



2025年5月8日

经贸关系缓和，金银或高位震荡

核心观点及策略

- 虽然关税政策依然反复不定，但近期特朗普对于向贸易伙伴施征高额关税的态度有所软化，美国已和英国达成贸易协议，中美双方也重启经贸谈判，市场对于未来不确定性的风险计价走低，短期金银价格回调的风险加大。目前美元的信用受到显著削弱，黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，或将限制金银价格回调的空间。
- 金银价格在经历了4月的高波动之后，目前进入高位震荡格局。预计5月沪期金主要波动区间在750元/克-810元/克之间。沪期银的主要波动区间在7800元/克-8400元/克。
- 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：经贸谈判一波三折

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、进口拖累，美国一季度 GDP 现负增长	5
2、4 月新增非农数据超预期，但就业市场有转冷迹象	6
3、美联储按兵不动，通胀反弹压力掣肘降息.....	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	5
图表 4 金价与美债利率走势变化	5
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	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

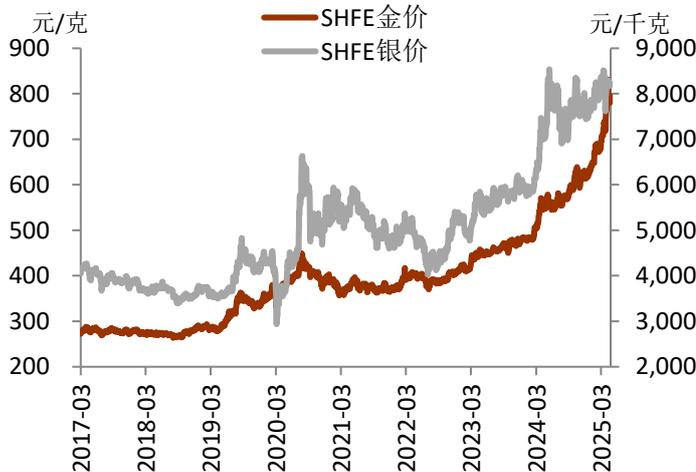
一、贵金属行情回顾

2025年4月，贵金属价格走势先抑后扬后再度回调。因特朗普对等关税于4月2日落地，前期在关税预期支撑一直持续走强屡创新高的金价，在预期落地后部分资金获利了结，4月3日、4日金价出现一定幅度的回调。但特朗普宣布的关税政策超远市场预期，受避险资金推动金价恢复涨势再攀高峰，COMEX期金主力合约在4月22日冲高至3509.9美元/盎司的历史最高点，而后回吐部分涨幅，月度涨幅达4.49%；而国际银价在4月3日、4日遭受重挫，两个交易日跌幅累计超过15%，因大幅加征关税政策使美国经济前景恶化，工业属性更强的白银之后虽跟随金价反弹，但在34美元/盎司一线受阻，未能达到前期高点，之又出现调整，COMEX期金主力合约4月跌幅达5.59%。整体来看，4月金银价格波动加剧，且金价走势明显强于银价。

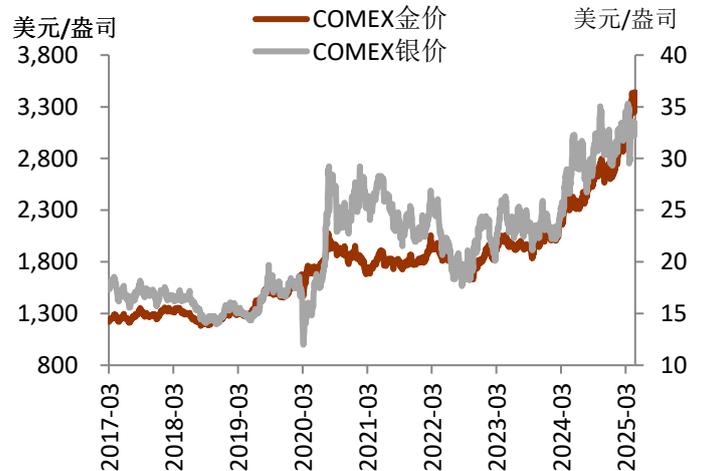
国内清明假期间外盘金银价格大幅下挫，节后4月7日国内开盘，沪金银价格均呈现大幅低开，而后连续多个交易日上涨的走势，沪期金主力合约在4月22日冲高至836.3元/克的历史高位，沪期银主力合约则在4月24日上涨至8380元/克，之后呈高位震荡走势。

人民币兑美元汇率在4月呈先贬后升略有升值的态势，但国内对贵金属的投资热情高涨，国内金银价格在4月的整体走势均强于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

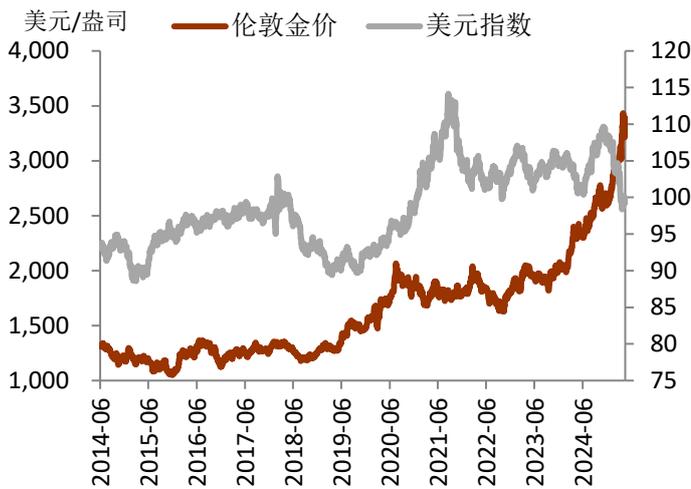


图表2 近5年COMEX金银价格走势

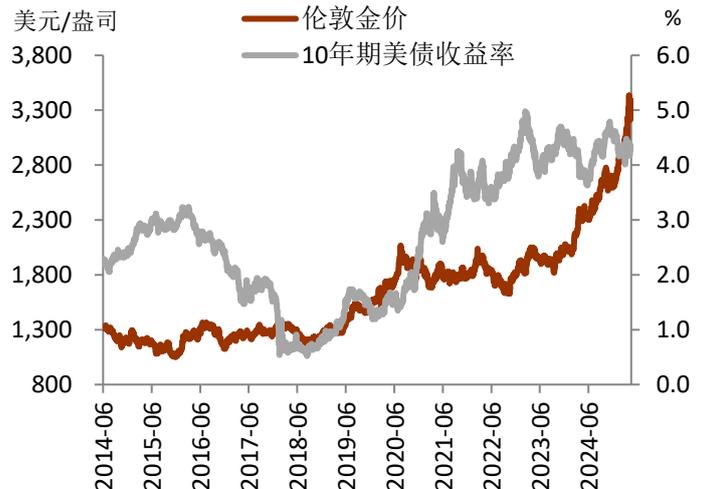


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

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

虽然 4 月 2 日特朗普对等关税落地，但随后其关税政策反复不定左右摇摆。全球地缘政治及宏观经济的不确定性进一步强化黄金的财富保值和避险属性，避险需求叠加投资资金持续流入，助推金价继续屡创新高。市场对美国经济陷入滞涨的担忧强化，近期特朗普态度软化，中美贸易紧张关系有望缓和，市场的避险情绪回落，金价也从历史高位回调。

1、进口拖累，美国一季度 GDP 现负增长

2025 年第一季度美国实际 GDP 环比折年率 -0.3%，预期 -0.2%，前值 2.4%。第一季度 GDP 萎缩主要受进口大幅增加和政府支出减少拖累。关税带来的不确定性之引发美国居民囤货、企业提前进口，净出口对 GDP 增速拖累达 4.8 个百分点。而占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 1.8%，较去年第四季度 4.0% 的增速明显下滑，拉动当季经济增长 1.21 个百分点。第一季度，联邦政府支出减少 5.1%，拖累经济增长 0.33 个百分点。而反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 9.8%，提振当季经济增长 1.29 个百分点。消费方面，服务消费基本维持韧性，耐用品消费环比下降。一季度 PCE 环比上行至 3.6%，核心 PCE 环比上行至 3.5%，美国物价持续抬升。

在一季度 GDP “负增长” 的表征之下，美国服务消费仍然具有一定韧性，且降息周期企业投资回归，市场对此数据的反应相对冷静。随着进口拖累效应消退，库存去化与财政收缩共振，美国经济或将在第二季度反弹。但特朗普政府关税政策对经济的负面影响或仍持续，内需可能依然疲软，美国经济难以避免陷入一段增长低迷、通胀高企的时期。

但在特朗普贸易政策不断变化、美国通胀压力显现、企业和消费者预期遭受打击的情况下，下一阶段美国经济风险仍然较强。

2、4月新增非农数据超预期，但就业市场有转冷迹象

美国非农就业数据再超预期。4月新增非农17.7万人，远高于预期的13.8万人。私人部门新增非农16.7万人，亦高于预期的12.5万人，且高于一季度月均11.9万人。失业率4.2%，与市场预期和前值持平，劳动参与率62.6%，略高于市场预期和前值62.5%，平均时薪同比增速3.8%，低于市场预期3.9%，为2024年7月以来最低。

虽然4月非农数据仍相对稳定，叠加第一季度GDP国内私人部门仍现稳步扩张，经济衰退之忧短期再度证伪。但就业市场有转冷迹象。美国劳工部修订了2-3月的新增非农就业数据，2月由初值公布的15.1万上调至18.5万，3月由初值的22.8万下调至10.2万，合计下修9.2万人，修订后近三月平均新增就业15.5万。且4月薪资增速显著软化，空缺职位持续消耗，永久性失业人数增长，均反映美国劳动力市场降温。随着关税对企业利润与居民财务冲击的显现，失业率或有上行压力。考虑到严格非法移民政策对劳工供给的影响，本轮失业率上行或相对温和。

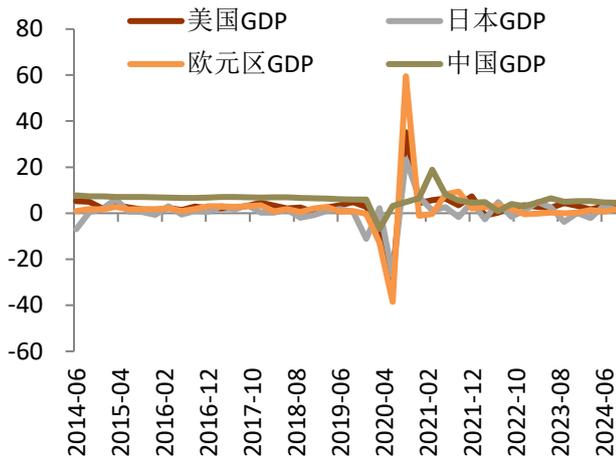
3、美联储按兵不动，通胀反弹压力掣肘降息

5月FOMC继续维持基准利率以及当前缩表速度不变，符合市场的预期。同时，FOMC声明中将“经济前景不确定性有所增加”改为“进一步增加”，并且表示“高失业率和通胀率风险上升”警示滞胀风险。美联储主席鲍威尔在发布会上，重申不急降息，称经济仍好、不确定性极高，拒绝因关税抢先行动。当前经济的不确定性要求美联储继续等待；实际数据中还暂未看到美国经济放缓的迹象；短期通胀有所上升，但长期通胀依然和目标保持一致；工资增长放缓，劳动力市场达到就业最大水平。

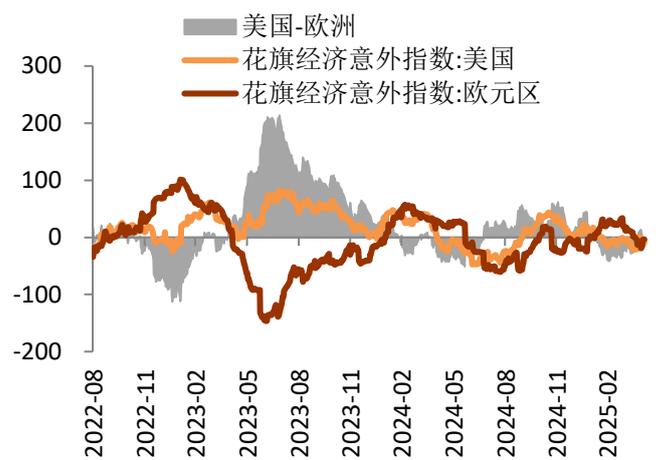
近期公布的美国一季度经济数据和4月份非农就业数据仍有一定的韧性，从而整体降息预期有所延后，叠加鲍威尔的偏鹰表态，最新的CME FedWatch利率预测显示，美国联邦基金利率期货市场定价的降息预期为2025年7月份开始降息，全年降息3次（分别在7月、9月、12月）。

美联储利率决策难题依然是通胀和就业的权衡，与之对应的是关税谈判进程以及移民政策的调整，美联储未来货币政策路径仍存在很大不确定性。我们认为特朗普关税政策压力下通胀反弹的压力较大，美联储今年实现3次降息难度较高，预计全年降息次数在2次左右。中美经贸会晤在即，后续关注关税谈判结果以及美国第二季度的就业数据。

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

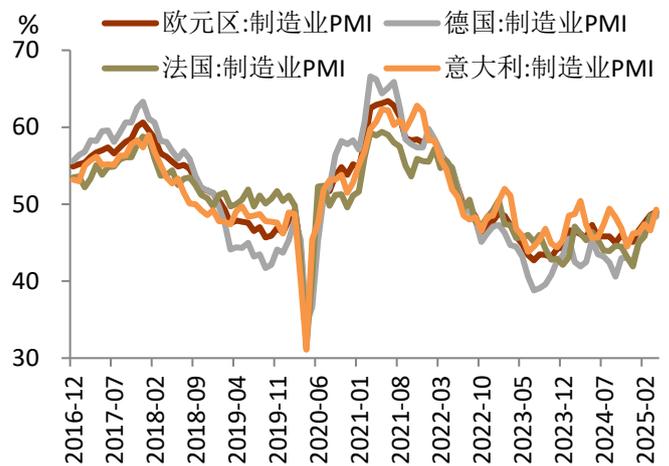


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

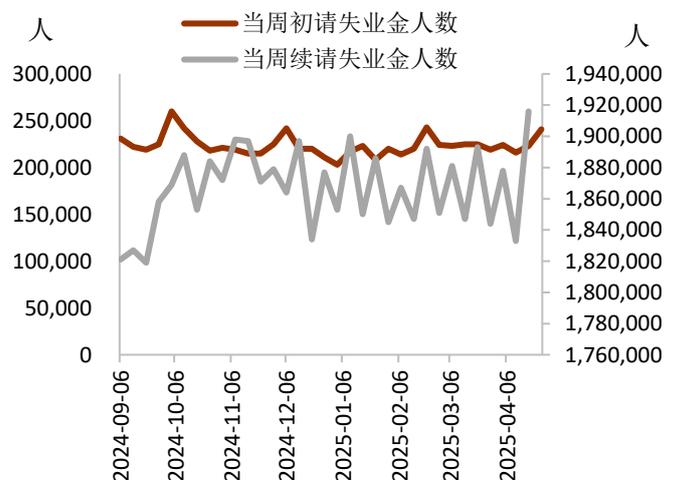


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 美国职位空缺数变化

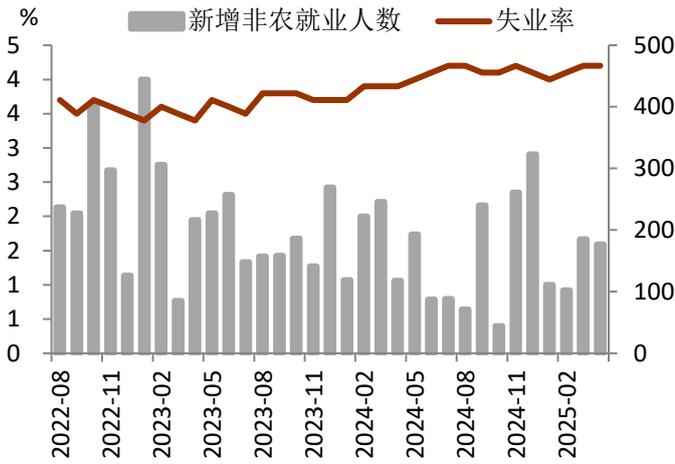


图表 10 美国周度初请和续请失业金人数



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

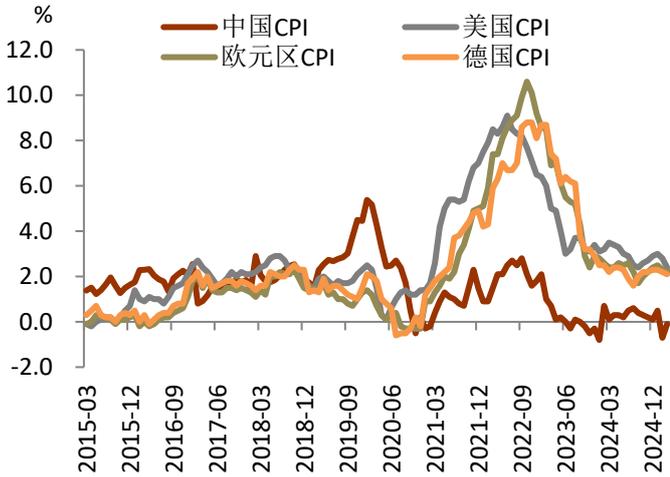


图表 12 美国时薪增速

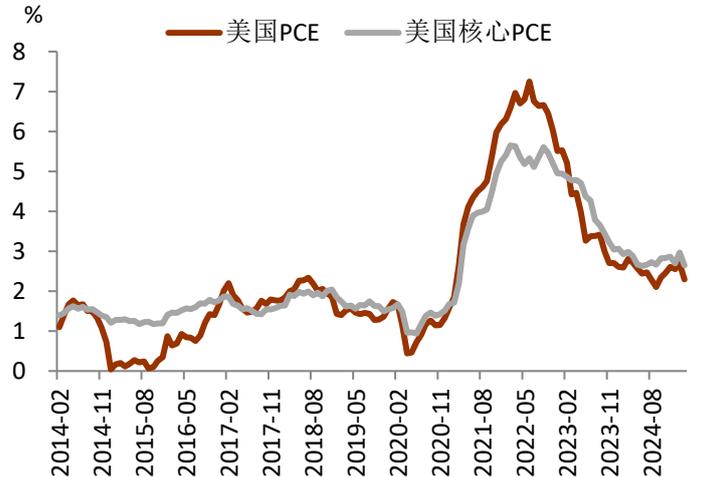


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 主要经济体 CPI 变化

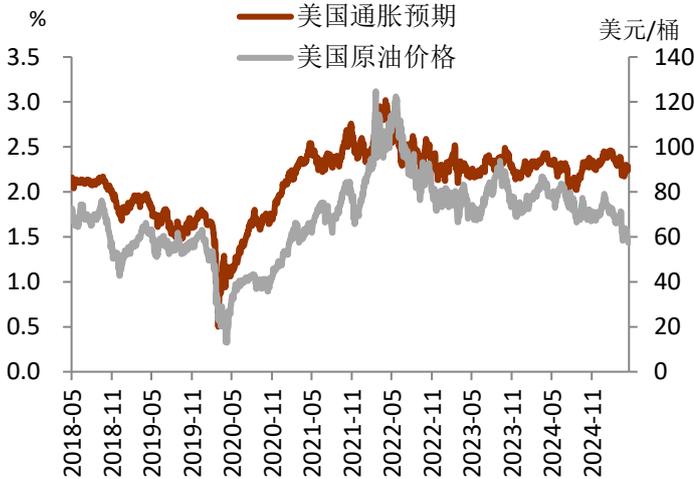


图表 14 美元 PCE 和核心 PCE 变化

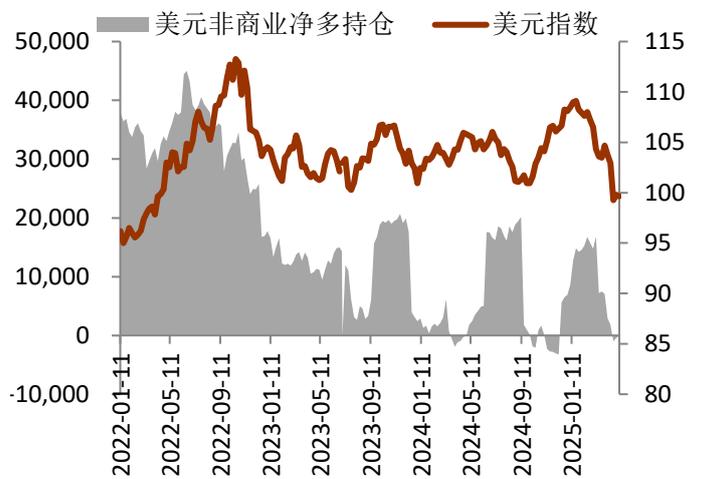


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

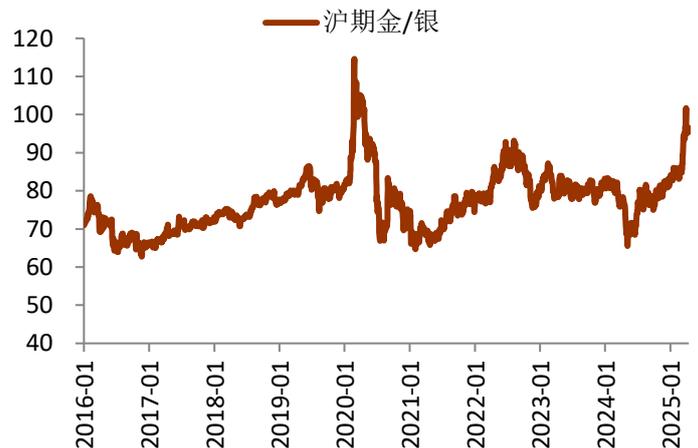
1、金银比价变化

2025年4月初，随着特朗普对等关税落地，金价小幅回调而银价大幅下挫，COMEX金银比价由91短期快速拉升至103.5的高位，而后金价在短暂回调后继续屡创新高，银价也强势反弹收回大部分跌幅但未能达到前期高点，COMEX金银比价在97-104之间波动，目前在103的位置处于高位。沪金银比价在4月初持续走高，清明节后冲高至97，之后国内金价持续走强屡创新高，沪金银比价在稍作震荡后持续走高，在4月22日冲高至101.7的高位，而后小幅回调震荡，目前在98附近。

图表 17 COMEX 金银比价变化



图表 18 沪期金银比价变化

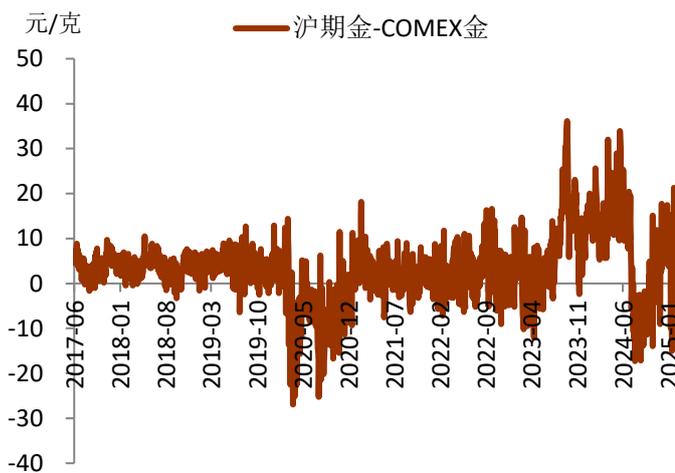


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

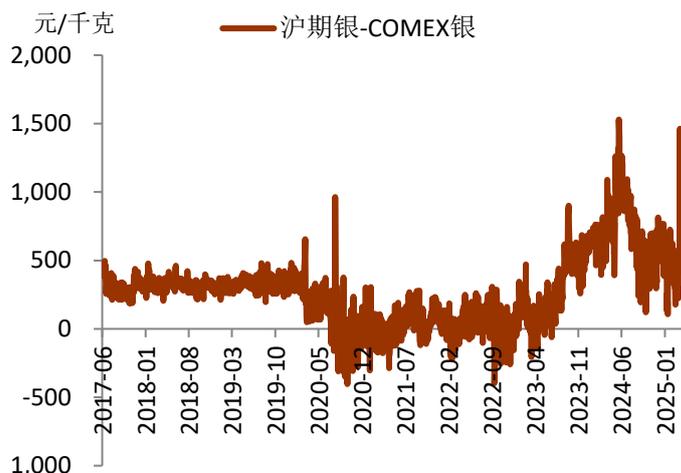
2、期现及跨期价差变化

4月国内投资者投资黄金的热情高涨，国内金价对外盘金价的溢价明显走高，在4月22日内外溢价最高达到45元/克，而后内外盘金价都出现调整，资金参与的热情下降，内盘金价对外盘的溢价才有所回落。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

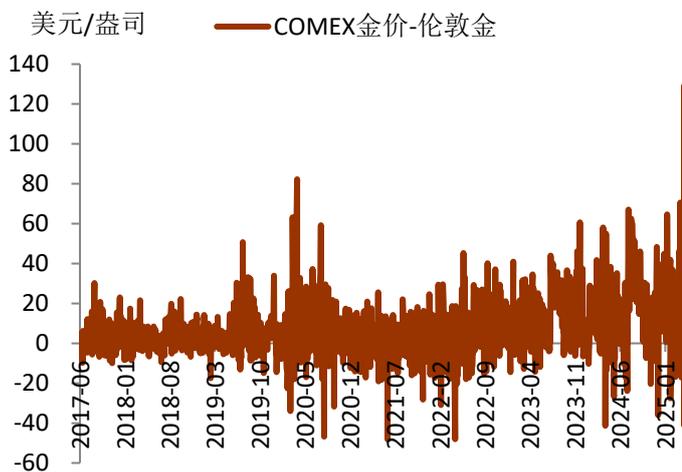


图表 20 沪期银与 COMEX 银价差变化

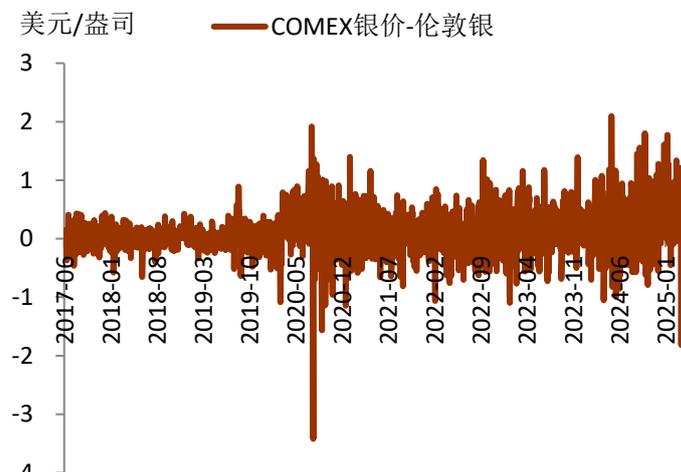


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

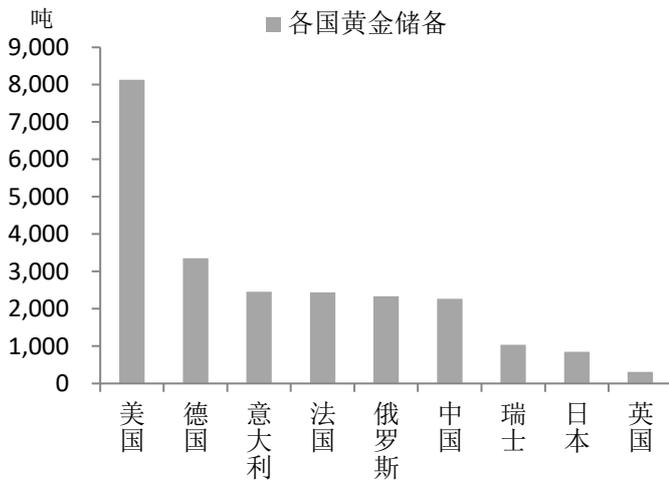
中国央行在暂停增持黄金 6 个月之后，于 2024 年 11 月又重启购金。在金价屡次刷新历史新高的背景下，今年中国央行依然持续增持黄金，一季度累计购入黄金 12.8 吨，推动官方黄金储备总量升至 2292 吨，占外汇储备总额的 6.5%。国家外汇管理局 5 月 7 日发布的最新统计数据显示，截至 2025 年 4 月末，中国 4 月末黄金储备 7377 万盎司，3 月末黄金

敬请参阅最后一页免责声明

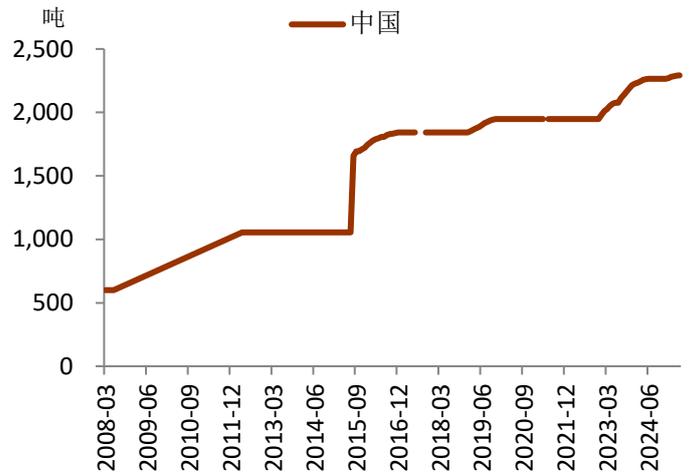
储备为 7370 万盎司，环比增长 0.095%。中国央行连续第六个月增持黄金储备，反映出全球央行对黄金资产配置的战略调整。不过，自去年 12 月以来，央行增持黄金的步伐相对放缓。2024 年 12 月、2025 年 1 月、2025 年 2 月、2025 年 3 月央行依次增持 33 万盎司、16 万盎司、16 万盎司、9 万盎司和 7 万盎司黄金。

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，4 月 2 日对等关税落地，黄金排除在关税之外，COMEX 黄金库存也开始下降。截至 2025 年 5 月 7 日，COMEX 黄金期货的库存有 3968 万盎司，合计约 1234 吨，环比下降 11.96%，但比去年同期增加 125%。近两个月，COMEX 白银库存依然在持续小幅增加，截至 2025 年 5 月 7 日，COMEX 黄金期货的库存有 5.01 亿盎司，合计约 15597 吨，环比增加 2.32%，比去年同比增加 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，金交所的白银库存有所增加，导致国内白银库存增加，4 月金交所

敬请参阅最后一页免责声明

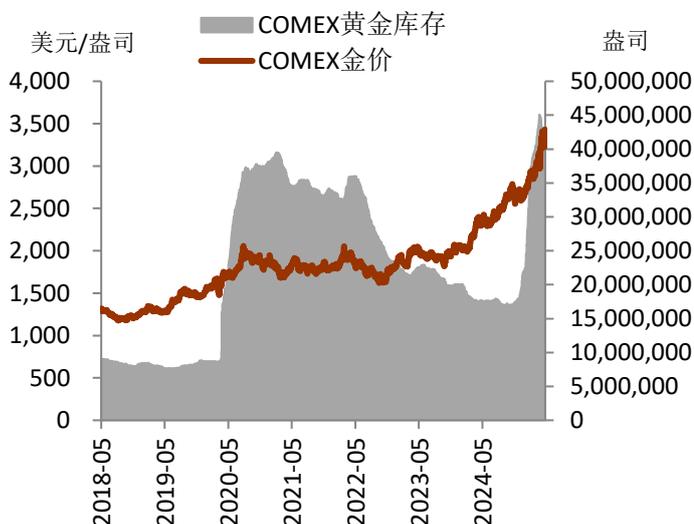
的白银库存又开始下降。截至 2025 年 4 月底，金交所白银库存为 1626 吨，比上月同期减少 105 吨。当前上期所白银库存为 9321187 吨，比上月同期减少 173 吨，两大交易所白银库存共计 2558 吨，比上月同期减少 278 吨。

图表 25 COMEX 贵金属库存变化

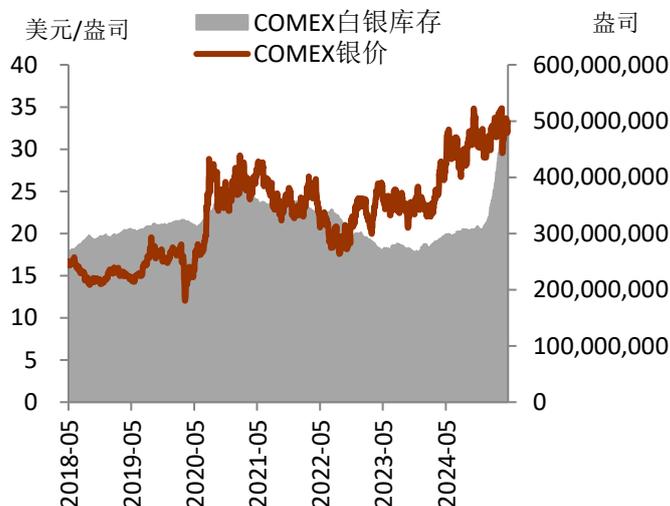
	2025/5/7	2025/4/7	2024/5/7	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	39681948	45071696	17617778	-5389749	-11.96%	22064170	125.24%
白银(千盎司)	501468792	490077011	295771511	11391781	2.32%	205697281	69.55%

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，资金又开始流入黄金白银 ETF，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量高点在 4 月 21 日，有 959 吨，随后金价回调，资金也跟随流出。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 投资需求也成为今年一季度支撑黄金需求的重要力量。

全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量也小幅增加至 4 月 22 日达到阶段性高点 14120 吨之后开始缓慢下降至目前的 13959 吨。可见，近期投资资金对黄金白银的热情都在降温。

今年黄金投资受到国内投资者的特别青睐。根据世界协会最新发布的 2025 年一季度中国黄金市场回顾与趋势分析显示，受金饰需求疲软拖累，2025 年一季度中国市场黄金消费需求总量（包括金条、金币与金饰）为 249 吨，同比下滑 15%。但受益于金条和金币需求激增及金饰需求的季节性反弹，一季度总需求较上季度环比回升 31%。具体来看，中国金饰需求持续承压，但金条和金币投资需求量跃升至 124 吨，环比增长 48%，同比增长 12%，创下有史以来第二强劲的季度表现。此外，中国市场黄金 ETF 需求同步激增，一季度流入约 167 亿元人民币（约 23 亿美元，合 23 吨），创历史新高。金价的飙升与空前的流入量推动黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）和总持仓双双突破历史纪录，分别达到 1010 亿元人民币（约 139 亿美元）和 138 吨的高位。

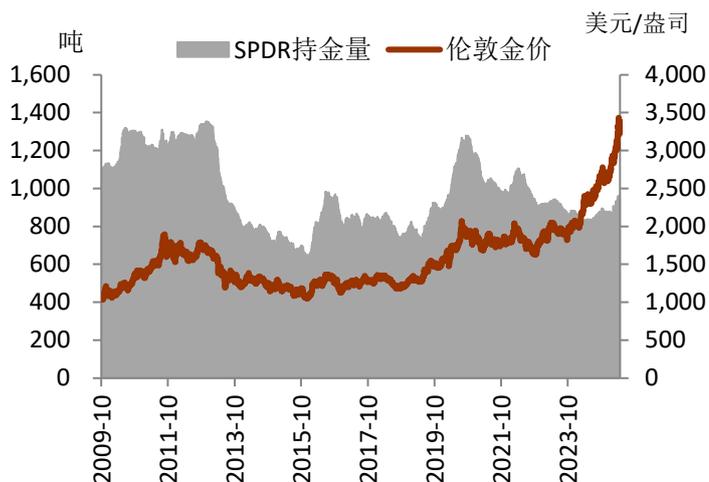
中国黄金 ETF 的持仓增加在 4 月中旬就超过 30 吨，已经超过整个第一季度，并领先于同期美国上市的黄金 ETF。虽然今年一季度美国上市的黄金 ETF 活跃度领先，但 4 月份以来，美国 ETF 的资金流入量为 27.8 吨，落后于中国市场。这一趋势显示，继第一季度以美国为主导的黄金资金流之后，4 月中国投资者对黄金的浓厚兴趣是助推金价重要动力。

图表 30 贵金属 ETF 持仓变化

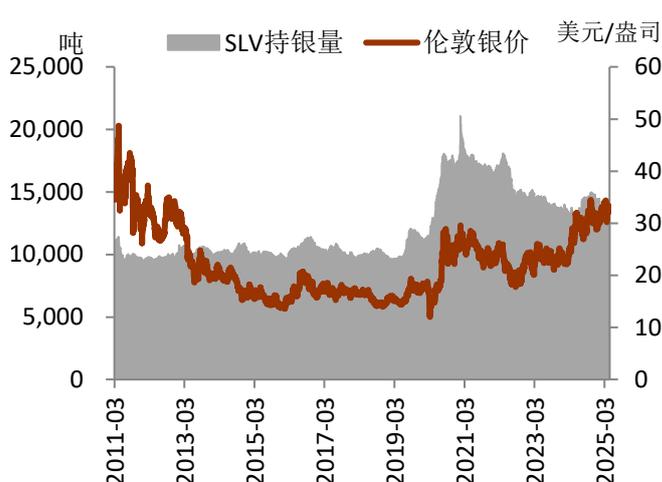
单位：吨	2025/5/7	2025/4/30	2025/4/7	2024/5/8	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	937.67	944.26	926.78	830.47	-6.59	10.89	107.20
ishares 白银 持仓	13958.74	14151.21	13916.38	13189.61	-192.47	42.36	769.13

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，黄金期货的非商业性净多持仓从今年 2 月初就开始下降，可见投机资金在提前获利了结。而白银期货的非商业性净多持仓的阶段性强点在今年 3 月中旬。

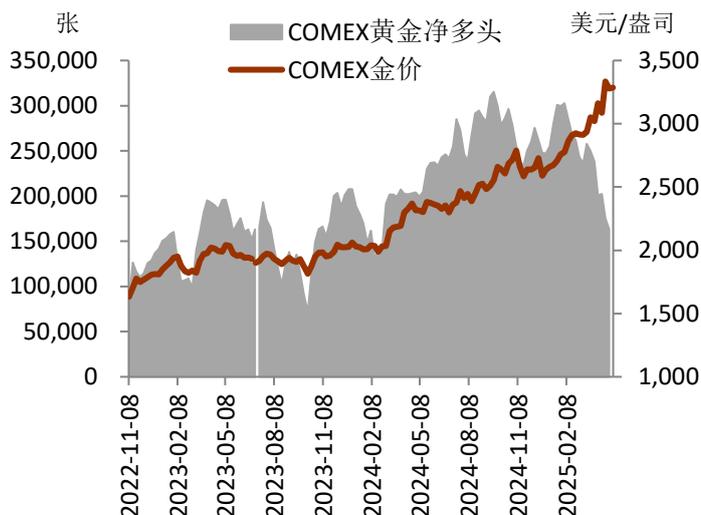
根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 4 月 29 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 240377 张，较今年 2 月初超过 30 万张数量下降明显；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 70299 张。4 月下半月，投机资金在黄金期货上的净多头持仓就在持续下降，但在白银期货上的净多头头寸有小幅增加。

图表 33 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

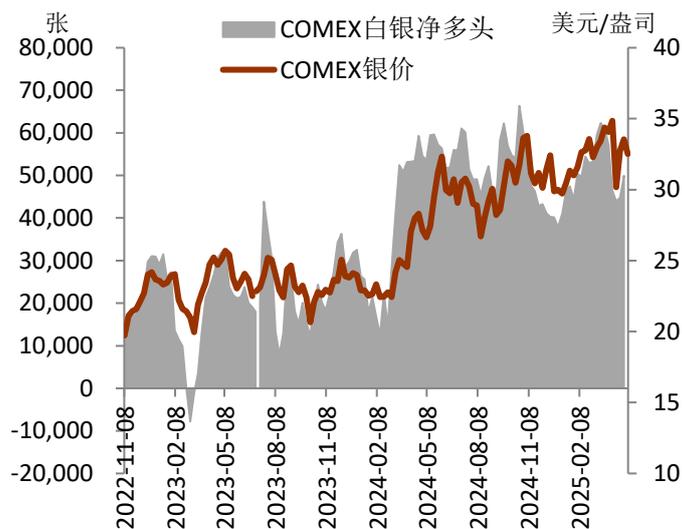
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-04-29	240377	77059	163318	-12060
2025-04-22	258896	83518	175378	-26832
2025-04-15	271707	69497	202210	1495
2025-04-08	269833	69118	200715	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2025-04-29	70299	20356	49943	5217
2025-04-22	64693	19967	44726	777
2025-04-15	65068	21119	43949	-2567
2025-04-08	68426	21910	46516	

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

虽然关税政策依然反复不定，但近期特朗普对于向贸易伙伴施征高额关税的态度有所软化，美国已和英国达成贸易协议，中美双方也重启经贸谈判，市场对于未来不确定性的风险计价走低，短期金银价格回调的风险加大。目前美元的信用受到显著削弱，黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，或将限制金银价格回调的空间。

金银价格在经历了4月的高波动之后，目前进入高位震荡格局。预计5月国际金价的主要波动区间在3100-3500美元/盎司之间，国内金价或在750元/克-810元/克之间震荡。5月国际银价的主要波动区间在30-35美元/盎司之间，国内银价或在7800元/克-8400元/克之间运行。

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：经贸谈判一波三折

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。