

关税预期放缓、政经局势变幻，黄金表现依然强势、铜价波动上升

金属市场周报

2025. 2. 17-2025. 2. 21

摘要：上周金铜市场回归平静，一方面对关税的预期定价相对充分，黄金租赁利率回落、美铜溢价回落；另一方面，宏观层面的定价在年后相对比较充分，包括对中、美两大经济体宏观数据表现尚可的定价都相对充分，而一些国际政经方面的新动向使得市场可能需要重新定价，这也可能带来回调的压力。

核心观点

1、上周金铜高位运行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1. 93%，白银上涨 0. 52%；沪金 2504 合约下跌 0. 58%，沪银 2504 合约下跌 1. 84%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-2. 19%、-1. 37%。

2、美铜溢价回落，铜价波动上升

上周市场回归平静，一方面对关税的预期问题在两市价差再创历史新高之后逐渐转向理性定价，也有传言一些国际贸易商准备了货源发往美国，以期在针对精炼铜的关税真正落地前达到美国从而赚取价差；另一方面，宏观层面的定价在年后相对比较充分，包括对中、美两大经济体宏观数据表现尚可的定价都相对充分，而一些国际政经方面的新动向使得市场可能需要重新定价，这也可能对铜价带来回调的压力。

3、黄金表现依然强势

本周美国公布的经济数据显示其通胀状态似有放缓，美元及美债收益率随之回调，金银价格整体处于高位运行。然而，美联储会议纪要显示，通胀仍存在上行风险，并提及可能的暂停或者放缓缩表进程。根据当前美国经济数据表现，从实际利率及抗通胀的角度来看，黄金依然走在上行通道中，3000 美元/盎司的目标不会太远，关注近期特朗普对于关税的表态及 3 月联储议息会议的发言。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回落，运行重心小幅下移。上周市场回归平静，一方面对关税的预期问题在两市价差再创历史新高之后逐渐转向理性定价，也有传言一些国际贸易商准备了货源发往美国，以期在针对精炼铜的关税真正落地前达到美国从而赚取价差；另一方面，宏观层面的定价在年后相对比较充分，包括对中、美两大经济体宏观数据表现尚可的定价都相对充分，而一些国际政经方面的新动向使得市场可能需要重新定价，这也可能对铜价带回来回调整的压力。

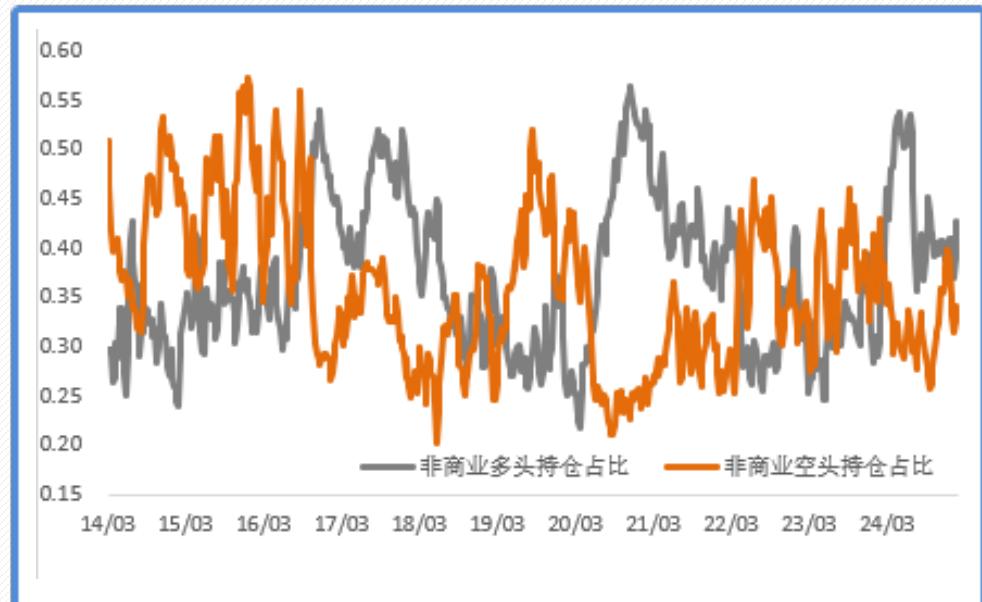
上周 SHFE 铜价小幅回落，78000 元吨上方的压力仍然较大。上周公布的国内 1 月金融数据表现尚可，虽然金融数据与金属价格直接关系在最近两年显著下降，但是良好的金融数据至少缓解了宏观进一步走弱的风险。同时，随着 3 月两会会期的临近，市场对政策的各种预期又不时流出，目前整体情绪相对乐观，但是也不能过于乐观，毕竟关税等问题仍然悬而未决，并且不能排除超预期的可能。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。上周 COMEX 库存重新开始去化，在经历了 2024 年后续的交仓之后，2025 年初的交仓压力开始重新显现，现在整个库存又接近 10 万吨的水平，并且由于近期价差再次扩大，预计后续 COMEX 都将以累库为主，borrow 策略暂时不用考虑。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，价格曲线仍然呈现 contango 结构。目前春节期间的累库情况并不低，后续可能还会继续累库，一般而言春节后若干周都是累库的状态，我们需要进一步观察需求的恢复情况，如果情况较好，我们仍然认为今年 borrow 策略是值得期待的。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比继续增加，目前多头持仓占比回到了相对中性偏高的水平，考虑到价格已经反弹，空头占比可能已经下降。

图 1：CFTC 基金净持仓

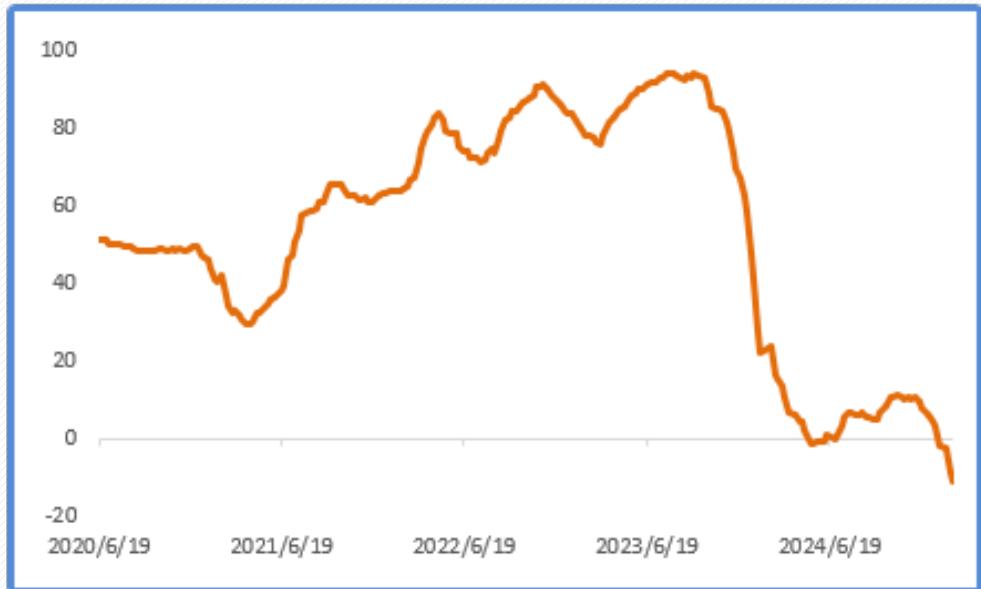


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿-10.5 美元/干吨，较上周跌 7.18 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度增加，铜精矿现货市场呈现明显的下行趋势明显，铜精矿现货市场 TC 持续走低，金银计价条款愈发严苛，市场供需紧张局势加剧。铜精矿现货 TC 成交价格普遍位于-5.5 至-8 美元/干吨区间 QP:M+5; BHP 招标价格甚至跌至-12 美元/干吨，QP:M+3 远低于预期。市场供应紧缺，供应端依旧紧张。冶炼厂面临双重压力，短期内市场难有改善。

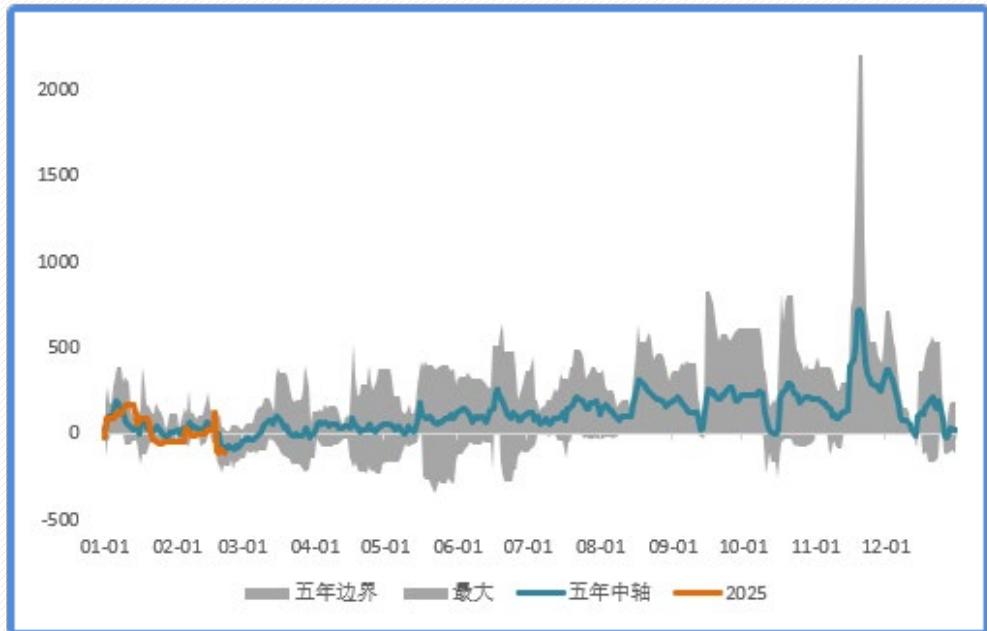
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着铜价维持高位震荡运行表现，下游加工企业入市采购情绪难显积极，日内基本维持谨慎刚需接货情绪，且同时市场新增订单表现平平，甚至部分企业反馈近期订单有所下滑，因此整体市场消费因此难有明显提振空间。据调研了解，本周市场到货有所减少，库存累库幅度预计继续表现放缓；但考虑到临近月底，下游消费空间回升有限，同时部分持货商或存出货换现需求，因此短期现货市场供强需弱，现货升水预计偏弱运行为主，整体或区间运行于贴 150~贴 50 元/吨附近。

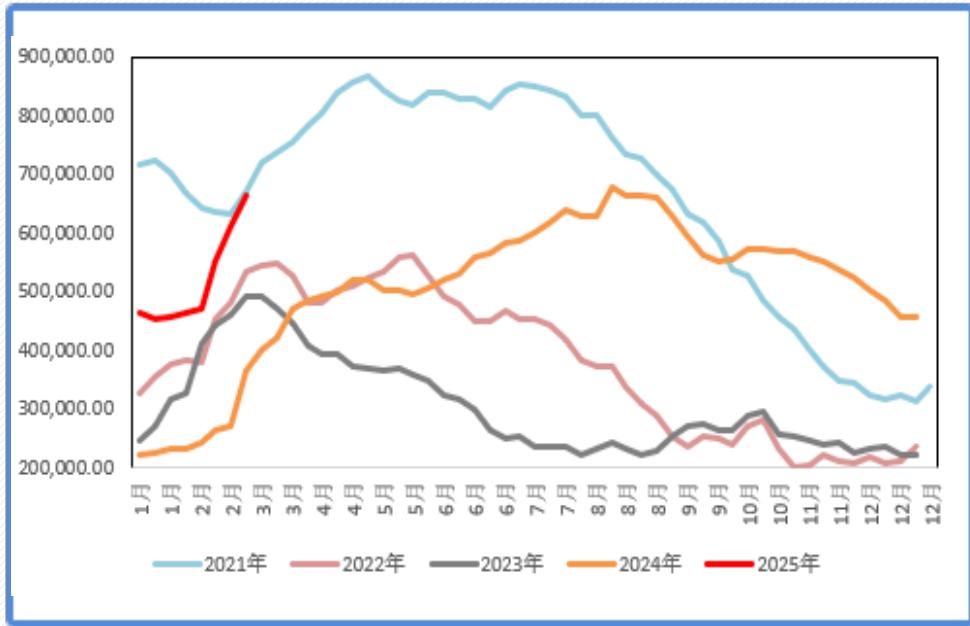
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 35.81 万吨，较 13 日增 2.83 万吨，较 17 日增 0.47 万吨；本周上海市场库存延续垒库趋势，周内国产货源仍有陆续到货，且进口铜清关流入补充市场，加之铜价维持高位震荡运行，下游消费提振空间有限，库存因此增加；下周来看，国产货源到货逐渐表现减少，同时由于进口比价亏损，后续进口铜到货亦相对有限，但考虑到目前高铜价背景下，下游需求难有明显增加，因此库存或将小幅累库。

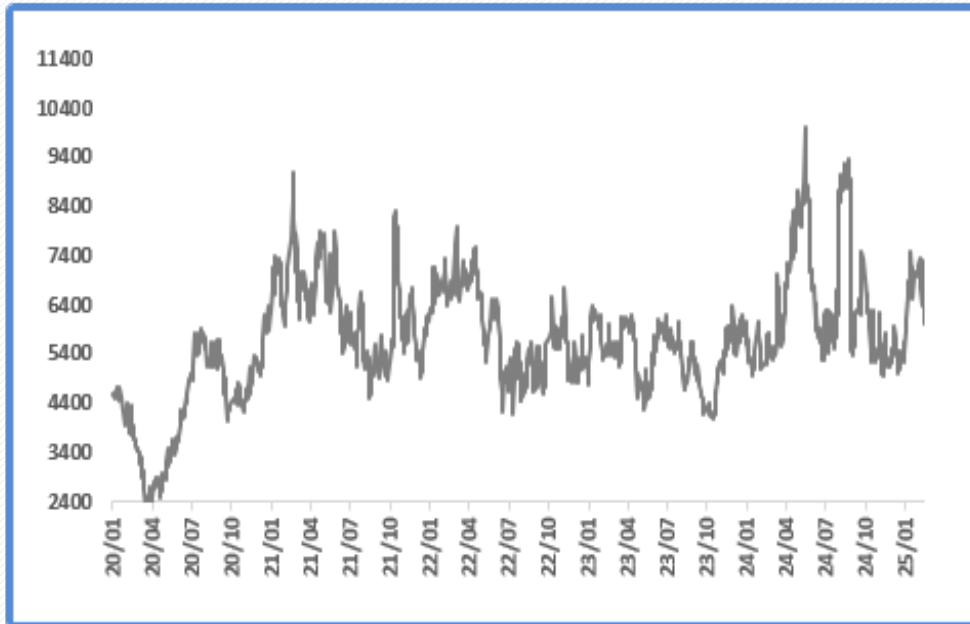
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费小幅下移，市场间价差并不明显；精铜杆企业发货表现不错，但新订单增量有限；再生铜杆企业生产继续回升，贸易商出货较为积极；精废杆价差、再生铜杆贴水小幅收窄。随着市场的完全恢复，市场交易热度提升。精铜杆目前产销活跃度有所增加，但新增订单的增长相较于提货速度略慢，后续若订单无法进一步提升，后续精铜杆的生产积极性预计将有所下调，考虑到近期价格波动，逢低采买的节奏依然是主要趋势；再生铜杆目前表现较近一阶段不错，但原料问题的难点依然存在，尤其是政策调整带来的产销节奏变化或将在后续体现，前期贸易商采购的货源在近期迎来提货期，需要关注后续的原料储备和成品发运。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

贵金属 市场复盘

(一) 贵金属市场观察

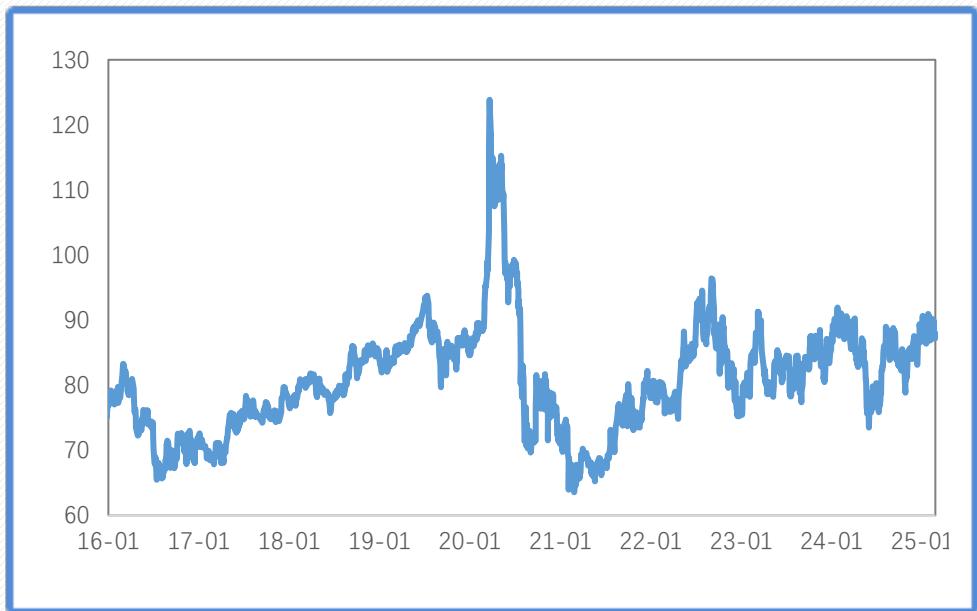
上周金银价整体于高位震荡、COMEX 金银于 2887-2974 美元/盎司、32.4-33.8 美元/盎司区间内运行。本周美国公布的经济数据显示其通胀状态似有放缓，美元及美债收益率随之回调，金银价格整体处于高位运行。然而，美联储会议纪要显示，通胀仍存在上行风险，并提及可能的暂停或者放缓缩表进程。

贵金属价格监控			
2025/2/21	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2931.0	2878.2	1.8%
COMEX 白银	33.1	32.8	1.1%
伦敦金现	2934.2	2921.3	0.4%
伦敦银现	32.9	33.1	-0.5%
SHFE 黄金	683.3	686.9	-0.5%
SHFE 白银	8088.0	8229.0	-1.7%
上金所黄金 T+D	683.2	685.8	-0.4%
上金所白银 T+D	8094.0	8234.0	-1.7%

(二) 比价与波动率

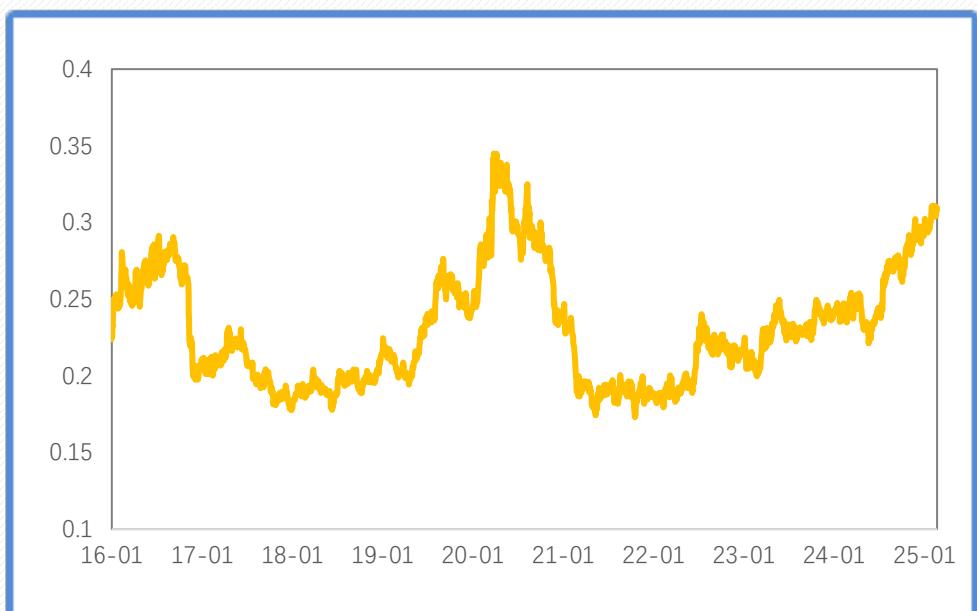
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比震荡下行；金价与铜价同步上涨，金铜比窄幅震荡；原油窄幅震荡，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



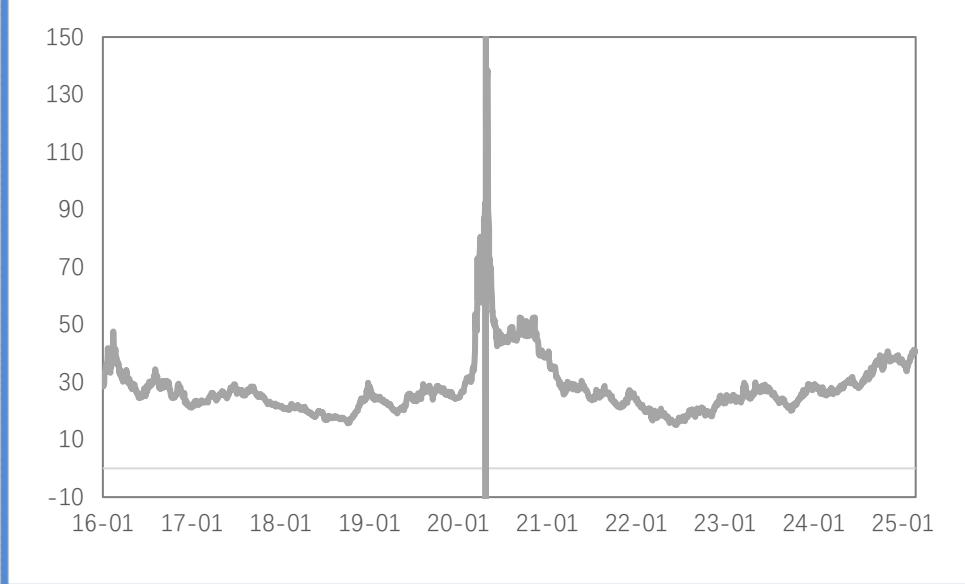
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

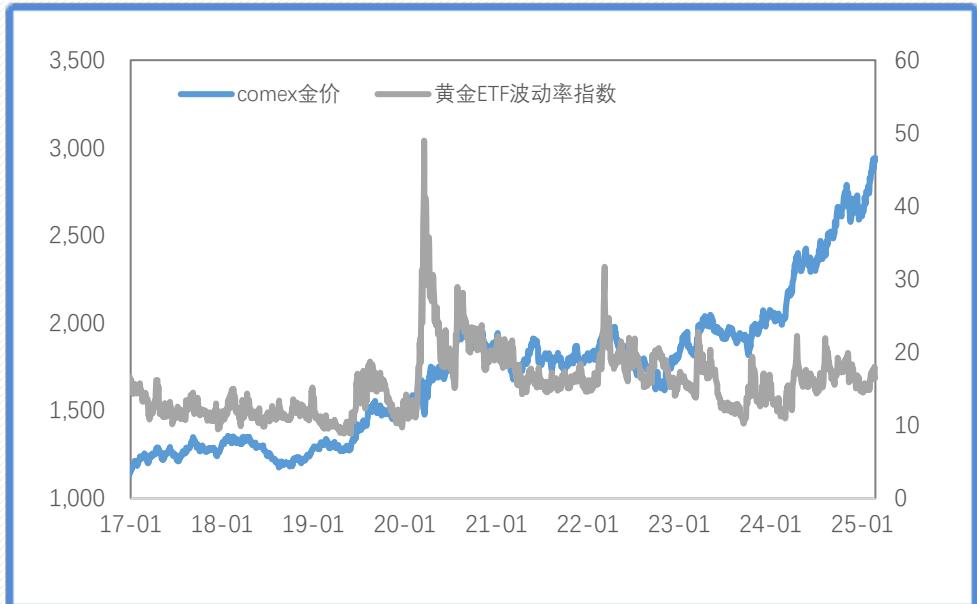
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 小幅回落，避险需求较前期有所放缓，伴随最近市场风险偏好回归，预计其上行空间整体相对有限。

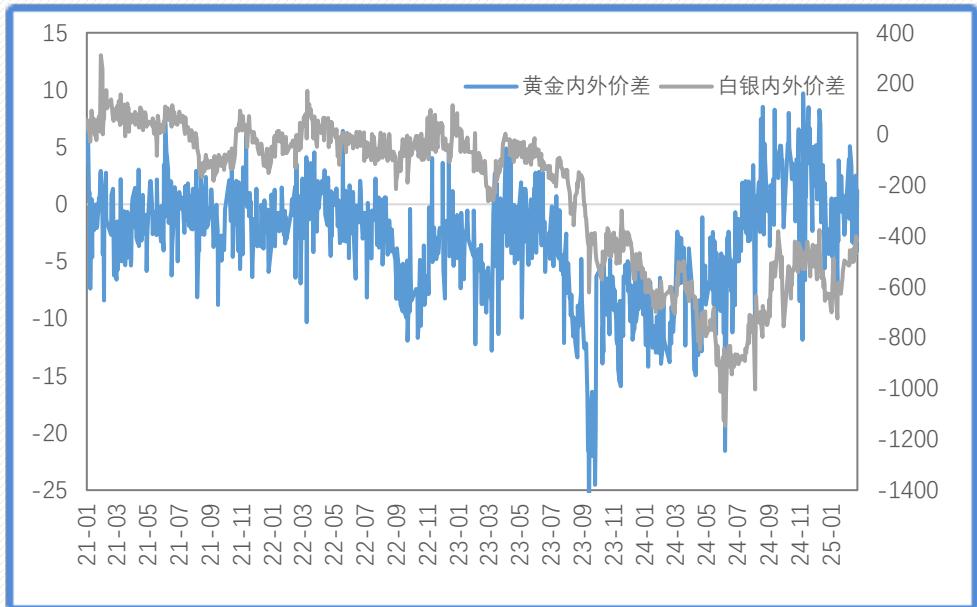
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

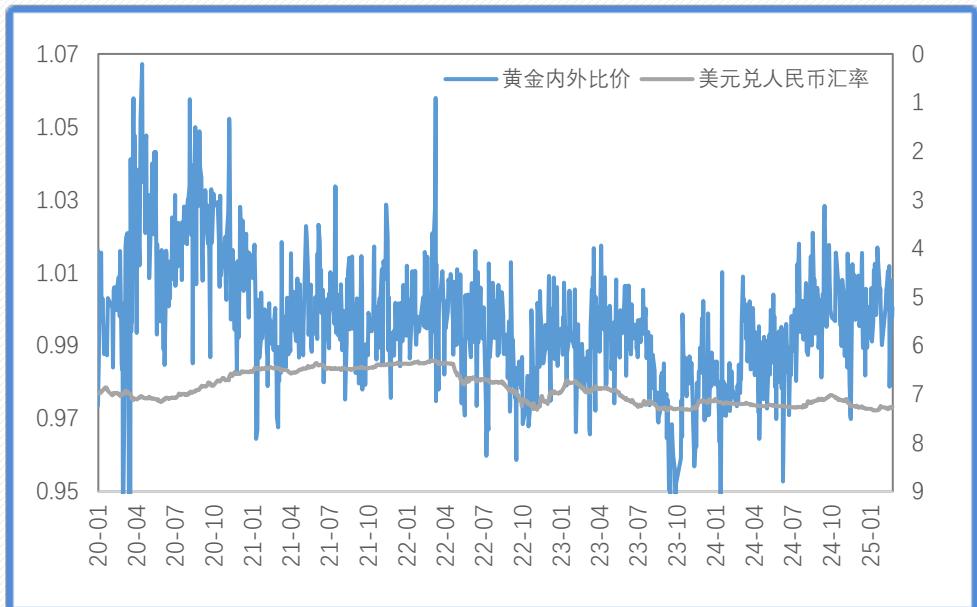
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金白银内外价差有所回升；内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

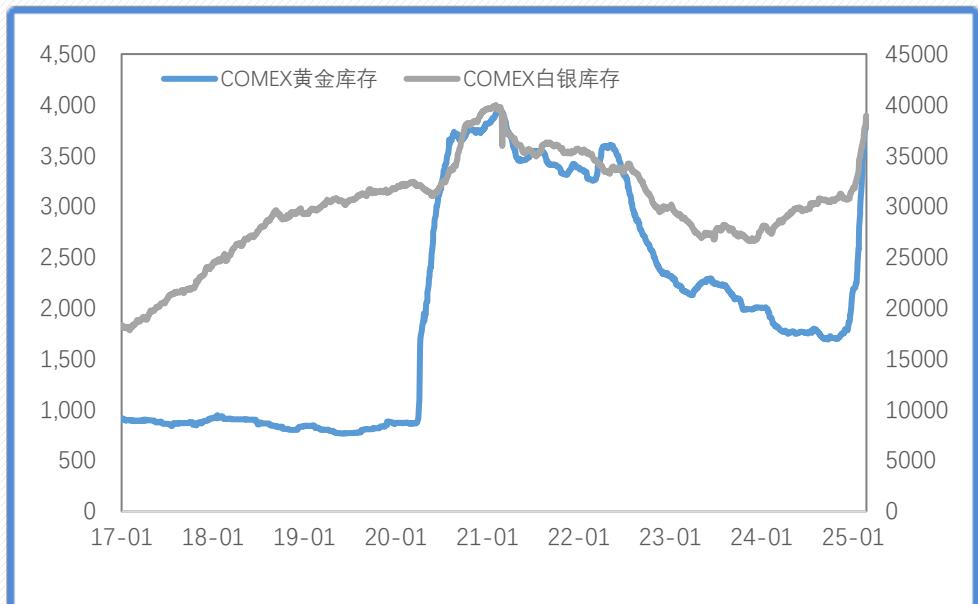


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

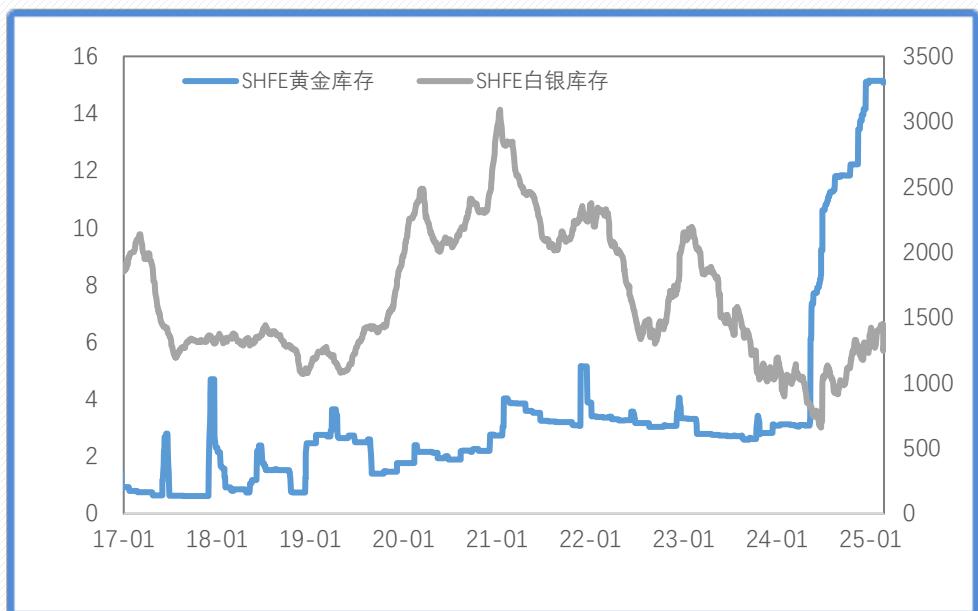
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3859 万盎司，环比增加约 114 万盎司，COMEX 白银库存约为 38967 万盎司，环比增加约 1178 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1276 吨，环比减少约 152 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

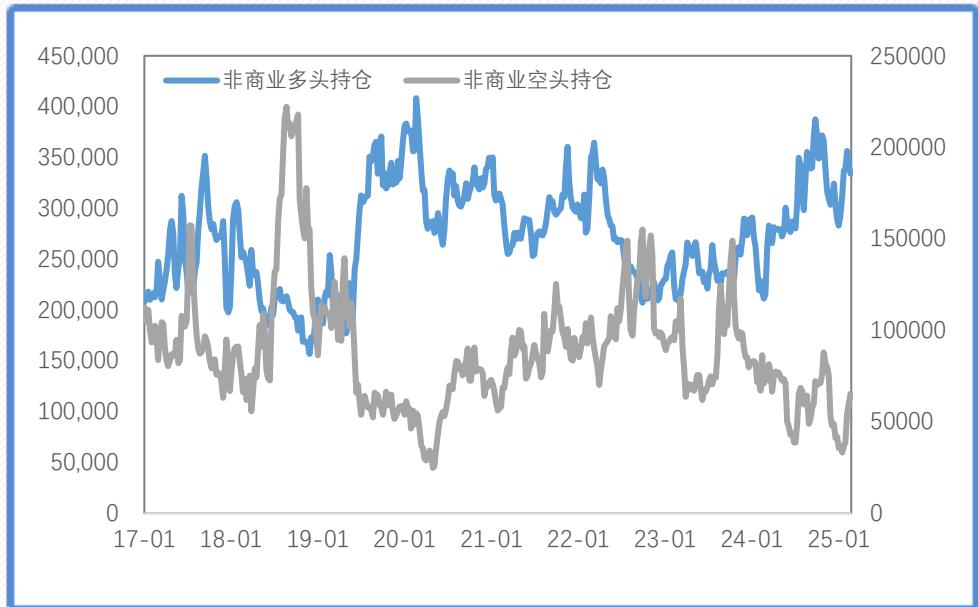
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

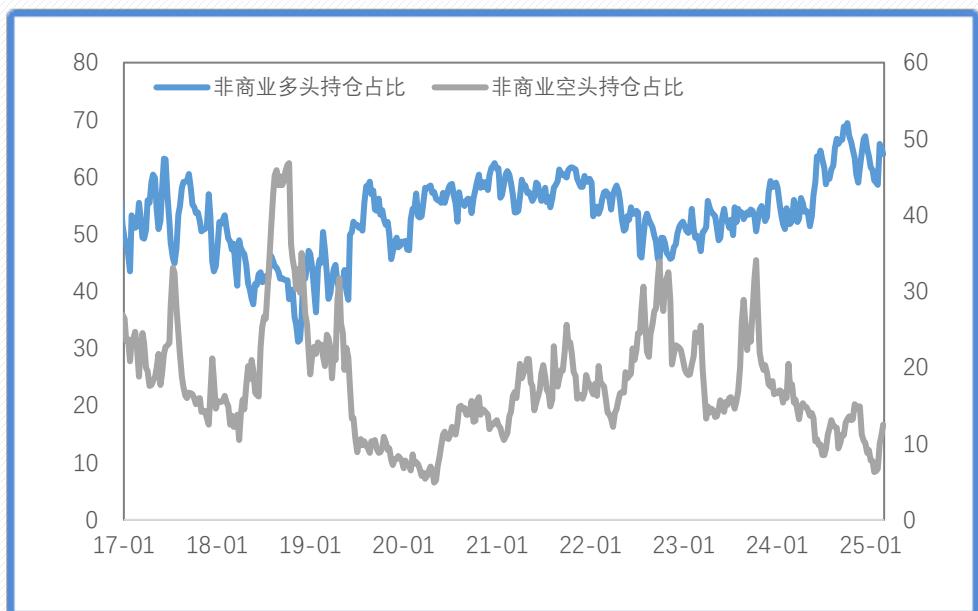
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 41 吨至 904 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 119 吨至 13535 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 39.9 万手，其中非商业多头持仓减少 9723 手至 33.4 万手，空头持仓增加 6107 手至 6.5 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 64%附近，非商业空头持仓占比上升至 12.5%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



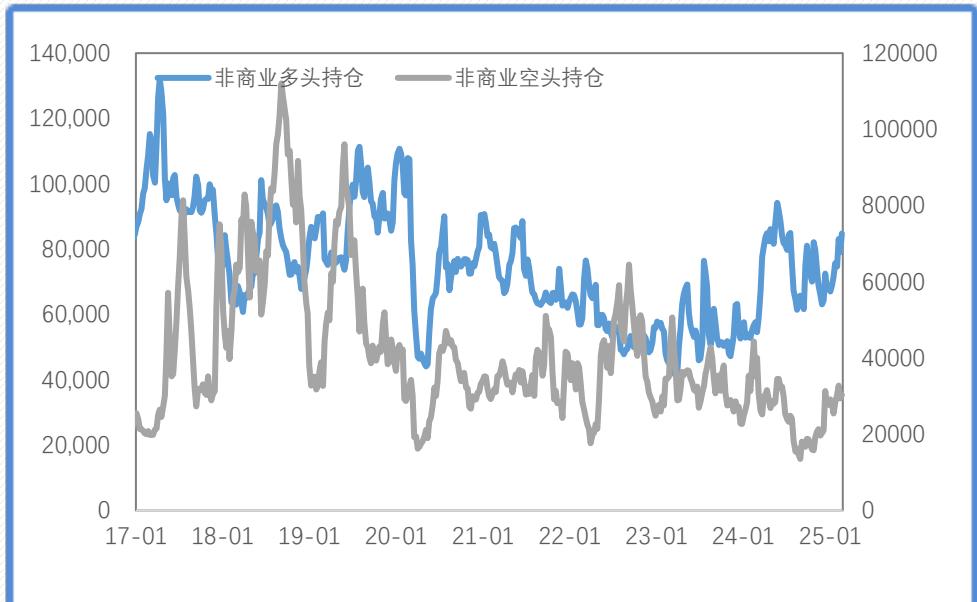
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



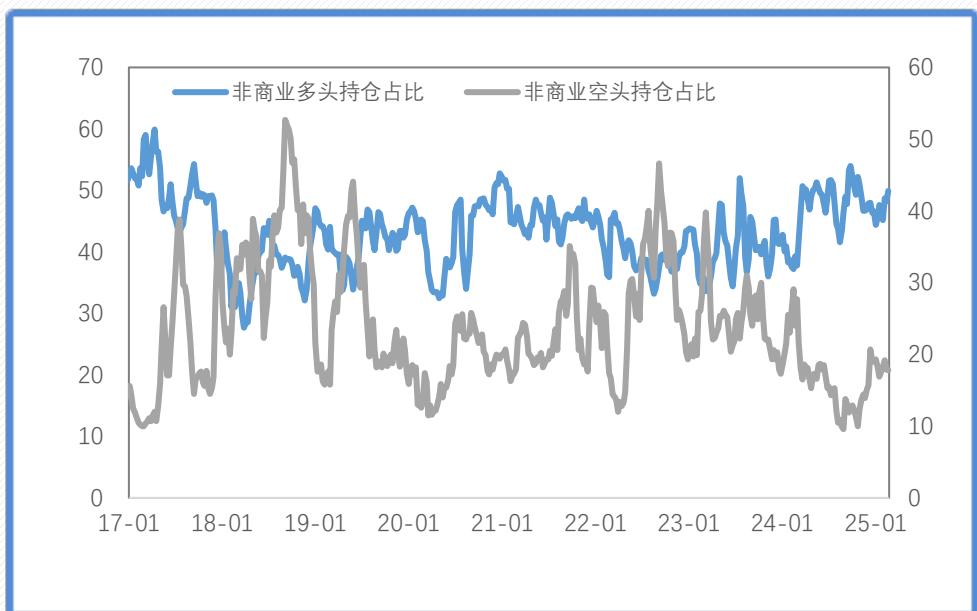
数据来源: Wind

图 16: COMEX 白银持仓



数据来源: Wind

图 17: COMEX 白银持仓占比



数据来源: Wind

市场前瞻

上周公布的国内 1 月金融数据表现尚可，虽然金融数据与金属价格直接关系在最近两年显著下降，但是良好的金融数据至少缓解了宏观进一步走弱的风险。同时，随着 3 月两会会期的临近，市场对政策的各种预期又不时流出，目前整体情绪相对乐观，但是也不能过于乐观，毕竟关税等问题仍然悬而未决，并且不能排除超预期的可能。

根据当前美国经济数据表现，从实际利率及抗通胀的角度来看，黄金依

然走在上行通道中，3000 美元/盎司的目标不会太远，关注近期特朗普对于关税的表态及3月联储议息会议的发言。

关注及风险提示

美国新屋销售、初请失业金、耐用品订单、核心PCE、关税预期、降息路径变化。

第三方内容免责声明

所有意见表达反映了作者的判断，可能会有所变更，且并不代表芝商所或其附属公司的观点。内容作为一般市场综述而提供，不应被视为投资建议。信息从据信为可靠的来源获取，但我们并不保证内容是准确或完整的。我们不保证提到的任何走势将会继续或预测将会发生。过往业绩并不预示将来结果。本内容不得被解释为是买卖或招揽买卖任何衍生品或参与任何特定交易策略的推荐或要约。如果在任何司法辖区发布或传播本内容会导致违反任何适用的法律法规，那么，本内容并不针对或意图向在该司法辖区的任何人发布或传播。