

黄金跨市场价差多维透视

——短期窗口再度收窄，政策方向仍为关键

报告导读

由于标准差异、时间因素以及成本变化等各种因素共同影响下，不同市场间黄金往往存在一定的价差。当前中美与欧美价差均出现波动扩大的现象，特别是欧美价差，在美国加关税预期的影响下，一度大幅走低，但进入 2 月下旬以来再度回到一到两个标准差之间的水平。在这一价差水平下进行跨市场套利并不能确保足够的收益，所以当前跨市场套利的机会仍然较小。未来可以继续关注美国关税预期，与汇率变化可能带来的操作机会。

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh. hk

相关报告

投资要点

□ 黄金市场介绍

全球各地的黄金交易市场为黄金提供了全天候的交易服务。其中美洲、欧洲和亚洲的黄金交易市场成交最为活跃，对全球黄金定价拥有极大的影响力。

□ 黄金价差走势

全球黄金市场交易的黄金内在本质实际上并无明显差别。理论上黄金在全球各大交易所价格应该保持一致。但由于各种因素，会使得不同市场间金价往往存在一定价差。

□ 形成原因分析

从实际情况出发可以发现，中、美、欧三大黄金市场金价经常出现不一致的波动，会出现令人瞩目的价差，其中可能的原因包括标准差异、时间因素和成本变化等几方面。

风险提示

美国政府行政政策方向，美联储降息节奏变化

正文目录

1. 全球黄金市场介绍	4
1.1. 美国黄金市场	4
1.2. 欧洲黄金市场	4
1.3. 中国黄金市场	5
2. 当前黄金跨市场价差	6
2.1. 中美价差	6
2.2. 欧美价差	7
3. 价差形成原因分析	8
3.1. 标准差异	8
3.2. 时间因素	9
3.3. 成本变化	10
4. 未来黄金价差展望	11

图表目录

图表 1：COMEX 黄金价格	4
图表 2：伦敦黄金市场价格	5
图表 3：上海现货黄金与上期所黄金合约价格	5
图表 4：中美黄金价差	7
图表 5：欧美黄金价差	8
图表 6：不同黄金市场纯度差异	9
图表 7：计算黄金价差时往往会出现很多特异值	10
图表 8：Contango 价差结构远月升水	10

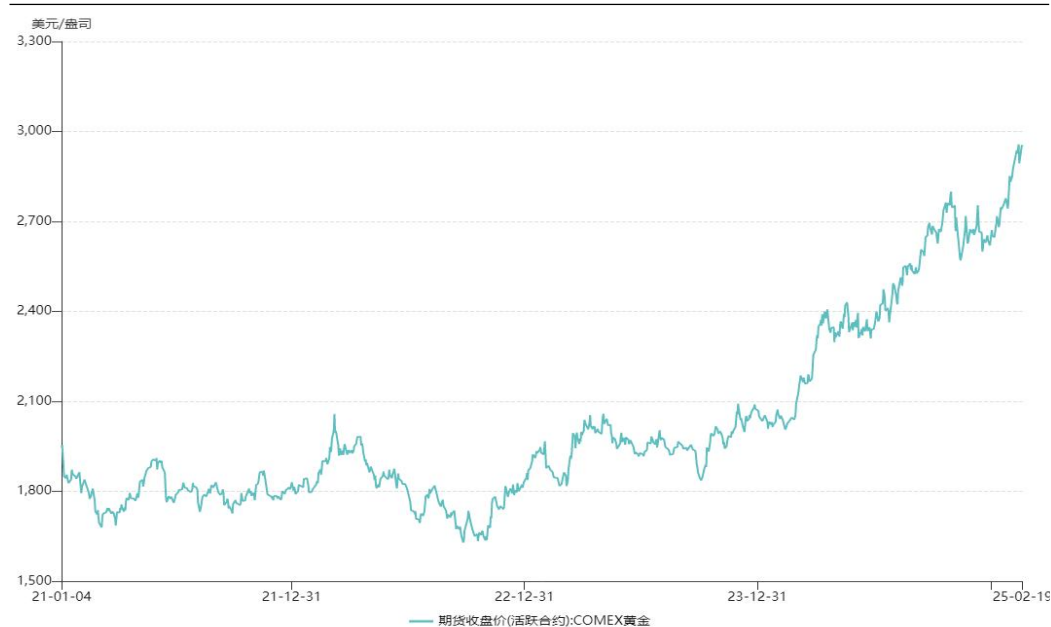
1. 全球黄金市场介绍

全球各地的黄金交易市场为黄金提供了全天候的交易服务。其中美洲、欧洲和亚洲的黄金交易市场成交最为活跃，对全球黄金定价拥有极大的影响力。

1.1. 美国黄金市场

美国黄金以期货交易为主，纽约黄金市场（COMEX）是全球最大的黄金期货交易市场，由于采用标准化的期货合约（100 盎司/手）进行交易，具有交易便捷的特征，使其可以主导全球黄金的衍生品定价权。

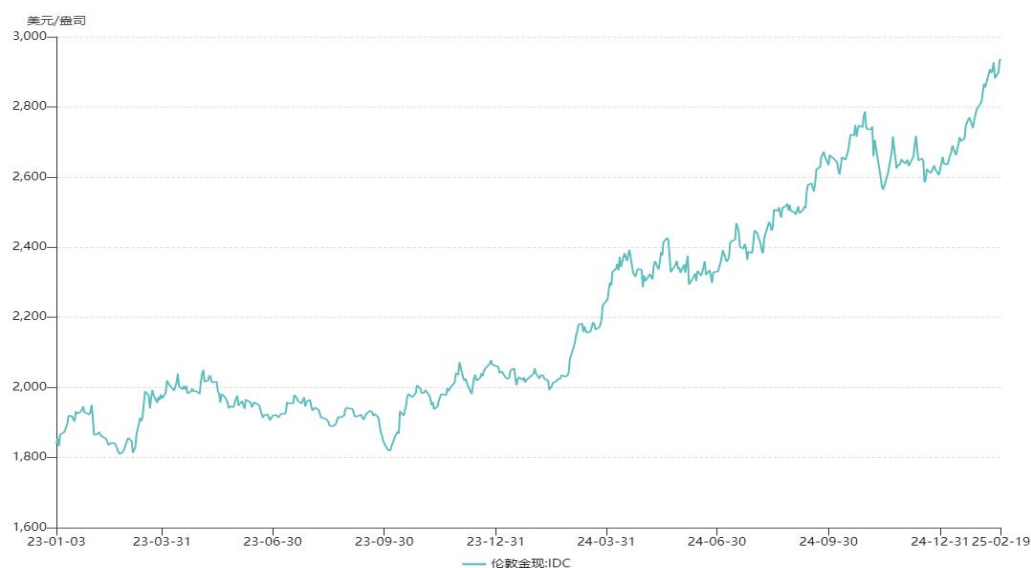
图表 1：COMEX 黄金价格



资料来源：Wind，浙商国际

1.2. 欧洲黄金市场

伦敦黄金市场（LBMA）是全球最大的场外黄金现货交易中心，占据全球黄金现货交易量的 70%以上，极大的日均成交量使得 LBMA 黄金具备了较强的现货定价权。一般伦敦金现价格以美元计价，以 400 盎司“伦敦合格交割金条”（LGD）为标准交割单位，市场参与者主要为机构投资者和央行。

图表 2：伦敦黄金市场价格


资料来源：Wind，浙商国际

1.3. 中国黄金市场

中国黄金市场主要由上海黄金交易所与上海期货交易所组成，同时可以进行黄金期货与现货交易，目前是亚洲最大的现货交易市场，在亚洲具有较强的定价能力。在三大地区中，上海是唯一提供小单位（1 千克）交割的交易所，对于较小的零售投资者更为便利。

图表 3：上海现货黄金与上期所黄金合约价格


资料来源：Wind，浙商国际

2. 当前黄金跨市场价差

全球黄金市场交易的黄金一般是以金锭为主，虽然重量与纯度均有所区别，但内在本质实际上并无明显差别。而且由于黄金优秀的物理化学性质可以通过简单精炼在各种交割规则中转变，所以从理论上黄金在全球各大交易所价格应该保持一致。但由于汇率、运输、保险、关税以及其它特殊事件导致溢价等因素，会使得不同市场间金价往往存在一定价差，也为投资者提供了一定的交易机会。

2.1. 中美价差

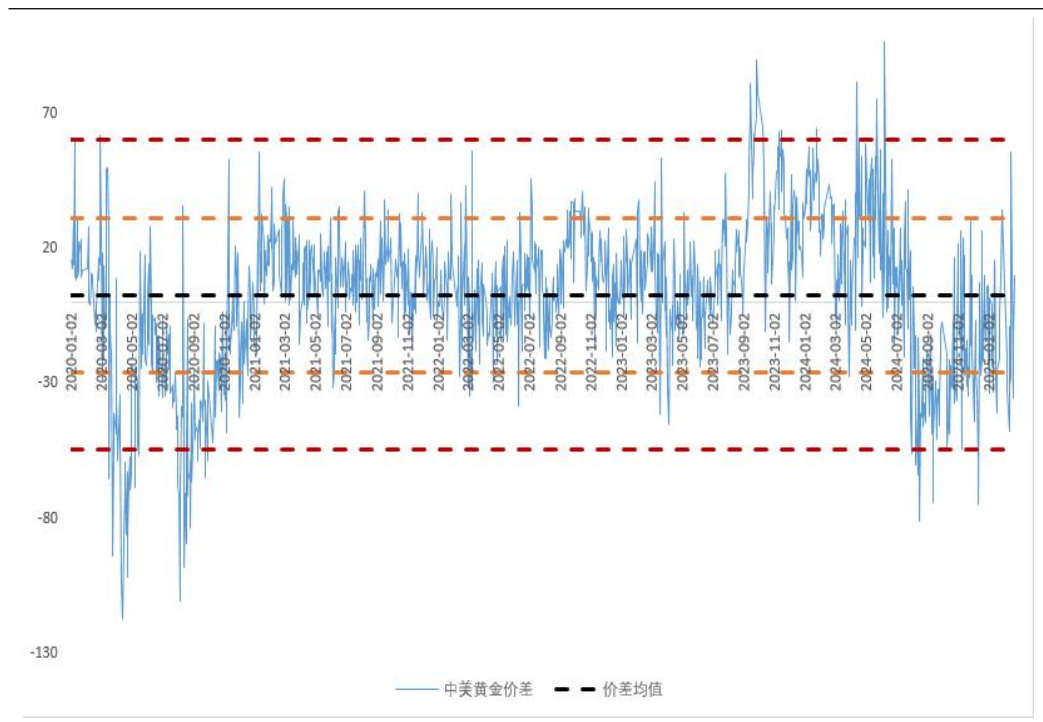
由于 COMEX 黄金单位是美元/盎司，而上海金单位是元/克，两者单位不同不能直接做价差。首先要进行单位换算，将上海金价换算成美元/盎司，再进行相减可得中美黄金价差如下图所示。

其中包括 2020 年 1 月-2025 年 2 月近 5 年中美黄金利差数据，黑色虚线表示均值在 2.7 美元左右，橙色虚线表示一个标准差范围在-26 美元到 31.4 美元，红色虚线表示两个标准差范围在-54.7 美元到 60.1 美元。这表明中性情况下，上海金价格普遍要小幅高于 COMEX 黄金价格，但整体价格波动范围较大。

历史上价差大多数时间都在一个标准差范围内，并不存在明显的交易机会。而突破两个标准差的时期极少，主要有：

- ① 2020 年 3-4 月与 8-9 月中美价差大幅偏低，价差最低分别达到-117 和-110 美元，表明当时纽约市场金价大幅高于上海金。
- ② 2023 年 9-10 月中美价差大幅走高，最高在 90 美元以上，表明当时上海黄金大幅高于纽约金价。
- ③ 2024 年 4-6 月中美价差再度走高，最高达到 97 美元以上水平，表明当时上海黄金大幅高于纽约金价。
- ④ 2024 年 8-9 月中美价差突然走低，最低突破-81 美元水平，表明纽约市场金价大幅高于上海金。

当前观察中美价差短期多次突破一个标准差的范围，表明现在中美黄金价差波动较大，但由于套利成本较高，可能尚未出现明显的对冲交易机会。

图表 4：中美黄金价差


资料来源：Wind，浙商国际

2.2. 欧美价差

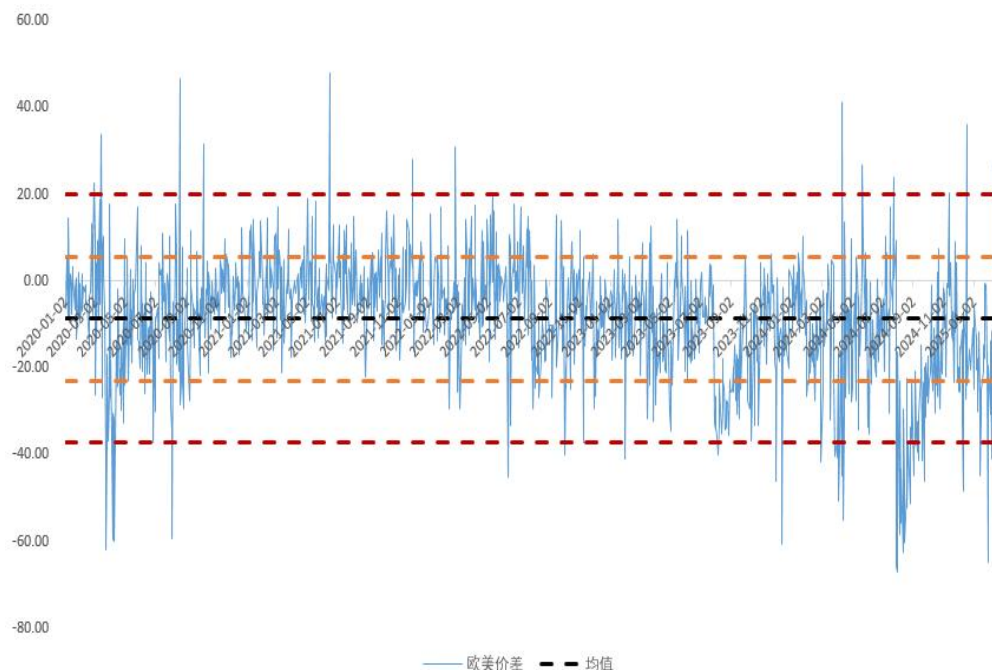
伦敦黄金价格可以进行美元报价，所以与 COMEX 黄金市场单位保持一致，可以直接相减得到欧美黄金价差如下图所示。

可以发现其中也是包括 2020 年 1 月-2025 年 2 月的 5 年欧美黄金利差数据，黑色虚线表示均值在-8.7 美元左右，橙色虚线表示一个标准差范围在-23 美元到 5.6 美元，红色虚线表示两个标准差范围在-37.3 美元到 19.9 美元。这表明中性情况下伦敦金价会低于 COMEX 金价，而且与中美利差相比欧美黄金价差的波动范围更小。

历史上欧美价差与中美价差一样大多数时间都在一个标准差范围内，也不存在明显的交易机会。而突破两个标准差的时期极少，主要有：

- ① 2020 年 5 月欧美价差大幅偏低，价差最低达到-60 美元，表明当时纽约市场金价大幅高于伦敦金现。
- ② 2024 年 4 月欧美价差大幅走低，最低至-55 美元左右，表明当时纽约市场金价大幅高于伦敦金现。
- ③ 2024 年 8 月欧美价差大幅走低，最低至-63 美元左右，表明当时纽约市场金价大幅高于伦敦金现。
- ④ 2025 年 1 月欧美价差再度走低，至-42 美元所有，表明纽约市场金价再度大幅高于伦敦金现。

当前观察进入 2025 年后，短期欧美价差确实波动较大，并多次突破两个标准差的范围。不过 2 月中旬以后已回归至-10 到-20 美元的合理区间，暂时并无明显机会。

图表 5：欧美黄金价差


资料来源：Wind，浙商国际

3. 价差形成原因分析

从实际情况出发可以发现，中、美、欧三大黄金市场金价并不平静，而是经常出现不一致的波动，甚至有时会出现令人瞠目的价差，从而形成套利机会。我们认为其中可能的原因包括标准差异、时间因素和成本变化等几方面。

3.1. 标准差异

一般由于历史因素影响，各个市场交易的金锭规格并不完全相同。比如在重量上伦敦金采用 400 盎司的交割标准，COMEX 金一般采用 100 盎司，上海金交割标准则为 3 千克，同时可以接受 1 千克金锭的交割。此外在纯度上也存在一定差异，一般而言 COMEX 黄金与伦敦金要求 995 金，即纯度不低于 99.5%，而上海金要求纯度不低于 99.95%，相当于上海金的纯度普遍要高于欧美金 0.45%。按一盎司 2945 美元的现行金价计算，0.45% 的纯度差异就相当于 13.25 美元，可能会对价差形成一定的影响。

图表 6：不同黄金市场纯度差异

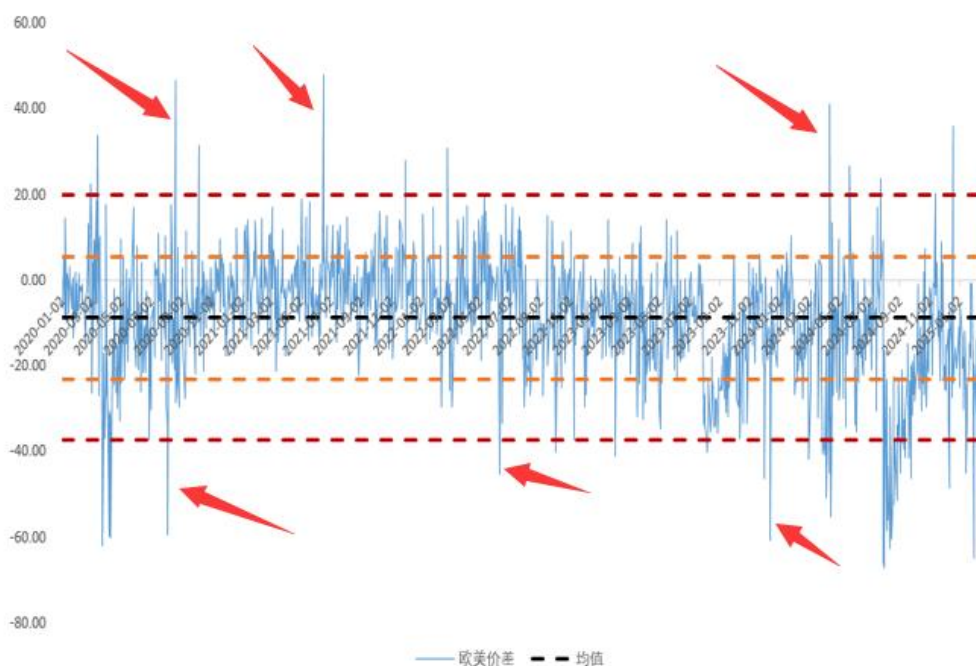
市场	纯度要求	细节说明
COMEX 黄金	≥99.5% (995 金)	金条需符合ASTM B562标准，纯度标记为0.995或更高，允许微量其他金属（如银、铜）
伦敦 LBMA	≥99.5% (995 金)	必须符合LBMA合格交割标准，金条需来自LBMA认可的精炼厂
上海SGE	Au99.99 (≥99.99%) Au99.95 (≥99.95%)	分不同合约等级，Au99.99纯度更高

资料来源：Wind，浙商国际

3.2. 时间因素

由于黄金具有全天候、全球化交易的特点，每时每刻各个不同的市场上都有黄金在进行交易。而从数据库里截取的黄金价格数据一般为收盘价，但是不同市场收盘与开盘的时间几乎都不一样。这使得即使是在同一天，各个黄金市场的收盘价对应的时间实际上是不一样的。例如上期所黄金在3点收盘，其收盘价就是3点时的价格，但COMEX黄金这个时候可能仍然在进行交易，收盘价自然不是3点时的价格。所以当全部采用收盘价进行计算价差时，实际上使用的是同一天但不同时的黄金价格，两者出现一定的价格分歧的可能性时非常高的。这也可以解释在计算跨市场价差时经常出现特异值的原因。

此外必须注意到伦敦金现是一个现货报价，而COMEX是一个期货报价。现货报价代表的是当天即时的价格，而期货报价是合约到期交割的价格，会包含一定的价格预期。以黄金为例，一般黄金期货合约维持contango的月间价差结构，即远月的合约价格高于近月。所以当期货更换期限更远的主力合约时，现货与期货之间的基差会大幅下降。这也就是欧美价差中会出现锯齿形走势的主要原因。

图表 7：计算黄金价差时往往会出现很多特异值


资料来源：Wind，浙商国际

图表 8：Contango 价差结构远月升水

名称	现价
沪金指数	686.43
SHFE黄金	685.20
沪金2503	683.76
沪金2504 ^A	685.20
沪金2505	686.02
沪金2506	686.62
沪金2508	688.34
沪金2510	690.08
沪金2512	691.62
沪金2602	693.30

资料来源：Wind，浙商国际

3.3. 成本变化

黄金在不同市场间流动时，包括运输、保险、关税等步骤都会产生一定的费用，此外汇率的波动可能也会产生一定的风险。所以成本变化是黄金价差存在最本质、最基础、也是唯一可以分析讨论的因素。其中任意环节出现问题都会导致跨市场价差出现走扩，例如在 2020 年受到新冠疫情影响欧美航空线路中断，使得伦敦黄金无法运输到美国，两个市场间价差就会明显扩大。或者在 2023 年汇率贬值预期大幅上升的作用下，上海金与 COMEX 金也出现长时间较大的价差。

而当做跨市场套利的收益低于所付出成本时，会由于无人感兴趣去操作而使得这个价差会一直存在。而只有当套利策略产生的收益不仅能够覆盖所有成本，还能获得不菲的收益时，交易者才有足够动力去做跨市场套利交易，从而抚平这一不合理跨市场价差。

4. 未来黄金价差展望

由于标准差异、时间因素以及成本变化等各种因素共同影响下，不同市场间黄金往往存在一定的价差。当前中美与欧美价差均出现波动扩大的现象，特别是欧美价差，在美国加关税预期的影响下，一度大幅走低，但进入2月下旬以来再度回到一到两个标准差之间的水平。在这一价差水平下进行跨市场套利并不能确保足够的收益，所以当前跨市场套利的机会仍然较小。未来可以继续关注美国关税预期，与联储降息节奏变化下汇率变化可能带来的操作机会。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk