

# 政治局会议释放“价格管理”信号，工业品政策底已现？

摘要：出口的坚韧与国内精炼铜消费的强劲可以形成相互验证，这种情况可能在 5 月份仍会有所持续，因此短期内国内精炼铜预计仍将维持较强的去库格局，从而对价格、升水、月差带来较为明显的支撑，同时近期国内政治局会议也强调了政策对低价格的指引需求，这也从一定程度上相当于为工业品划定了底线思维

## 金属市场周报

2025. 5. 5-2025. 5. 9

### 核心观点

#### 1、上周金铜窄幅震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.52%，白银上涨 2.18%；沪金 2506 合约上涨 0.77%，沪银 2506 合约下跌 0.17%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.93%、+0.3%。

#### 2、贸易谈判延续，风险偏好回升

上周宏观方面较为平静，缺乏重要经济数据指引，同时美国的贸易谈判仍在开展，美国已经率先同英国达成贸易协定，并且也已经与中国代表在瑞士展开谈判，所以整体宏观情绪较为平静，同时上周的美国初请失业金人数也出现下降，劳动力市场短期内仍然稳固，市场急于定价美国经济衰退或者复苏都是不太合理的交易，因此价格本身的表现也较为平静。周末中美贸易代表在瑞士的谈判结果对短期市场的走强可能有较强的影响，贸易冲突的短期缓和可能会使得市场风险偏好进一步回升，从而提振风险资产价格，反之亦然。

#### 3、宏观相对积极，黄金再度承压

上周海外地缘冲突均有所放缓，关税谈判仍在进行，特别是周末中美对于关税的谈判结果仍未落定，宏观环境整体转向积极，同时美联储相对谨慎，5 月议息会议维持利率不变，金价随之承压。黄金再度承压，伴随市场风险偏好的回升，预计短期黄金上行空间相对有限，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 铜价震荡偏弱，运行重心略有下移。上周宏观方面较为平静，缺乏重要经济数据指引，同时美国的贸易谈判仍在开展，美国已经率先同英国达成贸易协定，并且也已经与中国代表在瑞士展开谈判，所以整体宏观情绪较为平静，同时上周的美国初请失业金人数也出现下降，劳动力市场短期内仍然稳固，市场急于定价美国经济衰退或者复苏都是不太合理的交易，因此价格本身的表现也较为平静。本周末中美贸易代表在瑞士的谈判结果对短期市场的走强可能有较强的影响，贸易冲突的短期缓和可能会使得市场风险偏好进一步回升，从而提振风险资产价格，反之亦然。

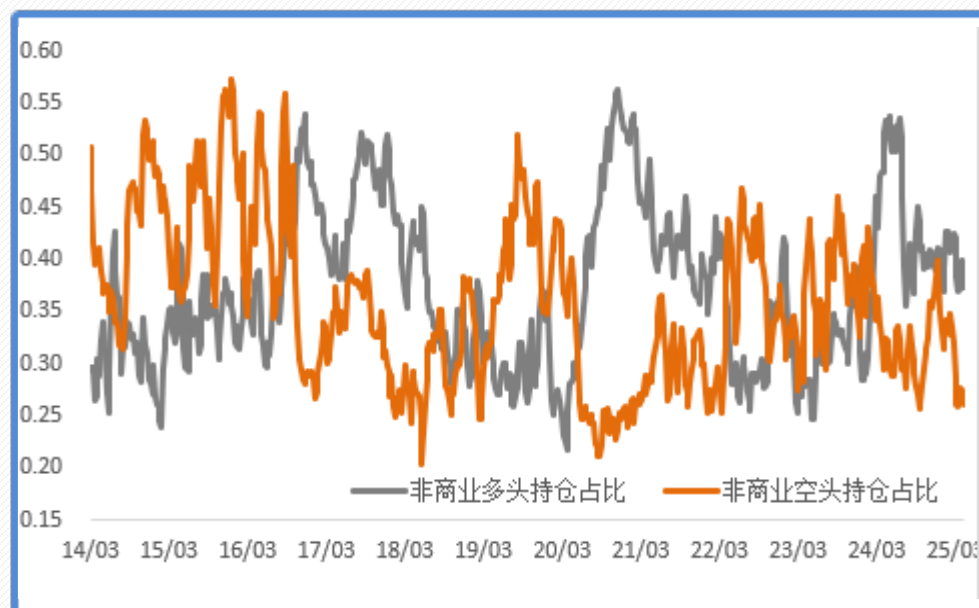
上周 SHFE 铜价震荡整理，同样没有明显的方向性选择。上周国内公布的 4 月出口数据仍然表现出了非常强劲的韧性，关税问题至少从 4 月份看来并没有对中国的出口带来较大影响，当然这也可能有一部分原因是在关税豁免期间抢出口的表现。出口的坚韧与国内精炼铜消费的强劲可以形成相互验证，这种情况可能在 5 月份仍会有所持续，因此短期内国内精炼铜预计仍将维持较强的去库格局，从而对价格、升水、月差带来较为明显的支撑，同时近期国内政治局会议也强调了政策对低价格的指引需求，这也从一定程度上相当于为工业品划定了底线思维。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，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 20 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

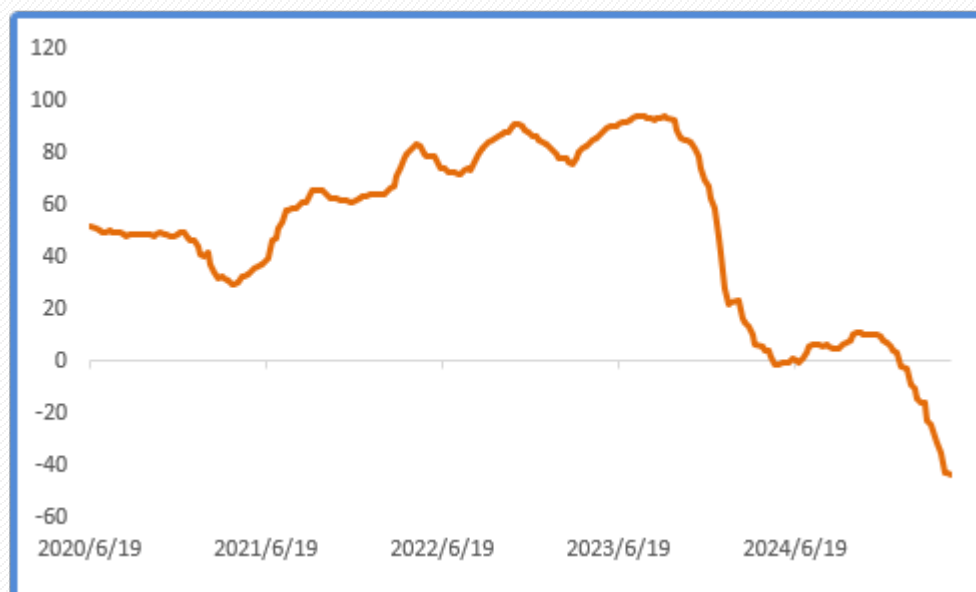


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-42.88 美元/干吨，较上周跌 2.13 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度较低，铜精矿现货市场 TC 弱势格局未见明显改观。近期，铜精矿现货市场主流成交情况呈现出价格持续走低、交易主体多样的特点。TC 价格突破-40 美元/干吨后，市场报盘价格普遍围绕-40 美元/干吨中位波动。市场参与者接货量十分有限，TC 或将在-40 美元/干吨中低水平维稳。部分炼厂对当前价格水平的接受度极为有限，只进行刚需采购。预计短期内 TC 仍将在-40 美元/干吨中低位区间波动。

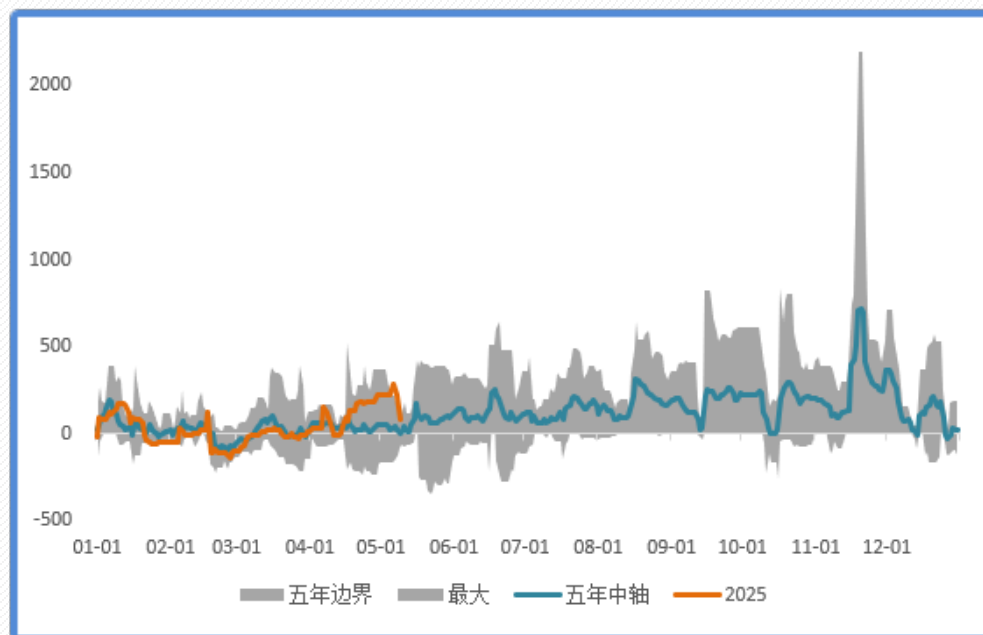
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，节后铜价维持高位震荡运行，下游谨慎观望情绪有所显现，且部分企业新增订单表现相对一半，同时由于近月合约 BACK 结构月差拉大，市场消费有所转弱，周内整体表现逢低刚需采购为主。临近交割换月，且目前库存维持低位运行，同时市场到货难有明显增量，近月 BACK 合约月差仍有走扩趋势，叠加铜价高位震荡运行，料高铜价、高月差背景局面下，下游消费或表现偏弱，现货升水预计继续承压走跌，交割换月前或运行于贴 50~升 50 元/吨。但交割换月后，基于库存低位运行，加之短时间市场主流品牌货源流通仍将偏紧，因此现货升水重心有望上抬至 500 元/吨以上。

图 3：沪铜升贴水

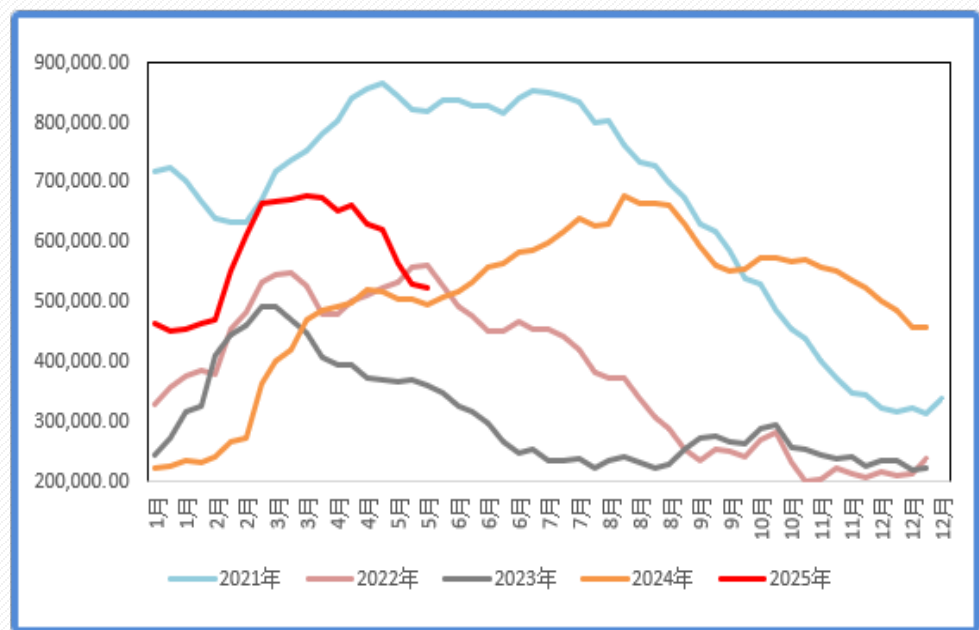


数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 12.64 万吨，较 6 日降 0.64 万吨，较 30 日降 0.60 万吨；本周上海市场环比节前库存继续表现去库；五一节假日期间，社库并未表现累库，由于一方面市场仓库到货仍较少，冶炼厂发货有限，同时进口铜清关流入难有增量；另一方面，由于下游逢低采购需求并未下滑明显，仓库出库量尚可，库存因此维持去库；下周来看，进口铜到货有所增加，但量相对不多，国产货源到货预计仍偏少，同时月差 BACK 扩大明显，下游接货需求有所谨慎，因此社库或继续下降，但幅度有所放缓。



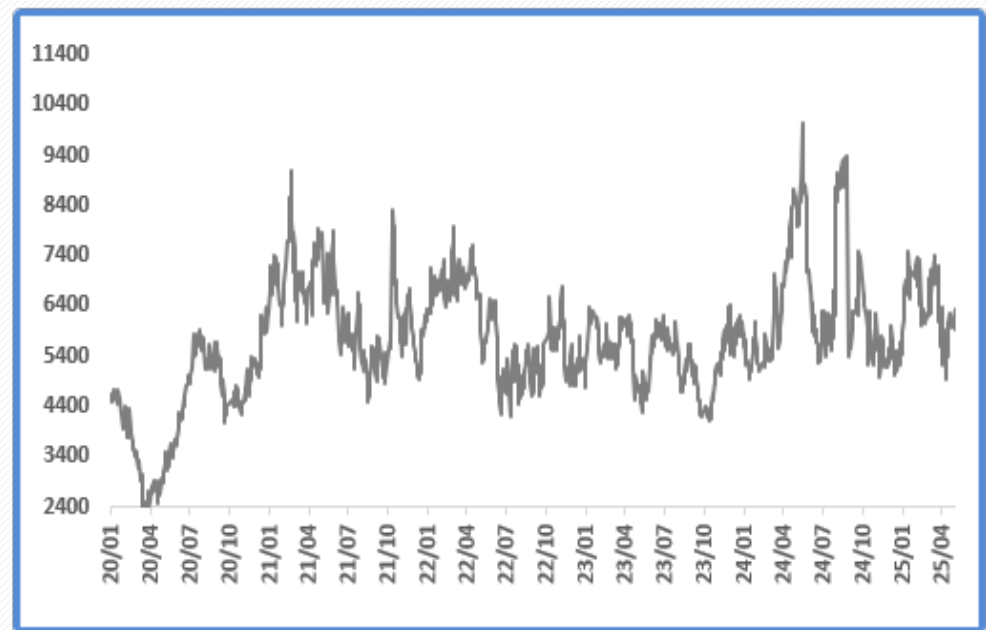
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费小幅回落，多数市场下跌幅度超过 100 元/吨；精铜杆企业订单表现一般，市场提货稳步回升；再生铜杆生产不佳，市场再生铜杆现货紧张局面未见改善；精废杆价差、再生铜杆贴水均有扩大；国内铜杆社会库存小幅回升。精铜杆企业随着市场恢复，产销均有稳步回升的趋势，主要是一些检修的企业陆续恢复之后，但同时由于近期的高月差影响，导致部分企业谨慎心态增强，或在交割前有部分企业会有减产、维护的可能性，因此产出或有所受限。再生铜杆的生产依然低迷，尤其是政策调整和原料采购，导致企业提产难度加大，生产预期不足的背景下，再生铜杆现货紧张的问题依然明显。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

### （一） 贵金属市场观察

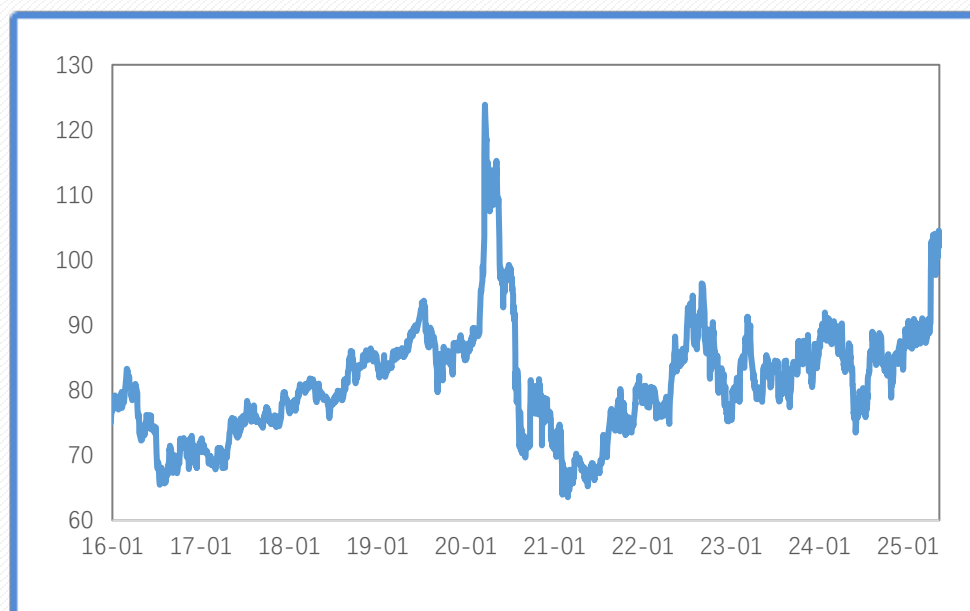
上周贵金属窄幅震荡，COMEX 金银于 3243-3448 美元/盎司、32.1-33.5 美元/盎司区间内运行。上周海外地缘冲突均有所放缓，关税谈判仍在进行，特别是周末中美对于关税的谈判结果仍未落定，宏观环境整体转向积极，同时美联储相对谨慎，5 月议息会议维持利率不变，金价随之承压。

贵金属价格监控			
2025/5/9	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3326.3	3225.0	3.1%
COMEX 白银	32.3	31.9	1.3%
伦敦金现	3324.6	3249.7	2.3%
伦敦银现	32.5	32.4	0.5%
SHFE 黄金	797.6	752.1	6.1%
SHFE 白银	8160.0	8194.0	-0.4%
上金所黄金 T+D	785.3	779.5	0.7%
上金所白银 T+D	8150.0	8163.0	-0.2%

## （二） 比价与波动率

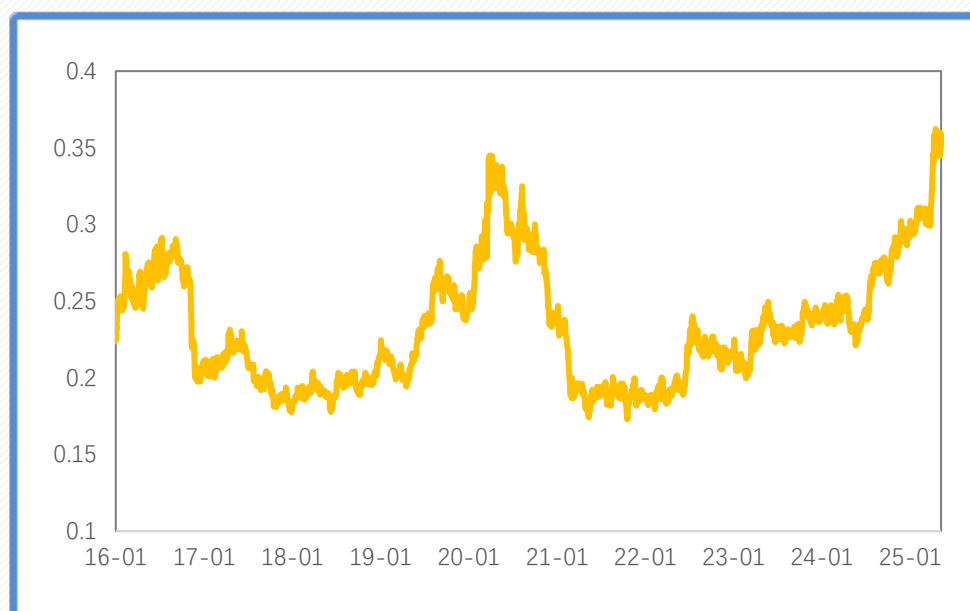
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比震荡下行；铜价震荡而黄金下跌，金铜比震荡下行；原油有所反弹，金油比震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

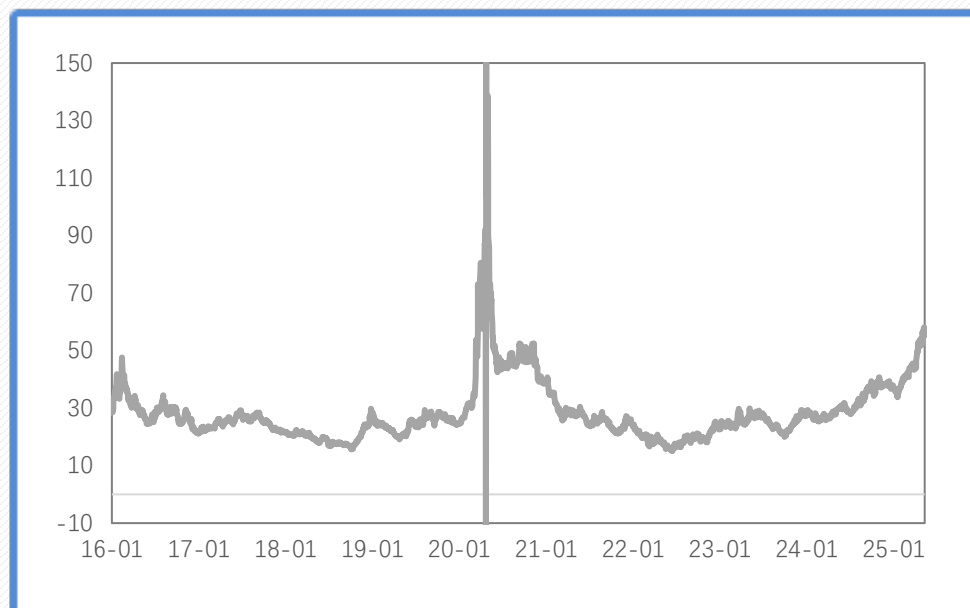
图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind



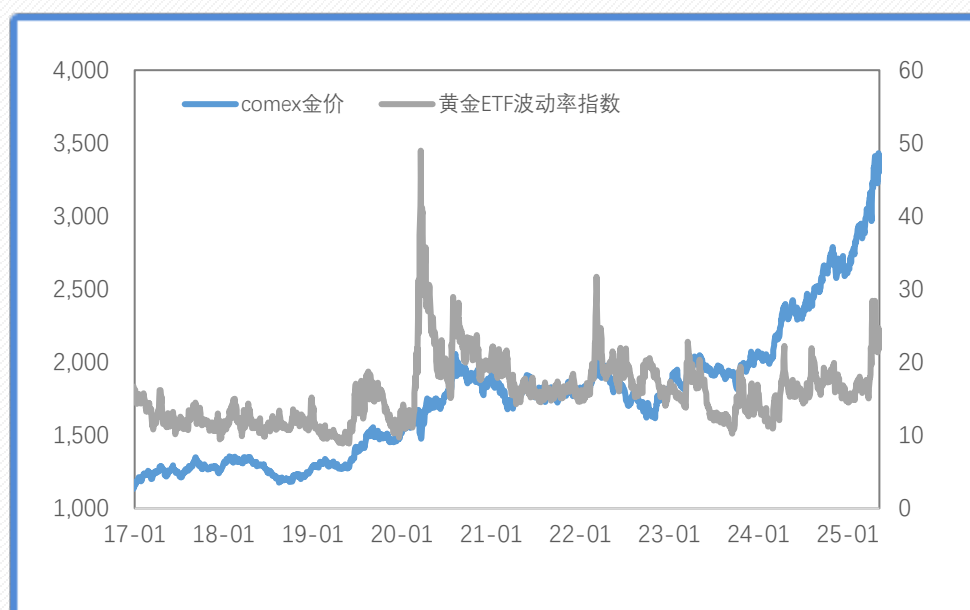
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 高位回落，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。

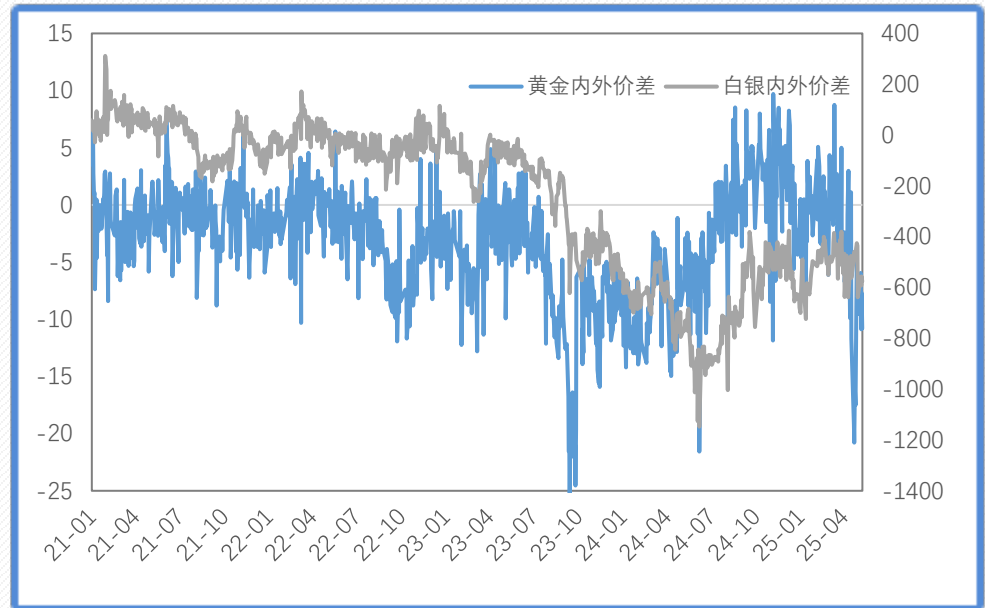
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

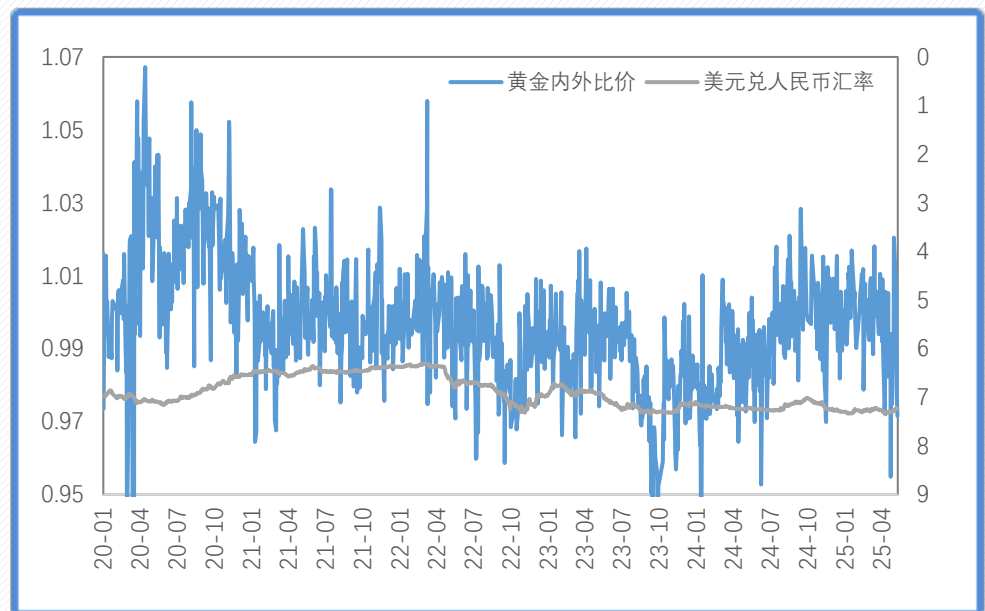
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价有所回落，白银内外价差及比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

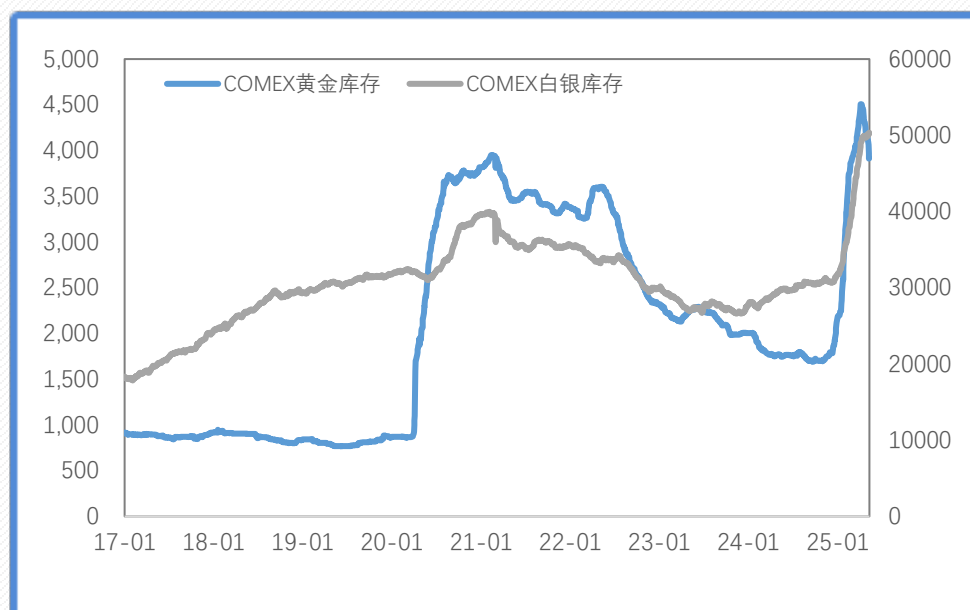


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

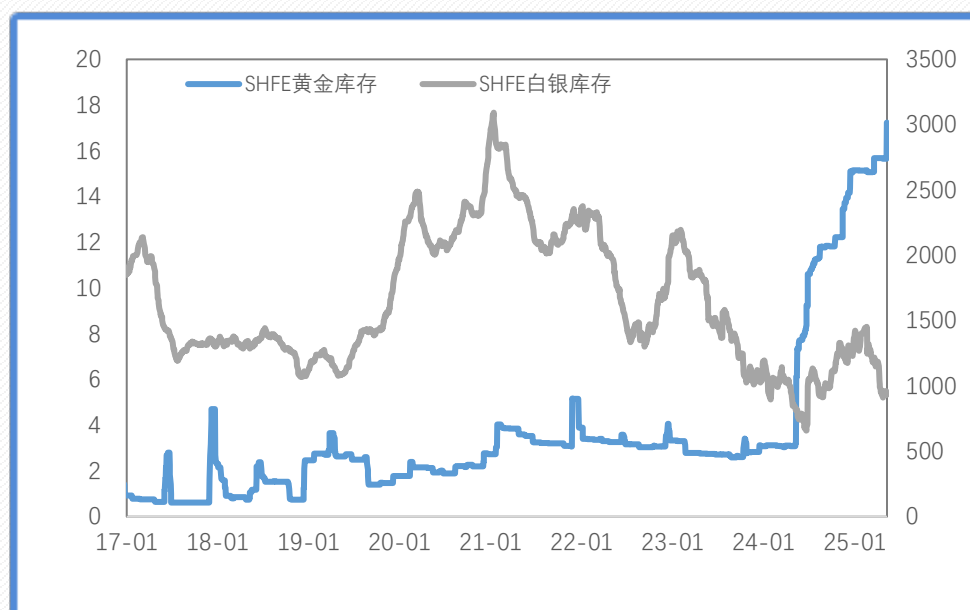
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3915 万盎司，环比减少约 223 万盎司，COMEX 白银库存约为 50358 万盎司，环比增加约 271 万盎司；SHFE 黄金库存约为 17.2 吨，环比增加 1.6 吨，SHFE 白银库存约为 934 吨，环比减少约 25 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

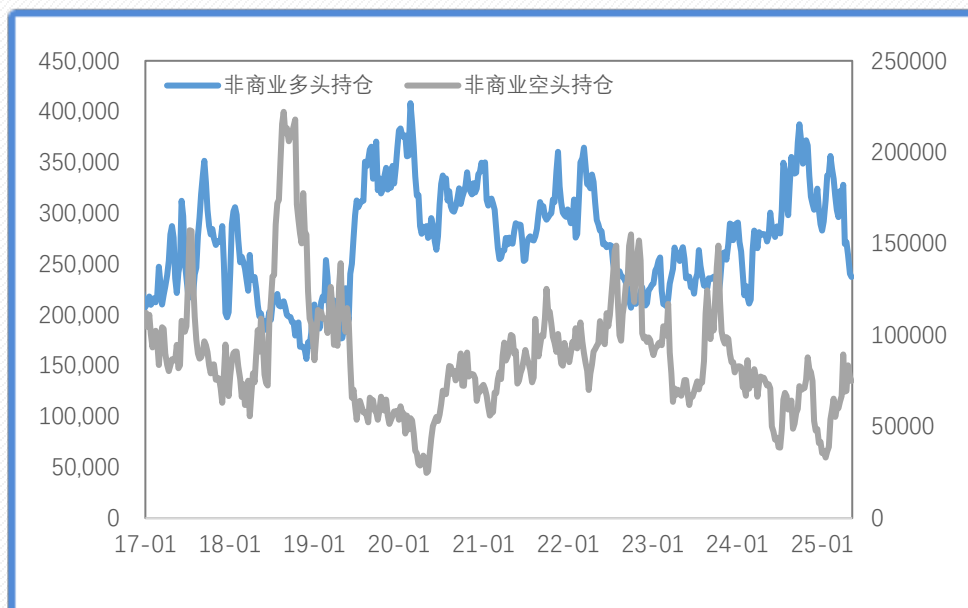
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

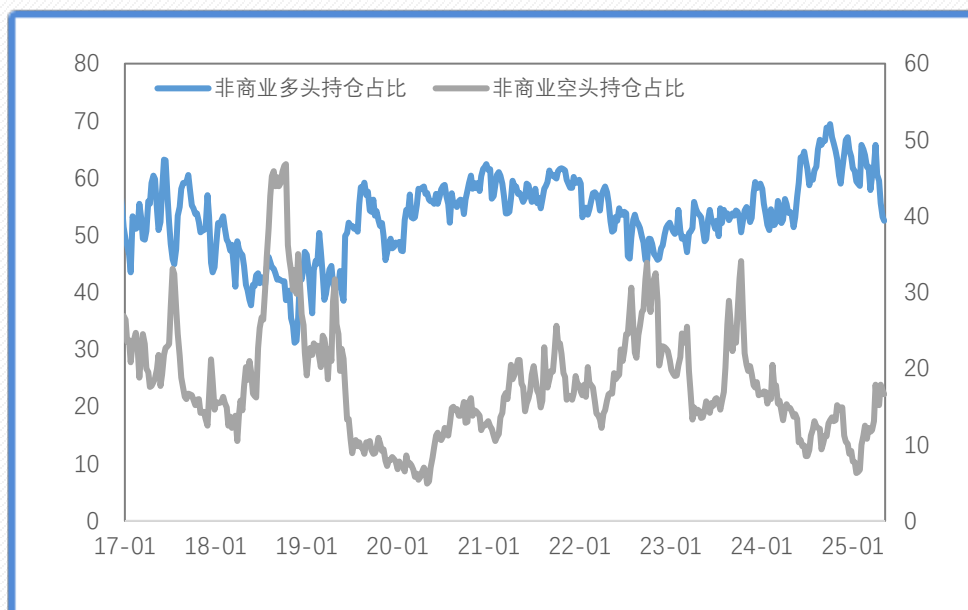
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 6 吨至 938 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 130 吨至 14021 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.2 万手, 其中非商业多头持仓减少 2932 手至 23.7 万手, 空头持仓减少 2111 手至 7.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 52.5%附近, 非商业空头持仓占比下降至 16.6%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



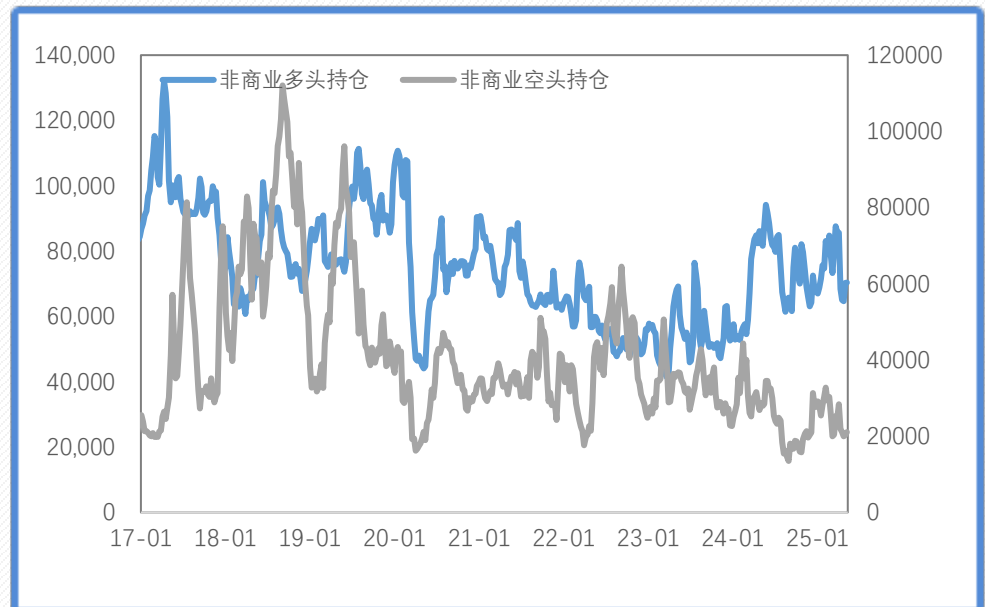
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



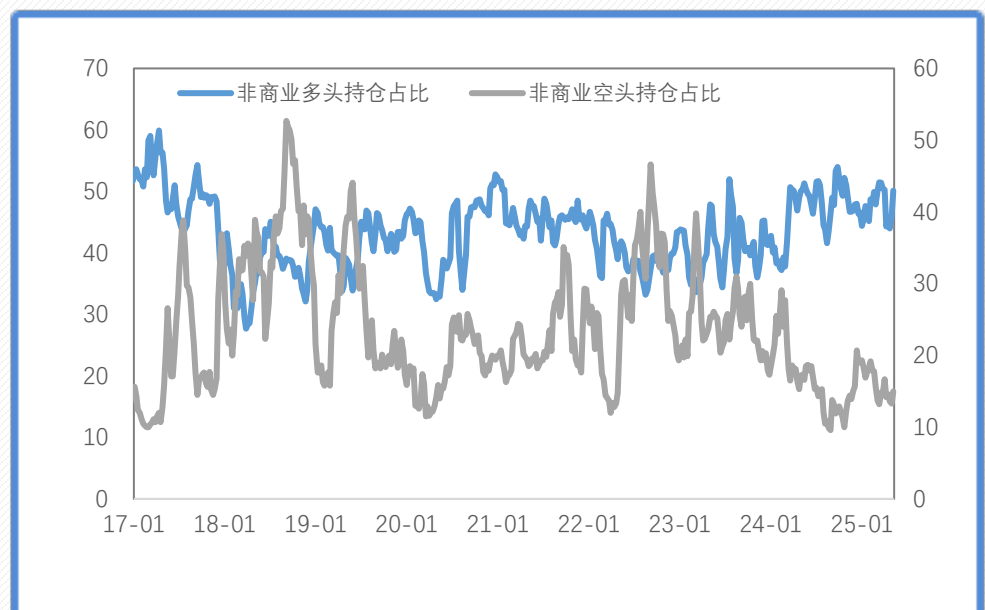
数据来源：Wind

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

4 月出口数据仍然表现出了非常强劲的韧性，关税问题至少从 4 月份看来并没有对中国的出口带来较大影响，当然这也可能有一部分原因是在关税豁免期间抢出口的表现。出口的坚韧与国内精炼铜消费的强劲可以形成相互验证，这种情况可能在 5 月份仍会有所持续，因此短期内国内精炼铜预计仍将维持较强的去库格局，从而对价格、升水、月差带来较为明显的支撑，同时近期国内政治局会议也强调了政策对低价格的指引需求，这也从一定程度上相当于为工业品划定了底线思维。

黄金再度承压，伴随市场风险偏好的回升，预计短期黄金上行空间相对有限，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

CPI、PPI、零售销售、通胀预期、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。