

类别

宏观贵金属周报

日期

2025 年 3 月 7 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198



中国加大逆周期调节力度应对外需不确定性

一、宏观环境评述

1.1 经济：美国经济短期衰退风险

2025 年初全球制造业景气度持续回升但服务业景气度有所走弱。2 月份摩根大通全球制造业 PMI 环比回升 0.5 个百分点至 50.6%，为 2024 年 7 月份以来最高值，显示欧美央行降息、中国一揽子经济刺激措施以及关税武器化威胁下的抢出口行为推动制造业景气度回升。全球服务业 PMI 环比回落 0.6 个百分点至 51.6%，主要是特朗普 2.0 新政的不确定性加重了企业观望情绪；全球综合 PMI 环比回落 0.3 个百分点至 51.5%，也是 2024 年 1 月份以来的最低值。

2 月份中国官方制造业 PMI 环比回升 1.1 个百分点至 50.2%，生产指数、新订单指数和企业采购量指数双双回到扩张区间，关税威胁下抢出口行为继续支撑中国短期经济；服务业 PMI 环比回落 0.3 个百分点至 50%，显示春季假期过后的季节性变化；但建筑业 PMI 环比回升 3.4 个百分点至 52.7%，与近期房企拿地热情升温相呼应，也反映财政扩张对基础设施建设的支持。

图1：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：主要经济体制造业PMI



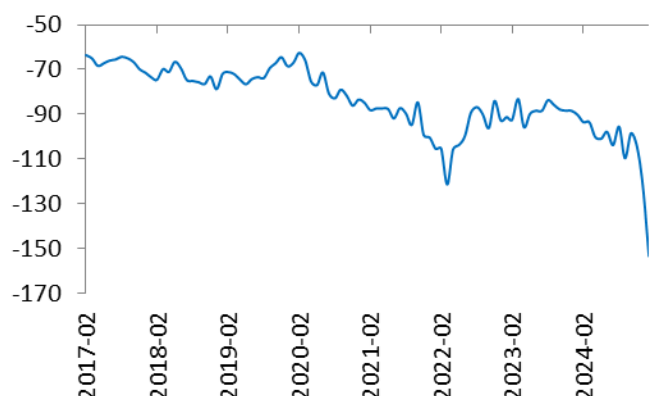
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2 月份美国 ISM 制造业 PMI 环比回落 0.6 个百分点至 50.3%，其中新订单指数、产出指数和就业指数均明显走弱但物价指数上行至 2022 年 7 月份以来最高值；服务业 PMI 环比回升 0.7 个百分点至 53.5%，新订单指数、就业指数和物价指数均环比回升。与之相比，2 月份美国 Markit 制造业 PMI 环比回升 1.5 个百分点至 52.7% 但服务业 PMI 环比回落 1.9 个百分点至 51%，ISM 与 Markit PMI 的反向波动或说明特朗普 2.0 新政对中小制造企业和大型制造服务单位有利。

2025 年 1 月份美国商品贸易赤字季调后达到 1533 亿美元，较前一月增长 313

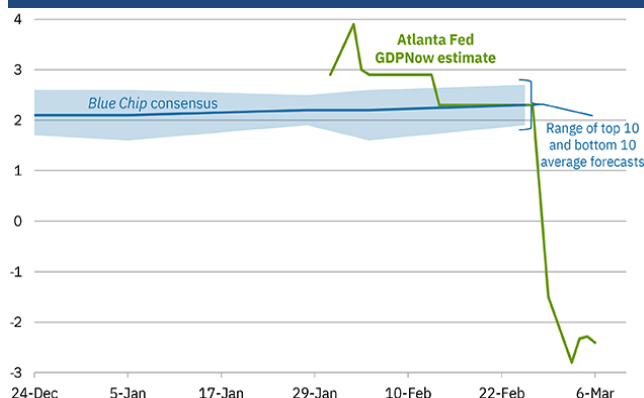
亿美元且为历史最高值，显示出关税威胁下的抢进口行为。在1月外贸数据和2月PMI数据发布之后，亚特兰大联储GDPNow模型将美国一季度实际GDP环比年率预估从2.3%下调到-2.4%，其中个人消费和固定资产投资分别拉动0.3和0.39个百分点，库存投资和政府支出分别拉动0.43和0.31个百分点，净出口拖累3.84个百分点。相比较，2024年四季度美国实际GDP环比年率增长2.35%，其中个人消费和政府支出分别拉动2.79和0.49个百分点，固定资产投资和库存投资分别拖累0.24和0.81个百分点，净出口拉动0.12个百分点。

图3：美国商品贸易盈余



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国一季度GDP预估



数据来源：GDPNow，建信期货研究发展部

2月份美国ADP私人非农就业新增7.7万，预期新增14万，前一月新增18.3万；新增就业岗位的减少主要集中在服务业，其中贸易、运输、公用事业以及教育和医疗保健行业的降幅最为显著，而商品生产公司的新增就业岗位增加大幅跃升。值得注意的是，该数据收集时间早于特朗普政府最近为缩减联邦政府规模而采取的大规模裁员行动。因此可能无法完全反映最新的就业形势。截至3月1日当周，美国初请失业金人数环比减少2.1万，近四周平均值上升到22.425万（1月底为21.7万）；截至2月22日当周，美国续请失业金人数环比上升4.2万至189.7万，为1月18日当周以来的最高值。新增ADP就业的走弱以及近期申请失业金人数的上升，都指向美国劳动力市场短期降温，但这与ISM2月份PMI的就业指数相背离。市场主流预期2月份美国新增非农就业16万而失业率维持在4%。

1.2 政策：中国加大逆周期调节力度

2025年政府工作报告提出，将2025年经济增长目标定在5%左右，持平于2024年；CPI增长目标由3%下调至2%左右；财政赤字从3%大幅提高至4%左右，赤字规模5.66万亿元，地方专项债规模从3.9万亿元增长至4.4万亿元；发行特别国债规模从2024年的1万亿元增加值1.8万亿元，其中发行1.3万亿元超长期特别国债（2024年为1万亿），发行5000亿元特别国债补充国有大型银行资本金；军

费预算增长 7.2%，占 GDP 比重维持在 1.5%。中国央行称今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息；目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，还有下行空间，还可研究降低结构性货币政策工具利率；进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，拓宽政策支持的覆盖面。

政府工作报告中的 2025 年政府工作任务将提振消费和提高投资效益放在第一位。消费提振将通过提高消费能力、增加优质供给和改善消费环境来实现，安排 3000 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新（2024 年为 1500 亿），中央预算内投资支持力度从 7000 亿元增长至 7350 亿元并进一步鼓励民间资本参与。政府工作报告对发展新质生产力从三方面进行部署：一是培育壮大新兴和未来产业，提到了商业航天、低空经济、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等。二是推动传统产业改造提升，提到“加快制造业重大基数改造升级、大规模设备更新和数字化转型。三是激发数字经济活力，要求持续推进“人工智能+”行动、扩大 5G 规模化应用、促进平台经济规范健康发展等。

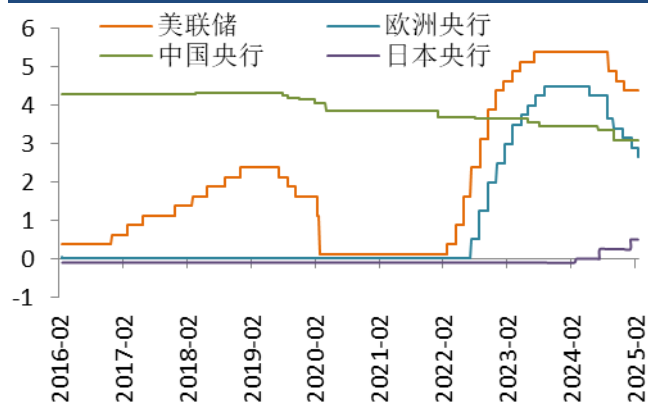
2 月 28 日乌克兰总统泽连斯基赴华盛顿与美国总统特朗普会晤，但两人在白宫新闻发布会上闹翻，此后美国暂停对乌克兰的军事援助、情报共享以及星链服务。泽连斯基周末赴乌克兰寻求欧洲领导人支持，但欧洲领导人的支持以美国安全保障为前提条件。3 月 4 日欧盟委员会主席冯德莱恩给欧盟成员国写了一封信，提出了一项“重新武装欧洲”（ReArm Europe）计划；该计划主要包括五项措施，重点是利用欧盟现有的财政工具，帮助成员国迅速且大幅提升国防支出：第一，允许成员国在不触发过度赤字程序的情况下大幅增加国防预算；第二，向成员国提供 1500 亿欧元的贷款用于国防投资，向乌克兰提供军事装备；第三，现有欧盟预算将更多资金用于国防相关投资；第四和第五，通过加速建立储蓄和投资联盟，以及通过欧洲投资银行来调动私人资本。3 月 5 日德国候任总理默茨表示，德国将修改宪法，豁免国防和安全支出的财政支出限制，以不惜一切代价保护国家；超过 1% 的国防支出将被豁免在债务刹车之外，允许地方政府增加借贷规模，并启动一个 5000 亿欧元的基础设施基金，用于投资交通、能源电网和住房等优先领域。

据《纽约时报》报道，特朗普希望与中国达成一个范围广泛的协议，协议内容包括中国承诺在美国大量投资以及购买更多美国商品，特朗普也希望协议涵盖关于核武器的安全问题。中美双方的官员和智库正在拟定计划书，要促成中国元首到特朗普的私人别墅海湖庄园会面；中方官员与智库也在研究可吸引特朗普的献议，并向中国商界征询看法。中方的献议可能包括在美国投资设立太阳能、电动车和电池工厂，创造 50 万个就业机会；中国企业与美国企业设立合资公司，持有少数股权，或授权美企使用中国科技；中国大量购买美国商品，在维护朝鲜半

岛和平以及重建乌克兰问题上合作，以及承诺维持美元作为主要全球货币。而中方可能要求美国减免一些关税，以及放宽对中国获取先进技术的出口限制。3月6日除匈牙利总理欧尔班外的欧盟领导人在乌克兰特别峰会上就进一步支持乌克兰达成协议，26个成员国在峰会声明中强调：欧洲和乌克兰必须在谈判桌上占有一席之地，停战必须是长期协议的先决条件；乌克兰必须得到安全保障，其领土完整必须得到尊重；欧盟加强对乌克兰的财政和军事支持。

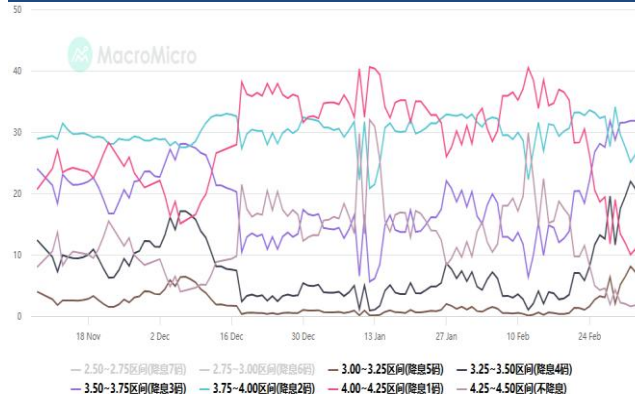
3月4日美国决定对墨西哥、加拿大和中国进口商品加征关税而三国也坚定反制。特朗普决定如期对加拿大和墨西哥征收25%关税，并称通过控制芬太尼流入美国来换取关税豁免的方案已不再可行，需要在美国建立汽车工厂等设施以避免关税；特朗普也以芬太尼问题为由，将对中国商品加征关税税率从10%提高到20%，中国国务院关税税则委员会发布公告，自2025年3月10日起，对原产于美国的鸡肉、小麦、玉米和棉花加征15%关税，对原产于美国的高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜和乳制品加征10%关税；中国商务部将莱多斯公司等15家美国实体列入出口管制管控名单，禁止向15家美国实体出口两用物项；将特科姆公司等10家实体列入不可靠实体清单，禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动以及在中国境内新增投资，禁止不可靠实体清单中的美国因美纳公司向中国出口基因测序仪。加拿大宣布对总值1550亿加元(约1070亿美元)的美国进口商品征收25%的反制关税，首批300亿加元商品关税将于3月4日生效，剩余1250亿加元商品关税措施将在21日后生效；墨西哥将于9日宣布针对美加征关税的反制措施，加拿大总理特鲁多和墨西哥总统谢因鲍姆均表示已经做好与特朗普谈判的准备。3月5日特朗普决定给予福特、通用汽车和斯特兰蒂斯汽车公司为期一个月的关税豁免，对其通过美墨加协定从墨西哥和加拿大进口的汽车产品免除25%的进口关税。

图5：美欧日中央行政利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：美联储2025年底政策利率预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

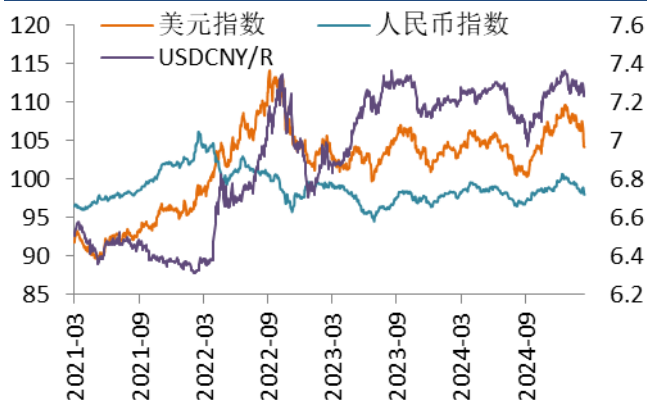
3月6日欧洲央行下调政策利率25BP,实现自2024年6月份以来的第六次降息,美欧政策利差从最小87.5BP扩大到172.5BP。欧洲央行表示利率正在变得不那么限制性,反通胀进程进展顺利,潜在价格数据显示将在持续的基础上实现2%目标(此前表示将在今年内实现通胀目标);这暗示通胀降温以及财政扩张预期可能使得欧洲央行放缓降息步伐。目前市场预期美联储将在6月、7月和10月会议分别降息25BP,概率分别为88.9%、59.2%和56.9%。

二、贵金属市场分析

2.1 美债利率与美元汇率

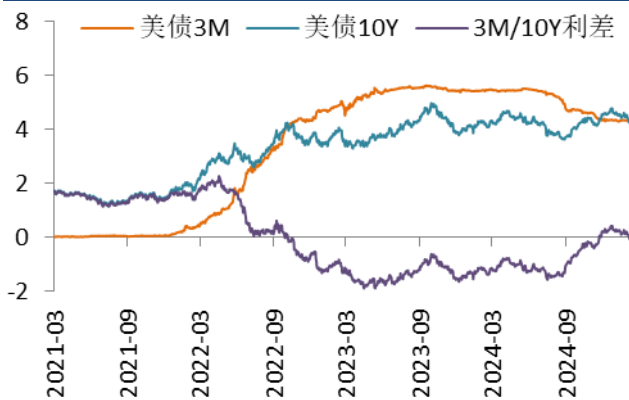
2025年初至今美元指数在冲高至110之后震荡回落到104附近,因新政不确定性、关税武器化、联邦机构整顿以及加州山火和禽流感等外部因素因素在短期内抑制美国经济增长动能,美联储探讨暂停或放缓缩表进程以应对债务上限问题解决前可能出现的美国银行系统准备金波动风险,特朗普强力介入俄乌冲突降低了地缘政治风险带来的避险需求,欧洲财政刺激预期显著提振欧洲国债利率和欧元汇率。全年看,由于美国政府财政扩张与美联储紧缩货币构成正反馈循环,特朗普2.0关税武器化在增强美国经济就业通胀韧性的同时也会削弱海外经济增长动能,我们预计2025年美元指数继续偏强运行,美元指数核心波动区间为103-114;但由于特朗普2.0新政以及外部短期因素对美国经济的冲击,在美国通过降税减费政策以及美国经济就业通胀韧性再度增强之前美元指数将有阶段性降温过程。特朗普2.0关税武器化威胁冲击中国外贸形势并施压人民币汇率,但有迹象表明中国决策层有意维持人民币汇率稳定,我们判断2025年人民币汇率整体偏弱但贬值幅度取决于中美博弈因此存在较大不确定性,人民币兑美元汇率核心波动区间为7.1-7.7。

图7：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国国债期限利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

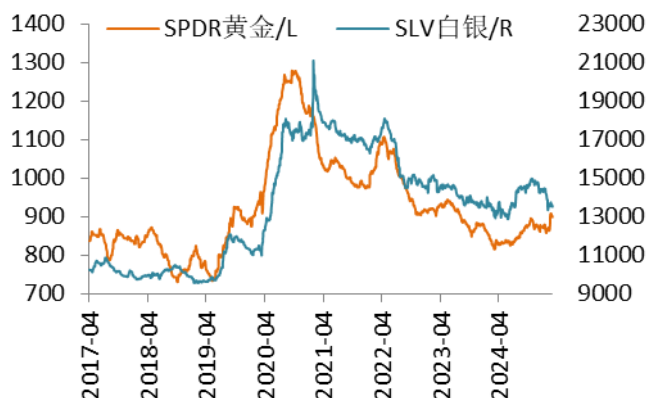
2024 年美国国债利率曲线利差从倒挂转为正向，3 个月期美债利率回落

103BP，而 2 年期和 10 年期国债利率分别上行 2BP 和 70BP，主要是就业市场缓解与通胀韧性减弱使得美联储开启降息进程，但美联储降息与美国政府财政扩张重新增强就业与通胀韧性。2025 年初至今美国 10 年期国债利率先从 4.58% 回升到 4.79% 再回落到 4.16%，特朗普对内大规模驱逐移民、整顿联邦机构以及对外关税武器化使得美国经济衰退风险显著上升，市场对美联储降息预期再度升温。全年看，美国政府财政扩张以及地缘政治机遇增强美国经济就业与通胀韧性，但美联储政策利率和美元汇率偏高运行也会抑制通胀压力，特朗普 2.0 新政不确定性提振避险需求，我们判断 2025 年美债利率大概率高位盘整，10 年期国债利率核心波动区间为 4-5%。

2.2 市场投资情绪

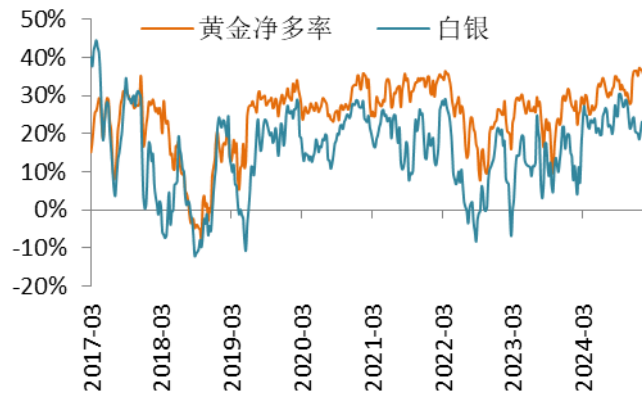
现货市场方面，2024 年初至 5 月上旬全球金银 ETF 持仓量继续延续 2022 年下半年以来的下降趋势，而在金银价格突破上涨 2 个月之后金银 ETF 持仓量也企稳回升，2025 年以来特朗普新政不确定性提振黄金 ETF 投资意愿但全球经济增长动能前景减弱抑制白银 ETF 投资意愿。2025 年 3 月 6 日 SPDR 黄金 ETF 持仓量为 898.64 吨，较 2024 年 5 月份阶段性低点高出 8.9%；SLV 白银 ETF 持仓量为 13509 吨，较 2024 年 10 月份阶段性高点回落 9.7%。

图9：贵金属ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：贵金属CFTC基金净多率



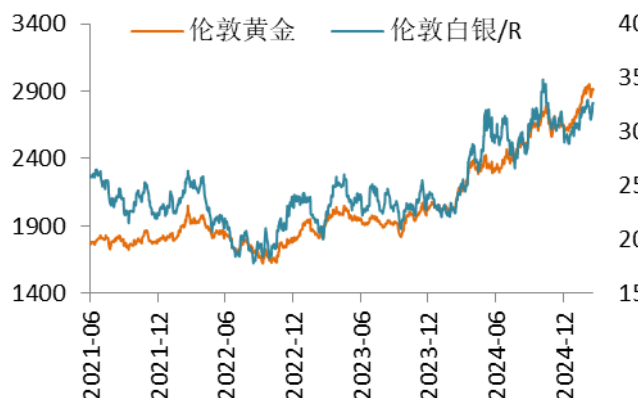
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在 CFTC 持仓方面，2025 年 2 月 25 日当周非商业机构分别减持黄金期货期权多单 9314 张和空单 1981 张，分别减持白银期货期权多单 7146 张和空单 4949 张，结果是金银基金净多率分别回升至 34.6% 和 26.7%；金银净多率的八年 COT 指标分别为 92.6% 和 72.9%，这意味着黄金市场机构多仓量处于高水平区间从而存在潜在踩踏风险而白银市场机构多仓量也处于偏高水平。因 CFTC 公布的持仓数据距离周报写作时间有 10 天，对行情指导意义不大。

2.3 贵金属回顾展望

从长周期看，百年变局和中美博弈推高地缘政治风险并冲击全球经济贸易货币体系，为贵金属带来地缘政治风险诱发的避险需求和全球贸易货币体系重组派生的储备分散化需求；2025 年特朗普重返白宫循丛林法则重构地缘战略空间并推动关税武器化，亲手摧毁二战后其主导建立的全球政治经济贸易货币体系，来自全球政经格局重组的避险需求将持续推高金价波动中枢。从中周期看，特朗普 2.0 新政对美国经济就业通胀韧性提振作用相对有限，美联储放缓降息步伐缩减降息幅度但不太可能转为加息，虽然美元指数偏强运行但美债利率上升空间相对有限，金价上涨斜率有所放缓且波动加大但大体上仍将延续上涨趋势，人民币对美元汇率贬值使得人民币金价相对美元金价更为坚挺，银价因制造业库存周期转折以及特朗普 2.0 新政冲击而相对偏弱。

图11：伦敦金银走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：上海金银走势



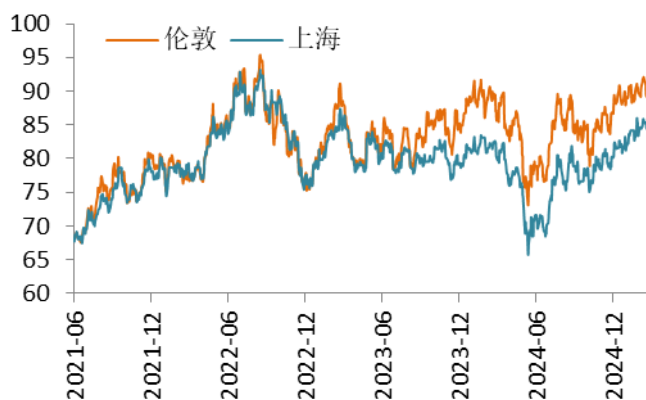
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

短期看，2024 年底以来金价在中国印度年底节日消费旺季预期、特朗普 2.0 新政不确定性引发的避险需求、美元汇率和美债利率偏弱回落、美国经济短期衰退风险上升以及美联储降息预期升温等因素影响下重新开始新一轮上涨。目前看金饰节日消费旺季已经结束，关税武器化引发的避险需求因关税政策反复而减弱，俄乌冲突和巴以冲突缓解前景也削弱了来自地缘政治风险的避险需求，加上黄金市盈率偏高以及机构多头仓位偏重也使得金价具有较大的内在脆弱性，因此金价上涨动能有所减弱且波动性有所上升。但美国经济短期衰退风险不减，偏高估值水平的美股有进一步调整空间，美联储降息预期可能继续升温，来自美国经济和金融市场的避险需求可能继续支撑金价偏强运行，建议投资者在设好止损的情况下继续持偏多思路参与交易，关注伦敦黄金在 2850 美元/盎司、人民币金价在 668 元/克附近的支撑力度。

2.4 贵金属相关图表

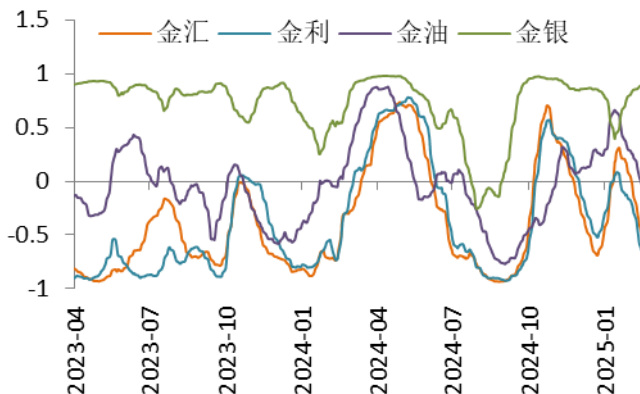
周五伦敦和上海金银比值分别为 89.3 和 84.3, 2024 年 6 月份以来震荡回升, 主要受全球制造业补库力度偏弱和特朗普 2.0 新政影响。黄金与美元汇率和美债利率负相关程度进一步加深, 因美国短期经济增长动能走弱打压美元汇率和美债利率同时提振黄金的避险需求; 黄金与原油之间由正相关转为负相关, 因特朗普 2.0 新政打压油价但提振黄金的避险需求; 黄金与白银的正相关性有所增强, 因为全球经济增长动能短期仍显韧性。

图13: 沪伦金银比值



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图14: 伦敦黄金与其他资产相关性



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图15: 伦敦黄金与美元指数



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图16: 伦敦黄金与美债实际利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

【建信期货研报中心】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913

电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

总部金融机构业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室

电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533 转5

邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com

网址:<http://www.ccbfutures.com>