

再通胀预期增强，金价走强、铜 LC 价差再度拉大

摘要：上周市场仍然朝着经济韧性强、劳动力市场稳固、再通胀预期增加的叙事开展，金铜双双走强。先有市场担忧特朗普对精炼铜进口征税，COMEX 铜价与其他地区价差再度拉大，COMEX 铜价反弹幅度最为明显，然后原油因担忧美国对伊朗实施制裁而大幅反弹，加之周五非农数据表现强劲，联储官员也发表鹰派言论，市场对今年联储降息的预期继续压缩。

金属市场周报

2024. 1. 6-2025. 1. 10

核心观点

1、上周金铜双双走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.44%，白银上涨 3.99%；沪金 2502 合约上涨 1.19%，沪银 2502 合约上涨 2.19%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+5.24%、+3.22%。

2、再通胀预期提振铜价

上周市场仍然朝着经济韧性强、劳动力市场稳固、再通胀预期增加的叙事开展。先有市场担忧特朗普对精炼铜进口征税，COMEX 铜价与其他地区价差再度拉大，COMEX 铜价反弹幅度最为明显，然后原油因担忧美国对伊朗实施制裁而大幅反弹，加之周五非农数据表现强劲，联储官员也发表鹰派言论，市场对今年联储降息的预期继续压缩。

3、避险及再通胀推升金银价格

上周特朗普考虑宣布美国进入国家经济紧急状态，从而为其征收大量关税提供法律依据，由此，市场避险情绪再度攀升；后半周，伴随非农数据超预期强劲，原油价格大幅上涨，再通胀预期回归，金价受避险及抗通胀两方面影响大幅走强。目前，金价运行至一个月来的高点，后续关注避险情绪及再通胀预期对金价产生的上行动能是否可以持续，短期来看，金价运行至 2800 美元/盎司时，压力依然显著。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 触底反弹，一度接近 4.4 一线附近。上周市场仍然朝着经济韧性强、劳动力市场稳固、再通胀预期增加的叙事开展。先有市场担忧特朗普对精炼铜进口征税，COMEX 铜价与其他地区价差再度拉大，COMEX 铜价反弹幅度最为明显，然后原油因担忧美国对伊朗实施制裁而大幅反弹，加之周五非农数据表现强劲，联储官员也发表鹰派言论，市场对今年联储降息的预期继续压缩。

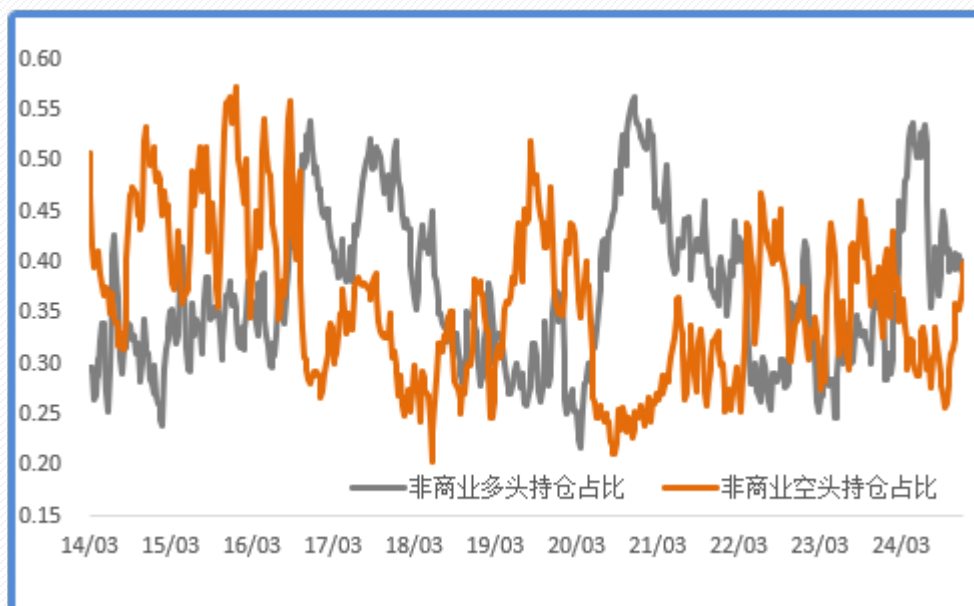
上周 SHFE 铜价震荡回升，重回 75000 元一线上方。我们在上周周报中就指出，近期国内消费较好，为铜价提供了显著支撑，铜价在经受了压力之后整体易涨难跌。不过目前在价格反弹之后，精废价差已经重新拉大，加之临近季节性累库，后续从基本面方面获得的上行动力会逐渐减弱，75000 上方的压力会逐渐显露。

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。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上位移，价格曲线仍然呈现 contango 结构。进入 1 月后，库存整体表现符合季节性，考虑到后续将面临季节性累库的状态，目前价差结构再出现大幅变动的可能性不高。但是我们认为后续可能还是以 borrow 策略为主。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空头占比继续增加，目前空头持仓占比回到了相对中性偏高的水平，考虑到价格已经反弹，空头占比可能已经下降。

图 1：CFTC 基金净持仓

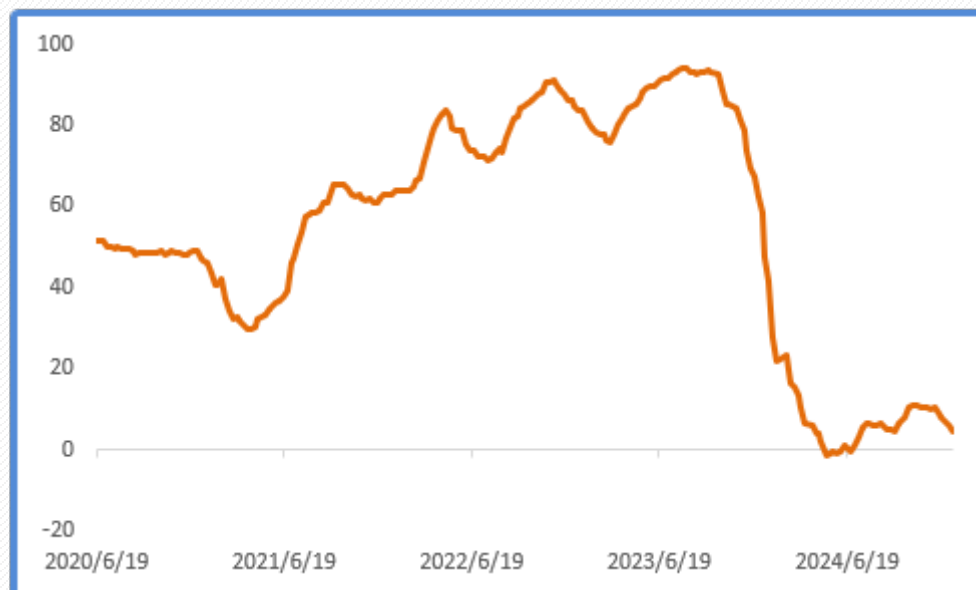


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 5.01 美元/干吨，较上周跌 1.35 美元/干吨。铜精矿现货市场延续了之前的冷清态势，市场交易活动有限。买方库存充足，仅在刚需驱动下才进行少量采购，这导致了市场整体成交清淡。同时，近期月差逐渐缩小，使得卖方在出货方面更加谨慎，进一步加剧了市场的冷清氛围。

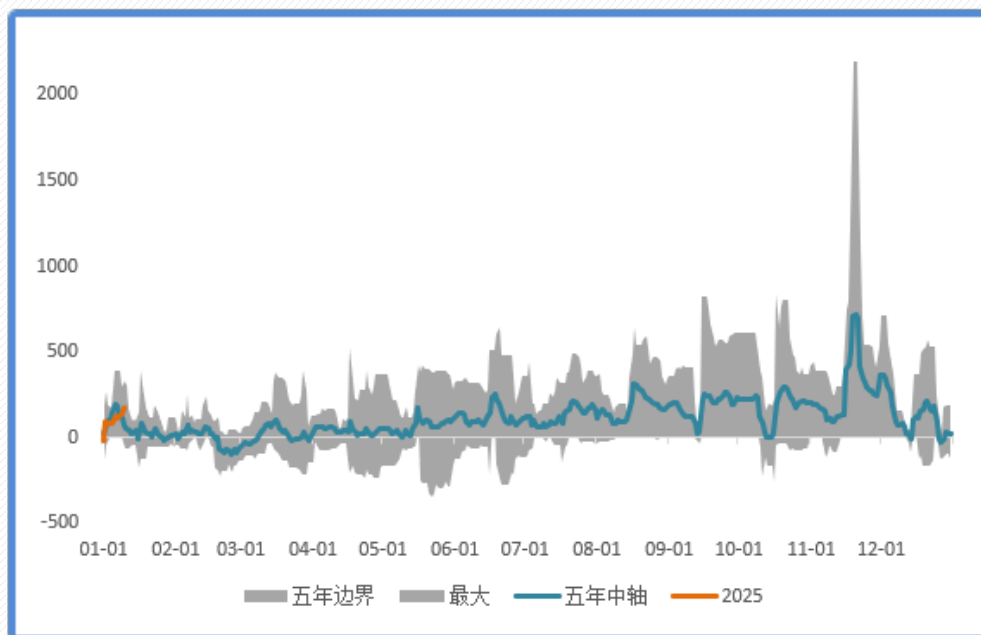
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于铜价持续反弹上涨走高，下游加工企业新增订单较为有限，同时现货升水坚挺局面维持，市场采购需求难有明显提升空间；且随着节假临近，少数企业陆续进入放假状态，整体下游消费较为一般。后续来看，虽进口铜仍有到货，同时由于沪粤价差高位运行，料部分进口货源将转移至华南市场，增量相对有限，考虑到目前铜价反弹上涨明显，且下游陆续进入放假状态，市场消费仍有转弱预期，上方空间亦相对不足，整体下周或区间运行于升 100~升 250 元/吨附近。

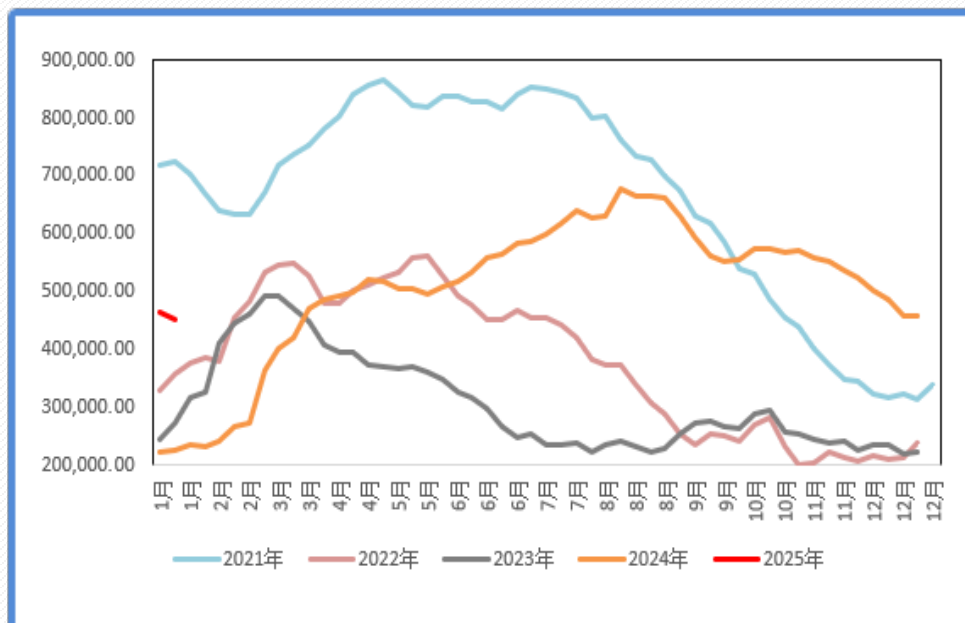
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 10.13 万吨，较 2 日降 0.82 万吨，较 6 日降 0.90 万吨；本周上海市场社会库存再度表现减少，由于进口铜进口到货相对上周减少，加之国产货源到货入库依旧较少，虽下游消费表现一般，但部分仓库入库较少，库存下降幅度明显；后续来看，下周临近交割，国产货源到货依旧难有明显增量，且进口铜虽有到货，但预计增量同样有限，因此下周库存或表现窄幅变动。广东市场库存仍继续下降，主因部分下游担忧后市升水继续走高，日内接货情绪有所上升，同时市场到货依旧较少，库存维持低位运行。后续来看，由于沪粤价差再度扩大出现套利空间，料部分市场货源有所转移至华南市场，因此库存预计或小幅累库，变动有限。

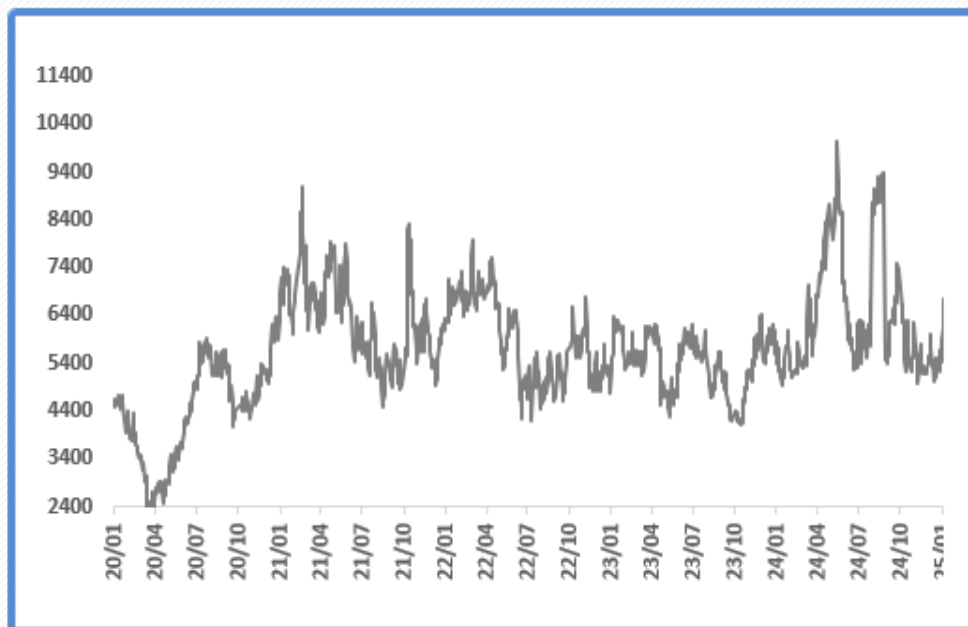
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体上涨，广东市场受原料价格影响上涨明显；精铜杆企业订单下滑，提货表现依然不错；再生铜杆生产表现不佳，市场交易和提货表现不理想；精废杆价差明显扩大，再生铜杆再入大贴水局面。随着时间临近春节假期，预计下周铜杆企业将陆续进入节前备货和调整阶段，从目前来看，精铜杆企业的备货情绪一般，尤其是现货升水高，对其影响明显；再生铜杆企业的政策预期依然不明朗，备货有限。预计下周交易有阶段性回暖的表现，不过假期前备货的预期有限。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属价格强势上行，COMEX 金银于 2624-2735 美元/盎司、29.8-31.9 美元/盎司区间内运行。上周特朗普考虑宣布美国进入国家经济紧急状态，从而为其征收大量关税提供法律依据，由此，市场避险情绪再度攀升；后半周，伴随非农数据超预期强劲，原油价格大幅上涨，再通胀预期回归，金价受避险及抗通胀两方面影响大幅走强。

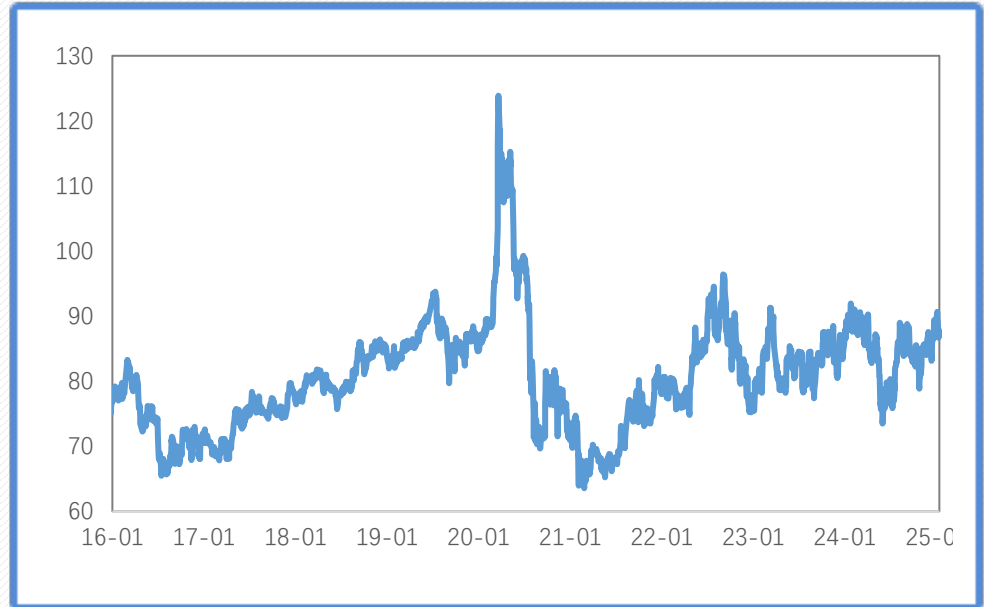
贵金属价格监控

2025/1/10	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2717.2	2642.9	2.8%
COMEX 白银	31.1	30.1	3.4%
伦敦金现	2687.5	2646.8	1.5%
伦敦银现	30.4	29.8	1.8%
SHFE 黄金	632.7	626.6	1.0%
SHFE 白银	7790.0	7622.0	2.2%
上金所黄金 T+D	634.2	626.6	1.2%
上金所白银 T+D	7784.0	7620.0	2.2%

（二） 比价与波动率

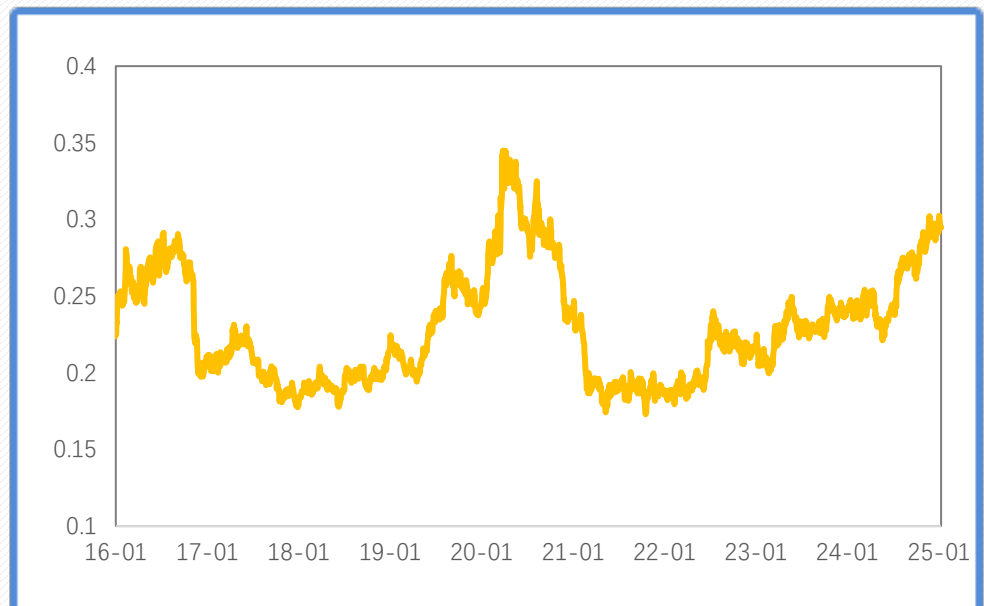
上周，白银涨幅强于黄金，金银比震荡下行；金价涨幅强于铜价，金铜比震荡上行；原油持续上涨，金油比震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



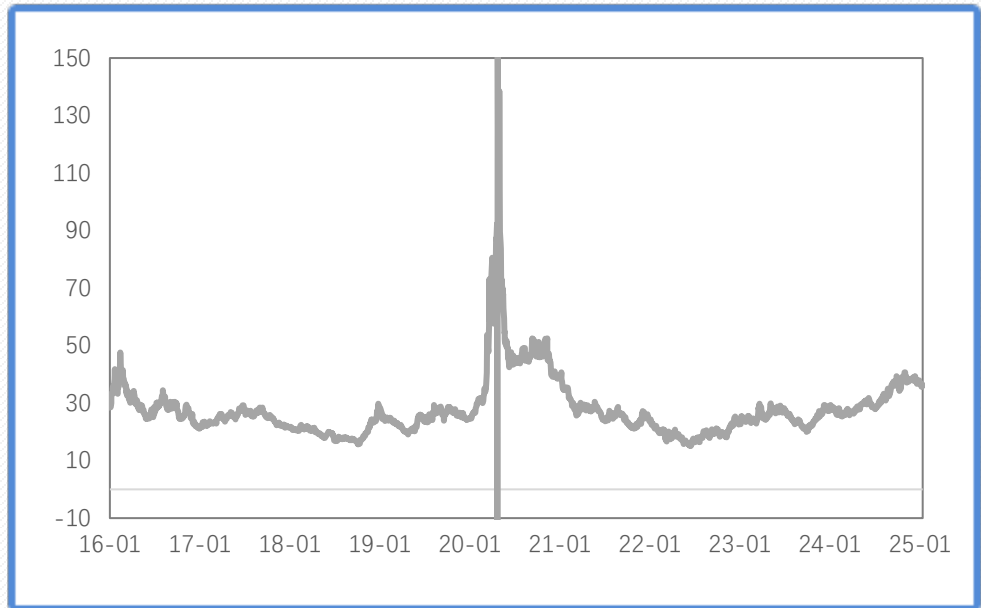
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

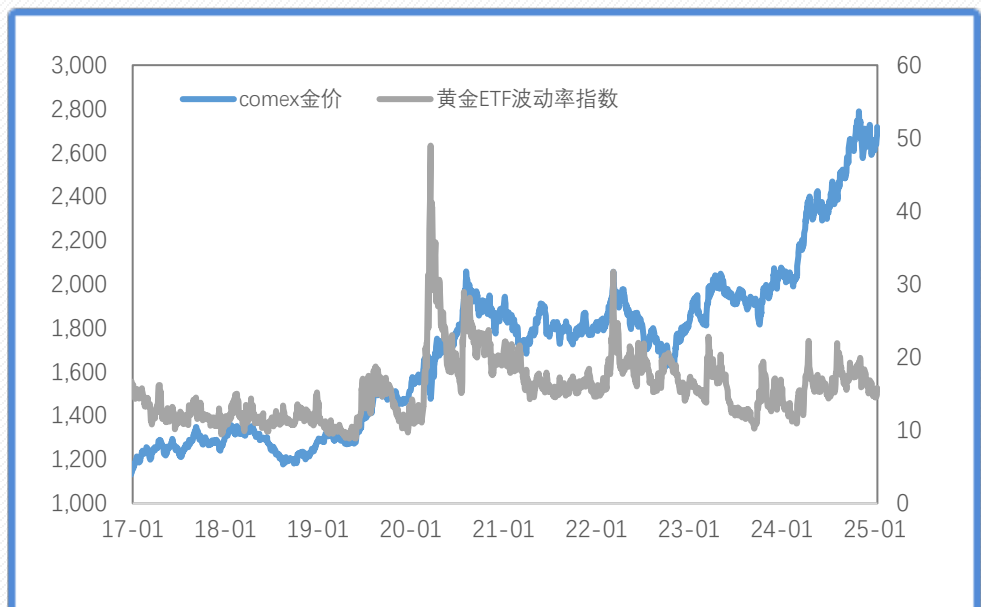
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于小幅回升，避险需求较前期有所增强。

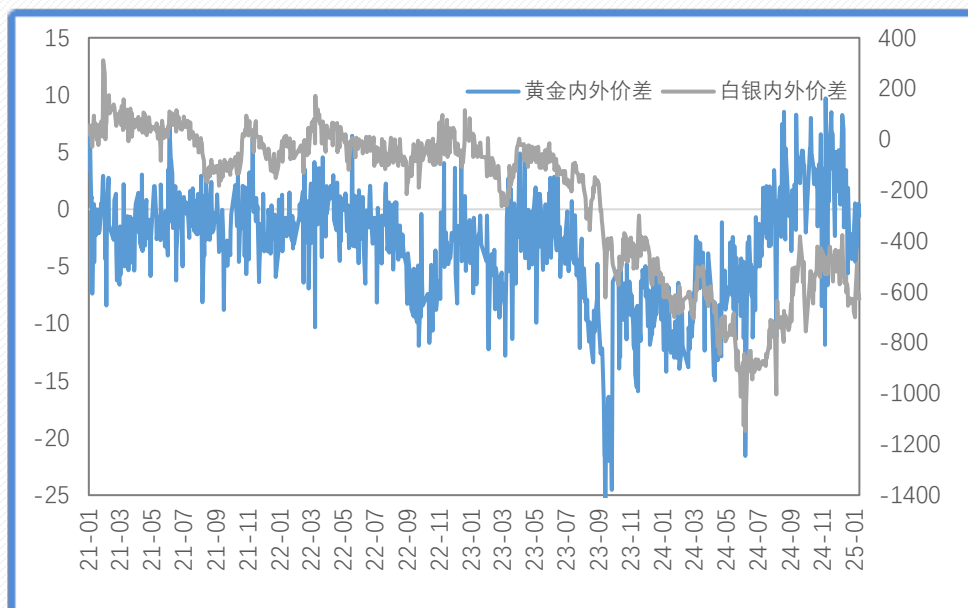
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

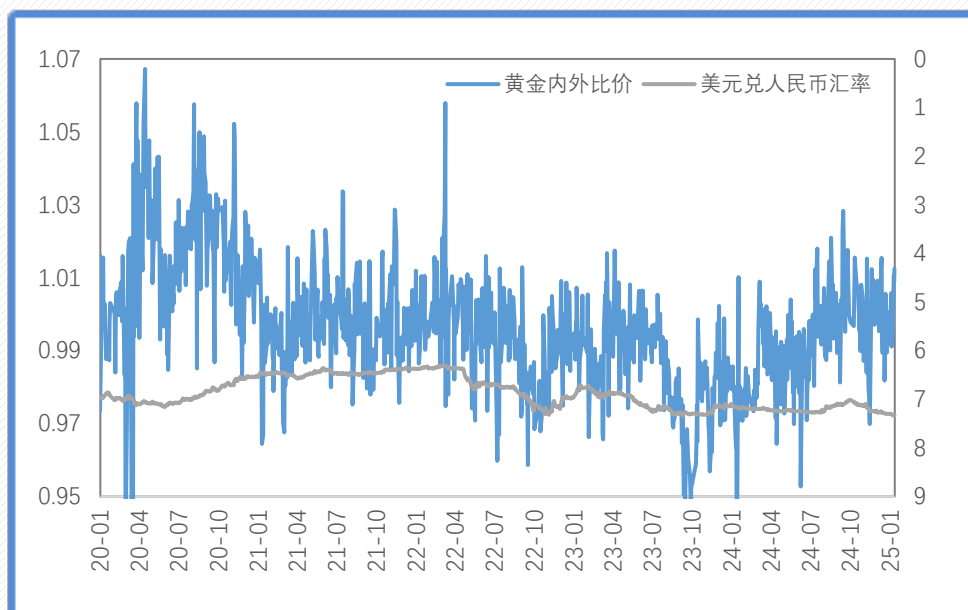
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金白银内外价差有所回升；内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

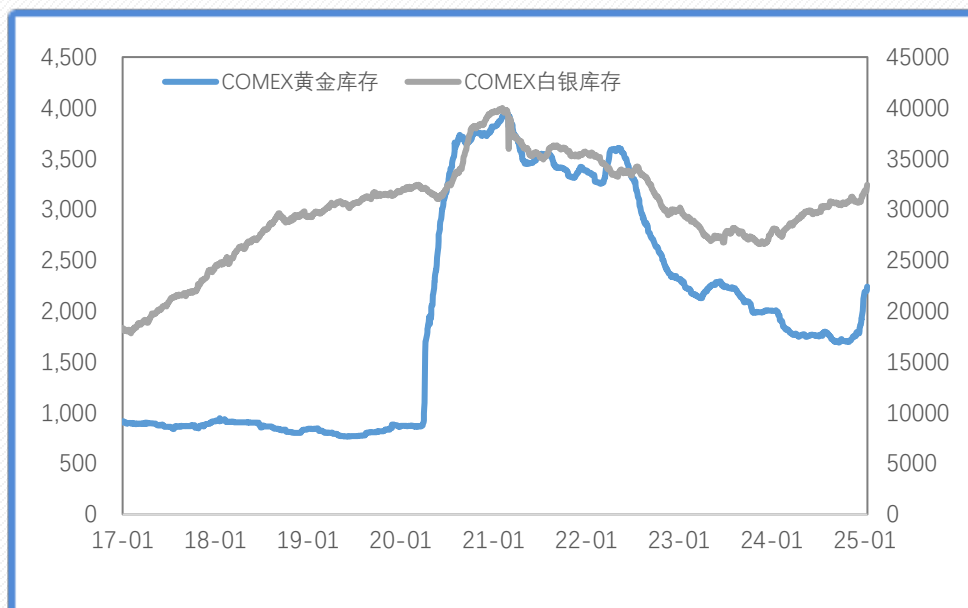


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

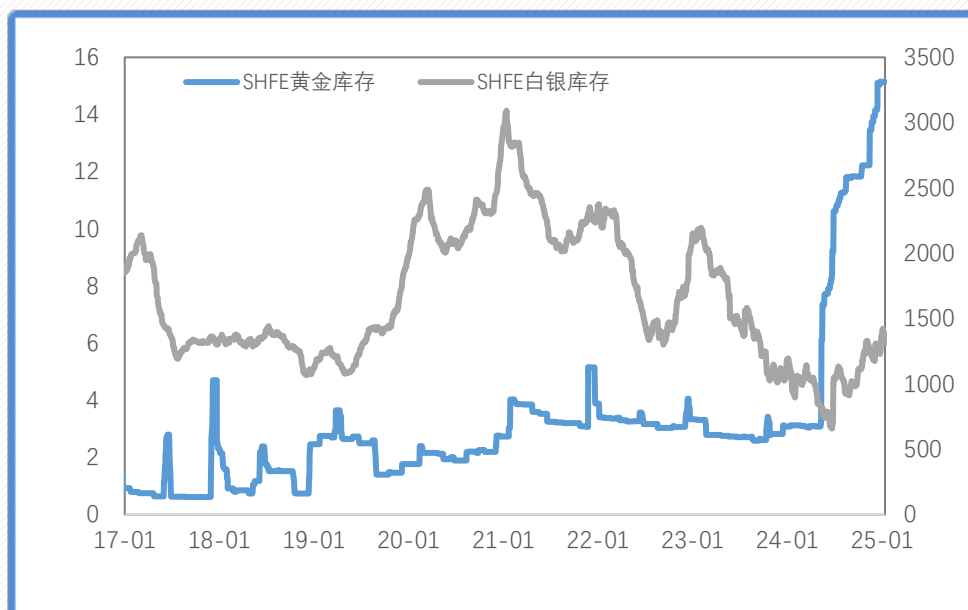
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 2240 万盎司，环比增加约 46 万盎司，COMEX 白银库存约为 32445 万盎司，环比增加约 544 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1315 吨，环比减少约 102 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

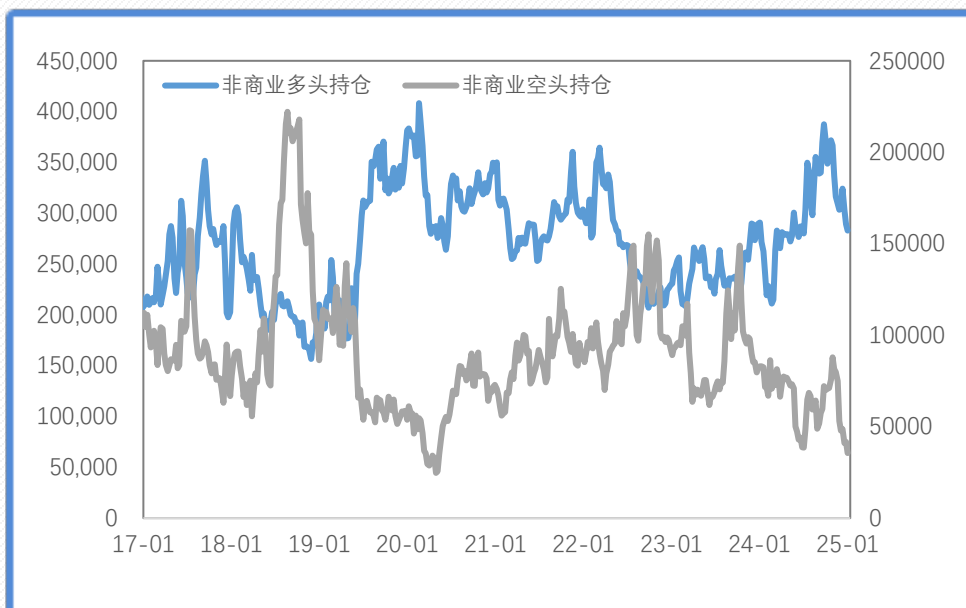
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

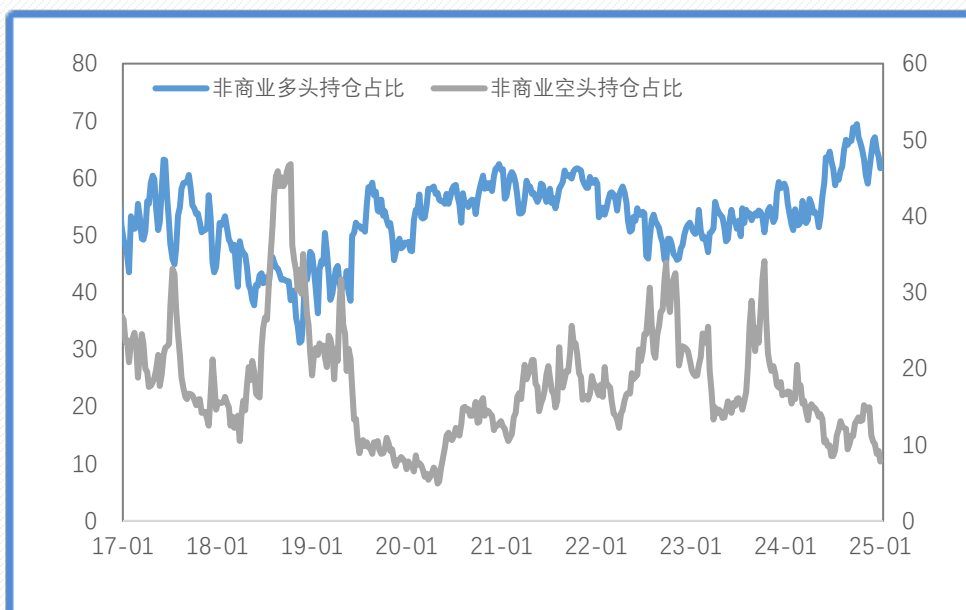
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 5.7 吨至 877 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 68 吨至 14307 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.9 万手, 其中非商业多头持仓减少 6509 手至 28.3 万手, 空头持仓减少 6159 手至 3.6 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 61.7%附近, 非商业空头持仓占比下降至 7.8%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



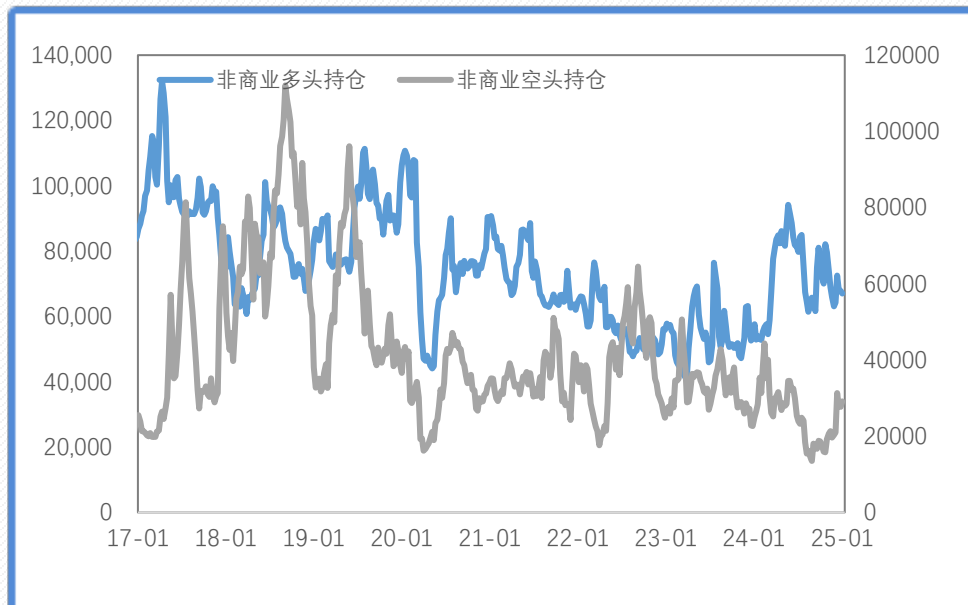
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



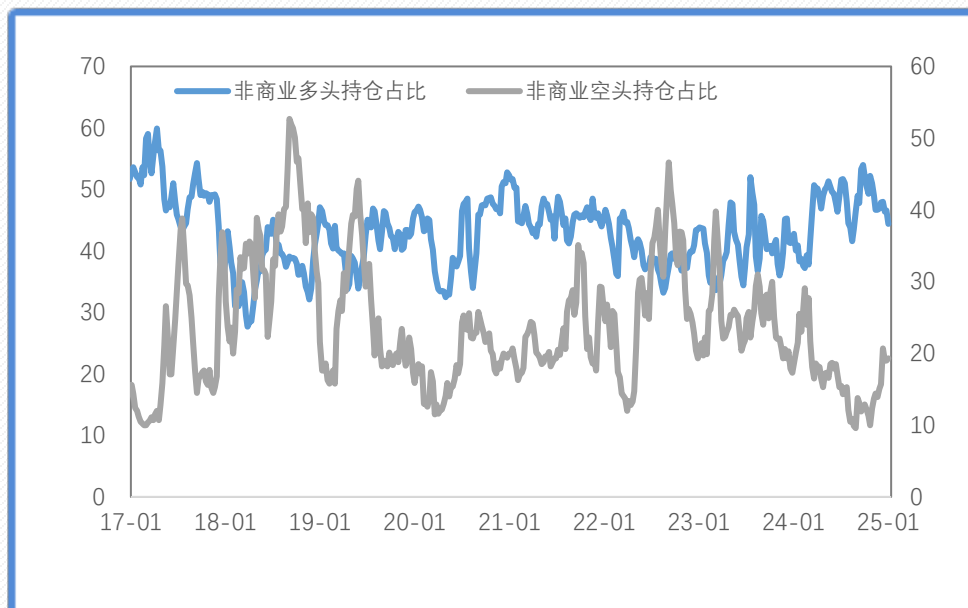
数据来源: Wind

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

我们在上周周报中就指出，近期国内消费较好，为铜价提供了显著支撑，铜价在经受了压力之后整体易涨难跌。不过在价格反弹之后，精费价差已经重新拉大，加之临近季节性累库，后续从基本面方面获得的上行动力会逐渐减弱，75000 上方的压力会逐渐显露。

目前，金价运行至一个月来的高点，后续关注避险情绪及再通胀预期对金价产生的上行动能是否可以持续，短期来看，金价运行至 2800 美元/盎司时，压力依然显著。

关注及风险提示

美国 PPI、CPI、特朗普政策落地、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。