

核心观点

美国经济数据不及预期推升经济增长担忧，上周金价反弹。上周五（3月7日），沪金主力期货价格较前周五回升1.10%至679.48元/克，COMEX黄金主力期货价格上涨1.76%至2917.70美元/盎司；黄金T+D现货价格回升1.40%至679.31元/克，伦敦金现货价格上涨1.83%至2909.36美元/盎司。具体来看，上周公布的美国2月ISM制造业PMI指数近乎停滞，非农数据低于预期、失业率意外上升，加之美股受冲击回调，引发市场对美国经济衰退的担忧，即使特朗普再度推迟对加拿大、墨西哥加征关税，也未能平息市场悲观情绪。与此同时，德国大规模财政刺激计划大幅提振欧元，使得美元指数显著下行，进而有效带动金价回升。整体上看，在避险情绪升温以及美元指数大幅受控的双重作用下，上周金价呈现出大幅反弹态势。

本周（3月10日当周）黄金价格料将高位震荡。特朗普关税政策的持续反复，再度加剧市场不确定性，同时，近期美国经济数据多数表现不佳，也进一步加深市场对美国经济增速放缓的担忧，对黄金价格仍将形成有力支撑。不过，本周俄乌和谈迎来新的转机，有望重新签署相关和谈条约，避险需求回落叠加金价临近整数关口，部分资金获利了结，或对黄金价格有所压制。综上，预计本周金价将呈现高位震荡走势。

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

分析师 白雪

时间

2024年3月11日



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 一、 上周市场回顾

### 1.1 黄金现货期货价格走势

上周五（3月7日），沪金主力期货价格收于679.48元/克，较前周五（2月28日）上涨7.36元/克；COMEX黄金主力期货价格收于2917.70美元/盎司，较前周五回升50.40美元/盎司。现货方面，黄金T+D现货价格收于679.31元/克，较前周五上涨9.39元/克；伦敦金现货价格收于2909.36美元/盎司，较前周五回升52.36美元/盎司。

表 1 上周黄金市场交易情况

	品种	收盘价	累计涨跌幅 (%)	成交量 (万)	持仓量 (万)	持仓变化	最高价	最低价
期货	沪金主力	679.48	0.65	152	7.09	-39778	682.94	665.34
	COMEX黄金主力	2917.7	2.43	91.1	32.94	-35728	2941.3	2866.3
现货	黄金T+D	679.31	0.81	17.79	17.15	-5104	682.2	664.65
	伦敦金	2909.36	1.83				2930.38	2855.8

数据来源：Wind， 东方金诚

图 1 上周 COMEX 黄金、沪金期货价格明显回升



图 2 上周伦敦金、黄金 T+D 现货价格明显回升



数据来源：iFind， 东方金诚

### 1.2 黄金基差

上周五，国际黄金基差（现货-期货）为 20.55 美元/盎司，较前周五回升 33.90 美元/盎司；上周五，上海黄金基差为 0.85 元/克，较前周五上涨 0.82 元/克。

图 3 上周国际黄金基差大幅回升（美元/盎司）

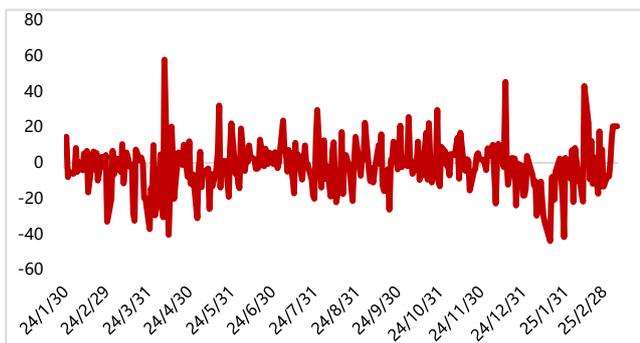
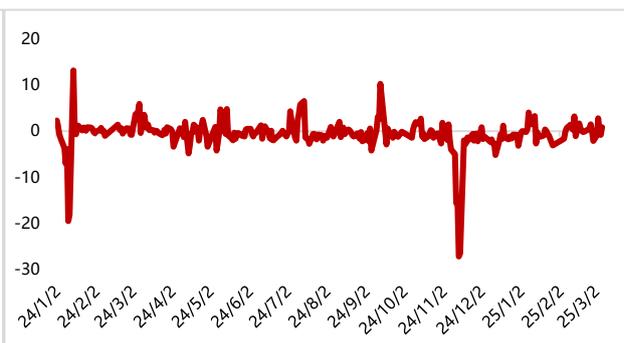


图 4 上周上海黄金基差继续上升（元/克）



数据来源：iFind，东方金诚

### 1.3 黄金内外盘价差

上周五，黄金内外盘价差转负至-2.44 元/克，较前周五的 6.13 元/克大幅回落，主因上周美元指数显著下行，外盘金价大幅回升，涨幅大于内盘金价，导致内外盘价差大幅回落。上周原油价格延续下跌，金油比明显回升；白银价格涨幅大于黄金，金银比波动回落；上周金铜比继续回落，主因欧洲需求回暖，叠加美元指数大幅受挫，带动铜价回升，且涨幅大于黄金。

图 5 上周黄金内外盘价差转负（元/克）

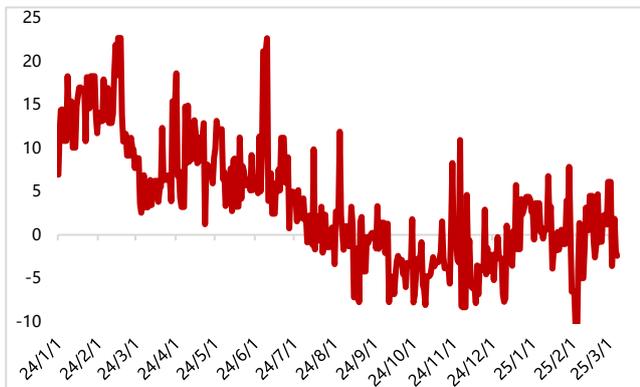


图 6 上周金银比波动回落（COMEX 黄金/COMEX 白银）

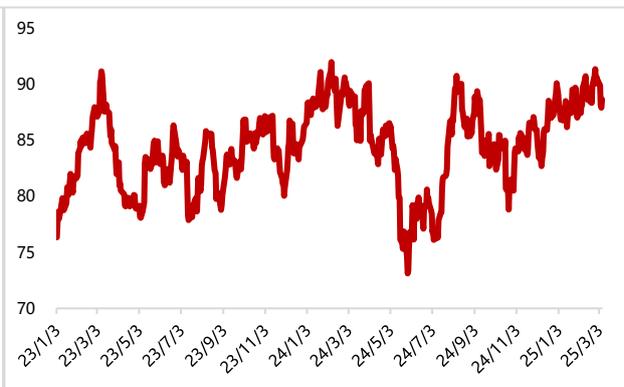


图 7 上周金油比有所回升

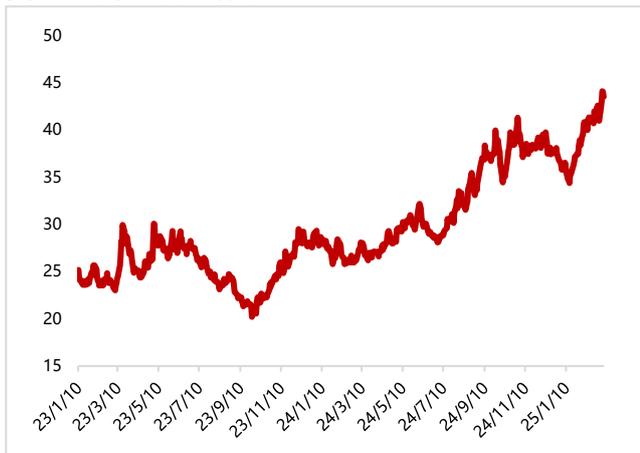
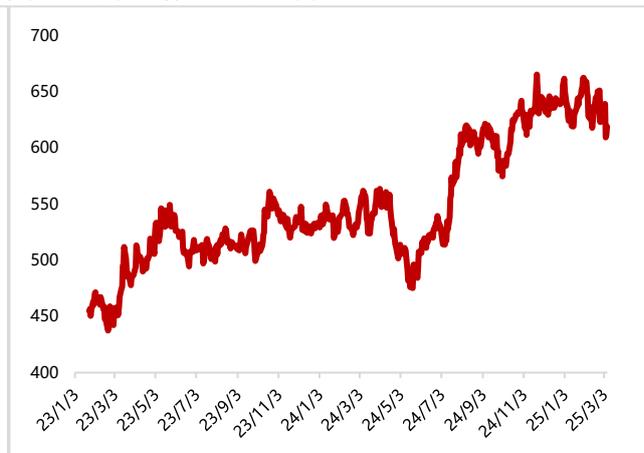


图 8 上周金铜比继续下降



数据来源：iFind，东方金诚

### 1.4 持仓分析

现货持仓方面，上周黄金 ETF 持仓较前周继续增加。截至上周五，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 894.34 吨，较前一周五减少 10.04 吨。上周国内黄金 T+D 累计成交量明显回落，全周累计成交量为 177876 千克，较前周下跌 19.95%。

期货持仓方面，截至 3 月 4 日（目前最新数据），黄金 CFTC 资管机构多头持仓量减少，而空头持仓量大幅增加，导致多头净持仓量延续减少。库存方面，上周 COMEX 黄金期货库存继续增加，而上期所黄金库存持平于 15072 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量基本持平



图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量小幅回落

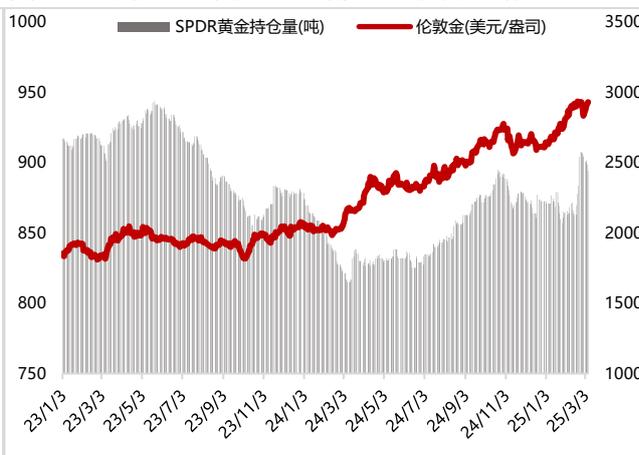


图 11 上周黄金 T+D 成交量明显回落（元/克）

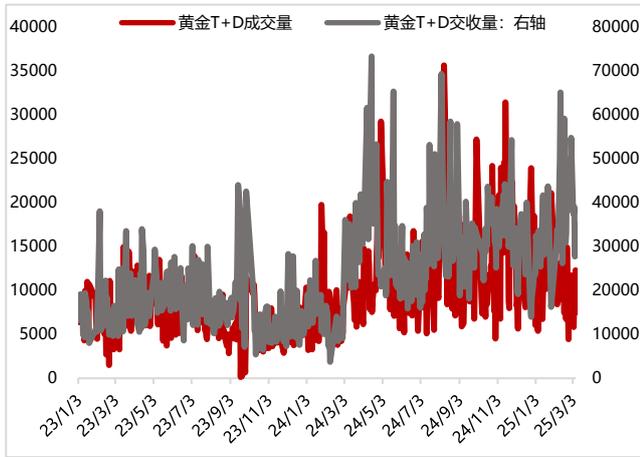


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量继续减少（张）

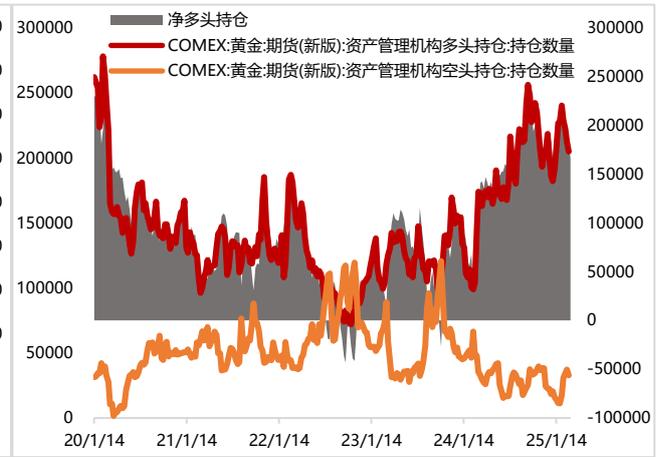


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存继续增加

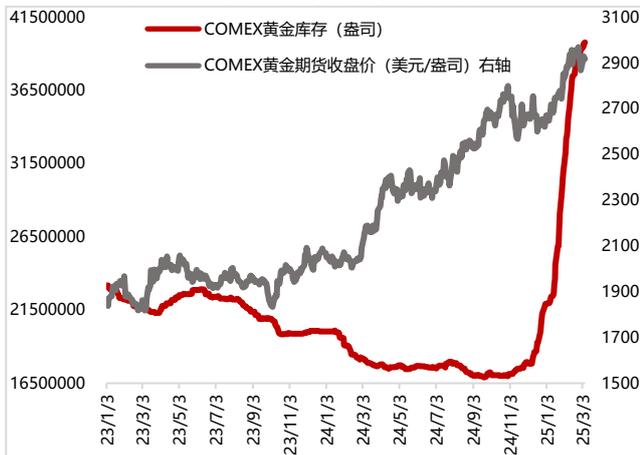
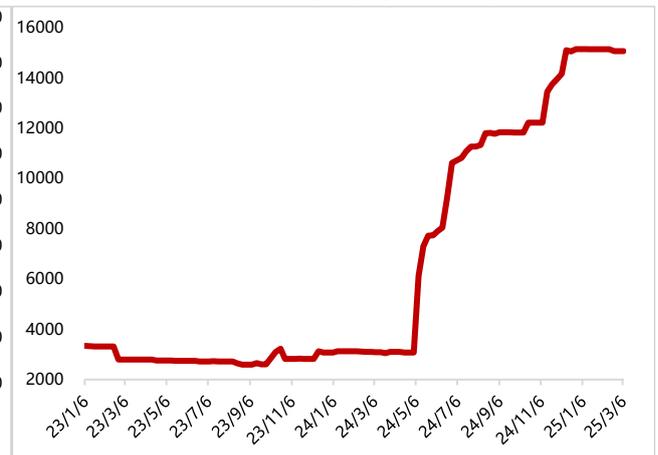


图 14 上周上期所黄金期货库存持平（千克）



数据来源：iFind，东方金诚

## 二、宏观基本面

### 2.1 重要经济数据

美国 2 月 ISM 制造业指数趋近停滞，价格指数创两年半新高。3 月 3 日，ISM 公布的数据显示，美国 2 月 ISM 制造业指数为 50.3，不及预期值 50.8 和前值 50.9。虽然仍处于扩张区间，但趋于停滞状态，新订单和就业均出现萎缩，同时，原材料采购价格指数飙升至 2022 年 6 月以来的最高水平。具体来看，新订单指数为 48.6，远不及预期值 54.6 和前值 55.1；生产指数回落至 50.7，就业指数为 47.6，低于预期值 50.1 和前值为 50.3；物价支付指数为 62.4，大

幅高于预期值 56.3 和前值 54.9。此外，供应商交货时间指标创下 2021 年 9 月以来最大月度增幅，主要支撑了整体制造业 PMI 指数。

**美国 2 月 ISM 服务业 PMI 扩张速度加快。**3 月 5 日，美国 ISM 公布的数据显示，美国 2 月 ISM 服务业 PMI 指数为 53.5，高于预期值 52.5 和前值 52.8。重要分项指数方面，主要受需求拉动，就业分项指标连续三个月上升至 53.9，创 2021 年 12 月以来新高；衡量材料和服务支付成本的指标升至 62.6，为 2023 年初以来最高值；新订单增长加速至 52.2，高于前值 51.3；新出口订单上升 0.1 个点至 52.1；商业活动指数也维持在较高水平，最新读数为 54.4。

**欧洲央行如期下调利率 25bp，宽松步伐或近尾声。**3 月 6 日，欧洲央行公布最新利率决议，将存款机制利率从 2.75% 下调至 2.50%，为去年 6 月以来第六次降息，同时将主要再融资利率从 2.90% 下调至 2.65%，边际贷款利率从 3.15% 下调至 2.90%，均符合市场预期。欧洲央行重申“反通胀进程进展顺利”，但删除了此前表示将在“今年内”实现通胀目标的措辞。取而代之的是，将在“持续的基础上”实现这一目标。欧洲央行措辞的改变引发了市场猜测，即决策者可能正在考虑下个月暂停降息。

**美国 2 月新增非农就业人数低于预期，失业率意外升高。**3 月 7 日，美国劳工统计局公布的数据显示，2 月非农就业人口增长 15.1 万人，低于预期值 16 万人，前值从 14.3 万人下修为 12.5 万人。2 月失业率为 4.1%，高于预期值和前值 4.0%。2 月平均时薪环比增长 0.3%，与预期值一致，前值从 0.5% 下修为 0.4%。2 月平均每小时工资同比增长 4.0%，低于预期和前值 4.1%。2 月平均每周工时为 34.1 小时，低于预期值 34.2 小时，与前值持平。2 月劳动力参与率 62.4%，低于预期值和前值 62.6%。具体分行业来看，就业增长的主要动力来自医疗、交通和金融活动领域，而制造业和零售业的就业增长则相对疲软。

图 15 美国前周初请失业金人数环比明显回落(万人)

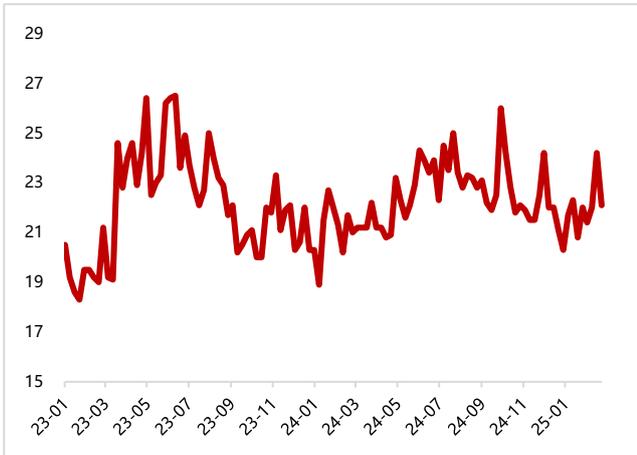


图 16 美国 2 月 ISM 服务业 PMI 回升, 制造业 PMI 回落

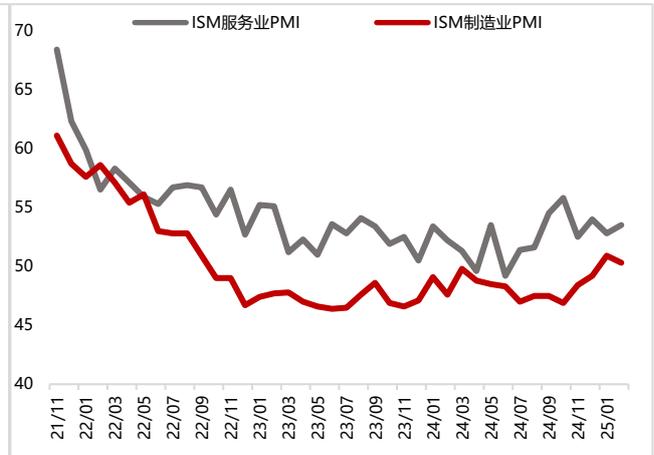


图 17 美国 2 月新增非农就业人数小幅增加(千人)

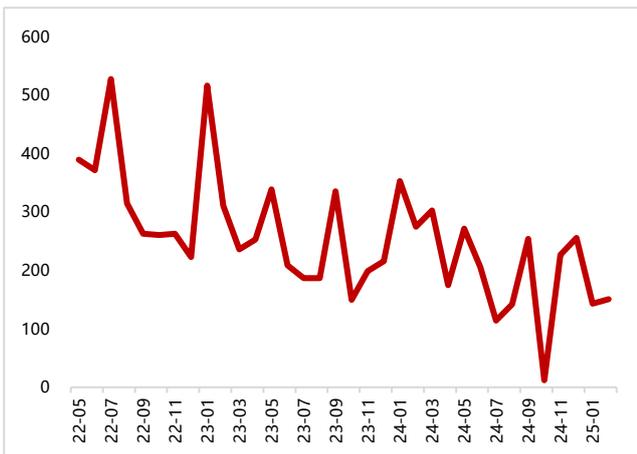


图 18 美国 2 月失业率回升(%)

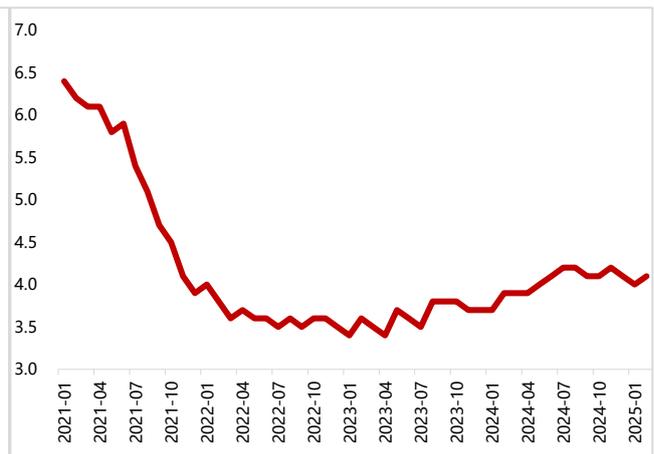


图 19 美国 1 月耐用品订单环比大幅上升(%)

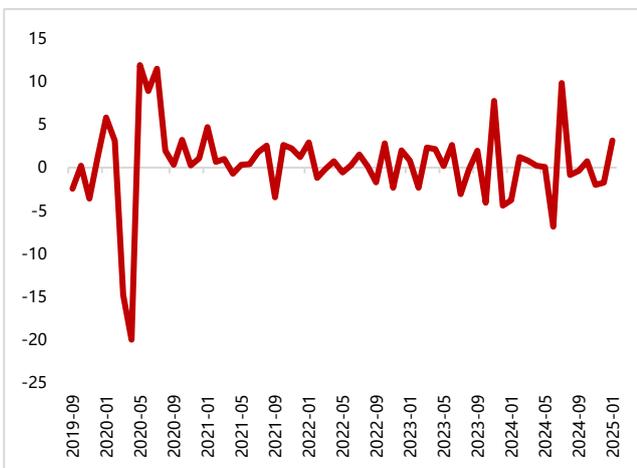


图 20 美国 1 月核心 PCE 同比有所回落(%)

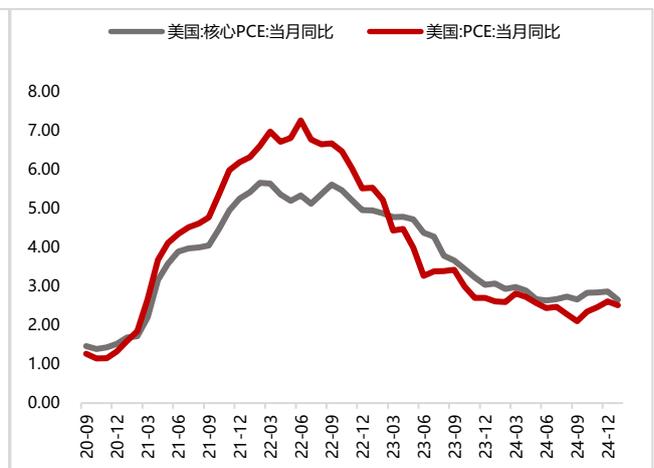


图 21 美国 1 月 CPI 同比继续上涨 (%)

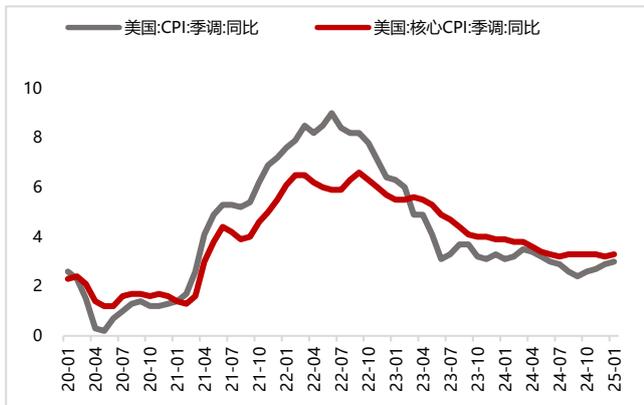


图 22 美国 1 月 PPI 同比上涨 (%)

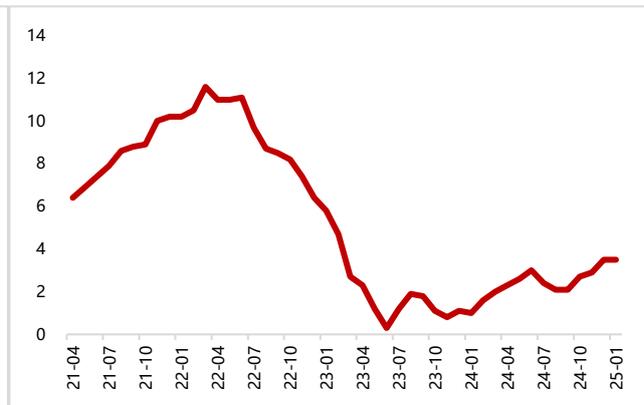


图 23 美国 1 月零售销售环比大幅下滑 (%)

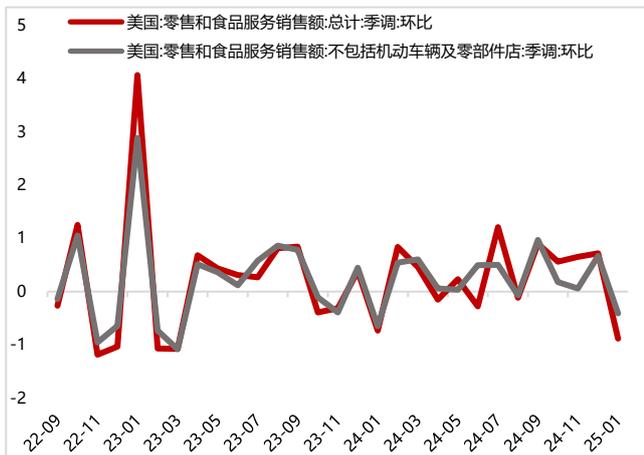
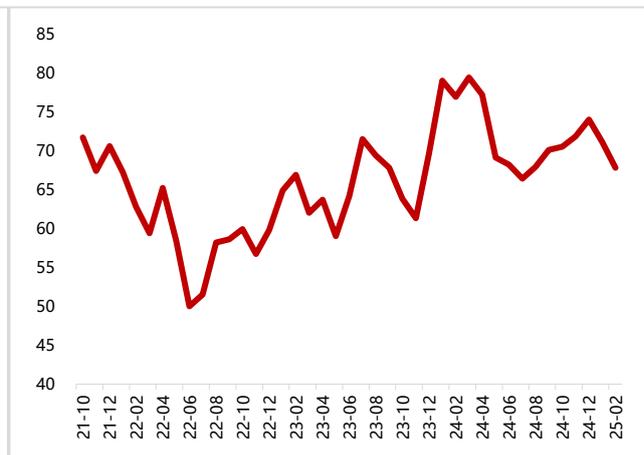


图 24 美国 2 月密歇根消费者信心大幅回落



数据来源: iFind, 东方金诚

## 2.2 美联储政策跟踪

3月3日,圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示,虽然他预计物价上涨将放缓,向央行2%的目标迈进,但对决策者来说,稳定通胀预期以防失控至关重要。穆萨莱姆表示,长期通胀预期迄今基本保持稳定,但他也表示,对物价上涨和经济增长可能放缓的担忧加剧之际,他将密切关注预期失去锚定的迹象。他重申,在更多证据表明通胀正在朝着美联储2%的目标迈进之前,政策应保持“适度限制性”。

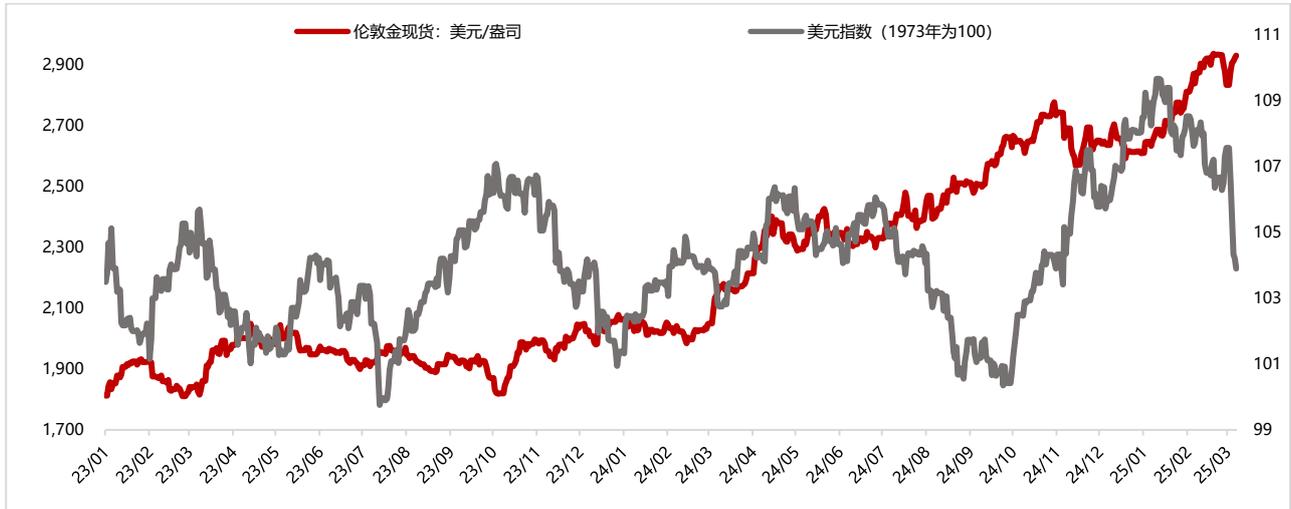
3月6日，美联储理事沃勒表示，虽然不支持3月份降息，但他认为2025年有可能降息两次甚至三次。他希望在进一步降息前看到更多经济数据，尤其是在特朗普政府贸易政策变化的背景下。沃勒指出，关税的影响比他最初预期的要大得多，这给区分价格水平趋势和关税效应带来了难题。目前，美联储的降息是对通胀下降做出的“好消息降息”。但他也提到了“坏消息降息”，即当经济过度疲软或劳动力市场恶化时采取的降息措施。沃勒认为，目前需要更多数据来判断经济是否会以明显的方式衰退。

3月7日，美联储主席鲍威尔发表讲话称，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，美联储可以耐心等待形势变得更加清晰，保持谨慎的代价非常、非常低。鲍威尔强调，特朗普政策变化带来的不确定性仍偏高。美联储正在评估贸易政策变化带来的影响，而这些变化已加剧了经济不确定性。美联储当前的重点是在经济前景变化的过程中，分辨真正的信号与市场噪音。鲍威尔明确表示，如果经济继续保持稳健，而通胀未能进一步回落至2%目标，美联储可能会维持当前基准利率。不过，如果未来就业市场意外走弱或通胀显著下降，美联储将考虑恢复降息。

### 2.3 美元指数走势

上周美元指数大幅下行。上周德国默茨宣布了大规模财政刺激计划，提振了市场财政扩张预期，欧元对美元大幅走强。同时，特朗普再度推迟对加拿大、墨西哥加征关税，加之近期美国经济数据表现偏弱，也导致美元指数大幅走弱。截至上周五，美元指数较前一周五大幅回落3.41%至103.89。

图 25 上周美元指数显著下行



数据来源：iFind，东方金诚

## 2.4 美国 TIPS 收益率走势

上周美国 10 年期 TIPS 收益率先下后上，整体大幅上行。美国 2 月 ISM 制造业指数趋于停滞，进一步加深市场对美国经济下行风险的担忧，带动 10 年期 TIPS 收益率延续下行。然而，美国 2 月服务业 PMI 意外回升，加之特朗普加征关税政策反复，大幅提升市场通胀预期，10 年期 TIPS 收益率转而显著上行。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率上行 13bp 至 1.99%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率先下后上，整体大幅上行



数据来源：iFind，东方金诚

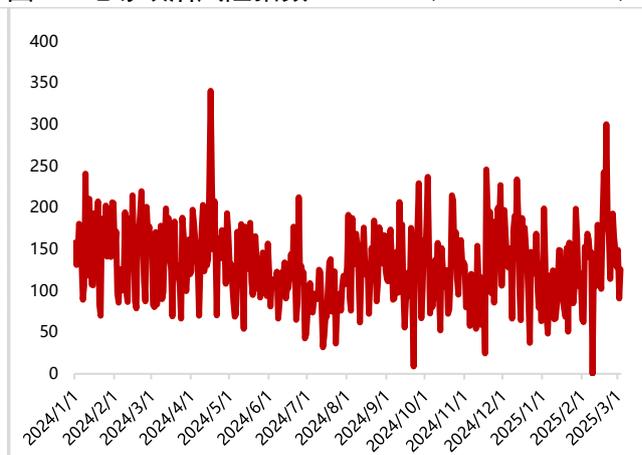
## 2.5 国际重要事件跟踪

俄罗斯突袭乌克兰东部城市，巴以为下一阶段谈判做准备。上周六（3月9日），俄罗斯对乌克兰东部城市发起了导弹和无人机攻击，导致多位民众伤亡及多处建筑受损。此外，俄罗斯军队收复了库尔斯克州被乌克兰控制的一些领土，令基辅在与莫斯科的潜在和谈中失去一个筹码。巴以方面，上周六，以色列和哈马斯表示，他们正在为第二阶段的停火谈判做准备。

图 27 上周 VIX 指数继续上行



图 28 地缘政治风险指数 (GPR) (1985:2019=100)



数据来源: iFind, <https://www.matteociacoviello.com/gpr.htm>, 东方金

**权利及免责声明：**

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

**地址：**北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

**电话：**86-10-62299800（总机）

**传真：**86-10-62299803

**邮箱：**DFJCPX@coamc.com.cn