



2025 年 6 月 7 日

黄金高位震荡，白银开启补涨行情

核心观点及策略

- 虽然美国与其他经济体的关税谈判还存在较大的不确定性，但当前中美经贸关税有显著缓和，这使得之前助推金价不断创新高的核心因素避险需求减弱，金价步入调整，我们认为目前金价依然处于阶段性调整之中。但黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，将限制金银价格回调的空间。预计金价将继续维持高位震荡走势。
- 前期滞涨的银价在5月表现得非常抗跌。从资金流向来看，无论是投资资金和投机资金，在5月都更加青睐白银，这预示着白银正在蓄势待发。与今年屡创新高的黄金和铜价相比，白银无论是绝对价格还是相对价格都处于低位。6月初白银开启补涨行情，预计补涨的逻辑还将持续。
- 风险因素：特朗普继续大幅加征关税

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、中美经贸关系缓和，其他经济体的谈判还具不确定性.....	5
2、非农数据好于预期，降低美联储降息的紧迫性.....	5
3、美国经济走弱风险增加	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、金银比价变化	8
2、期现及跨期价差变化	9
3、央行购金动向	10
4、贵金属库存变化	11
5、金银 ETF 持仓分析	12
6、CFTC 持仓变化	13
四、行情展望及操作策略.....	14

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 美欧经济意外指数变化	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	7
图表 12 美国时薪增速	7
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	9
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	9
图表 21 COMEX 金与伦敦金价差	10
图表 22 COMEX 银与伦敦银价差	10
图表 23 主要央行黄金储备量	11
图表 24 中国央行黄金储备变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	14

一、贵金属行情回顾

2025 年 5 月，贵金属价格都呈震荡走势。特朗普对于关税政策的态度反复不定，使得市场避险需求依然对金价形成支撑。5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈发布联合声明，关税谈判取得的成果超出市场预期，市场的风险偏好回升，贵金属价格明显回落。但之后穆迪下调美国政府主权信用评级调整推动市场避险需求上升，且特朗普推动的减税法案陷入僵局，以及以色列袭击加沙，中东地缘政治紧张局势加剧，金价再度受到提振。整个 5 月，国际金价在 3400 美元/盎司一线受阻，而国际银价表现比金价抗跌，但尚未能突破 34 美元/盎司。

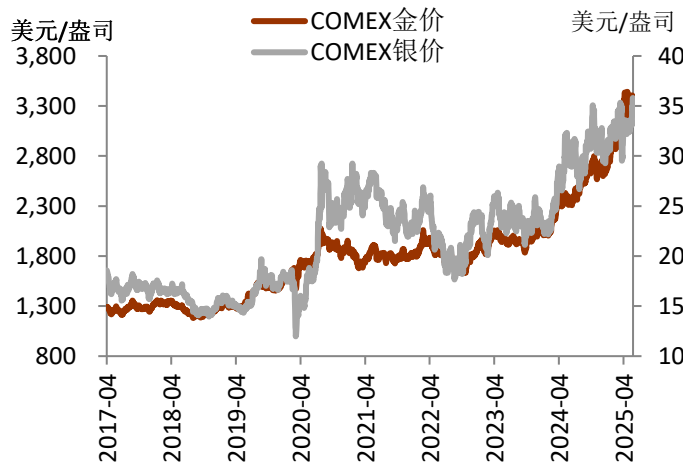
因关税风险下降，人民币兑美元汇率在 5 月出现明显的升值，沪金银价格表现均弱于外盘，特别是国内黄金回吐之前对外盘的溢价，沪期金主力合约月度下跌 1.09%。

进入 6 月，金价依然维持高位震荡，而银价则在 6 月 2 日开启补涨行情，一举突破 35 美元/盎司的重要阻力位，预计补涨逻辑将延续。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

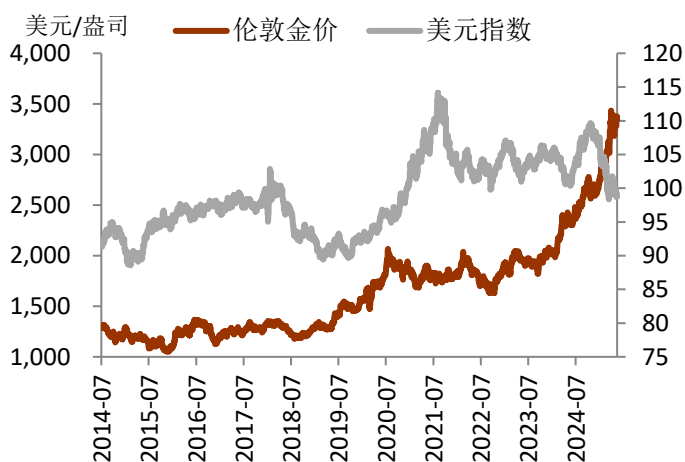


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

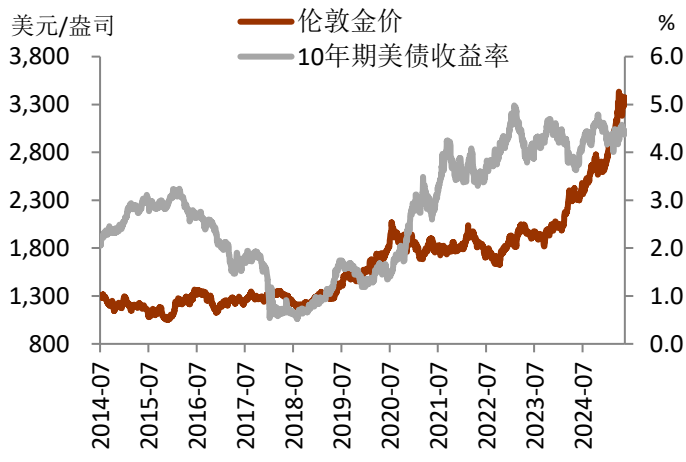


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

中美经贸会谈取得超市场预期成果，市场对美国经济衰退的担忧减弱，之前支撑金价的最主要因素避险情绪退潮，金价出现调整。虽然惠誉下调美国政府信用评级以及中东地缘冲突加剧，使得市场避险需求有所上升，但整体对金价的提振有限。

1、中美经贸关系缓和，其他经济体的谈判还具不确定性

5月12日，中美发表日内瓦经贸会谈联合声明，关税谈判取得的成果超出市场预期。美国于5月14日起调整对华加征关税，撤销对中国商品加征的共计91%的关税，调整实施34%的对等关税措施，其中24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税，以及20%的芬太尼关税。近期美国总统特朗普还与中国最高领导人直接通电话，这一系列进展令都显示中美关系在进一步缓和。但90天暂停期限后的关税措施存在不确定性，关税与贸易政策的不确定性正对全球供应链形成较大干扰。特朗普对华关税的诉求还牵扯到制造业回流、科技竞争和国家安全，以及金砖国家去美元化等更广泛的因素，这些均有可能成为未来中美博弈加剧的催化剂。

另外，美国与欧洲、日本等其他经济体的贸易谈判还有很大不确定性，特别是欧盟，特朗普把将对欧盟商品征收50%的关税限延至7月9日。另外，据报道，日本考虑接受美国调降关税，而非完全豁免。印美讨论“三阶段”贸易协议，预计在7月初前达成临时协议。全球经济前景依然不明朗。7月初是需要重要特别关注的时间点。

2、非农数据好于预期，降低美联储降息的紧迫性

美国劳动力市场依然保持很强的韧性。5月美国新增非农就业13.9万人，较4月份的17.7万继续下降，但高于市场预期的12.6万。5月美国失业率维持在4.2%，劳动参与率超预期下行至62.4%。劳动力平均时薪环比增速回升，好于市场预期，每周工作时长维持稳定。不过，3月与4月新增就业人数有所下修，失业者中永久性失业占比上升，主动离职者占比下降，就业市场虽呈放缓趋势，总体依然平稳。

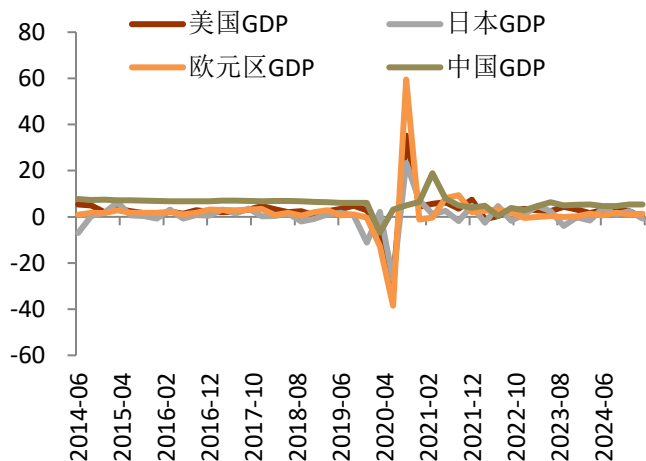
5月非农就业、失业率和劳动参与率等数据给出的信号，美国的就业市场未出现明显失速，美联储短期内或难以降息，预计6月FOMC会议上美联储会保持现有的利率水平不变。对美联储而言，由于关税潜在的通胀作用，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，其大概率将会继续观望。出于对上一轮“通胀暂时论”错判的经验，美联储并不急于行动。美联储年内首次降息可能要等到9月以后，以留足时间窗口来评估关税以来的通胀情况。在美国经济弱预期强现实的表现下，市场对于美联储降息的预期在不断的推迟，我们认为在基准情形下，美联储或将于4季度开启降息，全年降息1-2次，降息幅度则有可能超过25bp。除非后续失业率出现快速上升，不然美联储可能倾向于观望等待。

3、美国经济走弱风险增加

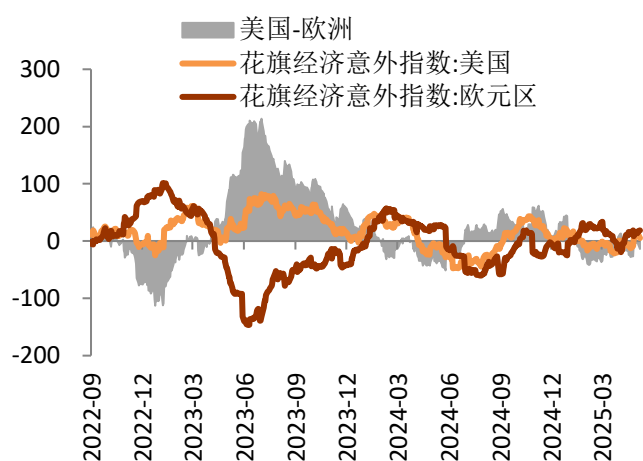
自5月12日中美日内瓦共识以来，市场对美国经济衰退预期明显降温。不过，近期发布的美国5月ISM制造业、非制造业PMI数据走弱，再度引发市场担忧。数据显示，美国5月ISM制造业PMI为48.5%，低于4月的48.7%。美国制造业已连续第三个月处于收缩状态。因特朗普政府关税政策持续带来不确定性，美国5月制造业进口指数较上月下降7.2%，而库存和新出口订单指数也大幅下降。美国5月服务业近一年来首次萎缩，非制造业PMI降至49.9，为2024年6月以来最低。新订单指数从4月的52.3降至46.4，服务业客户认为库存过高。供应商交货表现恶化，工厂交货时间延长，供应链紧张或推高通胀。商业活动指数下跌3.7个百分点至50.0，新订单指数更是暴跌5.9个百分点至46.4，两项指标均跌至2020年疫情以来的最低水平。但价格支付指数继续攀升3.6个百分点至68.7，创下自疫情后供应链危机以来的最高水平，已达30个月新高。数据凸显美国经济的滞胀风险。

另外，虽然如前所述，美国就业数据依然保持韧性，但可能面临下修，整体仍有隐忧。因此当前的非农数据或对美国经济的韧性有所“夸大”。且由于前期美国国债收益率处于较高水平，会导致美国整体的金融环境有一定的收紧，从而压制美国居民的需求端，因此美国经济的中期下行风险仍不容忽视。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化



图表6 美欧经济意外指数变化

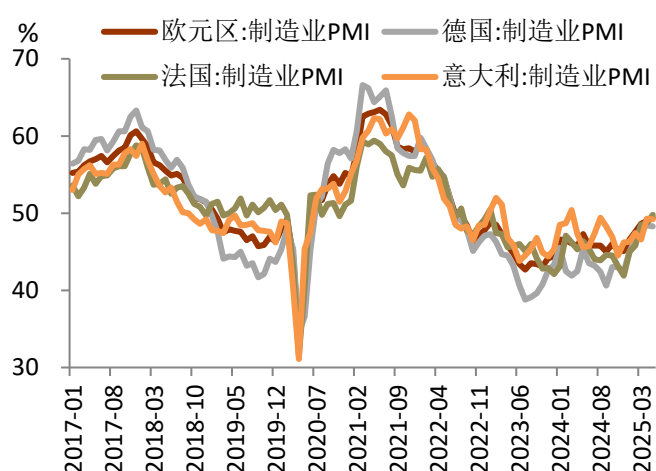


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

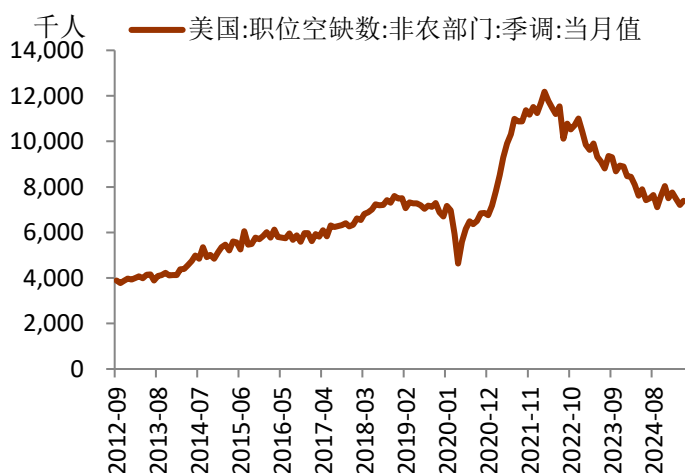


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

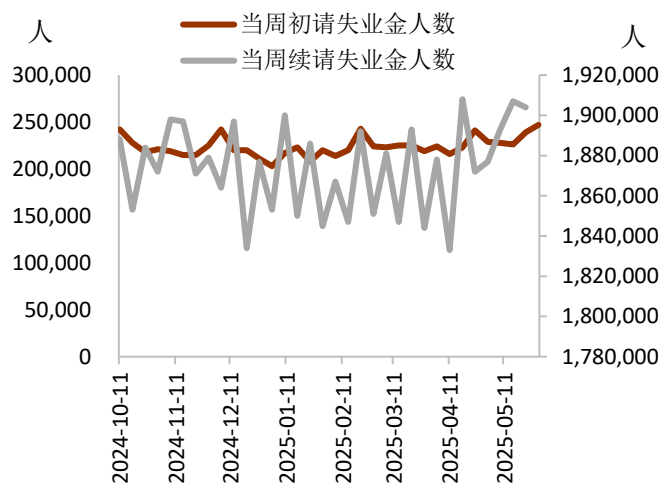


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

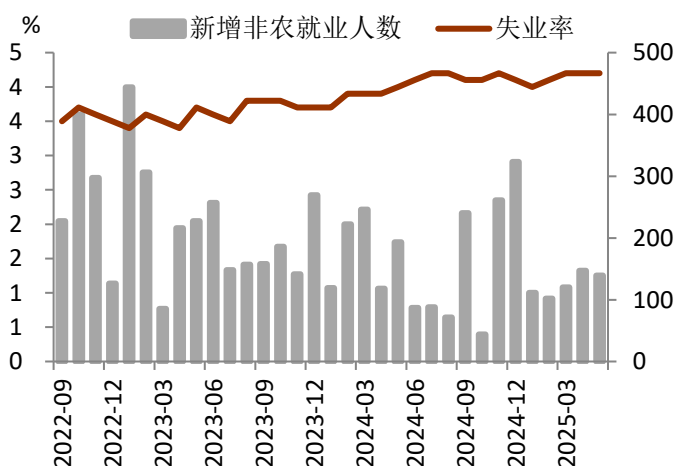


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

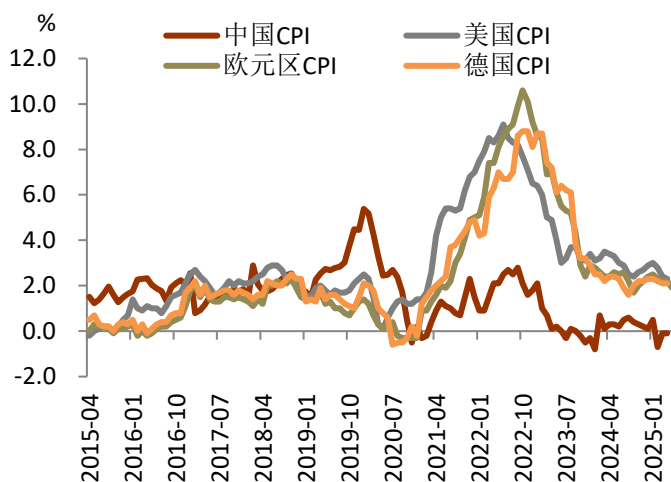


图表 12 美国时薪增速

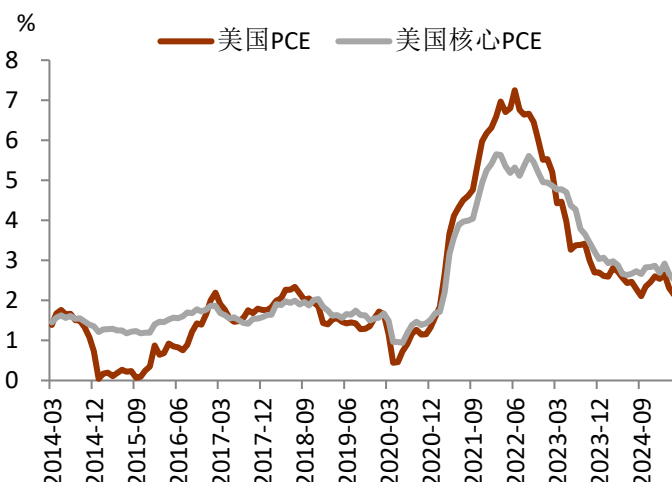


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

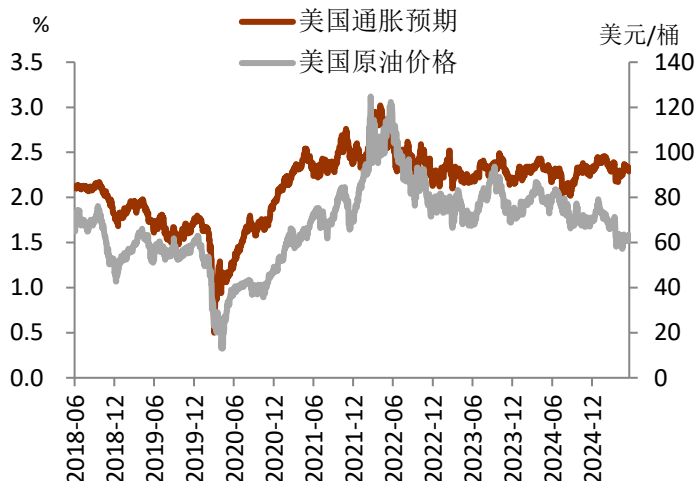


图表 14 美国 PCE 和核心 PCE 变化

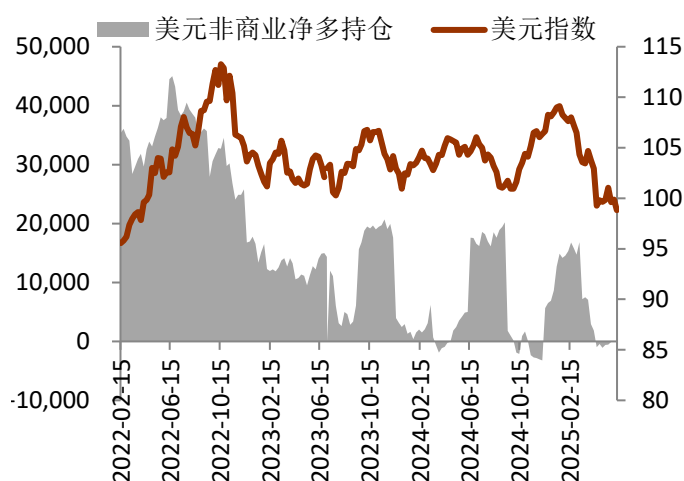


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



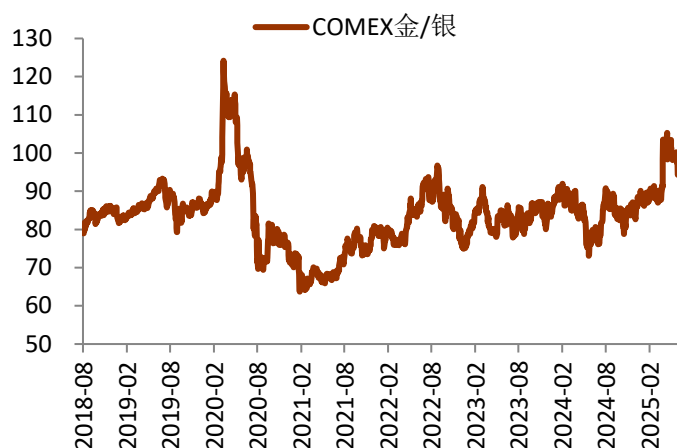
资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

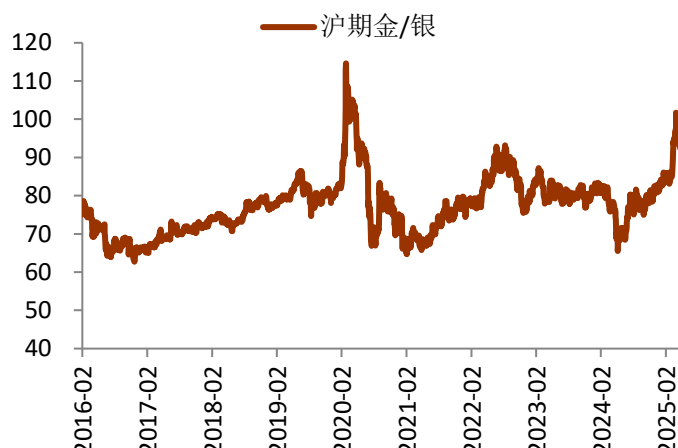
1、金银比价变化

5 月中美关税风险缓和, 避险情绪退潮, 金价出现回调, 而银价表现抗跌并在 6 月初开启补涨, COMEX 金银比价从 104 的高位快速回落至 94 附近。沪金银比价也从上个月 97 的高位下降至 92。在今年黄金和铜价都创下历史新高的背景下, 银价无论是绝对价格还是相对价格都处于低位, 资金已明显转向白银, 预计白银的补涨逻辑还将持续, 金银比价将继续回归。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化

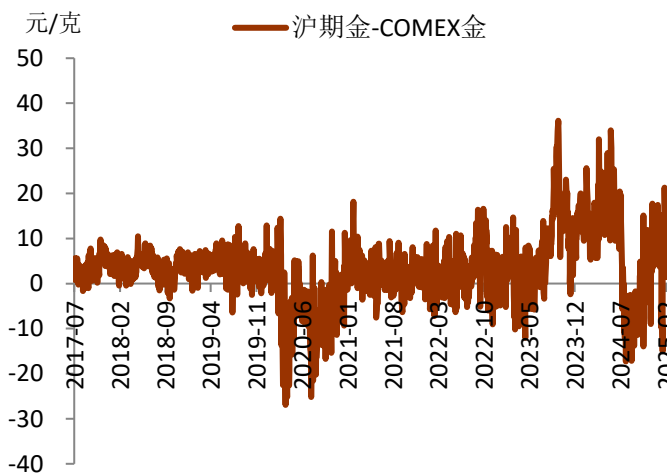


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

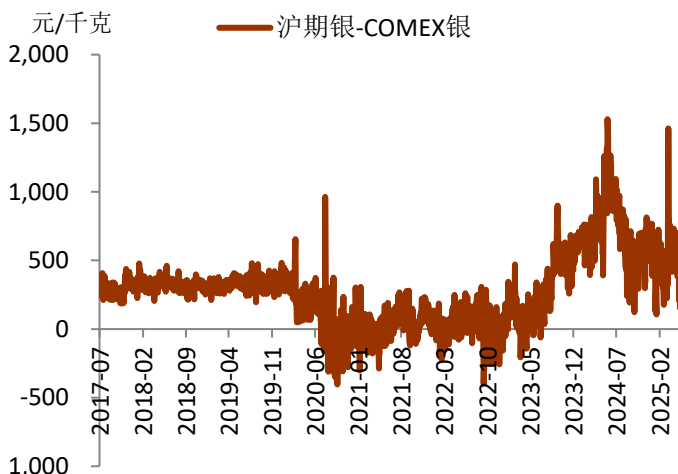
2、期现及跨期价差变化

5 月金价处于调整之中，之前国内对黄金高昂的投资热情退潮，叠加人民币兑美元汇率升值，国内金价快速回吐对外盘的溢价，内外价差明显回落。虽然银价表现比金价抗跌，但沪期银对外盘的溢价也显著回落。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化



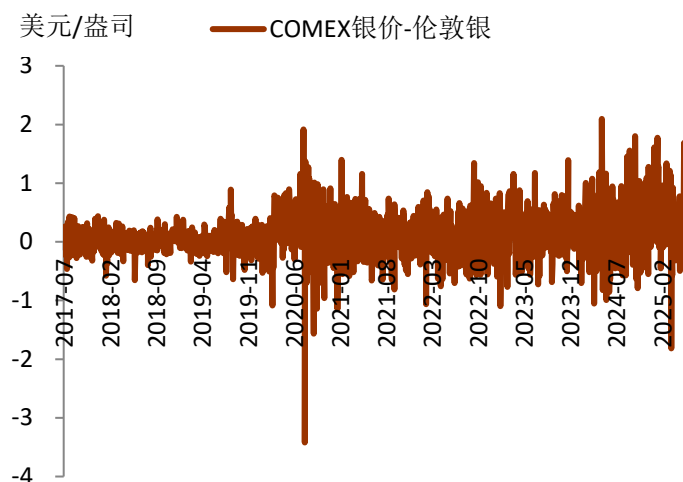
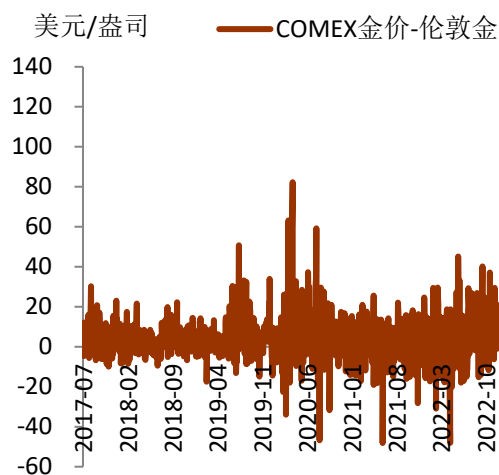
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 COMEX 金与伦敦金价差

图表 22 COMEX 银与伦敦银价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、央行购金动向

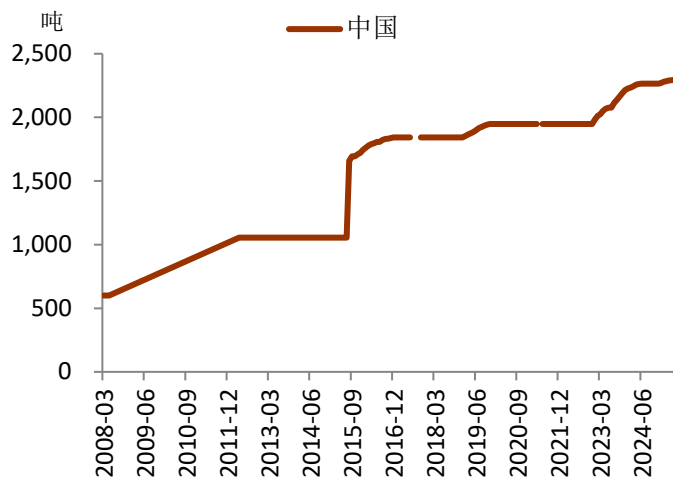
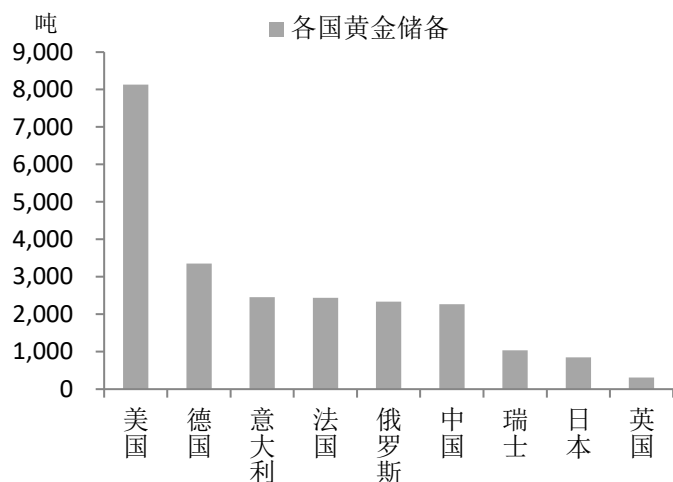
从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年连续第三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，特别是去年四季度购金量大幅增加至 333 吨，使得全球央行的年度购金总量被推至 1045 吨。其中，波兰、印度和土耳其是最大的买家。

中国央行在暂停增持黄金 6 个月之后，于 2024 年 11 月又重启购金。在金价屡次刷新新高的背景下，今年中国央行依然在持续增持黄金。最新数据显示，央行 5 月末黄金储备报 7383 万盎司（约 2296.37 吨），环比增加 6 万盎司（约 1.86 吨），为连续第 7 个月增持黄金。截至 2025 年 5 月末，我国官方国际储备资产中黄金的占比为 7%，明显低于 15%左右的全球平均水平。逆全球化背景下，地缘政治冲突会更加频繁，全球央行去美元化趋势将持续，而黄金是全球广泛接受的最终支付手段，央行增持黄金能够增强主权货币的信用。从优化国际储备结构，稳慎扎实推进人民币国际化，以及应对当前国际环境变化等角度来看，未来央行增持黄金仍是大方向。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位，全球央行持续购金将继续为黄金需求提供支撑。

图表 23 主要央行黄金储备量

图表 24 中国央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

自去年 12 月以来，COMEX 黄金白银的库存都快速增加，特别是黄金库存骤增。大量黄金从伦敦、瑞士、新加坡等地被紧急运往美国纽约的金库，COMEX 黄金库存在短短两个多月的时间内成倍增加。主要因市场对特朗普可能对进口黄金加征关税的政策预期触发了黄金的提前囤积潮。虽然 COMEX 白银库存也在增加，但增幅不及黄金。

进入 3 月，COMEX 黄金库存增加的速度放缓，4 月 2 日对等关税落地，黄金排除在关税之外，COMEX 黄金库存也开始下降。截至 2025 年 6 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 3830 万盎司，合计约 1191 吨，环比下降 6.33%，但比去年同期增加 116%。COMEX 白银库存在 5 月依然小幅增加，6 月也出现下降，截至 2025 年 6 月 6 日，COMEX 黄金期货的库存有 4.96 亿盎司，合计约 15413 吨，环比减少 1.02%，比去年同比增加 67%。

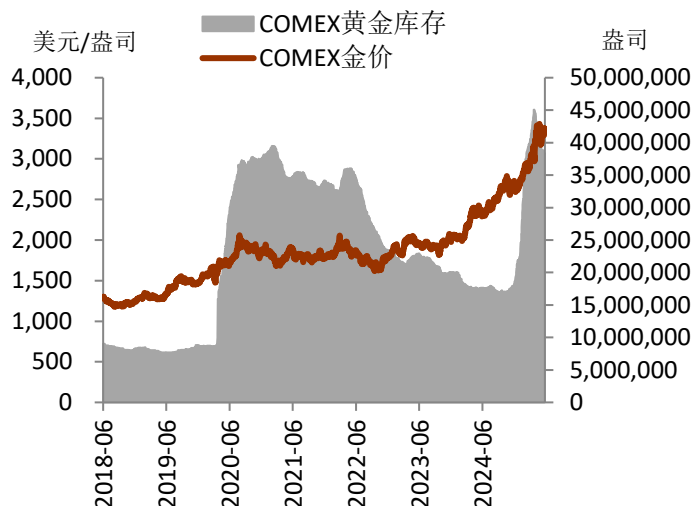
今年国内两大交易所的白银库存呈现出反向的变化。5 月上海期货交易所的白银库存增加，而黄金交易所的白银库存下降。截至 2025 年 5 月底，上海黄金交易所白银库存为 1348 吨，比上月同期减少 278 吨。当前上期所白银库存为 1107 吨，比上月同期减少 147 吨，两大交易所白银库存共计 24558 吨，比上月同期减少 103 吨。当前国内外白银库存都在下降。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

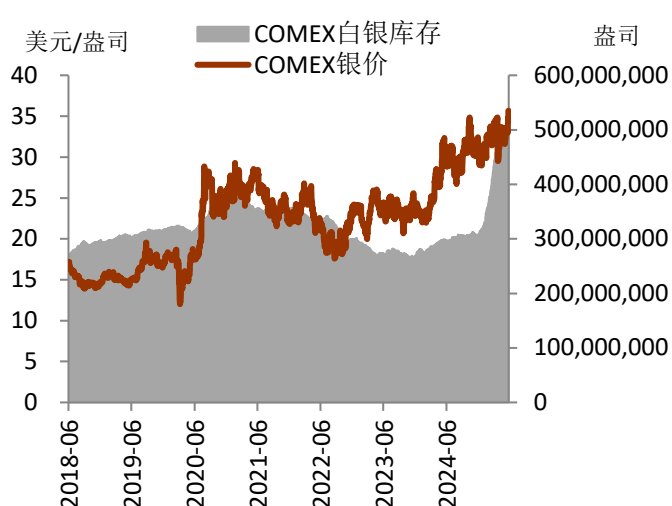
	2025/6/6	2025/5/5	2024/6/5	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
黄金(盎司)	38299834	40888571	17673584	-2588737	-6.33%	20626249	116.71%
白银(千盎司)	495544188	500643974	297285958	-5099785	-1.02%	198258230	66.69%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

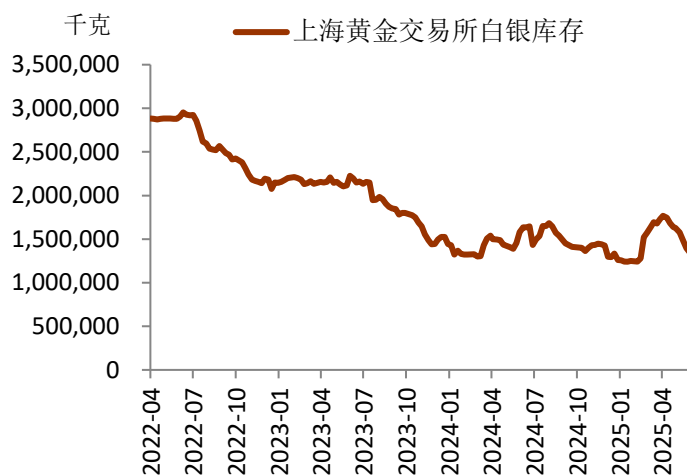


图表 27 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

近三年，国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化，但随着金价不断创出历史新高，资金又开始流入黄金白银 ETF，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量高点在 4 月 21 日，有 959 吨，随后金价回调，资金也跟随流出。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性。

黄金 ETF 投资需求也成为今年一季度支撑黄金需求的重要力量。4 月国内投资者对黄金 ETF 投资热情高涨，接棒美国市场助推金价继续上攻。金价从 4 月 22 日开始步入高位震荡，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量有小幅下降，5 月底又出现开始增加，截至 6 月 6 日，持金量有 934 吨。全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量也增加至 4 月 22 日达到阶

敬请参阅最后一页免责声明

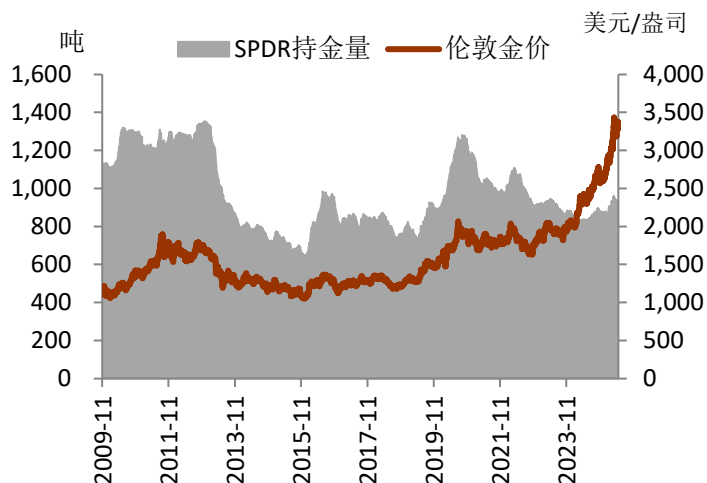
段性高点 14120 吨之后开始缓慢下降，但近期白银持仓量又开始在增加并超过 4 月份的高度，目前达到 14709 吨。可见，近期投资资金明显更青睐白银。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

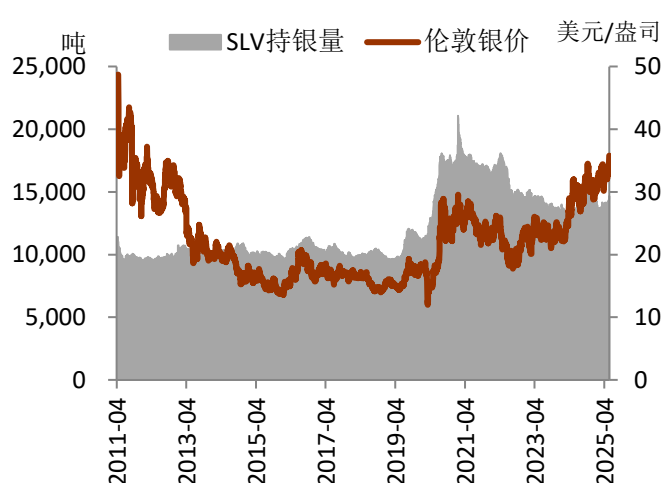
单位：吨	2025/6/6	2025/5/30	2025/5/7	2024/6/7	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	934.21	930.20	937.67	835.67	4.01	-3.46	98.54
ishares 白银 持仓	14709.29	14303.75	13958.74	13098.99	405.54	750.55	1610.30

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向，一般会领先于金银价格的走势。从 COMEX 的非商业性净多持仓来看，黄金期货的非商业性净多持仓从今年 2 月初就开始快速下降，可见投机资金在提前获利了结，5 月黄金期货的非商业性净多单又开始小幅增加。而白银期货的非商业性净多持仓的阶段性高点在今年 3 月中旬，后面下降幅度不大，在 4 月又开始持续增加。

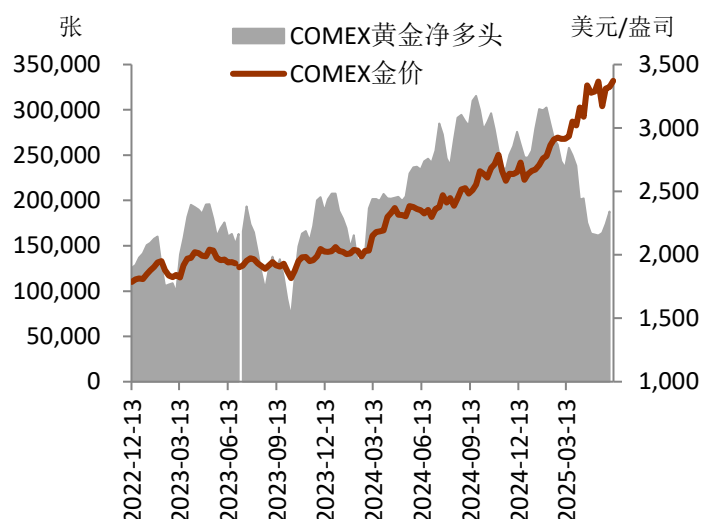
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 6 月 3 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 187905 张，较今年 2 月初超过 30 万张数量下降明显，但近三周都有增加；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 60770 张，近几周也都有明显的增加，为近期银价强势补涨在积蓄动能。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

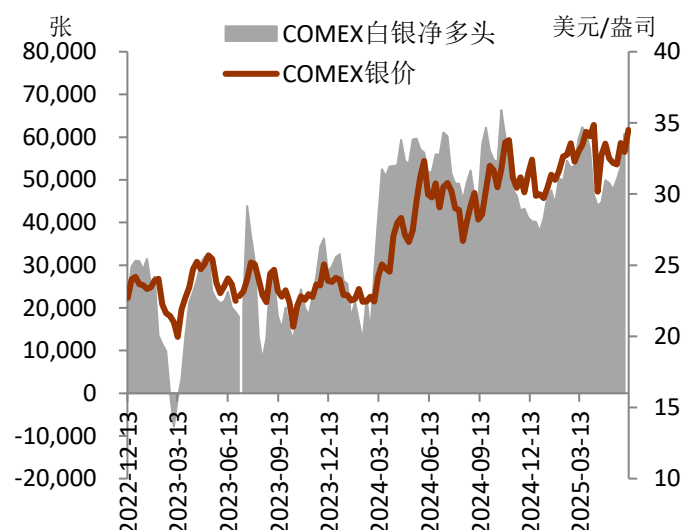
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-06-03	246982	59077	187905	13721
2025-05-27	234087	59903	174184	10203
2025-05-20	238062	74081	163981	2772
2025-05-13	238191	76982	161209	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-06-03	81981	21211	60770	7758
2025-05-27	73240	20228	53012	2970
2025-05-20	70891	20849	50042	2288
2025-05-13	67944	20190	47754	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

虽然美国与其他经济体的关税谈判还存在较大的不确定性，但当前中美经贸关税有显著缓和，之前助推金价不断创新高的核心因素避险需求减弱，这使得金价步入调整，我们认为目前金价依然处于阶段性调整之中。但黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，将限制金价回调的空间。预计金价将继续维持高位震荡走势。

前期滞涨的银价在 5 月表现得非常抗跌。从资金流向来看，无论是投资资金和投机资金，在 5 月都更加青睐白银，这预示着白银正在蓄势待发。与今年屡创新高的黄金和铜价相比，白银无论是绝对价格还是相对价格都处于低位。6 月初白银开启补涨行情，预计补涨的逻辑还将持续。

风险因素：特朗普继续大幅加征关税

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 901、902 室
电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。