



# 衰退与关税担忧再起，黄金再度震荡上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-03-10

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

随着对美国经济增长放缓和关税影响的担忧升温，本周美元指数遭遇重挫，单周暴跌3.5%至103.81，创2022年11月以来最差表现。美债收益率下行进一步削弱美元吸引力。多重利空共振下，美元指数跌破104关键支撑，技术面呈现破位下行态势，弱势格局短期或延续。

## 金融属性

本周美联储降息预期显著升温，推动贵金属市场维持多头格局。在非农就业报告公布后，美国利率期货预计今年将降息78个基点，即大约三次降息，每次25个基点，首次降息可能在6月。通胀降温与滞胀风险交织下，宽松路径预期持续压制美元，为贵金属提供核心支撑动能。

## 商品属性

中国央行已连续四个月增持黄金。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2025.3.7当周，黄金SPDR持仓量为894.34，较前一周下降1.11%。白银SLV当周持仓量为13548.40，较前一周减少90.29。

## 操作建议

3000美元整数点位压力显著，但受关税扰动以及美元走弱提振，金价短期内预计维持高位震荡的走势。黄金长期向上逻辑未改——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、美联储政策路径以及俄乌进展情况，对贵金属维持高位震荡，但中长期看多思路，若出现明显回调可陆续布局中长线仓位。

# 白银：观点总结&操作建议

## 宏观金融

美国经济数据显露疲态，美国2月ADP就业远低于市场预期，亚特兰大联储的GDPNow模型预期大幅下调至衰退。叠加特朗普加征关税引发贸易摩擦担忧，推升避险需求，美元指数大幅走弱强化贵金属货币属性。地缘方面俄乌停火协议进展与欧美对俄政策分歧持续扰动资产市场。

## 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，伴随黄金高位震荡，沪银存在一定回调压力。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。

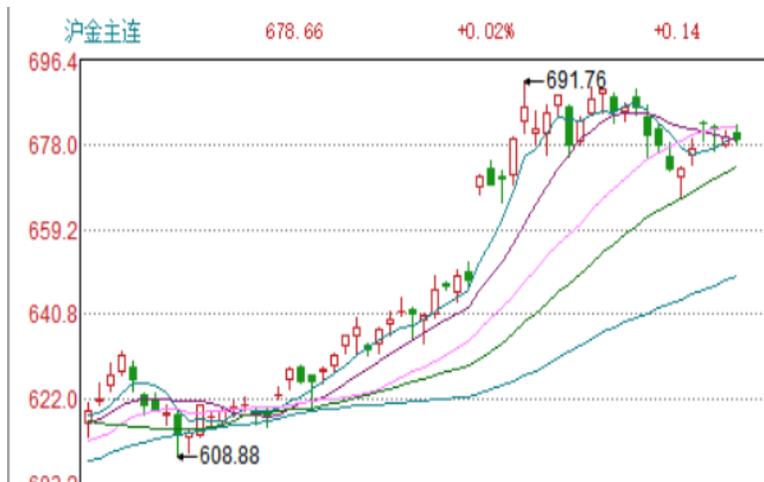
## 风险因素

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

本周贵金属市场震荡上行，主要受美元走弱、降息预期及避险情绪支撑。美联储降息预期转向，沃勒认为美联储当下的政策仍具备限制性，依旧存在良好降息前景。美国经济数据显露疲态，美国2月ADP就业远低于市场预期，亚特兰大联储的GDPNow模型预期大幅下调至衰退。叠加特朗普加征关税引发贸易摩擦担忧，推升避险需求，美元指数大幅走弱强化贵金属货币属性。地缘方面俄乌停火协议进展与欧美对俄政策分歧扰动市场，黄金现货溢价收窄但投资需求稳固。3000美元整数点位压力显著，但受关税扰动以及美元走弱提振，金价短期内预计维持高位震荡的走势。同时，黄金长期向上逻辑未改——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、美联储政策路径以及俄乌进展情况，对贵金属维持高位震荡，但中长期看多思路，若出现明显回调可陆续布局中长线仓位。

沪金主力合约



沪银主力合约



伦敦金现



伦敦银现

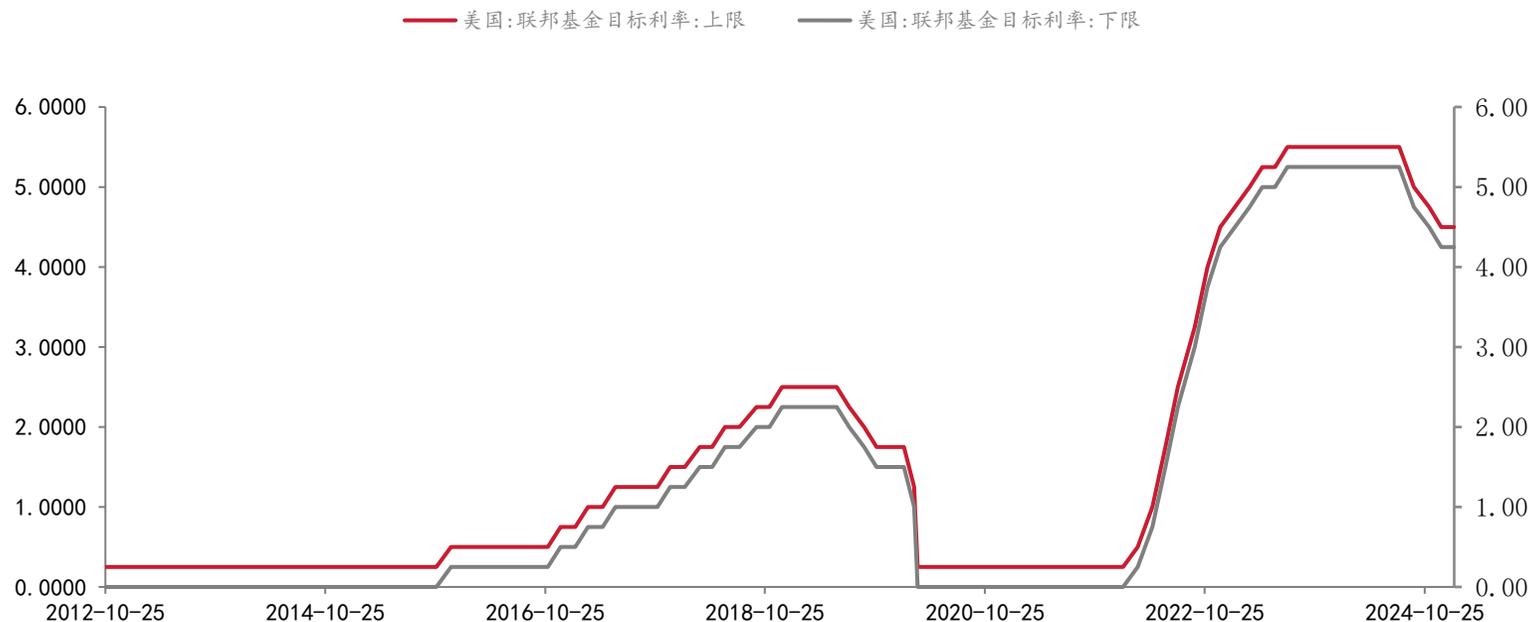


# 美元指数：经济放缓担忧叠加关税扰动，美元大幅走弱



随着对美国经济增长放缓和关税影响的担忧升温，本周美元指数遭遇重挫，单周暴跌3.5%至103.81，创2022年11月以来最差表现。美国经济数据走弱构成主要压力：2月非农新增就业15.1万大幅低于预期，ADP就业创七个月新低，加剧市场对经济放缓的担忧。亚特兰大联储的GDPNow模型大幅下调美国2025年第一季度GDP增长预期至-2.825%，是自2020年新冠疫情以来最悲观的美国经济预测。投资者普遍担心美国征收巨额关税对美国经济的潜在影响，与此同时欧元区在德国5000亿欧元基建计划和欧央行鹰派降息推动下强势反弹，欧元兑美元周涨4%至四个月高位。美债收益率下行进一步削弱美元吸引力。多重利空共振下，美元指数跌破104关键支撑，技术面呈现破位下行态势，弱势格局短期或延续。

# 美国联邦基金目标利率



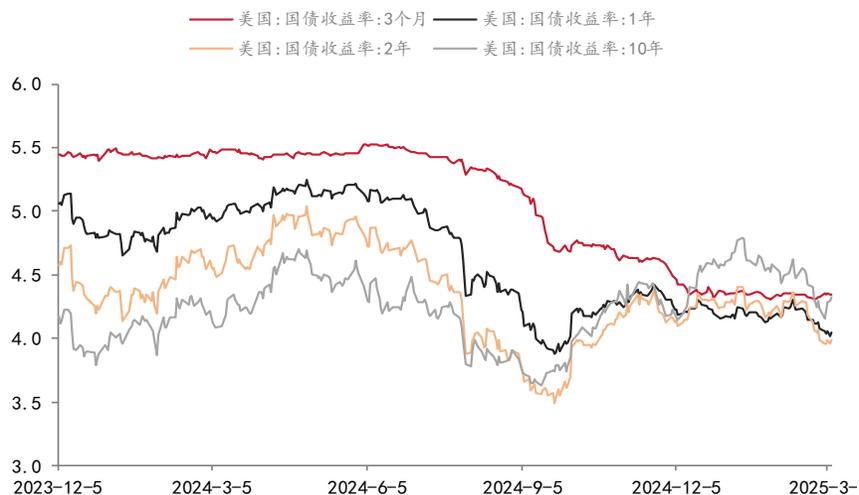
本周美联储降息预期显著升温，推动贵金属市场维持多头格局。在非农就业报告公布后，美国利率期货预计今年将降息78个基点，即大约三次降息，每次25个基点，首次降息可能在6月。美联储理事沃勒释放鸽派信号称良好的降息前景仍然存在，1月核心PCE同比降至2.6%及疲软非农数据强化宽松逻辑，叠加褐皮书揭示关税担忧加剧经济不确定性，市场对2025年降息空间预期扩大。通胀降温与滞胀风险交织下，宽松路径预期持续压制美元，为贵金属提供核心支撑动能。

# 美债：美债收益率走势分化，实际收益率有所反弹

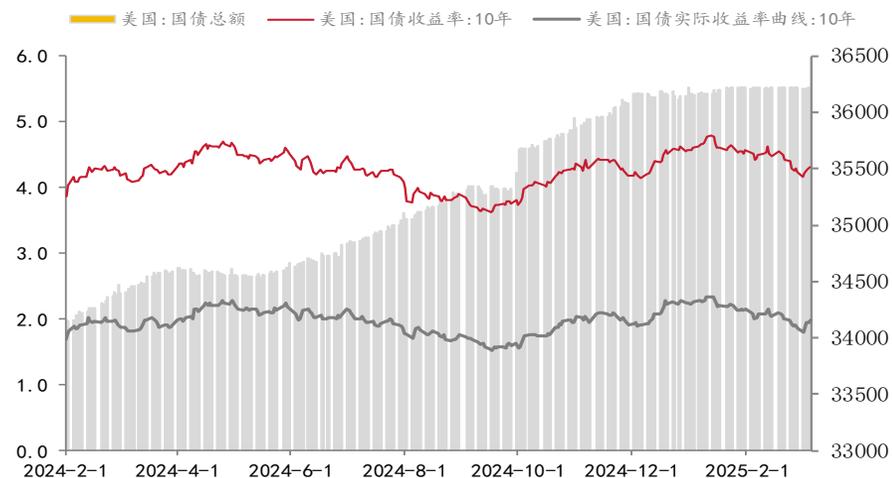
1年期美债收益率收于4.05%，较此前一周下降3个基点。10年期美债收益率较上周上升8个基点至4.32%。

十年期美债实际收益率从上周1.86%上升至1.99%，总计上升13个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.33%，较上一周有所扩大。

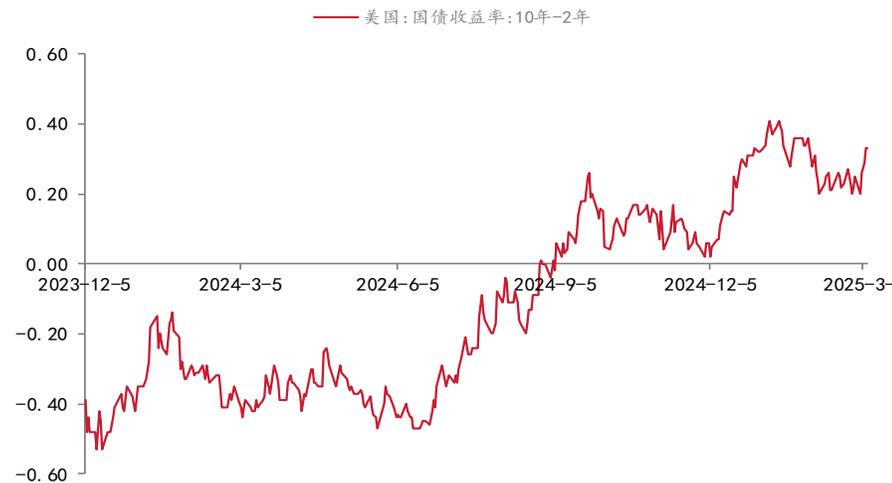
### 美债收益率



### 10年美债实际收益率



### 美债利差



# 美国PMI:制造业连续两月扩张, 服务业高于预期反映经济韧性

## 制造业PMI



## 服务业PMI



## 制造业PMI:

美国2月ISM制造业PMI为50.3, 连续两个月保持扩张状态, 预期为50.5, 前值为50.9。从ISM具体分项来看, 新订单指标下降6.5至48.6, 为2024年10月以来首次低于荣枯分水岭;生产指标走软至50.7。尽管该指标延续了扩张状态, 但已接近荣枯分水岭, 上个月制造业活动增长接近停滞, 新订单和就业均出现萎缩。由于关税和地缘风险增加了不确定性, 制造业管理者的乐观情绪有所降温。

## 服务业PMI:

数据显示, 2月, 美国的服务业PMI指数为53.5, 高于预期的53, 也高于1月份52.8, 表明服务业在加速扩张。其中, 新订单指数上升到了52.2, 表明需求正在改善。就业指数则连续5个月扩张, 为53.9, 也高于上个月的水平, 代表企业用人规模还在扩大。价格指数再度上升, 为62.6, 反映通胀压力依然较高。

## 综合PMI:

美国2月Markit综合PMI终值51.6, 创2024年4月份以来终值新低。其中, 新订单分项指数终值降至51.9, 创2024年5月份以来终值新低, 连续第十个月扩张; 新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

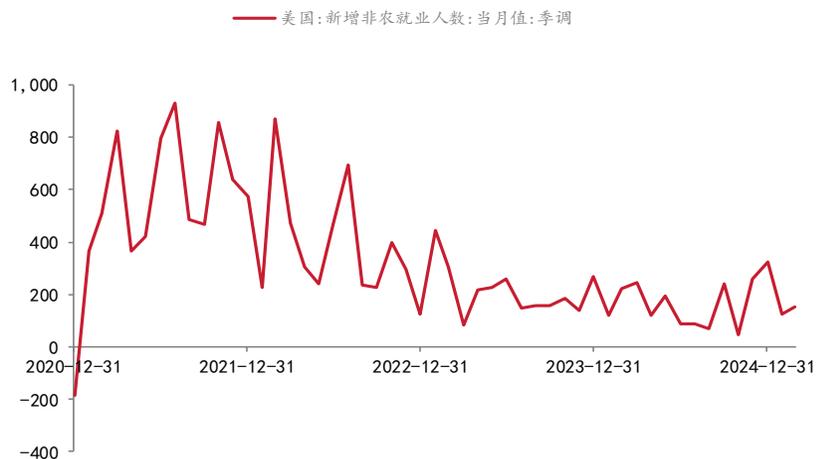
# 美国就业指标：劳动力市场低于预期，部分数据引发衰退隐忧

2月美国非农就业人数边际提升但略低于市场预期，失业率略有上升：2月新增非农就业为15.1万人，高于前值（14.3万，下修后12.5万）但低于预期（16万）。失业率层面，失业率由1月的4.0%小幅提升至4.1%

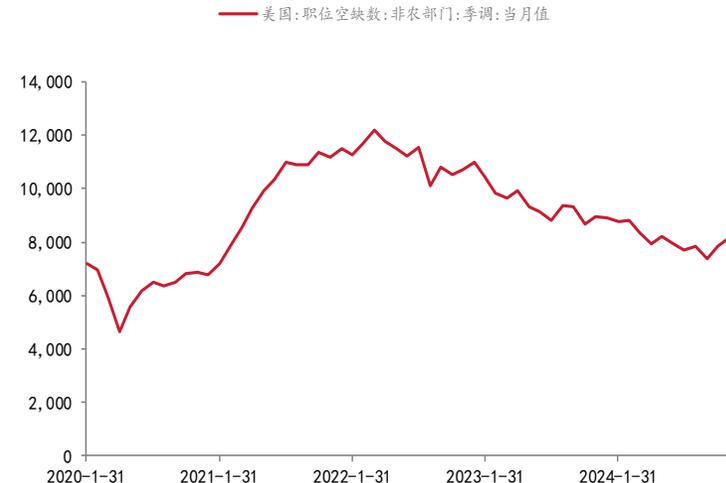
截至2月28日当周初请失业金人数下降至22.1万，低于预期23.3万人。续请失业救济人数在上周上升至190万人。美国2月挑战者企业裁员人数环比激增245.45%，为2020年7月以来新高。

2月非农数据对此前持续发酵的美国衰退交易有一定抑制，但当前市场对于美联储降息预期定价已经较为充分，后续关注美国关税、政府部门裁员以及非法移民等新政实施情况，不排除美国经济下行压力加大可能

### 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



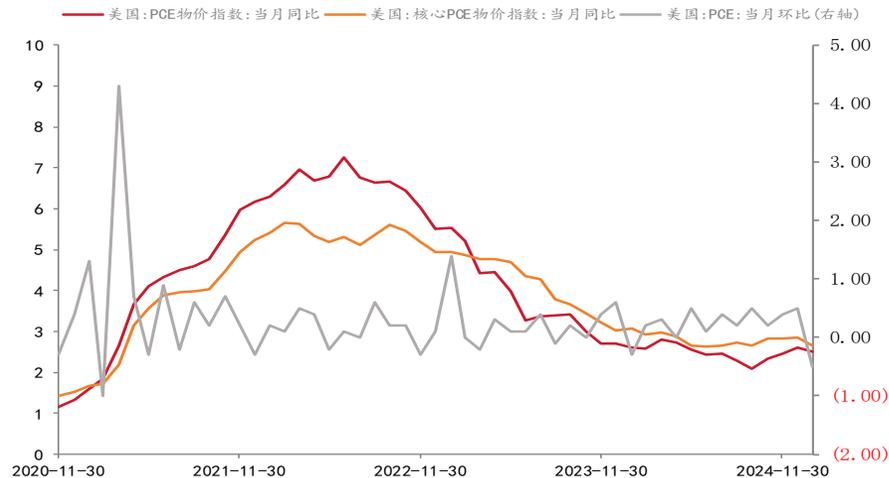
# 美国通胀水平：PPI和CPI数据超预期上涨，通胀水平凸显韧性

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。

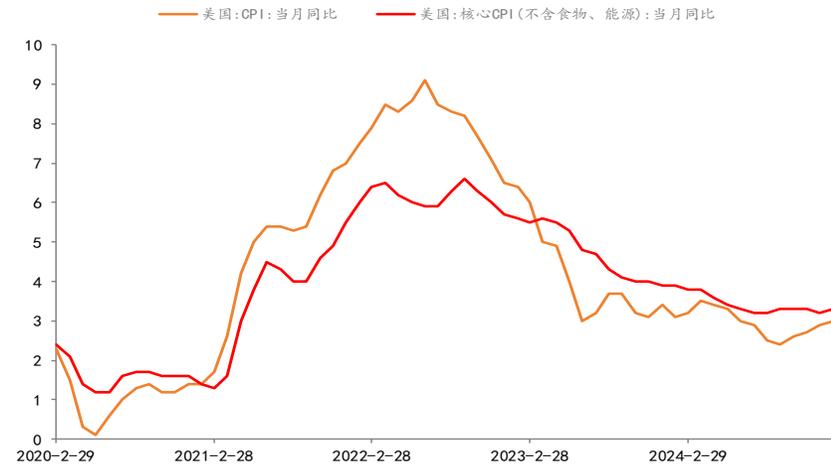
而在PPI方面，美国1月PPI同比增长3.5%，超出预期的3.2%，并且12月PPI通胀经过修正后调整至环比增长0.5%。核心PPI环比上涨了0.3%，同比则增长3.6%，两者均明显超出市场预期。

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。

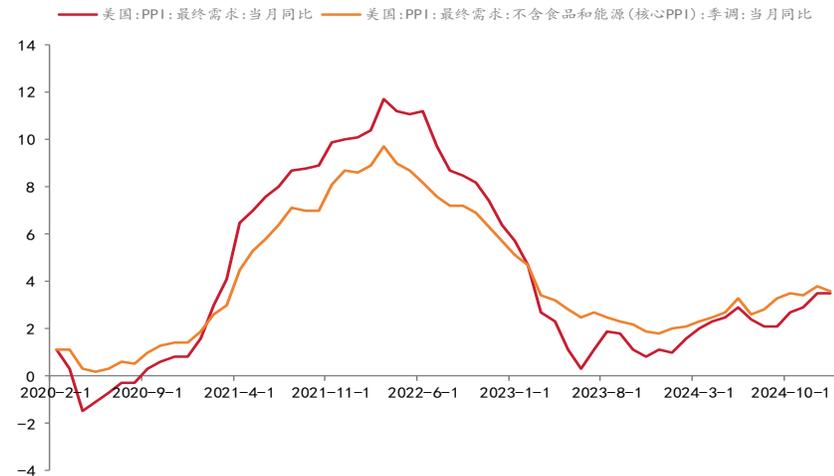
美国PCE当月同比&环比（单位：%）



美国CPI当月同比（单位：%）

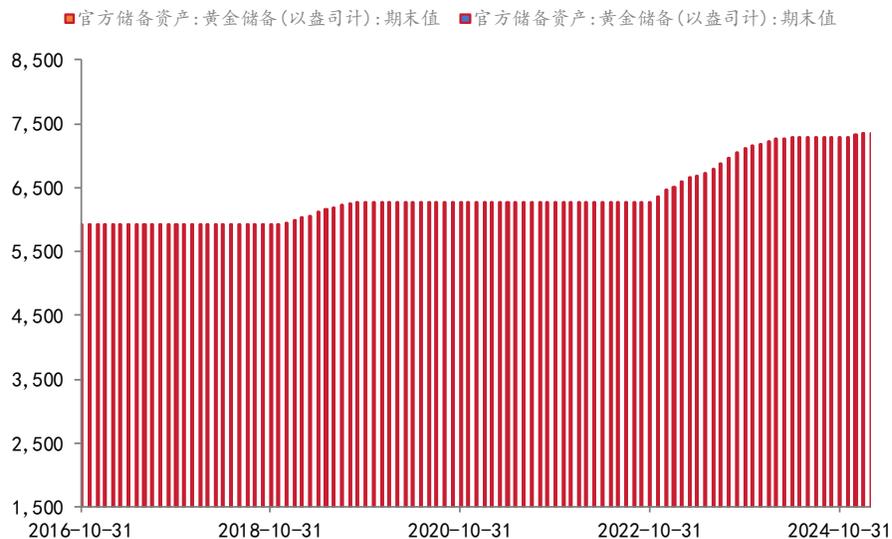


美国PPI当月同比（单位：%）



# 需求：央行恢复增持黄金态势，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2月，中国官方黄金储备为7361万盎司，较上月末增加16万盎司。目前，中国央行已连续四个月增持黄金。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2025.3.7当周，黄金SPDR持仓量为894.34，较前一周下降1.11%。白银SLV当周持仓量为13548.40，较前一周减少90.29。

截至2025.3.4，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少18364张至243261.00张合约。白银方面净多头持仓为53316张合约，较前一期数据增加454张。

### 黄金持仓量

SPDR:黄金:持仓量(吨)

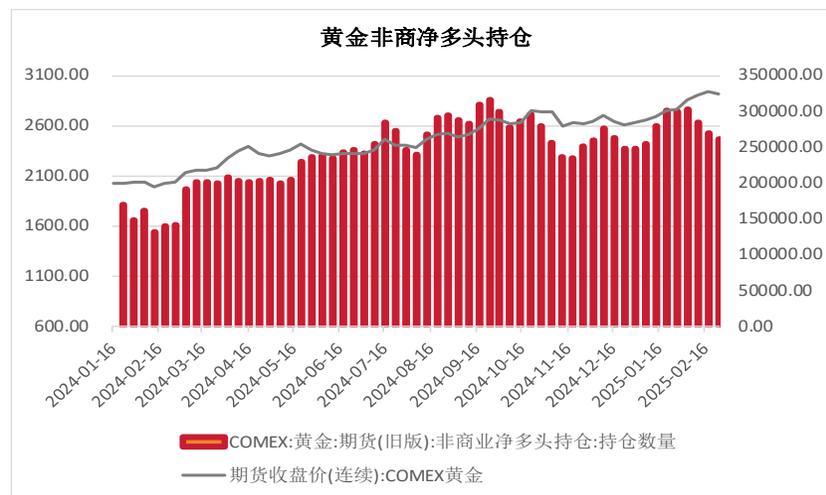


### 白银持仓量

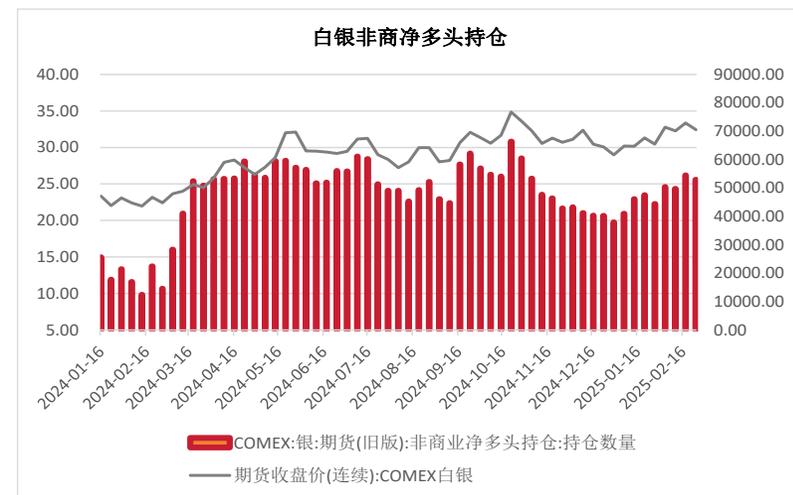
SLV:白银:净持仓量(吨)



### 黄金非商多头持仓量



### 白银非商多头持仓量

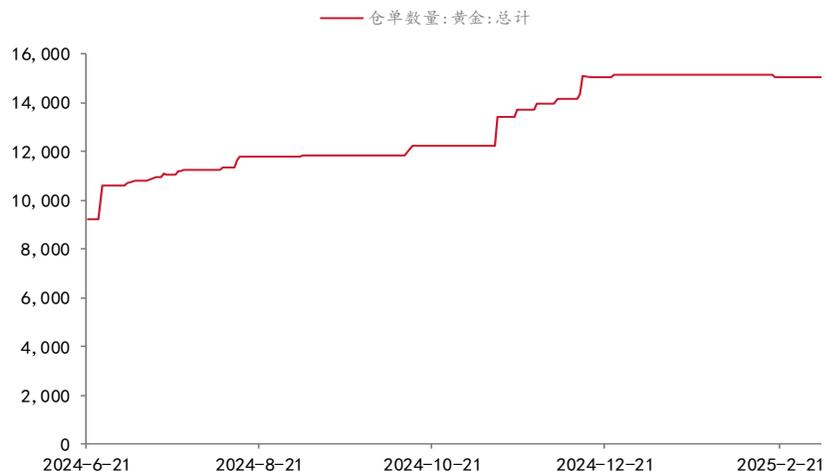


# 库存：黄金仓单维持高位，Comex贵金属库存继续大幅上升

截至2025.3.7当周，上期所黄金仓单为15072千克，较前一周维持不变。白银仓单较前一周减少50099千克至1227003千克。

Comex库存方面，截至2025.3.7，周度Comex黄金库存较前一周增加505059.74盎司至39766633.54盎司，Comex白银库存较前一周增加16293230.65盎司至424898463.83盎司。

### 上期所黄金仓单



### 上期所白银仓单



### Comex黄金库存



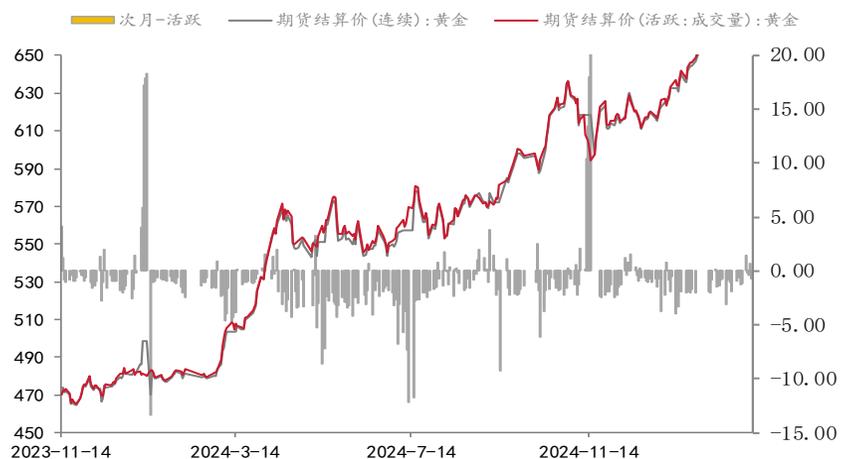
### Comex白银库存



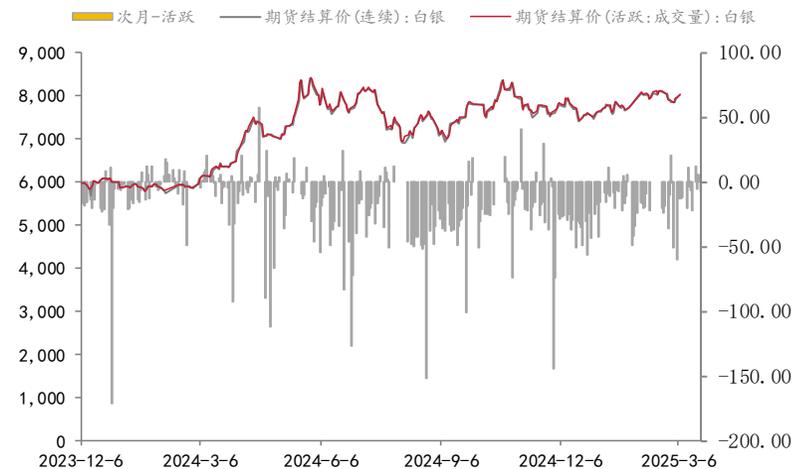
# 价差-成交量-持仓量

截至2025.3.7当周，黄金期货平均成交量为348485千克，较前一周下降12.68%。白银期货当周平均成交量为489450千克，较前一周下跌28.32%

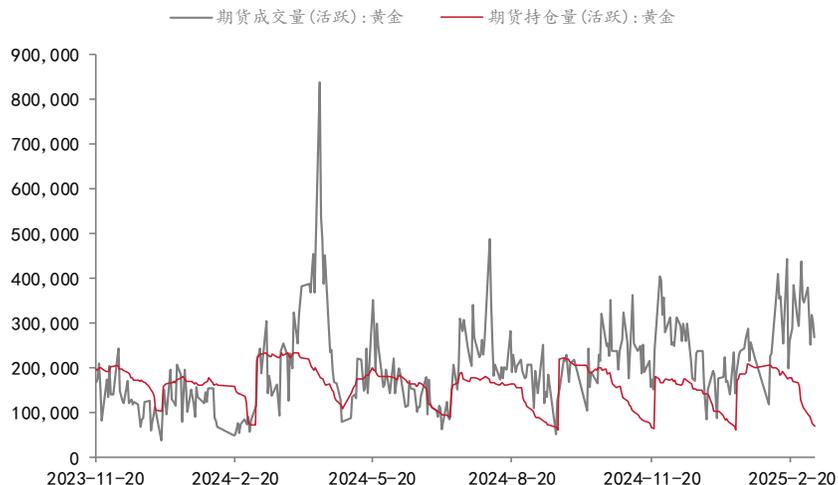
## 黄金价差



## 白银价差



## 黄金成交量持仓量

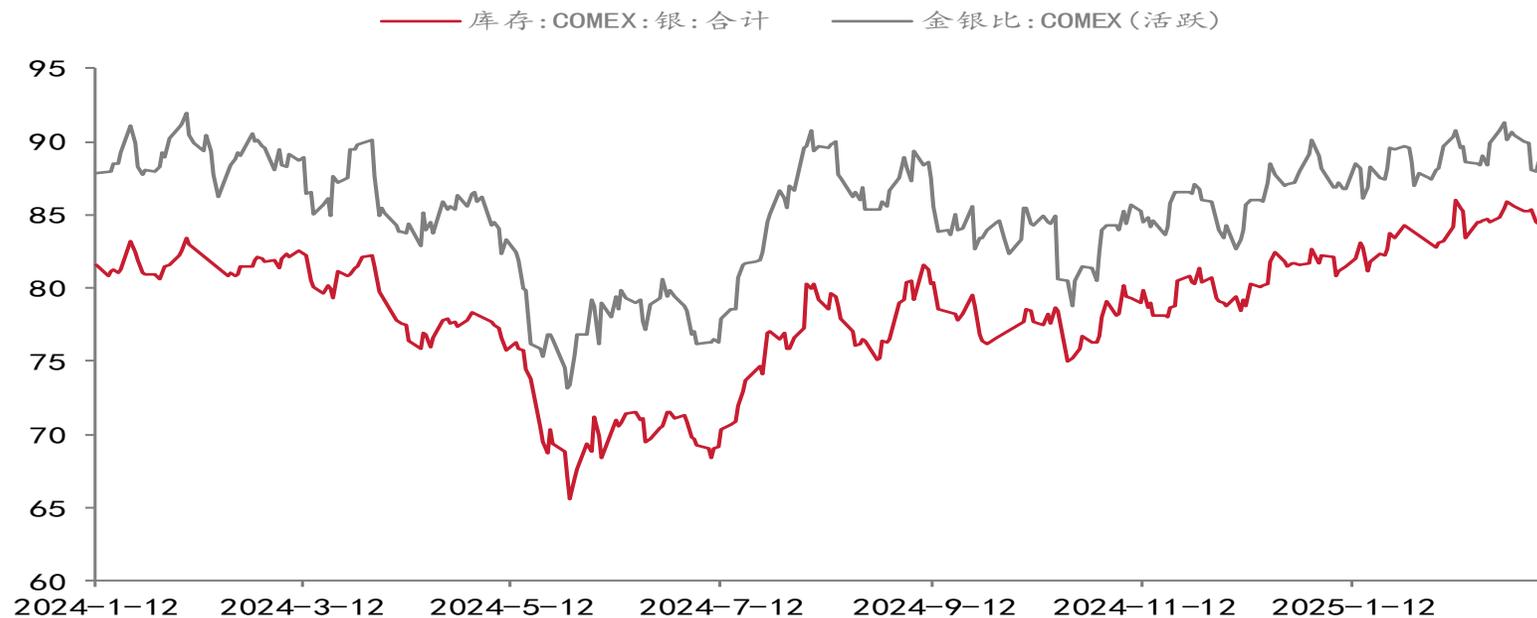


## 白银成交量持仓量



# 金银比：贵金属板块高位震荡，金银比价有所回落

## 金银比价走势



- 截至2025.3.7当周，金银比价有所回落，沪金银比价为84.43，纽约金银比为88.64。
- 近期金银比价重回高位，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](http://www.qh168.com.cn)



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)

021-68757181

Jialj@qh168.com.cn