

美国 50%铜关税引爆 COMEX 铜价， 流动性风险推升银价

金属市场周报

2025. 7. 7-2025. 7. 11

摘要：特朗普突然宣布将对美国进口电解铜征收 50% 的关税并且在 8 月 1 日开始执行，显著超出市场预期。这使得 COMEX 铜价大幅攀升，并且迅速与其他地区铜价拉开价差，随后便维持高位震荡的格局。而周五白银出现挤仓行情，带动黄金上涨。

核心观点

1、上周金价偏强运行，铜价大幅上涨

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.71%，白银上涨 5.22%；沪金 2510 合约下跌 0.45%，沪银 2510 合约上涨 1.03%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+10.3%、-1.63%。

2、美国进口铜关税超预期

上周驱动价格上涨的主要因素在于特朗普突然宣布将对美国进口电解铜征收 50% 的关税并且在 8 月 1 日开始执行，显著超出市场预期。这使得 COMEX 铜价大幅攀升，并且迅速与其他地区铜价拉开价差，随后便维持高位震荡的格局。根据美国周度进口数据，当前美国已经进口了超过 70 万吨电解铜，预计到 8 月 1 日关税落地时算起可能将进口 90 万吨电解铜，已经达到去年全年进口量，因此后续价差进一步扩大的空间较小，对这些进口铜的消化节奏值得关注。

3、流动性风险推升银价

上周伴随特朗普陆续宣布对各国加征关税的标准，宏观层面不确定性再度增强，叠加市场前期回升的降息预期，贵金属偏强运行。此外，周五伦敦现货白银供需紧张态势推升其隐含年化租赁利率，潜在的挤仓风险使得银价再度创下自 2011 年来的新高。当前，美国关税风险仍存，海外市场不确定性对金价仍有支撑，应持续关注美联储官员的表态及降息预期，整体上预计短期金价仍处于区间内运行。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价大幅上涨，盘中经最大涨幅超 15%。上周驱动价格上涨的主要因素在于特朗普突然宣布将对美国进口电解铜征收 50%的关税并且在 8 月 1 日开始执行，显著超出市场预期。这使得 COMEX 铜价大幅攀升，并且迅速与其他地区铜价拉开价差，随后便维持高位震荡的格局。根据美国周度进口数据，当前美国已经进口了超过 70 万吨电解铜，预计到 8 月 1 日关税落地时算起可能将进口 90 万吨电解铜，已经达到去年全年进口量，因此后续价差进一步扩大的空间较小，对这些进口铜的消化节奏值得关注。

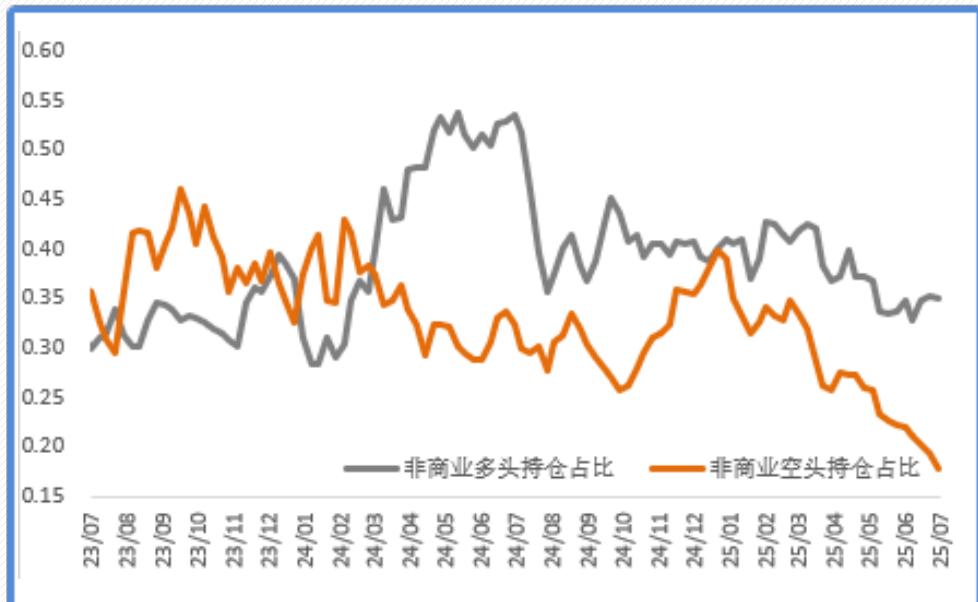
上周 SHFE 铜价承压回落，考验 78000 元/吨支撑。上周美国进口铜关税政策宣布之后，市场普遍预期后续运往美国的电解铜将转道重新向亚洲或中国发运。中国电解铜进口将从 4、5 月的低位水平重新回到 30 万左右的单月正常水平，这对于进口的压力是比较大的，也可能就此引发国内电解铜社会库存的累库，因为毕竟当下也正值需求走弱的淡季。我们认为这种担忧不无道理，但是国内需求也在变化，如果仅仅只是进口回到单月 30 万左右的水平，并不足以引发价格趋势性的下跌。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，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 23 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，观察后续是否会出现库存拐点。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线的 back 结构出现显著的收缩。主要在于美国进口铜关税宣布之后，市场预计不少铜将改道来中国，会对中国的电解铜库存等带来较大压力，我们认为 borrow 策略暂时需要回避，等待情况相对确定之后再做决策。

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

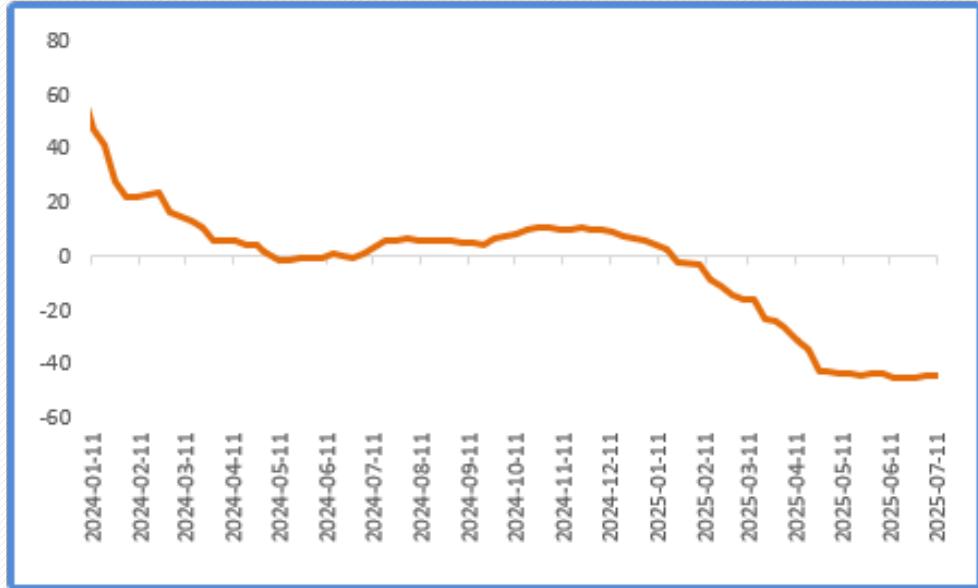


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 -43.31 美元/干吨，较上周涨 0.12 美元/干吨。铜精矿现货市场，整体氛围较为平静，现货市场 TC 小幅上调，短期内铜精矿现货市场大概率仍将维持相对平稳僵持态势，矿山端存在动荡，TC 反弹需更强驱动。供需两端均进入短期休整阶段。价格方面，市场主流在 -40 至 -43 美元/干吨区间波动，冶炼厂与贸易商均持谨慎观望态度，TC 短期内市场大概率维持平稳。Cspt 会议未确定三季度指导价格。

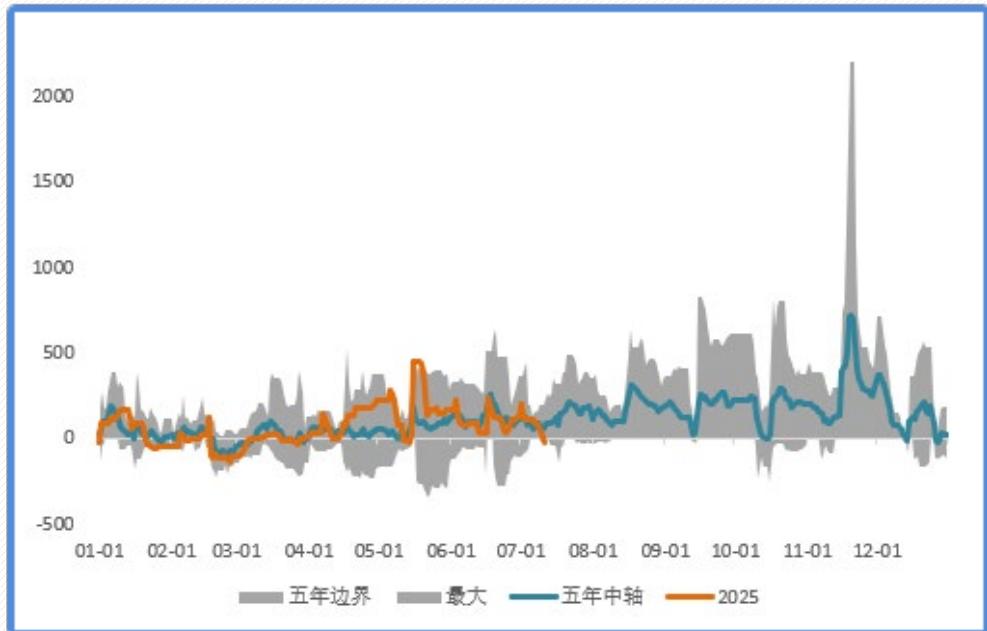
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价重心高位回落，但仍难达到下游采购心理预期。日内加工企业入市点价动作有所增加，但接货情绪仍相对谨慎，叠加近月 BACK 结构月差扩大明显，因此现货成交氛围提升并不明显，整体市场消费仍较为疲弱。由于临近 07 合约交割换月，且高 BACK 月差结构下，市场消费预计难有提升，现货贴水行情预计维持，但考虑到目前社库维持低位运行，且后续到货预期仍相对不强，下方空间亦相对有限，因此下周现货升水或企稳回升，整体区间或运行于贴 50~升 200 元/吨。

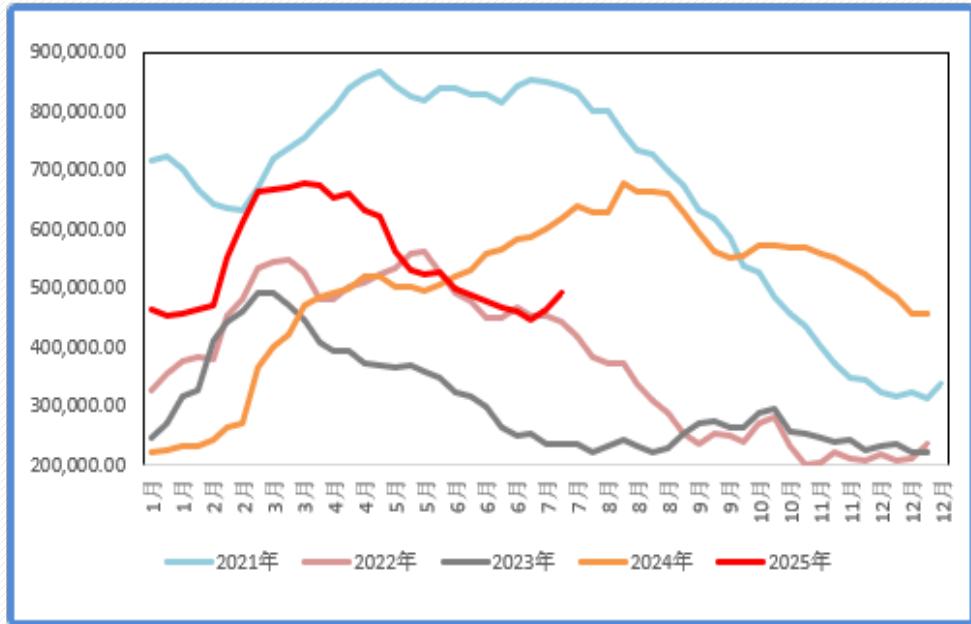
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 14.81 万吨，较 3 日增 1.87 万吨，较 7 日增 0.07 万吨；本周上海市场库存环比上周表现增加，周内市场国产货源以及进口铜清关流入环比表现增加，且近月合约 BACK 结构月差高企，虽铜价重心回落，但下游消费趋弱，市场出库量相对有限；下周来看，进口铜到货预计仍有所增加，但进口货源预计流入不多，且考虑到交割换月后，下游企业采购需求或有提升，因此库存或再度下降。广东市场库存环比上周增加。主因冶炼厂有所发货，仓库到货量增加，且下游消费难有起色；后续来看，下周临近交割换月，市场到货预计仍有增量，库存因此预计继续小幅增加。

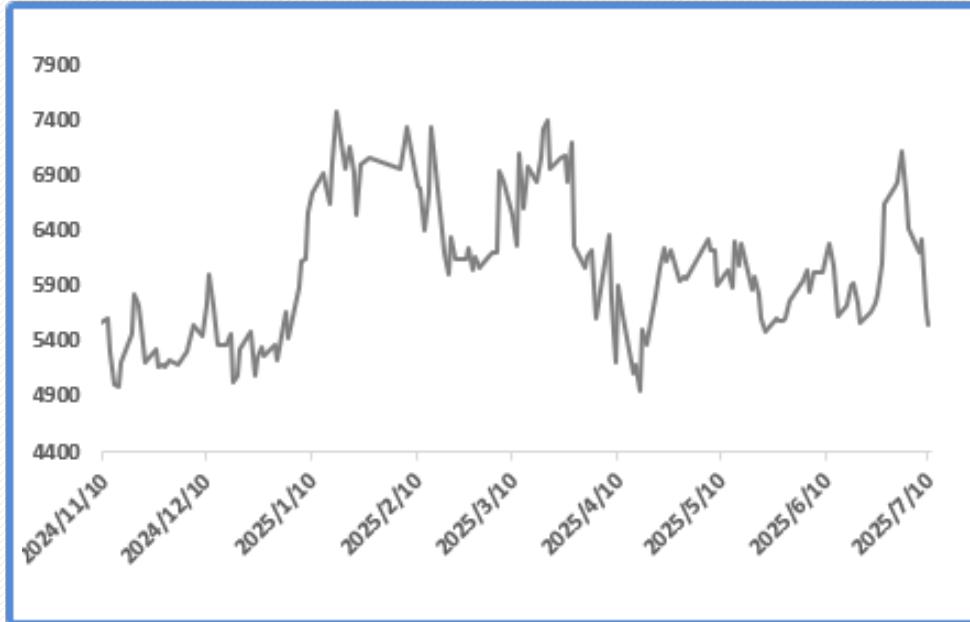
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数下跌，华北市场的加工费较为坚挺；精铜杆企业成交表现回升明显，逢低采买的热度较高；再生铜杆企业生产有下滑预期，再生铜杆贸易商交易活跃；精废杆价差、再生铜杆贴水收窄明显；国内铜杆社会库存微幅下降，近两周变化较小。本周铜价下跌，精铜杆企业的订单得到补充，企业的生产有望随之提升，下游的提货效率会是影响企业后续生产表现的关键。再生铜杆企业在这一阶段面临着较大的生产和交付压力，原料价格溢价较高，企业补充困难，贸易商提货积极且有一定的催促情况，再生铜杆现货出现紧张趋势，若后续精废价差依然处于当前较低的水平，可能出现再生铜杆成品短缺的情况。

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 3290-3382 美元/盎司、36.3-39.3 美元/盎司区间内运行。上周伴随特朗普陆续宣布对各国加征关税的标准, 宏观层面不确定性再度增强, 叠加市场前期回升的降息预期, 贵金属偏强运行。此外, 周五伦敦现货白银供需紧张态势推升其隐含年化租赁利率, 潜在的挤仓风险使得银价再度创下自 2011 年来的新高。

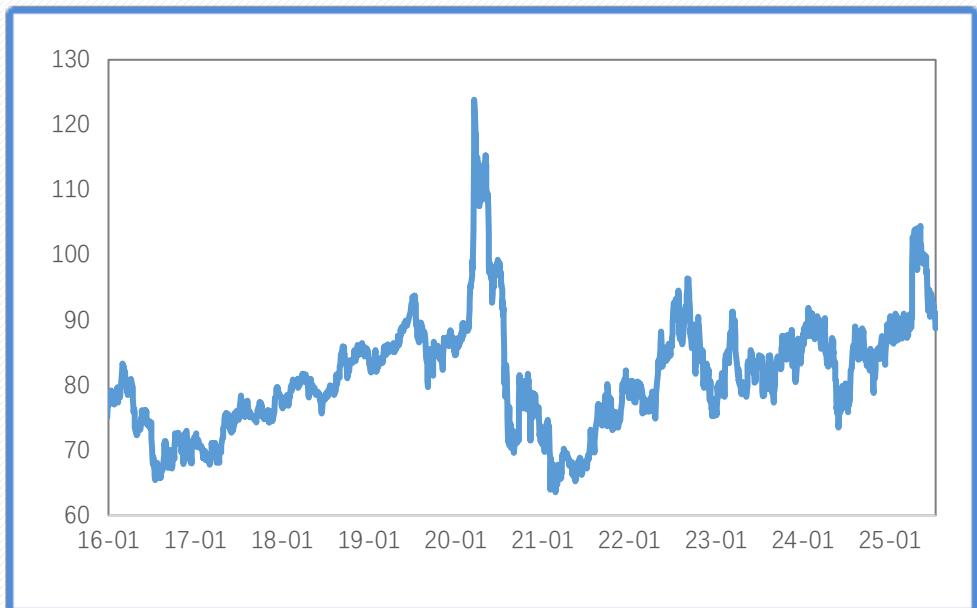
贵金属价格监控

2025/7/11	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3359.8	3332.5	0.8%
COMEX 白银	38.9	36.8	5.9%
伦敦金现	3352.1	3331.9	0.6%
伦敦银现	37.5	36.9	1.7%
SHFE 黄金	770.5	772.5	-0.3%
SHFE 白银	9038.0	8910.0	1.4%
上金所黄金 T+D	769.3	771.6	-0.3%
上金所白银 T+D	9028.0	8885.0	1.6%

(二) 比价与波动率

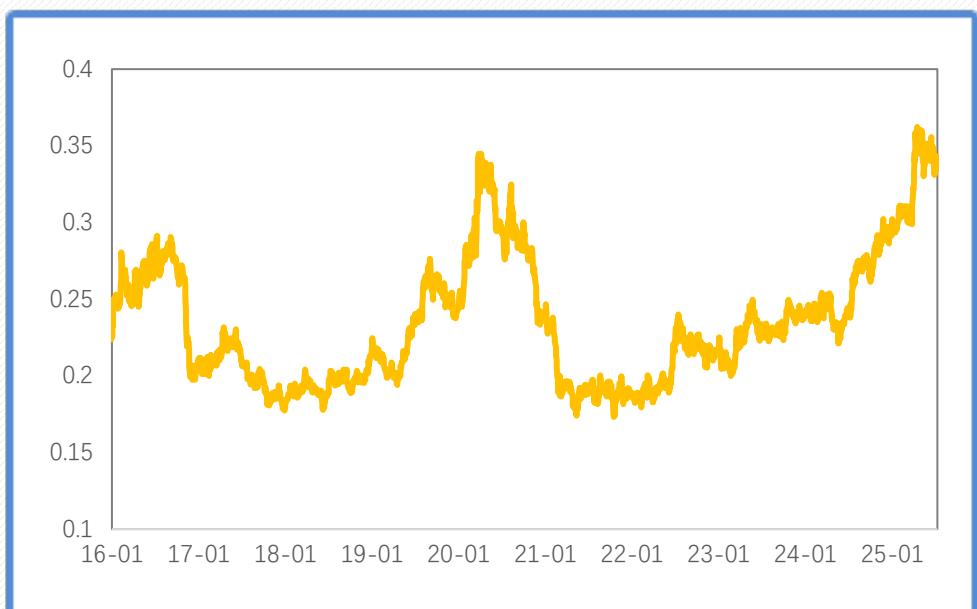
上周，白银涨幅强于黄金，金银比持续下行；伦铜价格有所回落，金铜比随之上行；原油小幅反弹，金油比随之回落。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



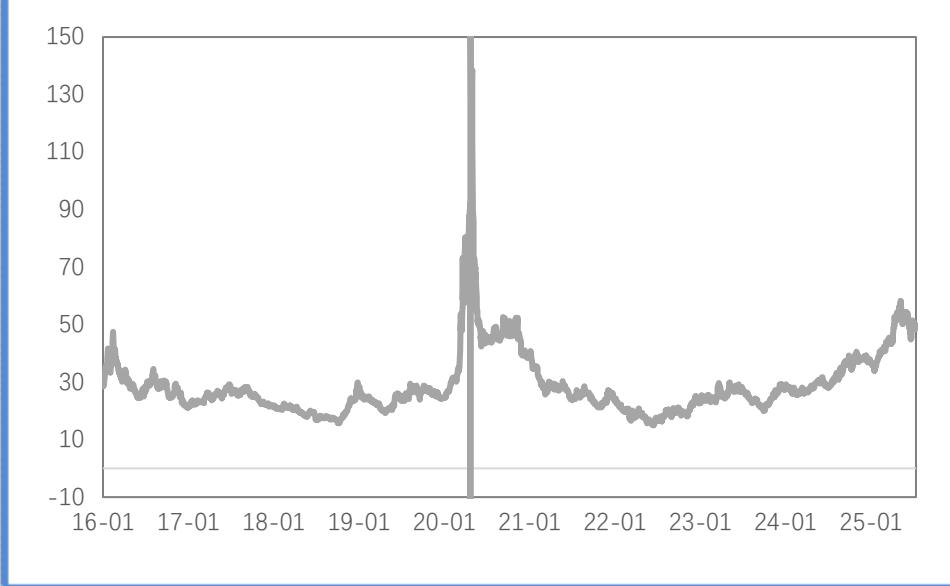
数据来源: Wind

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 于周五有所反弹，上周特朗普再度宣布对各国最新的对等关税标准，市场的不确定性增加，黄金波动率随之回升。

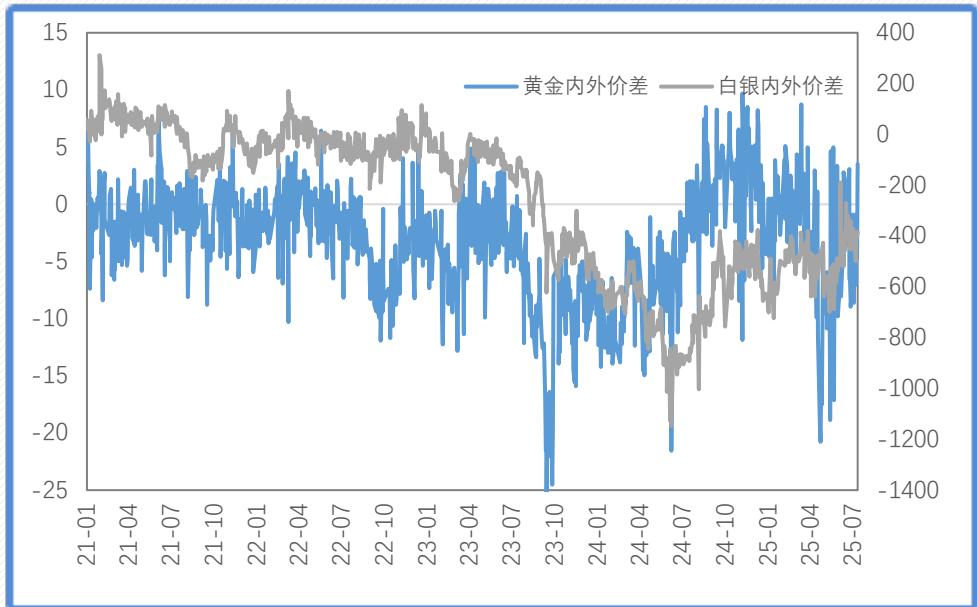
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

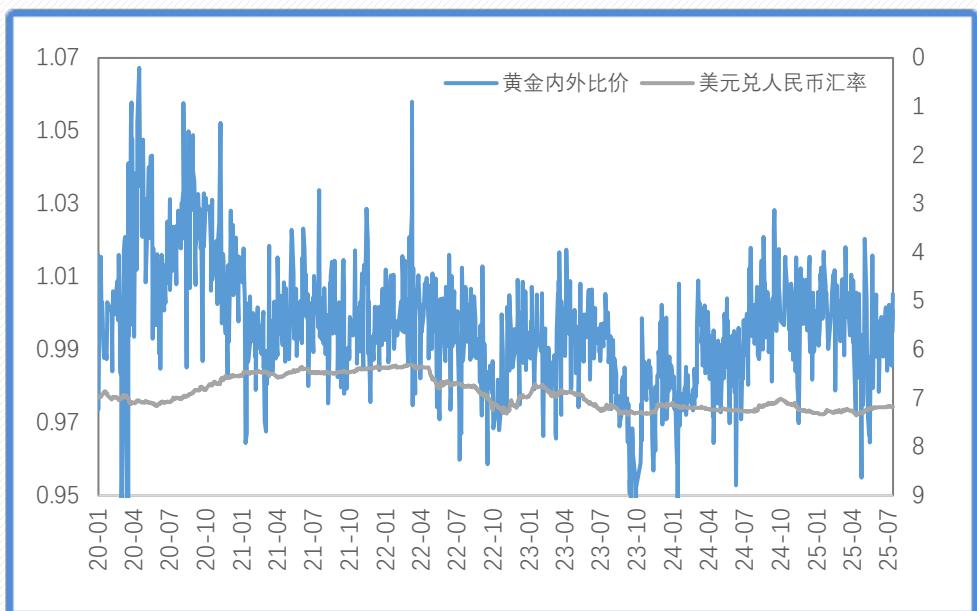
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所上升，白银内外价差及内外比价同样有所上升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

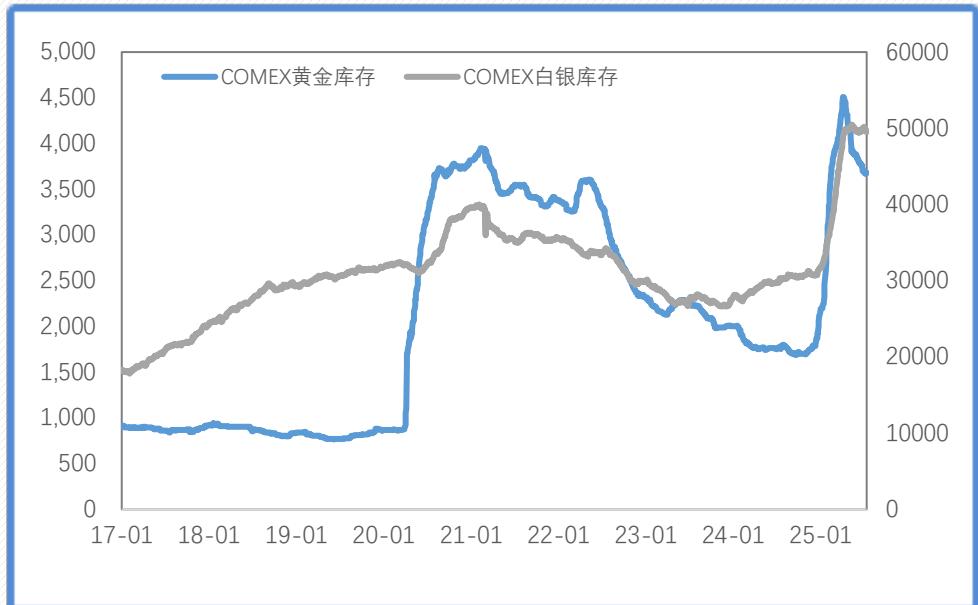


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

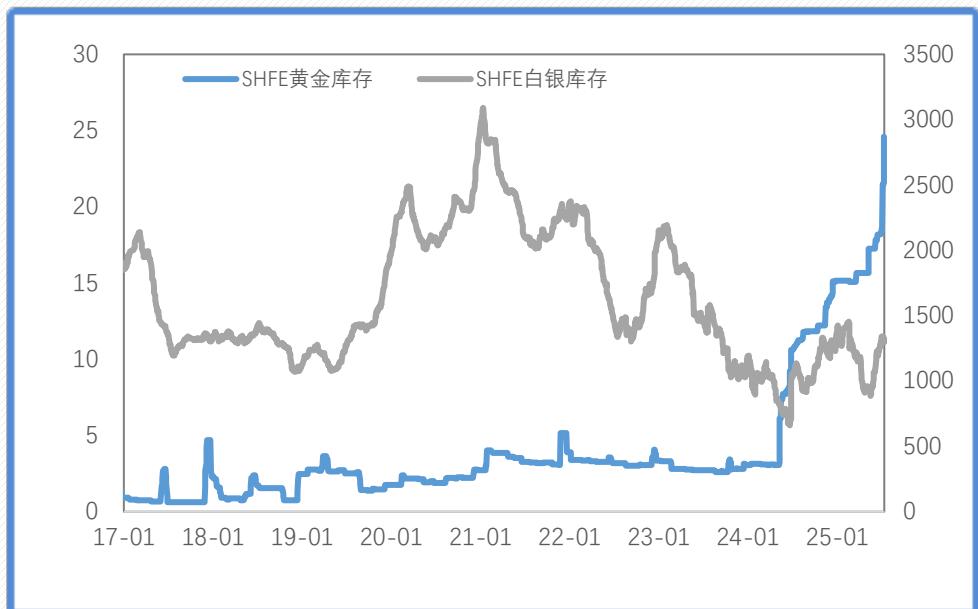
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3675 万盎司，环比减少约 3.9 万盎司，COMEX 白银库存约为 49492 万盎司，环比减少约 436 万盎司；SHFE 黄金库存约为 24.6 吨，环比增加约 6.1 吨，SHFE 白银库存约为 1304 吨，环比减少约 37 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

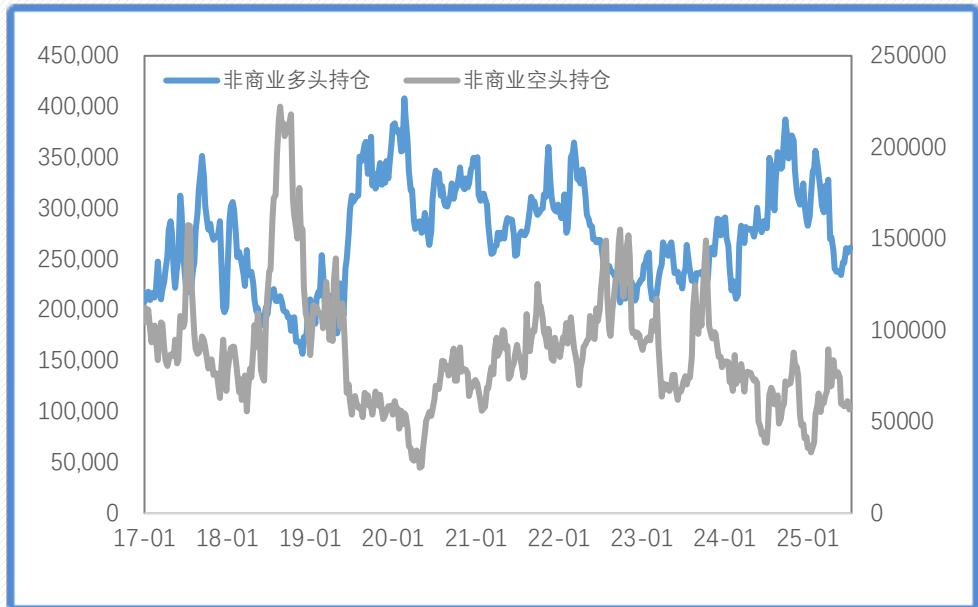
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

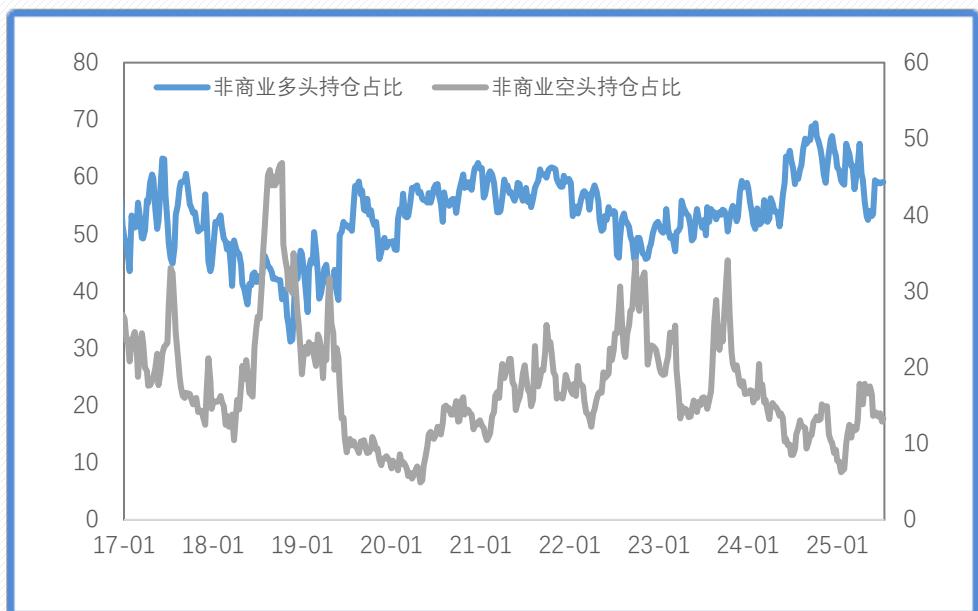
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 0.02 吨至 948 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 110 吨至 14759 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 32 万手，其中非商业多头持仓增加 3054 手至 26.2 万手，空头持仓增加 2066 手至 5.9 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周维持于 59%附近，非商业空头持仓占比上升至 13%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



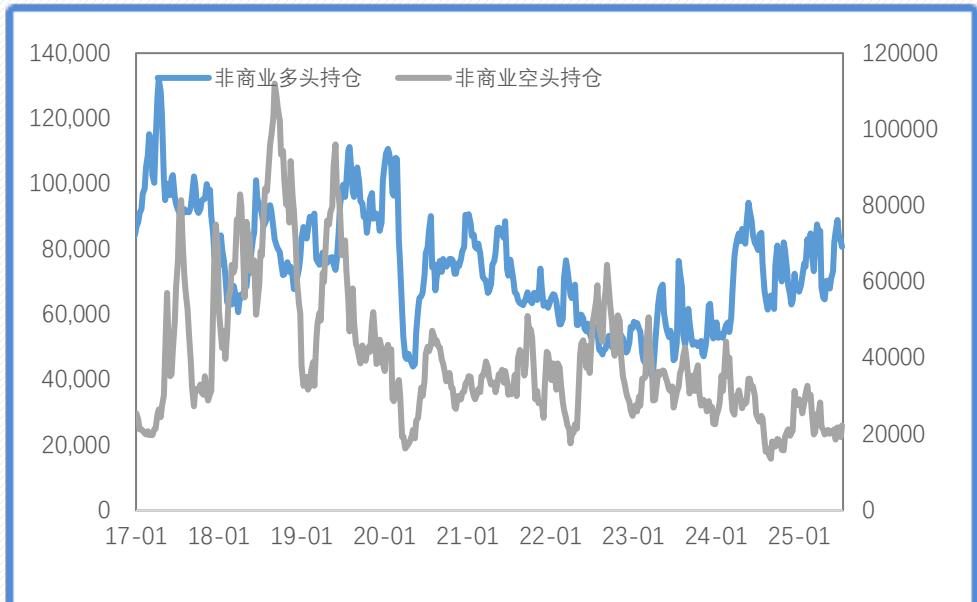
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



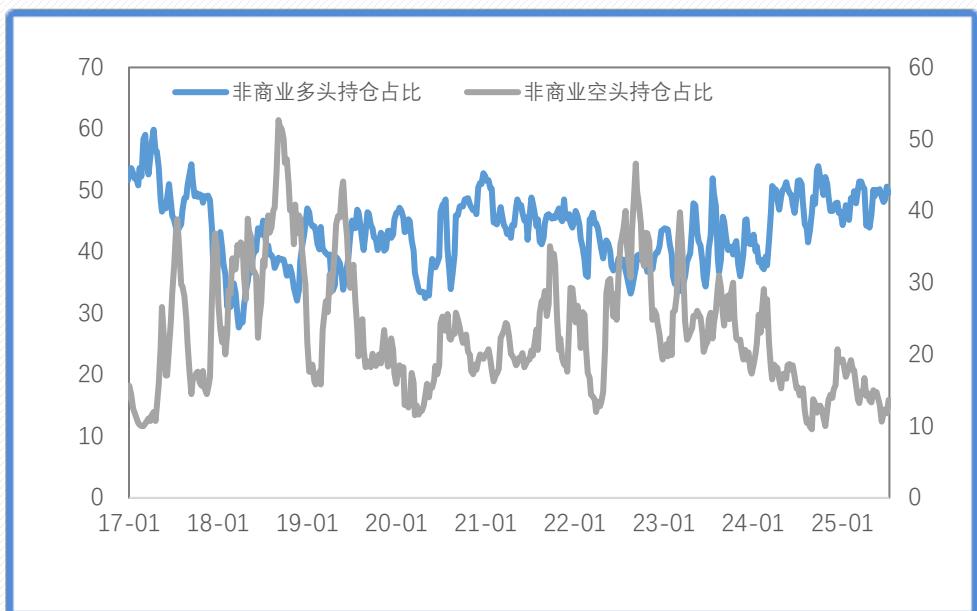
数据来源: Wind

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。

当前，美国关税风险仍存，海外市场不确定性对金价仍有支撑，应持续

关注美联储官员的表态及降息预期，整体上预计短期金价仍处于区间内运行。

关注及风险提示

CPI、PPI、零售销售数据、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。