

国信期货贵金属半年报

金银

牛市待续 多重驱动共振延续

2025年6月29日

● 主要结论

2025年上半年，地缘风险和贸易摩擦升级为推升金银重心上移的两条主线。贵金属领涨整个大宗商品市场，内外盘金银齐齐创下历史新高。黄金价格经历先扬后抑走势，特朗普政策不确定性及高关税触发滞胀恐慌推动金价创历史新高，COMEX黄金3509.9美元/盎司，沪金836.30元/克，核心受三重驱动——关税放大避险属性、降息预期主导波动节奏、中东冲突叠加央行持续购金提供支撑；白银表现更为亮眼，COMEX白银突破37美元创十三年新高，沪银触及9075元/千克峰值，地缘风险、光伏装机激增及金银比修复形成三重引擎，叠加1.17亿盎司供应缺口预期，驱动白银从“黄金影子”升级为“工业刚性+金融弹性”双核资产。铂族金属表现更为亮眼，铂金一度冲高至1440.5美元/盎司，创10年来新高。

2025年下半年，贵金属市场或呈现“短期震荡、中长期向好”的格局。美联储年内仍有两次降息的空间，随着政策节奏逐渐明朗，贵金属或从“预期博弈”过渡至“实际兑现”阶段，价格中枢有望上移。地缘政治风险的延续性不容忽视，中东等区域局势的不确定性、全球范围内的政治博弈与贸易政策波动，将持续推升市场避险情绪，强化贵金属的避险属性。从品种分化来看，黄金作为核心避险资产，在美元信用弱化、全球经济不确定性背景下，叠加全球央行持续购金潮，其保值功能与底部支撑尤为凸显。白银则受益于金融属性与工业属性的双重驱动，光伏等新兴产业的扩张带来的刚性需求，叠加避险资金的流入，有望延续强势。铂族金属则在工业需求回暖与供应端约束的双重作用下，保持结构性机会。

操作上建议，下半年整体思路仍以多配贵金属为主，COMEX黄金价格大概率在3200—3600美元/盎司区间震荡上行，对应沪金位置约为750—850元/克区间附近震荡；COMEX白银或背靠34美元附近为支撑，上行目标或看向38—40美元/盎司附近区间，对应沪银位置约为8400元/千克附近，上行目标或看向9300元/千克左右。长期仍坚持逢低配置策略，同时注意仓位平衡，应对地缘与政策面的突发波动。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-305184

邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池

从业资格号：F03143995

电话：021-55007766-305186

邮箱：15957@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、期货市场行情回顾

2025年上半年，地缘风险和贸易摩擦升级为推升金银重心上移的两条主线。贵金属领涨整个大宗商品市场，内外盘金银齐齐创下历史新高。截至2025年6月27日，COMEX黄金收于3286.1美元/盎司，上半年最高点一度触及3509.9美元/盎司，相较于2024年末最高涨幅一度超过24.51%；沪金收于765.54元/克，上半年多次刷新历史新高，最高点上破836.30元/克，相较于2024年末最高涨幅超过23.95%；COMEX白银收于36.165美元/盎司，上半年最高点一度触及37.405美元/盎司、最高涨幅超过23.47%；沪银收于8718元/千克，上半年创下9075元/千克的绝对高位、最高涨幅约为16.71%。此外，铂族金属上半年表现尤为强劲，铂金一度冲高至1440.5美元/盎司，较2024年年末上涨48.5%，钯金同步飙升触及1193.5美元，涨幅达26%。

黄金市场而言，其价格主要经历了大幅上冲期和回调整理期。1月特朗普上任引发政策不确定性，叠加通胀数据推升降息预期，推升金价中枢；2-4月激进关税政策主导市场，美国“对等关税”最高加征145%触发滞胀恐慌，推动金价创历史新高，但谈判缓和信号致高位回落；5月进入多空制衡期，美联储鹰派立场与中东冲突升级等地缘危机形成对冲，穆迪下调美主权评级事件重燃避险需求；6月地缘冲突主导行情分化，以色列伊朗战事爆发短暂推高金价后快速回落，但上半年反复冲突透支避险溢价导致涨势难续。核心驱动逻辑聚焦三重维度：特朗普关税政策通过加剧全球贸易摩擦系统性放大黄金避险属性；美联储降息预期反复主导价格波动节奏；中东冲突等地缘风险与各国央行购金潮构成阶段性支撑，三大因素合力推动黄金价格中枢系统性抬升。

白银市场而言，受金融和工业属性双重推动，内外盘白银表现更加亮眼。纽约银价格突破37美元创十三年新高，沪银同步刷新历史峰值至9075元/千克。尽管4月受制造业疲软拖累导致金银比破百，但旋即开启强势修复通道。核心驱动力源自三重引擎共振，地缘政治风险激增激活避险需求；全球光伏装机突破600GW拉动的银浆耗量激增构筑刚性支撑；金银比从105历史高位修复引发的估值洼地补涨动能。供需紧平衡格局进一步强化涨势，矿产银增长乏力叠加回收增量不足导致1.17亿盎司缺口预期，而光伏旺季、半导体扩张与避险配置形成三维需求支撑，驱动白银完成从黄金影子资产向“刚性需求+情绪驱动”双核载体的价值重估。

铂金表现更为亮眼。铂金现货价格持续上行，6月19日盘中最高触及1350美元，年内涨幅一度高达49%，飙升至近10年高点，在全球大类资产中走势亮眼。铂金本轮大涨是短期题材炒作与长期价值重估共振结果，短期受地缘风险升温刺激，资金涌入贵金属板块触发金铂价差套利交易；中长期则因全球铂金连续三年供应短缺，地上库存骤降至216万盎司临界点，叠加氢能产业扩张推动战略资源属性重估。需求端呈现结构性转变，中国铂金条投资暴增140%首次超越北美，带动全球投资需求激增28%，有效抵消汽车/工业领域下滑。技术面验证看涨情绪，NYMEX铂金总持仓持续攀升，COMEX库存持续流出凸显供需矛盾激化，金铂比触及3.5倍历史高位进一步吸引资金涌入。后市供需缺口扩大与地缘溢价支撑下，铂金波动率恐持续攀升。

图：COMEX 黄金主力合约日 K 线走势



数据来源：iFinD 国信期货

图：COMEX 白银主力合约日 K 线走势



数据来源：iFinD 国信期货

二、宏观面分析

（一）关税博弈硝烟未散 贵金属或获避险支撑

2025 年上半年全球贸易紧张态势持续发酵，特朗普政府频繁挥舞关税大棒施压主要贸易伙伴。2025 年 6 月全球关税博弈呈现“明缓实紧”的特征。尽管美国财长贝森特于 6 月 28 日暗示可能将对等关税最后期限延至 9 月 1 日，特朗普也声称期限“可延长也可缩短”，但本月关税压力实质持续。6 月 4 日钢铝关税

正式提至 50% 后，欧盟、日本、韩国的反制预案相继启动；中美关税问题虽较前期大幅缓和，但双方仍存在指责对方违反日内瓦共识的情况；日本更是开展三轮部长级谈判但仍陷僵局。最终在 6 月 27 日晚间，贸易冲突突然迎来戏剧性一幕，加拿大宣布追溯征收数字服务税不到 24 小时，特朗普立即宣布终止所有美加贸易谈判，更威胁“七日内告知加方将支付的关税”，此举引发加元急跌、国债飙升等市场震荡。贸易摩擦的反复升级持续强化政策不确定性，虽然谈判延期释放短期缓和信号，但钢铝关税落地、数字税冲突爆发等事件正为贵金属构筑更坚实的底部支撑。

（二） 贵金属在中东冲突爆发冲高后遇阻

2025 年上半年，中东地区的地缘政治冲突成为全球市场关注的焦点。伊朗与以色列的敌对关系源于三重结构性矛盾：核心导火索是伊朗核计划突破临界点，2025 年国际原子能机构证实其铀浓缩丰度突破 60%，将以色列视为生存威胁；两国历史积怨持续发酵，自 1979 年伊朗伊斯兰革命后，伊朗通过支援哈马斯、真主党等代理人消耗以色列，以色列则以“斩首行动”清除伊朗核科学家；此外，国内政治催化剂作用，以色列总理内塔尼亚胡借军事行动转移司法改革危机。三方压力最终在 6 月 13 日引爆，以色列发动“”行动，200 架次战机精准摧毁纳坦兹铀浓缩厂等核心核设施，并暗杀 20 余名革命卫队将领及核专家；伊朗当晚启动“真实诺言-3”报复，150 枚弹道导弹覆盖特拉维夫等城市，造成 24 人死亡及能源设施损毁，双方进入直接军事对抗阶段。

冲突在 6 月 14—19 日呈现非对称消耗战特征：以色列凭借精确制导武器控制德黑兰领空，声称瘫痪伊朗 40% 防空系统；伊朗则采用“无人机海+高超音速突破”战术，以单价 5 千美元的无人机消耗以军 350 万美元/枚的拦截导弹，再用法塔赫-2 高超音速导弹实现 80% 突防率。技术博弈引发全球关注之际，美国于 6 月 23 日直接参战，B-2 隐形轰炸机二次摧毁福尔道地下核设施，特朗普宣称“终结伊朗核能力”。伊朗随即反击美军卡塔尔基地，战火险些蔓延至波斯湾全境，最终迫使双方在联合国紧急斡旋下达成停火——伊朗先停火 12 小时，以色列跟进休战，但互相指责对方违反协议为后续冲突埋下伏笔。

地缘冲突下的贵金属走势呈现出明显的分化特征。6 月 13 日以色列“狮子的力量”行动引发市场避险情绪，纽约金价应声冲高至 3470 美元/盎司附近的阶段性高点，但涨势未能持续，反映出投资者对中东局势的“审美疲劳”。今年以来反复上演的地缘危机已提前透支了避险溢价，使得黄金对突发事件的敏感度显著下降。6 月 23 日美国直接军事介入并促成停火后，金价虽有所回落，但 3300 美元/盎司的强力支撑表明，在重大地缘风险事件中，黄金仍保持着核心避险资产的地位。

白银市场呈现出与黄金截然不同的运行特征。尽管地缘政治风险持续发酵，COMEX 白银价格始终维持在 35—37 美元/盎司的区间内波动，仅在工业需求预期和短期投机情绪的共振下短暂上探 37.405 美元的年内高点。这一价格走势充分展现了白银作为双重属性商品的市场特性：其价格波动既受到工业应用领域需求变化的直接影响，又难以像黄金那样持续吸引避险资金的配置需求。特别是在当前全球经济增速放缓的宏观环境下，白银的工业属性对价格的压制效应明显盖过了其金融属性的支撑作用，最终导致白银价格呈现出区间震荡的运行特征。

（三） 货币政策：美联储鹰派转向 市场不确定性加剧

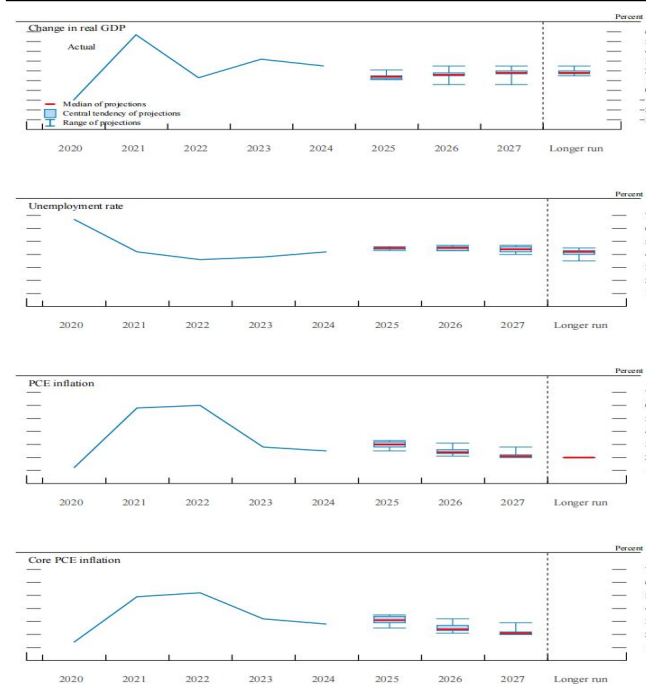
北京时间 6 月 19 日凌晨，美联储在议息会议上决定维持当前利率在 4.25%—4.50% 区间不变，是自去年 12 月以来连续第四次按兵不动，符合市场此前高达 99.9% 的预期。但政策声明中暗藏实质性鹰派转向，大幅上调 2025 年核心 PCE 通胀预测 0.3 个百分点至 3.1%，同时下调 GDP 增速 0.3 个百分点至 1.4%。这

种“通胀预期上修+经济增速下修”的罕见剪刀差组合，直指美联储对“关税触发通胀”的深度忧虑。鲍威尔在发布会上四次强调“当前政策处于有利位置”，实则为观望策略披上“数据依赖”的外衣，核心目的是等待关税成本向消费端的全面传导。

美联储内部分歧加剧。10名官员坚持年内降息两次，但9名鹰派要求缩减至单次甚至零降息。博弈焦点在于政策时间锚的错位：沃勒以“防范就业恶化”为由力推7月行动，其“降息—暂停—再评估”的阶梯式提案获特朗普政治呼应；而以巴尔金为首的鹰派阵营强调“失业率4.2%下无紧急降息必要”，戴利提出的“秋季降息”方案话语权较小。这种分裂预示着美联储独立性面临两大威胁，特朗普的公开施压，以及沃勒若接任鲍威尔可能引发的政策框架重置风险。

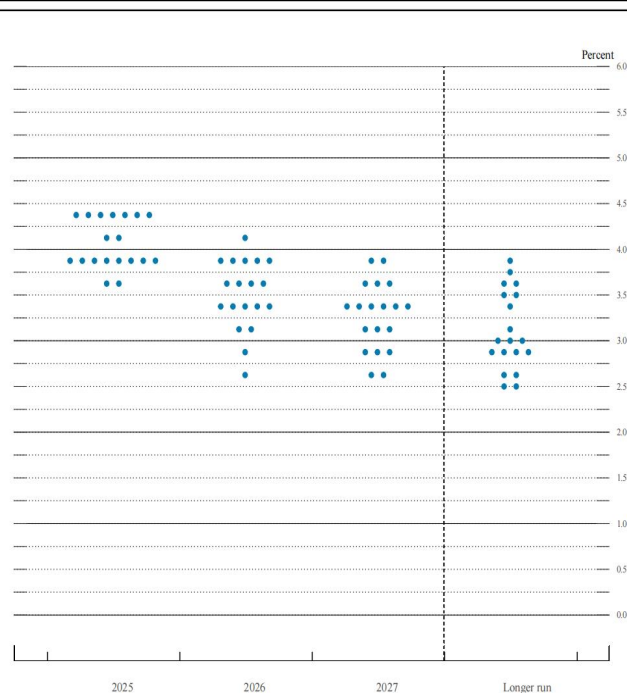
整体来看，本次会议政策信号延续性大于突破性，美联储大概率还会延续观望立场几个月，但首次降息时点仍锚定9—10月窗口期，降息通道仅是暂缓而非封闭。短期内货币政策对资产定价的影响力或减弱，市场需重点关注7月关税豁免期谈判及财政赤字相关法案的进展，全球市场波动可能因政策不确定性加剧。

图：美联储将“通胀预期上修+经济增速下修”



数据来源：FED CME 国信期货

图：美联储6月会议点阵图



数据来源：FED 国信期货

（四）“大而美法案”：财政炸弹的双刃剑效应

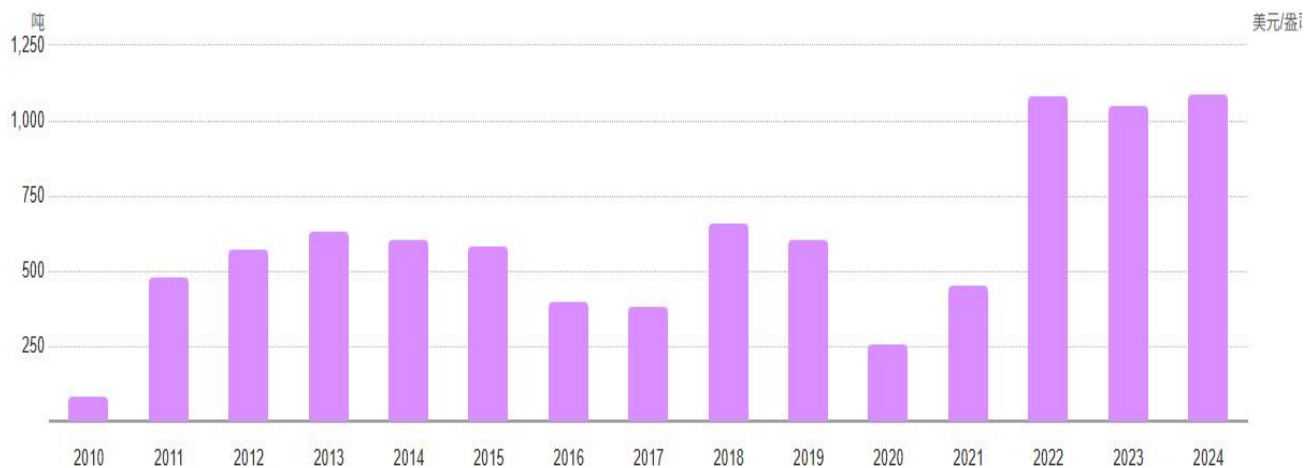
“大而美法案”的立法进程需高度关注。该法案作为特朗普力推的核心财政改革方案，包含永久性减税、社会福利削减及4万亿美元债务上限提升等条款，参议院于6月27日开启投票。其对黄金市场的影响呈现显著的双刃剑特征：短期看，减税红利可能刺激美股上涨，风险偏好回升或阶段性压制金价；但长期看，法案隐含的十年3.6万亿美元财政赤字，恐埋下债务货币化恶果，持续侵蚀美元信用根基，进而推升黄金作为终极抗通胀资产的配置价值。更具爆发性风险的是法案中的联邦扩权条款（如压制州政府移民自治权），可能激化宪政冲突引爆政治危机，为黄金注入突发性避险溢价。

(五) 央行购金潮 贵金属底部支撑强化

全球央行持续购金潮正为贵金属价格构筑坚实底部支撑。世界黄金协会（WGC）最新调查显示，95%的受访央行计划未来一年增持黄金储备，较去年81%大幅提升，76%预计五年内持续增持，其中新兴经济体央行意愿尤为强烈。购金行为已从短期战术配置转向长期战略布局，尽管回报率仍是首要动机，但风险管理考量占比跃升至44%，直接反映央行对地缘冲突升级、美元信用弱化及贸易政策风险的深度担忧。值得注意的是，央行购金规模质变形成新常态：过去三年年均增持超1000吨，且73%央行同步计划削减美元储备，此消彼长下黄金作为“终极避险资产”的定位进一步强化。

这一结构性趋势将持续压制贵金属下行空间：一方面，年均千吨级购金量从实物层面消化市场抛压；另一方面，尤其对于新兴市场，央行对黄金的战略重估从情绪层面削弱美元霸权逻辑，使黄金在政策紧缩周期中仍保持抗跌性。白银虽无直接购金支撑，但央行行动推升的整体贵金属估值中枢，叠加光伏装机旺季的工业需求，将共同巩固其价格底部。需警惕的风险在于央行购金节奏可能随美元流动性危机或金价急涨放缓，但中长期增储方向难以逆转。

图：全球央行购金已经连续3年超过1000吨



数据来源：世界黄金协会 国信期货

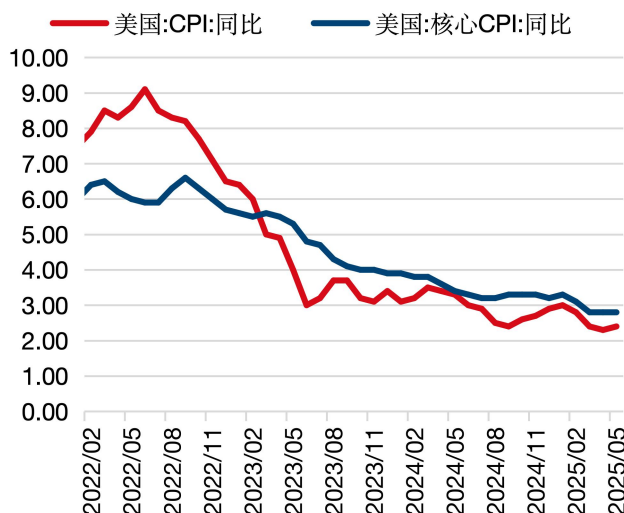
(六) 通胀：关税涨价仍未现，5月CPI数据全面低于市场预期

美国2025年5月CPI数据全线低于预期，强化了市场对美联储降息的押注。具体来看，5月CPI环比上涨0.1%，不及预期0.2%，同比上涨2.4%，符合预期；核心CPI环比0.1%，不及预期0.2%，同比2.8%低于预期2.9%，连续第四个月低于预期，核心同比维持在2021年3月以来最低水平。

从数据结构来看，能源价格下降主导整体CPI放缓，汽油价格下跌2.6%；汽车和服装价格下滑，拖累核心CPI不及预期；而受关税直接影响的玩具、大型家电价格分别创2023年以来，近五年来最大涨幅；食品杂货价格上涨0.3%，住房成本连续两月上涨0.3%，仍是主要上涨因素，医疗保健、机动车保险等也呈上涨态势。

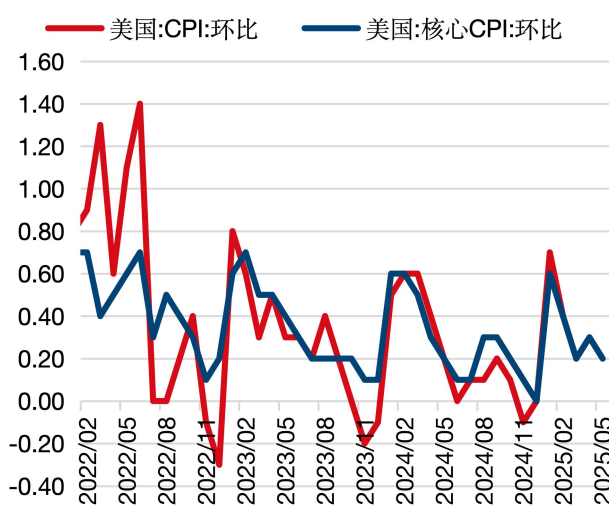
展望未来，当前通胀数据显示关税对整体物价的传导有限，或与关税暂时停止、企业吸收成本有关，但预计未来数月企业可能大幅提价，风险在于消费者支出或因负担加重而收缩。美联储经济数据公布后，观点仍为政策走向需关注更多的数据。当前通胀降温态势下，美联储面临平衡政策的挑战，而关税政策的后续变化仍是影响通胀的关键变量。

图：美国 CPI 同比不及预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 环比不及预期



数据来源：WIND，国信期货

(七) 经济增长：数据一定程度上支撑经济放缓

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 连续三个月萎缩。2025 年 5 月，美国制造业 PMI 指数降至 48.5，为去年 11 月以来的最低水平，不及市场预期的 49.2，显示制造业活动延续萎缩态势，且受关税政策影响，内部压力进一步显现。

具体分项数据显示，新订单指数录得 47.6，连续第四个月处于萎缩区间，凸显需求端持续疲软；进口指数暴跌 7.2 点至 39.9，创 2009 年以来新低，出口指数同步降至五年最低，反映关税政策反复调整对进出口的双向冲击，以及反制性关税对美国出口的压制。就业指数 46.8，仍在萎缩区间，表明制造商对招聘持谨慎态度；物价支付指数虽从 69.8 微降至 69.4，但仍处于高位，显示材料成本上涨压力未减。此外，供应商交付指数攀升至 2022 年 6 月以来最高，反映交货延迟问题加剧，订单积压量萎缩速度为 2022 年 9 月以来最慢，整体呈现供需两端受扰的复杂态势。

美国 5 月 ISM 服务业 PMI 近一年来首次萎缩。2025 年 5 月，美国 ISM 服务业 PMI 指数降至 49.9，大幅不及预期的 52，较 4 月前值 51.6 明显下滑，为近一年来首次落入荣枯线下方，显示服务业活动从扩张转为微弱萎缩，需求端承压与成本压力上升成为主要特征。

分项数据显示，新订单指标大幅下跌 5.9 点至 46.4，创 2024 年 6 月以来最大单月降幅，需求急剧收缩；商业活动指标下降 3.7 点至 50，为五年来最低，表明业务趋于停滞；支付价格指数跳升至 68.7，为 2022 年 11 月以来最高，成本压力显著加剧。订单积压指标降至 2023 年 8 月以来最低，库存情绪指数上升近 7 点至 62.9，显示企业对库存过剩的担忧升温；出口和进口指数均呈收缩，反映贸易政策不确定性的冲击；供应商交货时间指数上升，意味着交货周期延长；就业指数虽上升 1.7 点至 50.7，但扩张力度有限。

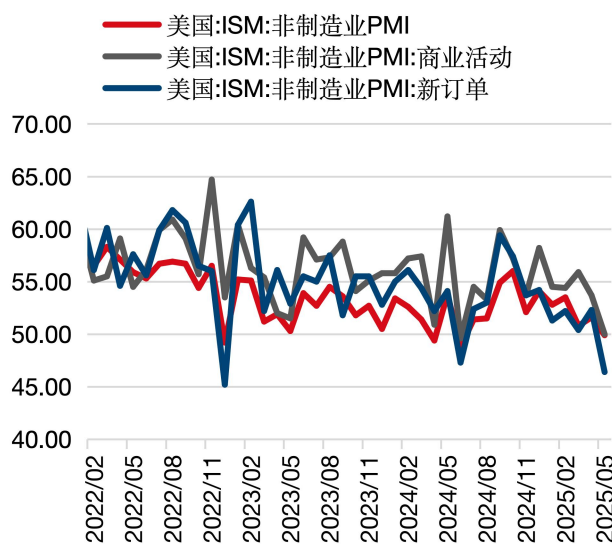
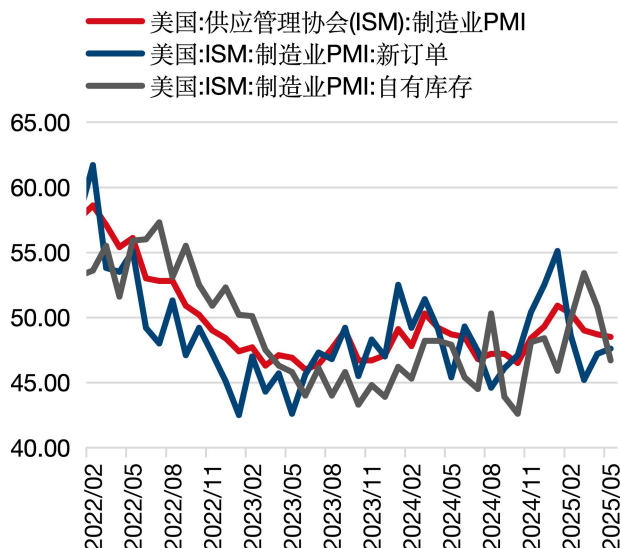
分行业来看，零售、建筑、运输与仓储等 8 个行业出现萎缩，住宿和食品服务业等 10 个行业保持增长，整体呈现分化态势。数据凸显关税政策对服务业需求抑制与通胀推升的双重影响，企业因政策不确定性普遍推迟订单，市场反应上，黄金等避险资产在数据公布后受提振走高。

美国第一季度 GDP 实际大幅低于预期。美国最新公布 2025 年一季度实际 GDP 关键数据修正，其年化

季率终值从-0.2%大幅下修至-0.5%，三年来美国季度GDP首陷萎缩。数据印证了双重压力，新关税正实质性拖累经济增长，消费者支出同比仅增0.5%创疫情以来最弱表现，反映高物价对消费能力的侵蚀已扩散至核心领域。此外，经济萎缩的背景下，一季度核心PCE增速仍被上修至3.5%，通胀高位运行的矛盾突出。美国经济数据的走弱，强化了市场对美联储今年至少两次降息的预期，市场预期9月降息概率为93.2%，贵金属抗通胀属性与宽松预期共振形成底部支撑。

图：美国5月制造业PMI连续第三个月萎缩

图：美国5月服务业PMI近一年来萎缩



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND，国信期货

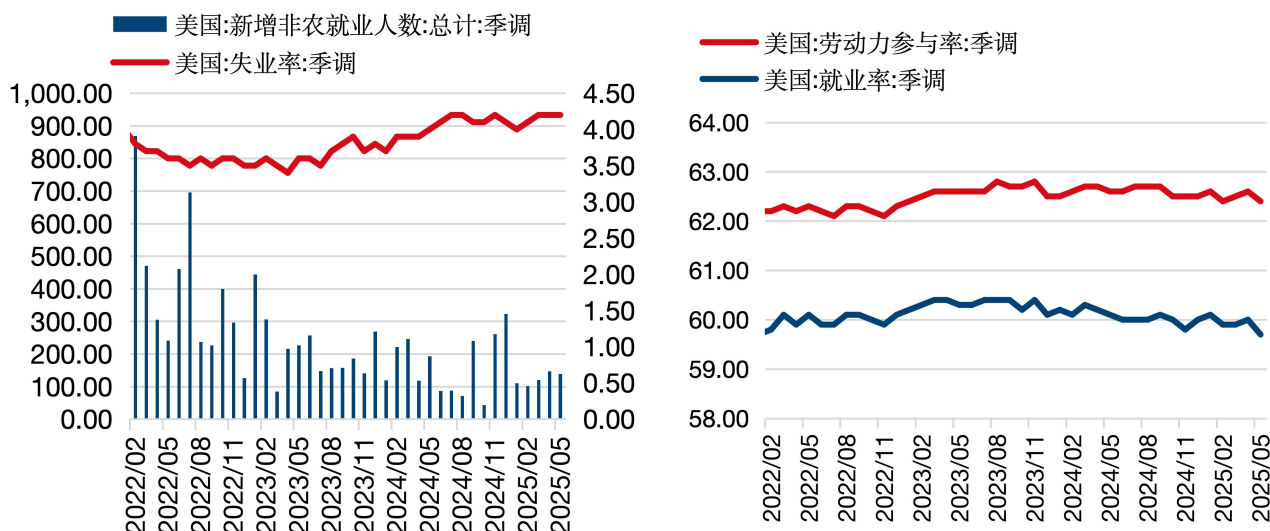
美国5月非农数据喜忧参半，新增就业略超预期但前值大幅下修，失业率维持稳定。2025年5月，美国非农就业新增13.9万人，略高于市场预期的12.6万人，显示劳动力市场仍有一定韧性；但4月从17.7万下修至14.7万，3月从18.5万下修至12万，抵消了新增就业的积极信号。失业率则稳定在4.2%，与预期及前值持平，但未经四舍五入的数据显示实际失业率已升至4.244%，为2021年10月以来最高。

具体来看，5月平均时薪表现超预期，环比增长0.4%，高于预期0.2%，同比增长3.9%，高于预期3.7%，私营非农部门员工平均时薪达36.24美元；但这一增长更多源于劳动力供给收缩，而非需求强劲。劳动参与率降至62.4%，为三个月低点，25-54岁核心劳动力参与率同步下降；家庭调查显示就业人数暴跌69.6万，全职岗位减少62.3万，兼职岗位仅增3.3万，反映企业通过缩减工时应对不确定性。

行业分布方面，医疗保健、休闲和酒店业、社会援助领域为就业增长主力；而制造业就业减少8000人，今年来最大降幅，联邦政府裁员2.2万，2020年以来最高，1月以来累计减5.9万，运输和仓储业增长微弱，其他行业就业变动不大。此外，本土出生工人与外国出生工人就业分别减少44.4万和22.4万，显示劳动力市场收缩具有普遍性。

总体来看，5月非农数据揭示劳动力市场“表面平稳、内在承压”的特征：新增就业略超预期但前值下修，工资增长强劲却反映供给收紧，失业率稳定实则暗藏上升压力，叠加制造业与政府部门裁员，凸显关税政策对就业的拖累及经济放缓的影响。对贵金属而言，数据整体强化了劳动力市场降温与经济疲软的信号，理论上支撑美联储降息预期，利好贵金属；但关税传导的不确定通胀轨迹持续扰动政策路径，迫使美联储维持数月“战略观望”，其决策层对劳动力市场留存的结构性支撑点的审慎研判，正持续强化利率决策的“数据依赖”特性，构建多空力量尖锐对峙局面。

图：美国 5 月非农就业超预期



数据来源：WIND，国信期货

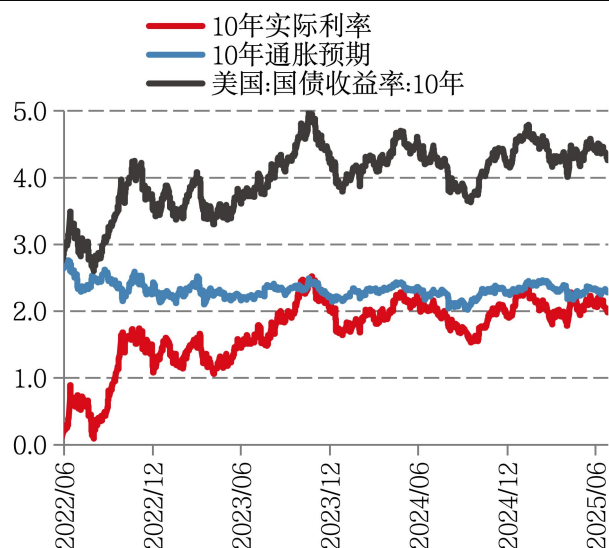
数据来源：WIND，国信期货

(八) 实际利率先增后减，美元指数重心下移

黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025 年上半年，美国国债长期平均实际利率和通胀预期先增后减，截至 6 月 27 日 10 年实际利率录得 1.98%，10 年通胀预期为 2.28%。

美元指数方面，2025 年上半年美元指数整体重心下移，利好贵金属，截至 6 月 27 日录得 97.2985。

图：美国实际利率和通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美元指数重心下移



数据来源：WIND，国信期货

三、 贵金属商品供需面分析

(一) 2025 年首季黄金市场：量价齐升下的结构性变局与避险金融化浪潮

根据世界黄金协会数据，2025 年一季度全球黄金市场呈现供需双增、价格飙升的格局。供应总量达 1,206 吨，同比增长 1%，其中金矿产量以 856 吨创下一季度历史新高，而回收量因消费者持金观望同比下降 1%至 345.3 吨。需求侧总需求 1,310 吨中，投资需求成为核心驱动力：全球黄金 ETF 强势反弹，推动投资需求同比激增 170%至 552 吨，创三年新高；金条金币需求维持 325 吨高位，中国零售投资规模更创历史次高。央行延续稳健购金策略，净购入 244 吨符合近三年常态。

在金价持续攀升背景下，市场呈现明显结构性变化。LBMA 金价一季度均价达 2,860 美元/盎司，同比飙升 38%，刺激需求总金额同比激增 40%至近历史峰值的 1,110 亿美元。高价环境导致金饰实物需求跌至疫情后最低，约 380.3 吨，但消费金额逆势增长 9%至 350 亿美元。科技用金稳定在 80 吨左右，2025 年第一季度科技用金约 80.5 吨，AI 应用持续推动电子行业需求，但关税政策带来不确定性。

值得关注的是，市场投资重心发生转移。尽管机构投资者兴趣浓厚，但场外投资与库存缩减，显示资金正从场外市场向黄金 ETF 集中。地缘政治风险、美元走弱及股市波动共同构筑了黄金的强势支撑，而供应端矿产量创新高与回收量收缩的背离，则反映出市场参与者对金价走势的复杂预期。整体而言，本轮黄金牛市既体现避险资产属性，也凸显金融资产配置的结构性转变。

图：全球黄金供需平衡（2025—2025 年一季度）

	2024年 一季度	2024年 二季度	2024年 三季度	2024年 四季度	2025年 一季度	季度 环比变化 %	季度 同比变化 %
黄金供应量							
金矿产量	853.4	901.0	961.5	957.1	855.7	-11	0
生产商净套保量	-8.8	-19.8	-6.8	-19.3	5.0	-	-
回收金	349.6	334.8	326.3	358.7	345.3	-4	-1
总供应量	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0	-7	1
黄金需求量							
金饰制造	538.5	411.0	542.3	520.4	434.0	-17	-19
金饰消费	480.1	391.8	459.0	547.5	380.3	-31	-21
金饰库存	58.4	19.1	83.3	-27.1	53.6	-	-8
科技用金	80.2	80.2	82.9	82.9	80.5	-3	0
电子用金	66.0	66.8	69.1	68.8	67.0	-3	2
其他工业用金	11.9	11.1	11.6	11.9	11.3	-5	-5
牙科用金	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	-2	-6
投资需求	204.4	267.5	365.2	344.7	551.9	60	170
金条与金币总需求	317.3	274.6	270.5	326.0	325.4	0	3
金条	226.8	199.7	198.7	236.6	257.6	9	14
官方金币	66.0	49.6	32.1	53.5	45.2	-16	-32
奖章 / 仿制金币	24.6	25.4	39.8	35.8	22.6	-37	-8
黄金 ETF 及类似产品	-113.0	-7.1	94.7	18.7	226.5	1,114	-
各经济体央行和其他机构	309.9	211.5	199.5	365.1	243.7	-33	-21
黄金需求	1,133.0	970.2	1,189.8	1,313.0	1,310.0	0	16
场外交易和其他需求	61.2	245.9	91.1	-16.5	-104.0	-	-
总需求	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0	-7	1
伦敦金 (LBMA) 价格 (美元 / 盎司)	2,069.8	2,338.2	2,474.3	2,663.4	2,859.6	7	38

数据来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会 国信期货

(二) 白银：2025 年白银市场延续供需紧平衡

2025 年白银市场延续供需紧平衡格局，光伏与电子工业需求增长为核心驱动力，叠加低库存现状，价格向上弹性显著。根据中国光伏行业协会数据，2025 年我国光伏电池片产量达 654GW，同比增长 10.6%，其中 N 型电池技术（如 TOPCon、HJT、XBC）加速渗透，HJT 电池银浆单位消耗量（mg/片）约为普通 P 型电池的 2 倍。尽管银包铜电极技术逐步成为 HJT 电池金属化主流方案，但 N 型电池转换效率提升及薄片化进程放缓，推动每瓦银浆用量维持高位。随着 N 型硅片市占率超 70%、组件高效化趋势深化，光伏用银需求结构性增长逻辑稳固。

2025 年 5 月，国际能源署（IEA PVPS）发布的《2025 年全球光伏市场纵览》报告显示，2025 年全球光伏新增装机量突破 600GW，累计装机容量达 2.2TW，中国、欧洲、美洲三大市场贡献主要增量。2025 年光伏装机量预计保持稳定增长，而白银作为光伏银浆的核心原材料，其年需求量随装机规模扩大持续攀升。在光伏装机量持续增长或保持稳定的情况下，对银浆的需求也会持续稳定或有所增加，进而带动白银的工业需求，为白银价格提供支撑。

综合供需情况来看，根据世界白银协会数据，2025 年全球白银供需呈现“供给微增、需求分化”格局：矿山产量小幅增长 0.9%至 8.197 亿盎司，主因墨西哥主力矿复产及澳大利亚铅锌矿增产，但智利减产形成拖累；回收量创 12 年新高至 1.939 亿盎司，工业废料处理及西方银器抛售成核心增量。2025 年全球白银缺口将收窄至 1.176 亿盎司，降幅达 21%，这一变化源于需求下降 1%与总供应量增加 2%的综合作用。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
Supply												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
Total Supply	1,057.4	1,025.1	1,014.3	1,016.2	974.0	1,023.1	1,034.6	997.8	1,015.1	1,030.6	2%	2%
Demand												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
Total Demand	993.3	972.9	1,000.8	1,006.4	929.0	1,102.4	1,284.2	1,198.5	1,164.1	1,148.3	-3%	-1%
Market Balance	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
Net Investment in ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
Market Balance less ETPs	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163.0	-210.5	-187.6	29%	-11%
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	na
Source: Metals Focus												

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

四、 持仓、库存和季节性分析

(一) ETF 持仓：全球 5 月黄金 ETF 流动势能放缓

据世界黄金协会，2025 年 5 月全球黄金 ETF 需求转负，流出约 18 亿美元，终止连续五个月净流入态势，为自 2025 年 11 月以来首次月度净流出。受此影响，全球黄金 ETF 资产管理总规模环比下降 1% 至 3740 亿美元，总持仓减少 19 吨至 3541 吨。不过，年初至今全球黄金 ETF 仍保持约 300 亿美元净流入，总持仓累计增长 322 吨。

分地区来看，北美地区受冲击最为严重，5 月流出约 15 亿美元，为今年 1 月以来首次净流出，主因中美贸易紧张局势暂缓提振风险偏好、股市反弹削弱避险需求，叠加美联储维持利率不变且市场预期 2025 年底前加息，美债收益率攀升增加持有黄金机会成本。欧洲地区则实现温和流入约 2.25 亿美元，其中法国市场基金连续三个月稳定流入，抵消德国与英国市场基金的持续流出，法国需求走高或与经济增长乏力、消费者信心疲软、特朗普政府关税威胁反复及财政风险加剧等因素有关。

亚洲地区 5 月流出约 4.89 亿美元，为 2025 年 11 月以来首次月度净流出，中国市场基金流出量居首，因中美贸易缓和及股市反弹显著减弱避险需求，且人民币金价疲软加剧流出；值得注意的是，日本市场黄金 ETF 虽仅小幅流入，但已是连续八个月保持正向需求。“其他地区”基金小幅流出约 2700 万美元，终止此前连续五个月的流入态势，流出主要源自澳大利亚和南非市场。

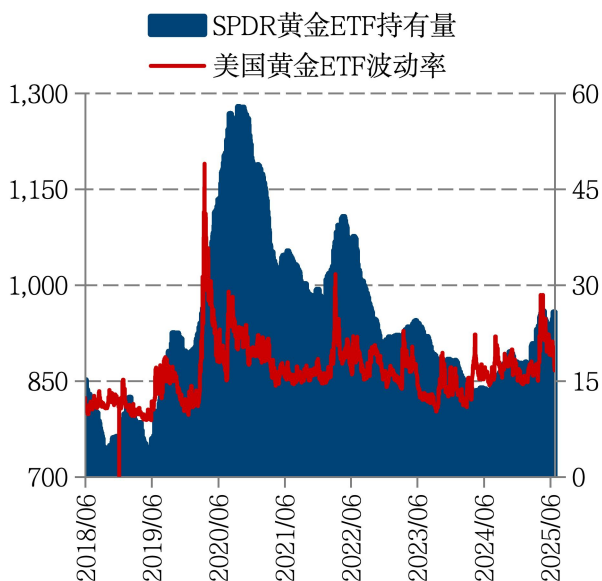
图：全球 5 月黄金 ETF 流动势能放缓

区域	资产管理规模 (十亿美元)	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	需求 (吨)	需求 (占总持仓比例)
▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼	▲ ▼
北美	191.0	-1,540.0	1,812.9	-15.6 ▼	-0.9%
欧洲	141.6	224.6	1,343.3	1.6 ▲	0.1%
亚洲	33.9	-489.4	315.3	-4.8 ▼	-1.5%
其它	7.4	-27.1	69.7	-0.4 ▼	-0.5%
总计	373.9	-1,831.8	3,541.3	-19.1	-0.5%
全球总流入/正需求		6,578.9		73.9 ▲	2.1%
全球总流出/负需求		-8,410.7		-93.0 ▼	-2.6%

数据来源：WGC 国信期货

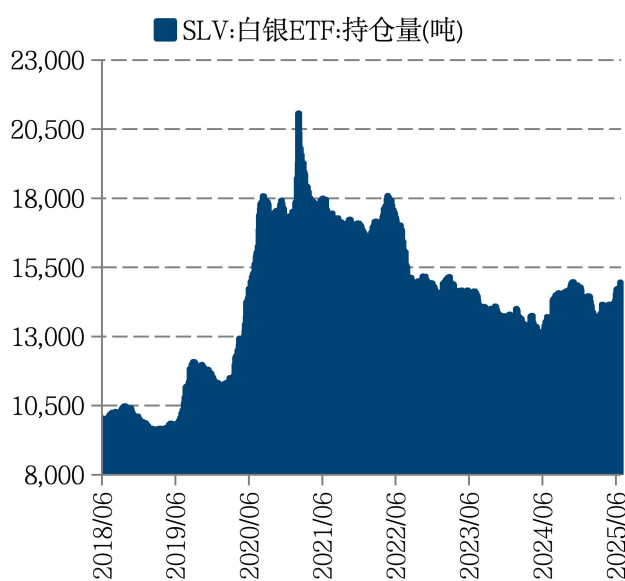
根据 WIND 统计的数据，截至 2025 年 6 月 26 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 953.39 吨，较 2025 年年末增加约 177 吨。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 14866.18 吨，较 2025 年年末增加约 490.21 吨。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）

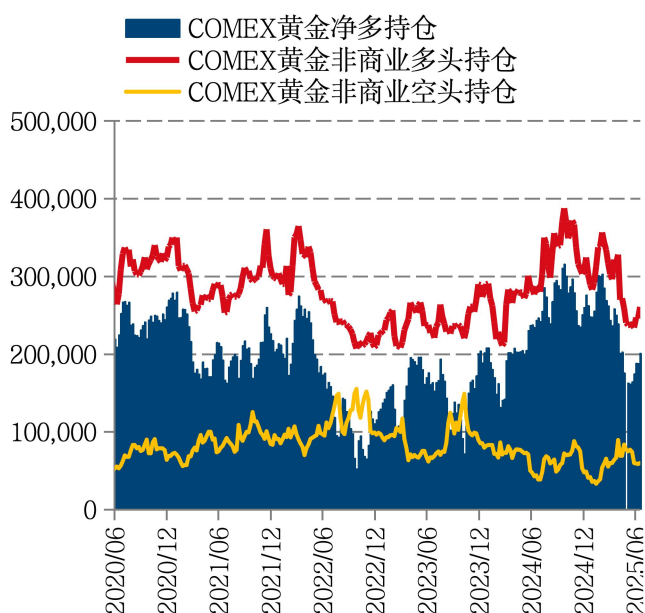


数据来源：WIND 国信期货

（二）CFTC 持仓：上半年黄金看多情绪有所回落，白银看多情绪回升

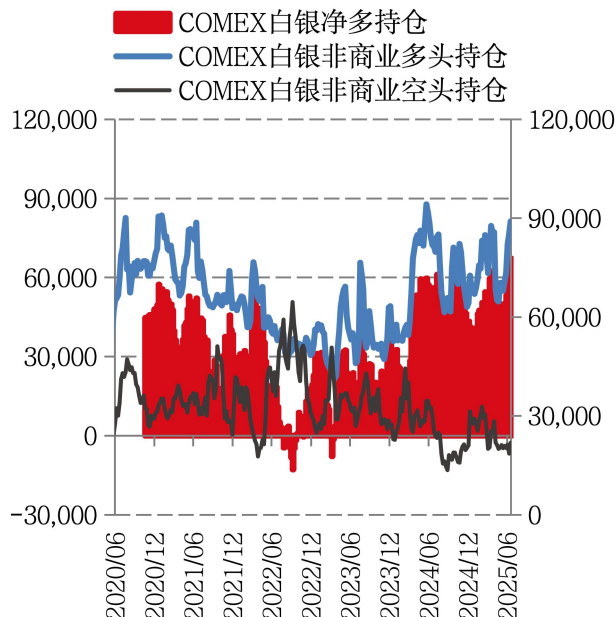
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截至2025年6月17日当周，CFTC的期货黄金非商业性净多持仓为260586张，较2025年年末减少46631张，市场对黄金的看多意愿在第一季度大幅增长后有所回落；CFTC的期货白银非商业性净多持仓为88994张，较2025年年末增加29285张，市场白银看多意愿回升。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）

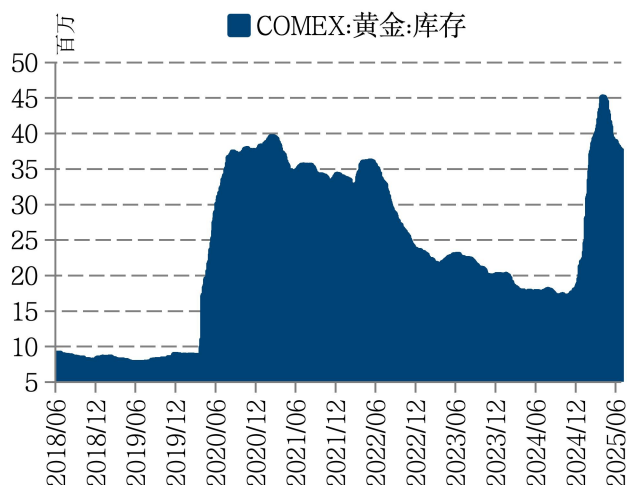


数据来源：WIND 国信期货

(三) 库存分析：内外盘库存变化不一

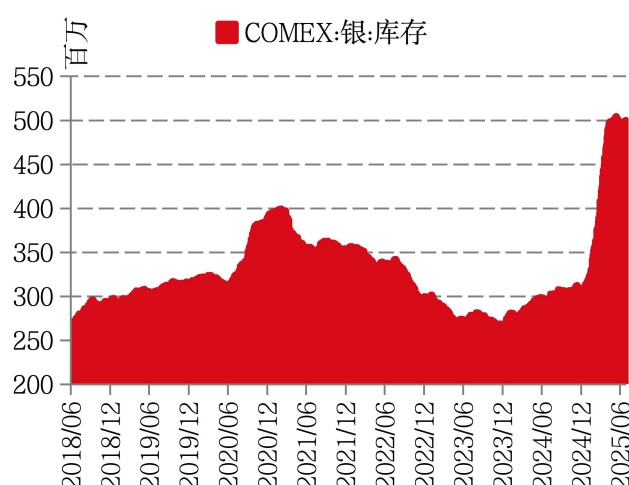
截至 2025 年 6 月 27 日，COMEX 黄金库存约为 37048334 盎司，较 2024 年年末减少约 706 万盎司，黄金库存下降。COMEX 白银库存约为 500020582 盎司，较 2024 年末增加约 1811 万盎司，白银库存增加。上期所黄金库存为 18237 千克，较 2024 年年末增加 3090 千克，黄金库存上升。上期所白银库存为 1270830 千克，较 2024 年年末下降 138358 千克，白银库存下降。

图：2025 年上半年，COMEX 黄金库存下降



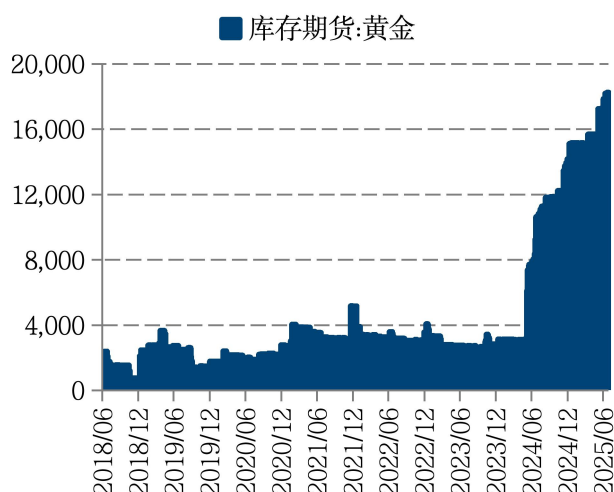
数据来源：WIND 国信期货

图：2025 年上半年，COMEX 白银库存增加



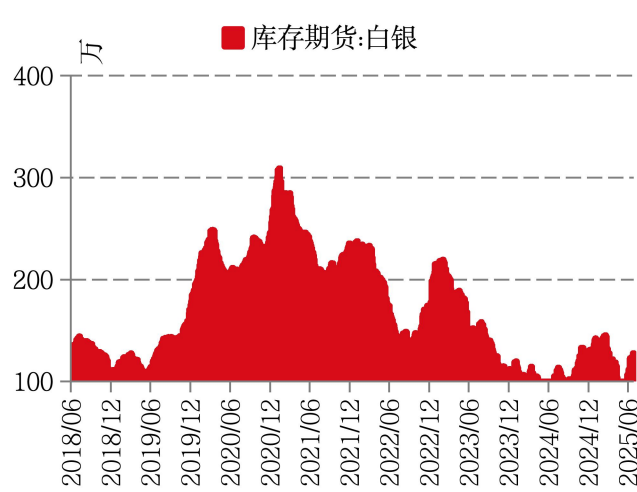
数据来源：WIND 国信期货

图：2025 年上半年，SHFE 黄金库存增加



数据来源：WIND 国信期货

图：2025 年上半年，SHFE 白银库存下降



数据来源：WIND 国信期货

五、后市展望及操作建议

2025年下半年，贵金属市场或呈现“短期震荡、中长期向好”的格局。美联储年内仍有两次降息的空间，随着政策节奏逐渐明朗，贵金属或从“预期博弈”过渡至“实际兑现”阶段，价格中枢有望上移。地缘政治风险的延续性不容忽视，中东等区域局势的不确定性、全球范围内的政治博弈与贸易政策波动，将持续推升市场避险情绪，强化贵金属的避险属性。从品种分化来看，黄金作为核心避险资产，在美元信用弱化、全球经济不确定性背景下，叠加全球央行持续购金潮，其保值功能与底部支撑尤为凸显。白银则受益于金融属性与工业属性的双重驱动，光伏等新兴产业的扩张带来的刚性需求，叠加避险资金的流入，有望延续强势。铂族金属则在工业需求回暖与供应端约束的双重作用下，保持结构性机会。

操作上建议，下半年整体思路仍以多配贵金属为主，COMEX黄金价格大概率在3200—3600美元/盎司区间震荡上行，对应沪金位置约为750—850元/克区间附近震荡；COMEX白银或背靠34美元附近为支撑，上行目标或看向38—40美元/盎司附近区间，对应沪银位置约为8400元/千克附近，上行目标或看向9300元/千克左右。长期仍坚持逢低配置策略，同时注意仓位平衡，应对地缘与政策面的突发波动。

重要免责声明

分析师:顾冯达 从业资格号: F0262502 投资咨询号: Z0002252

国信期货交易咨询业务资格: 证监许可【2012】116号

免责声明: 本资讯所载内容和观点仅反映分析师发出此资讯时的判断, 公司可随时发出其他与本资讯不一致或者不同结论的其他报告。资讯中数据来源请见原文研报, 本资讯内容和观点仅供交易者参考, 交易者应自行作出投资决策并独立承担投资风险。市场有风险, 投资需谨慎。