



2025 年 3 月 31 日

对等关税临近，金价再创新高

核心观点及策略

- 上周贵金属价格继续维持强势运行，国际金价站上3100美元/盎司，再创历史新高，银价也站上35美元/盎司上方。随着美国实行“对等关税”的时间4月2日临近，市场对美经济的滞胀担忧上升，推动避险情绪攀升，支撑贵金属价格继续走高。上周五美元指数因对经济增长的担忧而走软，美债收益率下降，也令避险资金的流入贵金属。
- 特朗普接连宣布加征关税，但也表示关税不会全部在4月2日实施，一些国家可能会获得减免。据报道，特朗普政府正在考虑对贸易伙伴采取“两步走”的关税策略。一些国家正积极与美国进行贸易谈判，抢在“4月2日”前，试图大幅降低或完全取消关税。美联储官员纷纷表达了对关税导致通胀反弹的担忧。最新数据显示，美国 2 月份核心PCE物价指数环比上涨0.4%，高于预期，加剧了市场对滞胀的担忧。
- 预计在4月2日对等关税政策落地实施之前，不确定性导致的避险需求依然会支撑贵金属价格，但也需警惕关税政策落地之后，市场的交易逻辑可能会发生转变。密切关注本周对等关税落地情况，及周五的非农就业报告。
- 风险因素：对等关税落地不及预期，美国3月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	722.80	15.84	2.24	220712	178255	元/克
沪金 T+D	720.56	16.09	2.28	44234	174188	元/克
COMEX 黄金	3118.00	89.80	2.97			美元/盎司
SHFE 白银	8512	305	3.72	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	8483	264	3.21	809190	3980970	元/千克
COMEX 白银	34.82	1.29	3.85			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

上周贵金属价格继续维持强势运行，国际金价站上 3100 美元/盎司，再创历史新高，银价也站上 35 美元/盎司上方。随着美国实行“对等关税”的时间 4 月 2 日临近，市场对美经济的滞胀担忧上升，推动避险情绪攀升，支撑贵金属价格继续走高。上周五美元指数因对经济增长的担忧而走软，美债收益率下降，也令避险资金的流入贵金属。

特朗普接连宣布加征关税。特朗普上周二表示，他威胁征收的关税不会全部在 4 月 2 日实施，一些国家可能会获得减免。据报道，特朗普政府正在考虑对贸易伙伴采取“两步走”的关税策略，其中包括可能立即征收最高达 50% 的关税，并立即出台汽车关税，重启其第一任期内对全球汽车行业的国家安全调查。特朗普上周三宣布，从 4 月 3 日起对进口汽车和轻型卡车征收 25% 的关税。特朗普上周五表示，很快宣布对药品加征关税；避免汽车关税的协议将稍后达成；愿意就关税问题达成协议。一些国家正积极与美国进行贸易谈判，抢在“4 月 2 日”前，试图大幅降低或完全取消关税。

美联储官员纷纷表达了对关税导致通胀反弹的担忧。上周三美联储古尔斯比警告称，如果美国债券市场投资者开始预期更高通胀，将构成“重大危险信号”，可能彻底打乱央行降息计划。由于关税政策带来新的不确定性，美联储的下次降息可能需要比预期更长的时间。上周五美联储柯林斯表示，对经济保持谨慎而现实的乐观态度；通胀已经有所下降，但年初时仍处于高位；通胀风险偏向上行；强烈支持美联储维持利率不变的决定；鉴于前景情况，美联储可能会在更长时间内保持利率稳定。

最新数据显示，美国 2 月份核心 PCE 物价指数环比上涨 0.4%，高于预期，加剧了市场对滞胀的担忧。3 月密歇根大学消费者信心指数为 57，低于预期和前值 57.9，美国通胀预期持续上行。

CFTC 持仓报告显示：截至 3 月 25 日的一周内，COMEX 黄金期货投机者将净多头头寸减少 8136 张合约，至 249796 张，在前一周大幅上升后又出现下降。COMEX 白银期货投

机者将净多头头寸也下降 1348 张，至 60950 张。

当前市场对于 4 月 2 日即将实施的对等关税的担忧加剧，避险需支撑金价再创新高。预计在 4 月 2 日对等关税政策落地实施之前，不确定性导致的避险需求依然会支撑贵金属价格，但也需警惕关税政策落地之后，市场的交易逻辑可能会发生转变。密切关注本周对等关税落地情况，及周五的非农就业报告。

本周重点关注：美国 3 月非农就业，以及美国 3 月 PMI 数据，欧元区 3 月调和 CPI 数据等。事件方面，特朗普称计划于 4 月 2 日实施对等关税，美联储主席鲍威尔和副主席杰斐逊讲话，欧洲央行行长拉加德讲话。

风险因素：对等关税落地不及预期，美国 3 月非农就业数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过预期的 2.7%和前值 2.6%；环比则上涨 0.4%，超出预期和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。2 月个人支出环比仅增长 0.1%，收入却增长 0.8%。数据引发市场对顽固通胀以及潜在滞胀的担忧，交易员继续押注美联储在 7 月进行降息。

2、美国 2024 年第四季度 GDP 终值年化环比增速由 2.3%上修至 2.4%，高于市场预期的 2.3%。第四季度核心 PCE 物价指数升幅则由 2.7%意外下修至 2.6%。不过，经济学家们普遍预期 2025 年美国经济增长将放缓，主要担忧是美国的关税政策。

3、美国 2 月耐用品订单初值环比升 0.9%，预期下降 1%，前值上修至增长 3.3%。不含国防和飞机的耐用品订单则下降 0.3%，为四个月来首次下降。

4、美国上周初请失业金人数下降 1000 人至 22.4 万人，预期为 22.5 万人。前一周续请失业金人数下降 2.5 万至 185.6 万人，低于预期的 188.8 万人，表明美国劳动力市场状况依然良好。

5、美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值 49.8，为 3 个月以来新低，预期 51.8，2 月终值 52.7；服务业 PMI 初值 54.3，预期 50.8，2 月终值 51；综合 PMI 初值 53.5，2 月终值 51.6。

6、美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，低于初值 57.9，创逾两年新低。一年期通胀预期终值 5%，初值 4.9%；五年期通胀预期终值 4.1%，为 1993 年 2 月以来最高，初值 3.9%。

7、美国费城联储服务业部门当前活动指数从-13.1 急剧下跌至-32.5，跌至 2020 年 5 月以来的最低水平。未来预期指数跌至-19.8，2020 年 4 月以来首次转为负值。

8、欧元区 3 月制造业 PMI 初值 48.7，为 26 个月以来新高，预期 48.2，2 月终值 47.6；服务业 PMI 初值 50.4，预期 51，2 月终值 50.6；综合 PMI 初值 50.4，预期 50.8，2 月终值 50.2。

9、德国 3 月制造业 PMI 初值 48.3，为 31 个月以来新高，预期 47，2 月终值 46.5；服

务业 PMI 初值 50.2, 预期 51.6, 2 月终值 51.1; 综合 PMI 初值 50.9, 预期 51, 2 月终值 50.4。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位 (吨)	2025/3/28	2025/3/21	2025/2/28	2024/3/28	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	931.94	930.51	906.10	830.15	1.43	25.84	101.79
ishare 白银持仓	13944.69	13723.91	13613.21	13190.55	220.78	331.48	754.14

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
2025-03-25	316572	66776	249796	-8136
2025-03-18	321654	63722	257932	21832
2025-03-11	296172	60072	236100	-7161
2025-03-04	303132	59871	243261	
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
2025-03-25	85712	24762	60950	-1348
2025-03-18	87601	25303	62298	2772
2025-03-11	79965	20439	59526	6210
2025-03-04	73315	19999	53316	

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

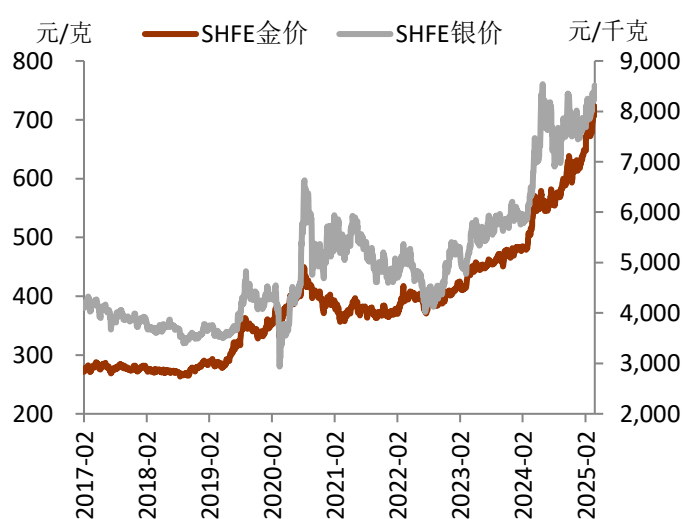


图 2 COMEX 金银价格走势

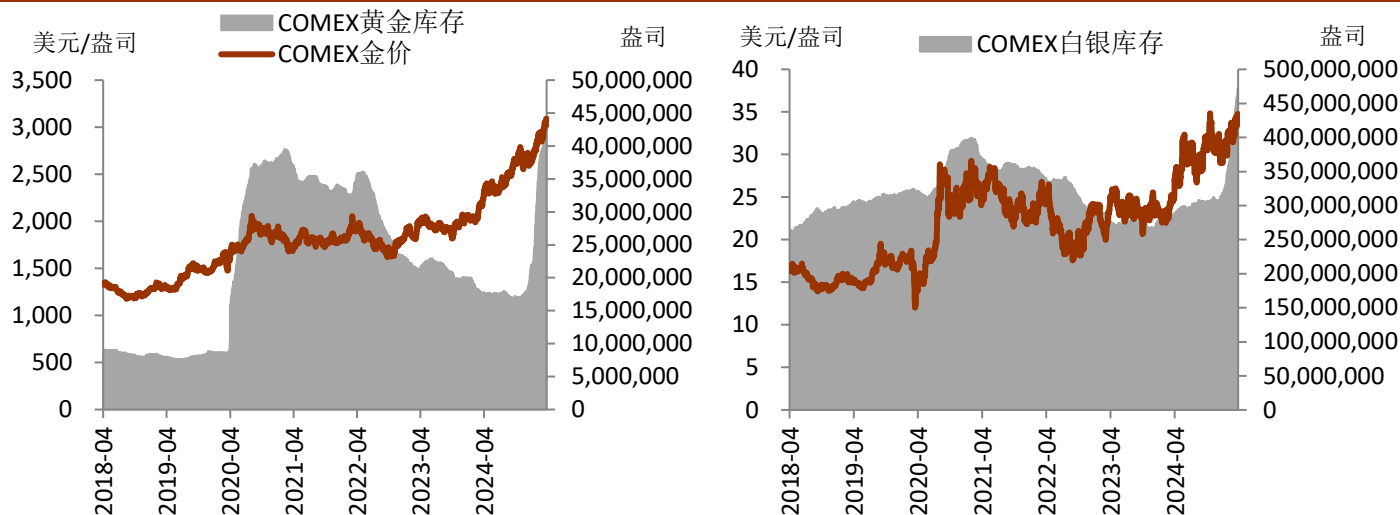


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

图 4 COMEX 白银库存变化

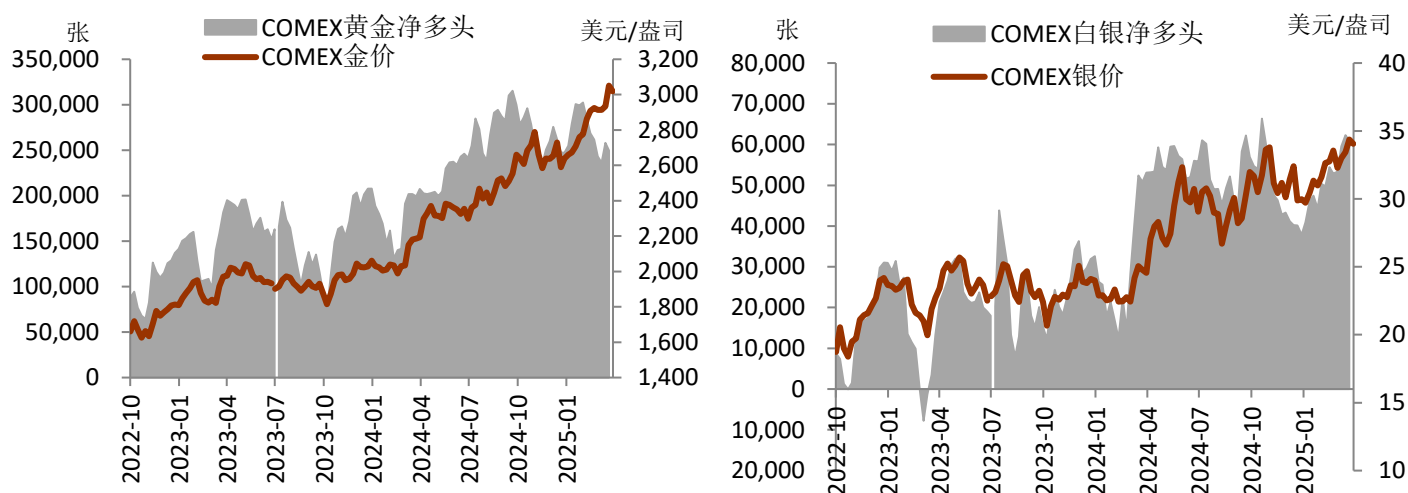
敬请参阅最后一页免责声明



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

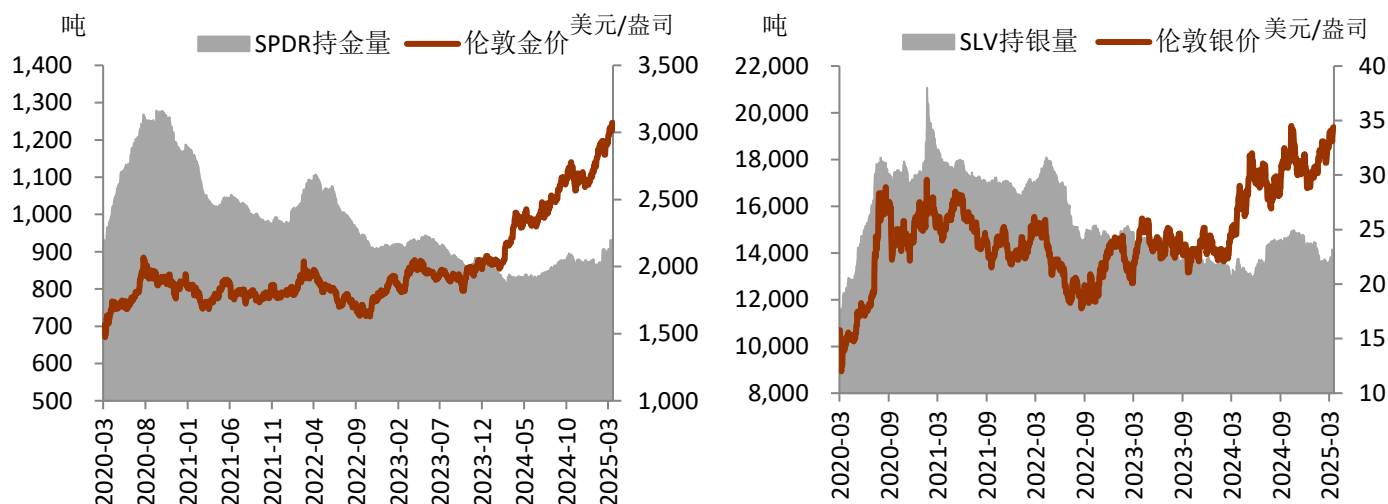
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



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

敬请参阅最后一页免责声明

图9 沪期金与沪金 T+D 价差变化

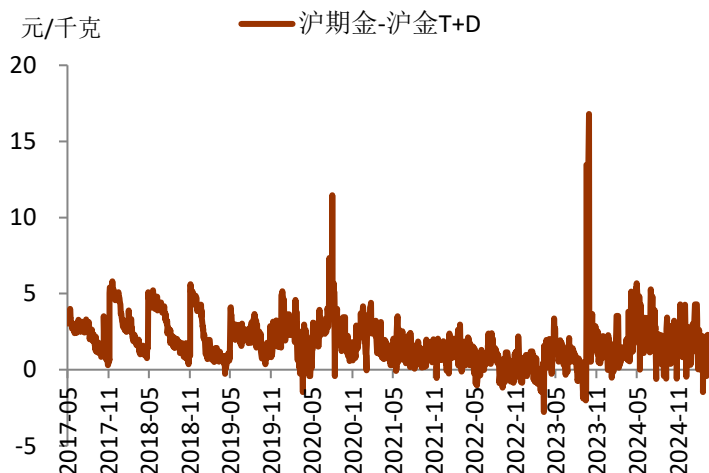
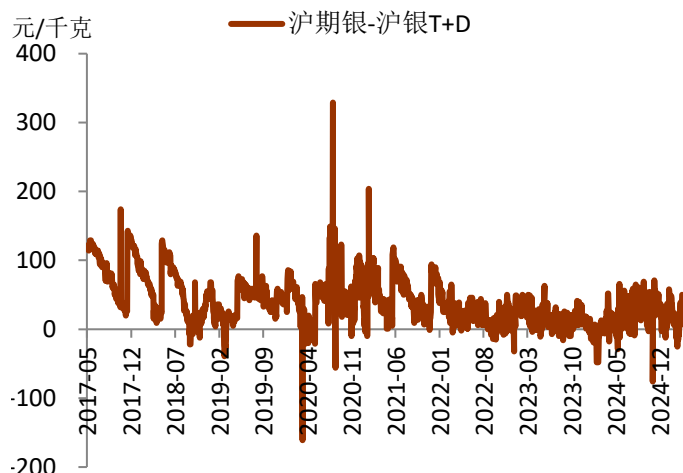


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

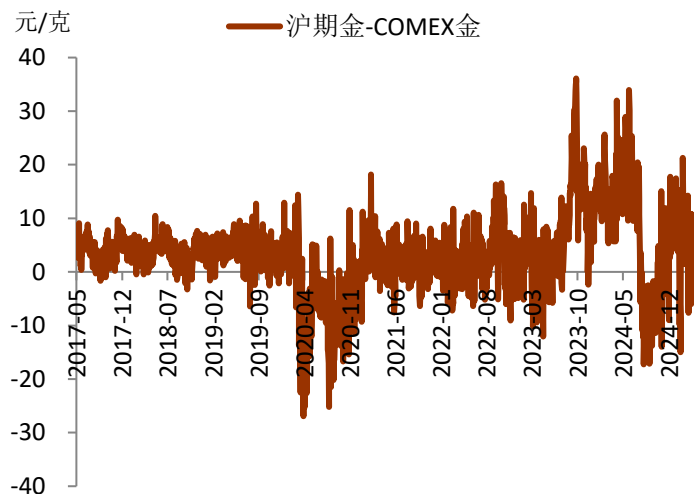
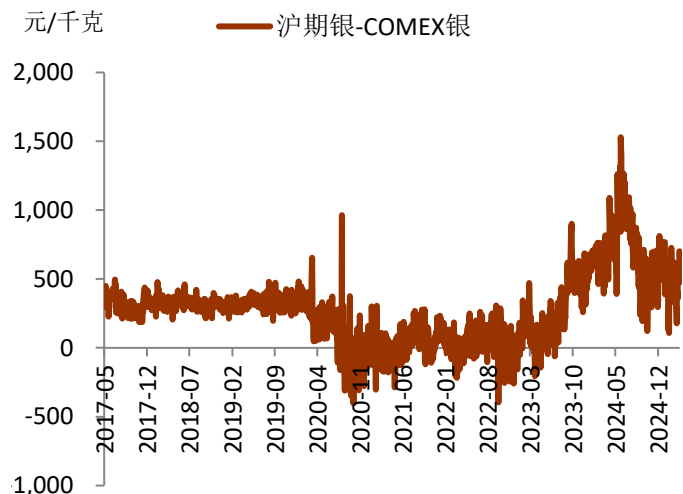


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

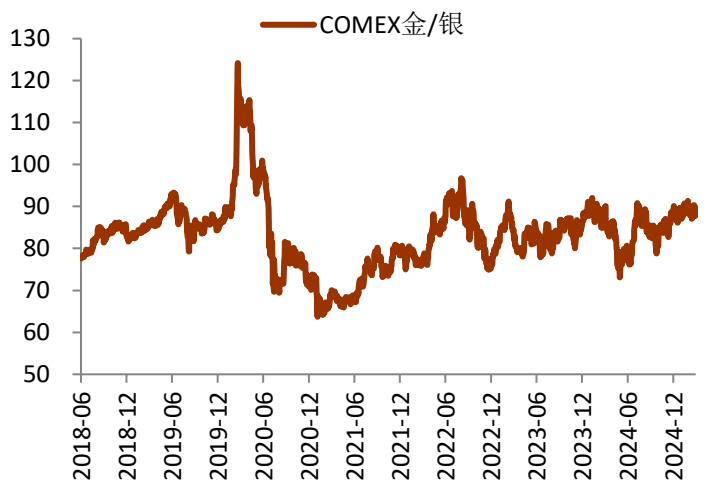
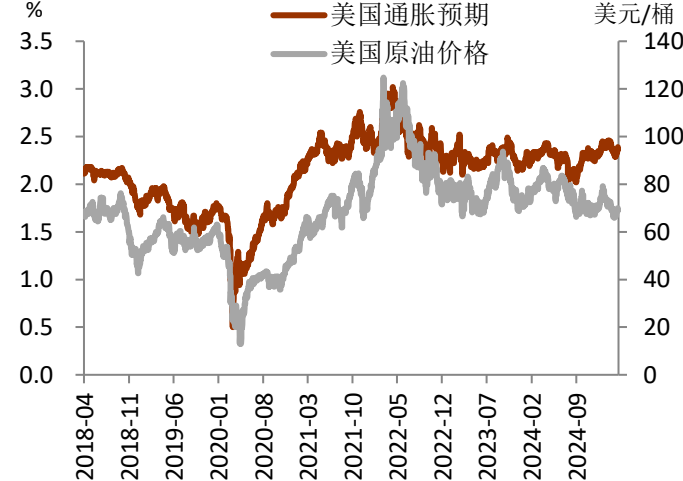


图14 美国通胀预期变化



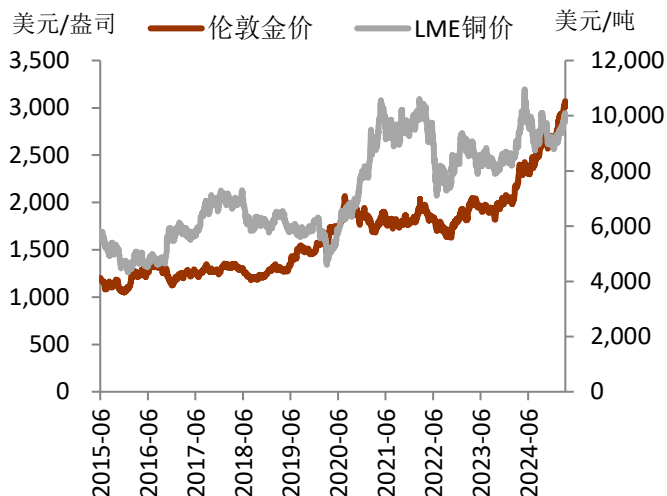
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

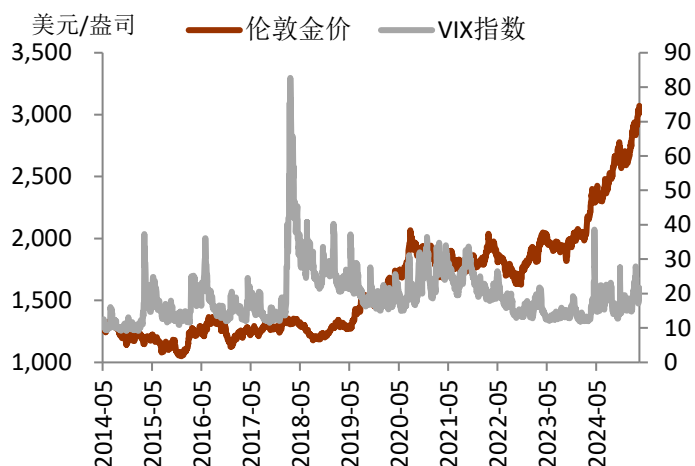


图 18 金价与原油价格走势



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

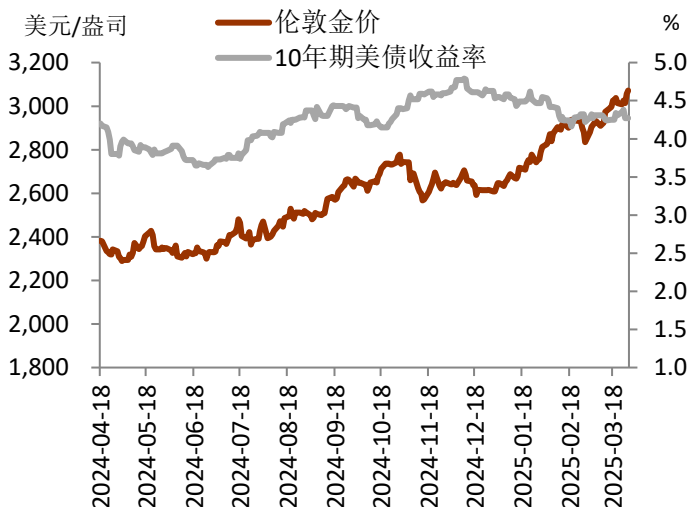
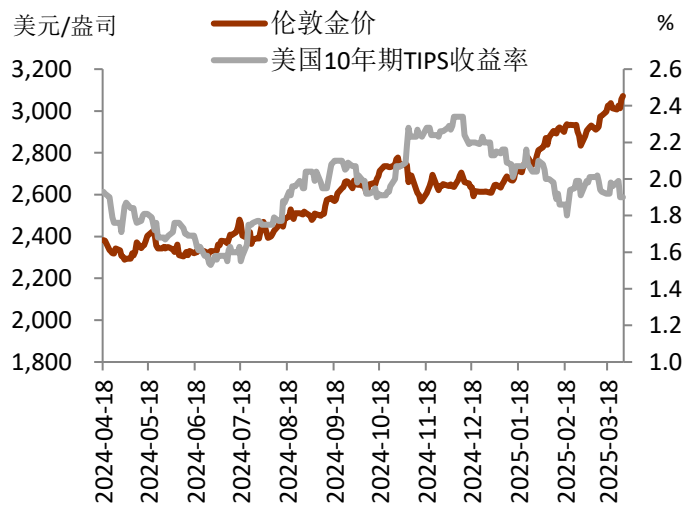


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

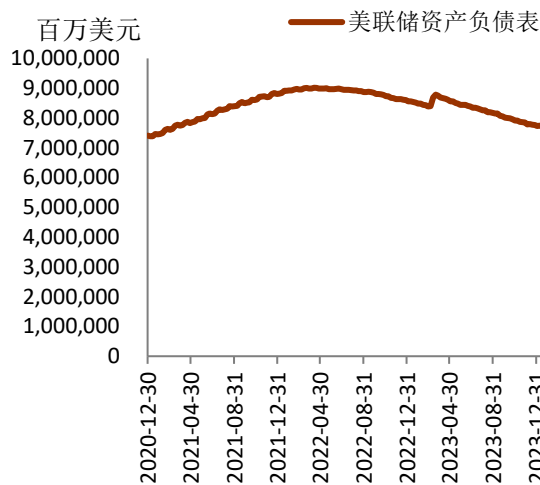
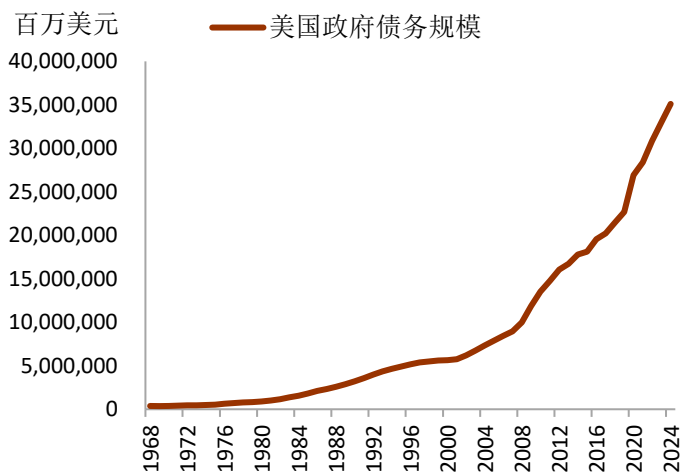


图 22 美国政府债务规模



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 23 铜金比价

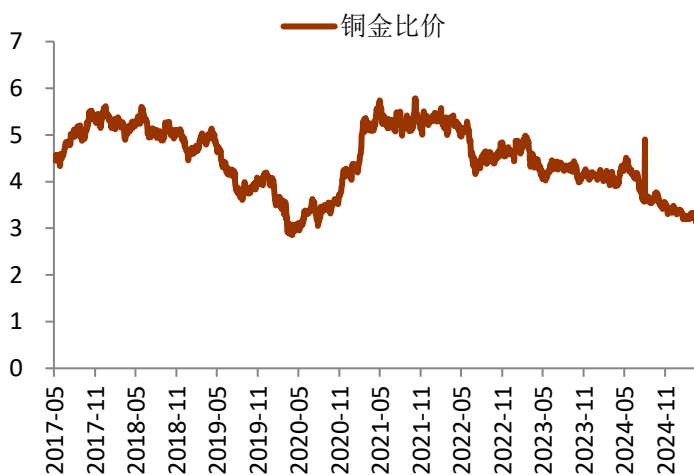
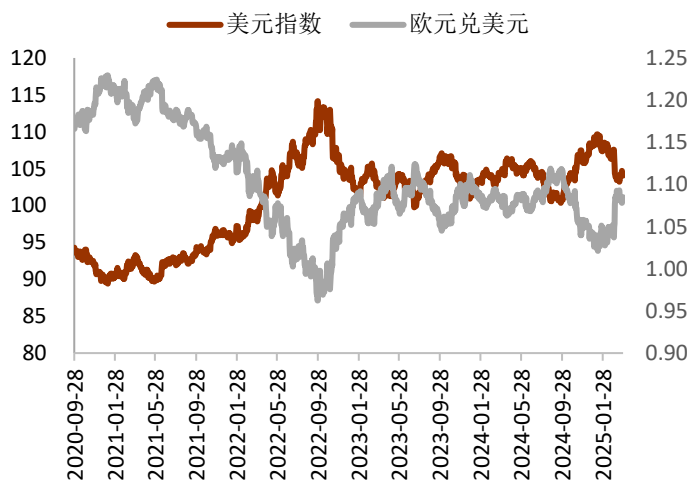


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。