



鲍威尔释放鸽派观点，黄金大幅上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-08-25

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	美元指数周五大幅下挫至97.66，创本月新低，主因鲍威尔在杰克逊霍尔年会释放鸽派信号。美元应声跌破98关键支撑。欧元兑美元暴涨1.06%至1.1728，日元升1.08%至146.77，反映非美货币全线反攻。后续走势重点关注8月非农数据能否验证鸽派政策路径。
金融属性	美联储政策立场在杰克逊霍尔年会迎来关键转折，鲍威尔一改7月议息会议的谨慎态度释放鸽派观点为9月降息敞开大门。CME显示9月降息概率升至85%，全年降息预期扩至54BP。鲍威尔的鸽派转向预示劳动力数据取代通胀成为核心政策驱动力，若8月非农数据再度疲软，9月降息或将成行。
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2025.8.22当周，黄金SPDR持仓量956.77，较前一周小幅下行。黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少16895张至212590张合约。
操作建议	降息预期进一步加强，黄金短期偏强，警惕美联储态度反复。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，当前品种波动率处于低位，可阶段性考虑买权策略

白银：观点总结&操作建议

宏观金融

经济数据方面呈现“制造业强劲、就业软化”的分化特征：8月制造业PMI初值录得53.3创新高，但初请失业金人数升至23.5万人，滞胀风险持续酝酿。地缘政治方面，俄乌局势出现反复——普京“和平”表态后突袭乌克兰，预示谈判前景不明，避险情绪波动加剧。

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15288.82吨，较前一周上升。白银方面净多头持仓为46549张合约，较前一期数据增加2281张。

操作建议

短期偏强，重点关注看能否突破前高压力位，如突破预计上方仍有空间。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

美联储政策路径变化，贸易局势变化，地缘局势发生重大变动

行情回顾

上周贵金属市场呈现先抑后扬的格局，受钢铝关税风险外溢影响，金银价格一度承压回调，但随后白银在工业属性支撑下率先修复跌幅。周五鲍威尔在市场聚焦的杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，释放鸽派信号。国际金价反弹突破3350美元/盎司关口，收于3370美元/盎司上方，沪金夜盘大幅上涨收至781.12一线。在目前大多数美联储官员对降息保持谨慎的态度下，鲍威尔对降息态度的转变可谓是关键性的。经济数据方面呈现“制造业强劲、就业软化”的分化特征：8月制造业PMI初值录得53.3创新高，但初请失业金人数升至23.5万人，滞胀风险持续酝酿。地缘政治方面，俄乌局势出现反复——普京“和平”表态后突袭乌克兰，预示谈判前景不明，避险情绪波动加剧。降息预期进一步加强，黄金短期偏强，警惕美联储态度反复，重点关注下一阶段就业数据。

沪金主力合约



沪银主力合约

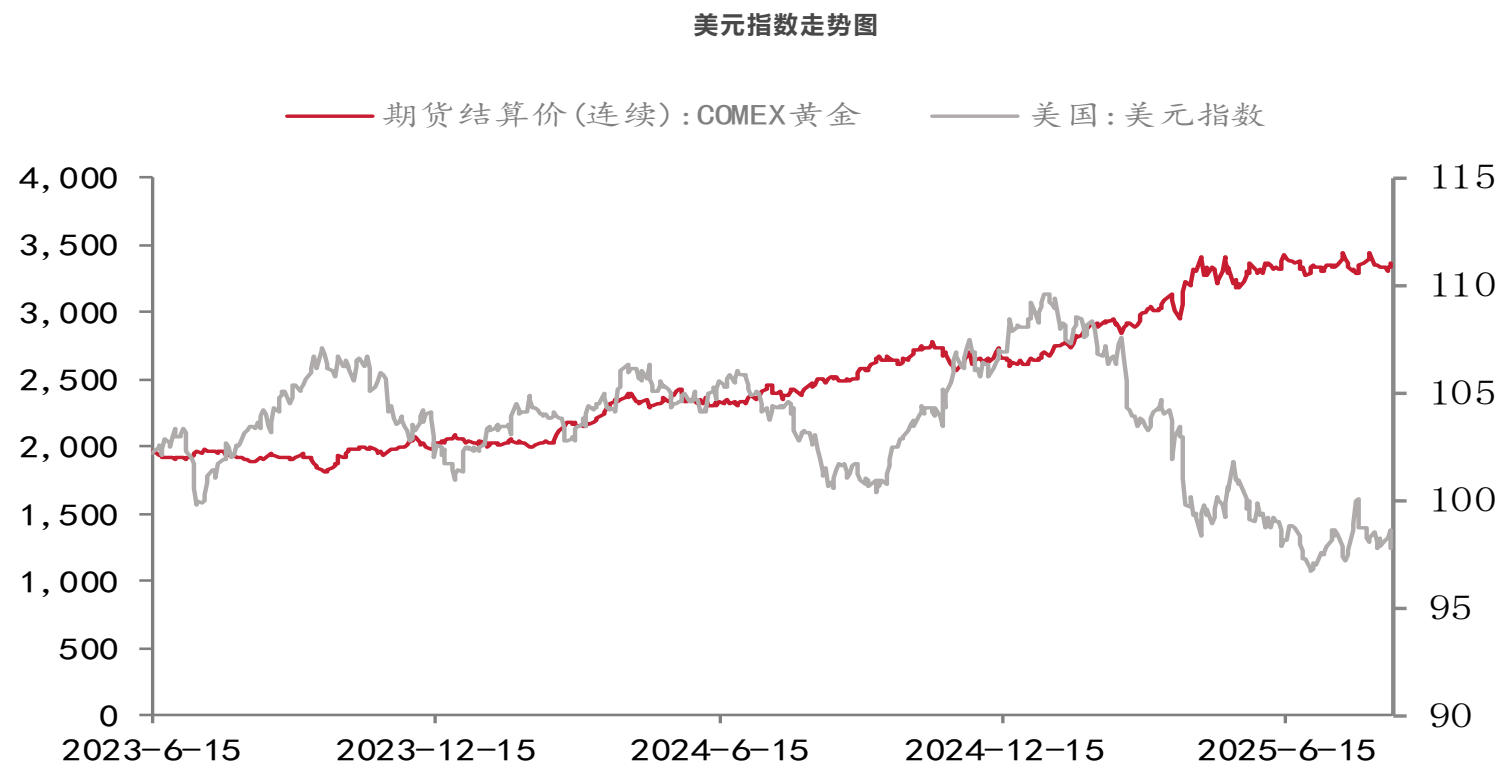


伦敦金现



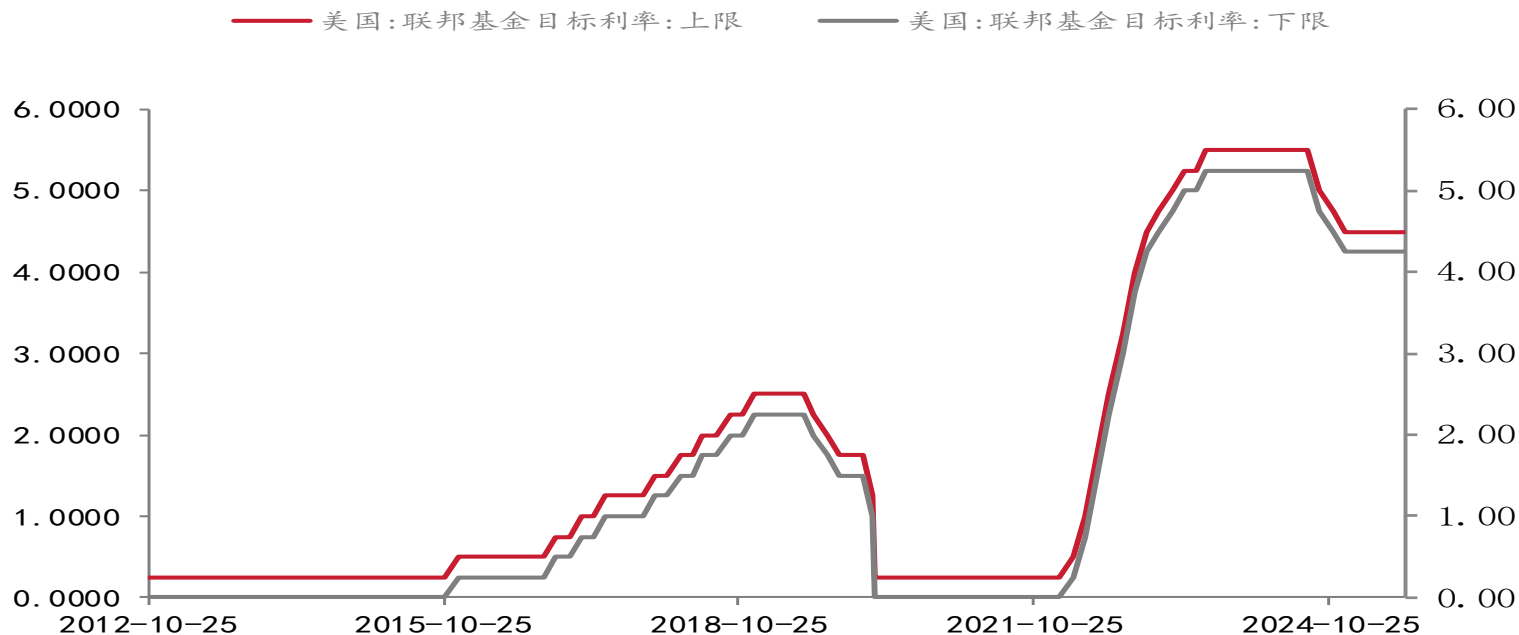
伦敦银现





美元指数周五大幅下挫至97.66，创本月新低，主因鲍威尔在杰克逊霍尔年会释放鸽派信号。他首次明确警示"劳动力市场下行风险正在上升且可能快速实现"，这被市场解读为9月降息的前奏，令CME降息概率骤升至85%。尽管近期PPI等数据显韧性，但鲍威尔表态标志政策焦点正式从"抗通胀"转向"防就业恶化"，美元应声跌破98关键支撑。欧元兑美元暴涨1.06%至1.1728，日元升1.08%至146.77，反映非美货币全线反攻。后续走势重点关注8月非农数据能否验证鸽派政策路径。

美国联邦基金目标利率



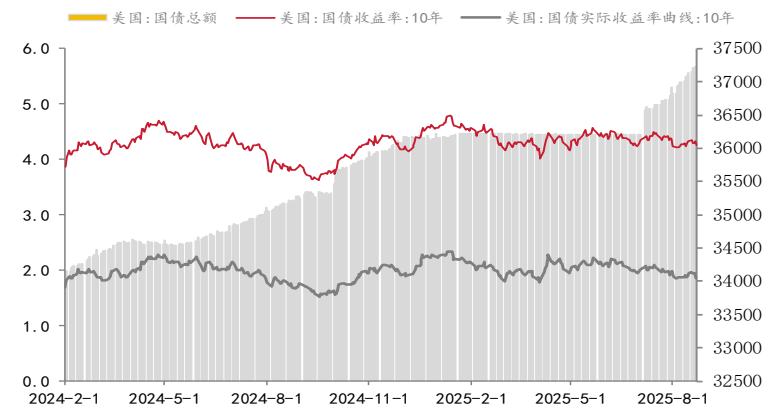
美联储政策立场在杰克逊霍尔年会迎来关键转折，鲍威尔一改7月议息会议的谨慎态度释放鸽派观点为9月降息敞开大门。这一转变或源于7月非农数据断崖式走弱，美联储将政策重心从"抗通胀"转向"防就业恶化"。尽管内部鹰派声音仍存，哈玛克称"缺乏立即降息依据"、施密德警告"通胀近3%而非2%"、博斯蒂克坚持"年内仅降息一次"，但市场已大幅定价宽松预期，CME显示9月降息概率升至85%，全年降息预期扩至54BP。鲍威尔的鸽派转向预示劳动力数据取代通胀成为核心政策驱动力，若8月非农数据再度疲软，9月降息或将成行。

美债：美债收益率下降，实际利率同步下行

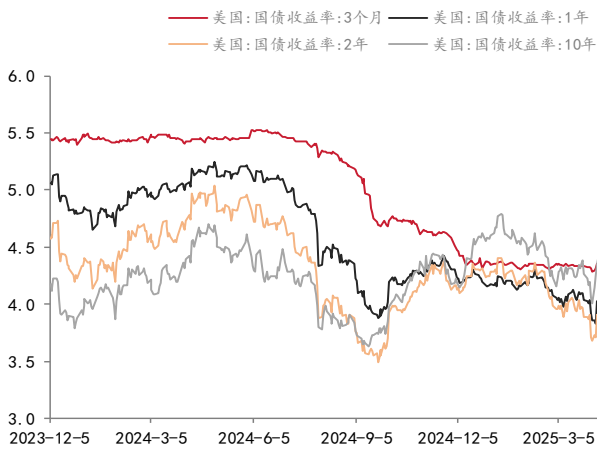
1年期美债收益率收于3.87%，较此前一周下降。10年期美债收益率较上周下降7个基点至4.26%。

十年期美债实际收益率从上周1.88%下降至1.85%，总计回落3个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.58%，较上一周不变。

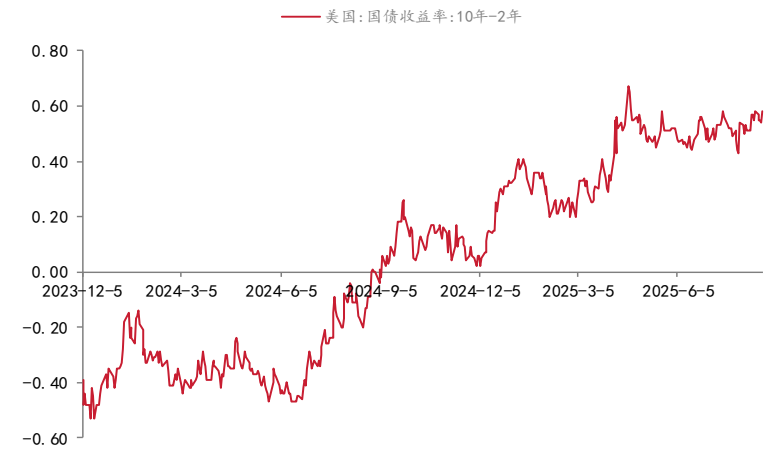
10年美债实际收益率



美债收益率



美债利差

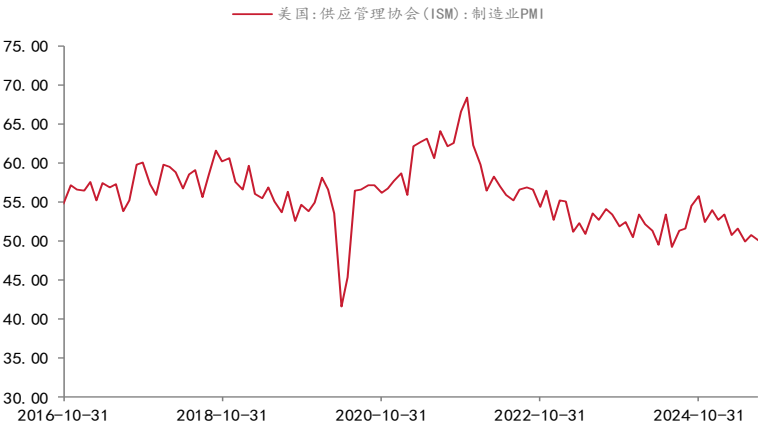


美国PMI:制造业继续下行，服务业不及市场预期，经济隐忧上升

制造业 PMI



服务业 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:

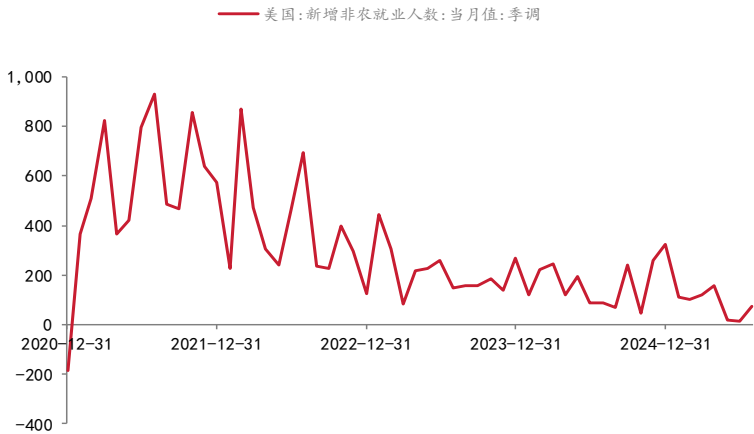
美国7月ISM非制造业指数（服务业PMI）为50.1，不及预期的51.5，也低于前值的50.8。50为荣枯分水岭，该指数接近5月的低点，也接近再早之前2024年6月以来的最低水平。其中，新订单指数降至50.3，几乎接近停滞状态；就业指数下降至46.4，在过去五个月中第四次出现收缩，且为疫情以来的最低水平之一；衡量原材料和服务的价格指数升至69.9，创2022年10月以来的最高水平。

标普 PMI:

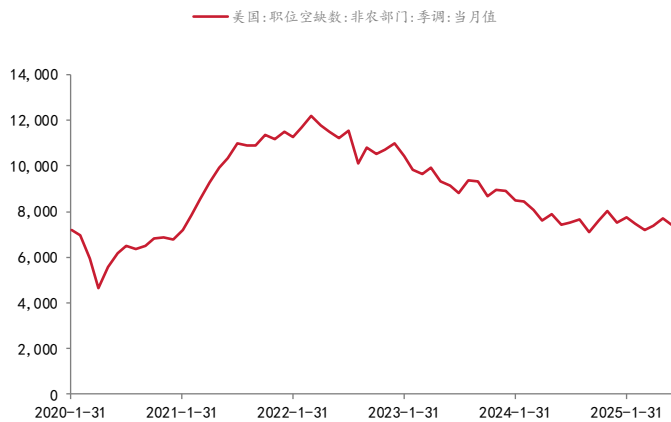
美国8月标普全球制造业PMI初值录得53.3，为2022年5月以来最高水平，远超预期的49.5。服务业PMI小幅回落至55.4，但制造业大幅回升推动综合PMI升至9个月新高的55.4。

美国就业指标：美非农数据超预期下跌，就业市场显著恶化

美国新增非农就业人数



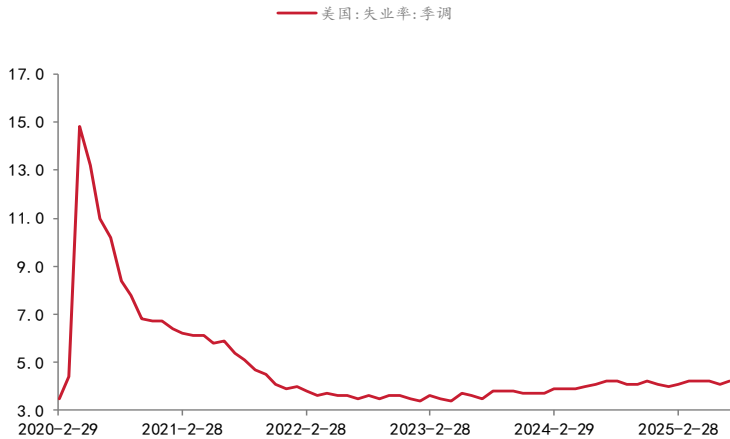
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



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%。

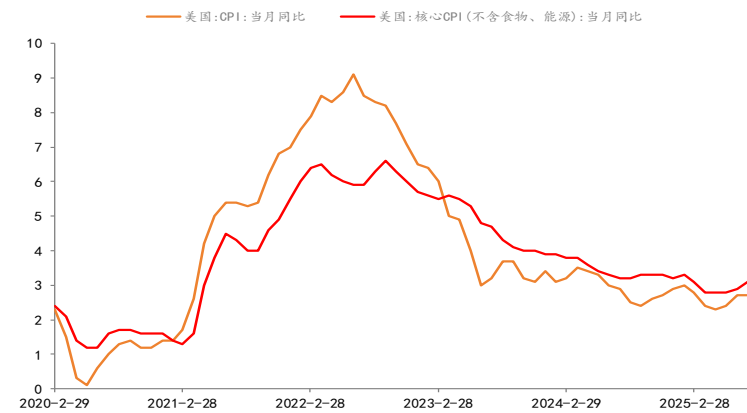
此外，美国截至8月16日当周，美国初请失业金人数增加1.1万人至23.5万人，创6月以来新高，高于市场预期的22.5万人。前一周续请失业金人数升至197万人，为2021年11月以来的最高水平

美国通胀水平：通胀数据超预期回升，关税传导凸显

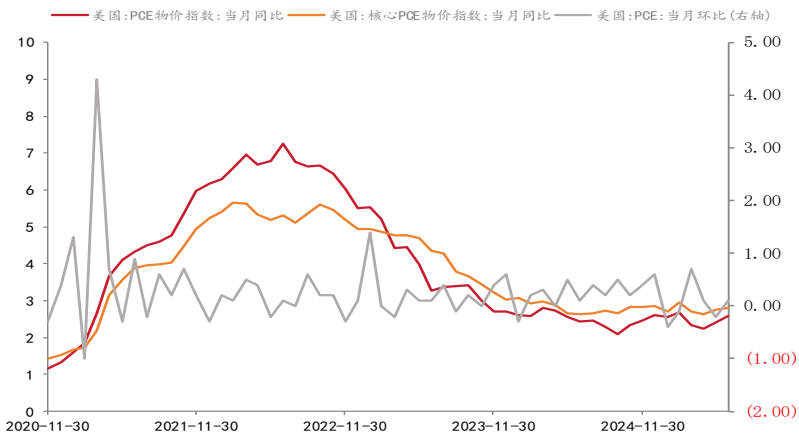
美国劳工统计局公布的数据显示，7月消费者价格指数（CPI）环比上涨0.2%，符合预期，较6月的0.3%有所放缓；同比涨幅2.7%，与上月持平。剔除食品与能源的核心CPI环比升0.3%，创1月以来最大涨幅，同比升至3.1%，高于6月的2.9%。

7月生产者价格指数（PPI）环比上涨0.9%，为三年来最大单月升幅，远高于市场预期的0.2%；同比升幅3.3%，亦超出预期的2.5%。剔除食品和能源后的核心PPI环比涨幅0.9%，同比上涨3.7%，大幅高于前一个月2.6%的同比增长。数据反映，服务和商品成本齐升，通胀回落进程可能面临阻力。

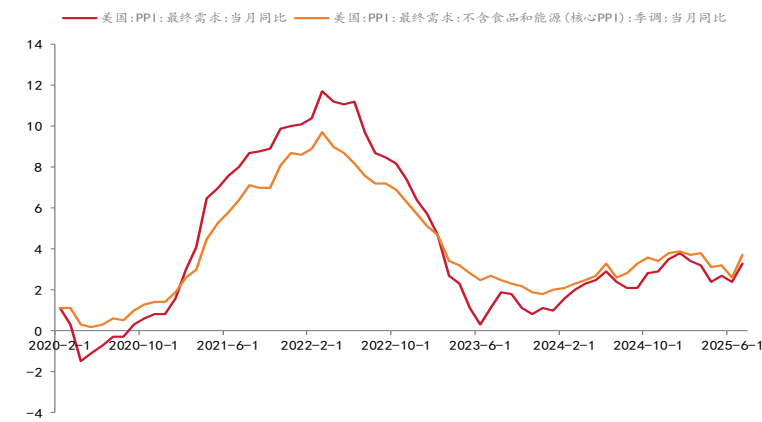
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

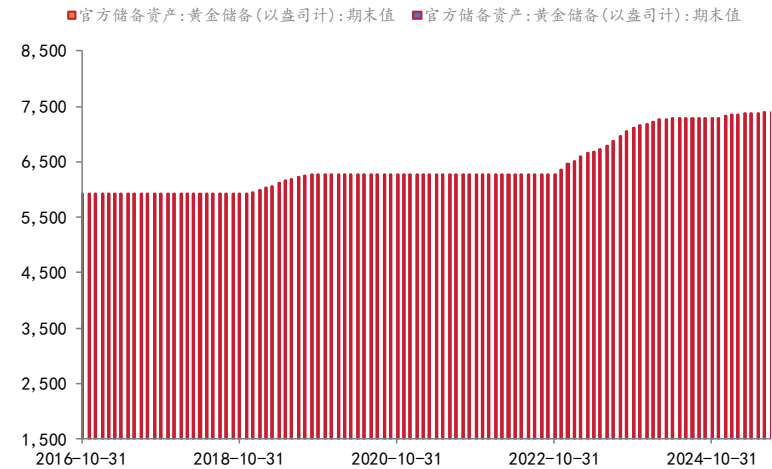


美国PPI当月同比（单位：%）

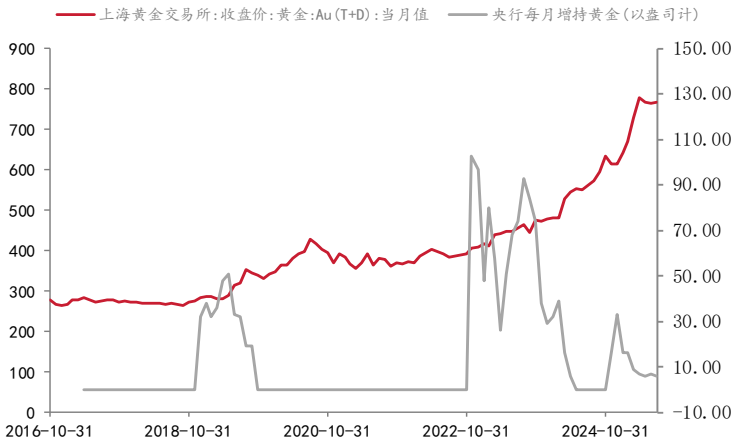


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



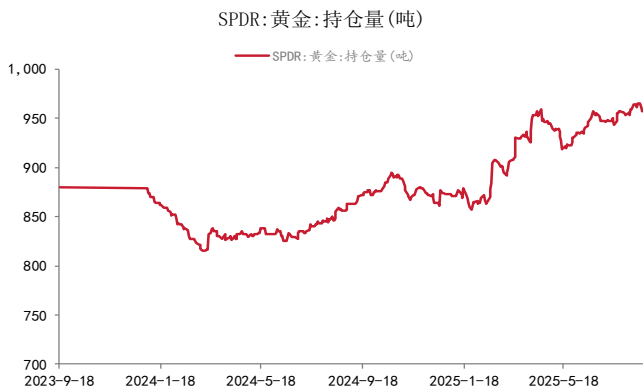
2025年7月，中国官方黄金储备为7396万盎司，较上月末增加6万盎司。目前，中国央行已恢复增持黄金态势。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

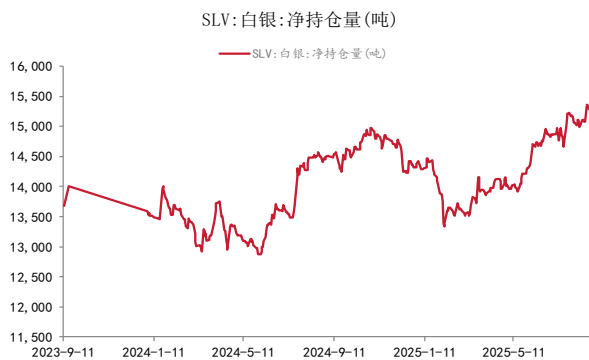
截至2025.8.22当周，黄金SPDR持仓量956.77，较前一周小幅下行。白银SLV当周持仓量为15288.82吨，较前一周上升。

截至2025.8.19，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少16895张至212590张合约。白银方面净多头持仓为46549张合约，较前一期数据增加2281张。

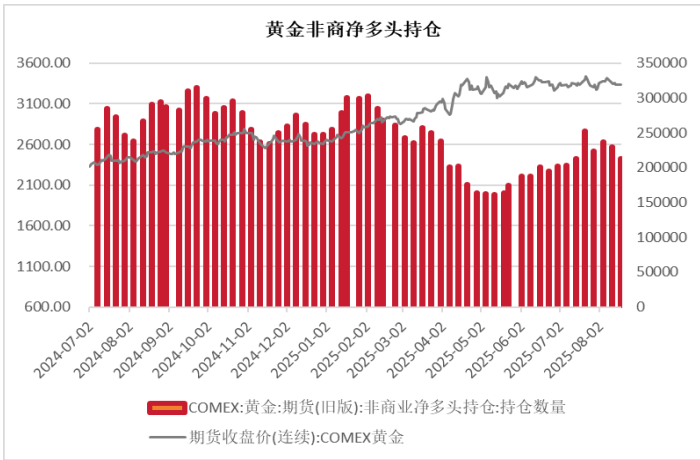
黄金持仓量



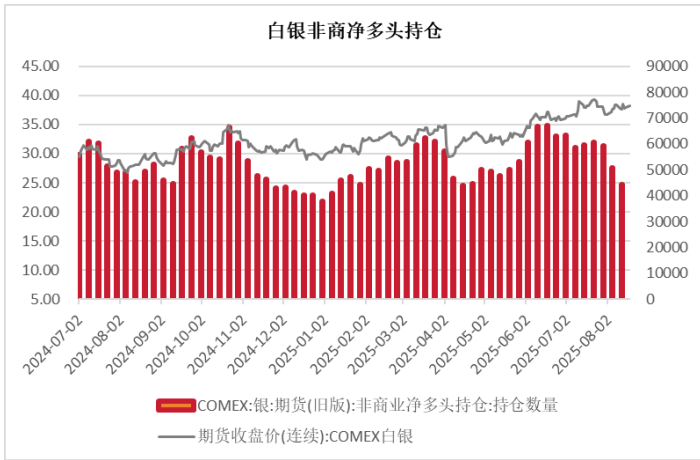
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

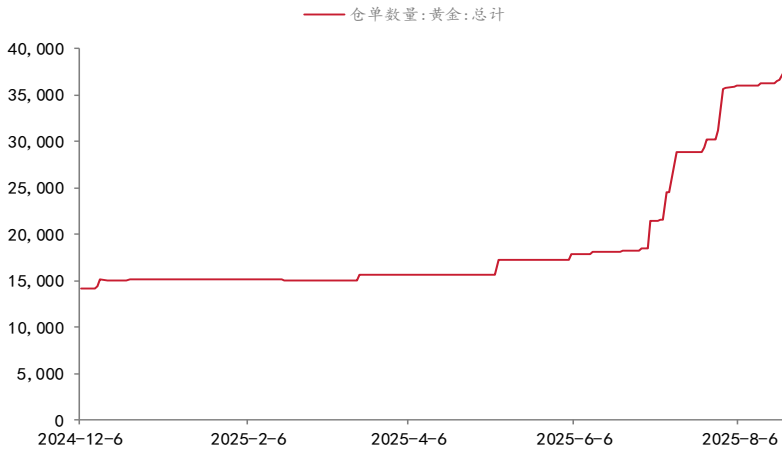


库存：黄金仓单继续上行，Comex黄金库存回落

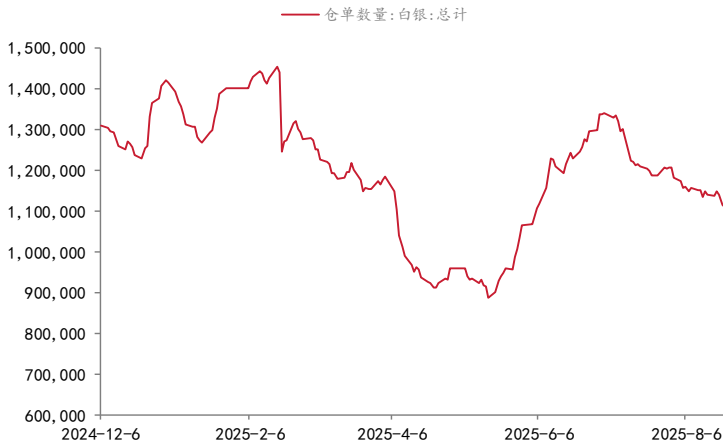
截至2025.8.22当周，上期所黄金仓单为37455千克，较前一周继续上行。白银仓单较前一周继续回落至1109123千克。

Comex库存方面，截至2025.8.22，周度Comex黄金库存较前一周减少72520.45盎司至38563812.01盎司，Comex白银库存较前一周增加935676.28盎司至508486929.84盎司。

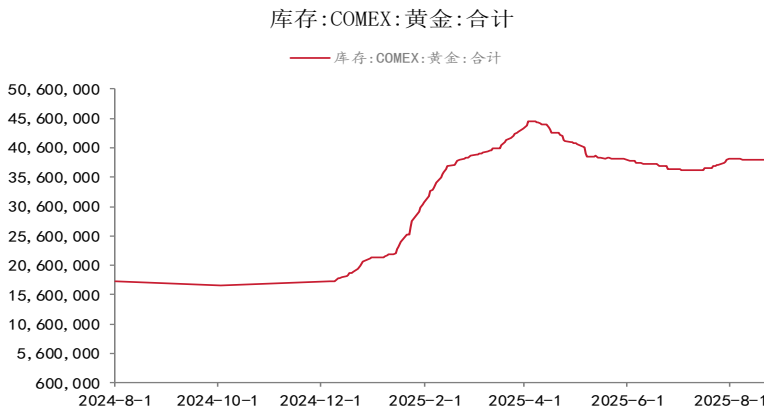
上期所黄金仓单



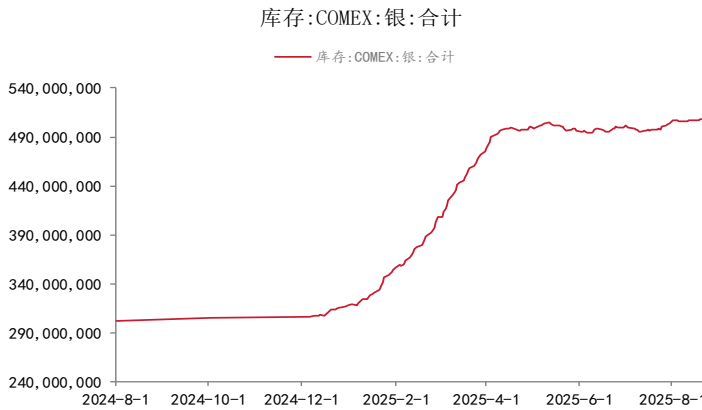
上期所白银仓单



Comex黄金库存



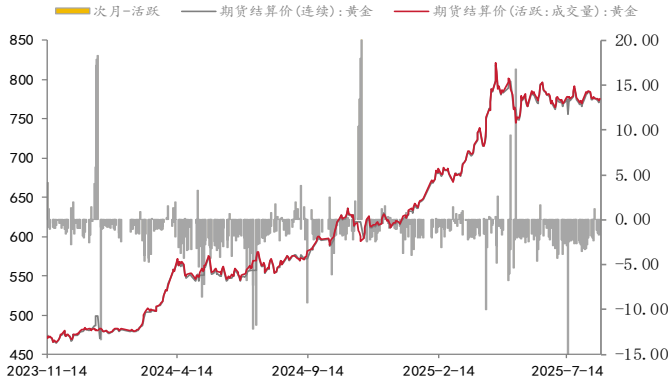
Comex白银库存



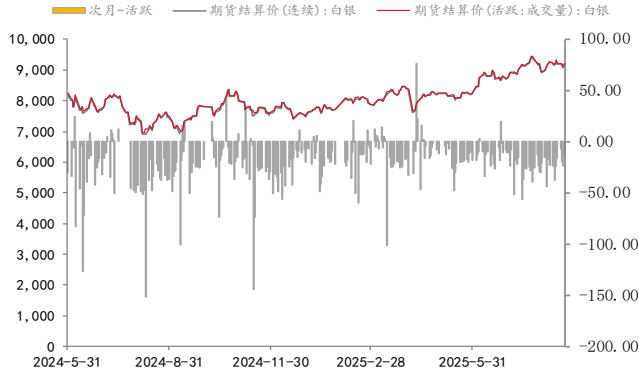
价差-成交量-持仓量

截至2025.8.22当周，黄金期货平均成交量为134417.80千克，较前一周减少32.01%。白银期货当周平均成交量为343076.40千克，较前一周下降7.98%

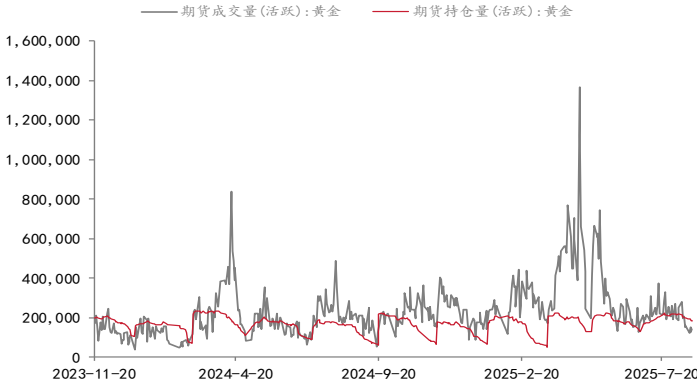
黄金价差



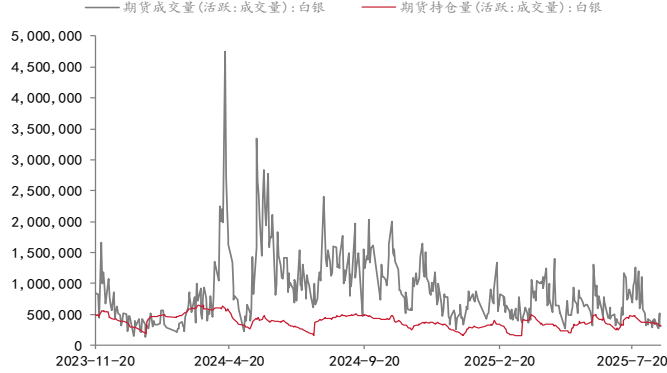
白银价差



黄金成交量持仓量

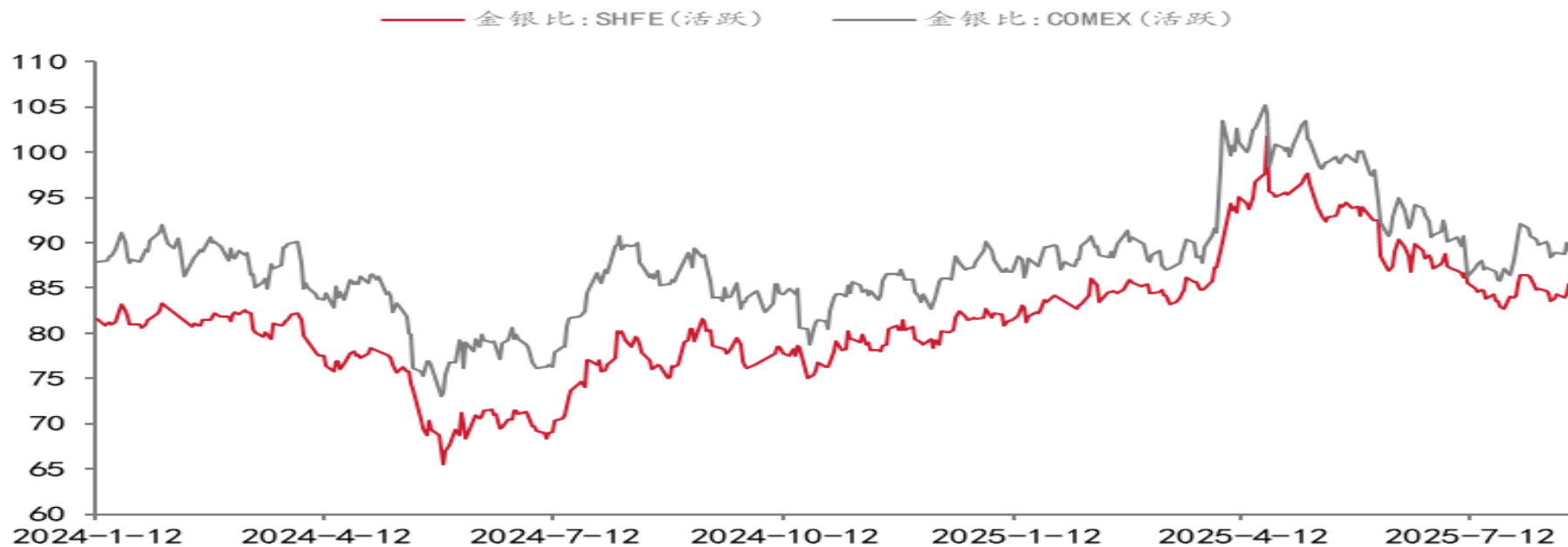


白银成交量持仓量



金银比：贵金属高位震荡，金银比价小幅下行

金银比价走势



2025.8.22当周，金银比小幅下探，沪金银比价为84.14，纽约金银比为87.89。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，其中长期走势优于白银。当前市场驱动逻辑主要为贵金属避险属性，若金银比继续下行可小仓位尝试入场做多。

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

