

关税预期改善叠加通胀支撑，铜价上行、金价再创新高

金属市场周报

2025. 4. 14–2025. 4. 18

摘要：上周关税问题继续有所缓和，中美双方都表达了基于一定条件下愿意就关税问题进行对话的意愿，市场风险偏好有所回升，后续有无进一步实质行动是重点。另外上周鲍威尔的发言仍然相对鹰派，对美股影响较大，金、铜对此反应平静，从这个角度看，如果后续二次通胀有抬升的空间，大概率仍将利多金、铜。

核心观点

1、上周金铜再度走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2. 65%，白银上涨 1. 09%；沪金 2506 合约上涨 4. 45%，沪银 2506 合约上涨 2. 38%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3. 35%、+1. 33%。

2、预期改善，铜价上行

在经历了此前的大幅波动之后，铜市场迎来阶段性平静。上周关税问题继续有所缓和，中美双方都表达了基于一定条件下愿意就关税问题进行对话的意愿，市场风险偏好有所回升。虽然还没有进一步实质行动，但铜价相对乐观的对其进行了定价，当然后续有无进一步实质行动是重点。另外上周鲍威尔的发言仍然相对鹰派，对美股影响较大，铜价对此反应平静，从这个角度看，如果后续二次通胀有抬升的空间，铜大概率又变成多配的品种。

3、关税政策反复，金价再创新高

上周特朗普对等关税政策较前期有明显缓和，但整体不确定性依然较强，鲍威尔表态相对谨慎，金价创下历史新高后溢价有所回吐，获利了结使得金价随之回调。当前金价持续创下历史新高，短期金价再度上冲的动能或将有所减弱，但中长期看，海外不确定性持续叠加美元的信用逻辑依然支撑黄金的上行趋势。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价小幅反弹，在经历了此前的大幅波动之后，铜市场迎来阶段性平静。上周关税问题继续有所缓和，中美双方都表达了基于一定条件下愿意就关税问题进行对话的意愿，市场风险偏好有所回升。虽然还没有进一步实质行动，但铜价相对乐观的对其进行了定价，当然后续有无进一步实质行动是重点。另外上周鲍威尔的发言仍然相对鹰派，对美股影响较大，铜价对此反应平静，从这个角度看，如果后续二次通胀有抬升的空间，铜大概率又变成多配的品种。

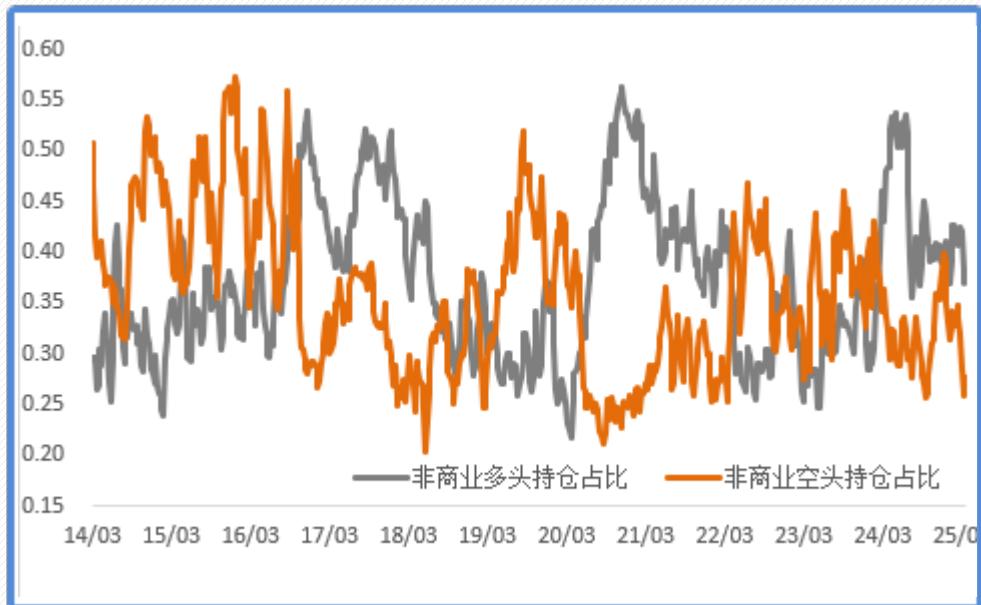
上周 SHFE 铜价震荡反弹，重回 76000 元吨附近。内盘铜价整体跟随外盘反弹，在最近两周的市场中，国内消费的韧性再次体现。国内精炼铜库存再次显著去化，出库数量环比明显增加，下游反馈订单、提货等均较为强劲，近几年国内精炼铜定价特点还在延续，即铜价每次受到宏观因素的冲击，国内现货买盘总能提供一定的支撑。不过随着铜价的反弹，我们认为下游采购积极性也会有所回落，现货买盘是下方边际而非上行驱动。

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。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，加之美国对精炼铜征税的细则迟迟未能落地，时间拖得越长、到港的精炼铜可能越多，时间不是价差多头的朋友，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，价格曲线的 back 结构再次拉大，并且这次是近端合约的 back 显著扩大，而不是暴跌之前主要是远端合约的 back 较大，这标志着今年对月差的博弈正式从预期转入现实。我们仍然非常看好今年的月差行情，现在介入稍微远月的 borrow 策略仍然是不错的选择。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空占比维持低位，目前空头持仓占比回到了历史低位区间，预示铜价可能仍有反弹空间，但也要关注多头的增仓意愿。

图 1：CFTC 基金净持仓

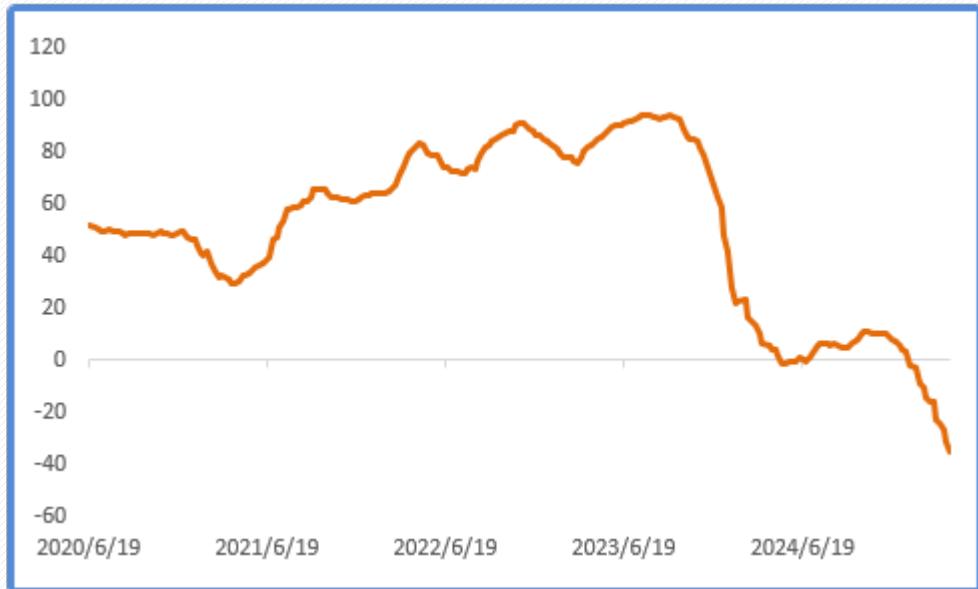


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 -30.85 美元/干吨，较上周跌 3.94 美元/干吨。铜精矿市场整体冷清，供应压力逐步显现，现货市场铜精矿 TC 价格延续弱势格局，市场对中长期供应格局未出现明显改善。现货市场铜精矿 TC 价格持续探底。当前市场主流成交价格围绕 -30 中低位波动，当前铜精矿市场延续弱势，TC 价格持续承压，炼厂与贸易商博弈加剧。短期内，供需压力难以缓解，TC 或在 -30 中低区间震荡。市场参与者普遍关注 BHP 招标结果，BHP 招标成为短期价格指引。

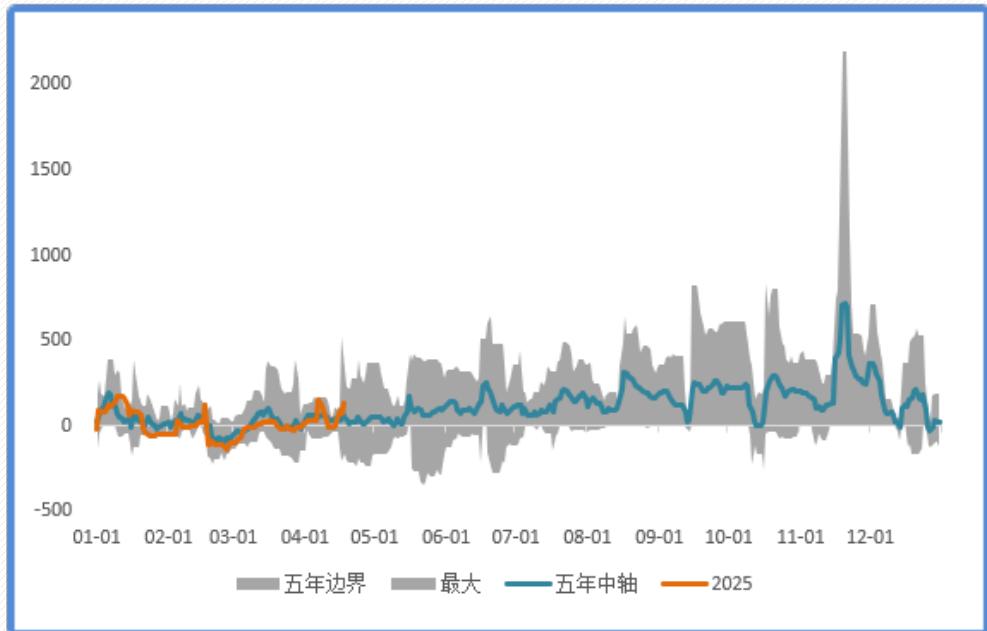
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于目前下游加工企业代交订单相对高位，且周内铜价企稳震荡运行，下游采购补库情绪仍存，叠加目前再生铜原料紧张，部分再生加工企业转向采购非标以及非注册货源，该类品牌企业采购积极性较好，整体市场需求尚可。由于目前市场到货依旧难有明显增量，其中国产货源到货偏少，因此预计后续库存继续维持去库表现；同时考虑到临近“五一”小长假，下游备货需求有望体现，料市场消费仍有增长空间，因此现货升水预计维持上抬趋势，整体或区间运行于升 100~升 200 元/吨附近。

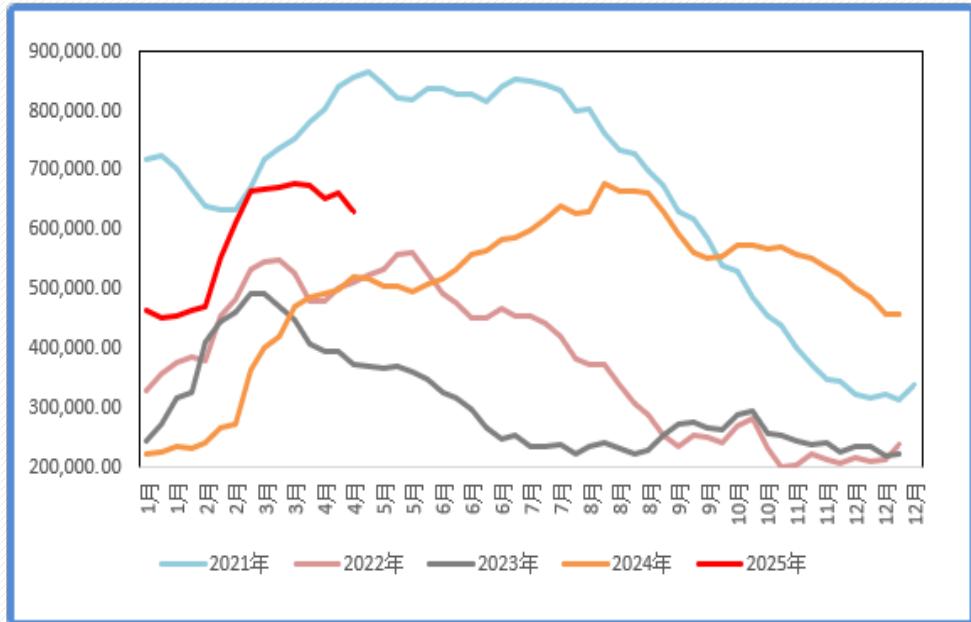
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 23.51 万吨，较 10 日降 3.52 万吨，较 14 日降 2.38 万吨；本周上海市场环比上周库存继续去库明显；主因周内铜价震荡运行，下游逢低补库需求仍存，且精废价差收窄明显，部分再生铜杆企业转向采购电解铜，市场消费尚可，加之仓库到货增量有限，库存因此下降明显；下周来看，铜价企稳震荡运行，且精废替代效应仍存，料下游消费尚可，且国产货源到货依旧不多，因此下周库存预计继续去库。

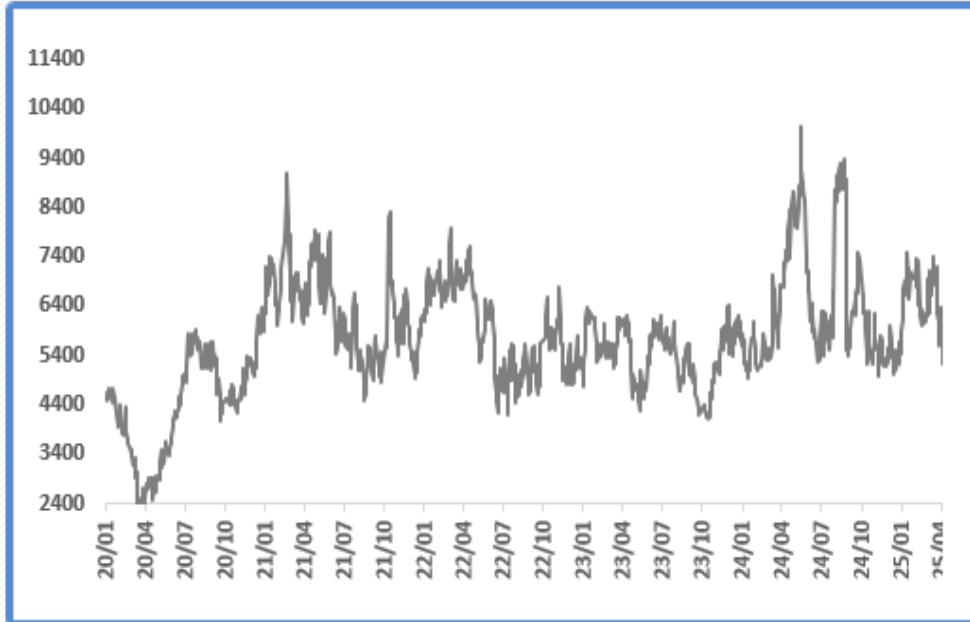
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数上涨，华北市场略有下调；精铜杆企业订单环比有所减少，市场生产依然稳定；再生铜杆原料压力进一步加大，企业生产有下降趋势；精废杆价差继续收窄，再生铜杆进入升水状态；国内铜杆社会库存继续下降。精铜杆企业的待交付订单依然处于较高的水平，企业的生产将维持近期水平一段时间，但考虑到此影响，原料需求较高，因此后续电解铜现货升水有上涨的可能。再生铜杆市场目前关键在于原料的补充困难以及政策的变化，对于短期的再生铜杆企业生产影响明显，预计后续生产将有所回落，且因此为交付订单，可能有加大无氧铜杆采购的可能。

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

上周贵金属再度走强，金价再创历史新高，COMEX 金银于 3208–3372 美元/盎司、31.6–33.2 美元/盎司区间内运行。上周特朗普对等关税政策较前期有明显缓和，但整体不确定性依然较强，鲍威尔表态相对谨慎，金价创下历史新高后溢价有所回吐，获利了结使得金价随之回调。

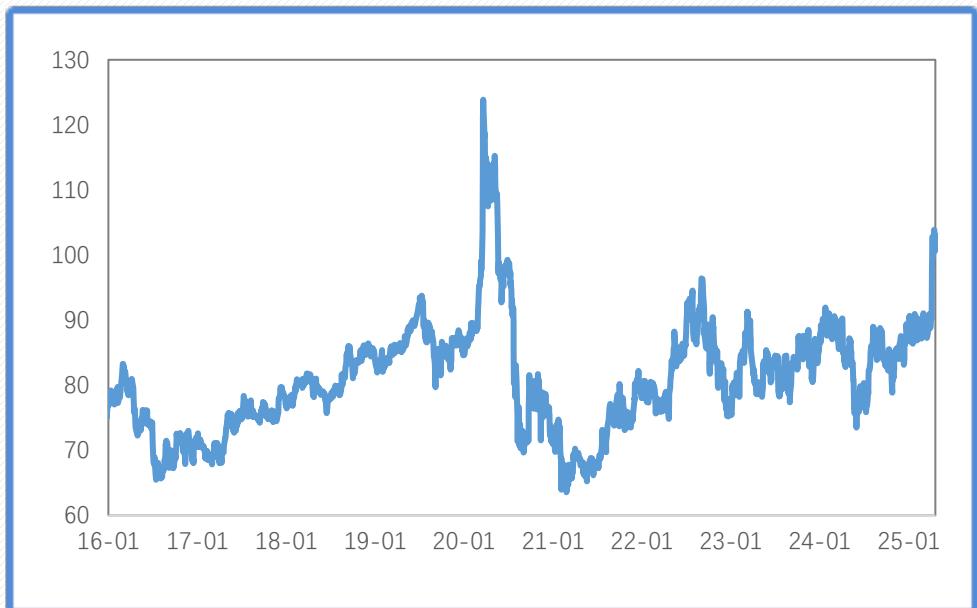
贵金属价格监控

2025/4/17	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3323.1	3166.0	5.0%
COMEX 白银	32.2	31.1	3.8%
伦敦金现	3305.7	3143.2	5.2%
伦敦银现	32.3	30.9	4.5%
SHFE 黄金	788.2	725.4	8.6%
SHFE 白银	8156.0	7750.0	5.2%
上金所黄金 T+D	787.3	727.6	8.2%
上金所白银 T+D	8143.0	7746.0	5.1%

(二) 比价与波动率

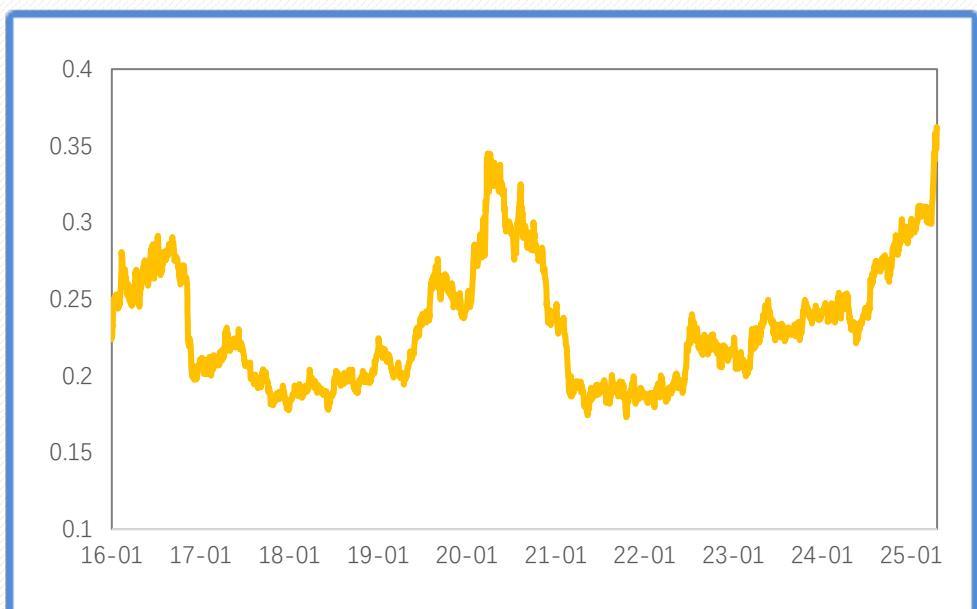
上周，白银涨幅弱于黄金，金银比持续上行；铜价涨幅同样弱于黄金，金铜比震荡上行；原油有所反弹，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



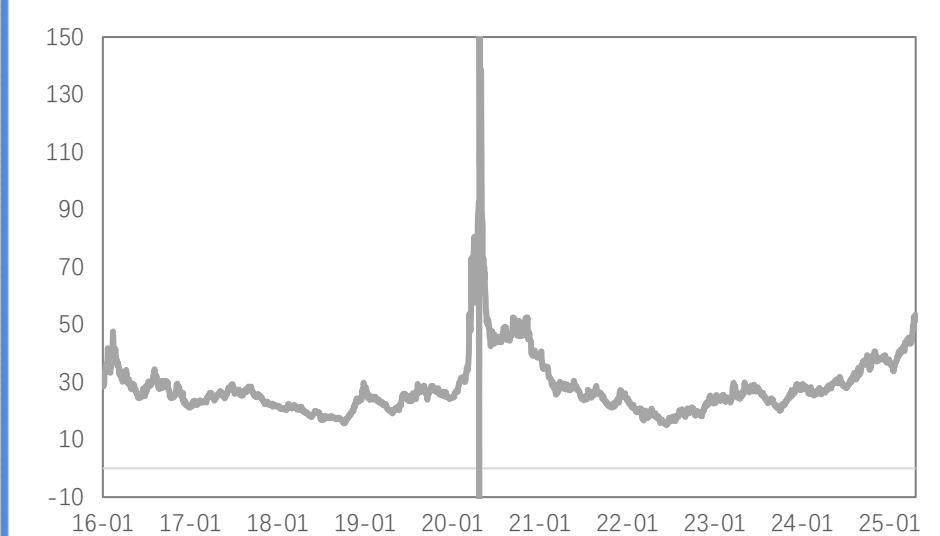
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

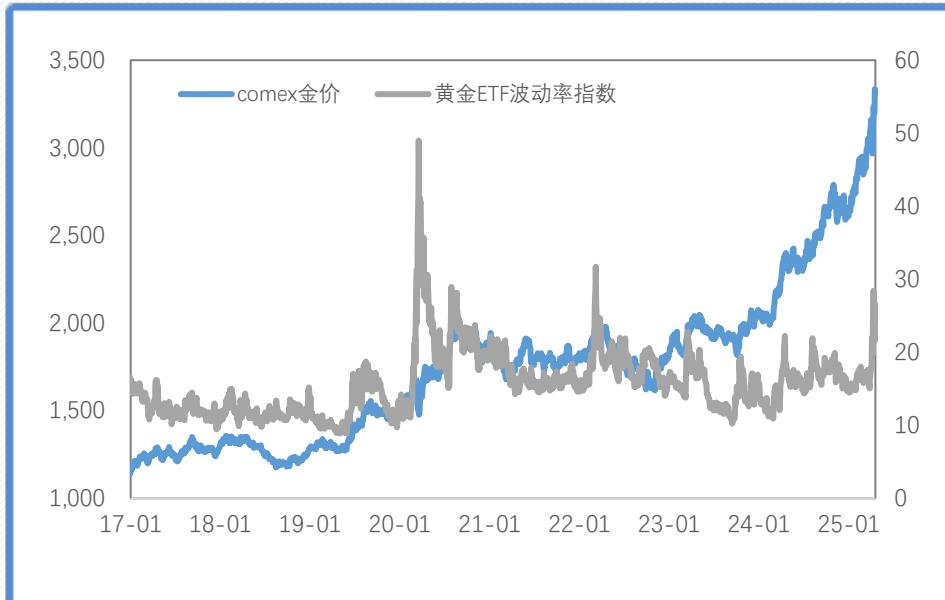
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 有所回落，关税问题有所缓和，避险情绪较前期放缓，市场风险偏好回升，黄金波动率显著回落。

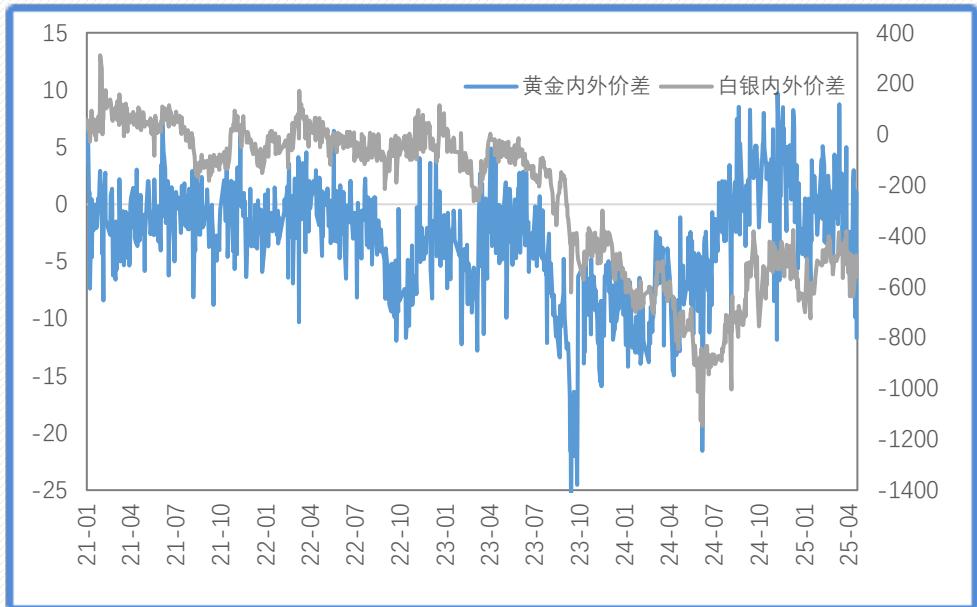
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

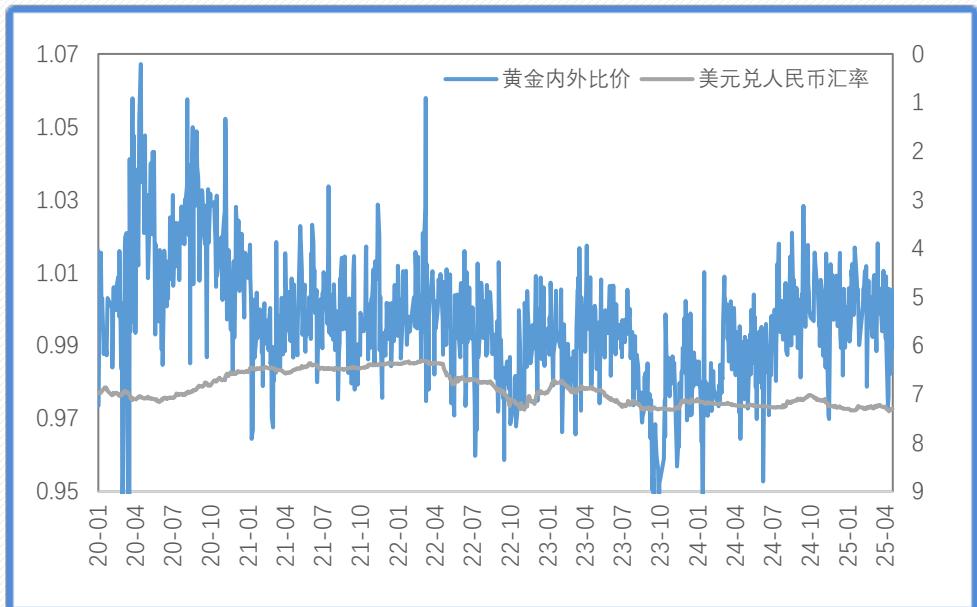
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价有所回落，白银内外价差及比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

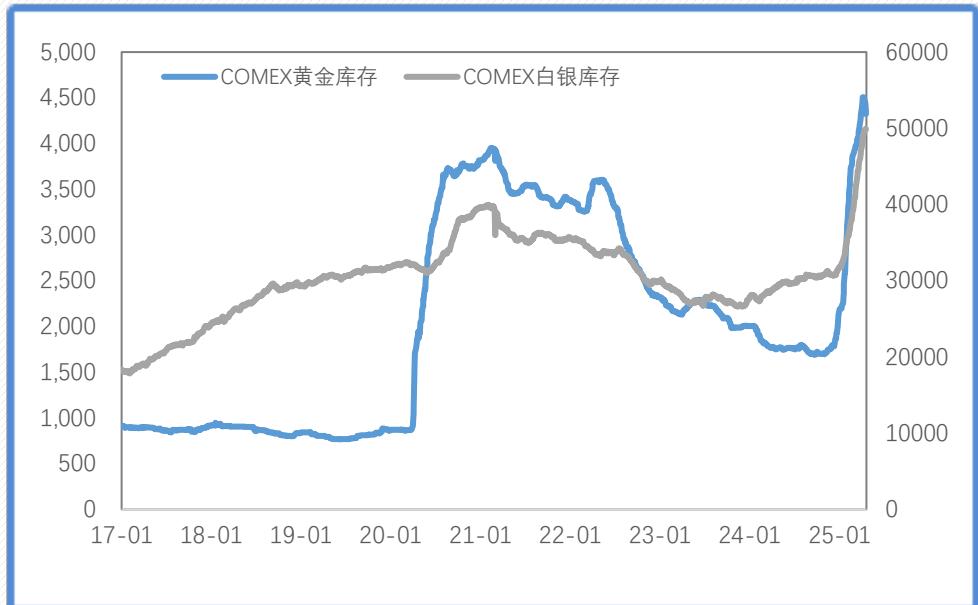


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

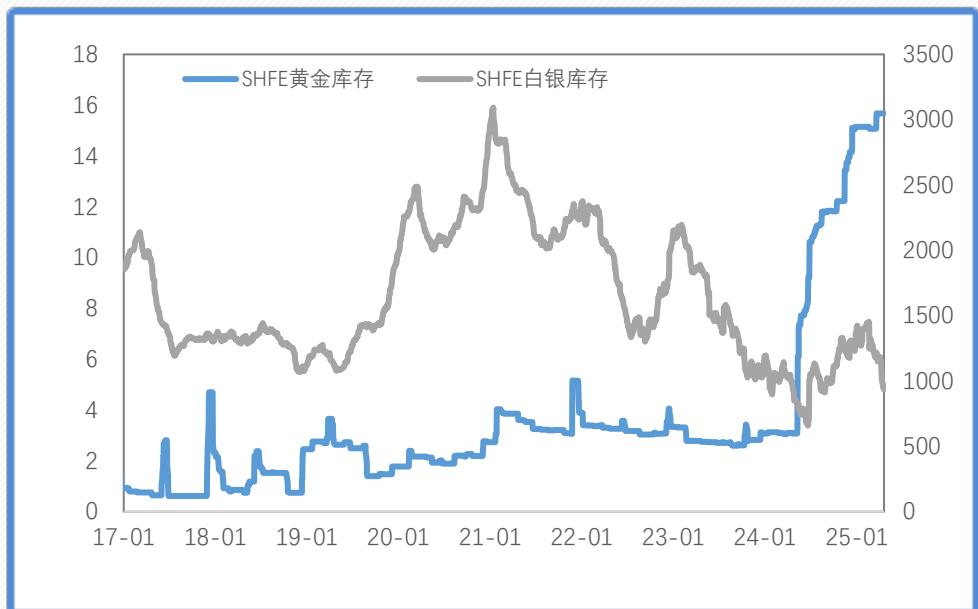
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 4321 万盎司，环比减少约 137 万盎司，COMEX 白银库存约为 49910 万盎司，环比增加约 163 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.7 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 937 吨，环比减少约 36 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

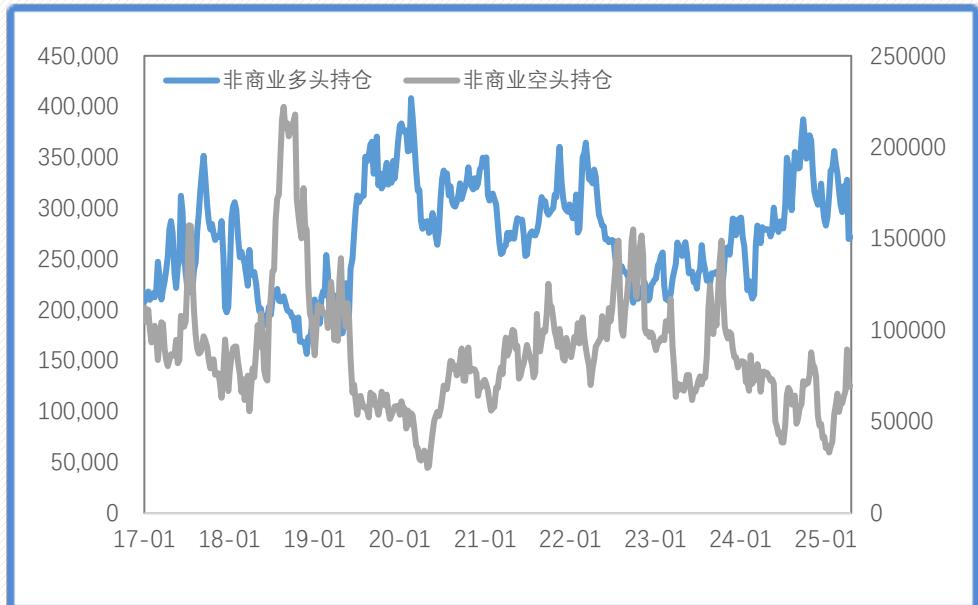
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

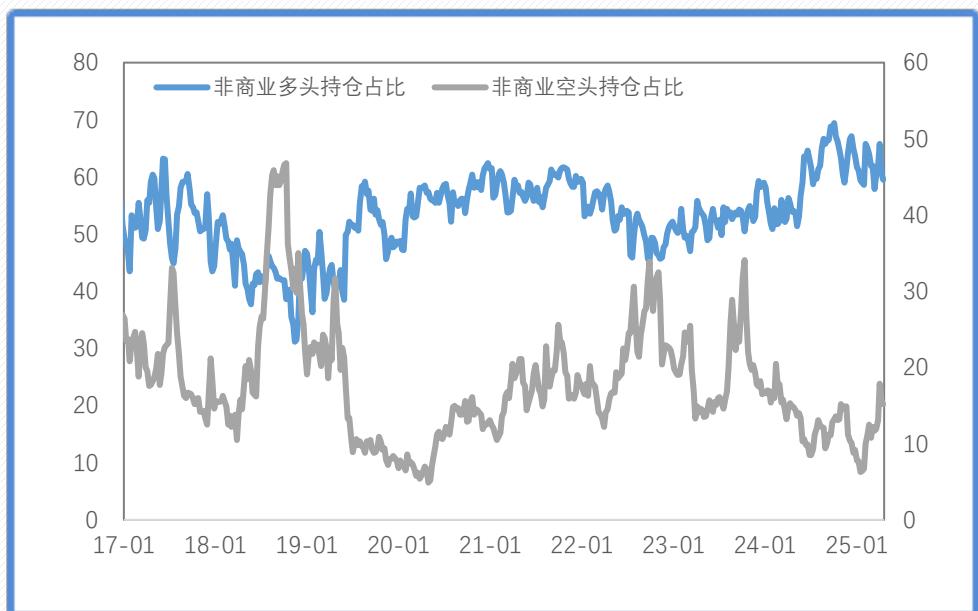
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 0.86 吨至 952 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 147 吨至 14120 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.1 万手，其中非商业多头持仓增加 1874 手至 27.2 万手，空头持仓增加 379 手至 6.9 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 60%附近，非商业空头持仓占比下降至 15%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



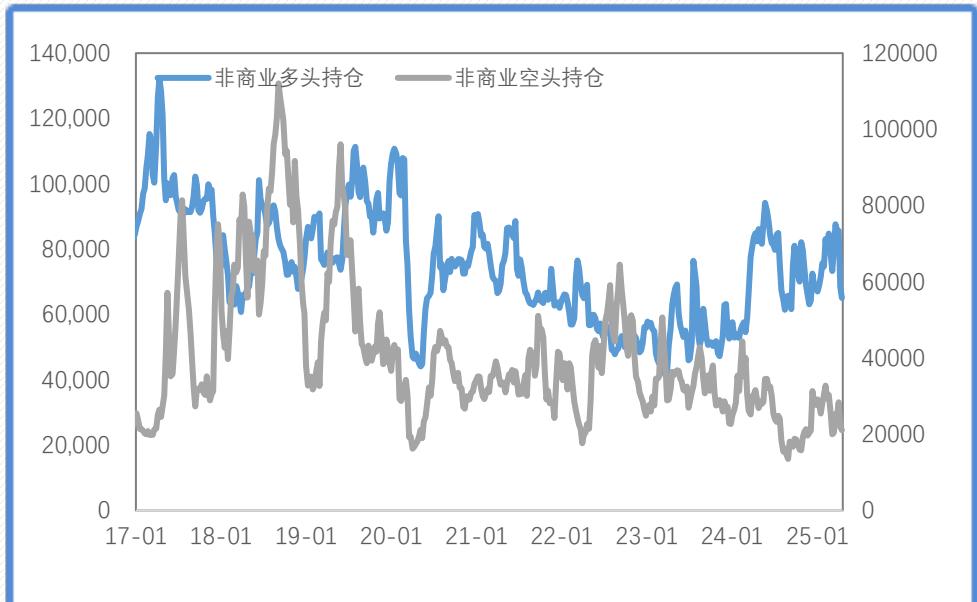
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



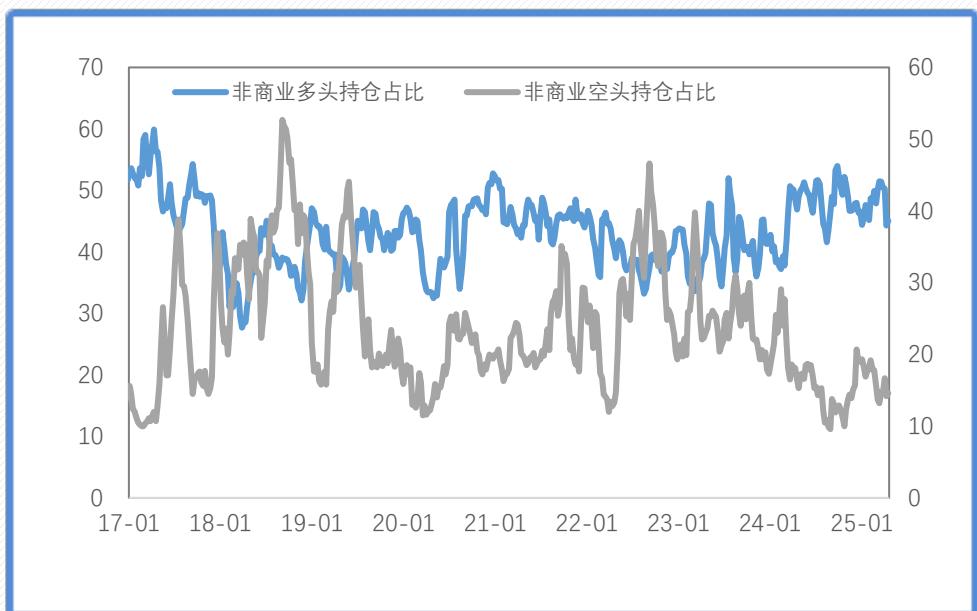
数据来源: Wind

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

在最近两周的市场中，国内消费的韧性再次体现。国内精炼铜库存再次显著去化，出库数量环比明显增加，下游反馈订单、提货等均较为强劲，近几年国内精炼铜定价特点还在延续，即铜价每次受到宏观因素的冲击，国内现货买盘总能提供一定的支撑。不过随着铜价的反弹，我们认为下游采购积极性也会有所回落，现货买盘是下方边际而非上行驱动。

当前金价持续创下历史新高，短期金价再度上冲的动能或将有所减弱，

但中长期看，海外不确定性持续叠加美元的信用逻辑依然支撑黄金的上行趋势。

关注及风险提示

通胀预期、美联储官员讲话、关税政策、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。