

宏观贸易风险持续加剧，贵金属还有多少上涨空间？

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁（投资咨询资格编号：Z0016628）

电话：020-88818051

邮箱：yeqianning@gf.com.cn

行情导读：隔夜，在美国与其他经济体的贸易冲突不断升级情况下，市场担忧情绪进一步蔓延，风险偏好降低美股再度大跌，资金流向贵金属等避险资产使金银价格突破前高阻力，内外盘金价再创历史新高，3月14日早盘，沪金主力合约AU2504涨幅超2%，沪银主力AG2504涨幅接近3%。



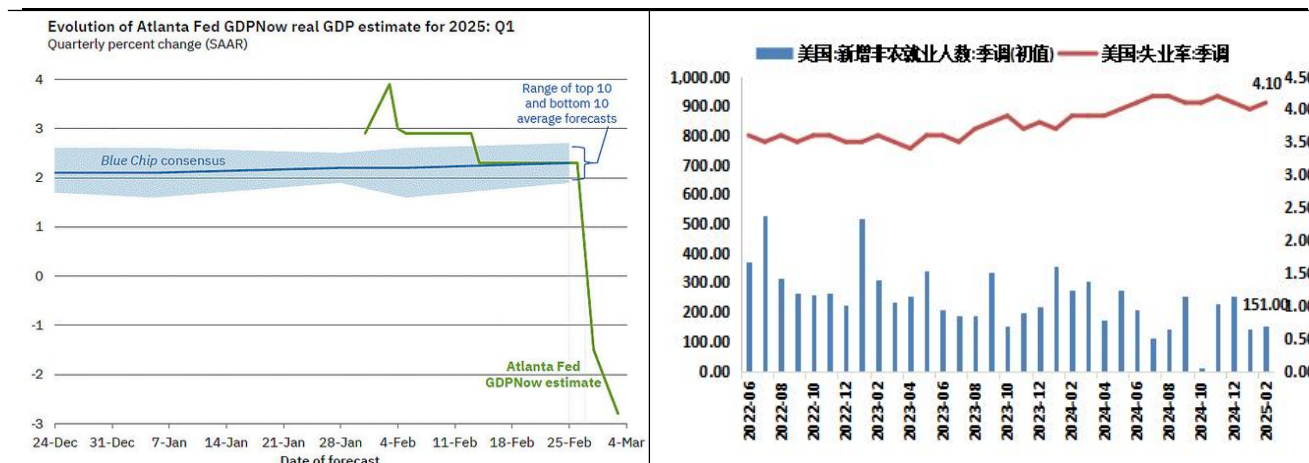
数据来源：文华财经

驱动分析一：财政支出收紧叠加贸易冲突加剧美国经济衰退风险，美股恐慌性大跌

特朗普就任美国总统以来便全面推进关税政策，不断威胁并落实了对中国、加拿大、墨西哥和欧盟的贸易打压，进而引发各国强硬的回击，贸易战不断发酵首先带来的是市场的恐慌。尽管特朗普及其内阁官员多次强调市场对美国经济政策冲击只是“阵痛”，但在财政刺激在赤字压力下退潮，通胀高企使美国居民消费转向谨慎，就业市场放缓，美国经济出现衰退的风险正在上升。2月底，亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预计美国第一季度 GDP 从前期的增长 2.3%，出人意料地改为萎缩 1.5%，3月初更再次改成萎缩 2.8%。该模型通过收集就业、消费、制造业这些海量数据，再进行一系列算法预测未来经济的走势，是很多投资者、企业还有政策制定者的决策依据。预测的公布给市场较大的影响，美元指数随即结束反弹并开始大幅回调，此后美国公布 2 月的 PMI 景气度和非农就业等总体平稳未出现显著恶化，但市场的担忧难以消退，风险偏好下行使美股特别是纳斯达克指数跌如调整区间，机构资金则融入贵金属等避险资产。

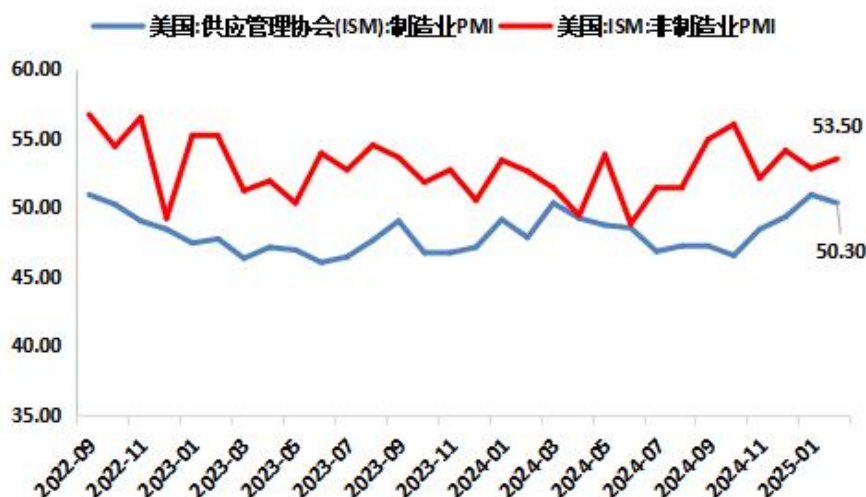
图：GDPNow 美国 2025Q1GDP 环比增长预测（%）

图：美国新增非农就业人数和失业率（千人；%）



数据来源：亚特兰大联储 Wind 广发期货研究所

表：美国制造业与服务业 PMI 指数

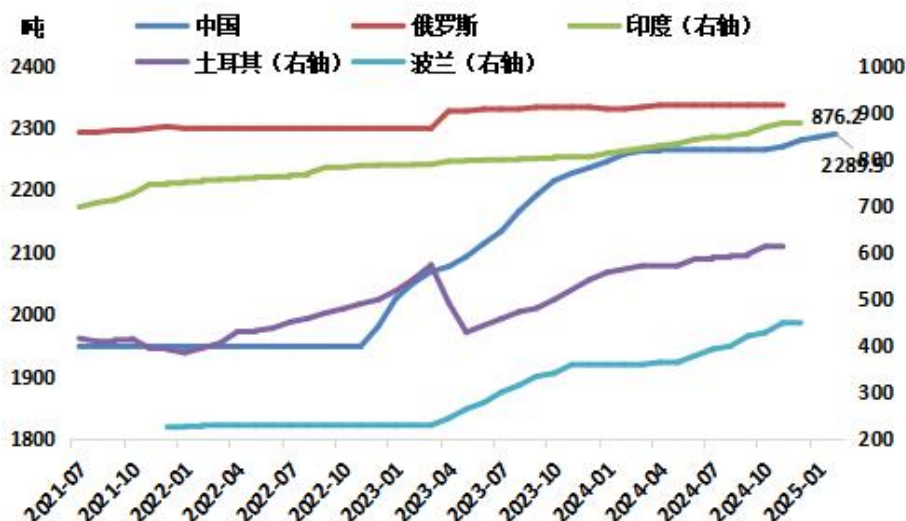


数据来源：Wind 广发期货研究所

驱动分析二：央行和金融机构持续增持黄金

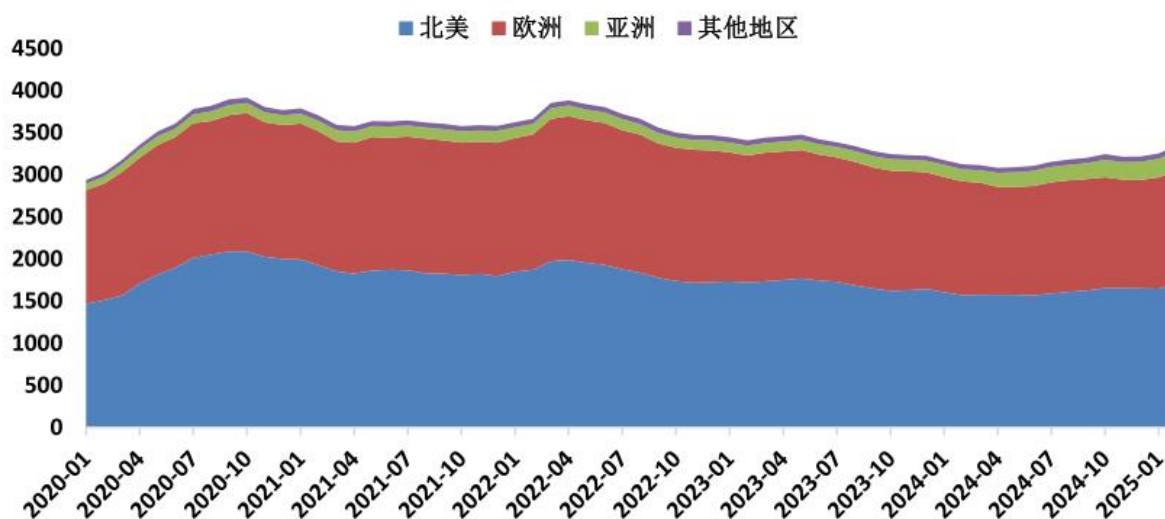
以新兴国家为首的央行大规模持续购入黄金是近年推动金价上涨的重要因素之一，其中中国、印度、土耳其和波兰央行购金规模较大，使金价获得支撑；中国外管局公布 2 月末黄金储备为 2289.5 吨，较 1 月增持约 5 吨，连续 4 个月增持。截至 2024 年 12 月，印度官方黄金储备达到 876.2 吨，全年增加 64.8 吨，增幅较为显著。据世界黄金协会统计，2025 年前两个月全球各地区黄金 ETF 持仓均实现正流入，扭住过去过去两年多持续净流出态势，其中 1 月黄金 ETF 净流入 34 吨，主要流入地区为欧洲达到 39 吨，而 2 月流入近 100 吨，各地区均实现正流入特别是北美地区达到 72 吨。从高频数据看，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量在 2 月末大增至 900 吨以上创 1 年多新高，但随后部分资金获利离场持仓回落，在 3 月 13 日当天大幅 7.2 吨达到 906 吨，增幅达到 0.8%，机构资金为对冲风险资产下跌而大量的买入黄金 ETF 为金价带来较强上涨驱动。

表：新兴国家官方黄金储备（印度、土耳其、波兰：右轴）



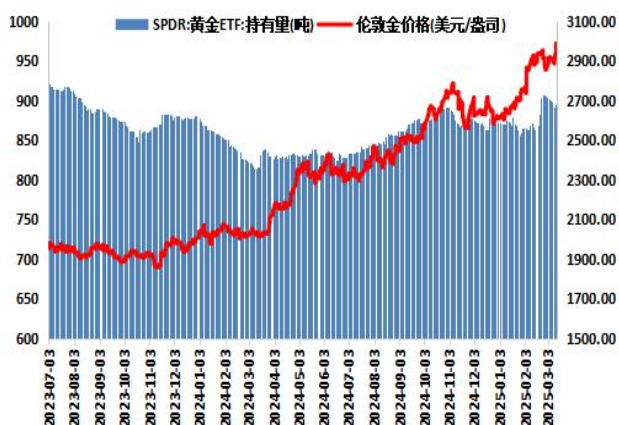
数据来源：彭博 广发期货研究所

表：全球黄金 ETF 按地区持仓量情况（吨）

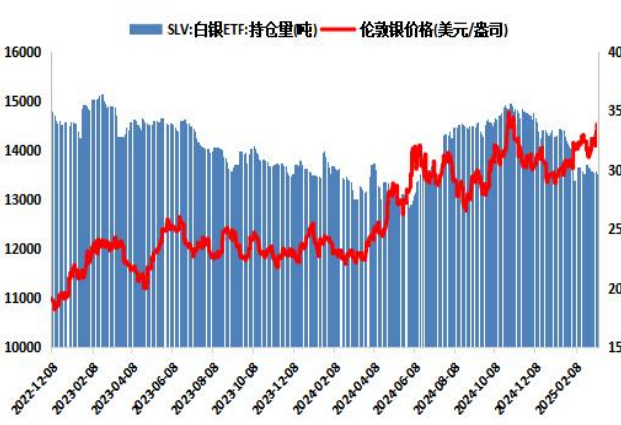


数据来源：彭博 广发期货研究所

图：全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量变化（金价：右轴）



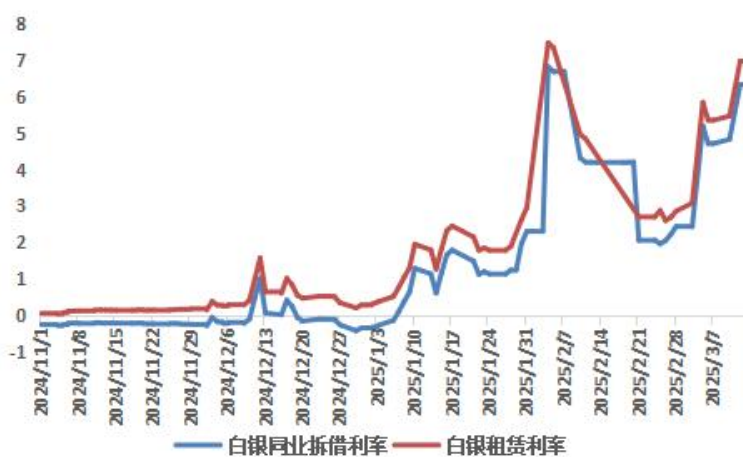
图：全球最大 SLV 白银 ETF 基金持仓量变化（银价：右轴）



驱动分析三：白银期现套利持续影响现货供应带来价格上行

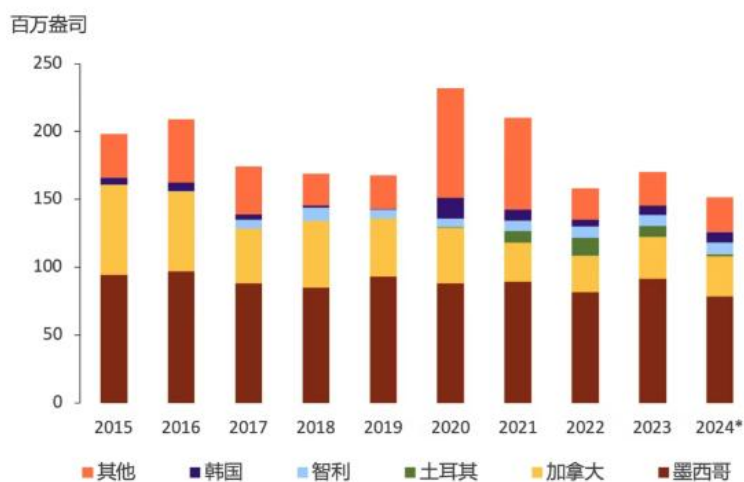
受特朗普关税政策担忧和套利机会影响，2024 年年底以来大量交易商将黄金白银库存从伦敦运到纽约，并且黄金白银在纽约和伦敦的期现价差快速扩大到达历史极值水平加剧现货供应紧张，使价格波动增大。近期黄金期现价差显著收敛，而从库存来看截至 3 月 13 日 COMEX 黄金注册仓单数量达到 1978 万盎司，随着当周增幅为 0.2%速度较 2 月显著回落。白银则有所不同，目前仓单库存增长幅度仍较快，当前达到 14794 万盎司，当周增幅 4.1%。同时 2 月以来伦敦同业拆借利率等飙升，反映投资者看多情绪高涨，2 月下旬情绪有所降温利率已经收敛，但 3 月初以来白银拆借利率再次攀升接近 2 月初的高位，显示现货需求紧俏。这背后是由于墨西哥和加拿大等国每年出口至美国的白银量占美国白银总进口量的 70%以上，美国与加拿大、墨西哥的贸易冲突或加剧美国白银市场的供应短缺问题，即使白银进口最有可能豁免于被加征新关税，但在特朗普的关税政策得到明确前，预期对白银期转现溢价仍会存在大幅波动。

表：伦敦白银同业拆借利率和租赁利率（%）



数据来源：Wind 广发期货研究所

表：美国年度白银进口量（百万盎司）



数据来源：S&P Global

展望后市：

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎

未来贵金属上涨的驱动仍来自于美国关税政策、赤字风险带来衰退压力激发避险需求和“去美元化”给黄金储备配置的需求，全球央行和包括欧美金融机构持续购金的步伐对价格存在强劲支撑，金价年内高点有望达到 3200 美元（720 元）。但需谨防俄乌停战和 COMEX 的高库存在一定程度可能对流动性的影响对造成阶段性抛压，金价再创新高在趋势惯性下有望达到 3000 美元（700 元）观察动能的持续性，短期多单建议继续持有，或等待适当回调后在买入。白银方面，短期有色板块等工业品走势和投机资金影响波动较大，关注美国关税政策对期现套利的的影响，银价有望摸高至 34.8 美元（8600 元）的前高位置。

风险提示：俄乌冲突全面结束，美国经济好于预期提振美元

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所
<http://www.gfqh.cn>
电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼
邮政编码：510620