



# 金价高位震荡盘整，短期回调压力上升

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-02-24

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：guozy@qh168.com.cn

# 黄金：观点总结&操作建议

|      |                                                                                                                                                      |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 货币属性 | 美元指数本周呈现先扬后抑走势，从106.80下滑至106.64。利率期货定价全年降息44个基点，较周四增加6个基点，美元资产吸引力削弱。技术面破位及避险需求边际弱化加剧下行压力，美元走弱成为黄金本周突破历史新高的核心驱动。下周市场聚焦2月核心PCE数据，若通胀回落或进一步压制美元。        |
| 金融属性 | 美联储对降息仍保持谨慎态度，但近期态度有所放松。CME FedWatch工具显示6月降息概率升至47.4%。根据计算，周五美国利率期货市场预计今年降息44个基点，而周四为38个基点。数据显示，美联储可能在9月或10月的政策会议上恢复降息。                              |
| 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。截至2025.2.21当周，黄金SPDR持仓量为904.38，较前一周增加4.78%。白银SLV当周持仓量为13535.34，较前一周减少0.87% |
| 操作建议 | 近期黄金仍处于避险属性主导的市场，叠加美元走弱的影响，沪金高位盘整并伴随波动率的显著上升，美国方面近期重点关注下周五美国PCE通胀报告以及关税政策导向。地缘方面，重点关注俄乌方面谈判进展。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

美联储官员在1月份会议上维持基准利率不变，并表示愿意保持观望，直到通胀进一步降温。1月会议纪要显示，通胀上行的风险仍是美联储关注的重点而非就业。美国亚特兰大联储主席Bostic预计，美联储今年仍将降息两次，不过这一预测的不确定性有所上升。

## 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

白银上周走势相较黄金明显弱势，且开年以来涨幅较高，虽然当前金银比处于较高的位置，但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。

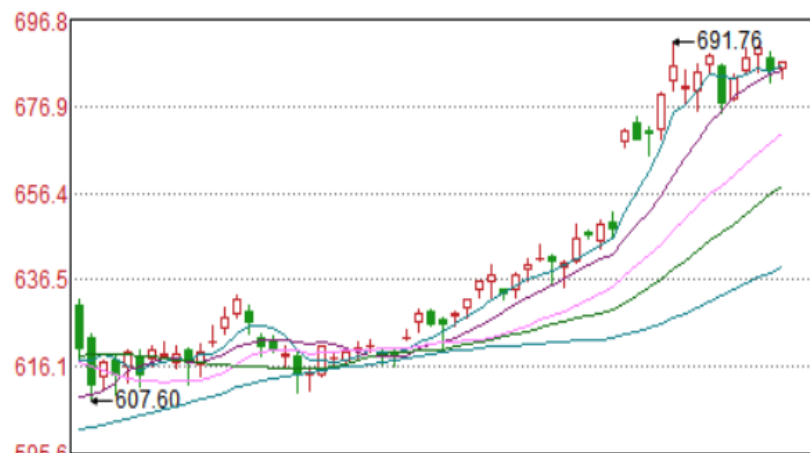
## 风险因素

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

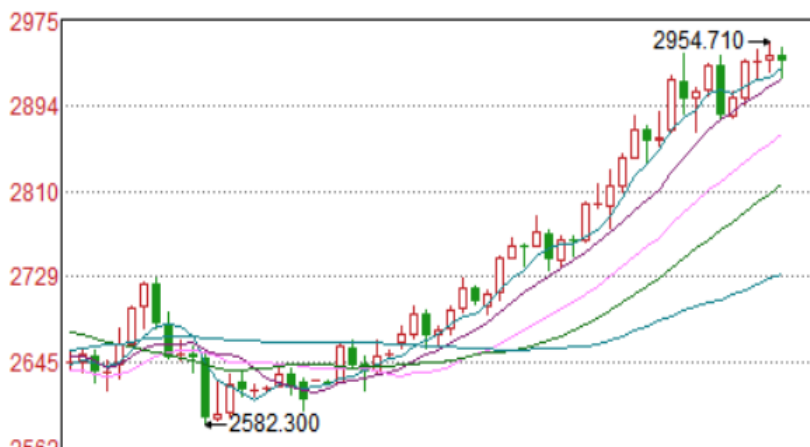
# 行情回顾

沪金上周呈现高位盘整的走势，周初在关税扰动与美元疲软的推动下逼近历史新高，主力合约一度突破690元/克，但周五受多头集中减仓影响迅速回调，夜盘收至686元/克。当前市场关税政策扰动以及避险逻辑定价仍占主导。周五美国数据继续走弱，美国零售销售数据大幅低于预期，服务业PMI、成屋销售数据均走弱，黄金从而获得支撑。美联储近期对于降息的态度有所回暖，但3000美元大关压力明显，获利盘的抛压随价格逼近会逐渐增加。金价中长期上行趋势不改，但短期内存在阶段性回调可能，建议等回调到位再行建仓布局。沪银近期表现明显落后沪金，其补涨走高的逻辑有待市场验证。整体来看，近期沪金波动率显著上升，以高位震荡思路对待，注意防范高位回调风险。

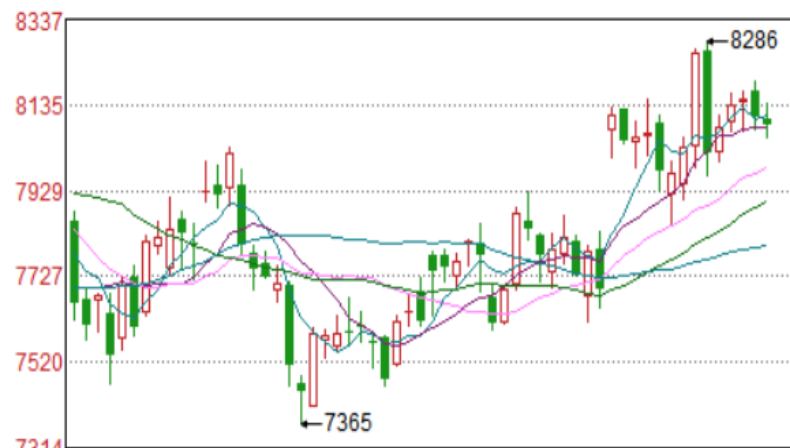
沪金主力合约



伦敦金现



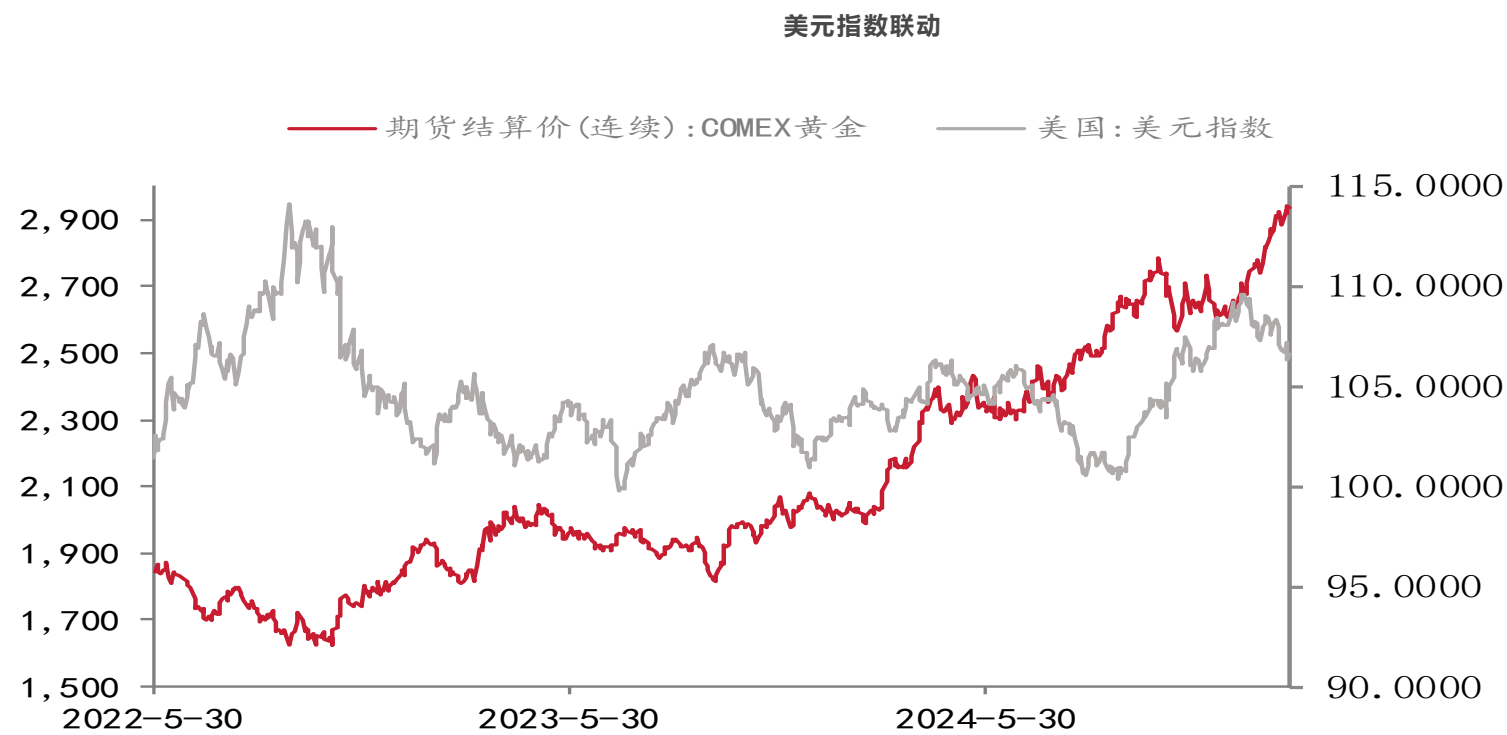
沪银主力合约



伦敦银现

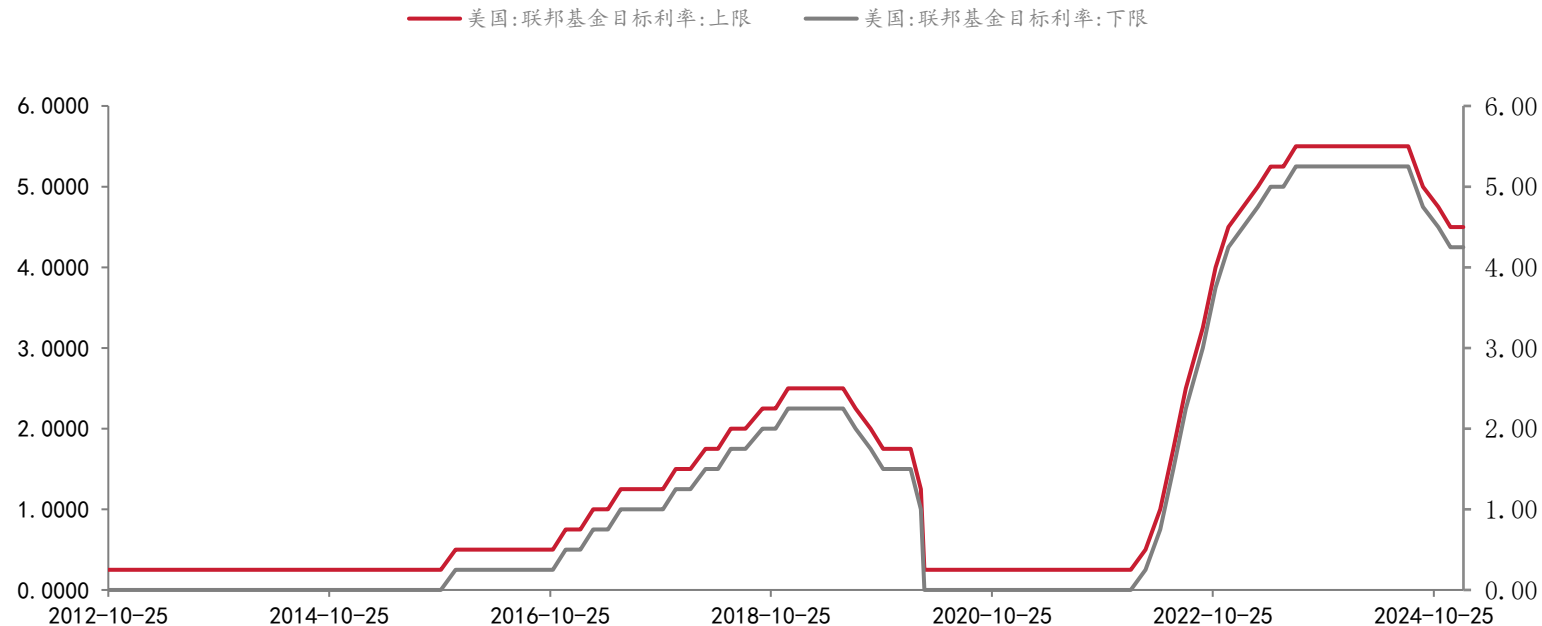


# 美元指数：美元继续走弱，市场焦点转向关注美国经济数据



美元指数本周呈现先扬后抑走势，从106.80下滑至106.64。周初受避险属性提振（特朗普关税政策及地缘局势扰动）短暂走强，但随后受疲软经济数据拖累大幅回落。本月美国商业活动降至17个月低点、消费者信心及成屋销售数据超预期下滑，推动市场对美联储年内降息预期升温，利率期货定价全年降息44个基点，较周四增加6个基点，美元资产吸引力削弱。技术面破位及避险需求边际弱化加剧下行压力，美元走弱成为黄金本周突破历史新高的核心驱动。下周市场聚焦2月核心PCE数据，若通胀回落或进一步压制美元。

# 美国联邦基金目标利率



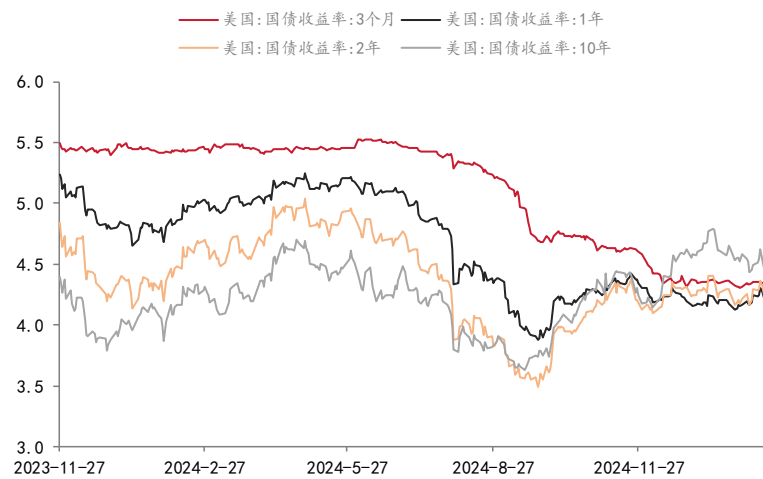
美联储对降息仍保持谨慎态度，但近期态度有所放松。美联储官员在1月份会议上维持基准利率不变，并表示愿意保持观望，直到通胀进一步降温。1月会议纪要显示，政策制定者们正在考虑政府政策变化可能对通胀进展构成阻碍。美国亚特兰大联储主席Bostic预计，美联储今年仍将降息两次，不过这一预测的不确定性有所上升。CME FedWatch工具显示6月降息概率升至47.4%。根据计算，周五美国利率期货市场预计今年降息44个基点，而周四为38个基点。数据显示，美联储可能在9月或10月的政策会议上恢复降息。

# 美债：美债收益率大幅下滑，支撑金价突破新高

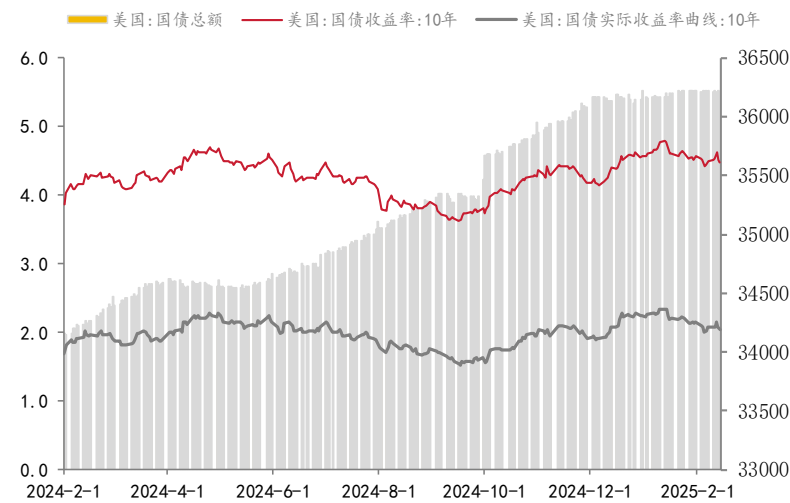
1年期美债收益率收于4.15%，较此前一周下降8个基点。10年期美债收益率较上周下降5个基点至4.42%。

十年期美债实际收益率继续下滑，从上周2.04%降至2.00%，总计降低4个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.23%，较上一周有所扩大。

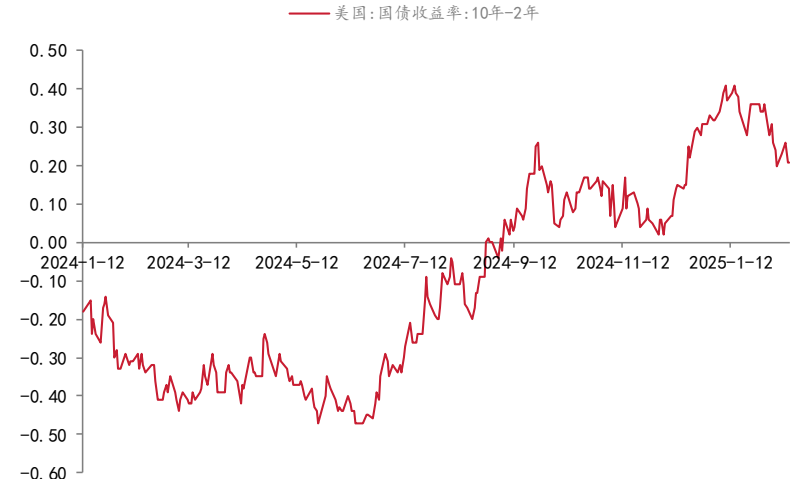
美债收益率



10年美债实际收益率

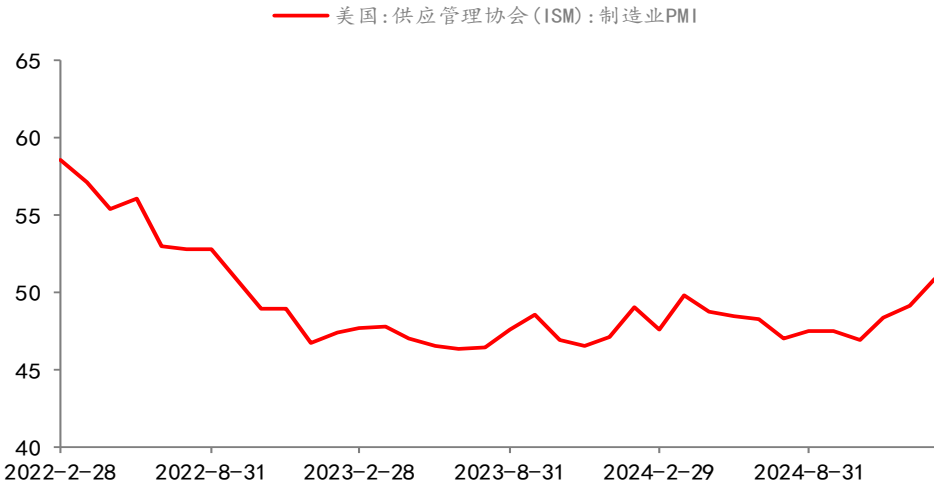


美债利差



# 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

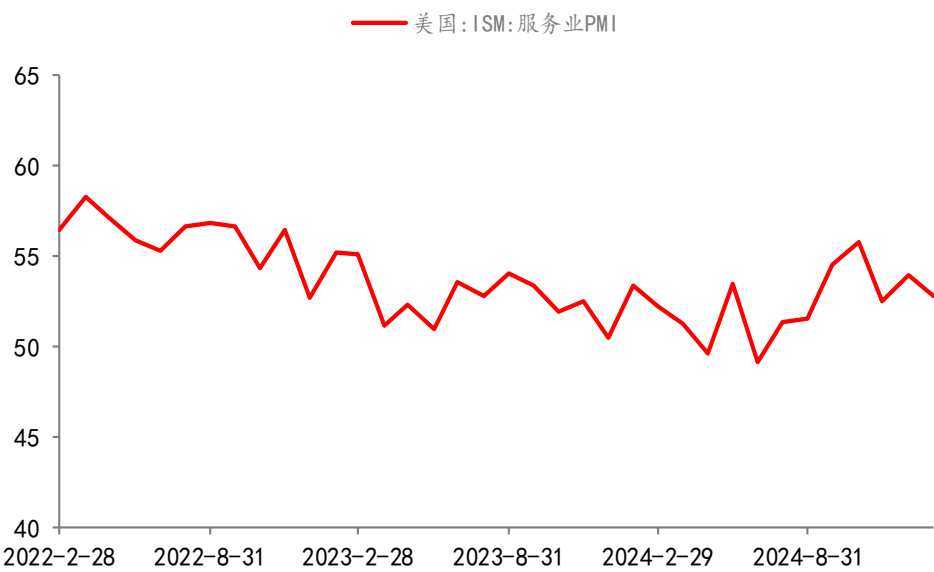
制造业 PMI



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。

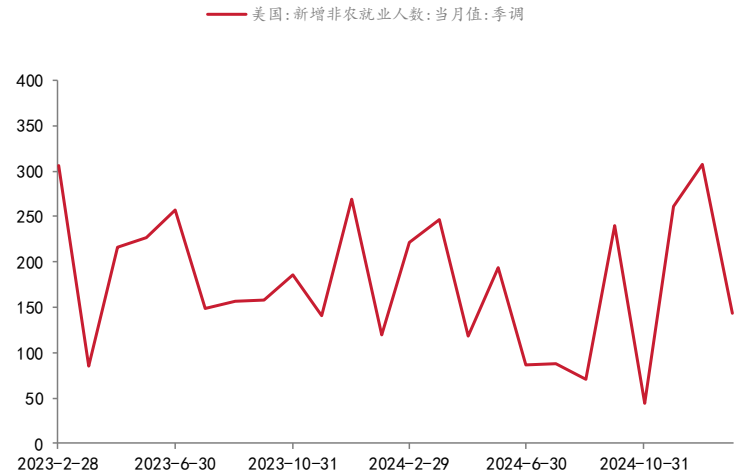
# 美国就业指标：劳动力市场有所放缓但依旧稳健

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%。

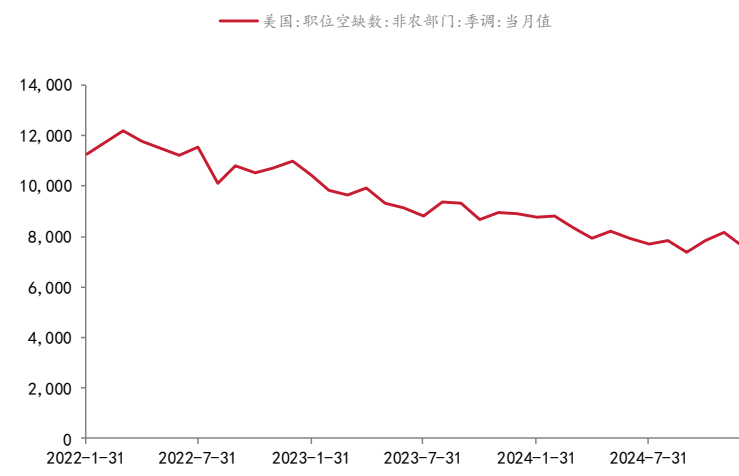
2月14日当周初请失业金人数为21.9万人，高于预期21.5万人，前值由21.3万人修正为21.4万人。

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。

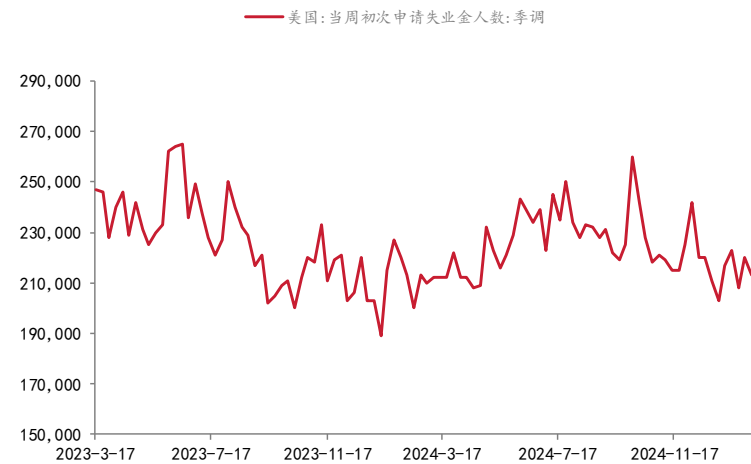
美国新增非农就业人数



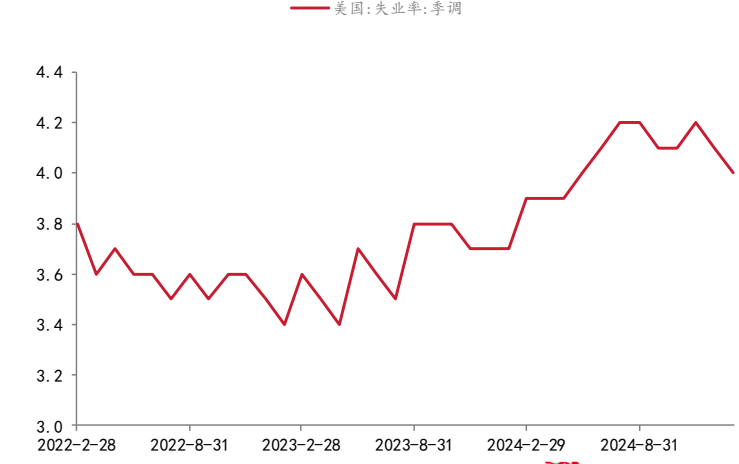
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调



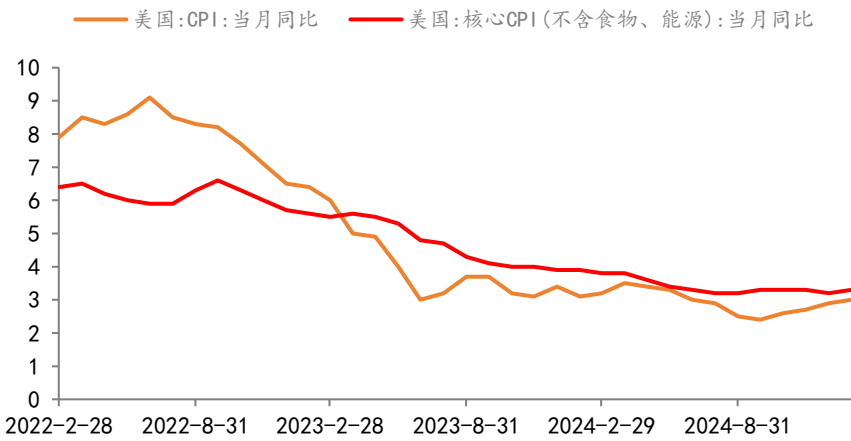
# 美国通胀水平：PPI和CPI数据超预期上涨，通胀水平凸显韧性

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。

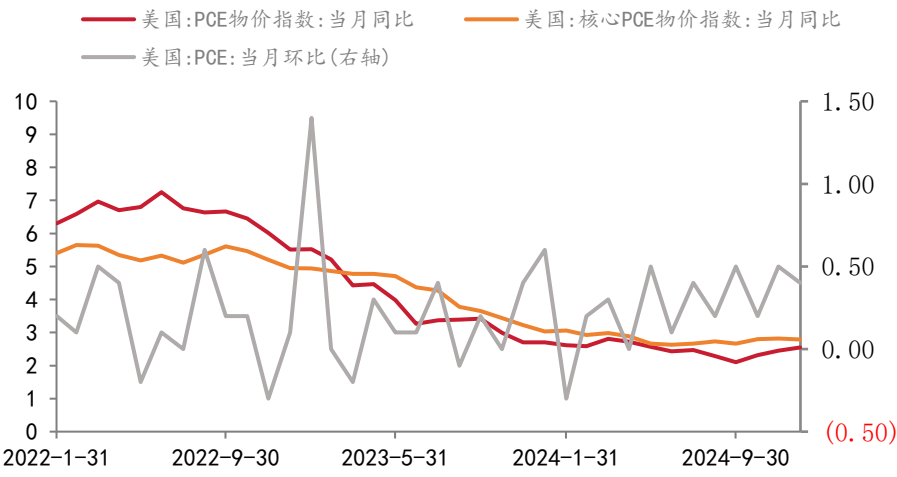
而在PPI方面，美国1月PPI同比增长3.5%，超出预期的3.2%，并且12月PPI通胀经过修正后调整至环比增长0.5%。核心PPI环比上涨了0.3%，同比则增长3.6%，两者均明显超出市场预期。

美国CPI数据因权重调整大超市场预期，另外1月PPI虽也超预期，但部分被纳入个人消费支出价格指数(PCE)的类别表现较好，一定程度缓解了市场担忧。另一方面，美国1月零售销售环比下降-0.9%，远差于预期的-0.2%，较24Q4数据出现较大幅度下滑，也显示消费整体趋于降温。

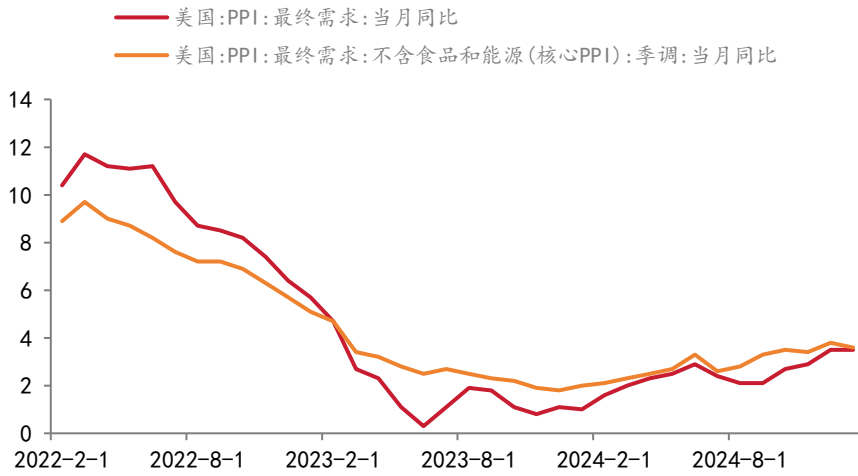
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

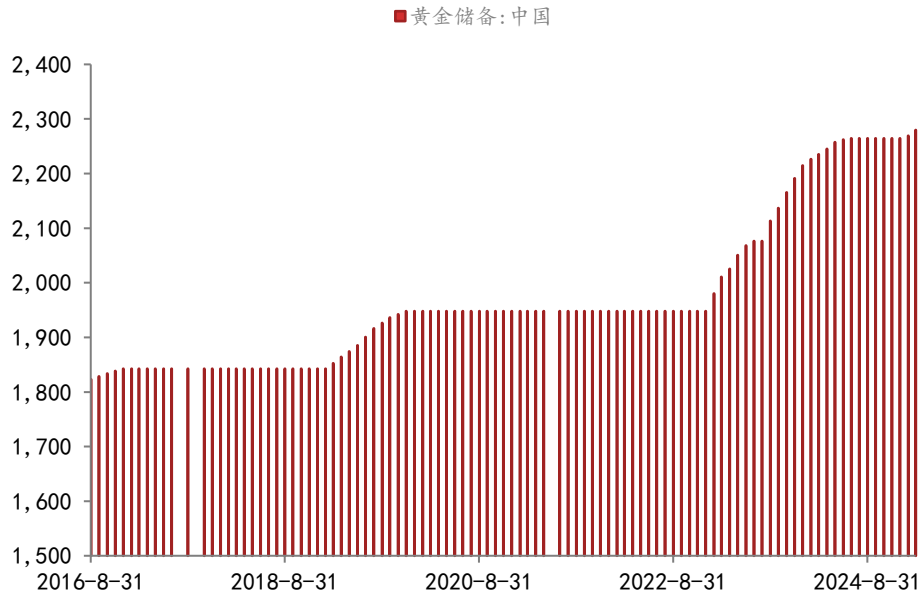


美国PPI当月同比（单位：%）

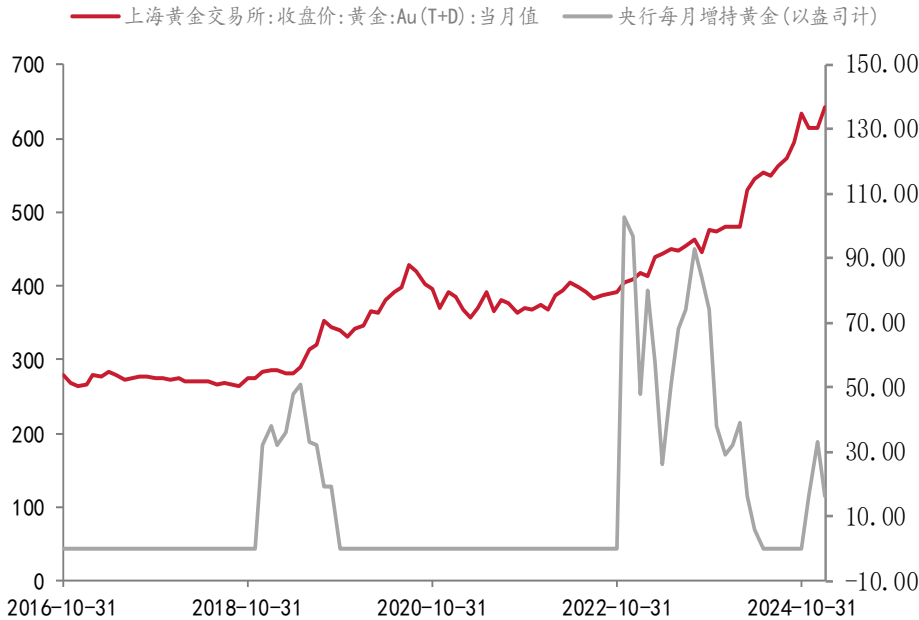


# 需求：央行连续三个月增持黄金，未来有望保持净流入

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。

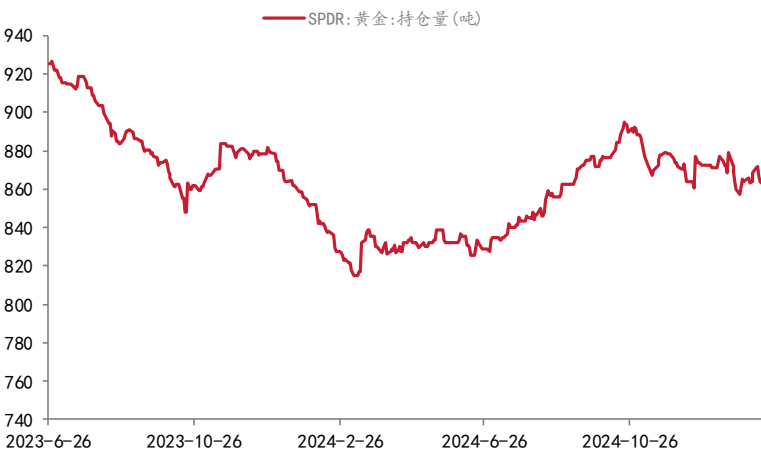
# ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.2.21当周，黄金SPDR持仓量为904.38，较前一周增加4.79%。白银SLV当周持仓量为13535.34，较前一周减少0.87%。

截至2025.2.18，黄金CFTC多头净持仓较此前期数据减少2.82%至334043张合约。白银方面净多头持仓为84814张合约，较前期数据增加7.21%。

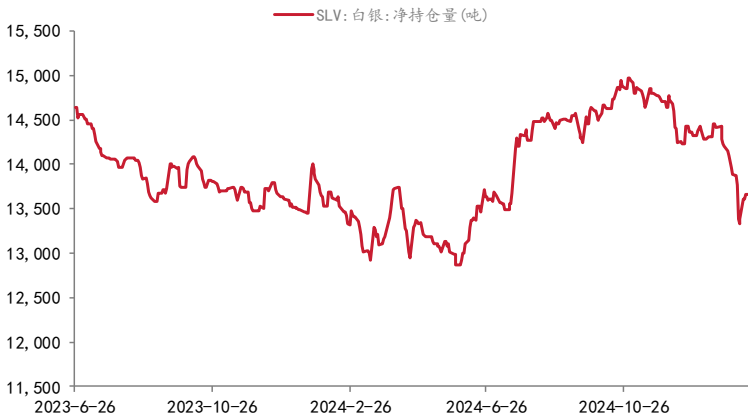
黄金持仓量

SPDR: 黄金: 持仓量(吨)



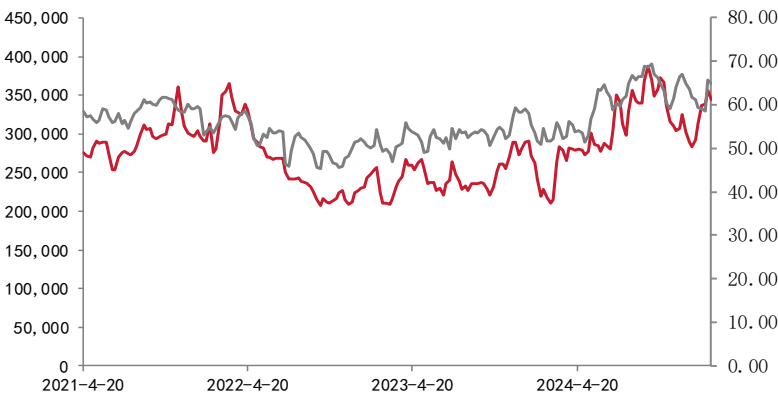
白银持仓量

SLV: 白银: 净持仓量(吨)



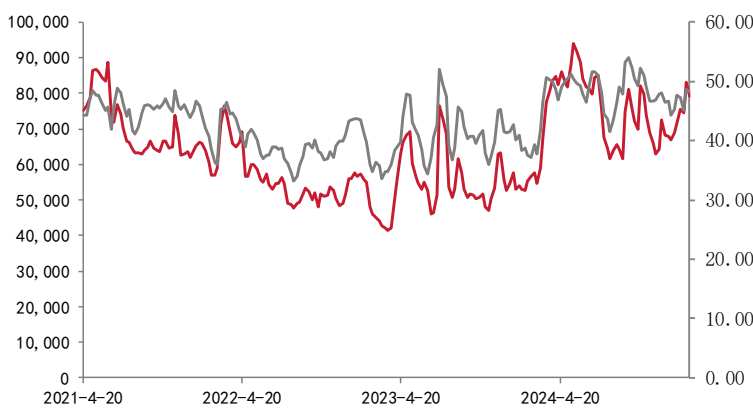
黄金非商多头持仓量

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

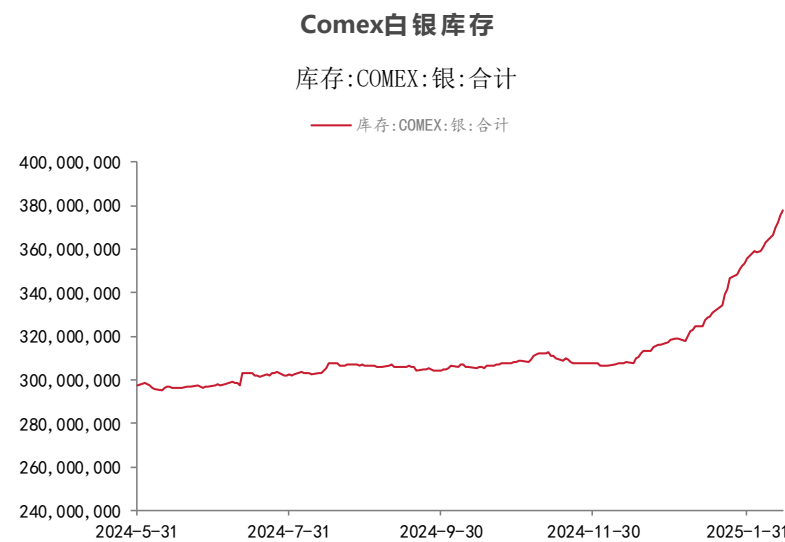
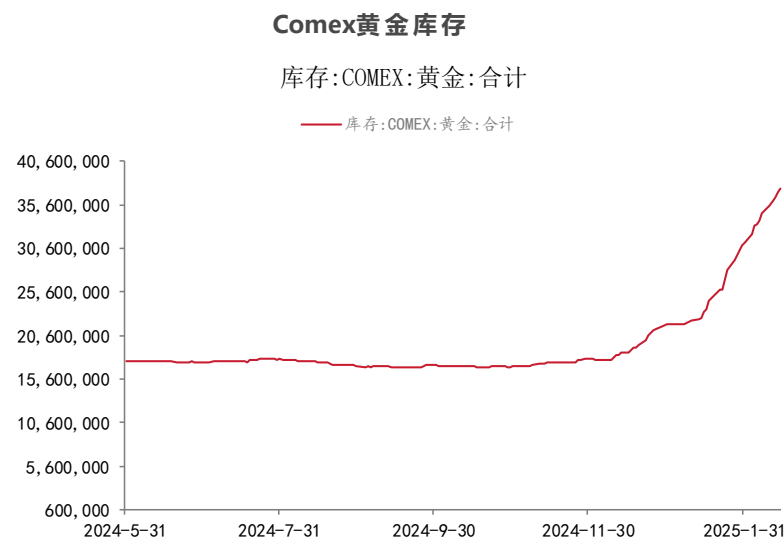
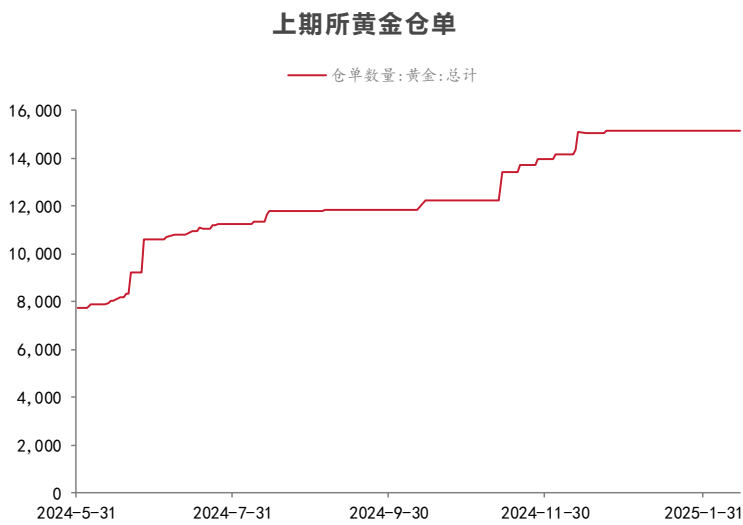
COMEX: 银: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量  
COMEX: 银: 期货(旧版): 非商业多头持仓: 持仓数量占比



# 库存：贵金属库存维持高位，Comex库存继续保持增长态势

截至2025.2.21当周，上期所黄金仓单为15072千克，较前一周减少72千克。白银仓单较前一周减少151654.00千克至1275764千克。

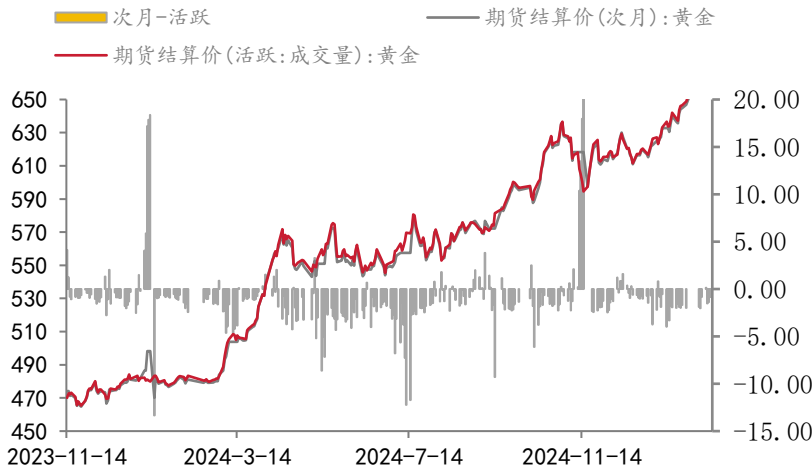
Comex库存方面，截至2025.2.21，周度Comex黄金库存较前一周增加1142157.39盎司至38590481.71盎司，Comex白银库存较前一周周增加11783037.28盎司至389671799.39盎司。



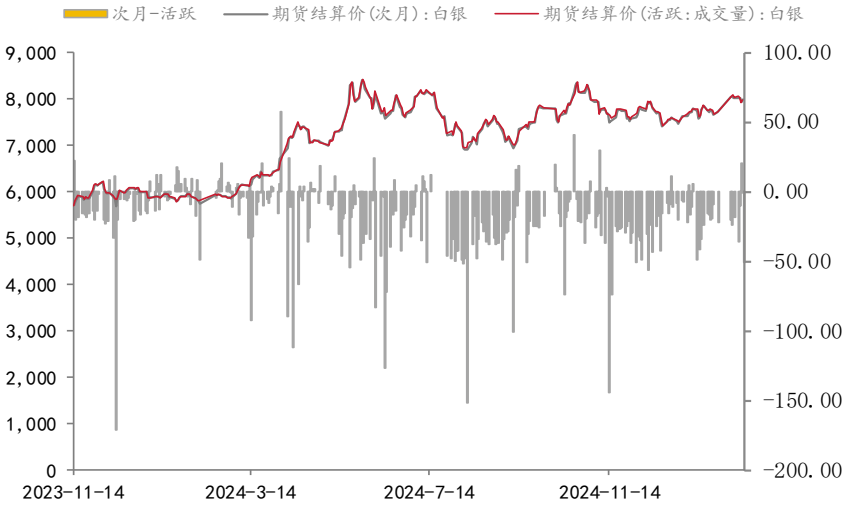
# 价差-成交量-持仓量

截至2025.2.21当周，黄金期货平均成交量为384739千克，较前一周下降9.82%。白银期货当周平均成交量为832367千克，较前一周上涨2.11%。

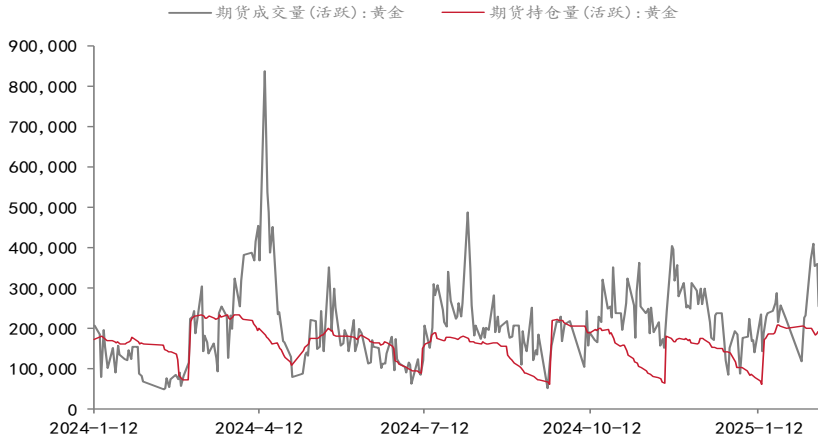
黄金价差



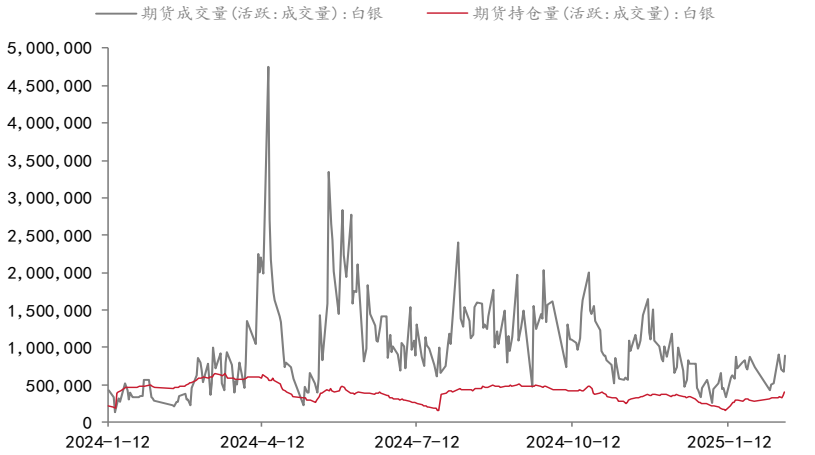
白银价差



黄金成交量持仓量

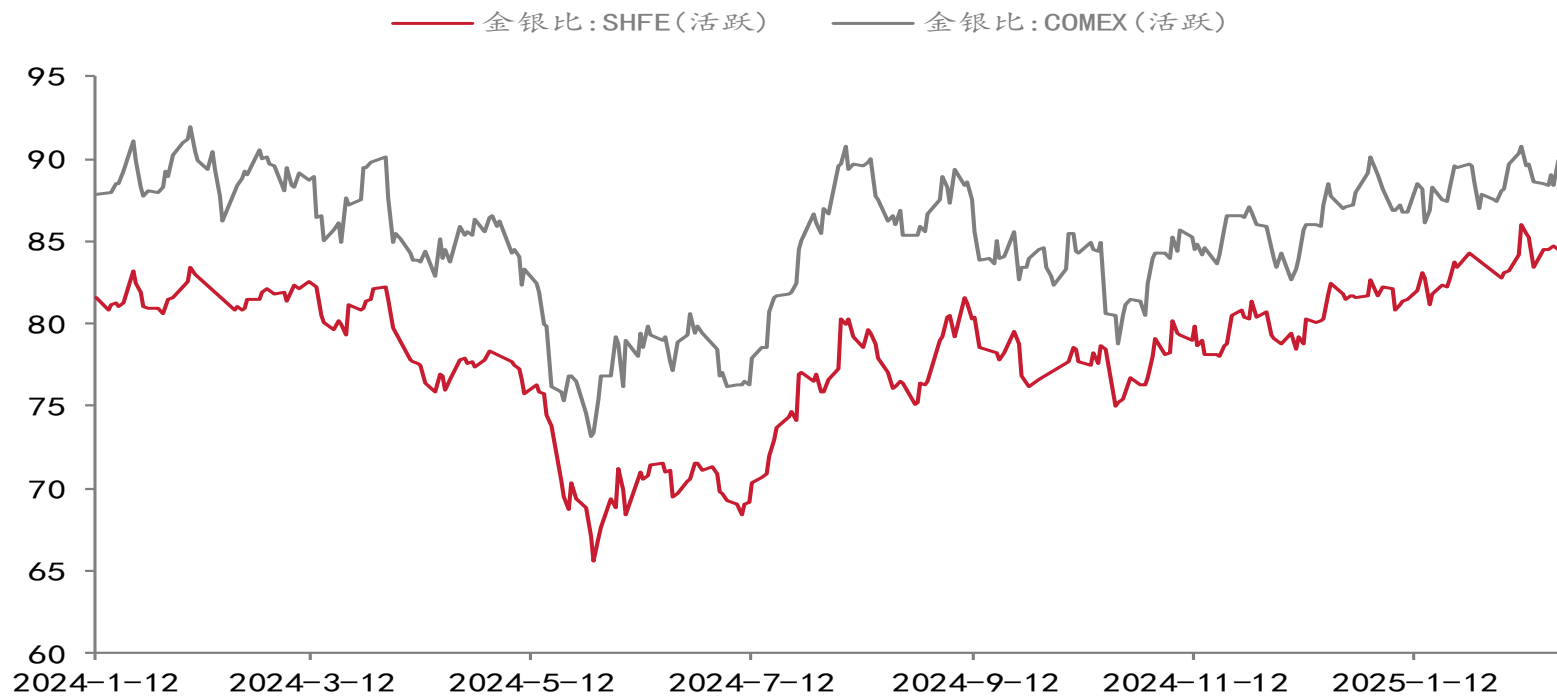


白银成交量持仓量



# 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2025.2.21当周，沪金银比价为84.48，纽约金银比为89.86。
- 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](mailto:Jialj@qh168.com.cn)

