



# 关税担忧支撑避险需求，金价高位宽幅震荡

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-02-17

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨  
从业资格证号：F0256916  
投资咨询证号：Z0018827  
电话：021-68758120  
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋  
从业资格证号：F03136719  
电话：021-68758820  
邮箱：guozhy@qh168.com.cn

# 黄金：观点总结&操作建议

## 货币属性

本周美元指数继续走弱，从108.11下滑至106.81，总计下滑1.2%。尽管各项经济指标利好美元，但近期市场的逻辑主要在于特朗普上台后关税政策可能引发的通胀风险以及对于全球经济的冲击。计价货币美元下跌叠加关税扰动下地缘方面的不确定性支撑黄金突破新高。

## 金融属性

近期美联储对降息透露出谨慎态度，主席鲍威尔近期在国会听证会上再次重申延缓降息立场。本周三美国PPI和CPI数据超预期上涨，通胀水平凸显韧性。不过周四PPI数据在修正上月数值后本月的环比数据回落，分项指数也预示月底PCE数据将下行，且周五的零售销售数据疲软体现消费开始降温。

## 商品属性

中国央行已连续三个月增持黄金。未来中国央行增持黄金仍是大方向，重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。上周(2.10-2.14)黄金SPDR持仓量较前一周减少0.63%，白银SLV较前一周增加1.98%，黄金和白银CFTC多头均出现下跌。

## 操作建议

近期黄金货币属性凸显，关税扰动下的避险需求是市场主要逻辑。沪金波动率显著上升，国际方面近期重点关注特朗普关税政策及美国下一阶段经济数据。地缘方面，关注俄乌方面进展以及巴以停火情况。短期以宽幅震荡思路对待，注意防范高位回调风险，建议等回调到位再行入场。

# 白银：观点总结&操作建议

## 宏观金融

年内降息幅度和概率进一步降低，当前联邦基金利率期货显示市场预期2025年累计降息约40个基点。特朗普政府近期动作不断，关税扰动或持续影响市场走势。当地时间2月13日，美国总统特朗普宣布征收“对等关税”，并称将考虑对使用增值税制度的国家加征关税。

## 供需情况

全球白银市场连续第五年短缺，2025年预计缺口1.49亿盎司。主要因矿山增产有限且回收量仅占供应20%。随着新能源、光伏、电子等领域的发展，白银需求将持续增长，而供应相对有限，支撑白银价格长期上行。

## 操作建议

白银开年以来涨幅较大，且近期走势明显落后于黄金，在黄金高位震荡的行情中较难走出补涨行情，建议投资者不要盲目追高，紧盯黄金进行操作。操作方面，一方面可以等待回调到位再行买入，若黄金短期内行情再起，可以考虑布局白银捕捉补涨行情。

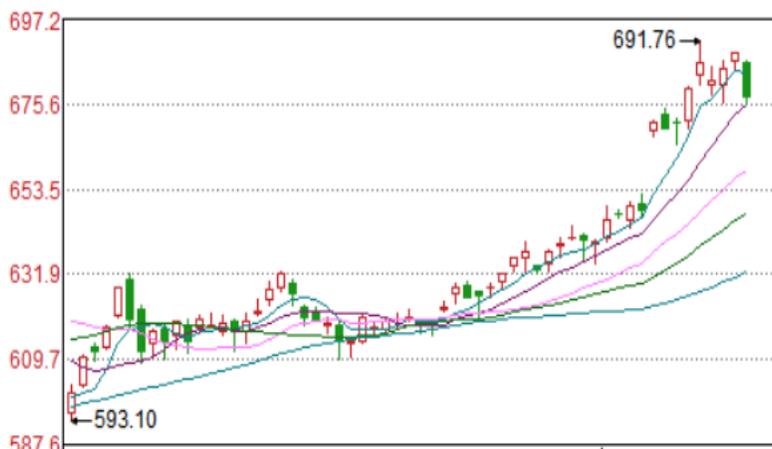
## 风险因素

美国下一阶段经济数据不及预期，关税政策变化，地缘局势发生重大变动

# 行情回顾

沪金本周强势上行连续突破历史新高，但在周五夜盘美国零售销售和工业产出数公布后出现大幅回调，截至收盘已跌至675一线。近期市场对于黄金的定价逻辑主要来自其避险属性，贸易摩擦升级的风险支撑黄金维持高位，市场对上周公布的美国通胀数据以及劳动力市场数据反应有限。在关税政策不确定性落地之前，预计黄金的避险逻辑会持续有效，但该影响预计呈现边际递减的趋势。随着金价连续冲高，来自多头的获利抛压会逐渐加大，短期或存在阶段性回调可能。沪银近期表现显著落后沪金，尽管在周五走出一波补涨行情，但随金价回落迅速跳水。整体来看，沪金波动率显著上升，短期以宽幅震荡思路对待，注意防范高位回调风险。

沪金主力合约



沪银主力合约



伦敦金现



伦敦银现

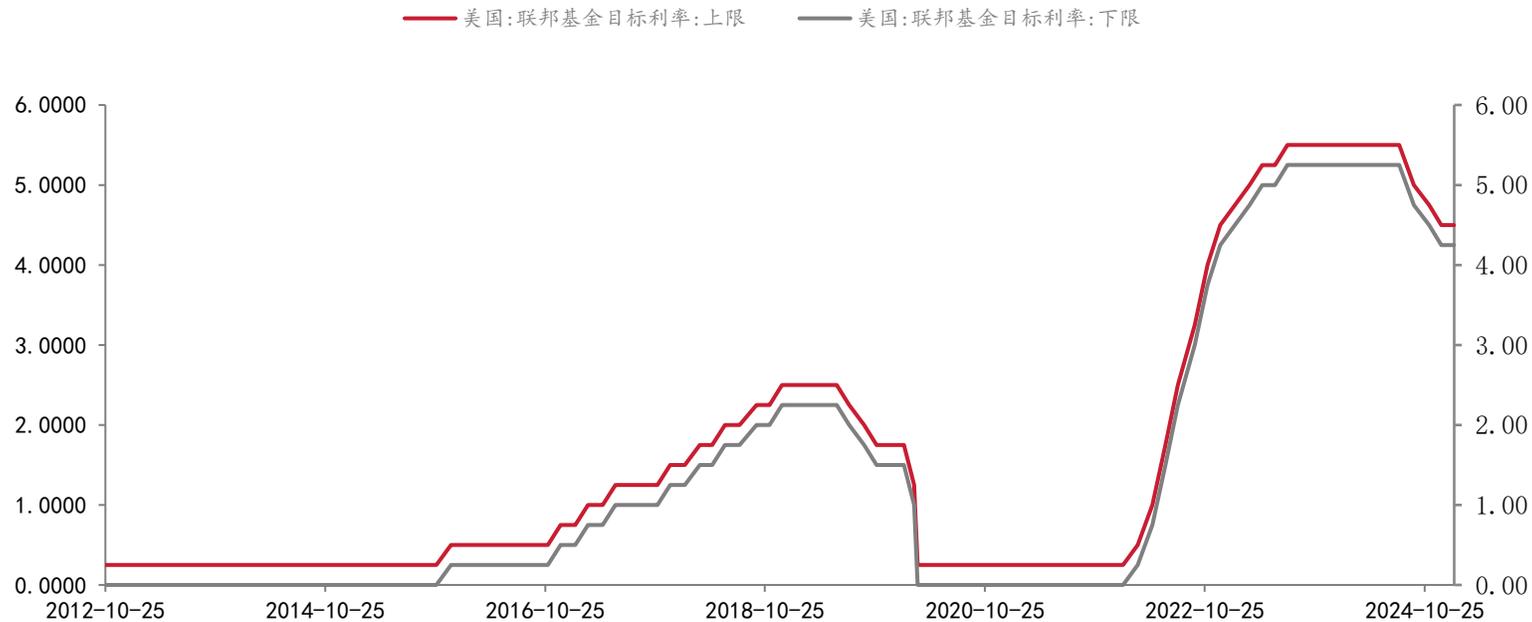


# 美元指数：美元持续走弱，关税扰动或为短期市场主要逻辑



本周美元指数继续走弱，从108.11下滑至106.81，总计下滑1.2%。周三公布的美国通胀数据以及周四发布的劳动力市场数据都打压美联储的降息预期并验证了美国稳健的经济，鲍威尔周中表态降息延缓且市场将首次降息时点进一步推迟。理论上更长时间维持高利率应提振美元，但近期市场的逻辑主要在于特朗普上台后关税政策可能引发的通胀风险以及对于全球经济的冲击。因此尽管美债收益率随通胀预期攀升，但美元指数反应有限。美联储政策效应被市场提前消化，关税扰动使得美元指数持续走弱，进一步降低持有其他货币的投资者购买黄金的成本。

# 美国联邦基金目标利率



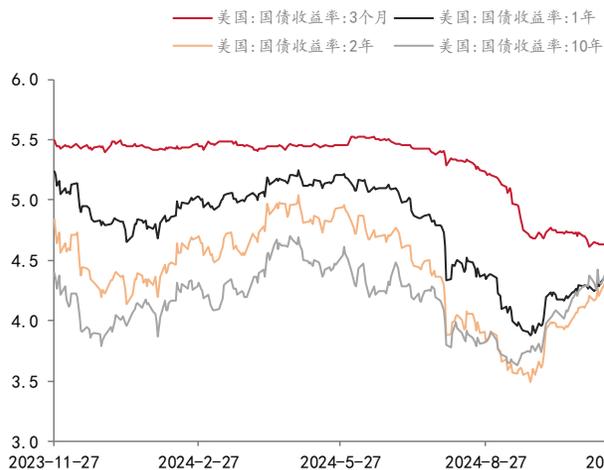
近期美联储对降息透露出谨慎态度。主席鲍威尔近期在国会听证会上再次重申延缓降息立场，强调维持限制性政策的必要性。鹰派官员达拉斯联储主席洛根警告称，即便未来数月通胀趋近目标，也不应过早降息，需警惕年初企业涨价导致通胀反复的风险。当前联邦基金利率期货显示市场预期2025年累计降息约40个基点。此外，零售数据公布后，CME Fedwatch工具则表明，市场对首次降息时点的预期从2025年9月提前至7月，7月降息25个基点的概率达43.4%，该节点较2月12日美国CPI数据发布后有所提前。

# 美债：美债收益率有所下滑，利差维持不变

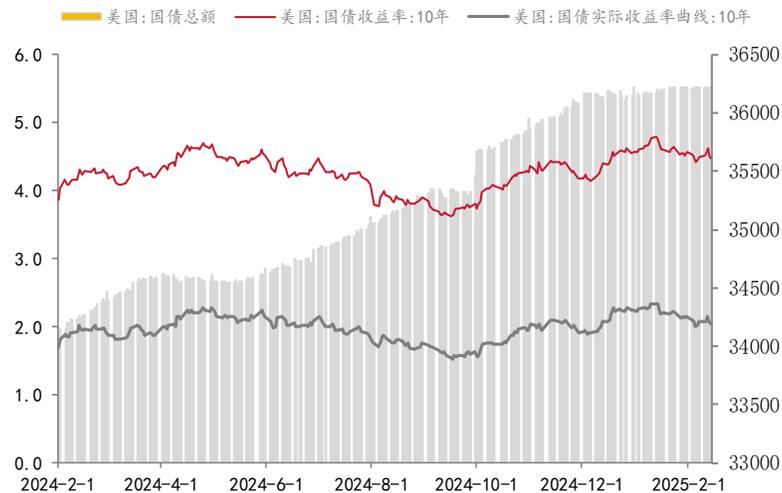
1年期美债收益率收于4.23%，较此前一周下降2个基点。10年期美债收益率较上周下降2个基点至4.47%。

十年期美债实际收益率有所下滑，从上周2.07%降至2.04%，总计降低3个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.21%，较上一周持平。

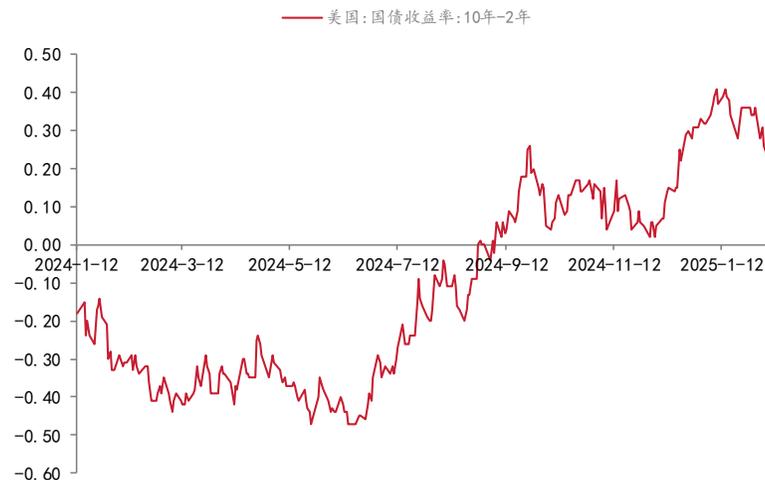
### 美债收益率



### 10年美债实际收益率

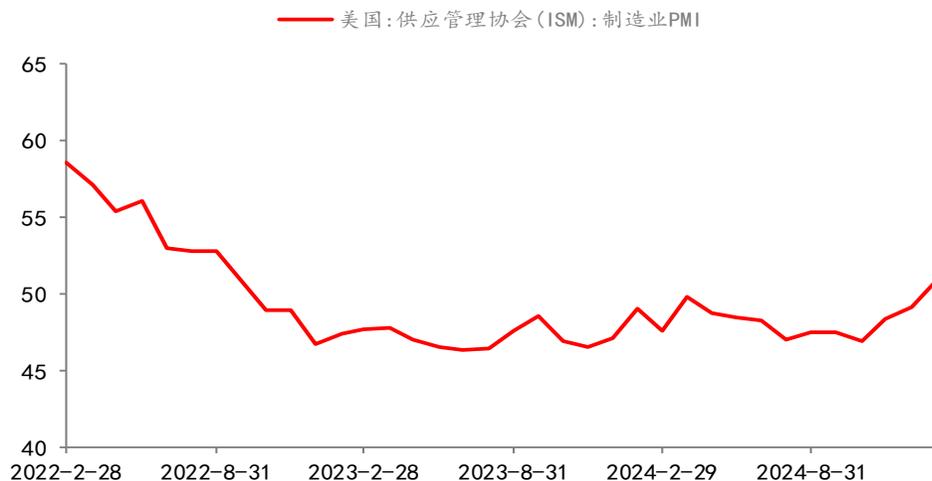


### 美债利差



# 美国PMI:制造业意外重回扩张区间，服务业不及预期显著回落

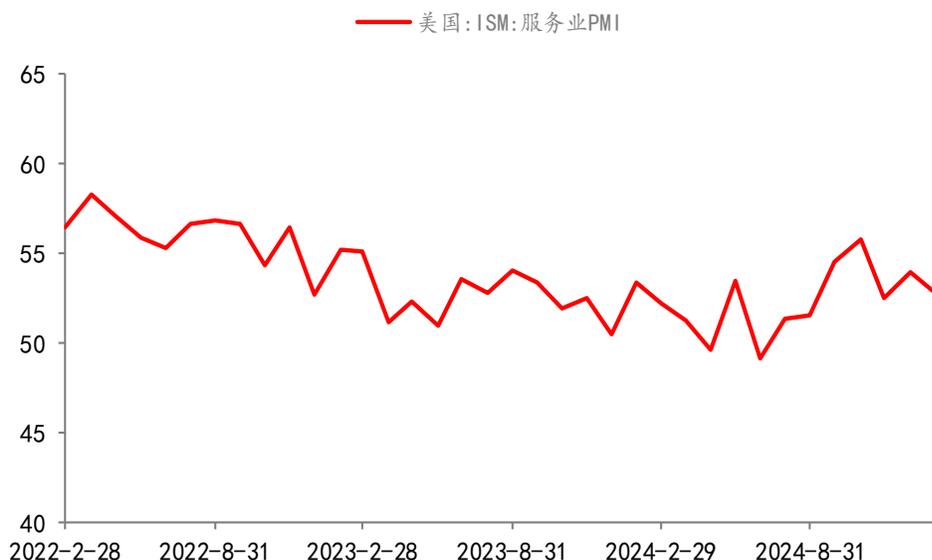
## 制造业PMI



## 制造业PMI:

ISM的数据显示，1月，美国的制造业PMI指数为50.9，高于预期的49.6，创下了2022年9月以来的新高，时隔10个月重回扩张区间，同时物价分项升至8个月最高，美国经济边际有所回暖，同时通胀压力也有加大。美国制造业与服务业的“剪刀差”进一步缩小

## 服务业PMI



## 服务业PMI:

美国1月ISM服务业PMI为52.8，预期54，前值54.1。1月的服务业PMI数据略高于去年的平均水平，但较12月明显回落，整体不及预期，表明服务业这一美国经济的主要支柱的增长势头略有减弱

## 综合PMI:

美国1月Markit综合PMI终值52.7，创2024年4月份以来新低。其中，就业分项指数终值上升至54，创2022年6月份以来新高，连续第二个月扩张。新订单分项指数终值创2024年10月份以来新低。

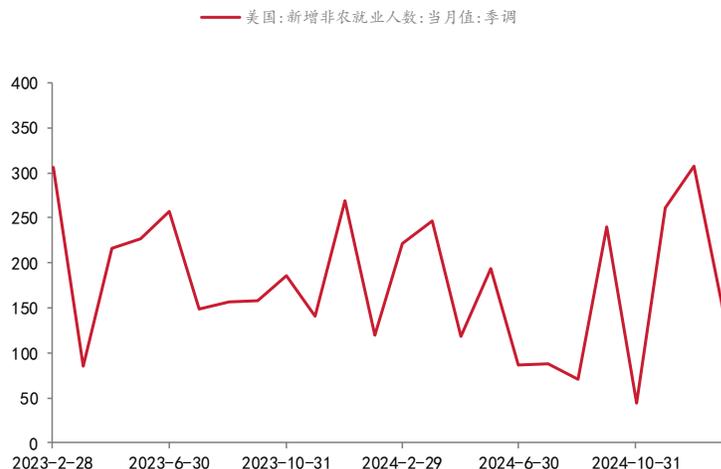
# 美国就业指标：劳动力市场有所放缓但依旧稳健

美国劳工统计局周五公布数据显示，美国1月非农就业人口增长14.3万人，为三个月最低水平，远不及预期的17.5万人。与此同时，12月新增就业人数从25.6万大幅上修至30.7万。1月失业率为4%，低于预期和前值的4.1%。

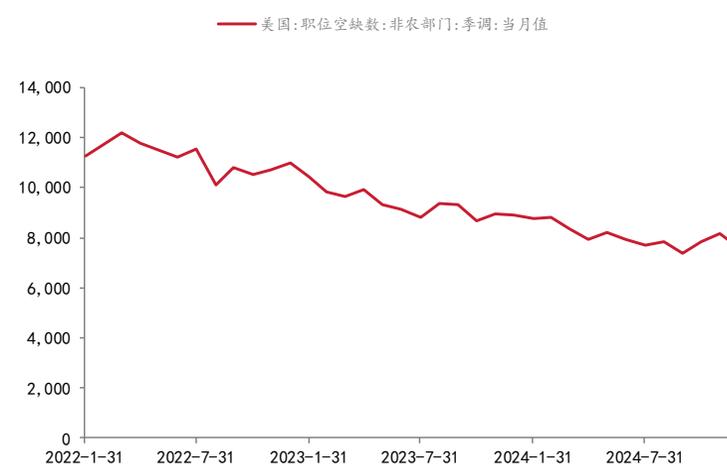
2月8日当周初请失业金人数为21.3万人，预期为21.5万人，前值由21.9万人修正为22万人。

总体而言，近期就业相关指标并没有为美联储降息争取更大空间。Nick Timiraos表示，1月非农就业报告难改美联储观望态度。美联储当前主要关注通胀回落至目标水平的证据，短期内就业市场不会成为通胀压力来源。

### 美国新增非农就业人数



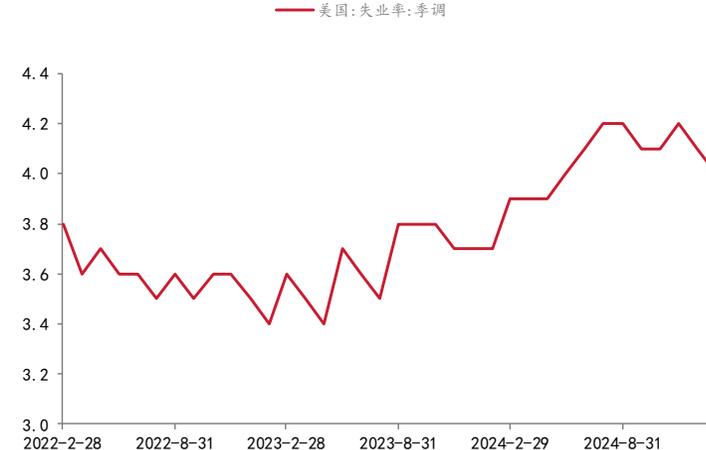
### 美国:职位空缺数:非农部门



### 美国当周初请失业金人数



### 美国:失业率:季调



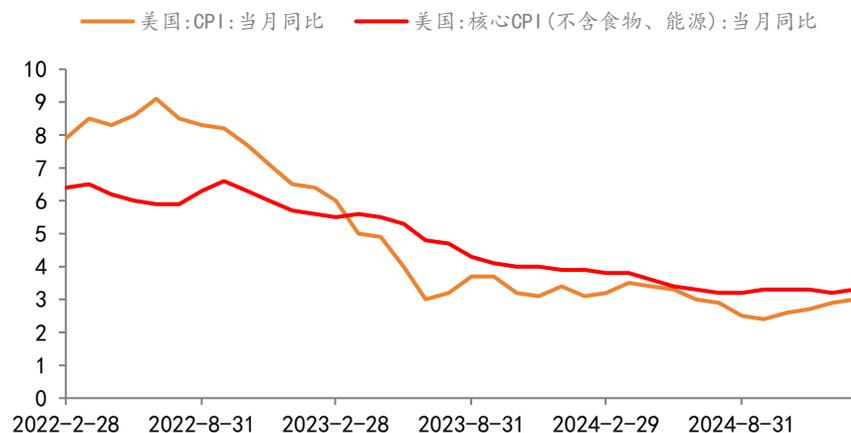
# 美国通胀水平：PPI和CPI数据超预期上涨，通胀水平凸显韧性

美国劳工部最新公布的数据显示，今年1月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨3%，为2023年8月以来最大涨幅。剔除波动较大的食品和能源价格后，1月核心CPI同比上涨3.3%，远高于美联储设定的2%长期目标。

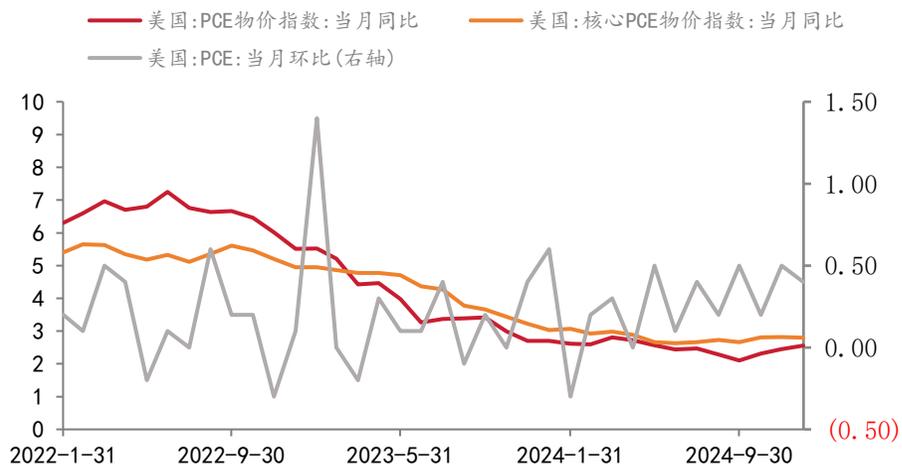
而在PPI方面，美国1月PPI同比增长3.5%，超出预期的3.2%，并且12月PPI通胀经过修正后调整至环比增长0.5%。核心PPI环比上涨了0.3%，同比则增长3.6%，两者均明显超出市场预期。

本周三美国CPI数据因权重调整大超市场预期，不过周四PPI数据在修正上月数值后、本月的环比数据回落、分项指数也预示月底PCE数据将下行，且周五的零售销售数据疲软，体现消费开始降温

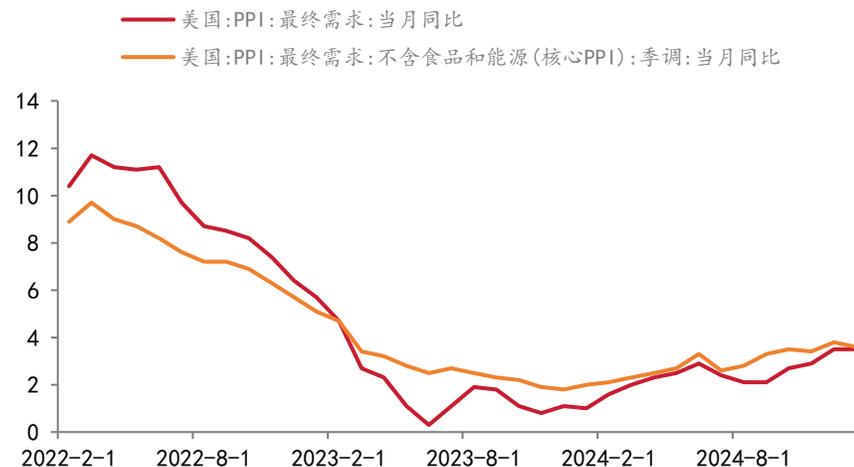
### 美国CPI当月同比（单位：%）



### 美国PCE当月同比&环比（单位：%）

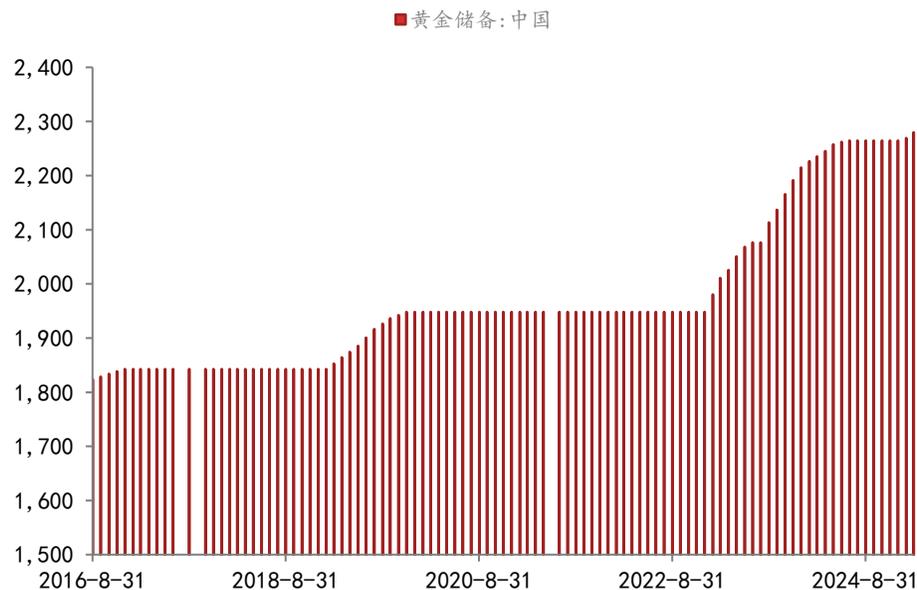


### 美国PPI当月同比（单位：%）



# 需求：央行连续三个月增持黄金，未来有望保持净流入

## 中国央行购金



## 央行购金需求与金价走势



2025年1月，中国官方黄金储备为7345万盎司，较上月末增加16万盎司。目前，中国央行已连续三个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

# ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

上周(2.10-2.14)黄金SPDR持仓量为863.06，较前一周减少0.63%。白银SLV当周持仓量为13654.26，较前一周增加1.98%。

截至2025.2.11，黄金CFTC多头净持仓较此前一时期数据减少3.57%至343766张合约。白银方面净多头持仓为79112张合约，较前一时期数据减少4.82%。

### 黄金持仓量

SPDR: 黄金: 持仓量(吨)



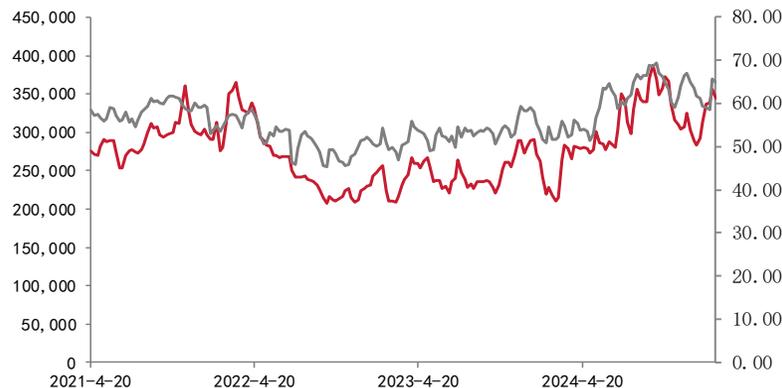
### 白银持仓量

SLV: 白银: 净持仓量(吨)



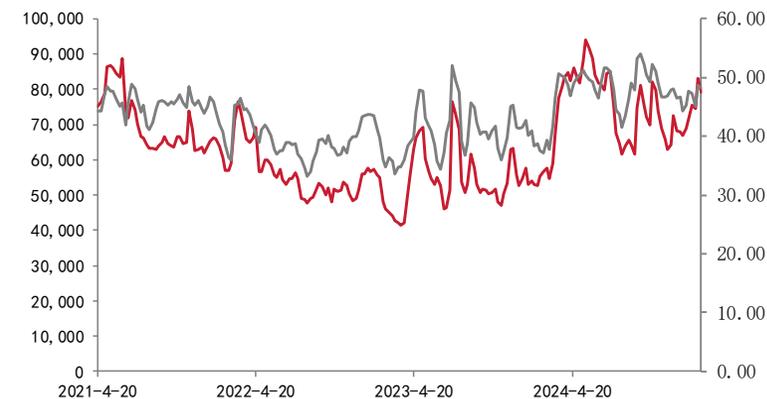
### 黄金非商多头持仓量

— COMEX: 黄金: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量  
— COMEX: 黄金: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量占比



### 白银非商多头持仓量

— COMEX: 银: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量  
— COMEX: 银: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量占比

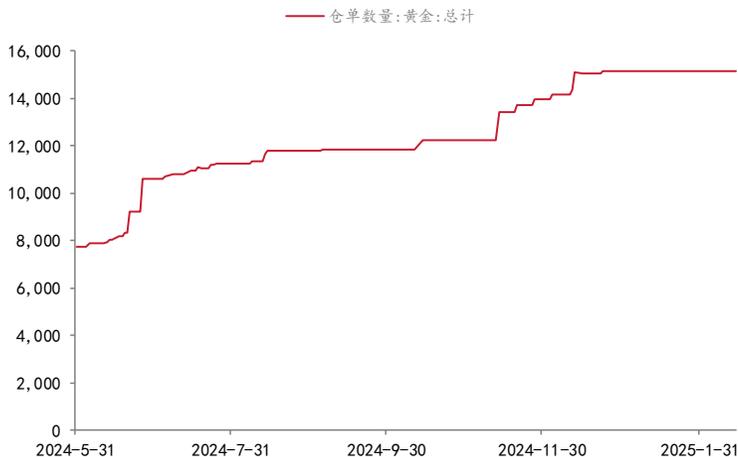


# 库存：贵金属库存维持高位，Comex库存近期快速上升

上周(2.10-2.14)上期所黄金仓单为15144千克，较前一周增加3千克。白银仓单较前一周减少2339千克至1427418千克。

Comex库存方面，截至2025.2.14，周度Comex黄金库存较前一周增加2852923.96盎司至37448324.32盎司，Comex白银库存较前一周增加14492939.31盎司至377888762.11盎司。

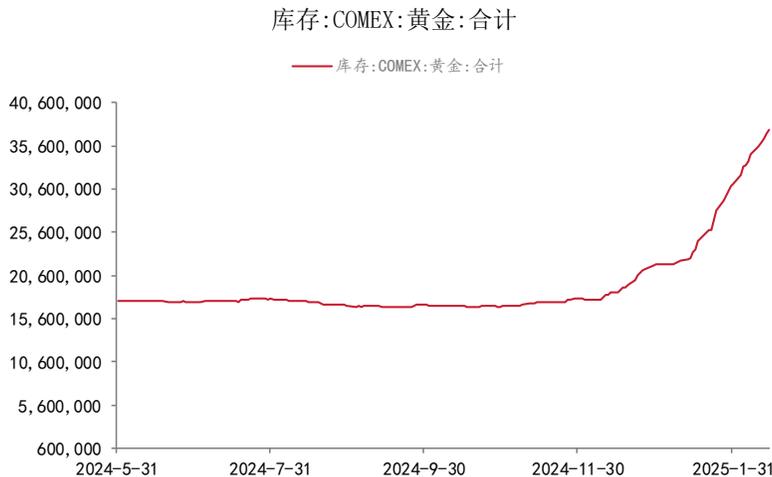
### 上期所黄金仓单



### 上期所白银仓单



### Comex黄金库存



### Comex白银库存

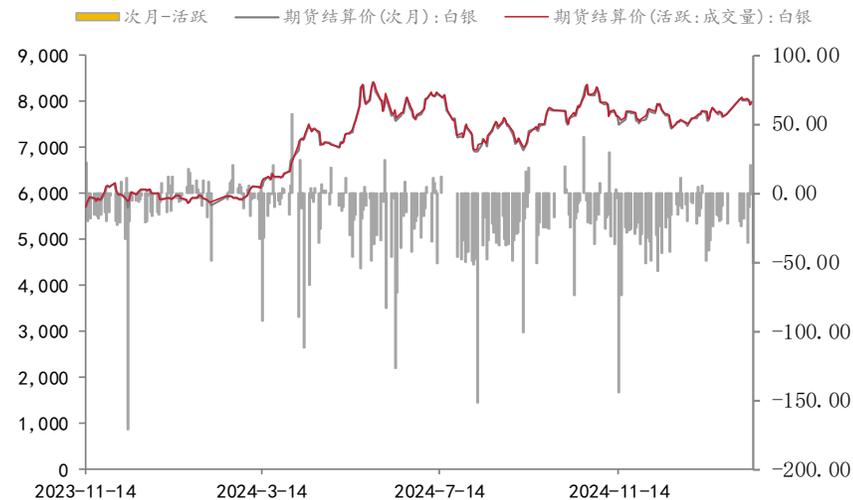


# 价差-成交量-持仓量

## 黄金价差

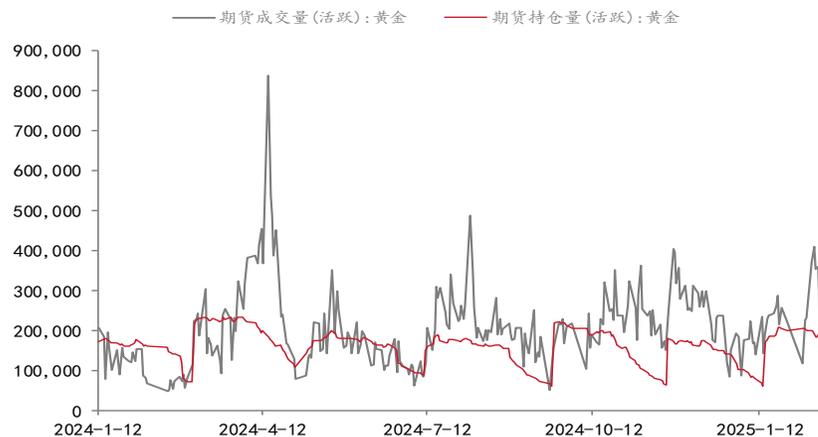


## 白银价差



上周(2.10-2.14)黄金期货平均成交量为350413千克，较前一周上涨81.6%。白银期货当周平均成交量为795599千克，较前一周上涨63.9%。

## 黄金成交量持仓量

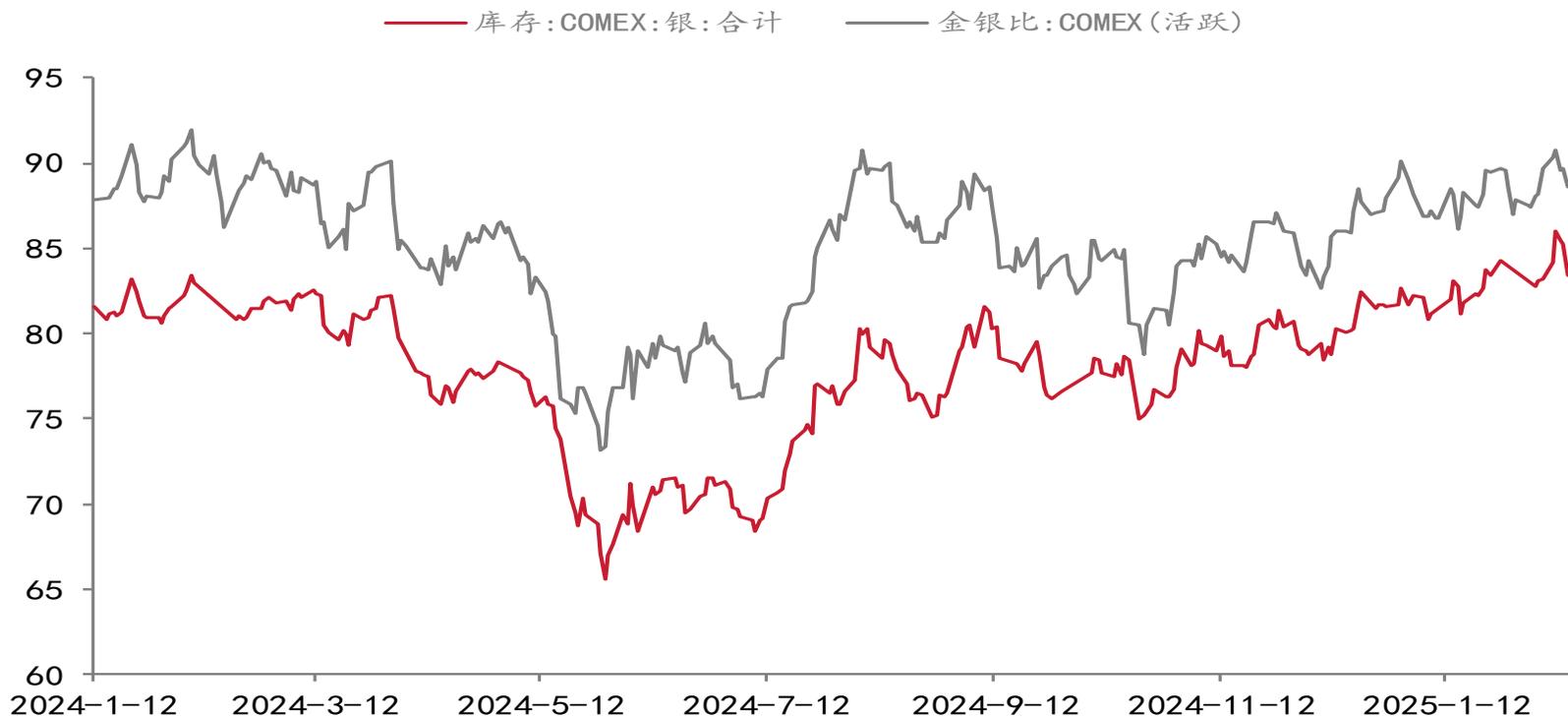


## 白银成交量持仓量



# 金银比：近期金价走势明显强于白银，金银比价重回高位区间

## 金银比价走势



- 截至2025.2.14当周，沪金银比价为83.40，纽约金银比为88.61。
- 近期金银比价重回80以上的高位，黄金相较白银来说具有更强的金融属性和货币属性，在当前地缘政治以及贸易政策扰动下，黄金避险属性带来的利好逻辑会明显大于白银。近期行情也可看出白银走势显著落后黄金。因此，短期内做空金银比并不具备逻辑支撑。

# 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

# 感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-68757181

Jialj@qh168.com.cn