



2025 年 3 月 24 日

关税政策反复，金银走势分化

核心观点及策略

- 上周贵金属价格在前四个交易日持续再创新高。美联储议息会议如预期按兵不动，美国关税政策的关税风险反复依然对金价形成支撑。但上周五美元指数走强，多头获利回吐，金银价格出现回调。整体而言，国际金价已连续三周上涨，而银价上周则出现调整。
- 美联储如期维持利率不变，FOMC声明显示，美联储将于4月1日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从250亿美元/月放缓至50亿美元/月，MBS减持上限维持在350亿美元/月。经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息50个基点。此外，美联储大幅下调2025年经济增长预期，同时上调通胀预期。
- 地缘政治方面，以色列撕毁持续两个月的停火协议，对加沙哈马斯进行空中、陆地和海上打击。
- 市场对于4月初即将实施的对等关税的担忧加剧，以及地缘政治风险的反复，避险需求依然对金价形成支撑，金价不断创历史新高，而银价在重要阻力位遇阻后出现调整。特朗普最新表示，对等关税计划将有“灵活性”，市场对关税风险的担忧有所缓和，继续关注政策变化。当前金银走势分化，预计短期金价调整的风险加大，而银价会延续偏弱运行。
- 风险因素：美国PCE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	706.96	12.00	1.73	207301	178255	元/克
沪金 T+D	706.08	6.24	0.89	42146	185286	元/克
COMEX 黄金	3028.20	34.60	1.16			美元/盎司
SHFE 白银	8207	-151	-1.81	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	8190	-155	-1.86	869066	3853064	元/千克
COMEX 白银	33.53	-0.84	-2.43			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

上周贵金属价格在前四个交易日持续再创新高。美联储议息会议如预期按兵不动，美国关税政策的关税风险反复依然对金价形成支撑。但上周五美元指数走强，多头获利回吐，金银价格出现回调。整体而言，国际金价已连续三周上涨，而银价上周则出现调整。

美联储如期维持利率不变，FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。此外，美联储大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期。

美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。调查显示关税推动通胀预期，但较长期的通胀预期与美联储 2% 的通胀目标相符。通货膨胀仍然相对较高，今年通胀取得进一步进展可能会有所延迟。美国经济总体强劲，调查显示经济不确定性加剧。

美联储会议刚落地暗示降息不急，上周四特朗普就喊话美联储赶快降息以应对关税对经济的富影响；为与美国讨论提供更多时间，欧盟推迟首批对美关税反制措施至 4 月中旬生效。特朗普仍计划在 4 月 2 日实施新的对等关税税率。上周五下午，特朗普在白宫表示，对等关税计划将有“灵活性”。

上周五纽约联储主席威廉姆斯表示，称当前政策立场合适，最近的数据传递出混合信号，衡量政策不确定性的指标在最近几个月急剧上升。美联储鸽派票委 Goolsbee 表示，他仍然认为降息是可能的，不过这种前景的风险正在上升。

地缘政治方面，以色列撕毁持续两个月的停火协议，对加沙哈马斯进行空中、陆地和海上打击。

CFTC 持仓报告显示：截至 3 月 18 日的一周内，COMEX 黄金期货投机者将净多头头寸大幅增加 21832 张合约，至 257932 张，在连续五周下降后出现明显上升。

市场对于 4 月初即将实施的对等关税的担忧加剧，以及地缘政治风险的反复，避险需求依然对金价形成支撑，金价不断创历史新高，而银价在重要阻力位遇阻后出现调整。特朗普最新表示，对等关税计划将有“灵活性”，市场对关税风险的担忧有所缓和，继续关注政策变化。当前金银走势分化，预计短期金价调整的风险加大，而银价会延续偏弱运行。

本周重点关注：美国 2 月 PCE 物价指数、美国 3 月 PMI 初值和四季度 GDP 终值等。事件方面，美国关税政策的变化，以及美俄在沙特就乌克兰问题举行磋商等。

风险因素：美国 PCE 通胀数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 2 月新屋开工总数年化 150.1 万户，预期 137.5 万，前值 135 万；营建许可总数 145.6 万户，预期 145 万，前值 147.3 万。

2、美国消费复苏乏力，2 月零售销售环比增长 0.2% 远不及预期，1 月增幅大幅下修至 -1.2%，创 2021 年 7 月以来的最大降幅。

3、美国上周初请失业金人数增加 2000 人至 22.3 万，略低于市场预期。前一周续请失业金人数 189.2 万人，略超预期。

4、日本 2 月核心 CPI 同比上升 3%，连续 42 个月同比上升，预期升 2.9%，前值升 3.2%。大米类价格飙升 80.9%，创 1971 年 1 月有可比数据以来的最大升幅。

5、日本央行宣布将利率维持在 0.5% 不变，符合市场预期。

6、周四英国央行维持利率至 4.5% 不变，但内部降息呼声渐弱，支持立即降息者降至六个月最少。

7、周四瑞士央行将政策利率从 0.5% 下调至 0.25%，为自 2022 年 9 月以来的最低利率，是连续第五次降息，符合预期。瑞士央行表示，必要时仍愿意在外汇市场采取行动。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/3/21	2025/3/14	2025/2/21	2024/3/21	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	930.51	906.41	883.72	835.33	24.10	46.79	95.18
ishare 白银持仓	13723.91	13671.54	13521.18	13095.26	52.37	202.73	628.65

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

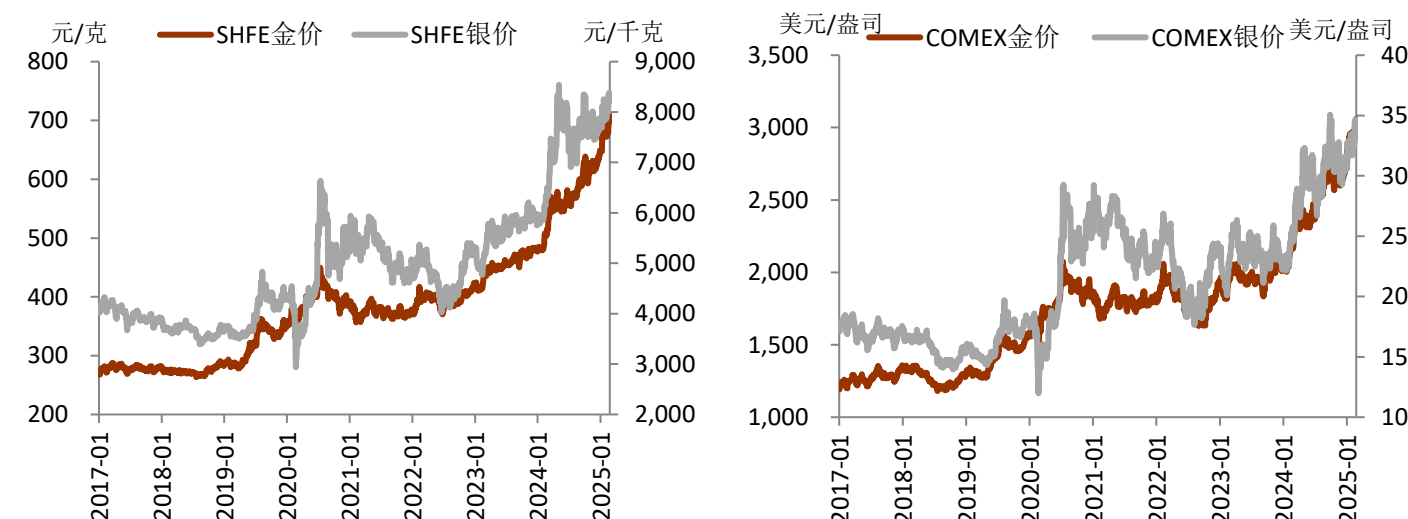
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2025-03-18	321654	63722	257932	21832
2025-03-11	296172	60072	236100	-7161
2025-03-04	303132	59871	243261	-18364
2025-02-25	316948	55323	261625	
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
2025-03-18	87601	25303	62298	2772
2025-03-11	79965	20439	59526	6210
2025-03-04	73315	19999	53316	454
2025-02-25	78469	25607	52862	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

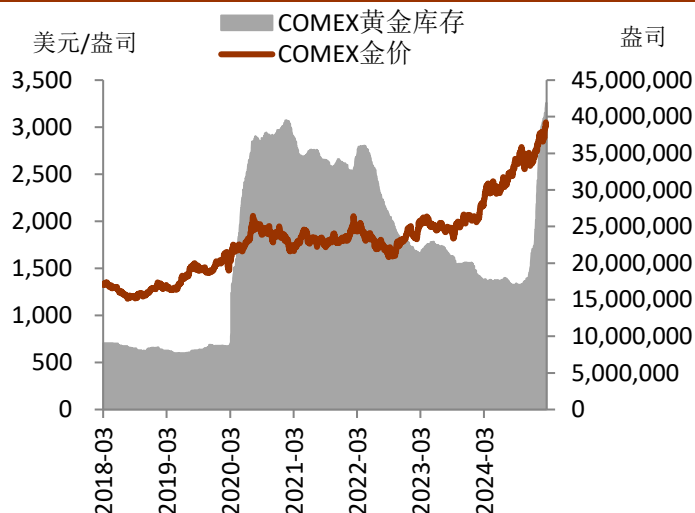
图 2 COMEX 金银价格走势



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

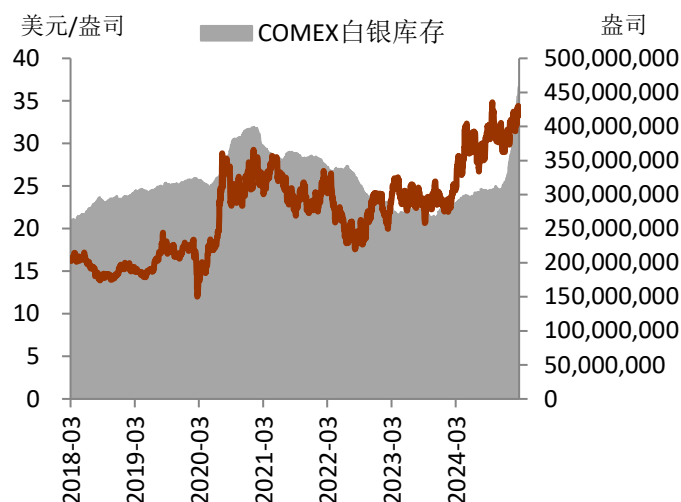
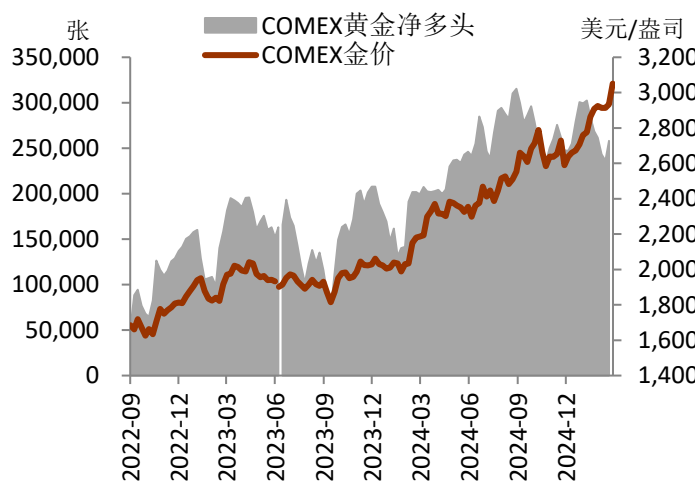


图6 COMEX白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR黄金持有量变化

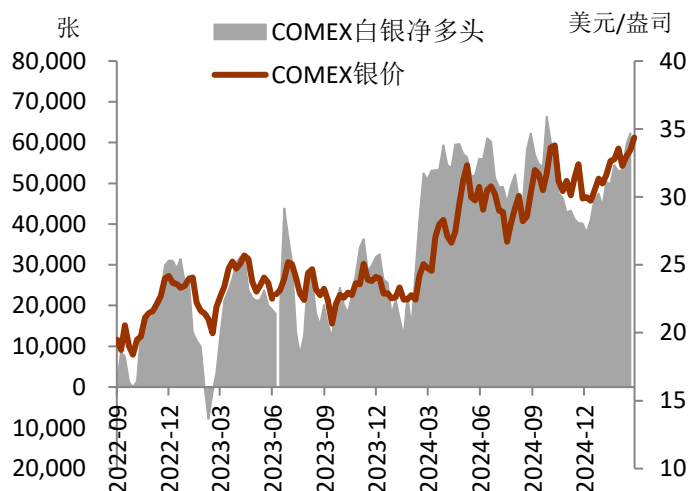
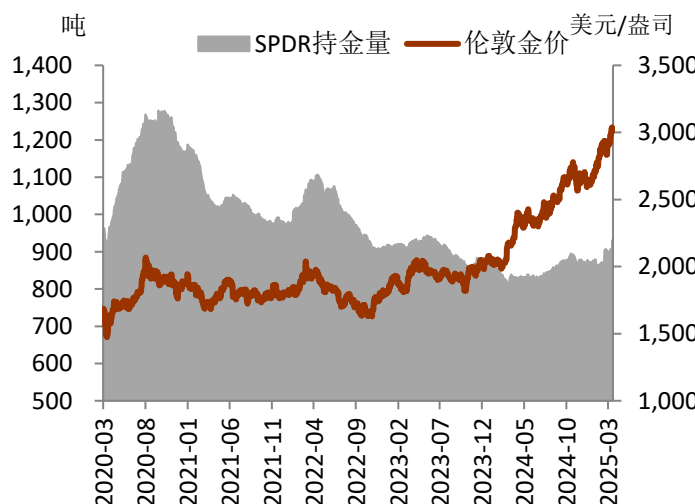


图8 SLV白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

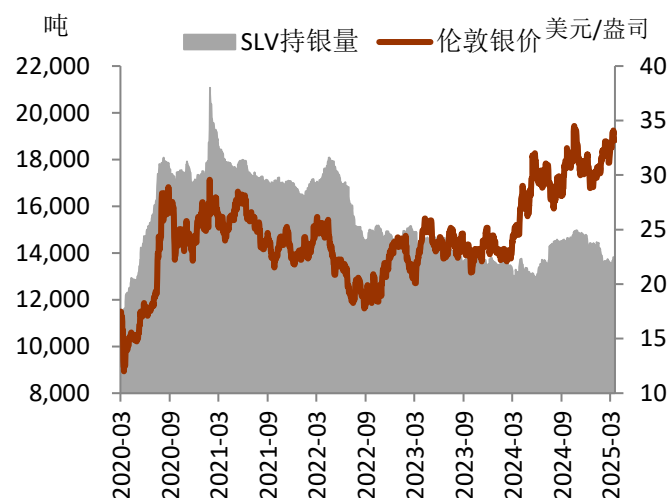
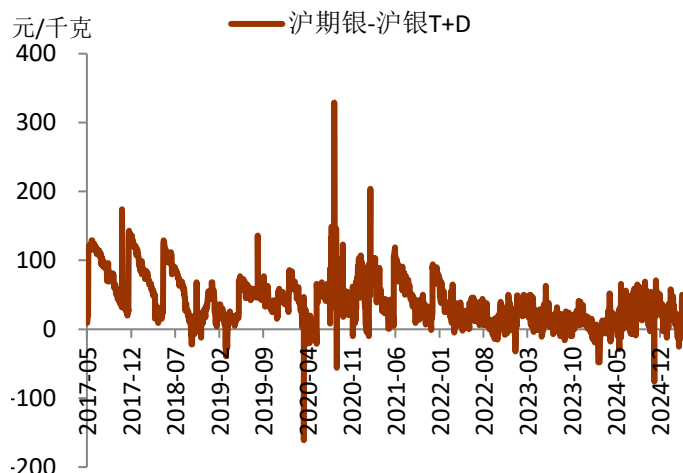
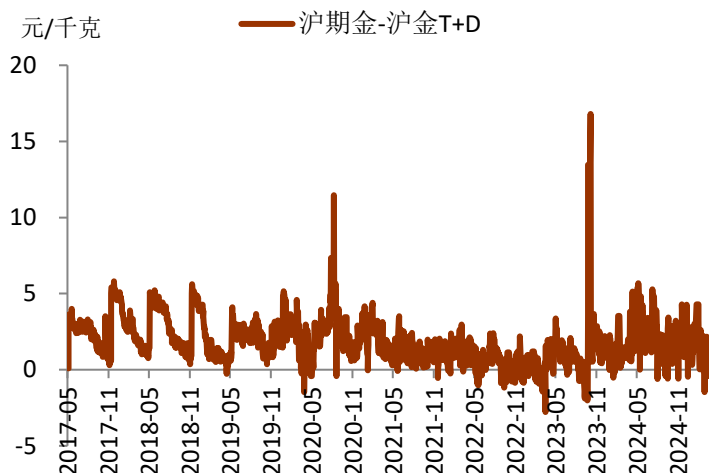


图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

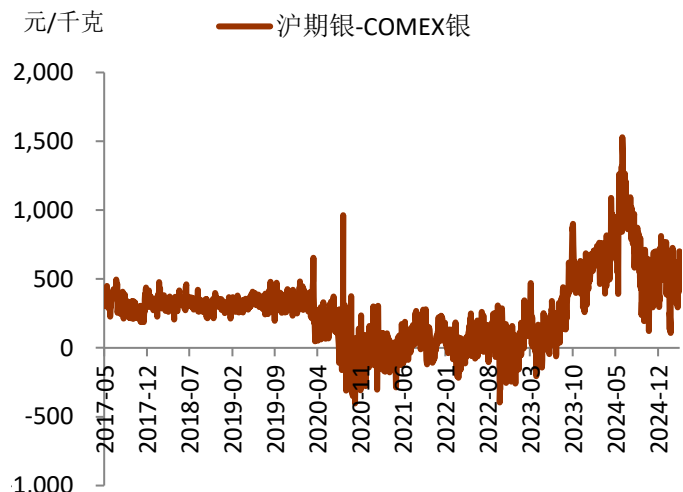
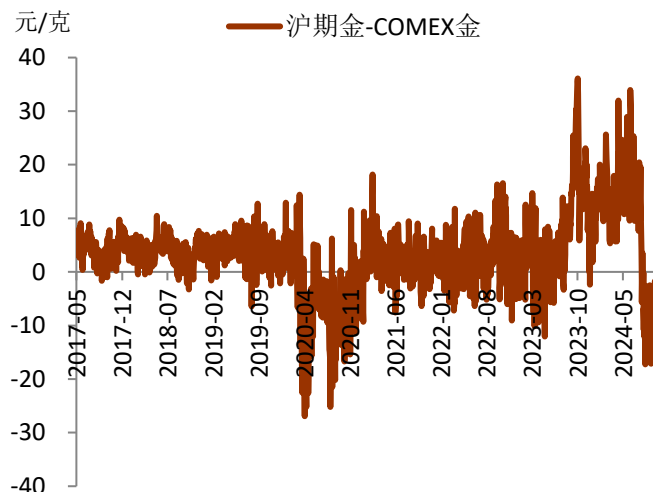
图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

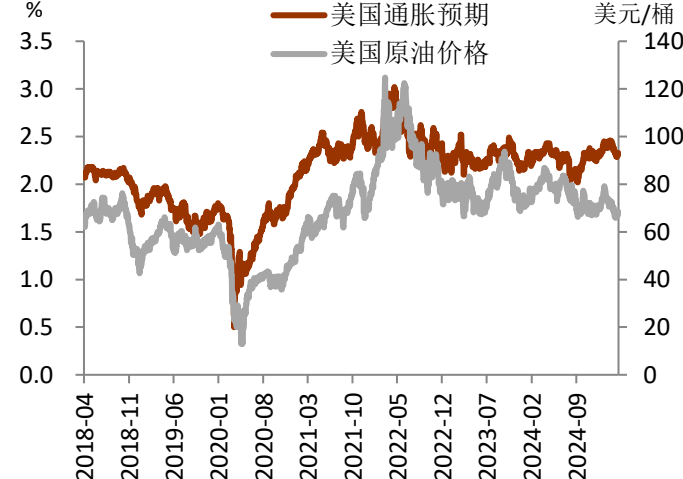
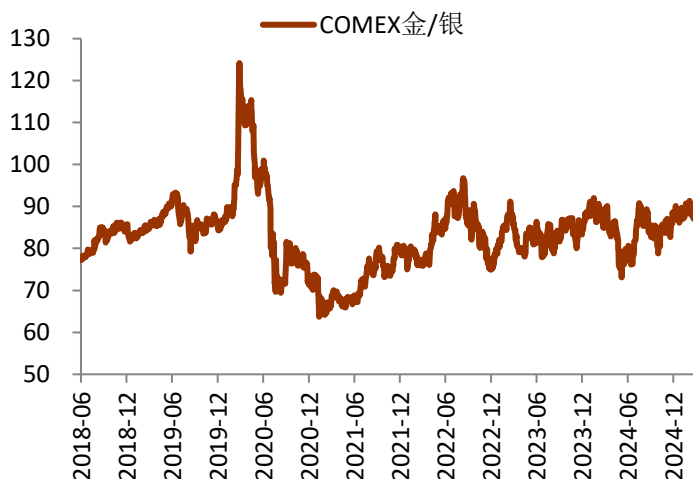
图12 白银内外盘价格变化



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



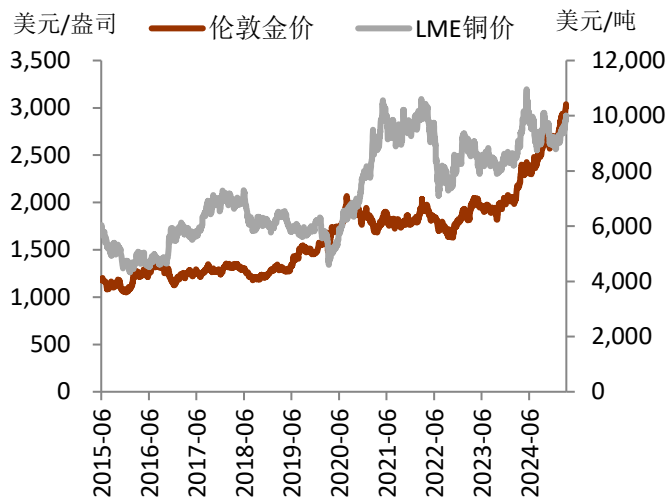
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

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

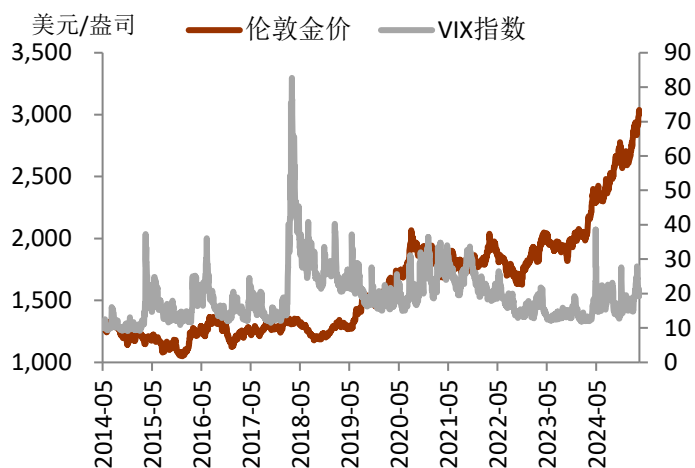
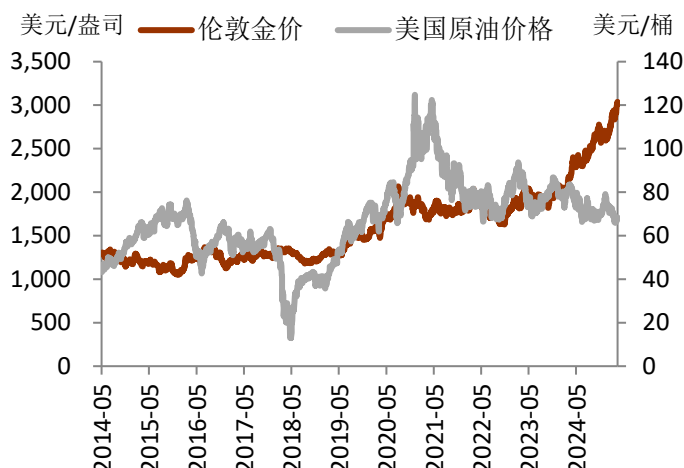


图 18 金价与原油价格走势



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

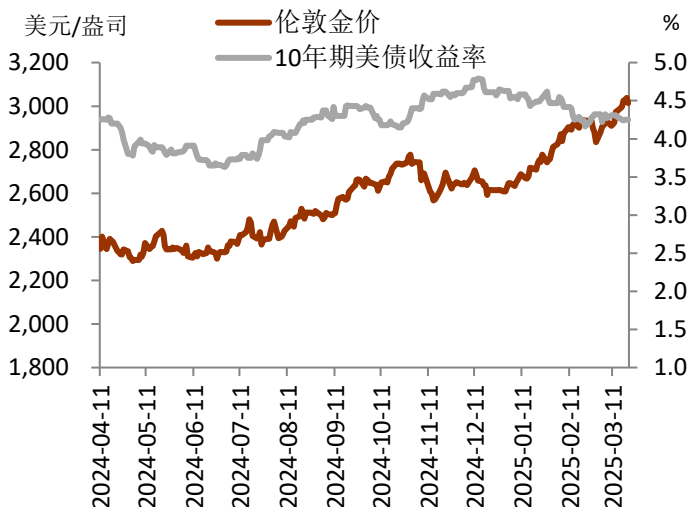
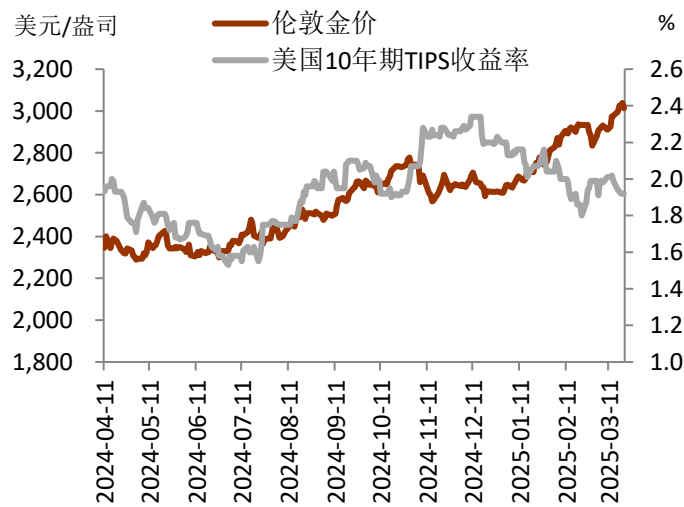


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

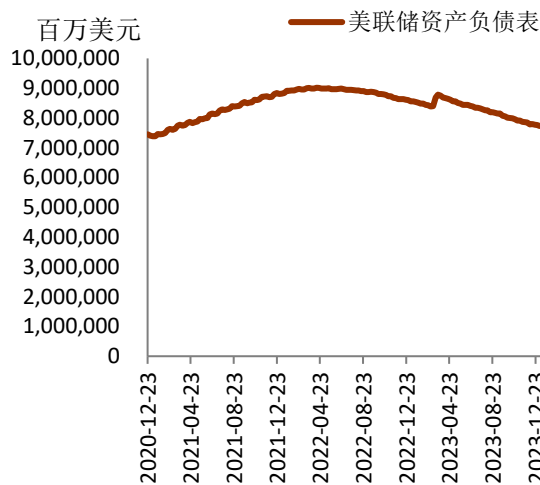
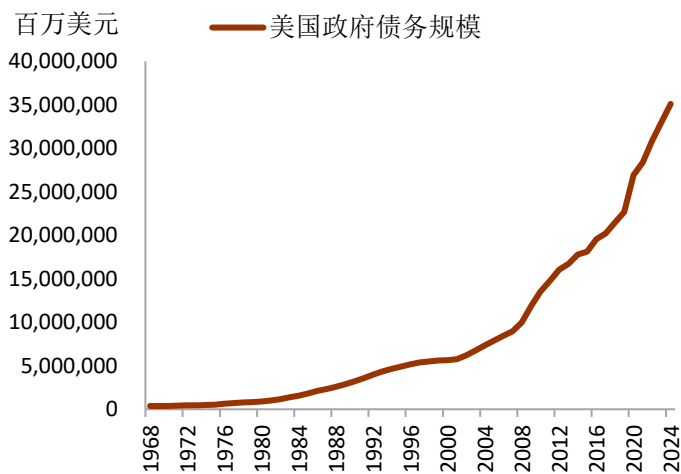


图 22 美国政府债务规模

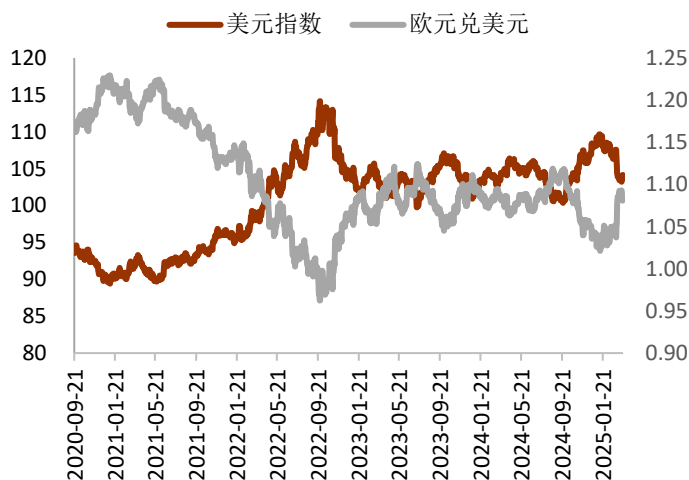


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。