

贵金属周报

美联储鲍威尔鸽派信号提振降息预期 美元走弱贵金属大幅反弹

叶倩宁 Z0016628

联系方式: yeqianning@gf.com.cn



广发期货APP



微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
黄金	【后市展望】8月来随着美国关税政策落地对市场情绪影响减弱，对通胀上升的影响仍需进一步观察，但7月美国经济数据呈现恶化、政府赤字压力在高利率背景下较大，美联储9月降息将抑制美元指数。短期在宽松货币预期利好下金价在资金情绪带动下可能再次冲击3450美元的前高阻力位，然而价格突破需要更多宏观驱动支持如美国经济进一步恶化等，操作上建议黄金看涨期权上买入AU2512C776同时卖出AU2512C792构建牛市价差策略。 【宏观经济面】美国经济内生驱动受到特朗普政策影响预期出现恶化，经济活动景气度和就业市场萎缩情况超预期，但消费和通胀受到关税政策影响而有反弹，从短期领先数据来看总体喜忧参半。随着特朗普财税法案通过后落地效果有待观察，关税政策带来的财政收益需在政策不确定性下仍有反复，美联储配合降息或对经济改善驱动更强。 【美联储货币政策】美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的最新讲话中表示，“风险平衡似乎正在发生转变”，并强调就业市场面临的“下行风险正在增加”，“现在政策已经明显处于限制性区域，可能需要我们调整政策立场”。此外，鲍威尔还宣布了美联储货币政策框架从“灵活平均通胀目标制”转向“灵活通胀目标制”。鲍威尔的讲话被市场普遍解读为9月降息的明确信号，CME的FedWatch预期9月降息25个BP的概率升为84%，目前通胀不确定性下官员分歧仍存，年内降息仍为两次。 【资金面】金银ETF持仓整体维持高位，价格回落情况下机构买入意愿更强，一旦走强则部分资金选择获利离场。	短期金价有冲高可能吗，建议黄金期权上买入 AU2512C776同时 卖出AU2512C792 构建牛市价差策略	黄金价仍在3300-3400美元区间窄幅波动，建议在价格回调到位阶段低位通过黄金看涨期权上构建牛市价差策略

品种	主要观点	本周策略	上周策略
白银	【后市展望】白银方面，近期伦敦白银拆借和租赁利率回落实物需求减少但ETF资金流入惯性提振价格，国内反内卷政策对商品价格的影响反复，工业基本上白银需求相对偏弱仍，价格中枢上移过程中可能受到资金情绪扰动。短期银价受到宏观消息和商品属性影响总体走势偏强，建议多单在38美元上方继续持有。 【宏观金融属性】影响偏多，在美国以宽财政+宽货币政策主导情况下，美元指数维持弱势对贵金属形成持续性利好。 【金银比】影响中性，国内工业品普涨提振银价走强使金银比自高位快速回落修复，后期波动或转稳。 【白银供需】影响偏空，7月国内珠宝零售额累计同比增幅连续2个月回落，总体上尽管需求量放缓但金价维持高位震荡使相关首饰销售额仍有增长；光伏太阳能电池产量在5月“抢装潮”过去后连续两个月放缓同比创去年12月以来新低；下半年全球增长预期放缓和美国贸易政策等对白银工业需求的影响仍有不确定性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测，在光伏行业的高基数和高库存背景下，“抢装潮”提前透支需求叠加“反内卷”政策实施对工业需求影响不容乐观。	短期银价受到宏观消息和商品属性影响总体走势偏强，建议多单在38美元上方继续持有	短期银价维持区间，建议保持低多思路或构建期权的牛市价差策略



目录

- 01 本周行情回顾
- 02 贵金属资金面与持仓分析
- 03 宏观基本面分析
- 04 白银产业基本面分析

1



本周行情回顾

国际金价走势



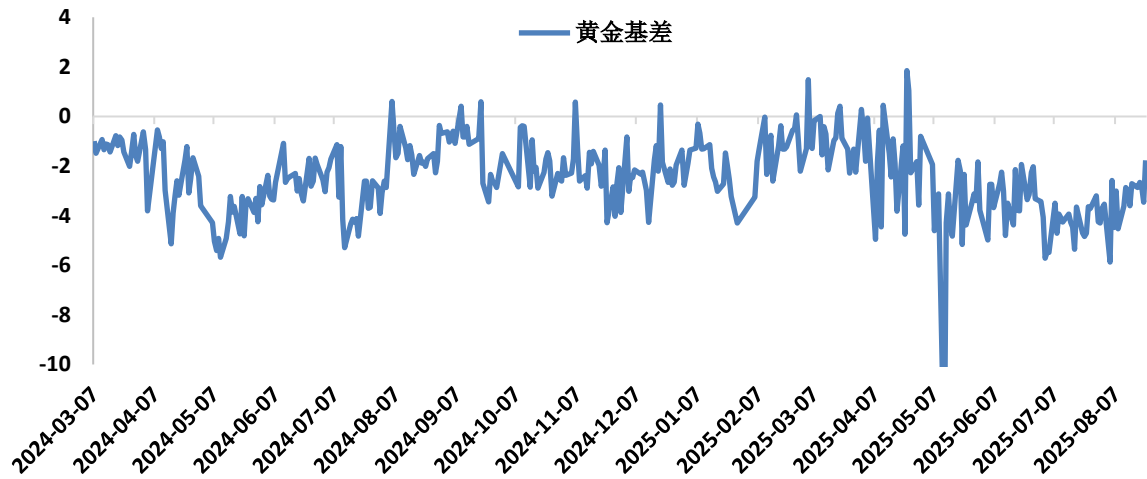
国际银价走势



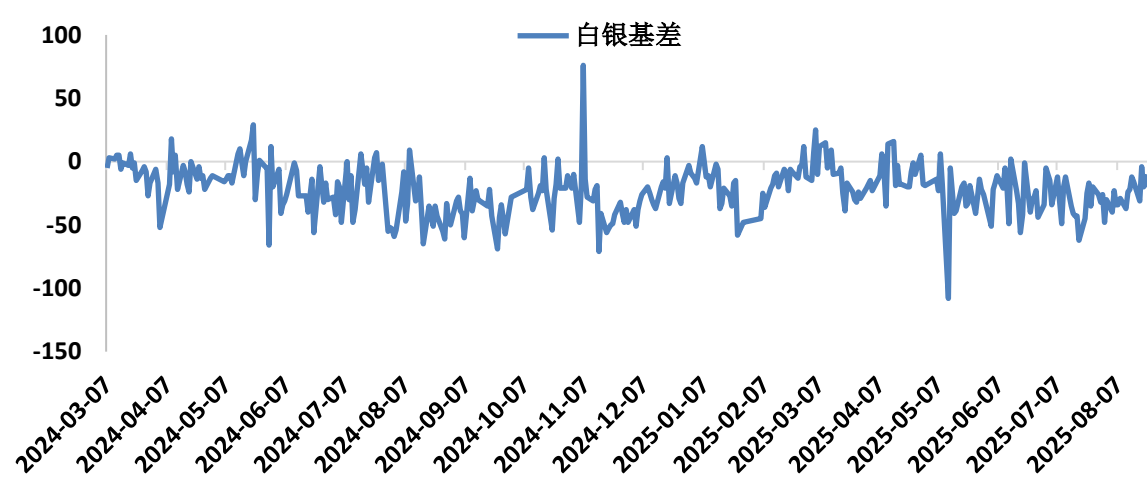
- 本周，周初在美国领导人与俄乌等领导人会晤推动地缘局势缓和叠加欧美贸易协议达成等因素，美元有所走强情况下贵金属价格呈现回落，然而周五美联储主席鲍威尔在央行年会上讲话对转向“鸽派”提振9月降息预期使多头情绪迅速被点燃，金银价格快速反弹拉升并收复前期跌幅。国际金价一度跌至3311美元后反弹，周五收于3371.24美元/盎司，当周累计上涨1.08%；国际银价与黄金同步波动但受到工业品价格影响弹性更强期间回到39美元上方后再度失守，收盘价为38.888美元/盎司，当周累涨2.37%。

贵金属市场当周交易表现								
合约标的	收盘价	累计涨跌幅 (%)	最高价	最低价	成交量	成交变化	持仓量	持仓变化
COMEX黄金主力	3417.20	1.05	3423.40	3353.40	674736	-142581	323440	-4920
沪金2510	773.40	-0.31	777.84	770.38	672089	-316472	181769	-15886
伦敦金	3371.24	1.08	3378.80	3311.26	-	-	-	-
上金所黄金TD	771.63	-0.01	775.31	767.32	114002	-37300	197546	197546
COMEX白银主力	38.880	2.26	39.090	36.960	255531	-16867	53171	-17123
沪银2510	9192	-0.13	9277	9031	1715382	-148660	303690	-42438
伦敦银	38.888	2.37	39.062	36.944	-	-	-	-
上金所白银TD	9182	0.00	9248	9003	1667144	-247412	3280258	-167056

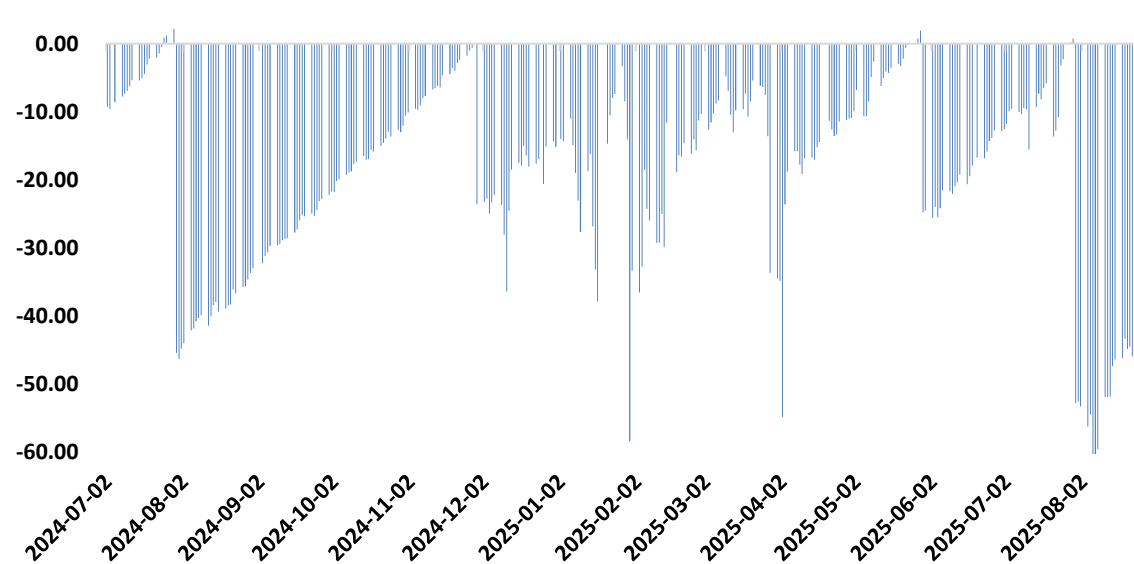
黄金t+d和沪金主力价差



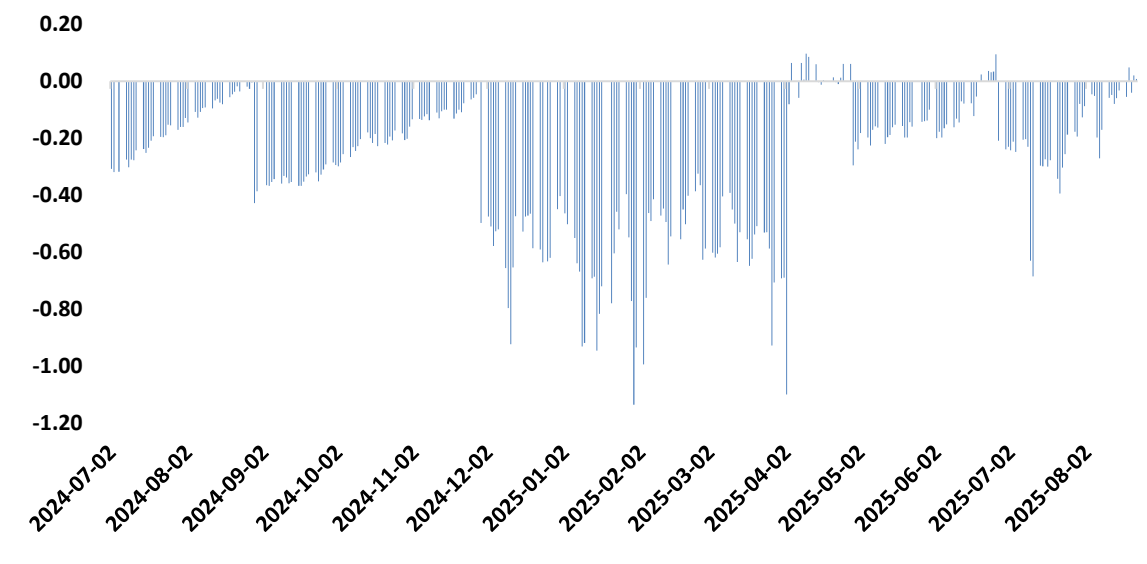
白银t+d与沪银主力价差



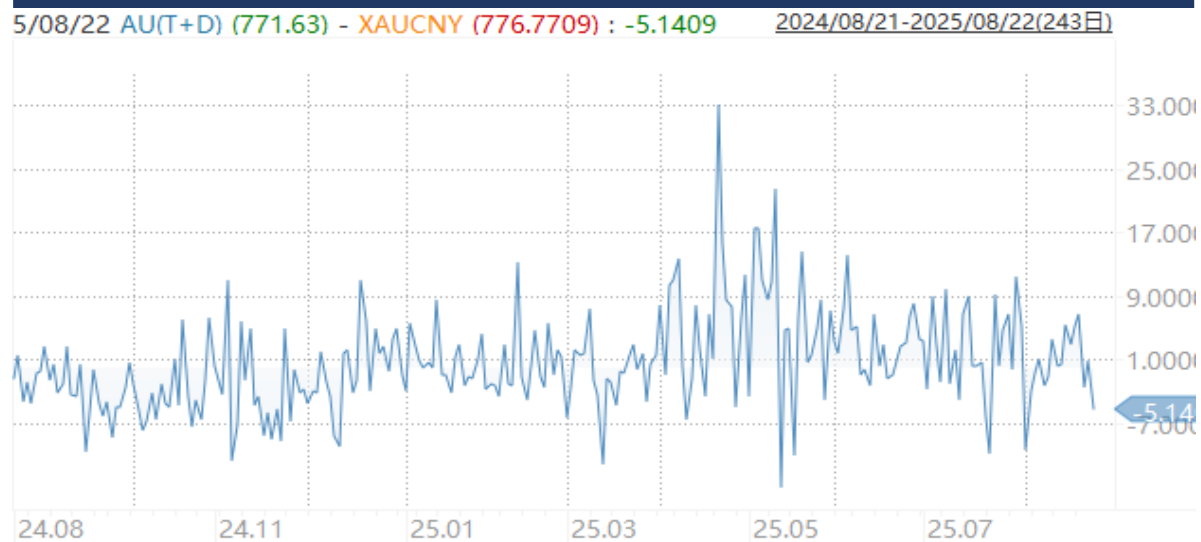
伦敦金-COMEX金价差



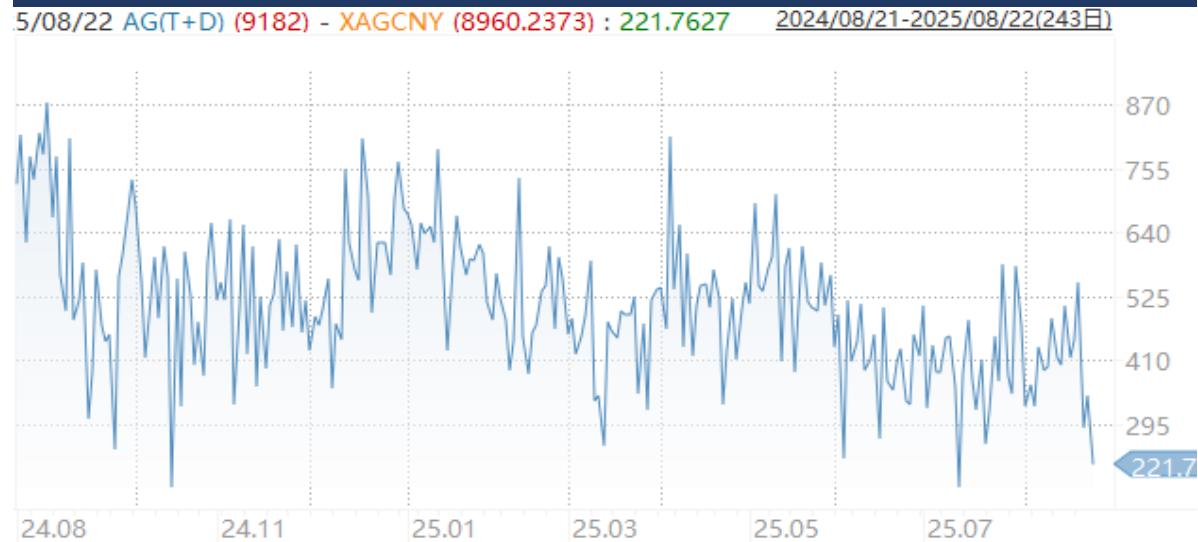
伦敦银-COMEX银价差



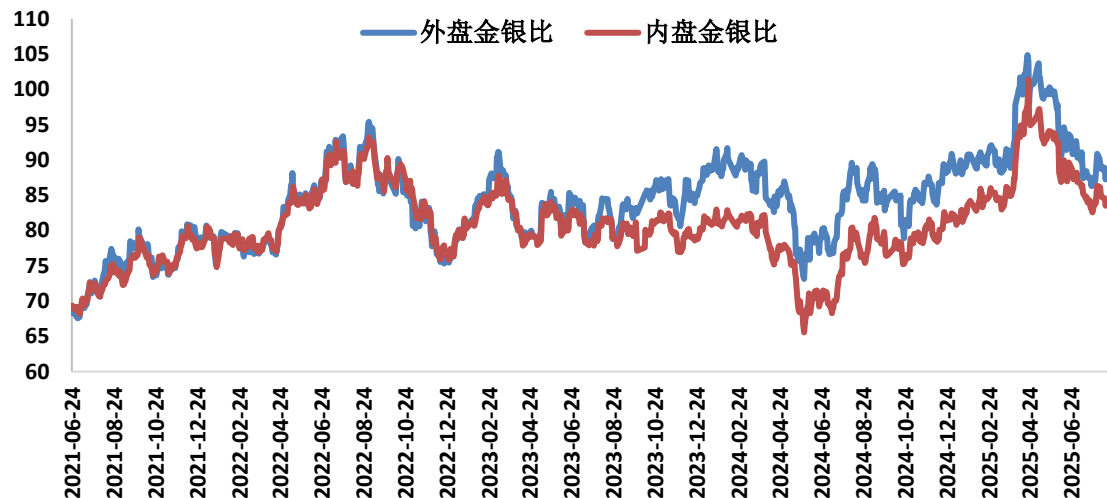
黄金内外盘价差



白银内外盘价差



内外盘金银比价

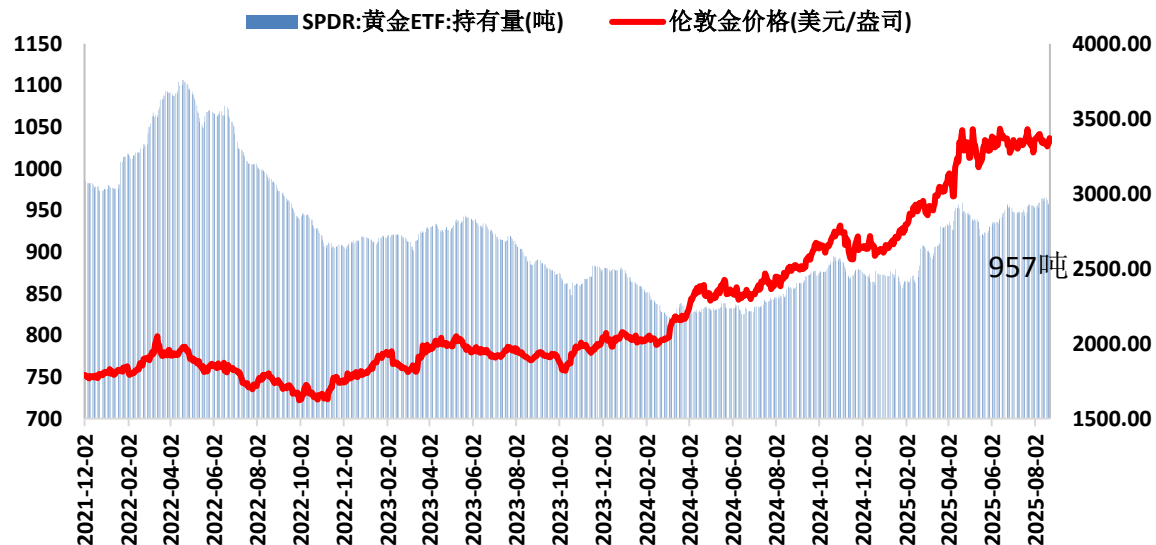


2

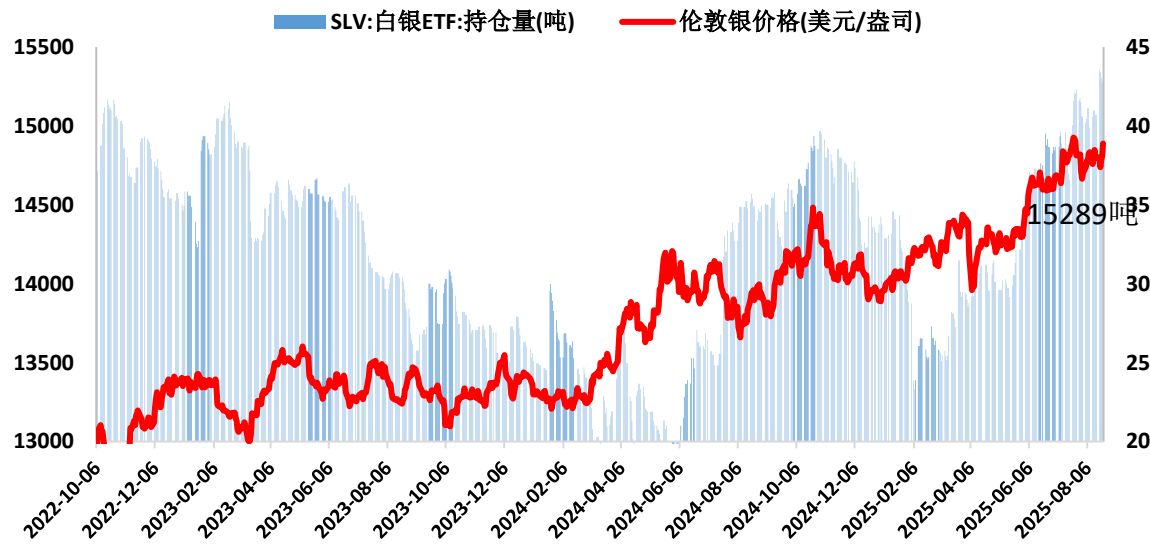


资金面与持仓分析

全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）

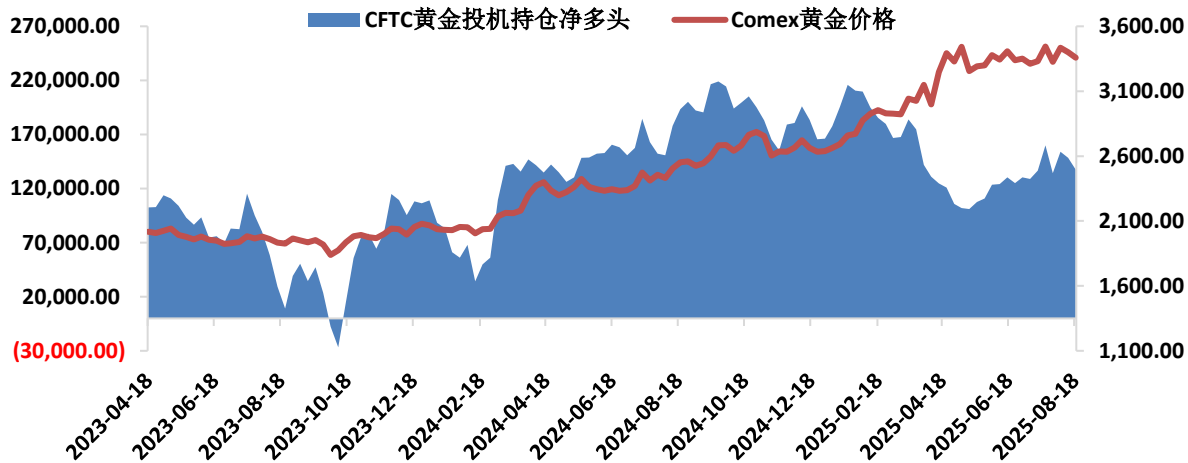


全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）

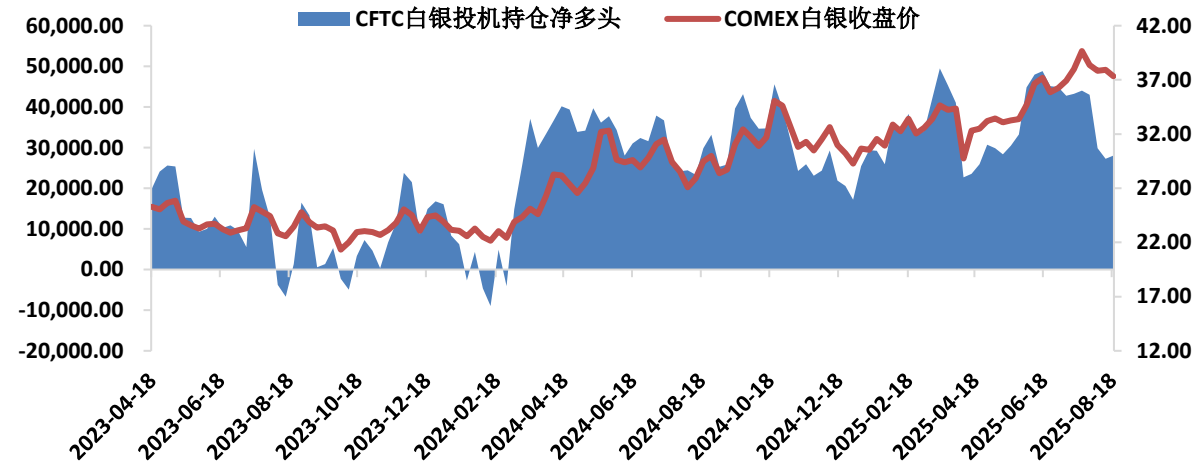


- 截至8月22日，全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量约为956.8吨，本周持仓较上周减少8.6吨；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为15288.8吨，当周ETF持仓减少68吨。近期金银价格受到消息面影响波动反复ETF持仓整体维持高位，价格回落情况下机构买入意愿更强，一旦走强则部分资金选择获利离场。

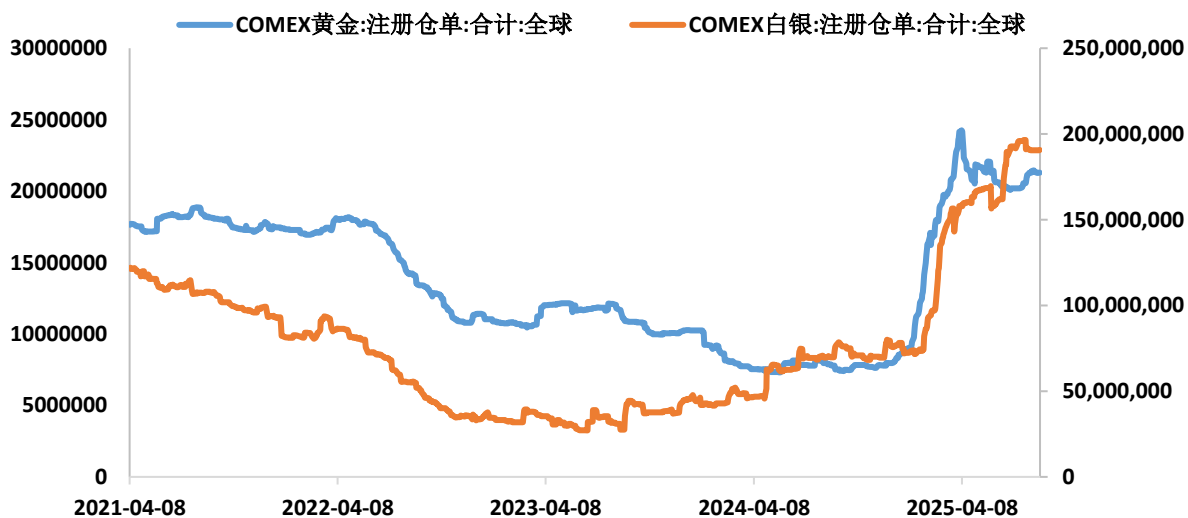
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



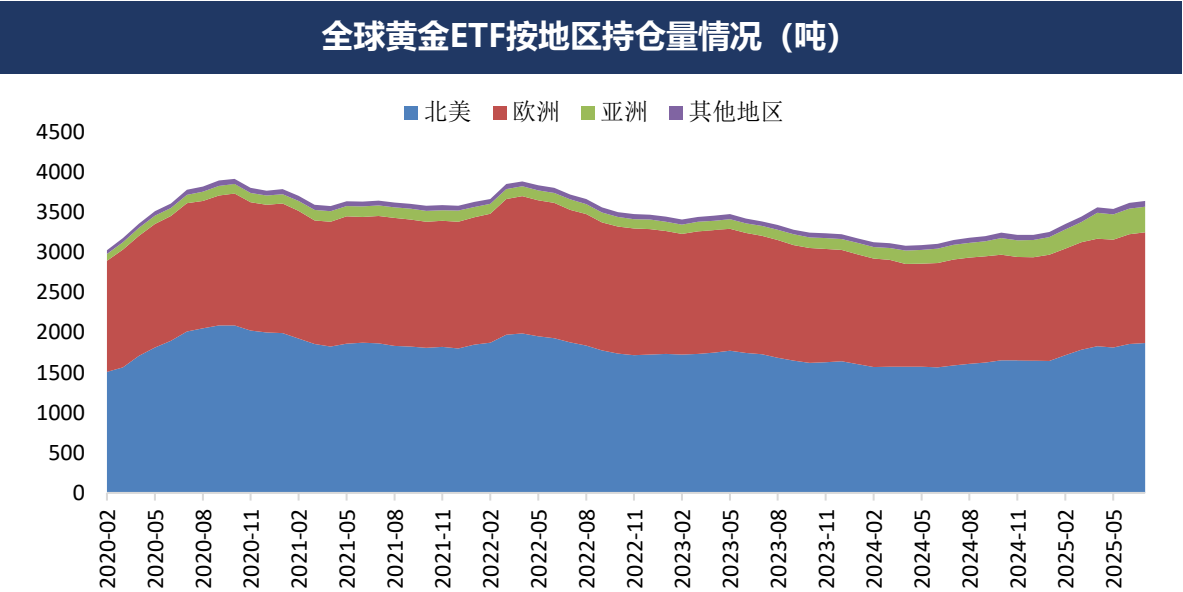
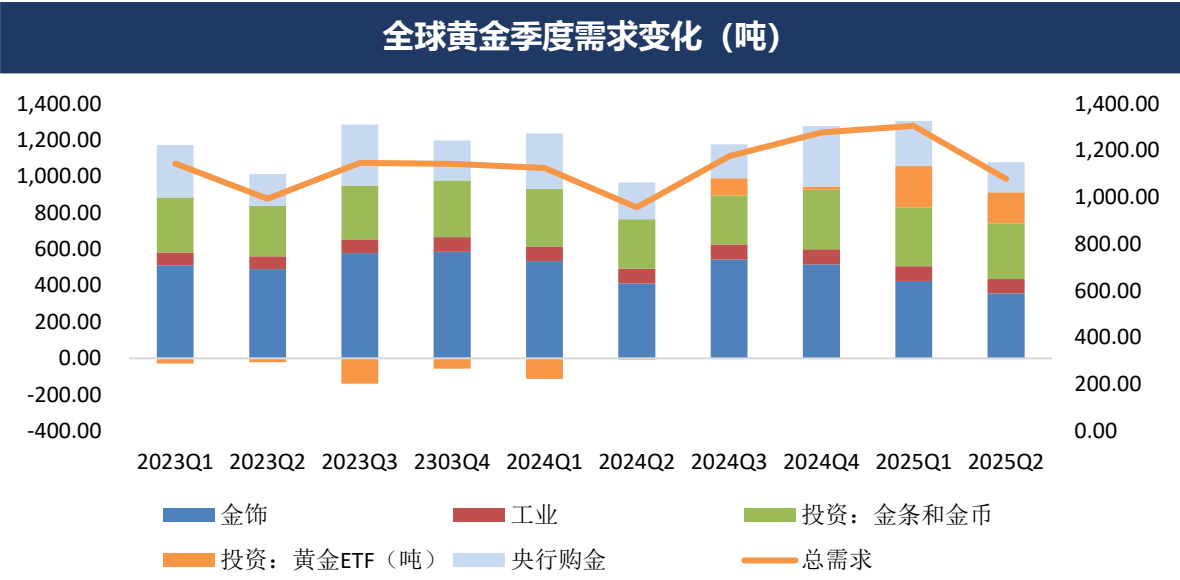
CFTC白银期货投机持仓净多头变化



COMEX黄金与白银期货仓单库存

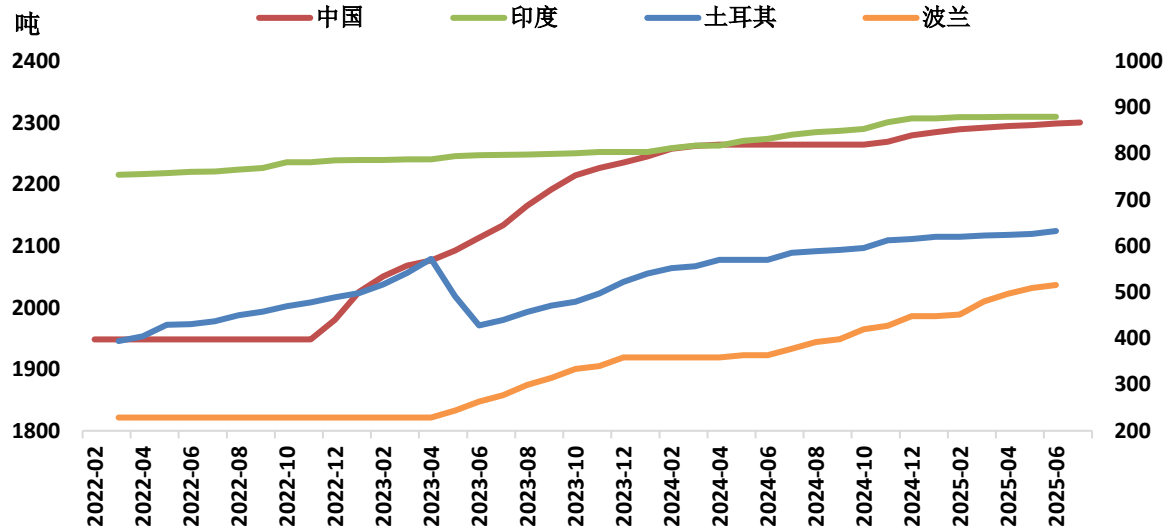


- 截至8月19日，CFTC黄金期货管理基金投机持仓净多头为137385手，持仓较上周减少10902手，多头持续两周离场空头加仓，近期黄金波动持续收窄投机资金流出；白银期货投机持仓净多头为28046手，持仓较上周略增加766手，多头有所增仓。
- COMEX黄金库存在八月初一度由于美国关税担忧而上升但随着特朗普否认对黄金加征关税后库存上升趋势随即停止，白银库存变化亦趋缓。

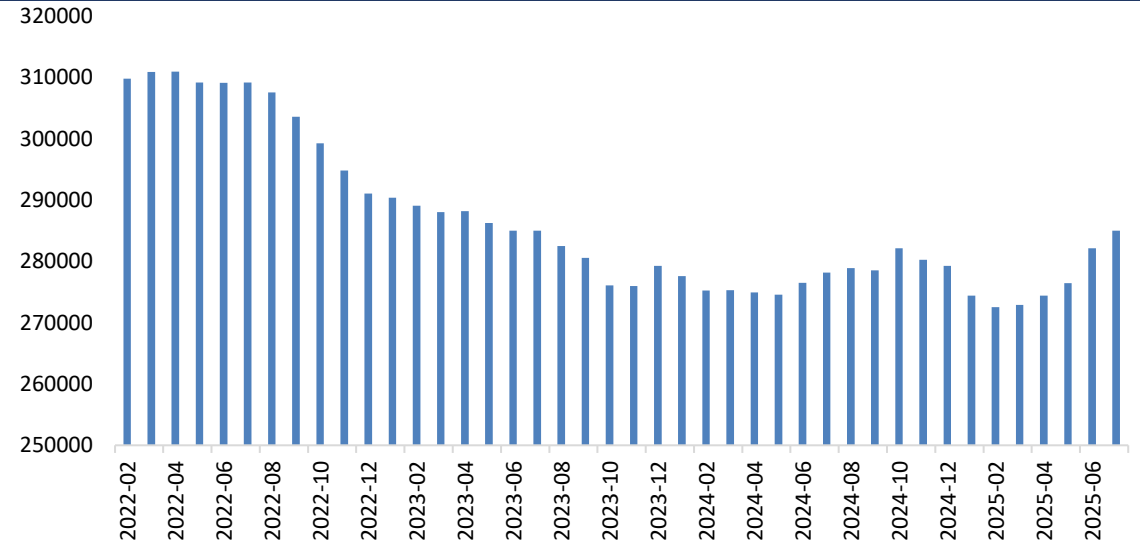


- 据世界黄金协会统计，2025年二季度全球黄金总需求为1079吨，环比一季度下降17.4%，同比去年增长12.8%，今年黄金经历了前4个月的快速上涨之后，价格处于较高位置对二季度需求形成了一定的打压，ETF和央行购金需求虽然回落但维持相对强势，首饰需求连续三个季度回落且创2020年以来新低。
- 2025年7月全球黄金ETF持仓维持净流入，北美地区流入12.5吨，其次欧洲地区流入10.9吨，在关税担忧和央行货币政策维持宽松预期下机构对黄金ETF需求仍较强。

新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



LBMA伦敦金库存（千盎司）



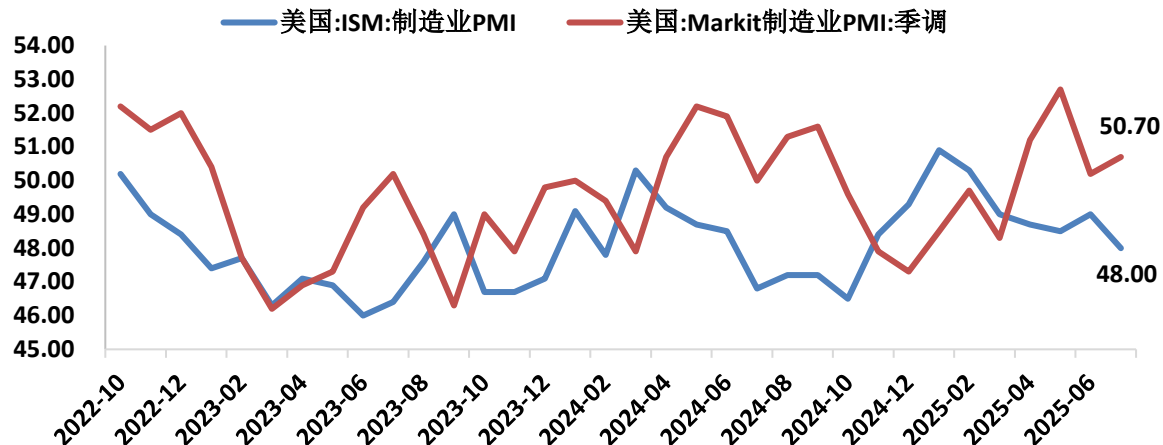
- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布7月末黄金储备约2300.4吨，较6月末环比增加约1.9吨，为连续9个月增持，规模再次收窄，当月金价回调过程中或刺激了央行增持意愿；
- 黄金价格维持年内高位对实物需求持续形成打压，2025年7月LBMA伦敦黄金库存连续5个月回升至2.85亿盎司（约8864.5吨），需求疲软使现货库存持续累积。

3

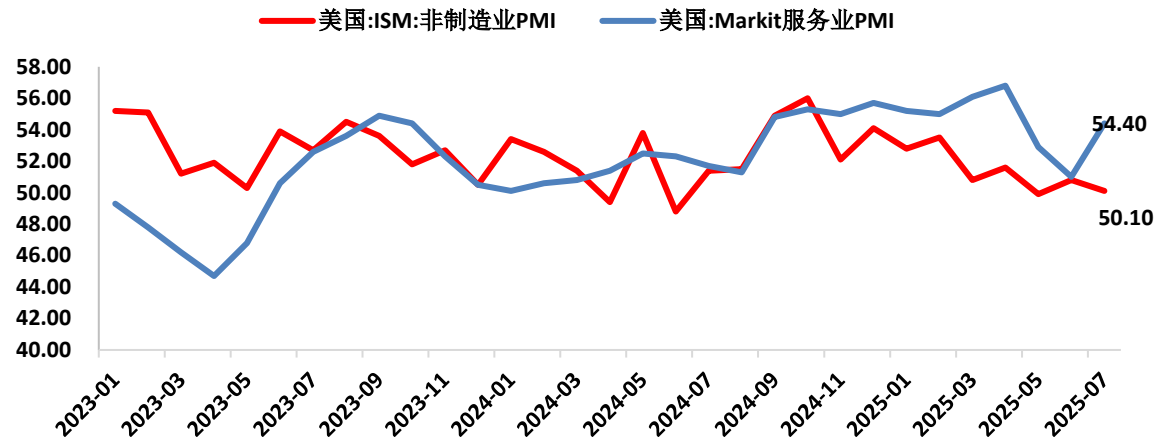


宏观基本面分析

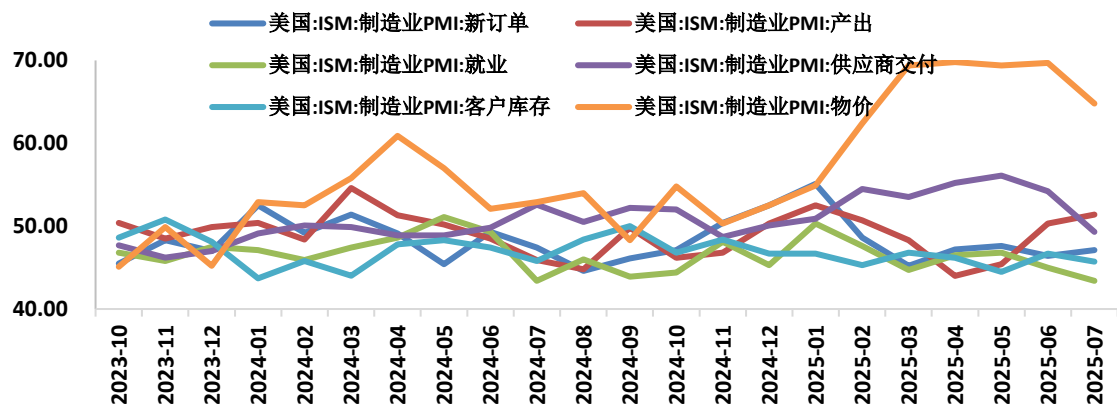
制造业PMI指数



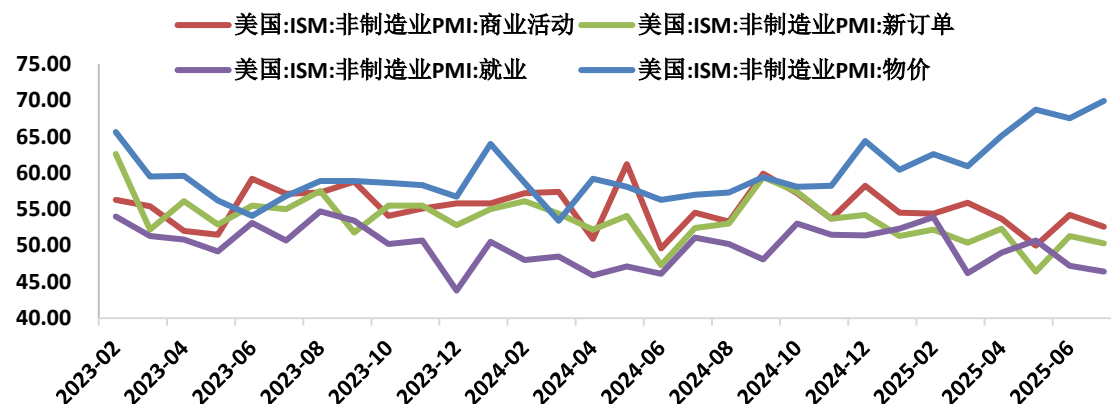
非制造业PMI指数



ISM制造业PMI分项指标

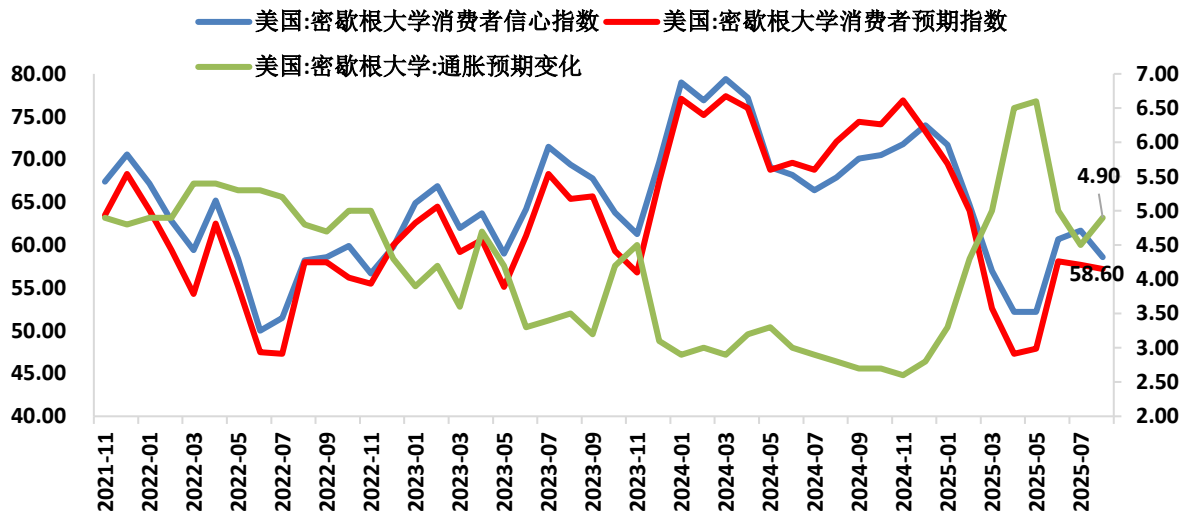


ISM非制造业PMI分项指标

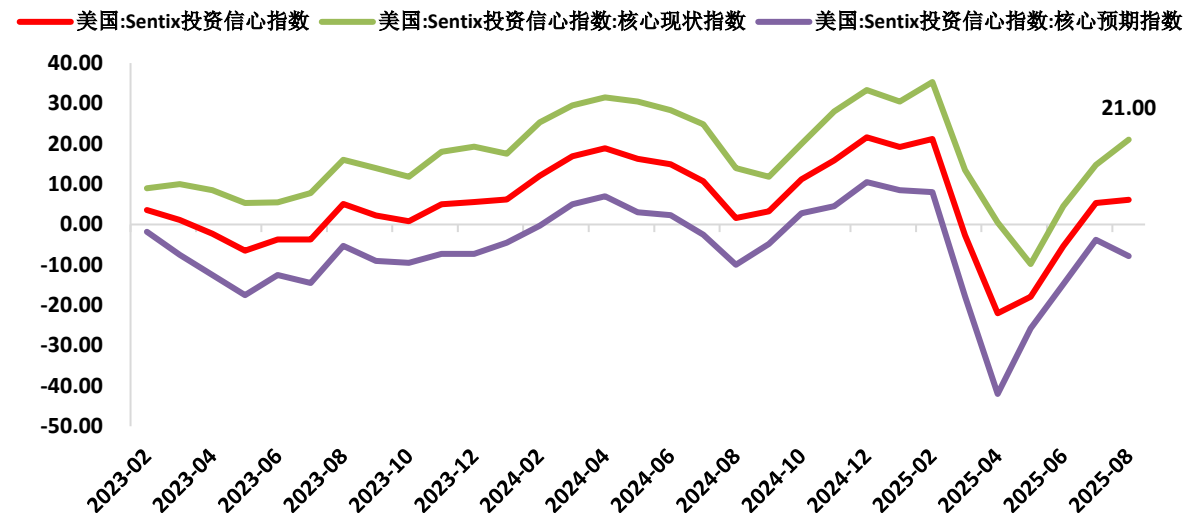


- 美国7月ISM制造业PMI指数从49以外降至48创去年10月以来新低，远低于预期49.5，新订单指数为47.1较上月有所改善但连续第六个月萎缩；物价指数单月大幅下降，表明制造商的原材料成本压力有所缓解；就业指数创五年多以来的最低，制造业的疲软持续影响企业招聘；非制造业PMI降至50.1呈现停滞状态创年内新低，低于预期的51.5，商业活动再度走弱，就业持续疲软。

美国密歇根消费者信心指数

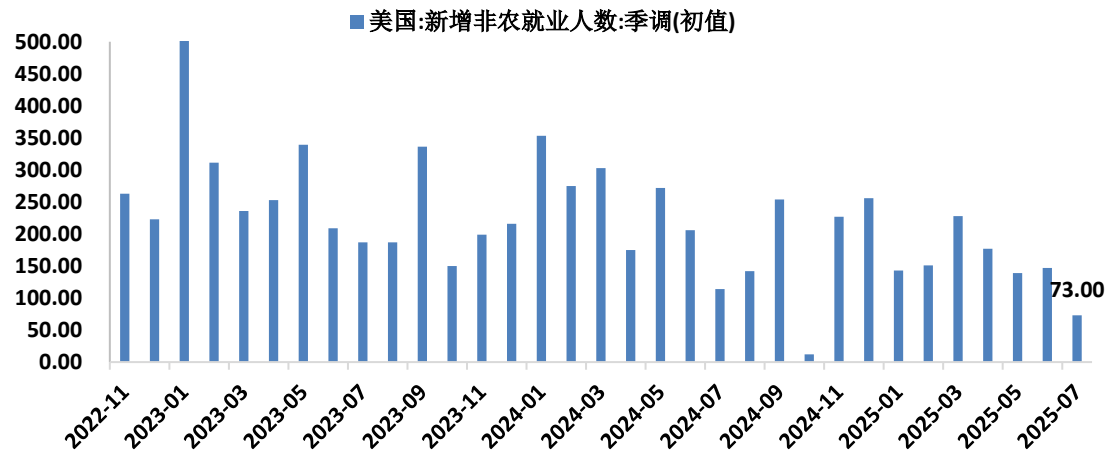


美国Sentix投资者信心指数

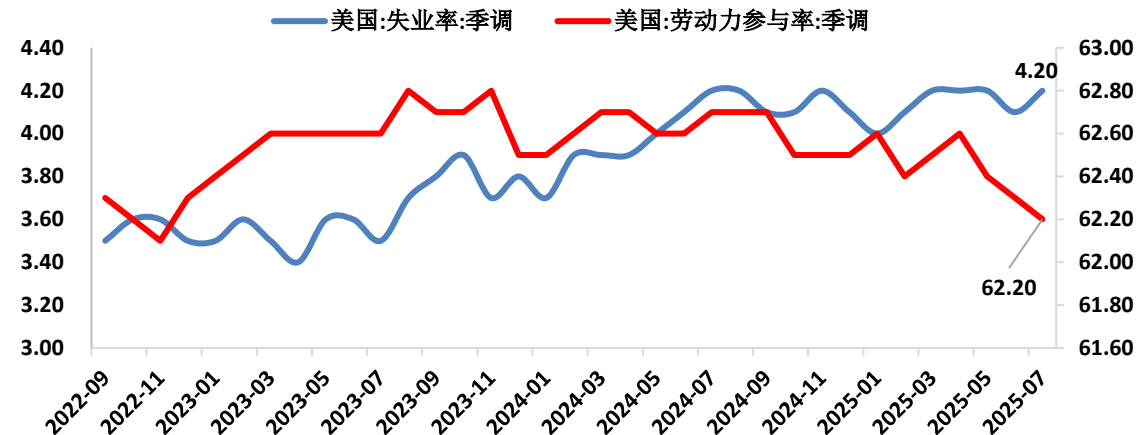


- 8月美国密歇根大学消费者信心指数初值58.6为4月以来首次下滑，低于预期的62，前值为61.7；消费者对未来一年的通胀预期初值反弹至4.9%，预期4.4%，前值4.5%，随着美国与各国基本达成贸易协议，消费者对高物价的担忧再度凸显；
- 8月美国Sentix投资信心指数略升至6.1，前值为5.3，随着美国关税和财税政策落地企业信心有所改善。

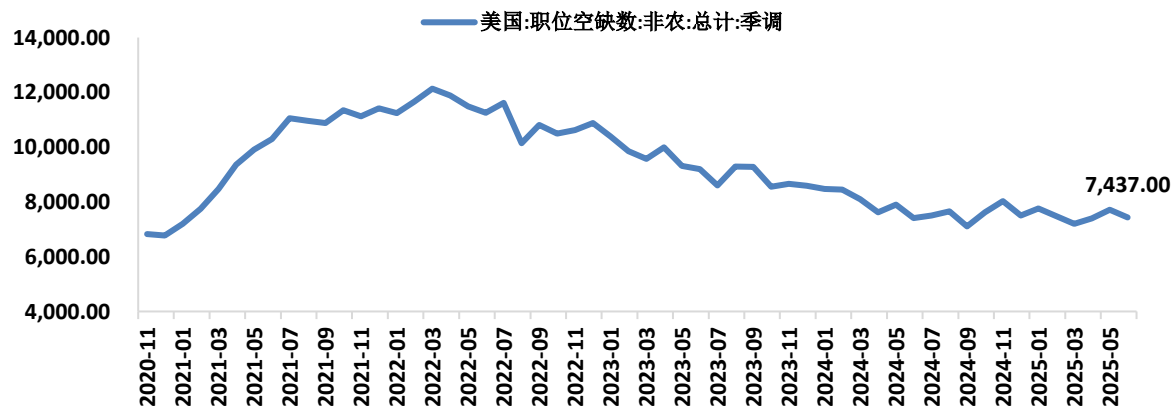
美国新增非农就业人数 (千人)



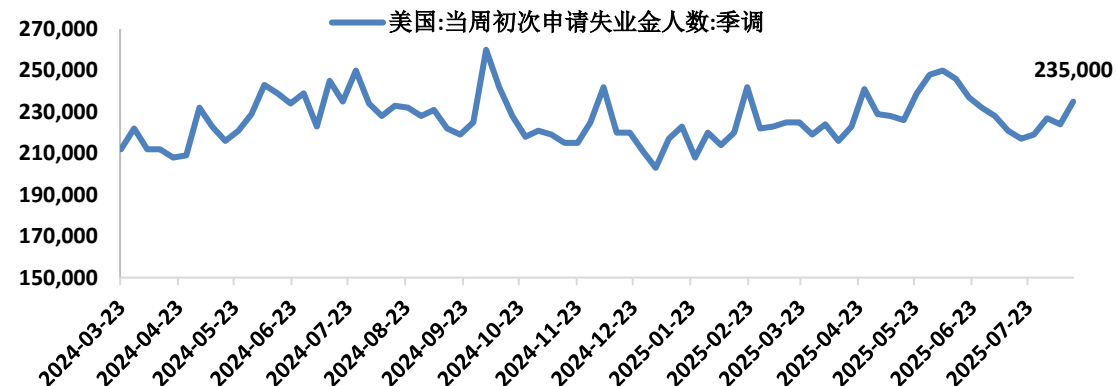
美国失业率与劳动参与率 (%; 劳动参与率: 右轴)



美国职位空缺数 (千人)

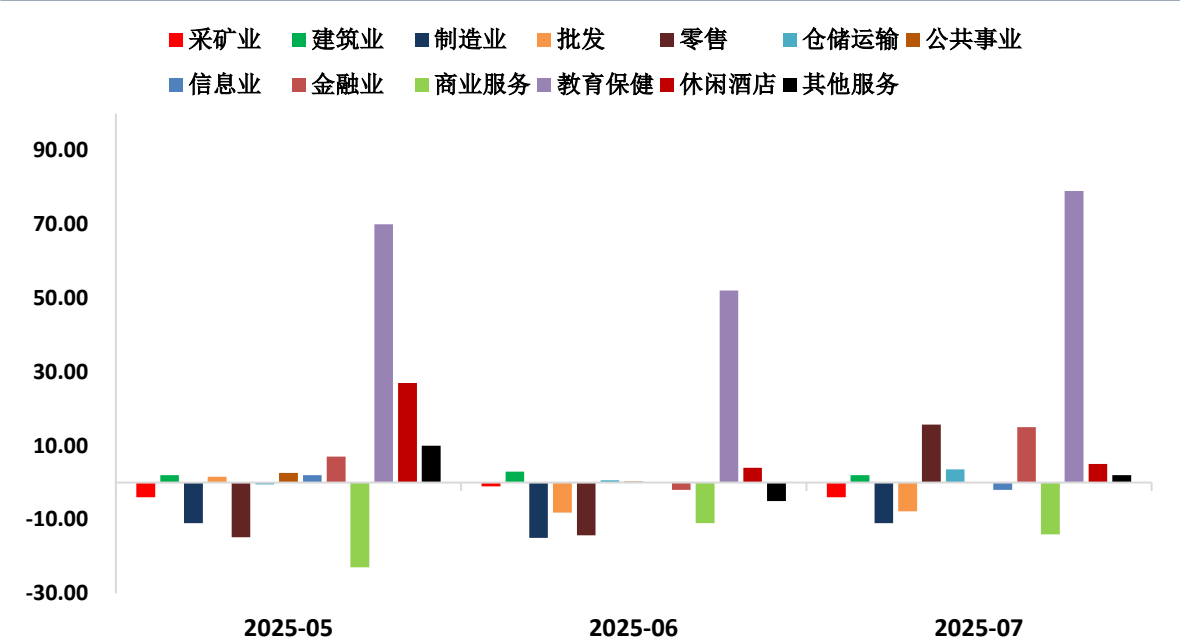


美国当周初请失业金人数 (人次)

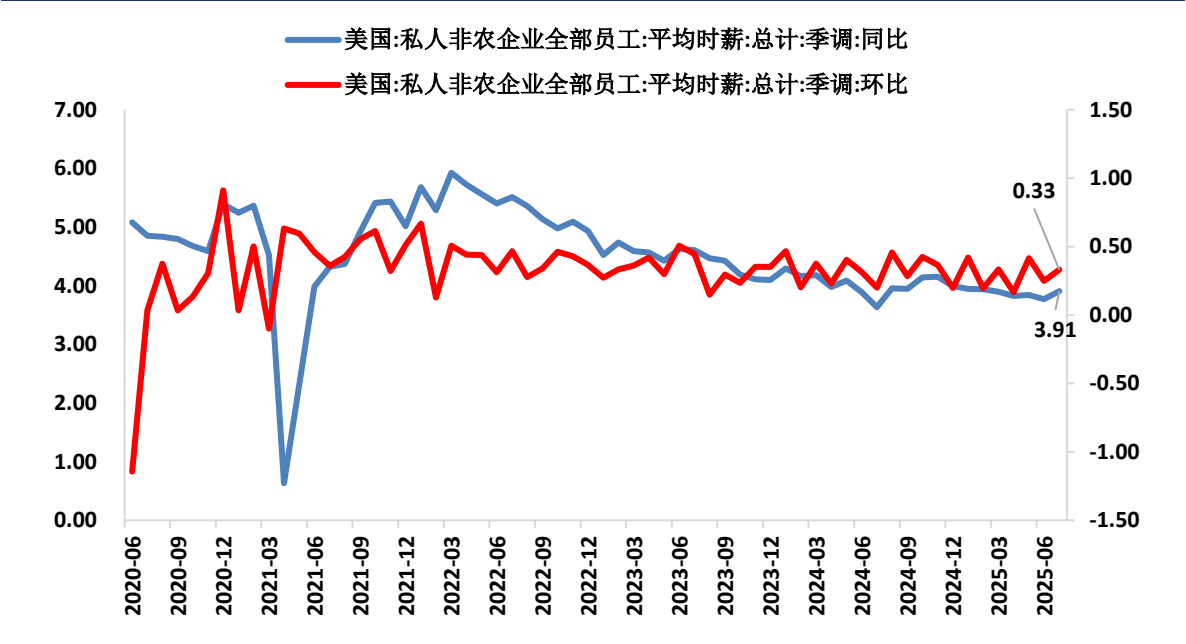


- 美国7月非农就业人口增长骤降至7.3万人，创9个月来最低纪录，不及预期的10.4万人，5月和6月数据共大幅下修25.8万，反映劳动力市场的超预期恶化特别是政府部门岗位，数据统计上亦出现了漏洞，企业问卷回复率偏低使数据存在误差；失业率小幅较6月反弹至4.2%符合市场预期，特朗普移民政策使劳动参与率进一步走低。

美国非农新增就业人数结构（千人）

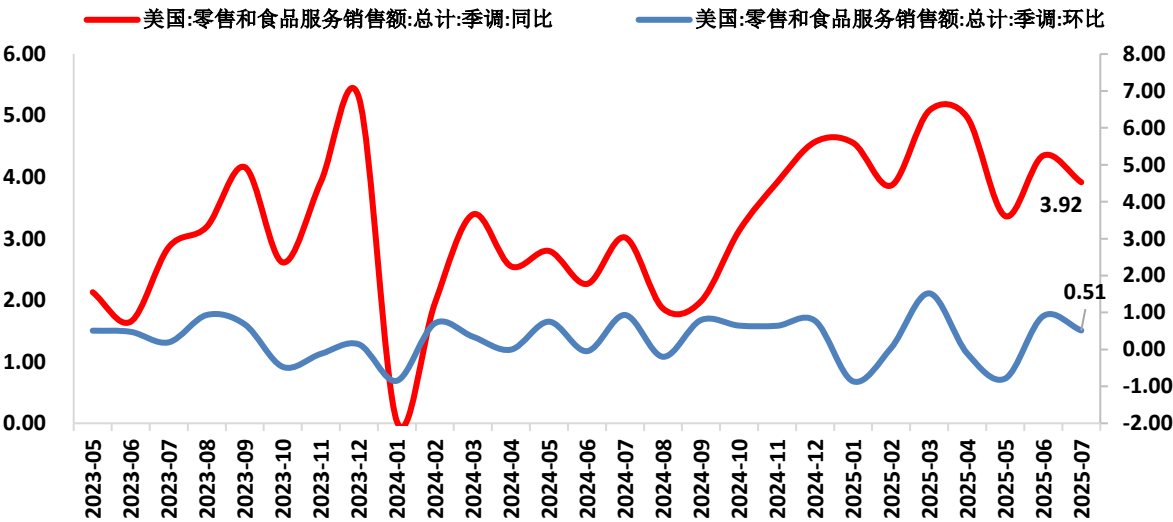


美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；薪资环比：右轴）

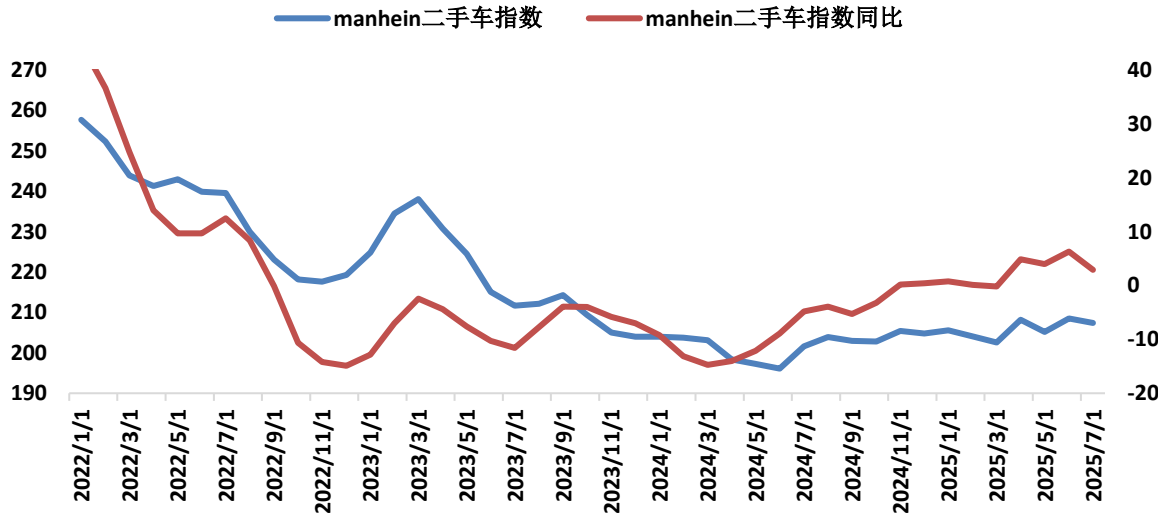


- 从结构上看，7月医疗保健行业新增岗位7.9万人仍为增长主力，零售和金融行业略有新增，休闲酒店行业新增岗位维持微弱增长，商业服务和制造业等就业人数持续流出。
- 7月非农薪资平均时薪同比增3.9%较6月小幅上升0.1%，环比增0.3%符合预期，前值为增0.2%，在劳动力供给端的收紧，企业持续通过加薪来留住雇员。

美国零售和食品服务销售变化（%；环比：右轴）

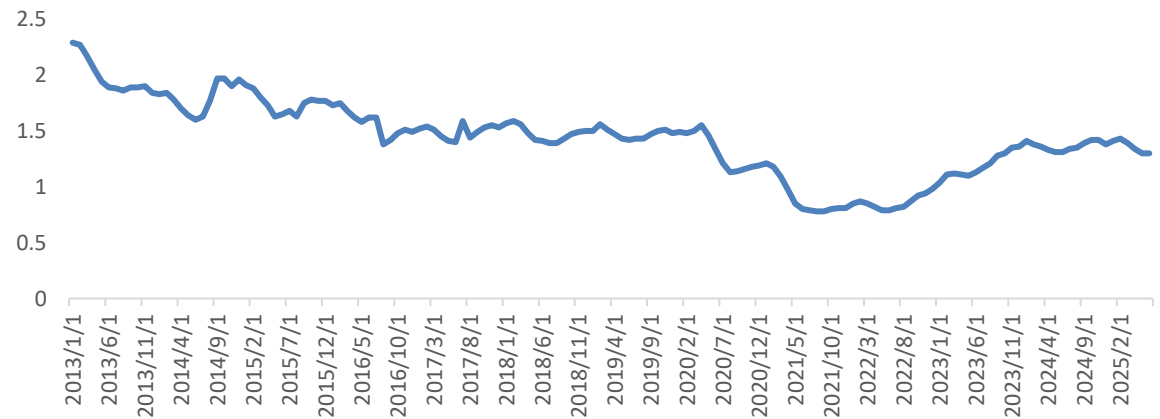


美国Manheim二手车价格指数（%；同比：右轴）



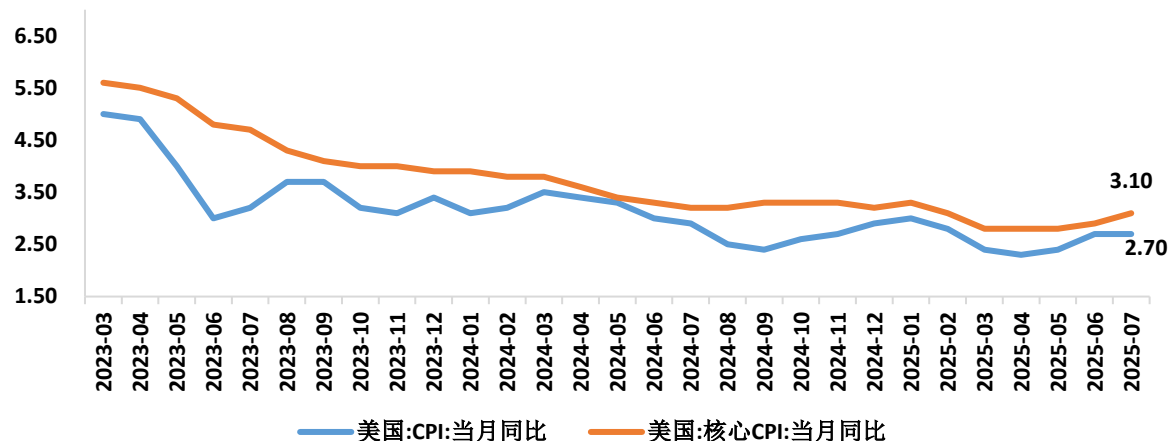
美国信用卡拖欠率

美国信用卡拖欠率

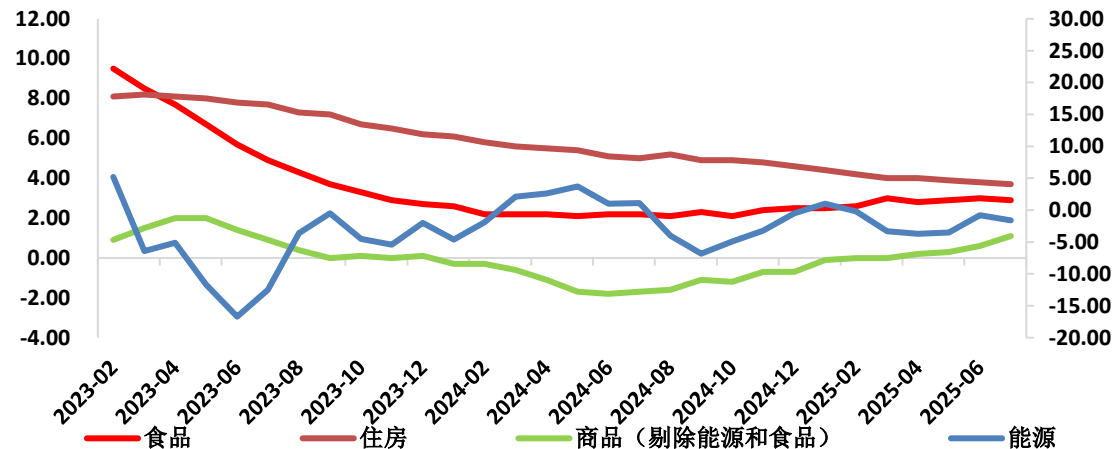


- 美国7月零售销售环比增长0.5%，为连续第二个月零售销售出现大幅增长，6月数据大幅上修至0.9%，同比涨幅则回落至3.9%。13个类别中有9个录得增长消费广泛反弹，汽车销售领涨各个类别，录得3月以来最大增幅。在线零售商和综合商品店销售也实现增长，主要由于平台促销活动，消费者支出保持韧性。

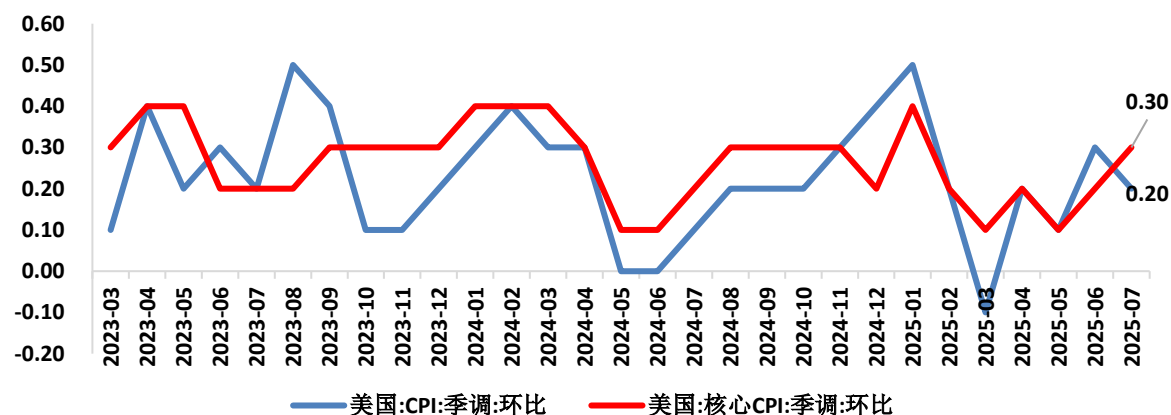
美国CPI与核心CPI同比 (%)



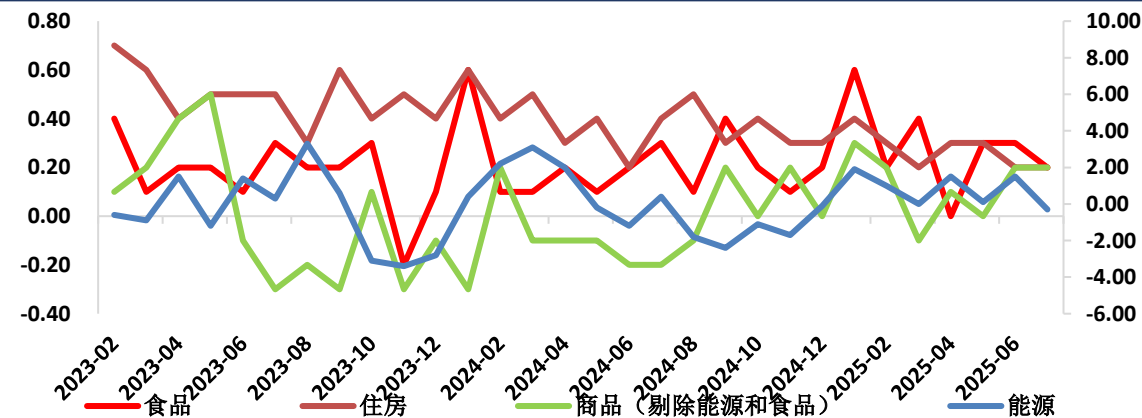
美国CPI分项同比 (%)；能源：右轴



美国CPI与核心CPI环比 (%)

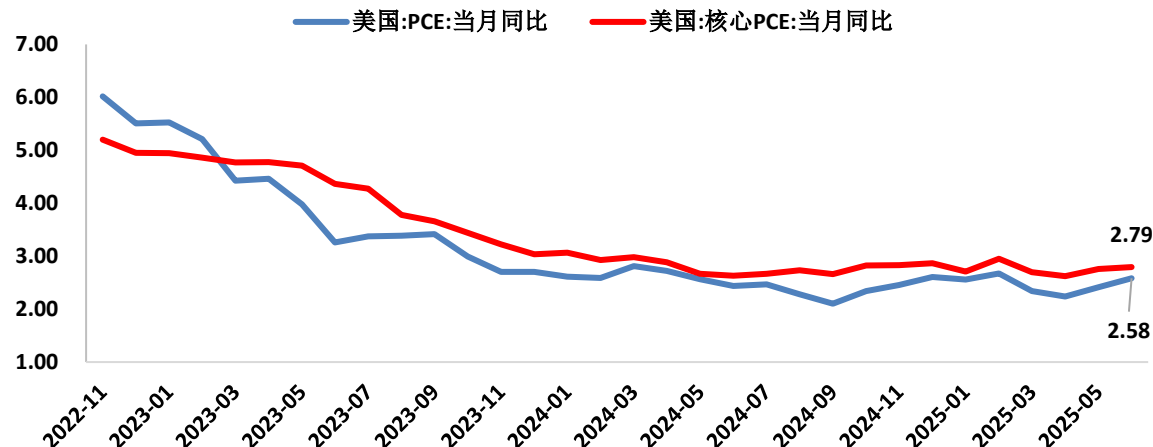


美国CPI分项环比 (%)；能源：右轴

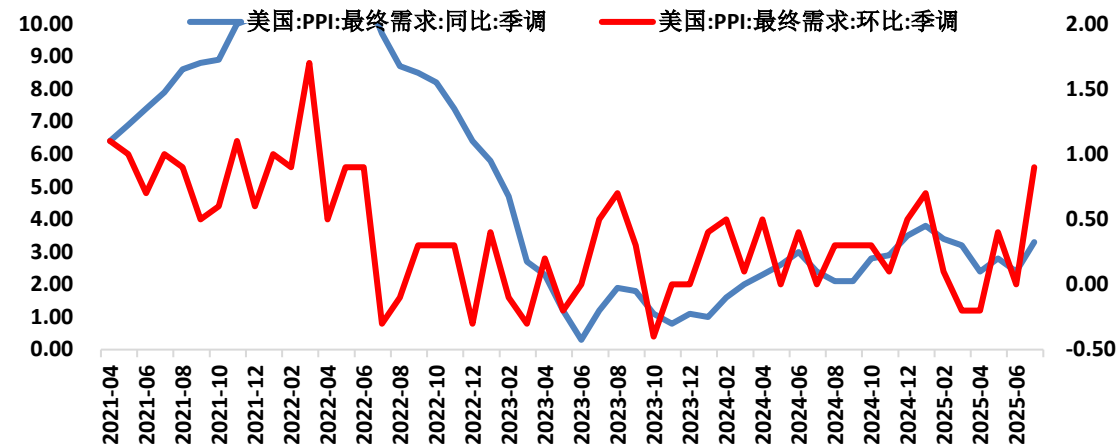


- 美国7月CPI同比2.7%与6月持平，预期2.8%；CPI 环比0.2%符合预期，前值为0.3%。核心CPI同比反弹至3.1，创2月份以来的新高，预期3%，前值2.9%。核心CPI环比0.3%，预期0.3%，前值0.2%。能源价格环比回落主导整体通胀水平温和，关税导致通胀急剧上升的情况尚未出现，但服务业价格全面上涨特别是交通运输和医疗成本显著上涨。

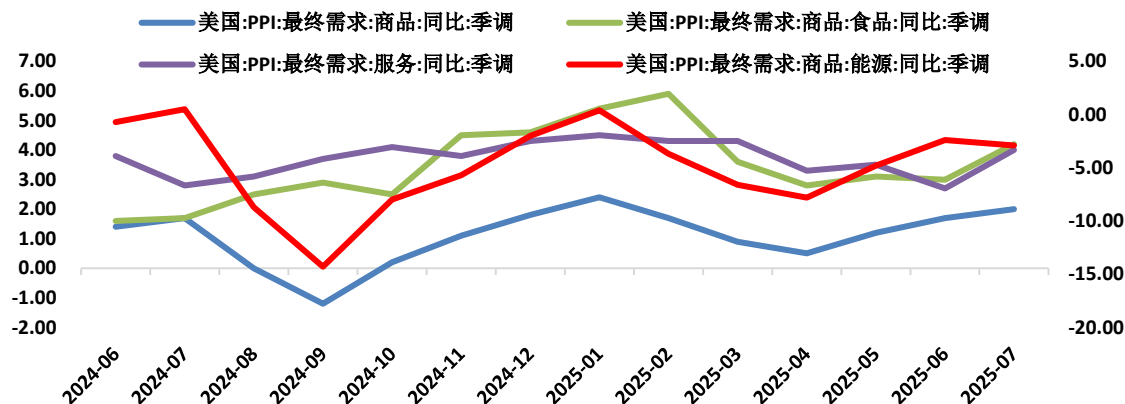
美国PCE与核心PCE同比 (%)



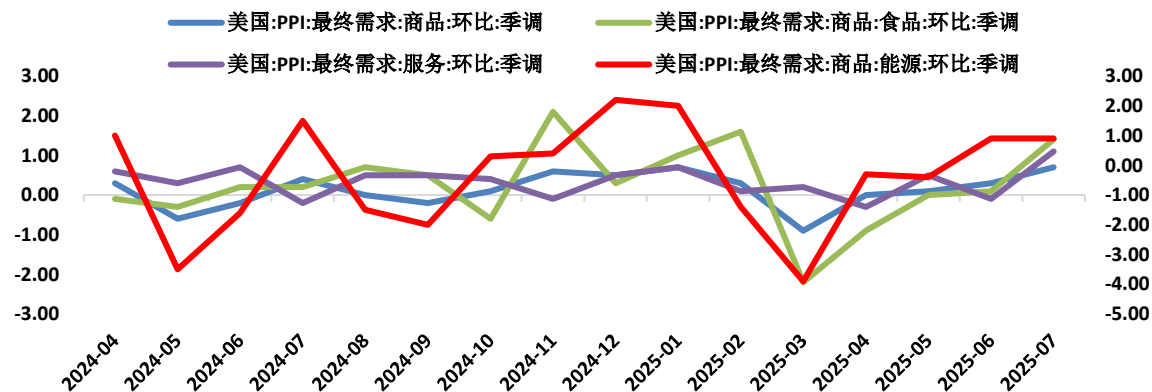
美国PPI同比与环比 (%)；环比：右轴



美国PPI分项同比 (%)；能源：右轴

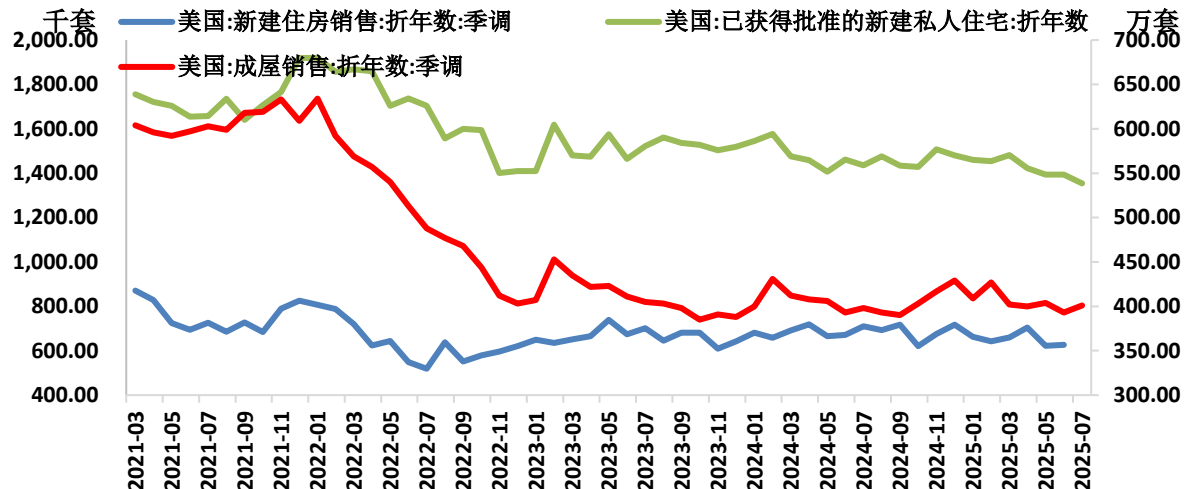


美国PPI分项环比 (%)；能源：右轴

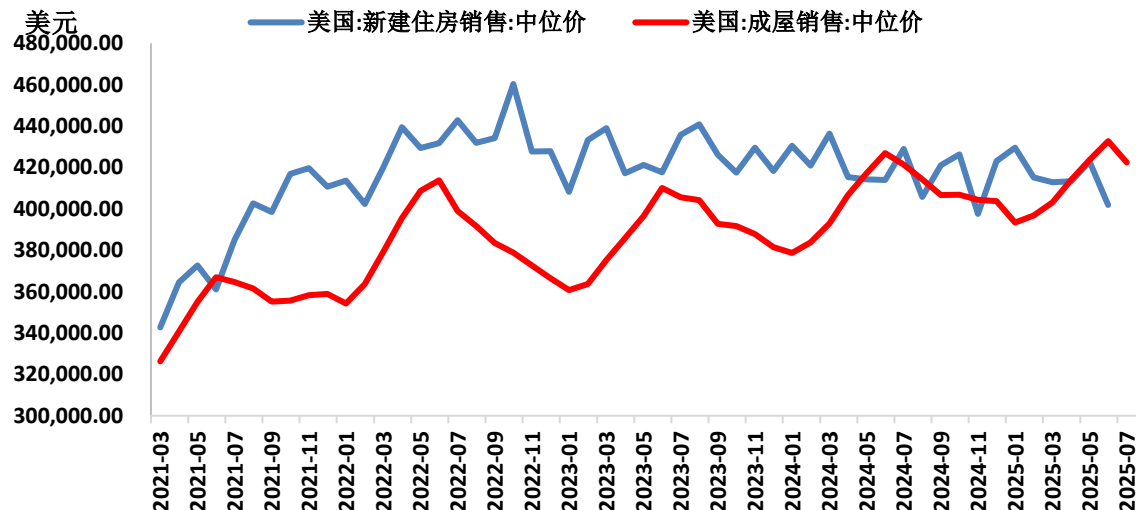


- 美国6月核心PCE环比上涨0.3%符合乐预期，同比上涨2.8%创4个月新高，高于预期的2.7%，前值上修0.1%至2.8%，关税冲击凸显；
- 美国7月PPI同比大幅反弹至3.3%，为2月以来最高水平，高于预期2.5%和前值2.3%，PPI环比大升0.9%，创下三年来最大涨幅，核心PPI同比3.7%，环比0.9%。服务和能源成本飙升使数据显著上升，商品价格上涨反映关税带来的压力。

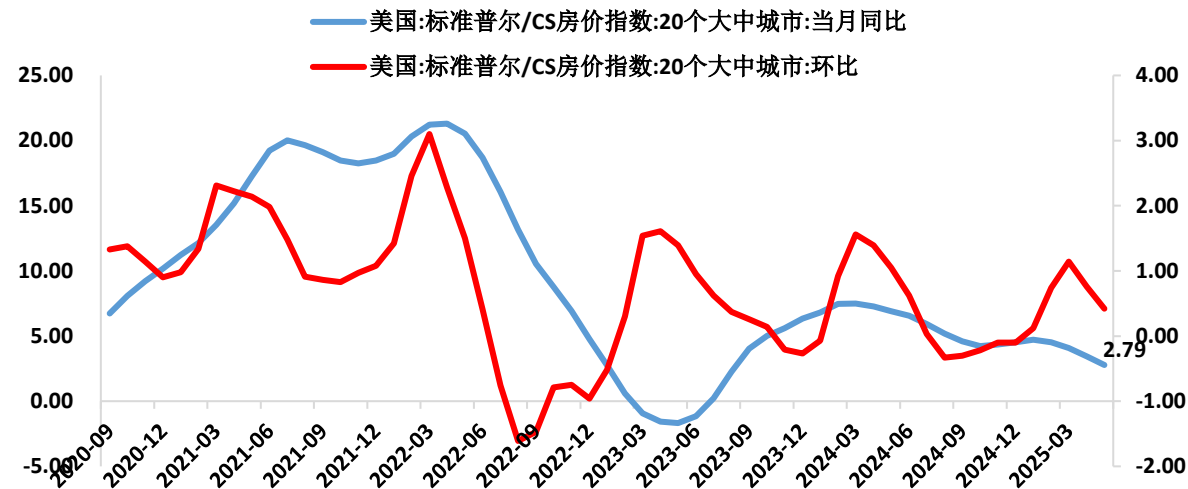
美国房地产销售和与投资数据（右轴：成屋销售）



美国新建住房与成屋销售价格中位数（美元）

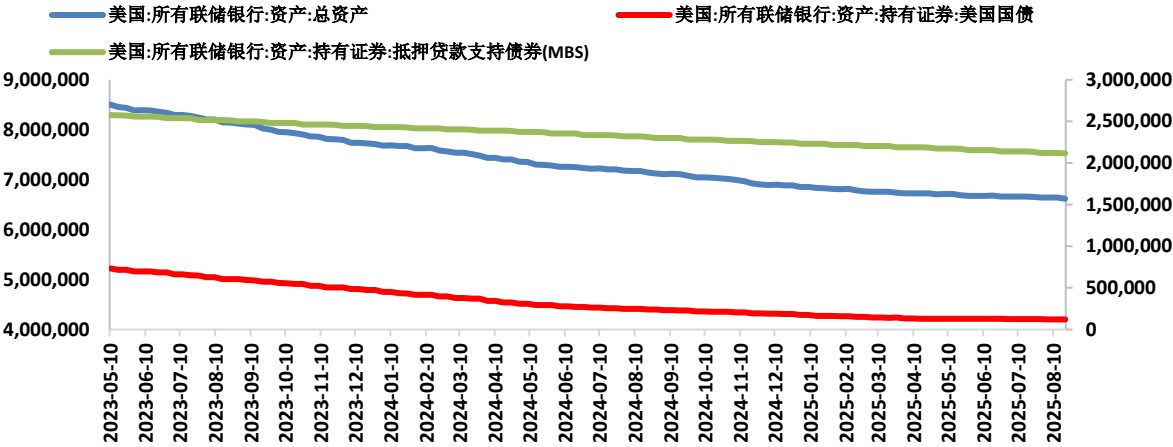


美国20个大中城市房价增速（%；环比：右轴）

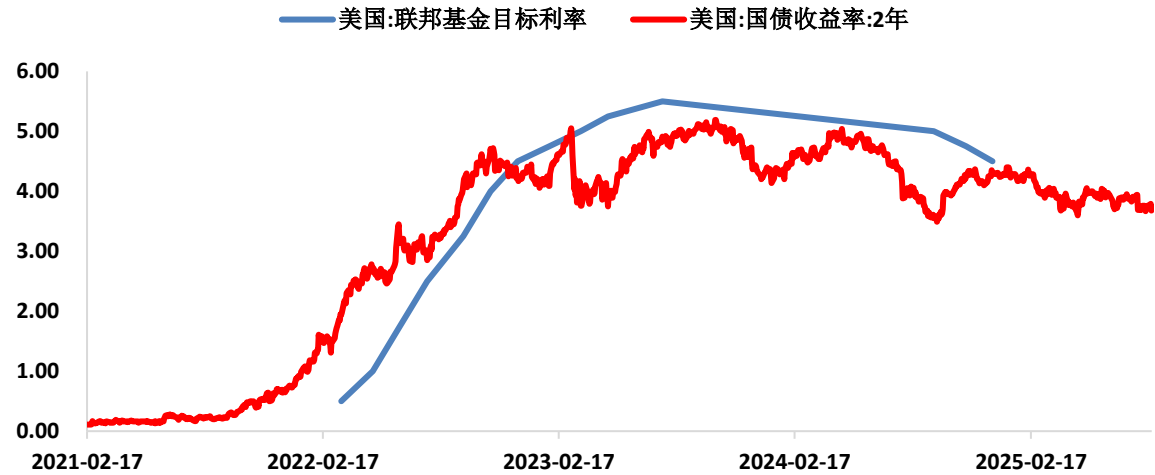


- 7月美国成屋销售总数年化环比略有回升2%至401万户，脱离去年9月以来的低位，高于市场预期的392万户；房价中位数环比则从历史新高回落2.4%，至42.24万美元，高房价与高利率为抑制购房需求的主要因素，一旦房价回落需求则得到刺激。
- 今年5月S&P/CS20座大城市房价指数同比延续回落趋势至2.8%，低于预期3.9%，今年以来美国经济持续放缓的情况下房市趋弱使房价降温。

美联储资产负债表规模（百万美元；右轴：MBS）



美国联邦基金目标利率与2年期美债收益率（%）

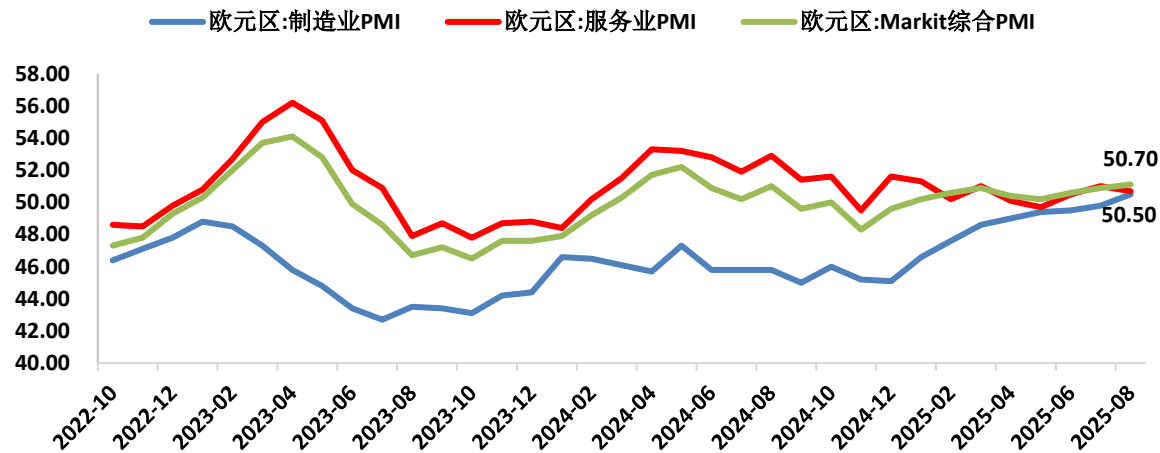


FedWatch美联储降息概率预测

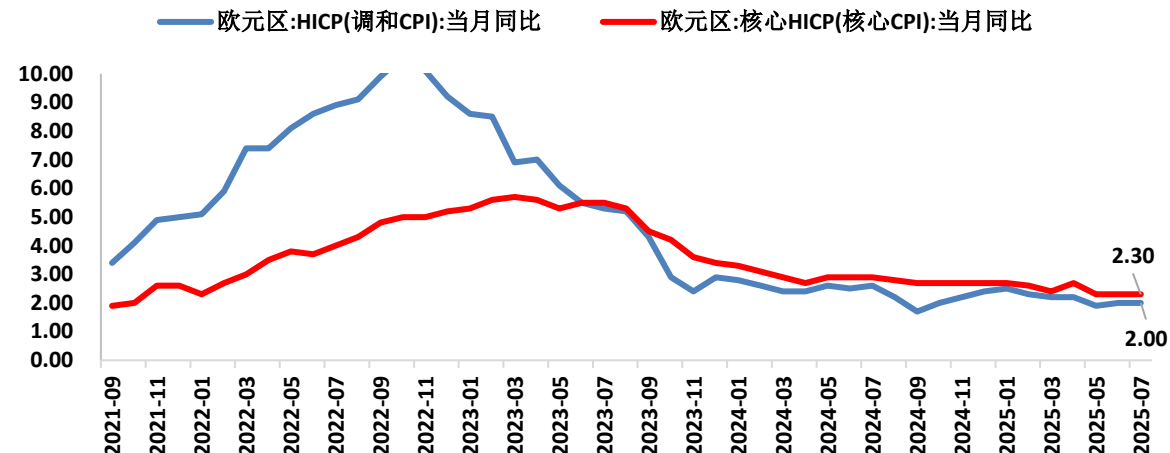
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.0%	16.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.8%	46.9%	7.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.9%	46.7%	15.0%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.4%	42.3%	29.1%	7.5%	0.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.9%	33.2%	34.6%	16.5%	3.5%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	30.8%	34.5%	18.5%	5.0%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	11.6%	31.0%	33.7%	17.9%	4.7%	0.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	4.2%	18.0%	31.9%	28.5%	13.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.1%	1.8%	9.9%	23.7%	30.5%	22.3%	9.3%	2.1%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.4%	3.3%	12.3%	24.9%	29.0%	20.0%	8.1%	1.8%	0.2%	0.0%
2026/12/9	28.4%	21.4%	9.9%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

- 美联储7月利率决议如期维持按兵不动，FOMC票委中，有9人继续支持不降息，但沃勒和鲍曼主张本次降息25个基点。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的最新讲话中表示，“风险平衡似乎正在发生转变”，并强调就业市场面临的“下行风险正在增加”，“现在政策已经明显处于限制性区域，可能需要我们调整政策立场”。此外，鲍威尔还宣布了美联储货币政策框架从“灵活平均通胀目标制”转向“灵活通胀目标制”。
- 鲍威尔的讲话被市场普遍解读为9月降息的明确信号，CME的FedWatch预期9月降息25个BP的概率升为84%，目前通胀不确定性下官员分歧仍存，年内降息仍为两次。

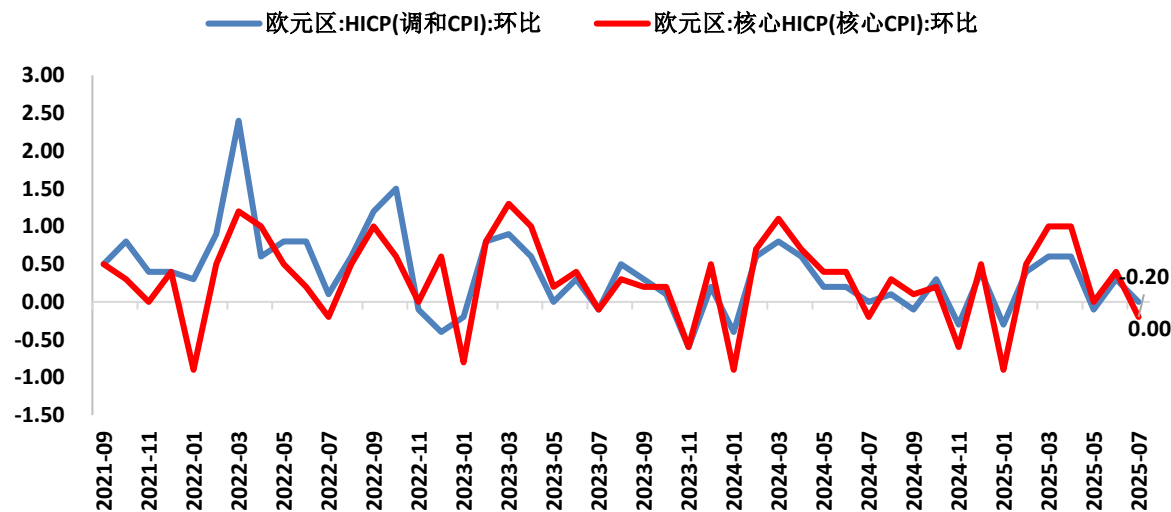
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

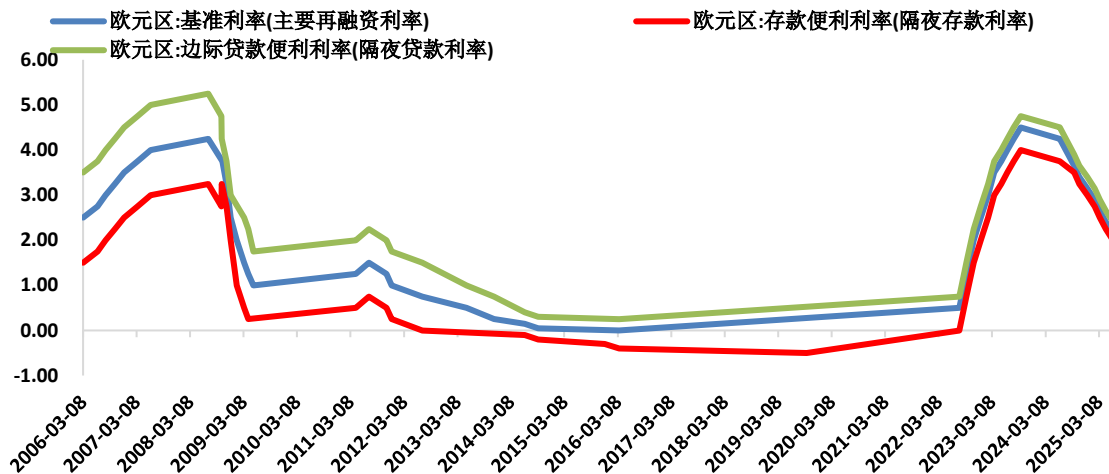


欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

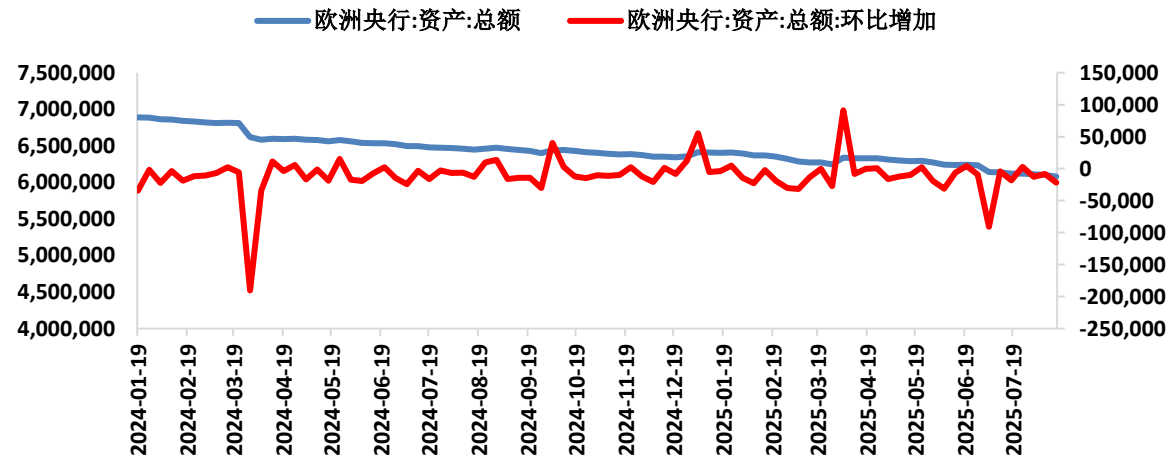


- 欧元区7月制造业PMI初值为49.8好于前值49.5和预期49.7，德国制造业复苏带动数据走强，制造业衰退或接近尾声；服务业PMI初值升至51.2，预期50.7，前值50.5；综合PMI初值51，预期50.8，前值50.6，目前整体经济景气度持续改善；
- 欧元区7月CPI终值同比升2%，预期升2%，前值升2%；环比持平，预期持平，前值持平；核心CPI终值同比升2.4%，预期升2.4%，前值升2.4%；环比降0.1%，前值降0.1%。通胀数据整体稳定在欧洲央行的目标水平，欧元走强和能源成本下降抑制了物价压力，欧洲央行降息空间或减少；
- 欧元区二季度GDP季环比放缓至0.1%但略好于预期，前值为0.6%，央行降息效果消退，其中德、意经济引擎熄火，法国、西班牙表现超预期，其中德国和法国分别录得小幅增长。随着7月欧洲央行在通胀回到目标附近的情况下停止降息，尽管关税的冲击可能存在但在欧美达成协议情况下影响可能为一次性，后期继续宽松的必要性降低，年内再次降息可能性仅为50%。

欧洲央行利率变化 (%)



欧央行资产负债表规模以及环比变化 (百万欧元; 环比变化数: 右轴)

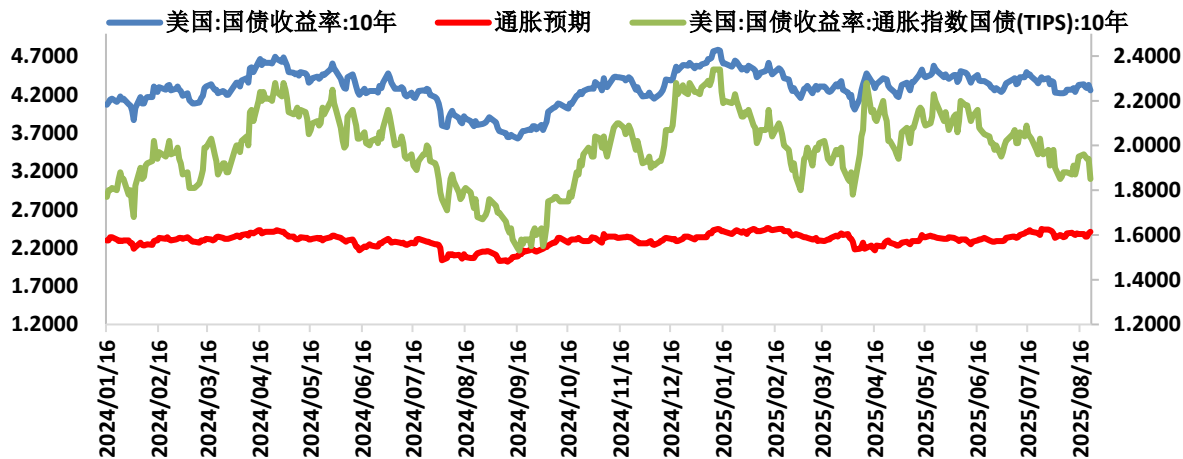


德国与意大利国债利差 (%)



- 欧洲央行7月宣布维持利率不变，投票委员一致同意该决定，是一年多来在连续降息8次后首度暂停降息，主要由于通胀率达到2%经济有所复苏，声明中欧洲央行将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。行长拉加德在发布会上表示如果欧美之间的贸易摩擦升级、关税壁垒上升，可能会对欧元区通胀施加下行压力。
- 近期在欧洲经济景气度改善且通胀相对可控的情况下，尽管美国关税对经济不确定性增加，但欧洲央行官员态度显示除非前景明显恶化，否则很可能将按兵不动，部分机构预期年内可能再降息1次甚至将不降息。

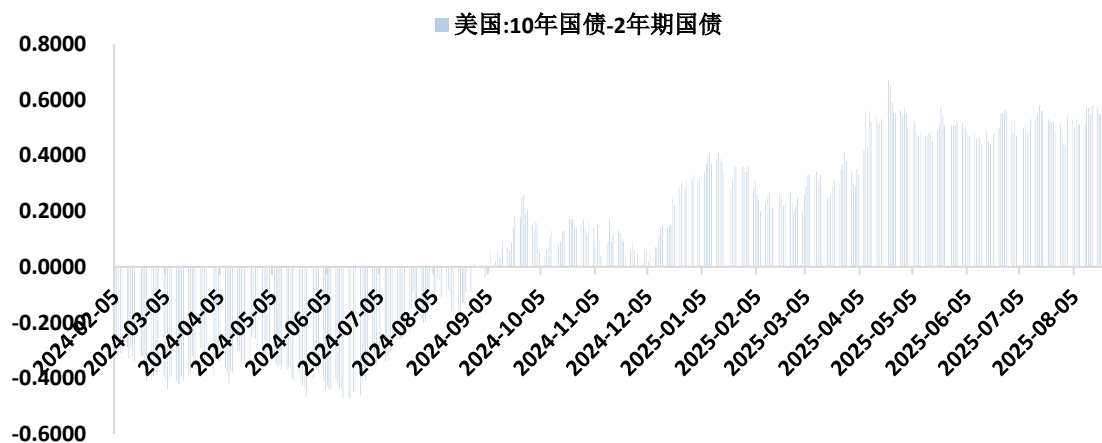
10年期美债收益率与美国通胀预期（%；右轴：TIPS收益率）



美联储隔夜逆回购协议（RRP）使用规模（十亿美元）



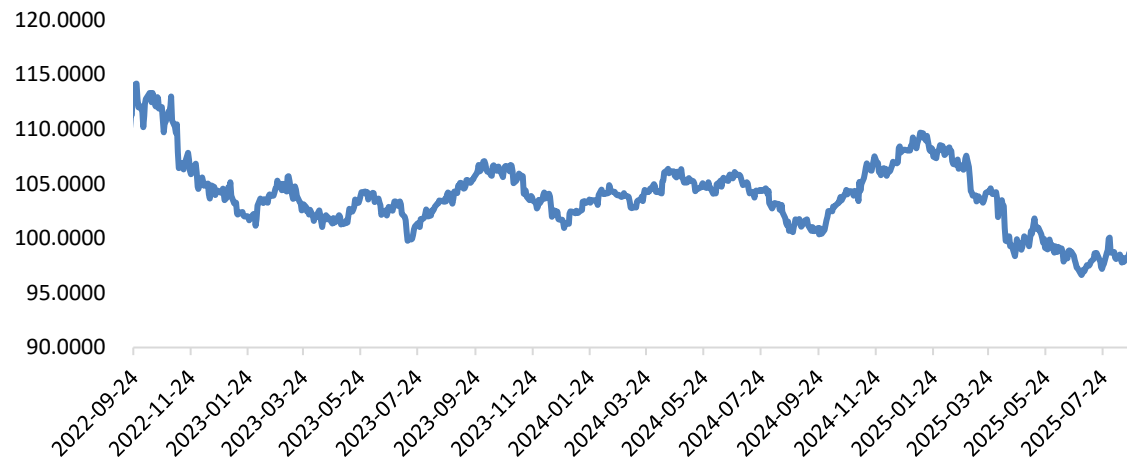
美国长短利差（%）



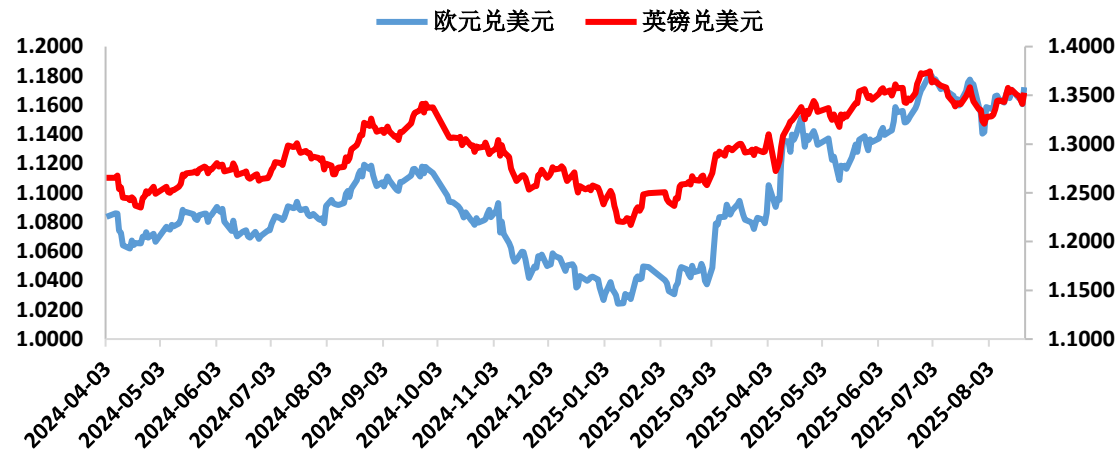
欧美利差（%）



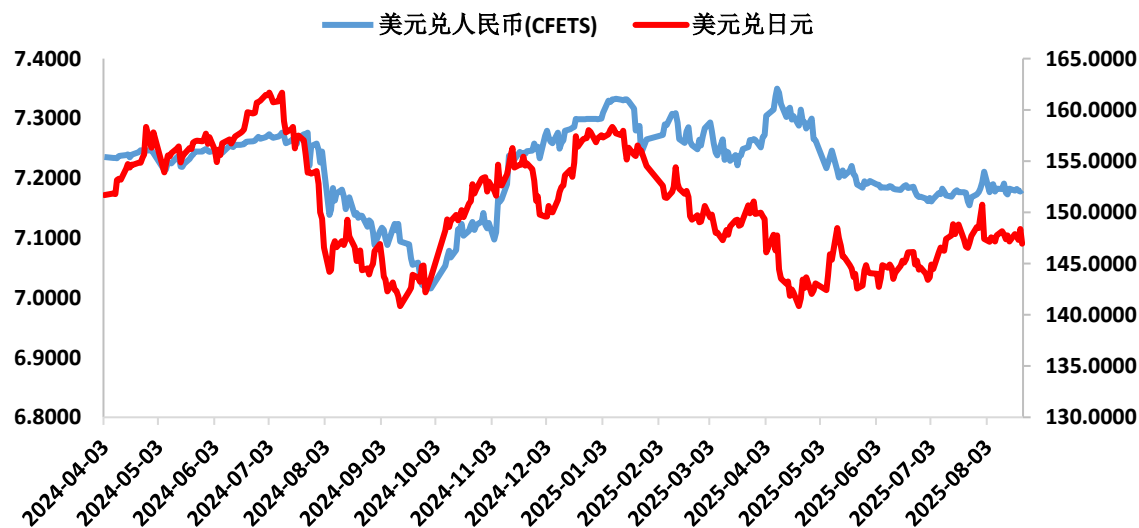
美元指数走势



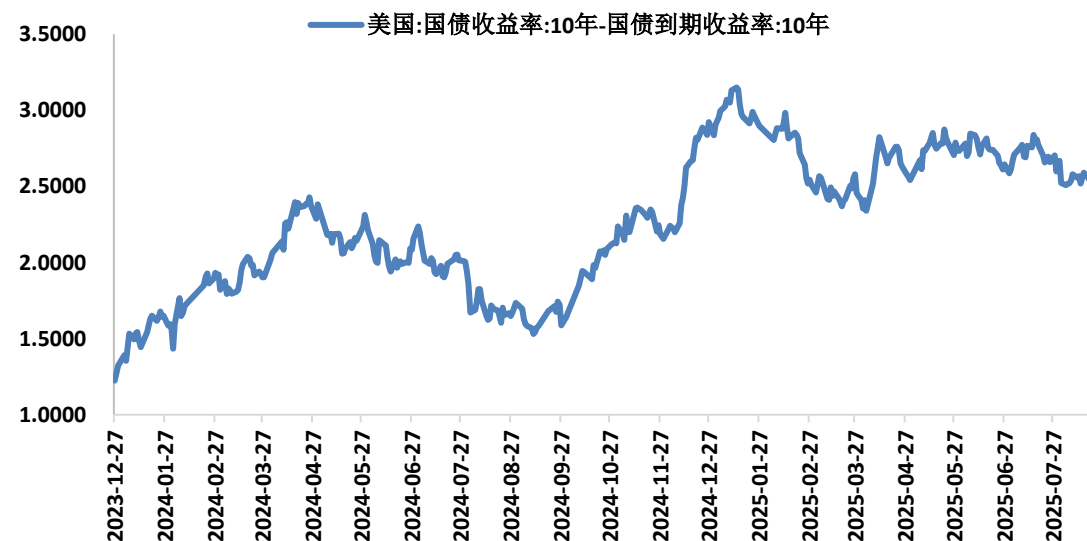
欧元兑美元，美元兑英镑汇率（美元兑英镑：右轴）



美元兑日元，美元兑人民币汇率（美元兑人民币：右轴）



中美利差

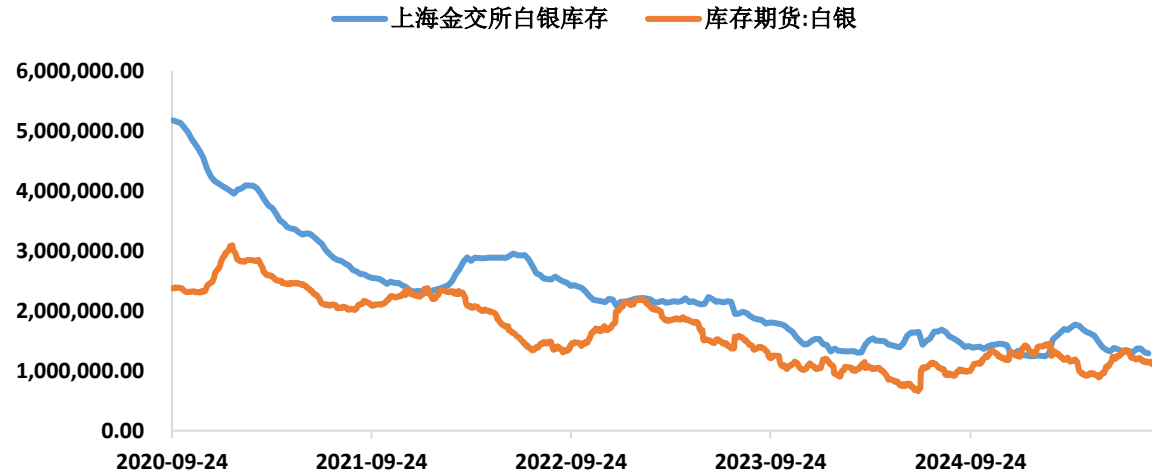


4

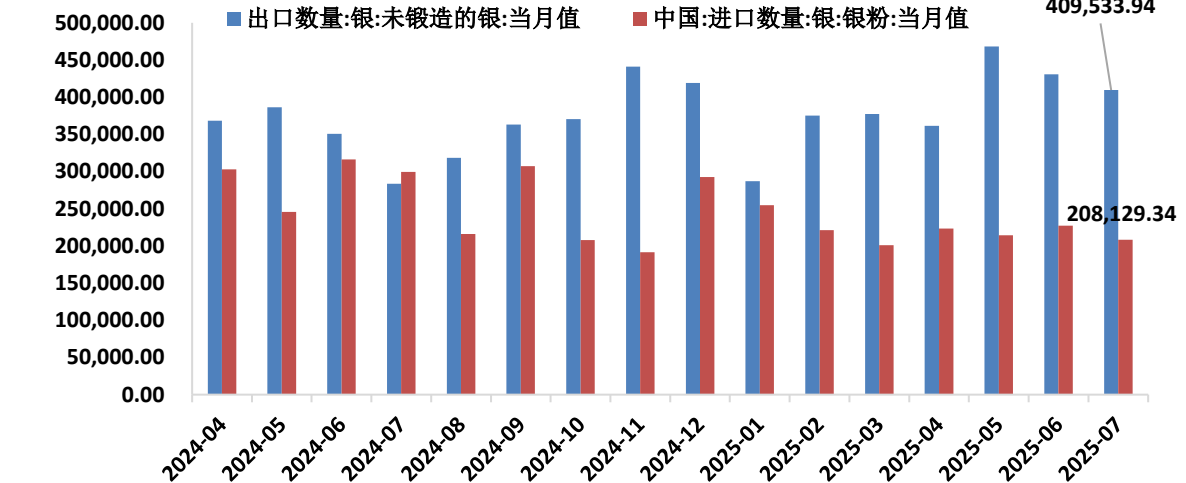


白银产业基本面分析

国内白银显性库存 (公斤)

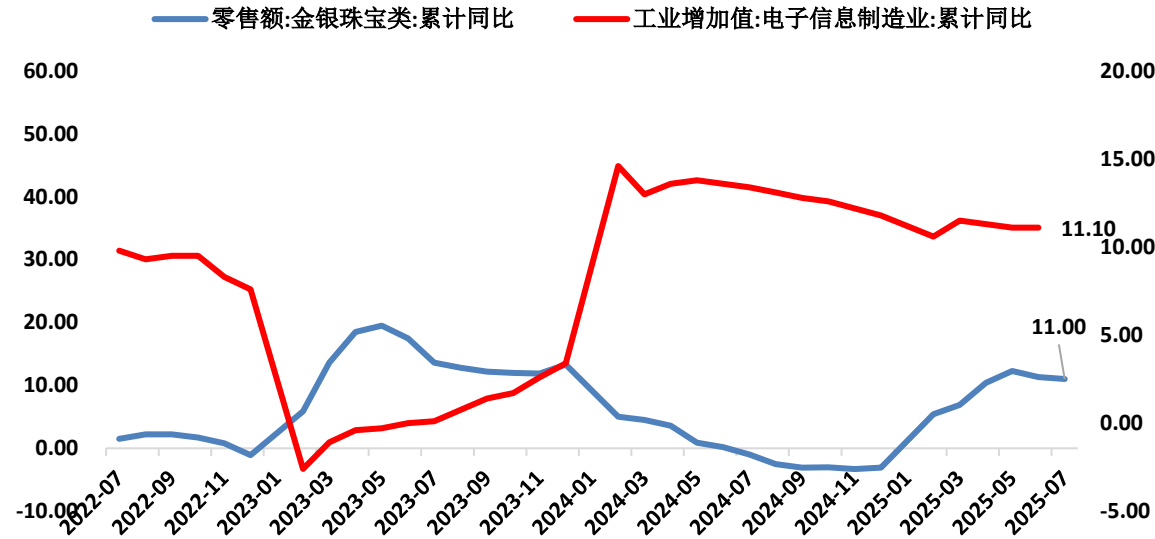


白银制品进出口量 (千克)

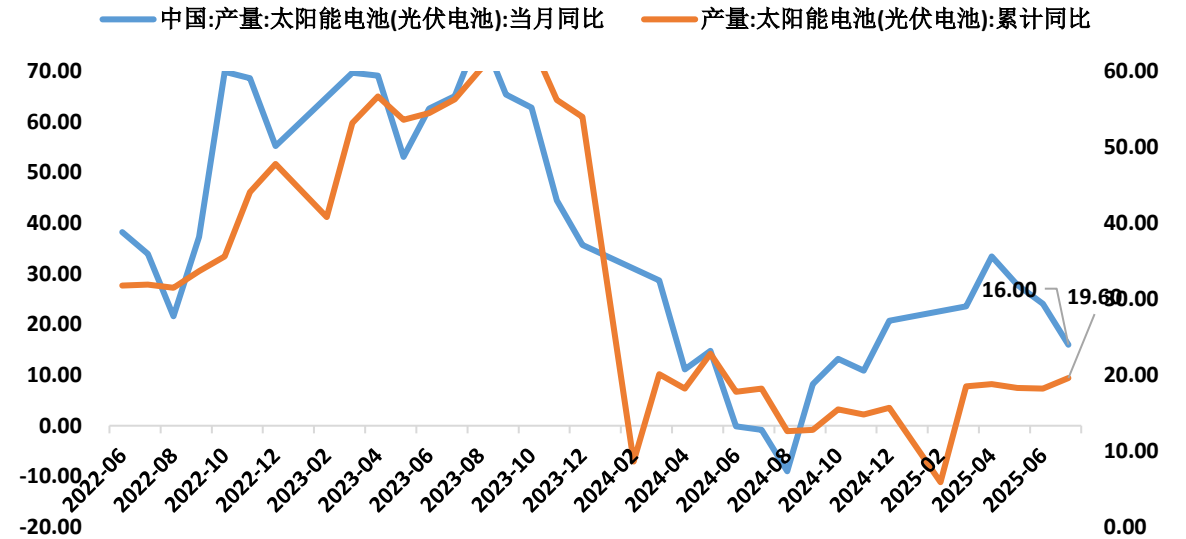


- 受到矿山品位下降影响，预期2024年全球白银供应下降，结构性供应缺口预期有所扩大；国内白银库存持续维持在阶段低位，近期国内显性库存结束回升趋势特别是期货库存回落，关注国内供应情况；
- 7月我国银粉进口量随着光伏行业“抢装潮”结束叠加“反内卷”影响光伏需求放缓，当月略降至208.1吨环比负增8%，但同比再度大降31%，国产银粉替代下进口需求趋于减少；未锻造白银出口量环比连续两个月回落至409.5吨降幅5%，但同比增长44%，数据较去年同期偏高反映国内白银供应仍较宽松。

金银珠宝零售与电子信息制造业工业增加值累计同比（%；右轴：消费电子）



光伏电池产量变化（%；累计同比：右轴）



- 7月国内珠宝零售额累计同比增幅连续2个月回落到11%，总体上尽管需求量放缓但金价维持高位震荡使相关首饰销售额仍有增长；6月电子信息行业工业增加值随着中美贸易冲突缓和总体得到支撑累计同比增幅略降至11.1%，景气度相对乐观；7月光伏太阳能电池产量在5月“抢装潮”过去后连续两个月放缓至同比16%创去年12月以来新低，累计同比略升至19%维持在高位；下半年全球增长预期放缓和美国贸易政策等对白银工业需求的影响仍有不确定性，世界白银协会下调对2025年白银总需求的预测，在光伏行业的高基数和高库存背景下，“抢装潮”提前透支需求叠加“反内卷”政策实施对工业需求影响不容乐观。

报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

数据来源：Wind、文华财经、世界黄金协会、LBMA、彭博、英为财经、广发期货研究所

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁：咨询编号Z0016628

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢
Thanks