

2025年8月1日

政策预期与避险属性博弈，贵金属高位震荡

——贵金属2025年8月月度投资策略

投资要点：

分析师：

明道雨：

从业资格证号：F03092124

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

- **近期行情：**月末随谈判进展加速，美国先后与欧洲、日本等几个主要贸易伙伴达成贸易协议，市场风险偏好有所回升，美元指数继续强势突破100关口。此外，美就业数据凸显韧性叠加温和通胀反弹，美联储9月降息概率下行，贵金属板块受多方共振影响承压下行。截至7月31日，沪金收至770.28元/克，COMEX黄金收至3342.3美元/盎司。白银全月震荡加剧一度上冲突破历史高位，截至7月31日，沪银从高点回落至9008元/千克，COMEX白银收至36.79美元/盎司。
- **宏观经济：**6月就业数据显著缓解劳动市场担忧，降低美联储9月降息概率。但分项指标尤其是私人部门疲软暴露结构性问题，未来需求端承压可能加速劳动力市场转弱。时薪增速放缓则暗示通胀传导压力降低，侧面减轻美联储降息忧虑。当前数据一定程度压制贵金属上方空间，然中长期看，就业结构脆弱性担忧仍未完全缓解，市场仍保持对年内两次降息的预期，贵金属底层支撑未出现根本性改变。美国6月通胀呈现传导时滞的典型特征，这种"CPI初显传导+PPI疲软"的组合印证关税冲击仍处企业缓冲阶段，未来若需求韧性维持或库存见底，延迟的通胀压力或加速释放，形成政策预期差风险。
- **结论与操作建议：**随着关税扰动趋弱，贵金属市场短期缺乏驱动因素或将延续高位震荡格局，核心矛盾转焦美国经济数据与政策路径的博弈。8月全球关税落地推升通胀预期，若CPI数据上行验证成本传导加速，抗通胀逻辑有望再度支撑贵金属上行。此外，经济数据疲软尤其就业边际走弱或重塑9月降息预期。中长期来看，贵金属配置价值不减，美债务风险与去美元化进程构成双向扰动，贵金属中长期支撑逻辑坚实。COMEX 黄金预计波动区间为3000-3500 美元/盎司，3000 美元整数关口存在一定支撑。沪金预计在 730-830 元区间震荡。COMEX 白银突破前高，价值中枢上移，预计波动区间为35-40 美元/盎司，对比沪银预计在8500-9500元/千克区间震荡。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观分析	5
2.1. 就业数据凸显韧性，经济数据结构性分化	5
2.2. 通胀温和上涨，关税冲击已逐渐显现	6
2.3. 美联储维持鹰派立场，美元美债同步回升	7
3. 供需分析	9
3.1. 黄金供需情况	9
3.2. 资金分析	10
3.3. 金银比	12
4. 结论与操作建议	12

图表目录

图 1 黄金价格	4
图 2 白银价格	4
图 3 美国新增非农就业人数	5
图 4 美国职位空缺数	5
图 5 美国当周初次申请失业金人数	5
图 6 美国失业率	5
图 7 美国制造业 PMI	6
图 8 美国服务业 PMI	6
图 9 美国 CPI 指标	7
图 10 美国 PCE 指标	7
图 11 美国 PPI 指标	7
图 12 美国密歇根一年通胀预期	7
图 13 美元指数	8
图 14 美债利差	8
图 15 美债收益率	8
图 16 十年美债实际收益率	8
图 17 中国官方储备黄金	9
图 18 央行增持与黄金走势对比	9
图 19 黄金 SPDR 持仓量	10
图 20 白银 SLV 净持仓量	10
图 21 黄金非商净多头持仓	10
图 22 白银非商净多头持仓	10
图 23 上期所黄金仓单	11
图 24 上期所白银仓单	11
图 25 COMEX 黄金库存	11
图 26 COMEX 白银库存	11
图 27 黄金成交量	11
图 28 白银成交量	11
图 29 金银比	12

1. 行情回顾

7月贵金属市场在政策博弈与贸易谈判反复中呈现分化格局，月初承压开局，美联储降息预期受挫与美元走强形成双重压制。美国6月非农就业超预期及CPI温和反弹削弱宽松紧迫性，市场押注年内降息次数从3次缩减至2次，十年期美债收益率冲高至4.35%，COMEX黄金一度回落至3300美元/盎司下方。白银受工业品拖累同步调整，价格维持35美元/盎司关口。中旬随特朗普政府设定8月1日为生效期限且前期谈判不顺利，市场避险属性溢价抬升，COMEX黄金震荡上行至3447.5美元/盎司逼近前高。白银方面则一路上行，铜关税威胁引发的供应链焦虑叠加金银比价修复动能，推动白银工业属性与金融溢价共振，COMEX银价一度突破39.5美元创14年新高，月涨幅最高超10%。月末随谈判进展加速，美国先后与欧洲、日本等几个主要贸易伙伴达成贸易协议，市场风险偏好有所回升，美元指数继续强势突破100关口。此外，美就业数据凸显韧性叠加温和通胀反弹，美联储9月降息概率下行，贵金属板块受多方共振影响承压下行。截至7月31日，沪金收至770.28元/克，COMEX黄金收至3342.3美元/盎司。白银全月震荡加剧一度上冲突破历史高位，截至7月31日，沪银从高点回落至9008元/千克，COMEX白银收至36.79美元/盎司。

图1 黄金价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图2 白银价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 宏观分析

2.1. 就业数据凸显韧性，经济数据结构性分化

美国 6 月非农就业数据超预期回暖，降息概率显著下行。根据美国劳工部的数据，美国 6 月新增非农就业 14.7 万人，超市场预期 10.6 万（前值上修至 14.4 万），两个月数据合计上修 1.6 万人。分项方面，新增岗位中政府雇佣占比近半（7.3 万），私人部门仅增 7.4 万且环比下滑 6.3 万，零售与运输仓储外的行业普遍走弱。时薪环比增速放缓至 0.2%（低于预期的 0.3%），叠加人均周工时降至 34.2 小时的低点，反映企业用工需求边际收缩。失业率则降至 4.1% 的周期低位，低于预期和前值。总体来看，6 月就业数据显著缓解劳动市场担忧，降低美联储 9 月降息概率。但分项指标尤其是私人部门疲软暴露结构性问题，未来需求承压可能加速劳动力市场转弱。时薪增速放缓则暗示通胀传导压力降低，侧面减轻美联储降息忧虑。当前数据一定程度压制贵金属上方空间，然中长期看，就业结构脆弱性担忧仍未完全缓解，市场仍保持对年内两次降息的预期，贵金属底层支撑未出现根本性改变。

图 3 美国新增非农就业人数



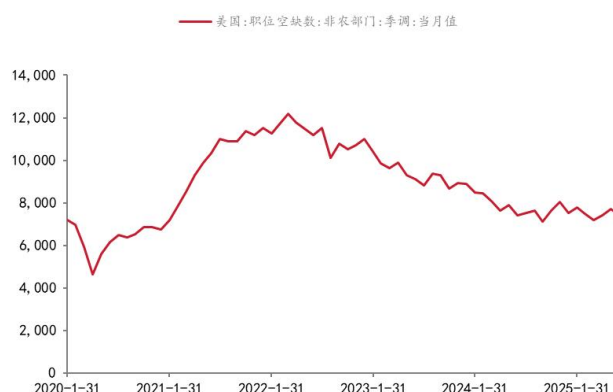
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 5 美国当周初次申请失业金人数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 4 美国职位空缺数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 6 美国失业率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

美国经济数据 6 月呈现“制造业持续低迷”与“服务业有所回暖”的分化图景，整体难言衰退但结构矛盾深化。美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，6 月 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）录得 49，高于预期的 48.8，连续四个月萎缩（ISM 49）。分项方面，新订单指数暴跌至 46.4，连续 5 个月下滑，就业分项 45 创三个月新低，企业裁员与订单积压锐减（44.3）印证生产动能衰减。物价支付指数则录得 69.7 逼近三年高位，叠加进口指数单月跳涨 7.5 点，揭示关税成本或加速渗透产业链。服务业指标则有所回暖，ISM 服务业 PMI 回升至 50.8 扩张区间，略低于市场预期的 51.0，但比 5 月的 49.9 有一定回升。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。消费者信心方面出现明显反弹，密歇根指数升至 61.8 的五个月峰值，前值为 60.7。分项中预期初值回落至 4.4% 反映居民对通胀担忧明显减弱，经济乐观预期上升。谘商会信心指数 97.2 亦佐证市场积极情绪。

当前美国经济数据凸显弱现实强预期格局，制造业正陷入“需求萎缩→成本高企”的滞胀泥潭，服务业复苏受制于就业疲软，而消费者信心回升或一定程度改善未来需求。数据总体支撑“推迟降息但难阻宽松”的中期逻辑。

图 7 美国制造业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 8 美国服务业 PMI



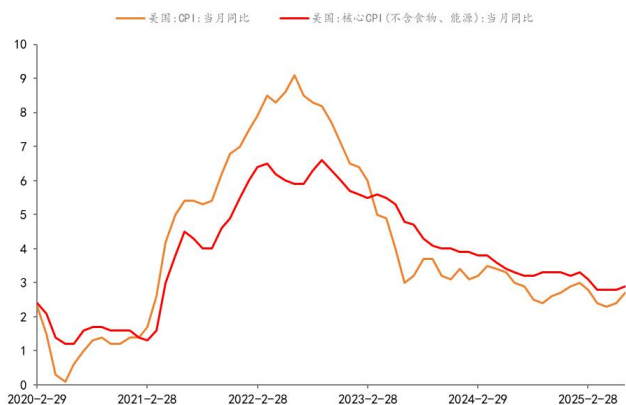
资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 2. 通胀温和上涨，关税冲击已逐渐显现

美国 6 月通胀数据温和上涨，但关税负面冲击已逐渐显现。数据显示，6 月美国 CPI 同比 2.7%，高于前值 2.4% 和市场预期 2.6%，创 4 月高点。CPI 环比增速回升 0.2 个百分点至 0.3%，高于前值 0.1%。核心 CPI 符合市场预期，同比回升 0.1 个百分点至 2.9%，环比 0.2% 略低于市场预期的 0.3%。从分项来看，核心商品价格环比转正至 0.2%，关税敏感型品类如娱乐商品、家具及服装领涨，印证关税成本向终端消费的渗透初现。PPI 方面则同

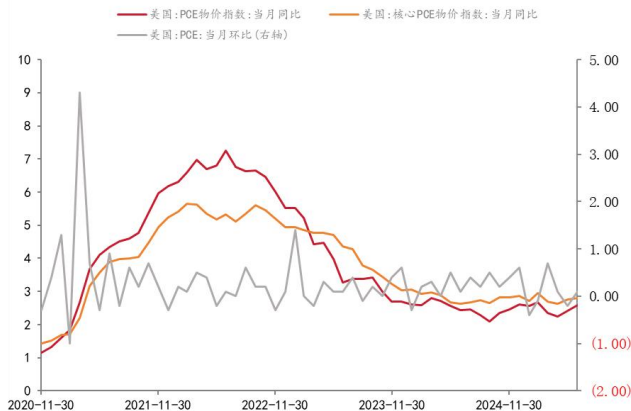
比骤降至 2.3%创九个月新低，环比零增长，低于预期和前置，显著降低市场通胀担忧。但从分项来看，能源推动商品端价格温和上行，然服务价格环比下滑暴露企业利润空间被挤压的现实，揭示关税传导时滞，目前关税冲击仍停滞在企业端，尚未直接冲击成本。总体而言，美国 6 月通胀呈现传导时滞的典型特征，这种"CPI 初显传导+PPI 疲软"的组合印证关税冲击仍处企业缓冲阶段，未来若需求韧性维持或库存见底，延迟的通胀压力或加速释放，形成政策预期差风险。

图 9 美国 CPI 指标



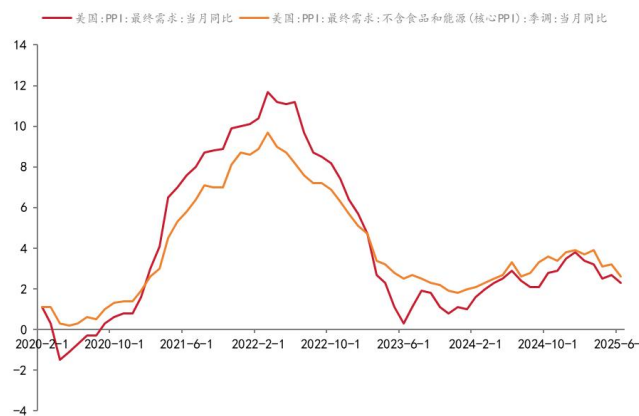
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 10 美国 PCE 指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 11 美国 PPI 指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 12 美国密歇根一年通胀预期



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.3. 美联储维持鹰派立场，美元美债同步回升

7 月美元指数呈现探底回升态势，月初触及 96.37 的三年新低后反弹至 100.13，核心驱动力源于三重因素：美联储维持"偏鹰"立场，7 月利率决议维持 4.25-4.5% 不变。稳定币法案落地要求稳定币以美元或美债为储备资产，催生结构性配置需求。关税政策反复叠加贸易

谈判利于美国引发避险资金回流。中长期看，美联储9月预防性降息概率仍较大，美元短期偏强但上限空间有限。

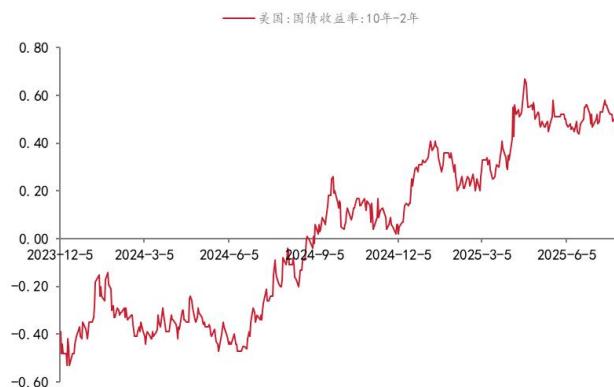
美债市场同步演绎“通胀预期与政策干预”的拉锯战，10年期收益率一度逼近4.5%，因非农强劲与经济数据好转强化软着陆叙事，特朗普亲赴联储考察施压美联储降息引发政策独立性担忧。下旬虽受欧美贸易协议缓和与经济数据转弱拖累回落，然通胀粘性预期仍构成上行压力。展望后市，美元短期或测试105关口，但9月降息预期将压制反弹空间；美债收益率或维持区间震荡，若8月CPI验证关税冲击显性化，可能触发“滞胀交易”推动长端利率再度上行。

图 13 美元指数



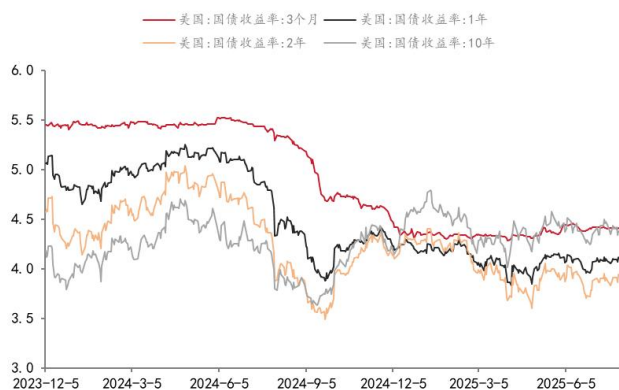
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 14 美债利差



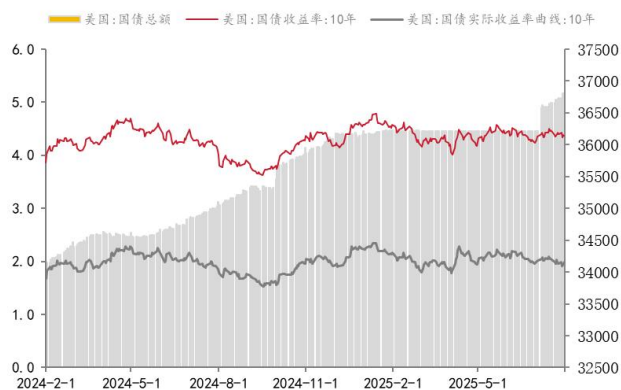
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 15 美债收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 16 十年美债实际收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

美联储7月维持鹰派表态，但内部分歧加剧。7月利率决议以9:2投票维持4.25%-4.5%不变，但沃勒与鲍曼同时要求降息创反对票纪录。米歇尔·鲍曼是特朗普第二任期新任命的副主席，而克里斯托弗·沃勒则是下一任美联储主席的潜在候选人。会议结果符合市场预期，该次会议是2024年9月美联储开启降息周期以来第五次暂停降息。会议前CME Fed Watch

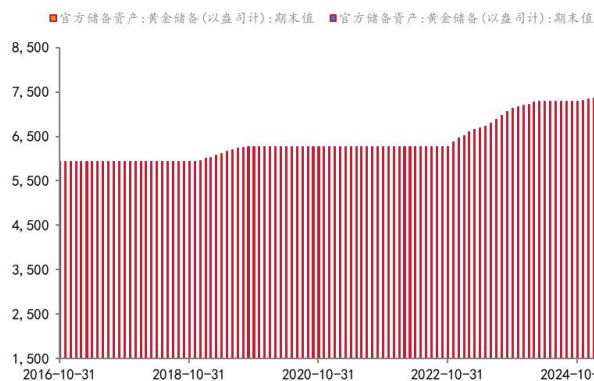
利率期货显示 9 月降息概率超过 60%，会议结束后，9 月降息的概率下降至 40% 附近。会议表态总体偏鹰，非农数据强劲与核心 PCE 通胀黏性支撑鹰派立场，9 月降息概率持续下行。但是，特朗普政治施压升级，共和党议员指控鲍威尔作伪证，这将一定程度冲击政策独立性并影响市场政策预期。在美债压力下，不排除后续此类施压继续升级。此外，美联储内部对中性利率判断分歧加剧政策转向风险，若 8 月劳动力市场恶化或改变政策路径。反之，若通胀水平温和且劳动力市场未转向，则年内降息概率和预期或继续下行。

3. 供需分析

3.1. 黄金供需情况

中国央行已恢复增持黄金趋势，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。全球央行结构化购金需求不减。以中国央行为例，黄金占其外储比例仍显著低于全球均值，中国购金行动具备长期动能已达成其在储备资产结构化优化及对冲美元信用风险等多重战略目标。该趋势与全球央行形成共振——2024 年全球黄金需求 4974 吨中的央行占比超 20%，世界黄金协会预计 2025 年净购金量将连续第三年维持在 1000 吨以上高位，新兴市场央行仍是核心引擎。当前地缘博弈白热化与“去美元化”进程加速，正系统性强化黄金作为“非主权信用锚”的货币属性：土耳其、印度及中东国家 2025 年一季度集体性增持黄金抵御金融波动，俄罗斯等国则通过黄金置换能源贸易推进本币结算体系转型。在美联储降息周期临近与债务扩张背景下，央行购金与私人投资需求形成协同效应，持续推升黄金估值中枢。

图 17 中国官方储备黄金



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 18 央行增持与黄金走势对比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

3.2. 资金分析

根据 SPDR 持仓数据, 黄金 ETF 在 7 月震荡上行: 中旬降至月低 943.63 吨, 月末强势反弹至 954.51 吨, 全月净增 6.28 吨, 显示资金借调整增持配置。白银 SPDR 持仓 7 月同步上行, 从月初 14869 吨上行至 15173 吨, 月末维稳 15062 吨, 全月净增 193 吨, 资金近月增持白银热情大于黄金。

图 19 黄金 SPDR 持仓量



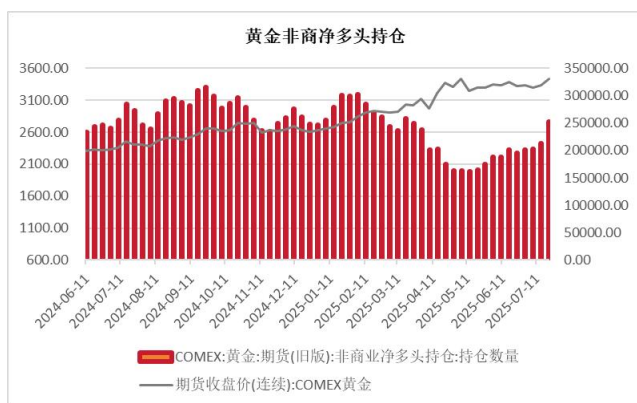
资料来源: IFind, 东海期货研究所

图 20 白银 SLV 净持仓量



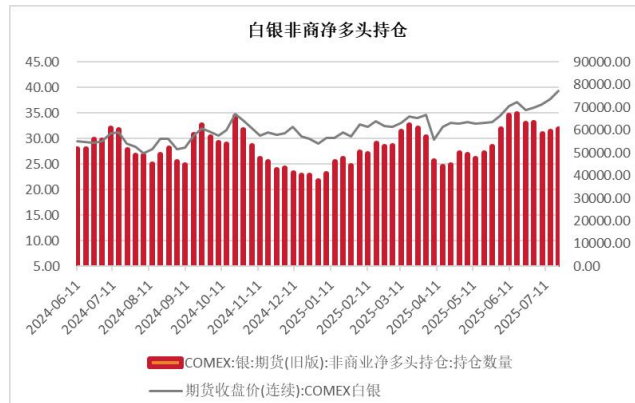
资料来源: IFind, 东海期货研究所

图 21 黄金非商净多头持仓



资料来源: IFind, 东海期货研究所

图 22 白银非商净多头持仓



资料来源: IFind, 东海期货研究所

黄金非商业净多头持仓量 7 月呈现单边陡增, 从月初 18.8 万手稳步攀升, 月末达 25.3 万手创半年新高, 月增幅 34.6%, 尤其下旬三周连增, 反映投机资金存在押注 8 月关税通胀逻辑, 多头押注集中度达历史高位。7 月白银持仓窄幅震荡, 自 6 月初 60770 小幅收窄至 60620, 多头仓位维持高位。黄金 7 月仓单数据呈现阶梯式加速增仓, 自月初 18,453 手低位起步一路上行至 35,643 手创月内新高, 7 月 29 日至 31 日三天激增 4,380 手 (+14%)。全月累计净增仓 17,190 手 (增幅 93.2%), 反映关税扰动叠加宏观冲击下实物交割需求显著上行, 部分现货多头倾向于高位套保对冲下行风险。白银仓单总量全月窄幅下行, 月初高位企稳于 133.8 万手, 月末收于 120.8 万手。全月累计净减持 13.1 万手 (-9.8%)。

图 23 上期所黄金仓单



资料来源：IFinD，东海期货研究所

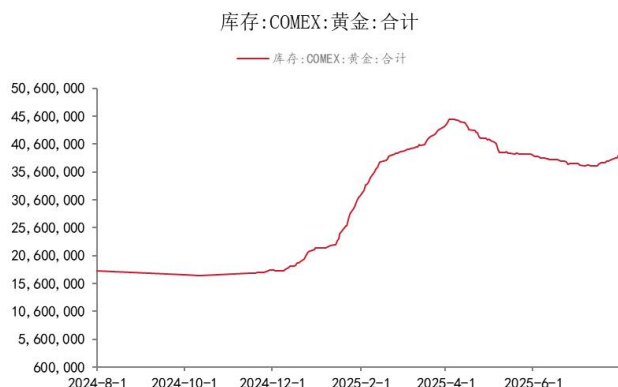
图 24 上期所白银仓单



资料来源：IFinD，东海期货研究所

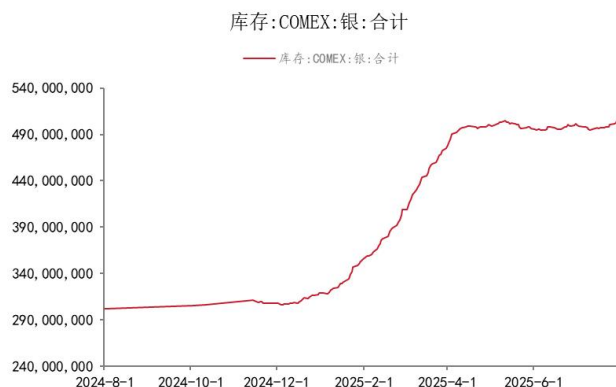
黄金 COMEX 库存月内持续攀升，月初 3704.8 万盎司起步，中旬缓涨至 3719 万盎司（关税扰动囤货），下旬加速涌入：月末达 3867.5 万盎司创月高，全月增仓 4.4%（162.7 万盎司），显示交割需求激增与机构逢高套保意愿强化，实物压力或抑制金价弹性。白银 COMEX 库存维持高位震荡，月初 5012 万盎司，月末小幅上涨收至 5052 万盎司，全月净增 40 万盎司。

图 25 COMEX 黄金库存



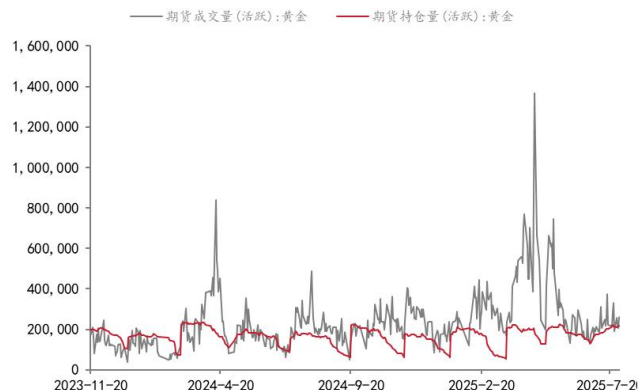
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 26 COMEX 白银库存



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 27 黄金成交量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 28 白银成交量

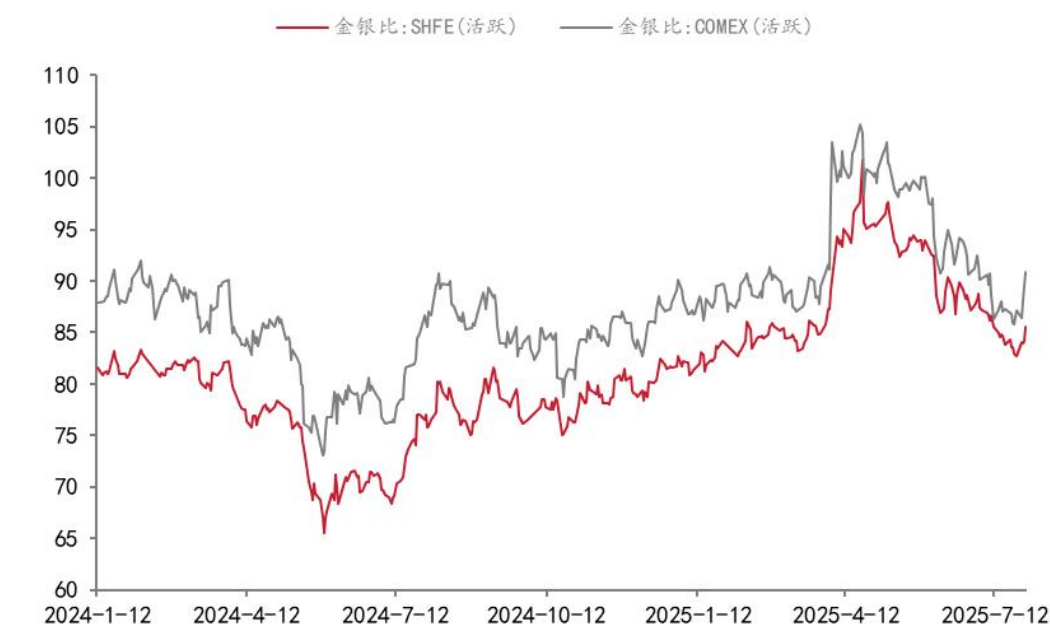


资料来源：IFinD，东海期货研究所

3.3. 金银比

金银比全月呈现“V型反转”格局，月初 SHFE 比值 88.09、COMEX 比值 92.42 高位开局，中旬受白银工业属性爆发驱动金银比价快速下行，7月25日 SHFE 探至月低 82.76，下旬因美联储政策分歧及贸易扰动，黄金避险溢价重获定价相对抗跌，金银比值自低位反弹，月末 SHFE 金银比收至 85.51。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。近期金银比已经跌至阶段性低点，后期有望继续回升。

图 29 金银比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

4. 结论与操作建议

随着关税扰动趋弱，贵金属市场短期缺乏驱动因素或将延续高位震荡格局，核心矛盾转焦美国经济数据与政策路径的博弈。8月1日全球关税落地推升通胀预期，若CPI数据上行验证成本传导加速，抗通胀逻辑有望再度支撑贵金属上行。此外，经济数据疲软尤其就业边际走弱或重塑9月降息预期。中长期来看，贵金属配置价值不减，美债务风险与去美元化进程构成双向扰动，贵金属中长期支撑逻辑坚实。美元武器化侵蚀信用体系，新兴市场央行购金连续三年超千吨的刚性需求构筑价值底部；白银工业属性叠加长周期供应缺口底部相对稳健，虽当前金银比处阶段低位配置性价比降低，但近期白银的显著上行表明金银比处高位时

资金仍认可其避险价值，建议关注后续金银比高位时的补涨配置机会。COMEX 黄金预计波动区间为 3000-3500 美元/盎司，3000 美元整数关口存在一定支撑。沪金预计在 730-830 元区间震荡。COMEX 白银突破前高，价值中枢上移，预计波动区间为 35-40 美元/盎司，对比沪银预计在 8500-9500 元/千克区间震荡。

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。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn