.4个百分点扩大至3.6个百分点，为年内次高水平，反映出资金向定期存款和非银体系迁移的态势，货币流动性结构有待改善。从存款结构看，4月居民和企业存款均出现季节性回落，而非银存款高增，进一步印证了资金从实体经济部门向金融市场搬家的特征。

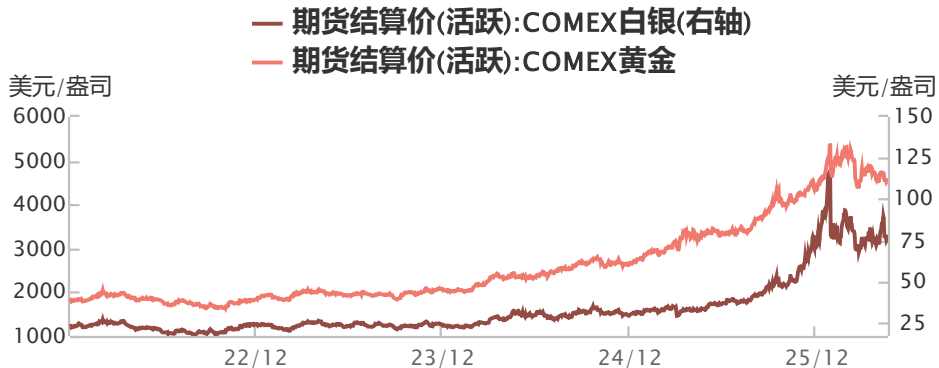
2026年4月末，广义货币（M2）余额353.04万亿元，同比增长8.6%，较3月末提升0.1个百分点。存款端呈现结构性变化：4月人民币存款新增2700亿元，同比多增7100亿元，但结构分化显著，居民存款减少1.94万亿元，企业存款减少1.25万亿元，而非银金融机构存款大幅增加2.47万亿元，资金向非银体系迁移明显。M2增速小幅回升与存款搬家现象并存，表明在贷款偏弱的背景下，货币政策保持适度宽松基调，流动性环境总体平稳

# 04

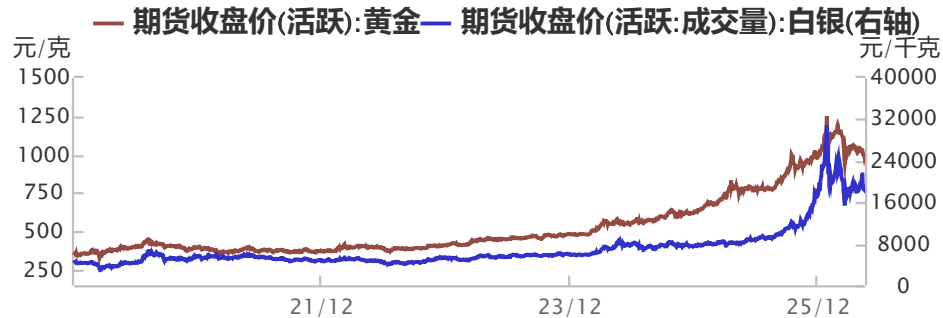
## 金银展望



上海期货金银价格



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司



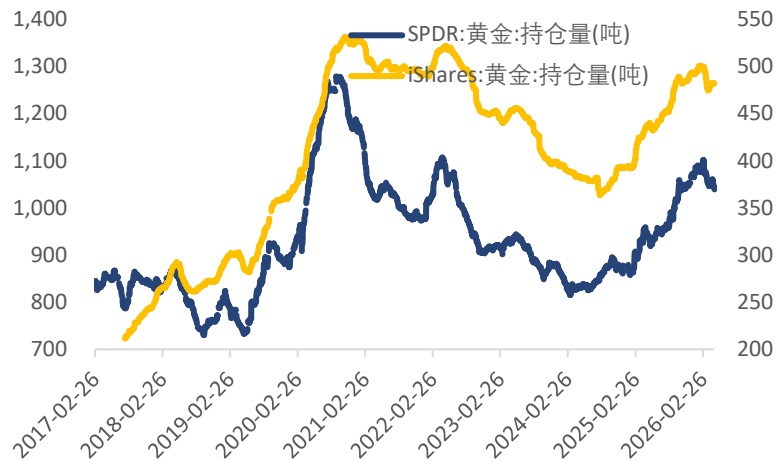
来源:同花顺,中辉期货有限公司

2026年5月18日至22日当周,国内外金银期货全线收跌,白银跌幅显著大于黄金。

**内盘方面**,沪金主力2606合约收报993.34元/克,周跌1.1%,周内运行区间830.52-1006.6元/克,持仓量减少43413手;沪银主力2608合约收报18681元/千克,周跌9.53%,盘中最低触及17850元/千克。

**外盘方面**,COMEX黄金近月合约收报4521美元/盎司,周跌0.76%,为连续第二周收跌;COMEX白银主力合约亦下行,周跌0.43%左右。

# 黄金白银ETF基金持仓减少



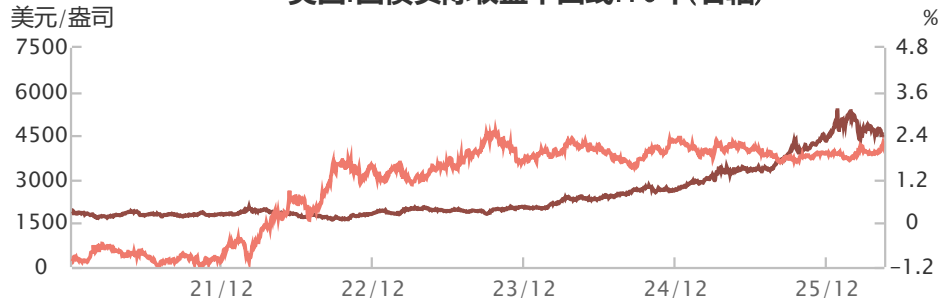
来源:同花顺,中辉期货有限公司

全球两大贵金属ETF持仓变化与金银价格走势高度一致。

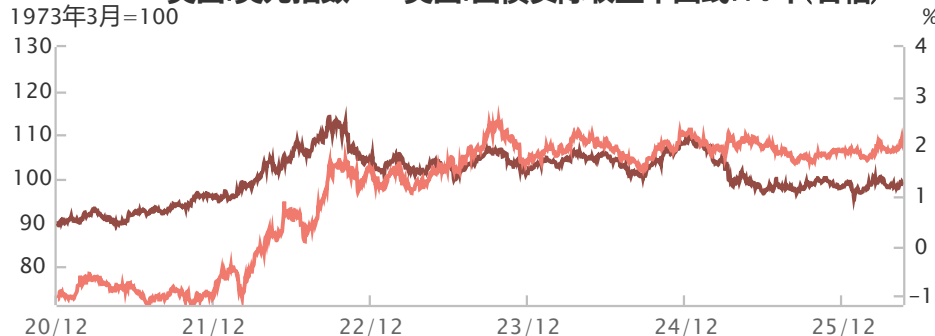
**黄金ETF (SPDR Gold Trust) 方面**, 当周持仓从5月15日的1040.31吨降至5月22日的1037.708吨, 全周累计减少约2.6吨, 降幅0.25%。其中18日小幅增仓1.428吨, 19日减持2.0吨, 22日又增仓0.857吨, 多空在千吨关口附近反复博弈, 凸显机构对金价走势观点分歧。

**白银ETF (iShares Silver Trust) 则呈现更加明确的资金流出态势**, 当周持仓从5月15日的15222.81吨降至5月22日的15179.19吨, 累计减少约43.62吨, 降幅0.29%, 且降幅持续扩大, 表明机构资金对工业属性更强的白银前景相对悲观

— 期货收盘价(连续):COMEX黄金  
— 美国:国债实际收益率曲线:10年(右轴)



— 美国:美元指数 — 美国:国债实际收益率曲线:10年(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美元和美债收益率高位震荡。美元指数整体维持在99.2附近窄幅波动，18日报收99.192，22日报收99.241，当周累计微升约0.05%，呈高位盘整态势。

相比之下，美债收益率经历“先飙后落”的剧烈波动：10年期美债收益率18日盘中攀升至4.61%创一年新高，19日进一步涨至4.687%，随后震荡回落，至22日收盘报4.56%，较前一周收盘仍明显上行，全周波动幅度超12个基点。30年期美债收益率一度冲上5.2%，为2007年以来最高水平。市场定价显示，至2026年12月前加息的概率已升至48%，而仅一周前这一概率仅为14%

近期金银压力主要来自于：①美伊冲突的“通胀冲击”：霍尔木兹海峡的实质性封锁，是极为罕见的地缘事件。②“石油美元”的流动性冲击：油价飙升引发了类似“石油美元”回流的流动性紧缩效应。

尽管短期金价有冲击，但支撑贵金属长期牛市的四大底层逻辑并未动摇。

第一，“旧秩序已死”的避险逻辑。第二，亚洲力量重塑定价权的逻辑。以中国和印度为代表的亚洲央行与私人投资者，正从单纯的黄金消费国转变为投资国。第三，法币信用动摇的“终极保险”逻辑。第四，能源转型下的滞胀对冲逻辑。

黄金作为兼具抗通胀且无信用风险的实物资产，其配置价值无可替代。

在高波动已然成为2026年市场新常态的背景下，必须在坚守长期信仰的同时恪守严格的交易纪律。策略上：

一，放弃精准抄底逃顶的博弈思维，以配置思维代替，将黄金作为资产组合中5%-15%的长期“压舱石”；二，坚持杠杆谨慎，注意仓位控制。展望未来，美伊冲突与美国降息预期仍是决定金价短期节奏的主线



## 免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！



中辉期货有限公司

公司总部地址：中国(上海)自由贸易试验区世纪大道1766号11层、12层  
全国统一客服热线：400-006-6688 网址：<https://www.zhqh.com.cn>