



2025 年 9 月 8 日

降息预期强化，金银再创新高

核心观点及策略

- 近期特朗普对美联储强势干预使得美联储的独立性危机加剧，以及美国就业数据走弱，市场对美联储降息预期强化。加上投资资金流入ETF、央行持续购金以及实物需求复苏等多重利好因素，均为黄金和白银价格提供强劲支撑。我们认为，短期金银不宜追涨，但中长期依然看好。
- 今年以来我们一直强烈看好白银。虽然白银价格从年初至今上涨幅度已超过40%，但相对于屡创新高的黄金和处于历史高位的铜，目前白银不管是绝对价格还是相对价格，依然处于低位，且价格弹性大，我们更看好白银价格走势。
- 风险因素：美联储独立性危机持续恶化、美国通胀数据超预期上涨

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、美联储独立性危机加剧	5
2、弱非农强化降息预期	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	9
4、贵金属库存变化	10
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	6
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	6
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	7
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	7
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	8
图表 18 沪期金银比价变化	8
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	9
图表 22 国内白银期现价差	9
图表 23 主要央行黄金储备量	10
图表 24 中国央行黄金储备变化	10
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	11
图表 26 COMEX 黄金库存变化	11
图表 27 COMEX 白银库存变化	11
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	12
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 32 白银 ETF 持仓变化	12
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	13
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	13
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	13

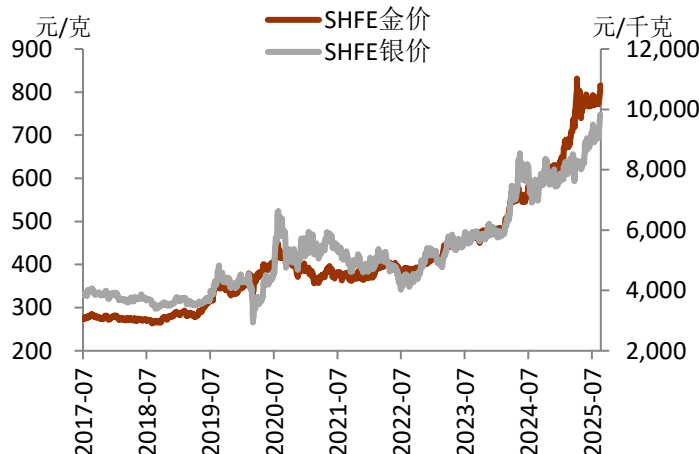
一、贵金属行情回顾

2025 年 8 月，贵金属价格表现强劲。在 8 月初公布的美国非农就业数据大幅弱于预期，且特朗普罢免统计局局长，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，降息预期急剧升温，金银价格上涨。但美国 7 月 PPI 数据超预期显示通胀压力仍存，劳动力市场保持韧性，使得 9 月降息大幅预期弱化，金银价格承压调整。8 月 20 日，特朗普罢免美联储理事库克，称其必须立即辞职，使得市场对美联储独立性的担忧加剧，助推金银价格再度走强，国际金价再创历史新高，银价则站上 40 美元/盎司创近 14 年新高。截至 8 月底，COMEX 期金主力合约月度涨幅为 5.2%，COMEX 期银主力合约月度涨幅为 10.76%。

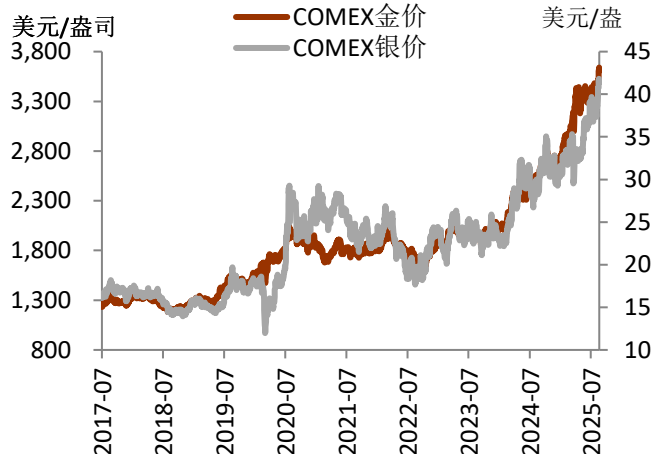
进入 9 月，特朗普对美联储的干预愈演愈烈，越来越多的美联储官员也纷纷表示支持降息，叠加最新公布的 8 月非农就业数据骤降，降息预期持续强化推动金银价格继续上攻。

人民币兑美元汇率在 8 月贬值，国内金银价格走势弱于随外，特别是沪期金价格明显弱于外盘金价，月度涨幅仅 1.93%，沪期银价格月度涨幅为 4.09%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

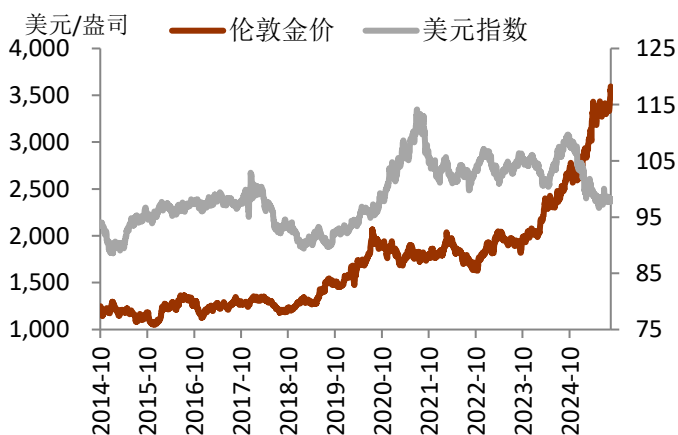


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

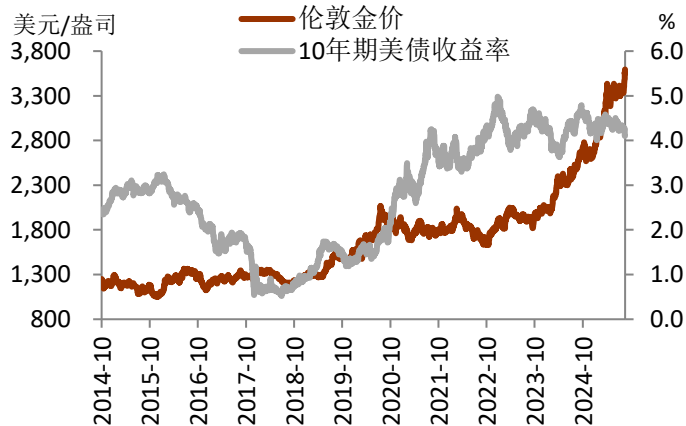


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

8月，鲍威尔罢免美联储理事库克使得市场对美联储独立性的担忧加剧，以及美国经济数据走弱，降息预期进一步强化，助推贵金属价格强劲持续走强。

1、美联储独立性危机加剧

特朗普自2025年1月开启第二任期以来，多次抨击美联储主席鲍威尔降息迟缓，甚至威胁解雇鲍威尔。主要有两个原因：一是对冲关税政策对经济的负面冲击；二是降低政府债务利息负担。特朗普多次威胁罢免鲍威尔，然而根据现行法律框架实现难度较高，美国历史上还未出现罢免美联储主席成功的案例。目前美联储主席候选人的名单已缩小至三人。其中包括白宫国家经济委员会主任哈西特、前美联储理事沃什以及美联储理事沃勒。鲍威尔的任期将于明年5月结束，但继任者的遴选时间表仍不明确。鲍威尔8月22日在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话由之前的维持鹰派意外转向偏鸽派，可能意味着联储独立性终结的开始。此次转向不排除有屈服于政治压力的因素。目前来看，鲍威尔完成任期的可能性较大。

8月25日，特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为，正式罢免美联储理事库克。本次行动为1913年美联储成立以来首次由总统直接罢免理事的案例，也是特朗普就任总统以来对美联储独立性的最强力的一次直接干预。市场对美联储能否保持独立性担忧加剧。这一行动并非孤立地针对库克，而是一次旨在恐吓整个理事会并改变FOMC投票格局的战略举动，市场对未来更多“特朗普派”的理事就职预期令明年的降息预期升温。对美联储独立性和美元信用的担忧则令长端美债利率和美元指数下行，黄金价格上行。往前看，由于罢免风波前景未明，对美联储独立性的担忧料将持续发酵，预计贵金属价格将维持高位运行。

2、弱非农强化降息预期

继7月非农就业数据爆冷之后，8月非农就业数据继续恶化。8月新增非农就业仅2.2万人，远低于市场预期7.5万人。6-7月新增非农就业累计下修2.1万，且6月份新增非农在修订后转负，较为罕见。趋势上看，近3个月平均新增就业2.9万人，亦较2025年初出现明显下行。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了2.5万就业，休闲和酒店业新增就业较7月上升较多。政府就业在8月减少了1.6万。总体看，虽然7月数据有小幅上修，但8月非农就业数据说明美国劳动力市场可能在快速降温。

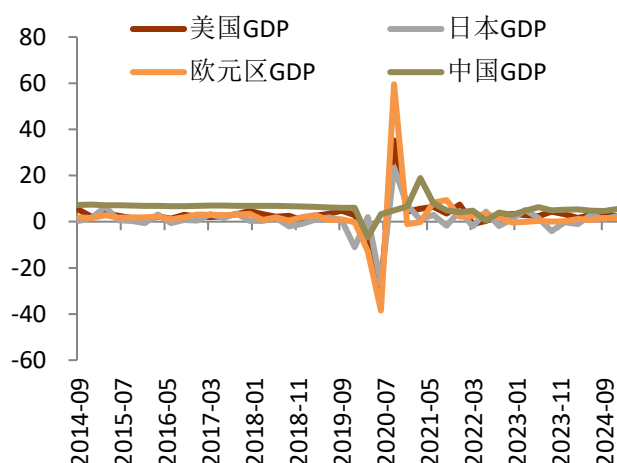
8月失业率4.3%，较前月4.2%上升0.1个百分点，是2021年以来最高水平。薪资方面，8月时薪环比0.28%，对应年率约3.3%，最近四个月环比平均值0.29%（年率约3.6%）。与去年9月降息前四个月时薪环比平均值为0.32%（年率约3.9%）相比，当前时薪环比更

低。因而失业率和时薪两个数据也支持美联储降息。

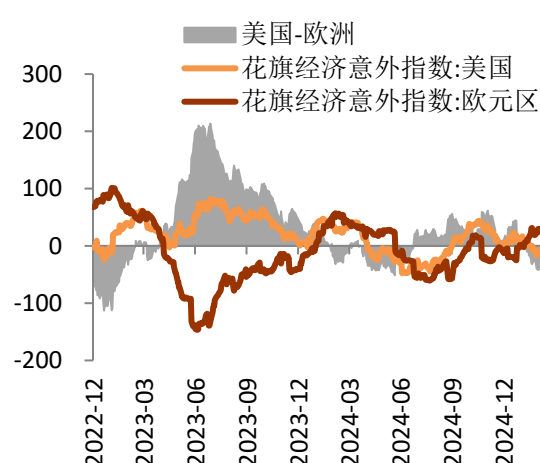
不仅非农发出信号，此前公布的职位空缺、ADP 就业、挑战者裁员和申领失业金数据，均一致性指向美国劳动力市场降温明显，几乎呈现全面走软的态势。从这个角度看，美国经济走弱的风险已经不容忽视。市场有交易衰退预期的迹象，但结合其他数据来看，目前交易美国经济衰退的理由并不充分。考虑到特朗普对于联储理事会将会有更大的掌控力，美联储的连续降息有更强的政治动力，这反而会使得经济前景会比较乐观。

但目前降息幅度并不确定，8 月通胀数据将会成为美联储 9 月降息幅度的关键。从美联储最关心的通胀指标 PCE 来看，7 月 PCE 的同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升约 2.9%，均有加速迹象，随着 8 月关税开始加征并可能传导至通胀出现明显反弹，美联储在 9 月或较难再度降息 50bp，更可能会选择连续降息 25bp，今年将降息 2-3 次。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

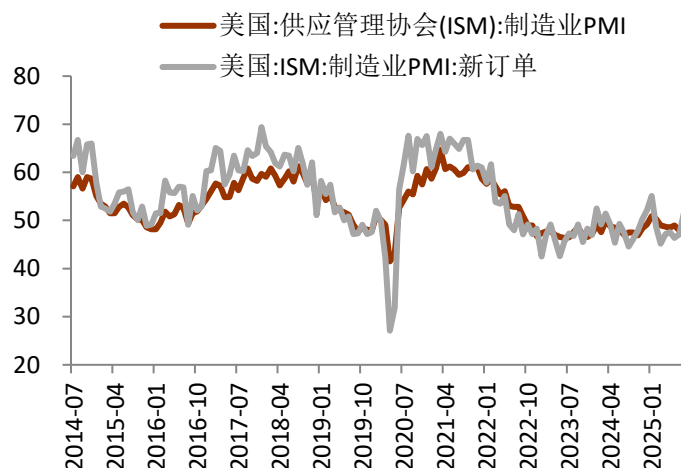


图表 6 美欧经济意外指数变化

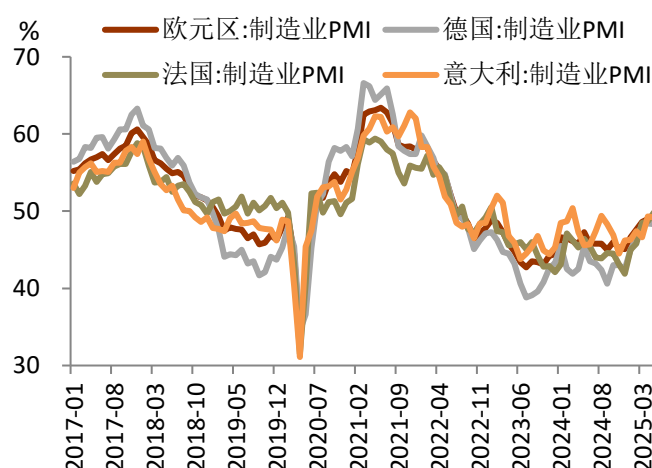


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

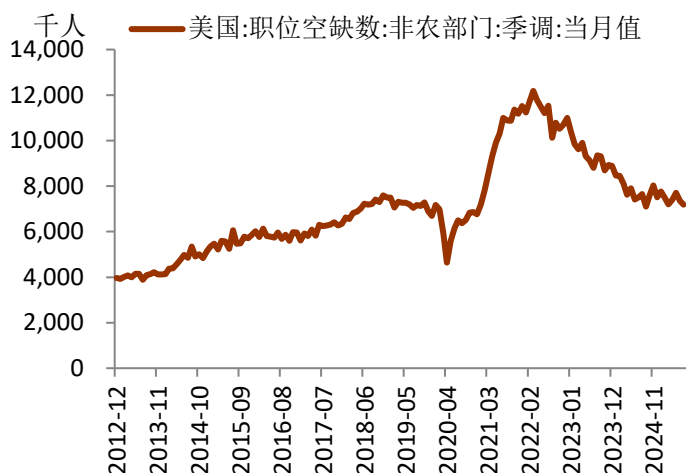


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

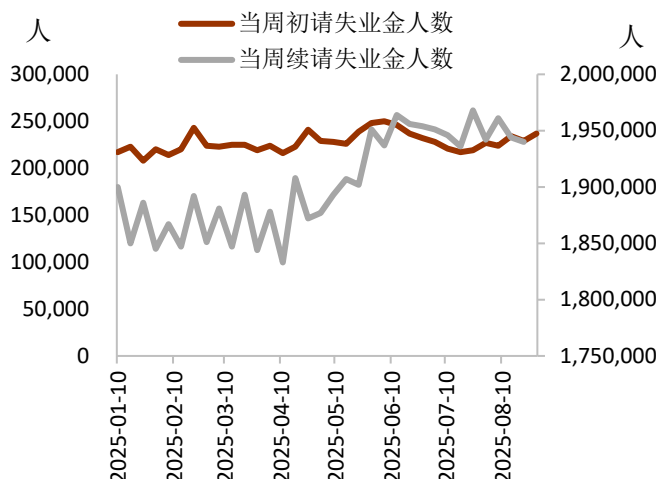


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

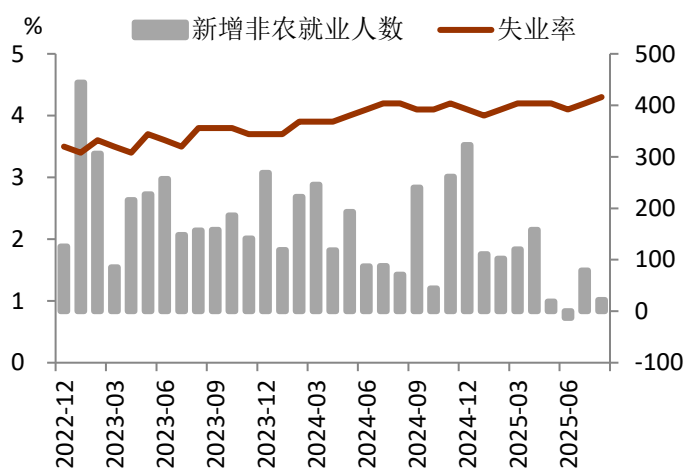


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



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

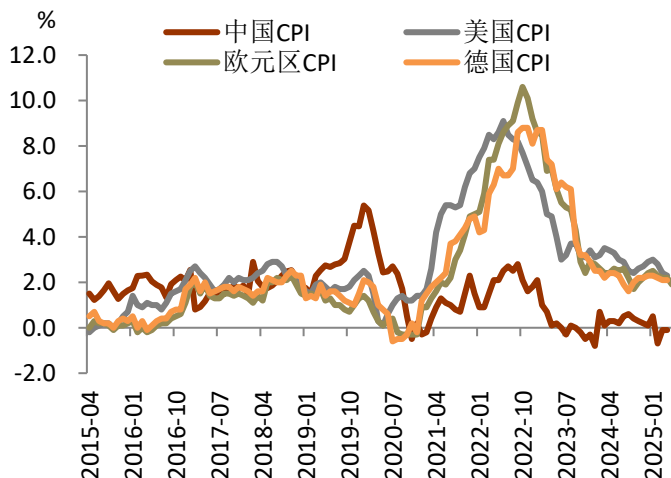


图表 12 美国时薪增速

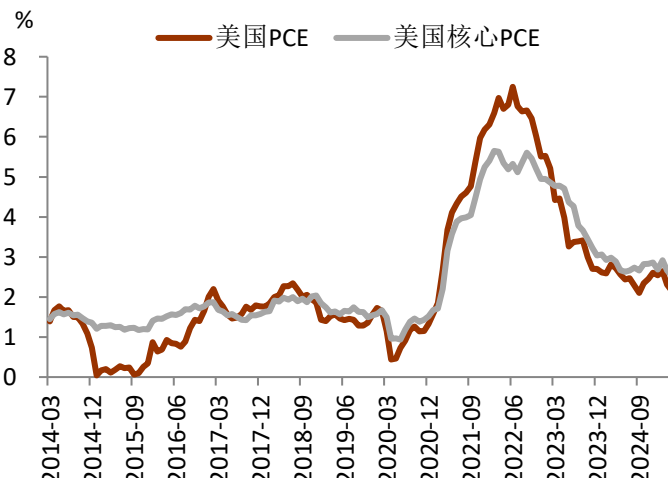


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

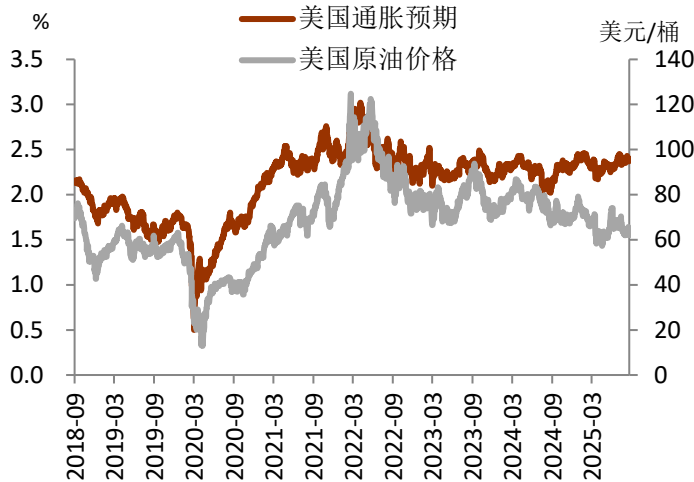


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

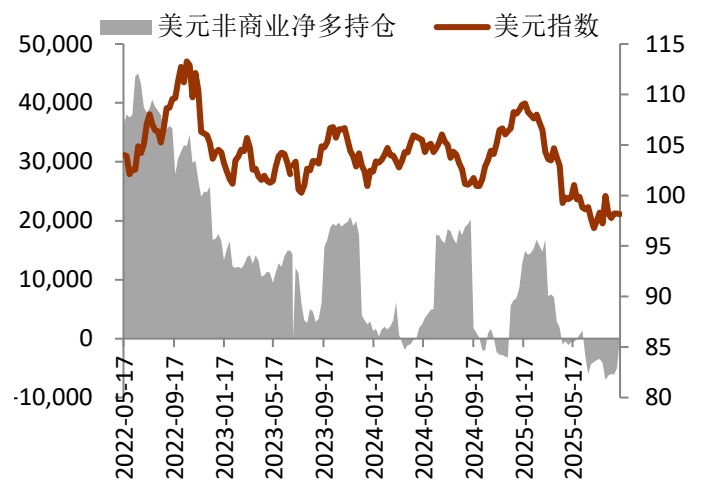


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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



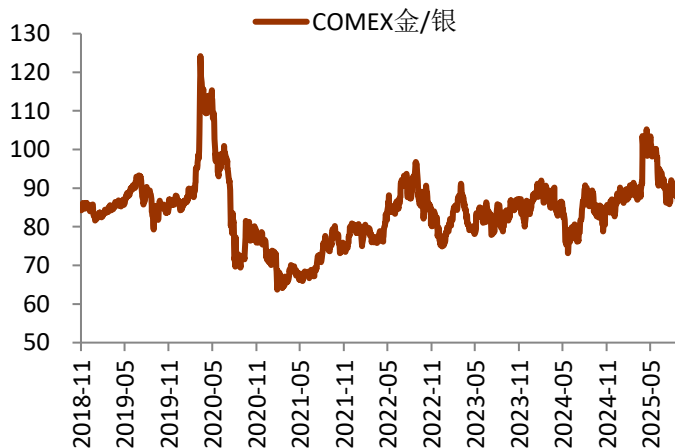
资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

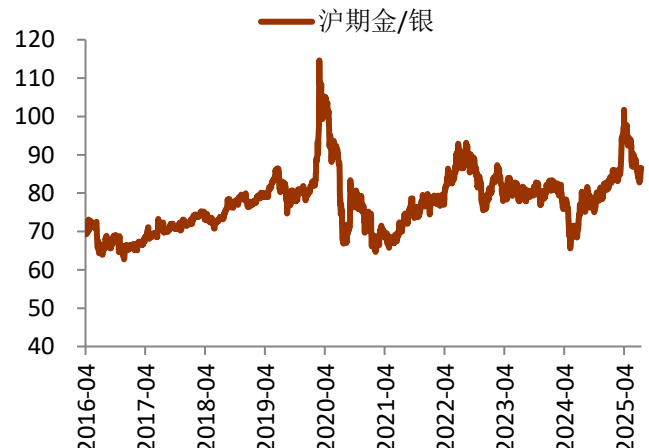
1、金银比价变化

8 月银价走势明显强于金价，COMEX 金银比价从 90.4 回落至 85 附近。近期金价再创历史新高，金银比价略有反弹。我们认为，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

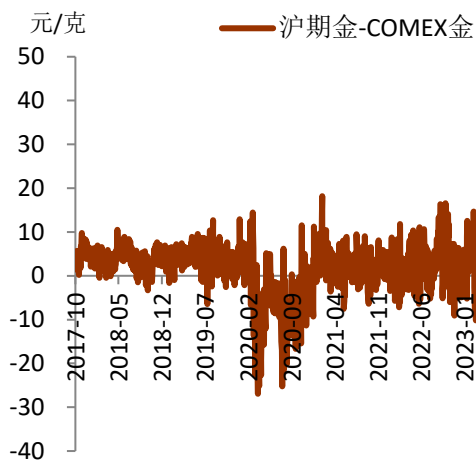


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

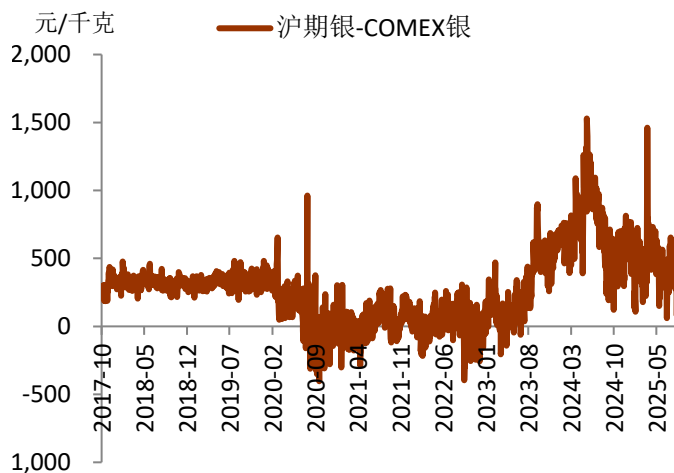
2、期现及内外价差变化

8 月上半月人民币兑美元汇率在 7.18-7.20 之间窄幅波动，8 月下旬人民币兑美元汇率贬值至 7.115，沪期金与 COMEX 期金价差缩小甚至为负。沪期银与 COMEX 期银价处于正常波动区间之内波动。国内期现价差来看，处于正常波动区间。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

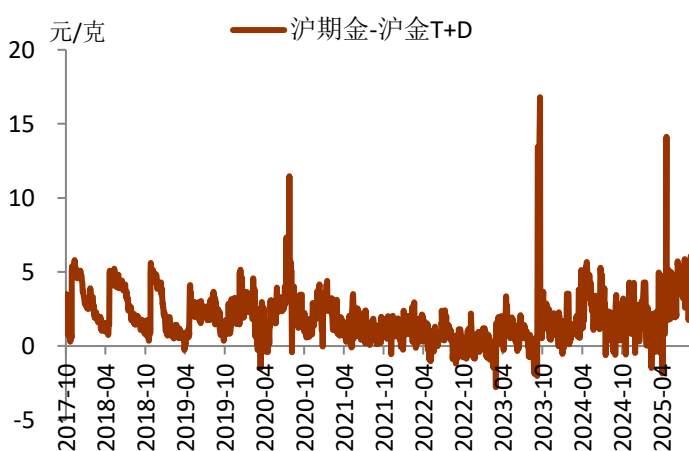


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

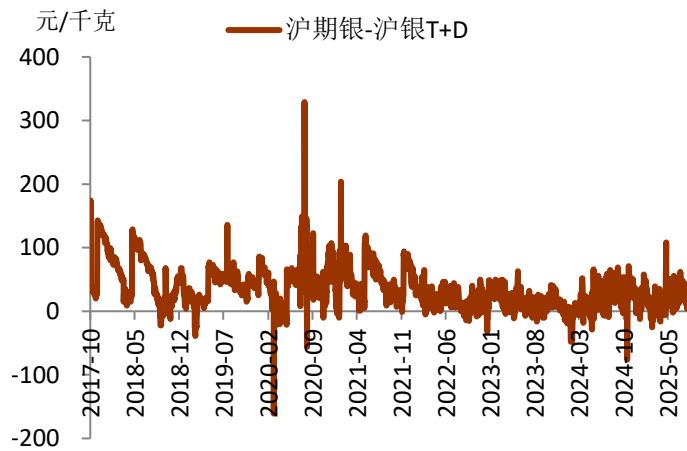


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

敬请参阅最后一页免责声明

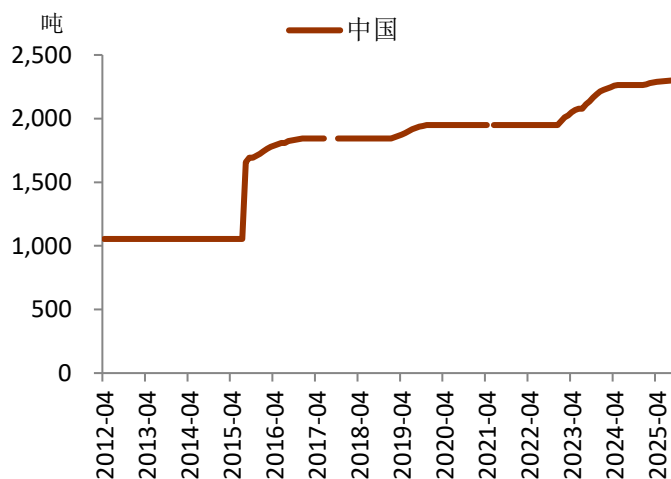
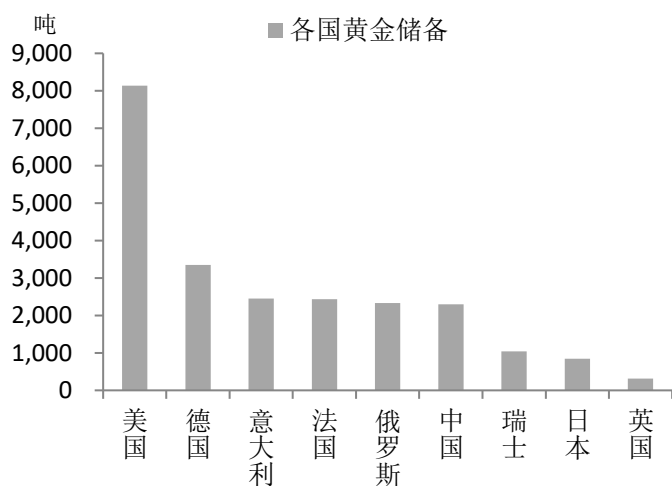
根据世界黄金协会发布的《2025 年二季度全球黄金需求报告》显示，购金主力军全球央行的购买量有所放缓，全球央行在二季度净购金 166 吨，增储量同比减少 21%。但上半年总体维持在五年平均水平以上，较十年平均水平高出 40%以上。中国央行二季度净购金 6 吨，上半年累计增储 19 吨，

央行最新公布的数据显示，中国 8 月末黄金储备 7402 万盎司，7 月末黄金储备报 7396 万盎司，为连续第 10 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、8 月又小幅增加。截至 2025 年 9 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 3896 万盎司，合计约 1212 吨，环比增加 0.4%，比去年同期增加 129%。COMEX 白银库存 7、8 月也小幅增加，截至 2025 年 9 月 5 日，COMEX 黄金期货的库存有 5.18 亿盎司，合计约 16123 吨，环比增加 2.38%，比去年同比增加 69%。

敬请参阅最后一页免责声明

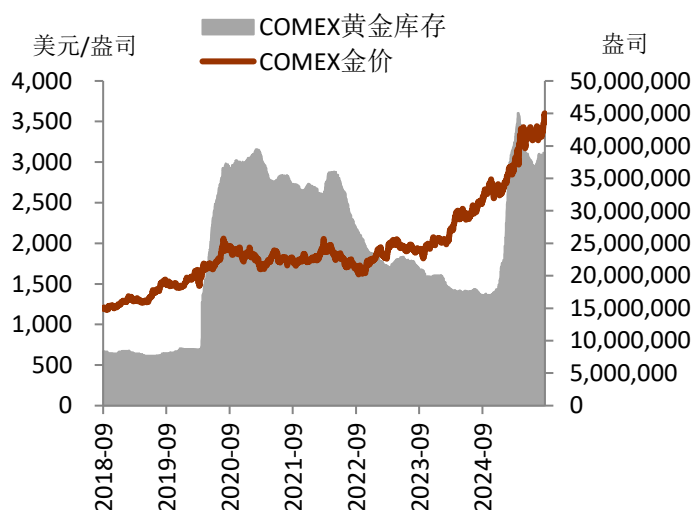
8月国内上海期货交易所何上海黄金交易所的白银库存均有小幅下降。截至2025年8月底，上海黄金交易所白银库存为1284吨，比上月同期减少85吨。8月底上期所白银库存为1196吨，比上月同期小幅减少12吨，两大交易所白银库存共计2480吨，比上月同期减少97吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

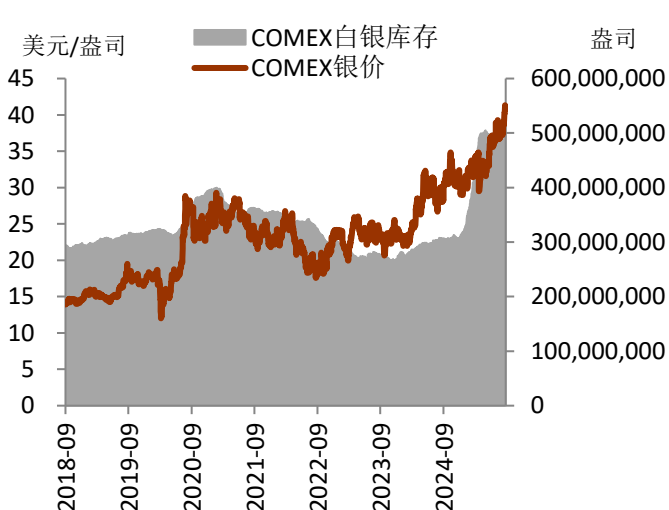
	2025/9/5	2025/8/5	2024/9/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	38957798	38800720	17011411	157078	0.40%	21946387	129.01%
白银(千盎司)	518368232	506311741	306017577	12056491	2.38%	212350655	69.39%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

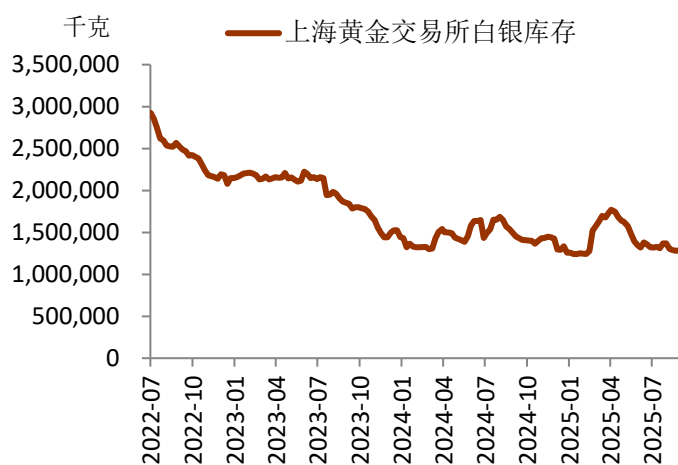


图表 27 COMEX 白银库存变化

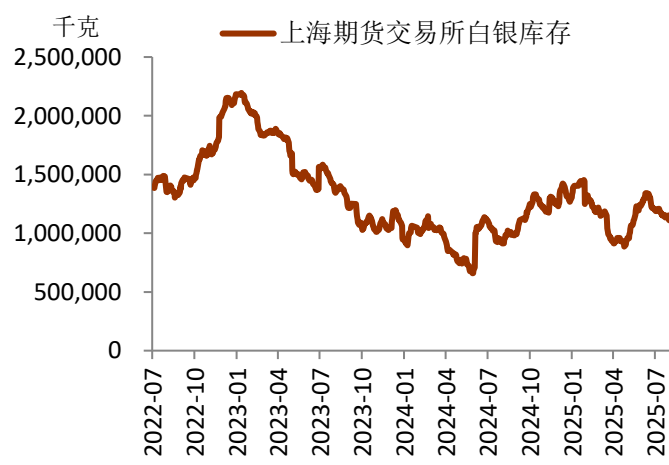


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 的持金量高点在 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。

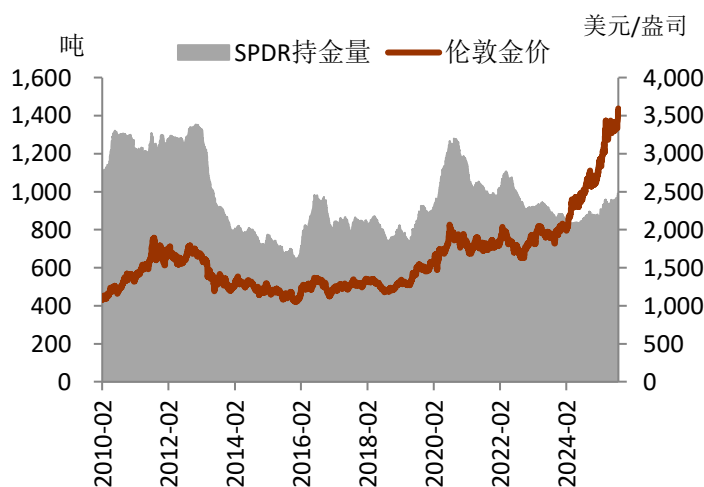
近几个月，全球最大的黄金和白银 ETF 所持金银量都有小幅增加。截至 9 月 5 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量有 982 吨，全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量增加至 15194 吨。随着金银价格保持强势运行并不断创出新高，投资资金也在持续流入黄金和白银 ETF。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

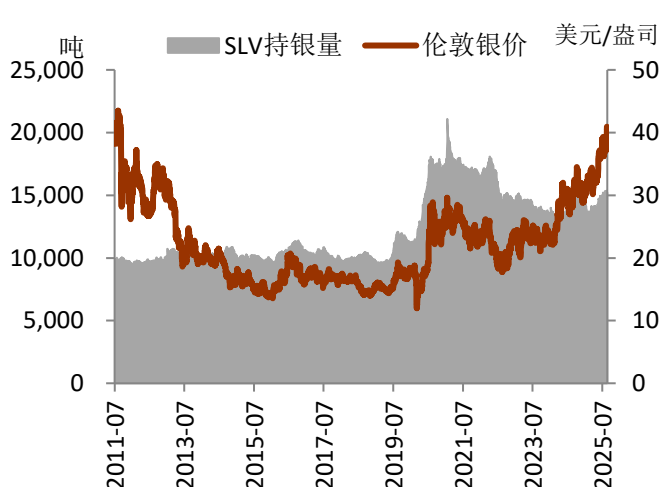
单位：吨	2025/9/5	2025/8/29	2025/8/5	2024/9/5	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	981.97	977.68	952.79	862.74	4.29	29.18	119.23
ishares 白银 持仓	15193.85	15310.00	15112.28	14500.09	-116.15	81.57	693.76

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

敬请参阅最后一页免责声明

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，8 月中旬开始，白银期货的非商业性净多持仓快速增加，与此对应的是白银价格的强劲上攻。

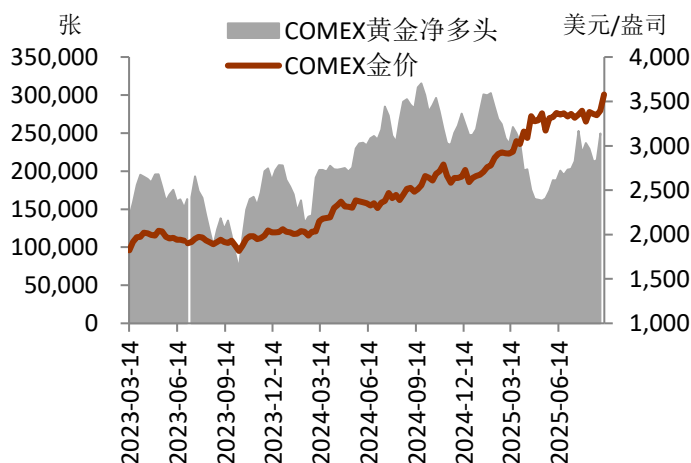
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 9 月 2 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 249530 张，COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 55923 张，当周黄金白银期货上的多头资金出现大幅增仓。投机资金的流入是 8 月底 9 月初金银上攻行情的直接助推因素。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

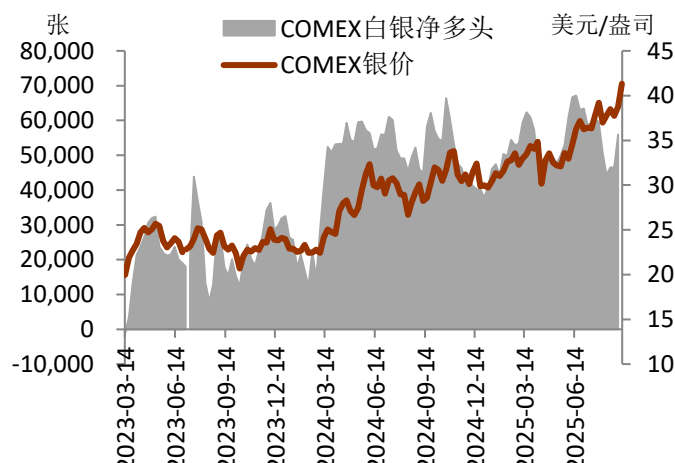
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-02	315796	66266	249530	35219
2025-08-26	275767	61456	214311	1721
2025-08-19	275277	62687	212590	-16895
2025-08-12	288115	58630	229485	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-09-02	74466	18543	55923	9457
2025-08-26	68227	21761	46466	-83
2025-08-19	68102	21553	46549	2281
2025-08-12	66252	21984	44268	

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

近期特朗普对美联储强势干预使得美联储的独立性危机加剧，以及美国就业数据走弱，市场对美联储降息预期强化。加上投资资金流入 ETF、央行持续购金以及实物需求复苏等多重利好因素，均为黄金和白银价格提供强劲支撑。我们认为，短期金银不宜追涨，但中长期依然看好。

今年以来我们一直强烈看好白银。虽然白银价格从年初至今上涨幅度已超过 40%，但相对于屡创新高的黄金和处于历史高位的铜，目前白银不管是绝对价格还是相对价格，依然处于低位，且价格弹性大，我们更看好白银价格走势。

风险因素：美联储独立性危机持续恶化、美国通胀数据超预期上涨

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。