

# 美联储偏鸽表态，金价再创新高

黄金周报（2025.3.18-3.22）

宏观金融组：

黄婷莉

执业资格号：F03141791

投资咨询号：Z0021706

赵歆怡

从业资格号：F03123556

投资咨询号：Z0019881

审核人：李明玉

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

日期：2025年3月22日

## 要点

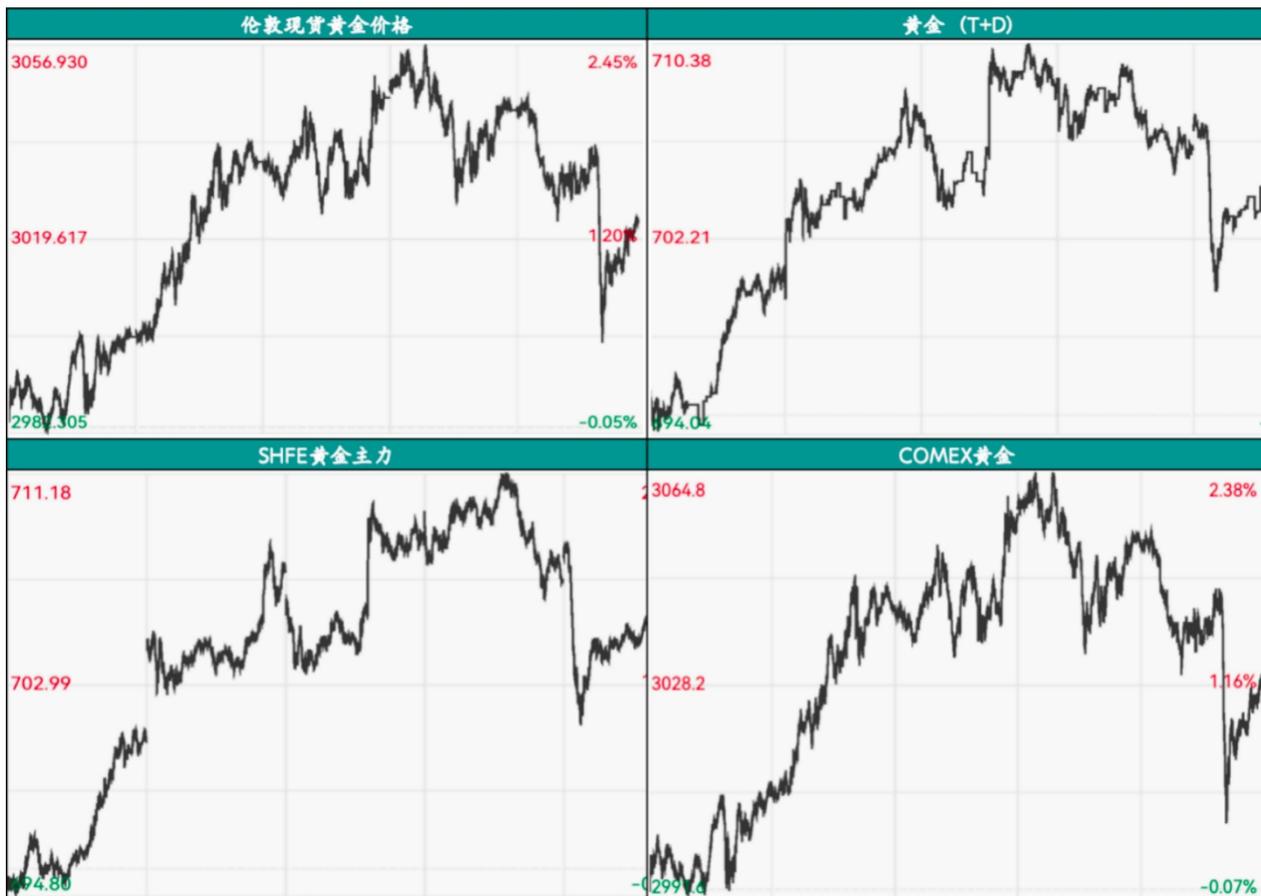
- **金价走势：**本周金价在周内徐创历史新高，站稳3000美元关口上方。降息预期叠加市场不确定性因素增加，支撑金价再创新高。
- **美国：**美联储在此次议息会议上保持利率不变，但放缓缩表，同时鲍威尔在新闻发布会上的表态偏鸽，安抚市场情绪。但包括美联储在内的投资者对美国在关税冲击下仍有“滞胀担忧”，数据显示美国经济有走弱的风险。
- **全球其他海外市场：**日本和英国央行均暂停降息，符合市场预期。土耳其政治再度震荡，埃尔多安的竞争对手被捕令政治风险增大，土耳其遭遇股、债、汇三杀。德国议会通过历史性财政方案，突破传统债务上限，增加国防支出并启动5000亿欧元基建基金。
- **观点：**短期来看，投资者对美国未来仍有潜在的“滞胀”担忧，未来“滞胀”可能是美国经济的基准情形，而“滞胀”情形下，金价有望延续强势。长期来看，央行购金具有持续性，叠加全球货币的泛滥，将继续支撑金价中枢上行，后续黄金可能仍偏强。关注下周美国2月PCE数据。

## 一、本周黄金行情回顾

本周金价在近期屡创新高，站稳 3000 美元关口。美军周末袭击也门胡塞武装，周二特朗普和普京通话达成部分停火协议，但全面停火仍有距离，避险情绪持续推升金价走高。美股近期表现接连走弱，科技七巨头估值回归 chatGPT 推出时，美财长贝森特再度喊话市场，表示美国经济的基础是健康的，没有理由出现衰退，但仍旧未能挽救市场。

周四凌晨美联储会议维持当前联邦基准利率不变，符合市场预期，同时将美国国债的每月赎回上限从 250 下调至 50 亿美元，放缓缩表。在经济展望中下调了今后三年 GDP 增长预期，小幅上调今年失业率，同时上调今后两年通胀预期，对核心 PCE 的上调尤其明显，显示美联储对美国未来仍有潜在的“滞胀”担忧，未来“滞胀”可能是美国经济的基准情形，而“滞胀”情形下，金价有望延续强势。此外，鲍威尔在随后的发布会上表态偏鸽，有意区分了“关税通胀”这一概念，并表示目前长期通胀预期已经稳定，美国经济仍然健康。在鲍威尔提及关税对通胀的影响后，市场对美联储年内降息预期有所上升，对利率敏感的两年期美债收益率日内跌幅进一步扩大，跌穿 4% 整数心理关口，美元指数走弱，金价维持强势，再创历史新高。周五晚间美联储大鸽派古尔斯比称“硬经济数据”，同时使用了“滞胀”和“暂时性”两个词，该言论吓坏了市场，金价同样应声回调。

图 1 黄金期现货价格走势（分时图）



资料来源：iFind、新湖研究所

**图 2 美元持续走弱下，人民币近期偏强**


资料来源：iFind、新湖研究所

**图 3 SPDR 持仓在本周重新增加，黄金多头交易拥挤度有所下行**


资料来源：iFind、新湖研究所

图 4 COMEX 和上期所黄金库存量持续回升



资料来源：iFind、新湖研究所

图 5 金铜比价在近期回落较大



资料来源：iFind、新湖研究所

## 二、本周主要市场经济情况回顾

### 2.1 美国市场

美联储在今早凌晨议息会议上的维持美国联邦基金利率在 4.25-4.5% 的水平保持不变，符合市场预期。本次议息会议还调整了缩表步伐，并发布了经济数据预测。总体来看，市场对本次议息会议反应积极，美股反弹，黄金再创历史新高。

根据 CME 的 FED WATCH TOOL 显示，在会议前市场对美联储在 3 月议息会议上不降息的定价接近 100%，因此此次会议上对于联邦基金利率的决议

符合市场预期。另外，美联储表示将在4月开始放缓资产负债表缩减步伐，将国债减持上限从250亿美元/每月放缓至50亿美元/月，MBS（资产支持证券）减持上限维持在350亿美元/月，基本符合市场预期。美联储的这一调整主要考虑到美国债务上限悬而未决，以避免资本市场可能出现的流动性危机，象征意义更为浓厚。对于缩表放缓的决议，美联储理事沃勒投了反对票，希望保持当前缩表速度不变。值得注意的是，沃勒由特朗普在2020年任命，当时一度被市场猜测为最有可能接替鲍威尔的人选，但从其发言和表态来看，沃勒是保持美联储独立性观点的坚定拥护者。

**“滞胀”担忧仍存，点阵图偏鹰。**在特朗普上台以及开启关税政策后，此次议息会议美联储首次公布SEP（经济数据展望），因此市场格外关注。具体来看，美联储下调了今后三年GDP增长预期，小幅上调今年失业率，上调今后两年通胀预期，对核心PCE的上调尤其明显，显示美联储官员对美国未来仍有潜在的“滞胀”担忧。

根据此次会议公布的点阵图来看，FOMC票委的观点较去年12月略微偏鹰。对于2025年年内降息的预期，认为降息1次及以内的官员从4名增加至8名，认为降息2次的官员由10名下降至9名，认为降息2次以上的官员由5名下降至2名。针对未来其他年份，支持大幅降息的官员数量也在减少。

**市场选择相信鲍威尔偏鸽发言。**从美联储发布的点阵图和经济预期来看，总体态度并不乐观，但鲍威尔在随后的发布会上安抚市场，表态偏鸽超出市场预期。针对当前市场最为关注的关税引发的通胀问题，鲍威尔有意区分了“关税通胀”这一概念，表示很难分析通胀在多大程度上由关税推动，但美联储会试图弄清楚这一点，同时表示“显然其中一部分，很大一部分（a good part of）”

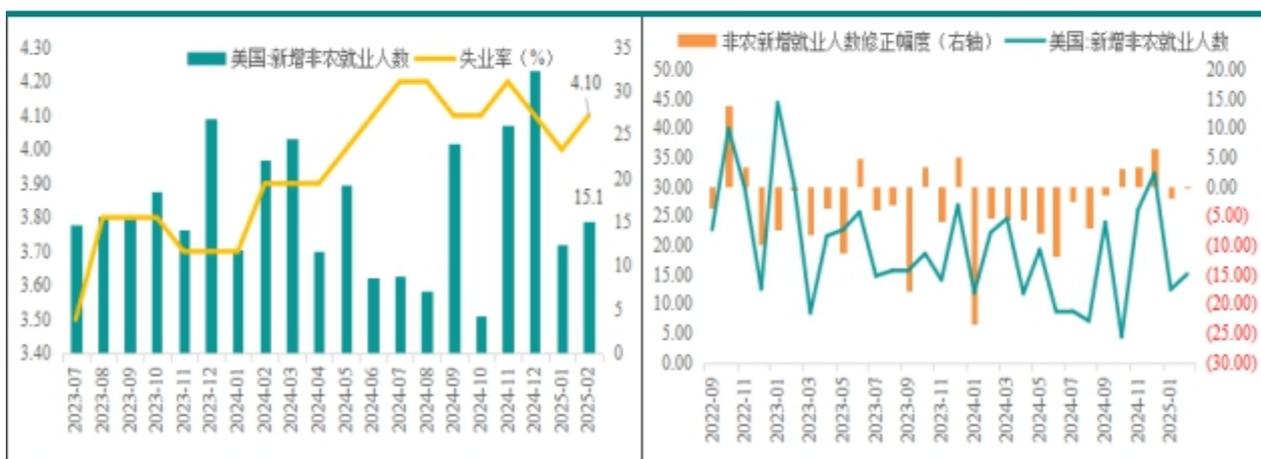
来自关税”。另外，鲍威尔表示目前长期通胀预期已经稳定，因此美联储能够忽略它。除此之外，鲍威尔认为“软数据”并不一定表明经济疲软，以就业率以及消费支出为代表的“硬数据”表明美国经济仍然“健康”。在鲍威尔提及关税对通胀的影响后，市场对美联储年内降息预期有所上升，对利率敏感的两年期美债收益率日内跌幅进一步扩大，跌穿 4% 整数心理关口，美元指数走弱，金价维持强势，再创历史新高。

**图 6 美国四季度 GDP 小幅低于预期，消费仍仍具韧性**



资料来源：iFind、新潮研究所

**图 7 美国 2 月新增非农就业人数小幅低于市场预期，失业率意外上升**



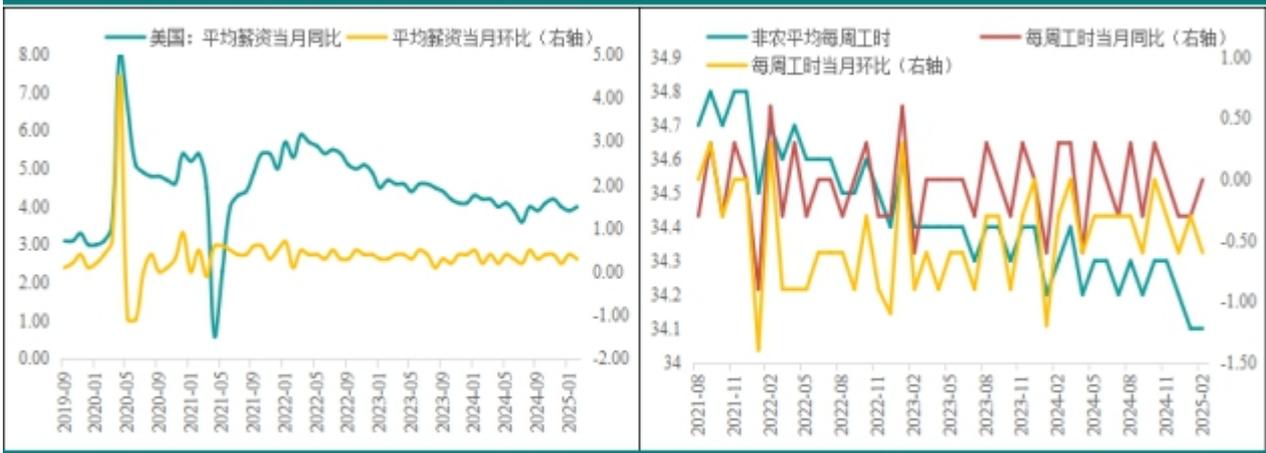
资料来源：iFind、新潮研究所

图 8 美国 2 月劳动参与率较为平稳，休闲服务行业景气度有所下降



资料来源：iFind、新湖研究所

图 9 美国 2 月非农就业薪金与上月持平



资料来源：iFind、新湖研究所

**表 1 美国非农新增就业人数分行业情况表**

新增就业人数 (万人)	变动	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月
<b>非农行业</b>	2.6	15.10	12.50	32.30	26.10	4.40	24.00	7.10
<b>私人部门</b>	5.9	14.00	8.10	28.70	24.40	-0.10	20.80	3.30
<b>商品生产</b>	4.1	3.40	-0.70	0.40	2.80	-5.00	3.20	-1.80
采矿	0.9	0.50	-0.40	-0.10	0.10	-0.10	0.10	-0.10
建筑	1.7	1.90	0.20	1.50	0.60	0.10	3.00	2.30
<b>制造业</b>	1.5	1.00	-0.50	-1.00	2.00	-5.00	0.00	-4.00
耐用品	1.7	1.10	-0.60	-1.50	2.70	-4.60	0.10	-4.00
非耐用品	-0.2	-0.10	0.10	0.50	-0.70	-0.40	-0.10	0.00
<b>服务提供</b>	1.8	10.60	8.80	28.30	21.60	4.90	17.60	5.10
零售	-3.6	-0.63	2.95	3.44	-1.35	-0.66	1.37	-1.33
批发	1.3	0.88	-0.42	1.30	0.51	0.61	0.71	0.38
公用事业	0.0	0.13	0.11	-0.08	-0.03	-0.08	0.26	0.08
交运仓储	-0.1	1.78	1.87	3.44	2.77	-0.90	0.71	0.17
信息	0.2	0.50	0.30	1.70	0.50	-0.70	0.00	-0.70
金融活动	0.7	2.10	1.40	1.20	1.60	0.30	0.60	0.60
专业和商业服务	3.7	-0.20	-3.90	3.60	3.70	-3.40	-1.60	-3.20
教育和保健服务	0.7	7.30	6.60	8.30	7.30	8.70	9.80	6.50
休闲和住宿	-0.2	-1.60	-1.40	4.70	5.40	0.90	5.10	2.60
其他服务	-0.9	0.40	1.30	0.70	1.20	-0.30	0.70	0.00
<b>政府部门</b>	-3.3	1.10	4.40	3.60	1.70	4.50	3.20	3.80

资料来源：iFind、新湖研究所

**图 10 职位空缺率重回疫情前水平**


资料来源：iFind、新湖研究所

**图 11 美国 2 月通胀数据全线低于市场预期**


资料来源：iFind、新潮研究所

**表 2 美国 2 月核心服务和能源有所回落**

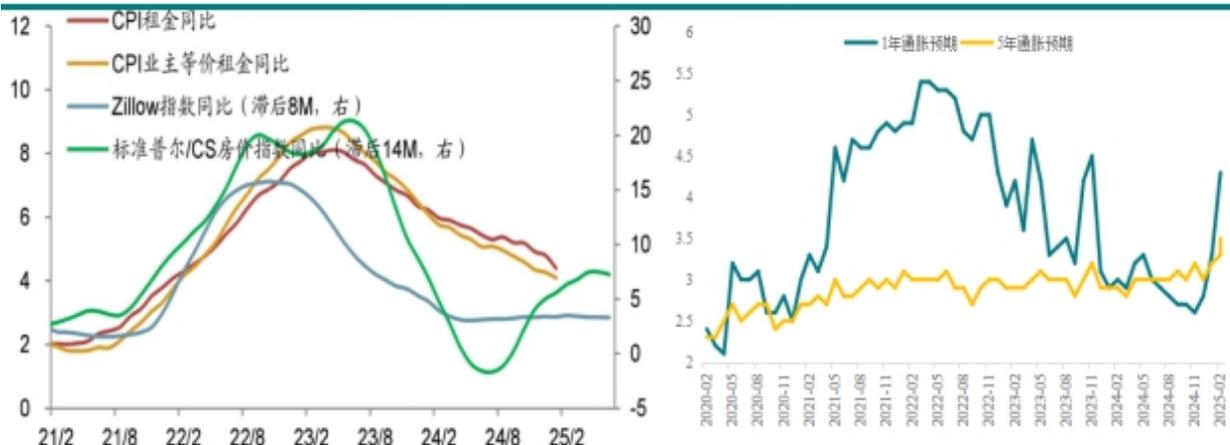

资料来源：Bloomberg、iFind、新潮研究所

**表 3 美国 CPI 同比及环比情况**

美国CPI分项	权重 (%)	同比数据YoY (%)				环比数据MoM (%)			
		2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
<b>CPI</b>	<b>100.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>
<b>食物</b>	<b>13.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
家庭食物	8.1	1.9	1.9	1.8	1.6	0.0	0.5	0.3	0.4
非家庭食物	5.6	3.7	3.4	3.6	3.6	0.4	0.2	0.3	0.3
<b>能源</b>	<b>6.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>0.2</b>	<b>1.1</b>	<b>2.4</b>	<b>0.1</b>
<b>能源商品</b>	<b>3.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-8.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>4.3</b>	<b>0.5</b>
燃油	0.2	-5.1	-5.3	-13.1	-19.5	0.8	6.2	2.1	-1.4
车用燃油	3.0	-3.2	-0.4	-3.8	-8.4	-0.9	1.8	4.4	0.5
汽油	2.9	-3.1	-0.2	-3.4	-8.1	-1.0	1.8	4.4	0.6
<b>能源服务</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.1</b>
电力	2.4	2.5	1.9	2.8	3.1	1.0	0.0	0.2	-0.2
公用燃气服务	0.8	6.0	4.9	4.9	1.8	2.5	1.8	2.8	0.5
<b>核心CPI</b>	<b>80.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
<b>除食品能源外商品</b>	<b>19.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
服饰	2.5	0.6	0.4	1.2	1.1	0.6	-1.4	0.1	0.1
新车	4.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-0.1	0.0	0.4	0.5
二手车和卡车	2.4	0.8	1.0	-3.3	-3.4	0.9	2.2	0.8	1.3
医疗商品	1.5	2.3	2.3	0.5	0.4	0.1	1.2	0.0	-0.1
酒精饮料	0.8	1.7	1.4	1.4	1.8	0.5	0.3	-0.3	0.1
烟草和吸烟用品	0.5	6.6	6.8	6.7	6.6	0.6	0.4	0.0	1.0
<b>除食品能源外服务</b>	<b>60.7</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
住所	35.4	4.2	4.4	4.6	4.7	0.3	0.4	0.3	0.3
主要住所租金	7.5	4.1	4.2	4.3	4.4	0.3	0.3	0.3	0.2
业主等价房租	26.2	4.4	4.6	4.8	4.9	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	2.0	2.2	2.6	3.7	0.2	1.4	-1.0	3.2
医疗服务	6.7	3.0	2.7	3.4	3.7	0.3	0.0	0.2	0.3
运输服务	6.4	6.0	8.0	7.3	7.1	-0.8	1.8	0.5	0.1
机动车保养与维修	1.0	5.8	5.9	6.2	5.7	0.3	0.5	0.2	0.2
机动车保险	2.8	11.1	11.8	11.3	12.7	0.3	2.0	0.5	0.3
机票价格	0.9	-0.7	7.1	7.9	4.7	-4.0	1.2	3.0	0.0

**图 12 能源价格有望进一步下行，二手车价格有望趋稳**

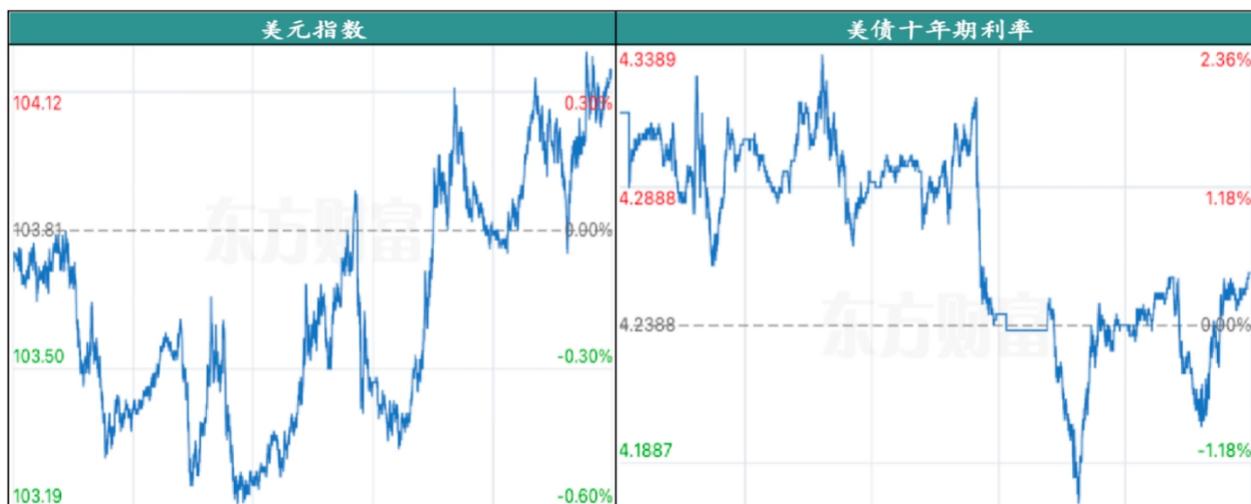

资料来源：iFind、新潮研究所

**图 13 住房通胀有望进一步缓解，美国居民通胀预期“爆表”**


资料来源：iFind、Zillow、新湖研究所

**图 14 美国 2 月制造 PMI 有所下降，服务业 PMI 意外超出市场预期**


资料来源：iFind、新湖研究所

**图 15 美债收益率和美元指数本周震荡走低**


资料来源：ichoice、新湖研究所

**图 16 受对美国经济前景担忧影响，美债收益率走低**


资料来源：iFind、新湖研究所

**图 17 美联储资产持续削减，财政部 TGA 余额快速被损耗**


资料来源：美联储、iFind、新湖研究所

**图 18 市场对美联储降息预期有所回升，年内降息次数重回 3 次**


资料来源：CME、Bloomberg、新湖研究所

## 2.2 全球其他海外市场

日本央行维持当前利率保持不变符合市场预期，日本央行行长表态若经济前景实现，将会加息，投资者预期日本央行将在5月再度加息。土耳其政治再度震荡，埃尔多安的竞争对手被捕令政治风险增大，土耳其遭遇股、债、汇三杀，土耳其里拉兑美元目前最大跌幅达到10%，创下历史新低。

英国央行一如预期地将利率维持在4.5%不变，正在评估美国关税对全球经济的影响。货币政策委员会(MPC)以8比1的投票结果通过了此次利率决议，只有委员丁格拉投票支持降息25个基点。英国央行声明称，自上次利率决议以来，全球贸易政策的不确定性加剧，美国政府宣布了一系列关税措施，一些国家对此做出了回应。“其他地缘政治不确定性也有所增加，全球金融市场波动指标也有所上升”。德国议会通过历史性财政方案，突破传统债务上限，增加国防支出并启动5000亿欧元基建基金，受此影响欧洲股市涨幅增加，欧元走强。

**图 19 欧元区降息幅度和节奏较美国更为提前，部分国家制造业 PMI 有所回升**



资料来源：iFind、新潮研究所

**图 20 受到美乌谈判影响，欧元在近期走强**


资料来源：iFind、新潮研究所

**图 21 日本商业空头持仓达到去年 8 月套息交易时的最高值**


资料来源：iFind、新潮研究所

### 三、后市展望

总体来看，包括美联储在内，市场对美国“滞胀”担忧仍然存在，特别是在特朗普关税政策下，以密歇根大学通胀预期数据为代表的“软数据”显示了美国居民体感不佳。虽然此次鲍威尔区分了“关税通胀”这一概念，且关税政策尚未传导至最新的通胀报告，但考虑到 CPI 数据本身就具有一定的滞后性，关税政策最终仍将体现在未来物价上涨上，美国通胀前景仍较为棘手。

短期来看，降息预期回升叠加市场不确定性增加，伦敦黄金站稳 3000 美元关口，具有一定的上冲惯性，有望维持强势，但也需警惕前期资金存在一定

的获利了结需求。中长期来看，央行购金仍将持续。当前黄金储备与发达国家黄金储备占外汇总额的数值相比，包括我国在内的发展中国家未来购金空间巨大，支撑金价中枢上行。另外，美元化浪潮预计仍将继续，美债规模增长趋势难改，全球去美元化进程可能加快。叠加我国 AI 发展对美国科技股的冲击，也在一定程度强化了去美元化的中长期逻辑，对长期金价形成支撑。

### 风险提示：

美联储降息不及预期，特朗普政策风险。

### 免责声明：

本报告由新潮期货股份有限公司(以下简称新潮期货,期货交易咨询业务许可证号 32090000)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于新潮期货。未经新潮期货事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发,须注明出处为新潮期货股份有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料,所载的全部内容及其观点公正,但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新潮期货在最初发表本报告日期当日的判断,新潮期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但新潮期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新潮期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新潮期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者,新潮期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者,本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。