



伊以态势持续恶化，贵金属有望再度走强

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-06-23

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

本周美元指数企稳反弹，中东地缘风险升级，以伊持续空战引发美军介入担忧，触发避险资金涌入美元，鲍威尔警告“相当多通胀风险”的鹰派倾向及点阵图维持年内两次降息预期仍支撑美元周线收涨。贸易战隐忧叠加油价急升放大全球通胀不确定性，美元上行持续承压，短期维持避险提振与政策压制的震荡格局。

金融属性

美联储6月议息会议维持利率4.25%-4.50%不变，鹰派立场进一步强化。会议上调失业率预测并下调经济增长展望，鲍威尔再次强调“通胀风险尚未解除”，尤其警示特朗普关税政策可能加剧物价压力。但当前年内仍维持两次降息预期，CME FedWatch显示押注但7月降息概率已骤降至10%，但9月降息概率升至65%。

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。2025.6.18当周，黄金SPDR持仓量为947.37，较前一周小幅上升。截至2025.6.10，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少424张至187481张合约。

操作建议

短期地缘风险支撑趋势偏强。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

地缘方面，以伊冲突不断升级，周末美军强势介入战场，特朗普宣布美军摧毁福尔多等三处伊朗核设施，这将推动避险溢价急剧扩张。后市市场重心将重新聚焦中东战场，伊朗议会已通过关闭霍尔木兹海峡的决议，若该决议最终落实或对能源供应链产生重大影响，进而对全球资本市场产生显著冲击。

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%。截至2025.6.18当周，白银SLV当周持仓量为14763吨，较前一周变化有限。2025.6.10，白银非商净多头持仓为66650张合约，较前一期数据增加5880张。

操作建议

本周白银强势突破新高后进入调整期，但短期技术突破后补涨结构仍存。中期关注中东冲突下避险属性与工业需求博弈平衡。白银多单持仓可采取熊差结构对冲回调风险。若短期波动率和价格继续大幅上行，可在上方构建看涨卖权锁定收益

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

上周贵金属市场高位震荡回调，COMEX黄金本周跌 1.98% 收至3384 美元，COMEX白银冲高回落周度收跌1.15%收至35.95美元，沪银收于 8737 元 / 千克。美联储6月议息会议维持利率4.25%-4.50%不变，上调失业率预测同时降低经济预期，鲍威尔多次强调对于通胀的担忧，鹰派言论压制贵金属上行。地缘方面，以伊冲突不断升级，周末美军强势介入战场，特朗普宣布美军摧毁福尔多等三处伊朗核设施，推动避险溢价上行。黄金对前期冲突反应冷淡，前期风险溢价仅包含低强度战争预期，而美军直接打击核设施或改变这一市场共识。展望后市，短期市场重心将重新聚焦中东战场，伊朗议会已通过关闭霍尔木兹海峡的决议，若该决议最终落实或对能源供应链产生重大影响，进而对全球资本市场产生冲击。当前贵金属市场在地缘风险溢价与货币政策间反复博弈，需重点关注地缘态势升级程度。

沪金主力合约



沪银主力合约



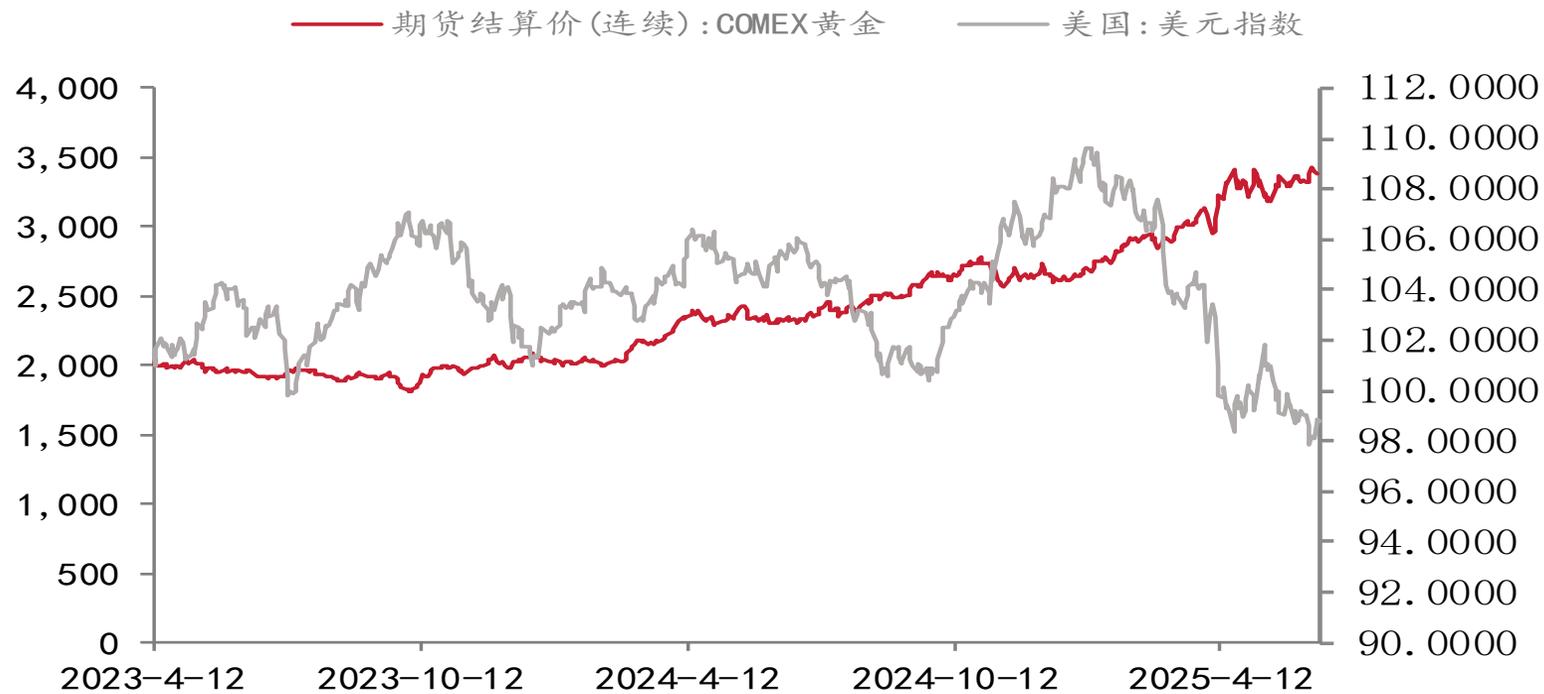
伦敦金现



伦敦银现

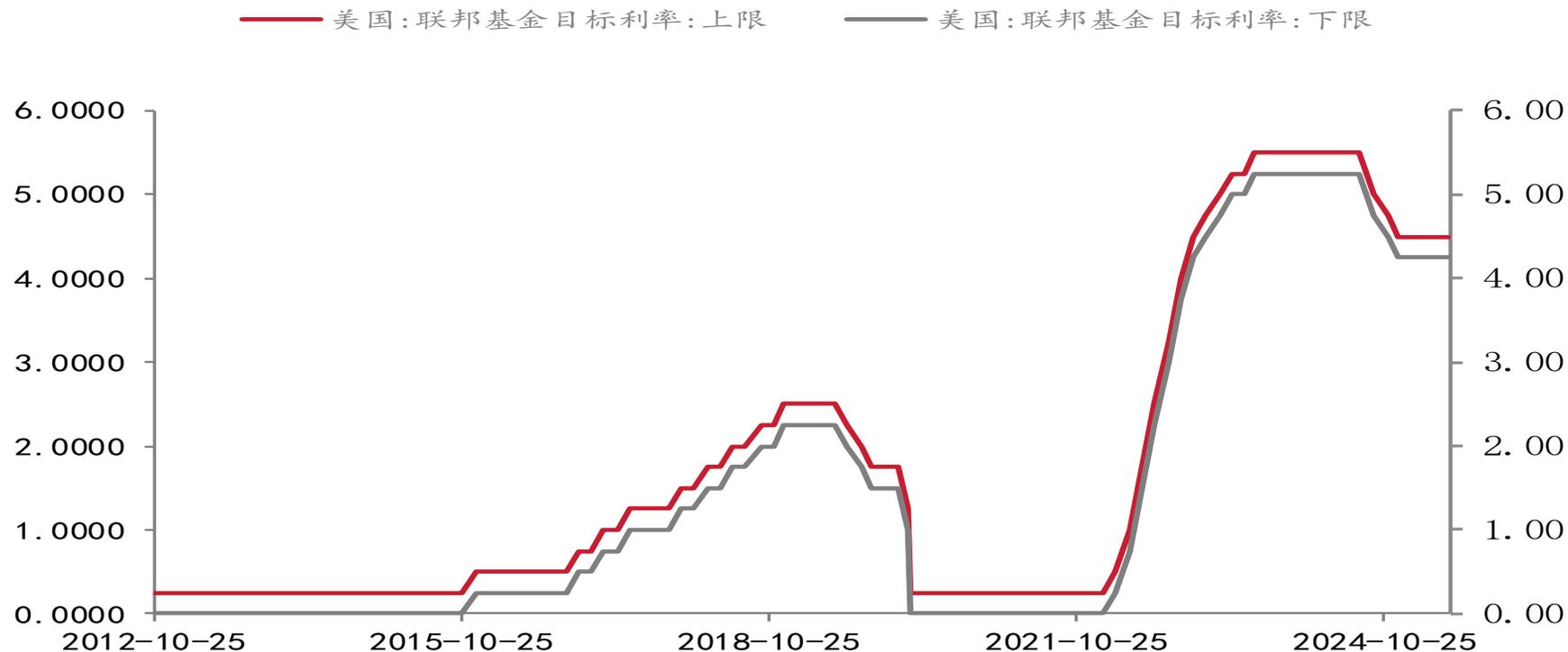


美元指数走势图



上周美元指数企稳反弹至98.75，中东地缘风险升级，以伊持续空战引发美军介入担忧，触发避险资金涌入美元，推动其兑日元升至三周高位、兑瑞郎同步走强。尽管周五因美联储理事沃勒释放"7月或降息"的鸽派信号，但鲍威尔警告"相当多通胀风险"的鹰派倾向及点阵图维持年内两次降息预期仍支撑美元周线收涨。不过，特朗普7月关税最后期限临近加剧贸易战隐忧，叠加油价急升放大全球通胀不确定性，美元上行空间持续承压，短期维持避险提振与政策压制的震荡格局。

美国联邦基金目标利率



美联储6月议息会议维持利率4.25%-4.50%不变，鹰派立场进一步强化。会议上调失业率预测并下调经济增长展望，鲍威尔再次强调“通胀风险尚未解除”，尤其警示特朗普关税政策可能加剧物价压力。但当前年内仍维持两次降息预期，CME FedWatch显示押注但7月降息概率已骤降至10%，但9月降息概率升至65%，政策路径或逐渐清晰。特朗普激进要求“降息250基点”的政治施压，与美联储基于经济数据的审慎立场形成尖锐冲突，重点关注下周公布的PCE数据以进一步确立政策预期。

美债：美债长短利差分化，实际利率进一步回落

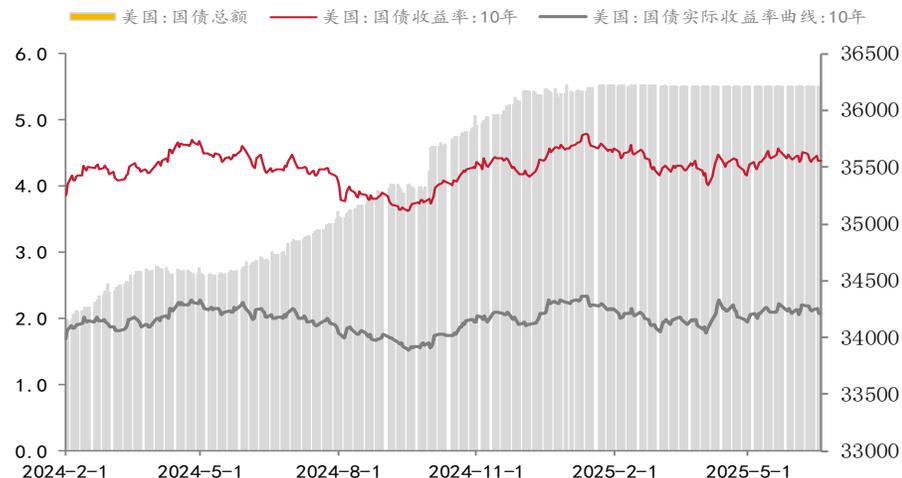
1年期美债收益率收于4.10%，较此前一周上行。10年期美债收益率较上周回落3个基点至4.38%。

十年期美债实际收益率从上周2.13%回落至2.07%，总计回落6个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.44%，较上一周小幅下滑。

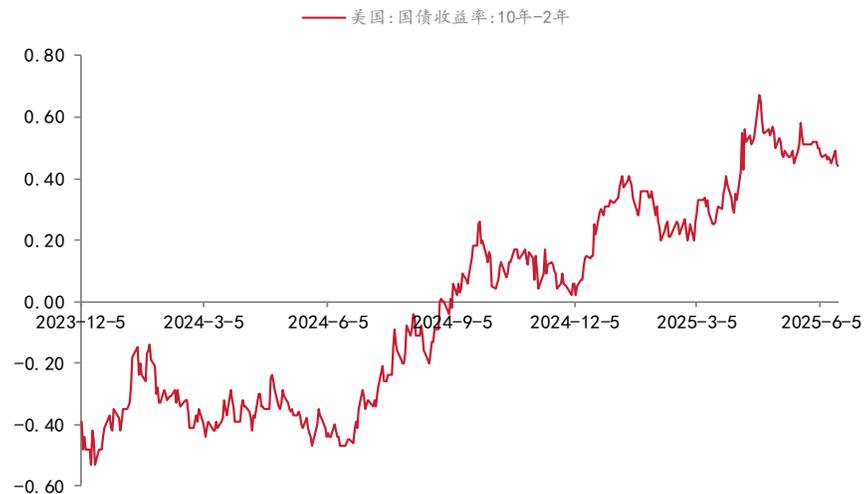
美债收益率



10年美债实际收益率



美债利差



美国PMI:制造业持续疲软，服务业意外下跌，经济隐忧凸显

制造业PMI



服务业PMI



制造业PMI:

5月ISM制造业PMI为48.5（前值48.7），连续六个月萎缩至去年11月以来最低。新订单指数47.6连续四个月收缩，叠加进口指数创2009年新低（单月暴跌7.2点），反映关税冲击加剧。物价支付指数高位微落至69.4，原材料成本压力未解；就业指数46.8持续疲软，供应链受阻与需求疲弱共构成制造业三大拖累。

服务业PMI:

美国5月ISM服务业PMI意外跌至49.9，为近一年来首次跌破50荣枯线。该指标呈现明显滞胀特征，商业活动和新订单大幅下滑，而价格支付指数却飙升至30个月高点。

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：就业数据分化，美就业市场疲软迹象增加

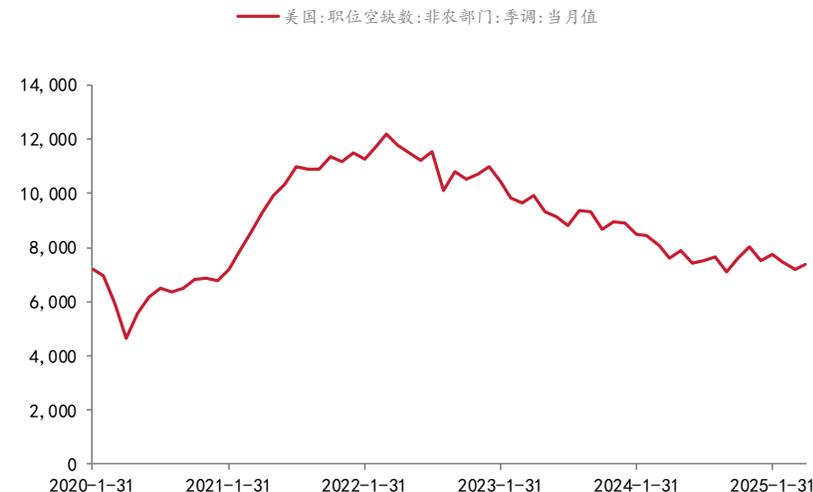
2025年5月美国非农就业数据超预期，新增就业13.9万人，高于预期的13.0万人，前两月数据累计下修9.5万人，显示就业市场潜在压力。休闲酒店业（新增4.8万人）和金融业（新增1.3万人）为主要贡献项，制造业就业转负（-0.5万人）失业率稳定于4.2%，平均时薪同比增3.9%。整体来看，前值持续下修，叠加ADP数据背离，暗示就业市场疲软迹象有所增加。

美国至6月14日当周初请失业金人数24.5万人，预期24.5万人，前值从24.8万人修正为25.0万人。数据显示上周美国初请失业金人数有所下降，但仍处于高位，6月劳动力市场动能进一步减弱。

美国新增非农就业人数



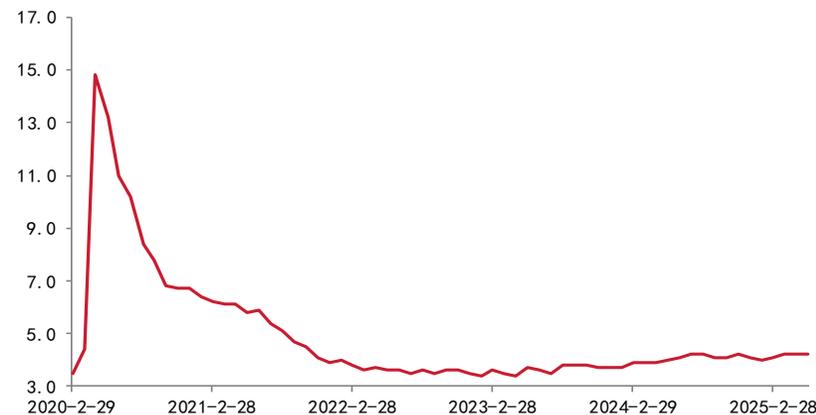
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

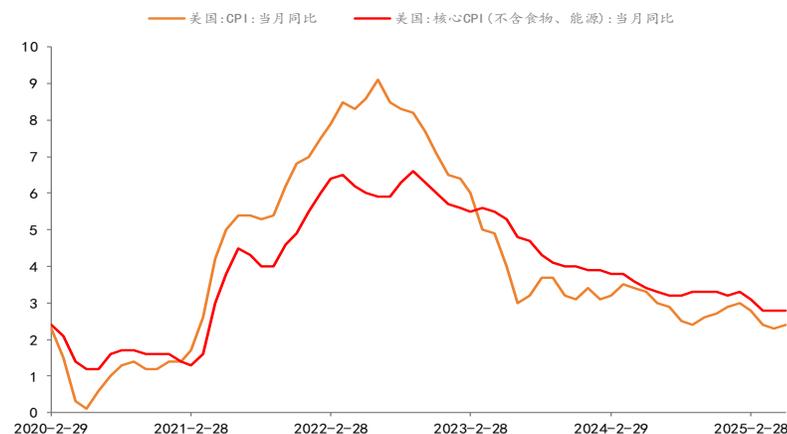


美国通胀水平：PPI和CPI低于市场预期，关税影响并未明显显现

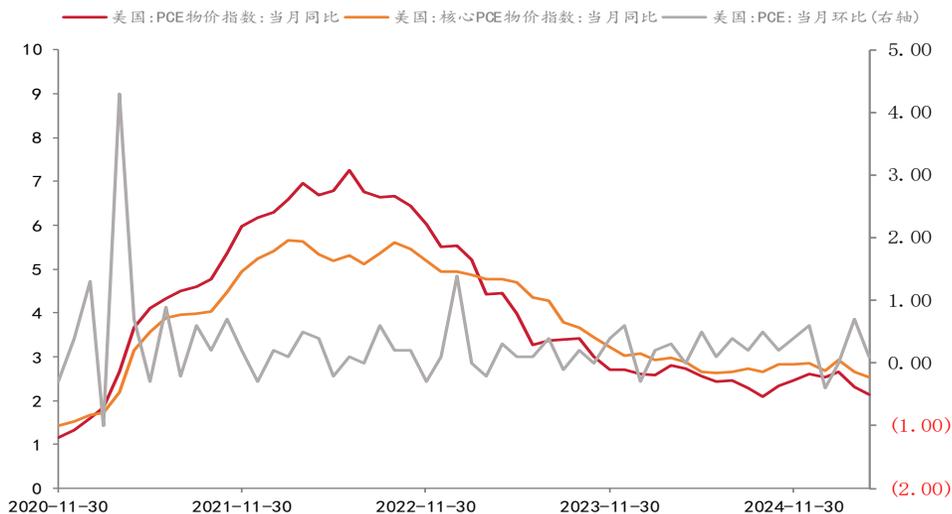
美国劳工统计局公布数据显示，美国4月末季调CPI同比上涨2.3%，低于预期值和前值2.4%，为自2021年2月以来的最低水平；核心CPI同比持平于2.8%，持平预期值和前值，为2021年4月以来最低水平。关税影响并未明显显现，或源于美国企业抢进口以及库存补充带来的缓冲效果

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。

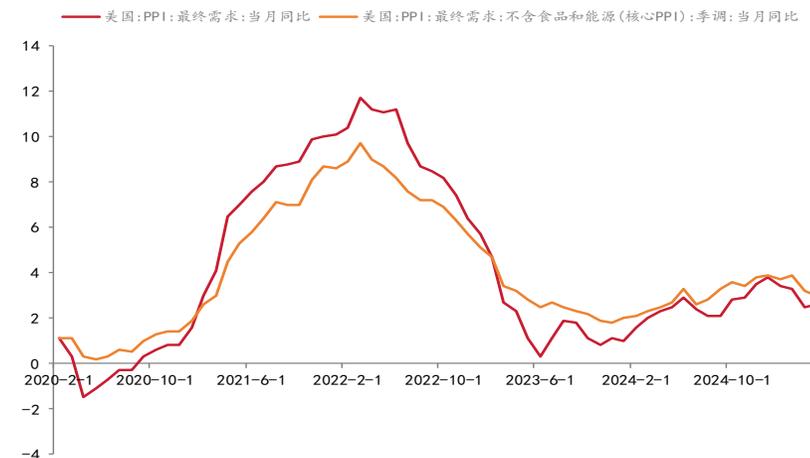
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

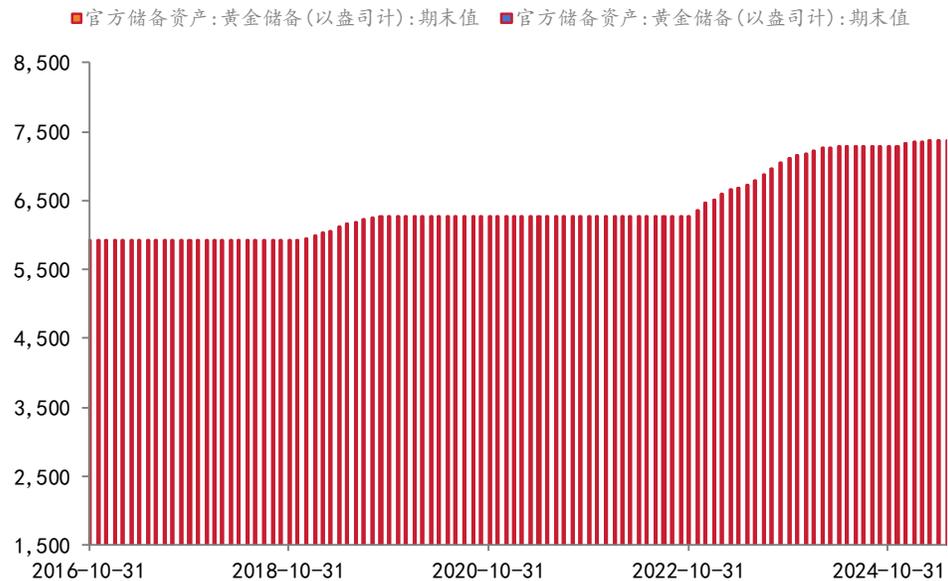


美国PPI当月同比（单位：%）



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5月，中国官方黄金储备为7383万盎司，较上月末增加6万盎司。目前，中国央行已恢复增持黄金态势。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2025.6.18当周，黄金SPDR持仓量为947.37，较前一周小幅上升。白银SLV当周持仓量为14763吨，较前一周变化有限。

截至2025.6.10，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少424张至187481张合约。白银方面净多头持仓为66650张合约，较前一期数据增加5880张。

黄金持仓量



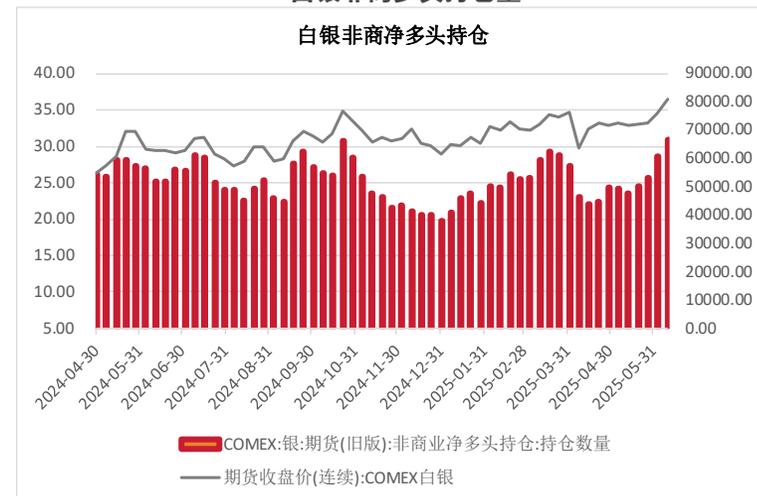
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

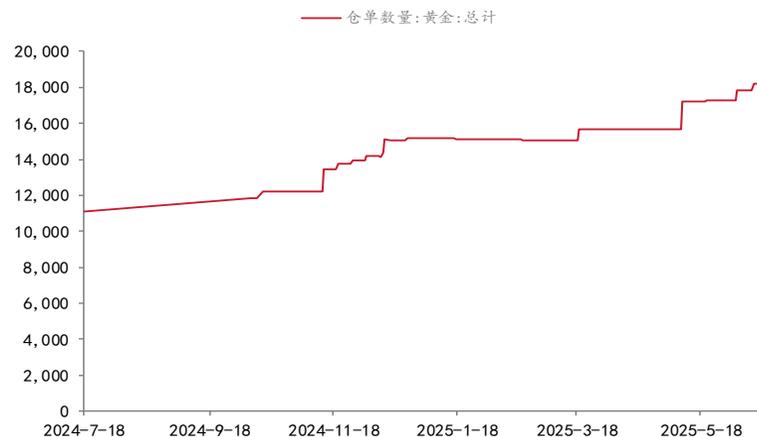


库存：白银仓单维持上升态势，Comex黄金库存持续下滑

截至2025.6.18当周，上期所黄金仓单为18168千克，较前一周上升。白银仓单较前一周增加16844千克至1242994千克。

Comex库存方面，截至2025.6.18，周度Comex黄金库存较前一周减少145286.8盎司至37784179.634盎司，Comex白银库存较前一周减少2211089.89盎司至495735090.49盎司。

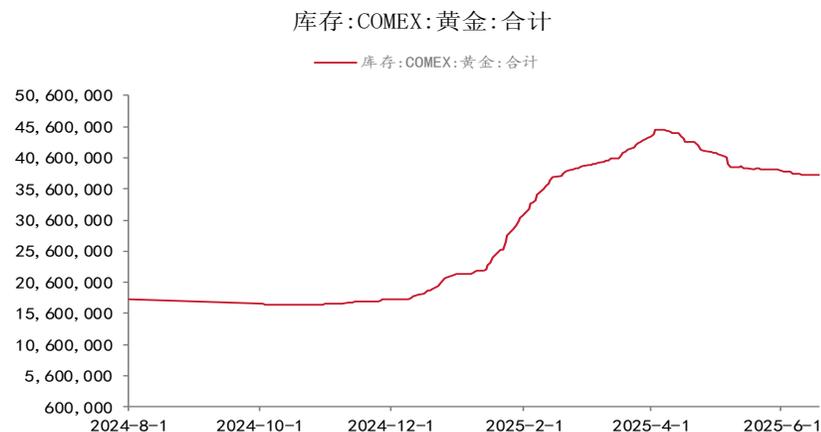
上期所黄金仓单



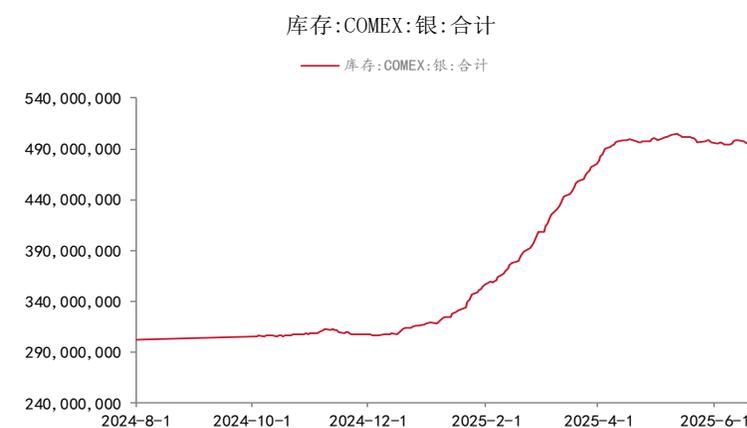
上期所白银仓单



Comex黄金库存



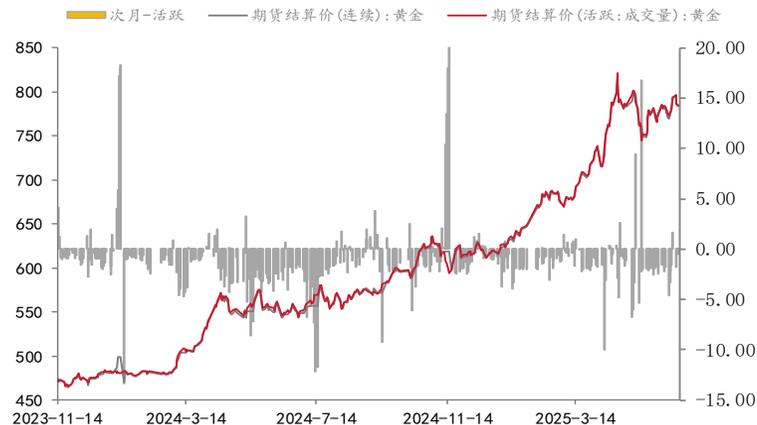
Comex白银库存



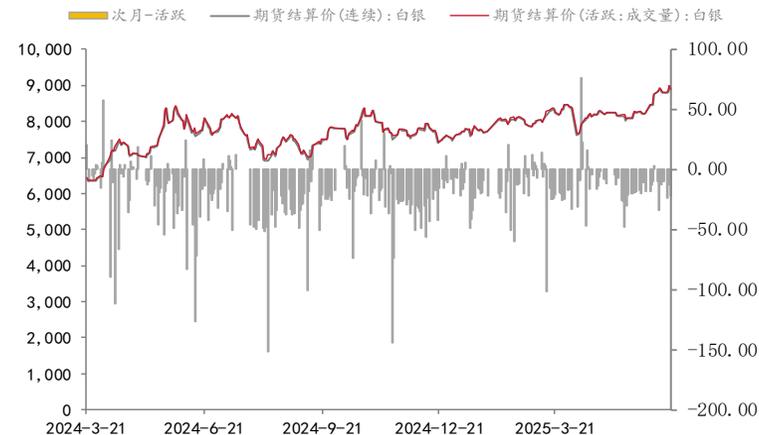
价差-成交量-持仓量

截至2025.6.18当周，黄金期货平均成交量为214198.40千克，较前一周上涨1.91%。白银期货当周平均成交量为671311千克，较前一周上升22.78%

黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

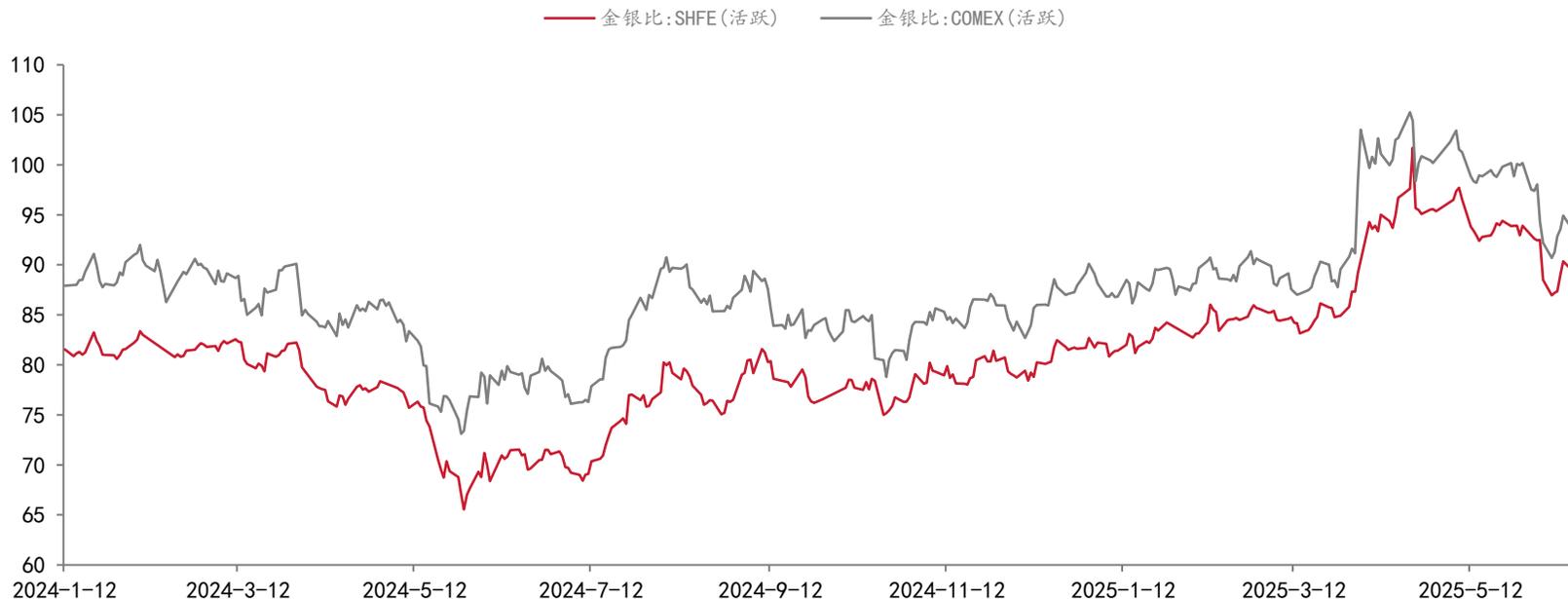


白银成交量持仓量



金银比：金价震荡，金银比价高位运行

金银比价走势



2025.6.18当周，随着金价上行，金银比价有所反弹，沪金银比价为88.59，纽约金银比为93.16。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大于白银，其中长期走势将显著优于白银。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