

衰退担忧重燃，金铜承压

金属市场周报

2025. 2. 24-2025. 2. 28

摘要：上周市场较为混乱，COMEX 铜价周初再度对关税进行定价，主因特朗普强调对加拿大和墨西哥的关税会如期落地、并且开展针对铜关税的 232 调查，再次引发了市场对关税定价的热情，但是周中美国的经济数据表现疲软，美债收益率应声回落，市场定价经济增长放缓的预期较为强烈，金铜双双承压回落。

核心观点

1、上周金铜显著下行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.79%，白银下跌 4.39%；沪金 2504 合约下跌 1.8%，沪银 2504 合约下跌 3.07%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.6%、-0.43%。

2、关税调查启动，但宏观走弱令铜价承压

上周 COMEX 铜价宽幅震荡，周初一度走出反弹，但随后再次回落。上周市场较为混乱，COMEX 铜价周初再度对关税进行定价，主因特朗普强调对加拿大和墨西哥的关税会如期落地、并且开展针对铜关税的 232 调查，再次引发了市场对关税定价的热情，但是周中美国的经济数据表现疲软，美债收益率应声回落，市场定价经济增长放缓的预期较为强烈，铜价承压回落，并且维持震荡格局。

3、衰退预期再起，金价承压回落

本周美国衰退预期再起，主要因近期美国公布的经济数据包含房地产相关、初请失业金人数、消费者信心指数等都超预期走弱，结合特朗普近期相对强势的关税政策，市场重回衰退交易，美债收益率大幅下行。金价短期进入回调，但因其自身的避险属性，下行空间相对有限，关注近期美国非农、PMI 等数据对于衰退预期的影响，同时关注俄乌与美国的谈判进程。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价宽幅震荡，周初一度走出反弹，但随后再次回落。上周市场较为混乱，COMEX 铜价周初再度对关税进行定价，主因特朗普强调对加拿大和墨西哥的关税会如期落地、并且开展针对铜关税的 232 调查，再次引发了市场对关税定价的热情，但是周中美国的经济数据表现疲软，美债收益率应声回落，市场定价经济增长放缓的预期较为强烈，铜价承压回落，并且维持震荡格局。

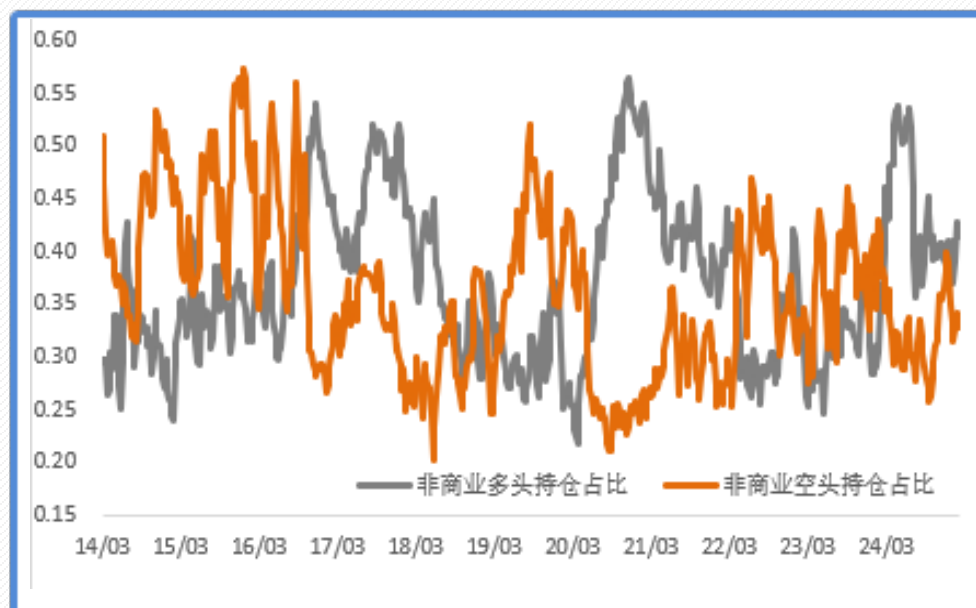
上周 SHFE 铜价小幅回落，正如我们上周指出，78000 元吨上方的压力仍然较大。虽然目前临近两会，但是国内工业品却提前开始回落，折射出预期与现实之间仍有不小的距离。不过最新公布的中国 2 月官方 PMI 表现较好，看是否能对预期转弱带来一定程度的缓解。目前铜的基本面下方仍有支撑，大跌的空间相对有限。

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。目前今年的季节性累库仍然是历史相对偏高的，但是沪铜远月的月差已经转变为 back 结构，这还是因为市场在抢跑今年沪铜的价差结构。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

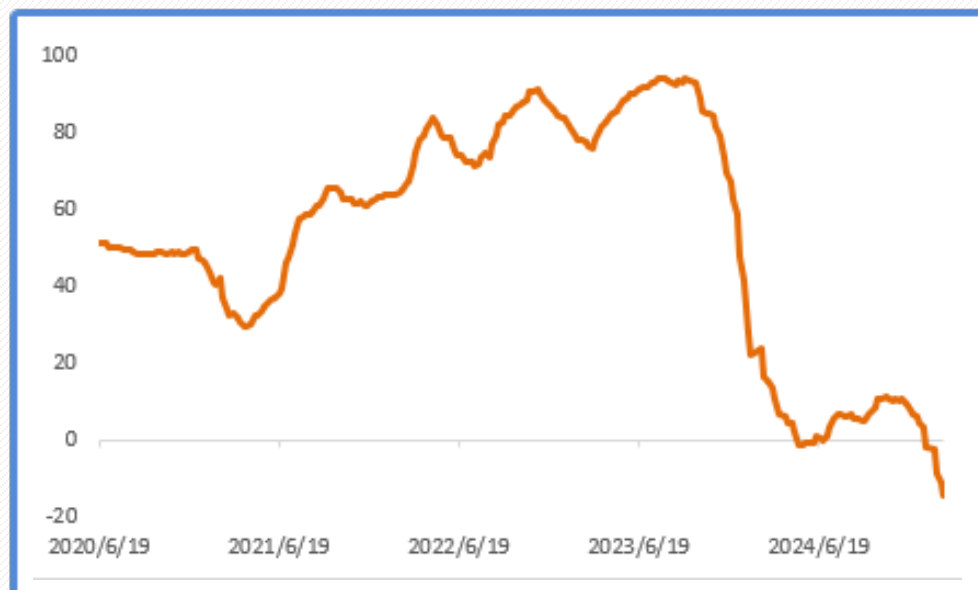


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿-12.84 美元/干吨，较上周跌 2.34 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度高，铜精矿现货 TC 的持续走低，本周交易价格普遍为负十中位以下。与此同时，需求端的铜精矿需求旺盛，市场竞争激烈程度加剧。供应端目前相对稳定，不过市场各方普遍密切关注印尼出口通行证政策的动态变化。近期港口库存呈现出明显的季节性去库现象。短期内，铜精矿市场供应紧张的状况难以得到实质性缓解。随着需求端持续进行采购活动，加工费将延续下行趋势。

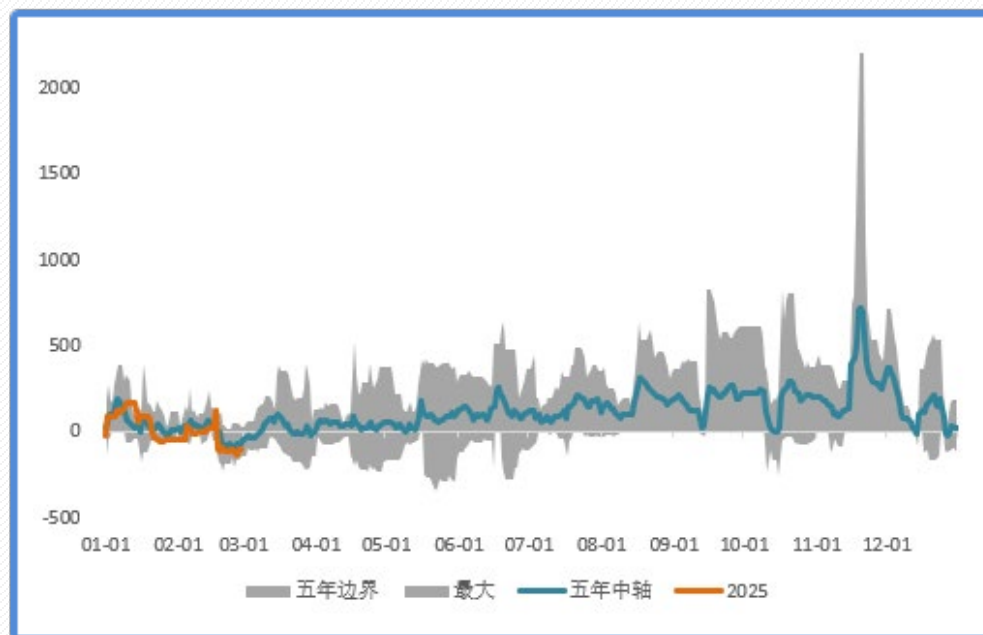
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于本周铜价维持高位震荡运行，加之月底部分企业存在资金压力，同时下游加工企业新增订单表现较好，因此周内入市采购情绪难有提升，基本维持刚需接货生产为主，因此整体市场消费提振空间受限。进入 3 月份以后，随着近月合约 Contango 月差结构维持，部分持货商挺价情绪有所显现，加之国内部分炼厂检修以及出口影响，现货供应将有所减少，叠加月初企业资金压力释放，下游消费存在一定提升空间，因此现货升水将逐步回升，下周或区间运行于贴 100~贴 50 元/吨附近。

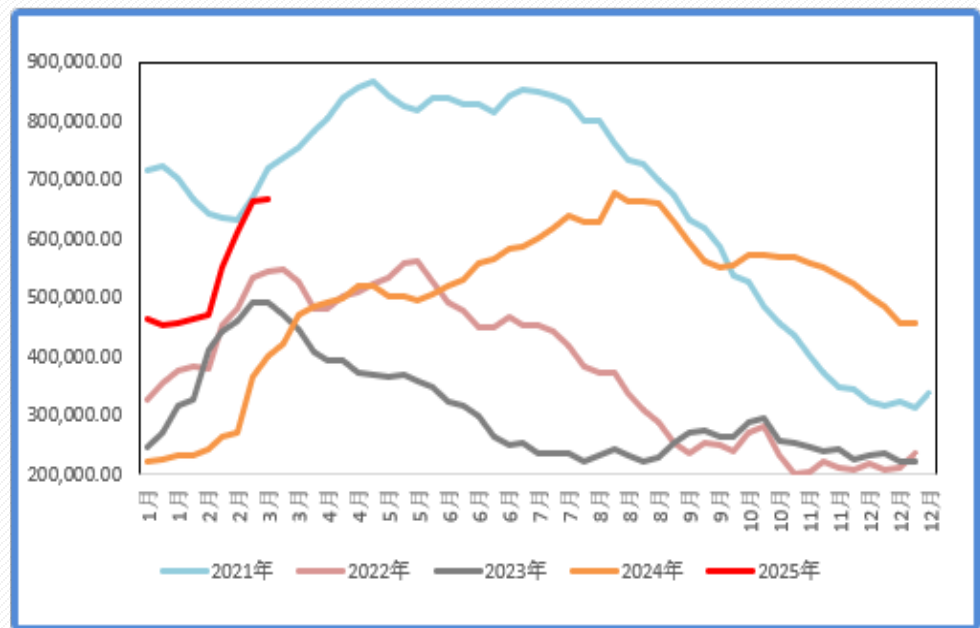
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 37.74 万吨，较 20 日增 1.93 万吨，较 24 日增 0.51 万吨；本周上海市场库存继续维持累库趋势，由于周内铜价维持高位震荡，加之临近月底，下游消费疲弱局面难有改善；同时上海市场国产以及进口货源仍有到货增量，因此库存延续增加。下周来看，随着铜价有所回落，且进入月初，料下游采购需求存在一定提升空间，但考虑到目前 Contango 月初因素影响，冶炼厂货源预计仍有所到货，因此库存因此维持小幅增加幅度。

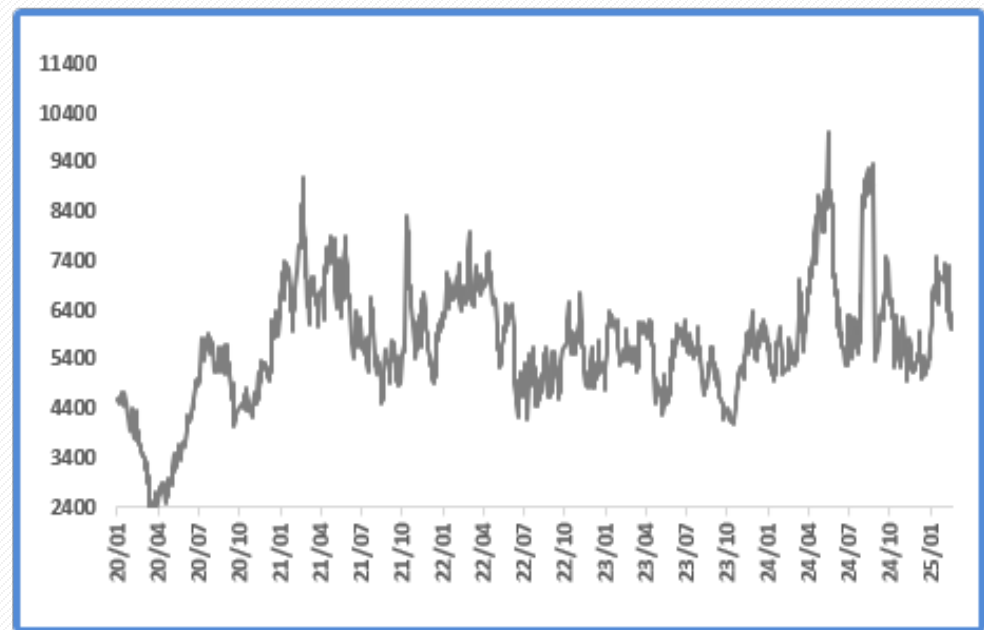
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费变化有限，华北市场下跌明显；精铜杆企业订单环比呈现增长趋势但提货欠佳，个别企业有生产调整安排；再生铜杆企业产销受阻，出货表现并不顺畅；精废杆价差、再生铜杆贴水继续收窄。目前精铜杆企业订单逐步得到补充，但下游提货效率却未有明显提升，这也导致了部分精铜杆企业的库存略有增高，后续可能会影响到部分企业的生产，加之又恰逢月初，从时间来看部分企业也将进入设备调整期，生产或有下降表现。再生铜杆依然面临着此前常有的问题，原料价格高导致厂家成品议价难度加大，生产和销售均有受限，若下周铜价有所反弹，下周这一局面或有所缓和。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

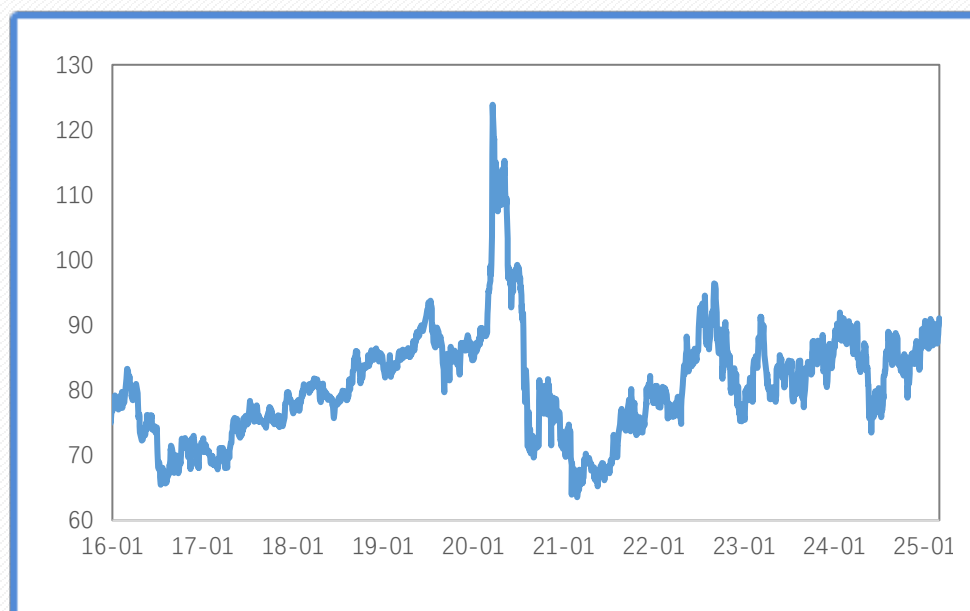
上周金银价承压回落、COMEX 金银于 2844-2974 美元/盎司、31.3-33.5 美元/盎司区间内运行。本周美国衰退预期再起，主要因近期美国公布的经济数据包含房地产相关、初请失业金人数、消费者信心指数等都超预期走弱，结合特朗普近期相对强势的关税政策，市场重回衰退交易，美债收益率大幅下行。

| 贵金属价格监控 | | | |
|-----------|--------|--------|-------|
| 2025/2/28 | 本周收盘价 | 上周收盘价 | 涨跌幅 |
| COMEX 黄金 | 2847.9 | 2931.0 | -2.8% |
| COMEX 白银 | 31.4 | 33.1 | -5.0% |
| 伦敦金现 | 2834.6 | 2934.2 | -3.4% |
| 伦敦银现 | 31.1 | 32.9 | -5.5% |
| SHFE 黄金 | 672.1 | 683.3 | -1.7% |
| SHFE 白银 | 7851.0 | 8088.0 | -2.9% |
| 上金所黄金 T+D | 669.9 | 683.2 | -1.9% |
| 上金所白银 T+D | 7841.0 | 8094.0 | -3.1% |

（二） 比价与波动率

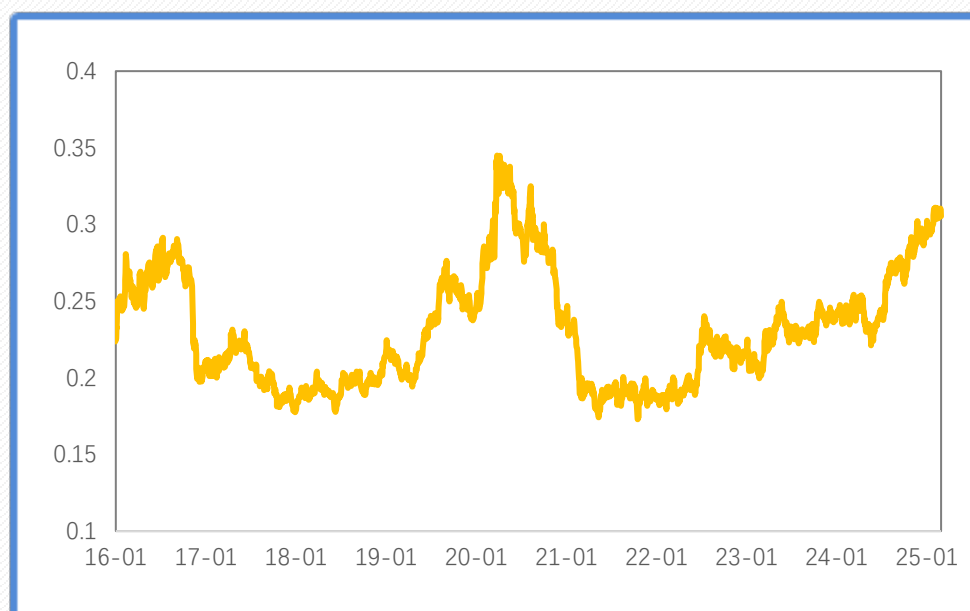
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比震荡上行；金价与铜价同步运行，金铜比窄幅震荡；金价跌幅强于原油，金油比震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



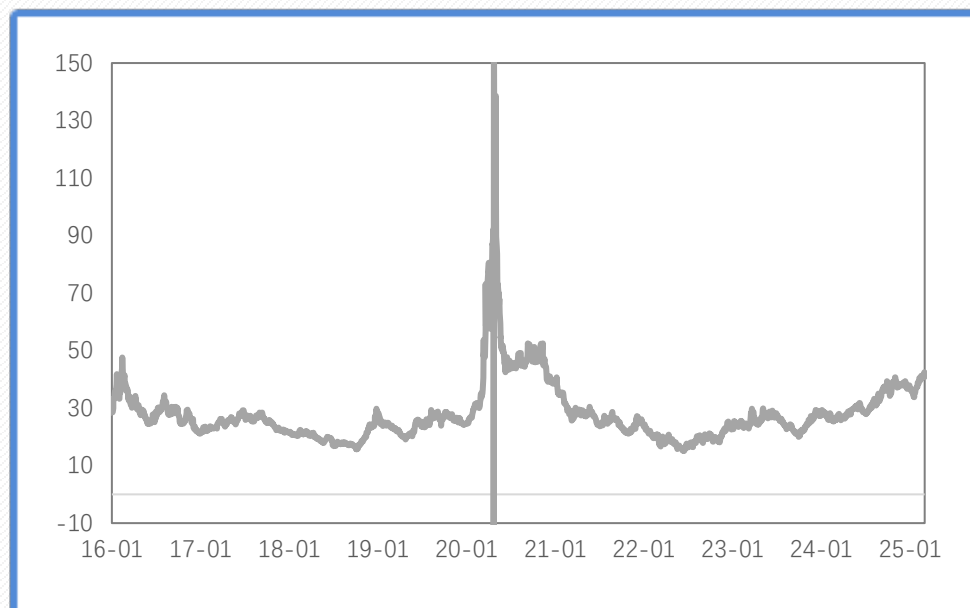
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

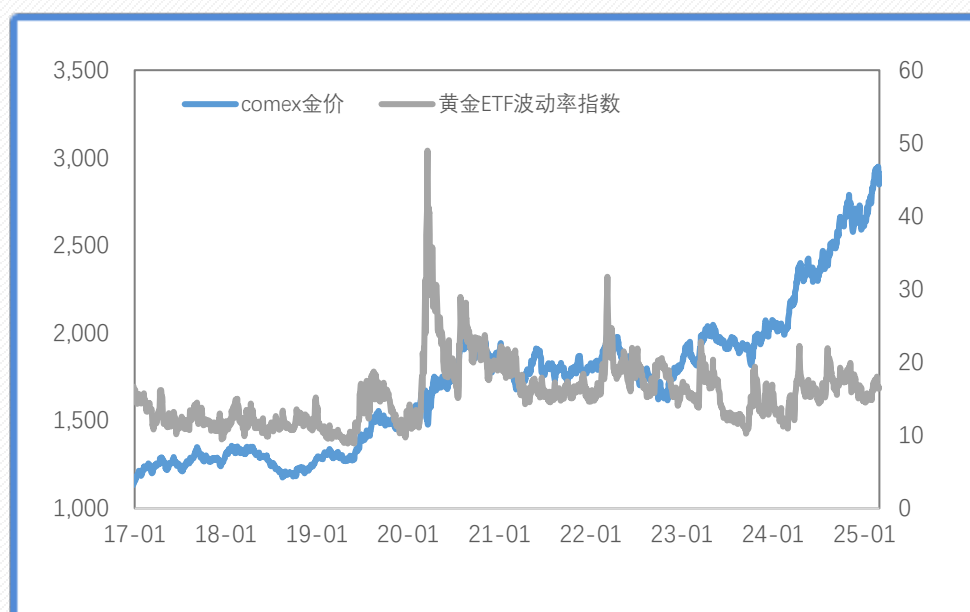
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落，避险需求较前期有所放缓，然而近期美国衰退预期重燃，不排除后期其再有上冲的可能。

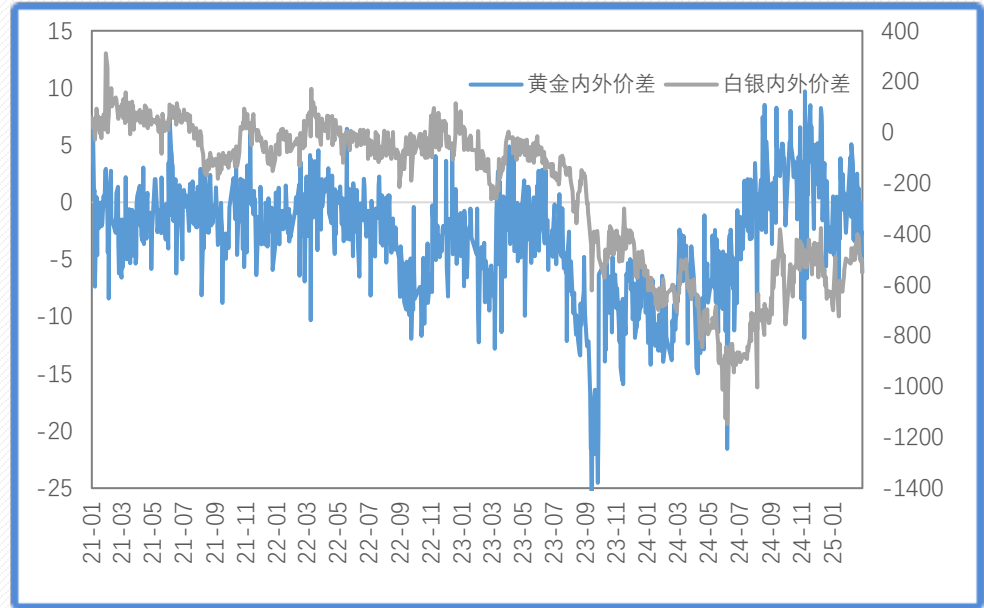
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

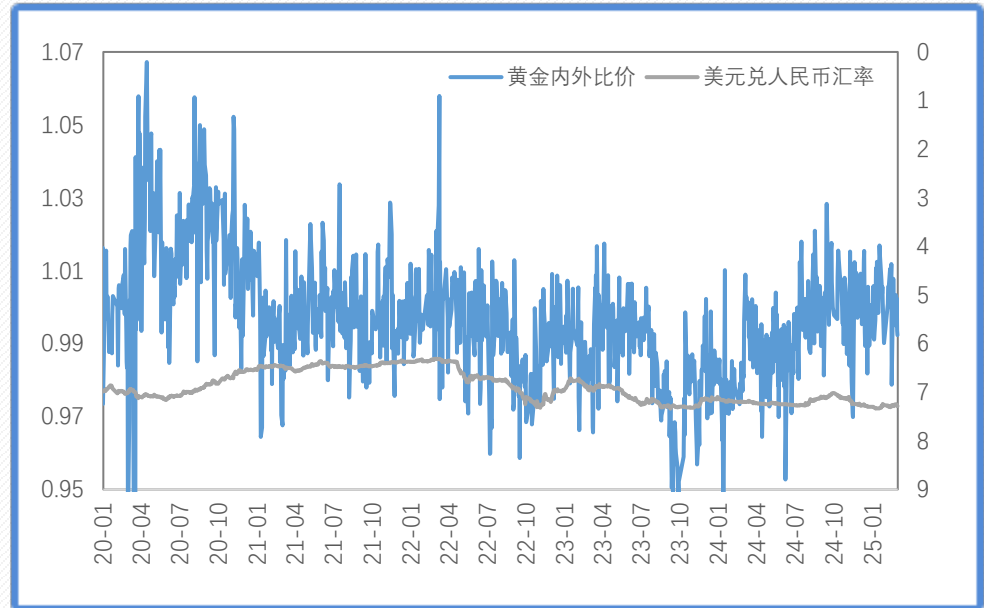
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金白银内外价差有所回落；内外比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

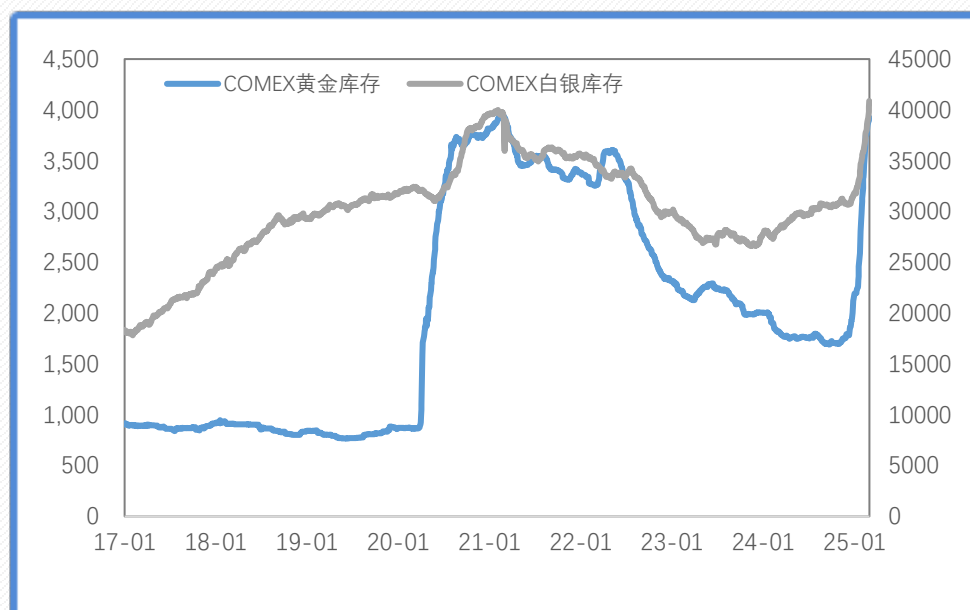


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

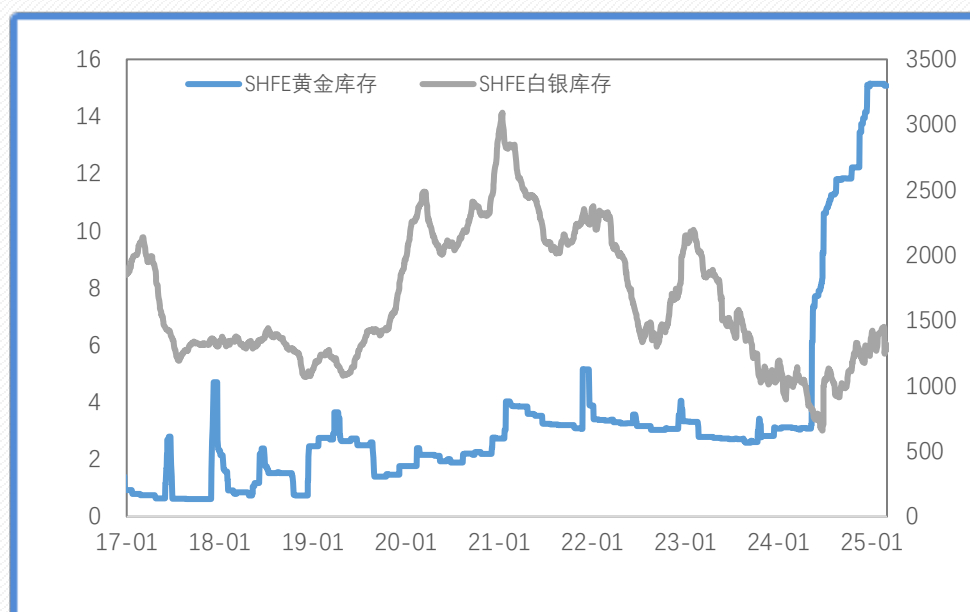
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3926 万盎司，环比增加约 67 万盎司，COMEX 白银库存约为 40861 万盎司，环比增加约 1893 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1277 吨，环比增加约 1.3 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

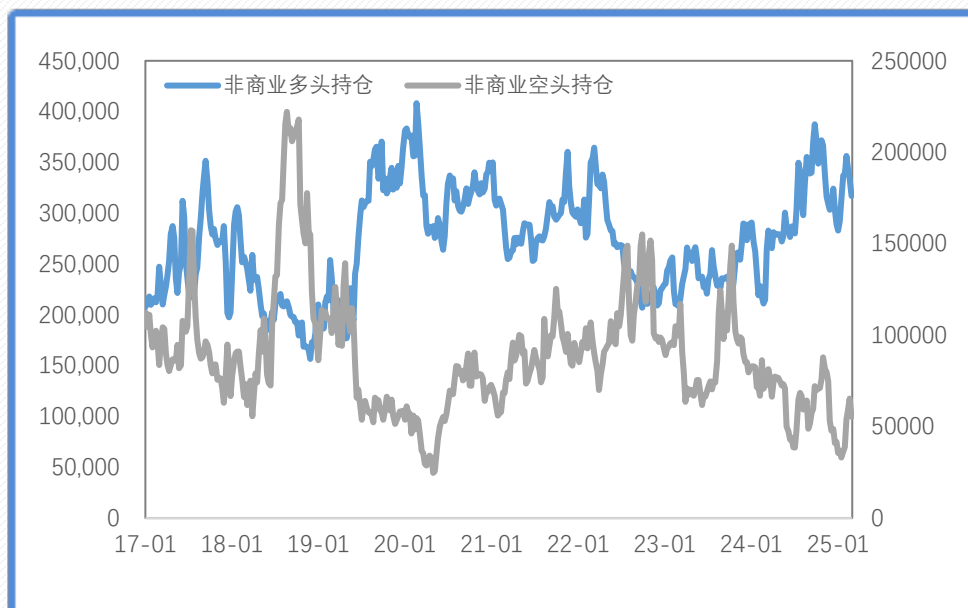
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

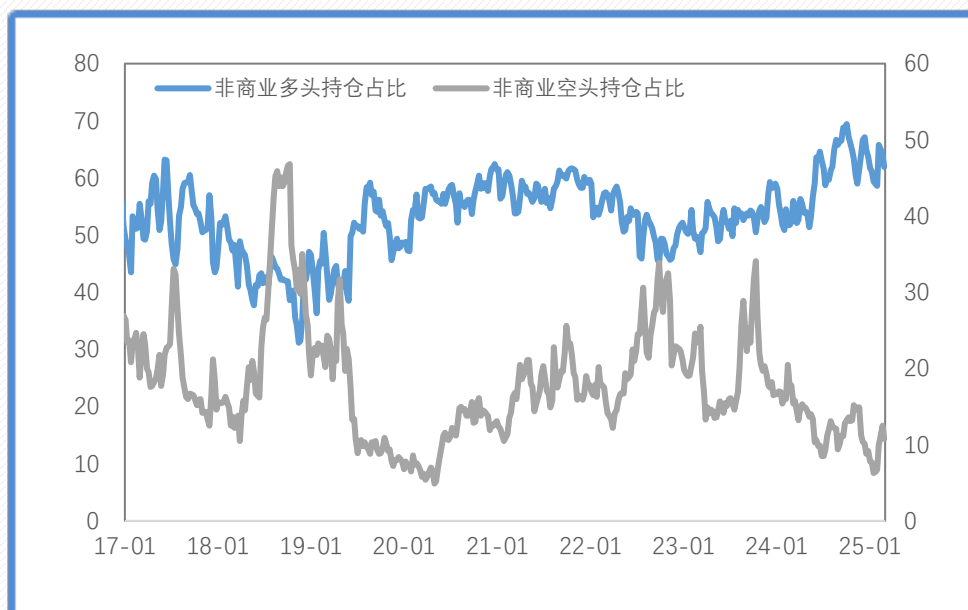
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比持平, 约为 904 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 103 吨至 13639 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 37.2 万手, 其中非商业多头持仓减少 17095 手至 31.7 万手, 空头持仓减少 10046 手至 5.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 61.9% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 10.8% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



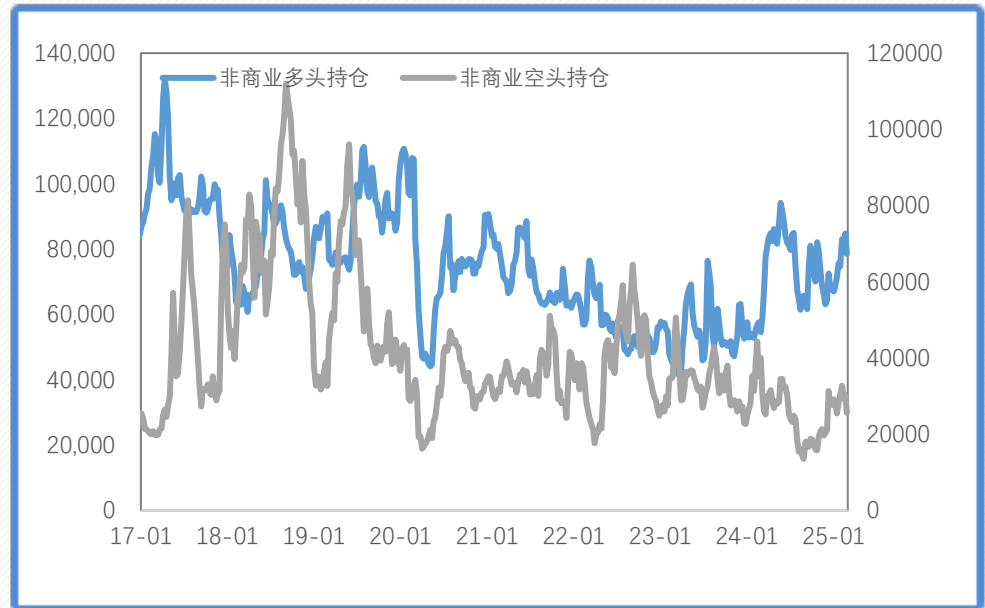
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



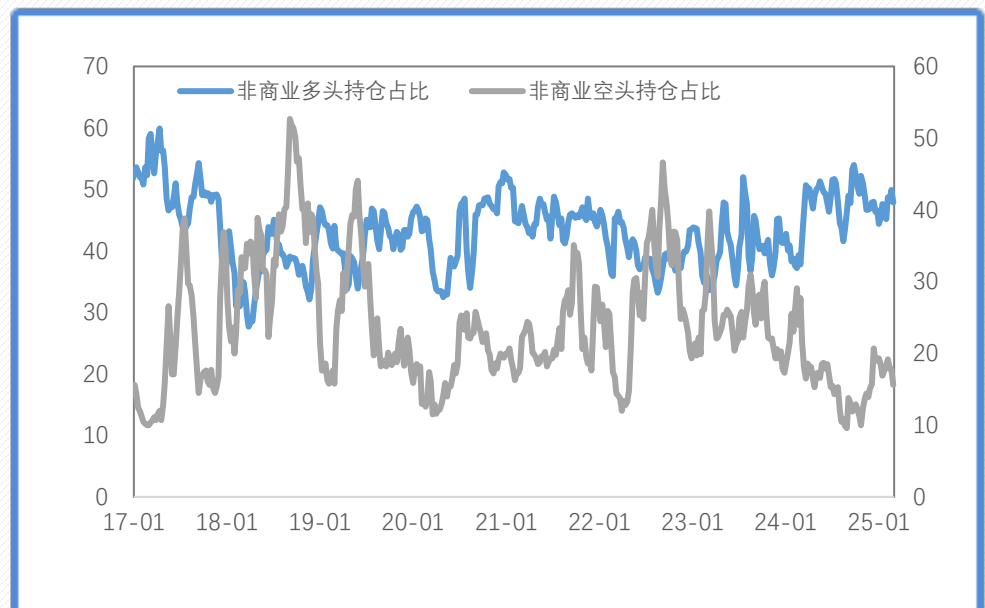
数据来源：Wind

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

正如我们上周指出，78000 元吨上方的压力仍然较大。虽然目前临近两会，但是国内工业品却提前开始回落，折射出预期与现实之间仍有不小的距离。不过最新公布的中国 2 月官方 PMI 表现较好，看是否能对预期转弱带来一定程度的缓解。目前铜的基本面下方仍有支撑，大跌的空间相对有限。

金价短期进入回调，但因其自身的避险属性，下行空间相对有限，关注

近期美国非农、PMI 等数据对于衰退预期的影响，同时关注俄乌与美国的谈判进程。

关注及风险提示

美国 PMI、ADP 就业人数、初请失业金人数、非农就业、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。