

# 基本面支撑铜价，挤仓风险推升白银

## 金属市场周报

2025. 12. 15-2025. 12. 19

摘要：美国科技股在周中一度出现较大幅度回调，但是并未对铜价带来明显回调。随后公布的 CPI 数据大幅低于市场预期，引发市场反弹，但是该 CPI 由于部分分项数据因为此前政府关门而缺失，导致其可信度随后受到市场质疑。另外日本央行方面如期加息 25BP，但是央行行长的表态还是相对中性，因此整体也都在市场预期之内。

### 核心观点

#### 1、上周金铜高位震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.9%，白银上涨 8.55%；沪金 2602 合约上涨 0.95%，沪银 2602 合约上涨 3.25%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+2.33%、-1.05%。

#### 2、基本面预期继续支撑铜价上行

上周全球市场有所动荡，但是铜价表现平稳。美国科技股在周中一度出现较大幅度回调，但是并未对铜价带来明显回调。随后公布的 CPI 数据大幅低于市场预期，引发市场反弹，但是该 CPI 由于部分分项数据因为此前政府关门而缺失，导致其可信度随后受到市场质疑。另外日本央行方面如期加息 25BP，但是央行行长的表态还是相对中性，因此整体也都在市场预期之内。目前宏观面只要不发生大的冲击，对于铜的定价而言其实扰动并不大，铜还是更多遵循自身基本面运行。

#### 3、黄金或进入调整阶段

上周，美国多项经济数据公布，其中零售销售数据低于市场预期，失业率高于预期，而非农就业人数超预期增长，时薪增速超预期下降。此外，政府重启后的首次通胀数据超预期下滑，多项数据依然支持未来的降息行动，宽松的流动性预期支撑贵金属价格于高位运行。短期来看，宏观预期未有较大变化，但降息周期下贵金属价格仍将表现强势。当前，金价进入调整阶段，白银受挤仓风险仍有上行动力。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价小幅上行，运行重心有所抬升。上周全球市场有所动荡，但是铜价表现平稳。美国科技股在周中一度出现较大幅度回调，但是并未对铜价带来明显回调。随后公布的 CPI 数据大幅低于市场预期，引发市场反弹，但是该 CPI 由于部分分项数据因为此前政府关门而缺失，导致其可信度随后受到市场质疑。另外日本央行方面如期降息 25BP，但是央行行长的表态还是相对中性，因此整体也都在市场预期之内。目前宏观面只要不发生大的冲击，对于铜的定价而言其实扰动并不大，铜还是更多遵循自身基本面运行。

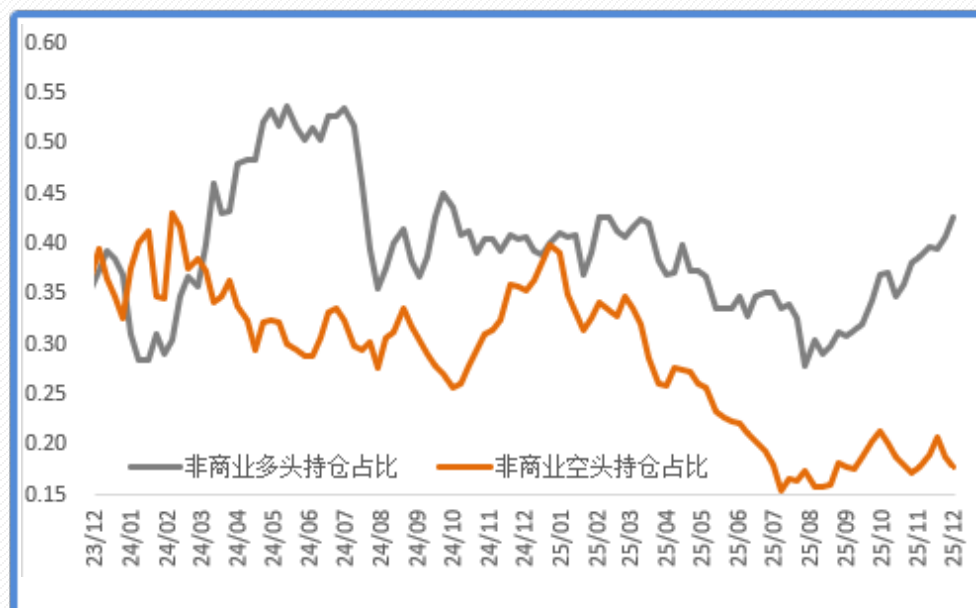
上周 SHFE 铜价小幅上行，周五再次回到 94000 元吨附近运行。目前国内需求相对疲软，我们看到 11 月虽然没有累库，但是因为产量、净进口都明显下降，因此单月消费明显变弱。12 月份目前情况也基本类似，但是由于库存始终不累积，单月表消的下降很难作为看跌铜价的理由。后续我们认为可以关注进入一月之后整体消费的表现，由于今年春节时间较晚，如果消费持续不振，可能出现累库提前的情况，使得铜价缺乏上行驱动。

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 46 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 36 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，此前市场抢跑了明年 3 月之后的月差 borrow 策略，目前市场也在对此前的抢跑进行修正。上周 4-5 月的月差明显收敛，而 5-6 月的月差仍然处于高位水平。我们认为当前再新进入 borrow 策略缺乏性价比，一季度累库的情况目前还并不清晰，不要在高位介入 borrow 策略。

持仓方面，CFTC 持仓数据目前补充至 12 月 9 日，具备可参考的价值。从数据来看，目前非商业多头持仓占据明显优势，并且规模也尚在中位数偏高水平，并没有出现明显的拥挤。

图 1：CFTC 基金净持仓

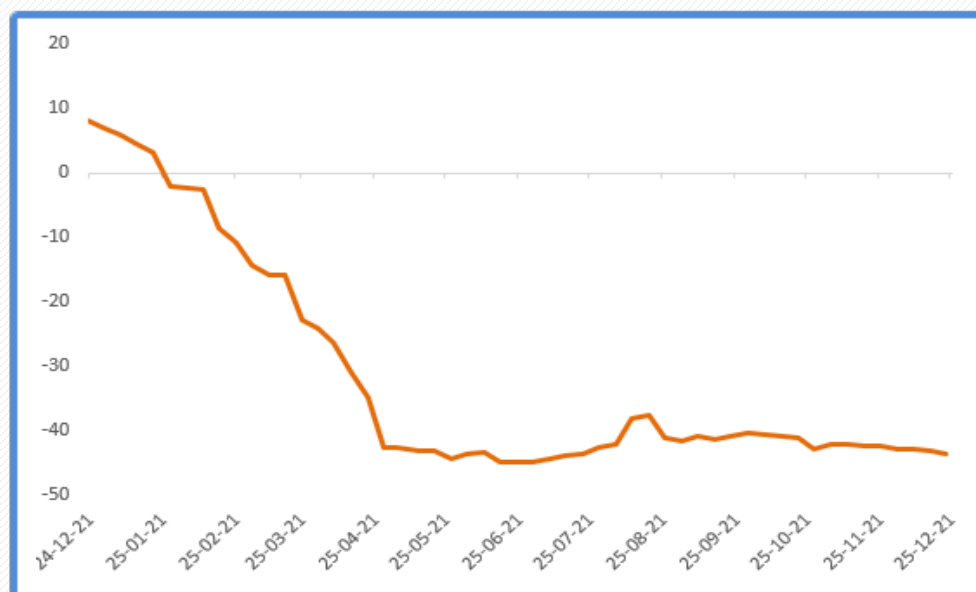


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-43.31 美元/干吨，较上周跌 0.42 美元/干吨。铜精矿现货 TC 小幅下调，现货市场活跃度较为一般，买卖双方保持谨慎交投心态，实际成交有限，整体观望氛围浓厚。干净铜精矿主流现货 TC 在-42 到-45 美元区间上下震荡。在 Benchmark 基准价尚未敲定之际，除少数炼厂存在刚性采购需求外，多数炼厂采购心态趋于谨慎，需求表现疲软，挺价意愿强烈。买卖双方均保持谨慎观望态度，长单基准价未落地前市场难有实质性方向突破，预计短期内铜精矿主流加工费仍在-40 中低位美元附近波动。

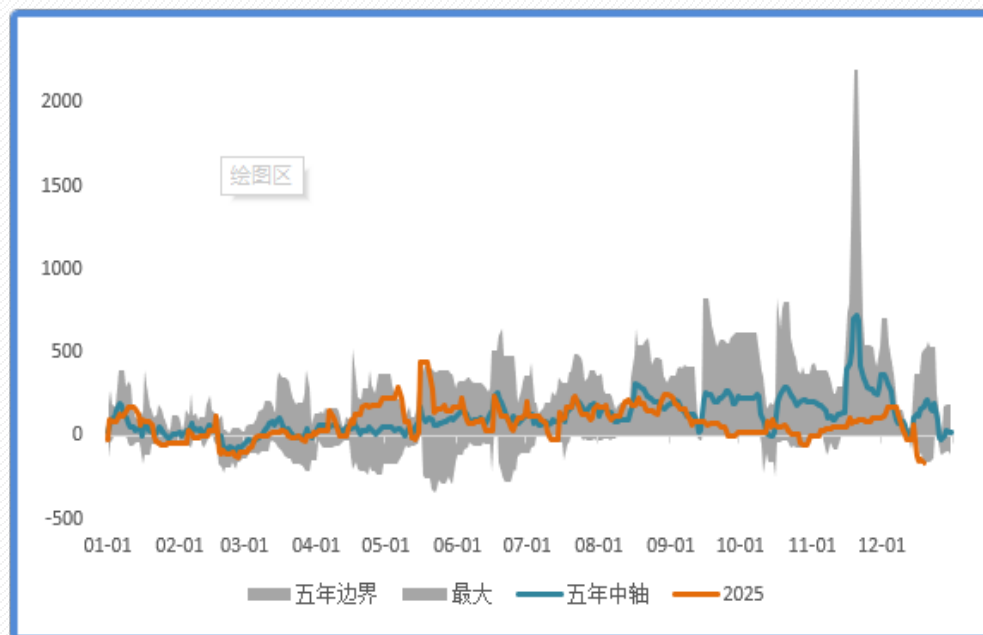
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，本周上海市场国产货源到货相对稳定，部分冶炼厂发货量表现正常，但同样难有增量；且进口铜清关流入量偏少，仓库入库受限。由于年末，部分企业回款压力显现，加之部分持货商清库等动作，日内积极低价甩货换现，同时铜价高位运行，下游企业接货需求疲弱，现货升水亦表现反转。下周来看，临近年末，部分企业进入年底资金结算阶段，市场交易活跃度预计有所走低，且铜价高位运行，下游消费难有回升空间，但考虑到周内市场到货仍相对有限，现货贴水幅度难以持续性表现扩大，整体预计仍维持贴 200~贴 100 元/吨附近区间运行为主。

图 3：沪铜升贴水

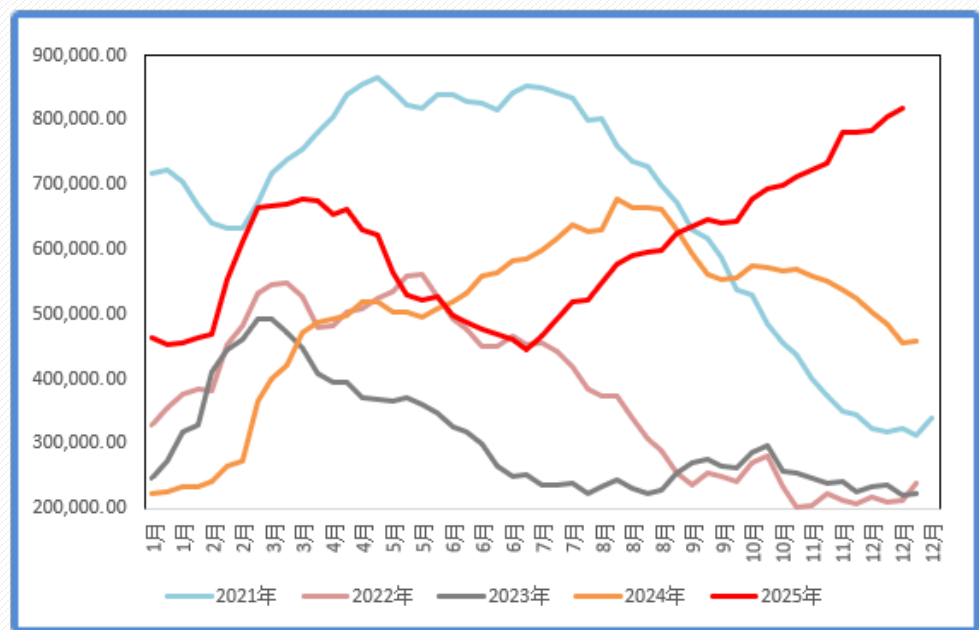


数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 17.45 万吨，较 11 日增 0.33 万吨，较 15 日降 0.27 万吨；上海市场社库继续表现累库，铜价高位运行，下游企业接货需求疲弱，同时国产货源仍有部分到货；下周来看，随着临近年末，市场交易活跃度降低，下游消费难有提升，但国产货源到货预计也难有明显增加，因此库存预计小幅累库。而广东市场库存亦小幅下降，主因冶炼厂发货较少，仓库入库量受限，但高铜价背景，下游需求同样不佳；下周来看，市场仓库到货依旧维持较少，考虑到铜价维持高位运行，下游需求疲弱，库存预计变化有限。



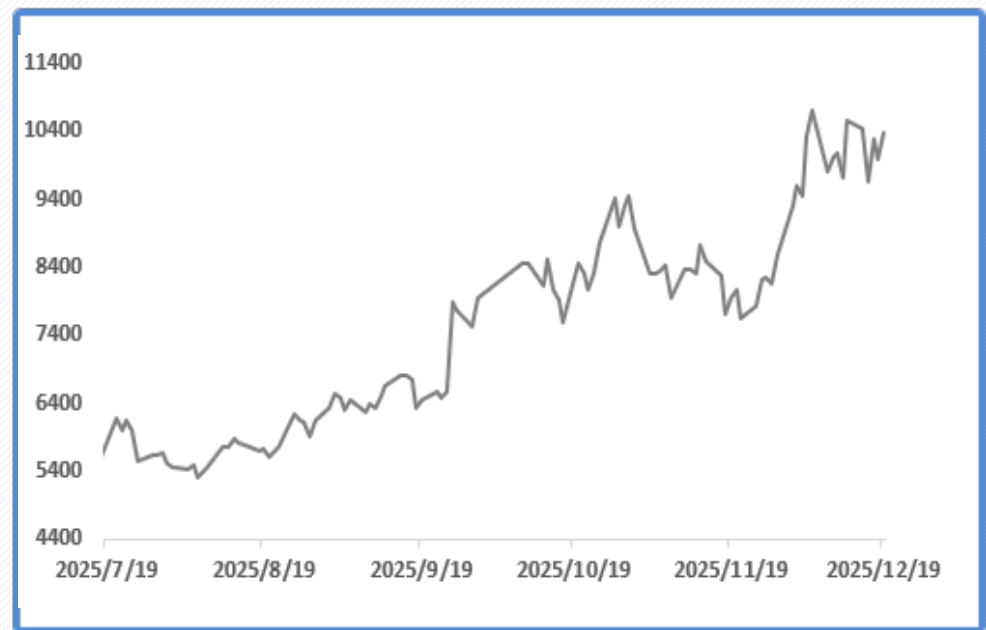
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费变化相对较小，南方市场有所下调；精铜杆市场本周整体订单环比回落，不过头部企业表现更为稳定一些；再生铜杆市场交易略微有好转，但市场低迷表现依然在持续；精废杆价差、再生铜杆贴水小幅扩大；国内铜杆社会库存小幅回升。随着时间进入年末结算期，预计后续的交易热度将持续走弱，直至遇到铜价的快速波动，才有变化的可能性，整体预期开始下调。精铜杆企业陆续将进入年末结算和年度检修期，因此后续两周的产销表现均将呈现下降趋势；再生铜杆市场继续维持低迷表现，年前预计更多的企业将进入停产状态，生产预期不足。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

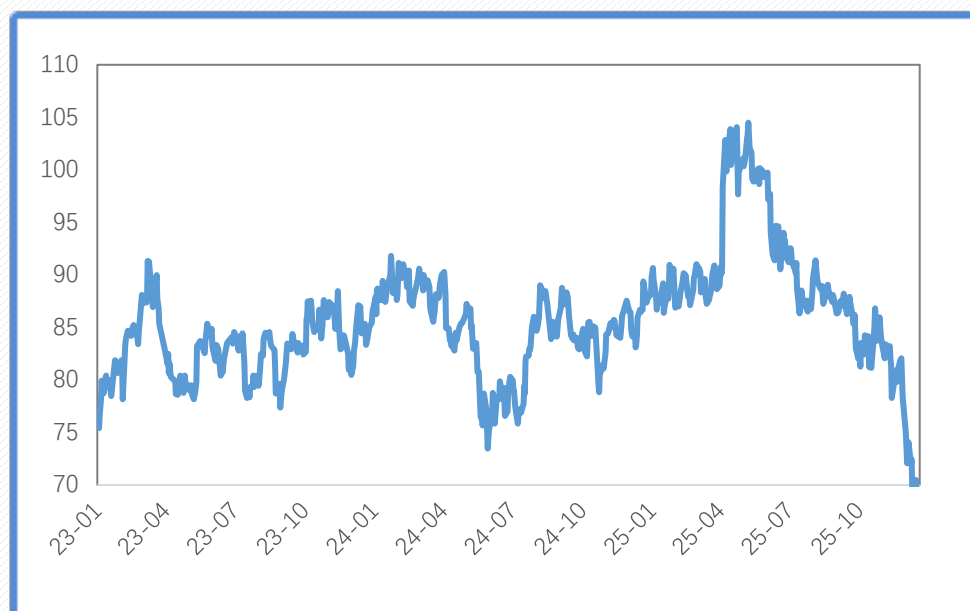
上周贵金属价格表现分化，金价高位震荡，银价显著上行，COMEX 金银于 4297-4410 美元/盎司、61.6-67.7 美元/盎司区间内运行。上周，美国多项经济数据公布，其中零售销售数据低于市场预期，失业率高于预期，而非农就业人数超预期增长，时薪增速超预期下降。此外，政府重启后的首次通胀数据超预期下滑，多项数据依然支持未来的降息行动，宽松的流动性预期支撑贵金属价格于高位运行。

贵金属价格监控			
2025/12/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4354. 0	4302. 7	1. 2%
COMEX 白银	66. 8	61. 1	9. 4%
伦敦金现	4337. 6	4347. 0	-0. 2%
伦敦银现	65. 8	64. 5	2. 0%
SHFE 黄金	977. 9	967. 2	1. 1%
SHFE 白银	15359. 0	14900. 0	3. 1%
上金所黄金 T+D	975. 8	964. 8	1. 1%
上金所白银 T+D	15385. 0	14921. 0	3. 1%

## （二） 比价与波动率

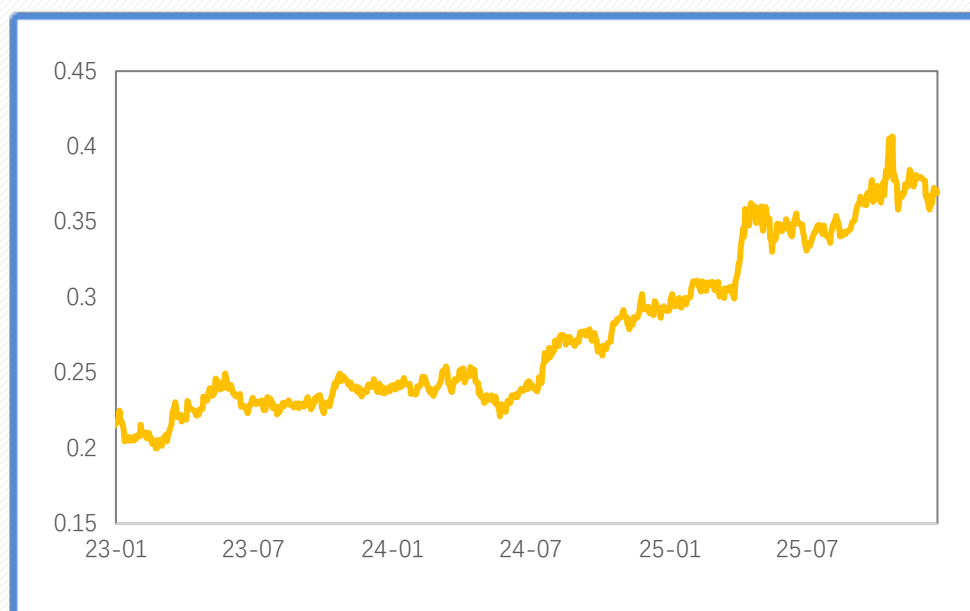
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比快速回落；金价涨幅弱于铜价，金铜比小幅下行；原油有所回落，金油比持续上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

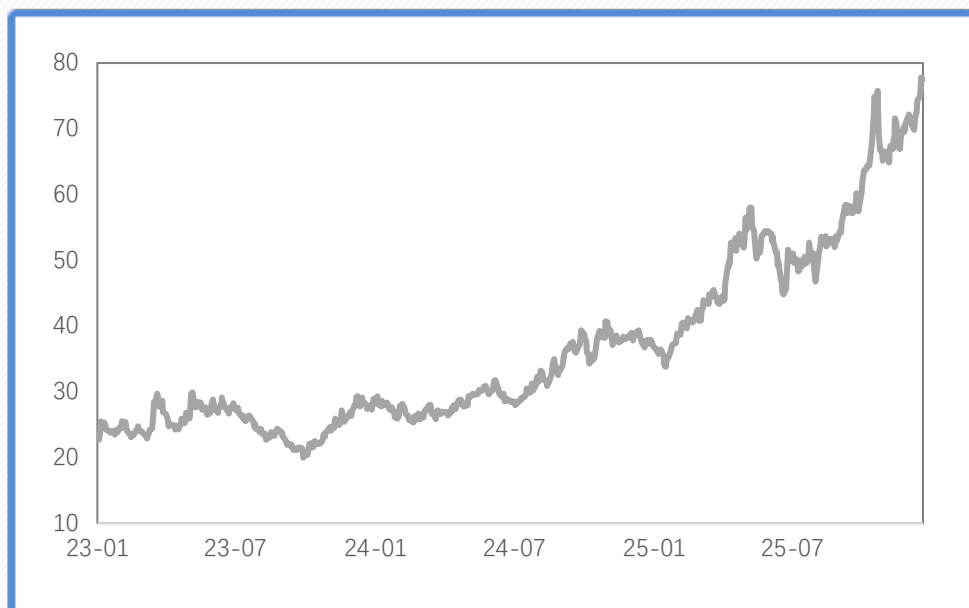
图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind



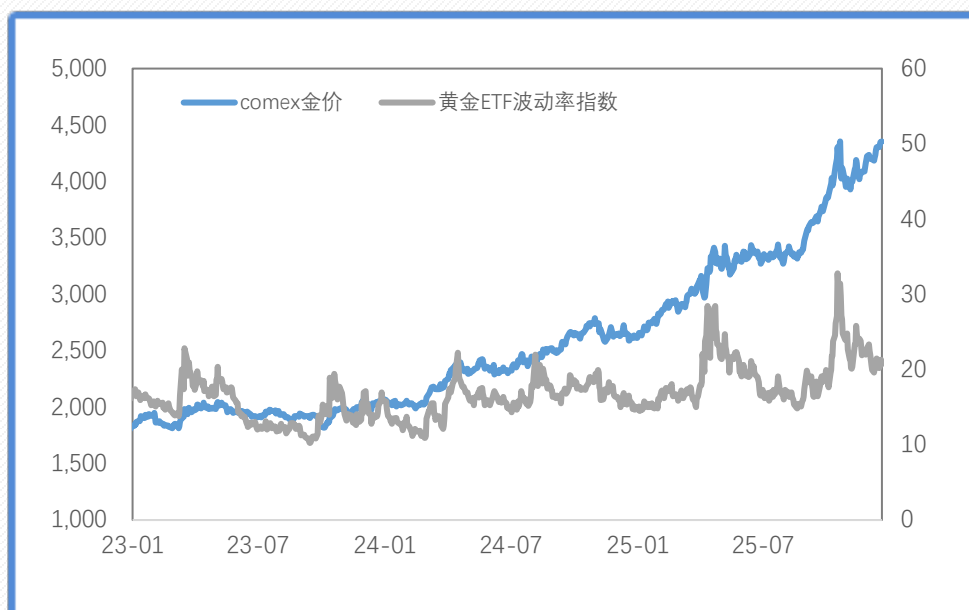
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 较前期小幅回落, 近期市场风险偏好回升, 黄金波动率小幅走低。

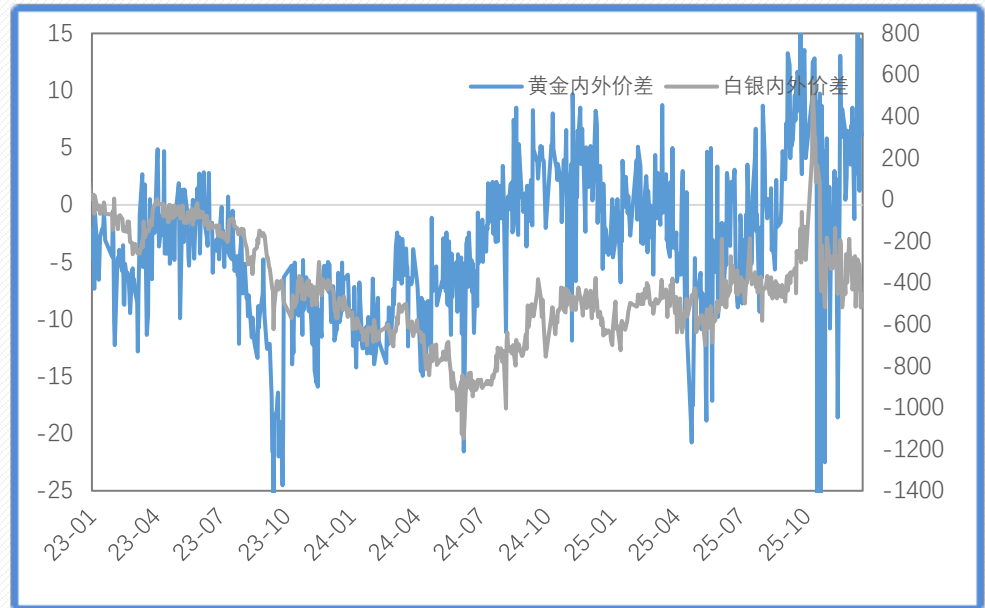
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

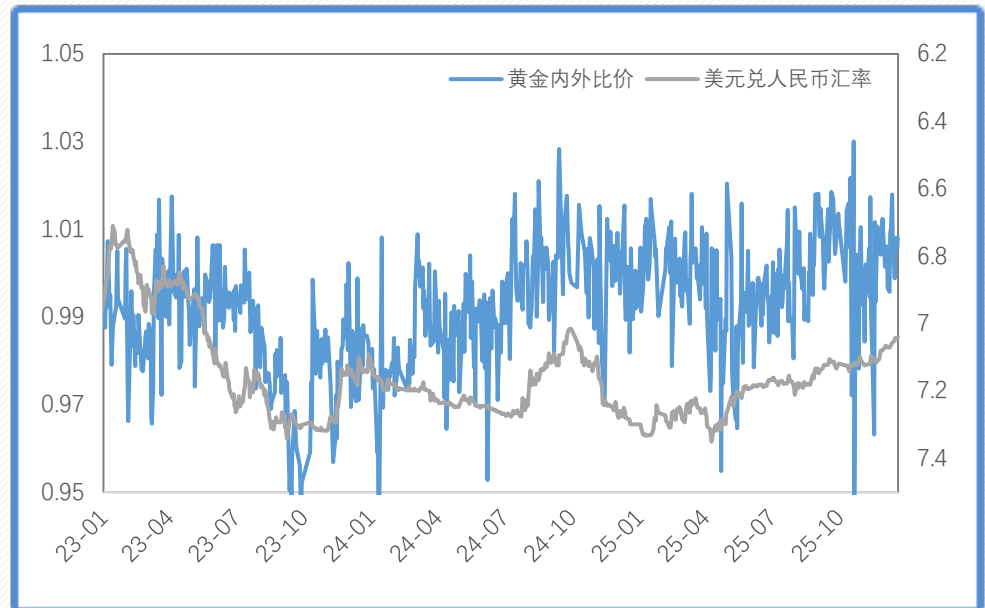
近期人民币汇率影响较前期减弱, 上周黄金内外价差及比价回落, 白银内外价差回落、比价回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

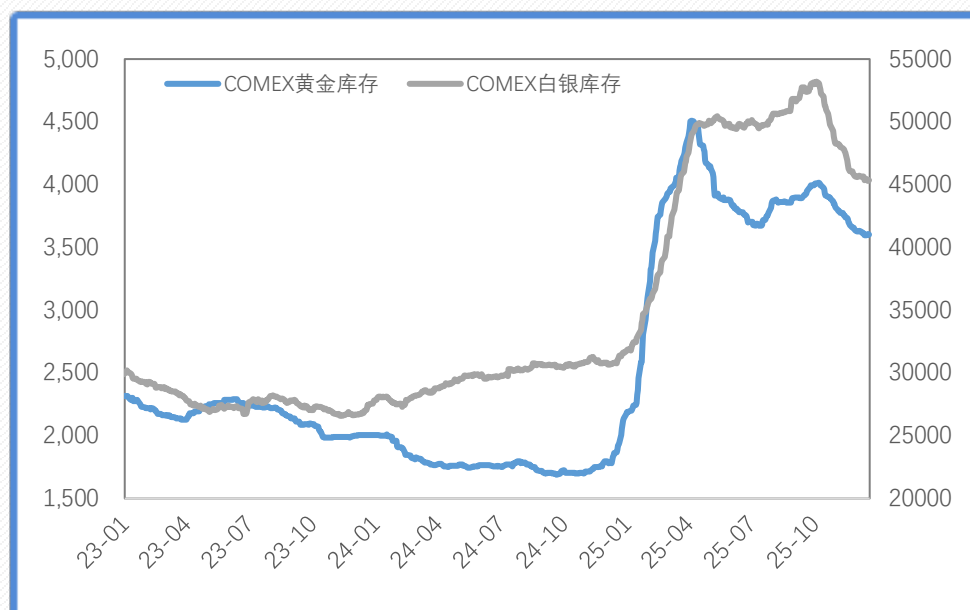


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

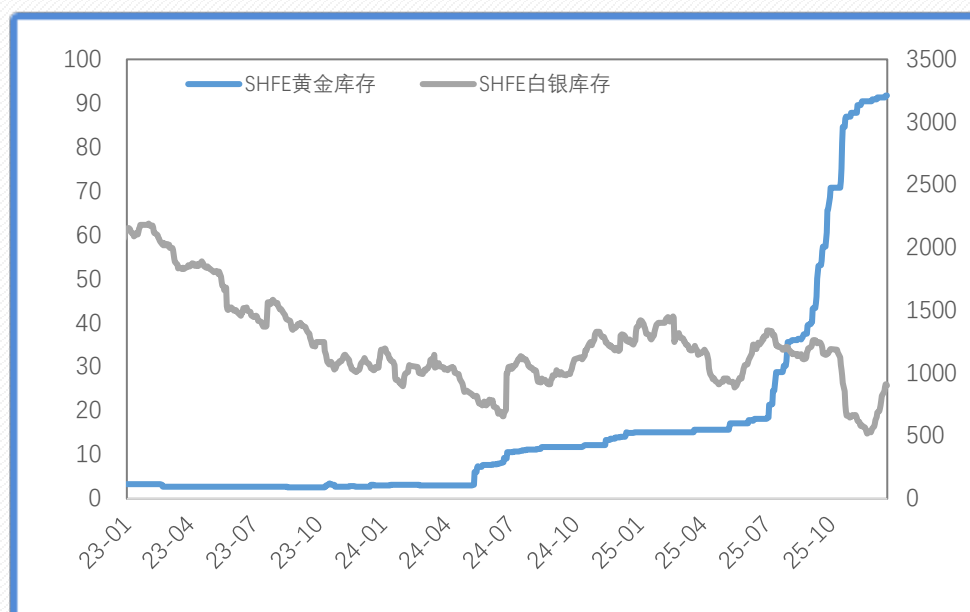
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3601 万盎司，环比增加约 4 万盎司，COMEX 白银库存约为 45373 万盎司，环比增加约 37 万盎司；SHFE 黄金库存约为 91.7 吨，环比增加 0.4 吨，SHFE 白银库存约为 900 吨，环比增加约 79 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

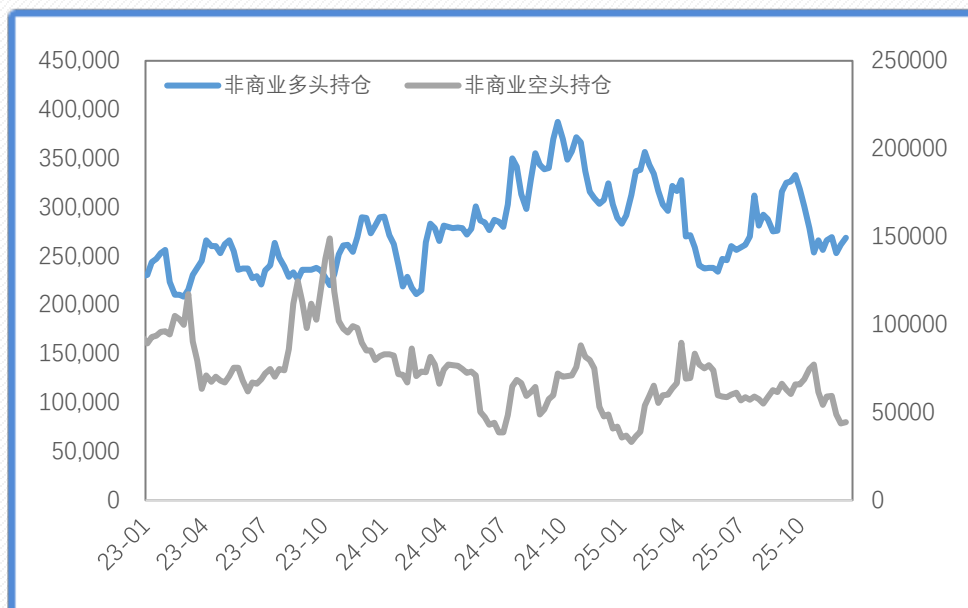
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

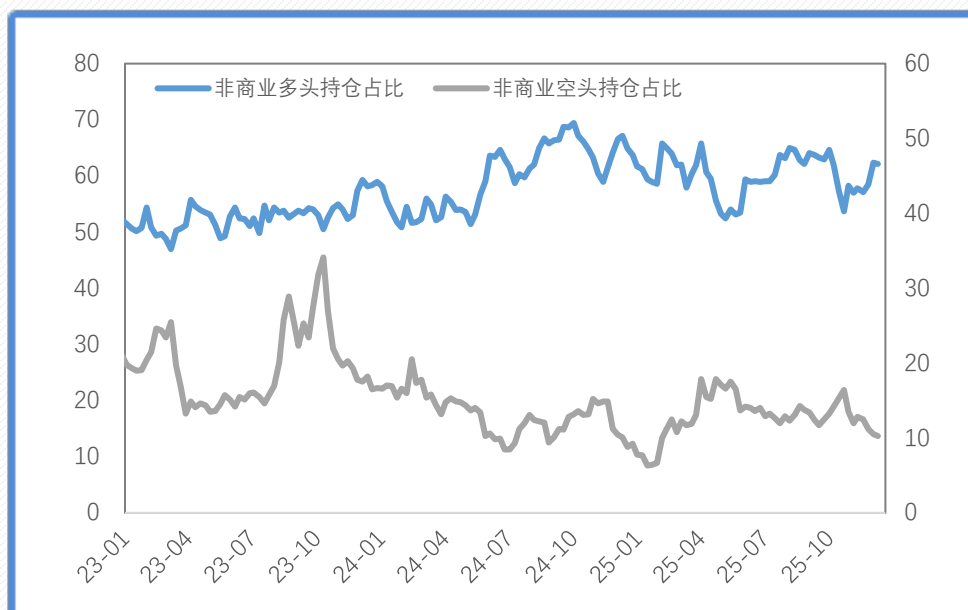
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 0.6 吨至 1053 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 37 吨至 16066 吨; 因数据延迟发布, 截至 12 月 9 日, COMEX 黄金非商业总持仓为 31.3 万手, 其中非商业多头持仓增加 7154 手至 26.8 万手, 空头持仓增加 828 手至 4.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 62.1% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 10.3% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



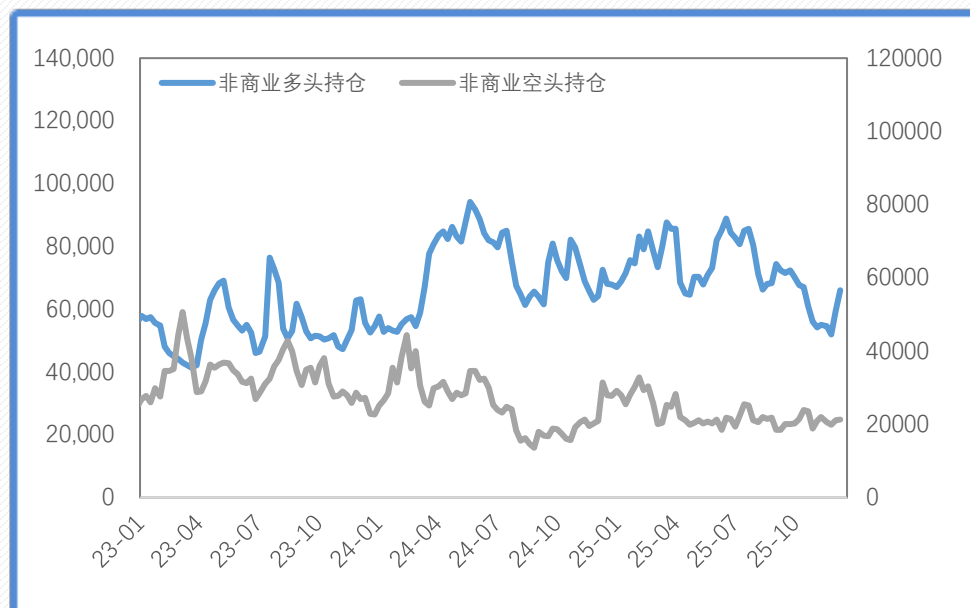
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



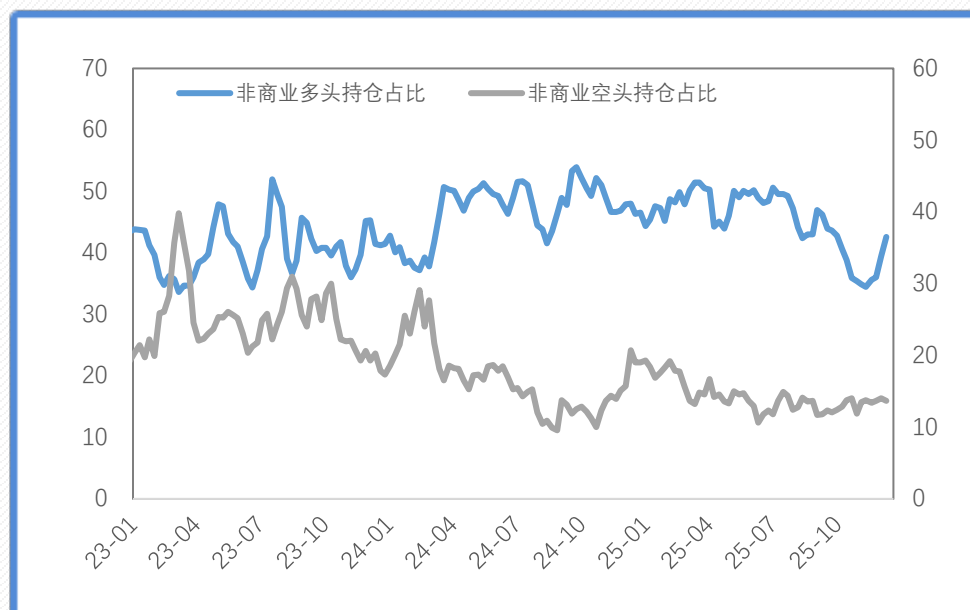
数据来源：Wind

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

目前国内需求相对疲软，我们看到 11 月虽然没有累库，但是因为产量、净进口都明显下降，因此单月消费明显变弱。12 月份目前情况也基本类似，但是由于库存始终不累积，单月表消的下降很难作为看跌铜价的理由。后续我们可以关注进入一月之后整体消费的表现，由于今年春节时间较晚，如果消费持续不振，可能出现累库提前的情况，使得铜价缺乏上行驱动。

短期来看，宏观预期未有较大变化，但降息周期下贵金属价格仍将表现

强势。当前，金价进入调整阶段，白银受挤仓风险仍有上行动力。

#### 关注及风险提示

核心 PCE、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。