



关税扰动再起，沪银强势突破前高

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-07-14

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	本周美元指数显著反弹0.9%至97.85，结束此前两周跌势，核心驱动力来自特朗普政府关税扰动。美联储会议纪要仍维持谨慎态度，叠加劳动市场数据凸显韧性，支撑美元从底部反弹上行。但降息预期叠加赤字危机下美元信用体系将长期承压，上方压力明显，美元震荡向下趋势仍未改。
金融属性	美联储会议纪要显示内部政策立场出现分化，美联储19名政策制定者对短期内降息支持率很低，仅少数官员认为7月可能降息。不过，美联储会议大部分与会者认为今年晚些时候降息是合适的，关税冲击预计是暂时性的。根据CME FedWatch工具，7月降息概率仅为15%，9月降息概率升至70%。
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2025.7.11当周，黄金SPDR持仓量为947.64，较前一周变化不大。黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据增加988张至202968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	特朗普威胁加征新关税一定程度激发避险买盘，支撑贵金属上行，但美元技术性反弹叠加美债收益率上行压制金价涨幅。美联储6月会议纪要显示内部分歧，鸽派官员对降息持开放态度，但鹰派阵营坚持“关税可能重塑通胀路径”的警示，政策预期迷雾令贵金属波动率有所上升。
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%。白银SLV当周持仓量为14758.52吨，较前一周变化不大。白银方面净多头持仓为58521张合约，较前一期数据减少4879张。
操作建议	本周白银继续突破新高，当前市场资金关注度回升，突破前高后动能不减，短期有望继续上行。白银多单持仓可阶段性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

上周黄金高位震荡运行，沪金主力合约收至773.56元/克，沪银主力合约强势突破收至9040元/千克。金价在政策预期摇摆与避险情绪反复中维持震荡。特朗普威胁加征新关税一定程度激发避险买盘，支撑贵金属上行，但美元技术性反弹叠加美债收益率上行压制金价涨幅。美联储6月会议纪要显示内部分歧，鸽派官员对降息持开放态度，但鹰派阵营坚持“关税可能重塑通胀路径”的警示，政策预期迷雾令贵金属波动率有所上升。受有色共振影响，白银强势运行，金银比显著修复。短期市场主要扰动因素仍为关税政策，若8月1日前未达成贸易协议，避险逻辑或再度激活但影响较前次会逐步削弱。反之，金价或延续区间震荡，白银受有色共振影响短期偏强。中长期支撑逻辑坚实未改，“大而美法案”推升财政赤字加速美元信用消耗，地缘不确定性及经济放缓预期则巩固黄金配置价值。本周重点关注周二晚美国CPI数据及后续美联储官员发言，以判断下一步政策路径。

沪金主力合约



沪银主力合约

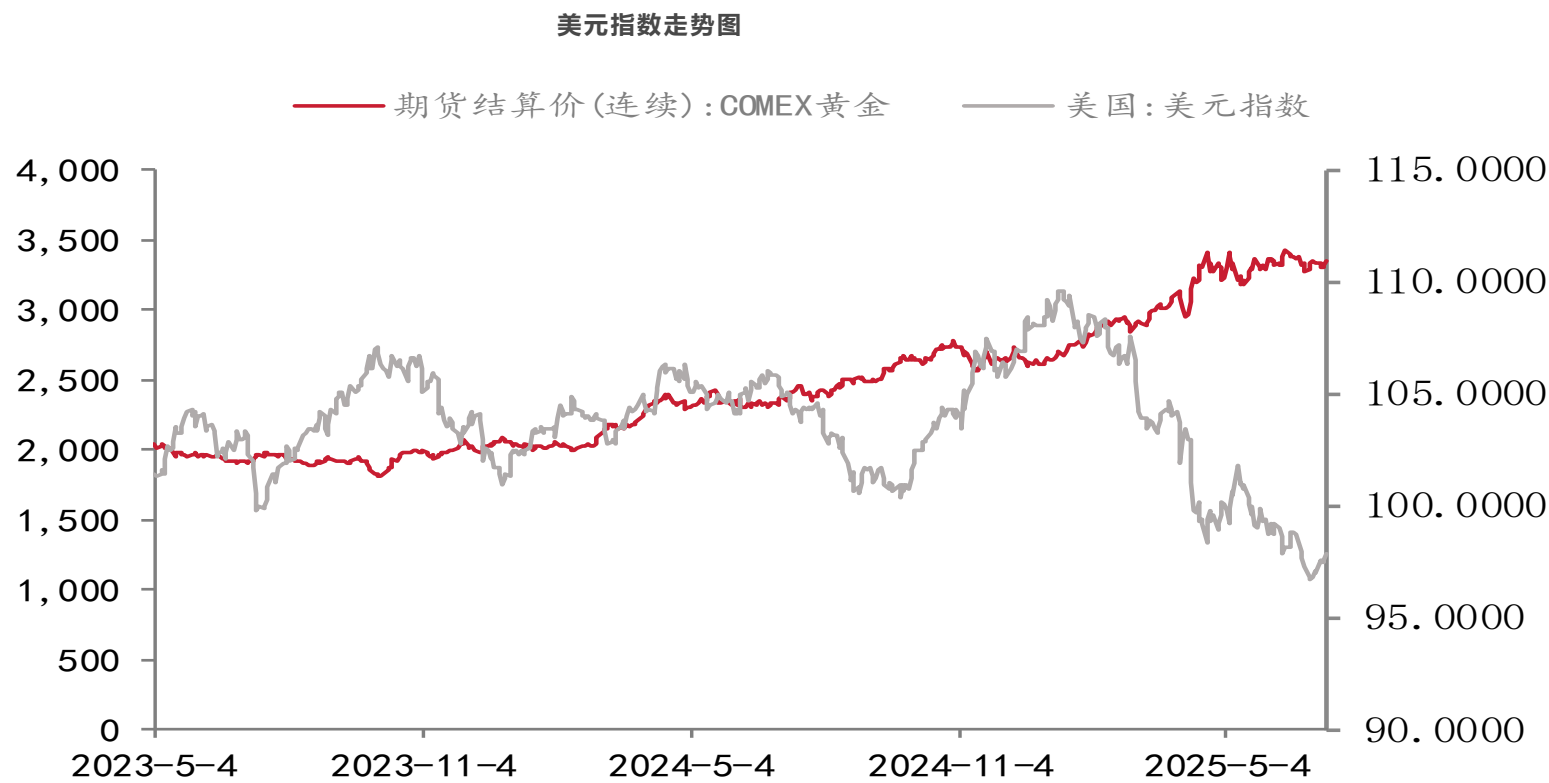


伦敦金现



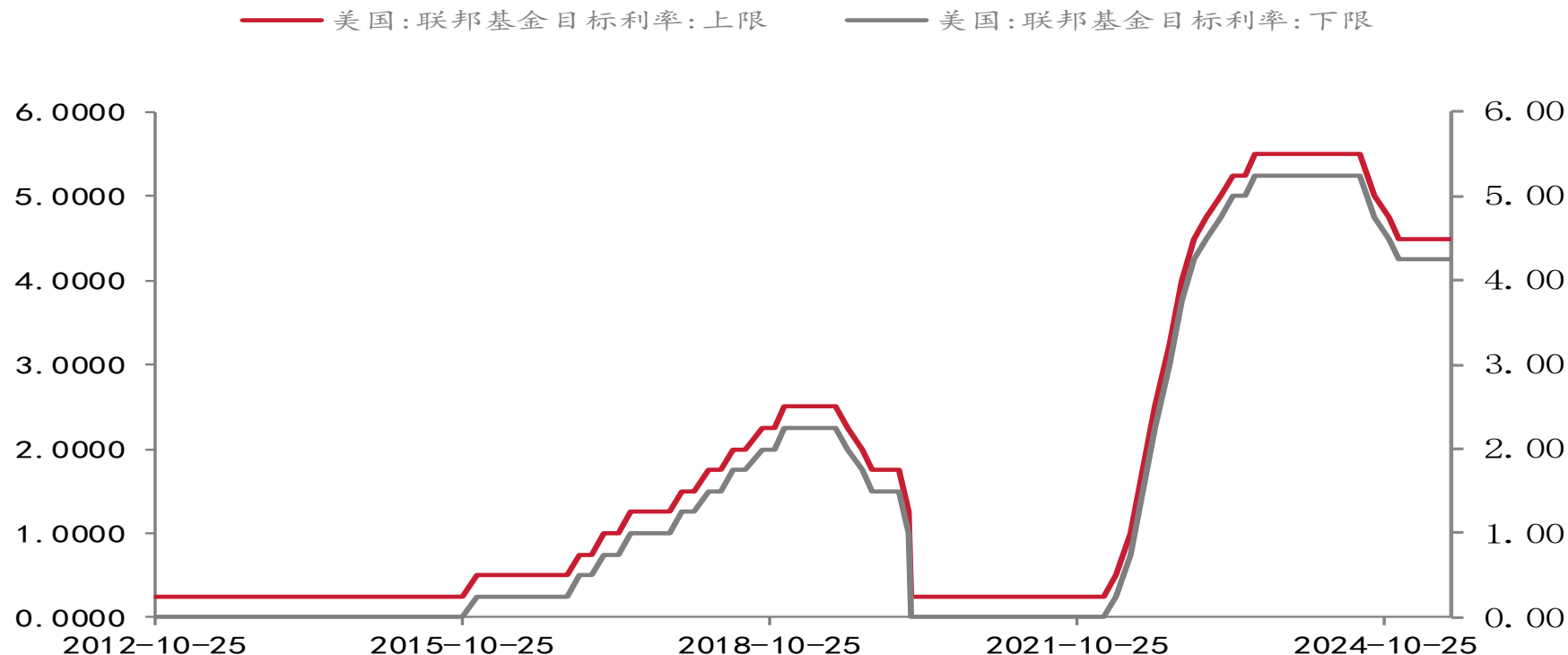
伦敦银现





本周美元指数显著反弹0.9%至97.85，结束此前两周跌势，核心驱动力来自特朗普政府关税扰动。自8月1日起对多国系统性加征关税的决策，触发避险资金急速回流美元资产，美元兑日元周涨近2%至147.4。美联储会议纪要仍维持谨慎态度，叠加劳动市场数据凸显韧性，支撑美元从底部反弹上行。尽管加拿大等国誓言反制，但市场初步反应显示资本仍默认美元在贸易冲突中的"避险锚"地位，美元预计短期偏强。但降息预期叠加赤字危机下美元信用体系将长期承压，上方压力明显，美元震荡向下趋势仍未改。

美国联邦基金目标利率



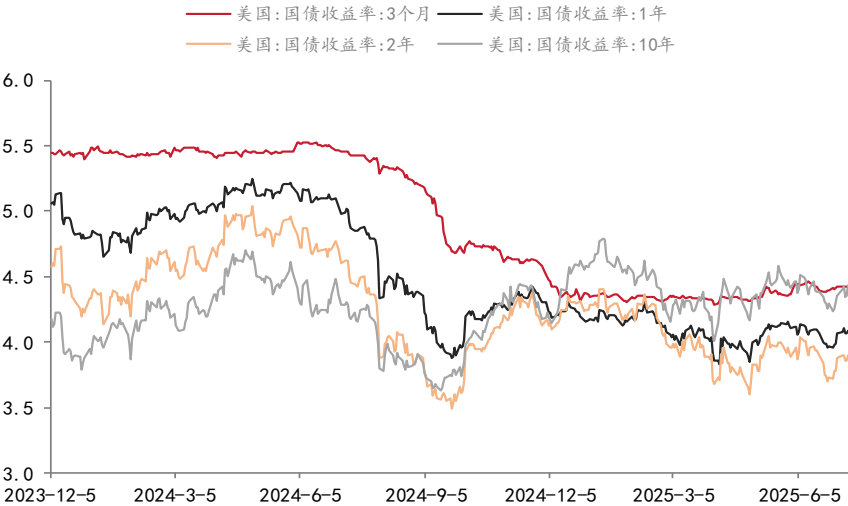
美联储会议纪要显示内部政策立场出现分化，美联储19名政策制定者对短期内降息支持率很低，仅少数官员认为7月可能降息。沃勒作为特朗普属意的主席候选人虽表态支持"7月行动+继续缩表"，但难以撼动多数派审慎基调——与会者普遍认为关税冲击具"暂时性"，劳动力市场风险未压倒通胀隐忧。不过，美联储会议大部分与会者认为今年晚些时候降息是合适的。根据CMEFedWatch工具，7月降息概率仅为15%，9月降息概率升至70%。

美债：美联储降息概率下降，美债收益率显著回升

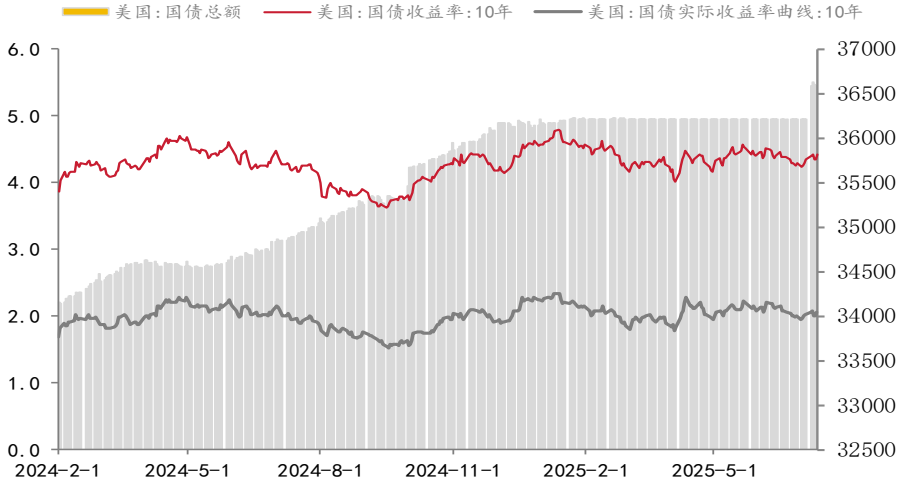
1年期美债收益率收于4.09%，较此前一周有所回升。
10年期美债收益率较上周上涨8个基点至4.43%。

十年期美债实际收益率从上周2.02%回升至2.06%，
总计回升4个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.53%，较上一周有所上升。

美债收益率



10年美债实际收益率

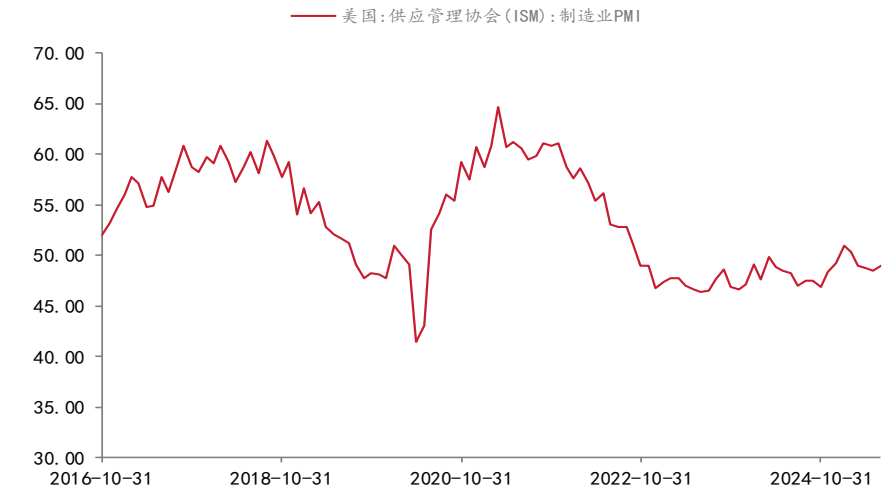


美债利差



美国PMI:制造业持续疲软，服务业意外下跌，经济隐忧凸显

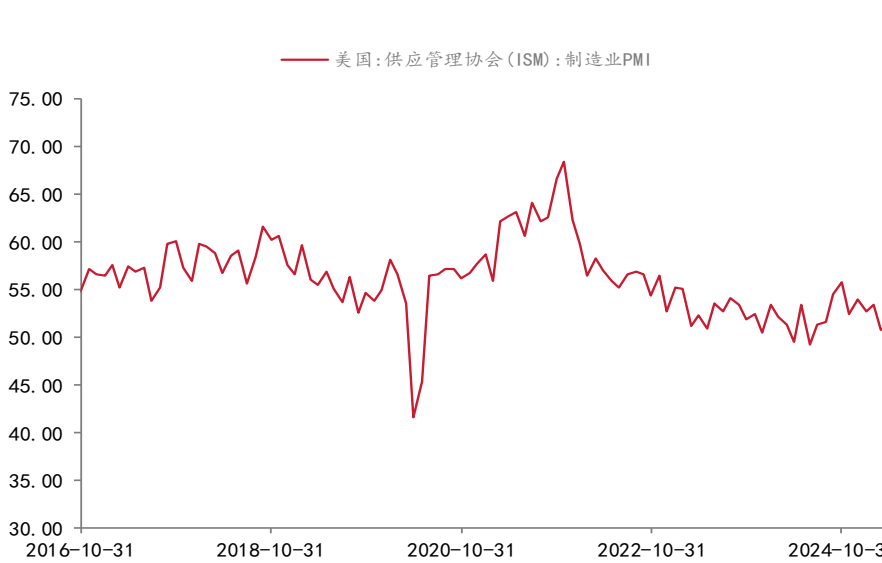
制造业 PMI



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



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。

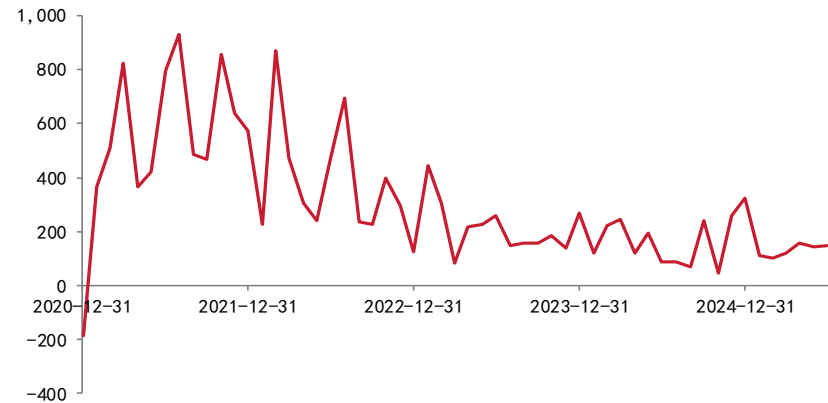
综合 PMI:

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

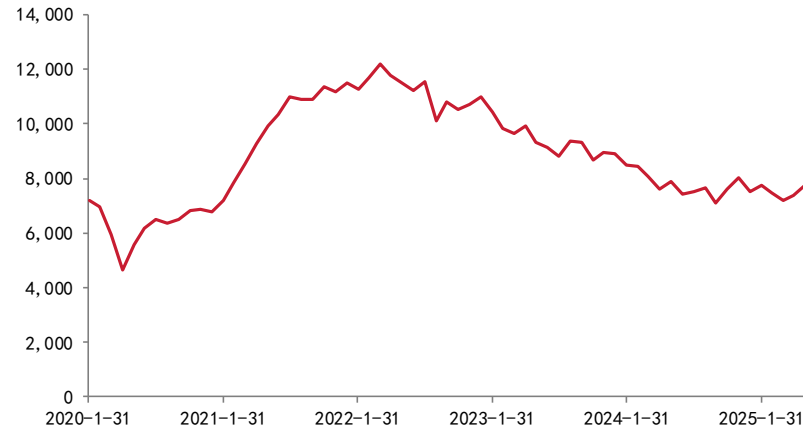
美国新增非农就业人数

— 美国:新增非农就业人数:当月值:季调



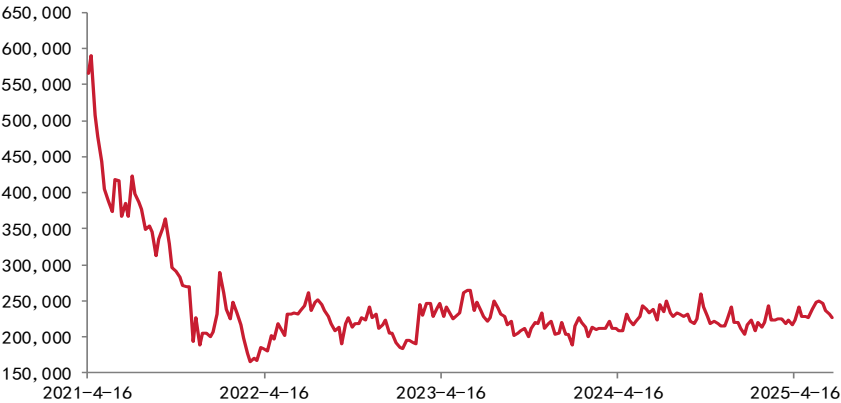
美国:职位空缺数:非农部门

— 美国:职位空缺数:非农部门:季调:当月值



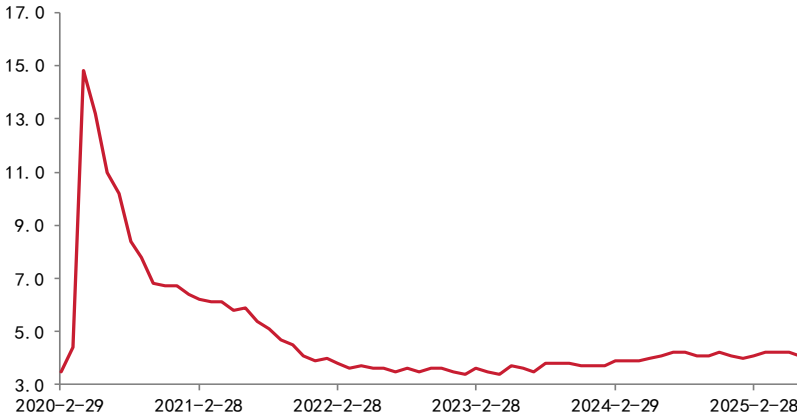
美国当周初请失业金人数

— 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



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。

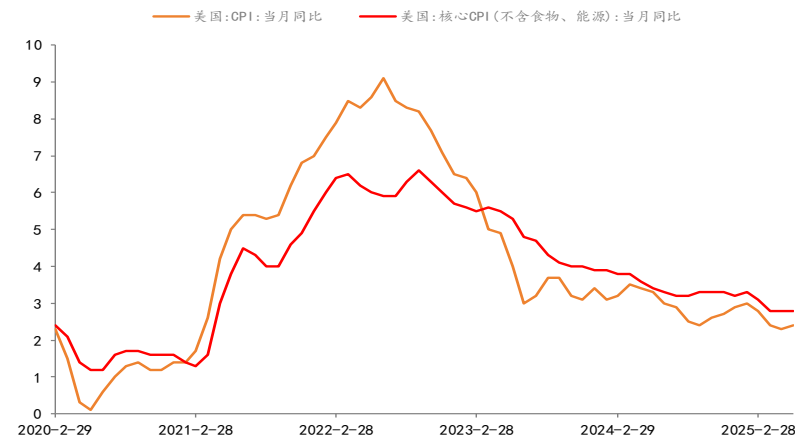
美国6月新增ADP就业人数-3.3万，大幅低于预期值9.5万。美国劳工部当地时间周四公布数据显示，根据美国劳工部的数据，截至7月5日当周，美国初请失业金人数为22.7万人，预期为23.5万人，前值由23.3万人修正为23.2万人。数据低于预期但仍处高位。

美国通胀水平：PPI和CPI低于市场预期，关税影响暂未显现

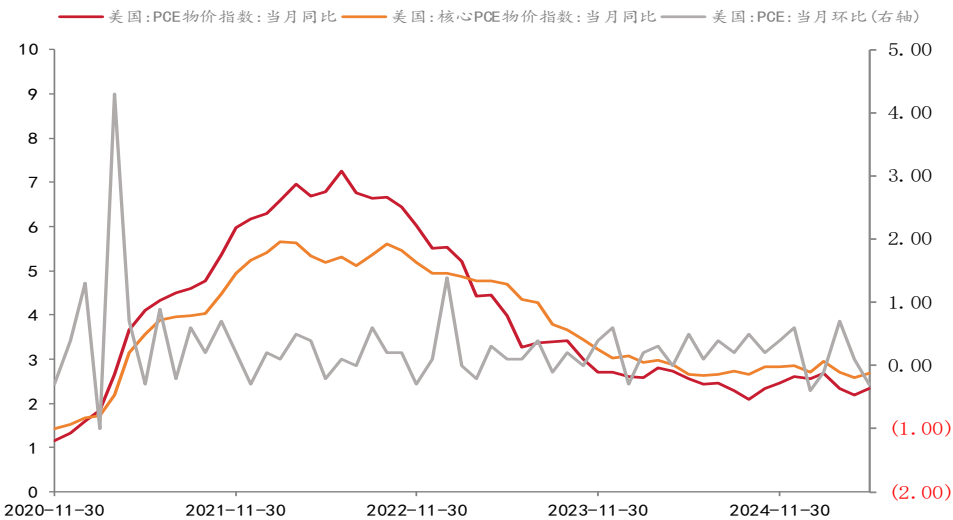
5月CPI 环比增长 0.1%，低于预期和前值的 0.2%；同比增长2.4%，低于预期的 2.5%。核心 CPI 环比增长 0.1%，低于预期和前值；同比增长 2.8%，低于预期的 2.9%，与前值持平。申领失业金人数上升显示劳动力市场正在走软，或将进一步拖累核心服务 CPI 中的其他分项。

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。

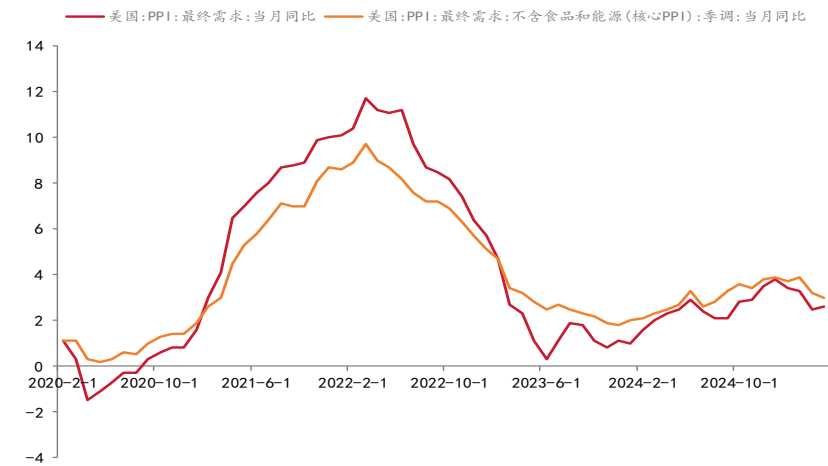
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

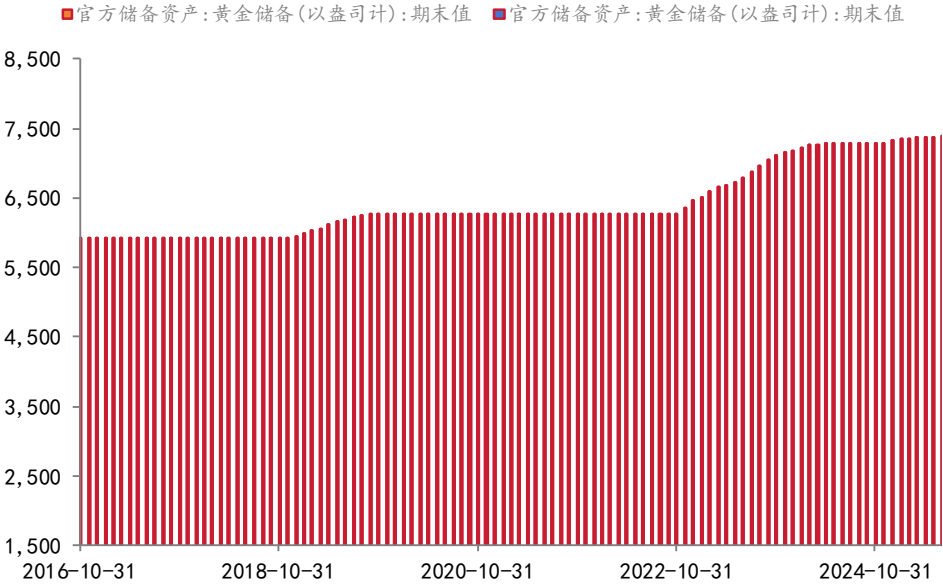


美国PPI当月同比（单位：%）

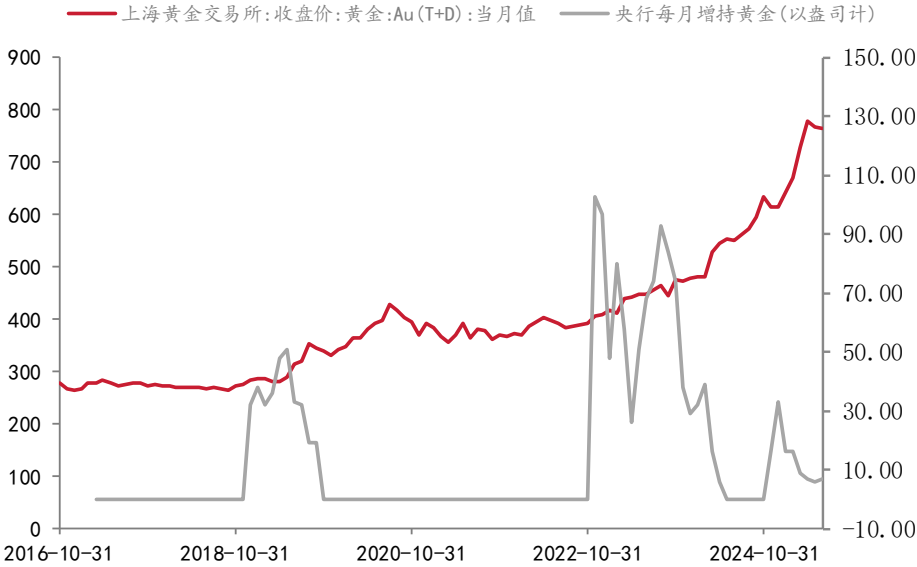


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势

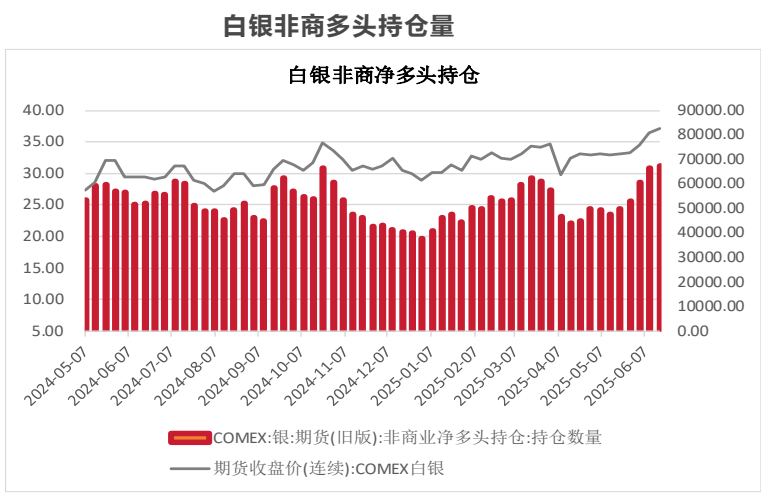
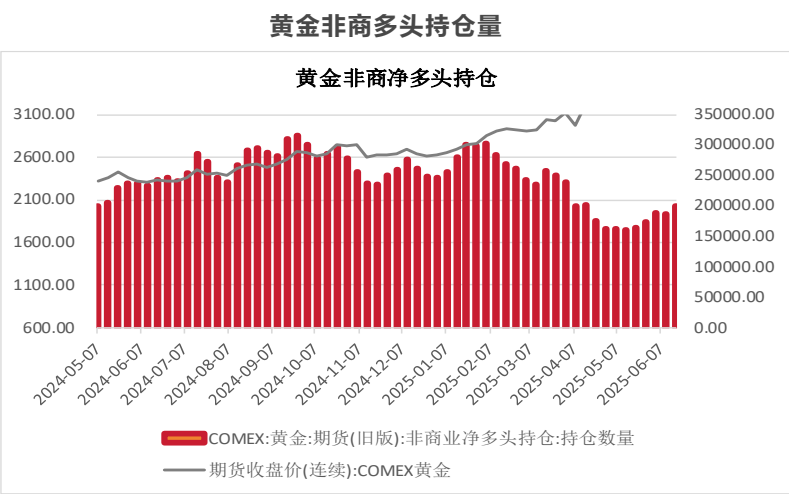
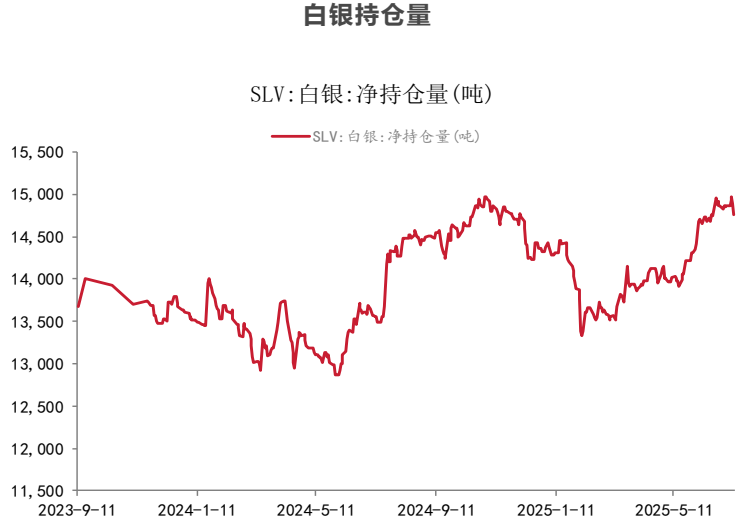
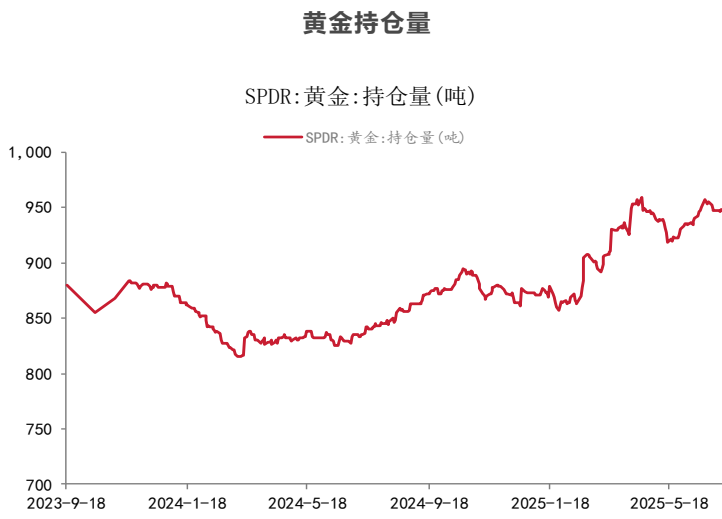


2025年6月，中国官方黄金储备为7390万盎司，较上月末增加7万盎司。目前，中国央行已恢复增持黄金态势。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.7.11当周，黄金SPDR持仓量为947.64，较前一周变化不大。白银SLV当周持仓量为14758.52吨，较前一周变化不大。

截至2025.7.8，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据增加988张至202968张合约。白银方面净多头持仓为58521张合约，较前一期数据减少4879张。

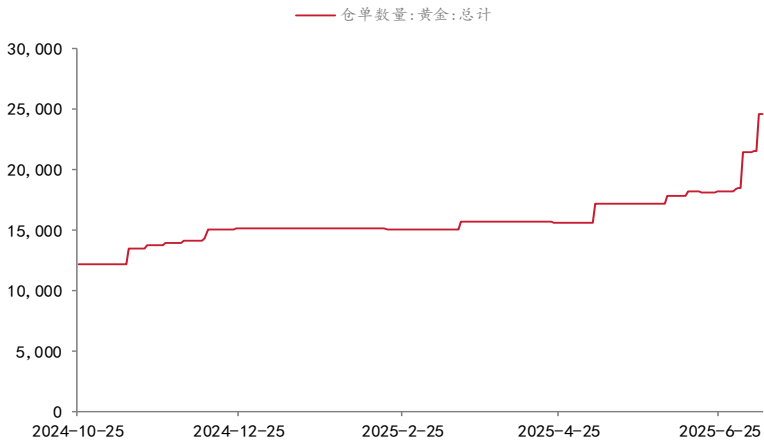


库存：黄金仓单维持上升态势，Comex黄金库存持续下滑

截至2025.7.11当周，上期所黄金仓单为24585千克，较前一周上升。白银仓单较前一周减少36153千克至1303593千克。

Comex库存方面，截至2025.7.11，周度Comex黄金库存较前一周减少38528.14盎司至36747054.50盎司，Comex白银库存较前一周减少4361421.78盎司至494919654.46盎司。

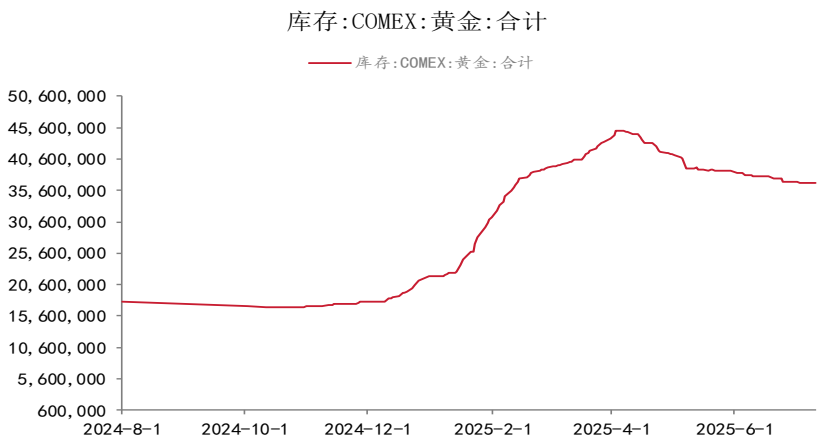
上期所黄金仓单



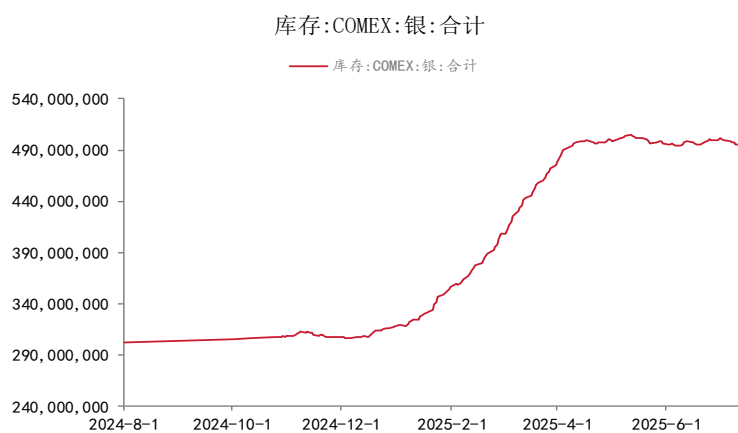
上期所白银仓单



Comex黄金库存



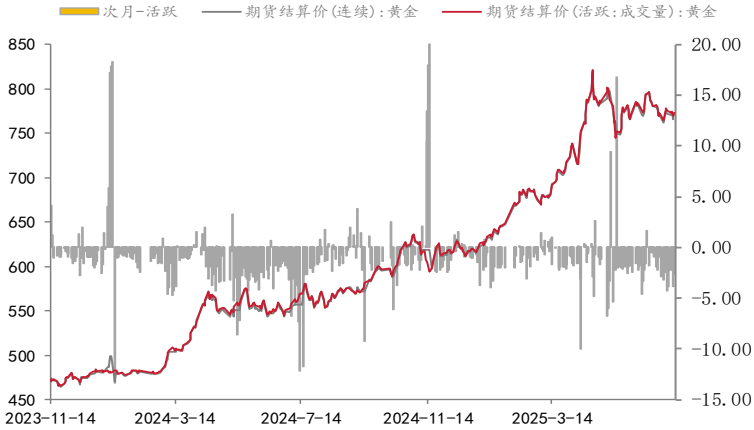
Comex白银库存



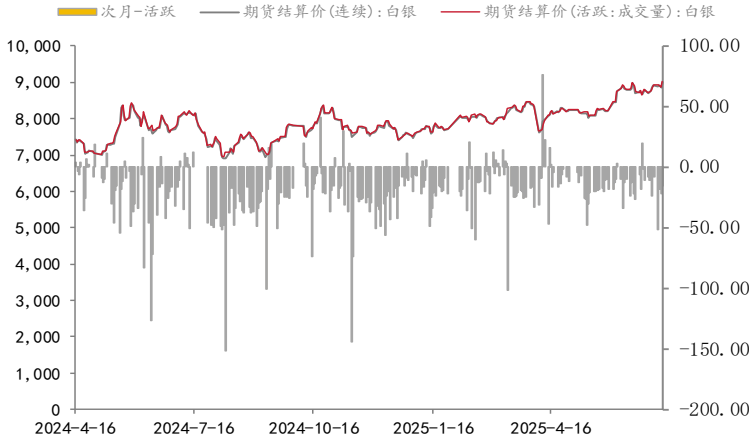
价差-成交量-持仓量

截至2025.7.11当周，黄金期货平均成交量为222384.20千克，较前一周上升12.45%。白银期货当周平均成交量为601113.40千克，较前一周上升51.44%

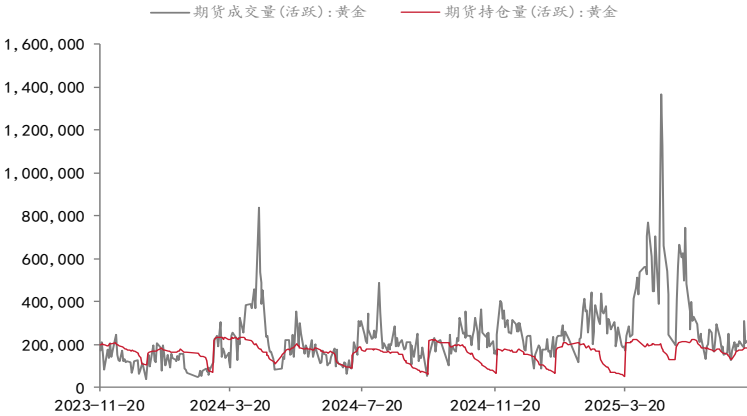
黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

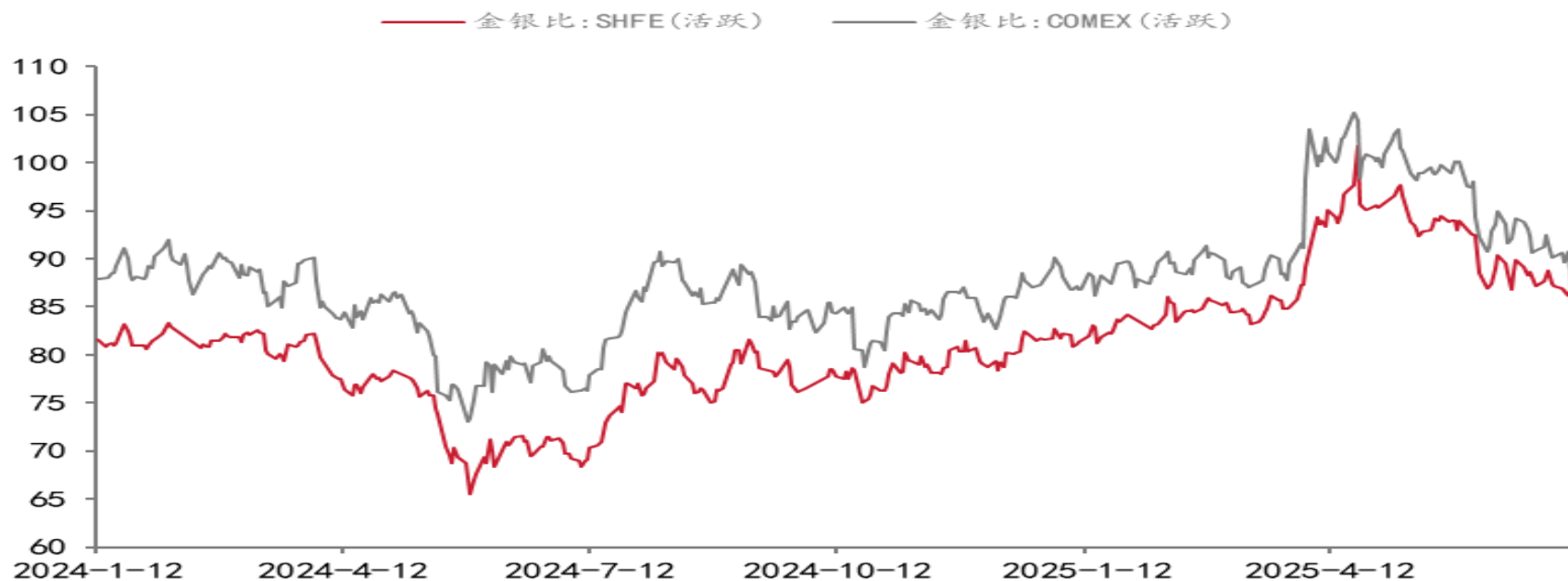


白银成交量持仓量



金银比：金价高位运行，金银比价延续下滑态势

金银比价走势



2025.7.11当周，金银币显著下滑，沪金银比价为85.57，纽约金银比为86.25。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

