

利多出尽后的隐忧：金属市场转向交易潜在利空？

金属市场周报

2025. 5. 12-2025. 5. 16

摘要：上周目前国内的一些利多因素也被近期的价格运行消化，无论是前期的降准降息，还是4月出口数据保持韧性，抑或是贸易谈判的进展，都没有让市场变得持续亢奋。市场对后续宏观的走弱还是有比较大的担忧。

核心观点

1、上周金价承压，铜价盘整

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 3.72%，白银下跌 1.37%；沪金 2508 合约下跌 4.64%，沪银 2508 合约下跌 1.09%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动 -1.34%、+0.89%。

2、市场更加担忧潜在利空

上周宏观方面较为积极，中美贸易谈判取得超出大部分市场参与者的预期，并且双方后续在一些关键问题上还有进一步缓和的空间。同时，美国宏观数据仍然表现出韧性，并且鲍威尔在讲话中明确指出后续联储的政策框架可能发生调整，不在锚定 2% 的长期通胀目标，这意味着下半年降息的约束实际上有所放松。不过从市场的反映来看，目前价格对宏观方面的利多叙事并不敏感，市场可能更倾向于交易一些潜在利空。

3、黄金继续承压

上周中美谈判结果大幅好于市场预期，两国关税较前期显著下行，同时海外地缘冲突再度放缓，宏观环境整体转向积极，黄金的避险溢价快速下降。另外，尽管美国通胀数据弱于预期，但美联储官员表态依然维持谨慎，货币政策框架或有调整，金价随之承压。黄金延续回调，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。

(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。上周宏观方面较为积极，中美贸易谈判取得超出大部分市场参与者的预期，并且双方后续在一些关键问题上还有进一步缓和的空间。同时，美国宏观数据仍然表现出韧性，并且鲍威尔在讲话中明确指出后续联储的政策框架可能发生调整，不在锚定 2% 的长期通胀目标，这意味着下半年降息的约束实际上有所放松。不过从市场的反映来看，目前价格对宏观方面的利多叙事并不敏感，市场可能更倾向于交易一些潜在利空。

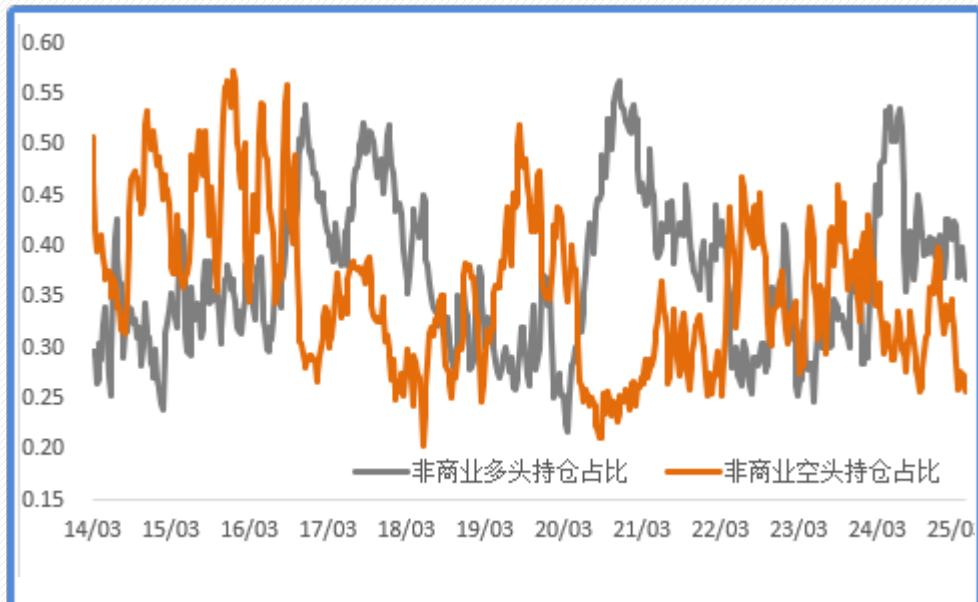
上周 SHFE 铜价震荡整理，同样没有明显的方向性选择。目前国内的一些利多因素已经被近期的价格运行消化，无论是前期的降准降息，还是 4 月出口数据保持韧性，抑或是贸易谈判的进展，都没有让市场变得持续亢奋。市场对后续宏观的走弱还是有比较大的担忧。

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中位数区间，单从持仓来看，并没有特别明显的指引。

图 1：CFTC 基金净持仓

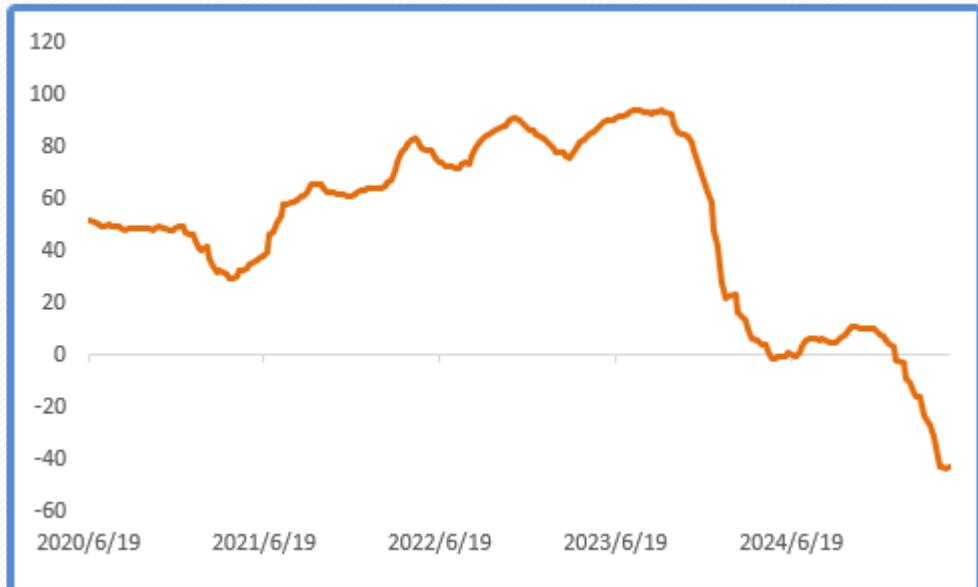


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.62 美元/干吨，较上周跌 0.74 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。当前现货 TC 价格围绕在-40 中位水平。市场参与者对该价格区间接受度普遍较低，持观望状态，硫酸价格作为冶炼副产品，当前价格整体稳定，北方地区出现小幅反弹。短期内铜精矿市场将延续观望态势，TC 价格大概率在-40 美元/干吨中低位区间震荡。下周必和必拓招标结果、安托长单谈判进展将带动价格波动。

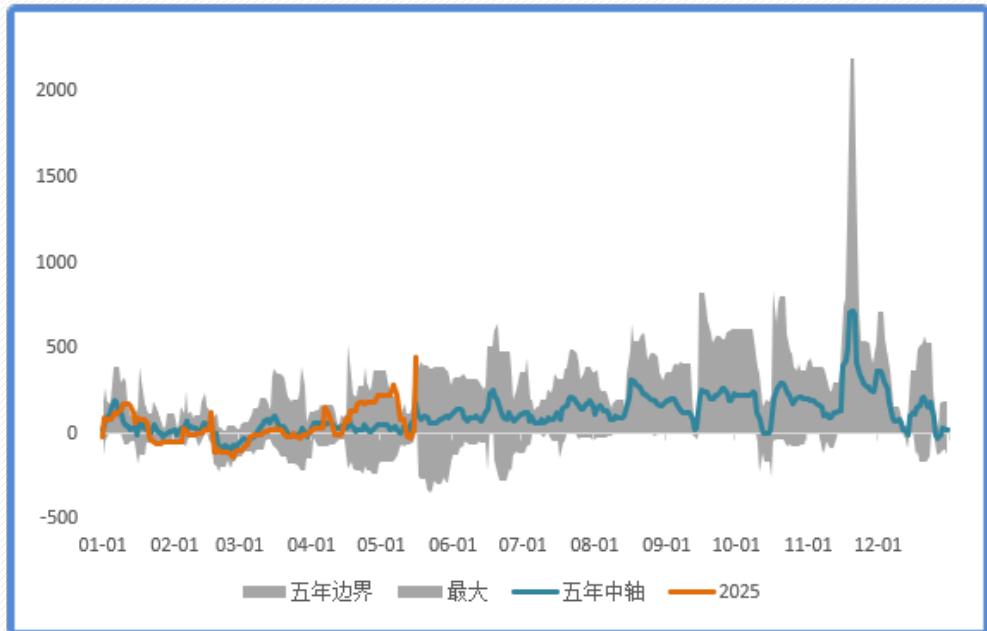
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价维持高位震荡运行，同时下游新增订单表现下滑，加之近月合约 BACK 结构月差高企于 400 元/吨附近，且临近 05 合约交割，下游入市接货情绪谨慎观望为主，日内整体刚需采购为主，消费相对有所走弱。由于目前铜价维持高位震荡运行，下游接货意愿相对有限，同时下周交割仓单预计流出补充市场，现货升水或将承压有所走跌，但考虑到目前库存虽有所回升，但整体仍维持低位运行，加之部分持货商仍存在一定惜售情绪，因此下跌空间或相对有限，周内预计区间运行于升 300~升 400 元/吨附近。

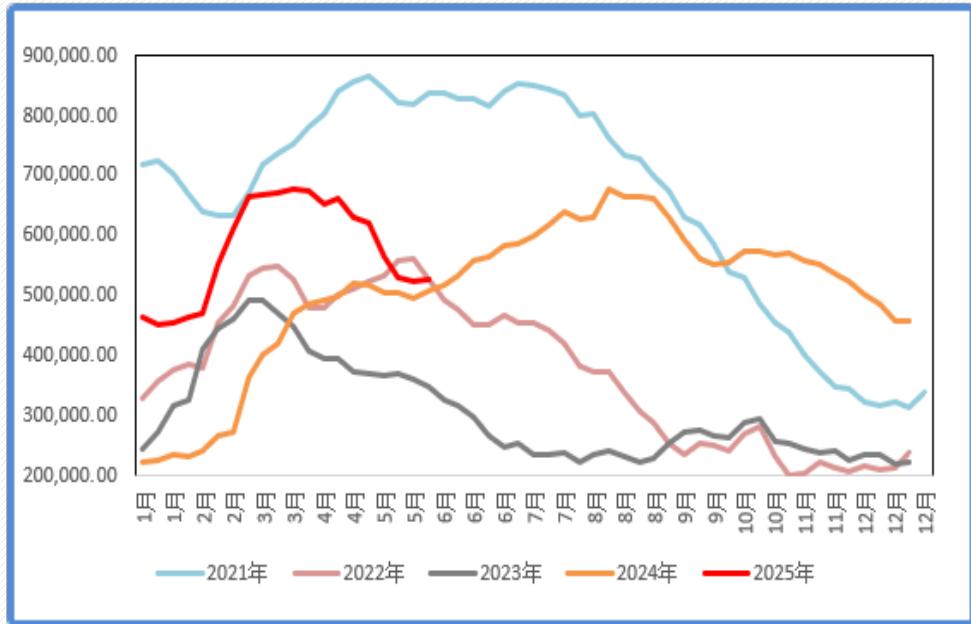
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.57 万吨，较 8 日增 0.93 万吨，较 12 日增 1.08 万吨；上海市场库存环比上周表现增加，由于临近交割换月，且高月差、高铜价背景下，下游企业入市采购情绪表现不佳，部分仓库出库量相对减少，同时国产以及进口货源到货增加，库存因此回升；下周来看，由于铜价高位震荡运行，且下游订单新增相对有限，下游消费提升空间不大，但考虑到市场到货后续亦难有持续性增加，因此库存或继续小幅累库。

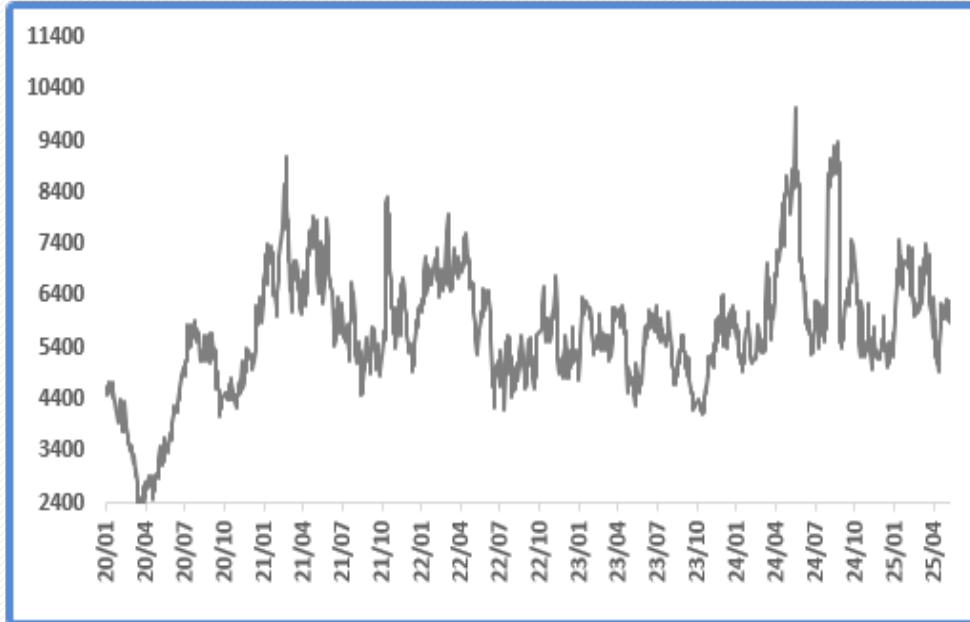
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费大幅提升，各市价格上涨超 200 元/吨；精铜杆产出较为稳定，周内逢低补货订单集中；再生铜杆企业生产环比转好，现货紧张局势略有缓解；精废杆价差、再生铜杆贴水皆呈小幅收缩；国内铜杆社会库存小幅下降。由于高月差影响，精铜杆市场整体消费环比有回落表现，但随着下游提货量的逐步回升，精铜杆企业整体产出将继续恢复，可能部分成品累库企业近期会有减停产现象，但基本属于个别情况；再生铜杆现货供应紧张局势虽有阶段性转好迹象，但市场原料的不确定性较强，目前多数厂家的提产难度依旧较大，后续或仍将出现区域性供应不足的现象。

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

上周贵金属震荡偏弱，COMEX 金银于 3123-3296 美元/盎司、32.7-33.5 美元/盎司区间内运行。上周中美谈判结果大幅好于市场预期，两国关税较前期显著下行，同时海外地缘冲突再度放缓，宏观环境整体转向积极，黄金的避险溢价快速下降。另外，尽管美国通胀数据弱于预期，但美联储官员表态依然维持谨慎，货币政策框架或有调整，金价随之承压。

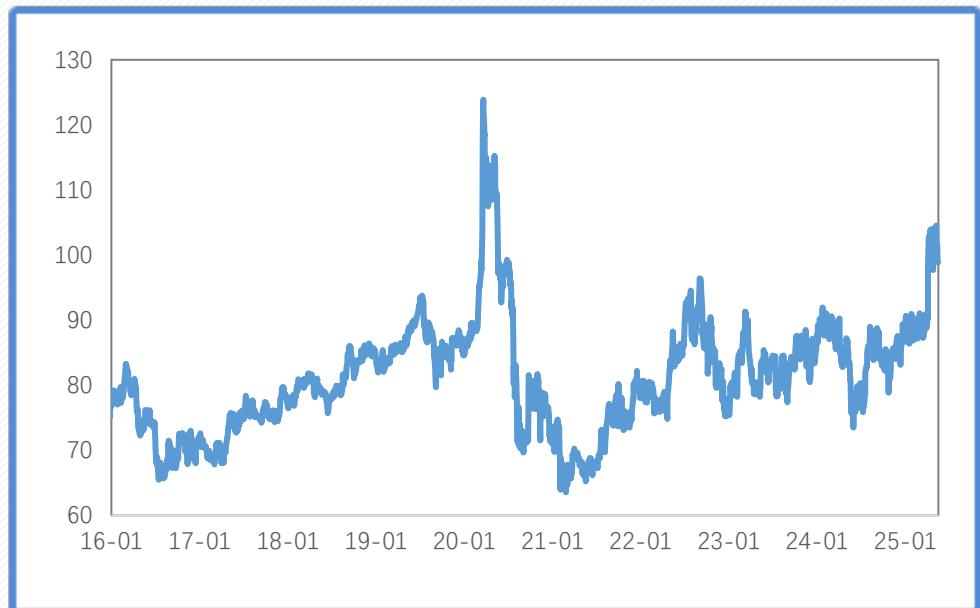
贵金属价格监控

2025/5/16	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3191.8	3326.3	-4.0%
COMEX 白银	32.2	32.7	-1.6%
伦敦金现	3183.0	3324.6	-4.3%
伦敦银现	32.1	32.5	-1.2%
SHFE 黄金	749.8	799.4	-6.2%
SHFE 白银	8083.0	8249.0	-2.0%
上金所黄金 T+D	747.0	798.9	-6.5%
上金所白银 T+D	8062.0	8229.0	-2.0%

(二) 比价与波动率

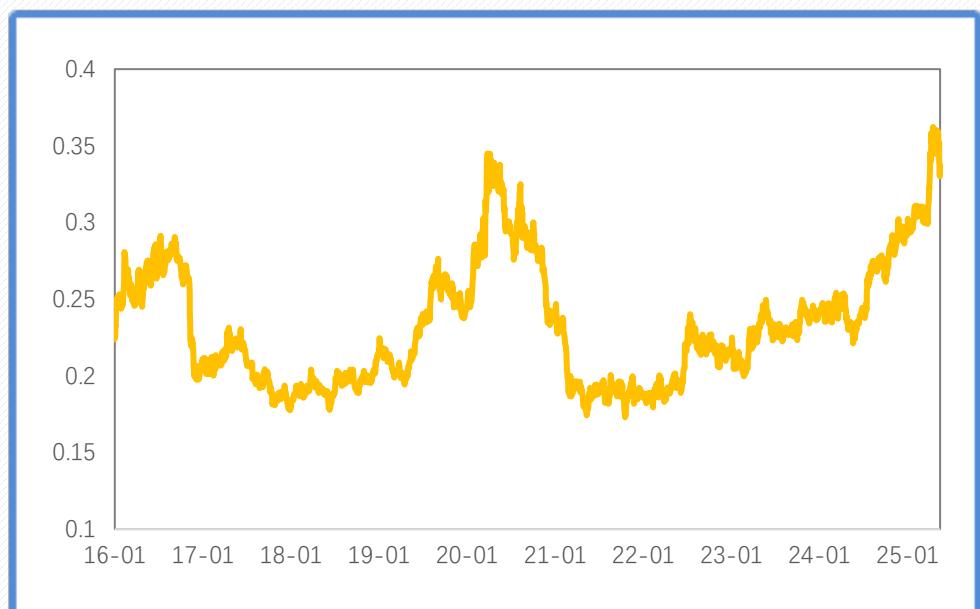
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比震荡下行；铜价震荡而黄金下跌，金铜比震荡下行；原油有所反弹，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



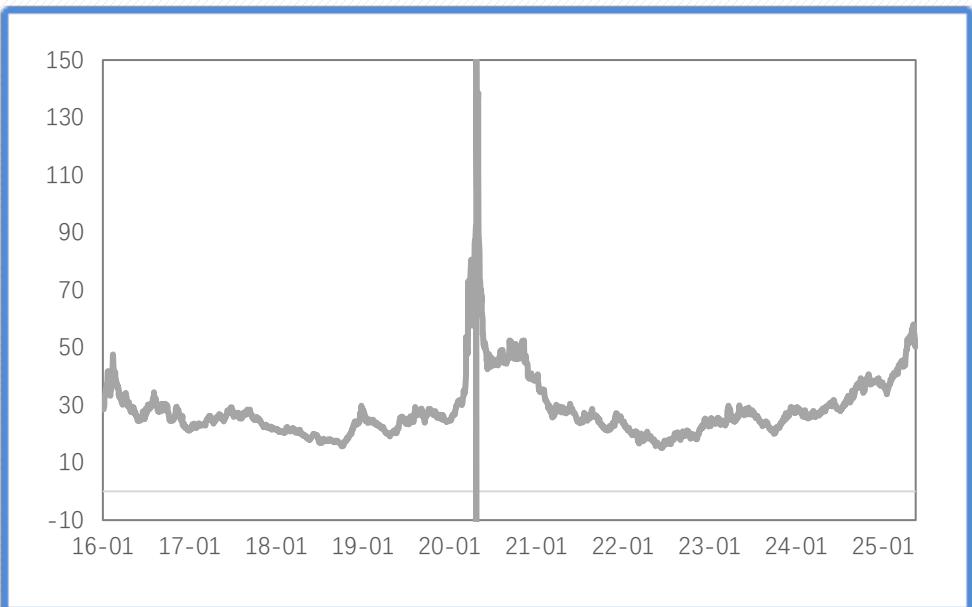
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

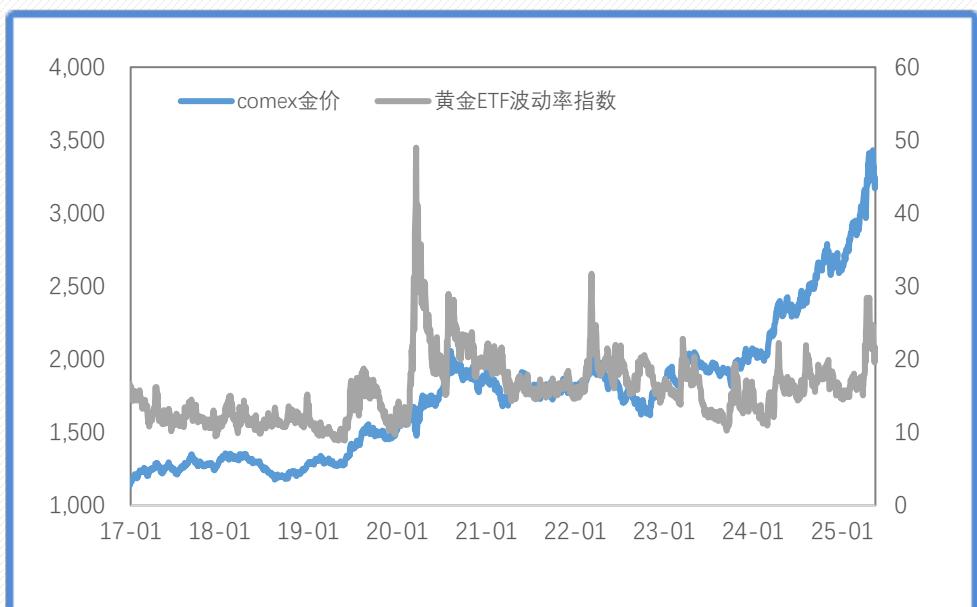
图 8: COMEX 金/WTI 原油



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。

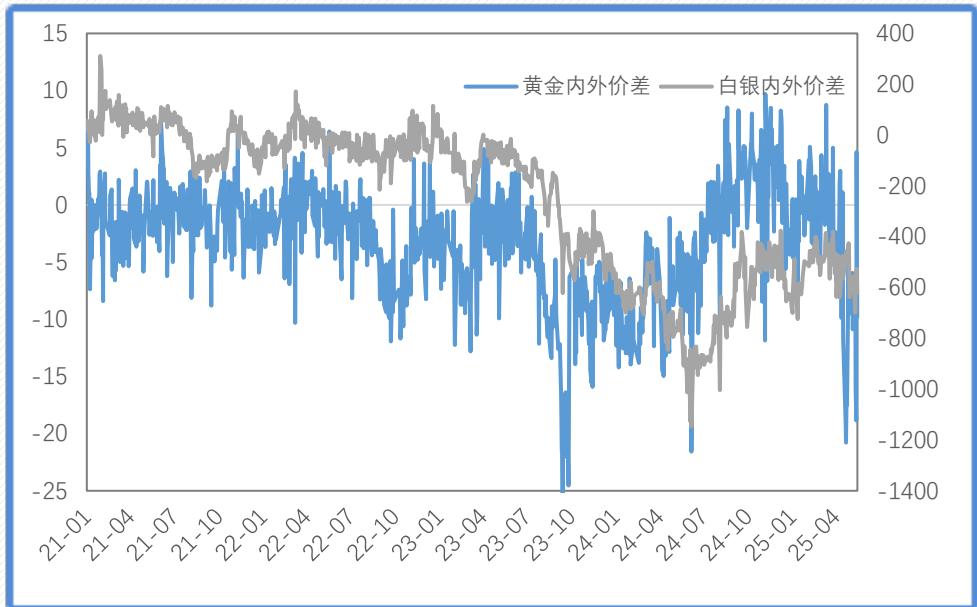
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

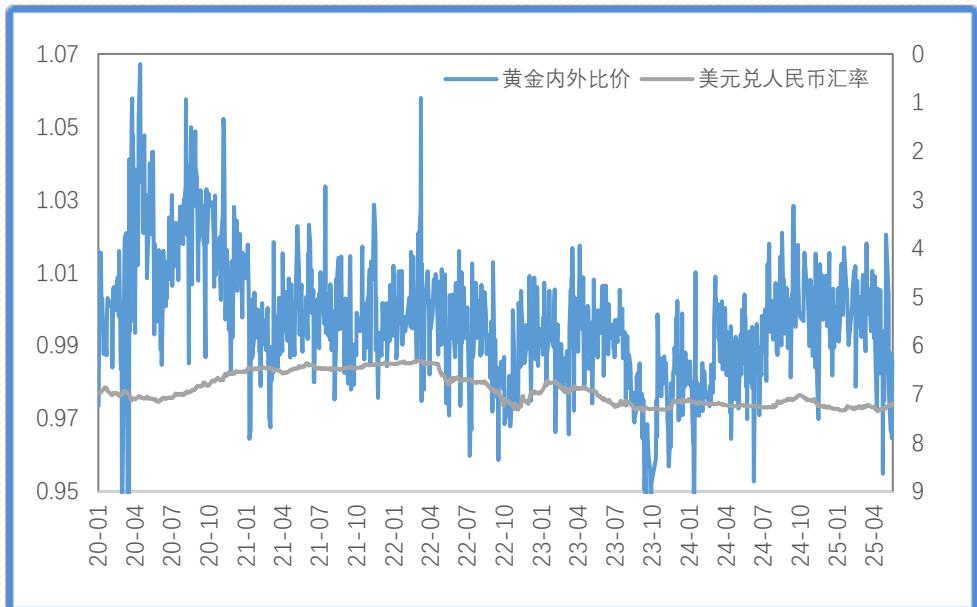
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差有所回落，内外比价有所回升，白银内外价差及比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

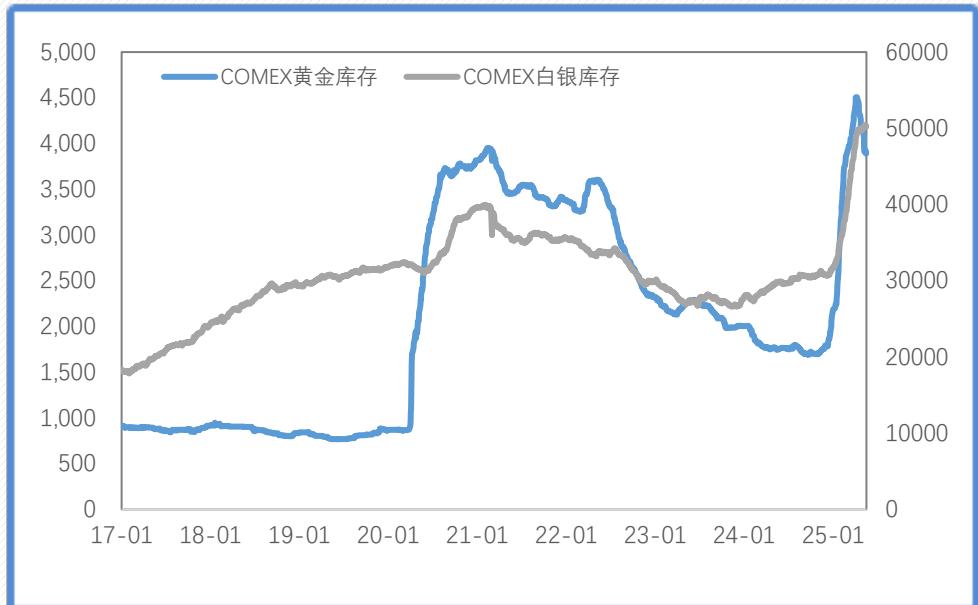


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

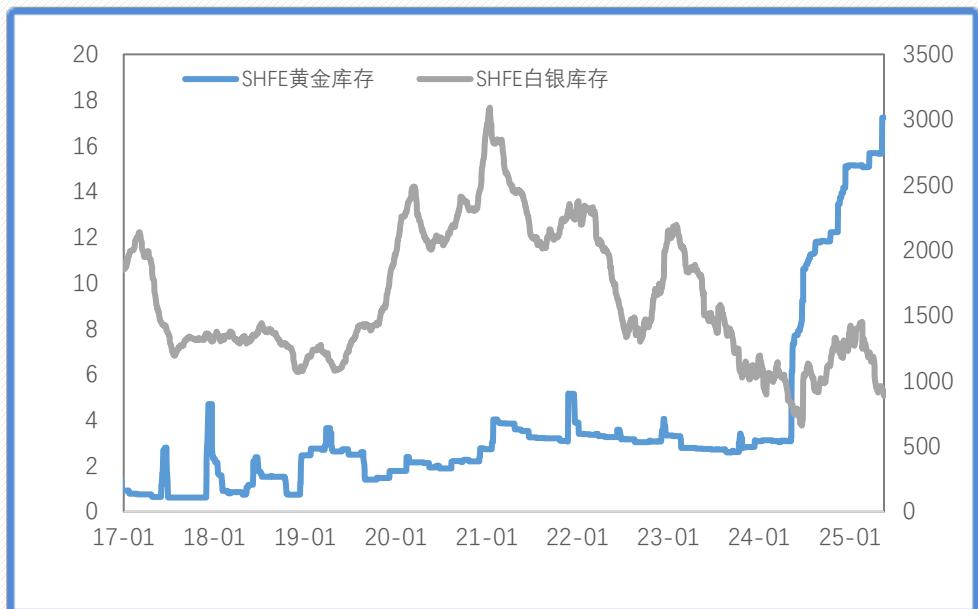
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3892 万盎司，环比减少约 23 万盎司，COMEX 白银库存约为 50216 万盎司，环比减少约 142 万盎司；SHFE 黄金库存约为 17.2 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 887 吨，环比减少约 47 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

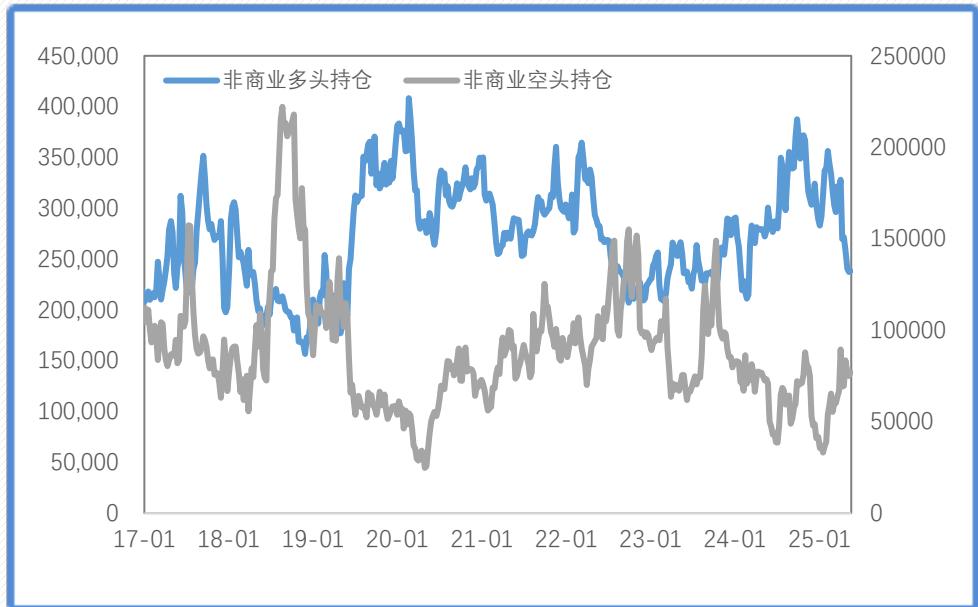
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

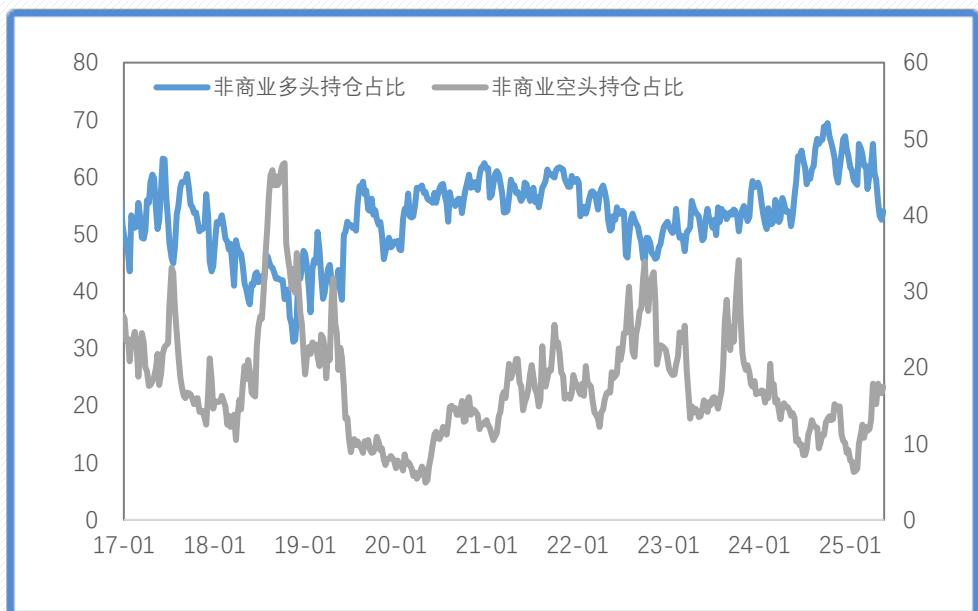
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 19 吨至 919 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 49 吨至 13971 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.5 万手，其中非商业多头持仓增加 746 手至 23.8 万手，空头持仓增加 2034 手至 7.7 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周上升至 54%附近，非商业空头持仓占比上升至 17.5%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



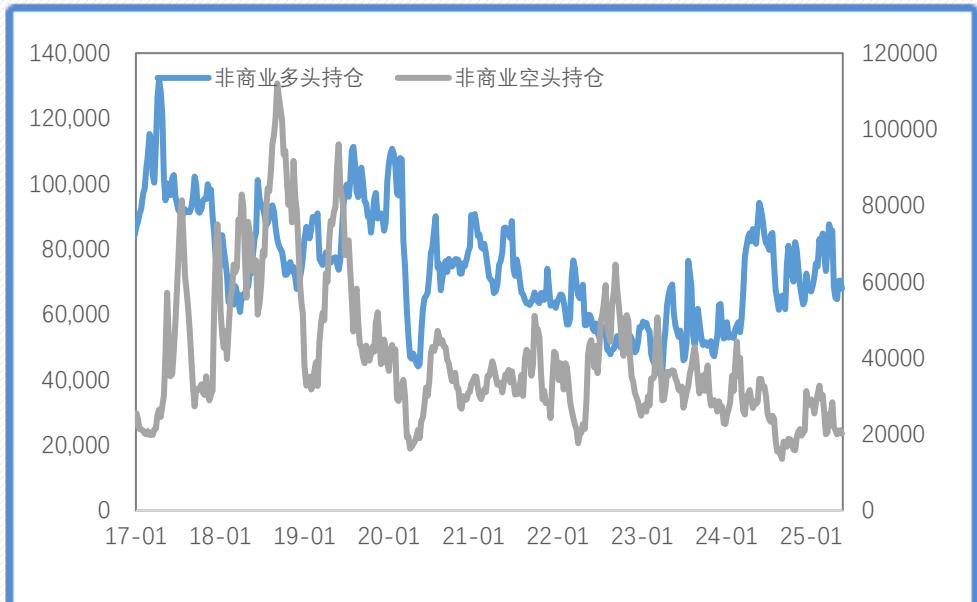
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



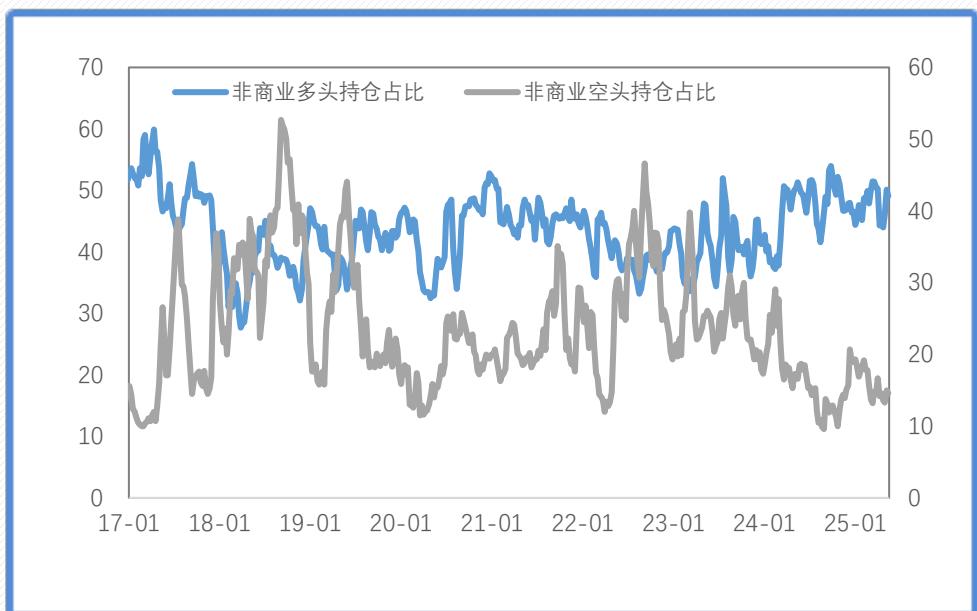
数据来源: Wind

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

目前国内的一些利多因素已经被近期的价格运行消化，无论是前期的降准降息，还是 4 月出口数据保持韧性，抑或是贸易谈判的进展，都没有让市场变得持续亢奋。市场对后续宏观的走弱还是有比较大的担忧。

黄金延续回调，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

美国 PMI、初请失业金人数、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。