

美联储“中性”立场难稳市场？金属周内上演 Risk-off 行情

摘要：上周中美国通胀数据全面低于预期，缓解了市场对通胀的担忧，进一步强化了今年两次的降息预期。后续 FOMC 会议如期维持利率水平，鲍威尔在发布会上的表态也相对中性，并没有明显鹰派或鸽派。但周五市场突然陷入 RISK OFF 状态，临近特朗普提出的对等关税的时间窗口，市场再度对关税问题开始担忧，需要观察市场是否会重启一次围绕关税问题的特朗普交易。

金属市场周报

2025. 3. 17-2025. 3. 21

核心观点

1、上周金铜承压回落

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.16%，白银下跌 2.43%；沪金 2506 合约上涨 1.47%，沪银 2506 合约下跌 2.06%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+4.54%、+0.14%。

2、铜价冲高回落，关税担忧重来

上周中美国通胀数据全面低于预期，缓解了市场对通胀的担忧，进一步强化了今年两次的降息预期。后续 FOMC 会议如期维持利率水平，鲍威尔在发布会上的表态也相对中性，并没有明显鹰派或鸽派。但周五市场突然陷入 risk off 状态，临近特朗普提出的对等关税的时间窗口，市场再度对关税问题开始担忧，需要观察市场是否会重启一次围绕关税问题的特朗普交易。

3、美元反弹，黄金回调

上周 FOMC 会议整体表态相对符合预期，美联储决定放缓缩表，此后美国公布的经济数据仍显韧性，美元随之开启反弹，贵金属价格由此承压回落。当前黄金进入回调阶段，但结合当前宏观形式及国内外政策的不确定性，临近对等关税的公布时日，预计金价跌幅相对有限，后期仍有上行空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，周中美国通胀数据全面低于预期，缓解了市场对通胀的担忧，进一步强化了今年两次的降息预期。后续 FOMC 会议如期维持利率水平，鲍威尔在发布会上的表态也相对中性，并没有明显鹰派或鸽派。但周五市场突然陷入 risk off 状态，临近特朗普提出的对等关税的时间窗口，市场再度对关税问题开始担忧，需要观察市场是否会重启一次围绕关税问题的特朗普交易。

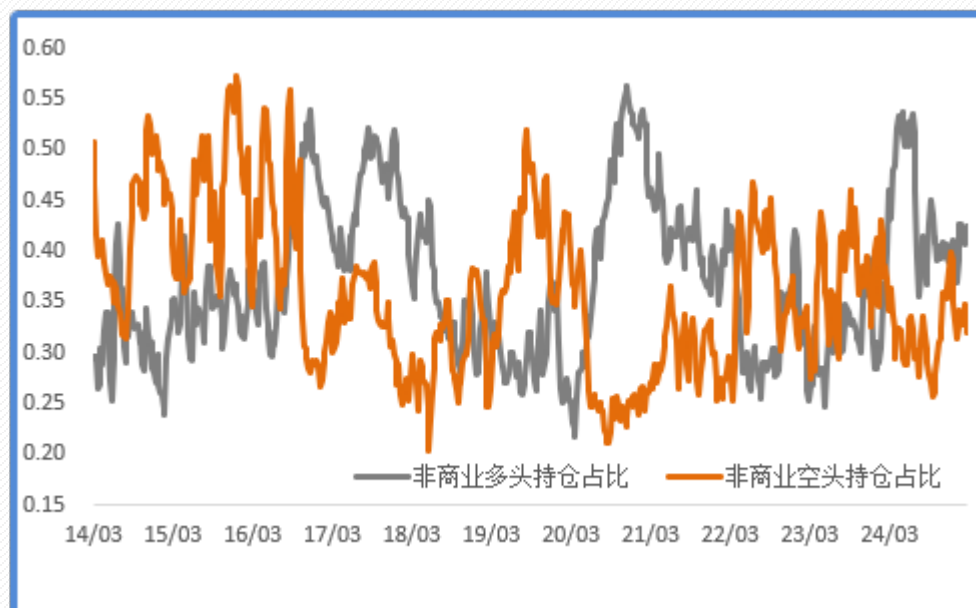
上周 SHFE 铜价延续上行格局，在 82000 元吨附近仍然有一定压力。近期国内宏观数据表现尚可，同时精炼铜在供应层面的扰动问题仍在持续，另一方面需求端的表现也尚可。在宏观表现尚可，且供应端问题持续不断的情况下，铜价要大跌的空间相对较小，但是如果需要进一步打开上方空间，也需要宏观的进一步配合。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，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

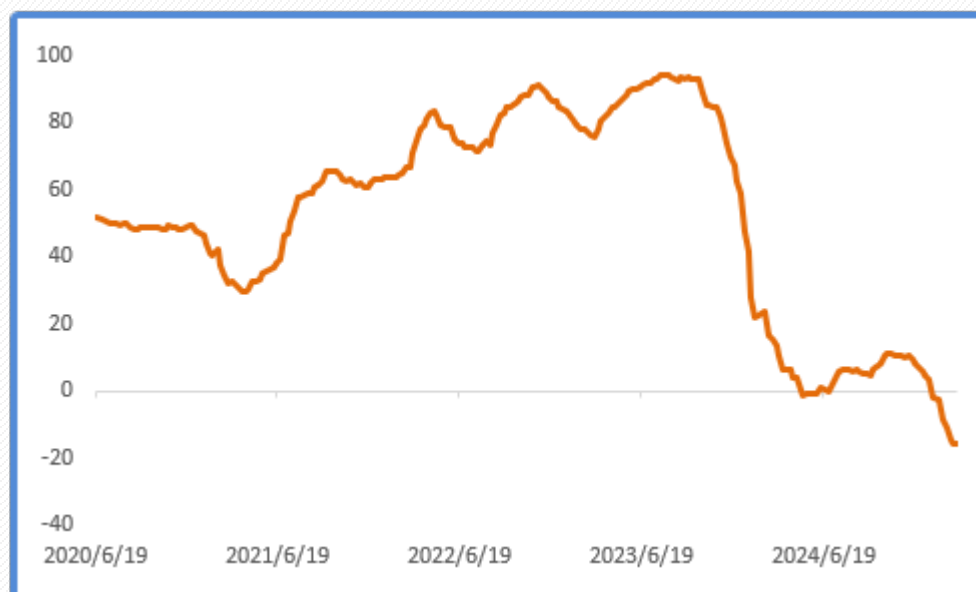


数据来源：Wind

（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。

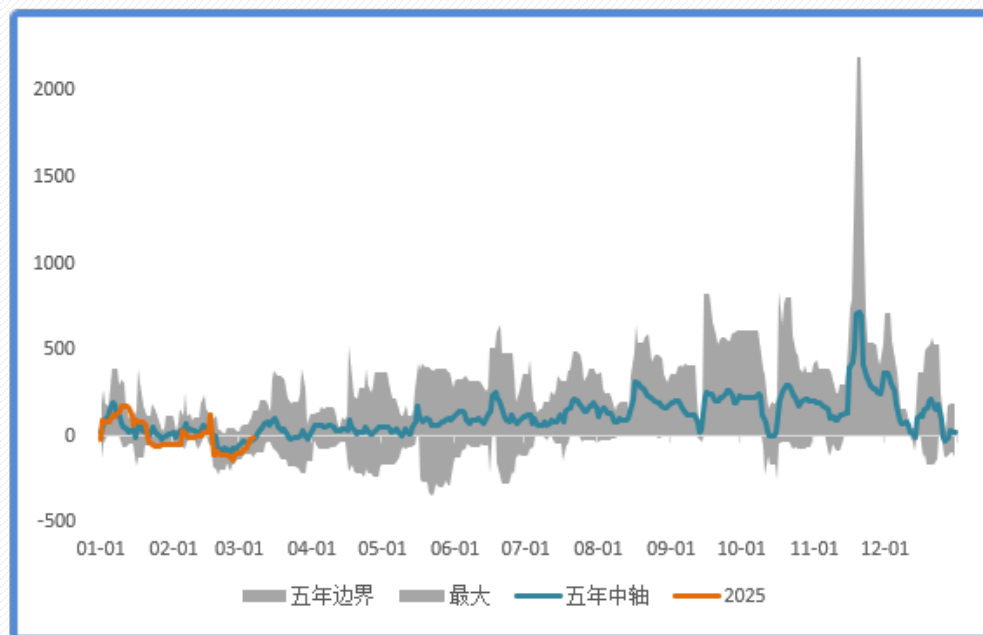
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价整体仍表现震荡上涨，下游企业该价位接货意愿有所抵触，畏高情绪较为浓厚，入市采购需求表现谨慎，日内基本维持刚需接货为主；同时由于持货商挺价意愿较强，现货升水拉锯于平水附近，因此整体市场需求表现较为一般。考虑到目前高铜价背景以及临近月底，下游企业接货意愿提升仍需时间适应，消费回升空间有限，因此下周现货升水或仍表现拉锯，整体或区间运行于贴 30~升 50 元/吨。

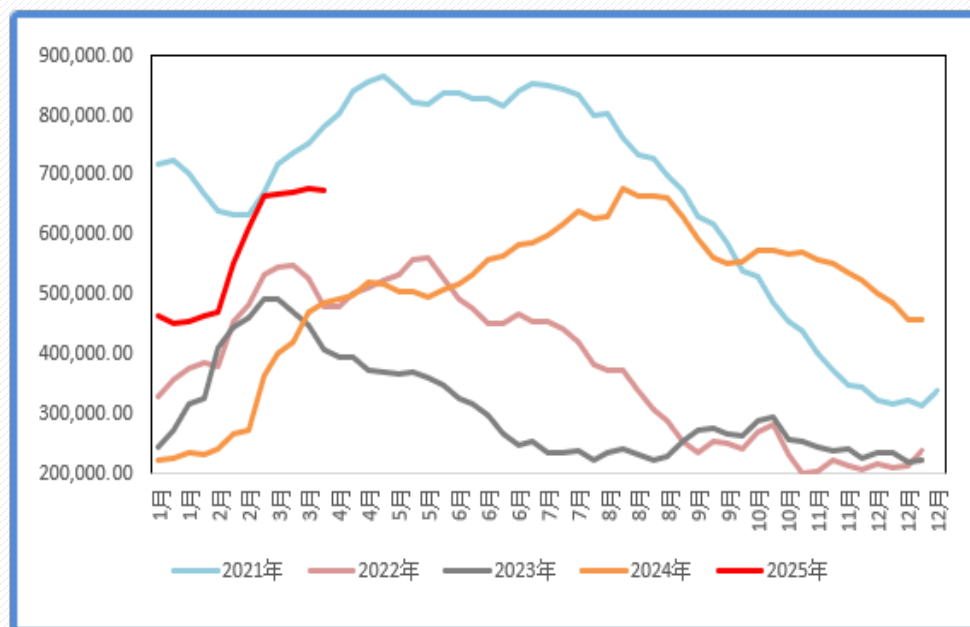
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 34.34 万吨，较 13 日降 0.95 万吨，较 17 日降 0.34 万吨；本周上海市场环比上周库存继续下降，但幅度仍有所放缓；一方面周内铜价持续上涨，下游企业畏高情绪浓厚，日内谨慎采买；另一方面，市场到货仍相对较少，部分仓库入库有限。整体市场入库量大于出库量，库存表现增加；下周来看，市场到货难有明显增量，然目前高铜价背景下，下游消费亦难有提升空间，因此库存预计仍表现下降，但降幅依旧较少。

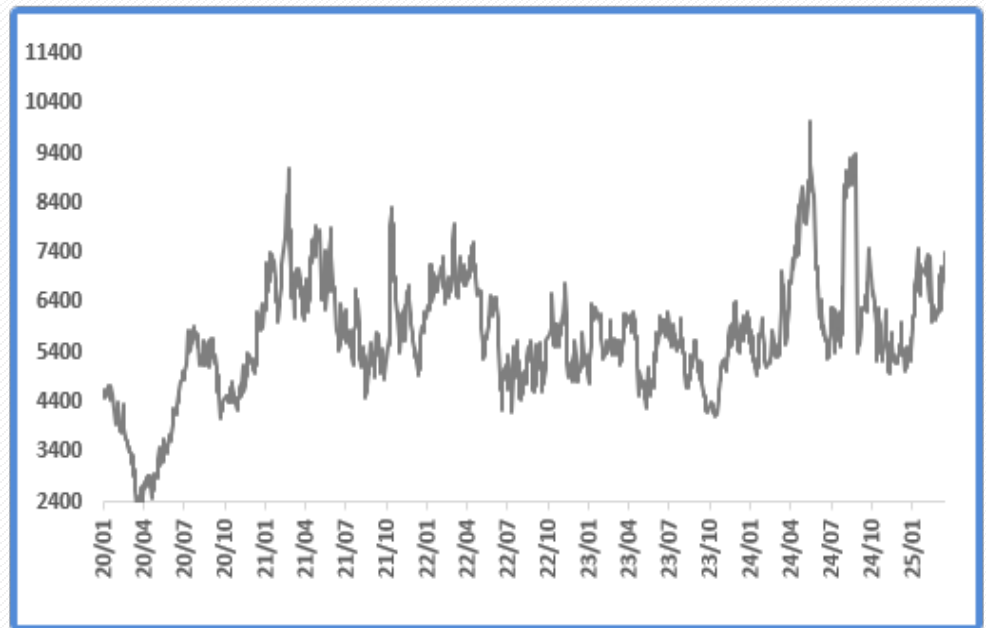
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数下跌，南方市场价格坚挺；精铜杆企业新增订单略有增加，前期低价订单进入执行末端；再生铜杆需求略有增加，但原料补充和提货压力较大；精废杆价差、再生铜杆贴水小幅扩大。经过本周的订单补充，精铜杆企业的在手订单量预计有所回升，但同样成品库存的增长也不容忽视，后续需要关注提货进展，尤其是近期高价订单的执行情况，预计精铜杆端短期的生产将有所保持，关注后续清明节假期的检修情况；再生铜杆的提货压力较大，贸易商的库存较高，库存消耗压力较大，提防可能出现的货物清扫出现的低价竞争情况。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一）贵金属市场观察

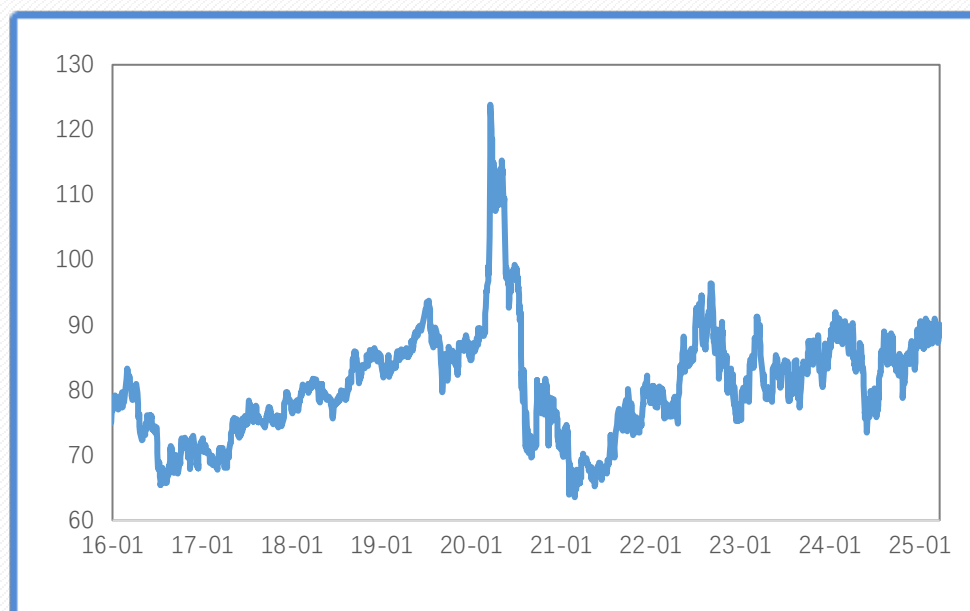
上周金银价格冲高回落，COMEX 金银于 2991-3065 美元/盎司、33.1-35 美元/盎司区间内运行。上周 FOMC 会议整体表态相对符合预期，美联储决定放缓缩表，此后美国公布的经济数据仍显韧性，美元随之开启反弹，贵金属价格由此承压回落。

贵金属价格监控			
2025/3/21	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3025.5	2990.0	1.2%
COMEX 白银	33.3	34.1	-2.4%
伦敦金现	3013.7	2978.1	1.2%
伦敦银现	33.2	33.9	-2.1%
SHFE 黄金	705.1	693.3	1.7%
SHFE 白银	8186.0	8321.0	-1.6%
上金所黄金 T+D	706.1	692.8	1.9%
上金所白银 T+D	8190.0	8348.0	-1.9%

（二） 比价与波动率

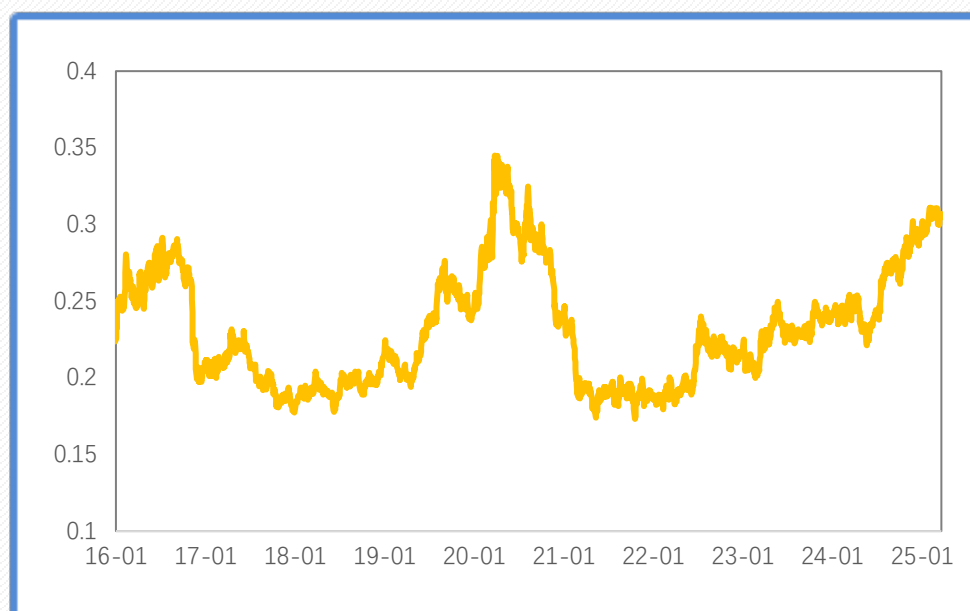
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡上行；金价与铜价同步上行，金铜比窄幅震荡；原油小幅回升，金油比窄幅震荡。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



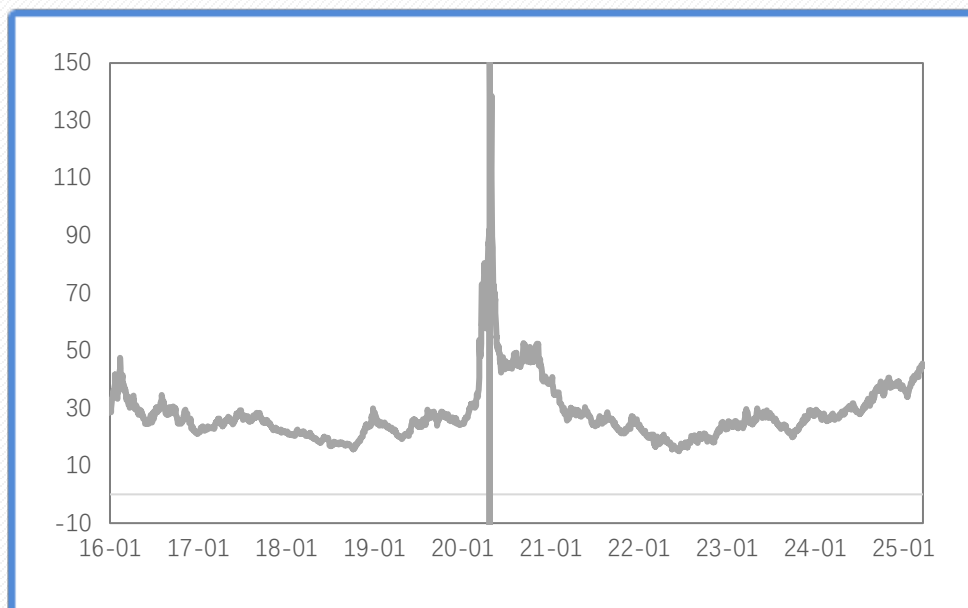
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

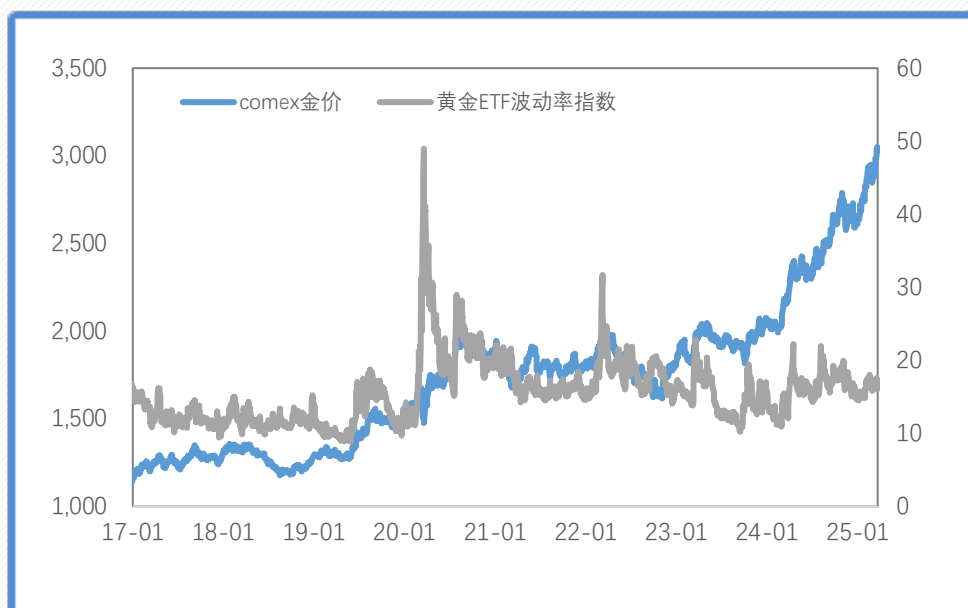
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 持续下行, 近期市场风险偏好回升, 黄金波动率相对偏弱运行。

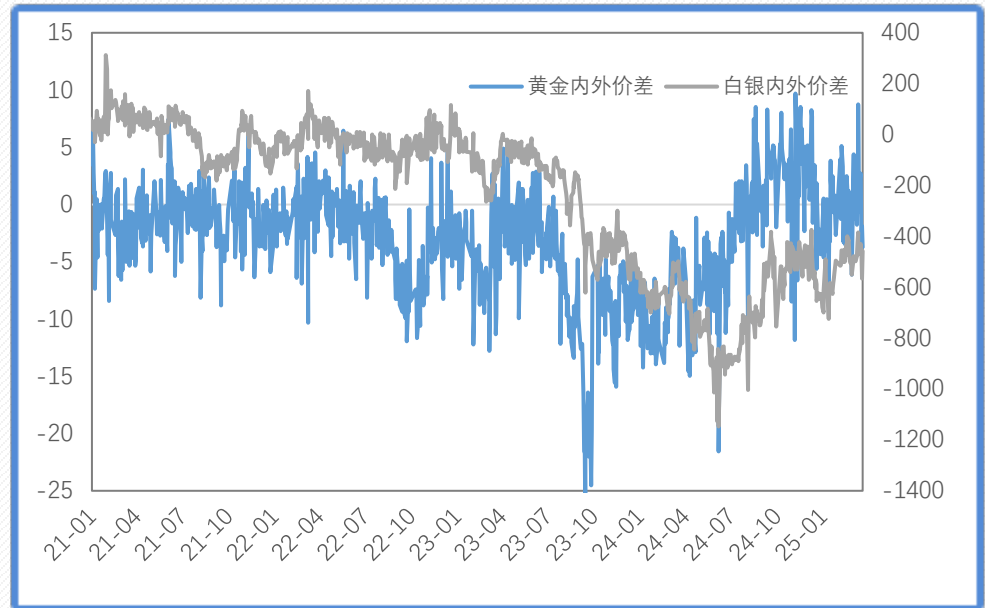
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

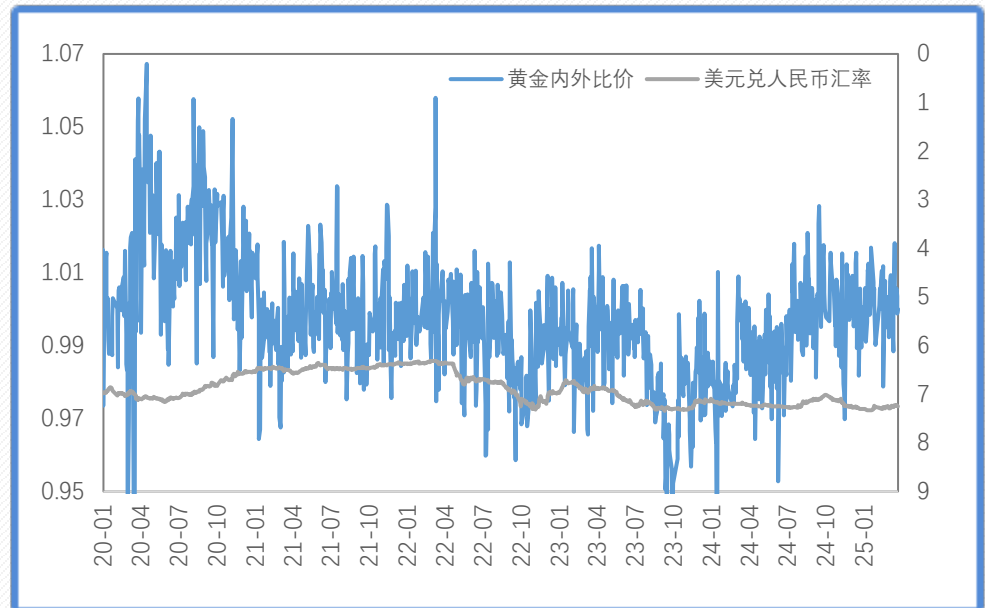
近期人民币汇率影响较前期增强, 上周黄金内外价差有所回落, 白银内外价差有所回升; 金银内外比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

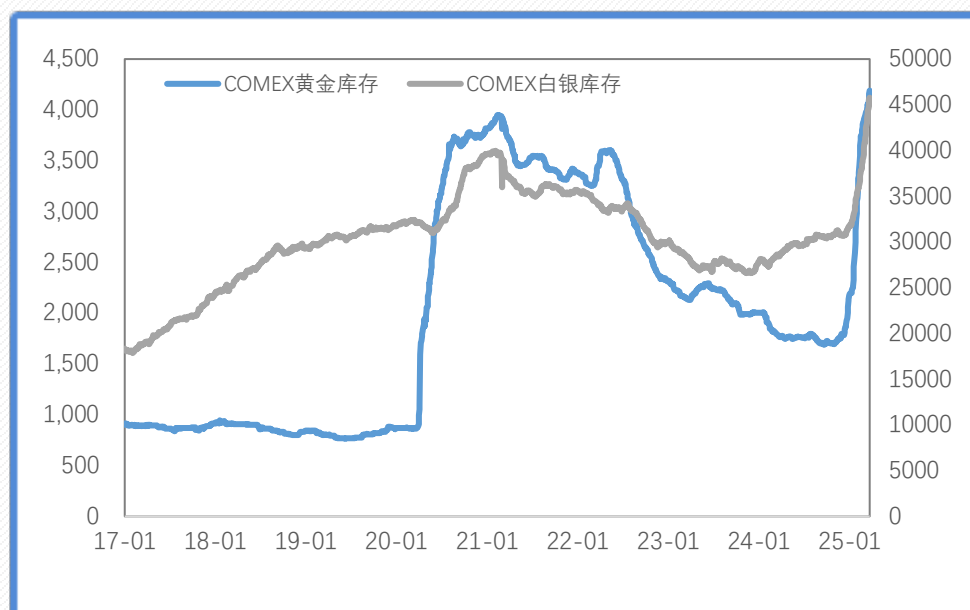


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

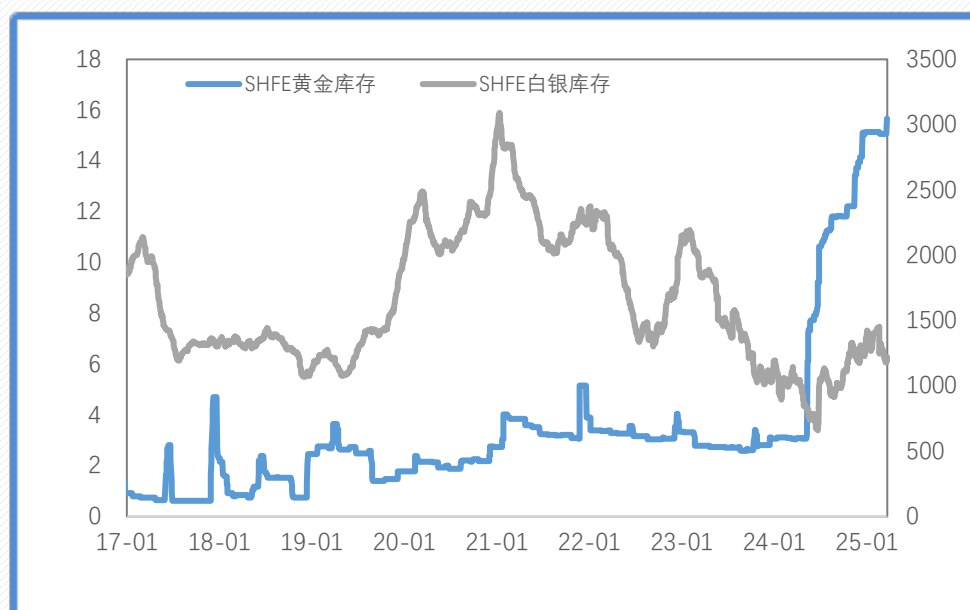
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 4189 万盎司，环比增加约 146 万盎司，COMEX 白银库存约为 45809 万盎司，环比增加约 1439 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.7 吨，环比增加约 0.6 吨，SHFE 白银库存约为 1202 吨，环比增加约 22 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

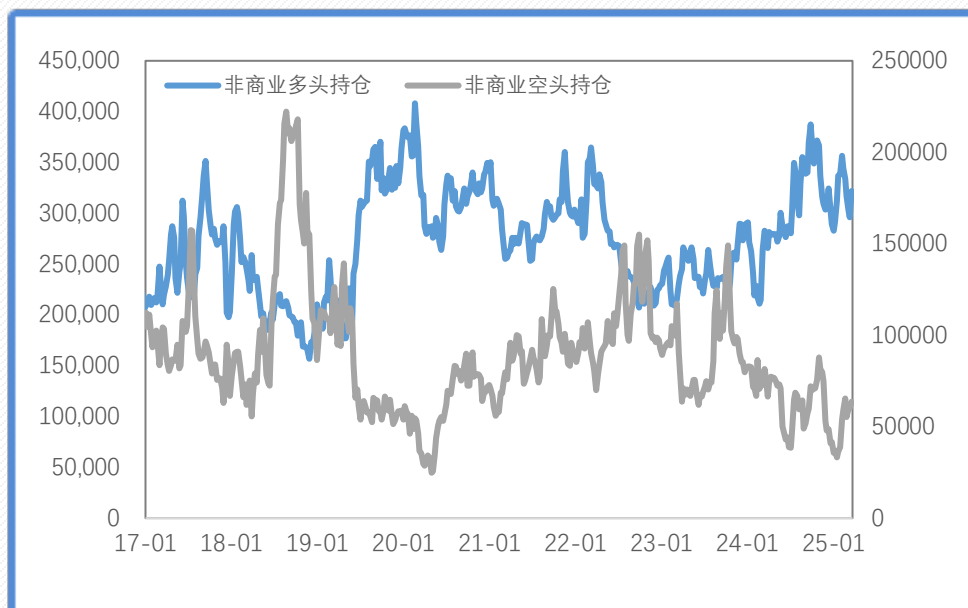
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

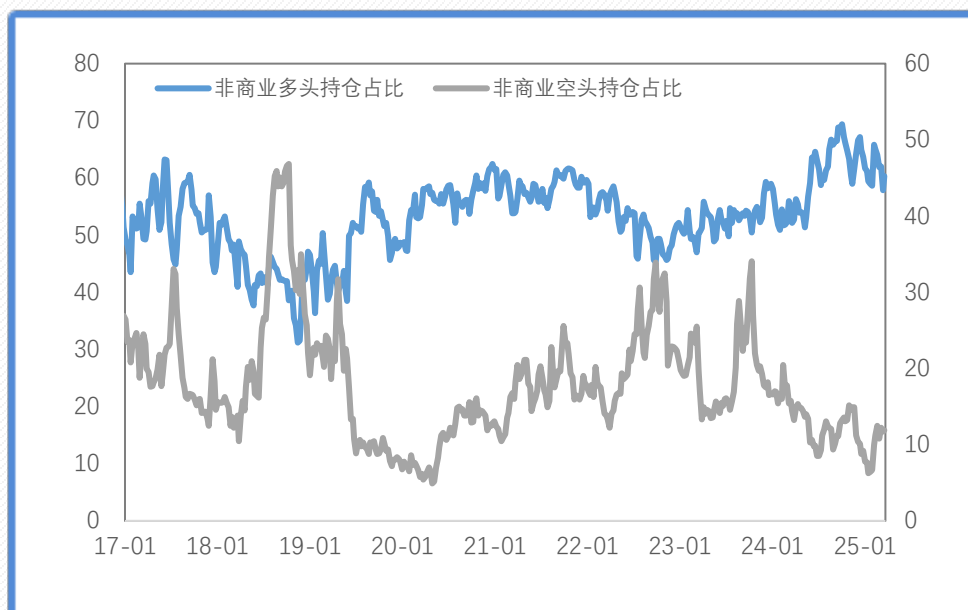
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 24 吨至 931 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 52 吨至 13724 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38.5 万手, 其中非商业多头持仓增加 25482 手至 32.2 万手, 空头持仓增加 3650 手至 6.4 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 60%附近, 非商业空头持仓占比上升至 11.9%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



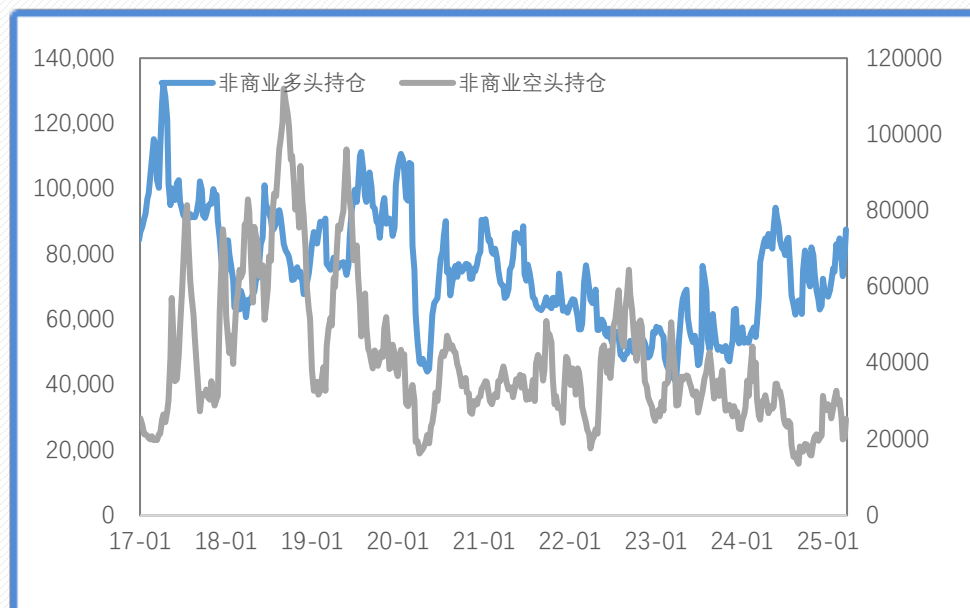
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



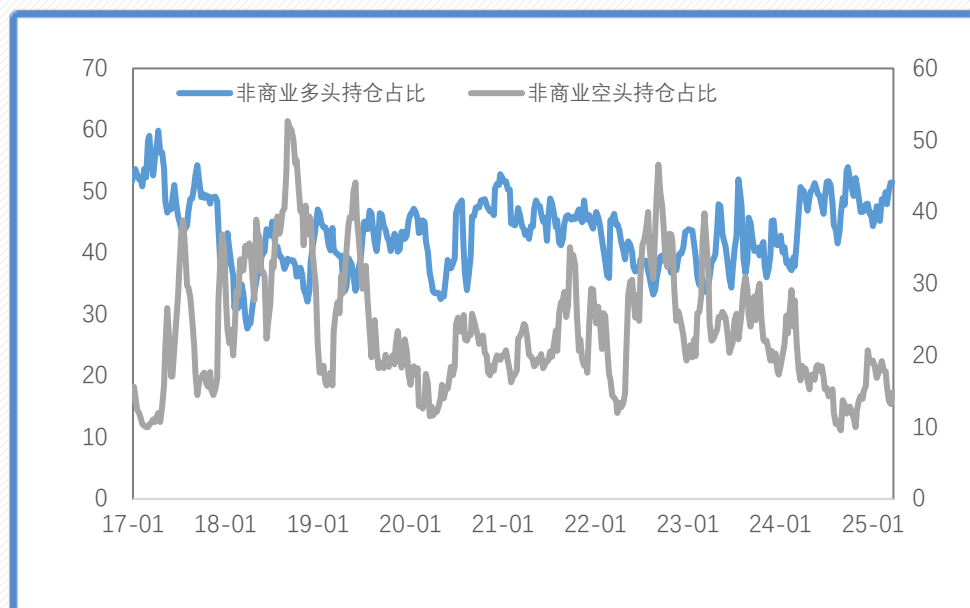
数据来源：Wind

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

近期国内宏观数据表现尚可，同时精炼铜在供应层面的扰动问题仍在持续，另一方面需求端的表现也尚可。在宏观表现尚可，且供应端问题持续不断的情况下，铜价要大跌的空间相对较小，但是如果需要进一步打开上方空间，也需要宏观的进一步配合。

当前黄金进入回调阶段，但结合当前宏观形式及国内外政策的不确定性，临近对等关税的公布时日，预计金价跌幅相对有限，后期仍有上行



空间。

关注及风险提示

美国 PMI、核心 PCE、通胀预期、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。