

不确定性加剧，贵金属反弹、铜地区间价差再次扩大

金属市场周报

2025. 5. 19–2025. 5. 23

摘要：上周整体缺乏宏观数据的显著指引，市场情绪表现也较为谨慎。不过周中特朗普一度重新强调对欧盟的关税税率应该有 50%，此番言论使得市场陷入短期的 RISK OFF 情绪之中，黄金显著反弹，铜价回落的幅度并不深。随后市场可能更加担忧对于铜增加 25% 的关税税率，导致 COMEX 铜价显著上涨，地区之间的价差再次扩大。

核心观点

1、上周金铜显著走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 4.75%，白银上涨 3.73%；沪金 2508 合约上涨 3.76%，沪银 2508 合约上涨 2%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+5.96%、-0.45%。

2、关税担忧重燃，价差再度拉大

上周铜价整体仍然缺乏显著驱动，周内大部分时间横盘震荡为主，缺乏宏观数据的显著指引，市场情绪表现也较为谨慎。周中特朗普一度重新强调对欧盟的关税税率应该有 50%，此番言论使得市场陷入短期的 risk off 情绪之中，但是铜价回落的幅度并不深。随后市场可能更加担忧对于铜增加 25% 的关税税率，导致 COMEX 铜价显著上涨，地区之间的价差再次扩大。

3、不确定性加剧，贵金属价格反弹

上周海外市场不确定性较前期再次增强，主要因美债信用危机引发市场担忧，同时特朗普再度提及关税问题，威胁对欧盟商品直接征收 50% 关税引发欧盟强烈反对，市场避险情绪由此回升，贵金属价格随之反弹。中长期来说黄金的上行趋势并未改变，海外不确定性持续叠加美元的信用逻辑依然支撑金价走强，关注海外潜在流动性风险。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡偏强，上周铜价整体仍然缺乏显著驱动，周内大部分时间横盘震荡为主，缺乏宏观数据的显著指引，市场情绪表现也较为谨慎。周中特朗普一度重新强调对欧盟的关税税率应该有 50%，此番言论使得市场陷入短期的 *risk off* 情绪之中，但是铜价回落的幅度并不深。随后市场可能更加担忧对于铜增加 25% 的关税税率，导致 COMEX 铜价显著上涨，地区之间的价差再次扩大。

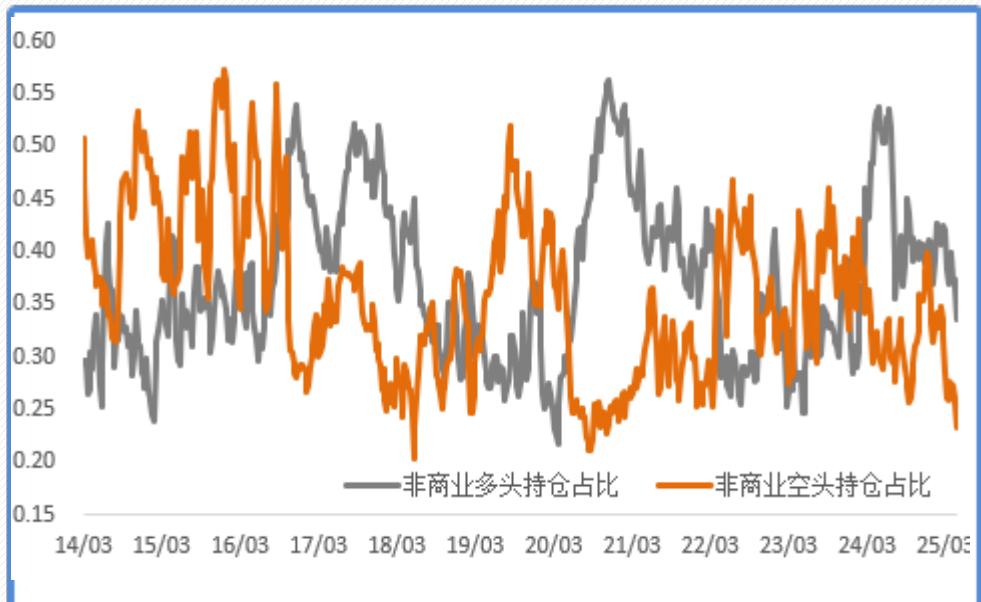
上周 SHFE 铜价震荡整理，同样没有明显的方向性选择。目前国内的一些利多因素已经被近期的价格运行消化，无论是前期的降准降息，还是 4 月出口数据保持韧性，抑或是贸易谈判的进展，都没有让市场变得持续亢奋。市场对后续宏观的走弱还是有比较大的担忧，不过我们也很难在近期就看到明显的下跌，即便有利空因素也需要时间来进一步发酵。

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 结构已经有所收敛，主要在于近期国内精炼铜社会库存有所累积，并且出库等指标也明显走弱，4 月份国内精炼铜消费爆表很难在接下来两个月维持。不过我们仍然认为月差的 borrow 策略仍然是理想的策略，后续可以选择较远月合约逢低继续 borrow。

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

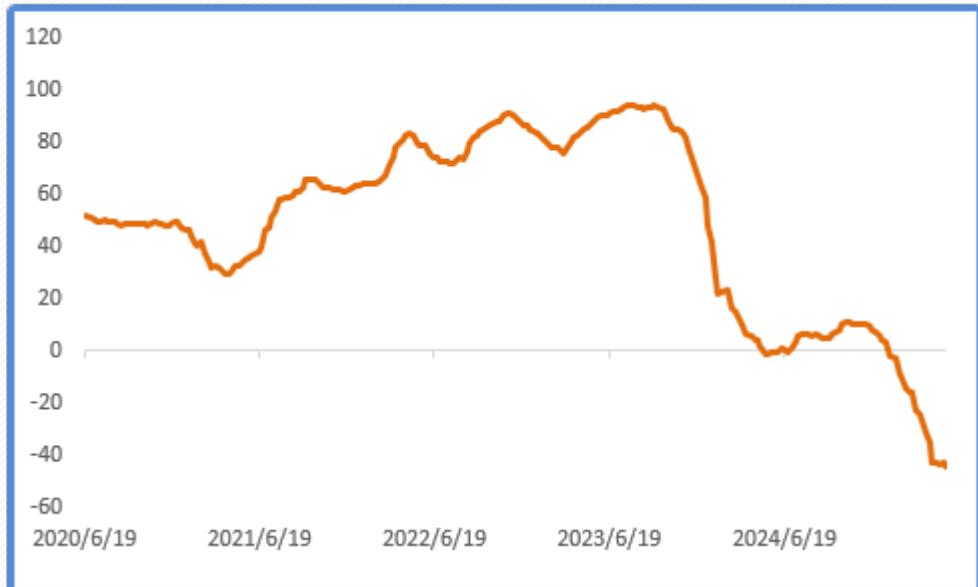


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.70 美元/干吨，较上周跌 0.08 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度较低，铜精矿现货市场较为冷清，现货市场 TC 成交有限，TC 小幅下降。BHP 针对冶炼厂 7 月船期，作价期 M+3 货物，截标价格为-45 美元/干吨，较上次截标价格-44 美元/干吨有小幅下降。近期市场成交有限，市场整体交易氛围较为平静，市场参与者主要关注安托的半年谈判。BHP 的价格将会影响近期的现货 TC 价格，但是铜精矿 TC 价格短期内预计将保持企稳态势。冶炼厂成本压力限制了价格进一步下行空间。

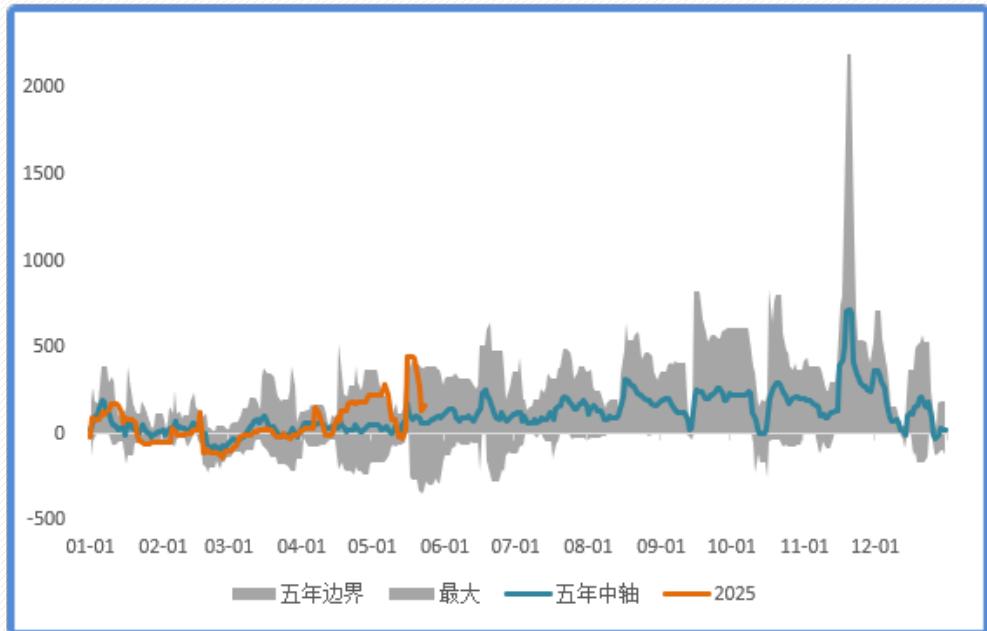
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价仍维持高位震荡运行，但部分时间随着绝对价格下移，下游新增订单有所增加，同时现货升水高位走跌明显，下游入市采购补库情绪表现提振，整体消费相对有所回升，但市场谨慎观望情绪仍存。临近端午节假，下游企业预计存在一定备货需求，但考虑到临近月底，消费虽有所回升，但增加空间或相对不多，然短期随着低价货源消化完毕，同时主流品牌流通货源仍相对较少，部分持货商仍存在一定惜售情绪，因此下周升水重心预计上抬，整体或区间运行于升 150~300 元/吨。

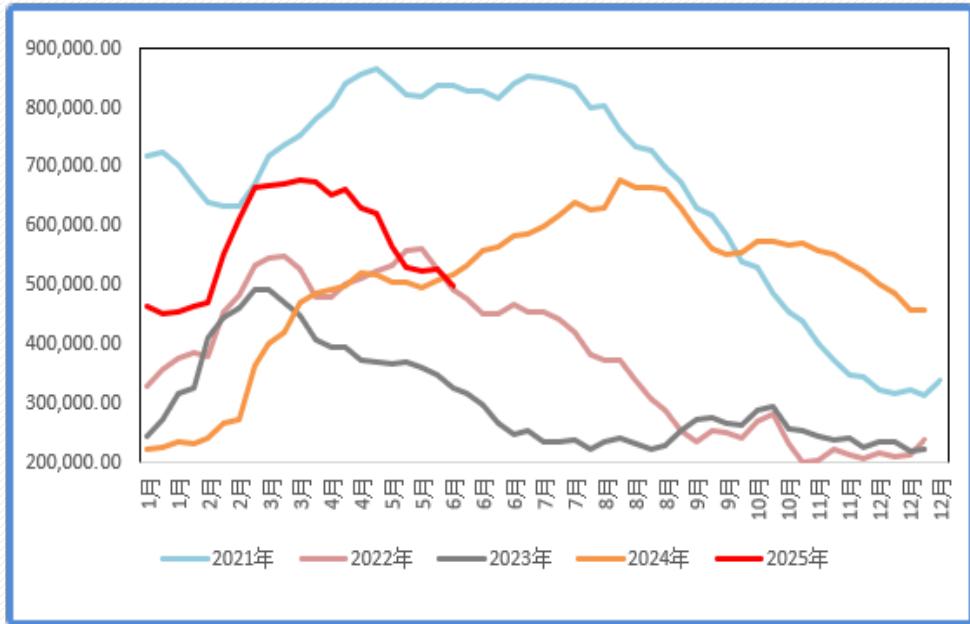
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.57 万吨，较 15 日增 0.80 万吨，较 19 日增 0.18 万吨；上海市场库存环比上周继续表现增加，由于周内进口铜清关流入量相对前期有所增加，同时铜价高位震荡，下游企业部分时间采购情绪稍显谨慎，市场仓库出库量一般；下周来看，周内仍有进口铜到货流入，但国内货源仍相对较少，且节假下游备货情绪或有所显现，消费预计表现回升，库存仍有望重新下降。

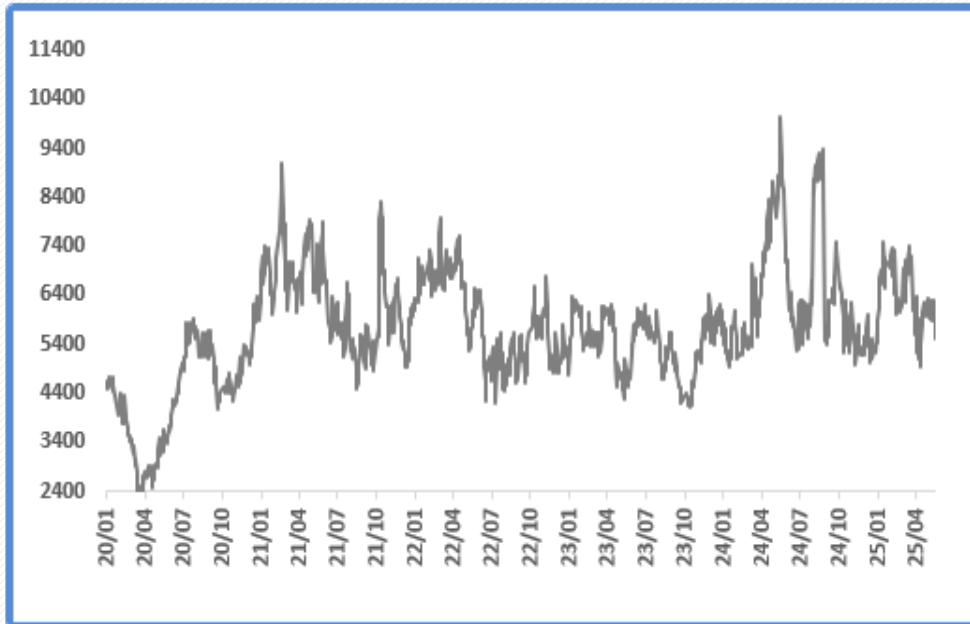
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费回落明显，多数市场下跌幅度超过 200 元/吨；精铜杆企业订单表现略有回升，部分企业在周内进行检修；再生铜杆生产未见明显改善，市场现货交易为主；精废杆价差、再生铜杆贴水均有收窄；国内铜杆社会库存几乎持平。由于近期新增订单的减少，精铜杆企业的生产活跃度有所降低，不过随着下周检修的陆续结束，市场的产出有阶段性恢复的趋势，但依然要注意目前订单减弱后，市场企业会在月末假期择机检修。再生铜杆产销均处于偏低的状态，现货供应和前期订单的交付是主要关键点，需要注意后续行业调整的趋势对未来企业生产的影响。

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

上周贵金属显著反弹，COMEX 金银于 3207-3367 美元/盎司、32.2-33.9 美元/盎司区间内运行。上周海外市场不确定性较前期再次增强，主要因美债信用危机引发市场担忧，同时特朗普再度提及关税问题，威胁对欧盟商品直接征收 50% 关税引发欧盟强烈反对，市场避险情绪由此回升，贵金属价格随之反弹。

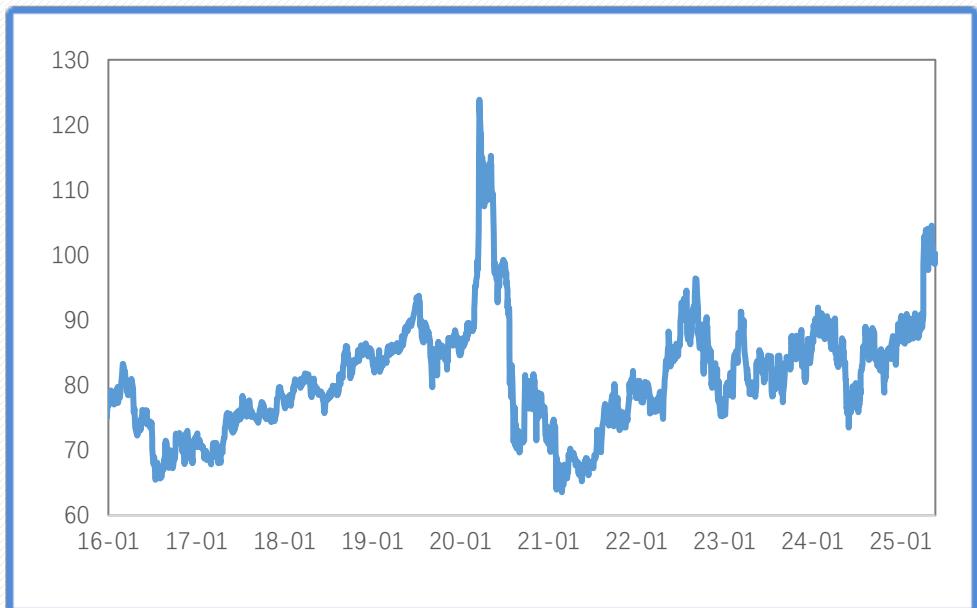
贵金属价格监控

2025/5/23	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3351.0	3191.8	5.0%
COMEX 白银	33.5	32.2	4.2%
伦敦金现	3342.7	3183.0	5.0%
伦敦银现	33.1	32.1	3.0%
SHFE 黄金	778.0	762.0	2.1%
SHFE 白银	8243.0	8152.0	1.1%
上金所黄金 T+D	775.7	758.6	2.3%
上金所白银 T+D	8244.0	8172.0	0.9%

(二) 比价与波动率

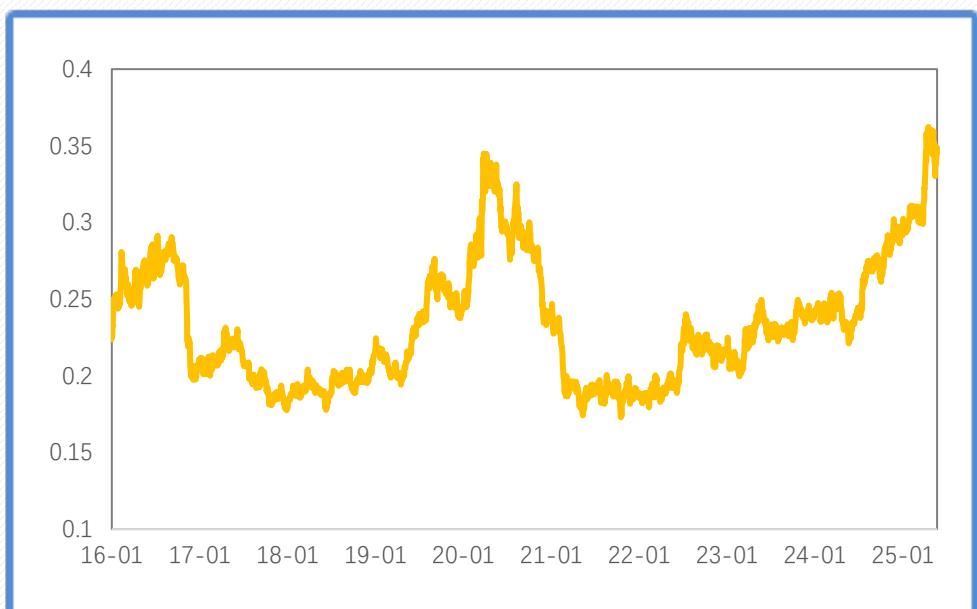
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡上行；铜价震荡而黄金上涨，金铜比震荡上行；原油小幅回落，金油比显著上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



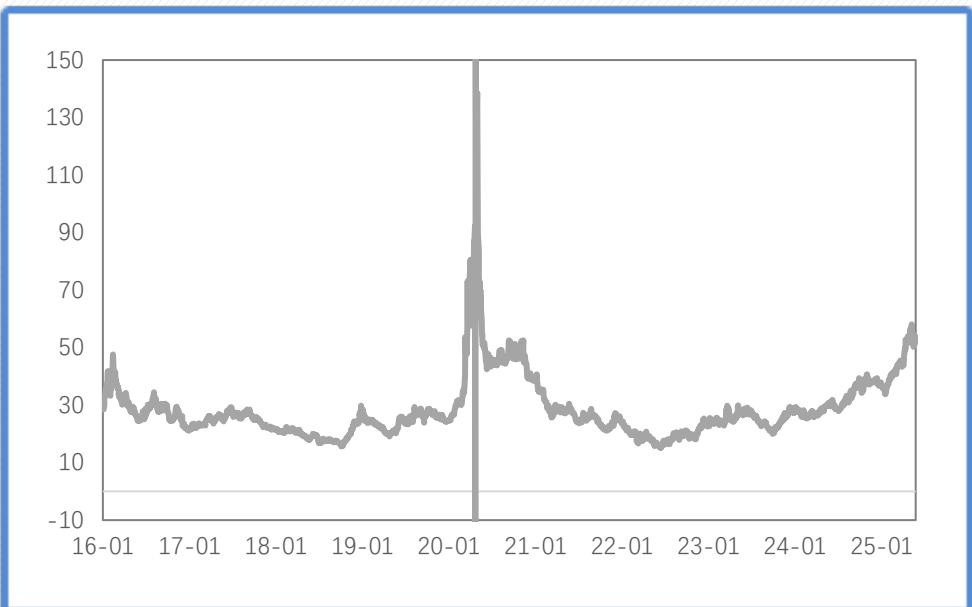
数据来源: Wind

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 小幅反弹，特朗普重新强调关税问题，避险情绪随之回升，黄金波动率有所上行。

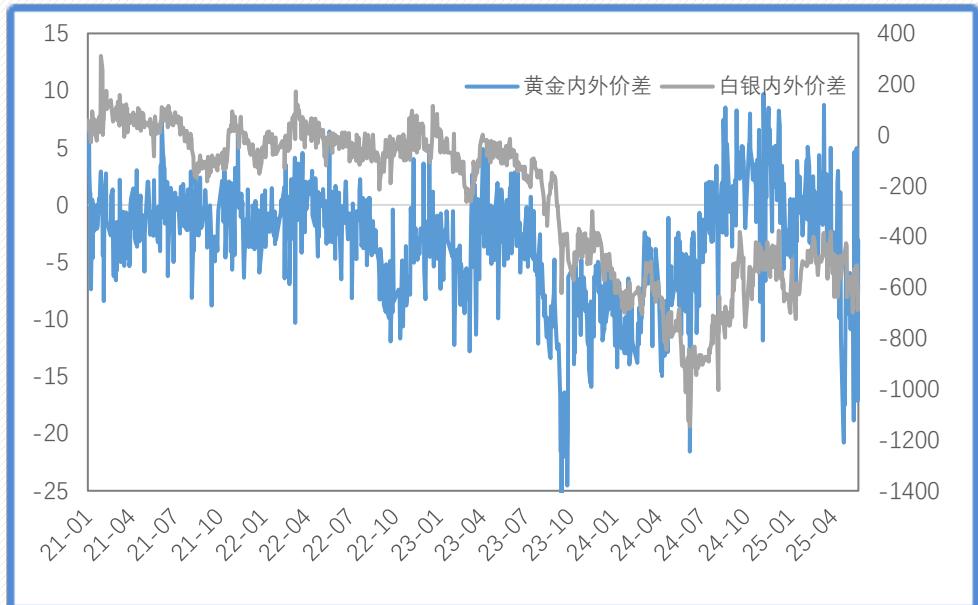
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

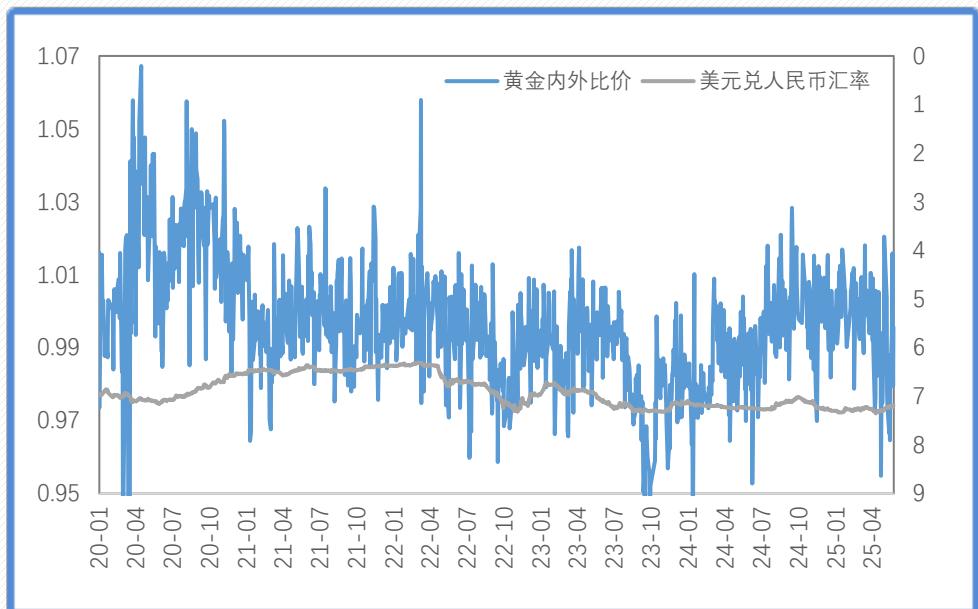
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所回升，白银内外价差及比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

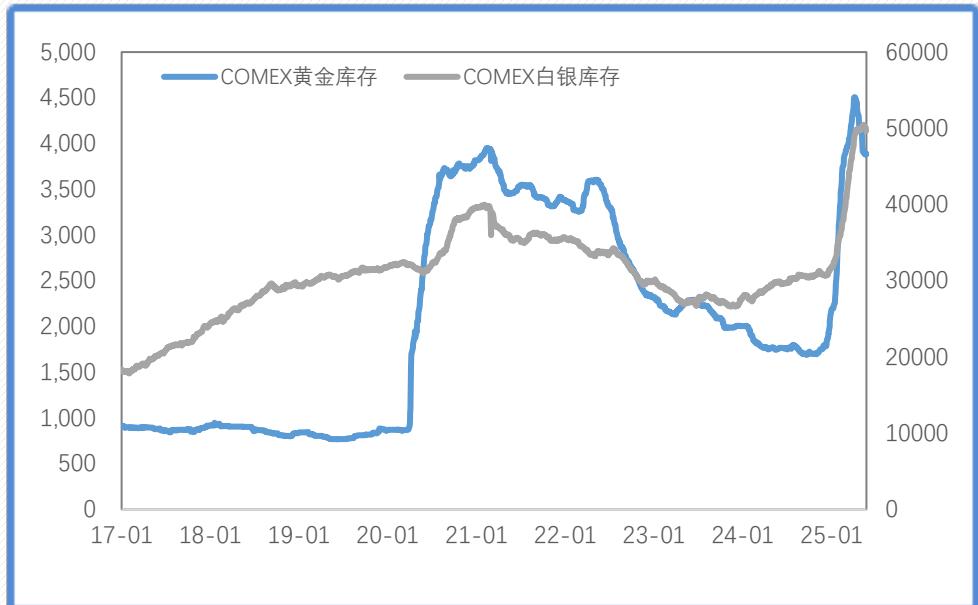


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

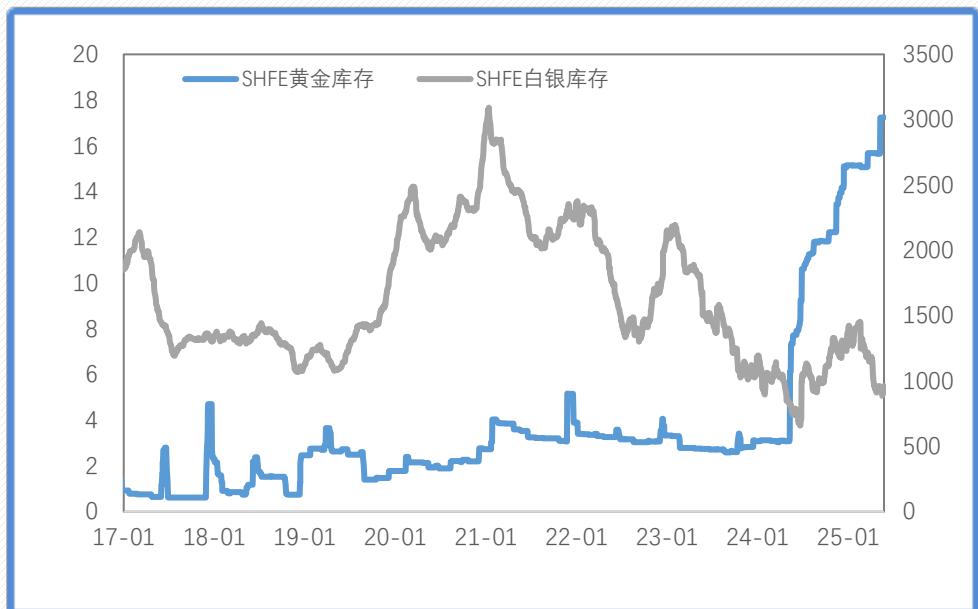
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3879 万盎司，环比减少约 13 万盎司，COMEX 白银库存约为 49669 万盎司，环比减少约 547 万盎司；SHFE 黄金库存约为 17.2 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 961 吨，环比增加约 74 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

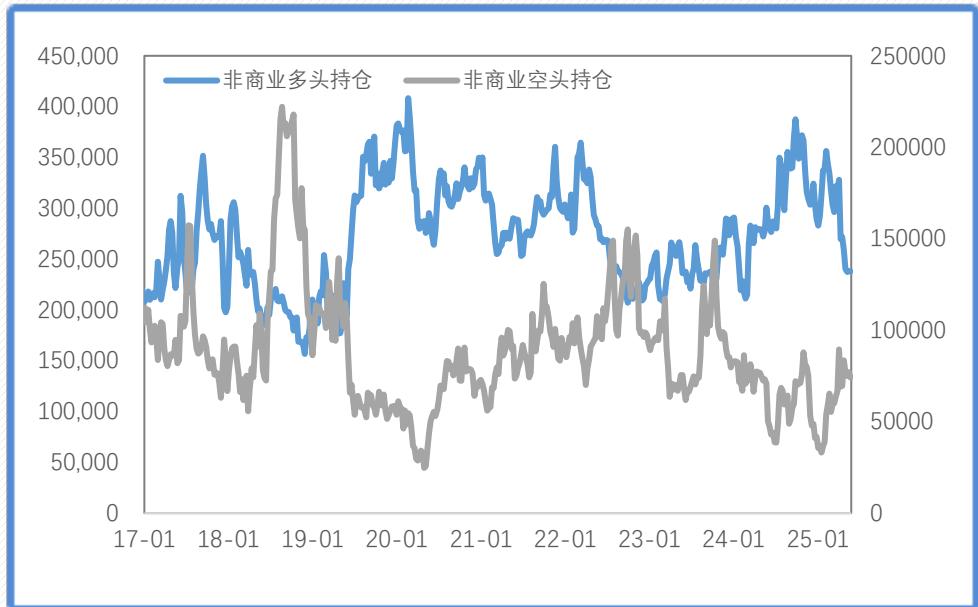
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

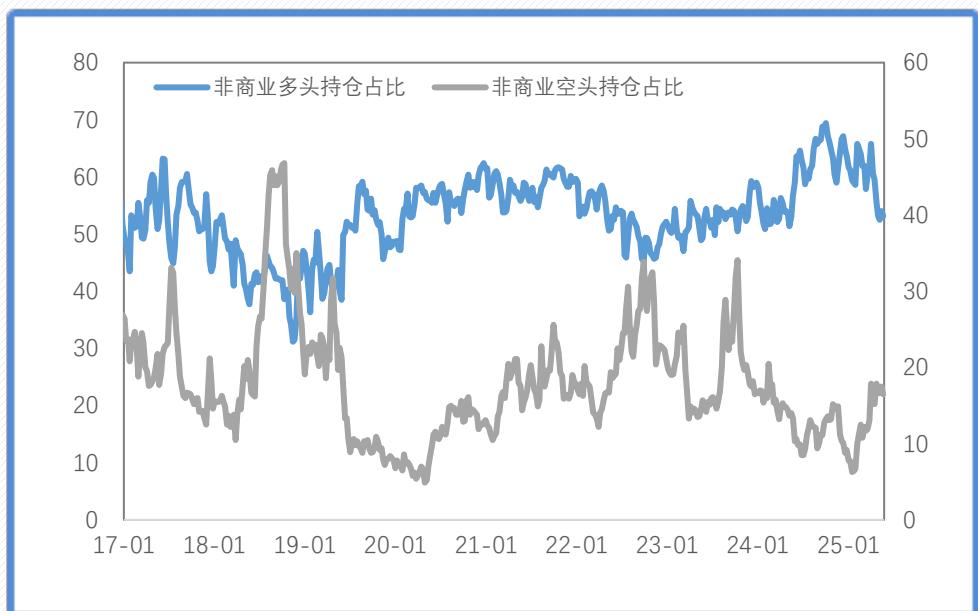
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 3.7 吨至 922 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 303 吨至 14218 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.2 万手，其中非商业多头持仓减少 129 手至 23.8 万手，空头持仓减少 2901 手至 7.4 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 53%附近，非商业空头持仓占比下降至 16.5%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



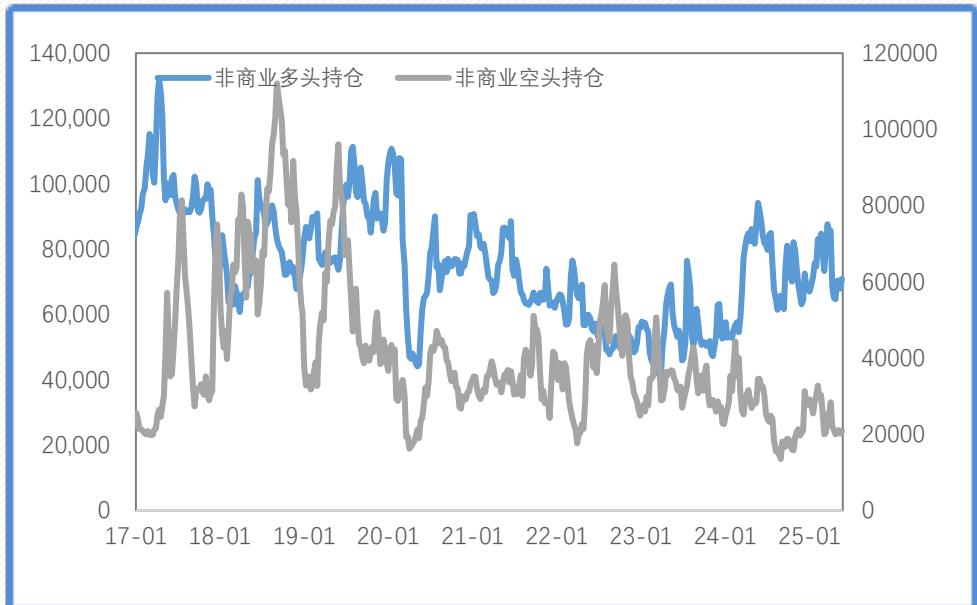
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



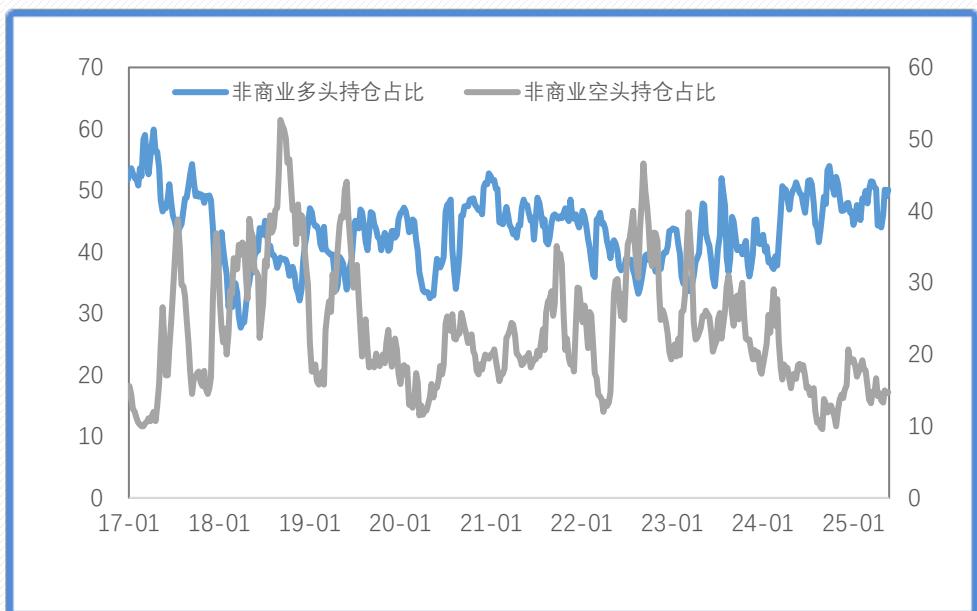
数据来源: Wind

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也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，不过我们也很难在近期就看到明显的下跌，即便有利空因素也需要时间来进一步发酵。

中长期来说黄金的上行趋势并未改变，海外不确定性持续叠加美元的信

用逻辑依然支撑金价走强，关注海外潜在流动性风险。

关注及风险提示

初请失业金人数、核心 PCE、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。