

地缘风险与降息预期共振，黄金再启升势、铜价有所承压

摘要：周初中美伦敦谈判结束，双方发表谈判声明，声明整体相对中性，达成短期效果但是仍体现出了一些重大分歧，市场整体的定价也相对中性偏多。周中美国对在以色列和伊朗的公民发出警告，市场情绪有所 RISK OFF，随后以色列开始对伊朗进行空中打击，并且打击规模较大，市场进入 RISK OFF 模式，原油大幅上涨，黄金在避险交易的推动下有所上行，铜价应声回落。

金属市场周报

2025. 6. 9-2025. 6. 13

核心观点

1、上周金价走强，铜价回落

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 3.65%，白银上涨 0.66%；沪金 2508 合约上涨 1.42%，沪银 2508 合约下跌 0.67%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.68%、-1.17%。

2、风险偏好回落，铜价有所承压

周初中美伦敦谈判结束，双方发表谈判声明，声明整体相对中性，达成短期效果但是仍体现出了一些重大分歧，市场整体的定价也相对中性偏多。周中美国对在以色列和伊朗的公民发出警告，市场情绪有所 risk off，随后以色列开始对伊朗进行空中打击，并且打击规模较大，市场进入 risk off 模式，原油大幅上涨，黄金在避险交易的推动下有所上行，铜价应声回落。

3、避险情绪回升，金价再度上行

上周 CPI 全面低于市场预期，降息预期由此回升，美元应声回落，同时伊以冲突再度恶化，市场避险情绪再起，金价由此再度走强。当前中东地缘冲突持续发酵下，黄金的上行趋势或将延续，短期来看存在再度上冲至前高的可能，关注地缘形式的变化及本周的美联储议息会议。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回落，宏观层面波动较大。周初中美伦敦谈判结束，双方发表谈判声明，声明整体相对中性，达成短期效果但是仍体现出了一些重大分歧，市场整体的定价也相对中性偏多。周中美国对在以色列和伊朗的公民发出警告，市场情绪有所 risk off，随后以色列开始对伊朗进行空中打击，并且打击规模较大，市场进入 risk off 模式，原油大幅上涨，黄金在避险交易的推动下有所上行，铜价应声回落。

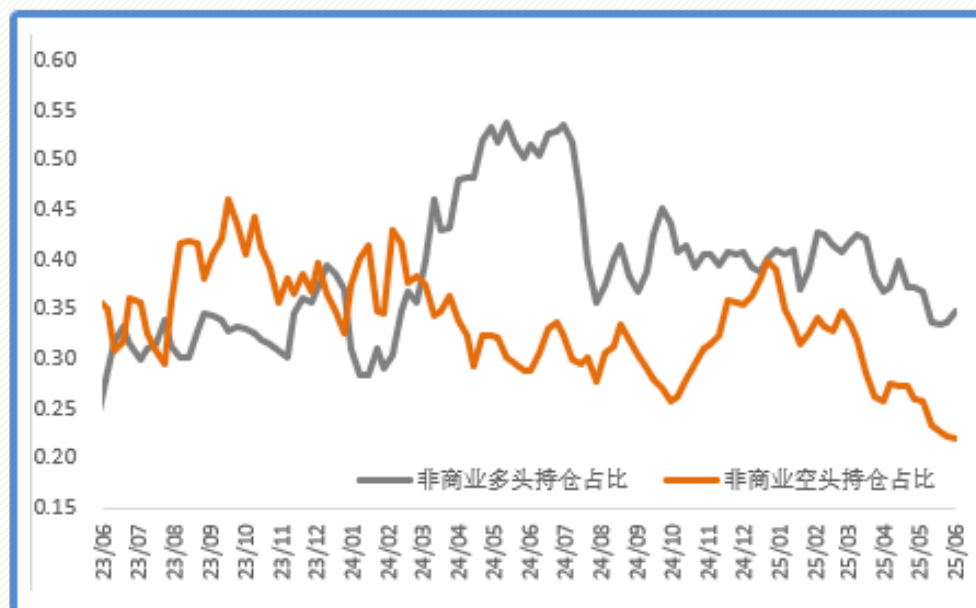
上周 SHFE 铜价震荡回落，6 月国内精炼铜消费仍有环比走弱的迹象，这使得做多铜价的因素有所顾忌。虽然目前的走弱从去年来看仍在合理范围之内，并不会带来较大的抛空压力，但是在需求走弱的迹象明显消失之前，做多的力量可能会十分谨慎，我们认为要激化下游的买入积极性还是需要价格一定程度的回落来调节，全年来看需求仍然充满韧性。

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 铜库存的交仓仍在继续，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下位移，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。我们认为近期月差上可能并没有什么特别合适的策略，7 月是消费淡季，要坐可能也得是在 9 月，但是目前 9-10 的月差已经在 200 元左右，安全边际并不合适，可以先做观望。

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，单从持仓来看，并没有特别明显的指引。

图 1：CFTC 基金净持仓

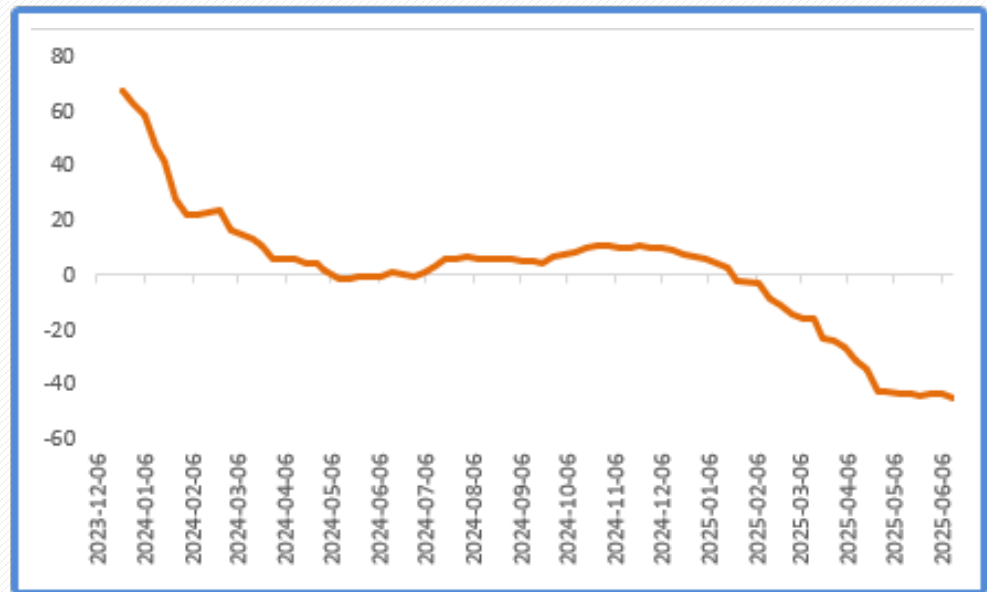


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.81--43 美元/干吨，Mysteel 干净铜精矿现货价 2558-2583 美元/干吨，周均价 2571 美元/干吨，较上周涨 19 美元/干吨。近期铜精矿现货 TC 市场显示，TC 交易差值较大，价格延续近期态势。BHP 本周招标，预计下周二截标，市场参与者较为关注，近期铜精矿现货市场稳定，加工费主流在 -40 至 -45 区间波动，市场参与者认为价格已达底部，部分贸易商调整操作策略。

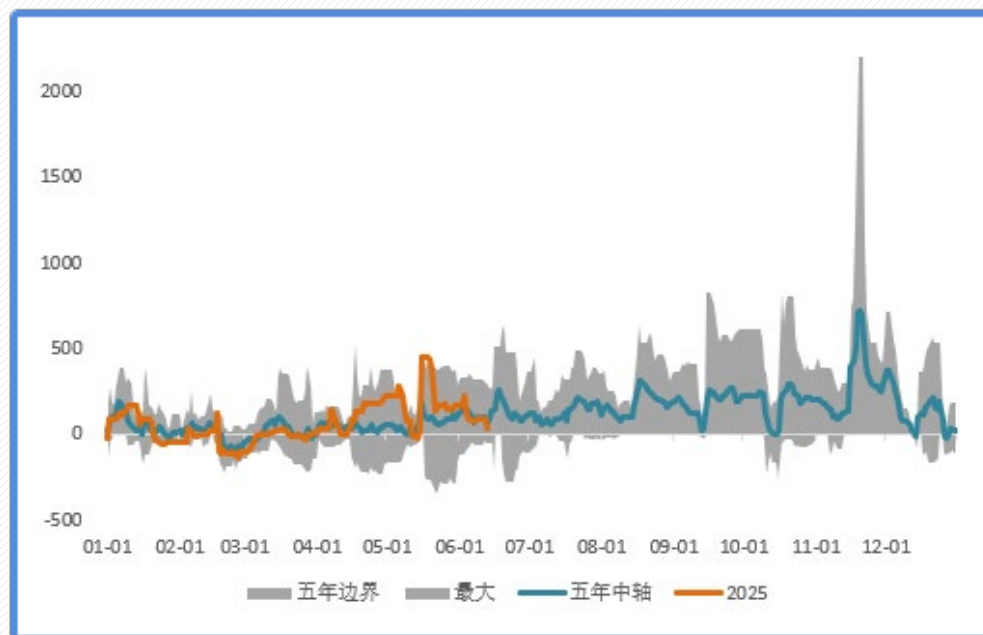
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价大部分时间维持高位震荡运行，但整体重心仍有所上移，且下游企业新增订单表现较为一般，因此日内采购需求仍以刚需接货为主；同时临近交割换月，下游接货情绪表现谨慎，压价情绪稍显浓厚。由于目前冶炼厂积极出口动作，预计市场仓库国产货源到货仍难有增量，同时进口窗口关闭，进口货源清关流入量有限，短期社库预计维持低位运行；且铜价高位运行，下游消费回升空间亦相对不多，升水上涨压力仍存，因此升水或区间运行于升 0~升 250 元/吨。

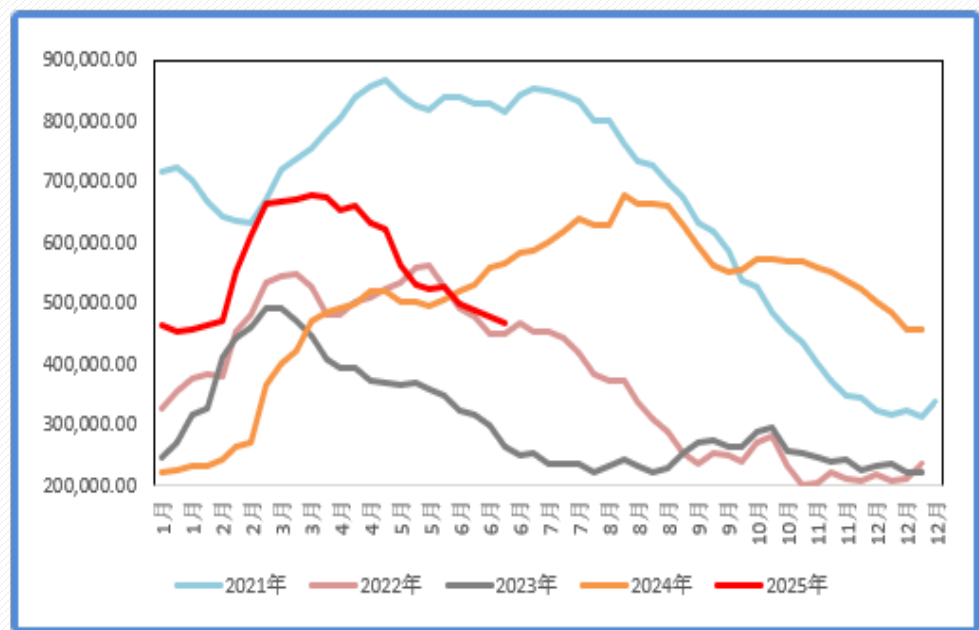
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 14.38 万吨，较 5 日降 1.37 万吨，较 9 日降 0.51 万吨；上海市场库存环比上周表现下降，由于市场仓库不论进口还是国产货源到货再度较少，虽铜价震荡上涨，下游消费同样有限，但整体入库量偏少，出库量相对正常，库存因此去库；下周来看，市场到货仍相对有限，且铜价高位运行，下游需求难有明显提振，预计库存继续表现去库。广东市场库存环比上周小幅下降。主因市场各冶炼厂发货减少，叠加下游长单需求支撑，仓库出库量未有明显下滑；后续来看，下周市场到货量不多，因此库存维持小幅下降。

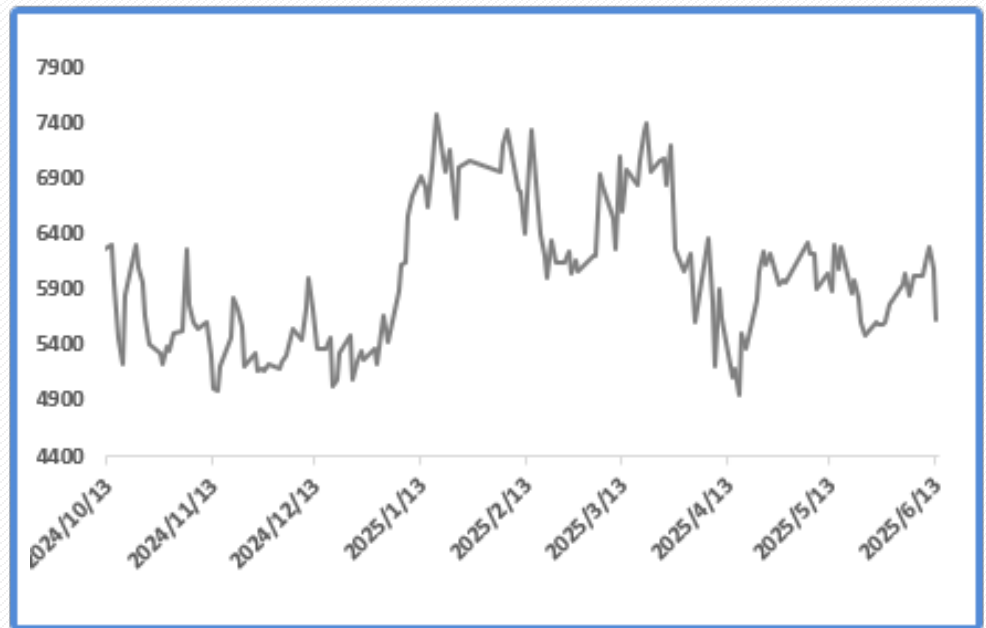
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数下跌，仅华南市场有小幅回升；精铜杆企业订单环比回升，但提货表现不理想；再生铜杆交易依然表现尚可，但原料的抗跌表现限制企业生产；精废杆价差、再生铜杆贴水周内变化明显；国内铜杆社会库存回升明显。不论是精铜杆企业还是再生铜杆企业，本周都得到了一定量的补充，但精铜杆企业面临着提货进度偏慢的难题，而再生铜杆企业面临着原料抗跌溢价的压力。后续的企业生产节奏在本次订单的补充下均有回升预期，后续需要重点关注精铜杆企业的提货表现，尤其是终端的资金情况，提防半年度末可能存在的风险；再生铜杆原料补充进度是决定企业生产回升表现的关键。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属表现分化,黄金显著上行,白银高位震荡,COMEX 金银于 3313-3468 美元/盎司、35.5-37.1 美元/盎司区间内运行。上周 CPI 全面低于市场预期,降息预期由此回升,美元应声回落,同时伊以冲突再度恶化,市场避险情绪再起,金价由此再度走强。

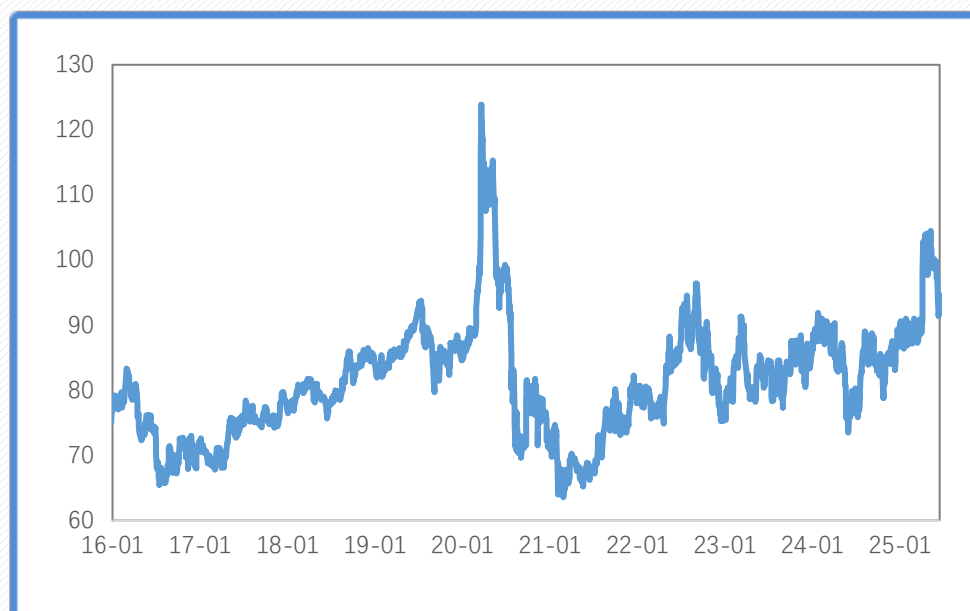
贵金属价格监控

2025/6/13	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3432.6	3308.2	3.8%
COMEX 白银	36.3	36.0	0.8%
伦敦金现	3435.4	3339.9	2.9%
伦敦银现	36.1	36.2	-0.3%
SHFE 黄金	794.0	781.0	1.7%
SHFE 白银	8792.0	8830.0	-0.4%
上金所黄金 T+D	790.9	779.6	1.4%
上金所白银 T+D	8793.0	8839.0	-0.5%

（二） 比价与波动率

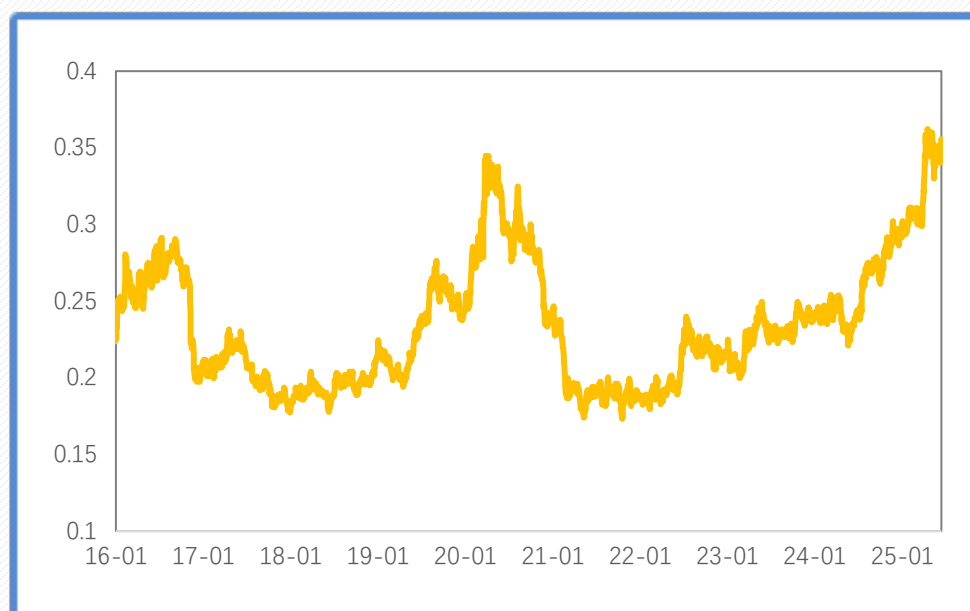
上周，白银涨幅弱于黄金，金银比小幅上行；铜价有所回落，金铜比随之上行；原油显著反弹，金油比随之回落。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



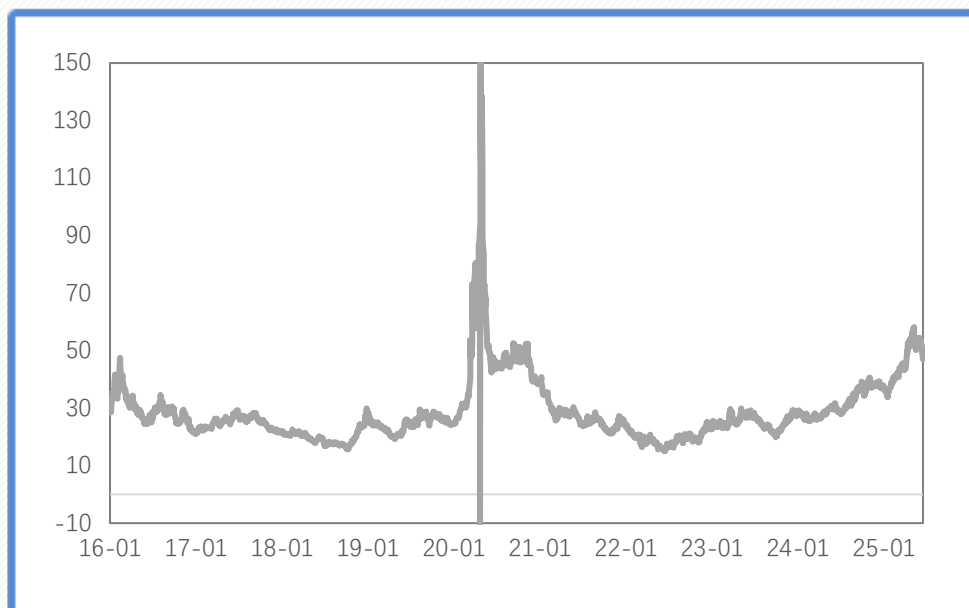
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

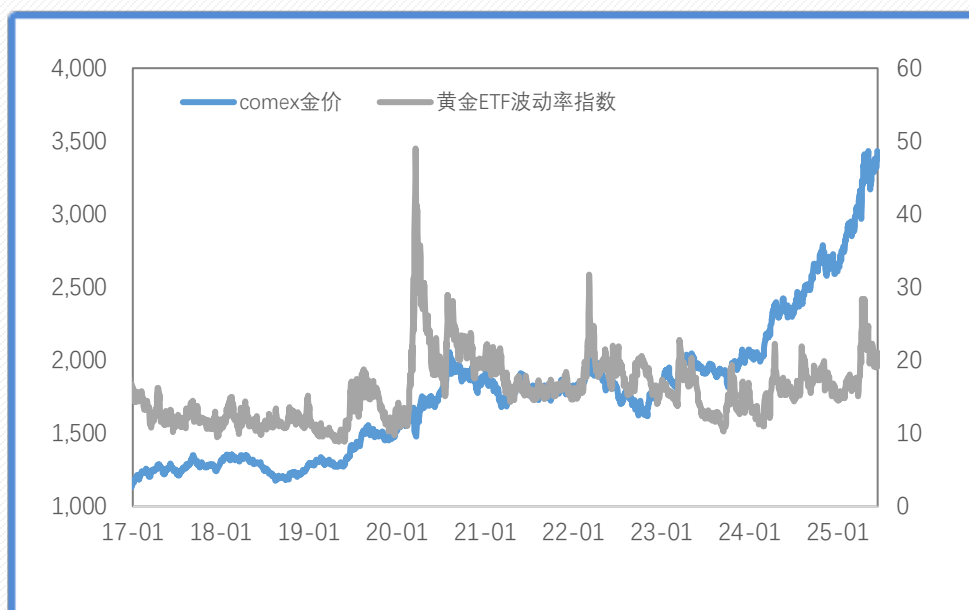
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 有所回升，近期地缘冲突加剧带动全球市场避险情绪回升，黄金波动率反弹。

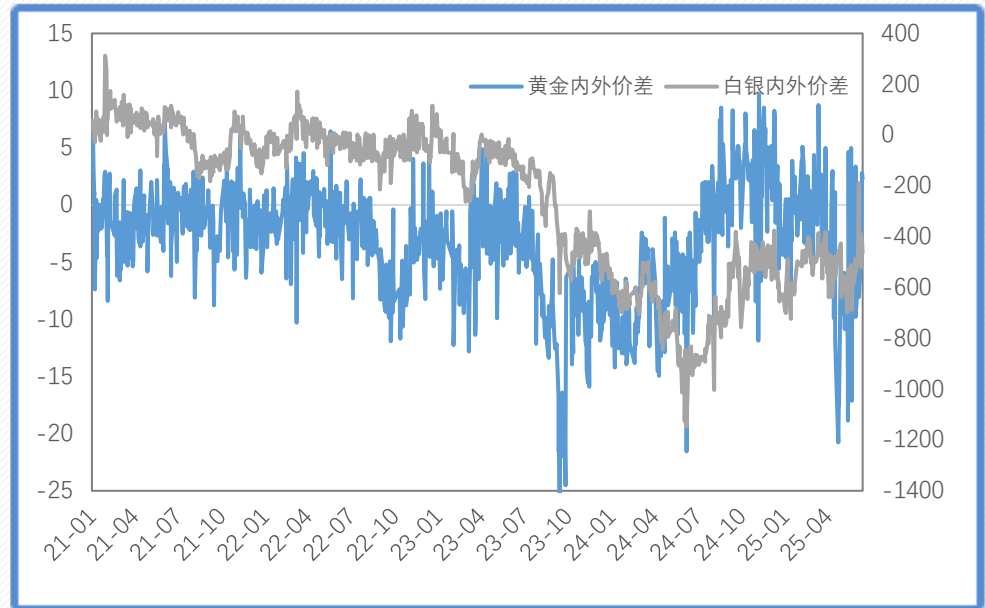
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

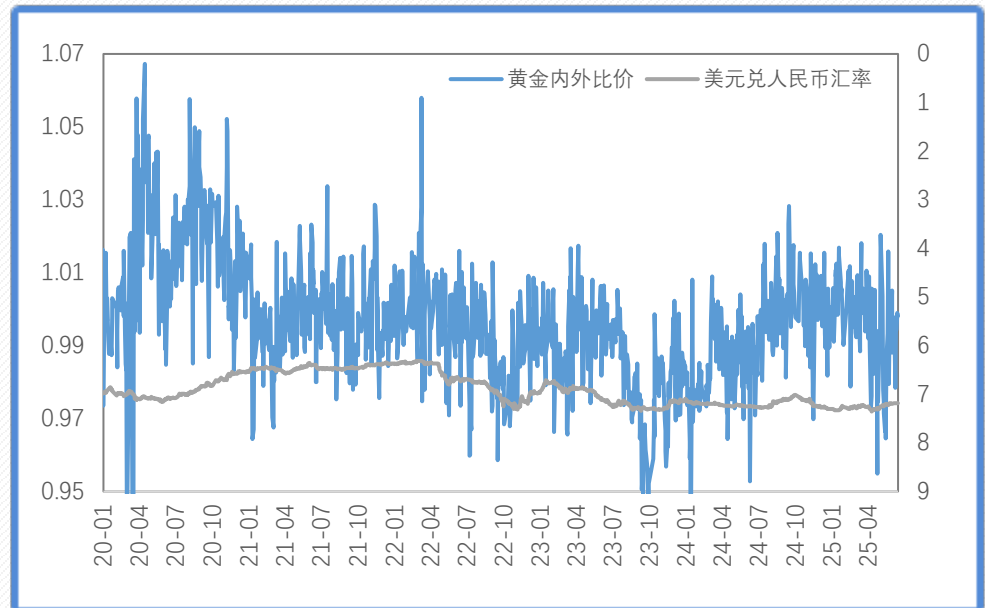
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所回升，白银内外价差及内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

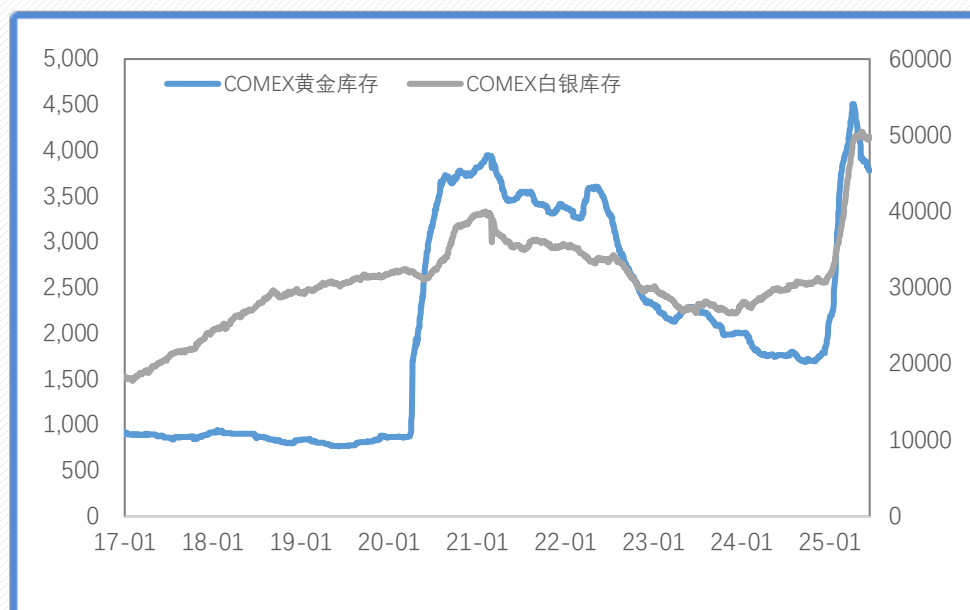


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

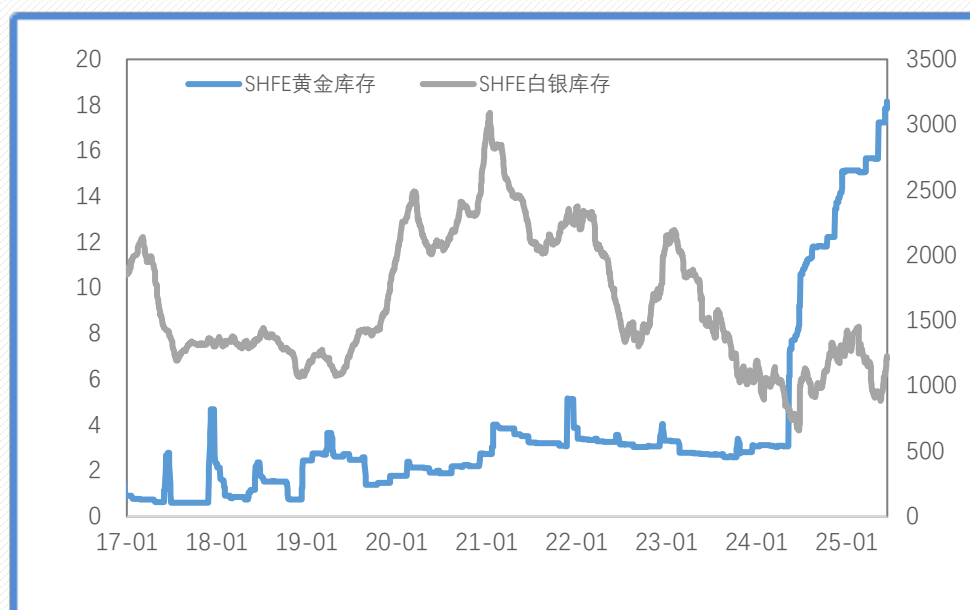
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3779 万盎司，环比减少约 33 万盎司，COMEX 白银库存约为 49846 万盎司，环比增加约 374 万盎司；SHFE 黄金库存约为 18.2 吨，环比增加约 0.3 吨，SHFE 白银库存约为 1210 吨，环比增加约 92 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

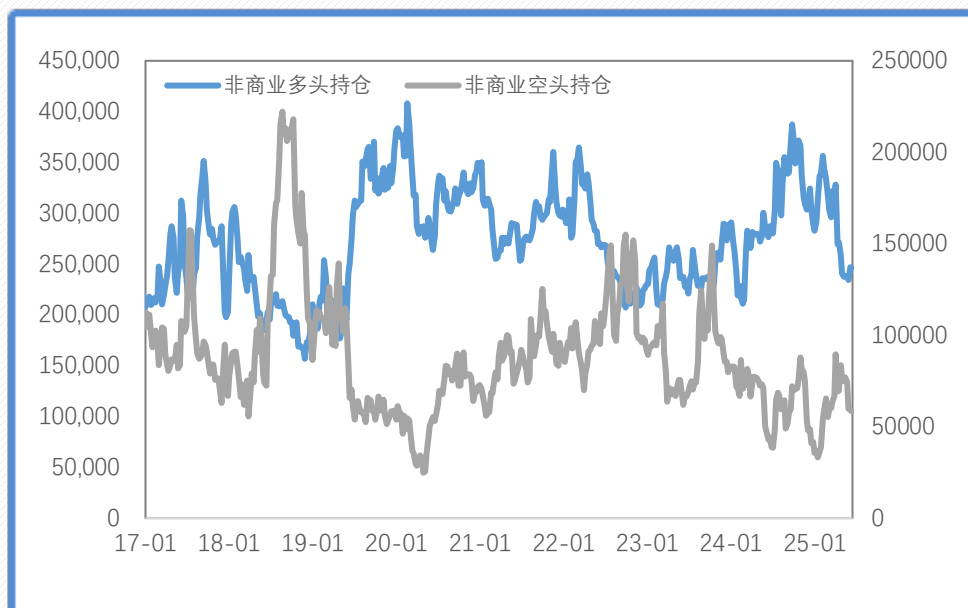
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 6 吨至 940 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 34 吨至 14675 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 30.5 万手, 其中非商业多头持仓减少 987 手至 24.6 万手, 空头持仓减少 563 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 59%附近, 非商业空头持仓占比下降至 14%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



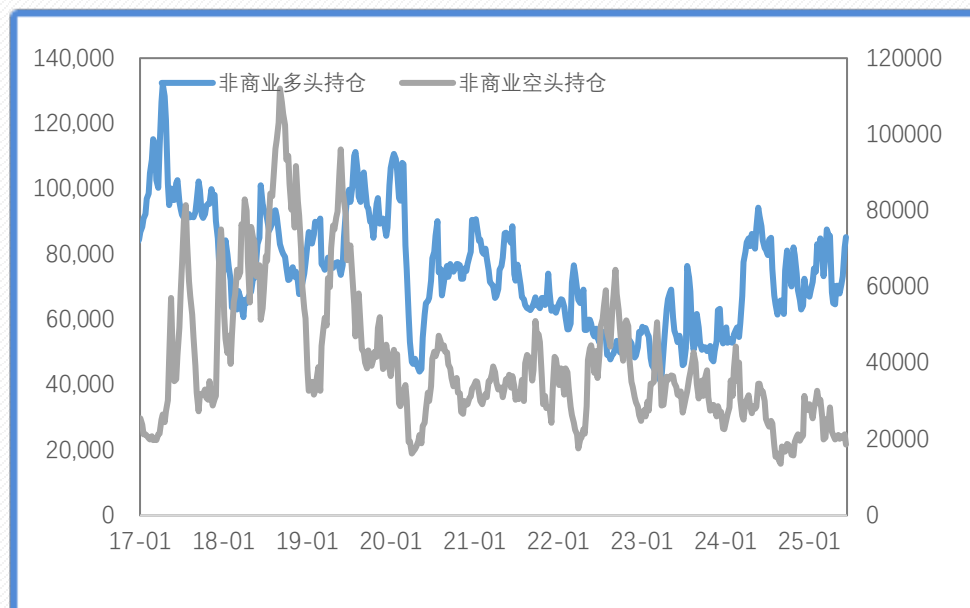
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



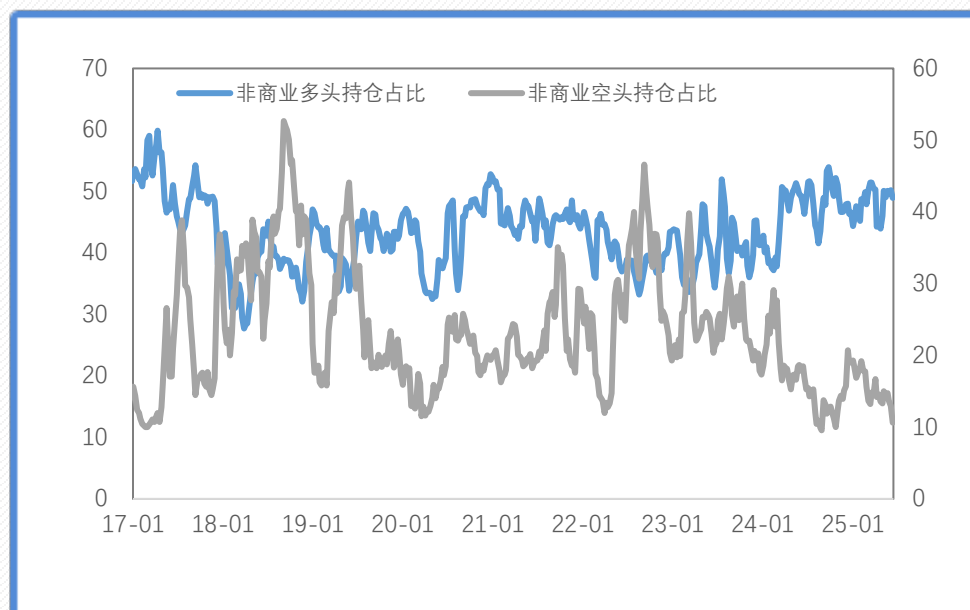
数据来源：Wind

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

6 月国内精炼铜消费仍有环比走弱的迹象，这使得做多铜价的因素有所顾忌。虽然目前的走弱从去年来看仍在合理范围之内，并不会带来较大的抛空压力，但是在需求走弱的迹象明显消失之前，做多的力量可能会十分谨慎，我们认为要激化下游的买入积极性还是需要价格一定程度的回落来调节，全年来看需求仍然充满韧性。

当前中东地缘冲突持续发酵下，黄金的上行趋势或将延续，短期来看存



在再度上冲至前高的可能，关注地缘形式的变化及本周的美联储议息会议。

关注及风险提示

零售销售、初请失业金人数、新屋开工、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。