



2025 年 4 月 7 日

对等关税落地，金银步入调整

核心观点及策略

- 远超预期的对等关税政策在4月2日落地，市场转向“衰退交易”逻辑，各类资产价格大幅下挫，金价也从历史高位回调。我们认为，已持续上涨两年半的金价自此步入阶段性调整。但由于全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性，预计金价的调整空间有限。接下来，黄金由此前的“顺风期”进入“震荡期”，金价的表现仍将强于银价。
- 长期来看，黄金的货币属性正在逐渐回归，贵金属的牛市仍然稳固，金价长期看好。
- 风险因素：关税政策的谈判出现转机

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

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、关税政策超远预期，金融市场剧烈波动	5
2、美国经济走弱，衰退风险增加	5
3、美联储货币降息预期抬升，不确定性依然很大.....	6
三、市场结构及资金流向分析.....	9
1、金银比价变化	9
2、期现及跨期价差变化	9
3、央行购金动向	10
4、贵金属库存变化	11
5、金银 ETF 持仓分析	12
6、CFTC 持仓变化	13
四、行情展望及操作策略.....	14

图表目录

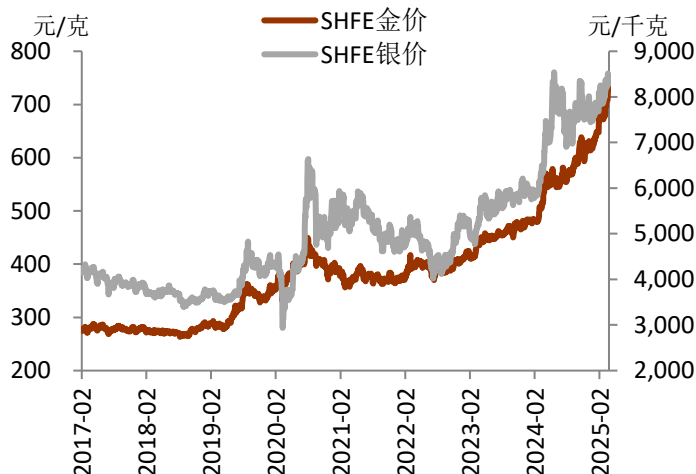
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 15 美国通胀预期变化	8
图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化	8
图表 17 COMEX 金银比价变化	9
图表 18 沪期金银比价变化	9
图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化	10
图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化	10
图表 21 COMEX 金与伦敦金价差	10
图表 22 COMEX 银与伦敦银价差	10
图表 23 主要央行黄金储备量	11
图表 24 中国央行黄金储备变化	11
图表 25 COMEX 贵金属库存变化	12
图表 26 COMEX 黄金库存变化	12
图表 27 COMEX 白银库存变化	12
图表 28 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	12
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	13
图表 32 白银 ETF 持仓变化	13
图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	14
图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化	14
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	14

一、贵金属行情回顾

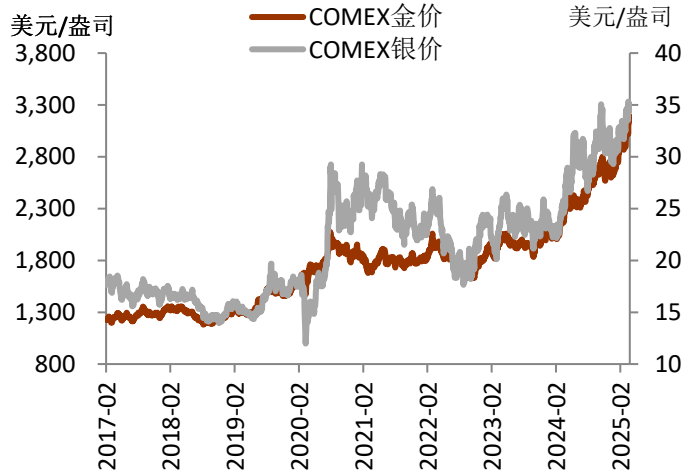
2025年3月，贵金属价格持续在特朗普加征关税风险导致的避险情绪助推下强势运行，黄金价格在继续屡创新高，COMEX期金主力合约连续突破3000、3100美元的整数关口，截至月度报收于3157.4美元/盎司，月度涨幅为10.12%。4月初对等关税临近，金价在避险情绪的助推下继续再创新高，COMEX期金主力合约在4月2日盘中最高触及3201.6美元/盎司，而后开始回调。而工业属性更强的银价在铜价开启回调后领先于金价调整，在对等关税落地之后连续两日大幅下挫至30美元/盎司下方，两日累计跌幅高达15.6%。至此，连续两年多持续上涨的贵金属拉开调整的序幕。

3月美元指数持续下行，人民币兑美元汇率略有升值，沪期金价格跟随外盘金价走势持续屡创新高，在4月3日最高触及747.48元/克；沪期银价格也跟随外盘银价在3月31日开启调整，4月3日盘中大幅下挫。预计清明节后开盘会直接跌停板。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

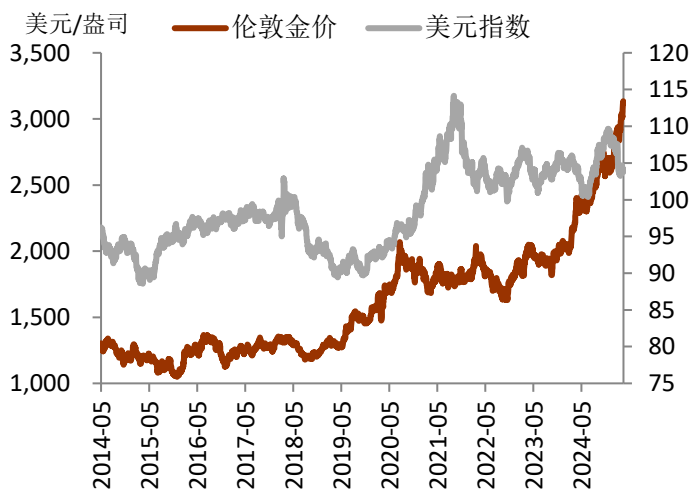


图表2 近5年COMEX金银价格走势

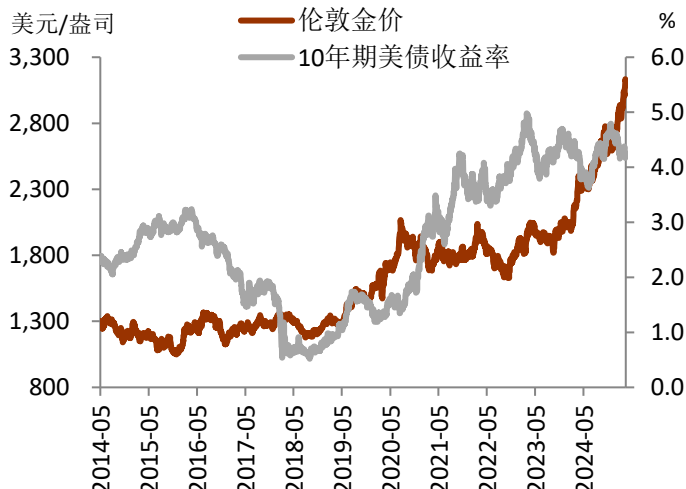


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

3 月贵金属市场交易的主要逻辑依然是关税风险下的避险需求，持续推升金价屡创新高。4 月 2 日，远超预期的对等关税政策落地，市场转向“衰退交易”逻辑，各类资产价格大幅下挫，金价也从历史高位回调。

1、关税政策远超预期，金融市场剧烈波动

4 月 3 日，特朗普对等关税落地，宣布对全球所有贸易伙伴征收 10% 的基准关税，对美国贸易逆差最高的 60 余个国家征收 20%-49% 不等的额外关税，力度远超市场预期。其中，对中国商品再加征 34% 关税，越南的关税将高达 46%，泰国关税为 36%，印度尼西亚关税为 32%，印度关税为 26%，日本关税为 24%，韩国关税为 25%，欧盟国家关税将升至 20%。并于 2025 年 4 月 9 日生效。2025 年美国对中国累计加征 54% 关税。我国随后出台反制，宣布自 2025 年 4 月 10 日起，国务院关税税则委员会对原产于美国的进口商品在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。

这标志着二战以来全球贸易格局最根本的转变。虽然特朗普坚称，关税将使具有重要战略意义的制造能力回归美国，但美国认定的“综合关税”水平，与这些地区 2024 年对美国的商品贸易逆差与商品进口额的比值呈现较强的线性相关性。这一定程度上反映出“对等关税”旨在平衡美国贸易赤字的政策目的。

加征关税必将推高商品价格，并最终转嫁到消费者身上，损害美国消费者和企业的利益。美国制造业企业将面临更高的进口成本，削弱其国际竞争力。美国耶鲁大学预算实验室预测，如果其他国家采取报复措施，美国 PCE 涨幅将扩大至 2.1%，实际 GDP 增长率将下降 1 个百分点。美国当前通胀回落已趋于停滞，加之关税能迅速传导成本效应，可能迅速推高美国消费品价格，短期美国经济滞涨的风险加大。从金融市场来看，关税政策推出后，市场对美国经济陷入滞胀预期进一步发酵，美国资产表现为美股剧烈下跌，美元指数大幅下挫、美债快速上涨。中长期来看，借鉴历史经验，1930 年《斯穆特-霍利关税法》将美国平均关税提高至 20%，加速了美国经济的衰退。

当前金融市场剧烈波动，美国国内各方对于加征对等关税政策也有较大争议，关税或仍是“极限施压”的谈判手段。关注后续美国与各国谈判的进展以及政策细节。

2、美国经济走弱，衰退风险增加

美国就业市场依然展现出很强的韧性。3 月美国非农新增就业 22.8 万人，市场预期 14 万人，大超预期，失业率虽然上升至 4.2%，但劳动参与率亦回升至 62.5%，显示 2025 年 1-2 月极寒天气对美国就业的影响正在消退，而政府裁员亦没有对非农新增就业形成大幅冲击。结合美国 3 月份私营部门新增就业岗位 15.5 万个，远高于 2 月份修订后的 8.4 万个

来看，美国就业市场韧性凸显。

美国制造业却面临较大压力。3月美国ISM制造业PMI 2月份的50.3%降至为49.0，低于市场预期49.5。从结构来看，产出、新订单、就业均回落，而价格指数飙升至69.4，对应市场担忧特朗普关税对于本土制造业的冲击。这些数据表明，在关税政策的影响下，制造业正面临成本上升和需求疲软的双重压力。这与上一轮关税的影响如出一辙。在对等关税政策落地后，短期通胀上行压力可能会抑制居民消费，从而拖累就业，而美国投资、出口的走弱不可忽视。亚特兰大联储的GDPNow预测2025年一季度美国实际GDP环比季调增速仅为-2.8%。

美国经济硬数据的稳健与软数据疲弱并存，特别是企业和消费者信心大幅下滑，显示市场信心几乎崩溃。结合关税政策带来的冲击，虽然美国经济短期内风险不大，但中长期衰退风险显著增加。

3、美联储货币降息预期抬升，不确定性依然很大

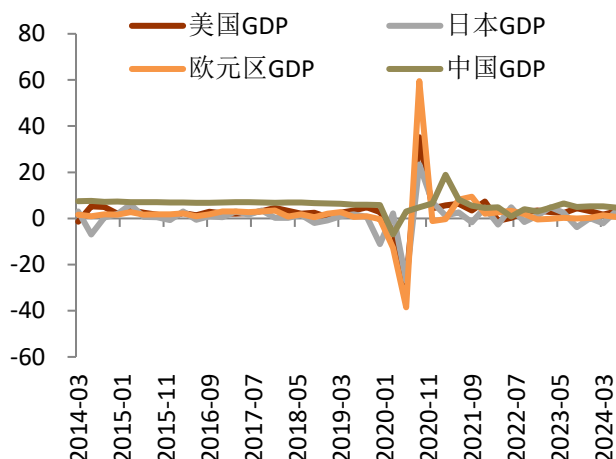
美国2月核心PCE物价指数同比上涨2.79%，为2024年12月以来新高，超过预期的2.7%和前值2.6%；2月核心PCE物价指数环比上涨0.4%，超出预期和前值0.3%，创2024年1月以来新高。通胀指标再度上升，而个人支出却不及预期，家庭需求弱于预期，这表明在对财务状况的担忧日益加剧的情况下，消费者变得更加谨慎。

联储主席鲍威尔在3月议息会议后的新闻发布会上表示，如果经济保持强劲，通胀不能继续可持续地向2%迈进，美联储可以更长时间地保持政策限制性。除此之外，其他美联储官员也都发表了类似的“静观其变”的表态。

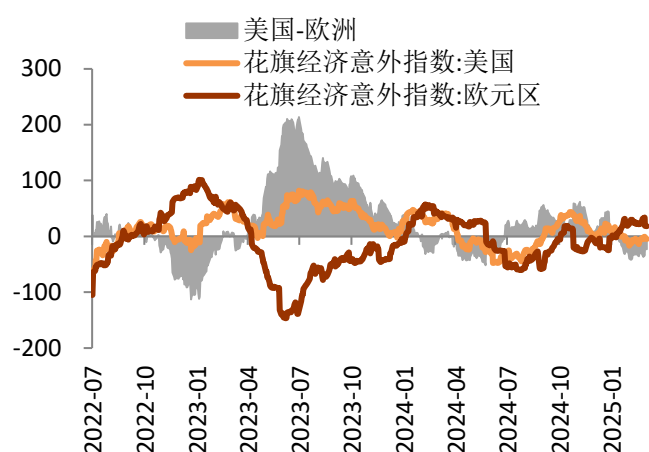
在对等关税政策落地之后，鲍威尔最新表示，特朗普政府加征的关税幅度和可能对经济造成的影响“远超预期”。加征关税可能导致失业率上升，并可能导致通胀上升和经济增长放缓。相比之前，鲍威尔的最新表态更加鸽派，对应关税落地后美国经济受抑制，市场对美联储降息的预期也随之抬升。

最新的CME Fed Watch利率预测显示，市场认为美联储年内将降息4次，分别在6月、7月、9月、12月。当前贸易环境复杂多变，美联储未来货币政策路径仍存在很大不确定性。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化



图表 6 美欧经济意外指数变化

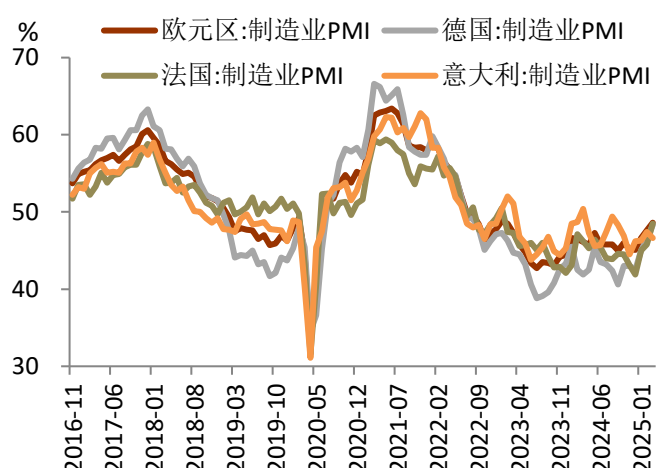


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

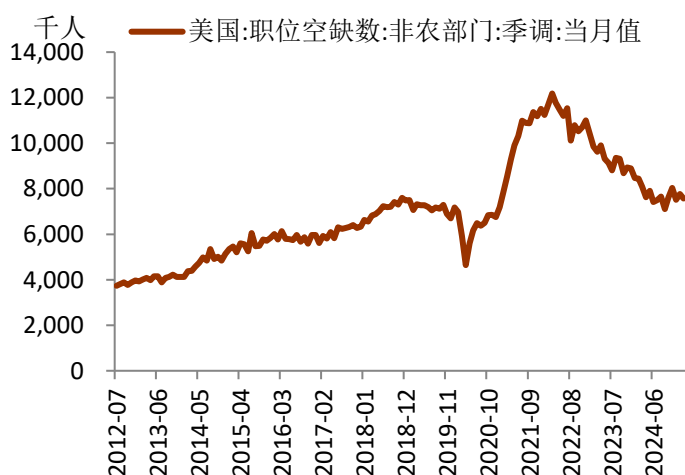


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

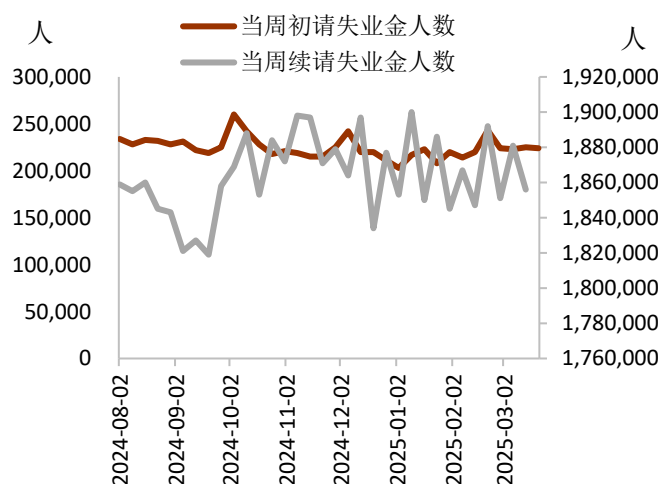


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

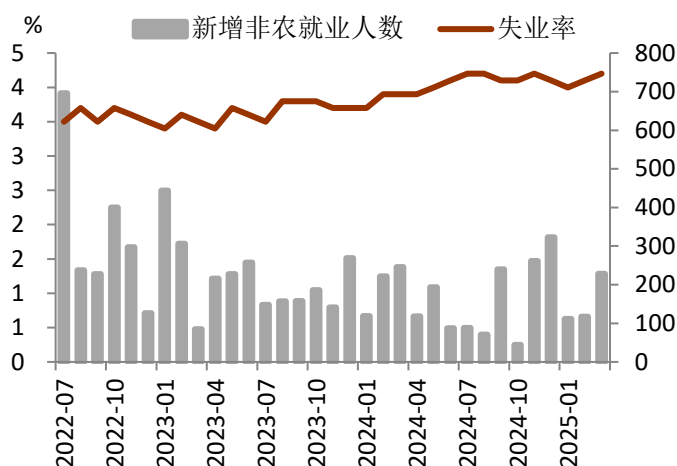


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化

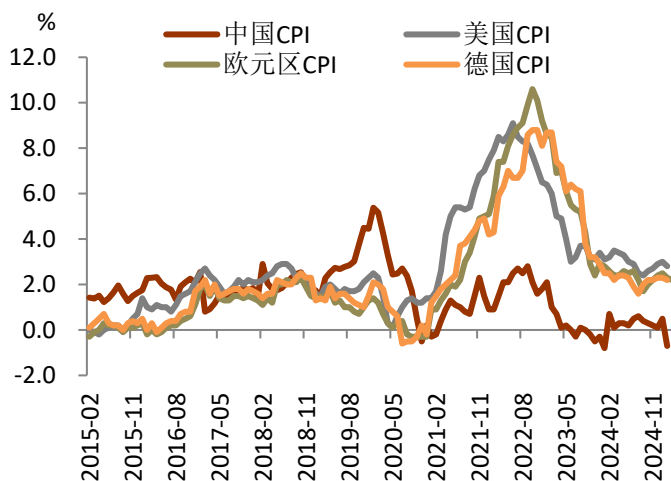


图表 12 美国时薪增速

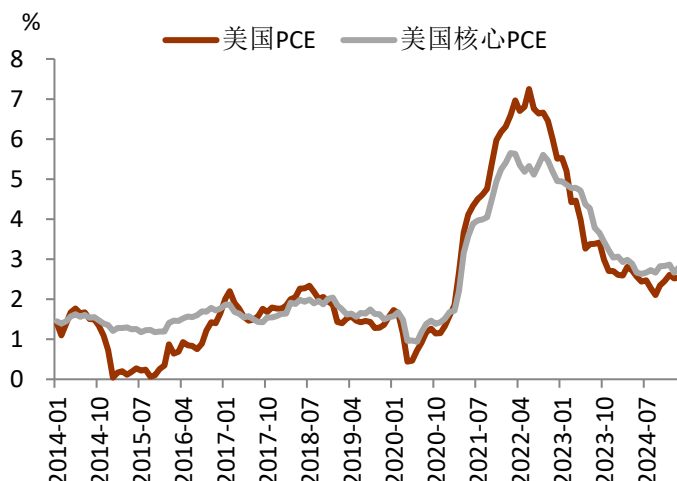


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

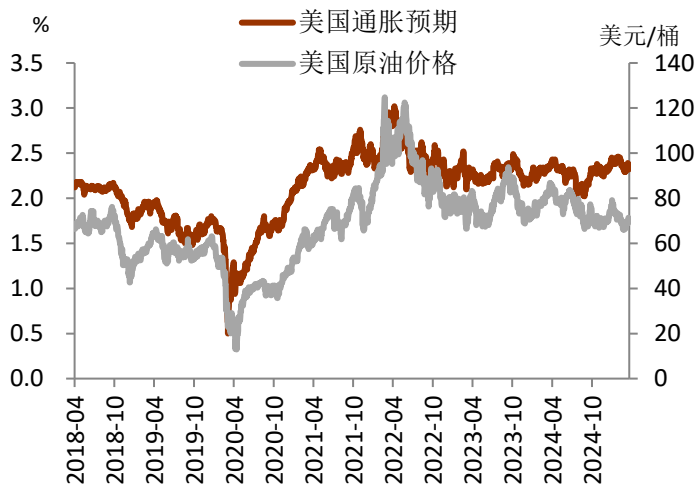


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

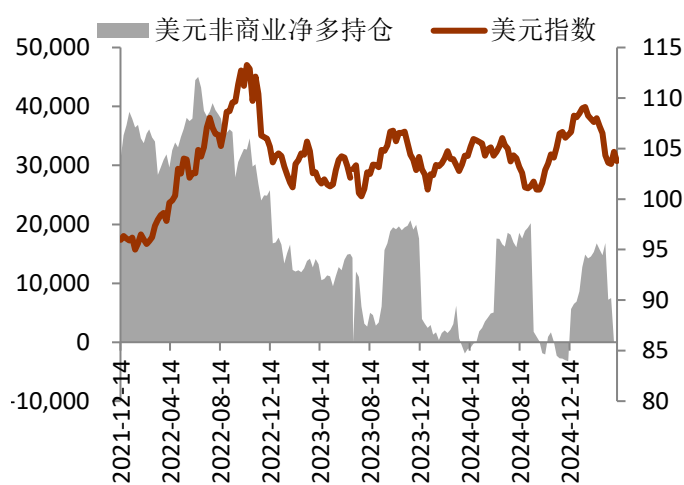


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 美国通胀预期变化



图表 16 美元指数与美元非商业性净头寸变化



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

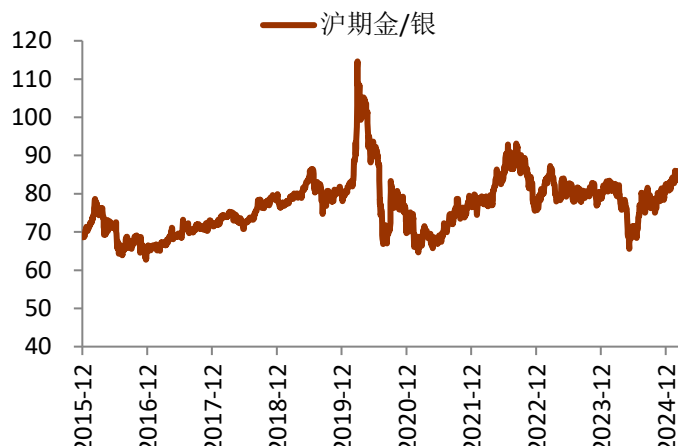
三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

2025 年 3 月，随着金价屡创新高，银价在 3 月上半月走势强于金价，COMEX 金银比价从月初的 90 回调至 87 一线，而后国际银价在 35 美元/盎司的重要阻力位遇阻小幅回调，而金价稍作盘整后继续再创新高，COMEX 金银比价走强至 91 一线。4 月 2 日对等关税落地之后，银价连续两个交易日出现大幅回调，而金价表现抗跌回调幅度非常小，COMEX 金银比价快速跳涨至 103.5 一线。预计短期市场将继续释放关税政策下的风险，银价走势可能继续弱于金价，短期金银比价有望进一步抬升。

图表 17 COMEX 金银比价变化

图表 18 沪期金银比价变化

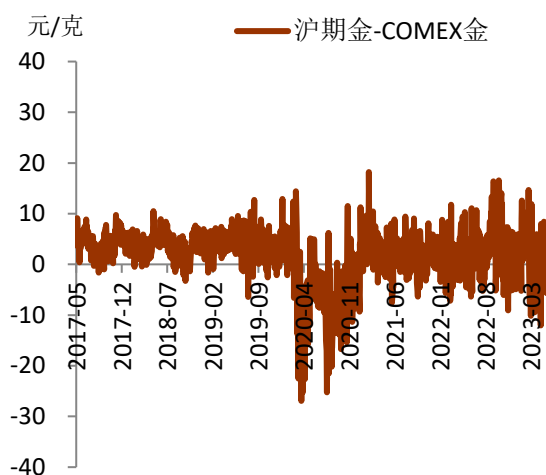


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

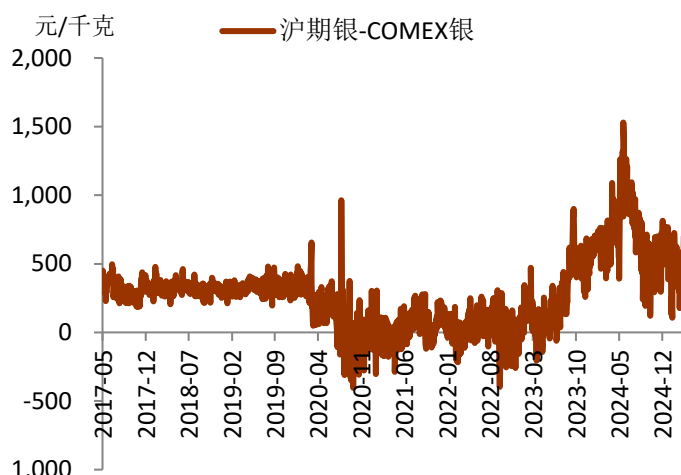
2、期现及跨期价差变化

3 月 COMEX 期金对伦敦金的溢价继续回归，基本回归至正常波动区间。4 月初在对等关税公布之前，金价继续强势上攻，COMEX 期金与伦敦金的价差再度扩大。但 4 月 2 日虽然美国把钢铁、铝、铜和黄金排除在对等关税之外，但远超预期的关税税率使得市场宏观风险骤增，各类资产价格纷纷下挫，金价也扭头下行，COMEX 市场的金价对于伦敦金的溢价再度回归。预计短期市场会延续剧烈波动，在经历了扰动之后，两市价差会回归至正常状态。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

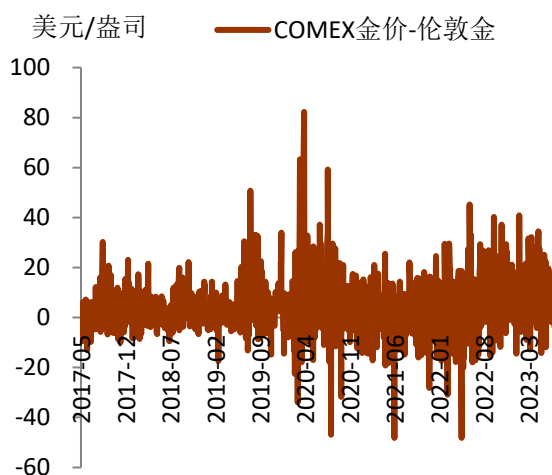


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

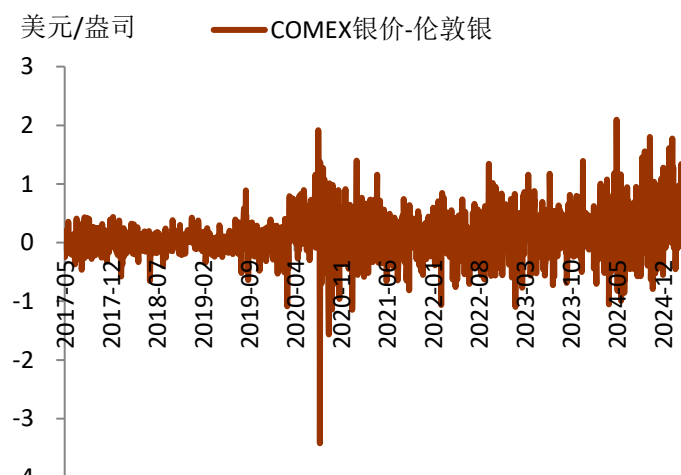


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 COMEX 金与伦敦金价差



图表 22 COMEX 银与伦敦银价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、央行购金动向

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年连续第三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，特别是去年四季度购金量大幅增加至 333 吨，使得全球央行的年度购金总量被推至 1045 吨。其中，波兰、印度和土耳其是最大的买家。

中国央行在暂停增持黄金 6 个月之后，于 2024 年 11 月又重启购金，全年累计增持黄金 44.17 吨。截至去年年底，中国黄金储备为 2279.57 吨，位居全球第 6 位。根据央行公布的最新数据，中国 2025 年 2 月末黄金储备为 7361 万盎司(约 2289.53 吨)，较 1 月末的 7345 万盎司增加 16 万盎司(约 4.98 吨)，连续四个月扩大黄金储备。

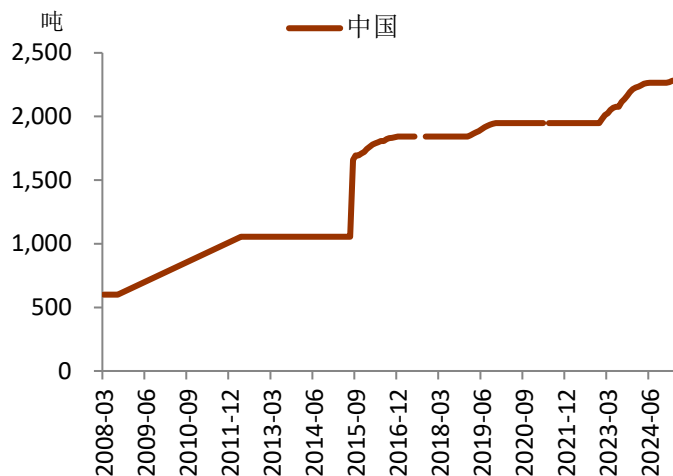
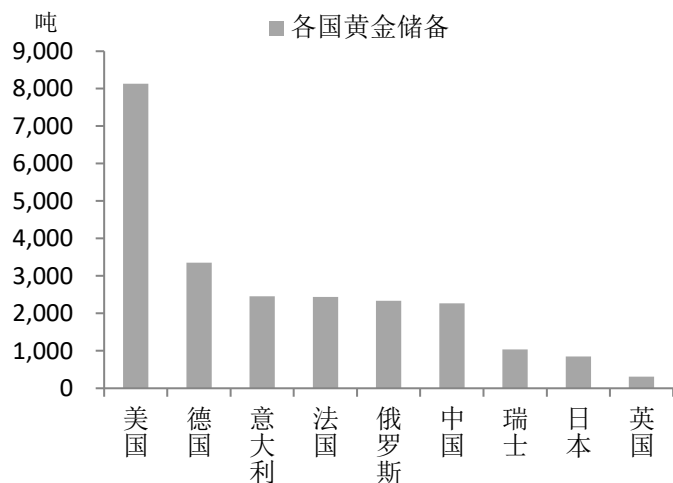
敬请参阅最后一页免责声明

据德国、英国等西方国家媒体近日报道，由于本届美国政府经济政策阴晴不定，德国正考虑将黄金储备撤出在美国联邦储备银行保险库内存了 1200 多吨黄金储备。

逆全球化背景下，全球央行去美元化趋势将持续、地缘政治冲突会更加频繁。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位。全球央行将持续购金，将继续为黄金需求提供支撑。

图表 23 主要央行黄金储备量

图表 24 中国央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

2024 年，COMEX 黄金的库存持续下降至 2024 年 10 月底的低点 1700 万盎司以下之后又开始快速回升，而白银的库存则持续小幅增加。进入 2025 年，COMEX 黄金白银的库存都开始增加，特别是黄金库存骤增。

特朗普可能对进口黄金也加征关税的政策预期触发了黄金的提前囤积潮。自去年 12 月以来，大量黄金从伦敦、瑞士、新加坡等地被紧急运往美国纽约的金库，COMEX 黄金库存在短短两个多月的时间内成倍增加。虽然 COMEX 白银库存也在增加，但增幅不及黄金。

进入 3 月，COMEX 黄金库存增加的速度放缓。截至 2025 年 4 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 4507 万盎司，合计约 1402 吨，环比增加 13.6%，比去年同期增加 153%；COMEX 白银库存增至 4.9 亿盎司，合计约 15243 吨，环比增加 17.58%，比去年同期增加 69%。

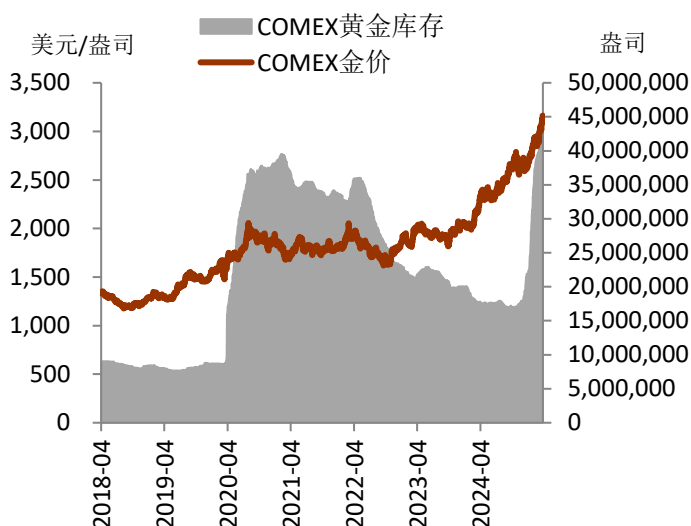
国内白银的库存在 2024 年年底有所下降，主要是上海黄金交易所的白银库存下降所导致的。2025 年 2-3 月，金交所的白银库存开始增加，导致国内白银库存增加。截至 2025 年 3 月底，金交所白银库存为 1731 吨，比上月同期增加 157 吨。当前上期所白银库存为 1187 吨，比上月同期减少 88 吨，两大交易所白银库存共计 2918 吨，比上月同期增加 69 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

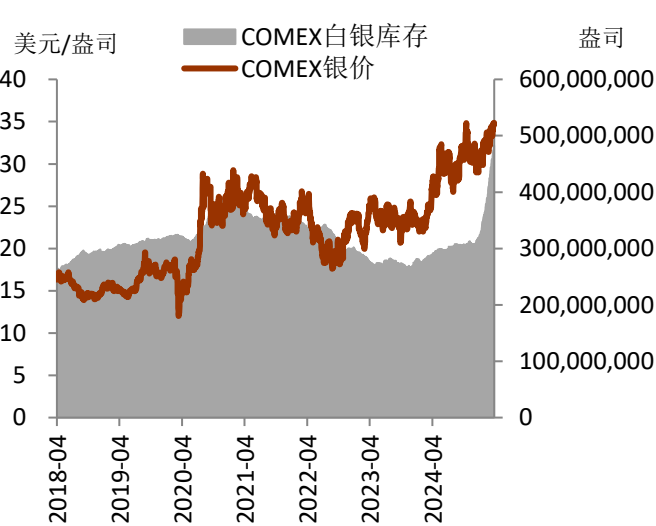
	2025/4/4	2025/3/4	2024/4/4	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	45071696	39672771	17778614	5398925	13.61%	27293082	153.52%
白银(千盎司)	490077011	416815620	289514695	73261391	17.58%	200562316	69.28%

资料来源：iFinD，Bloomberg、铜冠金源期货

图表 26 COMEX 黄金库存变化

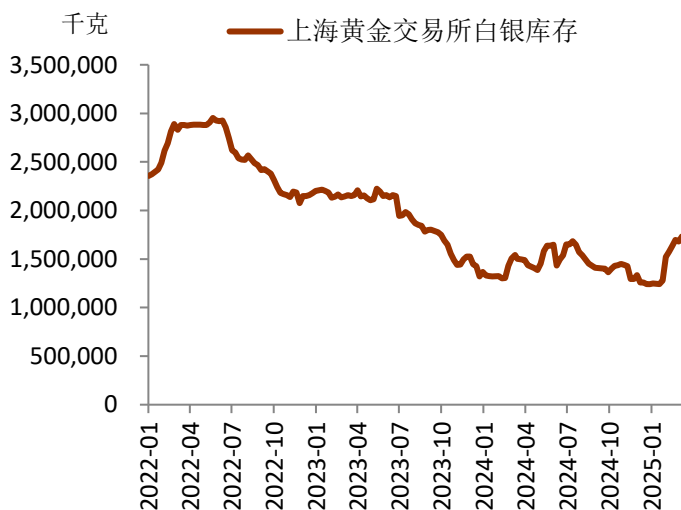


图表 27 COMEX 白银库存变化

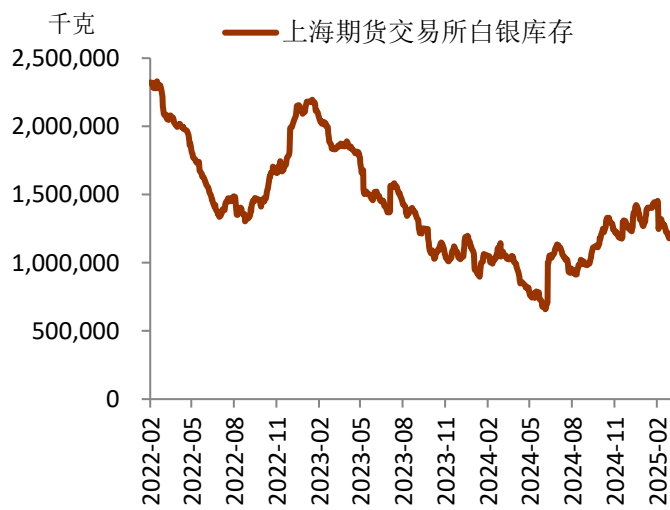


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 上海黄金交易所白银库存变化



图表 29 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

近三年，国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化，但随着金价不断创出历史新高，2024 年下半年资金小幅流入黄金白银 ETF，2024 年 10 月底金价敬请参阅最后一页免责声明

高位回调，资金又出现缓慢的流出，今年 2-3 月金价屡创新高，资金又开始流入黄金白银 ETF。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性。黄金 ETF 投资需求也将成为支撑黄金需求的重要力量。

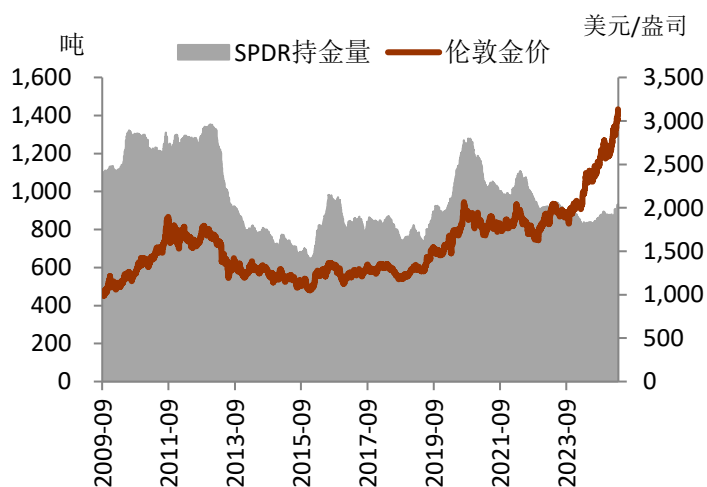
截至 2025 年 4 月 4 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 933 吨，比上个月同期增加了 34 吨；白银 ETF-ishares 的持银量为 13881 吨，比上个月增加了 372 吨。相比之下，当前投资资金更青睐黄金。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

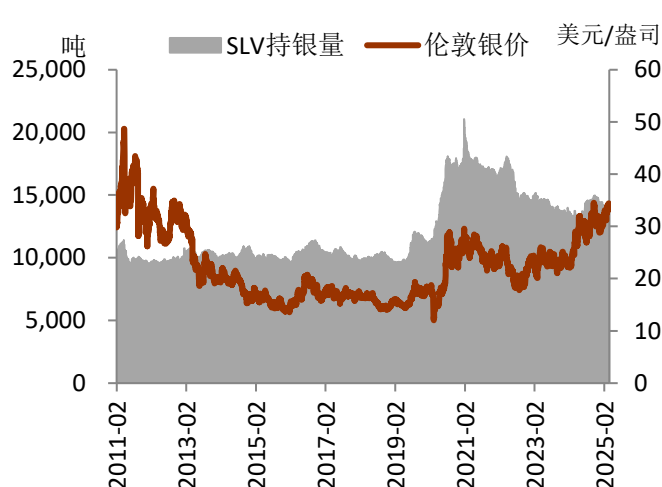
单位：吨	2025/4/4	2025/3/28	2025/3/4	2024/4/4	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	932.80	931.94	898.64	826.41	0.86	34.16	106.39
ishares 白银 持仓	13881.01	13944.69	13508.77	13728.48	-63.68	372.24	152.53

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 黄金 ETF 持仓变化



图表 32 白银 ETF 持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向，一般会领先于金银价格的走势。从 COMEX 的非商业性净多持仓来看，2 月投机资金在黄金期货上净多头持仓就在持续下降，但 2 月金价不断创新高，仅在 3 月 11-18 日当周非商业性净多持仓出现了短暂的增加，随后又持续下降，金价在 4 月 3 日对等关税政策落地之后才出现回调。显示投机资金已提前在获利了结。

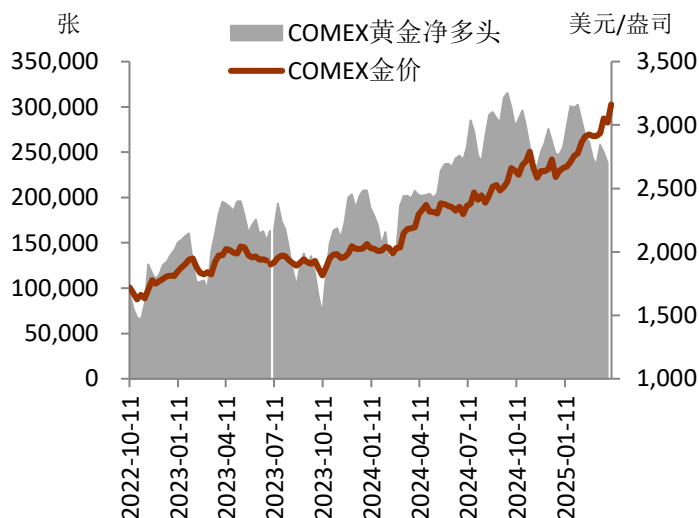
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 4 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 238434 张，较 2 月初超过 30 万张数量下降明显；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 57258 张。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

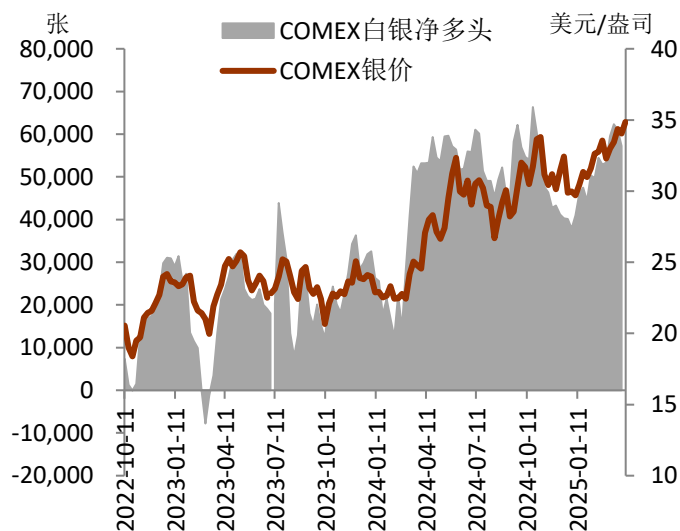
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-04-01	327936	89502	238434	-11362
2025-03-25	316572	66776	249796	-8136
2025-03-18	321654	63722	257932	21832
2025-03-11	296172	60072	236100	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-04-01	85609	28351	57258	-3692
2025-03-24	85712	24762	60950	-1348
2025-03-18	87601	25303	62298	2772
2025-03-11	79965	20439	59526	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

远超预期的对等关税政策在 4 月 2 日落地，市场转向“衰退交易”逻辑，各类资产价格大幅下挫，金价也从历史高位回调。我们认为，已持续上涨两年半的金价自此步入阶段性调整。但由于全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性，预计金价的调整空间有限。接下来，黄金由此前的“顺风期”进入“震荡期”，金价的表現仍将强于银价。

长期来看，黄金的货币属性正在逐渐回归，贵金属的牛市仍然稳固，金价长期看好。

风险因素：关税政策的谈判出现转机

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。