

2025年6月27日

贵金属半年报：金石为开银浪涌，洪流尽处见昆冈

——贵金属2025年半年度投资策略

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：guozzy@qh168.com.cn

- **行情回顾：**近半年来，国际贵金属市场演绎了史诗级波动，黄金价值中枢大幅上行。其行情可解构为三大驱动阶段，第一阶段（2024.12-2025.3）始于美联储“鹰派降息”利空出尽后的预期反转，在多重结构性矛盾催化下黄金开启历史级主升浪。第二阶段（2024.4-2024.5）在宏观驱动下，黄金受避险资金追捧下大幅上行，该阶段的市场主线是贸易战。进入第三阶段（2025.5-6），贵金属市场在关税拉锯与地缘裂变中走向分化，黄金依托双核避险逻辑震荡上行。
- **宏观经济：**美国就业市场当前仍在稳定区间但疲态渐显，持续数据下修、初请抬头及薪资增长失速共同指向周期拐点或迫近，美联储坚守“年内两次降息”的鹰派立场正遭遇就业基本面的根本性挑战。通胀方面，目前高关税对于通胀的影响尚未凸显，且消费者情绪随时间推移有所缓和，通胀担忧呈下滑态势。但企业以牺牲利润缓冲关税的模式不可持续，部分指标如ISM制造业进口指标下滑显示企业采购规模下滑，客户库存指数回落则说明累积库存的不断消耗。这揭示通胀传导的三阶段时滞：关税冲击→企业利润挤压→被迫转嫁成本。随着企业希望防范利润率进一步走软，价格压力或在今年下半年加大。
- **美联储政策：**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”。当前市场对于首次降息的时间仍维持在9月，鲍威尔明示6-7月通胀数据是观测关税冲击的“终极窗口”，即美联储有保持观望直至8月底相关数据出台的政策动机。近期FedWatch数据显示7月份降息的概率约为%，较一周前有一定提升，但市场仍预计超80%概率在7月维持利率不变。相比之下，9月降息的概率超过85%。
- **结论与操作建议：**经历上半年突破性上涨后，黄金步入技术性整固阶段。短期来看，关税博弈下的极端情绪显著缓和，叠加地缘危机高峰暂时过去，黄金暂时缺乏明显的向上驱动因素。但中长期深层驱动逻辑未改，美国“大美丽法案”未来十年2.4万亿美元财政赤字发酵，持续侵蚀美元信用根基。全球央行购金战略配置需求为金价构筑坚实长周期支撑。贸易扰动渐缓下核心通胀或缓和，叠加就业市场疲软，降息周期开启将打开黄金上方空间。白银则需警惕需求预期差带来的估值修正风险。

正文目录

1. 上半年行情回顾	4
2. 宏观分析	5
2.1. 就业市场渐显疲态，经济数据陷滞胀担忧	5
2.2. 通胀数据现实与预期分化，关税影响或逐步体现	7
2.3. 美元指数长线承压，债端或随降息通道开启回落	9
2.4. 美联储审慎立场不变，九月降息概率有所增加	11
3. 供需分析	11
3.1. 央行需求构建底部支撑	11
3.2. 投资需求冲高有所回落	12
4. 结论与操作建议	14

图表目录

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

1. 上半年行情回顾

近半年来，国际贵金属市场演绎了史诗级波动，黄金价值中枢大幅上行。其行情可解构为三大驱动阶段，第一阶段（2024. 12-2025. 3）始于美联储“鹰派降息”利空出尽后的预期反转，在多重结构性矛盾催化下黄金开启历史级主升浪，年底中印年底消费潮、特朗普重返白宫新政带来的不确定性以及美国经济初现滞胀苗头形成三重复合推力，驱动金价于1月底突破前高2800美元/盎司关键点位正式收复中期上升通道；其间美元指数从高位大幅回落叠加10年期美债利率下行共同构建黄金牛市双支柱，黄金一路上行强势突破3000美元/盎司整数关口。

第二阶段（2024. 4-2024. 5）在宏观驱动下，黄金受避险资金追捧下大幅上行，该阶段的市场主线是贸易战。4月初特朗普对全球加征“对等关税”，引发市场对全球供应链断裂的恐慌，资产流动性骤然收紧导致贵金属遭遇无差别抛售，黄金连续大跌一度跌破3000美元/盎司关口，白银受工业属性拖累跌幅更深。随着美国推迟对欧盟、日韩等盟友的关税执行期限，流动性危机边际缓解。市场焦点转向关税引发的滞胀预期深化，特朗普施压美联储降息并质疑政策独立性的言论进一步削弱美元信用。该期间美国市场股债汇三杀，多重避险需求下全球央行与对冲基金同步增配黄金，全球避险资产疯狂涌入下COMEX黄金单周暴涨突破3500美元历史峰值，沪金夜盘更是创出836.30元/克的惊人纪录。白银虽受光伏装机需求季节性回升支撑反弹，但全球制造业PMI跌破荣枯线压制工业金属需求，金银比价持续攀升至105.26的历史极值。直至4月下旬特朗普暂缓高额关税并陆续启动贸易谈判，中美贸易紧张局势有所缓解，市场恐慌情绪方才阶段性缓解，金价回撤至3200美元平台整固。

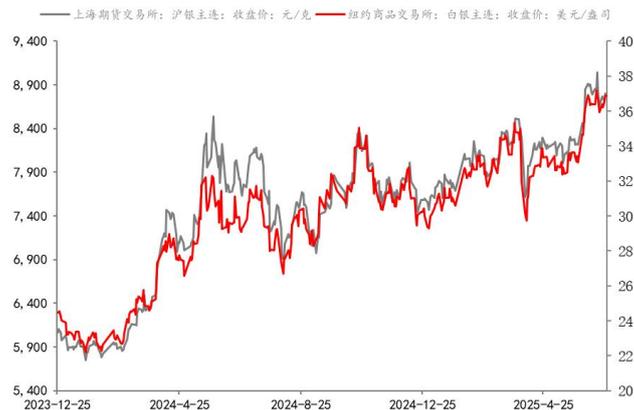
进入第三阶段（2025. 5-6），贵金属市场在关税拉锯与地缘裂变中走向分化，黄金依托双核避险逻辑震荡上行。贸易方面，中美贸易谈判反复拉锯叠加特朗普威胁对欧加征钢铝关税等武器化措施持续引发政策不确定性，美国国际贸易法院援引“重大问题原则”裁定特朗普关税计划违宪一度引发市场反复震荡。经济层面，美国通过4.8万亿美元财政刺激法案以及债务评级下调担忧（穆迪将美国主权评级展望调至负面），就业市场数据分化下PMI数据持续疲软，消费者信心回落叠加通胀预期居高不下进一步深化滞胀担忧。地缘局势上，先有乌克兰特别军事行动加大俄乌和谈不确定性，近期则是伊以冲突持续加剧，美国介入推升市场避险情绪。多方因素轮番上阵，COMEX黄金一路震荡上行并于6月16日涨至3476美元/盎司逼近前期高点。白银方面异军突起大幅上行，COMEX白银6月18日突破历史高点最高涨至9075元，金银比价显著回落。近期地缘情绪减退，贵金属板块整体进入高位震荡调整周期。

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

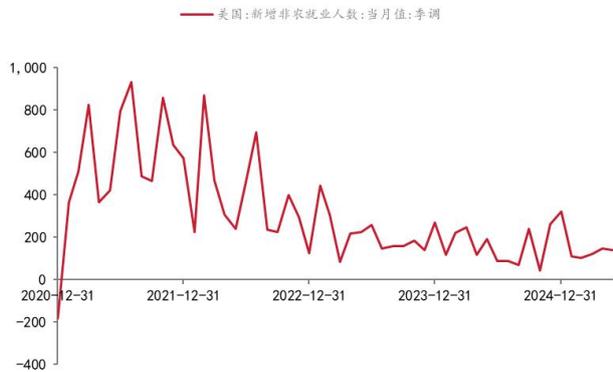
2. 宏观分析

2.1. 就业市场渐显疲态，经济数据陷滞胀担忧

2025年上半年美国就业市场先抑后扬韧性仍存，但二季度随着关税政策等一系列新政策影响下，数据出现分化疲态再显。1月非农新增14.3万（创2024年10月以来新低）且前值持续下修（2024年12月下修至12.5万），失业率却逆势降至4.0%的周期低点，叠加时薪环比暴涨0.5%（同比4.1%），凸显“低就业+高通胀”的滞胀信号。2月数据持续疲软，新增就业15.1万不及预期且前值再遭下修至12.5万，政府部分因特朗普削减联邦岗位政策锐减至1.1万（较前两年均值暴跌75%），失业率方面则同步反弹至4.1%。ADP就业数据更以7.7万大幅偏离市场预期14万，初请失业金人数同步跳升至24.2万，至此就业扩张质量已亮红灯。进入3月，极寒天气消退，就业数据出现一定反弹，其中非农就业新增22.8万远超市场预期的14万，劳动参与率回升至62.5%短暂缓解忧虑。尽管失业率有所上行（4.2%），但数据显示政府裁员对就业冲击有限，叠加私营部门新增就业远超2月（15.5万），就业市场有所回暖。4月非农新增继续回暖，但17.7万表象之下暗藏隐忧。尽管私营部门数据显示增长动能仍存，但前两月累计下修5.8万叠加初请失业金人数跳涨至24.1万创15个月新高，显示劳动力市场正边际转弱。失业率方面则维持4.2%不变，就业市场数据出现分化格局。5月延续分化格局，非农数据新增13.9万继续超预期（13万），休闲酒店业单月暴增4.8万贡献主要增量，同时制造业就业转负（-0.5万）印证特朗普关税冲击工业链就业，前值再度下修9.5万，深层结构裂变加速显露。失业率半年间形成“4.0%→4.1%→4.2%”的上升通道，时薪同比增速从1月4.1%阶梯式降至5月3.9%。ADP与非农数据则连续出现背离（5月ADP仅3.7万），反映统计口径混乱。行业方面，零售业、建筑业及政府部分就业放缓，批发业、建筑业及休闲酒店等行业就业扩张。综上，美国就业市场当前仍在稳定区间但疲态渐显，持续数据下修、初请抬头及薪资增长失速共同指向周期拐点或迫近，美联储

坚守“年内两次降息”的鹰派立场正遭遇就业基本面的根本性挑战，若失业率突破萨姆规则阈值，政策被迫转向概率将陡增。

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



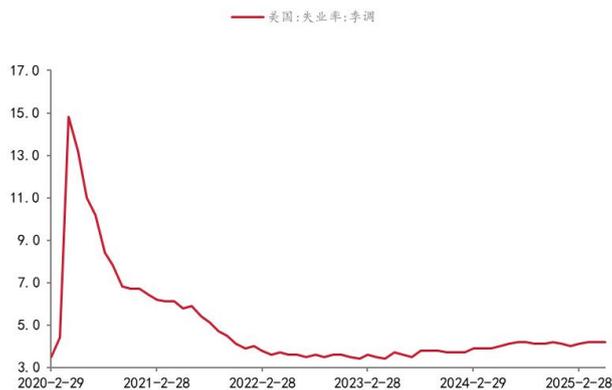
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图4 美国职位空缺数



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

美国经济在 2025 年上半年陷入“制造业衰退”与“服务业通胀”的深度割裂，滞胀风险实质化贯穿周期始末。1 月 ISM 制造业 PMI 意外站上 50.9 的扩张区间（2022 年 10 月首现），然仅为昙花一现。2 月 ISM 制造业 PMI 虽仍在扩张区间(50.3)但显著不及市场预期。新订单指数暴跌 6.5 点至 48.6 粉碎复苏幻象。3 月数据疲软进一步凸显，特朗普关税冲击下制造业 PMI 再度回落至收缩区间（PMI 49.0），物价分项飙升 10.4 点至 69.4 创十五年新高，制造业深陷关税冲击下成本飙升-需求冻结恶性循环。4 及 5 月的制造业 PMI 持续下滑至 48.7 和 48.5 低位。其中产出分项大幅下滑，新出口订单持续暴跌(4 月崩至 43.1 的疫情后底部)，叠加 5 月进口指数单月暴跌 7.2 点创 2009 年新低，暗示贸易紧张下企业信心降至冰点。相比之下，物价指数高位震荡，就业指数持续走弱，制造业在供应链危机及需求信心不足影响下持续疲软。

服务业 PMI 则呈现震荡下滑态势，在 1 月服务业 PMI 回落至 52.8 后，2 月服务业阶段性回暖至 53.5。新订单指数和就业指数有所回升但价格指数高企(62.6)反映较高通胀压力。3 月服务业加速下滑至 50.8，远低于低于 2 月的 53.5。尽管仍高于 50 的扩张阈值，但这一数据标志着服务业增长已降至过去 9 个月以来的最低水平。分项上，新出口订单和就业出现大幅回落，而价格指数依然高企。4 月 ISM 服务业 PMI 回升至 51.6，但物价分项指数持续升高至 65.1 创 2023 年 1 月以来新高，原材料成本因关税上调显著攀升。5 月服务业显著下行首现萎缩(49.9)但价格支付指数续涨至 68.4，暴露“增长动能不足而通胀固化”的困局。

2025 年一季度美国实际 GDP 环比年率萎缩 0.27%，为三年来首现负增长，叠加 GDP 平减指数跳升 3.74% 凸显滞胀压力。名义 GDP 增长 3.46% 为疫后新低，结构分化显著：消费拉动骤降显露疲态，投资拉动改善部分抵消冲击；净出口创 1947 年来最大拖累(-4.83%)，但库存抢进口拉动形成对冲，政府支出拖累暗示特朗普联邦减员政策冲击。而在将 Q1 增长下修至-2.8% 的技术衰退后，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或暂缓。但消费者信心的回落叠加通胀预期高位，当前美国经济面临结构性走弱局面，这背后是三重传导：其一，关税冲击抬升进口原材料成本；其二，需求结构异化，消费重心从商品转向服务加剧服务业通胀黏性；其三，消费信心困境抑制投资传导。当前制造业萎缩亟需宽松纾困，然通胀强粘性却限制降息空间，政策天平在“滞胀深化”与“衰退前置”间剧烈摇摆。

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. 通胀数据现实与预期分化，关税影响或逐步体现

2025 年上半年美国通胀数据呈现“现实有所降温”与“预期显著失控”的分化格局：1 月 CPI 同比骤升至 3.3%（创 8 个月峰值）点燃滞胀担忧，核心 CPI 环比 0.4% 超预期印证成本传导加速，叠加 PPI 同比 3.5% 创两年新高，与密歇根 1 年期通胀预期飙至 5.0% 形成

共振，迫使美联储在 GDPNow 模型预测 Q1 增长-1.48%的衰退阴云下仍维持鹰派立场；2 月短暂出现曙光——CPI 同比回落至 2.8%，核心 CPI 创 2021 年 4 月以来新低，然 PPI 食品项跳涨与核心 PCE 顽固僵持 2.6%(远超 2%目标)暗示放松为时尚早；3 月 CPI 环比-0.1% 实现近五年首次负增长，核心 CPI 同比 2.8%，PPI 环比下降 0.4%创 5 个月最大跌幅，与密歇根通胀预期形成背离。4 月现实与预期分离进一步加大，CPI 同比降至 2.3%三年低位，核心 PCE 同比 2.5%创四年最小涨幅，PPI 环比-0.5%更创 2020 年来最大跌幅，现实数据未明显反应关税影响。但消费者 1 年期通胀预期暴冲至 7.3%的历史极值（5 年期达 4.6%），同时消费者信心跌至 50.8%的历史低位，折射民众对贸易局势的深度恐慌。5 月通胀矛盾深化至机制层面，关税影响仍未直接体现，前期补库抢购行为或一定程度抵消关税影响，造成数据阶段性失真。CPI 环比 0.1%/核心 CPI 同比 2.8%延续温和表象，能源商品和能源服务价格环比不同程度放缓成为主要拖累。关税相关分项尤其是汽车和服装价格实际下跌，抢出口效应仍存。PPI 和核心 PPI 环比上涨均低于市场预期(0.1%/0.1%)，数据显示 5 月批发和零售利润率有所回升，能源和食品价格则变化不大。根据当前的 PPI 报告，部分用以计算 PCE 的指标如医疗保健成本及机票等分项均表现疲软。另外，纽约联储和密歇根消费者信心指数的通胀预期均出现下滑。美国 5 月纽约联储 1 年期通胀预期为 3.2%，低于前值 3.6%；密歇根消费者对未来 1 年的通胀率预期为 5.1%，较 5 月数据大幅下降 1.5 个百分点。

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

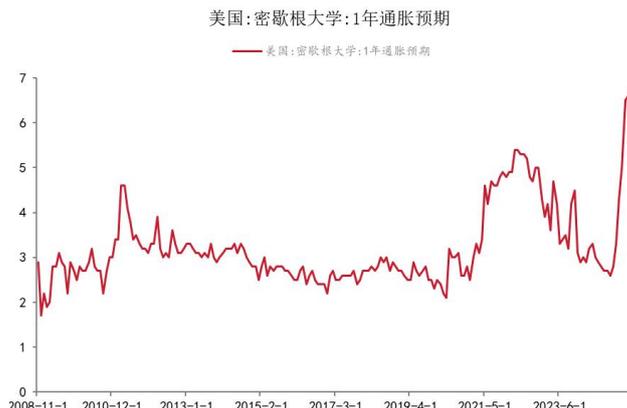
总体来看，前期高关税对于通胀的影响尚未凸显，且消费者情绪随时间推移有所缓和，通胀担忧呈下滑态势。但企业以牺牲利润缓冲关税的模式不可持续，部分指标如 ISM 制造业进口指标下滑显示企业采购规模下滑，客户库存指数回落则说明累积库存的不断消耗。这揭示通胀传导的三阶段时滞：关税冲击→企业利润挤压→被迫转嫁成本。随着企业希望防范利润率进一步走软，价格压力或在今年下半年加大。

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. 美元指数长线承压，债端或随降息通道开启回落

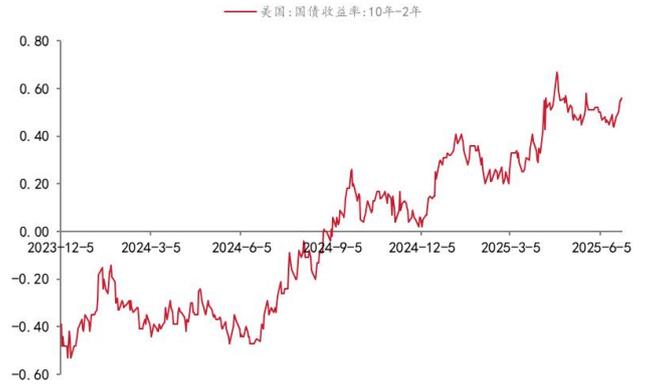
2025 年上半年美元指数持续走弱，经历 “政策溢价冲顶-滞胀恐慌塌陷-危机模式震荡” 的三阶段周期。1 月在特朗普当选后一度推升美国经济和通胀的预期，“美国优先 2.0” 政策溢价驱动下飙升至 110 的二十年高位。2-4 月，美国例外论情绪退潮，滞胀逻辑主导美元使之从高位回落，在日本央行加息、欧盟通过 8000 亿欧元国防预算等外部虹吸效应下，美元于 3 月中旬最低回落至 103 一线。4 月随关税政策逐渐加码以及贸易局势升级下跌开始加速，贸易战恐慌触发全球资本再平衡，流动性危机下美国股债双杀加剧抛售潮，美元避险属性罕见失效。“对等关税”落地美元指数上演熔断式下跌，单月暴跌 6% 至 97.91 的历史性低位。美元信用坍塌迹象凸显，政策反复性削弱执政可信度、穆迪下调主权评级至 Aa1、美联储政策僵局（点阵图与市场降息预期割裂）。进入 5-6 月，美元在 97 一线构筑“弱平衡”，但非农数据超预期与地缘避险（以伊冲突）的边际支撑，难抵内生性衰弱，ADP 就业骤降至 3.7 万揭示劳动力市场裂缝，CPI-PPI 连续四个月弱于预期强化降息押注（9 月降息概率超 85%），而特朗普关税政策扰动不断侵蚀货币信用。当前美元指数已成“危机温度计”，其 97-100 的窄幅震荡本质是全球美元储备占比不断下滑的微观映射。展望后市，在信用体系结构、降息压制以及经济疲软压制下，美元长线承压逻辑不变。

图 13 美元指数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 14 美债利差



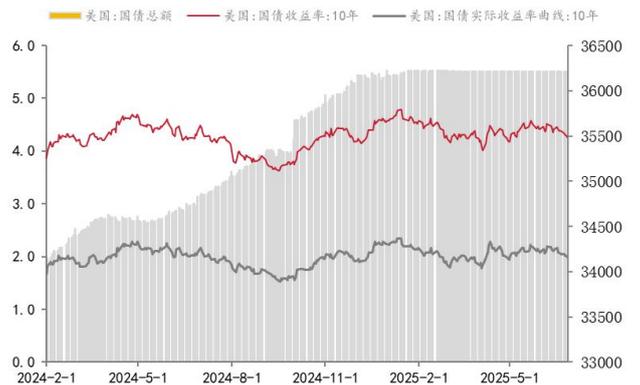
资料来源：IFinD，东海期货研究所

美债市场一月份随特朗普胜选引发的再通胀交易下呈现短松长紧的分化态势，关税、减税以及能源政策强化通胀预期，美联储降息周期启动推动现实宽松，3 月期利率回落而十年期利率逆势攀升，期限溢价显著扩张。2 月美债收益率随加息定价一度走高，中旬特朗普暂缓关税减少通胀担忧，而月末经济指标走弱叠加消费疲软加剧市场衰退逻辑，10 年期利率快速回落至 4.16%。进入三月，美债止跌企稳，美联储维持利率不变同时降低美债缩减规模，下旬贸易紧张局势有所缓和，推动美股和美债收益率同步上行。4 月上演全球流动性危机，全球资产经历历史级波动。特朗普关税落地触发避险买盘，10 年期收益率瞬跌至 3.86%。但随即被通胀预期与流动性踩踏推动单周飙升 48 个基点至 4.49%，创“9·11”事件来最大波动，美债“避险锚”属性阶段性失效。穆迪降级事件催化新一轮抛售潮，10 年期收益率月末收至 4.41%，主权资本减持进入快车道。6 月以来美债呈现震荡趋势，10 年期美债利率在宏观数据的边际影响下围绕 4.4% 的价格中枢来回震荡，展望下半年，关税影响或在第三季度逐步显现，美债或将在政治博弈下维持高位震荡。进入四季度，就业疲软环境下降息通道开启，美债收益率或将出现回落。

图 15 美债收益率



图 16 十年美债实际收益率



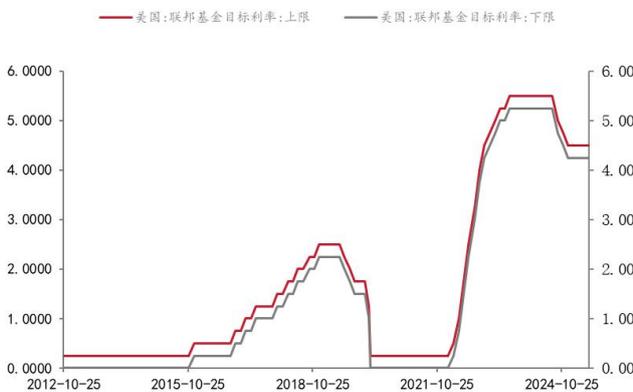
资料来源：IFinD，东海期货研究所

资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 4. 美联储审慎立场不变，九月降息概率有所增加

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。尽管沃勒与鲍曼等鸽派官员高调呼吁 7 月降息，鲍威尔在国会听证会却以“经济和就业强健无需着急”的审慎表态压制预期，政策分歧暴露决策层对经济前景的认知分化。尽管如此，当前市场对于首次降息的时间仍维持在 9 月，鲍威尔明示 6-7 月通胀数据是观测关税冲击的“终极窗口”，即美联储有保持观望直至 8 月底相关数据出台的政策动机。其二，就业数据尚还在稳健区间，尽管 ADP 骤降至 3.7 万及初请失业金人数跳涨暗示劳动市场疲软，但 5 月非农 13.9 万仍超预期且失业率维持在 4.2% 未持续恶化；其三，通胀数据预期向现实回归，密歇根通胀预期有所回落，叠加当月 CPI 及 PPI 数据暂未反应关税冲击，美联储有继续观望的动力。近期 FedWatch 数据显示 7 月份降息的概率约为%，较一周前有一定提升，但市场仍预计超 80% 概率在 7 月维持利率不变。相比之下，9 月降息的概率超过 85%。总体而言，尽管近期部分美联储官员政策表态分化，但在就业市场尚且稳健，关税冲击隐忧仍存的背景下，观望到 9 月再进行降息或更符合本届美联储官员的审慎风格。

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									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
30/07/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
17/09/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	72.1%	9.7%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	53.9%	30.8%	3.3%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	44.5%	36.0%	9.4%	0.7%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	25.3%	40.6%	23.9%	5.5%	0.4%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	16.4%	34.2%	31.0%	13.3%	2.5%	0.2%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.8%	7.1%	22.3%	33.1%	25.1%	9.7%	1.8%	0.1%
17/06/2026	0.0%	0.4%	4.1%	15.0%	27.9%	29.0%	17.1%	5.6%	0.9%	0.1%
29/07/2026	0.1%	1.6%	7.7%	19.3%	28.3%	25.0%	13.3%	4.0%	0.6%	0.0%
16/09/2026	0.6%	3.6%	11.4%	22.2%	27.2%	21.3%	10.3%	2.9%	0.4%	0.0%
28/10/2026	0.9%	4.3%	12.4%	22.6%	26.7%	20.3%	9.7%	2.7%	0.4%	0.0%
09/12/2026	0.1%	0.7%	3.7%	11.0%	20.9%	26.0%	21.4%	11.5%	3.9%	0.8%

资料来源：CME，东海期货研究所

3. 供需分析

3. 1. 央行需求构建底部支撑

全球黄金市场正经历结构性变革，2025 年黄金价格突破 3500 美元历史关口的背后，是美元美债信用体系弱化叠加地缘局势的深度共振。全球央行持续的战略购金行为构成了核心驱动力，历史数据显示，2022 年至今央行购金占全球黄金需求的平均比例超过 20%，较 2010 至 2021 年间 10% 的均值实现翻倍增长。这一结构性转变在 2024 年达到新的里程

碑——全球央行年度购金量高达 1086 吨，创下连续三年突破千吨大关的纪录。尤为关键的是，新兴市场央行在此轮增持浪潮中展现出持续动力，其中中国央行连续七个月增持黄金，截至 5 月储备总量达 7383 万盎司，年度增幅达 142 万盎司。值得注意的是，中国黄金储备占外汇总储备比例仍显著低于全球央行 20% 的平均水平，这昭示着其在优化储备结构、对冲美元信用风险等战略目标驱动下，仍具增持黄金长期动能。此趋势与新兴市场形成强大协同效应，土耳其、印度及中东国家为抵御地缘政治风险与金融波动集体性增持黄金，俄罗斯则通过黄金置换能源贸易推进本币结算体系转型。

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. 投资需求冲高有所回落

金价持续攀升虽显著抑制了珠宝首饰等传统消费需求，但投资需求仍居高不下，超 200 吨的 ETF 净流入有效覆盖消费需求减少部分。2025 年一季度黄金投资需求环比增超 60% 达 551.9 吨，呈现与央行购金并驾齐驱之势。黄金 SPDR 自年初一路上行于 4 月中下旬达到 959.17 的历史峰值，白银 SLV 持仓量也一路上行至历史高点。此轮行情历经显著的资金接力传导，首季度由海外套利资本主导，美国 COMEX 黄金库存突破疫情时期高点，但关税豁免政策终结后库存拐点显现；四月份开始中国资本强力接棒，境内投资者通过黄金 ETF、沪金期货等多元化渠道加速涌入，沪金期货持仓量和交易量显著提升。中国资金的坚定买入不仅使上期所黄金成交量首度超越 COMEX。这种投机驱动型上涨推动黄金波动率中枢不断上移，市场明显偏离传统的配置逻辑。

当前市场正处于央行价值托底与资本投机退潮的再平衡节点。新兴市场央行黄金储备普遍不足 8% 的现实预示着战略增持空间仍存。黄金 SPDR 在 5 月短暂下行后重回增持态势，非商净多头持仓重回上涨趋势。当前黄金投资热度有所降温，但在央行购金需求支撑下底部需求区间稳定，未来实物需求支撑韧性犹存。

图 21 黄金 SPDR 持仓量



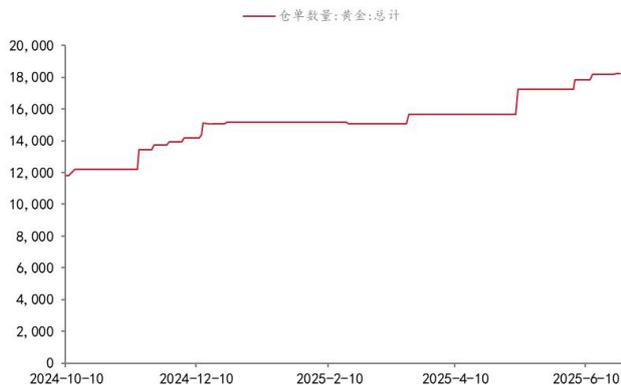
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 23 黄金非商净多头持仓



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 25 上期所黄金仓单



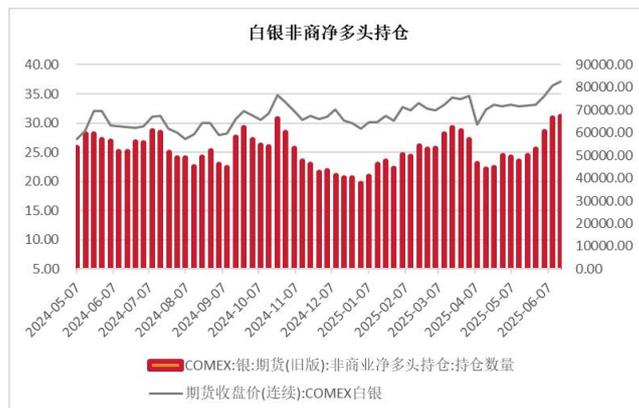
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 22 白银 SLV 净持仓量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 24 白银非商净多头持仓



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 26 上期所白银仓单



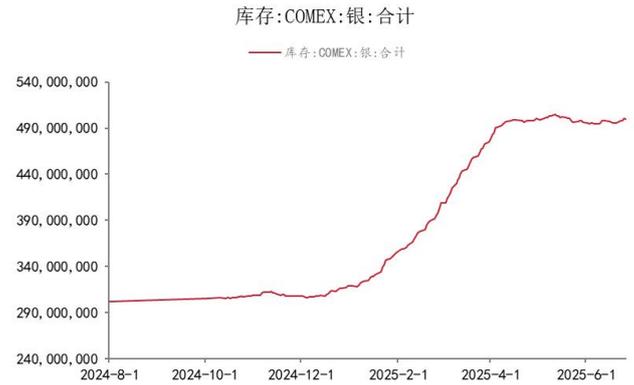
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 27 COMEX 黄金库存



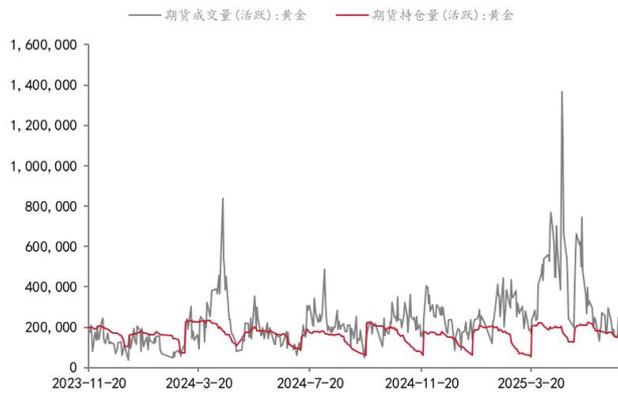
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 28 COMEX 白银库存



资料来源：IFinD，东海期货研究所

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. 结论与操作建议

经历上半年突破性上涨后，黄金步入技术性整固阶段。COMEX 黄金前高 3500 美元/盎司一线附近抛压较大。近期地缘紧张情绪有所减退，叠加政策进入观察期，黄金下半年或呈“先承压后转强”格局，Q3 受美联储政策观望及中东局势放缓，或承压下行。Q4 随着降息周期确立与债务压力显性化，有望重启升势挑战 3500 美元新高。COMEX 黄金预计波动区间为 3000-3500 美元/盎司，3000 美元整数关口存在一定支撑。沪金预计在 700-850 元区间窄幅震荡，但市场参与资金扩容将显著放大价格波动率。短期来看，关税博弈下的极端情绪显著缓和，叠加地缘危机高峰暂时过去，黄金短期缺乏明显的向上驱动因素。但中长期深层驱动逻辑未改，美国“大美丽法案”未来十年 2.4 万亿美元财政赤字发酵，持续侵蚀美元信用根基。全球央行购金战略配置需求为金价构筑坚实长周期支撑。贸易扰动渐缓下核心通胀或缓和，叠加就业市场疲软，降息周期开启将打开黄金上方空间。

相比之下，白银近半年表现显著弱于黄金，在工业属性拖累下金银比一度突破 100 高位。6 月虽借大宗商品反弹快速补涨使得金银比一度回落至 90，但冲高后的快速回落揭示需求疲软。全球制造业 PMI 持续萎缩压制工业金属消费，光伏装机增速放缓削弱结构性支撑。下半年白银或维持“被动跟随”属性，Q3 回调风险大于黄金。预计 COMEX 银运行区间 30-38 美元，沪银波动区间 7800-9300。Q4 能否扭转颓势取决于降息能否对冲工业需求颓势。技术面观察，不同于 24 年二季度，沪银本轮上涨持续性有效，突破前高后缺乏成交量和持仓量配合。总体而言，贵金属市场正处于“货币属性强化”与“金融波动加剧”的再平衡节点，黄金战略配置价值仍存，白银则需警惕需求预期差带来的估值修正风险。

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