

核心观点

高额关税引发衰退担忧及流动性需求，上周金价大幅回调。

上周四（4月3日），沪金主力期货价格较前周五上涨 2.25% 至 739.04 元/克，黄金 T+D 现货价格上涨 2.55% 至 738.97 元/克；上周五（4月4日），COMEX 黄金主力期货价格下跌 1.99% 至 3056.10 美元/盎司；伦敦金现货价格下跌 1.52% 至 3037.31 美元/盎司。具体来看，上周特朗普宣布在全球范围内加征“对等关税”，幅度远超市场预期。高额关税将拖累美国贸易需求并打击美国内需，加之鲍威尔表示不急于调整货币政策，加剧美国经济衰退预期，市场从避险交易转向衰退交易。同时，高额关税引发了全球金融市场巨震，资产价格大幅下跌触发大量杠杆投资组合的流动性需求，大量投资机构开始抛售黄金填补保证金缺口，导致国际金价回落。

本周（4月7日当周）黄金价格或将延续调整。由于美国高额关税政策超出市场预期，多国均准备出台对应政策予以反制，贸易摩擦将进一步升级，加之短期内美联储为控制通胀大概率将顶住特朗普要求降息的政治压力而选择不降息，市场或将继续进行衰退交易。因此，短期内金价将延续调整。不过，中长期来看，全球贸易环境恶化、宏观经济不确定性增加以及全球地缘局势持续动荡引发的避险需求、全球央行配置黄金意愿仍较强、美国仍处于降息周期等多重因素将支撑黄金价格重回上涨态势。

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

分析师 白雪

时间

2024 年 4 月 8 日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、 上周市场回顾

1.1 黄金现货期货价格走势

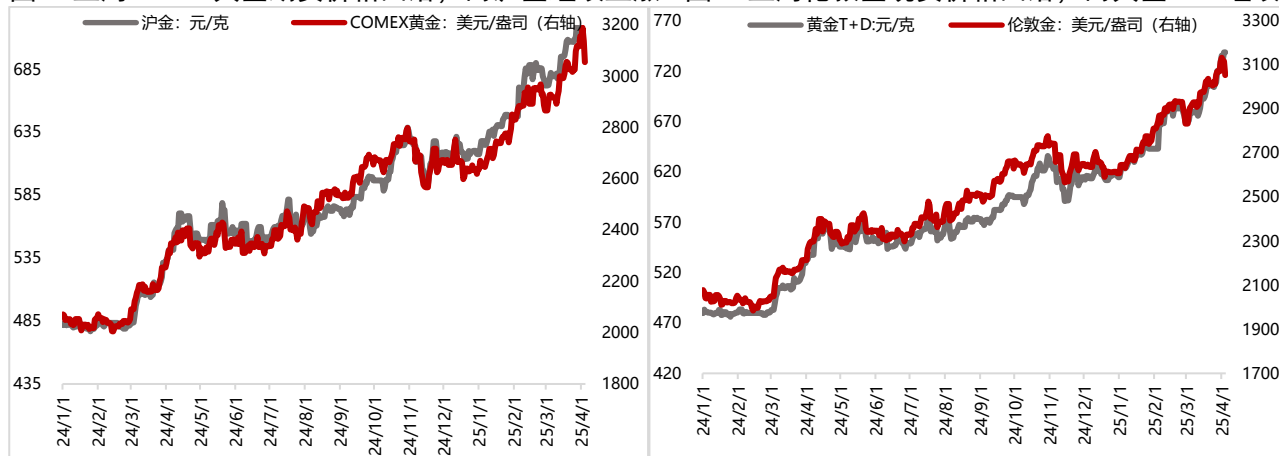
上周四（4月3日），沪金主力期货价格收于739.04元/克，较前周五（3月28日）上涨16.24元/克；黄金T+D现货价格收于738.97元/克，较前周五上涨18.41元/克。国际金价方面，上周五（4月4日）COMEX黄金主力期货价格收于3056.10美元/盎司，较前周五下跌61.90美元/盎司；伦敦金现货价格收于3037.31美元/盎司，较前周五下跌47.02美元/盎司。

表1 上周黄金市场交易情况

	品种	收盘价	累计涨跌幅 (%)	成交量 (万)	持仓量 (万)	持仓变化	最高价	最低价
期货	沪金主力	739.04	3.00	194	20.76	-13145	747.98	719.28
	COMEX黄金主力	3056.1	-1.87	129	39.05	13156	3201.6	3032.7
现货	黄金T+D	738.97	2.99	22.45	18.52	10990	746.3	717.8
	伦敦金	3037.31	-1.52				3167.75	3015.34

数据来源：Wind， 东方金诚

图1 上周COMEX黄金期货价格回落，而沪金继续上涨 图2 上周伦敦金现货价格回落，而黄金T+D继续上涨



数据来源：iFind， 东方金诚

1.2 黄金基差

上周五，国际黄金基差（现货-期货）为 18.90 美元/盎司，较前周五显著回升 37.30 美元/盎司；上周四，上海黄金基差回正至 0.57 元/克，较前周五回升 1.15 元/克。

图 3 上周国际黄金基差显著回升（美元/盎司）

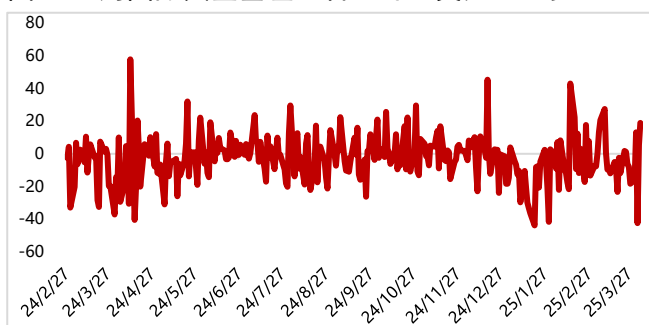
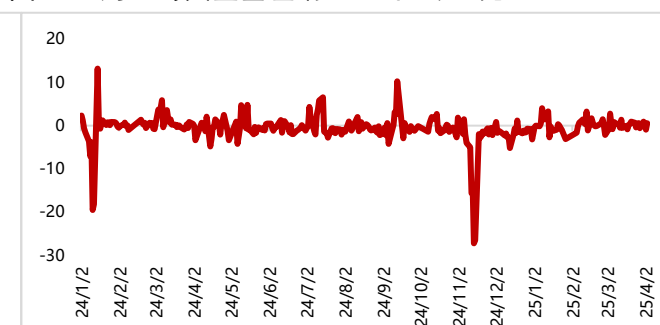


图 4 上周上海黄金基差明显回升（元/克）



数据来源：iFind，东方金诚

1.3 黄金内外盘价差

上周五，黄金内外盘价差为 23.89 元/克，较前周五的 3.28 元/克大幅回升，主因特朗普的对等关税引发市场流动性担忧，外盘金价冲高回落，表现不及内盘，内外盘价差大幅回升。上周原油价格跌幅大于黄金，金油比继续上升；白银价格跌幅远大于黄金，金银比显著回升；上周金铜比继续大幅上升，主因美国超预期高关税导致市场开始进入衰退交易，铜价随之大幅下跌，跌幅明显大于黄金。

图 5 上周黄金内外盘价差大幅回升（元/克）

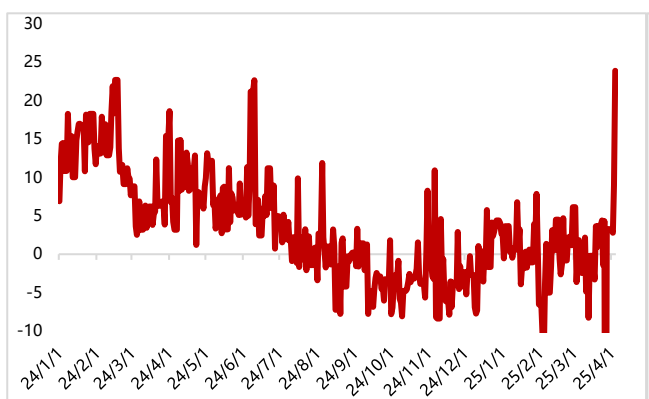


图 6 上周金银比显著回升（COMEX 黄金/COMEX 白银）

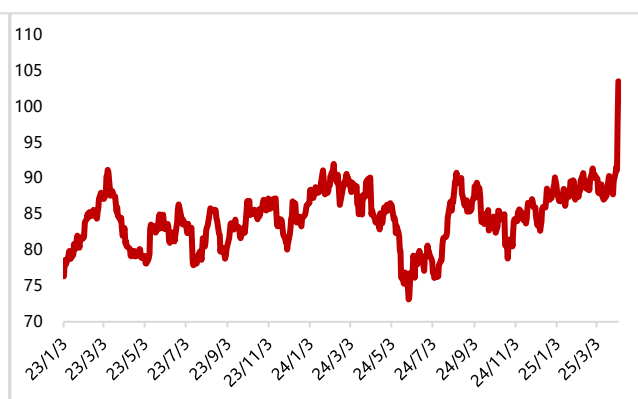


图 7 上周金油比继续上升

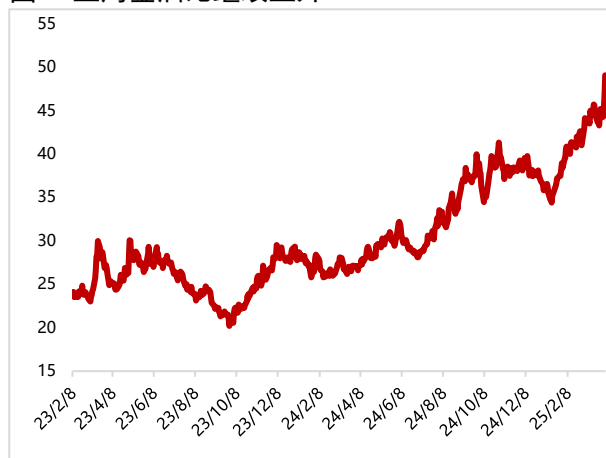


图 8 上周金铜比继续大幅上升



数据来源：iFind，东方金诚

1.4 持仓分析

现货持仓方面，上周黄金 ETF 持仓较前周继续小幅增加。截至上周五，全球最大 SPDR 黄金 ETF 基金持仓量为 932.80 吨，较前一周五增加 0.86 吨。上周国内黄金 T+D 累计成交量明显回落，全周累计成交量为 227052 千克，较前周回升 50.31%。

期货持仓方面，截至 4 月 1 日（目前最新数据），黄金 CFTC 资管机构多头持仓量涨幅不及空头持仓量，导致多头净持仓量继续回落。库存方面，上周 COMEX 黄金期货库存持续增加，上期所黄金库存持平于 15675 千克。

图 9 上周全球黄金 ETF 持仓量继续小幅增加

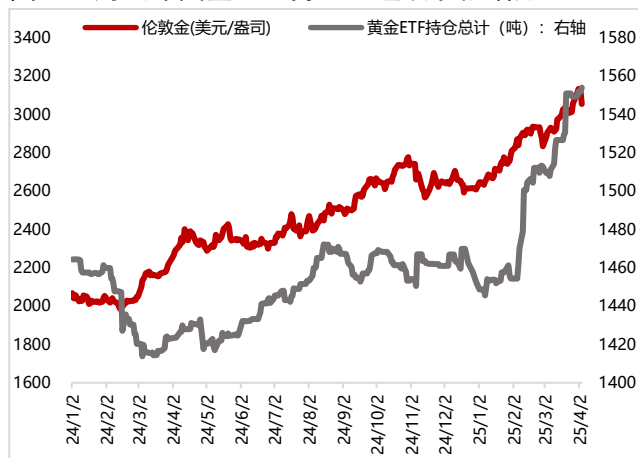


图 10 上周 SPDR 黄金 ETF 持仓量继续增加

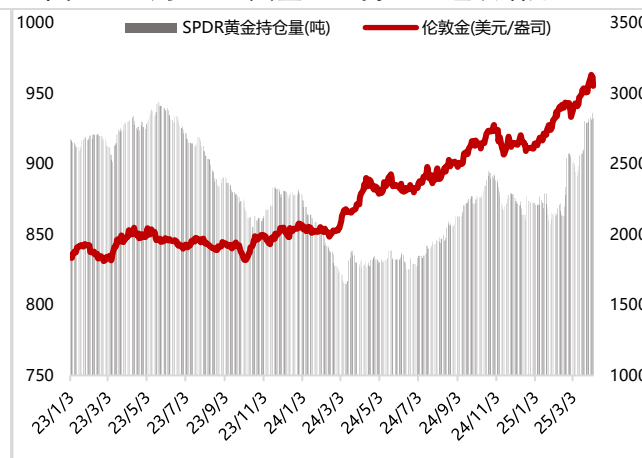


图 11 上周黄金 T+D 成交量大幅回升（元/克）

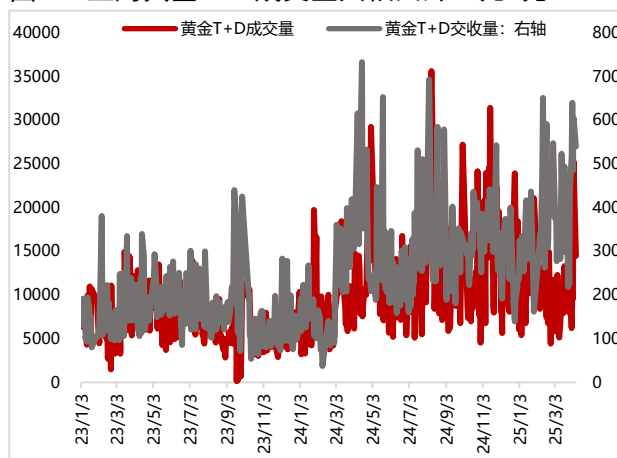


图 12 黄金 CFTC 多头净持仓量继续回落（张）

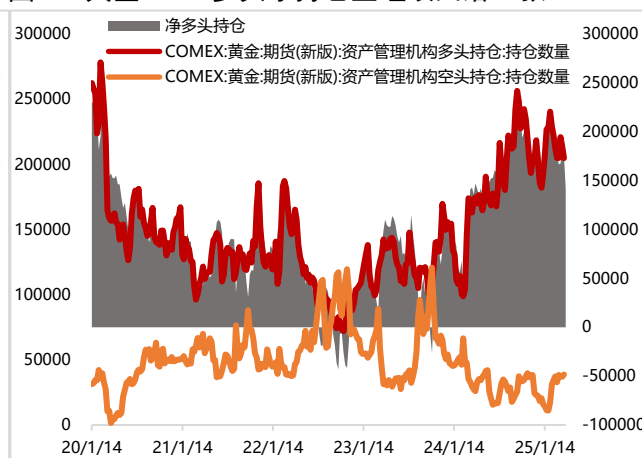


图 13 上周 COMEX 黄金期货库存继续增加

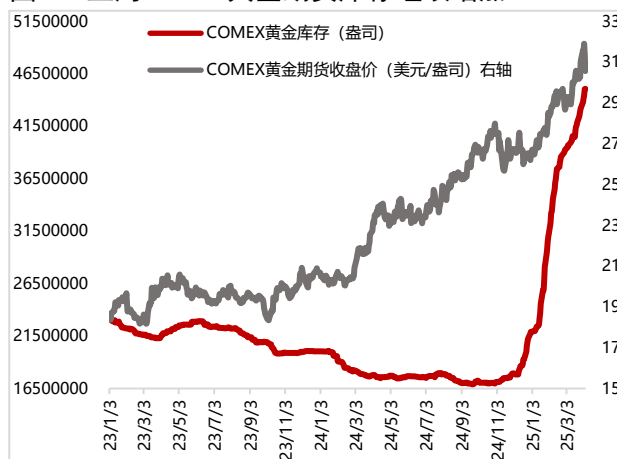
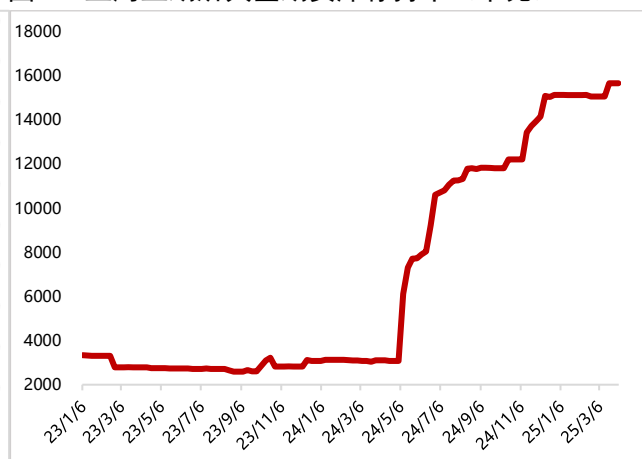


图 14 上周上期所黄金期货库存持平（千克）



数据来源：iFind，东方金诚

二、宏观基本面

2.1 重要经济数据

美国 ISM 制造业 PMI 今年首次出现萎缩，价格指数创 2022 年 6 月以来新高。

4 月 1 日，ISM 公布的数据显示，美国 3 月 ISM 制造业指数 49.0，不及预期值 49.5 和前值 50.3。重要分项指数方面，价格指数单月上涨 7.0 个点至 69.4，创 2022 年 6 月以来的最高；工厂订单指数下跌 3.4 点至 45.2，跌至 2023 年 5 月以来的最低。此外，就业指数以去年 9 月以来最快的速度收缩。

美国劳动力市场温和放缓，2月JOLTS职位空缺不及预期。4月1日，美国劳工统计局公布的报告显示，美国2月JOLTS职位空缺756.8万人，低于预期值765.5万人，前值从774.0万人修正至776.0万人。分行业来看，2月份职位空缺下降，主因零售业、金融业以及住宿和餐饮服务业岗位减少。职位空缺比失业人数多51.6万人，职位空缺与失业人口的比率保持在1.1，与前值持平。自主离职人数从前值325.6万人略微下降到319.5万人。2月的自主离职率为2.0%，与前值基本持平，但远低于2022年的3.0%高点。

特朗普宣布全面征收关税，设10%“最低基准关税”，对美贸易逆差最大国征税更高。美东时间4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。据央视报导，美国白宫发表声明称，特朗普将对所有国家征收10%的“基准关税”，并在美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准。声明还表示，对于加拿大和墨西哥，符合《美墨加贸易协定》（USMCA）的商品将继续获得关税豁免。

美国3月非农新增就业大超预期，劳动参与率上升、失业率走高。4月4日，美国劳工统计局公布的数据显示，3月非农就业人口增长22.8万，高于预期值14.0万，前值从15.1万下修为11.7万。1月非农就业人口增幅从12.5万下修至11.4万。经过修正后，1月和2月的就业人数累计减少4.8万。3月失业率升至4.2%，高于预期值和前值4.1%。3月平均时薪环比增长0.3%，持平于预期值，高于修正后的前值0.2%；3月平均时薪同比增长3.8%，低于预期值和前值4.0%；3月劳动力参与率62.5%，略高于预期值和前值62.4%。

图 15 美国前周初请失业金人数环比微幅减少(万人) 图 16 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 回落至收缩区间

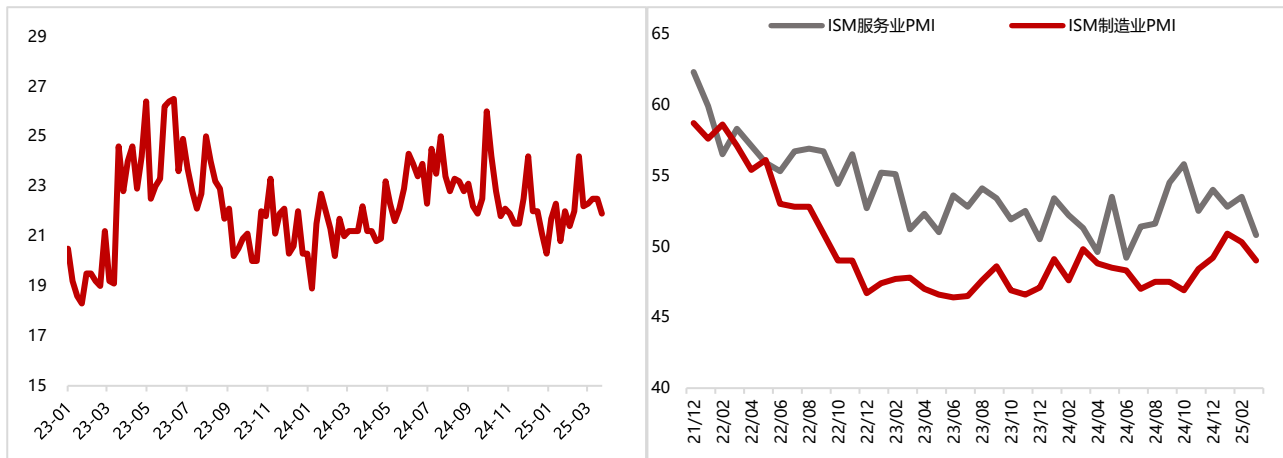


图 17 美国 3 月非农新增就业人数回升(千人)

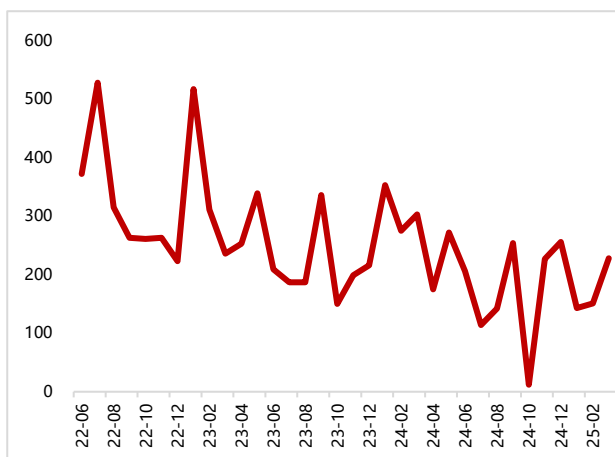


图 18 美国 3 月失业率继续上涨(%)

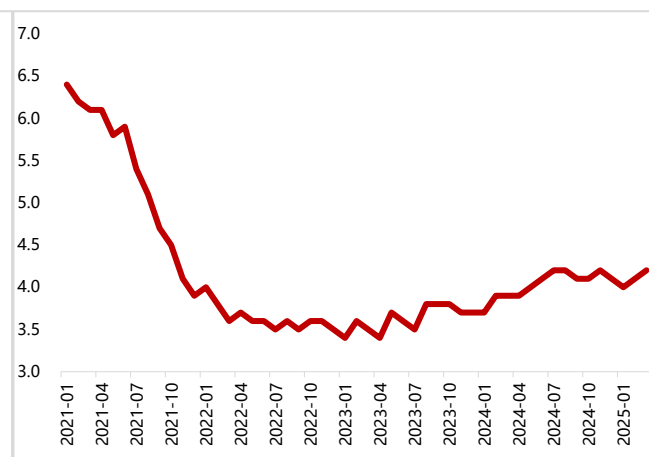


图 19 美国 2 月核心 PCE 同比超预期回升

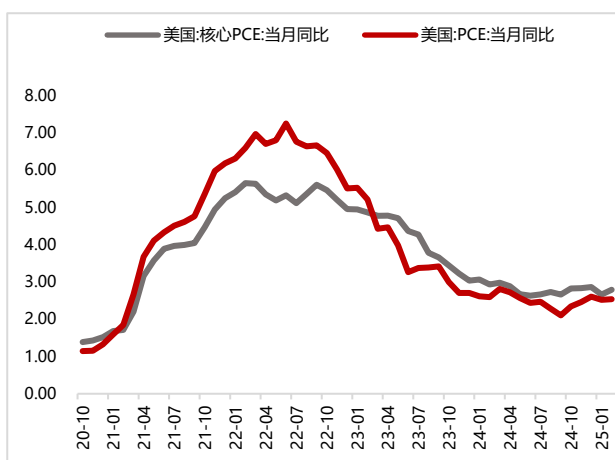


图 20 美国 2 月 JOLTS 职位空缺人数继续减少

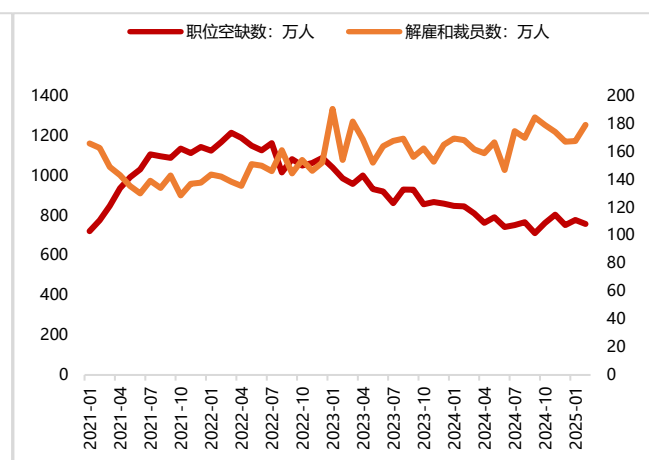


图 21 美国 1 月 CPI 同比明显回落 (%)

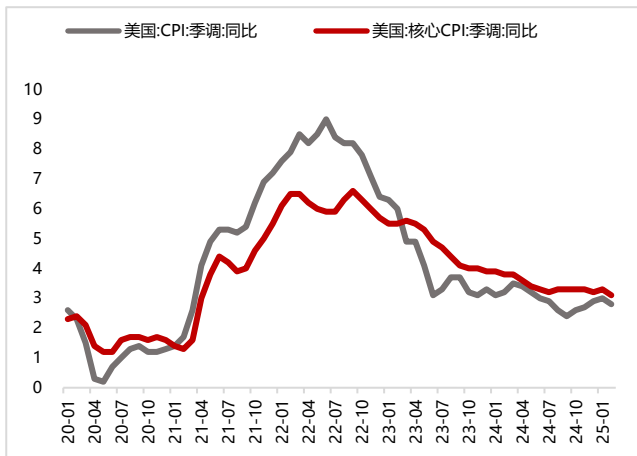


图 22 美国 1 月 PPI 同比大幅回落 (%)

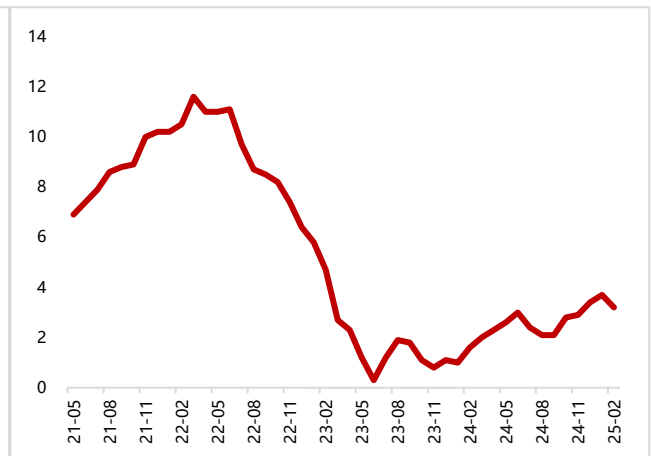
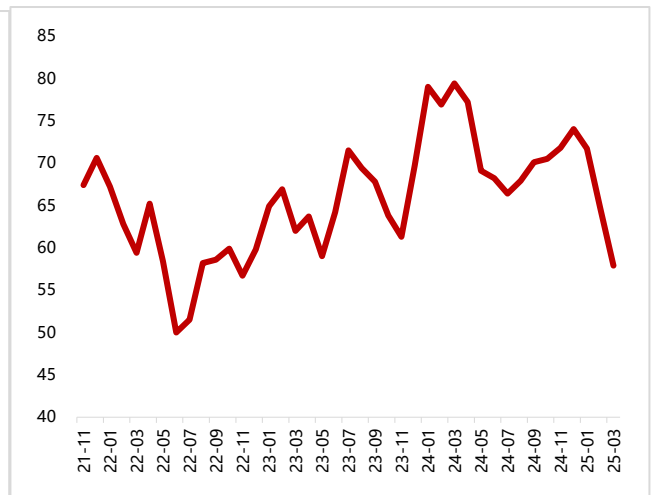
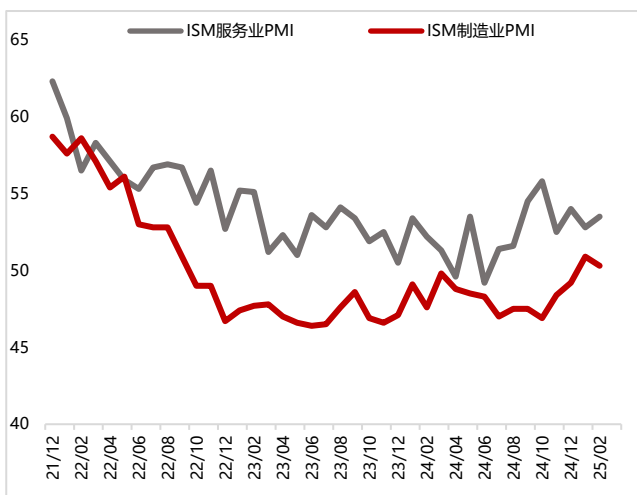


图 23 美国 2 月 ISM 服务业 PMI 回升，制造业 PMI 回落 图 24 美国 3 月密歇根消费者信心继续大幅下降



数据来源：iFind，东方金诚

2.2 美联储政策跟踪

上周，多名美联储官员表达关税对推升通胀的担忧，其中美联储主席鲍威尔警告新关税带来的经济影响可能远超预期，包括通胀升高而经济放缓。

4 月 1 日，纽约联储主席威廉姆斯表示，美国目前未陷入滞胀，但关税恐致通胀升温。今年存在通胀上升的风险，不过他的基线观点是通胀将保持相对稳定。他表示：“FOMC 成员普遍认为通胀前景面临上行风险，这与我个人的看法完全一致……确实存在上行风险，很大程度上取决于关税以及其他可能出台

的政策”。

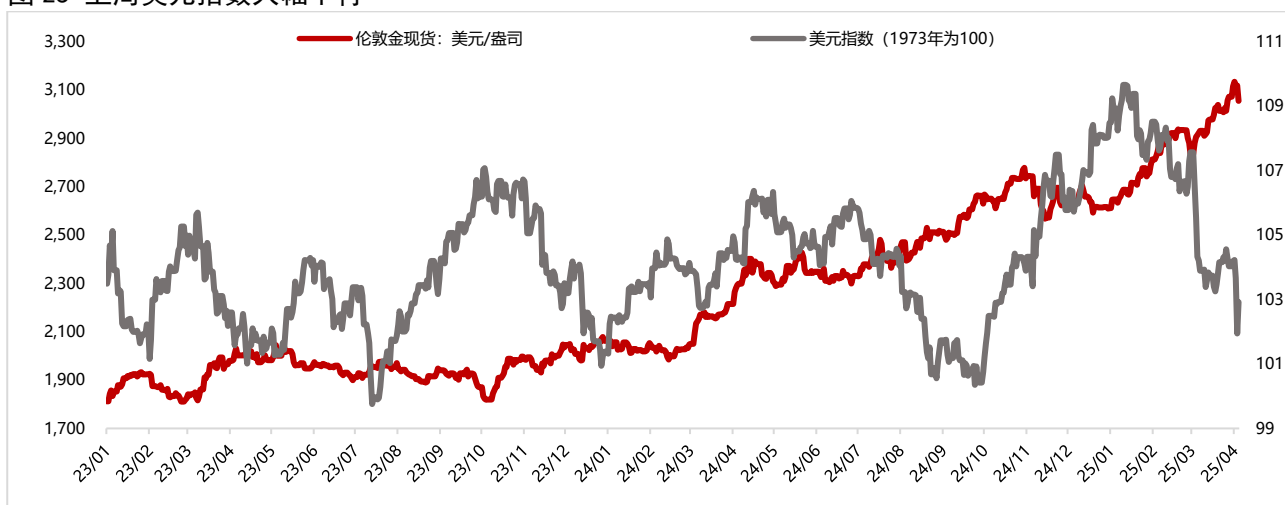
同日，里士满联储主席巴尔金表示，不认同通胀“暂时论”，并表示美联储需先确信通胀率会下降，然后才能再次下调利率。

4月4日，在特朗普宣布大范围征收对等关税后的首次公开表态中，鲍威尔重申，美联储需要先观望，等明确了形势，再考虑行动。他指出，本次特朗普公布的新关税远超预期，可能持续推升通胀，联储需要保证通胀预期不会上升。鲍威尔表示，美联储对特朗普征收的关税范围感到震惊，这意味着关税对经济的影响将比之前认为的要大。同时暗示，美联储将专注于控制通胀。他表示：“我们的职责是保持长期通胀预期稳定，并确保一次性的物价上涨不会成为持续的通胀问题……我们完全能够等到（形势）更明确了，然后考虑调整我们的政策立场。现在判断何为货币政策的合适路径还为时过早。”

2.3 美元指数走势

受特朗普宣布的超预期“对等关税”影响，市场对美国经济衰退的预期急剧上升，上周美元指数大幅下行。截至上周五，美元指数较前一周五回落1.10%至102.92。

图 25 上周美元指数大幅下行

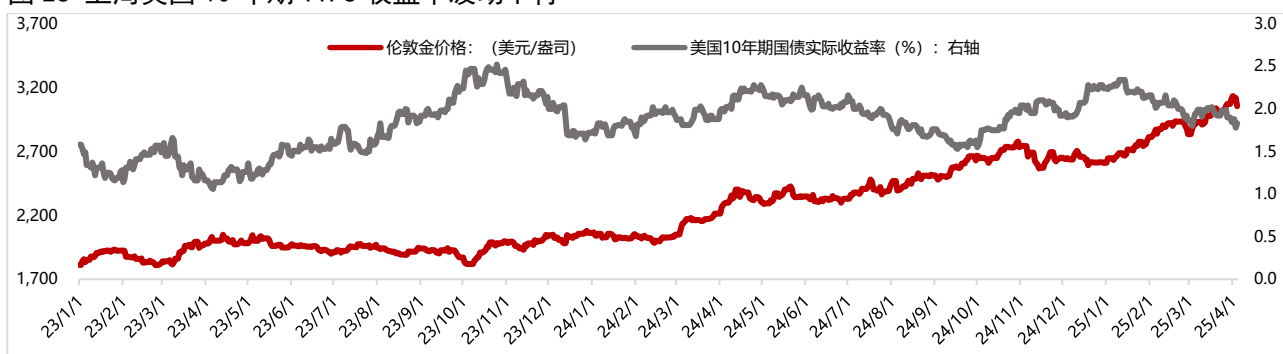


数据来源：iFind，东方金诚

2.4 美国 TIPS 收益率走势

上周美国 10 年期 TIPS 收益率波动下行。特朗普公布的“对等关税”大幅超出市场预期，冲击美国经济基本面预期，带动美国 10 年期 TIPS 收益率大幅下行。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率下行 7bp 至 1.83%。

图 26 上周美国 10 年期 TIPS 收益率波动下行

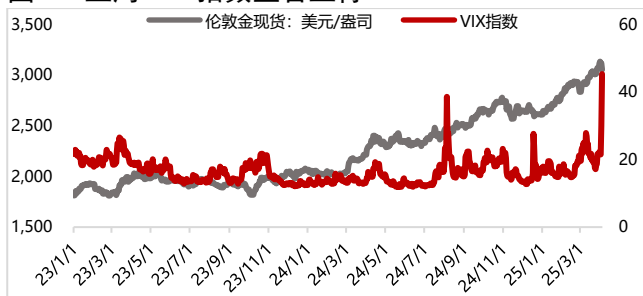


数据来源：iFind，东方金诚

2.5 国际重要事件跟踪

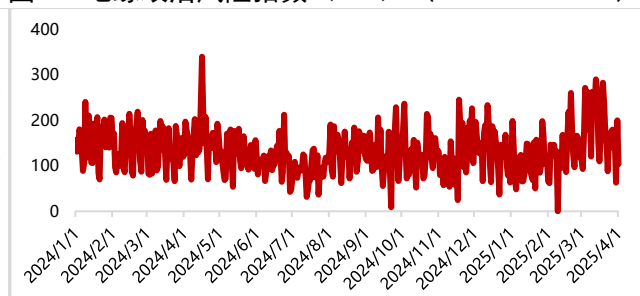
巴以冲突再度升级，俄乌和谈难有进展。从上周三（4 月 2 日）开始，以色列宣布扩大在加沙地区的军事活动，并将占领的地区纳入以色列领土之中。随后，周日哈马斯向以色列南部城市发起了火箭弹袭击，来回应以色列的军事行动。这意味着巴以双方再度陷入交战之中，中东地缘政治风险进一步升级。俄乌方面，上周日（4 月 6 日），俄军向乌克兰首都基辅发起了导弹袭击，破坏了许多地区并造成火灾。泽连斯基回应表示，俄罗斯或不想结束战争，并呼吁同盟国给予支持。

图 27 上周 VIX 指数显著上行



数据来源：iFind，<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>，东方金诚

图 28 地缘政治风险指数（GPR）（1985:2019=100）



权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn