

关税动荡叠加通胀预期，伦敦金价再创历史新高

黄金周报（2025.3.31-4.5）

宏观金融组：

黄婷莉

执业资格号：F03141791

投资咨询号：Z0021706

赵歆怡

从业资格号：F03123556

投资咨询号：Z0019881

审核人：李明玉

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

日期：2025 年 4 月 5 日

要点

- **金价走势：**本周金价再创历史新高，站上 3100 美元关口。在特朗普宣布对等关税前，避险因素助推金价走强续创历史新高。对等关税恐慌情绪引起全球资产抛售，黄金也从高位大幅下跌。
- **展望：**短期来看，大超市场预期对等关税下，投资者对美国未来潜在的“滞胀”担忧加深，未来“滞胀”可能是美国经济的基准情形，而“滞胀”情形下，金价有望延续强势。同时，特朗普关税政策的不确定性以及可能引发的各国反制，将市场避险情绪推向极端，使得投资者开始抛售包括黄金在内的所有资产，加剧金价波动。需警惕前期不确定性以及降息预期利好叠加推升金价创下历史新高后，金价高位回调风险。中长期来看，央行购金具有持续性，叠加全球货币的泛滥，将继续支撑金价中枢上行，后续黄金可能仍偏强。关注下周美国 3 月通胀数据。

一、本周黄金行情回顾

本周金价在特朗普宣布对等关税政策之前由于避险因素走高，站上 3100 美元关口，再创历史新高。周四凌晨，特朗普宣布关税政策中基准关税政策为 10%，勉强符合市场预期，但加征的特别对等关税大超市场预期，引发市场恐慌情绪，金价冲高后被资产抛售狂潮牵连下跌。

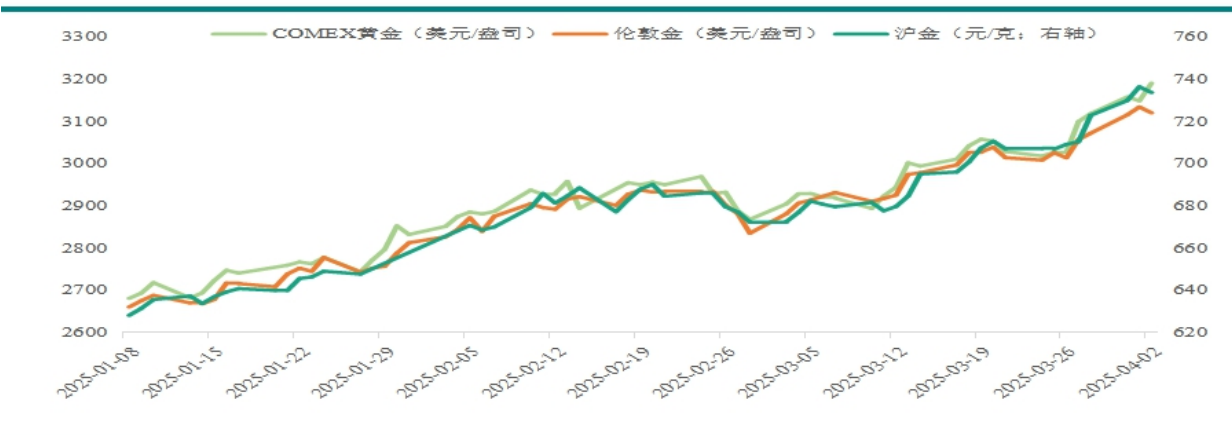
近期金价飙涨的背后原因主要：一是特朗普反复多变的关税政策表态。特朗普在北京时间周四凌晨宣布对等关税，而在此之前美国关税态度几经摇摆，投资者对关税落地程度预期不一，黄金成为关税混乱的受益者，欧、美以及亚洲多地投资者增持黄金。特朗普关税政策大超市场预期，进一步推高金价。

二是美国通胀预期。周五晚间公布的美国 2 月核心 PCE 数据高于市场预期叠加特朗普对等关税，再度引发市场对滞胀以及关税在未来可能扮演角色的进一步担忧，同样推升金价走高。高盛两度上调关税预期至 2025 年 15%，推升通胀预期（核心 PCE 或达 3.5%，远超美联储 2% 目标）。

三是地缘政治危机难解。俄乌冲突缓解进程远低于此前预期，涉及到以色列及其背后犹太集团对美国政治影响力，中东问题更加难解。近期美国对格陵兰岛的表态，以及伊朗的导弹威胁，地缘政治风险仍在动荡高点。

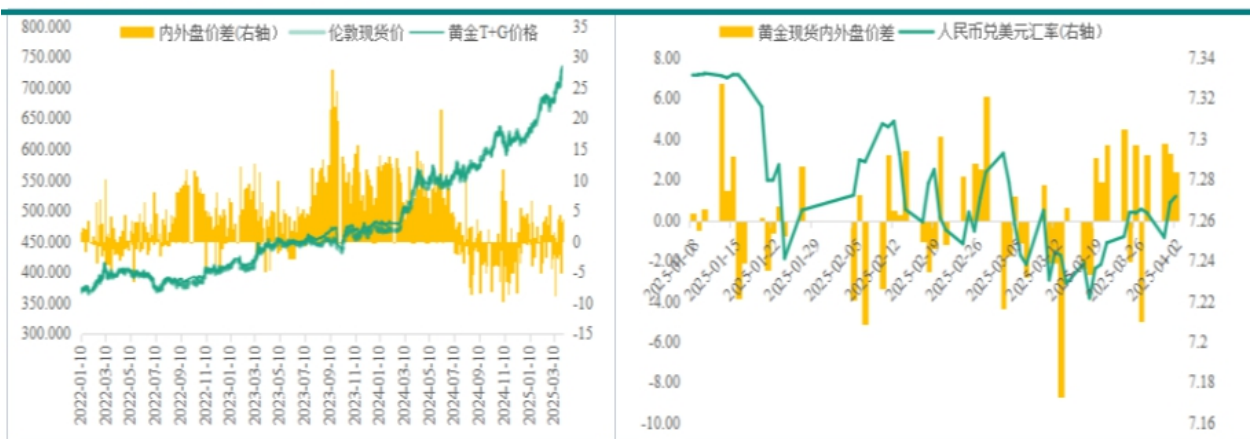
在特朗普于 4 月 2 日宣布超出市场预期的对等关税后，我国政府在周五宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34% 的关税，进一步引发全球恐慌抛售资产，牵连金价从高位大幅回落，全球股市以及工业属性较强的铜、白银、石油等大宗商品跌幅更为剧烈。关税风波冲击之下，美国 3 月非农就业报告给市场带来的影响有限。

图 1 黄金期现货价格走势



资料来源：iFind、新湖研究所

图 2 内外盘金价回归平稳



资料来源：iFind、新湖研究所

图 3 COMEX 黄金与伦敦现货金价大幅高于国内期现货黄金价差



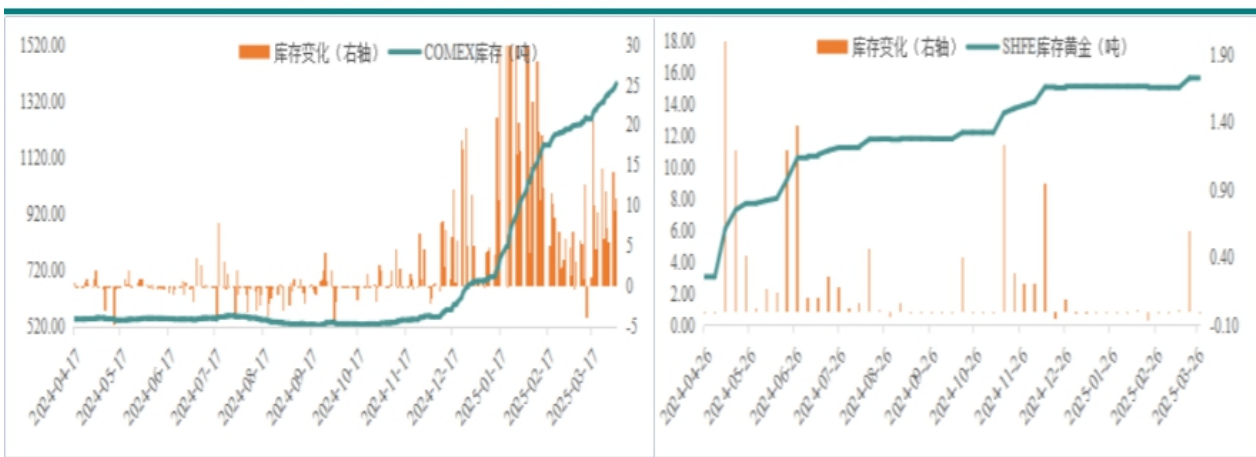
资料来源：iFind、新湖研究所

图 4 SPDR 持仓在本周重新增加，黄金多头交易仍然拥挤



资料来源：iFind、新湖研究所

图 5 COMEX 和上期所黄金库存量持续回升



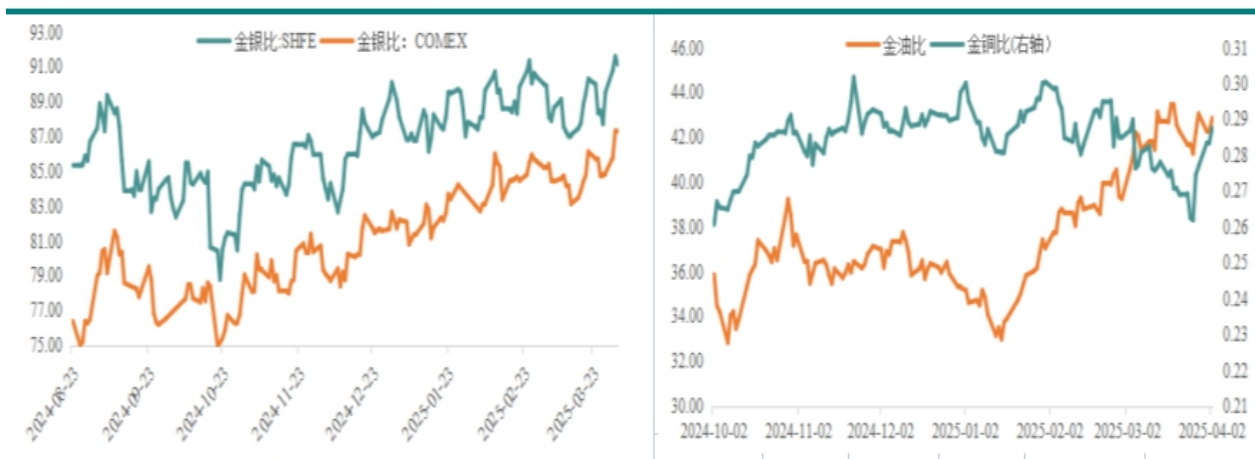
资料来源：iFind、新湖研究所

图 6 美债收益率在特朗普对等关税宣布后大幅走弱



资料来源：iFind、新湖研究所

图 7 金铜比回落趋势下有所反弹



资料来源：iFind、新湖研究所

二、本周金价影响因素关注

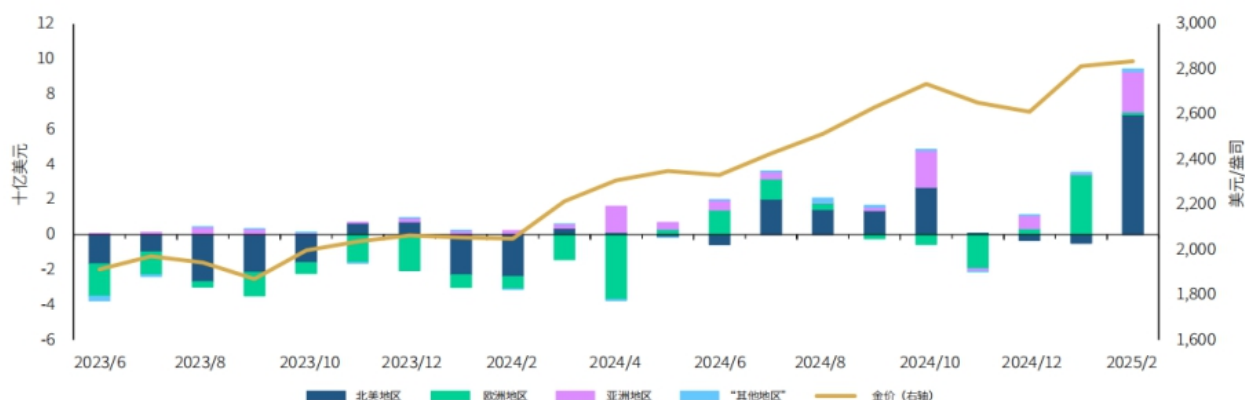
2月，全球实物黄金ETF大幅流入约94亿美元，实现自2022年3月以来最强劲的月度表现。继连续两个月的流出之后，北美地区黄金ETF终于转正，并创造有史以来最佳月度表现。亚洲地区黄金ETF迎来大规模流入，2月流入约23亿美元，中国基金流入量领跑，印度紧随其后。印度市场今年前两个月黄金ETF净流入高达573亿卢比（约合48亿元人民币）规模，同比增幅超过1倍。主要原因集中在以下三个方面：

一是由于今年以来Deepseek冲击，A股及港股市场表现亮眼，其中恒生科技以21.45%的年度涨幅力压黄金成为全球收益率第一的资产，吸引全球资产配置。这使得大量此前配置印度的资金大幅流出，导致印度股市表现不佳，在此种情况下，大量资金流入黄金ETF。二是黄金ETF以此简单快捷的操作填补了此前印度政府暂停发行主权金债的空白，使其成为印度投资者投资黄金的又一热门选择。三是今年以来，金价涨幅已接近20%，首饰金价高企，使得不少消费者望而却步，印度消费者转而投向黄金ETF，进行从首饰金消费到黄金投资的转型。

美国 2 月核心 PCE 数据高于市场预期，引发市场对滞胀以及关税在未来可能扮演角色的进一步担忧，最新一轮数据公布后，亚特兰大联储 GDPNow 模型将美国一季度 GDP 年化季率增速下调至-2.8%。美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 49，不及预期，为今年首次萎缩。价格指数连续第二个月大涨，工厂订单和就业低迷，美国政府制造商的情绪受到特朗普政策不确定性的影响。总体来看，美国“硬数据”与“软数据”指标进一步分化，“硬数据”指标升至去年 5 月以来的最高值，与此相对，“软数据”则位于去年 9 月以来的最低水平。

美国 3 月非农新增就业人数大幅超出市场预期，虽然失业率略高于市场预期，但整体显示的仍然是一份较为强劲的就业报告，美国“硬数据”的韧性再次得到支撑，与“软数据”之间（周四晚间公布的 ISM 非制造业 PMI 低于预期）的分化进一步加强。随后鲍威尔的讲话并未能挽救市场，他表示关税比预期高，影响也将大于预期，但同时仍认为美国经济当前仍然稳健。美股当晚再度暴跌，纳斯达克进入技术型熊市，VIX 恐慌指数暴涨。市场担忧特朗普加征关税以及美联储“滞后曲线”式的降息路径可能会加剧美国下半年的衰退概率，将美联储年内降息预期由不到 3 次上调至 4 次，美债收益率持续走弱至 4 以下。不过值得注意的是鲍威尔当前还并未确认这种降息预期，市场降息预期存在过满的可能。

图 8 2 月黄金 ETF 流入量大幅增长



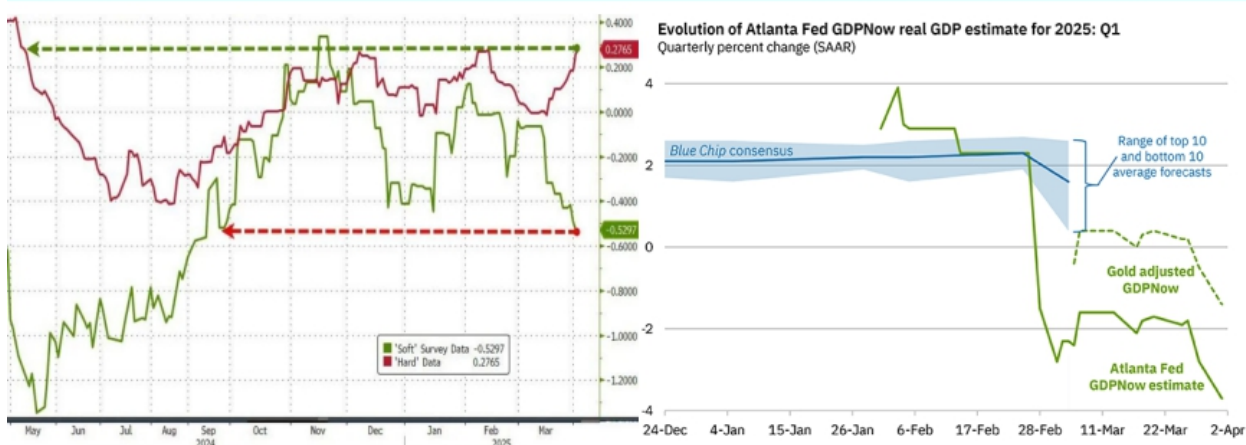
资料来源：世界黄金协会、新湖研究所

图 9 美国四季度 GDP 小幅低于预期，消费仍仍具韧性



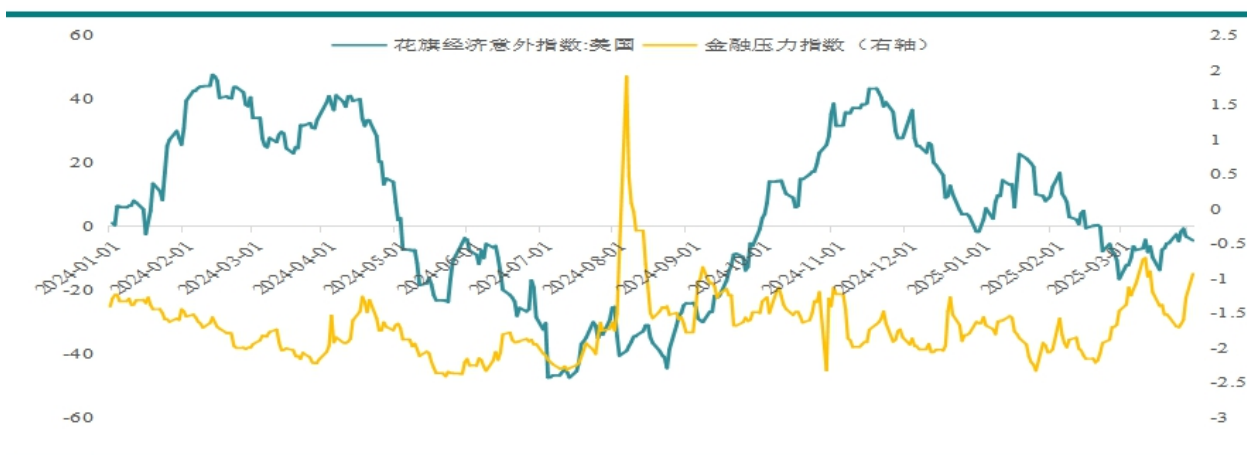
资料来源：iFind、新湖研究所

图 10 美国“软”“硬”数据分化，GDP Now 模型大幅下调美国 1 季度 GDP 增速



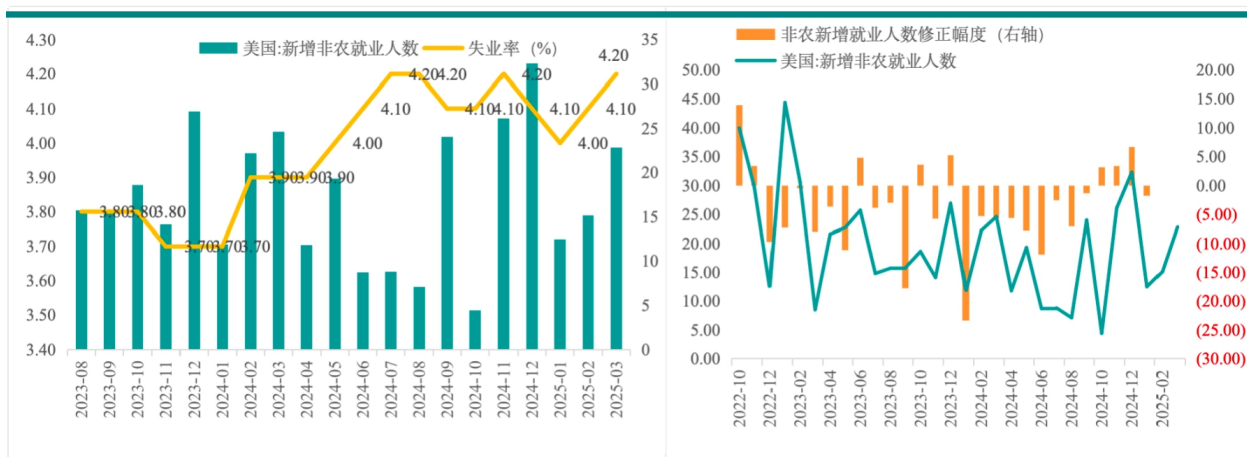
资料来源：花旗、亚特兰大联储

图 11 美国花旗意外经济数据走弱，金融压力指数有所上升



资料来源：花旗、亚特兰大联储

图 12 美国 3 月新增非农就业数据仍然强劲



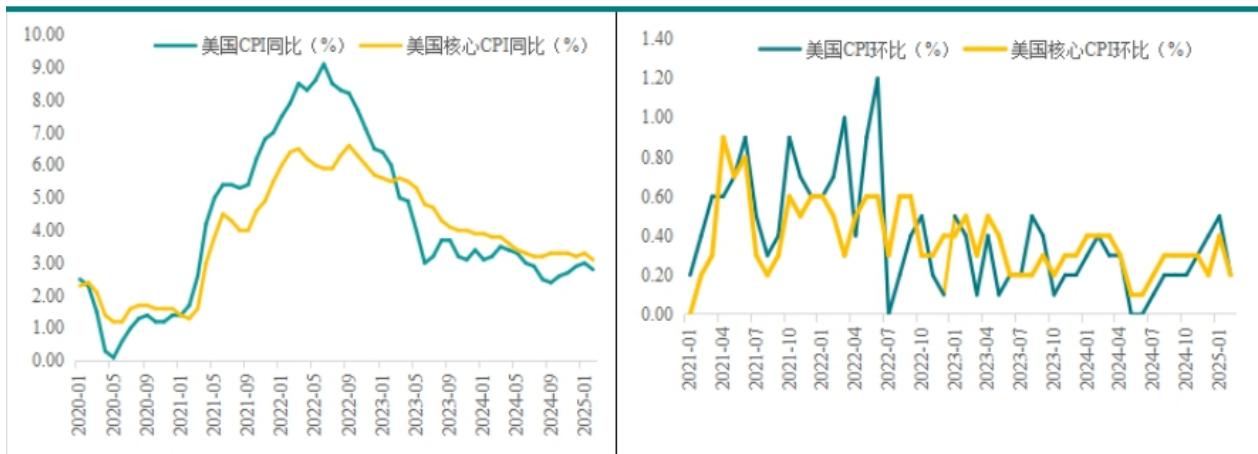
资料来源：iFind、新湖研究所

表 1 美国非农新增就业人数分行业情况表

新增就业人数 (万人)	变动	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月
非农行业	7.7	22.80	15.10	12.50	32.30	26.10	4.40	24.00
私人部门	6.9	20.90	14.00	8.10	28.70	24.40	-0.10	20.80
商品生产	-2.2	1.20	3.40	-0.70	0.40	2.80	-5.00	3.20
采矿	-0.7	-0.20	0.50	-0.40	-0.10	0.10	-0.10	0.10
建筑	-0.6	1.30	1.90	0.20	1.50	0.60	0.10	3.00
制造业	-0.9	0.10	1.00	-0.50	-1.00	2.00	-5.00	0.00
耐用品	-1.4	-0.30	1.10	-0.60	-1.50	2.70	-4.60	0.10
非耐用品	0.5	0.40	-0.10	0.10	0.50	-0.70	-0.40	-0.10
服务提供	9.1	19.70	10.60	8.80	28.30	21.60	4.90	17.60
零售	3.0	2.37	-0.63	2.95	3.44	-1.35	-0.66	1.37
批发	-1.1	-0.20	0.88	-0.42	1.30	0.51	0.61	0.71
公用事业	0.2	0.30	0.13	0.11	-0.08	-0.03	-0.08	0.26
交运仓储	0.5	2.29	1.78	1.87	3.44	2.77	-0.90	0.71
信息	-0.7	-0.20	0.50	0.30	1.70	0.50	-0.70	0.00
金融活动	-1.2	0.90	2.10	1.40	1.20	1.60	0.30	0.60
专业和商业服务	0.5	0.30	-0.20	-3.90	3.60	3.70	-3.40	-1.60
教育和保健服务	0.4	7.70	7.30	6.60	8.30	7.30	8.70	9.80
休闲和住宿	5.9	4.30	-1.60	-1.40	4.70	5.40	0.90	5.10
其他服务	1.5	1.90	0.40	1.30	0.70	1.20	-0.30	0.70
政府部门	0.8	1.90	1.10	4.40	3.60	1.70	4.50	3.20

资料来源：iFind、新湖研究所

图 13 美国 2 月通胀数据全线低于市场预期



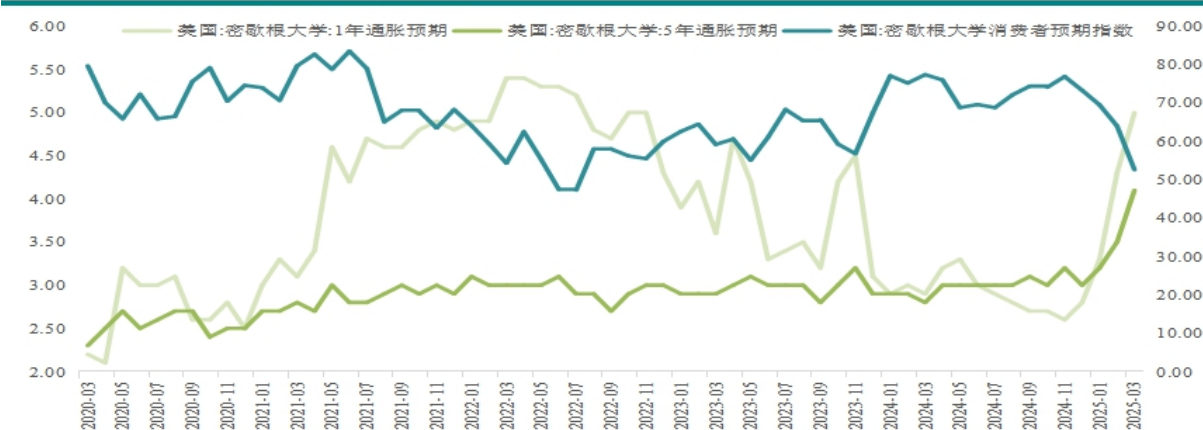
资料来源：iFind、新湖研究所

表 2 美国 CPI 同比及环比情况

美国CPI分项	权重 (%)	同比数据YoY (%)				环比数据MoM (%)			
		2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
CPI	100.0	2.8	3.0	2.9	2.7	0.2	0.5	0.4	0.3
食物	13.7	2.6	2.5	2.5	2.4	0.2	0.4	0.3	0.3
家庭食物	8.1	1.9	1.9	1.8	1.6	0.0	0.5	0.3	0.4
非家庭食物	5.6	3.7	3.4	3.6	3.6	0.4	0.2	0.3	0.3
能源	6.3	-0.2	1.0	-0.5	-3.2	0.2	1.1	2.4	0.1
能源商品	3.2	-3.2	-0.5	-3.9	-8.5	-0.9	1.9	4.3	0.5
燃油	0.2	-5.1	-5.3	-13.1	-19.5	0.8	6.2	2.1	-1.4
车用燃油	3.0	-3.2	-0.4	-3.8	-8.4	-0.9	1.8	4.4	0.5
汽油	2.9	-3.1	-0.2	-3.4	-8.1	-1.0	1.8	4.4	0.6
能源服务	3.1	3.3	2.5	3.3	2.8	1.4	0.3	0.8	-0.1
电力	2.4	2.5	1.9	2.8	3.1	1.0	0.0	0.2	-0.2
公用燃气服务	0.8	6.0	4.9	4.9	1.8	2.5	1.8	2.8	0.5
核心CPI	80.0	3.1	3.3	3.2	3.3	0.2	0.4	0.2	0.3
除食品能源外商品	19.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.6	0.2	0.3	0.0	0.2
服饰	2.5	0.6	0.4	1.2	1.1	0.6	-1.4	0.1	0.1
新车	4.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-0.1	0.0	0.4	0.5
二手车和卡车	2.4	0.8	1.0	-3.3	-3.4	0.9	2.2	0.8	1.3
医疗商品	1.5	2.3	2.3	0.5	0.4	0.1	1.2	0.0	-0.1
酒精饮料	0.8	1.7	1.4	1.4	1.8	0.5	0.3	-0.3	0.1
烟草和吸烟用品	0.5	6.6	6.8	6.7	6.6	0.6	0.4	0.0	1.0
除食品能源外服务	60.7	4.1	4.3	4.4	4.6	0.3	0.5	0.3	0.3
住所	35.4	4.2	4.4	4.6	4.7	0.3	0.4	0.3	0.3
主要住所租金	7.5	4.1	4.2	4.3	4.4	0.3	0.3	0.3	0.2
业主等价房租	26.2	4.4	4.6	4.8	4.9	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	2.0	2.2	2.6	3.7	0.2	1.4	-1.0	3.2
医疗服务	6.7	3.0	2.7	3.4	3.7	0.3	0.0	0.2	0.3
运输服务	6.4	6.0	8.0	7.3	7.1	-0.8	1.8	0.5	0.1
机动车保养与维修	1.0	5.8	5.9	6.2	5.7	0.3	0.5	0.2	0.2
机动车保险	2.8	11.1	11.8	11.3	12.7	0.3	2.0	0.5	0.3
机票价格	0.9	-0.7	7.1	7.9	4.7	-4.0	1.2	3.0	0.0

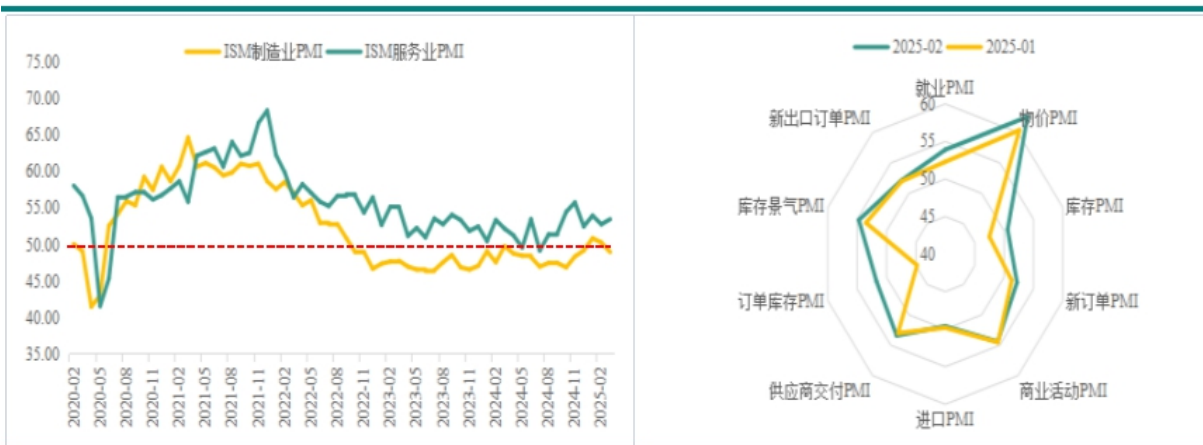
资料来源：iFind、新湖研究所

图 14 美国居民通胀预期快速飙升



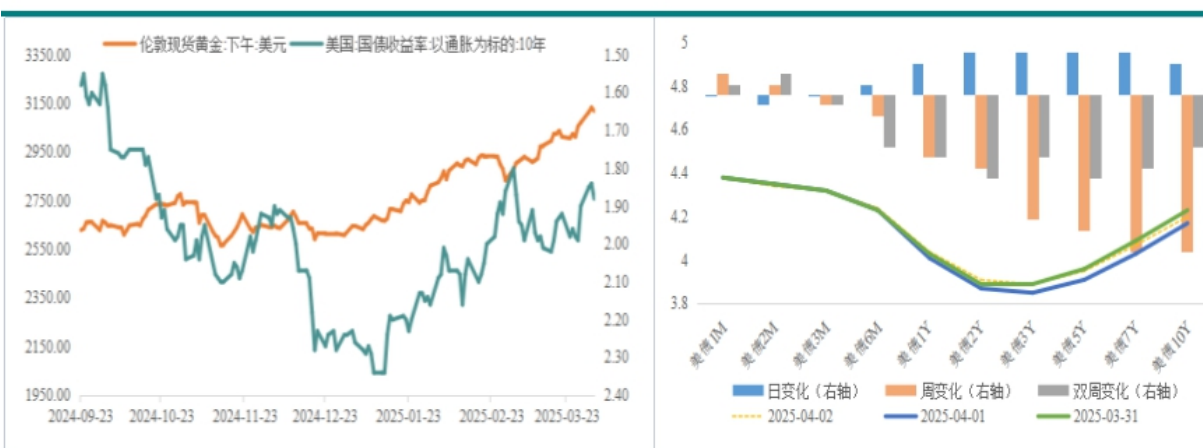
资料来源：iFind、新湖研究所

图 15 美国 2 月制造 PMI 有所下降，服务业 PMI 意外超出市场预期



资料来源：iFind、新湖研究所

图 16 受对美国经济前景担忧影响，美债收益率走低



资料来源：iFind、新湖研究所

图 17 美联储资产持续削减，财政部 TGA 余额创下 2023 年 6 月以来新低



资料来源：美联储、iFind、新湖研究所

图 18 市场对美联储降息预期有所回升，年内降息次数重回 3 次



资料来源：CME、Bloomberg、新湖研究所

三、后市展望

短期来看，大超市场预期下，投资者对美国未来潜在的“滞胀”担忧加深，未来“滞胀”可能是美国经济的基准情形，而“滞胀”情形下，金价有望延续强势。同时，特朗普关税政策的不确定性以及可能引发的各国反制，将市场避险情绪推向极端，使得投资者开始抛售包括黄金在内的所有资产，加剧金价波动。需警惕前期不确定性以及降息预期利好叠加推升金价创下历史新高后，金价高位回调风险。

从中长期来看，央行购金仍将持续。当前黄金储备在与发达国家黄金储备占外汇总额的数值相比，包括我国在内的发展中国家未来购金空间巨大，支撑金价中枢上行。

美国不加节制的货币政策对国家经济的拉动作用边际递减，同时带来的负面影响日渐扩大，美国的财政已经变得愈发脆弱，美元信用在这一过程中也受到削减。由于黄金作为国家信用的对立面，美国债务的无序扩张成为当前支撑黄金长期中枢上行的核心影响因素。即使在马斯克组建“政府效率部”以通过机构精简改革削减美国政府支出，以及财政部长贝森特鹰派控债的目标下，今年以来美国财政支出非但没有下降还较往年有所上升，特朗普执政期间很难避免美国债务货币化，美债规模增长趋势难改，全球去美元化进程可能加快。

另外，我国 AI 发展对美国科技股的冲击，也在一定程度强化了去美元化的中长期逻辑，对长期金价形成支撑。关注下周美国 3 月通胀数据。

风险提示：

美联储降息不及预期，特朗普政策风险。

免责声明：

本报告由新潮期货股份有限公司(以下简称新潮期货,期货交易咨询业务许可证号 32090000)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于新潮期货。未经新潮期货事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发,须注明出处为新潮期货股份有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料,所载的全部内容及观点公正,但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新潮期货在

最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。