



非农数据超预期爆冷，沪金高开强势上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-08-04

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋

从业资格证号：F03136719

电话：021-68758786

邮箱：guozy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性	美元指数上周上演倒V行情，周初受经济韧性支撑反弹至100.13，技术面突破关键阻力。然周五非农数据断崖式爆冷彻底颠覆逻辑，失业率升至4.2%引爆衰退恐慌，美元单日暴跌1.3%至98.86，美股油价同步重挫。美元短期驱动切换，市场聚焦衰退避险模式，美元短期将持续承压或再度下探前低。
金融属性	美联储政策预期随非农数据爆冷发生大幅转向。周五非农数据超预期恶化，市场重新定价政策路径，9月降息概率大幅回升至80%以上。特朗普再度加大施压，美联储政策路径或迎巨大转向。CME FedWatch显示9月降息概率从不到50%飙升至80.3%。
商品属性	中国央行已连续6个月增持黄金。未来中国央行增持黄金仍是大方向，重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。截至2025.8.1当周，黄金SPDR持仓量为953.08，较前一周小幅上升。周度Comex黄金库存较前一周增加953204.10盎司至38715598.02盎司。
操作建议	降息预期大幅上升，黄金货币避险双属性支撑短期强势，多方因素扰动下品种波动率有望抬升。中长期向好逻辑不变，多头仓位可考虑在前高附近采取领口结构锁定部分仓位，此外可考虑做多金银比策略

白银：观点总结&操作建议

宏观金融	周五非农数据断崖式爆冷，暴露美国经济内部隐忧，新增7.3万远低于市场预期且前两月累计下修25.8万彻底颠覆市场逻辑，美联储降息概率大幅上升。6月核心PCE通胀反弹至2.8%，美国经济滞胀特征显性化。数据公布后市场紧急重定价，美元指数显著下行，美股市场同步大跌，VIX波动率指数回升。
供需情况	全球白银市场连续第五年短缺，2025年预计缺口1.49亿盎司。主要因矿山增产有限且回收量仅占供应20%。白银SLV当周持仓量为15056.67吨，较前一周小幅回落。Comex白银库存较前一周上升6340802.12盎司至506661551.40盎司
操作建议	当前白银受工业属性影响走势或将落后黄金甚至阶段性分化，白银多单持仓可考虑采取熊差结构对冲回调风险。若短期波动率和价格继续大幅上行，可在上方构建看涨卖权锁定收益
风险因素	美联储降息，关税政策大幅变化，地缘局势发生重大变动

行情回顾

上周贵金属出现超预期反转，核心驱动转向“避险+降息预期”共振。周初美元指数反弹至100.13创近期新高，10年期美债收益率坚守高位，一度压制金银价格走弱。然而，周五非农数据断崖式爆冷，暴露美国经济内部隐忧。新增7.3万远低于市场预期且前两月累计下修25.8万彻底颠覆市场逻辑，美联储降息概率大幅上升。6月核心PCE通胀反弹至2.8%，美国经济滞胀特征显性化。数据公布后市场紧急重定价，美元指数显著下行，美股市场同步大跌，VIX波动率指数回升。黄金借避险与宽松预期双驱动单日大幅反弹，截至收盘，COMEX黄金大涨2.21%至3416美元/盎司，COMEX白银收涨至37.11美元/盎司。

贵金属短期逻辑发生重大改变，本周将迎多重因素扰动。8月1日全球关税生效，叠加美联储降息概率上行，黄金短期易涨难跌，或有望挑战3500美元关键阻力，白银受工业需求担忧拖累涨势或落后黄金甚至分化，金银比有望继续回升。

沪金主力合约



沪银主力合约

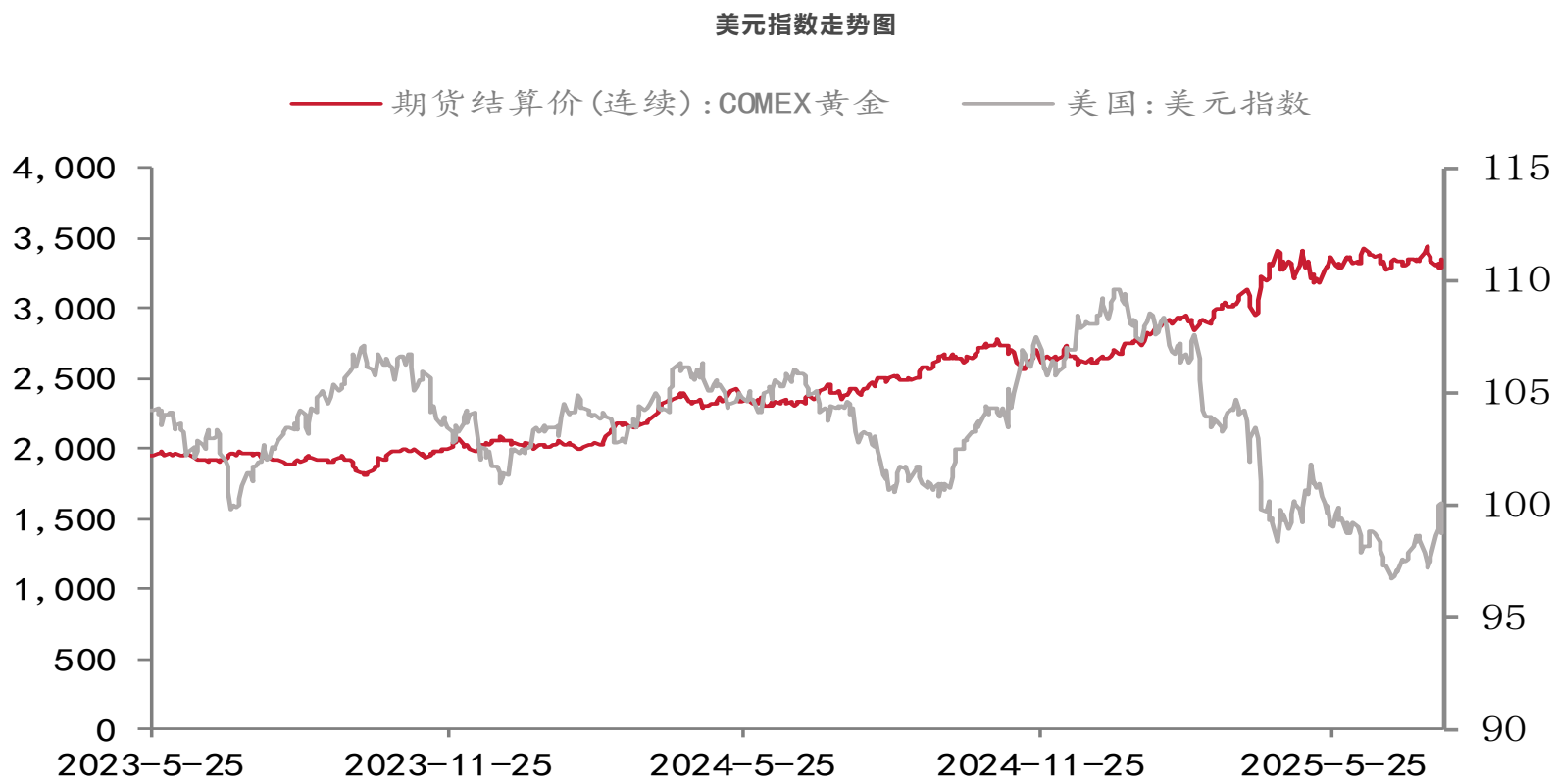


伦敦金现



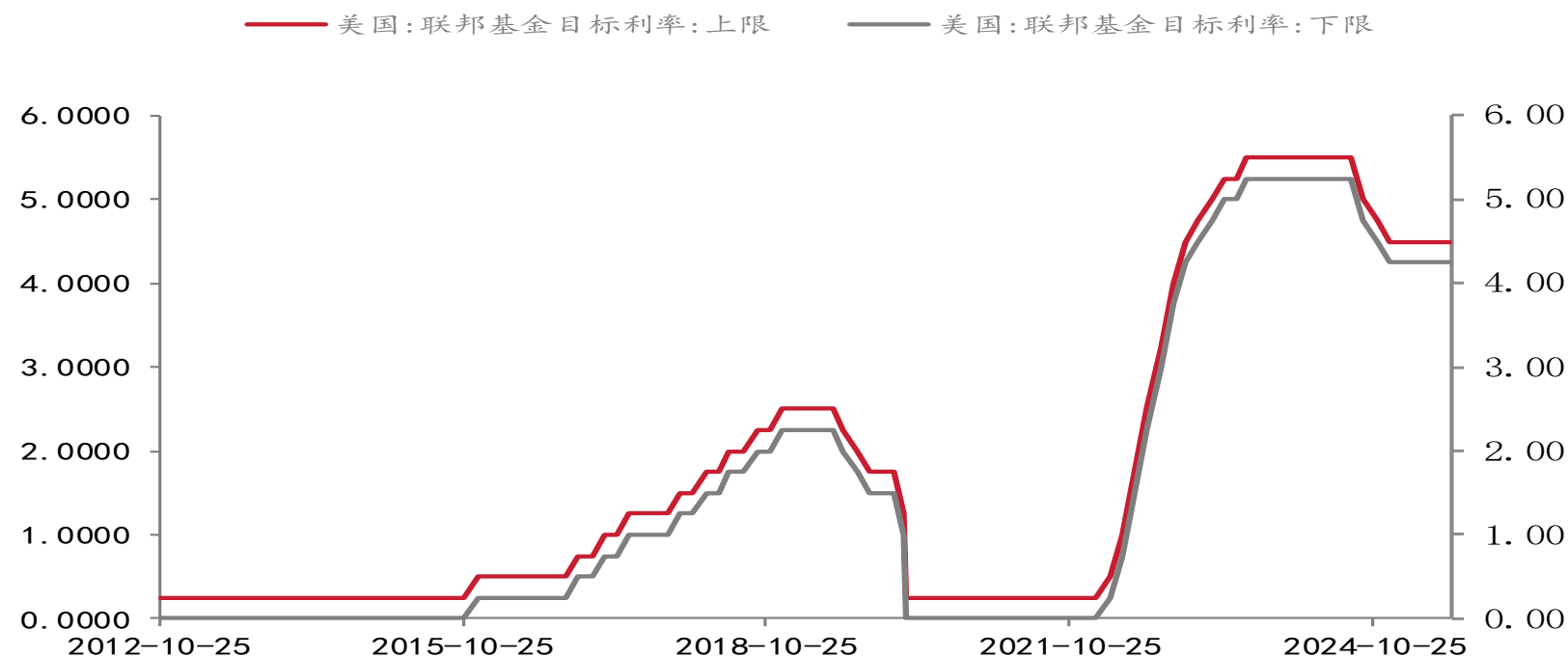
伦敦银现





美元指数上周上演倒V行情，周初受经济韧性支撑反弹至100.13，技术面突破关键阻力。然周五非农数据断崖式爆冷彻底颠覆逻辑，失业率升至4.2%引爆衰退恐慌，美元单日暴跌1.3%至98.86，美股油价同步重挫。美元短期驱动切换，市场聚焦衰退避险模式，美债收益率骤降，美元短期将持续承压或再度下探前低。

美国联邦基金目标利率



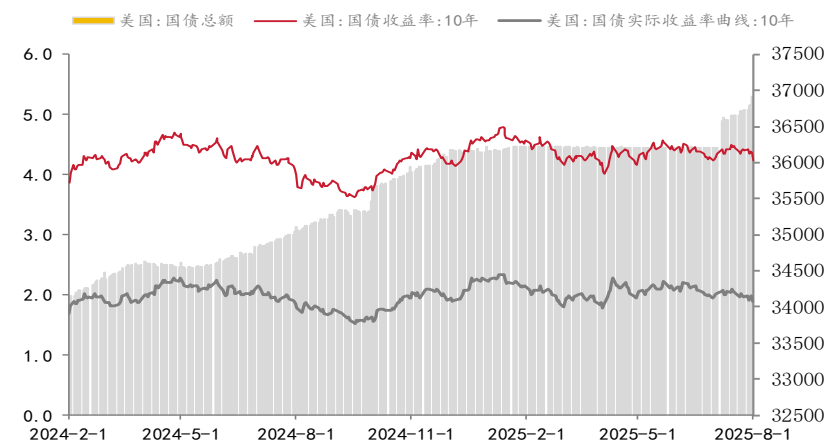
美联储政策预期随非农数据爆冷发生大幅转向。7月议息会议维持基准利率在4.25%-4.50%不变，连续第五次按兵不动，符合市场预期。会议出现近数十年来鲜有的两位理事投下反对票事件，凸显内部分歧。特朗普政治干预升级，共和党议员指控鲍威尔作伪证，一定程度冲击政策独立性并影响市场政策预期。会议表态偏鹰，会后9月降息概率一度下行至40%附近，而随周五非农数据超预期恶化，市场重新定价政策路径，9月降息概率大幅回升至80%以上。美联储威廉姆斯表示将以“开放的态度”参加9月份的会议，特朗普再度加大施压，美联储政策路径或迎巨大转向。

美债：美债收益率大幅下滑，实际利率同步回落

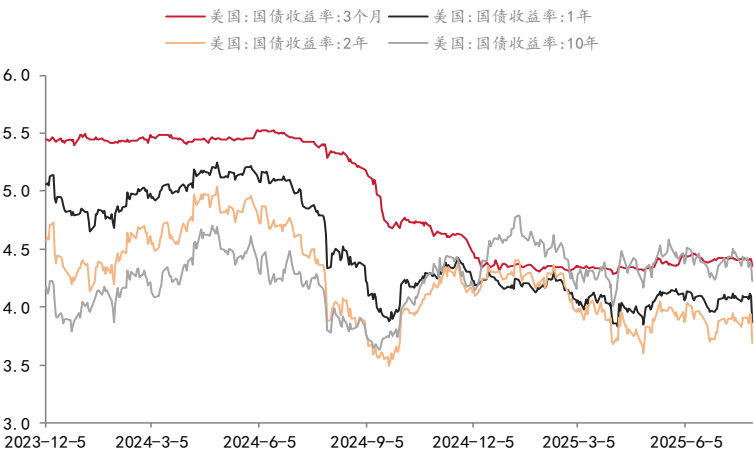
1年期美债收益率收于3.87%，较此前一周大幅下降。
10年期美债收益率较上周下降17个基点至4.23%。

十年期美债实际收益率从上周2.03%回落至1.90%，
总计回落13个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.54%，较上一周有所上升。

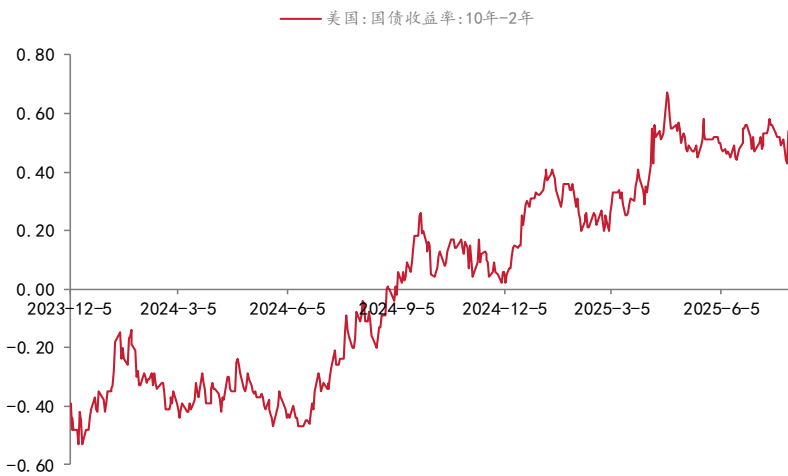
10年美债实际收益率



美债收益率

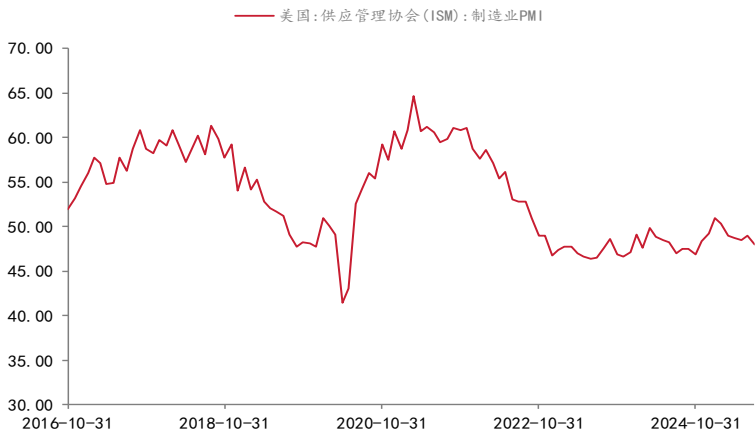


美债利差



美国PMI:制造业继续下行，服务业低于市场预期，经济隐忧放大

制造业 PMI



制造业 PMI:

7月美国ISM制造业PMI为48，不及预期的49.5，前值为49。这是ISM制造业PMI连续五个月低于荣枯线，表明美国制造业持续处于收缩区间。其中，新订单指数为47.1，预期48.7，前值46.4，是新订单指数连续第六个月萎缩。就业指数为43.4，创五年多以来的最低水平，预期46.8，前值45。

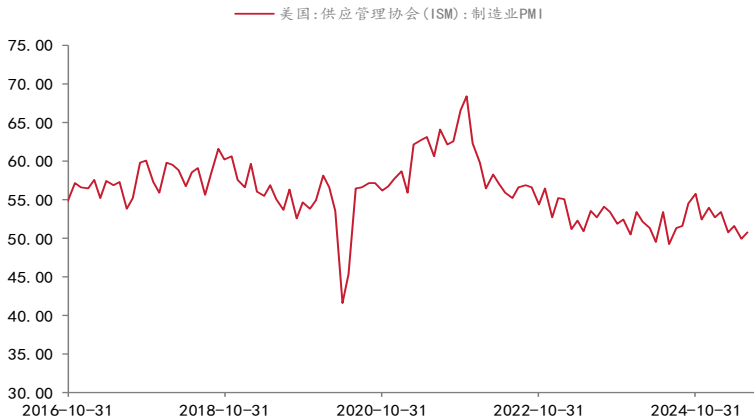
服务业 PMI:

2025年6月美国ISM服务业PMI指数为50.8，略低于市场预期的51.0，但比5月的49.9略有回升，勉强维持在荣枯线之上。其中，新订单指数从5月的46.4回升到了51.3，重新回到扩张区间；就业指数从50.7降到了47.2，反映服务业对新增岗位的需求依然疲软；价格指数从68.7降到了67.5。

综合 PMI:

美国5月标普全球服务业PMI初值为52.3，预期 50.8，前值 50.8。美国5月标普全球制造业PMI初值为52.3，预期 50.1，前值 50.2。

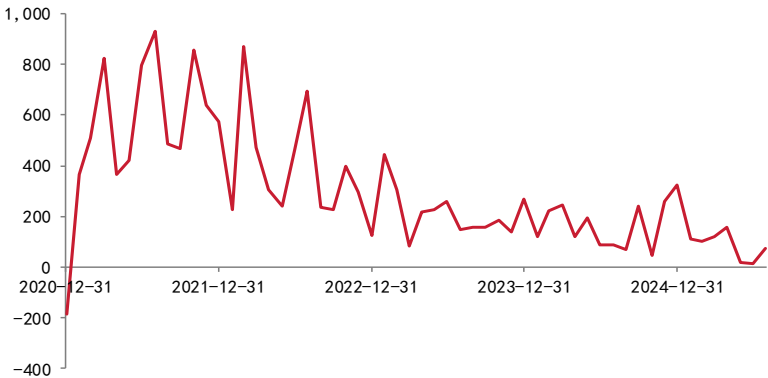
服务业 PMI



美国就业指标：美非农数据超预期下跌，就业市场或持续恶化

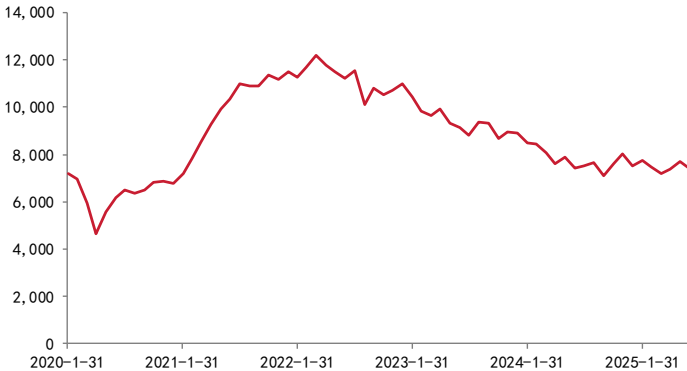
美国新增非农就业人数

— 美国:新增非农就业人数:当月值:季调



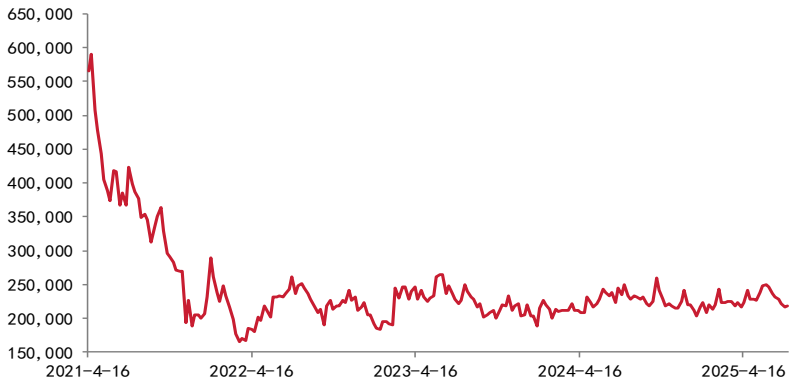
美国:职位空缺数:非农部门

— 美国:职位空缺数:非农部门:季调:当月值



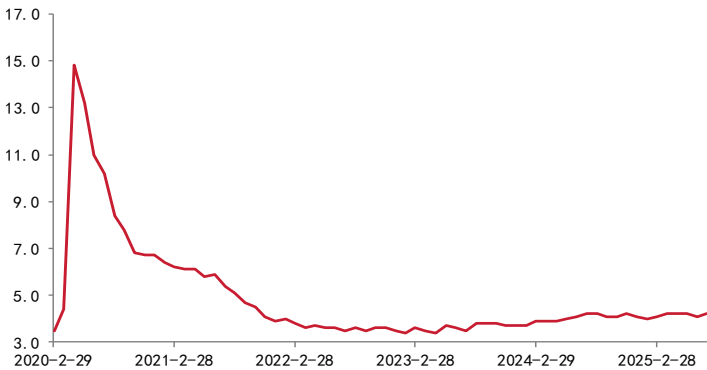
美国当周初请失业金人数

— 美国:当周初次申请失业金人数:季调



美国:失业率:季调

— 美国:失业率:季调



美国7月新增非农就业7.3万，低于预期值11万；6月数据由14.7万下修至1.4万，5月数据由14.4万下修至1.9万，两月合计下修25.8万。失业率4.2%，符合预期，略高于前值4.1%。平均时薪环比0.3%，与预期和过去12个月均值持平，高于前值0.2%。

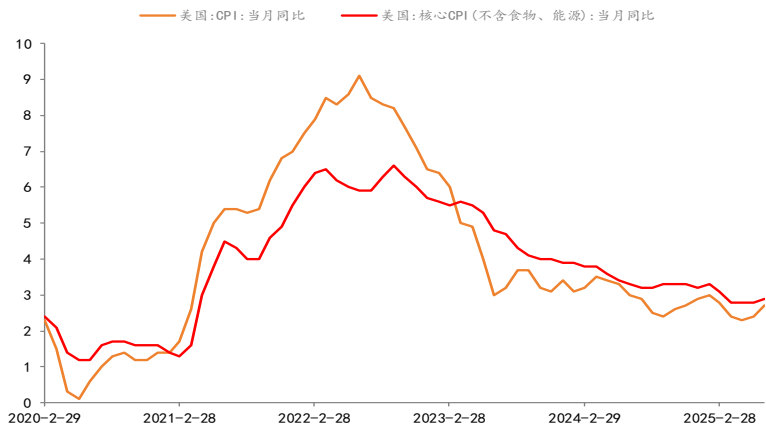
美国上周初请失业金人数为21.8万人，预期22.4万人，前值21.7万人；四周均值为22.1万人，前值22.45万人；至7月19日当周续请失业金人数194.6万人，预期195.5万人，前值自195.5万人修正至194.6万人

美国通胀水平：CPI数据回升，PPI数据持平，关税传导凸显但影响有限

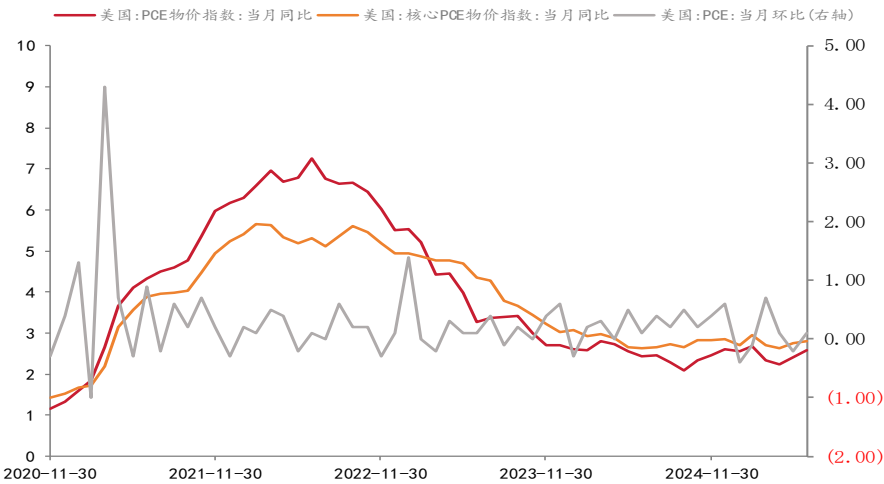
6月美国CPI回升。6月美国CPI同比2.7%，前值2.4%，市场预期2.6%。核心CPI符合市场预期，同比回升0.1个百分点至2.9%。CPI环比增速回升0.2个百分点至0.3%，核心CPI环比0.2%略低于市场预期的0.3%。从分项来看，能源分项的上涨是主要推动因素。

美国6月PPI同比2.3%，低于预期值2.5%和前值2.7%，维持了2025开年以来的总体下行趋势；环比0%，低于预期值0.2%和前值0.3%。6月核心PPI同比2.6%，低于预期值2.7%和前值3.2%；环比0%，低于预期值0.2%和前值0.4%。

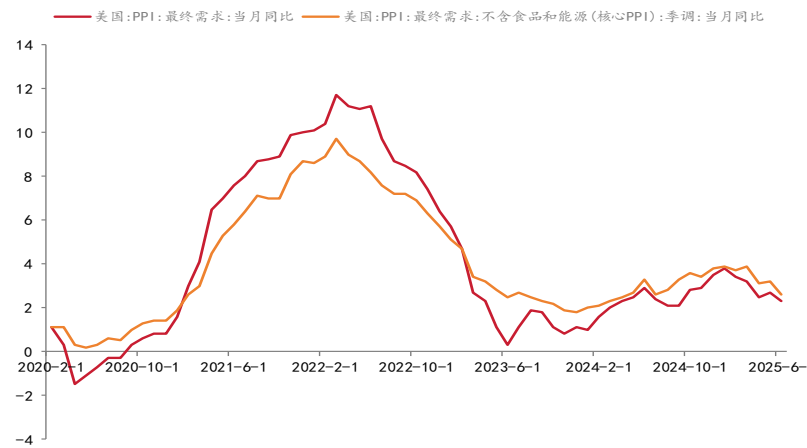
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

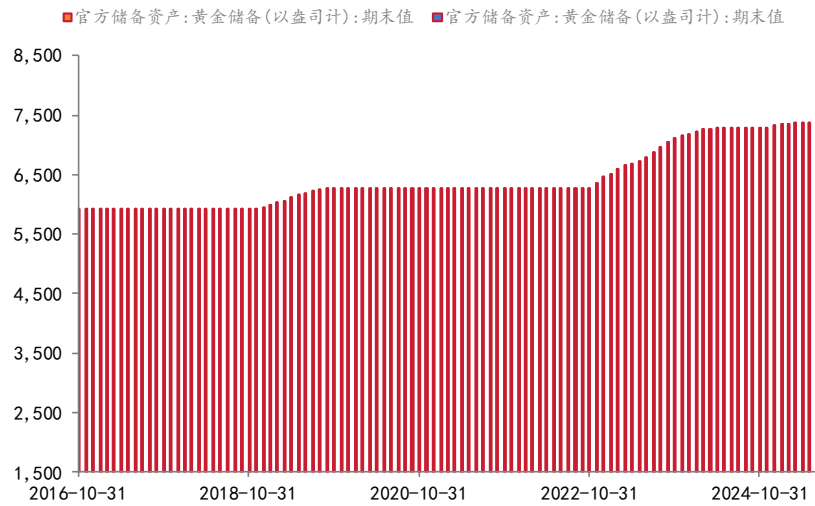


美国PPI当月同比（单位：%）

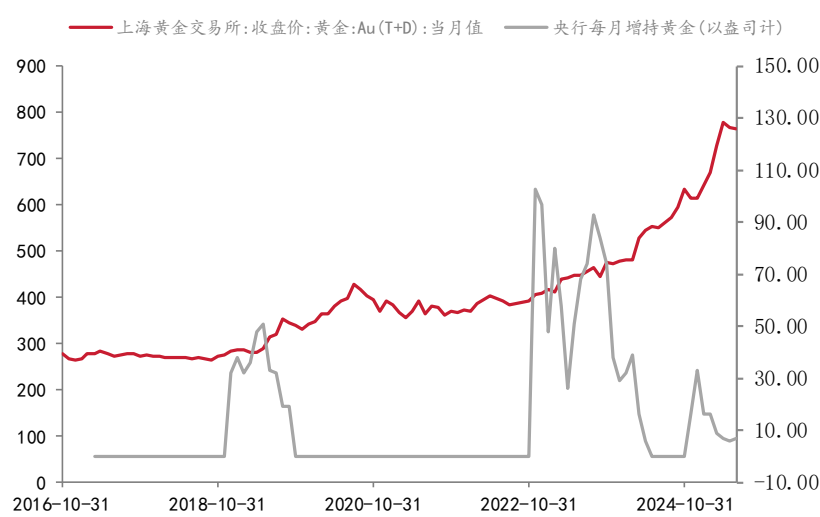


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



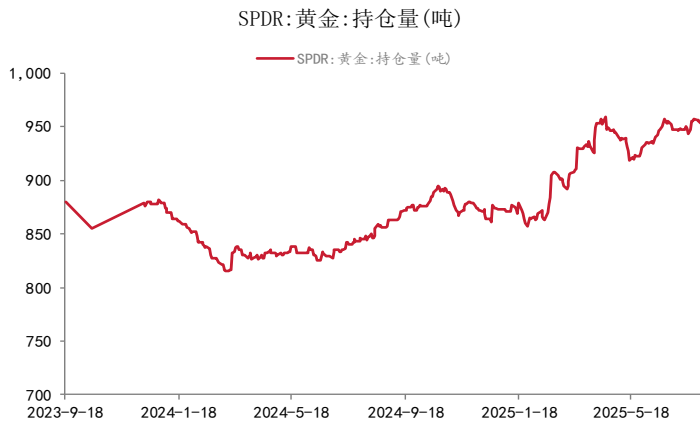
2025年6月，中国官方黄金储备为7390万盎司，较上月末增加7万盎司。目前，中国央行已恢复增持黄金态势。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.8.1当周，黄金SPDR持仓量为953.08，较前一周小幅上升。白银SLV当周持仓量为15056.67吨，较前一周小幅回落。

截至2025.7.29，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少29442张至223596张合约。白银方面净多头持仓为59407张合约，较前一期数据减少1213张。

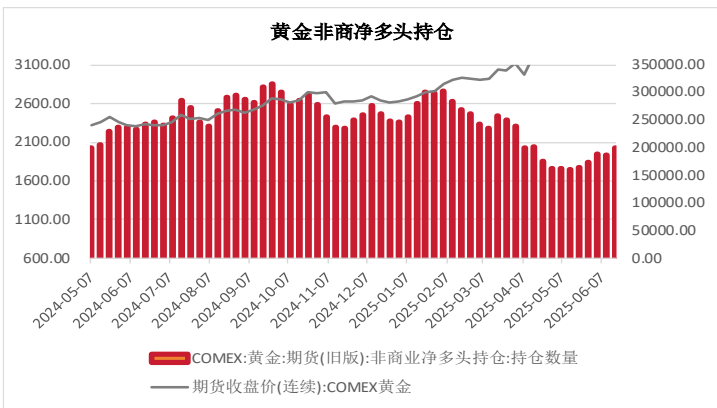
黄金持仓量



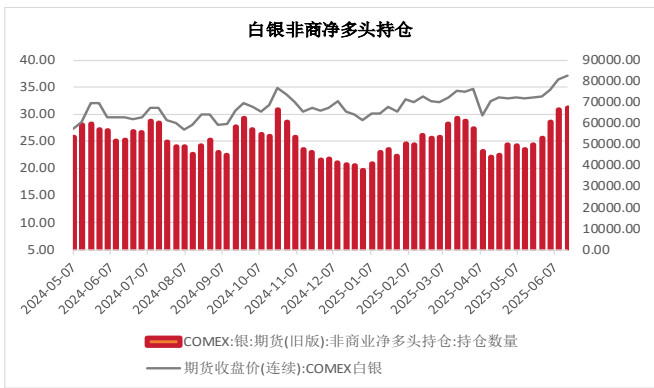
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

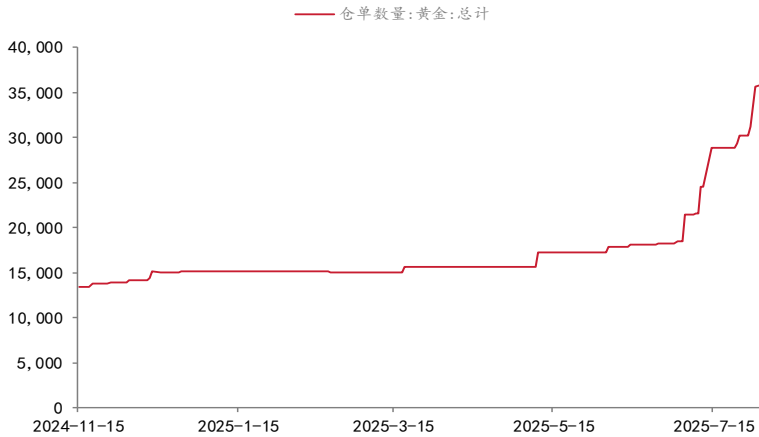


库存：黄金仓单大幅上行，Comex黄金库存开始回升

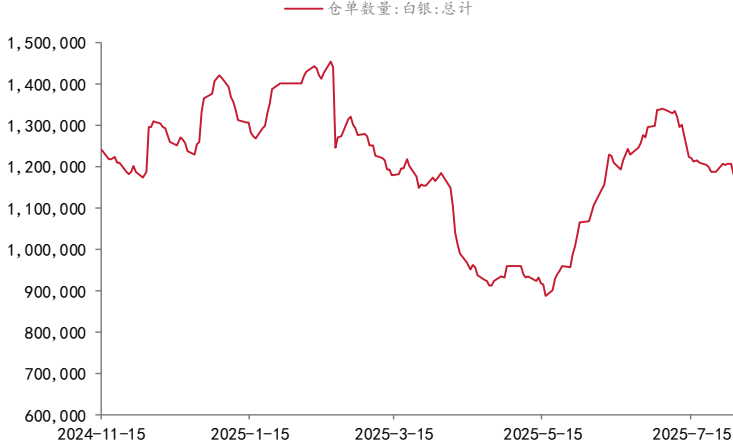
截至2025.7.30当周，上期所黄金仓单为33462千克，较前一周上升大幅上行。白银仓单较前一周小幅回落至1183957千克。

Comex库存方面，截至2025.8.1，周度Comex黄金库存较前一周增加953204.10盎司至38715598.02盎司，Comex白银库存较前一周上升6340802.12盎司至506661551.40盎司。

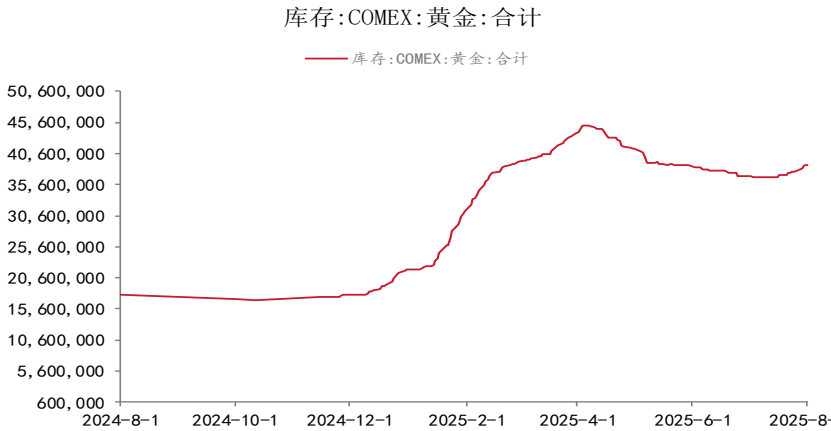
上期所黄金仓单



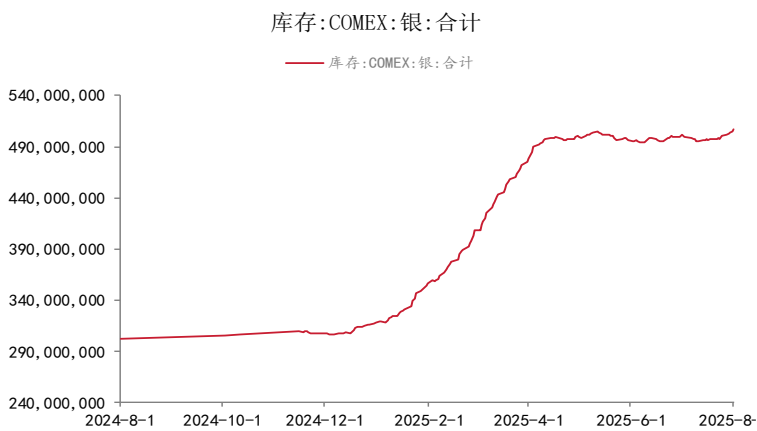
上期所白银仓单



Comex黄金库存



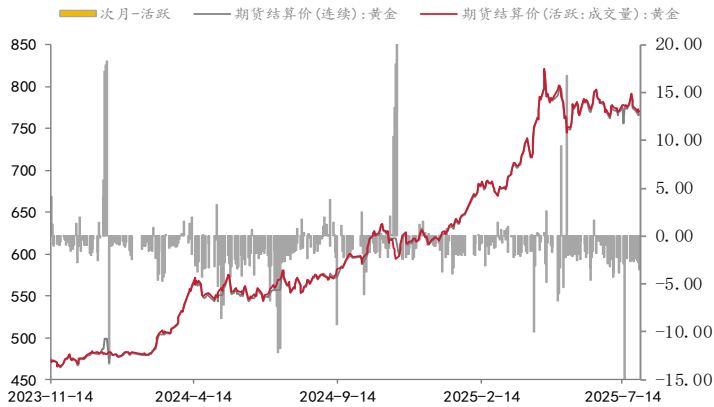
Comex白银库存



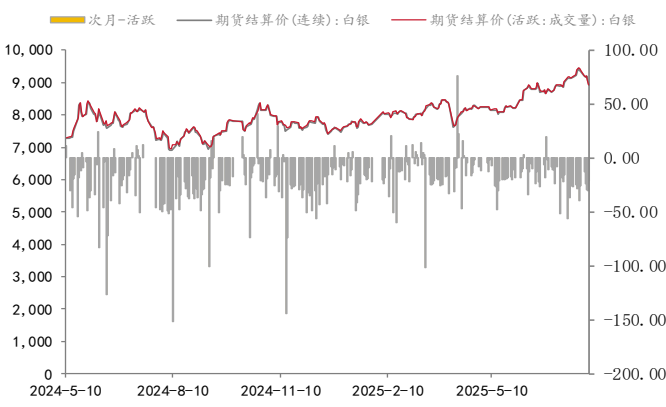
价差-成交量-持仓量

截至2025.8.1当周，黄金期货平均成交量为226443.20千克，较前一周下降8.68%。白银期货当周平均成交量为834636.20千克，较前一周下降10.75%

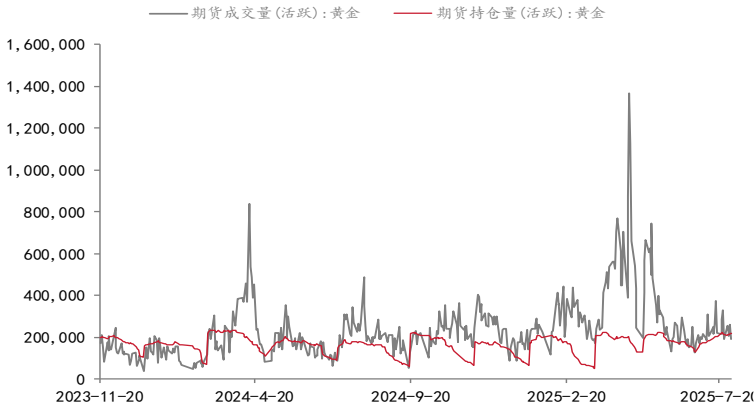
黄金价差



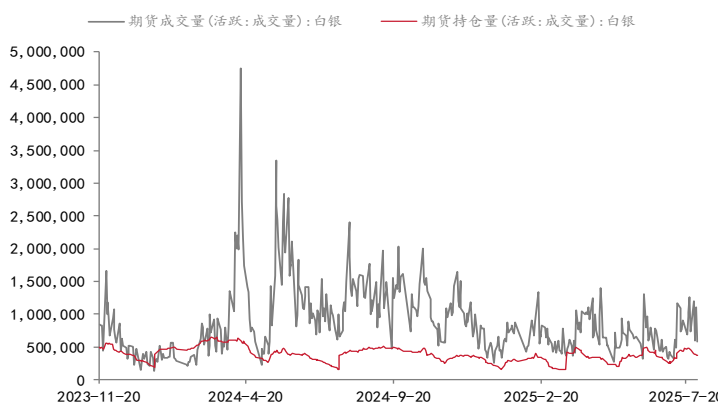
白银价差



黄金成交量持仓量

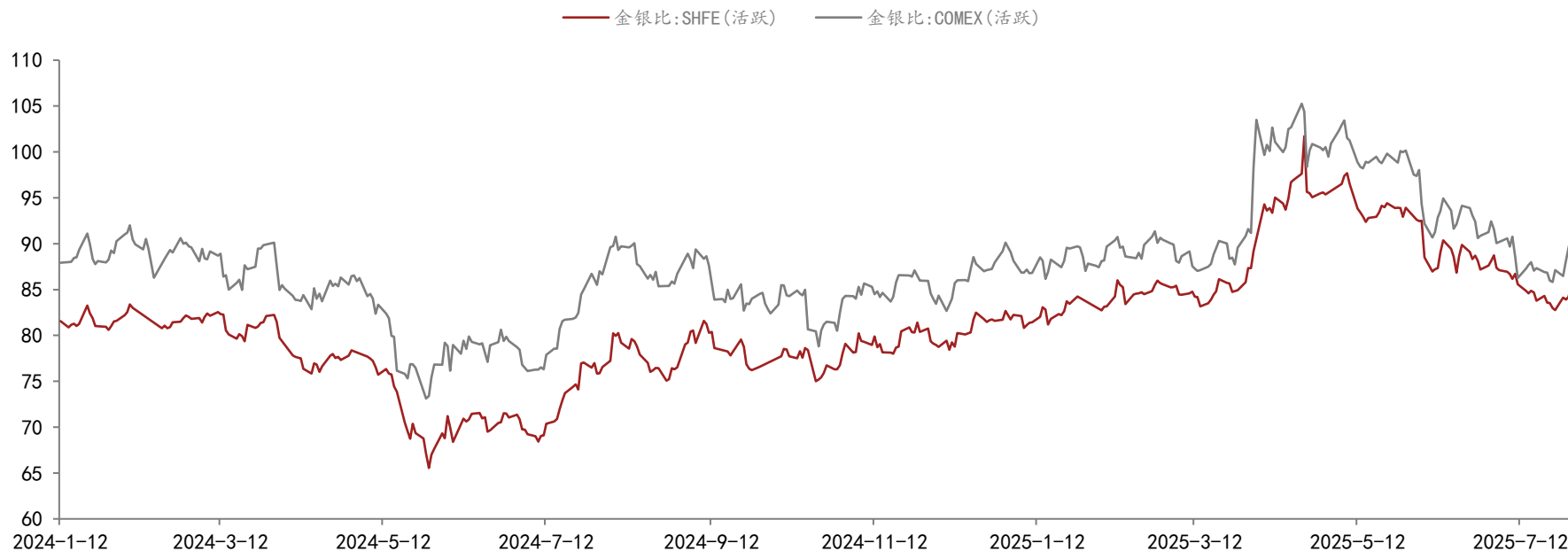


白银成交量持仓量



金银比：金价回升，金银比价继续反弹

金银比价走势



2025.8.1当周，金银比继续上行，沪金银比价为86.42，纽约金银比为92.06。黄金相较白银来说具有更强的金融属性和货币属性，在地缘政治以及贸易政策扰动下，黄金避险属性带来的利好逻辑大于白银，其中长期走势将显著优于白银。当前市场驱动逻辑主要为贵金属避险属性，金银比后续有望继续回升冲击前高。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn

