

2025 年 2 月 24 日



市场博弈加剧，金价已连续八周上涨

核心观点及策略

- 上周贵金属价格高位运行，国际金价在上周四盘中一度再创历史新高。在特朗普持续加征关税威胁引发强劲避险需求的助推下，黄金已连续第八周上涨。近日，特朗普表示：可能对汽车、药品和芯片及木材等征收25%左右的关税，将在4月2日就此话题发表更多声明。关税威胁依然在持续影响市场。
- 美联储公布1月货币政策会议纪要显示，要看到通胀继续下降才能降息，但特朗普政策让通胀存在上行风险，考虑暂停或放缓QT直到债务上限解决。“新美联储通讯社”Timiraos表示，美联储短期内降息意愿不强。近期美国财长驳斥了重估黄金储备的猜测。
- 当前黄金的消息面错综复杂，资金的博弈加剧，我们认为金价对于各种利多消息的交易已经比较充分，短期黄金上行空间不大，当前不宜追高。但贵金属的货币属性正在回归，长期牛市基础依然坚实，即使出现调整也预计金银回调空间有限。
- 风险因素：特朗普关税政策超预期

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	684.44	-3.96	-0.58	170792	178255	元/克
沪金 T+D	683.22	0.77	0.11	50056	182840	元/克
COMEX 黄金	2949.60	55.90	1.93			美元/盎司
SHFE 白银	8102	-152	-1.84	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	8094	26	0.32	661258	3802694	元/千克
COMEX 白银	32.83	0.17	0.52			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

上周贵金属价格高位运行，国际金价在上周四盘中一度再创历史新高。在特朗普持续加征关税威胁引发强劲避险需求的助推下，黄金已连续第八周上涨。资金的博弈加剧，黄金在接近历史高点附近高位运行。

2月18日，特朗普表示：可能对汽车、药品和芯片及木材等征收25%左右的关税，将在4月2日就此话题发表更多声明。关税威胁依然在持续影响市场。

美联储公布1月货币政策会议纪要显示，要看到通胀继续下降才能降息，但特朗普政策让通胀存在上行风险，考虑暂停或放缓QT直到债务上限解决。“新美联储通讯社”Timiraos表示，美联储短期内降息意愿不强。

美联储博斯蒂克表示，尽管不确定性普遍存在，并不预计会出现新的通胀潮。仍预计今年将有两次降息，但存在很大的不确定性。未来可能发生很多事情，从而导致降息幅度增多或减少。美联储使命面临的来自通胀：2%是目标，美联储还没有达到目标。目前的基准利率处于适度紧缩状态，相较于3%-3.5%的中性利率。

目前地缘风险有所缓解，美俄第一阶段谈判结束，达成四点共识，“三阶段”和平方案爆出，美方称俄乌不会“排除在外”。特朗普表示：可能将于本月底前与俄总统普京会面。白宫想让泽连斯基立即离开乌克兰；白宫预计乌克兰很快会与美国签署关键矿产协议。

CFTC持仓报告显示：截至2月18日的一周内，COMEX黄金期货投机者将净多头头寸减少15830手合约，至268674手，创六周新低。

由于市场猜测特朗普可能会对黄金等进口商品征收关税，这推动了COMEX黄金的溢价走高，黄金的跨市场套利交易引发大量实物黄金正在从英国伦敦、亚洲新加坡等地运往美国。但注意，目前COMEX-LME市场黄金的套利窗口已经在逐渐变窄，而一旦窗口关闭后，实物黄金的交易就可能会出现回流。

当前黄金的消息面错综复杂，资金的博弈加剧，我们认为金价对于各种利多消息的交易已经比较充分，短期黄金上行空间不大，当前不宜追高。但贵金属的货币属性正在回归，长期牛市基础依然坚实，即使出现调整也预计金银回调空间有限。

本周重点关注：美联储最青睐通胀指标 1 月核心 PCE 数据，以及欧元区 1 月调和 CPI 终值，中国 2 月 PMI 数据等。事件方面，俄美第二轮会谈在即，此外，G20 财长和央行行长会将举行。

风险因素：特朗普关税政策超预期

三、重要数据信息

1、美国 2 月标普全球制造业 PMI 初值 51.6，预期 51.5，前值 51.2；标普全球服务业 PMI 初值 49.7，预期 53，前值 52.9。

2、美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 64.7，预期 67.8，前值 67.8。一年期通胀率预期终值录得 4.3%，预期 4.30%，前值 4.30%。

3、美国上周初请失业金人数为 21.9 万人，预期 21.5 万人，前值自 21.3 万人修正至 21.4 万人。

4、美国 1 月新屋开工总数年化 136.6 万户，预期 139 万户，前值从 149.9 万户修正为 151.5 万户；环比降 9.8%，预期降 7.3%，前值从升 15.8%修正为升 16.1%。美国 1 月营建许可总数 148.3 万户，预期 146 万户，前值 148.2 万户；环比升 0.1%，预期降 1.5%，前值降 0.70%。

5、欧元区 2 月制造业 PMI 初值 47.3，预期 47.0，前值 46.6；服务业 PMI 初值 50.7，预期 51.5，前值 51.3；综合 PMI 初值 50.2，预期 50.5，前值 50.2。

6、欧元区 2024 年 12 月季调后经常帐盈余 384.08 亿欧元，前值盈余 269.8 亿欧元；未季调经常帐盈余 505 亿欧元，前值盈余 346.2 亿欧元。

7、瑞士 1 月对美黄金出口量较去年同期大幅上升，达到至少 13 年来的最高水平，尽管对印度的出口量有所下降，但对美出口的激增弥补了这一缺口。瑞士海关数据显示，1 月对美黄金出口量从 12 月的 64.2 吨升至 192.9 吨，创下 2012 年以来最高月度出口量。

8、贝森特在讨论美国设立主权财富基金的计划时表示，他没有考虑要重新评估美国黄金储备的价值。此前，市场曾猜测美国将会重新评估计算黄金储备价值的黄金价格，从 1973 年设定的每盎司 42 美元改为当前市场价格。如果这么做，将会给美国政府带来约 7,500 亿美元的意外之财，从而减少发行债券的需要。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/2/21	2025/2/14	2025/1/21	2024/2/21	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	904.38	863.06	864.19	827.81	41.32	40.19	76.57
ishare 白银持仓	13535.34	13654.26	14226.60	13331.07	-118.92	-691.26	204.27

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
2025-02-18	334043	65369	268674	-15830
2025-02-11	343766	59262	284504	-18004
2025-02-04	356500	53992	302508	3099
2025-01-28	338371	38962	299409	
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
2025-02-18	84814	30360	54454	4744
2025-02-11	79112	29402	49710	-651
2025-02-04	83120	32759	50361	5993
2025-01-28	74656	30288	44368	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 1 SHFE 金银价格走势

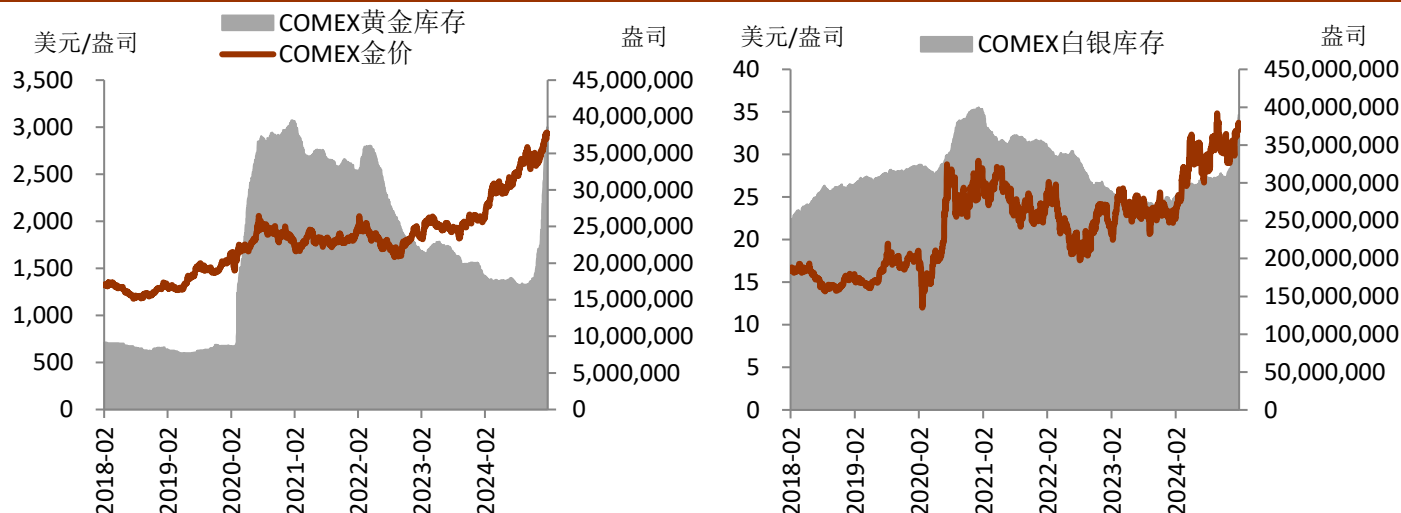
图 2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 3 COMEX 黄金库存变化

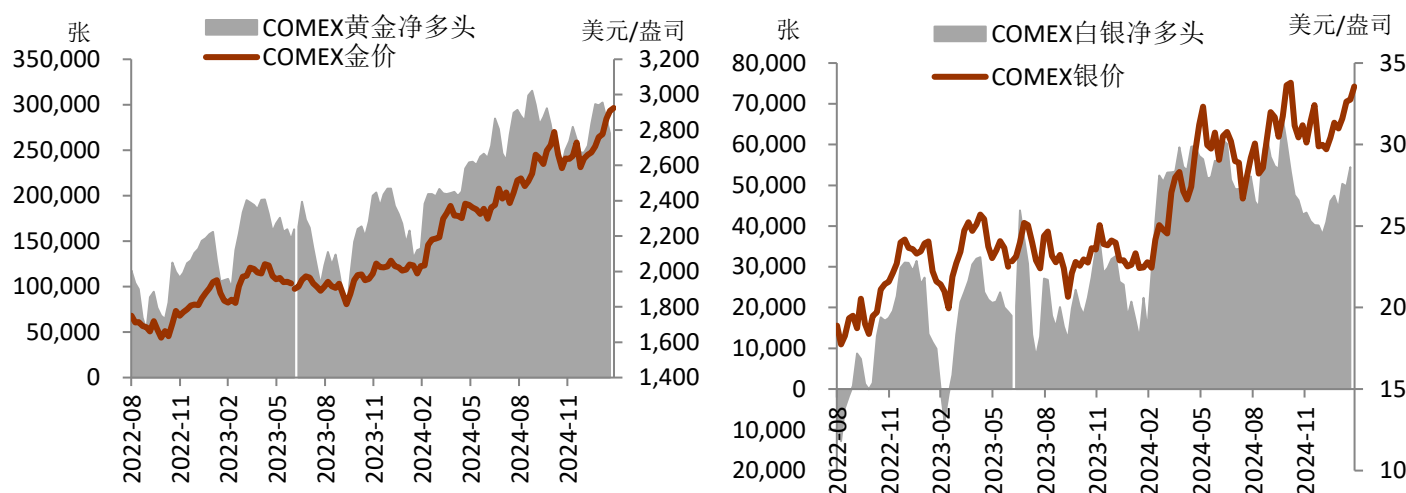
图 4 COMEX 白银库存变化



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

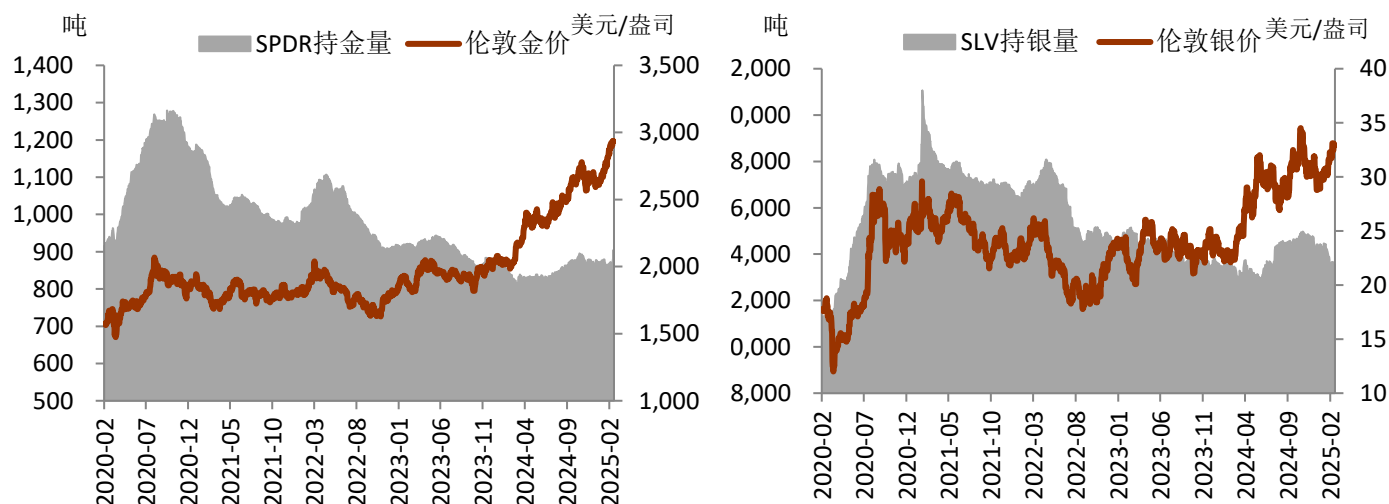
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



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

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

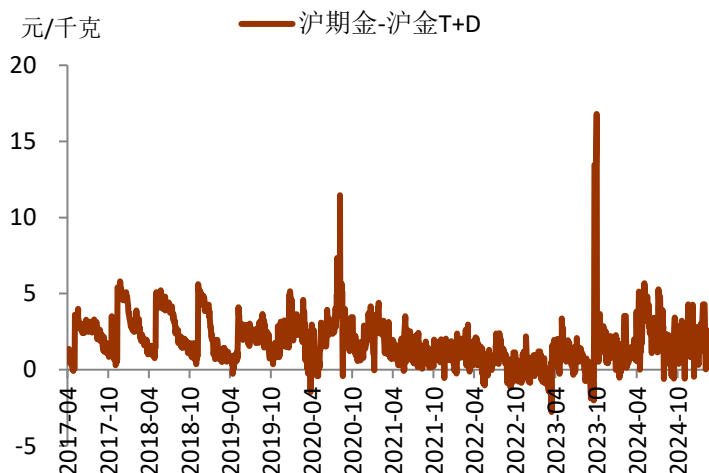
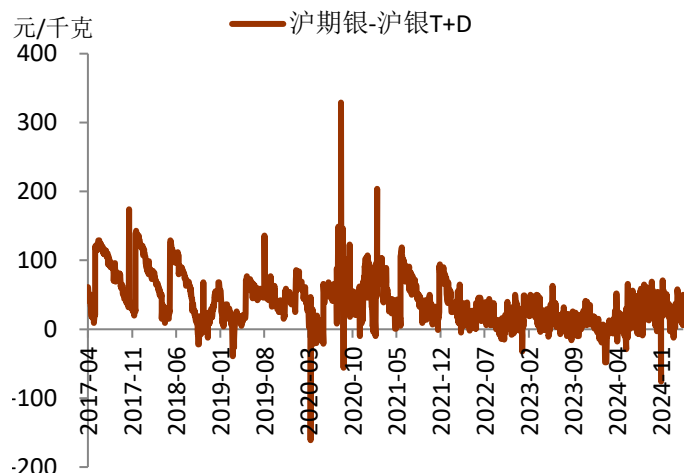


图10 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图11 黄金内外盘价格变化

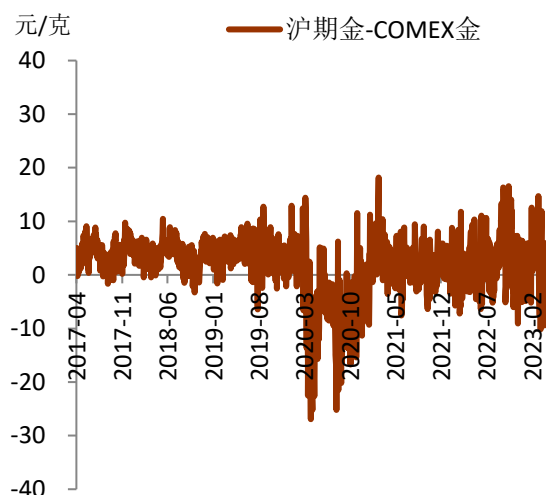
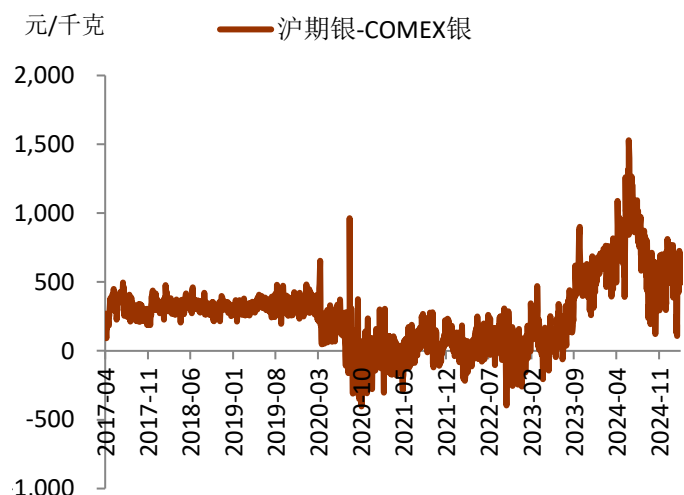


图12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图13 COMEX 金银比价

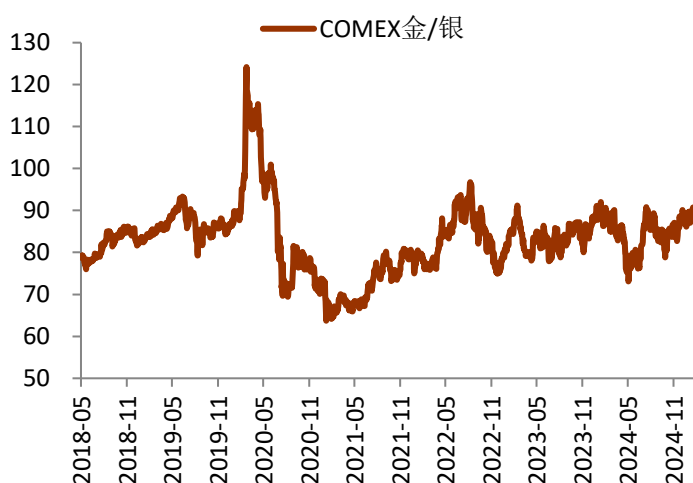
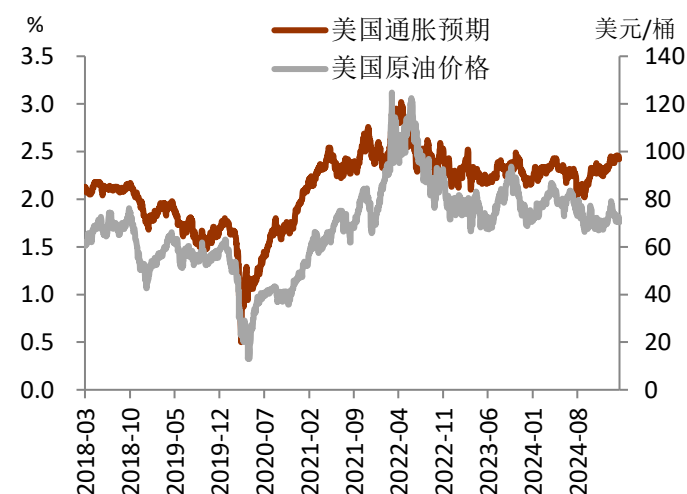


图14 美国通胀预期变化



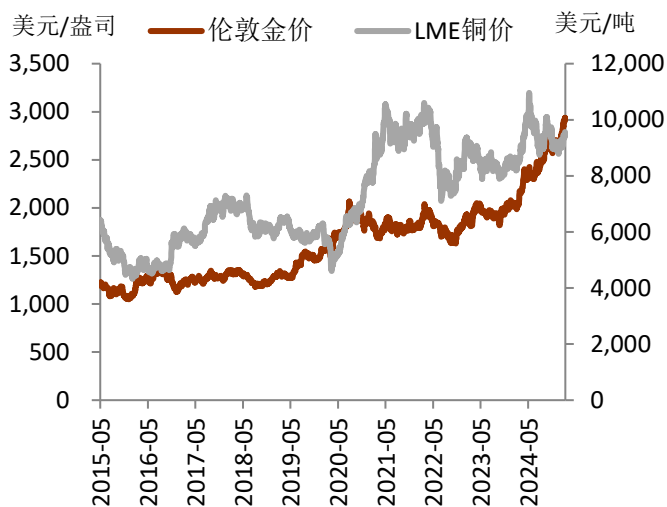
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

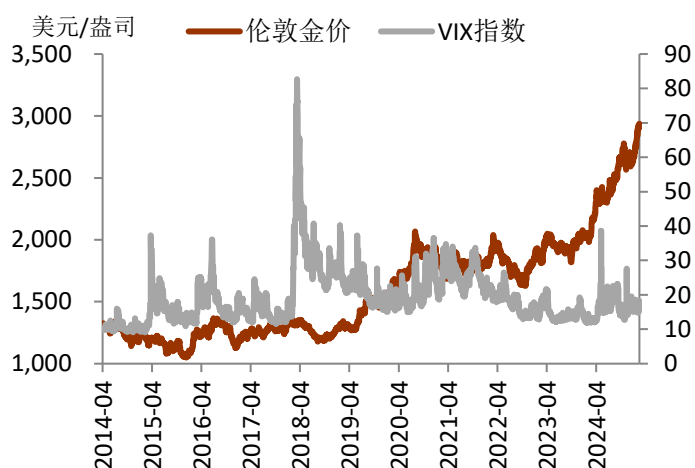
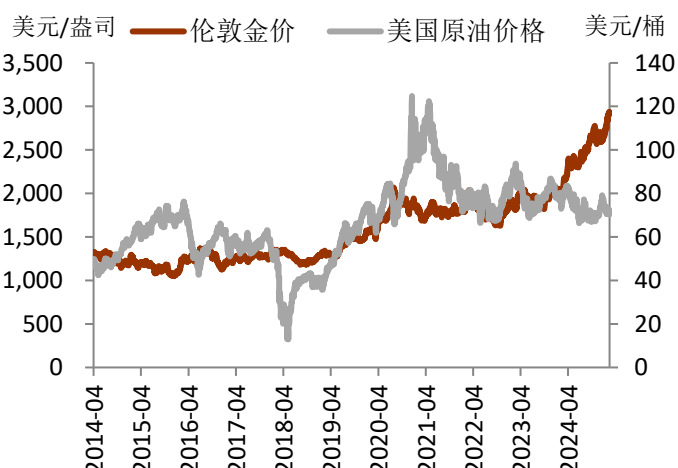


图 18 金价与原油价格走势



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

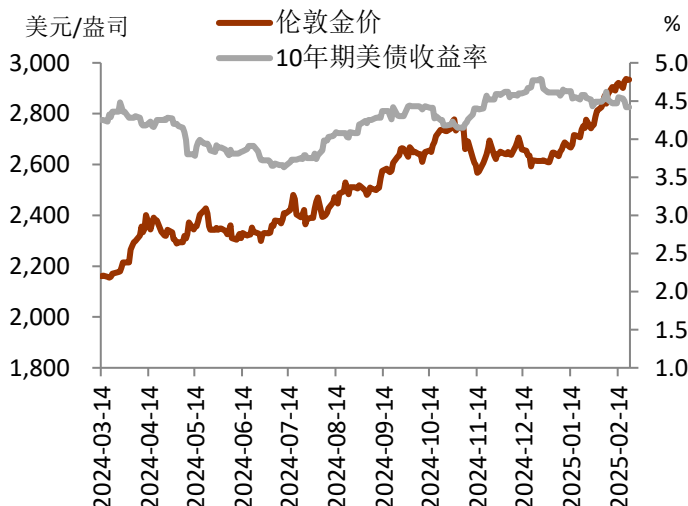
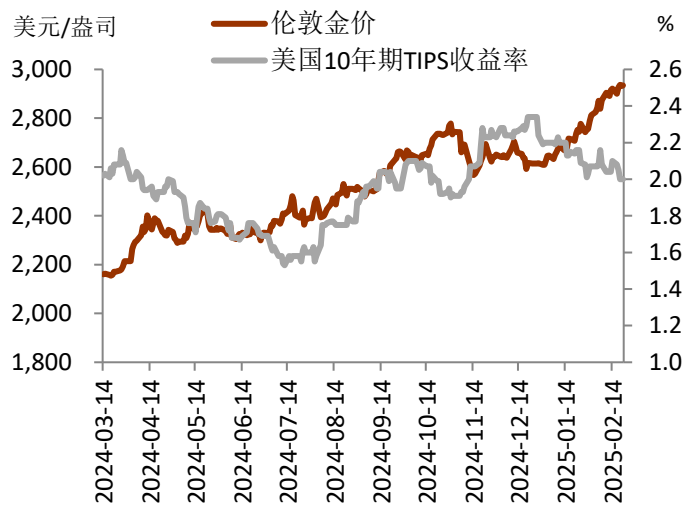


图 20 金价与美国实际利率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 21 美联储资产负债表规模

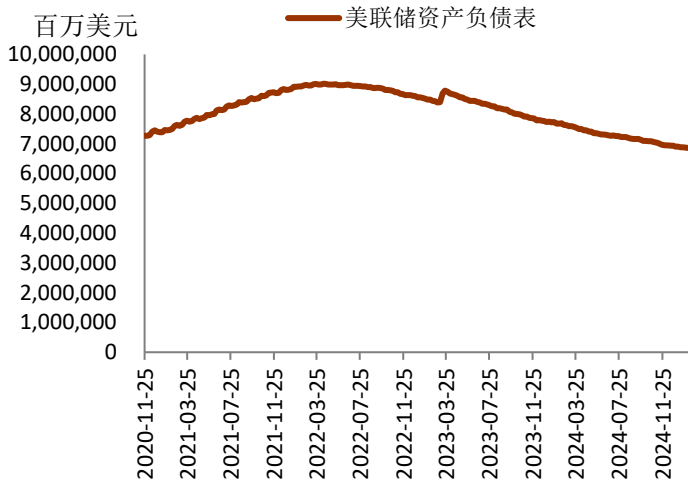
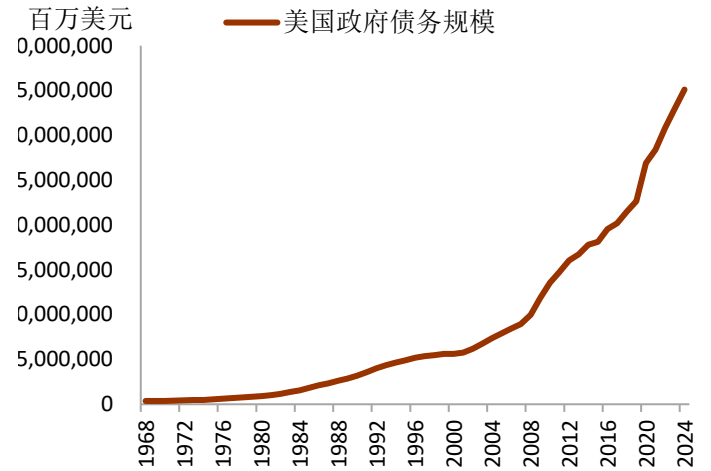


图 22 美国政府债务规模



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 23 铜金比价

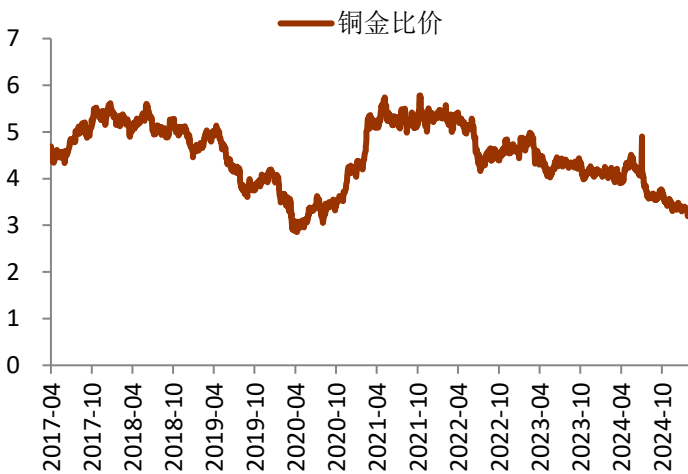
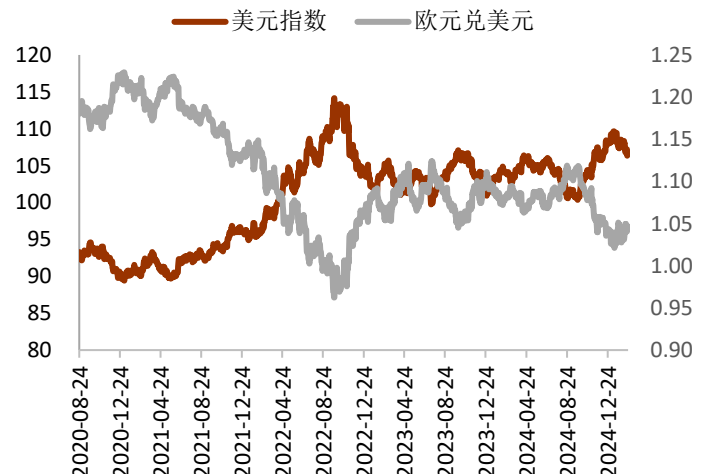


图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。