



降息预期下降，美元走强压制贵金属上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-07-21

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	本周美元指数延续反弹势头，周线上涨0.6%收于98.44，录得连续两周攀升。尽管CPI数据有所上升，但PPI意外持平弱化通胀担忧。鲍威尔表态降低市场对于美联储降息的预期，初请失业金人数下降叠加6月零售销售数据超过预期，多种因素共振支撑美元上行，美元预计短期偏强。
金融属性	美联储政策预期持续修正，市场对宽松节奏的押注显著降温。Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率为4.1%，上周为5.2%；9月份降息的可能性降至52.9%，上周为60.4%；10月份在9月份降息的基础上再次降息的可能性为27.0%，上周为26.2%。
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2025.7.18当周，黄金SPDR持仓量为943.63，较前一周有所下降。周度Comex黄金库存较前一周增加445088.44盎司至37192142.94盎司
操作建议	短期多方因素影响对冲，维持高位震荡，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	特朗普周中对欧盟加征30%及后续对日25%关税的突袭使得贵金属高位震荡。美国6月CPI初显关税影响有所抬升，但整体幅度低于预期，后续PPI增速停滞暂缓通胀担忧，叠加6月零售销售环比超预期增加凸显消费韧性，美联储降息预期有所放缓。
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14658.21吨，较前一周变化不大。白银方面净多头持仓为59448张合约，较前一期数据增加927张。
操作建议	当前白银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

上周贵金属受到关税谈判进展和美国经济数据影响高位震荡，沪金主力合约收至778.10元/克，沪银主力合约收至9216元/千克。特朗普周中对欧盟加征30%及后续对日25%关税的突袭使得贵金属来回震荡。美国6月CPI初显关税影响有所抬升，但整体幅度低于预期，后续PPI增速停滞暂缓通胀担忧，叠加6月零售销售环比超预期增加凸显消费韧性，美联储降息预期有所放缓。美元强势上行，一定程度限制金价上行空间。短期来看，黄金处于箱体震荡区间，上有阻力下有支撑。白银技术面补涨逻辑仍存，资金关注度回升，短期偏强。中长期来看，黄金向上格局未改，央行购金需求叠加美元信用下滑趋势不变，黄金战略配置价值凸显。

沪金主力合约



沪银主力合约

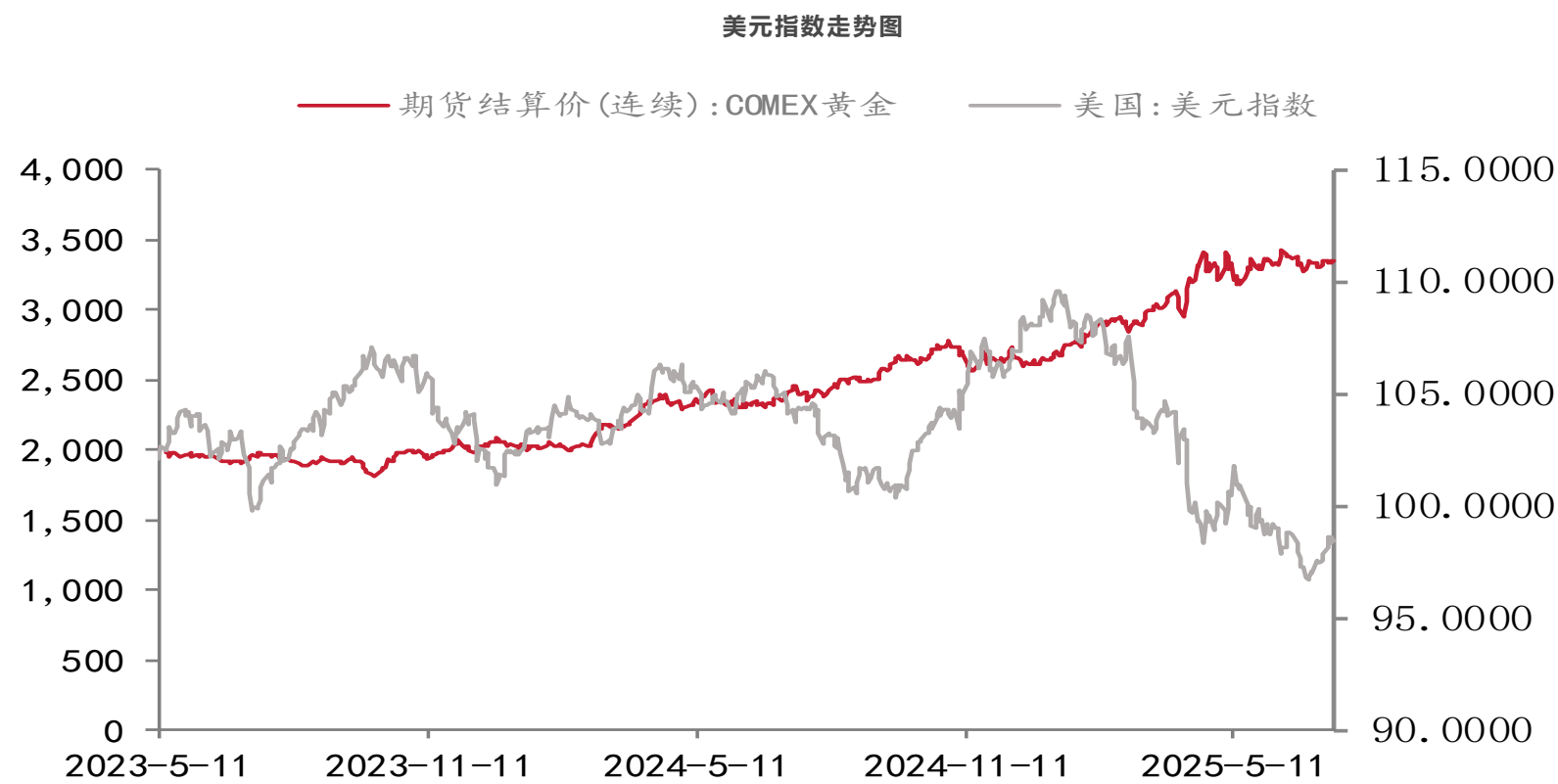


伦敦金现



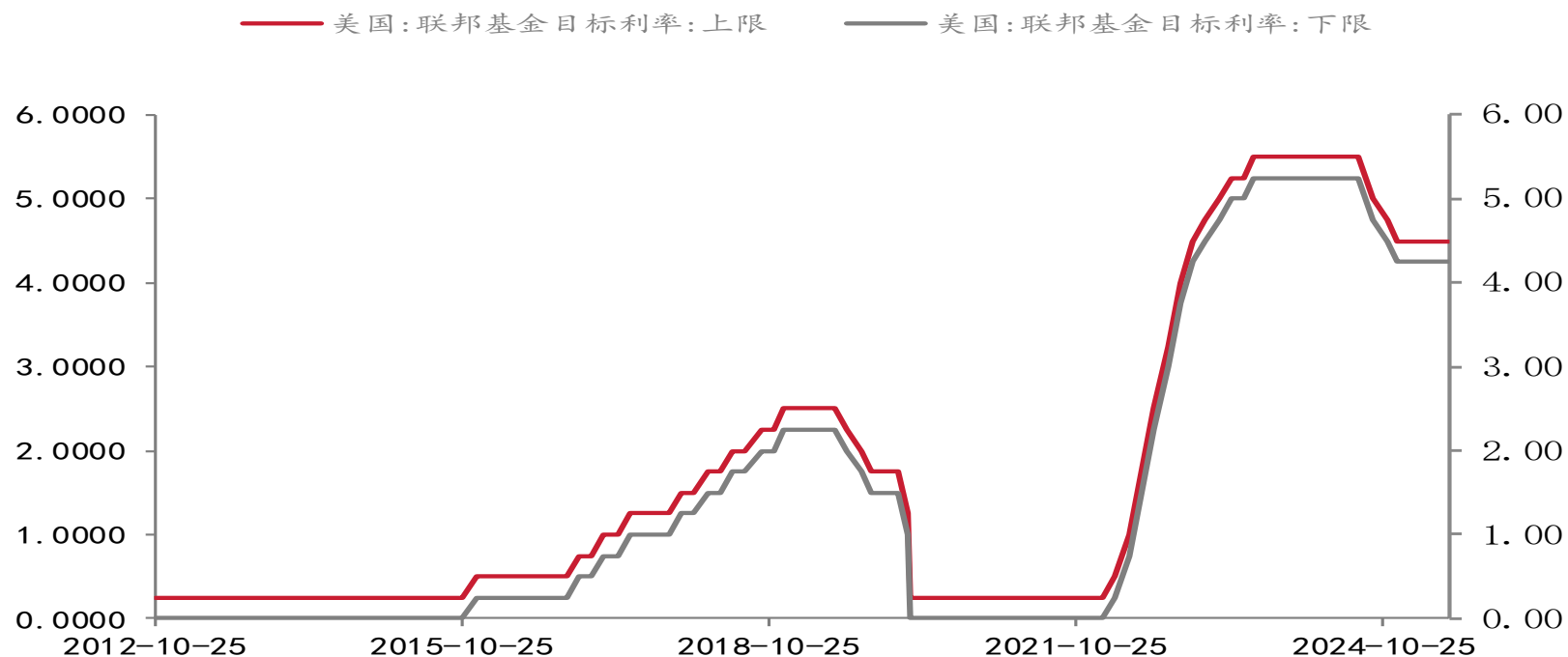
伦敦银现





本周美元指数延续反弹势头，周线上涨0.6%收于98.44，录得连续两周攀升。尽管CPI数据有所上升，但PPI意外持平弱化通胀担忧。鲍威尔表态降低市场对于美联储降息的预期，初请失业金人数下降叠加6月零售销售数据超过预期，多种因素共振支撑美元上行，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



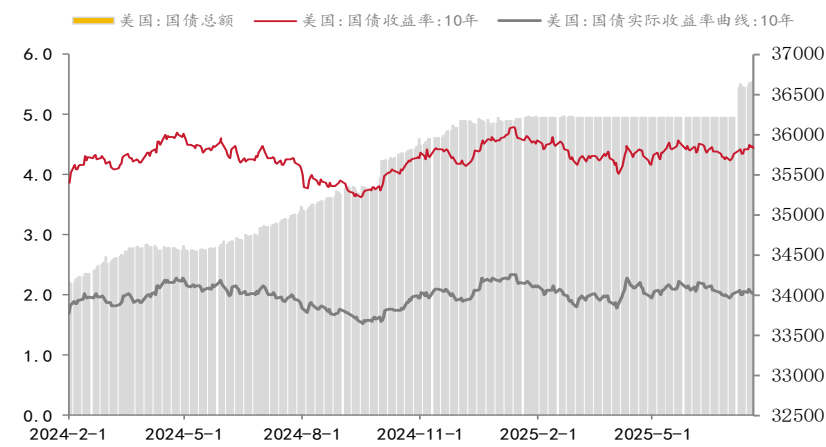
美联储政策预期持续修正，市场对宽松节奏的押注显著降温。决策层内部分歧加剧，沃勒认为关税通胀影响有限主张7月降息，古尔斯比则警惕6月CPI中关税对商品价格的传导压力。鲍威尔认为今夏关税将推升通胀进一步强化观望立场，劳动力市场略显疲态但韧性犹存，6月零售销售数据一定程度缓解担忧。Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率为4.1%，上周为5.2%；9月份降息的可能性降至52.9%，上周为60.4%；10月份在9月份降息的基础上再次降息的可能性为27.0%，上周为26.2%。

美债：美债收益率变化有限，实际利率有所回落

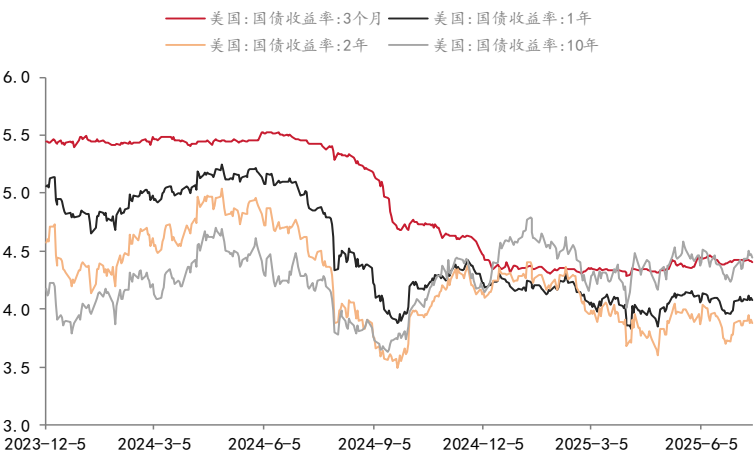
1年期美债收益率收于4.08%，较此前一周有所下降。
10年期美债收益率较上周上涨1个基点至4.44%。

十年期美债实际收益率从上周2.06%回落至2.03%，
总计回落3个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.56%，较上一周有所上升。

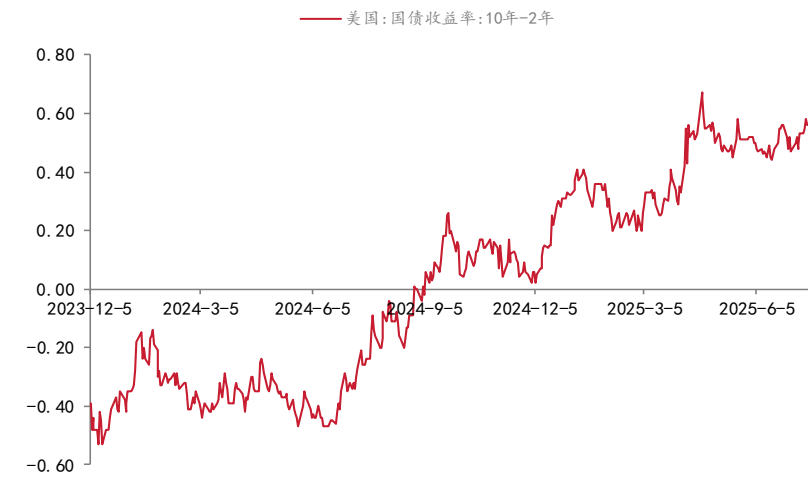
10年美债实际收益率



美债收益率

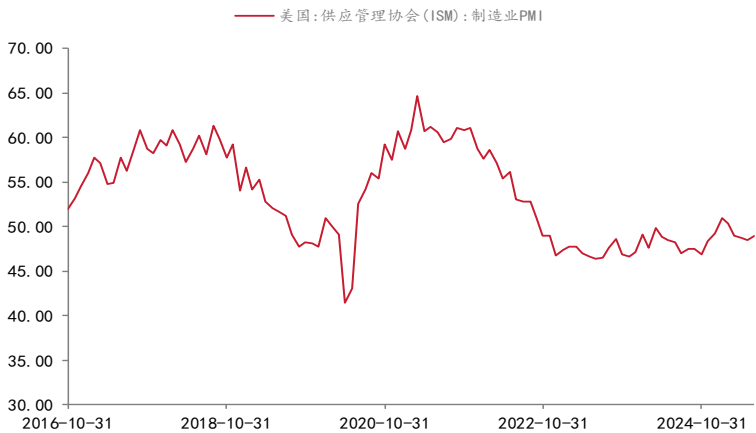


美债利差



美国PMI:制造业持续疲软，服务业低于市场预期，经济隐忧仍存

制造业 PMI



制造业 PMI:

美国供应管理协会 (ISM) 公布的数据显示，6月ISM制造业采购经理人指数 (PMI) 录得49，高于预期的48.8，但仍处于萎缩区间。其中，新订单指数降至46.4，已连续五个月下滑。物价支付指数攀升至69.7，原材料成本压力依然严峻。订单积压指数下降2.8个点至44.3。就业指数为45，降至三个月低点，已连续五个月处于收缩区间。

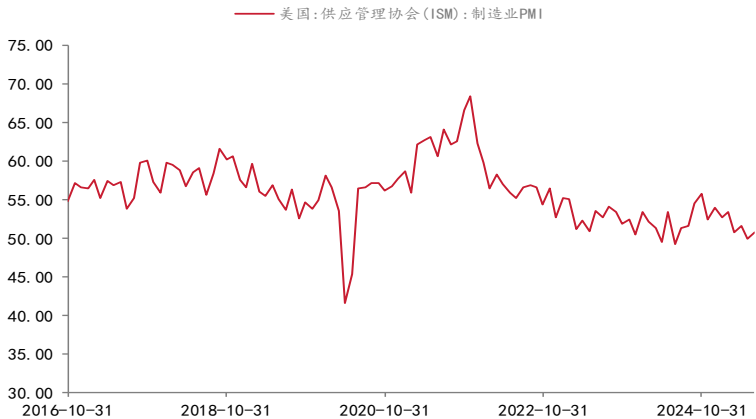
服务业 PMI:

2025年6月美国ISM服务业PMI指数为50.8，略低于市场预期的51.0，但比5月的49.9略有回升，勉强维持在荣枯线之上。其中，新订单指数从5月的46.4回升到了51.3，重新回到扩张区间；就业指数从50.7降到了47.2，反映服务业对新增岗位的需求依然疲软；价格指数从68.7降到了67.5。

综合 PMI:

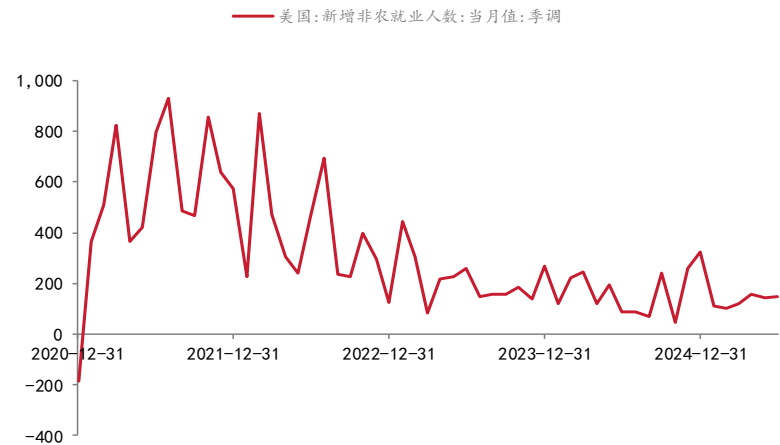
美国5月标普全球服务业PMI初值为52.3，预期 50.8，前值 50.8。美国5月标普全球制造业PMI初值为52.3，预期 50.1，前值 50.2。

服务业 PMI

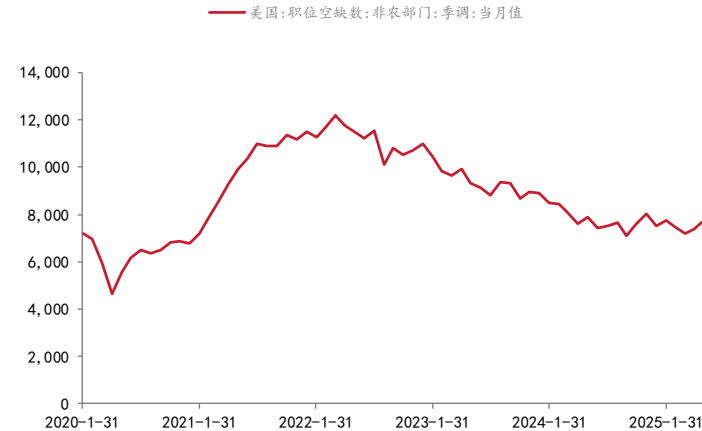


美国就业指标：美就业市场数据分化，非农数据暗示韧性仍存

美国新增非农就业人数



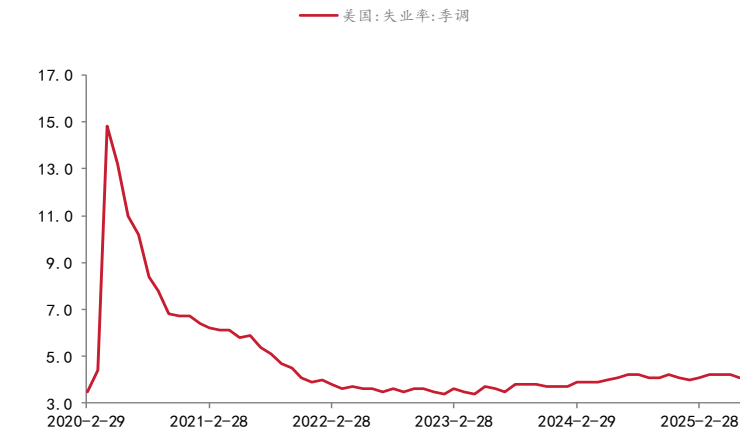
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调



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。

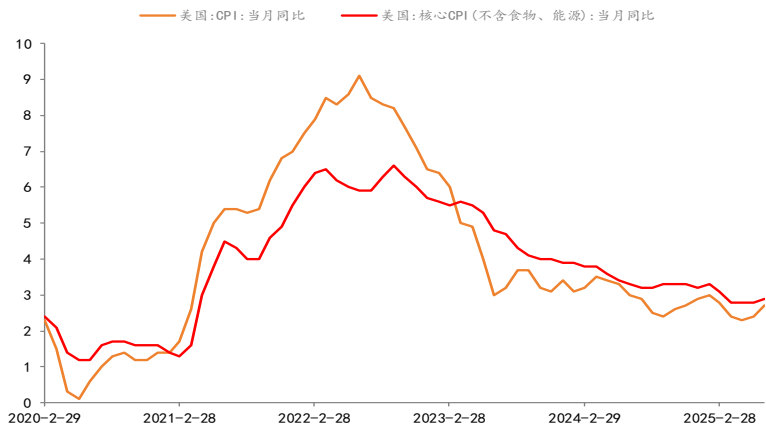
美国6月新增ADP就业人数-3.3万，大幅低于预期值9.5万。美国劳工部当地时间周四公布数据显示，根据美国劳工部的数据，7月12日当周初请失业金人数22.1万，低于预期的23.5万。数据有所好转但仍处高位。

美国通胀水平：CPI数据回升，PPI数据持平，关税传导凸显但影响有限

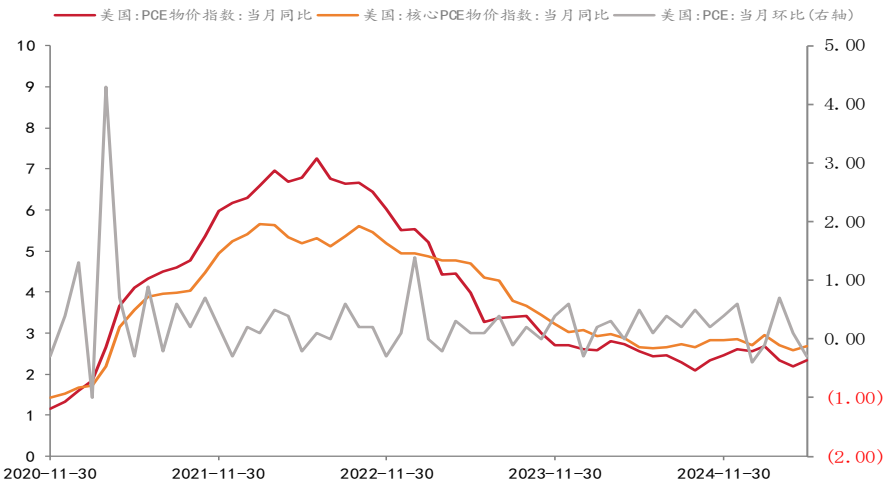
6月美国CPI回升。6月美国CPI同比2.7%，前值2.4%，市场预期2.6%。核心CPI符合市场预期，同比回升0.1个百分点至2.9%。CPI环比增速回升0.2个百分点至0.3%，核心CPI环比0.2%略低于市场预期的0.3%。从分项来看，能源分项的上涨是主要推动因素。

美国6月PPI同比2.3%，低于预期值2.5%和前值2.7%，维持了2025开年以来的总体下行趋势；环比0%，低于预期值0.2%和前值0.3%。6月核心PPI同比2.6%，低于预期值2.7%和前值3.2%；环比0%，低于预期值0.2%和前值0.4%。

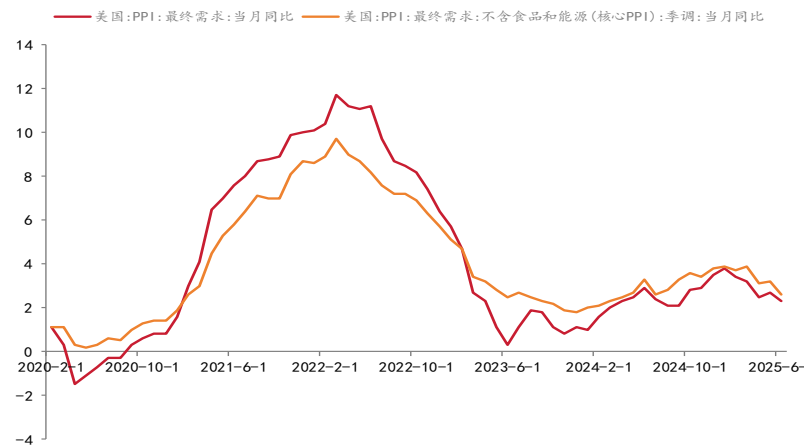
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

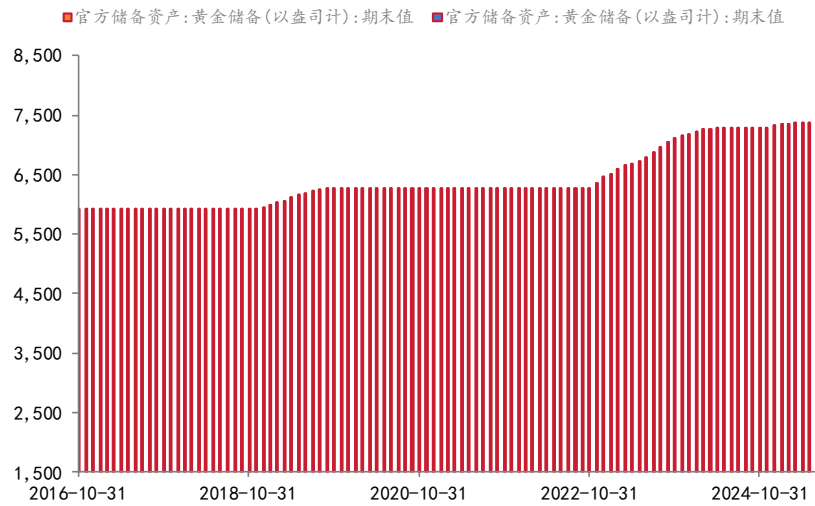


美国PPI当月同比（单位：%）

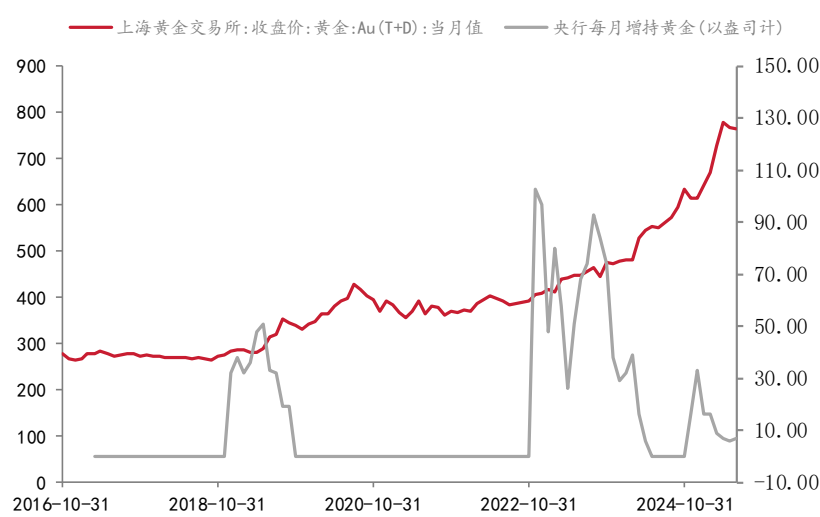


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



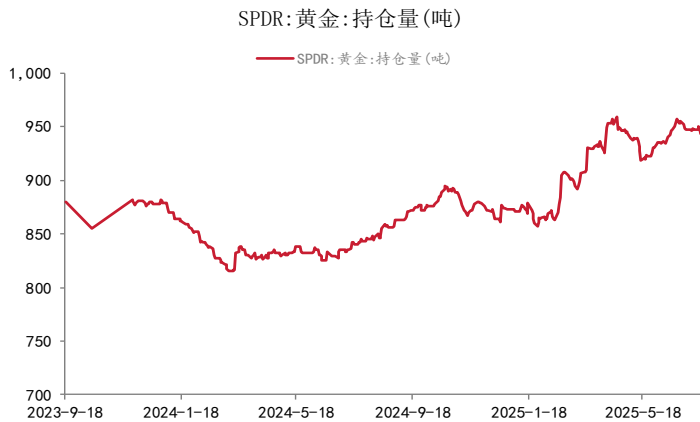
2025年6月，中国官方黄金储备为7390万盎司，较上月末增加7万盎司。目前，中国央行已恢复增持黄金态势。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

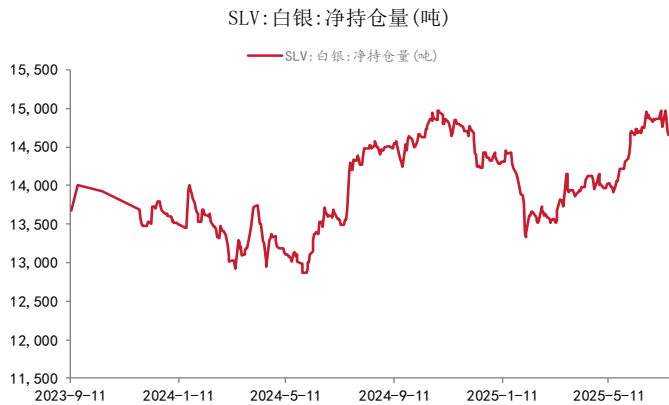
截至2025.7.18当周，黄金SPDR持仓量为943.63，较前一周有所下降。白银SLV当周持仓量为14658.21吨，较前一周变化不大。

截至2025.7.15，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据增加10147张至213115张合约。白银方面净多头持仓为59448张合约，较前一期数据增加927张。

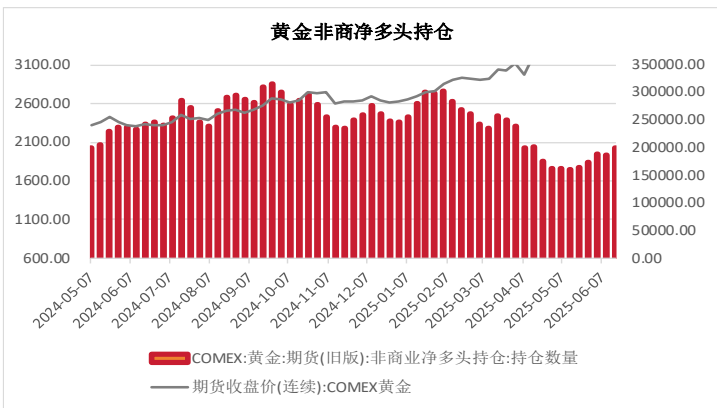
黄金持仓量



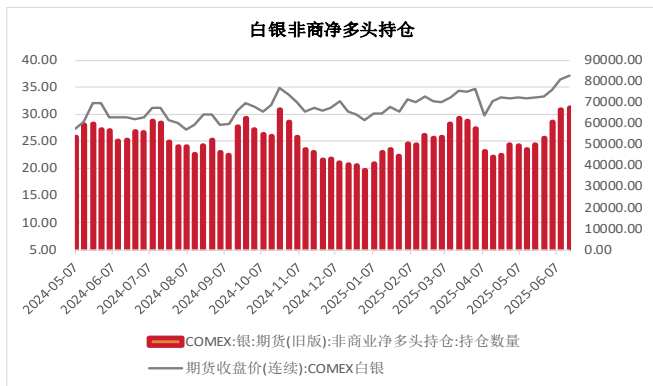
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

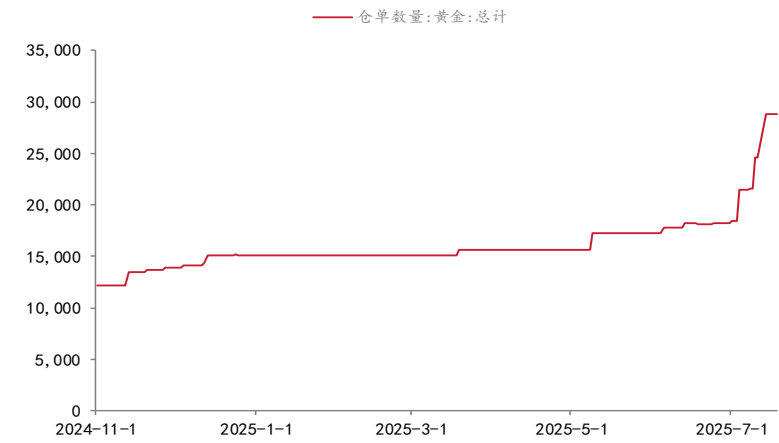


库存：黄金仓单维持上升态势，Comex黄金库存止跌

截至2025.7.18当周，上期所黄金仓单为28857千克，较前一周上升。白银仓单较前一周减少92517千克至1211076千克。

Comex库存方面，截至2025.7.18，周度Comex黄金库存较前一周增加445088.44盎司至37192142.94盎司，Comex白银库存较前一周上升2324290.40盎司至497243944.85盎司。

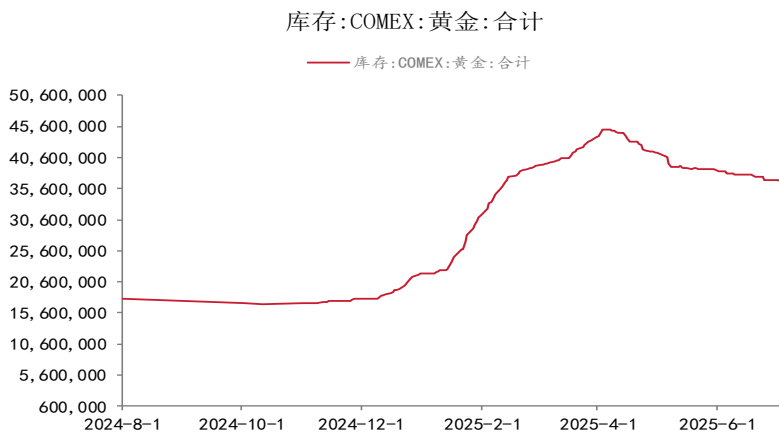
上期所黄金仓单



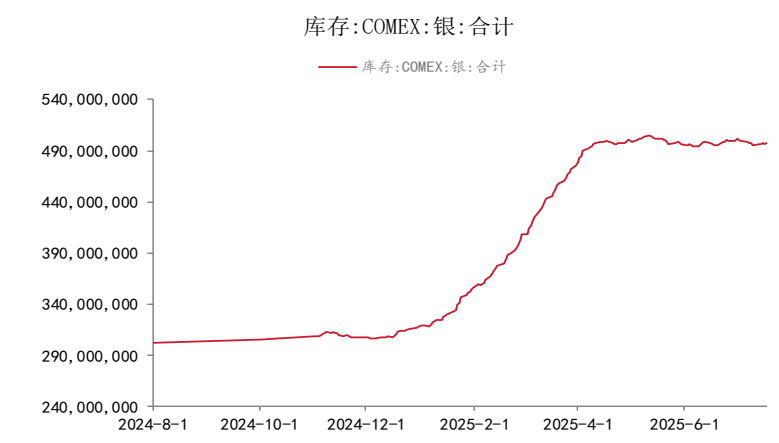
上期所白银仓单



Comex黄金库存



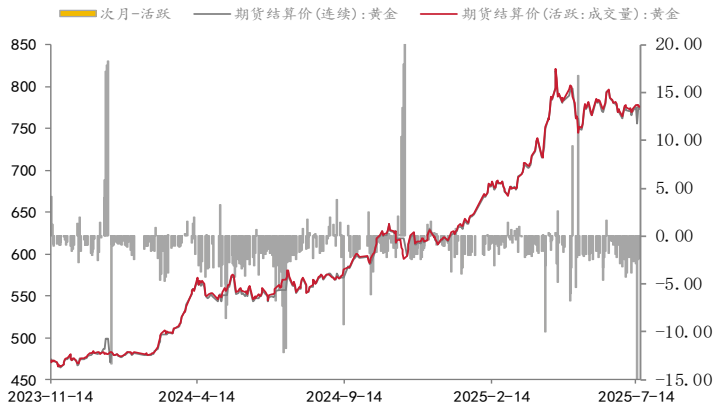
Comex白银库存



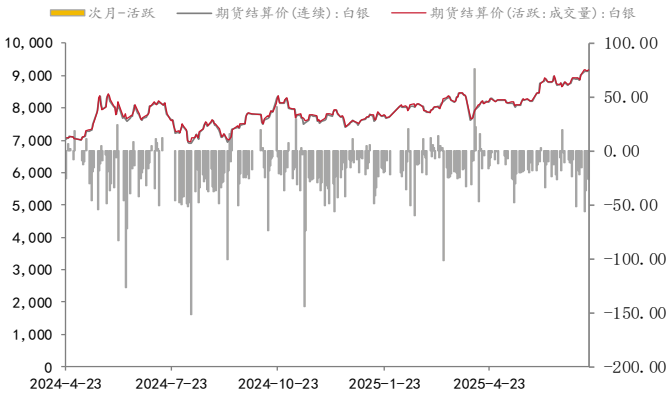
价差-成交量-持仓量

截至2025.7.18当周，黄金期货平均成交量为264392.20千克，较前一周上升18.89%。白银期货当周平均成交量为870782.00千克，较前一周上升44.86%

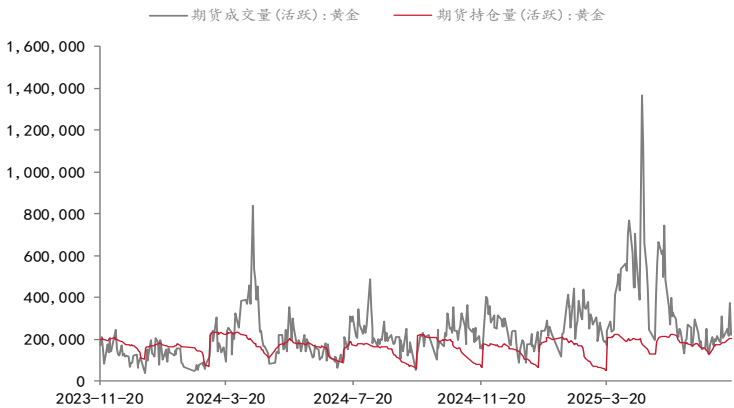
黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

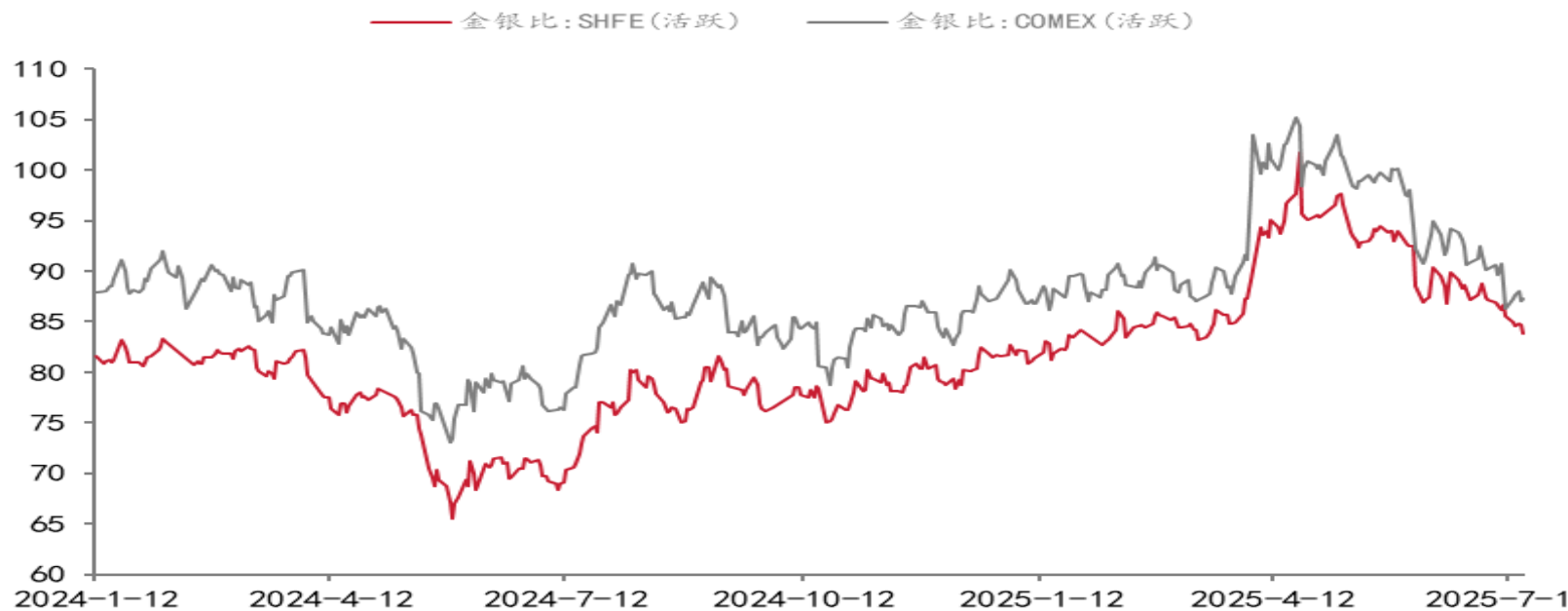


白银成交量持仓量



金银比：金价高位运行，金银比价内外盘走势分化

金银比价走势



2025.7.18当周，金银比内外盘走势分化，沪金银比为83.79，纽约金银比为87.33。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

