



关税地缘同步升温，黄金价格再创历史新高

东海贵金属周度策略

东海期货研究所宏观策略组

2025-04-21

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：021-80128600-8631
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

郭泽洋
从业资格证号：F03136719
电话：021-80128600-8618
邮箱：guozy@qh168.com.cn

黄金：观点总结&操作建议

货币属性	美元指数本周呈现震荡格局，市场持续消化特朗普关税政策对经济的多重冲击，加剧美元抛售压力。美国初请失业金人数下降显示劳动力市场韧性，美元指数从技术超卖区域获得回补动能。尽管鲍威尔多次淡化降息预期，但市场仍计价美联储或被迫在滞胀压力下转向宽松。短期美元或维持低位震荡，关税政策实际经济冲击与美联储政策宽松路径的博弈将成为核心定价变量。
金融属性	美联储政策路径陷入多方博弈僵局，尽管内部鹰派基调仍占主导，但政治施压与通胀粘性风险正削弱其独立性。鲍威尔明确表态拒绝为市场波动兜底。CME Fedwatch工具显示，市场预期最早于2025年6月降息25个BP，概率为61.1%，第二次降息时点为7月，概率为51.1%，全年累计降息4次。
商品属性	中国央行已连续五个月增持黄金。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2025.4.17当周，黄金SPDR持仓量为952.29，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为14120.10吨，较前一周增加147.13吨。
操作建议	短期来看，美国政府信用受损引发的美元资产抛售与地缘博弈不确定性仍将支撑黄金维持高位运行，但需警惕关税冲击下恐慌情绪引发的全球资产流动性危机。

白银：观点总结&操作建议

宏观金融	美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。
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。光伏价格指数方面较此前一期下降0.97%。光伏经理人指数报 104.94，较此前一期下降 5.73%。
操作建议	白银因工业属性受制于贸易摩擦对制造业的压制，从箱体区间上沿回落至8100一线，金银比价涨至高位且有持续扩大趋势，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

贵金属市场本周连续突破新高，沪金主力合约一度冲至796.70元/克逼近800元/克整数大关，后半周受获利盘和风险情绪降低影响小幅回落，价格波动逻辑核心仍围绕特朗普关税政策的戏剧性摇摆展开。特朗普反复释放对欧、日及中国的“乐观谈判”信号，加剧了市场对政策执行风险的警惕，黄金作为危机对冲工具反复受到间歇性避险买盘推动。美国3月零售数据在关税预期前置效应下异常增长，而工业产能利用率收缩及消费者囤积性需求透支则预示未来消费动能衰减，滞胀隐忧持续发酵为贵金属提供中期支撑。地缘冲突方面，美伊核谈判破裂风险上升叠加也门局势升级，推动市场地缘风险定价升温。政策端来看，鲍威尔鹰派表态继续抑制市场降息预期。白银尽管跟随黄金补涨，但其工业属性在关税扰动下制约弹性。短期需警惕政策切换引发的动荡，美元信用裂痕的深化与全球供应链重构风险将在调整中强化贵金属的战略配置价值。内盘黄金在人民币汇率压力下呈现抗跌性，但需防范海外政策扰动下情绪脉冲的传导效应。后市观测核心仍锚定流动性风险程度与关税措施的实质推进节奏。

沪金主力合约



伦敦金现



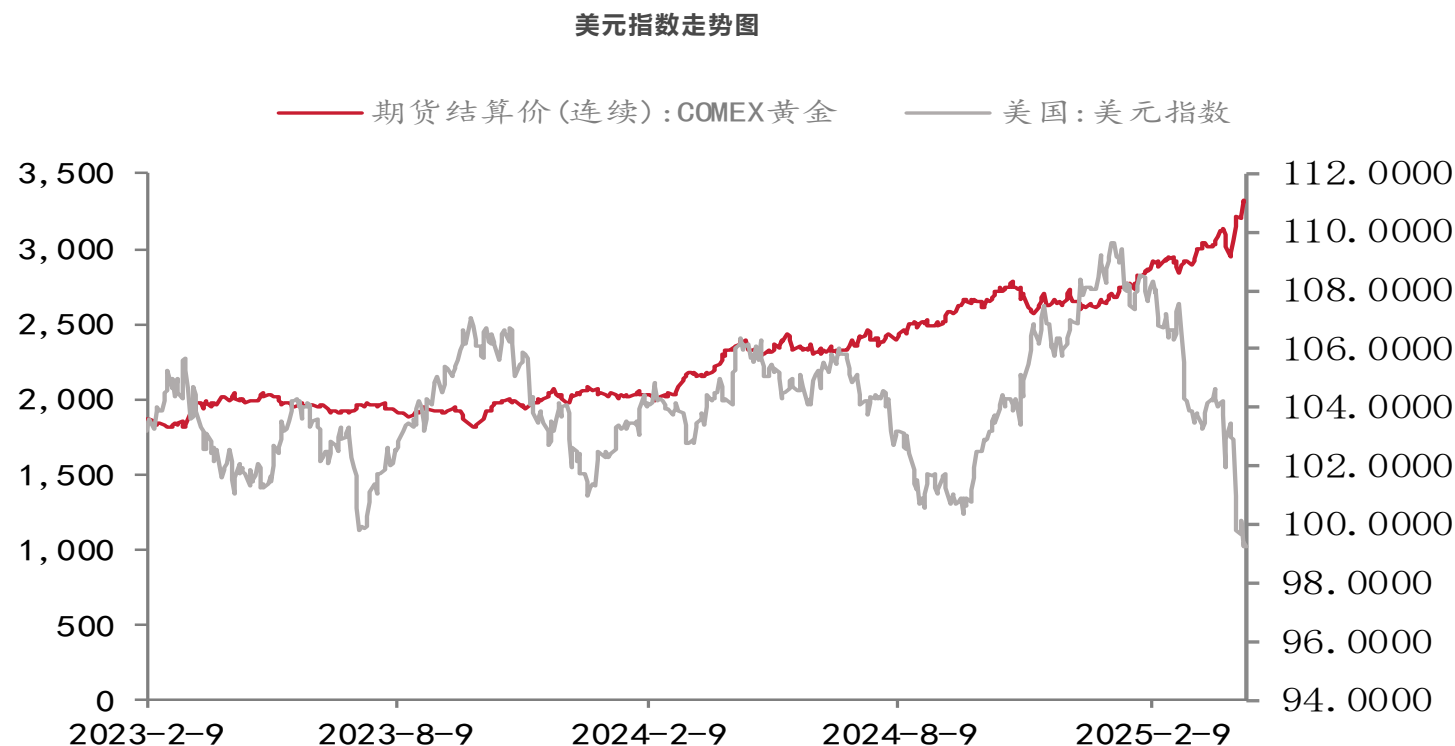
沪银主力合约



伦敦银现

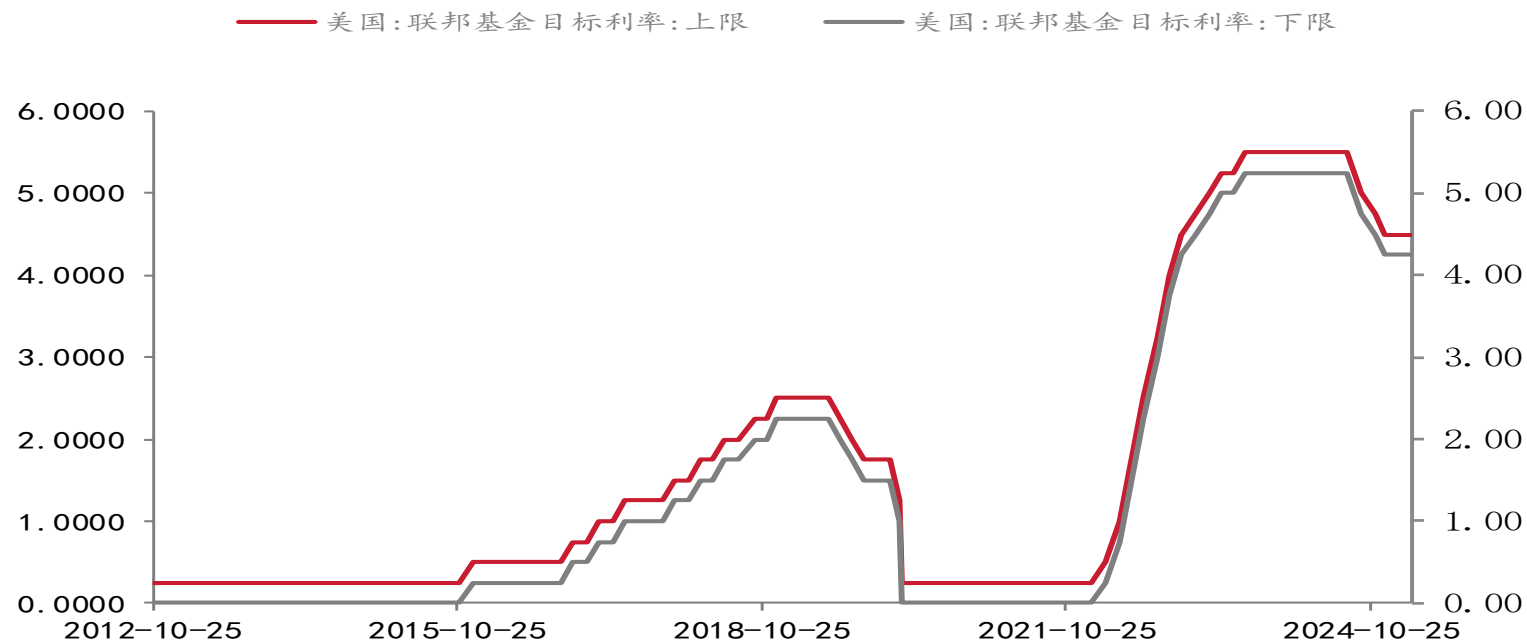


美元指数：关税扰动削弱美元信用，美元指数低位震荡



美元指数本周呈现震荡格局，周初延续因关税冲击引发的资本外流惯性，最低下滑至99.00一线。市场持续消化特朗普关税政策对经济的多重冲击，加剧美元抛售压力。周四欧央行降息25个基点至2.75%以对冲美国关税对欧元区经济的压制，美国初请失业金人数下降显示劳动力市场韧性，美元指数从技术超卖区域获得回补动能。尽管鲍威尔多次淡化降息预期，但市场仍计价美联储或被迫在滞胀压力下转向宽松。短期美元或维持低位震荡，关税政策实际经济冲击与美联储政策宽松路径的博弈将成为核心定价变量。

美国联邦基金目标利率



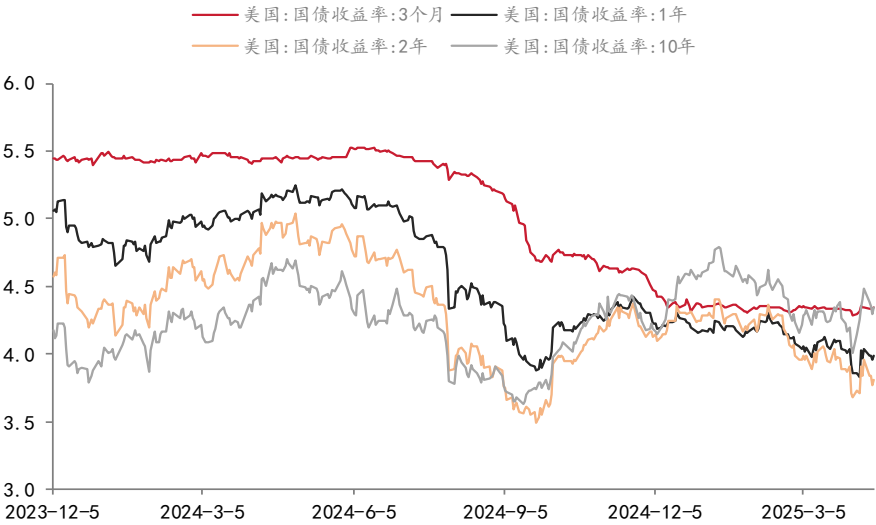
美联储政策路径陷入多方博弈僵局，尽管内部鹰派基调仍占主导，但政治施压与通胀粘性风险正削弱其独立性。鲍威尔明确表态拒绝为市场波动兜底，强调关税或加剧“滞胀”困境并制约政策灵活性。沃勒表态释放松动信号，其表示在较小关税的情景下，降息可能会在下半年进行，预计关税对通胀的影响是暂时的。分歧显示联储正艰难平衡经济放缓和通胀二次抬升的双重风险。特朗普公开抨击鲍威尔的非常规手段，令市场担忧政治干预或扭曲货币政策决策框架。CME Fedwatch工具显示，市场预期最早于2025年6月降息25个BP，概率为61.1%，第二次降息时点为7月，概率为51.1%，全年累计降息4次。当前美联储正面临复杂的政策环境，既要抵御白宫施压以维持公信力，又需在贸易战引发的经济非线性波动中重构利率前瞻指引，后续重点关注关税对于下一阶段就业及经济数据扰动。

美债：美债收益率同步回落，美债利差小幅回升

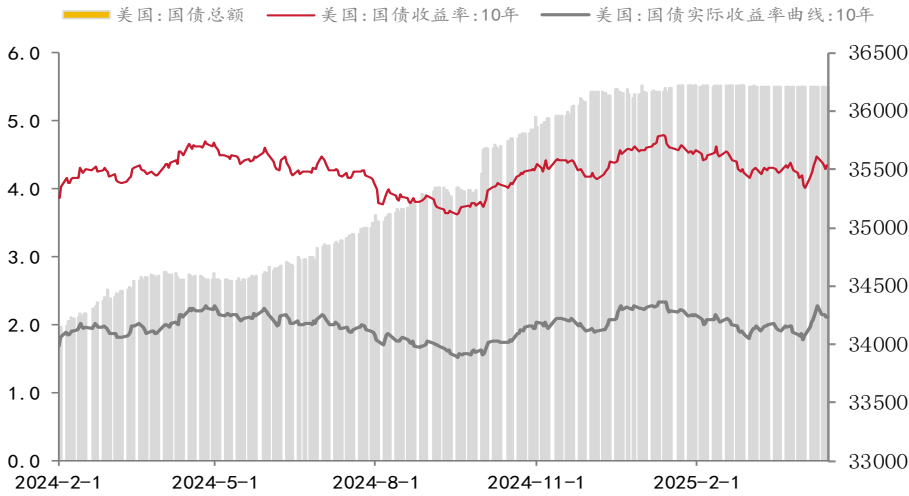
1年期美债收益率收于3.99%，较此前一周小幅下滑。
10年期美债收益率较上周回落14个基点至3.86%。

十年期美债实际收益率从上周4.40%回落至4.34%，
总计下滑7个基点。10年期与2年期美债收益率差为
0.53%，较上一周小幅上升。

美债收益率



10年美债实际收益率

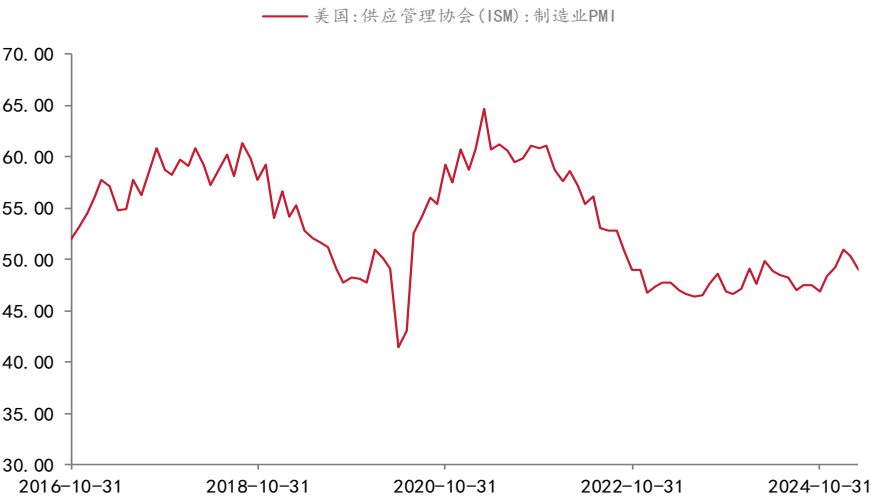


美债利差

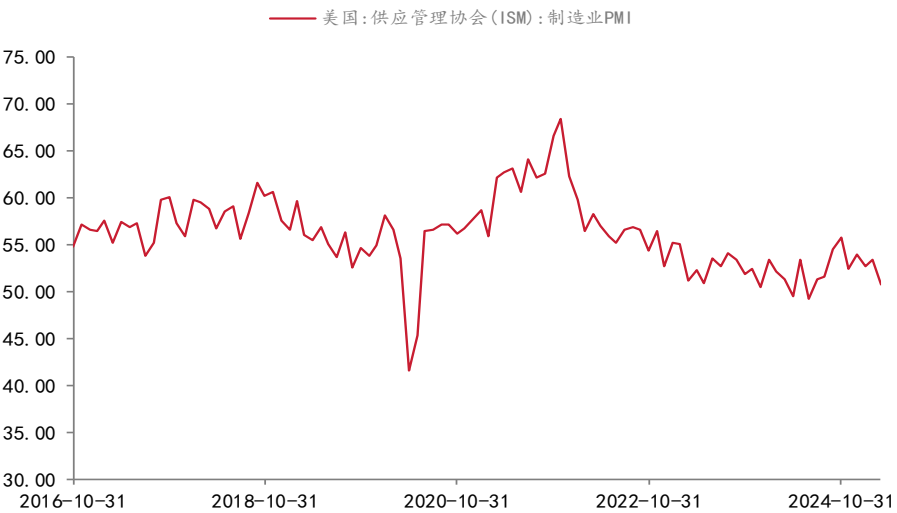


美国PMI:制造业再度降至荣枯线以下，服务业降至近9个月低点

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:

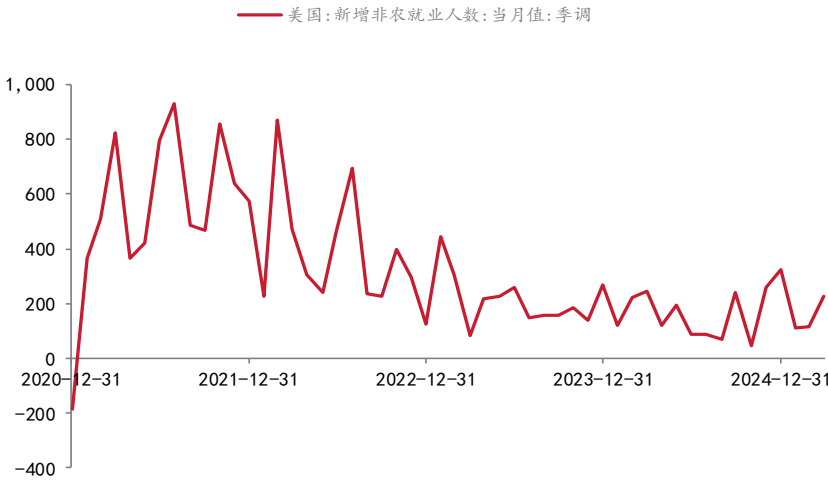
美国3月Markit PMI数据呈现结构性分化，2025年3月综合指数升至53.5，其中服务业PMI回升至54.4支撑整体经济韧性，而制造业PMI则回落至50.2的荣枯线边缘，显露出边际收缩压力。分项中新出口订单回暖未能抵消内需疲软拖累，新订单指数环比回落，产成品库存与出厂价格维持平稳

美国就业指标：劳动力数据超预期，美就业市场韧性仍存

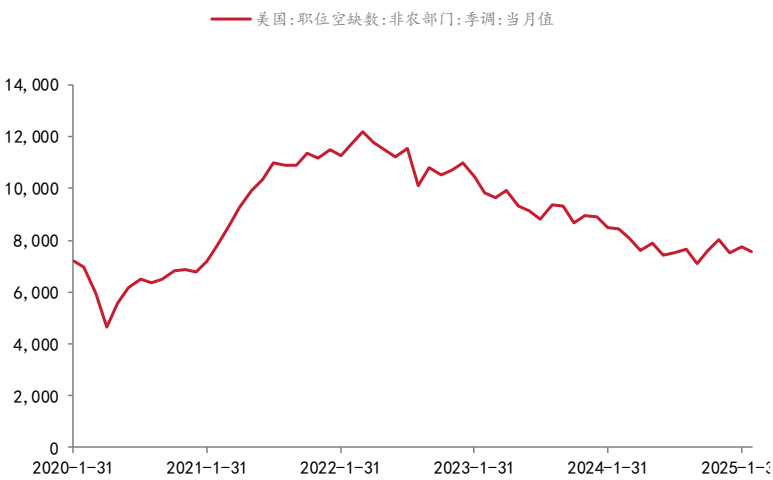
美国3月非农就业数据大幅超过市场预期，但前两月数据下修幅度较大，失业率小幅上涨至4.2%：美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；前两月就业合计下修4.8万。其中19.7万人由服务业贡献，主要来自休闲和酒店业、医疗保险和社会服务、以及零售业的回暖。同时美国政府部门新增就业明显放缓，从2月减少11万人降低至减少4万人。失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%。

美国劳工局最新数据显示，美国截至4月12日当周初请失业金人数为21.5万人，低于预期的22.5万人和前值的22.3万人。特朗普政府反复无常的关税政策使得企业难以提前计划，经济学家预计，企业信心低迷的情况下未来几个月失业率将上升。

美国新增非农就业人数



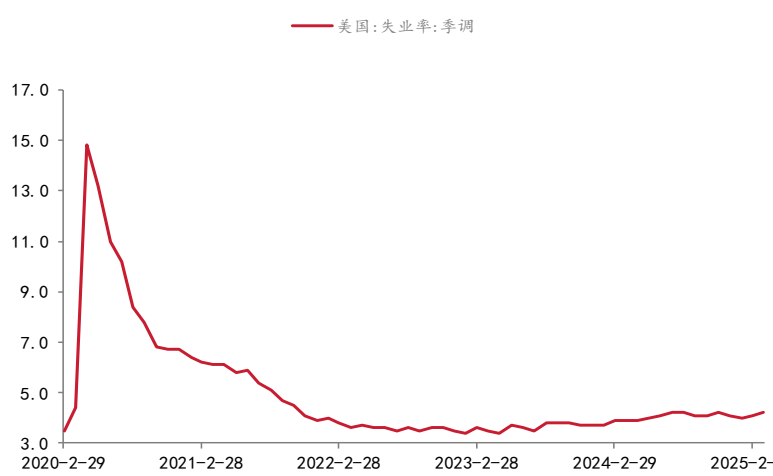
美国:职位空缺数:非农部门



美国当周初请失业金人数



美国:失业率:季调

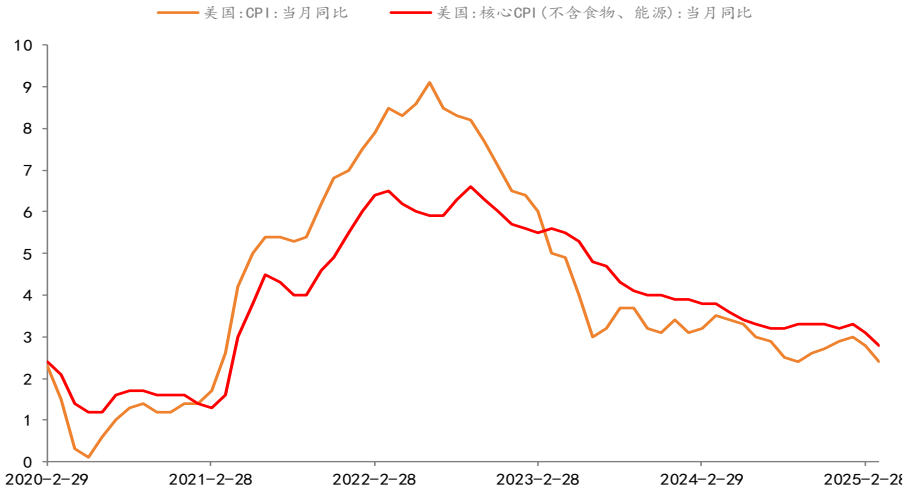


美国通胀水平：PPI和CPI意外下降，重点关注关税落地后数据

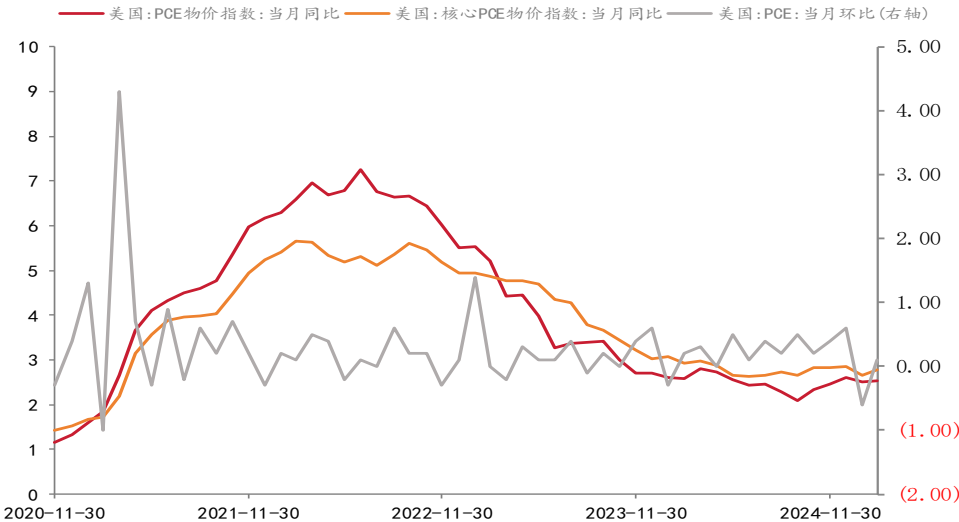
美国劳工统计局数据显示美国3月末季调CPI年率为2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于2.6%的市场预期；未季调核心CPI年率为2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于3.0%的市场预期。该数据对于市场及政策路径影响有限，重点关注四月份关税政策影响下的数据变化。

美国劳工统计局周五发布的报告显示，3月生产者价格指数（PPI）环比下降0.4%，2月数据经修正后为上升0.1%。接受调查的经济学家们的预估中值为上升0.2%。不包括食品和能源的PPI下降0.1%，市场预期为上升0.3%

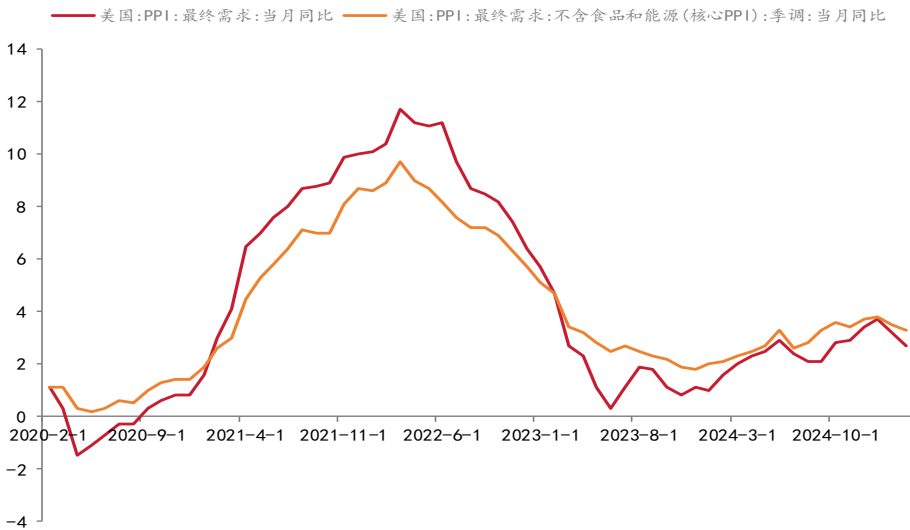
美国CPI当月同比（单位：%）



美国PCE当月同比&环比（单位：%）

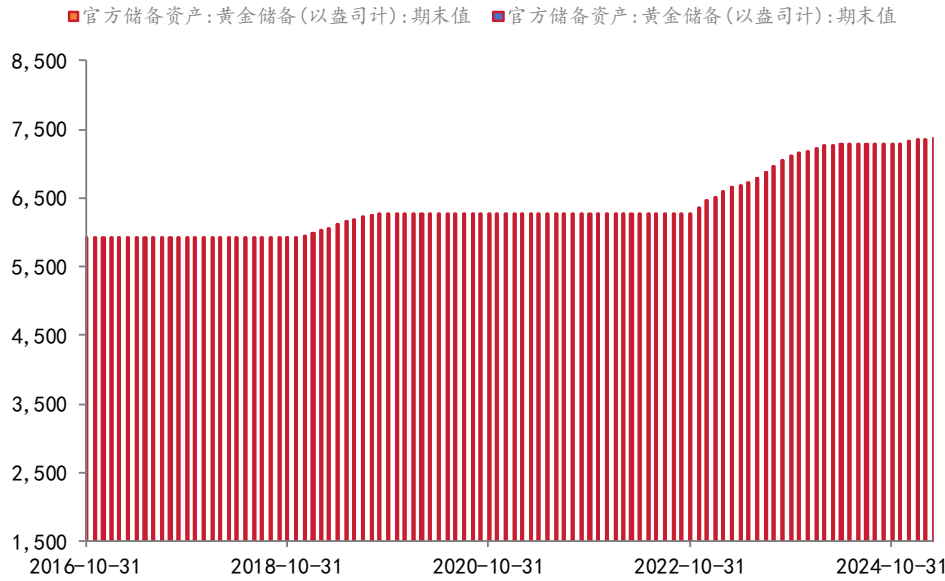


美国PPI当月同比（单位：%）

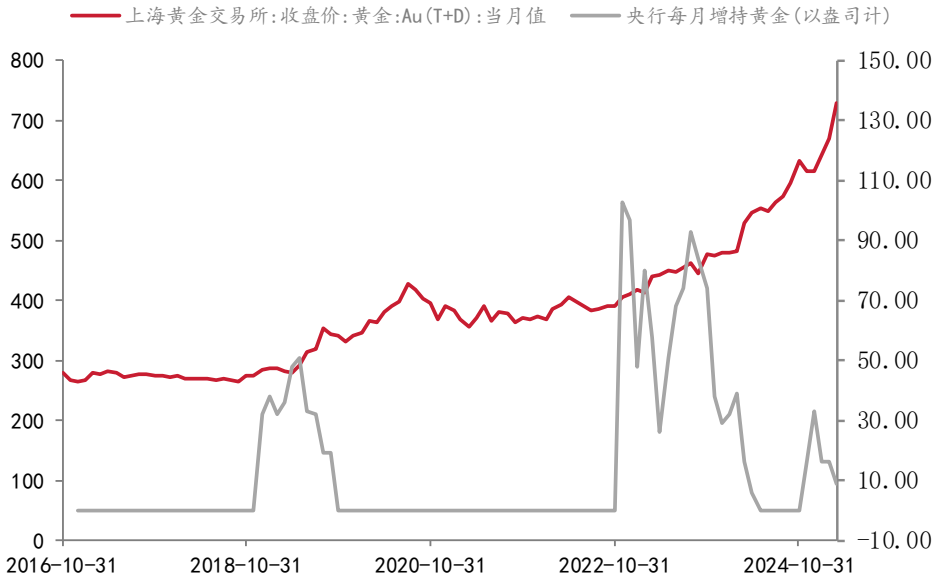


需求：央行恢复增持黄金态势，未来有望保持净流入

中国央行购金



央行购金需求与金价走势

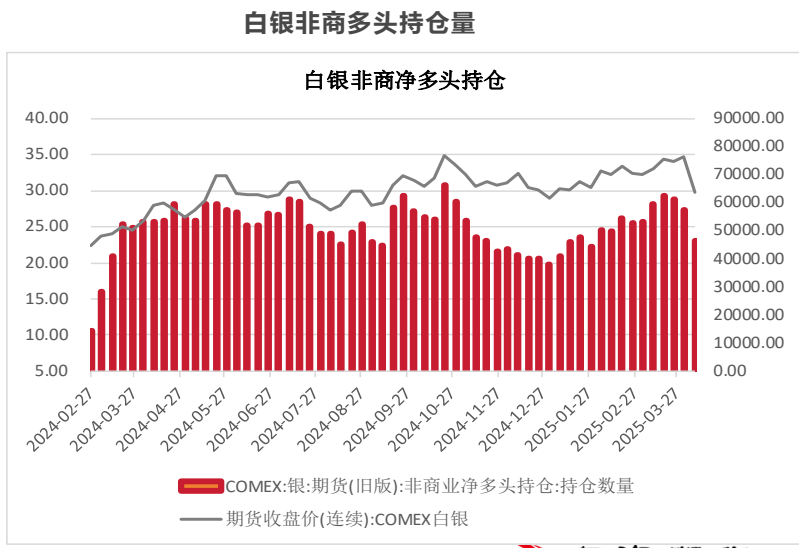
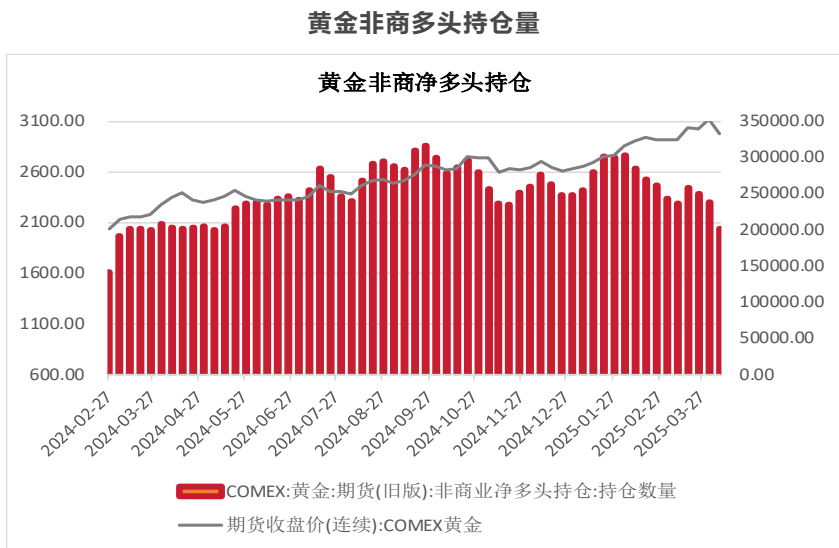
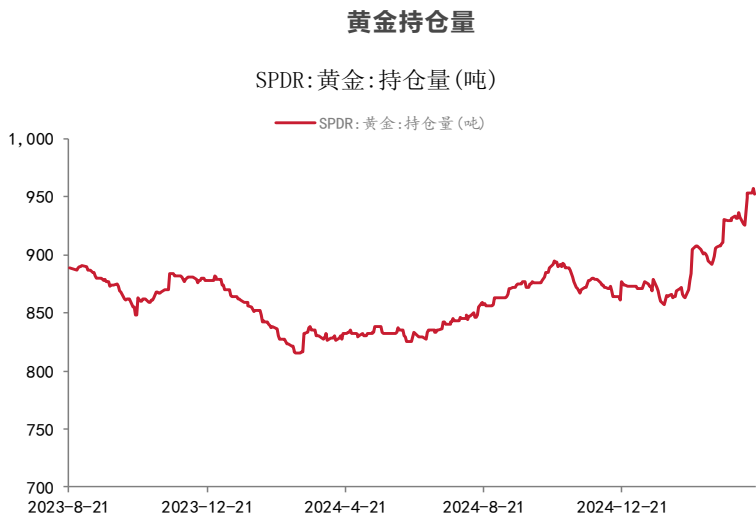


2025年3月，中国官方黄金储备为7370万盎司，较上月末增加9万盎司。目前，中国央行已连续五个月增持黄金。过去一年，中国官方黄金储备增加142万盎司。对比其他国家央行黄金储备比例，我国国际储备中的黄金储备低于全球平均水平。从优化国际储备结构，推进人民币国际化等角度出发，未来中国央行增持黄金仍是大方向。重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动，预计来自各国央行的资金有望保持净流入。

ETF持仓量&COMEX非商业多头持仓

截至2025.4.17当周，黄金SPDR持仓量为952.29，较前一周小幅下滑。白银SLV当周持仓量为14120.10吨，较前一周增加147.13吨。

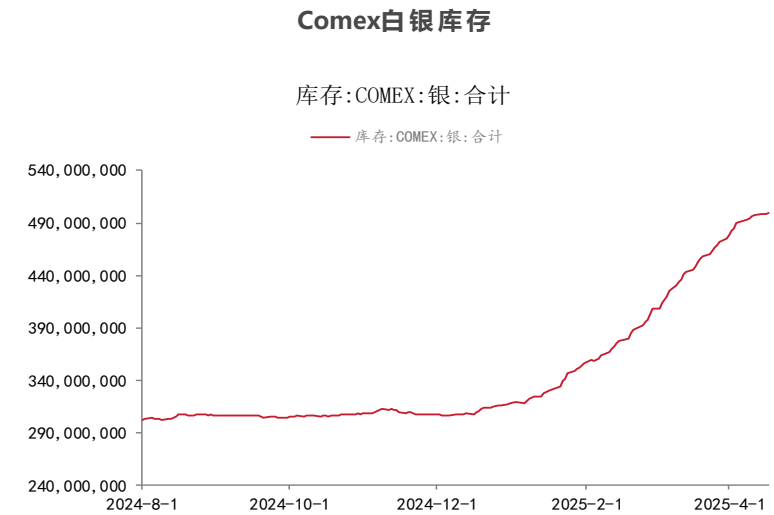
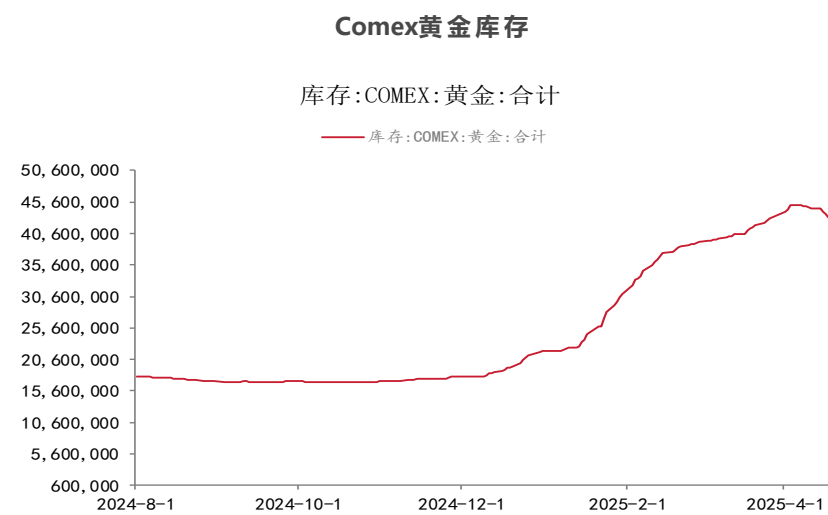
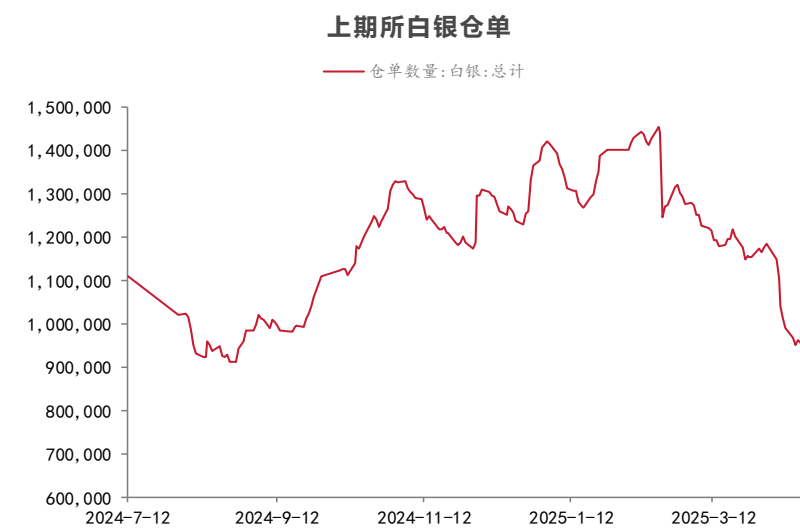
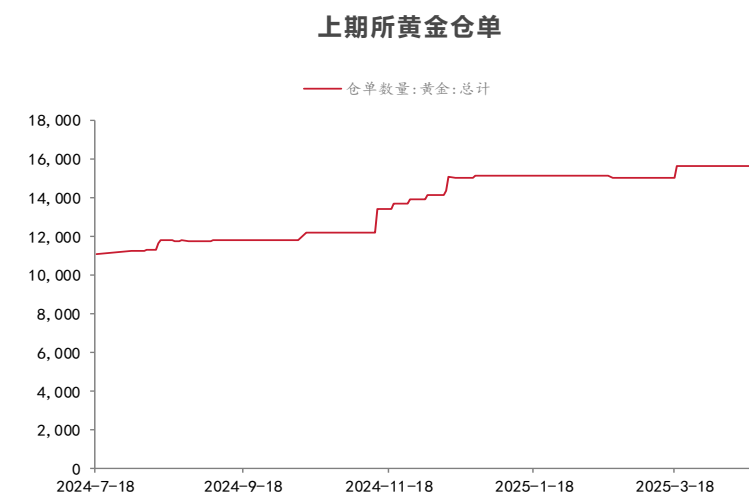
截至2025.4.15，黄金CFTC多头净持仓较此前一期数据减少1495张至202210张合约。白银方面净多头持仓为43949张合约，较前一期数据减少2567张。



库存：黄金仓单维持不变，Comex黄金库存呈下降趋势

截至2025.4.18当周，上期所黄金仓单为15678千克，较前一周不变。白银仓单较前一周减少54898.00千克至937219千克。

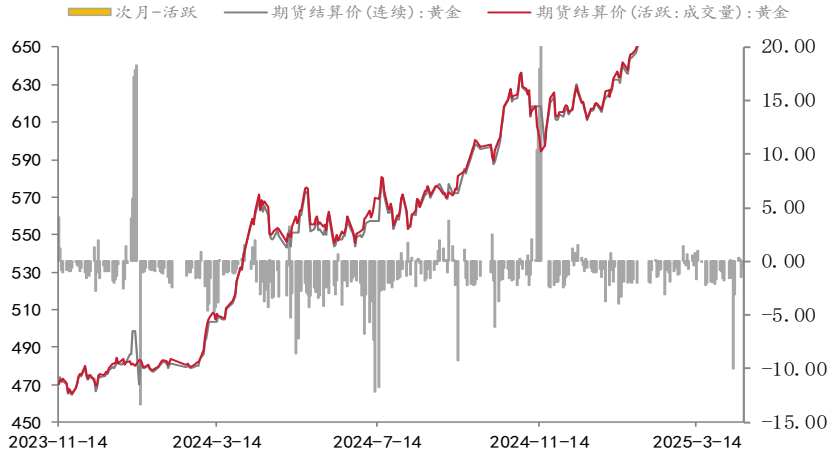
Comex库存方面，截至2025.4.18，周度Comex黄金库存较前一周减少1366241.20盎司至43209722.97盎司，Comex白银库存较前一周增加1628046.63盎司至499103540.55盎司。



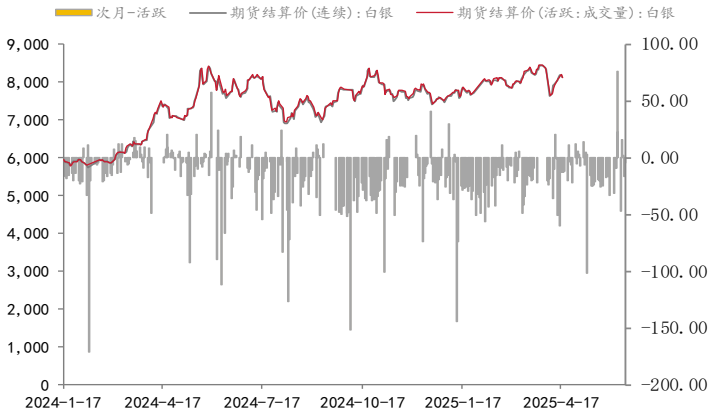
价差-成交量-持仓量

截至2025.4.18当周，黄金期货平均成交量为561418.00千克，较前一周上涨10.01%。白银期货当周平均成交量为857621.40千克，较前一周下降15.18%

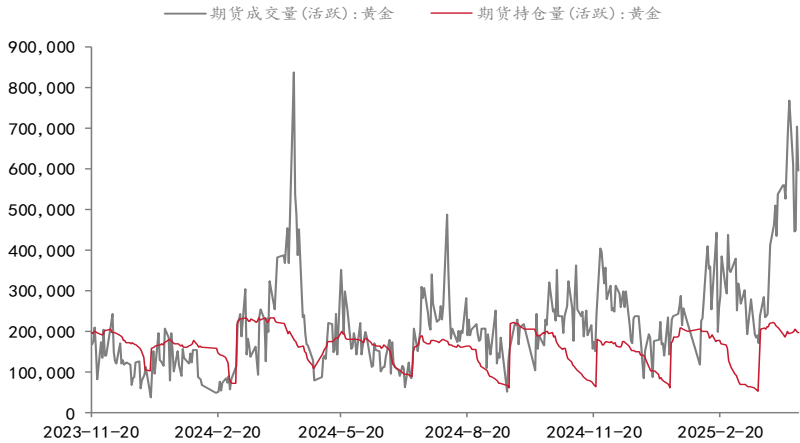
黄金价差



白银价差



黄金成交量持仓量

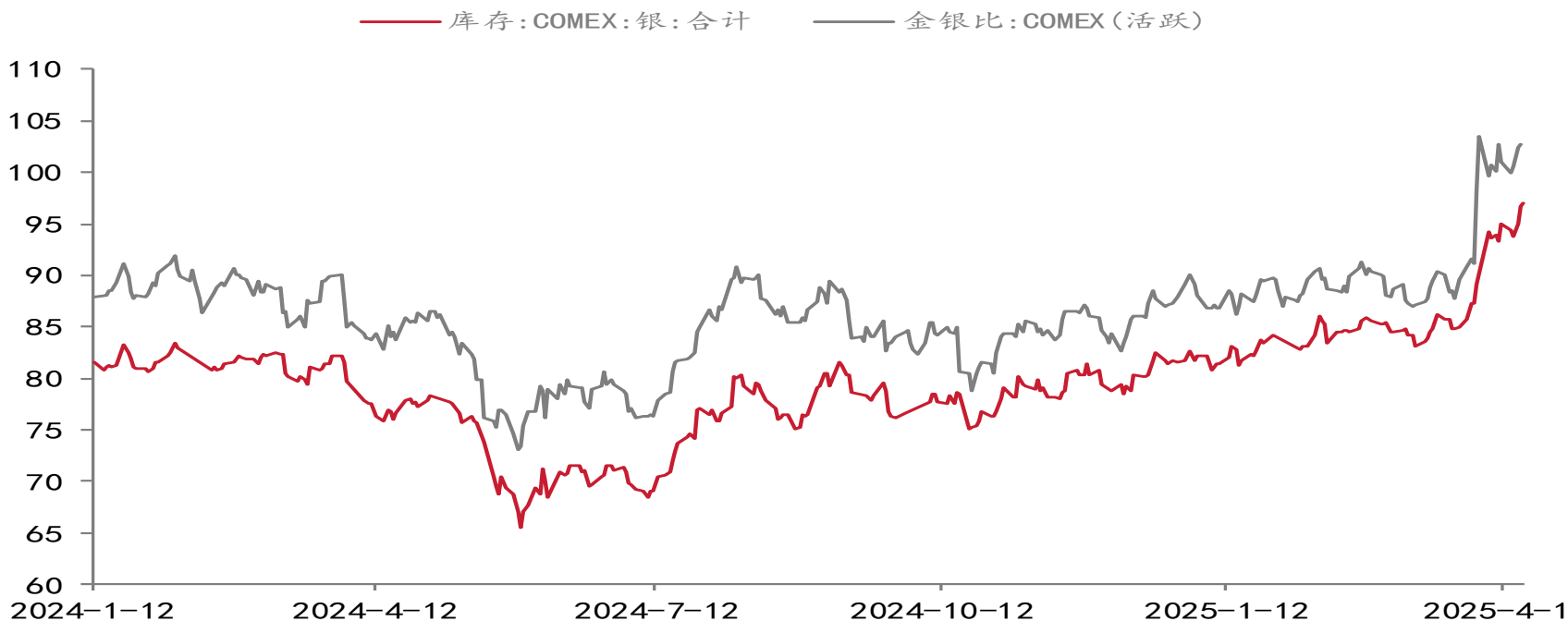


白银成交量持仓量



金银比：黄金价格屡创新高，金银比价继续上涨

金银比价走势



2025.4.18当周，金银比价继续大幅上行，沪金银比价为96.94，纽约金银比为102.67。贵金属板块大幅上涨，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

