

投资评级：看好（维持）

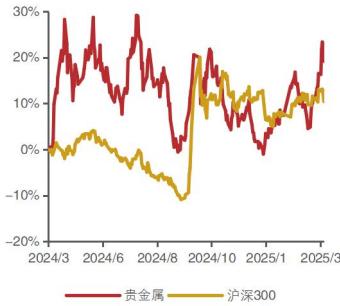
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjawei@huayuanstock.com
陈婉妤
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

板块表现：



地缘局势动荡与“滞胀”风险推动黄金创下历史新高

——贵金属双周报（2025/3/10-2025/3/22）

投资要点：

- **贵金属板块：黄金价格冲高回落。**近两周，伦敦现货黄金下跌 0.10%至 2931.15 美元/盎司，上期所黄金下跌 0.72%至 679.48 元/克，沪金持仓量下跌 11.97%至 32.28 万手；伦敦现货白银下跌 1.32%至 32.50 美元/盎司，上期所白银下跌 0.67%至 8048 元/千克，沪银持仓量下跌 5.62%至 73.42 万手；伦敦现货钯下跌 3.68%至 942 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 1.02%至 966 美元/盎司。
- 近期金价在多起地缘局势动荡和美国经济存在“滞胀”风险的背景下冲高回落，我们认为主要原因包括：
 - **1) 俄乌停火僵持，加沙战火重燃，土耳其和刚果（金）局势动荡。**俄乌方面，特朗普与普京本周通话，特朗普提议乌全境停火 30 天被拒，普京仅同意限制对乌能源设施攻击，要求美及盟友停止对乌军援。加沙方面，3 月 18 日以色列发动大规模空袭，目标为哈马斯高层及基础设施。**土耳其方面**，伊斯坦布尔市长被捕后，金融市场“三杀”，土耳其央行紧急将隔夜拆借利率提高 200 基点至 46%，出台流动性措施。**刚果（金）方面**，3 月 20 日“M23 运动”占领东部矿业重镇瓦利卡莱，阿尔法明资源公司暂停采矿作业并撤离人员。
 - **2) 美联储维持利率不变，并将在 4 月放缓缩表，声明中指出经济前景的不确定性有所增加。**3 月美联储维持基准利率 4.25%-4.50% 不变，并宣布 4 月起放缓缩表，国债缩减规模从 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 维持 350 亿美元不变。议息会议声明删除“风险大致平衡”表述，并指出经济前景不确定性增加。点阵图显示未来三年利率中值不变，预计今明两年降息两次，2025 年支持少降息或不降息的官员增多。通胀和经济前景方面“滞胀”预期显著，其中通胀预期方面，委员会上调了今明两年 PCE 通胀预期及今年核心 PCE 通胀预期，但仍预计通胀将在 2027 年达标，多数官员认为通胀风险倾向上行；经济前景方面，2025-2027 年 GDP 增速预期全线下调，今年预期从 2.1% 大幅下调至 1.7%，同时小幅上调今年失业率至 4.4%，其余年限不变。
 - **金价中期展望来看**我们认为，**黄金交易逻辑自 24 年 9 月以来已经转变**，当前仍是好数据就是好消息的窗口期，任何数据扰动导致的降息预期边际抬升都将对黄金形成利好，**黄金市场预计在这一阶段加大振幅，或提供阶段性配置机会**。未来两周将需要重点关注的事件和时间节点包括：1) 3 月 24 日将公布美国 3 月标普全球制造业 PMI 和服务业 PMI 初值；2) 3 月 28 日将公布美国 2 月核心 PCE 物价指数年率；3) 4 月 2 日、4 月 4 日将陆续公布美国 3 月 ADP 就业人数、美国 3 月失业率和美国 3 月季调后非农就业人口。
 - **长期来看，“降息交易” + “特朗普 2.0”双主线将在 2025 年持续催化，保护主义+大国博弈背景下，央行增储将对金价形成强有力底部支撑，金价上行动能充足。**美国就业市场与经济运行仍存在较强韧性。美联储本轮降息周期的时间或被就业韧性和通胀扰动拉长，但仍具备较大政策空间，增加了黄金的做多窗口期。随着特朗普

宣誓就任，“特朗普 2.0”进入逐步兑现阶段，行政令的签署以及未来对关税和地缘政治的干预或进一步导致美元信用降低和通胀上行，若竞选承诺全部兑现，或将金价持续推向新高。央行增储方面，根据世界黄金协会发布的年度黄金需求趋势报告，2024 年全球黄金需求达到 4974 吨，较 2023 年的 4899 吨增长 1.5%，创下历史新高，主要由各国央行的强劲购买和投资需求的增加所推动，预计 2025 年央行将继续引领黄金需求，或为金价提供重要支柱。最近国内数据来看，中国央行数据显示，截至 2 月末中国黄金储备为 7361 万盎司，较 1 月末增加 16 万盎司，为连续第四个月增持黄金。

- **我们维持贵金属行业“看好”评级，建议关注个股组合：龙头属性标的—山东黄金（24–26 年 Wind 一致预期 PE 35/23/19x）；估值修复弹性个股—赤峰黄金（24–26 年 Wind 一致预期 PE 23/18/16x）、中金黄金（24–26 年 Wind 一致预期 PE 17/14/13x）、山金国际（24–26 年 Wind 一致预期 PE 17/14/11x）。**
- **风险提示：经济失速下行风险；宏观经济政策显著收紧风险；中美贸易摩擦加剧风险；美联储政策推进速度不及预期风险。**

内容目录

1. 价格走势情况	6
2. 美国经济数据和美联储跟踪	7
3. 持仓及成交量情况	9
4. 内外盘价差及黄金基准比值情况	10
5. 期货基差情况	11
6. 风险提示	11

图表目录

图表 1: 贵金属价格变动情况	6
图表 2: 外盘黄金价格走势情况	6
图表 3: 外盘白银价格走势情况	6
图表 4: 内盘黄金价格走势情况	6
图表 5: 内盘白银价格走势情况	6
图表 6: 铂价格走势情况	7
图表 7: 钯价格走势情况	7
图表 8: 美国新增非农就业人数情况	7
图表 9: 美国失业率情况	7
图表 10: 美国新增 ADP 就业人数情况	7
图表 11: 美国当周初请失业金人数情况	7
图表 12: 美国 JOLTs 职位空缺情况	8
图表 13: 美国 PMI 情况	8
图表 14: 2025 年 3 月 FOMC 单月利率变动概率	8
图表 15: FOMC 点阵图情况	8
图表 16: 美元指数情况	8
图表 17: 美国 10 年期国债收益率情况	8
图表 18: COMEX 资管机构多头持仓情况	9
图表 19: COMEX 其他多头持仓情况	9
图表 20: COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况	9
图表 21: COMEX 互换交易商空头持仓情况	9
图表 22: 沪金持仓量情况	9
图表 23: 沪银持仓量情况	9
图表 24: 全球主要黄金 ETF 持仓情况	10
图表 25: 全球主要白银 ETF 持仓情况	10
图表 26: 内外盘黄金价差情况	10
图表 27: 内外盘白银价差情况	10
图表 28: 金银比情况	10
图表 29: 金铜比情况	10

图表 30： 国际黄金基差情况 11

图表 31： 国内黄金基差情况 11

1. 价格走势情况

近两周，伦敦现货黄金下跌 0.10% 至 2931.15 美元/盎司，上期所黄金下跌 0.72% 至 679.48 元/克，沪金持仓量下跌 11.97% 至 32.28 万手；伦敦现货白银下跌 1.32% 至 32.50 美元/盎司，上期所白银下跌 0.67% 至 8048 元/千克，沪银持仓量下跌 5.62% 至 73.42 万手；伦敦现货钯下跌 3.68% 至 942 美元/盎司，伦敦现货铂下跌 1.02% 至 966 美元/盎司。

图表 1：贵金属价格变动情况

品种	市场	单位	价格	14 日变动	30 日变动	年初至今
黄金	伦敦现货	美元/盎司	2931.15	-0.10%	3.25%	12.34%
	上期所	元/克	679.48	-0.72%	1.65%	10.02%
	沪金持仓量	万手	32.28	-11.97%	-10.84%	-4.39%
白银	伦敦现货	美元/盎司	32.50	-1.32%	1.48%	12.42%
	上期所	元/千克	8048	-0.67%	0.07%	7.74%
	沪银持仓量	万手	73.42	-5.62%	11.91%	6.47%
钯	伦敦现货	美元/盎司	942	-3.68%	-4.17%	3.63%
铂	伦敦现货	美元/盎司	966	-1.02%	-2.91%	5.81%

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 2：外盘黄金价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 3：外盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 4：内盘黄金价格走势情况

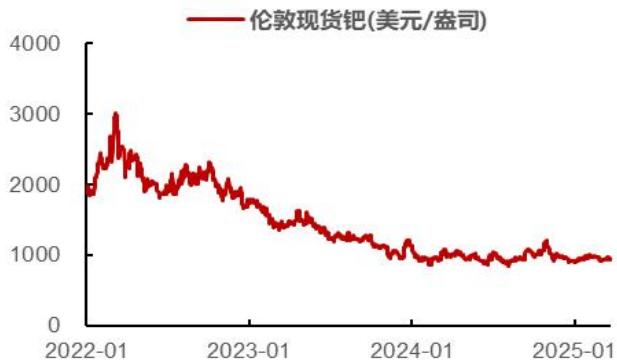


资料来源：iFIND，华源证券研究所

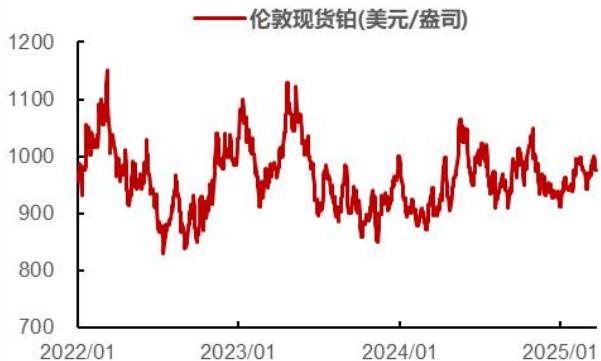
图表 5：内盘白银价格走势情况



资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 6：钯价格走势情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 7：铂价格走势情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

2. 美国经济数据和美联储跟踪

图表 8：美国新增非农就业人数情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 9：美国失业率情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 10：美国新增 ADP 就业人数情况

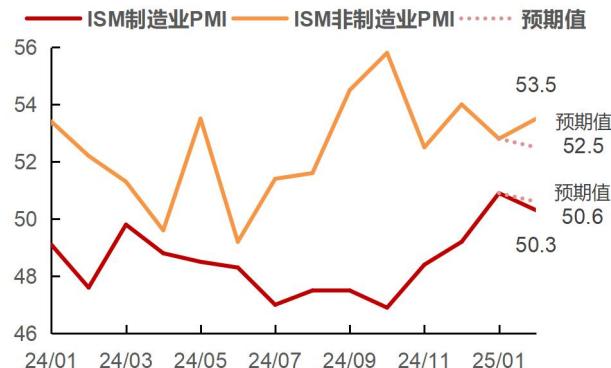

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 11：美国当周初请失业金人数情况

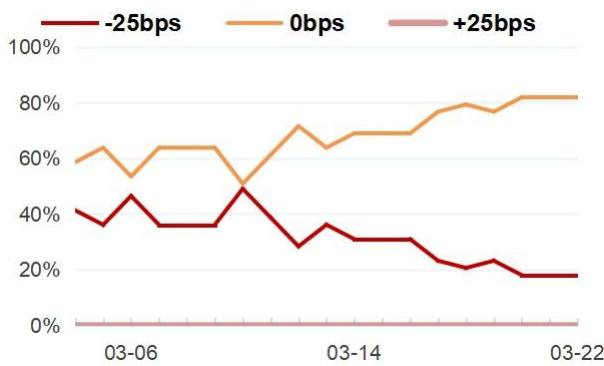

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 12：美国 JOLTs 职位空缺情况

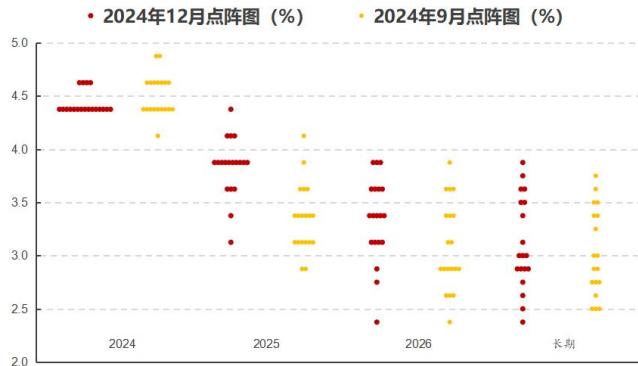

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 13：美国 PMI 情况


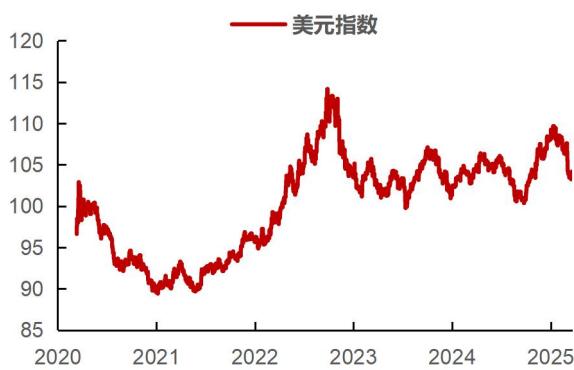
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 14：2025 年 3 月 FOMC 单月利率变动概率


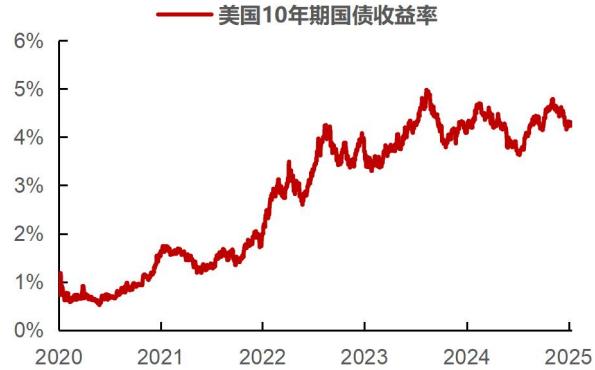
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：FOMC 点阵图情况


资料来源：FOMC，华源证券研究所

图表 16：美元指数情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 17：美国 10 年期国债收益率情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

3. 持仓及成交量情况

图表 18: COMEX 资管机构多头持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 19: COMEX 其他多头持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 20: COMEX 生产/贸易/加工/用户空头持仓情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 21: COMEX 互换交易商空头持仓情况



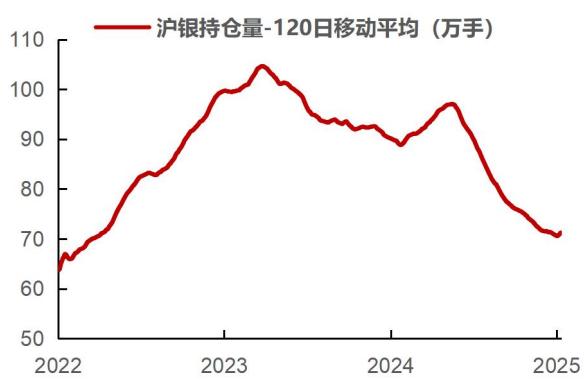
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 22: 沪金持仓量情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 23: 沪银持仓量情况



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 24：全球主要黄金 ETF 持仓情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 25：全球主要白银 ETF 持仓情况

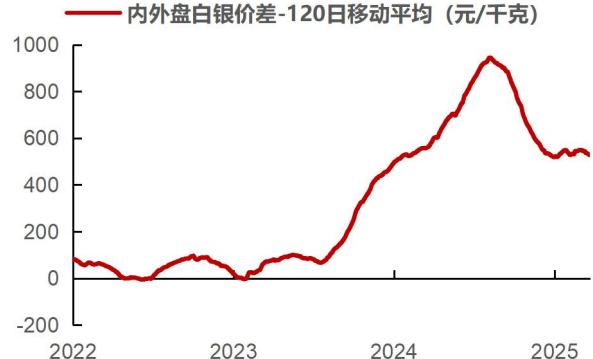

资料来源：iFIND，华源证券研究所

4. 内外盘价差及黄金基准比值情况

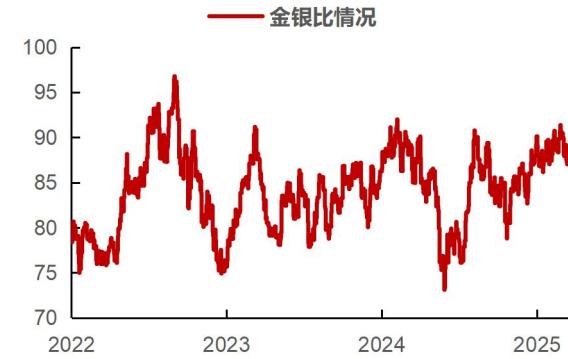
本周五黄金内外盘价差为 8.31 元/克，较两周前上升 1.47 元/克；白银内外盘价差为 471.17 元/千克，较两周前上升 11.29 元/千克。此外，本周金银比收于 90.31，较两周前上升 1.67；金铜比收于 7594.98，较两周前下降 329.18。

图表 26：内外盘黄金价差情况

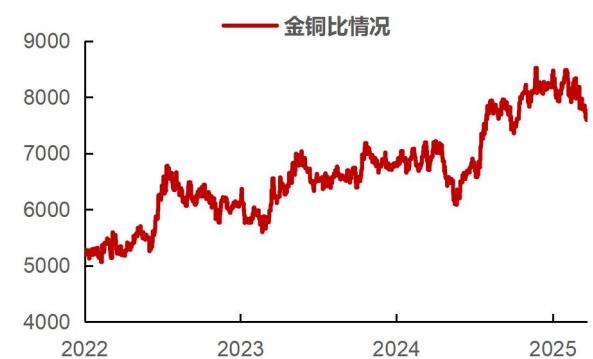

资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 27：内外盘白银价差情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 28：金银比情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 29：金铜比情况


资料来源：iFIND，华源证券研究所

5. 期货基差情况

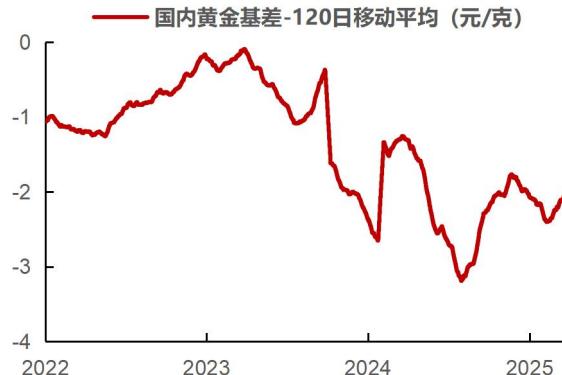
截至本周五，国际黄金基差（现货-期货）为-14.50 美元/盎司，较两周前下降 27.95 美元/盎司；国内黄金基差为-0.88 元/克，较两周前下降 0.71 元/克。

图表 30：国际黄金基差情况



资料来源：iFIND, 华源证券研究所

图表 31：国内黄金基差情况



资料来源：iFIND, 华源证券研究所

6. 风险提示

经济失速下行风险；宏观经济政策显著收紧风险；中美贸易摩擦加剧风险；美联储政策推进速度不及预期风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。