

# 宏观金银宏观月报：

对等关税扰动全球，海内外经济隐忧多，金价大幅波动

王维芒

资格编号：Z0000148

邮箱：Wangwm@zhqh.com.cn

中辉期货

时间：2025.04.30

**【宏观总结】** 大类资产，市场消化特朗普的反复无常，黄金冲高回落，基本金属等走高，国内过剩产能品种弱势运行。海外经济，海外数据分化，美国消费回落，主要国家货币政策整体保持流动性宽松，后续美国通胀风险较大。关税谈判方面，部分国家有所妥协。中国经济，4月制造业PMI明显回落，工业企业利润数据好转，其他基建和制造业数据有所回升，企业负债率、应收账款等数据不尽如人意。地产高频数据复苏缓慢，央行释放流动性呵护。中央政治局会议政策有定力，为未来贸易全面脱钩留下余地。

**【金银逻辑】** 尽管短期可能出现技术性回调，但黄金长期上涨的核心逻辑（美元信用弱化、央行持续购金、地缘风险及通胀预期）依然稳固。当前金价下跌属正常调整而非趋势逆转，美元与黄金负相关性增强，黄金配置价值长期存在。预计金价将维持结构性牛市。

**【金银策略】** 沪金短期震荡调整，短期调整的幅度取决于央行购金和关税博弈的不确定性，关注766附近支撑，长线投资者仍可继续配置。白银短期跟随黄金和基本金属商品，短线震荡重心上移，但仍没有摆脱高位震荡空间。8100-8500。关注近期压力位8500附近表现。

**【关注】** 贸易脱钩扩大，国内复苏不及预期，美元流动性危机（投资有风险 入市需谨慎）



1

资产价格逻辑分化

2

海外关税谈判反复，货币预期宽松

3

国内PMI数据回落，政策有定力

4

部分避险情绪退却，金价大幅调整

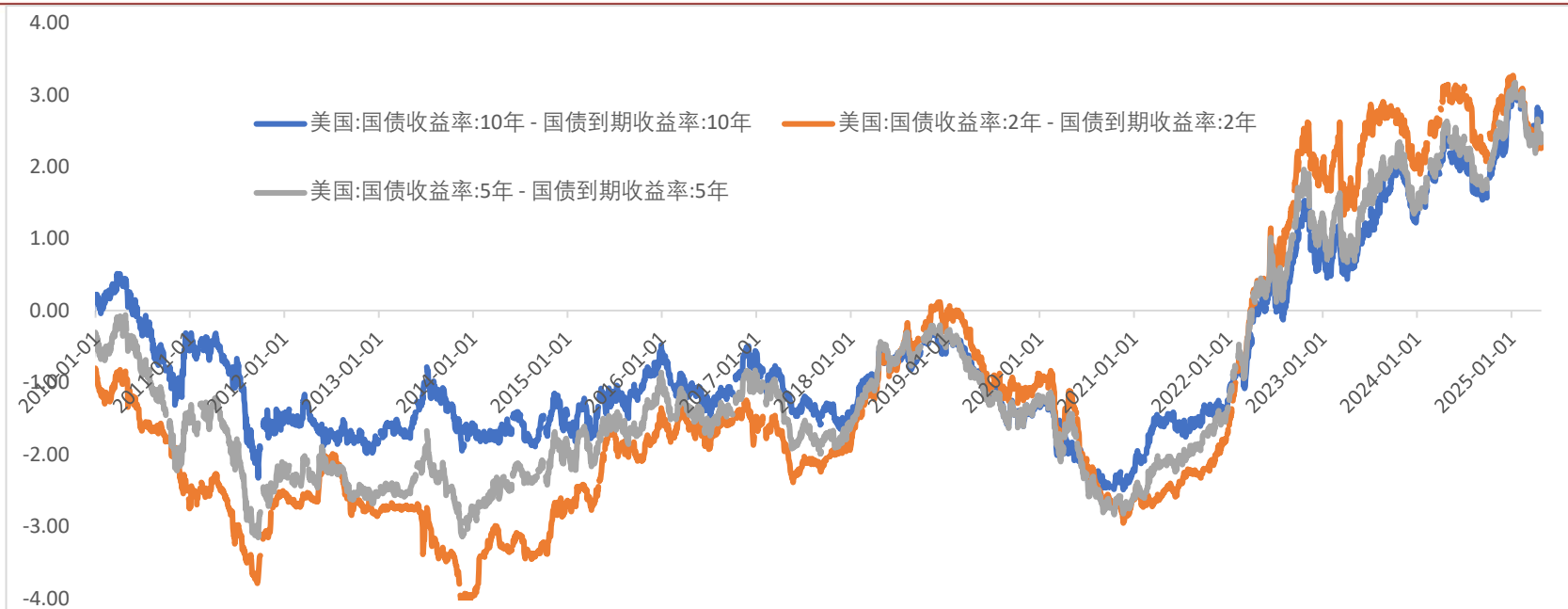


# 01

## 资本市场

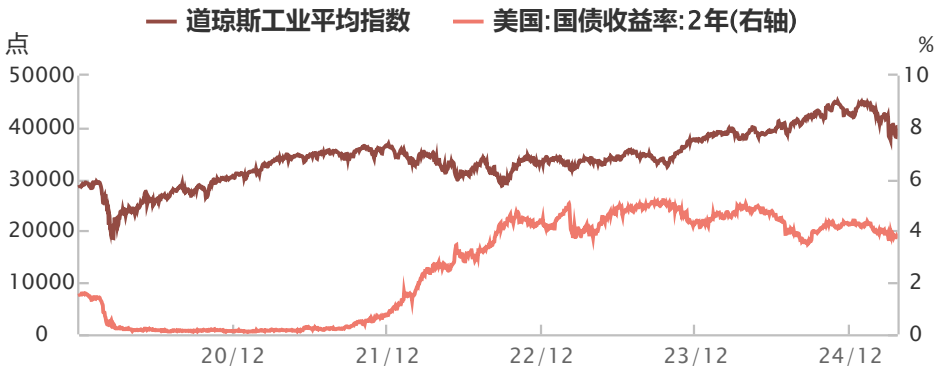


# 美中利差本月冲高回落



- 特朗普对等关税吓坏债券市场、美国联储态度松动、美国数据反复，美债利率走低
- 国内1-3月份整体数据小幅回升，情绪好于年前，利率相对坚挺
- 中美10年利率差为2.63%，2年利差下跌为2.26%，5年利差为2.34%。

# 美股超跌震荡，国内积极维护A股坚挺



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

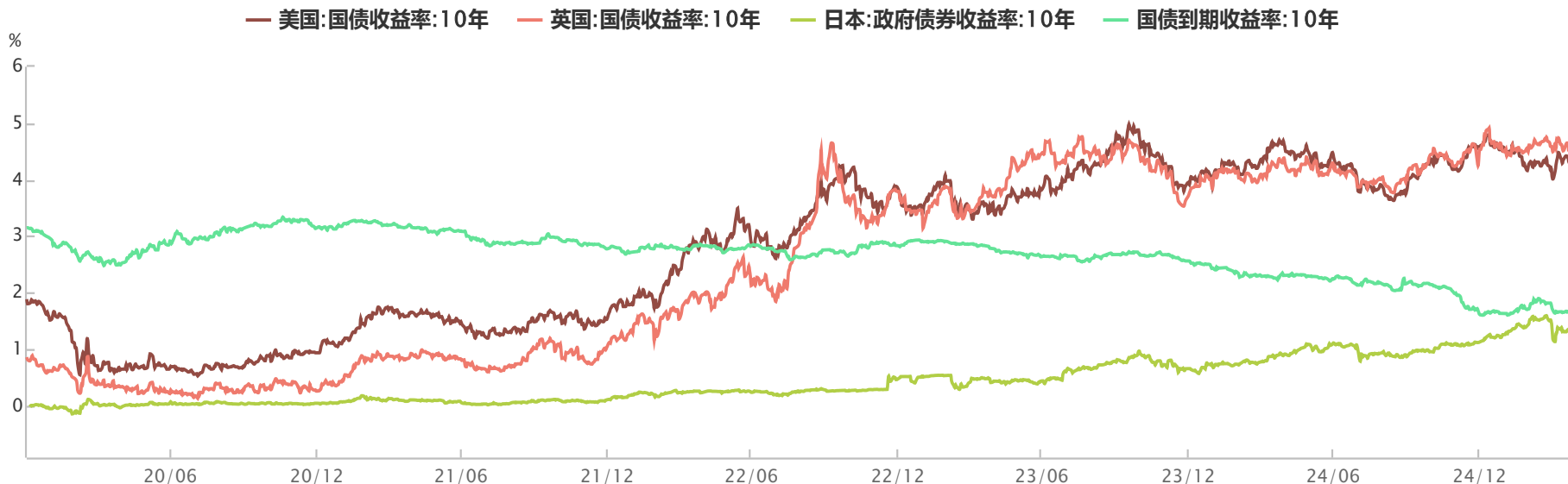


来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

# 主要国家货币政策预期偏宽松，利率走低



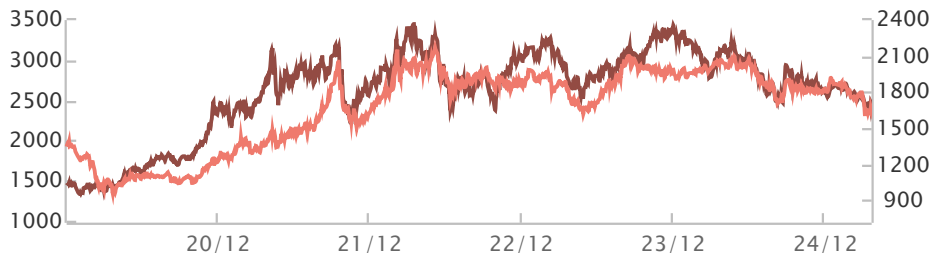
来源:同花顺,中辉期货有限公司

- 央行公开市场呵护流动性中国国债收益率持续下行，反映货币政策宽松预期及经济增速放缓压力。
- 日本央行坚持收益率曲线控制（YCC）政策，尽管通胀有所回升，但货币政策仍偏向宽松。
- 市场对特朗普关税政策及经济滞胀风险的担忧加剧美债波动，但美联储官员鸽派言论缓解了部分压力
- 英国经济韧性较强，但贸易紧张局势仍对长期利率构成压力，市场对英国央行降息预期降温。

# 宏观预期影响基本金属强势，关税导致大幅波动

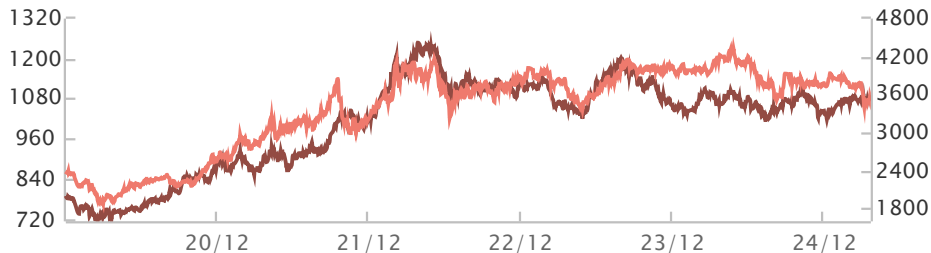
## 黑色和能化

— 南华黑色指数 — 能化指数(右轴)

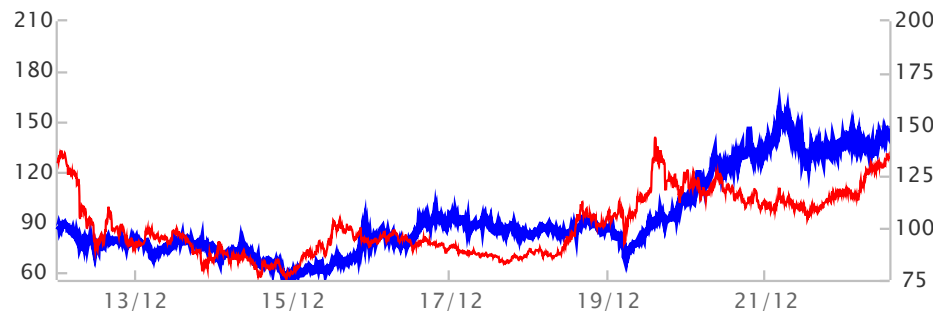


## 工业品农产品

— 南华农产品 — 南华工业品指数(右轴)



— 有色金属 — 贵金属(右轴)



- 终端需求疲软叠加钢厂利润收缩，市场对粗钢产量调控政策预期增强，导致黑色商品普遍走弱。
- 化工品受国际油价波动、国内供需结构分化及政策预期共同影响，短期仍以若是震荡行情为主。
- 有色金属板块表现强势，沪铜、沪铝、沪锌等品种周内普遍上涨。美联储降息预期升温叠加美元走弱，提振有色价格。
- 黄金是本月最强势品种，现货黄金一度突破3500美元/盎司后答复回调。地缘政治风险及央行购金需求仍支撑长期趋势，但短期多头获利了结导致价格波动。
- 农产品受供需结构、天气及贸易政策影响显著，不同品种走势差异较大。



# 02

## 海外经济

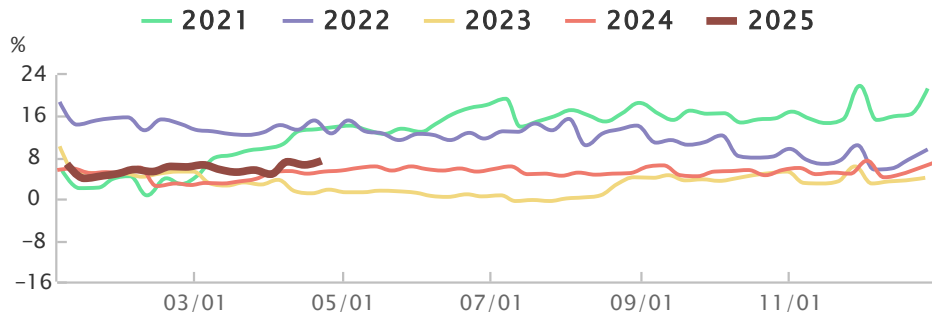


# 美国销售指标反应抢购行为



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美国:红皮书同店零售销售指数

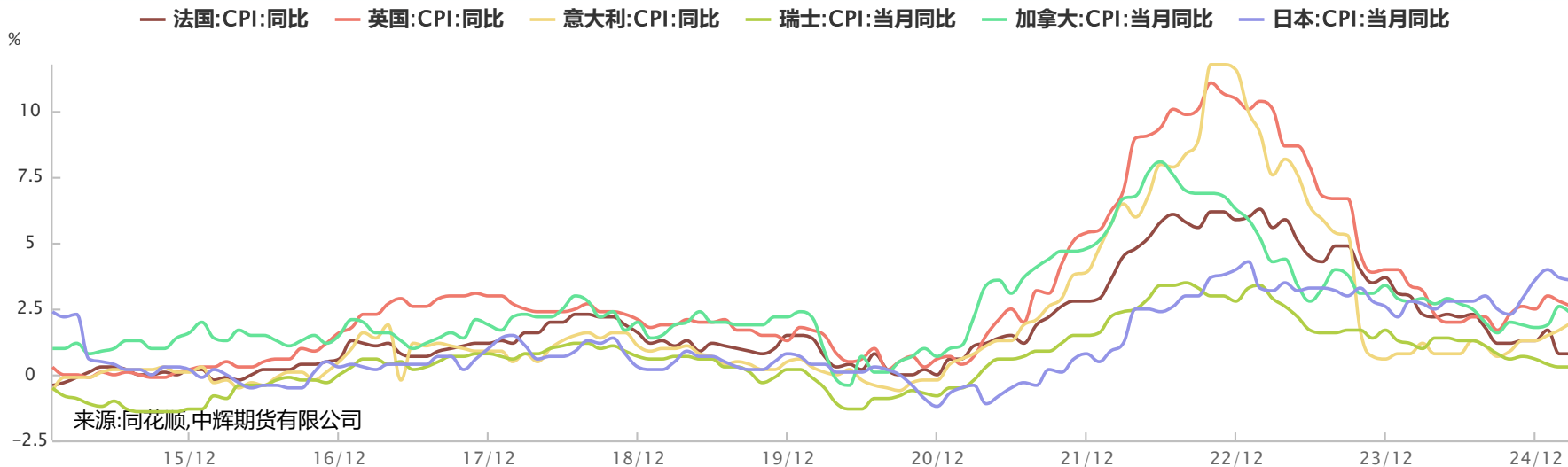


来源:同花顺,中辉期货有限公司

2025年4月,美国消费市场呈现“冰火两重天”态势:一方面,在特朗普政府维持高关税政策的预期下,消费者出现恐慌性囤货,推动3月零售销售环比大涨1.4%,其中汽车销售激增5.3%;另一方面,密歇根大学消费者信心指数跌至52.2,创下近三年新低,反映出民众对通胀和就业前景的深度担忧。

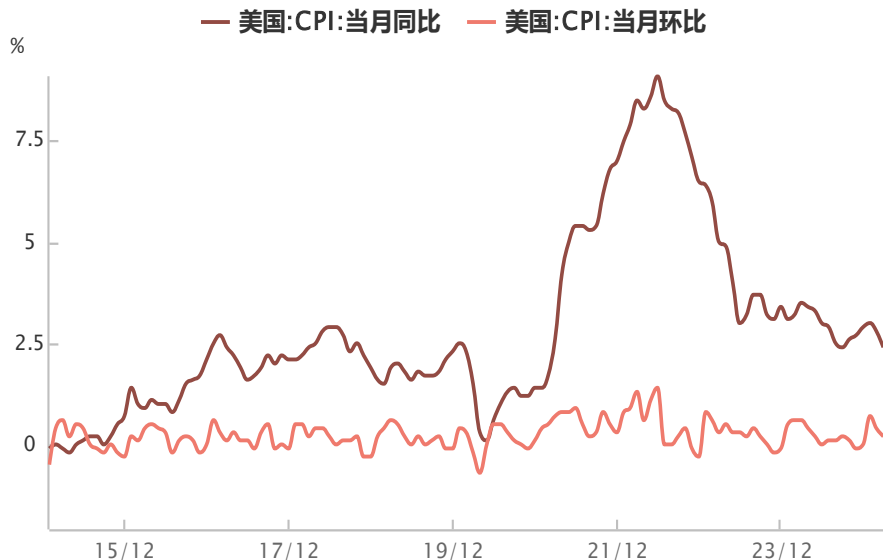
这种矛盾现象源于多重压力:高达6.5%的通胀预期持续侵蚀购买力,贸易政策不确定性加剧经济前景担忧,导致近三分之二消费者预计失业率将上升。尽管短期抢购行为支撑了零售数据,但信心指数的持续下滑预示着消费动能可能减弱,为美国经济埋下滞胀风险隐患。

# 各国通胀不高，但是都对未来表示担忧



- **法国**通胀率同比稳定在0.8%，为2021年以来最低水平，主要受能源价格下跌（-6.6%）和服务价格上涨（+2.3%）的综合影响；**英国**CPI同比涨幅放缓至2.6%，连续两个月下降，主要因娱乐、文化价格下跌，但核心通胀仍达3.4%，显示粘性压力；**意大利**通胀率同比升至2.1%（欧盟调和标准），创18个月新高，主要由非管制能源价格反弹（+1.3%）和烟草、食品价格上涨推动；**瑞士**通胀数据未明确提及，但央行3月降息25基点至0.25%，反映通胀压力温和，最新CPI为0.3%；**加拿大**通胀意外放缓至2.3%，因汽油和旅行价格下降，但核心通胀（2.9%）仍高于央行目标，货币政策保持谨慎；**日本**全国CPI同比上涨3.6%，核心通胀升至3.2%，东京核心通胀更达3.4%（4月数据），受能源补贴减少和食品涨价影响

# 美国通胀未来预期走高



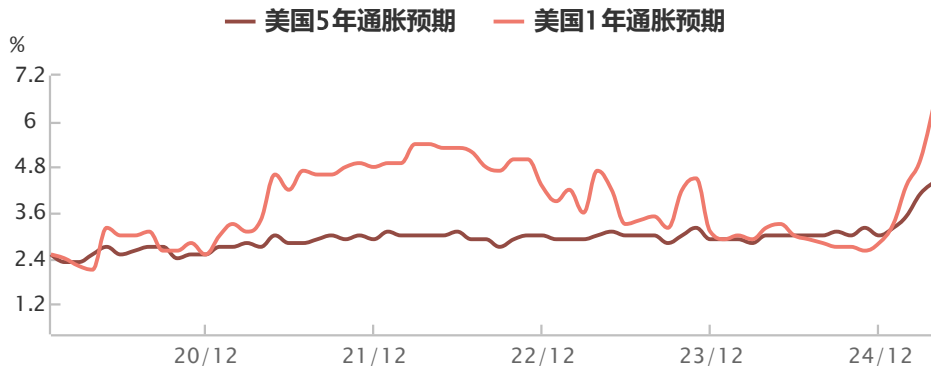
来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

- 美国3月CPI同比上涨2.4%，环比下降0.1%，为2020年5月以来首次环比负增长，主要受能源价格下跌（汽油降幅达6.3%）和核心服务通胀放缓影响。
- 3月PPI同比上涨2.7%，环比下降0.4%，创2023年10月以来最大跌幅，能源成本（如汽油价格暴跌11%）和关税前库存调整是主要拖累因素。
- 但是市场普遍担忧特朗普政府的关税政策可能在未来数月推高进口成本，导致通胀反弹

# 美国通胀预期走高



来源:同花顺,中辉期货有限公司

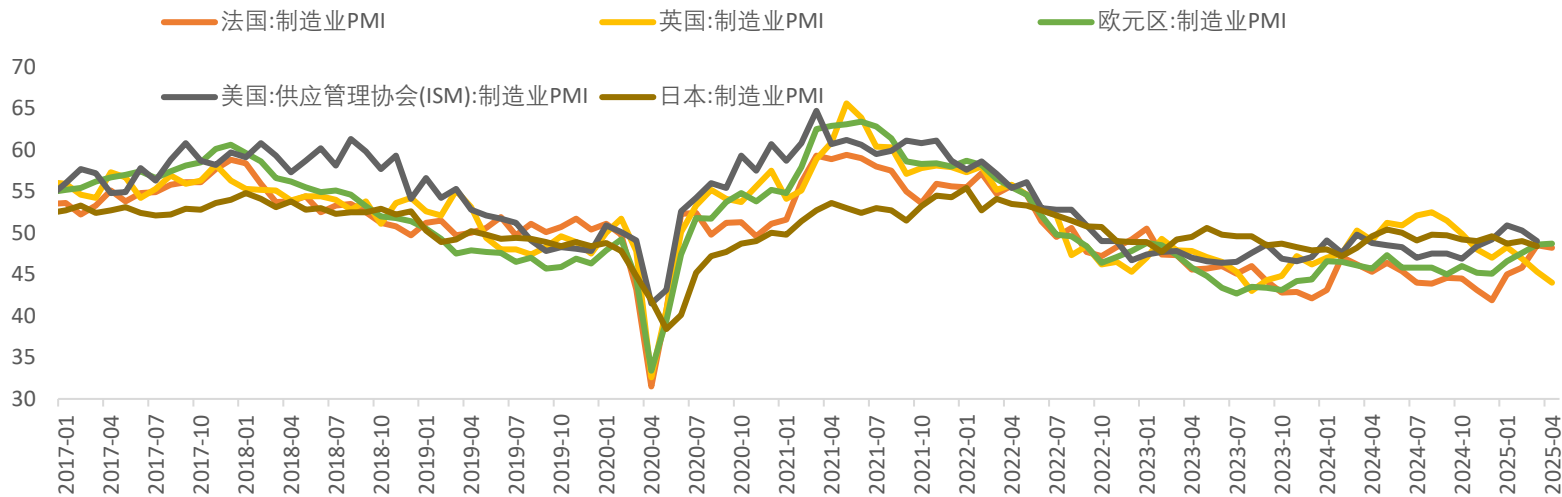


来源:同花顺,中辉期货有限公司

- 2025年3月，美国核心PCE物价指数同比上涨2.8%，略高于前值2.7%，环比增长0.4%，创下2024年1月以来最大涨幅，显示通胀仍具黏性。服务价格是主要推动因素，而整体PCE受能源价格下跌影响可能小幅回落。这一数据表明，尽管部分领域价格压力缓解，但核心通胀尚未回到美联储2%的目标区间。
- 短期与长期通胀预期呈现显著分歧。纽约联储调查显示，3年和5年通胀预期分别稳定在3.0%和2.9%，表明市场对中期通胀的锚定信心较强。然而，密歇根大学调查的5年通胀预期飙升至4.4%，创1991年以来新高，反映出消费者对关税政策和能源价格波动的担忧加剧。这种分化凸显了政策不确定性对市场心理的冲击。
- 美联储面临平衡通胀黏性与经济放缓的挑战，可能维持观望态度，直到数据提供更明确的趋势信号。未来通胀走势将高度依赖贸易政策走向和劳动力市场表现。

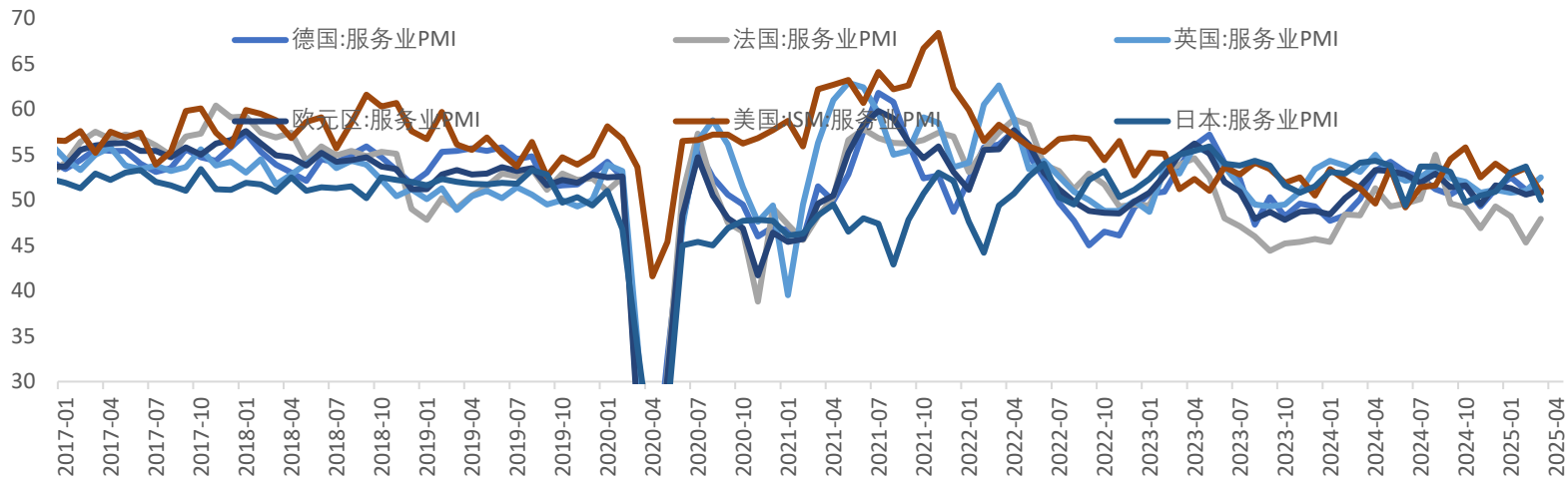


# 欧美制造业走势分化，负面多累较多



2025年4月，欧美制造业PMI呈现分化趋势。美国制造业PMI初值意外升至50.7（前值50.2），连续四个月扩张，但新订单增长主要依赖内需，出口因关税影响显著下滑，投入成本增速创2022年8月以来新高。欧元区制造业PMI初值小幅升至48.7（前值48.6），德国（48）和法国（48.2）仍处收缩区间，但工厂通过消化积压订单支撑短期产出，关税不确定性抑制企业信心。英国制造业PMI初值44，持续低迷，受国内需求疲软和贸易摩擦拖累。

# 服务业复苏动能减弱



服务业方面，美国4月服务业PMI初值降至51.4（前值54.4），创两个月新低，商业信心恶化且就业收缩，反映关税政策对消费和服务业的冲击。欧元区服务业PMI初值跌至49.7（前值51），近五个月首次收缩，德国（48.8）和法国（48.2）服务业活动显著萎缩，新订单因关税担忧骤减。英国服务业PMI初值48.9（预期51.5），结束17个月扩张，商业预期降至2020年以来最低，显示经济不确定性加剧。服务业受需求萎缩和成本压力拖累更甚，欧美经济复苏动能减弱。



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

2025年3月,美国非农就业人数新增22.8万人,远超预期的13.5万人,创三个月来最高增幅。尽管数据强劲,但结构性矛盾显现:联邦政府就业减少4000人,且前两个月数据下修4.8万人,反映关税政策及政府裁员计划对就业市场的潜在压制

3月失业率小幅上升至4.2%,劳动参与率微增至62.5%,显示更多人口进入劳动力市场。值得注意的是,密歇根调查显示消费者对失业率上升的担忧升至2009年以来最高,与官方数据形成反差,反映政策不确定性加剧了市场悲观预期

当前美国劳动力市场呈现“强就业与弱信心”并存的特征:非农数据短期韧性凸显,但关税、政府裁员及通胀压力可能抑制未来增长。



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

最新数据显示初请失业金人数为21.5万人，低于市场预期的22.5万人，较前一周（22.3万人）下降，显示劳动力市场短期韧性。四周均值小幅降至22.08万人，反映波动性降低。

初请数据连续多周保持低位，支持美联储对劳动力市场“稳固”的判断，降息预期进一步推迟。若未来初请人数持续上升，可能预示经济衰退风险。

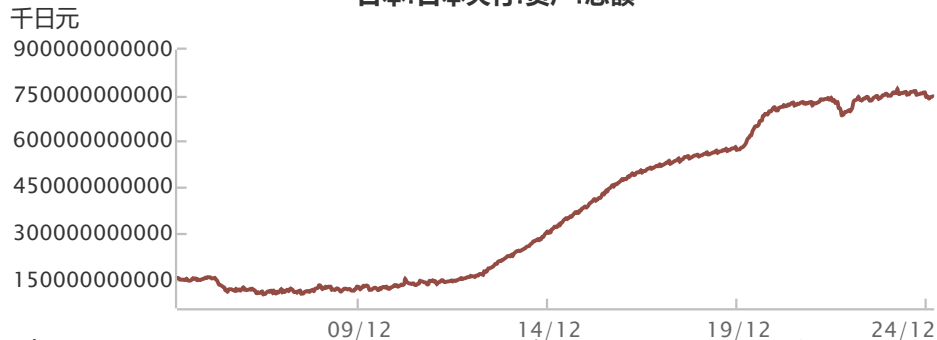
2025年2月职位空缺降至756.8万（经季节性调整），低于1月修正后的776万和市场预期的763万，创2021年2月以来最低水平。特朗普政府的贸易政策和企业投资观望情绪，可能抑制就业需求。

# 美国、日本、欧央行缩表

— 美国:所有联储银行:资产:当周值



— 日本:日本央行:资产:总额



— 欧洲央行:资产:总额



截至2025年4月23日，美联储总资产为6.73万亿美元，较2022年历史峰值（8.96万亿美元）缩表约25%。美联储仍处于缩表周期，但速度较2022年放缓。美联储对进一步缩表持谨慎态度。

欧元区央行总资产占GDP比重约243%，较2022年峰值有所下降。欧洲央行自2024年6月起连续7次降息，存款利率降至2.25%，资产负债表温和收缩。

总资产为729.2万亿日元（约4.8万亿美元），较2024年8月峰值（764.8万亿日元）下降4.6%；日本央行从超宽松转向中性，国债购买仍支撑资产负债表



## ✓ 1. 美联储：内部对降息时机存分歧，强调独立性

**鸽派信号：**美联储理事沃勒表示，需等待7月后关税对通胀的影响明朗化，暗示短期内不会调整利率。克利夫兰联储主席哈马克称，若6月前经济数据明确，可能采取行动；

**鹰派谨慎：**芝加哥联储主席古尔斯比警告，关税可能导致通胀反弹，需放慢降息步伐，副主席杰斐逊强调经济和劳动力市场强劲，支持谨慎调整利率；主席鲍威尔在IMF闭门会议上强烈捍卫央行独立性，反击特朗普的降息施压，获多国财长支持

## ✓ 2. 欧洲央行：降息周期延续，但警惕贸易风险

**政策宽松：**欧洲央行管委雷恩称“不排除更大幅度降息”，而霍尔茨曼强调需等待关税不确定性消除。行长拉加德指出，特朗普关税威胁欧元区出口和通胀，未来政策将依赖数据，但“身处乱世难言展望”

## ✓ 3. 日本央行：加息路径受通胀与关税双重制约

**紧缩倾向：**行长植田和男表示，若基础通胀趋近2%目标，将继续加息。

## ✓ 4. 英国央行关注通胀信号；加拿大央行行长称“政策利率已具限制性”，但未明确降息信号

总之，美联储与欧洲央行偏向观望，日本央行受困于通胀，新兴市场（如韩国）可能提前降息应对经济下滑。贸易政策不确定性（如特朗普关税）成为全球央行决策的核心干扰项，加剧经济前景分歧

**俄乌冲突：谈判与战火交织。**2025年4月下旬，俄乌冲突出现微妙变化。普京罕见表态愿“无条件谈判”，美俄接触增多，但战场仍激烈胶着。普京提议“胜利日停火”：5月8-10日单方面停火3天，被泽连斯基拒绝，乌方要求“30天无条件停火”。

**印巴紧张：报复升级与全面对抗。**印度因克什米尔袭击事件对巴基斯坦实施断水、断交等强硬报复，巴方则关闭领空并警告“战争行为”。美印走近加剧地区失衡，联合国斡旋未果。双方在边境持续交火，若印度进一步施压（如空袭），可能引爆更大冲突，但经济困境或制约全面战争。巴方进入战备状态，关闭印巴领空、暂停贸易，并警告核武器“仅在存亡威胁时使用”。

**中东乱局：巴以冲突外溢至黎以边境，加沙人道危机加剧。**美国强化对沙特军售以遏制伊朗，土耳其借叙利亚问题扩大影响力。美军撤离叙利亚引发权力真空担忧，伊朗-以色列对抗推高油价，地区局势高度不稳定。

**全球经济战：美国单边主义引发反弹。**特朗普政府加征关税重创全球贸易，IMF下调增长预期。中欧牵头多国讨论反制措施，欧盟甚至对美官员采取防窃听措施。贸易战加剧去美元化趋势，发展中国家面临粮食、能源危机，全球秩序加速走向多极化对抗。

多重地缘冲突叠加，导致能源市场动荡、难民危机及大国博弈加剧。联合国协调乏力，中美俄等通过战略竞争争夺影响力。全球安全与经济面临严峻挑战。

## 一、美欧谈判：暂缓执行但分歧仍存

欧盟立场。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，原定4月15日生效的对美25%报复性关税将暂缓90天执行，以留出谈判时间，但强调欧盟“不排除任何选项”

法国经济部长隆巴尔称，美欧谈判“距离达成协议还很远”，双方在能源采购（如美国要求欧盟购买3500亿美元能源）和工业品关税互免上存在根本分歧

欧盟内部协调。欧盟明确表示不会在对华政策上妥协，拒绝美国拉拢其加入“经济遏华联盟”的企图，强调对华“去风险化而非脱钩”的立场不变

## 二、日美谈判：进展有限，日本抵制“遏华”要求

首轮谈判结果。日本经济再生大臣赤泽亮正与美国财长贝森特会谈，但仅达成“继续对话”的框架，未取得实质性突破。日本要求豁免汽车关税，但美方拒绝单独优待

战略自主性。日本政府明确表示不会配合美国限制对华贸易，强调中国是其最大贸易伙伴和供应链关键环节，若减少对华贸易将“带来重大经济打击”

## 三、东盟集体应对：呼吁WTO介入

联合声明。东盟经济部长特别会议发表声明，批评美国关税政策“扰乱全球供应链”，呼吁通过WTO框架与美方“建设性接触”，同时加速区域经济一体化以降低依赖。

成员国差异。越南、泰国等正寻求双边谈判豁免，但柬埔寨（被征49%关税）等国因经济规模小，谈判筹码有限。

## 四、其他地区动态

英国与加拿大。英国首相斯塔默与特朗普通话讨论关税问题，计划派财政大臣里夫斯赴美谈判；加拿大维持对美汽车25%报复性关税，并计划向WTO申诉。

印度与澳大利亚。印度称正“研究影响与机遇”，但未公布具体进展；澳大利亚总理阿尔巴尼斯批评美国关税“非盟友所为”。

## 五、中美博弈：谈判“烟雾弹”与反制

美方释放虚假信号。特朗普声称“中美正积极谈判”，但中方明确否认，强调美方未取消任何对华关税前“无谈判可能”。

中方潜在豁免调整。据彭博社报道，中国考虑暂停对美国医疗设备、乙烷等工业品加征125%关税，以缓解国内企业成本压力，但强调这与谈判无关

## 总结与趋势

欧盟、日本等盟友拒绝在战略利益上妥协，尤其反对对华脱钩；发展中国家通过WTO和多边机制联合应对；中美僵局持续，但局部豁免或成缓和信号。未来关键节点包括欧盟90天缓冲期结束（7月）和G7峰会（6月）后持续关注，美日和美欧谈判两条主线，另外关注美国“衰退”甚至“滞胀”进程数据。



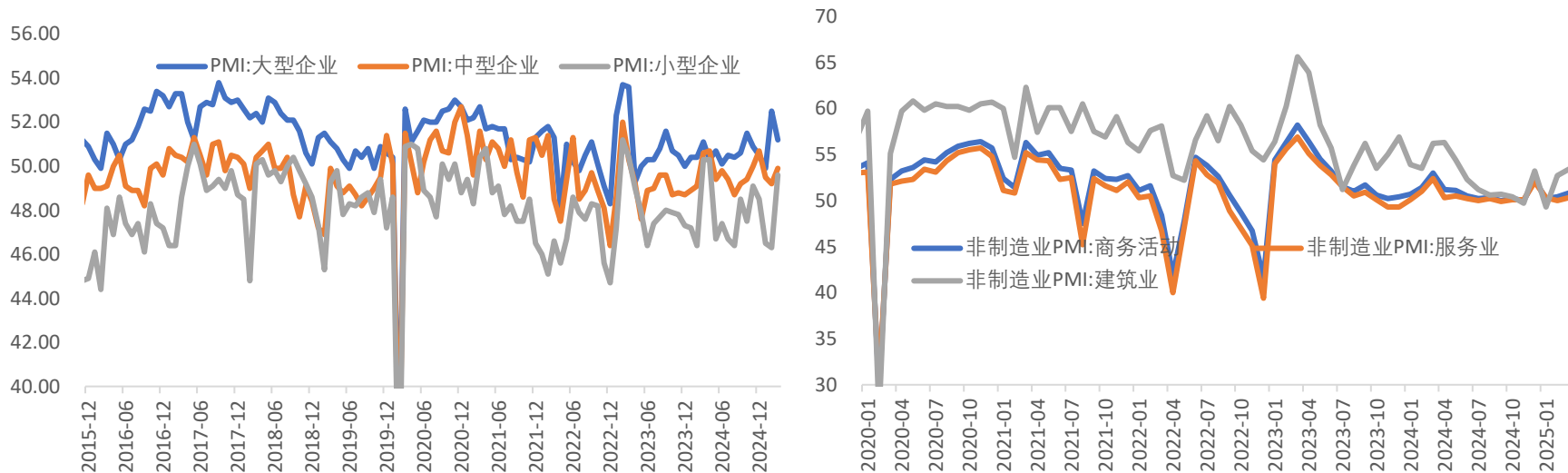
# 03

## 中国经济





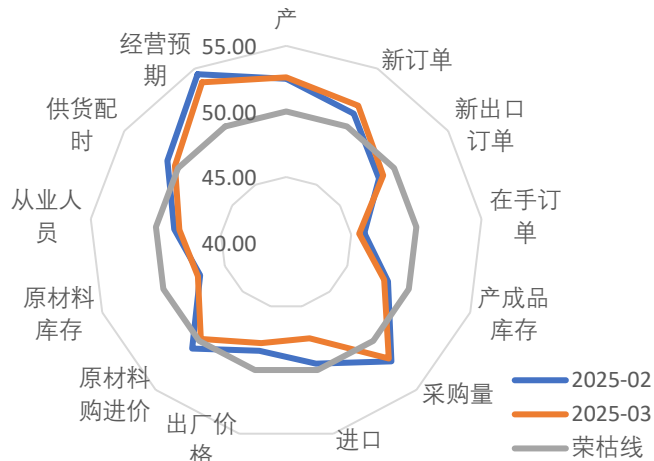
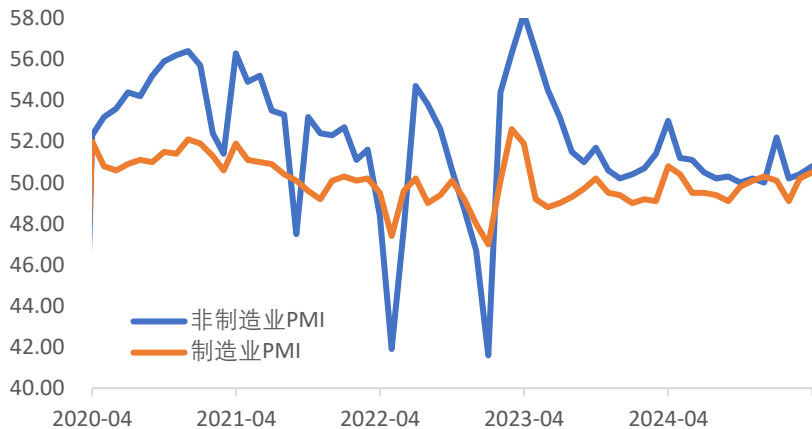
# 4月份PMI回落



从企业层面来看，大中小企业均处收缩区间，且中小企业压力更大。大、中、小型企业PMI分别为49.2%、48.8%和48.7%，比上月下降2.0、1.1和0.9个百分点，均低于临界点。

从非制造业PMI表现来看，建筑业目前表现积极，但是未来也存在引诱

# 4月份PMI回落



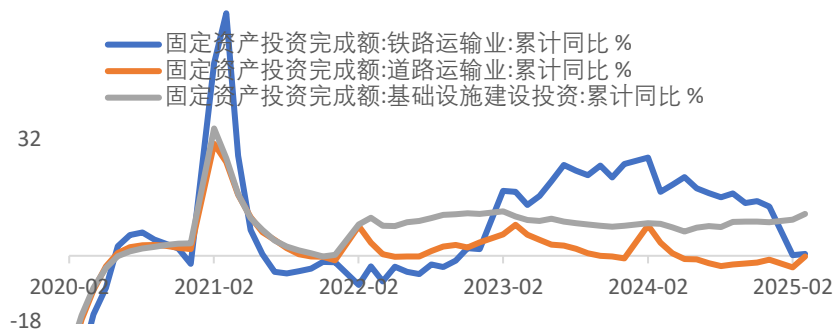
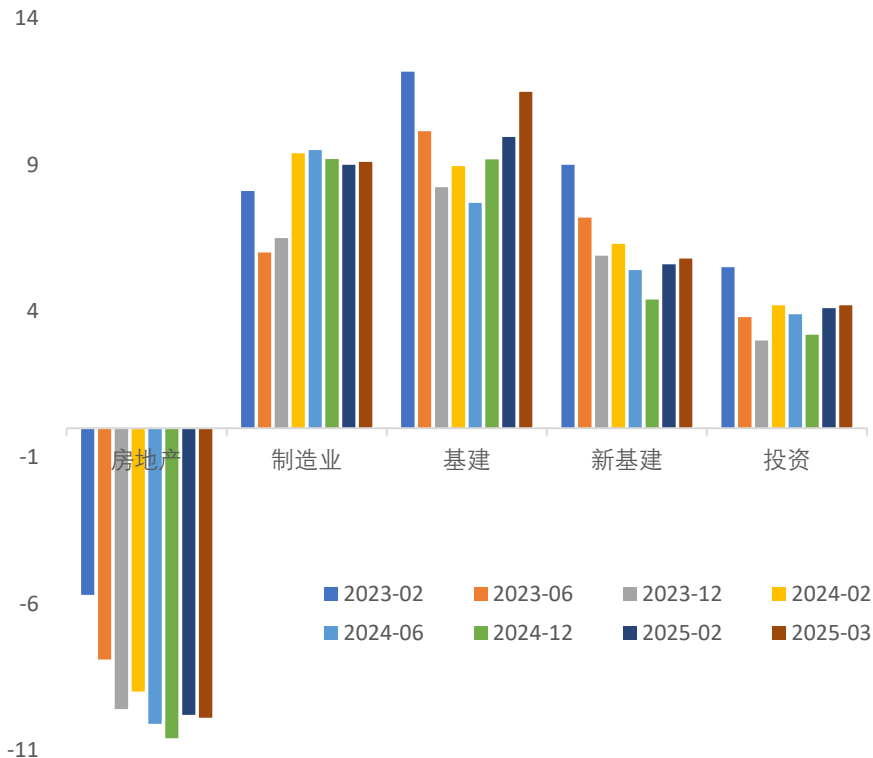
国家统计局发布了2025年4月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数。其中，制造业PMI为49.0%，比上月下降1.5个百分点，回落至收缩区间。非制造业商务活动指数为50.4%，比上月下降0.4个百分点。

**供需两端回落：**生产端，4月PMI生产指数为49.8%，比上月下降2.8个百分点；需求端，4月PMI新订单指数为49.2%，比上月下降2.6个百分点，均跌入收缩区间；

**外需大幅走弱：**PMI新出口订单指数是出口的领先指标，4月PMI新出口订单指数为44.7%，较上月大幅回落4.3个百分点，且为近12个月新低，映射新一轮关税战带来的外部冲击影响开始显现；

**价格偏弱运行：**主要原材料购进价格、出厂价格指数与PPI（上游生产者价格指数）环比方向基本同步，4月主要原材料购进价格指数为47.0%，比上月下降2.8个百分点；出厂价格指数为44.8%，比上月下降3.1个百分点。经济整体“供强需弱”格局下，价格仍处低位运行。

# 一季度固定资产投资恢复

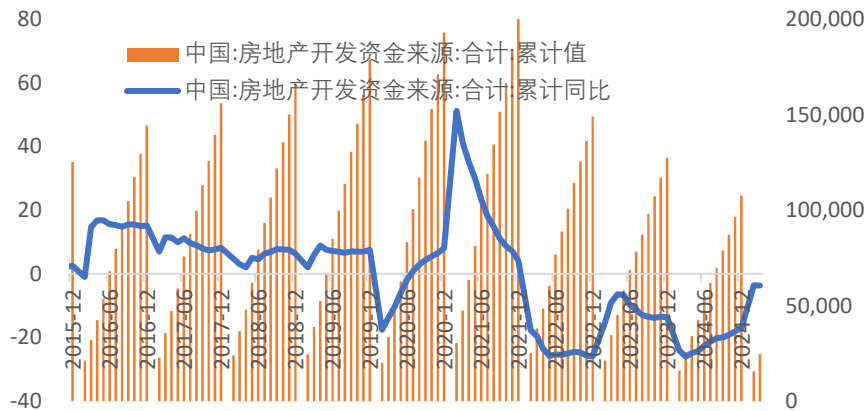
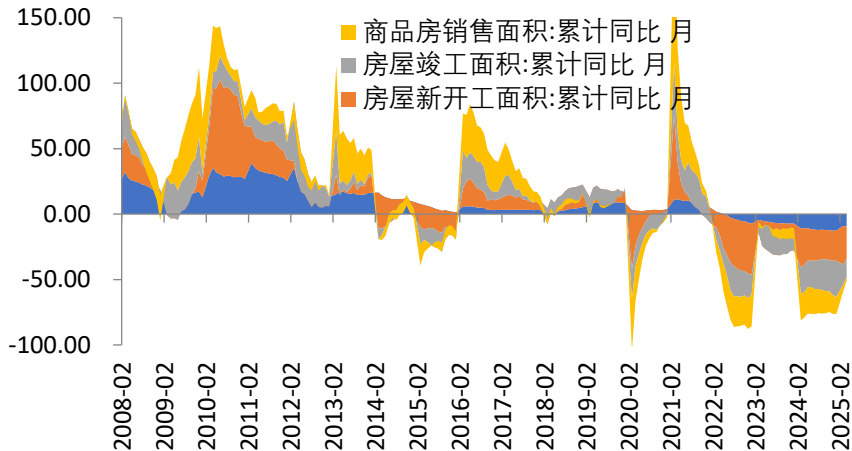


2025年1—3月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%，增速较1—2月加快0.1个百分点。新基建同比增长5.8%，加快0.2个百分点，对整体投资增长的贡献率为1.3个百分点。老基建同比增长5.8%。水利管理业增长36.8%，反映防洪补短板项目的加速推进。铁路运输业增速较低（+0.5%），或因高铁网络趋于完善。

制造业投资同比增长9.1%，加快0.1个百分点，对全部投资增长的贡献率为2.2个百分点，是稳投资的核心动力。

制造业民间投资同比增长10.2%，高于整体制造业增速1.2个百分点，显示民营经济信心有所恢复。

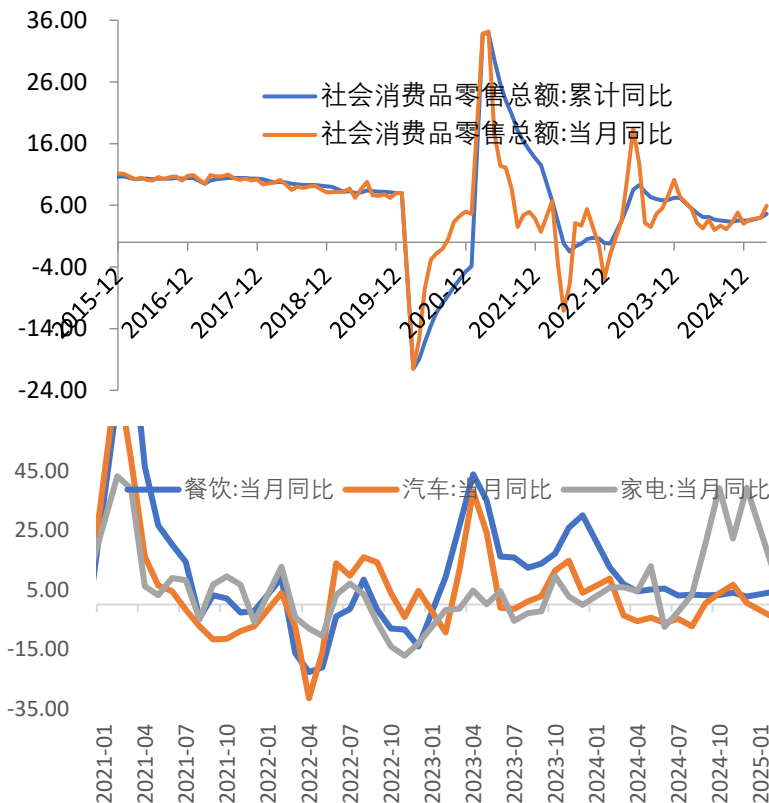
# 房地产跌幅收敛



1-3月份全国房地产开发投资总额为19,904亿元，同比下降9.9%，其中住宅投资15,133亿元，下降9.0%。尽管降幅较前几个月略有扩大，但政策支持下部分领域已显现企稳迹象。房企仍倾向于竣工而非新开工，1-3月房屋竣工面积同比下降14.3%，降幅较前值收窄，而新开工面积下降24.4%，显示房企对存量项目的推进优先于新项目扩张。

新开工面积同比下降24.4%，其中住宅新开工面积降幅为23.9%。尽管降幅较1-2月收窄11.5个百分点，但整体仍处于低位，反映房企对市场前景的谨慎态度。竣工面积同比下降14.3%（住宅竣工面积下降14.7%），但降幅较前值收窄4.1个百分点。竣工端改善主要得益于“保交楼”政策的持续推进。

# 一季度消费回升

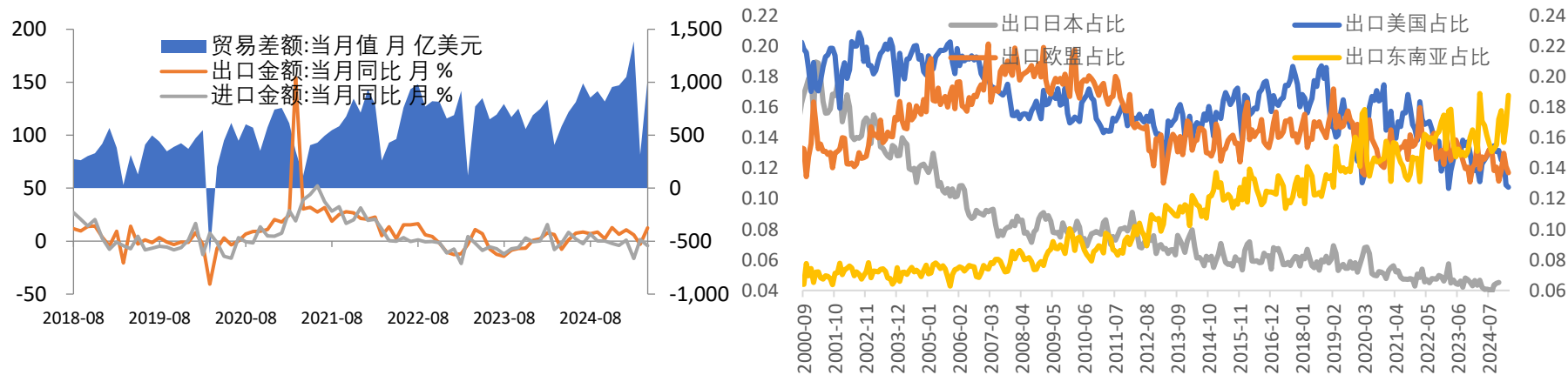


2025年一季度国内消费市场呈现平稳增长，  
一季度：全国社零总额为12.47万亿元，同比增长4.6%，增速较上年全年加快1.1个百分点，最终消费对GDP增长的贡献率达2.8个百分点；

3月单月：社零总额4.09万亿元，同比增长5.9%，增速较1-2月提升1.9个百分点，显著高于市场预期

家电、汽车和餐饮三大领域表现分化但亮点突出：家电消费在“以旧换新”政策驱动下零售额同比增长19.3%；汽车消费产销双增，总销量达747万辆，其中新能源汽车渗透率突破41%，政策支持与自主品牌升级共同拉动增长；餐饮消费收入同比增长4.7%，限额以上企业增速达6.8%。

# 三月份强出口，贸易顺差创纪录

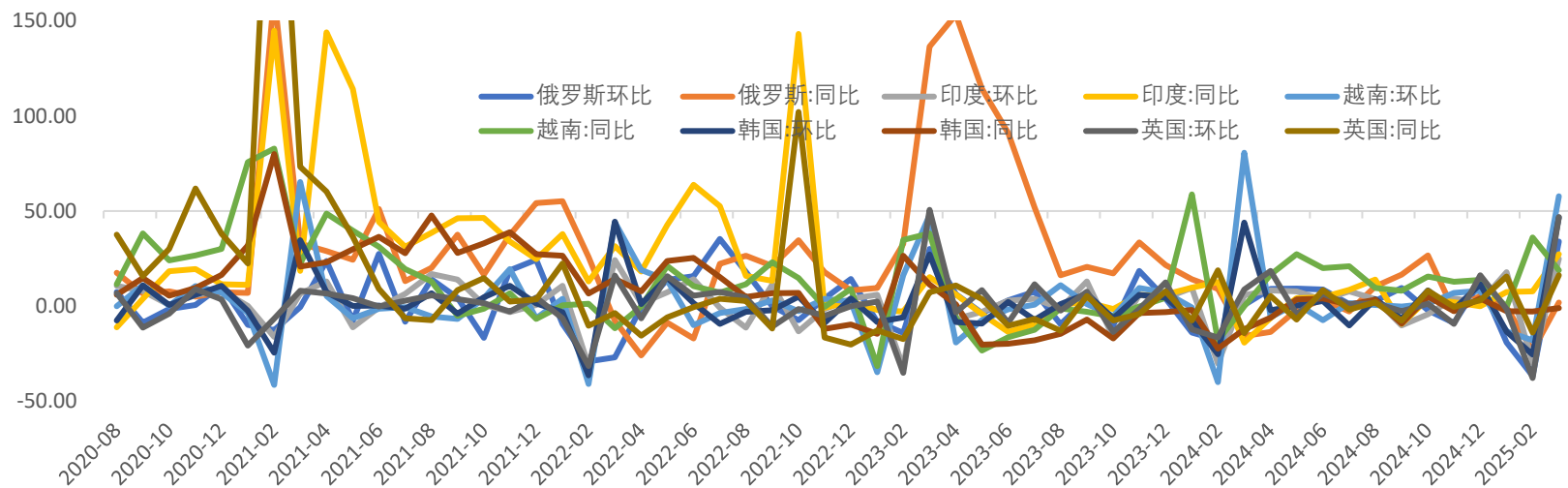


按美元计，3月中国出口同比12.4%，预期3.5%，1-2月出口累计同比2.3%；3月中国进口同比-4.3%，预期-4.3%，1-2月进口累计同比-8.4%；3月贸易顺差1026.4亿美元，同比75.2%。

一季度全国货物贸易出口总值达6.13万亿元，同比增长6.9%，连续8个季度保持10万亿元以上规模，3月份单月增速可能进一步加快。东盟稳居第一大贸易伙伴（进出口额1.71万亿元，+7.1%），对欧盟出口增速稳定，共建“一带一路”国家贸易占比首次过半

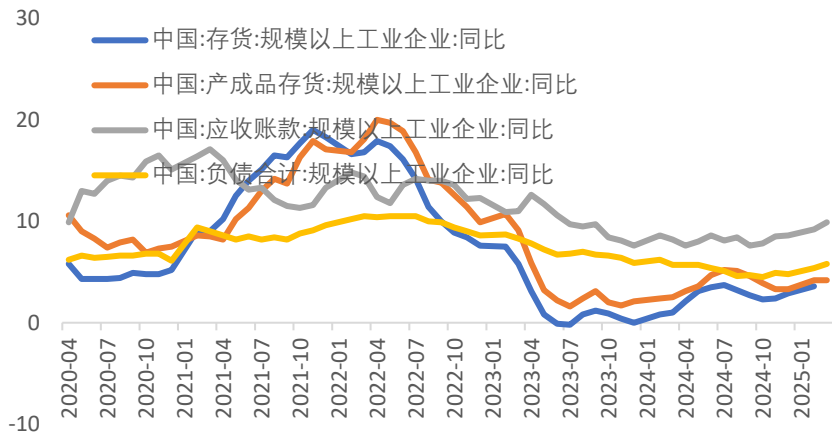
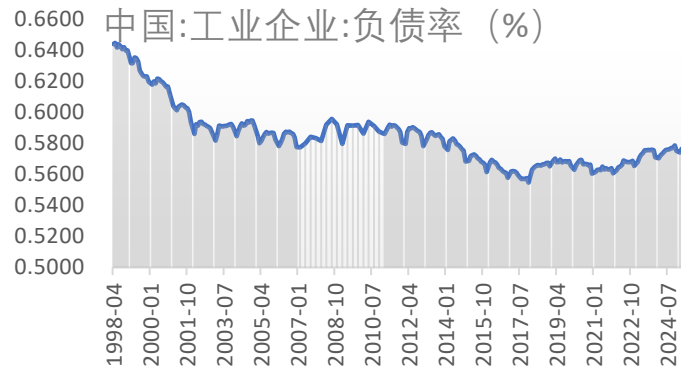
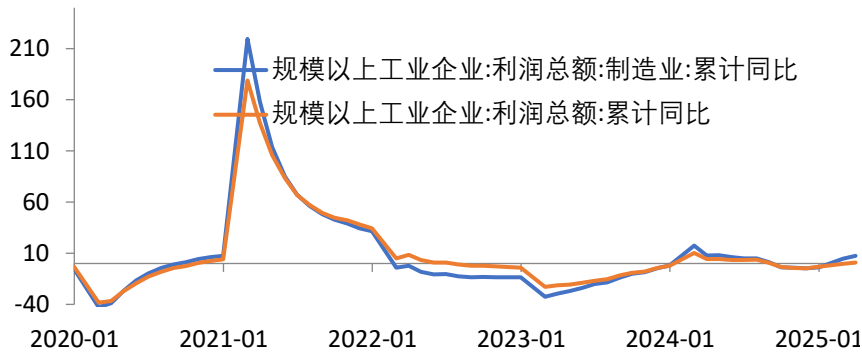


# 三月份出口国别结构较好，未来隐忧较大



2025年3月，中国对各主要贸易伙伴出口呈现差异化增长：对东盟出口同比增长11.55%，占外贸总额15.8%，继续保持第一大贸易伙伴地位，机电产品、纺织原料等通过东盟转口至欧美市场以规避关税；对美国出口增长9.09%（较2月显著回升18.91个百分点），手机、家具等品类“抢出口”特征明显，但后续将面临美国加征145%关税的压力；对欧盟出口增长10.3%，机电、服装等产品表现突出，其中高端机床和工业机器人增速超80%；新兴市场中，对非洲出口大增37.04%（机电、建材为主），对拉美出口受美国加税政策影响存不确定性；此外，对印度出口增长27.31%，对日本出口保持稳定。3月进出口数据受短期因素驱动显著回升，但二季度可能面临关税政策落地后的下行压力

# 工业企业利润转正

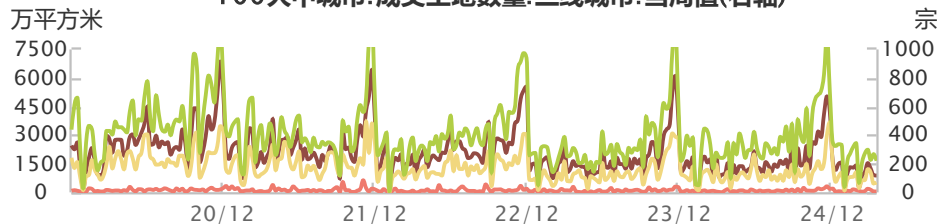


利润增速转正：1-3月全国规模以上工业企业利润同比增长0.8%，扭转了自2024年三季度以来的下降趋势。其中3月单月利润增长2.6%，显示边际改善。

但工业企业营收利润率仅为4.3%，低于下游行业平均水平。原材料价格上涨、出口关税增加进一步挤压利润空间。负债率位于2015年以来高位。

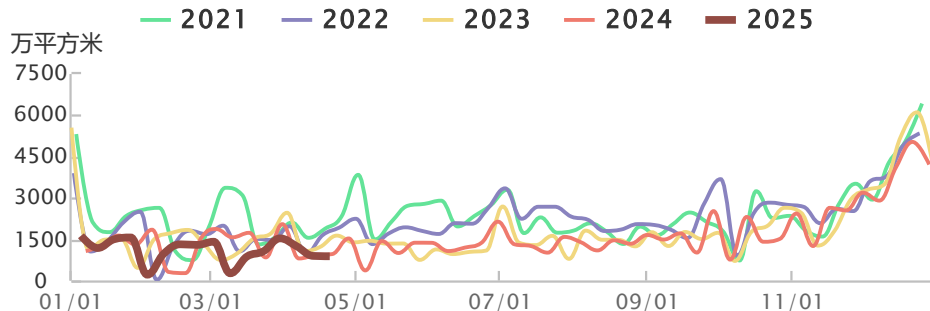
# 房地产土地市场热度不高

- 100大中城市:成交土地占地面积:当周值
- 100大中城市:成交土地数量:一线城市:当周值(右轴)
- 100大中城市:成交土地数量:二线城市:当周值(右轴)
- 100大中城市:成交土地数量:三线城市:当周值(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

100大中城市:成交土地占地面积:当周值季节性



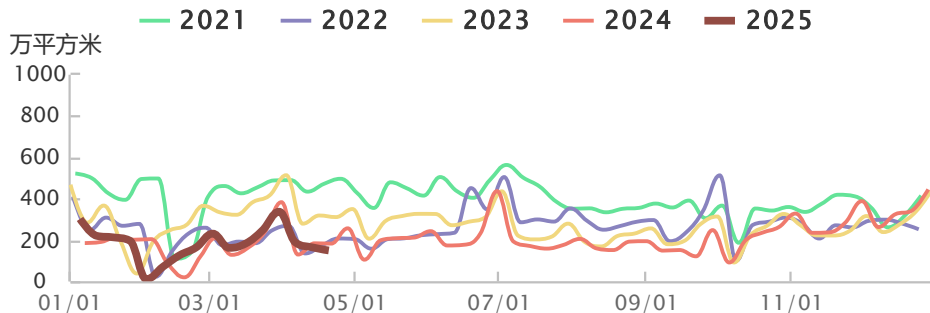
来源:同花顺,中辉期货有限公司

4月下旬(4/16-4/30)全国重点城市土地成交总建面约1850万 $m^2$ ,环比上月下降12%,同比2024年同期下降8%,延续了年初以来的低位运行趋势。溢价率维持在3.2%的低位,较3月下降0.5个百分点,显示房企拿地仍偏谨慎,市场热度未明显回升。

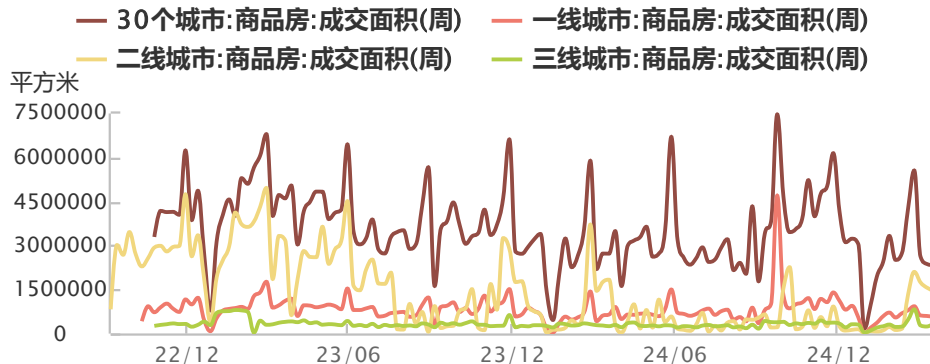
城市分化显著,核心城市托底市场。一线城市,北京、上海优质地块仍受追捧,平均溢价率5.8%,但供地节奏放缓,成交建面同比减少15%;强二线城市:杭州、成都等核心地块竞争较激烈,部分地块触顶摇号,但远郊土地多以底价成交,冷热分化明显;三四线城市:流拍率攀升至28%,地方城投托底拿地占比超60%,市场化房企参与度持续走低。

# 房地产市场是重要变量

30大中城市:商品房成交面积:当周值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司



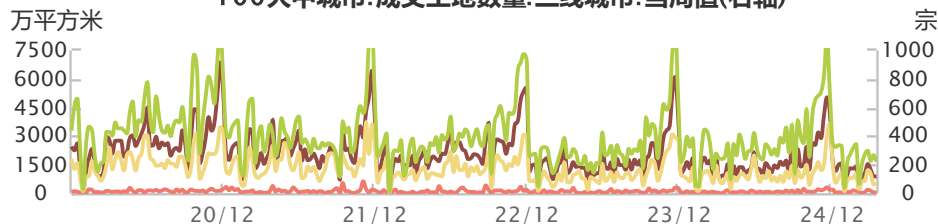
来源:中辉期货有限公司,同花顺

2025年3-4月30城商品房成交数据呈现典型的“脉冲式”波动，3月底至4月初受政策预期推动短暂冲高（4/4周成交211万m<sup>2</sup>，同比+26.7%），但随后快速回落至136万m<sup>2</sup>，反映市场对刺激政策的依赖性与持续性不足。4月中下旬虽环比微升，但同比仍下跌18%以上，显示楼市仍处于“弱复苏”通道，尤其一线城市同比跌幅达26%，政策工具箱亟待创新突破。

市场分化显著：二线城市环比逆势增长19%，成为稳楼市主力；三线城市则陷入“同比-34.5%、环比-19%”的双降困局，库存压力持续恶化。值得注意的是，上海等个别核心城市显现韧性，而深圳因政策敏感度较高单周成交暴跌58%，凸显当前楼市“冰火两重天”格局，未来政策需更精准应对不同能级城市的差异化风险。

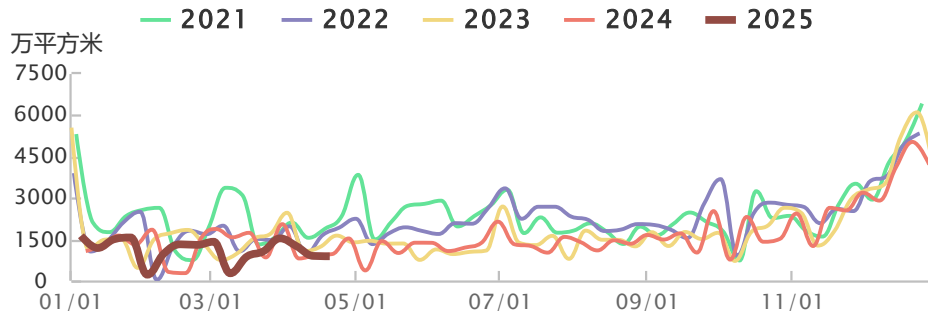
# 房地产土地市场热度不高

- 100大中城市:成交土地占地面积:当周值
- 100大中城市:成交土地数量:一线城市:当周值(右轴)
- 100大中城市:成交土地数量:二线城市:当周值(右轴)
- 100大中城市:成交土地数量:三线城市:当周值(右轴)



来源:同花顺,中辉期货有限公司

100大中城市:成交土地占地面积:当周值季节性



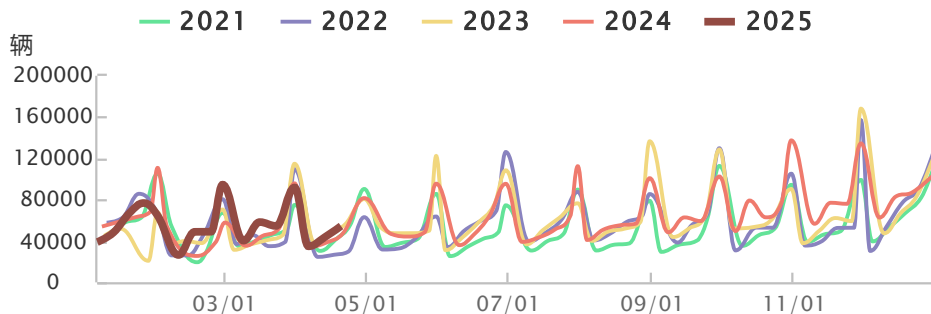
来源:同花顺,中辉期货有限公司

4月下旬(4/16-4/30)全国重点城市土地成交总建面约1850万 $m^2$ ,环比上月下降12%,同比2024年同期下降8%,延续了年初以来的低位运行趋势。溢价率维持在3.2%的低位,较3月下降0.5个百分点,显示房企拿地仍偏谨慎,市场热度未明显回升。

城市分化显著,核心城市托底市场。一线城市,北京、上海优质地块仍受追捧,平均溢价率5.8%,但供地节奏放缓,成交建面同比减少15%;强二线城市:杭州、成都等核心地块竞争较激烈,部分地块触顶摇号,但远郊土地多以底价成交,冷热分化明显;三四线城市:流拍率攀升至28%,地方城投托底拿地占比超60%,市场化房企参与度持续走低。

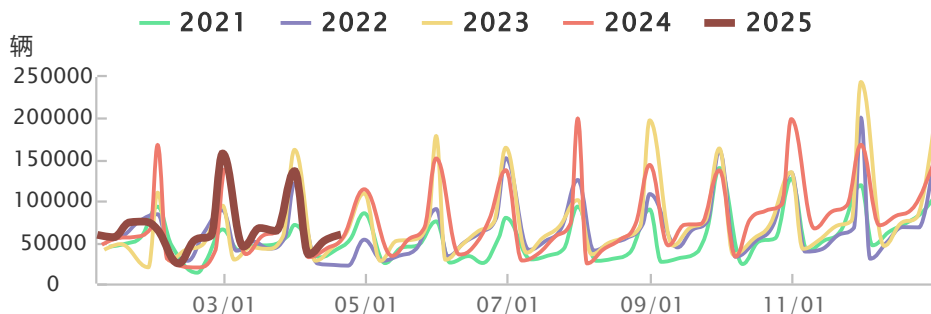


乘用车:厂家日均零售数量:当周值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

乘用车:厂家日均批发数量:当周值季节性



来源:同花顺,中辉期货有限公司

4月乘用车市场呈现“环比回落、同比提升”的特征。受3月季度末冲量透支需求、清明节假期及农忙等因素影响,4月上半月零售销量环比3月下降18.4%,但同比仍增长12%。

全月零售预计约180万辆,同比增幅14%左右,新能源渗透率突破50%。批发端同样承压,4月1-20日厂商批发量99.3万辆,同比增14%,但环比下降12%,反映厂商主动控制库存。

上海车展新车发布、“五一”购车需求前置及以旧换新政策将刺激4月下旬销量回升。但外部环境(如关税战)对消费心态的潜在影响仍需警惕。

## 第一，经济形势：内需不足与外部冲击双重挑战。

我国经济持续回升向好的基础仍需巩固，面临“内部修复动能不足”和“外部冲击加大”的双重压力。

内部矛盾：2025年一季度GDP同比增长5.4%，但房地产投资同比下降9.9%，民间投资仅增长0.4%，CPI微降0.1%，显示内需不足、市场信心偏弱，通缩风险仍存。外部风险：美国对华关税升级，全球贸易保护主义升温，IMF预测关税或拖累全球经济增长至2.8%，中国高技术产业面临“小院高墙”技术封锁，出口后续承压明显。

## 第二，政策总基调：以“四稳”应对不确定性。

会议提出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，政策目标从2018年的“六稳”调整为“四稳”，不再强调“稳外贸、稳外资”，显示对外部环境恶化的预判，转向优先稳固国内基本盘。同时坚持“扩大高水平对外开放”，表明在博弈中保持战略定力。

## 第三，宏观政策加码，未来有想象空间

4月25日政治局会议强调，“**要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。**”宏观政策表述不变，但增加了“加紧实施”和“用好用足”，这是由当前形势所决定的。美国高举关税旗帜，影响深远，G2大国贸易脱钩已成事实，二季度影响逐步显现，在国内经济修复转型期，外需明显受阻，政策将更加积极有为。“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”，方向明确态度清晰，给未来的宽松和积极的政策留下空间。

## 第四，重点领域部署。

**房地产**：强调“巩固市场稳定”，优化存量房收购政策，推进城中村改造，将房地产置于防风险框架下，避免硬着陆。**消费**：突出“服务消费”拉动作用，通过提高中低收入群体收入扩内需。**资本市场**：要求“稳定和活跃股市”，对比政府工作报告“稳住楼市股市”，政策支持力度升级，央行等部门已出手托底市场信心。**企业纾困**：针对出口企业受关税冲击，未来将出台帮扶政策。**防风险**：持续化解地方政府债务，解决拖欠企业账款问题。

**第五，总结。**会议定调一致，但紧迫性显著提升，提出“超常规逆周期调节”，为应对更复杂外部环境预留政策空间。资本市场影响：权益市场受益于“活跃股市”导向，短期需关注美联储6月议息及贸易谈判进展；商品市场回归基本面现实。长期逻辑：政策以“高质量发展的确定性”应对不确定性，通过内需扩张和技术自主推动结构转型。在G2博弈深化背景下，通过财政货币协同发力、内需优先策略，平衡短期稳增长与长期转型目标。（风险提示：G2关系；国内复苏不及预期；美元流动性危机）

# 04

## 金银展望



# 避险情绪消化叠加交易拥挤，黄金大跌



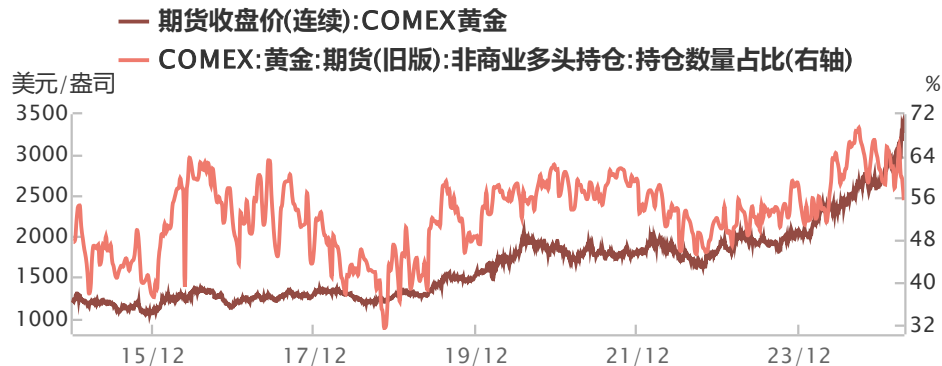
来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

2025年4月25日当周，全球黄金市场经历显著回调。伦敦现货黄金价格从历史高点3500回落至3349.43美元/盎司，周跌幅达4.3%，COMEX黄金期货同步下跌2.5%。沪金主连当周从828高点跌至792，跌幅4.3%，4月25日小幅反弹至800元/克，但是晚间再度回落。

# 黄金非商业持仓多头占比明显下跌



来源:同花顺,中辉期货有限公司

4月22日当周COMEX黄金非商业多头持仓占比55.6%，比上周减少3.9个百分点。



来源:同花顺,中辉期货有限公司

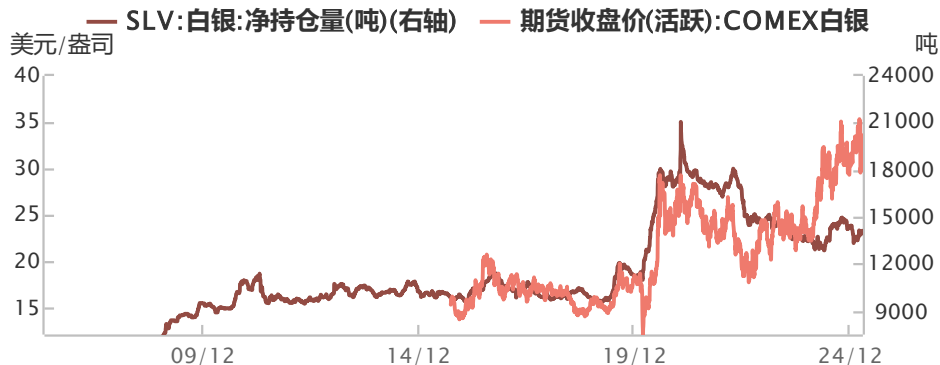
白银多头持仓占比44%，多头持仓减少1.1个百分点



# 黄金ETF基金持仓减少



来源:同花顺,中辉期货有限公司

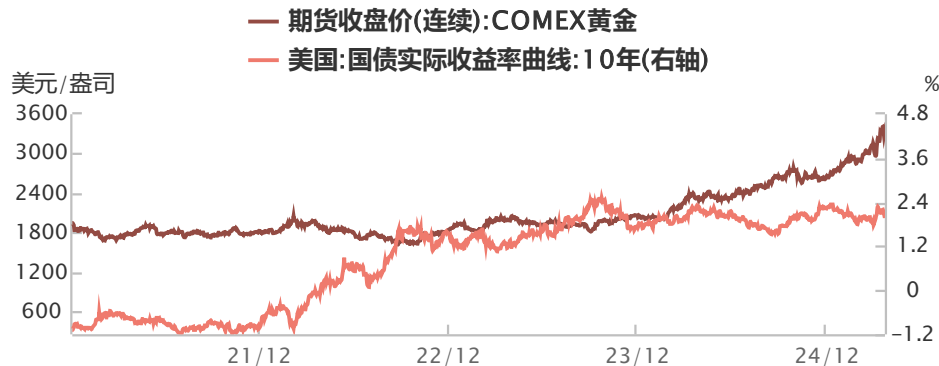


来源:同花顺,中辉期货有限公司

截至到4月25日当周全球最大的黄金ETF SPDR和第二大ishare持仓分别减少6吨、增加1.91吨。

全球最大的白银ETF持仓基金SLV减少164吨白银。第二大白银基金PSLV持仓增加14.17吨。

# 美元涨美债利率跌



来源:同花顺,中辉期货有限公司



来源:同花顺,中辉期货有限公司

美债利率变化周度上升, 包括美债实际利率周度下跌0.18%, 和名义利率下跌0.13%。

美元指数周度上涨1.24%, 美元指数超跌反弹。

# 中国央行再度增持黄金

世界黄金供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
黄金供应量	4660	4775	4876	4726	4682	4754	4898.8	4974.5
金矿产量	3573	3665	3594	3472	3568	3611	3644	3661
生产商净套保	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5	17	-56.8
回收金	1112	1131	1275	1293	1136	1144	1237	1370
黄金需求	4283	4445	4354	3678	4012	4740	4898.8	4974
金饰制造	2257	2290	2152	1324	2230	2189	2168	2003.5
金饰消费	2242	2250	2126	1398	2147	2086	2092.6	1877
金饰库存	15.5	39.8	25.4	-74	82.9	103.6	75.4	126.4
科技用金	332	334.5	325.7	302.5	330.2	307.9	297.9	326
电子用金	265	268	262	249	272	251	241.3	270.6
其他行业	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6	47.1	46.5
牙科	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.5	8.9
投资需求	1315	1164	1271	1796	1002	1107	945.1	1179.5
金条与金币	1044	1090	871	904	1191	1217	1189.5	1186.3
官方金币	779.9	775.6	583.5	541.8	810.8	790.9	775.9	
奖章	76.1	73	66.8	69.1	84.8	91.4	116.5	
黄金ETF	271	73.6	400.2	892.4	-189	-110.4	-244.4	
各国央行	378.6	656.2	605.4	255	450	1136	1037.4	1045

世界黄金协会最新数据显示，2025年一季度全球实物黄金ETF净流入226吨（价值211亿美元），创2022年一季度以来最大季度流入量。总持仓量增至3,445吨，接近2020年10月的历史峰值。

北美主导贡献61%的净流入（133.8吨），主要受美国经济滞胀担忧、特朗普关税政策不确定性及股市回调推动。欧洲复苏流入46亿美元。

亚洲亮眼中国和日本推动16%的全球流入（33亿美元），中国4月前11天ETF增仓29.1吨，超一季度总量（23.5吨）

中国央行自2024年11月重启黄金增持后，已连续5个月增持黄金。2025年3月末黄金储备达7370万盎司（约2292.33吨），环比增加9万盎司；中国黄金储备占外汇储备比例仅6.5%，远低于全球平均15%的水平，增持黄金有助于分散美元资产风险。

# 白银年度平衡表

		白银年度供需平衡表										
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
供给	矿山产量	27433	27894	27987	26861	26447	26020	24329	25741	25578	26829	25611
	回收利用	4988	4568	4527	4573	4620	4604	5164	5453	5618	5554	5564
	套保供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-	-
	政府出售	36	33	33	33	37	32	37	48	54	53	47
	总计	32789	32563	32548	31466	31104	31089	29794	31242	31250	31879	31218
需求	工业	13714	13791	14850	16026	15900	15853	15201	16427	17309	20352	22109
	电气与电子	8393	8470	9609	10566	10296	10181	10011	10918	11555	13843	15102
	光伏	1507	1684	2915	3166	2877	3043	3109	3423	4365	6018	7215
	摄影	1276	1188	1080	1009	977	956	836	862	855	840	812
	珠宝	6018	6300	5883	6103	6316	6263	4680	5645	7280	6316	6571
	银器	1663	1813	1664	1848	2086	1905	969	1267	2286	1717	1829
	净实物投资	8803	9621	6621	4844	5149	5816	6368	8522	10356	7560	6593
	套保净需求	-	-	374	35	230	-	-	110	557	979	-
	总计	31473	32713	30472	29865	30658	30794	28053	32833	38643	37165	37914
供需平衡	1315	-150	2076	1601	446	297	1741	-1591	-7393	-5732	-6696	

根据世界白银协会数据，**2025年白银供需缺口**：预计为1.176亿盎司（约合3,660吨），较2024年收窄21%。**工业需求稳定**：2024年工业用银达6.805亿盎司（历史峰值），2025年预计微降至6.774亿盎司，仍占总需求的59%。**消费需求下滑**：珠宝和银器需求分别下降6%和15%，主因西方市场消费疲软及高银价抑制。银币与银条需求在2024年暴跌22%后，2025年回升7%，避险情绪支撑ETPs持仓增加7,000万盎司。

**供应矿产量增长抵消回收疲软**。回收供应停滞，回收银量稳定在1.932亿盎司，工业回收占比56%但增速放缓。2025年白银市场延续“紧平衡”，工业需求韧性支撑基本面，但政策与经济不确定性加剧价格波动。

黄金已进入“美元信用弱化+避险需求+央行购金”驱动的牛市周期，短期震荡不改长期向上趋势。

**2025年二季度黄金市场或呈现高位震荡格局。**尽管4月下旬金价从历史高点（3500美元/盎司）回落至3300美元附近，但支撑黄金的核心逻辑未发生根本性逆转：

**第一，避险需求持续：**中美贸易摩擦、地缘政治风险及全球经济不确定性仍将支撑黄金的避险属性。当前金价回调更多是技术性修正，而非趋势逆转。

**第二，美元信用弱化：**美国“对等关税”政策冲击美元信用体系，叠加美联储降息预期，实际利率下行将降低黄金持有成本。黄金与美元指数的负相关性增强，美元走弱或进一步推升金价。

**第三，央行购金托底：**全球央行（尤其是中国、波兰等新兴市场）购金需求强劲，2024年购金量达1045吨，2025年一季度延续增势，为金价提供长期支撑。

**风险点：**若美联储推迟降息或地缘局势缓和，金价可能阶段性回调至3000-3200美元区间，但跌破3000美元的概率较低。

**黄金中长期上涨趋势明确。**主要原因是：货币体系重构：去美元化进程加速，各国央行外汇储备多元化需求提升，黄金作为“非主权资产”的配置价值凸显。中信建投研究显示，黄金在美元指数下跌周期中年化收益可达15.3%。

**滞胀风险升温：**美国关税政策推高全球通胀，而经济增长放缓可能形成滞胀环境，黄金作为抗滞胀资产吸引力上升。历史数据显示（如1970年代），滞胀期金价涨幅可达4倍。

**关键变量：**需关注美联储政策转向节奏、全球债务危机演进及新能源技术对工业用金需求的影响。



## 免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！



中辉期货有限公司  
公司总部地址：中国（上海）自由贸易试验区新金桥路27号10号楼5层A区  
全国统一客服热线：400-006-6688 网址：<https://www.zhqh.com.cn>