

2025年4月2日

避险需求叠加滞胀逻辑，贵金属易涨难跌 ——贵金属2025年二季度投资展望

投资要点：

分析师：

明道雨：

从业资格证号：F03092124

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

- **行情回顾：**一季度贵金属强势上行，纽约金价从2640美元突破3000美元关口，沪金主连涨超720元/克，核心驱动“避险-通胀-去美元化”共振。1月特朗普政策扰动及央行购金推动金价突破2800美元；2月地缘冲突与通胀预期助金价冲高2974美元后回落；3月无视美联储政策摇摆及经济数据疲软，中东局势升级刺激避险情绪，金价突破3128美元历史新高，沪金同步突破720元。季末纽约金站稳3100美元，沪金维持高位震荡，三大逻辑支撑延续强势。
- **宏观经济：**2025年一季度美国宏观经济呈现“高通胀韧性-经济边际降温-政策预期反复修正”的复杂图景，滞胀风险从潜在担忧演变为现实威胁。整体来看，就业指标存在分化且波动上升，政府部门就业产生负面冲击，整体下行趋势显现，劳动力市场韧性存疑。美国一季度通胀数据则凸显“核心黏性超预期、结构矛盾深化、政策扰动显性化”三重特征，滞胀风险从预期博弈演变为现实威胁。
- **美联储政策：**美联储一季度货币政策在“通胀黏性强化-经济边际放缓-政治扰动显性化”的三重压力下，呈现“鹰鸽交替”的政策底色。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。当前政策困局为贵金属创造了“通胀溢价+避险溢价+信用损耗”的三重驱动。
- **结论与操作建议：**风险变量聚焦于：1) 特朗普关税对通胀传导超预期；2) 美联储政策转向滞后引发经济“硬着陆”；3) 地缘冲突外溢至能源供应链（如红海航运中断常态化）。整体而言，贵金属在滞胀深化、政策不确定性与货币体系重构的宏观背景下，仍是资产配置中不可或缺的“压舱石”，二季度维持黄金高位震荡偏强、白银伺机补涨的判断，建议以多头思路主导策略，中长期看，全球央行购金潮延续、美国债务货币化压力及“去美元化”进程将共同构筑黄金中长期牛市根基，任何由政策预期差引发的回调均为配置良机，上调2025年金价目标3200-3300美元/盎司，阶段性波动中枢上移至2800-3000美元区间。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观分析	5
2.1. 美国经济数据：增长动能分化加剧，结构性矛盾凸显	5
2.2. 美国通胀指标：核心黏性超预期，滞胀风险实质化	7
2.3. 美联储政策鹰鸽交替，滞胀隐忧冲击政策路径	8
2.4. 美元指数&美债收益率	10
2.5. 地缘局势有限缓和，二次激化趋势渐起	11
3. 供需分析	13
3.1. 黄金需求情况	13
3.2. 投资端情况	14
4. 市场分析	15
4.1. 资金分析	15
4.2. 持仓量&成交量	16
4.3. 金银比	17
5. 二季度策略展望	18

图表目录

图 1 黄金价格	4
图 2 白银价格	4
图 3 美国新增非农就业人数	5
图 4 美国职位空缺数	5
图 5 美国当周初次申请失业金人数	5
图 6 美国失业率	5
图 7 美国制造业 PMI	6
图 8 美国服务业 PMI	6
图 9 美国 CPI 指标	7
图 10 美国 PPI 指标	7
图 11 美国 PCE 指标	8
图 12 美国密歇根一年通胀预期	8
图 13 CME 概率图	9
图 14 联邦基金目标利率	9
图 15 美元指数	10
图 16 美债利差	10
图 17 美债收益率	11
图 18 十年美债实际收益率	11
图 19 中国官方储备黄金	14
图 20 央行增持与黄金走势对比	14
图 21 黄金 SPDR 持仓量	15
图 22 白银 SLV 净持仓量	15
图 23 黄金非商净多头持仓	15
图 24 白银非商净多头持仓	15
图 25 上期所黄金仓单	16
图 26 上期所白银仓单	16
图 27 COMEX 黄金库存	16
图 28 COMEX 白银库存	16
图 29 黄金成交量	17
图 30 白银成交量	17
图 31 黄金价差	17
图 32 白银价差	17
图 33 金银比	18

1. 行情回顾

2025 年一季度贵金属市场呈现逐月加速上涨的强劲态势，纽约金价从 1 月初的 2640 美元成功突破 3000 美元整数关口，COMEX4 月合约一度突破 3065.2，沪金主连合约同步从 618 元/克一线涨超 700 元关口，核心驱动逻辑贯穿“避险-通胀-去美元化”三重维度。1 月在特朗普政策不确定性和全球央行持续购金（中国央行重启增持行为）推动下金价突破震荡区间，金价突破 2800 美元/盎司创历史新高，内盘黄金较外盘更加强势，主力合约在一月下旬领先外盘冲高至 650 元/克附近；2 月份金价呈现“强势上涨-高位回落”的趋势，第一阶段在地缘政治风险升级（美对多国加征关税）与通胀预期共振，资金涌入推动贵金属加速上行，COMEX 黄金在 2 月 24 号冲至 2974 美元/盎司的高位，沪金更在春节后即跳涨至 691.76 元/克，随着金价不断突破新高，高位获利盘的抛压逐渐增加，美元指数阶段性企稳叠加地缘态势的缓和，黄金价格从高位回落，沪金主连一度跌至 665 元一线，基本回吐全月涨幅，COMEX 黄金回落幅度稍窄跌至 2844 美元一线。在经历短暂的调整期后，3 月市场进入“无视利空”的狂热阶段。尽管美联储降息预期举棋不定，俄乌冲突及关税政策左右反复，但美元再度大幅下行，美国零售数据疲软、制造业 PMI 回落强化衰退预期，叠加中东冲突升级刺激避险需求，金价突破 3000 美元心理关口后最高触及 3128.3 美元，期间沪金突破 720 元关口再度创历史新高。三大核心支撑逻辑（地缘避险、抗通胀属性、去美元化进程）依然强劲，季度收官时纽约金仍站稳 3100 美元上方，沪金维持 720 元/克高位震荡。

当前核心矛盾聚焦于：1）特朗普政策关税对于通胀和美国经济的传导路径；2）美联储政策路径对于“通胀水平”和“经济就业”的双向抉择；3）俄乌冲突和中东局势的演化路径。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，白银则受工业属性拖累走势不及黄金。虽长期来看白银存在供应缺口，但其补涨走高的逻辑有待市场验证，对白银持高位运行观点，若回调充分可参考金银比入场布局。对黄金则维持中长期继续看多思路，若回调到位后可考虑分批布局多单，波动率抬升环境下可配合构建领口结构对冲尾部风险。

图 1 黄金价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 2 白银价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 宏观分析

2.1. 美国经济数据：增长动能分化加剧，结构性矛盾凸显

2025 年一季度美国宏观经济呈现“高通胀韧性-经济边际降温-政策预期反复修正”的复杂图景，滞胀风险从潜在担忧演变为现实威胁。1 月非农新增就业 14.3 万人不及预期（预期 17.5 万），但劳工部大幅上修 11-12 月数据，失业率从 4.1% 降至 4.0%，薪资增速超预期上升；2 月新增就业进一步下滑至 15.1 万（预期 16 万），前值下修至 12.5 万，失业率则反弹至 4.1%，政府部门新增就业仅 1.1 万（较 2023-2024 年均值 4.9 万下降 75%），反映特朗普政府减员政策冲击显现。小非农数据则大幅落后预期，3 月 5 日公布数据显示美国 2 月份 ADP 新增就业仅 7.7 万，而市场预期为 14 万人，前值为 18.6 万人。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。整体来看，就业指标存在分化且波动上升，政府部门就业情况产生负面冲击，下行趋势显现，劳动力市场韧性存疑。

图 3 美国新增非农就业人数



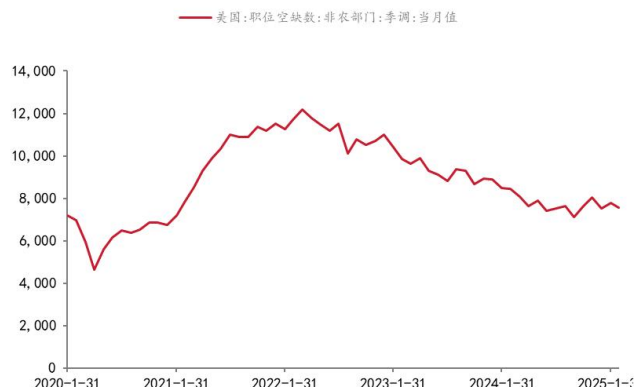
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 5 美国当周初次申请失业金人数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 4 美国职位空缺数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 6 美国失业率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

经济活动指标分化显著，1月美国制造业 PMI（ISM）强势回升至 50.9（预期 49.6），创 2022 年 9 月以来新高。该项指标时隔十个月时间重回扩张区间，物价分项也回升至过去八个月以来的新高。但服务业 PMI（ISM）较市场预期显著落后，一月数据下滑至 52.8（预期 54）。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。美国 2 月 ISM 服务业 PMI 则有所回升（53.5），高于预期的 52.5 和 1 月前值的 52.8。指标显示美国制造业扩张区间或难以持续，服务业景气度回暖概率有所上升。美国 3 月 Markit 综合 PMI 反弹至 53.5，结束连续两月下滑趋势，但内部分化加剧：服务业 PMI 跃升至 54.3（预期 51.5），创 2023 年 6 月以来新高，抵消了制造业 PMI 跌破荣枯线至 49.8 的拖累。这一逆转表明经济动能从 2 月的“制造业扩张-服务业收缩”切换为“服务业回补-制造业失速”模式。尽管服务业新订单加速扩张，但企业对未来一年预期继续恶化，反映对关税政策不确定性和需求可持续性的担忧加深。整体呈现“服务业单极驱动、制造业拖累加剧”的脆弱平衡。

图 7 美国制造业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 8 美国服务业 PMI



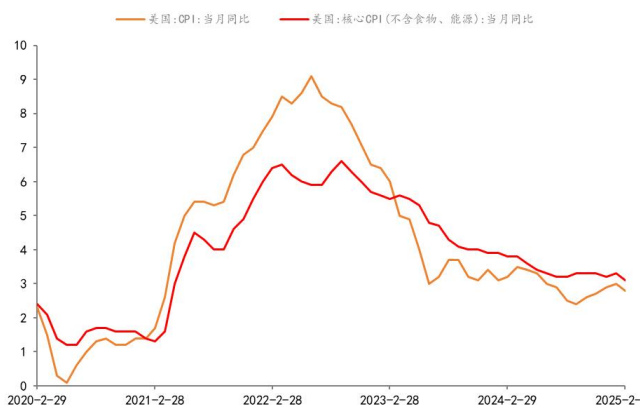
资料来源：IFinD，东海期货研究所

尽管经济活动指标喜忧参半，但预期指标却显示了市场对于未来经济不确定性的悲观情绪。其中，密歇根消费者信心指数持续下滑，从 1 月份 67.8 一路回落至 57，连续三个月下滑，相比 2024 年 12 月总计下滑超 20%。消费者一年期通胀预期则飙升至 4.9%，五年通胀率预期则从 3.5% 上升至 3.9%。总体而言，经济的不确定性加速了市场预期的恶化，政策扰动进一步加剧结构性失衡，滞胀格局初步体现。

2.2. 美国通胀指标：核心黏性超预期，滞胀风险实质化

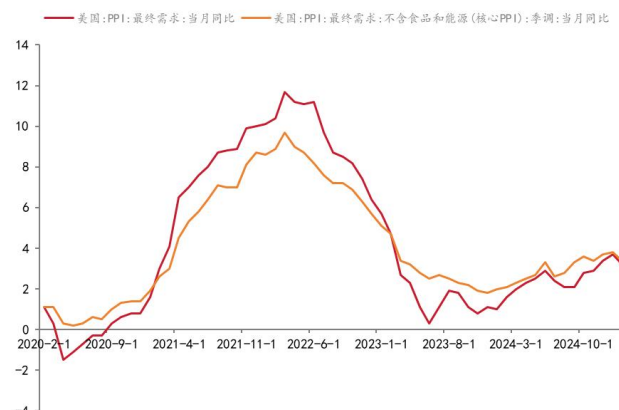
美国一季度通胀数据凸显“核心黏性超预期、结构矛盾深化、政策扰动显性化”三重特征，滞胀风险从预期博弈演变为现实威胁。1月CPI同比超预期升至3.0%（预期2.9%），核心CPI同比3.3%（预期3.1%）。但1月数据季调或未充分考虑企业调整价格的季节性因素从而高估，2月通胀数据回落印证这一观点，市场通胀担忧小幅降温。2月CPI同比录得2.8%，预期2.9%，前值3%，为去年11月来新低。核心CPI同比3.1%，创2021年4月来新低，低于预期的3.2%，前值3.3%。分项数据显示能源、食品较前值均有所下滑，核心商品环比0.2%也低于前值。然而，美国1月PPI同比3.5%创23年初以来新高，前值上修加剧通胀黏性担忧；2月PPI同比虽有所回落（3.2%）且增幅有所放缓，食品价格创三月最大涨幅但能源价格和服务成本均超预期下跌，生产端成本压力分化，中游通胀传导风险犹存。

图9 美国CPI指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图10 美国PPI指标

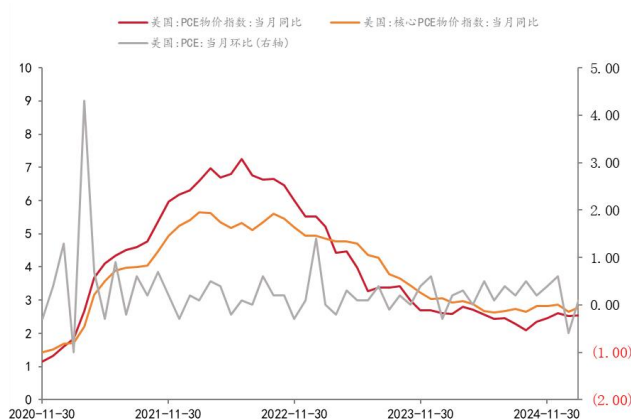


资料来源：IFinD，东海期货研究所

尽管2月份CPI和PPI指标部分回落显示通胀压力有所缓和，但更具政策指向性的PCE指标则揭示了当前美国经济的通胀韧性仍存。1月PCE出现了同比涨幅回落，整体PCE同比涨幅从2024年12月的2.6%回落至2.5%，核心PCE同比涨幅则从前值2.9%回落到2.6%。2月PCE基本符合市场预期，同比2.5%与预期一致，核心PCE小幅高于预期，显示通胀压力依然顽固。特朗普政府的关税政策和地缘风险的累积加剧了通胀不确定性，市场对于未来的通胀预期一路飙升。其中密歇根1年期通胀预期飙升至5.0%，五年期预期升至4.1%，远超美联储长期目标。尽管能源价格下跌暂时缓解整体压力，但食品价格环比跳涨预示成本压力仍在产业链蓄积。政策传导陷入两难：一方面，核心通胀黏性迫使美联储维持限制性利率，但美国政府债务利息/GDP比率高企加剧财政可持续性焦虑；另一方面，特朗普“关税-减员

-宽财政”组合加剧冲击，关税加征推升进口成本，而个人收入环比 0.8%与支出环比-0.4%的背离反映“薪资增长-消费收缩”悖论，消费疲软下“滞胀螺旋”或初步显现。当前政策工具箱在“抗通胀-防衰退-稳债务”三重目标间难以协调，市场对“降息预期反复修正”加剧资产价格波动，为贵金属突破历史新高提供宏观动能。

图 11 美国 PCE 指标



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 12 美国密歇根一年通胀预期



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.3.美联储政策鹰鸽交替，滞胀隐忧冲击政策路径

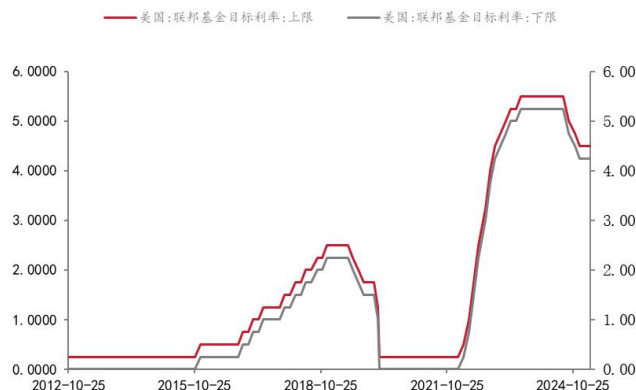
美联储一季度货币政策在“通胀黏性强化-经济边际放缓-政治扰动显性化”的三重压力下，呈现“鹰鸽交替”的政策底色。政策框架上，美联储 1 月份议息会议维持利率 4.25%-4.50%，同时继续维持量化紧缩（QT）安排不变，即每个月缩减 250 亿美元国债以及缩减 350 亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。美联储表态偏鹰，继续强调就业和通胀的风险大致平衡，坚定支持充分就业目标。2 月 11 日鲍威尔在国会两院发表证词时强调当前美国通胀较 2% 的货币政策目标仍然过高，并坚持了美联储短期内维持暂停、等待数据变化的立场，强化了一月份 FOMC 会议的谨慎降息立场。1 月美国通胀和就业数据超预期，该背景下难以支持美联储近月再次降息。因此，尽管当月非农就业不及预期，市场进一步定价美联储推后降息，并调低全年降息幅度。但值得注意的是，美联储的货币政策重心出现适应性调整，从单一盯住通胀指标转向更加强化对特朗普政府关税政策潜在影响的评估，特别是贸易摩擦升级可能引发的连锁反应。最新半年度政策报告明确指出，将在经济条件允许时放缓资产负债表缩减进程，这一操作节奏的转变折射出决策层对关税壁垒加剧贸易收缩、进而拖累经济增速的深层忧虑。

图 13 CME 概率图

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
07/05/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	84.2%
18/06/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	61.5%	28.0%
30/07/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	41.1%	41.4%	11.2%
17/09/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	29.1%	41.3%	21.6%	3.9%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	13.7%	33.8%	33.7%	14.8%	2.4%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.7%	23.8%	33.8%	24.2%	8.6%	1.2%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.2%	2.2%	10.9%	25.8%	31.9%	21.1%	7.1%	1.0%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.8%	4.8%	15.4%	27.6%	28.6%	16.8%	5.2%	0.7%
29/04/2026	0.0%	0.1%	1.2%	6.0%	16.8%	27.7%	27.2%	15.5%	4.7%	0.6%
17/06/2026	0.0%	0.3%	2.1%	8.0%	18.9%	27.6%	25.1%	13.5%	3.9%	0.5%
29/07/2026	0.0%	0.5%	2.5%	8.7%	19.4%	27.5%	24.3%	12.9%	3.7%	0.4%
16/09/2026	0.1%	0.9%	3.9%	11.2%	21.3%	26.8%	21.7%	10.8%	3.0%	0.3%
28/10/2026	0.1%	0.9%	3.7%	10.5%	20.4%	26.3%	22.1%	11.8%	3.7%	0.6%
09/12/2026	0.4%	1.8%	6.1%	14.0%	22.4%	24.8%	18.5%	8.9%	2.6%	0.4%

资料来源：CME Group，东海期货研究所

图 14 联邦基金目标利率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

美联储 3 月会议如市场预期继续维持当前利率水平，然而政策操作暗含鸽派对冲：QT 规模大幅缩减至 50 亿/月。尽管点阵图显示本年度降息概率有所降低，但利率预测中位数仍暗示两次降息。美联储下调 2025 年 GDP 预期且放缓缩表，体现官方内部对于美国经济陷入衰退的隐忧。官方发言仍保持谨慎降息态度但有所分化，当地时间 3 月 7 日，鲍威尔讲话称尽管面临不确定性，当前美国经济形势仍良好，就业市场稳健平衡，美联储应保持谨慎，现阶段无需急于调整政策利率。美联储理事沃勒认为当前的货币政策仍然具有限制性，降息前景依然存在。三月降息并非必要，但可能在三月后进行降息。整体来看，目前美联储政策立场的核心要义在于，关税等外部冲击正对美国通胀路径及经济稳定性构成显著不确定性，美联储采取审慎的被动姿态——通过维持现行利率框架不变来保留政策弹性，同时为潜在风险预留灵活应对空间。面对特朗普关税冲击，美联储陷入“预期管理悖论”：一方面承认进口税可能推升商品通胀，另一方面被迫维持“暂时性冲击”叙事以避免预期脱锚。利率工具受制于债务上限僵局，资产负债表工具被迫承担更多宽松职能，但 QT 放缓仅能缓解流动性压力，无法解决“滞胀深化”的结构性矛盾。当前美联储实质上对通胀数据保持鹰派锚定，对增长风险实施鸽派对冲（扩表缓冲衰退），但政策空间在 4.5%-4.75% 的限制性利率区间内逐渐耗尽，市场对“降息过早引爆通胀/过晚加剧衰退”的双向担忧持续发酵，若经济下行速度超过美联储预期，下半年或存在补降概率。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。当前政策困局为贵金属创造了“通胀溢价+避险溢价+信用损耗”的三重驱动。

2.4. 美元指数&美债收益率

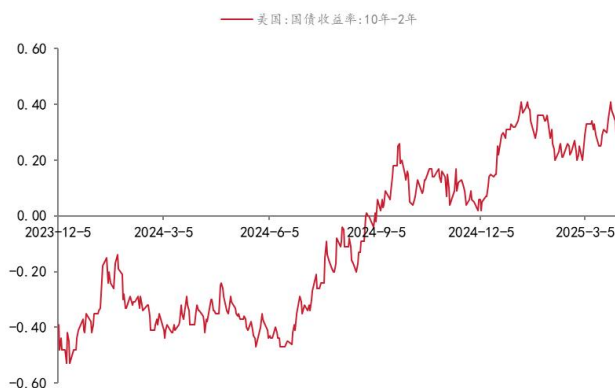
一季度美元指数呈现“冲高-回调-企稳”的三阶段走势，核心驱动逻辑从“再通胀韧性定价”向“滞胀避险切换”再至“政策纠偏预期”逐级转换。2025年1月初延续了自2024年四季度的涨势，美元指数在1月中旬一度突破110一线，创下自2022年12月份以来的最高值。特朗普成功当选使得市场对于美国经济通胀的预期一度增强，催生“美国优先2.0”政策溢价（市场定价关税推升通胀+财政扩张预期）。通胀韧性下政策路径重估，美联储放缓降息步伐甚至政策转向的概率增加。叠加美国经济基本面优势以及利差空间，美元获得结构性支撑一路上行。1月下旬至3月中旬，美元指数迎来大幅回调，并于3月18日一度跌至103一线，反映市场逻辑切换至“滞胀衰退交易”。特朗普新政下的一系列改革以及关税措施引发政策紊乱预期、关税不断升级引发贸易战担忧，叠加外部市场吸金效应（日本央行加息、欧盟通过8000亿欧元国防预算推升欧元资产吸引力）共同施压下，美国股债双杀加剧美元抛售潮。3月下旬美元指数企稳小幅反弹，归因于政策预期边际修复：美联储3月FOMC宣布缩表规模缩减80%，流动性担忧缓解；，特朗普“两步走”关税策略释放缓和信号，市场对无序新政及滞胀担忧的定价部分回撤。但反弹动能受制于基本面隐忧，3月密歇根消费者信心指数跌至57，实际时薪增速转负以及通胀预期居高不下，限制美元趋势反转空间。进入二季度，美元或维持“高压震荡”格局，财政扩张与关税壁垒或形成“内需韧性-外需掠夺”正反馈，但美联储降息路径(CME FedWatch Tool 预计2025年6月降息概率为64.9%)将约束上行空间，预计美元指数核心区间102-113。

图 15 美元指数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 16 美债利差



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2024年四季度至2025年1月份，美债市场呈现“短端宽松-长端紧缩”分化格局，特朗普上台增加市场对于再通胀逻辑的押注。伴随美联储降息周期启动，3个月期利率回落至4.37%，但10年期利率逆势攀升至4.79%，反映市场对特朗普胜选后“再通胀叙事”的定价——减税、关税升级及能源政策强化推升通胀韧性预期。2025年1月，经济数据呈现出分化

结构，市场围绕经济衰退和再通胀进行反复博弈。1月FOMC放弃前瞻指引加剧市场分歧，市场一度为再次加息进行定价。2月美债收益率先扬后抑，月末加速回落。月初就业数据有所好转，叠加CPI同比强于预期，美债收益一度走高。而随着中旬特朗普暂缓加征关税，并于中国建立沟通机制，市场通胀担忧有所放缓。月末随着相关经济指标出炉，美国服务业颓势外加消费走弱带动美股下行。美联储释放“停止缩表”信号，外加特朗普政府对内改革及关税等举措加剧滞胀担忧，10年期利率快速回落至4.16%，印证“衰退交易”主导。3月美债止跌企稳，10年期国债在4.1%-4.3%区间震荡，就业数据和通胀数据对市场影响有限，宏观预期边际修复。美联储态度偏鸽，3月会议维持利率不变，同时降低美债缩减规模。美股债市场呈现较强的跷跷板效应，随着下旬特朗普在关税问题上松动带动美股反弹，美债收益率同步走高。

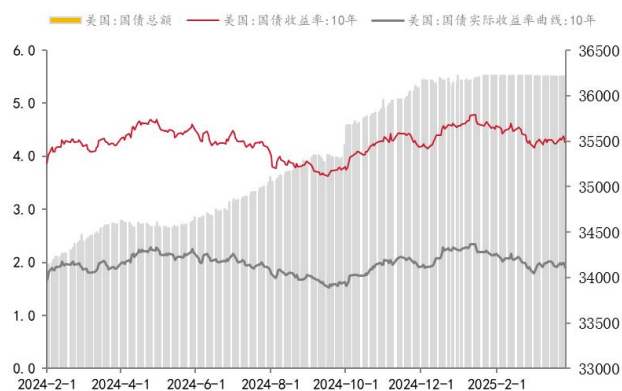
展望第二季度，美债利率料维持“高波动-强韧性”特征：财政扩张与地缘政治溢价支撑名义利率中枢，叠加特朗普政策不确定性（企业税改、贸易战升级）引发的避险需求，10年期利率核心波动区间锚定4%-5%。

图 17 美债收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 18 十年美债实际收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.5. 地缘局势有限缓和，二次激化趋势渐起

中东地区呈现“有限缓和-二次激化”循环，1月19日生效的巴以临时停火协议未能持久，3月2日以色列全面封锁加沙援助通道，3月18日重启空袭及地面行动，实质性宣告谈判破裂。3月15日发动大规模空袭胡塞武装以重开红海航道进一步加剧中东地缘局势的混乱。俄乌会谈反复拉锯，和谈概率逐步下移。二月份磋商推进顺利，美俄在利雅得达成共识，叠加联合国安理会决议通过，为俄乌局势反转拉开序幕。然而，乌美矿产框架协议的签署暴露深层博弈，且泽连斯基坚持将协议与“安全保障”绑定，凸显美乌在资源控制权与地缘利

益分配上的分歧。特朗普和泽连斯基的辩论战使得后续谈判推进不确定性升高。3月23日至25日，美国、俄罗斯、乌克兰三方代表团在利雅得再度展开为期三天的会谈，由美方分别与俄、乌举行多轮闭门磋商，并在25日晚间发布会谈成果声明。这是自2023年黑海港口农产品外运协议失效后，三方首次就冲突相关议题达成部分技术性共识，但领土问题等核心矛盾仍悬而未决。就美国发表的会谈声明来看，本次三方会谈就暂停攻击能源设施、确保商船在黑海的安全通行达成共识。美方承诺将推动俄乌就海上停火达成一致，并引入多国监督机制。俄乌领土问题存在根本性分歧，美方对于俄乌和谈的目标预期也一再下调，从最初声称要在24小时内结束，到在4月20日实现和平计划以达成停火，再到后来谈及30天的临时停火。而本次会谈则将重点放在停止能源设施打击以及恢复黑海粮食外运协议等问题。因此，尽管有美方全力斡旋，但俄乌双方就领土达成一致的可能性呈现下滑态势。

对华方面，美国强化“离岸制衡”策略，施压巴拿马的同时推动长和集团43个国际港口资产售予美资财团，意图切断中国在全球航运关键物流节点影响力。台海局势嵌入美国印太战略框架：3月10日，美国在台协会暗示“俄乌冲突后加速对台军售”，3月13日赖清德当局抛出17项“反制大陆威胁”措施，台海风险溢价陡增；国台办严正警告“台独红线”不可逾越，中美围绕台海“灰色地带”的威慑博弈持续升级。区域冲突的“代理人化”趋势显著：胡塞武装袭船、加沙冲突再起、东欧对峙僵局均体现大国幕后操控痕迹。一季度地缘形势对资本市场形成非线性冲击：俄乌局势缓和预期曾令贵金属2月末承压，但中东风险回摆推动金价V型反转。展望二季度，预计地缘局势将呈现反复动荡，区域冲突虽有阶段性降温，但在大国博弈及对立化加速背景下，地缘市场的波动率中枢或系统性上移。

2.6. 关税政策系统性升级，全球贸易局势持续紧张

特朗普政府于2025年2月1日正式启动系统性关税升级，首轮措施锁定核心贸易伙伴：加拿大能源产品（原油、天然气等）加征10%关税，原定2月4日生效但推迟至3月4日；非能源商品（含汽车零部件、工业品）统一加征25%关税，生效时间从原定2月4日延至4月2日；墨西哥全部进口商品适用25%税率，原定2月4日同步推迟至4月2日；中国除特定豁免品类外所有对美出口商品加征10%关税，维持3月4日生效且未予延期。2月3日，经美墨加三方紧急磋商，加拿大与墨西哥关税暂缓一个月执行，但对华措施维持强硬立场。2月13日，特朗普签署“对等关税”备忘录，要求贸易伙伴国关税水平与美国一致，为后续扩展制裁提供法理依据。2月26日，美国宣布对欧盟汽车及工业品加征25%关税，原计划4月2日实施但暂未明确最终时点。

3月12日，美国进一步扩大金属关税范围：所有进口钢铁、铝制品税率统一提至25%，新增日本为制裁对象，并计划自4月起对进口汽车加征25%关税。针对战略资源，3月1日启动对加拿大软木25%附加税调查，2月25日展开铜矿进口关税评估（潜在税率10%-15%）。政策调整伴随激烈反制，加拿大分阶段先对207亿美元美国商品（橙汁、家电等）加征25%关税，并威胁升级至1250亿美元（含汽车、飞机）；墨西哥暂停能源合作并联合加拿大向WTO提起诉讼；中国同步实施10%-15%报复性关税及稀土出口管制；欧盟加速推进碳边境税

立法，拟对 280 亿美元美国商品反制，涵盖化工、农产品等领域。动态博弈中，关税推迟与豁免成为关键筹码：3 月 11 日，美国撤回对加拿大钢铁铝制品 50%关税威胁，换取加方取消输美电力附加税计划；USMCA 汽车零部件豁免期延长至 5 月 3 日，为北美车企供应链调整预留窗口。截至 3 月末，特朗普关税工具箱仍存扩展空间，半导体芯片（潜在税率 25%+）、酒类（欧盟葡萄酒威胁 200%税率）等品类尚待落地，政策不确定性持续扰动大宗商品及外汇市场。

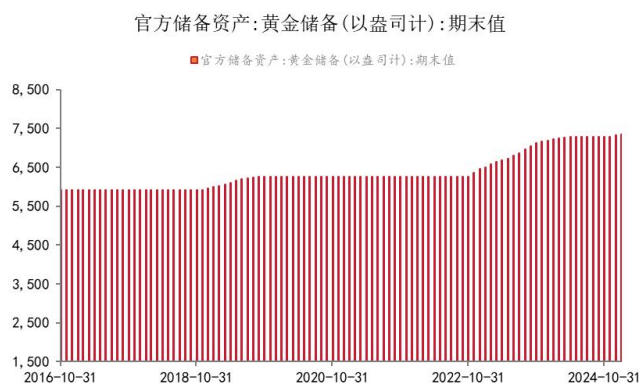
3. 供需分析

3.1. 黄金需求情况

2025 年全球央行延续“黄金增持潮”，2024 年各机构和央行购买黄金 1045 吨，占总需求约 21%，同比-1%，近几年全球央行每年买金量都维持在 1000 吨以上，大幅超过了历史估值中枢（600 吨）。中国作为核心驱动力量持续强化储备多元化。数据显示，2025 年 2 月中国官方黄金储备增至 7361 万盎司（约 2287 吨），环比增持 16 万盎司，为连续第四个月净买入，过去一年累计增持 142 万盎司（约 44 吨）。中国黄金储备占外汇储备比例不到 5%，显著低于全球央行平均黄金储备占比，更远低于美国、德国及法国等发达国家水平，增持空间依然广阔。从战略视角看，中国央行购金兼具三重目标：其一，对冲美元信用风险；其二，夯实人民币国际化锚定物（黄金储备量级与货币国际地位正相关）；其三，应对地缘博弈升级（美欧冻结俄外汇储备引发非美国国家警惕）。

全球层面，2024 年央行净购金量达 1044.6 吨，连续第三年突破千吨，占总需求约 21%，大幅超过了历史估值中枢（600 吨）。土耳其、印度、波兰等新兴市场央行同步扩表。展望二季度，持续购金趋势料将延续，央行购金需求将成为黄金市场的“压舱石”。叠加美联储降息周期下实际利率走低，2025 年黄金“货币属性+金融属性”共振上涨逻辑明确，央行购金需求对金价的边际定价权将进一步增强。

图 19 中国官方储备黄金



资料来源:IFinD, 东海期货研究所

图 20 央行增持与黄金走势对比



资料来源:IFinD, 东海期货研究所

3.2.投资端情况

一季度 SPDR 黄金持仓量一路上扬,截至 3 月底,SPDR 黄金持仓量从一月初的 872.52 大幅上涨至 933.38 吨,涨幅约 6.98%。1 月初至 2 月中旬持仓量一度在 860-870 吨附近震荡。进入二月下旬后,随着美政策博弈深化及中东冲突再起,避险资金回流推动持仓量快速上涨并在 3 月末站至 930 吨上方。COMEX 黄金非商业净多头持仓从 1 月初的 254,911 手攀升至 2 月 4 日峰值 302,508 手,但此后连续 7 周下降至 3 月 25 日的 249,796 手,降幅达 17.4%。金价屡创历史新高,部分多头存在获利了结操作。一季度持仓变动显示,黄金短期定价权逐步从央行购金主导的“战略配置”转向投机资金的“波段操作”。尽管地缘风险仍支撑金价中枢,但高价位下资金分歧加剧,SPDR 持仓与 COMEX 净多头的背离体现市场分歧。未来需关注美联储政策转向节奏及地缘“黑天鹅”对持仓结构的冲击。

SLV 持仓量先抑后扬,资金博弈加剧。一季度 SLV 白银持仓量呈现“高位回落-震荡反弹”格局:1 月初持仓量位于 14,400 吨上方,随后受美联储降息预期延后及工业需求疲软影响,2 月初快速下滑至 13,332 吨(2 月 6 日低点);3 月地缘风险升级(红海危机、美俄博弈)及光伏装机回暖预期推动资金回流,持仓量反弹至 14,148 吨(3 月 25 日),但季末再度回落至 13,933 吨,全季净流出约 3.53%。COMEX 白银非商业净多头持仓从 1 月 7 日的 40,948 手持续攀升至 3 月 18 日的 62,298 手(增幅 52%);但 3 月下旬持仓量回落至 60,950 手,显示市场投机热度边际降温。SLV 与 COMEX 持仓的短期背离凸显多空分歧。未来需关注二季度光伏装机数据及美联储政策转向节奏。

图 21 黄金 SPDR 持仓量



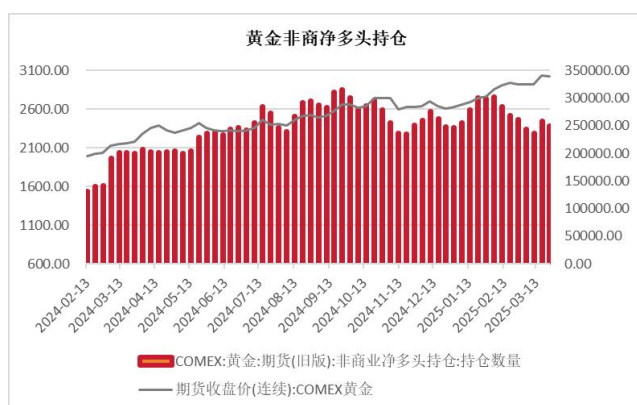
资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 22 白银 SLV 净持仓量



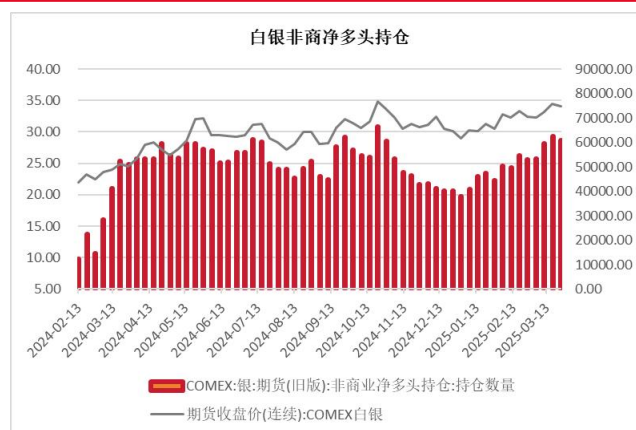
资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 23 黄金非商净多头持仓



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 24 白银非商净多头持仓



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

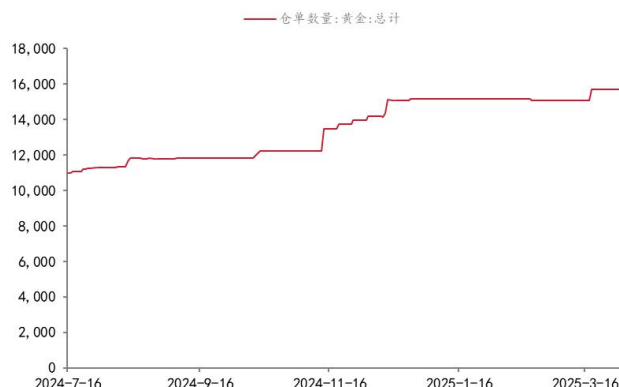
4. 市场分析

4.1. 资金分析

一季度上期所黄金仓单整体呈现“前低后高”特征: 1月至3月中旬, 仓单量基本稳定在 15,072-15,147 千克区间窄幅震荡, 反映国内市场现货交割需求平稳; 仅 3 月 18 日起仓单量增至 15,675 千克并维持至季末, 或与国内金价创历史新高后套保盘入场及交割月备货有关。COMEX 库存持续攀升, 一季度大幅增长 97.7%, 从 1 月 2 日的 21,908,776.26 盎司飙升至 4 月 1 日的 43,347,625.92 盎司, 创 2013 年以来最高水平。纽约-伦敦黄金价差吸引跨市套利资金入场, 纽约商品交易所 (COMEX) 的数据显示 2 月以来累计交割量近 800 万盎司。一般情况下, COMEX 黄金每月交割量在 10 万—30 万盎司左右。世界黄金协会的数据显示, 黄金周贷款年化利率一度升至约 10%(之前为 2%—3%)。目前, 黄金 COMEX 库存仍维持上涨趋势, 部分参与者认为实际流入美国的黄金总量可能远高于 Comex 所反映的数字。不同于黄金, 白银上期所仓单在整个一季度呈现出持续回落的态势, 截至 3.31, 白银仓单已跌至

1155203 千克，相较季度初期 1423048 千克回落超过 20%。COMEX 库存则与黄金一致，数据显示 COMEX 白银库存持续上涨，从 3.18 亿盎司增至 4.78 亿盎司，季度累计增幅达 50.3%。

图 25 上期所黄金仓单



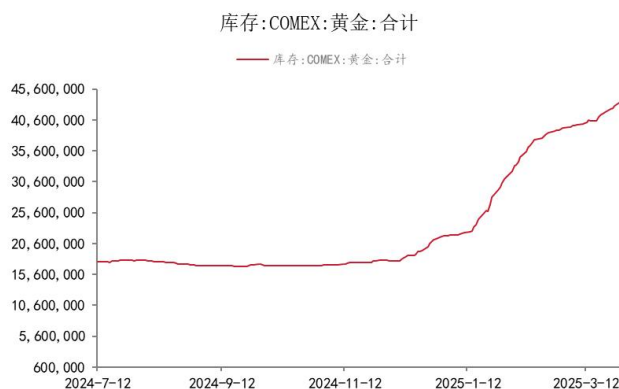
资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 26 上期所白银仓单



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 27 COMEX 黄金库存



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图 28 COMEX 白银库存



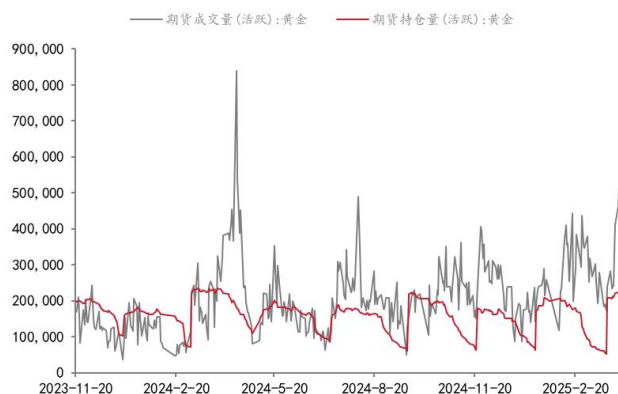
资料来源: IFinD, 东海期货研究所

4.2.持仓量&成交量

截至 2025 年 4 月 1 日，黄金期货成交量为 510,074 手，持仓量 219,054 手；白银期货成交量为 880,602 手，持仓量 454,230 手。一季度贵金属期货市场呈现 V 型特征，黄金成交量和持仓量于 2 月 21 日分别触及 384,739 手和 170,792 手的阶段性高点后震荡回落。主力换月后热情不减，月末成交量继续冲高至 462,428 手，持仓量也来到 223,123 手的高位区间；白银活跃度波动更为剧烈，2 月 17 日成交量飙升至 1,332,445 手，持仓量亦在 2 月 21 日达到 331,854 手，但 3 月中旬后持仓量骤降至 15 万手附近。月末持仓量大幅增长至 454,230 手，成交量的均值中枢也有所上移。结构上看，白银因兼具避险与工业属性，持仓量成

交易波动率明显高于黄金。展望二季度，若地缘风险再度升温或美联储政策转向提速，贵金属市场或重现“量价齐升”格局，但高持仓成本下的多空博弈或加剧短期波动。

图 29 黄金成交量



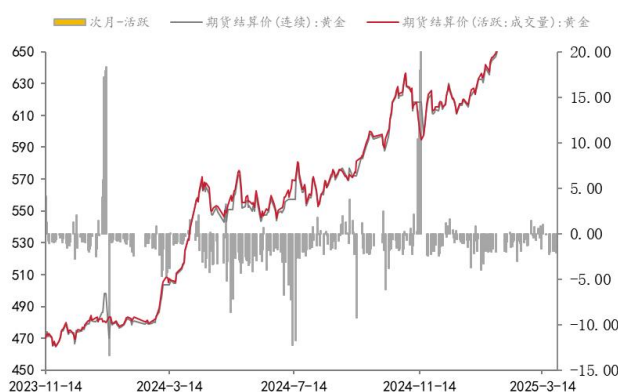
资料来源：IFind，东海期货研究所

图 30 白银成交量



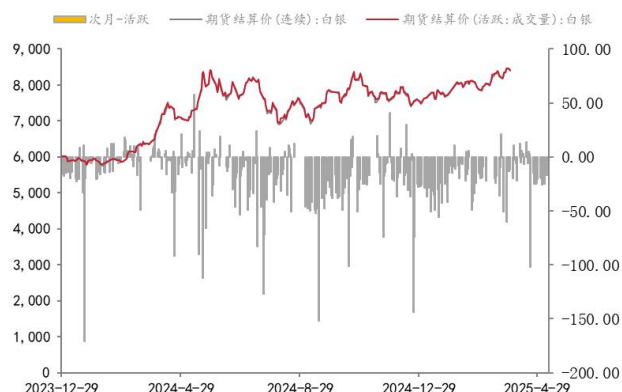
资料来源：IFind，东海期货研究所

图 31 黄金价差



资料来源：IFind，东海期货研究所

图 32 白银价差

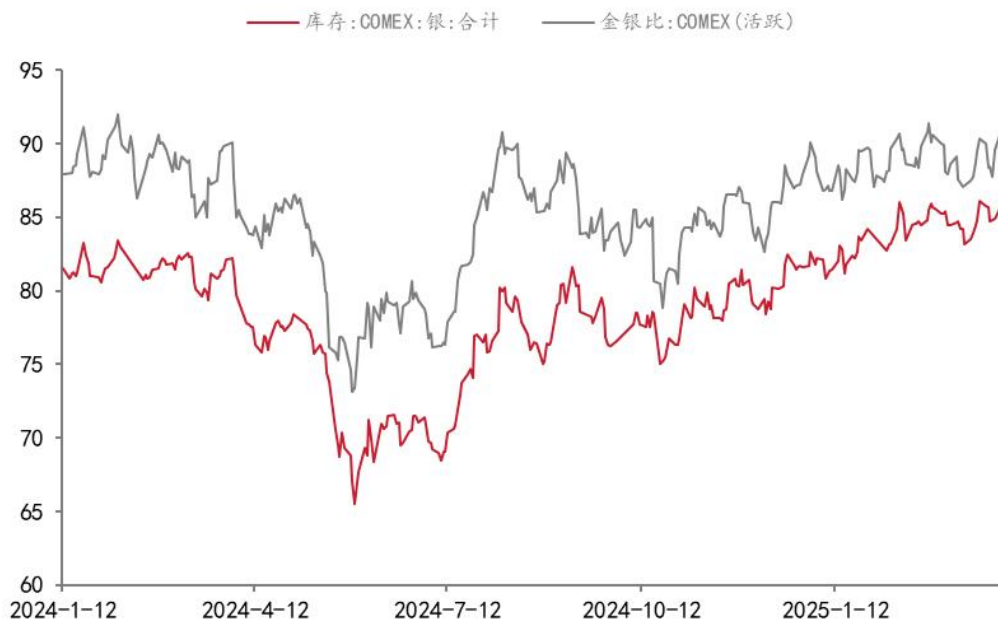


资料来源：IFind，东海期货研究所

4.3. 金银比

近期沪金银比价重回高位，从季度初的 81.74 涨至 87.32，纽约金银比更是已经突破 90 的整数关卡达到 91.61。主因黄金避险属性强化而白银受制于工业属性。从历史分位看，当前金银比处于近三年高位，远超过去三年均值均值（80.78）。从中长期来看，黄金的相对配置价值会持续压制白银，而在板块回调时，金银比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明确逻辑支撑，若金银比在近期大幅收敛至三年均值以下，可考虑择机入场做多金银比。

图 33 金银比



资料来源：IFind，东海期货研究所

5. 二季度策略展望

2025 年一季度贵金属市场在“避险-通胀-去美元化”三重逻辑共振下强势突破历史新高，纽约金价突破 3100 美元/盎司，沪金站上 720 元/克，地缘冲突、政策扰动及货币信用损耗为价格上行注入持续动能。展望二季度，贵金属市场核心矛盾将围绕“滞胀深化”与“政策路径博弈”展开：美国经济“服务业单极驱动”的脆弱性加剧，关税冲击显性化，叠加通胀黏性顽固，构成“滞胀螺旋”的现实风险，为贵金属提供抗通胀溢价支撑。美联储政策困局进一步凸显——尽管 3 月缩表规模缩减至 50 亿/月释放鸽派信号，但核心通胀黏性及债务压力迫使利率维持高位，市场降息预期与政策路径错配或加剧波动，黄金作为“零信用风险”资产的对冲价值强化。地缘层面，俄乌和谈僵局、中东冲突反复及台海博弈升温将持续激活避险需求，而特朗普关税武器化加速全球供应链区域化重构，非美国家央行购金与民间储蓄需求形成长期支撑。

黄金将延续“趋势性看涨”逻辑，三大驱动（滞胀避险、降息预期前置、去美元化）难以证伪，技术面突破 3000 美元后上方空间打开，但需警惕短期波动率抬升风险：若二季度美国经济数据加速恶化或地缘“黑天鹅”事件触发降息预期前置，金价或冲击 3300 美元；若关税推升通胀致美联储鹰派预期回摆，金价或回踩 2900-2950 美元支撑，建议回调中分批布局多单，并配合领口期权对冲尾部风险。白银则面临“工业属性拖累与补涨潜力”的博弈，一季度光伏装机淡季压制价格弹性，但二季度光伏装机转入旺季及 AI 基础设施投资加速或带动工业需求回暖，若回调至 28-30 美元/盎司区间可阶段性布局长线多单。

风险变量聚焦于：1) 特朗普关税对通胀传导超预期；2) 美联储政策转向滞后引发经济“硬着陆”；3) 地缘冲突外溢至能源供应链（如红海航运中断常态化）。整体而言，贵金属在滞胀深化、政策不确定性与货币体系重构的宏观背景下，仍是资产配置中不可或缺的“压舱石”，二季度维持黄金高位震荡偏强、白银伺机补涨的判断，建议以多头思路主导策略，中长期看，全球央行购金潮延续、美国债务货币化压力及“去美元化”进程将共同构筑黄金中长期牛市根基，任何由政策预期差引发的回调均为配置良机，上调 2025 年金价目标 3200-3300 美元/盎司，阶段性波动中枢上移至 2800-3000 美元区间。

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。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn