

贵金属市场评论 重新定位

黄金自己爬得更高

金价上涨0.3%，以每盎司3299美元的价格结束7月。美元走强有助于所有主要货币录得正回报。年初至今，黄金上涨了26%（表1），p 2）。

显示正向贡献 我们黄金回报归因模型（GRAM通过我们的地缘政治风险指标（两者均从通货膨胀预期的上升和关税紧张局势））风险与不确定性 因素）。动量 因素也产生了积极影响，而更强劲的美元在7月1日对回报产生了沉重的拖累。（图表

流入3.2亿美元（23t）几乎平均分配给北 美国黄金ETF（14亿美元，12吨）和欧洲黄金ETF（17亿美元，11吨），而亚洲略有增长（1亿美元，0.8吨），其他黄金ETF（-1亿美元，-1吨）经历了温和的资金流出。COMEX管理资金净多头继续在4月份的谷底后建立仓位。

要点

七月回顾

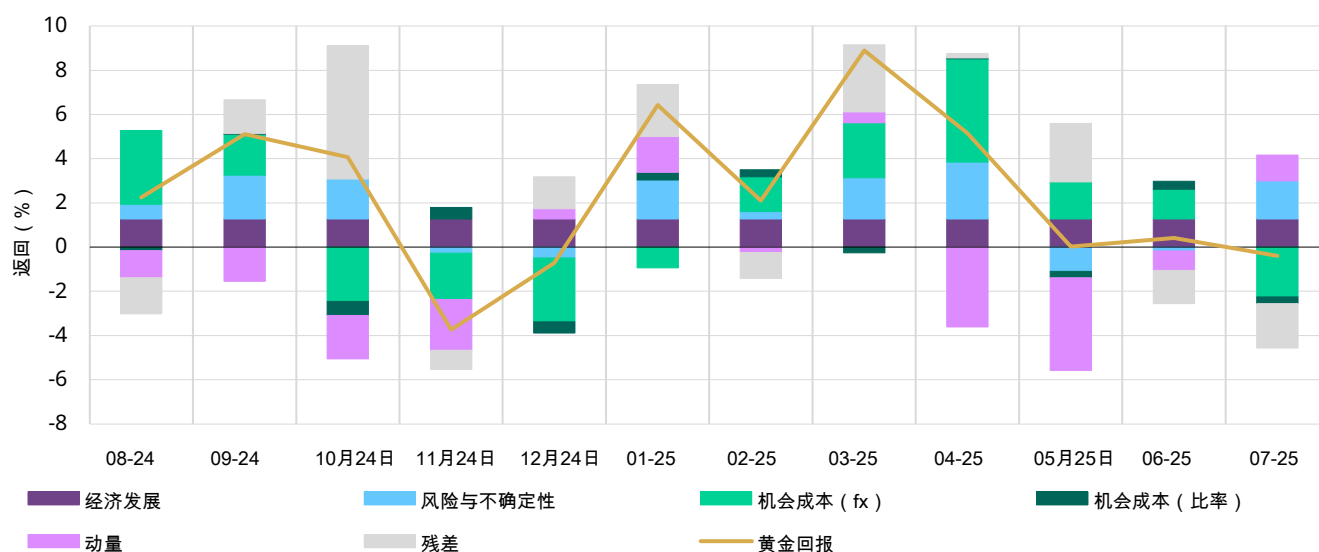
7月份，金价上涨，受关税驱动型通胀预期提振，但美元走强则构成拖累。

期待

价格与COMEX定位之间的差距，很可能会被增长的净多头头寸填补，而不是价格下跌，因为我们认为基本面支持前者。

图1：七月份黄金价格上涨，但涨幅受美元走强和动量因素抑制

每月推动黄金回报的关键因素。



*截至2025年7月31日。我们的黄金回报归因模型（GRAM）是一个基于月度黄金价格回报（使用XAU现货）的多重回归模型，我们将这些回报分为四个关键主题驱动类别，即黄金表现的驱动因素：经济扩张、风险与不确定性、机会成本和动量。这些主题捕捉了黄金需求的动机；最重要的是投资需求，被认为是黄金价格回报的短期边际驱动因素。“残差”代表黄金价格中未被已包含因素解释的百分比值变化。此处显示的结果基于使用月度数据的五年估计期分析。Goldhub.com上提供其他估计期和频率的选项。来源：彭博社，世界黄金理事会



表1：7月份，黄金在各种货币中上涨，因为更强的美元对黄金价格和主要货币表现的外部贡献*

	美元 (盎司)	EUR (oz)	日元 (克)	GBP (盎司)	CAD (盎司)	CHF (盎司)	INR (10g)	RMB (g)	试 (盎司)	澳元 (盎司)
七月价格*	3,299	2,890	15,989	2,498	4,571	2,680	98,068	767	134,027	5,134
七月返回*	0.3%	3.6%	5.0%	4.3%	2.2%	2.8%	2.5%	0.5%	2.4%	2.8%
Y-t-d回报*	26.4%	14.7%	21.2%	19.8%	21.8%	13.2%	29.2%	24.4%	45.3%	21.8%
创纪录的高价*	3,435	3,006	16,079	2,575	4,743	2,812	100,130	830	138,096	5,393
创纪录日期*	25-06-13	25-04-22	23-七-25	25-04-22	25-04-22	25-04-22	23-七-25	25-04-22	23-七-25	25-04-22

截至2025年7月31日。基于伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金价格下午价 (美元)，以当地货币表示，除印度和中国分别使用多伦多商品交易所 (MCX) 黄金价格下午价和上海黄金基准价格下午价。资料来源：彭博社，世界黄金委员会

图表2显示管理资金净多头，通常代表对冲基金和大型金融机构 (深蓝色线)。这些头寸高于平均水平，但

重新定位

- 仍然有点惊讶他们不是更高——尤其是COMEX定位和之间有意义的差距考虑到目前的黄金价格。黄金价格，主要是由关税担忧引起的，可能会

通过定位上涨而非下跌的价格来关闭，在我们看来

关税恐惧 它很可能在2025年初的贸易 unwind 时被锁定，或许还能赚一点利润 i -take。

- 期货市场的剧烈抛售早在盘中现货开始之前就已开始 这得到了关键基本面数据的支撑 (深蓝色线)。价格在四月底达到峰值。通过z分数较弱的美元和实际利率轨迹来看，相对于最近的交易区间——这是急剧的 镜头抬高市场和地缘政治风险

- 尽管 实际利率 与 黄金价格 出现脱节，COMEX 投资者 并未脱钩，若利率 下降，这种 关系 可能会 增强。

油箱里剩下的汽油

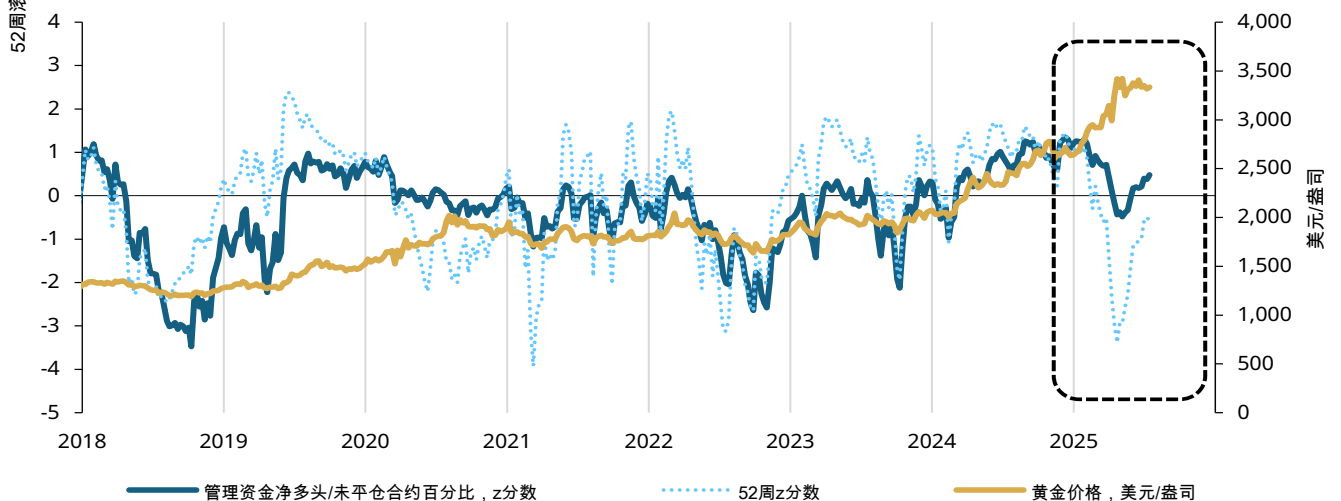
COMEX期货投资者恢复了一些失去的阵地，但这次重置让我们认为他们有能力重建头寸——这一观点在我们发布的年中展望中得到了ETF投资者的共鸣。

张大嘴

随着近期关注点集中于央行、黄金ETF和中国投资者，我们认为有必要重新审视COMEX上所谓的“快钱”仓位告诉我们什么。人们会认为，鉴于黄金价格所处的位置，投资者应该已经满载。我们知道这种情况在整体投资组合中所占的比例并非如此，但似乎在绝对数量上也并非这种情况。

图2：COMEX期货投资者未参与2025年的上涨。大口将如何闭合？

comex管理资金净多头 (z分数) 和黄金价格 (每盎司美元) *



截至2025年7月15日数据。蓝线在整个样本中进行了z分数标准化以适应y轴尺度。虚线浅蓝色线反映滚动52周z分数。来源：彭博，COT，世界黄金理事

1. 关于z分数的更多信息，请参阅此处：Z分数：定义、公式和计算 - Statistics How To



一项前提是基本面支持买入，我们认为它们确实支持买入：

• 美元结构上的弱势是一个关键因素，支撑

² 尽管 由强有力的案例和共识观点来看，鉴于交易拥挤，存在短期内被挤压的可能 ³

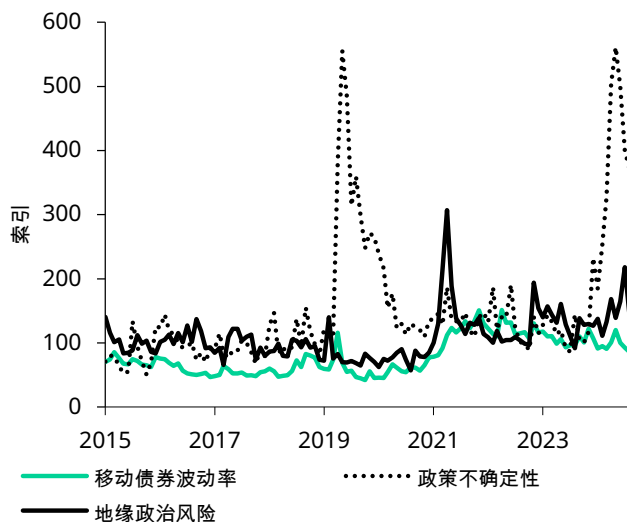
• 此外，风险感知仍然处于高位。尽管目前处于低谷，但市场可能受到隐含债券波动率或政策及地缘政治的复苏所冲击。

(图3) 紧张局势

• 政策利率也应该成为催化剂。但这也会导致债券收益率下降，尤其是实际收益率——这是对黄金实际上更重要的部分吗？毕竟，如果它们在上漲过程中不重要，那么在下落过程中真的重要吗？

图3：在林中空地，但尚未走出森林

MOVE债券隐含波动率、政策与地缘政治风险*



*截至2025年7月31日数据。资料来源：彭博社，世界黄金理事会

我们很关心

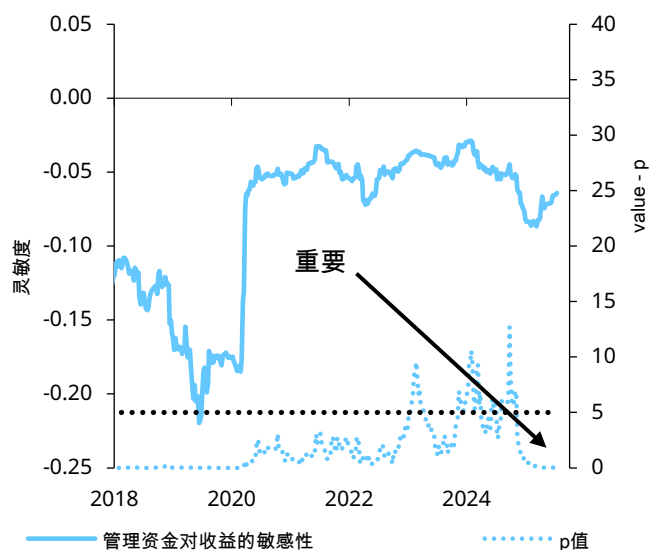
将黄金价格与通胀挂钩债券收益率（TIPs）脱钩的现象有据可查，央行、新兴市场投资者以及一些期限溢价很可能是罪魁祸首。

但是美国期货投资者并没有与实际收益率脱钩。他们仍然在乎！是的，他们的敏感度可能有点，但他们仍然高度 较低，可能是由于期限溢价显著（图4）（表2，第4页）。⁴

收益率，以及按实际有效汇率计算的美元，都处于一个阻力最小的路径被认为是下降的水平，尽管近期的上行压力仍然是一个需要注意的问题（图5）。

图4：期货投资者仍关注收益率

滚动回归系数和相关p值*



*数据截至2025年7月28日。回归详情请参见表格2。来源：彭博，世界黄金理事会

图5：阻力最小的路径很可能是向下

美元实际有效汇率** 和美国10年期TIP收益率*



*数据截至2025年7月31日。**REER反映CITI实际有效汇率广义美元指数。水平线反映1st、2nd和3rd四分位数。来源：彭博，世界黄金理事会

利率可能已经趋于收紧，因此如果前端放松，长端也可能随之跟进。八月初的疲软劳动力市场数据正将我们推向这一结果。这种现象也可能机械性地发生，如果较低的政策利率刺激了长期的通胀担忧，而掉期利率目前正暗示这一点（图6，第4页）。

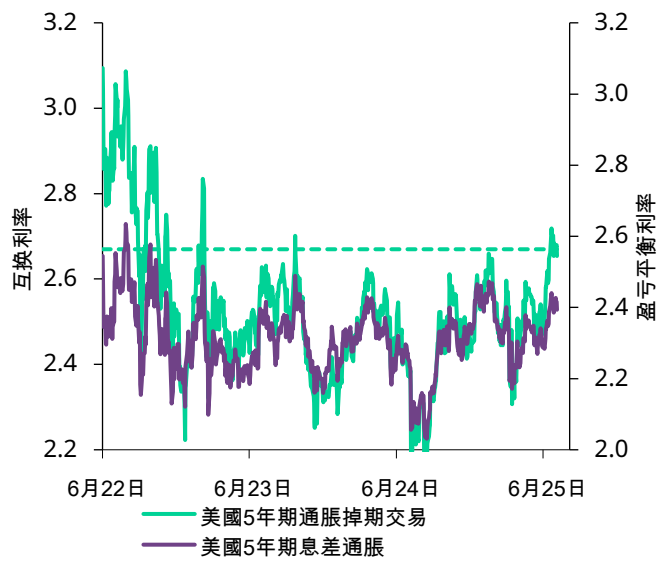
² 2025年7月，在彭博经济学家的74位对欧元和日元进行预测的参与者中，54位预计美元将在2026年第一季度走弱，其中位数跌幅为2.8%。

3. 美元流出可能持续一段时间 | 路透社 4. 方向一致性比p值更重要。



图6：实际利率可能会因通胀预期上升而受压

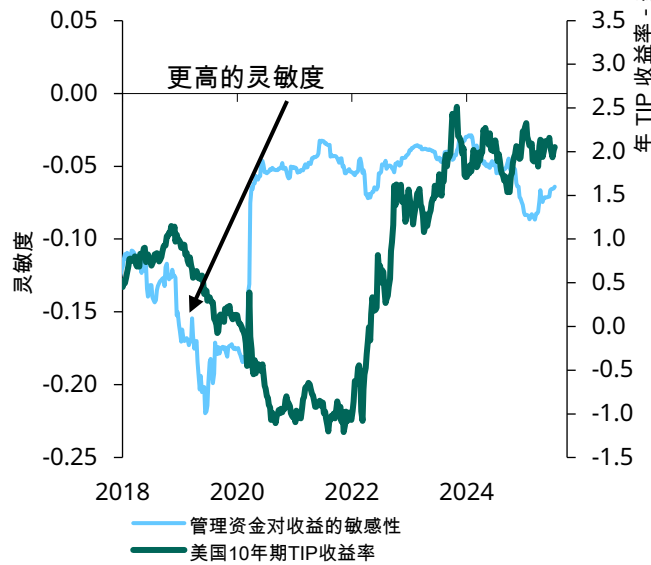
美国5年期通胀互换利率和盈亏平衡通胀率*



截至2025年7月31日数据。盈亏平衡通胀 来源：彭博，世界黄金理事会

管理资金的投资者在利率下降时可能会对利率更加敏感——在疫情前，这种情况很常见，即当收益率变化100个基点，其他因素保持不变时，头寸会相应地变动约20%（图表7）。

图7：当利率下降时，敏感性更大
滚动回归系数和美债10年期TIPS收益率*



*数据截至2025年7月28日。回归详情请参见表格2。来源：彭博，世界黄金理事会

总而言之...

尽管我们在《年中展望》和《黄金的熊市情景是什么？》中列举了风险，但如果利率放缓，风险依然存在，美元持续疲软，那么管理资金可能会更有信心地退场，尤其是在8月初美国劳动力市场数据疲软之后。这将支持进一步的资金流入黄金ETF，而随着各国央行有所放缓，这可能会帮助黄金价格。这不是板上钉钉的事，但条件正在成熟。

表2：期货投资者对美元和收益率的敏感性

comex期货周度变化的回归，控制动量因素的美元变化和10年期tip收益变化*

因变量：comex管理资金净多作为持仓量的百分比			
	15年系数	5年系数	描述
常数	0.00	0.00	与零无显著差异的常数
$\Delta \log DXY$	-0.73 ***	-0.49 ***	对美元的负敏感性
Δ 美国10年期TIP收益率	-0.06 ***	-0.05 ***	对美债10年期通胀保值债券收益率负敏感
Δ 管理资金 (T-1)	0.17 ***	0.12 **	正向短期动能—可能为CTA效应
Δ 管理资金 (T-2)	-0.06 *	-0.11 *	负向中短期均值回归
调整后的R平方	0.20	0.21	

2006年6月13日至2025年7月15日数据，每周二至周二，HAC标准误差。敏感性反映因变量，单位为%，即0.1=10%，而收益率单位为% * 100。因此，TIP收益率下跌100个基点是当前定位变化5-6个百分点，但在新冠疫情前这一数值高达22个百分点。图表4和7采用了相同的回归分析，但基于滚动2年（104周）的数据。来源：彭博社，世界黄金理事会



世界黄金协会

我们是一个致力于推广黄金作为战略性资产的会员组织，塑造负责任且可获取的黄金供应链的未来。我们的专家团队通过可信的研究、分析、评论和见解，建立对黄金应用场景和可能性的理解。

我们推动行业发展，塑造政策，为永恒和可持续的黄金市场设定标准。

研究

杰里米·德·佩斯梅耶，CFA 资产配置策略师

约翰·帕尔姆贝格 资深量化分析师

卡维塔·查科 研究主管，印度

克里希安·戈帕尔 高级分析师，欧洲、中东和非洲

路易斯街高级市场分析师

玛丽莎·萨利姆 大型研究主管，亚太地区

贾瑞 研究主管，中国

泰勒·伯内特 研究主管，美洲地区

胡安·卡洛斯·阿蒂加斯 研究全球主管

市场策略

约翰·里德 资深市场策略师，欧洲和亚洲

约瑟夫·卡瓦托尼 大中华区高级市场策略师

更多信息：

数据集和方法论访问：
www.gold.org/goldhub

联系方式：
research@gold.org



重要信息和免责声明

© 2025 世界黄金协会。所有权利保留。世界黄金协会和圆圈标志是世界黄金协会或其附属机构的商标。

未经世界黄金协会或相应版权所有者优先书面许可，禁止复制或重新分发本文中的任何信息，除非下文有具体说明。信息和统计数据是版权©以及/或世界黄金协会或其附属公司或本文中注明的第三方提供者的知识产权。所有相关所有者的权利均予保留。

根据公平行业惯例，出于审查和评论（包括媒体评论）的目的，允许使用本信息中的统计数据，但须满足以下两个前提条件：（i）仅使用有限的数据摘录或分析；（ii）对这些统计数据的任何和所有使用都必须附上对世界黄金协会的引用，并在适当的情况下，引用金属焦点或其他已确认的版权所有者优先作为其来源。世界黄金协会与金属焦点有关联。

世界黄金协会及其附属机构不对任何信息的准确性或完整性做保证，也不对因使用此信息而直接或间接产生的任何损失或损害承担责任。

本信息仅用于教育目的，通过接收本信息，您同意其预期用途。本信息中包含的任何内容均不构成推荐、投资建议或购买或出售黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具（统称“服务”）的建议。本信息未考虑任何特定个人的投资目标、财务状况或特殊需求。

多元化投资并不能保证任何投资回报，也不能消除损失风险。过往业绩并不必然预示未来结果。通过分配黄金可以生成的任何投资结果的最终表现具有假设性质，可能无法反映实际投资结果，也不保证未来结果。世界黄金协会及其附属公司不保证或担保在任何假设投资组合中使用的任何计算和模型，也不保证或担保由任何此类使用产生的任何结果。投资者应在就任何服务或投资做出任何决定之前，与其相应的投资专业人士讨论其具体情况。

本信息可能包含前瞻性陈述，例如使用“相信”、“预计”、“可能”或“表明”等词语的陈述，或类似术语，这些陈述基于当前预期并可能发生变化。前瞻性陈述涉及诸多风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述将得以实现。世界黄金委员会及其附属公司不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

关于LBMA黄金价格的信息

LBMA黄金价格由ICE基准管理公司（IBA）管理和发布。LBMA黄金价格是贵金属材料价格有限公司的商标，并经贵金属材料价格有限公司授权给IBA作为LBMA黄金价格的行政管理者。ICE和ICE基准管理是IBA及其附属公司的注册商标。LBMA黄金价格经IBA授权许可，由世界黄金理事会使用。

已发布的LBMA金价信息可能无法反映未来的LBMA金价信息或表现。IBA、洲际交易所（ICE）或任何提供用于管理或确定LBMA金价（数据提供者）数据的第三方，或其任何关联方，均不对LBMA金价信息的及时性、准确性或完整性，或从任何LBMA金价信息的使用中获得的任何结果，或使用LBMA金价信息用于任何特定目的的适当性或适用性做出任何声明、预测、保证或陈述。在适用法律允许的最大范围内，所有与LBMA金价信息相关的默示条款、条件和保证，包括但不限于质量、适销性、用途适用性、所有权或非侵权，均在此排除，且IBA、ICE或任何数据提供者，或其任何关联方均不会就违反法定职责或骚扰、或根据反垄断法，因虚假陈述或其他原因，对LBMA金价信息中的任何不准确、错误、遗漏、延迟、失败、中止或变化（重大的或其他的）承担合同或侵权（包括疏忽）责任，或因与LBMA金价信息或您可能对其做出的任何依赖相关的任何损害、费用或其他损失（无论是直接的还是间接的）承担责任。

由世界黄金协会提供的LBMA金价格信息可用于您内部审查世界黄金协会提供的市场分析，但不得用于任何其他目的。您不得将世界黄金协会提供的LBMA金价格信息透露给任何人。



关于QaurumSM和黄金价值评估框架的信息

请注意，通过使用Qaurum、黄金估值框架和其他信息所生成的各种投资结果的预期表现纯属假设性质，可能无法反映实际投资结果，也不构成对未来结果的保证。世界黄金理事会（包括其附属机构）或牛津经济学院均不对该工具的功能性提供任何担保或保证，包括但不限于任何预测、估计或计算。