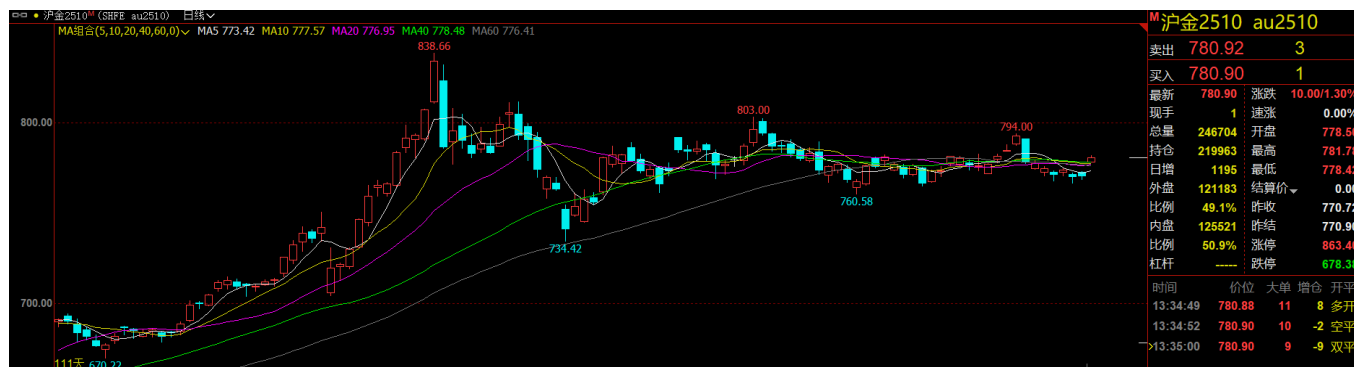




【鑫期汇】“行到水穷处，坐看云起时”8月份金银专题报告

2025年8月12日



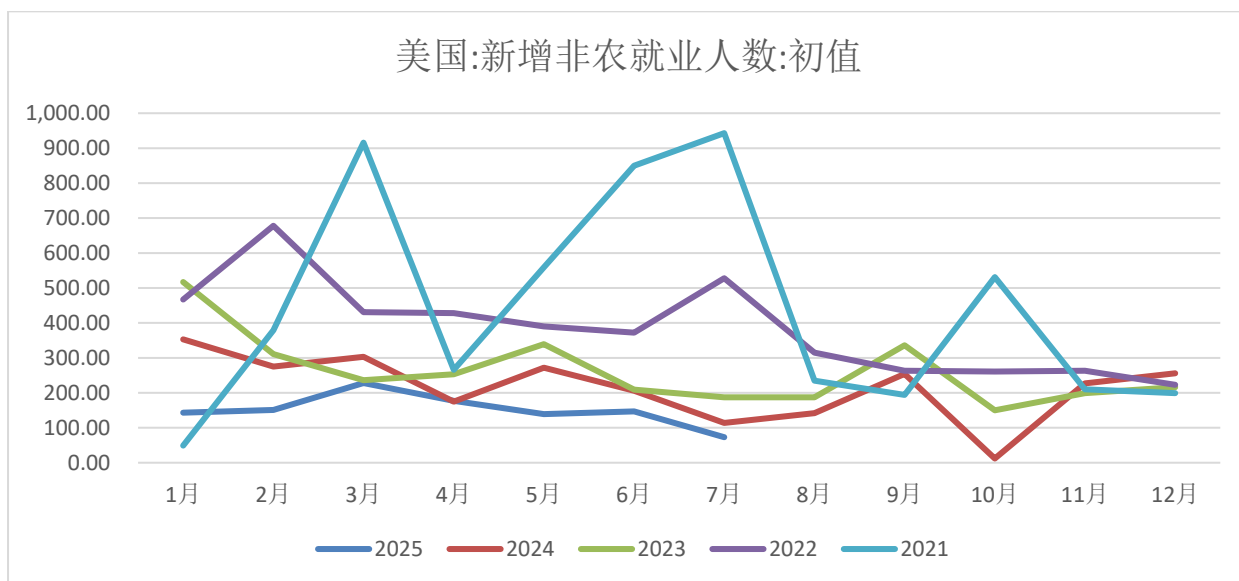
引言：自2024年9月、11月和12月美国累计降息100个基点后，黄金展开了跨年度上涨行情。而随着贸易战避险情绪上升，并叠加较强的投机情绪，今年4月份金价出现了加速上涨，持续创下历史新高，但5月后开始了震荡，盘中一度出现快速回落，近期上期黄金价格在770元/克附近窄幅波动。在黄金震荡调整的阶段，白银在降息预期增强流动性转宽，同时美国各种经济数据显示美国经济保持韧性，白银价格大幅上冲，7月份上期白银也创下了历史新高。8月1日美国劳工部公布的非农新增就业人数仅7.3万人，同时大幅下修了5月和6月的非农就业数据，第二天特朗普开除了劳动统计局局长并再次威胁美联储独立性，黄金一度走强，但整体仍处于760-800震荡区间中。本文旨在结合当下经济环境，分析黄金中期方向。

一、我们处在降息历史进程中的哪个位置？

7月份美联储会议维持利率不变，基准利率维持在4.25-4.5%。自2025年3月以来，降息点阵图显示2025年年内预计降息两次，累计50BP；26年年内降息两次，27年年内降息一次。而随着6月美联储会议召开，2026年和2027年降息次数回落至年内各一次，降息的空间有所收窄，与此同时鲍威尔在发言中表现偏鹰态度。美联储开始越来越关心通胀，“如果你太早行动，可能会导致通胀问题没有彻底解决，还得再加息，这样就很低效。”此时市场仍在交易“美国经济韧性”，黄金持续低波横盘震荡，同期白银的向上弹性也受到了抑制。

然而随着7月非农数据的“暴雷”，原来关注“通胀+就业市场”的鹰派路径也在悄然发生改变。

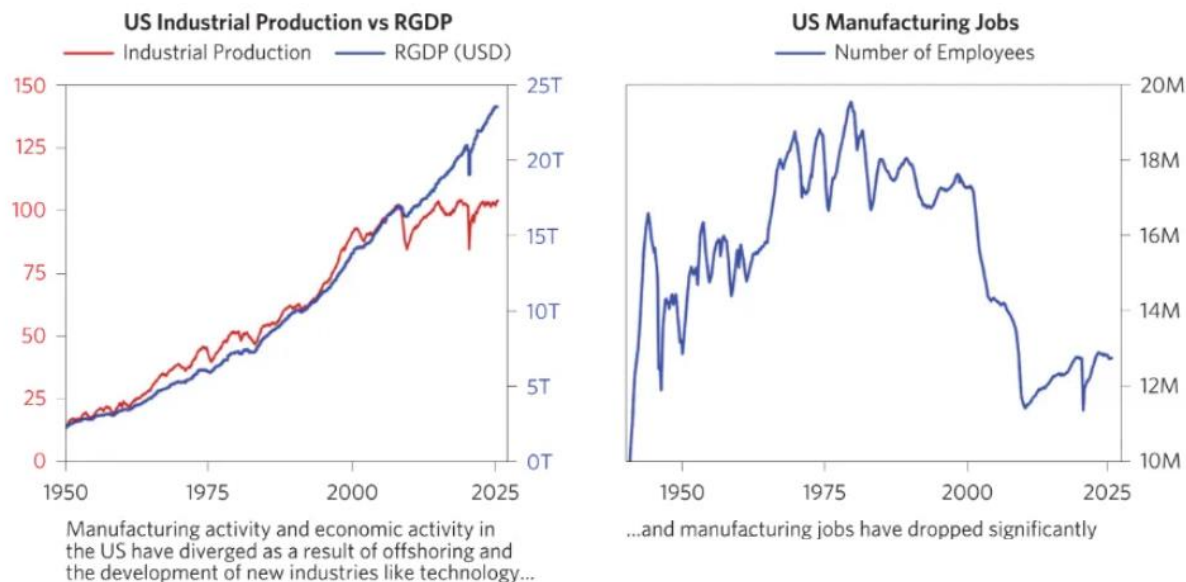
二、美国非农就业



图一：美国非农就业人数：初值 数据来源：WIND 华鑫期货研究所

美国上周初请失业金人数增加7000人至22.6万人，略高于市场预期。前一周续请失业金人数增加3.8万，达到197万人，创2021年11月以来新高，超出市场预期。美国劳动力市场已难言韧性，市场开始交易“衰退”。

三、 美国制造业



图二：美国制造业产值与国内GDP占比

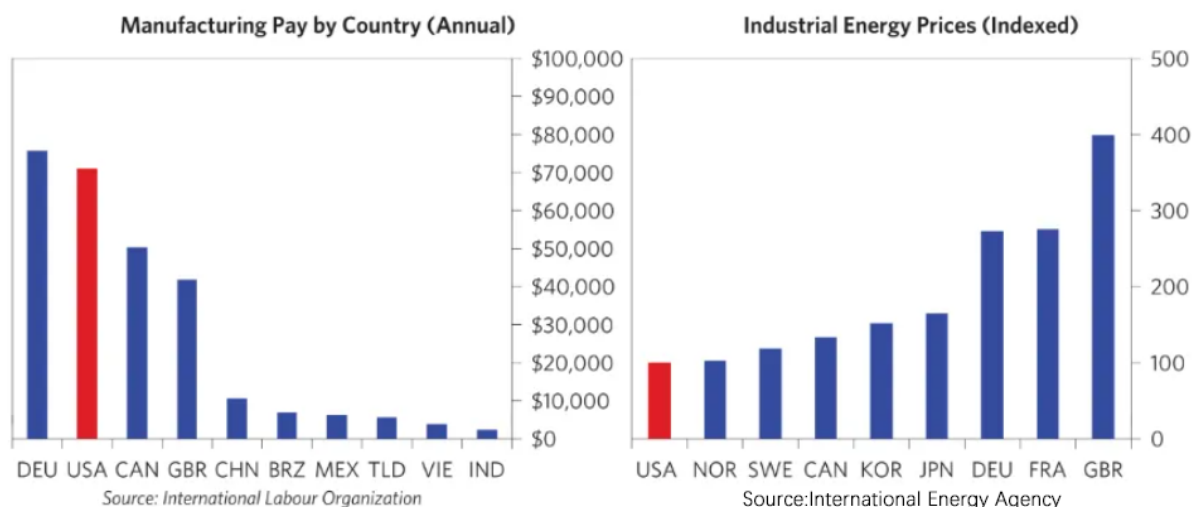
美国制造业雇员数量

数据来源：桥水 (Bridge Water) 华鑫期货研究所

按经济学原理，本币贬值将极大地刺激国内产品出口，因为汇率下跌增强了出口竞争力，使出口收入相对进口成本上升，从而改善经常账户。然而，美国在2000年后GDP增长主要依赖高附



加值服务业和金融业，资本流动又将制造业等第二产业转移至人工与能源成本更低的国家。这使得即便汇率下跌，美国制造业复苏仍面临巨大阻力。



图三：各国制造业人员工资水平

各国制造业能源价格

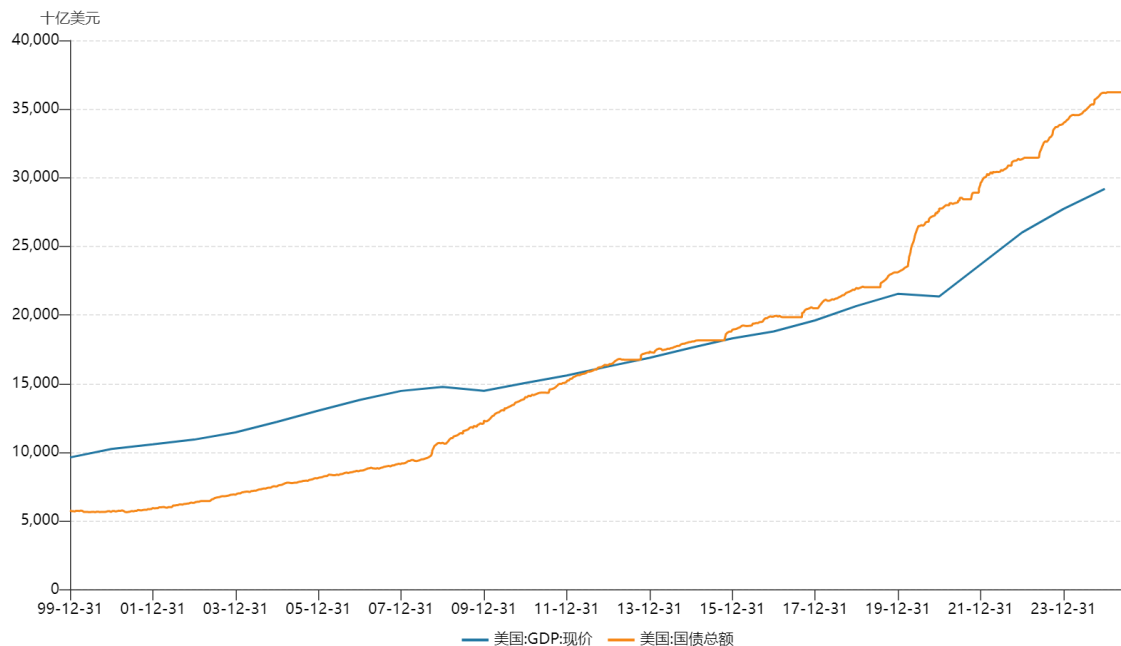
数据来源：桥水 (Bridge Water) 华鑫期货研究所

四、 美联储独立性？

美联储是由分布在全国12个主要城市的地区性联邦储备银行共同组成的机构，虽然其理事由总统提名、参议院批准，主席需定期向国会作证，但其货币政策决策不需要总统或国会的批准。但近期随着特朗普任命白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰为美联储（临时）理事，接替此前辞职的原任理事库格勒，似乎预示着美联储加速政治化，货币或将与美国对外贸易政策深度绑定，形成美债收益率、美元指数、贸易关税协同一体化。

美国同时将各国纳入不同关税税率层级，其目标是迫使这些国家在“生产”与“需求”上与美国站队一致。“生产”多的国家拥有较大的对美贸易逆差则被加征高昂的关税，或者要求购买一系列美国产品，变相提供“需求”，包括但不限于在美进行建厂投资，芯片购买、国防产品协定签订与提高军费预算，企图通过增加“收入”来抵消“大而美法案”带来的支出。

五、 美债美元不可持续性何在？

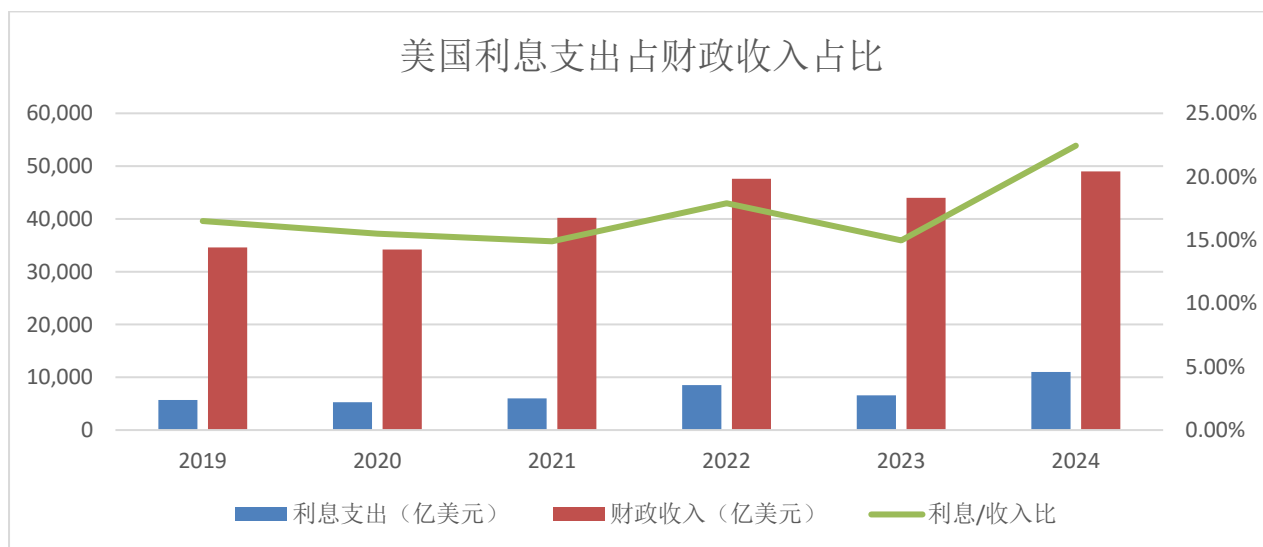


数据来源：Wind

图四：美国国债总额以及美国GDP

数据来源：WIND 华鑫期货研究所

美债规模在特朗普公布“大而美”法案后持续扩大，与此同时，带来的隐患是债务越多，债务无法滚动展期的风险越大。



图五：美国国债利息支出与财政收入占比

数据来源：美国财政部 华鑫期货研究所

偿债支出相对于美国财政收入的比重正在逐渐上升，在2024财年，利息支出更是达到了总财政收入的22%以上，达到1.1万亿美元，该数据甚至超过了国防预算（8000亿）和医保支出总和。偿债支出相对收入的比重极大的挤压了美国财政的灵活性。

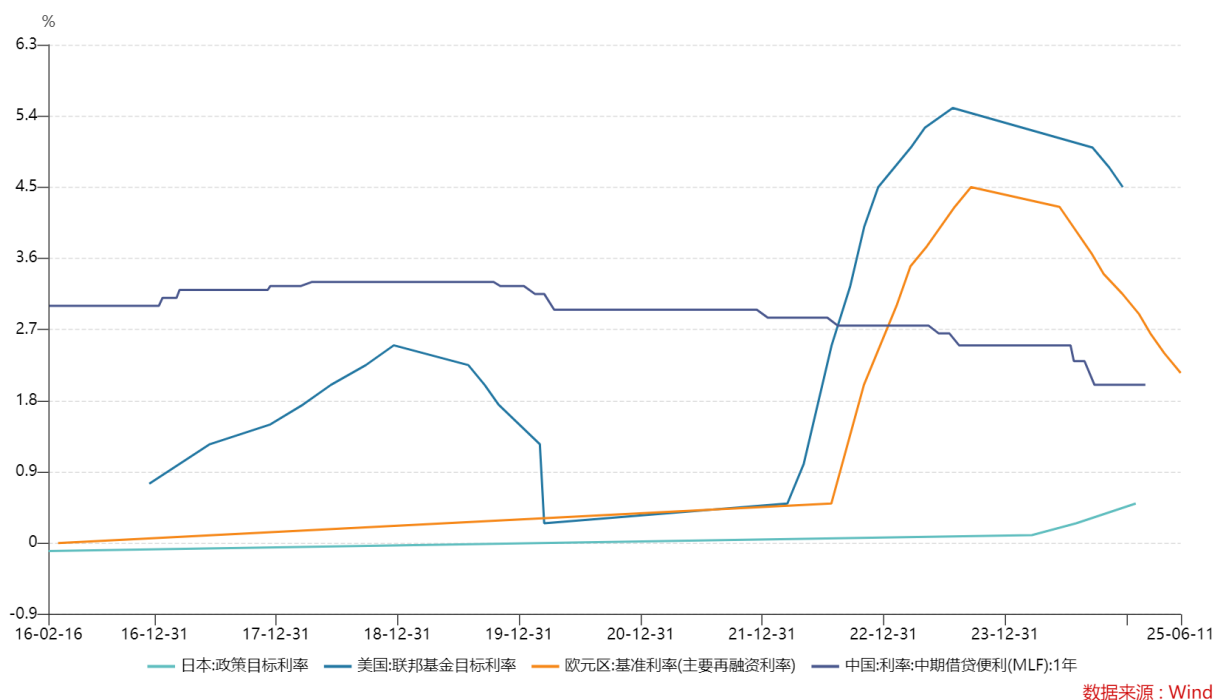


图六：2014年至今美元周线

数据来源：文华财经 华鑫期货研究所

同时，我们也可以预见到，目前的美元仍然处在较高的位置，美元指数受到美国经济基本面数据与贸易战信息双重影响。在美债走高无法持续的背景下，美元存在走弱需求，短期可能受到良好的经济数据提振反弹，但无法改变其长期下跌趋势。在美国发现无法解决高昂债务问题的时候，国家债务重整处理是必要选择手段。回顾历史上各国解决债务危机，名义价值固定型债券的实际价值将会受通胀与汇率贬值的双重侵蚀。本币（美元）的贬值将会使得持有美元货币和美国债券的投资者遭遇损失，美债危机或已存在难以逆转并呈现持续扩大的趋势。而美元美债的走弱将极大的利好硬通货（黄金）的价格上行。

六、风险何在？机遇何在？



图七：各国利率

数据来源：WIND 华鑫期货研究所



目前，美债收益率居高不下，较高的利率吸收了海外存款，也因此被动提振了需求，资金存在投资需求，资金大量转移至美股，抬升了美股股价。而日本在安倍经济学框架下长期保持零利率并维持无限量化宽松（央行作为主要购买方购买本国国债），套利交易借入日元等低利率货币，然后投资回报率更高的货币如美元等。但随着日本逐渐走出通缩，日本平均工资不断走高，日本因通胀存在加息需求，在2024年8月6日，日元兑美元走高导致日经指数熔断，美股三大股指向下大幅收跌，黄金也因为短时间流动性紧缩而价格向下。今年9月美联储降息的概率已超过90%，而日本央行在年内上调了通胀预期，且预期在10月进行加息。或许这次市场会提前有所准备，但我们不能忽视可能的流动性紧缩对黄金价格带来的冲击。

在后市存在降息预期的大背景下，我们还是保持对于金价的长期看好与积极乐观态度，美元走软将持续利好抗通胀资产黄金的上行。

【策略】黄金在经历了上半年的大幅波动后，始终维持低波震荡格局，下方存在各国央行特别是新兴国家央行的购金需求，下调空间有限。我们建议投资者在资产配置中维持对黄金的低吸多配策略。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

侯梦倩

期货从业资格：F3070960

投资咨询资格：Z0017338

邮箱：houmq@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

