

## 贵金属组

电话：0571-85165192

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

## 6 月贵金属市场展望——

## 货币政策收紧预期下，金银价格承压

## 观点摘要：

## 贵金属：

5 月，COMEX 黄金收出阴线，开盘 4636.9 美元/盎司，收于 4569.9 美元/盎司，跌幅 1.43%，最高达 4783.4 美元/盎司，最低至 4395.6 美元/盎司；COMEX 白银收出阳线，开盘 74.315 美元/盎司，收盘 75.585 美元/盎司，涨幅 1.83%，最高达 90.105 美元/盎司，最低至 72 美元/盎司。月初，美伊地缘局势缓和，边谈边打，传出接近达成谅解备忘录，霍尔木兹海峡风险降温，油价大幅下挫，市场担忧情绪稍减，金银随之上涨；月中，通胀数据的公布，能源价格的坚挺导致通胀强势反弹，市场对美联储降息预期破灭，转向加息，美元指数强势上涨，30 年美债收益率一度飙升至 5% 以上，金银价格承压；随后，美联储 4 月 FOMC 会议纪要显示，美联储的立场发生关键性转变，多数与会者开始讨论加息的必要性，同时，美联储官员不断释放鹰派言论，货币政策收紧预期不断强化，金银价格持续偏弱运行；月末，美伊缓和信号频繁传出，油价大幅下跌，通胀担忧减弱，而核心 PCE 数据的环比不及预期，使得市场对美联储加息预期有所降温，金银价格获支撑。

中东局势的发展和美联储货币政策仍是近期影响贵金属价格的核心驱动。美伊边谈边打，双方在核心问题上存在本质性分歧，局势反复，油价波动导致通胀预期变化从而影响美联储货币政策预期的链条主导金银价格走势，目前来看，霍尔木兹海峡通航量维持低位，油价保持在高位水平，全球通胀水平上升，经济增速放缓，美联储加息预期增强，资金流向美元，推高美债收益率，利空金银；能源价格上涨的影响逐步外溢，通胀高涨预期升温，市场预期美联储今年有望加息一次，货币政策收紧预期下金银价格或持续承压；但同时，地缘风险和经济衰退担忧引发避险资金涌入黄金，若中东局势升级，避险属性重新占优，或许转向上涨趋势，建议持续关注地缘局势动态。市场聚焦美联储 6 月 FOMC 会议是沃什上任后首次利率决议会议，其在会上的表态或许透露更多货币政策倾向。

## 风险点：

1. 中东局势变化；
2. 美联储货币政策变化；
- 3 通胀预期。

## 一、行情回顾

5月，COMEX黄金收出阴线，开盘4636.9美元/盎司，收于4569.9美元/盎司，跌幅1.43%，最高达4783.4美元/盎司，最低至4395.6美元/盎司；COMEX白银收出阳线，开盘74.315美元/盎司，收盘75.585美元/盎司，涨幅1.83%，最高达90.105美元/盎司，最低至72美元/盎司。月初，美伊地缘局势缓和，边谈边打，传出接近达成谅解备忘录，霍尔木兹海峡风险降温，油价大幅下挫，市场担忧情绪稍减，金银随之上涨；月中，通胀数据的公布，能源价格的坚挺导致通胀强势反弹，市场对美联储降息预期破灭，转向加息，美元指数强势上涨，30年美债收益率一度飙升至5%以上，金银价格承压；随后，美联储4月FOMC会议纪要显示，美联储的立场发生关键性转变，多数与会者开始讨论加息的必要性，同时，美联储官员不断释放偏鹰派言论，货币政策收紧预期不断强化，金银价格持续偏弱运行；月末，美伊缓和信号频繁传出，油价大幅下跌，通胀担忧减弱，而核心PCE数据的环比不及预期，使得市场对美联储加息预期有所降温，金银价格获支撑。

图 1： 上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



数据来源：WIND 新世纪期货

图 3： 人民币汇率（中间价）



数据来源：WIND 新世纪期货

图 2： COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4： 伦敦现货黄金白银价格

单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5: 内外盘黄金白银比



数据来源: WIND 新世纪期货

## 二、影响因素分析

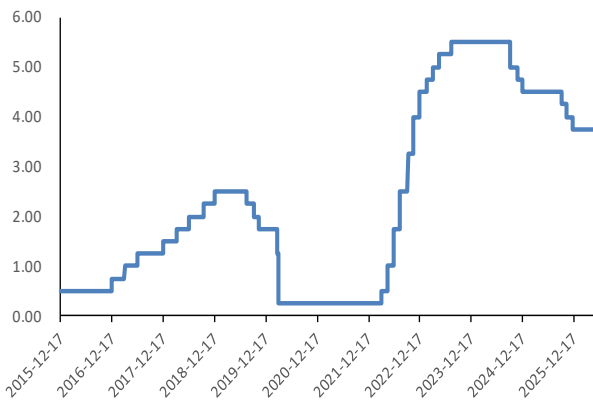
### 2.1 美联储货币政策

美联储 4 月议息会议如期暂停降息，利率仍维持在 3.5%-3.75%，为今年以来连续三次暂停降息，但会议投票结果为 8:4，其中三位委员反对宽松暗示，米兰则要求现在就降息，这是美联储决策分歧最大的一次，反映了美联储面临通胀压力、地缘政治风险和特朗普诉求的复杂环境。会议声明明显强化了通胀的担忧，伊朗战争成为美联储不可忽视的变量。

5 月 20 日，美联储 4 月 FOMC 会议纪要公布，美联储的立场发生关键性转变，多数与会者开始讨论加息的必要性，认为如果通胀持续高于 2%，采取某种程度的政策收紧措施可能会变得适宜。几乎所有与会者都担心中东冲突可能长期持续，供应链中断、高企的能源价格将继续对通胀构成上行压力。这份鹰派的纪要公布，恰逢新一届美联储主席沃什上任的关键时刻。5 月 22 日，沃什正式宣誓就任美联储新一任主席，他的首日发言并未过多谈论货币决策，而是为美联储长期改革定调，他强调美联储应以“独立性、清晰判断与坚定立场”履行控制通胀和实现充分就业的职责。

据 CME “美联储观察”：截至 6 月 3 日，美联储 6 月保持当前利率概率为 98.6%，加息 25 个基点的概率为 1.4%。7 月保持当前利率概率为 92.4%，累计加息 25 个基点的概率为 6.3%，累计降息 25 个基点的概率为 1.3%。9 月保持当前利率概率为 76.8%，累计加息 25 个基点的概率为 21%，累计降息 25 个基点的概率为 1.1%。

图 6: 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 往后三次议息会议可能性预测

预测利率	2026.06.1 8	2026.07.3 0	2026.09.1 7
2.75%-3.00%		0.0%	0.0%
3.00%-3.25%	0.0%	0.0%	0.0%
3.25%-3.50%	1.4%	1.3%	1.1%
3.50%-3.75% (当前利率)	98.6%	92.4%	76.8%
3.75%-4.00%	0.0%	6.3%	21.0%
4.00%-4.25%		0.0%	1.1%
4.25%-4.50%			0.0%

数据来源: 金十数据 新世纪期货

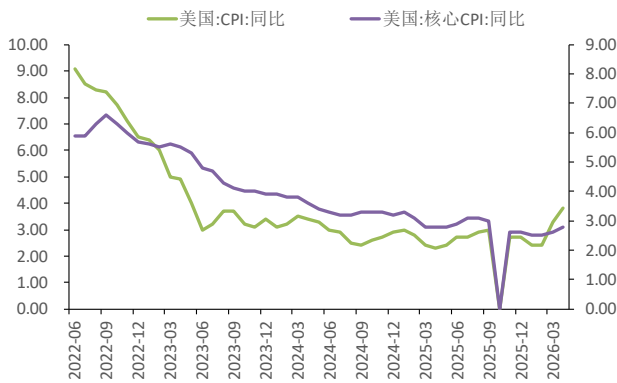
## 2.2 美国经济基本面

通胀方面, 美国 4 月核心 PCE 物价指数同比涨 3.3%, 与预期一致, 高于上个月的 3.2%; 美国 4 月核心 PCE 物价指数环比涨 0.2%, 不及预期的 0.3%, 低于前值的 0.3%。美国 4 月 PCE 物价指数同比涨 3.8%, 与预期一致, 较上月的 3.5% 上涨; 美国 4 月 PCE 物价指数环比涨 0.4%, 低于预期的 0.5%, 低于前值的 0.7%。

美国 4 月末季调 CPI 同比涨 3.8%, 超过预期的 3.7%, 大幅高于前期的 3.3%; 美国 4 月季调后 CPI 环比涨 0.6%, 与预期一致, 较上月的 0.9% 下降。其中, 能源分项同比大涨 17.9%, 环比涨 3.8%, 是 CPI 大幅上涨的最大贡献项, 美伊冲突导致的霍尔木兹海峡中断是主要推手。美国 4 月末季调核心 CPI 同比涨 2.8%, 超过预期的 2.7%, 高于前值的 2.6%; 美国 4 月季调后核心 CPI 环比涨 0.4%, 超过预期的 0.3%, 高于前值的 0.2%。核心服务 CPI 同比涨 3.3%, 住房通胀因技术性补涨, 住房之外的其他服务通胀也在升温, 或许暗示着能源向核心服务价格影响外溢逐渐显现。

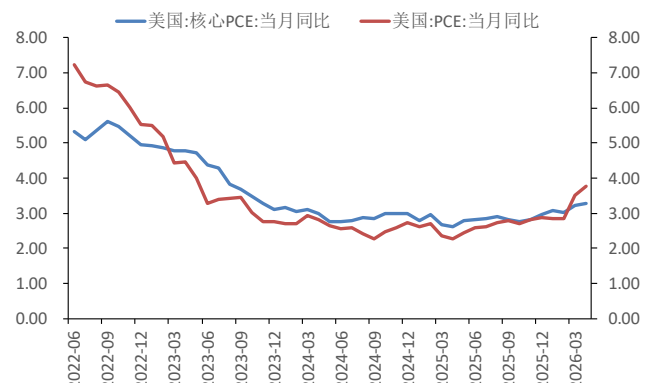
美国 4 月 PPI 同比涨 6%, 大幅超预期的 4.9%, 大幅高于前值的 4.3%, 创 2022 年 12 月以来新高; 美国 4 月 PPI 环比涨 1.4%, 大幅超市场预期的 0.5%, 超过前值的 0.7%, 创 2022 年 3 月以来最大单月涨幅。美国 4 月核心 PPI 同比涨 5.2%, 大幅超预期的 4.3% 和前值的 4%, 创逾三年新高, 环比涨 1%, 超过预期 0.3% 的 3 倍。生产端和消费端价格的双双上涨, 表明并非能源上涨的短期冲击, 价格上涨压力已呈现广泛蔓延的态势。

图 8: 美国 CPI 与核心 CPI 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 9: 美国 PCE 与核心 PCE 单位: %



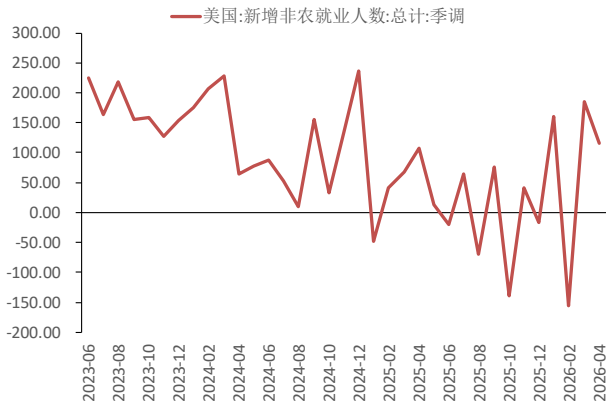
数据来源: WIND 新世纪期货

需求方面, 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 为 54%, 高于预期的 53%, 较上月的 52.7% 上涨, 连续第五个月站上荣枯线, 为四年来新高, 主要是由 AI 投资热潮驱动和地缘因素引发的预防性囤货。美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.5%, 连续 12 个月处于扩张区间, 超过预期的 53.8% 和前值的 53.6%, 同制造业一样, 战争预期驱动的提前下单驱动服务业加速扩张。

就业方面, 美国 4 月季调后非农就业人口 11.5 万人, 大幅超过市场预期的 6.2 万人, 少于上月的 18.5 万人。美国 4 月失业率 4.3%, 与预期和前值一致。美国 4 月平均每小时工资同比涨 3.6%, 不及预期的 3.8%, 高于上月的 3.4%; 环比涨 0.2%, 不及预期的 0.3%, 与上月一致。美国 4 月 ADP 就业人数 10.9 万人, 超过预期的 9.9 万人, 高于前值的 6.1 万人; 美国 5 月 ADP 就业人数 12.2 万人, 超过预期的 11.7 万人, 高于修正后的前值 10.5 万人。非农和 ADP 就业人数虽超市场预期但仍处于偏低水平, 失业率持平高于充分就业水平, 表明劳动力市场温和韧性, 结构性问题仍存。

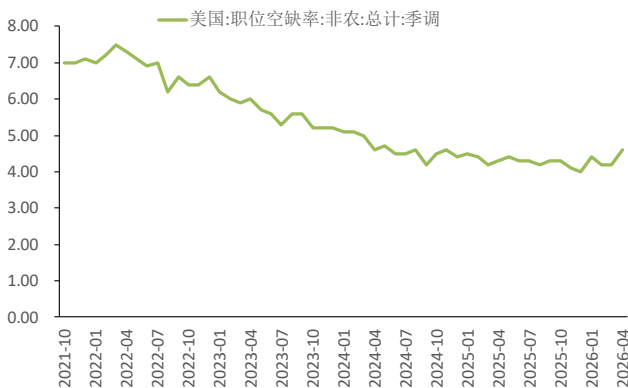
结合以上数据可以看出, 美国近期经济增长较好, 表现为制造业和服务业因战争预期提前囤货需求增长强劲, 就业市场温和韧性, 结构有所分化, 失业率超过 4%, 同时通胀因能源价格上涨及其外溢作用呈现明显升温态势。在以控制通胀和实现充分就业为目标的“沃什”时代, 美联储一方面需要防止通胀持续上涨需要收紧货币政策, 另一方面刺激经济增长实现充分就业需要宽松利率, 面临相对矛盾的经济状况使得美联储决策更加艰难和难以预测。

图 10: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



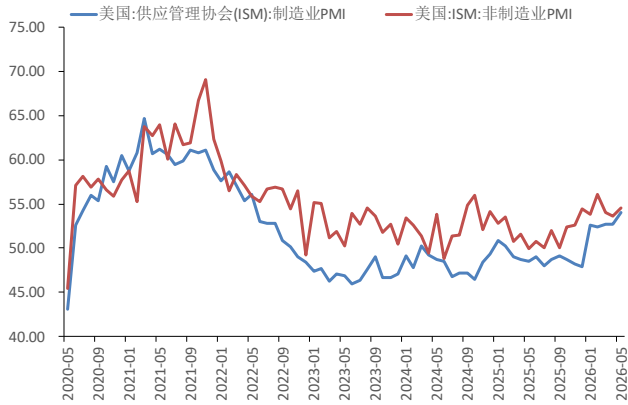
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国职位空缺率 单位: %



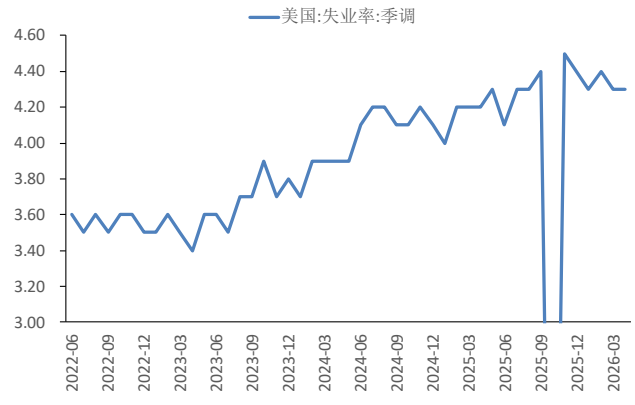
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国经济景气度变化趋势



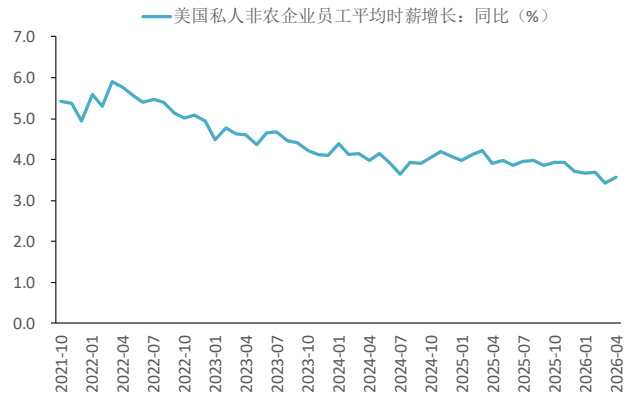
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: 美国劳动参与率 单位: %



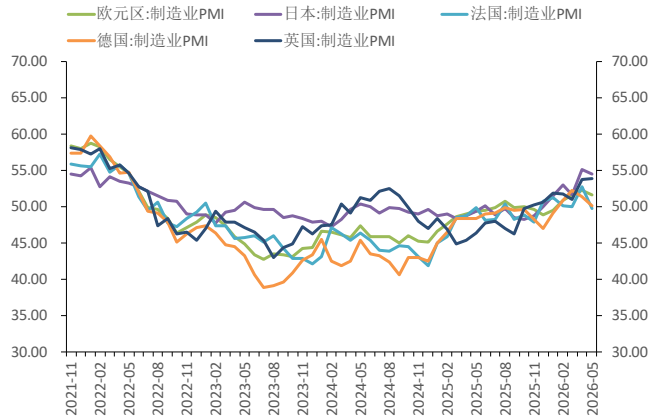
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国非农员工平均时薪同比增长率 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

### 2.3 美元指数和美债收益率

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性, 美元指数与金价负相关性较明显。一是美元是黄金的计价货币, 黄金若本身价值不变, 美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性, 在储备功能上与法定货币存在替代关系, 在全球货币信用体系出现波动时, 往往会导致主要央行黄金储备上行, 对黄金的需求上升。美国国债收益率作为实际利率的代表, 可以反应真实的

资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。

5月12日，美国4月CPI数据公布，显示通胀受到能源价格上涨影响出现大幅反弹，距离美联储2%的通胀目标渐行渐远，表明中东冲突带来的能源中断影响并非一次性冲击，通胀担忧弥漫整个市场，加上美国财政前景的持续恶化，美债收益率大幅上涨，30年长端收益率甚至超过5%，最高曾创下5.18%，刷新2007年8月以来最高记录。同样的，在通胀事实和预期影响下，市场对美联储货币政策发生转变，降息预期基本破灭，转向年内加息一次，根据“CME 联储观察”，2026年全年维持利率不变的概率越四成，年底前加息概率约五成，这一转向提振美元指数，维持在99附近运行。美债和美指的飙升对持有黄金的机会成本造成压力，金银价格相应承压。

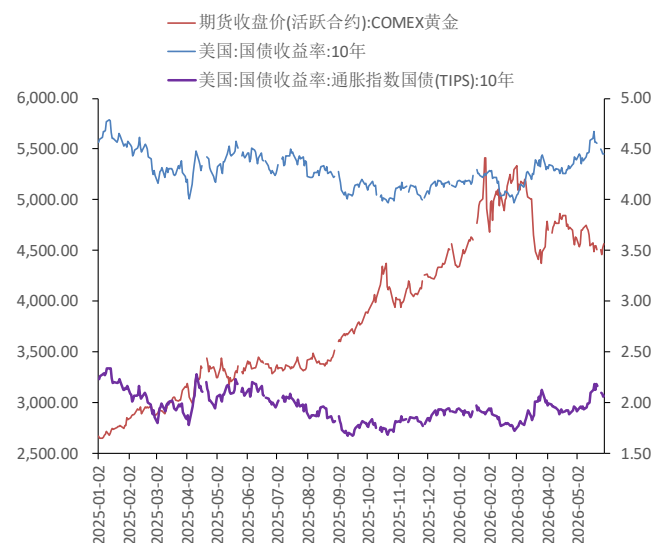
### 2.4 风险事件

美伊边谈边打，外交对话与军事施压并行。5月24日，双方就一份谅解备忘录框架达成一致；5月26日，双方在卡塔尔展开磋商。同时，美军持续伊朗发动空袭，伊朗给予回应打击。双方在核心问题上存在本质上分歧。核问题方面，目前伊朗持有约440公斤丰度60%的高浓缩铀，技术上距制造核弹仅一步之遥。美国明确以“不销毁铀、不解冻资产”作为底线；伊朗最高领袖则下达了一条硬性指令：伊朗的高浓缩铀必须全部留在国内，禁止运往任何国家。核问题在短期内全面解决的难度极大。在霍尔木兹海峡问题上，美伊双方的立场也呈现根本性对立，美国力图推翻伊朗已获得的控制权，维护其主导的海上秩序；而伊朗则坚决要将战时控制成果，转化为战后谈判桌上永久的战略资产。

图 16: COMEX 黄金价格与美元指数

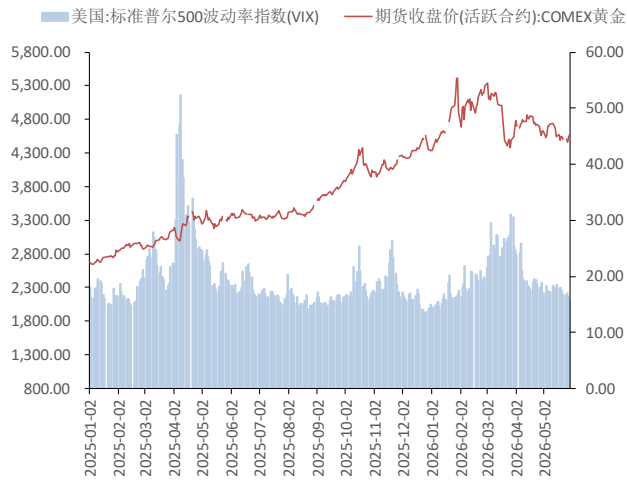


图 17: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



数据来源: WIND 新世纪期货

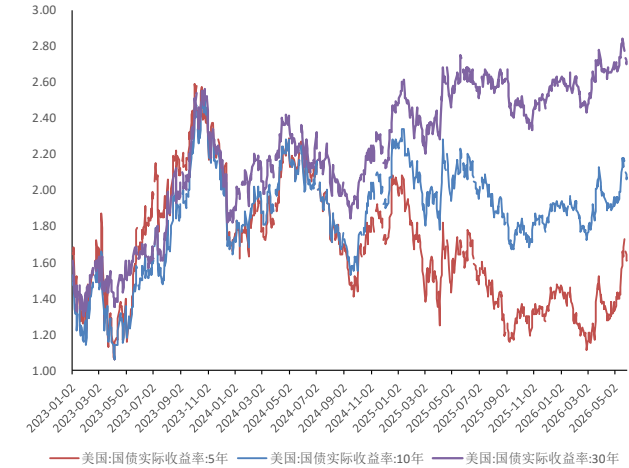
图 18: COMEX 黄金价格与 VIX 指数



数据来源: WIND 新世纪期货

数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: 美国国债实际收益率



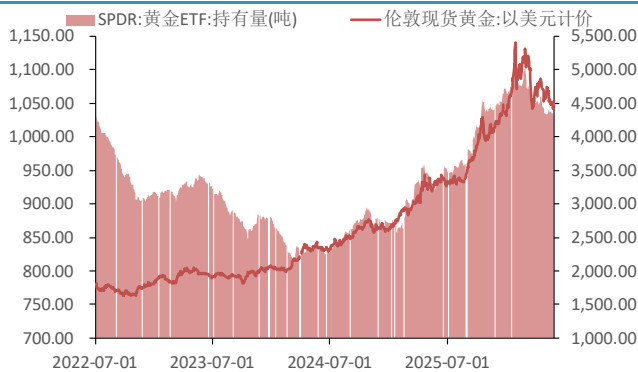
数据来源: WIND 新世纪期货

## 2.5 投资者持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量，ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品，而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF，其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。从图 20 和图 21 可以看出，截至 6 月 2 日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 1028 吨，当月流出 7.77 吨。SLV 白银 ETF 为 15036.17 吨，当月流出 28.43 吨。本月黄金白银均有所流出，体现市场情绪变化。

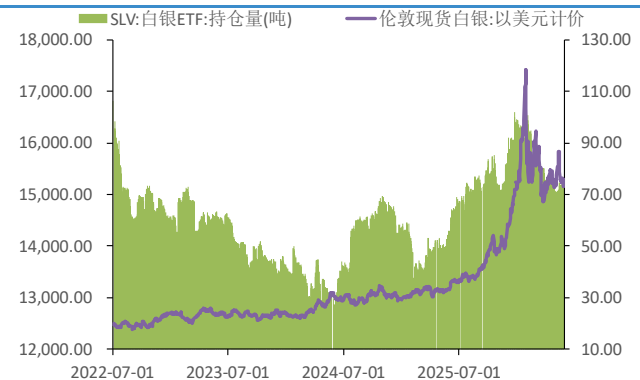
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看，截至 5 月 26 日当周，COMEX 黄金投机净多头头寸为 154260 张，较上月末减少 5311 张；COMEX 白银投机净多头头寸为 22223 张，较上月末减少 1937 张。金银净持仓均有所减少，说明投机者对黄金白银的看空意愿。

图 20: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



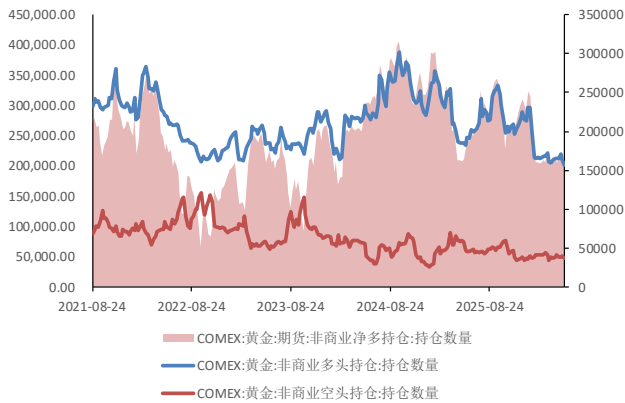
数据来源: WIND 新世纪期货

图 21: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 22: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



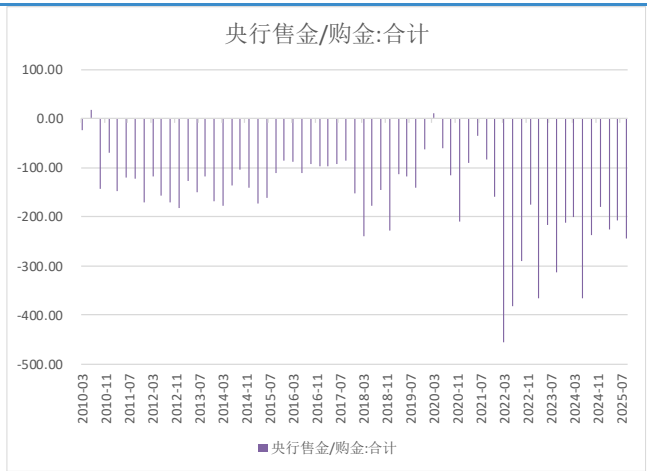
数据来源: WIND 新世纪期货

## 2.6 央行购金

欧洲央行最新发布的《2026 年度欧元国际地位报告》中显示,截至 2025 年年末,在包含外汇与黄金的全球官方储备总量中,黄金占比升至 27%,上年同期为 20%;美国国债占比从 25% 回落至 22%。今年 1 月,世界黄金协会(WGC)披露,全球央行黄金储备市值逼近 4 万亿美元,已超出约 3.9 万亿美元的美债持仓。

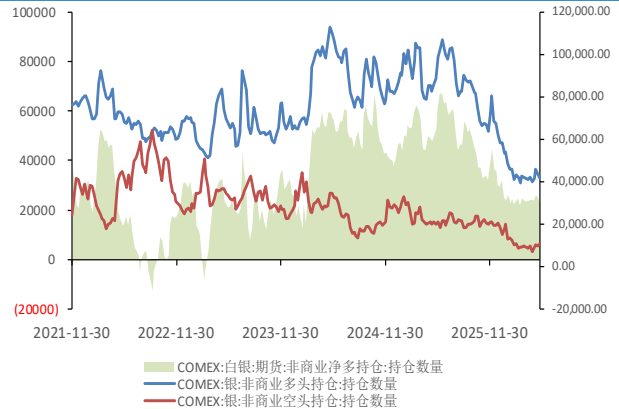
根据 WGC 数据显示,4 月份全球央行净购金 17 吨,波兰央行购入 14 吨、中国央行购入 8 吨,领先其他国家。中国央行 4 月净购入 8 吨,官方黄金储备总量升至约 2322 吨,占总储备比例约为 9%,这是中国连续第 18 个月增持黄金,为 2024 年 12 月以来最高单月购金量。

图 24: 全球央行购金(单位:吨)



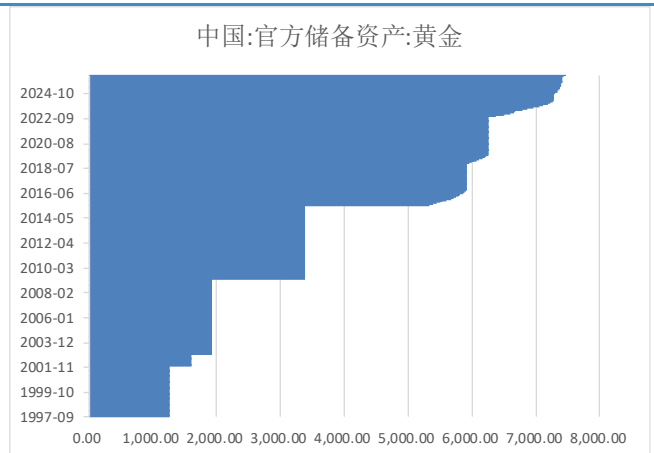
数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 25: 中国黄金官方储备(单位:万金衡盎司)



数据来源: WIND 新世纪期货

## 2.7 白银的商品属性

根据世界白银协会，全球白银市场已经连续五年供应缺口，今年有望继续延续这一格局，预计今年缺口为 4630 万盎司。当前来看，白银市场呈现供应刚性约束与需求结构性调整并存的格局。白银供给主要是矿产银和再生银，矿产银生产附属于铜、铅、锌等其他基本金属的开采，不会随着白银价格的波动而调整，供给价格弹性极低，再生银产量呈逐年增加态势，但受制于成本和物理锁定约束占比不高。

白银需求受益于工业需求的增长和 AI 快速发展带动的电子电器行业需求拉动，录得连续近五年需求赤字，工业需求占白银总消耗量的一半以上，广泛用于电脑、手机、太阳能电池板和汽车等产品，其中光伏是工业需求占比最大的领域，是推动过去几年白银需求扩张的最大增量来源，随着银价的不断上涨维持高位，“去银化”正在加速，根据世界白银协会预测，今年光伏用银量将降至约 4280 吨，降幅达 19%；而珠宝和银器消费需求对银价的敏感性更高，预计降幅会达到 20%以上；银币和银条等实物需求观点差异较大，世界白银协会预计今年增长 18%，而瑞银、摩根大通等投行近期下调白银 ETF 持仓观点，主要由于银价高位和美联储收紧货币政策预期。

图 26： 全球白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025	2026F
<b>Supply</b>												
Mine Production	862.7	850.3	837.3	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.30%
Recycling	160.9	163.2	164.7	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
Net Hedging Supply	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	44.7	10	na	-78%
Net Official Sector Sales	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1	4%	-35%
Total Supply	1,024.70	1,014.70	1,016.90	981.6	1,018.70	1,030.10	997	1,019.60	1,090.40	1,066.40	7%	-2%
<b>Demand</b>												
Industrial (total)	528	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	679	657.4	639.6	-3%	-3%
Electrical & Electronics	339.1	330.4	326.7	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
...of which photovoltaics	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151	-6%	-19%
Brazing Alloys & Solders	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51	1%	1%
Other Industrial	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
Photography	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
Jewelry	195	201.9	200.3	150.2	181	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
Silverware	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
Coin & Net Bar Demand	155.5	166.1	188.1	209	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
Net Hedging Demand	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	3.5	0	0	na	na
Total Demand	971.5	999.7	1,005.80	929	1,102.40	1,284.10	1,197.00	1,157.40	1,130.60	1,112.60	-2%	-2%
<b>Market Balance</b>												
Market Balance	53.3	15	11.1	52.5	-83.7	-254	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
Net Investment in ETPs	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30	312%	-89%
Market Balance less ETPs	46.1	36.4	-72.2	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
Silver Price (US\$/oz, London price)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03	-	42%	na

数据来源：世界白银协会 新世纪期货

## 三、小结与交易策略

中东局势的发展和美联储货币政策仍是近期影响贵金属价格的核心驱动。美伊边谈边打，双方在核心问题上存在本质性分歧，局势反复，油价波动导致通胀预期变化从而影响美联储货

币政策预期的链条主导金银价格走势，目前来看，霍尔木兹海峡通航量维持低位，油价保持在高位水平，全球通胀水平上升，经济增速放缓，美联储加息预期增强，资金流向美元，推高美债收益率，利空金银；能源价格上涨的影响逐步外溢，通胀高涨预期升温，市场预期美联储今年有望加息一次，货币政策收紧预期下金银价格或持续承压；但同时，地缘风险和经济衰退担忧引发避险资金涌入黄金，若中东局势升级，避险属性重新占优，或许转向上涨趋势，建议持续关注地缘局势动态。市场聚焦美联储 6 月 FOMC 会议是沃什上任后首次利率决议会议，其在会上的表态或许透露更多货币政策倾向。

## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

## 浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>