



多重因素共振扰动，黄金强势上行突破新高

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-03-17

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

美国CPI数据降温引发市场降息预期强化，美元指数持续下跌。后半周通胀预期突变扭转颓势，密歇根大学调查显示12个月通胀预期跃升至4.9%，支撑美元兑避险货币走强。当前美元多空博弈，目前美联储6月降息概率持续上升，但核心通胀黏性、特朗普关税导致的地缘政策扰动，或使美元维持震荡格局。

金融属性

目前市场对6月降息25基点的定价已完全消化，但政策制定者与交易商分歧加剧。2月CPI同比回落至2.8%、核心CPI创2021年4月以来新低，且PPI环比意外持平。根据CME FedWatch工具，目前3月按兵不动概率达97%，但六月份降息概率已达75%，且全年降息75基点，显著高于美联储12月预测的50基点。

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2025.3.14当周，黄金SPDR持仓量为906.41，较前一周上升1.35%。白银SLV当周持仓量为13671.54，较前一周增加123.14。

操作建议

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。整体对贵金属维持短期震荡上行，中长期继续看多思路，若出现一定幅度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

关税政策方面，欧盟拟对美260亿欧元商品实施反制关税，特朗普政府威胁对欧盟葡萄酒加征200%报复性关税，市场避险需求持续升温。地缘扰动持续升级，俄乌局势胶着及特朗普重提“外敌法案”支撑贵金属高位运行。

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

白银近期涨幅可观，目前已至前期高位附近，注意紧盯黄金进行操作。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，建议投资者谨慎操作，必要时可采取领口结构对冲回调风险，若充分回调可分批次入场布局长线多单。

风险因素

美联储政策路径转向，关税政策大幅变化，地缘局势发生重大变动

行情回顾

本周贵金属市场强势上行，截至周五夜盘收盘，沪金主力合约收至694.50。伦敦金在多重因素共振下刷新历史高点，突破3000美元/盎司历史性关口。关税政策方面，欧盟拟对美260亿欧元商品实施反制关税，特朗普政府威胁对欧盟葡萄酒加征200%报复性关税，市场避险需求持续升温。地缘扰动持续升级，俄乌局势胶着及特朗普重提“外敌法案”支撑金价高位运行。本周美国2月CPI同比录得2.8%，为去年11月以来新低；环比录得0.2%，为去年10月以来新低，提高美联储降息概率。美联储6月降息概率已超过75%，配合美元指数持续走弱，贵金属在滞胀交易逻辑下维持强势。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，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。整体对贵金属维持短期震荡上行，中长期继续看多思路，若出现一定幅度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

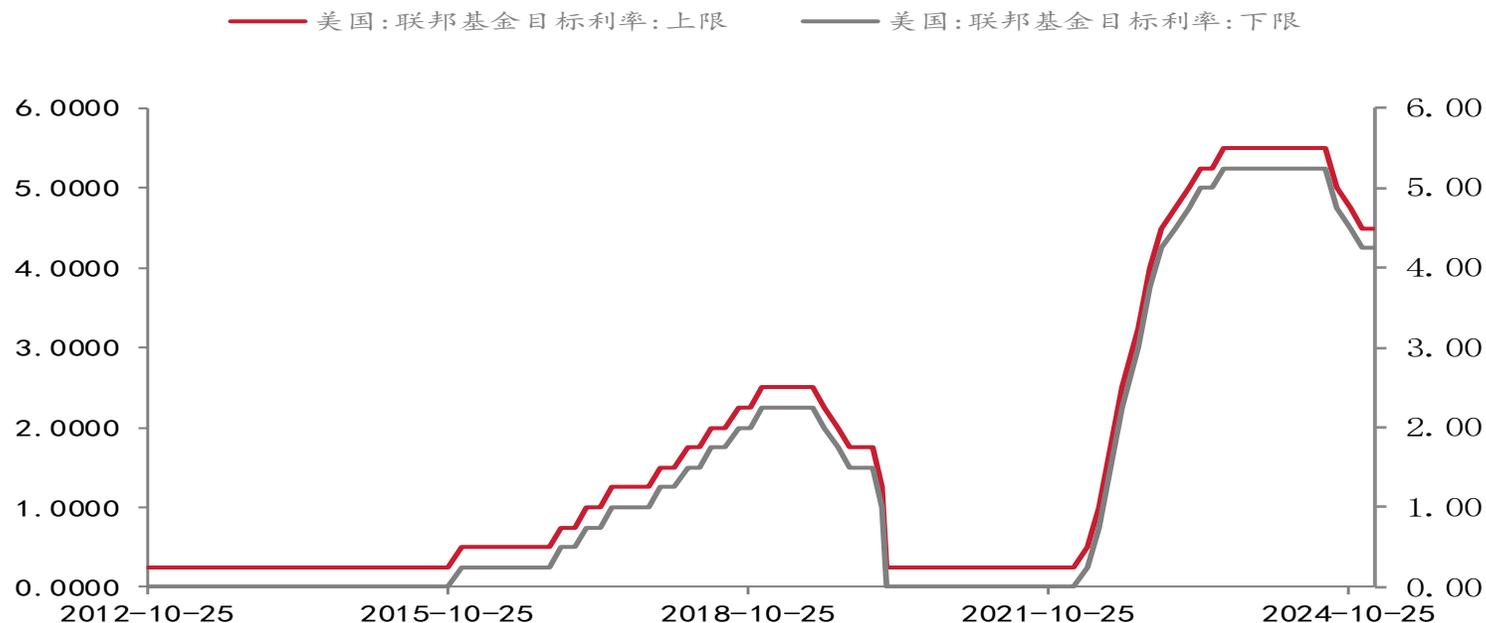


美元指数：多空因素交叉扰动，美元呈现震荡格局



本周美元指数呈现结构性分化，周内微跌0.08%至103.75，实现连续第二周下行，但货币间走势显著背离。周初受美国经济放缓担忧及科技股暴跌拖累，美元指数兑日元跌至146.33，兑欧元、瑞士法郎和英镑等一些主要货币的汇率却出现上涨。随着美国CPI数据降温引发市场对降息预期强化，美元指数继续下跌。但后半周通胀预期突变扭转颓势，密歇根大学调查显示12个月通胀预期跃升至4.9%，支撑美元兑避险货币走强。当前美元多空博弈，目前美联储6月降息概率持续上升，但核心通胀黏性、特朗普关税导致的地缘政策扰动，或使美元维持震荡格局。

美国联邦基金目标利率



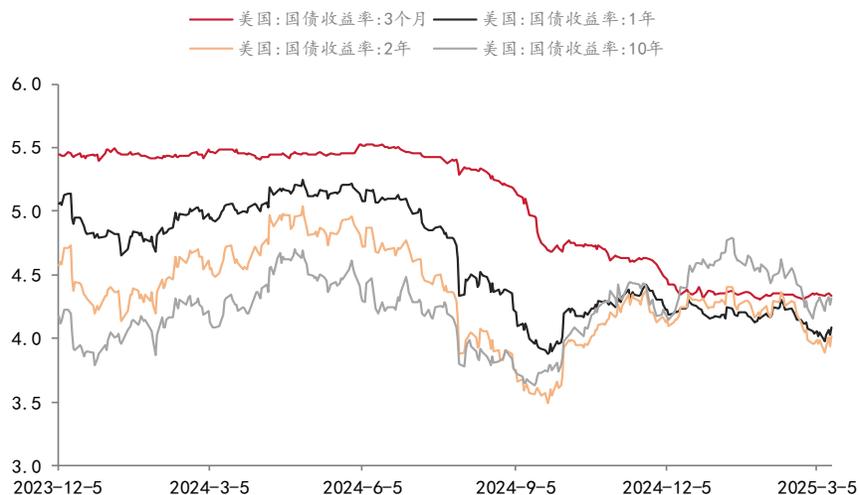
本周美联储货币政策预期呈现“预期强化与路径修正”的双向博弈，市场对6月降息25基点的定价已完全消化，但政策制定者与交易商分歧加剧。2月CPI同比回落至2.8%、核心CPI创2021年4月以来新低，且PPI环比意外持平。但同时密歇根通胀预期跃升至4.9%凸显粘性压力，且特朗普关税政策存在通胀扰动。根据CME FedWatch工具，目前3月按兵不动概率达97%，但六月份降息概率已达75%，且全年降息75基点，显著高于美联储12月预测的50基点。鲍威尔近期讲话给出了“关于粘性通胀、通胀下降快于预期以及劳动力市场意外疲软的指导”，美联储目前面临应对关税冲击带来的输入性通胀压力和警惕财政收缩对就业市场潜在冲击的双重困境。特朗普政府激进式政策组合加剧政策评估难度，尽管6月开启降息仍是基准情景，但政策路径或将更趋陡峭化以应对滞胀风险溢价。

美债：美债收益率走势分化，实际收益率小幅反弹

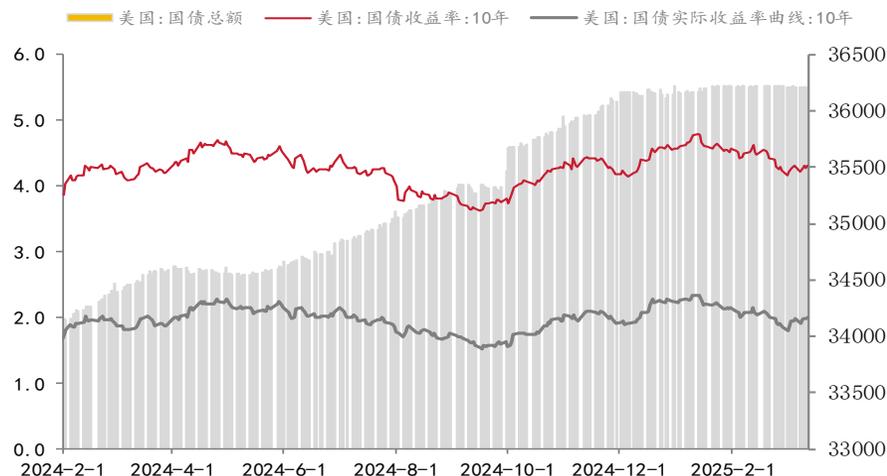
1年期美债收益率收于4.09%，较此前一周上涨4个基点。10年期美债收益率较上周下降一个基点至4.31%。

十年期美债实际收益率从上周1.99%上升至2.01%，总计上升2个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.29%，较上一周有所缩小。

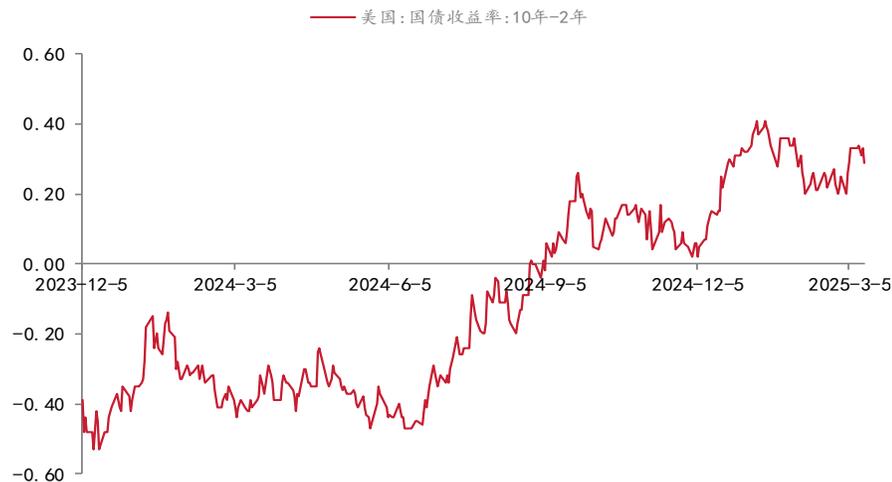
美债收益率



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:

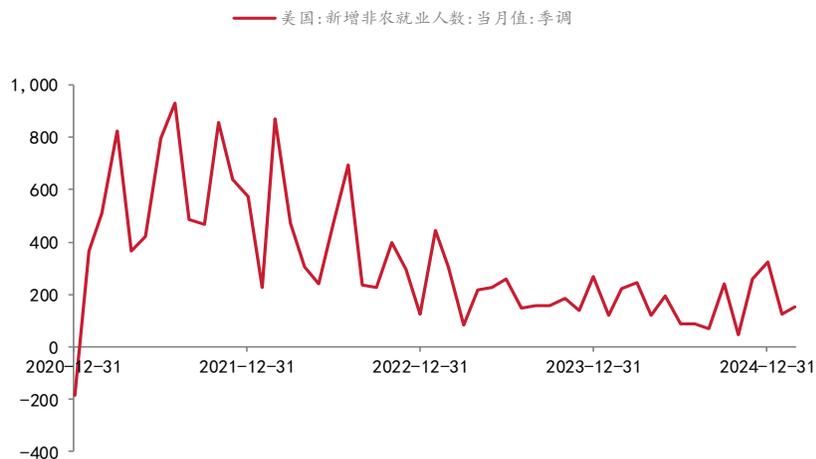
美国2月Markit综合PMI终值51.6, 创2024年4月份以来终值新低。其中, 新订单分项指数终值降至51.9, 创2024年5月份以来终值新低, 连续第十个月扩张; 新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

美国就业指标：劳动力数据低于预期，部分指标引发衰退隐忧

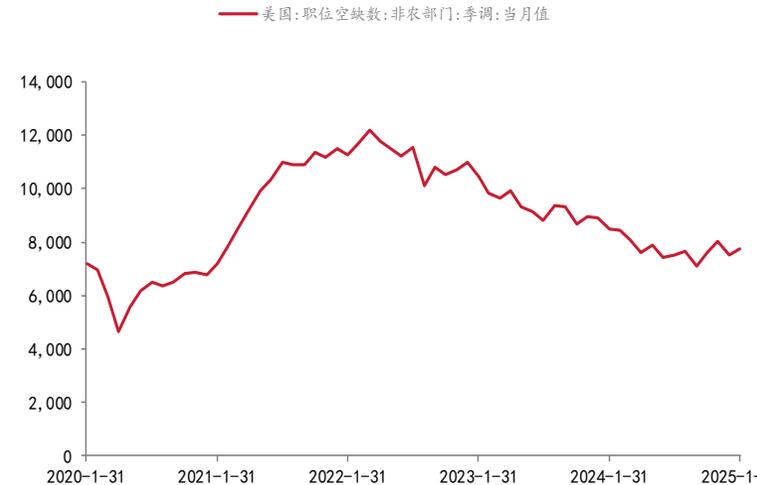
2月美国非农就业人数边际提升但略低于市场预期，失业率略有上升：2月新增非农就业为15.1万人，高于前值（14.3万，下修后12.5万）但低于预期（16万）。失业率层面，失业率由1月的4.0%小幅提升至4.1%。2月非农数据对此前持续发酵的美国衰退交易有一定抑制，但当前市场对于美联储降息预期定价已经较为充分，后续关注美国关税、政府部门裁员以及非法移民等新政实施情况，不排除美国经济下行压力加大可能

截至3月7日当周初请失业金人数22万，低于市场预期的22.5万，续请失业金人数降至187万，劳动力市场韧性暂存，但部分经济数据疲软引发对经济“滞胀”的担忧。

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



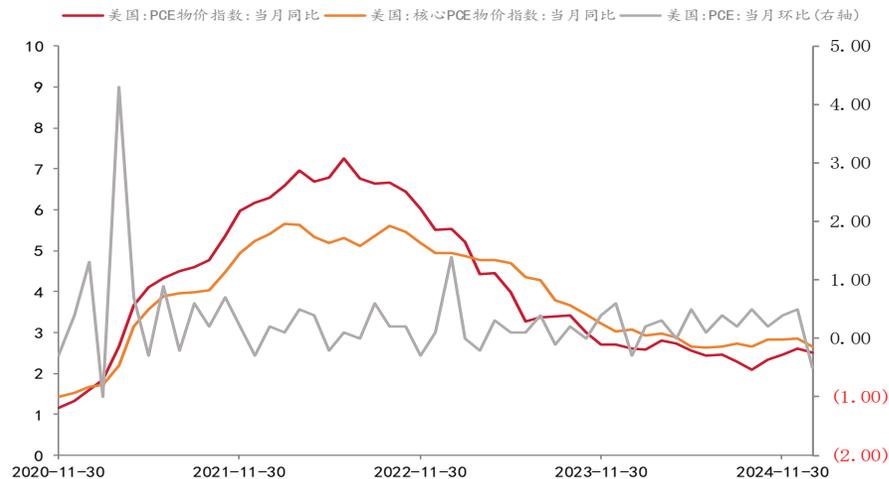
美国通胀水平：PPI和CPI数据均低于预期，市场提高降息押注

美国劳工统计局数据显示美国2月CPI同比上涨2.8%，为去年11月以来新低；预期值2.9%，前值3%。环比上涨0.2%，为去年10月以来新低。核心CPI同比上涨3.1%，2021年4月以来新低；预期值3.2%，前值3.3%。交易员提高对美联储降息的押注，预计年内至少降息两次。市场普遍预计，在下周的会议上，美联储官员将维持利率不变。

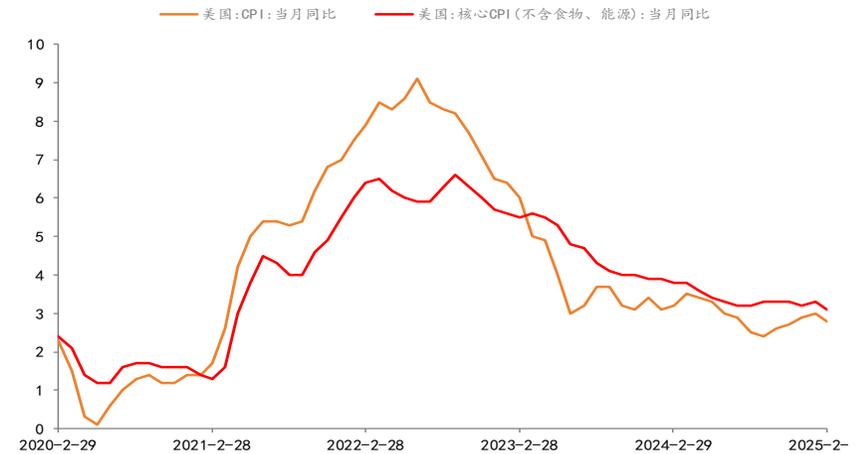
2025年3月14日，美国劳工部公布数据显示，2月生产者价格指数（PPI）同比仅升3.2%，低于预期的3.3%，月度环比持平（预期0.3%）；核心PPI更意外环比下降0.1%，显示制造业与服务业需求同步降温。

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。

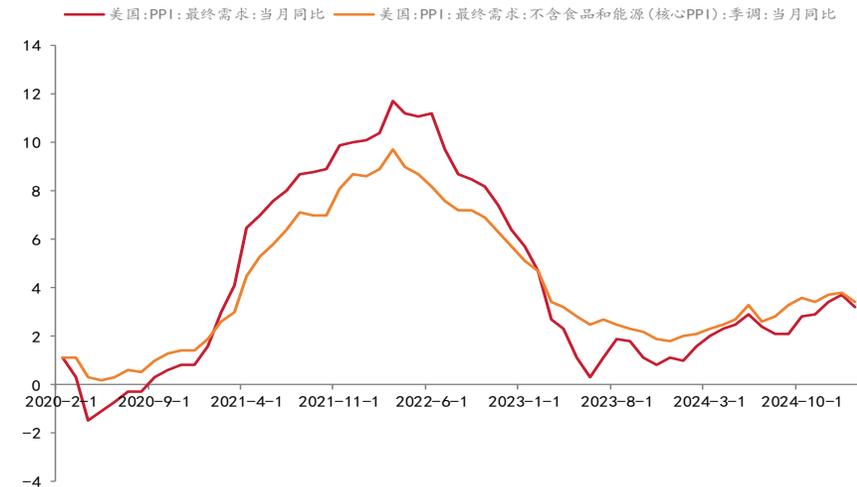
美国PCE当月同比&环比（单位：%）



美国CPI当月同比（单位：%）

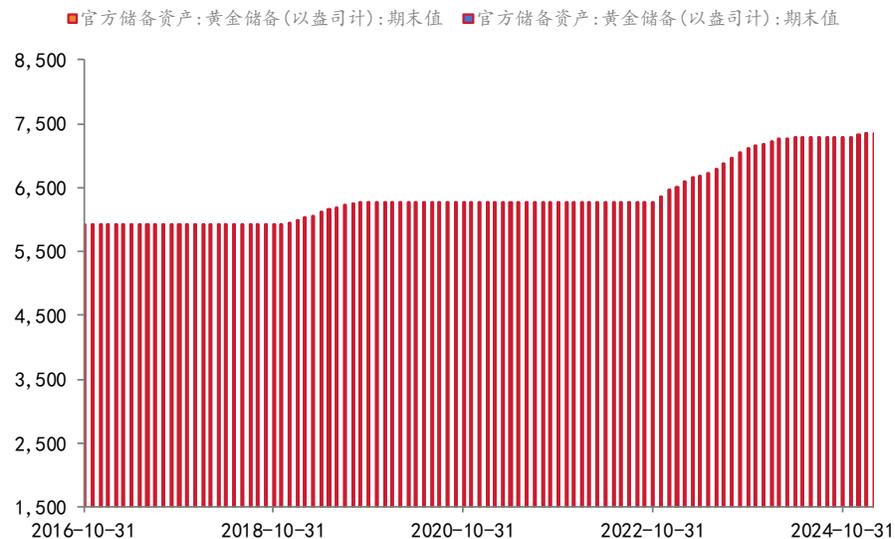


美国PPI当月同比（单位：%）



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2025.3.14当周，黄金SPDR持仓量为906.41，较前一周上升1.35%。白银SLV当周持仓量为13671.54，较前一周增加123.14。

截至2025.3.11，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少7161.00张至236100.00张合约。白银方面净多头持仓为59526.00张合约，较前一期数据增加6210.00张。

黄金持仓量

SPDR:黄金:持仓量(吨)

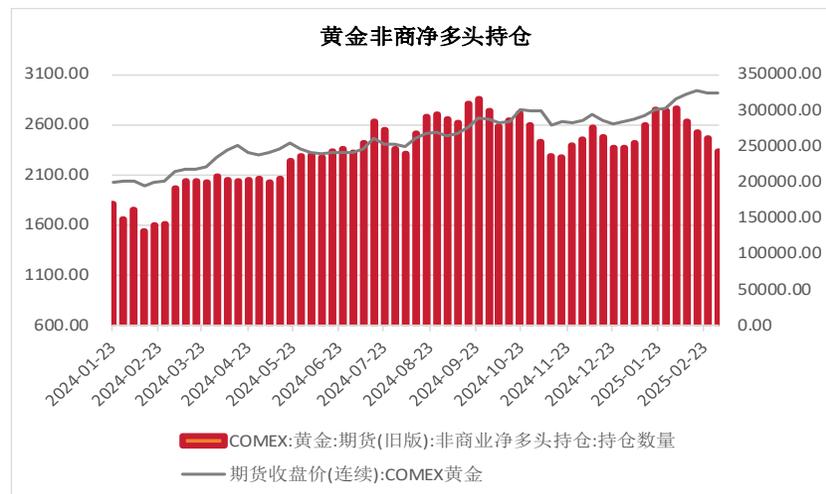


白银持仓量

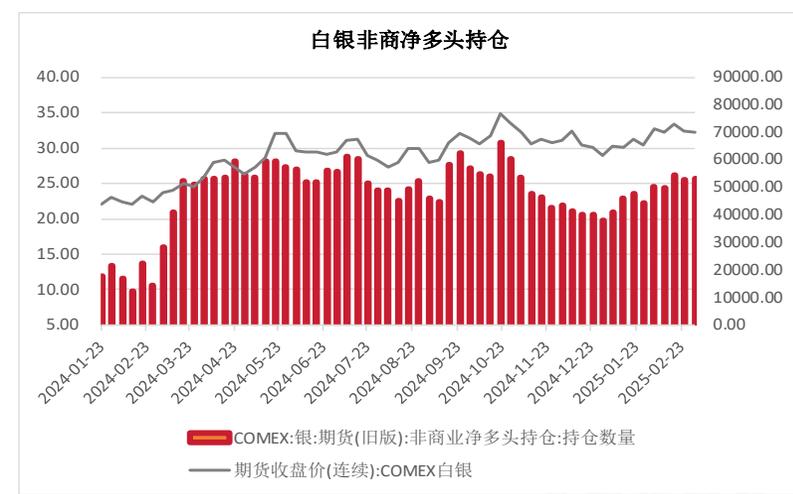
SLV:白银:净持仓量(吨)



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

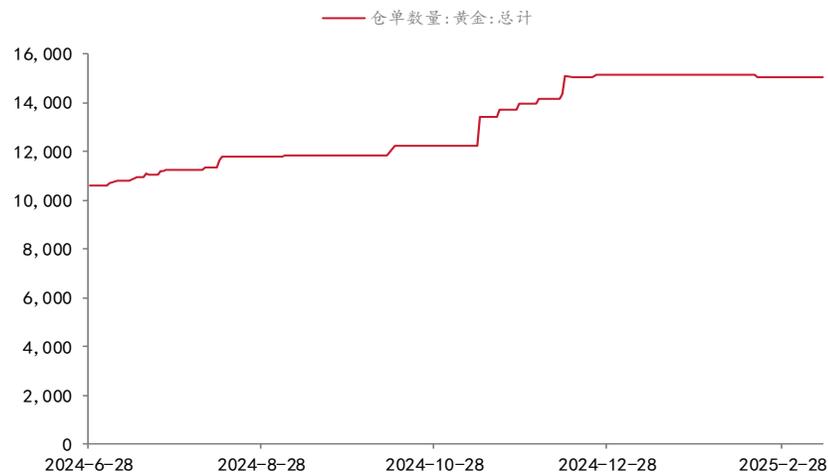


库存：黄金仓单维持高位，Comex贵金属库存继续上升

截至2025.3.14当周，上期所黄金仓单为15075千克，较前一周小幅增加。白银仓单较前一周减少46825.00千克至1180178千克。

Comex库存方面，截至2025.3.14周度Comex黄金库存较前一周增加665106.72盎司至40431740.26盎司，Comex白银库存较前一周增加18800615.91盎司至443699079.74盎司。

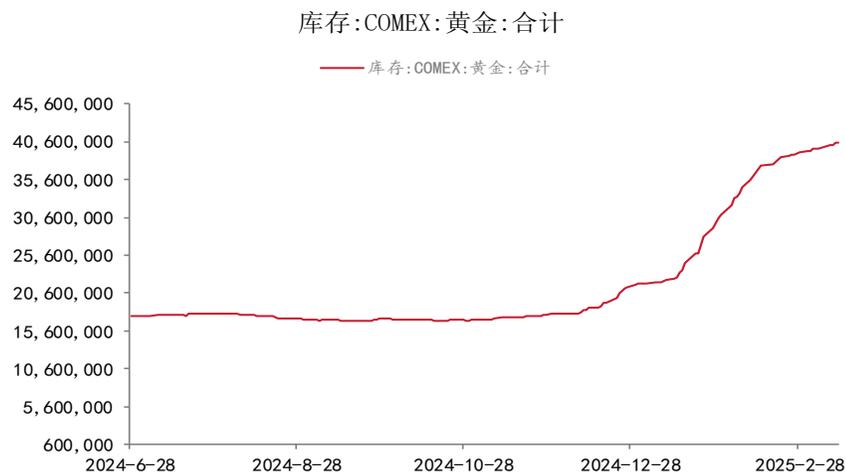
上期所黄金仓单



上期所白银仓单



Comex黄金库存



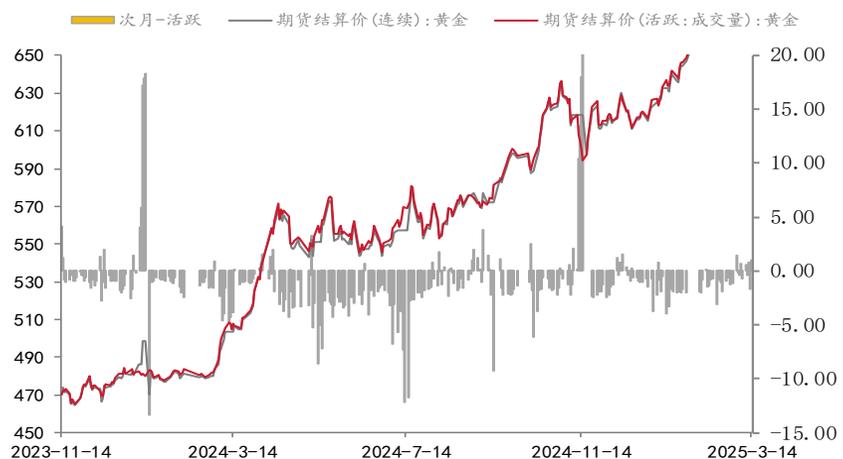
Comex白银库存



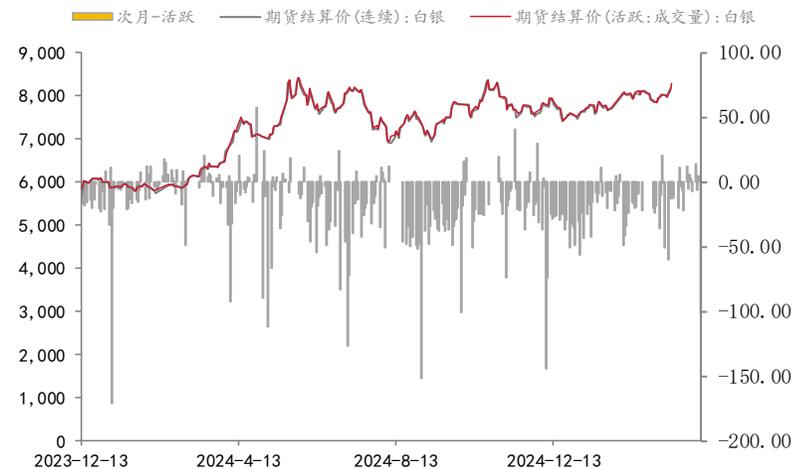
价差-成交量-持仓量

截至2025.3.14当周，黄金期货平均成交量为249994.20千克，较前一周下降17.85%。白银期货当周平均成交量为531408.80千克，较前一周上升8.57%

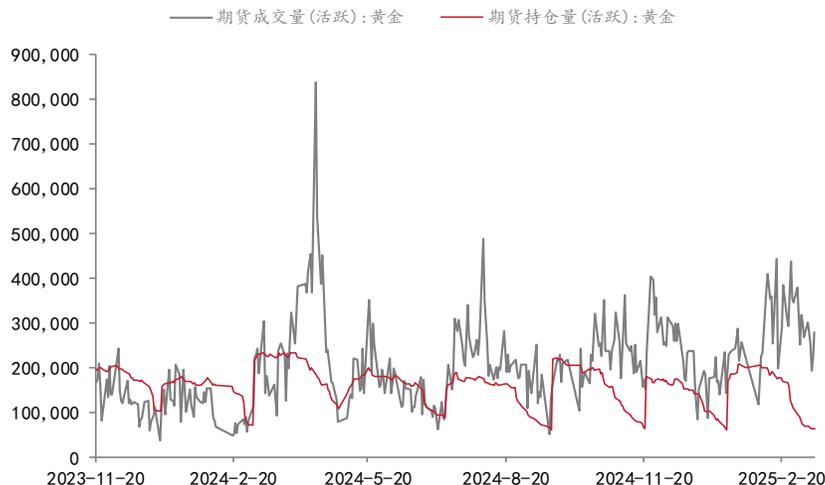
黄金价差



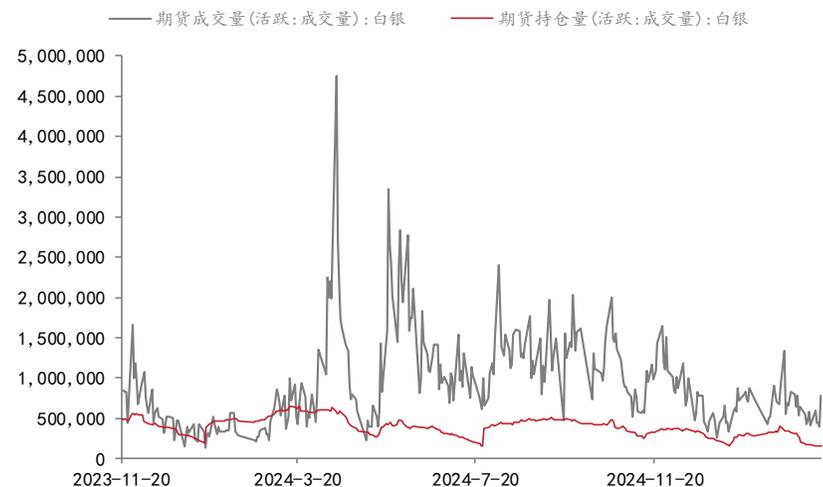
白银价差



黄金成交量持仓量

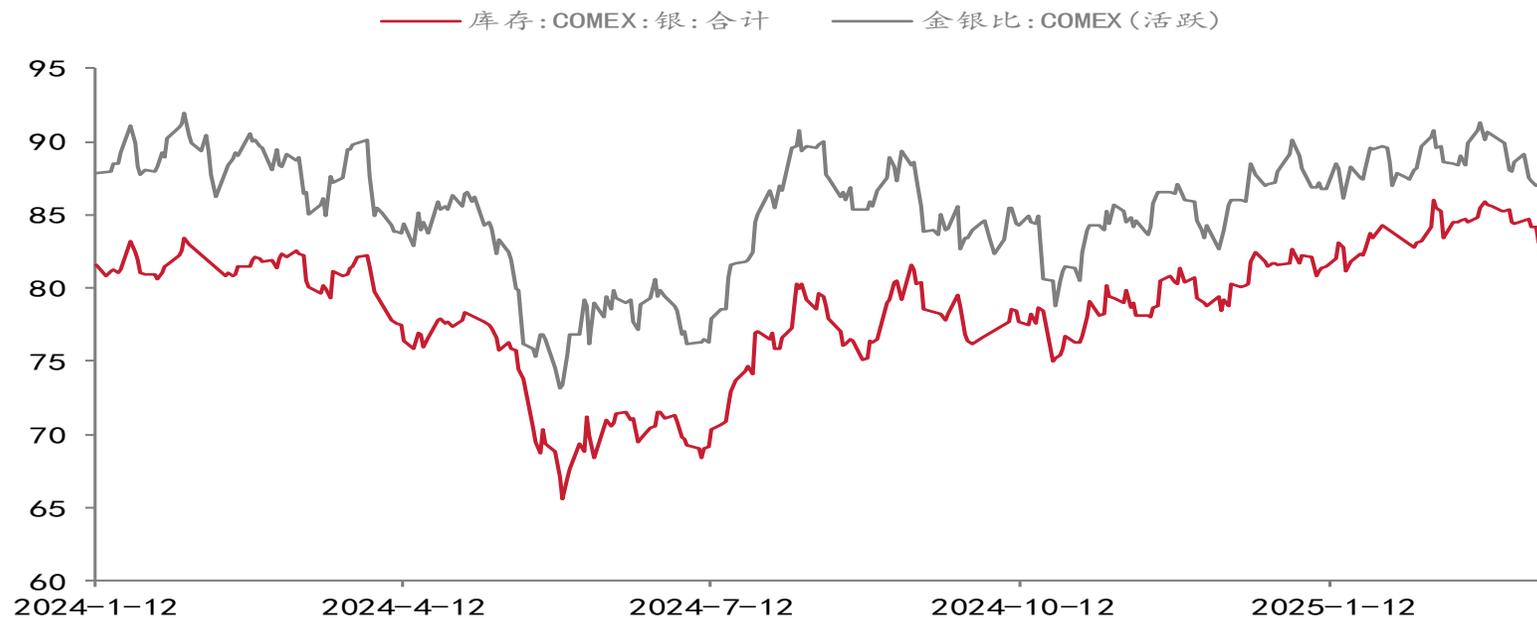


白银成交量持仓量



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2025.3.14当周，金银比价有所回落，沪金银比价为83.15，纽约金银比为87.11。
- 受益于近期白银补涨幅度较大，金银比价有所回落，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，其中长期走势将显著优于白银。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

