

贵金属周报

**美国非农数据再度恶化巩固美联储降息
预期 黄金价格强势创新高**

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	9月策略
黄金	【后市展望】目前在美国就业市场下行风险增加的情况下，美联储政策路径呈现“预期强化-独立性受挫”的双重特征从而打压美元指数，同时欧美国家政治局势动荡使股市风险偏好下降从而增加机构投资者对贵金属避险的配置需求带来价格不断抬升。非农数据“爆冷”美联储降息概率较高的情况下多头驱动明确金价上行趋势未来有望涨至3600美元以上但降息预期消化后趋势或有所缓和，等待美联储决议后酝酿新的上涨动力，短期单边以逢低谨慎买入为主，或卖出虚值黄金期权把握波动率回落的收益。 【宏观经济面】美国经济内生驱动受到特朗普政策和财政刺激减弱等影响预期出现恶化，经济活动景气度和就业市场萎缩情况进一步加剧，但消费和通胀受到关税政策影响而有反弹，从短期降息迫切性上升。但10月后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，可能需要调整政策立场。最新经历褐皮书调查中表示，近几周全美大部分地区的经济活动几乎没有变化。由于许多家庭的工资未能跟上物价上涨，消费者支出持平或下降。美联储重要官员释放鸽派信号，9月降息板上钉钉，然而在8月非农数据公布呈现严重恶化后，CME的FedWatch预期9月降息50个BP的概率有所上升。 【资金面】金银价格在利多因素下不断创新高但ETF持仓增幅相对有限，部分机构高位止盈或反映市场恐高心理或陷入超买。	短期降息预期消化后黄金上涨趋势或有所缓和，单边以逢低谨慎买入为主，或卖出虚值黄金期权把握波动率回落的收益	多头力量或驱动金价突破前高阻力并涨至3500美元以上，但若数据表现改善可能打压宽松预期并使金价利多出尽，投资者单边追多需谨慎，或买入黄金平值或实值看涨期权代替多头

品种	主要观点	本周策略	9月策略
白银	【后市展望】白银方面，美联储宽松预期升温海外实物需求增加叠加ETF资金流入惯性持续提振价格，尽管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，但美国地质勘探局提议将白银等六种矿产纳入2025年关键矿产清单或为白银进口关税创造条件的预期加强将增大银价的波动弹性。若黄金涨幅放缓增加可能流向白银使价格快速冲高至42美元以上，但需谨防多头高位止盈导致回调，短期在40-42美元区间以波段操作为主。 【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，欧美国家债券下跌提振避险属性，多个国家有增持白银资产的意愿，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。	若黄金涨幅放缓增加可能流向白银使价格快速冲高至42美元以上，但需谨防多头高位止盈导致回调，短期在40-42美元区间以波段操作为主	短期可能快速冲高至42美元以上，但需谨防预期落空导致的回调，价格在38.5美元上方逢低买入或通过看涨期权做多



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



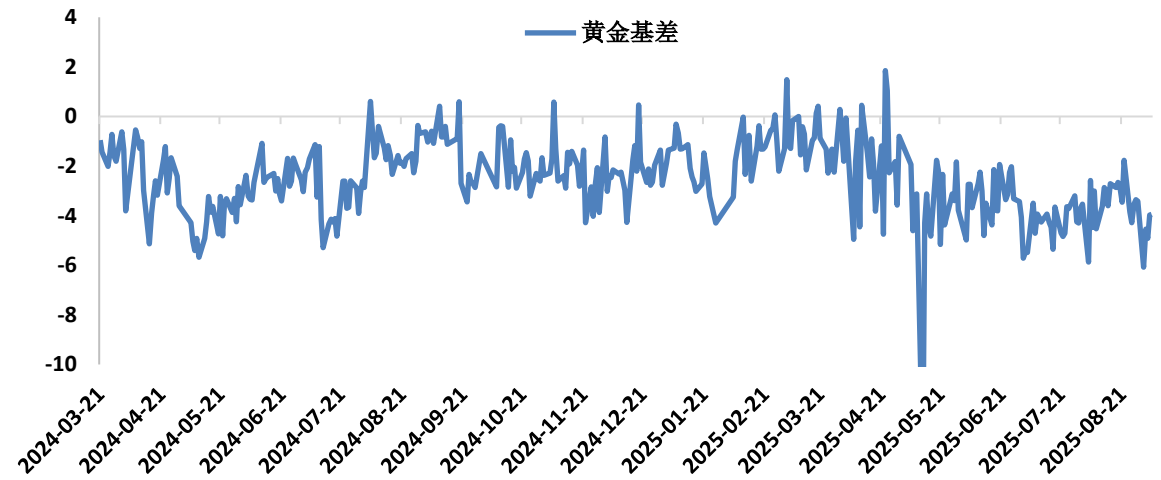
国际银价走势



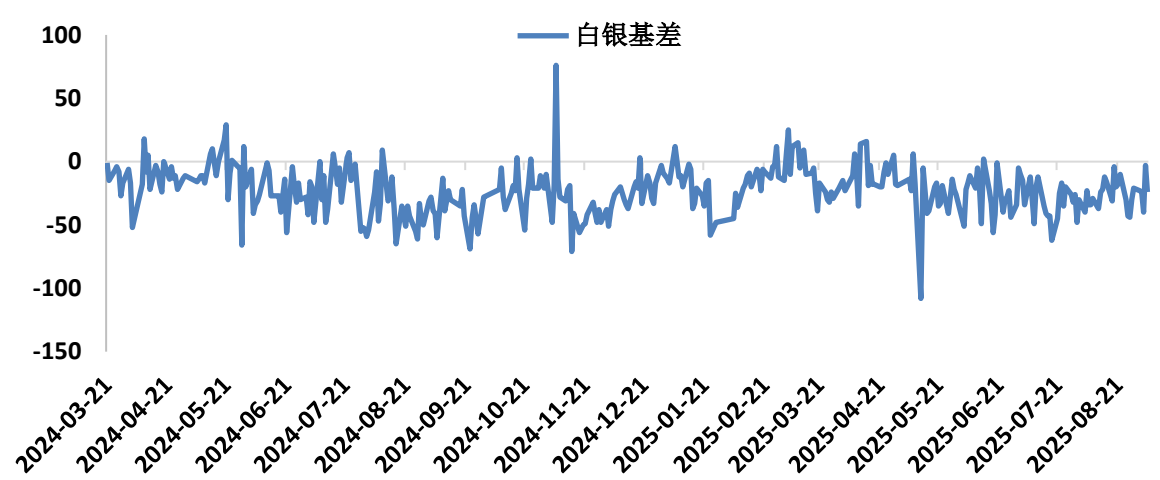
- 本周，进入9月欧美国家因内部各种矛盾问题导致政治局势不稳市场担忧进一步升温，其国债遭到抛售而收益率显著上升，股市一度下跌，避险需求增加使资金流向贵金属等避险资产，多头情绪高涨驱动金价突破关键阻力并不断出历史新高，周五在美国非农数据再度超预期走弱的情况下，美联储大幅降息预期升温使黄金进一步拉升。国际金价本周在突破前高阻力后在多头力量驱动下涨幅不断扩大一度达到3600美元，周五收于3586美元/盎司，当周累计上涨4.04%为今年4月初以来最大周度涨幅；国际银价周一跟随黄金大幅拉升至41美元上方创2011年新高后由于部分机构资金止盈离场使价格未能进一步冲高，收盘价为40.967美元/盎司，当周累涨3.21%。

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	3639.80	3.52	3655.50	3546.70	1039722	297691	377576	31726
沪金2510	815.60	3.88	823.24	785.70	1264632	489931	132985	-3706
伦敦金	3586.00	4.04	3600.18	3436.55	-	-	-	-
上金所黄金TD	811.65	3.86	818.31	781.35	297248	152180	213668	213668
COMEX白银主力	41.510	1.87	42.290	41.065	321424	64269	132766	6791
沪银2510	9812	4.54	9965	9385	3312434	1453936	241114	-21756
伦敦银	40.967	3.21	41.462	39.513	-	-	-	-
上金所白银TD	9788	4.54	9945	9345	2433540	468938	3533094	88590

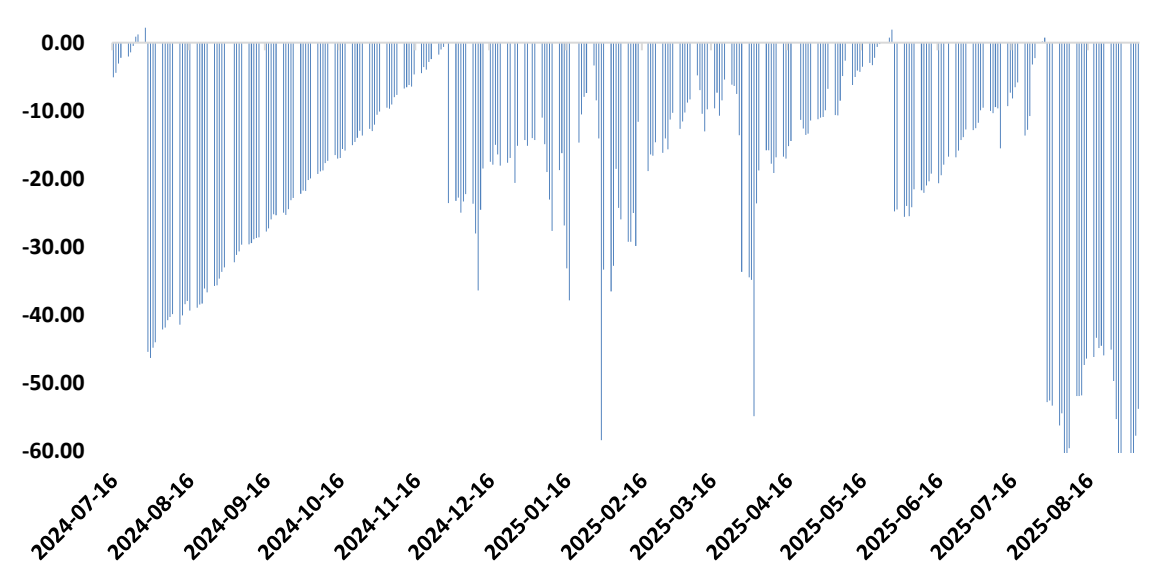
黄金t+d和沪金主力价差



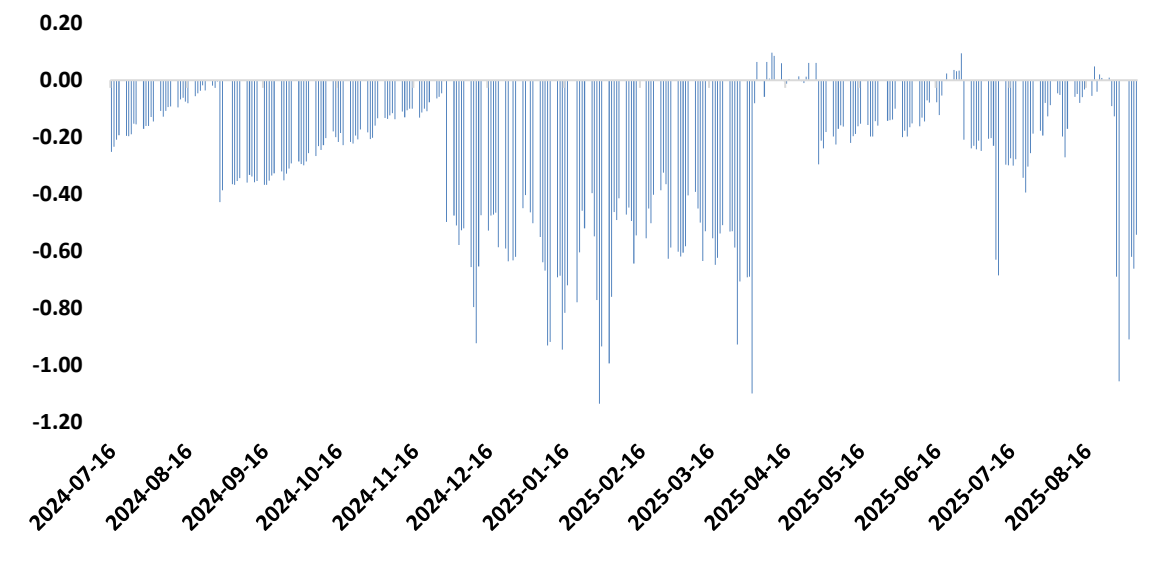
白银t+d与沪银主力价差



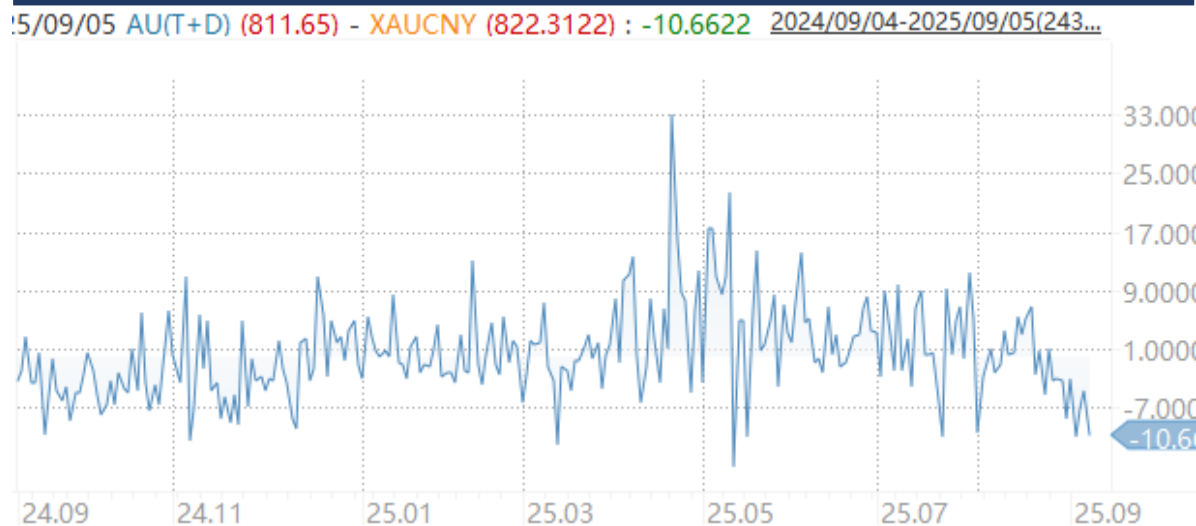
伦敦金-COMEX金价差



伦敦银-COMEX银价差



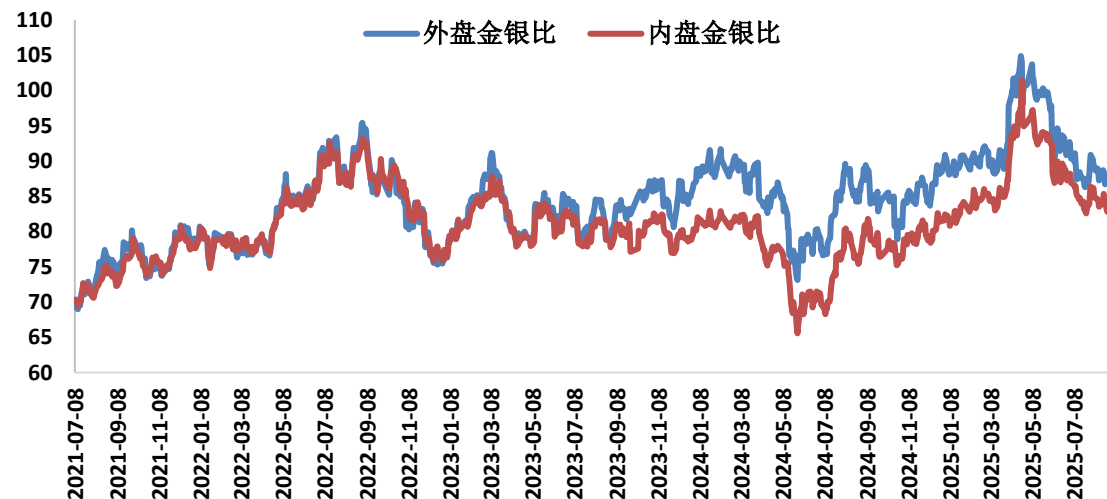
黄金内外盘价差



白银内外盘价差



内外盘金银比价

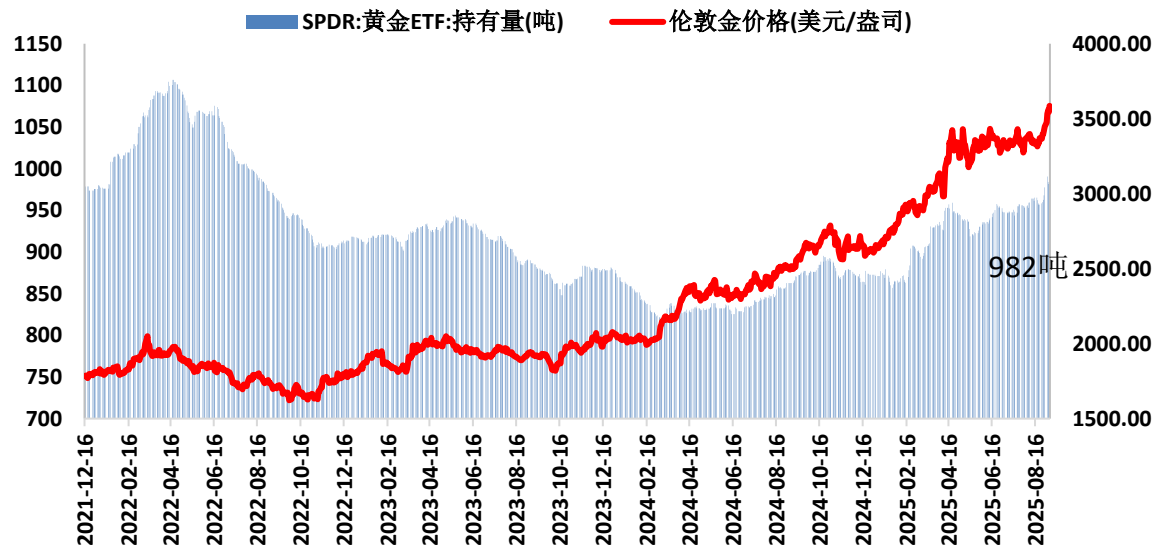


2

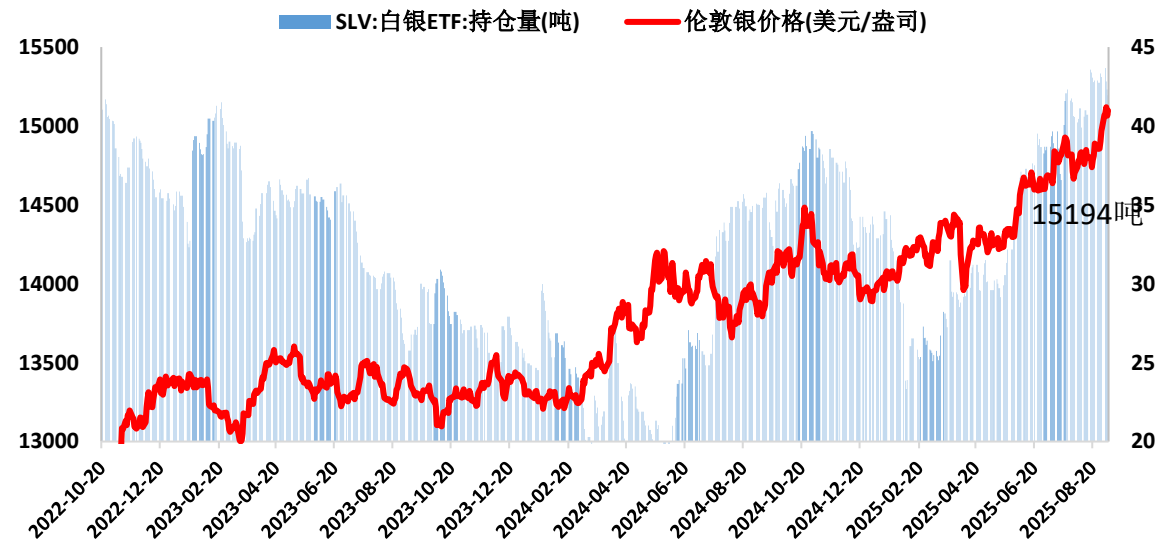


资金面与持仓分析

全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量变化（金价：右轴）

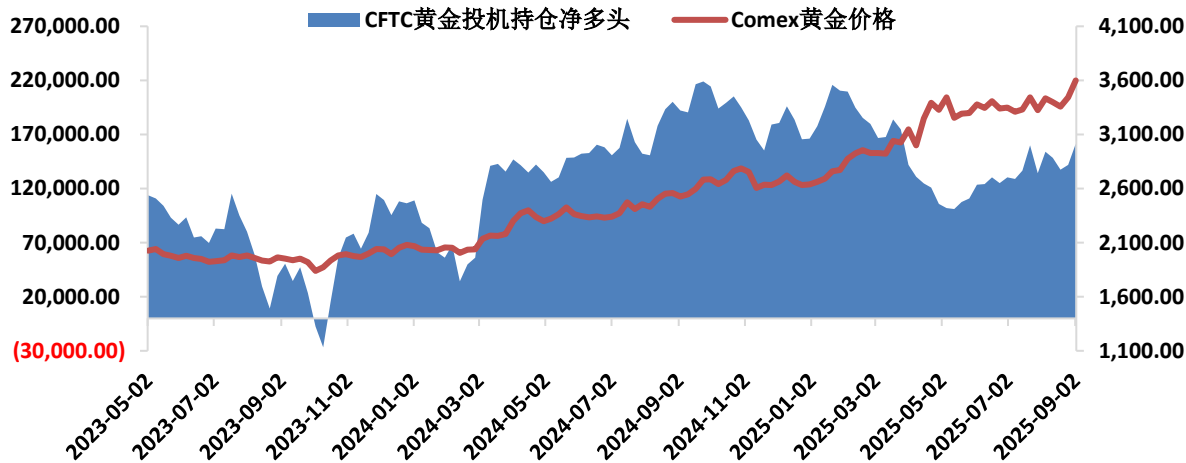


全球最大SLV白银ETF基金持仓量变化（银价：右轴）

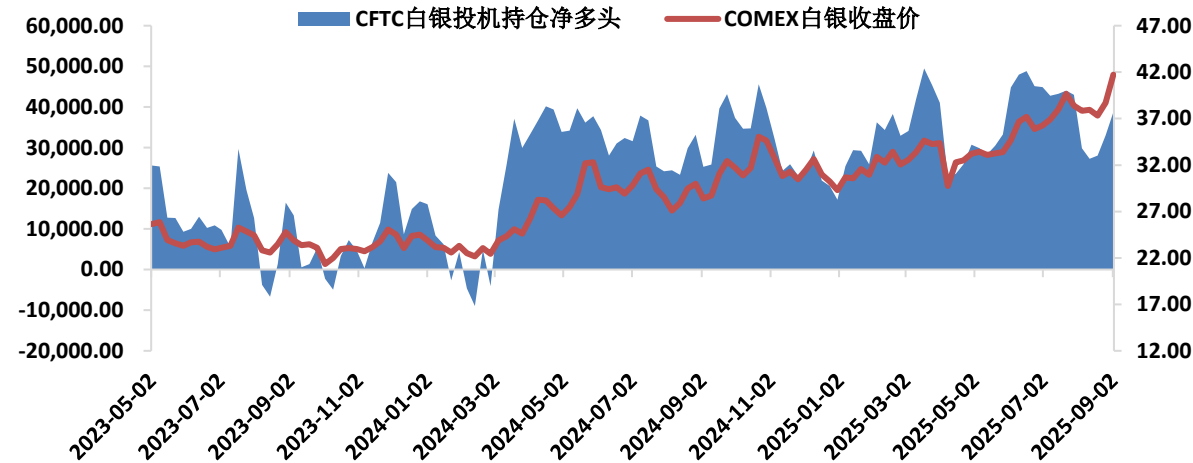


- 截至9月5日，全球最大SPDR黄金ETF基金持仓量约为982吨，本周持仓冲高回落较上周增加5吨；全球最大SLV白银ETF基金持仓量约为15194吨，当周ETF持仓减少115吨。近期金银价格由于美联储降息和避险需求提振而不断创新高但ETF持仓增幅相对有限，部分机构高位止盈或反映市场恐高心理或陷入超买。

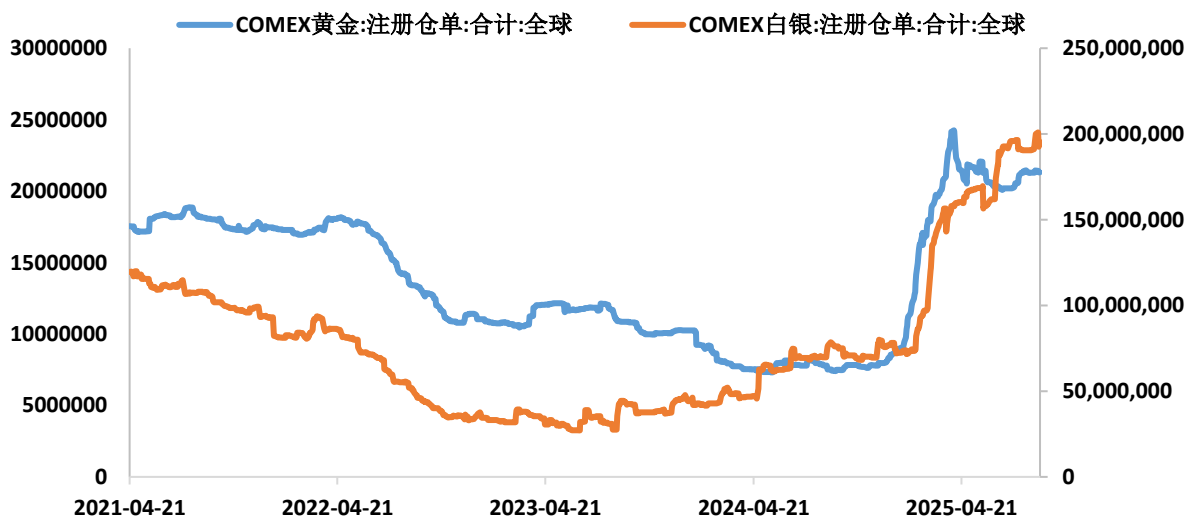
CFTC黄金期货投机持仓净多头变化



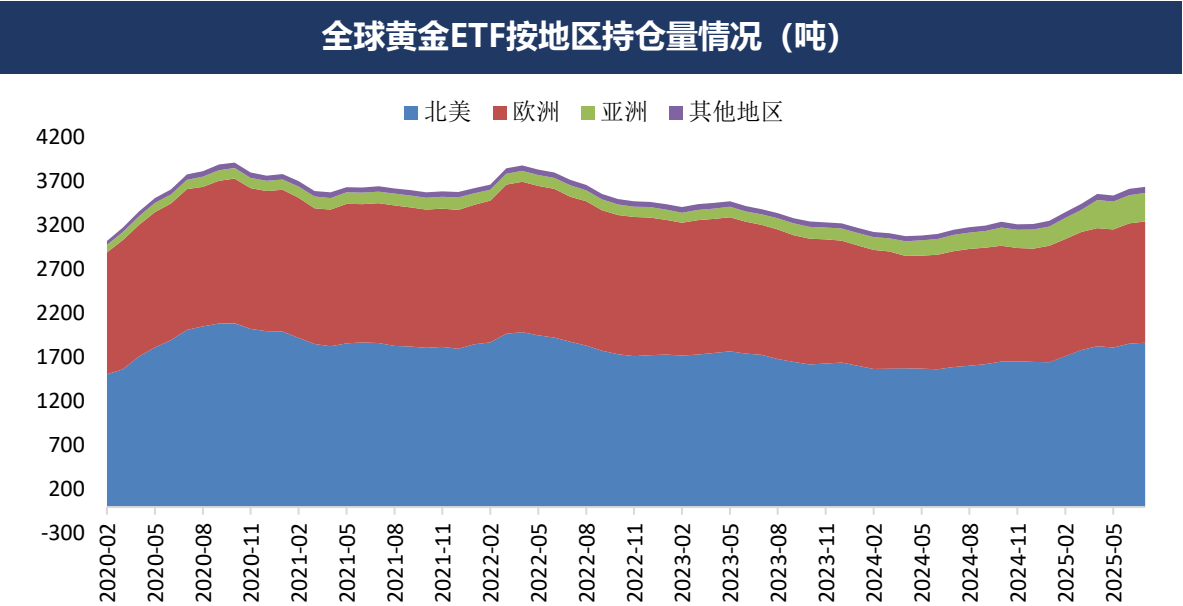
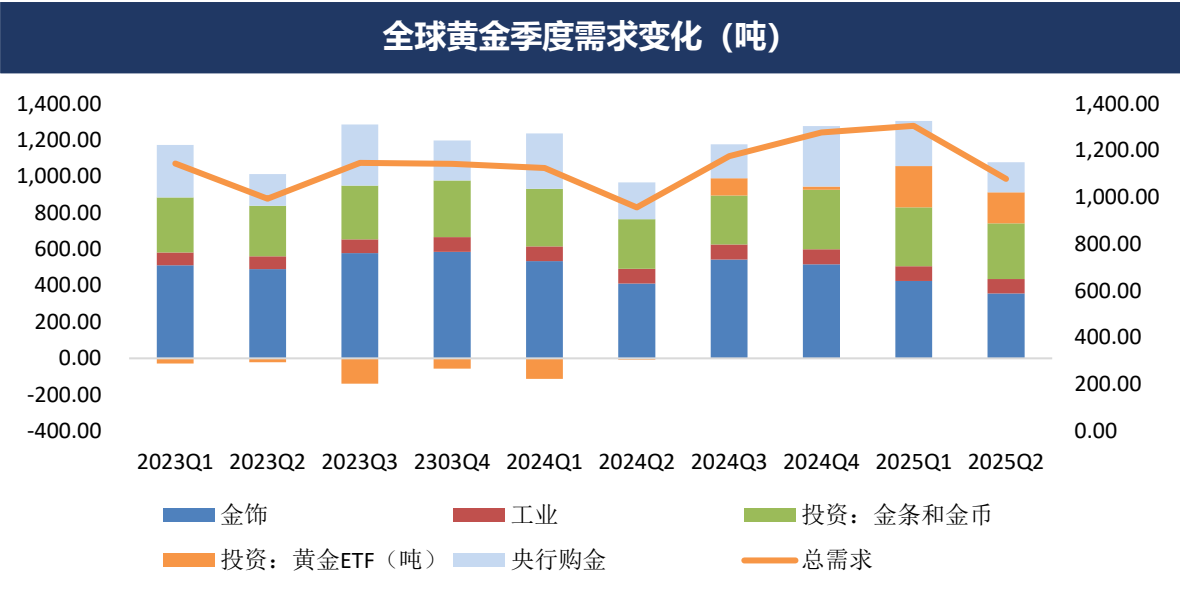
CFTC白银期货投机持仓净多头变化



COMEX黄金与白银期货仓单库存

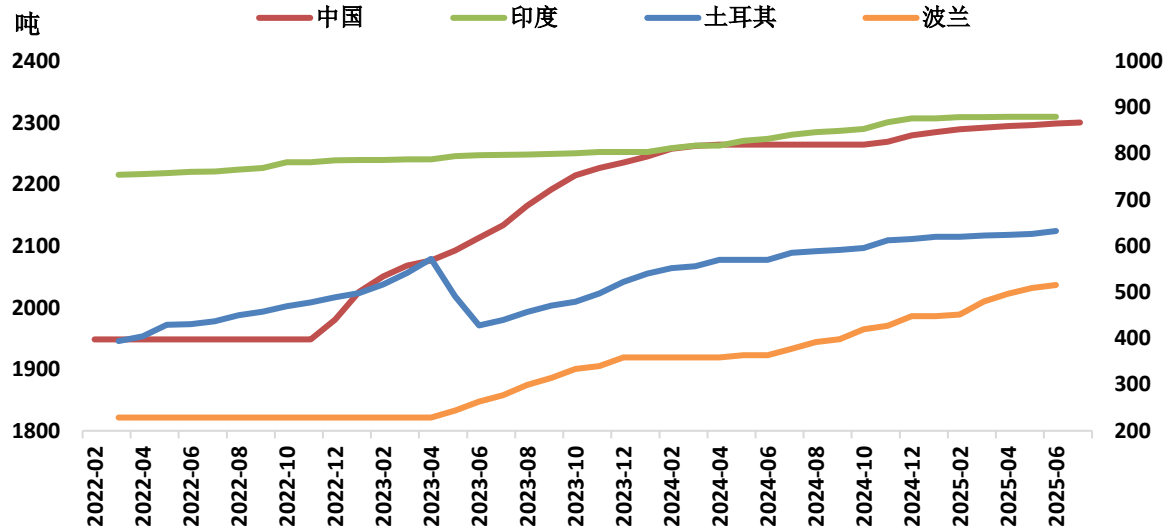


- 截至9月2日，CFTC黄金期货管理基金投机持仓净多头为161502手，持仓较上周大幅增加19585手，多头大量加仓，近期由于黄金价格大幅走强多头力量增强；白银期货投机持仓净多头为38770手，持仓较上周增加5799手，多头增仓而空头减仓。
- 受到特朗普关税对黄金进口豁免，使黄金伦敦运到纽约的期转现情况趋缓；近期美国地质勘探局（USGS）提议将白银等六种矿产纳入2025年关键矿产清单，有华尔街机构分析此举或为白银进口关税创造条件，白银可能面临潜在的232条款关税调查，最高可达50%的进口关税。受消息影响美国进口白银需求再次升温，反映在COMEX白银注册仓单迅速增加创新高，也带来银价的走强。

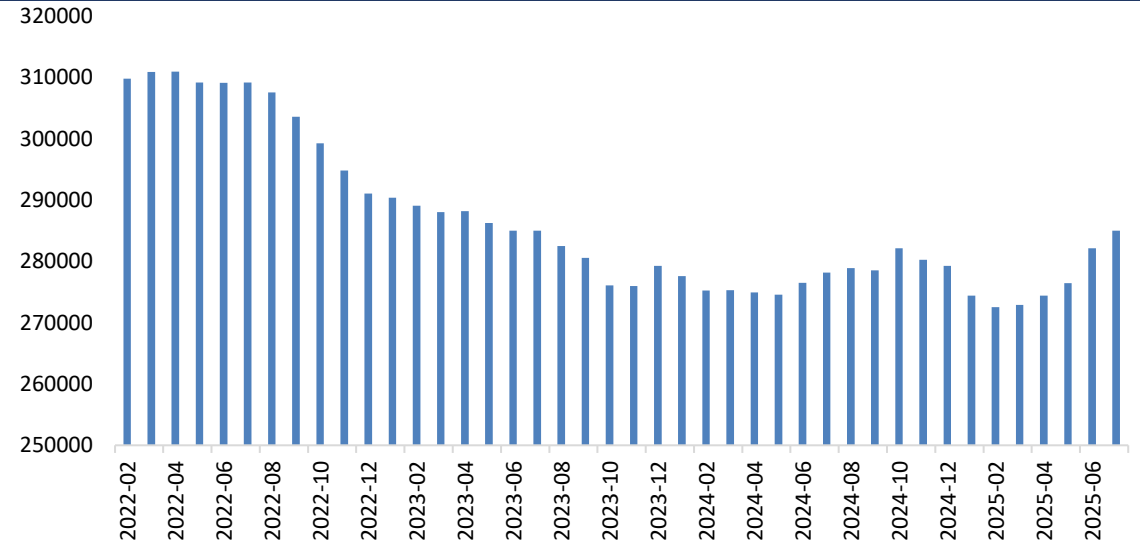


- 据世界黄金协会统计，2025年二季度全球黄金总需求为1079吨，环比一季度下降17.4%，同比去年增长12.8%，今年黄金经历了前4个月的快速上涨之后，价格处于较高位置对二季度需求形成了一定的打压，ETF和央行购金需求虽然回落但维持相对强势，首饰需求连续三个季度回落且创2020年以来新低。
- 2025年7月全球黄金ETF持仓维持净流入，北美地区流入12.5吨，其次欧洲地区流入10.9吨，在关税担忧和央行货币政策维持宽松预期下机构对黄金ETF需求仍较强。

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）



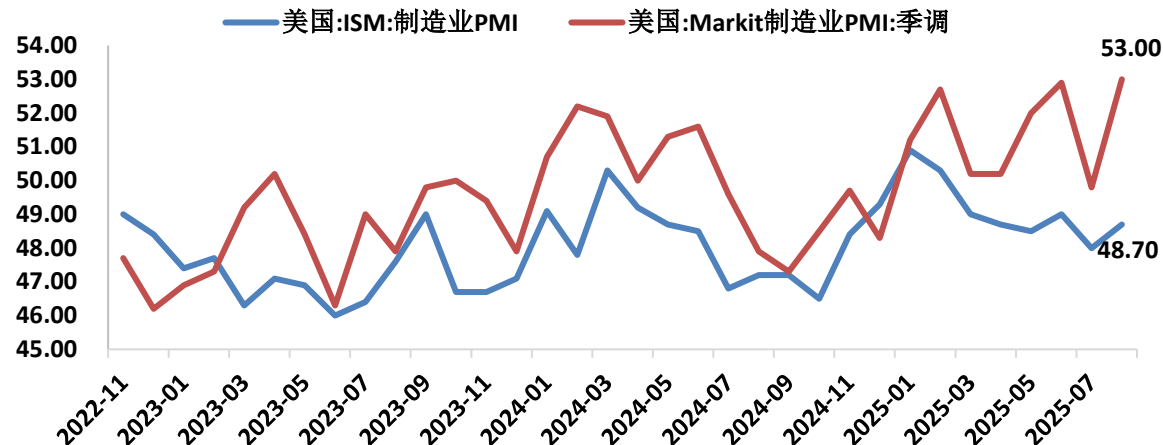
- 以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布7月末黄金储备约2300.4吨，较6月末环比增加约1.9吨，为连续9个月增持，规模再次收窄，当月金价回调过程中或刺激了央行增持意愿；
- 黄金价格维持年内高位对实物需求持续形成打压，2025年7月LBMA伦敦黄金库存连续5个月回升至2.85亿盎司（约8864.5吨），需求疲软使现货库存持续累积。

3

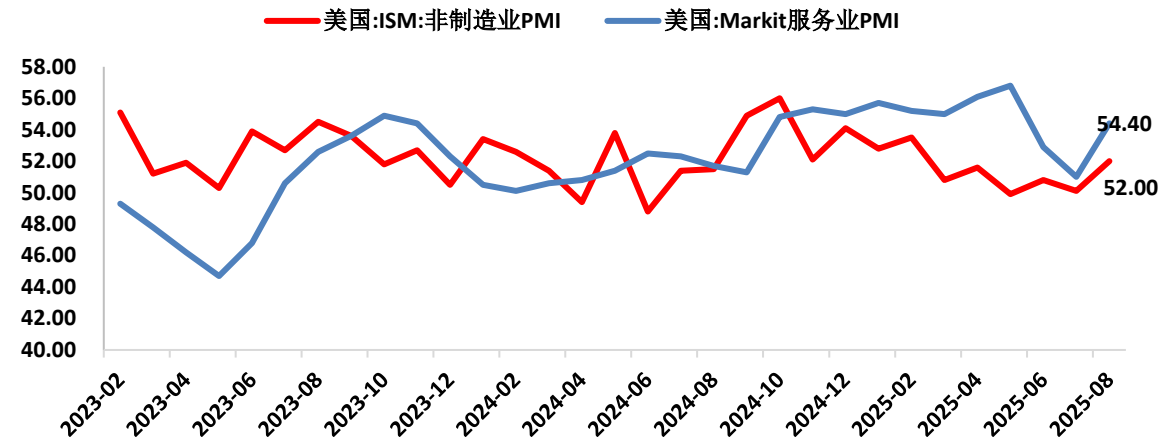


宏观基本面分析

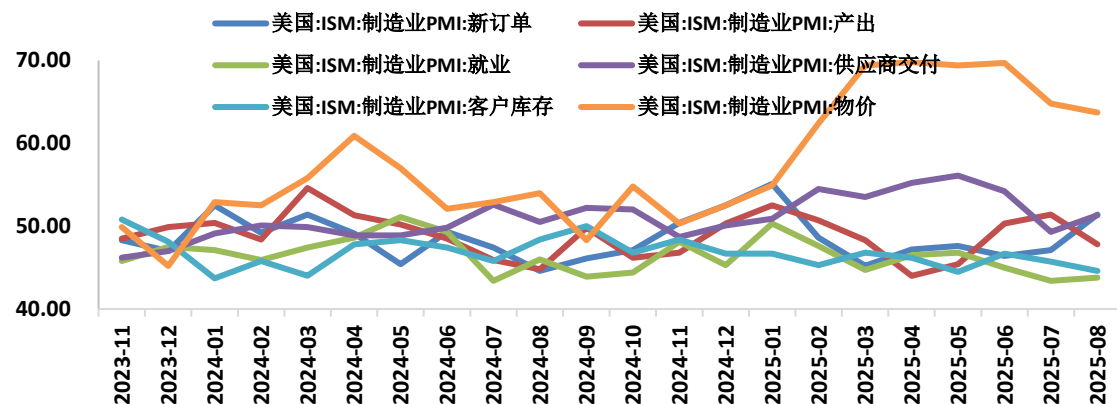
制造业PMI指数



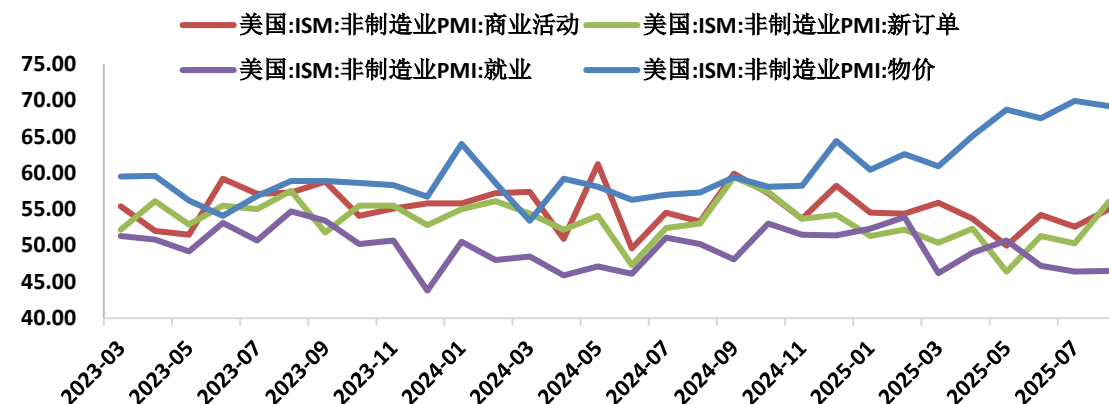
非制造业PMI指数



ISM制造业PMI分项指标

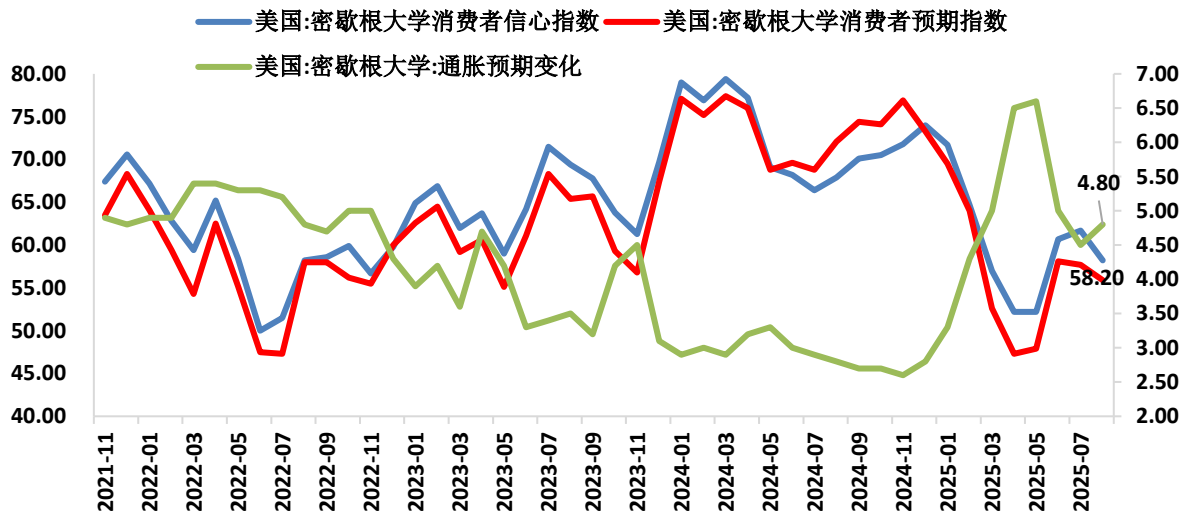


ISM非制造业PMI分项指标

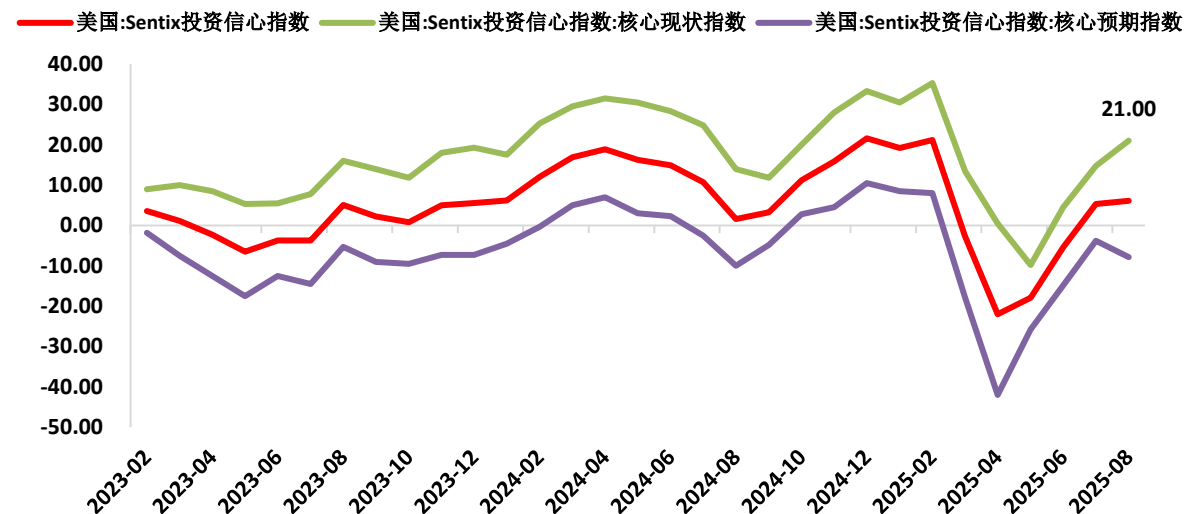


- 美国8月ISM制造业指数48.7，预期49，前值48，数据连续六个月低于50荣枯线持续处于收缩区间，主要由于产出指数下滑至47.8，三个月来首次重新跌入收缩区间，新订单指数51.4，指标自今年年初以来首次扩张，就业指数略升至43.8维持在疫情以来最疲弱的水平，物价指标略降；服务业PMI指数为52，预期51，前值为50.1，服务业活动创六个月来最快速度扩张，由于近一年以来订单的最强劲增长。

美国密歇根消费者信心指数



美国Sentix投资者信心指数

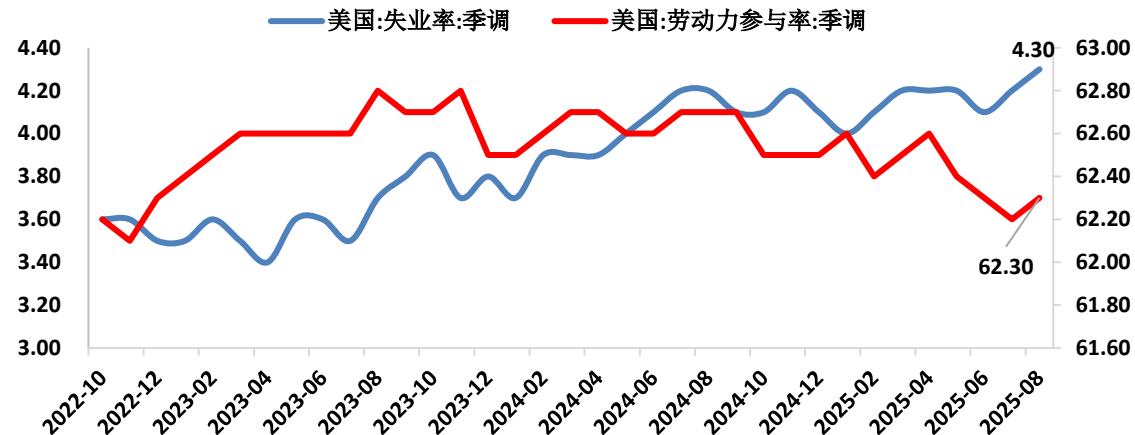


- 8月美国密歇根大学消费者信心指数终值为58.2连续两个月回落，低于预期的62，前值为61.7；消费者对未来一年的通胀预期初值反弹至4.9%，预期 4.4%，前值 4.5%，随着美国与各国基本达成贸易协议，消费者对高物价的担忧再度凸显；
- 8月美国Sentix投资信心指数略升至6.1，前值为5.3，随着美国关税和财税政策落地企业信心稳定。

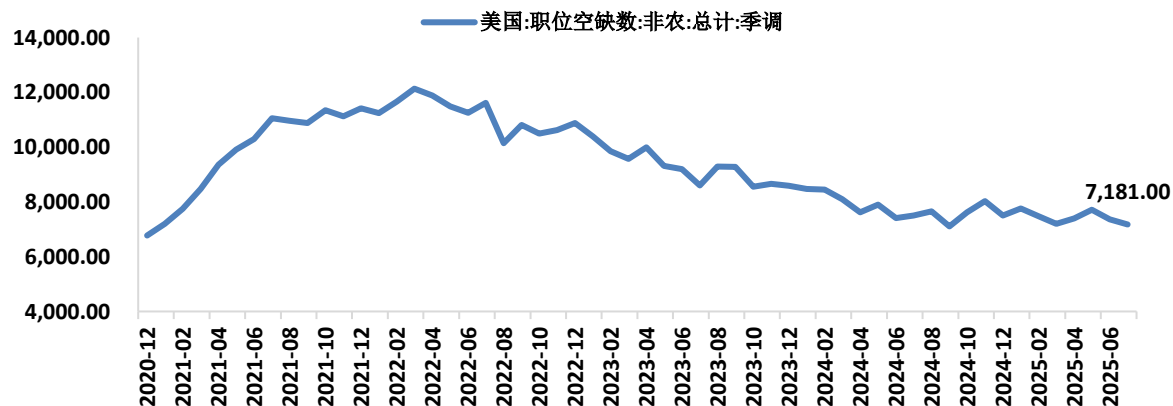
美国新增非农就业人数 (千人)



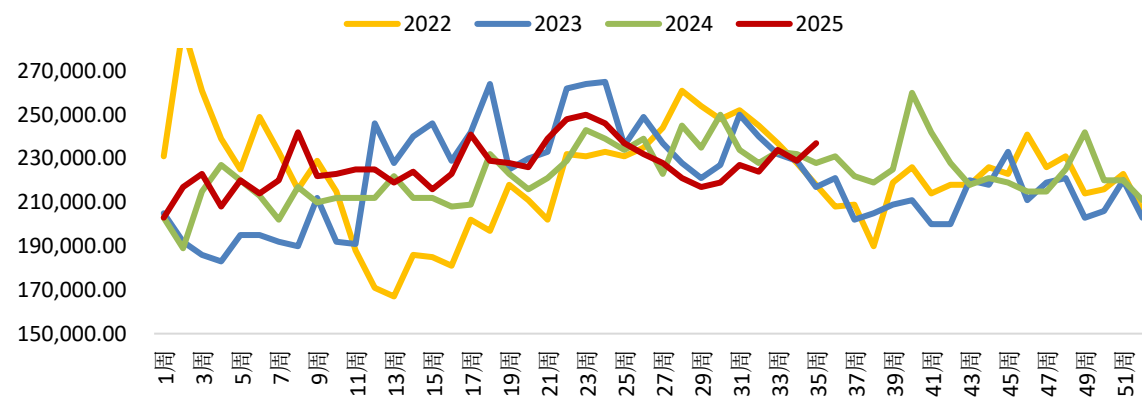
美国失业率与劳动参与率 (%; 劳动参与率: 右轴)



美国职位空缺数 (千人)

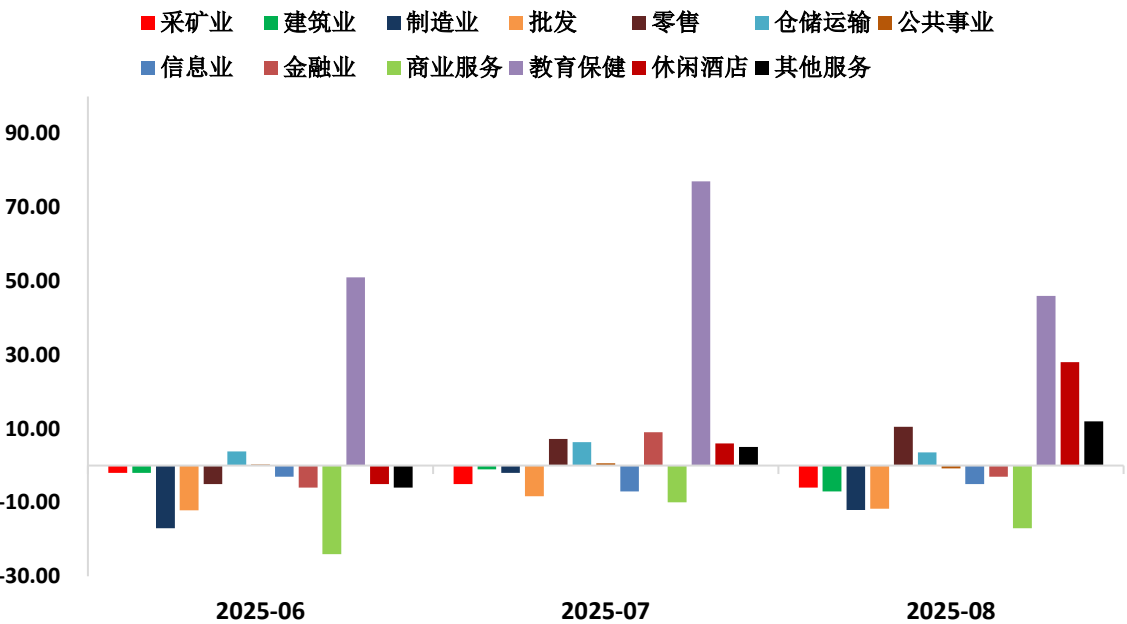


美国当周初请失业金人数季节性变化 (人次)

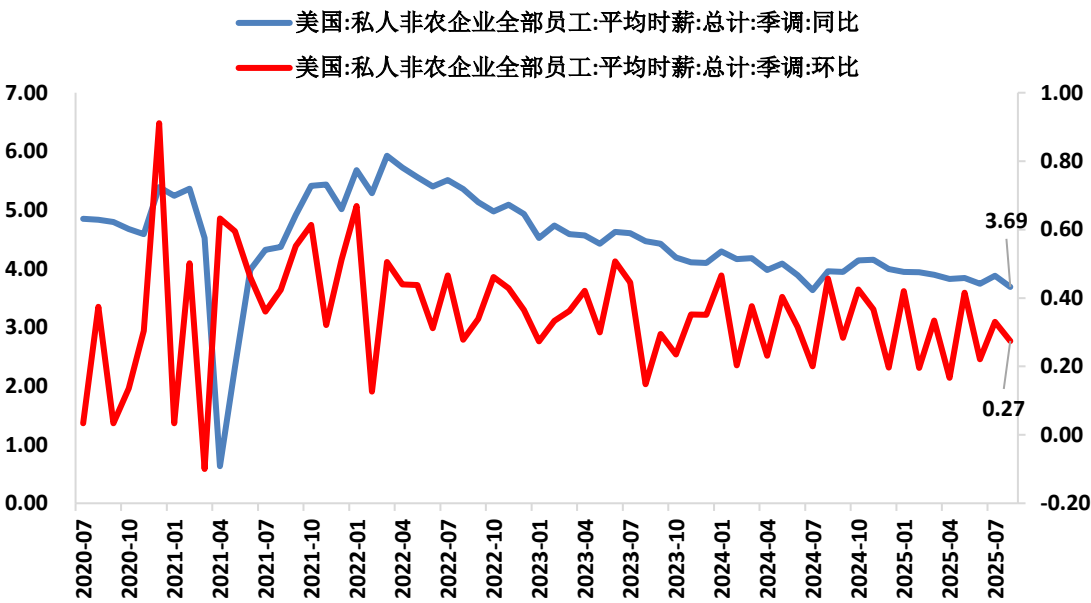


- 美国8月非农就业人口仅增加2.2万人，远低于预期的7.5万人，6月和7月非农就业人数合计下修2.1万人，过去三个月的月均新增就业人数仅为2.9万人，就业增长已实质性放缓；失业率再次反弹至4.3%创2021年以来新高，劳动力参与率则止跌回升，重返劳动力市场的人增多，失业人数呈现攀升且再就业的难度上升。

美国非农新增就业人数结构（千人）

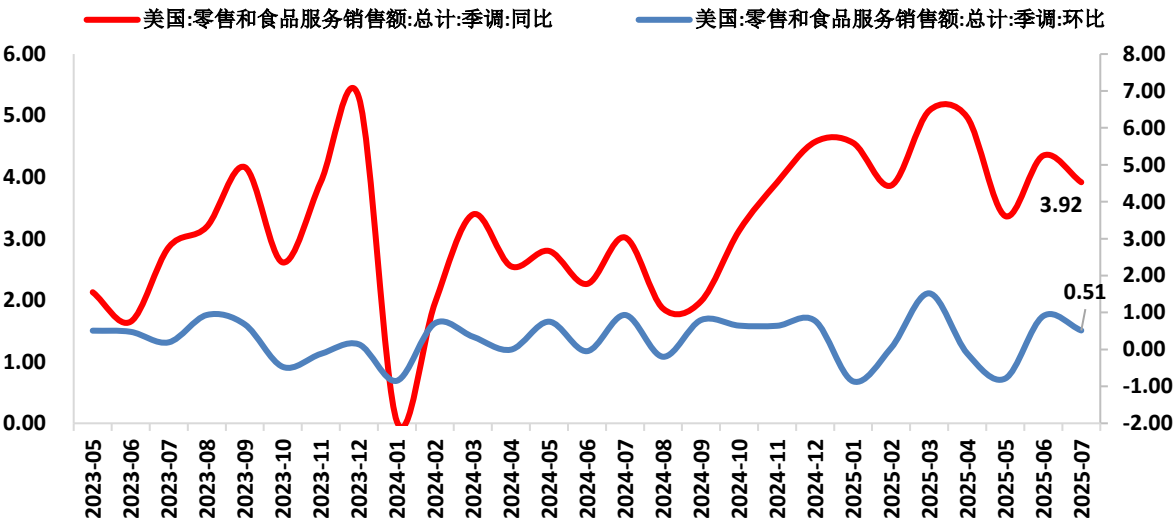


美国非农企业员工平均时薪同比与环比变化（%；薪资环比：右轴）

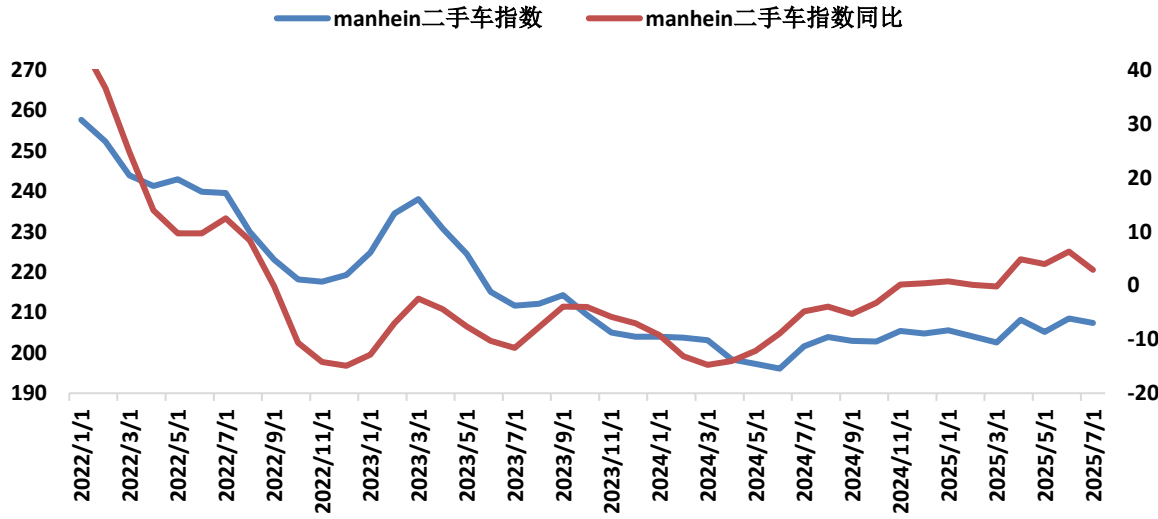


- 从结构上看，8月新增就业集中于教育保健、休闲酒店和其他服务业，但教育保健行业新增创去年10月以来低位，商业服务等多个行业就业人数则出现负增。
- 8月非农薪资平均时薪同比增3.7%较7月回落上升0.2%不及预期，环比仍增0.3%符合预期，前值为增0.3%，从长期趋势来看，工资增速放缓。

美国零售和食品服务销售变化（%；环比：右轴）

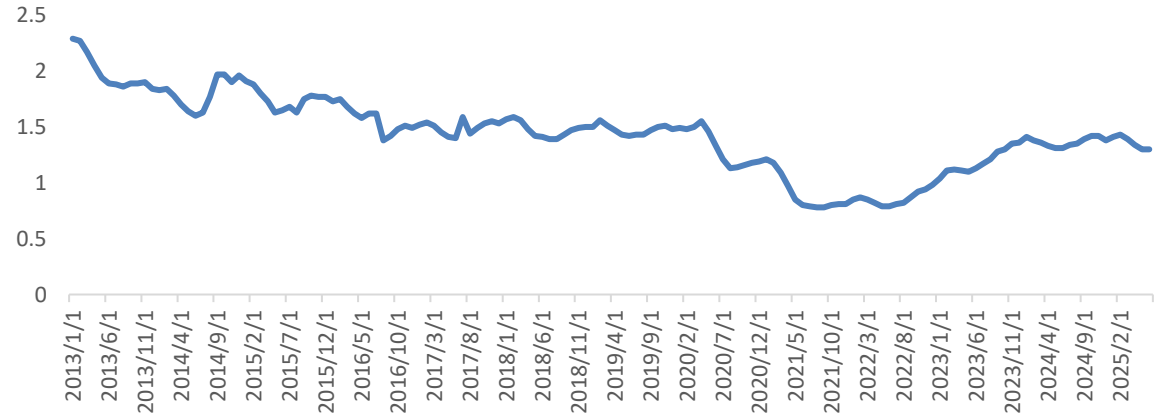


美国Manheim二手车价格指数（%；同比：右轴）



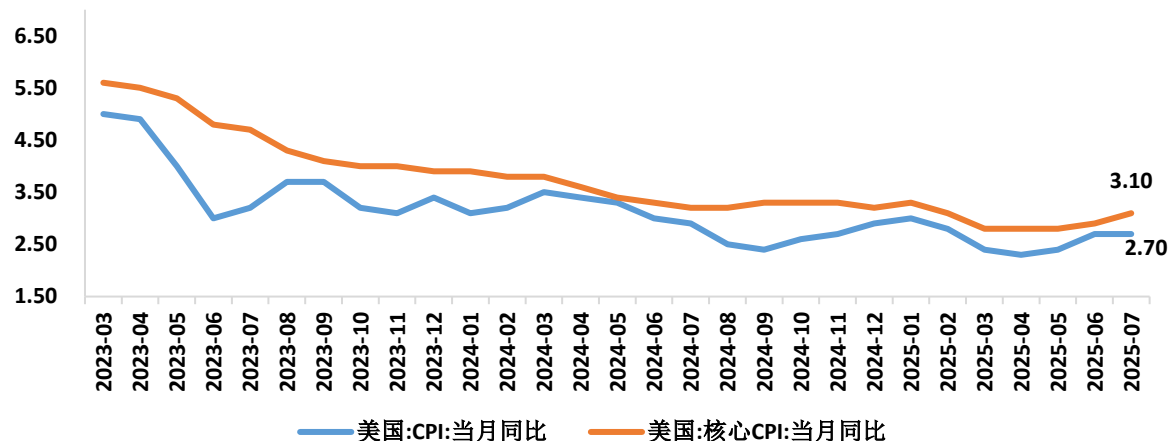
美国信用卡拖欠率

美国信用卡拖欠率

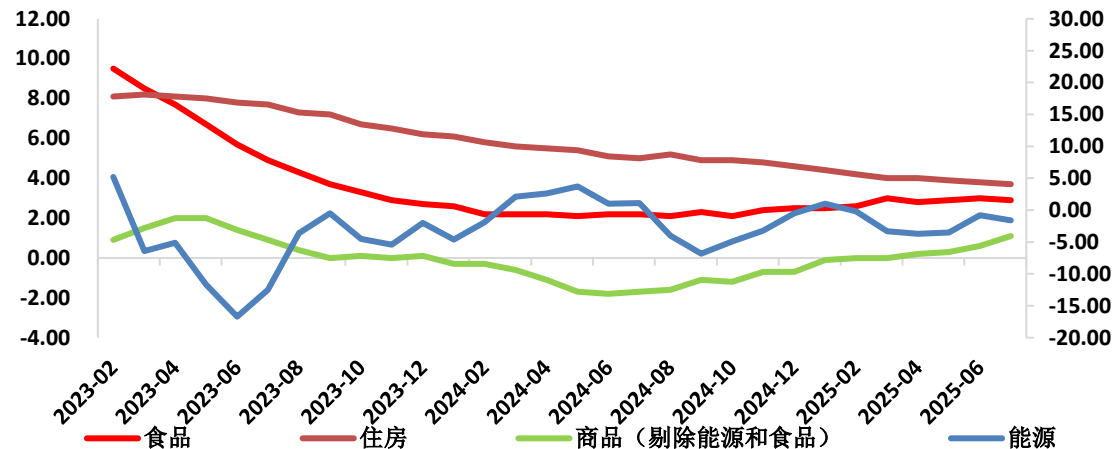


- 美国7月零售销售环比增长0.5%，为连续第二个月零售销售出现大幅增长，6月数据大幅上修至0.9%，同比涨幅则回落至3.9%。13个类别中有9个录得增长消费广泛反弹，汽车销售领涨各个类别，录得3月以来最大增幅。在线零售商和综合商品店销售也实现增长，主要由于平台促销活动，消费者支出保持韧性。

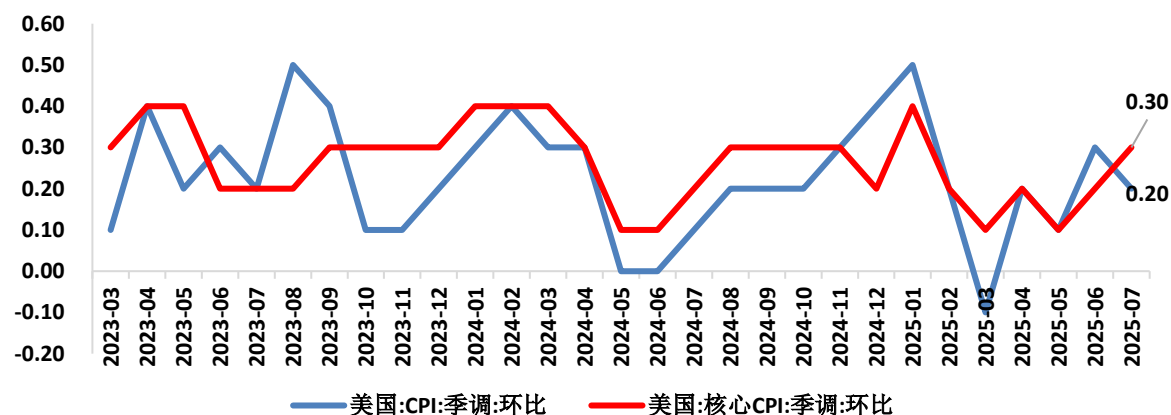
美国CPI与核心CPI同比 (%)



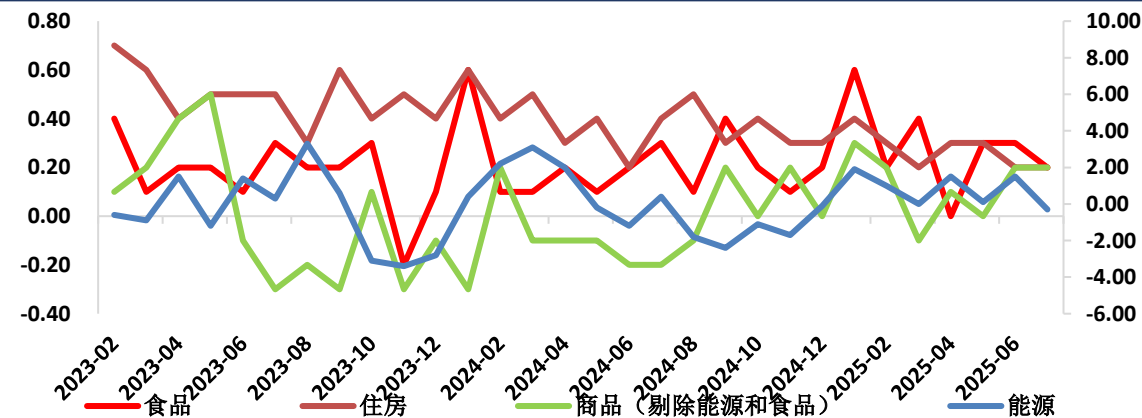
美国CPI分项同比 (%)；能源：右轴



美国CPI与核心CPI环比 (%)

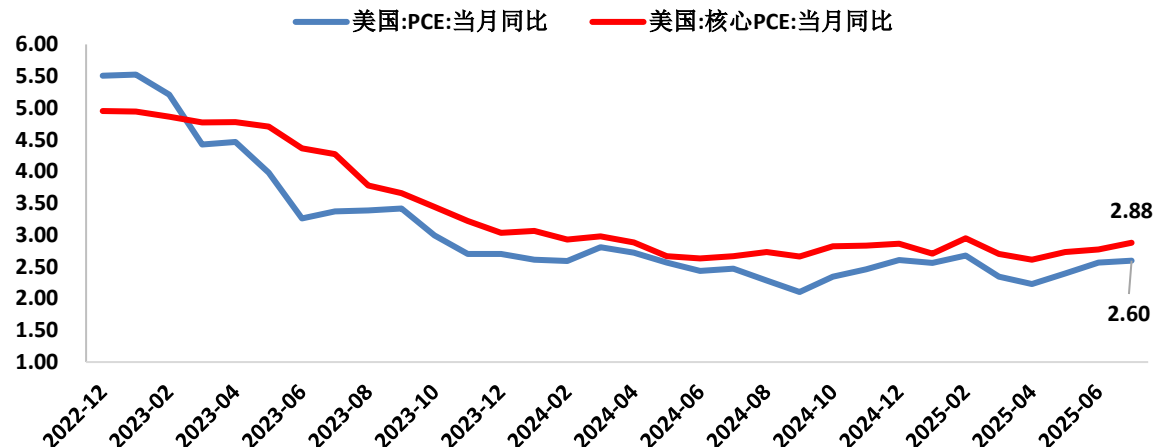


美国CPI分项环比 (%)；能源：右轴

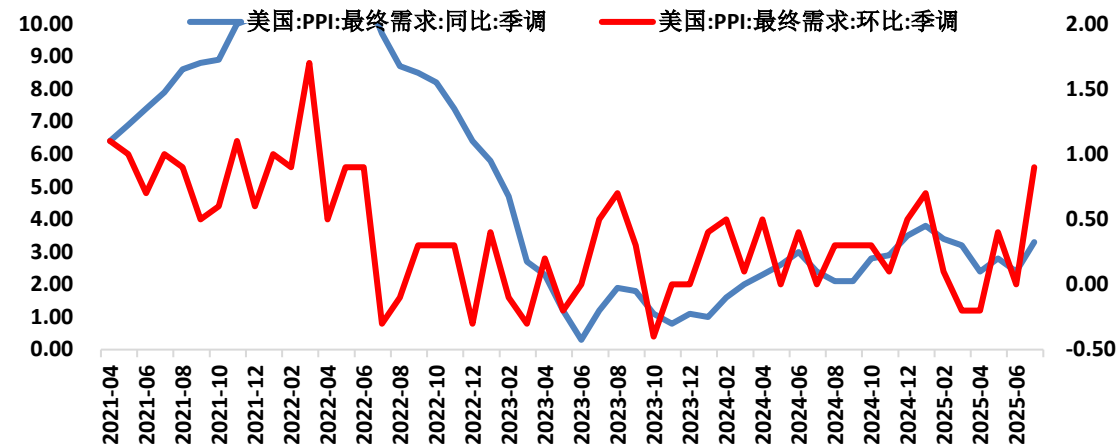


- 美国7月CPI同比2.7%与6月持平，预期2.8%；CPI 环比0.2%符合预期，前值为0.3%。核心CPI同比反弹至3.1，创2月份以来的新高，预期3%，前值2.9%。核心CPI环比0.3%，预期0.3%，前值0.2%。能源价格环比回落主导整体通胀水平温和，关税导致通胀急剧上升的情况尚未出现，但服务业价格全面上涨特别是交通运输和医疗成本显著上涨。

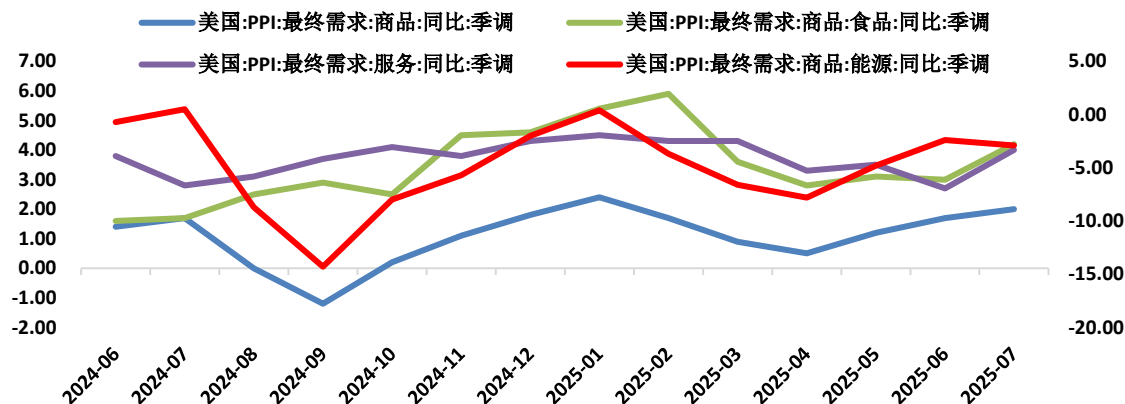
美国PCE与核心PCE同比 (%)



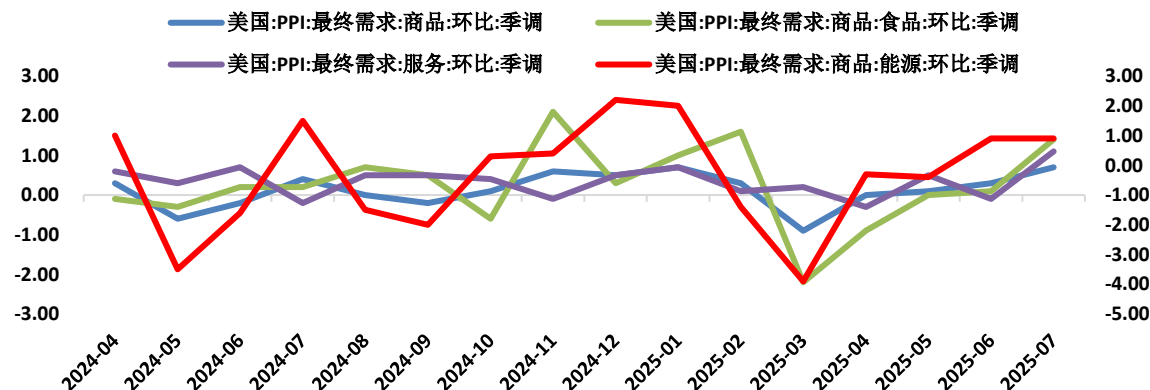
美国PPI同比与环比 (%)；环比：右轴



美国PPI分项同比 (%)；能源：右轴

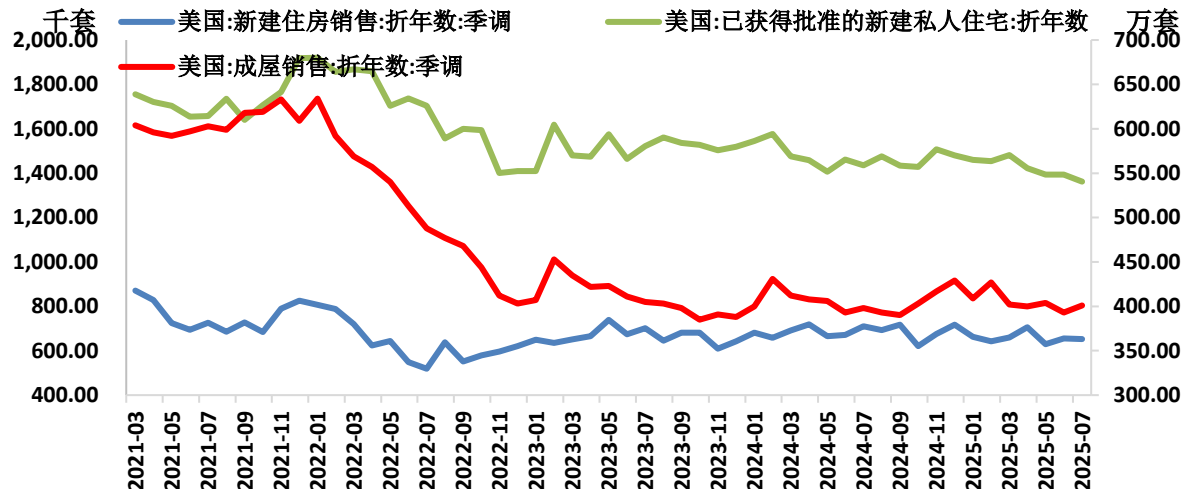


美国PPI分项环比 (%)；能源：右轴

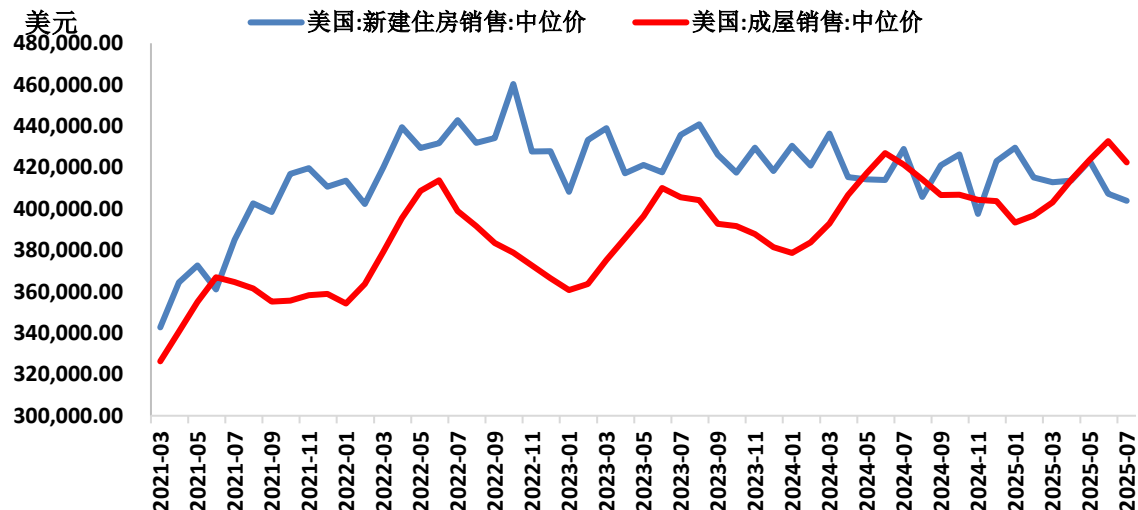


- 美国7月核心PCE环比上涨0.3%符合乐预期，同比上涨2.8%创4个月新高，高于预期的2.7%，前值上修0.1%至2.8%，关税冲击凸显；
- 美国7月PPI同比大幅反弹至3.3%，为2月以来最高水平，高于预期2.5%和前值2.3%，PPI环比大升0.9%，创下三年来最大涨幅，核心PPI同比3.7%，环比0.9%。服务和能源成本飙升使数据显著上升，商品价格上涨反映关税带来的压力。

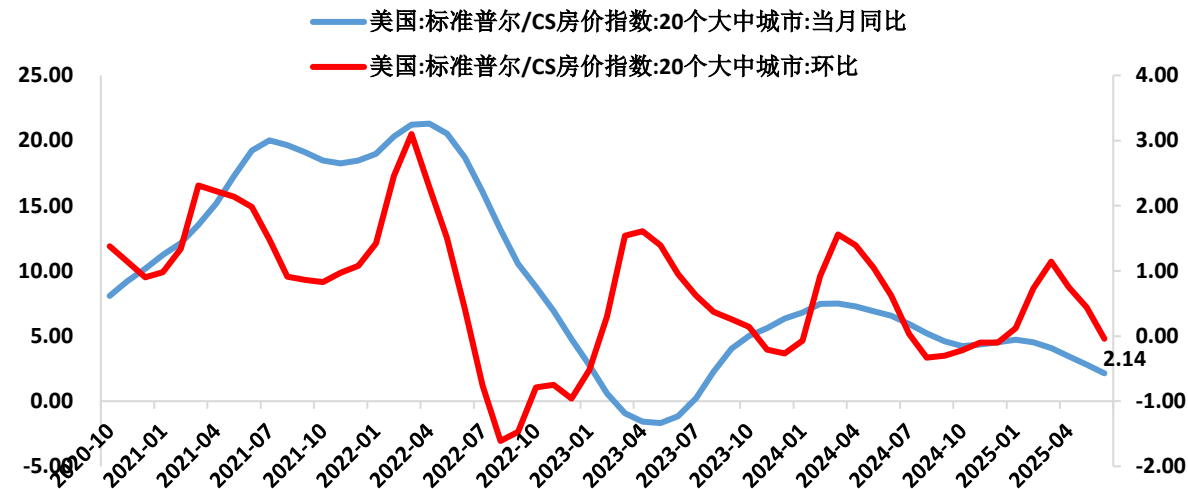
美国房地产销售和投資数据 (右轴: 成屋销售)



美国新建住房与成屋销售价格中位数 (美元)

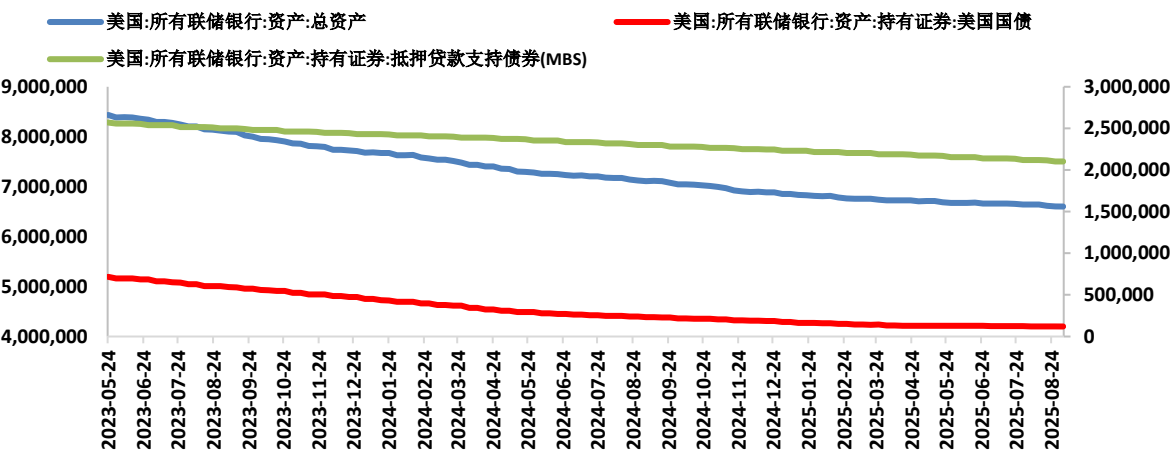


美国20个大中城市房价增速 (%; 环比: 右轴)

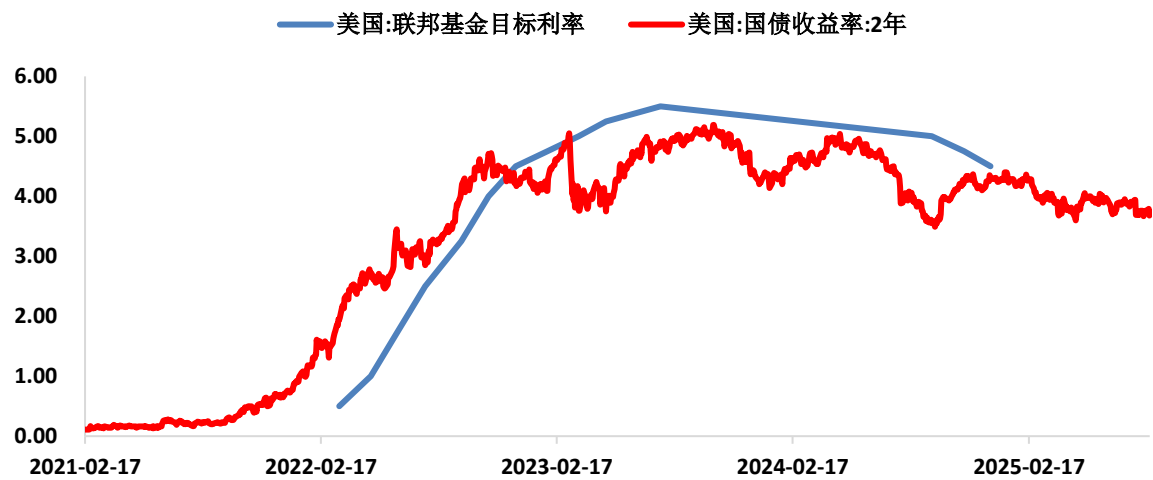


- 7月美国成屋销售总数年化环比略有回升2%至401万户，脱离去年9月以来的低位，高于市场预期的392万户；房价中位数环比则从历史新高回落2.4%，至42.2万美元，高房价与高利率为抑制购房需求的主要因素，一旦房价回落需求则得到刺激。
- 今年6月S&P/CS20座大城市房价指数同比增长2.1%，预期2.1%，前值2.8%，今年以来美国经济持续放缓的情况下房市趋弱使房价降温。

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（%）

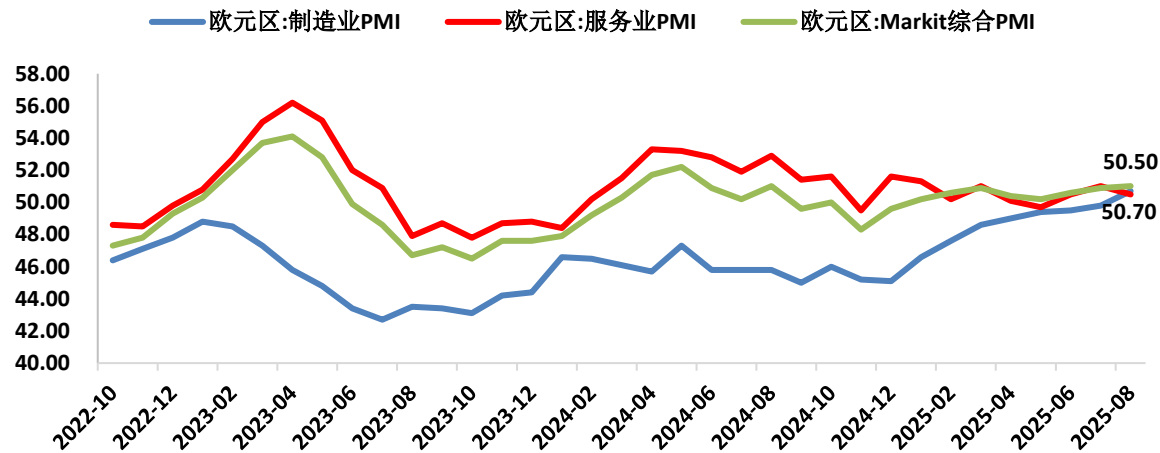


FedWatch美联储降息概率预测

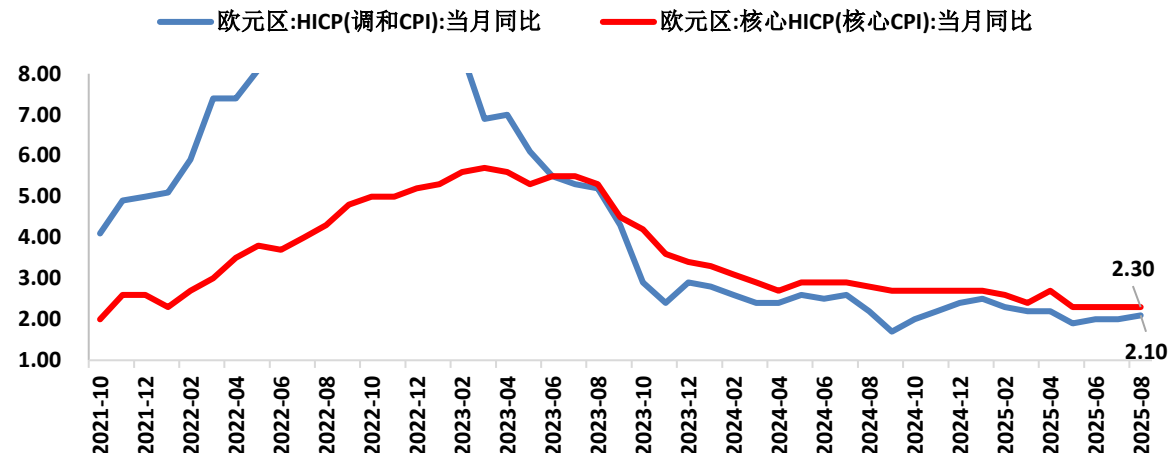
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	92.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	72.6%	21.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	67.9%	24.9%	1.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	38.8%	45.0%	12.5%	0.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	24.0%	42.4%	25.9%	5.6%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.8%	31.4%	35.8%	17.7%	3.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	7.3%	24.4%	34.3%	23.9%	8.3%	1.3%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.7%	7.9%	24.7%	34.0%	23.4%	8.1%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.4%	4.9%	17.7%	30.1%	27.8%	14.4%	4.1%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.5%	8.0%	20.7%	29.5%	24.5%	11.9%	3.2%	0.4%	0.0%
2026/12/9	27.3%	25.8%	15.1%	5.4%	1.1%	0.1%	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，可能需要调整政策立场。最新经历褐皮书调查中表示，近几周全美大部分地区的经济活动几乎没有变化。由于许多家庭的工资未能跟上物价上涨，消费者支出持平或下降。
- 美联储重要官员释放鸽派信号，9月降息板上钉钉，然而在8月非农数据公布呈现严重恶化后，CME的FedWatch预期9月降息50个BP的概率有所上升。

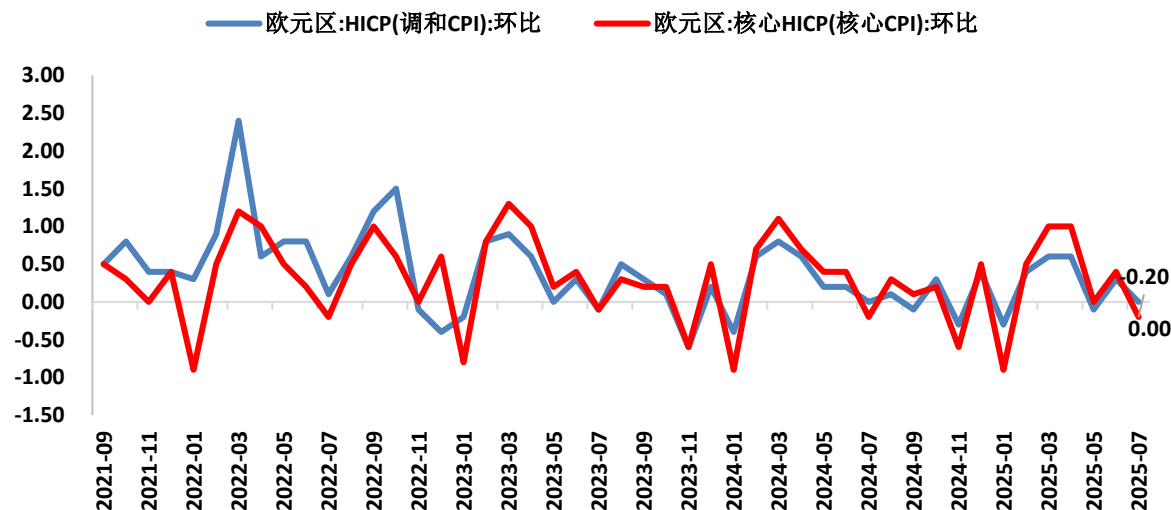
欧元区制造业与非制造业PMI



欧元区CPI与核心CPI同比 (%)

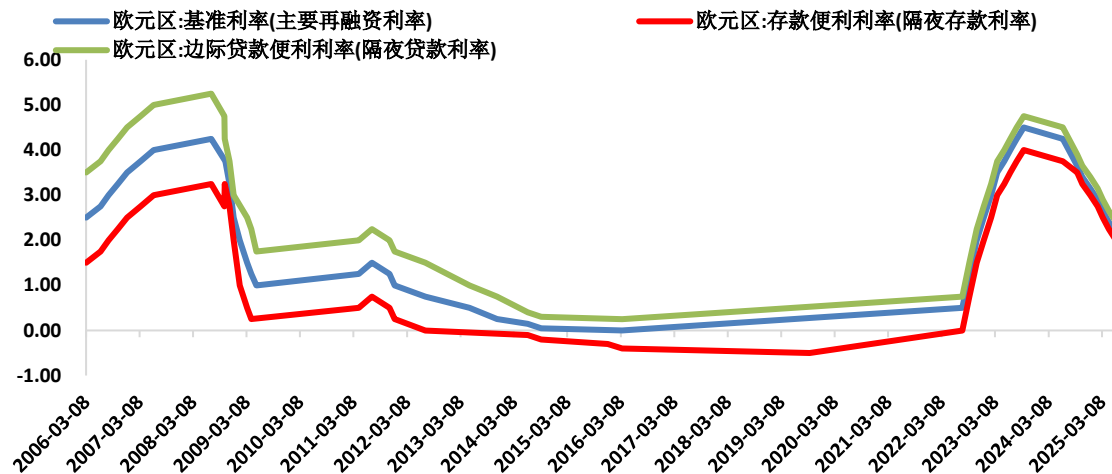


欧元区CPI与核心CPI环比 (%)

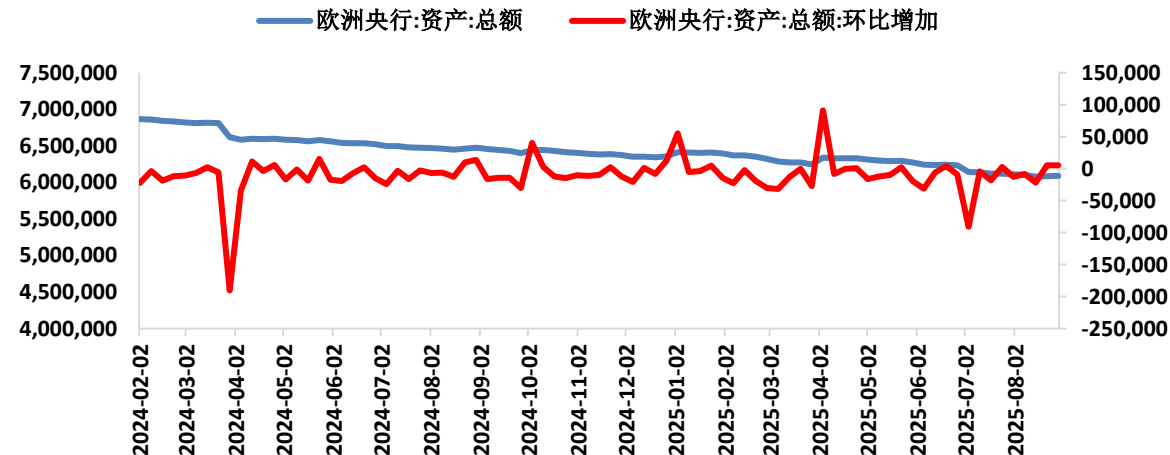


- 欧元区8月制造业PMI初值为50.5为2022年中以来首次回到50荣枯线上，预期49.5，前值49.8，德国领跑而法国呈现企稳，收美国关税影响海外订单已连续第二个月下滑；服务业PMI初值回落到50.7，预期50.8，前值51，但商业活动创15个月高位；综合PMI初值从7月的50.9升至51.5，好于预期。
- 欧元区8月CPI初值同比增长2.1%，预期2%，前值2%；环比增长0.2%，前值0%。核心CPI同比2.2%，与前值一致。通胀数据整体稳定在欧洲央行的目标水平，欧元走强和能源成本下降抑制了物价压力，欧洲央行降息空间或减少；
- 欧元区二季度GDP季环比放缓至0.1%但略好于预期，前值为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)

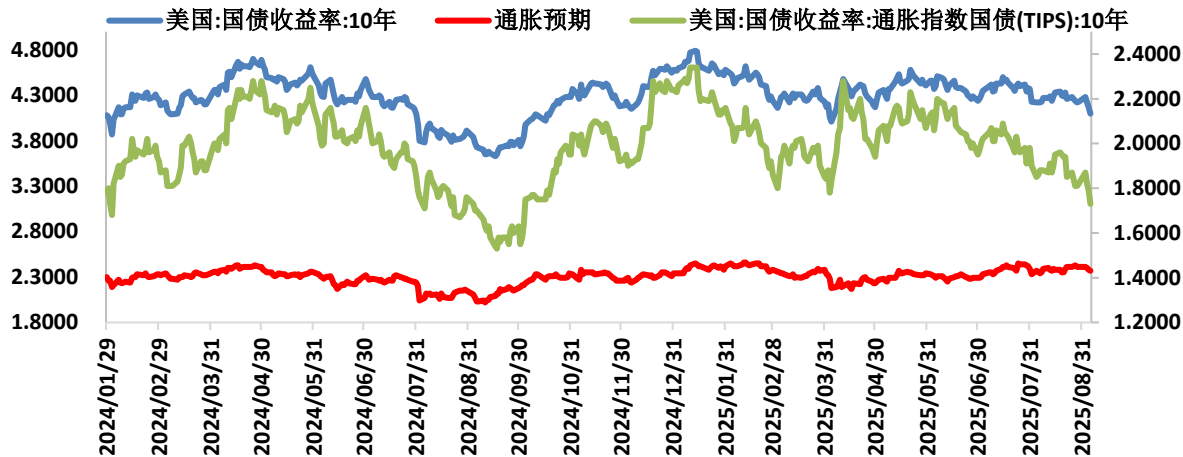


德国与意大利国债利差 (%)

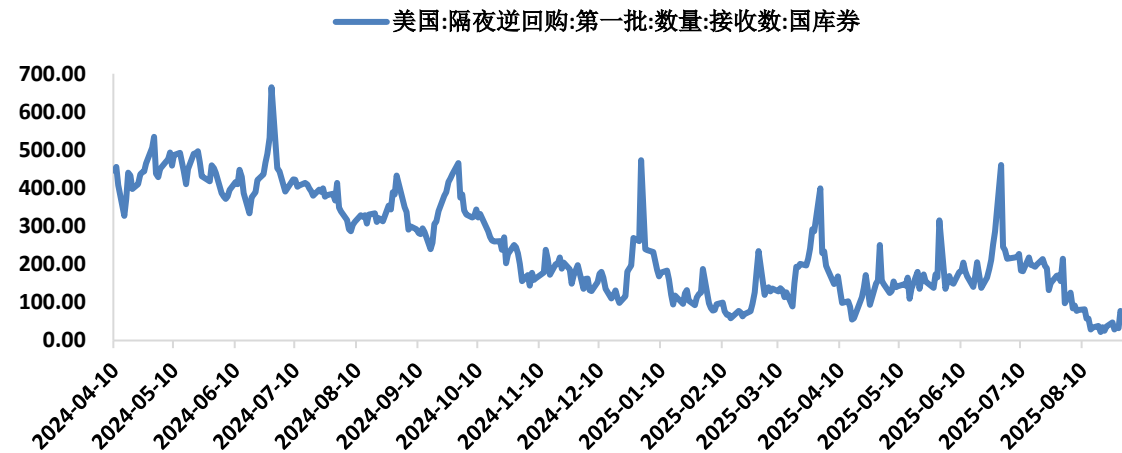


- 欧洲央行7月宣布维持利率不变，投票委员一致同意该决定，是一年多来在连续降息8次后首度暂停降息，主要由于通胀率达到2%经济有所复苏，声明中欧洲央行将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。行长拉加德在发布会上表示如果欧美之间的贸易摩擦升级、关税壁垒上升，可能会对欧元区通胀施加下行压力。
- 近期在欧洲经济景气度改善且通胀相对可控的情况下，欧洲央行官员目前开始释放停止降息的信号，行长拉加德称经济不确定性“明显降低”，暗示9月不会降息，后期货币政策或保持稳定。

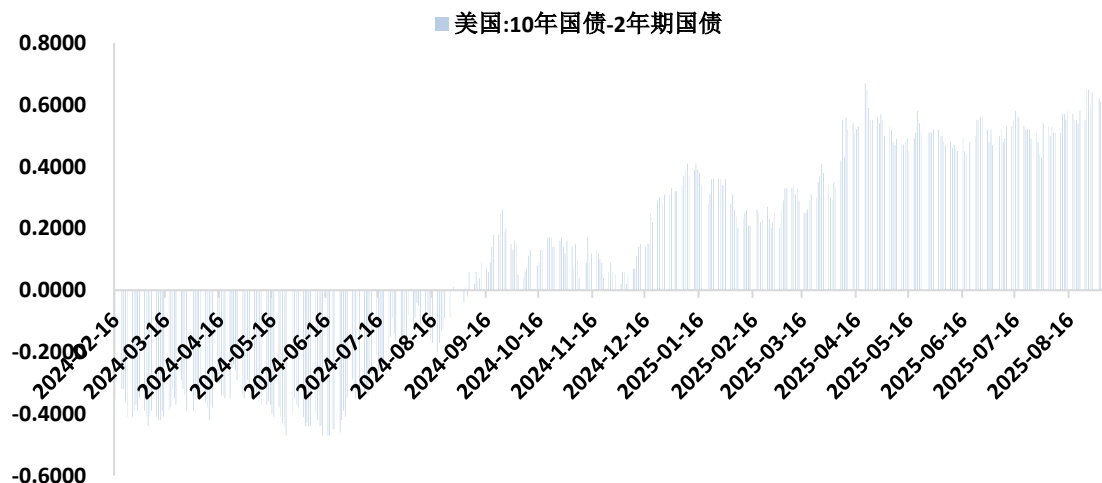
10年期美债收益率与美国通胀预期（%；右轴：TIPS收益率）



美联储隔夜逆回购协议（RRP）使用规模（十亿美元）



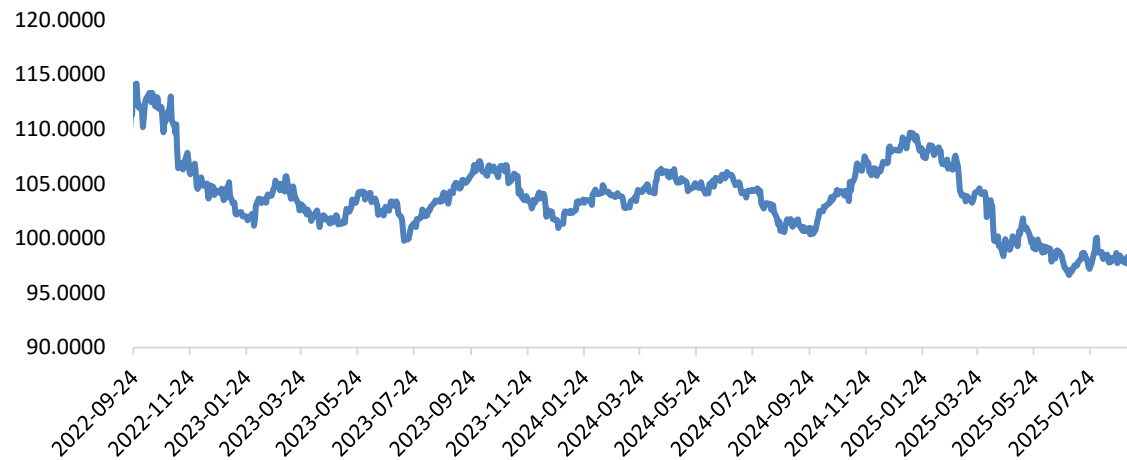
美国长短利差（%）



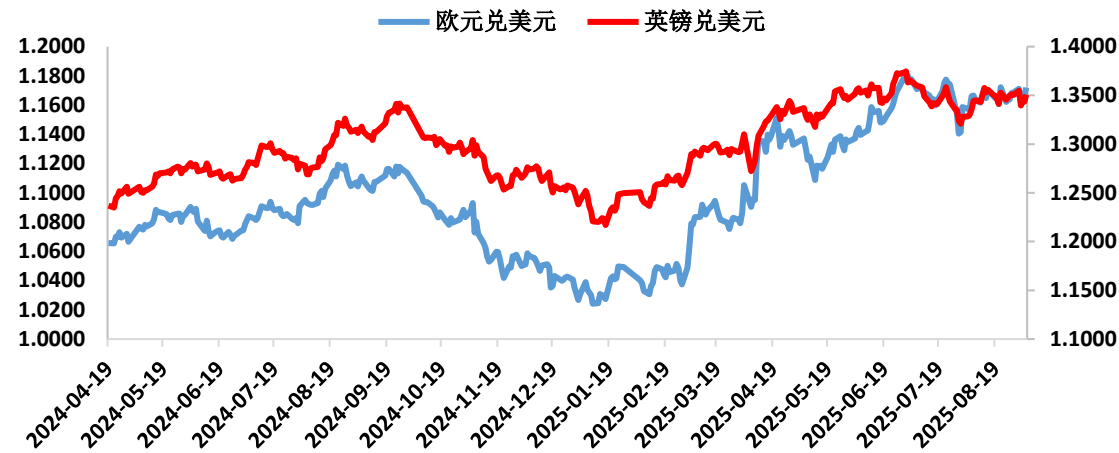
欧美利差（%）



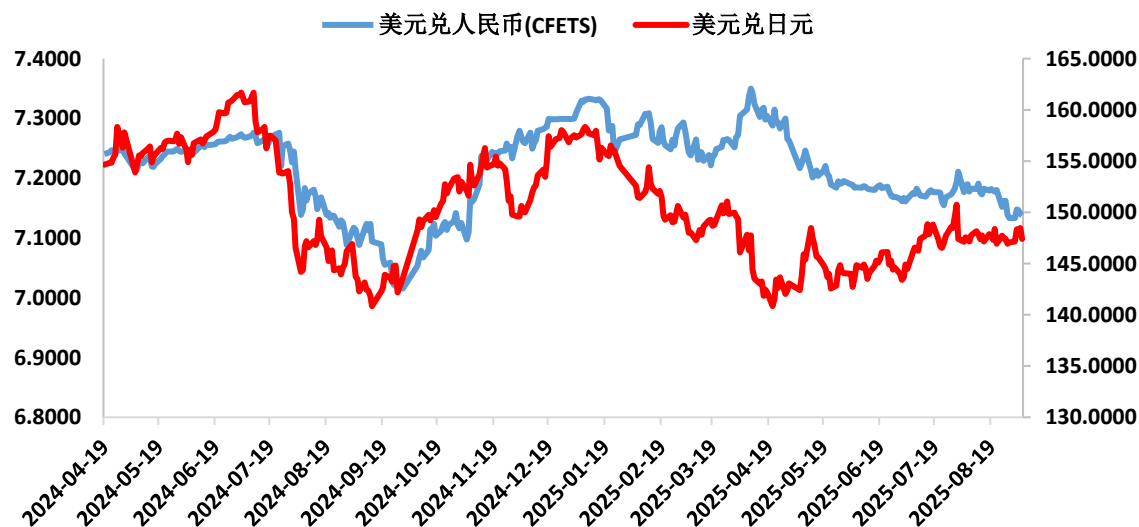
美元指数走势



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

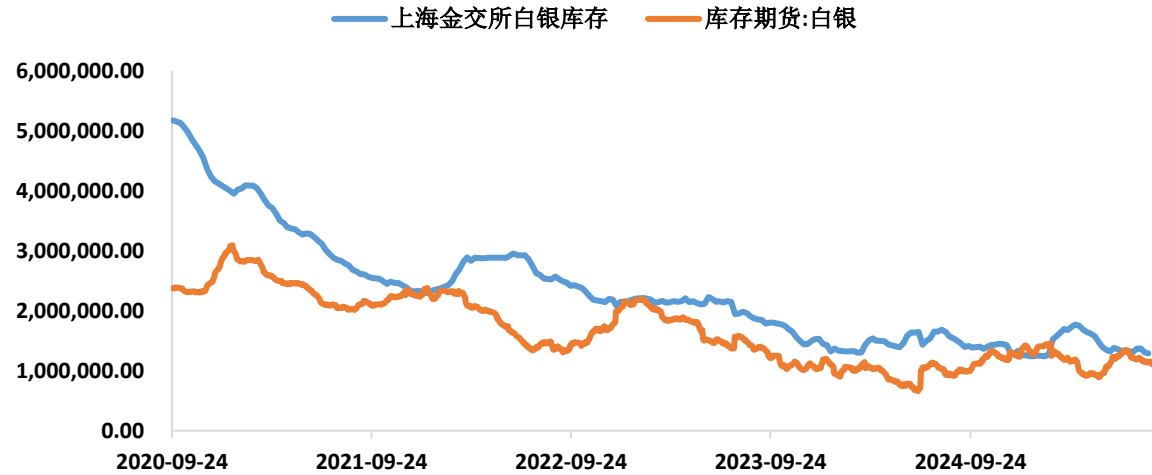


4

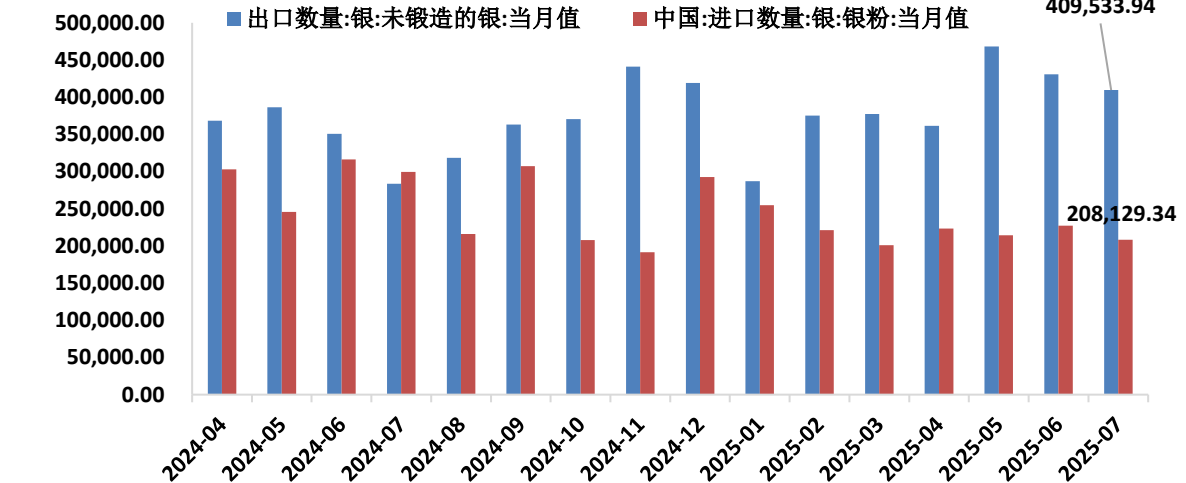


白银产业基本面分析

国内白银显性库存 (公斤)

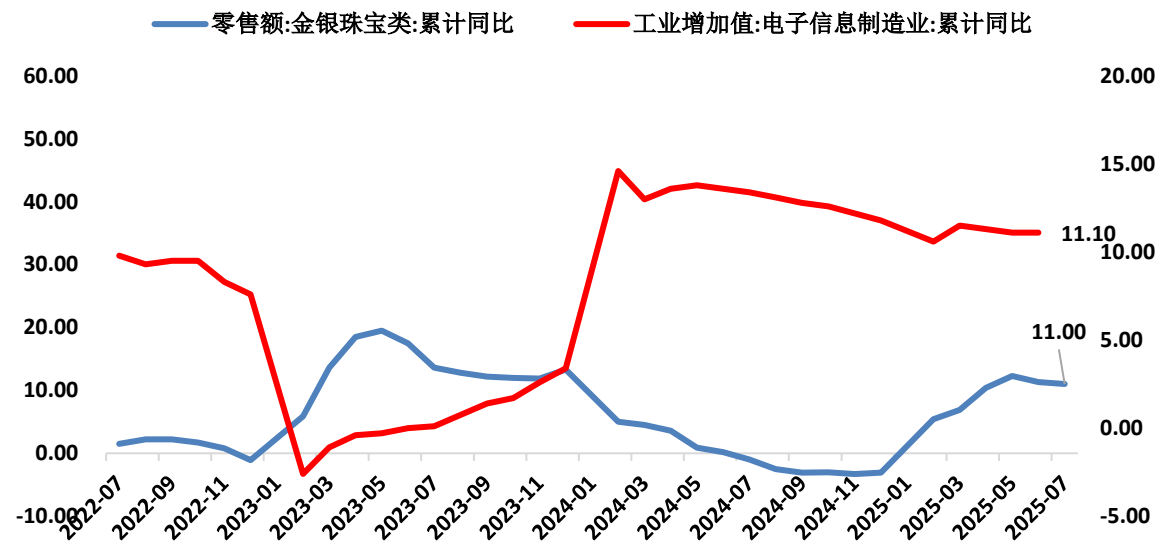


白银制品进出口量 (千克)

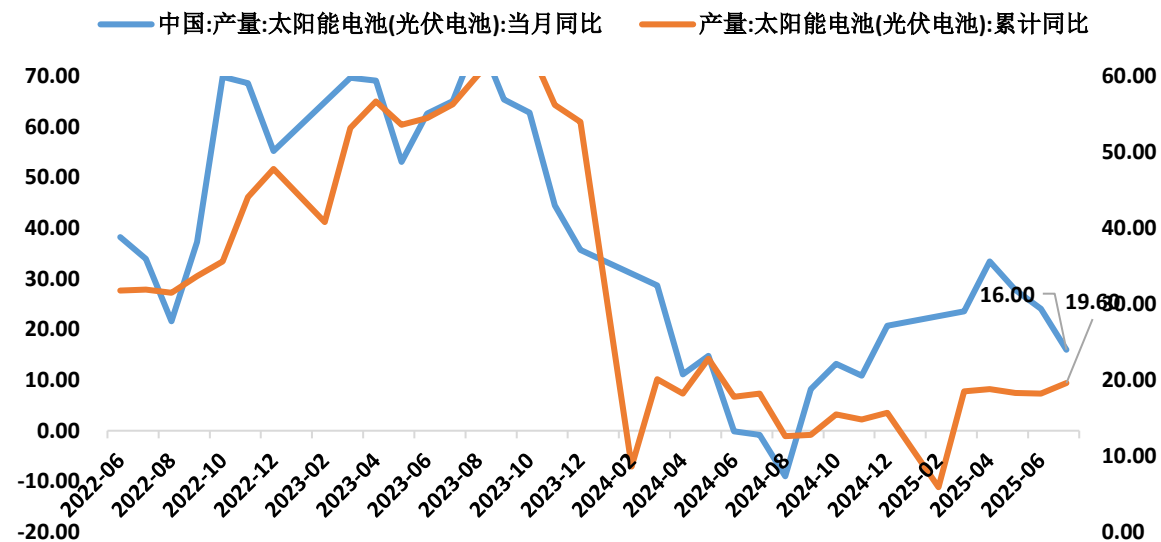


- 受到矿山品位下降影响，预期2024年全球白银供应下降，结构性供应缺口预期有所扩大；国内白银库存持续维持在阶段低位，近期国内显性库存结束回升趋势特别是期货库存回落，关注国内供应情况；
- 7月我国银粉进口量随着光伏行业“抢装潮”结束叠加“反内卷”影响光伏需求放缓，当月略降至208.1吨环比负增8%，但同比再度大降31%，国产银粉替代下进口需求趋于减少；未锻造白银出口量环比连续两个月回落至409.5吨降幅5%，但同比增长44%，数据较去年同期偏高反映国内白银供应仍较宽松。

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