

# 宏微观共振，铜价重返高位、白银飙升至历史新高

## 金属市场周报

2025. 11. 24-2025. 11. 28

摘要：上周主要得益于宏观层面整体偏好。周初中美两国元首通电话、美国透露乌克兰可能接受和平协议，使得地缘环境边际改善。同时，美联储多位官员表态12月份有降息空间，逆转了此前市场对于12月可能不降息的预期。

### 核心观点

#### 1、上周金铜显著走强

贵金属方面，上周COMEX黄金上涨3.83%，白银上涨13.43%；沪金2602合约上涨2.91%，沪银2602合约上涨8.96%。主要工业金属价格中，COMEX铜、沪铜分别变动+3.96%、+2.07%。

#### 2、宏微观共振，铜价重返高位

周初中美两国元首通电话、美国透露乌克兰可能接受和平协议，使得地缘环境边际改善。同时，美联储多位官员表态12月份有降息空间，逆转了此前市场对于12月可能不降息的预期。此外铜市场利多因素也助阵价格反弹，市场消息称智利明年发往美国的精炼铜溢价高达每吨500美金，同时发往欧洲和中国的精炼铜报价也处于历史高位水平，这强化了市场对明年精炼铜出现结构性短缺的预期。

#### 3、金银价格走强，银价再度刷新历史新高

上周，美联储官员沃勒及威廉姆斯均发表鸽派讲话，均支持12月降息的决议，同时具有鸽派立场的哈赛特成为下一任美联储主席的热门人选，市场预期12月降息的概率大幅回升至87%，金银由此再度开启上行走势。在降息预期支撑下，金银价格仍具有上涨的空间，关注本周即将出炉的美国经济数据，特别是就业数据，这将很大程度上决定下周联储的利率决议。

## (一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡反弹，主要得益于宏观层面整体偏好。周初中美两国元首通电话、美国透露乌克兰可能接受和平协议，使得地缘环境边际改善。同时，美联储多位官员表态 12 月份有降息空间，逆转了此前市场对于 12 月可能不降息的预期。此外铜市场利多因素也助阵价格反弹，市场消息称智利明年发往美国的精炼铜溢价高达每吨 500 美金，同时发往欧洲和中国的精炼铜报价也处于历史高位水平，这强化了市场对明年精炼铜出现结构性短缺的预期。

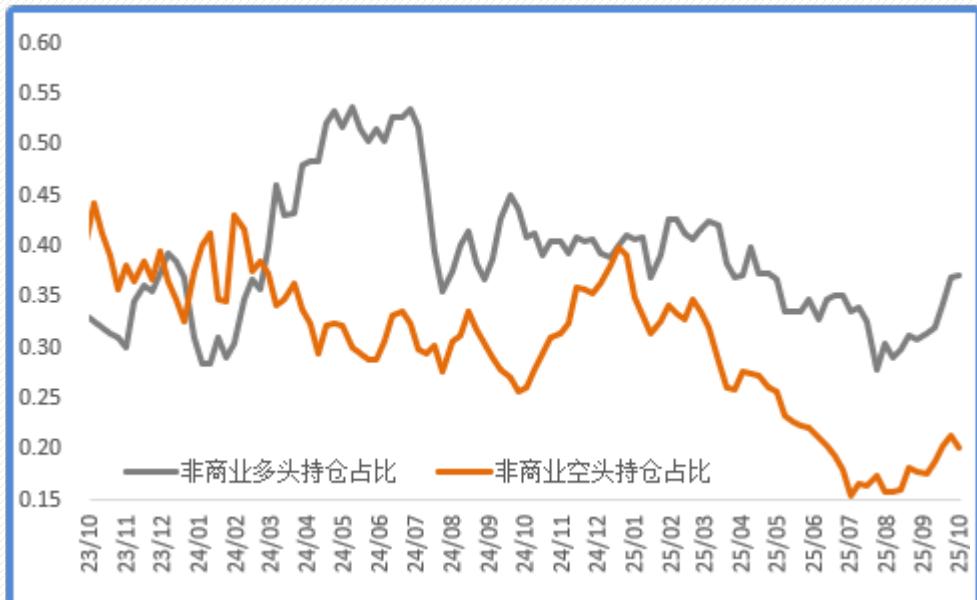
上周 SHFE 铜价震荡上行，接近 89000 元吨一线。上周市场对明年可能缺铜的预期被再度放大，主要是智利对于明年出口精炼铜的报价让人大跌眼镜。而据市场消息，国内签约的机构寥寥无几。如果智利方面继续坚持这一溢价水平，明年国内精炼铜长单进口量可能会大幅下降，那么结构性短缺的特点可能会非常显著。价格上涨后，由于临近 12 月末，可能会对消费带来又一次的明显抑制，如果突破力度不够面临一定的回调压力。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，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 41 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 31 万吨，与美国进口铜来源国以及 COMEX 注册品牌对比，考虑到美国境内企业的补库空间，预计还有 5-10 万吨铜没有显性化，对于 COMEX 铜的结构并没有太合适的策略。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，目前 12 月的月差没有什么值得交易的机会。但是明年的月差可能会有比较大的机会。主要在于当前高昂的进口长单报价可能造成明年进口铜下降，从而放大精炼铜的月度缺口，这个对于国内基差、月差而言会带来较大的波动。建议可以提前关注明年的月差 borrow 机会，考虑 4 月及以后月份的组合。

持仓方面，美国政府恢复工作，但是 CFTC 数据目前只补充了三周的数据，无法对近期的行情构成有价值的参考。

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 -41.81 美元/干吨，较上周跌 0.06 美元/干吨。干净铜精矿现货 TC 主要在 -41 到 -43 美元区间上下震荡。据 Mysteel 调研，贸易商以 -40 低位美元/吨的价格出售 5000 吨干净矿市场，矿山招标明年 1 月船期的干净矿，TC 在 -40 中低位。参与者普遍等待 Benchmark 年终谈判结果，其不仅会影响后续长单谈判的推进，也将对明年一季度船期货物现货交易的开展起到一定指引作用。部分冶炼厂表示近期无现货采购需求，全力为长单谈判做准备，对现货市场持观望态度。部分冶炼厂认为当前加工费已触及自身承受的底线水平，继续下探的空间不大，对于 Benchmark，仍抱有维持正数水平的心理预期。

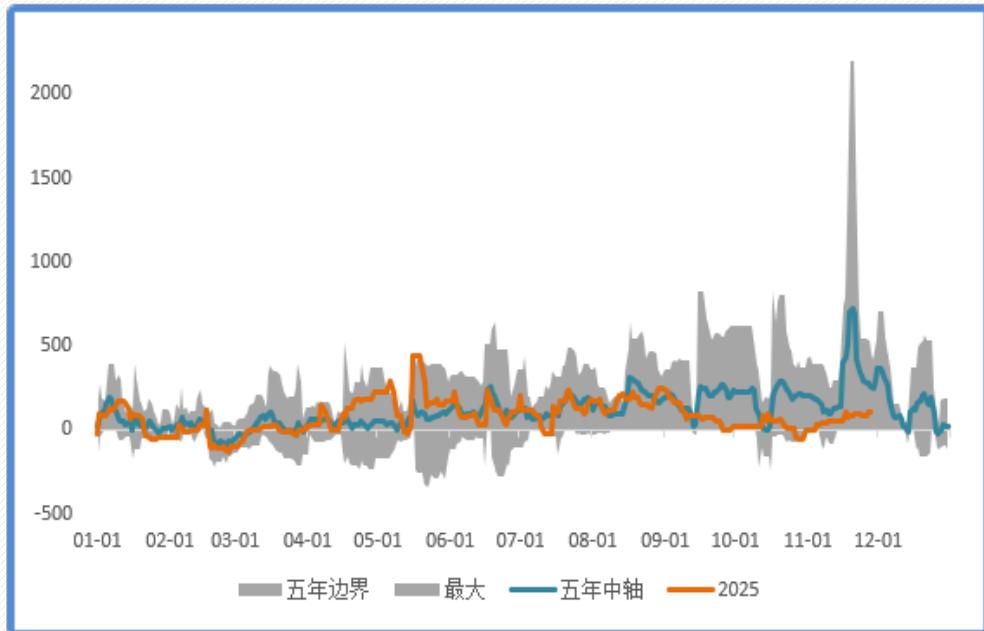
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着周内铜价低位企稳反弹上涨，下游企业接货情绪再度有所观望；且临近月底，受制于资金压力等因素，市场消费表现相对疲弱；整体加工企业日内维持刚需或长单接货为主。后续来看，进口铜以及国产货源到货维持偏少，且进入交割月，市场部分流通货源仍相对有限，持货商仍存在一定上抬升水出货情绪；但值得注意的是，短期铜价走高，下游企业接货情绪受抑，周内持续性上涨空间有限，整体或区间运行于升 50~升 250 元/吨附近，重心预计有所上抬。

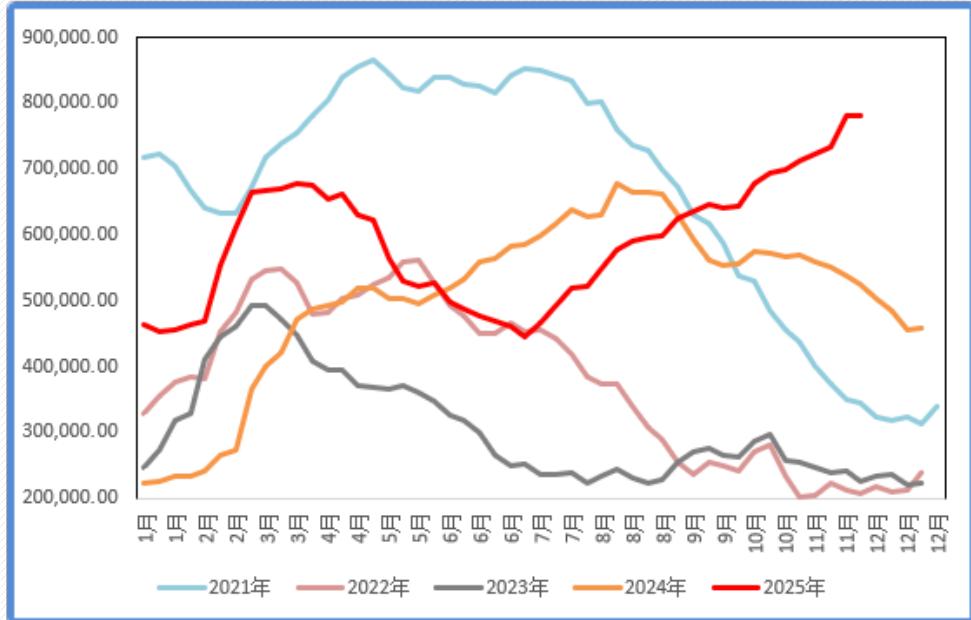
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 17.16 万吨，较 20 日降 2.05 万吨，较 24 日降 0.53 万吨；上海市场社库继续表现下降，但去库幅度有所放缓，由于周内进口以及国产货源到货较少，部分仓库入库量相对有限，然由于近期铜价企稳反弹上涨，下游企业采购需求同样有所减弱；下周来看，短期考虑铜价重心上移，下游消费难有提升，同时周内市场到货仍相对较少，库存预计继续下降。而广东市场库存维持去库趋势，主因冶炼厂仍发货较少，仓库到货量同样受限，但下游企业采购情绪受铜价走高影响，成交有限；下周来看，冶炼厂发货仍较少，但铜价反弹上涨，下游需求走弱，库存预计维持小幅去库。

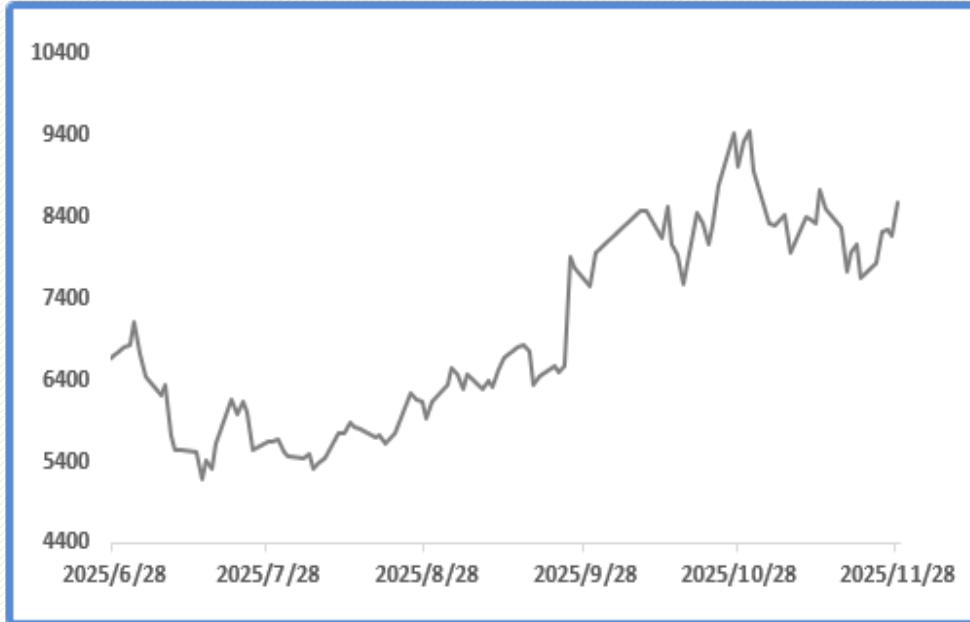
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费多数小幅上涨，北方市场加工费回调；精铜杆市场本周整体订单环比下降明显，精铜杆企业生产状态也将有所下降；再生铜杆市场低迷现状不改，再生铜杆厂家产销情绪较低；精废杆价差、再生铜杆贴水有所扩大；国内铜杆社会库存连续四周库存下降。随着时间进入换月阶段，市场部分精铜杆企业陆续进入常规维护周期，因此下周的生产或有下降趋势，不过相对应的，进入月初后资金流有所好转，下游拿货预计也将有所回升，成交将有所好转。再生铜杆当前的状态难有改善，零星市场虽有政策执行，但绝大多数市场均面临着行业调整，因此产销预期依然较弱。

## 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

上周金银显著上行，COMEX 金银于 4072–4263 美元/盎司、50–57.3 美元/盎司区间内运行。上周，美联储官员沃勒及威廉姆斯均发表鸽派讲话，均支持 12 月降息的决议，同时具有鸽派立场的哈赛特成为下一任美联储主席的热门人选，市场预期 12 月降息的概率大幅回升至 87%，金银由此再度开启上行走势。

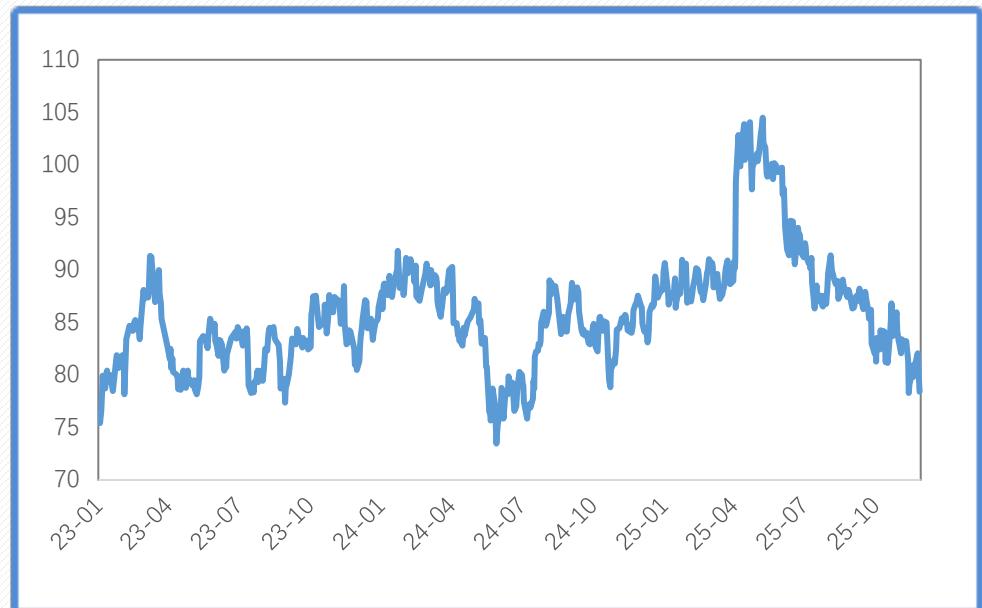
### 贵金属价格监控

2025/11/28	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4223.9	4085.2	3.4%
COMEX 白银	56.4	49.9	12.9%
伦敦金现	4191.1	4072.9	2.9%
伦敦银现	53.9	48.9	10.2%
SHFE 黄金	949.7	924.0	2.8%
SHFE 白银	12724.0	11696.0	8.8%
上金所黄金 T+D	947.4	922.7	2.7%
上金所白银 T+D	12669.0	11697.0	8.3%

## (二) 比价与波动率

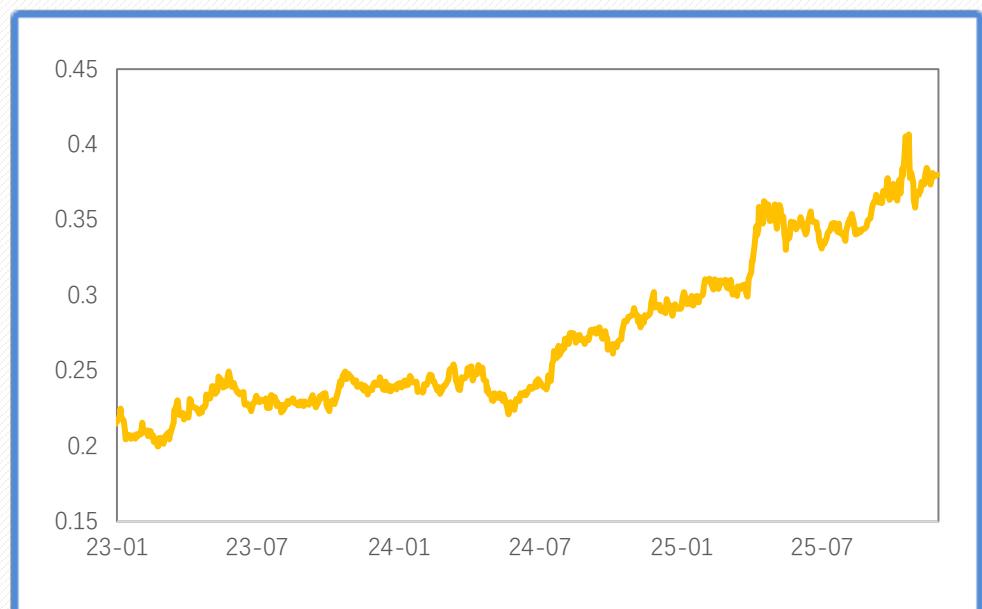
上周，银价涨幅强于金价，金银比显著回落；铜价涨幅同样于金价，金铜比小幅下行；原油窄幅震荡，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



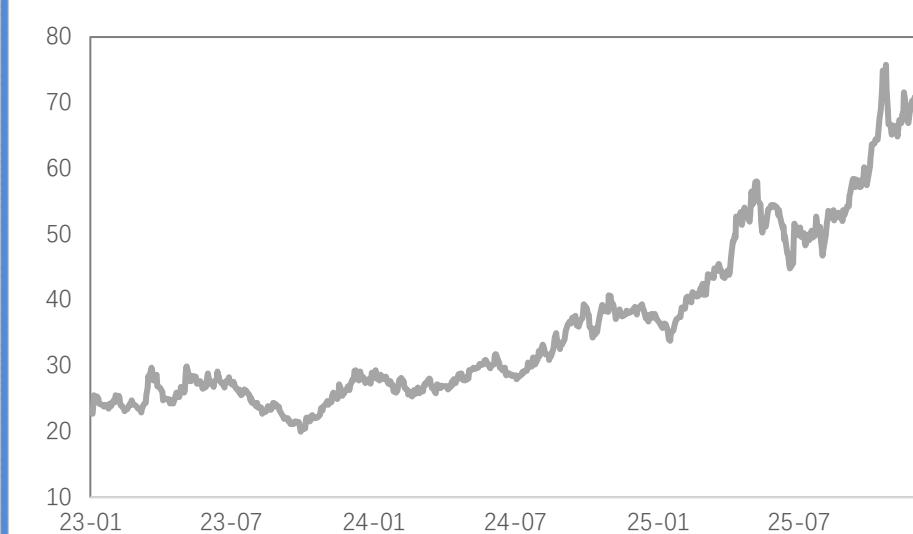
数据来源: Wind

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 较前期有所回落，近期市场风险偏好较前期有所修复，避险需求回落，黄金波动率随之下降。

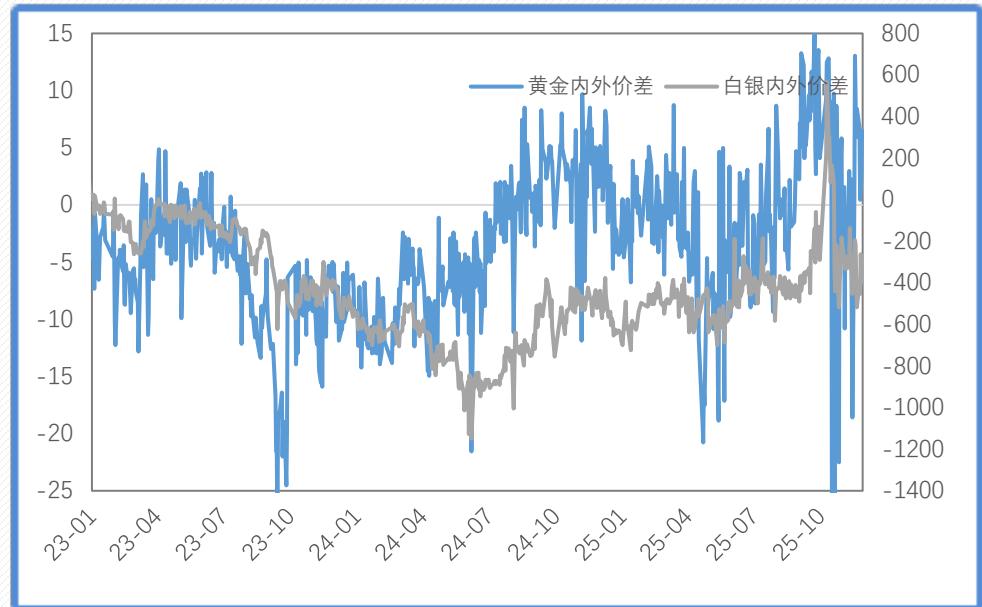
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

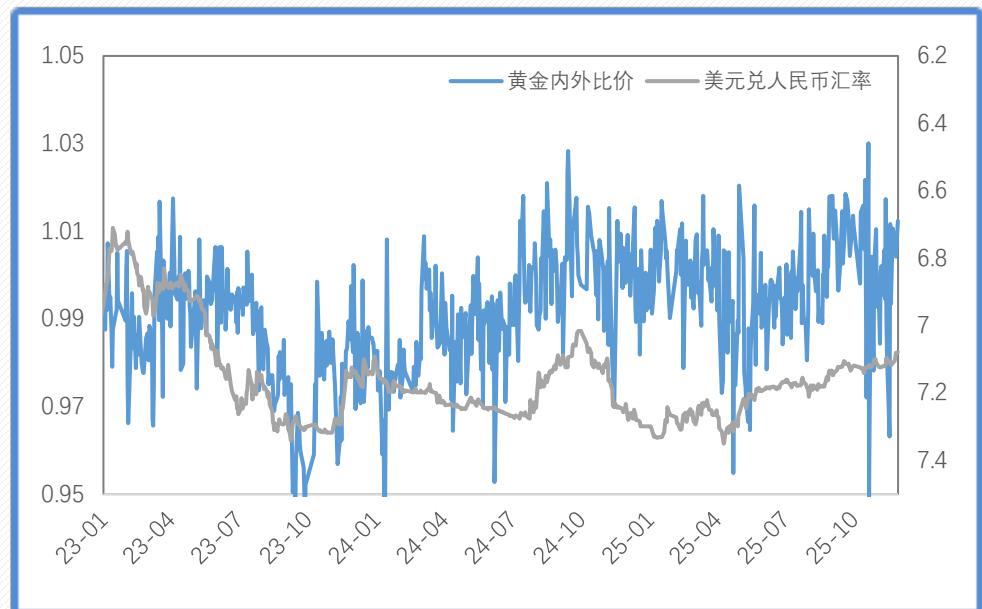
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差回落、比价回升，白银内外价差及比价显著回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

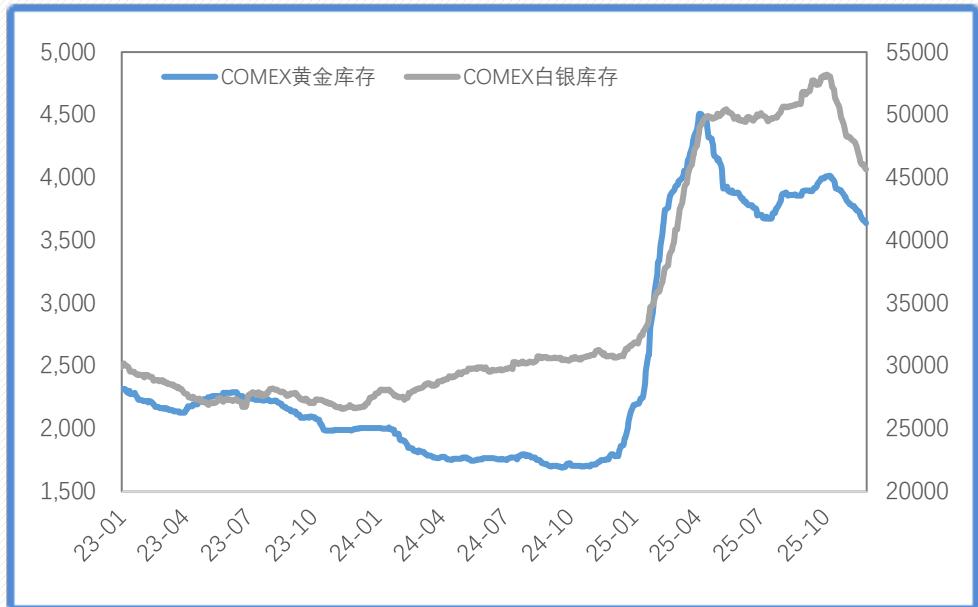


数据来源：Wind

### (三) 库存与持仓

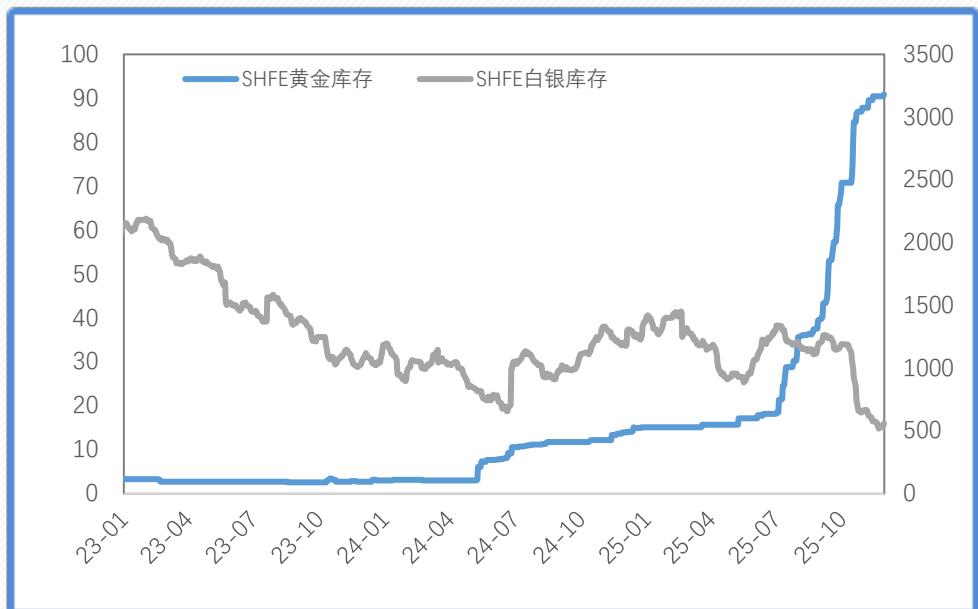
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3636 万盎司，环比减少约 41 万盎司，COMEX 白银库存约为 45677 万盎司，环比减少约 393 万盎司；SHFE 黄金库存约为 90.9 吨，环比增加 0.45 吨，SHFE 白银库存约为 559 吨，环比增加约 40 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

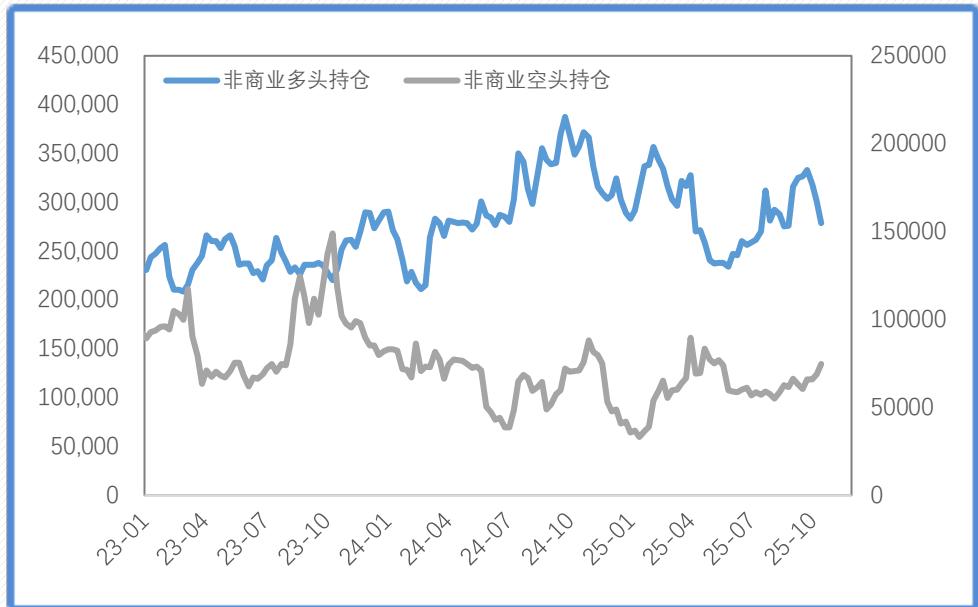
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 4.9 吨至 1045 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 353 吨至 15611 吨；因数据延迟发布，截至 10 月 15 日，COMEX 黄金非商业总持仓为 35.3 万手，其中非商业多头持仓减少 22393 手至 27.8 万手，空头持仓增加 5647 手至 7.45 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 57.3% 附近，非商业空头持仓占比上升至 15.3% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



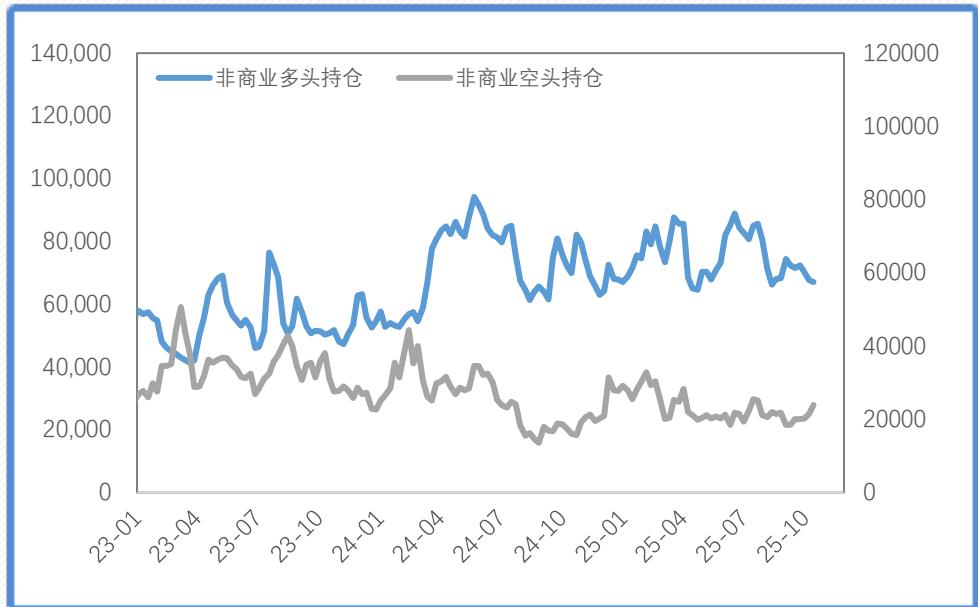
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



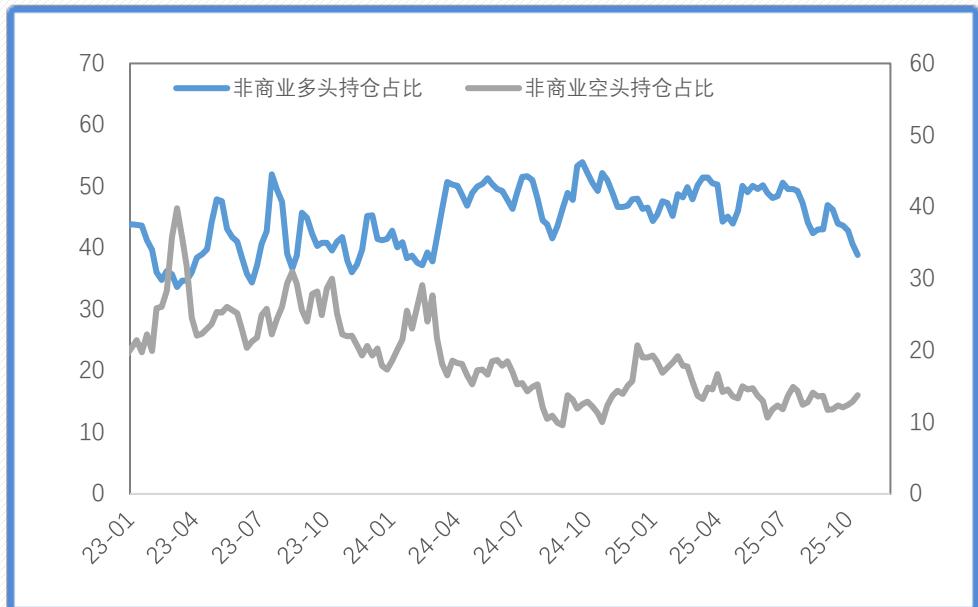
数据来源: Wind

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

市场对明年可能缺铜的预期被再度放大，主要是智利对于明年出口精炼铜的报价让人大跌眼镜。而据市场消息，国内签约的机构寥寥无几。如果智利方面继续坚持这一溢价水平，明年国内精炼铜长单进口量可能会大幅下降，那么结构性短缺的特点可能会非常显著。价格上涨后，由于临近 12 月末，可能会对消费带来又一次的明显抑制，如果突破力度不够面临一定的回调压力。

在降息预期支撑下，金银价格仍具有上涨的空间，关注本周即将出炉的

美国经济数据，特别是就业数据，这将很大程度上决定下周联储的利率决议。

#### 关注及风险提示

PMI、ADP 就业人数、初请失业金人数、核心 PCE、通胀预期、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。