

多资产周报

美债风暴里的黄金

核心观点

美债风暴里的黄金。近期，全球债券市场遭遇剧烈抛售，而黄金价格则在利率飙升与流动性收紧的阶段性的双重挤压下高位掉头。要看清黄金后续的命运，首先必须洞察本周美债暴跌背后的机构行为是谁，以及他们究竟在交易什么。(1)在微观交易层面，本周美债的历史性破位，首要动能来自于全球宏观对冲基金、跨资产多策略基金以及CTA等边际定价能力极强的杠杆趋势资金。(2)然而，比投机资金止损更具宏观信号意义的，是海外官方资金——即非美央行与主权财富基金的边际行为。近期市场出现异常背离：在本周美债收益率创下阶段性新高的同时，美元指数不仅没有跟随名义利率的飙升而上行，反而维持在99附近高位震荡。这种“收益率升、美元不强”的异象显示，离岸市场的官方长线资金显然正在交易美国债务的不可持续性与主权信用风险，进而开始有意识地在边际上减持美债或缩短久期。(3)从美债中释放出来的流动性恰恰构成了黄金中线筑底并全面反扑的底层助推剂。往后看，从长端美债中撤出的非美央行与主权基金大概率将在后续吸筹黄金。这些官方长线资金的终极诉求是去美元化与对抗信用货币通胀，从美债中流出的资金绝不可能长期沉淀为美元现金，没有信用风险的黄金是其必然选择。历史经验表明，当市场最终意识到美债收益率的暴涨不仅无法抑制供应链重塑引发的供给侧通胀，反而加剧了主权债务信用风险时，资金的共识将会发生颠覆，届时，黄金也将由防风险避险工具切换为再通胀核心硬资产。

多资产图景：

整体收益方面，本周（5月9日至5月16日），权益方面，沪深300下跌0.26%，恒生指数下跌1.64%，标普500上涨0.13%；债券方面，中债10年下跌0.12BP，美债10年上涨21BP；汇率方面，美元指数上涨1.45%，离岸人民币贬值0.28%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢下跌0.87%，伦敦金现下跌4.51%，伦敦银现下跌2.36%，LME铜上涨0.81%，LME铝上涨2.1%，WTI原油上涨10.48%。

资产比价方面，本周金银比数值为59.42，较上周上升1.92；铜油比数值为140.22，较上周上升11.66；铜螺比数值为33.09，较上周上升0.69；金铜比数值为0.34，较上周下降0.01；股债性价比数值为3.99，较上周上升0.04；AH股溢价数值为118.31，较上周上升0.18。

库存方面，最新一周原油库存为46949万吨，较上周下降911万吨；螺纹钢库存为490万吨，较上周下降28万吨；阴极铜库存为183447吨，较上周上升2804吨；电解铝库存为135万吨，较上周下降3.6万吨。资金行为方面，最新一周美元多头持仓21403张，较上周上升2491张，空头持仓21882张，较上周上升6157张；黄金ETF规模3327万盎司，较上周下降8万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观周报

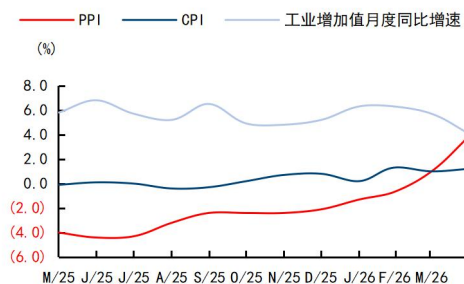
证券分析师：邵兴宇 010-88005483
 shaoxingyu@guosen.com.cn
证券分析师：田地 0755-81982035
 cntiandi2@guosen.com.cn
 S0980523070001 S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-1.60
社零总额当月同比	0.20
出口当月同比	14.10
M2	8.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济周报-央行敲警钟，利率要转向？》——2026-05-17
 《多资产周报-美债突破关键点》——2026-05-17
 《宏观经济周报-就业优先有望再给力》——2026-05-09
 《多资产周报-汇率突破6.8》——2026-05-09
 《多资产周报-股“抱团”，债“钱多”》——2026-04-25

内容目录

周度观察：美债风暴里的黄金	4
多资产图景	4
1、整体收益率	4
2、资产比价	5
3、库存	6
4、资金行为	7
风险提示	8

图表目录

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）	5
图2: 伦敦现货黄金白银比价	5
图3: LME 铜与 WTI 原油比价	5
图4: 沪铜与螺纹钢比价	6
图5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价	6
图6: 沪深 300 与 10 年国债比价	6
图7: A 股与 H 股比价	6
图8: 美国原油库存	7
图9: 电解铝库存	7
图10: 上海阴极铜库存	7
图11: 螺纹钢库存	7
图12: 美元多空持仓	7
图13: 黄金 ETF 规模变化	7

周度观察：美债风暴里的黄金

近期，全球债券市场遭遇剧烈抛售，而黄金价格则在利率飙升与流动性收紧的阶段性双重挤压下高位掉头，下探至 4453 美元/盎司附近的六周低位。在表面上看，这似乎是利率飙升压制无息资产的传统联动，但要看清黄金后续的命运，首先必须洞察本周美债暴跌背后的机构行为是谁，以及他们究竟在交易什么。

在微观交易层面，本周美债的历史性破位，首要动能来自于全球宏观对冲基金、跨资产多策略基金以及 CTA 等边际定价能力极强的杠杆趋势资金。随着中东地缘冲突对供应链的滞后效应集中显现，高企的油价与黏性通胀让市场的降息预期基本破灭。此前，市场多头长期将 10 年期美债收益率 4.5% 视为无风险防御的铁底，然而当名义利率直接跌破该技术位时，大量多头头寸瞬间触发了严格的 VaR 限制。这种技术性的系统化斩仓与反向做空动能放大，不仅加速了债市崩塌，更对黄金等高位浮盈资产形成了跨资产的流动性抽血效应。

然而，比投机资金止损更具宏观信号意义的，是海外官方资金——即非美央行与主权财富基金的边际行为。近期市场出现了一个极其重要的异常背离：在本周美债收益率创下阶段性新高的同时，美元指数不仅没有跟随名义利率的飙升而上行，反而维持在 99 附近高位震荡。这种“收益率升、美元不强”的异象显示，离岸市场的官方长线资金显然正在交易美国债务的不可持续性与其主权信用风险，进而开始有意识地在边际上减持美债或缩短久期。

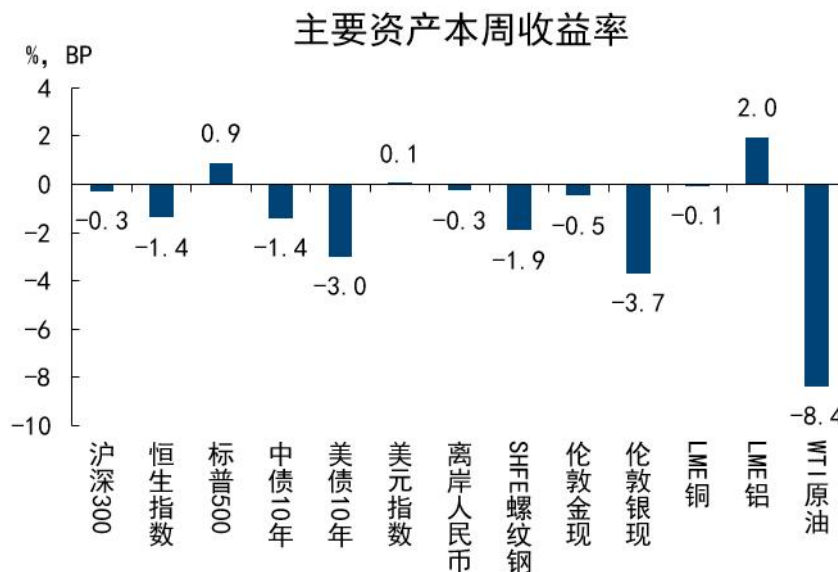
从美债中释放出来的流动性恰恰构成了黄金中线筑底并全面反扑的底层助推剂。往后看，从长端美债中撤出的非美央行与主权基金大概率将在后续吸筹黄金。这些官方长线资金的终极诉求是去美元化与对抗信用货币通胀，从美债中流出的资金绝不可能长期沉淀为美元现金，没有信用风险的黄金是其必然选择。历史经验（如 20 世纪 70 年代大滞胀）表明，当市场最终意识到美债收益率的暴涨不仅无法抑制供应链重塑引发的供给侧通胀，反而加剧了主权债务信用风险时，资金的共识将会发生颠覆，届时，黄金也将由防风险避险工具切换为再通胀核心硬资产。

多资产图景

1、整体收益率

本周（5 月 9 日至 5 月 16 日），权益方面，沪深 300 下跌 0.26%，恒生指数下跌 1.64%，标普 500 上涨 0.13%；债券方面，中债 10 年下跌 0.12BP，美债 10 年上涨 21BP；汇率方面，美元指数上涨 1.45%，离岸人民币贬值 0.28%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 0.87%，伦敦金现下跌 4.51%，伦敦银现下跌 2.36%，LME 铜上涨 0.81%，LME 铝上涨 2.1%，WTI 原油上涨 10.48%。

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）

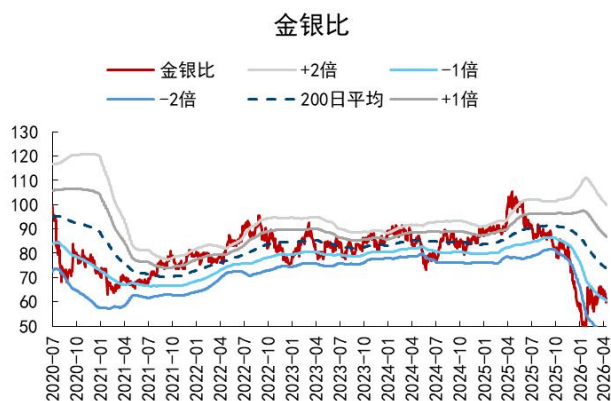


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

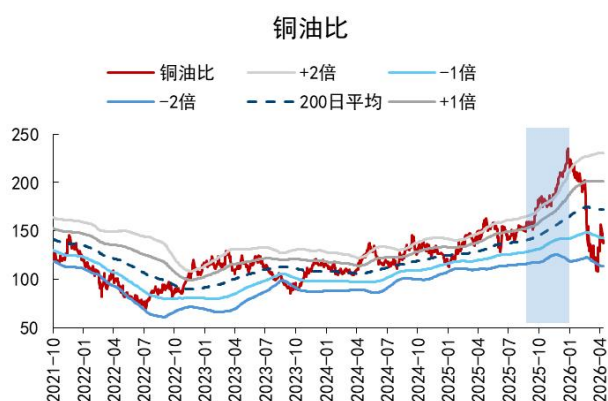
本周金银比数值为 59.42，较上周上升 1.92；铜油比数值为 140.22，较上周上升 11.66；铜螺比数值为 33.09，较上周上升 0.69；金铜比数值为 0.34，较上周下降 0.01；股债性价比数值为 3.99，较上周上升 0.04；AH 股溢价数值为 118.31，较上周上升 0.18。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



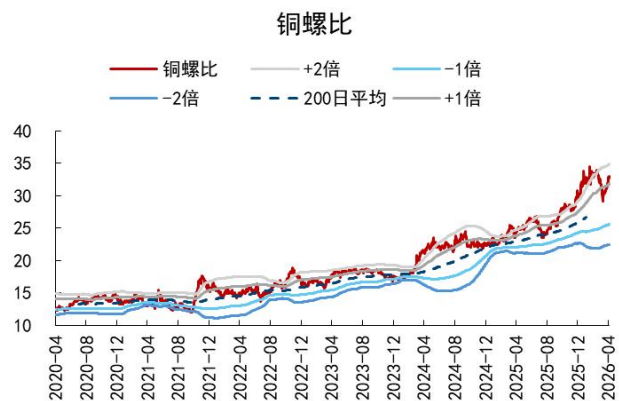
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



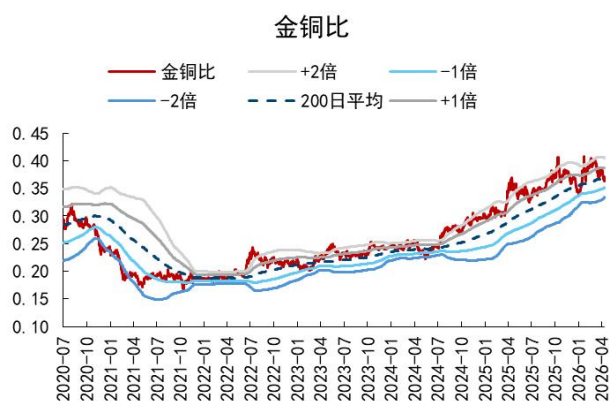
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 沪铜与螺纹钢比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价



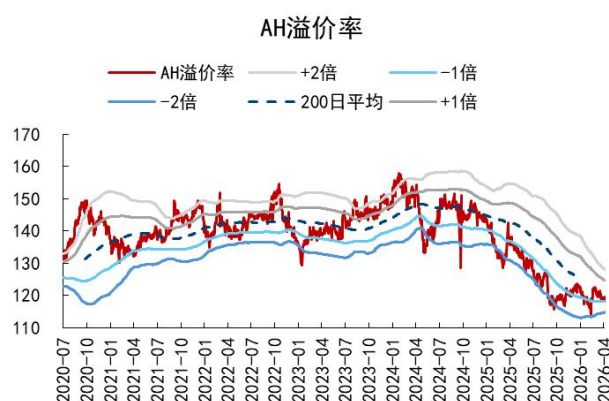
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深 300 与 10 年国债比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: A 股与 H 股比价

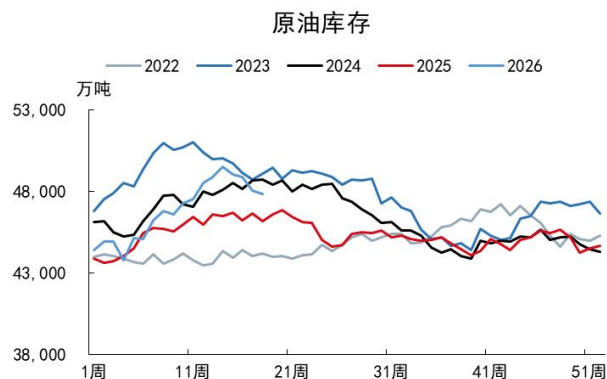


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

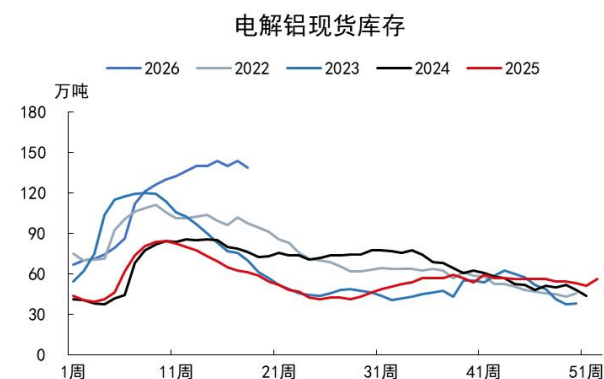
最新一周原油库存为 46949 万吨, 较上周下降 911 万吨; 螺纹钢库存为 490 万吨, 较上周下降 28 万吨; 阴极铜库存为 183447 吨, 较上周上升 2804 吨; 电解铝库存为 135 万吨, 较上周下降 3.6 万吨。

图8: 美国原油库存



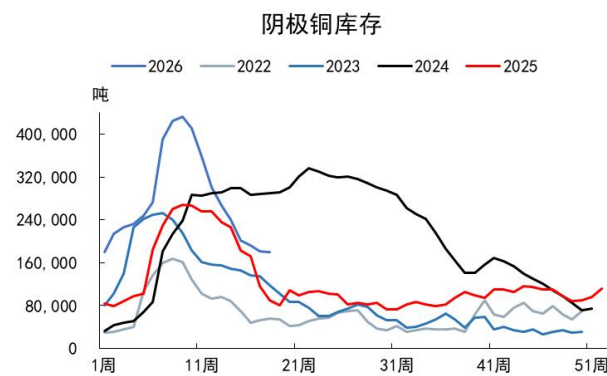
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



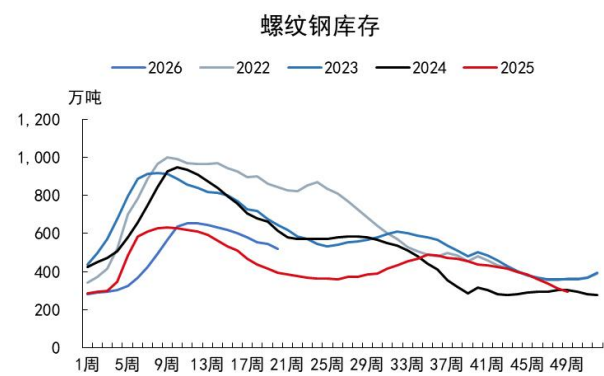
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海阴极铜库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 螺纹钢库存

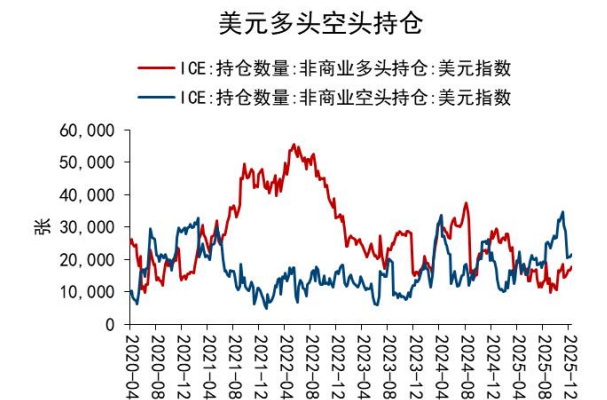


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

最新一周美元多头持仓 21403 张，较上周上升 2491 张，空头持仓 21882 张，较上周上升 6157 张；黄金 ETF 规模 3327 万盎司，较上周下降 8 万盎司。

图12: 美元多空持仓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 黄金 ETF 规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032