



2025年8月5日

降息预期骤升，白银拭目以待

核心观点及策略

- 美国与主要贸易伙伴国的贸易谈判都取得积极成果，关税对市场扰动仍在但影响已弱化。近期大幅走弱的美国非农就业数据打破了美国“劳动力市场依旧强劲”的叙事，引发对美国可能陷入衰退的担忧，从而导致降息预期迅速升温，对贵金属价格形成提振。目前美联储9月降息几乎被市场视为定局。但随着8月关税开始加征并可能传导至通胀出现持续反弹，9月降息可能还存在一定的不确定性。预计接下来降息预期还会继续摇摆，金价将继续维持高位震荡走势。
- 白银的补涨行情在6月初已开启，目前银价无论是绝对价格还是相对价格仍处于低位，补涨的逻辑还将持续。银价在经历了7月下旬的回调之后，预计8月的反弹会更加强劲。
- 风险因素：美联储任命新主席、美国经济数据超预期恶化

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、贸易谈判取得积极进展，但关税扰动依然存在.....	5
2、非农就业数据不及预期，美联储 9 月降息预期已打满.....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、金银比价变化	8
2、期现及内外价差变化	9
3、央行购金动向	10
4、贵金属库存变化	11
5、金银 ETF 持仓分析	12
6、CFTC 持仓变化	13
四、行情展望及操作策略.....	14

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 美欧经济意外指数变化	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	7
图表 12 美国时薪增速	7
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	9
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	9
图表 21 国内黄金期现价差	10
图表 22 国内白银期现价差	10
图表 23 主要央行黄金储备量	11
图表 24 中国央行黄金储备变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	14

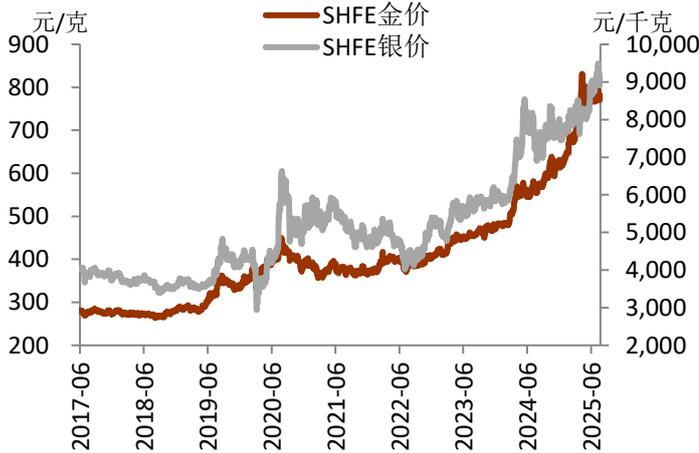
一、贵金属行情回顾

2025年7月，国际金价呈高位震荡走势，波动区间在3290-3450美元/盎司之间。随着特朗普与其他国家的关税谈判截止日8月1日临近，各国之间的博弈加剧，对金价形成一定的支撑，但并未超过前期高点。7月23日，在美日达成协议、美欧接近达成15%关税协议的消息提振下，市场对贸易摩擦的担忧大幅降温，避险资产贵金属出现调整。而国际银价则在7月10、11日出现大幅上涨，创出近14年新高。银价的上涨主要是补涨逻辑的支撑，铂、钯稀贵金属今年的持续上涨也带动银价走强。7月23日，国际银价在40美元/盎司的整数关口遇阻出现回调，回吐之前的大部分涨幅，月度涨幅仅1.27%。

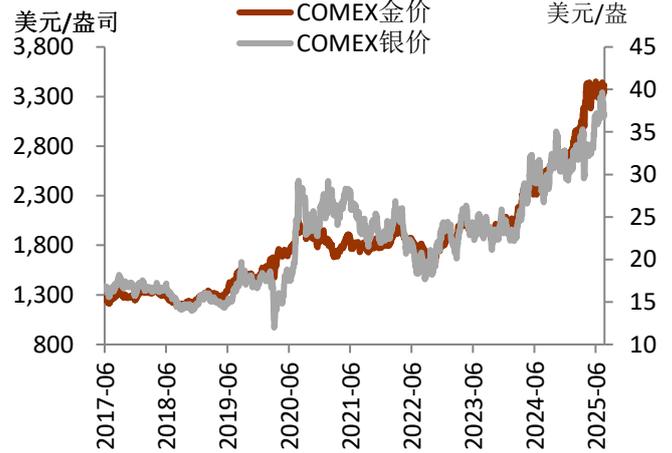
人民币兑美元汇率在7月在7.148-7.2之间窄幅波动，略有贬值。国内金银价格走势跟随外，沪期金主力合约在765-784元/克之间波动，沪期银主力合约一度冲高至9526元/千克之后出现回调。

进入8月，受远不及预期的美国非农就业数据，以及特朗普对加拿大、巴西、印度等数十个贸易伙伴征收新一轮关税的影响，市场的风险偏好再度抬升，金价受到提振。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

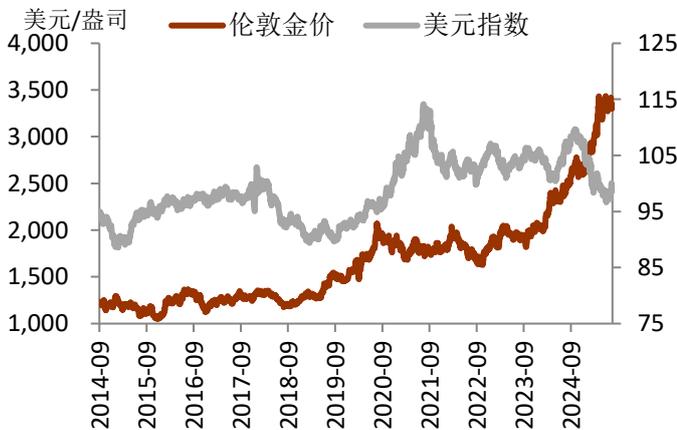


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、贵金属价格影响因素分析

7月下旬，美国与主要贸易伙伴国的贸易谈判都取得积极进展，市场的风险偏好抬升。但上周五远低于预期的美国非农就业数据公布之后，打破了美国“劳动力市场依旧强劲”的叙事，引发对美国经济可能陷入衰退的担忧，从而导致降息预期迅速升温，对贵金属价格形成提振。

1、贸易谈判取得积极进展，但关税扰动依然存在

临近8月1日暂缓对等关税的最后截止日，美国与主要贸易伙伴国之间的关税谈判取得重大进展。7月22日，美国总统特朗普通过社交媒体宣布美国与日本达成贸易协议。根据协议，美国将原定25%的对等关税税率将下调至15%，日本需将向美国投资5500亿美元，采购美国农产品80亿美元。以投资等融资形式换取美方更优惠的关税待遇，为欧盟和韩国等伙伴树立“样板”。美国与日本已达成初步协议后，美欧之间的贸易谈判也顺利推进。在7月27日与冯德莱恩举行非正式会晤后，特朗普透露了新协议的部分细节，包括美国将对欧盟输美产品征收15%的关税、欧盟将对美增加6000亿美元投资及购买价值7500亿美元的美国能源等。欧盟最新宣布暂停针对价值930亿欧元的美国产品征收报复性关税的两项反制措施6个月。

7月31日晚，特朗普签署行政命令，宣布调整了近70个贸易伙伴加征的对等关税税率，新税率介于10%—41%不等，其他国家/地区将统一适用10%的对等关税税率。从白宫公布的经过调整的“对等关税”税率表来看，新税率中，对美商品贸易逆差国税率为10%；与美国达成协议或对美有小规模商品贸易顺差的国家税率约为15%；与美国没有达成协议且对美有大规模商品贸易顺差的国家则面临更高税率，其中美国将对加拿大的关税税率从25%上调至35%，瑞士和南非将分别面临高达39%和30%的惩罚性关税，印度将被征收25%关税。这些关税将于8月7日生效，这为各国提供了另一个谈判时间窗口。近期与美方达成初步协议的英国、欧盟、韩国、日本、印尼、菲律宾等国虽获得相对较低的10%-20%税率，但整体仍高于历史平均水平。中美贸易最新谈判也取得突破，双方同意保持经贸关系稳定，将24%关税暂停期延长90天。整体来看，美国与主要贸易伙伴国都已达成贸易协议，但关税扰动依然存在。

2、非农就业数据不及预期，美联储9月降息预期已打满

美联储在7月底的议息会议上连续五次按兵不动，维持利率在4.25%-4.50%不变，但两位理事罕见反对决议，显示内部分歧加剧。美联储主席鲍威尔表示，尚未就9月是否降息做出决定，并指出劳动力市场存在一定下行风险。他重申对抗通胀仍是首要任务，市场解读为年内首次降息的预期可能推迟。

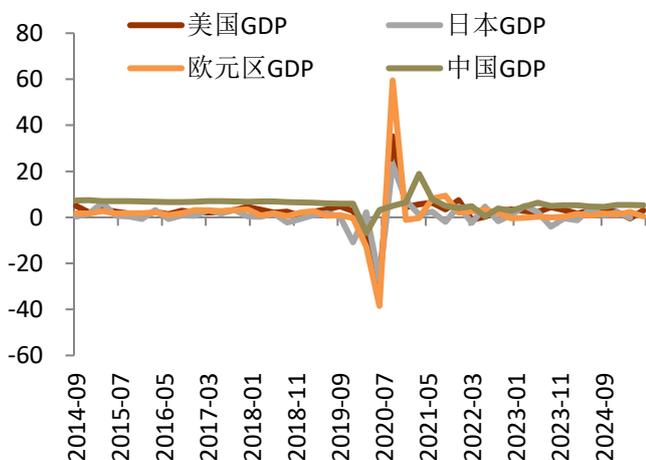
美国第二季度实际 GDP 初值年化环比增长 3%，优于预期的 2.4%，而第一季度终值环比萎缩 0.5%。受前期囤货效应反转影响进口大减，二季度核心消费动能较一季度好转但弱于去年。美国 6 月核心 PCE 价格指数同比上涨 2.8%，高于市场预期的增长 2.7%。这一系列数据强化了市场对美国经济维持稳健的判断，使得美联储继续维持高利率政策的理由更为充足。

但最新公布的美国 7 月非农新增就业人数骤降至 7.3 万人，创 9 个月来最低纪录，也大幅不及预期的 10.4 万人，前两月数据大幅下修 25.8 万，美国 7 月失业率回升至 4.2%，符合预期的 4.2%，前值 4.1%。疲软的就业数据导致美元指数和美股大跌，市场迅速押注美联储可能在 9 月、10 月和 12 月连续三次降息。分行业看，制造业与政府部门就业全面萎缩，7 月分别减少 1.1 万人和 1 万人。医疗保健新增了 5.5 万个岗位，高于过去一年的平均值 4.2 万个。社会救助也维持增长趋势，7 月新增 1.8 万个就业岗位。此前强劲的休闲和住宿业仅新增 5000 个岗位，反映服务业劳动力需求有所下降。

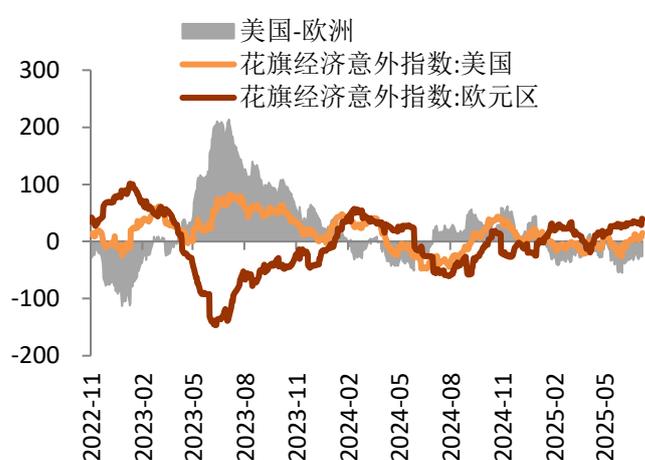
另外，7 月 Markit 制造业 PMI 初值下降至 49.5，创 2024 年 12 月以来新低，新订单指数初值降低至 49.7、创 12 月以来新低、扭转之前的扩张趋势。美国 6 月耐用品订单环比骤降 9.3%，降幅略好于市场预期的 10.7%，前值增长 16.4%。由于美国实际利率处于较高水平，会导致美国整体的金融环境有一定的收紧，从而压制美国居民的需求端，因此美国经济的中期下行风险不容忽视。

关税与经济走弱正在令美联储两难，美联储分歧较大，特朗普持续施压，以及即将到来的美联储主席任命都将形成扰动，非农数据发布后市场对美联储 9 月降息的预期骤升。最新的 CME 美联储观察工具显示，交易员们预计 9 月降息的概率高达 94.4%，而一周前仅仅略高于 63%。目前美联储 9 月降息几乎被市场视为定局。但随着 8 月关税开始加征并可能传导至通胀出现明显反弹，9 月降息可能还存在一定的不确定性。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化



图表 6 美欧经济意外指数变化



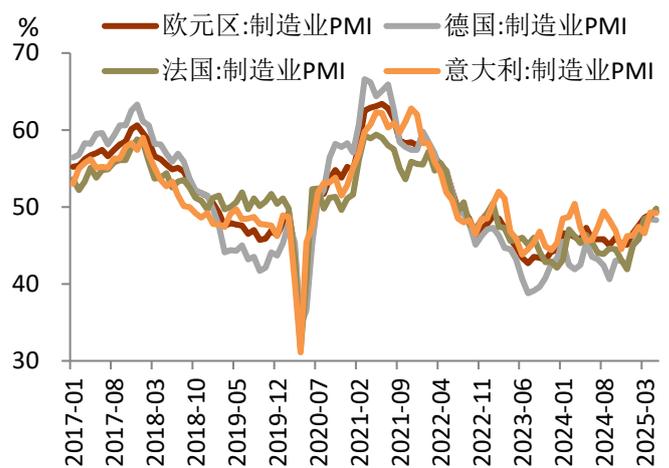
资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化



图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

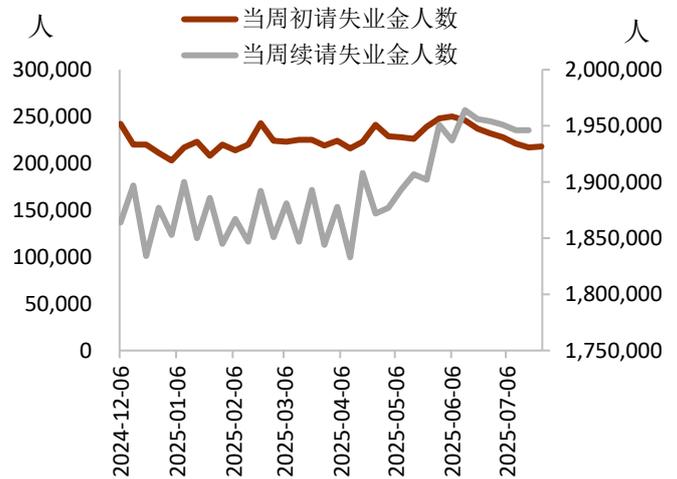


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

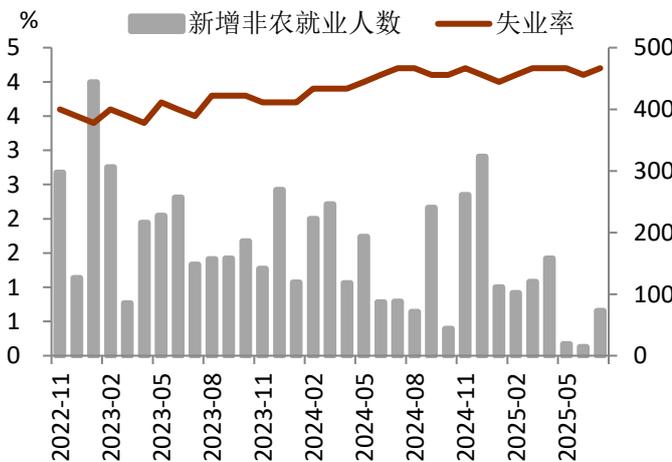


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

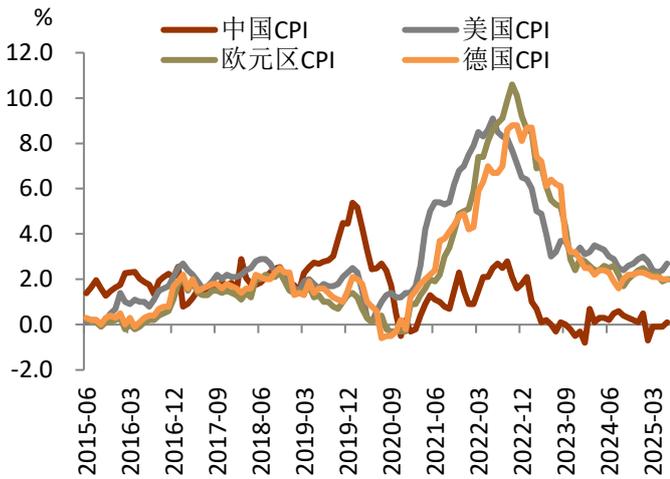


图表 12 美国时薪增速



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

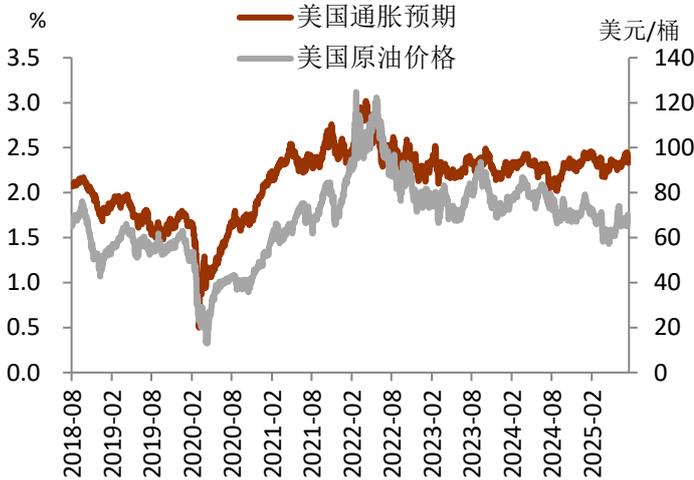


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

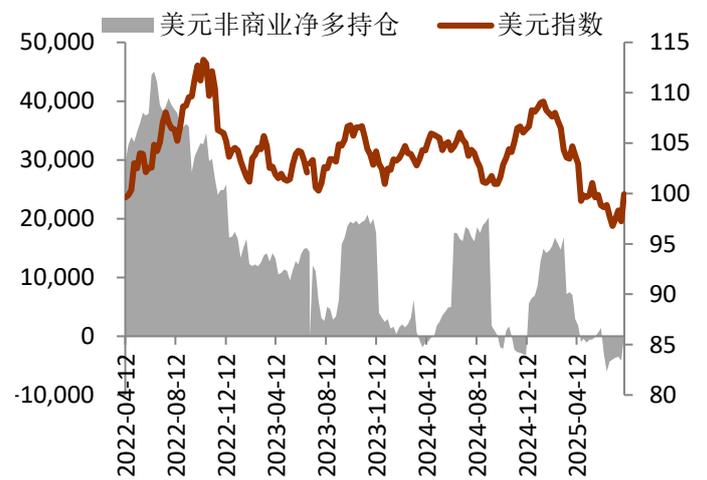


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

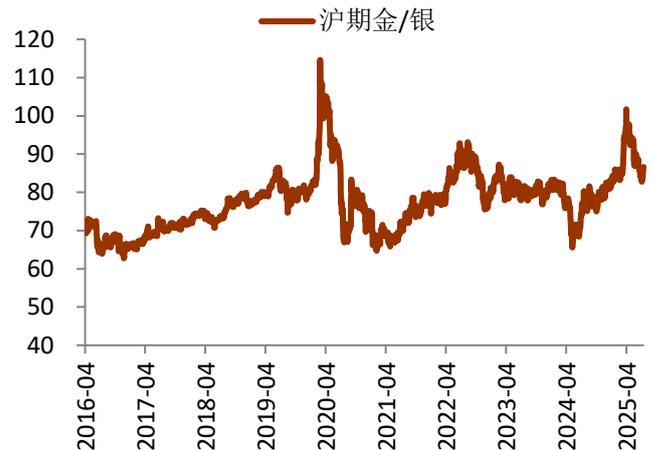
1、金银比价变化

7月金价高位震荡,银价大幅冲高后回调,COMEX金银比价从92.2回落至85.8附近,而后随着银价的回调而上涨至91.6附近。虽然近期银价出现一定的调整,但相对于创出历史新高的黄金和铜价,白银无论是绝对价格还是相对价格都处于低位,预计白银的补涨逻辑还将持续,后续金银比价继续回归的概率更大。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化

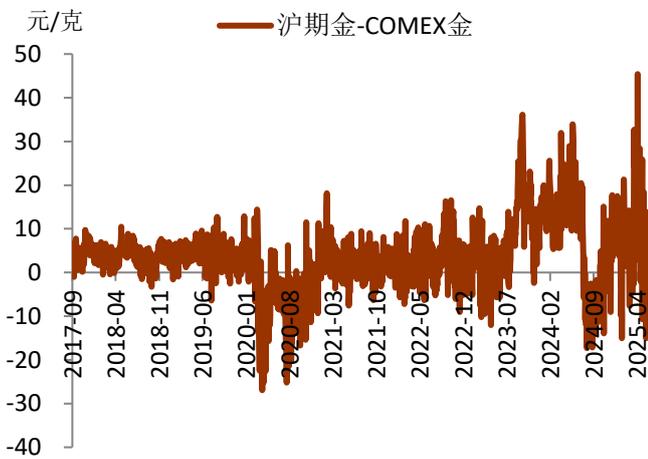


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

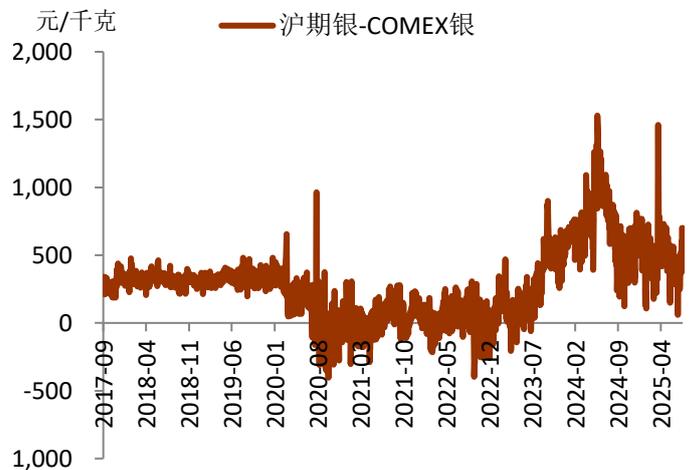
2、期现及内外价差变化

7 月人民币兑美元汇率波动不大，沪金银与 COMEX 金银价差也在正常波动区间之内波动。7 月底人民币兑美元汇率出现一定幅度的贬值，沪期金与沪金 T+D 价差有走扩迹象。而沪期银与沪银 T+D 价差维持稳定。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

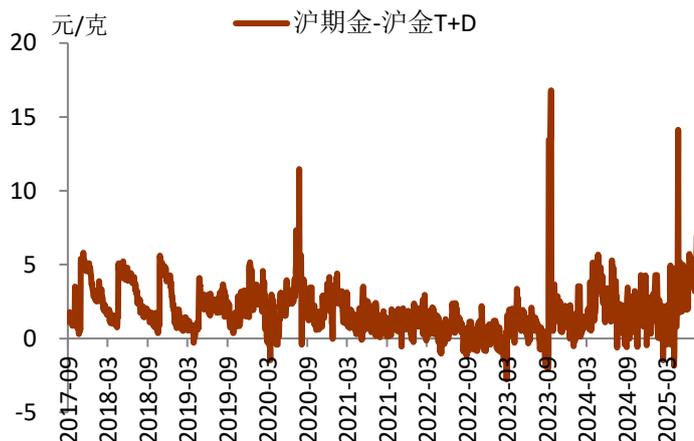


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

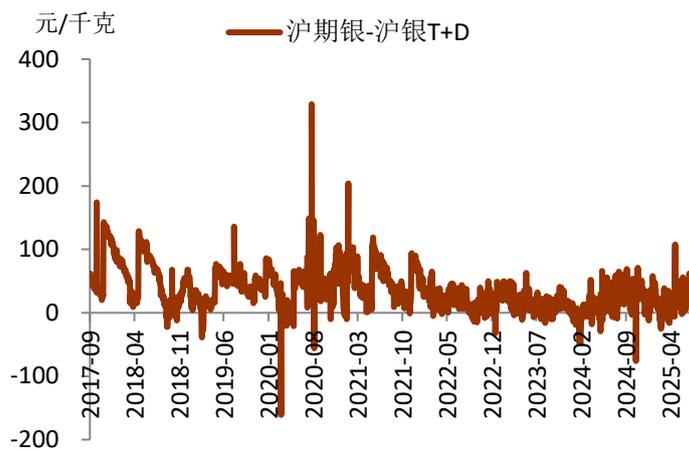


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 国内黄金期现价差



图表 22 国内白银期现价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、央行购金动向

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

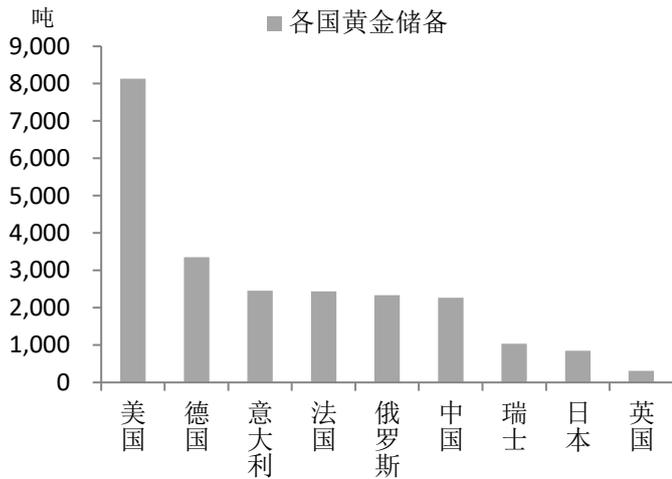
各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年连续第三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，特别是去年四季度购金量大幅增加至 333 吨，使得全球央行的年度购金总量被推至 1045 吨。其中，波兰、印度和土耳其是最大的买家。

根据世界黄金协会发布的《2025 年二季度全球黄金需求报告》显示，购金主力军全球央行的购买量有所放缓，全球央行在二季度净购金 166 吨，增储量同比减少 21%。不过，中国央行二季度净购金 6 吨，上半年累计增储 19 吨，截至 6 月，连续 8 个月增持黄金。

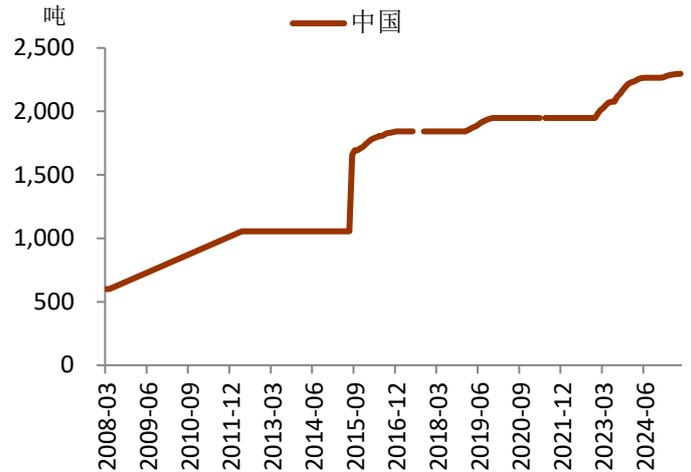
中国人民银行公布的官方储备资产数据显示，6 月末黄金储备达 7390 万盎司（约 2298.55 吨），较上月增加 7 万盎司（约 2.18 吨），连续第 8 个月增持黄金。

逆全球化背景下，地缘政治冲突会更加频繁，全球央行去美元化趋势将持续，而黄金是全球广泛接受的最终支付手段，央行增持黄金能够增强主权货币的信用。从优化国际储备结构，稳慎扎实推进人民币国际化，以及应对当前国际环境变化等角度来看，未来央行增持黄金仍是大方向。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位，全球央行持续购金将继续为黄金需求提供支撑。

图表 23 主要央行黄金储备量



图表 24 中国央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

自去年 12 月以来，因市场对特朗普可能对进口黄金加征关税的政策预期触发了黄金的提前囤积潮，大量黄金从伦敦、瑞士、新加坡等地被紧急运往美国纽约的金库，COMEX 黄金库存在短短两个多月的时间内成倍增加。虽然 COMEX 白银库存也在增加，但增幅不及黄金。

进入 3 月，COMEX 黄金库存增加的速度放缓，4 月 2 日对等关税落地，黄金排除在关税之外，COMEX 黄金库存在 4、5、6 月有小幅下降，但 7 月又开始增加。截至 2025 年 8 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 3879 万盎司，合计约 1207 吨，环比增加 5.46%，比去年同期增加 117%。COMEX 白银库存 7 月也小幅增加，截至 2025 年 8 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 4.99 亿盎司，合计约 15757 吨，环比增加 1.47%，比去年同期增加 67%。

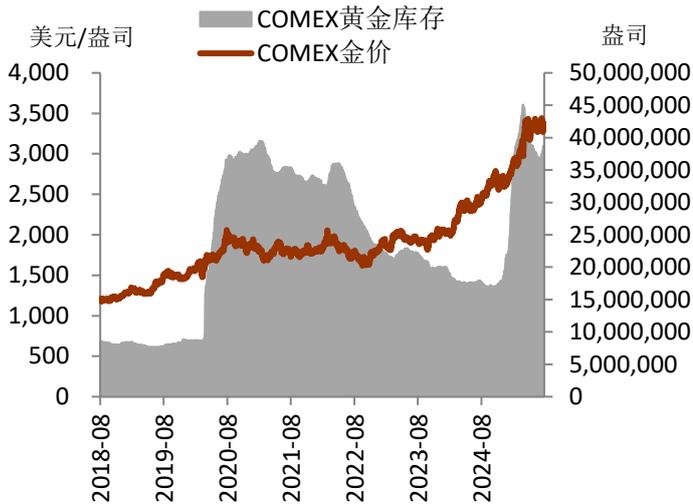
今年国内两大交易所的白银库存呈现出反向的变化。7 月上海期货交易所的白银库存下降，而黄金交易所的白银库存有小幅增加。截至 2025 年 7 月底，上海黄金交易所白银库存为 1208 吨，比上月同期减少 92 吨。当前上期所白银库存为 1368 吨，比上月同期小幅增加 45 吨，两大交易所白银库存共计 2576 吨，比上月同期减少 47 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

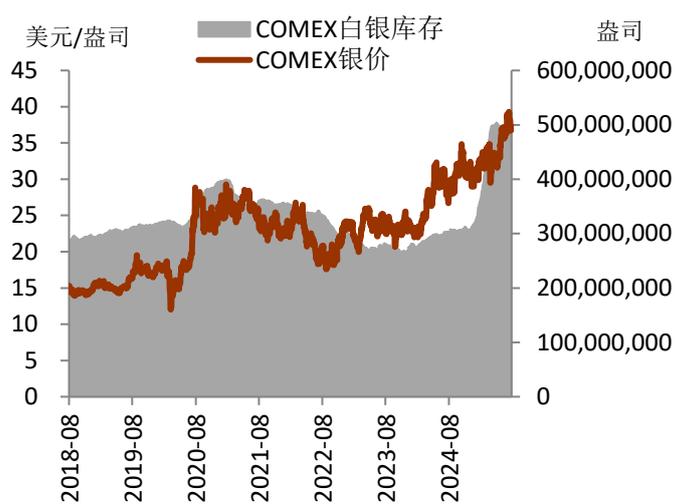
	2025/8/4	2025/7/4	2024/8/4	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	38793597	36785583	17868106	2008014	5.46%	20925491	117.11%
白银(千盎司)	506602109	499281076	302723006	7321032	1.47%	203879103	67.35%

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化



图表 27 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

近三年，国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化，但随着金价不断创出历史新高，资金又开始流入黄金白银 ETF，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持仓量高点在 4 月 21 日，有 959 吨，随后金价回调，资金也跟随流出。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性。

2025 年二季度《全球黄金需求趋势报告》显示，在高金价环境下，二季度全球黄金需求总量（包含场外交易）达 1249 吨，同比增长 3%。黄金 ETF 投资仍是推高黄金总需求的关键驱动力，二季度流入量达 170 吨，相比一季度的流入量达 226 吨有所下降。其中，亚洲地区上市基金贡献突出，流入量达 70 吨，与北美地区基金 73 吨的净流入量持平。

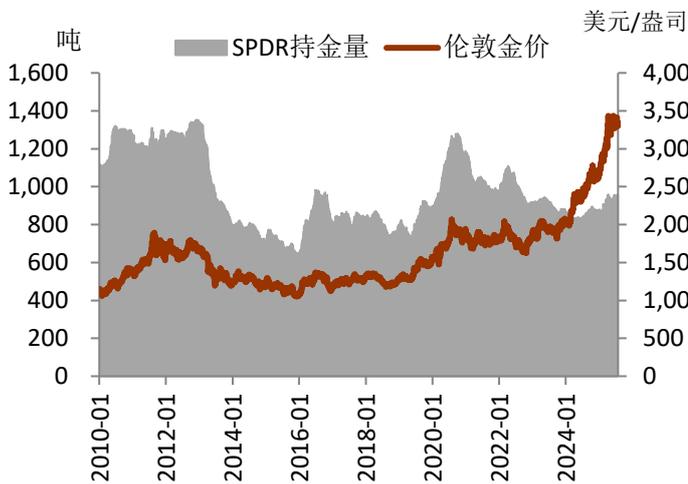
近几月，全球最大的黄金和白银 ETF 所持金银量都有小幅增加。截至 8 月 4 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量有 955 吨，全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量增加至 15022 吨。白银的持仓量增加更快，可见近期投资资金明显更青睐白银。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

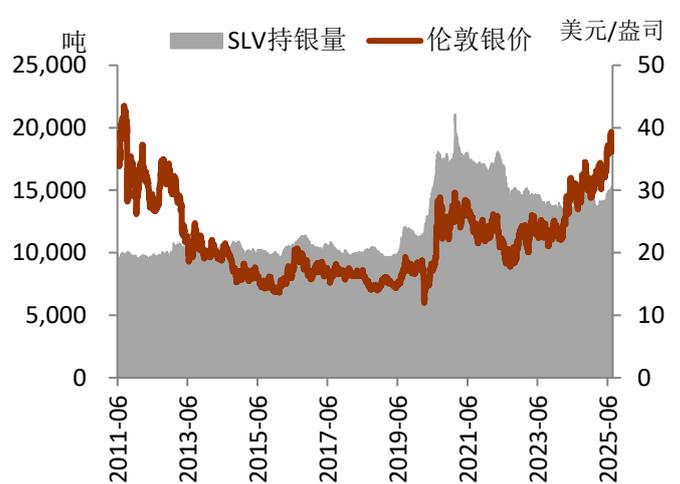
单位：吨	2025/8/4	2025/7/28	2025/7/5	2024/8/5	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	954.80	956.23	947.66	844.90	-1.43	7.14	109.90
ishares 白银 持仓	15021.87	15159.79	14868.74	14271.88	-137.92	153.13	749.99

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向，一般会领先于金银价格的走势。从 COMEX 的非商业性净多持仓变化来看，5 月黄金期货的非商业性净多单又开始持续增加。而白银期货的非商业性净多持仓增加更快，在 6 月中旬一度超过的在今年 3 月中旬阶段性高点，可见投机资金流入白银更积极。

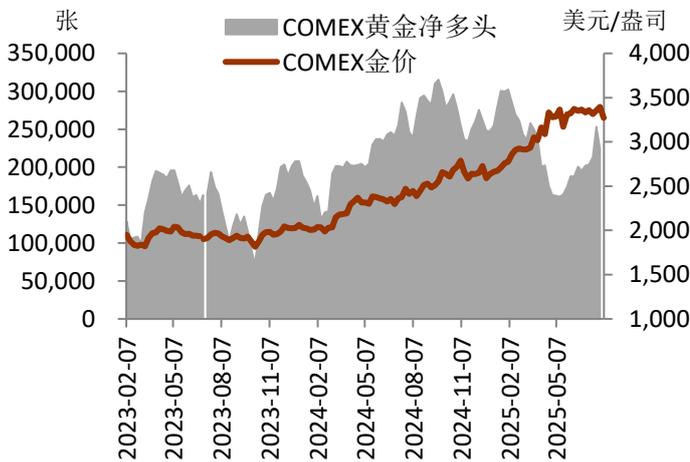
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 7 月 29 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 223596 张，多头资金在持续增仓出现减仓；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 59407 张，也出现减仓。投机资金的流出是 7 月底金银回调行情的助推因素之一。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

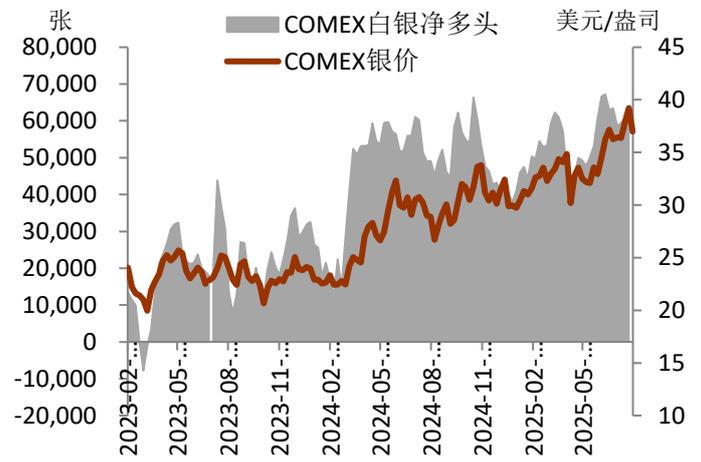
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-07-29	281241	57645	223596	-29442
2025-07-22	311949	58911	253038	39923
2025-07-15	270227	57112	213115	10147
2025-07-08	261685	58717	202968	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-07-29	80493	21086	59407	-1213
2025-07-22	85678	25058	60620	1172
2025-07-15	85022	25574	59448	927
2025-07-08	80779	22258	58521	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

美国与主要贸易伙伴国的贸易谈判都取得积极成果，关税对市场扰动仍在但影响已弱化。近期大幅走弱的美国非农就业数据打破了美国“劳动力市场依旧强劲”的叙事，引发对美国经济可能陷入衰退的担忧，从而导致降息预期迅速升温，对贵金属价格形成提振。目前美联储 9 月降息几乎被市场视为定局。但随着 8 月关税开始加征并可能传导至通胀出现持续反弹，9 月降息可能还存在一定的不确定性。预计接下来降息预期还会继续摇摆，金价将继续维持高位震荡走势。

银价的补涨行情在 6 月初已开启，目前银价无论是绝对价格还是相对价格仍处于低位，补涨的逻辑还将持续。银价在经历了 7 月下旬的回调之后，预计 8 月的反弹会更加强劲。

风险因素：美联储任命新主席、美国经济数据超预期恶化

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 910、911 室
电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。