

宏观深度报告 20260508

黄金 ETF，2026 年 4 月复盘与 5 月展望

2026 年 05 月 08 日

投资要点

■ 市场表现回顾:

■ **走势复盘:** 2026 年 4 月沪金呈"冲高回落、月末回调"格局，月度回调 0.39%。月初放量冲高回落缩量探底，月中反弹至高点但多空拉锯，月末连续缩量回调阶段新低。地缘僵局与美联储鹰派压制下，市场完成从地缘溢价到货币定价的切换，量价呈现"放量震荡、缩量回调"特征，短期底部尚待资金回流确认。

■ **技术分析:** 截至 2026 年 4 月 30 日，沪金风险度低至 19.88，较 2026 年 3 月 31 日的 21.57 有所下降，性价比微升。趋势维度上，快线与慢线均呈现下行趋势，短期内趋势走弱。但结合整体趋势及宏观环境（美伊冲突对黄金边际影响减弱）研判，沪金目前已处于低风险区，预计将在 5 月震荡上行。

■ **日历效应分析:** 历史上 4 月沪金历史平均收益率 1.40%、胜率 57.98%，属全年最强月份之一；5 月则回落至 0.21%、胜率 52.22%。随着春季配置窗口关闭与实物金消费进入传统淡季，机构调仓趋于平静，日历效应推力弱化，季节性支撑边际减弱。

■ 事件驱动盘点:

■ **资产配置价值:** 2026 年 4 月沪金资产配置价值围绕地缘相持、美联储鹰派博弈与"滞胀"数据分化展开。2026 年 3 月 PMI 创新高与 3 月 CPI 跳升形成"热胀冷滞"，点阵图收敛至仅 1 次降息，政策不确定性加剧。多重因素角力下，沪金呈现"高位震荡、重心下移"格局。

■ **货币价值:** 2026 年 4 月沪金货币价值围绕美联储"Higher for Longer"与美元回归基本面展开。美元指数"先抑后扬"回吐战争溢价，10 年期美债收益率维持 4.2%-4.4% 高位，零息资产机会成本承压。全球央行购金"东进西退"——中国连续 17 个月增持创 13 个月新高，土耳其被迫抛售扰动储备叙事。美元阶段性回落提供喘息，但美联储鹰派底色未改，货币价值呈"多空交织、重心下移"格局。

■ **避险价值:** 2026 年 4 月沪金避险价值围绕美伊冲突从"全面对抗"转向"僵局常态化"展开。停火协议反复破裂、海峡开关反复、战争权力法博弈构成主线。市场对"停火—破裂"循环产生"战争疲劳"，避险属性边际钝化，避险需求呈"阶梯式回落、低位韧性"特征，对金价从 3 月的"强烈推升"转为"底部托举、上行乏力"。

■ **商品价值:** 2026 年 4 月黄金供需呈现"东方吸纳、西方减持"分化。全球 ETF 历史性外流，亚洲资金承接强劲；央行 26 年一季度净购金 244 吨，土耳其等被迫"以金换汇"。世界黄金协会预计 26 年印度实物需求降至 600-700 吨。商品属性呈"托底有余、拔高不足"特征。

■ 指数后市展望:

■ **关键事件前瞻:** 展望 5 月，沪金围绕美伊僵局、就业通胀数据及美联储政策展开。若数据显示温和放缓，鹰派预期或松动；反之承压。FOMC 官员表态与会议纪要指引利率预期，美元美债受美伊谈判主导，僵局压制黄金，突破支撑修复。谈判破裂推升避险，僵局延续提振有限，整体处于多重逻辑交织，走势对预期差敏感。

■ **指数走势展望:** 2026 年 4 月沪金冲高回落缩量整固，定价逻辑从"地缘溢价"向"蓄势待发"收敛。央行连续增持与亚洲资金创纪录流入提供"东方锚定"，美元战争溢价消退压制边际减弱。展望 5 月，在美伊僵局与数据验证背景下，金价大概率"震荡上行、重心缓升"，央行韧性与避险支撑有望打开上行空间。

■ **相关 ETF 产品:** 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至 2026 年 4 月 30 日，该基金总市值达 1131.53 亿元，当日成交额 38.95 亿元。

■ 风险提示:

1) 行业政策或监管环境突变；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 唐逸衍

执业证书: S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《纳斯达克 100ETF，4 月复盘与 5 月展望》

2026-05-06

《恒生科技 ETF，2026 年 4 月复盘及 5 月展望》

2026-05-06

内容目录

1. 市场表现回顾	4
1.1. 走势复盘.....	4
1.2. 技术分析.....	5
1.3. 日历效应复盘与展望分析.....	6
2. 事件驱动	7
2.1. 资产配置价值.....	8
2.2. 货币价值.....	9
2.3. 避险价值.....	11
2.4. 商品价值.....	14
3. 后市展望	16
3.1. 关键事件前瞻.....	16
3.2. 走势展望.....	17
3.3. 相关 ETF 产品	20
4. 风险提示	20

图表目录

图 1:	SHFE 黄金 4 月走势 (区间范围: 2026/04/01-2026/04/30)	5
图 2:	SHFE 黄金风险趋势模型 (2026/4/30)	6
图 3:	SHFE 黄金日历效应 (2008/1/9-2025/12/31)	7
图 4:	伦敦金下午定盘价 (2020/4/30-2026/4/30)	18
图 5:	伦敦金价和伦敦银价 (2020/4/30-2026/4/30)	18
图 6:	2026 年 6 月 Fed 议息会议目标利率概率 (2026/04/30)	19
图 7:	FOMC 议息表决点阵图 (2026/04/30)	19
表 1:	影响黄金资产配置价值事件总结 (2026/04/01-2026/4/30)	8
表 2:	影响黄金货币价值事件总结 (2026/04/01-2026/4/30)	10
表 3:	影响黄金避险价值事件总结 (2026/04/01-2026/4/30)	12
表 4:	影响黄金商品价值事件总结 (2026/04/01-2026/04/30)	15
表 5:	2026 年 5 月事件预告	17
表 6:	华安黄金 ETF (2026/4/30)	20

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

自 2026 年 4 月 1 日至 2026 年 4 月 30 日，沪金整体呈现出“冲高回落、月末回调”的运行特征，月度回调 0.39%。月初价格小幅冲高后迅速回落探底，月中一度反弹至月内高点附近，但月末最后几个交易日出现连续回调，回吐全月涨幅并创阶段新低，整体形成“倒 V 型”走势格局。

具体来看，月初阶段，沪金价格小幅高开后尝试上攻，但未能形成有效突破，随后快速回落并触及月内低位。月初成交量从高位快速萎缩，呈现“放量冲高回落、缩量阴跌探底”特征，市场在中东冲突升级、部分央行抛售黄金与美联储鹰派预期交织下观望情绪浓厚，多头动能未能有效积蓄，空头占据主导。

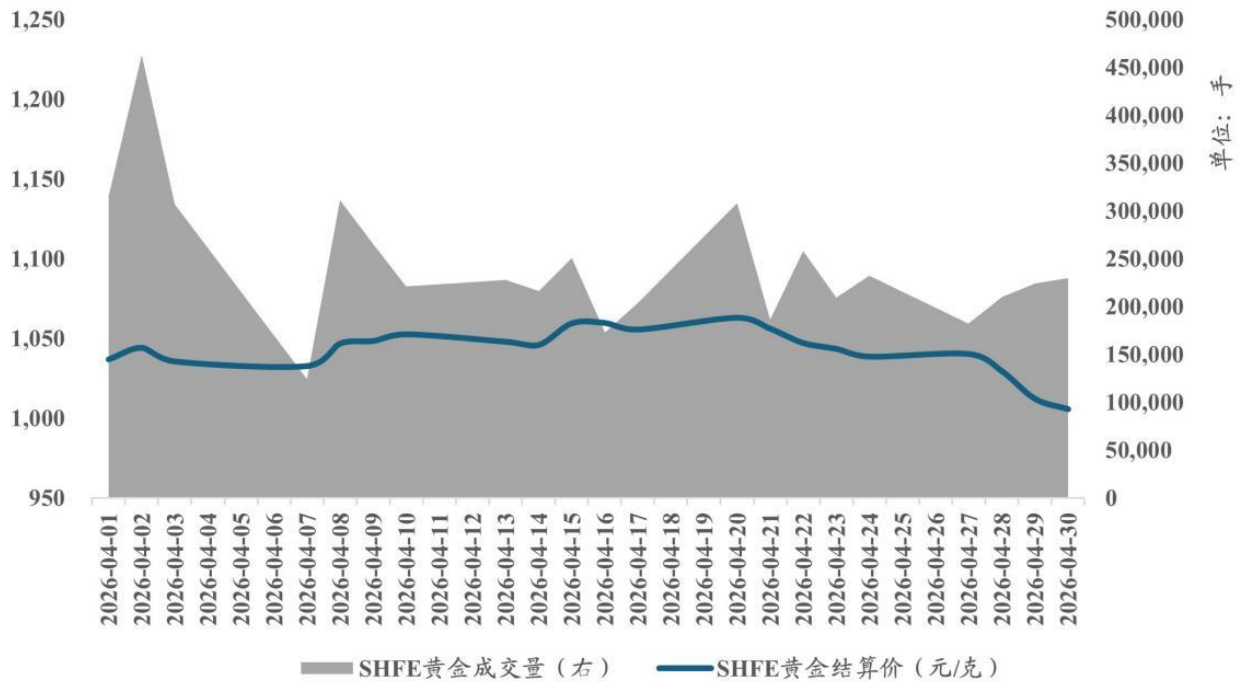
月中阶段，价格在触及月初低位后单日大幅反弹，成交量同步放大，显示逢低买盘阶段性介入；随后进入高位区间震荡，价格一度攀升至月内高点附近。此阶段成交量整体维持在中等水平，反映市场对美伊谈判反复、美联储政策分歧以及中东局势博弈的激烈交锋，多空双方在关键区间形成拉锯，价格缺乏明确方向选择。

月末阶段，价格从月中高点附近缓慢回落，随后在倒数几个交易日突发连续回调，收于月内最低位附近。月末成交量整体处于低位区间，未出现恐慌性放量，更多体现为多头信心崩溃后的止损盘涌出与承接力量不足，市场做空动能未经过充分宣泄即完成破位。

从量价配合角度看，4 月行情呈现出“冲高回落、放量震荡、缩量急跌”的典型特征。月初冲高回落伴随成交量从峰值快速萎缩，显示市场追涨意愿不足、资金高位离场；月中价格反弹并维持区间震荡，成交量维持中等水平，反映多空分歧加大、市场陷入僵持博弈；月末价格回调而成交量并未放大，表明市场从谨慎观望快速转向信心崩塌，被动止损成为主导力量，市场情绪从月中的弱平衡切换至月末的普遍悲观。

整体来看，4 月沪金价格在美伊冲突僵局常态化、美联储鹰派预期压制与美元指数“先抑后扬”的多重影响下经历了一轮“过山车”行情。价格运行节奏由月初的冲高回落过渡到月中的区间震荡，再切换至月末的回调，市场完成了从地缘溢价建立到货币政策定价主导的复杂转换。月末的缩量破位更暗示短期下行趋势或尚未结束，市场底仍需等待信心修复与增量资金回归。

图1: SHFE 黄金 4 月走势 (区间范围: 2026/04/01-2026/04/30)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列: 双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报, 技术分析主要从风险维度 (标的位置的相对高低) 与趋势维度 (动量的相对强弱) 进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP, 以及趋势指标 TREND, 构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2026 年 4 月 30 日, 沪金风险度低至 19.88, 较 2026 年 3 月 31 日的 21.57 有所下降, 性价比微升。趋势维度上, 快线与慢线均呈现下行趋势, 短期内趋势走弱。但结合整体趋势及宏观环境 (美伊冲突对黄金边际影响减弱) 研判, 沪金目前已处于低风险区, 因此我们预计沪金或将在 5 月震荡上行。

图2：SHFE 黄金风险趋势模型（2026/4/30）

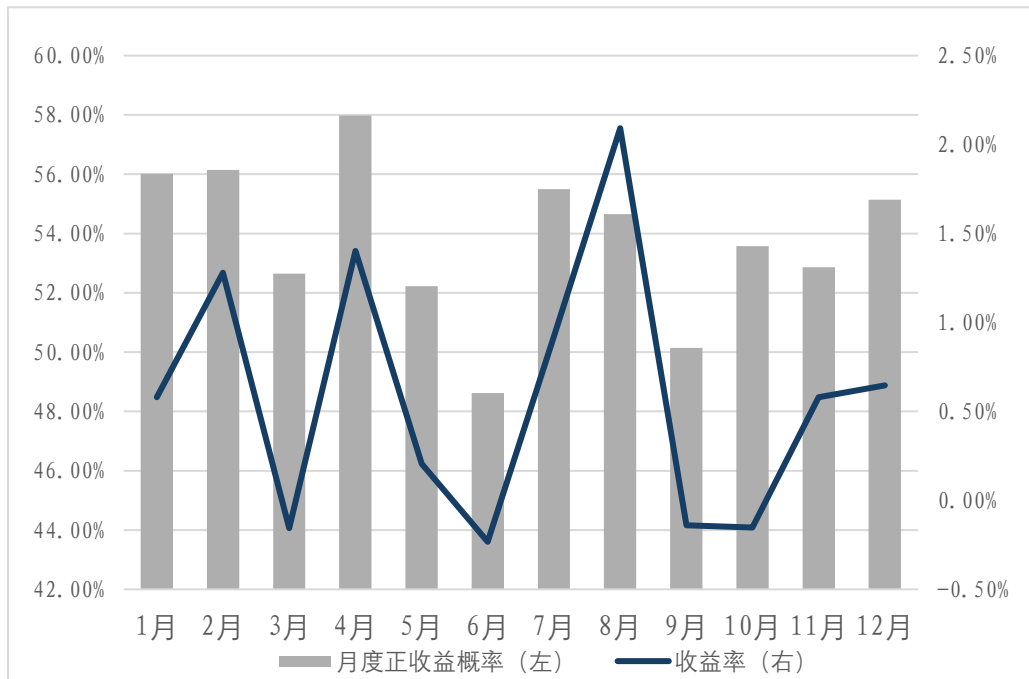


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 日历效应复盘与展望分析

根据往年日历效应的统计，4月沪金平均收益率为1.40%，胜率为57.98%，是全年趋势最强的月份之一。受季节性推力与春季配置窗口共振影响，4月沪金整体在高位震荡中呈现出韧性特征，符合历史规律中“春季攻势”的尾部行情。5月沪金平均收益率为0.21%，胜率为52.22%，整体趋势较4月明显收敛，胜率亦回落至略高于五成的中性水平。这一季节性转弱并非偶然，而是与实物黄金消费进入传统淡季高度相关。二季度至三季度初通常是金饰消费与工业需求的季节性低谷，上游制造商补货意愿下降，上海黄金交易所黄金出库量往往环比回落，实物端的支撑力度边际减弱。与此同时，随着4月春季配置窗口关闭，机构资金的阶段性调仓需求趋于平静，市场更多转向对宏观数据与政策预期的博弈，日历效应的推力弱化。

图3: SHFE 黄金日历效应 (2008/1/9-2025/12/31)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 事件驱动

4月黄金价格整体呈高位震荡、重心下移走势，四大价值属性逻辑剧烈博弈、避险属性边际钝化。资产配置层面，美国经济数据“滞胀”分化与美联储鹰派底色交织，制造业 PMI 创新高与核心 CPI 跳升形成“热胀冷滞”格局，实际利率高位震荡主导金价运行中枢下移；货币层面，美元指数先抑后扬、4月中旬抹去中东战争全部涨幅后再度走强，10年期美债收益率维持 4.2%-4.4%高位，黄金零息属性面临结构性压制，但亚洲央行连续增持与西方 ETF 历史性流出形成“东进西退”格局，托底黄金货币信用；避险层面，美伊冲突转入“边打边谈的僵局常态化”，停火协议反复达成与破裂、霍尔木兹海峡开闭循环、谈判僵局与三航母威慑交织，市场对“停了又打、打了又停”的循环产生“战争疲劳”，避险溢价阶梯式回落，对金价支撑由 3 月的“强烈推升”转为“底部托举、上行乏力”；商品层面，全球央行一季度净购金 244 吨维持五年均值以上，中国央行 3 月增持规模创近 13 个月新高，亚洲 ETF 一季度净流入 140 亿美元创历史纪录，为金价提供底层支撑，但北美 ETF 遭遇 120 亿美元历史最大流出、印度实物需求预计降至 600-700 吨创近年新低，供需结构呈现“东方吸纳、西方减持”的分化。

整体来看，黄金在地缘僵局常态化、政策预期摇摆与资金东西分化的多重逻辑交织中延续复杂平衡，价格表现为高位震荡、重心下移，四大价值属性定价权重此消彼长，形成由货币政策预期主导、多因素角力的震荡定价格局。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息，需特别说明：所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；同时，文中所述当日涨跌幅均按当日收盘价相对于上一交易日结算价的变动比例计算。因为时差因素，美国数据常在北京时间盘后公布，沪金当日涨跌幅无法完整反映事件冲击。为保证统计一致性，在表格中已标注下一交易日的日期以及对应的指数表现；若数据或新闻于上海期货交易所非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现同样顺延至披露后首个交易日。

2.1. 资产配置价值

整体来看，2026年4月沪金在资产配置价值维度上的定价逻辑，主要围绕中东地缘冲突进入相持阶段、美联储政策预期剧烈博弈与美国经济数据“滞胀”分化三重主线交织展开。月内制造业 PMI 创 47 个月新高与 CPI 同比跳升至 3.3% 形成共振，显示“热胀冷滞”格局初显；美联储 4 月议息会议维持利率不变，但出现 1992 年以来最大内部分歧，点阵图将年内降息预期收敛至仅 1 次，鲍威尔留任理事与沃什提名交替进一步加剧政策路径不确定性。随着霍尔木兹海峡封锁持续、美伊冲突陷入拉锯，原油价格在高位宽幅震荡，市场逐步消化能源供给冲击，恐慌情绪边际收敛。整体而言，沪金在 4 月主要受美联储鹰派压制、通胀预期反复、地缘风险常态化与亚洲央行购金支撑的多重因素博弈影响，其资产配置价值呈现“高位震荡、重心下移”的走势，形成了由货币政策预期主导、多因素角力下的复杂平衡格局。

下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价和情绪引导等的潜在冲击。

表1：影响黄金资产配置价值事件总结（2026/04/01-2026/4/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/04/03	美国 3 月非农就业人数、失业率均超预期	偏负向	-1.08%
2026/04/09	世界黄金协会：全球黄金 ETF 在 3 月流出 120 亿美元 亚洲市场逆势买入	偏中性	-0.54%
2026/04/10	美国 3 月核心 CPI 同比不及预期	偏正向	-0.02%
2026/04/14	美国 3 月 PPI 同比、环比均不及预期	偏正向	0.45%
2026/04/21	美联储主席提名人凯文沃什参加听证会，主张降息+缩表的货币政策	偏中性	-1.08%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美国 3 月非农就业人数、失业率均超预期】

点评：美国 3 月非农就业与失业率双双优于市场预期，显示美国劳动力市场仍具韧性，短期内经济硬着陆风险较低。数据削弱了市场对美联储加速降息的押注，美元指数

获得支撑，沪金当日回调 1.08%，资产配置端的利率敏感性压力显现。

【世界黄金协会：全球黄金 ETF 在 3 月流出 120 亿美元，亚洲市场逆势买入】

点评：全球黄金 ETF 出现大规模资金外流，表明欧美机构投资者在高位获利了结或转向风险资产；但亚洲市场的逆势买盘提供了需求支撑，多空力量部分对冲。整体影响偏中性，沪金回调 0.54%，显示东西方资金在黄金配置上的存在分歧。

【美国 3 月核心 CPI 同比不及预期】

点评：核心 CPI 同比增速低于预期，缓解美伊冲突带来的通胀担忧，理论上将强化美联储年内降息预期，对黄金形成正向支撑。但当日沪金几乎收平（-0.02%），显示市场仍在消化前期非农超预期的利空余波，降息交易尚未重新主导定价。

【美国 3 月 PPI 同比、环比均不及预期】

点评：PPI 全面不及预期，与前期核心 CPI 数据形成共振，进一步向市场传递“通胀可控”的判断，市场重新评估美联储政策宽松空间，降息预期小幅回暖。沪金当日上涨 0.45%，反映出在通胀数据软着陆的背景下，黄金的利率下行定价开始修复。

【美联储主席提名人凯文·沃什参加听证会，主张降息+缩表的货币政策】

点评：沃什提出“降息+缩表”的政策组合，虽降息方向偏鸽派，但缩表意味着美联储将继续回收市场流动性，对黄金构成结构性压制；同时市场对其提名通过前景及政策实际操作空间存疑，避险情绪与政策不确定性交织，沪金当日回调 1.08%，反应偏负面。

2.2. 货币价值

整体来看，2026 年 4 月沪金在货币价值维度上的定价逻辑，主要围绕美联储鹰派预期边际强化与地缘避险溢价消退后的美元回归基本面展开。美元指数在月内受美联储“更高更久”政策路径确认、中东冲突进入相持阶段的影响，呈现“先抑后扬、战争溢价尽数回吐”的特征。在 4 月 17 日美元指数抹去中东战争爆发以来全部涨幅后，市场对美元的避险定价快速收敛，黄金的计价货币压力获得阶段性缓解。

与此同时，10 年期美债收益率在 4 月累计上涨 5.41 个基点，交投区间落在 4.22% 至 4.43% 之间，走势呈现先抑后扬格局，美联储维持利率不变且点阵图收敛降息预期的

政策信号，持续推高黄金作为零息资产的机会成本。在此背景下，全球央行购金格局出现分化：中国央行连续 17 个月增持黄金，3 月单月增持 16 万盎司至 7438 万盎司，增持规模为近 13 个月新高，为黄金的货币信用提供了坚实的"东方锚定"；而土耳其、波兰等新兴市场经济体在能源危机与本币贬值压力下被迫开展"以金换汇"操作，短期内对储备货币的稳定性叙事形成扰动。

整体而言，4 月黄金的货币属性在"央行购金分化加剧、美元战争溢价消退、美债收益率高位震荡"的三重博弈中呈现"东进西退"的格局。美元的阶段性回落为黄金货币价值提供了喘息窗口，但美联储鹰派底色未改、实际利率维持高位，黄金的零息资产属性仍面临严峻的结构性压制，其货币价值呈现"多空交织、重心下移"的复杂定价格局。

表2：影响黄金货币价值事件总结（2026/04/01-2026/4/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/04/04	为应对中东冲突引发的能源供应短缺以及土耳其里拉贬值压力，土耳其黄金储备在过去两周大幅减少近 120 吨，	偏负向	(2026/04/07) -0.14%
2026/04/07	中国央行截至 3 月末黄金储备 7438 万盎司，连续 17 个月增持，单月增持规模创近 13 个月新高	偏正向	-0.14%
2026/04/16	据土耳其央行数据，截至 4 月 10 日当周，其国际标准黄金储备增加 5.77 吨，至 699.89 吨	偏正向	0.17%
2026/04/17	美元指数抹去中东战争以来的全部涨幅	偏正向	-0.56%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【土耳其两周抛售近 120 吨黄金储备】

点评：土耳其黄金储备在两周内骤减近 120 吨，这并非简单的战术性调仓，而是新兴市场经济体在能源危机与本币贬值双重挤压下的"以金换汇"被迫之举。此类操作虽属个案，但短期内打破了央行净购金的单边叙事，黄金作为储备资产的稳定性面临阶段性质疑，沪金节后首日回调 0.14%。

【中国央行连续 17 个月增持黄金，3 月增持规模创近 13 个月新高】

点评：中国央行 3 月增持黄金 16 万盎司至 7438 万盎司，单月增持规模创近 13 个月新高，此举是全球货币体系多元化战略下的加速布局。在中美博弈与美元信用弱化的双重驱动下，核心央行购金为黄金的货币价值提供了坚实的"东方锚定"。

【土耳其央行黄金储备单周增加 5.77 吨至 699.89 吨】

点评：土耳其央行黄金储备单周回升 5.77 吨，这并非简单的储备回补，而是前期应急抛售后流动性压力边际缓解的信号。在“去美元化”大背景下，央行购金的主趋势未发生根本逆转，黄金的储备货币属性获得修复，当日沪金微涨 0.17%。

【美元指数抹去中东战争爆发以来全部涨幅】

点评：美元指数回吐中东战争以来全部涨幅，是地缘溢价消退后美元回归货币政策基本面定价的结果。在美元“战争生水”快速收敛的背景下，黄金所面临的计价货币压力缓解，其货币属性迎来阶段性修复窗口。

2.3. 避险价值

整体来看，2026 年 4 月沪金在避险价值维度上的定价逻辑，主要围绕美以伊冲突从“全面军事对抗”向“边打边谈的僵局常态化”演变展开。月内风险事件呈现出“谈判拉锯反复、海峡开闭循环、军事威慑与外交博弈交织”的特征，特别是美伊停火协议的达成与快速破裂、霍尔木兹海峡的“关了又开、开了又关”、以及《战争权力法》60 天红线触发的法律博弈，共同构成了 4 月避险定价的核心主线。

尽管黄金作为兼具避险与货币属性的核心资产，在地缘风险持续悬置的背景下仍具备尾部保护功能，但本月黄金的避险属性呈现出“边际钝化”特征——市场对“停火—破裂—再停火”的循环模式产生“战争疲劳”，重大地缘冲击下的金价反应明显弱化。需要注意的是，相关风险事件已不仅仅是军事层面的对抗升级，而是地缘核心矛盾与法律约束、联盟博弈、能源控制等结构性因素形成深度共振，避险需求在月内呈现出“阶梯式回落、低位韧性增强”的特征，对金价的影响由 3 月的“强烈推升”转为 4 月的“底部托举、上行乏力”。

4 月初黄金受特朗普设定停火前提与伊朗强硬回应的对抗升级支撑冲高；月中随着美伊首轮会谈落地与“框架性协议”假突破，市场对地缘缓和的乐观预期短暂压制避险属性，叠加美联储鹰派信号与美元走强的持续压制，黄金价格震荡回落；月末伊朗重新封锁海峡、拒绝二轮谈判与三航母部署中东等事件未能有效激活避险买盘，表明市场已对“谈判—破裂”的循环产生免疫，避险溢价维持低位徘徊。直至《战争权力法》60 天红线触发特朗普单方面宣称“敌对行动结束”，市场对“法律终战”与实际停火之间的持久性存疑，沪金仅微幅反弹，避险属性的整体弱势格局未获根本扭转。

表3: 影响黄金避险价值事件总结 (2026/04/01-2026/4/30)

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/04/01	特朗普设定停火前提, 伊朗强硬回应: 霍尔木兹海峡矛盾正式确立	偏正向	3.18%
2026/04/05	特朗普发出"发电厂日和大桥日"威胁	偏正向	(2026/04/07) -0.14%
2026/04/07	特朗普宣布暂停轰炸袭击伊朗两周	偏负向	(2026/04/08) 2.83%
2026/04/08	美伊首轮会谈定于4月11日在伊斯兰堡举行	偏负向	2.83%
2026/04/11	特朗普宣布美军将封锁霍尔木兹海峡	偏正向	(2026/04/13) -0.89%
2026/04/15	美伊"接近达成框架性协议"假突破	偏正向	1.16%
2026/04/17	特朗普确认伊朗开放霍尔木兹海峡	偏负向	-0.56%
2026/04/18	伊朗违反停火承诺, 重新封锁霍尔木兹海峡	偏正向	(2026/04/20) -0.08%
2026/04/19	伊朗正式拒绝参加第二轮谈判	偏正向	(2026/04/20) -0.08%
2026/04/21	特朗普宣布延长停火, 伊朗确认拒绝二轮谈判, 但表示"同意暂停军事战斗, 战争仍未结束"	偏负向	(2026/04/22) -0.46%
2026/04/23	美伊谈判陷入僵局, 伊朗议长辞去谈判团队职务	偏正向	-0.69%
2026/04/24	美军数十年来首次三艘航母同时部署中东	偏正向	-1.10%
2026/04/30	美对伊战争触及《战争权力法》60天红线, 特朗普政府宣称"敌对行动已结束"	偏正向	0.40%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【特朗普设定停火前提, 伊朗强硬回应: 霍尔木兹海峡矛盾正式确立】

点评: 特朗普设定停火前提遭伊朗强硬回击, 标志着美以伊冲突从"军事对轰"正式升级为"战略威慑与反威慑"的僵局阶段。霍尔木兹海峡作为矛盾核心, 其封锁风险首次被双方明确置于谈判桌前, 全球能源断供阴影扩大。当日沪金大涨3.18%, 避险溢价快速建立。

【特朗普发出"发电厂日和大桥日"威胁】

点评: 特朗普对伊朗民用基础设施发出精准打击威胁, 标志着冲突从军事目标向民生命脉的"非对称升级"。此类威胁虽属口头施压, 但大幅推升了冲突外溢至伊朗国内社会稳定的风险敞口。然而2026年4月7日沪金回调0.14%, 显示市场仍在评估威胁的

可执行性，避险买盘被美元阶段性走强所压制。

【特朗普宣布暂停轰炸袭击伊朗两周】

点评：特朗普单方面宣布暂停轰炸两周，标志冲突进入“战术性休战”窗口。但暂停不等于停火，双方核心诉求——伊朗要求停止暗杀与解除制裁、美方要求彻底弃核——均未触及。2026年4月8日沪金反涨2.83%，反映市场对“以谈促打”本质的清醒认知，短暂的停火窗口反而成为资金布局避险的契机。

【美伊首轮会谈定于4月11日在伊斯兰堡举行】

点评：美伊首轮会谈落地伊斯兰堡，标志着双方从“全面对抗”转向“边打边谈”的复杂博弈阶段。但会谈地点选择第三方国家本身即暴露了双方互信的缺失，市场对此轮会谈取得实质性突破的预期极低。当日沪金上涨2.83%，避险属性与对谈判失败的预防性定价同步共振。

【特朗普宣布美军将封锁霍尔木兹海峡】

点评：特朗普宣布美军对霍尔木兹海峡实施封锁，标志着冲突从地区性军事对抗升级为“全球能源咽喉”的控制权争夺。然而2026年4月13日沪金回调0.89%，显示市场开始交易“封锁不可持续”的逻辑，叠加美联储鹰派压制，避险属性遭遇实际利率的结构对冲。

【美伊“接近达成框架性协议”假突破】

点评：美伊谈判传出“接近达成框架性协议”的消息，一度引发市场对地缘缓和的乐观预期。但协议内容未触及铀浓缩等核心争议，且双方后续表态迅速证伪突破，形成典型的“假突破”行情。当日沪金上涨1.16%，反映市场对协议脆弱性的警惕——短暂的缓和信号未能动摇对结构性对抗的认知，避险买盘在低位承接。

【特朗普确认伊朗开放霍尔木兹海峡】

点评：特朗普确认伊朗重新开放霍尔木兹海峡，标志着月初封锁威胁的阶段性解除，全球能源断供的最坏情景暂时退潮。海峡通航恢复直接打压油价地缘溢价，黄金的避险支撑随之松动。当日沪金回调0.56%，避险溢价快速回吐。

【伊朗违反停火承诺，重新封锁霍尔木兹海峡；伊朗正式拒绝参加第二轮谈判】

点评：伊朗再度封锁海峡并拒绝二轮谈判，标志“战术性休战”正式破裂，冲突重回“以打促谈”的螺旋。海峡的反复开闭显示双方缺乏基本互信，任何协议均面临瞬时作废风险。然而2026年4月20日沪金几乎收平(-0.08%)，显示市场对“封锁—开放—再封锁”的循环已产生疲劳，避险属性的边际敏感性下降。

【特朗普宣布延长停火，伊朗拒绝二轮谈判但“同意暂停军事战斗”】

点评：特朗普延长停火与伊朗的"有限配合"形成微妙平衡，双方进入"不谈判、也不开战"的冷对抗状态。伊朗"战争仍未结束"的表态表明军事选项并未移除，只是被推后。2026年4月22日沪金回调0.46%，避险溢价持续收敛，市场在"无战即安"的逻辑下逐步降低地缘风险权重。

【美伊谈判陷入僵局，伊朗议长辞去谈判团队职务】

点评：伊朗议长辞去谈判团队职务，标志伊方内部对谈判路径产生严重分歧，"以打促谈"的强硬派占据上风。美伊谈判陷入技术性僵局，短期内重启对话的窗口收窄。但当日沪金回调0.69%，显示市场已充分定价谈判破裂的预期，且美元的阶段性走强继续压制以美元计价的黄金表现。

【美军数十年来首次三艘航母同时部署中东】

点评：三航母战斗群齐聚中东，为"极限施压"提供军事后盾。这是自海湾战争以来罕见的军力投射，向伊朗传递了"谈不拢即打"的明确信号。然而当日沪金回调1.10%，显示三航母更多被市场解读为"威慑而非实战"的战略姿态，叠加美联储鹰派预期压制，避险属性未能有效激活。

【美对伊战争触及《战争权力法》60天红线，特朗普政府宣称"敌对行动已结束"】

点评：特朗普借《战争权力法》60天期限宣称"敌对行动结束"，标志着白宫在法律层面为军事行动"强行收官"。但双方军事设施互毁、核设施受损的既成事实难以逆转，且伊朗未予确认停火，"单方面终战"的法律叙事与战场现实存在裂口。当日沪金微涨0.40%，显示市场对"法律终战"与"实际停火"之间的持久性存疑，避险溢价维持低位徘徊。

2.4. 商品价值

从商品属性维度看，2026年4月黄金的供需呈现出"东方吸纳、西方减持"的分化格局。受中东地缘冲突进入相持阶段、美联储鹰派预期压制等因素影响，全球黄金ETF遭遇历史性资金外流，北美机构资金的阶段性撤退对短期价格形成抛压；但中国央行连续17个月增持且3月增持规模创近13个月新高，亚洲地区一季度ETF净流入140亿美元创历史纪录，显示出东方资金的强劲承接能力。

与此同时，央行购金格局出现分化：一方面，波兰、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等国延续增持态势，全球央行一季度净购金244吨维持五年均值以上；另一方面，土耳其、俄罗斯等新兴市场经济体在能源危机与本币贬值压力下被迫开展"以金换汇"的战术性操作，3月抛售近127吨后于4月中旬回补36.4吨，储备端的剧烈波动凸显了黄金在极端危机时期的优质流动性属性。实物消费端则持续承压，印度黄金需求预计进一步降至600-700吨，高金价对珠宝消费的抑制作用仍存。

整体而言，商品属性在4月更多体现为“多空交织下的底部托举”，而非短期极端波动的主导因素。央行结构性购金与投资需求的“双轮驱动”格局未改，为金价提供了坚实的底层支撑；但欧美ETF历史性流出与实物消费疲软形成阶段性压制，其定价权重在货币政策预期与地缘风险面前暂居次要地位，商品逻辑呈现出“托底有余、拔高不足”的特征。

表4：影响黄金商品价值事件总结（2026/04/01-2026/04/30）

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2026/4/7	中国央行3月末黄金储备7438万盎司，连续17个月增持，单月增持规模创近13个月新高	偏正向	-0.14%
2026/4/13	土耳其央行通过平仓互换头寸回补黄金储备约36.4吨，持有量回升至730吨	偏正向	-0.89%
2026/4/20	世界黄金协会：预计2026年印度黄金总需求降至600-700吨，创近年新低	偏负向	-0.08%
2026/4/24	全球黄金ETF在3月遭遇120亿美元历史最大流出，但亚洲逆势净流入20亿美元	偏中性	-1.10%
2026/4/29	世界黄金协会Q1报告：全球央行一季度净购金244吨，同比增长3%，维持五年均值以上	偏正向	-1.72%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【中国央行3月末黄金储备7438万盎司，连续17个月增持，单月增持规模创近13个月新高】

点评：中国央行3月增持16万盎司至7438万盎司，单月增持规模创2025年2月以来新高，这是在金价剧烈震荡背景下的“逢低吸纳”战略定力显现。在全球“去美元化”浪潮下，官方部门结构性买盘的主趋势未发生根本逆转，为黄金价格中枢提供了坚实的“东方锚定”。

【土耳其央行通过平仓互换头寸回补黄金储备约36.4吨，持有量回升至730吨】

点评：土耳其央行在4月中旬通过平仓部分美元兑黄金互换头寸，将黄金储备从3月底的约693吨回升至730吨，这或是前期“以金换汇”应急操作后流动性压力边际缓解的确认。此类战术性操作凸显了黄金在危机时期的优质流动性属性，但储备端的剧烈波动也表明新兴市场央行在极端地缘冲击下面临阶段性抛售压力。

【世界黄金协会：预计2026年印度黄金总需求降至600-700吨，创近年新低】

点评：世界黄金协会预计2026年印度黄金总需求将进一步下滑至600-700吨，低于2025年已处于五年低点的710.9吨，这是高金价对实物消费端持续挤压的结构性结

果。印度实物需求的降温对黄金的商品属性构成阶段性利空，但金条金币投资的替代性增长部分对冲了珠宝消费的下滑，整体影响偏负向。

【全球黄金 ETF 在 3 月遭遇 120 亿美元历史最大流出，但亚洲逆势净流入 20 亿美元】

点评：3 月全球黄金 ETF 遭遇 120 亿美元历史最大规模流出，主要受北美地区 130 亿美元巨额流出拖累，这是欧美资金在“通胀→加息”恐慌下的阶段性避险减仓。与之形成鲜明对比的是，亚洲地区逆势净流入 20 亿美元，一季度累计流入 140 亿美元创历史纪录，显示东西方资金在黄金配置上的分化。

【世界黄金协会 Q1 报告：全球央行一季度净购金 244 吨，同比增长 3%，维持五年均值以上】

点评：世界黄金协会 Q1 报告显示，尽管土耳其、俄罗斯等少数央行开展战术性售金，但全球央行一季度仍净购金 244 吨，同比增长 3%，整体维持在五年季度均值以上。报告同时显示一季度全球金条与金币投资同比飙升 42% 至 474 吨，创 2010 年以来第二高水平。央行购金与投资需求的“双轮驱动”格局延续，为黄金的商品价值提供了稳固的底层支撑。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望 5 月，黄金价格走势仍将围绕美伊谈判僵局演化、美国就业与通胀数据验证、美联储政策路径校准以及中东地缘风险持续性等核心因素展开。月内“不谈不战”的冷对抗格局与美联储鹰派底色交织，不同驱动逻辑或将交替影响市场定价，价格运行延续事件驱动+预期摇摆的特征，区间震荡与等待方向选择并存。

在宏观数据层面，美国 4 月 ISM 制造业与非制造业指数、非农就业、失业率及核心 PCE 等关键数据将集中落地，为中东冲突导致的油价高位环境下的通胀节奏与就业韧性提供最新验证。ISM 制造业 PMI 投入价格指数已升至 84.6 创四年新高，若后续就业数据显示温和放缓、核心 PCE 并未超出预期，市场对美联储维持高利率的必要性将重新评估，黄金的配置价值与货币属性有望获得修复；若非农数据超预期偏强或通胀粘性显现，可能再度引发利率路径“鹰派再定价”，对黄金形成阶段性压制。

在政策预期层面，5 月 5 日 FOMC 多位官员密集发声及 5 月 20 日 FOMC 货币政策会议纪要将成为核心焦点。在 4 月美联储维持利率不变但出现 1992 年以来最大内部分歧、点阵图收敛至仅 1 次降息的背景下，官员表态与会议纪要指引将直接作用于实际利率与流动性预期。需重点跟踪鲍威尔与沃什交替期的政策信号一致性，以及官员对“滞胀”风险的评估是否发生边际转变，任何鸽派松动迹象都可能成为黄金破局的关键催化剂。

在货币价值层面，受美联储"Higher for Longer"政策路径确认影响，美元指数与美债收益率在4月维持高位震荡，对黄金零息资产属性形成持续压制。展望5月，美伊谈判的边际进展将影响美元走势，从而间接决定黄金的货币价值。一方面，若美伊僵局持续甚至升级——伊朗威胁"前所未有军事行动"或美军封锁长期化——美元避险买盘可能继续走强，压制黄金货币属性；另一方面，若伊朗新方案推动谈判取得实质性突破、霍尔木兹海峡通航恢复，美元战争溢价将进一步回吐，叠加美国就业市场边际降温导致的实际利率预期下移，黄金的货币价值有望在5月迎来阶段性修复。

在避险价值层面，美伊局势进入"边谈边耗"的僵局常态化阶段，特朗普借《战争权力法》60天期限宣称"敌对行动结束"但承认"战事可能远未结束"，双方互信缺失的结构性矛盾难以调和。5月需重点关注美伊能否就伊朗新提出的14点方案展开实质性对话、霍尔木兹海峡航运风险能否实质性缓解、以及美军航母部署调整后的军事威慑持续性。若谈判彻底破裂或伊朗采取"前所未有军事行动"，避险情绪将快速抬升并为金价提供强支撑；若僵局延续，避险溢价或维持低位徘徊，难以完全消退但边际提振有限。

整体来看，5月黄金价格将处于数据验证、政策指引、地缘僵局、流动性预期的多重逻辑交织之中，走势对预期差与事件进展高度敏感，相关变量的落地节奏与持续性仍需月在月内动态跟踪。

表5: 2026年5月事件预告

日期	事件	影响层面
2026/05/01	美国4月ISM制造业指数	资产配置价值
2026/05/05	FOMC多位官员将发声	资产配置价值
2026/05/05	美国4月ISM非制造业指数	资产配置价值
2026/05/08	美国4月非农、失业率数据公布	资产配置价值
2026/05/12	美国4月核心PCI数据公布	资产配置价值
2026/05/20	FOMC货币政策会议纪要	资产配置价值

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 走势展望

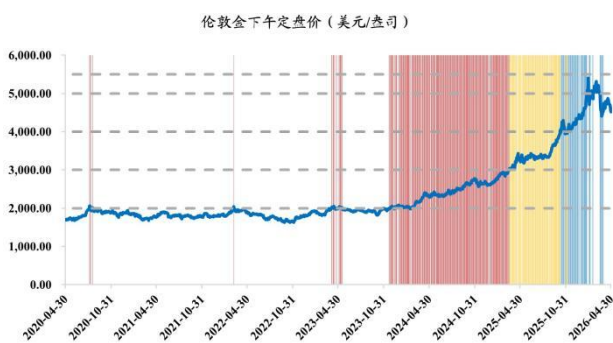
从中长期价格结构看，黄金上行斜率在4月呈现"倒V型"冲高回落特征，定价逻辑从月初的"地缘溢价博弈"切换至月末的"货币政策定价主导"。尽管长期牛市通道保持完好，但4月下旬连续回调已使价格运行至关键支撑区域，波动率维持高位，近期更呈现"缩量整固、重心企稳"的特征。这一特征表明，资金对黄金的定价逻辑已由激进的"宏观博弈"模式向稳健的"蓄势待发"模式收敛，黄金正从"高波动风险资产"向"震荡蓄势"状态回归，为后续上行积蓄动能。

从资金博弈特征看，黄金正面临"央行结构性托底"与"机构阶段性观望"这两重因素

的边际改善。当前金价仍受各国央行战略性底仓支撑——中国央行连续 17 个月增持、一季度全球央行净购金 244 吨维持五年均值以上，为价格提供了坚实的“东方锚定”；虽然美联储“Higher for Longer”政策路径确认、美元指数与美债收益率维持高位，但欧美机构资金配置逻辑已出现松动迹象，3 月全球黄金 ETF 遭遇 120 亿美元历史最大流出后，空头动能已得到阶段性释放。特别是在 4 月末美联储议息会议释放鹰派信号后，黄金展现较强韧性并未深度破位，揭示了“强美元+高实际利率”双重压制已边际减弱。更值得关注的是，4 月中旬美元指数抹去中东战争以来全部涨幅，表明战争溢价对美元的支撑正在消退；同时亚洲资金一季度逆势净流入 140 亿美元创历史纪录，显示“去美元化”逻辑仍在底层提供韧性。在此背景下，5 月初黄金市场进入缩量整理阶段，多空博弈趋于均衡，展现出“下有支撑、上有空间”的企稳回升特征。

展望后市，宏观扰动烈度与美联储的货币政策态度将直接决定金价的运行边界。在美伊冲突进入“边谈边耗”的僵局常态化阶段、伊朗 14 点方案与美方诉求差距悬殊、美国 4 月非农与核心 PCE 数据即将落地的背景下，黄金 5 月大概率呈现“震荡上行、蓄力突破”的运行格局。需关注的是，若 5 月美联储官员密集发声边际转鸽，或美伊局势缓和，金价有望凭借“央行购金韧性+地缘支撑”双重逻辑打开上行空间。后续的行情锚点在于“央行购金韧性”能否带动“高利率环境下的持有成本”预期松动——若中国等核心央行增持力度超预期或美国经济数据边际降温动摇鹰派立场，金价有望企稳回升；整体呈现“震荡上行、重心缓升”的态势，等待 6 月 FOMC 会议提供更清晰的方向指引。

图4：伦敦金下午定盘价（2020/4/30-2026/4/30）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：伦敦金价和伦敦银价（2020/4/30-2026/4/30）



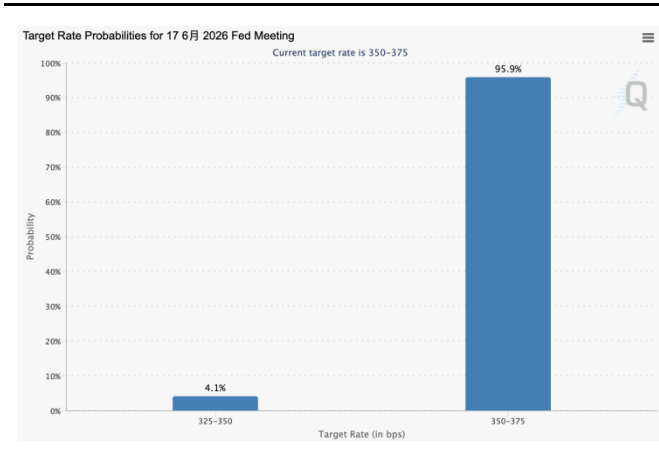
数据来源：wind，东吴证券研究所

注：图 4 的红色亮高部分代表伦敦金从 2000 美元/盎司涨到 3000 美元/盎司；黄色部分代表伦敦金从 3000 美元/盎司涨到 4000 美元/盎司；蓝色部分代表伦敦金从 4000 美元/盎司涨到 5000 美元/盎司。

市场对 2026 年 6 月美联储议息会议的利率定价仍集中于维持当前利率不变的区间，政策预期未形成单边变化。在利率路径尚未明确重新定价的情况下，黄金价格短期内缺

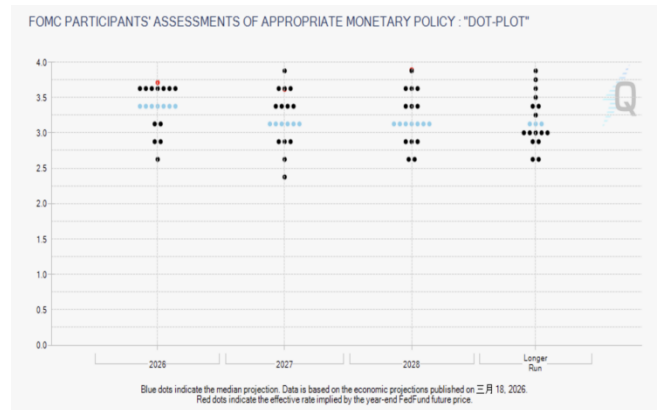
乏单一宏观变量的持续驱动，更可能在高波动环境下对数据与事件作出快速反应。当前价格运行已处于高波动区间，价格在上行过程中伴随的回撤幅度亦可能同步放大。

图6：2026年6月Fed议息会议目标利率概率
(2026/04/30)



数据来源：CME，东吴证券研究所

图7：FOMC 议息表决点阵图（2026/04/30）



数据来源：CME，东吴证券研究所

注：图7中黑点表示各美联储官员对未来适当货币政策立场的判断，纵轴是联邦基金目标利率水平（%），横轴为预测年份及长期均衡水平。

综合来看，4月黄金价格的冲高回落是由美伊冲突僵局常态化与美联储鹰派预期共振触发，但本质是高位震荡环境下市场对“地缘溢价”与“实际利率压制”的再平衡。进入4月下旬，这一逻辑出现边际改善，黄金价格在美联储“Higher for Longer”政策路径与美元阶段性走弱中展现韧性，美伊停火反复、伊朗重新封锁海峡等事件虽未形成一致性看涨合力，但已确认地缘风险的结构性支撑底色，市场在“谈判僵局”与美联储鹰派基调的博弈中逐步向偏多方向倾斜。

从驱动因素看，地缘支撑边际修复与货币价值压制缓解并存。伊朗14点终战方案遭特朗普明确拒绝、霍尔木兹海峡直接对抗升级，确认了地缘风险的结构性支撑底色，金价对此已逐步消化并展现企稳迹象；而美联储4月议息会议点阵图收敛至仅1次降息后，进一步鹰派空间受限，实际利率高位对金价的压制边际减弱。值得注意的是，板块内部资金偏好出现积极变化，4月下旬金价展现抗跌性，显示配置型资金在“高利率+强美元”环境下开始逢低布局，投机性资金的介入意愿逐步回暖，市场正在积蓄更为明确的破局动能。

展望5月，中长期多头逻辑与短期情绪修复将形成共振。

长期逻辑：全球央行结构性购金潮未改——中国央行连续17个月增持、一季度全球央行净购金244吨维持五年均值以上，“去美元化”趋势与黄金作为非主权资产的底层

支撑依然坚实。

短期节奏：在美伊 14 点方案遭拒、霍尔木兹海峡对抗再度升级、5 月 8 日非农及 5 月 12 日核心 PCE 数据即将落地的背景下，黄金 5 月大概率呈现“震荡上行、重心缓升”的运行格局。5 月 5 日 FOMC 官员密集发声、5 月 20 日 FOMC 会议纪要以及美伊谈判是否彻底破裂，均可能成为催化金价上行的关键节点。

整体判断，2026 年 5 月金价将震荡上行，且上行空间逐步打开。趋势性支撑坚实——央行购金与地缘风险提供底部韧性，“去美元化”逻辑持续发酵；尽管“强美元、高利率”的组合仍存短期扰动，但需关注美伊谈判彻底破裂推升避险需求、或非农与通胀数据边际降温弱化鹰派预期后的上行催化。中长期维度，我们认为黄金整体上行趋势有望延续，随着美联储政策立场边际松动或美伊僵局支撑避险溢价，5 月金价大概率呈现“震荡上行、重心缓升”态势。

3.3. 相关 ETF 产品

华安黄金 ETF (518880.SH) 成立于 2013 年 7 月 18 日，于 2013 年 7 月 29 日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.25%，年跟踪误差不超过 3%。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.50%，托管费率为每年 0.10%。截至 2026 年 4 月 30 日，该基金总市值达 1131.53 亿元，当日成交 38.95 亿元。

表6：华安黄金 ETF (2026/4/30)

日期	2026 年 4 月 30 日
基金简称	华安黄金 ETF
场内简称	黄金 ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013 年 7 月 18 日
总市值 (亿元)	1131.53
当日成交额 (亿元)	38.95
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为 0.50%/年，托管费率为 0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2) 宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3) 发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>