

2025 年上半年，黄金表现依然靓丽，不过在进入 5 月后，随着市场风险情绪回升，美股转强而美联储对于降息的态度有相对偏谨慎的情况下，黄金价格陷入震荡格局.....

新能源&有色组行业贵金属半年报

万物皆变而黄金永存

本期分析研究员



陈思捷

从业资格号 F3080232
投资咨询号 Z0016047



师橙

从业资格号 F3046665
投资咨询号 Z0014806



封帆

从业资格号 F03139777
投资咨询号 Z0021579



王育武

从业资格号 F03114162
投资咨询号 Z0022466



万物皆变而黄金永存

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

电话: 021-60827969

邮箱: fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

王育武

电话: 021-60827969

邮箱: wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2025 年上半年, 黄金表现依然靓丽, 不过在进入 5 月后, 随着市场风险情绪回升, 美股转强而美联储对于降息的态度有相对偏谨慎的情况下, 黄金价格陷入震荡格局。并且在 6 月中下旬, 美国方面先后出台 Genuis 法案以及通过 SLR 改革, 这些实则都是在位美债积极寻求流动性, 虽然下半年临近 X-day 前后市场或仍面临较大不确定性, 但流动性风险也的确会因为上述法案的通过而得到缓解, 不过本应投向黄金的资金也可能会因此而被分流。因此下半年黄金要复刻上半年的涨幅或许相对困难, 但也不排除再度创出新高的可能。并且在当下任何事都可能存在较大变数的情况下, 黄金依然是应对不确定性最为有效的投资品种。

核心观点

■ 市场分析

价格行情: 预计 2025 年下半年, 贵金属价格整体呈现震荡后再度上涨格局, 7 至 8 月间黄金价格大体以震荡格局为主, 原因是美联储对于未来利率变动路径仍存在分歧, 而在鲍威尔暂时不被免去美联储主席的情况下, 其对于降息相对谨慎的态度叠加目前持续不及预期的通胀水平使得实际利率短时内难以行程向下的趋势, 故贵金属 (以黄金为主) 暂时将陷入震荡格局, 但在 9 月以后, 随着降息预期的抬升以及关税对于通胀的影响逐渐显现, 随着实际利率的再度向下, 黄金价格预计也将再度呈现偏强态势。

白银价格由于受到金银比价目前相对偏高的影响, 因此在市场风险情绪滋生的情况下, 部分投资需求或转向白银, 不过就白银基本面来看, 虽然矿端供应短时内

利率: 目前美联储对于降息态度相对谨慎且内部也存在分歧, 此前长端美债标售情况价差也导致短时内美债收益率大幅飙升, 不过在 6 月中下旬美国方面先后通过了 Genius 法案 (合规稳定币监管框架) 以及对于补充杠杆率 (SLR) 的调整, 都明显旨在为美债寻求更多流动性以避免在 X-day 后再度出现流动性踩踏的风险, 也正因此, 未来美债收益率短时内再度出现急剧拉涨的可能性或有所下降, 但美债规模的持续扩大或暂时难以改变, 这也可能会为未来积聚更多的隐患。

通胀: 此前以伊冲突虽然一度存在愈演愈烈的情况, 但原油价格在经历了短

时内大幅走强后便立刻回落，同时此后 1 至 2 个月为原油价格高基期时段，因此对于通胀预期的干扰并不十分明显，同时近期公布的 CPI 以及 PCE 数据均表现稳定，关税对于通胀的影响并未显现。不过目前美联储仍然对未来关税可能造成的再通胀的压力感到担忧，也正因此使得降息迟迟未能推动。预计在原油高基期时段内通胀上涨暂时不会太过明显，不过在 3 季度后不排除通胀开始受到关税因素的影响而有所抬高。

汇率：尽管美联储主席鲍威尔对降息持谨慎态度，但特朗普施压、经济数据疲软（制造业 PMI 连续 4 个月低于 50，领先指标走弱）及就业市场平淡，令市场预期年内至少一次降息。长期来看，特朗普的激进财政政策或需货币宽松配合，若鲍威尔被替换，降息可能加速。同时，欧元区经济表现优于美国（PMI 回升、花旗意外指数偏强），美元持续走强的基础削弱，未来或呈震荡偏弱格局。

避险需求：2025 年上半年地缘因素虽然相对多变，但实则并未引起通胀预期的大幅上行（与俄乌战争不同）。反倒是特朗普多变的关税政策以及不时朝令夕改的行为使得美元信用一度受到影响，从而大幅推高了黄金价格。不过纵观特朗普以及贝森特等人的言行，可以发现关税大概率只是他们的手段之一，而其最终想达到的所谓“令美国再度强大”的目的实则将会受到各方阻碍。因此就这一点而言，未来市场信心仍有可能不时受到冲击，在一切皆会随时改变的当下，而黄金的投地位仍将凸显。

策略

时间节奏

7 至 8 月偏震荡，区间预计在 750 元/克至 830 元/克

临近 3 季度行情有望逐渐转强，不排除下半年再度创出新高的可能性

操作建议

沪金，750 元/克至 760 元/克间，逢低分批买入

若价格接近 870 元/克则建议分批止盈离场

止损 710 元/克

沪银，8,750 元/千克 - 8,800 元/千克间，逢低分批买入

止损 8,550 元/千克

期权策略

黄金：做多日历价差/Long Calendar Spread

即，卖空近期波动率做多远期波动率

潜在风险

高利率维持更长时间

流动性风险

稳定币对于资金的分流作用

潜在利好

巴塞尔协议能否将黄金重新划分为优质流动性资产（HQLA）

目录

策略摘要	2
核心观点	2
一、各国央行动态及债券市场情况汇总.....	7
1.1 全球央行降息势头暂缓 但普遍对经济展望存忧	7
1.2 全球债市上半年波动较大 关注 X 日 附近美债流动性风险.....	8
1.3 Genius 法案推进 借助稳定币维护美元在数字经济下的霸权?	11
1.4 美联储通过 SLR 改革方案 为美债寻求更多买家.....	12
二、美元长周期或仍难维持偏强格局	14
2.1 美联储未来降息概率仍较大	14
2.2 非美地区经济展望逐步向好也对美元走势构成压力	15
三、所谓避险只是通胀预期及对美元信用担心的表象.....	16
3.1 以伊冲突加剧之际为何金价表现“淡定”?	16
3.2 全球央行配置黄金热情不减 但美元资产短时内难被替代.....	17
四、贵金属基本面情况综述	18
4.1 贵金属 CFTC 非商业多头净持仓上半年明显回落.....	18
4.2 贵金属 ETF 上半年持仓总体仍呈现走高	19
五、光伏边际增速或放缓 但白银长期供应偏紧格局难改.....	20

图表

图 1:欧美日 30 年期公债利率 单位: %	9
图 2:欧元区与美国利息占 GDP 比率 单位: %	9
图 3:CDS 报价 单位: 点	9
图 4:欧元区国际投资净头寸 单位: 十亿美元.....	9
图 5:日本央行资产负债表规模 单位: 兆日元.....	10
图 6:IMF 预计日本负债占 GDP 比重 单位: %	10
图 7:美债投机头寸 单位: 张	10
图 8:ON RRP 与 TGA 账户 单位: 十亿美元	10
图 9:美元资产在全球储备中占比 单位: %	12
图 10:VISA 新兴市场使用加密货币调研 单位: %	12
图 11:全球稳定币市值 单位: 十亿美元.....	12
图 12:泰达币价格波动 单位: 美元/个	12

图 13: 不同投级别经纪商参与国债竞拍比率 单位: %	13
图 14: 美国 PMI 数据 单位:	14
图 15: 美国经济领先指标 单位: %	14
图 16: 非农就业人数 单位: 千人	15
图 17: 美国隐含利率 单位: %	15
图 18: 花旗意外指数美国与非美地区差 单位: 点	15
图 19: 欧美 PMI 指数比较 单位: 点	15
图 20: 欧美通胀水平 单位: %	16
图 21: WTI 价格季节性图: 美元/桶	16
图 22: 世界黄金协会问卷调查结果	17
图 23: CFTC 黄金非商业多头净持仓 单位: 千张	18
图 24: CFTC 白银非商业多头净持仓 单位: 千张	18
图 25: 全球黄金期货市场总持仓量 单位: 十亿美元	19
图 26: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨、美元/盎司	19
图 27: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨、美元/盎司	19
图 28: 全球黄金 ETF 持仓增减 单位: 吨	20
图 29: P 型电池用银量 单位: MG/片	21
图 30: N 型电池用银单耗 单位: MG/片	21
图 31: 各类电池渗透率变化	21
图 32: 我司测算光伏板块用银量 单位: 吨	21
 表 1: 主要经济体央行议息会议情况汇总	 7
表 2: 全球白银平衡 单位: 吨	21

一、各国央行动态及债券市场情况汇总

1.1 全球央行降息势头暂缓 但普遍对经济展望存忧

从近期全球主要经济体央行对于货币政策的态度来看，美联储现任主席鲍威尔对于降息的态度显得相对谨慎，而欧元区则是对降息持相对积极的态度，并且在最近一次议息会议上，欧元区、澳洲联储以及新西兰联储均进行了降息的举措，不过目前各国央行对于下一次议息会议是否继续调整利率水平均表现得较为谨慎。

而在经济展望方面，在当前地缘因素复杂且特朗普关税政策相对多变的情况下，主要经济体央行对于未来经济展望均表达出些许担忧。

表 1: 主要经济体央行议息会议情况汇总

央行	利率变动 (最近)	通胀展望	经济展望	下期利率 (E)	下次会议 日期
美联储	不变	将 2025 年底通胀率预期上调至 3%，远高于当前水平，并预计 2026 年通胀仍将维持在 2.4% 的高位，2027 年逐渐回落至 2.1%	温和滞胀（经济增长放缓、失业率上升、通胀高于目标）	不变	7 月 30 日
欧洲央行	降 25BP	欧元区 5 月 CPI 同比涨幅下降至 1.9%，为 2020 年 9 月以来首次低于 2%。2025 至 2027 年通胀预期分别为 2.0%、1.6%、2.0%，较此前预期下调 0.3 个百分点。主要受到能源价格回落或欧元升值影响。	2025 年至 2027 年实际 GDP 预计分别增长 0.9%、1.1%和 1.3%，显示经济复苏缓慢但稳健。	不变	7 月 24 日
英国央行	不变	5 月通胀率飙升至 3.4%，创一年多新高，远超央行 2%的目标，食品价格、能源成本及工资增长（5.2%）推高通胀压力。预计 9 月通胀率达 3.7%峰值，全年均值略低于 3.5%。	经济学家此前预测 7 比 2 的投票比例，实际 6 比 3 显示降息派声音增强，反映出部分委员对经济疲软的担忧加剧。二季度 GDP 增长 0.25%，较 5 月预测（0.1%）略有上调，但整体动能偏弱。	不变	8 月 7 日
日本央行	不变	日本央行将 2025 财年（2025 年 4 月-2026 年 3 月）的核心通胀（剔除生鲜食品）预测从 2.8% 下调至 2.5%，并预计 2026 财年通胀率为 1.9%，2027 财年为 1.9%。日本央行	日本央行预计 2025 财年（2025 年 4 月-2026 年 3 月）实际 GDP 增长率维持在 0.9%-1.1%，与 2024 年预测基本持平。失业率维	不变	7 月 31 日

		认为，2025 年通胀压力可能减弱，主要由于能源价格回落和进口成本下降。	持 2.5% 低位，但中小企业加薪幅度仍落后大企业。		
加拿大央行	不变	加拿大央行预计 2024 年通胀将逐步回落至 2% 目标，但核心通胀（剔除波动项）仍具粘性，短期内或维持在 3% 左右。能源价格波动和薪资上涨是主要上行风险，央行强调需维持限制性利率直至通胀稳定回落。	加拿大经济增速放缓，2024 年 GDP 增长预计 1%–1.5%，受高利率和消费疲软拖累。但劳动力市场仍稳健，失业率低位，若通胀受控，2025 年或转向温和复苏，央行谨慎评估政策调整时机。	不变	7 月 30 日
澳洲联储	降 25BP	通胀已大幅回落。三月季度的通胀数据进一步证明价格压力持续缓解——年化截尾均值通胀率 2.9% 为 2021 年以来首次低于 3%，整体通胀率 2.4% 仍处于 2–3% 的目标区间。	国内外因素使经济前景承压。尽管预期消费随收入回升，但最新数据弱于预期，复苏乏力或加剧需求不足和就业恶化风险；不过领先指标显示劳动力市场或优于预期。	不变	7 月 8 日
新西兰联储	降 25BP	年度 CPI 通胀率仍处于货币政策委员会 1%–3% 的目标区间。尽管通胀预期指标有所上升，但核心通胀与经济闲置产能表明中期通胀将回归目标中值。	经济仍存闲置产能，预计中期逐步消退。高出口价格与低利率支撑经济，8 月降息效果尚未完全显现。劳动力市场方面，名义工资增速放缓，招聘难度下降，就业温和增长但下半年或加速。	不变	8 月 20 日

资料来源：各国央行 Bloomberg 华泰期货研究院

1.2 全球债市上半年波动较大 关注 X 日¹附近美债流动性风险

5 月间，全球债券市场一度大幅波动，若干关键事件引发市场担忧。首先，美国主权信用评级被调降，失去最后一个 AAA 评级。其次，美日两国长期国债拍卖需求疲软，导致收益率飙升——美国 30 年期国债利率突破 5%，日本同期债券收益率更是攀升至 3% 的历史峰值。而这样的背景不经让市场对于债券品种是否仍是低风险大类资产这一“常识”担忧。

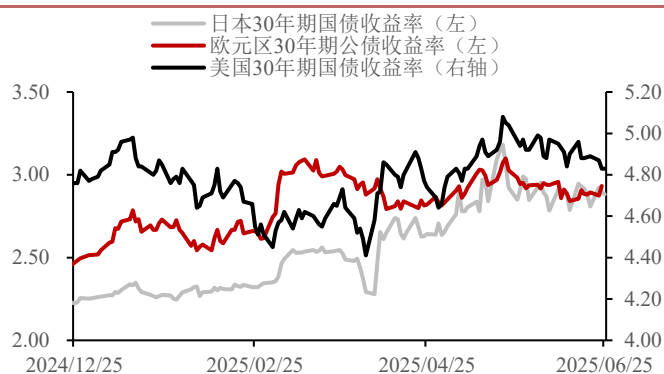
相较之下，欧元区公债利率的上涨则并不如美国那般明显，甚至从 CDS 报价，也是美国方面走高更为明显。主要原因是目前欧元区债务结构相较于美国更为健康，与 2013 年欧债危机前后相比，目前欧元区国际投资净头寸

¹ “X 日”通常指美国政府债务触及上限后，财政部耗尽所有非常规措施资源、无法维持基本公共开支及偿还债务的临界日期，这一概念因预测难度高且日期不固定而得名。

（对外总资产-对外总负债）已经回归正值，同时欧元区利息支出占 GDP 比重相较于美国也相对偏低。

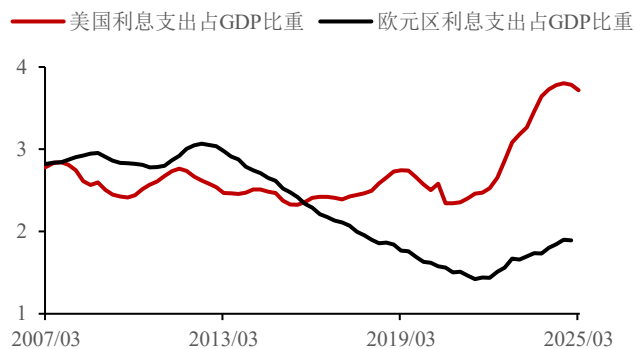
而在日本方面，虽然从公债利率的角度而言，长期日本公债利率同样出现明显上涨，但就其所面临的债务压力而言，实则所面临的风险并不十分显著。因为日本公债收益率攀升的核心驱动因素源于其经济基本面出现结构性改善。长期困扰日本经济的通缩阴霾正逐步消散，企业薪资调升机制已形成良性循环，这一趋势促使货币政策发生历史性转向。具体表现为日本央行先后取消了收益率曲线调控措施（YCC），启动了时隔多年的加息周期，并于 2023 年三季度正式实施资产负债表缩减计划。这些政策调整直接影响了债券市场的定价机制。同时 IMF 也预测未来 3 年左右日本债务占 GDP 比重也将会处于维稳状态。

图 1:欧美日 30 年期公债利率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

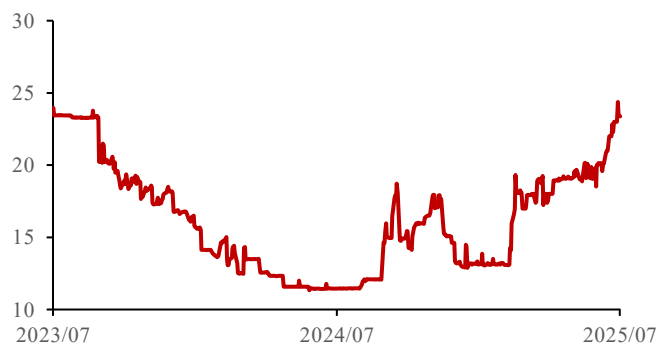
图 2:欧元区与美国利息占 GDP 比率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

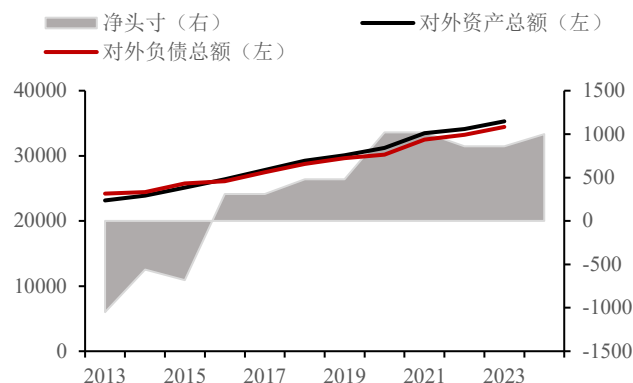
图 3:美国国家公债 CDS 报价 | 单位: 点

图 4:欧元区国际投资净头寸 | 单位: 十亿美元



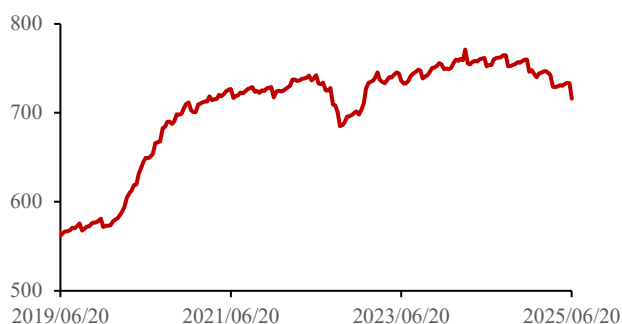
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5:日本央行资产负债表规模 | 单位: 兆日元



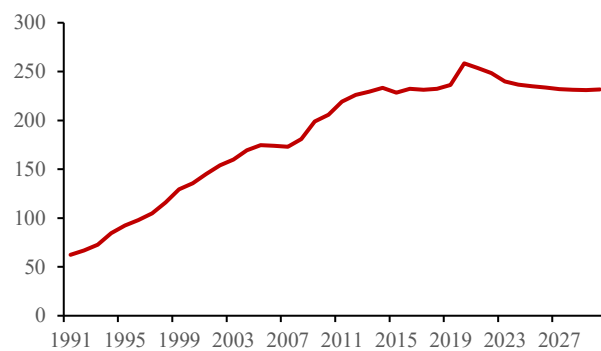
数据来源: IMF 华泰期货研究院

图 6:IMF 预计日本负债占 GDP 比重 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7:美债投机头寸 | 单位: 张

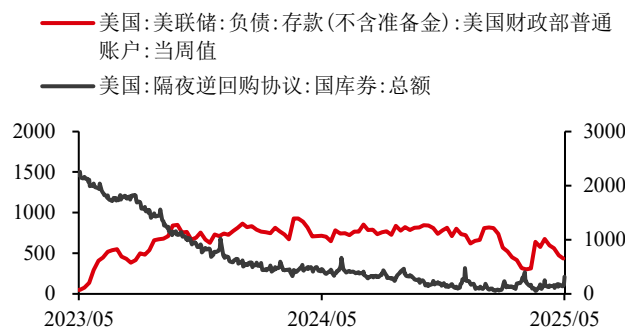
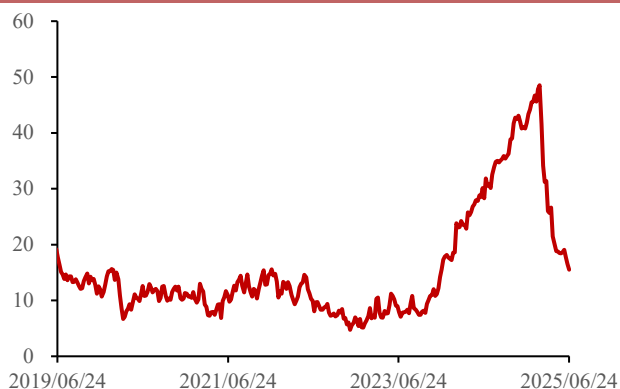


数据来源: IMF 华泰期货研究院

图 8:ON RRP 与 TGA 账户 | 单位: 十亿美元

目前看来,面临债务风险相对较大的国家仍是美国,5月长端美债标售情况不甚理想,甚至迫使美联储再度出手购入长期债券,这实则等同于变相QE操作。众所周知,自2025年1月1日美国债务上限到期后,美国财政部于1月21日启动应急融资机制,调整债务结构转向短期国库券作为核心融资工具。最新数据显示,隔夜逆回购规模稳定在1689亿美元低位,财政部一般账户余额放缓至4463亿美元。在此背景下,商业银行准备金规模回升至3.407万亿美元,表明当前市场流动性环境保持相对宽松态势,尚未出现明显的资金紧张迹象,但流动性风险需持续监控。

另外,需要留意的是,目前美债投机头寸持仓开始出现明显拐头向下的情况,这也可能导致未来美债的标售以及流动性均会受到挑战。



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind Ifind 华泰期货研究院

1.3 Genius 法案推进 借助稳定币维护美元在数字经济下的霸权?

正如上文所言,美国将会再度面临债务上限问题的挑战。不过无独有偶,美国参议院于6月18日(北京时间)正式批准《GENIUS 稳定币监管法案》。该法案确立三大核心原则:1)所有稳定币须以美元或美国国债全额储备;2)允许持牌银行等传统金融机构参与发行;3)建立联邦级审计框架。这项立法不仅标志着数字资产监管进入新纪元,更折射出美国通过立法手段强化美元在数字经济时代的全球主导权。法案通过后,USDC 与 USDT 等合规稳定币市值单日暴涨 12%,而部分储备不足的算法稳定币则面临退市压力。

稳定币是与法币或实物资产锚定的加密资产,相比比特币等波动性代币更具价格稳定性。它兼具区块链技术优势(如跨境支付高效、手续费低),目前主流稳定币多锚定美元,实质是美元链上的数字化延伸。

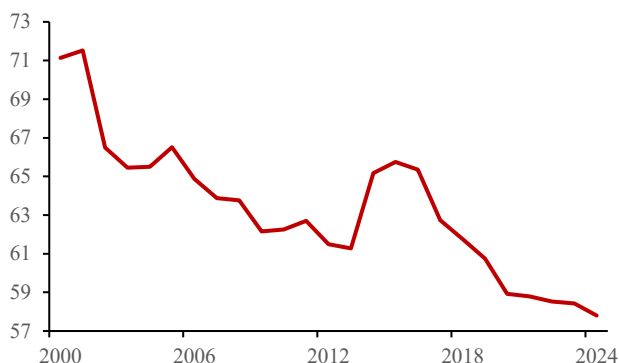
可以发现,自2014年Tether推出USDT以来,稳定币市场经历了两波牛市,市值从2019年底的不到100亿美元增长至2025年6月初的近2500亿美元,增长了45倍。

此外,不仅是美国,欧盟、新加坡、以及香港等国家和地区也都在开始推动稳定币的使用,但可以发现,这些国家与地区挑选的可作为稳定币背书的资产均未包含黄金。因此,从正常逻辑上来看,稳定币作为一种相对稳定的数字资产,可能吸引部分原本投资于黄金的资金。特别是在市场不确定性较高时,投资者可能会选择稳定币作为避险资产,从而减少对黄金的需求。尤其在新兴市场中,有较多比例的用户通过使用加密货币以达到使其存款转换为美元的目的。据Visa调查显示,47%巴西、土耳其等国民众使用稳定币存储美元。Chainalysis数据证实,新兴市场稳定币需求激增,土耳其2024年交易额达631亿美元,占GDP3.7%,全球领先。

但正如上文所闻,倘若作为稳定币的储备资产本身仍面临相对较大的不

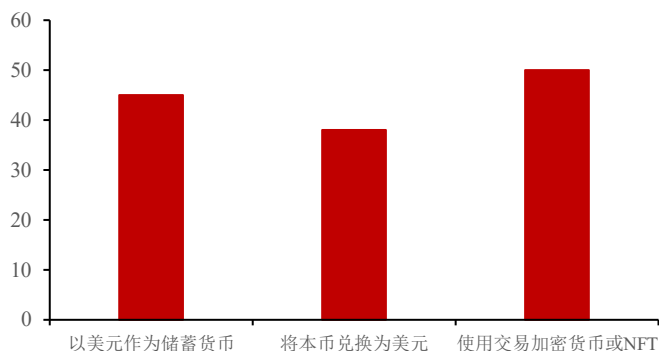
确定性（如美债），那稳定币本身的“可信度”显然也会受到冲击。不排除其会经历如比特币或是以太坊这样短期大幅波动，但此后若要其逐步维持稳定并切实充当稳定币的角色进而对黄金行情进一步的冲击，预计在当下或暂时难以实现。不过就眼下而言，稳定币对于盘活部分美债流动性或许仍具有一定积极意义。同时可以发现，诸如泰达币（Tether）这类稳定币，其价格波动确实相对较小，可以起到一定“稳定”的效果。

图 9:美元资产在全球储备中占比 | 单位：%



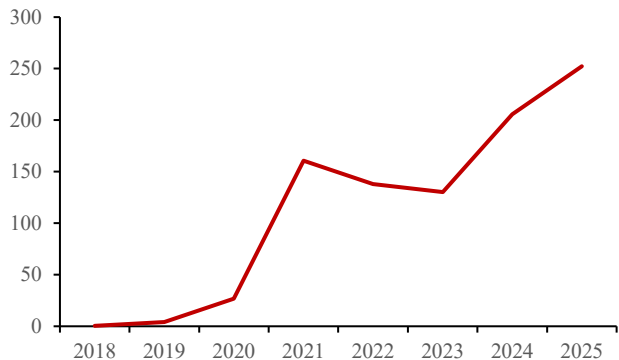
数据来源：Bloomberg IMF 华泰期货研究院

图 10:VISA 新兴市场使用加密货币调研 | 单位：%



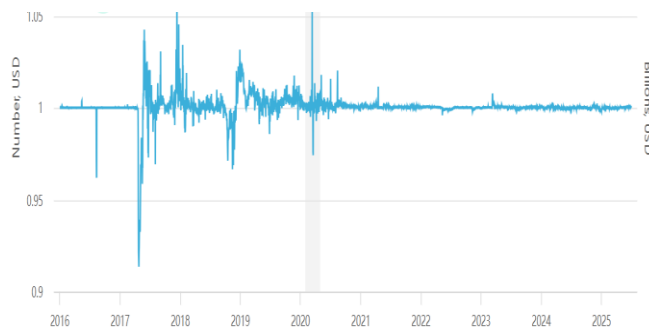
数据来源：Visa 华泰期货研究院

图 11:全球稳定币市值 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12:泰达币价格波动 | 单位：美元/个



数据来源：Macromicro 华泰期货研究院

1.4 美联储通过 SLR 改革方案 为美债寻求更多买家

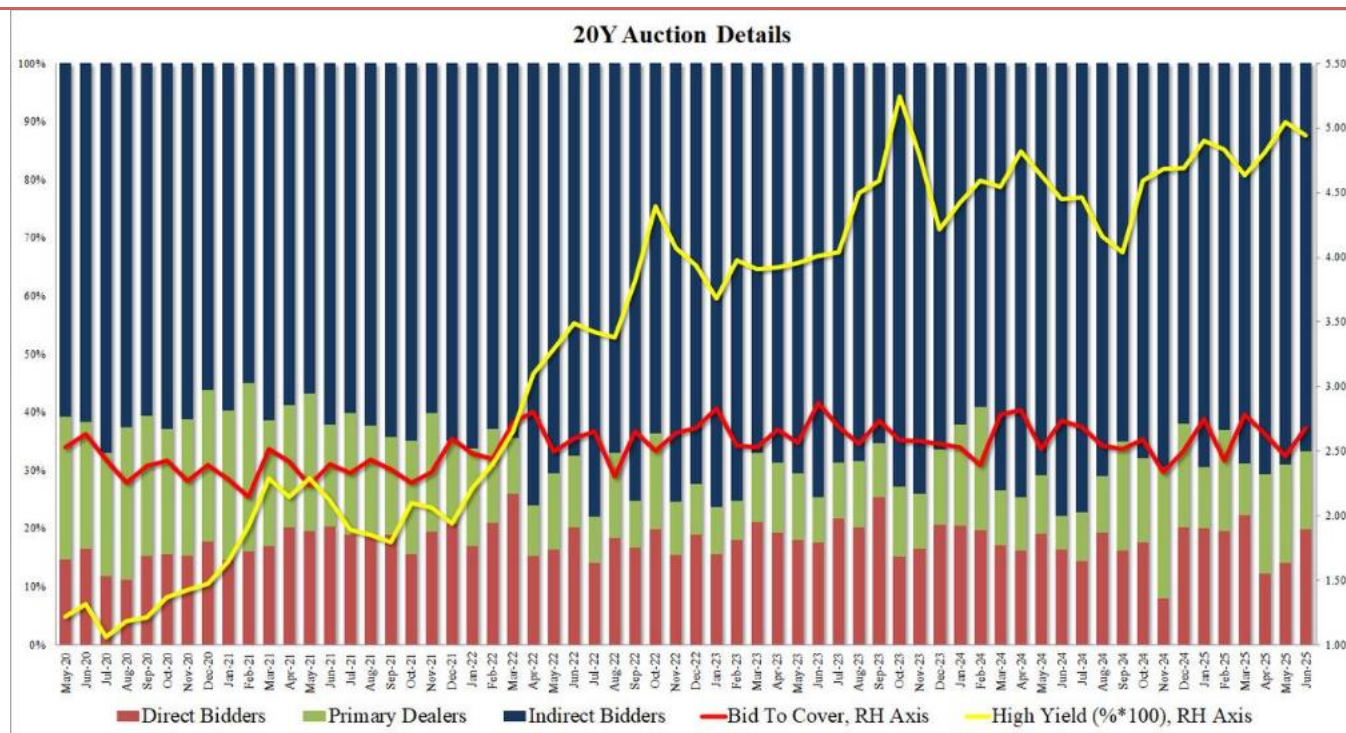
6月25日(周三),美联储以5:2的投票结果通过了SLR(补充杠杆率)改革提案,主要针对全球系统重要性银行(G-SIBs)的资本要求进行调整。

新规将原先对 G-SIBs 额外设定的 2% 固定资本缓冲改为其附加费 (surcharge) 的一半。由于美国 G-SIBs 的附加费范围在 1.0% 至 2.5% 之间, 调整后的额外资本要求降至 0.5%~1.25%, 这意味着其有效 SLR (eSLR) 要求从原先的 5% 下调至 3.5%~4.25%。同时, 针对 G-SIBs 旗下存款机构子公司的 eSLR 要求, 也从原本的 6% 降低至与母公司相同的 3.5%~4.25% 区间, 以保持资本监管的一致性。此外, 美联储还就一项潜在调整公开征求意见, 探讨是否在最终规则中将持有的交易账户美债资产从 SLR 分母计算中剔除, 以进一步优化银行的资本管理效率。此次改革旨在平衡金融稳定性与银行运营灵活性, 同时为市场提供更清晰的监管预期。

但另一方面, 对于 SLR 的调整无疑可以使得大型银行能够更多地加大对美债的配置 (近期一级交易所 (primary dealers) 参与美债竞拍的比例明显偏低), 按照美联储预计, 新规将使 G-SIBs 母公司资本要求减少 130 亿美元, 子公司降低 2130 亿美元, 同时在不增资前提下, 释放 1.1 万亿美元投资美债及 2.1 万亿美元交易美债的持有空间。

可以发现, 目前美国方面无论是通过稳定币法案抑或是对于 SLR 规定的调整都很明显旨在增加美债流动性, 而在当地时间 7 月 3 日, 大而美法案也获得众议院的通过, 或将增加美债上限 3.4 万亿美元。在目前 X-day 临近之际, 若能够积极调动各方参与美债的竞拍以及促进美债的交易, 那么从对抗流动性风险的角度而言, 的确会起到一定积极作用。但同时, 持续扩张的美国财政以及美债规模若不能被逐步化解, 那么后续积聚的隐患或将更大。

图 13: 不同投级别经纪商参与国债竞拍比率 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

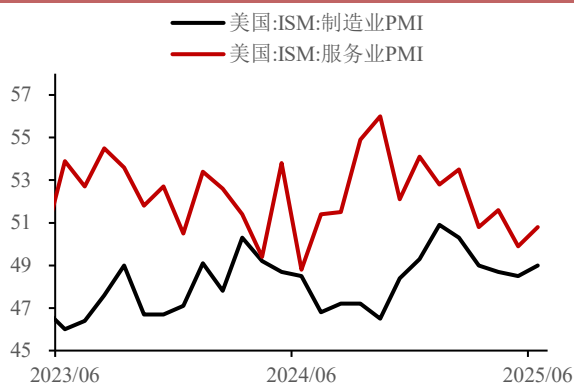
二、美元长周期或仍难维持偏强格局

2.1 美联储未来降息概率仍较大

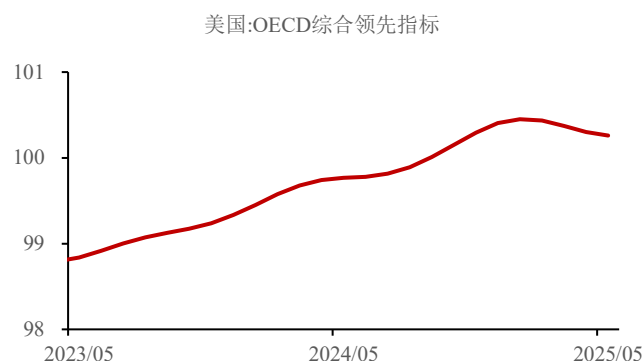
虽然当下美联储主席鲍威尔对于降息的态度相对谨慎，但总统特朗普持续向其施压并敦促美联储尽快降息。此外，在经济数据方面，美国制造业 PMI 数据已经连续 4 个月位于 50 之下，新增订单表现也持续较差。同时经济领先指标方面 2025 年初伊始便已经开始呈现拐头向下的迹象，就业市场表现亦平平。因此目前从利率互换隐含的利率水平来看，美联储年内至少还应该有一次降息的动作。就长期而论，在目前特朗普相对激进的财政政策改革来看，也需要在适当时刻施以宽松的货币政策帮助过度，因此未来预计美联储无论是从稳定经济抑或是特朗普以及贝森特的财政改革需要，似乎都需要持续降息，而倘若美联储主席鲍威尔被更换，那么降息的进程或许会推进得更为顺利。

图 14: 美国 PMI 数据 | 单位:

图 15: 美国经济领先指标 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 非农就业人数 | 单位: 千人

图 17: 美国隐含利率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院



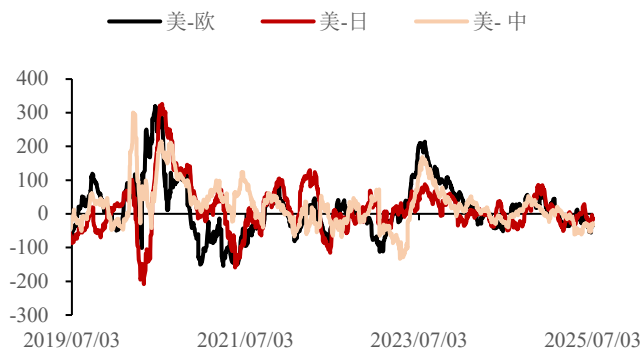
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2.2 非美地区经济展望逐步向好也对美元走势构成压力

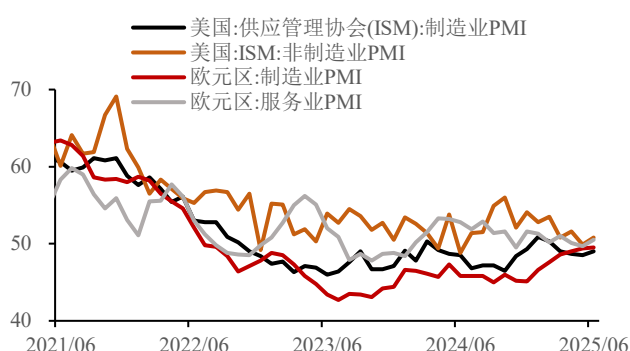
此外, 非美地区(如欧元区)的经济表现相较于美国则逐渐呈现偏强态势, 2025 年以来欧元区 PMI 数据逐步接近甚至超过美国, 同时从反应经济状况的花旗意外指数来看, 美国相较于非美地区也呈现出偏弱的格局, 因此这也会使得美元的走势难以呈现持续偏强的状态。

图 18: 花旗意外指数美国与非美地区差 | 单位: 点

图 19: 欧美 PMI 指数比较 | 单位: 点



数据来源：Wind 华泰期货研究院



数据来源：Wind 华泰期货研究院

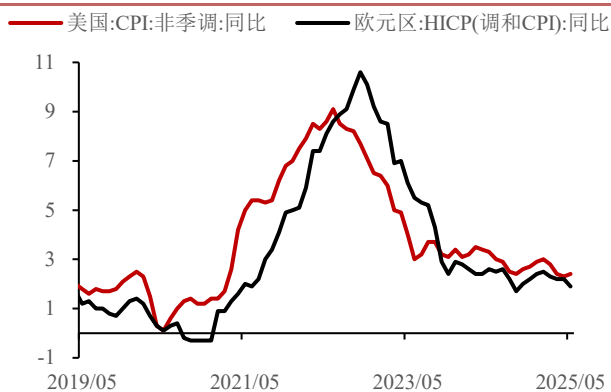
三、所谓避险只是通胀预期及对美元信用担心的表象

3.1 以伊冲突加剧之际为何金价表现“淡定”？

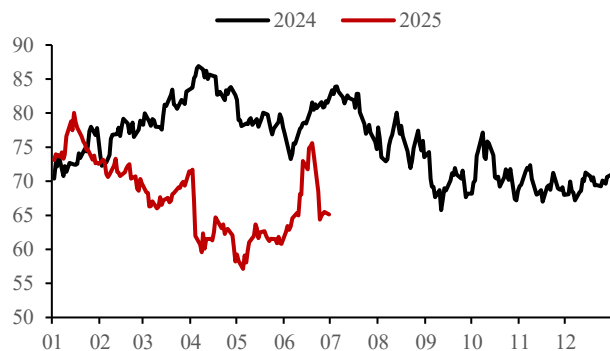
黄金作为核心避险资产，其价格走势无疑会映射出地缘政治与宏观经济变动。对比 2022 年俄乌冲突与 2025 年以伊危机期间的金价表现，发现存在较大的不同。俄乌战争初期，金价两周内暴涨约 9%，创历史峰值。除去所谓的战争引发的避险需求外，在战争前后欧美通胀走高（美国 CPI 达 8.5%，欧元区超 7%），使得实际利率深度负值，即便 2022 年 3 月美联储启动加息周期，但由于实际利率在通胀水平持续走高的情况下仍然向下，即加息速度赶不上通胀上行速度，因此黄金价格还是出现了较为明显的走强。相较而言，2025 年以伊冲突期间，原油价格仅仅只是在冲突伊始出现了较为明显的拉涨，但此后变随着冲突的暂息而马上出现回落，并且即便原油价格的涨势得以维持，但此后的 1 至 2 个月内将会迎来原油价格相对高基期的时间段，故此对于通胀的影响或许相对有限，而就实际利率变动预期的角度而言，未能出现相对统一的预期，故黄金价格整体表现稳定。而未来，虽然美联储诸多官员表达了对于特朗普关税政策而可能导致的通胀上行的担忧，但从目前数据以及相对疲弱的当下消费来看，通胀水平短小时内出现大幅上涨的可能性相对有限。

图 20：欧美通胀水平 | 单位：%

图 21：WTI 价格季节性图：美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院



数据来源: Wind 华泰期货研究院

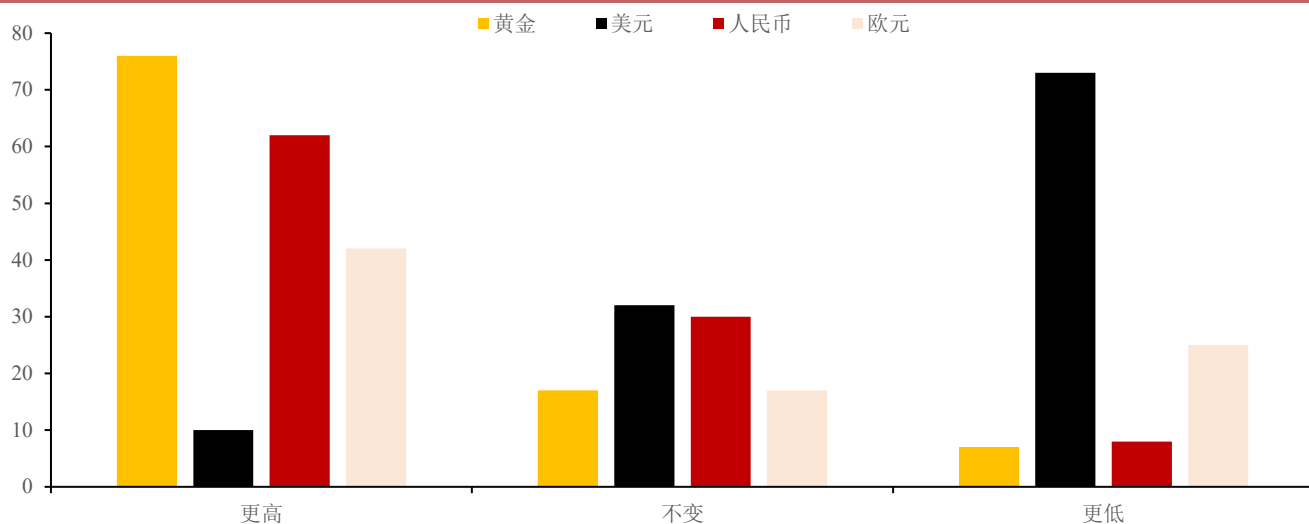
3.2 全球央行配置黄金热情不减 但美元资产短小时内难被替代

2025 年 6 月间,世界黄金协会所公布的问卷调查结果显示,76%的受访央行认为未来 5 年黄金储备仍会持续上升,同时也有 73%的受访央行认为美元资产配置比例在未来 5 年内将会。

若简单参考各国公债总额,可以发现美债数量目前仍然明显大于欧元区、英国以及日本公债的总额,而就可流通的债券而言,美债更是占有绝对优势,故各国央行未来满足其资产配置的需要,在很大程度上也只能选择美债进行配置。但由于近年来美债持续快速扩张,并且目前马上又将面临债务上限问题。虽然当下参众两院对于具体提高多少上限存在分歧,但短小时内美债规模预计仍将维持扩张态势。

因此就各国央行而言,相对稳健的做法便是在目前不得不配置美债的情况下,加大对黄金的配置力度。

图 22: 世界黄金协会问卷调查结果



数据来源：世界黄金协会 华泰期货研究院

四、贵金属基本面情况综述

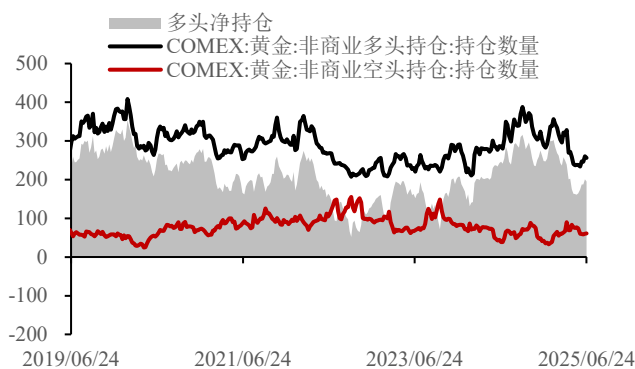
4.1 贵金属 CFTC 非商业多头净持仓上半年明显回落

2025年上半年,CFTC 黄金投机性多头净持仓下降52,275张(21.14%) 至 195,004 张, 白银投机性多头净持仓则是上涨 25,058 张 (66.14%) 至 62,947 张。目前黄金多头投机头寸并未显示出较为拥挤的情况, 虽然自 5 月中下旬以来, 黄金多头投机净持仓已从低位 (161,209 手) 开始回升, 但目前因多头获利了结而再度导致行情出现大幅下降的可能性相对较低。同时也可以发现, 全球黄金期货市场持仓量则是仍在持续创出新高。

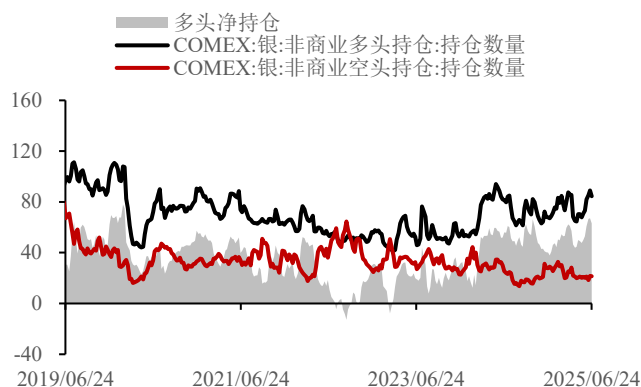
反观白银, 年初之时多头净持仓相较于黄金而言则是处于相对偏低的位置, 此后则是逐步震荡走高, 这也可以在一定程度上解释此前金银比价快速修复的原因。

图 23: CFTC 黄金非商业多头净持仓 | 单位: 千张

图 24: CFTC 白银非商业多头净持仓 | 单位: 千张

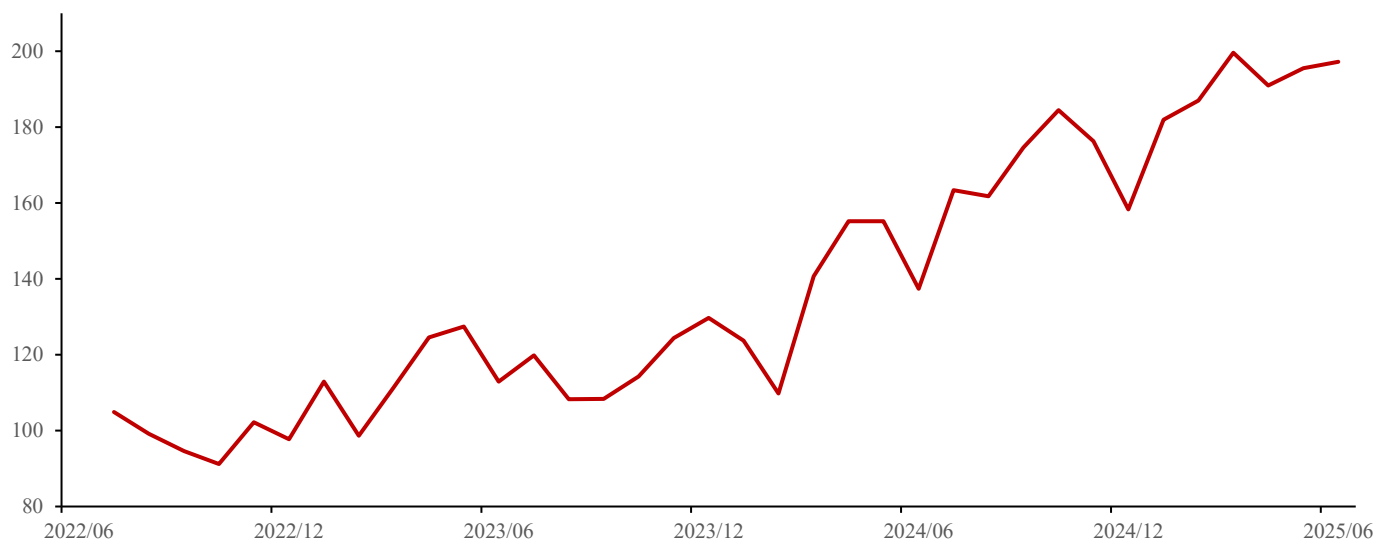


数据来源: Wind 华泰期货研究院



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 全球黄金期货市场总持仓量 | 单位: 十亿美元



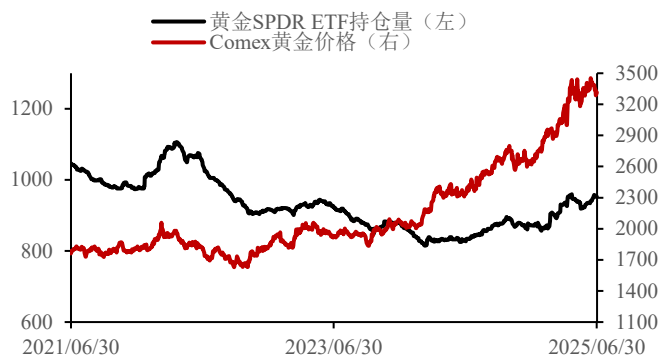
数据来源: 世界黄金协会 华泰期货研究院

4.2 贵金属 ETF 上半年持仓总体仍呈现走高

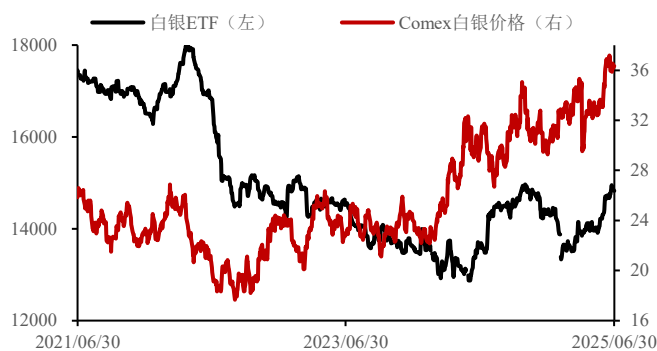
2025 年上半年, SPDR 黄金 ETF 持仓走高 80.01 吨至 952.53 吨, SLV 白银 ETF 持仓走高 450.64 吨至 14,826.61 吨。并且根据世界黄金协会公布数据显示, 截至 2025 年 5 月, 全球黄金 ETF 持仓增持量达到 322.4 吨, 创近 5 年来新高。不过就 5 月单月情况而言, 黄金 ETF 则是流出 19.1 吨, 这也是自 2024 年 11 月以来首次月度流出。这也与 5 月黄金价格陷入震荡格局的情况相呼应。

图 26: SPDR 黄金 ETF 持仓 | 单位: 吨、美元/盎司

图 27: SLV 白银 ETF 持仓 | 单位: 吨、美元/盎司

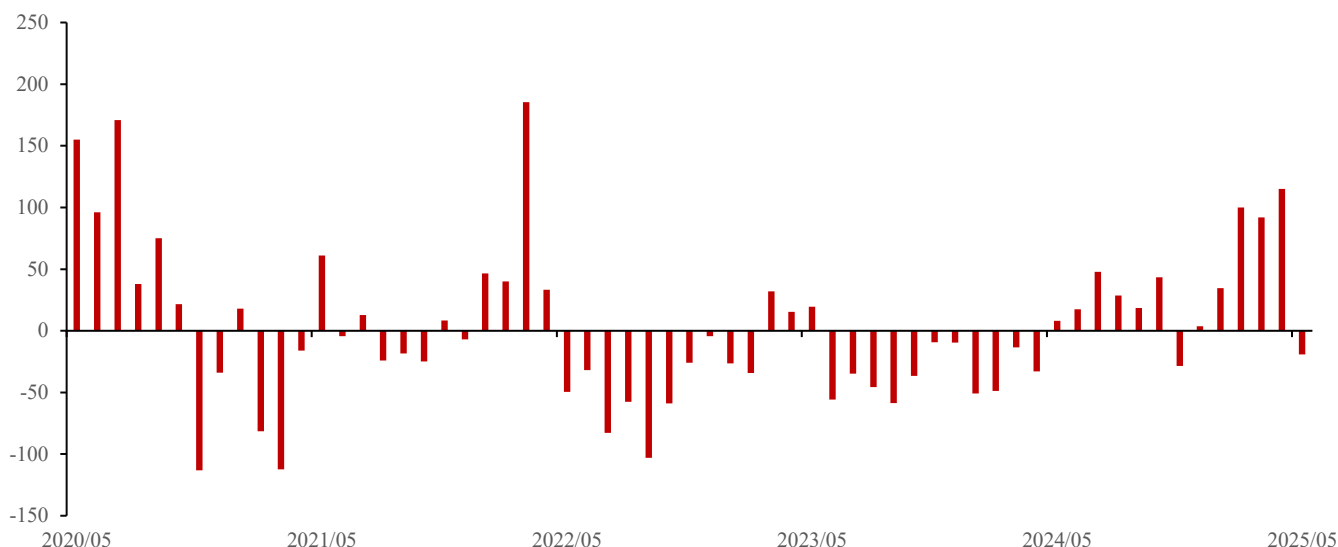


数据来源: Wind 华泰期货研究院



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 全球黄金 ETF 持仓增减 | 单位: 吨



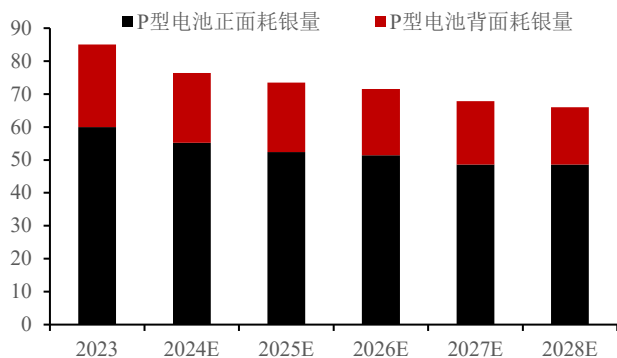
数据来源: 世界黄金协会 华泰期货研究院

五、光伏边际增速或放缓 但白银长期供应偏紧格局难改

就白银品种的供需前景而言,未来需求端边际变化最为显著的领域依然是光伏产业。当前,光伏电池的结构正处于由 P 型向 N 型转型的阶段。尽管各类型电池的单位用银量逐年呈现下降趋势,但鉴于 N 型电池的单位用银量明显高于 P 型,结合我司与 CRU 的预测,光伏产业对白银的需求量或将在 2025 至 2026 年间达到峰值,而在此之前,该产业对白银需求的增长态势预计仍将持续保持正增长。

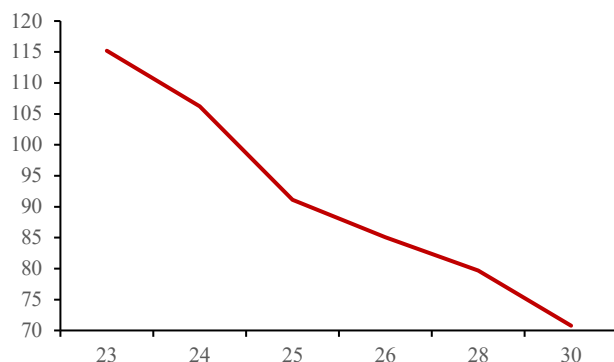
与此同时,白银矿产端的增量在未来几年内将相对有限,这或将导致白银的供需矛盾逐渐显现。因此,在未来大约三年的时间内,金银比价或将朝着 65 倍至 70 倍左右的中枢水平回落。

图 29：P 型电池用银量 | 单位：mg/片



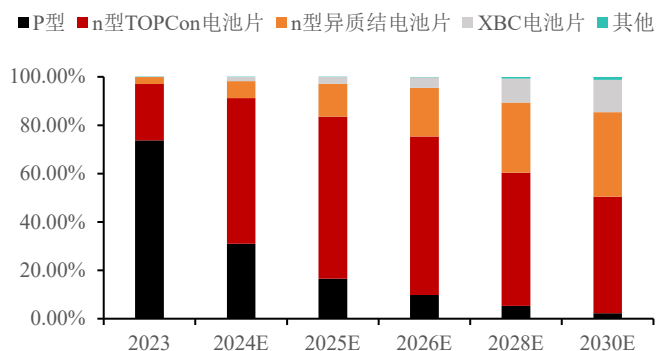
数据来源：中国光伏业协会 华泰期货研究院

图 30：N 型电池用银单耗 | 单位：mg/片



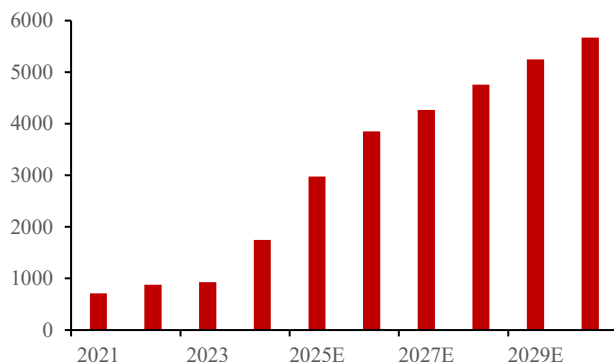
数据来源：中国光伏业协会 华泰期货研究院

图 31：各类电池渗透率变化



数据来源：中国光伏业协会 华泰期货研究院

图 32：全球光伏板块用银量 | 单位：吨



数据来源：中国光伏业协会 华泰期货研究院

表 2：全球白银平衡 | 单位：吨

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
矿产银	26,112	26,332	26,333	25,601	25,799	26,021
再生银	4,108	4,210	4,238	4,279	4,315	4,418
供应合计	30,219	30,542	30,572	29,879	30,114	30,439
需求	33,374	34,630	34,675	34,553	34,985	35,005
平衡	-3,155	-4,088	-4,085	-4,674	-4,871	-4,566

资料来源：CRU 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房