

2025年5月6日

关税及政策博弈下，黄金破新高大幅震荡

——贵金属5月月度投资策略

东海策略

贵金属

分析师：

明道雨：

从业资格证号：F03092124

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

投资要点：

- **行情回顾：**2025年4月贵金属市场在宏观政策剧烈扰动下演绎了“流动性冲击—滞胀交易—预期修正”的三阶段行情。月初美国对全球加征“对等关税”引发市场对贸易战可能导致全球供应链断裂的恐慌，资产流动性骤然收紧导致贵金属遭遇无差别抛售。随着美国推迟对欧盟、日韩等盟友的关税执行期限，流动性危机边际缓解，COMEX黄金单周暴涨突破3500美元历史峰值。月末恐慌情绪逐步缓和，投机多头集中获利了结触发抛售潮，全月贵金属波动率高位运行，市场在政策博弈中反复切换交易逻辑。
- **宏观经济：**4月美国宏观经济数据呈现显著分化，凸显政策传导的复杂性。就业市场维持韧性——非农新增17.7万人超预期，但前值下修5.8万人。制造业“滞胀”特征加速显性化：ISM制造业PMI连续六个月萎缩（48.7%），新出口订单指数暴跌6.5点至43.1%（2020年5月以来新低），非制造业PMI回落至50.8的九个月低点，就业分项骤降7.7点至46.2%，但支付价格指数仍处60.9%高位。
- **通胀水平：**美国通胀在3月呈现显著降温态势，但内部结构分化加剧政策路径的不确定性。3月CPI同比增速降至2.4%，创七个月新低，环比下降0.1%更是为2020年6月以来首次负增长，核心CPI同比2.8%回落至2021年3月以来最低水平，服务业通胀放缓成为主要驱动因素。
- **结论与操作建议：**近月全球贵金属市场在多重宏观变量交织下呈现剧烈波动，价格走势受政策博弈、经济数据分化及市场情绪切换的深度影响。中长期看，全球央行购金潮延续、美国债务货币化压力及“去美元化”进程将共同构筑黄金中长期牛市根基，上调2025年金价目标3500-3600美元/盎司，阶段性波动中枢上移至3100-3300美元区间。操作上，建议投资者在回调中利用比例价差结构分批布局黄金多单，领口期权组合对冲政策尾部风险，而白银需等待工业需求复苏与金融属性共振的明确信号。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观分析	4
2.1. 美国经济数据	5
2.2. 美国通胀指标	6
2.3. 美元指数&美债收益率	7
2.4. 特朗普政府关税政策	9
3. 供需分析	9
3.1. 黄金供需情况	9
3.2. 投资端分析	10
4. 市场分析	11
4.1. 资金分析	11
4.2. 持仓量&成交量	12
4.3. 金银比	13
5. 结论与操作建议	14

图表目录

图 1 黄金价格.....	4
图 2 白银价格.....	4
图 3 美国新增非农就业人数.....	5
图 4 美国职位空缺数.....	5
图 5 美国当周初次申请失业金人数.....	5
图 6 美国失业率.....	5
图 7 美国制造业 PMI.....	6
图 8 美国服务业 PMI.....	6
图 9 美国 CPI 指标.....	7
图 10 美国 PCE 指标.....	7
图 11 美国 PPI 指标.....	7
图 12 美国密歇根一年通胀预期.....	7
图 13 美元指数.....	8
图 14 联邦基金目标利率.....	8
图 15 美债收益率.....	8
图 16 十年美债实际收益率.....	8
图 17 中国官方储备黄金.....	10
图 18 央行增持与黄金走势对比.....	10
图 19 黄金 SPDR 持仓量.....	11
图 20 白银 SLV 净持仓量.....	11
图 21 黄金非商净多头持仓.....	11
图 22 白银非商净多头持仓.....	11
图 23 上期所黄金仓单.....	12
图 24 上期所白银仓单.....	12
图 25 COMEX 黄金库存.....	12
图 26 COMEX 白银库存.....	12
图 27 黄金成交量.....	13
图 28 白银成交量.....	13
图 29 金银比.....	14

1. 行情回顾

2025年4月贵金属市场在宏观政策剧烈扰动下演绎了“流动性冲击—滞胀交易—预期修正”的三阶段行情。月初美国对全球加征“对等关税”引发市场对贸易战可能导致全球供应链断裂的恐慌，资产流动性骤然收紧导致贵金属遭遇无差别抛售，白银受工业属性拖累跌幅更深。随着美国推迟对欧盟、日韩等盟友的关税执行期限，流动性危机边际缓解，市场焦点转向关税引发的滞胀预期深化，特朗普施压美联储降息并质疑政策独立性的言论进一步削弱美元信用，全球央行与对冲基金同步增配黄金，COMEX黄金单周暴涨突破3500美元历史峰值，沪金夜盘更是创出836.30元/克的惊人纪录，白银虽受光伏装机需求季节性回升支撑反弹，但全球制造业PMI跌破荣枯线压制工业金属需求，金银比价持续攀升至105.26的历史极值。月末恐慌情绪逐步缓和，美国释放对华关税豁免清单扩容信号，叠加美联储政策独立性得到确认稳定市场预期，投机多头集中获利了结触发抛售潮，COMEX黄金从3509.9美元高位回撤至3240美元一线，沪金跌破800元整数关口后弱势震荡收至780元/克一线，白银则因库存降至五年低位获得结构性买盘支撑，金银比价小幅回落。全月贵金属波动率高位运行，市场在政策博弈中反复切换交易逻辑。

当前市场聚焦于以下几个核心矛盾：其一，关税对于美国通胀和经济的实际影响，美国全球加征关税对于通胀终端的传导或在本月一系列经济数据中逐步体现，若核心PCE同比因进口商品涨价大超市场预期，可能触发市场对美联储降息路径再定价。其二，美联储降息路径，若6月降息窗口如期开启，实际利率中枢下移将系统性压低美元指数，驱动贵金属完成从预期定价向宽松周期落地的价值重估。目前对白银持高位运行观点，若回调充分可参考金银比入场布局。对于黄金则维持中长期继续看多思路，若回调到位后可考虑分批布局多单，波动率抬升环境下可配合比例价差结构构建抄底策略。

图1 黄金价格



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图2 白银价格



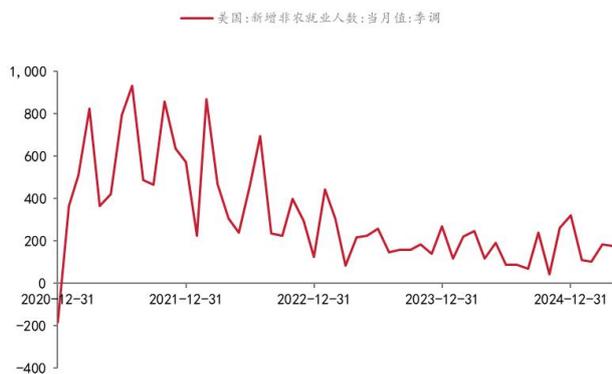
资料来源：IFinD，东海期货研究所

2. 宏观分析

2.1. 美国经济数据

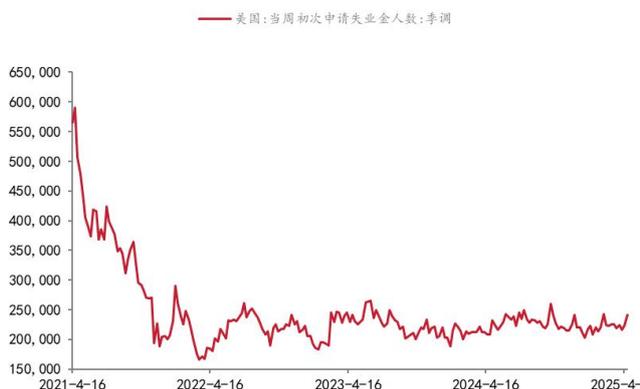
4月美国宏观经济数据分化明显，就业市场与非农数据对美联储政策路径的影响成为核心焦点。4月非农数据大超市场预期，新增就业17.7万人超预期，预期13.8万人，前值18.5万人。私营部门贡献显著显示内生增长动能尚存。2月和3月新增非农数据数据合计下修5.8万人暗示就业扩张质量存疑。失业率方面，4月数据稳定在4.2%的水平，与市场预期和前值持平。初请失业金人数跳涨至24.1万人大幅超出市场预期，揭示劳动力市场边际松动信号。美国4月26日当周初请失业金人数从前值22.3万人显著上升至24.1万人，市场预期22.4万人。非农数据表面美国劳动市场韧性仍存但边际分化，降息预期与通胀风险的博弈将持续进行。

图3 美国新增非农就业人数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图5 美国当周初次申请失业金人数



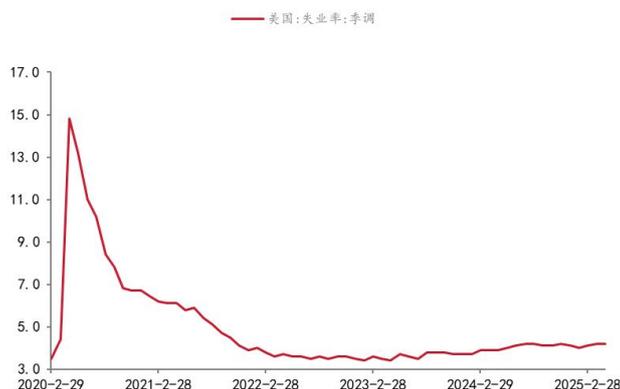
资料来源：IFinD，东海期货研究所

图4 美国职位空缺数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图6 美国失业率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

制造业领域“滞胀”特征加速显性化，ISM制造业PMI虽录得48.7%高于预期，却连续六个月处于收缩区间，新出口订单指数暴跌6.5个百分点至43.1%，产出指数骤降4.3点至44%，均创2020年5月以来新低，关税政策影响或已实质性传导至实体经济。服务业扩张动能亦显著衰减，ISM非制造业PMI意外下滑至50.8的九个月低点，就业分项指数暴跌7.7个百

分点至 46.2%，创 2023 年以来最低，新订单指数逼近荣枯线，支付价格指数虽小幅回落仍处 60.9% 高位，库存情绪指数上升显示企业正被动累积库存。宏观数据的矛盾性折射政策传导的复杂性：就业市场韧性尚存但边际改善有限，PMI 数据滞胀特征进一步凸显，关税引发的供应链成本重估与服务业成本刚性使“再通胀”风险与经济放缓压力形成共振，宏观不确定性格局将持续支撑贵金属的避险属性和配置价值。

图 7 美国制造业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 8 美国服务业 PMI



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.2. 美国通胀指标

美国通胀在 3 月呈现显著降温态势，但内部结构分化加剧政策路径的不确定性。3 月 CPI 同比增速降至 2.4%，创七个月新低，环比下降 0.1% 更是为 2020 年 6 月以来首次负增长，核心 CPI 同比 2.8% 回落至 2021 年 3 月以来最低水平，服务业通胀放缓成为主要驱动因素。此外，食品杂货价格环比逆势上涨暗示消费端黏性犹存。生产端价格压力同步缓解，PPI 环比下降 0.4% 创五个月最大跌幅，同比增速回落至 2.7%，其中能源价格暴跌 4.0% 与食品价格下降 2.1%，服务价格环比降 0.2%。核心商品价格连续两月上涨揭示输入性通胀仍在蓄积，美联储政策制定陷入两难。值得注意的是，3 月数据尚未反映 4 月 2 日生效的“对等关税”影响，4 月密歇根大学调查显示未来一年通胀预期仍高达 6.5%，5-10 年通胀预期维持 4.4% 的十年高位，暗示居民对价格压力感知与官方数据存在显著背离。当前通胀下行主要由能源价格波动驱动，但关税成本传导存在时滞，若 4 月 CPI 确认关税传导效应，或将进一步削弱宽松预期。市场对通胀前景的定价呈现明显分歧，未来政策焦点将转向 4 月关税落地后的价格传导效率，若能源反弹与关税成本渗透形成共振，可能重塑“通胀-利率-贵金属”的波动逻辑。

图9 美国CPI指标



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图10 美国PCE指标



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图11 美国PPI指标



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

图12 美国密歇根一年通胀预期



资料来源: IFinD, 东海期货研究所

2.3. 美元指数&美债收益率

4月美元指数在政策扰动与经济数据博弈中演绎“恐慌抛售—预期修复”的过山车行情，全月累计下跌约4%，大幅落后全球货币中表现。月初特朗普“对等关税”政策落地后，美元指数从104.2一线急速下挫，4月21日触及97.91的新低，这既反映市场对关税冲击美国实体经济引发滞胀的担忧，更暴露全球投资者对“美国例外论”的动摇——美元高配头寸的再平衡触发美元、美债同步遭抛售，其避险属性被政策不确定性压制，转而呈现风险资产特征。中下旬市场逻辑发生微妙切换：4月22日特朗普释放关税缓和信号后，市场风险偏好显著回暖，美元指数从低点企稳反弹，从而压制黄金上行，但全月下跌趋势不改。深层驱动来看，关税政策加剧“滞胀”预期，导致美债实际利率预期下修。贸易战引发的经济衰退风险有效冲击美元信用体系。展望5月，目前市场预计FOMC会议将继续按兵不动，后续重点关注关税政策对于实体经济通胀的影响，若相关数据显现关税引发的输入性通胀，可能重塑“通胀—利率”传导链条。此外，中美关税谈判及全球贸易协商若达成阶段性协议，风险偏好回暖或

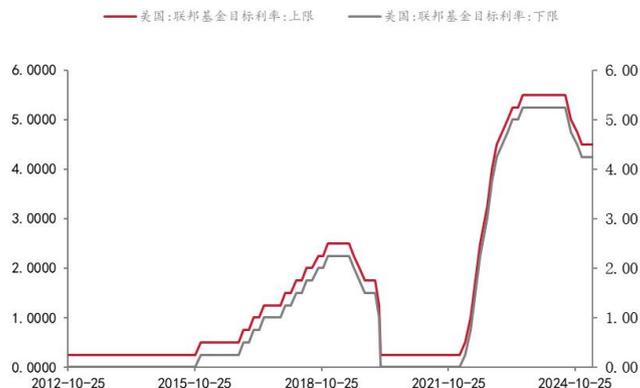
助美元技术性反弹，但在全球资产配置再平衡及美元信用衰减的潜在约束下，美元反弹幅度料受压制，上方空间有限。

图 13 美元指数



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 14 联邦基金目标利率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

2025 年 4 月美债市场在关税冲击引发的流动性危机下经历历史级波动。月初特朗普"对等关税"政策落地后，全球金融市场风险情绪大幅升温，VIX 指数一路飙升。10 年期美债收益率从 4 月 1 日的 4.01%急速下挫至 4 月 4 日的 3.86%，反映市场对经济衰退的恐慌定价。但随后通胀预期叠加流动性危机推升美债收益率大幅反弹，4 月 9 日单日飙升 21 个基点至 4.47%，30 年期收益率触及 4.93%高位，4 月 11 日 10 年期收益率进一步冲至 4.49%，创 2001 年"9·11"事件以来最大单周涨幅（48 个基点）。分析美债本轮波动的深层原因，一方面 245%对华关税触发"再通胀交易"，密歇根大学 5-10 年通胀预期飙涨，迫使市场削减年内降息押注；其二，外国主权投资者购债意愿锐减，美元指数持续回落。此外，基差交易平仓引发流动性踩踏，杠杆率超 5 倍的国债期货套利盘被迫清盘。月末避险情绪回潮使 10 年期收益率小幅回落至 4.33%，美债利差则维持 54 个基点的高位。

图 15 美债收益率

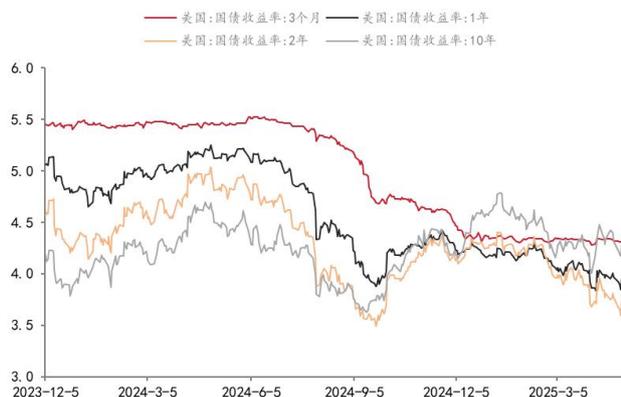
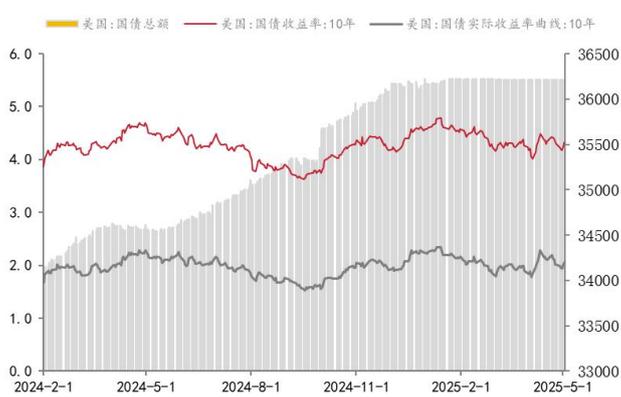


图 16 十年美债实际收益率



资料来源：IFinD，东海期货研究所

资料来源：IFinD，东海期货研究所

2.4. 特朗普政府关税政策

美国4月关税政策呈现剧烈波动与高频调整特征，政策路径反复全球贸易最大扰动源。4月2日，特朗普政府宣布对所有进口商品征收10%基准关税，并对贸易逆差国加征差异化“对等关税”，同时豁免钢铝制品、金条等战略物资，并依据协定维持加拿大、墨西哥特定商品免税待遇。中美两国在此次关税加征期间不断对抗互加关税，贸易局势不断升级。4月8日，美国将中国输美商品的“对等关税”税率从34%上调至84%，次日中国实施对等反制，将美国进口商品关税同步提升至84%。4月10日，特朗普宣布对华商品加征125%关税并立即生效，白宫随后澄清该税率叠加此前芬太尼问题征收的20%关税，实际总税率达145%。4月11日中国再次将美进口商品关税调至125%。4月12日美国宣布对集成电路、智能手机等125项商品豁免“对等关税”，但保留原有20%对华关税。4月16日白宫释放信号拟将中国商品关税提高至245%。后随着内外部矛盾激化，特朗普政府态度明显缓和，4月22日特朗普公开承认现行关税过高并预告大幅调降，财政部部长贝森特同日透露中美关税战可能快速降温。

政策反复引发多重衍生效应，全球供应链遭受重创，依赖跨境分工的制造业面临成本飙升与订单流失，4月以来，高频指标显示全球贸易有所回落，尤其是美国集装箱预定量、美国港口卡车运输量指向美国进口回落幅度更大。美国经济同样承压，亚特兰大联储GDPNow模型4月17日预测美国一季度GDP萎缩2.2%，而关税引发的输入性通胀风险使核心PCE物价指数面临上行压力。尽管美联储通过缩减资产负债表（4月资产负债表收缩速度降至每月250亿美元）缓冲流动性冲击，但货币政策陷入“控通胀”与“防衰退”的两难。政策不确定性高企背景下，跨国企业被迫启动供应链“区域化”重组，这或在中长期下重塑全球经贸格局。

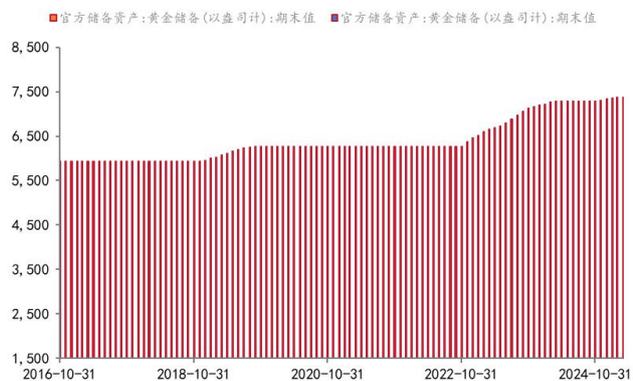
3. 供需分析

3.1. 黄金供需情况

2025年全球央行黄金储备延续结构性扩张趋势，中国央行作为重要参与者，3月黄金储备环比增加9万盎司至7370万盎司，实现连续五个月增持，过去一年累计增持量达142万盎司，但黄金占其国际储备的比例仍显著低于全球13.8%的平均水平，显示从优化储备资产结构、对冲主权货币信用风险及推进人民币国际化等多重战略考量出发，中国央行购金仍具长期持续性。这一趋势与全球央行购金潮形成共振——2024年全球黄金需求达4974吨的历史峰值，其中央行购金占比超20%，而世界黄金协会预测2025年央行净购金量或连续维持1000吨以上高位，新兴市场央行仍是核心驱动力量。当前地缘政治博弈深化与“去美元化”进程加速，强化了黄金作为“非主权信用锚”的货币属性，土耳其、印度及中东国家

央行在 2025 年一季度均扩大黄金配置以增强资产抗波动能力。在美联储降息周期临近、全球债务规模攀升的背景下，央行购金需求与私人投资需求的共振效应或进一步推升黄金估值中枢，形成对金价的长期托底力量。

图 17 中国官方储备黄金



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 18 央行增持与黄金走势对比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

3.2. 投资端分析

2025 年 4 月 SPDR 黄金 ETF 持仓量呈现震荡上行趋势，凸显投资端需求的强投机属性。4 月 8 日持仓量骤降至 925.92 吨阶段低点，主因美国对华关税引发流动性挤兑，杠杆资金被迫抛售；随着流动性危机缓和叠加滞胀逻辑再起，持仓量从 953.15 吨一路攀升至 4 月 21 日的 959.17 吨历史峰值，反映投机资金借滞胀预期强化加速布局；此后受中美关税战降温影响，持仓量逐步回撤至 5 月 2 日的 944.26 吨，但仍较 3 月末净增 10.88 吨。数据波动与 COMEX 黄金月振幅高度同步，印证 ETF 资金对政策博弈的敏感性，其高换手特征或放大短期价格波动弹性。

2025 年 4 月白银 SPDR 持仓量（SLV）从 13944.69 吨增至 14015.31 吨，整体净流入 70.62 吨。4 月初持仓量从 13933 吨下探至 13881 吨，随后受光伏装机旺季预期推动，4 月 21 日单周净流入 267.39 吨至 14120.10 吨短期高位；但月末中美关税战降温触发部分多头获利了结，持仓减少 164.09 吨至 13972.97 吨（4 月 25 日）。数据波动与金银比修复节奏高度同步，反映工业属性（光伏需求）与金融属性（滞胀交易）的交替驱动，投机资金借政策博弈加剧价格弹性。

图 19 黄金 SPDR 持仓量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 20 白银 SLV 净持仓量



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 21 黄金非商净多头持仓



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 22 白银非商净多头持仓



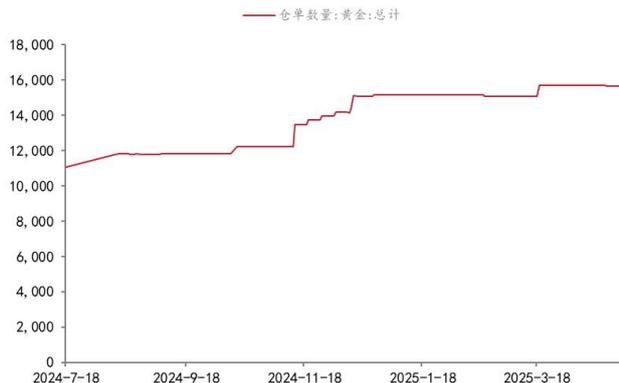
资料来源：IFinD，东海期货研究所

4. 市场分析

4.1. 资金分析

4 月黄金仓单整体维持高位窄幅波动，全月仓单量在 15675-15678 千克区间内震荡，月末收于 15648 千克，交割需求边际回落但库存仍处近月高位，市场流动性充裕。4 月白银仓单呈现“冲高一陡降一企稳”走势，月初仓单量达 118.69 万千克（4 月 3 日），随后受关税冲击持续回落至 91.27 万千克（4 月 23 日），降幅超 20%，月末随政策缓和小幅回升至 95.97 万千克，全月净减少 20.7 万千克，贸易摩擦加剧阶段实物交割需求萎缩。

图 23 上期所黄金仓单



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 24 上期所白银仓单



资料来源：IFinD，东海期货研究所

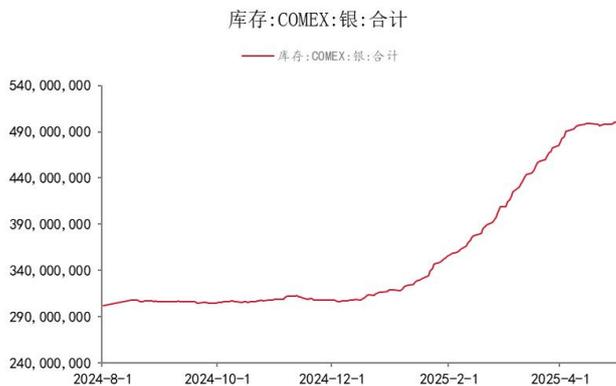
4 月 COMEX 黄金库存呈现下滑态势，全月净减少 272.8 万金衡盎司。月初库存从 4 月 1 日的 4411.17 万盎司攀升至 4 月 7 日的 4506.42 万盎司阶段峰值，随后在全球资产波动下，库存连续三周下滑至 4 月 30 日的 4138.31 万盎司。库存变动与金价呈现显著负相关。4 月 COMEX 白银库存呈现企稳反弹格局，月初库存从 4.78 亿金衡盎司连续四周攀升至 5.01 亿（4 月 30 日），全月净增 2240 万盎司（+4.7%），反映贸易摩擦加剧背景下实体补库需求集中释放。

图 25 COMEX 黄金库存



资料来源：IFinD，东海期货研究所

图 26 COMEX 白银库存



资料来源：IFinD，东海期货研究所

4.2.持仓量&成交量

4 月黄金期货持仓量从月初 219,054 手持续下降至月末 127,440 手（4 月 30 日），全月降幅达 41.8%；成交量呈现脉冲式波动，4 月 23 日单日成交 136.5 万手创阶段峰值，月末回落至 24.7 万手，反映关税政策扰动下投机资金快进快出，避险情绪主导市场减仓离场。4 月白银持仓量从月初 45.4 万手逐级下探至月末 24.05 万手（4 月 30 日），全月减仓 47.02%；

成交量呈现“双峰”波动，月初受流动性危机冲击持续维持高位，4月14日（123.87万手）和4月23日（139.19万手）形成两次放量高潮，月末回落至53.39万手，宏观扰动下市场交投活跃度与政策风险事件高度同步。

图 27 黄金成交量



资料来源：IFind，东海期货研究所

图 28 白银成交量

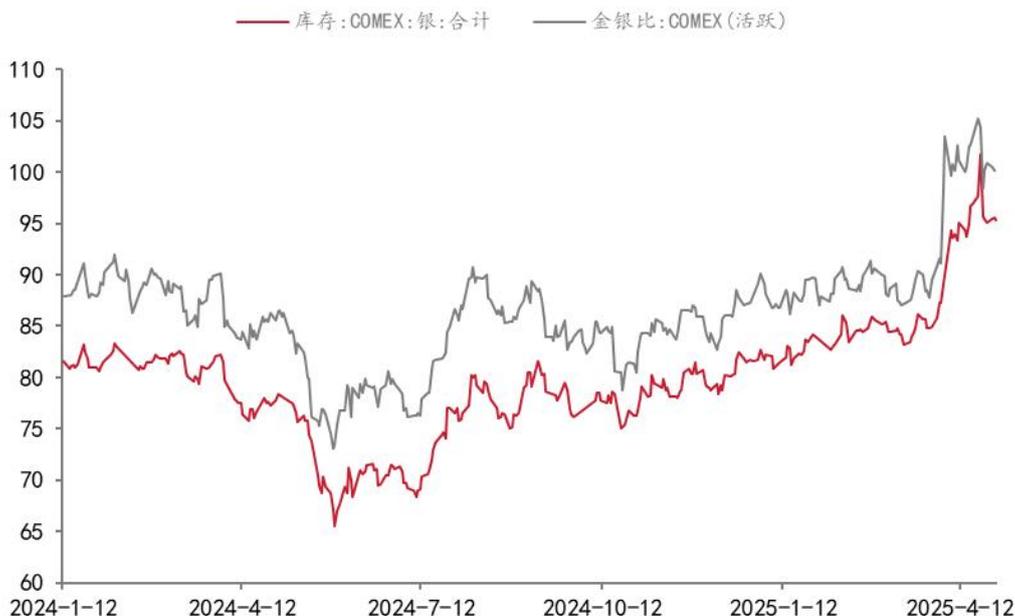


资料来源：IFind，东海期货研究所

4.3.金银比

4月黄金金银比整体维持高位，SHFE 市场金银比从月初 87.32 持续上移至月末 95.37，COMEX 市场则从 91.15 攀升至 100.18。尤其在4月22日关税激增阶段，COMEX 金银比一度飙至 105.26 的月内峰值，反映政策风险加剧时黄金避险属性溢价显著强于白银。月末沪金银比中枢站稳 95 上方，叠加关税博弈下白银的波动敏感性特征，做空金银比缺乏基本面支撑，后续若金银比回落至中枢以下可择机多配。

图 29 金银比



资料来源：IFinD，东海期货研究所

5. 结论与操作建议

近期全球贵金属市场在多重宏观变量交织下呈现剧烈波动，价格走势受政策博弈、经济数据分化及市场情绪切换的深度影响。从黄金与白银的表现差异来看，贵金属的货币属性与工业属性在不同阶段主导价格逻辑，而政策不确定性的持续发酵重塑了市场的风险定价机制。未来贵金属市场将围绕三条主线展开：其一，政策博弈的不确定性仍将主导短期波动，中美关税谈判进展、美联储 6 月利率决议及地缘局势演化是关键节点；其二，通胀-衰退的“跷跷板效应”决定趋势方向，若 4 月 CPI 确认关税成本传导，可能重启“再通胀交易”；中长期看，全球央行购金潮延续、美国债务货币化压力及“去美元化”进程将共同构筑黄金中长期牛市根基，上调 2025 年金价目标 3500-3600 美元/盎司，阶段性波动中枢上移至 3100-3300 美元区间。操作上，建议投资者在回调中利用比例价差结构分批布局黄金多单，领口期权组合对冲政策尾部风险，而白银需等待工业需求复苏与金融属性共振的明确信号。

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。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn