



2025年4月27日

关税风险缓和，金价冲高回落

核心观点及策略

- 上周金价冲高回落，主要因贸易战担忧有所缓解，市场的风险偏好回升，美元指数反弹，金价出现回调。而前期涨势滞后于金价的银价在上周继续走强。
- 上周二美国财长贝森特表示，他预计特朗普发起的对华贸易战在“极短时间内”将会缓和，同时特朗普也称无意解雇美联储主席鲍威尔。特朗普再度改口，使得市场对贸易战的担忧有所缓解。美联储当红理事沃勒表示，就业市场若严重下滑，可能令美联储更多、更快降息。美联储高官Hammack表示，有了清晰、令人信服的数据后，可能6月采取行动。美联储高官沃勒等的讲话令市场的降息预期升温。
- 目前关税风险出现一定的缓和迹象，市场的风险偏好有所回暖，黄金出现回调。之前持续创新高的金价本身也存在调整的需求，预计短期金价会震荡偏弱走势。而前期滞涨的银价近期与金价走势明显分化而走强，预计短期银强金弱的格局会持续。
- 风险因素：关税政策反复无常、美国非农就业数据超预期

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	787.20	-3.82	-0.48	166311	178255	元/克
沪金 T+D	784.93	-41.74	-5.05	65020	225194	元/克
COMEX 黄金	3330.20	-11.10	-0.33			美元/盎司
SHFE 白银	8280	120	1.47	522479	634627	元/千克
沪银 T+D	8270	116	1.42	421174	3574040	元/千克
COMEX 白银	33.02	0.48	1.46			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、市场分析及展望

上周金价冲高回落，主要因贸易战担忧有所缓解，市场的风险偏好回升，美元指数反弹，金价出现回调。而前期涨势滞后于金价的银价在上周继续走强。

上周二美国财长贝森特表示，他预计特朗普发起的对华贸易战在“极短时间内”将会缓和，同时特朗普也称无意解雇美联储主席鲍威尔。特朗普也称或将“大幅降低”对华关税，还有消息称，美国总统将对汽车制造商豁免部分美国关税。

关税风暴后美联储发布的首份经济褐皮书显示，自上次报告以来，经济活动几乎没有变化，但国际贸易政策的不确定性在各份报告中普遍存在。报告指出，随着经济不确定性加剧，尤其是关税方面的不确定性，几个地区的前景“显著恶化”。

美联储当红理事沃勒表示，就业市场若严重下滑，可能令美联储更多、更快降息。美联储高官 Hammack 表示，有了清晰、令人信服的数据后，可能 6 月采取行动。美联储高官沃勒等的讲话令市场的降息预期升温。

美国 4 月 Markit 综合 PMI 超预期下降创 16 个月新低，信心挫、价格涨，制造业 PMI 不降反升好于预期；关税冲击服务业，欧元区 4 月综合 PMI 几乎零增长，德法均陷入萎缩。

CFTC 持仓报告显示：截至 4 月 22 日的一周内，COMEX 黄金期货投机者将净多头头寸大幅减少 26832 张合约，至 175378 张。COMEX 白银期货投机者将净多头头寸小幅增加 777 张，至 44726 张。

目前关税风险出现一定的缓和迹象，市场的风险偏好有所回暖，黄金出现回调。之前持续创新高的金价本身也存在调整的需求，预计短期金价会震荡偏弱走势。而前期滞涨的银价近期与金价走势明显分化而走强，预计短期银强金弱的格局会持续。

本周重点关注：美国和欧元区一季度 GDP 数据、美国 4 月非农就业报告、美国 3 月 PCE 物价指数等。事件方面，关注美国与贸易国谈判进展，日本央行公布利率决议、美日或进行第二轮谈判。

风险因素：关税政策反复无常、美国非农就业数据超预期

三、重要数据信息

1、美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值 50.7，预期 49.1，3 月终值 50.2；服务业 PMI 初值 51.4，预期 52.8，3 月终值 54.4；综合 PMI 初值 51.2，预期 52.2，3 月终值 53.5。

2、美国 4 月密歇根大学消费者信心指数终值 52.2，创 2022 年 7 月以来新低，预期 50.8，初值 50.8，3 月终值 57.0。一年期通胀率预期终值 6.5%，创 1980 年 1 月以来新高，预期 6.8%，初值 6.7%，3 月终值 5.0%。

3、美国上周初请失业金人数 22.2 万人，预期为 22.2 万人，前值从 21.5 万人修正为 21.6 万人。持续申领失业救济金人数降至 184 万，为 1 月底以来的最低。

4、美国 3 月耐用品订单环比增长 9.2%，为 8 个月来最大增幅，关税担忧下资本货物订单仅增长 0.1%。资本货物订单停滞，表明在特朗普政府关税和税收政策的不确定性下，企业变得更加谨慎。3 月份，包括飞机在内的非国防资本货物出货量下降 1.9%，为去年 10 月以来最大降幅，美国经济增长前景堪忧。

5、美国 3 月成屋销售创 2022 年以来最大跌幅，为 2009 年来最低迷 3 月。尽管市场的成屋供应从较低水平回升，3 月成屋中位销售价格仍同比上涨 2.7%，至 40.37 万美元，为 3 月份的历史新高。

6、欧元区 4 月制造业 PMI 初值 48.7，预期 47.5，3 月终值 48.6；服务业 PMI 初值 49.7，预期 50.5，3 月终值 51.0；综合 PMI 初值 50.1，预期 50.3，3 月终值 50.9。

7、德国 4 月制造业 PMI 初值 48.0，预期 47.6，3 月终值 48.3；服务业 PMI 初值 48.8，预期 50.2，3 月终值 50.9；综合 PMI 初值 49.7，预期 50.4，3 月终值 51.3。

8、欧元区 2 月季调后贸易帐顺差 210 亿欧元，预期顺差 150 亿欧元，前值顺差 140 亿欧元；未季调贸易帐顺差 240 亿欧元，前值顺差 10 亿欧元。

四、相关数据图表

表 2 贵金属 ETF 持仓变化

单位（吨）	2025/4/25	2025/4/18	2025/3/25	2024/4/25	较上周 增减	较上月 增减	较去年 增减
ETF 黄金总持仓	946.27	952.29	929.65	832.19	-6.02	16.62	114.08
ishare 白银持仓	13956.01	14120.10	13916.39	13334.61	-164.09	39.62	621.40

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

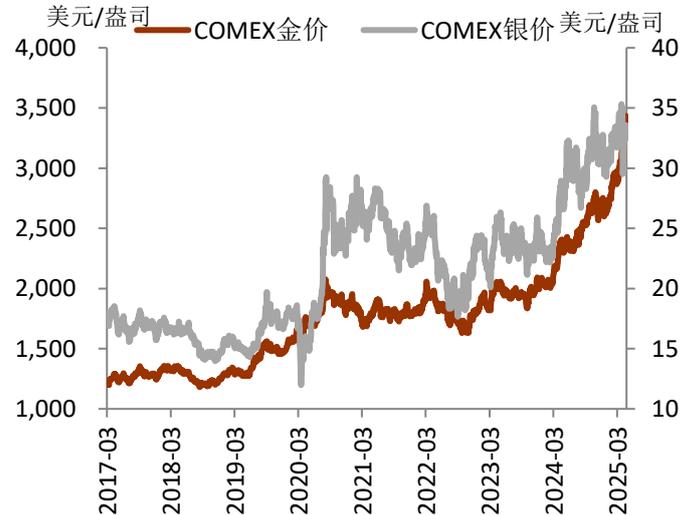
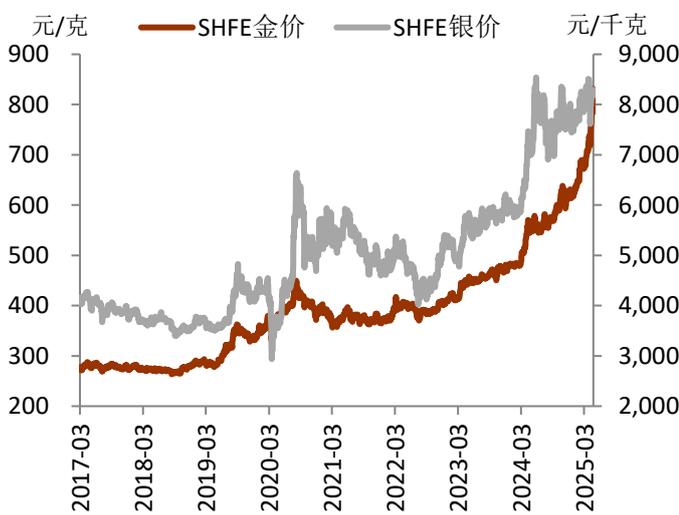
表 3 CFTC 非商业性持仓变化

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
2025-04-22	258896	83518	175378	-26832
2025-04-15	271707	69497	202210	1495
2025-04-08	269833	69118	200715	-37719
2025-04-01	327936	89502	238434	
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
2025-04-22	64693	19967	44726	777
2025-04-15	65068	21119	43949	-2567
2025-04-08	68426	21910	46516	-10742
2025-04-01	85609	28351	57258	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图1 SHFE 金银价格走势

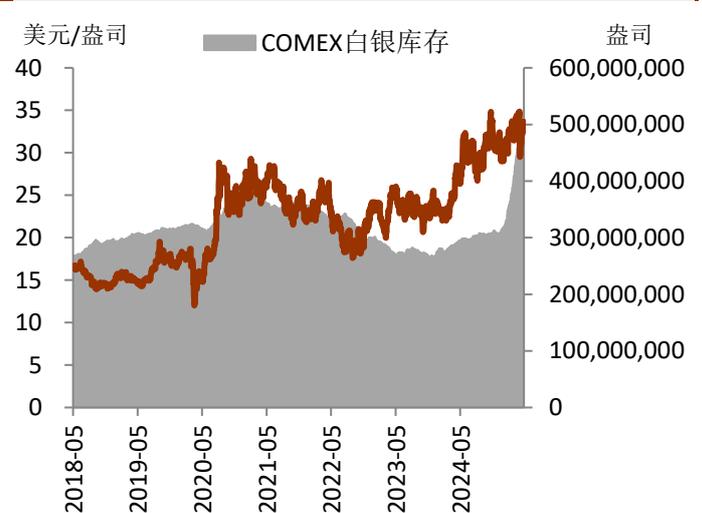
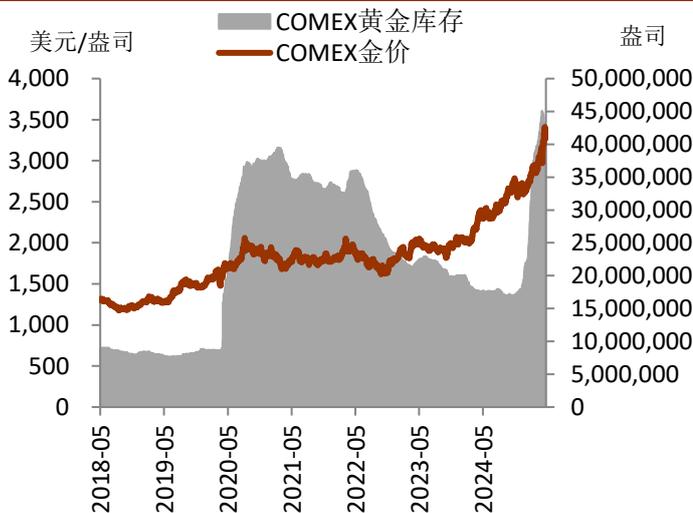
图2 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图3 COMEX 黄金库存变化

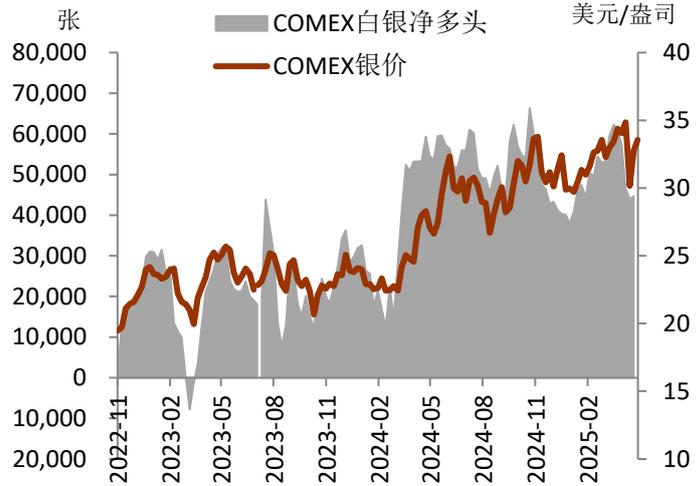
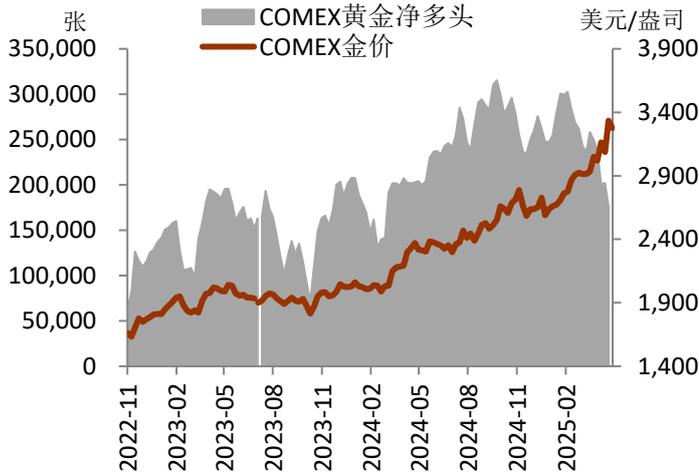
图4 COMEX 白银库存变化



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

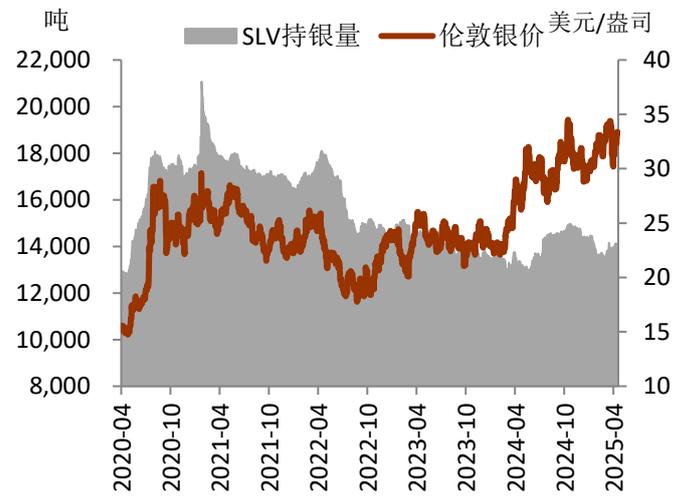
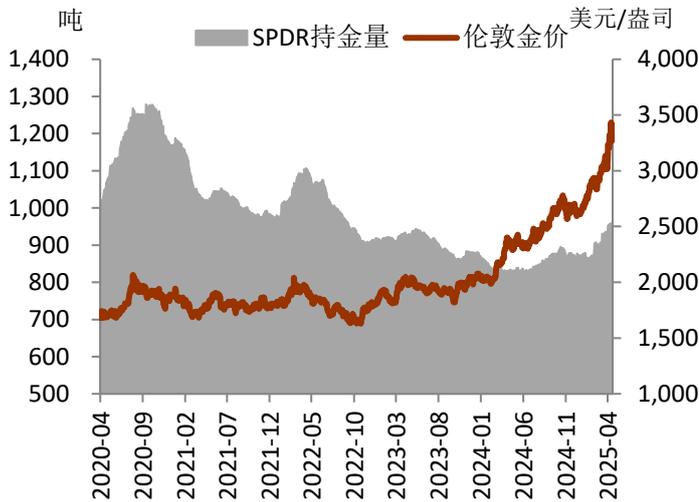
图6 COMEX 白银非商业性净多头变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图7 SPDR 黄金持有量变化

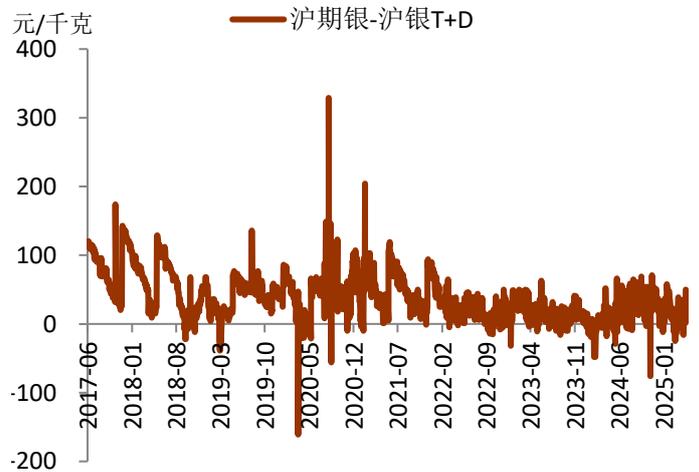
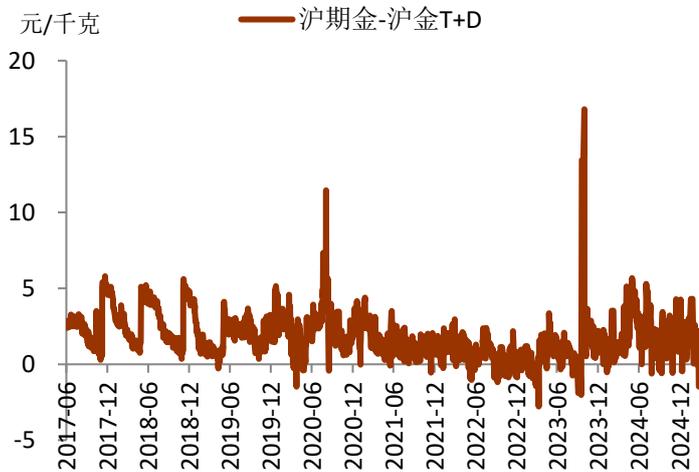
图8 SLV 白银持有量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

图 11 黄金内外盘价格变化

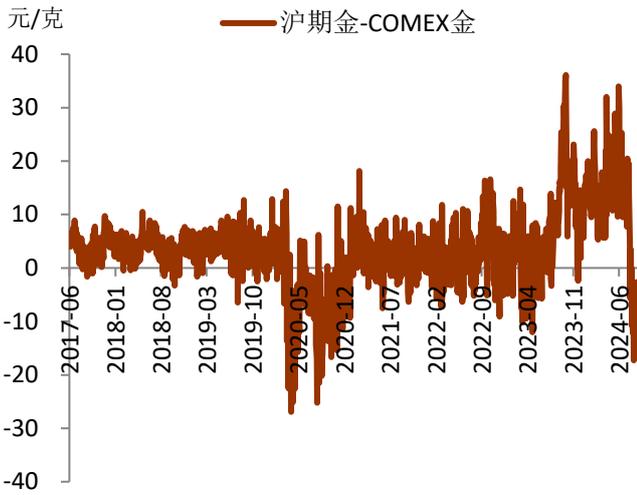
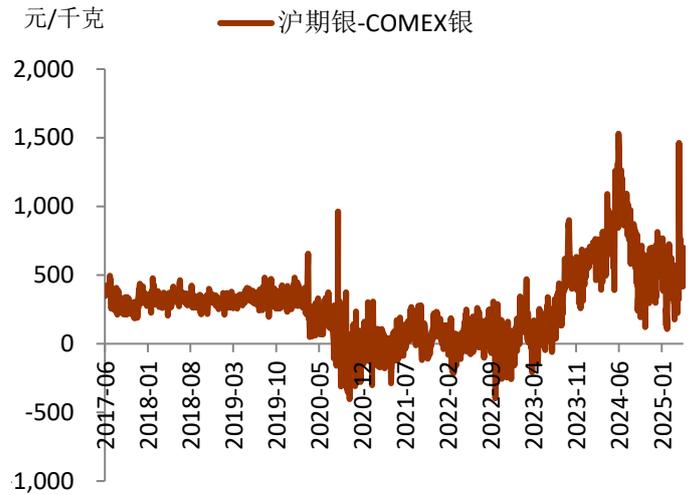


图 12 白银内外盘价格变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图 13 COMEX 金银比价

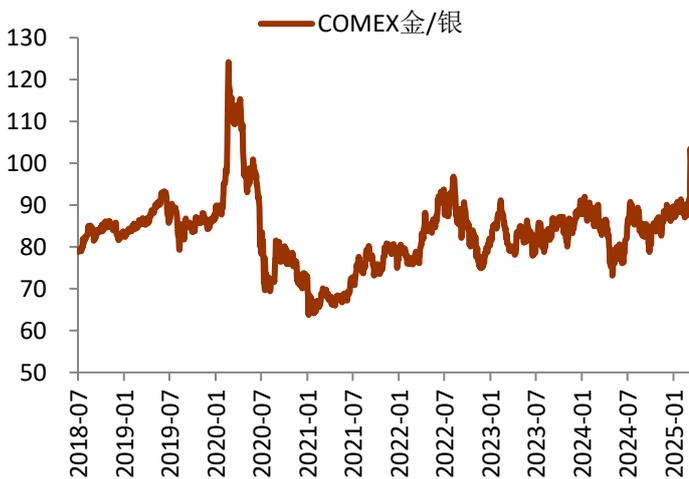
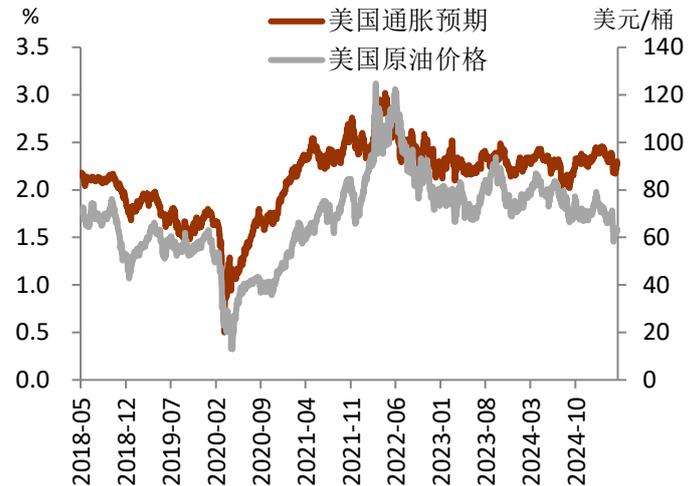


图 14 美国通胀预期变化

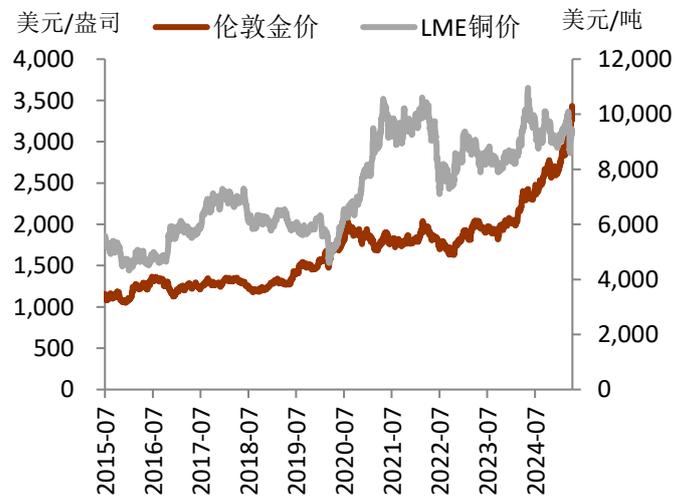


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

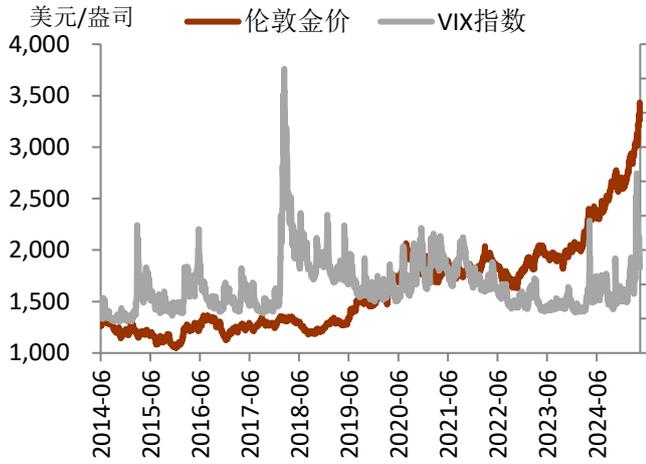


图 18 金价与原油价格走势

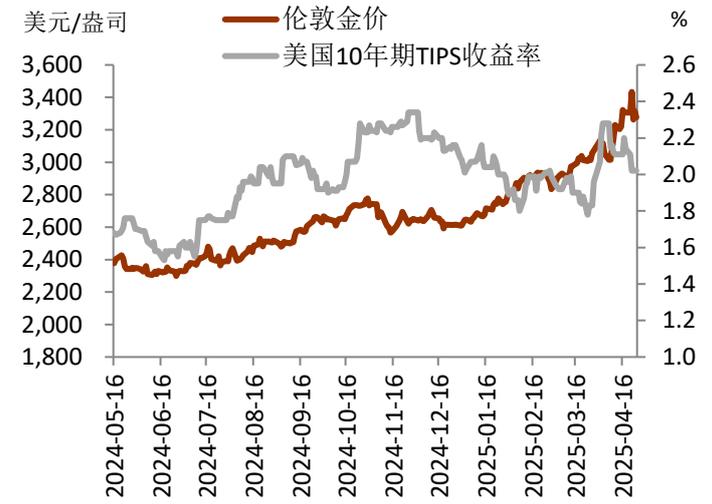


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

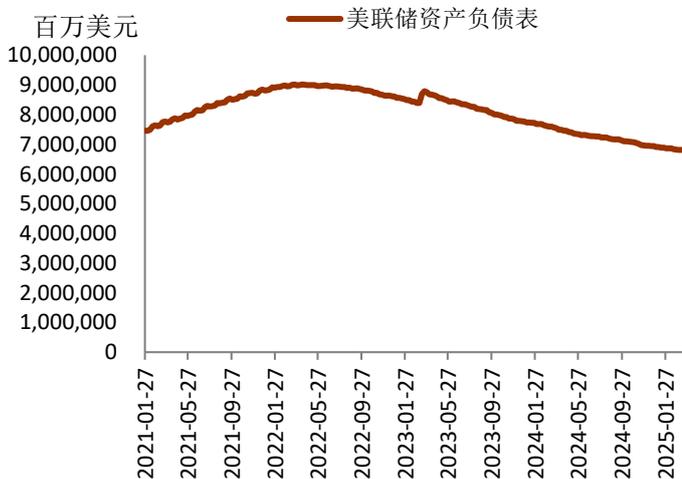
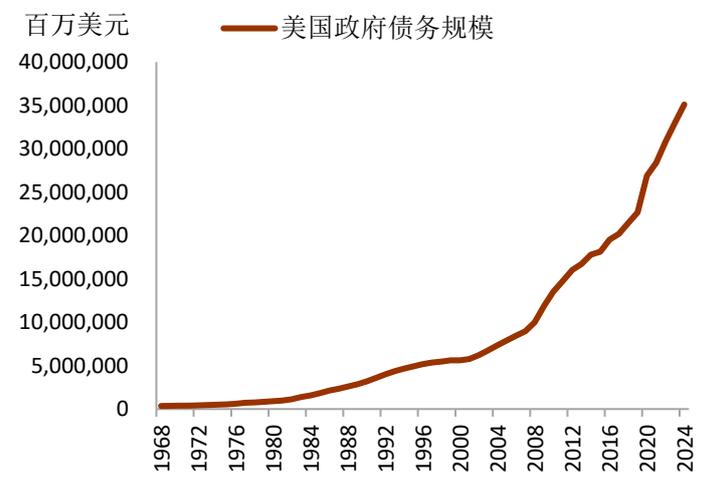


图 22 美国政府债务规模



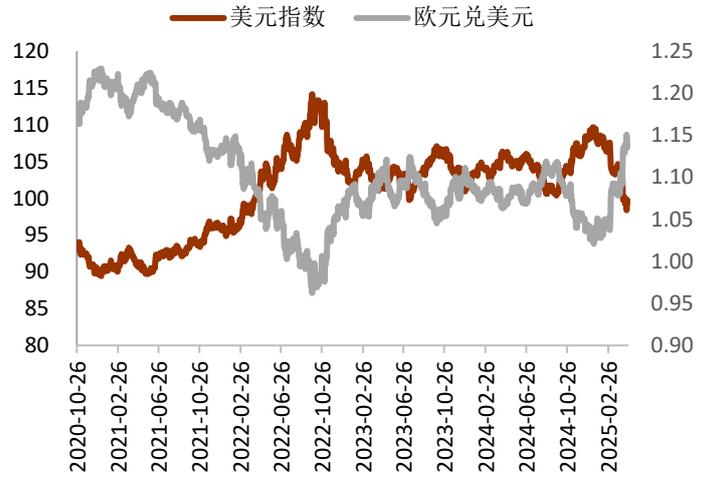
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 23 铜金比价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图 24 美元指数与欧元兑美元走势



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。