



2025年3月6日

金银步入阶段性调整

核心观点及策略

- 美国经济数据出现走弱迹象，通胀反弹，就业市场降温，叠加关税影响，市场对美国今年陷入衰退或“滞涨”的预期在进一步发酵，避险情绪依然支撑金银价格高位运行。当前市场分歧较大，资金有明显的流出迹象，继续上攻的动能不足，我们对此次反弹的持续性保持谨慎，维持目前金银价格的阶段性调整中的观点。但预计贵金属的回调空间有限，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：美国经济数据强于预期

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

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、通胀反弹消费走弱，美国经济动能放缓	5
2、美联储未来货币政策路径的不确定性加大.....	5
3、关税政策升级，地缘风险缓解	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	13
6、CFTC 持仓变化	14
四、行情展望及操作策略.....	15

图表目录

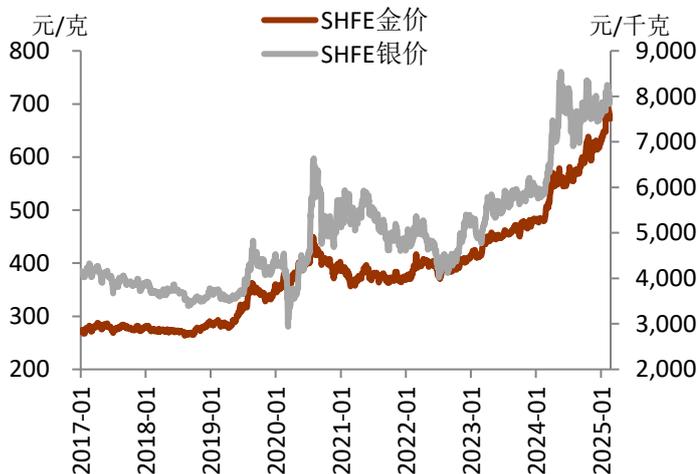
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 美欧经济意外指数变化	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	7
图表 10 美国周度初请和续请失业金人数	7
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 12 美国时薪增速	8
图表 13 主要经济体 CPI 变化	8
图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化	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	13
图表 29 上海期货交易所白银库存变化	13
图表 30 贵金属 ETF 持仓变化	13
图表 31 黄金 ETF 持仓变化	14
图表 32 白银 ETF 持仓变化	14
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	15
图表 35 CFTC 白银净多头持仓变化	15

一、贵金属行情回顾

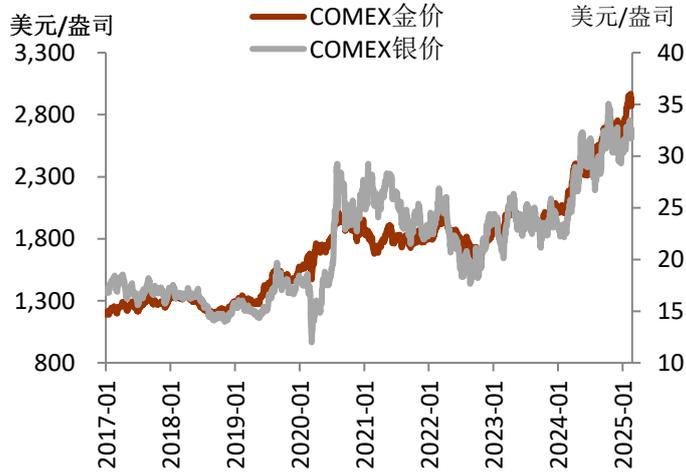
2025年2月，贵金属价格呈现持续冲高后小幅回落的走势。在特朗普持续加征关税威胁引发强劲避险需求以及资金的助推下，黄金价格2月继续上攻不断屡创新高。COMEX期金主力合约连续八周上涨，并在2月24日最高触及2974美元/盎司的历史最高点。而后美国的通胀预期显著抬升，市场对美国经济衰退或陷入滞胀的担忧加剧，资金也开始获利了结，金价高位回调。白银价格走势先于黄金价格开启调整，COMEX期金主力合约在2月21日就开始回调。进入3月，金银价格在调整之后再度出现反弹。

春节期间外盘金银价格持续上涨带动投资者情绪高昂，节后第一个交易日国内金银价格跳空高开高走，沪期金主力合约在2月11日就冲高至691.76元/克的点，之后高位震荡未能再创新高，月底跟随外盘出现回调。虽然人民币兑美元汇率在2月呈震荡之势，但国内金银价格月度走势依然强于外盘。

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

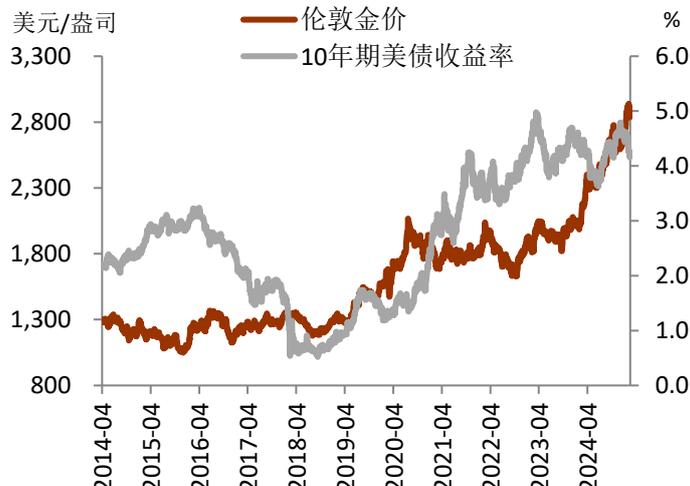


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

进入 2 月以来，美国经济数据喜忧参半，通胀反弹，就业市场降温，叠加关税影响，市场对美国今年陷入衰退的担忧加剧，对美联储降息的预期抬升，美元指数和美债收益率持续下行，贵金属价格在避险情绪的支撑下屡创新高。

1、通胀反弹消费走弱，美国经济动能放缓

美国四季度实际 GDP 年化季环比修正值 2.3%，符合预期，四季度 PCE 物价指数上修至 2.7%。美国经济在 2024 年底展现出稳健的增长态势，但通胀压力也较预期更为顽固。

美国 1 月 CPI 和 PPI 数据都超预期走高，1 月零售销售数据大幅低于预期，进一步显示美国经济的下行风险在加大。美国 1 月 CPI 全线超预期，同比增速升至 3%，核心 CPI 加速至 0.4%。美国 1 月 PPI 同比上涨 3.5%，高于前值和预期值的 3.3%，增幅为近两年新高，环比上涨 0.4%，高于预期的 0.3%，但低于前值的 0.5%，其中，食品价格升温。

美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 2.5%，核心 PCE 物价指数环比上涨 0.3%，均符合预期，但个人消费支出走弱。1 月个人消费支出环比下降 0.2%；调整通胀因素后的实际个人消费支出环比下降 0.5%，这是近四年来最大的月度跌幅。美国 1 月零售销售额环比下降 0.9%，是自 2023 年 3 月以来的最大环比降幅，1 月零售销售额在多个领域出现下降。其原因除了 1 月寒冷的天气、加州山火等自然因素之味外，消费者信心的下降也是导致 1 月零售销售额下降的原因。最新公布的 2 月“小非农”ADP 就业增长人数意外降至 7.7 万，增幅七个月来最小，就业市场在降温，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 微幅扩张趋于停滞，但价格指数创 2022 年 6 月以来最高，也显示经济动能在放缓，市场对美国今年陷入滞涨的担忧加剧。亚特兰大联储的 GDPNow 的最新经济预测显示，美国第一季度 GDP 环比折年率可能会萎缩 2.5%。

2、美联储未来货币政策路径的不确定性加大

通胀数据的反弹一度使得市场对美联储今年降息的预期大幅削减，但不断升级的关税风险，加上经济数据走弱，加剧了市场对美国经济衰退的担忧，降息预期又有所抬升。

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。最新公布的美联储褐皮书显示，自今年 1 月中旬以来，美国整体经济活动略有上升，但消费支出总体下降，进一步印证美国经济前景的不确定性。

美联储官员们可能很快面临经济增长放缓且通胀超出目标的局面，这一情景或迫使政策制定者在就业和物价稳定之间做出艰难抉择。美联储主席鲍威尔在参议院银行委员会的听证会上发言称，鉴于经济面临不确定性风险和通胀仍高于 2% 的目标，央行并不急于降

息。在半年度货币政策证词时，鲍威尔重申无需急于调整利率。除此之外，其他美联储官员也都发表了类似的“静观其变”的声明，并着重强调希望在看到 2%的通胀率后再降息。到目前为止，美联储更加鸽派的迹象还不多，但圣路易斯联储主席穆萨勒姆强调了经济面临的一些下行风险，为美联储货币政策转鸽留出了空间。

当前预期美联储在即将到来的 3 月会议不会降息，下一次降息时间的基准预期为 6 月份，今年将还有三次降息，降息空间合计 75BP。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。

3、关税政策升级，地缘风险缓解

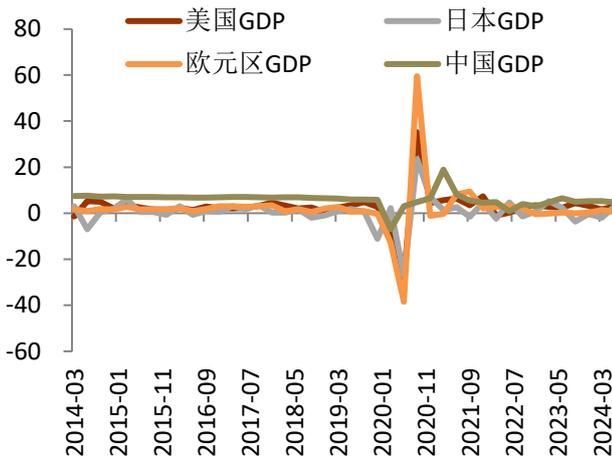
特朗普上任后接连发出关于加征钢铝关税、汽车、药品、芯片、木材等关税和实施对等关税的行政令。近日特朗普表示，将此前 2 月 4 日生效的对中国进口商品的加征的 10% 关税修改为 20%；原定于 3 月 4 日生效的对墨西哥和加拿大的关税将如期实施；4 月 2 日的对等关税计划仍将完全生效。

特朗普的最新声明意味着美国政府将全面推进关税措施。目前来看，对美加征关税的反制，中国和加拿大维持强硬立场，墨西哥的反制措施相对犹豫。特朗普对华关税的诉求还牵扯到制造业回流、科技竞争和国家安全，以及金砖国家去美元化等更广泛的因素，这些均有可能成为未来提高关税的催化剂。考虑到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，从而对进一步大幅加征关税构成一定的“软约束”。从金融市场来看，了市场对美国经济陷入滞胀预期进一步发酵，美股可能会进一步承压。关税或仍是“极限施压”的谈判手段。4 月初或是关税政策的重要节点，关注中美进一步对话的可能性。

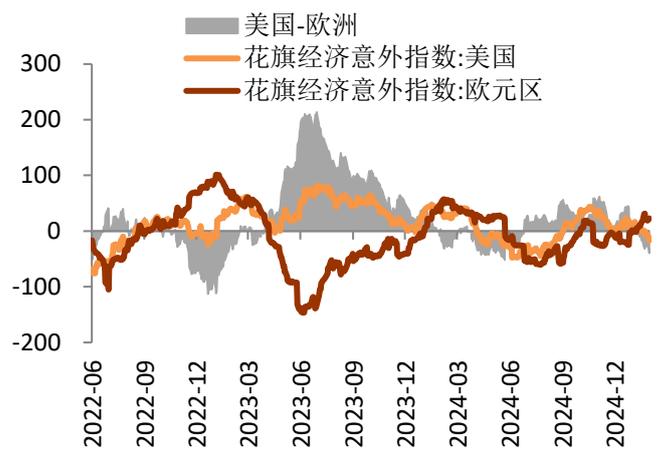
从市场反应来看，目前投资者对关税冲击和威胁似乎已有所脱敏。我们维持美元指数已经阶段性见顶的观点。

另外，地缘风险出现明显缓和迹象。特朗普明确表示结束俄乌冲突的和平协议是可能的。美国与俄罗斯完成就双边关系举行的首轮会谈，双方此次迈出了实质性步伐，开始探讨制裁问题、乌克兰与美框架协议等具体议题。特朗普与泽连斯基的会谈不欢而散，美乌矿产协议未签署。整体看，俄乌战争向着实质性结束演进，地缘风险烈度趋于平缓，黄金避险溢价趋弱。

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

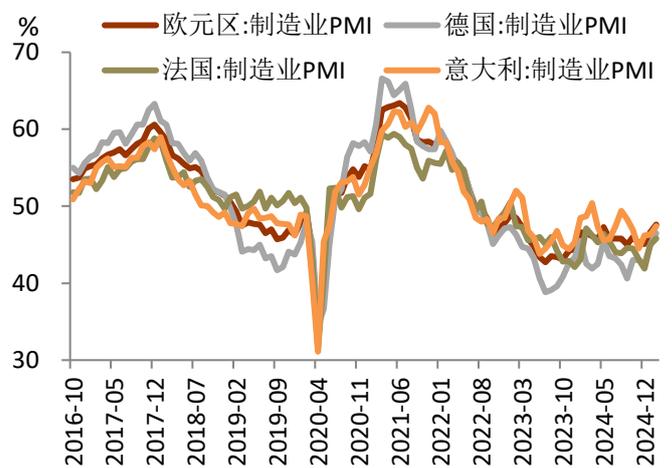


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

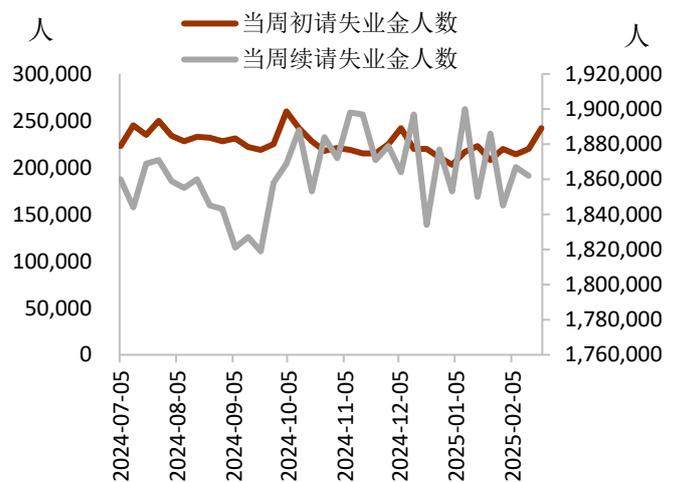


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

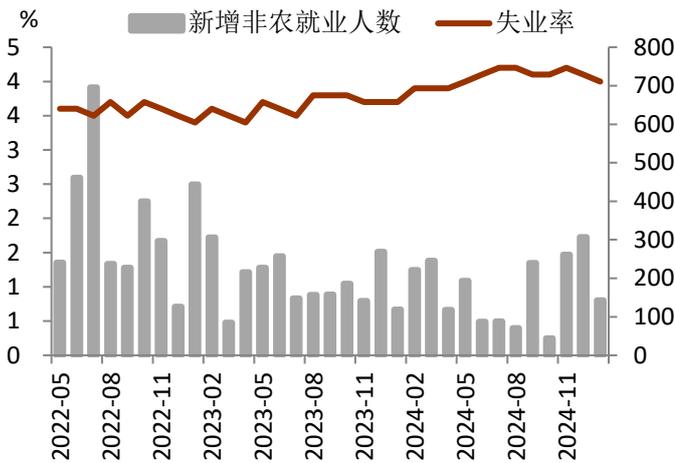


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



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

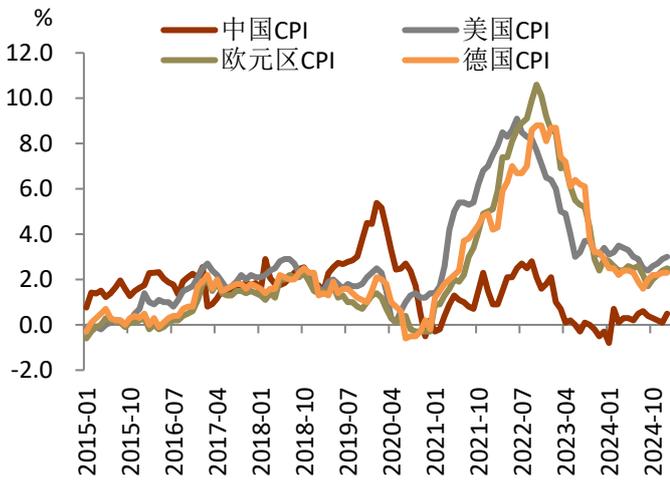


图表 12 美国时薪增速

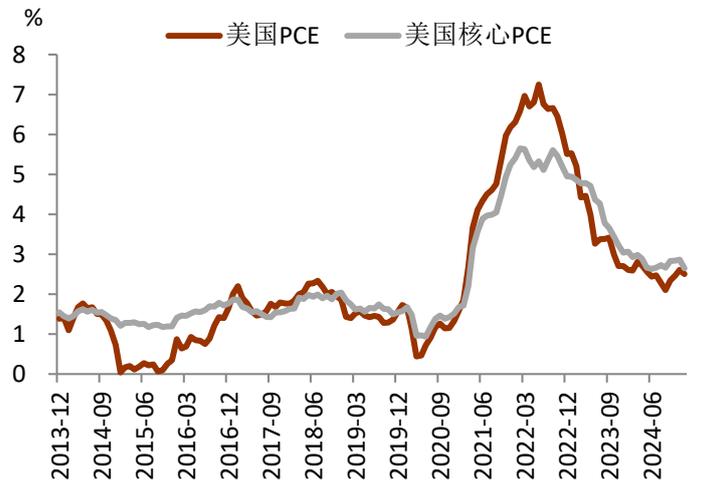


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

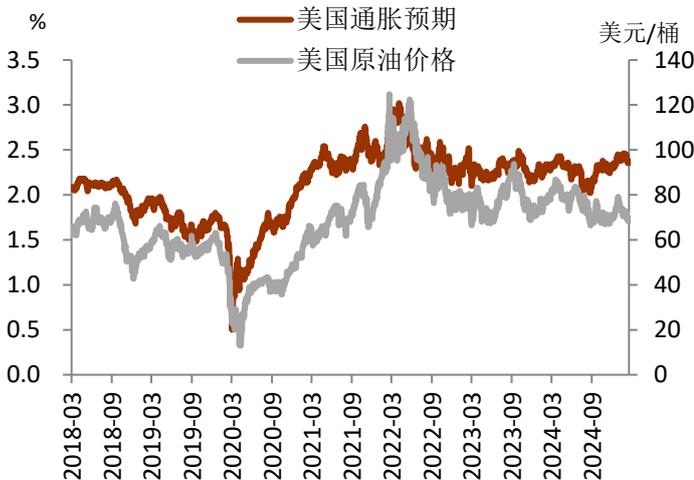


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

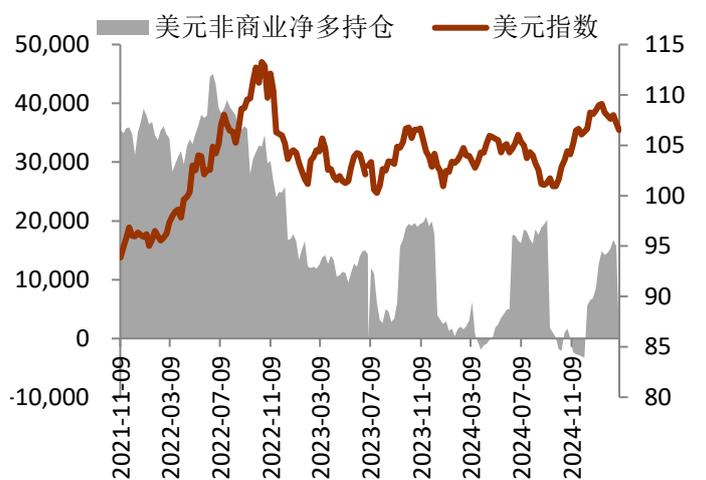


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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



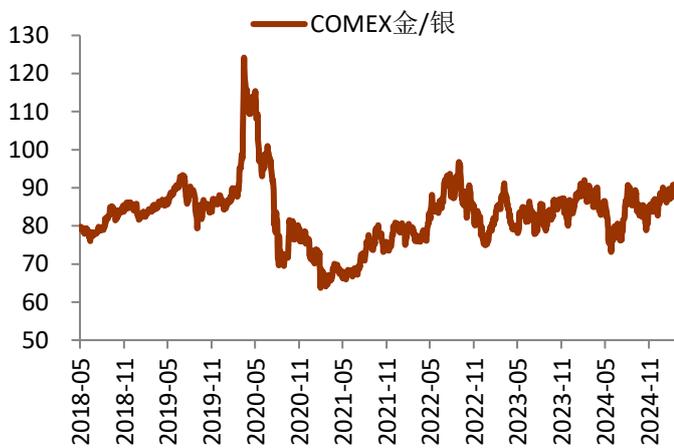
资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

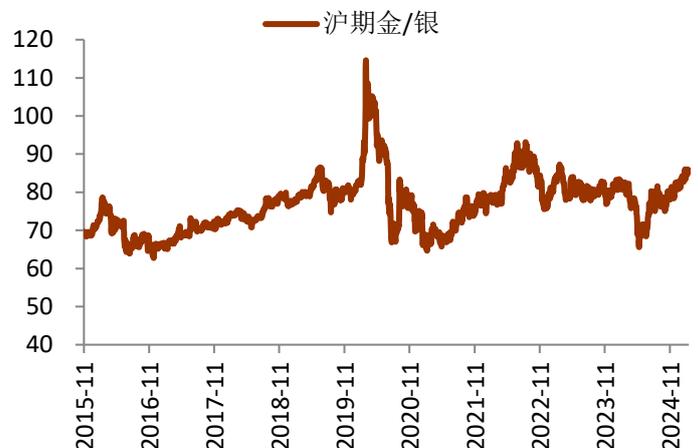
1、金银比价变化

2025年2月金价持续冲高后回调，COMEX金银比价在85.7-90.7之间震荡，目前依然在接近90的水平，沪金银比价在83-86之间震荡，整体处于高位。虽然近日关税风险抬升避险情绪推动金银价格再度反弹，但当前市场分歧较大，资金有明显的流出迹象，我们对此次反弹的持续性保持谨慎。预计金银比价后期回调的概率较大。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化



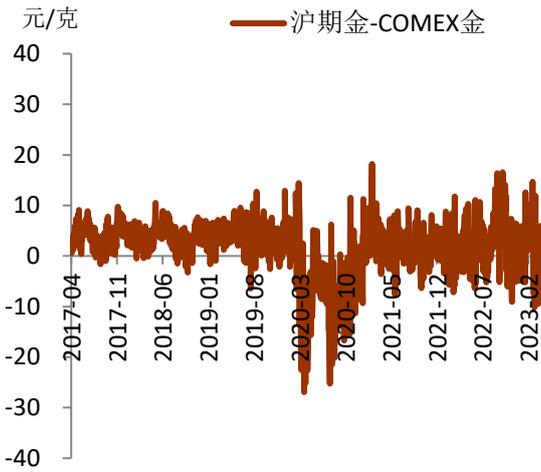
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、期现及跨期价差变化

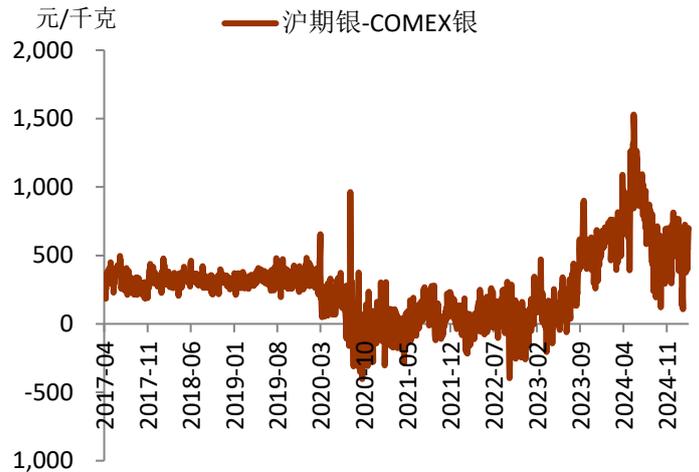
自去年12月以来，投资者出于对特朗普可能潜在对金银加征进口关税的预期，资金进行跨市场套利，COMEX市场的金价对于伦敦金的溢价显著走阔，在1月底价一度差达到最高64.65美元/盎司，进入2月两市价差有所回归，特别是2月底金价出现回调，两市价差回归更加明显。预计两市价差还是继续回归至正常状态。

沪期金对COMEX金价的价差在春节后由于市场情绪带动一度走阔，近期也明显缩小。主要因美元指数高位回调，人民币兑美元汇率的贬值压力减少的影响。

图表 19 沪期金与 COMEX 金价差变化

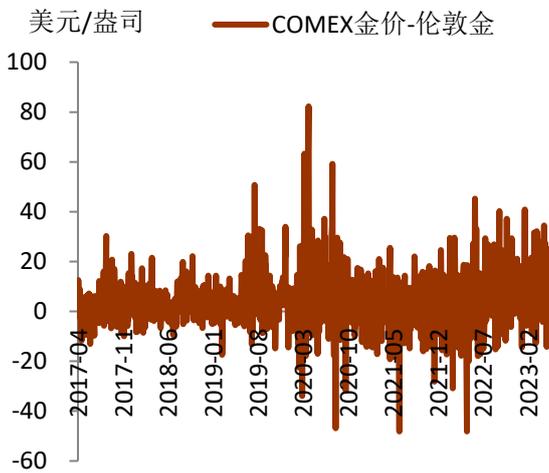


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

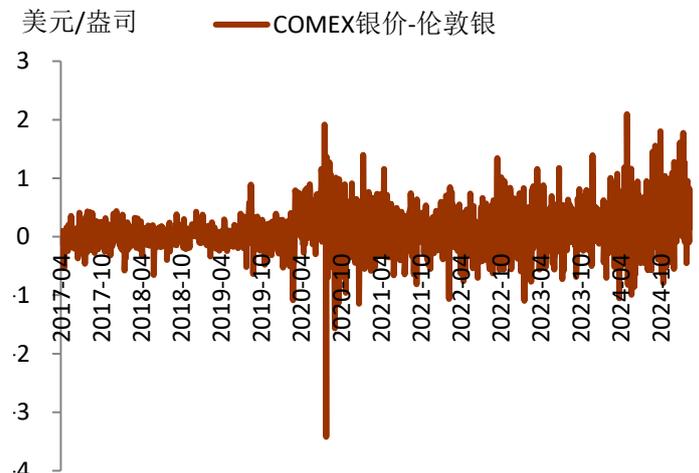


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。WGC 特别提到，在去年第四季度，央行需求急剧加速至 332.9 吨，同比增幅达到了 54%。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位，黄金 ETF 投资需求也将成为支撑黄金需求的重要力量。此外，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。

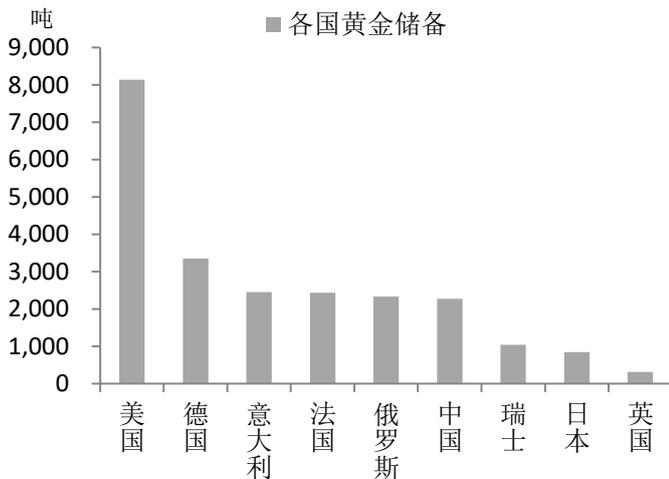
中国央行在暂停增持黄金 6 个月之后，于 2024 年 11 月又重启购金，全年累计增持黄

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 1 月末黄金储备 7345 万盎司，为连续第三个月增持黄金。1 月份中国增持了五吨黄金，将其黄金储备提高到 2285 吨。

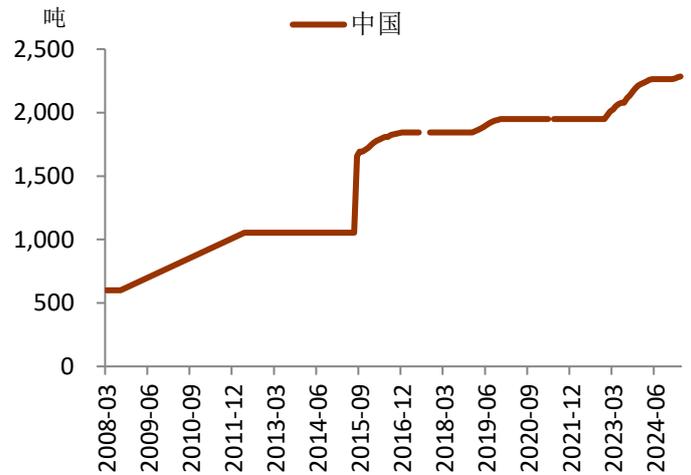
对于屡创新高的黄金，市场上各种消息甚嚣尘上、纷繁复杂。美国最大的金库诺克斯堡金库存储有 4572 吨黄金，为美国官方黄金储备的一半以上。特朗普和马斯克都公开质疑美国黄金储备量的真实性，扬言要检查金库查诺克斯堡的黄金数量。此前，市场曾猜测美国将会重新评估计算黄金储备价值的黄金价格，从 1973 年设定的每盎司 42 美元改为当前市场价格。如果这么做，将会给美国政府带来约 7,500 亿美元的意外之财，从而可以减少美债的发行。美国财政部长贝森特驳斥了有关美国政府可能重新评估其黄金储备价值的传闻。美国越来越多的州当局开始宣布让黄金、白银成为与美元并驾齐驱的法定货币，以应对美元购买力下降和通胀等不确定性风险。

逆全球化背景下，全球央行去美元化趋势将持续、地缘政治突然可能更加频繁，新兴市场央行多元化外汇储备的必要性在提升。预计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。交易商为避免未来关税成本飙升，选择在政策落地前将黄金运至美国境内仓库。自去年 12 月以来，超过 600 吨黄金从伦敦、瑞士、新加坡等地被紧急运往美国纽约的金库，相当于全球年矿产

量的 15%。瑞士海关数据显示，2025 年 1 月对美黄金出口量从 12 月的 64.2 吨升至 192.9 吨，创 13 年新高，新加坡和英国的黄金出口量也远超历史均值。

截至 2025 年 3 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存有 3945 万盎司，合计约 1227 吨，环比增加 26%，比去年同期增加 117%；COMEX 期金 02 合约在 2 月 26 日平稳交割，且目前 COMEX 黄金库存还在持续快速增加，并不存在交割风险。

截至 2025 年 3 月 4 日，COMEX 白银库存增至 3.14 亿盎司，合计约 12870 吨，环比增加 16%，比去年同比增加 42%。虽然 COMEX 白银库存也在增加，但增幅远不及黄金。

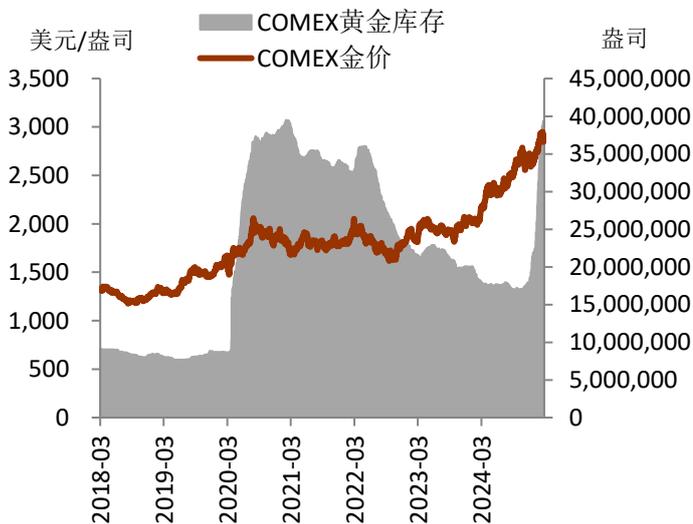
国内白银的库存在 2024 年年底有所下降，主要是上海黄金交易所的白银库存下降所导致的。进入 2025 年 1-2 月，金交所的白银库存开始增加，导致国内白银库存增加。截至 2025 年 2 月底，金交所白银库存为 1574 吨，比上月同期增加 325 吨。当前上期所白银库存为 1275 吨，比上月同期减少 128 吨，两大交易所白银库存共计 2849 吨，比上月同期增加 197 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

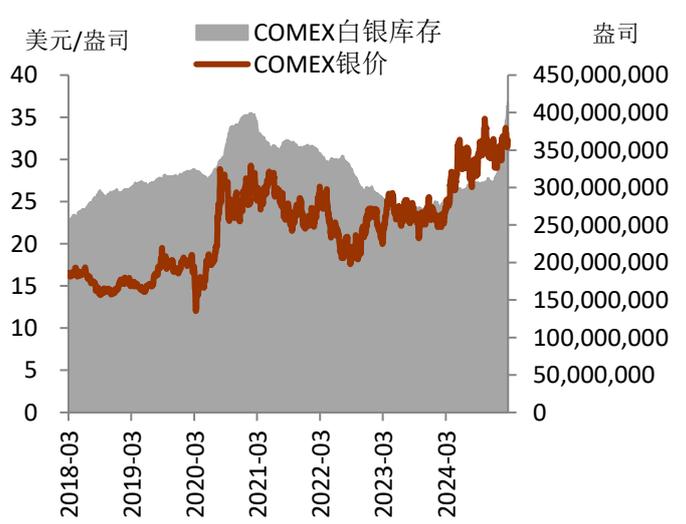
	2025/3/5	2025/2/1	2024/3/4	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	39454464	31316205	18159579	8138259	25.99%	21294885	117.27%
白银(千盎司)	413769558	355824125	282596559	57945433	16.28%	131172999	46.42%

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

近两年，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 年下半年资金开始小幅流入黄金白银 ETF，2024 年 10 月底金价高位回调，资金又出现缓慢的流出，今年 2 月金价屡创新高，资金又有流入的迹象，但随着金价的回调而终止。整体而言，投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素，但依然会随着金银价格的波动而变化。

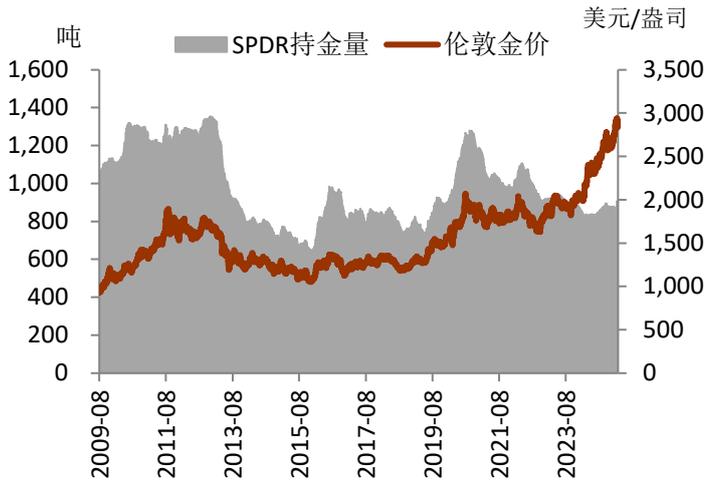
截至 2025 年 3 月 4 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量为 902 吨，比上个月同期增加了 37 吨；白银 ETF-ishares 的持银量为 13577 吨，比上个月减少了 305 吨。相比之下，投资资金更青睐黄金。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

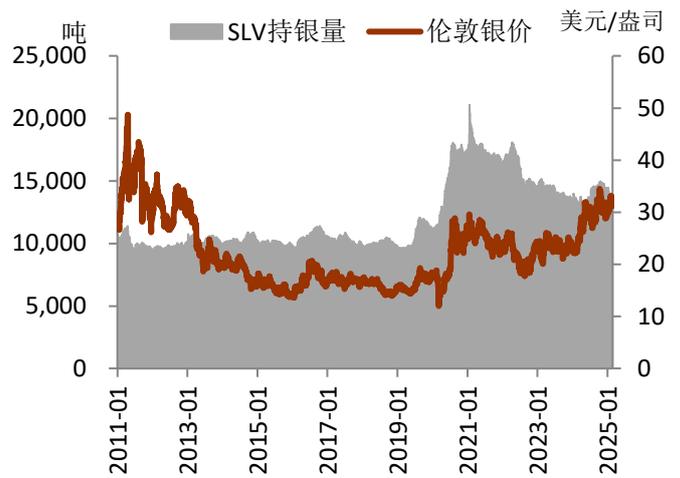
单位：吨	2025/3/4	2025/2/25	2025/2/2	2024/3/5	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	901.80	907.82	864.77	821.47	-6.02	37.03	80.33
ishares 白银 持仓	13576.71	13655.67	13882.47	13284.45	-78.96	-305.76	292.26

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。虽然 2 月金价不断创新高，但投机资金在 2 月在黄金期货上多头持仓在持续下降，显示资金在获利了结。

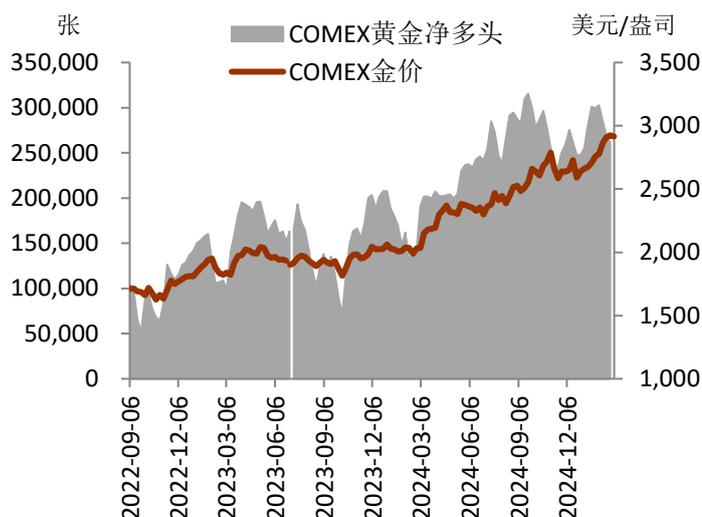
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 2 月 25 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 261625 张，已连续三周下降，较 2 月初超过 30 万张数量下降明显；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 52862 张。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

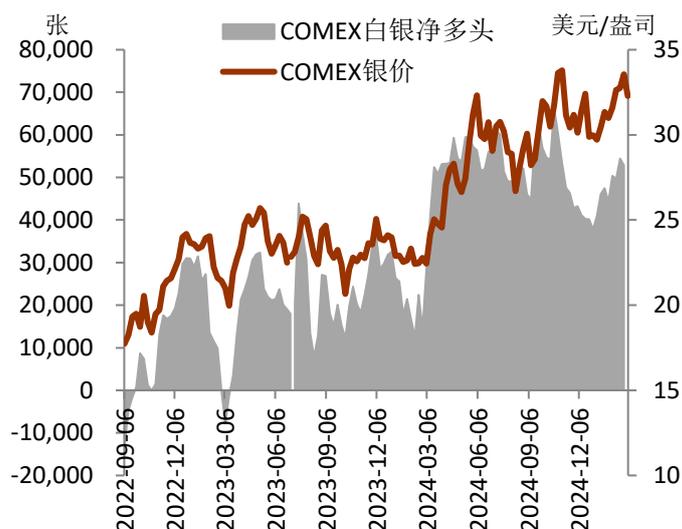
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-02-25	316948	55323	261625	-7049
2025-02-18	334043	65369	268674	-15830
2025-02-11	343766	59262	284504	-18004
2025-02-04	356500	53992	302508	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-02-25	78469	25607	52862	-1592
2025-02-18	84814	30360	54454	4744
2025-02-11	79112	29402	49710	-651
2025-02-04	83120	32759	50361	

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

美国经济数据出现走弱迹象，通胀反弹，就业市场降温，叠加关税影响，市场对美国今年陷入衰退或“滞涨”的预期在进一步发酵，避险情绪依然支撑金银价格高位运行。当前市场分歧较大，资金有明显的流出迹象，继续上攻的动能不足，我们对此次反弹的持续性保持谨慎，维持目前金银价格的阶段性调整中的观点。但预计贵金属的回调空间有限，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：美国经济数据强于预期

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。