

贵金属组

研究员：李洋洋

投资咨询证号：Z0018895

期货从业证号：F03095618

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大

厦2幢1104室、1201-1206室

邮编：310000

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

8月贵金属市场展望——

金银波动率提升，趋势确认有待验证

观点摘要：

贵金属：

7月，沪金收出小阳线，开盘877元/克，收于888.3元/克，涨幅0.8%，最高达918.5元/克，最低至865.7元/克；沪银收出十字星，开盘14250元/千克，收盘14264元/千克，最高达15423元/千克，最低至13308元/千克。月初，6月非农数据大幅不及市场预期，加息预期降温推动金银反弹；月中，虽然通胀数据明显下降，但沃什国会首秀重申通胀高位的鹰派立场增强市场加息预期，同时，美伊地缘局势再次升级，通胀担忧回升，叠加美元指数走强，金银持续承压，随后ETF资金低位承接持续流入，金银现反弹；月末，市场围绕美联储7月FOMC会议展开博弈，7月29日美联储以9:3的投票结果维持利率不变，三位委员的反对和沃什鹰派暂停的表态令市场对后续政策路径产生分歧，金价在低位区间窄幅震荡后小幅收涨。整体来看，7月金银维持底部区间震荡走势。

中东局势和美联储货币政策是近期影响贵金属价格的核心驱动。美伊局势这一边际变量会持续扰动金银价格，目前来看，中东地缘仍有反复可能，双方结构性矛盾远未化解，谈判破裂的风险始终存在，这意味着美国通胀路径仍有不确定性，市场对美联储货币政策的预期也将随之反复调整。同时，美国非农、CPI、PCE等数据与8月末的杰克逊霍尔全球央行年会是本月值得关注的重点节点。技术面来看，价格底部支撑显现，月线止跌收涨，8月首周已突破长期下降趋势线，意味着此前持续数月的调整结构可能已经结束，但趋势的确认仍需数据与政策的共振验证。整体而言，8月金银价格波动率有望抬升，但趋势性突破仍需等待基本面信号的进一步明朗——地缘局势、经济数据与美联储政策的不确定性仍是左右方向的关键变量。

风险点：

1. 中东局势变化；
2. 美联储货币政策预期变化；
- 3 通胀预期。

一、行情回顾

7月，沪金收出小阳线，开盘 877 元/克，收于 888.3 元/克，涨幅 0.8%，最高达 918.5 元/克，最低至 865.7 元/克；沪银收出十字星，开盘 14250 元/千克，收盘 14264 元/千克，最高达 15423 元/千克，最低至 13308 元/千克。月初，6 月非农数据大幅不及市场预期，加息预期降温推动金银反弹；月中，虽然通胀数据明显下降，但沃什国会首秀重申通胀高位的鹰派立场增强市场加息预期，同时，美伊地缘局势再次升级，通胀担忧回升，叠加美元指数走强，金银持续承压，随后 ETF 资金低位承接持续流入，金银现反弹；月末，市场围绕美联储 7 月 FOMC 会议展开博弈，7 月 29 日美联储以 9:3 的投票结果维持利率不变，三位委员的反对和沃什鹰派暂停的表态令市场对后续政策路径产生分歧，金价在低位区间窄幅震荡后小幅收涨。整体来看，7 月金银维持底部区间震荡走势。

图 1：上期所黄金白银期货收盘价 单位：元/克



数据来源：WIND 新世纪期货

图 3：人民币汇率（中间价）



数据来源：WIND 新世纪期货

图 2：COMEX 黄金白银期货收盘价 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4：伦敦现货黄金白银价格 单位：美元/盎司



数据来源：WIND 新世纪期货

图 5： 内外盘黄金白银比



数据来源：WIND 新世纪期货

二、影响因素分析

2.1 美联储货币政策

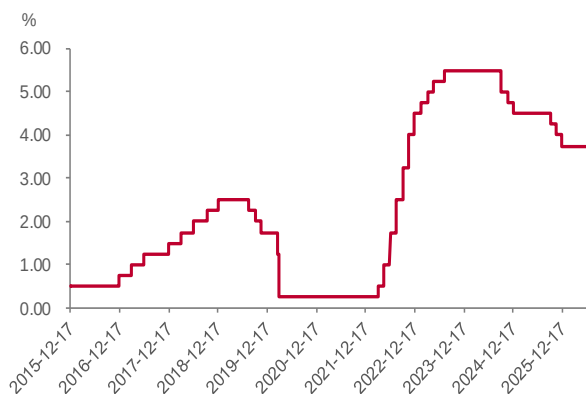
美联储 7 月议息会议以 9:3 的投票结果保持利率不变，维持在 3.5%-3.75%，为今年以来连续五次暂停降息，三位投下反对票的委员均主张加息 25 个基点，此前 6 月会议 12 票全票赞成保持利率不变。

会议声明仅 115 个单词，措辞与 6 月会议基本一致。声明重申尽管中东冲突等因素带来的不确定性处于高位，经济活动仍稳健扩张，生产率增长和资本投资表现强劲，就业增长与劳动力规模保持同步，失业率基本未变；通胀仍处高位，部分源于供应冲击推高了能源等行业价格，委员会将致力于实现价格稳定。

会后，沃什明确表示通胀目标就是 2%，没有任何弹性空间，并且强调如果通胀过高且不回落，最好的补救措施是提高利率。对于本次未采取行动，沃什称自 6 月会议以来，美国各期限国债收益率已显著上行，金融市场实际上替美联储完成了相当多的工作。另外，前瞻指引基本实质性取消，沃什希望美联储更多机会倾听市场声音，让市场回归数据依赖。

据 CME “美联储观察”：FOMC 会议后，美联储 9 月保持当前利率概率为 36.8%，加息 25 个基点的概率为 63.2%。10 月保持当前利率概率为 26.2%，累计加息 25 个基点的概率为 55.6%，累计加息 50 个基点的概率为 18.2%。12 月保持当前利率概率为 15.9%，累计加息 25 个基点的概率为 44%，累计加息 50 个基点的概率为 32.9%。

图 6: 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源: WIND 新世纪期货

图 7: 往后三次议息会议可能性预测

预测利率	2026.09.17	2026.10.29	2026.12.10
3.50%-3.75% (当前利率)	36.8%	26.2%	15.9%
3.75%-4.00%	63.2%	55.6%	44.0%
4.00%-4.25%		18.2%	32.9%
4.25%-4.50%		0.0%	7.2%
4.50%-4.75%			0.0%

数据来源: 金十数据 新世纪期货

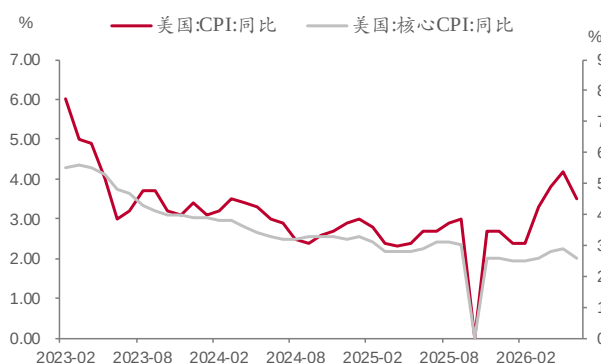
2.2 美国经济基本面

美国 6 月通胀全面降温。美国 6 月核心 PCE 物价指数同比涨 3.3%，与预期一致，较上月回落，环比涨 0.1%，较预期的 0.2% 下降，低于上月的 0.3%；美国 6 月 PCE 物价指数同比涨 3.7%，与预期一致，较上月 4.1% 大幅回落，环比下降 0.1%，与预期一致，大幅低于上月的涨 0.5%。

美国 6 月末季调 CPI 同比涨 3.5%，不及预期的 3.8%，大幅低于前值的 4.2%；美国 6 月季调后 CPI 环比跌 0.4%，不及预期的 -0.1%，低于前值的 0.5%，其中，能源分项环比 -5.7%，基本解释了 CPI 的全部环比降幅，因美伊停火和霍尔木兹海峡通航恢复油价大幅回落。美国 6 月末季调核心 CPI 同比涨 2.6%，不及预期的 2.8%，低于前值的 2.9%；美国 6 月季调后核心 CPI 环比持平，低于预期和前值的 0.2%，说明通胀的内生趋势虽然也在降温，但幅度温和得多，同时核心 CPI 的回落也说明当前通胀的高企本质上是能源供给冲击，而非内生需求过热。

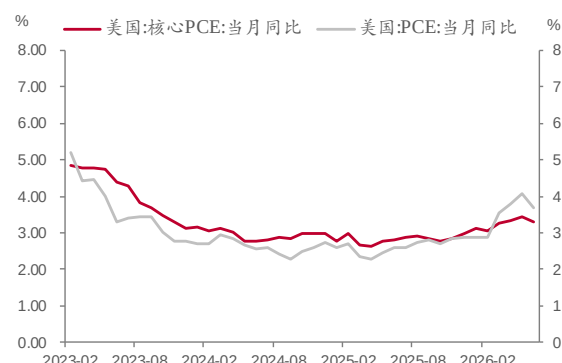
美国 6 月 PPI 同比涨 5.5%，大幅不及预期的 6.2%，低于前值的 6%；美国 6 月 PPI 环比跌 0.3%，由前值的涨 0.6% 转为下跌，预期环比持平，是自 2025 年 8 月以来的首次月度下跌，下跌几乎完全集中在能源板块，其中终端能源分项环比暴跌 6.4%。美国 6 月核心 PPI 同比涨 4.7%，大幅不及预期的 5.2%，较前值的 4.6% 小幅上涨，环比涨 0.2%，不及预期 0.4%，高于前值的 0.1%。由于批发价格通常是零售价格的先导指标，上游输入性通胀压力阶段性缓解，有望为后续 CPI 数据降温提供支撑；同样，核心 PPI 的粘性意味着未来数月 CPI 的核心部分仍面临上行传导压力。

图 8: 美国 CPI 与核心 CPI 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 9: 美国 PCE 与核心 PCE 单位: %



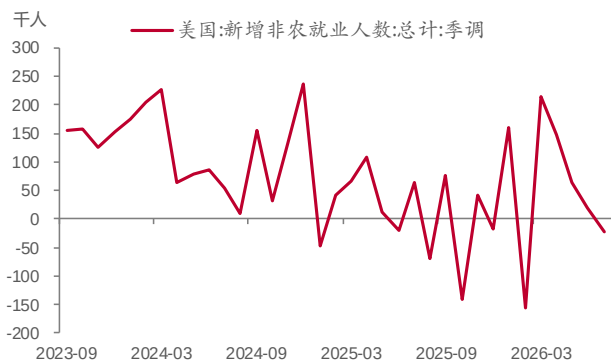
数据来源: WIND 新世纪期货

需求方面, 美国 7 月 ISM 制造业 PMI 为 55.6%, 高于预期的 54%, 较上月的 53.3% 上涨, 连续第七个月站上荣枯线, 为四年来新高, 主要核心驱动是全球 AI 基础设施建设的全面启动。美国 7 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.1%, 连续 14 个月处于荣枯线以上, 不及预期的 54.5%, 稍高于前值的 54%, 新订单指标表现强劲, 显示服务业需求的韧性。值得注意的是, 服务业就业指数连续回落而制造业就业指数扩张加速, 两者的分化说明就业增长正从服务业转向制造业, 这可能是 AI 基建需求带来的结构性变化。

就业方面, 美国 7 月季调后非农就业人口减少 2.3 万人, 大幅不及市场预期新增 8 万人, 同时 5 月和 6 月下修 10.3 万人。美国 7 月失业率 4.1%, 较预期和前值的 4.2% 下降, 失业率回落主要是由于劳动力人口减少。美国 7 月平均每小时工资同比涨 3.2%, 不及预期的 3.5%, 低于上月的 3.4%; 环比涨 0.1%, 不及预期和前值的 0.3%。美国 7 月 ADP 就业人数 4.4 万人, 不及预期的 7 万人, 大幅低于前值的 9.5 万人。非农和 ADP 就业人数大幅不及市场预期处于偏低水平, 表明劳动力市场趋势性走弱, 行业存在高度分化。

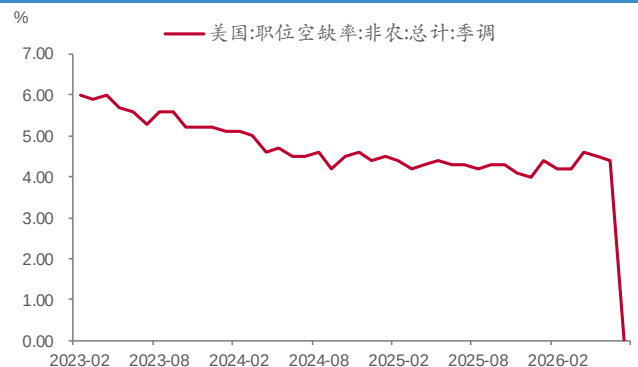
结合以上数据可以看出, 美国制造业的强劲扩张和物价的逐步回落, 支持着软着陆叙事, 但服务业的成本飙升和招聘冻结, 又指向滞胀风险, 美国经济情况空前撕裂; 而非农就业的负增长和两个月数据的连续下修又说明劳动力市场呈现趋势性走弱, 强化了降息的紧迫性。在以控制通胀和实现充分就业为目标的“沃什”时代, 美联储一方面需要防止通胀持续上涨收紧货币政策, 另一方面刺激经济增长实现充分就业需要宽松利率, 面临相对矛盾的经济状况使得美联储决策更加艰难和难以预测。同时, 沃什取消前瞻指引, 让市场回归数据依赖, 任一与预期不符的经济数据尤其是重磅数据会加大市场波动性。

图 10: 美国新增非农就业人数 单位: 千人



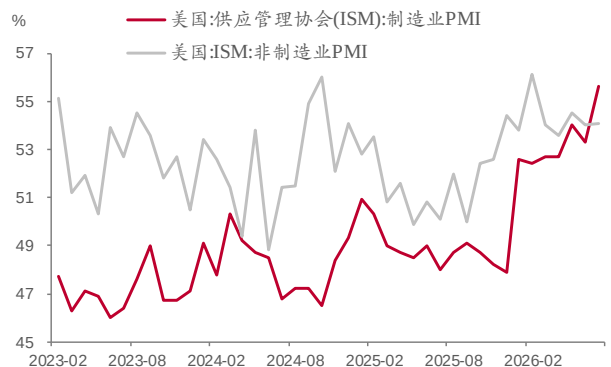
数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: 美国职位空缺率 单位: %



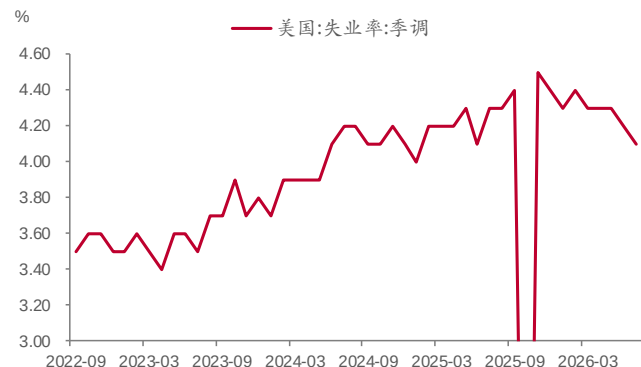
数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 美国经济景气度变化趋势



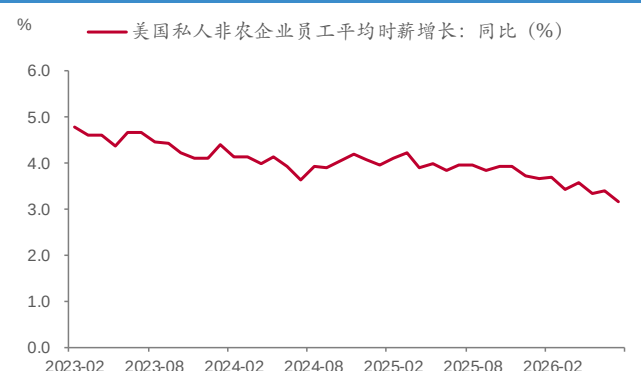
数据来源: WIND 新世纪期货

图 11: 美国劳动参与率 单位: %



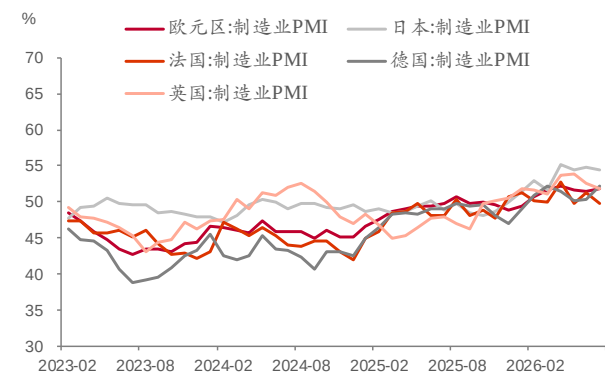
数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 美国非农业员工平均时薪同比增长率 单位: %



数据来源: WIND 新世纪期货

图 15: 全球主要经济体经济景气度



数据来源: WIND 新世纪期货

2.3 美元指数和美债收益率

黄金的货币属性对应黄金对美元指数的替代性，美元指数与金价负相关性较明显。一是美元是黄金的计价货币，黄金若本身价值不变，美元下跌则标价上行。二是黄金具有货币属性，在储备功能上与法定货币存在替代关系，在全球货币信用体系出现波动时，往往会导致主要央行黄金储备上行，对黄金的需求上升。美国国债收益率作为实际利率的代表，可以反应真实的资金成本。黄金的金融属性是指黄金本身没有利息偿付，持有黄金的机会成本即基于法定货币

体系下资产可得的收益率，是影响黄金投资价值的主要因素。因此，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，经验上与黄金价格高度负相关。

7 月上旬，市场持续交易美联储加息预期，美元指数与美债收益率双双维持高位。然而，随着 6 月 CPI 与 PPI 数据相继公布——通胀数据全面不及预期且显著回落——市场对美联储的加息预期骤然降温，美元及美债收益率随之出现短暂回调。进入下旬，美伊冲突持续升级，地缘政治风险急剧升温，市场对通胀反弹的担忧再度抬头，推动对 7 月 FOMC 会议加息的预期重新走高。但最终会议决定维持利率不变，直接打消了市场对本次加息的全部押注，加之美日联合干预日元汇率，美元指数大幅跳水，跌破 100 整数关口。与此同时，市场开始担忧本次按兵不动将加大未来加息的政策成本，美债收益率呈现明显的期限分化：短端利率回落，长端利率大幅飙升，收益率曲线急剧陡峭化。从驱动结构来看，本轮长端收益率上行并非源于通胀预期的攀升，而主要是市场要求更高的风险补偿，实质上等同于沃什所言的“市场替美联储收紧流动性”。在此背景下，美元指数的高位回落与美债短端利率的下行，共同为金银价格提供了明显支撑。

2.4 风险事件

7 月，美伊短暂停火协议破裂后，美军对伊朗境内连续发动空袭，伊朗则以关闭霍尔木兹海峡、打击中东多国美军基地作为回应；与此同时，也门胡塞武装在红海开辟第二战线，袭击沙特油轮与能源设施，两大全球能源咽喉同时告急，地缘风险急剧升温。受此影响，布伦特原油从月初约 72 美元/桶飙升至 100 美元/桶左右，市场对通胀的担忧重燃。7 月末至 8 月初，局势再度戏剧性反转，特朗普突然叫停对伊大规模打击并宣布启动谈判，欧佩克+同步批准增产，布伦特油价从百元高位快速跳水至 80 美元/桶以下，地缘风险溢价短期加速出清；但胡塞武装在红海持续袭击沙特油轮、美伊双方对谈判各说各话，表明局势远未真正平息，能源冲击的阴影仍未消散。这一演变路径，正是 7 月下旬至 8 月初市场对美联储政策预期反复摇摆的核心宏观背景。

图 16: COMEX 黄金价格与美元指数



数据来源: WIND 新世纪期货

图 18: COMEX 黄金价格与 VIX 指数



数据来源: WIND 新世纪期货

2.5 投资者持仓

黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量,ETF 的动向也是反映黄金投资需求的重要量化指标。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品,而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF,其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。从图 20 和图 21 可以看出,截至 8 月 5 日,SPDR 黄金 ETF 持仓为 1014.15 吨,当月流入 8.79 吨。SLV 白银 ETF 为 15130.82 吨,当月流入 208.6 吨。本月黄金白银均有所流入,体现投资者的低位承接意愿。

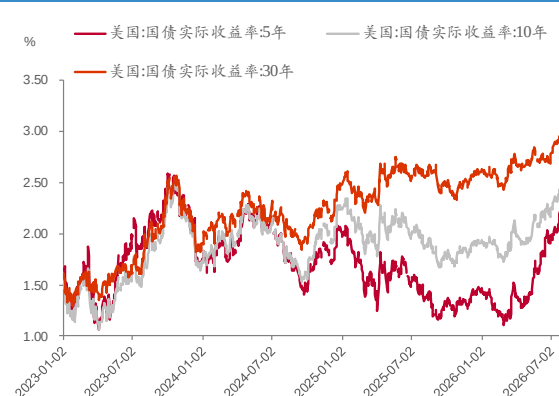
从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看,截至 7 月 28 日当周,COMEX 黄金投机净多头头寸为 182070 张,较上月末减少 11949 张;COMEX 白银投机净多头头寸为 22217 张,较上月末减少 5151 张。金银净持仓均有所减少,说明投机者对黄金白银的看空意愿。

图 17: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



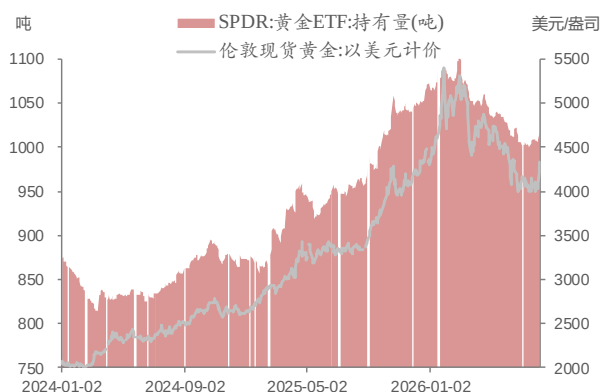
数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: 美国国债实际收益率



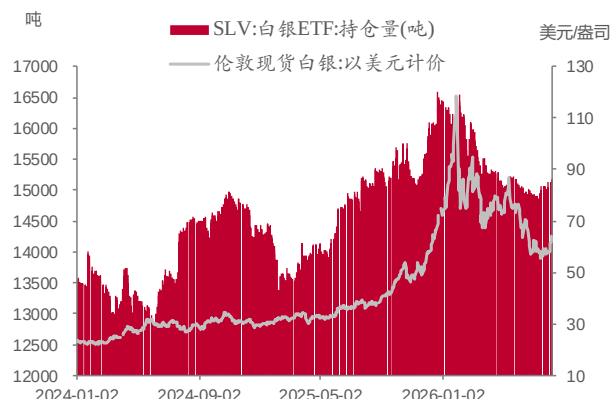
数据来源: WIND 新世纪期货

图 20: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



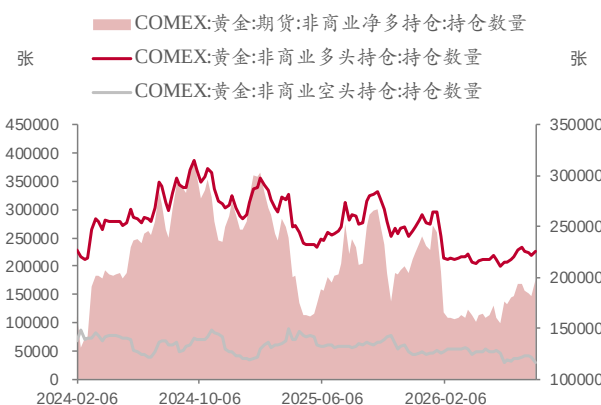
数据来源: WIND 新世纪期货

图 21: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



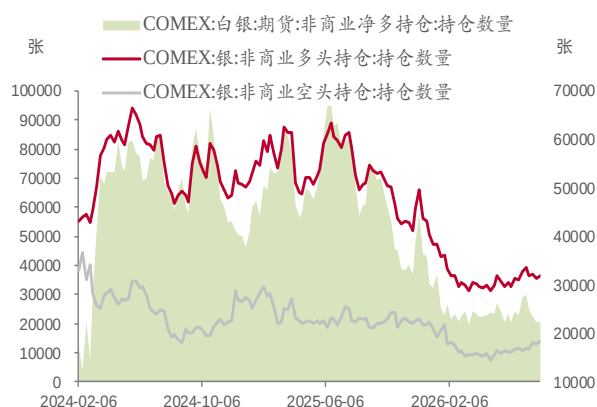
数据来源: WIND 新世纪期货

图 22: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



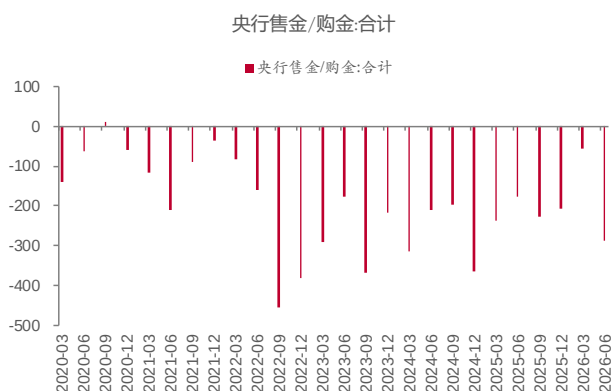
数据来源: WIND 新世纪期货

2.6 央行购金

欧洲央行最新发布的《2026 年度欧元国际地位报告》中显示，截至 2025 年年末，在包含外汇与黄金的全球官方储备总量中，黄金占比升至 27%，上年同期为 20%；美国国债占比从 25% 回落至 22%。今年 1 月，世界黄金协会（WGC）披露，全球央行黄金储备市值逼近 4 万亿美元，已超出约 3.9 万亿美元的美债持仓。

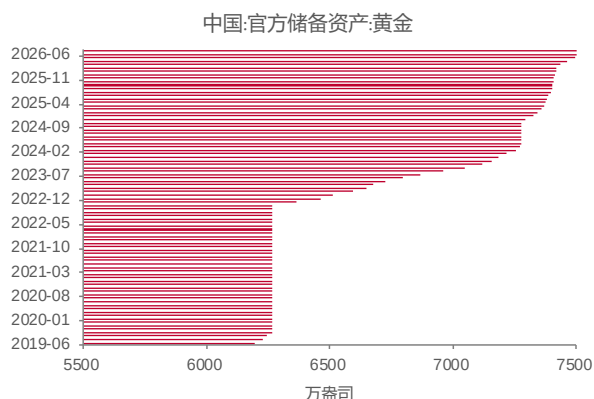
根据 WGC 数据显示，二季度全球央行净购金 288.86 吨，波兰央行购入 51 吨、中国央行购入 33 吨，领先其他国家，央行逆势大幅增持，印证了黄金在全球官方储备中的战略地位仍在持续强化。中国央行 6 月净购入 15 吨，官方黄金储备总量升至约 2346 吨，这是中国连续第 20 个月增持黄金，增持量创下近三年最大单月纪录，且今年增持幅度持续提升，这是在金价暴跌背景下的逆势加仓，说明我国央行储备多元化战略延续，也传递出对黄金的中长期配置价值的认可。

图 24： 全球央行购金（单位：吨）



数据来源：WIND 新世纪期货

图 25： 中国黄金官方储备（单位：万金衡盎司）



数据来源：WIND 新世纪期货

2.7 白银的商品属性

根据世界白银协会，全球白银市场已经连续五年供应缺口，今年有望继续延续这一格局，预计今年缺口为 4630 万盎司。当前来看，白银市场呈现供应刚性约束与需求结构性调整并存的格局。白银供给主要是矿产银和再生银，矿产银生产附属于铜、铅、锌等其他基本金属的开采，不会随着白银价格的波动而调整，供给价格弹性极低，再生银产量呈逐年增加态势，但受制于成本和物理锁定约束占比不高。

白银需求受益于工业需求的增长和 AI 快速发展带动的电子电器行业需求拉动，录得连续近五年需求赤字，工业需求占白银总消耗量的一半以上，广泛用于电脑、手机、太阳能电池板和汽车等产品，其中光伏是工业需求占比最大的领域，是推动过去几年白银需求扩张的最大增量来源，随着银价的不断上涨维持高位，“去银化”正在加速，根据世界白银协会预测，今年光伏用银量将降至约 4280 吨，降幅达 19%；而珠宝和银器消费需求对银价的敏感性更高，预计降幅会达到 20%以上；银币和银条等实物需求观点差异较大，世界白银协会预计今年增长 18%，而瑞银、摩根大通等投行近期下调白银 ETF 持仓观点，主要由于银价高位和美联储收紧货币政策预期。

图 26: 全球白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2025	2026F
Supply												
Mine Production	862.7	850.3	837.3	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.30%
Recycling	160.9	163.2	164.7	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
Net Hedging Supply	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	44.7	10	na	-78%
Net Official Sector Sales	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1	4%	-35%
Total Supply	1,024.70	1,014.70	1,016.90	981.6	1,018.70	1,030.10	997	1,019.60	1,090.40	1,066.40	7%	-2%
Demand												
Industrial (total)	528	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	679	657.4	639.6	-3%	-3%
Electrical & Electronics	339.1	330.4	326.7	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
...of which photovoltaics	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151	-6%	-19%
Brazing Alloys & Solders	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51	1%	1%
Other Industrial	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
Photography	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
Jewelry	195	201.9	200.3	150.2	181	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
Silverware	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
Coin & Net Bar Demand	155.5	166.1	188.1	209	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
Net Hedging Demand	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	3.5	0	0	na	na
Total Demand	971.5	999.7	1,005.80	929	1,102.40	1,284.10	1,197.00	1,157.40	1,130.60	1,112.60	-2%	-2%
Market Balance	53.3	15	11.1	52.5	-83.7	-254	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
Net Investment in ETPs	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30	312%	-89%
Market Balance less ETPs	46.1	36.4	-72.2	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
Silver Price (US\$/oz, London price)	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	40.03	-	42%	na

数据来源: 世界白银协会 新世纪期货

三、小结与交易策略

中东局势和美联储货币政策是近期影响贵金属价格的核心驱动。美伊局势这一边际变量会持续扰动金银价格, 目前来看, 中东地缘仍有反复可能, 双方结构性矛盾远未化解, 谈判破裂的风险始终存在, 这意味着美国通胀路径仍有不确定性, 市场对美联储货币政策的预期也将随之反复调整。同时, 美国 CPI、PCE 等数据与 8 月末的杰克逊霍尔全球央行年会是本月值得关注的重点节点, 随着市场回归数据依赖, 任一不符合预期的数据尤其是重磅数据会加大市场波动性。技术面来看, 价格底部支撑显现, 月线止跌收涨, 8 月首周已突破长期下降趋势线, 意味着此前持续数月的调整结构可能已经结束, 但趋势的确认仍需数据与政策的共振验证。整体而言, 8 月金银价格波动率有望抬升, 但趋势性突破仍需等待基本面信号的进一步明朗——地缘局势、经济数据与美联储政策的不确定性仍是左右方向的关键变量。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>