

关税动荡叠加通胀预期，伦敦金价再创历史新高

黄金周报（2025.3.24-3.28）

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 3 月 29 日

要点

- **金价走势：**本周金价在上半周持续震荡，下半周特朗普关税政策不确定性增加叠加美国通胀预期，盘中伦敦现货金价上冲 3100 美元关口，再创历史新高。
- **美国：**国当前仍面临“硬数据强劲、软数据疲弱”的局面，美国第四季度 GDP 终值上修至 2.4%，略高于此前公布的 2.3%。美国 2 月 PCE 超出市场预期，提升市场通胀担忧。另外美国当周申请失业金数据中华盛顿特区持续领取失业救济人数升至 2021 年以来最高，或反映马斯克 DOGE 改革初步影响。。
- **全球其他海外市场：**本周公布的法、德及欧元区 PMI 均好于市场预期，德国和欧元区服务业 PMI 略低于预期，但仍处于荣枯线上方，另外，德国商业预期指数创去年 6 月以来新高，默茨德支出计划提振市场情绪。欧洲市场经济有好转趋势。
- **观点：**短期来看，投资者对美国未来仍有潜在的“滞胀”担忧，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，同时需警惕金价高位回调波动。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 月非农就业数据报告。

一、本周黄金行情回顾

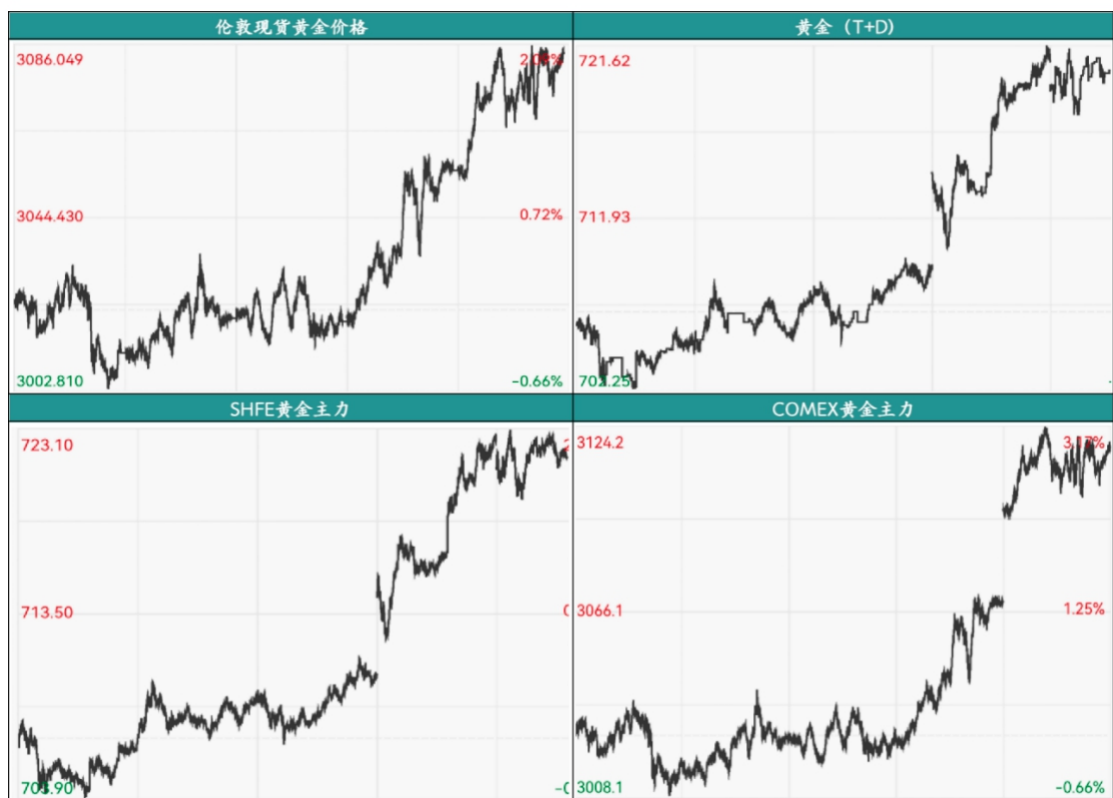
本周金价上半周持续震荡，下半周再次受到美国总统特朗普关税不确定性影响，避险情绪主推金价再创历史新高，伦敦现货金价上冲 3100 美元关口。周末的报道称特朗普将于 4 月 2 日开始实施的“对等关税”可能比此前预期更具“针对性”，这一消息提振了市场信心。特朗普本周一表示将在未来几天宣布对汽车、木材和芯片征收关税，但他同时称，可能对多国减免关税征收，受此影响，美元走强重返 104 关口，金价在上半周持续震荡。

临近 4 月 2 日，美国市场紧张等待新关税政策落地。周四，特朗普再度挥舞关税大棒，特朗普的汽车关税声明不仅瞄准欧盟、日本等传统车企出口大户，更附带“如果加拿大与欧盟联合对抗，将进一步提高关税水平”的强硬表态。市场担忧贸易摩擦升级，避险情绪与通胀预期共振下，金价走高，再创历史新高。

美国仍然面临“硬数据强劲、软情绪疲弱”局面。第四季度 GDP 终值上修至 2.4%，略高于此前公布的 2.3%。美国 2 月 PCE 超出市场预期，提升市场通胀担忧，市场下调美联储年内降息预期。另外，美国当周申请失业金数据中华盛顿特区持续领取失业救济人数升至 2021 年以来最高，或反映马斯克 DOGE 改革初步影响。

美联储方面，内部分歧初现。鲍威尔在上周的美联储议息会议上认为关税对通胀的影响是暂时的，但周二晚间美联储两位票委提出了不同看法，表达了对美国未来通胀的担忧。

图 1 黄金期现货价格走势（分时图）



资料来源：iFind、新湖研究所

图 2 美元持续走弱下，人民币近期偏强



资料来源：iFind、新湖研究所

图 3 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 4 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 5 金铜比回落趋势下有所反弹



资料来源：iFind、新湖研究所

二、本周主要市场经济情况回顾

2.1 美国市场

美联储发布的 2024 年财务报表审计结果显示，美联储 2024 年运营亏损高达 776 亿美元，连续第二年出现大额亏损，2023 年亏损额高达 1145 亿美元，2023 年和 2024 年共计亏损 1921 亿美元(约合人民币 13908 亿元)。有分析认为，美联储遭遇巨额亏损的主要原因是其在 2020 年和 2021 年疫情期间大力支持经济，以及在 2022 年和 2023 年为应对高通胀而大幅加息，将基准利率从接近零上升到 5.25%~5.5% 的区间。

美国 3 月标普制造业 PMI 超预期下降至 49.8。服务业 PMI 初值并未如预期持平 2 月，而是升至 54.3，综合 PMI 初值不降反升至 53.5。但服务业前景恶化，对未来一年的信心下滑至 2022 年以来的第二低点。材料成本指标升至 2023 年 4 月以来最高。

“软数据”持续恶化，美国费城联储服务业调查指数跌至疫情以来最低水平，美国谘商会消费者信心指数连续四个月下滑，衰退预期加重。尤其是预期指数

跌至 65.2，创 12 年新低，远低于预示经济衰退的 80 关键门槛。短期通胀预期升至 6.2%，近半数消费者预计美国经济将陷入衰退。

“硬数据”持稳，美国楼市领先指标——2 月新屋销售回升，环比增 1.8%，虽低于预期，但好于 1 月，前值大跌 10.5%，房价同比下跌 1.5%。2 月待售房屋签约量环比增长 2% 高于预期，扭转了 1 月 4.6% 的跌势。当前数据主要反映关税实施前的经济状况，关税后的硬数据要到 4 月和 5 月才会显现。

美国债务方面，共和党表示他们正接近就延长特朗普 2017 年减税政策和提高债务上限达成一致，他们仍希望通过立法胜利来安抚因特朗普关税政策而动荡的市场，尽管表态积极，但共和党内部分歧仍然严重。

图 6 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 7 美国 2 月新增非农就业人数小幅低于市场预期，失业率意外上升



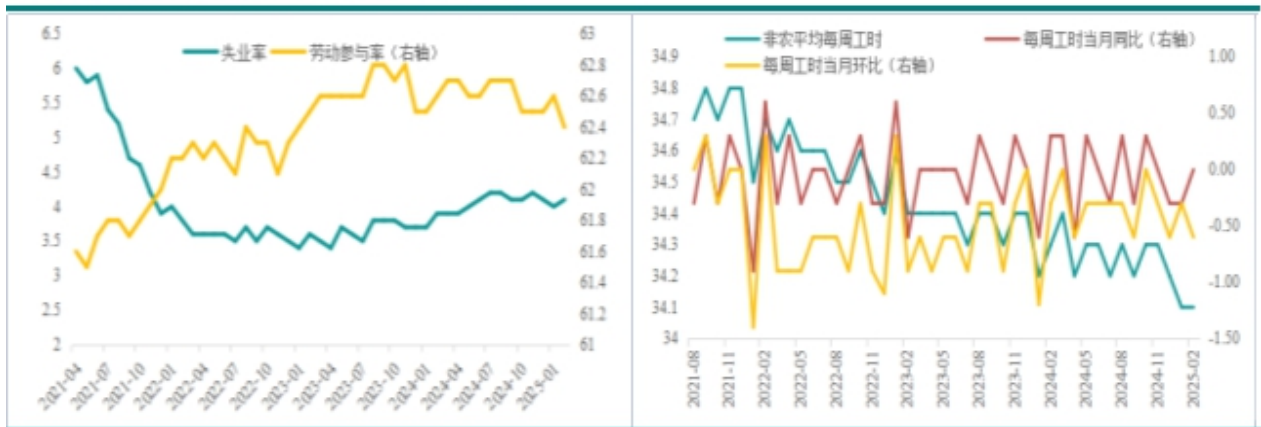
资料来源：iFind、新潮研究所

图 8 美国 2 月劳动参与率较为平稳，休闲服务行业景气度有所下降



资料来源：iFind、新潮研究所

图 9 美国 2 月非农就业薪金与上月持平



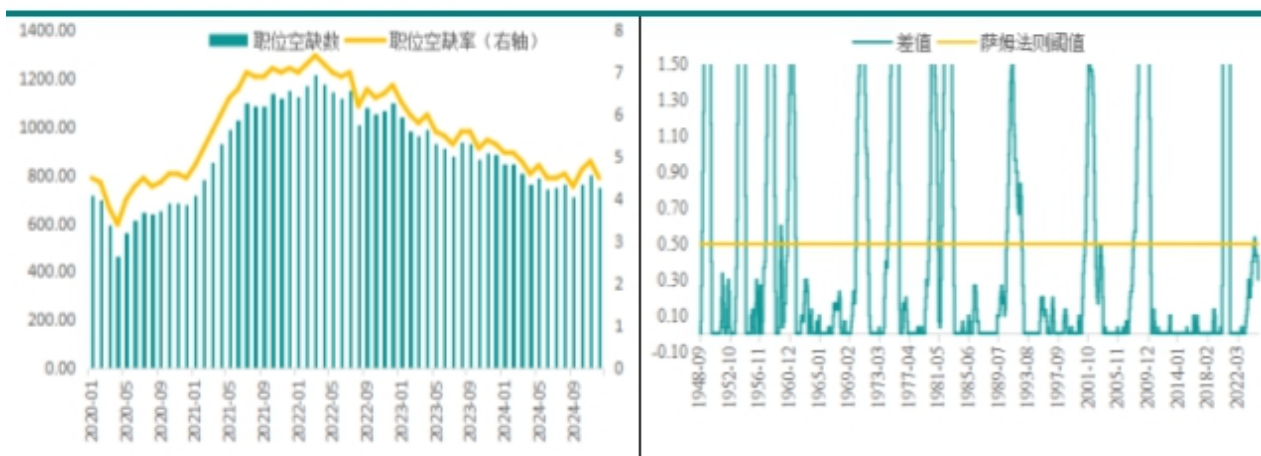
资料来源：iFind、新潮研究所

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2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月
非农行业	2.6	15.10	12.50	32.30	26.10	4.40	24.00	7.10
私人部门	5.9	14.00	8.10	28.70	24.40	-0.10	20.80	3.30
商品生产	4.1	3.40	-0.70	0.40	2.80	-5.00	3.20	-1.80
采矿	0.9	0.50	-0.40	-0.10	0.10	-0.10	0.10	-0.10
建筑	1.7	1.90	0.20	1.50	0.60	0.10	3.00	2.30
制造业	1.5	1.00	-0.50	-1.00	2.00	-5.00	0.00	-4.00
耐用品	1.7	1.10	-0.60	-1.50	2.70	-4.60	0.10	-4.00
非耐用品	-0.2	-0.10	0.10	0.50	-0.70	-0.40	-0.10	0.00
服务提供	1.8	10.60	8.80	28.30	21.60	4.90	17.60	5.10
零售	-3.6	-0.63	2.95	3.44	-1.35	-0.66	1.37	-1.33
批发	1.3	0.88	-0.42	1.30	0.51	0.61	0.71	0.38
公用事业	0.0	0.13	0.11	-0.08	-0.03	-0.08	0.26	0.08
交通运输	-0.1	1.78	1.87	3.44	2.77	-0.90	0.71	0.17
信息	0.2	0.50	0.30	1.70	0.50	-0.70	0.00	-0.70
金融活动	0.7	2.10	1.40	1.20	1.60	0.30	0.60	0.60
专业和商业服务	3.7	-0.20	-3.90	3.60	3.70	-3.40	-1.60	-3.20
教育和保健服务	0.7	7.30	6.60	8.30	7.30	8.70	9.80	6.50
休闲和住宿	-0.2	-1.60	-1.40	4.70	5.40	0.90	5.10	2.60
其他服务	-0.9	0.40	1.30	0.70	1.20	-0.30	0.70	0.00
政府部门	-3.3	1.10	4.40	3.60	1.70	4.50	3.20	3.80

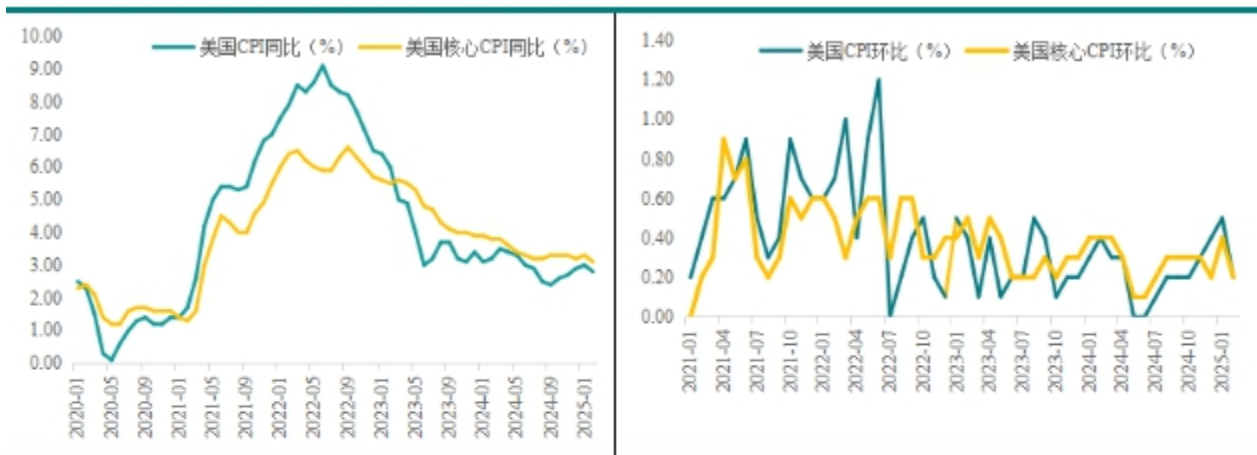
资料来源：iFind、新潮研究所

图 10 职位空缺率重回疫情前水平



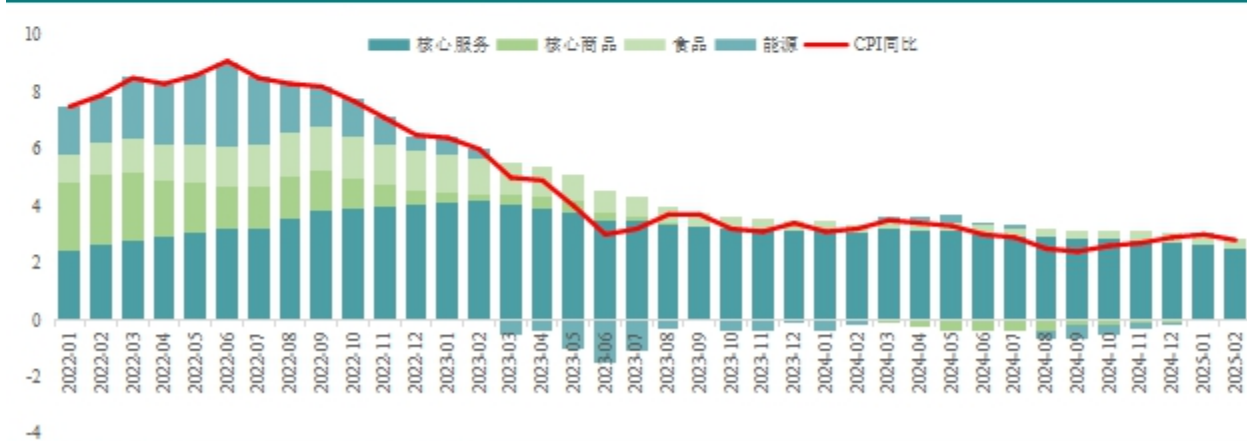
资料来源：iFind、新潮研究所

图 11 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 2 月核心服务和能源有所回落



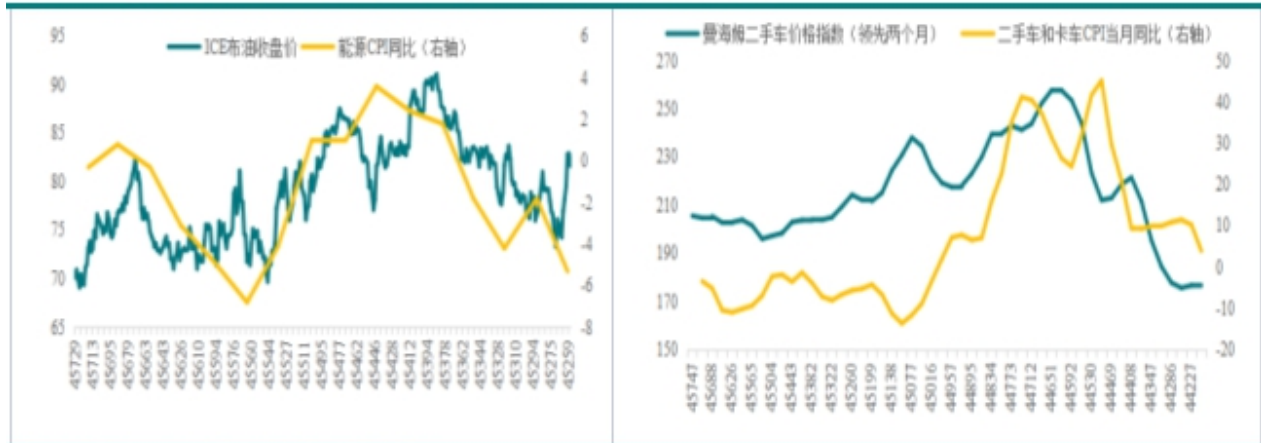
资料来源：Bloomberg、新湖研究所

表 3 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

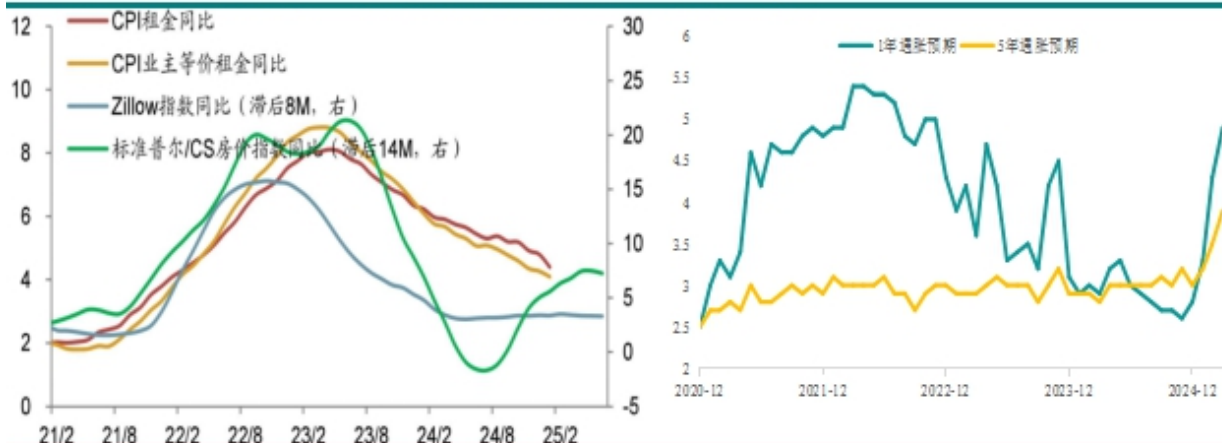
资料来源：iFind、新湖研究所

图 12 能源价格有望进一步下行，二手车价格有望趋稳



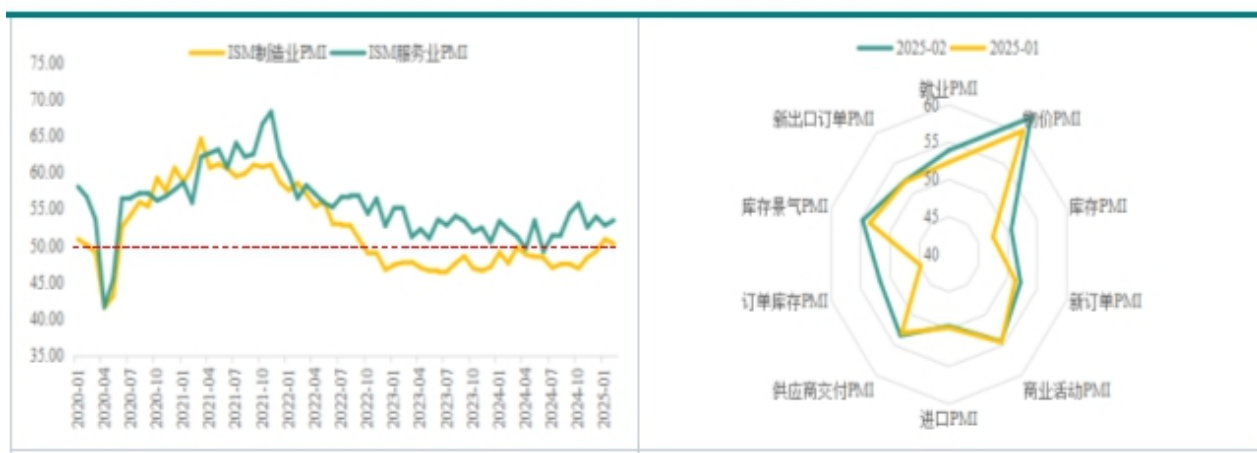
资料来源：iFind、新湖研究所

图 13 住房通胀有望进一步缓解，美国居民通胀预期“爆表”



资料来源：iFind、Zillow、新湖研究所

图 14 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 15 美债收益率和美元指数本周震荡走低



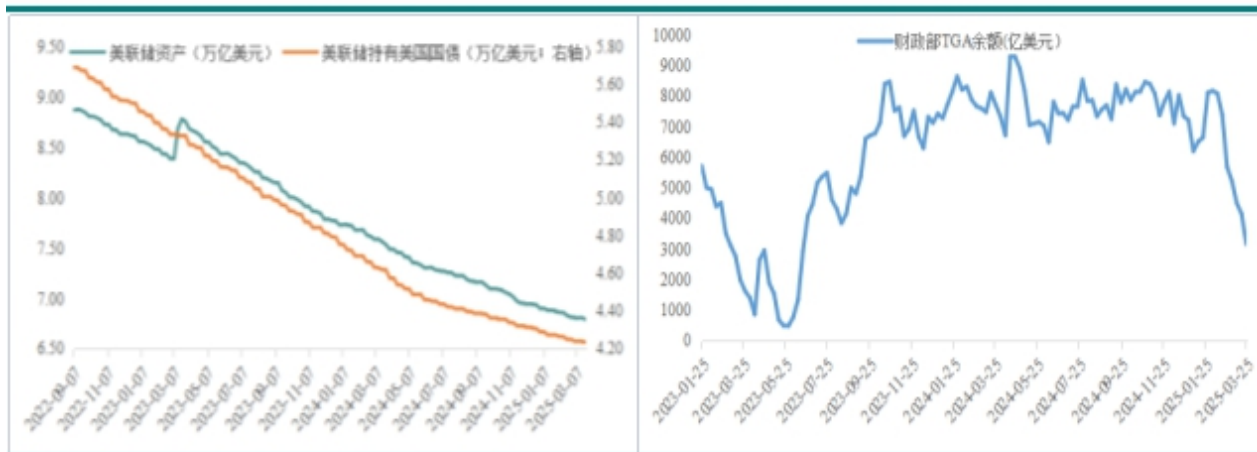
资料来源：ichoice、新湖研究所

图 16 受对美国经济前景担忧影响，美债收益率走低



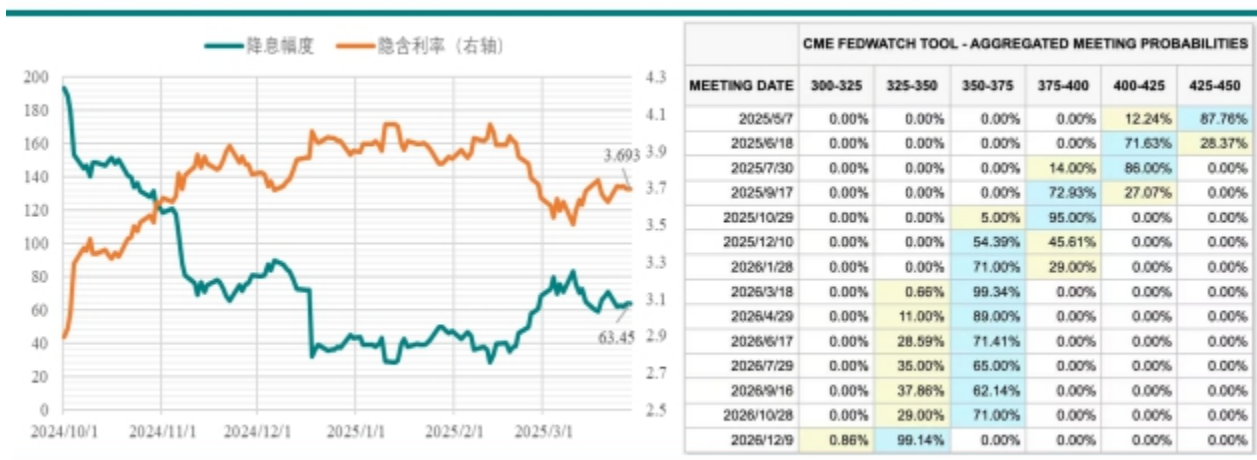
资料来源：iFind、新湖研究所

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



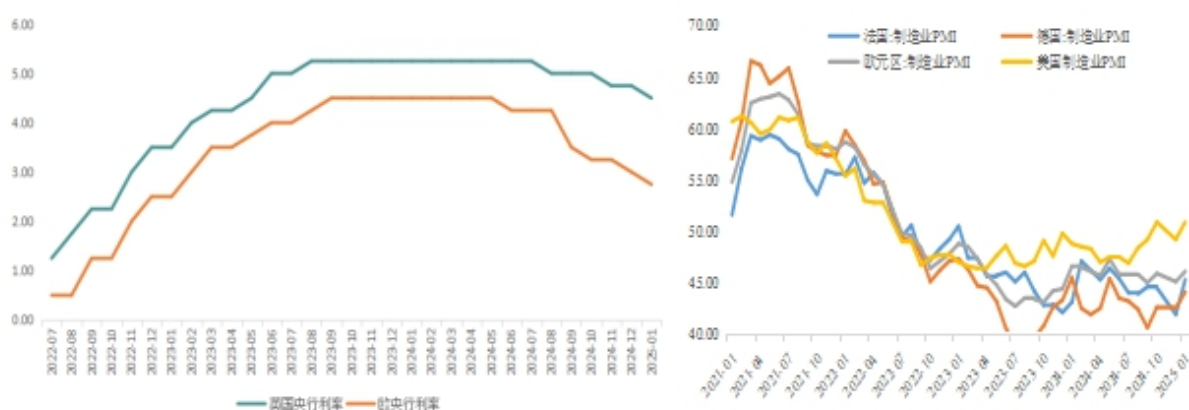
资料来源：CME、Bloomberg、新湖研究所

2.2 全球其他海外市场

德国3月制造业PMI初值为48.3，预期47；3月服务业PMI初值为50.2，预期51.6。法国3月制造业PMI初值为48.9，预期46.4（为26个月以来新高）；3月服务业PMI初值为46.6，预期46.3。欧元区3月制造业PMI初值为48.7，预期48.2；3月服务业PMI初值为50.4，预期51。

贸易摩擦升级。周三晚间美国总统特朗普宣布对非美国汽车征收25%关税，升级欧美贸易冲突。欧盟委员会主席称，欧盟“将继续寻求谈判解决方案”；加拿大总理称可能采取报复性关税；法国总统称欧洲将以报复作为回应；墨西哥总统宣布，正制定全面的汽车关税应对措施。周四，特朗普威胁，如果欧盟和加拿大联手损害美国经济，美国将征收高额关税，关税将“远超目前的计划”。

图 19 欧元区降息幅度和节奏较美国更为提前，部分国家制造业PMI有所回升



资料来源：iFind、新潮研究所

图 20 受到德国财政刺激影响，欧元在近期走强



资料来源：iFind、新湖研究所

图 21 近期美元走弱，导致日元多头力量上升



资料来源：iFind、新湖研究所

三、后市展望

短期来看，本周金价再创历史新高的原因，一是特朗普将关税政策作为与其他国家谈判的筹码，在 4 月 2 日关税之前，美国关税政策多次摇摆，市场的不确定性增加引发市场避险情绪高涨，推动金价上升的同时，也要警惕金价波动的增加。二是市场对美国未来通胀的担忧。当前美国硬数据和软数据分化加剧，居民对美国经济体感不佳，对未来物价担忧加深，滞胀和衰退恐惧并存，降息预期有所抬升，支撑金价。

短期来看，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。中长期来看，特朗普 2.0 背景下，美国相关政策不确定性增加，全球央行购金仍将持续，包括我国在内的发展中国家未来购金空间巨大，支撑金价中枢继续上行。另外，美债规模增长趋势难改，全球去美元化进程可能加快。叠加我国 AI 发展对美国科技产业的冲击，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，未来金价中枢将进一步抬高。关注下周美国 3 月非农就业数据。

风险提示：

美联储降息不及预期，特朗普政策风险。

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司(以下简称新湖期货,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湖期货。未经新湖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,须注明出处为新湖期货股份有限公司,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湖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。