国信期货贵金属月报

金银

降息预期升温 金银震荡走强

2025 年 8 月 24 日

● 主要结论

2025 年 8 月，贵金属市场在货币政策预期转换、地缘局势演变及关键经济数据发布的交织影响下整体走强，白银月度涨幅显著超越黄金，彰显其高弹性特征。月初，美国非农就业数据意外疲弱触发避险买盘集中涌入，推动纽约金价单日飙涨并强势突破 3400 美元关键技术阻力位；白银虽受工业属性拖累深度回调，然随后快速收复失地。月中，黄金受关税避险溢价与宽松预期共振推动刷新历史高点，然白宫澄清金条关税政策后金价部分回吐涨幅；白银则凭借工业需求韧性及金融溢价共振强势突破关键阻力位。下旬，地缘局势缓和与通胀数据超预期令市场震荡调整，但美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行研讨会上的鸽派表态强化 9 月降息预期，最终推动金银月度收官反弹。白银涨幅突出，主要得益于其兼具工业与金融双重属性，推动银价弹性显著高于黄金。截至 8 月 22 日，COMEX 黄金月度上涨 2.24%，报 3417.2 美元/盎司；COMEX 白银月度大幅上涨 5.68%，报 38.88 美元/盎司。内盘方面，沪金月度上涨 1.41%，报 781.12 元/克；沪银月度上涨 4.38%，报 9403 元/千克。

展望后市，贵金属 9 月或延续高位震荡格局，核心驱动锚定美联储政策转向预期及地缘风险演变。市场普遍预期美联储 9 月将启动降息，若最终落地且释放进一步宽松信号，可能推动美元走弱并提振贵金属金融属性；反之若通胀粘性超预期或就业数据强劲，可能触发回调风险。地缘方面，俄乌冲突及中东局势仍存不确定性，避险需求随时可能升温。COMEX 黄金核心波动区间参考 3280—3480 美元/盎司，对应沪金 765—800 元/克；若降息预期强化或地缘风险加剧，金价有望突破区间上沿。COMEX 白银波动区间预计为 36.5—40.0 美元/盎司，对应沪银 8800—9600 元/千克，其工业属性与投机资金流向将放大弹性，突破 40 美元需工业需求及金融溢价共同发力。重点关注美联储 9 月议息决议、美国非农及通胀数据，以及全球地缘政治事件对市场情绪的扰动，建议投资者密切关注内外盘关键点位的支撑与阻力效果，灵活控制仓位。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号
分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021—55007766—6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池
从业资格号：F03143995
电话：021—55007766—305186
邮箱：15957@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 期货市场行情回顾

2025 年 8 月，贵金属市场在货币政策预期转换、地缘局势演变及关键经济数据发布的交织影响下整体走强，白银月度涨幅显著超越黄金，彰显其高弹性特征。月初，美国非农就业数据意外疲弱触发避险买盘集中涌入，推动纽约金价单日飙涨并强势突破 3400 美元关键技术阻力位；白银虽受工业属性拖累深度回调，然随后快速收复失地。月中，黄金受关税避险溢价与宽松预期共振推动刷新历史高点，然白宫澄清金条关税政策后金价部分回吐涨幅；白银则凭借工业需求韧性及金融溢价共振强势突破关键阻力位。下旬，地缘局势缓和与通胀数据超预期令市场震荡调整，但美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行研讨会上的鸽派表态强化 9 月降息预期，最终推动金银月度收官反弹。白银涨幅突出，主要得益于其兼具工业与金融双重属性，推动银价弹性显著高于黄金。截至 8 月 22 日，COMEX 黄金月度上涨 2.24%，报 3417.2 美元/盎司；COMEX 白银月度大幅上涨 5.68%，报 38.88 美元/盎司。内盘方面，沪金月度上涨 1.41%，报 781.12 元/克；沪银月度上涨 4.38%，报 9403 元/千克。

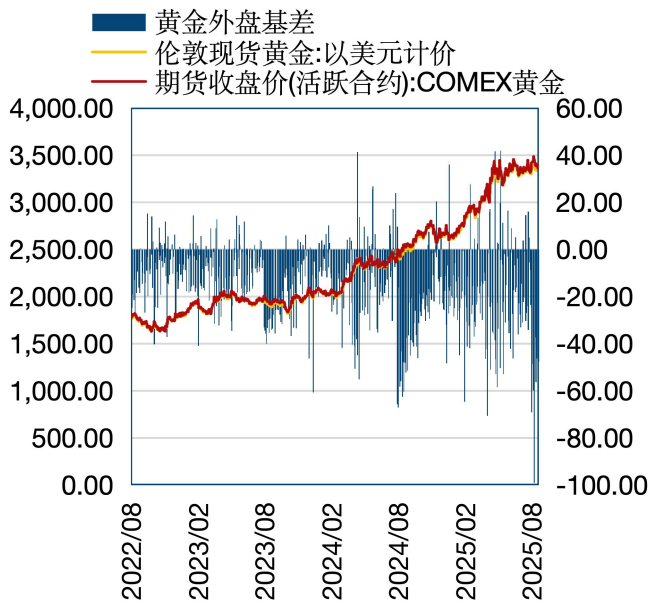
图：COMEX 黄金主力合约日 K 线走势

数据来源：iFIND，国信期货

图：COMEX 白银主力合约日 K 线走势

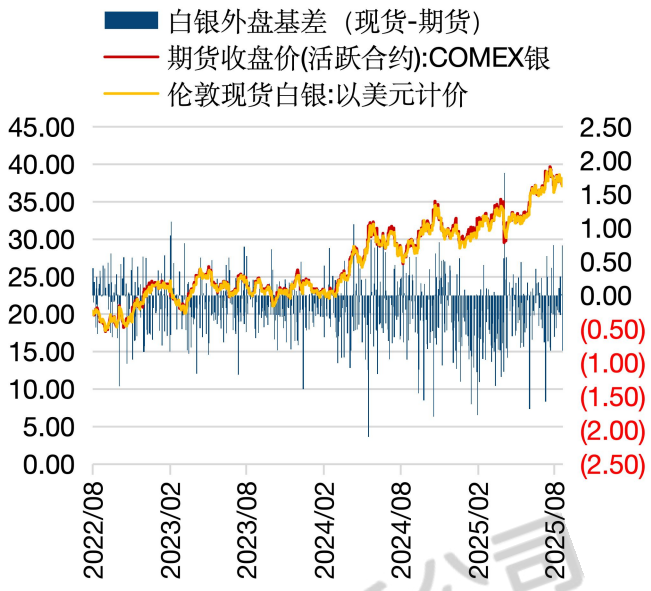
数据来源：iFIND，国信期货

图：黄金内外盘价差



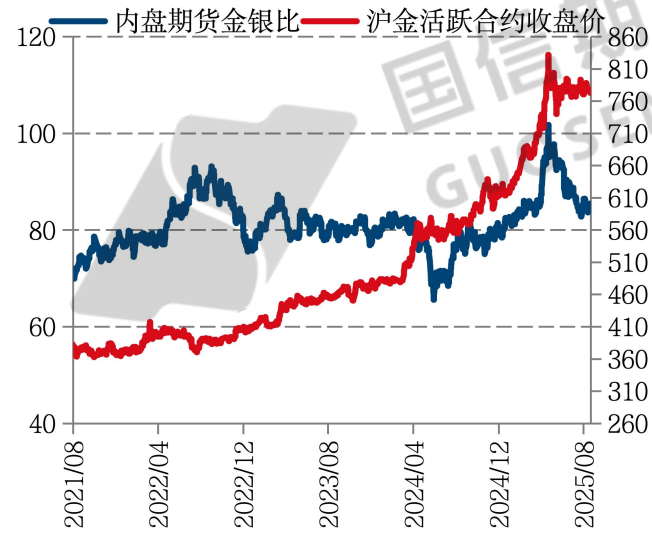
数据来源：Wind 国信期货

图：白银内外盘价差



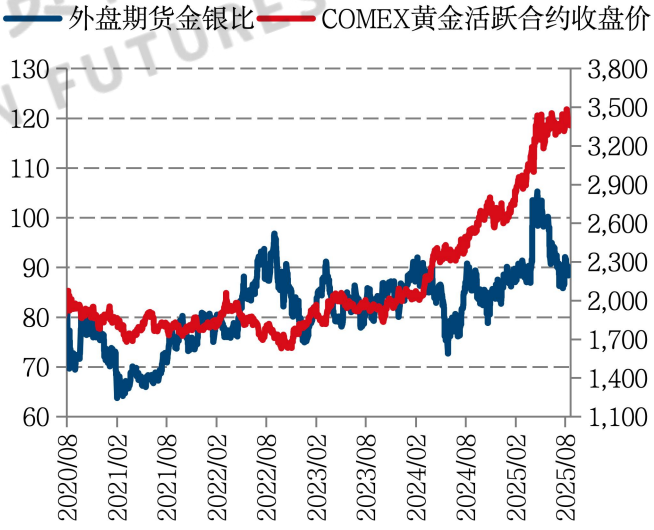
数据来源：Wind 国信期货

图：内盘金银比数值在 85 附近



数据来源：Wind 国信期货

图：外盘金银比修复



数据来源：Wind 国信期货

二、 宏观面分析

（一） 美联储七月议息会议：内部分歧与数据依赖下的按兵不动

美联储 7 月议息会议纪要揭示了货币政策制定者们在经济十字路口的深刻分歧与谨慎立场。尽管委员会连续第五次决定将基准利率维持在 4.25%-4.50%的区间不变，但两位理事，沃勒与鲍曼，投票支持立即降息 25 个基点，这一自 1993 年以来罕见的反对声音，标志着内部对经济前景及政策路径的判断已出现实

质性裂痕。

支撑“按兵不动”决策的是复杂且相互矛盾的经济信号。一方面，通胀风险仍未消散，7 月 PPI 超预期回升，加之关税政策对价格的潜在冲击存在巨大不确定性，令鹰派和中间派官员主张需要更多时间来观察。另一方面，劳动力市场虽维持紧俏，但已显现边际走弱迹象，7 月非农就业数据远逊预期且前期数据遭历史性下修，为鸽派官员的降息主张提供了依据。这种“通胀上行风险”与“就业下行风险”并存的罕见格局，使得美联储的短期决策高度依赖于未来关键数据的表现，其声明中也因此删除了“经济前景不确定性减少”的表述。

与此同时，美联储货币政策独立性的传统根基正面临外部挑战。特朗普总统对数据披露的干预及其持续的政治施压，为政策制定过程增添了额外的复杂性。7 月会议纪要充分反映了一个在数据矛盾、内部分歧与外部压力三重困境中艰难权衡的美联储，其为下一次会议保留所有选项，并为即将到来的杰克逊霍尔年会留出了关键的政策沟通空间。

（二） 鲍威尔杰克逊霍尔演讲释放降息信号 鸽派转向安抚市场

当地时间 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，释放了市场期待已久的降息路径信号，或意味着美联储政策立场可能转向鸽派。

鲍威尔在演讲中表示：“由于政策处于限制性区域，基线前景和风险平衡的转变可能需要调整我们的政策立场。”他提到，尽管当前经济仍具韧性且劳动力市场接近充分就业，但通胀压力已持续缓和，而 2025 年上半年 GDP 增速放缓至 1.2%以及劳动力市场下行风险上升的迹象已变得更为明显。他特别强调，货币政策必须“谨慎推进”，并首次明确表示“当前政策利率较一年前更接近中性水平 100 个基点”，该表述被部分市场参与者解读为美联储可能为降息周期铺路。

此番讲话在一定程度上影响了市场预期。交易员对 9 月降息的押注有所增加，对年底前降息两次的预期也有所回升。美股三大股指出现上涨，涨幅均超 1.5%；国际金价同步上行，现货伦敦金价及 COMEX 黄金价格均涨超 1%，显示市场对货币政策宽松预期有所反应。

在货币政策框架部分，鲍威尔公布了第二次货币政策框架评估结果，重申了 2%的长期通胀目标，但并未设定“最大就业”的具体数值目标，强调政策需保持“前瞻性”并基于“经济前景与风险平衡”制定。这一评估为其在面对复杂经济格局时采取更灵活、数据依赖的降息路径提供了理论依据。

总体来看，鲍威尔此次讲话试图传递美联储在通胀受控前提下，对经济增长与劳动力市场风险予以更多关注的立场。若未来数据支持，美联储或考虑适度放宽货币政策，但其具体时机与幅度仍将取决于后续经济数据表现。

（三） 地缘局势缓和 8 月贵金属市场短期承压

地缘局势迎来突破性进展，推动全球市场风险偏好持续回暖。美乌谈判取得进展，美俄总统建设性通话及“普泽会”的实质性推进，标志着俄乌冲突从“战场对抗”转向“多边谈判”阶段。这一超预期缓和迹象触发资金从避险资产向风险资产轮动，市场开始积极为“和平重建”前景定价，贵金属市场因此短期承压。

然而当前价格尚未完全计入和谈进程中的变数，俄乌在领土问题上的核心分歧仍未解决，叠加美欧“边打边谈”策略，局势仍有反复可能。后续需重点关注未来两周高层会晤的具体议程与成果，这将直接影响避险情绪的持续消退或阶段性修复。

（四） 通胀：7 月 CPI 数据显示通胀压力仍相对温和 提高 9 月降息预期

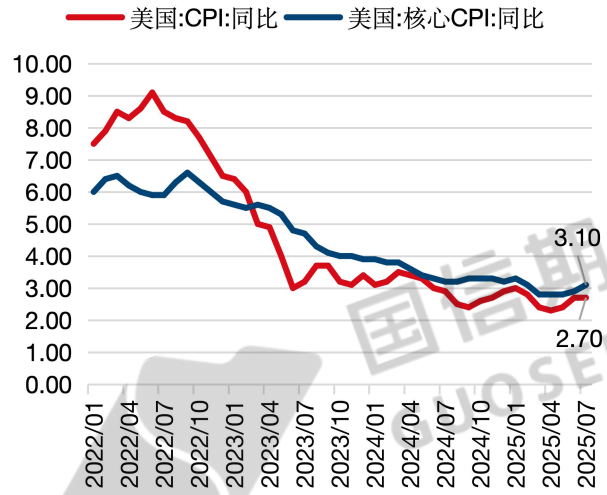
北京时间 8 月 12 日，美国公布的 7 月 CPI 数据显示通胀整体温和且略低于预期，未出现关税显著推高通胀的迹象。具体来看，美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于预期的 2.8%，环比上涨 0.2%，符合预期；核心 CPI 同比升至 3.1%，创自 2 月以来最高水平，环比上涨 0.3%。通胀呈现结构性上行特征，受服务业

价格推动明显，医疗服务、交通运输及娱乐价格涨幅突出，机票价格单月大幅上涨 4%；而受关税直接影响的商品品类价格涨幅则相对温和。市场普遍认为该数据为美联储降息扫除障碍，市场对 9 月降息的预期概率升至 93.4%。

然而，北京时间 8 月 14 日，美国公布的 7 月 PPI 数据显示通胀全面超预期加速上行，环比增速创三年新高。具体来看，美国 7 月 PPI 同比上涨 3.3%，远超预期的 2.5%和前值的 2.3%；环比上涨 0.9%，创 2022 年 6 月以来最大涨幅，远超预期的 0.2%。核心 PPI 同比上涨 3.7%，环比上涨 0.9%，均显著高于预期及前值。通胀压力广泛源于服务成本飙升，其中机械设备批发利润率跃升 2%，航空客运及投资管理成本亦大幅上涨；能源价格加速上行同样构成支撑。数据公布后，交易员减少对美联储 9 月降息的押注，市场担忧企业正通过涨价转嫁关税成本，未来通胀粘性可能强化。

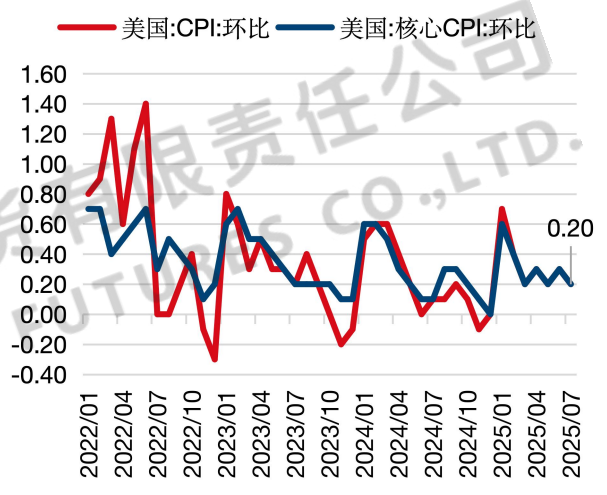
当前市场对美联储政策转向的预期显著强化。CME FedWatch 工具显示，截至 8 月 21 日，9 月降息概率为 81.9%，全年降息预期仍为两次。当前市场对美联储政策转向的预期显著强化。CME FedWatch 工具显示，截至 8 月 21 日，9 月降息概率为 81.9%，全年降息预期仍为两次。

图：美国 CPI 同比（%）低于预期；核心同比高于预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 CPI 与核心 CPI 环比（%）均符合预期



数据来源：WIND，国信期货

图：截至 8 月 21 日，FedWatch 显示降息时间点或为 9 月中旬概率为 81.9%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17										0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.9%	18.1%
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.5%	46.4%	8.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.3%	46.2%	16.7%	1.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	40.4%	32.5%	9.8%	1.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	29.1%	36.2%	20.5%	5.1%	0.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	15.4%	31.4%	31.0%	15.4%	3.6%	0.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	9.5%	23.9%	31.2%	22.7%	9.1%	1.8%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.2%	14.3%	26.3%	28.4%	18.2%	6.7%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	8.4%	19.3%	27.2%	24.2%	13.5%	4.5%	0.8%	0.1%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.1%	10.2%	20.6%	26.7%	22.4%	12.0%	3.9%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.1%	4.7%	12.5%	22.0%	25.7%	20.0%	10.1%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME Group 国信期货

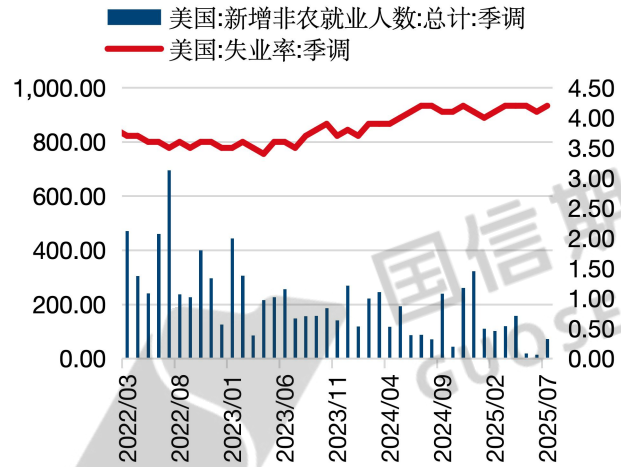
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

（五） 美国 7 月非农数据引发市场剧震

北京时间 8 月 1 日，美国劳工部公布 7 月非农数据，新增非农就业 7.3 万，远低于预期的 10.4 万，创 9 个月新低；前两月数据大幅下修 25.8 万，其中 5 月下修至 1.9 万，6 月下修至 1.4 万；失业率回升至 4.2%，符合预期；时薪同比上涨至 3.9%，高于预期及前值。分项来看，政府部门就业持续减少，联邦政府就业单月再减 1.2 万；私人部门中仅医疗保健和社会救助贡献显著增长，多数行业就业变化不大。

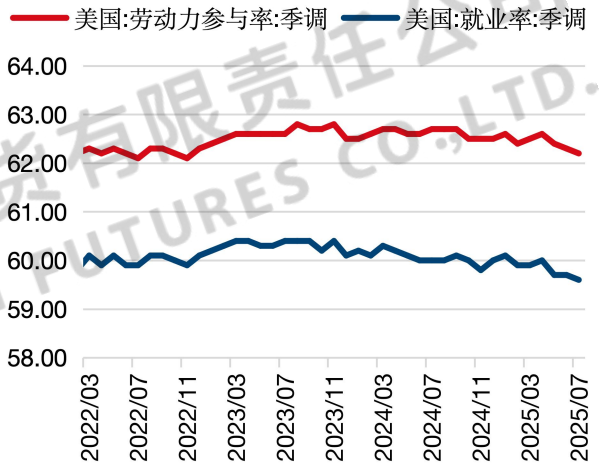
短期来看，远逊预期的非农数据令市场对经济增长放缓担忧加剧，市场对 9 月降息预期从 43%飙升至 80.3%，数据公布后美元指数短线急跌、现货黄金拉升约 15 美元。但时薪加速上涨亦带来通胀黏性隐忧，或制约货币政策宽松空间。中长期而言，就业市场显著降温且劳动参与率同比下降，反映出经济内在动能减弱，增强了市场对降息周期的预期，为贵金属价格提供底层支撑；另一方面，特朗普政府政策不确定性及潜在衰退风险未消，贵金属避险属性与金融属性的支撑逻辑依然稳固。整体而言，非农数据疲软强化宽松预期，利好贵金属中长期走势，但需警惕政策反复。

图：美国 7 月非农数据远低于预期



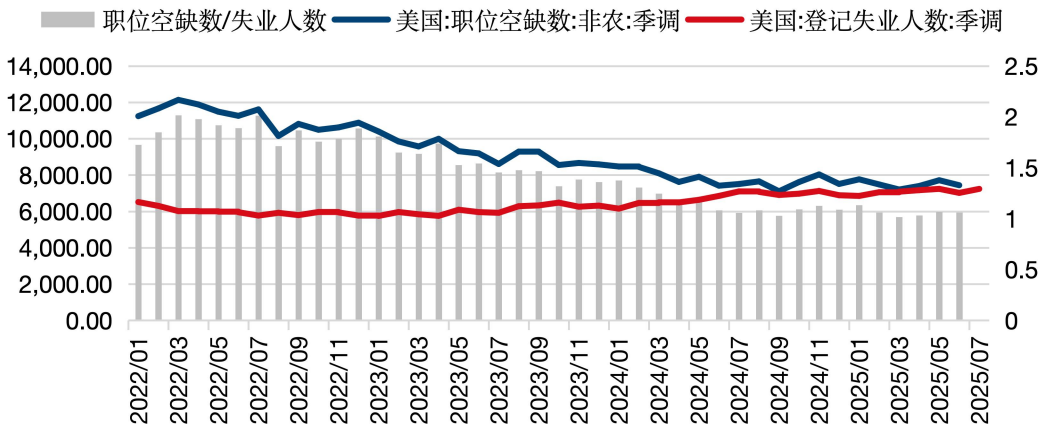
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 7 月劳动力参与率与就业率



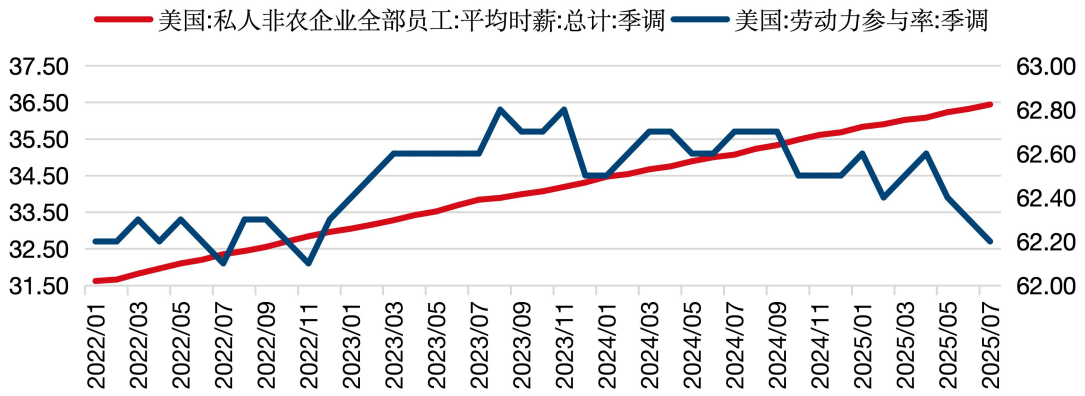
数据来源： WIND，国信期货

图：美国 7 月登记失业人数上升



数据来源：Wind 国信期货

图：美国 7 月平均时薪与劳动参与率

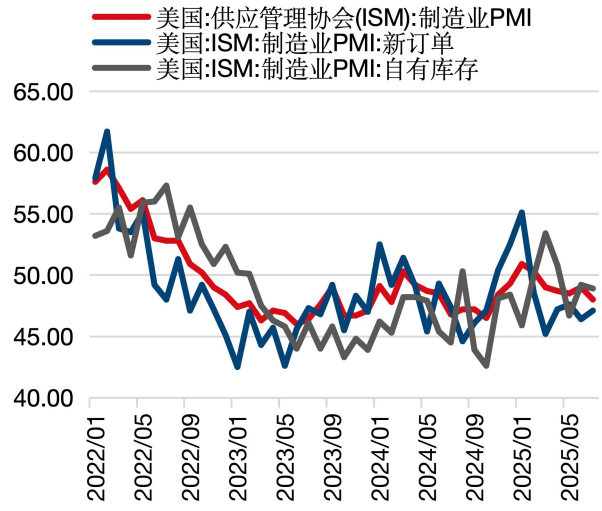


数据来源：Wind 国信期货

北京时间 8 月 1 日，ISM 公布美国 7 月制造业 PMI 录得 48，低于预期的 49.5 且连续五个月处于萎缩区间，创九个月以来最快萎缩速度。分项来看，新订单指数 47.1，连续六个月收缩；就业指数 43.4，创五年多以来最低水平，企业控成本力度加大；物价支付指数 64.8，价格指数单月下降近 5 点，原材料成本压力有所缓解；供应商交货指数跌破荣枯线，需求走软导致交货时间缩短。同日标普全球数据显示制造业 PMI 终值 49.8，略高于预期，但关税担忧持续拖累运营状况，工厂因订单疲软和成本上升而裁员，投入价格大幅上涨继续向消费者转嫁。

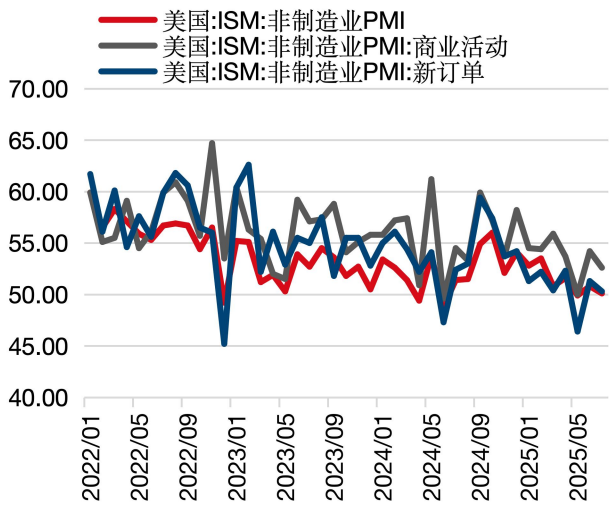
北京时间 8 月 5 日，ISM 公布美国 7 月非制造业 PMI 为 50.1，远不及预期的 51.5。分项来看，新订单指数骤降至 50.3，接近停滞状态；就业指数 46.4，为疫情以来最低水平之一，过去五个月中第四次收缩；价格指数飙升至 69.9，创 2022 年 10 月以来新高，反映关税带来的成本压力持续显现。同日标普全球数据显示服务业 PMI 终值 55.7，创 2024 年 12 月以来最高，科技和金融行业推动扩张，但出口下降和消费者需求疲软形成拖累，成本大幅上升及未来信心下降导致企业招聘谨慎。

图：美国 7 月制造业 PMI 意外降至 48



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 7 月服务业 PMI 不及预期

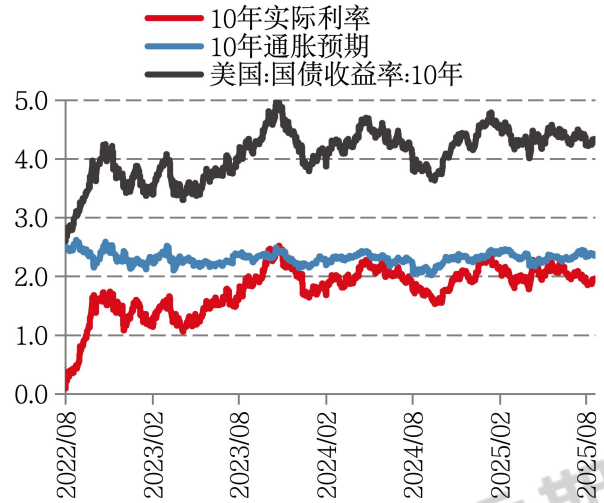


数据来源：WIND，国信期货

（六） 美债实际利率震荡加剧，美元指数仍延续疲软态势

黄金价格与美国长端实际利率呈现负相关关系，实际利率是名义利率与通胀预期的差。2025 年 8 月，10 年期美债实际利率受美联储“战略观望”政策立场与独立性危机双重扰动，呈现剧烈震荡态势，导致贵金属价格波动加剧。与此同时，美国经济数据发布后，特朗普政府多次施压美联储降息，引发市场对其政策独立性的持续担忧。这一担忧削弱美元信用基础，叠加关税政策带来的贸易不确定性，共同导致美元延续 7 月跌势，月内两度失守 98 整数关口。美元疲弱从计价与资金维度为贵金属价格构成支撑。

图：美国 8 月 10 年期美债实际利率剧烈震荡



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 7 月美元指数仍呈现疲软态势

数据来源：WIND，国信期货

三、 贵金属商品供需面分析

（一） 2025 年第二季度黄金市场：延续“量稳价升、投资主导”的特征

根据世界黄金协会数据，2025 年二季度全球黄金总需求达 1,249 吨，同比增长 3%；以价值计则大幅跃升 45%至 1,320 亿美元，创历史新高。投资需求继续成为市场核心动力，全球黄金 ETF 连续两季度强势流入，受益于地缘不确定性及金价上涨；金条与金币投资同样表现强劲，上半年总需求创 2013 年以来最高。央行购金虽节奏放缓但仍保持稳健，官方储备增加 166 吨。

金价方面，LBMA 午盘金价于 6 月创历史新高，季度均价达 3,280.35 美元/盎司，同比上涨 40%。高价环境加剧需求结构分化，金饰实物需求回落至近疫情前水平，但消费金额普遍上升；科技用金整体承压于关税政策，唯 AI 相关需求呈亮点。

供应端，金矿产量同比增长 3%，初步估算达 909 吨，创历史新高；回收金供应持续低迷，反映持金惜售心态。场外交易（OTC）投资及库存变动贡献 170 吨需求，显示机构及高净值投资者对黄金配置兴趣浓厚。

综上，二季度黄金市场延续“量稳价升、投资主导”的特征，地缘动荡与政策不确定性助推黄金的金融属性持续凸显，而高价对实物消费的抑制与矿产供应增长并存，呈现出当前黄金市场的复杂结构与强劲的资金吸引力。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：全球黄金供需平衡（2024—2025 年二季度）

	2024年二季度	2024年三季度	2024年四季度	2025年一季度	2025年二季度	季度环比变化(%)	年度同比变化(%)
黄金供应量							
金矿产量	896.2	957.4	944.8	833.0	908.6	9	1
生产商净套保量	-20.4	-6.5	-18.5	-7.1	-7.1	-	-
回收金	334.2	325.7	358.1	348.5	347.2	0	4
总供应量	**1,210.0**	**1,276.6**	**1,284.4**	**1,174.5**	**1,248.8**	6	3
黄金需求量							
金饰制造	417.2	546.6	524.3	425.4	356.7	-16	-14
金饰消费	395.6	460.0	548.7	383.4	341.0	-11	-14
金饰库存	21.6	86.7	-24.4	42.0	15.7	-63	-27
科技用金	80.2	82.9	82.8	80.4	78.6	-2	-2
电子用金	66.8	69.1	68.8	67.0	65.8	-2	-2
其他工业用金	11.1	11.6	11.9	11.3	10.8	-4	-3
牙科用金	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	-2	-9
投资需求	268.1	365.3	343.4	551.2	477.2	-13	78
金条与金币总需求	275.2	270.6	324.7	324.6	306.8	-6	11
金条	200.2	198.8	236.4	257.7	243.1	-6	21
官方金币	49.6	32.1	52.5	44.3	38.9	-12	-22
奖章 / 仿制金币	25.4	39.8	35.8	22.7	24.8	9	-3
黄金 ETF 及类似产品	-7.1	94.7	18.7	226.6	170.5	-25	-
各经济体央行和其他机构	211.5	199.5	365.1	248.6	166.5	-33	-21
黄金需求	**977.0**	**1,194.3**	**1,315.7**	**1,305.6**	**1,079.0**	-17	10
场外交易和其他需求	233.0	82.3	-31.2	-131.2	169.8	-229	-27
总需求	**1,210.0**	**1,276.6**	**1,284.4**	**1,174.5**	**1,248.8**	6	3
伦敦金(LBMA)价格(美元/盎司)	2,338.2	2,474.3	2,663.4	2,859.6	3,280.4	15	40

数据来源：Metals Focus，Refinitiv GFMS，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会 国信期货

（二）白银：2025 年延续供需紧平衡格局

2025 年白银市场延续供需紧平衡格局，光伏与电子工业需求增长为核心驱动力，叠加低库存现状，价格向上弹性显著。根据中国光伏行业协会数据，2024 年我国光伏电池片产量达 654GW，同比增长 10.6%，其中 N 型电池技术（如 TOPCon、HJT、XBC）加速渗透，HJT 电池银浆单位消耗量（mg/片）约为普通 P 型电池的 2 倍。尽管银包铜电极技术逐步成为 HJT 电池金属化主流方案，但 N 型电池转换效率提升及薄片化进程放缓，推动每瓦银浆用量维持高位。随着 N 型硅片市占率超 70%、组件高效化趋势深化，光伏用银需求结构性增长逻辑稳固。

2024 年全球光伏新增装机 277.57GW，同比增长 28.3%，组件出口量增 12.8%但价格下滑 29%，行业加速向低成本、高效率技术迭代。据权威机构 TrendForce（集邦咨询）预测，2025 年全球光伏新增装机容量将达到约 596 吉瓦（GW），新兴市场如拉美、中东的需求崛起，叠加 N 型技术市占率提升，光伏用银需求或进一步释放。然而，需警惕分布式光伏管理办法等政策不确定性及铜电镀等技术替代对短期需求的扰动，中长期白银或受益于光伏装机放量与工业属性重估。

综合供需情况来看，根据世界白银协会数据，2025 年全球白银供需格局预计延续紧平衡态势。据世界白银协会数据，全年总供应量预计为 1030.6 百万盎司；总需求则升至 1148.3 百万盎司，主要来自工业制造（含电子、光伏等）、摄影及银条银币等领域。全年供应缺口预计为 117.6 百万盎司，若剔除 ETP（交易所交易产品）因素，缺口进一步扩大至 187.6 百万盎司，虽较 2024 年收窄，但仍处于短缺状态。

当前低库存与持续短缺形成共振，限制了市场对需求波动的缓冲能力。在工业复苏及投资情绪变化等因素影响下，白银价格的波动性可能加剧。供需结构性紧俏叠加库存偏低，白银仍具备较强的价格弹性，有望在多空博弈中展现波动韧性，为交易与配置带来潜在机会。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand

Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	Year on Year 2024	Year on Year 2025F
Supply												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
Total Supply	**1,057.4**	**1,025.1**	**1,014.3**	**1,016.2**	**974.0**	**1,023.1**	**1,034.6**	**997.8**	**1,015.1**	**1,030.6**	**2%**	**2%**
Demand												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	*81.6*	*99.3*	*87.0*	*74.9*	*82.8*	*88.9*	*118.1*	*192.7*	*197.6*	*195.7*	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
Total Demand	**993.3**	**972.9**	**1,000.8**	**1,006.4**	**929.0**	**1,102.4**	**1,284.2**	**1,198.5**	**1,164.1**	**1,148.3**	**-3%**	**-1%**
Market Balance	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
Net Investment in ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
Market Balance less ETPs	**10.2**	**45.1**	**34.9**	**-73.5**	**-286.1**	**-144.3**	**-132.2**	**-163.0**	**-210.5**	**-187.6**	**29%**	**-11%**
Nominal Silver Price (US $/oz, London price)	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	na

Source: Metals Focus

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

四、 持仓、库存和季节性分析

(一) ETF 持仓：7 月全球黄金 ETF 持续流入，欧美市场为主导力量

据世界黄金协会数据，2025 年 7 月全球黄金 ETF 延续资金流入态势，单月实现净流入约 32 亿美元，主要由北美和欧洲市场驱动。北美地区基金流入 14 亿美元，欧洲地区基金表现更为强劲，流入约 18 亿美元，英国市场领涨。亚洲地区整体录得小幅净流入 9300 万美元，其中日本和印度贡献主要增量，而中国市场受 A 股反弹影响出现资金外流。全球其他地区基金则出现小幅净流出。

在资金持续流入与金价上涨共同推动下，7 月末全球黄金 ETF 总资产管理规模（AUM）增长 1%，达到 3860 亿美元，创月末纪录新高；总持仓量同步增加 23 吨至 3639 吨，维持自 2022 年 8 月以来的最高水平。

交易活动方面，7 月全球黄金市场日均交易额环比增长 2%至 2970 亿美元。其中，场外交易（OTC）日均额达 1540 亿美元，交易所交易额受 COMEX 活跃度推动显著提升。COMEX 黄金期货净多仓环比增长 12%至 676 吨，显示机构投资者情绪继续回暖。

总结来看，7 月全球黄金 ETF 市场在西方主导下保持稳健吸金态势，地缘不确定性、汇率波动及央行政策预期继续支撑避险配置需求，资产管理规模与持仓量均创新高，反映市场对黄金的配置信心持续增强。

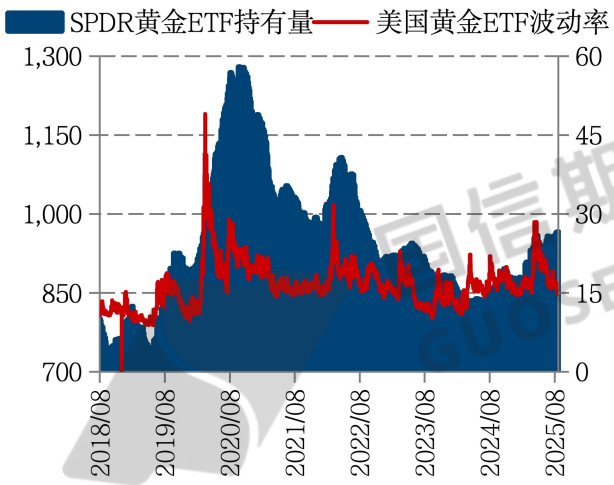
图：欧美市场引领 7 月黄金 ETF 流入

区域	资产管理规模（十亿美元）	基金流量（百万美元）	持仓量（公吨）	需求（吨）	需求（占总持仓比例）
北美	198.3	1,445.2	1,869.7	12.5 ▲	0.7%
欧洲	146.1	1,762.7	1,377.4	10.9 ▲	0.8%
亚洲	34.6	93.1	321.5	0.8 ▲	0.3%
其它	7.4	-95.2	70.1	-1.5 ▼	-2.0%
总计	**386.4**	**3,205.9**	**3,638.6**	**22.8**	**0.6%**
全球总流入/正需求		8,697.5		88.9 ▲	2.5%
全球总流出/负需求		-5,491.6		-66.2 ▼	-1.8%

数据来源：WGC 国信期货

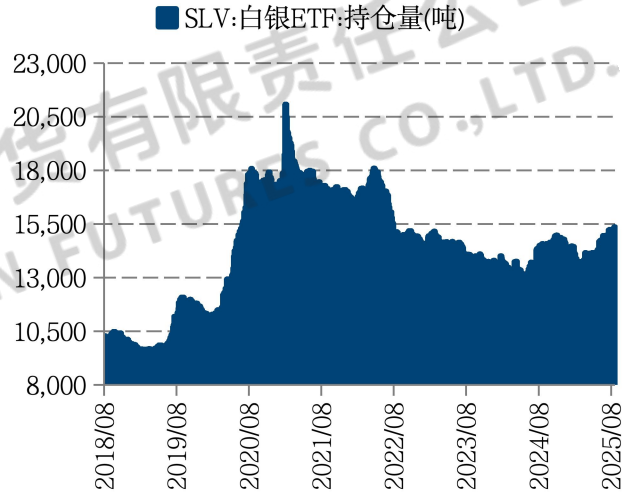
根据 WIND 统计的数据，截至 2025 年 8 月 22 日，全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 958.20 吨，全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 15305.76 吨。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）

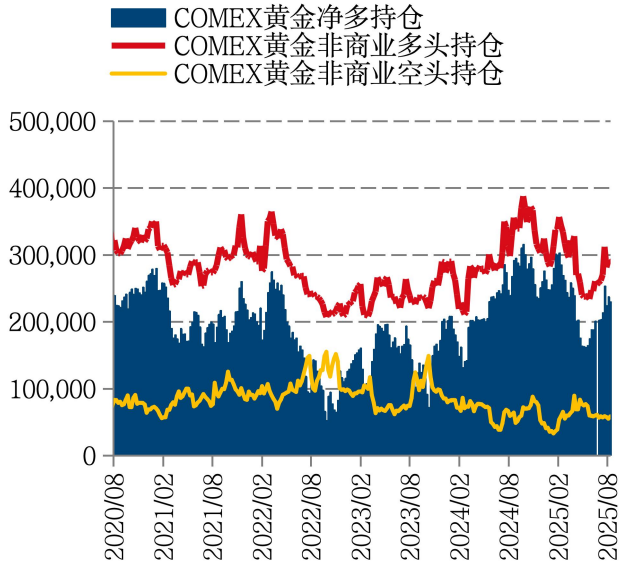


数据来源：WIND 国信期货

(二) CFTC 持仓：8 月黄金看多意愿回升 白银看多意愿回落

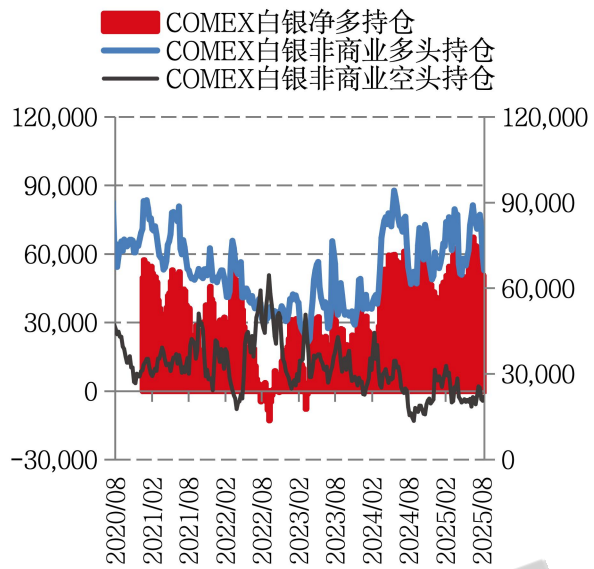
美国商品期货交易成员会公布的周度报告显示：截至 2025 年 8 月 12 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 229,485.00 张，较 7 月 29 日当周增加 5889 张，市场黄金看多意愿回升；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 44,268.00 张，较 7 月 29 日当周减少 15139 张，市场白银看多意愿回落。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）增加



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）减少

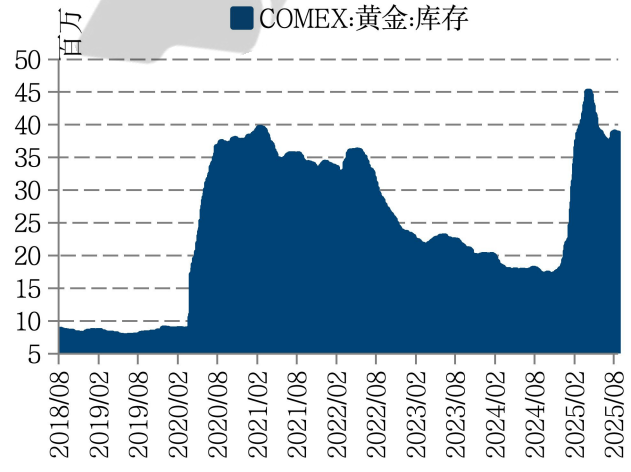


数据来源：WIND 国信期货

（三）库存分析：内外黄金白银库存增减不一

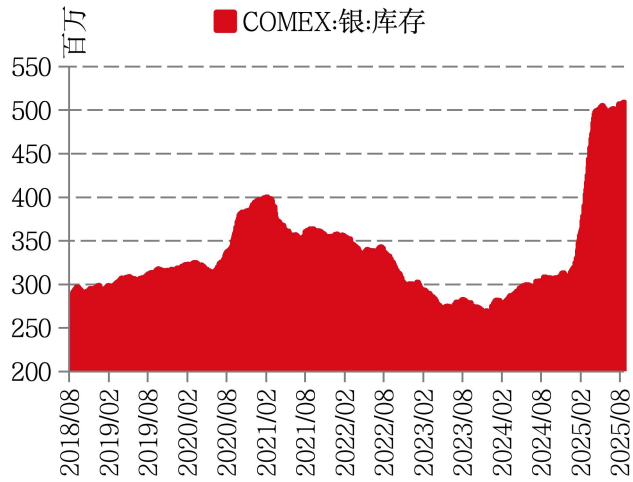
截至 2025 年 8 月 20 日，COMEX 黄金库存为 38,563,812.01 盎司，较上月末减少约 0.3%;COMEX 白银库存为 508,499,192.80 盎司，较上月末增加约 0.6%；上期所黄金库存为 36,582.00 千克，较上月末增加约 2.63%；上期所白银库存为 1,140,199.00 千克，较上月末减少约 5.6%。

图：8 月 COMEX 黄金库存（单位：盎司）较上月末减少约 0.3%



数据来源：WIND 国信期货

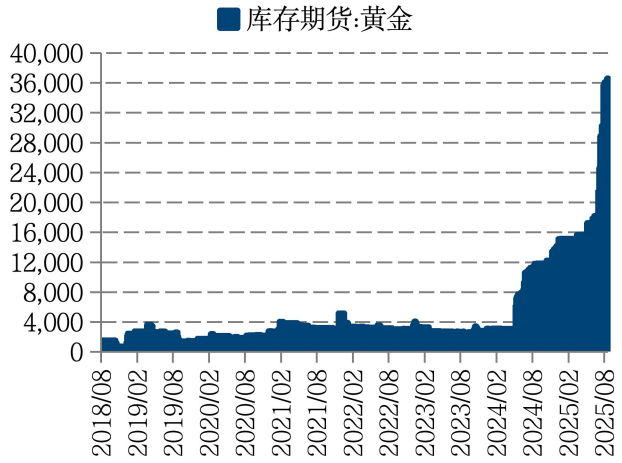
图：8 月 COMEX 白银库存（单位：盎司)较上月末增加约 0.6%



数据来源：WIND 国信期货

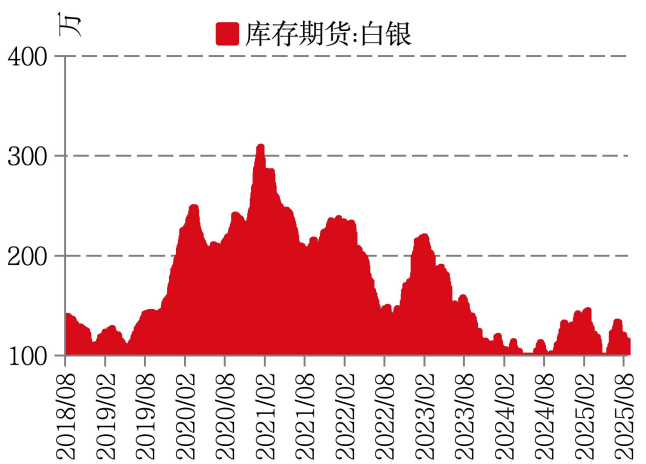
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：7 月 SHFE 黄金库存（单位：千克）较上月末增加约 2.63%



数据来源：WIND 国信期货

图：7 月 SHFE 白银库存（单位：千克）较上月末减少约 5.6%



数据来源：WIND 国信期货

五、 后市展望及操作建议

展望后市，贵金属 9 月或延续高位震荡格局，核心驱动锚定美联储政策转向预期及地缘风险演变。市场普遍预期美联储 9 月将启动降息，若最终落地且释放进一步宽松信号，可能推动美元走弱并提振贵金属金融属性；反之若通胀粘性超预期或就业数据强劲，可能触发回调风险。地缘方面，俄乌冲突及中东局势仍存不确定性，避险需求随时可能升温。COMEX 黄金核心波动区间参考 3280—3480 美元/盎司，对应沪金 765—800 元/克；若降息预期强化或地缘风险加剧，金价有望突破区间上沿。COMEX 白银波动区间预计为 36.5—40.0 美元/盎司，对应沪银 8800—9600 元/千克，其工业属性与投机资金流向将放大弹性，突破 40 美元需工业需求及金融溢价共同发力。重点关注美联储 9 月议息决议、美国非农及通胀数据，以及全球地缘政治事件对市场情绪的扰动，建议投资者密切关注内外盘关键点位支撑与阻力效果，灵活控制仓位。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.