



非农数据超预期，美债收益率反弹压制金价

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-07-07

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

美元指数全周仍收跌至96.98。周初受“大而美法案”通过冲击，美元兑欧元创三年新低；周四非农数据超预期（新增14.7万）降低美联储降息预期，支撑美元企稳。美国与越南达成协议，市场当前对后续关税谈判呈乐观情绪。但债务货币化担忧驱动资本转向黄金等替代资产，美元信用体系将长期承压，震荡向下趋势未改。

金融属性

美联储在政策转向时机上维持谨慎观点，非农数据超预期（新增14.7万）降低降息预期，CME FedWatch显示7月按兵不动概率升至95.3%，9月降息预期同步回落。鲍威尔于欧洲央行会议延续“数据依赖”表态，市场静待PCE通胀数据验证关税传导效应，9月降息窗口仍存但门槛显著抬高。

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2025.7.3当周，黄金SPDR持仓量为947.66，较前一周小幅下降。截至2025.6.24，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少5644张至195004张合约

操作建议

短期多方因素影响对冲，维持震荡，关税扰动下品种波动率有望抬升。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

中东停火协议落地，后续关注点转向俄乌战争，整体风险短期有所降温。特朗普关税大限临近，美越达成协议利好美国经济，关税乐观预期上升。但值得注意的是，当前美国与中欧日韩等国的贸易谈判仍在协商过程，关税扰动的风险并不能因预期转好而忽视。就业方面，非农数据超预期使得降息预期有所降温。

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%。2025.7.3当周，白银SLV当周持仓量为14868.74吨，较前一周变化不大。截至2025.6.24，白银方面净多头持仓为62947张合约，较前一期数据减少4227张。

操作建议

本周白银震荡上行，前期压力位突破后补涨结构仍存，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

本周贵金属市场在多重逻辑博弈中震荡，主驱动从地缘避险向债务及政策预期切换。中东停火协议落地，后续关注点转向俄乌战争，整体风险短期有所降温。特朗普关税大限临近，美越达成协议利好美国经济，关税乐观预期上升。但值得注意的是，当前美国与中欧日韩等国的贸易谈判仍在协商过程，随截止日临近，关税扰动的风险并不能因预期转好而忽视。就业方面，非农数据超预期（新增14.7万，失业率降至4.1%）使得降息预期有所降温，美债收益率反弹压制金价。美联储官员表态维持谨慎观点，博斯蒂克坚称“观望立场适当”，鲍威尔则维持“不排除任何会议行动”的模糊指引。此外，美国上周通过“大美丽法案”，该法案将进一步加剧美债务压力，加大财政赤字危机，黄金中长期支撑稳健。下周重点关注关税谈判情况，特朗普关税政策扰动将成为短期影响贵金属走势的主要因素，预计黄金波动率短期回升。

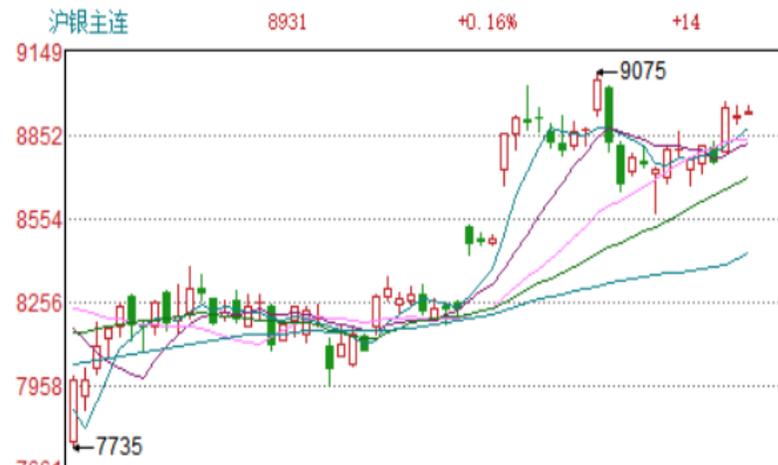
沪金主力合约



伦敦金现



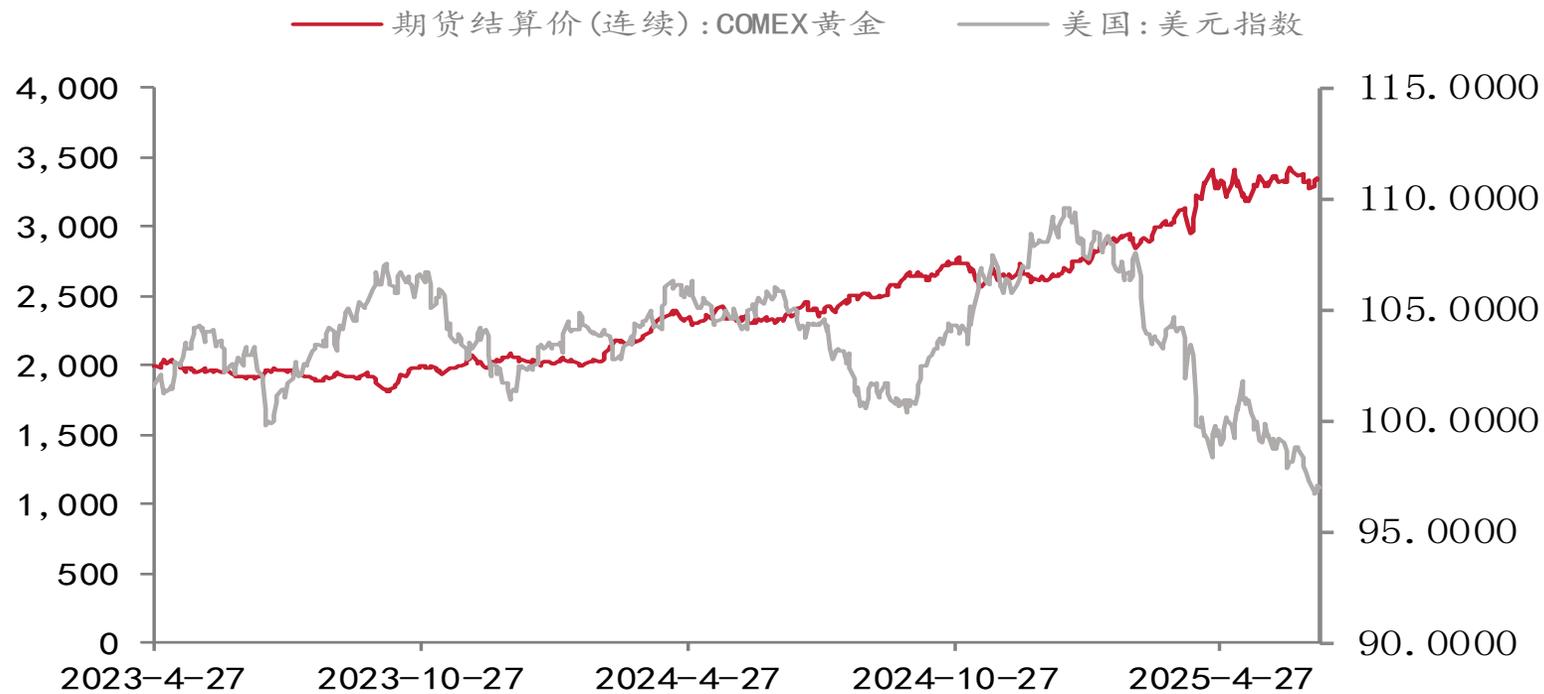
沪银主力合约



伦敦银现

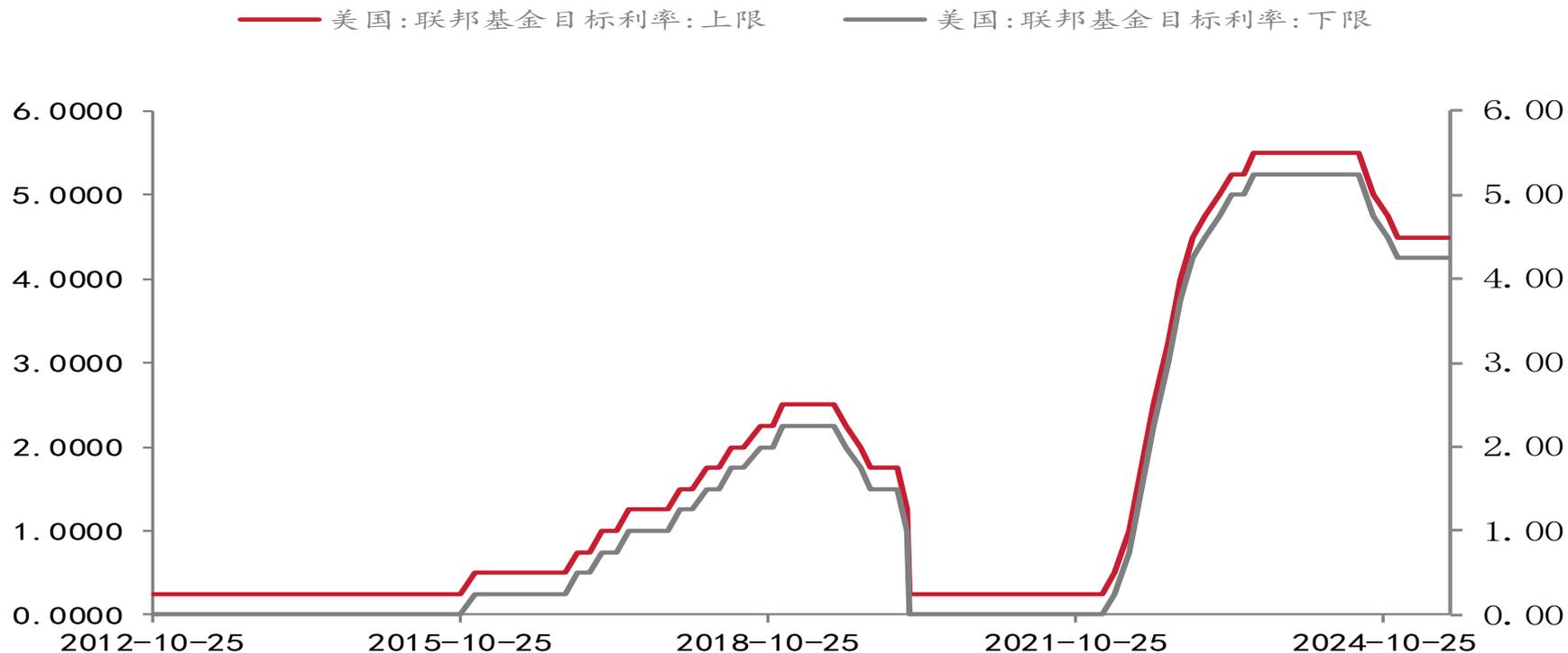


美元指数走势图



本周美元指数在债务膨胀与政策博弈中艰难企稳，全周仍收跌至96.98。周初受"大而美法案"通过冲击，美元兑欧元创三年新低；周四非农数据超预期（新增14.7万）降低美联储降息预期，支撑美元企稳，但美元指数将连续第二周下跌。随美国与越南达成协议，市场当前对后续关税谈判呈乐观情绪，但贸易压力将持续存在。债务货币化担忧驱动资本转向黄金等替代资产，美元信用体系将长期承压，上方空间有限，震荡向下趋势未改。

美国联邦基金目标利率



美联储在政策转向时机上维持谨慎观点，非农数据超预期（新增14.7万）降低降息预期，CME FedWatch显示7月按兵不动概率升至95.3%，9月降息预期同步回落。鲍威尔于欧洲央行会议延续“数据依赖”表态，强调“不排除任何会议行动但需更多经济证据”的观望立场，与博斯蒂克“通胀黏性支持维持利率”的形成一致。市场静待PCE通胀数据验证关税传导效应，9月降息窗口仍存但门槛显著抬高。

美债：美联储降息概率下降，美债收益率显著回升

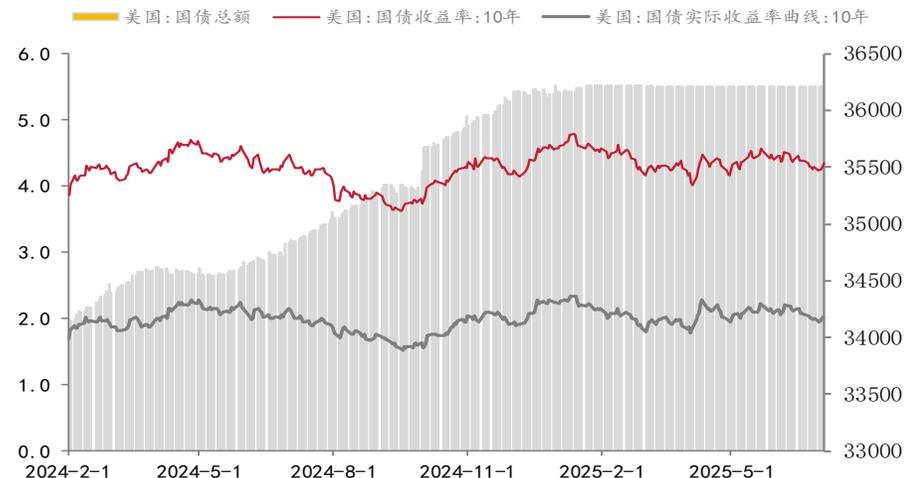
1年期美债收益率收于4.07%，较此前一周有所回升。
10年期美债收益率较上周上涨7个基点至4.35%。

十年期美债实际收益率从上周2.00%回升至2.02%，
总计回升2个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.47%，较上一周有所下滑。

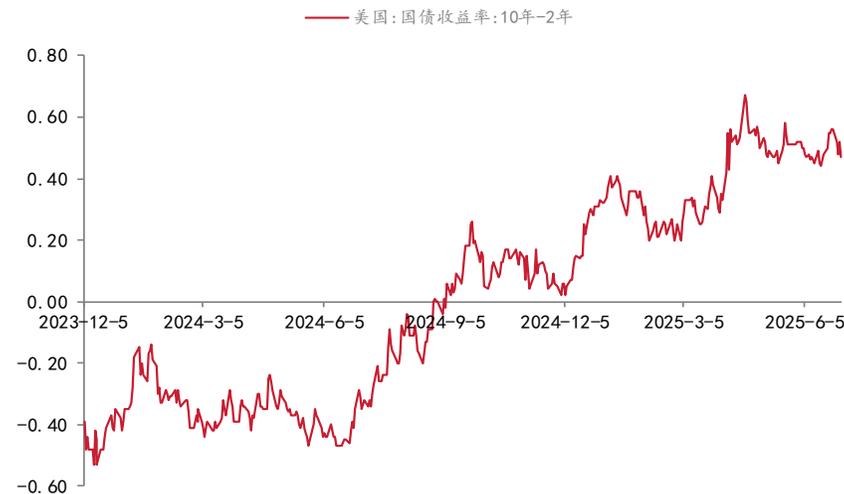
美债收益率



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。

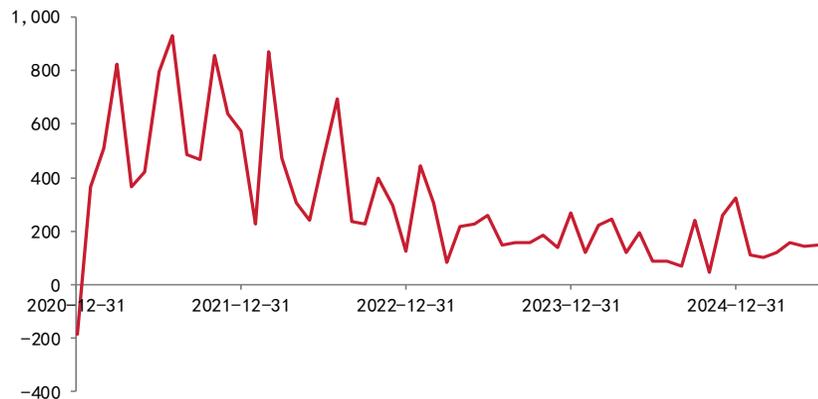
综合PMI:

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：美就业市场数据分化，非农数据暗示韧性仍存

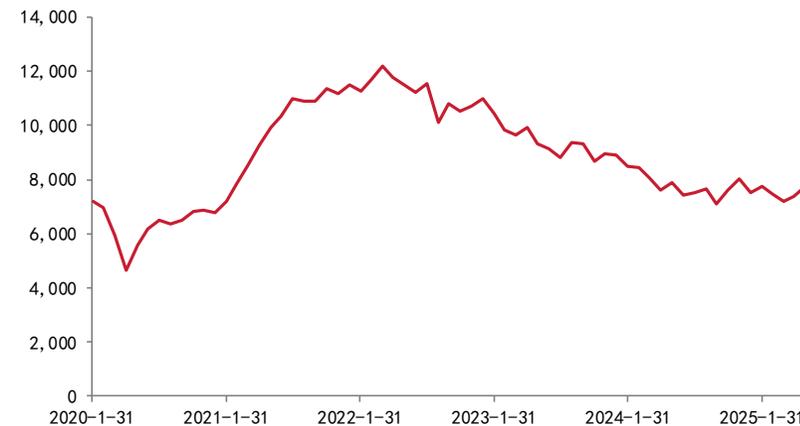
美国新增非农就业人数

— 美国:新增非农就业人数:当月值:季调



美国:职位空缺数:非农部门

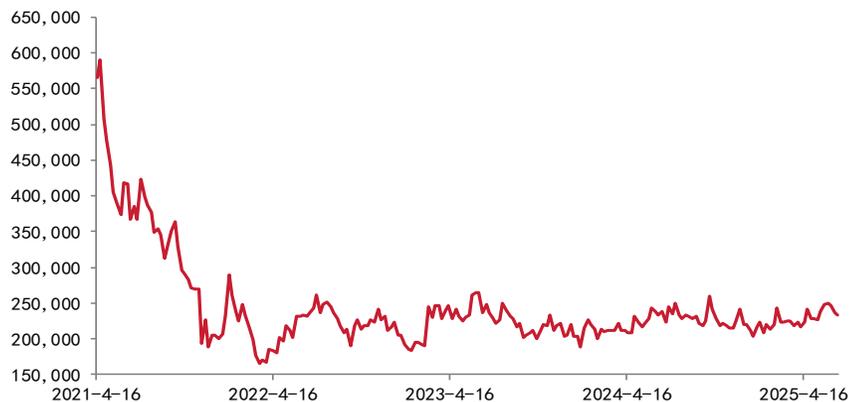
— 美国:职位空缺数:非农部门:季调:当月值



当地时间7月3日，美国劳工统计局（BLS）发布报告显示，6月美国非农就业人口新增14.7万人，高于预期的10.6万人；失业率则从5月的4.2%意外降至4.1%，低于预期的4.3%。4月和5月非农就业数据合计上修1.6万人。这些数据表明美国劳动力市场仍具韧性。

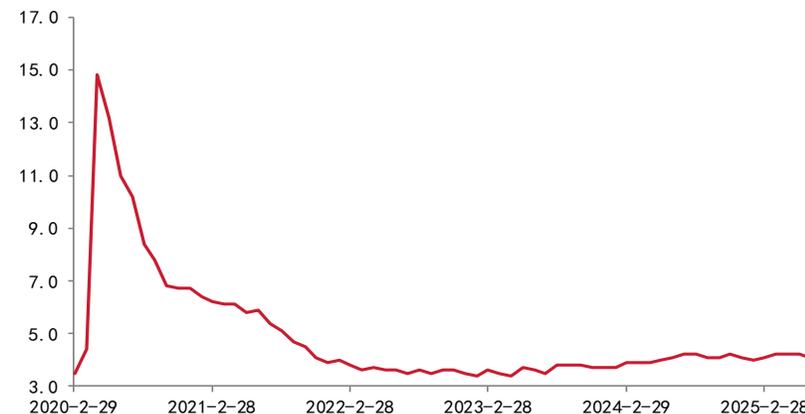
美国当周初请失业金人数

— 美国:当周初次申请失业金人数:季调



美国:失业率:季调

— 美国:失业率:季调



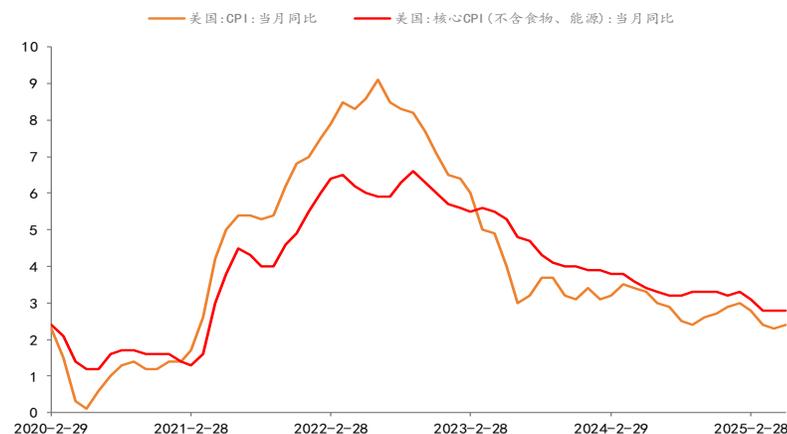
美国6月新增ADP就业人数-3.3万，大幅低于预期值9.5万。美国劳工部当地时间周四公布数据显示，美国至6月28日当周初请失业金人数为23.3万人，预期为24万人，前值由23.6万人修正为23.7万人，数据低于预期但仍处高位。

美国通胀水平：PPI和CPI低于市场预期，关税影响暂未显现

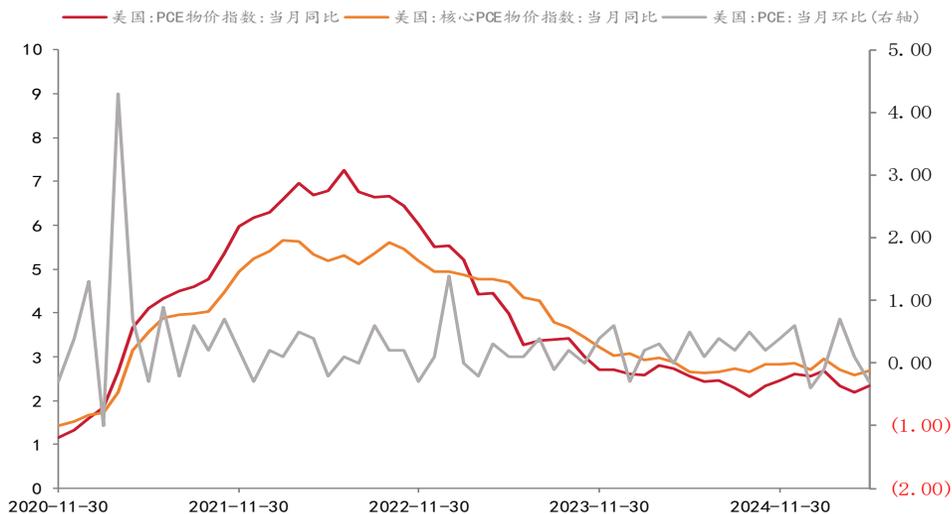
5月CPI 环比增长 0.1%，低于预期和前值的 0.2%；同比增长2.4%，低于预期的 2.5%。核心 CPI 环比增长 0.1%，低于预期和前值；同比增长 2.8%，低于预期的 2.9%，与前值持平。申领失业金人数上升显示劳动力市场正在走软，或将进一步拖累核心服务 CPI 中的其他分项。

美国劳工统计局发布的报告显示，5月PPI环比上涨0.1%，涨幅低于市场预期的0.2%。扣除食品和能源后的核心PPI也环比上涨0.1%，低于市场预期的0.3%。PPI数据显示，5月份批发和零售商的利润率有所上升，尤其是汽车和机械批发，而此前一个月的利润率为下降。今年以来，利润率逐月波动，凸显了贸易政策对价格和需求影响的不确定性。

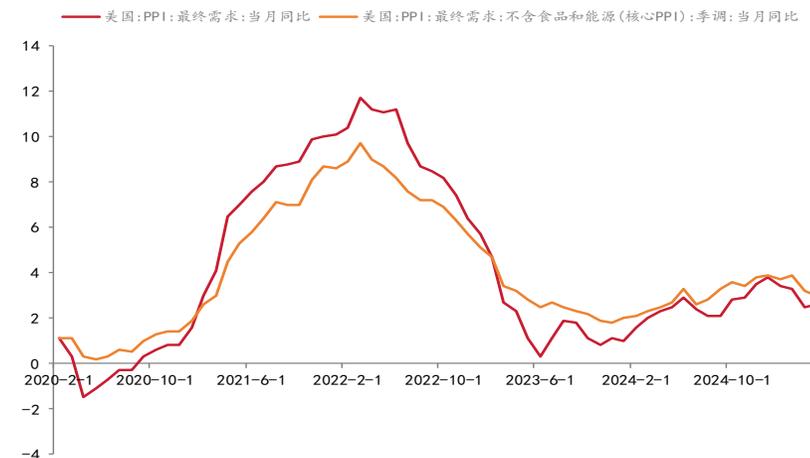
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

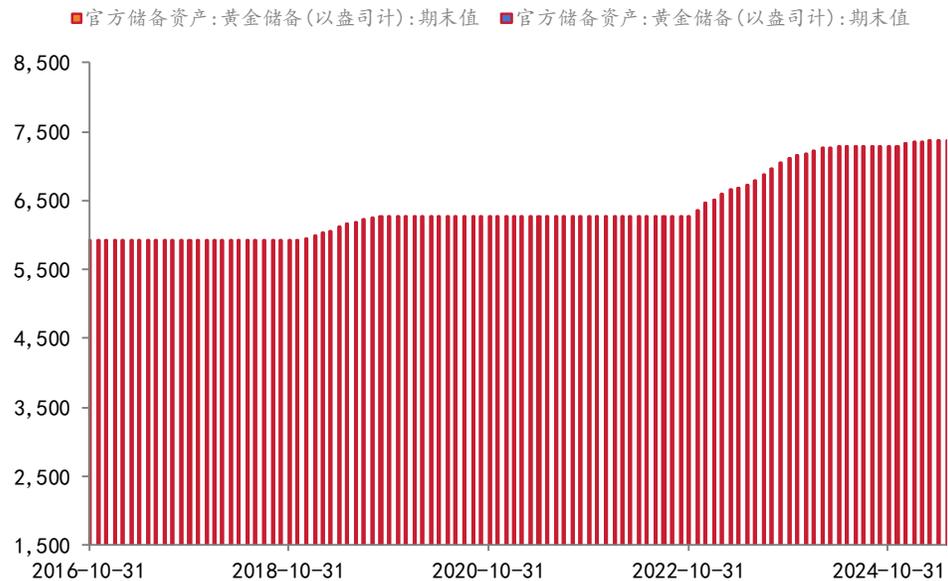


美国PPI当月同比（单位：%）



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2025.7.3当周，黄金SPDR持仓量为947.66，较前一周小幅下降。白银SLV当周持仓量为14868.74吨，较前一周变化不大。

截至2025.6.24，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少5644张至195004张合约。白银方面净多头持仓为62947张合约，较前一期数据减少4227张。

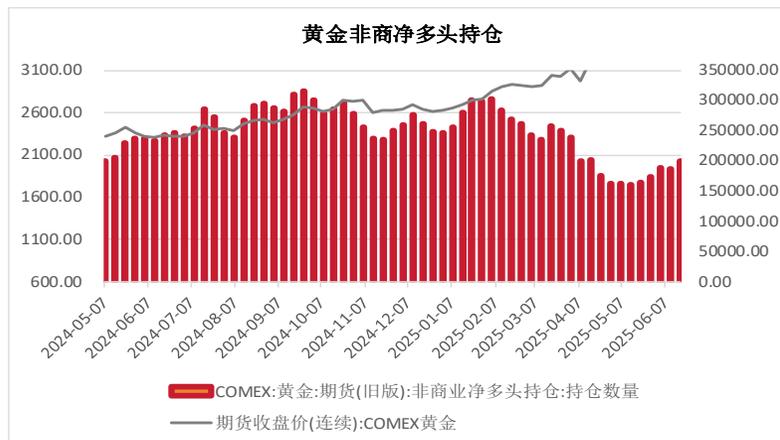
黄金持仓量



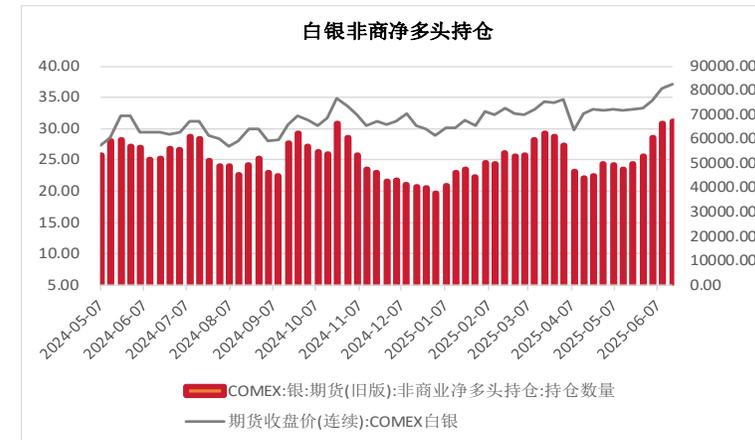
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量



库存：贵金属仓单维持上升态势，Comex黄金库存持续下滑

截至2025.7.4当周，上期所黄金仓单为21456千克，较前一周上升。白银仓单较前一周增加44083千克至1339746千克。

Comex库存方面，截至2025.7.4，周度Comex黄金库存较前一周减少262751.97盎司至36785582.64盎司，Comex白银库存较前一周减少739506.18盎司至499281076.23盎司。

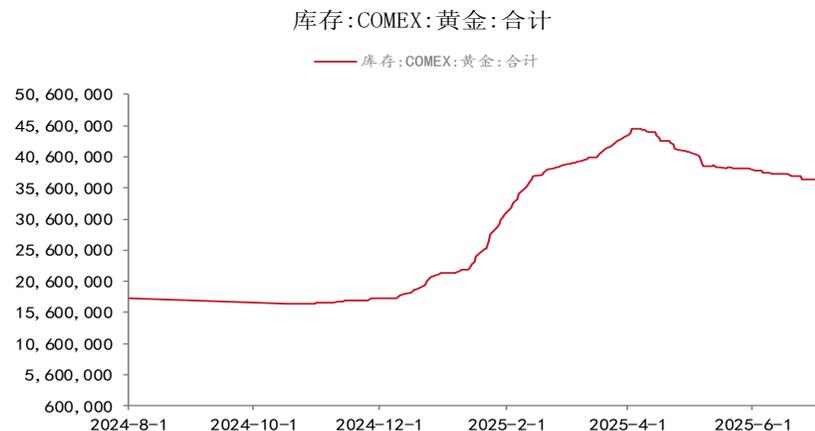
上期所黄金仓单



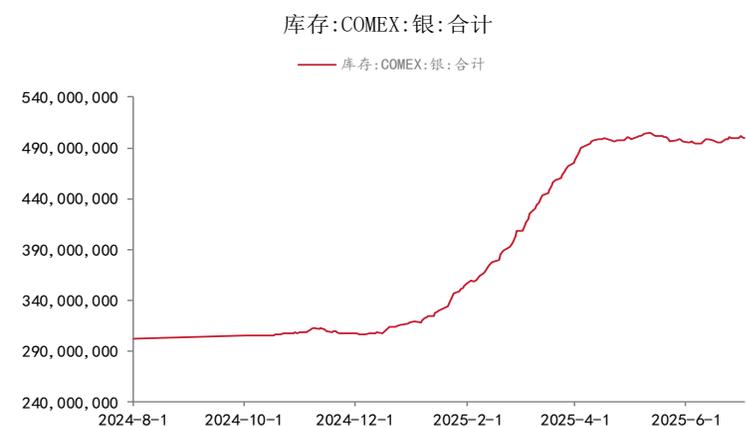
上期所白银仓单



Comex黄金库存



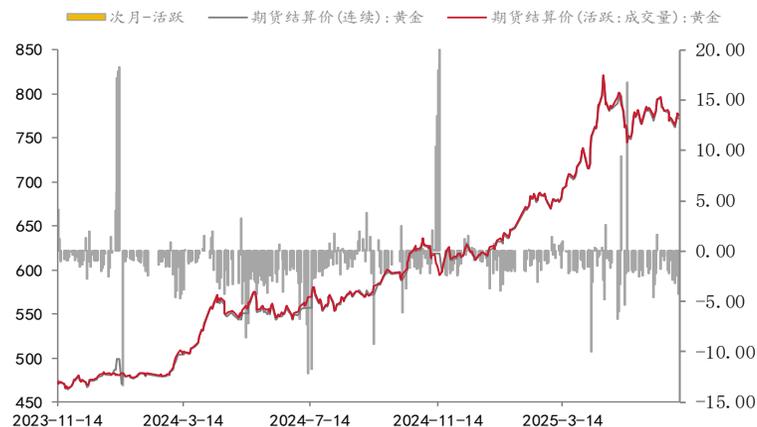
Comex白银库存



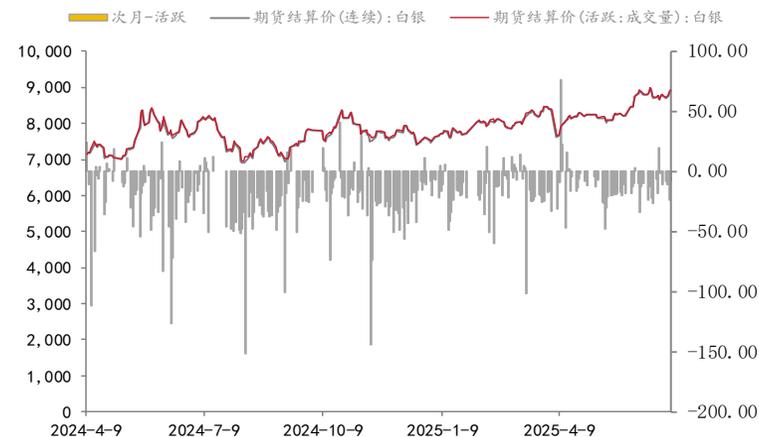
价差-成交量-持仓量

截至2025.7.4当周，黄金期货平均成交量为197769千克，较前一周上升14.42%。白银期货当周平均成交量为396920.80千克，较前一周下降16.86%

黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

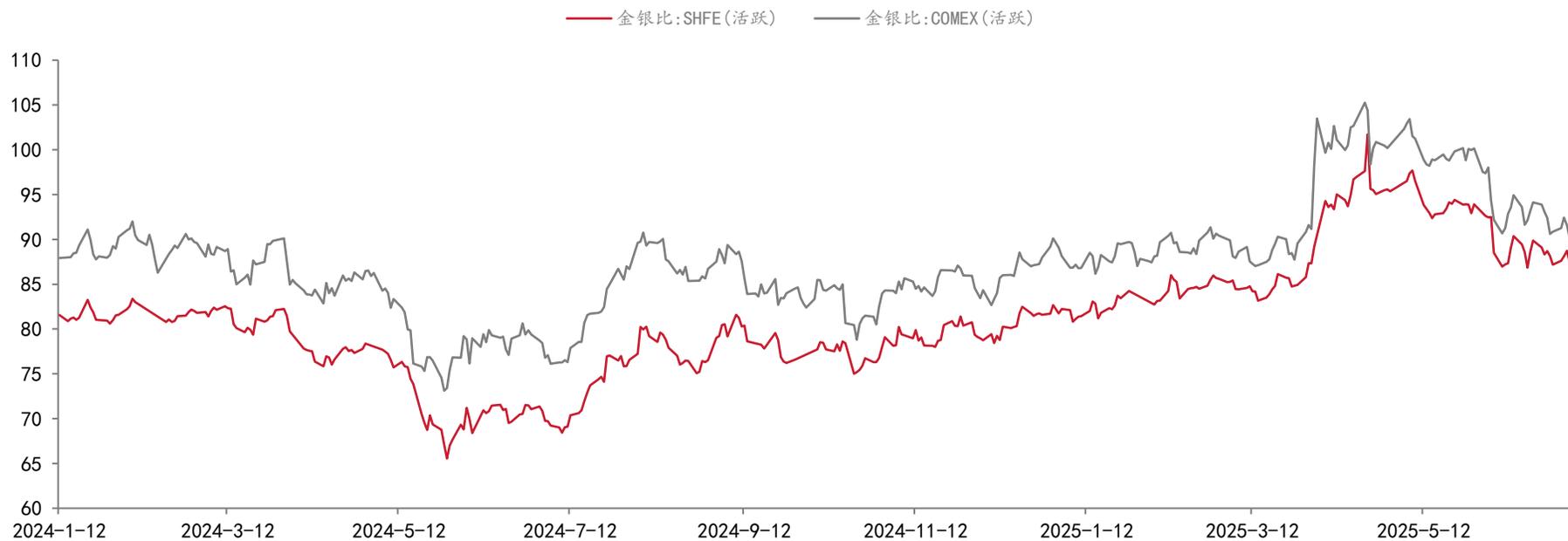


白银成交量持仓量



金银比：金价高位运行，金银比价同步震荡

金银比价走势



2025.7.4当周，金价高位运行，金银比价高位震荡，沪金银比价为87.12，纽约金银比为90.12。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