

宏观再缓和，铜价延续反弹、贵金属显著回调

金属市场周报

2025. 4. 21-2025. 4. 25

摘要：近期宏观氛围再度相对转暖，特朗普提出要削减针对中国的高额关税，并且连续在关税问题上给自己找台阶下，同时他也表态无意解雇美联储主席鲍威尔，此外普京也表态愿意在一定条件下就停火开始谈判。宏观的再度缓和，使得金、铜价格出现了相对明显的分化。

核心观点

1、上周金铜表现分化

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.33%，白银上涨 1.46%；沪金 2506 合约下跌 0.48%，沪银 2506 合约上涨 1.47%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3.04%、+1.71%。

2、利好因素叠加，铜价延续反弹

近期宏观氛围相对转暖，特朗普提出要削减针对中国的高额关税，同时他也表态无意解雇美联储主席鲍威尔，此外普京也表态愿意在一定条件下就停火开始谈判。因此宏观氛围相对改善，同时铜矿在供应端的干扰也对铜价形成了脉冲，主要在于 Antamina 铜矿发生安全事故而临时停产，虽然后来有报道指出矿山即将重启，但是这也使得市场对目前铜矿供应的干扰产生了担忧。

3、关税政策转向，贵金属显著回调

上周海外宏观环境整体转向积极，美国关税政策有进一步缓和的迹象，市场前期避险情绪由此消退，黄金在连续创下历史新高后多头获利了解，持仓量快速下降，金价随之显著回调。当前金价进入高位区间，短期来看金价再度上冲的动能有所减弱，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，关注海外潜在流动性风险。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价进一步震荡回升。近期宏观氛围相对转暖，特朗普提出要削减针对中国的高额关税，同时他也表态无意解雇美联储主席鲍威尔，此外普京也表态愿意在一定条件下就停火开始谈判。因此宏观氛围相对改善，同时铜矿在供应端的干扰也对铜价形成了脉冲，主要在于 Antamina 铜矿发生安全事故而临时停产，虽然后来有报道指出矿山即将重启，但是这也使得市场对目前铜矿供应的干扰产生了担忧。

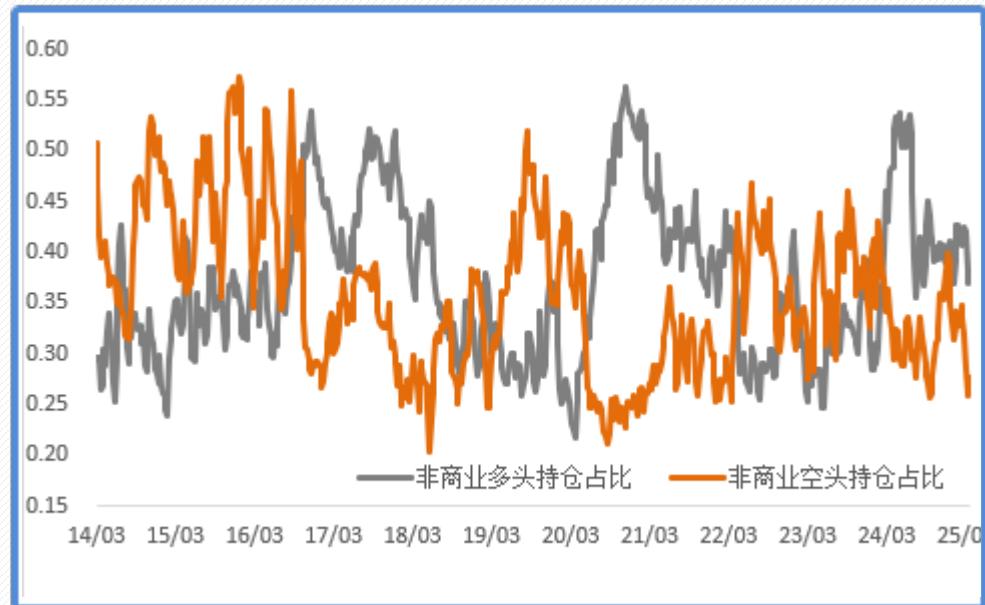
上周 SHFE 铜价震荡反弹，重回 78000 元/吨附近。内盘铜价整体跟随外盘反弹，在最近两周的市场中，国内消费的韧性再次体现。国内精炼铜库存再次显著去化，出库数量环比明显增加，下游反馈订单、提货等均较为强劲，近几年国内精炼铜定价特点还在延续，即铜价每次受到宏观因素的冲击，国内现货买盘总能提供一定的支撑。不过随着铜价的反弹，我们认为下游采购积极性也会有所回落，现货买盘是下方边际而非上行驱。

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

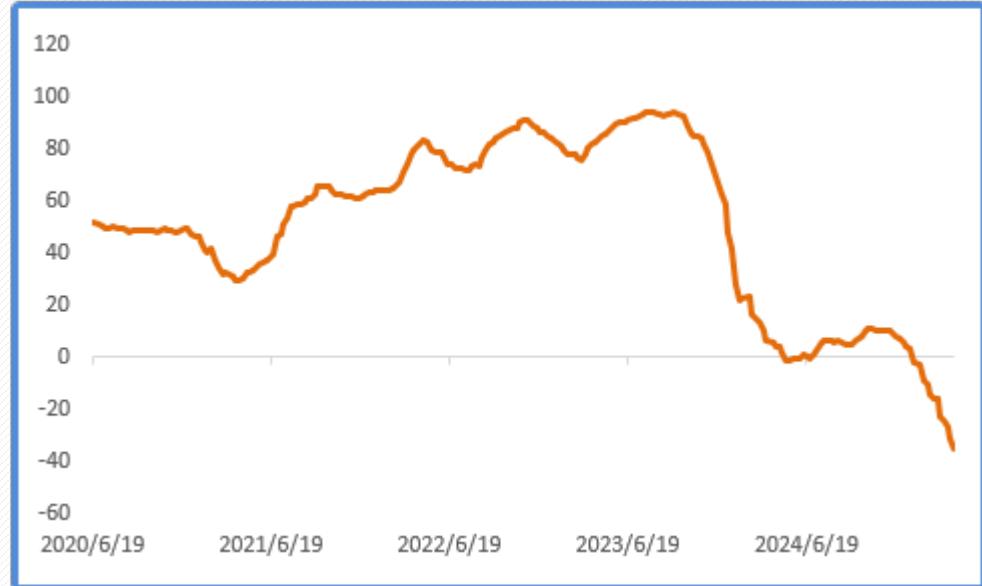


数据来源: Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-37.56 美元/干吨，较上周跌 6.74 美元/干吨。铜精矿市场整体冷清近日铜精矿现货市场延续低迷态势，TC 价格分化加剧且持续探底，市场参与者观望情绪浓厚，BHP 招标结果成为当前价格走向的核心指引。BHP QP:M+3，船期：6 月，贸易商和炼厂各一万吨，截标对炼厂 - 44，对贸易商截标 - 66，当前铜精矿市场延续弱势格局，BHP 招标的推动 TC 下移。TC 价格持续低位。短期内，供需压力难以缓解当前铜精矿市场进入低 TC 阶段，BHP 招标的推动 TC 下移。

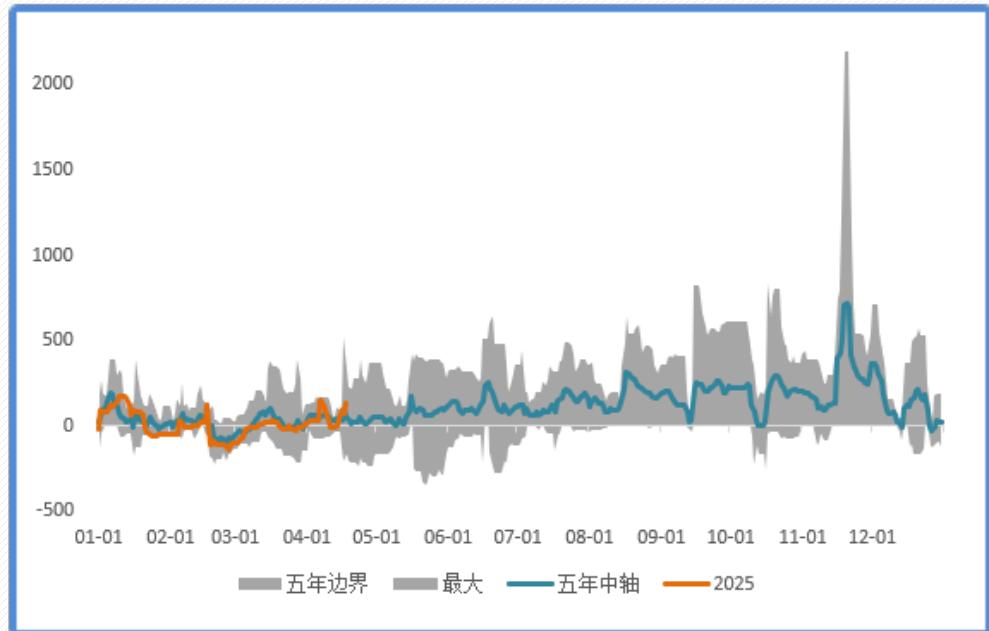
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内现货升水重心延续上抬，铜价整体表现上涨，但由于近期社库去库明显，叠加市场主流品牌货源流通稍显紧张，持货商报价升水坚挺，挺价惜售情绪相对较强。且由于下游企业“五一”节前备库预期，市场仍存看涨升水情绪，因此整体现货升水表现走强趋势。本周临近节假日，下游企业仍存一定备货需求，同时市场到货短期难有明显增量，且考虑到目前市场流通货源亦有限，因此预计持货商报价情绪较强，现货升水预计表现坚挺。但由于目前近月 BACK 结构月差扩大至 200 元/吨附近，且月底部分贸易企业存在回款换现需求，因此持续上涨动力亦有限，整体或区间运行于升 150~升 250 元/吨。

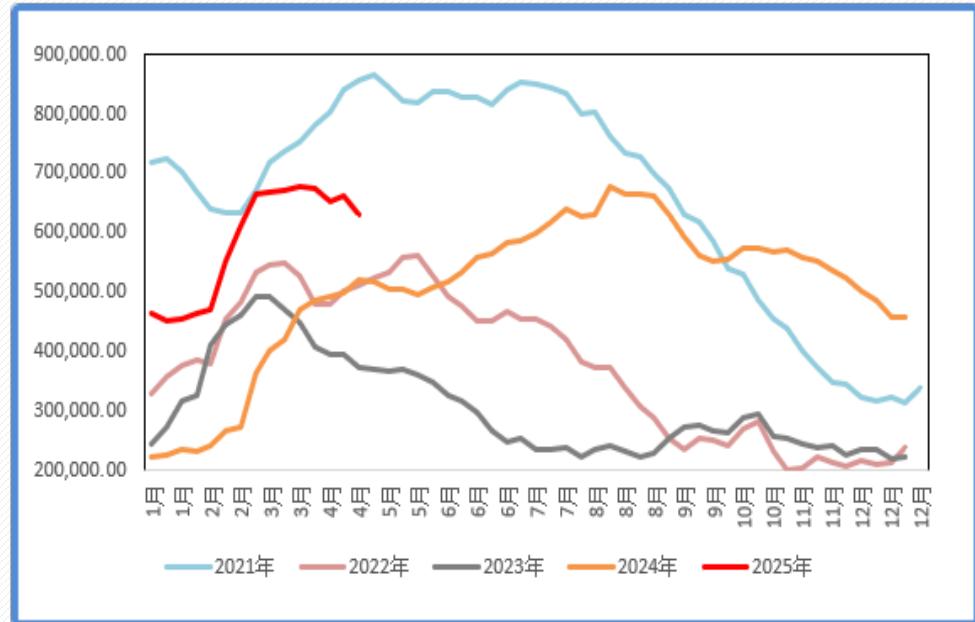
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 18.22 万吨，较 17 日降 5.29 万吨，较 21 日降 2.63 万吨；本周上海市场环比上周库存继续去库明显；由于周内市场仓库冶炼厂到货仍较少，同时进口铜亦难有明显增量，加之下游仍存一定采购补库需求，仓库出库量尚可，库存因此表现下降。下周来看，临近五一节假，料下游备货需求仍有所体现，库存预计维持去库。

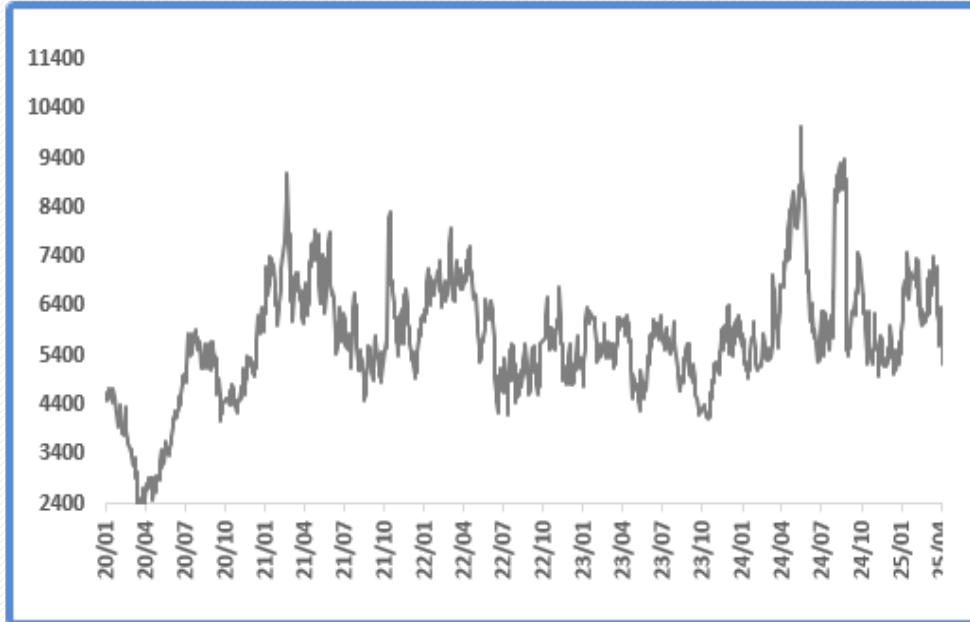
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数上涨，8mm 精铜杆加工费继续上涨，个别市场达到年内新高；精铜杆企业订单表现平稳，周五订单表现最好；再生铜杆原料问题显著，市场现货铜杆为主；精废杆价差触底反弹，再生铜杆重回贴水；国内铜杆社会库存继续下降。精铜杆企业的生产保持平稳，且假期将至，预计铜杆厂家原料备货将继续进行，重点关注后续假期的检修安排和待交付订单的执行情况。再生铜杆企业在短期内提产难度较大，因此预计将维持一段时间低产，假期的产销或有进一步下调的可能。。

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

上周贵金属出现回调, COMEX 金于 3270-3510 美元/盎司、32.1-33.7 美元/盎司区间内运行。上周海外宏观环境整体转向积极, 美国关税政策有进一步缓和的迹象, 市场前期避险情绪由此消退, 黄金在连续创下历史新高后多头获利了解, 持仓量快速下降, 金价随之显著回调。

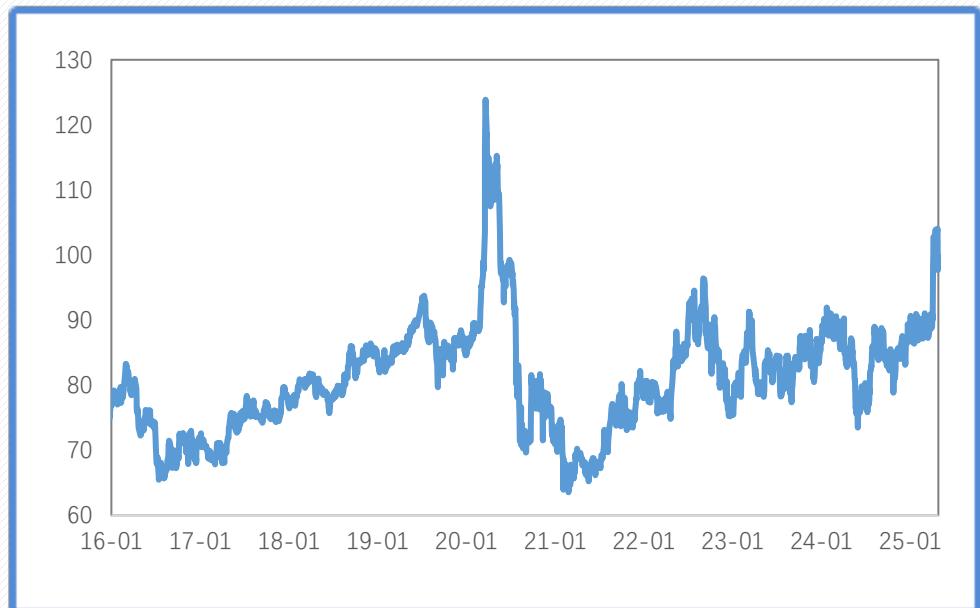
贵金属价格监控

2025/4/25	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3272.2	3323.1	-1.5%
COMEX 白银	33.3	32.2	3.4%
伦敦金现	3277.3	3305.7	-0.9%
伦敦银现	33.3	32.3	3.2%
SHFE 黄金	786.0	788.2	-0.3%
SHFE 白银	8274.0	8156.0	1.4%
上金所黄金 T+D	784.9	787.3	-0.3%
上金所白银 T+D	8270.0	8143.0	1.6%

(二) 比价与波动率

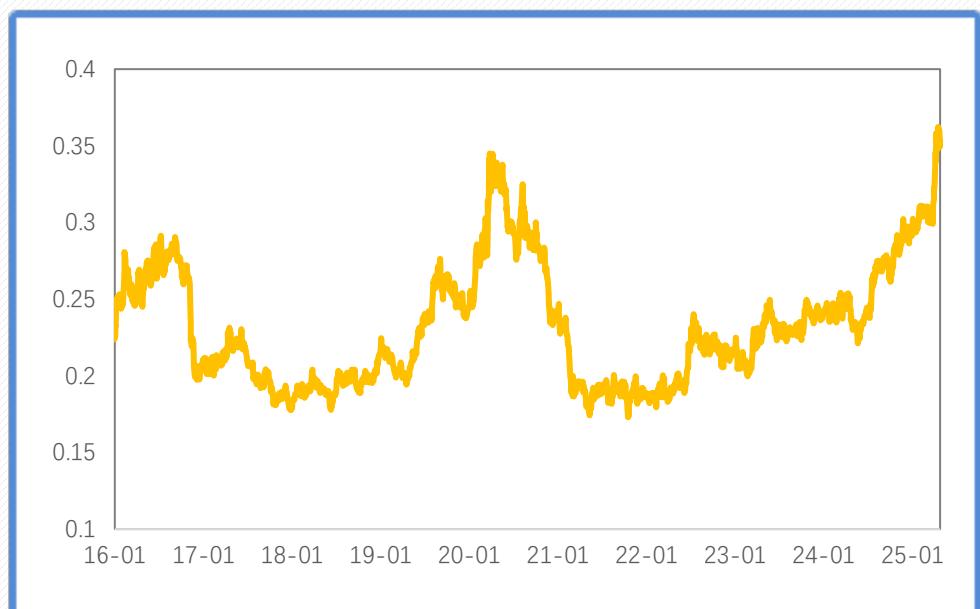
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比震荡下行；铜价上涨而黄金下跌，金铜比震荡下行；原油有所反弹，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



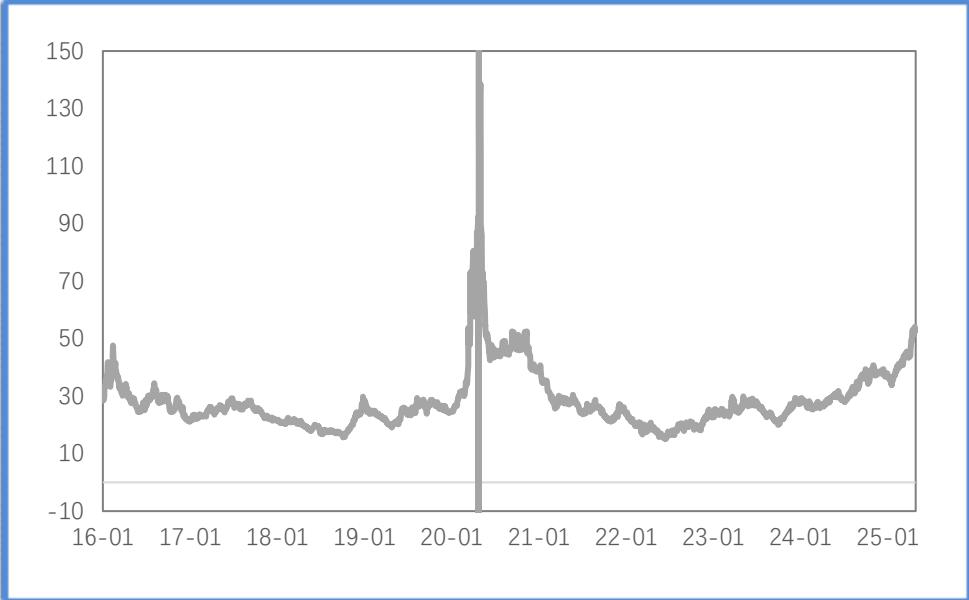
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

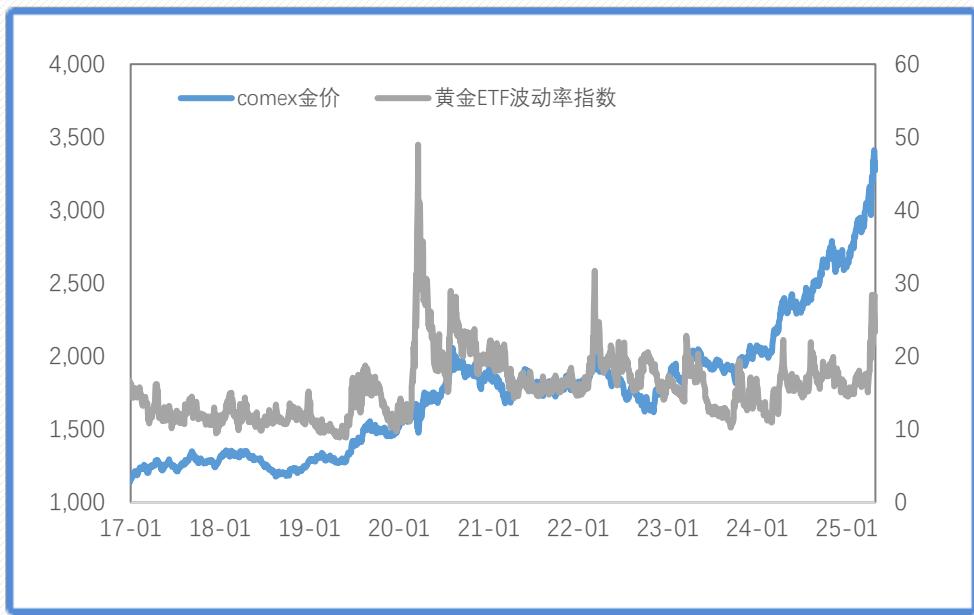
图 8: COMEX 金/WTI 原油



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。

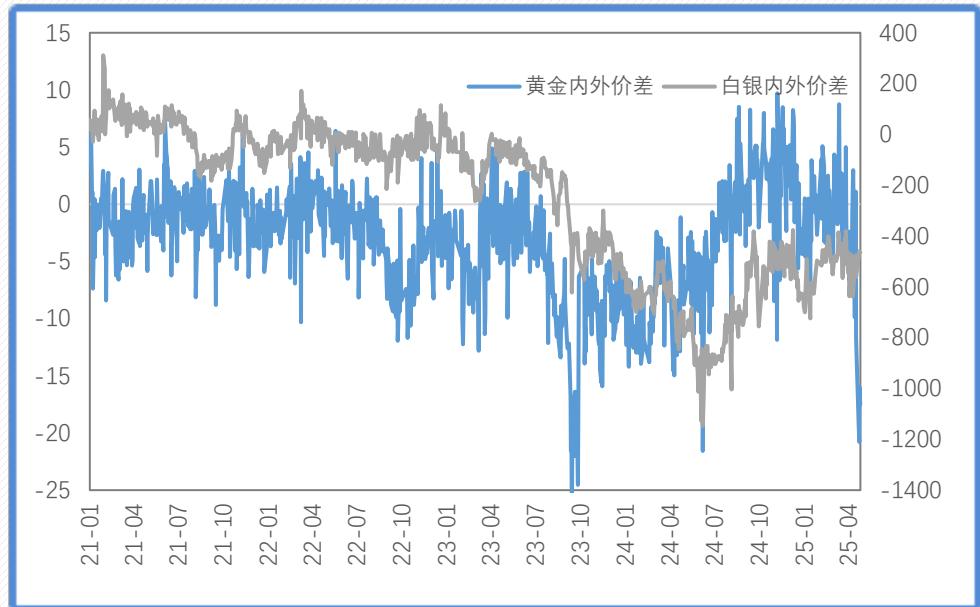
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

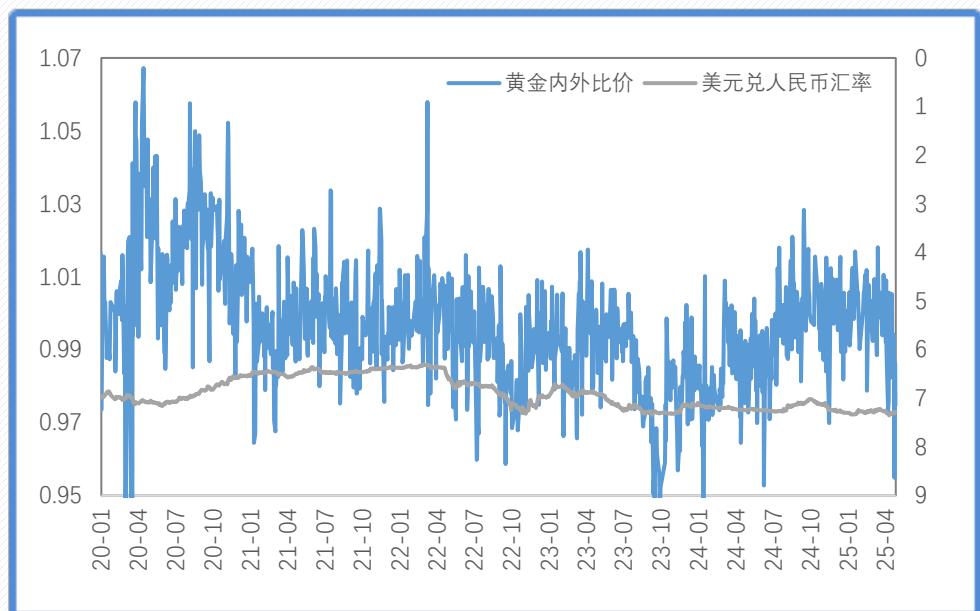
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价有所回落，白银内外价差及比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

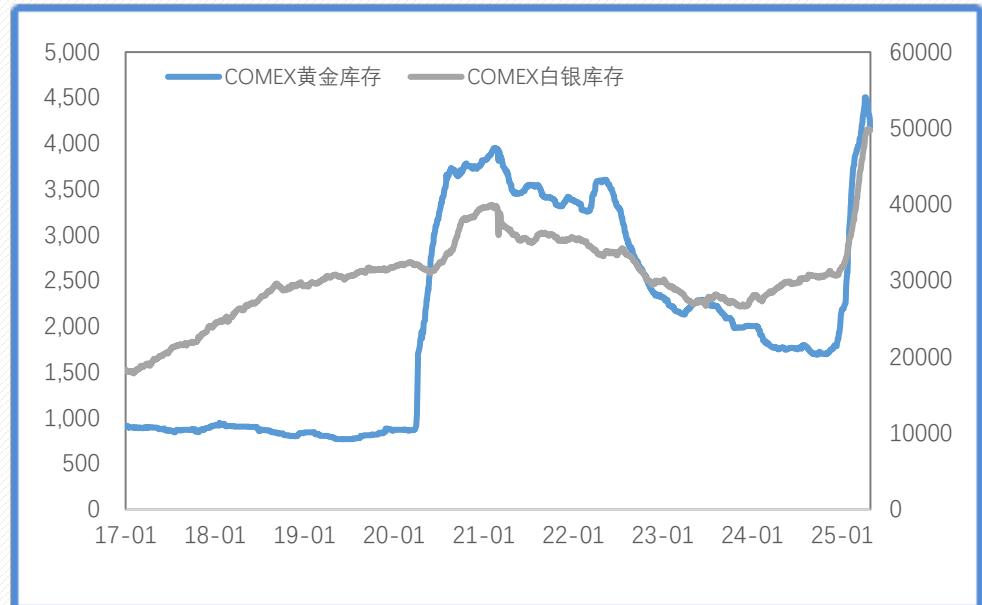


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

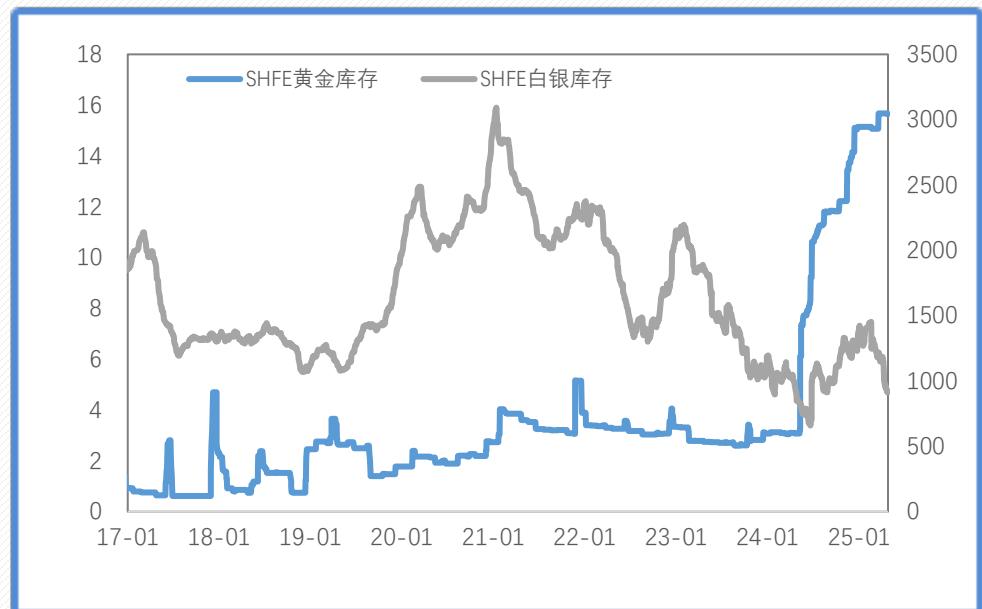
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 4171 万盎司，环比减少约 150 万盎司，COMEX 白银库存约为 49791 万盎司，环比减少约 120 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.7 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 924 吨，环比减少约 33 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

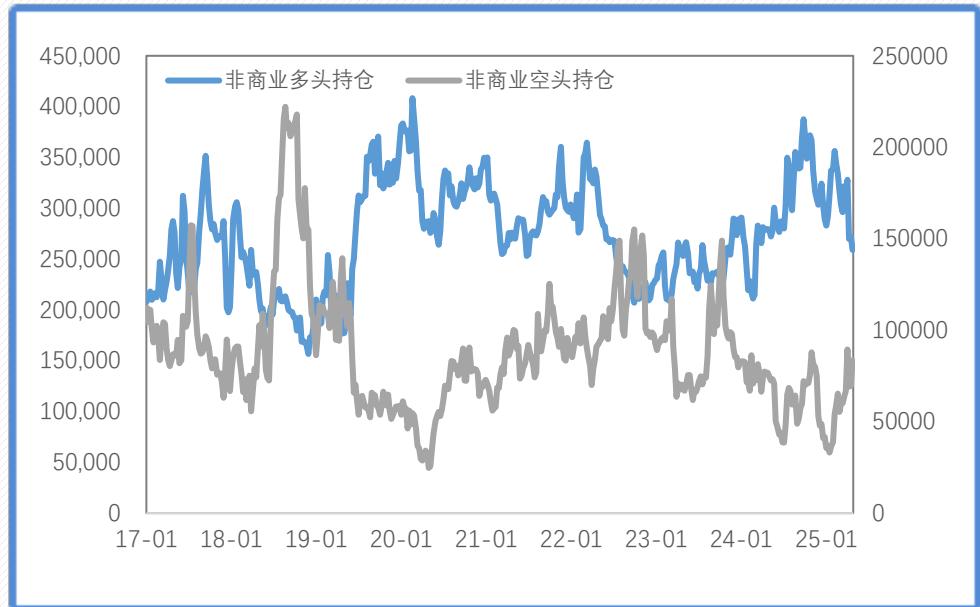
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

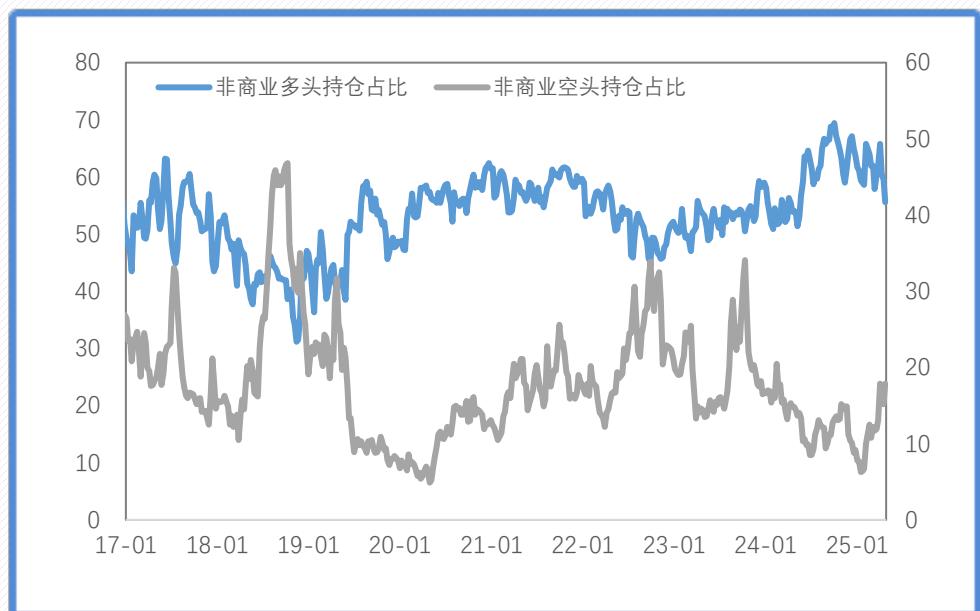
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 6 吨至 946 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 164 吨至 13956 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.2 万手，其中非商业多头持仓减少 12811 手至 25.9 万手，空头持仓增加 14021 手至 8.4 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 56% 附近，非商业空头持仓占比上升至 18% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



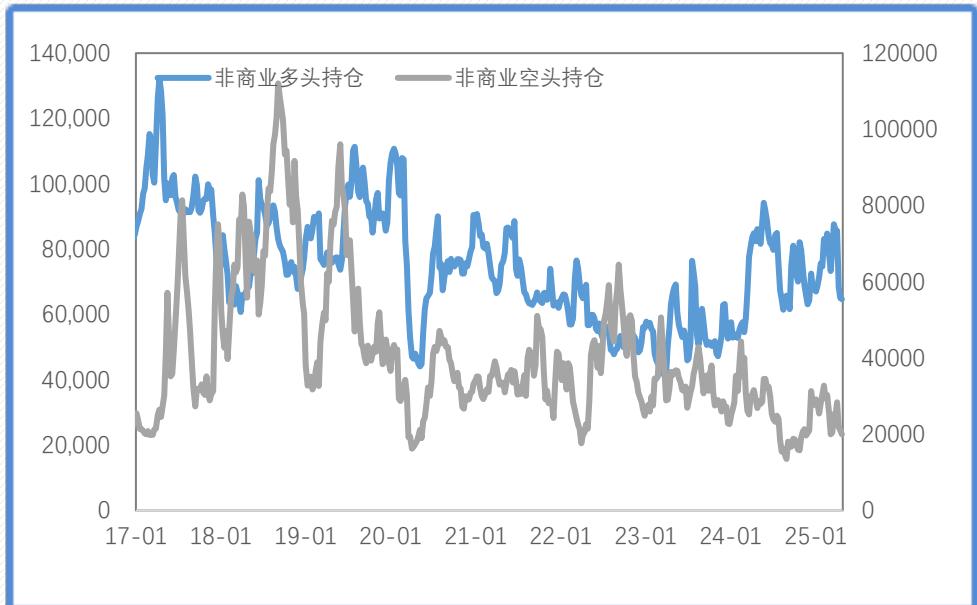
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



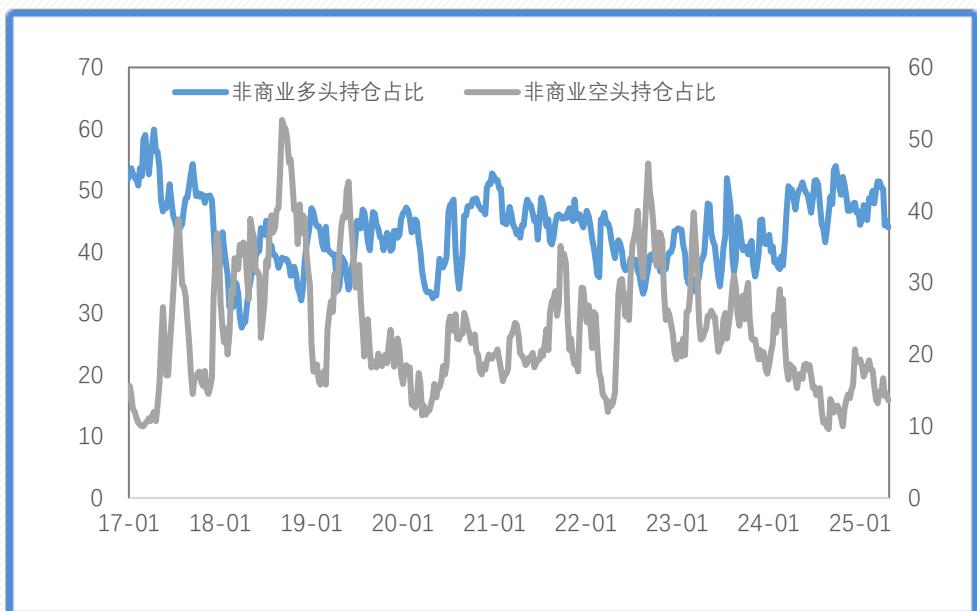
数据来源: Wind

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。

当前金价进入高位区间，短期来看金价再度上冲的动能有所减弱，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，关注海外潜在流动性风险。

关注及风险提示

职位空缺、非农数据、核心 PCE、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。