

# 宏观 risk on 叠加供应约束，铜价向上突破、黄金继续回调

## 金属市场周报

2025. 6. 23-2025. 6. 27

摘要：从市场情绪而言，上周伊以冲突进一步平息，美国宏观数据表现仍然具有韧性，同时鲍威尔在国会听证会上的发言暗示了条件符合也可能提前降息，市场对今年降息预期的预测达到了 3 次，市场整体处于 RISK ON 的状态之中。风险资产普遍上行，铜强金弱的格局较为明显。

### 核心观点

#### 1、上周金价回落，铜价走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2. 9%，白银下跌 0. 34%；沪金 2510 合约下跌 1. 5%，沪银 2508 合约上涨 1. 48%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+4. 86%、+2. 79%。

#### 2、短期利多叠加，铜价向上突破

从市场情绪而言，上周伊以冲突进一步平息，美国宏观数据表现仍然具有韧性，同时鲍威尔在国会听证会上的发言暗示了条件符合也可能提前降息，市场对今年降息预期的预测达到了 3 次，市场整体处于 risk on 的状态之中。风险资产普遍上行，尤其铜还面临着供应端的约束，比如有海外冶炼厂减停产，因此价格重心上行较为明显。

#### 3、黄金继续回调

上周伊以停火协议生效，市场避险情绪快速降温。此后伴随特朗普再度施压美联储，联储多位官员释放鸽派信号，降息预期由此回升，美元、美债收益率再度走低。短期来看，市场风险偏好的回升使得金价持续回落，但海外的不确定性不断加剧使得金价再度下行的空间相对有限，中长期看黄金仍有上行的驱动，建议暂时观望等待金价企稳。

## (一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡上行，录得较为明显涨幅。从市场情绪而言，上周伊以冲突进一步平息，美国宏观数据表现仍然具有韧性，同时鲍威尔在国会听证会上的发言暗示了条件符合也可能提前降息，市场对今年降息预期的预测达到了 3 次，市场整体处于 *risk on* 的状态之中。风险资产普遍上行，尤其铜还面临着供应端的约束，比如有海外冶炼厂减停产，因此价格重心上行较为明显。

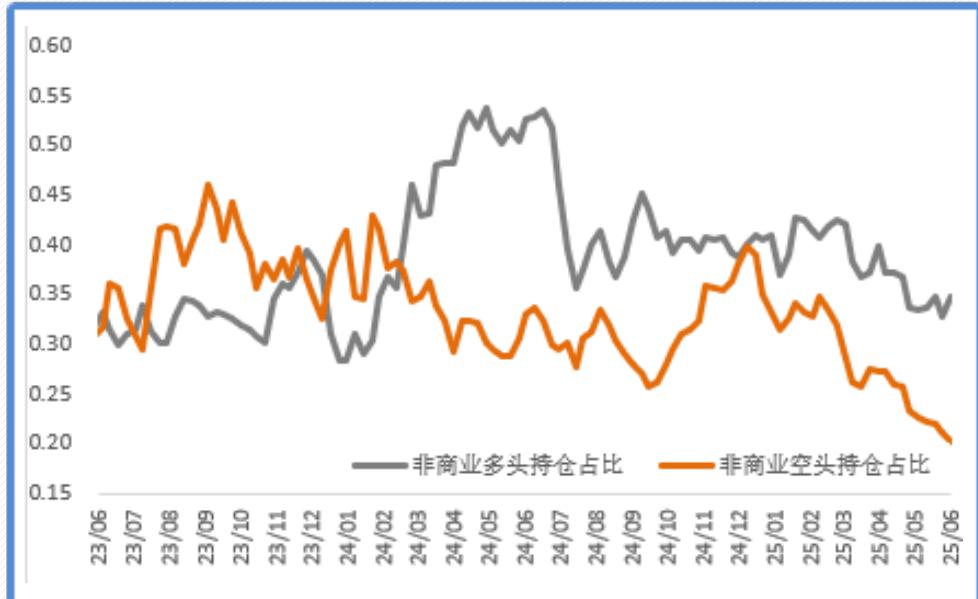
上周 SHFE 铜价跟随外盘上行，正如我们此前指出，虽然 5 月、6 月消费环比有所走弱，但是整体回落幅度仍然在年度均值的范畴之中，并没有出现明显的偏离。目前即将进入 7、8 月的传统淡季，但是消费、库存的表现仍然具有韧性，预计沪铜将带着低库存进入淡季，那么如果淡季不累库，从月差和绝对价格而言仍然是一个易涨难跌的状态，但是价格上涨后去库将面临考验，这决定了价格运行的节奏。

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* 结构保持相对稳定，近端较弱、远端较强。近期市场对国内冶炼厂出口精炼铜的传言较大，预计可能在 5-8 万吨之间，我们认为这将对国内升水和价差结构带来利好，*borrow* 策略仍然可以做一些尝试。

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

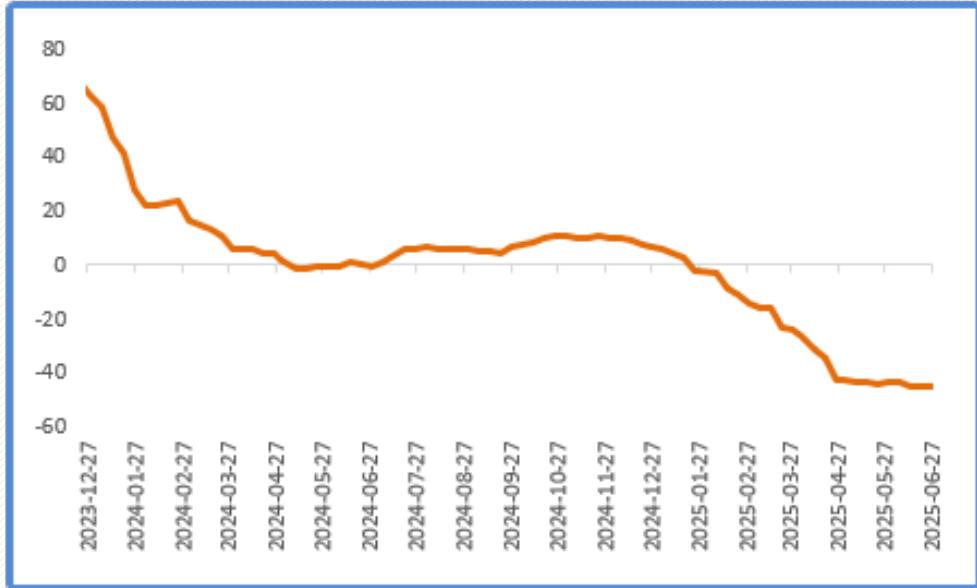


数据来源: Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.49 美元/干吨，较上周涨 0.31 美元/干吨。铜精矿现货市场，整体氛围较为平静，Antofagasta 与中国冶炼厂年中谈判敲定 0 美元/干吨 TC 这一结果，凸显了当前铜精矿市场“矿强冶弱”的格局。在加工费大幅下跌至历史新低的严峻形势下，冶炼厂面临直接生产亏损的困境，虽积极采取改变用料结构、增加粗铜用量等措施缓解生产压力，并密切关注市场价格以降本增效，但整体经营仍面临巨大挑战。贸易商方面，虽认可当前市场价格处于低位，但鉴于市场供需关系短期内难以改变，对矿山招标持谨慎态度，市场交易氛围相对平稳。

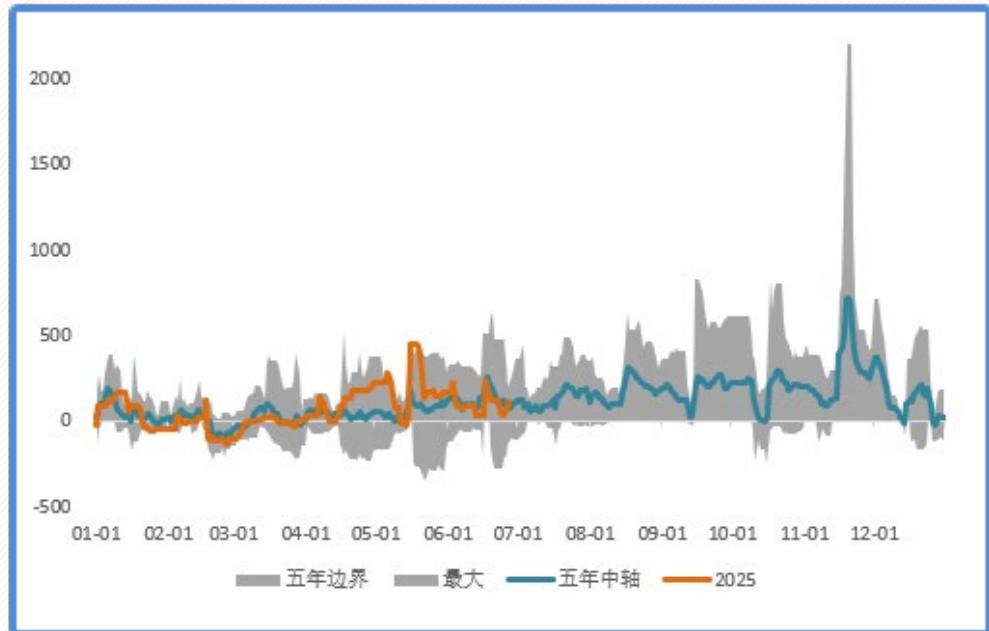
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面，周内铜价震荡上行，且临近月底及半年度末，受制于资金压力影响，同时下游加工企业新增订单亦表现一般，周内基本仍维持刚需采买为主；淡季消费背景局面下，叠加铜价重心上抬，下游消费难有提振。下周来看，步入 7 月初，料企业资金压力释放，同时冶炼厂集中出口，以及进口铜清关流入量有限，市场到货预计仍较为偏少，库存仍有进一步下降趋势，因此现货升水预计继续表现回升；但考虑到目前铜价上破 8 万关口，市场消费承接较差，下游采购需求预计偏弱。综上所述，下周现货升水预计区间运行于升 50~升 200 元/吨。

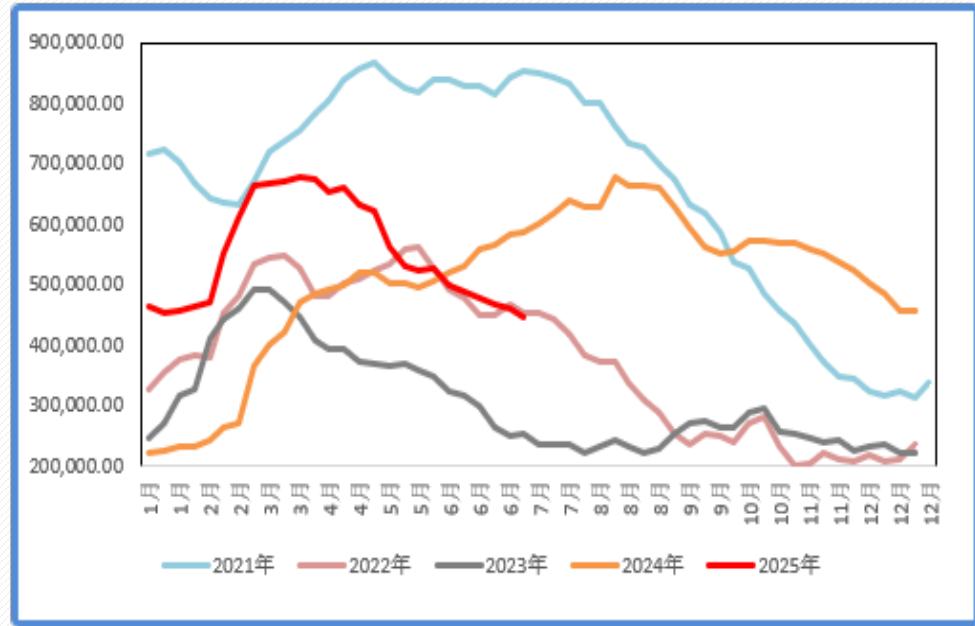
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 13.18 万吨，较 19 日降 1.75 万吨，较 23 日降 0.01 万吨；本周上海市场库存环比上周继续下降，周内进口铜到货再度减少，同时国产货源到货仍较为有限，仓库入库量偏少，但下游企业采购需求仍较为一般，库存因此下降幅度有限；下周来看，进口铜难有明显到货增量，且冶炼厂发货仍不多，仓库到货预计有限，且月初企业资金压力释放，采购需求有所回升，因此库存或继续下降。广东市场库存环比上周小幅下降。主因进口亏损较大，部分冶炼企业有一定的出口动作，导致仓库入库较少；后续来看，下周市场到货量仍不多，但需求预计难有提升，因此库存维持小幅下降。

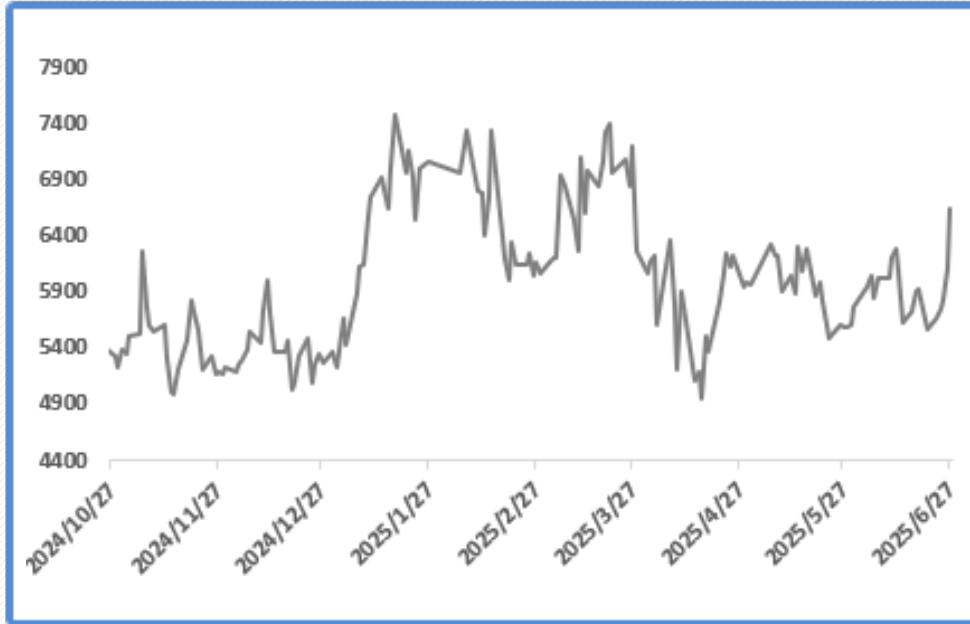
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体下调，但下调幅度相对有限；精铜杆企业成交继续走弱，部分企业订单降至较低位置；再生铜杆交易有所回升，贸易商建仓积极性较高；精废杆价差、再生铜杆贴水均有所扩大；国内铜杆社会库存微幅积累。精铜杆企业预计产出将有所回落，随着换月进行，加之时值年中结算期，部分精铜杆企业将进行常规的设备维护，因此产出预计将有所下调。再生铜杆企业将继续保持小幅回升的趋势，尤其是在本周接入订单和原料后，企业的暂时生产保障得以延续，因此下周生产预期相对乐观一些。

## 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

上周黄金持续回落，白银高位震荡，COMEX 金银于 3266-3414 美元/盎司、35.5-37.1 美元/盎司区间内运行。上周伊以停火协议生效，市场避险情绪快速降温。此后伴随特朗普再度施压美联储，联储多位官员释放鸽派信号，降息预期由此回升，美元、美债收益率再度走低。

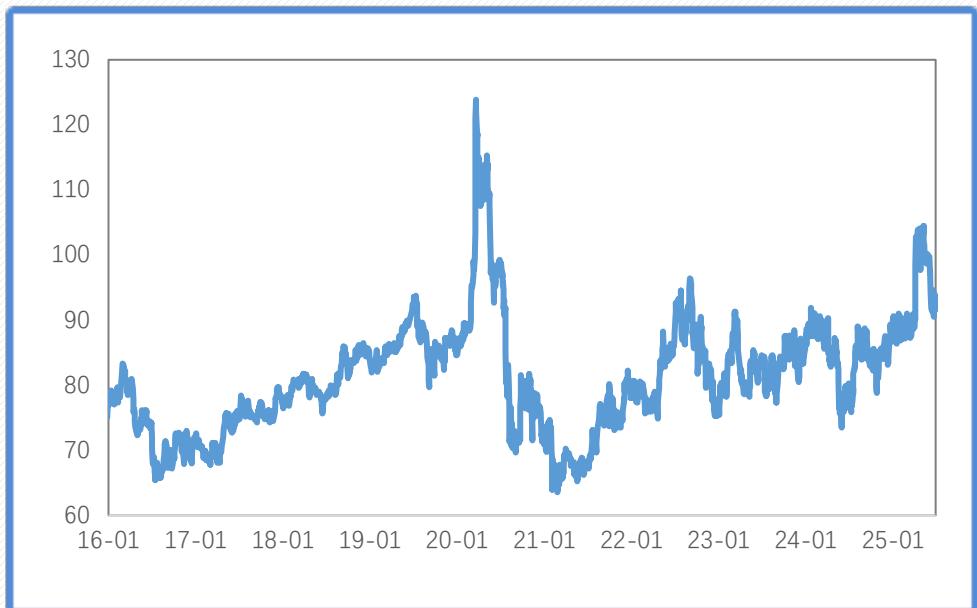
#### 贵金属价格监控

	2025/6/27	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3269.2	3363.2	-2.8%	
COMEX 白银	35.8	35.8	0.2%	
伦敦金现	3271.8	3368.3	-2.9%	
伦敦银现	36.0	36.1	-0.4%	
SHFE 黄金	765.6	778.5	-1.7%	
SHFE 白银	8784.0	8655.0	1.5%	
上金所黄金 T+D	763.1	776.7	-1.7%	
上金所白银 T+D	8748.0	8663.0	1.0%	

## (二) 比价与波动率

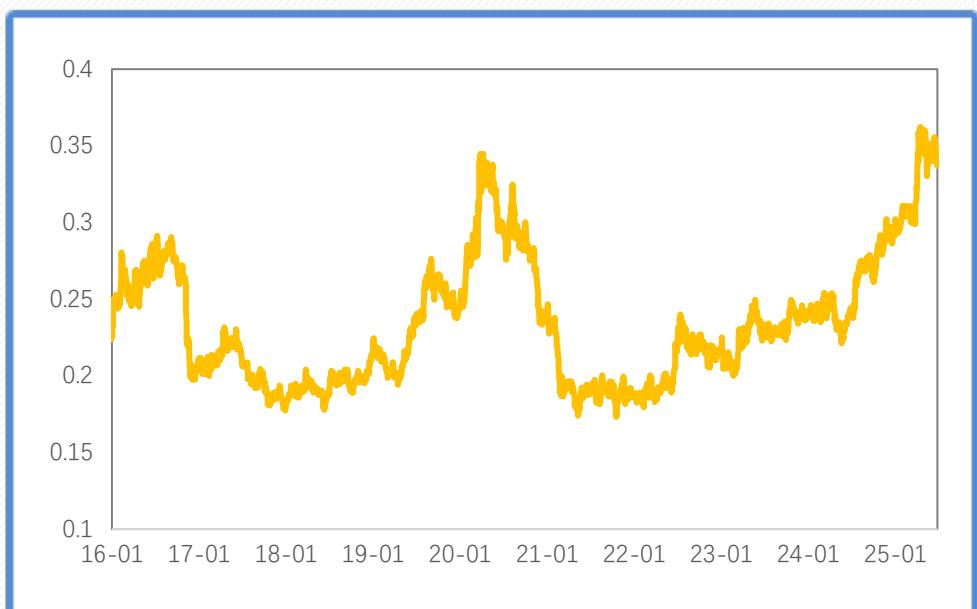
上周，白银跌幅弱于黄金，金银比小幅下行；金价下跌而铜价上涨，金铜比随之下行；原油快速下跌，金油比随之回升。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



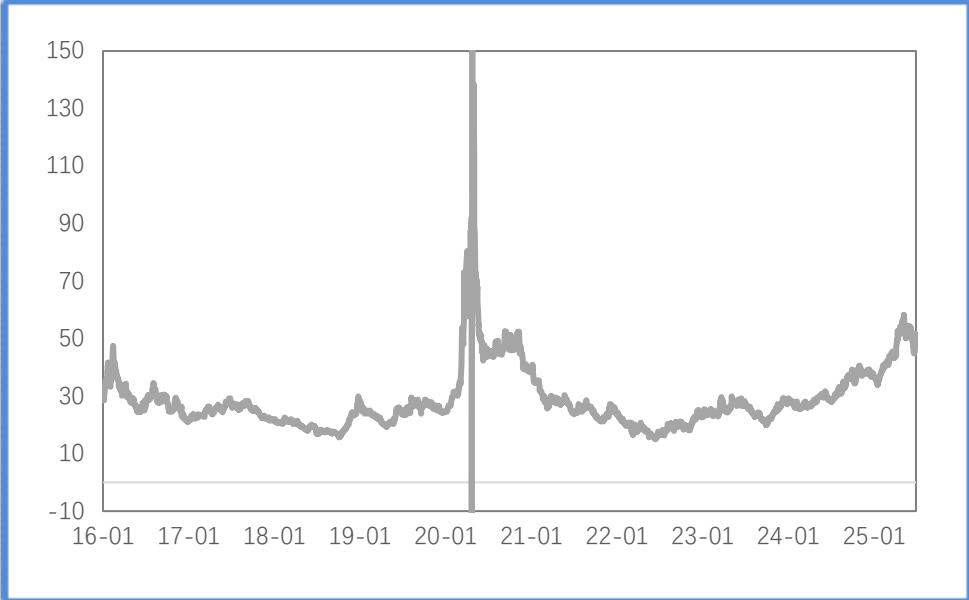
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

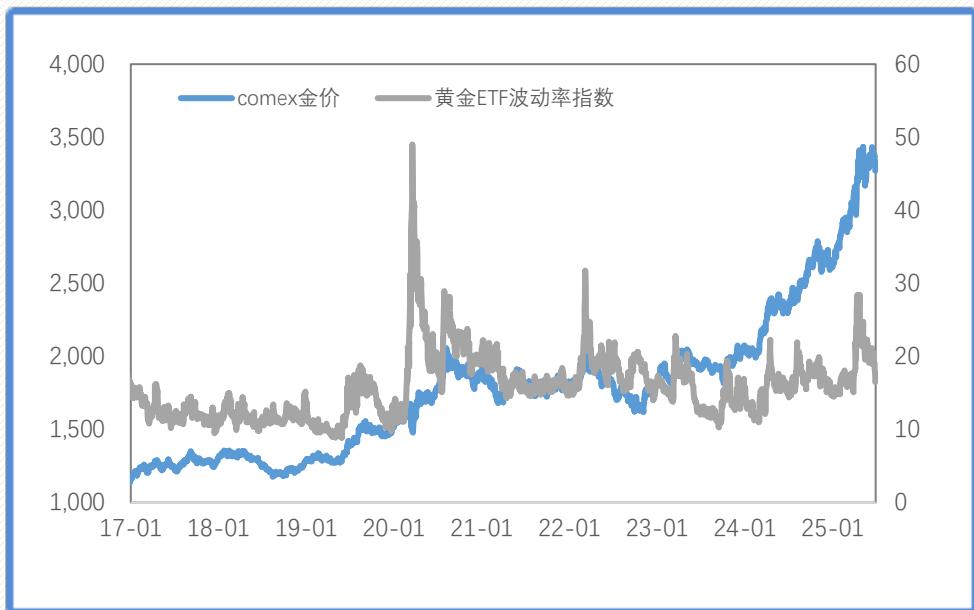
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 持续回落，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。

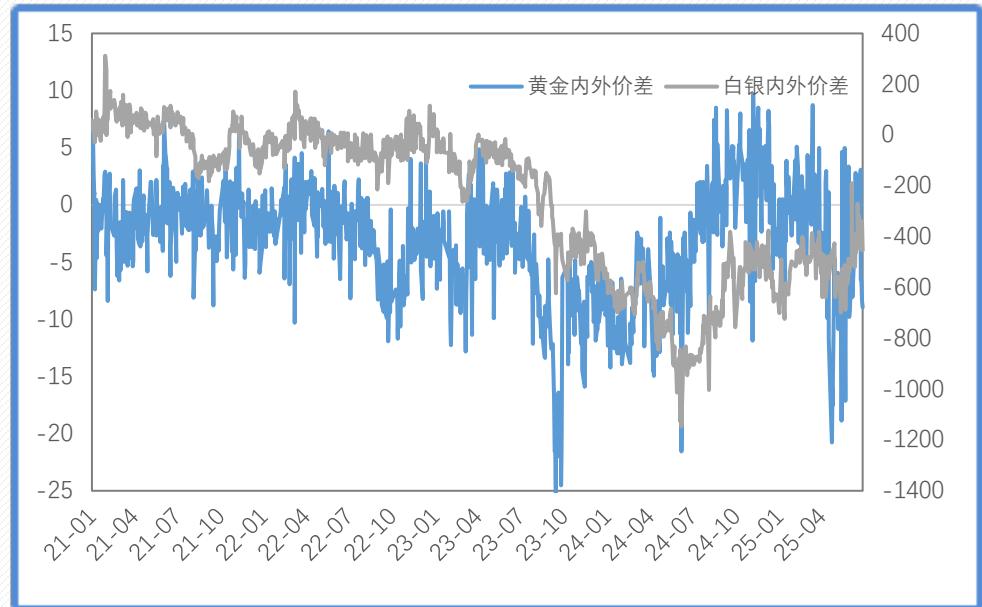
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

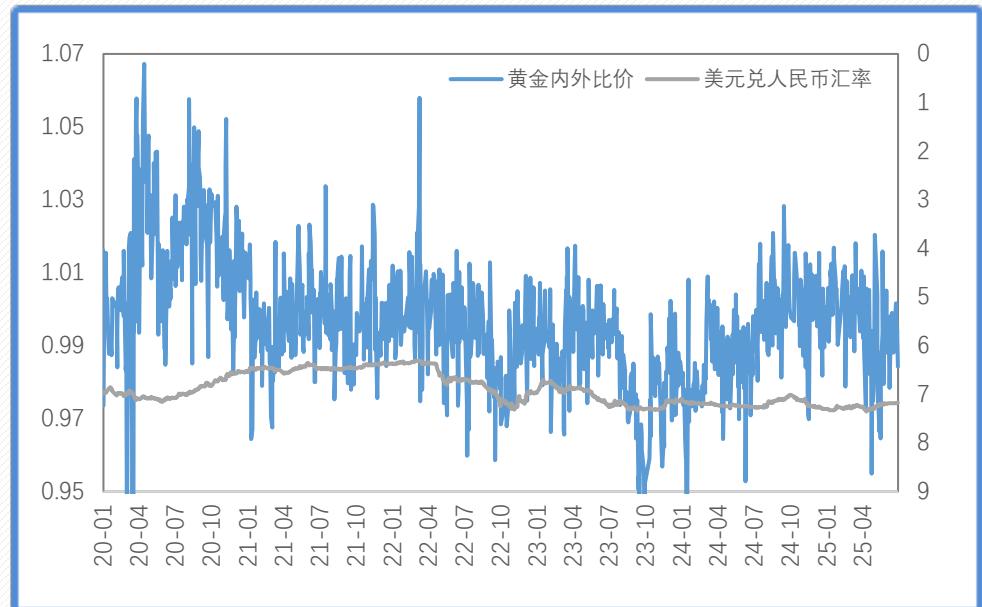
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所下降，白银内外价差及内外比价同样有所下降。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

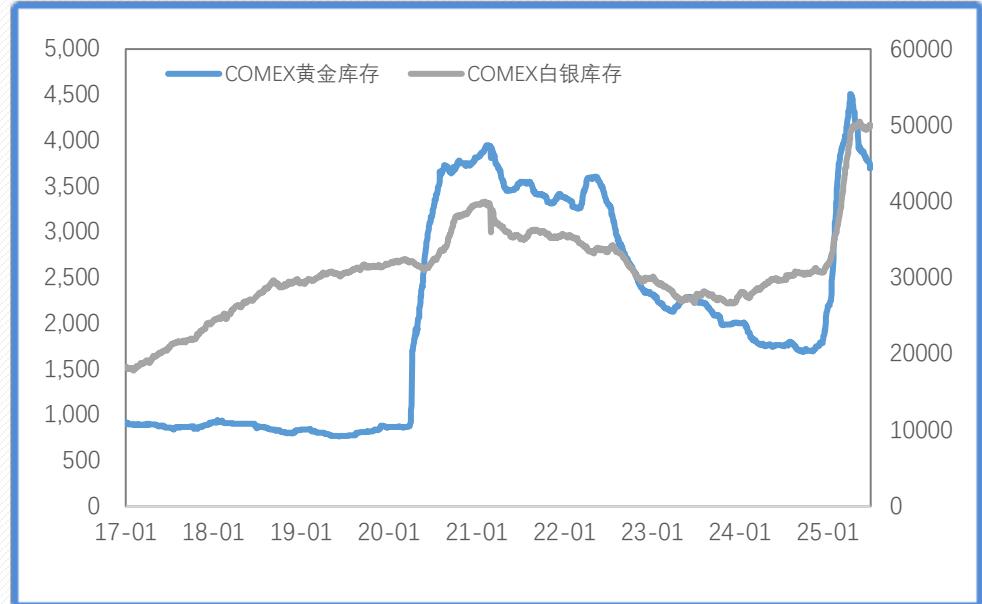


数据来源：Wind

### （三）库存与持仓

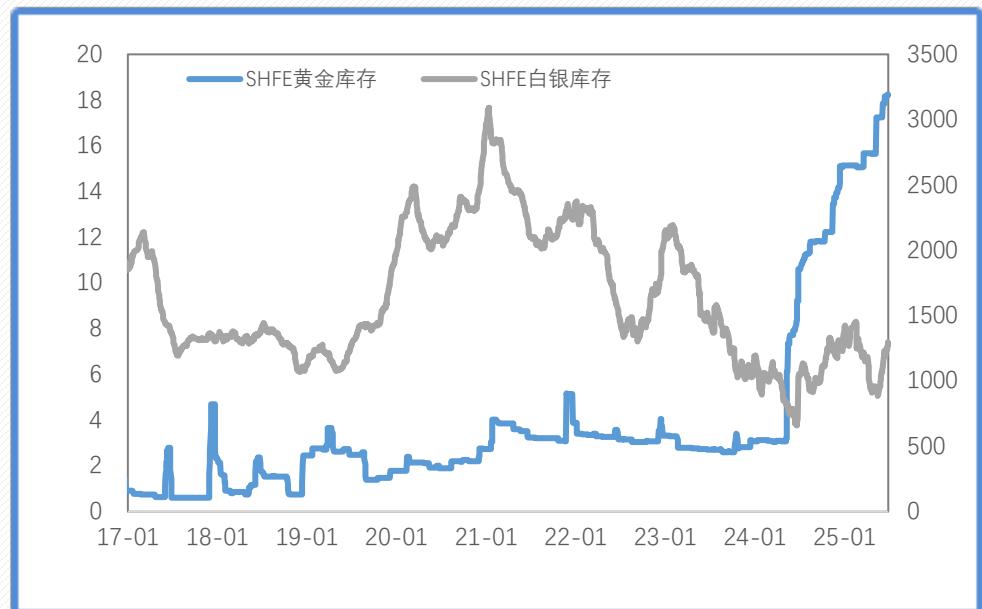
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3705 万盎司，环比减少约 53 万盎司，COMEX 白银库存约为 49909 万盎司，环比增加约 362 万盎司；SHFE 黄金库存约为 18.2 吨，环比增加约 0.07 吨，SHFE 白银库存约为 1296 吨，环比增加约 65 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

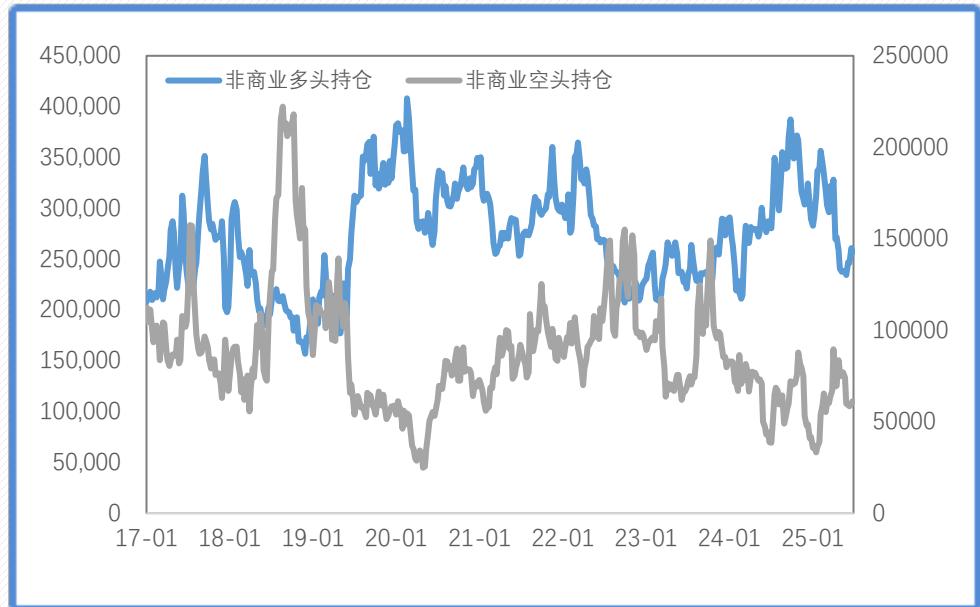
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

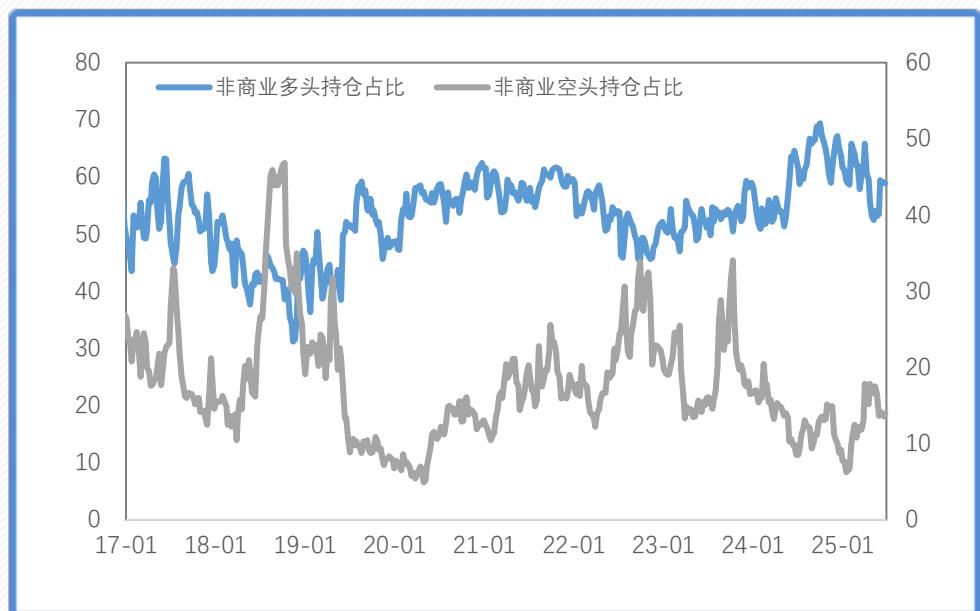
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 4.6 吨至 955 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 116 吨至 14866 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.7 万手，其中非商业多头持仓减少 4509 手至 25.6 万手，空头持仓增加 1135 手至 6.1 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 59% 附近，非商业空头持仓占比上升至 14% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



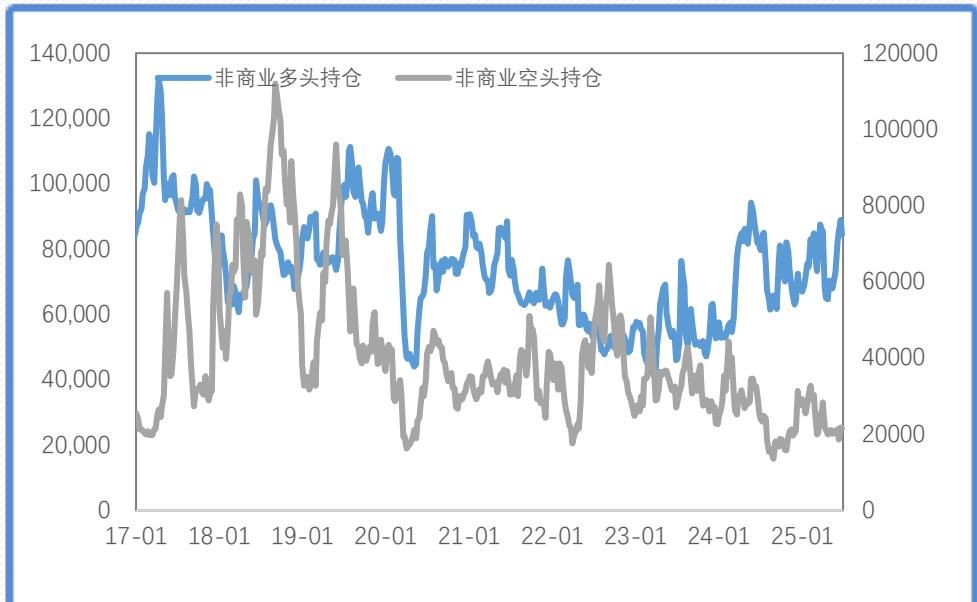
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



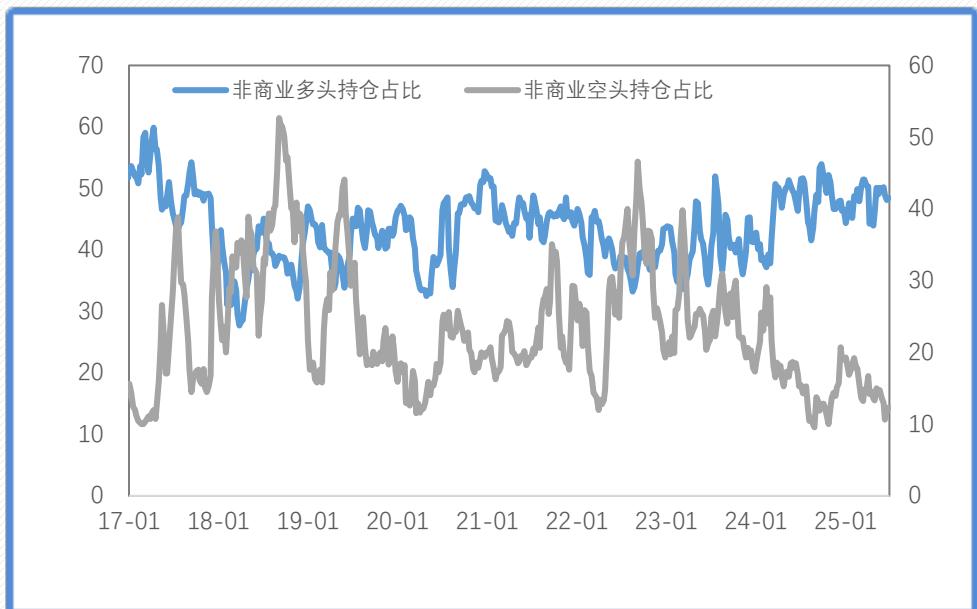
数据来源: Wind

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

虽然 5 月、6 月消费环比有所走弱，但是整体回落幅度仍然在年度均值的范畴之中，并没有出现明显的偏离。目前即将进入 7、8 月的传统淡季，但是消费、库存的表现仍然具有韧性，预计沪铜将带着低库存进入淡季，那么如果淡季不累库，从月差和绝对价格而言仍然是一个易涨难跌的状态，但是价格上涨后去库将面临考验，这决定了价格运行的节奏。

短期来看，市场风险偏好的回升使得金价持续回落，但海外的不确定性

不断加剧使得金价再度下行的空间相对有限，中长期看黄金仍有上行的驱动，建议暂时观望等待金价企稳。

#### 关注及风险提示

PMI、职位空缺、非农数据、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。