



就业市场韧性犹存，美元反弹压制黄金上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-05-06

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨
从业资格证号：F0256916
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-80128600-8631
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋
从业资格证号：F03136719
电话：021-80128600-8618
邮箱：guozhy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性

美元指数本周呈现"先抑后扬再回落"的震荡格局，全周小幅收涨至100.01附近。周五非农数据显示美就业市场韧性，市场降低6月降息预期，美元虽小幅下跌但在周线级别收涨。整体看，美元短期有望在"就业韧性支撑利率维持高位"与"贸易局势缓和"的双重逻辑中企稳反弹，但滞胀隐忧叠加美联储降息前景将限制美元上方空间。

金融属性

美联储货币政策正处于"观察窗口期"的关键节点，4月非农新增就业超预期。市场对6月降息概率的定价已从58%回落至35.6%，全年降息预期收窄至三次（80基点），短期看，美联储5月会议或将继续维持鹰派信号，三季度开启降息的具体时点将取决于关税对通胀的推升幅度与就业市场降温速度的博弈结果。

商品属性

中国央行已连续五个月增持黄金。未来中国央行增持黄金仍是大方向，重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。截至2025.5.2当周，黄金SPDR持仓量为944.26，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为14015.31吨，较前一周上升59.30吨。

操作建议

五一假期期间COMEX黄金持续回调至3200关口，中长期向好逻辑不变，若回调至下方整数压力位可择机入场通过期权比例价差结构构建长线仓位

白银：观点总结&操作建议

宏观金融

美国4月ISM制造业PMI录得48.7%，高于预期48.0%但低于前值49.0%。主要分项显现“滞胀”特征。新出口订单暴跌6.5个百分点至43.1%，创2020年5月以来最低，叠加产出分项从48.3骤降至44，显示贸易壁垒正在影响企业家信心。

供需情况

全球白银市场连续第五年短缺，2025年预计缺口1.49亿盎司。主要因矿山增产有限且回收量仅占供应20%。随着新能源、光伏、电子等领域的发展，白银需求将持续增长，而供应相对有限，支撑白银价格长期上行。

操作建议

白银因工业属性受制于贸易摩擦对制造业的压制前期涨势明显落后于黄金，但近期呈现出一定的抗压性，金银比价价值中枢持续上行，当前银价处于箱体区间上沿，可采取领口结构对冲回调风险，若充分回调可分批次入场布局长线多单。

风险因素

美联储政策路径转向，关税政策大幅变化，地缘局势发生重大变动

行情回顾

贵金属市场本周呈现高位回调态势，伦敦金全周下跌2.4%至3240美元/盎司，贸易局势缓和下美元企稳美债实际收益率回升，对贵金属形成压制。五一期间海外市场进一步回落，全球避险情绪退潮，市场对于关税博弈存在改善预期。

美国一季度GDP环比负增长0.3%且一季度核心PCE同比升至3.5%，印证关税政策加剧滞胀风险的逻辑。但三月份pce低于预期且工资增速放缓一定程度减轻通胀上行压力。4月非农新增就业17.7万人超预期，失业率则稳定在4.2%，就业市场表现依旧稳健。但ADP数据疲弱与首申失业金人数上升表明就业市场压力仍存。就业市场稳健叠加通胀仍存在压力，当前市场开始计价美联储可能推迟至7月行动。地缘政治风险边际缓和亦削弱避险需求，在美乌达成资源协议背景下，俄乌停战预期升温。特朗普承诺尊重美联储独立性，部分修复此前受损的美元信用体系。近期黄金受美元和利率反弹压制高位承压，市场关注锚点重回经济数据与美联储政策，关税影响短期或成为次要因素。整体来看，在美元信用下滑及全球地缘上升背景下，黄金中长期配置价值不变，若回调至下一整数关口，可采用比例价差结构构建长线仓位。

沪金主力合约



伦敦金现



沪银主力合约



伦敦银现



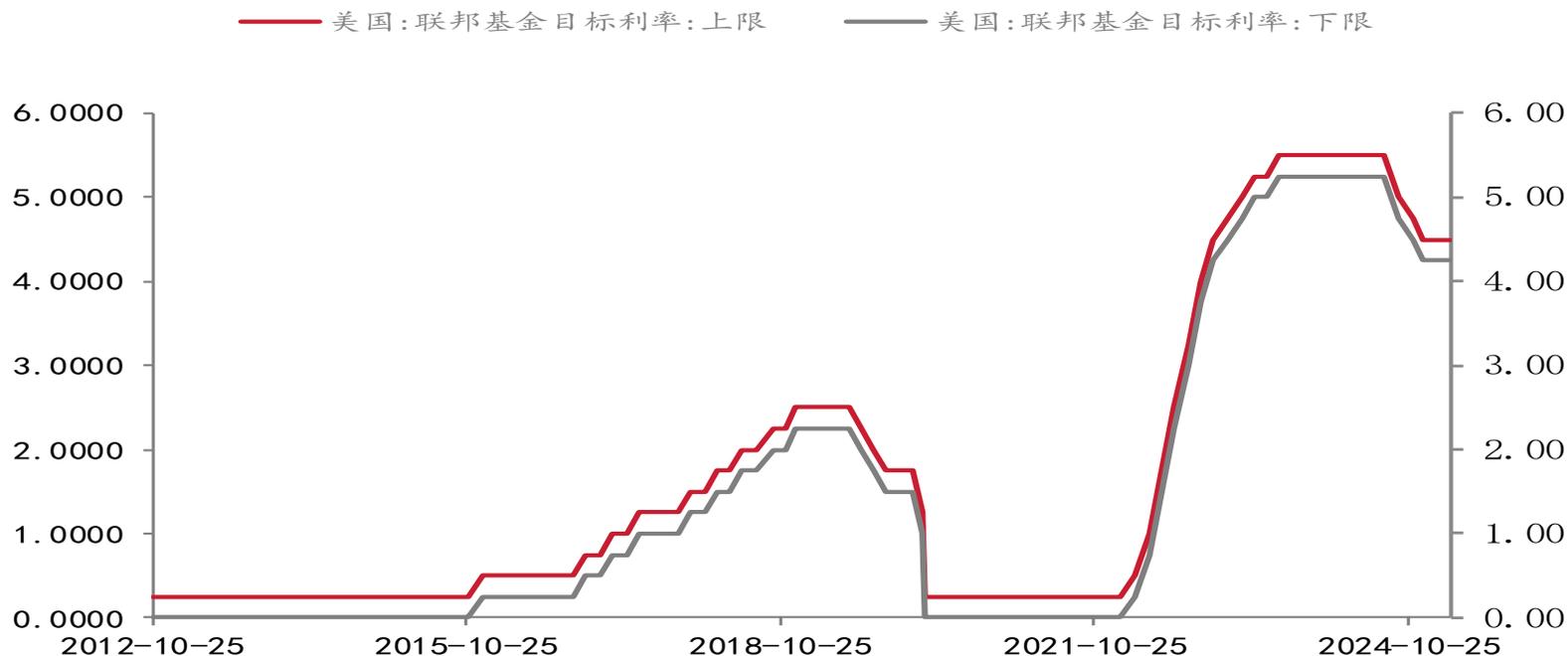
美元指数：贸易局势缓和叠加就业韧性，美元指数企稳反弹

美元指数走势图



美元指数本周呈现"先抑后扬再回落"的震荡格局，全周小幅收涨至100.01附近。周初受贸易政策不确定性影响，美元延续4月抛售惯性全线下滑。周中公布的一季度GDP虽意外萎缩0.3%却好于高盛等机构预期，叠加3月核心PCE同比放缓至2.6%缓解通胀焦虑，推动美元技术性反弹。周五非农数据显示美就业市场韧性，市场降低6月降息预期，美元虽小幅下跌但在周线级别收涨。整体看，美元短期有望在"就业韧性支撑利率维持高位"与"贸易局势缓和"的双重逻辑中企稳反弹，但滞胀隐忧叠加美联储降息前景将限制美元上方空间。

美国联邦基金目标利率



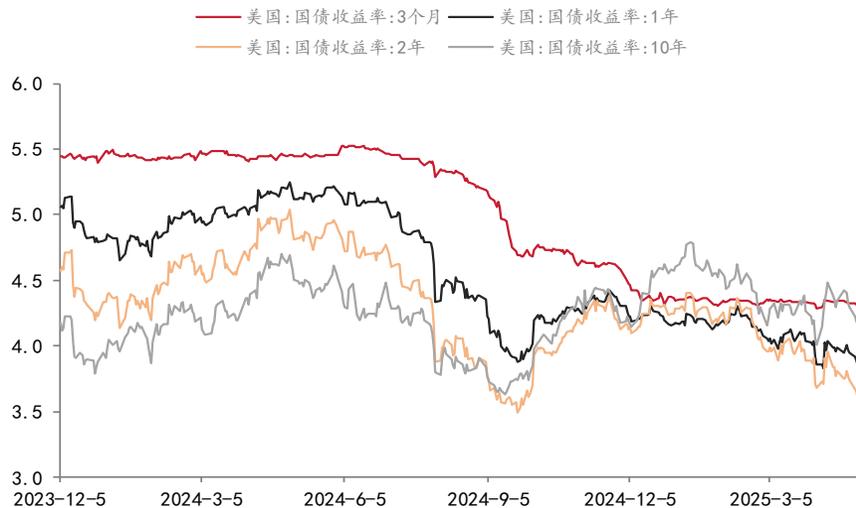
美联储货币政策正处于"观察窗口期"的关键节点，4月非农新增就业超预期且薪资增速放缓，既印证了劳动力市场的韧性，又缓解了薪资-通胀螺旋的传导压力，使得美联储有条件维持"数据驱动型"政策立场。当前市场对6月降息概率的定价已从58%回落至35.6%，全年降息预期收窄至三次（80基点），反映投资者正重新校准"滞胀风险"与"政策独立性"的平衡——特朗普承诺尊重鲍威尔任期稳定了市场对美联储决策独立性的信任，而关税引发的进口成本上升尚未完全传导至消费端，为政策制定者争取了观察时间。短期看，美联储5月会议或将继续维持鹰派信号，三季度开启降息的具体时点将取决于关税对通胀的推升幅度与就业市场降温速度的博弈结果。

美债：美债收益率上行，实际利率同步回升

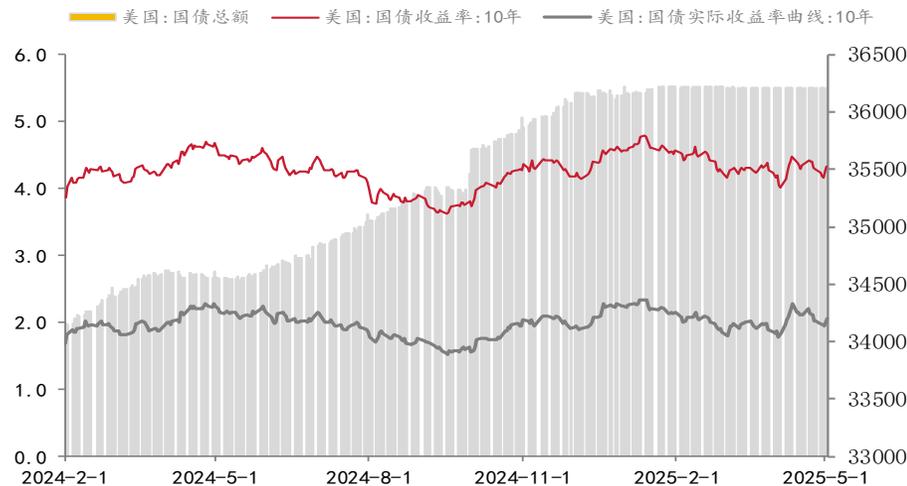
1年期美债收益率收于4.00%，较此前一周小幅上行。
10年期美债收益率较上周上涨4个基点至4.33%。

十年期美债实际收益率从上周2.02%上涨至2.06%，
总计上涨4个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.54%，较上一周小幅收窄。

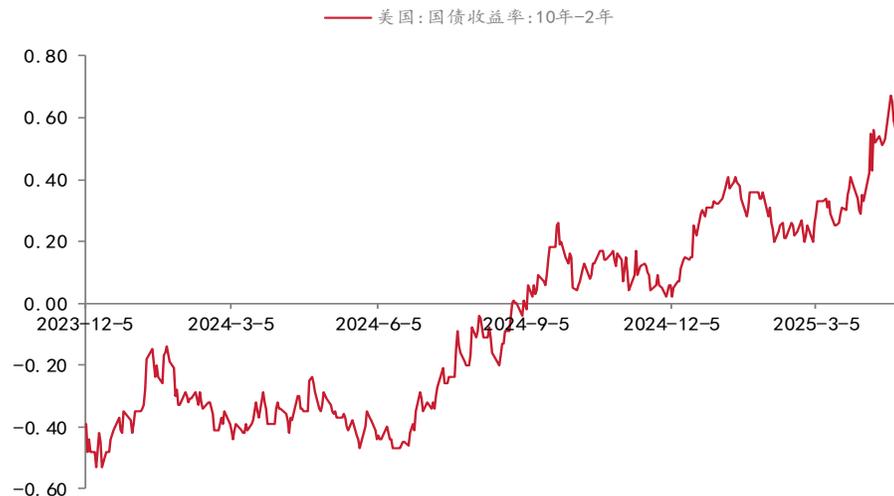
美债收益率



10年美债实际收益率



美债利差



美国PMI:制造业持续处于荣枯线以下，服务业降至近9个月低点

制造业PMI



服务业PMI



制造业PMI:

美国4月ISM制造业PMI录得48.7%，高于预期48.0%但低于前值49.0%。主要分项显现“滞胀”特征。新出口订单暴跌6.5个百分点至43.1%，创2020年5月以来最低，叠加产出分项从48.3骤降至44，显示贸易壁垒正在影响企业家信心。

服务业PMI:

美国ISM服务业PMI在2025年3月大幅下降至50.8，低于2月的53.5。尽管仍高于50的扩张阈值，但这一数据标志着服务业增长已降至过去9个月以来的最低水平。分项上，新出口订单和就业大幅回落，而价格指数依然高企。

综合PMI:

美国4月标普全球服务业PMI初值录得51.4，为2个月新低。美国4月标普全球制造业PMI初值录得50.7，为2个月新高。美国4月标普全球综合PMI初值录得51.2，为16个月新低；

美国就业指标：劳动力数据再超预期，美就业市场韧性不减

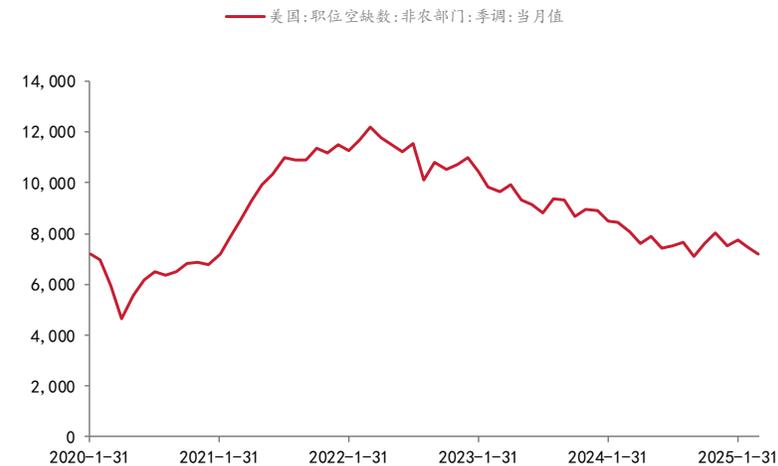
4月美国新增非农就业17.7万人，预期13.8万人，前值18.5万人，数据超预期。政府部门新增就业人数显著下降，2-4月分别减少0.5万、增加1.5万和1万人。私营部门新增非农就业仍维持在较高水平。2月和3月新增非农数据合计下修5.8万人，其中2月下修1.5万至10.2万人，3月下修4.3万至18.5万人。美国4月失业率维持4.2%，持平预期和前值，劳动参与率62.6%，较前月上升0.1个百分点。

5月1日公布的数据显示，美国4月26日当周初请失业金人数从前值22.3万人升至24.1万人，超出预期值22.4万人。该项指标反映出美国的就业市场正在呈现走弱趋势。

美国新增非农就业人数



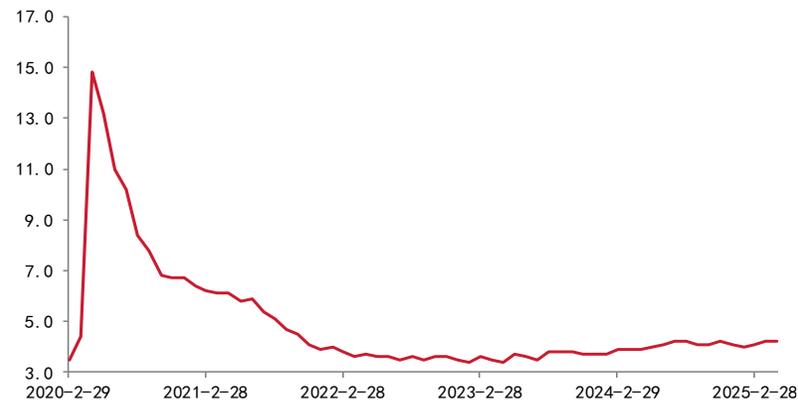
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

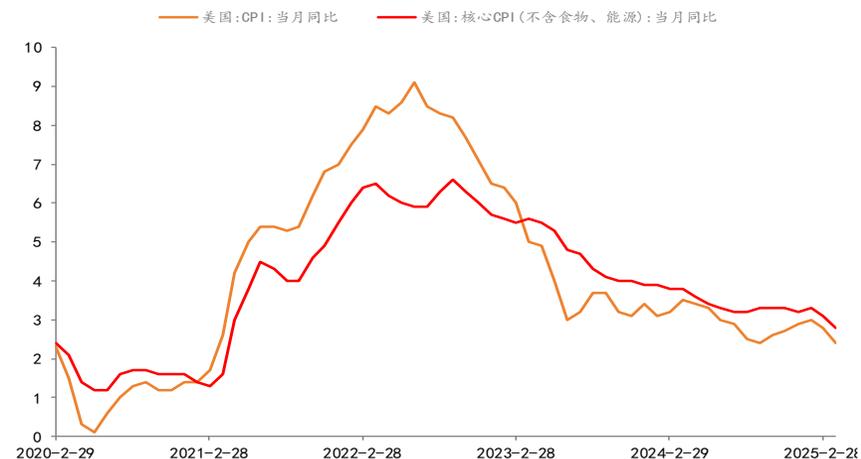


美国通胀水平：PPI和CPI意外下降，重点关注关税落地后数据

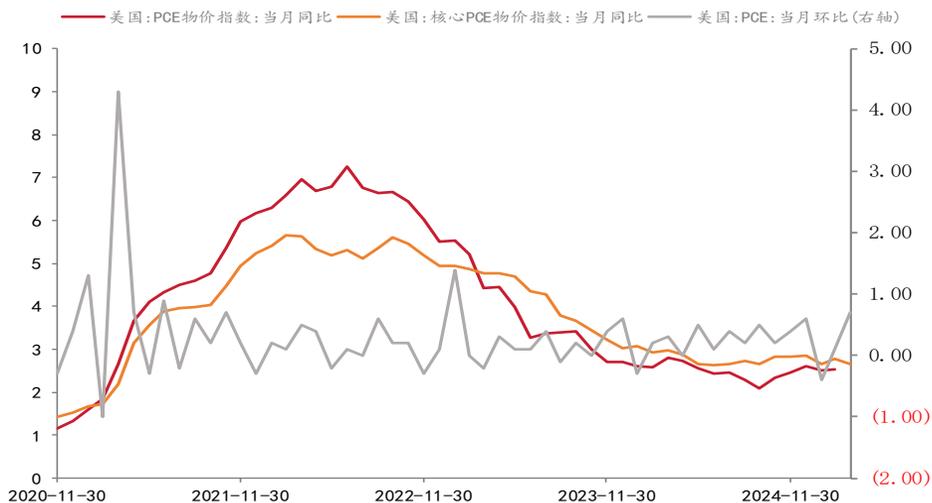
美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。

美国劳工统计局周五发布的报告显示，3月生产者价格指数（PPI）环比下降0.4%，2月数据经修正后为上升0.1%。接受调查的经济学家的预估中值为上升0.2%。不包括食品和能源的PPI下降0.1%，市场预期为上升0.3%

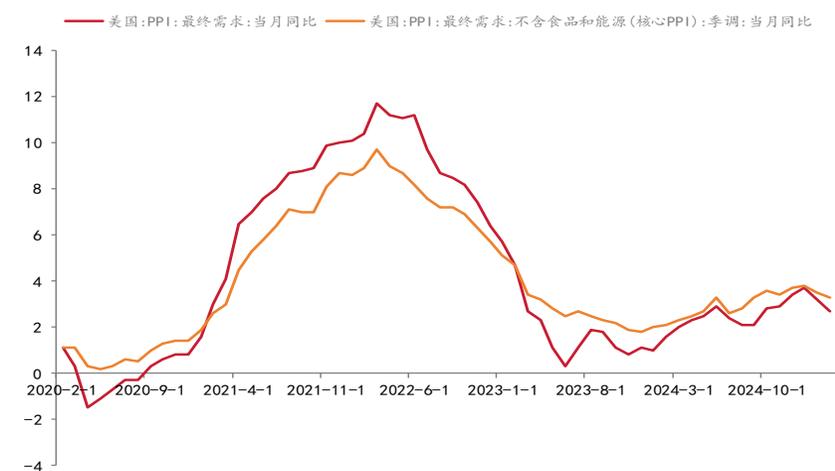
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

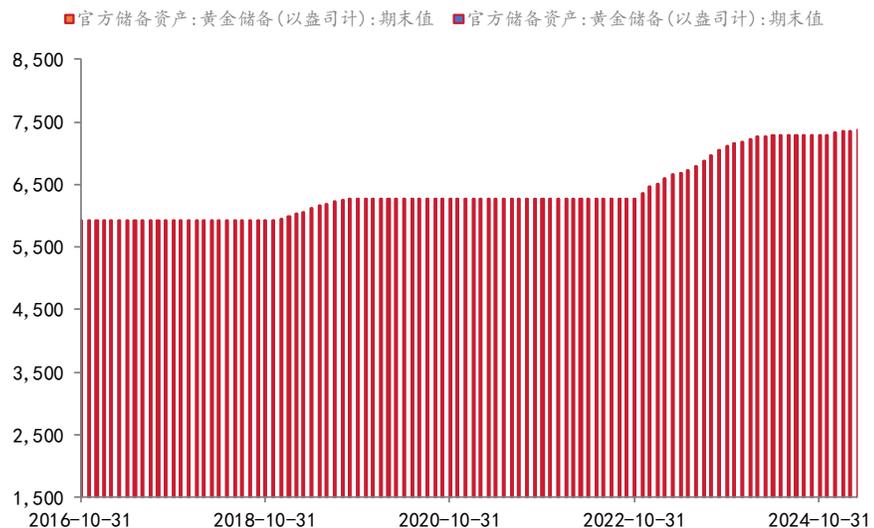


美国PPI当月同比（单位：%）



需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



2025年3月，中国官方黄金储备为7370万盎司，较上月末增加9万盎司。目前，中国央行已连续五个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.5.2当周，黄金SPDR持仓量为944.26，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为14015.31吨，较前一周上升59.30吨。

截至2025.4.29，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少12060张至163318张合约。白银方面净多头持仓为49943张合约，较前一期数据增加5217张。

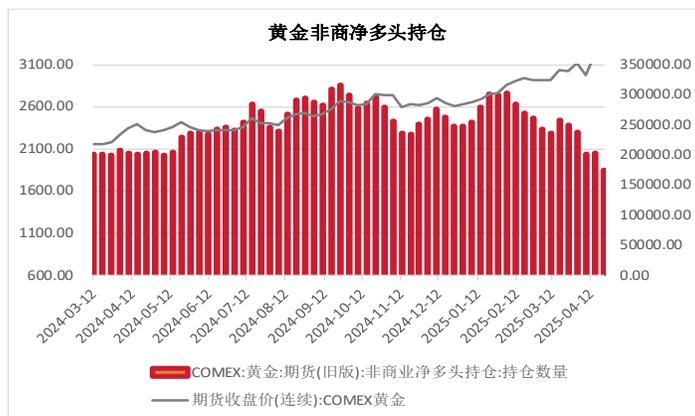
黄金持仓量



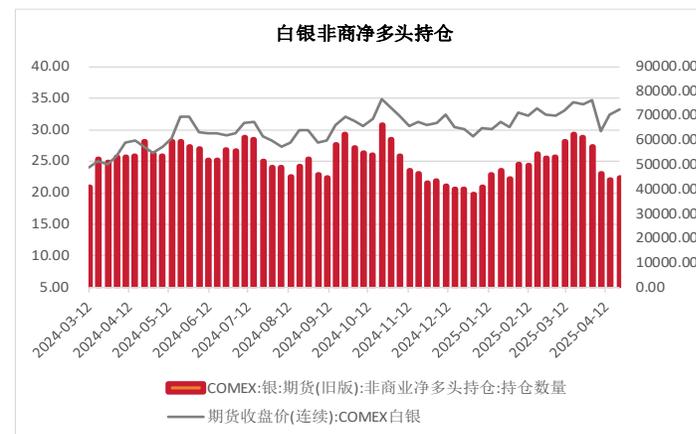
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量



库存：白银仓单有所反弹，Comex黄金库存继续下滑

截至2025.4.30当周，上期所黄金仓单为15648千克，较前一周不变。白银仓单较前一周增加46903千克至959689千克。

Comex库存方面，截至2025.5.2，周度Comex黄金库存较前一周减少430320.28盎司至41275539.13盎司，Comex白银库存较前一周增加1070209.72盎司至498978451.79盎司。

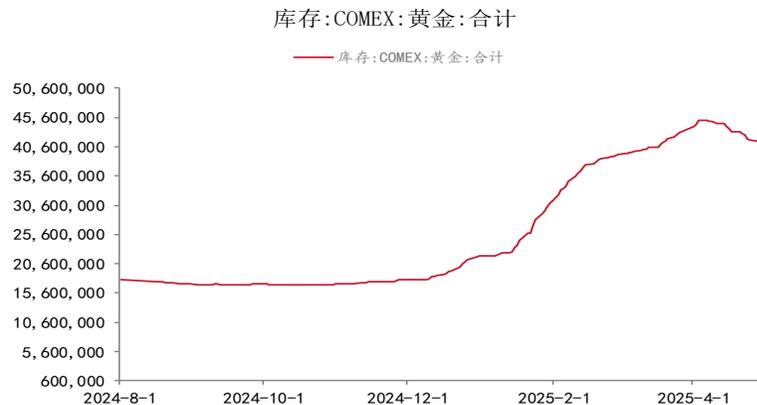
上期所黄金仓单



上期所白银仓单



Comex黄金库存



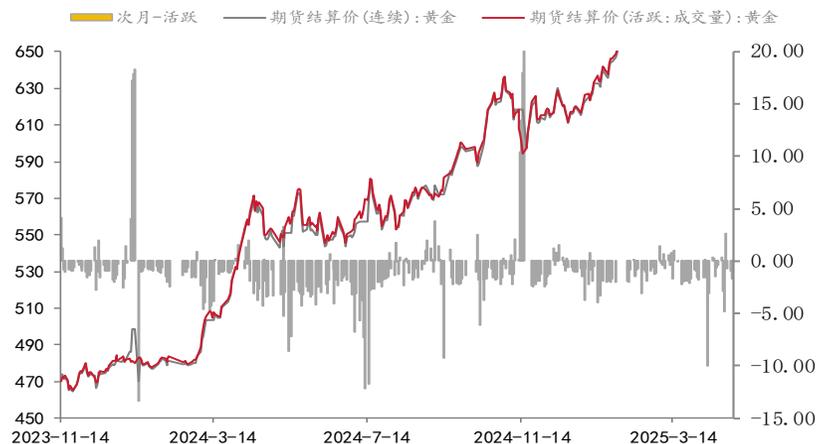
Comex白银库存



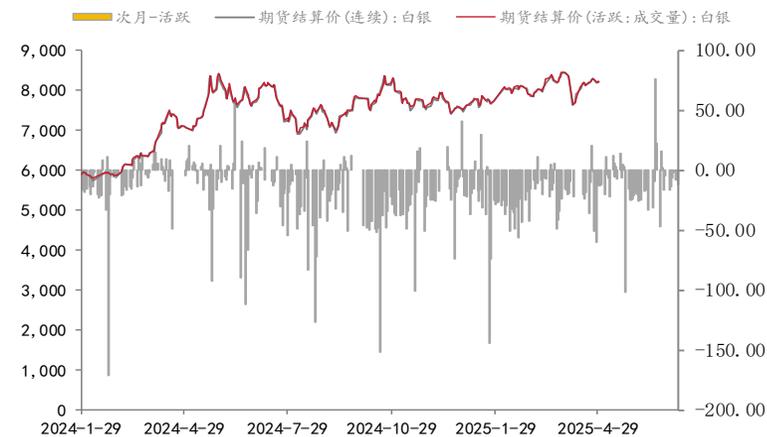
价差-成交量-持仓量

截至2025.4.30当周，黄金期货平均成交量为602468.60千克，较前一周下降23.22%。白银期货当周平均成交量为685833.00千克，较前一周下降25.90%

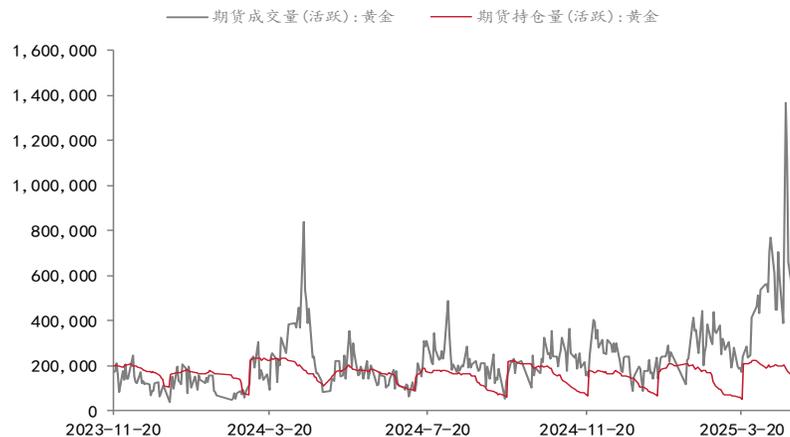
黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

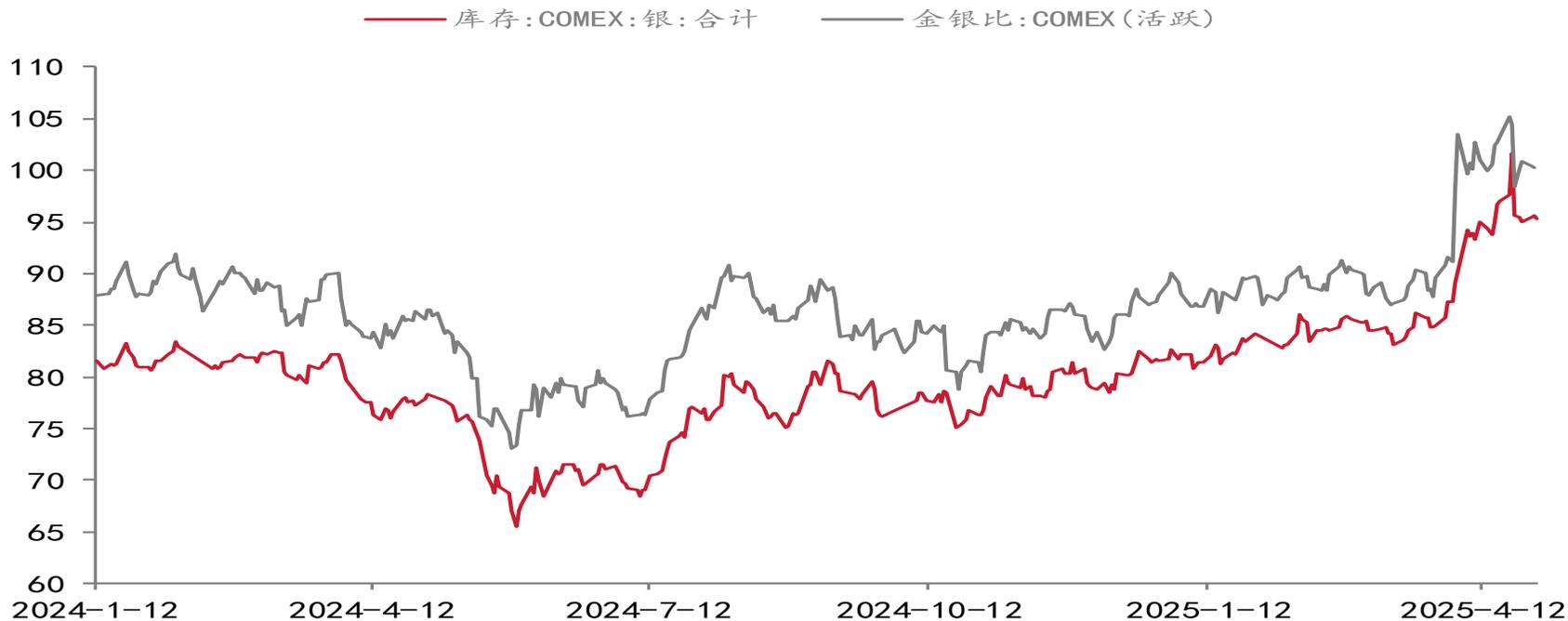


白银成交量持仓量



金银比：黄金价格高位运行，金银比价价值中枢上移

金银比价走势



2025.4.29当周，金银比价维持高位，沪金银比价为95.57，纽约金银比为100.08。贵金属板块高位运行，金银比价中枢上移，黄金相较白银来说具有更强的金融属性和货币属性，在地缘政治以及贸易政策扰动下，黄金避险属性带来的利好逻辑会明显大于白银，其中长期走势将显著优于白银。而在板块回调时，白银往往表现出领跌态势。因此，在当前市场下做空金银比并不具备逻辑支撑。若短期内金银比大幅回落，可择机考虑入场做多。

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等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，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-68757181

Jialj@qh168.com.cn

