



# 金价再度突破历史，获利盘抛压下高位调整

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-03-24

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：guozhy@qh168.com.cn

# 黄金：观点总结&操作建议

## 货币属性

本周美元指数触底反弹，截至周五美元指数收至104.13，结束连续两周跌势，主要受美联储政策路径驱动。美联储3月议息会议维持利率不变并明确年内两次降息预期，同时美联储主席鲍威尔表示不会急于采取行动，美元获得降息政策路径支撑。当前美元指数在103一线形成技术支撑，美元企稳将有效压制贵金属上涨空间

## 金融属性

本周美联储利率政策偏鸽派基调，3月议息会议维持利率不变但放缓缩表速度，将国债减持规模从每月250亿美元削减至50亿美元，释放流动性管理信号。CME FedWatch显示市场押注降息三次共75基点，6月首次降息概率升至67.3%。鲍威尔发言暗示美联储关注焦点由通胀转向就业，降息预期再度升温。

## 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2025.3.21当周，黄金SPDR持仓量为930.51，较前一周上升2.66%。白银SLV当周持仓量为13723.91吨，较前一周增加52.37吨。

## 操作建议

当前黄金在降息预期、地缘避险与商品属性博弈中维持高位震荡，白银则受工业属性拖累跌幅更深，整体对贵金属维持短期高位震荡，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

点阵图维持年内两次降息预期，鲍威尔强调政策灵活性与通胀黏性风险，叠加美国2月零售销售环比仅增0.2%及制造业PMI超预期回落，“鸽派预期”与“经济走弱”形成双向支撑。地缘风险溢价出现分化，美俄元首通话释放乌克兰局势缓和信号，中东冲突升级成为近期贵金属上涨的主要动力。

## 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。产业端光伏价格指数逆势上涨0.97%，与白银库存下降形成背离，反映工业需求结构性支撑

## 操作建议

白银受工业属性拖累，近期回调幅度明显大于黄金，在黄金屡破新高的背景下，白银明显上冲乏力，前高附近压力较强。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。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

上周贵金属市场呈现冲高回落态势，伦敦金周内刷新历史高点后回调，截至周五收盘沪金已从高点回落至703.48元/克。宏观层面，美联储3月议息会议虽维持利率不变，但放缓国债缩表速度至50亿美元/月，点阵图维持年内两次降息预期，鲍威尔强调政策灵活性与通胀黏性风险，叠加美国2月零售销售环比仅增0.2%及制造业PMI超预期回落，“鸽派预期”与“经济走弱”形成双向支撑。地缘风险溢价出现分化，美俄元首通话释放乌克兰局势缓和信号，但中东冲突升级成为近期黄金上涨的主要动力。当前黄金在降息预期、地缘避险与商品属性博弈中维持高位震荡，白银则受工业属性拖累跌幅更深，整体对贵金属维持短期高位震荡，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

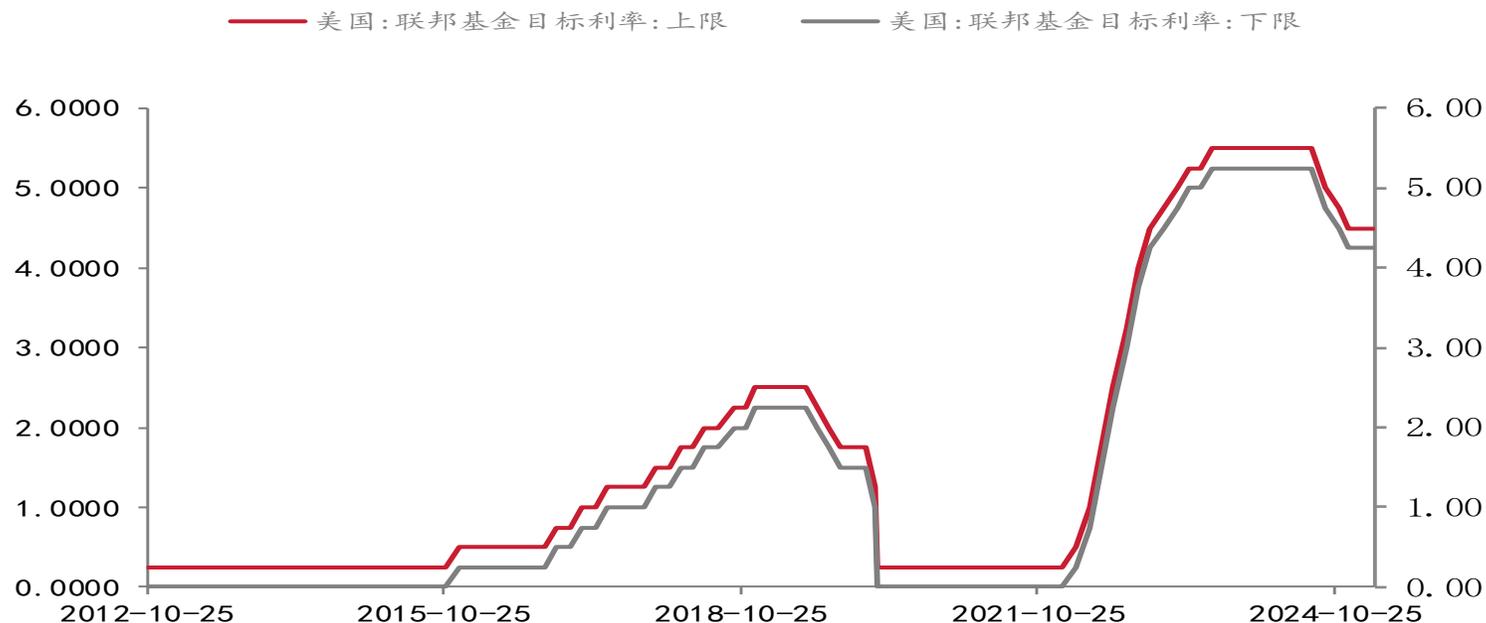


# 美元指数：政策路径驱动，美元企稳压制贵金属上行空间



本周美元指数触底反弹，截至周五美元指数收至104.13，结束连续两周跌势，主要受美联储政策路径驱动。周初市场对德国财政协议的乐观情绪推动欧元攀升至1.0954的五个月高位，但随着美联储3月议息会议落地——维持利率不变并明确年内两次降息预期，同时美联储主席鲍威尔表示不会急于采取行动，美元获得降息政策路径支撑。欧元在触及高位后遭遇多头获利了结，欧元兑美元周跌0.6%至1.0822。当前美元指数在103一线形成技术支撑，美元企稳将有效压制贵金属上涨空间。尽管美联储点阵图维持降息50基点预期，但鲍威尔对当前政策和经济不确定性“异常严重”的表述强化美元在“宽松预期”与“避险溢价”间的震荡逻辑。

# 美国联邦基金目标利率



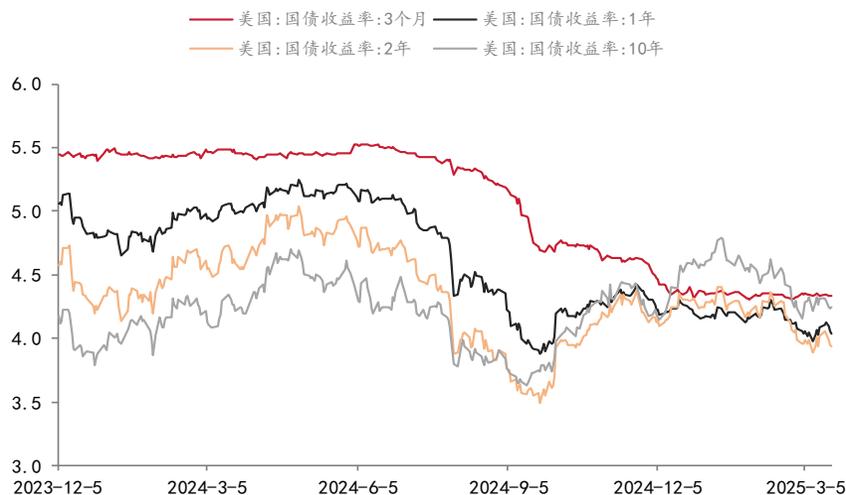
本周美联储利率政策偏鸽派基调，3月议息会议维持利率不变但放缓缩表速度，将国债减持规模从每月250亿美元削减至50亿美元，释放流动性管理信号。三月公布的点阵图显示2025年降息预期中枢稳定，市场预计降息1-2次。美国2月零售销售环比仅增0.2%且消费结构走弱，关税引发的通胀担忧促使美联储将通胀预期从2.5%上调至2.8%，美联储下调GDP增速预期0.4个百分点至1.7%，政策天平向防范滞胀倾斜。CME FedWatch显示市场押注降息三次共75基点，6月首次降息概率升至67.3%。鲍威尔发言暗示美联储关注焦点由通胀转向就业，强调“就业市场韧性提供观察窗口”，降息预期再度升温。

# 美债：美债收益率下跌，收益率差有所扩大

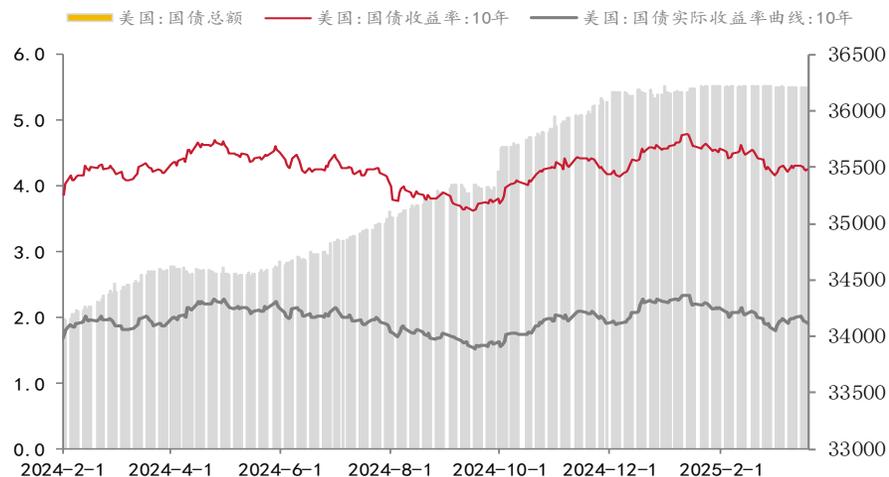
1年期美债收益率收于4.04%，较此前一周下跌5个基点。10年期美债收益率较上周下降6个基点至4.25%。

十年期美债实际收益率从上周1.99%下跌至1.92%，总计下降7个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.31%，较上一周有所扩大。

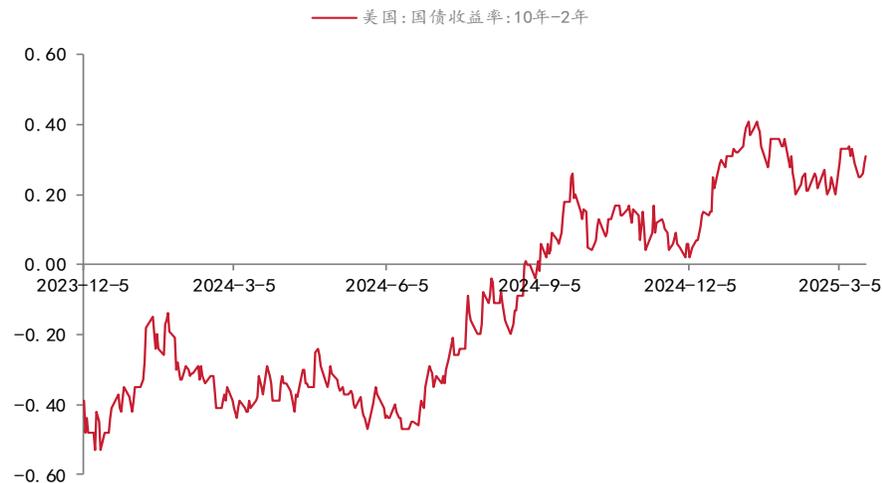
### 美债收益率



### 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:

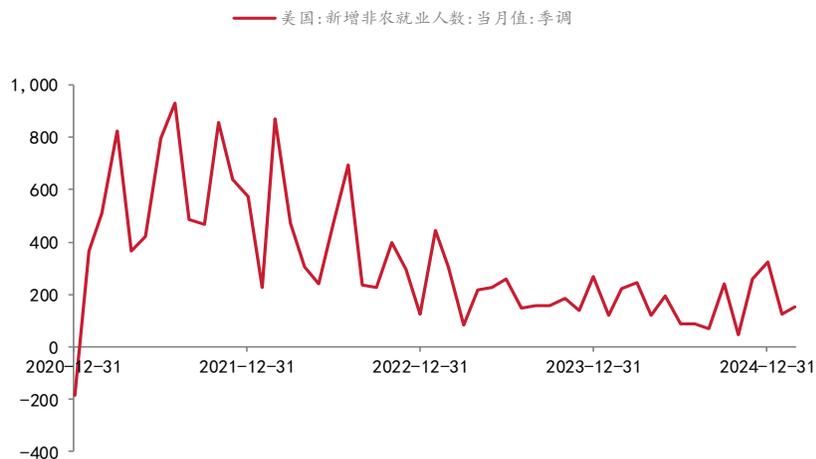
美国2月Markit综合PMI终值51.6, 创2024年4月份以来终值新低。其中, 新订单分项指数终值降至51.9, 创2024年5月份以来终值新低, 连续第十个月扩张; 新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

# 美国就业指标：劳动力数据低于预期，部分指标引发滞胀隐忧

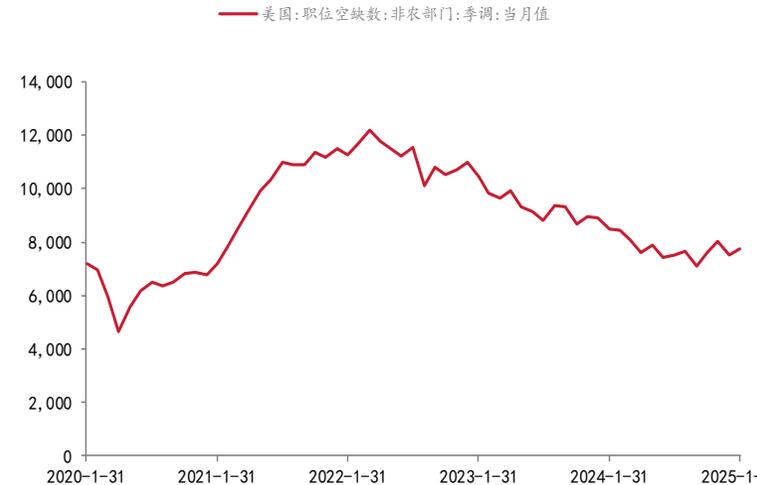
2月美国非农就业人数边际提升但略低于市场预期，失业率略有上升：2月新增非农就业为15.1万人，高于前值（14.3万，下修后12.5万）但低于预期（16万）。失业率层面，失业率由1月的4.0%小幅提升至4.1%。2月非农数据对此前持续发酵的美国衰退交易有一定抑制，但当前市场对于美联储降息预期定价已经较为充分，后续关注美国关税、政府部门裁员以及非法移民等新政实施情况，不排除美国经济下行压力加大可能

截至3月15日当周美国初请失业金人数结果录得22.3万人，低于预期22.4万人，前值由22万人修正为22.1万人。初请失业金人数略有增加，暗示3月就业市场保持稳定。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



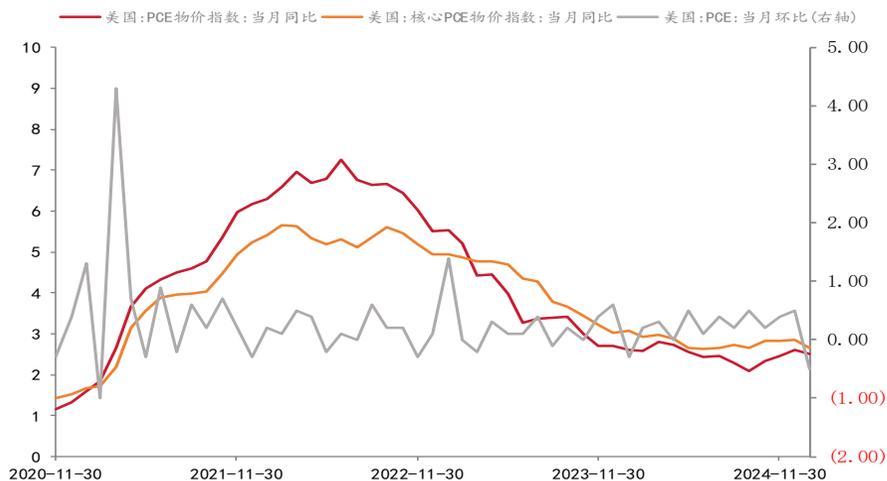
# 美国通胀水平：PPI和CPI数据均低于预期，市场提高降息押注

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。

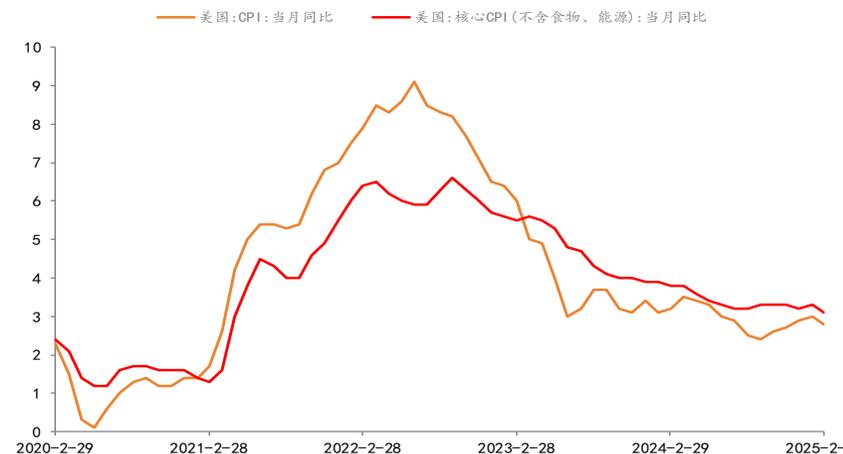
2025年3月14日，美国劳工部公布数据显示，2月生产者价格指数（PPI）同比仅升3.2%，低于预期的3.3%，月度环比持平（预期0.3%）；核心PPI更意外环比下降0.1%，显示制造业与服务业需求同步降温。

此外，2月零售销售环比增加0.2%，不及预期的0.6%，前值从-0.9%下调至-1.2%，较24Q4数据出现较大幅度下滑，也显示消费整体趋于降温。

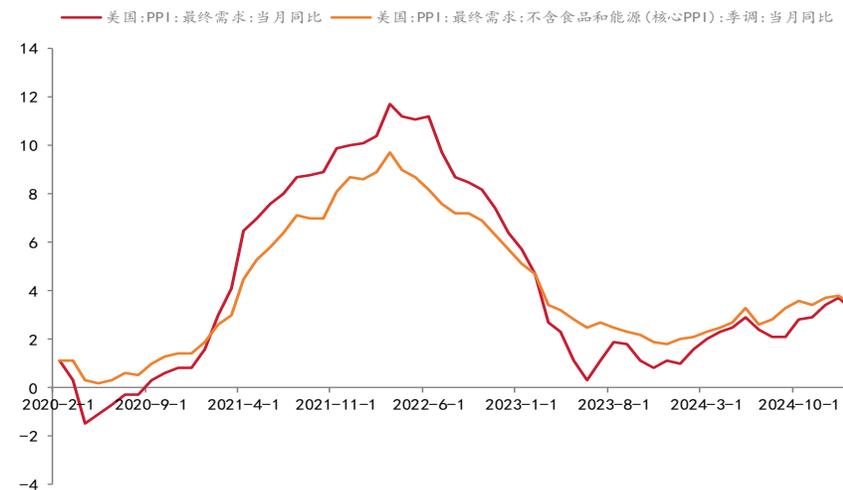
### 美国PCE当月同比&环比（单位：%）



### 美国CPI当月同比（单位：%）

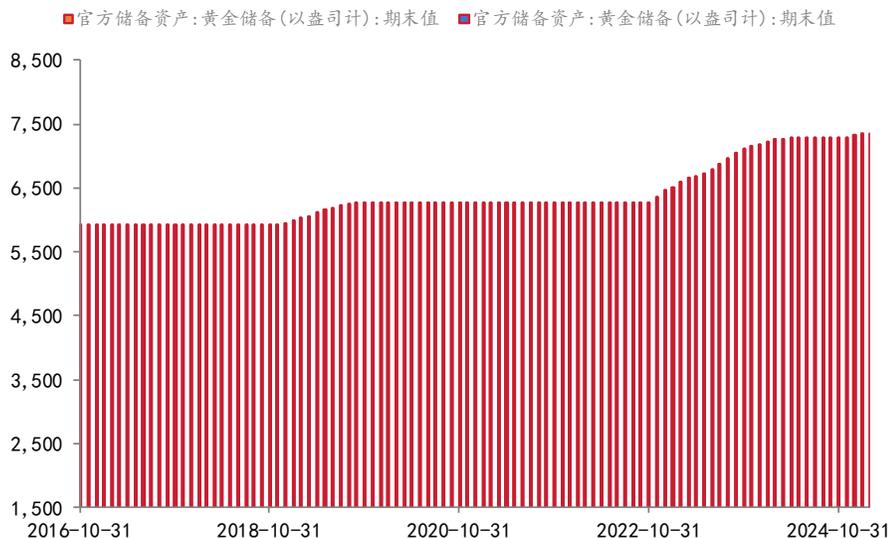


### 美国PPI当月同比（单位：%）

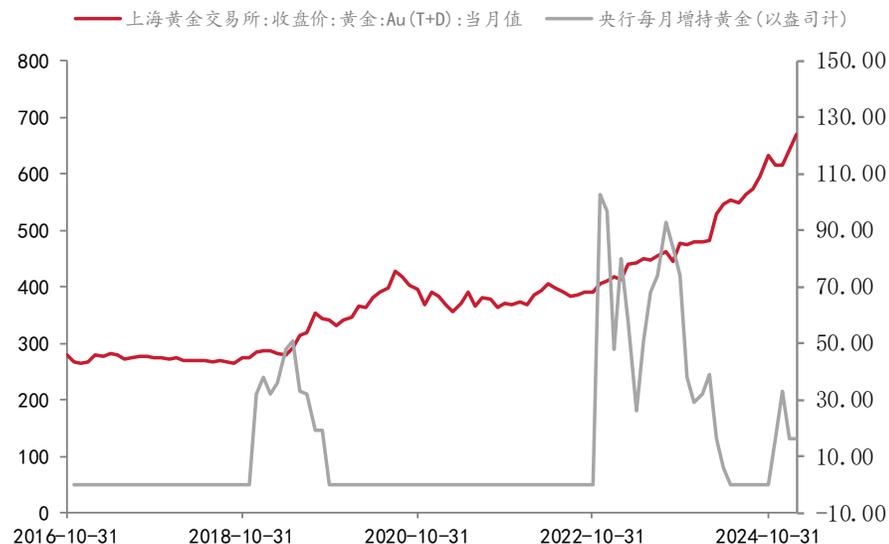


# 需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

## 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2025.3.21当周，黄金SPDR持仓量为930.51，较前一周上升2.66%。白银SLV当周持仓量为13723.91吨，较前一周增加52.37吨。

截至2025.3.11，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据增加21832.00张至257932.00张合约。白银方面净多头持仓为62298.00张合约，较前一期数据增加2772.00张。

### 黄金持仓量

SPDR:黄金:持仓量(吨)

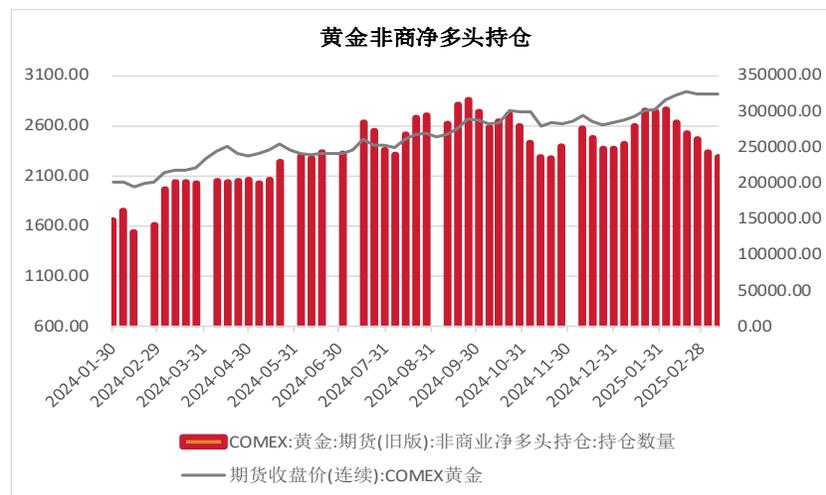


### 白银持仓量

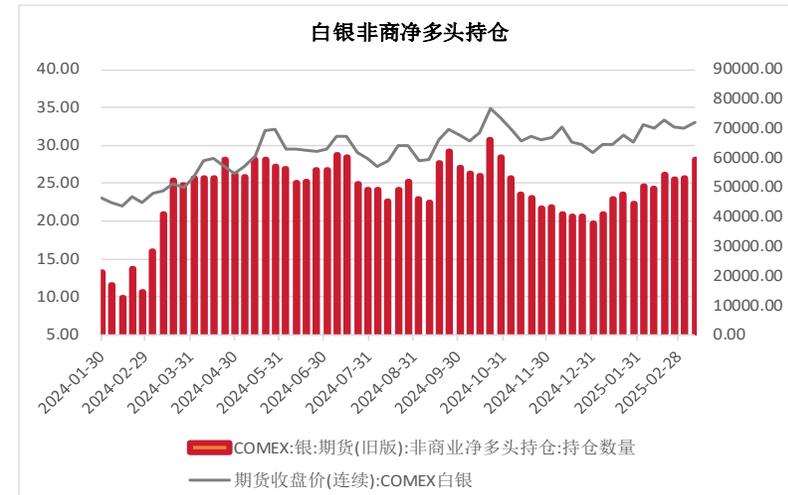
SLV:白银:净持仓量(吨)



### 黄金非商多头持仓量



### 白银非商多头持仓量

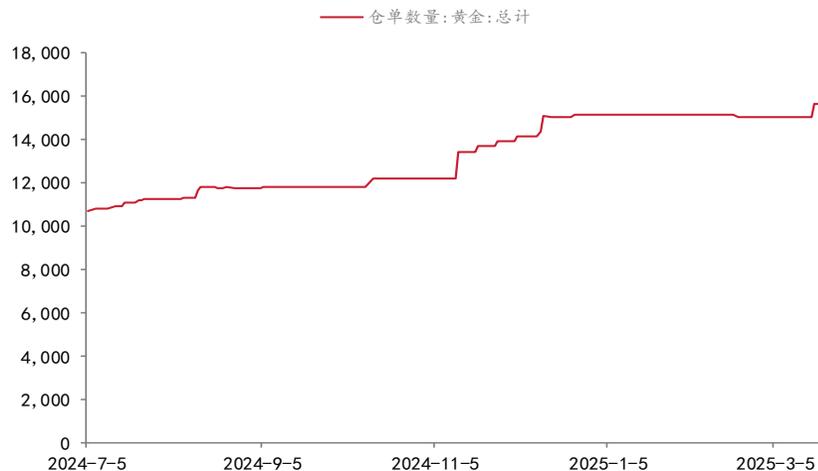


# 库存：贵金属仓单小幅上涨，Comex贵金属库存继续上升

截至2025.3.21当周，上期所黄金仓单为15675.00千克，较前一周有所增加。白银仓单较前一周增加21735.00千克至1201913千克。

Comex库存方面，截至2025.3.21，周度Comex黄金库存较前一周增加1459416.12盎司至41891156.38盎司，Comex白银库存较前一周增加14387772.52盎司至458086852.27盎司。

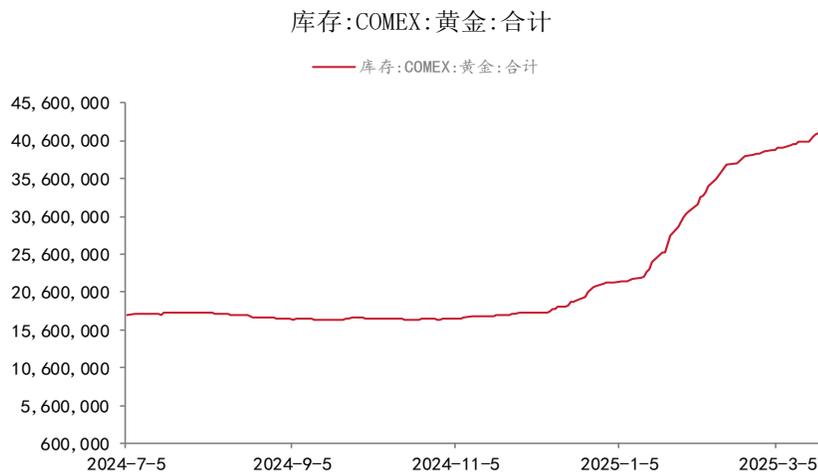
### 上期所黄金仓单



### 上期所白银仓单



### Comex黄金库存

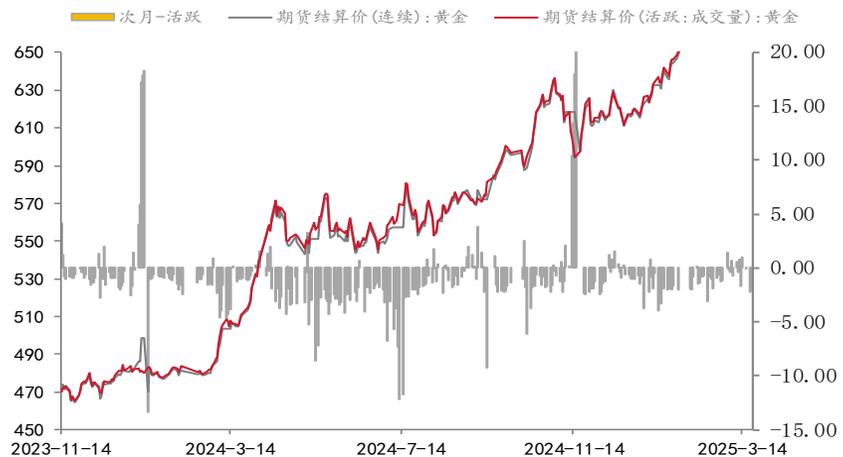


### Comex白银库存

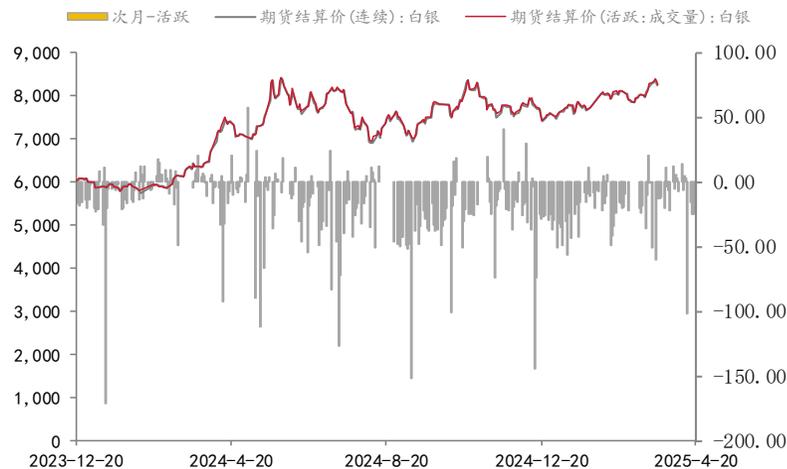


# 价差-成交量-持仓量

## 黄金价差

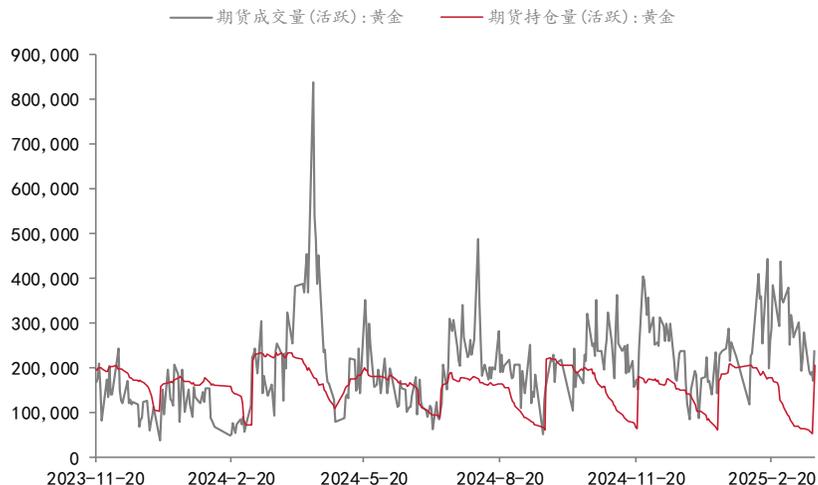


## 白银价差



截至2025.3.21当周，黄金期货平均成交量为195780.40千克，较前一周下降21.69%。白银期货当周平均成交量为474448.20千克，较前一周上升10.72%

## 黄金成交量持仓量

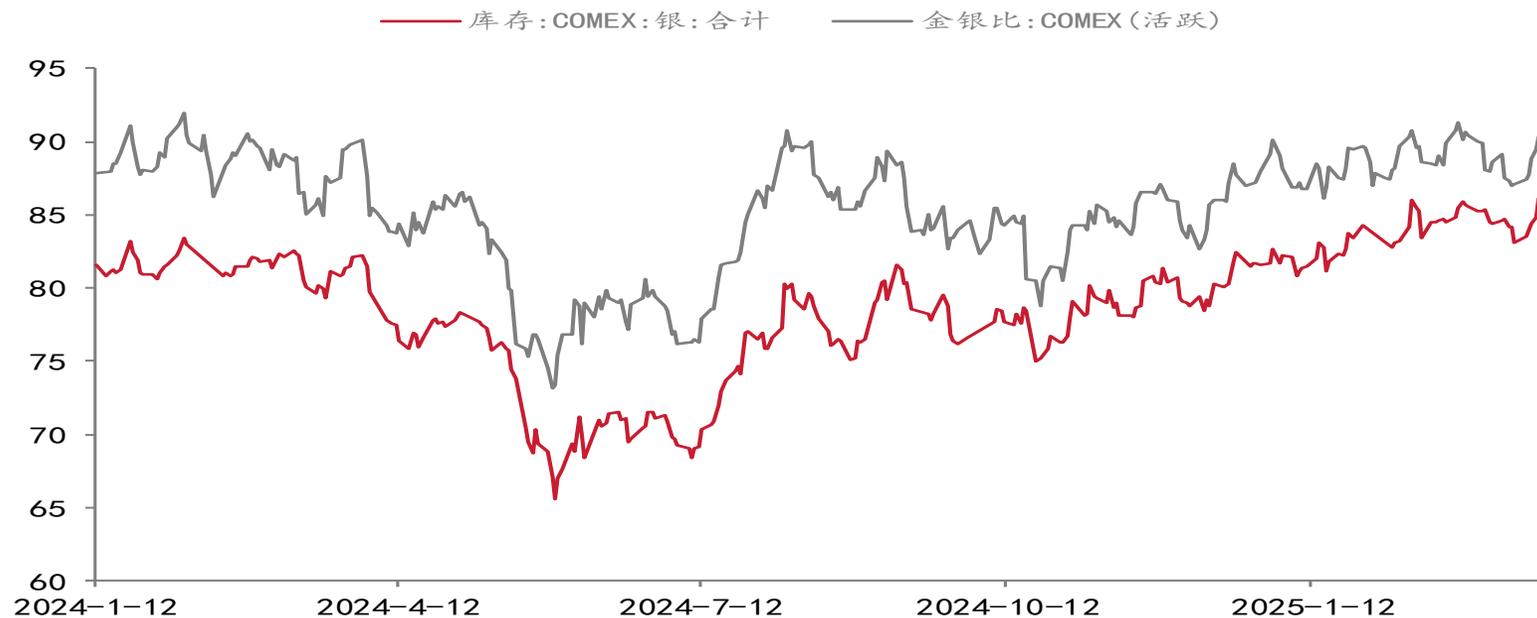


## 白银成交量持仓量



# 金银比：贵金属板块高位震荡，金银比价显著回升

## 金银比价走势



- 截至2025.3.21当周，金银比价显著回升，沪金银比价为86.14，纽约金银比为90.31。
- 黄金近期屡创新高，金银比价显著，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。而在近期板块回调时，白银往往表现出领跌态势。因此，在当前市场下做空金银比并不具备逻辑支撑。若短期内金银比大幅回落，可择机考虑入场做多。

# 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