

2025年6月3日

关税地缘双重博弈，黄金高位宽幅震荡

——贵金属2025年6月月度投资策略

投资要点：

分析师：

明道雨：

从业资格证号：F03092124

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：guozhy@qh168.com.cn

- **行情回顾：**贵金属5月宽幅震荡，COMEX黄金全月振幅超10%。月初中美贸易局势缓和引发避险情绪退潮，金价下探3123美元/盎司阶段低点；中旬穆迪下调美国主权评级叠加中东地缘冲突升级，推动黄金重返3300美元关口；下旬特朗普对欧关税政策反复扰动供应链，叠加美国国际贸易法院援引“重大问题原则”裁定关税违宪引发司法拉锯，政策不确定性持续发酵，同时中东局势与俄乌军事行动加剧地缘风险溢价。多空博弈下月末金价高位震荡，COMEX黄金收于3313美元/盎司。
- **宏观经济：**美国4月就业市场显韧性但隐忧显现：非农新增17.7万人超预期，前值累计下修5.8万人，时薪同比3.8%创10个月新低，初请失业金人数超预期上升印证压力累积。制造业PMI 48.7创五年新低，新出口订单骤降至疫后冰点。服务业PMI 52.3扩张但物价分项飙至65.1的28个月高位，成本传导加剧通胀黏性。亚特兰大联储预测Q2 GDP增长2.2%暂避衰退，然关税政策持续压制企业信心。
- **结论与操作建议：**展望后市，美国“财政赤字扩张+主权信用弱化”组合强化黄金货币属性，全球央行购金潮提供需求支撑；短期地缘风险叠加关税博弈或打开上行空间。操作建议采用比例价差逢低布局多单，全年目标3500-3600美元，阶段性波动中枢上移至3200-3400美元区间。操作上，建议投资者在回调中利用比例价差结构分批布局黄金多单，领口期权组合对冲尾部风险，白银需等待工业需求复苏明确信号再行介入。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观分析	5
2.1. 美国经济数据	5
2.2. 美国通胀指标	6
2.3. 美元指数&美债收益率	7
2.4. 美联储政策	8
3. 供需分析	9
3.1. 黄金供需情况	9
3.2. 投资端分析	10
4. 市场分析	11
4.1. 资金分析	11
4.2. 持仓量&成交量	12
4.3. 金银比	13
5. 结论与操作建议	13

图表目录

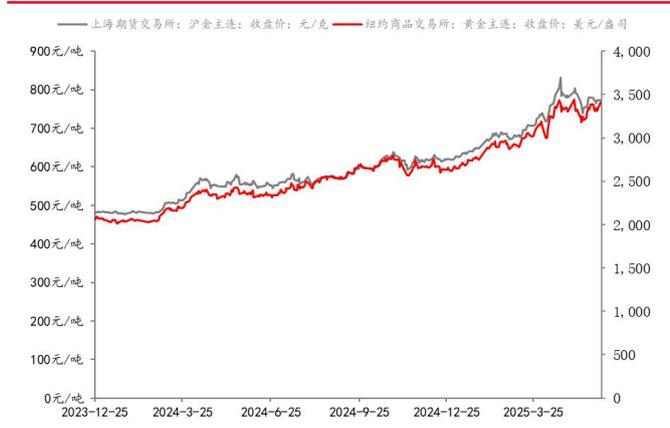
图 1 黄金价格	4
图 2 白银价格	4
图 3 美国新增非农就业人数	5
图 4 美国职位空缺数	5
图 5 美国当周初次申请失业金人数	5
图 6 美国失业率	5
图 7 美国制造业 PMI	6
图 8 美国服务业 PMI	6
图 9 美国 CPI 指标	7
图 10 美国 PCE 指标	7
图 11 美国 PPI 指标	7
图 12 美国密歇根一年通胀预期	7
图 13 美元指数	8
图 14 美债利差	8
图 15 美债收益率	8
图 16 十年美债实际收益率	8
图 17 美国联邦基金目标利率	9
图 18 CME FEDWATCH 概率分布图	9
图 19 中国官方储备黄金	10
图 20 央行增持与黄金走势对比	10
图 21 黄金 SPDR 持仓量	10
图 22 白银 SLV 净持仓量	10
图 23 黄金非商净多头持仓	11
图 24 白银非商净多头持仓	11
图 25 上期所黄金仓单	11
图 26 上期所白银仓单	11
图 27 COMEX 黄金库存	12
图 28 COMEX 白银库存	12
图 29 黄金成交量	12
图 30 白银成交量	12
图 31 金银比	13

1. 行情回顾

贵金属 5 月呈现宽幅震荡格局，COMEX 黄金全月波动超 10%，第一阶段中美达成日内瓦声明大幅缓和贸易紧张局势，市场避险情绪显著回落，金价显著下挫最低至 3123 美元/盎司阶段低点；第二阶段随着穆迪下调美国主权评级叠加中东地缘局势再度升级，贵金属避险需求再度回升，推动黄金重新站上 3300 美元关口；下旬特朗普对欧关税政策反复性扰动全球供应链，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。地缘风险溢价则持续发酵，中东混乱程度升级叠加会谈前乌克兰特别军事行动加剧地缘危机。在多方因素分化影响下，黄金价格在月末高位震荡运行。

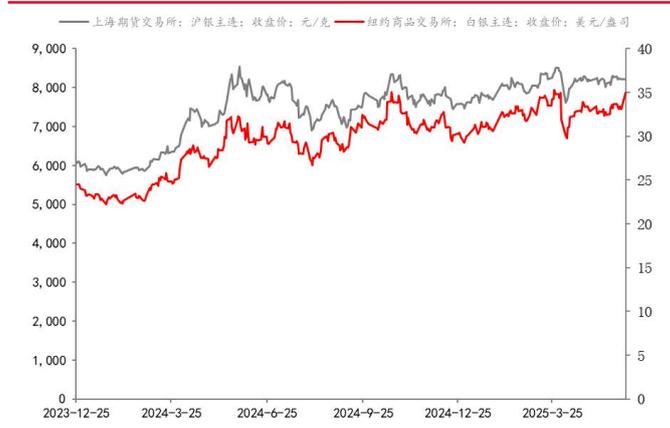
当前黄金核心驱动呈现三重博弈：政策层面美联储鹰派维稳利率压制估值，但美债信用弱化与财政风险构成支撑；贸易领域，特朗普关税政策反复扰动市场预期，关税司法拉锯战或产生关键性影响；地缘政治外溢风险持续推升避险溢价。短期内地缘局势升级趋势叠加关税不确定性再度打开金价上行空间，中长期美国财政赤字扩张与信用下降趋势不变，贵金属中长期上行逻辑依然稳固。关注阶段性回调后的长线布局机会，波动率抬升环境下可配合比例价差结构构建抄底策略，后续重点关注非农数据对政策预期的修正、司法博弈演化及俄乌会谈进展。

图 1 黄金价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 2 白银价格



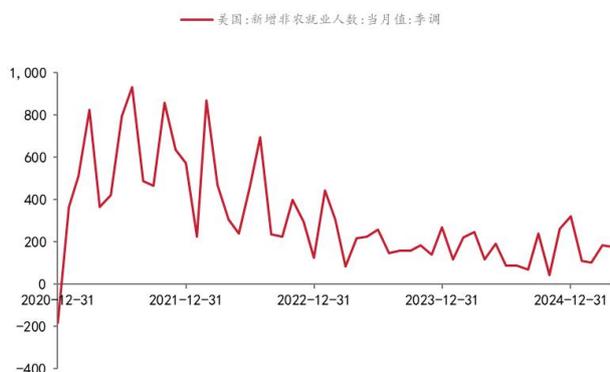
资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 宏观分析

2.1. 美国经济数据

美国 4 月就业数据韧性仍存但隐忧浮现, 非农新增就业 17.7 万人超预期(市场预期 13.8 万), 但前两月累计下修 5.8 万人, 近三个月移动平均新增 15.5 万人呈扩张势头。细分行业方面, 建筑业、专业服务及休闲酒店业持续扩张, 而制造业、零售业疲软, 联邦政府近四月累计削减 2.3 万个岗位。失业率方面维持在 4.2% 不变, 但劳动力参与率小幅回升至 62.6% 且壮年就业回暖, 凸显劳动力市场韧性。时薪同比增速则创 10 个月新低至 3.8%, 环比折年率 3.27% 更跌至四年最低水平。3 月职位空缺下降, 结合 5 月末周初请失业金人数增至 24 万人, 连续申领人数升至 191.9 万人, 进一步印证劳动力市场压力积累。整体看来, 当前美就业数据韧性仍存但疲态较之前更显, 但不足以改变美联储降息预期。当前劳动力市场或正处于强弱转换的敏感节点, 企业观望情绪浓厚但尚无裁员意愿, 关税政策对就业的实质性冲击或在下半年显现。

图 3 美国新增非农就业人数



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 4 美国职位空缺数



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 5 美国当周初次申请失业金人数



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 6 美国失业率



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

美国经济 4-5 月呈现显著的分化与滞胀风险深化态势：制造业领域受关税冲击加剧，4 月 ISM 制造业 PMI 进一步下滑至 48.7，产出分项骤降创四年新低，新出口订单暴跌 6.5 个百分点至 43.1% 的疫后最低点，显示贸易壁垒严重抑制企业信心。与之相对，服务业扩张意外加速，5 月标普全球服务业 PMI 初值跃升至 52.3，高于市场预期和前值(50.8)。4 月 ISM 服务业 PMI 亦升至 51.6，强于媒体调查的大部分经济学家的预测，呈现增长动能回暖态势。但值得注意的是，分项数据中的物价分项飙升至 65.1 的 28 个月高位，反映关税引发的原材料成本正向消费端传导，“制造业萎缩+服务业通胀”的剪刀差强化经济结构性矛盾，通胀黏性凸显。亚特兰大联储 GDPNow 模型虽预测二季度 GDP 增长 2.2% 预示技术性衰退风险暂缓，但特朗普关税武器化持续推升通胀预期并打压消费者信心，导致滞胀压力持续积聚。当前数据折射政策两难困境，制造业供应链承压急需宽松支持，而服务业通胀黏性又制约联储行动空间，在此情形下贵金属的抗通胀配置价值边际提升。

图 7 美国制造业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 8 美国服务业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.2. 美国通胀指标

美国通胀数据 4 月呈现强现实弱预期的复杂格局，4 月 CPI 同比降至 2.3% 创三年新低，低于市场预期和前值(2.4%)。核心 CPI 持稳 2.8%，环比 0.2% 低于预期 0.3%。结构分化显著，住房成本持续推升叠加能源价格反弹，商品价格显著回升，食品价格则大幅回落。4 月生产者价格指数（PPI）同比增长 2.4% 大幅低于市场预期，环比下降 0.5%，创下 2020 来最大跌幅，最终需求服务价格下跌 -0.7% 创 2009 年以来新低。分项数据来看，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%，反映关税冲击下企业正通过压缩利润率消化成本压力。作为美联储政策重点参考的物价指标，4 月美国核心个人消费支出物价指数 PCE 核心通胀率同比增长 2.5%，创四年来最小涨幅。现实指标方面，关税影响并未明显显现，美国企业抢进口下库存补充带来的缓冲效果以及消费疲软或为通胀尚未升温的原因。

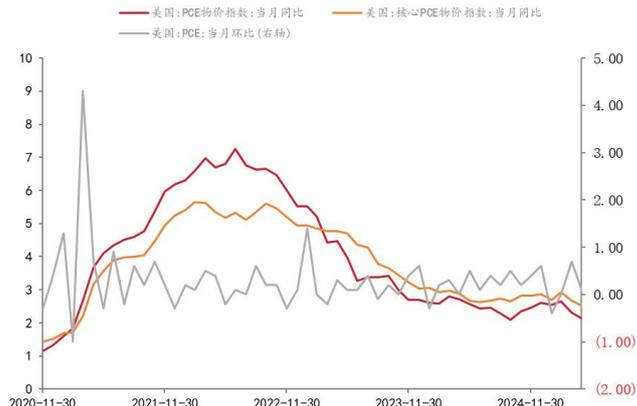
相比之下，前瞻性指标发出强烈预警：5月密歇根消费者1年期通胀预期骤升至7.3%的历史峰值，5年期预期达4.6%创34年新高。消费者信心则回落至50.8%的历史低点，形成“预期通胀-消费收缩”的恶性循环。物价指数走弱印证关税传导存在时滞，现实指标与预期数据大幅分化，美联储需在抑制通胀预期失控与防范需求坍塌间寻求脆弱平衡。

图9 美国CPI指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图10 美国PCE指标



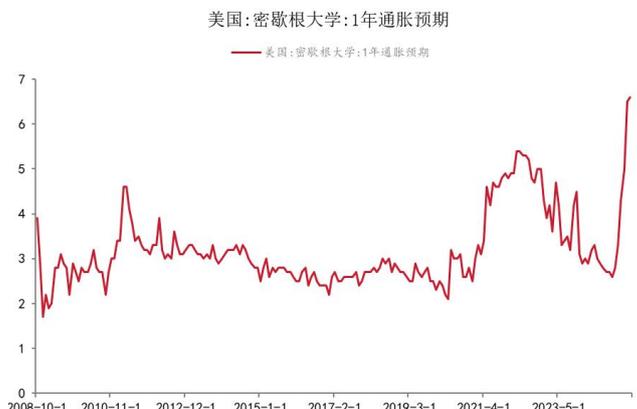
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图11 美国PPI指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图12 美国密歇根一年通胀预期



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.3. 美元指数&美债收益率

美债利率呈现明显的政策驱动特征，多重因素扰动下全月呈现先扬后抑的走势，月初美联储维持谨慎观点，鹰派表态推升名义利率上行。中旬穆迪宣布由于美国政府债务和利率支付比例增加，决定将美国主权信用评级从Aaa下调至Aa1，美国国债收益率应声上行，月末长端十年期美债收益率收至4.41%，一年期美债收至4.11%，实际利率较月初上行7个基点至

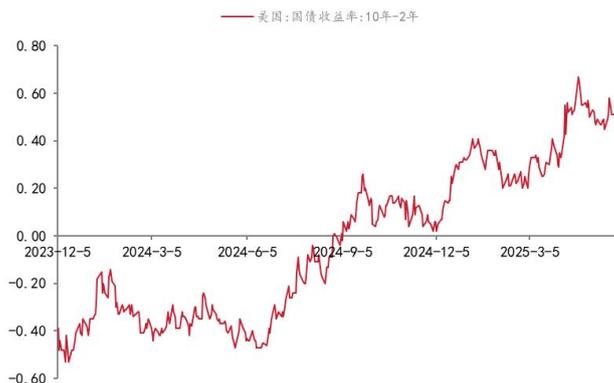
2.07%。美元指数受三重压力持续走弱：特朗普关税反复性削弱政策可信度，主权评级下调暴露信用体系裂痕，加之美联储政策僵局抑制套利吸引力，月内美元从 100.15 跌至 98.68。中长期财政赤字扩张趋势以及政策不确定性持续施压美元，关税冲击下美元资产吸引力正被逐步削弱。短期美元或维持弱势震荡，等待非农数据验证劳动力市场疲软迹象以指引政策预期。

图 13 美元指数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 14 美债利差



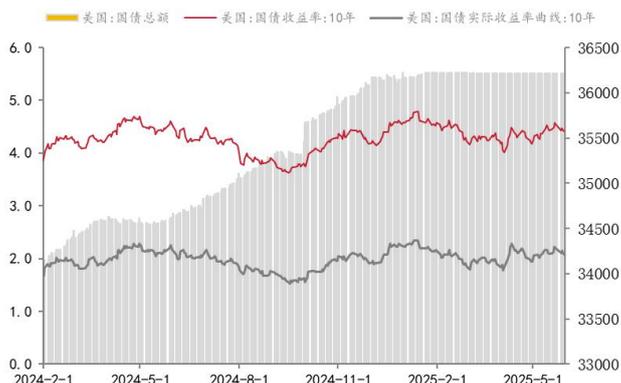
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 15 美债收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 16 十年美债实际收益率



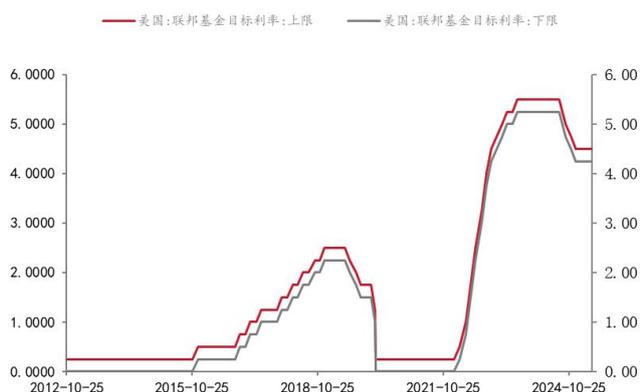
资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.4. 美联储政策

美联储 5 月维持利率于 4.25%-4.50% 不变，连续第三次按兵不动。尽管一季度 GDP 环比萎缩 0.3% 释放技术性衰退信号，但联储声明强调当前美国经济活动仍保持稳健。政策僵局主要源于三重压力：特朗普关税政策加剧通胀风险，虽现实数据超预期回落，但前瞻性指标

凸显市场通胀隐忧；劳动力市场呈现分化信号，虽非农与失业率数据显示韧劲，但部分指标如初请人数及时薪增速显露疲态；叠加财政部大规模发债施压流动性。联储官员近期表态维持鹰派观点，副主席杰斐逊警告关税或固化通胀黏性，旧金山联储戴利呼吁“需更多数据验证”，而亚特兰大联储博斯蒂克则关注经济动能趋弱风险。尽管特朗普数次在公开场合施压，鲍威尔仍决意维护美联储政策独立性。当前利率期货押注 9 月降息概率 71.7%，反映市场仍在博弈政策转向时点，未来路径将高度依赖关税传导效应及经济数据分化态势。

图 17 美国联邦基金目标利率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 18 CME FEDWATCH 概率分布图

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
18/06/2025						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
30/07/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	23.4%	75.6%
17/09/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	14.5%	54.9%	29.9%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.3%	37.0%	41.0%	13.3%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.5%	26.7%	39.6%	23.2%	4.8%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	13.9%	31.9%	33.1%	15.9%	2.9%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.5%	23.4%	32.5%	24.0%	9.0%	1.3%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.4%	12.8%	26.1%	30.0%	19.6%	6.8%	1.0%
17/06/2026	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	7.1%	18.1%	27.6%	25.9%	14.5%	4.5%	0.6%
29/07/2026	0.0%	0.0%	0.5%	2.8%	9.6%	20.2%	27.2%	23.4%	12.3%	3.6%	0.4%
16/09/2026	0.0%	0.1%	1.0%	4.5%	12.2%	21.9%	26.3%	20.6%	10.1%	2.8%	0.3%
28/10/2026	0.0%	0.3%	1.6%	5.7%	13.7%	22.6%	25.4%	19.0%	9.0%	2.4%	0.3%
09/12/2026	0.1%	0.7%	3.0%	8.5%	16.8%	23.6%	23.2%	15.5%	6.7%	1.7%	0.2%

资料来源：CME，东海期货研究所

3. 供需分析

3.1. 黄金供需情况

中国央行连续 6 个月增持黄金，4 月末储备达 7377 万盎司（年增幅 142 万盎司），全球央行结构化购金需求不减。以中国央行为例，黄金占其外储比例仍显著低于全球均值，中国购金行动具备长期动能已达成其在储备资产结构化优化及对冲美元信用风险等多重战略目标。该趋势与全球央行形成共振——2024 年全球黄金需求 4974 吨中的央行占比超 20%，世界黄金协会预计 2025 年净购金量将连续第三年维持在 1000 吨以上高位，新兴市场央行仍是核心引擎。当前地缘博弈白热化与“去美元化”进程加速，正系统性强化黄金作为“非主权信用锚”的货币属性：土耳其、印度及中东国家 2025 年一季度集体性增持黄金抵御金融波动，俄罗斯等国则通过黄金置换能源贸易推进本币结算体系转型。在美联储降息周期临近与债务扩张背景下，央行购金与私人投资需求形成协同效应，持续推升黄金估值中枢。

图 19 中国官方储备黄金



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 20 央行增持与黄金走势对比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

3. 2. 投资端分析

2025 年 5 月黄金 SPDR 持仓量呈先减后增态势，月初开盘报 945.41 吨后震荡回落，全月累计减仓 15.21 吨（降幅 1.6%）。上半月受美元走强及风险偏好回升影响，持仓量连续击穿 930 吨、920 吨两道关口，5 月 3 日单日骤降 1.14% 至 937.96 吨形成破位信号；中旬地缘风险反复触发短暂反弹，月末持仓回升至 930.20 吨，显示流动性压力边际缓和，机构重新开始配置黄金。5 月白银 SLV 持仓显著上行，月初净持仓 14009.77 吨后短暂受工业需求担忧压制震荡下行，中旬起地缘风险溢价冲击，持仓连续突破，5 月 21 日重返 14054.90 吨收复月初失地，月末持仓持续攀升至 14303.75 吨，全月净增 294 吨（涨幅 2.1%），机构资金借回调积极布局反映对白银估值修复信心。

图 21 黄金 SPDR 持仓量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 22 白银 SLV 净持仓量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 23 黄金非商净多头持仓



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 24 白银非商净多头持仓



资料来源：IFinD，东海期货研究所

4. 市场分析

4.1. 资金分析

2025 年 5 月黄金仓单呈上行趋势，月初延续 4 月末 15648 千克，5 月 8 日增至 17238 千克。；5 月 20 日仓单再度微升 0.05% 至 17247 千克，全月仓单总量最终定格在年内高位，较 4 月增长 10.21%，暗示美联储议息会议维持利率决议后叠加地缘风险，实体市场加速囤积黄金需求有所上升。白银仓单呈现“深 V”反转格局：月初承压下行，5 月 16 日骤降至 887018 千克的月内低点，反映关税政策扰动下工业需求收缩；随后受地缘风险升级与通胀对冲需求激增驱动，仓单连续七日反弹，月末强势冲高至 1066885 千克，全月净增 107196 千克（涨幅 11.6%）。

图 25 上期所黄金仓单



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 26 上期所白银仓单

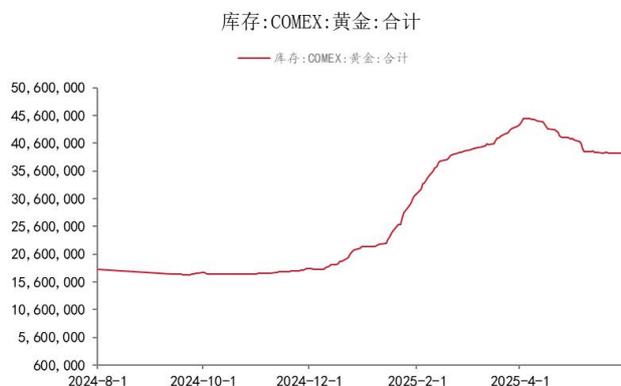


资料来源：IFinD，东海期货研究所

5 月 COMEX 黄金库存延续下行格局，月初库存高企于 4145 万金衡盎司，随着套利机会的消失，纽约较高的存储成本促使部分交易商将黄金转移回伦敦的现货市场，或流向亚洲交

易中心。月末库存收跌至 3879 万吨窄幅波动。全月净减少 266 万吨。COMEX 白银库存维持高位，月初库存报 500128187.49 金衡盎司，中旬小幅冲高 504719463.15 金衡盎司，月末回落至 496007980.42 金衡盎司低点，全月净减少 412 万盎司（降幅 0.82%）。

图 27 COMEX 黄金库存



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 28 COMEX 白银库存

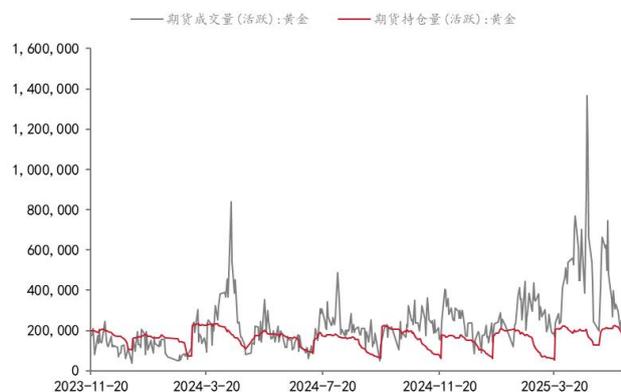


资料来源：IFinD，东海期货研究所

4.2. 持仓量&成交量

5 月黄金期货市场呈现“量能先扬后抑，持仓阶梯上行”格局：成交量月中（15 日）冲高至 744,074 手高位后快速萎缩，月末（30 日）骤降至 236,013 手，投机资金动能短期降幅明显；持仓量则从月初 127,440 手一路上行至月末 181,246 手，黄金长线配置热情不减。白银方面量能持续走弱，成交量月中达 936,043 手月内峰值，整体动能呈现持续减弱趋势，暗示市场资金关注度逐步下滑；持仓量则从月初 23.2 万手攀升至月末 33.4 万手，月增幅仍达 44%，反映资金博弈加剧背景下中长期避险资金逐步回归，月末持仓企稳于年初均值上方。

图 29 黄金成交量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 30 白银成交量

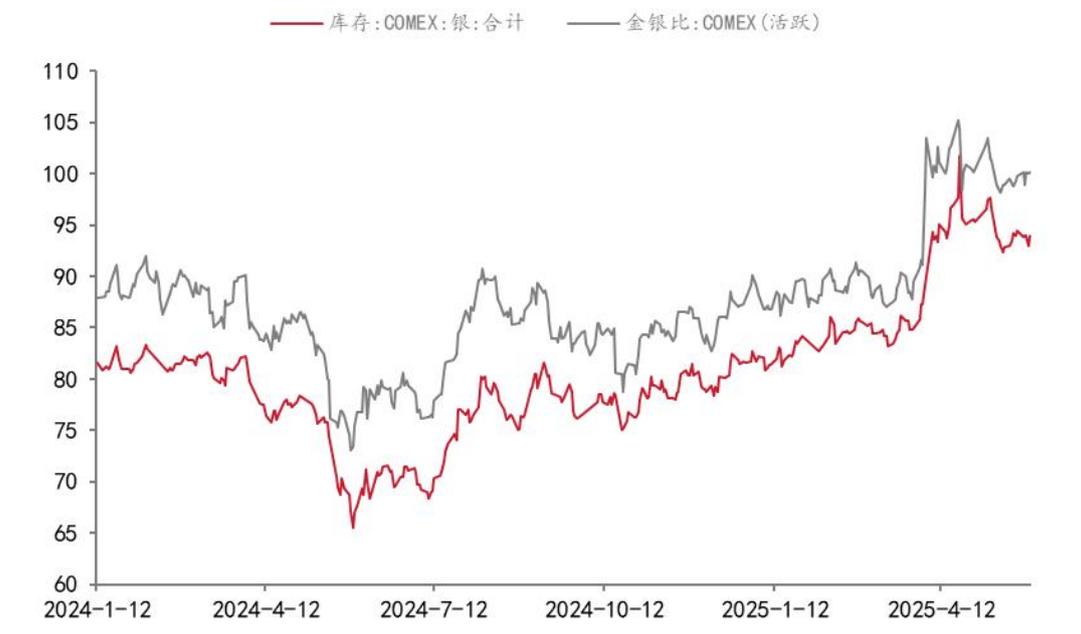


资料来源：IFinD，东海期货研究所

4.3. 金银比

5月金银比虽金价回调一度走弱，5月15日SHFE金银比探至月内低点92.39，月末随金价反弹回升至93.92。COMEX金银比自月初102.94高位下滑至月末100.17，月降幅2.77点。整体来看金银比价值中枢随金价上涨不断升高，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。

图 31 金银比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

5. 结论与操作建议

2025年5月黄金上演深V反转行情，COMEX黄金振幅达10.2%。月初受中美贸易缓和及美联储鹰派立场压制，金价下探3123美元阶段低点；中旬穆迪下调美主权评级至AA1触发美债信用重估，叠加中东地缘冲突升级，推动金价突破3300美元；下旬特朗普推迟对欧关税至7月9日，叠加国际贸易法院援引“重大问题原则”裁定关税违宪引发司法博弈，政策不确定性持续发酵，最终COMEX黄金主力合约收于3313美元。宏观呈现滞胀深化：就业韧性与制造业萎缩并存，服务业扩张伴物价分项飙升。美联储连续第三次按兵不动，政策陷多重困局。展望后市，美国“财政赤字扩张+主权信用弱化”组合强化黄金货币属性，全球央行购

金潮提供需求支撑；短期地缘风险叠加关税博弈或打开上行空间。操作建议采用比例价差逢低布局多单，全年目标 3500-3600 美元，阶段性波动中枢上移至 3200-3400 美元区间。操作上，建议投资者在回调中利用比例价差结构分批布局黄金多单，领口期权组合对冲尾部风险，白银需等待工业需求复苏明确信号再行介入。

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。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn