

地缘冲突再度加剧，黄金风险溢价或持续、铜市静待需求复苏

金属市场周报

2025. 6. 16-2025. 6. 20

摘要：上周宏观层面缺乏重要数据指引，6月FOMC会议并未提供更多增量信息，整体显得相对平静。地缘局势仍然是市场关注的焦点。虽然伊朗方面进行了还击，但是并未对以色列造成太大影响，市场仍然定价冲突会逐渐趋于缓和，市场风险偏好有所回归，黄金高位回调，铜价维持区间震荡格局。

核心观点

1、上周金价回落，铜价震荡

贵金属方面，上周COMEX黄金下跌0.7%，白银下跌1.15%；沪金2508合约下跌1.99%，沪银2508合约下跌1.44%。主要工业金属价格中，COMEX铜、沪铜分别变动+1.74%、-0.03%。

2、风险偏好回升，铜价下方买盘积极

上周宏观层面缺乏重要数据指引，6月FOMC会议并未提供更多增量信息，整体显得相对平静。地缘局势仍然是市场关注的焦点。虽然伊朗方面进行了还击，但是并未对以色列造成太大影响，市场仍然定价冲突会逐渐趋于缓和，市场风险偏好有所回归，铜价维持区间震荡格局，日内回调后买盘介入相对明显。

3、贵金属冲高回落

上周美联储FOMC会议结果符合市场预期，维持利率不变，而鲍威尔的表态及点阵图的指引均略显鹰派，美联储或需要更多如劳动力市场等数据证明美国经济有所放缓，才会采取降息，贵金属受此影响承压回落。周末美军突袭伊朗三大核设施，中东地缘冲突再度加剧，黄金的风险溢价或得以持续，关注后续中东问题是否会进一步扩大，预计黄金仍维持偏强震荡走势。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡整理，缺乏确实指引。上周宏观层面缺乏重要数据指引，6 月 FOMC 会议并未提供更多增量信息，整体显得相对平静。地缘局势仍然是市场关注的焦点。虽然伊朗方面进行了还击，但是并未对以色列造成太大影响，市场仍然定价冲突会逐渐趋于缓和，市场风险偏好有所回归，铜价维持区间震荡格局，日内回调后买盘介入相对明显。

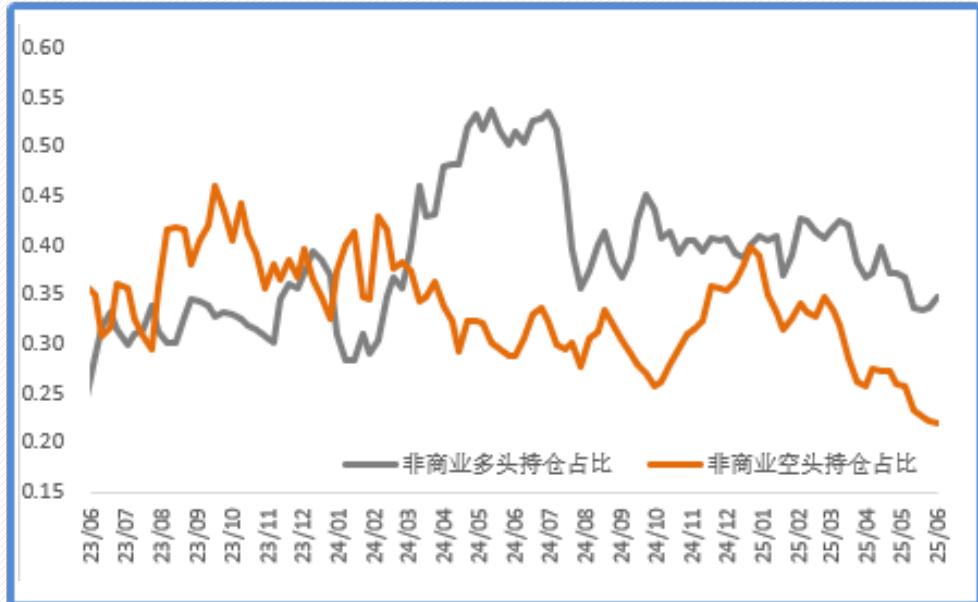
上周 SHFE 铜价震荡运行，6 月国内精炼铜消费仍有环比走弱的迹象，这使得做多铜价的因素有所顾忌。虽然目前的走弱从去年来看仍在合理范围之内，并不会带来较大的抛空压力，但是在需求走弱的迹象明显消失之前，做多的力量可能会十分谨慎，我们认为要激化下游的买入积极性还是需要价格一定程度的回落来调节，全年来看需求仍然充满韧性。

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，库存已经突破 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。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 230 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

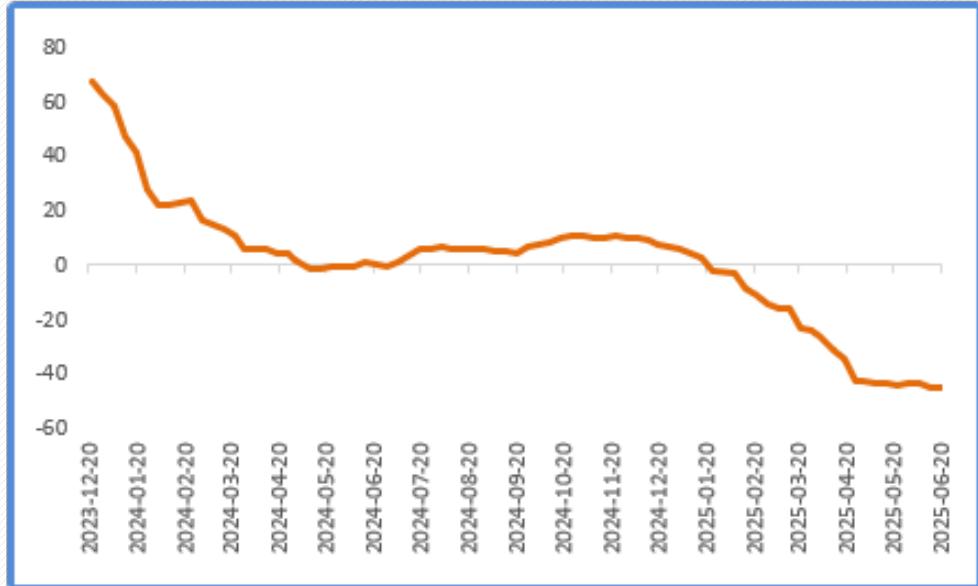


数据来源: Wind

(二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.8 美元/干吨，较上周涨 0.64 美元/干吨。近期铜精矿现货市场，整体氛围较为平静，活跃度较低，价格方面延续近期态势。6 月 18 日，BHP 给炼厂截标价格为-45 美元/干吨，作价期为 M+3，8 月船期，数量 1 万吨，较上月截标价格持平；期现货市场呈现供需两弱局面，成交寥寥，市场动力不足，市场参与者多持观望态度，现货参与度较低。市场整体活跃度不高，炼厂关注安托半年长单谈判，对现货市场多持观望态度。市场参与者普遍认为价格已触底。

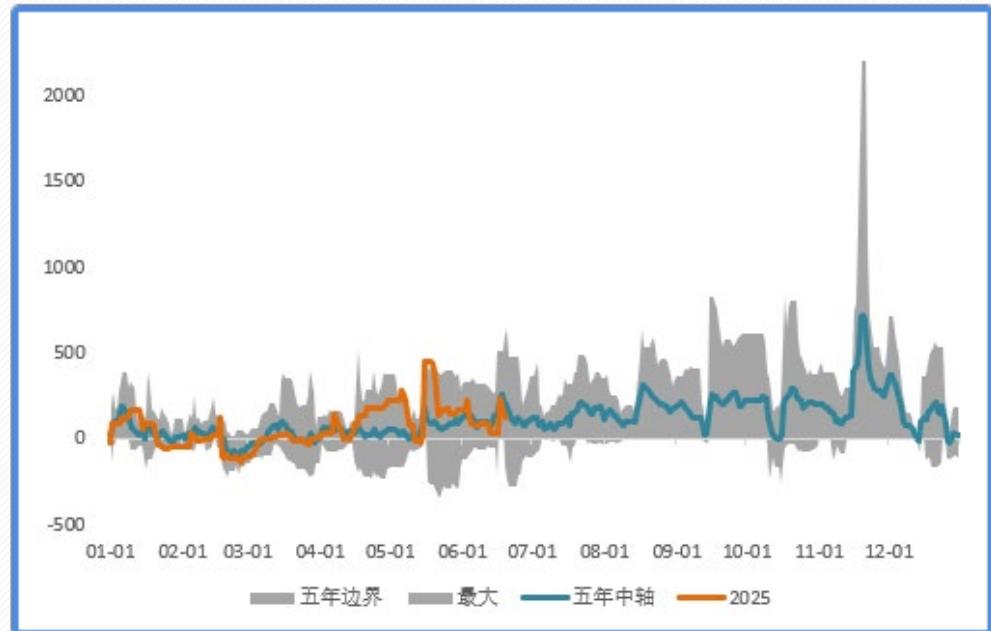
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于目前国内淡季背景下，下游加工企业新增订单相对较少，同时铜价维持高位震荡，市场采购需求仍以刚需接货为主，整体消费难有明显起色；且随着周内现货升水走跌，下游入市补库意愿仍较为有限。随着即将进入半年度末，部分贸易企业存在回笼资金需求，且下游加工企业同样面临资金压力，料采购需求难有回升，因此市场持货商仍存低价甩货情绪，现货升水部分时间或将表现贴水行情运行，整体或运行于贴 50~升 100 元/吨。

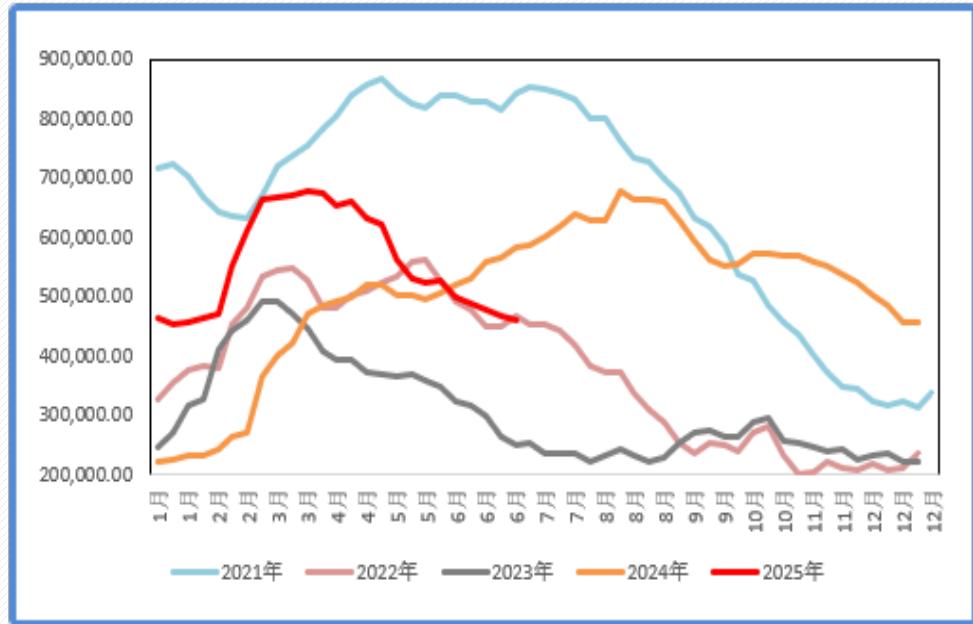
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 14.93 万吨，较 12 日增 0.55 万吨，较 16 日增 0.69 万吨；本周上海市场库存环比上周表现增加，周内上海市场进口铜到货流入较多，且铜价高位震荡，下游采购需求仍较为一般，市场出库量有限，库存整因此表现回升；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较少，叠加部分下游企业逢低补库，仓库出库量尚可；后续来看，下周市场到货量仍不多，因此库存维持小幅下降。

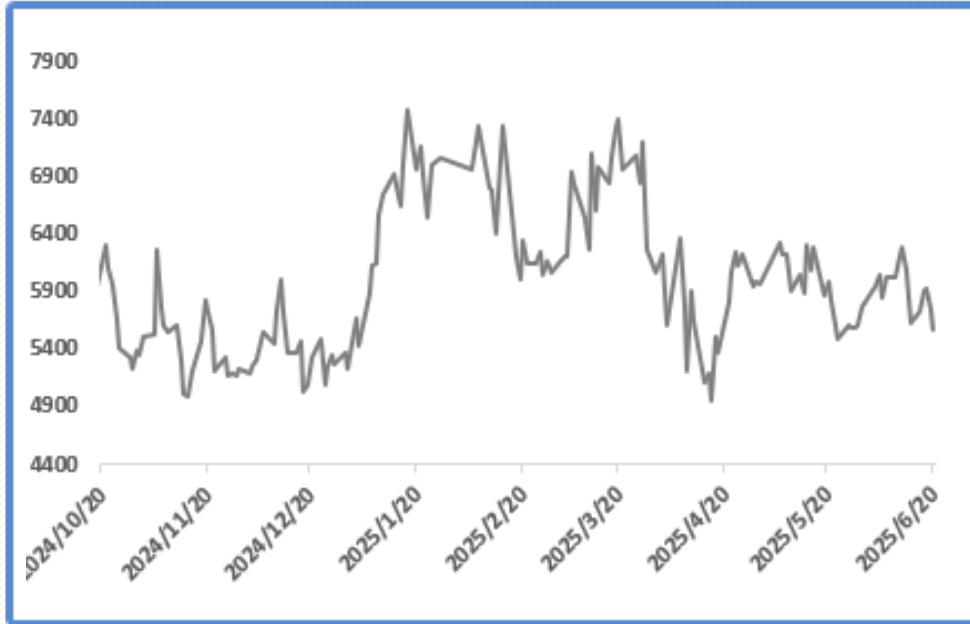
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体上涨，市场间价差有小幅扩大表现；精铜杆企业成交环比下滑，市场逢低采买为主；再生铜杆交易表现走弱，原料维持高溢价状态；精废杆价差、再生铜杆贴水周内均有所收窄；国内铜杆社会库存继续回升。随着时间进入半年度末，市场交易预期有所减弱，精铜杆企业的订单近期得到补充，但实际的提货表现相对一般，下周预计提货也难有明显改善，需要关注后续价格下跌后下游订单的整量情况。再生铜杆企业的原料溢价问题一时难以缓解，因此厂家后续在短期内的提产压力增加较大，贸易商的低价货源依然有优势。

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

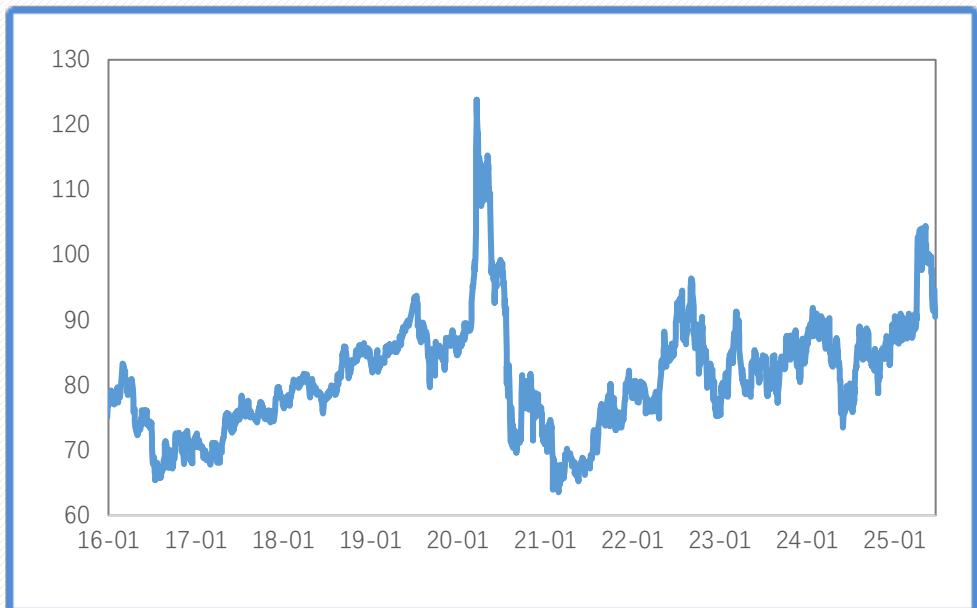
上周贵金属价格冲高回落，COMEX 金银于 3356-3476 美元/盎司、35.5-37.4 美元/盎司区间内运行。上周美联储 FOMC 会议结果符合市场预期，维持利率不变，而鲍威尔的表态及点阵图的指引均略显鹰派，美联储或需要更多如劳动力市场等数据证明美国经济有所放缓，才会采取降息，贵金属受此影响承压回落。

贵金属价格监控			
2025/6/20	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3363.2	3432.6	-2.0%
COMEX 白银	35.8	36.3	-1.4%
伦敦金现	3368.3	3435.4	-2.0%
伦敦银现	36.1	36.1	0.2%
SHFE 黄金	778.5	794.0	-1.9%
SHFE 白银	8655.0	8792.0	-1.6%
上金所黄金 T+D	776.7	790.9	-1.8%
上金所白银 T+D	8663.0	8793.0	-1.5%

(二) 比价与波动率

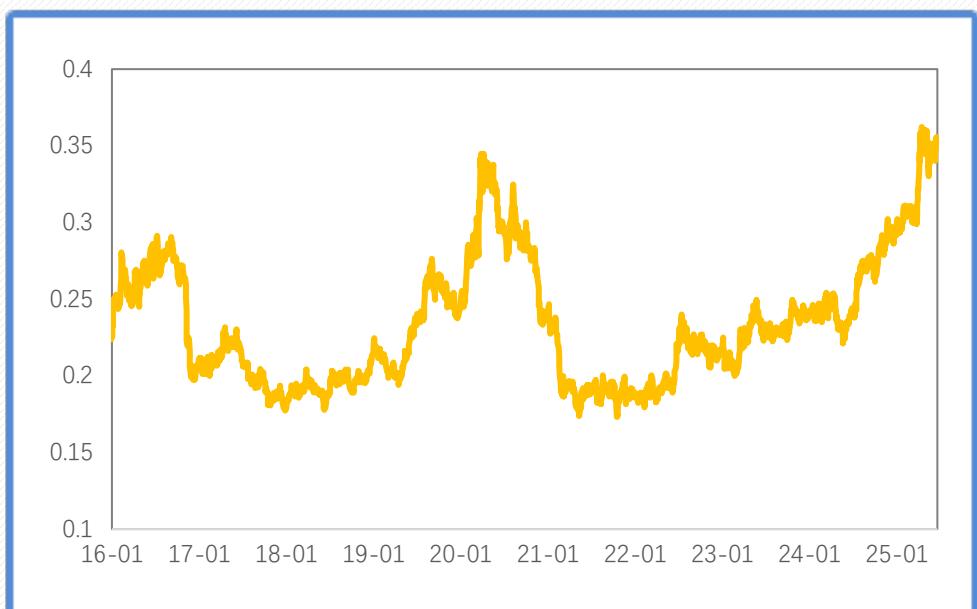
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比小幅下行；金价下跌而铜价窄幅震荡，金铜比随之下行；原油持续反弹，金油比随之回落。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



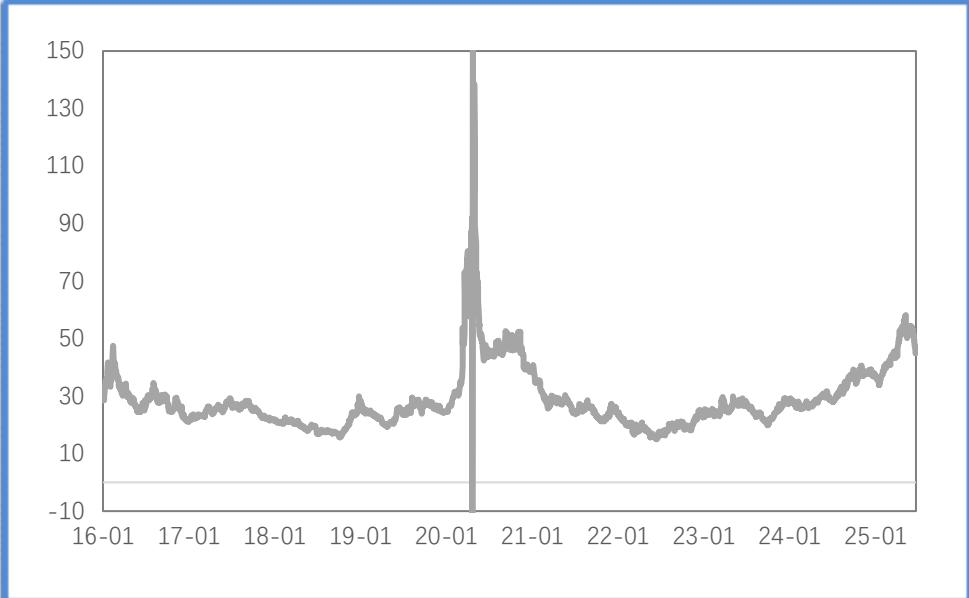
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

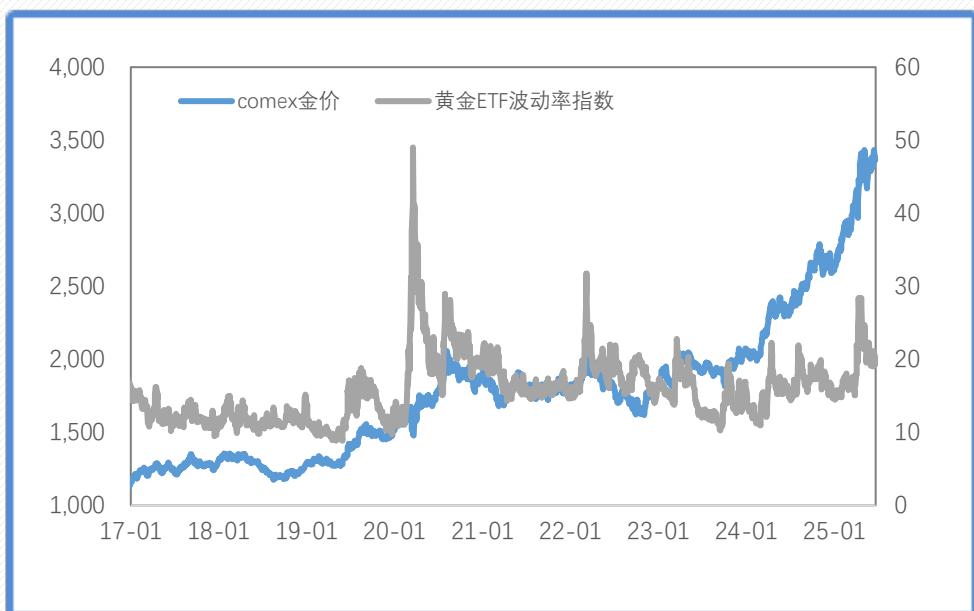
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 小幅回落，近期地缘冲突带动的避险情绪较前期有所放缓，黄金波动率随之下降。

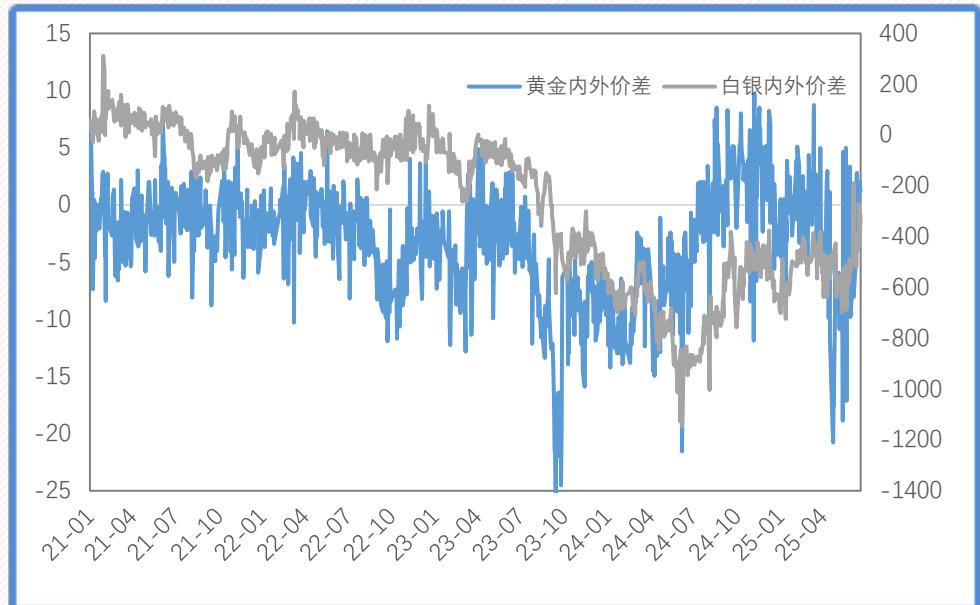
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

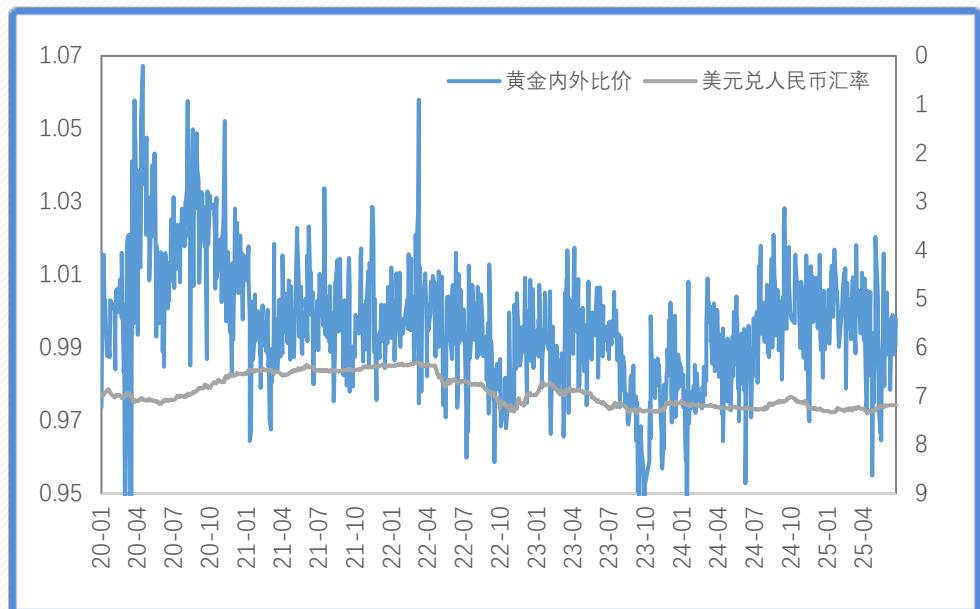
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及内外比价有所下降，白银内外价差及内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

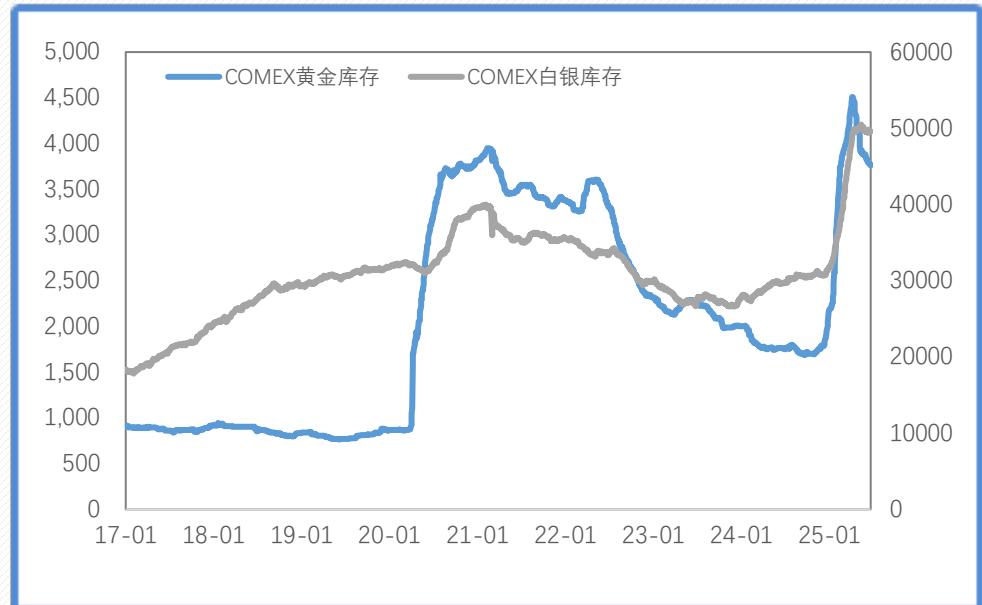


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

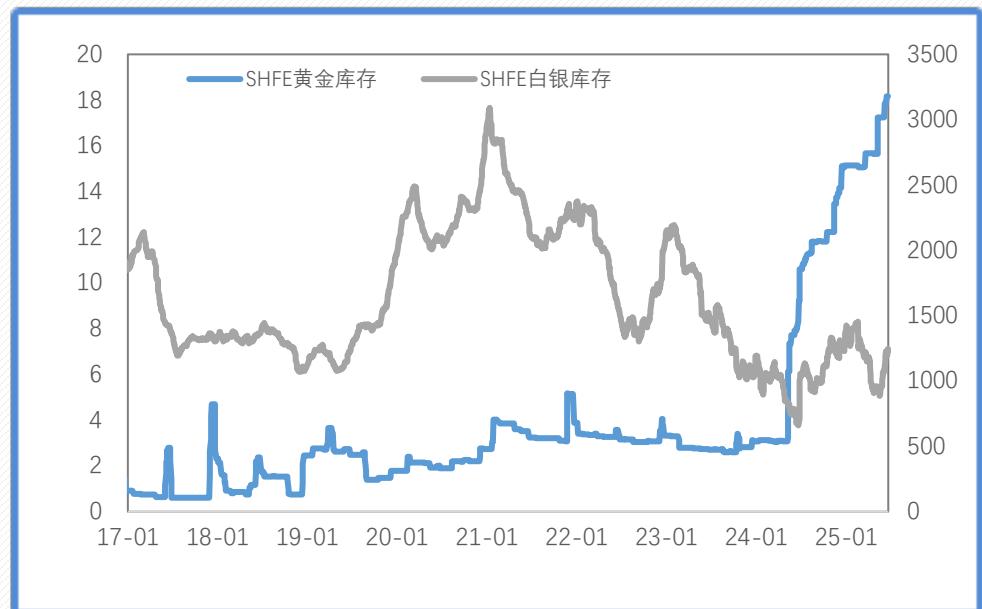
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3757 万盎司，环比减少约 22 万盎司，COMEX 白银库存约为 49547 万盎司，环比减少约 299 万盎司；SHFE 黄金库存约为 18.2 吨，环比减少约 0.01 吨，SHFE 白银库存约为 1230 吨，环比增加约 20 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

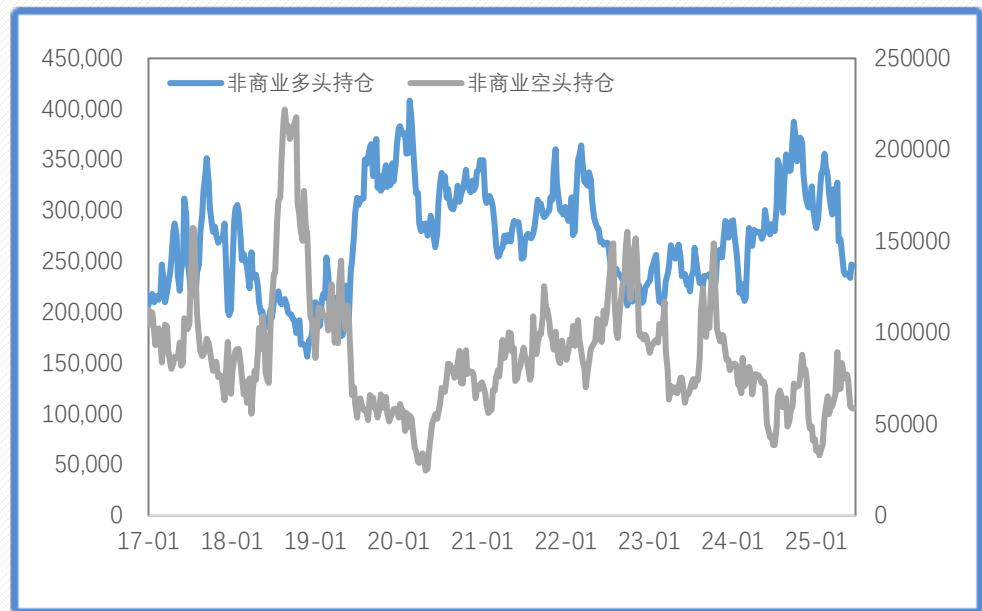
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

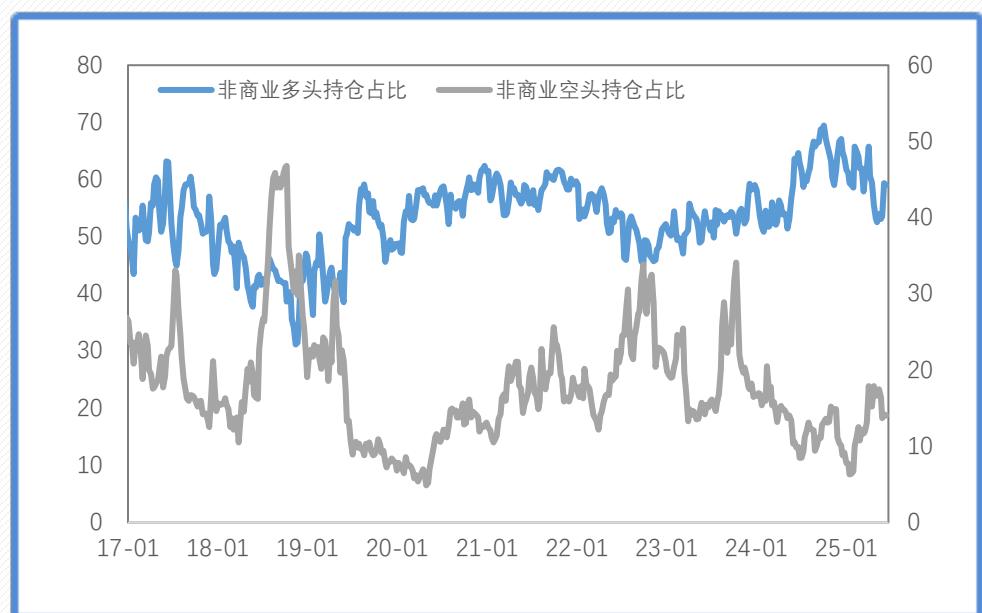
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 10 吨至 950 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 75 吨至 14750 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 30.5 万手, 其中非商业多头持仓减少 987 手至 24.6 万手, 空头持仓减少 563 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 59% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 14% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



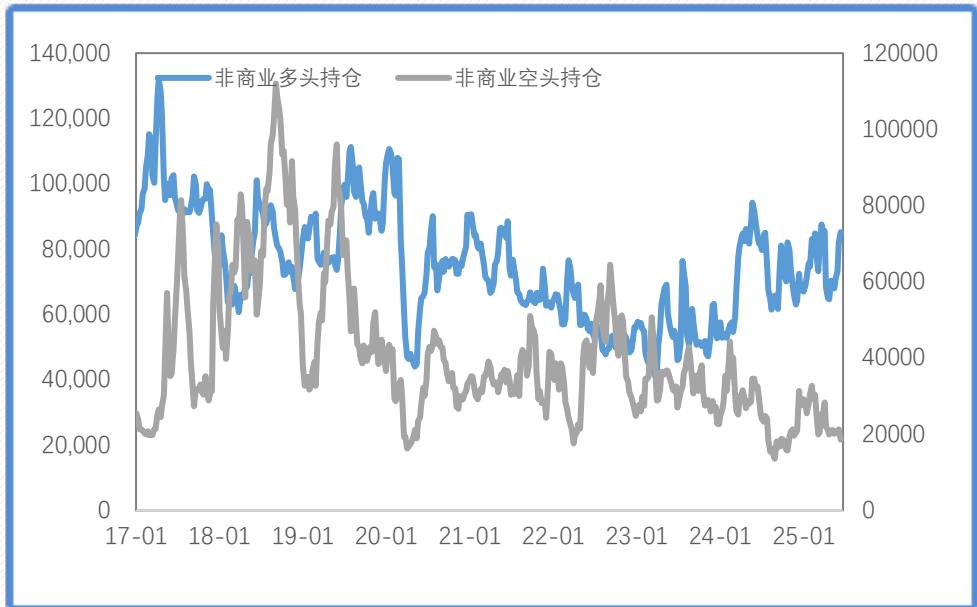
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



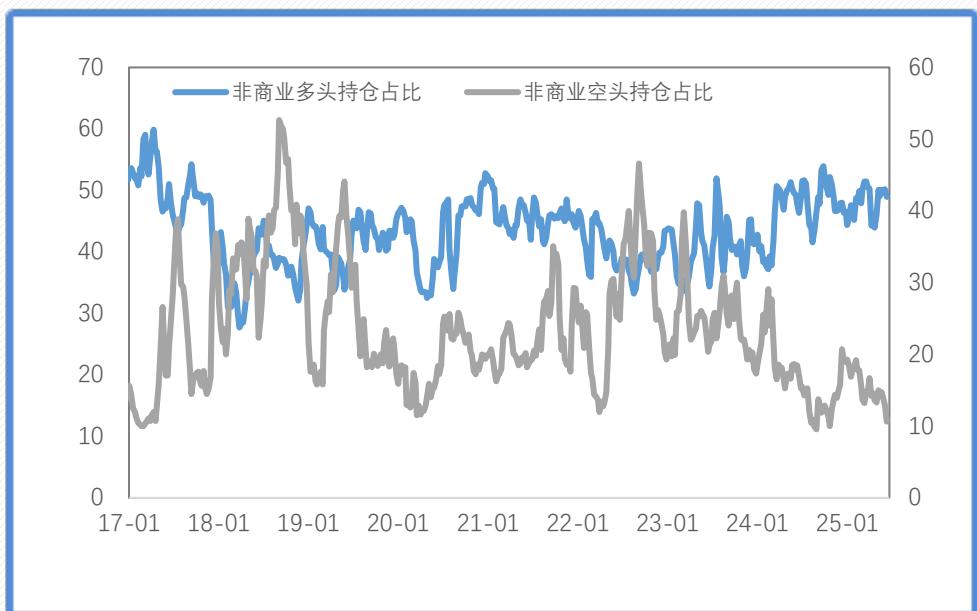
数据来源: Wind

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

市场前瞻

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。

周末美军突袭伊朗三大核设施，中东地缘冲突再度加剧，黄金的风险溢

价或得以持续，关注后续中东问题是否会进一步扩大，预计黄金仍维持偏强震荡走势。

关注及风险提示

PMI、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。