

变局交织 金价仍将上行

贵金属期货

研究结论

- 对等关税临近，对全球的冲击或将继续加大，金价的推动力仍将继续。从目前主要影响事件来看，以美国新政府政策及措施为引导，全球进入高度不确定性，贸易摩擦加剧，俄乌冲突和
中东局势反复不定，美国新政府缩减财政开支推动了经济衰退
预期升温等等，这些单一事件都能显著影响金银价格的因素，
还具有巨大反复和不确定性，共同支撑并推动金价再创新高。
相对来说，金价因经济担忧波动更为明显。随着美国缩减财政
开支计划，叠加放缓的通胀数据，通胀逻辑开始转至经济衰退
逻辑，“东升西落”叙述升温，美国“一枝独秀”被打破，美联
储今年降息押注默默上升至 3 次，滞胀预期形成了黄金价格上
涨的优势环境。
- 总的来说，金价看涨情绪高涨，且从主要推动因素上来说，难
有能推动金价转向的因素存在，即金价上行趋势难改。目前主
要风险在于对等关税的覆盖面和强度。若对等关税覆盖面至全
球，但幅度符合目前预期的 20%，那么金价波动有限，未来将
继续上涨。若对等关税覆盖面至全球，且幅度符合远超预期，
那么全球关税的反制措施也将非常强劲，金价或短线冲击回调
后继续走高。

交易咨询业务资格：
证监许可【2012】1091号

完稿时间:2025年3月31日

分析师：	项唯一
研究品种：	贵金属
从业资格证号：	F3051846
投资咨询证号：	Z0015764
TEL：	0575-85225791
E-mail：	xiangweiyi@dyqh.info

重要提示：

本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的
观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的
投资建议。大越期货不会因为关注、收到或阅
读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风
险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上
市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性
进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及
潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关
推荐，不构成 对任何主体进行或不进行某项行
为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据
以作为大越期货所作的承诺或声明。在任何情
况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为
或不作为，大越期货不承担任何责任。

一、行情回顾

图 1：沪金走势



资料来源：Wind

图 2：COMEX 金走势



资料来源：Wind

3 月内外盘金价持续刷新历史最高，月涨幅明显扩大。沪金月涨幅为去年 3 月以来最大涨幅，3 月收涨 7.8%，COMEX 金月涨幅创 2011 年以来的最高，3 月收涨 10.84%。3 月金价呈现与去年不同上涨节奏，缓慢上涨但回调明显收窄，整体呈现持续上涨趋势。整月事件呈现每天刷新，反复转变的状态，美国关税、缩减财政开支、地缘冲突等事件变化多样。但月内金价对事件反应逐渐疲软，金价反映非常有限，反而经济衰退担忧对金价推动更为明显。月中，美国政府停摆担忧高涨，COMEX 金上破 3000 关

口，此后中东局势紧张，叠加美联储会议市场押注宽松信号，金价继续走高。至月末，临近美国对等关税公布，避险情绪再度升温，金价扩大涨幅，月内持续刷新历史最高。COMEX 金最高达 3162 美元/盎司，沪金最高达 732.1 元/克。

图 2：沪银走势



资料来源：Wind

图 2：COMEX 银走势



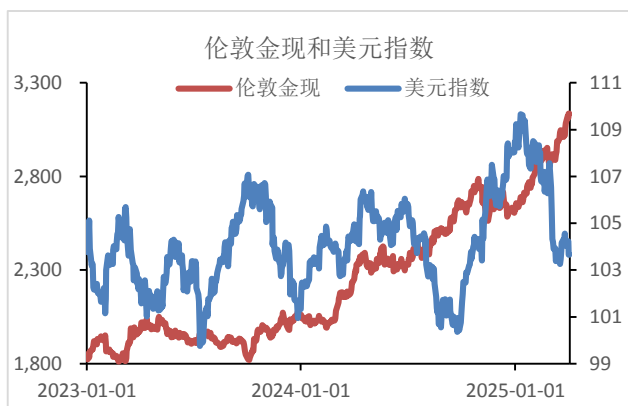
资料来源：Wind

3 月银价基本跟随金价大幅上涨，曾短线追涨金价，但依旧弱于金价。沪银收涨 7.78%，COMEX 银收涨 10.38%，COMEX 银再继续逼近最高，美欧见价差依旧未收敛，推动 COMEX 走势更为强劲。银价走势与金价走势差别明显，月内波动显著高于金价，呈现短暂大幅上行又迅速回落的走势，与去年持续走高趋势完全不同。银价整体在上

请务必阅读正文之后的免责声明

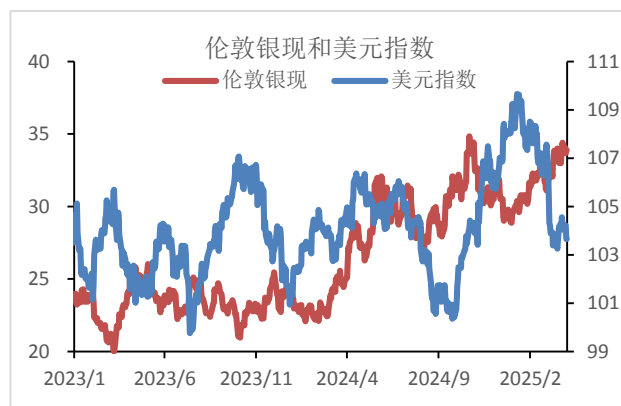
行趋势中弱于金价，但受月内铜铝关税生效影响，银价一度明显强于金价。另外事件主要跟随金价波动，短暂出现涨幅扩大情况。至月末，临近美国对等关税公布，避险情绪再度升温，叠加关税对银和有色再增担忧，银价明显走高，沪银最高达 8545 元/千克，COMEX 银最高达 35.495 美元/盎司。

图 5:美元反弹，金价也继续走高



数据来源：WIND

图 6: 美元和银价相关性有限



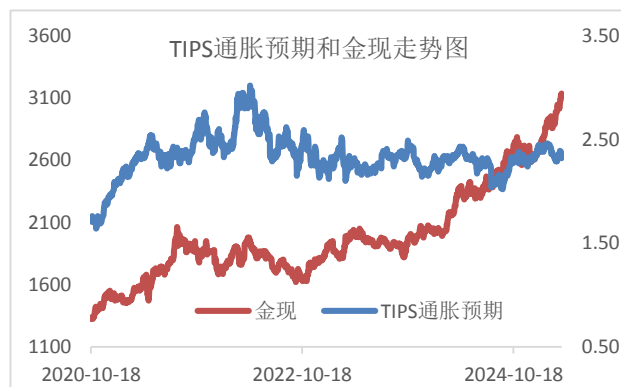
数据来源:WIND

图 7:金银比继续走高



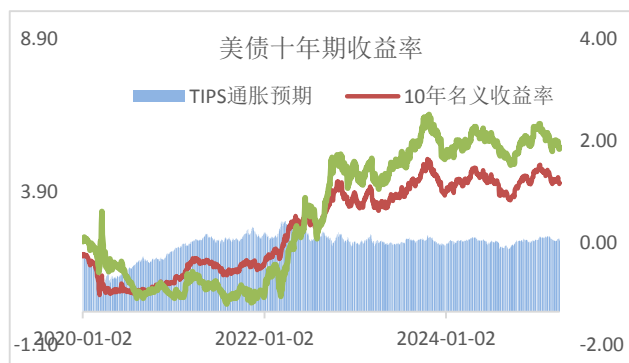
数据来源：WIND

图 8: 通胀预期维持震荡



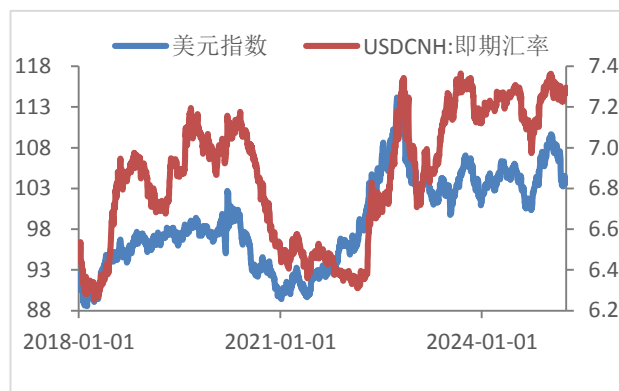
数据来源：WIND

图 9: 美债收益率持续回升



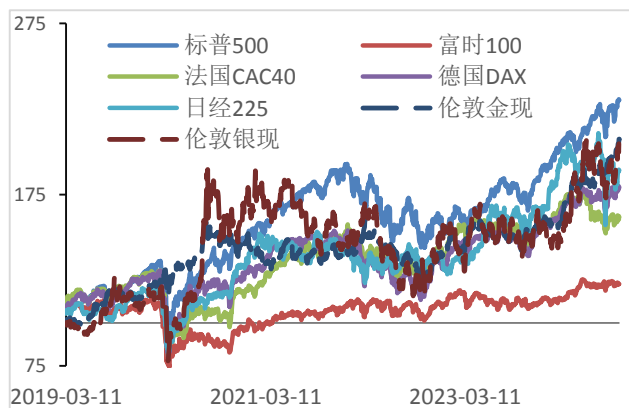
数据来源: wind

图 10: 人民币震荡走强



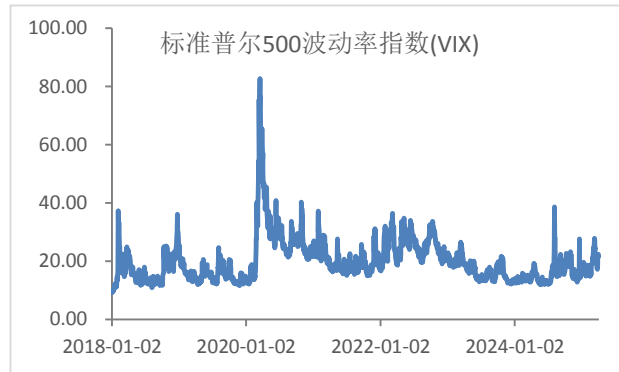
数据来源: WIND

图 11: 金银受风险偏好同向影响



数据来源: WIND

图 12: VIX 恐慌指数波动加大



数据来源: WIND

三、基本面

从目前主要影响事件来看，以美国新政府政策及措施为引导，全球进入高度不确定性，贸易摩擦加剧，俄乌冲突和中东局势反复不定，美国新政府缩减财政开支推动了经济衰退预期升温等等，这些单一事件都能显著影响金银价格的因素，还具有巨大反复和不确定性，共同支撑并推动金价再创新高。

相对来说，金价其实因经济担忧波动更为明显。随着美国缩减财政开支计划，叠加放缓的通胀数据，通胀逻辑开始转至经济衰退逻辑，“东升西落”叙述升温，美国“一枝独秀”被打破，美联储今年降息押注默默上升至3次，滞胀预期形成了黄金价格上涨的优势环境。但美国经济数据并未呈现恶化趋势，衰退预期或难以持续维持，金价受此推动也难以顺畅。

（一）全球变局交织，金价持续走高

从一月以来，对于美国新政府关税措施不断，贸易摩擦担忧升温，反复多变更加推高黄金的避险需求，金价易涨难跌的趋势未变，延续今年以来走势，金价难以回落，持续走高。但实际上金价对关税措施反应愈发疲弱，前期饱满的预期降低了金价的推动力，但4月对等关税临近，金价向上趋势未变。地缘冲突方面虽有进展，仍未有结果，因此地缘冲突再度升级的可能性依旧较高，这是近年来能持续推高金价的因素之一，所以金价仍有继续推高的可能。

（1） 关税措施反复，对等关税将来袭

关税方面反复依旧，但实质性开始加征主要是对国内和钢铝关税，因此市场对于关税本身的反应逐渐脱敏，但关税本身的不确定性，和未来对经济衰退担忧，通胀高升的预期高涨，持续推升金价。接下来，美国“对等关税”将来临，将继续重击市场，金价上行趋势依旧未能改变。如果对等关税如特朗普所说的全面，虽然短时间对市场的冲击较大，反而今年比较重大的不确定事件——贸易冲突落地，这或将推高金价后回落。

加拿大和墨西哥方面，商品关税再延迟，因此市场开始对关税措施逐渐脱敏。月初美商务部长表示，3月4日将对加墨加征关税，关税水平待特朗普决定，关税水平可能低于25%。3月6日，特朗普让步，暂缓美墨加协定下加墨商品关税至4月2日，加拿大回复不会撤除报复性关税，但也推迟。加拿大财政部长表示，加拿大将对价值1250亿美元美国商品的第二波关税推迟至4月2日实施。

国内方面，美对中再加征10%关税，今年以来累计加征20%，中国相对应反制，没有协商的意愿。中国对美部分进口商品加征10%、15%关税，包括鸡肉、玉米、大豆等。自2025年3月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。对

鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15%关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10%关税。

另外月中对加拿大关税生效，自 2025 年 3 月 20 日起，对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征 100%关税；对原产于加拿大的水产品、猪肉加征 25%关税。

钢铝关税在 3 月 12 日生效，欧盟加拿大反制关税，墨西哥待 4 月 2 日再反击。欧盟将对逾 280 亿美元美国商品征关税，4 月 13 日全面到位，继续寻求与美达成协议。加拿大对 201 亿美元进口美国产品征 25%关税。3 月 20 日，欧盟推迟首批对美关税反制措施至 4 月中旬生效。欧盟发言人称，此举旨在让欧盟官员有时间完善打击美国产品的名单，也将为与美国政府的讨论提供更多时间。

汽车关税加增 25%，多国进行反制。汽车关税将于 4 月 2 日生效，将于 4 月 3 日开始征收。针对美国对进口汽车征收 25%关税，德国、加拿大、日本、欧盟、韩国、墨西哥、巴西方面纷纷发声，反对美国的新关税政策，并表示将考虑采取措施进行应对。根据高盛最新预测，若无法转嫁成本，丰田、本田等日本车企巨头的利润将遭“腰斩”，其中日产和马自达的营业利润跌幅可能高达 66%和 34%。特朗普警告：若联手抗美，关税会“远超”目前计划。

对等关税将来袭，全面关税影响范围巨大，但目前猜测较多，且美国新政府也没有明确指引，市场反应较为平静。美国财政部长贝森特表示，针对各国贸易限制措施的“关税编号”将在 4 月 2 日正式生效。15%的国家将占据大部分被征收关税的份额。他还表示，美国的基本经济状况“健康”，没有理由陷入衰退。3 月 21 日，特朗普称对等关税会“灵活”。特朗普说，对等关税计划会有灵活性，“灵活是因为关税是对等的。” 3 月 26 日，英国《金融时报》，美国总统特朗普着眼于 4 月 2 日出台两步走的关税计划，其中包括立即征收高达 50%的关税，并立即对进口汽车征收关税。特朗普团队还在讨论对贸易伙伴启动所谓的 301 调查，并考虑征收 15%的临时关税。

表 1：至今关税情况

关税目标	事件
加拿大	25%。2月1日宣布;原定2月4日实施;延期至3月4日;3月7日宣布2920亿美元(非能源);1200亿美元符合美墨加协定的产品在4月2日前豁免关税
墨西哥	25%。2月1日宣布;原定2月4日实施;延期至3月4日;3月7日宣布5040亿美元符合美墨加协定的产品在4月2日前豁免关税
中国	2月1日宣布提高10%;2月4日生效;3月4日再提高税率10%, 隔日中国反制, 2月10日煤炭天然气等加征10%-15%; 3月10日主要对农产品加征10%-15%
欧盟	2月26日宣布, 具体未定
钢和铝	25%。2月10日宣布;3月12日生效
汽车	25%。2月12日宣布;4月2日生效
铜	2月25日启动调查;报告截止11月22日
对等关税	对等关税2月13日宣布;建议截止4月1日; 4月2号公布生效
半导体和药品	1月27日宣布;2月18日指定税率;生效日期未知的关税, 加拿大准备对价值1550亿加元的美国商品征收关税
木材及衍生品	3月1日宣布;报告截止11月26日
农产品	3月3日宣布;4月2日生效, 具体未知

资料来源：新闻整理

（2）地缘冲突和缓，但不影响金价上行

俄乌谈判获得明显进展，谈判趋势乐观，但不影响金价强劲的看涨情绪。3月初，美乌两国领导人的面谈并不“和谐”，美乌未签署矿产协议。3月11日，美国和乌克兰高级别代表团在沙特吉达的会谈结束，随后美乌发表联合声明。声明称乌克兰愿接受美国提出的30天临时停火。美方将立即解除情报共享暂停的状态，并为乌方提供安全援助。两国总统同意尽快就乌克兰关键矿产资源开发达成全面协议，以增强乌克兰经济并确保乌克兰的长期繁荣与安全。但随后俄方撂狠话“协议由战场决定”。科萨切夫说，制定任何协议都需要妥协，乌克兰目前在冲突中处于守势，俄罗斯则正在前进。“真正的协议由战场决定。”

3月18日，美国白宫发布声明表示，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京通话，双方谈到了乌克兰冲突中和平与停火的必要性，且都同意这场冲突需要以持久和平结束。双方还强调需要改善美国和俄罗斯之间的双边关系。3月25日，美发布与俄乌会谈声明。声明称，美国和俄罗斯、乌克兰已同意在黑海确保航行安全，杜绝使用武力，并防止将商业船只用于军事目的。美国将帮助俄罗斯恢复农产品和化肥出口进入世界市场的渠道，降低海上保险成本，并加强此类交易的港口准入和支付系统。俄称黑海航行安全协议将在撤销部分制裁后生效，同意落实能源设施停火。特

朗普表示，俄罗斯和乌克兰将就海上停火达成一致，将考虑俄罗斯提出的制裁减免请求。月末，特朗普威胁对俄石油征收 25% 的二级关税，称计划与普京通话。特朗普称，他对普京质疑泽连斯基的可信度感到愤怒，因为那可能推迟停火。如果俄美不能达成停止乌克兰境内流血事件的协议，而且他认为错在俄方，他将决定对俄油征收二级关税。停火协议仍未有结果，虽有反复，但市场乐观情绪仍存，只是金价对此反应有限。

中东局势再度紧张，地缘推动金价再度走高。中东局势月内有明显和缓趋势，且结束预期都开始升温，但至下半月，中东局势再度紧张，再度推升金价。金价在绝对看涨情绪中，只对局势紧张有单边反应。

美伊谈判乐观预期升温，但月末再度反转，避险情绪继续推动金价走高。3 月 4 日，据央视新闻，普京已同意作为美国和伊朗核问题谈判的中间人。俄罗斯和美国驻利雅得代表已同意就伊朗局势举行单独会谈。3 月 15 日美军对胡塞武装发动大规模袭击，3 月 18 日特朗普警告伊朗必须立即停止对胡塞武装的支持。特朗普称，从现在开始，胡塞武装开出的每一枪都将算在伊朗的武器和领导人头上，伊朗将被追责并承受“可怕的”后果。

3 月 18 日，哈马斯方面称，以色列单方面结束停火，内塔尼亚胡政府推翻停火协议，使在加沙地带的以色列被扣押人员面临未知的命运。

（二）经济衰退担忧高涨，降息押注默默上升至 3 次

金价近期受事件预期推动明显，反而对货币政策的反应有限，本质上是对未来巨大担忧下的同步预期转变，“滞涨”叠加宽松螺旋，那么金价上行环境优越。美国新政府政策全面提升了全球的不确定性，关税措施叠加美国 DOGE 和减税趋势，美国经济衰退预期飙升，在即使依旧偏强韧的经济数据下，依旧未能改变经济预期的恶化，同时美联储降息押注默默上升至 3 次。另外，特朗普多次抨击美联储主席鲍威尔，希望大幅降息，即使美联储多次强硬否认，市场依旧未能剔除政治压力对美联储的影响。同时，关税措施全面打击全球经济预期，宽松周期将更加确定，宽松周期将继续。所以未来滞涨且宽松的预期环境下，金价上涨环境非常优越，金价上行趋势难以改变。

美联储 3 月议息会议继续按兵不动，4 月起放慢缩表，预计年内降息的官员减少，

下调今年经济预期、上调通胀预期。美联储声明删除就业和通胀目标风险大体均衡的说辞，称经济前景不确定性增加。放慢缩表的方式为，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元。仍预计今年两次降息，但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。

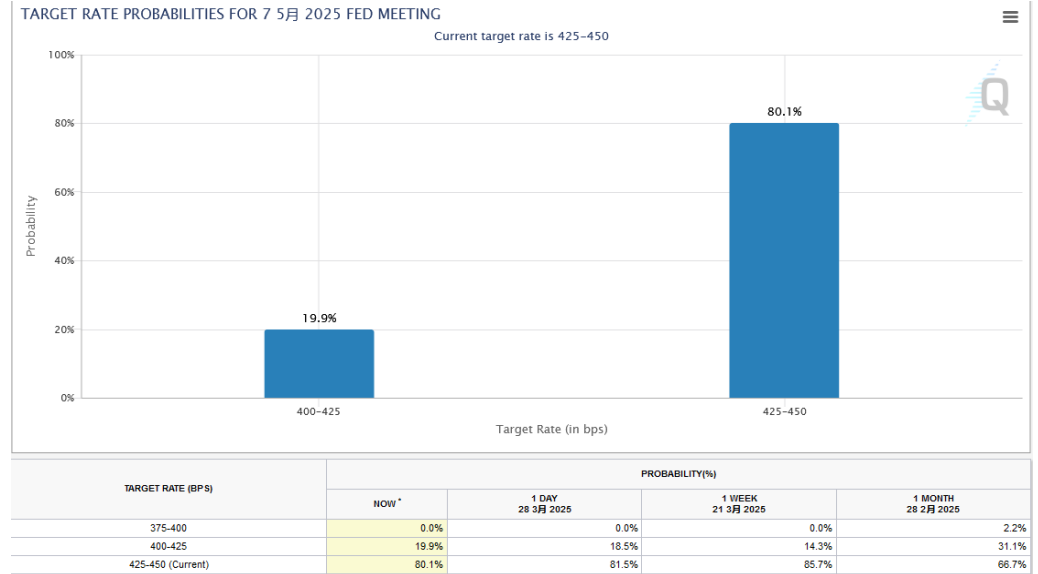
担心特朗普关税拖累全球经济增长，市场押注美联储今年降息三次。美联储“三把手”：开始考虑关税对价格的影响，目前没必要调整政策。鲍威尔表示，当前美国经济稳健，美联储仍无需急于降息，等待特朗普政策更明确。虽然外界普遍对特朗普政府的贸易政策快速变化感到不安，但美联储主席鲍威尔周五的言论显示他并不担心美国经济。

美联储降息押注默默上升至 3 次，虽然金价对此反应非常有限，且市场与美联储态度反差巨大，但未来若“对等关税”远超预期，那么大幅降息或将可见。5 月降息预期明显升温至 80%，去年降息押注从 1 次上升至 3 次，无论是降息次数和降息时间都呈现市场悲观的情绪。市场之所以提前降息预期从 5 月开始，是因为市场认为 6 月关税将在通胀数据上反应，因此 5 月前将是最好的降息关口，同时关税和减税影响下，甚至美国债务“崩溃”的可能下，经济崩溃下美联储将“救市”。市场逻辑在于经济增长，那么无论是经济增长还是货币宽松，这两方面都将推动金价走高。

欧央行经济压力继续加大，扩大降息幅度预期升温。欧洲央行宣布，将存款机制利率、主要再融资利率和边际贷款利率均下调 25 个基点，符合市场预期。本次降息是欧洲央行年内第三次降息，也是继 9 月非对称降息后连续第二次降息，降息后三大关键利率分别降至 3.25%、3.40%、3.65%。欧洲央行行长拉加德称降息方向明确，但步伐待定，就关税和美联储隔空反驳特朗普。拉加德表示，最近的通胀数据“相对令人放心”，但他们还是会谨慎对待具体降息幅度和速度，不会太快下结论。欧元区工资增长和服务价格仍然很高，仍需警惕未来几个月可能出现通胀暂时反弹的情况。

总的来说，关税担忧下经济衰退担忧高涨，美联储即使面临“两难”选择下，市场依据更担心经济的崩溃和政治压力驱动，那么“滞涨”叠加宽松，那将是金价上涨的绝佳环境。未来若“对等关税”远超预期，那么大幅降息或将可见。只要关税措施没有消失，即使不如预期那么悲观，也是金价上涨的优秀环境，这也另金价长期上行趋势上反而更加坚定。

图 13：5 月降息率达 80%



资料来源：CME

图 14：3 月初今年降息次数为 1 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.2%	88.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	46.9%	47.9%
2025/5/7	0.0%	0.0%	1.2%	14.6%	47.1%	37.1%
2025/6/18	0.0%	0.4%	6.0%	26.3%	43.5%	23.8%
2025/7/30	0.1%	1.3%	9.1%	28.9%	40.5%	20.1%
2025/9/17	0.3%	2.8%	13.0%	31.2%	36.5%	16.2%
2025/10/29	0.6%	3.9%	14.9%	31.7%	34.4%	14.5%
2025/12/10	0.9%	4.9%	16.4%	32.0%	32.6%	13.2%

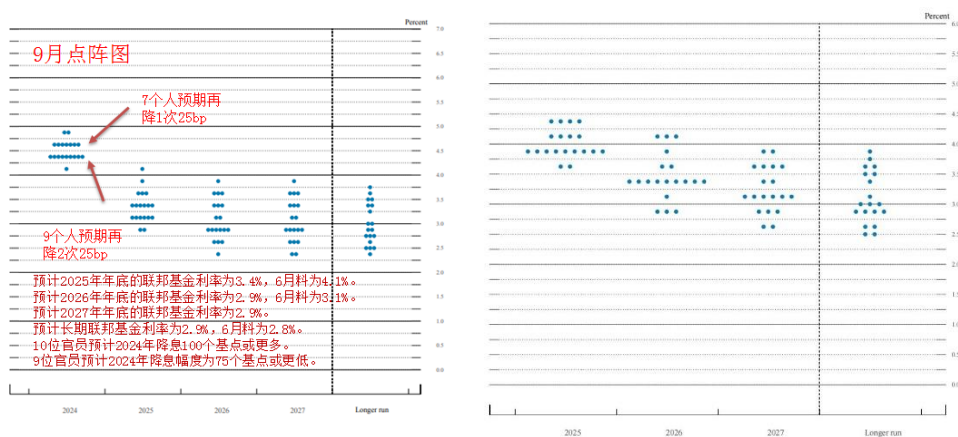
资料来源：CME

图 15：3 月末降息次数已经上升至 3 次，且提前至 5 月开始降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.9%	80.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	66.0%	18.8%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	47.8%	35.7%	6.7%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	36.2%	39.4%	15.5%	2.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.5%	37.4%	30.7%	10.6%	1.3%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.3%	27.9%	33.9%	20.2%	5.8%	0.6%	0.0%

资料来源：CME

图 16：3 月点阵图暗示年内仍将降息 50bps，但支持降息人数继续减少



资料来源：CME

（三）美欧经济预期分化，美国“一枝独秀”被打破

经济增长放缓依旧是金银价格最核心的推动力，关税和财政两方面显著打击了经济增长预期。月内，美国债务上限问题，前期的 DOGE 计划，叠加愈发过分的关税措施，经济衰退担忧明显升温，同时也加深了债务违约的担忧，低财政支出-经济衰退-债务违约-经济崩溃的逻辑循环打击市场，即使在美国现有数据依旧有韧性的情况下，经济衰退担忧飙升。另外，在美国缩减财政开支的同时，欧洲大幅提高国防支出，与之前完全相反的大额财政支出，欧洲经济预期可谓反转，因此更加加深了美国经济衰退担忧，美国“一枝独秀”被打破，再度加深了美元资产信心的动摇，黄金的“美元替代”再升温，金价上行动力更加充足。

特朗普国会演讲表示，关税将继续、寻求废除《芯片法案》、美乌矿产协议即将签署。特朗普重申，削减联邦开支将有助于削减债务、将降低按揭贷款利率、将平衡联邦预算。特朗普同时称赞了利率的下行，其表示将寻求永久性的全面减税，敦促国

请务必阅读正文之后的免责声明

会通过减税措施。在芯片方面，特朗普称，美国应该废除 520 亿美元的《芯片法案》补贴计划，并利用该法案的资金来减少债务。美国经济衰退预期高涨，高盛、摩根大通模型都显示，美国衰退风险上升。据高盛的模型，市场隐含的经济衰退概率已从 1 月份的 14% 上升至 23%，摩根大通则更加激进，预期衰退风险超 3 成。此外，恐慌指数持续上涨反映出投资者对经济衰退的担忧。

当地时间 3 月 4 日，欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧洲准备大幅提高国防支出，并将向成员国提供 1500 亿欧元的贷款用于国防投资，同时表示可动用近 8000 亿欧元打造安全有韧性的欧洲。3 月 7 日，8000 亿欧元“重新武装”计划获批，欧盟成员国一致同意增加国防开支。该计划旨在调动 8000 亿欧元，打造“一个安全而有韧性的欧洲”，包括向成员国提供 1500 亿欧元的贷款（约合 1600 亿美元），专门用于成员国军事支出，同时在国防开支方面给予各国财政灵活性。27 个成员国在联合声明中呼吁各国部长紧急详细审查这些提案。

德国“历史性转变”，或载入欧洲史册！寻求欧盟“长期”投资国防，在赤字和债务限额上“180 度逆转”。德国正寻求让欧盟对国防支出实施长期财政规则豁免，超越了欧盟委员会主席冯德莱恩本周早些时候提出的四年豁免期，标志着在即将上任的总理默茨的领导下，德国在赤字和债务立场发生重大转变。同时，这也加大了对其他欧盟政府的压力，促使它们跟进。

中国政府工作报告提出 2025 年经济社会发展政策取向：实施更加积极的财政政策，赤字率拟按 4% 左右安排，赤字规模 5.66 万亿元，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，拟发行特别国债 5000 亿元，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元；实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，更大力度促进楼市股市健康发展，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；强化宏观政策民生导向，打好政策“组合拳”。

从财政方面角度来说，美国缩减财政开支与其他经济体产生了巨大分歧，推动了美国经济衰退预期升温。财政是特朗普就任期间最核心部分，高额的财政赤字限制了特朗普更多的新财政支出方向，因此财政“开源节流”迫在眉睫，这也是在目前多重变局下最终的方向。经历了疫情以来持续宽松的财政后，紧缩财政赤字打击了经济预期，加深了市场担忧，也推动了金价持续走高。

关税打击下，全球经济预期都显著下调，通胀预期明显抬升，市场关注与关税对未来经济数据的影响，金价对偏弱的经济数据反映明显，但对偏强的数据视而不见。近期公布的美国通胀数据回落，零售销售恢复不及预期，给经济衰退预期再添砖加瓦，降息预期再度提升，也推动了金价走高

经合组织下调今明两年全球经济增长预期，预计 2025 年和 2026 年全球经济将增长 3.1% 和 3%，分别下调 0.2 和 0.3 个百分点。美国今明两年经济增长预期分别被

下调 0.2 和 0.5 个百分点，至 2.2%和 1.6%。

美国经济数据继续放缓，但并未有恶化趋势，在悲观预期下降息预期明显升温。。

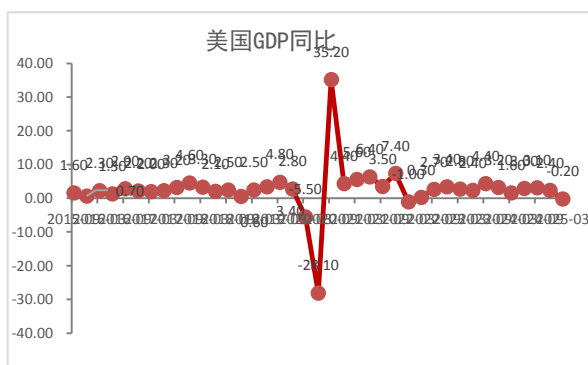
服务业 PMI 不降反升，美国 2 月 ISM 服务业 PMI 不降反升至 53.5，高于预期的 52.5 和 1 月的 52.8。就业分项指标连续三个月上升，创 2021 年 12 月以来新高。衡量材料和服务支付成本的指标升至 2023 年初以来最高的读数之一。**美国非农数据低于预期，失业率上升，但整体平稳**。美国 2 月新增非农就业人口 15.1 万略低于预期，失业率意外上升至三个月来高位 4.1%。分析认为，非农就业报告进一步证实了美国就业市场正在疲软的趋势。**CPI 明显回落，降息预期升温**。美国 2 月 CPI 全线超预期降温，同比增长放缓至 2.8%，核心 CPI 增速 3.1 为四年最低。美国 2 月 CPI 同比放缓至 2.8%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。2 月核心 CPI 同比上涨 3.1%，创 2021 年 4 月以来新低，环比上涨 0.2%，也均低于市场预期。美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过预期的 2.7%和前值 2.6%；环比则上涨 0.4%，超出预期和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。**消费者信心明显恶化，通胀预期迅速升温**，美国消费者信心创逾两年新低，长期通胀预期创 1993 年以来最高。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 57，低于初值 57.9，创逾两年新低。一年期通胀预期终值 5%，初值 4.9%；五年期通胀预期终值 4.1%，为 1993 年 2 月以来最高，初值 3.9%。**零售销售恢复乏力，经济担忧再升温**，美国 2 月零售销售环比升 0.2%，不及预期的 0.6%，1 月份修正后为下降 1.2%，创 2021 年 7 月以来的最大降幅。美国经济数据继续呈现放缓趋势，但放缓程度依旧有限，3 月以来经济预期的影响逐渐加强，关税对经济的拖累继续。若经济衰退幅度远超预期，那么金银价格将再度冲击高位。

图 12：美国经济热土图

宏观指标		2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
国民经济	GDP同比	%			2.53			2.72			3.04			2.90
	GDP环比折年率	%			2.40			3.10			3.00			1.60
对外贸易	出口	同比%		4.11	2.55	6.62	2.08	3.12	5.44	5.16	5.72	4.06	4.63	1.57
	进口	同比%		23.06	12.25	9.48	4.56	9.56	8.14	8.91	7.52	6.55	4.56	3.87
	贸易差额	百万美元		-131382	-98062	-78239	-73727	-85014	-71444	-79886	-74180	-76632	-75905	-68547
景气指数	ISM制造业	%		50.30	50.90	49.30	48.40	46.50	47.20	47.20	46.80	48.50	48.70	49.20
	ISM非制造业	%		53.50	52.80	54.10	52.10	56.00	54.90	51.50	51.40	48.80	53.80	49.40
	Markit服务业PMI	%	54.3	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20	55.70	55.00	55.30	54.80	51.30
	Markit制造业PMI	%	49.80	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30	47.90	49.60	51.60	51.30	50.00
	密歇根消费者信心	%	57.00	64.70	71.70	74.00	71.80	70.50	70.10	67.90	66.40	68.20	69.10	77.20
工业	工业总产值	环比%		0.60	0.51	1.11	-0.38	-0.66	-0.56	0.82	-1.29	0.31	0.47	-0.21
	耐用品新订单	环比%		0.94	3.34	-1.76	-1.99	0.75	-0.36	-0.85	9.82	-6.87	0.09	0.23
	制造业新订单核心	环比%		-0.27	0.92	0.19	0.81	-0.12	0.30	0.20	-0.28	0.55	-0.89	0.23
房地产	成屋销售	万套		426.00	409	429	417	403	390	393	398	393	406	408
	营建许可	环比%		-0.95	-0.61	-0.74	5.21	-0.42	-3.06	4.55	-3.30	3.93	-2.85	-3.03
	新屋开工	环比%		11.19	-11.53	16.93	-2.90	-0.81	-1.74	9.27	-5.04	1.06	-4.50	6.00
	标普/CS房价指数	同比%			4.67	4.52	4.36	4.24	4.61	5.20	5.94	6.56	6.90	7.26
	NAHB房市指数	同比%	-23.53	-12.50	6.82	24.32	35.29	7.50	-6.82	-22.00	-26.79	-21.82	-10.00	13.33
公共部门	财政盈亏			307017	128640	86732	366763	257450	-64690	380080	243741	70965	347131	-209529
私人部门	个人收入	环比%		0.77	0.66	0.35	0.29	0.57	0.32	0.13	0.17	0.17	0.30	0.15
	个人支出	环比%		0.43	-0.28	0.86	0.56	0.39	0.70	0.19	0.60	0.25	0.48	0.26
	零售销售	同比%		-0.88	4.43	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12	3.82
就业	失业率	%		4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.20	4.10	4.00	3.90
	非农新增	千人		151	125	323	261	44	240	71	88	87	193	118
	ADP新增	千人		77	186	176	204	221	194	180	42	136	164	113
	平均时薪	环比%		0.28	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	0.23
	职位空缺	千人			7740	7508	8031	7615	7103	7649	7504	7412	7901	7619
通胀	核心CPI	同比%		2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40
	核心CPI	同比%		3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60
	PCE	同比%		2.54	2.52	2.60	2.46	2.34	2.10	2.28	2.47	2.44	2.57	2.72
	核心PCE	同比%		2.79	2.66	2.86	2.83	2.82	2.66	2.73	2.67	2.63	2.67	2.89

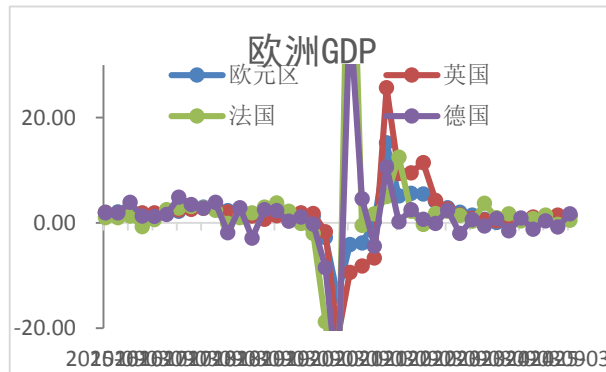
资料来源：wind

图 13：美国 GDP 增速回落



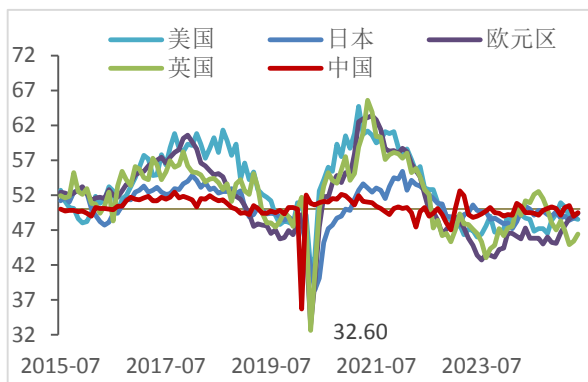
数据来源：WIND

图 14：欧洲经济分化，欧元区 GDP 回升



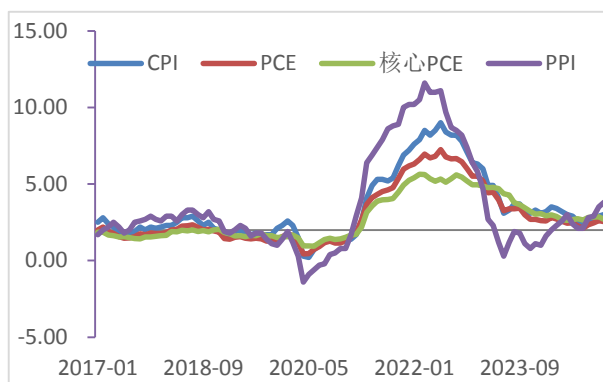
数据来源：WIND

图 15:制造业 PMI 至荣枯线以下



数据来源: WIND

图 17:美国通胀一度回升后再度回落



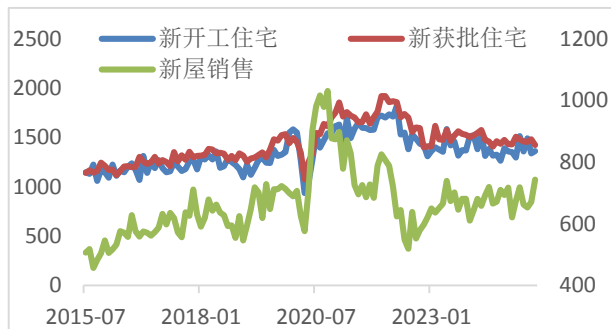
数据来源: WIND

图 18: 消费信心指数加速回落



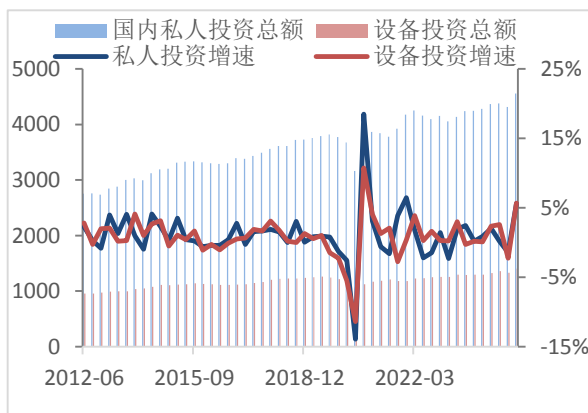
数据来源: WIND

图 19: 美国房地产企稳



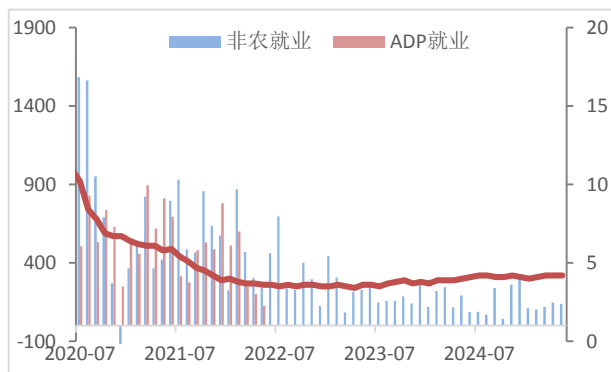
数据来源: WIND

图 20:投资增速有所回升



数据来源: WIND

图 21:失业率平稳

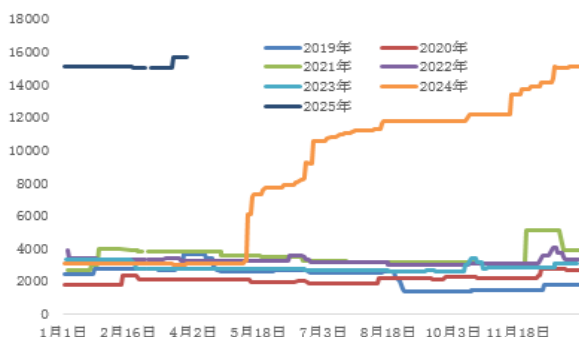


数据来源: WIND

三、库存和持仓

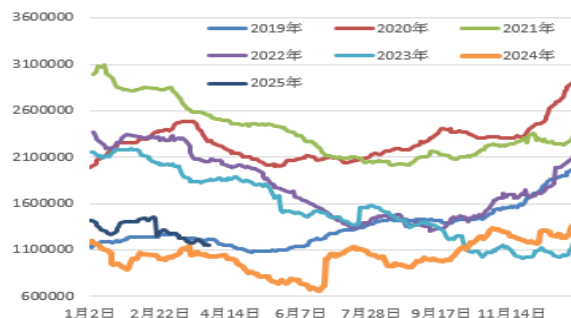
截止 3 月 31 日，沪金库存 15675 千克，增加 603 千克，增幅再度扩大，市场对于目前金价高位认可度继续增加；沪银库存 1174698 千克，库存继续减少至 105536 千克，银价跟随金价走强，但幅度明显较弱。截止 3 月 31 日，COMEX 金仓单显著增加至 43806863.43 千克，明显增加 4392709.664 千克，增长 11.14%；COMEX 银库大幅增加至 475357558.5 千克，库存增加 66549489.35 千克，增长 16.27%。COMEX 金银库存都刷新历史最高，钢铝关税叠加对等关税担忧下，美盘金银价格大涨，另欧美间期现价差明显走扩，套利交易推动大量的金银从伦敦运往美国交割，仓单量飙升，也推动金银价格维持了高位。

图 22:沪金库存继续增加



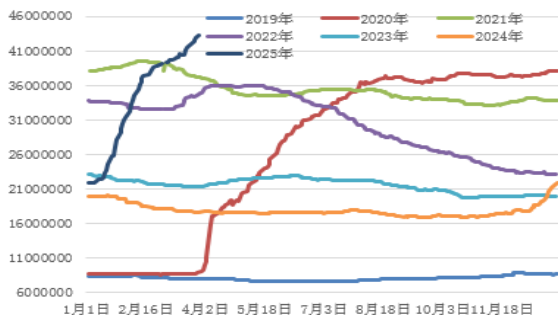
数据来源: WIND

图 21: 沪银库存继续减少



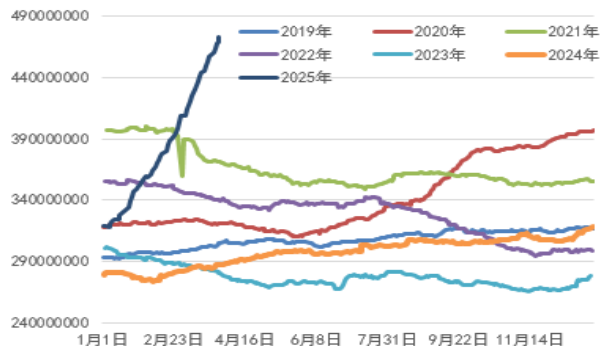
数据来源:WIND

图 22:COMEX 金库存大幅增加



数据来源: WIND

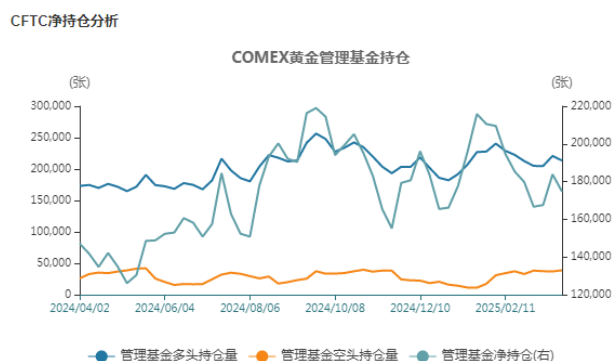
图 23:COMEX 银库存直线增加



数据来源: WIND

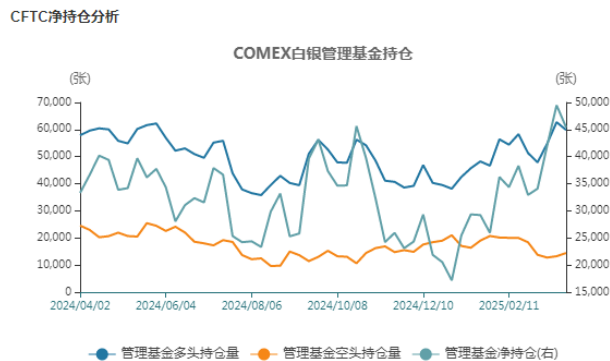
截止 3 月 25 日，CFTC 黄金持仓净多一度走强，整体依旧多增空减，空头持仓较为平稳；CFTC 银净持仓明显增加，全月多增空减，空头持仓处于绝对低位，市场看涨情绪依旧维持强劲。ETF 持仓明显上涨，但从增幅上来说，主推动力不来自于 ETF。黄金持仓明显增加 32.45 千克至 933.38 千克，白银 ETF 持仓小幅增加 362.623368 吨至 13944.68773 吨，ETF 持仓继续增加，虽不是主要推动力，但依旧能体现市场对于黄金的乐观看涨情绪

图 20：CFTC 金净多回落



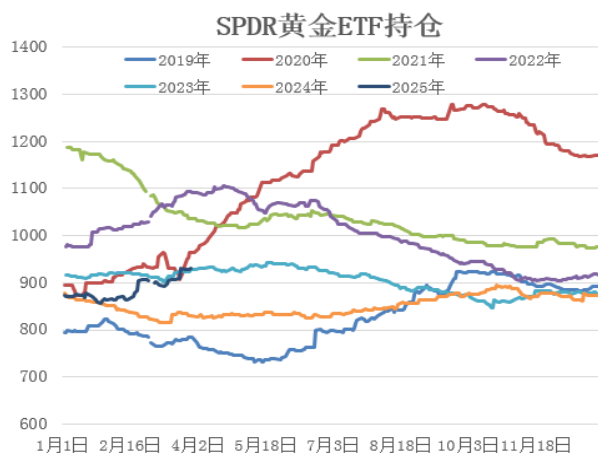
数据来源:WIND

图 21：CFTC 银持仓明显增加后回调



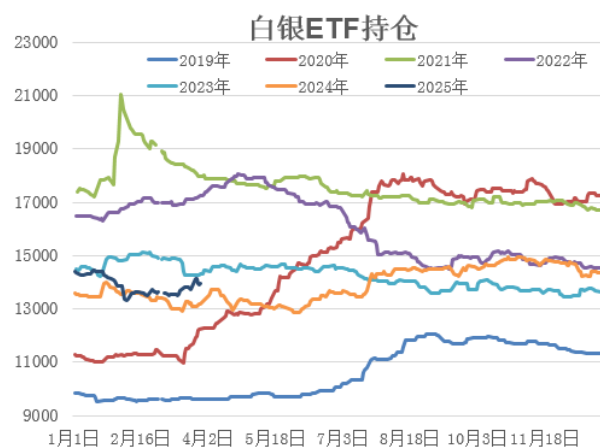
数据来源:WIND

图 22:SPDR 金持仓大幅增加



数据来源: WIND

图 23:SLV 银持仓震荡增加



数据来源: WIND

四、后市展望

对等关税临近，对全球的冲击或将继续加大，金价的推动力仍将继续。从目前主要影响事件来看，以美国新政府政策及措施为引导，全球进入高度不确定性，贸易摩擦加剧，俄乌冲突和中东局势反复不定，美国新政府缩减财政开支推动了经济衰退预期升温等等，这些单一事件都能显著影响金银价格的因素，还具有巨大反复和不确定性，共同支撑并推动金价再创新高。相对来说，金价其实因经济担忧波动更为明显。随着美国缩减财政开支计划，叠加放缓的通胀数据，通胀逻辑开始转至经济衰退逻辑，“东升西落”叙述升温，美国“一枝独秀”被打破，美联储今年降息押注默默上升至3次，滞胀预期形成了黄金价格上涨的优势环境。但美国经济数据并未呈现恶化趋势，衰退预期或将有所波动，金价受此推动也难以顺畅。但对等关税临近，若不及预期，那么金价或将面临回调，但整体向上趋势未变；若远超预期，那么经济衰退预期将再上台阶，金价将继续刷新历史新高。

金价近期受事件预期推动明显，反而对货币政策的反应有限，本质上是对未来巨大担忧下的同步预期转变，“滞胀”叠加宽松螺旋，那么金价上行环境优越。美国新政府政策全面提升了全球的不确定性，关税措施叠加美国 DOGE 和减税趋势，美国经济衰退预期飙升，在即使依旧偏强韧的经济数据下，依旧未能改变经济预期的恶化，同时美联储降息押注默默上升至3次。另外，特朗普多次抨击美联储主席鲍威尔，希望大幅降息，即使美联储多次强硬否认，市场依旧未能剔除政治压力对美联储的影响。同时，关税措施全面打击全球经济预期，宽松周期将更加确定，宽松周期将继续。所以未来滞胀且宽松的预期环境下，金价上涨环境非常优越，金价上行趋势难以改变。

总的来说，金价看涨情绪高涨，且从主要推动因素上来说，难有能推动金价转向的因素存在，即金价上行趋势未变。目前主要风险在于对等关税的覆盖面和强度。若对等关税覆盖面至全球，但幅度符合目前预期的20%，那么金价波动有限，未来将继续上涨。若对等关税覆盖面至全球，且幅度符合远超预期，那么全球关税的反制措施也将非常强劲，金价或短线冲击回调后继续走高。

免责声明

- 本报告的著作权属于大越期货股份有限公司。未经大越期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为大越期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 本报告基于大越期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但大越期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且大越期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表大越期货股份有限公司的立场。
- 本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，大越期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与大越期货股份有限公司及本报告作者无关。

公司总部

地址：浙江省绍兴市越城区解放北路 186 号 7 楼

邮编：312000

电话：400-600-7111

网址：www.dyqh.info