

全球贸易摩擦及地缘局势缓和背景下，大类资产配置

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 随着美国与更多国家达成贸易协议，贸易紧张局势将逐渐缓和。以色列和伊朗达成全面停火协议后，中东地缘冲突明显降温，俄乌和平谈判有望重启。市场焦点将在下半年转向全球经济和货币政策的变化，美联储恢复降息是大概率事件，预计时间最早在 9 月。但美联储缩表仍在以每月 400 亿美元的速度运转，流动性持续收紧的趋势没有改变，需警惕流动性短缺引发金融解杠杆风险。
- ◆ 国内经济恢复的基础不牢固，固定资产投资增速延续下行趋势，房地产投资降幅扩大，基建和制造业投资增速放缓；工业生产维持高位运行，消费增长呈现不平衡性。生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征依然显著，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力依然较大。
- ◆ 宏观政策仍需加强逆周期调节，积极的财政政策加快落实，地方专项债发行前置，超长期特别国债进入发行的高峰期，有助于创造新的增量需求，拉动基础设施和制造业等相关领域投资增长，带动和扩大就业，促进投资和消费之间形成良性循环。
- ◆ 货币政策保持适度宽松，综合运用总量和结构性政策工具，持续推动社会综合融资成本下降，下半年降准降息依然可期。
- ◆ 股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自风险偏好的回升，包括逆周期调节政策加码、贸易摩擦缓和等。
- ◆ 美联储恢复降息，中美利差边际收窄，人民币贬值压力进一步缓解，为货币政策提供更多可操作的空间，10 年期国债收益率重心有望下移。
- ◆ 随着关税政策的不确定性下降，以及中东地缘局势缓和，避险需求将逐渐消退。利好出尽的情况下，黄金中期或面临阶段性调整。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分 国际篇

回顾 2025 年上半年，美国总统特朗普正式就职以来，关税政策成为主导市场波动的关键因素。受国际贸易摩擦升级的负面影响，全球经济下行压力加大，美国第一季度 GDP 增长放缓，欧元区经济表现低迷，新兴市场国家经济遭受沉重打击。国际贸易活动受到抑制，大宗商品需求下降，原油、煤炭、天然气等原材料价格大幅下跌；全球金融市场剧烈波动，欧美股市先抑后扬，美债在一段时间内遭遇恐慌性抛售；全球贸易紧张局势的不确定性上升，俄乌、中东地缘冲突此起彼伏，避险情绪挥之不去，黄金价格加速上涨，反复刷新历史记录。

展望下半年，随着美国与更多国家之间达成贸易协议，关税政策的影响将逐渐减弱，俄乌、中东地缘局势有望缓和，市场焦点或转向全球央行货币政策的变化。欧元区、英国、加拿大等主要发达国家，以及多数新兴市场国家仍处于降息周期，美联储 6 月会议继续按兵不动，点阵图维持年内降息 2 次的预测不变。随着全球贸易摩擦缓和，通胀压力减轻，美联储下半年有望恢复降息，预计时间最早将在 9 月。但美联储缩表仍在持续，流动性短缺的风险尚未解除，金融市场或仍将面临高波动。

一、美国经济增长放缓，美联储货币政策保持谨慎

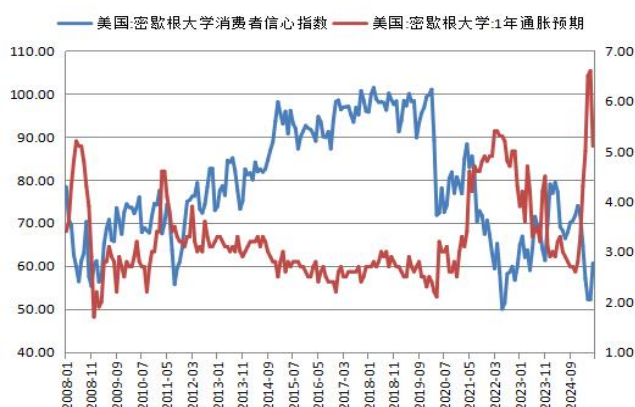
美国 2025 年第一季度实际 GDP 环比下降 0.3%，同比增长 2%，较去年四季度放缓 0.9 个百分点，增速创 2023 年以来新低。从先行指标来看，美国 5 月标普全球制造业 PMI 由 50.2 回升至 52，但 ISM 制造业 PMI 降至 48.5（前值 48.7），连续 3 个月处于收缩区间。美国 5 月密歇根大学消费者信心指数降至 52.2，为 2022 年 8 月以来最低，4 月 Sentix 投资信心指数降至 -26.4，创 2023 年 5 月以来新低。数据表明，受特朗普关税政策的影响，美国制造业活动明显萎缩，企业对生产和经营持谨慎态度，消费者信心显著下降，进而抑制消费者支出，削弱经济增长的前景。

图 1. 美国 ISM 制造业 PMI 跌破扩张区间（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 美国消费者信心指数下滑、通胀预期上升（%）

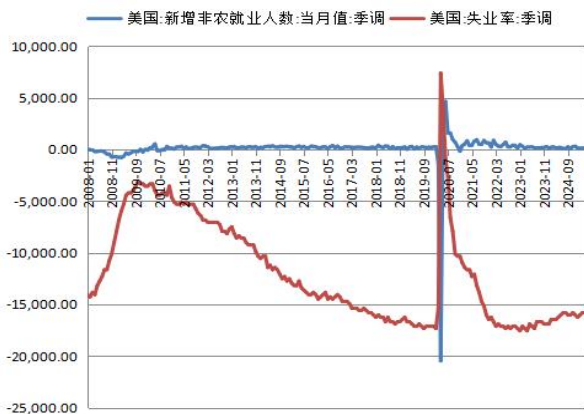


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

就业和通胀方面，美国 5 月新增非农就业 13.9 万人（前值 17.7），略超预期的 13 万，失业率连续 3 个月持平于 4.2%。平均小时工资同比上涨 3.9%，增速较上月加快 0.1 个百分点。截至 6 月 26 日，美国当周初请失业金人数录得 23.6 万，已连续 3 年多低于 30 万，仍在充分就业要求的范围内。美国 5 月 CPI 同比上涨 2.4%（前值 2.3%），环比上涨 0.1%（前值 0.2%），分别低于预期的 2.5% 和 0.2%。核心 CPI 同比上涨 2.8%，与上月持平，低于预期的 2.9%。分项数据显示，CPI 低于预期主要受汽油、二手车价格下跌等因素的影响，剔除能源和食品价

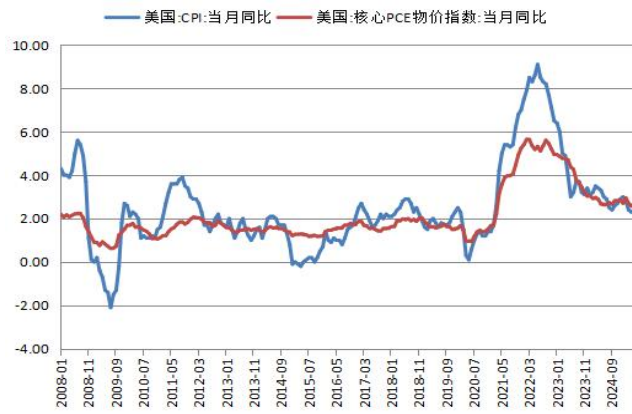
格后的核心通胀尚未反映关税的影响。美国 5 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.7% (前值 2.5%)，高于预期的 2.6%，环比上涨 0.2%，创 3 月以来新高。表明关税政策对通胀的影响存在滞后性，零售商仍在销售关税落地之前囤积的货物，进口成本上升尚未传导至终端消费。

图 3. 美国失业率维持在低位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 美国核心 PCE 通胀反弹 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

美联储 6 月会议维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，连续 4 次暂停降息。货币政策声明下调明年经济增速预期，上调未来三年核心 PCE 通胀预期和失业率预期。利率点阵图显示，2025、2026 和 2027 年底联邦基金利率预期中值分别为 3.9%、3.6% 和 3.4%，意味着美联储维持对今年降息 2 次的预测不变，但支持不降息的官员人数增多，明年降息的预期由 2 次减少为 1 次。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济处于稳健状态，通胀水平一直略高于目标，劳动力市场依然强劲，失业率处于较低水平。关税增加可能会对经济活动产生压力，并推升通胀，但需要一些时间才能传导到消费者，预计未来几个月通胀将会显著上升。目前货币政策处于有利位置，可以等待获取更多信息后再进行调整，当有信心通胀正在下降时可以降息。由此来看，美联储货币政策声明及鲍威尔讲话偏鹰派，认为美国经济保持稳健，劳动力市场依然强劲，关税对物价的影响存在滞后性，进口成本增加尚未传导至终端消费，未来几个月通胀将会上升。意味着美联储将在一段时间内保持利率不变，根据货币市场定价，最早降息的时间可能在 9 月。但如果通胀居高不下，恢复降息的时间可能再次推迟，除非劳动力市场意外疲软。

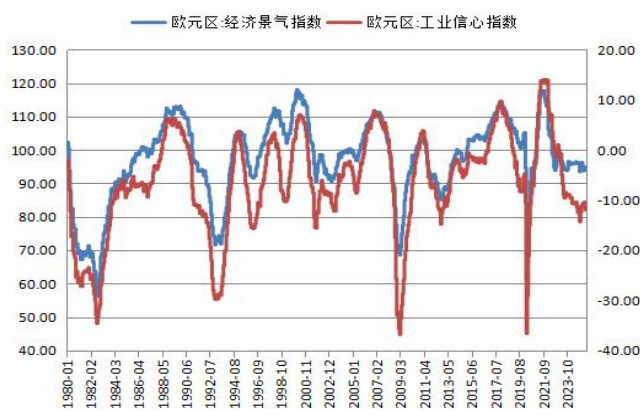
二、欧元区经济持续低迷，欧洲央行延续稳步降息的节奏

图 5. 欧元区 GDP 增速低迷 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 欧元区经济景气指数下滑 (%)

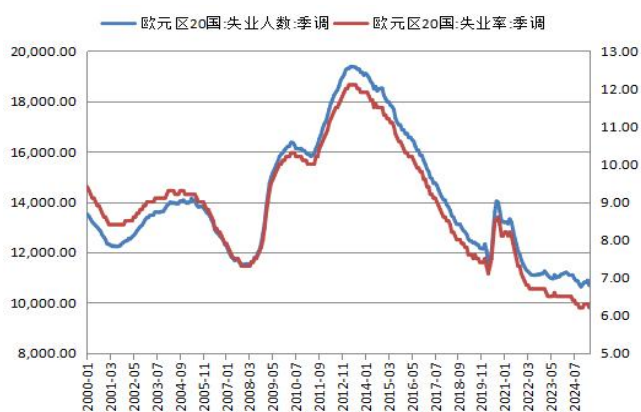


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

欧元区 2025 年第一季度 GDP 同比增长 1.2%，增速与去年四季度持平，环比增长 0.3%。其中，德国第一季度 GDP 同比下降 0.2%，环比增长 0.4%。从领先指标来看，欧元区 5 月制造业 PMI 录得 49.4，较上月回升 0.4 个百分点，德国 5 月制造业 PMI 由 48.4 降至 48.3。欧元区 5 月经济景气指数录得 94.8，较上月回升 1 个百分点，为年内第二低位，消费者信心指数降至-15.2，为 2024 年 3 月以来次低水平。数据表明，受美国加征关税的影响，欧元区制造业持续萎缩，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导，进而拖累居民收入和消费。第一大经济体德国 GDP 连续两年负增长，已经陷入技术性衰退。

从就业和通胀来看，欧元区 4 月失业人数降至 1068 万，失业率由 6.3% 将至 6.2%，为有记录以来最低水平。欧元区 5 月 CPI 同比上涨 1.9%，创去年 10 月以来新低，核心 CPI 同比上涨 2.7%，连续 4 个月持平。数据表明，欧元区劳动力市场依然强劲，失业率处于历史低位，通胀稳定在 2% 的目标附近，支持欧洲央行进一步放松货币政策，逐渐向中性利率靠拢。

图 7. 欧元区失业率持续走低（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 欧元区 CPI 维持在 2% 的目标附近（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

欧洲央行 6 月会议宣布下调三大关键利率 25 个基点，其中存款利率降至 2%，主要再融资利率和边际贷款利率降至 2.15% 和 2.4%。货币政策声明称，贸易政策的不确定性将影响投资和出口，导致经济增长和通胀放缓，不提前预设利率政策的路径，将采取依赖数据、逐次会议做出决定。央行行长拉加德在新闻发布会上表示，经济增长面临下行风险，劳动力市场保持强劲，通胀稳定在 2% 的目标水平。在本次利率下调后，货币政策处于有利位置，降息周期即将接近尾声。我们认为，美国关税政策的负面影响尚未完全显现，欧元区经济仍将面临下行压力，欧洲央行下半年仍有继续降息的空间。根据货币市场预计，欧洲央行中性利率在 1.5% 左右，意味着年内还有 1-2 次降息。

三、日本经济保持温和复苏，利率逐渐回归中性水平

日本 2025 年第一季度名义 GDP 同比增长 5.1%，连续 4 个月季度回升，创 2023 年四季度以来新高。从领先指标来看，日本 5 月制造业 PMI 由 48.5 上升至 49，创年内新高，消费者信心指数录得 32.9，较上月加快 1.6 个百分点。日本 5 月经济观察家现况指数上升至 44.8（前值 44.66），Sentix 投资信心指数由-10.4 回升至-0.5%。数据表明，在持续多年的量化宽松政策推动下，日本经济逐渐走出低谷，进入温和复苏的轨道，支持日本央行逐渐退出宽松政策，实现利率政策正常化。

图 9. 日本经济温和增长 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 10. 日本通胀稳定在 2% 的目标上方 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

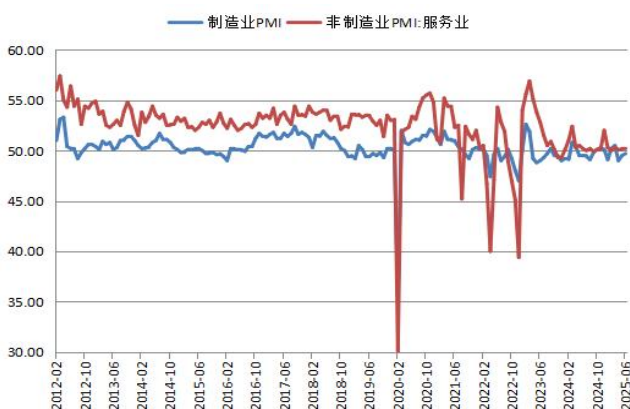
日本央行 6 月会议维持基准利率在 0.5% 不变，连续第三次按兵不动，货币政策声明称将在 2026 年 4 月开始放缓缩减购债的步伐。央行行长植田和男在新闻发布会上表示，经济正在温和复苏，如果有足够的信心认为潜在通胀率接近 2% 或在 2% 附近波动，将会支持进一步加息。我们认为，日本经济保持温和复苏，通胀已连续两年多稳定在 2% 的目标上方，工资和物价形成螺旋式上升的趋势。随着春季工资谈判取得进一步进展，日本央行有望维持缓慢加息的节奏，逐步实现利率政策正常化。

第二部分 国内篇

2025 年第一季度，中国经济实现良好开局，但随着美国关税政策的外溢影响逐渐显现，二季度经济边际转弱。表明我国经济恢复的基础不牢固，生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征依然显著，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力加大。为应对中美贸易摩擦的负面影响，完成全年发展的预期目标，宏观政策仍需加强逆周期调节，更多依靠提振消费来扩大内需。展望下半年，积极的财政政策有望进一步加码，持续加大对“两重”项目建设和“两新”政策的支持，货币政策保持适度宽松，降准降息依然可期。

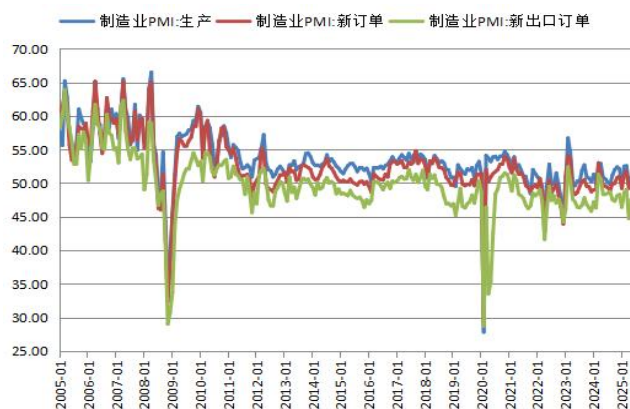
一、美国关税政策的负面影响逐渐显现，经济恢复的动能减弱

图 11. 官方制造业 PMI 尚未摆脱收缩区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 新出口订单指数下滑 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从先行指标来看，今年 6 月官方制造业 PMI 录得 49.7，较上月回升 0.2 个百分点。从企业规模看，大型企业 PMI 由 50.7 上升至 51.2，连续两个月处于扩张区间；中型企业 PMI 录得 48.5，较上月加快 1.1 个百分点；小型企业 PMI 降至 47.3（前值 49.3），创 3 月以来新低。从分类指数看，生产指数为 51，较上月加快 0.3 个百分点；新订单和新出口订单指数录得 50.2 和 47.7，分别较上月回升 0.4 和 0.2 个百分点。数据显示，官方制造业 PMI 连续 3 个月回升，但尚未摆脱收缩区间。中美在 5 月 12 日互相削减关税以来，工业生产明显回暖，重返扩张区间，需求边际改善，出口订单有所恢复，但尚未回到年初水平，中小型企业景气度依旧偏弱。

图 13. 房地产投资同比降幅扩大（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 14. 工业生产维持高位运行（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

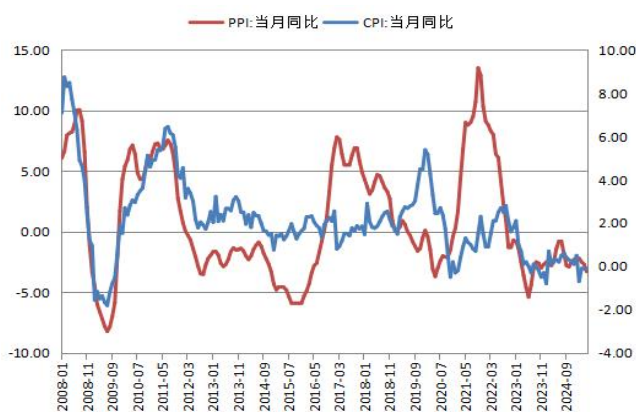
今年 1-5 月固定资产投资同比增长 3.7%（前值 4%），增速连续两个月回落。其中，房地产投资同比下降 10.7%，降幅较 1-4 月扩大 0.4 个百分点；基础设施投资同比增长 5.6%，较上月放缓 0.2 个百分点；制造业投资同比增长 8.5%（前值 8.8%），增速创 2024 年以来新低。1-5 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%（前值 6.4%），增速连续两个月放缓，其中 5 月规模以上工业增加值同比增长 5.8%，较上月回落 0.3 个百分点。1-5 月社会消费品零售总额同比增长 5%（前值 4.7%），其中 5 月社会消费品零售总额同比增长 6.4%，较上月加快 1.3 个百分点，创 2024 年以来新高。数据表明，固定资产投资延续下行趋势，主要受房地产投资降幅扩大，基建和制造业投资增速放缓的拖累。美国关税政策的负面影响逐渐显现，工业生产有所放缓。在大规模设备更新和消费品以旧换新政策的带动下，家电、移动通讯等耐用品消费明显加快。受五一假期出行旺季的提振，旅游、餐饮、住宿等服务消费回暖。

图 15. 消费增长有所加快（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. PPI 延续下行趋势（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

物价方面，CPI 已连续 4 个月负增长，PPI 同比降幅扩大，工业通缩压力依然较大。今年 5 月 CPI 同比下降 0.1%，降幅与上月持平，主要受蔬菜、水果等食品价格以及能源等非食品价格下降的影响；PPI 同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，主要原因在于，国际原油、煤炭等大宗商品价格下跌，黑色及有色金属冶炼、燃料加工等行业降幅扩大。中期来看，我国粮食产量连年丰收，能繁母猪存栏量处于高位，生猪产能去化缓慢，猪肉价格重心下移。进入夏季，蔬菜、水果等食品供应增加，居民消费价格指数或将维持低位运行。考虑到美国关税政策的负面效应尚未完全显现，国际贸易活动仍将受到抑制，大宗商品需求下降，预计 PPI 下行趋势难以改变。

图 17. 进口同比降幅扩大 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 18. 出口增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

外贸方面，今年 5 月进口同比下降 3.4%，降幅较上月扩大 3.2 个百分点，主要受原油、煤炭等大宗商品价格下跌的影响；出口同比增长 4.8%（前值 8.1%），增速连续两个月回落，主要原因是国内抢运潮消退，以及去年同期基数偏高。今年 1-5 月进口同比下降 4.9%（前值-5.2%），出口同比增长 6%（前值 6.4%），实现贸易顺差 4718.87 亿元，较上年同期扩大 40.34%。数据表明，受美国加征关税的影响，大宗商品价格下跌，企业对原材料进口保持谨慎。中美日内瓦会谈达成互相削减关税的协议后，随着国内抢运效应逐渐消退，出口增长再次放缓。考虑到美国关税政策的负面影响尚未完全显现，美国经济增长放缓，欧元区经济衰退的风险仍在。随着欧美等主要发达国家补库存结束，国际贸易活动或将再次萎缩，新增订单逐渐减少，未来一段时间，我国出口仍将面临下行压力。

二、积极的财政政策加快落实，货币政策坚持支持性立场

2025 年政府工作报告要求实施更加积极的财政政策，将财政赤字率由 3% 提高至 4%，赤字规模 5.66 万亿元，较上年增加 1.2 万亿元；安排发行 1.3 万亿元超长期特别国债，地方专项债拟发行 4.4 万亿元，预计新增政府债务规模 11.86 万亿元，较上年增加 2.9 万亿元。据相关数据统计，今年上半年，全国地方债发行规模达到 54902 亿元，较去年同期增长 57.2%，其中新增专项债规模 21607 亿元，较去年同期增长 44.7%。除了用于专项化债和基础设施建设以外，支持地方政府收购存量商品房用作保障性住房，有助于尽早形成实物工作量，持续拉动基建投资增长，带动民间投资，充分发挥经济托底的作用；今年 1.3 万亿元超长期特别国债将集中在 5 月至 9 月发行，重点用于“两重”项目建设和“两新”政策的实施。上半年累计下达超长期特别国债资金 1620 亿，用于支持消费品以旧换新，剩余 1380 亿将在三四季度下达。商务部数据显示，截至 5 月 31 日，今年以来消费品以旧换新 5 大品类合计带动销售额 1.1 万亿元，接近去年全年水平。

货币政策保持适度宽松，综合运用总量和结构政策工具，包括降准、降息、再贷款、再贴现等，持续推动社会综合融资成本下降。5月7日，央行宣布一揽子增量金融政策，主要包括降准0.5个百分点，下调政策利率10个基点和结构性政策利率25个基点，下调公积金贷款利率25个基点。5月20日，国有大行集中下调存款利率，其中两年期及以下定期存款利率下调15个基点，三年期及以上定期存款利率下调25个基点。新一轮存款利率下调，有助于降低银行负债成本和稳定存贷利差，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。此外，为配合超长期特别国债和地方专项债发行，维护银行体系流动性稳定，年内仍有再次降准的空间。展望下半年，预计逆回购、中期借贷便利（MLF）、贷款市场报价利率（LPR）有望继续下调，幅度在30BP左右，存款准备金率累计下调1个百分点，释放长期资金约2万亿元。

央行金融统计报告显示，今年5月新增人民币贷款6200亿元，环比增加3400亿元；社会融资规模增量为22900亿元，较上年同期多增2247亿元；广义货币供应量M2同比增长7.9%（前值8%），M1同比增长2.3%，较上月末回升0.8个百分点，创去年4月以来新高。从总量和结构上来看，企业部门贷款增加5300亿元，而居民部门贷款仅增加540亿元；存款方面，居民部门存款增加4700亿元，非金融性企业存款减少4176亿元，财政存款增加8800亿元，非银行金融机构存款增加11900亿元。数据表明，金融机构不断加大对企业的信贷支持，并通过资本支出的形式转化为居民收入，而居民收入并未更多形成消费，进而转化为企业收入，而是以储蓄的方式回到银行体系，资金淤积和空转的现象依然存在。居民部门贷款下降反映楼市刺激政策的效用边际减弱，房地产销售短暂回暖后再次放缓，且成交主要集中在一二线城市和二手房领域，三四线城市和新房销售依旧低迷。主要原因在于，居民杠杆率处于历史高位，且对未来收入的预期和信心不足，预防性储蓄的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆，从而抑制对住房、汽车等大宗消费的需求。社融增长加快，主要受政府债券发行放量的带动，包括超长期特别国债和地方专项债。M1增速回升，主要受新一轮存款利率下调等因素的影响，部分储蓄存款流向理财产品。反映当前企业盈利水平不高，基于未来经济的不确定性，对生产和经营保持谨慎，主动扩大投资的意愿不足，信用扩张的渠道有待进一步疏通。

第三部分 资产配置

进入下半年，美国可能与更多国家达成贸易协议，特朗普减税法案最终将在参议院表决通过。伊以达成全面停火协议后，中东局势明显降温，俄乌和平谈判有望重启。在全球贸易摩擦缓和、通胀预期降温的情况下，美联储恢复降息是大概率事件，预计时间最早将在9月份。美联储缩表步伐进一步放缓，但只是放慢了流动性减少的速度，并不改变流动性持续收紧的趋势。截至2025年6月底，美联储总资产规模降至6.71万亿美元，较历史峰值下降2.3万亿美元，隔夜逆回购使用规模从2.3万亿美元降至2100亿美元。根据纽约联储相关报告，当总资产规模降至6.5万亿美元时停止缩表，按照每月400亿美元的缩表计划测算，美联储将在11月份结束缩表。随着美联储缩表持续推进，金融市场流动性不断收紧，一旦逆回购账户资金归零，银行存款准备金将被快速消耗，可能引发流动性短缺和金融解杠杆，进而加剧资产价格波动。

（1）股指

从企业盈利的角度来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。国家统计局公布的数据显示，2025 年 1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，同比下降 1.1%，时隔两个月再次转负。其中 5 月规模以上工业企业利润同比下降 9.1%，创去年 11 月以来新低。分行业来看，石油、煤炭、天然气开采等上游原材料加工业利润进一步下降，纺织服装、家具、化学纤维等下游制造业利润降幅扩大，专用设备、通用设备、仪器仪表等高端和装备制造业利润增长放缓。1-5 月产成品存货同比增长 3.5%（前值 3.9%），增速连续两个月回落。数据表明，受需求下滑以及大宗商品价格下跌等多重因素的影响，上游原材料加工业利润持续承压。由于终端需求疲软，企业经营压力依然较大，生产成本难以向下游消费者转嫁，部分行业产能过剩，产品价格“内卷”严重，企业利润空间被压缩，增收不增利的现象依然存在，不得不主动减少产量和降低库存。从库存周期来看，2003-2023 年，我国共经历了 6 轮库存周期，平均持续时间为 40 个月左右。最新一轮库存周期始于 2023 年 7 月，至今已持续 24 个月，当前规模以上工业企业利润增速尚未摆脱下行趋势，仍在主动去库存阶段。

无风险利率仍有下行空间，影响风险偏好的积极因素偏多。我国经济恢复的基础不牢固，宏观政策仍需加强逆周期调节，未来降准降息依然可期，有助于引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本；中美经贸磋商机制首次会议取得积极进展，双方就落实日内瓦共识达成框架，未来将继续保持沟通和磋商，希望尽早达成协议。随着中美贸易摩擦缓和，风险偏好有望继续修复。

综上所述，股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自风险偏好的回升，包括国内逆周期调节政策加码、国际贸易形势缓和等。展望下半年，股指整体维持宽幅震荡的可能性较大，重点关注企业盈利能否显著改善，这是股指未来能否走出趋势上涨行情的决定性因素。

（2）债券

随着美国与更多国家达成贸易协议，通胀预期有望降温，美联储下半年恢复降息是大概率事件，预计时间最早在 9 月份，利率点阵图显示年内降息 2 次。美联储重回降息的情况下，中美利差将边际收窄，人民币汇率贬值压力有望进一步缓解，为我国货币政策提供更多可操作的空间。展望下半年，随着新一轮存款利率下调，逆回购、中期借贷便利、贷款市场报价利率将跟随下调，未来仍有再次降准的空间。预计 10 年期国债收益率重心有望进一步下移，波动区间在 1.5%-1.8%。

（3）黄金

回顾上半年，特朗普关税政策反复无常，中东地缘冲突持续升级，避险情绪挥之不去。基于美国关税政策的不确定性担忧，资金不断从美元资产中流出，进入欧洲、日本以及部分新兴市场国家，作为传统避险资产的美元、美债惨遭抛售。在此背景下，黄金成为最大的受益者，持续受到资金的追捧。纽约黄金期货在一段时间内出现逼仓风险，为满足交割需求，大量的实物黄金从伦敦运往纽约，导致伦敦现货黄金被挤兑。期货和现货联动上涨，黄金价格一路高歌猛进，伦敦现货黄金最高逼近 3500 美元/盎司。

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

从货币和金融属性的角度来看，虽然美联储下半年可能恢复降息，但在未来很长一段时间，很难回到低利率环境。底层逻辑在于，2024 年特朗普再次当选，其政策主张将全球化推向寒冬，脱钩断链的风险加大，全球供应链将面临更加严峻的挑战；此外特朗普关税政策的影响存在滞后性，企业仍在销售关税落地前囤积的货物，加征关税导致的进口成本增加尚未传导终端消费，随着时间的推移，对物价的影响将逐渐显现；移民政策在保护本国就业的同时，将导致用工成本增加，可能推动潜在物价水平上升。对于贵金属来说，如果实际利率长期维持在高位，则意味着持有黄金的机会成本增加，将削弱黄金在抵御通胀和资产保值方面的吸引力。

从黄金 ETF 基金持仓的情况来看，截至 2025 年 4 月 30 日，上海黄金交易所登记的存续黄金资管产品 204 只，投资于实物黄金的规模达到 1581.57 亿元，合计持有 202.75 吨黄金，较 3 月增加 63.17 吨，相当于过去一年的增量；同样在 4 月份，全球最大的黄金 ETF（SPDR）持仓达到 959.17 吨的峰值后开始下降，COMEX 黄金库存创历史新高，一度飙升至 4507.17 万盎司，之后呈现持续回落的态势。表明资金追逐黄金的热度下降，COMEX 黄金期货逼仓风险解除，实物黄金重新从纽约回流伦敦。

从美元流动性来看，美联储于 2025 年 6 月再次放缓缩表步伐，但仅代表美元流动性减少的速度放慢，并不改变流动性持续收紧的趋势。当前美联储资产负债表仍在以每月 400 亿美元的速度缩减，根据纽约联储相关报告测算，美联储可能在 2025 年 11 月末停止缩表。在此之前，美元流动性仍将持续下降，高债务国家将面临去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，届时黄金也将面临系统性抛售。

综上所述，全球贸易政策的不确定性有望下降，叠加中东地缘局势缓和，俄乌和平谈判或将重启，避险需求逐渐消退是大概率事件。特朗普减税政策有利于刺激美国经济增长，关税政策对通胀的影响尚未完全显现，美联储未来降息的空间收窄，达到中性利率可能需要更长时间。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着持有成本增加，黄金的吸引力将会下降。展望下半年，黄金中期或面临阶段性调整，预计国际金价波动区间在 2800-3500 美元/盎司，沪金波动区间在 650-800 元/克，建议维持逢高偏空思路。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们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。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025 - 84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020 - 87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8