

安粮期货商品研究报告



黄金期货周报（20250825-0901）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025年08月25日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 宏观小组

杨璐：从业资格号：F3071017

投资咨询号：Z0021280

电话：0551-62870127

初审：

潘兆敏：从业资格号：F3064781

投资咨询号：Z0022343

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015



综述：鲍威尔鸽派言论推动金价飙升，降息预期主导市场走势

本周看法：预计金价将维持强势震荡偏多格局。市场已消化 9 月降息预期，重点关注后续经济数据和美联储官员讲话的指引。

上周看法：黄金价格强势上涨。鲍威尔在杰克森霍尔的鸽派言论引发市场对降息预期大幅升温，美元走弱，金价突破关键阻力位。

逻辑判断：

降息预期升温导致美元走弱和实际利率下行，黄金作为无息资产的吸引力提升；技术面突破后，金价有望进一步上行。

1. 美联储货币政策预期：主导金价的核心逻辑

当前状态与市场解读：美联储 7 月会议纪要显示内部对通胀与就业风险看法存在分歧。鲍威尔在杰克森霍尔的讲话中被市场解读为鸽派，9 月降息预期大幅升温至 85%。这意味着市场认为美联储的货币政策立场可能正从“无条件抗通胀”向“在通胀与增长/就业风险间寻求平衡”微妙转变。

未来演变的关键观察点：经济数据：后续 PCE 物价指数和非农就业报告至关重要。若就业数据持续显示疲软（如失业率进一步上升），而通胀数据呈现受控或回落迹象，将强化降息逻辑；若通胀数据再度超预期上行，则会加剧美联储的内部困境，可能延长利率维持高位的时间，从而暂时抑制金价。

2. 地缘政治与贸易摩擦风险：提供持续支撑

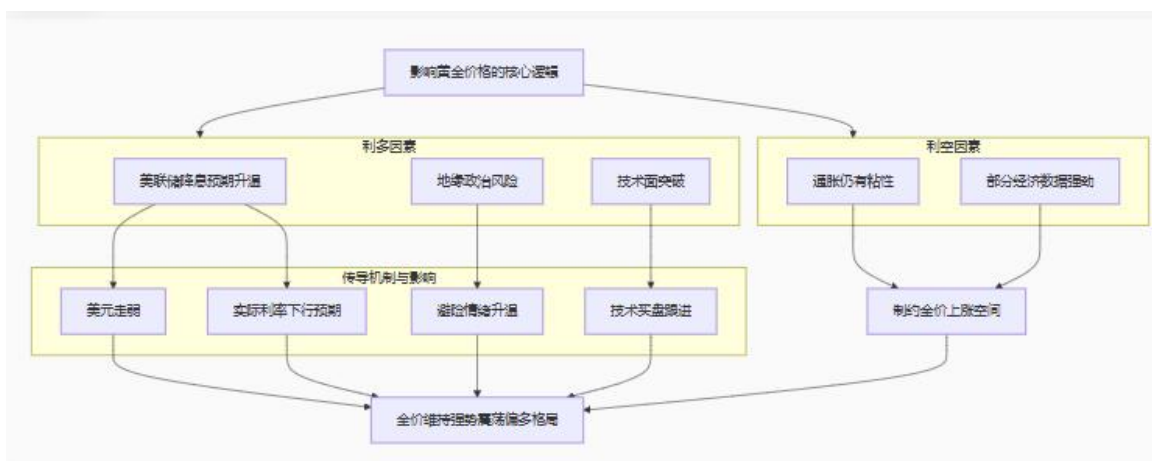
风险性质与市场影响：上周特朗普政府贸易保护主义升级（如对钢铝衍生产品加征关税、对家具启动调查），以及其俄乌和平计划的戏剧性变化，加剧了全球政治经济格局的不确定性。这类不确定性使得投资者寻求黄金这类非政治性、超主权的财富储存手段，为其提供了稳固的支撑底部。

3. 美国经济数据分化：塑造政策预期的现实基础

对黄金市场而言，任何显示经济放缓的数据，都会强化降息预期，利好金价；而任何显示经济过热或通胀顽固的数据，则会削弱降息预期，短期利空金价。但目前来看，就业数据的疲软信号似乎获得了市场更多的关注，因其直接关系到美联储政策转向的紧迫性。

结论：美联储内部分歧显现 + 就业数据显著疲软 -> 市场对 9 月降息预期急剧升温 -> 导致美元走弱、实际利率下行预期强化 -> 提升黄金吸引力。金价维持震荡偏强格局的概率较高。其主要风险在于：如果后续公布的 PCE 通胀数据超预期强劲，都可能引发市场对激进降息预期的重新定价，导致美元反弹、实际利率预期回升，从而令金价承压回调。

图一：逻辑推演



一、基本面信息

1. 价格表现

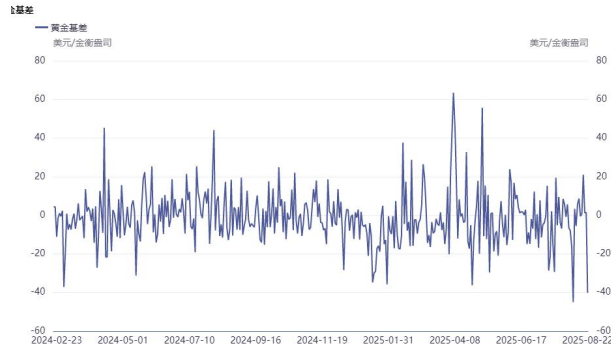
(1) 期货、现货、基差

上周黄金价格呈现先抑后扬走势，周初受美联储会议纪要影响震荡整理，周末在鲍威尔鸽派言论刺激下大幅拉升。**伦敦现货价**：报 3371.24 美元/盎司（8 月 22 日），周涨 1.07%，受美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上的讲话影响；**COMEX 结算价**：主力合约结算价 3417.2 美元（8 月 22 日），周跌 0.47%；**基差**：约为-45 美元，当前黄金市场处于期货升水状态，市场对未来价格预期趋于乐观。

图二：伦敦现货黄金价格



图三：黄金基差



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

(2) 比价

金银比：89.28（伦敦金 3371.10 ÷ COMEX 白银 37.76），白银相对于黄金存在“低估”，未来若工业需求回升或投资情绪转向，白银或有补涨空间。

金铜比：339.18（伦敦金 3371.1 ÷ LME 铜 9949.24 美元/吨），黄金的避险需求强劲，而铜的工业需求预期相对疲软。

金油比：53.06（伦敦金 ÷ WTI 原油 63.53 美元/桶），原油市场可能面临供应充足（如 OPEC+ 增产、美国页岩油）和需求不振（如关税政策影响全球经济前景）的双重压力。

图四：WTI 原油、LME 铜



图五：金银比



图六：金铜比



图七：金油比



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

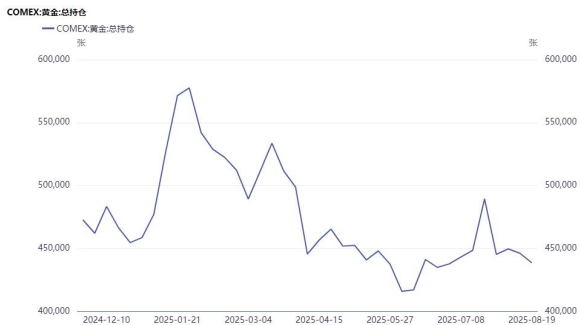
(3) 内外盘价差

沪金主力（AU9999）报 770.63 元/克，较国际金溢价 0.24%，主因人民币贬值及中国央行增储。

2. CFTC 持仓报告

截至 8 月 12 日当周，CFTC 公布的 COMEX 黄金期货持仓报告显示：

图八：黄金总持仓量



表一：CFTC 黄金期货持仓报告（截至 8 月 12 日当周）

持仓类型	持仓量(合约)	较上周变化	占总持仓百分比
基金多头	288,115	-4,079	64.60%
基金空头	58,630	3,486	13.10%
商业多头	63,427	-10,648	14.20%
商业空头	326,492	-17,729	73.20%
总持仓量	446,152	-3,495	100%

数据来源：同花顺，安粮期货研究所

从 CFTC 持仓数据可以看出，基金多头虽然略有减仓但仍占据主导地位（64.6%），商业空头占比高达 73.2%。总持仓量减少 3,495 手，显示市场在数据公布前处于观望状态。基金空头增加 3,486 手，表明部分投资者在鲍威尔讲话前持谨慎态度。

3. 汇率

美元指数：上周美元指数企稳于两周高位附近，报 98.75。鲍威尔讲话后，美元指数跌破 98 下方。美元走弱降低了其他货币持有者购买黄金的成本，对金价形成支撑。

人民币汇率：人民币汇率相对稳定，维持在 7.24 左右。人民币汇率的稳定有利于内外盘金价联动性的保持，减少了套利交易对国内金价的冲击。

美债利率：美联储维持基准利率在 4.25%-4.5% 不变，但市场对 9 月降息的预期大幅升温至 85%。实际利率下行预期增强。鲍威尔讲话前，降息预期降温令金价承压；其明确鸽派立场后，金价大幅上扬。



图九：美债收益率



图十：美元指数



图十一：人民币汇率



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

二、宏观事件

1. 美联储：降息预期再定价

美联储上周公布了7月会议纪要，并召开了杰克森霍尔年会：

会议纪要：显示美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.5%之间。委员们认为上半年经济活动增长有所放缓，通胀率仍然略高，经济前景的不确定性较高。

杰克森霍尔年会：鲍威尔发表鸽派言论，表示“在当前限制性政策下，基线展望和风险平衡的变化可能要求我们调整政策立场”。这被市场解读为美联储即将降息的信号，交易员对9月降息的预期从75%大幅提升至85%。

内部意见分歧：美联储主管监管的副主席米歇尔·鲍曼和理事克里斯托弗·沃勒投票反对维持利率不变，支持降息25个基点以防止就业市场进一步疲软。

2. 地缘

贸易摩擦升级：特朗普政府贸易保护主义措施加码。

8月18日，美国对407种钢铁和铝衍生产品加征50%关税正式生效，旨在切断通过第三国转口的路径。8月22日，特朗普宣布对进口家具启动重大关税调查。2024年美国进口家具达255亿美元，其中六成来自主要外国供应商。此前（8月15日），特朗普曾宣称将在两周内对芯片和钢铁实施新关税，导致纳斯达克半导体指数当日跌3.7%，芯片板块市值蒸发超千亿美元。

盟友关系紧张：美国的单边关税行动引发日、韩等传统盟友强烈反对。日本指责其“严重违反协议”，韩国表示“绝不能接受”并威胁诉诸WTO。全球半导体产业链（第二季度全球产值同比下滑8.2%，为十年最大跌幅）面临重构风险，增加了全球经济不确定性。

乌克兰局势：特朗普总统在社交媒体上暗示愿支持乌克兰对俄发动更多反击，并指示官员协调乌俄领导人会晤。地缘政治不确定性持续。

3. 美国经济数据：滞胀信号强化

通胀压力仍存：7月份生产者价格指数（PPI）环比暴涨0.9%，核心通胀率创五个月新高。会议纪要提示关税对消费品价格的传导效应仅完成了40%，意味着未来可能仍有上行压力。

就业市场显疲软：美国劳工部大幅下修了5-7月份的新增就业岗位，减少了超过25万个，失业率也上升至4.2%。

制造业数据强劲：8月Markit制造业PMI初值攀升3.5点至53.3，创2022年5月以来新高，远高于荣枯线。

债务规模庞大：美国联邦政府债务已经突破了37万亿美元，创下历史新高。

4. 中国央行

黄金储备：连续10个月增持（预估8月增8吨至2,312吨），储备占比升至4.3%。

资产迁移：证实将纽约联储存金转移至新加坡，首批187吨已完成交割。



三、总结

1. 近期价格主导逻辑

利好因素：美联储降息预期：尽管内部有分歧，但经济数据疲软迹象及两位官员支持降息，令降息预期持续。地缘政治与贸易不确定性：特朗普政府升级关税政策（钢铝衍生品、家具调查）、半导体贸易摩擦以及乌克兰局势等，持续提升避险情绪。美股波动加剧：科技股大幅波动（如英伟达市值单日蒸发 1.1 万亿元人民币）促使资金寻求黄金避险。美元走势相对疲软：美联储内部分歧和政治压力对美元构成压制。

利空因素：通胀仍有粘性：PPI 数据强劲，美联储多数官员更担忧通胀风险，可能限制货币政策宽松空间。部分经济数据强劲：制造业 PMI 超预期回升，显示经济部分领域仍有韧性。

2. 技术面与关键价位

伦敦金成功突破 3300 美元/盎司关口后，短期技术形态得到改善。下一关键阻力位关注 3350-3400 美元区域，下方重要支撑位于 3250 美元附近。预计金价短期内将维持震荡偏强走势。

图十二：黄金近期走势图



数据来源：同花顺，安粮期货研究所

3. 本周焦点事件

关注美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值（8 月 28 日）、美国 7 月核心 PCE 物价指数年率/月率（8 月 29 日）、7 月个人支出月率（8 月 29 日）。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。

本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

