

# 岁末年初，金铜分化，Risk Off 模式再度开启？

摘要：上周处于岁末年初交替之际，市场进入 RISK OFF 状态，美元、利率、黄金普遍上行，但是风险资产悉数承压，市场处于相对避险的状态之中，铜价也受到一定压制，金铜表现较为分化。进入周后期避险情绪有所消退，铜价在 4.0 美元的整数关口获得明显支撑。本周即将公布 1 月非农数据，这是 1 月 FOMC 会议前的重要线索之一。

## 金属市场周报

2024. 12. 30-2025. 1. 3

### 核心观点

#### 1、上周金铜表现分化

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.61%，白银上涨 0.42%；沪金 2502 合约上涨 1.25%，沪银 2502 合约上涨 0.47%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.22%、-1.58%。

#### 2、风险偏好降温，铜价有所承压

上周 COMEX 铜价先抑后扬，周初处于年末阶段，市场进入 risk off 状态，美元、利率、黄金普遍上行，但是风险资产悉数承压，市场处于相对避险的状态之中，铜价也受到一定压制。进入周后期避险情绪有所消退，价格在 4.0 美元的整数关口获得明显支撑。本周即将公布 1 月非农数据，这是 1 月 FOMC 会议前的重要线索之一。

#### 3、避险情绪推升金价

上周美元及利率进一步走高，贵金属价格不降反升，地缘危机加剧，市场避险情绪再度回归。目前，我们更倾向于金价仍处于震荡区间内，地缘危机短期难以结束的情境下，避险需求将对金价产生一定支撑，同时，美国潜在的再通胀风险仍有再度推升金价的可能

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价先抑后扬，周初处于年末阶段，市场进入 risk off 状态，美元、利率、黄金普遍上行，但是风险资产悉数承压，市场处于相对避险的状态之中，铜价也受到一定压制。进入周后期避险情绪有所消退，价格在 4.0 美元的整数关口获得明显支撑。本周即将公布 1 月非农数据，这是 1 月 FOMC 会议前的重要线索之一。

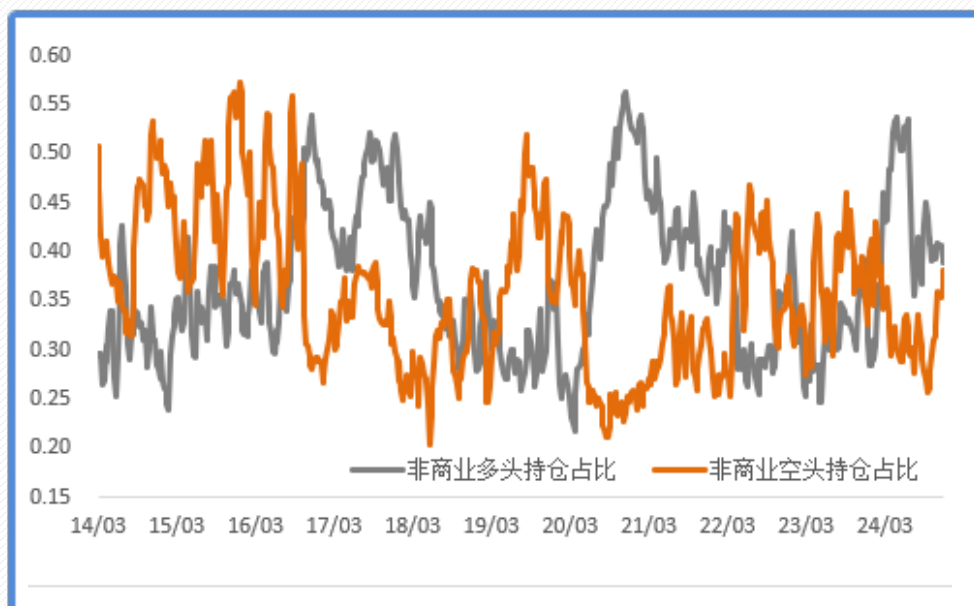
上周 SHFE 铜价小幅回落，在 73000 元一线再次获得支撑。据了解，价格回落后，下游点价的积极性仍然较高，给予了铜价比较明显的支撑。目前到春节期间，属于中国政策的空窗期，市场对政策预期定价可能会有所放缓，这会限制价格反弹的幅度，不过从近期对需求的观测来看，价格的下方支撑仍然比较稳固。

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。上周 COMEX 库存有所去化，在经历了 2024 年后续的交仓之后，2025 年初的交仓压力预计将明显减小，后续影响交仓的因素还有美国精炼铜的进口情况。预计 COMEX 铜的价差结构仍将以 contango 为主，但 borrow 策略可能已经逐渐会显示出性价比。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线仍然呈现 contango 结构。进入 12 月国内去库表现合适，下游消费反映较为积极，我们看到了更加积极的点价等。不过 1 月将进入季节性累库的时间窗口，现在再去做多月差可能并不是特别明智。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空头占比继续增加，与价格震荡偏弱匹配，目前空头持仓占比回到了相对中性偏高的水平。

图 1：CFTC 基金净持仓

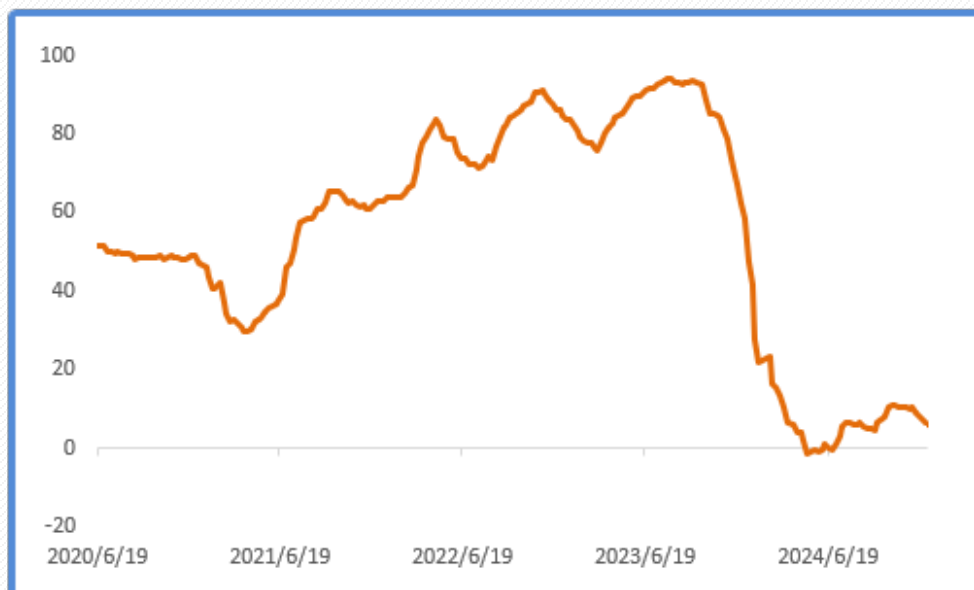


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 6.36 美元/干吨，较上周跌 1.46 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度有所回升，铜精矿现货 TC 维持下行趋势，市场交易有限，主流成交跌至个位数中位，市场参与者表示供需情况较为紧张，现货市场波动较大，市场参与者普遍持观望状态，刚需采购为主。

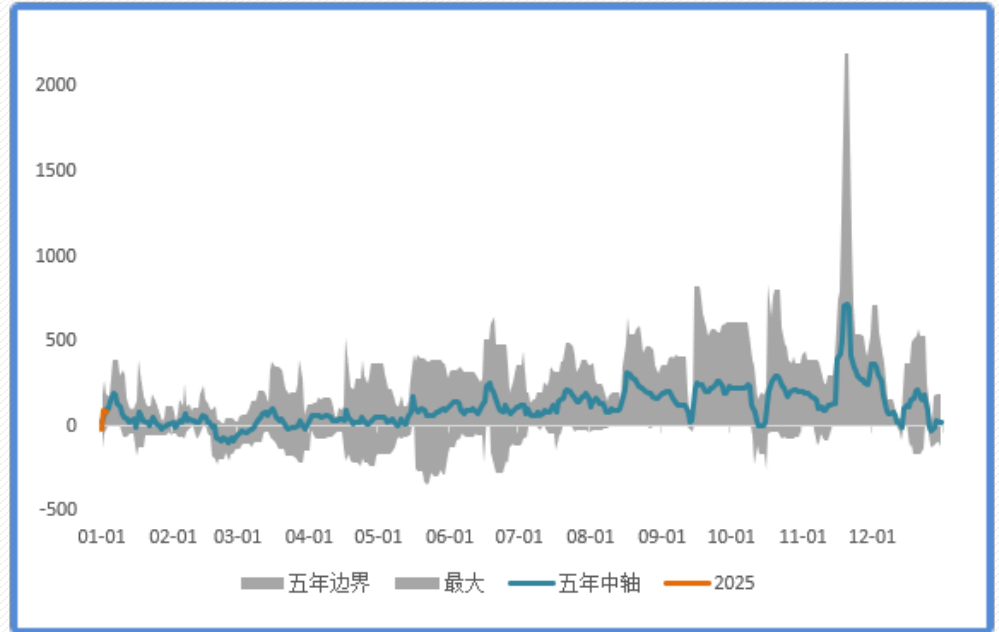
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着节后归来，新年伊始，企业资金压力消退，同时部分贸易商重新收货建库存等动作，加之铜价走跌明显，持货商挺价情绪较强，周尾现货升水上涨明显，日内再度回归至升水行情，且整体上涨幅度较大。由于本周铜价持续下跌，部分下游企业新增订单有所增加，市场消费虽短期表现偏弱，但下周或存在一定提升空间，同时考虑到国产货源到货依旧有限，因此现货或维持升水行情，但因进口铜到货继续表现持续流入，因此上涨空间同样有限，整体或维持升 0~升 150 元/吨运行为主。

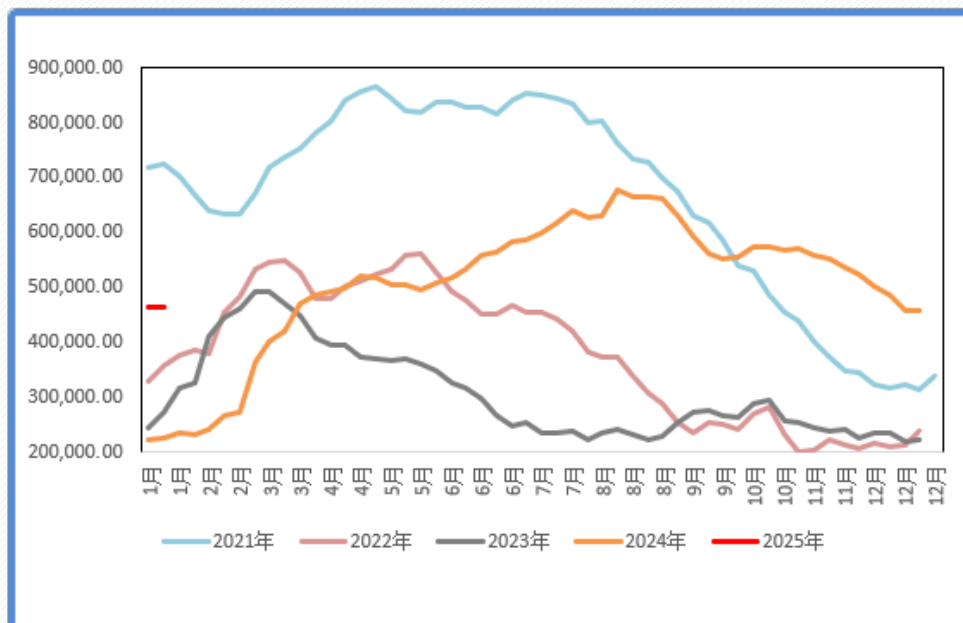
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 10.95 万吨，较 26 日增 0.78 万吨，较 30 日增 0.57 万吨；本周上海市场社会库存再度表现增加，由于进口铜仍有持续到货流入，加之年末下游消费低迷，市场仓库出库减少，库存因此表现上升；下周来看，进口铜流入增量仍存，同时国产货源到货预计有所增加，且下游消费回升空间相对有限，因此预计库存继续表现累库。广东市场库存连续表现增加，主因年末消费不好，部分其他区域的货源有所转运至华南市场。后续来看，市场消费预计难有明显起色，但冶炼厂发货亦难有明显增加，库存因此预计或仍小幅累库，变动有限。

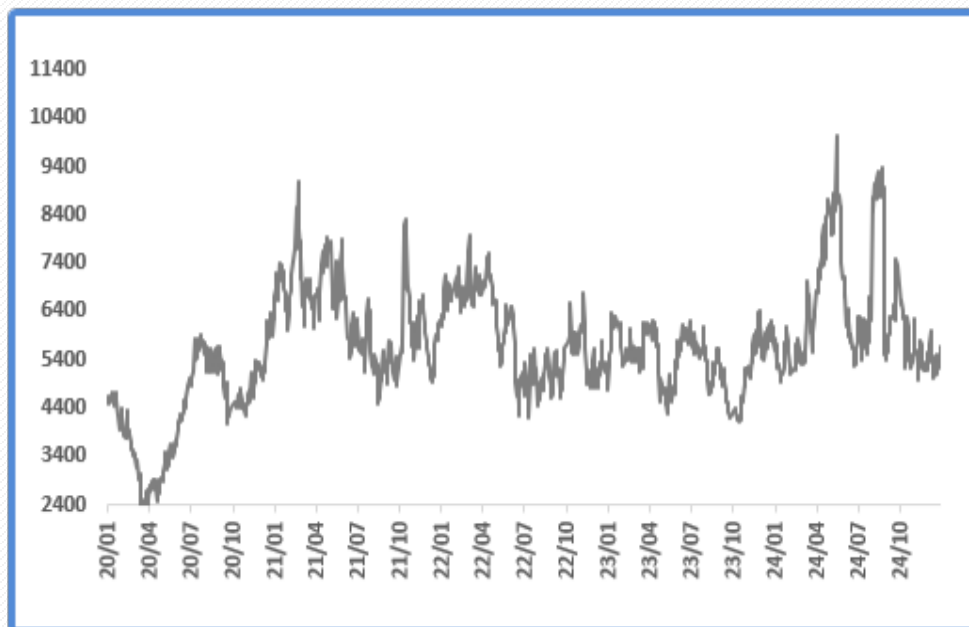
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费除广东市场外普遍上调 100 元/吨以上，主因是广东原料升水价格下滑；精铜杆加工费环比普遍上涨，元旦前后交易有明显差异；再生铜杆市场周内个别时段有集中交易，整体产销依旧偏低；精废杆价差仍处合理价差下 再生铜杆升贴水环比上涨。目前铜杆市场仍处于调整阶段，市场整体产销未见明显好转迹象；铜价阶段性回调刺激了部分市场订单需求提升，但从市场实际交易情绪来看，下游需求偏淡，实际消费短期内难有回升，后期市场预计仍以谨慎采买为主，逢低刚需补货是近期市场主流交易心态。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属价格震荡上行，COMEX 金银于 2608-2681 美元/盎司、29.2-30.4 美元/盎司区间内运行。上周美元及利率进一步走高，贵金属价格不降反升，地缘危机加剧，市场避险情绪再度回归。

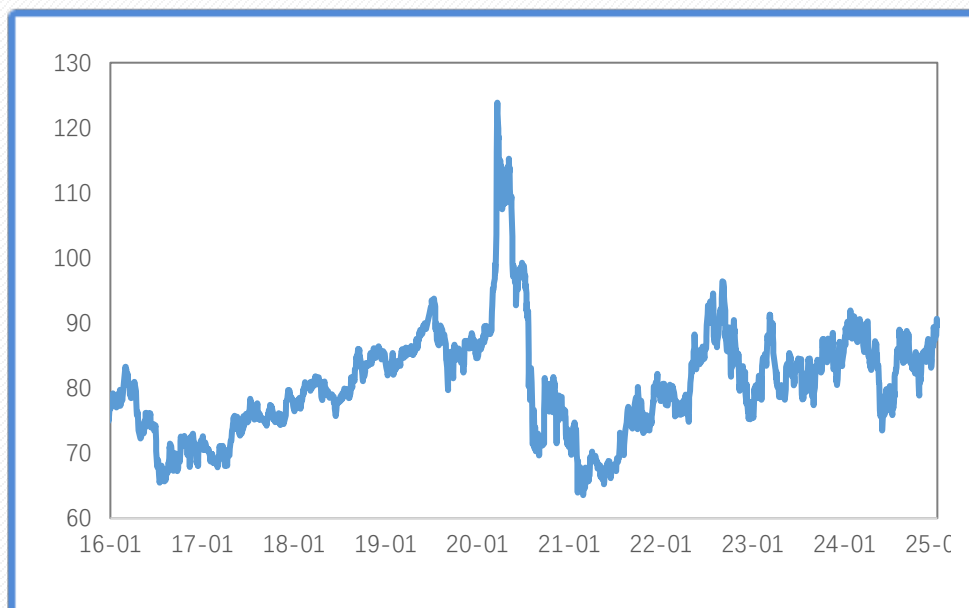
贵金属价格监控

2025/1/3	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2642.9	2616.4	1.0%
COMEX 白银	30.1	29.7	1.2%
伦敦金现	2646.8	2616.0	1.2%
伦敦银现	29.8	29.6	0.6%
SHFE 黄金	626.6	619.0	1.2%
SHFE 白银	7622.0	7589.0	0.4%
上金所黄金 T+D	626.6	618.3	1.4%
上金所白银 T+D	7620.0	7584.0	0.5%

(二) 比价与波动率

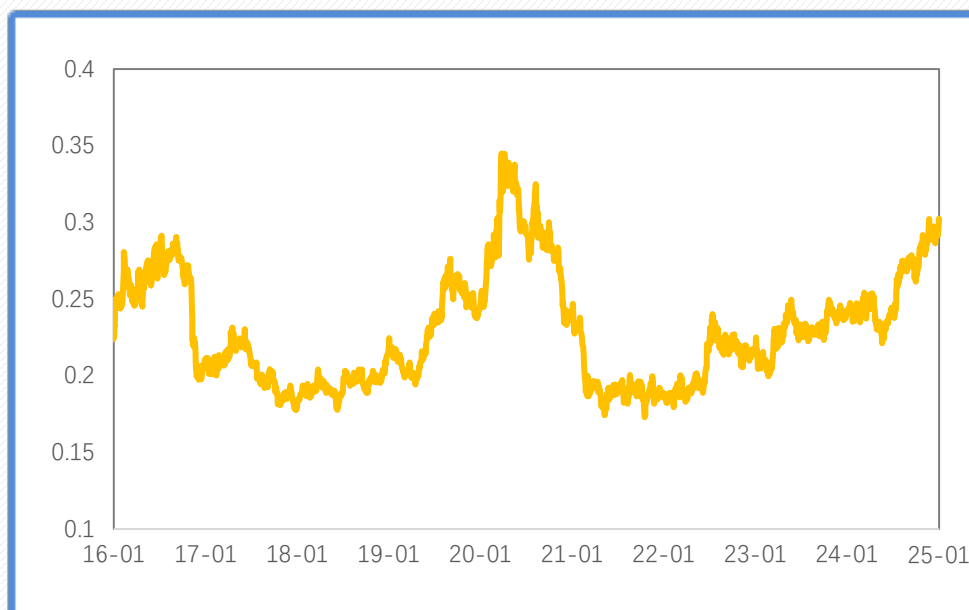
上周，白银涨幅强于黄金，金银比震荡下行；铜价走弱，金铜比震荡上行；原油持续上涨，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

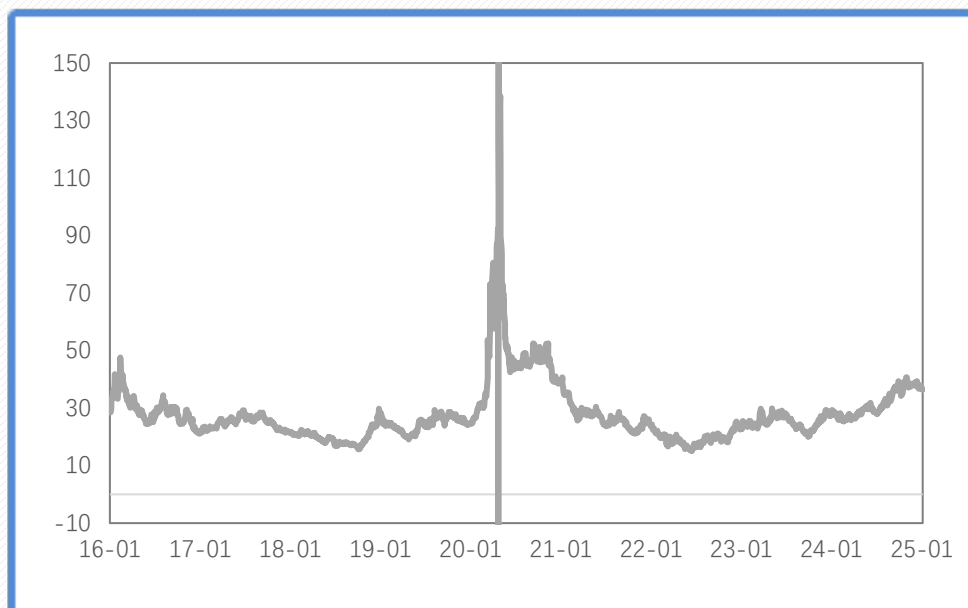
图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind



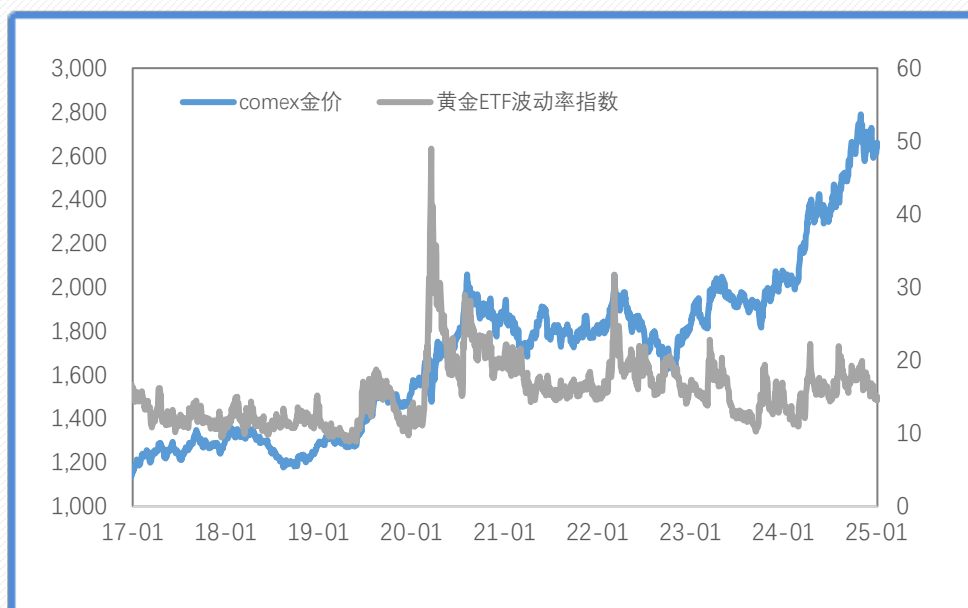
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于小幅回升，避险需求较前期有所增强。

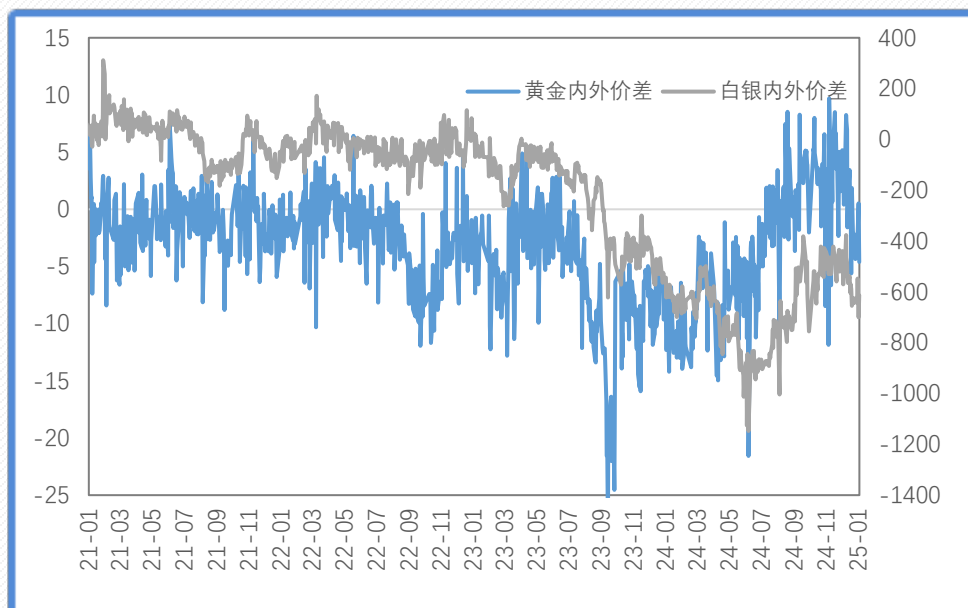
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

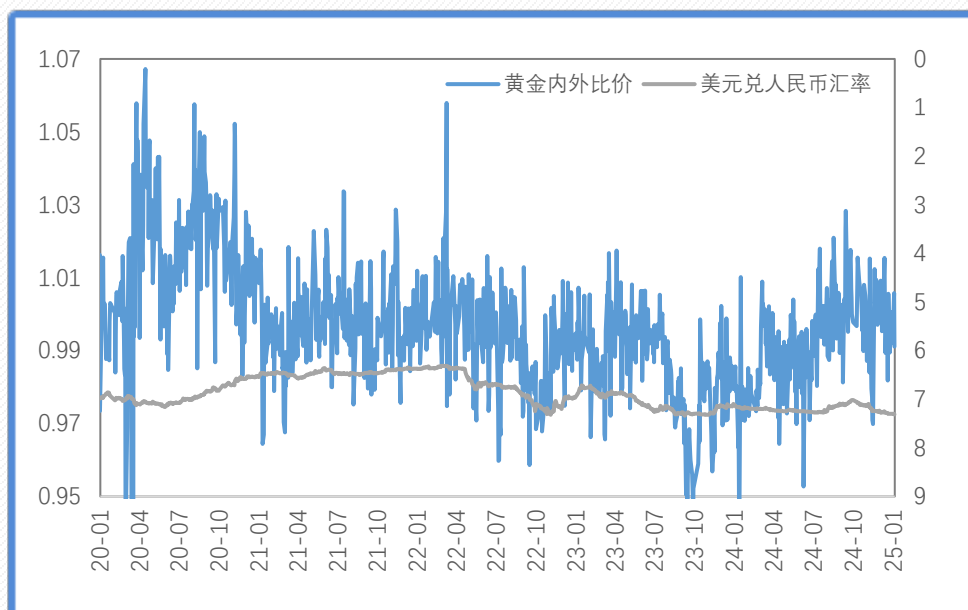
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金白银内外价差有所回升；内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

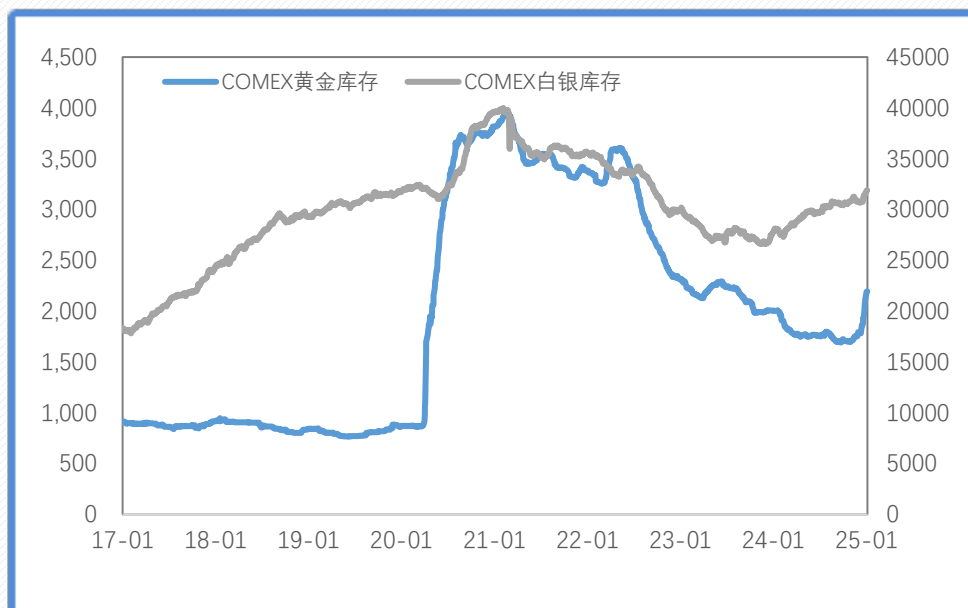


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

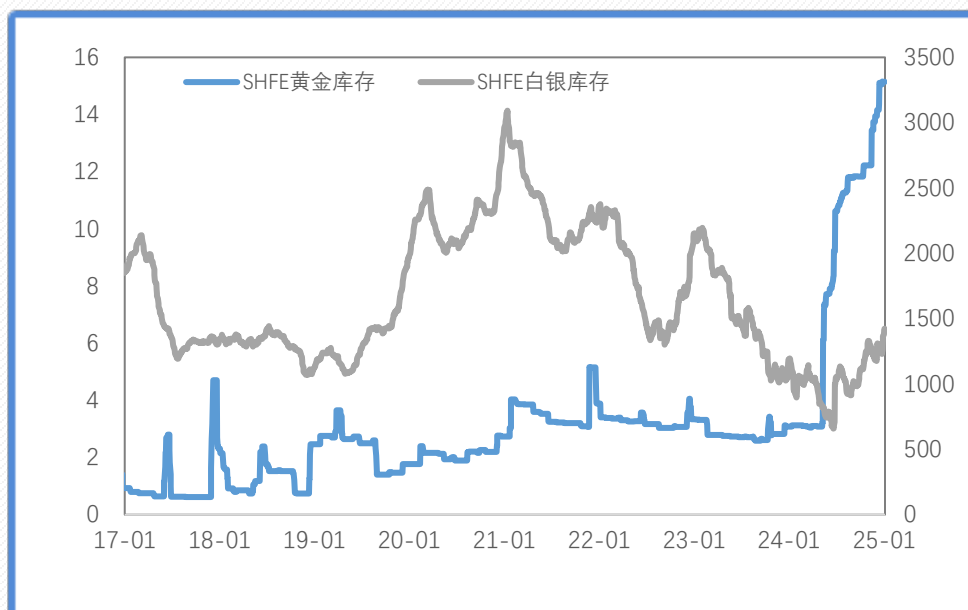
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 2194 万盎司，环比增加约 57 万盎司，COMEX 白银库存约为 31901 万盎司，环比增加约 298 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1416 吨，环比增加约 50 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

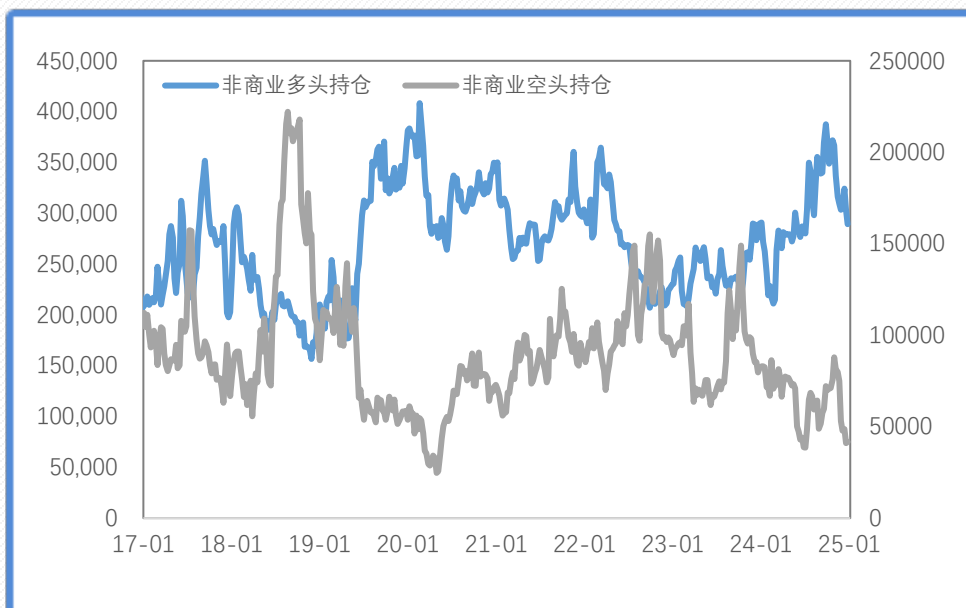
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

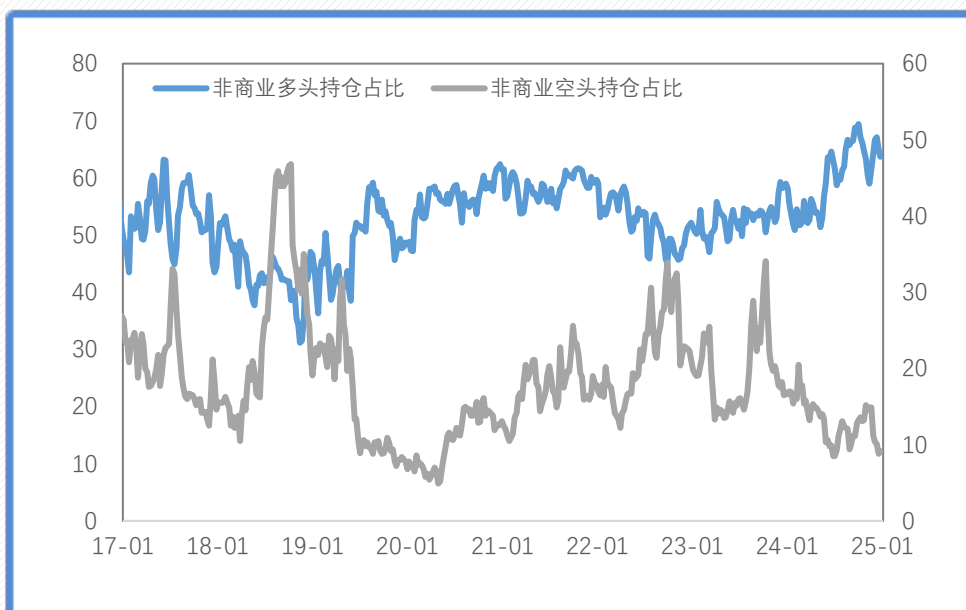
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 1.4 吨至 871 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 52 吨至 14375 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.1 万手, 其中非商业多头持仓减少 13562 手至 28.9 万手, 空头持仓增加 850 手至 4.2 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 63.7%附近, 非商业空头持仓占比上升至 9.2%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



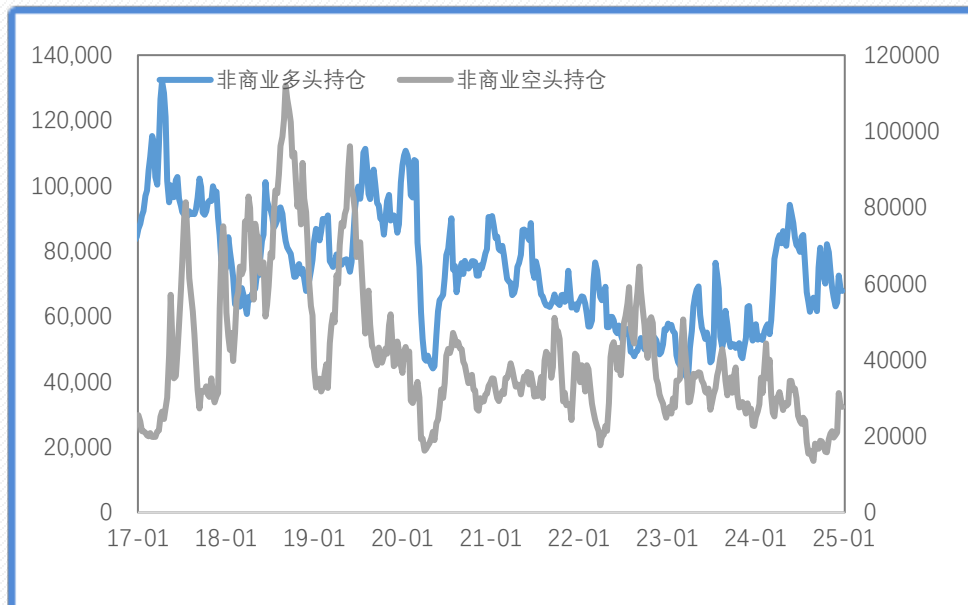
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



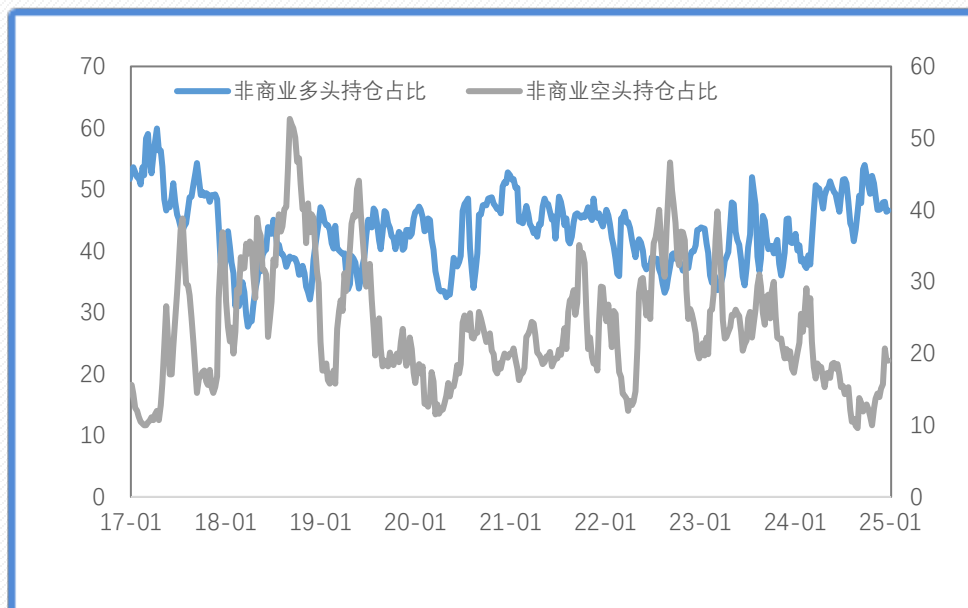
数据来源: Wind

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

铜价在 73000 元一线再次获得支撑。据了解，价格回落后，下游点价的积极性仍然较高，给予了铜价比较明显的支撑。目前到春节期间，属于中国政策的空窗期，市场对政策预期定价可能会有所放缓，这会限制价格反弹的幅度，不过从近期对需求的观测来看，价格的下方支撑仍然比较稳固。

目前，我们更倾向于金价仍处于震荡区间内，地缘危机短期难以结束的情境下，避险需求将对金价产生一定支撑，同时，美国潜在的再通胀风

险仍有再度推升金价的可能。

#### 关注及风险提示

美国 PMI、职位空缺、非农数据、通胀预期、降息路径、地缘冲突等。

#### 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。