



政策博弈与地缘风险再起，黄金多空博弈 震荡运行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-06-02

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：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋

从业资格证号：F03136719

电话：021-68758786

邮箱：guozy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性	本周美元指数维持低位震荡格局，政策博弈与经济数据多空交织构成主要扰动。市场关注焦点转向下周五非农数据，以验证劳动力市场疲软迹象。财政赤字扩张趋势以及政策不确定性持续施压美元，但兑日元实现年内首月上涨，货币对间分化加剧。短期美元或维持震荡，等待非农数据指引政策预期。
金融属性	联储当前维持政策观望立场，5月议息会议延续利率不变并坦承面临"通胀与失业率双升"的艰难权衡。5月消费者信心超预期印证经济韧性，政策天平正从抗通胀向防衰退微妙倾斜。利率期货市场押注9月开启降息周期，FEDWATCH工具显示2025年9月降息概率为72.7%。后续行动将高度依赖通胀水平及就业数据表现。
商品属性	中国央行已连续6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2025.5.30当周，黄金SPDR持仓量为930.2，较前一周小幅上升。白银SLV当周持仓量为14303.75吨，较前一周上升171.08吨。
操作建议	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

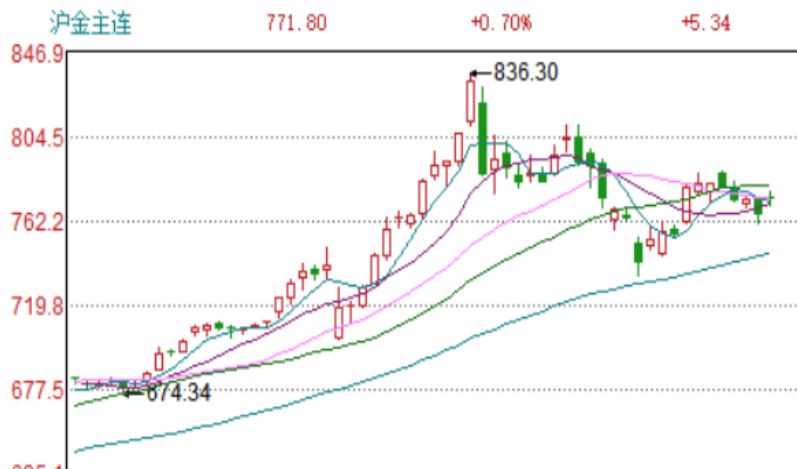
白银：观点总结&操作建议

宏观金融	贸易领域再现司法变局，美国国际贸易法院援引"重大问题原则"裁定特朗普关税计划违宪，美国联邦巡回上诉法院暂缓执行国际贸易法院对特朗普关税的禁令，但要求双方提交书面辩论，政策不确定性显著影响市场避险情绪。中东混乱程度升级，叠加乌克兰特别军事行动加剧会谈不确定性，地缘危机有升级态势。
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，箱体上方前高压力较大，金银比价近期重回上行轨道，多单持仓可采取领口结构对冲回调风险，近期建议观望为主。
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

贵金属本周呈现震荡整理格局，COMEX黄金周跌1.33%至3313.1美元/盎司，白银周下跌1.68%。多空博弈核心聚焦三大矛盾：政策层面，美联储会议继续维持当前利率水平，政策模糊性压制降息预期。贸易领域再现司法变局，美国国际贸易法院援引“重大问题原则”裁定特朗普关税计划违宪，美国联邦巡回上诉法院暂缓执行国际贸易法院对特朗普关税的禁令，但要求双方提交书面辩论，政策不确定性显著影响市场避险情绪。地缘风险溢价持续发酵，中东混乱程度升级，叠加乌克兰特别军事行动加剧会谈不确定性。展望后市，美国财政赤字扩张与信用下降趋势不变，贵金属中长期上行逻辑依然稳固。建议采取回调买入策略，黄金关注阶段性回调后的长线布局机会，后续重点关注下周非农数据对政策预期的修正、司法博弈演化及俄乌会谈进展。

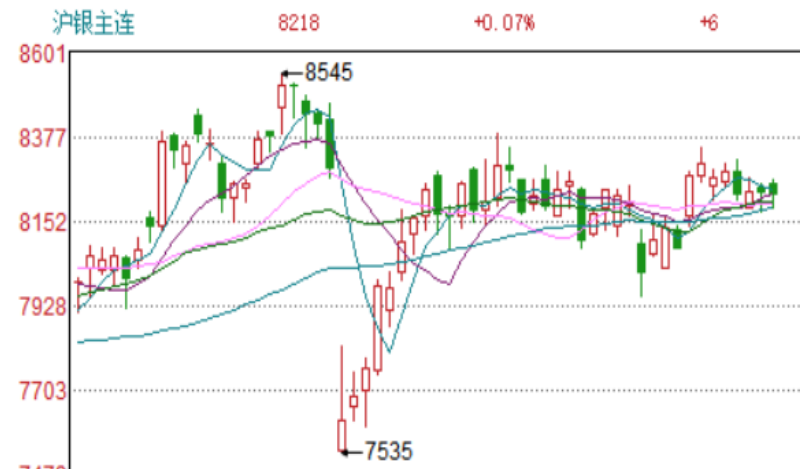
沪金主力合约



伦敦金现



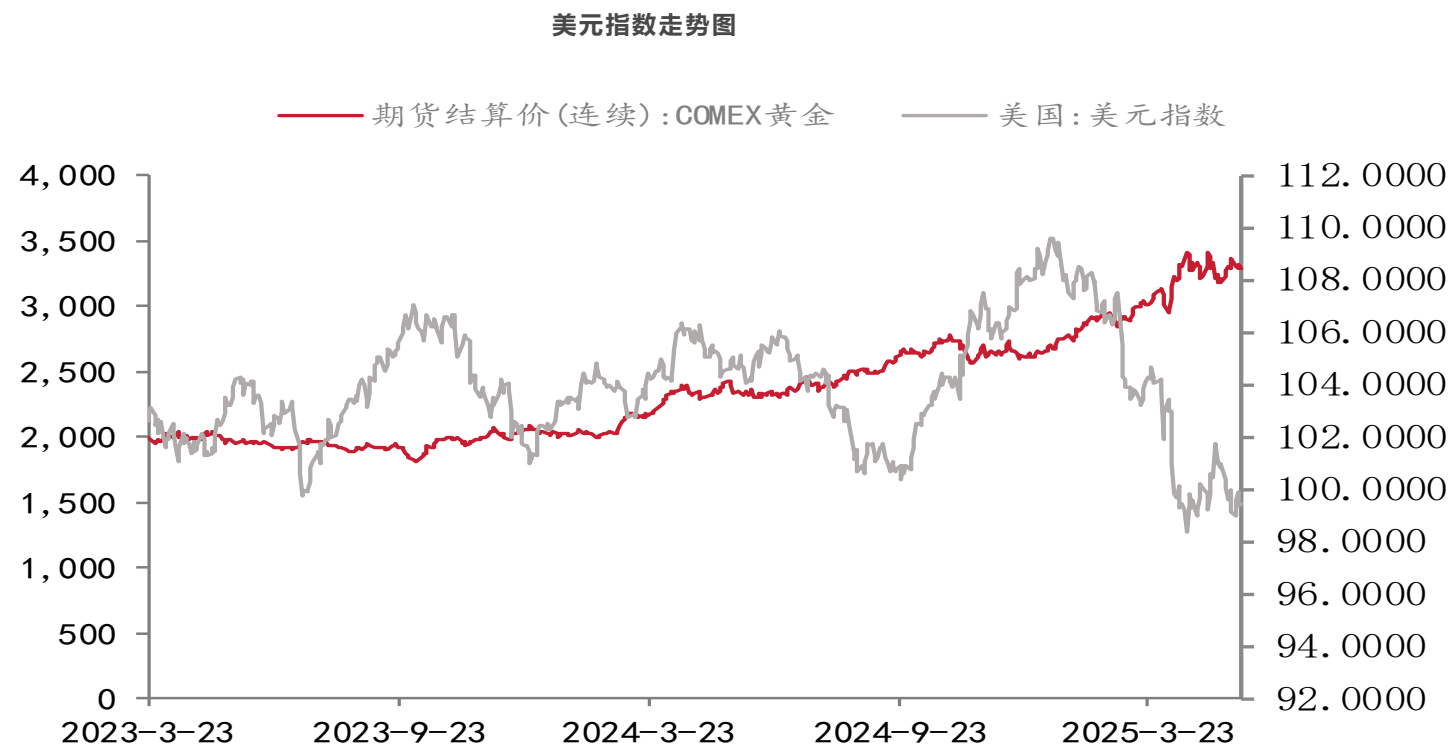
沪银主力合约



伦敦银现

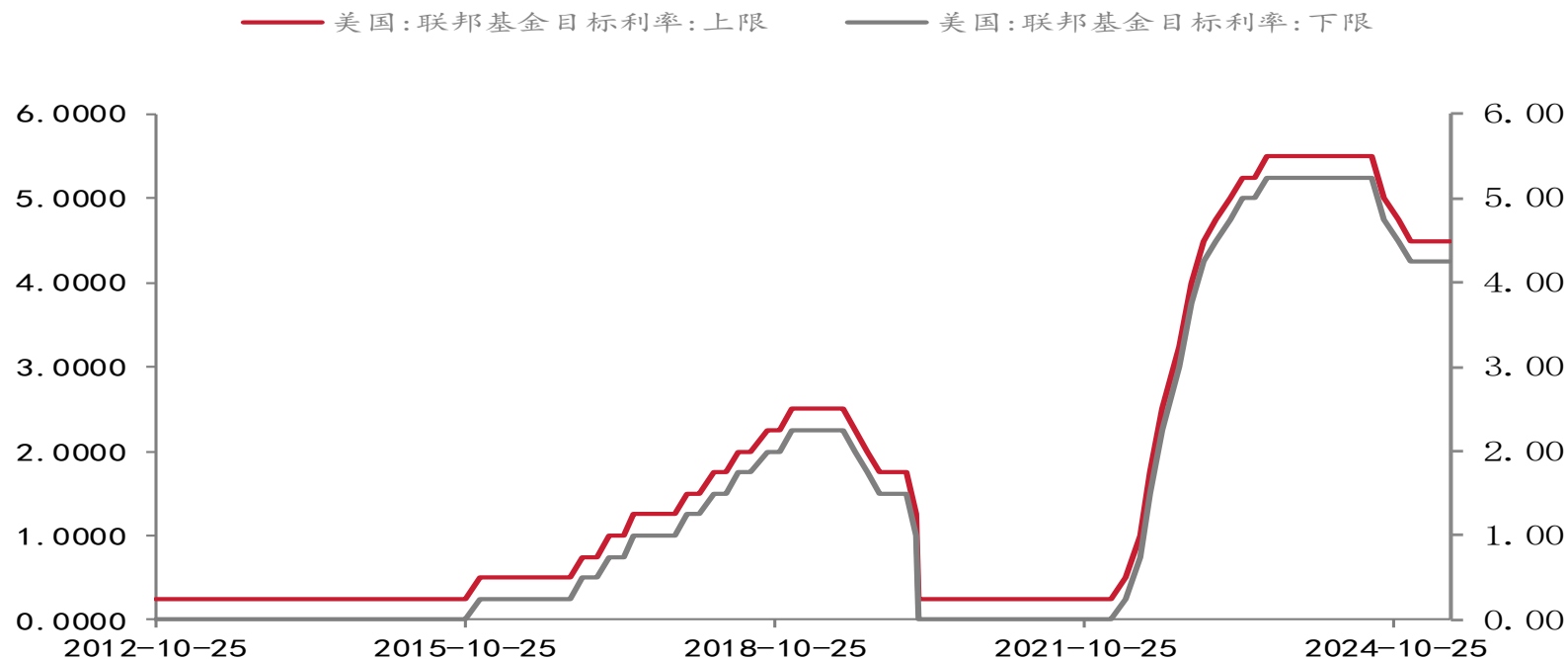


美元指数：美联储按兵不动，贸易政策反复削弱美元资产吸引力



本周美元指数维持低位震荡格局，政策博弈与经济数据多空交织构成主要扰动。司法层面，美国国际贸易法院援引"重大问题原则"裁定特朗普关税计划违宪。美联储继续维持谨慎态度，降息时间点或推迟至9月份。经济数据呈现分化，5月消费者信心超预期改善支撑美元，但初请失业金人数增幅扩大暗示关税阴影下经济隐忧浮现，抢进口效应下部分经济指标存在失真未能完整反映关税对美国经济影响。市场关注焦点转向下周五非农数据，以验证劳动力市场疲软迹象。财政赤字扩张趋势以及政策不确定性持续施压美元，但兑日元实现年内首月上涨，货币对间分化加剧。短期美元或维持震荡，等待非农数据指引政策预期。

美国联邦基金目标利率



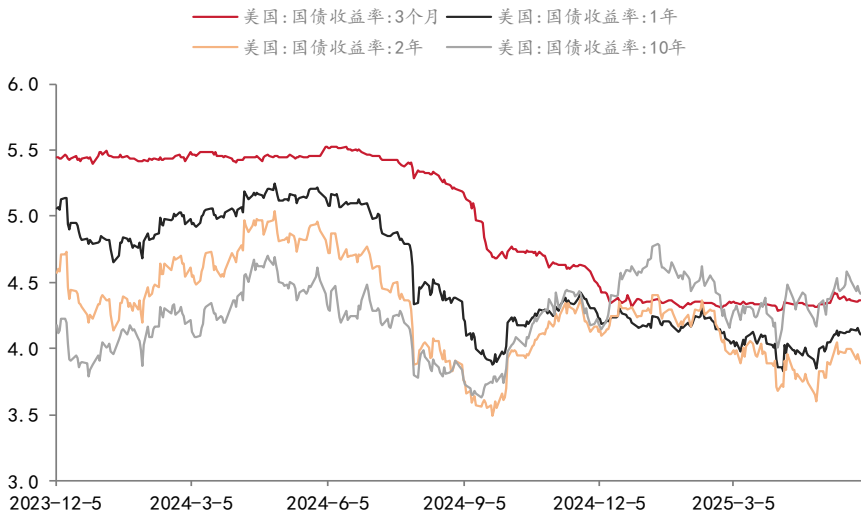
美联储当前维持政策观望立场，5月议息会议延续利率不变并坦承面临“通胀与失业率双升”的艰难权衡。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利强调需保持利率稳定以评估关税引发的供给侧冲击对通胀传导效应。5月消费者信心超预期印证经济韧性，美联储官员强调经济衰退风险，政策天平正从抗通胀向防衰退微妙倾斜。利率期货市场押注9月开启降息周期，FEDWATCH工具显示2025年9月降息概率为72.7%。后续行动将高度依赖通胀水平及就业数据表现。

美债：美债收益率回落，实际利率同步下滑

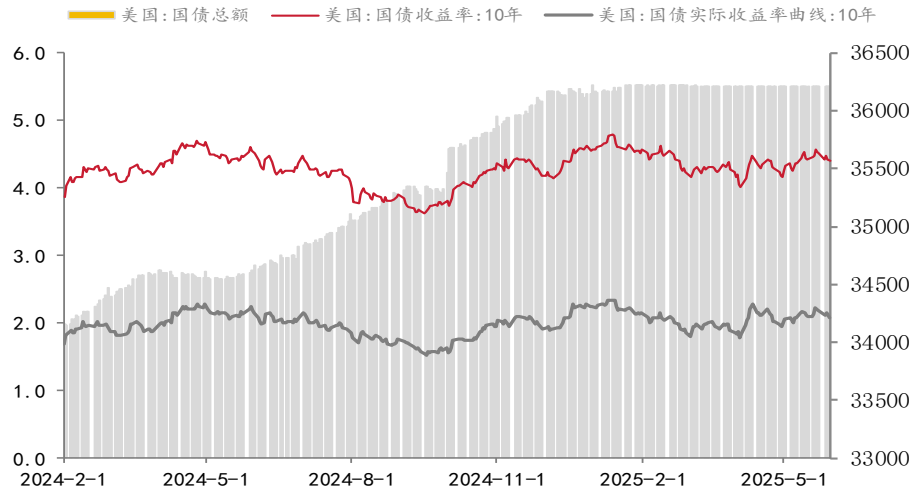
1年期美债收益率收于4.11%，较此前一周小幅回落。
10年期美债收益率较上周下跌10个基点至4.41%。

十年期美债实际收益率从上周2.17%回落至2.07%，
总计下跌10个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.52%，较上一周小幅上行。

美债收益率



10年美债实际收益率

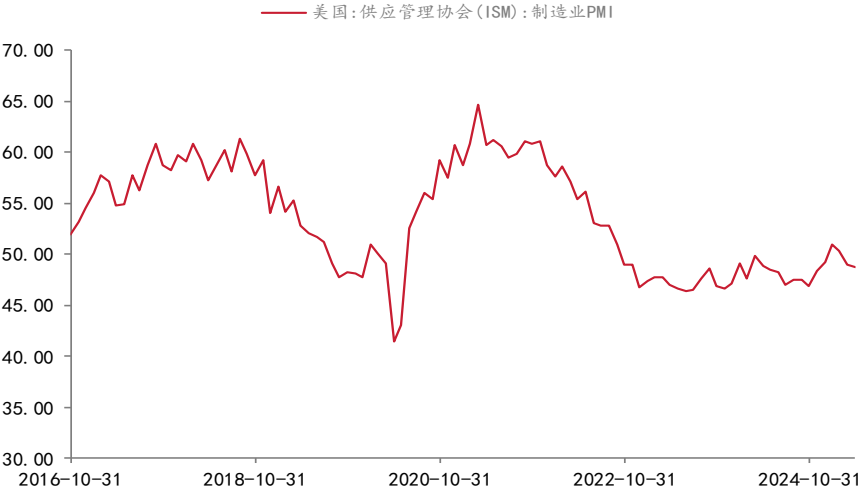


美债利差

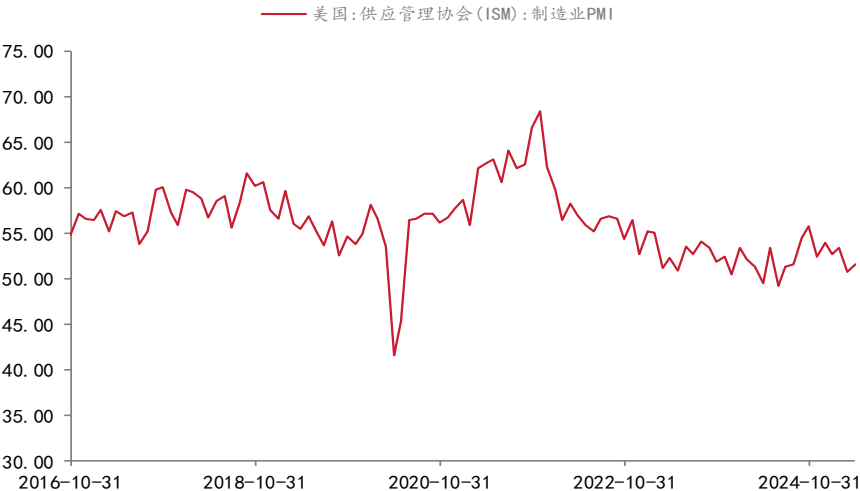


美国PMI:制造业持续处于荣枯线以下，服务业超预期回升

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4月ISM服务业PMI指数为51.6，预期50.3，前值为50.8，为2023年1月以来新高。最新数据强于媒体调查的绝大多数经济学家的预测。物价分项指数达65.1，创2023年1月以来新高，反映原材料成本因关税上调显著攀升。就业改善就业指数虽仍处收缩区间（49），但较前值46.2有所回升，表明劳动力市场压力边际缓解

综合 PMI:

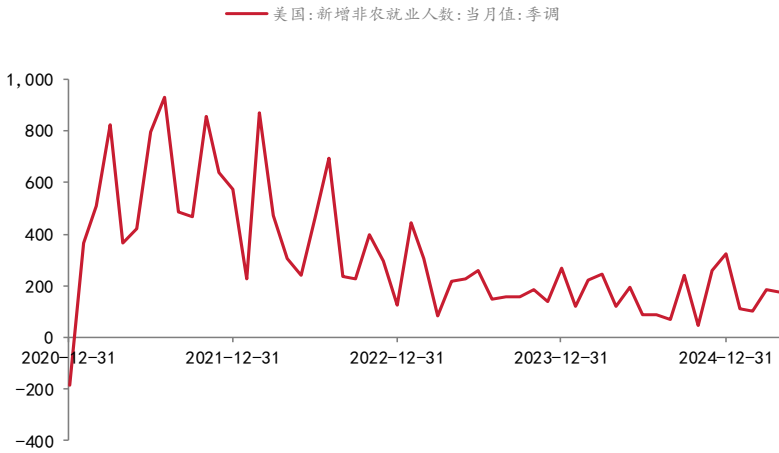
美国5月标普全球服务业PMI初值为52.3，预期 50.8，前值 50.8。美国5月标普全球制造业PMI初值为52.3，预期 50.1，前值 50.2。

美国就业指标：非农数据再超预期，失业金人数超预期增加

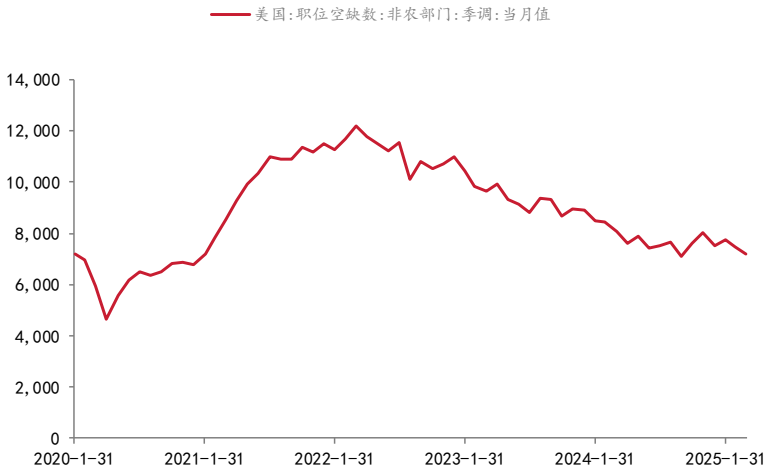
4月美国新增非农就业17.7万人，预期13.8万人，前值18.5万人，数据超预期。政府部门新增就业人数显著下降，2-4月分别减少0.5万、增加1.5万和1万人。私营部门新增非农就业仍维持在较高水平。2月和3月新增非农数据合计下修5.8万人，其中2月下修1.5万至10.2万人，3月下修4.3万至18.5万人。美国4月失业率维持4.2%，持平预期和前值，劳动参与率62.6%，较前月上升0.1个百分点。

美国劳工部5月29日公布数据显示，截至5月24日当周，首次申请失业救济人数环比增加1.4万人至24万人，连续申请失业金人数增至191.9万人，均高于市场预期，反映就业市场压力加剧

美国新增非农就业人数



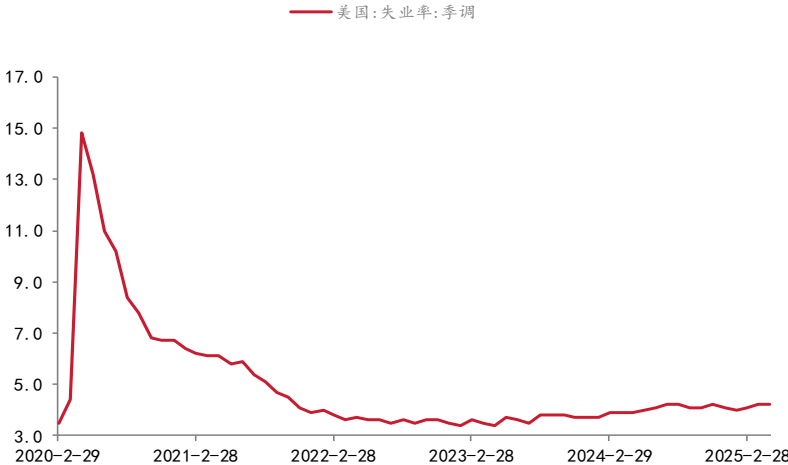
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

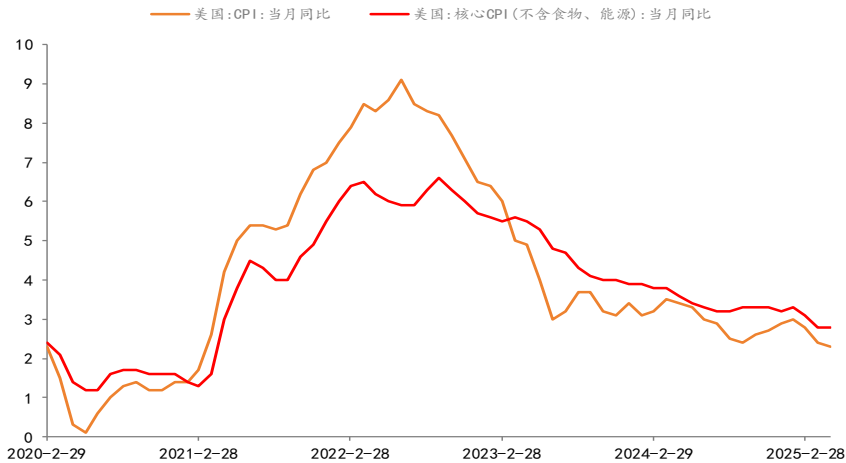


美国通胀水平：PPI和CPI低于市场预期，关税影响并未明显显现

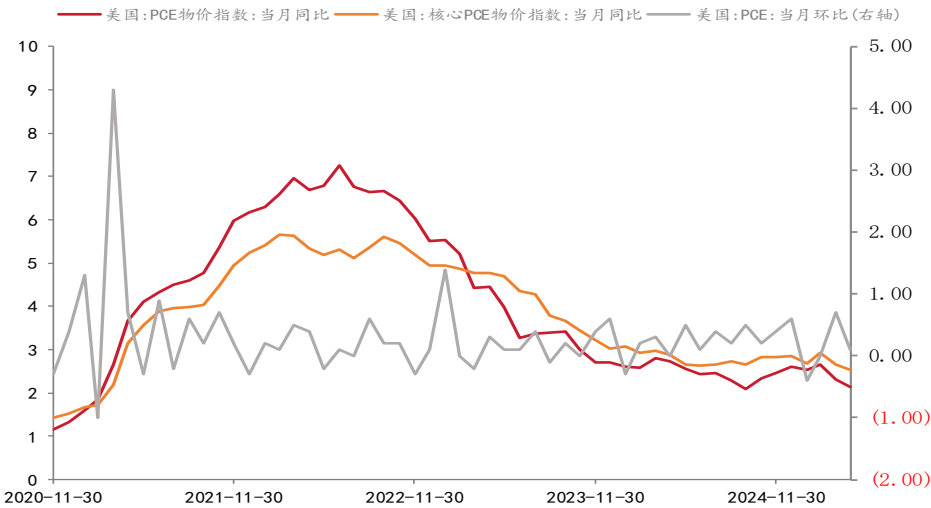
美国劳工统计局公布数据显示，美国4月末季调CPI同比上涨2.3%，低于预期值和前值2.4%，为自2021年2月以来的最低水平；核心CPI同比持平于2.8%，持平预期值和前值，为2021年4月以来最低水平。关税影响并未明显显现，或源于美国企业抢进口以及库存补充带来的缓冲效果

美国劳工统计局周五发布的报告显示，4月生产者价格指数（PPI）同比增长2.4%，大幅低于预期，环比下降0.5%，创下五年来最大跌幅。环比下降0.4%。最终需求服务价格下跌 -0.7%，是该指数自 2009 年设立以来的最差表现。其中，贸易服务利润率大跌 -1.6%，机械与车辆批发利润率下降 -6.1%，呈现出典型的利润通缩。

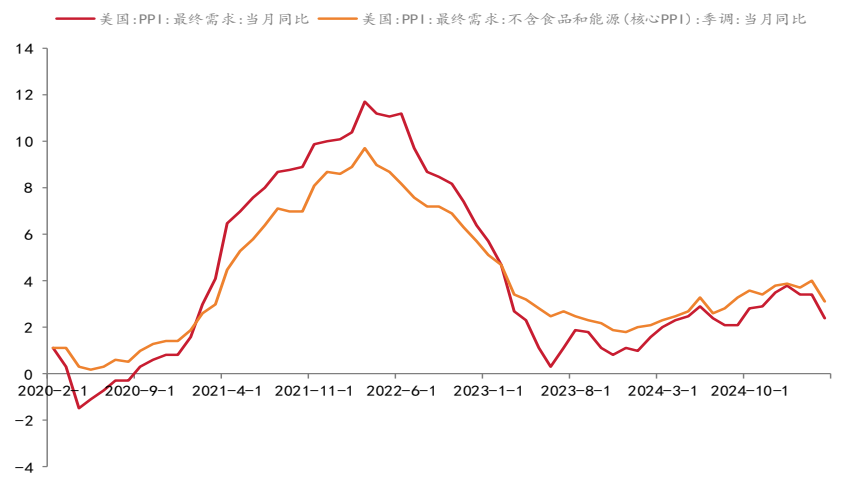
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

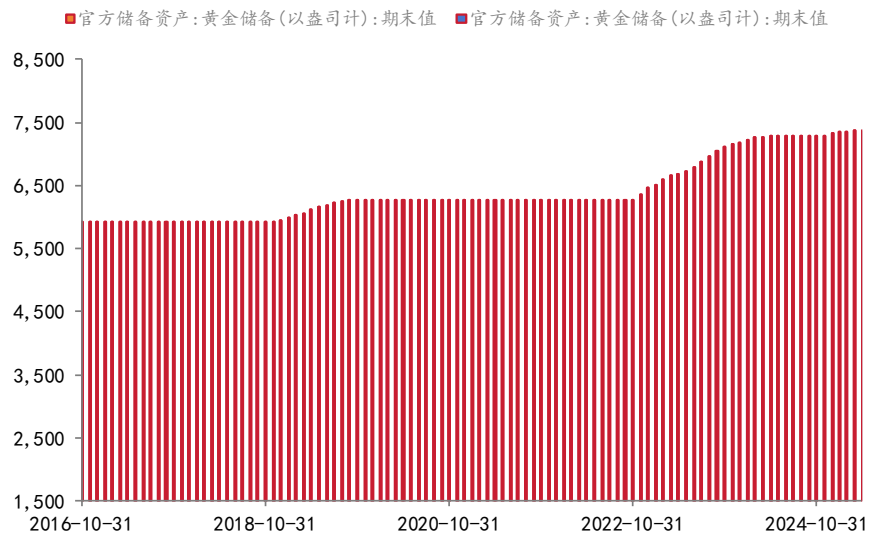


美国PPI当月同比（单位：%）

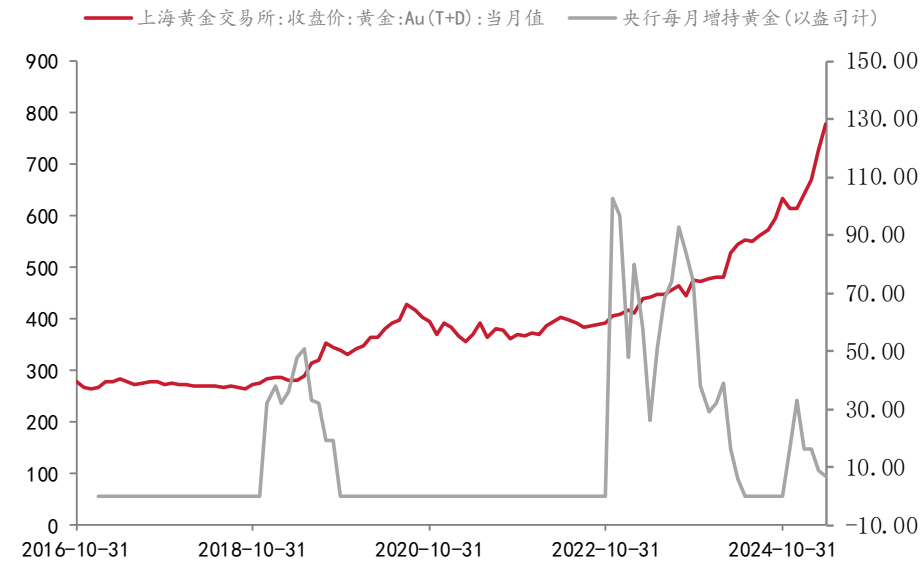


需求：央行连续六个月增持黄金，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



2025年4月，中国官方黄金储备为7377万盎司，较上月末增加7万盎司。目前，中国央行已连续6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2025.5.30当周，黄金SPDR持仓量为930.2，较前一周小幅上升。白银SLV当周持仓量为14303.75吨，较前一周上升171.08吨。

截至2025.5.27，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据增加10203张至174184张合约。白银方面净多头持仓为53012张合约，较前一期数据增加2970张。

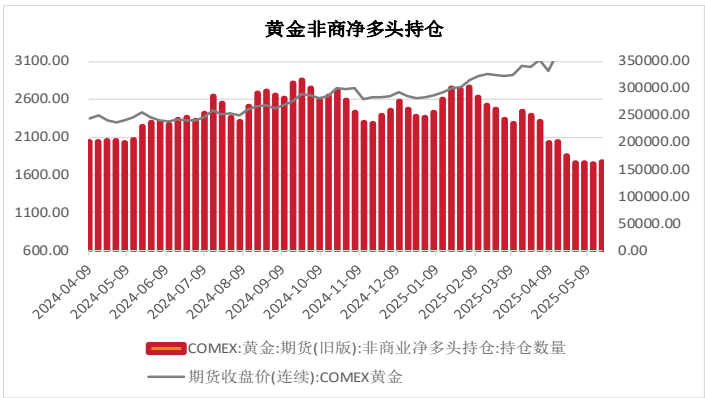
黄金持仓量



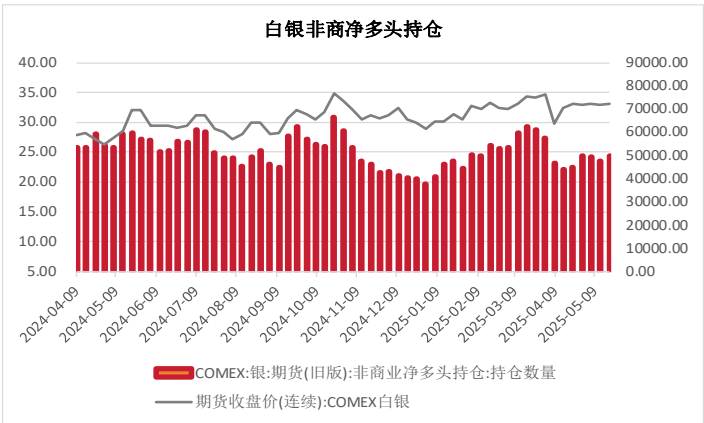
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

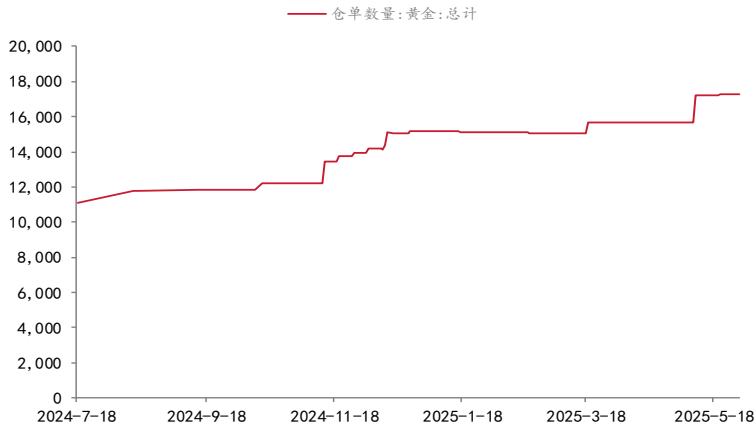


库存：黄金仓单维持不变，Comex黄金库存持续下滑

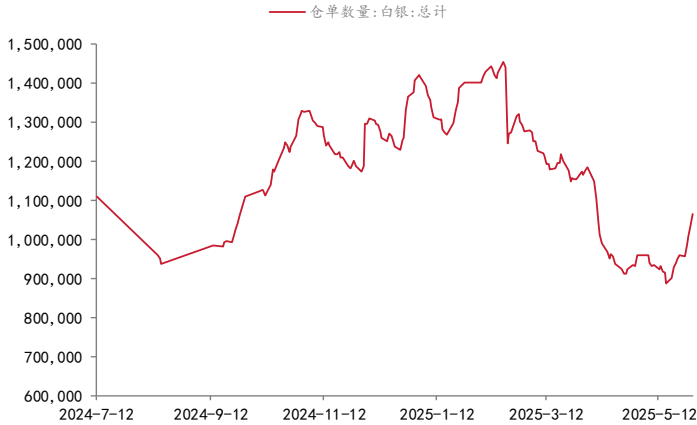
截至2025.5.30当周，上期所黄金仓单为17247千克，较前一周不变。白银仓单较前一周大幅增加106244千克至1066885千克。

Comex库存方面，截至2025.5.30，周度Comex黄金库存较前一周减少4336.05盎司至38789194.16盎司，Comex白银库存较前一周减少2496327.72盎司至496007980.42盎司。

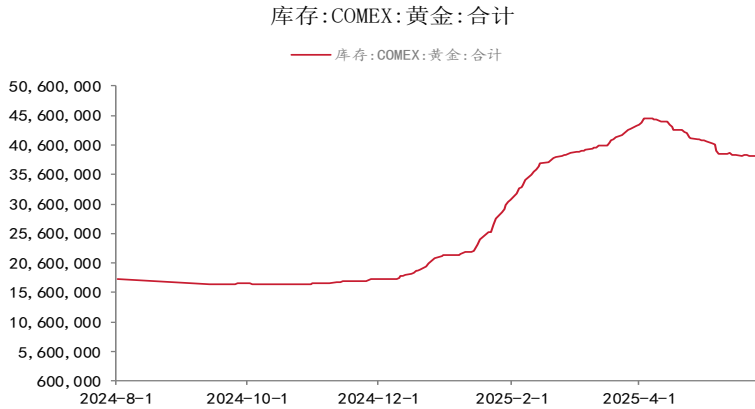
上期所黄金仓单



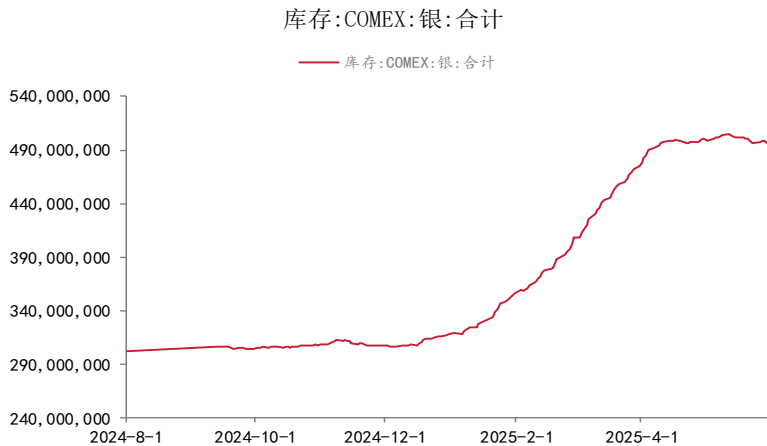
上期所白银仓单



Comex黄金库存



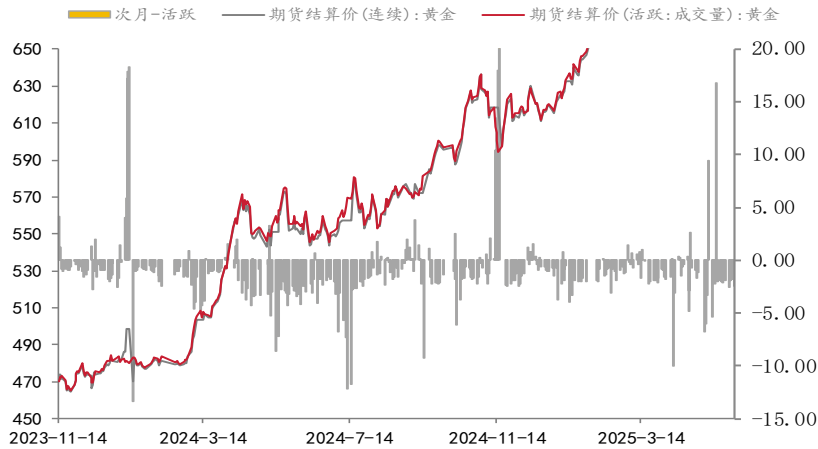
Comex白银库存



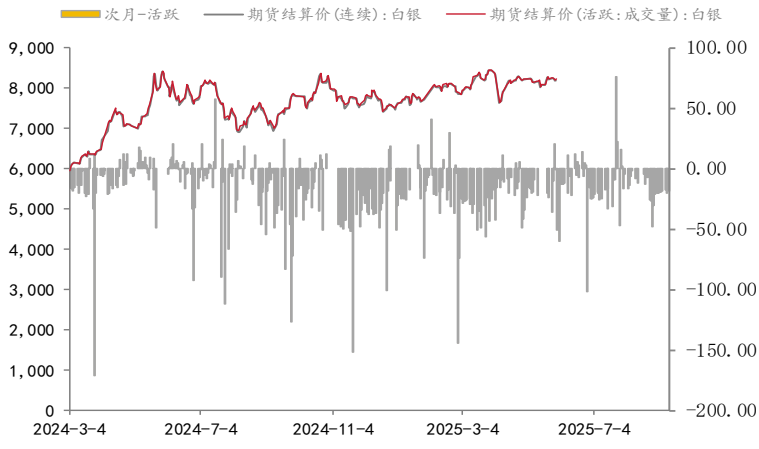
价差-成交量-持仓量

截至2025.5.30当周，黄金期货平均成交量为244498.40千克，较前一周下降26.24%。白银期货当周平均成交量为653653.20千克，较前一周减少9.41%

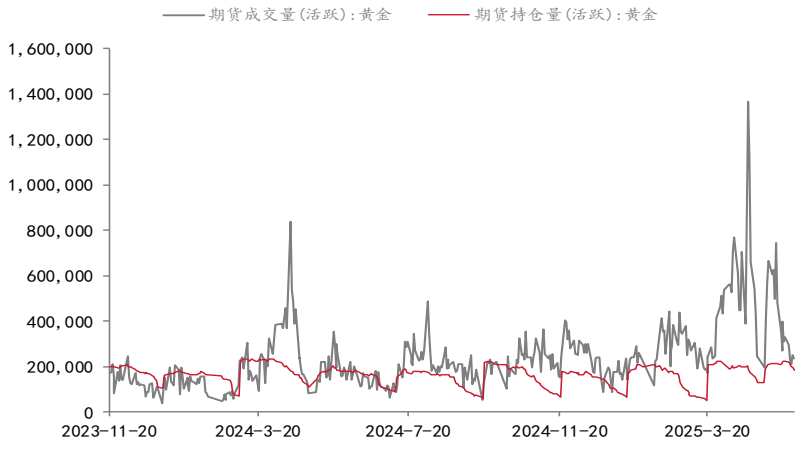
黄金价差



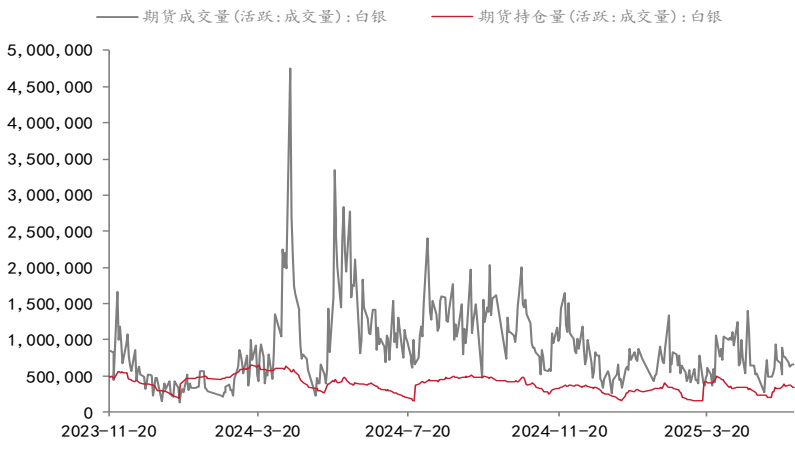
白银价差



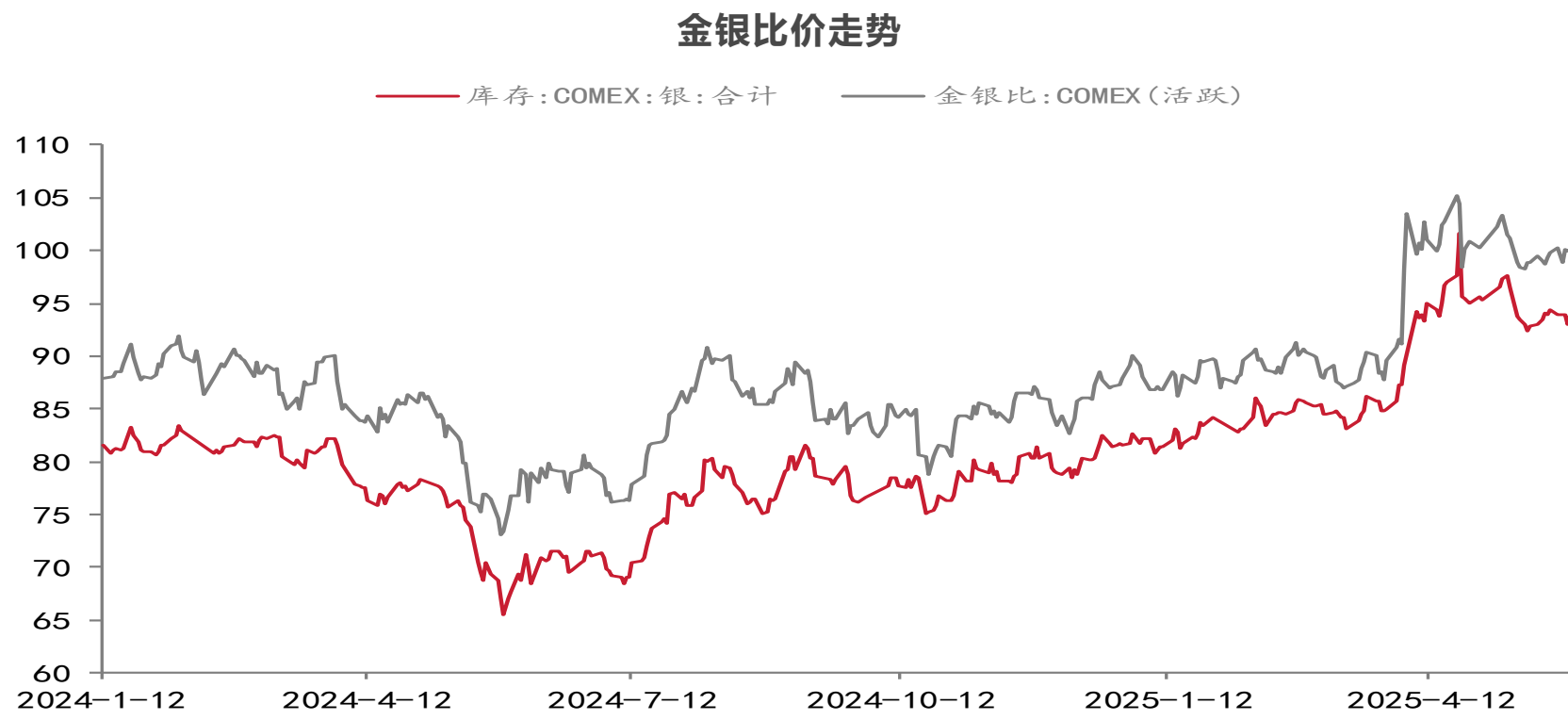
黄金成交量持仓量



白银成交量持仓量



金银比：黄金价格高位运行，金银比价同步上移



2025.5.30当周，金银比价高位运行，沪金银比价为93.92，纽约金银比为100.17。贵金属板块高位震荡，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。

重要声明

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

