

2025 年 3 月 3 日



金银处于阶段性调整之中

核心观点及策略

- 上周贵金属价格高位回调，国际金价结束八周连续上涨，周度跌幅2.8%。投资者获利了结是金价出现调整的主因，特朗普总统关于关税政策的言论以及美元指数走强也对黄金造成了压力。
- 特朗普表示，原定于3月4日生效的对墨西哥和加拿大的关税将如期实施。4月2日的对等关税计划仍将完全生效。特朗普的最新声明意味着美国政府将全面推进关税措施，推动美元指数反弹，但关税计划也引发了市场对美国二次通胀、经济衰退甚至滞胀的担忧。
- 近期我们一直提示涨幅已大的黄金面临调整的风险，理由是金价的持续上涨已对各种利多消息进行了较充分的定价，当前地缘风险缓和，资金在进行最后的博弈，且有投机资金在获利了结流出。上周贵金属的大幅下跌确认了回调的趋势，目前金银价格的阶段性调整正在进行中，预计本次调整的时间会比较长。
- 风险因素：美国非农就业数据超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、上周交易数据

表 1 上周主要市场贵金属交易数据

合约	收盘价	涨跌	涨跌幅/%	总成交量/手	总持仓量/手	价格单位
SHFE 黄金	672.12	-12.32	-1.80	110653	178255	元/克
沪金 T+D	669.92	-15.16	-2.21	54768	176564	元/克
COMEX 黄金	2867.30	-82.30	-2.79			美元/盎司
SHFE 白银	7853	-249	-3.07	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	7841	-172	-2.15	584916	3922878	元/千克
COMEX 白银	31.71	-1.12	-3.41			美元/盎司

注：(1) 成交量、持仓量：手（上期所按照双边计算，COMEX/LME 按照单边计算；LME 为前一日官方数据）；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100%；

资料来源：iFinD、铜冠金源期货

二、市场分析及展望

上周贵金属价格高位回调，国际金价结束八周连续上涨，周度跌幅 2.8%。投资者获利了结是金价出现调整的主因，特朗普总统关于关税政策的言论以及美元指数走强也对黄金造成了压力。

特朗普表示，原定于 3 月 4 日生效的对墨西哥和加拿大的关税将如期实施。4 月 2 日的对等关税计划仍将完全生效。特朗普的最新声明意味着美国政府将全面推进关税措施，推动美元指数反弹，但关税计划也引发了市场对美国二次通胀、经济衰退甚至滞胀的担忧。

美联储哈马克表示，美联储可能会在“相当一段时间”内维持利率不变；当前股票市场估值处于高位；在支持进一步降息之前寻求通胀向 2% 迈进的证据；目前广泛的金融状况是宽松的。

欧洲央行会议纪要显示，抗通胀进程进展顺利，预计近期通胀仍将保持在目标之上；高度不确定性、持续存在的能源和食品价格上涨风险、强劲的劳动市场以及高额的工资谈判增加都需要保持谨慎；通胀前景面临的风险被视为双向的；一些证据表明，自去年十二月以来，风险平衡出现向上调整的迹象。

目前地缘风险有所缓解。特朗普称，结束俄乌冲突的和平协议是可能的。英国首相斯塔默表示，英国准备派遣地面部队和空中飞机来协助达成乌克兰和平协议。特朗普与泽连斯基的会谈不欢而散，美乌矿产协议未签署。

CFTC 持仓报告显示：截至 2 月 18 日的一周内，COMEX 黄金期货投机者将净多头头寸减少 7049 手合约，至 261625 手，已连续三周下降。

近期我们一直提示涨幅已大的黄金面临调整的风险，理由是金价的持续上涨已对各种利多消息进行了较充分的定价，当前地缘风险缓和，资金在进行最后的博弈，且有投机资金在获利了结流出。上周贵金属的大幅下跌确认了回调的趋势，目前金银价格的阶段性调整进

正在行中，预计本次调整的时间会比较长。

本周重点关注：美国 2 月非农就业数据、中国 2 月 CPI、财新 PMI 数据等。事件方面，关注欧央行利率决议，以及鲍威尔等美联储官员讲话、美联储经济状况褐皮书。地缘政治方面，关注俄乌形势变化，欧盟将于 3 月 6 日再次召开紧急峰会。

风险因素：美国非农就业数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 1 月核心 PCE 物价指数同比增长 2.6%，预期增长 2.6%，前值由 2.8%修正为 2.9%。美国 1 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.3%，符合预期，创 2024 年 10 月以来新高。

2、美国四季度实际 GDP 年化季环比修正值 2.3%，符合预期，PCE 物价指数上修至 2.7%。美国经济在 2024 年底展现出稳健的增长态势，但通胀压力也较预期更为顽固。

3、美国 2 月谘商会消费者信心指数也大幅下降。关税阴影笼罩下，美国 2 月谘商会消费者信心指数大幅下降至 98.3，低于预期和前值，创逾三年最大单月降幅。五个分项指数中，仅消费者现况指数有所改善，而劳动市场现状指标显著恶化，预期通胀率也显著上升至 6%，远超美联储 2%的目标。

4、美国 1 月耐用品订单环比增 3.1%，创 2024 年 7 月以来最大增幅，受飞机订单激增的推动。市场普遍预计，今晚将公布的美国 1 月核心 PCE 指数同比上涨 2.6%。

5、美国上周初请失业金人数 24.2 万人，预期 22.1 万人，前值从 21.9 万人修正为 22 万人。

6、美国 2024 年第四季度实际 GDP 年化修正值环比升 2.3%，预期升 2.3%，初值升 2.3%，第三季度终值升 2.8%。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/2/28	2025/2/21	2025/1/30	2024/2/28	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	904.38	904.38	864.19	823.77	0.00	40.19	80.61
ishare 白银持仓	13638.69	13535.34	13961.78	13405.05	103.35	-323.09	233.64

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

表 3 CFTC 非商业性持仓变化

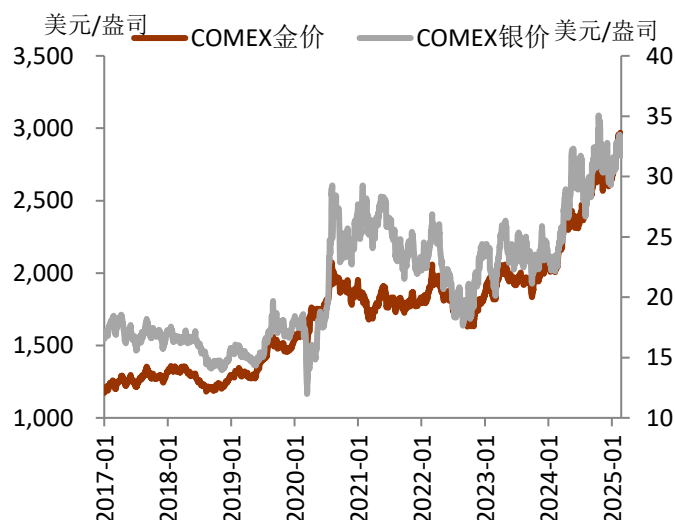
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-02-25	316948	55323	261625	-7049

2025-02-18	334043	65369	268674	-15830
2025-02-11	343766	59262	284504	-18004
2025-02-04	356500	53992	302508	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-02-25	78469	25607	52862	-1592
2025-02-18	84814	30360	54454	4744
2025-02-11	79112	29402	49710	-651
2025-02-04	83120	32759	50361	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

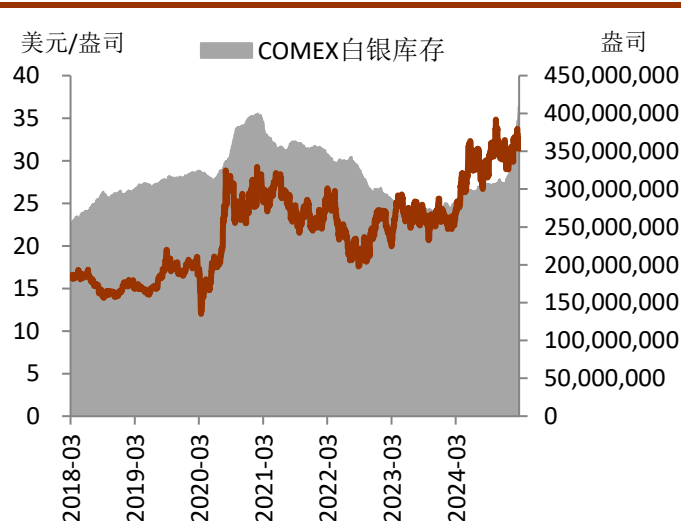
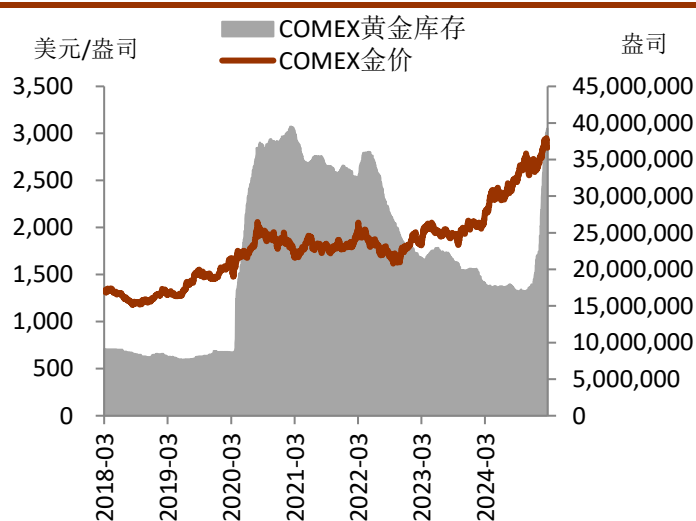
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

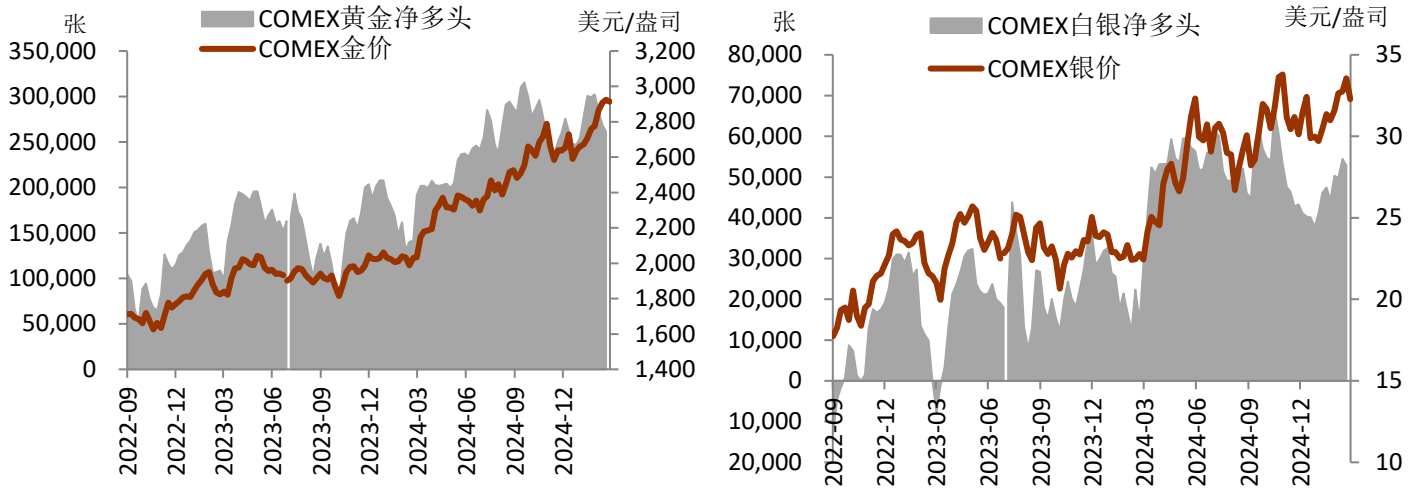
图4 COMEX 白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图5 COMEX 黄金非商业性净多头变化

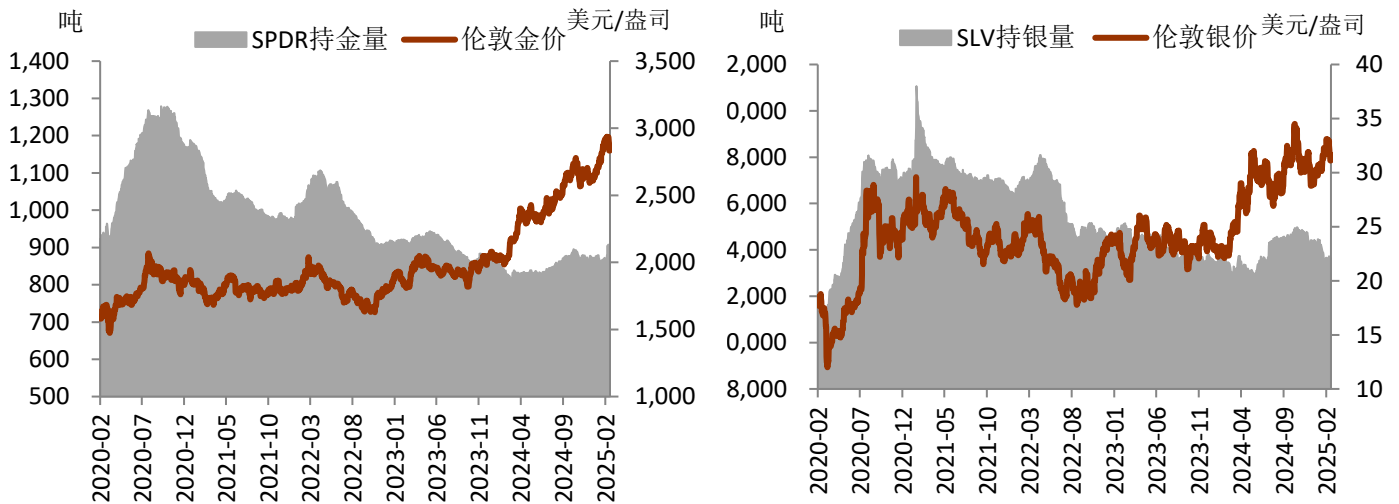
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 7 SPDR 黄金持有量变化

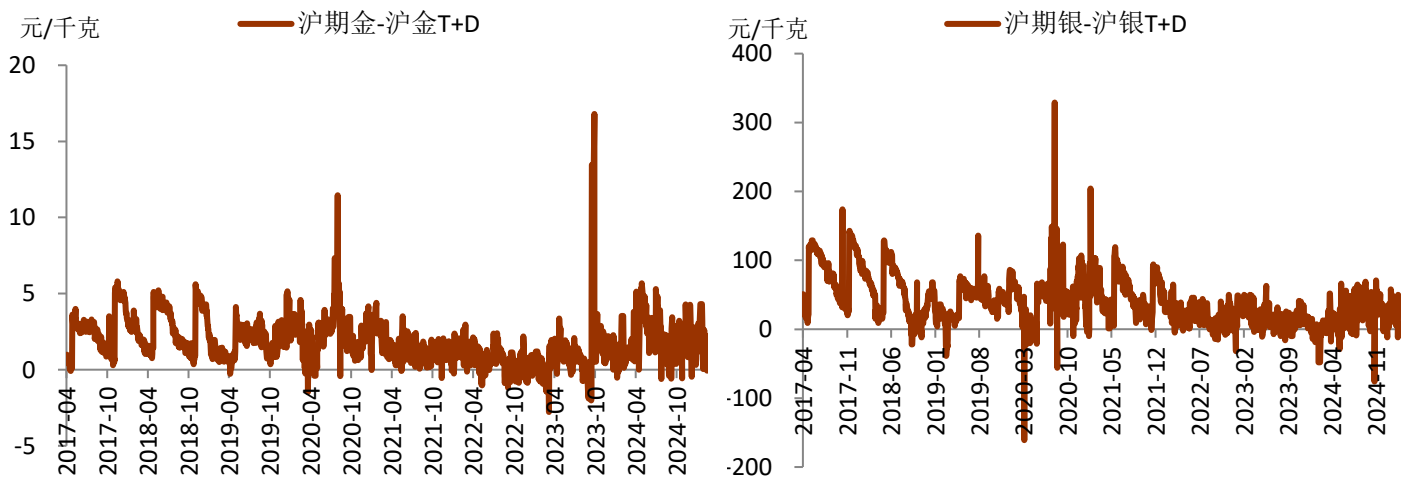
图 8 SLV 白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

图 10 沪期银与沪银 T+D 价差变化

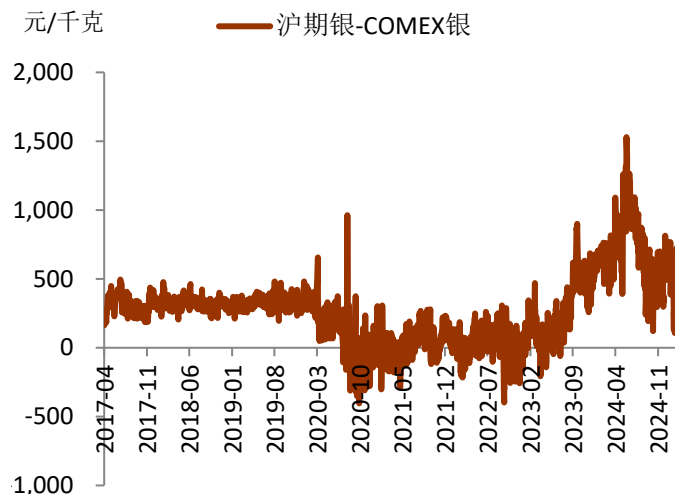
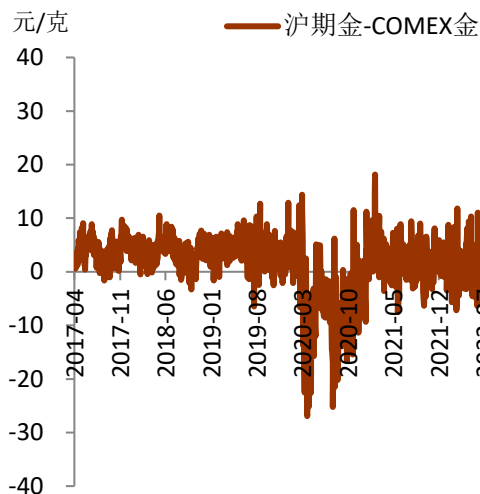


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 11 黄金内外盘价格变化

图 12 白银内外盘价格变化

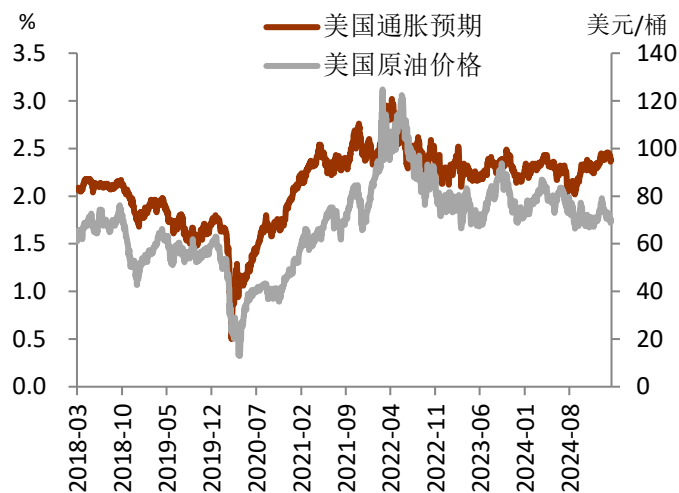
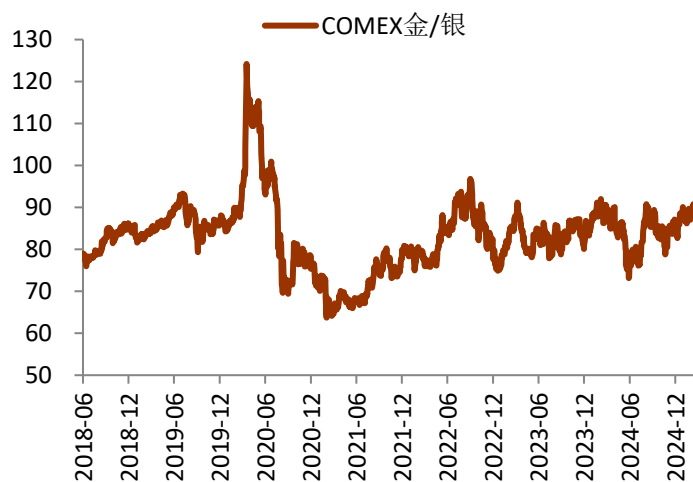
敬请参阅最后一页免责声明



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

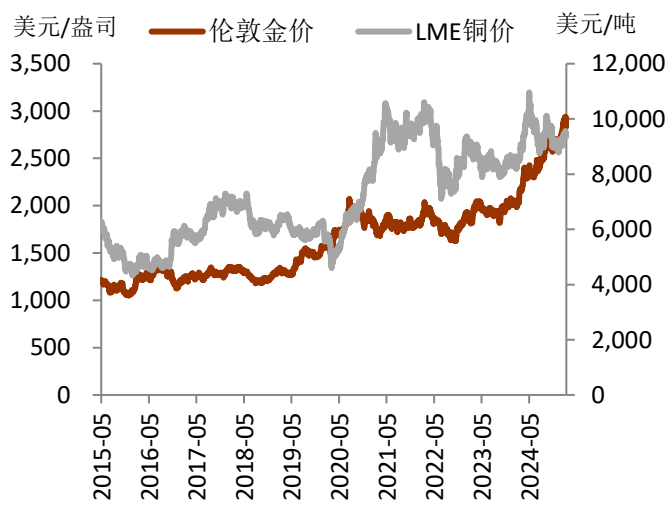
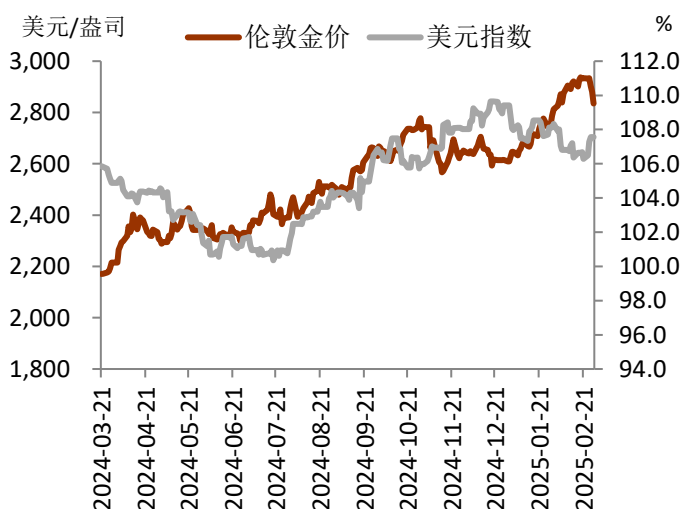
图 14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

图 16 金价与铜价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

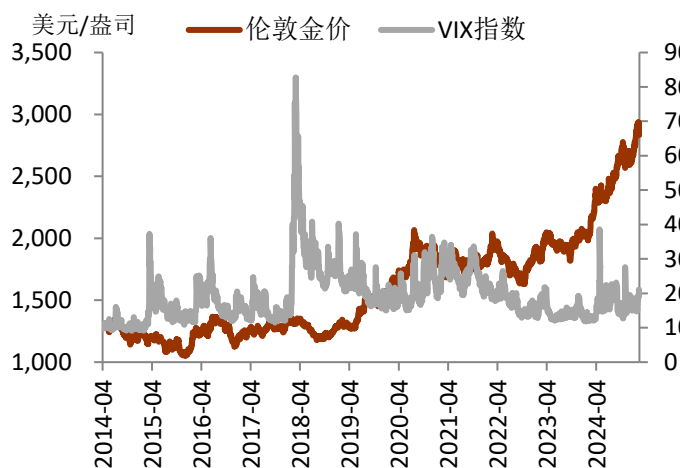
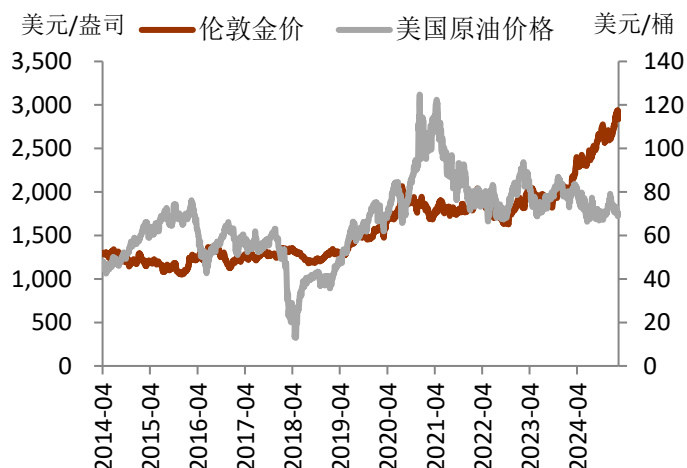


图 18 金价与原油价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势

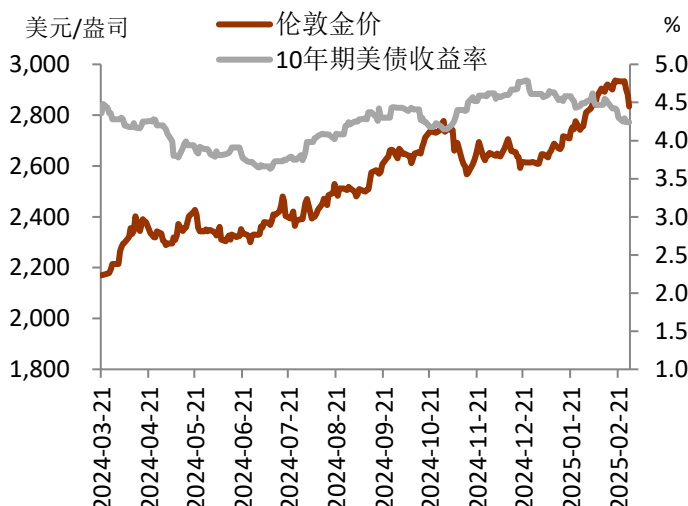
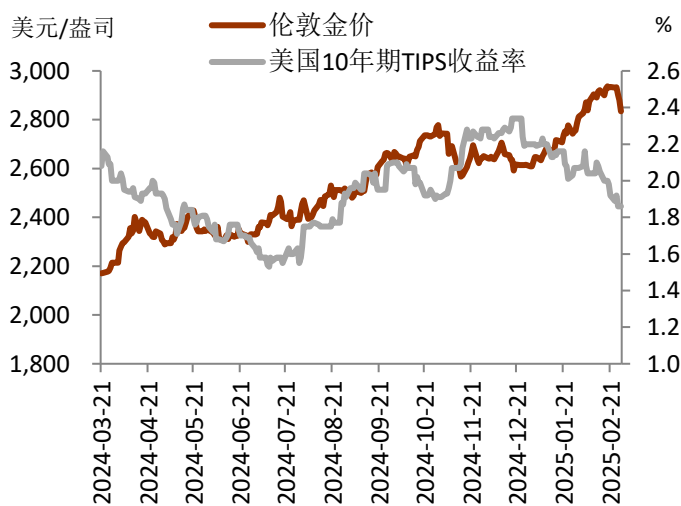


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

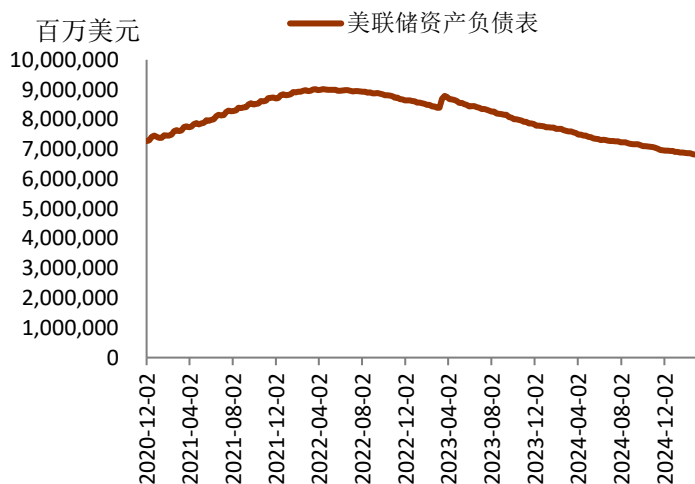
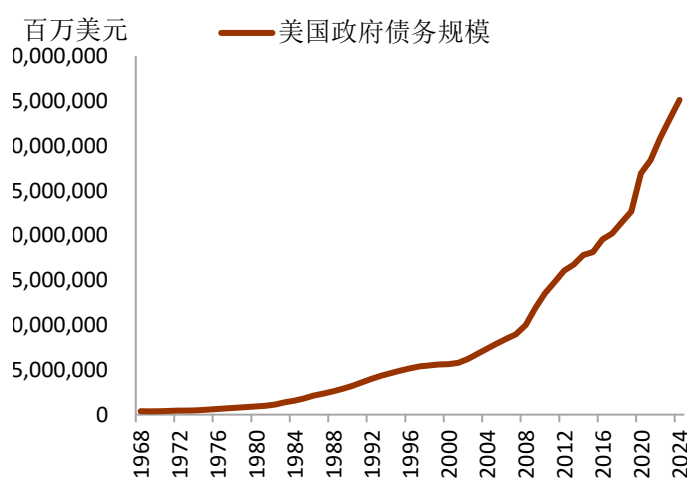


图 22 美国政府债务规模



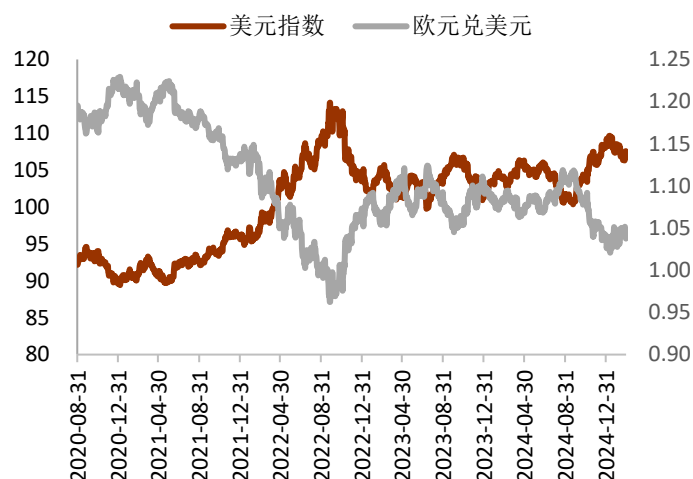
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 23 铜金比价



图 24 美元指数与欧元兑美元走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。