

关税风险再度显现，市场不确定性增加

金属市场周报

2025. 6. 30-2025. 7. 4

摘要：上周宏观一波三折。但主要是美国就业市场的波动在主导市场。周中 ADP 新增就业人数意外下降，降息显著增加、利率下行，周后期非农就业人数却超预期强劲，失业率下降至 4.1%，市场对降息预期又立刻反转。在降息预期来回摇摆的情况下，金铜价格也缺乏明显的趋势性指引。

核心观点

1、上周贵金属偏强震荡，铜价有所回落

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.8%，白银上涨 2.68%；沪金 2510 合约上涨 1.1%，沪银 2508 合约上涨 1.44%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.16%、-0.24%。

2、宏观一波三折，铜价冲高回落

周初 FT 报道贝森特关于美国关税的最新言论，其中提到有限国别关税、其次行业关税。市场理解为针对铜的 232 调查可能推迟到 9、10 月份进行，铜价明显拉涨，随后中国方面明确提出过剩行业反内卷，工业品全线上行，对铜价带来提振。周中 ADP 新增就业人数意外下降，降息显著增加、利率下行，铜价应声继续反弹，周后期非农就业人数却超预期强劲，失业率下降至 4.1%，市场对降息预期又立刻反转，铜价承压回落。

3、金价偏强震荡，关注关税风险

上周伴随 ADP 就业人数超预期回落，市场降息预期回升，金价随之走强，而后非农就业数据意外好于预期，降息预期再度回落，金价由此承压。本周临近 7 月 9 日关税暂缓到期日，关税风险再度显现，市场的不确定性或将再度推升贵金属价格，然而短期来看上方空间或同样有限。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，过程一波三折。周初 FT 报道贝森特关于美国关税的最新言论，其中提到有限国别关税、其次行业关税。市场理解为针对铜的 232 调查可能推迟到 9、10 月份进行，铜价明显拉涨，随后中国方面明确提出过剩行业反内卷，工业品全线上行，对铜价带来提振。周中 ADP 新增就业人数意外下降，降息显著增加、利率下行，铜价应声继续反弹，周后期非农就业人数却超预期强劲，失业率下降至 4.1%，市场对降息预期又立刻反转，铜价承压回落。

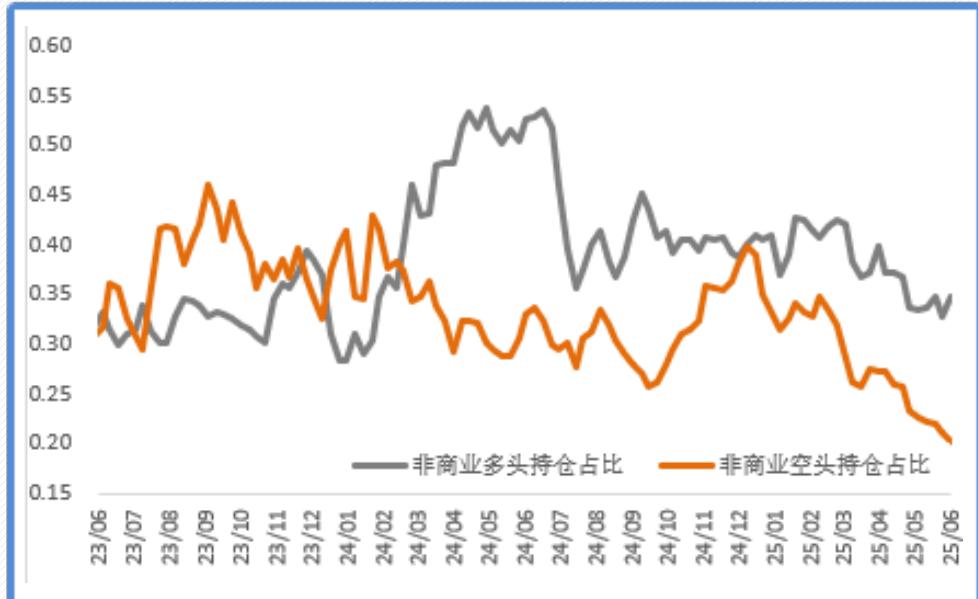
上周 SHFE 铜价先扬后抑。整体来看，80000 元/吨以上的铜价压力仍然较为明显，这种压力主要来自两方面：一方面，高价格对下游采购的天然抑制，具体表现为库存累积；另一方面，高价格刺激大量再生铜供应进入市场，这也放大了库存累积的幅度。当然，我们也并不期待价格会有很深的跌幅，预计从高点回撤 1000-2000 元/吨之后下游买盘又会重新介入，我们仍然认为价格高位震荡的概率较大。

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

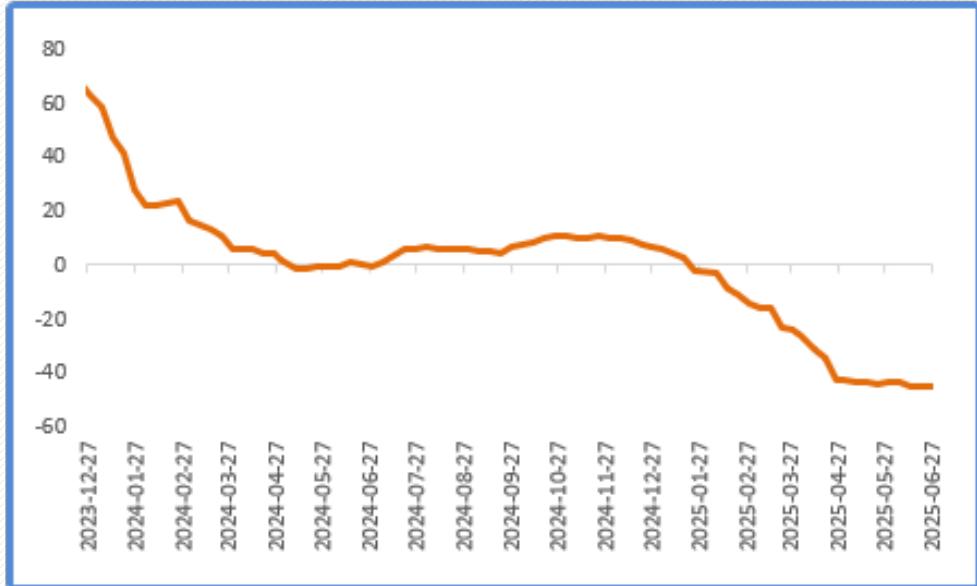


数据来源: Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.43 美元/干吨，较上周涨 0.06 美元/干吨。近期铜精矿现货市场，整体氛围较为平静，近日铜精矿现货市场交投冷清，观望情绪较浓，市场参与者对价格走势普遍看稳。Bisha 招标结果为-85 美元。现货市场贸易商对冶炼厂报盘 TC 为-45，普遍认为干净矿可成交 TC 价格在-42- -44。（单位：美元/干吨）。近日市场行情持稳为主，秘鲁由非正规采矿人抗议引发的封路，短期可能影响物流，但预计不会对生产造成实质冲击。冶炼厂成本压力大，矿山供给仍偏紧，TC 反弹需更强驱动。

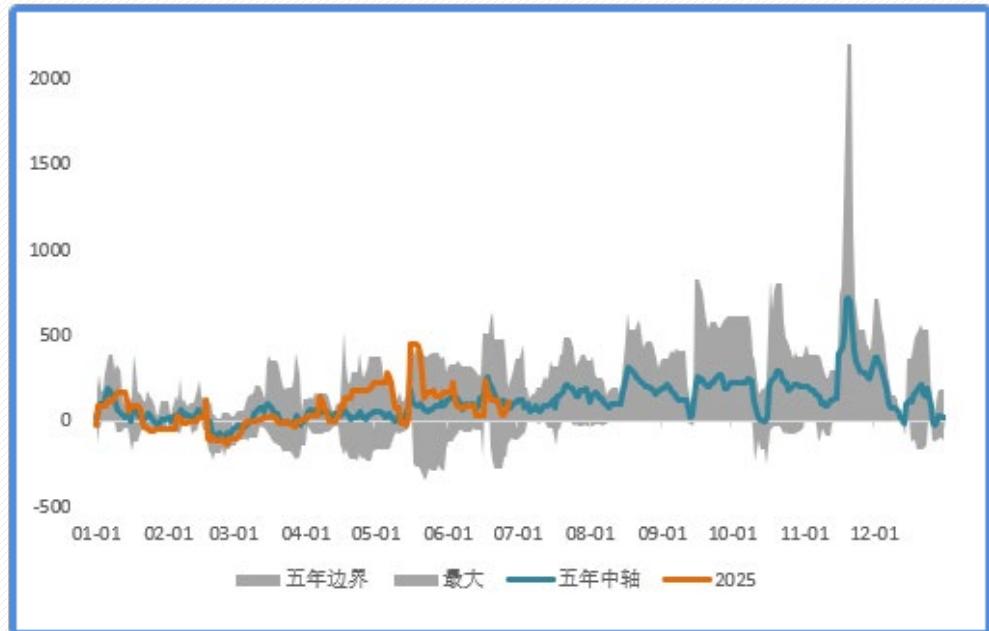
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面，铜价延续高位运行，且下游加工企业新增订单有限，同时近月合约 BACK 结构月差扩大至 200 元/吨以上，下游观望情绪稍显浓厚，周内仍维持刚需采买为主；淡季消费趋弱，加之铜价重心继续上抬，现货成交氛围较为一般。随着周尾铜价重新高位回落，下周市场消费预计有所提升，但 BACK 月差高企，现货升水仍将表现承压；考虑到目前市场到货预期不强，且社库维持低位运行，现货升水下行空间有限，下周或区间运行于升 0~升 150 元/吨附近。

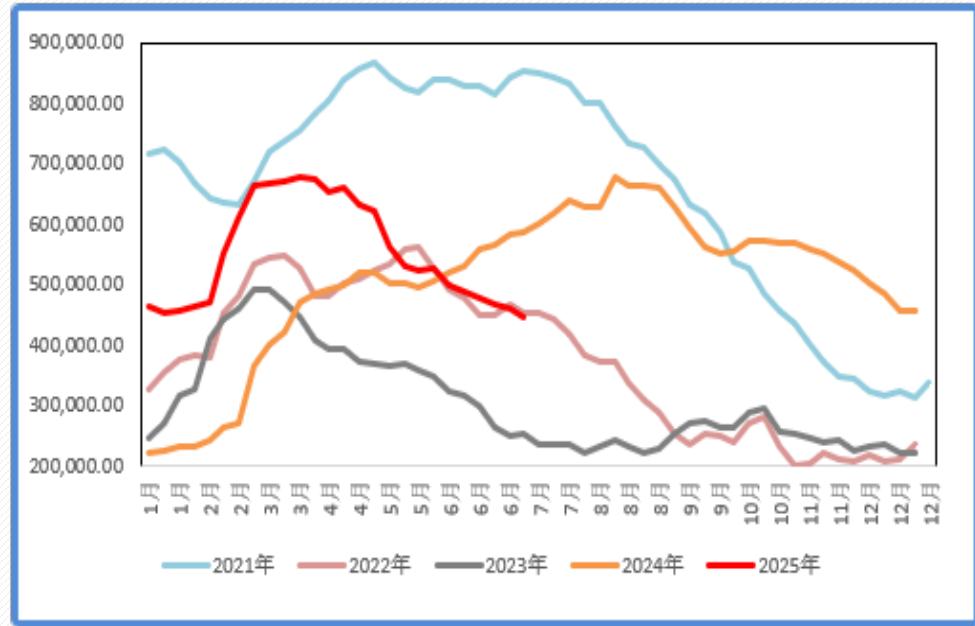
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 12.94 万吨, 较 26 日降 0.24 万吨, 较 30 日增 0.59 万吨; 本周上海市场库存环比上周继续下降, 周内市场到货仍较为有限, 仓库入库量偏少, 但铜价重心明显上移, 下游企业采购需求疲弱, 部分仓库出库量下滑, 库存因此下降幅度有限; 下周来看, 进口铜到货有所增加, 但国产货源仍较少, 但考虑到目前铜价高位运行, 下游采购需求不佳, 因此库存或继续小幅增加。广东市场库存环比上周小幅增加。主因铜价高位运行, 下游接货需求降至冰点, 同时冶炼厂有所到货, 入库增加出库减少, 库存因此回升; 后续来看, 高铜价背景下, 下游消费难有提振, 但下周市场到货量仍不多, 因此库存维持小幅回升。

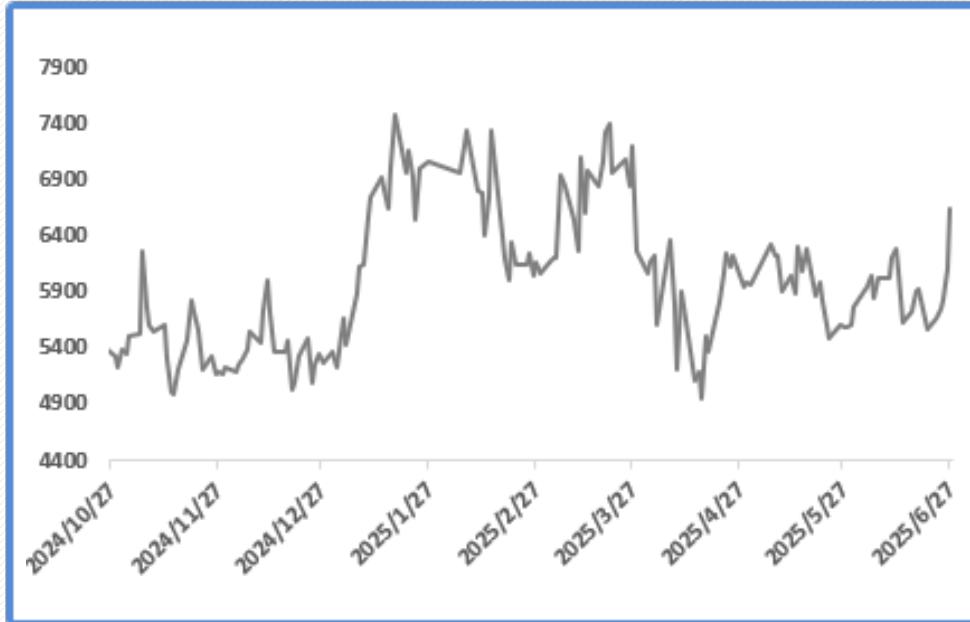
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数持平，仅有少量市场小幅回落；精铜杆企业成交表现虽有回升，但多数订单集中在周五；再生铜杆交易环比走弱，企业交易开始谨慎交易；精废杆价差、再生铜杆贴水微幅扩大；国内铜杆社会库存微幅积累。随着精铜杆企业陆续恢复，精铜杆市场竞争将进一步加剧，尤其是在近期铜价走高之后，部分企业调价出货的意愿走高，后续可能依然存在短期的调价竞争的情况。再生铜杆企业在近期补入订单后，后续交付压力将陆续增加，因此原料采购竞争等问题将逐步凸显，预计后续原料竞争愈发激烈。

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

上周金银价格高位震荡, COMEX 金银于 3250-3377 美元/盎司、35.5-37.3 美元/盎司区间内运行。上周伴随 ADP 就业人数超预期回落, 市场降息预期回升, 金价随之走强, 而后非农就业数据意外好于预期, 降息预期再度回落, 金价由此承压。

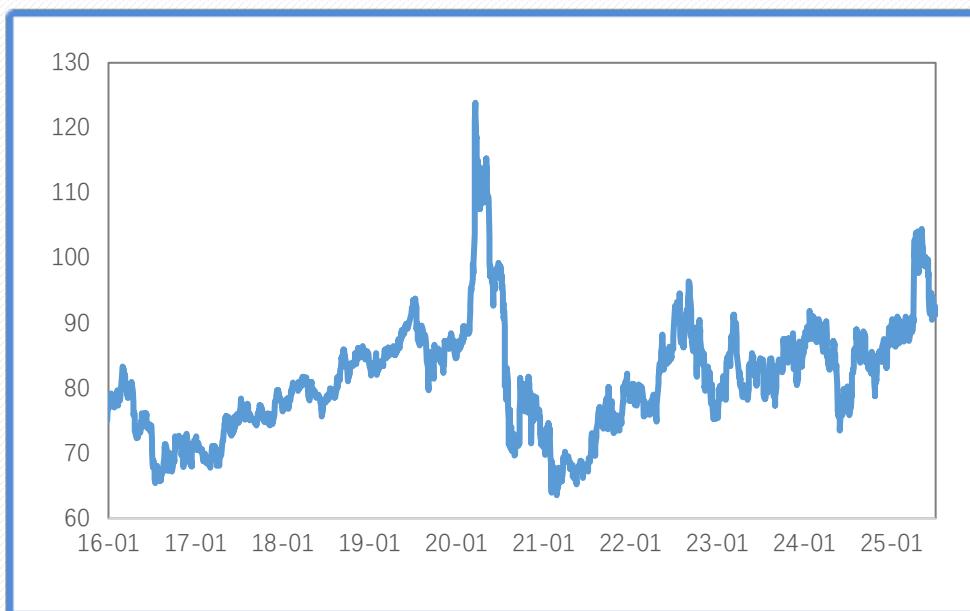
贵金属价格监控

2025/7/4	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3332.5	3269.2	1.9%
COMEX 白银	36.8	35.8	2.6%
伦敦金现	3331.9	3271.8	1.8%
伦敦银现	36.9	36.0	2.5%
SHFE 黄金	772.5	765.6	0.9%
SHFE 白银	8910.0	8784.0	1.4%
上金所黄金 T+D	771.6	763.1	1.1%
上金所白银 T+D	8885.0	8748.0	1.6%

(二) 比价与波动率

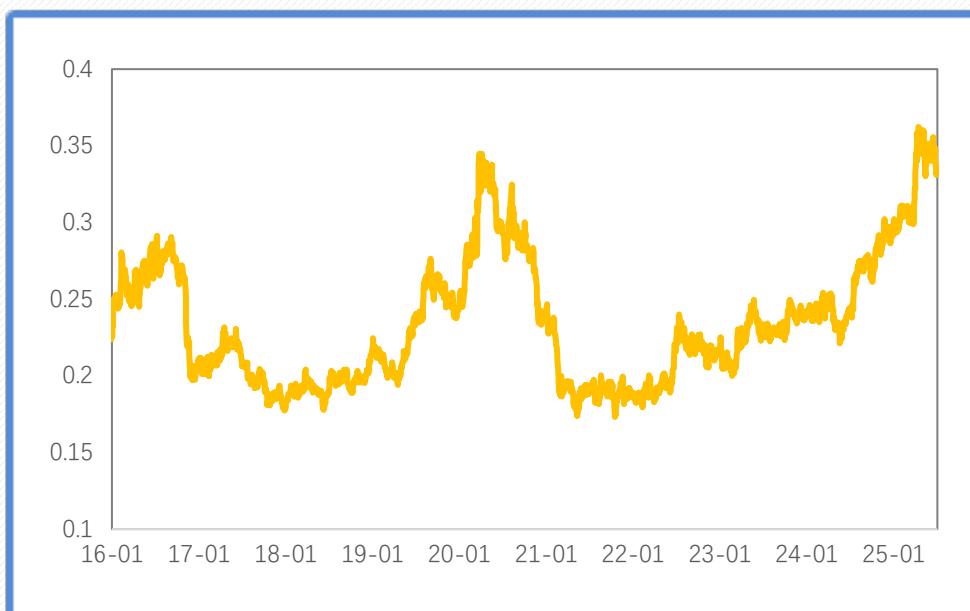
上周，白银涨幅强于黄金，金银比持续下行；铜价显著回落，金铜比随之上行；原油小幅反弹，金油比随之回落。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



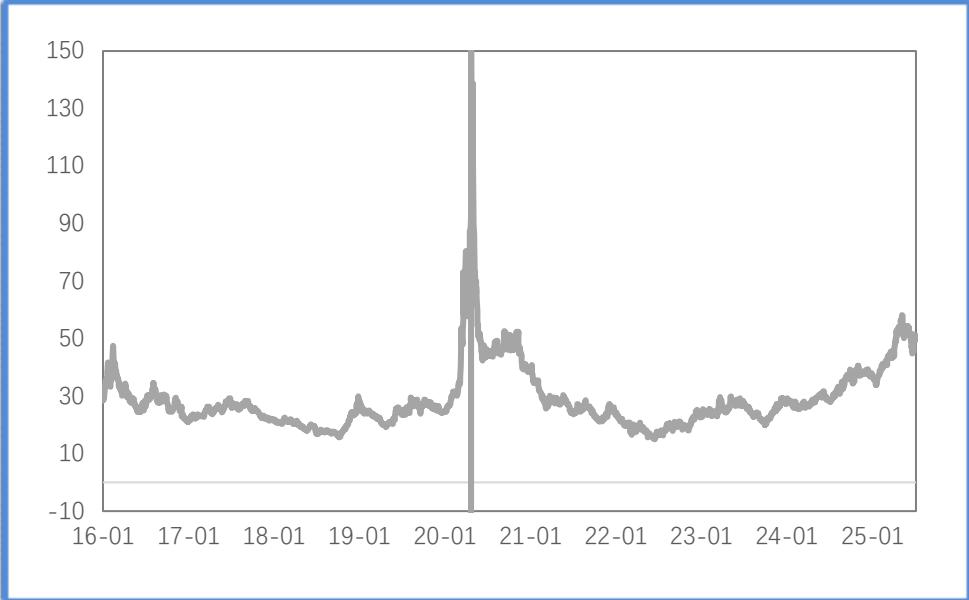
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

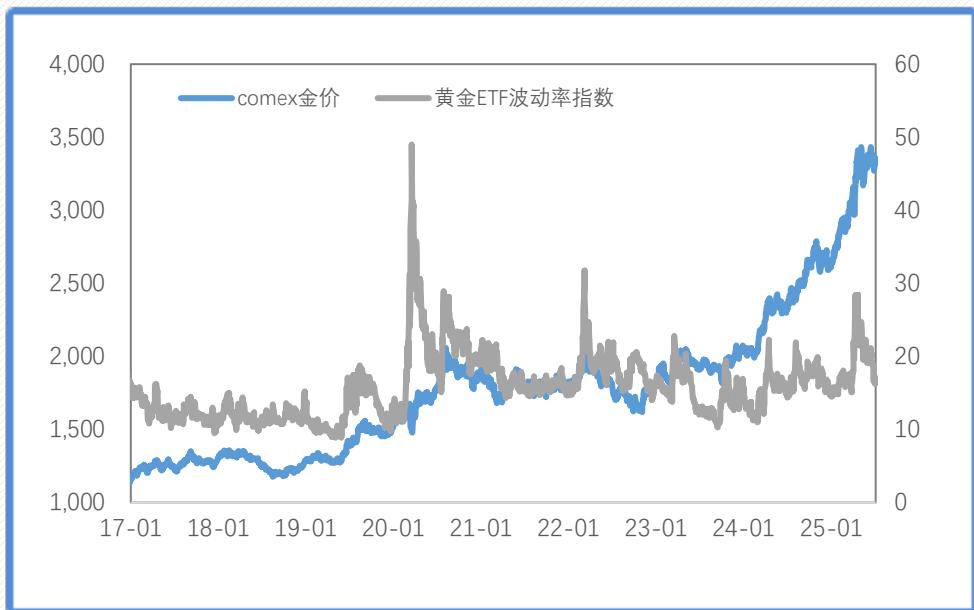
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 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。

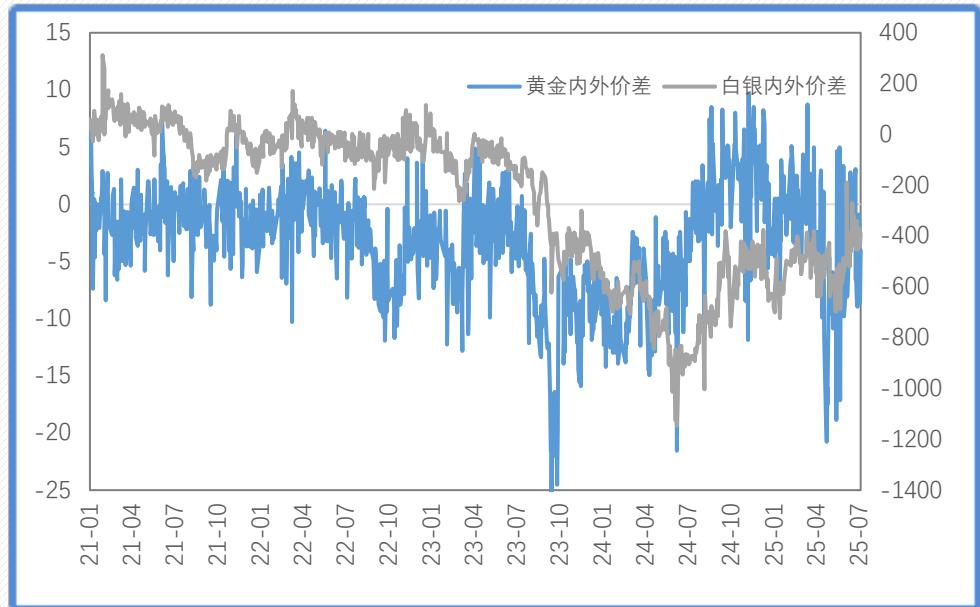
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

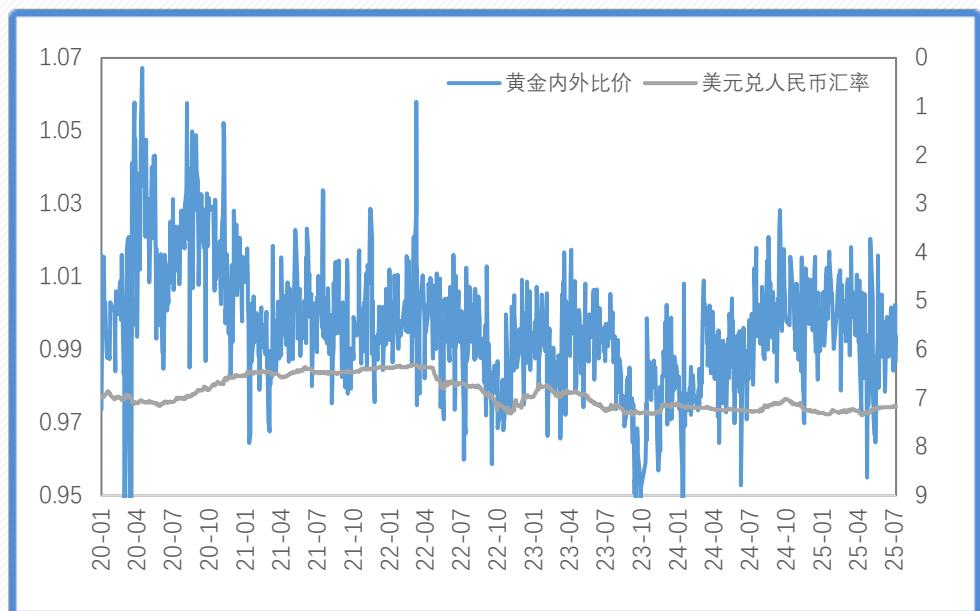
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所上升，白银内外价差及内外比价同样有所上升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

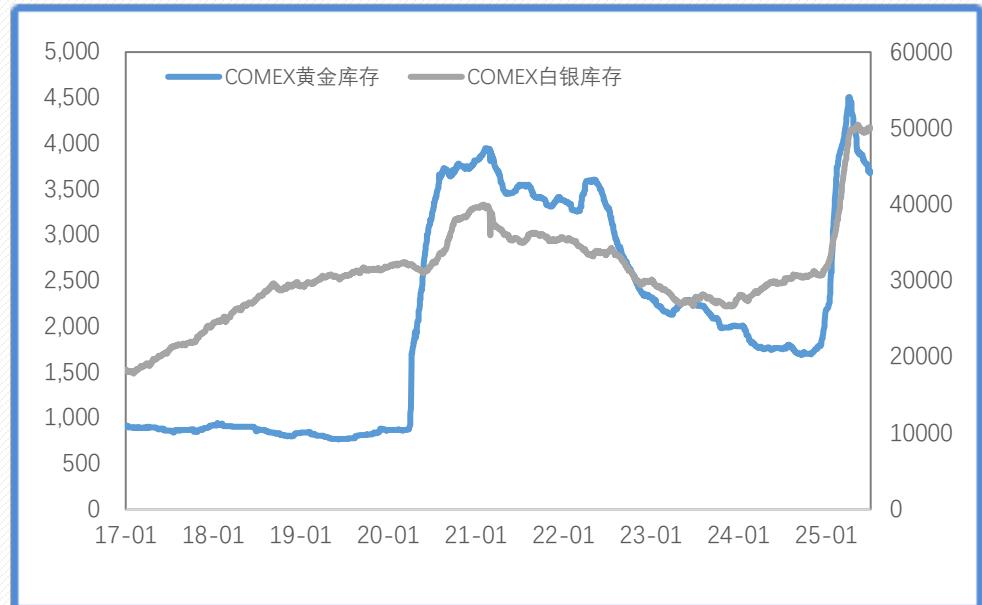


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

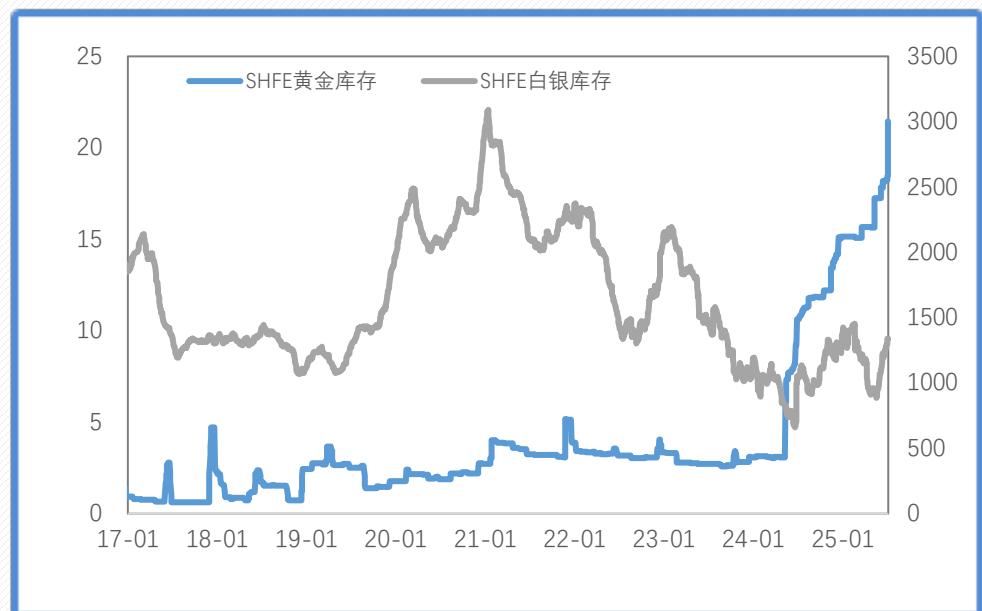
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3679 万盎司，环比减少约 26 万盎司，COMEX 白银库存约为 49928 万盎司，环比增加约 19 万盎司；SHFE 黄金库存约为 21.5 吨，环比增加约 3.2 吨，SHFE 白银库存约为 1340 吨，环比增加约 44 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

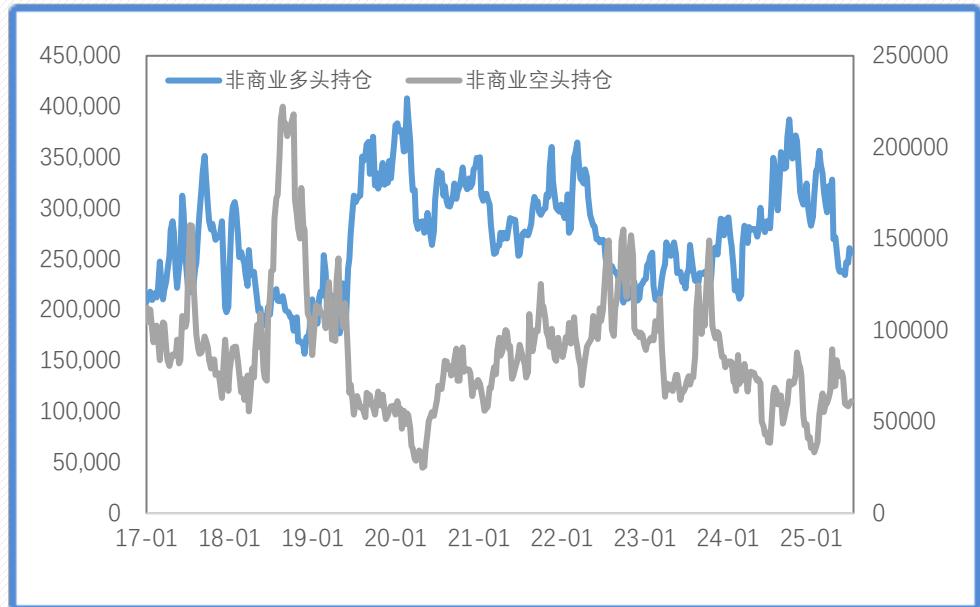
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

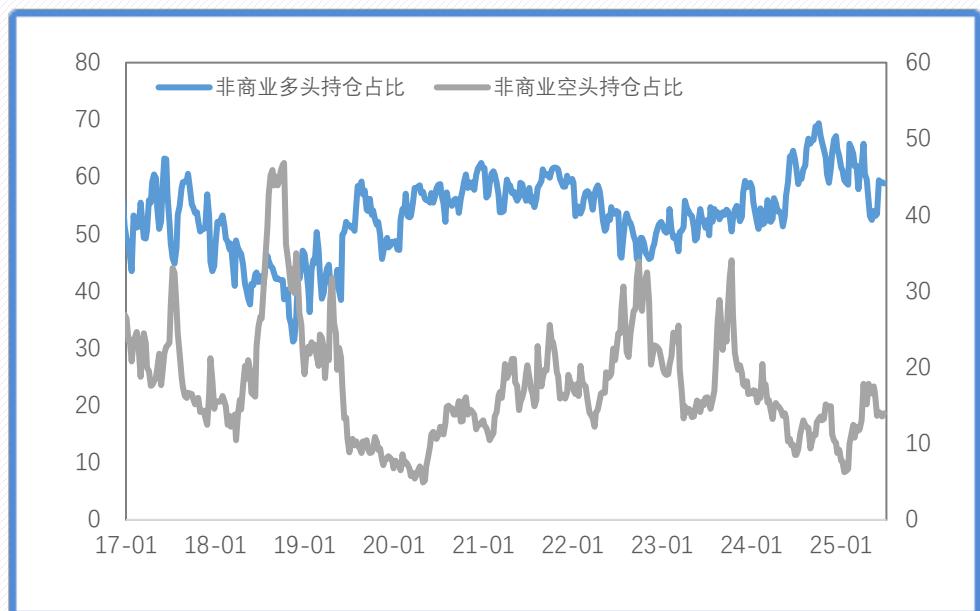
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 7.2 吨至 948 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 2.6 吨至 14869 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.7 万手，其中非商业多头持仓减少 4509 手至 25.6 万手，空头持仓增加 1135 手至 6.1 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 59% 附近，非商业空头持仓占比上升至 14% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



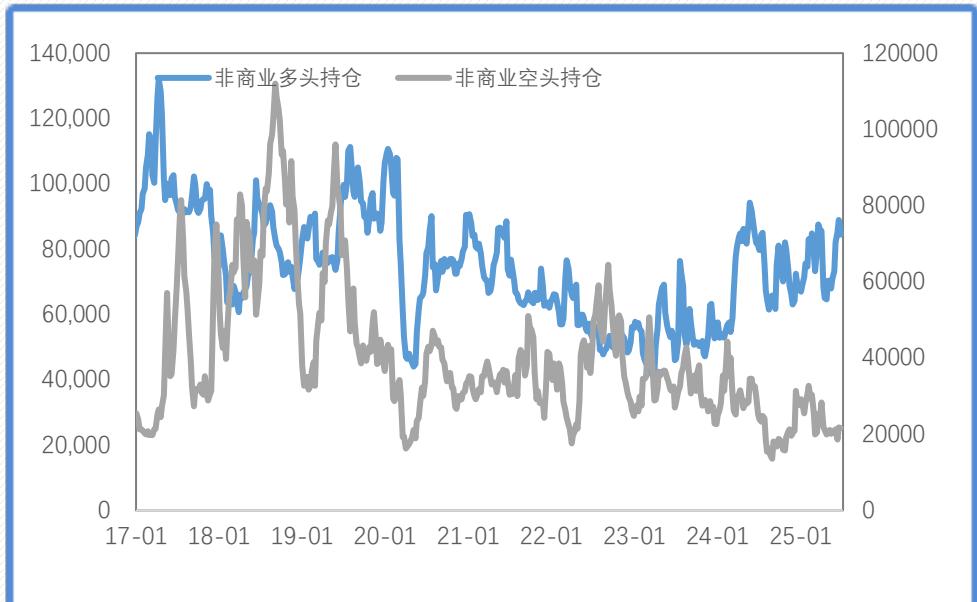
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



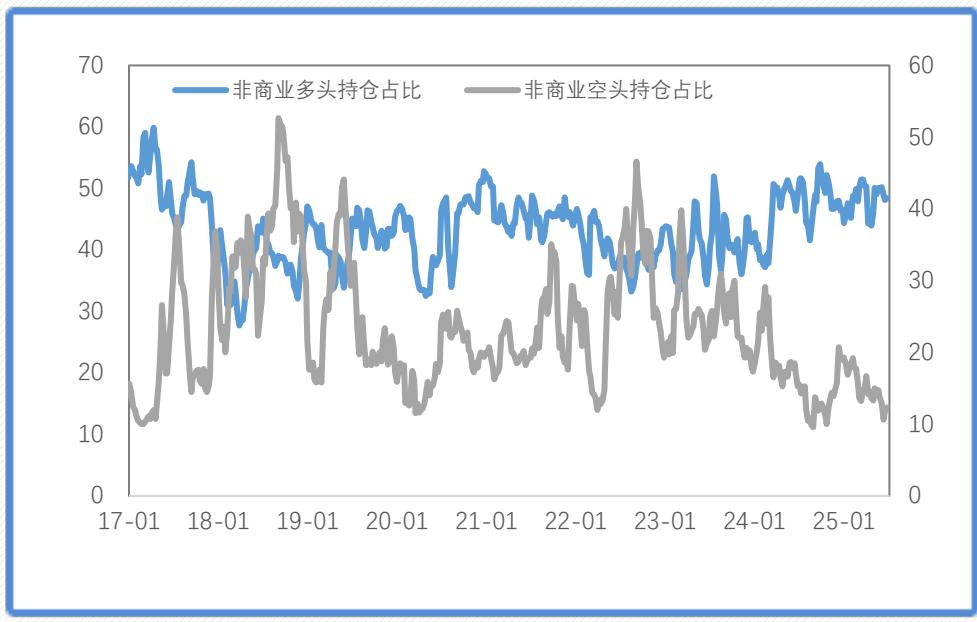
数据来源: Wind

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

整体来看, 80000 元/吨以上的铜价压力仍然较为明显, 这种压力主要来自两方面: 一方面, 高价格对下游采购的天然抑制, 具体表现为库存累积; 另一方面, 高价格刺激大量再生铜供应进入市场, 这也放大了库存累积的幅度。当然, 我们也并不期待价格会有很深的跌幅, 预计从高点回撤 1000-2000 元/吨之后下游买盘又会重新介入, 我们仍然认为价格高位震荡的概率较大。

本周临近 7 月 9 日关税暂缓到期日，关税风险再度显现，市场的不确定性或将再度推升贵金属价格，然而短期来看上方空间或同样有限。

关注及风险提示

通胀预期、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。