

2025年3月10日

金银反弹有限，可能延续调整



核心观点及策略

- 上周贵金属价格出现反弹，主要受对特朗普关税政策的担忧引发了避险买盘，以及美元指数走软的支撑。虽然上周五公布的美国2月非农就业报告进一步证实了美国就业市场正在走弱的趋势，但并未能提振贵金属价格走势。
- 上周一特朗普表示，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，随后有表示暂缓美墨加协定下加墨商品关税至4月2日。对等关税计划仍将4月2日在完全生效。特朗普的最新声明意味着美国政府将全面推进关税措施，引发了市场对美国二次通胀、经济衰退甚至滞涨的担忧，美元指数持续大幅下挫。
- 当前美国经济数据进一步走弱，通胀反弹，就业市场降温，叠加关税影响，市场对美国今年陷入衰退或“滞涨”的预期在进一步发酵，避险情绪依然对金银价格有一定支撑。目前市场分歧较大，投机资金在持续流出黄金，我们认为当前金价继续上攻的动能不足，维持目前金银价格的阶段性调整中的观点。
- 风险因素：美国通胀数据超预期

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	679.48	7.36	1.10	70875	178255	元/克
沪金 T+D	679.31	1.01	0.15	34834	171460	元/克
COMEX 黄金	2917.70	50.40	1.76			美元/盎司
SHFE 白银	8048	195	2.48	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	8060	115	1.45	423426	3748244	元/千克
COMEX 白银	32.92	1.21	3.82			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 & 展望

上周贵金属价格出现反弹，主要受对特朗普关税政策的担忧引发了避险买盘，以及美元指数走软的支撑。虽然上周五公布的美国 2 月非农就业报告进一步证实了美国就业市场正在走弱的趋势，但并未能提振贵金属价格走势。

上周一特朗普表示，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，随后有表示暂缓美墨加协定下加墨商品关税至 4 月 2 日。对等关税计划仍将 4 月 2 日在完全生效。特朗普的最新声明意味着美国政府将全面推进关税措施，引发了市场对美国二次通胀、经济衰退甚至滞胀的担忧，美元指数持续大幅下挫。

美联储褐皮书显示自今年 1 月中旬以来，美国整体经济活动略有上升，但消费支出总体下降，进一步印证美国经济前景的不确定性。

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。

上周四，欧洲央行将存款机制利率从 2.75% 下调至 2.5%，为自去年 6 月以来第六次降息。欧央行行长拉加德表示，随着通胀降温和经济消化地缘政治的剧烈变化，降息周期可能接近尾声，转向更渐进的决策方式，欧央行无权帮各国为增加国防支出融资。交易员们削减欧洲央行降息预期，预计年末前将再降息 41 个基点。

德国候任总理默茨上周二表示，德国将修改宪法，把国防和安全支出排除在财政支出限制之外，并将不惜一切代价保卫国家。欲设立 5000 亿欧元预算外基金，德国为增加国防开支铺路。

CFTC 持仓报告显示：截至 3 月 4 日的一周内，COMEX 黄金期货投机者将净多头头寸减少 18364 手合约，至 243261 手，已连续四周下降。

当前美国经济数据进一步走弱，通胀反弹，就业市场降温，叠加关税影响，市场对美国今年陷入衰退或“滞涨”的预期在进一步发酵，避险情绪依然对金银价格有一定支撑。目前市场分歧较大，投机资金在持续流出黄金，我们认为当前金价继续上攻的动能不足，维持目前金银价格的阶段性调整中的观点。

本周重点关注：美国 2 月 CPI、PPI 数据等。事件方面，关注美乌沙特会谈、德国联邦议会审议增加大规模财政支出计划草案，美国政府资金到期。

风险因素：美国通胀数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 2 月非农就业报告显示，美国 2 月季调后非农就业人口增 15.1 万人，预期增 16 万人，前值从增 14.3 万人修正为增 12.5 万人。美国 2 月失业率 4.1%，预期 4.00%，前值 4.00%，创去年 11 月以来新高。进一步证实了美国就业市场正在疲软的趋势。

2、美国 2 月“小非农”ADP 就业增长人数意外降至 7.7 万，为 2024 年 7 月以来的最小增幅，远不及市场预期的 14 万和前值 18.3 万。

3、美国截至 3 月 1 日当周初请失业金人数为 22.1 万，低于市场预期的 23.5 万和前值 24.2 万。与此同时，美国截至 2 月 22 日当周续请失业金人数为 189.7 万，高于市场预期的 188 万和修正后的前值 185.5 万；美国截至 3 月 1 日当周初请失业金人数四周均值为 22.43 万，略高于前值 22.4 万。

4、美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，预期 50.5，前值 50.9。虽然仍延续 1 月时的扩张，但幅度微小且不及预期，趋于停滞状态，新订单和就业均出现萎缩，同时材料采购价格指数飙升至 2022 年 6 月以来的最高水平。美国 2 月 ISM 服务业 PMI 不降反升至 53.5。

5、美国 2 月标普全球制造业 PMI 终值录得 52.7，为 2022 年 6 月以来新高，预期 51.6，前值 51.6。

6、欧元区 2024 年第四季度 GDP 终值同比升 1.2%，预期升 0.9%，初值升 0.9%，第三季度终值升 0.9%；环比升 0.2%，预期升 0.1%，初值升 0.1%，第三季度终值升 0.4%。

7、欧元区 2 月 CPI 初值同比升 2.4%，预期升 2.3%，1 月终值升 2.5%；环比升 0.5%，1 月终值降 0.30%。

8、欧元区 2 月制造业 PMI 终值 47.6，预期 47.3，初值 47.3，1 月终值 46.6。欧元区 2 月服务业 PMI 终值 50.6，预期 50.7，初值 50.7，1 月终值 51.3；综合 PMI 终值 50.2，预期 50.2，初值 50.2，1 月终值 50.2。

9、德国 2 月制造业 PMI 终值 46.5，为 2023 年 1 月以来新高，预期 46.1，初值 46.1，1 月终值 45。

10、中国央行数据显示，中国 2 月末黄金储备报 7361 万盎司（约 2289.53 吨），环比增加 16 万盎司（约 4.98 吨），连续 4 个月扩大黄金储备。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/3/7	2025/2/28	2025/2/6	2024/3/7	较上周增减	较上月增减	较去年增减
ETF 黄金总持仓	894.34	904.38	864.19	815.13	-10.04	30.15	79.21
ishare 白银持仓	13548.40	13638.69	13332.84	13011.33	-90.29	215.56	537.07

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
2025-03-04	303132	59871	243261	-18364
2025-02-25	316948	55323	261625	-7049
2025-02-18	334043	65369	268674	-15830
2025-02-11	343766	59262	284504	
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
2025-03-04	73315	19999	53316	454
2025-02-25	78469	25607	52862	-1592
2025-02-18	84814	30360	54454	4744
2025-02-11	79112	29402	49710	

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

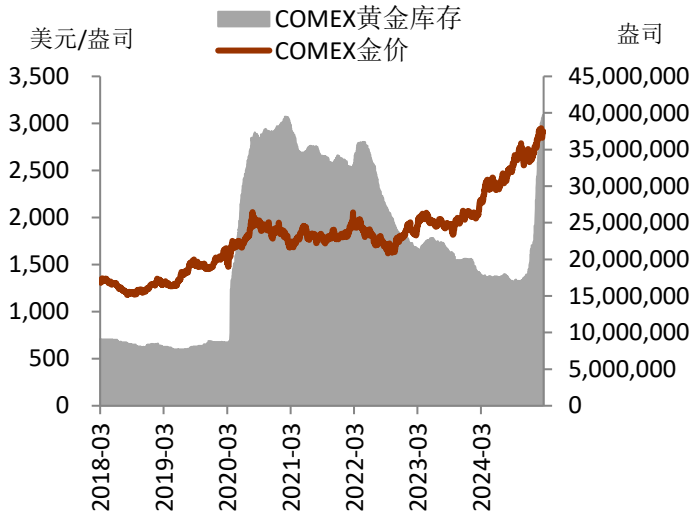
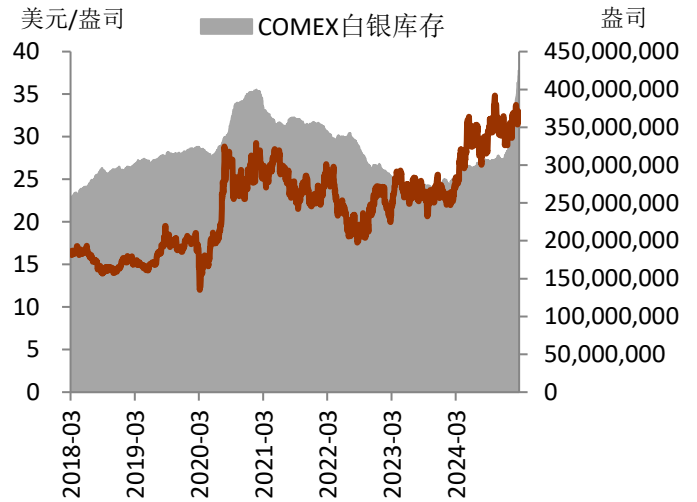


图4 COMEX 白银库存变化



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

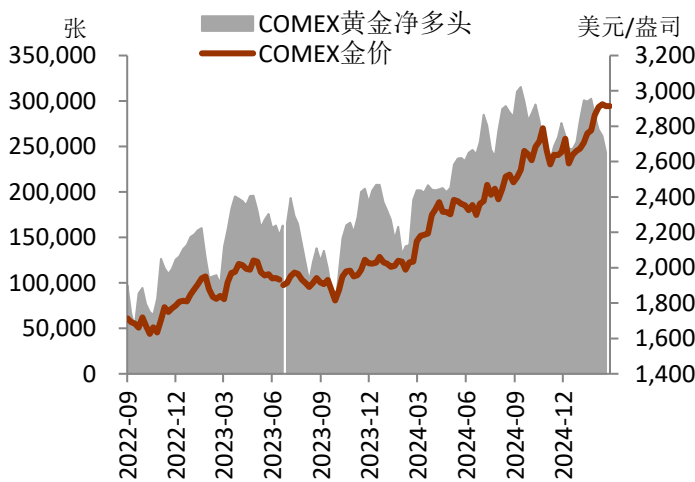
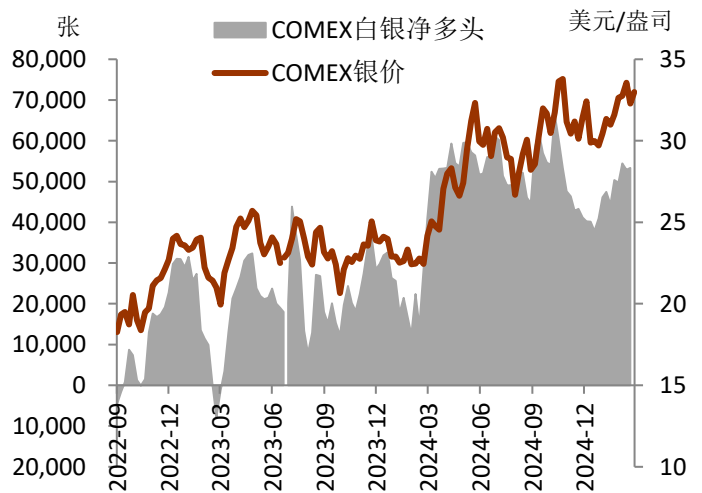


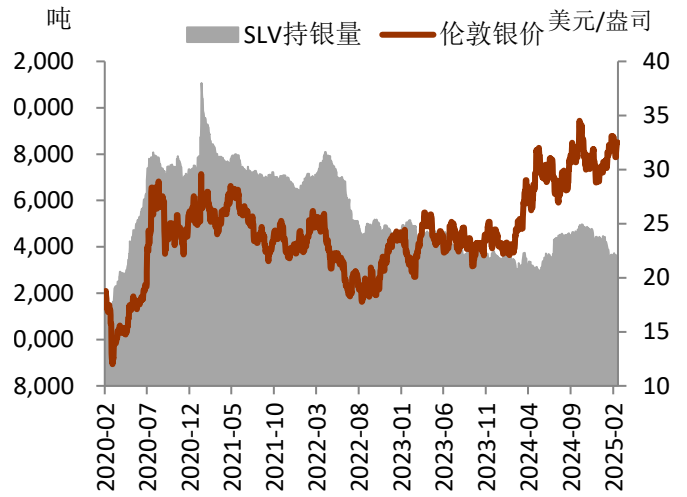
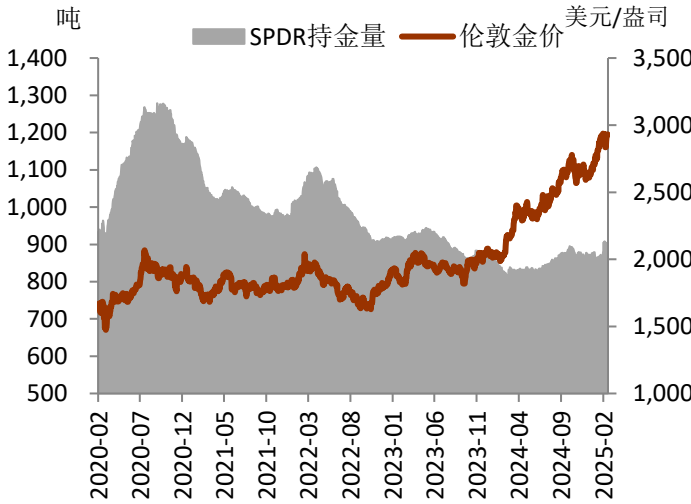
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

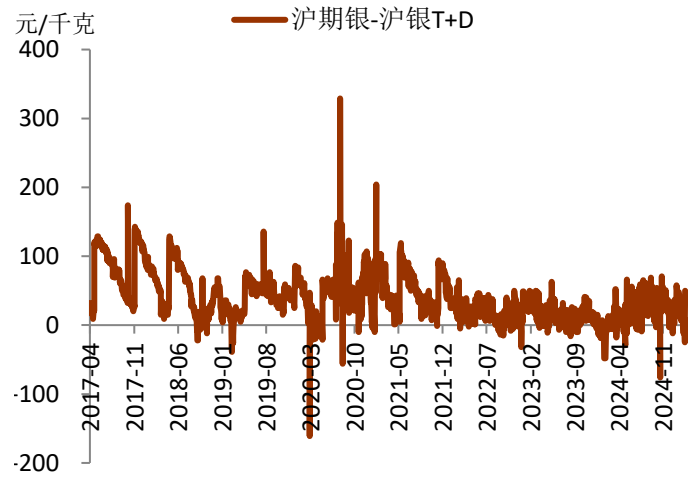
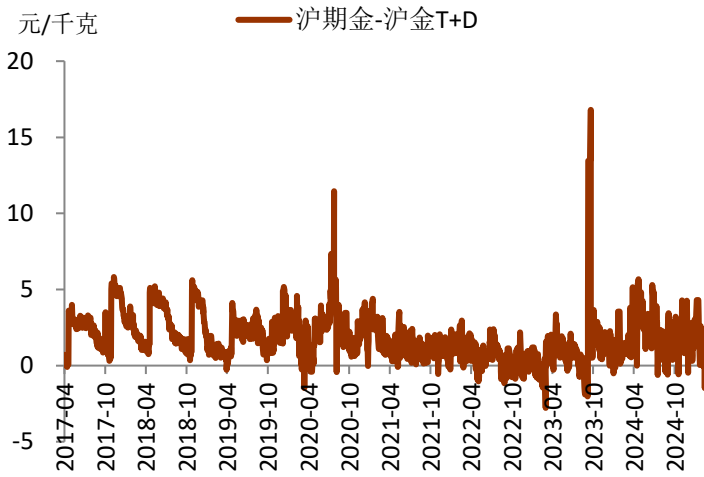
图8 SLV 白银持有量变化



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

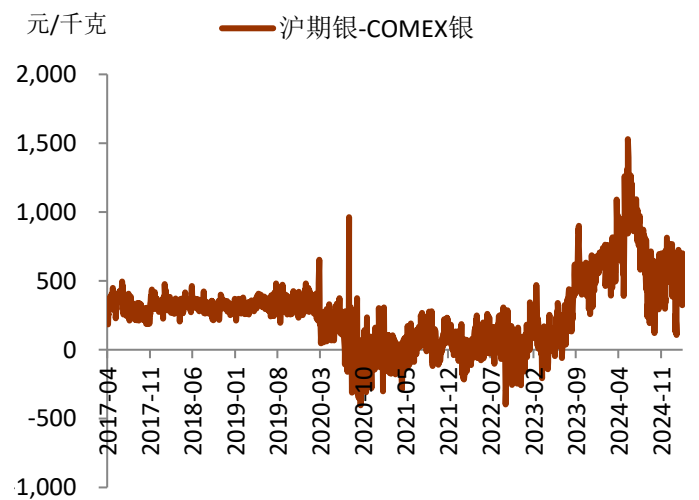
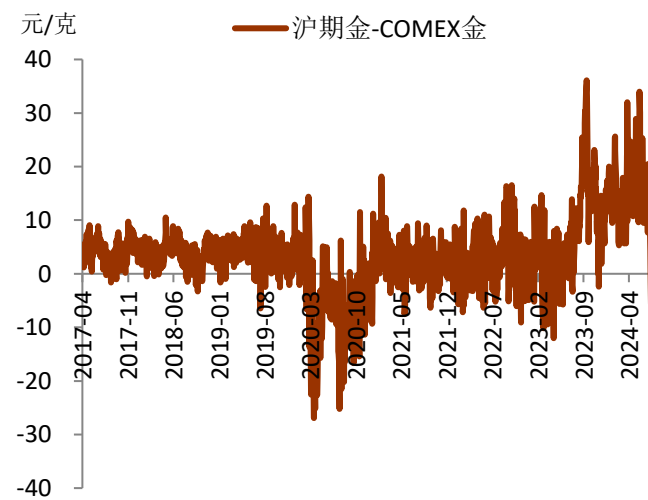
图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



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



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

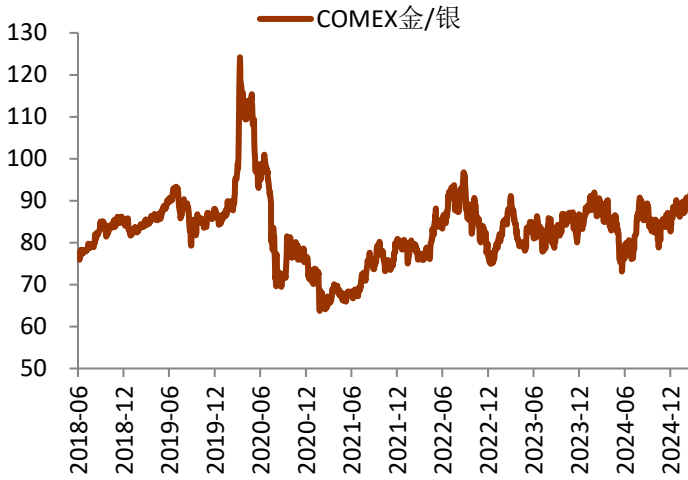
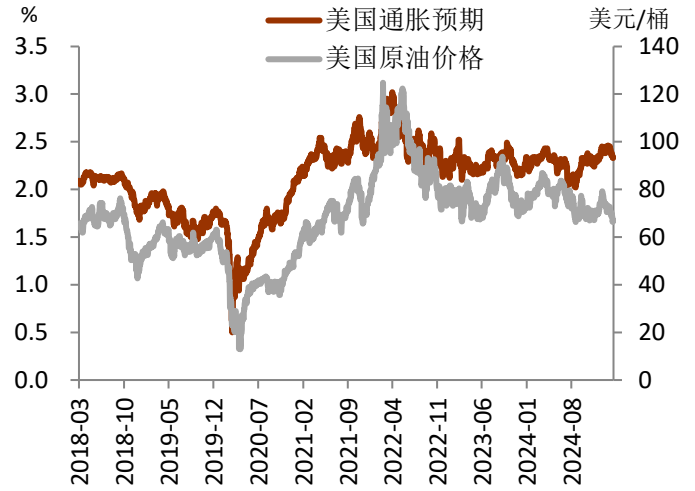


图 14 美国通胀预期变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 15 金价与美元走势

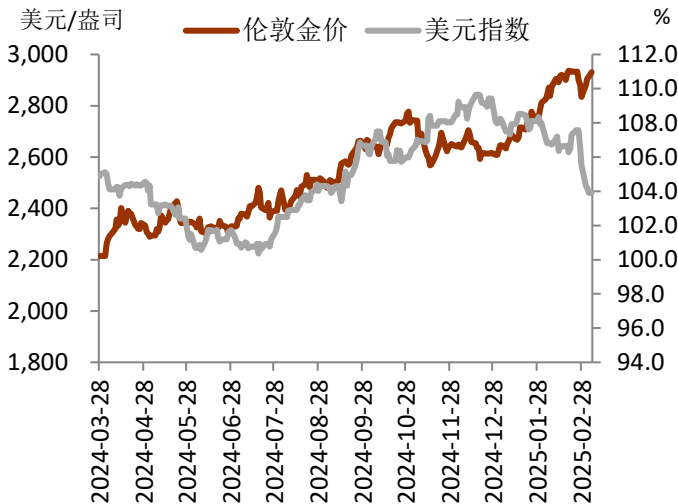
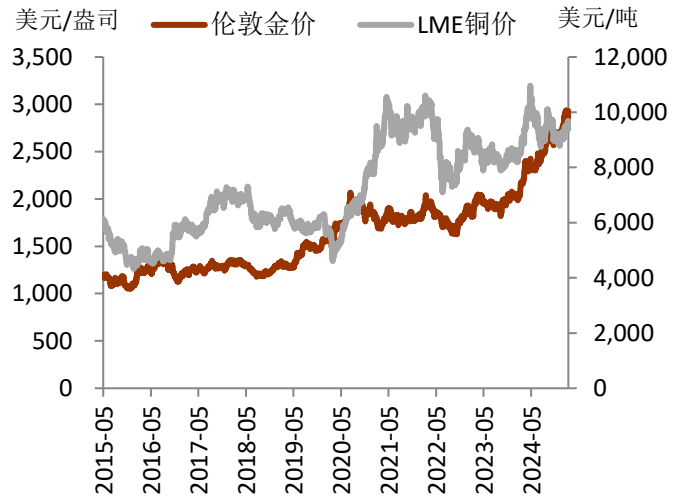


图 16 金价与铜价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 17 金价与 VIX 指数走势

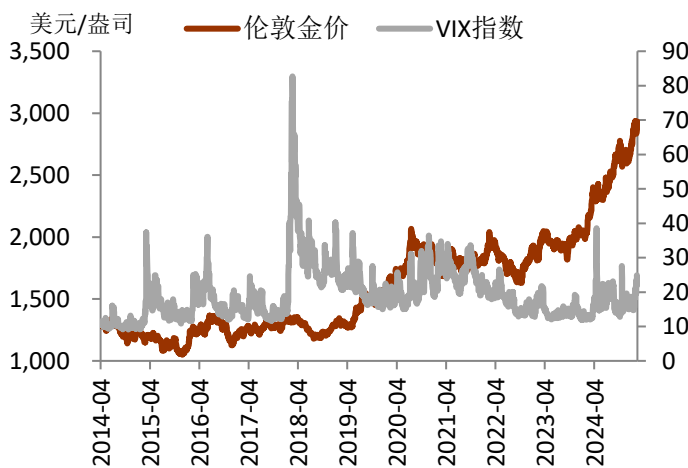
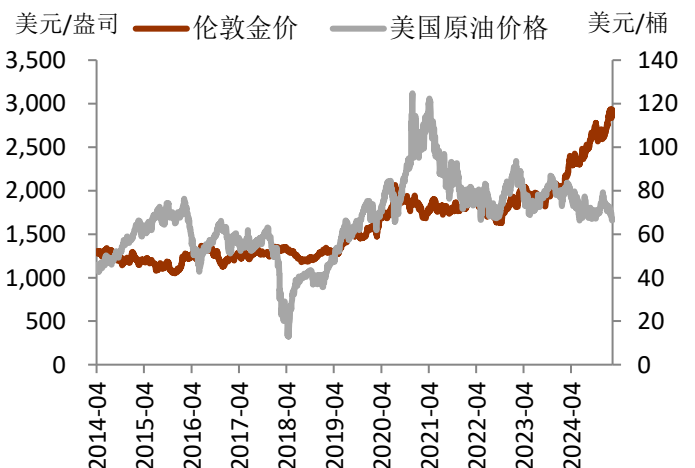


图 18 金价与原油价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图 19 金价与美国 10 年期国债收益率走势

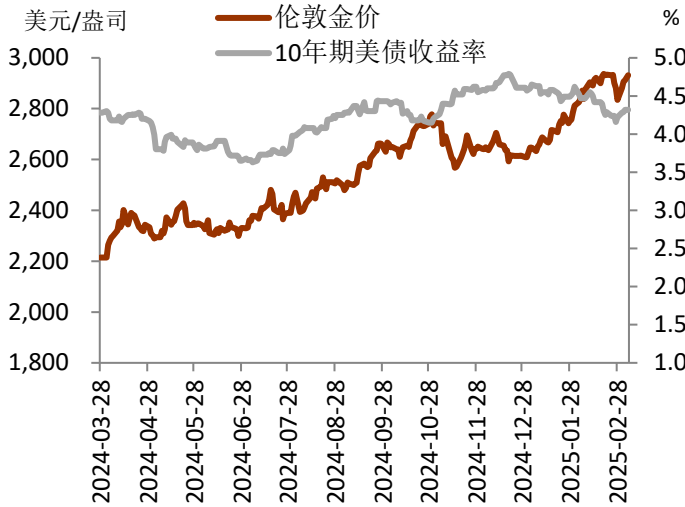
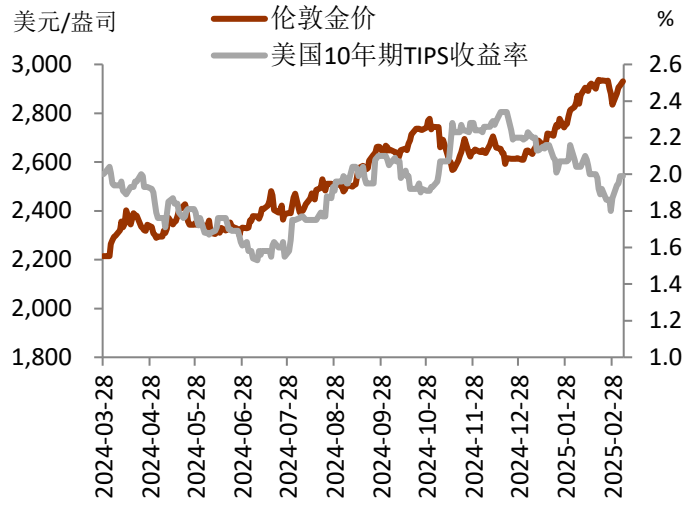


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

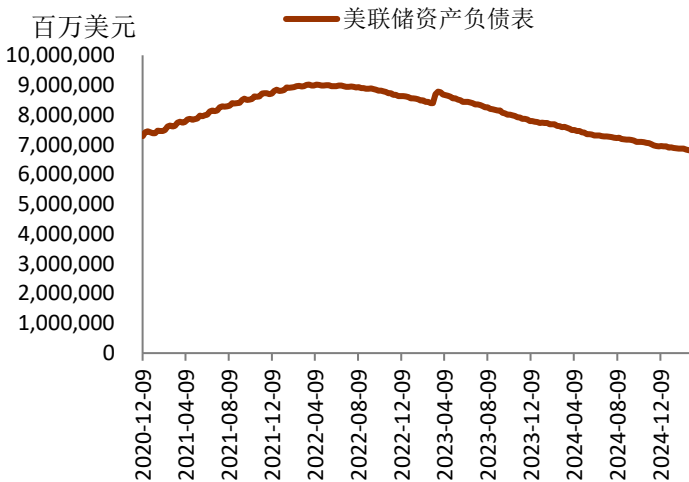
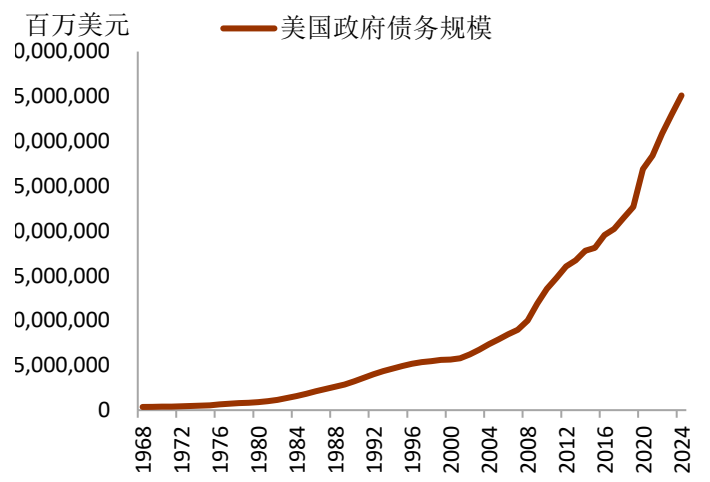


图 22 美国政府债务规模

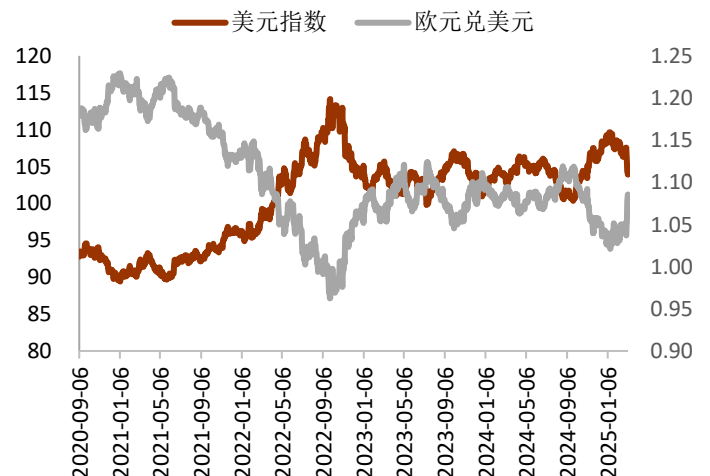


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

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。