



金价高位回落，阶段性回调趋势初现

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-03-03

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	本周美元指数先抑后扬压制黄金价格，周线收涨至107.53。尽管美国四季度GDP持稳，但初请失业金人数超预期回升、1月消费支出意外下滑显露经济终端疲软。美元在避险与经济预期博弈中震荡走强。尽管周线反弹，但2月仍累计下跌0.8%，创下9月以来的最大月线跌幅，反映市场对长期经济韧性及债务风险的深层担忧。
金融属性	本周市场对美联储降息路径的博弈加剧，美联储官员密集释放鹰派信号。本周五公布的美国1月PCE物价指数同比上涨2.5%，环比上涨0.3%，均符合预期，叠加消费者信心指数骤降及支出回落，强化经济降温信号。CME FedWatch Tool显示，市场现认为6月降息几率为79.1%，上一交易日为近70%。
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2025.2.28当周，黄金SPDR持仓量为904.38，较前一周维持不变。白银SLV当周持仓量为13638.69，较前一周增加103.35。
操作建议	近期黄金受美元反弹影响大幅回调，进入技术性调整阶段，但长周期逻辑未改，全球贸易摩擦升温、美元信用隐忧及央行购金需求仍为黄金提供支撑，下一阶段重点关注特朗普关税落地情况、美国经济数据，以及俄乌和谈的进展情况，对贵金属维持短期偏空，但中长期看多思路，若调整到位可陆续布局中长线仓位。

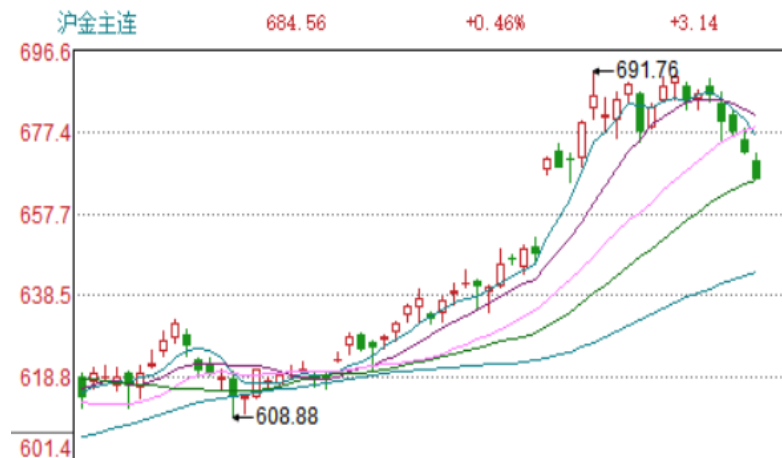
白银：观点总结&操作建议

宏观金融	通胀压力边际缓和，PCE数据符合市场预期，消费者支出回落叠加2月信心指数骤降显露经济疲态，市场对6月降息预期有所回升。特朗普再挥关税大棒，宣称对欧元区“汽车及其他产品”征收25%的关税，但未给出明确的实施时间表，关税扰动持续冲击大类资产表现。俄乌会谈结果不确定性再度升高，各国地缘政策反复博弈，后续进展情况仍有待观察。
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	白银近期涨势疲软，短期内上行动力不足，随着黄金开始高位调整，沪银预计存在较大回调压力。但供应缺口和货币属性在下方提供有利支撑，白银中长期向好逻辑不变，建议投资者紧盯黄金进行操作，若充分回调可分批次入场布局长线多单。
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

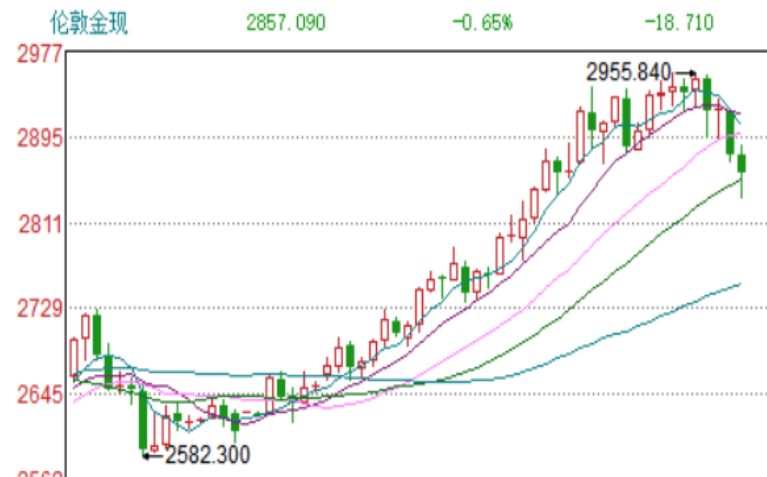
行情回顾

本周金价承压回落，创两个月来首次周线下跌，沪金主力合约自周初最高686.9一路回落665.5。特朗普加征关税引发滞胀担忧，金价受避险属性支撑在周初一度呈现高位宽幅震荡的格局。但在美元显著反弹和获利盘抛压的压制下，贵金属在后续几天从高位显著回落。虽美国四季度GDP持稳、耐用品订单反弹暗示经济韧性，但初请失业金人数超预期回升显示就业市场疲软。周五公布的PCE通胀数据符合预期但粘性犹存，叠加四季度PCE物价指数上修，强化美联储降息谨慎立场，市场对3月按兵不动的预期概率超95%，短期看，金价进入技术性调整阶段，市场等待3月联储议息指引，但长周期逻辑未改——全球贸易摩擦升温、美元信用隐忧及央行购金需求仍为黄金提供支撑，白银短期利好逻辑不如黄金坚实，但受供应缺口托底跌幅相对有限。下一阶段重点关注特朗普关税落地情况、美国经济数据，以及俄乌和谈的进展情况，对贵金属维持短期偏空，但中长期看多思路，若调整到位可陆续布局中长线仓位。

沪金主力合约



伦敦金现



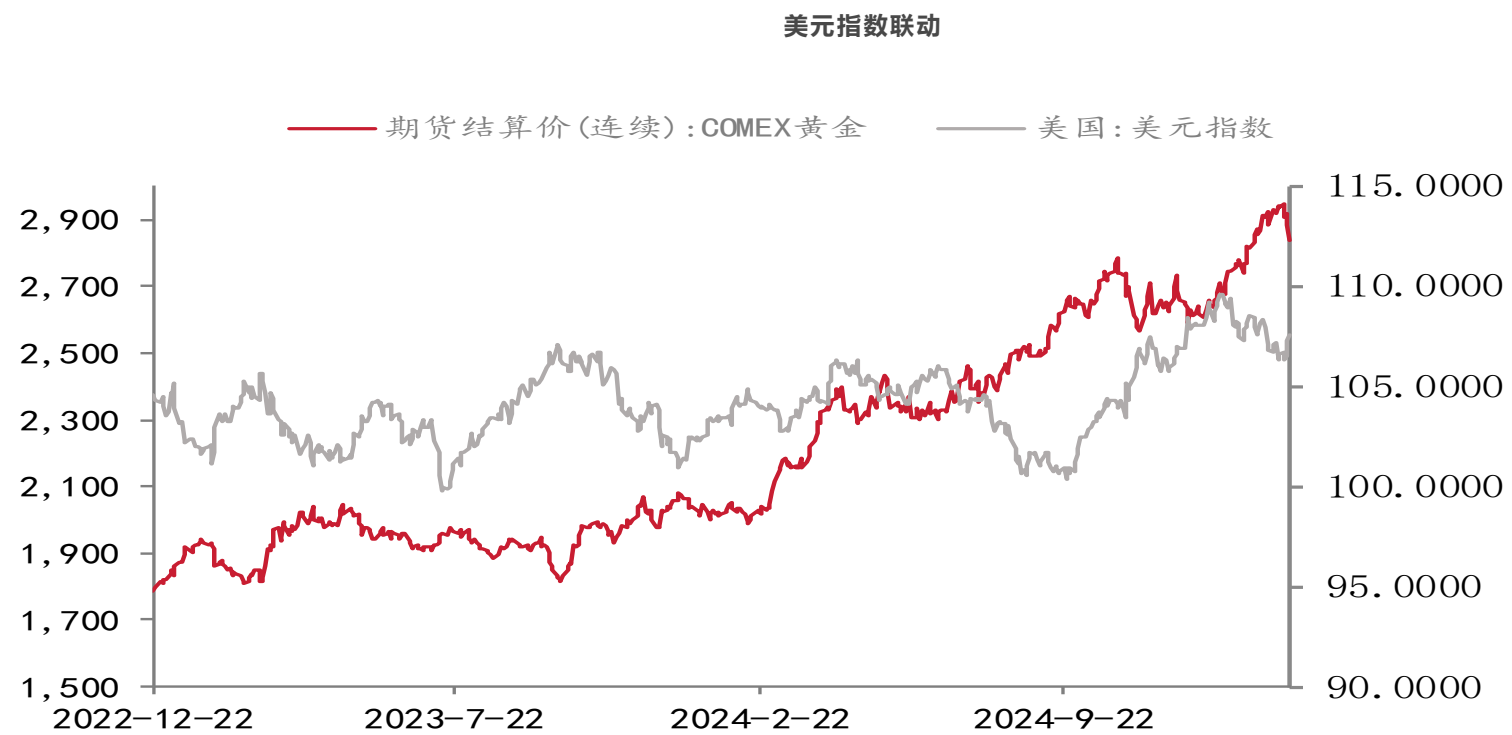
沪银主力合约



伦敦银现

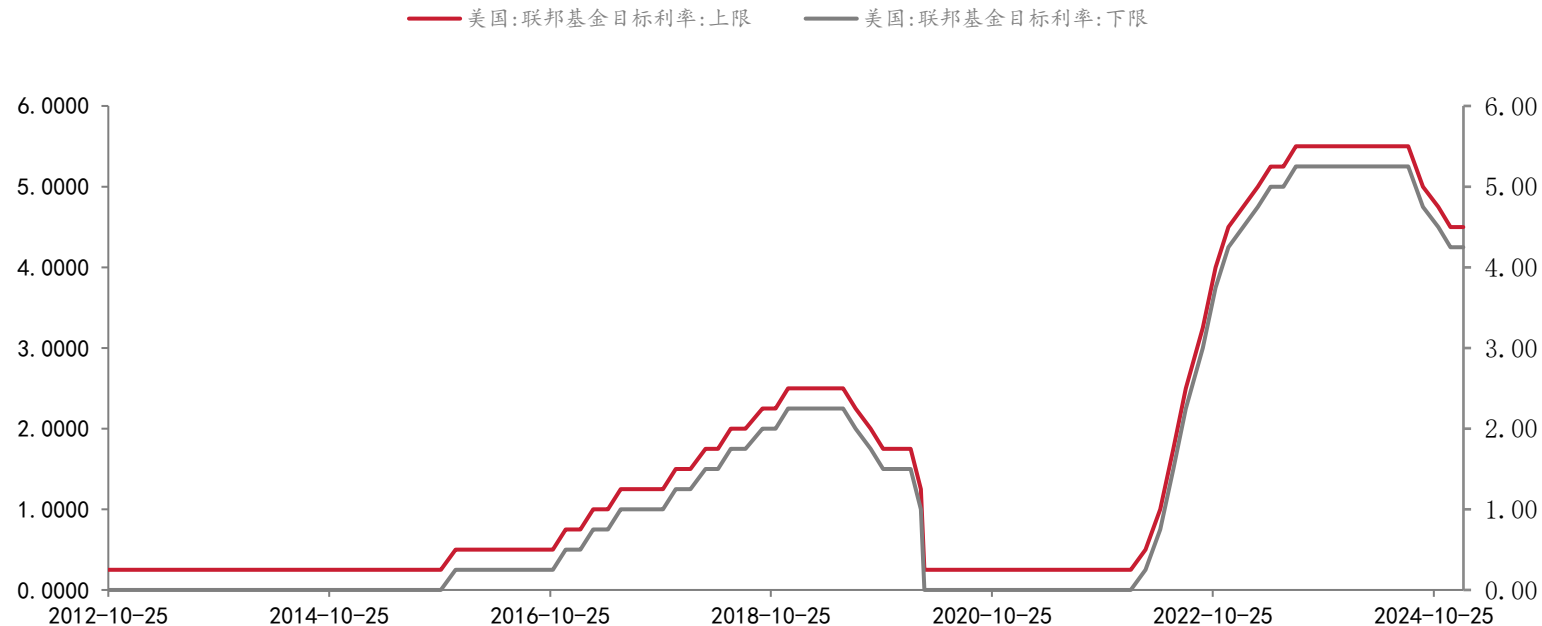


美元指数：美元大幅反弹，市场在避险逻辑和经济隐忧间反复切换



本周美元指数先抑后扬，周初受疲软经济数据及降息预期升温拖累一度跌至106.12的两个半月低位，但随后因特朗普政府宣布加征关税引发避险买盘，关税冲击的影响盖过对于经济疲软的担忧，美元指数强势反弹，周线收涨至107.53。尽管美国四季度GDP持稳，但初请失业金人数超预期回升、1月消费支出意外下滑显露经济终端疲软。美元在避险与经济预期博弈中震荡走强。尽管美元周线反弹，但2月仍累计下跌0.8%，创下9月以来的最大月线跌幅，反映市场对长期经济韧性及债务风险的深层担忧。

美国联邦基金目标利率



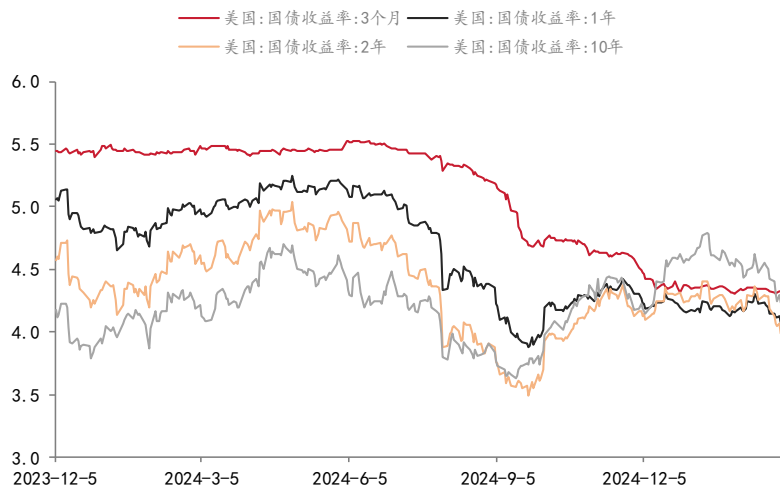
本周市场对美联储降息路径的博弈加剧，美联储官员密集释放鹰派信号——巴尔金强调需“明确通胀回落至2%”才行动，部分官员支持维持利率不变，政策分歧令市场对6月前降息的确定性从50%回落，凸显“数据依赖”基调未改。市场焦点转向3月议息会议对经济前景的评估，若就业市场进一步松动或地缘风险推升滞胀压力，或加速政策转向节奏。本周五公布的美国1月PCE物价指数同比上涨2.5%，环比上涨0.3%，均符合预期，叠加消费者信心指数骤降及支出回落，强化经济降温信号。CME FedWatch Tool显示，市场现认为6月降息几率为79.1%，上一交易日为近70%。

美债：美债收益率维持下滑趋势，实际收益率显著降低

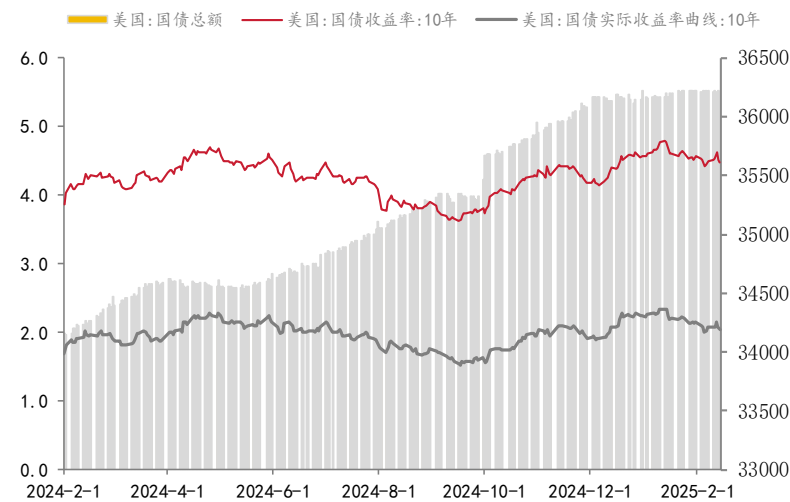
1年期美债收益率收于4.08%，较此前一周下降7个基点。10年期美债收益率较上周下降18个基点至4.24%。

十年期美债实际收益率继续下滑，从上周2.00%降至1.86%，总计降低14个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.25%，较上一周有所扩大。

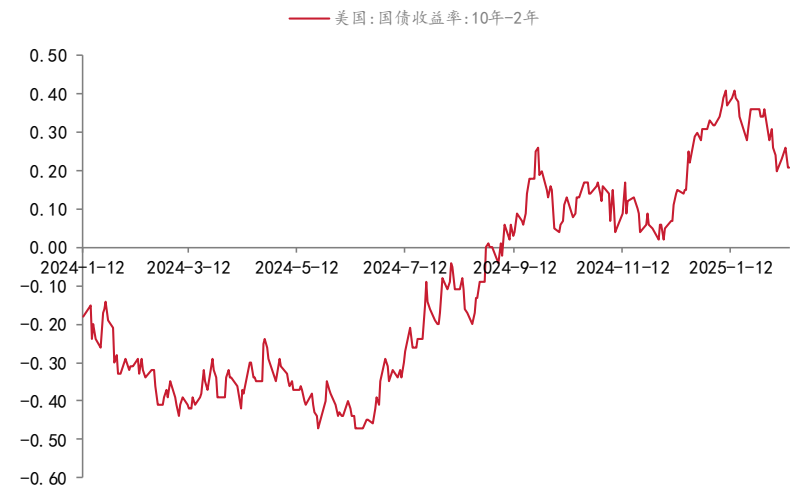
美债收益率



10年美债实际收益率

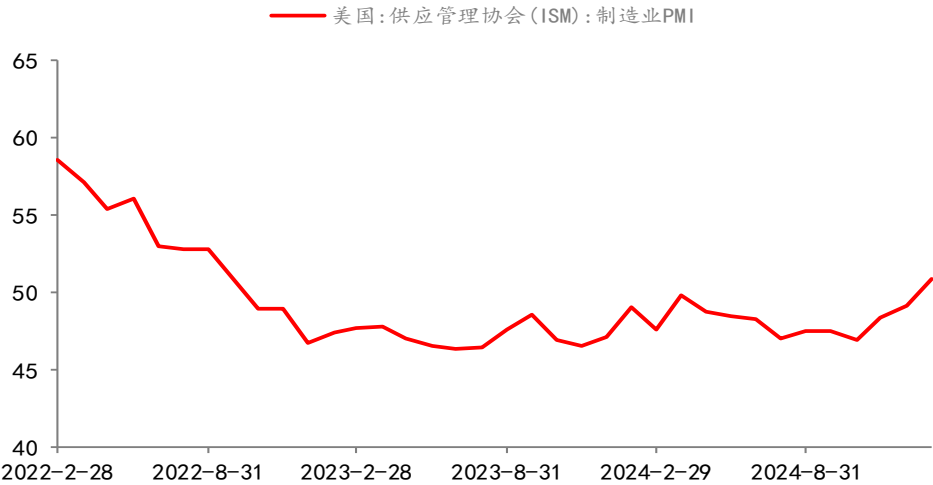


美债利差



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

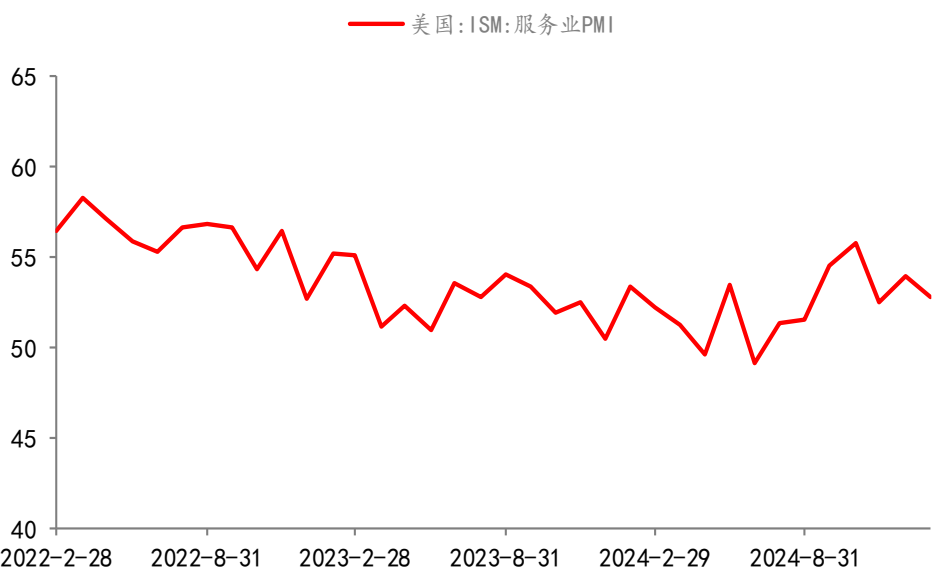
制造业 PMI



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:

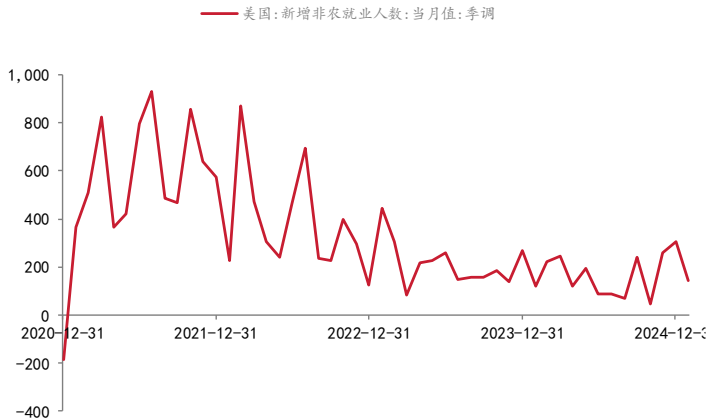
美国1月Markit综合PMI终值52.7，创2024年4月份以来新低。其中，就业分项指数终值上升至54，创2022年6月份以来新高，连续第二个月扩张。新订单分项指数终值创2024年10月份以来新低。

美国就业指标：劳动力市场有所放缓但依旧稳健

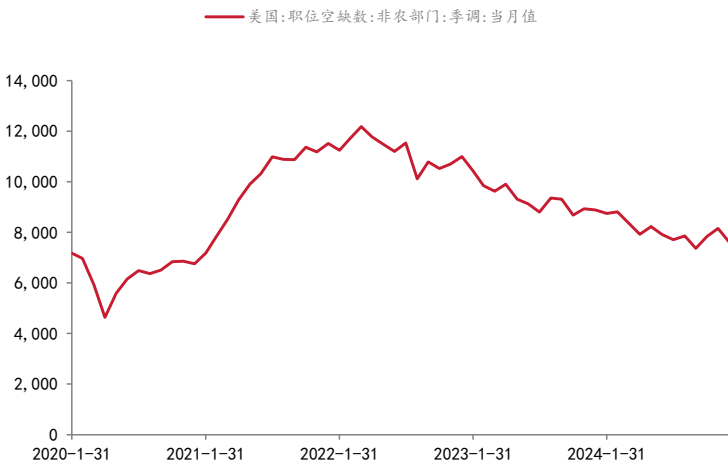
美国劳工统计局数据显示，美国1月非农就业人口增长14.3万人，为三个月最低水平，远不及预期的17.5万人。与此同时，12月新增就业人数从25.6万大幅上修至30.7万。1月失业率为4%，低于预期和前值的4.1%。

截至2月22日当周初请失业金人数升至24.2万，高于预期22.1万人。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



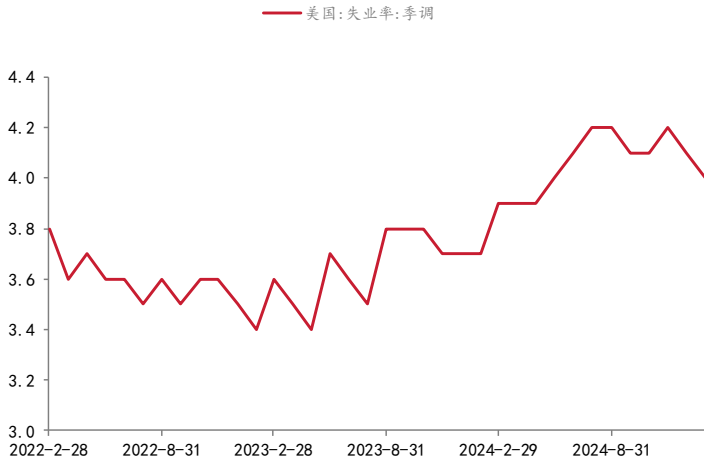
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调



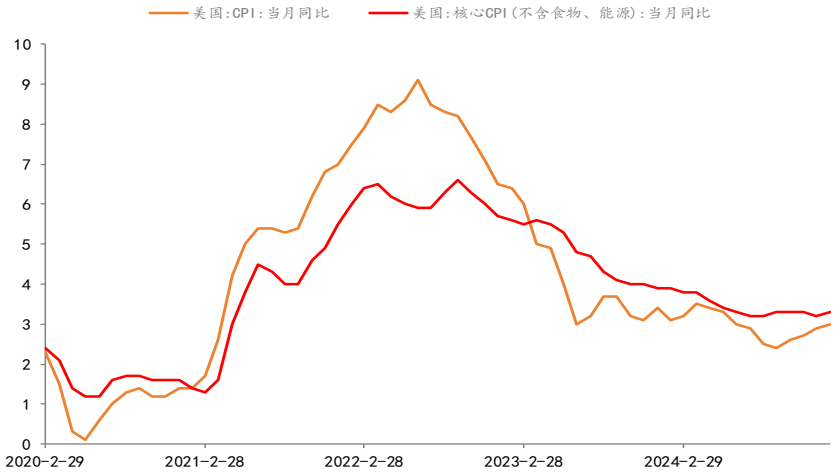
美国通胀水平：PPI和CPI数据超预期上涨，通胀水平凸显韧性

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。

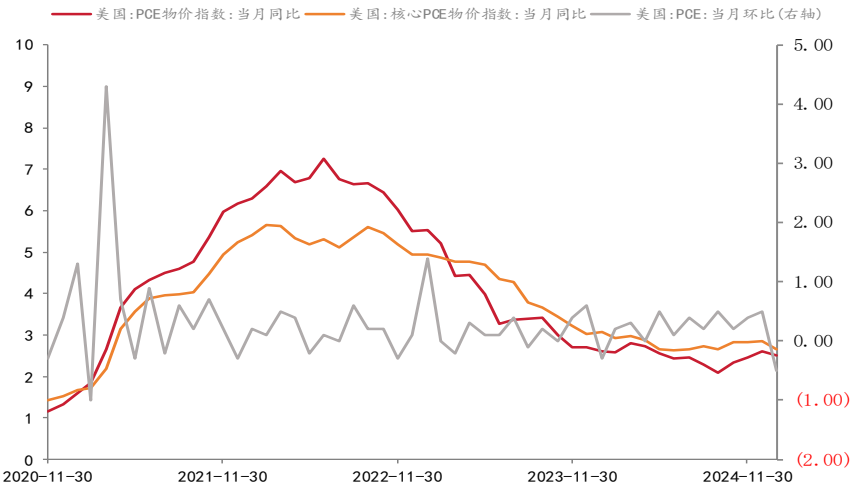
而在PPI方面，美国1月PPI同比增长3.5%，超出预期的3.2%，并且12月PPI通胀经过修正后调整至环比增长0.5%。核心PPI环比上涨了0.3%，同比则增长3.6%，两者均明显超出市场预期。

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。

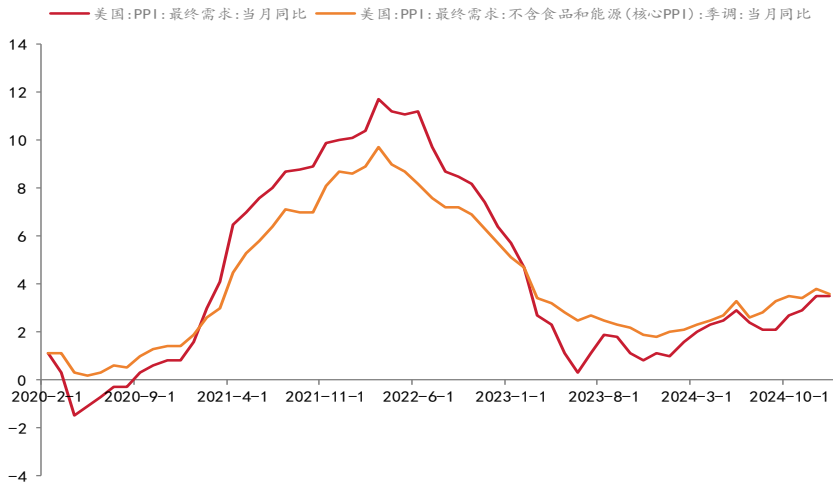
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

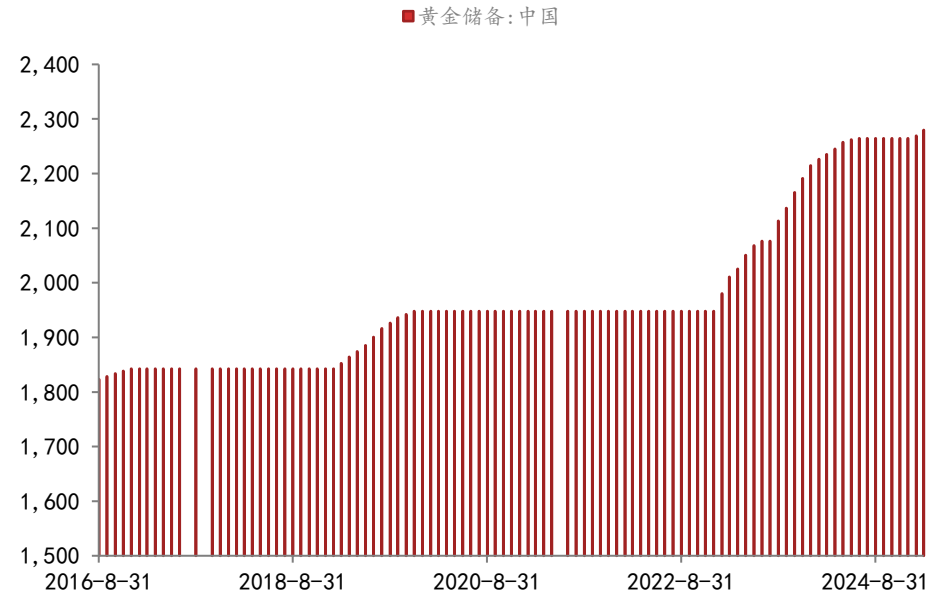


美国PPI当月同比（单位：%）

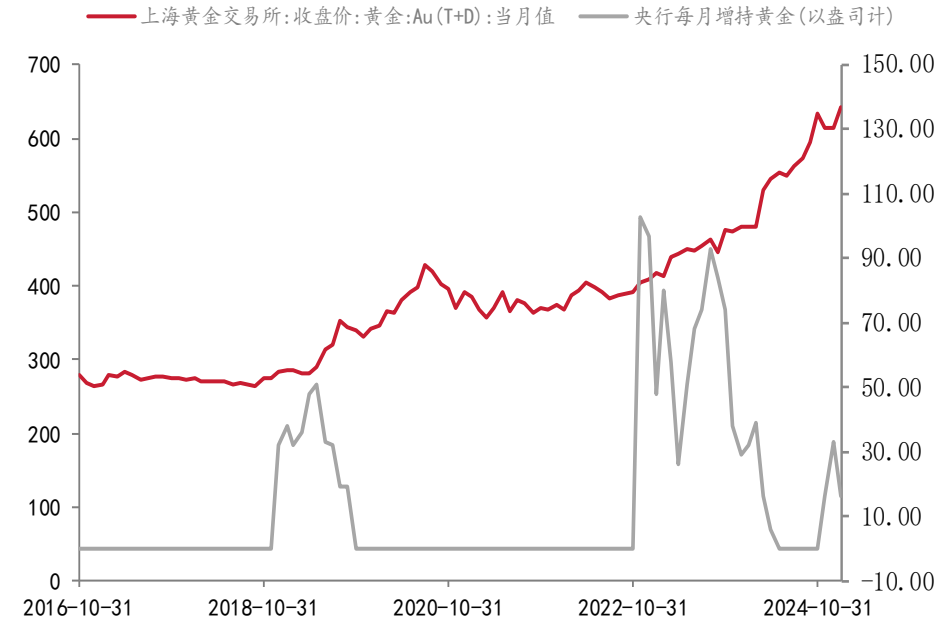


需求：央行连续三个月增持黄金，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



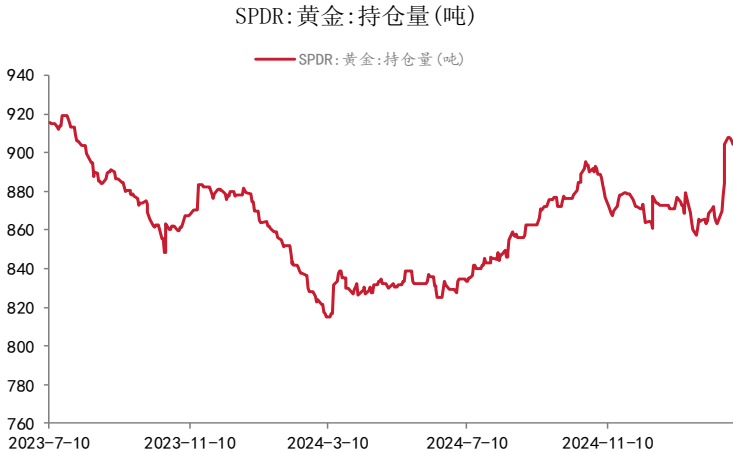
2025年1月，中国官方黄金储备为7345万盎司，较上月末增加16万盎司。目前，中国央行已连续三个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.2.28当周，黄金SPDR持仓量为904.38，较前一周维持不变。白银SLV当周持仓量为13638.69，较前一周增加103.35。

截至2025.2.25，黄金CFTC多头净持仓较此前期数据减少5.12%至316948张合约。白银方面净多头持仓为78469张合约，较前期数据减少7.48%。

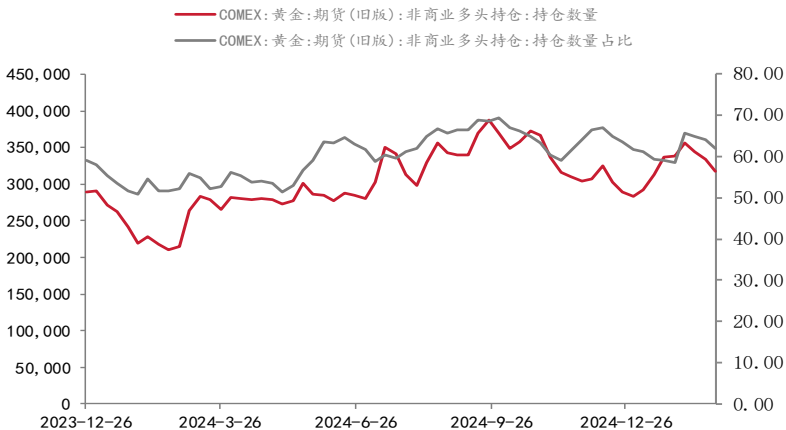
黄金持仓量



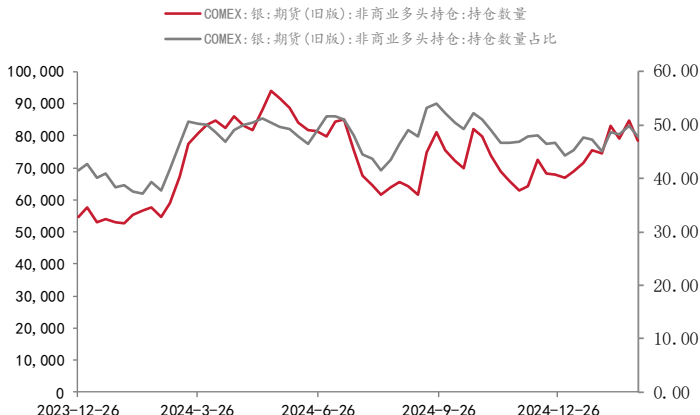
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

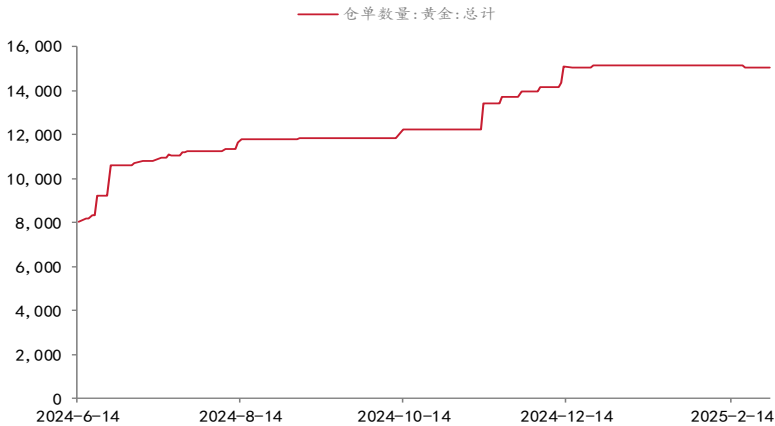


库存：贵金属库存维持高位，Comex库存继续大幅上升

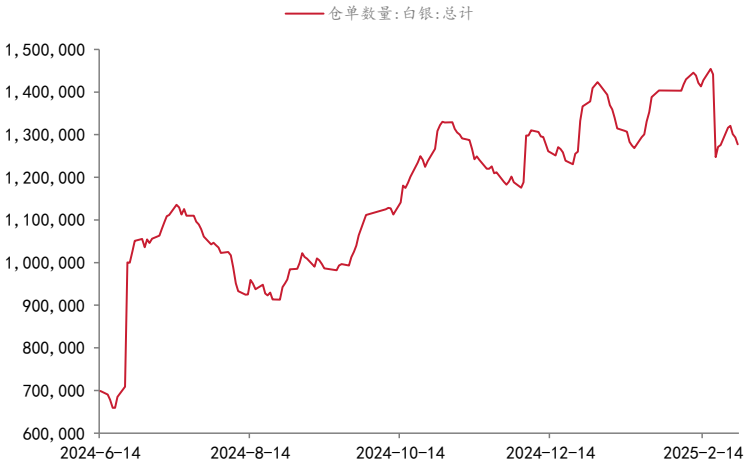
截至2025.2.28当周，上期所黄金仓单为15072千克，较前一周维持不变。白银仓单较前一周增加1138千克至1277102千克。

Comex库存方面，截至2025.2.28，周度Comex黄金库存较前一周增加671092.09盎司至39261573.80盎司，Comex白银库存较前一周周增加18933433.79盎司至408605233.18盎司。

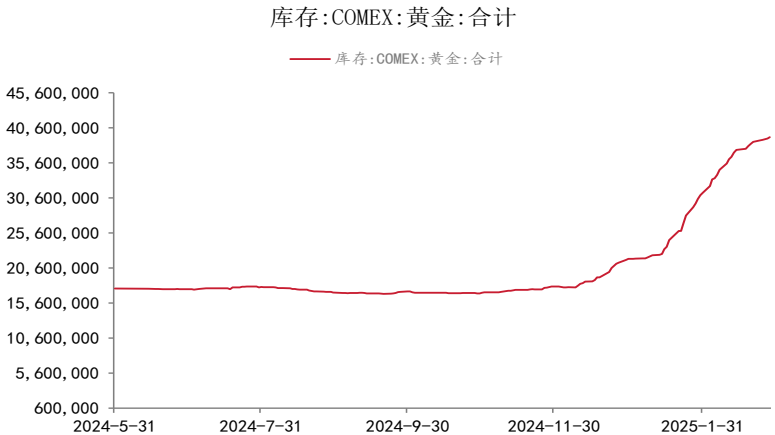
上期所黄金仓单



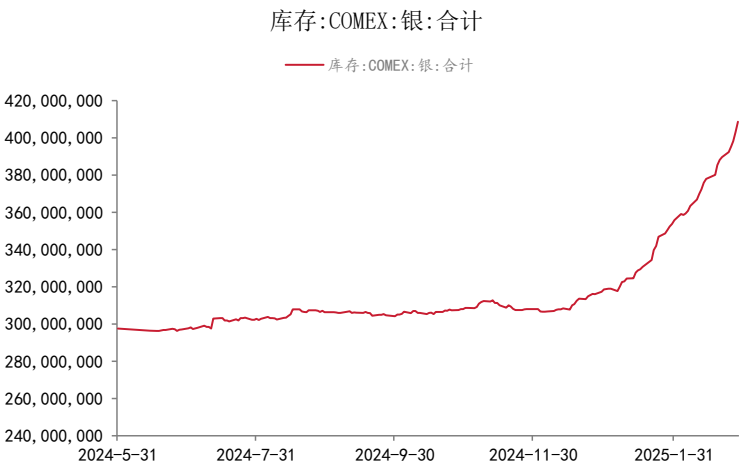
上期所白银仓单



Comex黄金库存



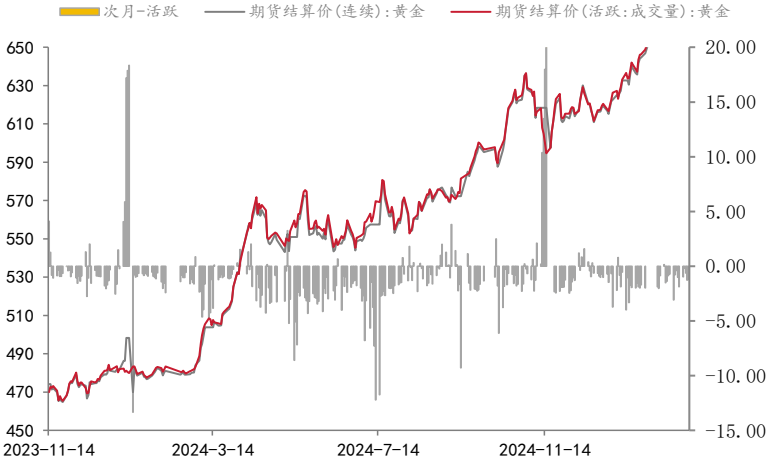
Comex白银库存



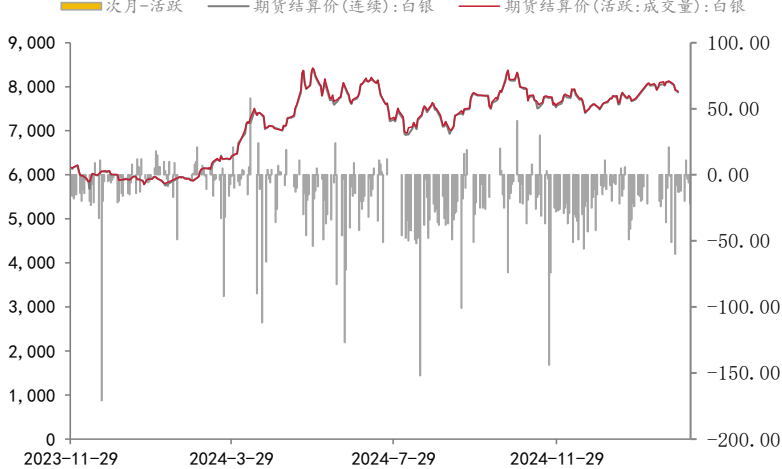
价差-成交量-持仓量

截至2025.2.28当周，黄金期货平均成交量为348485千克，较前一周上升10.28%。白银期货当周平均成交量为682849千克，较前一周下跌15.94%。

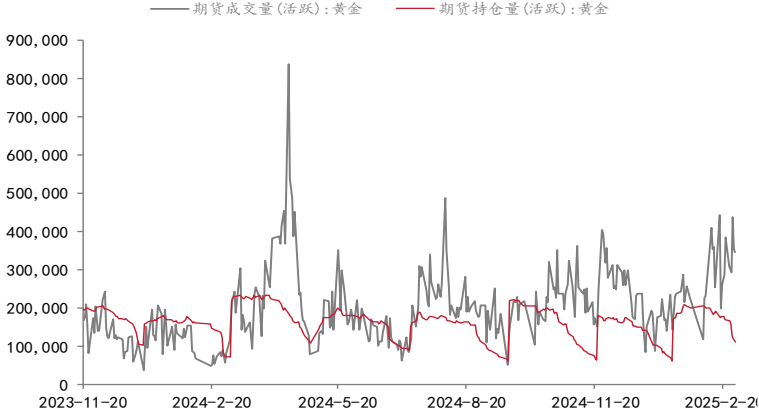
黄金价差



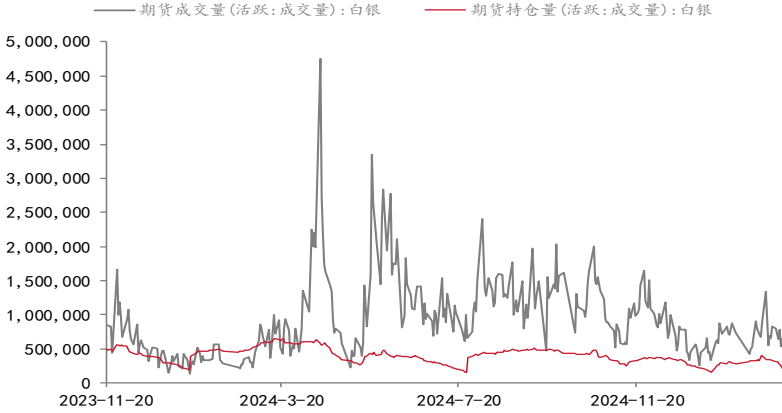
白银价差



黄金成交量持仓量

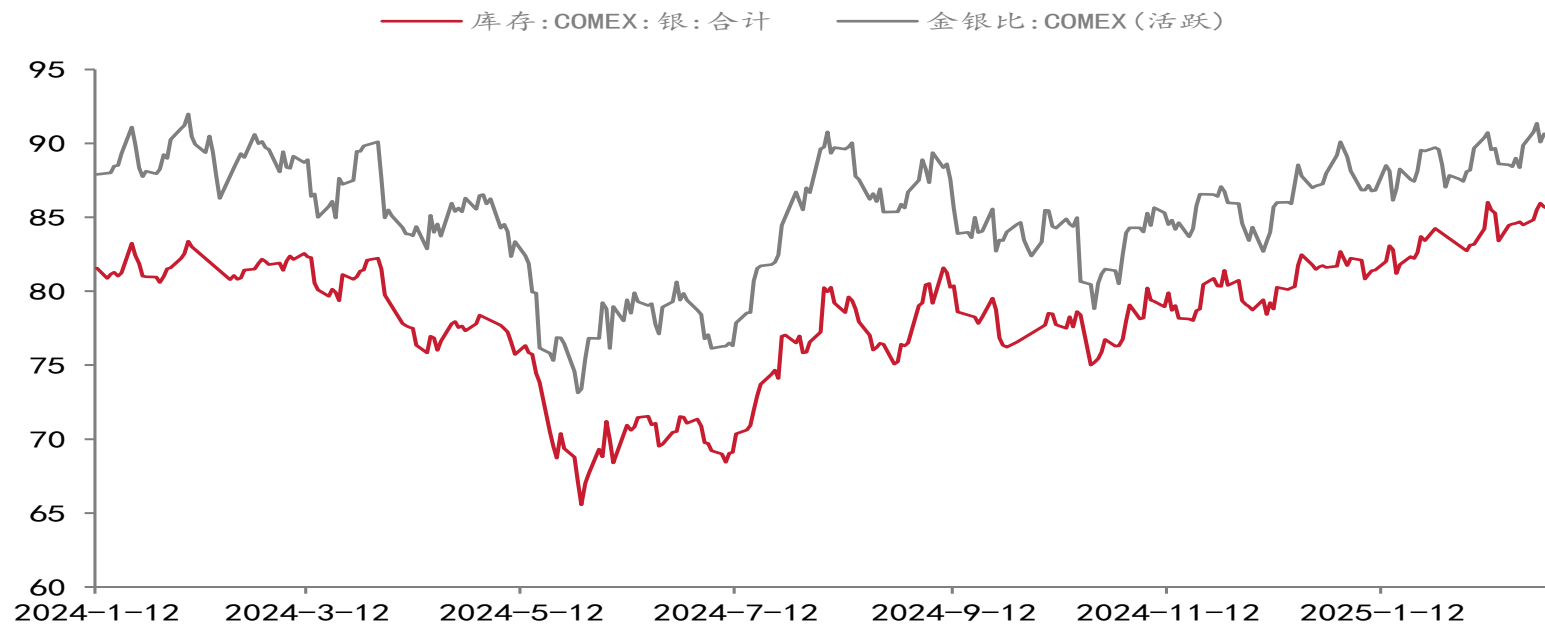


白银成交量持仓量



金银比：贵金属板块整体回调，金银比价持续上行

金银比价走势



- 截至2025.2.28当周，金银比价继续上涨，沪金银比价为85.59，纽约金银比为90.44。
- 近期金银比价重回高位，纽约金银比更是已经突破90。黄金相较白银来说具有更强的金融属性和货币属性，在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，其中长期走势显著优于白银。而在板块回调时，金银比价也没有收敛的确定性。因此，在当前市场下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



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn

