



政策信号错综复杂，黄金价格大幅震荡

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-04-28

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	本周美元指数呈现剧烈震荡走势，周初因特朗普施压美联储降息并质疑其政策独立性，市场恐慌情绪加剧拖累美指跌至97.923新低。随后特朗普态度转向缓和，明确无意解雇鲍威尔并释放贸易摩擦缓和信号，美元指数于周三反弹至99.86。周五美元指数微涨0.07%并实现三周来首次周度上行，市场对美联储独立性担忧与政策预期差的反复博弈，但美元中长期信用受损及流动性虹吸效应仍令其上行承压。
金融属性	周初特朗普炮轰美联储主席鲍威尔加剧市场对货币政策政治化的担忧，造成股债汇三杀，后随特朗普释放软化态度有所缓和。美联储理事哈玛克释放6月降息可能性的鸽派信号，加强市场对于降息的预期。CME FedWatch工具显示市场押注6月降息概率达61.5%，7月再次降息概率77.9%，全年预期四次降息。
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2025.4.25当周，黄金SPDR持仓量为946.27，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为13956.01吨，较前一周减少164.09吨。
操作建议	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高位运行，但需警惕关税冲击下恐慌情绪引发的全球资产流动性危机。

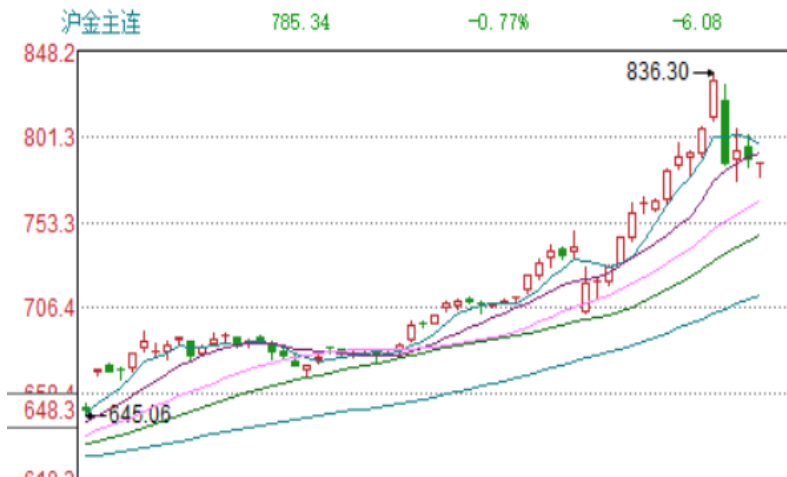
白银：观点总结&操作建议

宏观金融	美国3月经济数据在关税政策刺激下呈现超预期增长，耐用品订单月率飙升至9.2%，远超预期的2%，创2024年7月以来最大增幅，显示企业为规避潜在关税冲击加速前置生产需求。4月标普全球综合PMI降至51.2的16个月新低，其中服务业PMI回落至两个月低点51.4，而制造业PMI虽回升至50.7但仍处弱扩张区间。
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。光伏价格指数报 14.32，较此前一期下降0.97%。光伏经理人指数报 104.94，较此前一期下降 5.73%。
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近期涨势明显落后于黄金，金银比价价值中枢持续上行，当前银价处于箱体区间上沿，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剧烈震荡格局，黄金在创历史新高后受政策预期扰动冲高回落。周初特朗普威胁干预美联储独立性的言论加剧市场对美元信用体系的担忧，避险资金涌入推动黄金突破COMEX主力合约再创历史新高。但随着特朗普对关税政策立场反复转向缓和，并软化对鲍威尔的抨击，市场恐慌情绪阶段性退潮，黄金遭遇踩踏式获利回吐，沪金自836元/克高位回落至785元/克。目前美国计划分阶段进行关税磋商，中国官方则否认中美谈判进展，当前市场信息较为混乱，关税政策不确定性仍构成贵金属波动中枢上移的底层逻辑。经济数据层面，美国4月综合PMI创新低与领先指标恶化强化衰退预期，但制造业PMI回升及后续PCE数据及关税月数据待验证仍令美联储降息路径存疑，市场对6月降息概率的博弈加剧金银波动弹性。展望后市，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将继续持续，黄金中长期上行趋势未改，但短期需警惕政策预期差与高杠杆多头平仓引发的剧烈震荡，白银或被动跟随黄金，且受制于制造业需求疲软仍将弱于金价，下周重点关注美国3月PCE数据、4月非农就业数据、4月ISM制造业指数及美国一季度GDP等数据。

沪金主力合约



伦敦金现



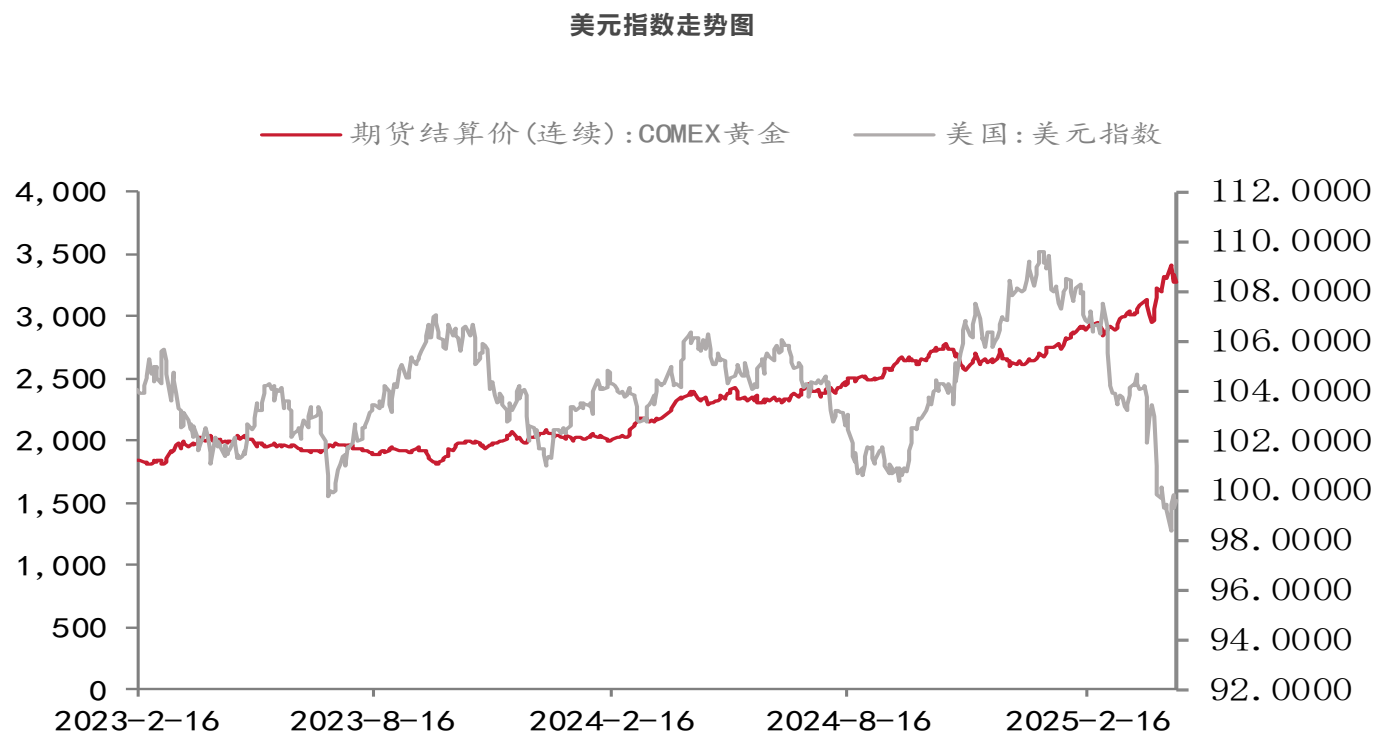
沪银主力合约



伦敦银现

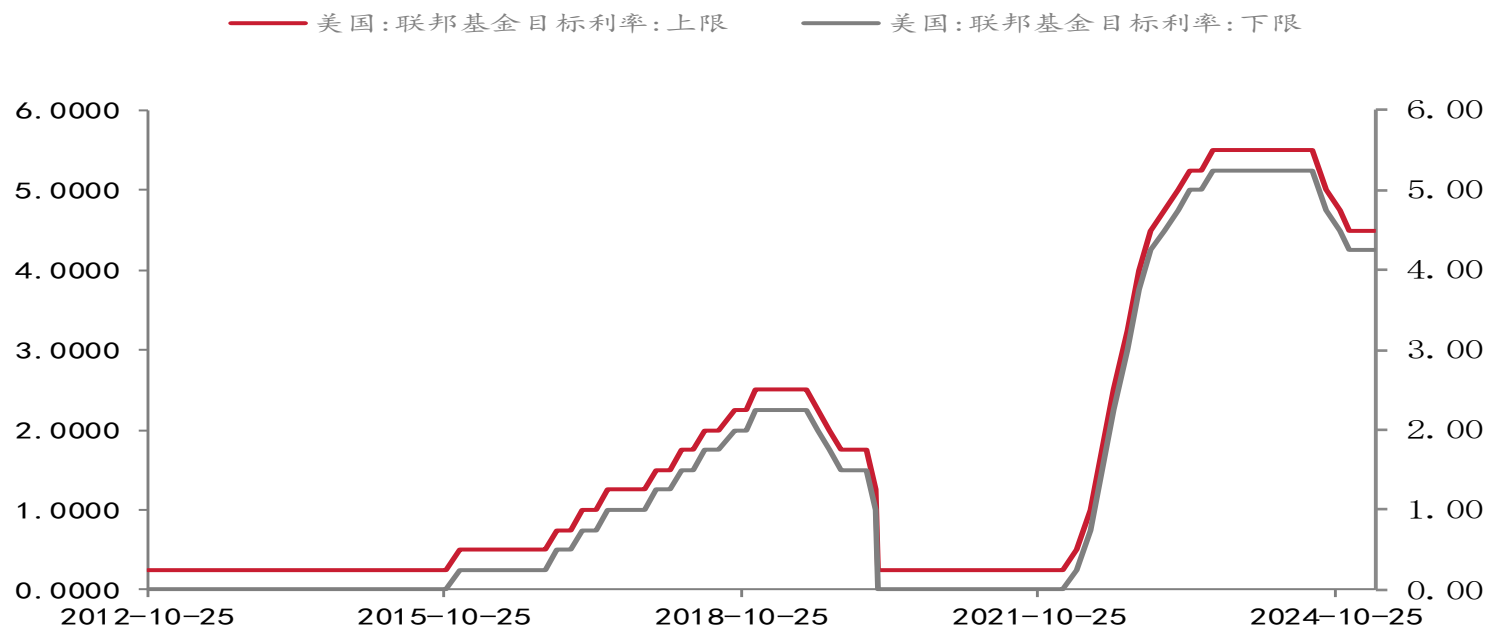


美元指数：关税扰动削弱美元信用，美元指数低位震荡



上周美元指数呈现剧烈震荡走势，周初因特朗普施压美联储降息并质疑其政策独立性，市场恐慌情绪加剧拖累美指跌至97.923新低，欧元兑美元升破1.15关口。随后特朗普态度转向缓和，明确无意解雇鲍威尔并释放贸易摩擦缓和信号，美元指数于周三反弹至99.86。但周四全球贸易局势再度趋紧使得美指回吐涨幅。周五美元指数微涨0.07%并实现三周来首次周度上行，市场对美联储独立性担忧与政策预期差的反复博弈，但美元中长期信用受损及流动性虹吸效应仍令其上行承压。

美国联邦基金目标利率



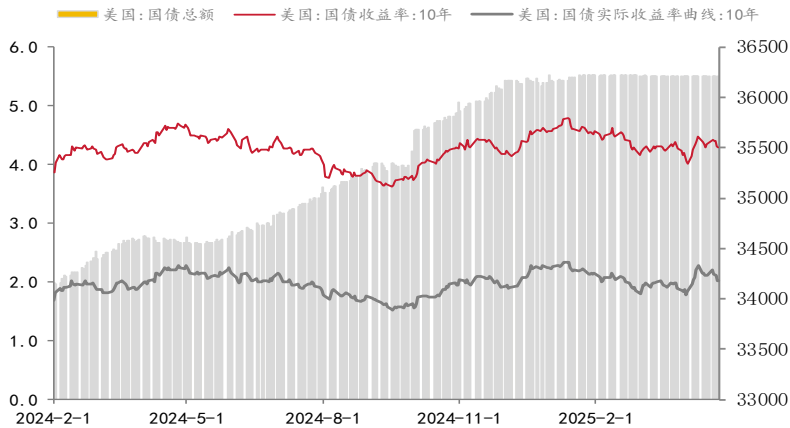
上周美联储政策预期与独立性争议成为市场核心扰动因素。周初特朗普炮轰美联储主席鲍威尔加剧市场对货币政策政治化的担忧，叠加美国财政困境，造成股债汇三杀，黄金避险属性凸显快速冲高。美联储理事哈玛克释放6月降息可能性的鸽派信号，加强市场对于降息的预期。但无投票权身份削弱政策指引效力，且官方通过Nick Timiraos紧急澄清市场误读，强调维护政策独立性的决心以遏制通胀失控风险。当前美联储内部对降息路径仍存分歧，CME FedWatch工具显示市场押注6月降息概率达61.5%，7月再次降息概率77.9%，全年预期四次降息，但政策节奏与白宫诉求存在显著差异。短期看，特朗普施压与美联储“预期管理”的博弈加剧政策信号混乱，投资者不宜过分解读。

美债：美债收益率同步回落，美债利差小幅回升

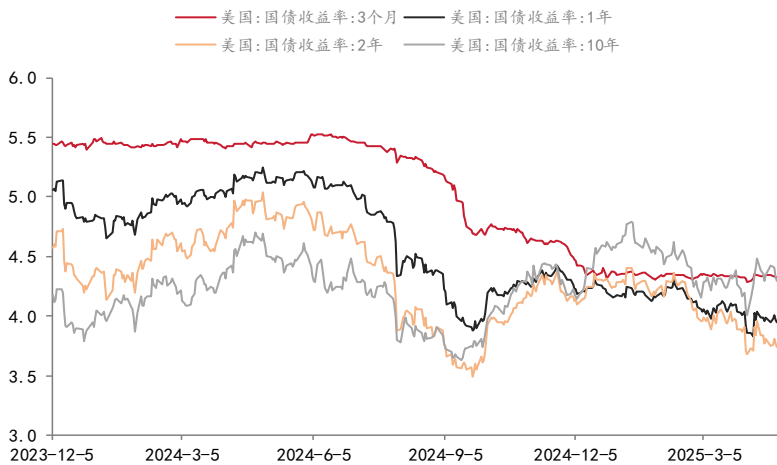
1年期美债收益率收于3.95%，较此前一周小幅下滑。
10年期美债收益率较上周回落5个基点至4.29%。

十年期美债实际收益率从上周2.11%回落至2.02%，
总计下滑9个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.55%，较上一周小幅上升。

10年美债实际收益率



美债收益率

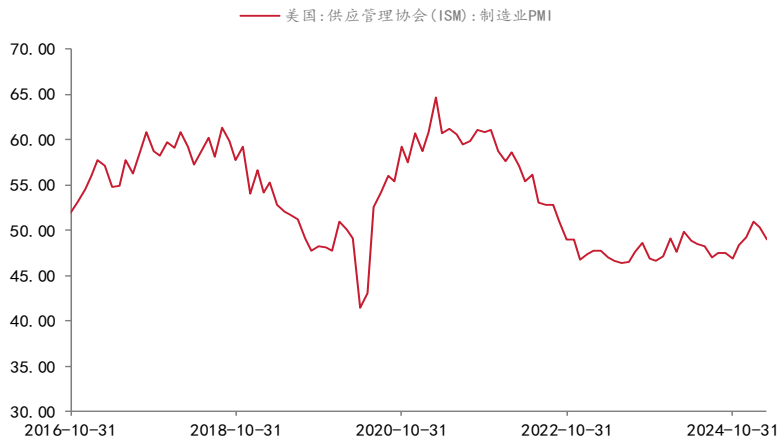


美债利差



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



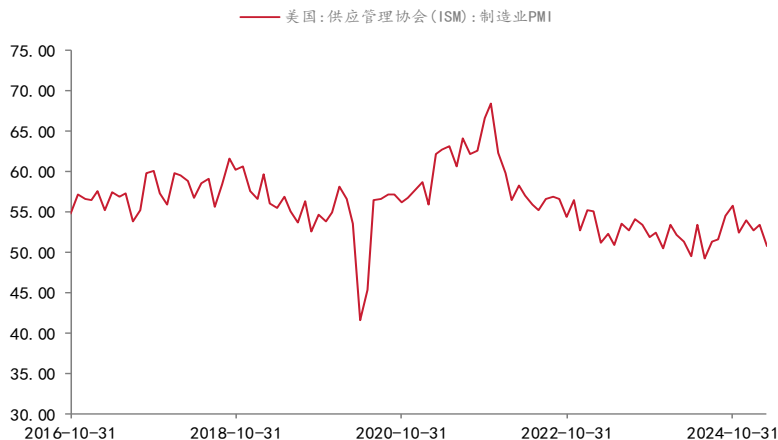
制造业 PMI:

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。

服务业 PMI



综合 PMI:

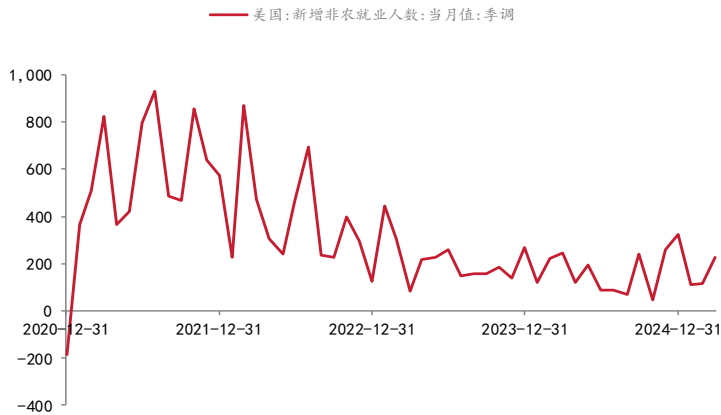
美国4月标普全球服务业PMI初值录得51.4，为2个月新低。美国4月标普全球制造业PMI初值录得50.7，为2个月新高。美国4月标普全球综合PMI初值录得51.2，为16个月新低；

美国就业指标：劳动力数据超预期，美就业市场韧性仍存

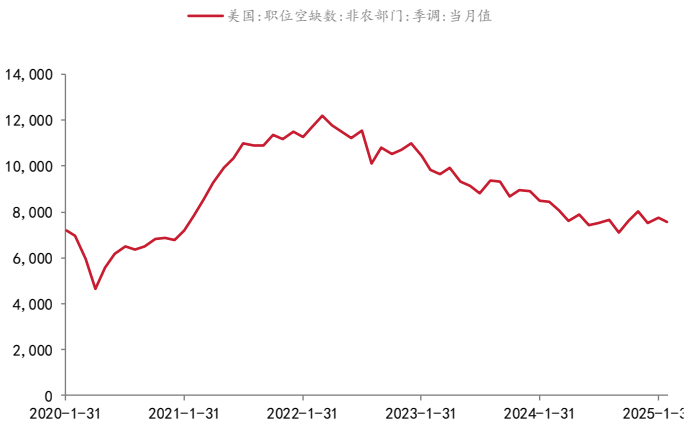
美国3月非农就业数据大幅超过市场预期，但前两月数据下修幅度较大，失业率小幅上涨至4.2%：美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；前两月就业合计下修4.8万。其中19.7万人由服务业贡献，主要来自休闲和酒店业、医疗保险和社会服务、以及零售业的回暖。同时美国政府部门新增就业明显放缓，从2月减少11万人降低至减少4万人。失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%。

美国劳工局最新数据显示，4月18日当周美国初请失业金人数升至22.2万人，前值21.6万人；4月11日当周续请失业金人数降至184.1万人，前值187.8万人。

美国新增非农就业人数



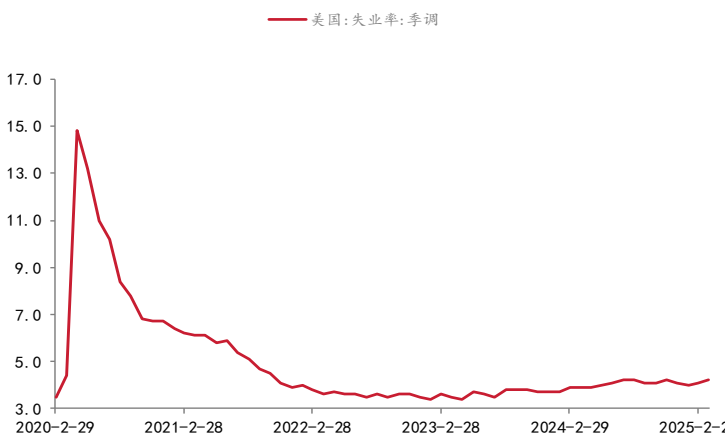
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

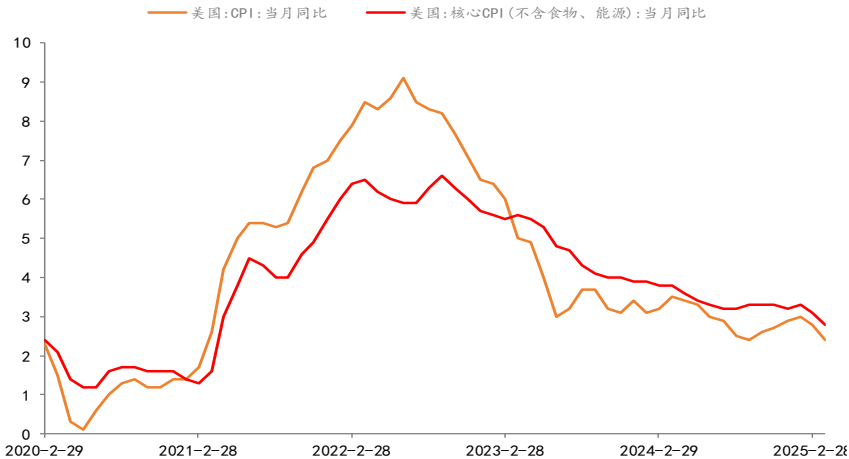


美国通胀水平：PPI和CPI意外下降，重点关注关税落地后数据

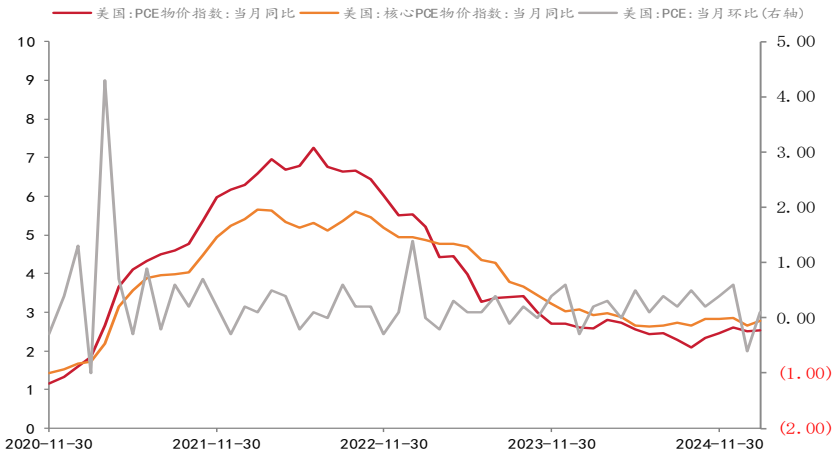
美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。

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%

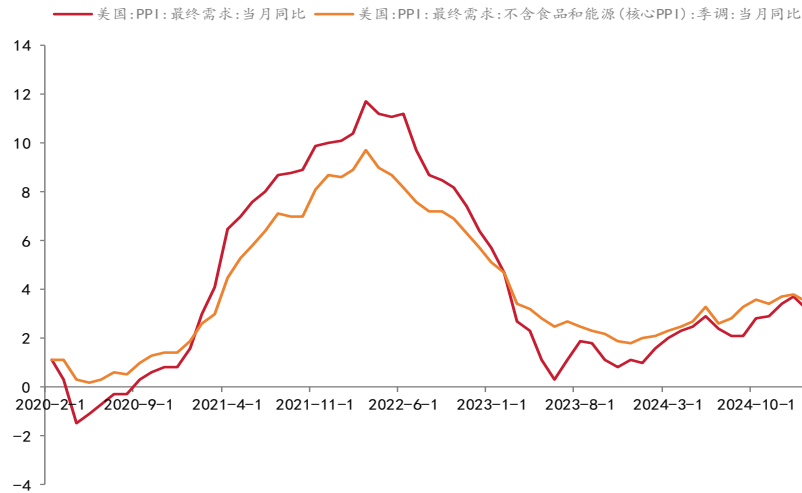
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

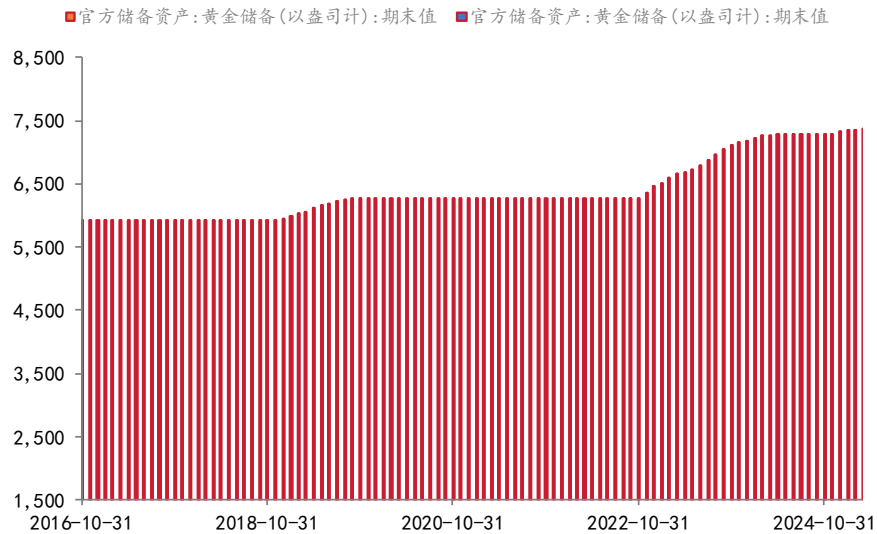


美国PPI当月同比（单位：%）

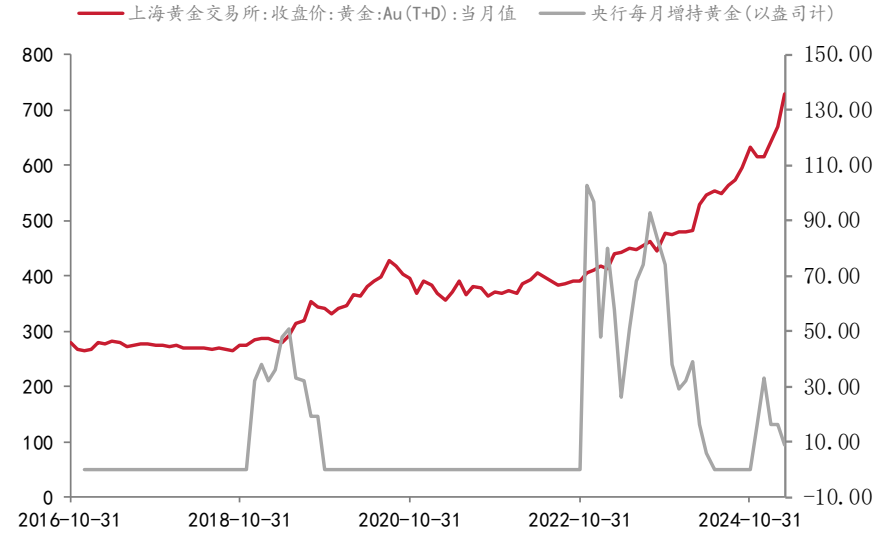


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



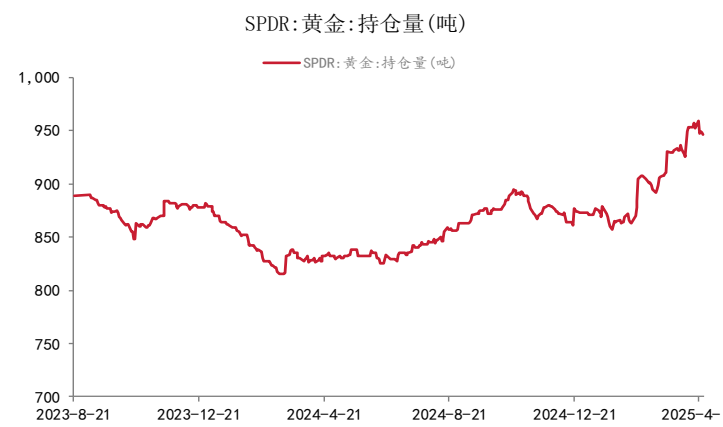
2025年3月，中国官方黄金储备为7370万盎司，较上月末增加9万盎司。目前，中国央行已连续五个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

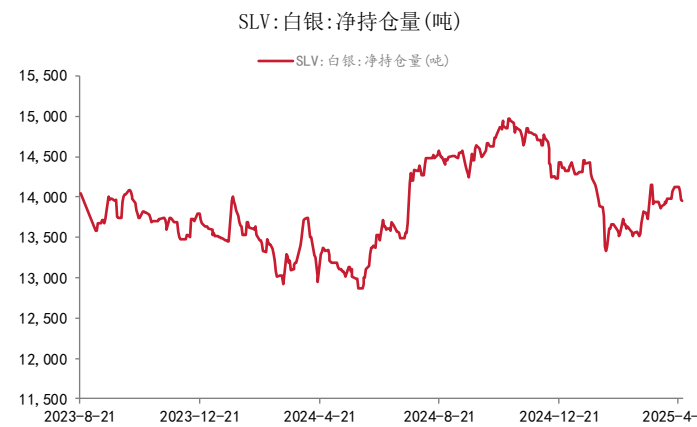
截至2025.4.25当周，黄金SPDR持仓量为946.27，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为13956.01吨，较前一周减少164.09吨。

截至2025.4.25，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少26832张至175378张合约。白银方面净多头持仓为44726张合约，较前一期数据增加777张。

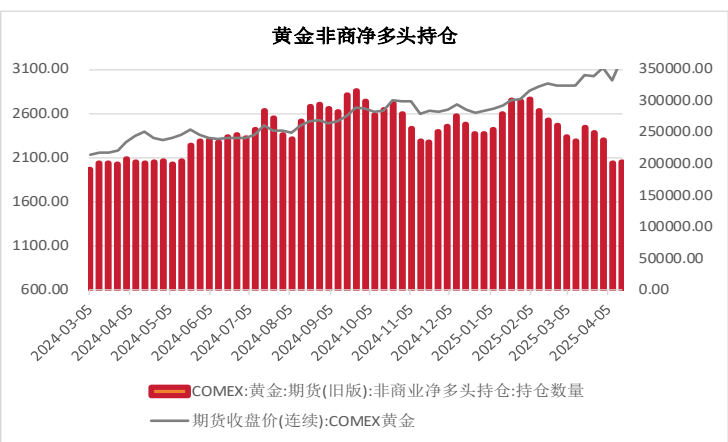
黄金持仓量



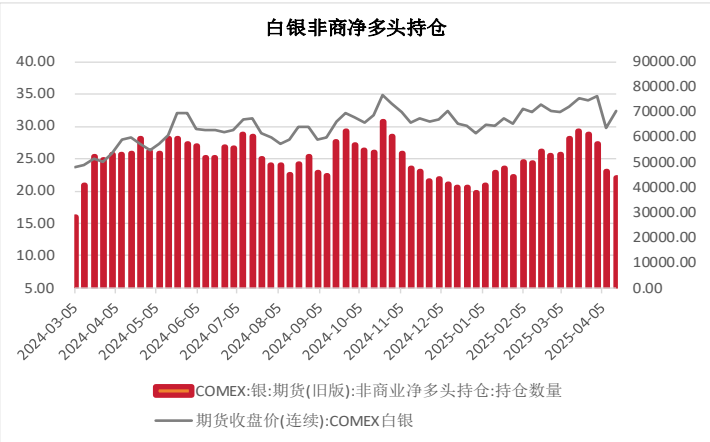
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



白银非商多头持仓量

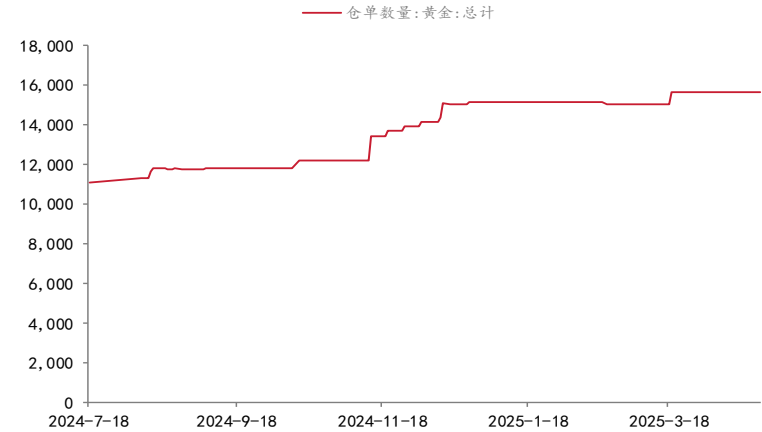


库存：贵金属仓单小幅下滑，Comex黄金库存呈下降趋势

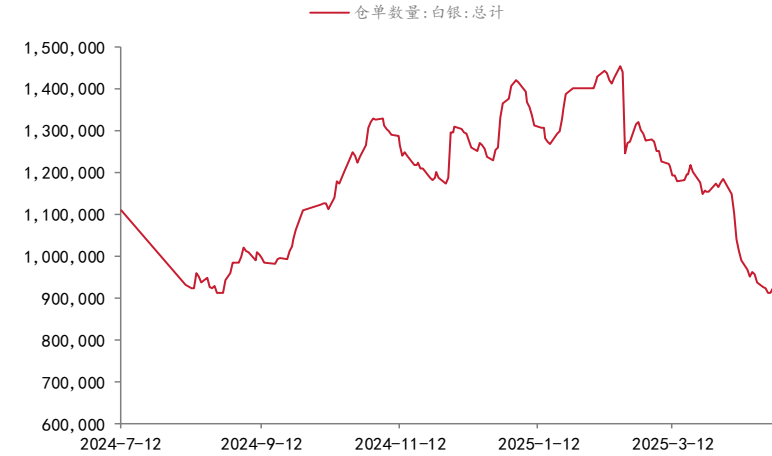
截至2025.4.25当周，上期所黄金仓单为15648千克，较前一周减少30千克。白银仓单较前一周减少13623千克至923596千克。

Comex库存方面，截至2025.4.25，周度Comex黄金库存较前一周减少1503863.55盎司至41705859.42盎司，Comex白银库存较前一周减少1195298.48盎司至497908242.07盎司。

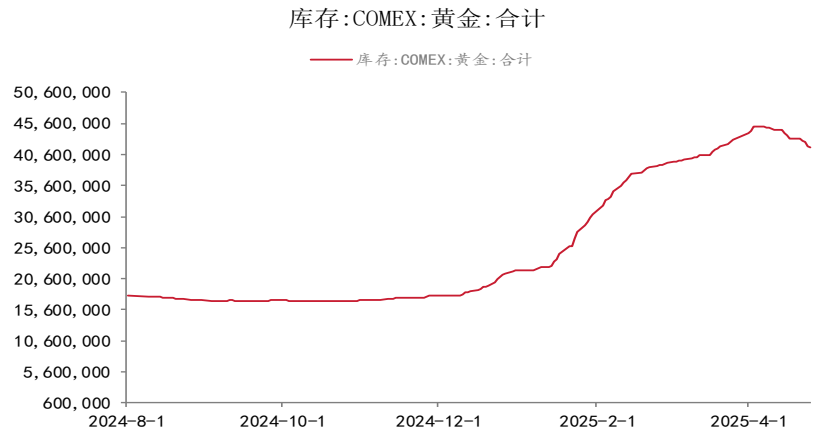
上期所黄金仓单



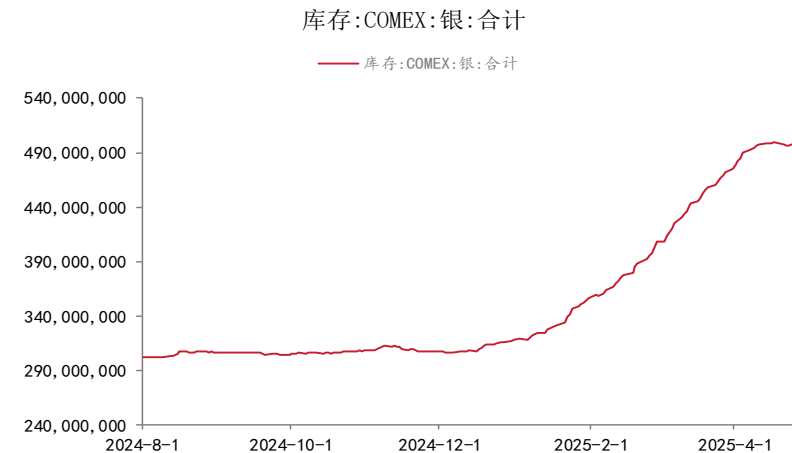
上期所白银仓单



Comex黄金库存



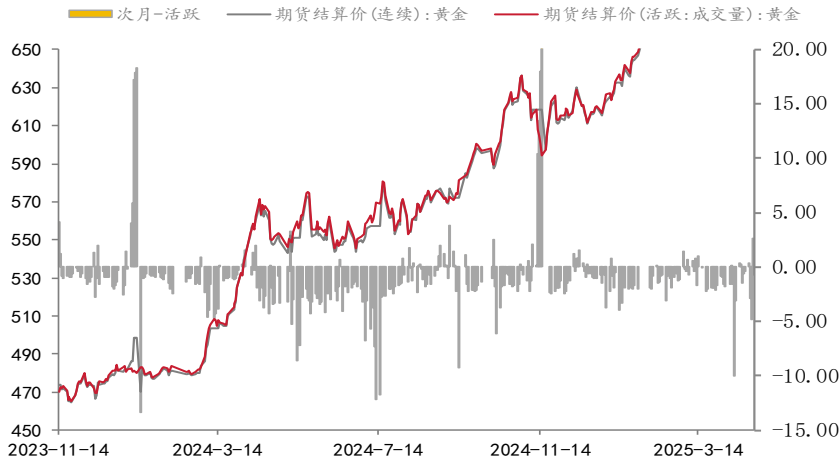
Comex白银库存



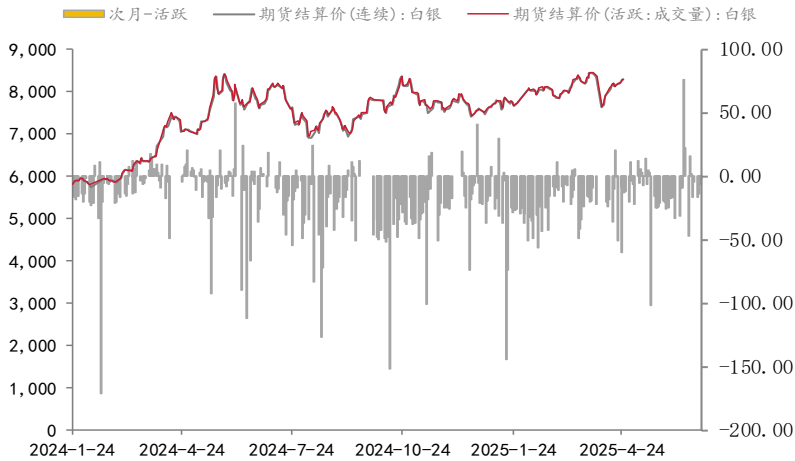
价差-成交量-持仓量

截至2025.4.25当周，黄金期货平均成交量为882464.60千克，较前一周上涨57.18%。白银期货当周平均成交量为924155.20千克，较前一周上升7.76%

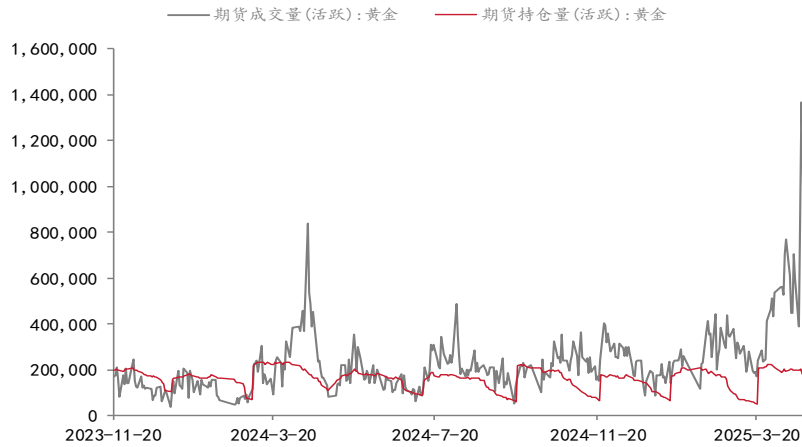
黄金价差



白银价差



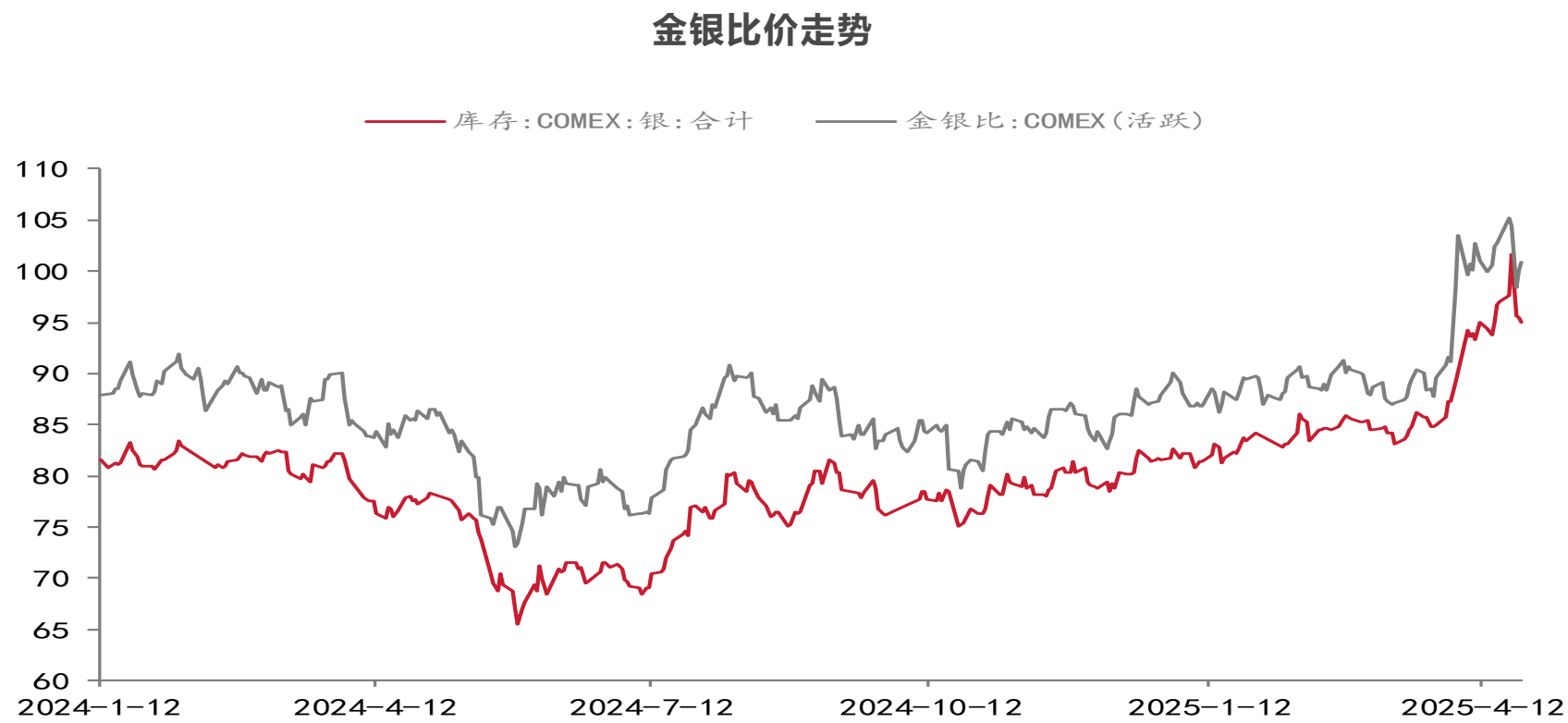
黄金成交量持仓量



白银成交量持仓量



金银比：黄金价格高位运行，金银比价价值中枢上移



2025.4.25当周，金银比价维持高位，沪金银比价为95.07，纽约金银比为100.85。贵金属板块高位运行，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

