

# 铜库存新低与宏观变数，铜价未来走势如何演绎？黄金回调还是转折？

## 金属市场周报

2025. 4. 28-2025. 5. 2

摘要：上周中美国宏观数据表现较弱，尤其一季度 GDP 增速等市场最为关注的硬数据表现较弱，同时各大机构对美国今年的 GDP 增幅预期也纷纷下调，在增长预期转弱的背景下，铜遭到了较为明显的抛售，铜价周中显著回落。周后期随着中美关税谈判有一定进展，加之 4 月非农数据表现依然强劲，黄金进一步回调。

### 核心观点

#### 1、上周金铜有所回调

贵金属方面，上周 COMEX 黄金、白银均有所走弱；铜价周中明显回调。

#### 2、一季度 GDP 走弱，铜价周中显著回调

上周中美国宏观数据表现较弱，尤其一季度 GDP 增速等市场最为关注的硬数据表现较弱，同时各大机构对美国今年的 GDP 增幅预期也纷纷下调，在增长预期转弱的背景下，铜遭到了较为明显的抛售，铜价周中显著回落。周后期随着中美关税谈判有一定进展，加之 4 月非农数据表现依然强劲，铜价止跌回升，部分收复周内跌幅。

#### 3、黄金继续回调

上周虽然非农数据公布后催化了降息预期，但是黄金表现平静。黄金在此前创出新高之后暂时陷入宽幅震荡，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 铜价震荡回落，周中一度大幅下挫，随后收复部分跌幅。上周中美国宏观数据表现较弱，尤其一季度 GDP 增速等市场最为关注的硬数据表现较弱，同时各大机构对美国今年的 GDP 增幅预期也纷纷下调，在增长预期转弱的背景下，铜遭到了较为明显的抛售，铜价周中显著回落。周后期随着中美关税谈判有一定进展，加之 4 月非农数据表现依然强劲，铜价止跌回升，部分收复周内跌幅。

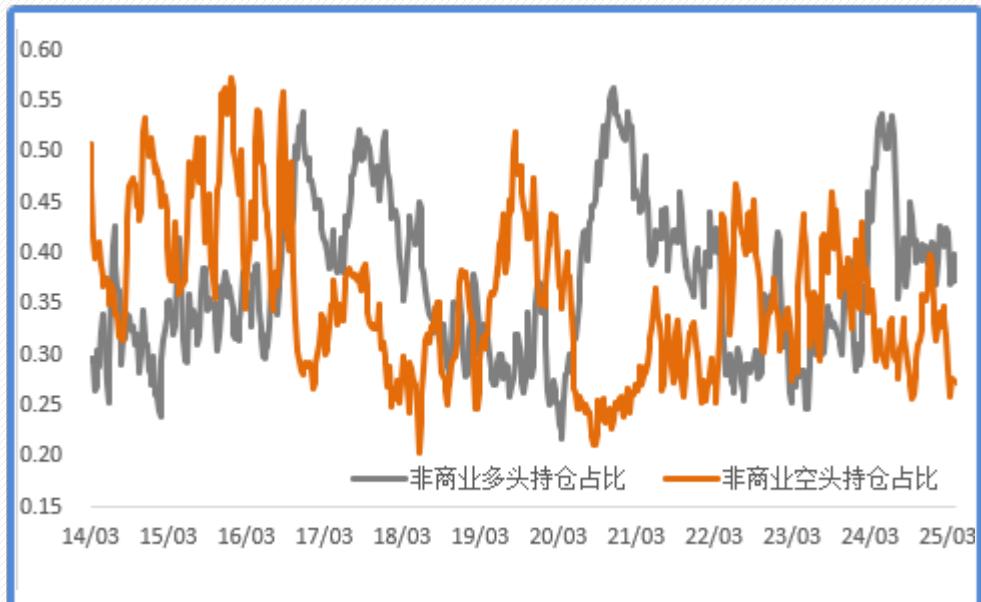
上周 SHFE 铜价横盘震荡，目前国内铜供需基本面仍然非常具有韧性，最终体现为库存的去化非常剧烈，目前库存也来到了历年同期较低水平，价差结构呈现明显的 back 结构，这都体现出现货层面相对紧张。不过对于绝对价格而言，我们认为仍然不能完全被这些表象所干扰，库存去化较快可能还是因为一方面进口精炼铜减少，另一方面因为关税有抢出口的需求前置，因此单纯因为库存的表象就做多铜价并不是特别明智，需要看到一些更加宏大因素的加持。

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。目前 COMEX 铜库存已经开始持续交仓，库存逼近 15 万吨，按照进口精炼铜数据，我们认为后期美国铜库存仍有进一步累积的空间，在这种情况下，月差并没有什么特别合适的策略。

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，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

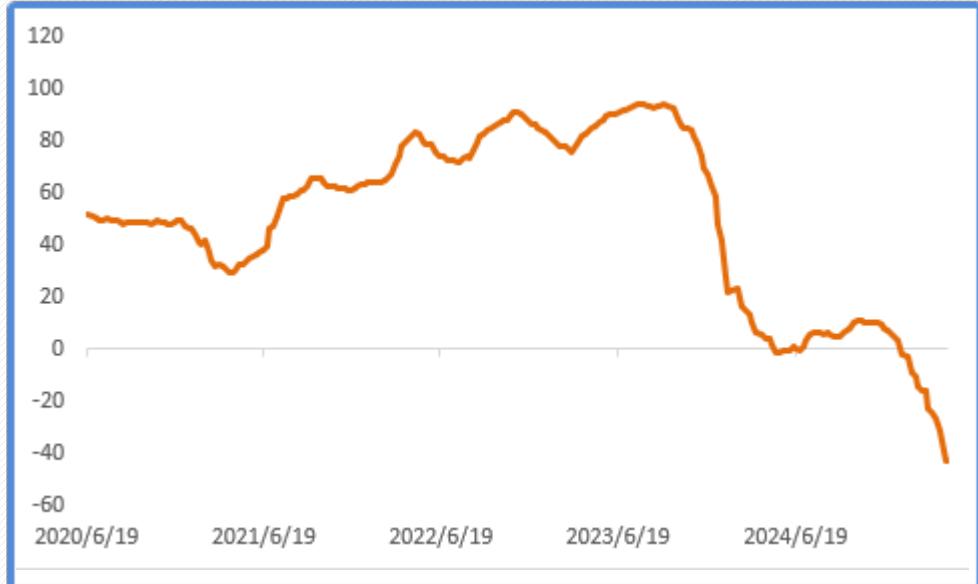


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 -40.75 美元 / 干吨，较上周跌 3.19 美元 / 干吨。铜精矿现货市场 TC 延续下跌趋势，主流成交价跌破 -40 美元 / 干吨，BHP 招标形成的 -44 美元已带动现货市场，部分成交快速跟跌。炼厂以刚需采购为主，对 TC 接受度分歧加剧。贸易商表示 BHP 招标价格不断走低，给市场带来下行压力，部分贸易商仍持看跌情绪；当前铜精矿市场延续弱势格局，TC 价格在 BHP 招标引领下持续下移，预计短期内 TC 在 -40 美元 / 干吨附近或进一步下探。

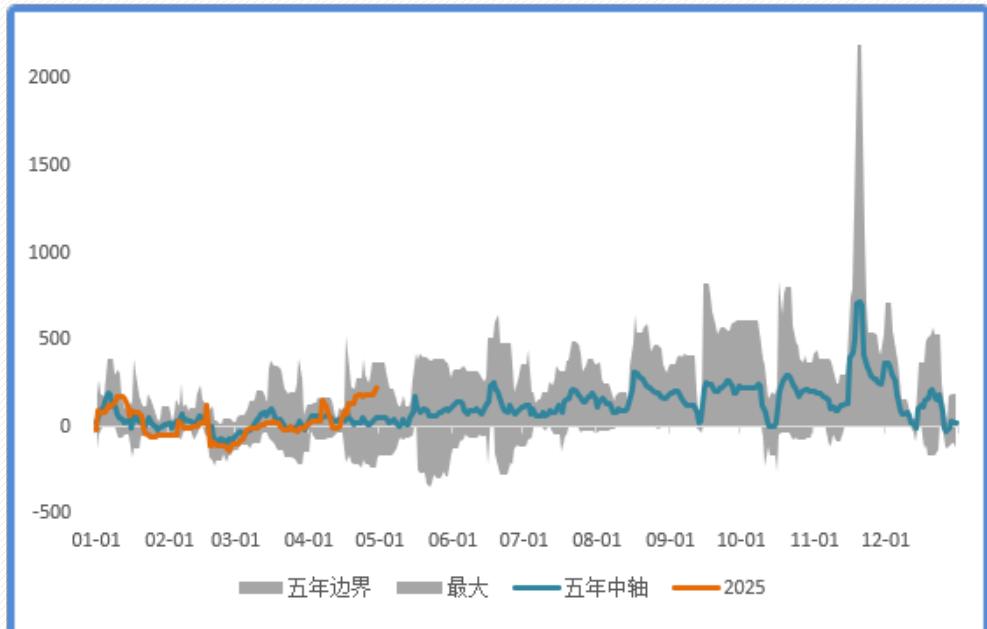
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，临近五一长假，下游企业仍存备货需求，日内采购接货情绪相对尚可；同时近期铜价震荡运行，再生铜加工企业原料采购问题仍相对困难，精炼铜替代效应仍存，部分非注册以及非标类品牌货源需求较好。由于目前部分冶炼厂存在一定挺价惜售情绪，因此预计节假期间发货难有明显增量，同时进口铜亦有所到货，但量亦相对不多，整体节后库存累库幅度有限；同时考虑到目前近月合约 BACK 结构月差拉大，市场流通货源偏紧局面短期难以改善，因此现货升水重心仍有上抬趋势，节后或运行于升 150~升 300 元/吨。

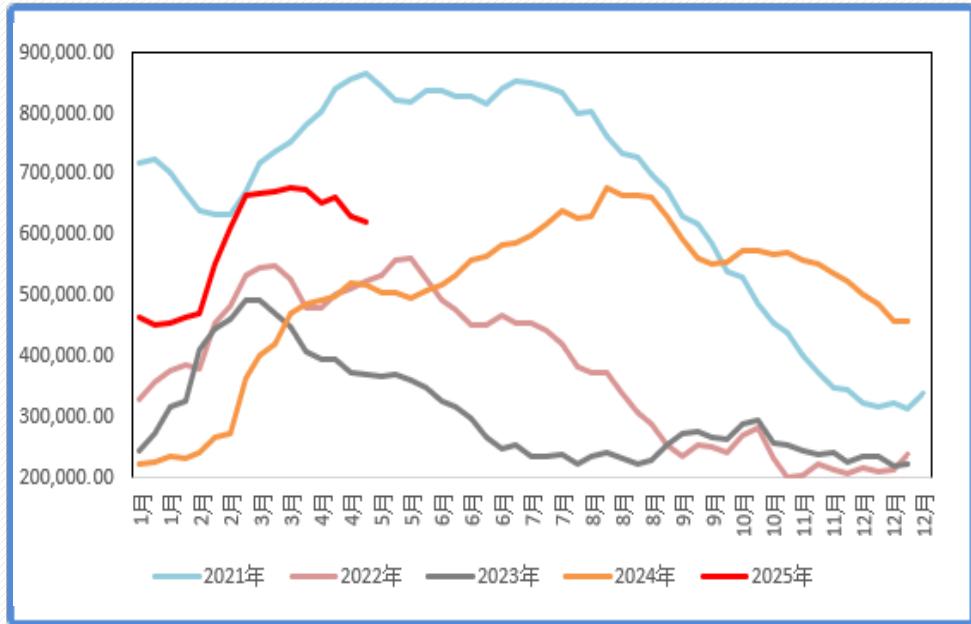
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.27 万吨，较 24 日降 4.95 万吨，较 28 日降 2.83 万吨；本周上海市场环比上周库存继续去库明显；由于临近五一节假，下游备货需求体现，市场仓库出库量维持高位，同时国产货源以及进口铜到货难有增量，库存因此大幅走低；节后来看，由于目前冶炼厂存在挺价惜售情绪，节假期间发货亦相对有限，且进口铜到货流入量不多，库存累库幅度或将较小。

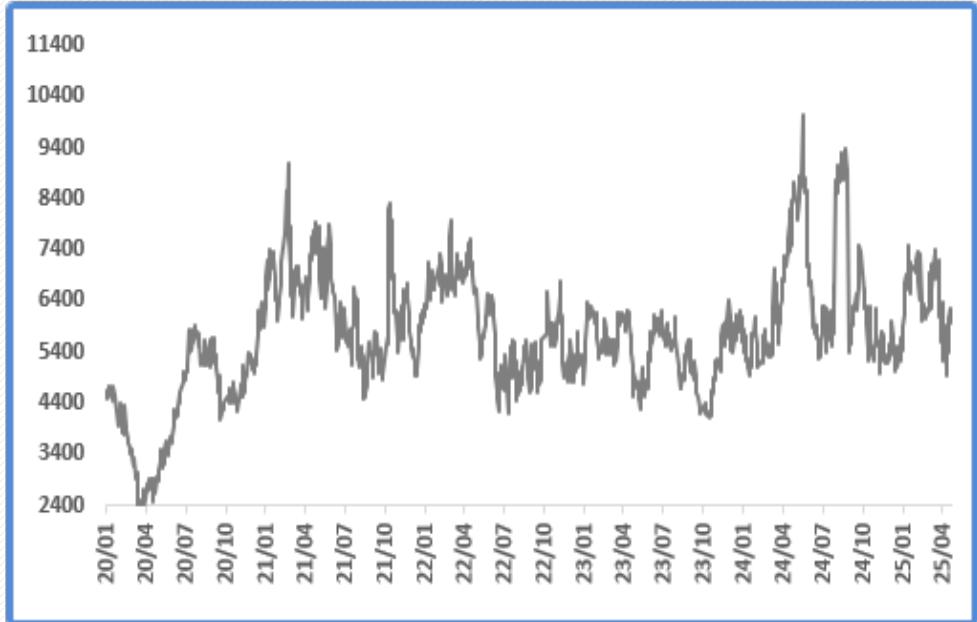
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费继续上涨，仅广东市场小幅回调；精铜杆企业订单表现平平，市场提货表现不错；再生铜杆生产表现欠佳，市场再生铜杆现货紧俏；精废杆价差、再生铜杆贴水均有收窄；国内铜杆社会库存继续下降。精铜杆企业将迎来假期调整期，企业的生产将有所下降，连续生产带来的检修需求导致一些精铜杆企业在假期内必须进行生产调整；再生铜杆企业的生产低迷现状将持续下去，需要关注近期交付订单的压力，再生铜杆现货依然有一定的优势。后续需要关注铜杆企业的复产速度以及下游提货表现。

## 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，上周海外宏观虽然周中因为美国一季度 GDP 表现差强人意，但周后期美非农数据表现尚可，同时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，黄金继续有所回调。

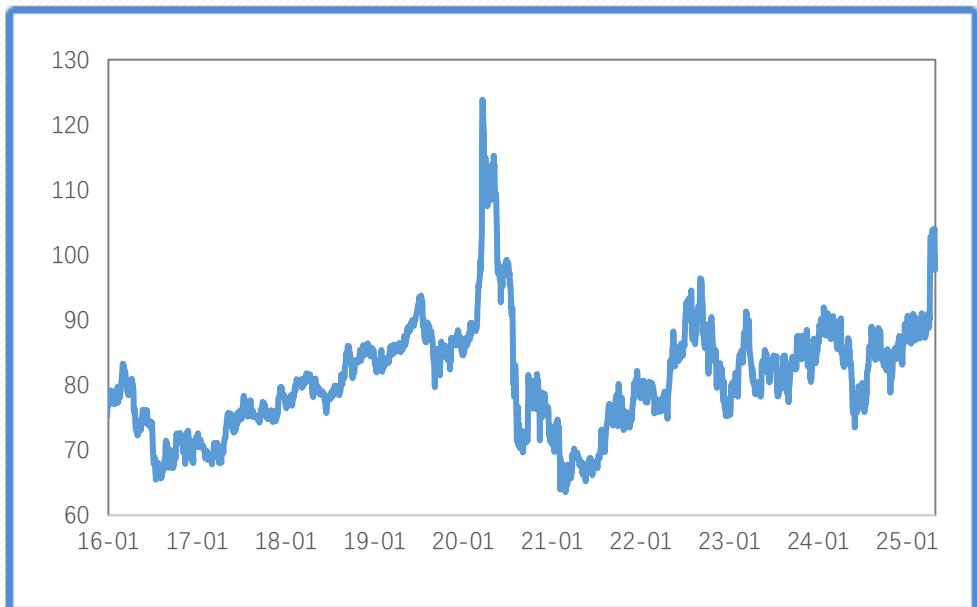
### 贵金属价格监控

2025/5/2	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

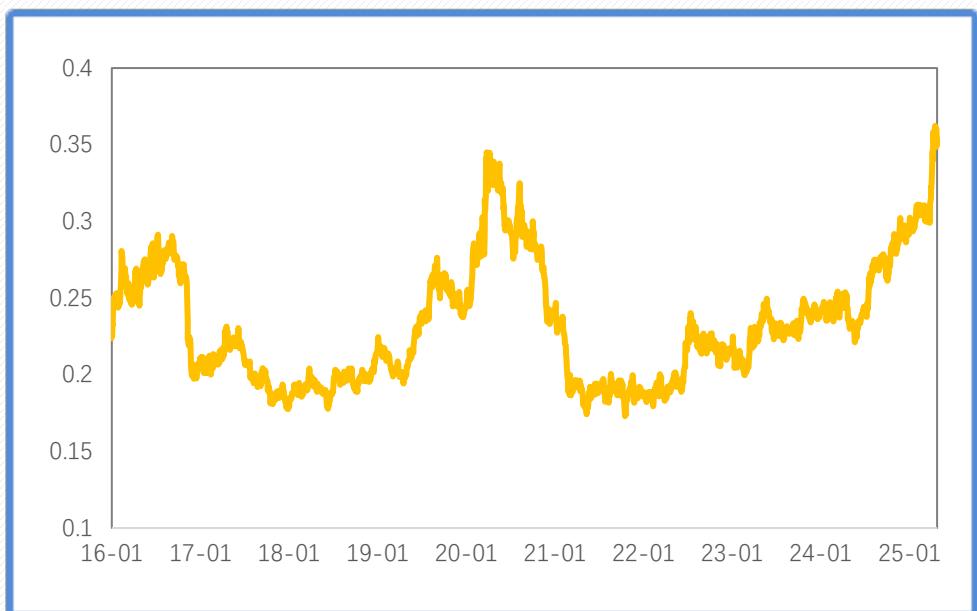
上周，黄金、白银、铜、原油均出现不同程度的下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



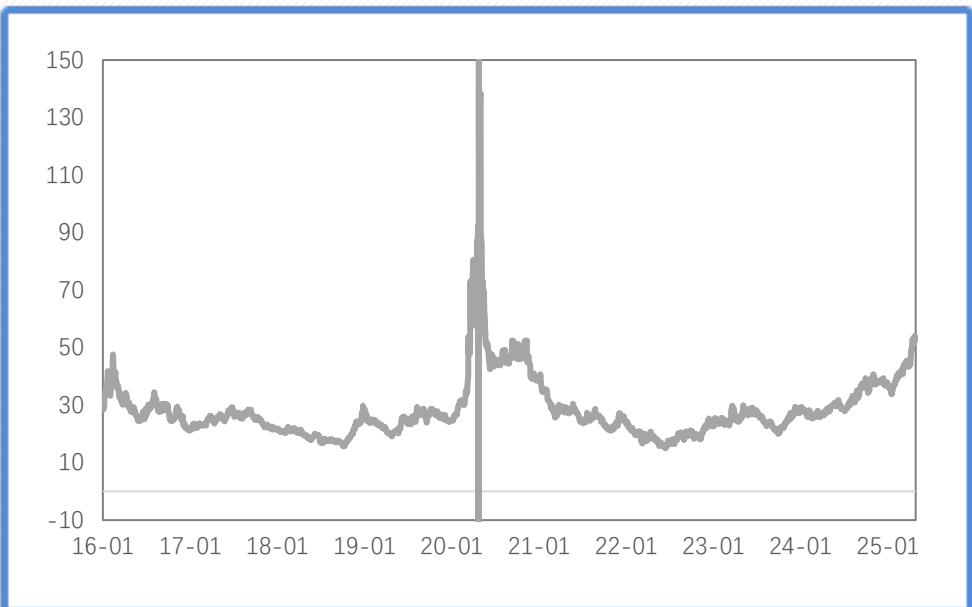
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

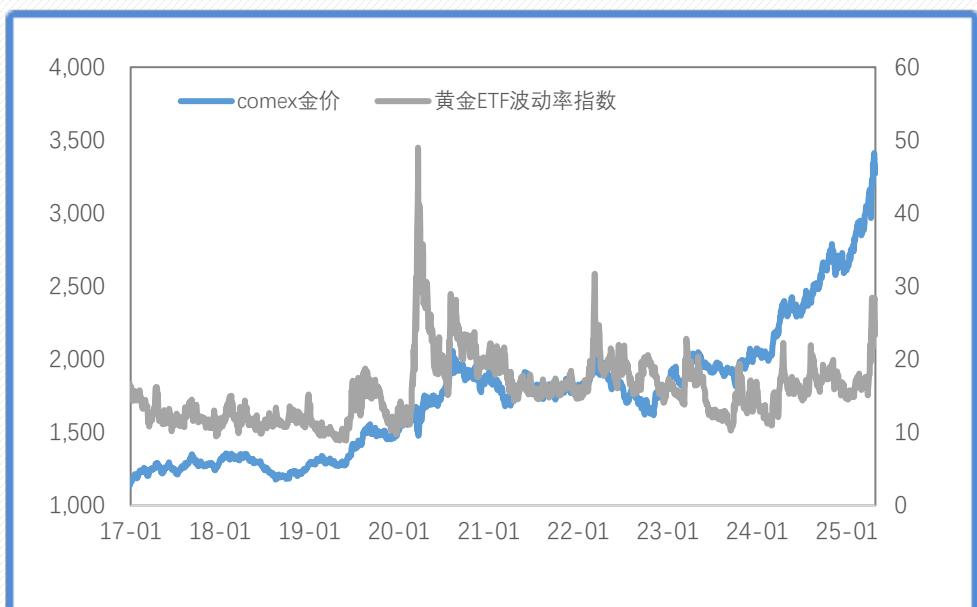
图 8: COMEX 金/WTI 原油



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。

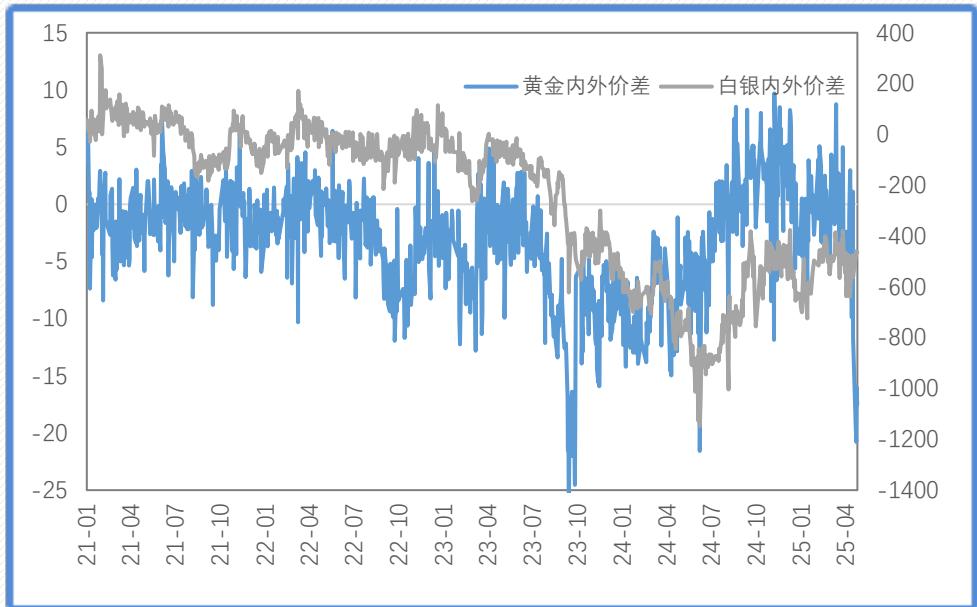
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

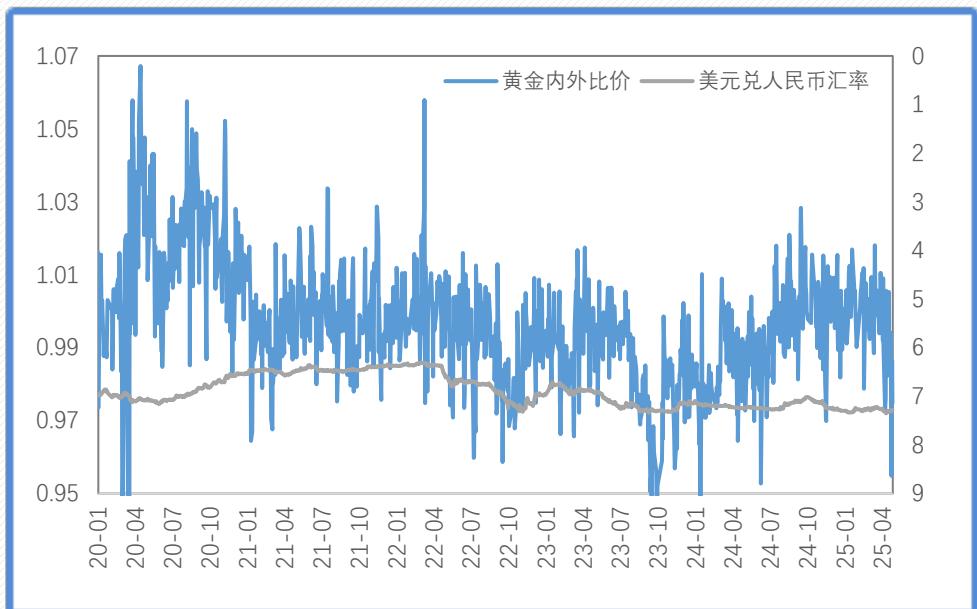
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价有所回落，白银内外价差及比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

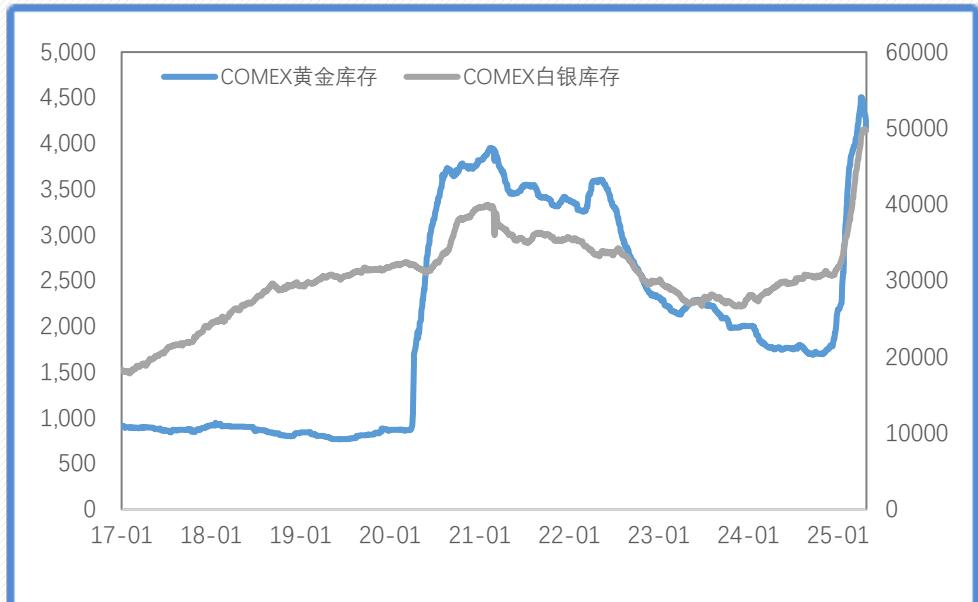


数据来源：Wind

### (三) 库存与持仓

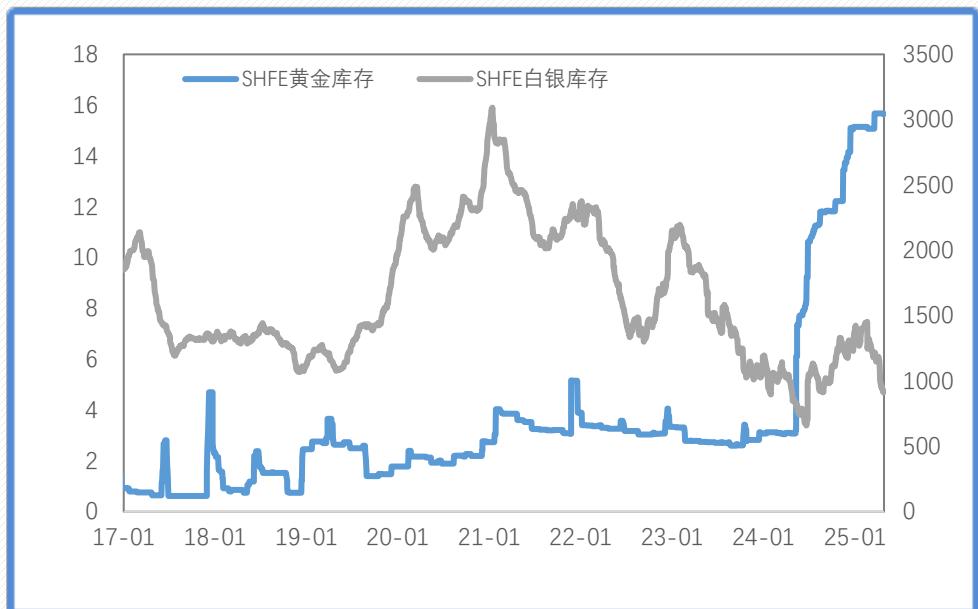
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 4171 万盎司，环比减少约 150 万盎司，COMEX 白银库存约为 49791 万盎司，环比减少约 120 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.7 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 924 吨，环比减少约 33 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

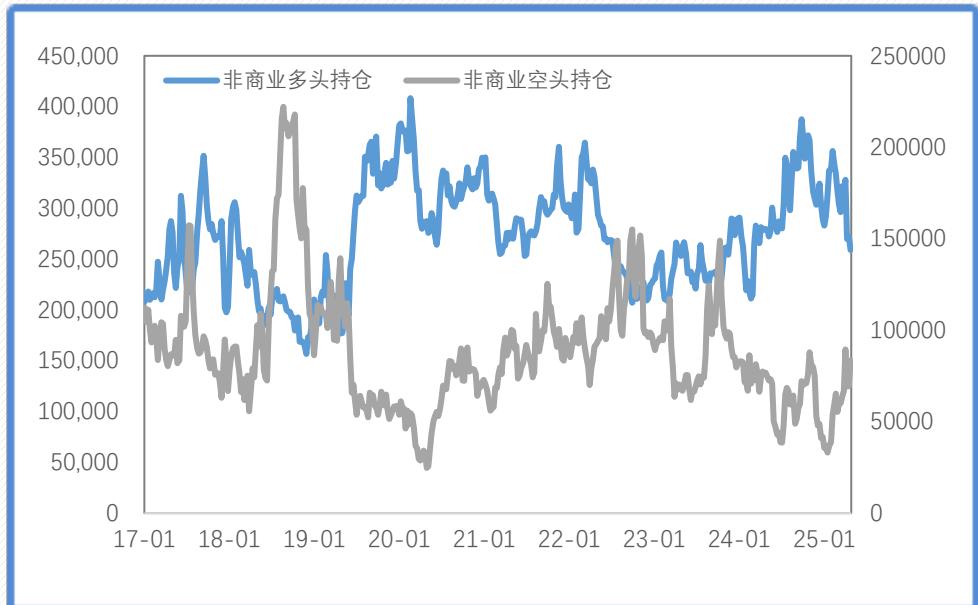
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

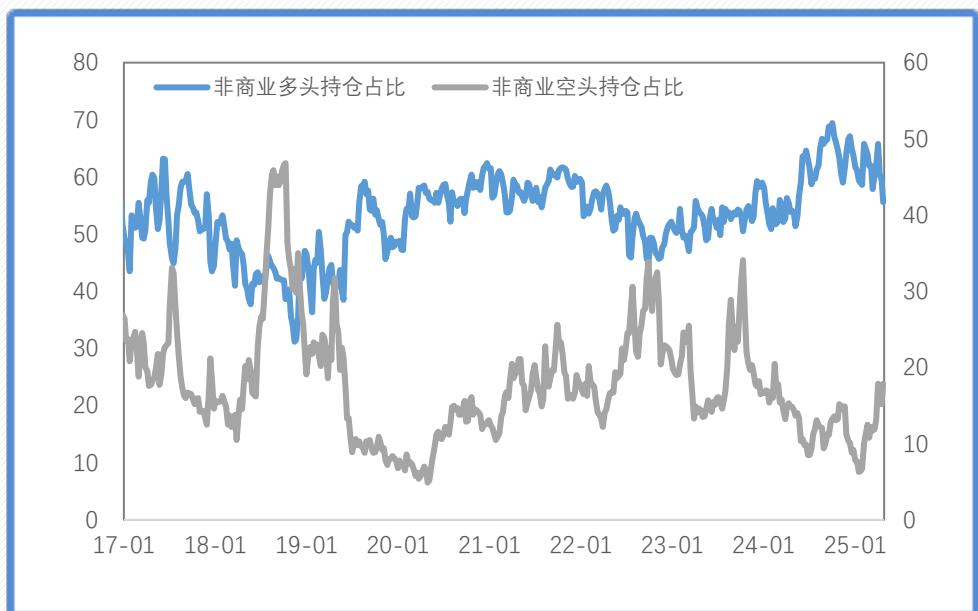
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 6 吨至 946 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 164 吨至 13956 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.2 万手，其中非商业多头持仓减少 12811 手至 25.9 万手，空头持仓增加 14021 手至 8.4 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 56%附近，非商业空头持仓占比上升至 18%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



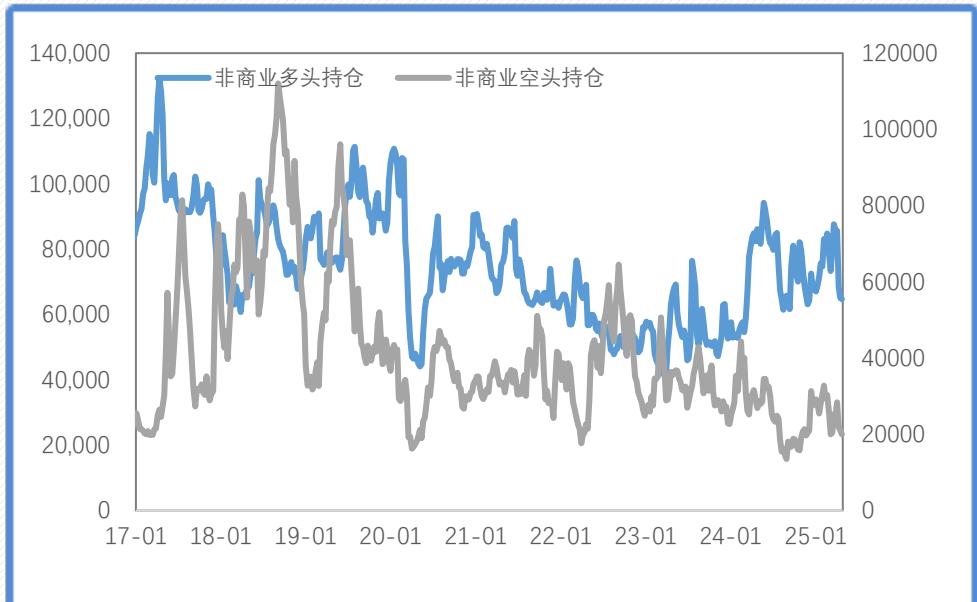
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



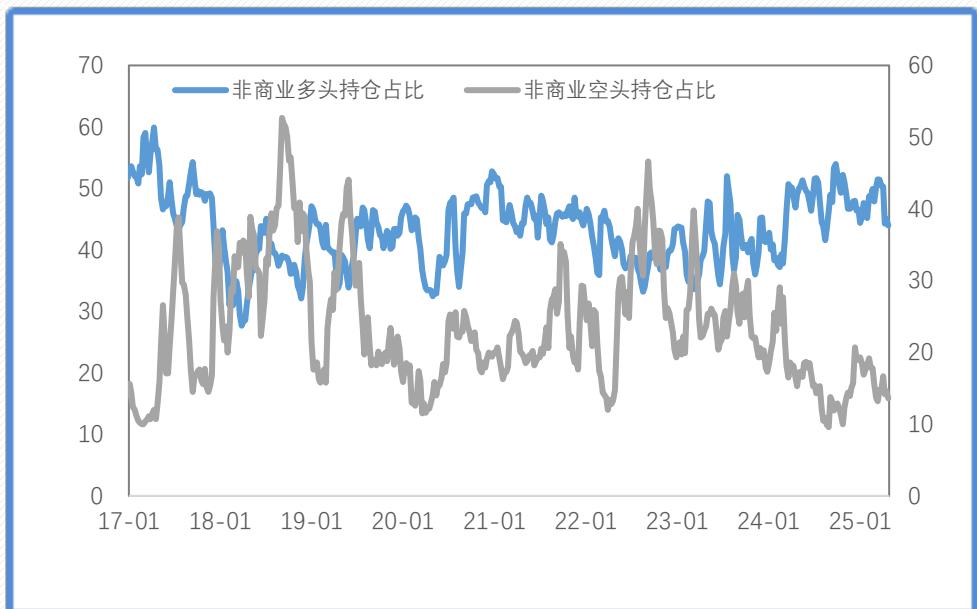
数据来源: Wind

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

目前库存也来到了历年同期较低水平，价差结构呈现明显的 back 结构，这都体现出现货层面相对紧张。不过对于绝对价格而言，我们认为仍然不能完全被这些表象所干扰，库存去化较快可能还是因为一方面进口精炼铜减少，另一方面因为关税有抢出口的需求前置，因此单纯因为库存的表象就做多铜价并不是特别明智，需要看到一些更加宏大因素的加持。

黄金继续回调，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。