



# 通胀数据上行，贵金属承压震荡

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-08-18

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

美元指数本周小幅下行0.44%至97.83，陷于通胀压力与降息预期的双向拉扯。周中一度受PPI超预期跳涨，周五全部回吐涨幅。尽管滞胀风险加剧，货币市场仍押注9月降息概率达93%，反映政策天平向衰退担忧倾斜。当前美元震荡收窄底部震荡，上行动能不足，市场静待下周杰克逊霍尔年会释放政策路径信号。

## 金融属性

美联储官员本周释放矛盾信号加剧政策预期波动，鹰鸽阵营分歧显露美联储深陷两难困局，就业市场边际走软需宽松托底，但通胀黏性持续发酵制约宽松空间。尽管内部分歧激化，CME FedWatch仍显示9月降息概率高企92.1%，反映市场聚焦经济衰退风险下政策被迫转向。

## 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2025.8.15当周，上期所黄金仓单为36345千克，较前一周继续上行。周度Comex黄金库存较前一周增加51344.74盎司至38636332.46盎司。

## 操作建议

市场短期缺乏驱动，黄金短期窄幅震荡。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

上周非农数据大幅下修，新增7.3万远低于市场预期且前两月累计下修25.8万，美劳动市场疲态尽显。6月核心PCE通胀反弹至2.8%，美国经济滞胀概率继续增加。经济数据继续走弱，美国7月ISM非制造业指数为50.1，不及市场预期的51.5，也低于前值的50.8。

## 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%。白银仓单较前一周继续回落至1141555千克。Comex白银库存较前一周增加1058826.44盎司至507551253.56盎司

## 操作建议

前高附近压制较大，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

上周贵金属震荡偏弱，通胀数据反复，美联储政策路径扰动压制贵金属上方空间。美国劳工统计局公布的数据显示，2025年7月美国消费者价格指数（CPI）环比上涨0.2%，同比涨幅2.7%，与上月持平。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%。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。受此影响，美联储再现鸽派表态，9月降息语气波动仍存，贵金属短期支撑有所松动。美俄会谈背景下，市场避险偏好有所降低，乐观预期仍存。贵金属长线向好逻辑不变，货币宽松格局叠加央行购金需求，注意关键点位的入场布局机会。

### 沪金主力合约



### 沪银主力合约



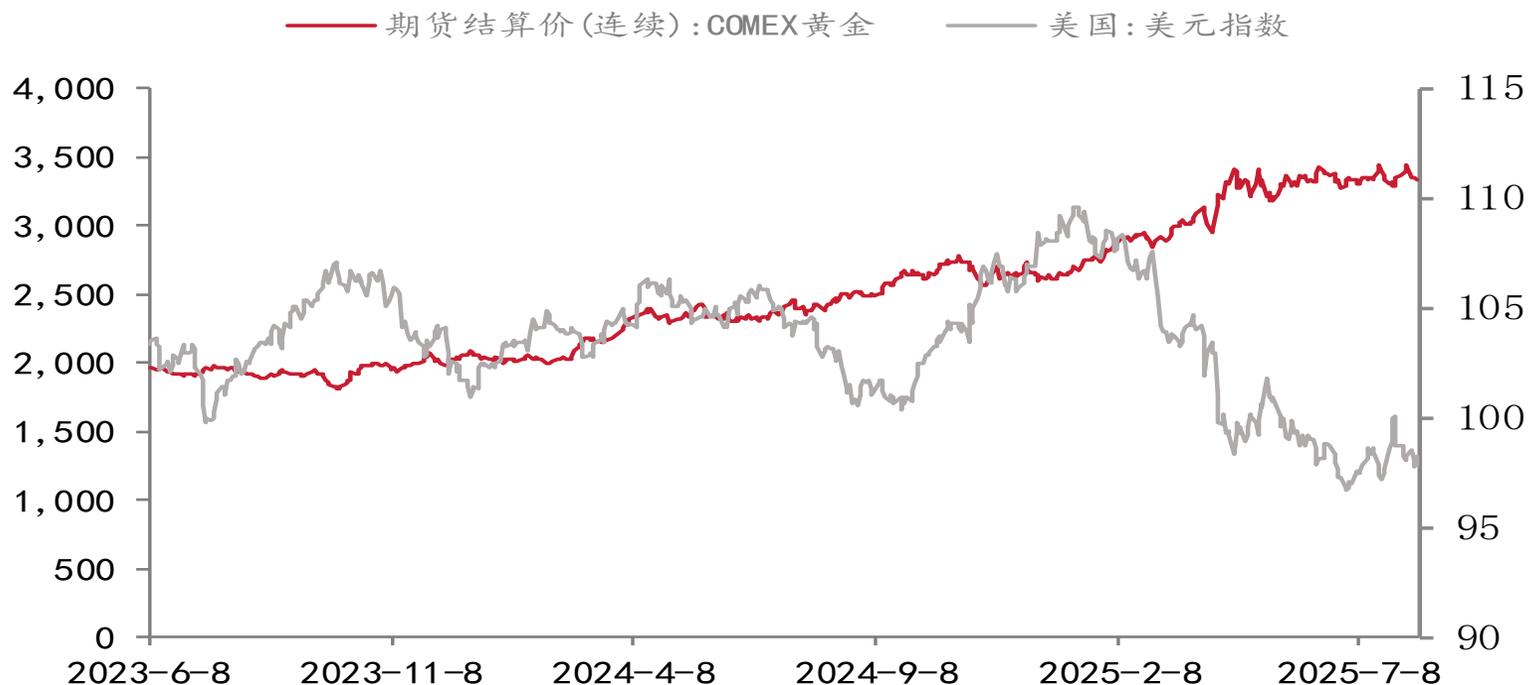
### 伦敦金现



### 伦敦银现

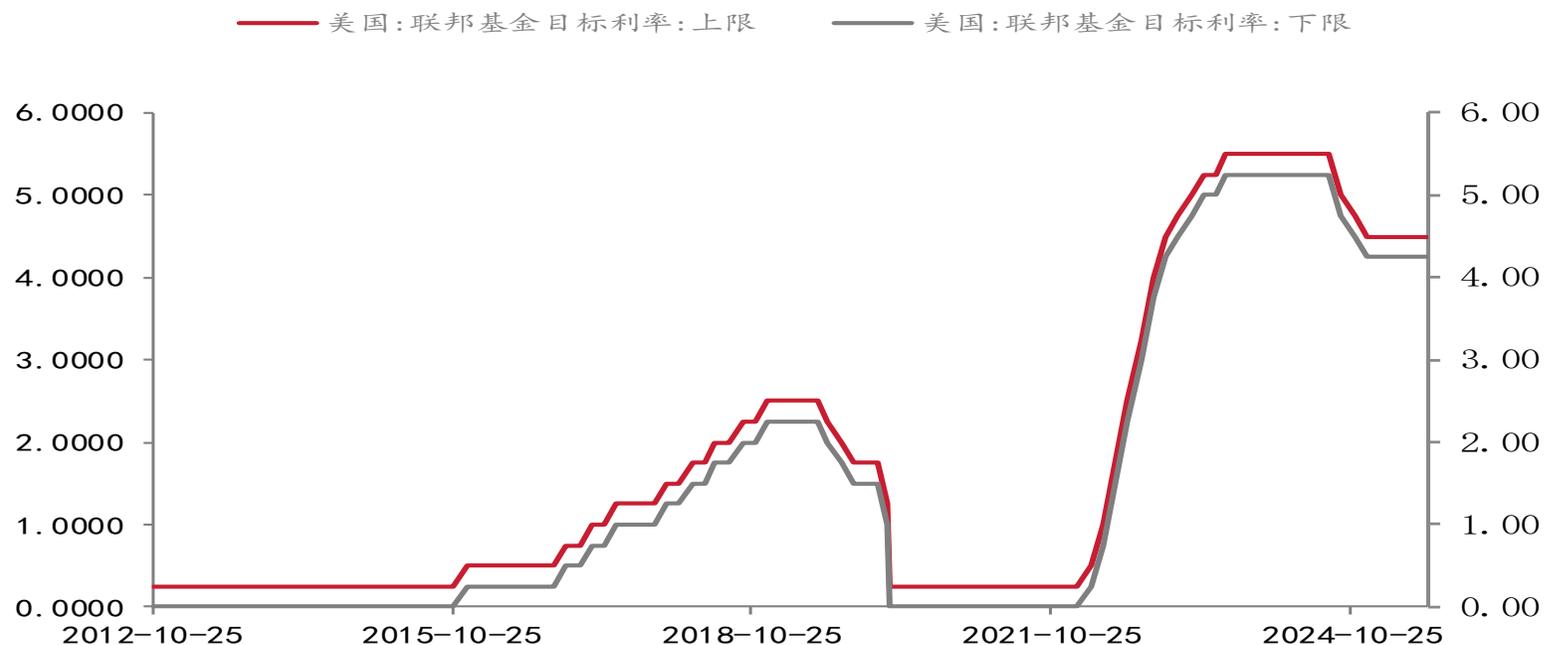


美元指数走势图



美元指数本周小幅下行0.44%至97.83，陷于通胀压力与降息预期的双向拉扯。周中一度受PPI超预期跳涨，周五全部回吐涨幅。尽管滞胀风险加剧，货币市场仍押注9月降息概率达93%，反映政策天平向衰退担忧倾斜。当前美元震荡收窄底部震荡，上行动能不足，市场静待下周杰克逊霍尔年会释放政策路径信号，美国劳动力市场的疲软迹象加上关税通胀输入都可能使得美联储政策出现波动。

# 美国联邦基金目标利率



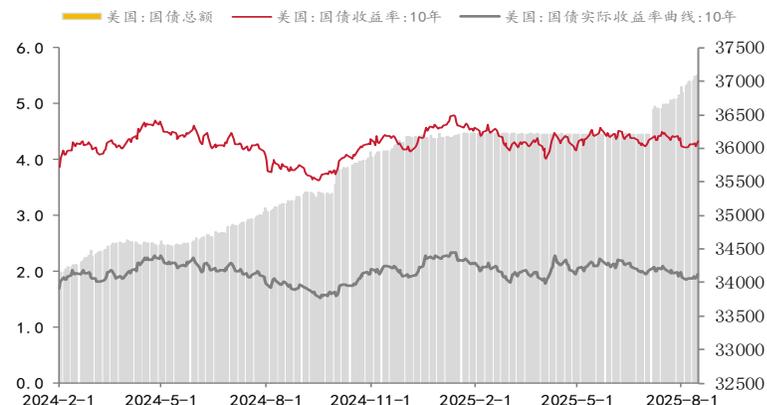
美联储官员本周释放矛盾信号加剧政策预期波动：戴利警告"降息50BP恐释放紧急信号"，穆萨莱姆直言激进宽松或推升通胀至3%（强调关税传导压力未消），古尔斯比则为9月降息设门槛"需确认无通胀螺旋风险"；更关键的是财长贝森特紧急澄清中性利率理论非政策呼吁。鹰鸽阵营分歧显露美联储深陷两难困局，就业市场边际走软需宽松托底，但通胀黏性持续发酵制约宽松空间。尽管内部分歧激化，CME FedWatch仍显示9月降息概率高企92.1%，反映市场聚焦经济衰退风险下政策被迫转向。

# 美债：美债收益率分化，实际利率回升

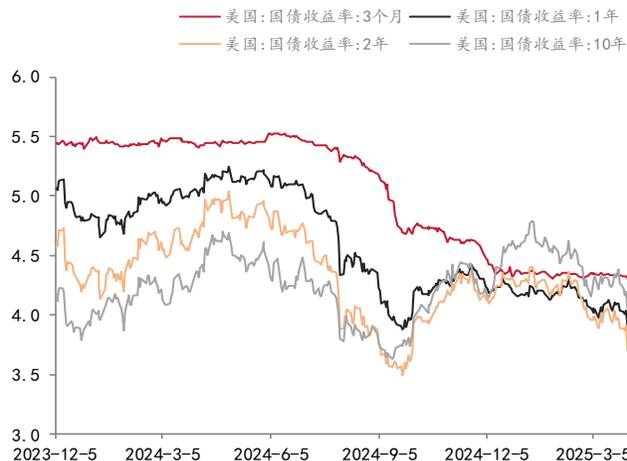
1年期美债收益率收于3.93%，较此前一周不变。10年期美债收益率较上周上升6个基点至4.33%。

十年期美债实际收益率从上周1.88%回升至1.95%，总计回落7个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.58%，较上一周有所回升。

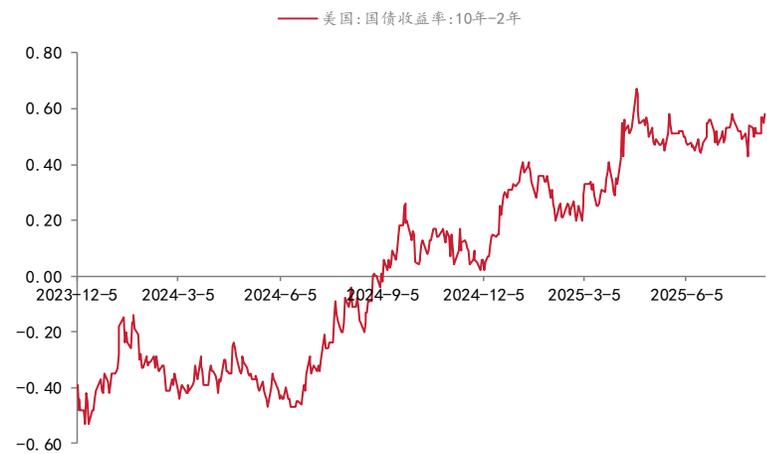
### 10年美债实际收益率



### 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。

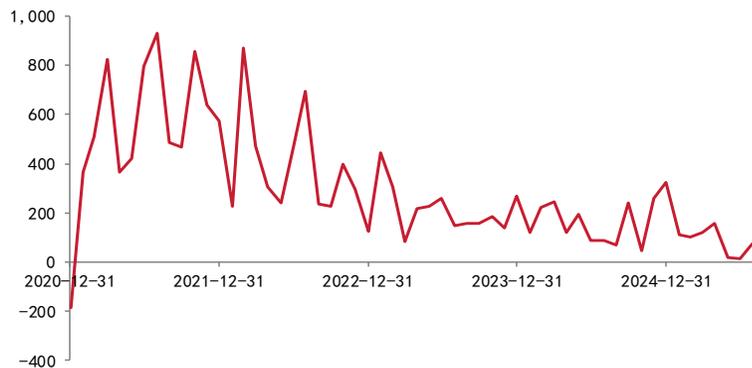
## 综合PMI:

7月标普全球中国服务业PMI录得52.6，三季度初服务业扩张步伐加快，延续31个月的扩张表现。季节性表现好于去年同期水平52.1，弱于近5年均值水平54.2。

# 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

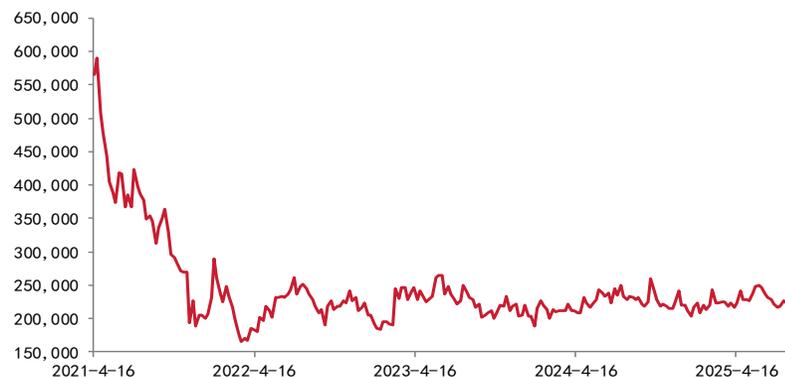
— 美国:新增非农就业人数:当月值:季调



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%。

## 美国当周初请失业金人数

— 美国:当周初次申请失业金人数:季调



此外，美国截至8月9日当周初请失业金人数为22.4万人，预期22.8万人，前值从22.6万人修正为22.7万人。

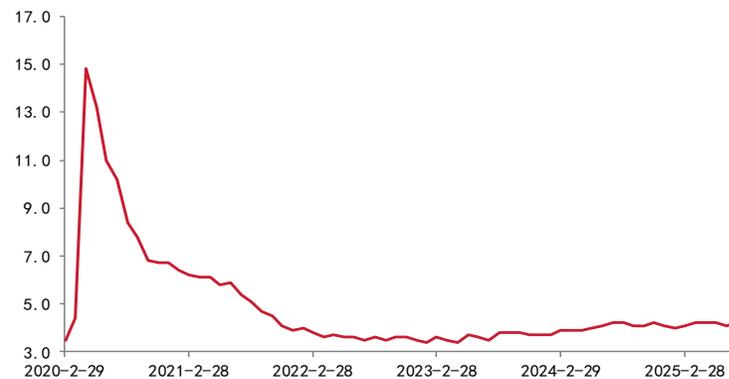
## 美国:职位空缺数:非农部门

— 美国:职位空缺数:非农部门:季调:当月值



## 美国:失业率:季调

— 美国:失业率:季调

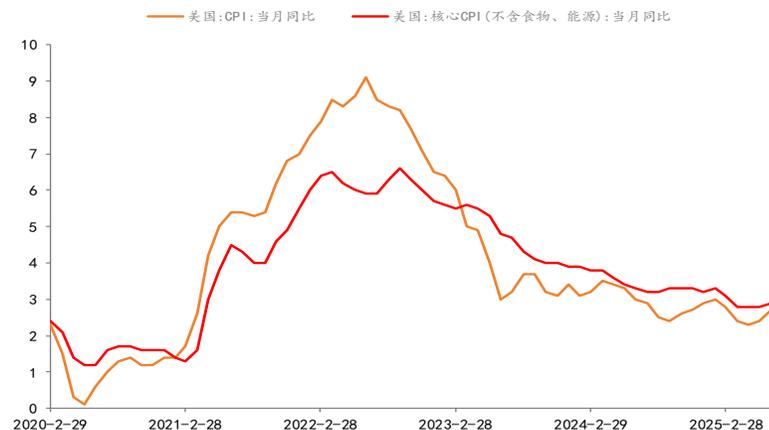


# 美国通胀水平：通胀数据超预期回升，关税传导凸显

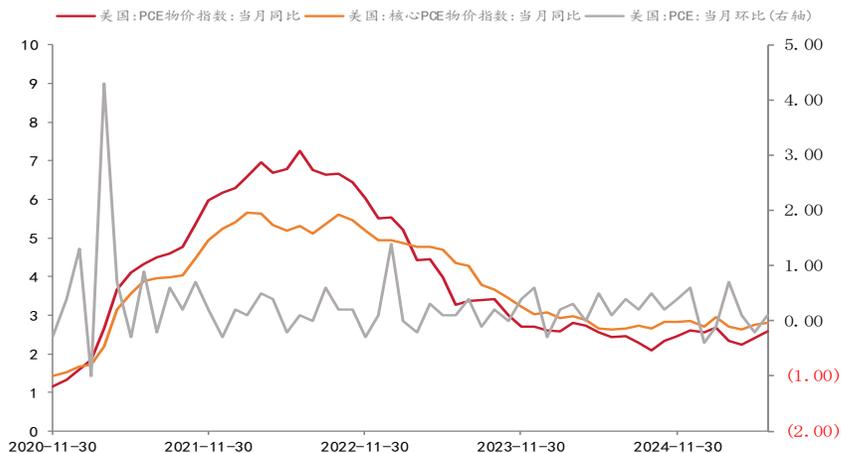
美国劳工统计局公布的数据显示，7月消费者价格指数（CPI）环比上涨0.2%，符合预期，较6月的0.3%有所放缓；同比涨幅2.7%，与上月持平。剔除食品与能源的核心CPI环比升0.3%，创1月以来最大涨幅，同比升至3.1%，高于6月的2.9%。

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。

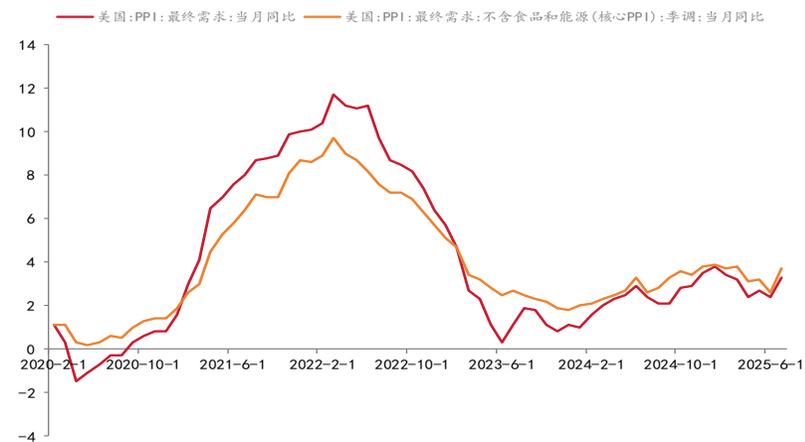
### 美国CPI当月同比（单位：%）



### 美国PCE当月同比&环比（单位：%）

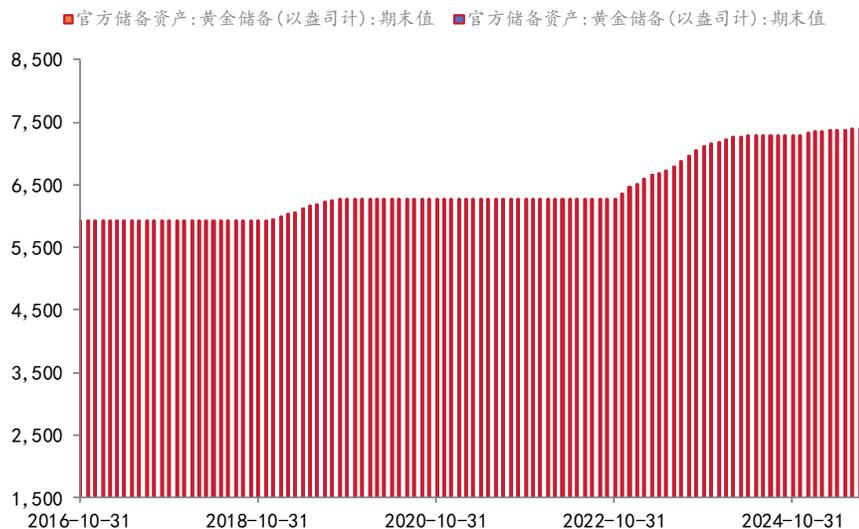


### 美国PPI当月同比（单位：%）



# 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2025.8.15当周，黄金SPDR持仓量965.37，较前一周小幅上升。白银SLV当周持仓量为15071.31吨，较前一周上升。

截至2025.8.12，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少7565.00张至229485张合约。白银方面净多头持仓为44268张合约，较前一期数据减少6390张。

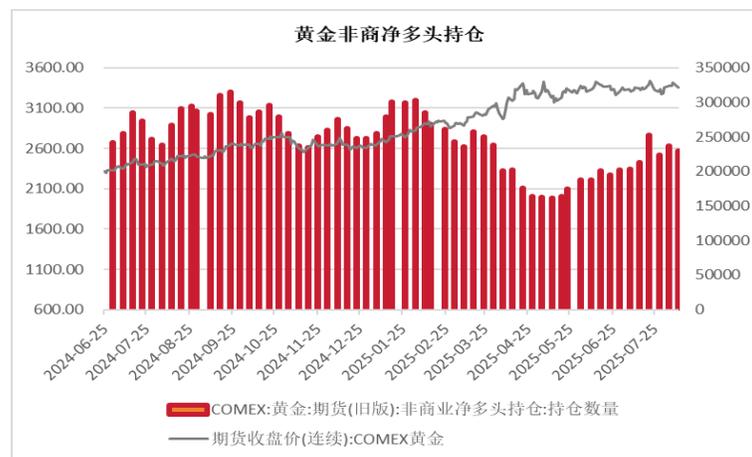
## 黄金持仓量



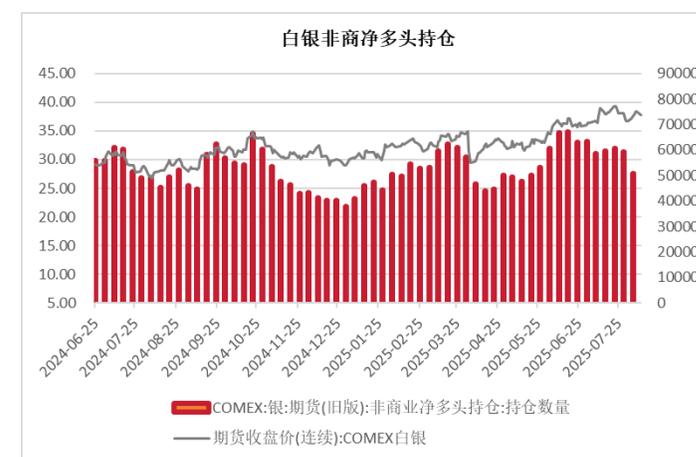
## 白银持仓量



## 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黄金库存上行

截至2025.8.15当周，上期所黄金仓单为36345千克，较前一周继续上行。白银仓单较前一周继续回落至1141555千克。

Comex库存方面，截至2025.8.15，周度Comex黄金库存较前一周增加51344.74盎司至38636332.46盎司，Comex白银库存较前一周增加1058826.44盎司至507551253.56盎司。

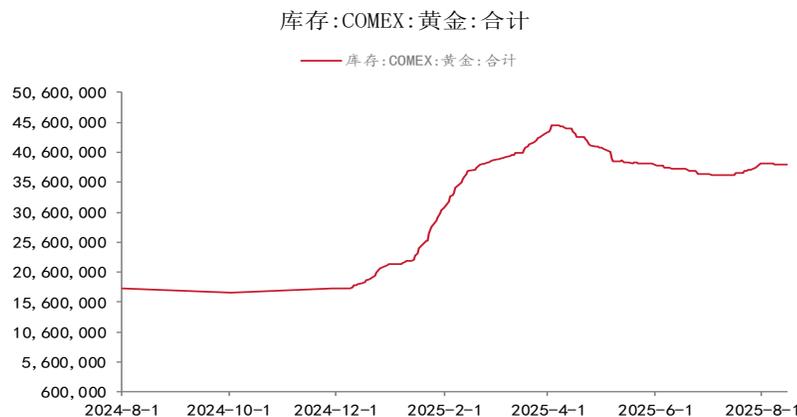
### 上期所黄金仓单



### 上期所白银仓单



### Comex黄金库存

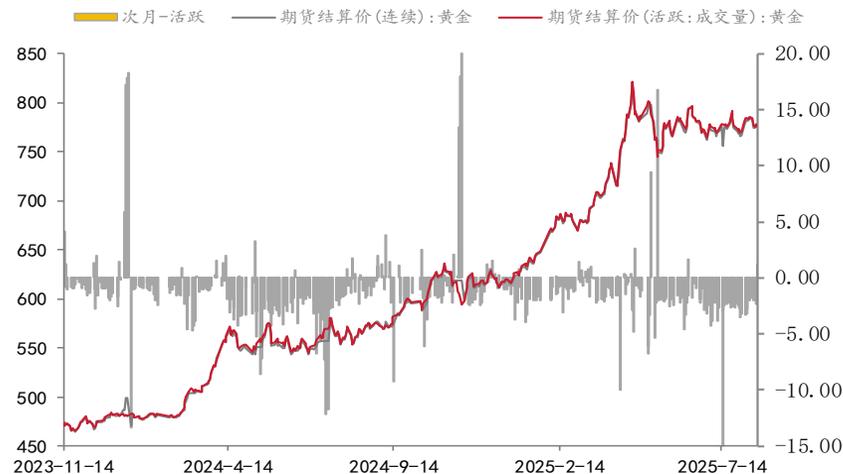


### Comex白银库存

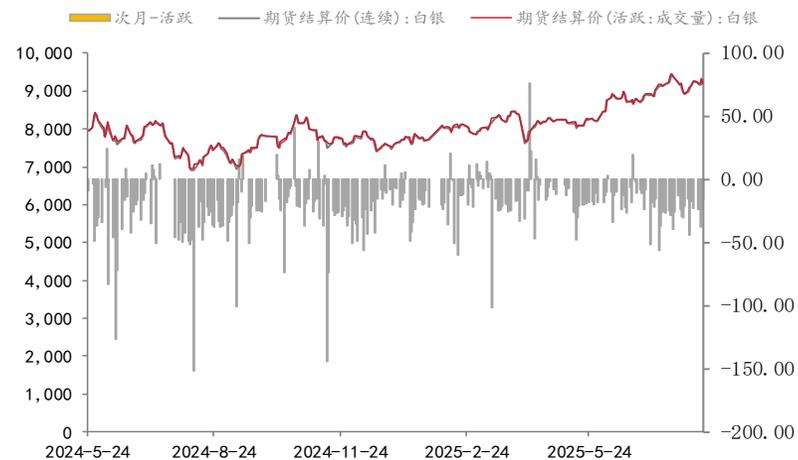


# 价差-成交量-持仓量

## 黄金价差



## 白银价差



截至2025.8.15当周，黄金期货平均成交量为197712.20千克，较前一周下降9.76%。白银期货当周平均成交量为372808.40千克，较前一周下降4.24%

## 黄金成交量持仓量

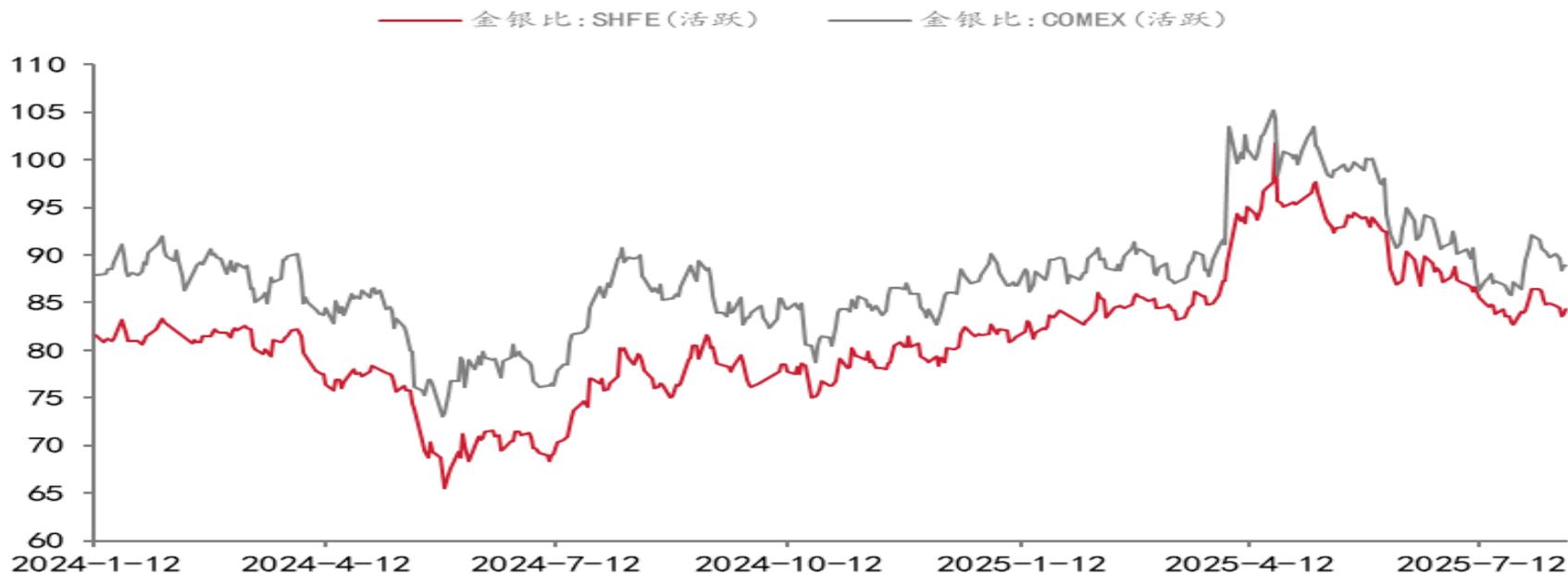


## 白银成交量持仓量



# 金银比：贵金属高位震荡，金银比价小幅下行

## 金银比价走势



2025.8.15当周，金银比小幅下探，沪金银比价为84.29，纽约金银比为88.95。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](http://www.qh168.com.cn)



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-68757181

Jialj@qh168.com.cn