



滞胀逻辑叠加避险需求，黄金屡创新高

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-03-31

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	本周美元指数呈现震荡回落格局，全周走势受滞胀担忧与政策预期双重拉扯。美国消费者信心指数连续下滑，特朗普汽车关税持续冲击市场。初请失业金数据疲软与周五核心PCE超预期加剧滞胀恐慌，美债收益率和股市齐跌，美元指数回落明显。市场对“通胀顽固-经济放缓”的螺旋风险持续计价，预示美元短期仍将继续承压。
金融属性	目前市场预期的2025年降息次数仍保持为3次，分别在6、9、12月降息，2025年末的利率预期为3.50%-3.75%。根据CME FedWatch Tool统计，预期2025年6月降息概率为64.9%，9月再次降息概率为75%。若4月关税落地推升商品通胀，不排除鹰派预期再度强化，但经济放缓压力下实际利率下行趋势仍为贵金属提供支撑。
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2025.3.28当周，黄金SPDR持仓量为931.94，较前一周上升0.15%。白银SLV当周持仓量为13944.69吨，较前一周增加220.78吨。
操作建议	对等关税落地前市场仍计价政策不确定性，叠加中东局势动荡及俄乌和谈僵局，推动资金加速涌入避险资产。美联储官员密集发声强调“按兵不动”，但实际利率下行预期支撑贵金属估值。黄金价格继续保持中长期看多思路，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	美国“滞胀”预期强化构成核心驱动：2月核心PCE同比高于市场预期升至2.8%，为24年12月以来新高，服务与商品价格同步抬升，消费者信心指数下滑至57凸显经济韧性弱化。美联储利率政策呈现“滞胀困境下的鹰鸽博弈”特征，3月FOMC会议虽下调2025年GDP预期至1.7%并上调核心PCE至2.8%，但点阵图显示降息预期弱化，反映内部对“关税推升通胀”的担忧加剧
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。光伏价格指数方面，截至2025年3月24日（最新）数据报14.24，较此前一期上涨0.78%。
操作建议	白银受工业属性拖累，近期走势明显落后黄金，在黄金屡破新高的背景下，白银相对上冲乏力，前高附近抛压较强。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

本周贵金属在长期信用逻辑与避险需求共振下突破历史新高，美国“滞胀”预期强化构成核心驱动：2月核心PCE同比高于市场预期升至2.8%，为24年12月以来新高，服务与商品价格同步抬升，消费者信心指数下滑至57凸显经济韧性弱化。地缘风险溢价持续发酵，特朗普“两步走”关税策略虽释放缓和信号，但4月2日对等关税落地前市场仍计价政策不确定性，叠加中东局势动荡及俄乌和谈僵局，推动资金加速涌入避险资产。美联储官员密集发声强调“按兵不动”，卡什卡利等暗示再通胀风险可能延后降息进程，但实际利率下行预期支撑贵金属估值。短期需关注关税政策落地引发的波动，滞胀逻辑下实际利率压制与全球去美元化趋势仍对黄金构成长期支撑，白银则受工业属性拖累走势落后黄金，对贵金属维持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



伦敦金现



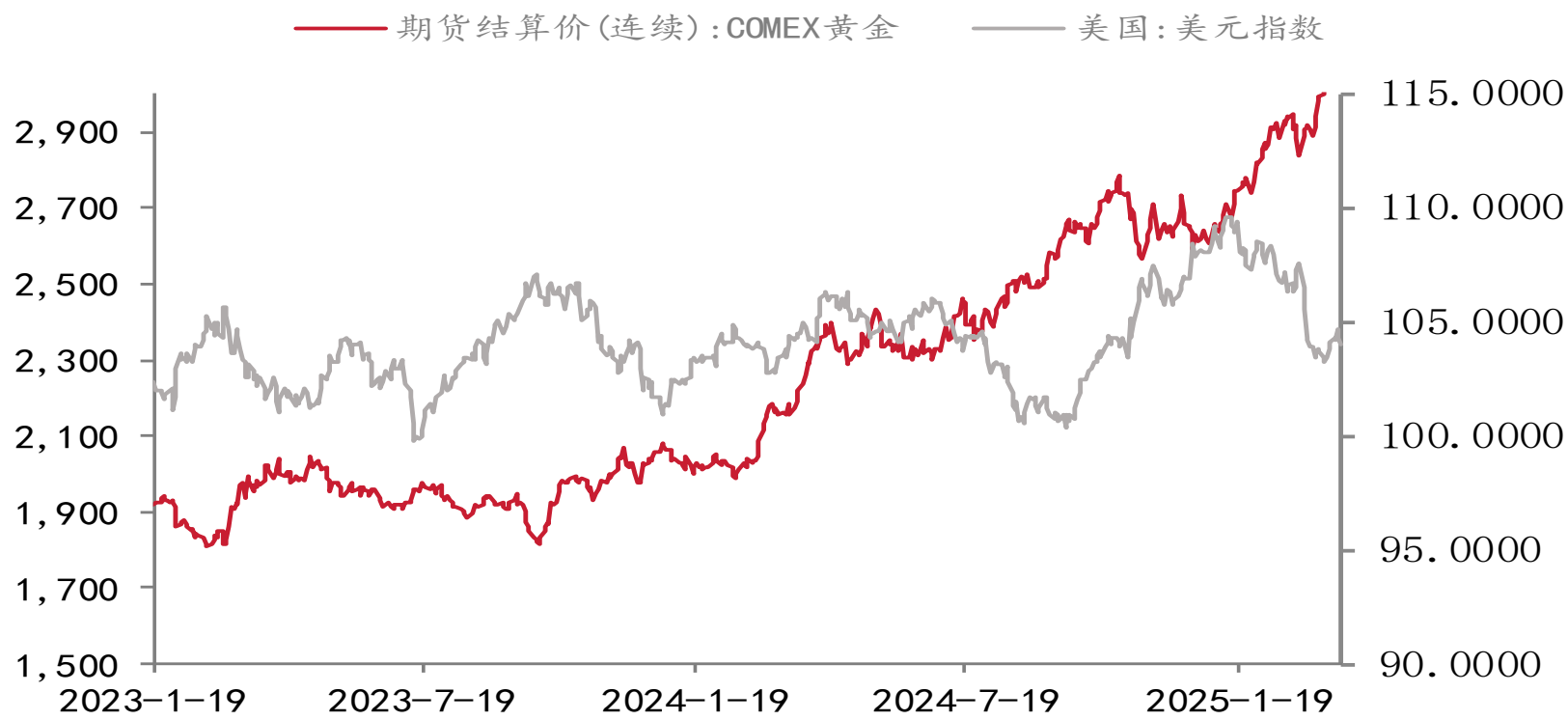
沪银主力合约



伦敦银现

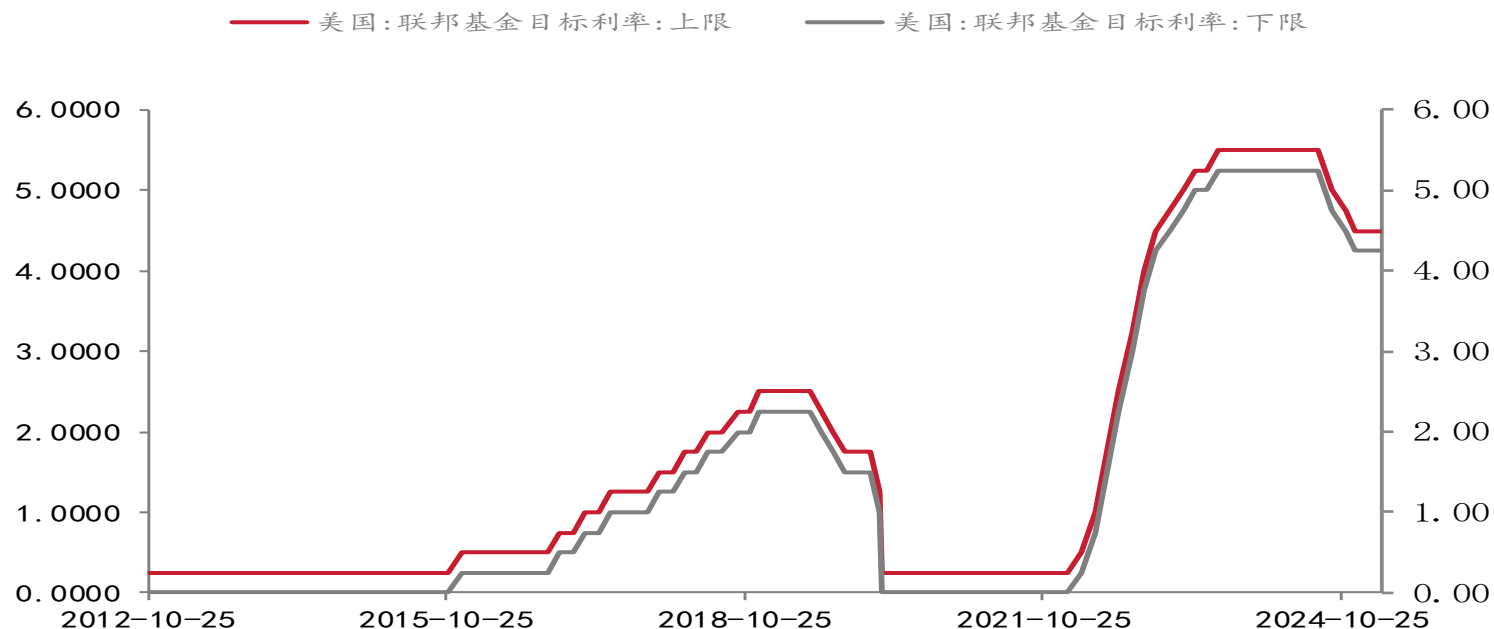


美元指数：滞胀逻辑持续计价，美元指数震荡回落



本周美元指数呈现震荡回落格局，全周走势受滞胀担忧与政策预期双重拉扯。周初受3月PMI超预期反弹（综合PMI升至53.5）驱动，美元兑日元和欧元冲至高位，但随后美国消费者信心指数连续下滑，叠加特朗普汽车关税冲击，美元指数从高位回落。周四初请失业金数据疲软与周五核心PCE超预期加剧滞胀恐慌，美债收益率和股市齐跌，美元指数回落明显。市场对“通胀顽固-经济放缓”的螺旋风险持续计价，预示美元短期仍将继续承压。

美国联邦基金目标利率



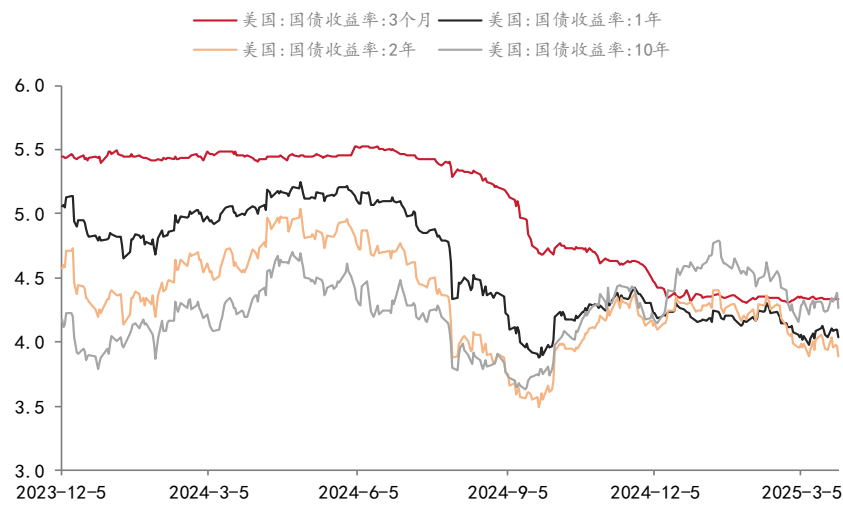
本周美联储利率政策呈现“滞胀困境下的鹰鸽博弈”特征，3月FOMC会议虽下调2025年GDP预期至1.7%并上调核心PCE至2.8%，但点阵图显示降息预期弱化，反映内部对“关税推升通胀”的担忧加剧。目前市场预期的2025年降息次数仍保持为3次，分别在6、9、12月降息，2025年末的利率预期为3.50%-3.75%。根据CME FedWatch Tool统计，预期2025年6月降息概率为64.9%，9月再次降息概率为75%。当前政策逻辑陷入“滞胀螺旋”困局，若4月关税落地推升商品通胀，不排除鹰派预期再度强化，但经济放缓压力下实际利率下行趋势仍为贵金属提供支撑。

美债：美债收益率窄幅震荡，美债利差继续扩大

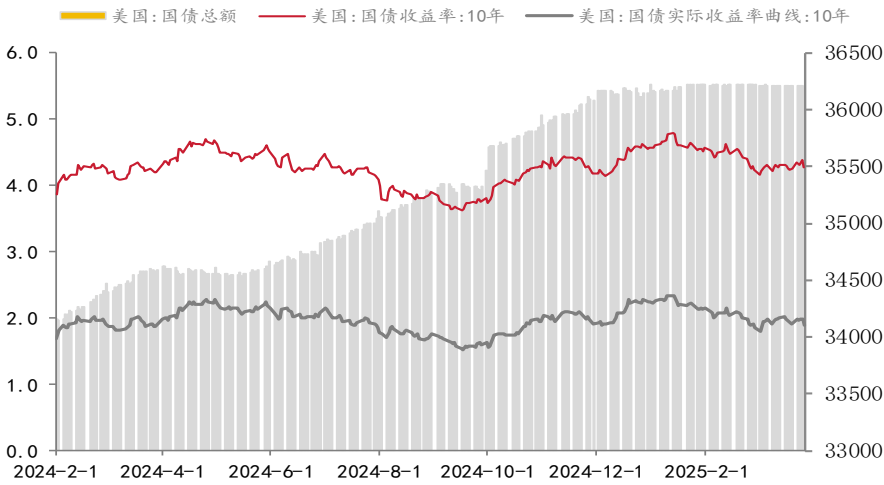
1年期美债收益率收于4.04%，较此前一周不变。10年期美债收益率较上周上升2个基点至4.27%。

十年期美债实际收益率从上周1.92%下跌至1.90%，总计下降2个基点。10年期与2年期美债收益率差为0.38%，较上一周有所扩大。

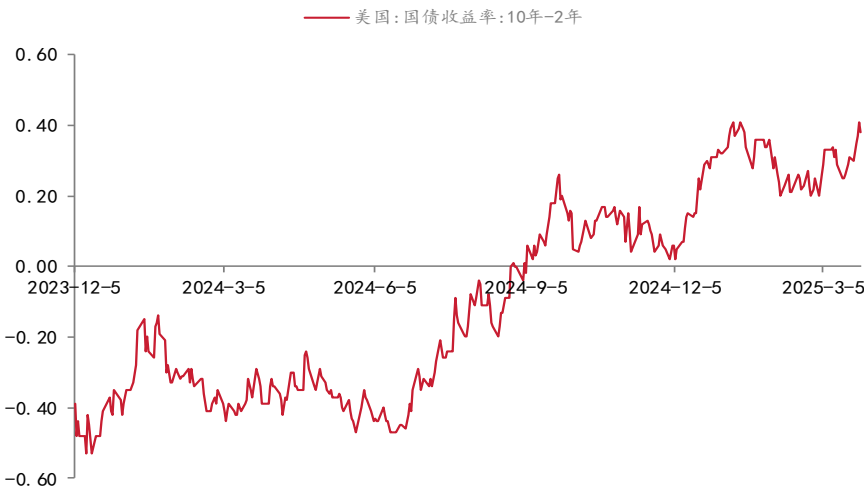
美债收益率



10年美债实际收益率

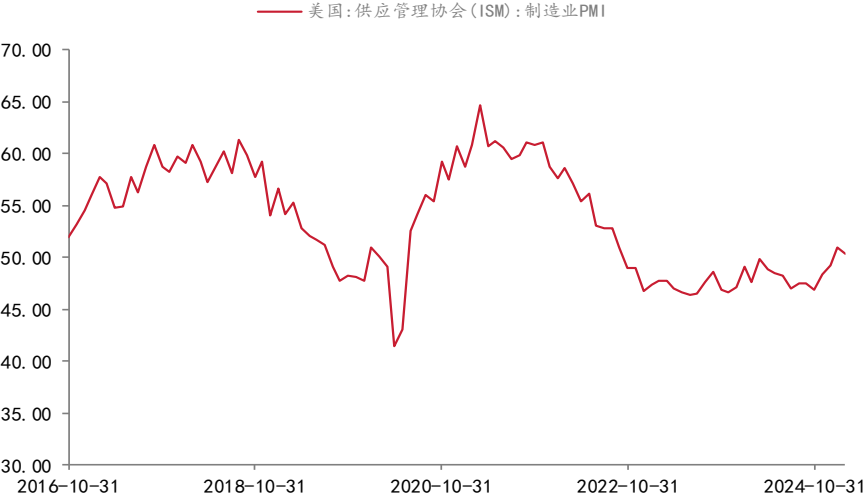


美债利差

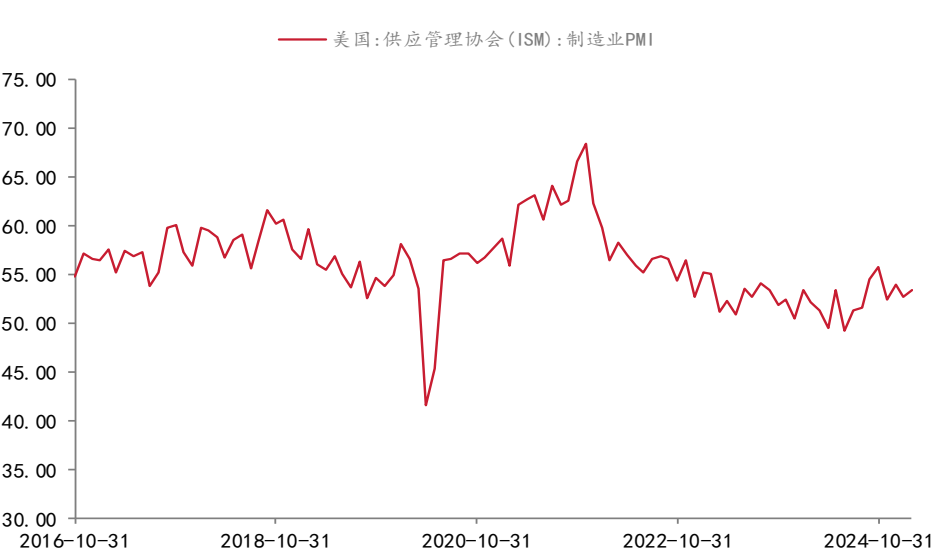


美国PMI:制造业连续两月扩张，服务业高于预期反映经济韧性

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:

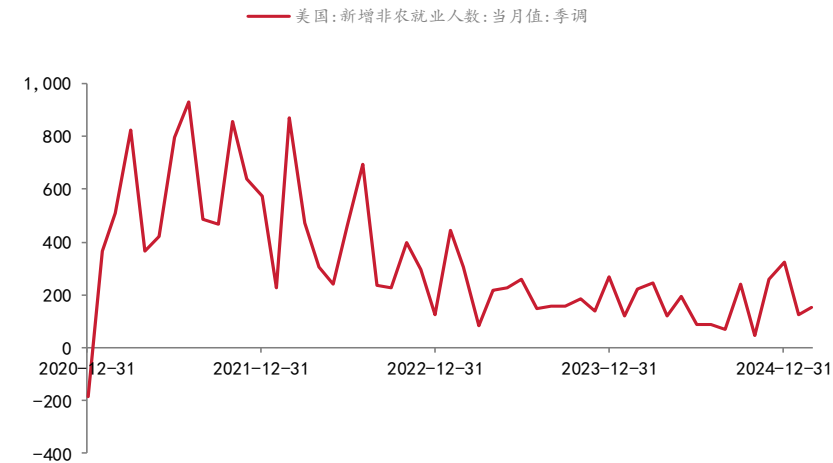
美国2月Markit综合PMI终值51.6，创2024年4月份以来终值新低。其中，新订单分项指数终值降至51.9，创2024年5月份以来终值新低，连续第十个月扩张；新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

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

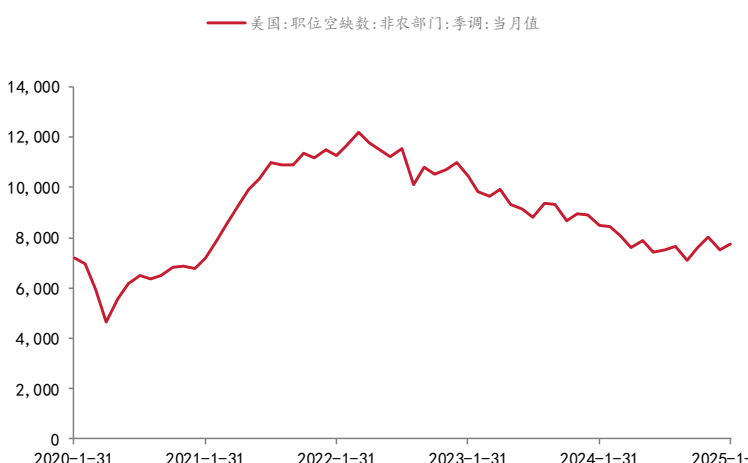
2月美国非农就业人数边际提升但略低于市场预期，失业率略有上升：2月新增非农就业为15.1万人，高于前值（14.3万，下修后12.5万）但低于预期（16万）。失业率层面，失业率由1月的4.0%小幅提升至4.1%。2月非农数据对此前持续发酵的美国衰退交易有一定抑制，但当前市场对于美联储降息预期定价已经较为充分，后续关注美国关税、政府部门裁员以及非法移民等新政实施情况，不排除美国经济下行压力加大可能

截止3月22日当周，美国初请失业金人数22.4万人，预期22.5万人，前值由22.3万人修正为22.5万人。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



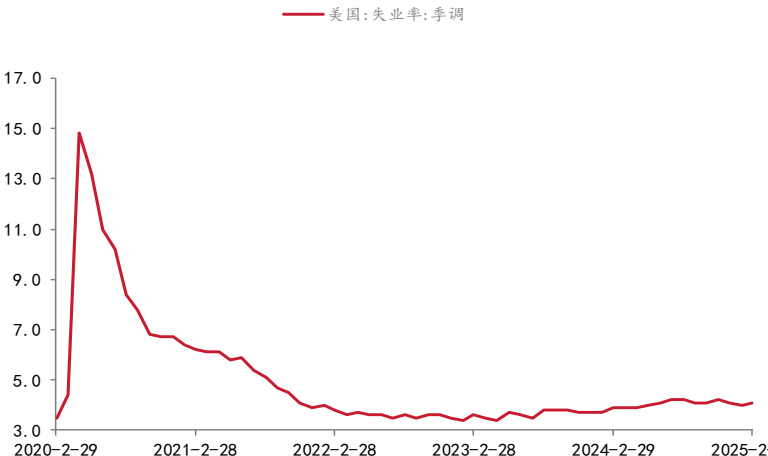
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调



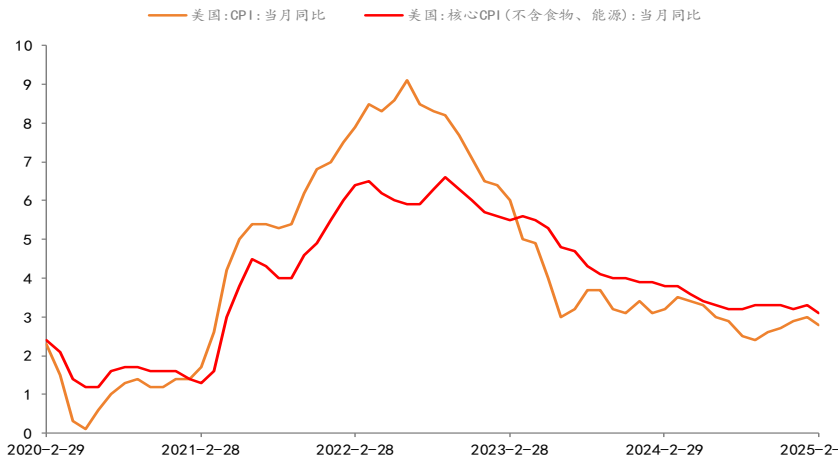
美国通胀水平：PPI和CPI数据均低于预期，市场提高降息押注

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月来新低；预期值2.9%，前值3%。环比上涨0.2%，为去年10月来新低。核心CPI同比上涨3.1%，2021年4月来新低；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。

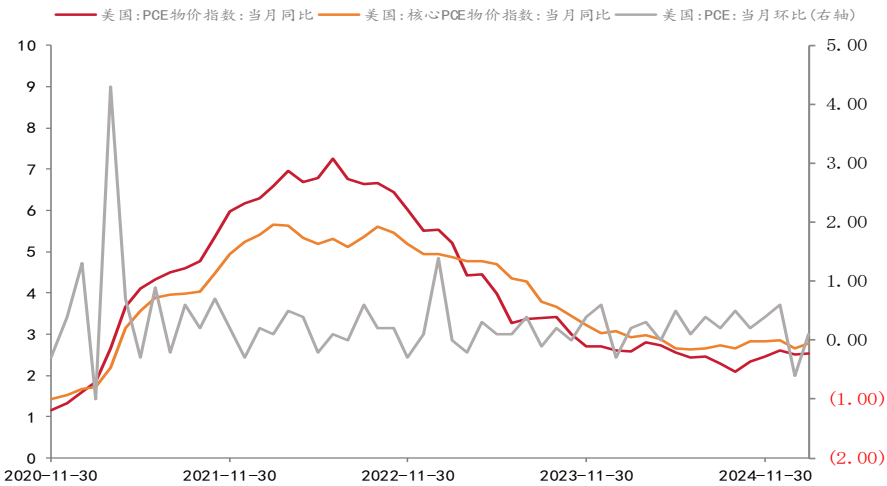
2025年3月14日，美国劳工部公布数据显示，2月生产者价格指数（PPI）同比仅升3.2%，低于预期的3.3%，月度环比持平（预期0.3%）；核心PPI更意外环比下降0.1%，显示制造业与服务业需求同步降温。

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。

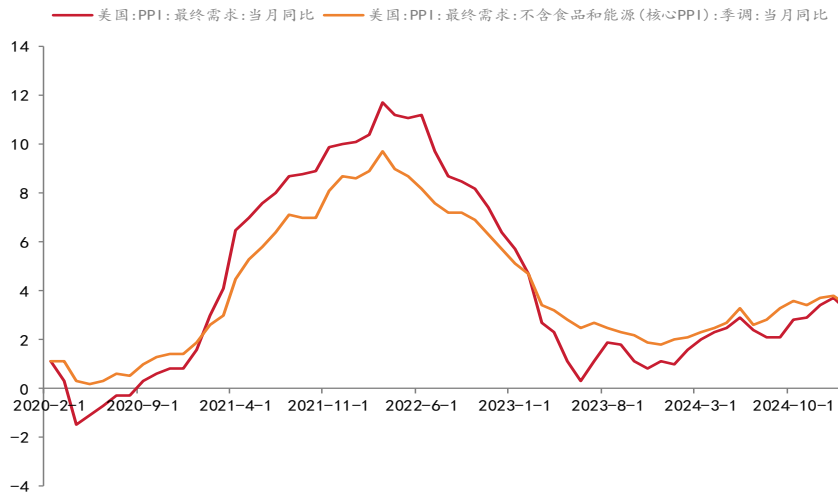
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

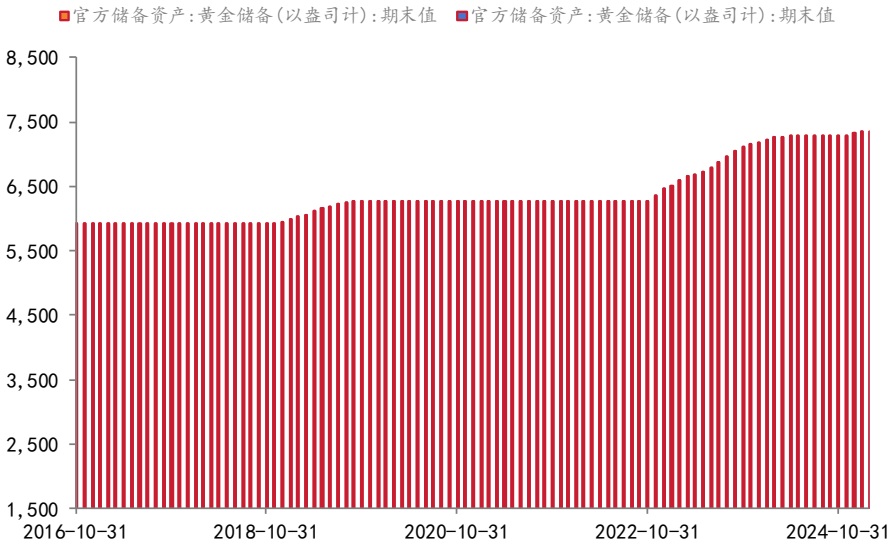


美国PPI当月同比（单位：%）

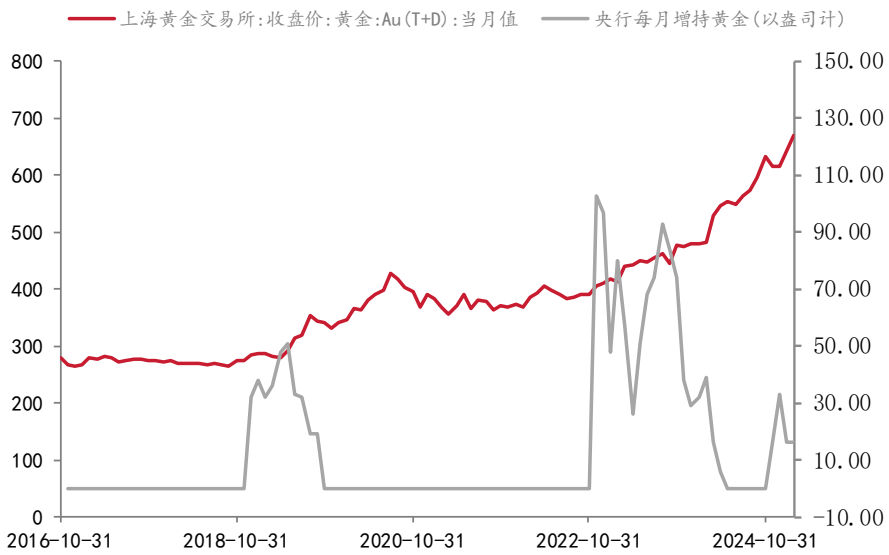


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

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。

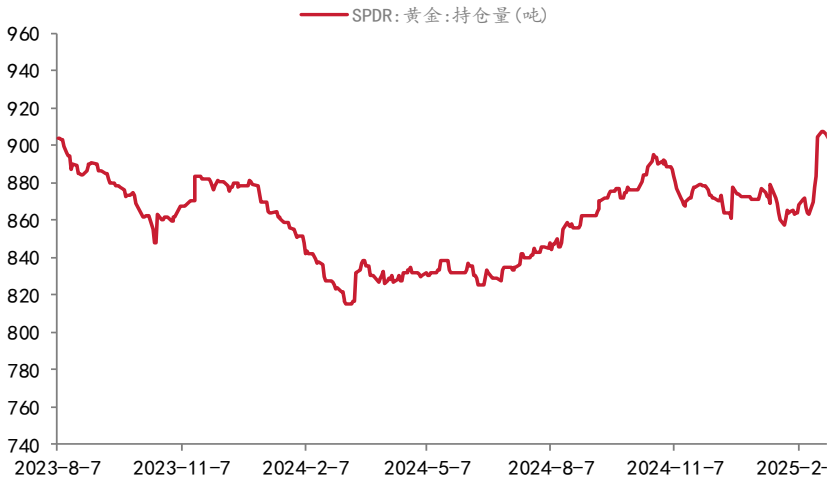
ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.3.28当周，黄金SPDR持仓量为931.94，较前一周上升0.15%。
白银SLV当周持仓量为13944.69吨，较前一周增加220.78吨。

截至2025.3.25，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少8136张至249796.00张合约。白银方面净多头持仓为60950张合约，较前一期数据增加1348张。

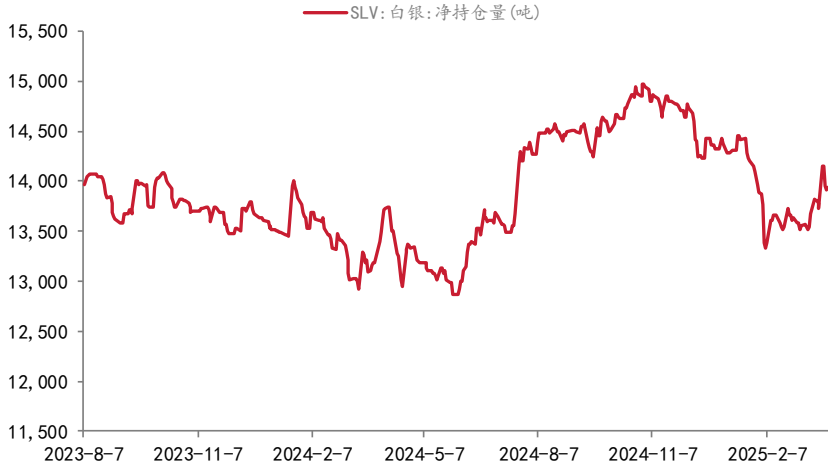
黄金持仓量

SPDR: 黄金: 持仓量(吨)



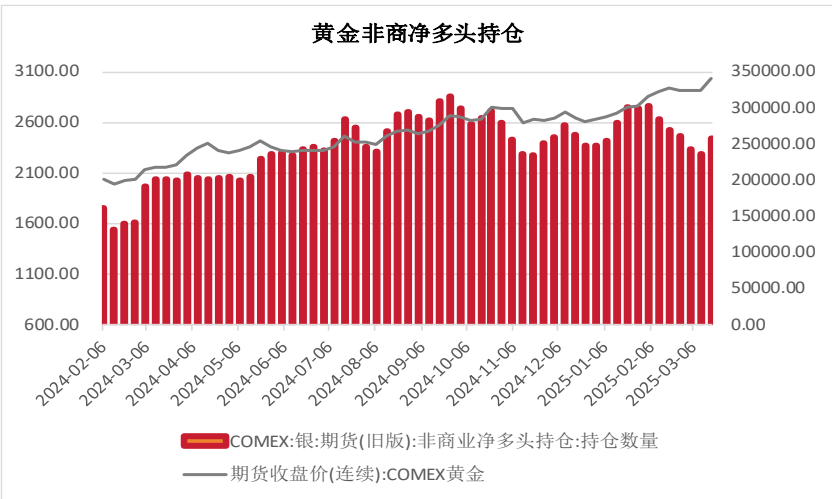
白银持仓量

SLV: 白银: 净持仓量(吨)



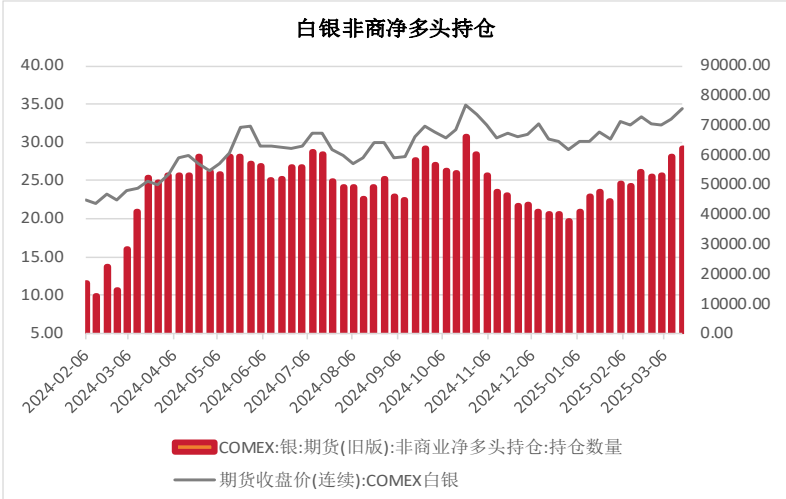
黄金非商多头持仓

黄金非商净多头持仓



白银非商多头持仓

白银非商净多头持仓

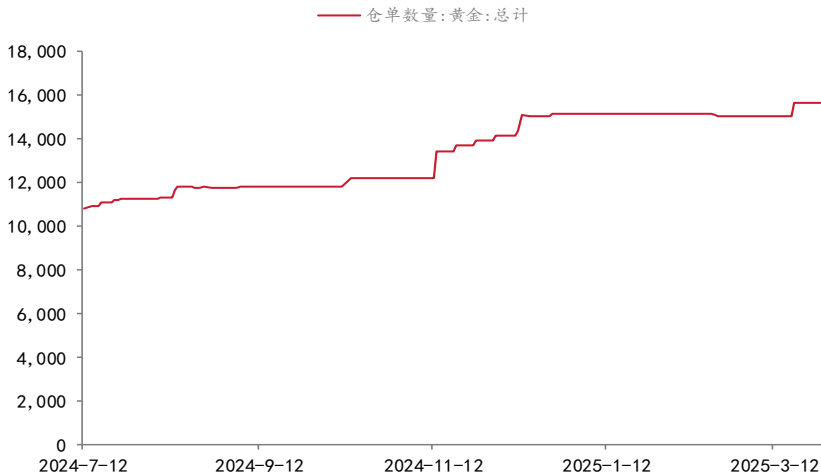


库存：贵金属仓单小幅减少，Comex贵金属库存继续上升

截至2025.3.28当周，上期所黄金仓单为15675千克，较前一周不变。白银仓单较前一周减少46710千克至1155203千克。

Comex库存方面，截至2025.3.28，周度Comex黄金库存较前一周增加1456469.54盎司至43347625.92盎司，Comex白银库存较前一周增加14333197.63盎司至472420049.90盎司。

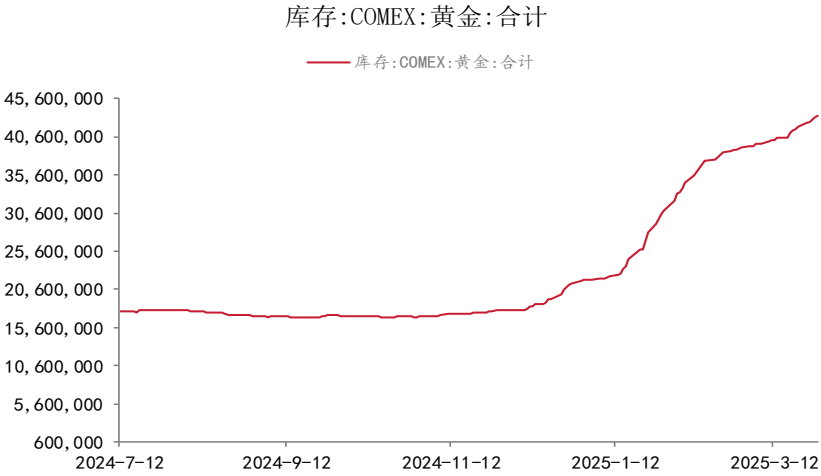
上期所黄金仓单



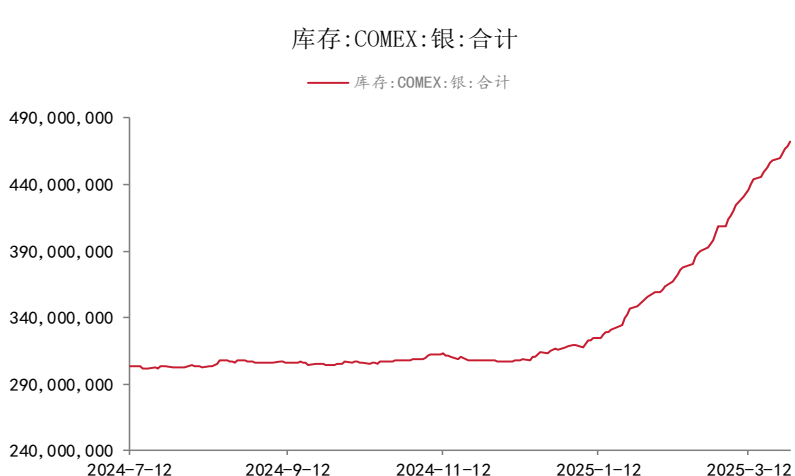
上期所白银仓单



Comex黄金库存



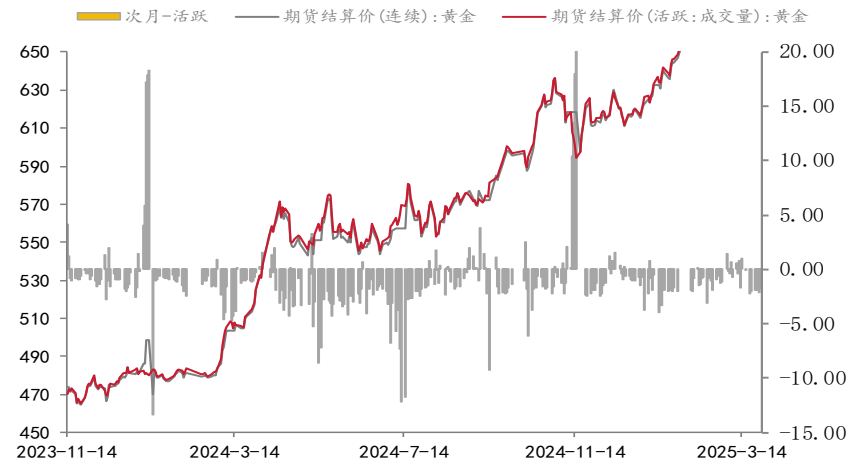
Comex白银库存



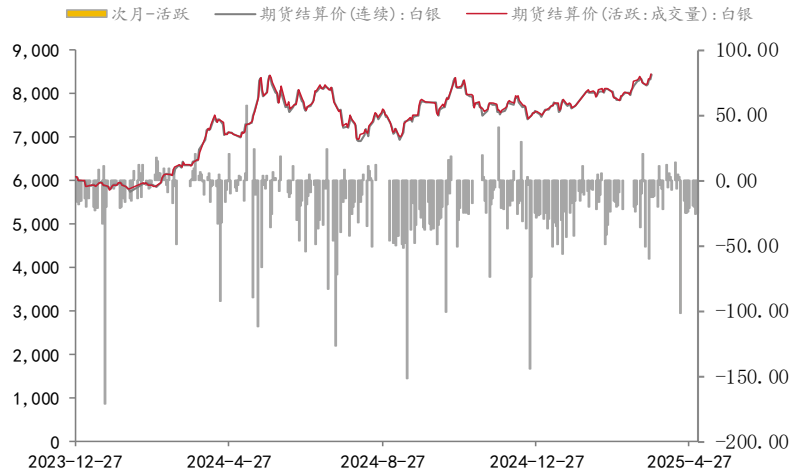
价差-成交量-持仓量

截至2025.3.28当周，黄金期货平均成交量为282652.60千克，较前一周上涨44.37%。白银期货当周平均成交量为589061.80千克，较前一周上升24.16%

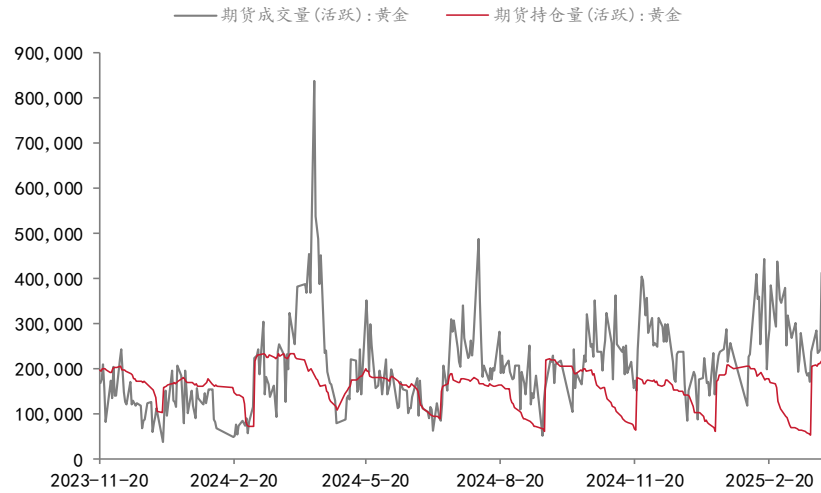
黄金价差



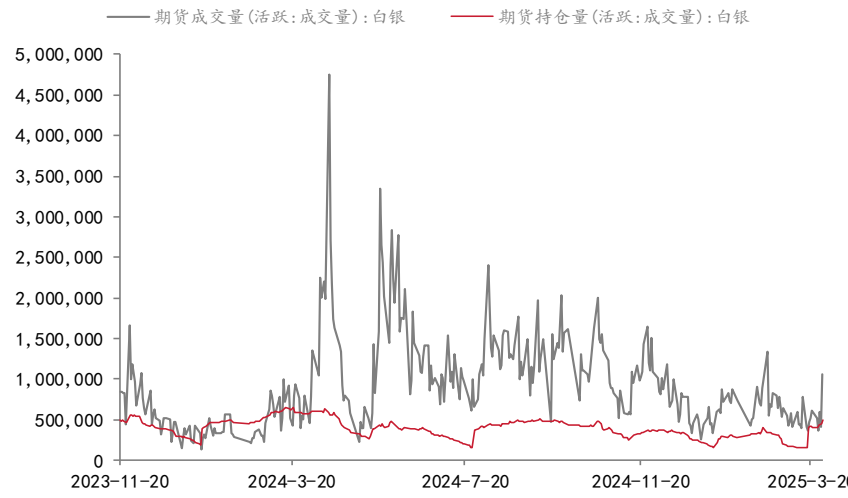
白银价差



黄金成交量持仓量

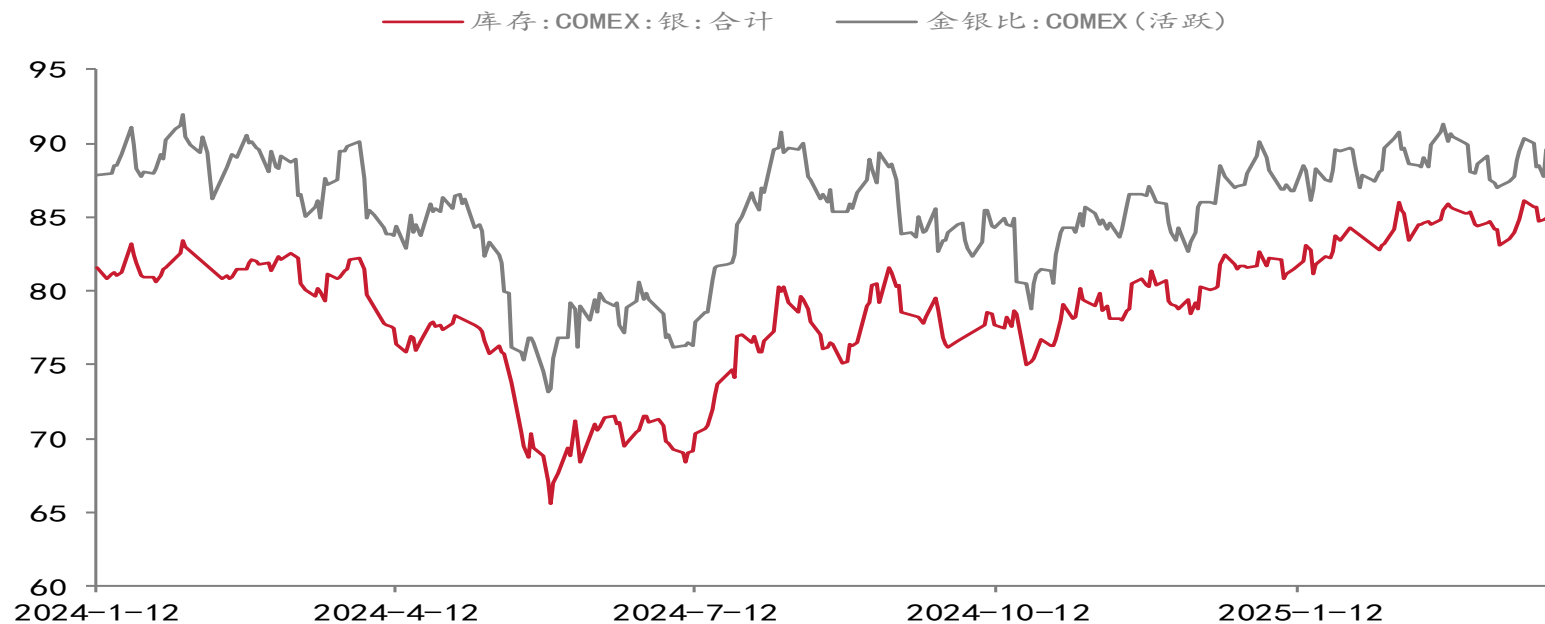


白银成交量持仓量



金银比：贵金属板块高位震荡，金银比价小幅回落

金银比价走势



- 截至2025.3.28当周，金银比价小幅下滑，沪金银比价为84.92，纽约金银比为89.55。
- 黄金近期屡创新高，金银比价中枢上移，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



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn

