

主权信用风险推升黄金破 3000，铜价站上 8 万大关

摘要：上周中公布的 2 月 CPI 总体温和回落，非常符合当下所需：既没有引发对于衰退的进一步担忧，也没有让市场重新定价联储的降息路径，目前市场仍然预期联储将在 6 月降息。另一面目前关税问题仍然使得市场的物流及定价相对更加分裂，在关税问题没有真正落地之前，这种分裂的定价可能对价格仍将带来较强的韧性，因为软加仓的基础可能会持续存在。

金属市场周报

2025. 3. 10–2025. 3. 14

核心观点

1、上周金铜再度上行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2. 6%，白银上涨 4. 41%；沪金 2504 合约上涨 2. 28%，沪银 2504 合约上涨 3. 85%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3. 59%、+2. 72%。

2、关税影响下的定价分裂，铜价继续上行

上周中公布的 2 月 CPI 总体温和回落，非常符合当下所需：既没有引发对于衰退的进一步担忧，也没有让市场重新定价联储的降息路径，目前市场仍然预期联储将在 6 月降息。另一面目前关税问题仍然是的市场的物流及定价相对更加分裂，在关税问题没有真正落地之前，这种分裂的定价可能对价格仍将带来较强的韧性，因为软加仓的基础可能会持续存在。

3、主权信用风险再起，黄金创历史新高

本周美国政府再度面临“关门”危机，而后特朗普签署政府拨款法案暂时避免了此次危机，但伦敦金受美元主权信用下降的影响而突破 3000 大关，伴随美元持续偏弱、关税预期摇摆、通胀温和回落的影响，金价仍处于上行通道中。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价延续上行格局，周中公布的 2 月 CPI 总体温和回落，非常符合当下所需：既没有引发对于衰退的进一步担忧，也没有让市场重新定价联储的降息路径，目前市场仍然预期联储将在 6 月降息。另一面目前关税问题仍然是市场的物流及定价相对更加分裂，在关税问题没有真正落地之前，这种分裂的定价可能对价格仍将带来较强的韧性，因为软加仓的基础可能会持续存在。

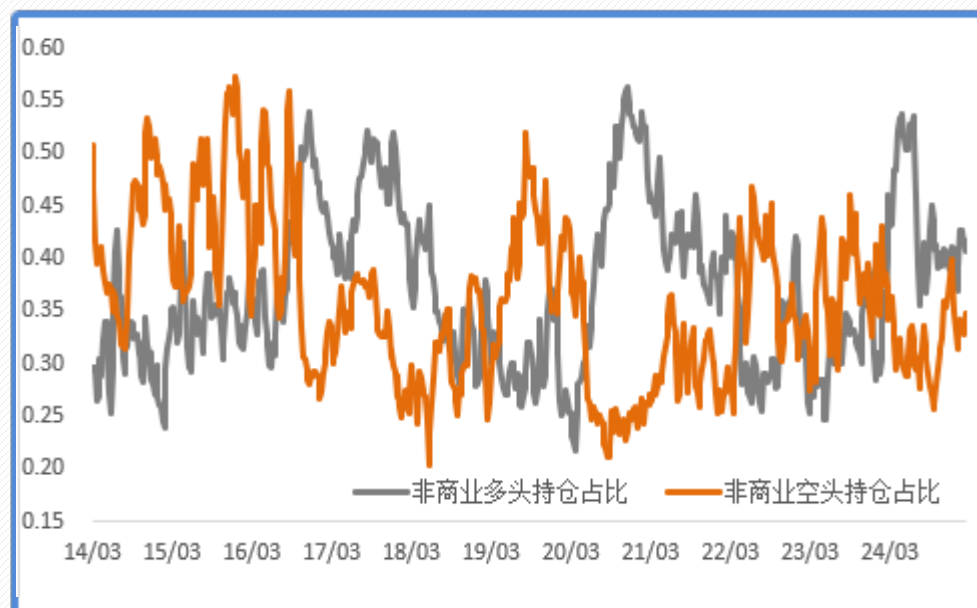
上周 SHFE 铜价延续上行格局，一度突破 80000 元吨关口。上周国内冶炼企业传出检修减产的消息，虽然事后也有分析认为检修在预期之内，但是根据我们了解，最终仍然会包含计划之外的产量影响，这也从一个侧面说明当前国内原料非常紧张。虽然自由港被印尼政府重新允许了出口铜精矿，但这很难真正逆转加工费的颓势，预期后续供应扰动还会增加，价格仍将保持坚挺。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。上周 COMEX 库存重新开始去化，不过现在库存整体都在 9-10 万吨的相对高位区间。由于此前 COMEX 价格与其他地区价差明显拉开，后续交仓的压力可能不小，因此 COMEX 的月差可能不会有太好的表现。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，并且价差结构已经发生明显变化，5 月之后的合约已经变成明显的 back 结构，并且 back 的幅度在上周还有走阔的迹象。我们此前反复指出相信今年的 borrow 策略会有不错的表现，目前已经开始兑现，但是我们认为这可能只是刚刚开始，今年的月差表现可能会媲美 2021 年 11 月或 2022 年 10 月。

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

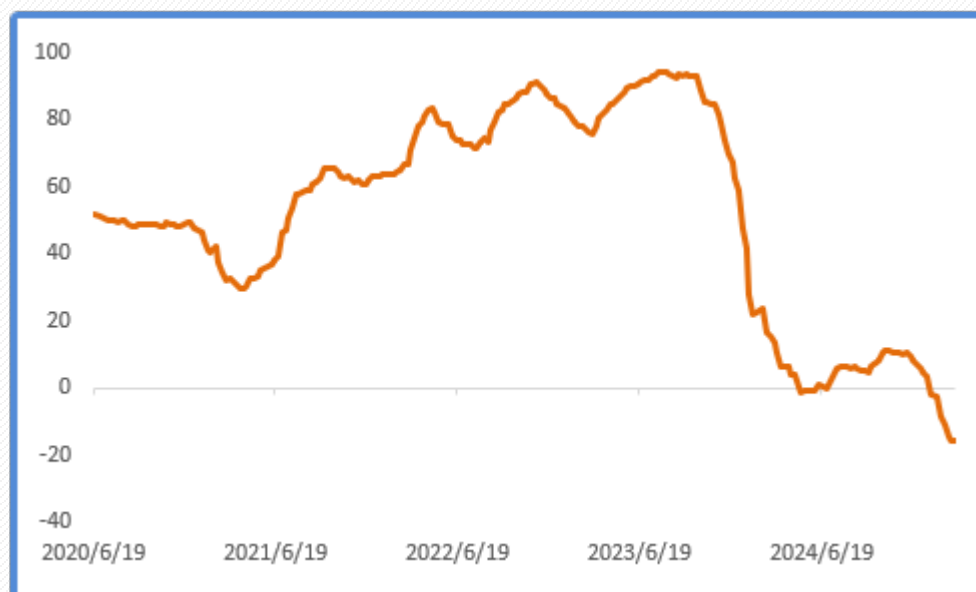


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿-15.5 美元/干吨，较上周跌 0.46 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度有所回落，铜精矿现货 TC 的持续走低。铜精矿现货市场成交有限，但是矿山招标有所增加，近期伦铜月差收窄增加了贸易商操作难度，QP：M+5 作价期减少。整体来看贸易商报盘积极性降低，多以观望为主。本周个别炼厂进行检修，导致采购积极性降低。未来几天，市场预计将在当前价位附近窄幅波动。

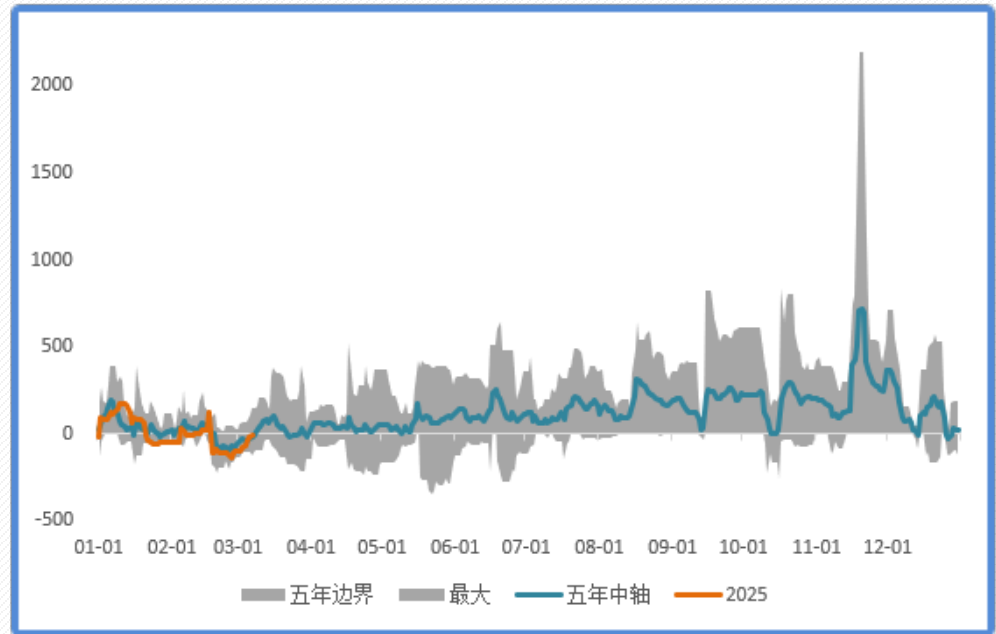
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价止跌连续上涨，期间一度突破 80000 元/吨关口，涨幅相对明显，下游加工企业畏高情绪显现，采购需求表现较为一般；同时随着价格走高，下游新增订单不佳，因此日内接货多刚需为主，消费再度受抑。再往后看，由于目前市场到货表现减少，库存预计维持去库趋势，持货商仍存看好后市升水情绪，低价大贴水出货意愿预计有限；但考虑到目前高铜价背景下，下游接货心理价位仍需时间适应，因此下周升水或区间运行于贴 50~升 0 元/吨附近。

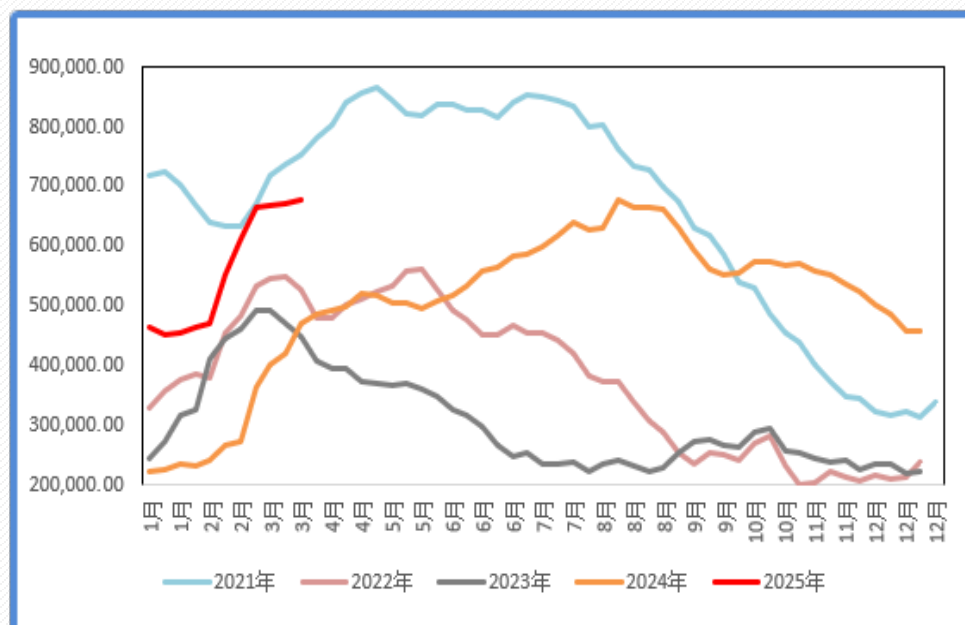
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 35.29 万吨，较 6 日降 1.80 万吨，较 10 日降 0.40 万吨；本周上海市场环比上周库存继续下降，但幅度有所放缓；由于周内铜价再度上涨明显，下游采购需求仍有所受抑，同时市场到货依旧相对不多，库存因此下降；下周来看，由于目前进口到货明显减少，叠加冶炼厂出口，因此市场到货仍有限，但考虑到目前高铜价局面下，下游采购需求亦相对不高，因此库存预计仍将有所下降，但降幅或相对较小。

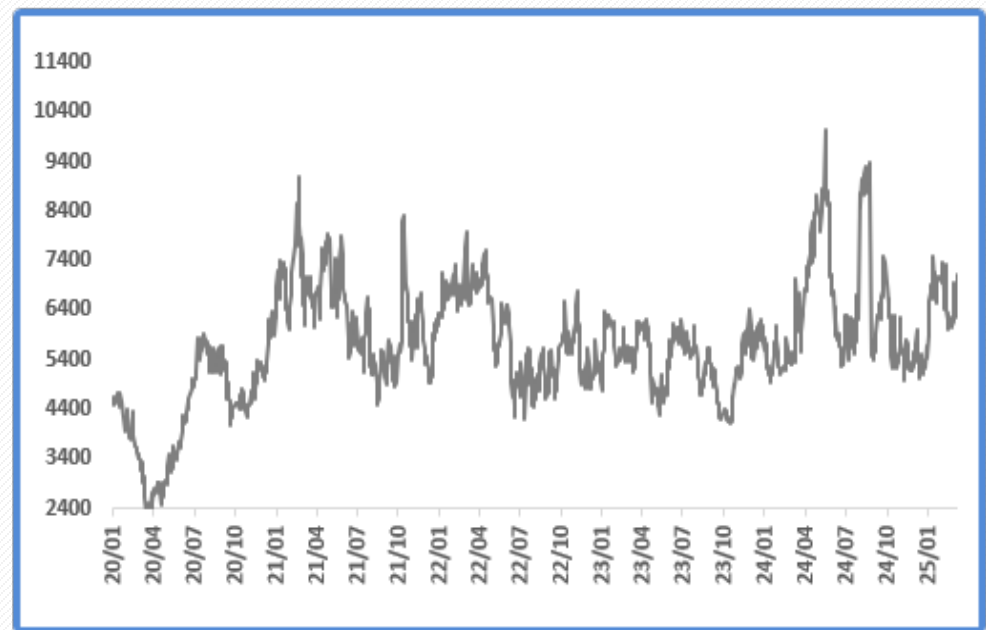
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数上涨，北方略有下调；精铜杆企业订单环比减少，高铜价对市场影响明显；再生铜杆企业交易环比减弱，生产有所下滑；精废杆价差、再生铜杆贴水基本持平。随着铜价走高，市场交易情绪有所调整，终端高价接货的情绪较弱，市场交易较此前有所减少。精铜杆市场生产表现一般，由于新订单的减少，部分企业的生产预期有所下降，后续若新增订单补充不足，可能会迎来新一轮的检修期。再生铜杆目前在手订单较为充足，企业订单交付为主，但依然需要担忧原料补充；此外还需要注意铜阳极市场对于再生铜杆生产的冲击。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

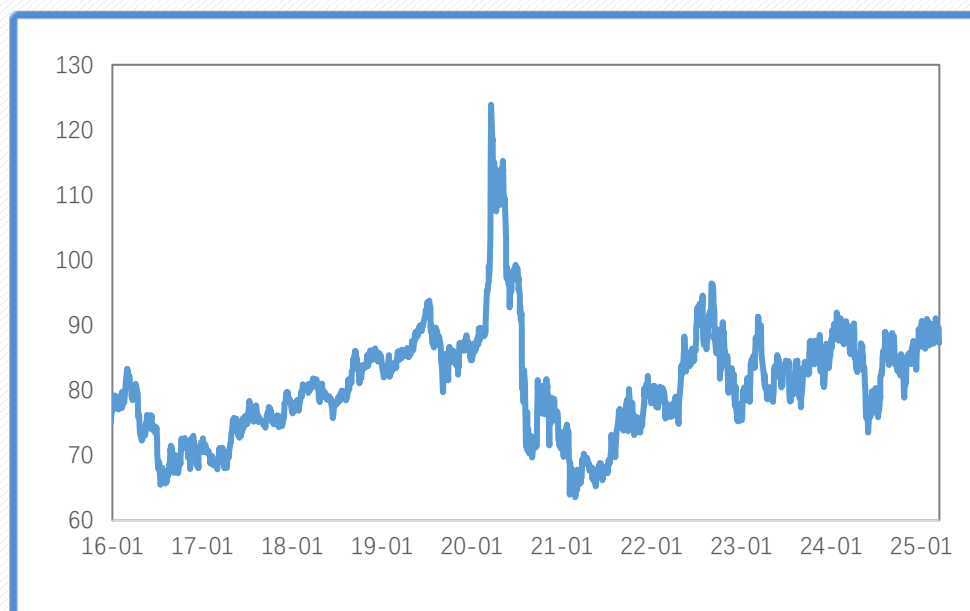
上周金银价格再度上行、COMEX 金银于 2882-3017 美元/盎司、32.2-34.9 美元/盎司区间内运行。本周美国政府再度面临“关门”危机，而后特朗普签署政府拨款法案暂时避免了此次危机，但伦敦金受美元主权信用下降的影响而突破 3000 大关，伴随美元持续偏弱、关税预期摇摆、通胀温和回落的影响，金价仍处于上行通道中。

贵金属价格监控			
2025/3/14	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2990.0	2910.6	2.7%
COMEX 白银	34.1	32.6	4.8%
伦敦金现	2978.1	2931.2	1.6%
伦敦银现	33.9	32.5	4.3%
SHFE 黄金	693.3	678.5	2.2%
SHFE 白银	8321.0	8038.0	3.5%
上金所黄金 T+D	692.8	679.3	2.0%
上金所白银 T+D	8348.0	8060.0	3.6%

（二） 比价与波动率

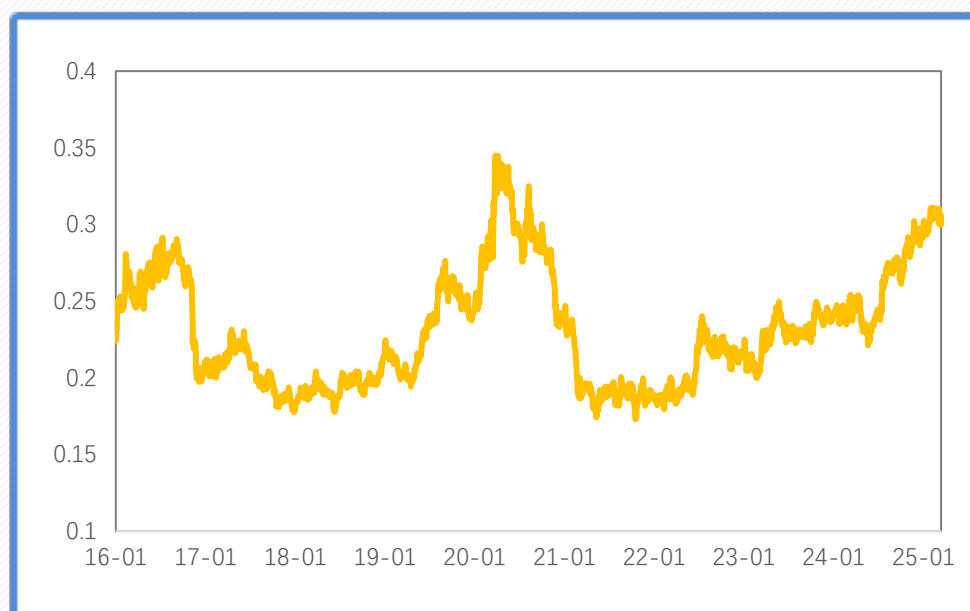
上周，白银涨幅强于黄金，金银比震荡下行；金价与铜价同步上行，金铜比窄幅震荡；原油震荡偏弱，金油比显著上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



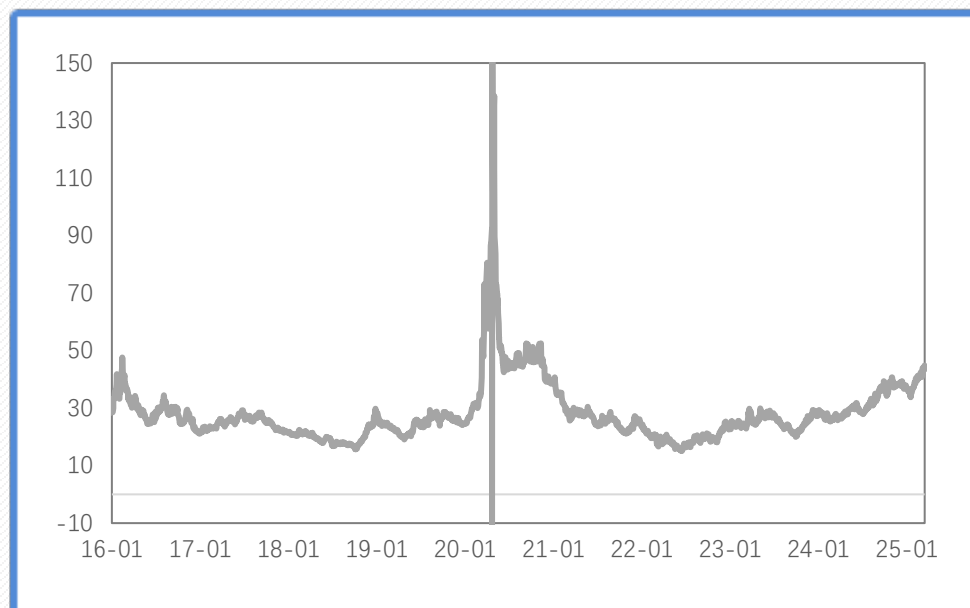
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

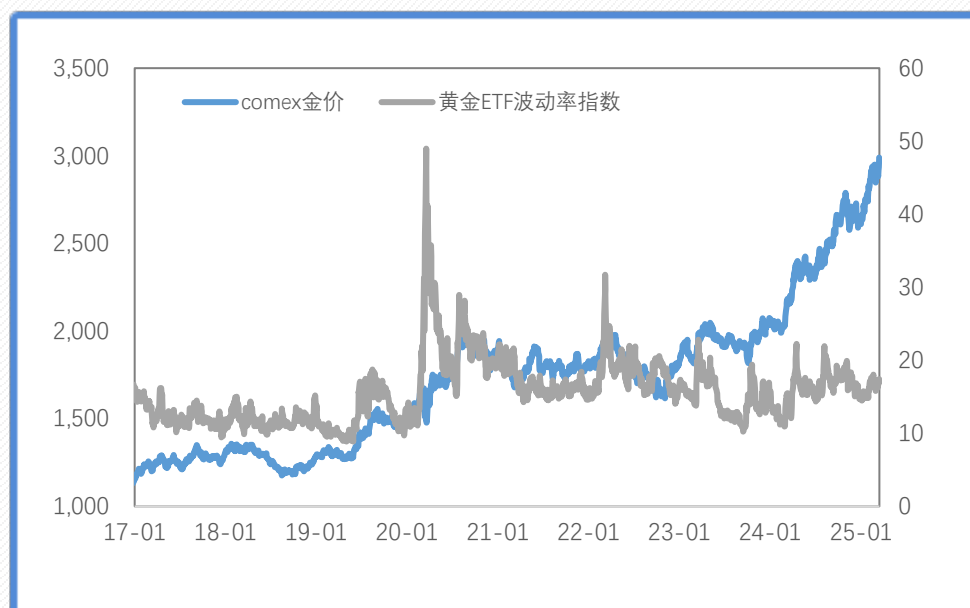
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 窄幅震荡，近期市场风险偏好回升，黄金波动率相对偏弱运行。

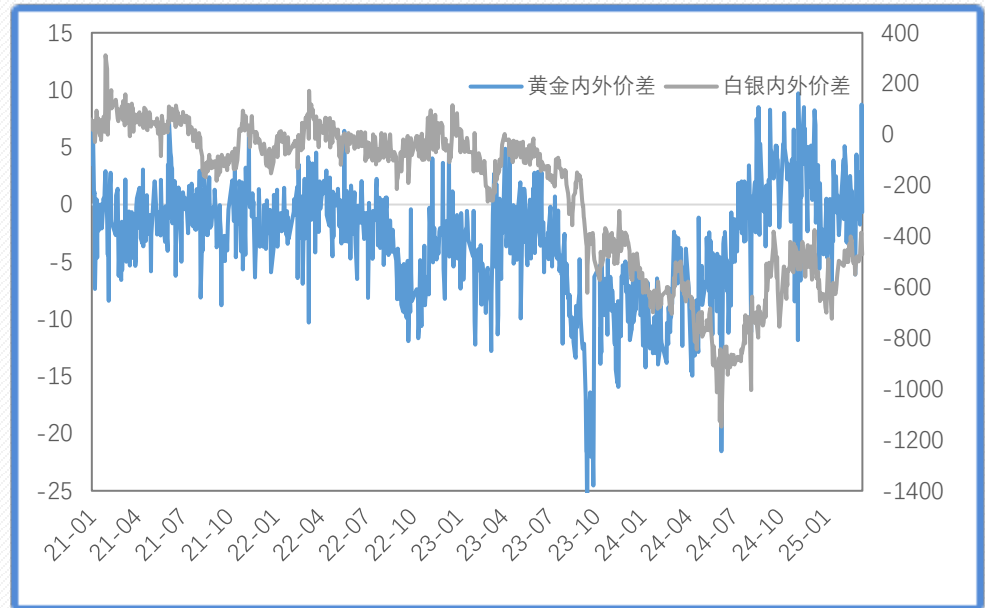
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

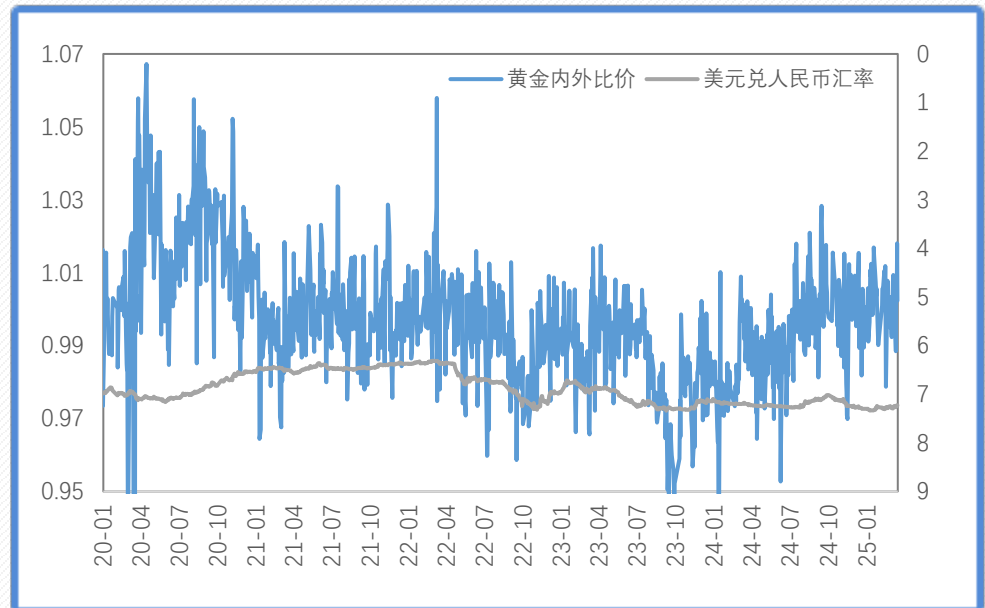
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差有所回落，白银内外价差有所回升；金银内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

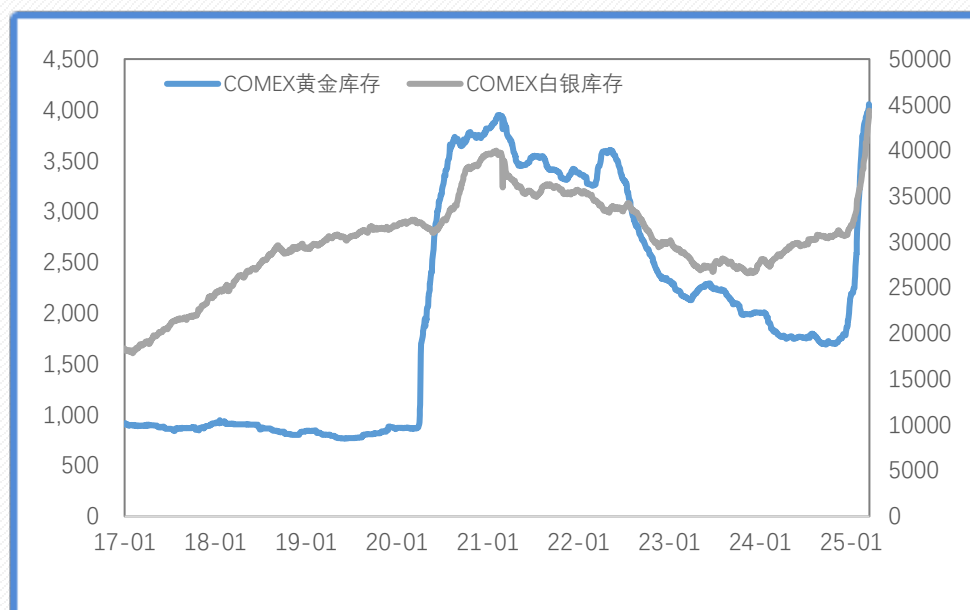


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

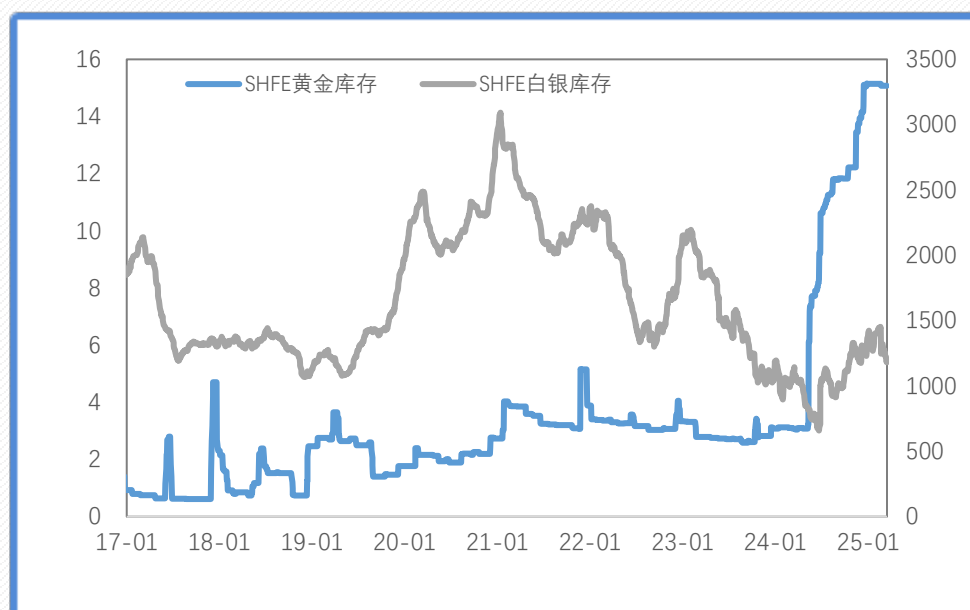
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 4043 万盎司，环比增加约 67 万盎司，COMEX 白银库存约为 44370 万盎司，环比增加约 1880 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1180 吨，环比减少约 47 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

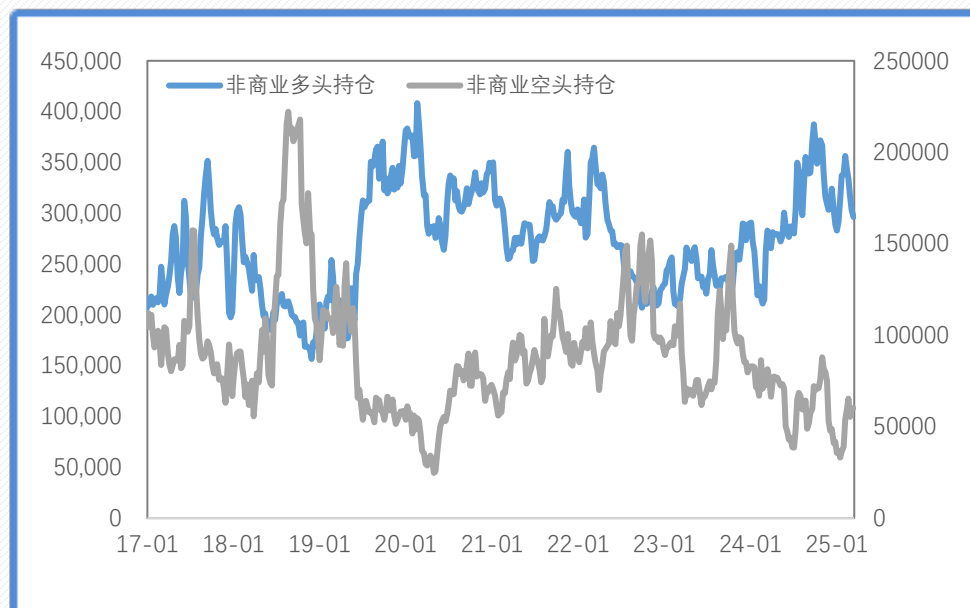
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

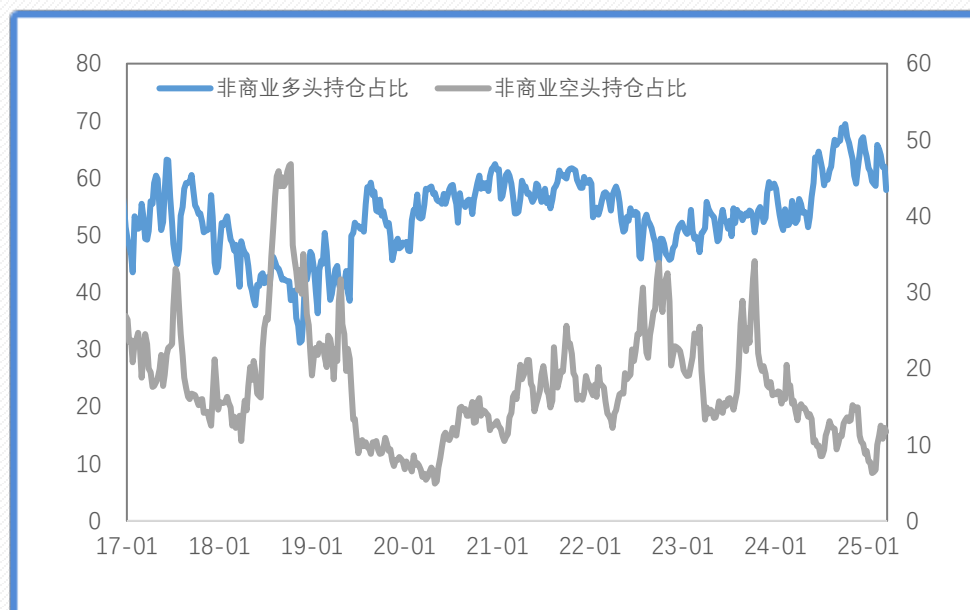
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 12 吨至 906 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 123 吨至 13672 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.6 万手, 其中非商业多头持仓减少 6960 手至 29.6 万手, 空头持仓增加 201 手至 6.0 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 58%附近, 非商业空头持仓占比下降至 11.7%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



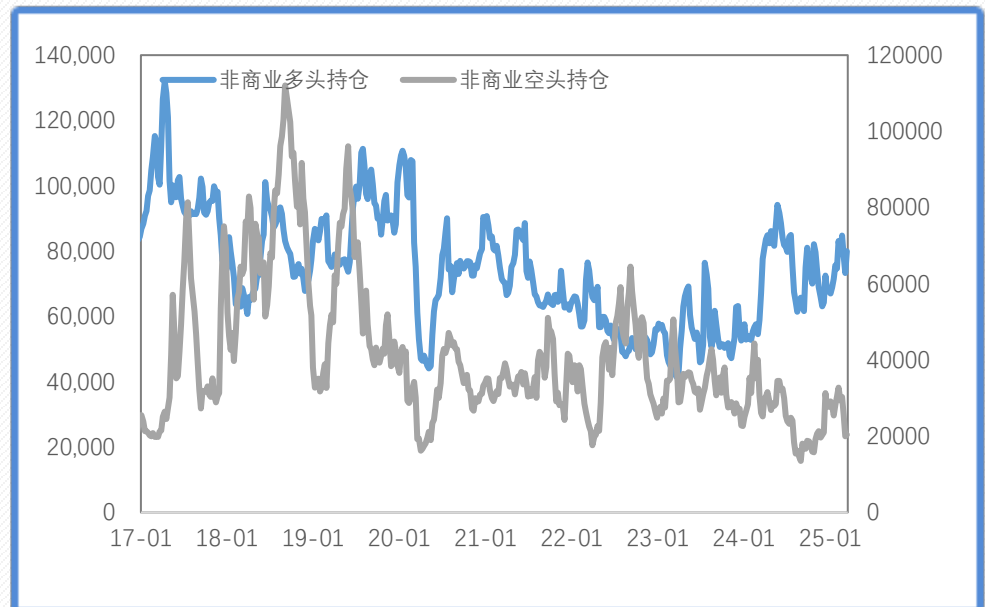
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



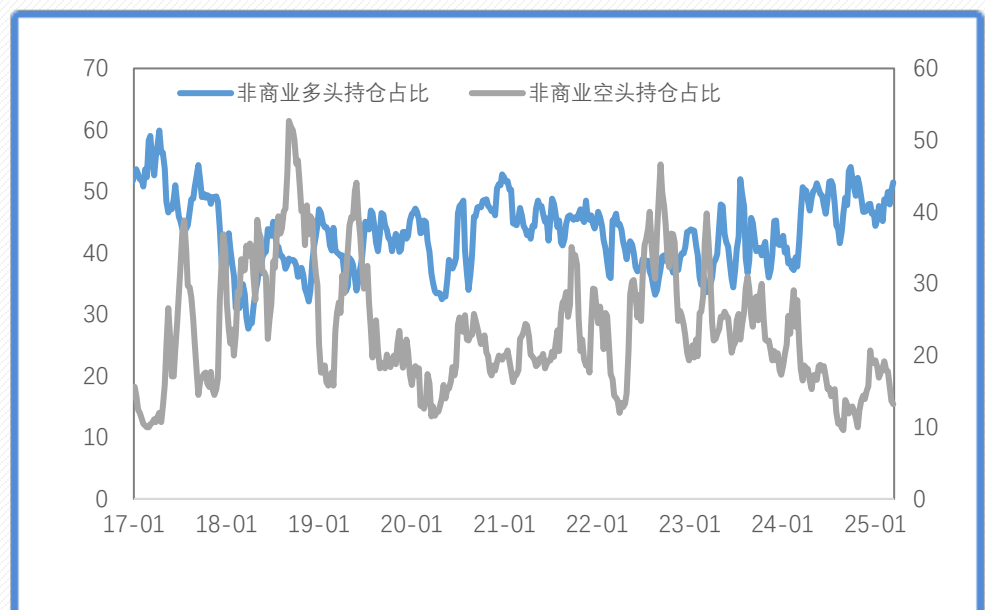
数据来源：Wind

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

上周国内冶炼企业传出检修减产的消息，虽然事后也有分析认为检修在预期之内，但是根据我们了解，最终仍然会包含计划之外的产量影响，这也从一个侧面说明当前国内原料非常紧张。虽然自由港被印尼政府重新允许了出口铜精矿，但这很难真正逆转加工费的颓势，预期后续供应扰动还会增加，价格仍将保持坚挺。

黄金突破新高后或将面临短暂的回调，但结合当前宏观形式及国内外政

策的不确定性，金价仍有上行空间，关注本周美联储议息会议的变化。

关注及风险提示

零售销售数据、新屋开工、成屋销售、美联储议息会议。

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。