



关税政策冲击全球市场，贵金属共振回落

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-04-07

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

明道雨

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋

从业资格证号：F03136719

电话：021-68758820

邮箱：guozy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性	本周美元指数呈现“先抑后扬”的震荡格局。周中特朗普对等关税政策落地后，市场担忧全球供应链冲击加剧滞胀风险，美元避险属性阶段性弱化。周五超预期非农数据（新增22.8万人）叠加鲍威尔鹰派立场推动美元指数单日反弹至102.87。值得注意的是，美元与美债出现罕见背离，反映市场短期流动性风险升温，关税引发的成本型通胀可能迫使利率长期维持高位，进而加剧经济衰退压力。
金融属性	本周美联储政策深陷“数据韧性”与“贸易升级”的双向博弈。根据CME FedWatch Tool统计，当前2025年6月预期降息概率为94.4%，7月再次降息概率90%。当前CME市场已计价4-5次降息，官方意愿与市场预期的背离持续扩大。若贸易升级经济下行压力持续上升或倒逼美联储转向，贵金属波动仍将受制于政策预期反复修正。
商品属性	中国央行已连续四个月增持黄金。未来中国央行增持黄金仍是大方向，重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。截至2025.4.4当周，黄金SPDR持仓量为932.80，较前一周上升0.09%。白银SLV当周持仓量为13881.0吨，较前一周减少63.68吨。
操作建议	当前市场持续计价“衰退恐慌”和“流动性危机”或推动纽金回踩3000美元关口，若跌破则可能下探2800美元支撑，中长期看，衰退预期叠加美元信用危机仍为黄金提供上行动能，避险属性将不断强化黄金配置价值，显著回调下或出现长线配置良机。

白银：观点总结&操作建议

宏观金融	CME FedWatch工具显示市场押注2025年中开启降息周期（6月概率94.4%），鲍威尔明确拒绝特朗普“降息最佳时机”的喊话，强调“通胀稳定”优先于就业目标，并判定关税引发的成本型通胀为“暂时性扰动”，暗示短期缺乏宽松依据。周五美国3月非农数据新增22.8万人，大幅超出预期。其中19.7万人由服务业贡献，主要来自休闲和酒店业、医疗保险和社会服务、以及零售业的回暖。
供需情况	全球白银市场连续第五年短缺，2025年预计缺口1.49亿盎司。主要因矿山增产有限且回收量仅占供应20%。随着新能源、光伏、电子等领域的发展，白银需求将持续增长，而供应相对有限，支撑白银价格长期上行。
操作建议	白银受工业属性拖累，在关税冲击下出现大幅下跌。相比黄金，白银受光伏需求增速下滑及金融资本外流影响更大，其回调深度明显超过黄金，短期内或持续承压，金银比或逐渐上升至100位置。必要时可采取领口结构对冲回调风险，若充分回调可分批次入场布局长线多单。
风险因素	美联储政策路径转向，关税政策大幅变化，地缘局势发生重大变动

行情回顾

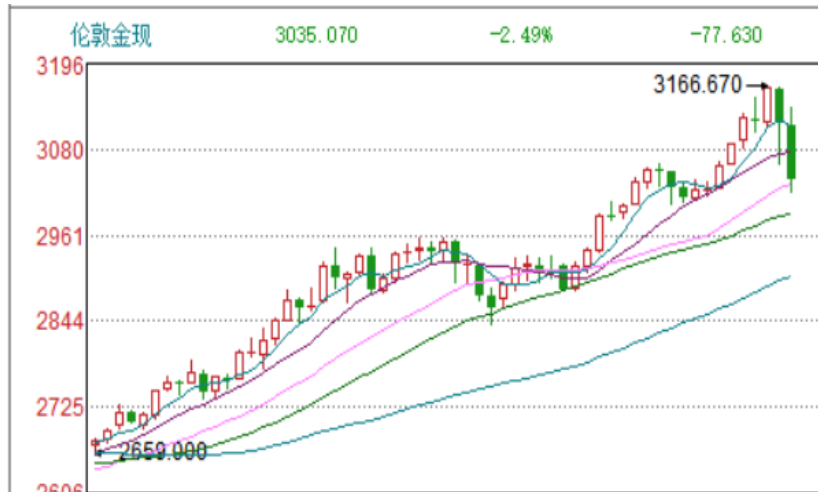
本周贵金属市场剧烈波动，呈现“避险逻辑”与“流动性挤兑”的双重博弈。伦敦金周内刷新历史新高至3166.67美元后连续回落，一度逼近3000美元关口，周跌幅1.62%；伦敦银受工业属性拖累及前期关税溢价坍塌影响，单周暴跌13.28%，失守30美元关键支撑。国内盘面由于清明假期影响尚处高位，周一开盘预计大幅低开。目前市场主线聚焦特朗普对等关税政策冲击，其引发的全球供应链重塑预期及各国反制风险加剧滞胀担忧。相比黄金，白银因光伏需求增速下滑及金融资本外流，回调深度明显超过黄金，短期内或持续承压，金银比或逐渐上升至100位置。

当前市场持续计价“衰退恐慌”和“流动性危机”或推动纽金回踩3000美元关口，若跌破则可能下探2800美元支撑，中长期看，衰退预期叠加美元信用危机仍为黄金提供上行动能，避险属性将不断强化黄金配置价值，显著回调下或出现长线配置良机。

沪金主力合约



伦敦金现



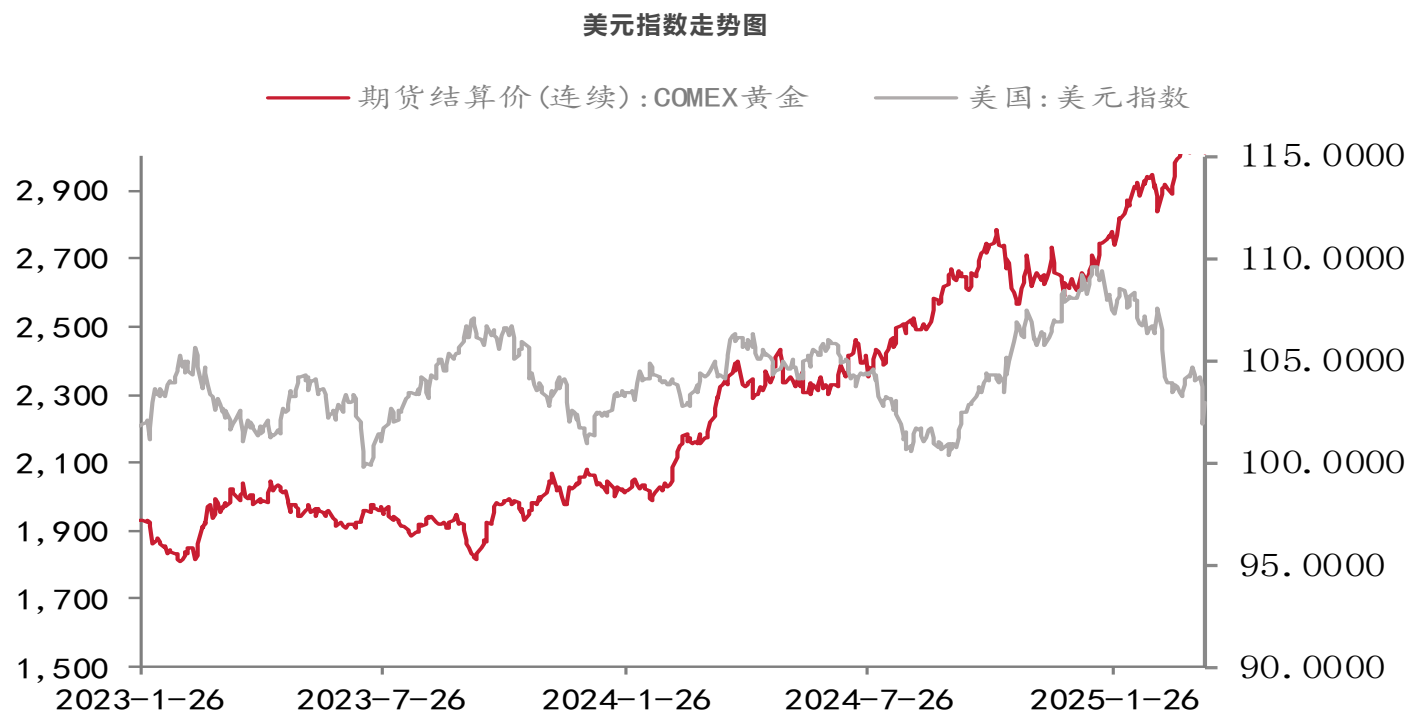
沪银主力合约



伦敦银现

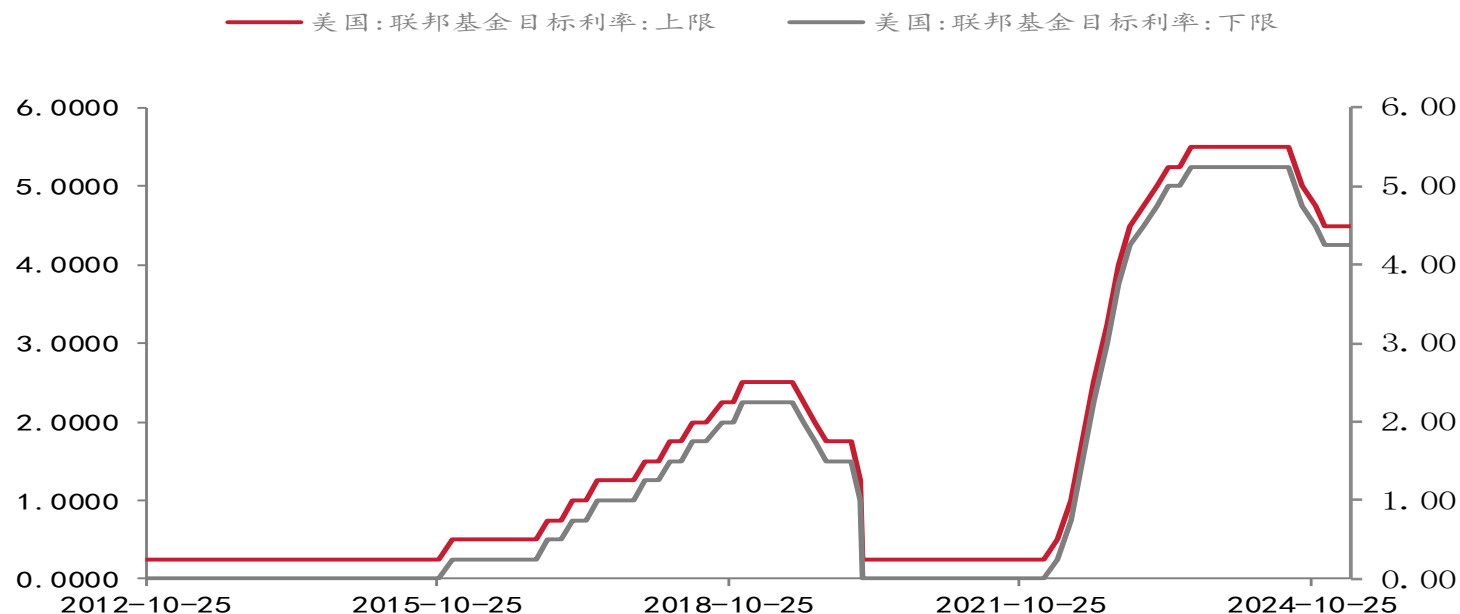


美元指数：关税恐慌下避险属性失效，美元指数大幅回落



本周美元指数呈现“先抑后扬”的震荡格局，核心矛盾聚焦于“衰退预期”与“政策预期修正”的博弈。周中特朗普对等关税政策落地后，市场担忧全球供应链冲击加剧滞胀风险，衰退交易主导下美元指数一度跌至101.25，叠加美股暴跌引发的流动性挤兑，美元避险属性阶段性弱化。然而周五超预期非农数据（新增22.8万人）缓解市场情绪，服务业就业回暖及政府部门减员放缓印证经济韧性，叠加鲍威尔“暂不降息”的鹰派立场，推动美元指数单日反弹至102.87。值得注意的是，美元与美债出现罕见背离，反映市场短期流动性风险升温，强势非农虽支撑加息预期，但关税引发的成本型通胀可能迫使利率长期维持高位，进而加剧经济衰退压力。

美国联邦基金目标利率



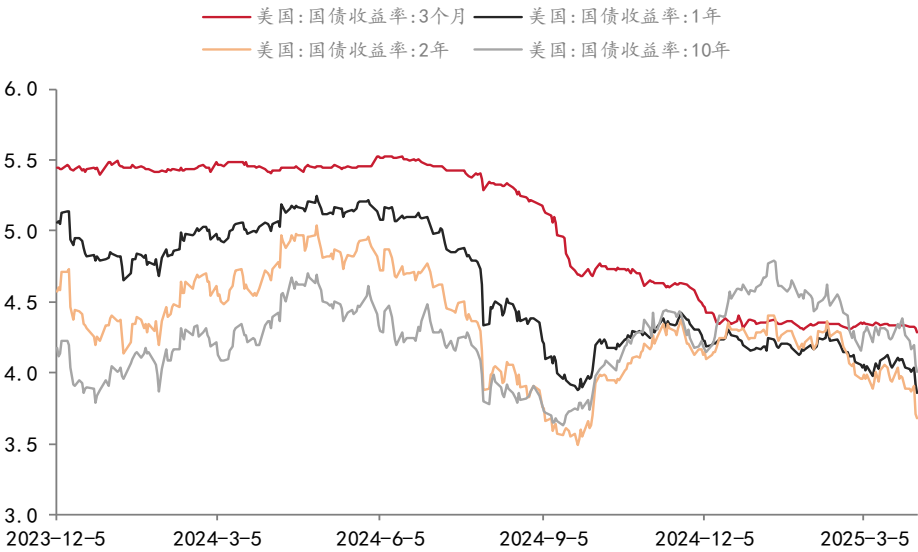
本周美联储政策深陷“数据韧性”与“贸易升级”的双向博弈。尽管CME FedWatch工具显示市场押注2025年中开启降息周期（6月概率94.4%），但超预期非农数据强化了鲍威尔的鹰派底气——其明确拒绝特朗普“降息最佳时机”的喊话，强调“通胀稳定”优先于就业目标，并判定关税引发的成本型通胀为“暂时性扰动”，暗示短期缺乏宽松依据。根据CME FedWatch Tool统计，当前2025年6月预期降息概率为94.4%，7月再次降息概率90%。当前CME市场已计价4-5次降息，官方意愿与市场预期的背离持续扩大。若贸易升级局势下经济下行压力持续上升或倒逼美联储转向，但短期鹰派姿态难以撼动，贵金属波动仍将受制于政策预期反复修正。

美债：美债收益率大幅回落，实际利率同步下滑

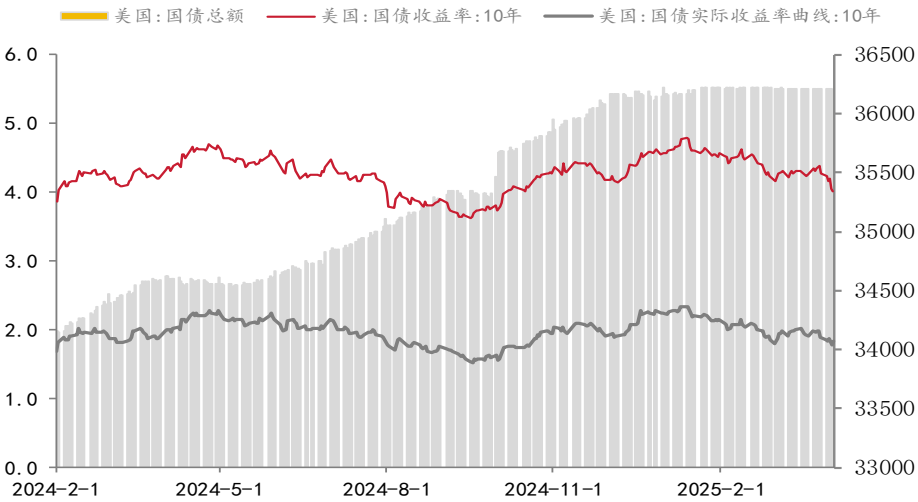
1年期美债收益率收于3.86%，较此前一周大幅下滑。
10年期美债收益率较上周下滑26个基点至4.01%。

十年期美债实际收益率从上周1.90%下跌至1.83%，
总计下降7个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.33%，较上一周有所缩小。

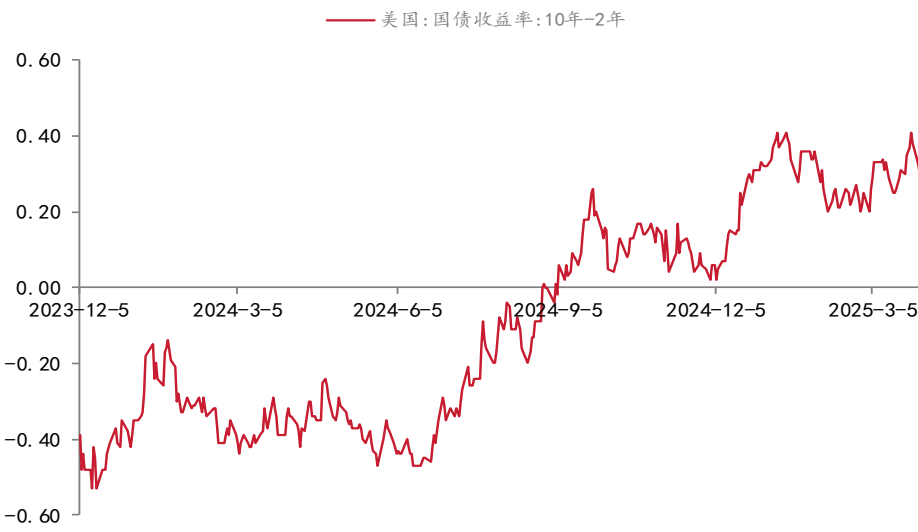
美债收益率



10年美债实际收益率

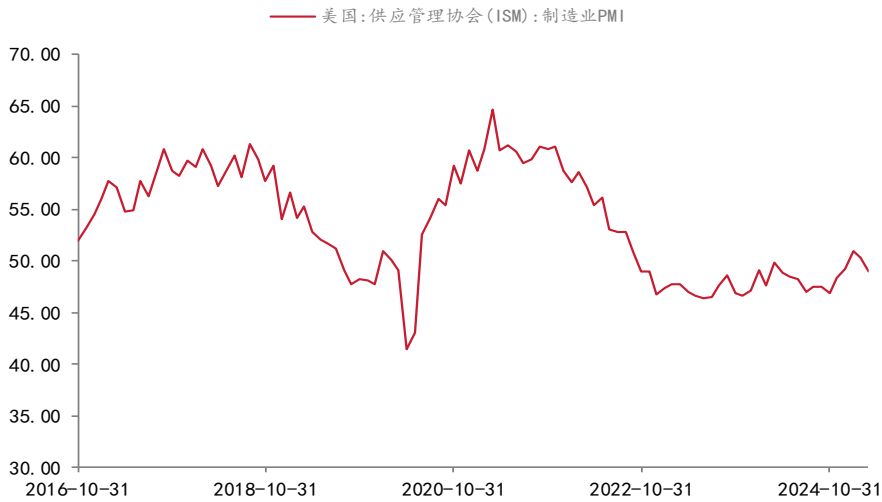


美债利差

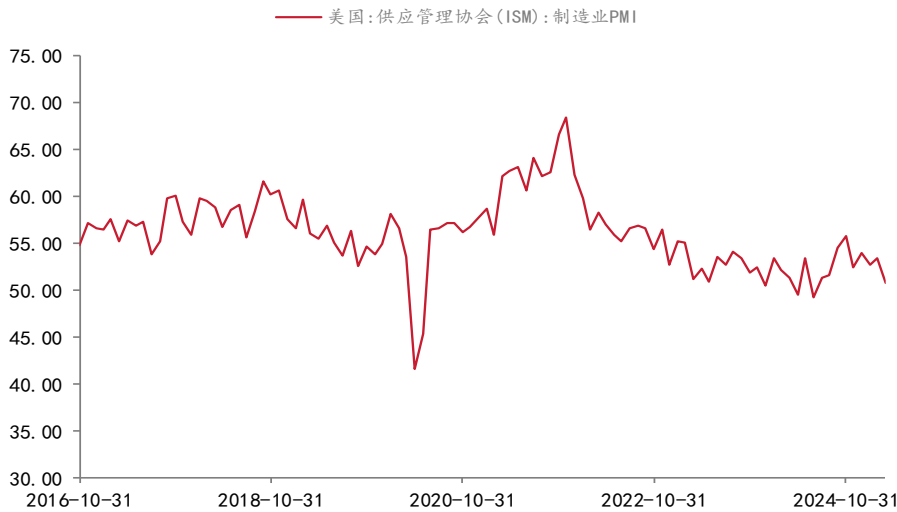


美国PMI:制造业再度降至荣枯线以下，服务业降至近9个月低点

制造业 PMI



服务业 PMI



制造业 PMI:

4月1日公布的数据显示，美国3月ISM制造业PMI从前值50.3大幅下降至49，下降幅度超过预期值49.5，且降至荣枯线以下。这表明，美国的制造业再次出现了萎缩。工厂订单及就业疲软，价格指数则连续第二个月大涨，凸显特朗普关税对美国经济的冲击。美国制造商的情绪因特朗普关税政策摇摆不定的冲击。

服务业 PMI:

美国ISM服务业PMI在2025年3月大幅下降至50.8，低于2月的53.5。尽管仍高于50的扩张阈值，但这一数据标志着服务业增长已降至过去9个月以来的最低水平。分项上，新出口订单和就业大幅回落，而价格指数依然高企。

综合 PMI:

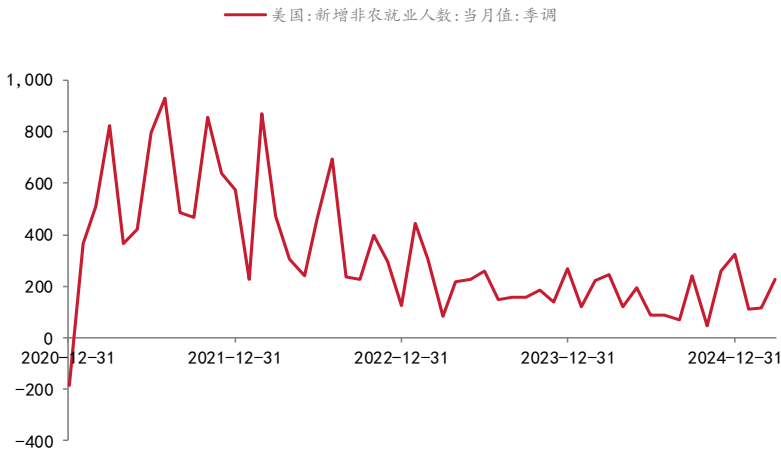
美国2月Markit综合PMI终值51.6，创2024年4月份以来终值新低。其中，新订单分项指数终值降至51.9，创2024年5月份以来终值新低，连续第十个月扩张；新出口业务分项指数终值创2023年5月份以来新低。

美国就业指标：劳动力数据大幅超预期，就业市场韧性仍存

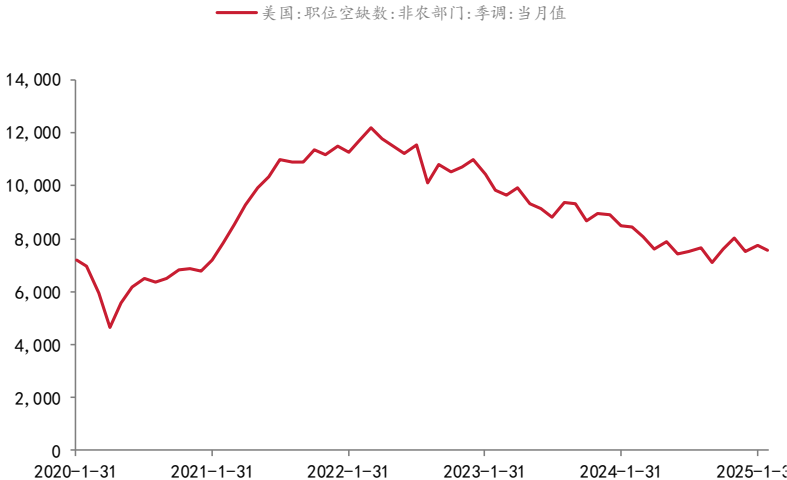
美国3月非农就业数据大幅超过市场预期，但前两月数据下修幅度较大，失业率小幅上涨至4.2%：美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；前两月就业合计下修4.8万。其中19.7万人由服务业贡献，主要来自休闲和酒店业、医疗保险和社会服务、以及零售业的回暖。同时美国政府部门新增就业明显放缓，从2月减少11万人降低至减少4万人。失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%。

截止3月28日当周，初请失业金人数为21.9万，低于市场预期的22.5万和前值22.4万，就业市场暂时保持稳定。当前美国劳动力市场整体韧性仍存。超预期非农数据巩固美联储鹰派预期，一定程度上缓解市场对于经济衰退的悲观情绪。

美国新增非农就业人数



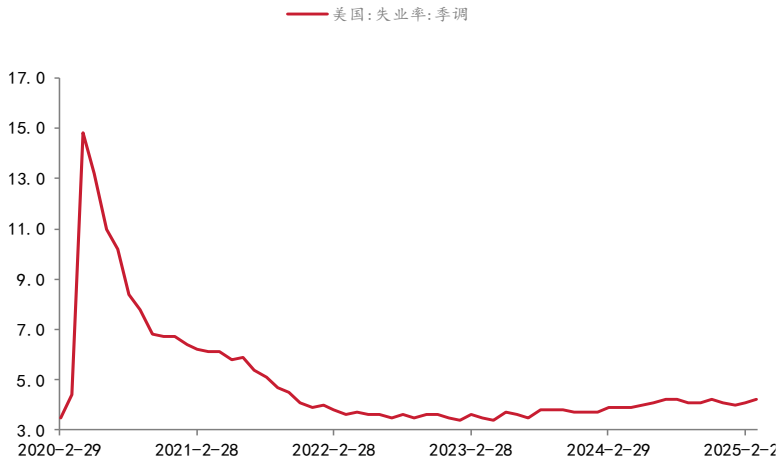
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调



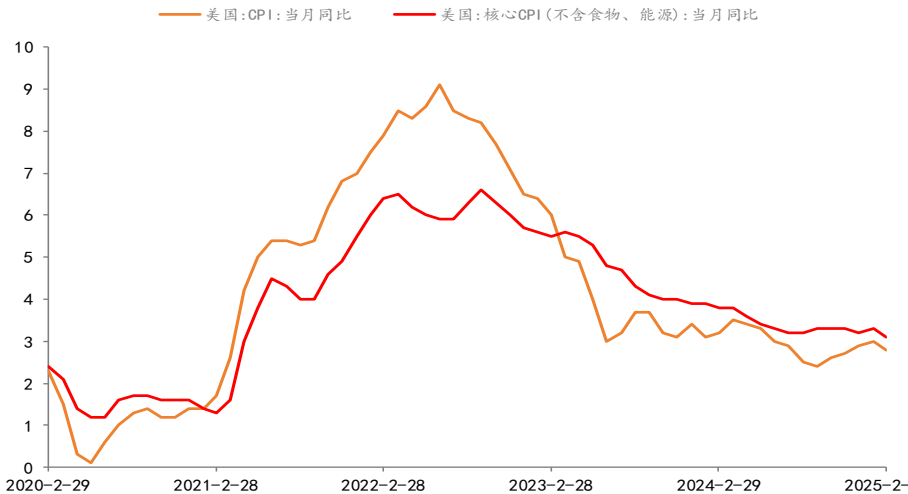
美国通胀水平：PPI和CPI数据均低于预期，市场提高降息押注

美国劳工统计局数据显示美国2月CPI同比上涨2.8%，为去年11月来新低；预期值2.9%，前值3%。环比上涨0.2%，为去年10月来新低。核心CPI同比上涨3.1%，2021年4月来新低；预期值3.2%，前值3.3%。交易员提高对美联储降息的押注，预计年内至少降息两次。市场普遍预计，在下周的会议上，美联储官员将维持利率不变。

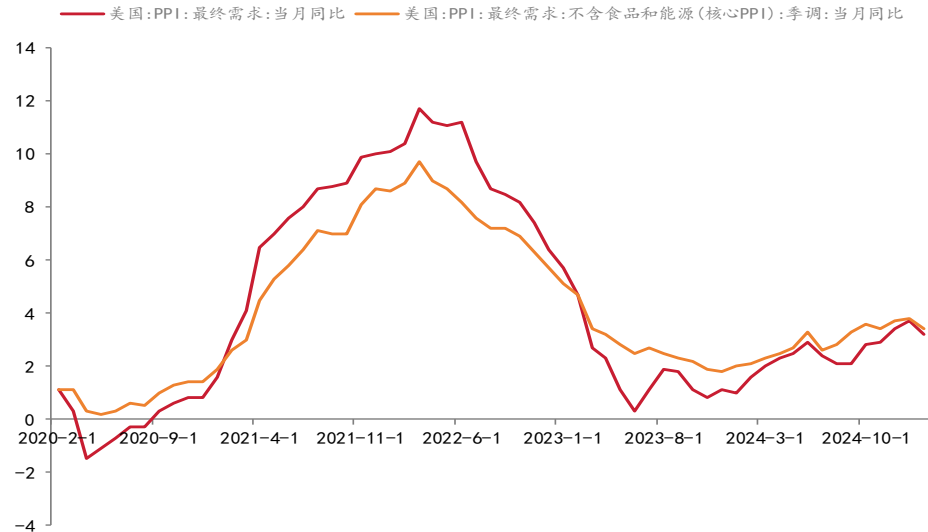
2025年3月14日，美国劳工部公布数据显示，2月生产者价格指数（PPI）同比仅升3.2%，低于预期的3.3%，月度环比持平（预期0.3%）；核心PPI更意外环比下降0.1%，显示制造业与服务业需求同步降温。

此外，2月零售销售环比增加0.2%，不及预期的0.6%，前值从-0.9%下调至-1.2%，较24Q4数据出现较大幅度下滑，也显示消费整体趋于降温。

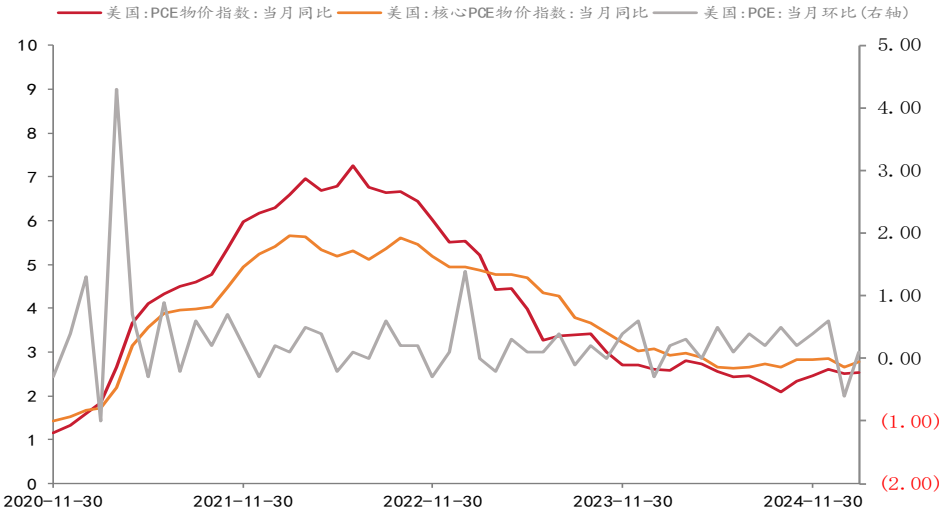
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PPI当月同比（单位：%）

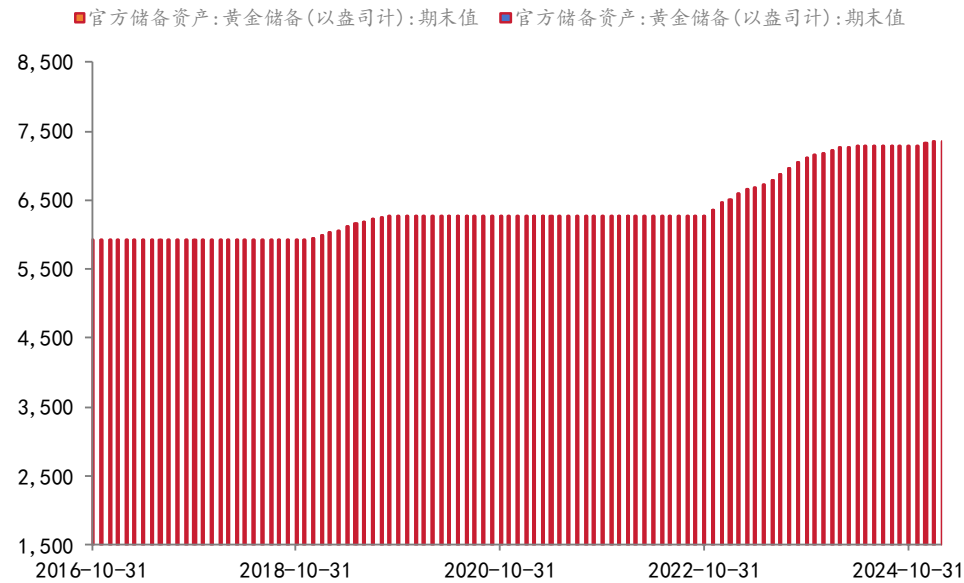


美国PCE当月同比&环比（单位：%）

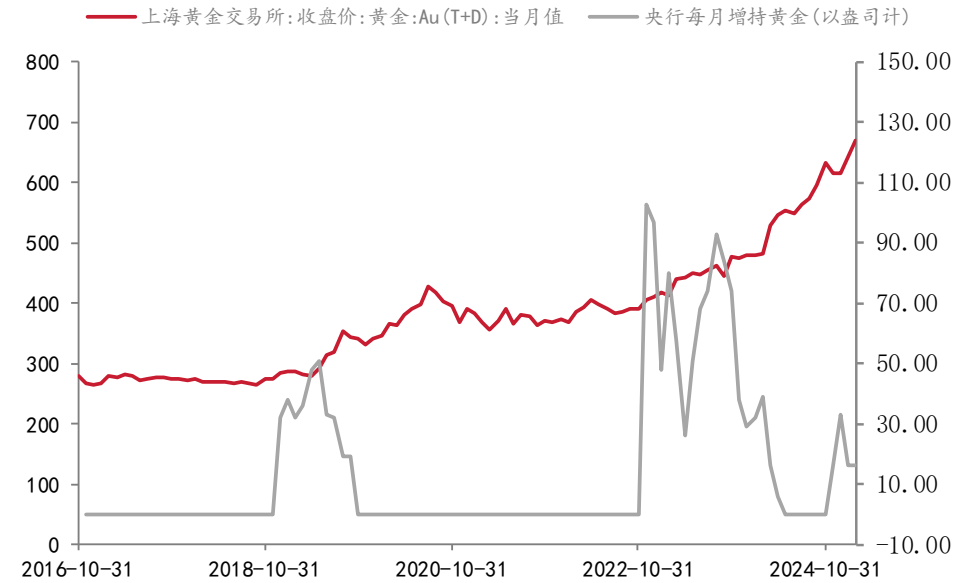


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势



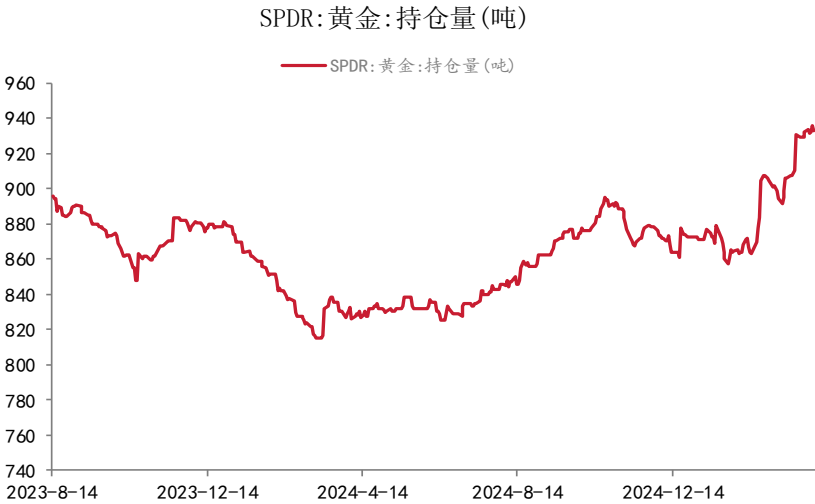
2025年2月，中国官方黄金储备为7361万盎司，较上月末增加16万盎司。目前，中国央行已连续四个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

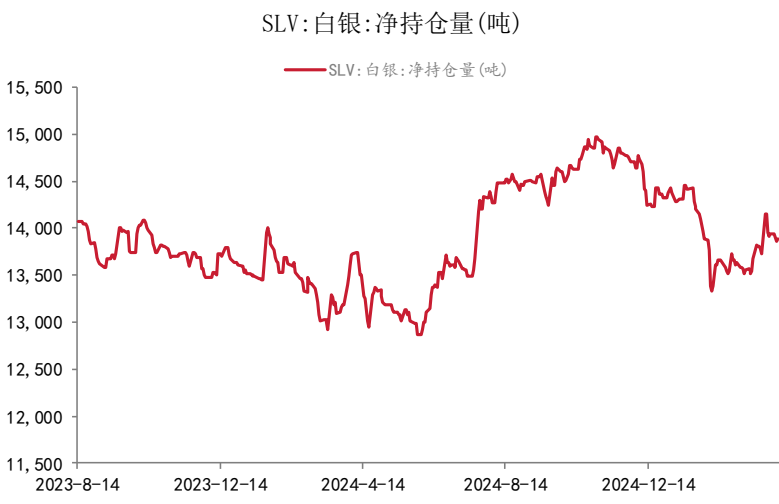
截至2025.4.4当周，黄金SPDR持仓量为932.80，较前一周上升0.09%。白银SLV当周持仓量为13881.0吨，较前一周减少63.68吨。

截至2025.4.1，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少11362张至238434张合约。白银方面净多头持仓为57258张合约，较前一期数据减少3692张。

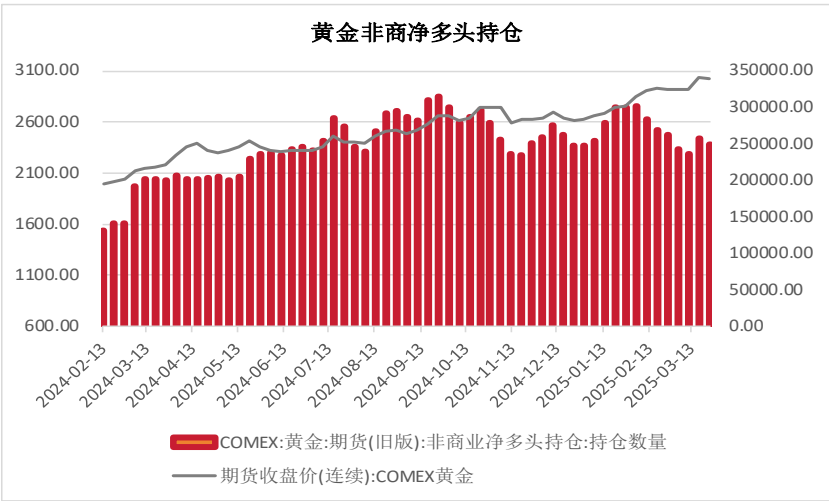
黄金持仓量



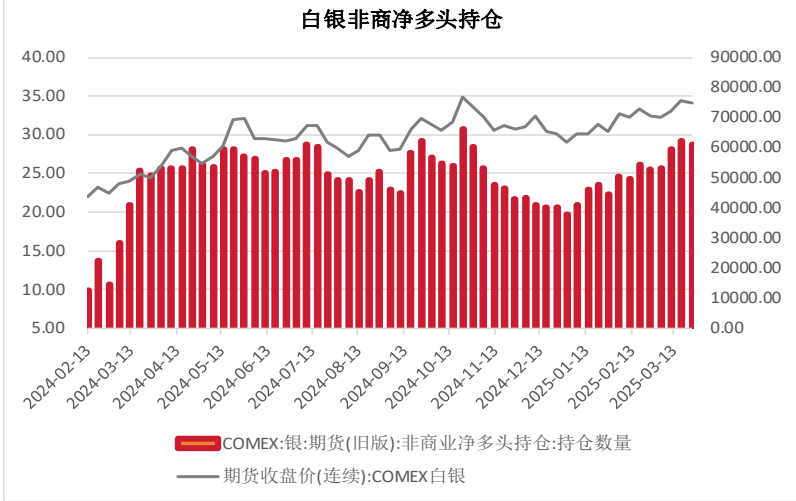
白银持仓量



黄金非商多头持仓量



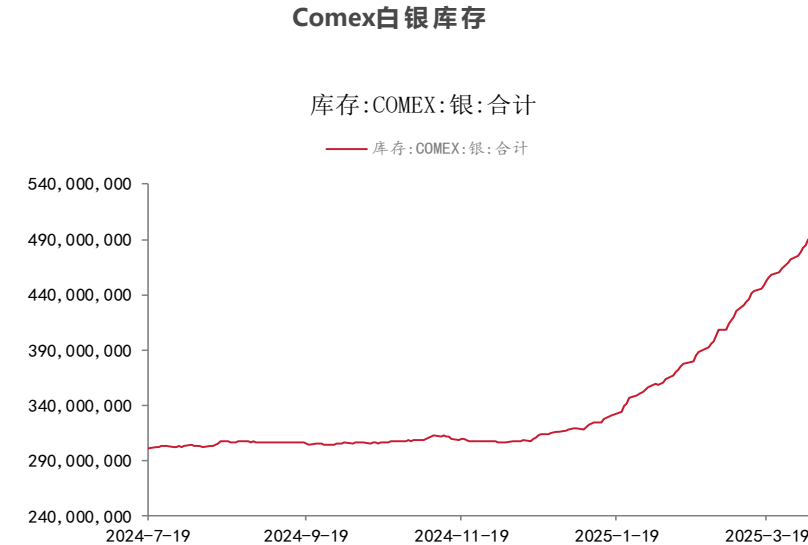
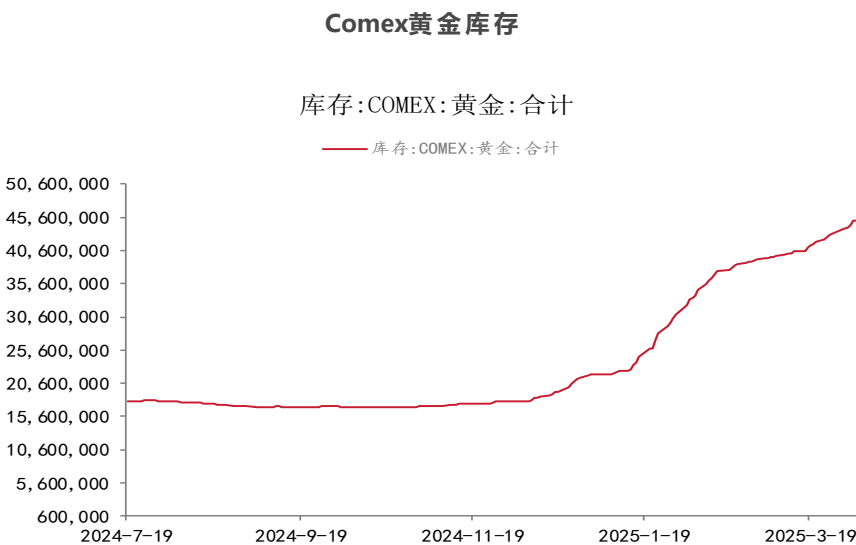
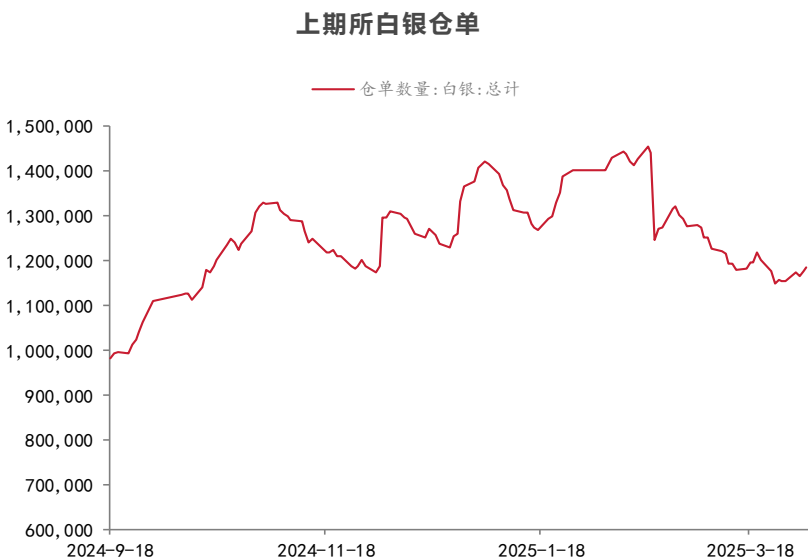
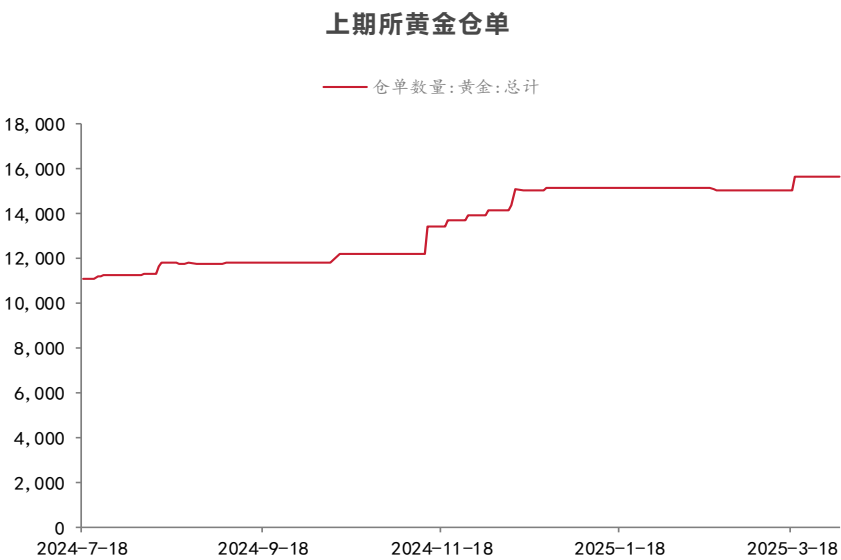
白银非商多头持仓量



库存：黄金仓单维持不变，Comex贵金属库存继续上升

截至2025.4.3当周，上期所黄金仓单为15675千克，较前一周不变。白银仓单较前一周增加31588千克至1186940千克。

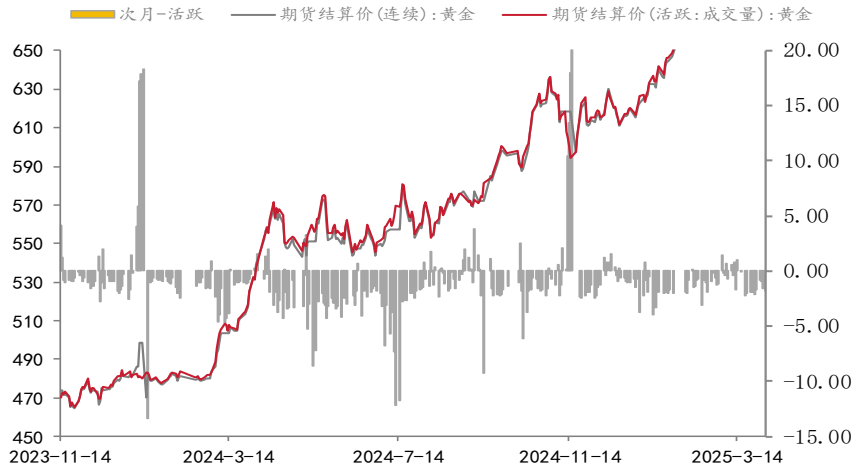
Comex库存方面，截至2025.4.4，周度Comex黄金库存较前一周增加1724070.51盎司至45071696.43盎司，Comex白银库存较前一周增加17656961.13盎司至490077011.03盎司。



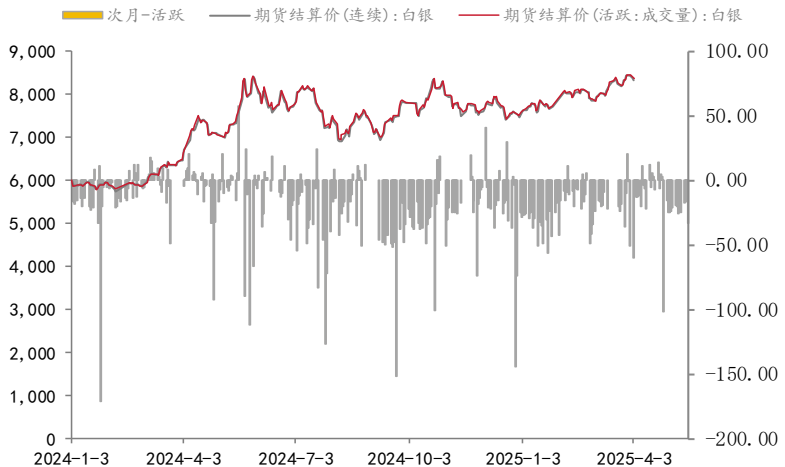
价差-成交量-持仓量

截至2025.4.3当周，黄金期货平均成交量为471495.60千克，较前一周上涨90.43%。白银期货当周平均成交量为890815.20千克，较前一周上升78.31%

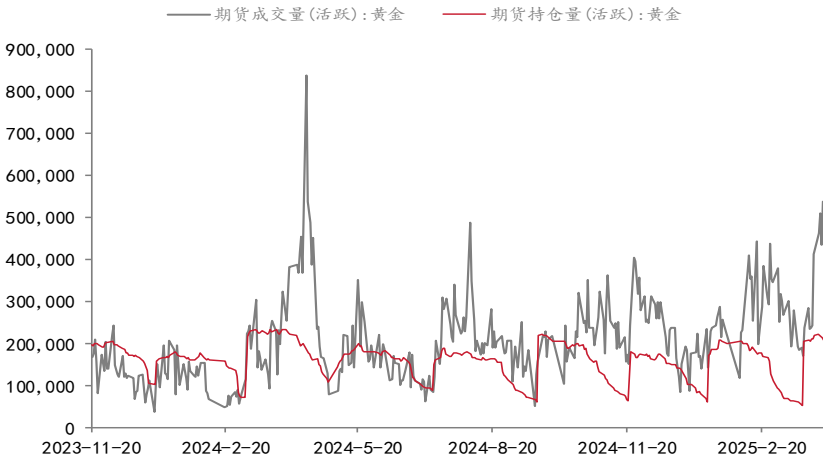
黄金价差



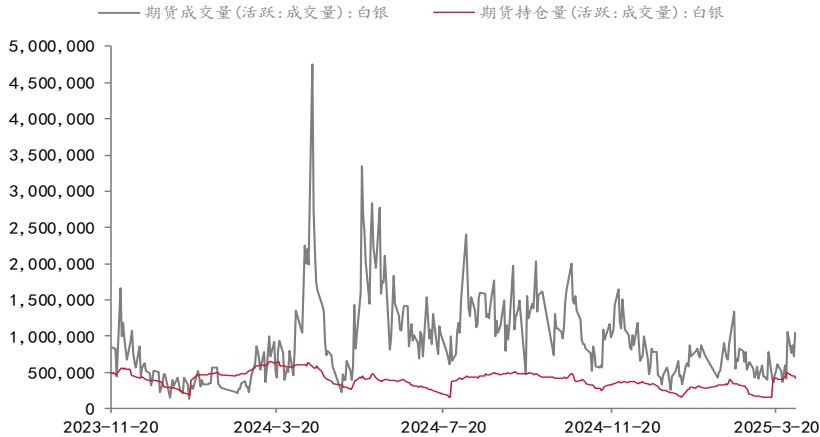
白银价差



黄金成交量持仓量

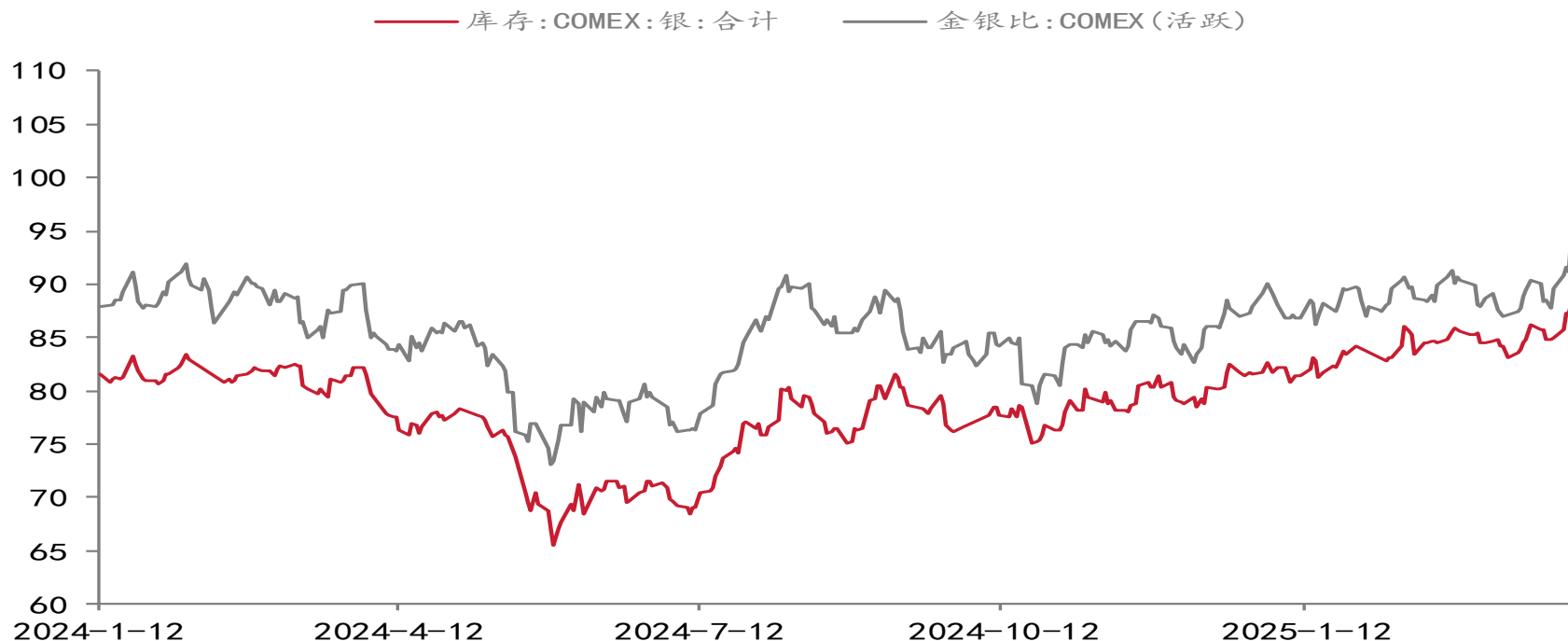


白银成交量持仓量



金银比：贵金属板块高位回落，金银比价大幅上涨

金银比价走势



- 截至2025.4.4当周，金银比价大幅上涨，沪金银比价为89.19，纽约金银比为98.30。节中外盘金银比继续大涨至103.51
- 贵金属板块大幅回落，金银比价中枢上移，黄金相较白银来说具有更强的金融属性和货币属性，在地缘政治以及贸易政策扰动下，黄金避险属性带来的利好逻辑会明显大于白银，其中长期走势将显著优于白银。而在近期板块回调时，白银往往表现出领跌态势。因此，在当前市场下做空金银比并不具备逻辑支撑。若短期内金银比大幅回落，可择机考虑入场做多。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微信公众号：东海期货研究 (dhqhyj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn

