

## 关税冲击全球经济，黄金配置价值凸显

2025 年 06 月 17 日 星期二

### 摘要

#### 海外宏观：

宏观层面看，美国经济周期已从去年年末的过热阶段明显降温，外加关税政策的冲击，现实和预期层面的经济增速同步向下，未来步入滞涨的风险显著提升。美国经济减速带动通胀水平降温，就业市场需求也继续放缓。联储货币政策受制于关税引发的通胀风险，近端降息预期收缩。

#### 交易逻辑：

今年的核心交易逻辑是特朗普的关税政策。对等关税的幅度和范围均远超市场预期，导致全球金融市场反应剧烈。激进的关税政策将对全球经济增长形成负面冲击，长期通胀风险也显著提升。尽管后续关税被暂缓，但全球贸易摩擦导致经济滞涨概率依然较高，强力支撑黄金价格上涨。避险需求激增的背景之下，黄金的上涨斜率明显上升。

从大类资产角度看，本轮黄金的上涨对应的是广义美元资产的下跌，背后映射出全球资本正在减持美元资产的势头。因此，今年以来黄金的上涨和美元的下跌形成了明显的镜像关系，与传统金价的分析框架相符。

#### 后市展望：

长期视角下，黄金的货币属性将推动价格继续上行。在去美元化的时代背景下，各国央行会逐步减少对美元的依赖，增加黄金储备。

黄金是对冲广义美元资产风险的最佳选择，其他类别的资产无法完全替代黄金的作用。因此，投资策略上，最佳选择是以逢低买入、长期持有的思路去配置黄金。

#### 风险提示：

地缘政治风险、贸易政策风险

### 交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

研究所 宏观策略组

顾佳男

宏观策略组首席研究员

[gujianan@htfutures.com](mailto:gujianan@htfutures.com)

从业资格号： F3054459

投资咨询号： Z0016253

#### 分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一、海外宏观概览 ..... 4

1. 关税冲击之下，美国滞胀风险显著上升 ..... 4

2. 经济增速放缓，带动通胀降温 ..... 5

3. 就业市场需求延续放缓趋势 ..... 7

4. 2025 全年降息预期幅度继续收缩 ..... 8

二、行情回顾 ..... 11

三、黄金供需格局分析 ..... 13

1. 2025 年 Q1 黄金供需格局总览 ..... 13

2. 黄金需求总量维持高位 ..... 14

3. 黄金 ETF 持仓量大幅增长 ..... 15

4. 全球央行继续增持黄金储备 ..... 17

四、贵金属交易逻辑分析 ..... 19

1. 2025 年核心交易逻辑：美国关税政策 ..... 19

2. 实物黄金贸易流向影响市场定价 ..... 20

3. 从金银比看白银价格 ..... 22

4. 黄金价格长期上涨空间十分广阔 ..... 23

四、风险提示 ..... 25

# 一、海外宏观概览

## 1. 关税冲击之下，美国滞胀风险显著上升

宏观视角下，美国经济周期已从去年年末的过热阶段明显降温，外加关税政策的冲击，现实和预期层面的经济增速同时向下，未来步入滞胀的风险显著提升。

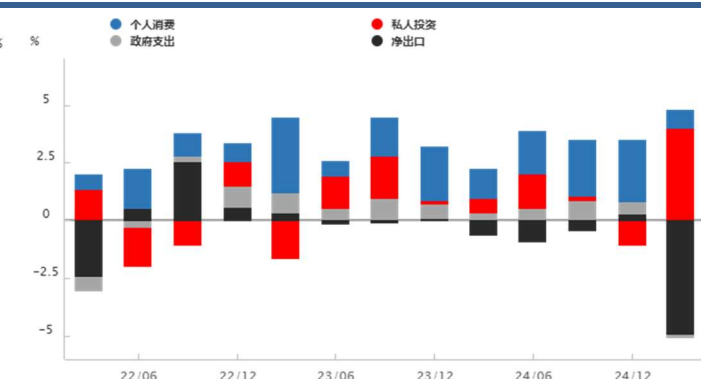
2025年，美国Q1的GDP增速从2024年Q4的+2.4%大幅滑落至-0.3%，为最近三年来首次单季度负增长。其中，个人消费支出环比增速从2.4%降至1.8%，商品消费疲软尤为突出。受关税政策影响，进口激增拖累GDP达4.9%，1月贸易逆差更创1530亿美元历史新高。企业“抢进口”行为加剧了数据扭曲，却未提振实体经济。

图：美国一季度 GDP 增速转负



数据来源：WIND、海通期货研究所

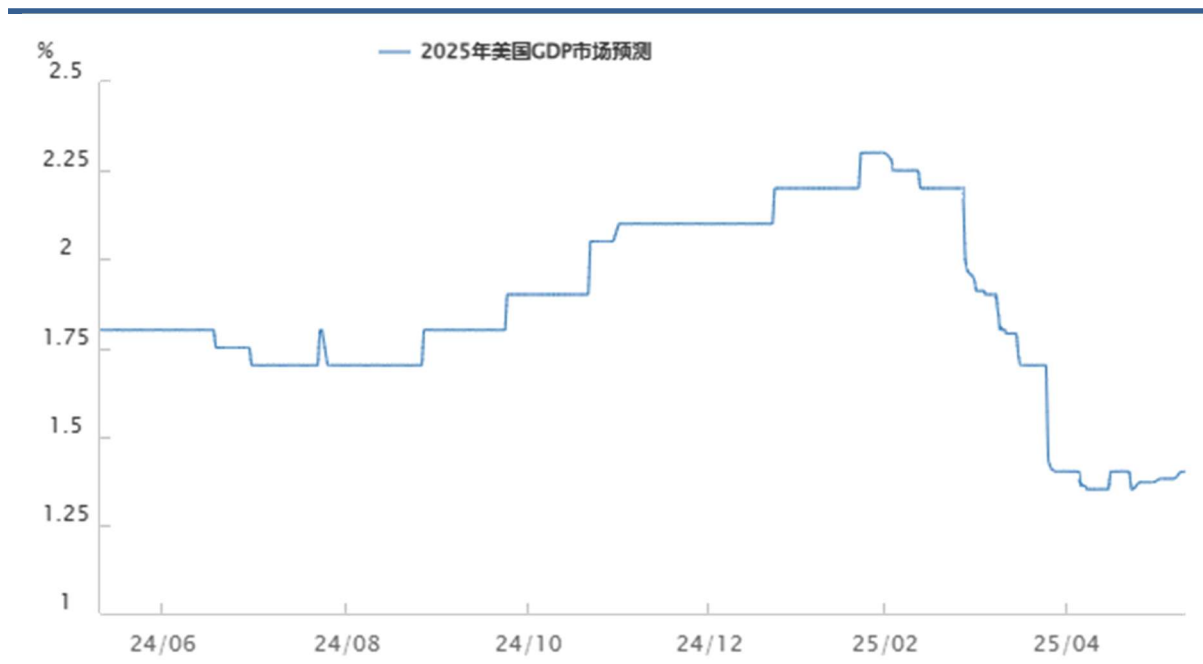
图：美国 GDP 分项结构



数据来源：WIND、海通期货研究所

由于特朗普激进的关税政策推高企业成本、抑制消费、扰乱供应链，叠加政策不确定性导致投资意愿下降，市场机构对美国经济增长预期普遍下调。根据彭博一直预期，今年2月，市场对于2025年全年的GDP增长预期为2.3%。而自从对等关税出台后，GDP增长预期就快速下降至1.4%附近。虽然后续特朗普对关税态度缓和，各国贸易谈判也取得一定的进展，但市场对美国的经济预期并未明显改善。

图：美国 2025 年 GDP 市场预期增速

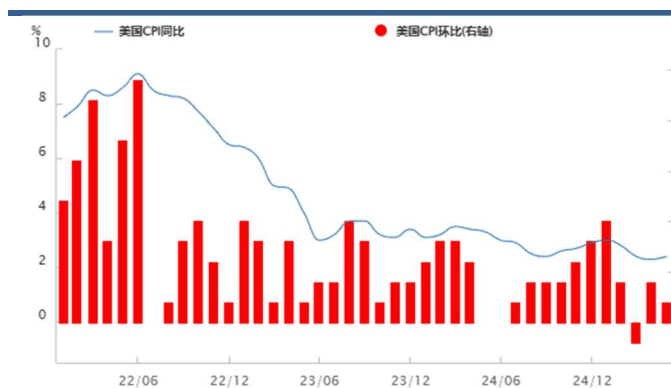


数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

## 2. 经济增速放缓，带动通胀降温

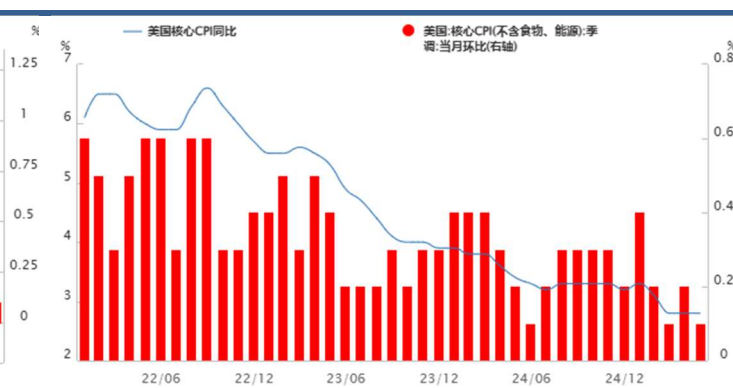
今年以来，美国经济出现明显减速迹象，推动通胀水平持续降温。截止5月数据，核心CPI同比涨幅已降至2.8%，处于2021年以来的低位。从趋势上看，CPI延续了近两年以来的下降趋势，只是下降速度相对较慢，与美国经济减速的势态相符。

图：美国 CPI 同比延续下行趋势



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：上半年核心 CPI 明显降温

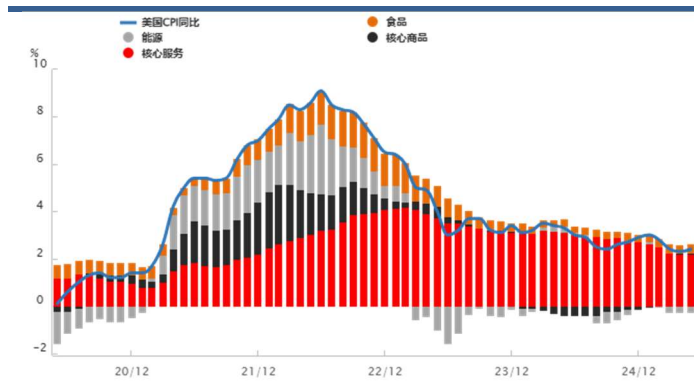


数据来源：WIND、海通期货研究所

虽然许多关税已经实施并且生效，但关税对物价的传导效应至今仍不明显，或主要源于两个方面的原因：1) 以沃尔玛为代表的大型零售商通过提前囤积关税清单商品，形成了有效的库存缓冲；2)

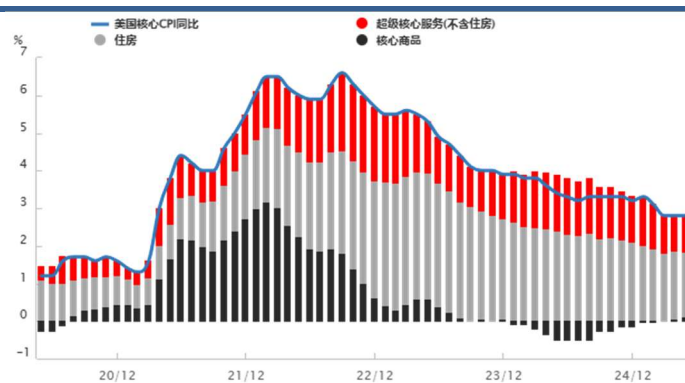
部分制造商选择暂时压缩利润空间，主动消化新增成本。不过，关税对物价数据的影响可能存在数月的滞后期，意味着已经公布的5月数据可能尚未完全反应关税影响。因此，仍需密切跟踪关税对于通胀的影响。企业通过库存消化来缓冲成本压力的行为难以长期延续，最终关税大概率还是会传导至消费者。

图：核心服务通胀持续降温



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：核心商品通胀仅略微抬升

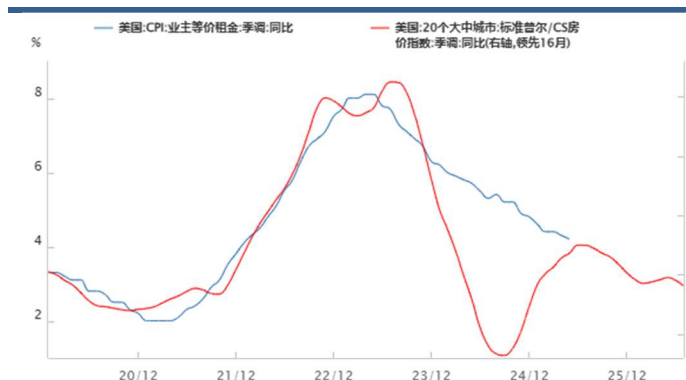


数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

从通胀分类角度看，关税引发的通胀属于外生性，即进口成本抬升带动物价上升。而近两年，美国面临的通胀问题更多地来自于内生性因素，即美国居民消费需求较强导致的核心通胀粘性偏高。尽管关税政策依然具备外生性通胀风险，但今年以来美国消费需求放缓的现状也是不容忽视的。在对等关税出台前，美国经济本身已处于增速放缓的趋势中，使得内生性通胀不断降温。截至5月，核心CPI已经连续4个月低于市场预期水平，表明内生性通胀风险已经明显下降。

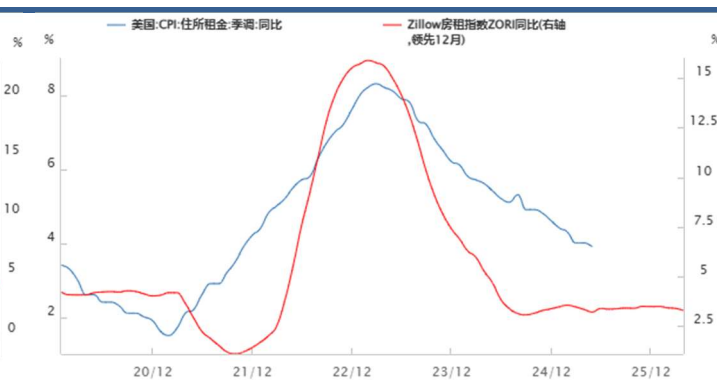
对于判断后续通胀的趋势，我们认为，不仅需要重点观察关税的影响，美国居民实际消费需求也是值得关注的变量。如果美国消费增速持续放缓，那么即使关税抬升部分商品价格，最终也不一定会对整体通胀形成显著的上行风险。

图：业主等价租金分项下降趋势延续



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

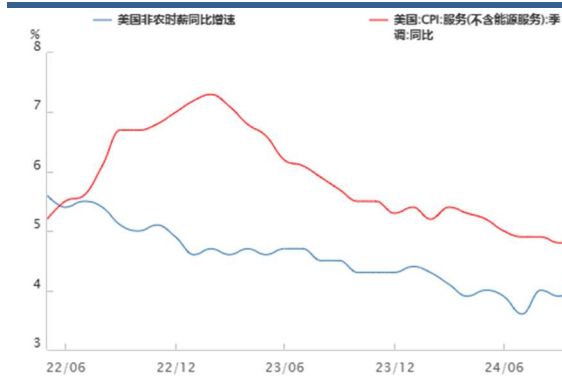
图：住所租金分项同步下降



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

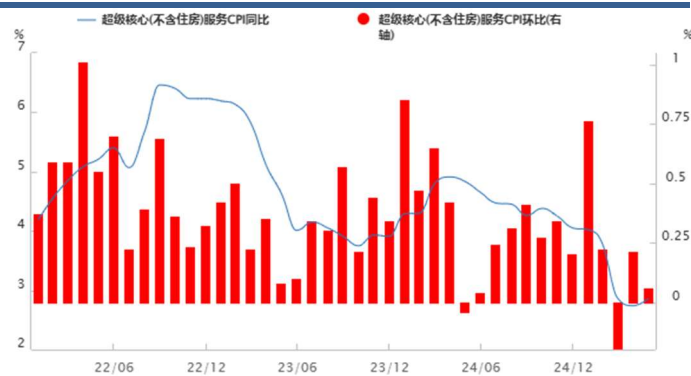


图：薪资增速回落速度低于核心通胀



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：超级核心通胀年内经历反弹



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

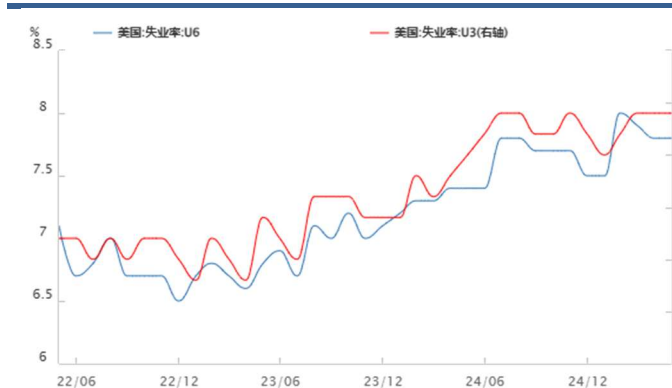
### 3. 就业市场需求延续放缓趋势

上半年，美国劳动力市场需求延续放缓趋势，但节奏比较平缓。失业率自1月的4.0%小幅升至5月的4.2%，维持在去年年终以来的高位。

不过，从绝对值角度看，失业率依然处于历史低位区间，并且劳动参与率较为稳定，劳动力市场距离衰退可能仍有一定的空间。

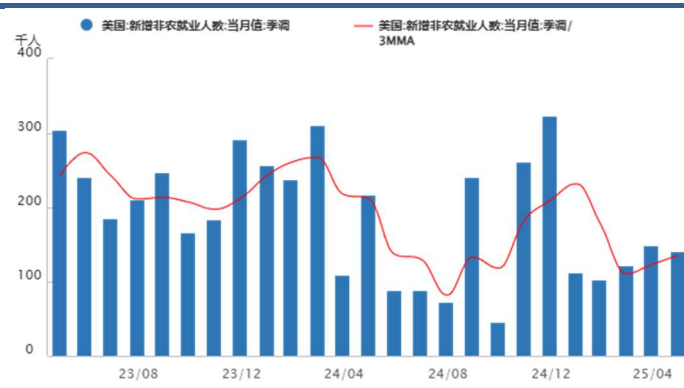
今年1-5月非农新增就业均值为12.4万人，较2024年的16.8万人明显下降。结构上看，政府部门成为最大拖累项。受特朗普政府效率部（DOGE）裁员计划影响，联邦政府新增就业人数快速下滑，自2月以来便持续低于1万人，显著低于去年月均新增3.8万人的水平。此外，今年新增非农就业数据仍然是屡次下修，市场认为劳动力市场的真实需求强度存疑。

图：美国失业率维持小幅上升趋势



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：美国新增非农就业人数均值下降



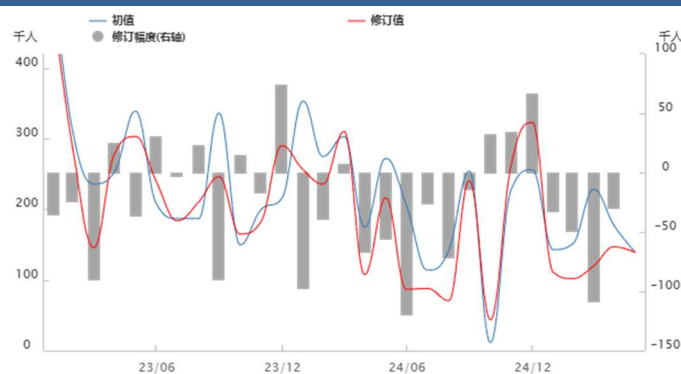
数据来源：WIND、海通期货研究所

图：失业率仍位于历史较低位置



数据来源：WIND、海通期货研究所

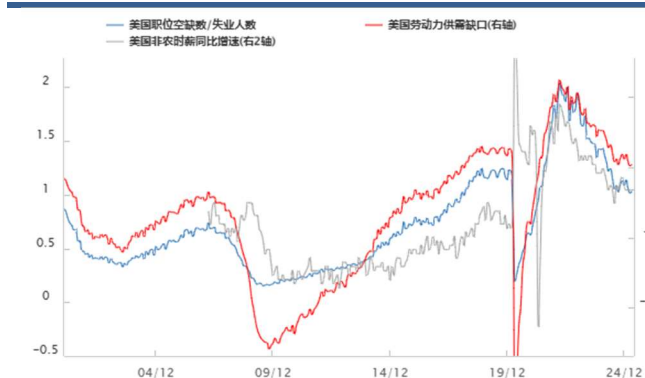
图：新增非农就业数据屡次下修



数据来源：WIND、海通期货研究所

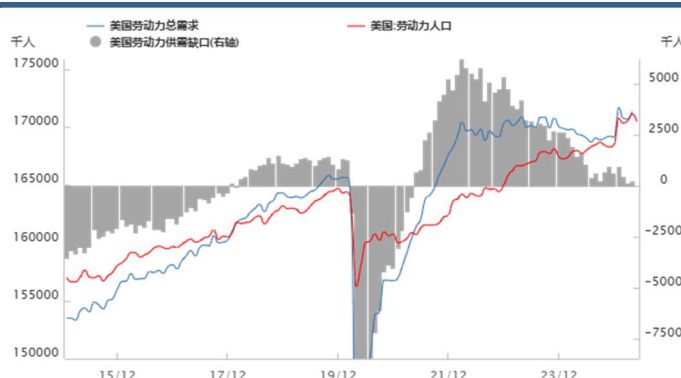
劳动力供需结构上，由疫情导致的美国劳动力市场的供给短缺已完全消除。衡量劳动力市场松紧程度的核心指标，职位空缺数与失业人数比率（J/U 比率），从去年12月的1.09进一步降至2025年4月的1.03，延续过去3年来的下行趋势。与此同时，劳动力供需缺口已经降至22.5万人左右，低于疫情前水平。

图：职位空缺数/失业人数比例不断下滑



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：劳动力供需缺口持续收窄



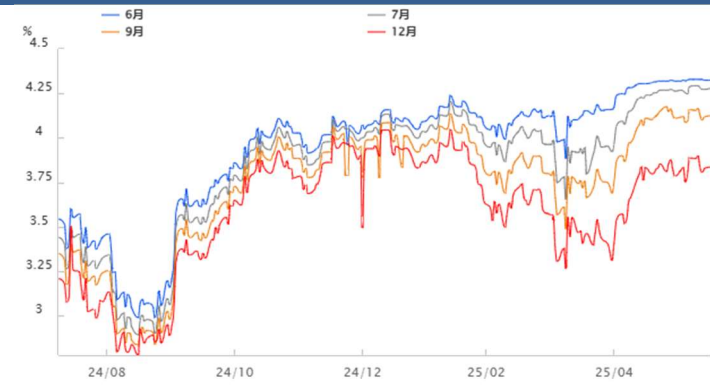
数据来源：WIND、海通期货研究所

整体看，目前美国劳动力市场的核心风险在于需求放缓，特别是受到关税政策不确定性的影响，将抑制企业的招聘意愿和能力。关税政策导致企业面临成本压力增大，削弱企业扩大生产的动力。因此，企业可能会缩减招聘计划，比如减少新职位的开放、暂停扩张计划甚至进行裁员，从而使得失业率上升风险加剧。

## 4. 2025 全年降息预期幅度继续收缩

今年以来，近端降息预期延续收缩趋势，但远端降息预期有所抬升。一季度美国经济数据增长势头放缓后，降息预期阶段性上升。然而，对等关税出台后，通胀风险抬升导致降息预期快速收缩。

图：年内降息预期持续收缩趋势



数据来源：Bloomberg、海通期货研究所

图：CME FedWatch 降息概率分布

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	99.6%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	23.0%	76.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	14.4%	56.8%	28.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	36.2%	42.4%	14.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	24.8%	39.9%	25.2%	5.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	11.7%	30.2%	34.7%	18.2%	3.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.4%	20.4%	32.3%	26.9%	11.3%	1.9%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	10.2%	23.6%	30.9%	22.7%	8.8%	1.4%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.1%	5.6%	15.8%	26.7%	27.4%	16.8%	5.7%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.3%	8.4%	18.8%	26.9%	24.5%	13.7%	4.3%	0.6%
2026/9/16	0.1%	0.9%	4.1%	11.4%	21.2%	26.2%	21.4%	11.0%	3.2%	0.4%
2026/10/28	0.2%	1.3%	5.1%	12.7%	21.8%	25.6%	20.0%	10.0%	2.9%	0.4%
2026/12/9	0.3%	1.5%	5.3%	13.0%	21.9%	25.4%	19.7%	9.8%	2.8%	0.3%

数据来源：CME、海通期货研究所

最近两次FOMC会议，联储对于货币政策的态度均偏中性。鲍威尔表示，关税对经济冲击的方向是确定的，包括通胀和失业率上升的风险，但影响的幅度和节奏具备较高的不确定性。通胀方面，鲍威尔认为关税带来的通胀可能是一次性的，也可能会持续。关于后续降息的路径，鲍威尔再次表示不急于降息，主要是由于目前的不确定性比较高，联储对政策利率路径的判断缺乏信心。虽然软数据走弱，但硬数据维持韧性。

图：3月 FOMC 会议经济数据预测

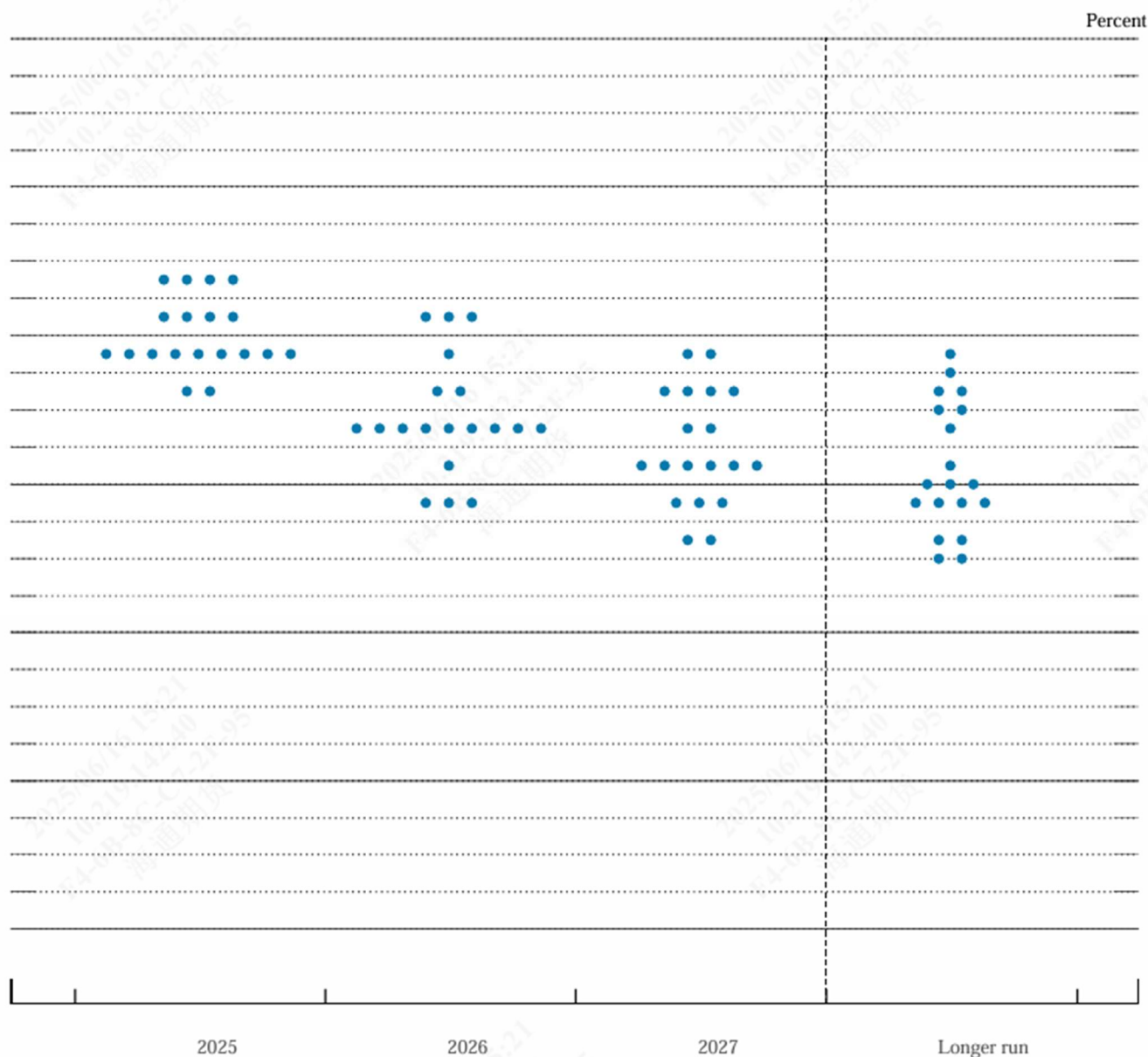
经济数据	会议时间	2025	2026	2027	长期
GDP 同比	2025/03	1.7	1.8	1.8	1.8
	2024/12	2.1	2	1.9	1.8
失业率	2025/03	4.4	4.3	4.3	4.2
	2024/12	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE 通胀	2025/03	2.7	2.2	2	2
	2024/12	2.5	2.1	2	2
核心 PCE	2025/03	2.8	2.2	2	
	2024/12	2.5	2.2	2	
基准利率	2025/03	3.9	3.4	3.1	3
	2024/12	3.9	3.4	3.1	3

数据来源：美联储、海通期货研究所

3月联储公布的经济预测来看，2025年PCE通胀预期上调0.2个百分点至2.7%，GDP增长下调0.4个百分点至1.7%，失业率上调0.1个百分点至4.4%。2025/2026年末的利率预期维持在3.9%/3.4%，仍对应今年和明年分别降息2次（每次25bp）。



图：3月FOMC会议政策利率点阵图



数据来源：美联储、海通期货研究所

点阵图中，虽然中位数维持不变，但均值略有上升。其中，预计今年不降息的人数由一人上升至四人，而降息一次、两次和三次的人数分别下降一人。

随着特朗普对于关税政策态度缓和，6月即将进行的FOMC会议上，联储官员中大概率会出现更多的鸽派论调，整体利率预期中位数预计会小幅下移，与市场目前的定价基本相符。未来一到两年内，联储降息幅度超预期的可能性依然存在，尤其需关注美国经济放缓的节奏是否会进一步加快，并且传导至劳动力市场，引发失业率持续上行。

二、行情回顾

今年，贵金属价格上涨趋势延续，沪金从618元/克上涨至最高836元/克，上涨幅度超过35%。相比之下，沪银上涨幅度较小，从低位的7470元/千克上涨至最高9020元/千克，涨幅约为21%。

图：沪金主连走势



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：沪银主连走势



数据来源：Wind、海通期货研究所

今年以来的贵金属行情可以分为三个阶段。

第一阶段：1月-2月，特朗普正式上任后，关税消息开始发酵，黄金不断上涨，逐渐逼近3000美元的重要关口，但波动率相对较低。市场担忧贵金属可能被征关税，许多贸易商提前把伦敦金库存转移到纽约。COMEX黄金库存快速攀升，伦敦黄金现货流动性紧张，空头面临“软逼仓”。

第二阶段：3月-4月，关税政策风险不断扩散，对等关税出台后，受流动性冲击导致黄金短暂下跌，随后便开启加速上涨行情，高点一度触及3500美元，成交量和波动率同步拉升。特朗普关税政策幅度远超市场预期，美国经济滞胀风险显著加剧，黄金配置价值凸显。

第三阶段：4月末至今，黄金快速冲高后回落，进入区间震荡阶段，主要原因是特朗普对于关税政策的态度缓和，导致市场避险需求下降。中美贸易谈判进度远超市场预期，驱动风险偏好回升，削弱黄金上涨势能，美元也阶段性止跌企稳。

### 三、黄金供需格局分析

#### 1. 2025 年 Q1 黄金供需格局总览

今年一季度，以重量计的全球黄金总需求量同比增长1%，达到1206吨，为自2016年以来的历史同期高位。同时，由于金价大幅上涨，以金额计算的总需求量同比激增40%。

2025年Q1黄金供应总量同比增长1%。其中，矿产金产量小幅上升至856吨，创下历史同期的新高。回收金的数量同比下降了1%，表明消费者倾向于持有黄金，并且预期未来金价会继续上涨。

图：黄金季度供需平衡表（吨）

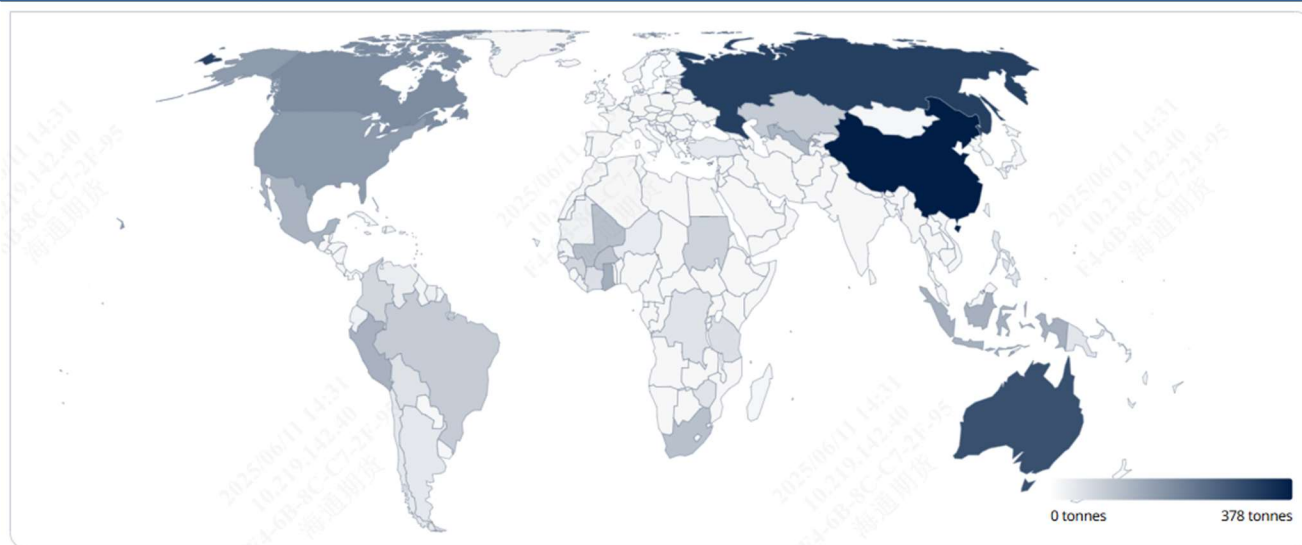
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	同比%
供应量						
金矿产量	853.4	901.0	961.5	957.1	855.7 ▲	0.3
生产商净套保	-8.8	-19.8	-6.8	-19.3	5.0 ▲	-
回收金	349.6	334.8	326.3	358.7	345.3 ▼	-1.2
总供应量	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0 ▲	1.0
需求量						
金饰制造	538.5	411.0	542.3	520.4	434.0 ▼	-19.4
金饰消费	480.1	391.8	459.0	547.5	380.3 ▼	-20.8
金饰库存	58.4	19.1	83.3	-27.1	53.6 ▼	-8.2
科技	80.2	80.2	82.9	82.9	80.5 ▲	0.3
电子用金	66.0	66.8	69.1	68.8	67.0 ▲	1.5
其他行业	11.9	11.1	11.6	11.9	11.3 ▼	-5.3
牙科	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1 ▼	-6.0
投资	204.4	267.5	365.2	344.7	551.9 ▲	170.0
金条和金币总需求量	317.3	274.6	270.5	326.0	325.4 ▲	2.5
金条	226.8	199.7	198.7	236.6	257.6 ▲	13.6
官方金币	66.0	49.6	32.1	53.5	45.2 ▼	-31.6
奖章/仿制金币	24.6	25.4	39.8	35.8	22.6 ▼	-7.9
黄金ETFs及类似产品	-113.0	-7.1	94.7	18.7	226.5 ▲	-
各央行和官方机构	309.9	211.5	199.5	365.1	243.7 ▼	-21.4
黄金需求（制造基础）	1,133.0	970.2	1,189.8	1,313.0	1,310.0 ▲	15.6
场外投资及其他	61.2	245.9	91.1	-16.5	-104.0 ▲	-
总需求量	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0 ▲	1.0

数据来源：WCG、海通期货研究所

从全球黄金矿产分布来看，中国以378.2吨的产量位居首位，彰显出在全球黄金矿产领域的重要地位，庞大的矿产规模背后，是成熟且具备强大开采能力的矿业体系支撑。俄罗斯产量达321.8吨，凭借丰富的资源禀赋与先进开采技术，在黄金矿产中占据关键位置。澳大利亚以 293.8 吨紧随其后，其发达的矿业产业链助力黄金高效开发。加拿大、美国分别有191.9吨、166.7吨产量，北美地区凭借技术与资源优势，维持着可观的黄金产出。



图：全球黄金产量分布

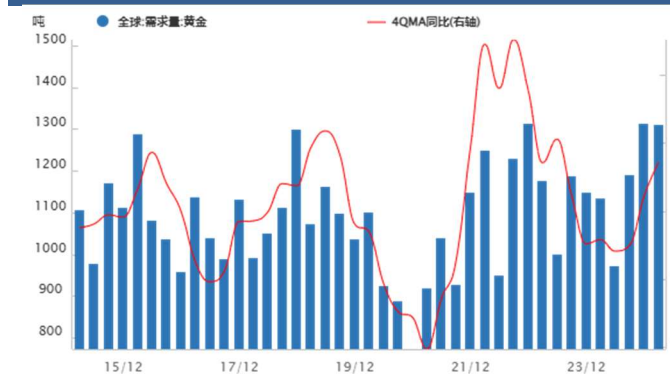


数据来源：WCG、海通期货研究所

## 2. 黄金需求总量维持高位

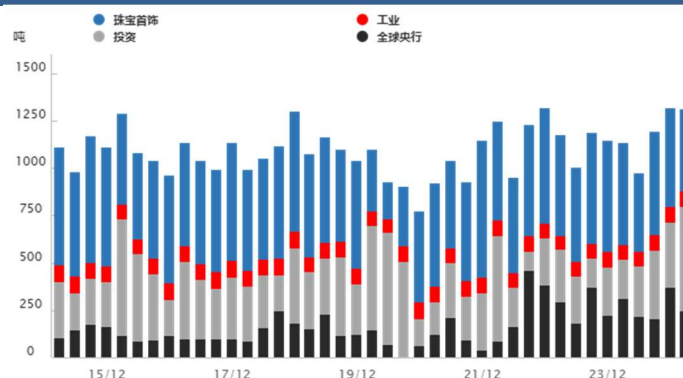
从需求结构来看，投资需求和消费需求呈现此消彼长的势态。投资需求（尤其是ETF和实物黄金投资需求）非常强势，推动金价不断上涨。然而，正是由于黄金价格高企，传统金饰消费需求受到一定的抑制。

图：黄金总需求维持高位



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：黄金需求总量结构



数据来源：Wind、海通期货研究所

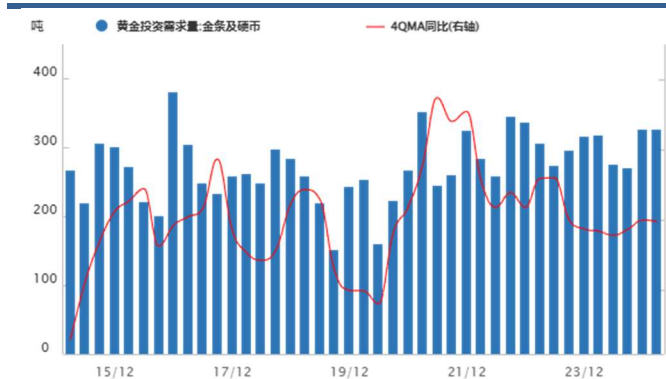
今年一季度，黄金ETF的投资需求同比增长超过一倍，达到了552吨，达到自2022年第一季度以来的最高记录。其中，来自ETF的流入量大幅增加。同时，金条和金币的需求维持高位，总量达325吨，超出五年季度平均值15%。分地区角度看，中国市场对总量的贡献尤为突出，私人投资规模创下历史



第二高的季度纪录，成为推动实物黄金需求增长的主要驱动力。

然而，黄金价格高企，压制了消费需求的增长。金饰消费需求出现下滑，今年一季度的金饰销量降至2020年疫情以来的新低。不过，由于黄金价格高涨，如果用总消费金额的口径去衡量，全球金饰销售额同比增长9%，达到350亿美元。

图：实物黄金投资需求总量



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：黄金ETF投资需求总量

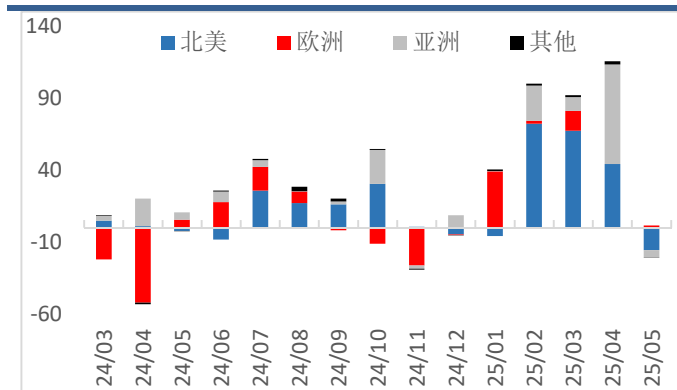


数据来源：Wind、海通期货研究所

### 3. 黄金ETF持仓量大幅增长

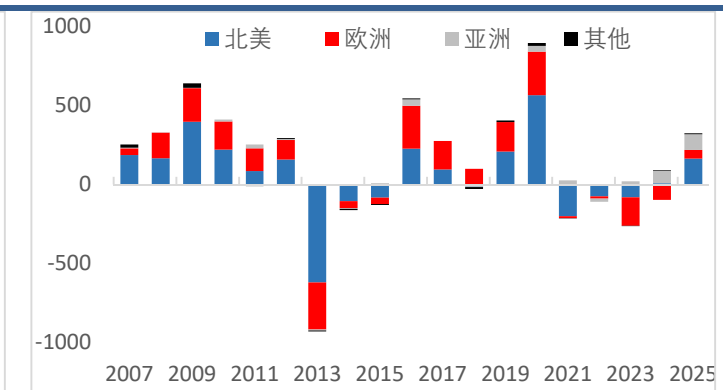
今年以来，黄金ETF持仓总量大幅增长。截至5月末，全球实物黄金ETF总规模达3739亿美元，较年初增长超300亿美元；持仓量累计增加322吨至3541吨，同比增长10%。黄金ETF配置需求非常强势，表现出市场对黄金资产的战略配置价值认可度提升。

图：各地区月度ETF净流入（吨）



数据来源：WGC、海通期货研究所

图：各地区年度ETF净流入（吨）



数据来源：WGC、海通期货研究所

从区域分布来看，北美地区年初至今净流入162亿美元，占据全球总流入量的51.8%，其中美国约159亿美元，为全球黄金ETF配置的核心力量。欧洲地区年初至今净流入56亿美元，其中法国净流入总量达12亿，并连续三个月实现资金净流入，成为欧洲增长的主要引擎。亚洲地区则呈现结构性分化，年初至今净流入99亿美元。其中，主要贡献来自中国净流入84亿，日本也实现连续八个月净流入。

图：全球各地区黄金 ETF 持仓分布

地区	AUM (\$B)	净流入 (\$M)	持仓量 (吨)	需求 (吨)	持仓同比
北美	191.0	15788.1	1812.9	162.4	9.8%
欧洲	141.6	3993.8	1343.3	55.7	4.3%
亚洲	33.9	10164.9	315.3	98.9	45.7%
其他	7.4	512.5	69.7	5.4	8.4%
总计	373.9	30459.4	3541.3	322.5	10.0%

注：AUM、持仓量截至 5/31，净流入、需求（持仓增减）和持仓同比为年初至 5/31

数据来源：WGC、海通期货研究所

按黄金ETF的AUM排序，前十位国家分别为：美国、英国、瑞士、德国、中国、法国、加拿大、印度、日本和澳大利亚。

其中，值得重点关注的是持仓变化量（需求）及同比增速表现突出的市场：1）中国市场以83.7吨的绝对增量和73%的同比增速领先于其余各国；2）日本市场持仓同比激增20.7%，创历史新高；3）法国市场持仓量同比增长18.8%，明显高于其余欧美发达国家。

图：黄金 ETF 总规模国家排名

国家	AUM (\$B)	净流入 (\$M)	持仓量 (吨)	需求 (吨)	持仓同比
美国	183.4	15444.1	1740.3	158.6	10.0%
英国	62.2	567.3	590.3	10.1	1.7%
瑞士	35.2	1119.9	334.4	18.2	5.7%
德国	33.9	831.5	321.6	12.5	4.1%
中国	21.2	8633.7	198.4	83.7	73.0%
法国	8.2	1209.0	77.4	12.2	18.8%
加拿大	7.7	344.0	72.7	3.9	5.7%
印度	7.2	726.8	64.6	7.1	12.4%
日本	5.1	828.8	48.3	8.3	20.7%
澳大利亚	4.9	356.4	46.3	3.9	9.1%

注：AUM、持仓量截至 5/31，净流入、需求（持仓增减）和持仓同比为年初至 5/31

数据来源：WGC、海通期货研究所

从驱动因素看，2025年黄金ETF的配置需求主要来自三个方面：一是全球央行持续购金为市场提供信心支撑；二是地缘政治风险溢价维持高位，俄乌冲突持续及中东局势反复推动避险需求；三是美元信用体系备受质疑，美国债务规模突破36万亿美元后，部分资金寻求非美元资产配置。

## 4. 全球央行继续增持黄金储备

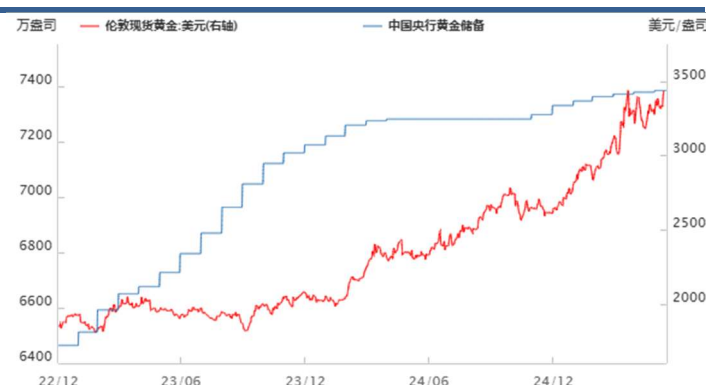
2024年全球央行净购金量达1045吨，连续第三年突破千吨大关。进入2025年，全球央行购金势头延续。一季度全球央行净购金289吨，同比激增62%，创历史同期新高；其中，2月单月购金量达106吨，主要因美国关税政策引发避险需求集中释放。

图：全球央行继续增持黄金



数据来源：Wind、海通期货研究所

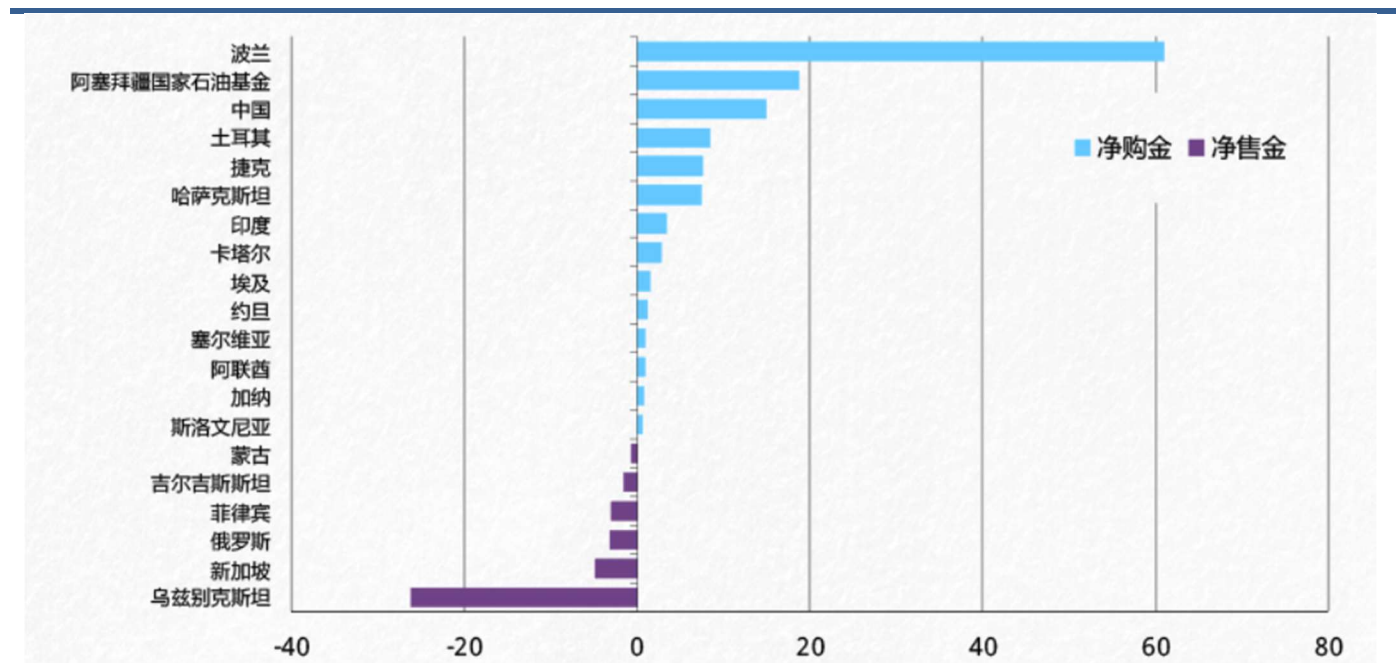
图：中国央行购金趋势延续



数据来源：Wind、海通期货研究所

近两年来，新兴市场国家一直都是全球央行购金浪潮的核心动力。中国央行自去年11月重启增持后，连续7个月增持黄金。波兰年初至今已增加黄金储备61吨，截至4月底，波兰黄金储备总量达509吨，已超过欧央行的黄金储备量。土耳其央行今年前4个月已增持10吨，黄金储备占外汇储备比例升至54%。

图：各国 2025 年年初至今黄金储备增量（吨，截至 4 月底）



数据来源：WGC、海通期货研究所

截止2025年Q1, 全球主要国家黄金储备规模中:美国以8133.5吨居首, 占外汇储备比例达75%;德、意、法等欧洲国家储备量也位居前列;俄罗斯储备2332.7吨, 占外汇储备比例32.1%;中国储备2279.6吨, 但因外汇储备仍以美元为主, 黄金占比仅5.5%。如果以外汇储备占比角度来看, 中国黄金储备量的提升空间巨大。

图：全球黄金储备规模国家排名

国家	黄金储备(吨)	黄金储备(\$B)	外汇储备(\$B)	占比
美国	8133.5	682.3	910.0	75.0%
德国	3351.5	281.1	377.9	74.4%
意大利	2451.8	205.7	290.5	70.8%
法国	2437.0	204.4	282.9	72.3%
俄罗斯	2332.7	195.7	609.0	32.1%
中国	2279.6	191.2	3456.0	5.5%
瑞士	1039.9	87.2	909.4	9.6%
印度	876.2	73.5	643.0	11.4%
日本	846.0	71.0	1230.7	5.8%
荷兰	612.5	51.4	79.1	64.9%

数据来源：WGC、海通期货研究所

## 四、贵金属交易逻辑分析

### 1. 2025 年核心交易逻辑：美国关税政策

2025年至今，贵金属市场核心的交易逻辑是特朗普关税政策驱动的避险需求大幅抬升。年初上任前，特朗普就屡次公开表达对于关税的看法，但当时市场并不认为特朗普会大范围加征关税。然而，4月初出台的对等关税，无论是从覆盖国家的数量、还是关税税率的幅度，均远超市场预期，导致全球金融市场反应剧烈，美股下跌幅度一度接近触发熔断。由于特朗普的关税政策将对全球经济增长将形成负面冲击，长期通胀上升的风险也显著提升。尽管后续关税被阶段性暂缓，但全球贸易摩擦导致经济滞涨概率依然较高，强力支撑黄金价格上涨。避险需求激增的背景之下，黄金的上涨斜率明显上升，仅数日内，外盘黄金就从3000上涨至3500。

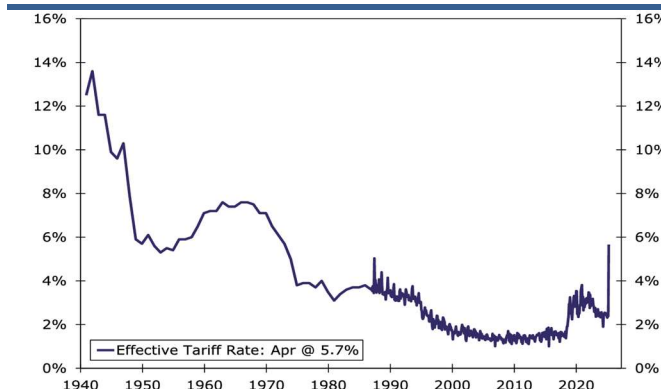
图：关税重点时间线一览表

日期	事件
02/01	美国以芬太尼为由，对所有中国输美商品加征 10%关税，取消 800 美元以下小额包裹免税政策
02/10	自 3 月 12 日起，对进口钢铁和铝重新征收 25%关税
03/03	美国将中国商品关税提至 20%，对进口汽车及零部件加征 25%关税
03/12	25%的钢铁和铝关税正式生效，加拿大对输美电力加征 25%附加费反制，后双方达成协议取消该反制措施
03/24	美国通过行政命令，对与委内瑞拉有贸易往来国家的商品设置 25%关税
04/02	对等关税政策出台，对全球商品加征 10%基准关税，对部分贸易伙伴征更高关税，其中对华部分商品最高加征 145%对等关税
04/03	美国对中国商品关税从 34%涨至 145%，中国对美所有进口商品加征 34%关税
04/11	美国对除中国外的消费电子产品豁免 对等关税，但保留芬太尼相关 20%特别关税
04/29	美国开启对汽车、半导体、制药和飞机等关键领域的 232 调查
05/08	美国意图对玩具进口征收 100%关税
05/12	中美达成日内瓦协议，美国将中国商品关税降至 55%，中国维持 10%关税
05/23	美国威胁若未与欧盟达成协议，将对欧盟商品加征 50% 关税、对智能手机加征 25%关税
05/25	美国将对欧盟关税决定期限延至 7 月 9 日，双方贸易谈判持续推进
06/03	美国将钢铁和铝关税提至 50%
06/09	美中达成框架协议，恢复中国稀土对美供应

数据来源：Wind、海通期货研究所

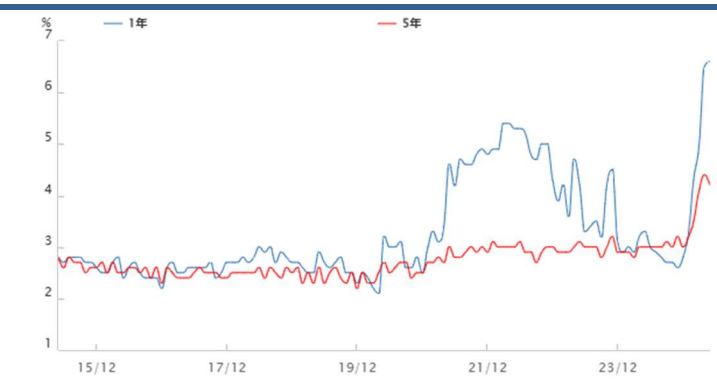


图：美国有效关税税率大幅上升



数据来源：美国商务部、富国银行、海通期货研究所

图：密歇根大学通胀预期飙升



数据来源：Wind、海通期货研究所

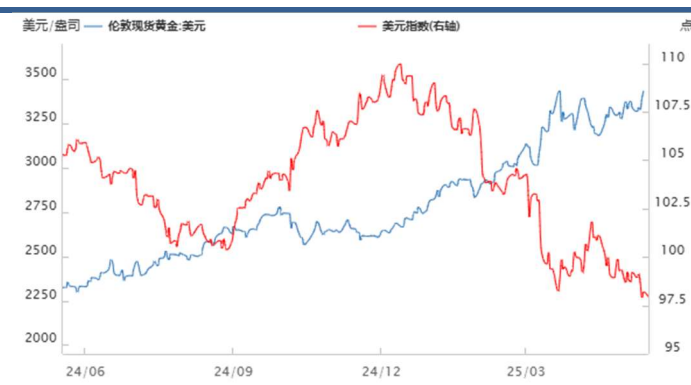
从大类资产的角度来看，本轮黄金的上涨对应的是广义美元资产（美股和美债）的下跌，背后映射出全球资本正在减持美元资产的趋势。因此，今年以来黄金的上涨和美元的下跌形成了明显的镜像关系，与传统金价的分析框架相符。

图：今年以来黄金上涨斜率陡峭



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：黄金美元形成镜像关系



数据来源：Wind、海通期货研究所

## 2. 实物黄金贸易流向影响市场定价

今年1月-2月，黄金市场经历了一轮“软逼仓”行情。市场担忧美国的黄金进口可能会被加征关税，许多贸易商提前把伦敦金库存转移到纽约，导致COMEX黄金库存快速攀升，伦敦黄金现货流动性陷入紧张状态。当时，伦敦和纽约的黄金价差高点一度超过50美元，驱动了大量的套利交易。

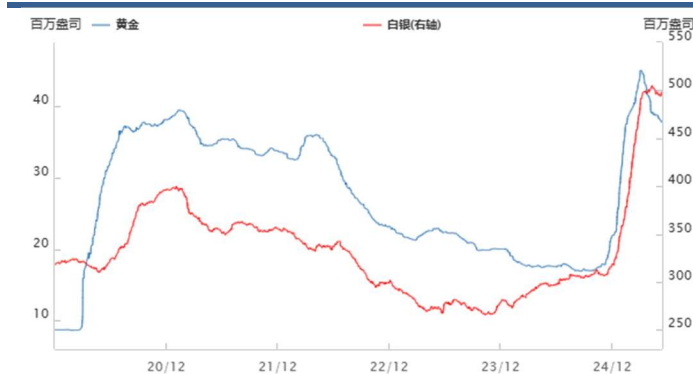
2月末，随着COMEX黄金库存上涨的趋势不断放缓，伦敦和纽约的黄金价差也恢复正常，此前由关税风险驱动的黄金套利交易暂时告一段落，带动黄金进入调整区间。

图：1月-2月伦敦纽约黄金价差走扩



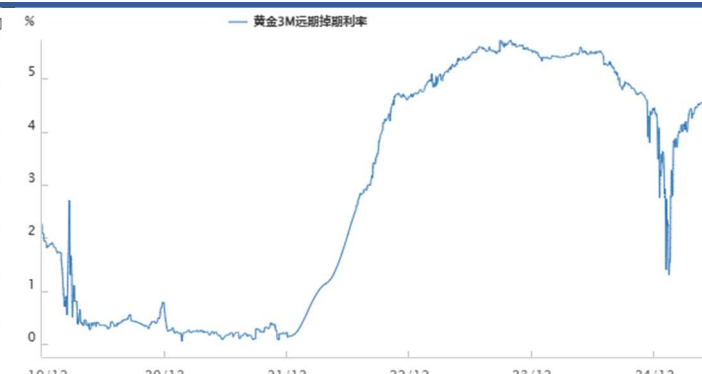
数据来源：WIND、海通期货研究所

图：今年年初 COMEX 黄金库存快速攀升



数据来源：WGC、海通期货研究所

图：黄金远期掉期利率同步下降

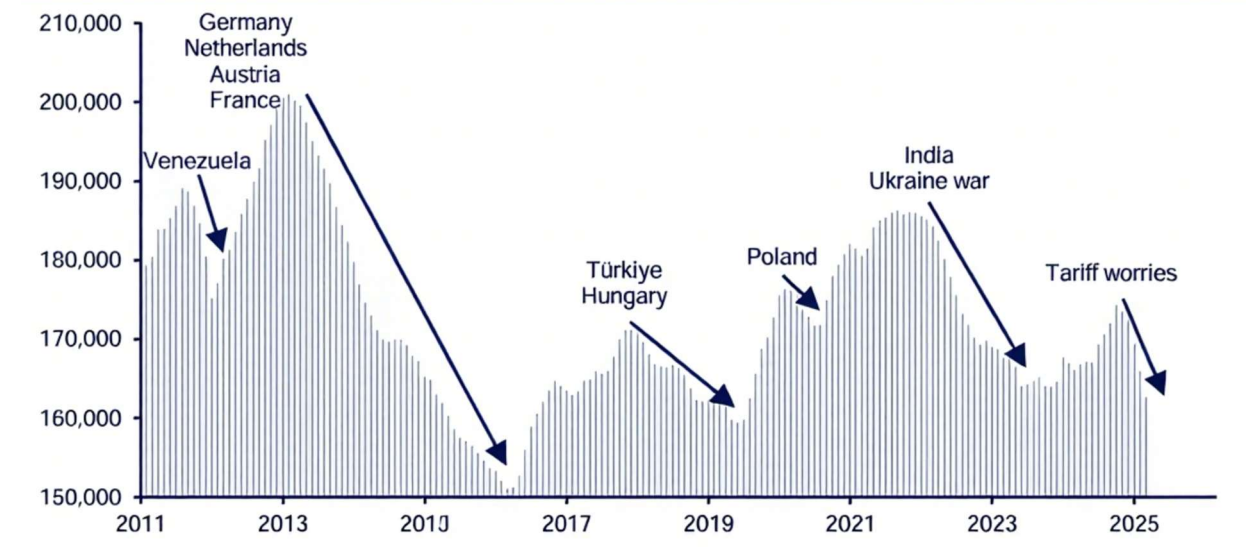


数据来源：WGC、海通期货研究所

今年年初黄金市场面临的现货短缺，本质是关税政策扰动下的跨市场流动性再平衡。与之形成呼应的，是全球央行的黄金储备回流浪潮。2022年，俄罗斯3000亿美元外汇储备遭冻结后，黄金作为非主权货币的资产价值凸显。主权机构正通过黄金储备的物理控制权重建防范金融风险机制，减少在伦敦的黄金托管比例。

根据WGC预测，2030年全球或将迎来新一波黄金回流的高峰，特别是中东、东南亚等地区国家可能成为下一阶段主力。

图：英格兰银行黄金储备量（千盎司）

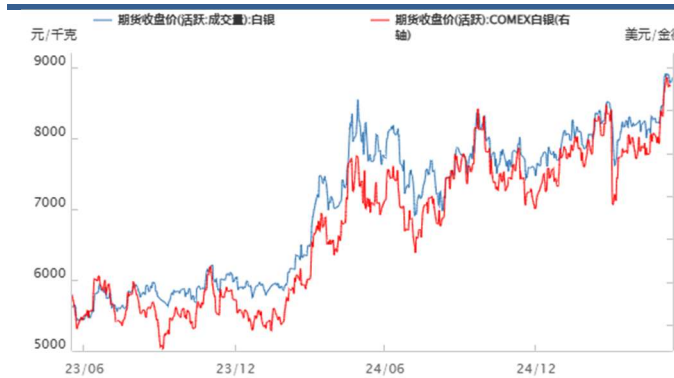


数据来源：BOE、Incrementum AG、海通期货研究所

### 3. 从金银比看白银价格

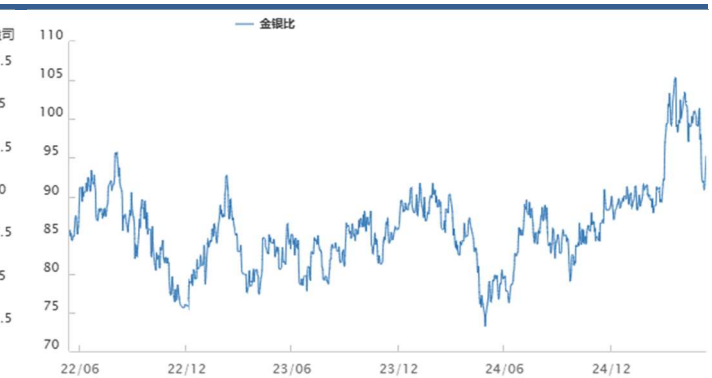
近两年，在黄金持续大涨的背景之下，白银也一直维持上涨趋势，但趋势强度不及黄金。由于白银既不具备黄金的避险属性，也无法成为央行的储备货币，外加全球货币流动性宽松力度有限，使得白银的上涨仍以跟随黄金为主，难以走出独立行情。因此，以金银比去分析白银价格依然是较为合理的选择。

图：内外盘白银期货价格



数据来源：WIND、海通期货研究所

图：金银比突破区间后又再度回落



数据来源：WIND、海通期货研究所

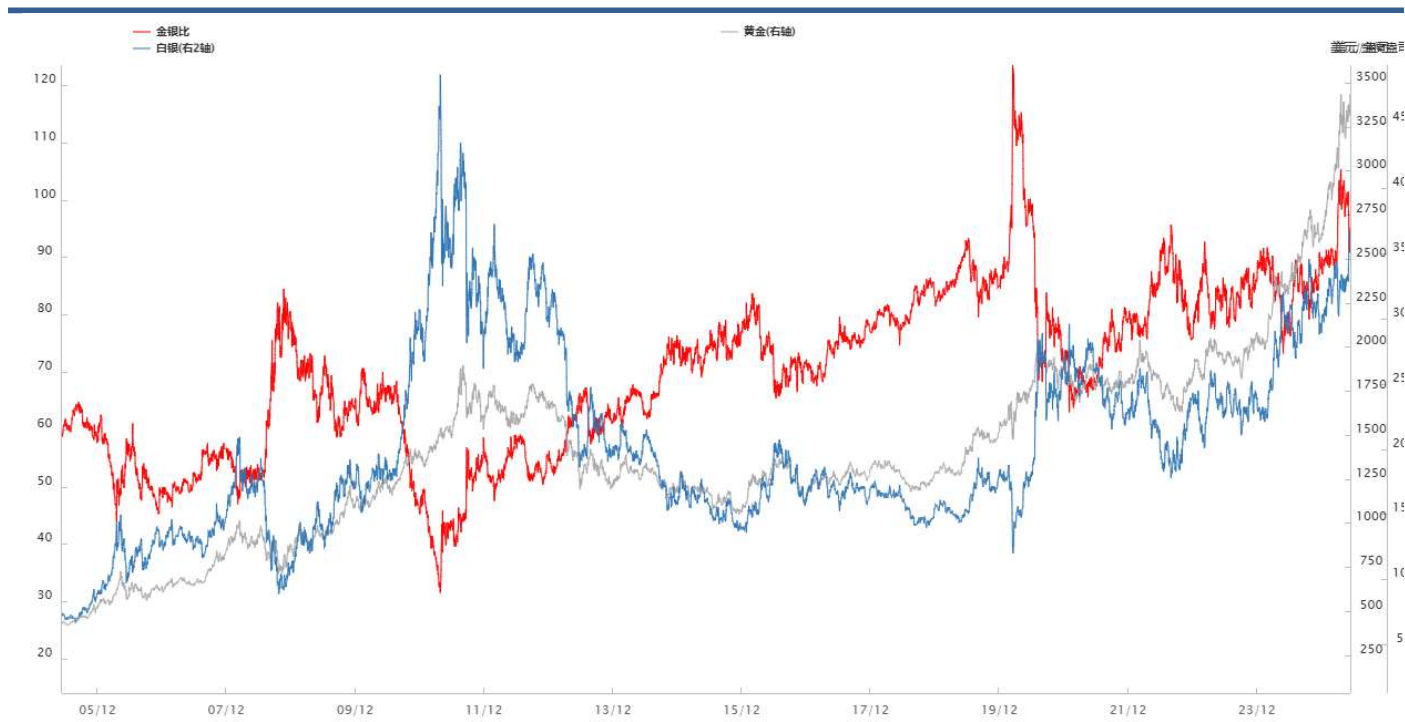
6月初，白银突破关键点位后大幅拉升，引发市场关注。6月9日，外盘白银最高上涨至37美元左右，达到2012年以来的新高。我们认为，白银上涨主要的原因来自两方面，一是金银比存在一定的修复空间，二是关税消息驱动白银的投机需求。

首先，从金银比的视角看，4月初，对等关税的出台导致金银比突破近3年来保持的75-95区间，并大幅抬升至105附近。随后，由于特朗普对于关税政策的态度明显缓和，全球贸易战风险下降，金银比出现了一定的修复空间。最近，黄金上涨动能虽略有减弱，但绝对价格维持高位，表明贵金属市场仍为多头主导，白银具备补涨的条件。

此外，关税消息也推动了白银投机活跃度上升。5月末，特朗普将提高钢铁关税至50%后，市场担忧铜可能也会被加关税，一定程度上刺激白银金融属性驱动的投机需求抬升。

不过，白银在经过连续几天的快速拉升后，金银比回落至90附近。因此，由金银比修复逻辑引发的驱动，可能难以持续为白银价格提供上涨的动力。我们认为，如果白银要进一步上涨，黄金的上涨属于必要的前提条件。

图：金银比历史走势



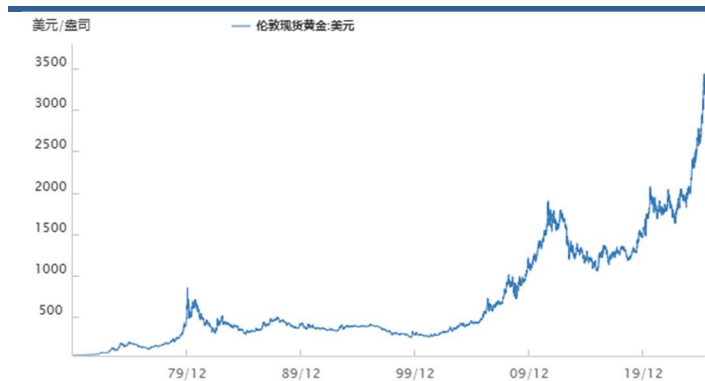
数据来源：WIND、海通期货研究所

## 4. 黄金价格长期上涨空间十分广阔

长期视角下，黄金的货币属性将推动价格继续上行。在去美元化的时代背景下，各国央行会逐步减少对美元的依赖，增加黄金储备以分散风险。特朗普上台后，激进的关税政策进一步推进去美元化的进程，贸易壁垒强化可能会带动美元结算需求下降，美元信用体系的收缩将在所难免。

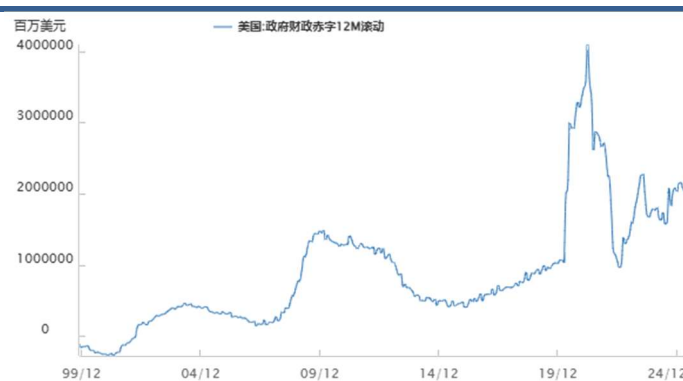


图：伦敦金现 1970 年至今价格走势



数据来源：WIND、海通期货研究所

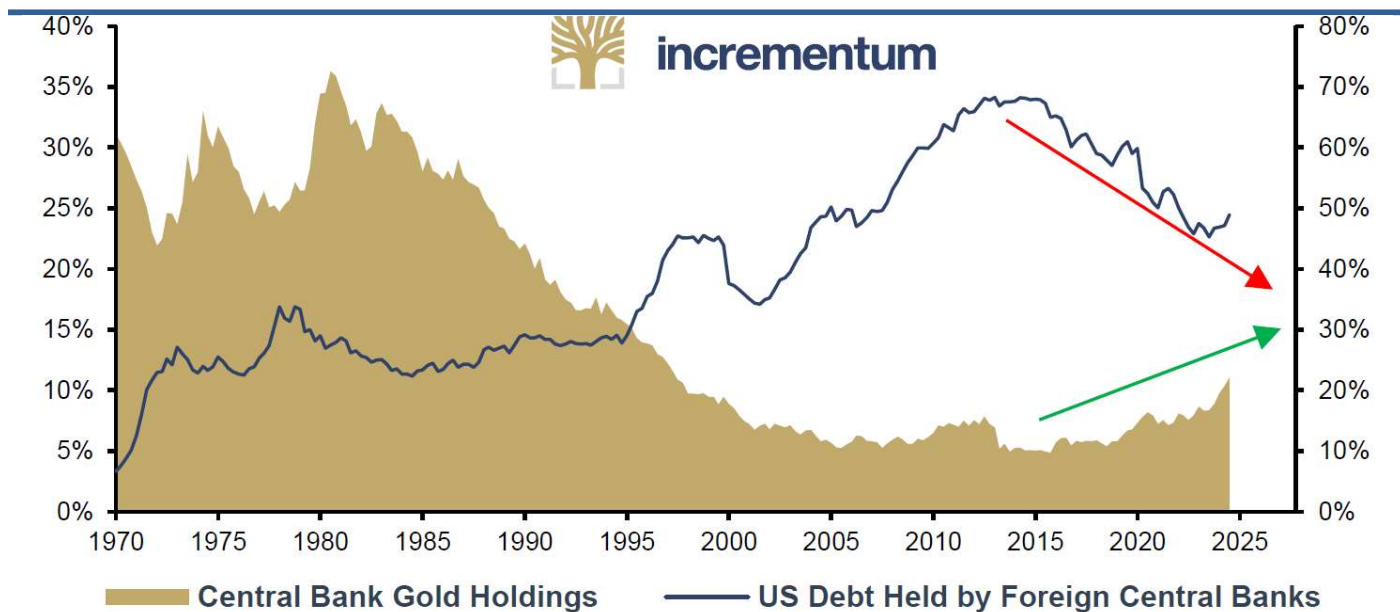
图：美国政府财政赤字规模不断扩大



数据来源：WIND、海通期货研究所

近年来，美国政府财政赤字不断扩大，债务水平持续攀升，削弱了美元作为世界储备货币的地位，对应黄金在储备货币体系中的地位回升。5月16日，穆迪下调美国国债的信用评级，由AAA降至Aa1。至此，三大信用评级机构均已下调美国国债信用评级，市场普遍认为美国政府债务不可持续。

图：去美元化趋势之下，全球央行将不断增持黄金



数据来源：Incrementum AG、海通期货研究所

从大类资产的角度看，黄金是对冲广义美元资产风险的最佳选择，其他类别的资产无法完全替代黄金的作用。因此，投资策略上，最佳选择是以逢低买入、长期持有的思路去对待黄金。



## 四、风险提示

地缘政治风险、贸易政策风险

### 法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

### 郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。