

核心观点

市场避险情绪持续高涨，上周 COMEX 黄金期货价格一度上破 3100 美元/盎司。上周五（3 月 28 日），沪金主力期货价格较前周五上涨 2.24% 至 722.80 元/克，COMEX 黄金主力期货价格上涨 2.97% 至 3118.00 美元/盎司；黄金 T+D 现货价格上涨 2.05% 至 720.56 元/克，伦敦金现货价格上涨 2.04% 至 3084.33 美元/盎司。具体来看，上周二，特朗普宣布对所有进口汽车征收 25% 关税，这使得 4 月 2 日的对等关税更加难以预测，进一步加大了全球贸易摩擦风险。同时，上周俄乌双方均表示不想仓促和解，加之欧洲多国反对取消对俄制裁，全球地缘政治风险仍未缓解。关税加码以及地缘政治风险共同影响下，市场避险情绪持续高涨，金价继续上扬。此外，周五公布的美国 2 月核心 PCE 物价指数意外反弹，加剧了市场对美国滞胀的担忧，加之美股下跌，进一步助推金价不断创新高，COMEX 黄金期货价格盘中一度上破 3100 美元/盎司。

本周（3 月 31 日当周）黄金价格将高位震荡。本周特朗普“对等关税”政策将落地实施，这会同时增加美国通胀上行以及经济下行风险，且后续关税政策的不确定仍将延续，由此，市场避险情绪仍将处于高位，这将对金价形成支撑。不过，本周将公布美国 3 月非农就业人数以及失业率，受季节性因素影响，就业增长或将反弹，这可能将在一定程度上缓解市场对经济下行风险的担忧，带动美元指数企稳回升，或对金价有所压制。整体上看，在关税不确定性较高的背景下，短期内金价仍将维持高位震荡格局。

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 4 月 1 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28日），沪金主力期货价格收于722.80元/克，较前周五（3月21日）上涨15.84元/克；COMEX黄金主力期货价格收于3118.00美元/盎司，较前周五显著上涨89.80美元/盎司。现货方面，黄金T+D现货价格收于720.56元/克，较前周五上涨14.48元/克；伦敦金现货价格收于384.33美元/盎司，较前周五显著上涨61.54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	722.8	1.99	141	22.07	13411	722.88	701.32
	COMEX黄金主力	3118	3.20	84.97	37.74	134588	3124.4	3007.7
现货	黄金T+D	720.56	1.92	15.11	17.42	-11098	721.62	699.66
	伦敦金	3084.33	2.04				3086.9	3002.15

数据来源：Wind， 东方金诚

图1 上周 COMEX 黄金、沪金期货价格继续上涨

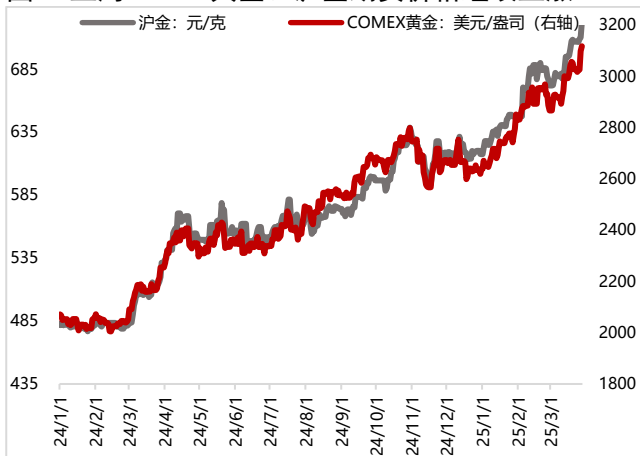


图2 上周伦敦金、黄金T+D现货价格继续上涨



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-18.40 美元/盎司，较前周五回落 6.60 美元/盎司；上周五，上海黄金基差回落至-0.58 元/克，较前周五下降 1.52 元/克。

图 3 上周国际黄金基差明显回落（美元/盎司）

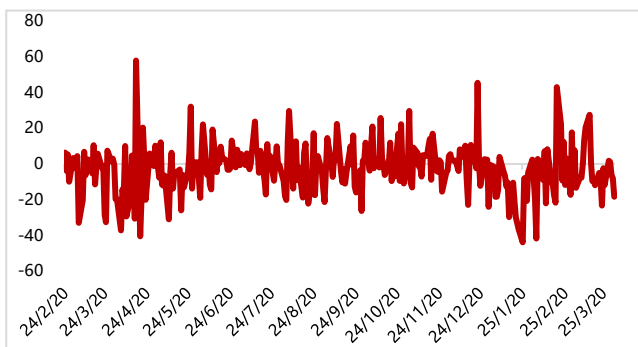
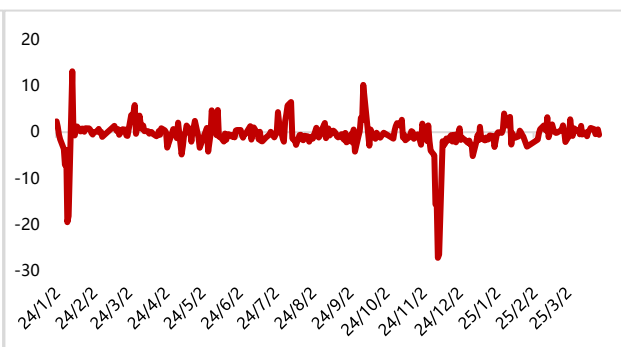


图 4 上周上海黄金基差明显回落（元/克）



数据来源：iFind，东方金诚

1.3 黄金内外盘价差

上周五，黄金内外盘价差为 3.28 元/克，较前周五的 3.68 元/克微幅回落，主因上周五公布的美国 2 月核心 PCE 物价指数超预期反弹，进一步提升市场避险情绪，提振外盘金价，导致外盘价格涨幅略高于内盘，内外盘价差微幅回落。上周原油价格涨幅不及黄金，金油比波动小幅上升；白银价格涨幅大于黄金，金银比小幅回落；上周金铜比大幅回升，主因美国 2 月 PCE 数据超预期，通胀上行以及经济下行风险抬升，市场风险偏好明显回落，导致铜价承压回落。

图 5 上周黄金内外盘价差小幅回落（元/克）

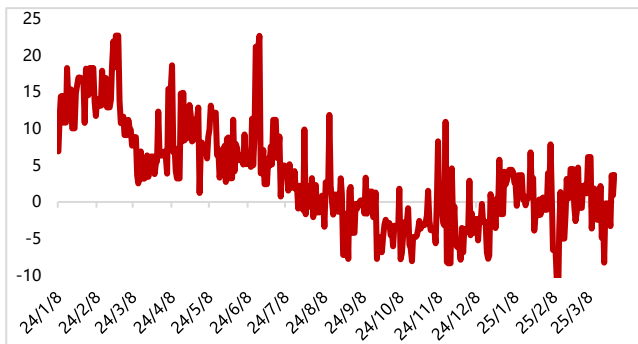


图 6 上周金银比小幅回落（COMEX 黄金/COMEX 白银）

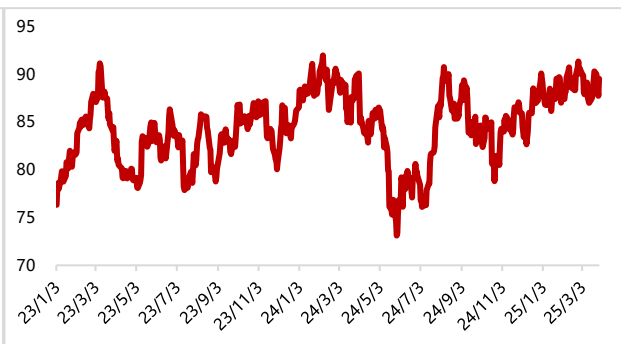


图 7 上周金油比波动小幅上升

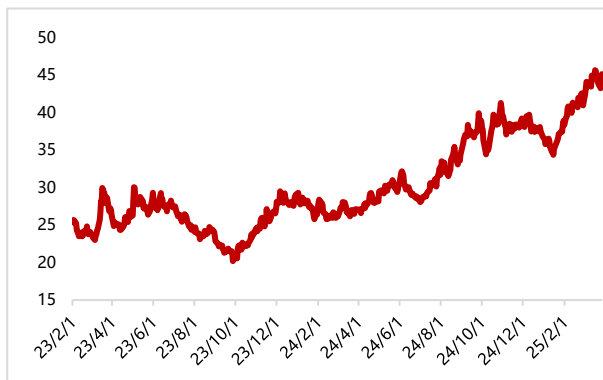
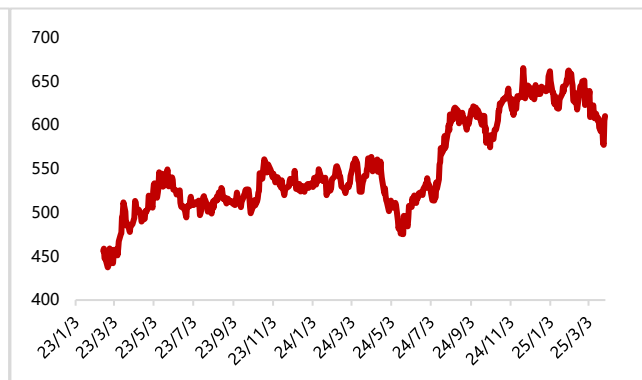


图 8 上周金铜比大幅回升



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 持仓较前周微幅增加。截至上周五, 全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 931.94 吨, 较前一周五增加 1.43 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 151052 千克, 较前周下降 29.25%。

期货持仓方面, 截至 3 月 18 日(目前最新数据), 黄金 CFTC 资管机构多头持仓量明显回落, 而空头持仓量有所回升, 导致多头净持仓量明显回落。库存方面, 上周 COMEX 黄金期货库存持续增加, 上期所黄金库存持平于 15675 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量微幅增加

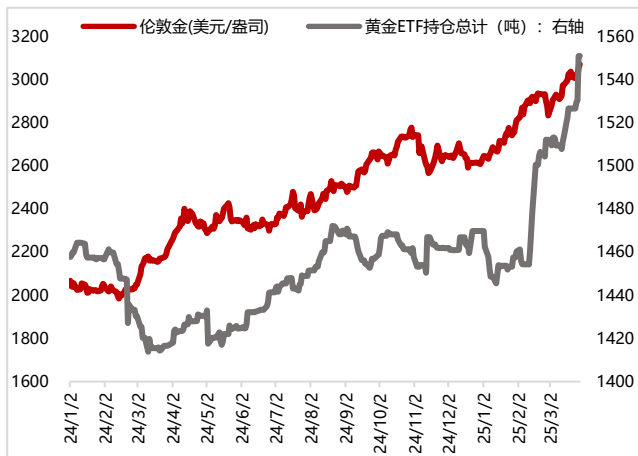


图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量继续增加

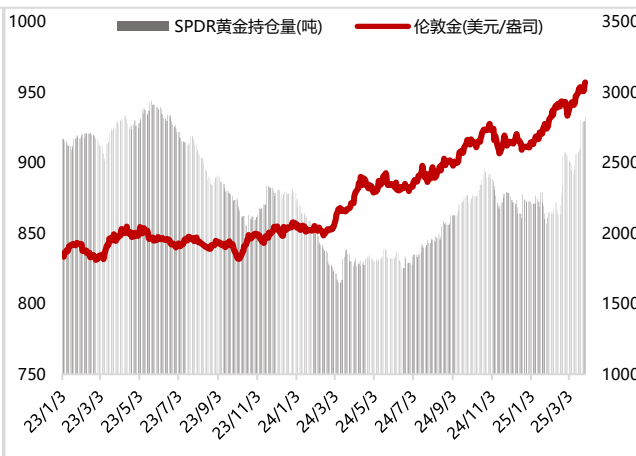


图 11 上周黄金 T+D 成交量明显回落（元/克）

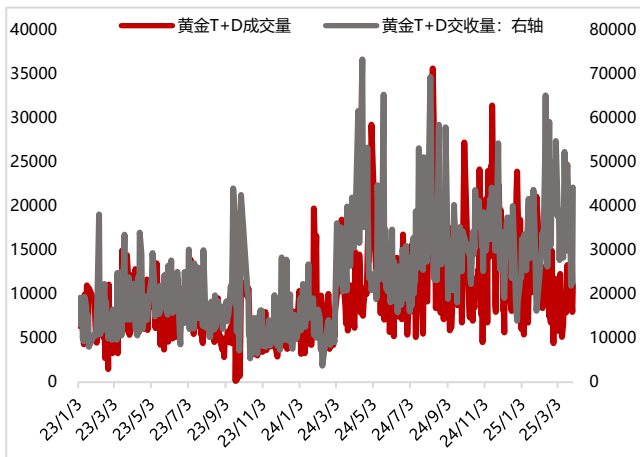


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量明显回落（张）

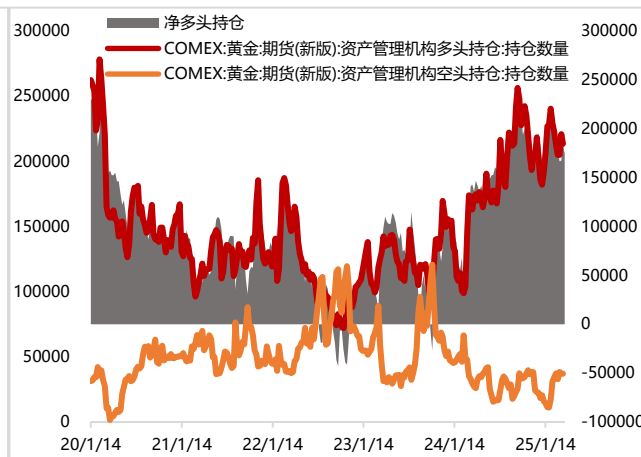


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存继续增加

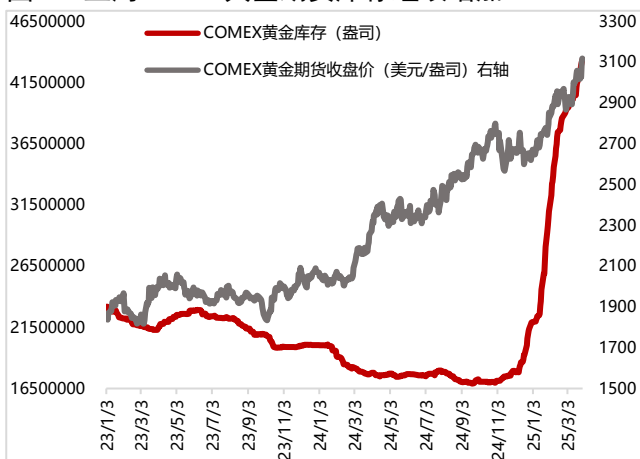
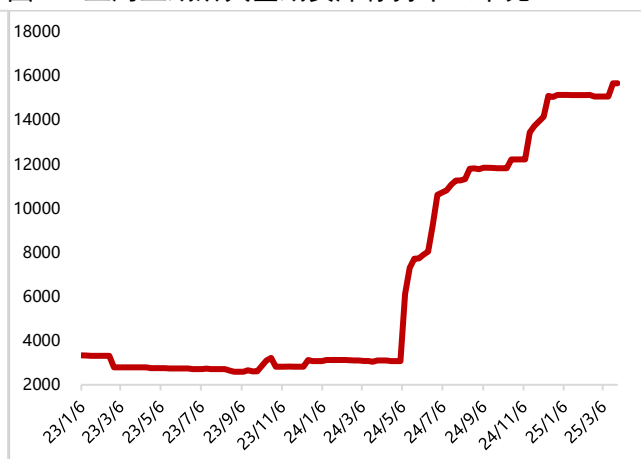


图 14 上周上期所黄金期货库存持平（千克）



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 3 月制造业 PMI 初值意外重回萎缩。3 月 24 日，标普全球公布的数据显示，3 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.8，跌至荣枯分界线之下，不及预期值 51.8 和前值 52.7。受新业务增加及天气好转推动，3 月 Markit 服务业 PMI 初值为 54.3，好于预期值和前值 51.0。3 月 Markit 综合 PMI 初值 53.5，好于预期值 51.3 和前值 51.6。不过，更高的关税和联邦开支削减使服务提供商的担忧加剧。其中，材料成本指标上升至 2023 年 4 月以来的最高水平；制造商

收到的价格上升速度为 2023 年 2 月以来最快；支付价格的综合指数也以近两年来最快的速度上升，其中制造商的价格指数涨势为 2022 年 8 月以来最快。

美国谘商会消费者预期创十二年新低。3 月 25 日，世界大型企业联合会公布的数据显示，美国 3 月谘商会消费者信心指数降至 92.9，明显低于预期值 94 和修正后的前值 100.1，创 2021 年年初以来新低，且连续第四个月下滑。值得注意的是，未来六个月的预期指数大幅下滑至 65.2，创最近十二年新低，且远远低于 80 这一关键性分水岭，这往往预示着美国经济将陷入衰退，显示出消费者对未来经济形势的悲观情绪愈发加重。

特朗普宣布对非美国造汽车征收 25% 关税。3 月 26 日，据央视新闻报道，美国总统特朗普在白宫签署行政令，宣布对所有进口汽车征收 25% 关税，相关措施将于 4 月 2 日生效。据央视，特朗普称，汽车关税将会是永久的。他表示，如果在美国制造汽车，则无需缴纳关税。这意味着，以上新关税面向所有非美国造的汽车。

美国四季度实际 GDP 年化季环比增速终值上修至 2.4%。3 月 27 日，美国经济分析局（BEA）发布的数据显示，美国 2024 年第四季度 GDP 年化增长率达到 2.4%，高于此前公布的 2.3%。报告还显示，美联储首选的通胀指标——不包括食品和能源的 PCE 个人消费支出价格指数——在第四季度被下调至 2.6%。另一个衡量经济活动的主要指标——国内生产总值（GDI）在第四季度增长了 4.5%，远高于第三季度的 1.4%。这两个经济指标的平均增长率达到 3.5%，创下一年来新高。企业利润数据同样亮眼，第四季度税后利润增长 5.9%，为两年多来最大增幅。非金融企业的利润占总增加值的比例扩大至 15.9%，显示企业定价能力仍然强劲。

美国 2 月核心 PCE 同比反弹至 2.79%，个人支出不及预期。3 月 28 日，美国商务部公布的数据显示，2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，为 2024 年 12 月以来新高，超过预期值 2.7% 和前值 2.6%；核心 PCE 物价指数环比上涨

0.4%，超出预期值和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。美国 2 月 PCE 物价指数同比上涨 2.5%，持平于预期值和前值；PCE 物价指数环比上涨 0.3%，持平于预期值和前值。值得注意的是，美联储密切关注的“超级核心通胀指标”——不包括住房和能源的核心服务成本大幅反弹。服务成本是推动 PCE 重新加速的主要因素，服务业对核心个人消费支出 (PCE) 增长的贡献率升至一年来最高水平，但这并非由关税驱动。2 月个人消费支出 (PCE) 环比上涨 0.4%，经通胀调整后的个人消费支出环比小幅上涨 0.1%，个人收入环比增长 0.8%，为 2024 年 1 月以来的最大增幅，超过个人支出 0.4% 的增幅。收入与支出之间的差距使储蓄率达到 2024 年 6 月以来的最高水平，表明消费者对财务状况更加谨慎。

美国密歇根长期通胀预期创 32 年来新高，消费者信心创逾两年新低。3 月 28 日公布的密歇根大学数据显示，美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，不及预期值和初值 57.9。其中，现况指数终值 63.8，创六个月新低，但略高于预期值和初值 63.5；预期指数终值 52.6，低于预期值 54.1 和初值 54.2，较前值下跌 11.4 点，为 2021 年以来的最大降幅。市场备受关注的通胀预期方面，3 月密歇根大学 1 年通胀预期终值 5.0%，高于预期值和初值 4.9%；5 年通胀预期终值 4.1%，为 1993 年 2 月以来最高，高于预期值和初值为 3.9%。

图 15 美国前周初请失业金人数环比微幅减少(万人) 图 16 美国 2024 年四季度 GDP 年化季环比上修 (%)

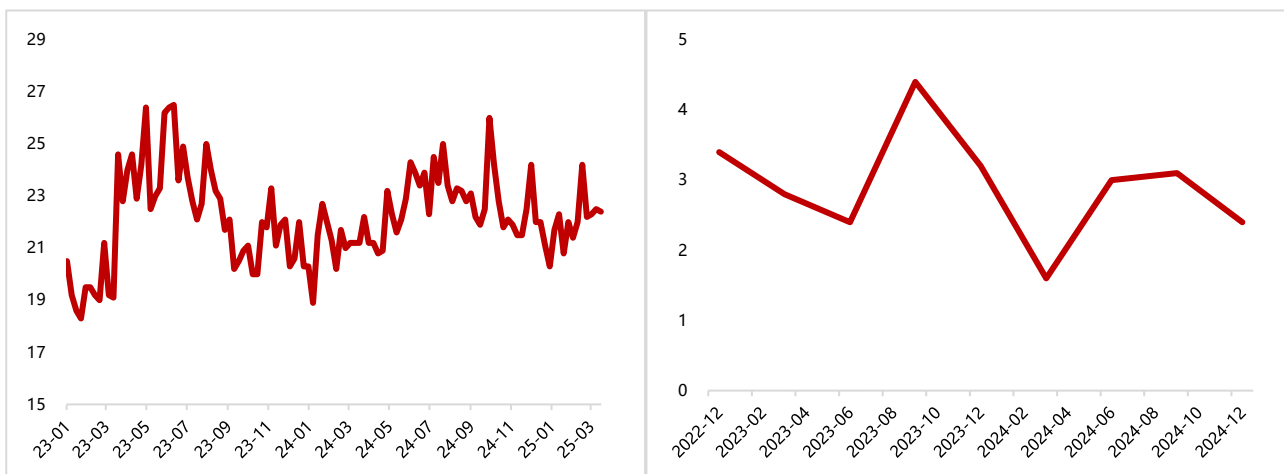


图 17 美国 2 月核心 PCE 同比超预期回升

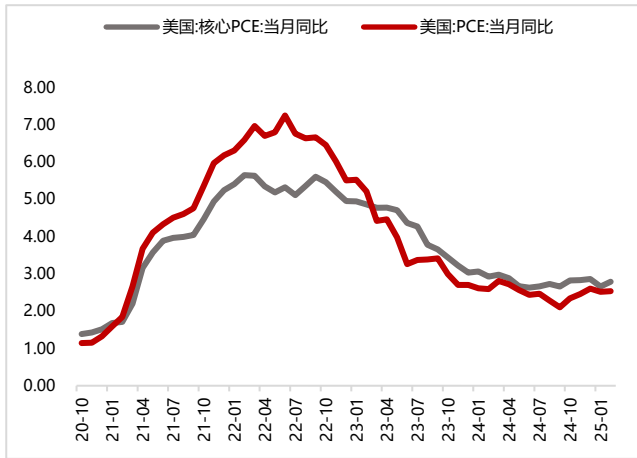


图 18 美国 1 月 JOLTS 职位空缺人数继续降低

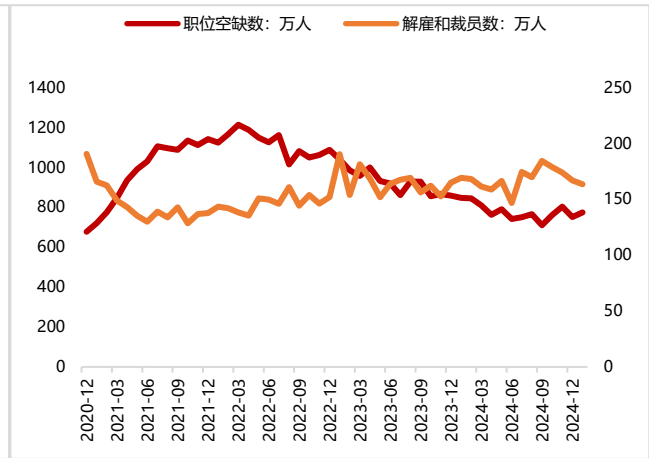


图 19 美国 1 月 CPI 同比明显回落 (%)

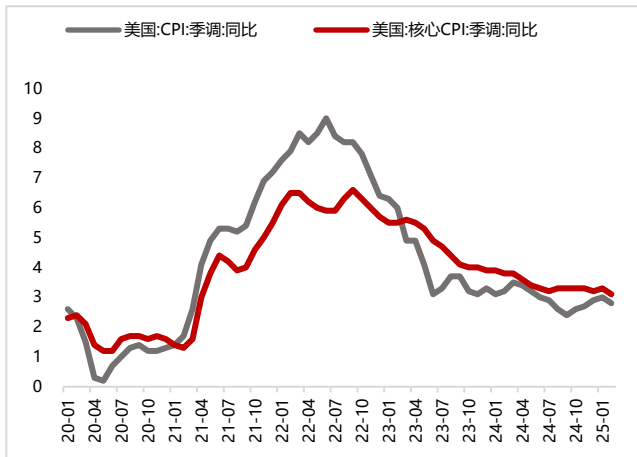


图 20 美国 1 月 PPI 同比大幅回落 (%)

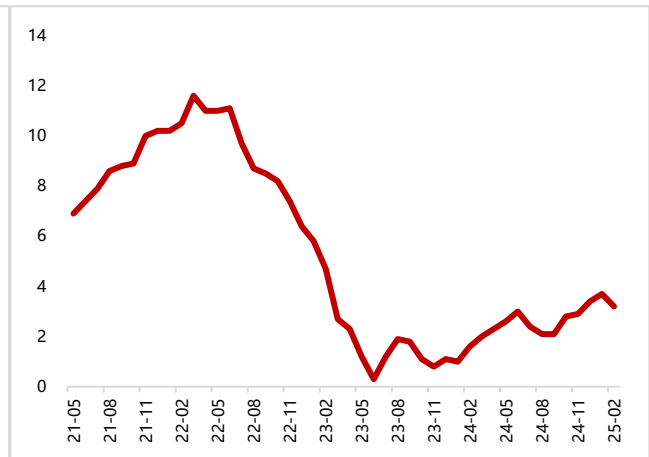


图 21 美国 2 月 ISM 服务业 PMI 回升，制造业 PMI 回落 图 22 美国 2 月失业率回升 (%)

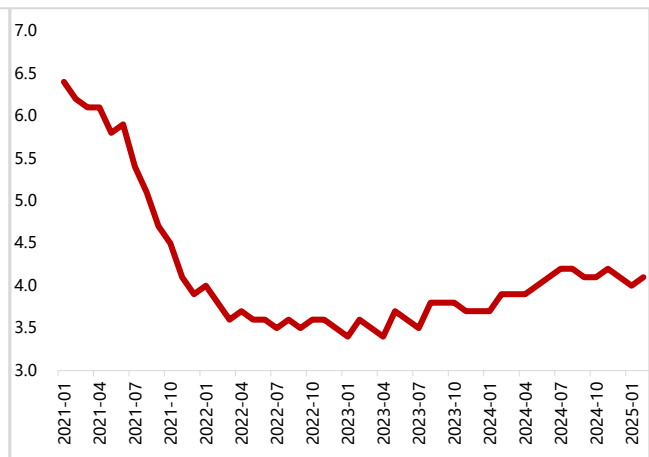
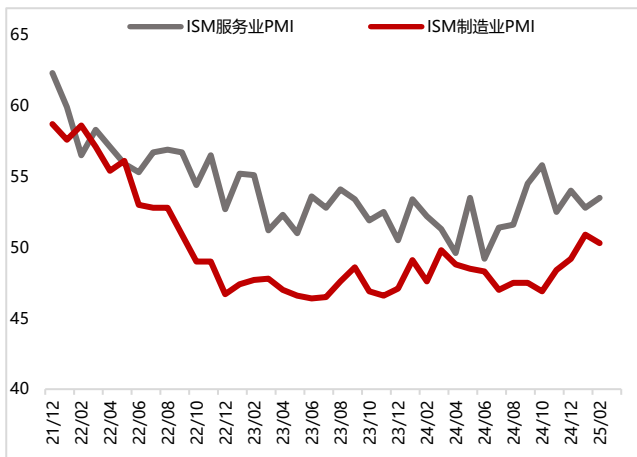
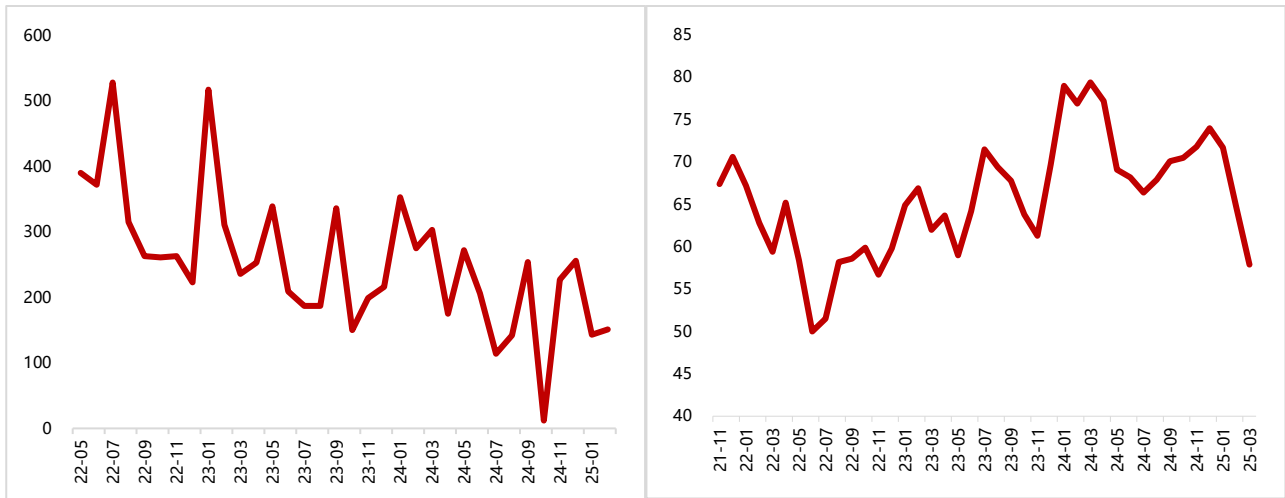


图 23 美国 2 月新增非农就业人数小幅增加（千人） 图 24 美国 3 月密歇根消费者信心继续大幅下降



数据来源：iFind，东方金诚

2.2 美联储政策跟踪

上周，多名美联储官员对通胀及降息表达谨慎态度。

3 月 24 日，亚特兰大联储主席博斯蒂克称，其目前预计今年仅降息一次，低于此前预期的两次降息，在接受采访时博斯蒂克表示改变预测是因认为今年通胀将“非常不稳定”，且公司和企业开始预期更高通胀。

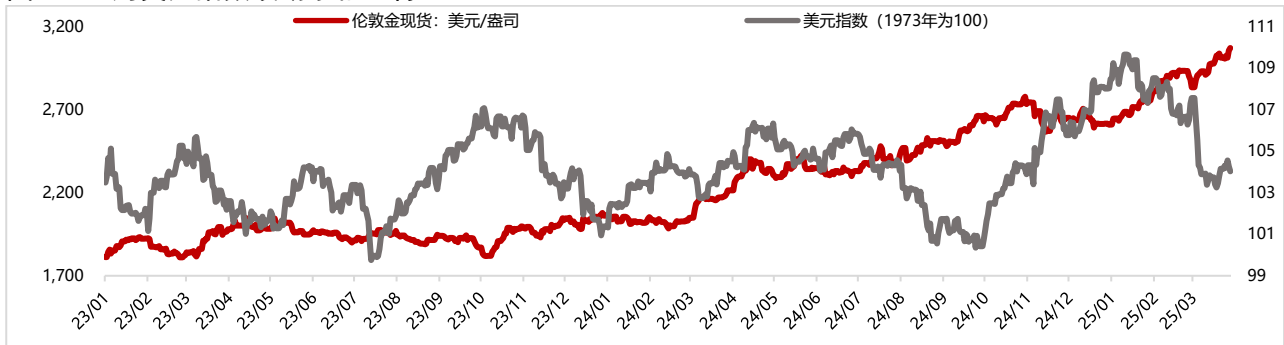
3 月 26 日，圣路易联储主席穆萨莱姆表示，他会谨慎对待认为关税上调对通胀的影响完全是暂时的，或者认为完全透视策略是合适的想法。他重申保持通胀预期稳定至关重要。如果通胀预期失控，美联储可能需要优先实现价格稳定目标，而非兼顾就业目标。穆萨莱姆的团队研究发现，按照迄今宣布的关税上调幅度，如果有效美国关税税率提高 10%，美联储首选的通胀率指标可能上升多达 1.2 个百分点。

同日，芝加哥联储主席古尔斯比表示，一旦市场长期通胀预期也开启上升态势，这无疑将是一个“重大危险信号”。特朗普推行的关税政策又带来了新的变数，美联储的下一次降息可能需要比预期更长的时间。

2.3 美元指数走势

上周美元指数波动小幅下行。周初美元指数延续修复态势。但受 25%汽车关税政策，以及超预期回升的美国 2 月核心 PCE 物价指数影响，市场对“滞胀”以及经济下行的担忧增加，导致美元指数有所回落。截至上周五，美元指数较前一周五微幅回落 0.12% 至 104.03。

图 25 上周美元指数波动小幅下行

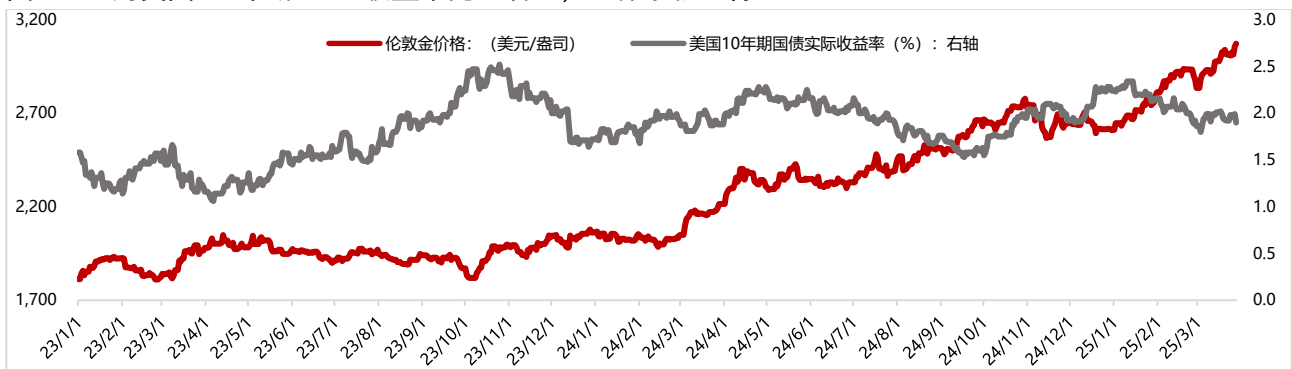


数据来源：iFind，东方金诚

2.4 美国 TIPS 收益率走势

上周美国 10 年期 TIPS 收益率先上后下，整体小幅下行。上周二（3 月 25 日）特朗普宣布将对所有进口汽车征收 25% 关税，提升市场对通胀上行的预期，导致美国 10 年期 TIPS 收益率明显上行。但美国消费者信心指数降至两年来新低，加剧市场对经济下行风险的担忧，带动美国 10 年期 TIPS 收益率转而大幅下行。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率下行 2bp 至 1.90%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率先上后下，整体小幅下行



数据来源：iFind，东方金诚

2.5 国际重要事件跟踪

中东地区局势风险增加，俄乌和谈难有进展。上周六（3月29日），哈马斯组织负责人表示，哈马斯已同意由埃及和卡塔尔提出的加沙停火提案，但以色列仍对哈马斯施压，要求其解除武装，并让其领导人离开加沙。这意味着短期内以色列和哈马斯之间难以达成一致。俄乌方面，停战协议难有进展，双方均表示不想仓促和解，加之欧洲多国反对取消对俄制裁，地缘政治风险仍延续上行。

图 27 上周 VIX 指数波动上行

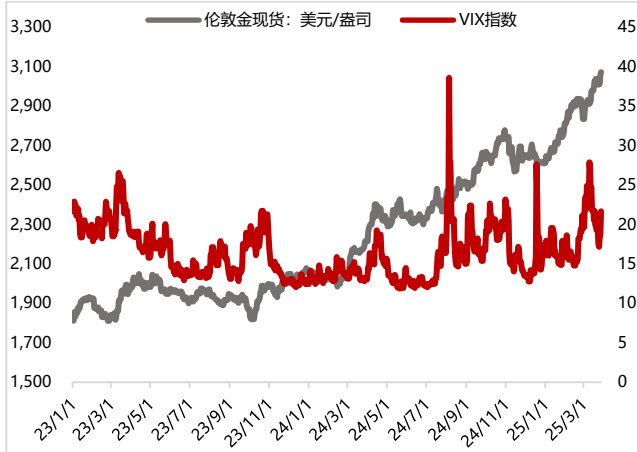
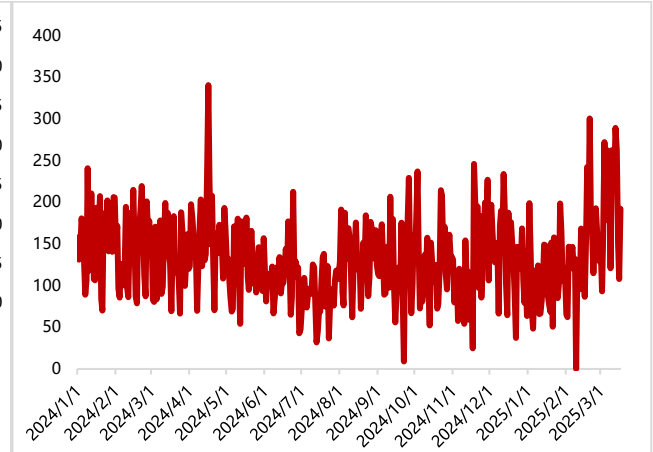


图 28 地缘政治风险指数（GPR）（1985:2019=100）



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

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