

宏观金银宏观周报：

国内喜忧参半，海外数据“打架”，特朗普持续搅动资产价格

王维芒

资格编号：Z0000148

邮箱：Wangwm@zhqh.com.cn

中辉期货

时间：2025.02.08

【宏观总结】 大类资产，特朗普政经地缘等避险押注增加，黄金上涨，宏观情绪刺激基本金属走高，特朗普施压原油价格回落。**海外经济**，美国就业数据打架，美国PMI数据超预期走好，另外短期各国通胀低于预期，货币预期宽松，特朗普上任政令变化大，秩序重建较多。**中国经济**，国内PMI整体回落，房地产市场分化，央行净回笼资金。

【金银逻辑】 贸易脱钩持续存在，地缘变数较多，G2关系走跌，流动性宽松环境，支撑黄金长期走高，短期美元会带来波动，但是不改变黄金中长期避险属性。

【金银策略】 特朗普交易是金银市场的主要矛盾主线，另外贸易摩擦、新的局部地缘争端再起，未来四年全球经济失序加剧，黄金战略价值仍然存在，**长线继续做多**。国内刺激政策和美国、日本经济增长预期尚可，白银基本面供需没有意外，短期跟随黄金和经济预期波动，主力合约冲高回落，白银继续高位区间调整思路对待。

【关注】 国内政策成效、特朗普变数，地缘和美数据（投资有风险 入市需谨慎）



1

特朗普交易主导资产价格波动

2

海外未来降息预期分歧大

3

国内数据喜忧参半

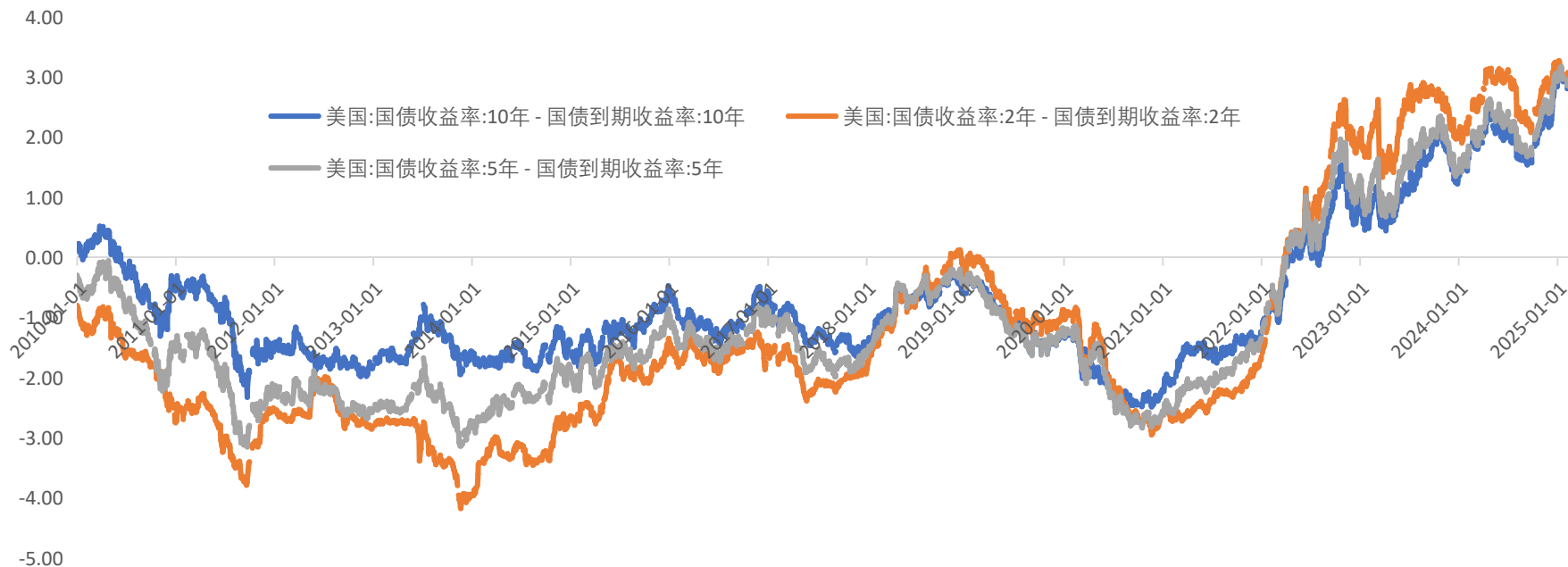
4

地缘变数和流动性预期致金价走高

01

资本市场

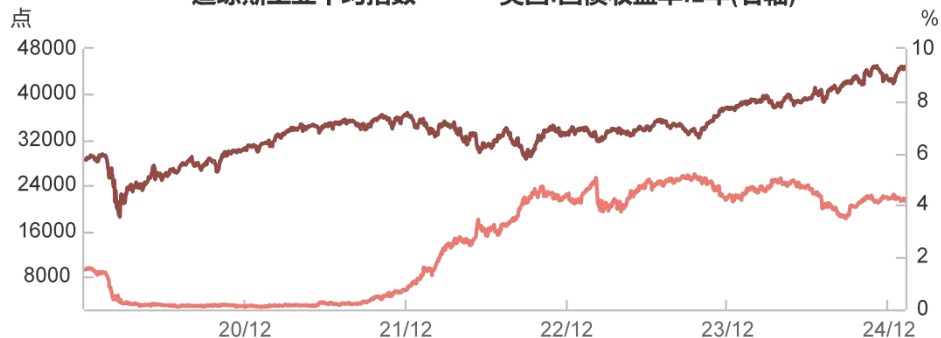
美中利差本周震荡，与节前基本持平



- 美国数据反复、美联储没有降息，特朗普动作反复，美债利率震荡
- 国内流动性预期明显，央行公开市场操作频繁
- 国内人工智能拉动人民币回落走高，利率表现有韧性
- 10年利率差为2.89%，2年利差为3.07%，5年利差为2.95%。

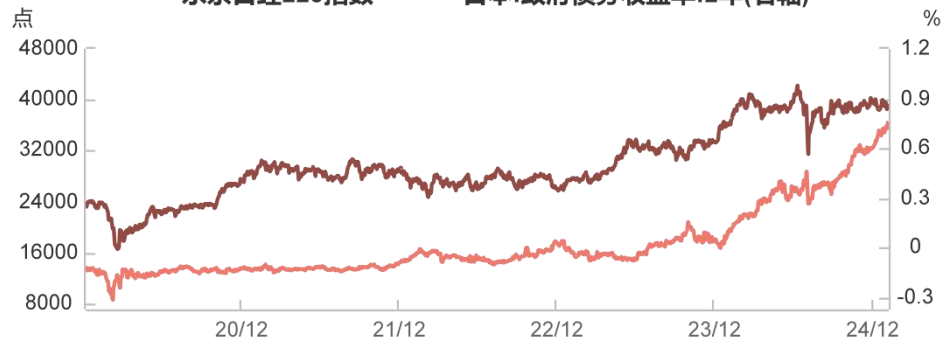
特朗普言论反复，全球股市波动剧烈

— 道琼斯工业平均指数 — 美国:国债收益率:2年(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 东京日经225指数 — 日本:政府债券收益率:2年(右轴)



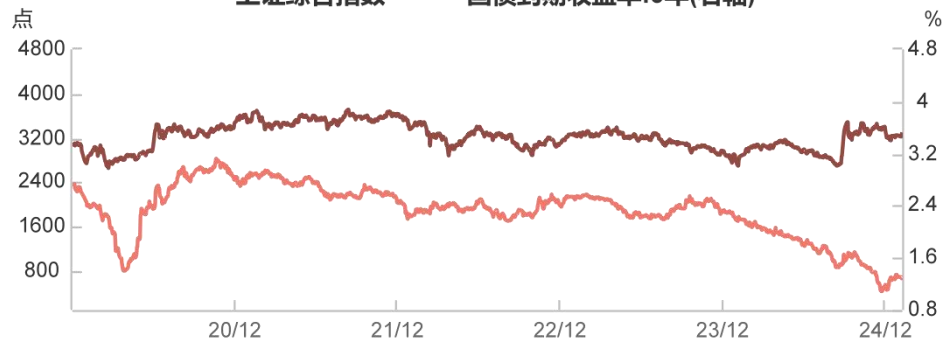
来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 德国法兰克福DAX指数 — 德国:国债收益率:2年(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

— 上证综合指数 — 国债到期收益率:3年(右轴)

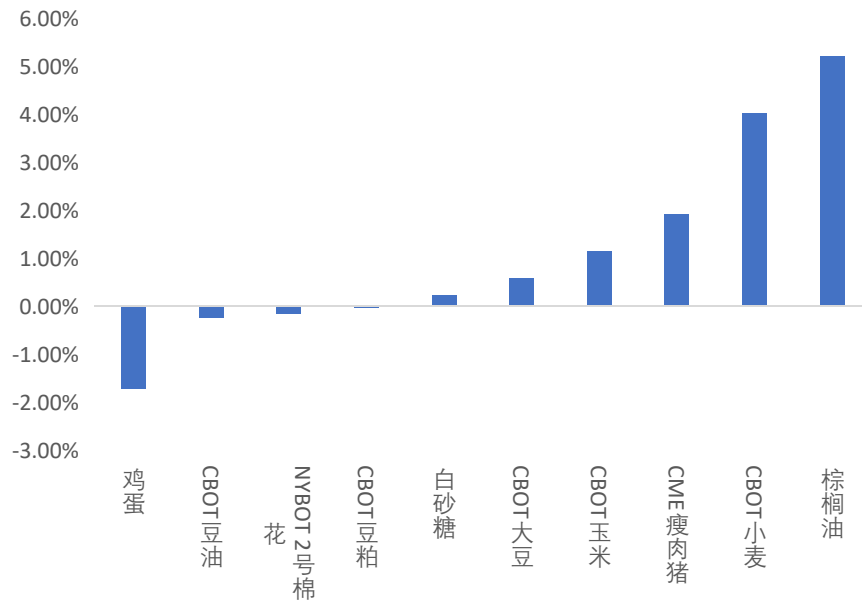
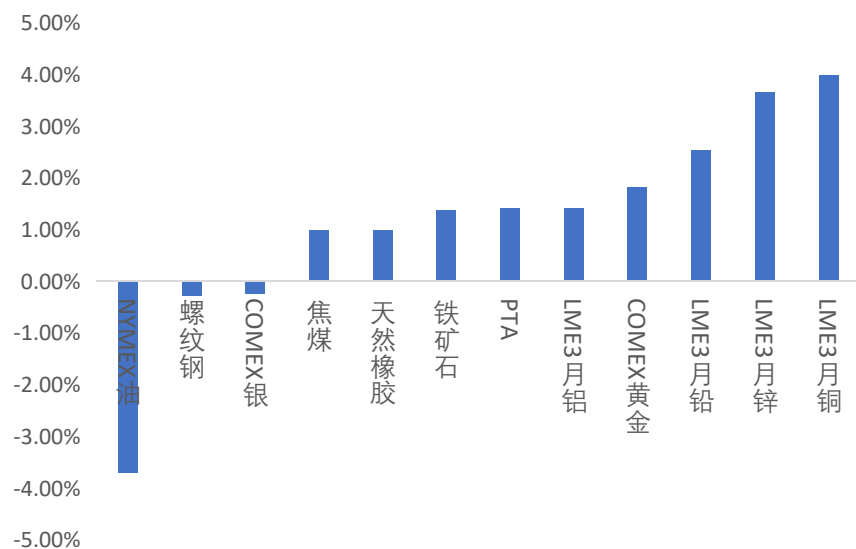


来源:同花顺,中辉期货有限公司



- 英国长期借贷成本飙升、英镑大幅贬值、利率走低，日本加息符合预期利率较高。
- 美国通胀预期走低，美元强势萦绕，美债利率冲高回落
- 欧洲央行降息，利率较低

宏观预期影响基本金属走高，避险致黄金走高



- 地缘避险影响，黄金再创新高
- 全球再通胀交易以及国内经济预期回升，有色金属上涨。
- 特朗普施压原油增产，原油价格大幅走低，能化板块承压
- 美国USDA报告，农产品逻辑不一

02

海外经济



美国就业市场数据喜忧参半



来源:同花顺,中辉期货有限公司



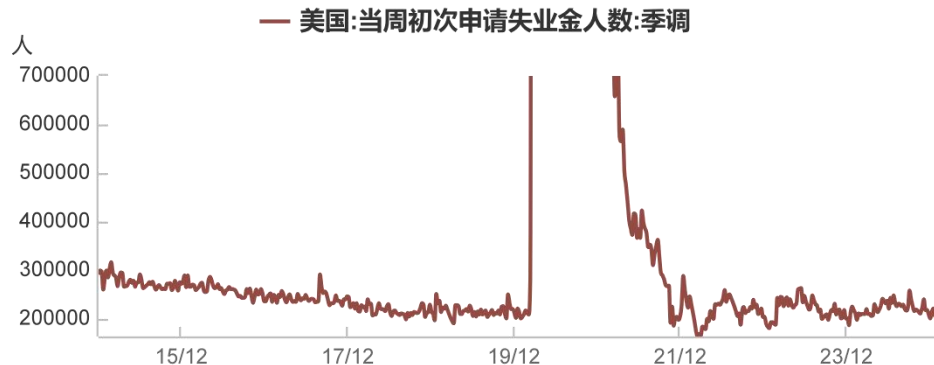
来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国1月非农就业人口增长14.3万人,为三个月最低水平,远不及预期的17.5万人。与此同时,12月新增就业人数从25.6万大幅上修,至30.7万。11月数据也上修。11月和12月合计上修10万人。

1月失业率为4%,低于预期和前值的4.1%。不过需要注意的是,由于人口调整,该失业率数据与前几个月不完全可比。尽管如此,美国劳工统计局表示,若排除人口调整的影响,失业率仍相比12月有所下降。

美国1月非农数据喜忧参半,当月新增就业岗位仅为14.3万个,低于市场预期,但其他数据却传递出积极信号,如失业率从4.1%降至4%、11月和12月就业数据大幅上调、1月平均时薪增幅超预期,引发通胀担忧。

美国高频就业数据存在不确定性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

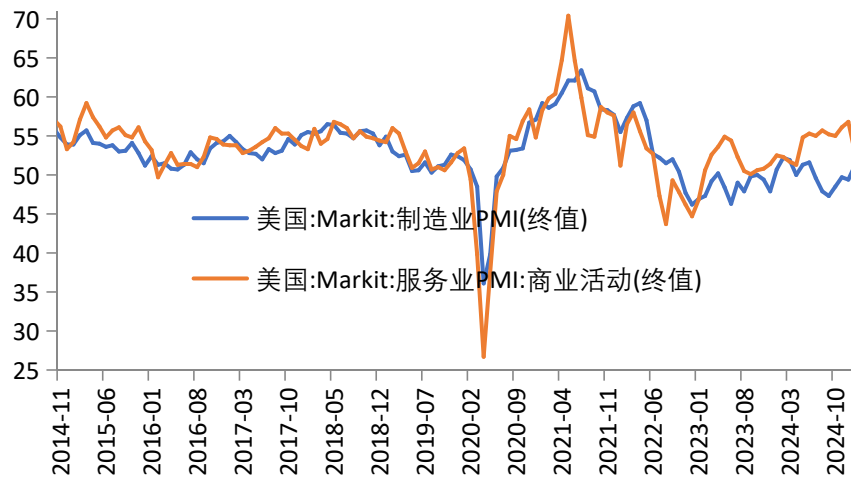
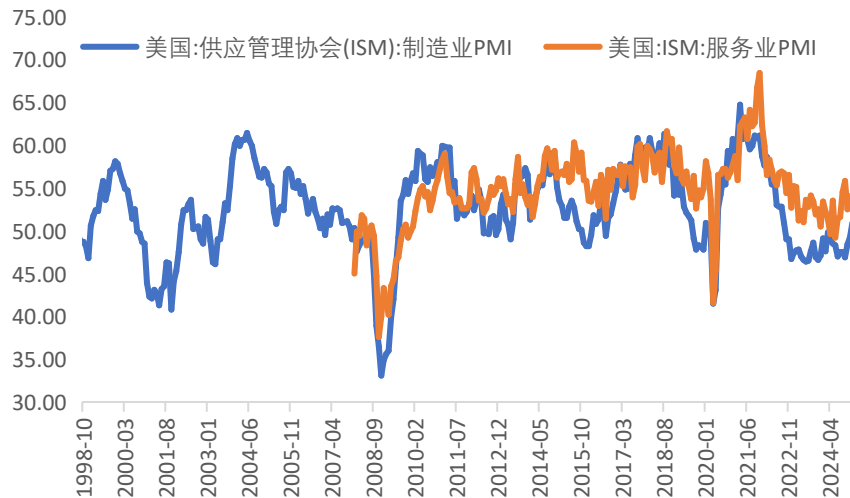


来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国2月1日当周首次申请失业救济人数21.9万人，高于预期的21.4万人，较数十年来的最低水平（20.8万）略有上升。这份数据显示美国上周首次申领失业救济人数有所回升，但仍然相对温和。

美国12月JOLTS职位空缺760万人，为去年9月以来的最低水平，也是后疫情时期的第二低，预期为800万人，11月前值从809.8万人上修至816万人。本次数据低于媒体调查的几乎所有经济学家的预期，单月剧减约56万人。

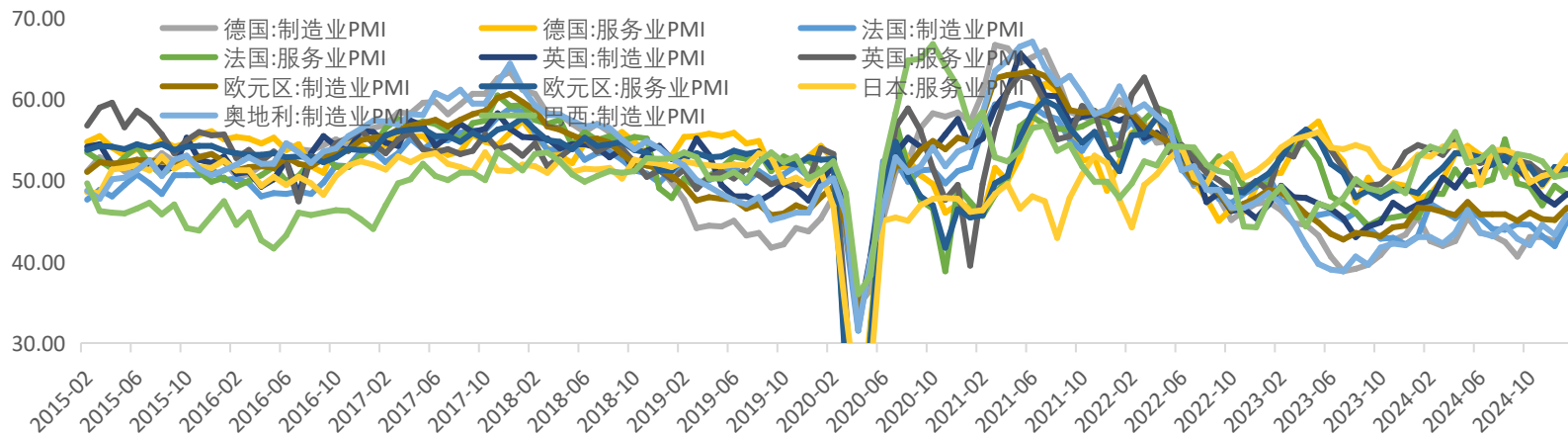
美国ISM制造业强劲、服务业数据走低



美国1月ISM制造业指数50.9，创2022年9月以来新高，预期50，12月前值为49.3。主要是受订单增长和生产加快的推动，就业也重回扩张，物价支付指数创去年5月以来的最高。不过，本次ISM制造业的调查是在特朗普宣布关税之前进行的，此举有可能扰乱美国生产商的供应链。

美国1月ISM服务业PMI为52.8，预期54，前值54.1。50为荣枯分水岭。1月的服务业PMI数据略高于去年的平均水平。去年二季度以来，美国服务业PMI波动较大，4月和6月的ISM服务业PMI均陷入萎缩。

多国制造业PMI走软

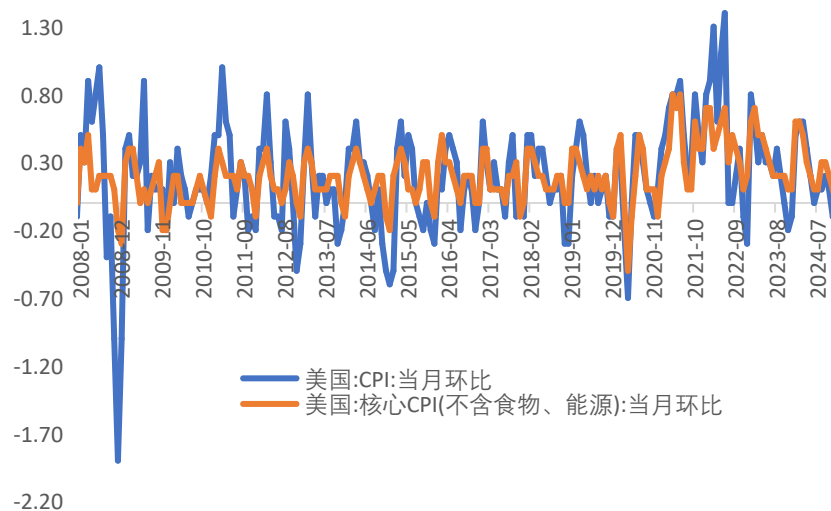
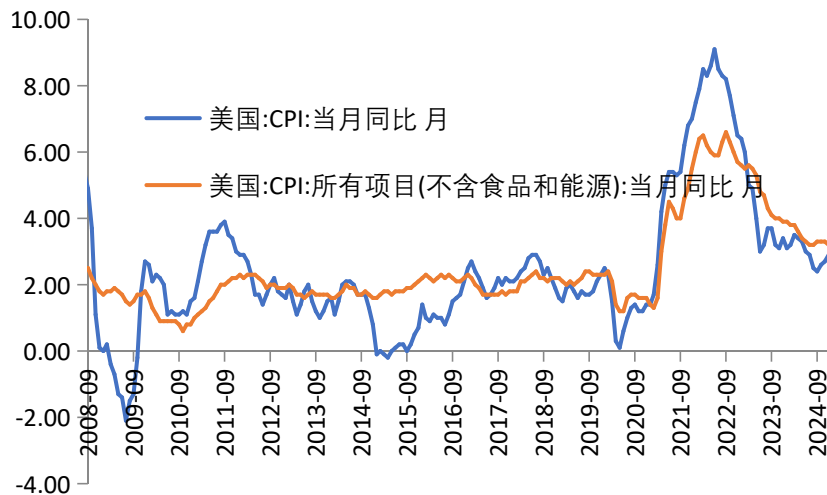


2025年1月，欧洲制造业PMI整体呈现弱势恢复态势。欧元区制造业PMI初值为46.1，终值修正为46.6，虽仍处于收缩区间，但收缩速度有所放缓；综合PMI初值为50.2，自2024年8月以来首次重回扩张区间。

主要经济体中，德国制造业PMI初值为44.1，较上月上升1.6个百分点，仍处于收缩区间，但降幅显著收窄，其综合PMI初值为50.1，结束了连续六个月的收缩态势；法国制造业PMI初值为45.3，较上月上升3.4个百分点，仍处于收缩区间，综合PMI初值为48.3，连续第五个月低于50荣枯线，但下降速度有所放缓。

尽管制造业整体仍面临挑战，但欧元区服务业PMI初值为51.4，仍处于扩张区间，对综合PMI回升起到一定支撑作用，显示出欧洲经济在年初有初步复苏迹象，但需求疲软和通胀等问题依然是经济复苏的重要挑战。。

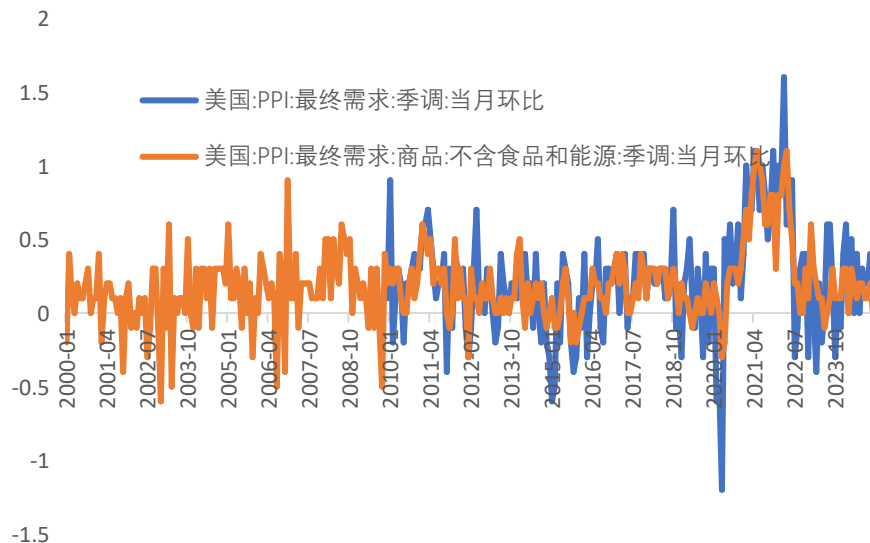
美国CPI通胀低于预期



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国12月CPI同比上涨2.9%，预期值2.9%，前值2.7%，12月核心CPI同比上涨3.2%，低于预期3.3%，前值3.3%。12月CPI环比上涨0.4%符合预期，前值0.3%。核心CPI环比上涨0.2%，低于预期值和前值的0.3%。美国12月CPI数据公布后，交易员预期美联储将进一步放松政策。

美国PPI通胀低于预期

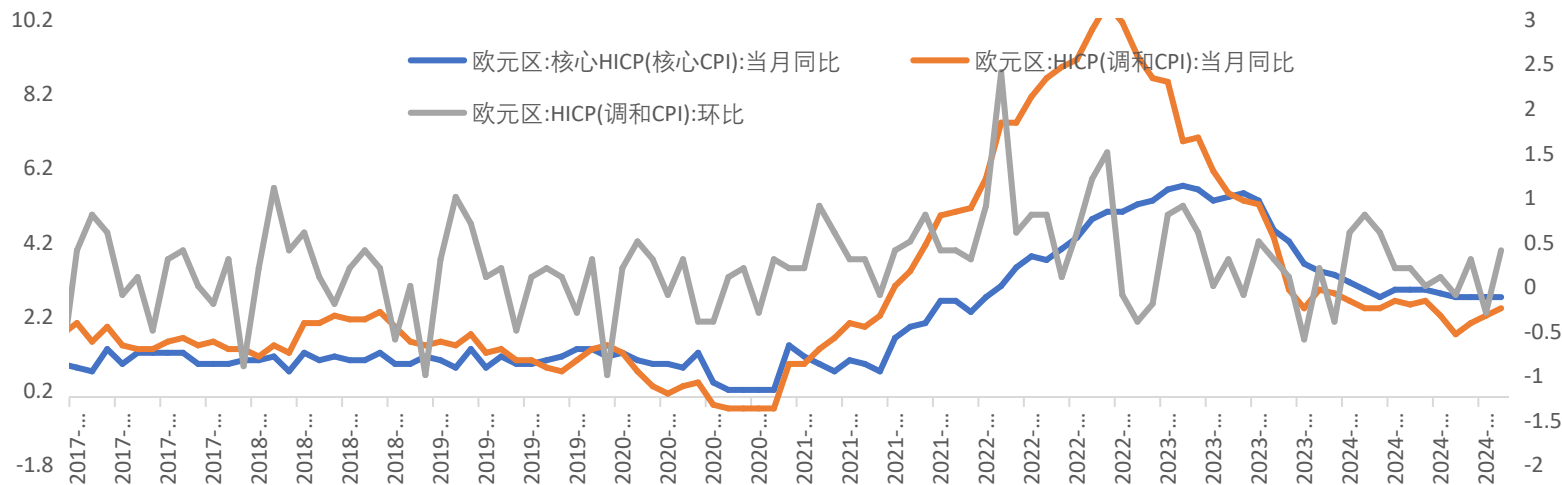


来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国12月PPI同比上涨3.3%，为2023年2月以来的最高，高于11月的3%，增幅低于预期值的3.5%，但远高于2023年时1.1%的增幅。不包括食品和能源的核心PPI同比上涨3.5%，为2023年2月以来的最高，高于11月的3.4%，低于预期的3.8%。

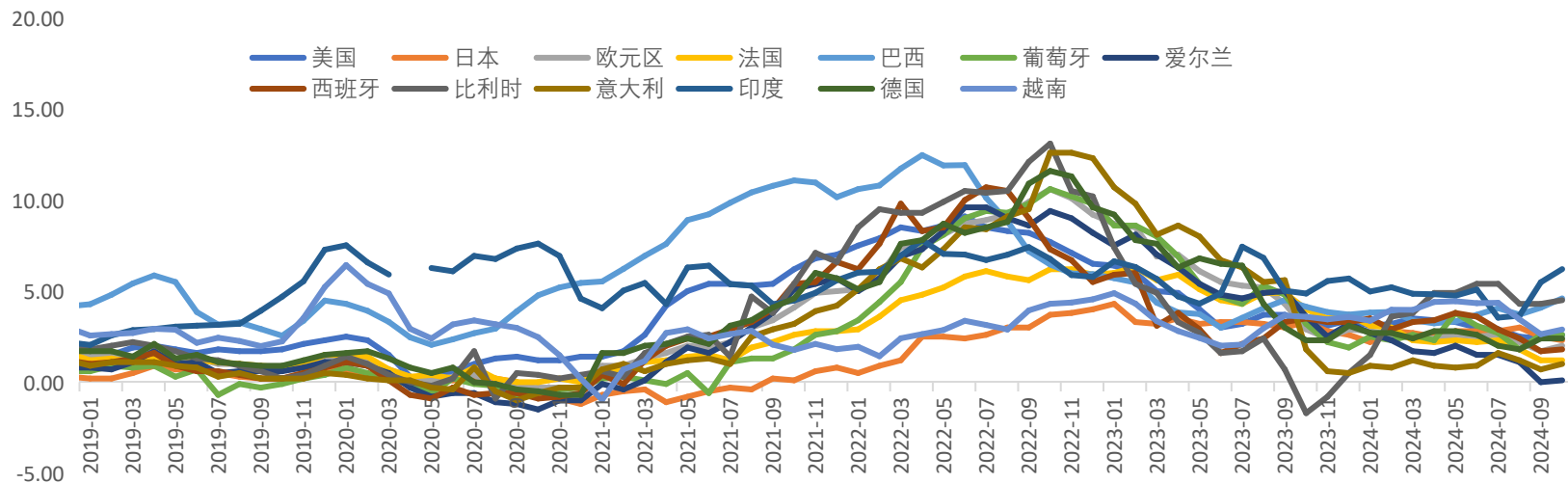
美国12月份PPI意外低于预期，这可能有助于缓解人们对挥之不去的价格压力的担忧

欧元区通胀有所反复



欧元区2024年12月通胀同比增长2.4%，高于11月的2.2%，连续第三个月回升。能源价格反弹（同比上涨0.1%）和服务价格上涨（同比增长4.0%）是主要推动因素，而食品和非能源工业品价格涨幅相对温和。核心通胀保持稳定，同比上涨2.7%。主要经济体中，德国通胀率较高（2.9%），法国和意大利则低于平均水平（分别为1.8%和1.4%）。劳动力市场紧张和季节性因素也对通胀产生了影响。

欧洲央行在12月下调利率25个基点，预计2025年将进一步降息，同时通胀将逐步回归2%的目标水平。总体来看，通胀反弹反映了能源价格波动和服务业成本上升的压力，但核心通胀的稳定表明长期通胀压力可控。



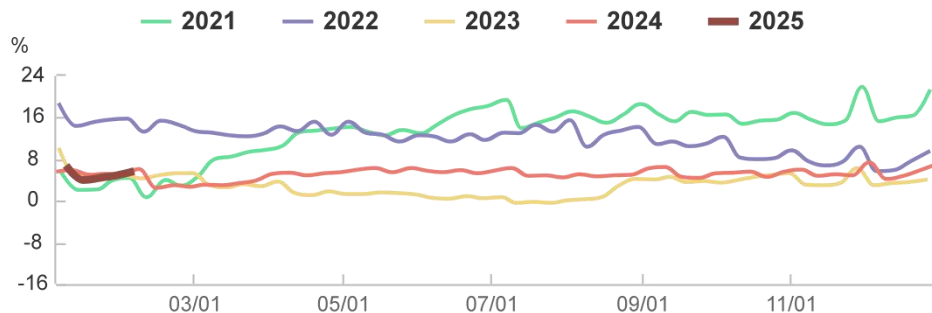
来源:同花顺,中辉期货有限公司

- 德国统计局发布数据显示, 12月份消费者价格指数(CPI)同比上涨2.9%, 高于前一个月的2.4%, 同时也高于分析师的预期的2.6%。能源和食品价格上涨是推动通胀加速的主要因素。
- 英国12月消费者价格指数(CPI)同比上涨2.5%, 低于11月和经济学家普遍预期的2.6%。同时, 剔除能源、食品、酒精和烟草价格的核心通胀率也从11月的3.5%进一步下降至3.2%。。
- 印度统计局发布的数据, 11月CPI同比上涨5.48%, 符合经济学家的预测, 较10月份6.21%的14个月高点明显回落, 显示出通胀压力有所缓解。

美国销售指标喜忧参半



美国:红皮书同店零售销售指数



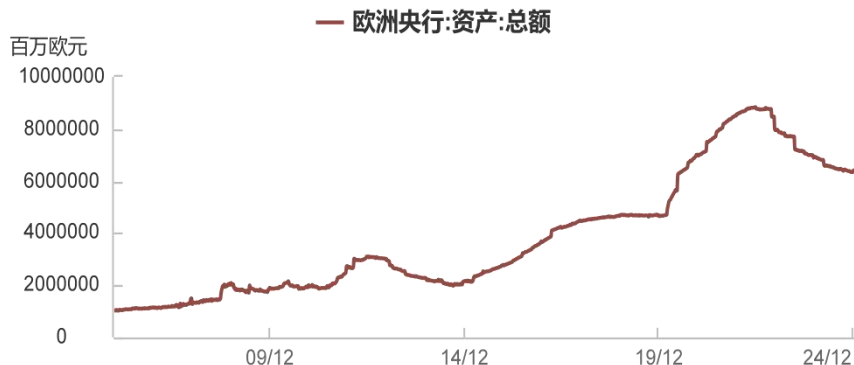
美国2月密歇根大学消费者信心指数初值67.8,创七个月新低,大幅不及预期的71.8,1月前值为71.1。本次消费者信心低于媒体调查的所有经济学家的预测。

美国密歇根大学消费者信心意外创七个月新低,关税担忧导致短期通胀预期大涨,一年期通胀预期飙升至4.3%,创15个月新高,5年通胀预期与2022年通胀峰值期间持平,凸显人们对美国物价感到惶恐不安。。

美国12月零售销售环比上涨0.4%,低于预期的0.6%,前值为0.7%,主要因为建筑材料和食品服务拖累。不包括食品服务、汽车经销商、建筑材料商店和加油站的控制组销售额(用于政府计算国内生产总值的商品支出)在12月增长了0.7%,为三个月来最高。

美国红皮书同店零售销售表现尚可。

本月美联储、欧央行缩表



截至2025年2月4日，美联储资产负债表规模6.81万亿，连续缩表，今年以来美联储缩表750亿。

截至2025年1月31日，日本央行资产负债表规模744万亿，本周小幅扩表，扩表43亿

截至2025年1月31日，过去1周欧洲央行缩表143亿，目前资产负债表总额6.39万亿欧元

降息进展（除日本巴西外，其他国家宽松）

- ✓ 日本央行（1月24日）加息25个基点，将政策利率从0.25%上调至0.50%。这是自2008年10月以来的最高利率水平。原因：日本央行认为2025年通胀上行势头增长，且2025年春斗有望取得较好薪资增速，为加息提供支撑。
- ✓ 加拿大央行（1月29日）降息25个基点，将基准利率下调至3.00%，为连续第6次降息。原因：经济放缓迹象明显，需要通过降息刺激经济增长。
- ✓ 瑞典央行（1月29日）降息25个基点，将政策利率下调至2.25%，为两年多来的最低水平。原因：经济面临增长压力，降息以支持经济复苏。
- ✓ 美联储（1月30日）维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.50%不变。原因：经济活动持续稳步扩张，劳动力市场保持强劲，但通胀仍略高于长期目标。美联储决定暂停降息，等待更多数据支持。
- ✓ 欧洲央行（1月30日）降息25个基点，将存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别降至2.75%、2.90%和3.15%。原因：经济复苏仍需支持，降息以刺激经济和通胀。
- ✓ 巴西央行（1月30日）加息100个基点，将基准利率提高至13.25%，为连续第4次加息。原因：国内经济面临不确定性，需要通过加息应对通胀压力。
- ✓ 英国央行（2月6日）降息25个基点。原因：经济面临增长压力，降息以支持经济复苏。

自2025年1月20日特朗普正式就任美国第47任总统以来，其政策动向主要集中在以下几个方面：

行政令的签署与实施：特朗普在就职首日签署了超过100项行政命令。

关税政策：特朗普计划对墨西哥和加拿大征收25%的进口关税，并对中国产品征收10%的关税。**移民政策：**特朗普宣布南部边境进入紧急状态，启动大规模驱逐计划，并计划使用军事资产加强边境管控。**能源政策：**他宣布国家能源紧急状态，推动传统能源产业的发展，撤销拜登政府的新能源政策，如电动汽车授权。

贸易政策的调整：特朗普在贸易政策上延续了“美国优先”的理念，签署了《美国优先贸易政策》总统备忘录，为未来的关税调整和贸易谈判预留了空间。他计划通过关税手段保护美国制造业，减少贸易逆差，并成立“对外税收服务局”专门负责关税征收。

外交政策的转向：特朗普的外交政策更加注重“权衡”与“交易”，强调现实主义。他在就职后迅速采取行动，试图通过谈判结束俄乌冲突，并重新评估美墨加协定对美国工人和企业的影响。此外，他还邀请了部分外国领导人参加就职典礼，试图打破传统外交惯例。

科技与产业政策：特朗普在科技领域加强对华限制，计划通过投资审查、出口管制和进口限制等手段保护美国的技术优势。他还强调传统能源的核心地位，推动制造业回流美国。

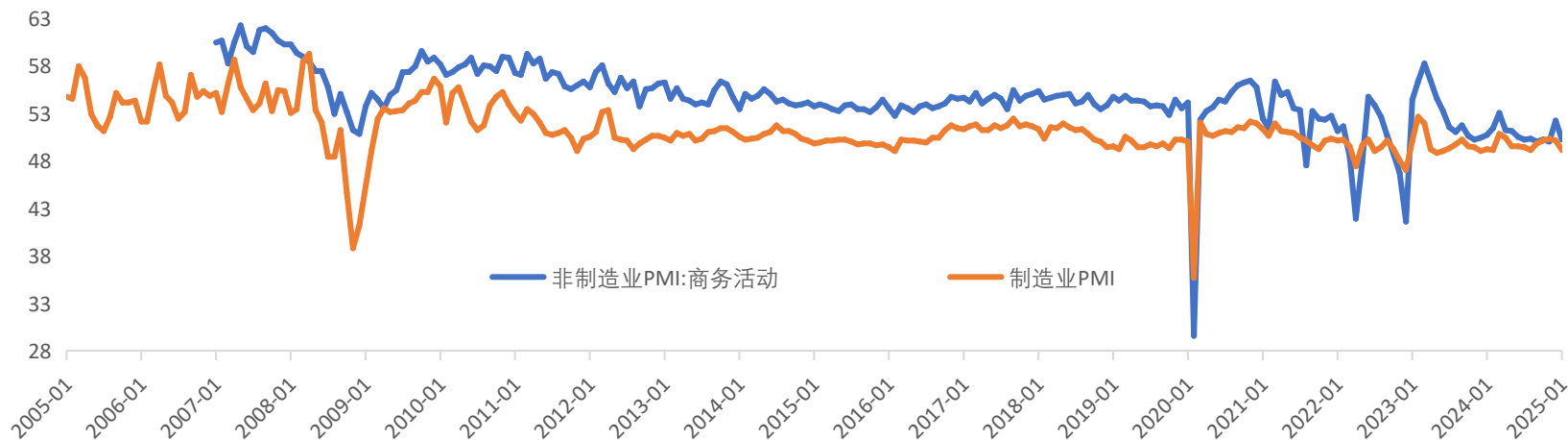
对华政策的延续与调整：特朗普在对华政策上延续了强硬立场，计划通过关税和科技限制施压中国。他重新审查了《美中经济与贸易协议》，并可能在未来采取更严厉的措施。

特朗普上任以来的政策动向显示出其强烈的“美国优先”理念，通过行政令快速推进竞选承诺，同时在贸易、移民、能源等领域采取强硬措施。这些政策不仅对美国国内经济和政治产生深远影响，也对全球经济和国际关系带来了不确定性。

03

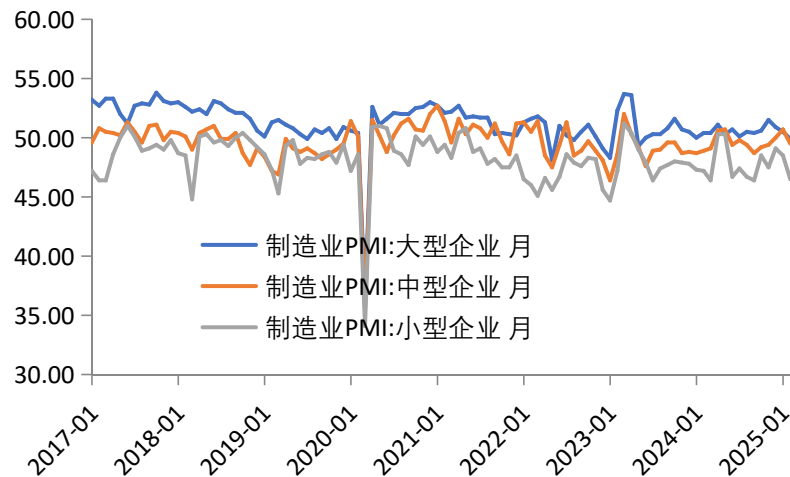
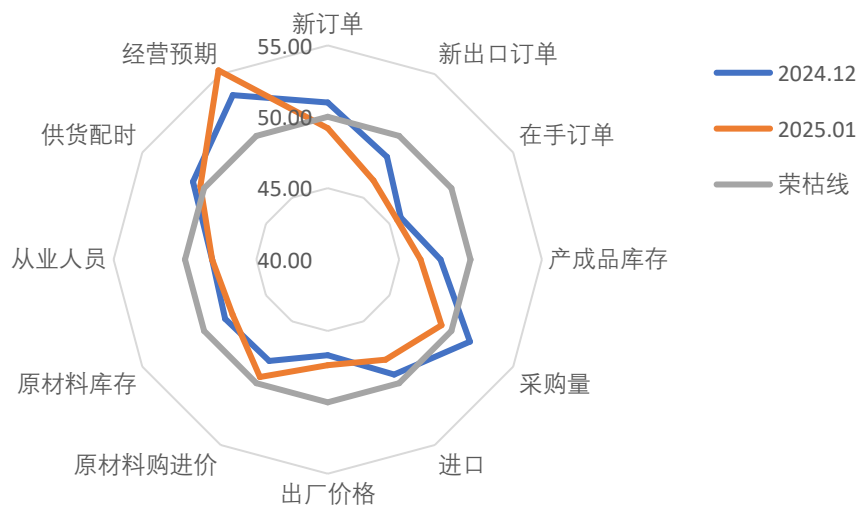
中国经济

1月制造业和服务业PMI走低



中国1月官方制造业PMI为49.1，前值为50.1，中国1月官方非制造业PMI为50.2，前值为52.2。
中国1月官方综合PMI为50.1，前值为52.2。

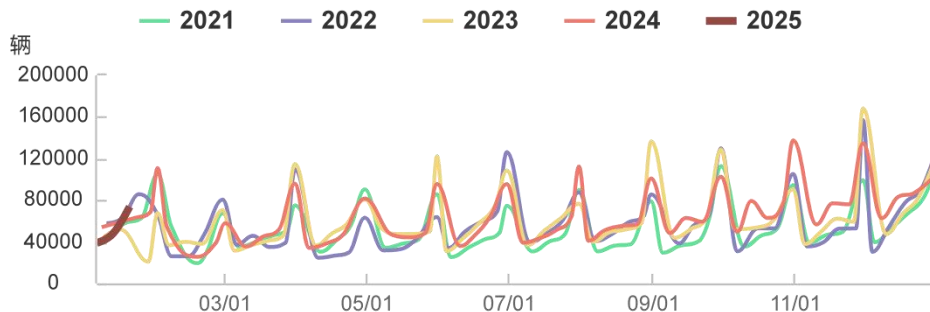
PMI分项整体回落



生产指数：回落2.3个百分点至49.8%，对PMI拖累0.58个百分点。新订单指数回落1.8个百分点至49.2%，对PMI拖累0.54个百分点。原材料库存回落0.6个百分点至47.7%，对PMI拖累0.06个百分点。从业人员录得48.1%，持平前值。供应商配送指数回落0.6个百分点至50.3%，对PMI拉动0.09个百分点。价格指数两项价格指数环比有所回升，但绝对值仍处于荣枯线以下，1月出厂价格指数录得47.4%，预期1月PPI同比-2.5%。

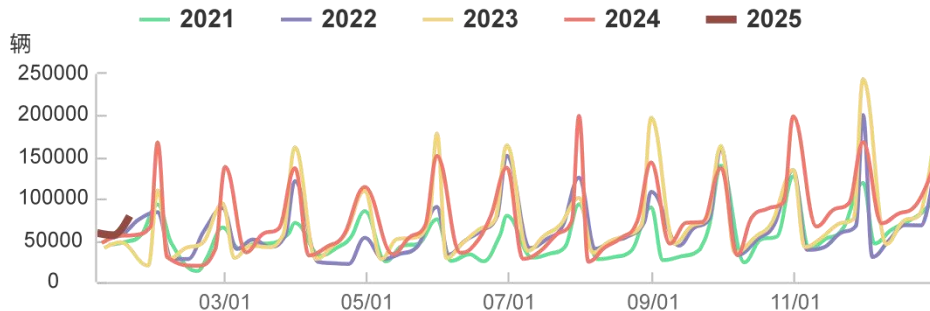
1月乘用车零售或下降，2025年前景不确定

乘用车:厂家日均零售数量:当周值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

乘用车:厂家日均批发数量:当周值季节性



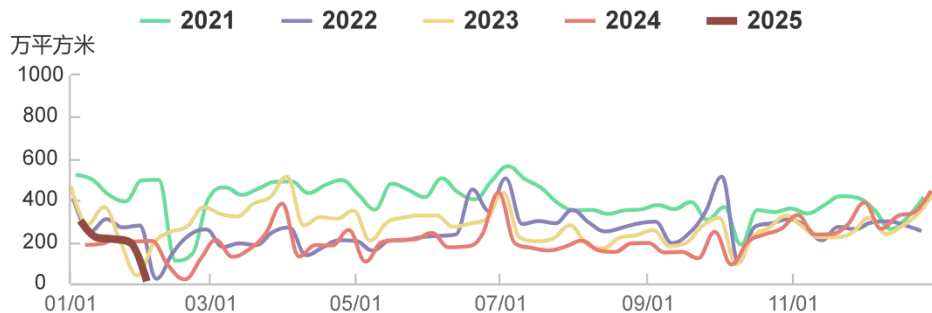
来源:同花顺,中辉期货有限公司

乘联会依据月度初步数据进行了综合预估,结果显示,1月全国新能源乘用车厂商批发销量达到了90万辆。与去年同期相比,实现了31%的增长,但是环比下降40%。

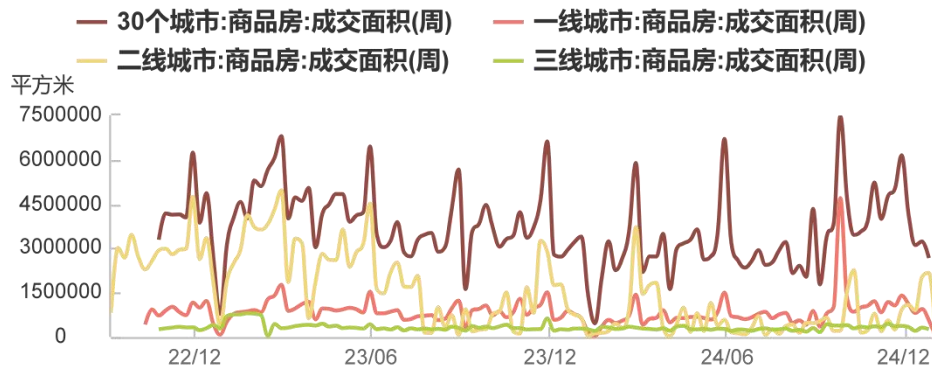
不过中国汽车流通协会发布的最新一期“中国汽车经销商库存预警指数”VIA显示,2025年1月中国汽车经销商库存预警指数为62.3%,同比上升2.4个百分点,环比上升12.1个百分点,库存预警指数位于荣枯线之上,汽车流通行业处在景气区间。

一线城市商品房成交尚可，但三线大幅回落

30大中城市:商品房成交面积:当周值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:中辉期货有限公司,同花顺

2月7日当周, 30大中城市商品房成交面积40万平方米, 环比下跌14%, 同比下跌61.94%

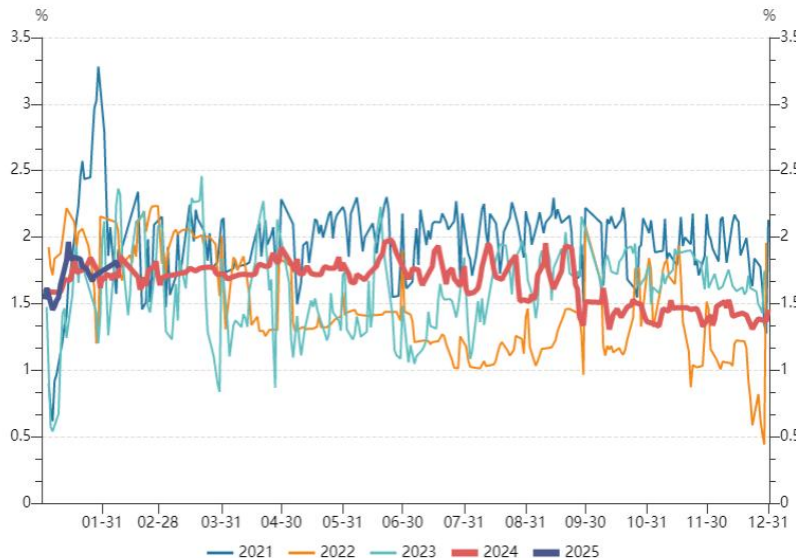
一线城市环比上涨20.94%, 同比下跌51%; 二线城市商品房成交环比上涨1.26%, 同比下跌61%;

三线城市商品房成交同比下跌70%, 环比下跌55.37%。

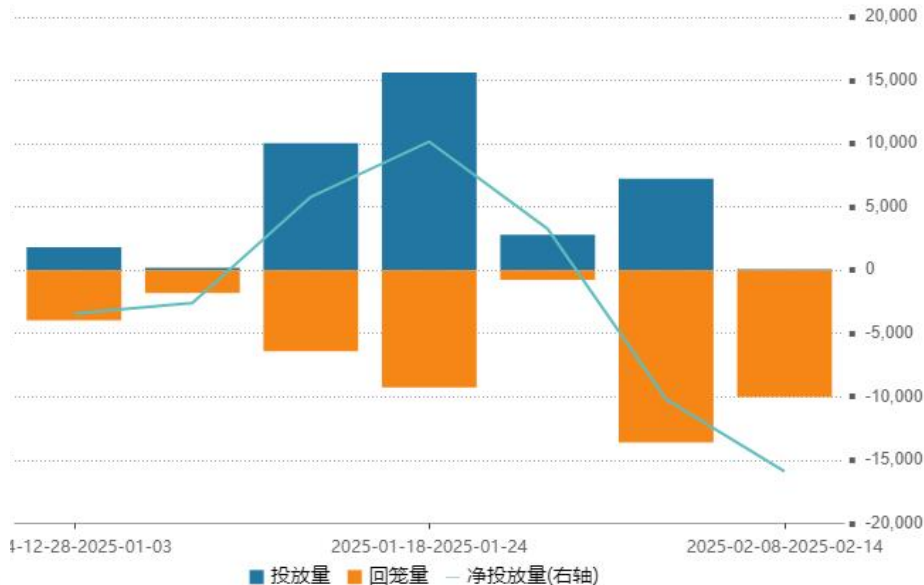
部分原因是春节因素, 整体上一线资金流入积极。

央行公开市场净回笼

SHIBOR



数据来源: Wind

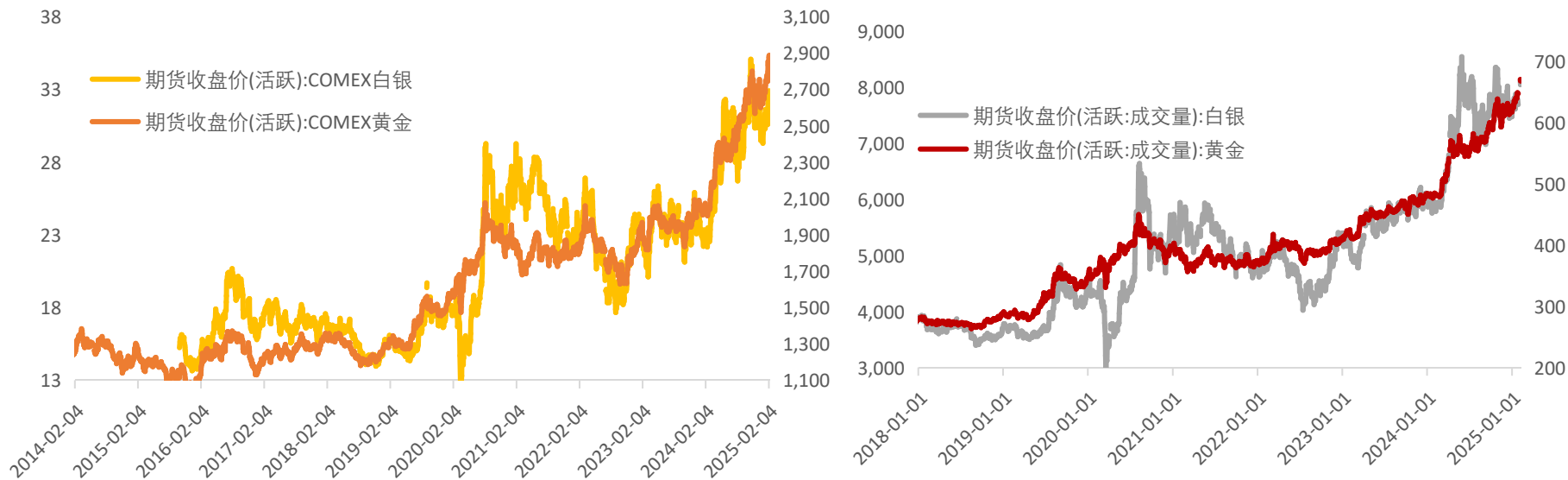


中国央行今日开展1837亿元7天期逆回购操作，因有2840亿元7天期逆回购到期，当日实现净回笼1003亿元。本周，中国央行共进行11562亿元逆回购操作，因本周有21775亿元逆回购到期，本周实现净回笼10213亿元。周五Shibor短端品种多数下行。隔夜品种上行2.4BP报1.816%；7天期下行5.3BP报1.732%；14天期下行6.1BP报1.793%；1个月期下行0.3BP报1.705%。

04

金银展望

不确定性和美国数据影响，黄金大涨



本周特朗普变数致使黄金大幅上涨。2025年新的变数较多，地缘问题变得复杂，纽约期金上周上涨1.8%，国内沪金因果国内休市开盘补涨，期货创历史新高，上涨3.24%，白银上涨4.16%。

金银非商业持仓多头占比大幅走高



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

2月4日当周COMEX黄金非商业多头持仓占比65.8%，大幅增加7.2个百分点，创去年10月中旬以来最高。

白银多头持仓占比48.7%，多头持仓上涨3.5个百分点，创去年11月份以来最高。

黄金ETF基金持仓增加



来源:同花顺,中辉期货有限公司

截至到2月7日当周全球最大的黄金ETF SPDR和第二大ishare持仓分别增加3.73吨、0.8吨。

全球最大的白银ETF持仓基金SLV减少492吨白银。第二大白银基金PSLV持仓保持不变。

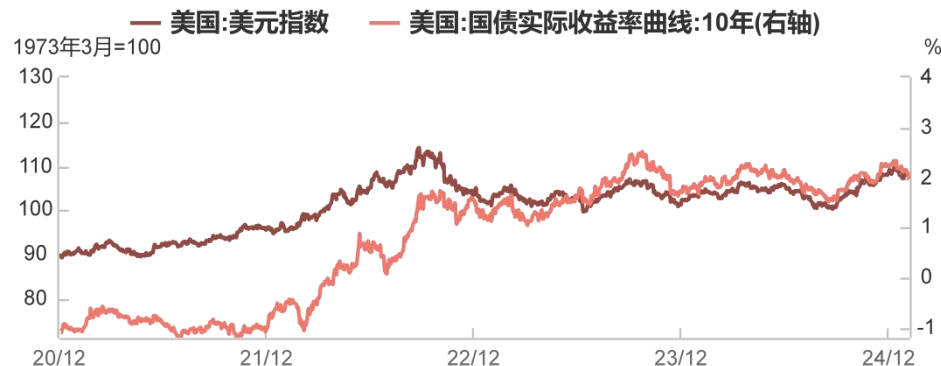


来源:同花顺,中辉期货有限公司

美元美债利率下降



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美债利率变化周度下降, 包括美债实际利率月度下降0.02%, 和名义利率下降0.05%。

美元指数周度下跌0.29%, 这对贵金属压力放松。

中国央行再度增持黄金

世界黄金供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
黄金供应量	4660	4775	4876	4726	4682	4754	4898.8	4974.5
金矿产量	3573	3665	3594	3472	3568	3611	3644	3661
生产商净套保	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	17	-56.8
回收金	1112	1131	1275	1293	1136	1144	1237	1370
黄金需求	4283	4445	4354	3678	4012	4740	4898.8	4974
金饰制造	2257	2290	2152	1324	2230	2189	2168	2003.5
金饰消费	2242	2250	2126	1398	2147	2086	2092.6	1877
金饰库存	15.5	39.8	25.4	-74	82.9	103.6	75.4	126.4
科技用金	332	334.5	325.7	302.5	330.2	307.9	297.9	326
电子用金	265	268	262	249	272	251	241.3	270.6
其他行业	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	47.1	46.5
牙科	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.5	8.9
投资需求	1315	1164	1271	1796	1002	1107	945.1	1179.5
金条与金币	1044	1090	871	904	1191	1217	1189.5	1186.3
官方金币	779.9	775.6	583.5	541.8	810.8	790.9	775.9	
奖章	76.1	73	66.8	69.1	84.8	91.4	116.5	
黄金ETF	271	73.6	400.2	892.4	-189	-110.4	-244.4	
各国央行	378.6	656.2	605.4	255	450	1136	1037.4	1045

世界黄金协会最新数据显示，2024年全年总需求也增长1%至4,974.5吨，分别创下了季度和年度的新高。

央行：全年央行净购金1,045吨，连续第三年突破千吨大关。

全年黄金供应量增长1%至4,975吨，金矿产量持平，回收金增长11%至1,370吨。

中国1月末黄金储备为7345万盎司，较去年12月末的7329万盎司增持了16万盎司，环比增长了0.22%。

东方主导，西方滞后：亚洲央行和散户投资者持续增持，而西方黄金ETF上半年净流出，直至下半年降息预期升温后才转为流入。避险与投资属性并重促进金价大涨。

白银年度平衡表

白银年度供需平衡表												
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
供给	矿山产量	27433	27894	27987	26861	26447	26020	24329	25741	25578	26829	25611
	回收利用	4988	4568	4527	4573	4620	4604	5164	5453	5618	5554	5564
	套保供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-	-
	政府出售	36	33	33	33	37	32	37	48	54	53	47
	总计	32789	32563	32548	31466	31104	31089	29794	31242	31250	31879	31218
需求	工业	13714	13791	14850	16026	15900	15853	15201	16427	17309	20352	22109
	电气与电子	8393	8470	9609	10566	10296	10181	10011	10918	11555	13843	15102
	光伏	1507	1684	2915	3166	2877	3043	3109	3423	4365	6018	7215
	摄影	1276	1188	1080	1009	977	956	836	862	855	840	812
	珠宝	6018	6300	5883	6103	6316	6263	4680	5645	7280	6316	6571
	银器	1663	1813	1664	1848	2086	1905	969	1267	2286	1717	1829
	净实物投资	8803	9621	6621	4844	5149	5816	6368	8522	10356	7560	6593
	套保净需求	-	-	374	35	230	-	-	110	557	979	-
	总计	31473	32713	30472	29865	30658	30794	28053	32833	38643	37165	37914
供需平衡		1315	-150	2076	1601	446	297	1741	-1591	-7393	-5732	-6696

根据世界白银协会数据，2023年全球白银需求总量高达35551吨，而供应缺口约为4400吨。进入2024年，尽管白银产量有所复苏，总供应量预计增加2%至3%，达到31700余吨，但依然难以满足白银需求的快速增长，导致供应缺口进一步扩大至约5000吨。随着全球能源转型的步伐不断加快，白银作为导电性能极强的金属，在电池和光伏等产业领域的作用进一步凸显，这也为其价格上涨提供了有力支撑。太阳能、电动汽车行业的蓬勃发展，让行业对白银的需求量不断增加。

黄金战略配置价值长存

特朗普上台，不确定性较多，美联储表态鸽派，贸易摩擦、局部争端再起，短期不确定性增大，长期来看特朗普2.0不确定政策较多，经济失序加剧，黄金战略价值仍然存在，长线继续做多。

国内刺激政策和美国、日本经济增长预期尚可，白银基本面供需变化不大，短期全球基本金属有去库，几乎完全消化，短期白银冲高震荡。未来跟随黄金波动，主力合约逼近区间震荡上沿，上方存在整数关口存在争议，仍以震荡思路对待。



免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。

阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！



中辉期货有限公司

公司总部地址：中国（上海）自由贸易试验区新金桥路27号10号楼5层A区

全国统一客服热线：400-006-6688 网址：<https://www.zhqh.com.cn>