



贸易局势持续升级，贵金属板块强势上行

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-04-14

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：021-80128600-8631
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋
从业资格证号：F03136719
电话：021-80128600-8618
邮箱：guozy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性	本周美元指数持续承压，全周呈现震荡走弱态势。特朗普政府反复无常的关税政策严重冲击市场信心，投资者对美元作为传统避险货币的信任度下降。尽管美国财长重申强势美元政策立场，但关税博弈引发的贸易摩擦担忧持续发酵，美国3月CPI虽意外回落但对美联储政策路径影响有限，4月消费者信心指数恶化叠加12个月通胀预期飙升继续升温滞胀预期，美元持续承压跌破100关口。
金融属性	当前市场对美联储降息的押注与官方政策信号呈现显著分歧，CME数据显示交易员预期2025年将降息4次且6月启动概率升至80%。美联储最新会议纪要明确强调，在关税博弈扩大供应链成本、地缘冲突推升能源价格以及薪资粘性支撑核心通胀的三重压力下，通胀上行风险仍未消散，维持“更高更久”的利率立场以锚定预期。
商品属性	中国央行已连续五个月增持黄金。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2025.4.11当周，黄金SPDR持仓量为953.15，较前一周上升2.18%。白银SLV当周持仓量为13972.97吨，较前一周增加91.96吨。
操作建议	短期来看，美国政府信用受损引发的美元资产抛售与地缘博弈不确定性仍将支撑黄金维持强势，但需警惕美债市场高杠杆交易链断裂引发的流动性冲击。

白银：观点总结&操作建议

宏观金融	美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。
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	白银因工业属性受制于贸易摩擦对制造业的压制周跌3.81%，金银比价扩大至高位且有持续扩大趋势，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

上周贵金属市场在多重因素交织下呈现分化走势，黄金在周初大跌后一路上行再创历史新高而白银表现相对疲弱。特朗普政府反复无常的对等关税政策成为核心扰动因素，其不断加码对华关税税率的同时推迟其他经济体关税生效期限，导致中美贸易博弈升级、市场恐慌情绪高企，避险需求持续涌入黄金资产。美国3月CPI虽意外回落但对美联储政策路径影响有限，市场更担忧关税政策对二季度后经济的滞后冲击，叠加美联储会议纪要强调通胀粘性且降息门槛高企，政策预期与现实偏离推动实际利率下行预期升温。在此背景下，美债市场遭遇大规模抛售，10年期收益率飙升47个基点，加剧市场对美元信用体系的担忧，全球去美元化进程加速促使资金持续转向黄金，内盘沪金突破760元/克整数关口，COMEX黄金站上3240美元高位，而白银因工业属性受制于贸易摩擦对制造业的压制周跌3.81%，金银比价持续扩大至五年高位。短期来看，美国政府信用受损引发的美元资产抛售与地缘博弈不确定性仍将支撑黄金维持强势，白银或跟随黄金呈现震荡偏强格局，但需警惕美债市场高杠杆交易链断裂引发的流动性冲击。

沪金主力合约



沪银主力合约



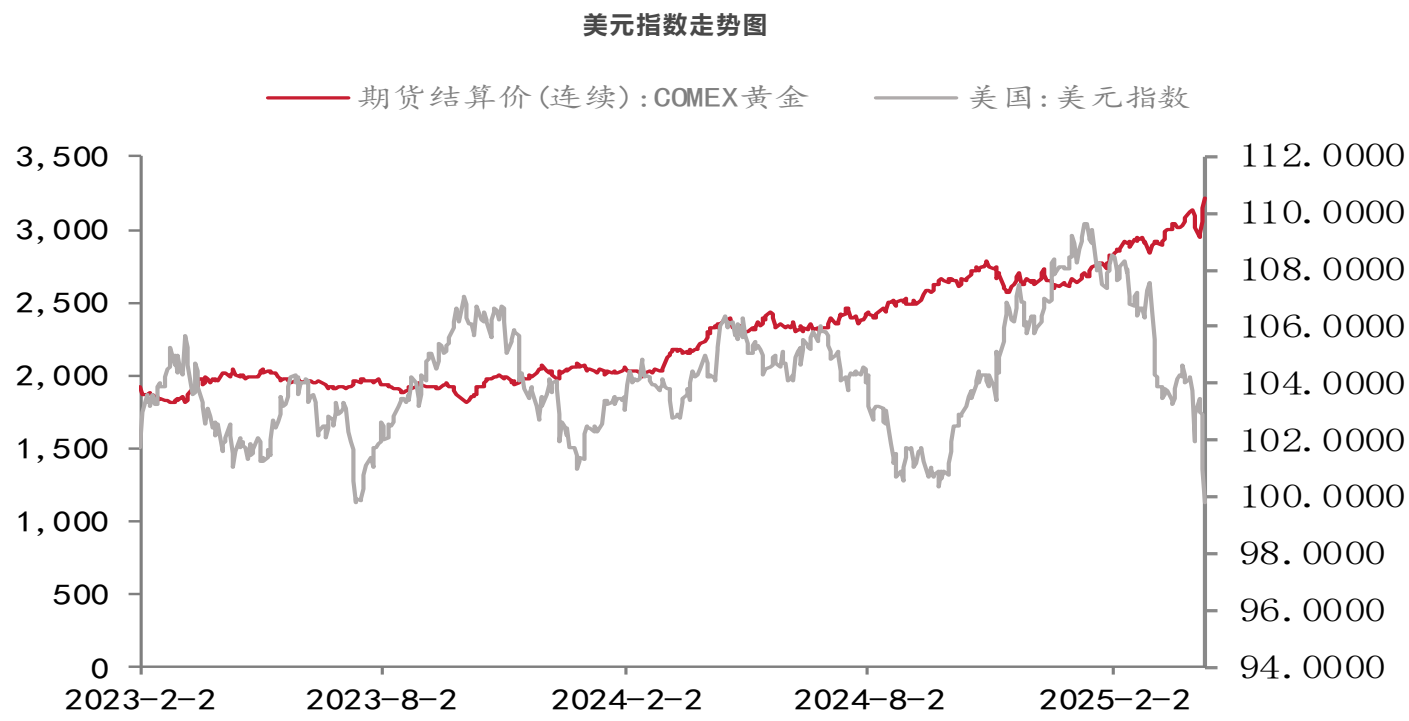
伦敦金现



伦敦银现

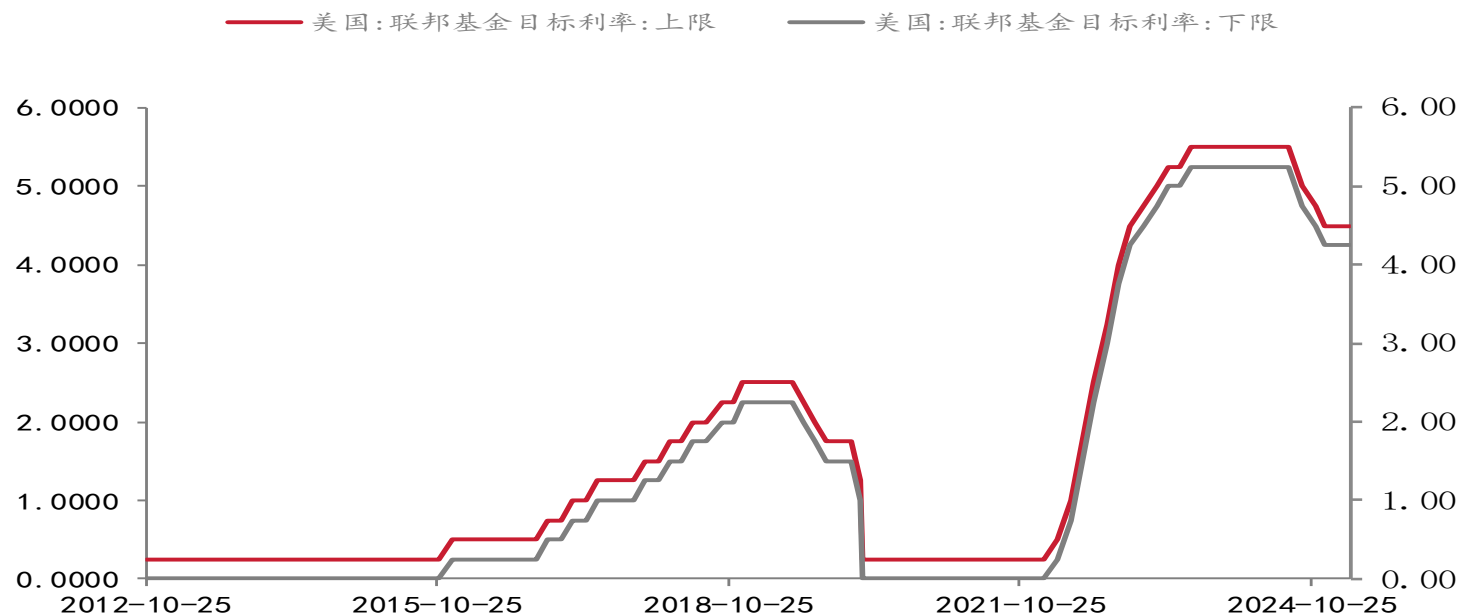


美元指数：关税威胁进一步削弱美元信用，美元指数持续回落



本周美元指数持续承压，全周呈现震荡走弱态势。特朗普政府反复无常的关税政策严重冲击市场信心，投资者对美元作为传统避险货币的信任度下降，导致美元兑瑞郎跌至十年新低，兑欧元创三年低位。尽管美国财长重申强势美元政策立场，但关税博弈引发的贸易摩擦担忧持续发酵，美国3月CPI意外回落巩固鹰派预期，4月消费者信心指数恶化叠加12个月通胀预期飙升继续升温滞胀预期，美元持续承压跌破100关口，资金加速流向黄金、瑞郎等替代性避险资产，美元信用体系面临严峻考验。

美国联邦基金目标利率



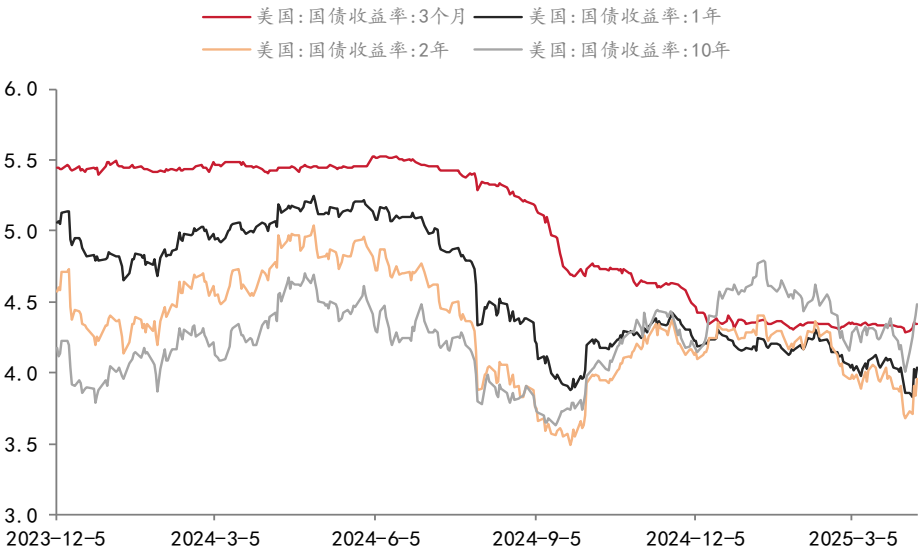
当前市场对美联储降息的押注与官方政策信号呈现显著分歧，CME数据显示交易员预期2025年将降息4次且6月启动概率升至80%。美联储最新会议纪要明确强调，在关税博弈扩大供应链成本、地缘冲突推升能源价格以及薪资粘性支撑核心通胀的三重压力下，通胀上行风险仍未消散，维持“更高更久”的利率立场以锚定预期。尽管市场基于衰退隐忧提前交易宽松周期，但美联储更关注经济软着陆路径下的政策滞后效应，点阵图或继续淡化激进降息必要性。这种预期差可能导致短期利率路径波动加剧，若通胀数据再度反弹或特朗普政策扰动超预期，贵金属等避险资产或受益于政策摇摆引发的市场动荡。

美债：美债收益率大幅上升，实际利率同步上升

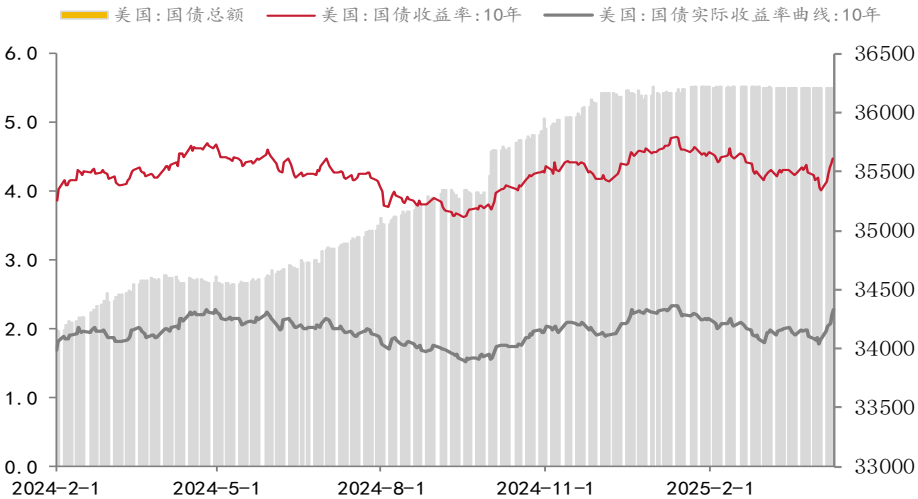
1年期美债收益率收于4.04%，较此前一周大幅上升。
10年期美债收益率较上周上升18个基点至3.86%。

十年期美债实际收益率从上周4.01%上升至4.48%，
总计上升47个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.52%，较上一周大幅上升。

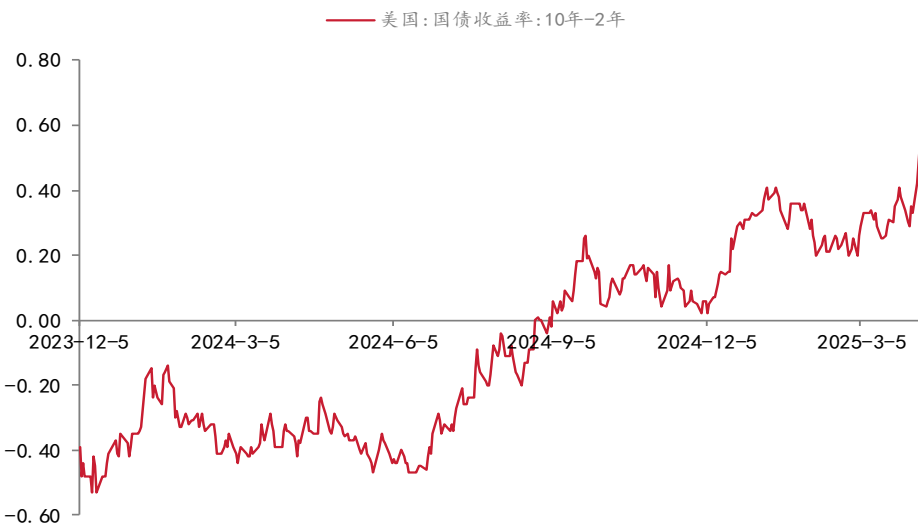
美债收益率



10年美债实际收益率

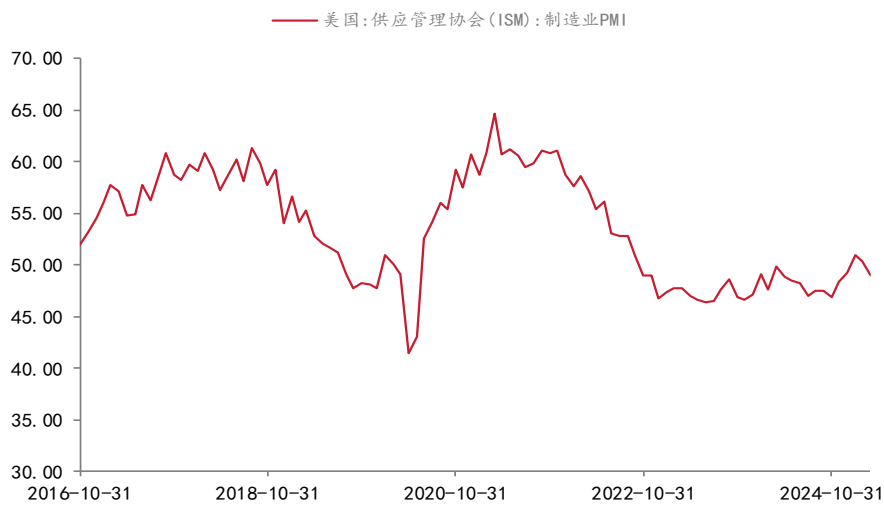


美债利差

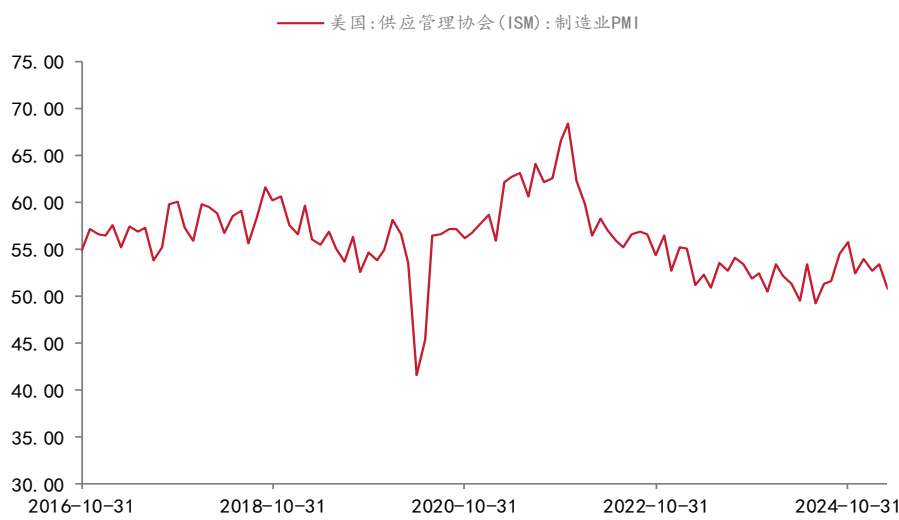


美国PMI:制造业再度降至荣枯线以下，服务业降至近9个月低点

制造业 PMI



服务业 PMI



制造业 PMI:

4月1日公布的数据显示，美国3月ISM制造业PMI从前值50.3大幅下降至49，下降幅度超过预期值49.5，且降至荣枯线以下。这表明，美国的制造业再次出现了萎缩。工厂订单及就业疲软，价格指数则连续第二个月大涨，凸显特朗普关税对美国经济的冲击。美国制造商的情绪因特朗普关税政策摇摆不定的冲击。

服务业 PMI:

美国ISM服务业PMI在2025年3月大幅下降至50.8，低于2月的53.5。尽管仍高于50的扩张阈值，但这一数据标志着服务业增长已降至过去9个月以来的最低水平。分项上，新出口订单和就业大幅回落，而价格指数依然高企。

综合 PMI:

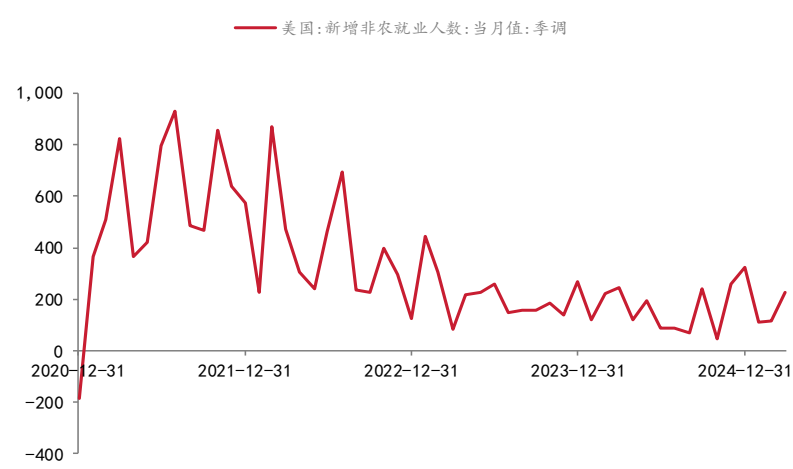
美国2月Markit综合PMI终值51.6，创2024年4月份以来终值新低。其中，新订单分项指数终值降至51.9，创2024年5月份以来终值新低，连续第十个月扩张；新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

美国就业指标：劳动力数据大幅超预期，就业市场韧性仍存

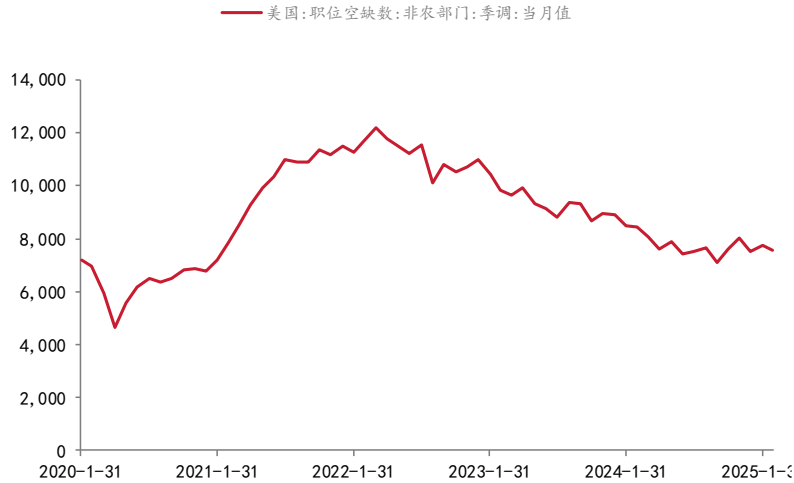
美国3月非农就业数据大幅超过市场预期，但前两月数据下修幅度较大，失业率小幅上涨至4.2%：美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；前两月就业合计下修4.8万。其中19.7万人由服务业贡献，主要来自休闲和酒店业、医疗保险和社会服务、以及零售业的回暖。同时美国政府部门新增就业明显放缓，从2月减少11万人降低至减少4万人。失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%。

美国至4月5日当周初请失业金人数 22.3万人，预期22.3万人，前值21.9万人，就业市场暂时保持稳定。当前美国劳动力市场整体韧性仍存。超预期非农数据巩固美联储鹰派预期，一定程度上缓解市场对于经济衰退的悲观情绪。

美国新增非农就业人数



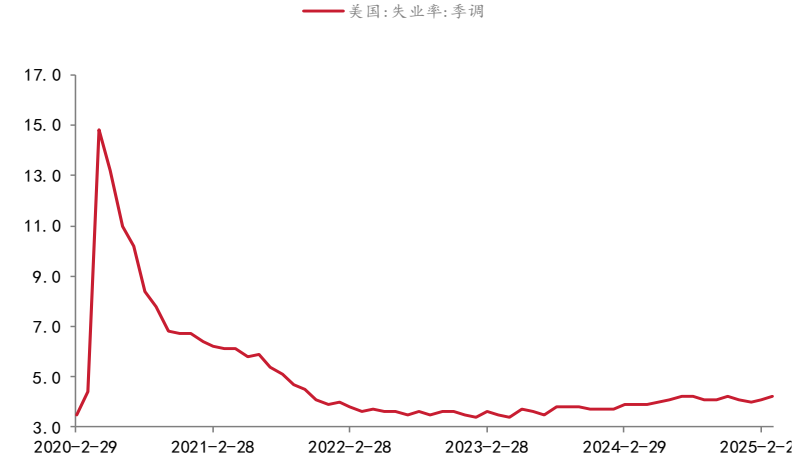
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

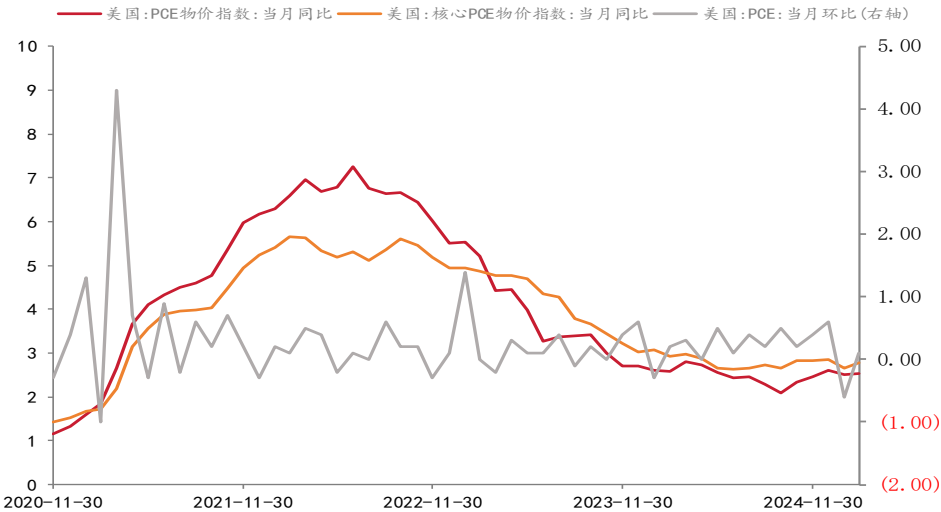


美国通胀水平：PPI和CPI意外下降，重点关注关税落地后数据

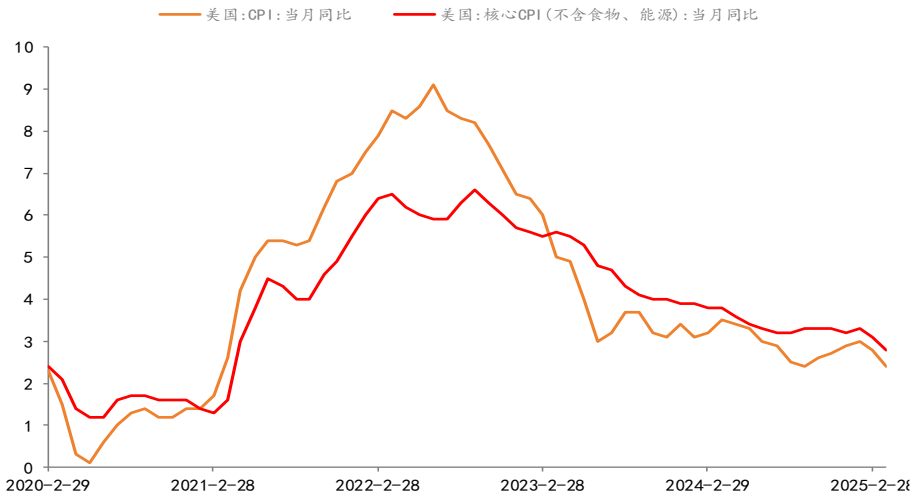
美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。

美国劳工统计局周五发布的报告显示，3月生产者价格指数（PPI）环比下降0.4%，2月数据经修正后为上升0.1%。接受调查的经济学家们的预估中值为上升0.2%。不包括食品和能源的PPI下降0.1%，市场预期为上升0.3%。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。

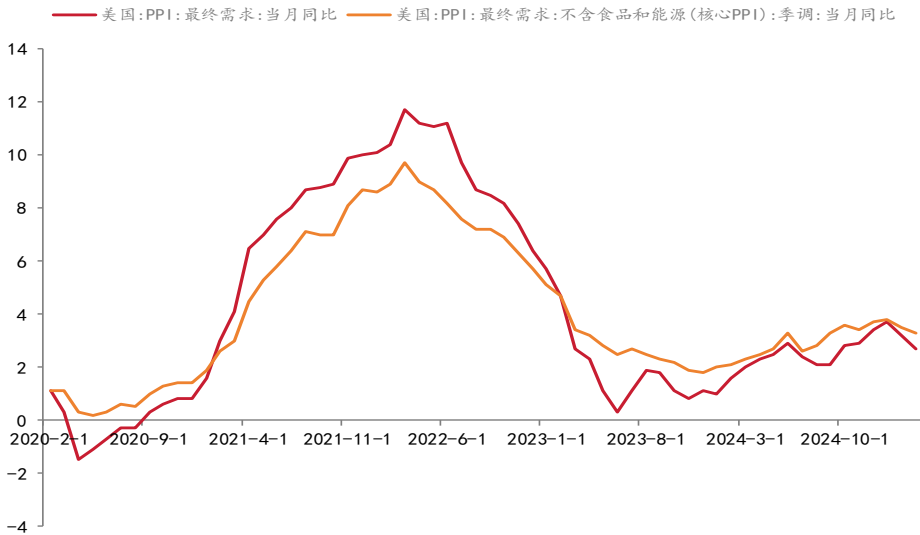
美国PCE当月同比&环比（单位：%）



美国CPI当月同比（单位：%）

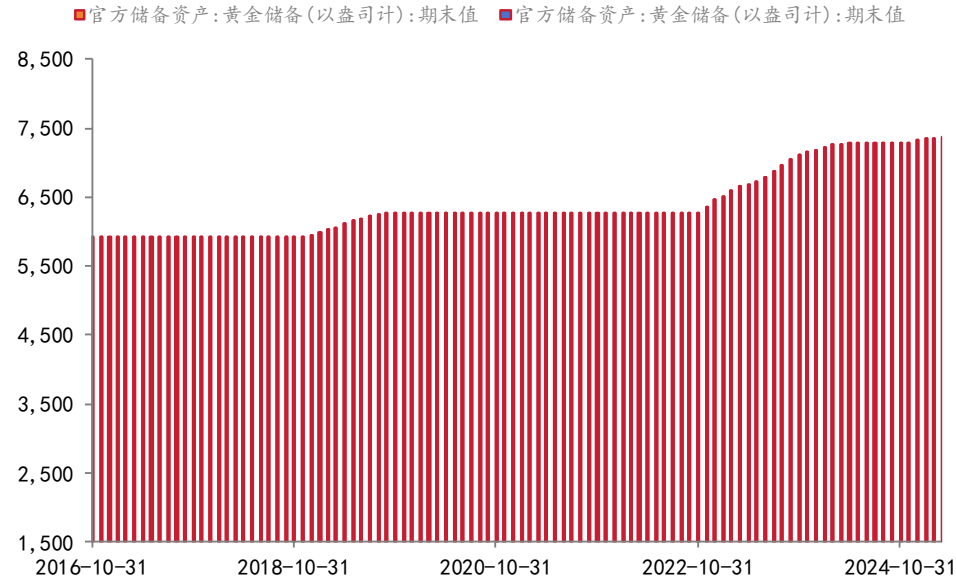


美国PPI当月同比（单位：%）

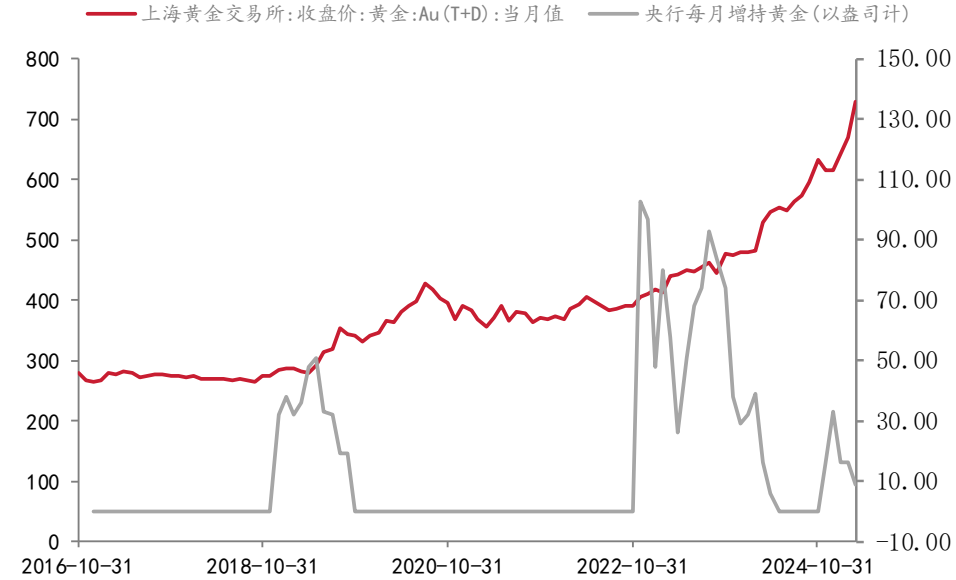


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



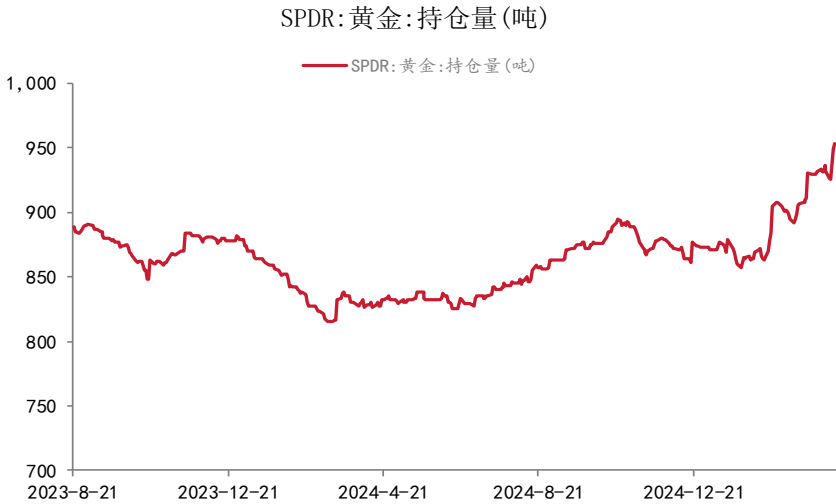
2025年3月，中国官方黄金储备为7370万盎司，较上月末增加9万盎司。目前，中国央行已连续五个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

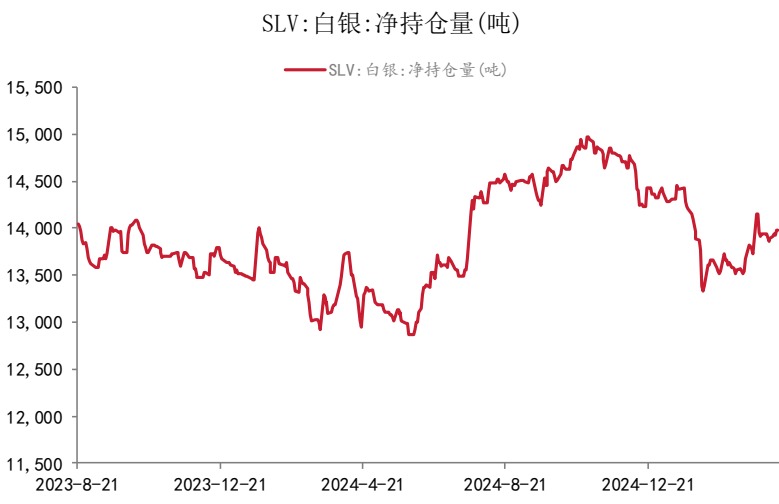
截至2025.4.11当周，黄金SPDR持仓量为953.15，较前一周上升2.18%。白银SLV当周持仓量为13972.97吨，较前一周增加91.96吨。

截至2025.4.8，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少37719张至200715张合约。白银方面净多头持仓为46516张合约，较前一期数据减少10742张。

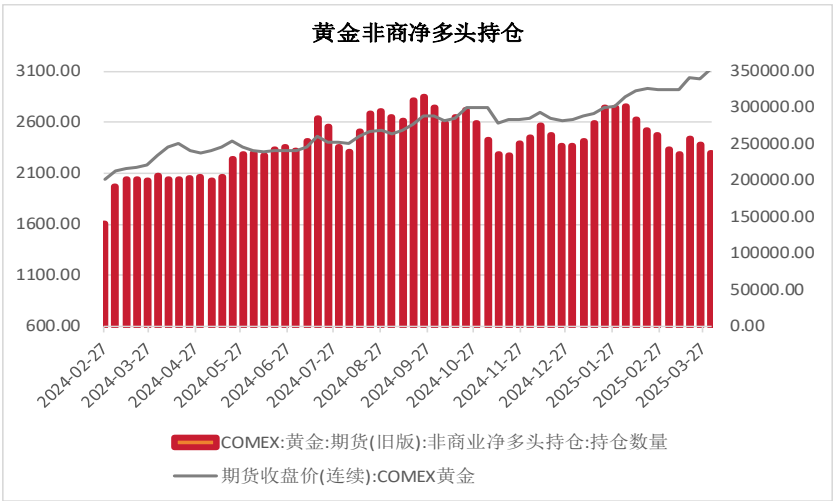
黄金持仓量



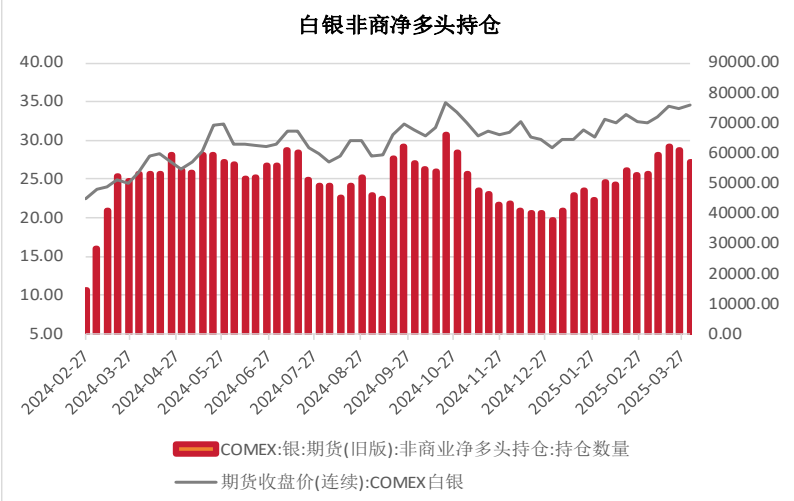
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



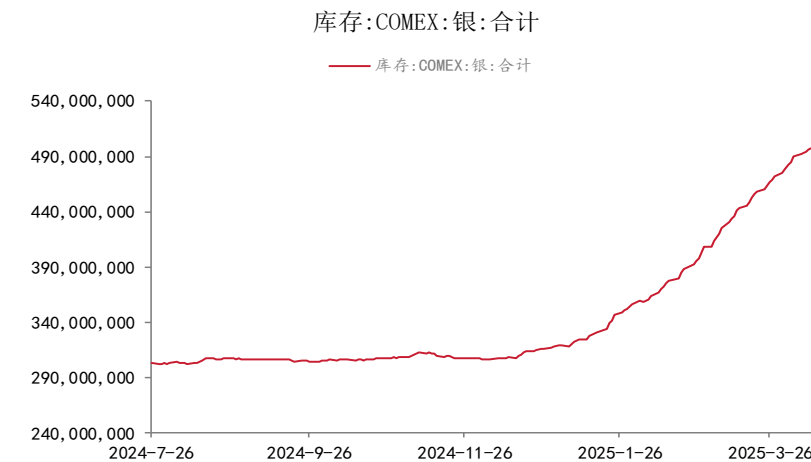
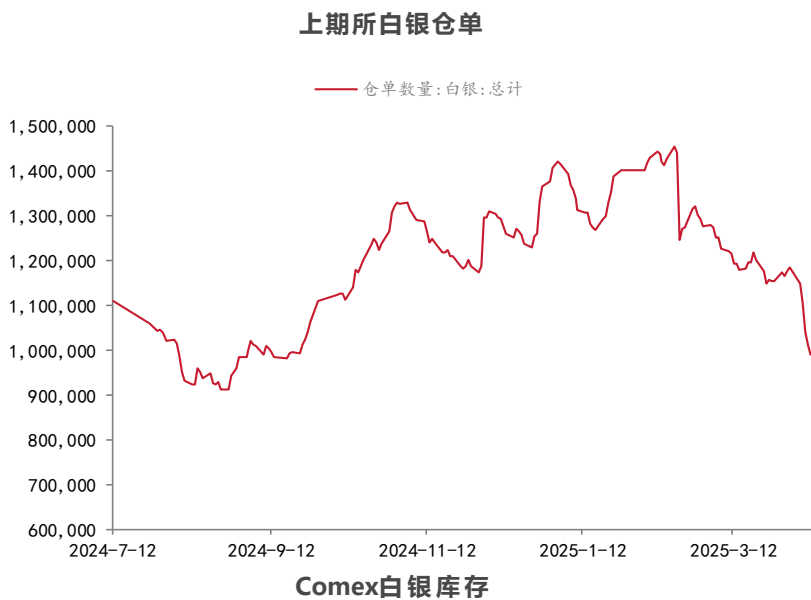
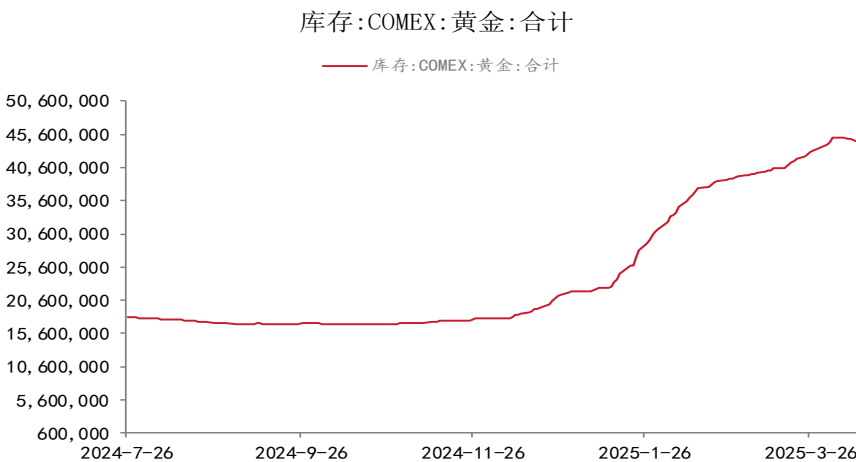
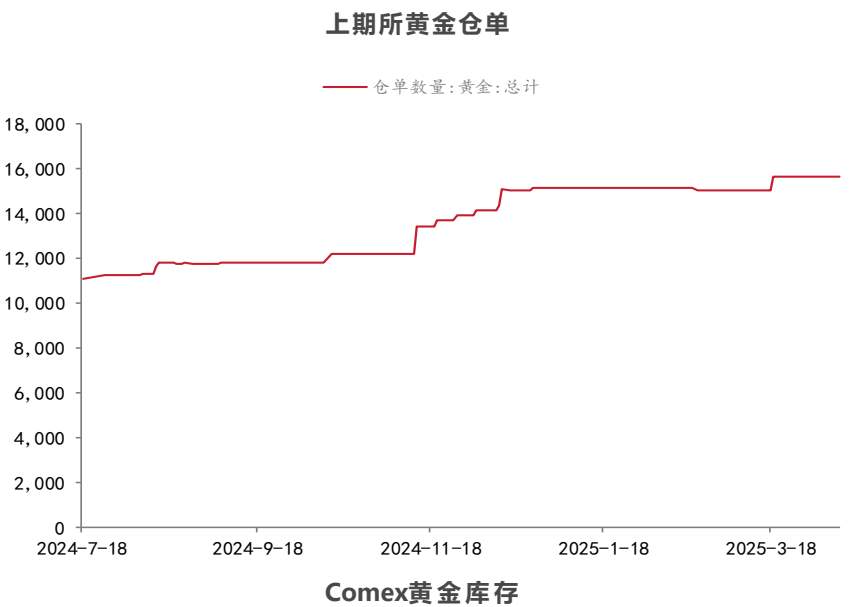
白银非商多头持仓量



库存：贵金属仓单分化，Comex黄金库存下降

截至2025.4.11当周，上期所黄金仓单为15678千克，较前一周小幅增加。白银仓单较前一周减少194823千克至992117千克。

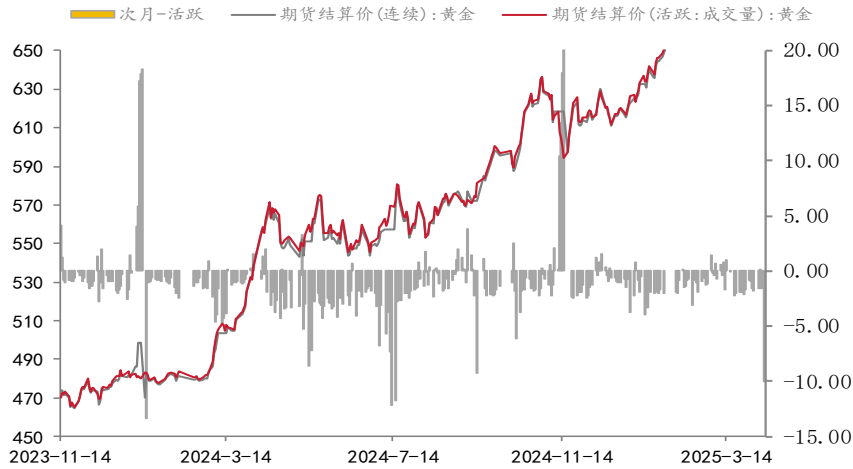
Comex库存方面，截至2025.4.11，周度Comex黄金库存较前一周减少495732.26盎司至44575964.17盎司，Comex白银库存较前一周增加7398482.89盎司至497475493.91盎司。



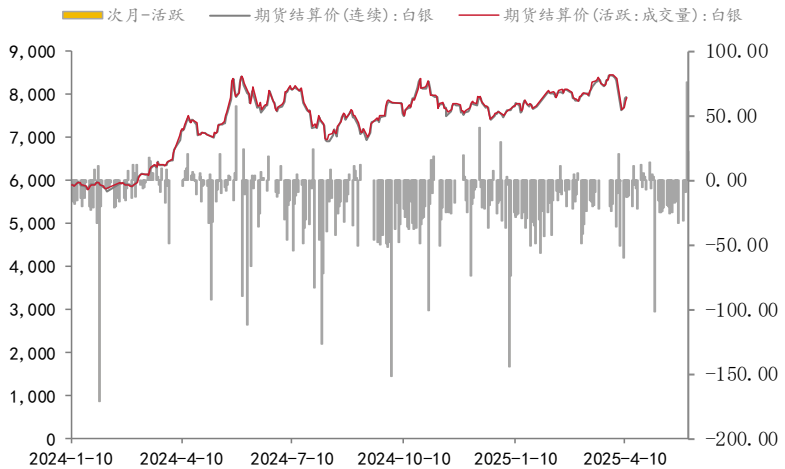
价差-成交量-持仓量

截至2025.4.11当周，黄金期货平均成交量为623901.60千克，较前一周上涨32.32%。白银期货当周平均成交量为1011083.60千克，较前一周上升13.50%

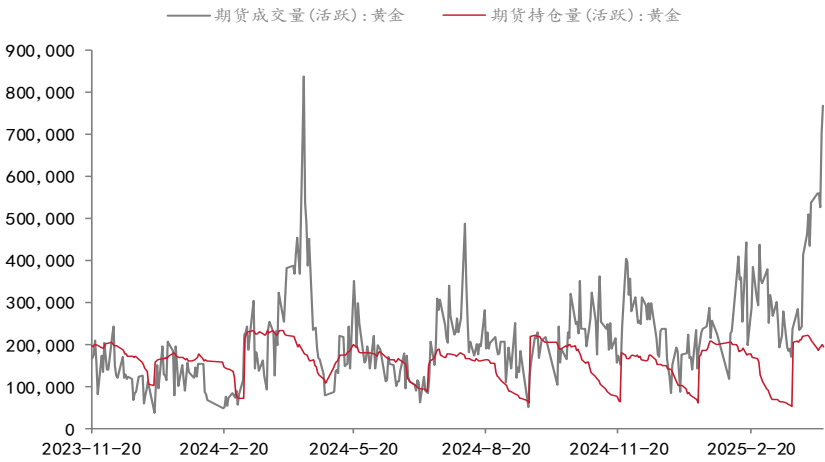
黄金价差



白银价差



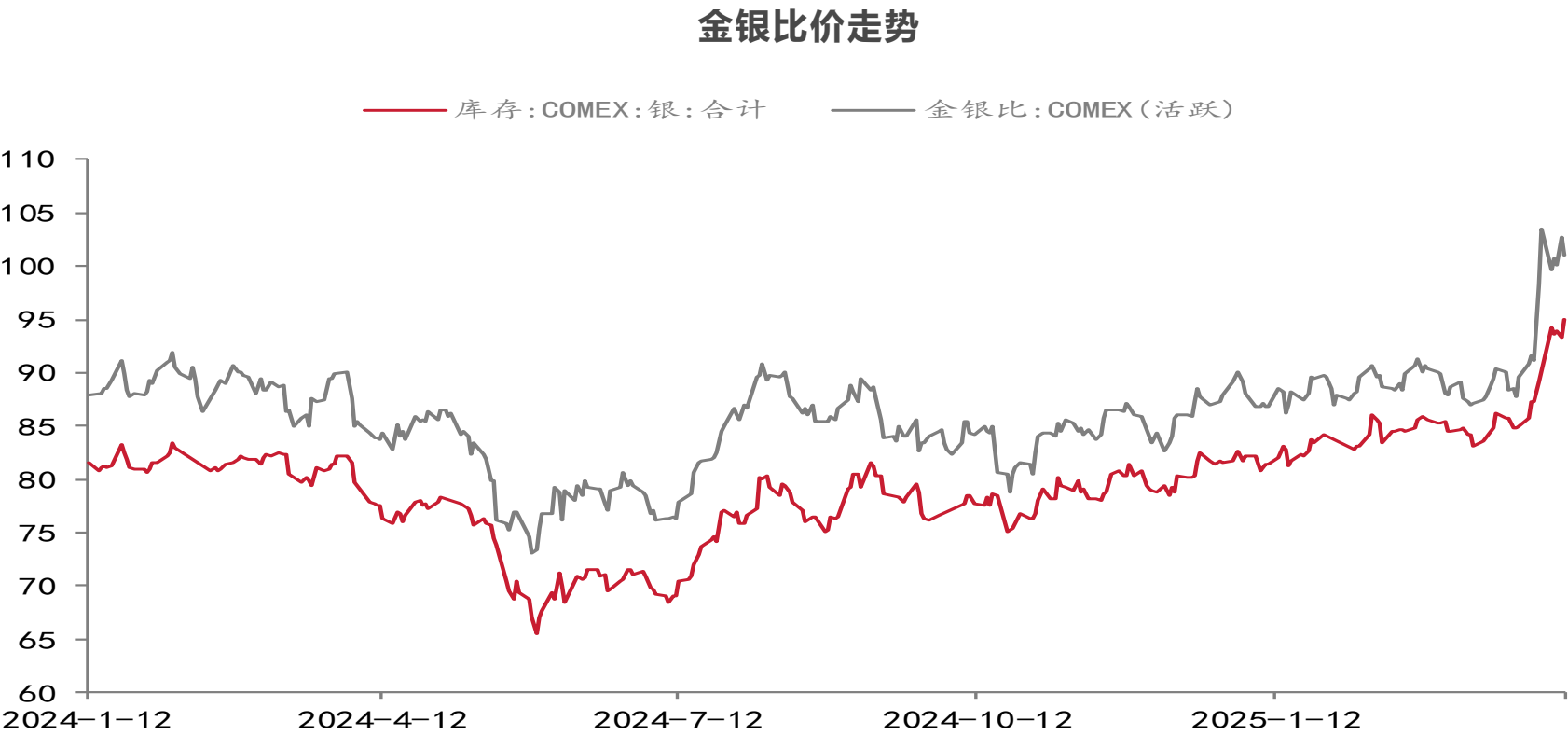
黄金成交量持仓量



白银成交量持仓量



金银比：贵金属板块强势上行，金银比价大幅上涨



2025.4.11当周，金银比价大幅上涨，沪金银比价为95.02，纽约金银比为101.10。贵金属板块大幅上涨，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

