

受利好因素影响，一季度铜价易涨难跌？

摘要：上周市场风险偏好较高，周中美国 CPI 数据基本符合预期，并未强化通胀回升的预期，市场对联储年内降息的预期有所回升，美元和利率有所回落，风险资产受到提振，金铜价格持续反弹，本周美国当选总统特朗普即将上任，预计市场将大幅波动。

金属市场周报

2025. 1. 13-2025. 1. 17

核心观点

1、上周金铜维持强势

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.83%，白银下跌 0.81%；沪金 2504 合约上涨 0.6%，沪银 2504 合约上涨 0.12%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.42%、+1.58%。

2、风险偏好回升，铜价震荡偏强

上周市场风险偏好较高，周中美国 CPI 数据基本符合预期，并未强化通胀回升的预期，市场对联储年内降息的预期有所回升，美元和利率有所回落，风险资产受到提振，铜价持续反弹，周五铜价在触及关键技术点位后有所回调。

3、美元利率回落，金价再度走强

周内美国公布的 PPI、核心 CPI 数据均低于市场预期，前期市场对于美国再通胀的交易有所放缓，随后联储官员表态提及降息的可能性，美联储三月降息概率由此上升，美元随之回落，金价进一步上行。对于特朗普上任后的政策以及美国的降息路径方面，不确定性仍较大，短期来看，金价的上行通道依然曲折。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价先扬后抑，周初及周中连续上行，周五回吐周内部分涨幅，但价格重心整体仍然上移。上周市场风险偏好较高，周中美国 CPI 数据基本符合预期，并未强化通胀回升的预期，市场对联储年内降息的预期有所回升，美元和利率有所回落，风险资产受到提振，铜价持续反弹，周五铜价在触及关键技术点位后有所回调。

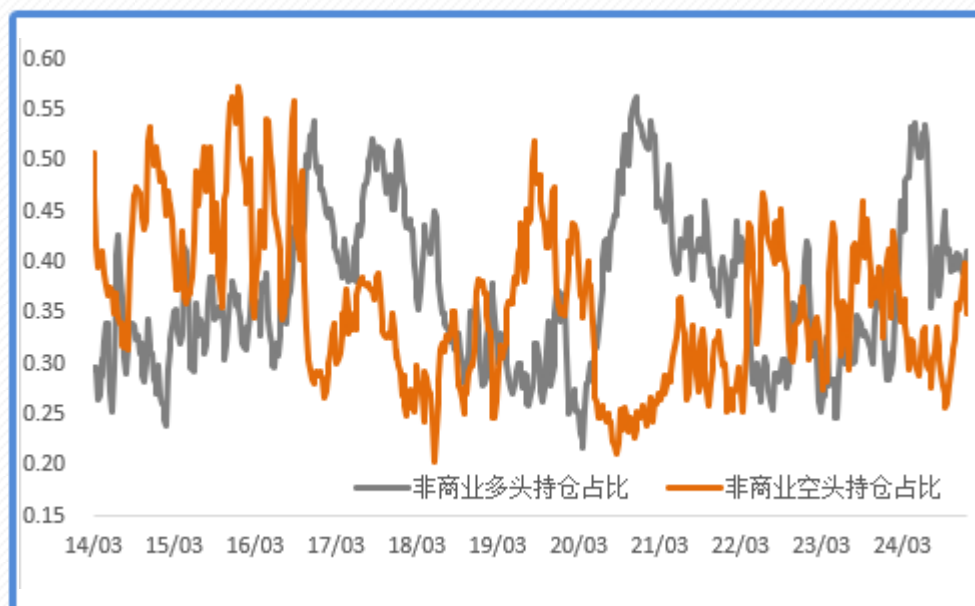
上周 SHFE 铜价震荡回升，重回 76000 元一线上方。我们在上周周报中就指出，近期国内消费较好，为铜价提供了显著支撑，铜价在经受了压力之后整体易涨难跌。不过目前在价格反弹之后，精费价差已经重新拉大，加之临近季节性累库，后续从基本面方面获得的上行动力会逐渐减弱，76000 上方的压力会逐渐显露。

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 库存有所累积，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，但是由于近期价差拉大，可能还是会有陆续交仓，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

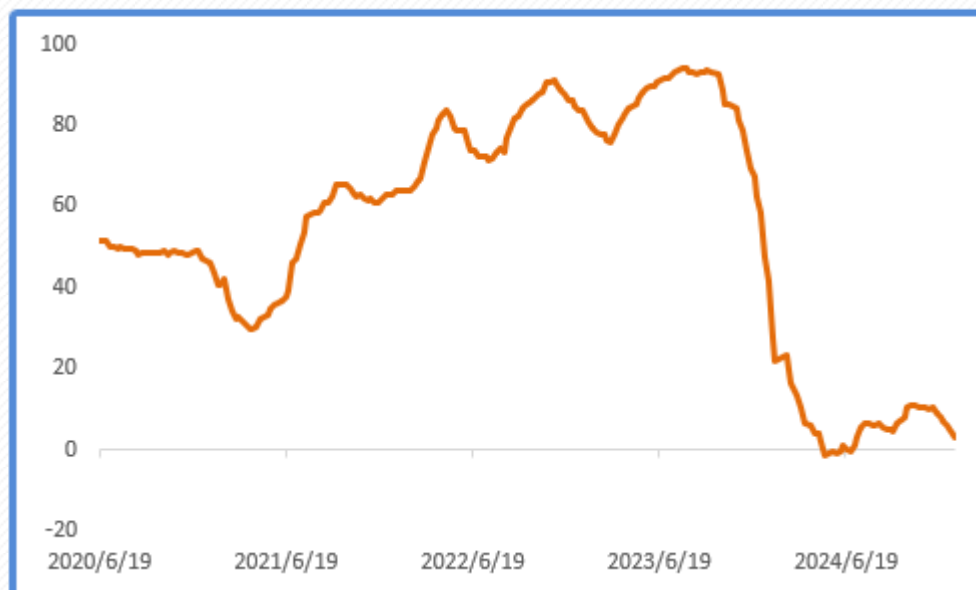


数据来源: Wind

(二) 产业聚焦

节前铜精矿 4.44 美元/干吨，较上周跌 0.56 美元/干吨。铜精矿市场近期成交较为冷清，现货市场 TC 报价普遍在个位数低位水平，且因品质不同而有所差异。贸易商普遍反映手中现货不多，报盘冷清，市场压力主要集中在二季度。一季度由于炼厂进行冬储，有一定的备货，但市场普遍认为仍存在缺口。由于市场供需情况博弈，市场参与者面临着较大的压力。

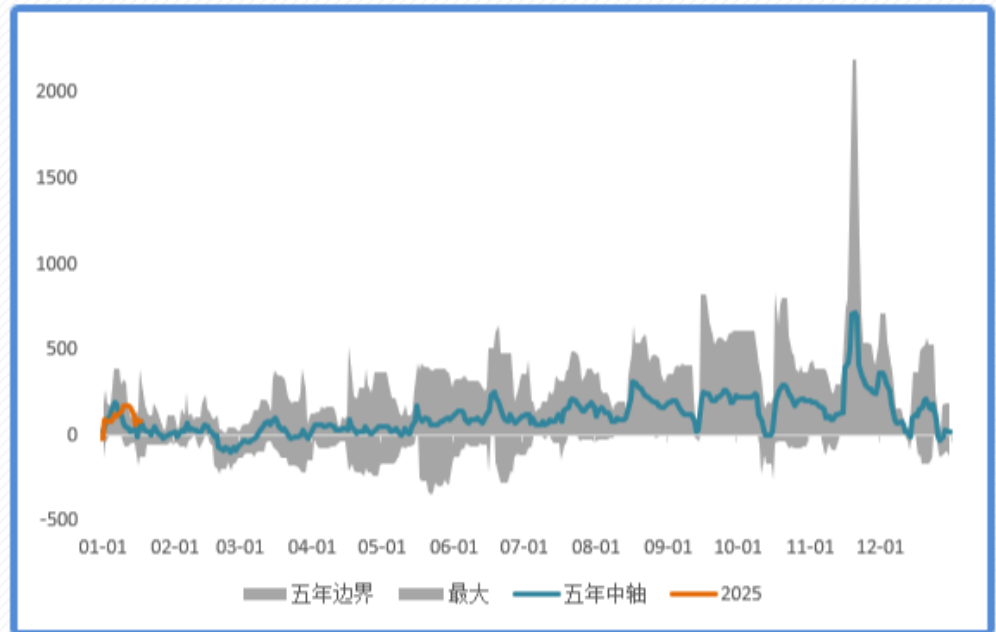
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于铜价仍表现偏强震荡运行，下游采购接货情绪表现谨慎，虽周内部分加工企业存在一定备货需求，但整体空间相对有限；同时临近春节节假日，少数企业逐渐进入放假状态，市场新增订单较少，需求表现走弱。随着春节节假日临近，大部分下游加工企业预计开始提前停产放假，市场消费将表现明显下滑，同时进口铜以及冶炼厂到货仍有所增加，叠加部分贸易商年前清库等动作，现货升水因此预计表现承压下行为主，整体或运行于贴 50~升 50 元/吨附近。

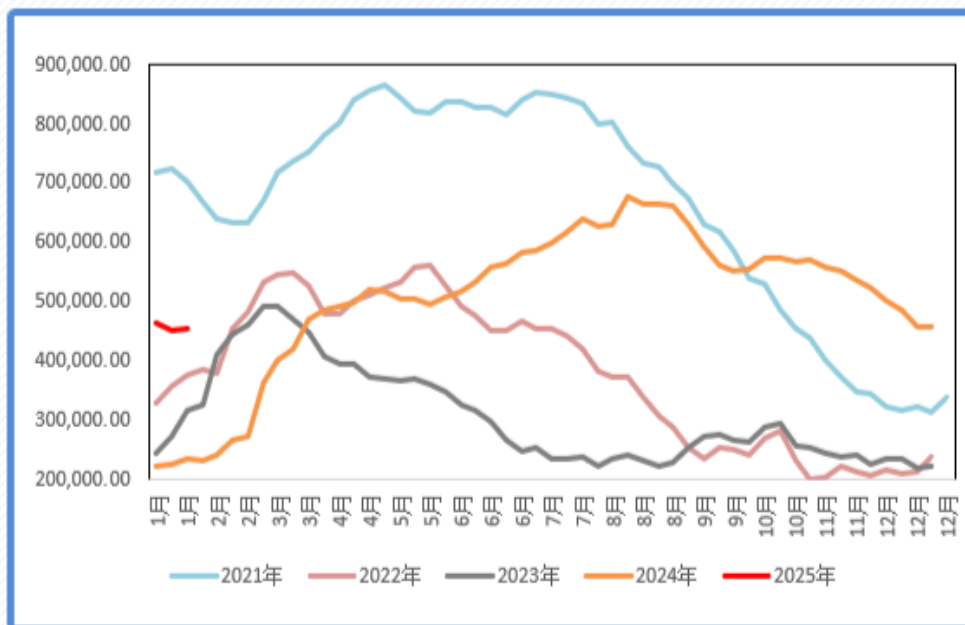
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 10.90 万吨，较 9 日增 0.77 万吨，较 13 日增 0.58 万吨；本周上海市场社会库存继续表现增加，一方面周内进口铜仍有所到货，但国产货源入库依旧有限；另一方面，临近春节节假，加之铜价偏强震荡运行，下游消费较为低迷，市场仓库出库量减少，库存因此延续累库；后续来看，下周随着下游加工企业陆续停产放假，料消费仍有走弱迹象，同时市场到货预计表现增加，库存因此仍将继续上升。广东市场库存有所回升，主因部分冶炼厂发货有所增加，同时下游消费减弱。下周来看，随着年前冶炼厂发货仍有所增加，同时市场消费难有提升空间，预计社库继续小幅累库。

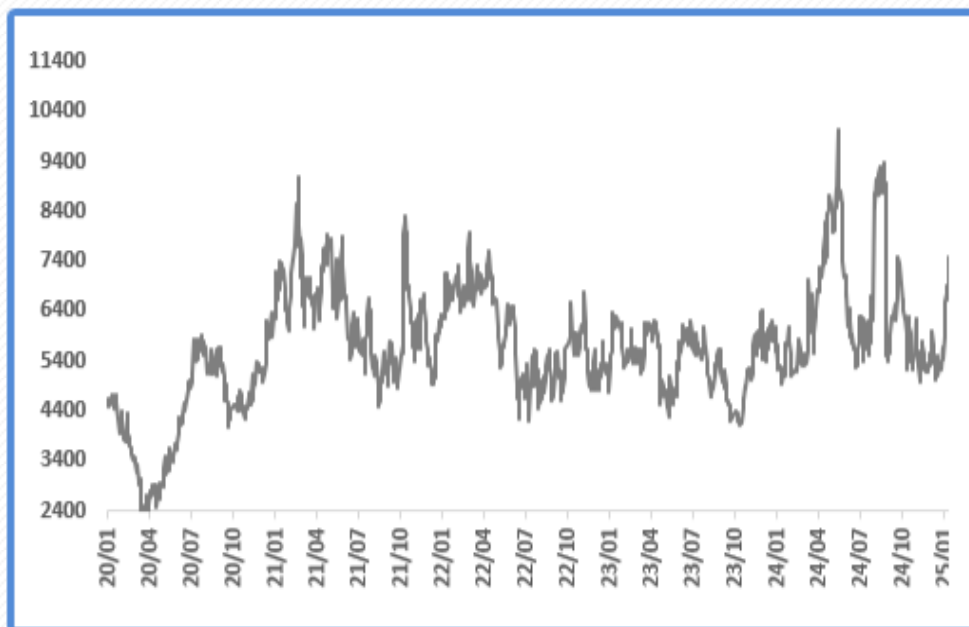
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体下跌，广东市场随着原料价格调整下跌明显；精铜杆企业订单进一步减弱，厂家陆续进入调整阶段；再生铜杆生产减弱，市场交易明显下滑；精废杆价差进一步扩大，再生铜杆贴水超过千元。随着假期将至，铜杆企业陆续进入生产调整期，预计后续铜杆企业的生产表现将进一步下滑，其中再生铜杆的下滑相较于精铜杆更为明显。精铜杆的交易减弱，但考虑到生产的下降等因素，预计其成品累库预期相对较低，而再生铜杆目前存在一定的提货较慢的情况，后续可能存在短期的库存压力。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周黄金再度走强、白银冲高回落, COMEX 金银于 2672-2760 美元/盎司、30.1-32 美元/盎司区间内运行。周内美国公布的 PPI、核心 CPI 数据均低于市场预期, 前期市场对于美国再通胀的交易有所放缓, 随后联储官员表态提及降息的可能性, 美联储三月降息概率由此上升, 美元随之回落, 金价进一步上行。

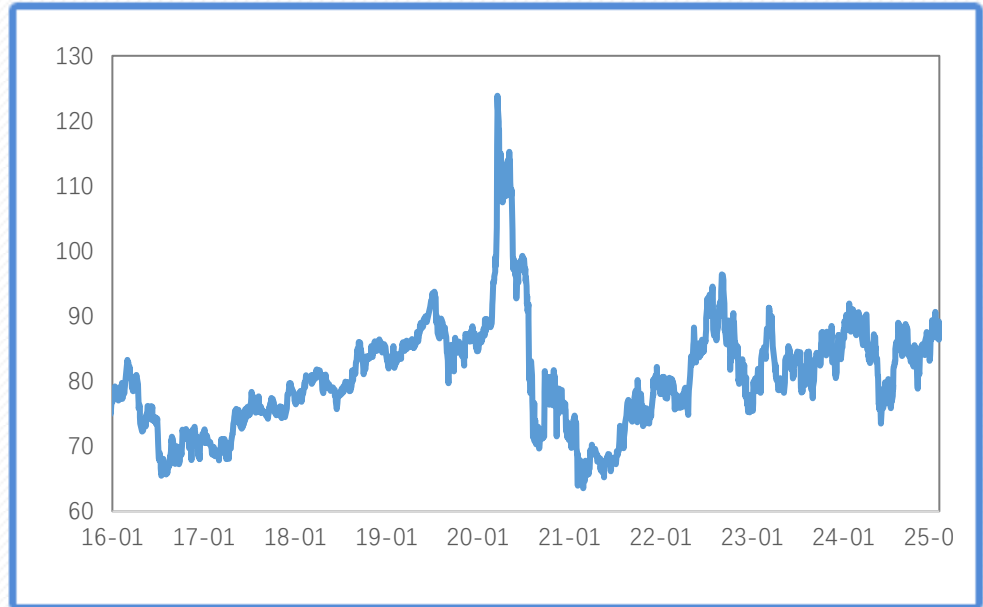
贵金属价格监控

2025/1/17	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2751.6	2717.2	1.3%
COMEX 白银	31.2	31.1	0.4%
伦敦金现	2715.2	2687.5	1.0%
伦敦银现	30.6	30.4	0.9%
SHFE 黄金	638.9	632.7	1.0%
SHFE 白银	7813.0	7790.0	0.3%
上金所黄金 T+D	637.7	634.2	0.6%
上金所白银 T+D	7812.0	7784.0	0.4%

（二） 比价与波动率

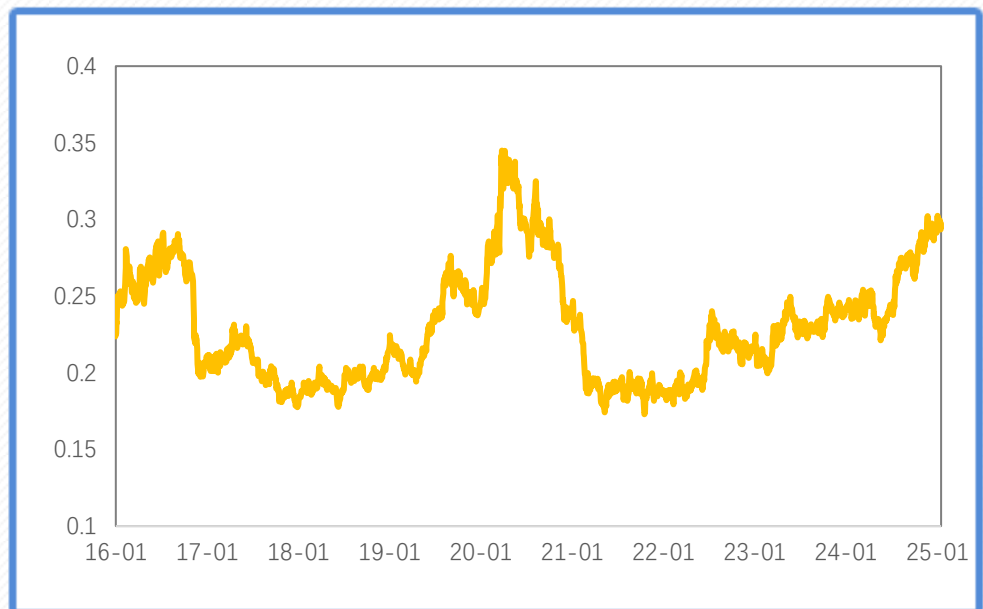
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡上行；金价涨幅强于铜价，金铜比震荡上行；原油小幅回落，金油比震荡上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



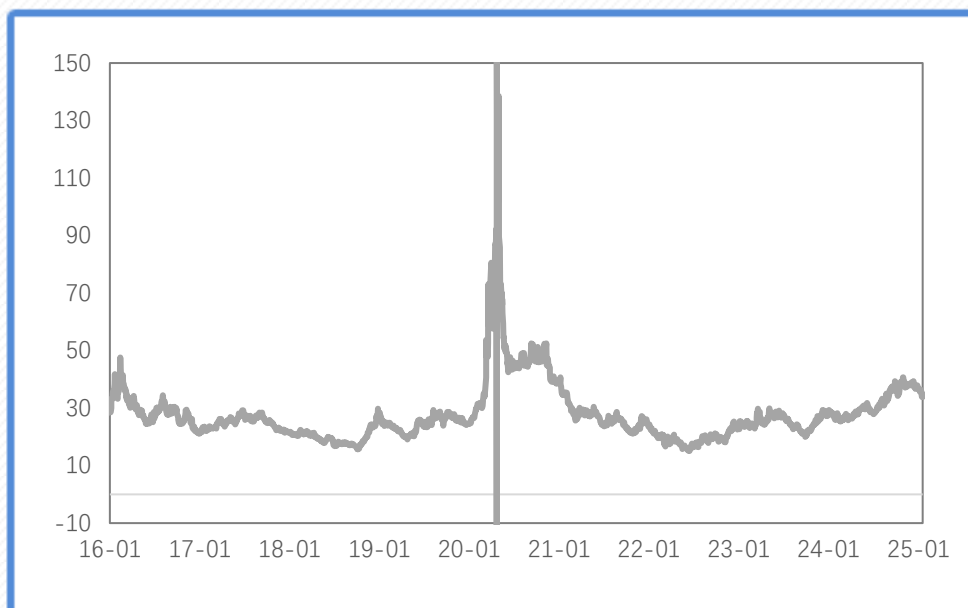
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

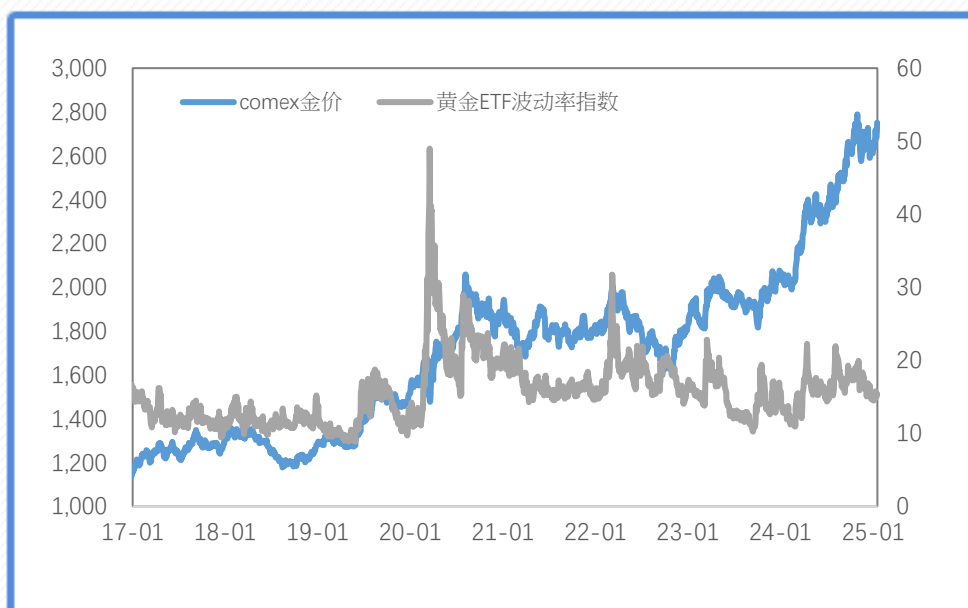
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于小幅回落，避险需求较前期有所减弱。

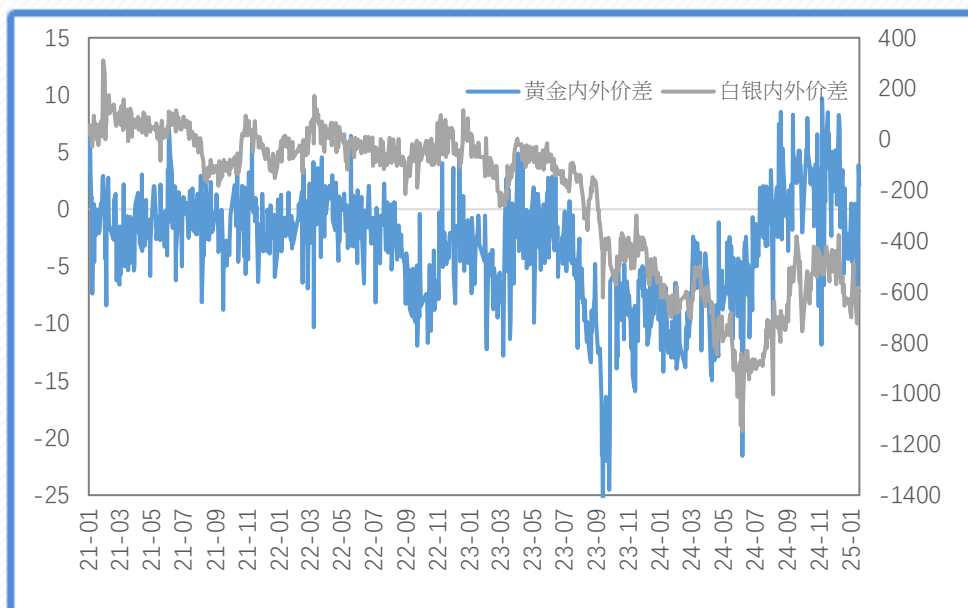
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

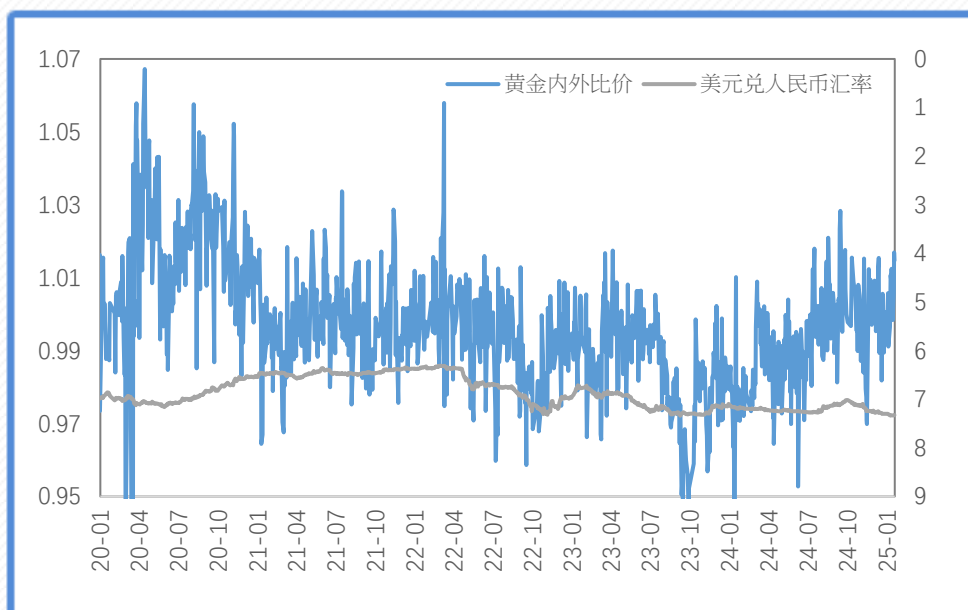
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金白银内外价差有所回升；内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

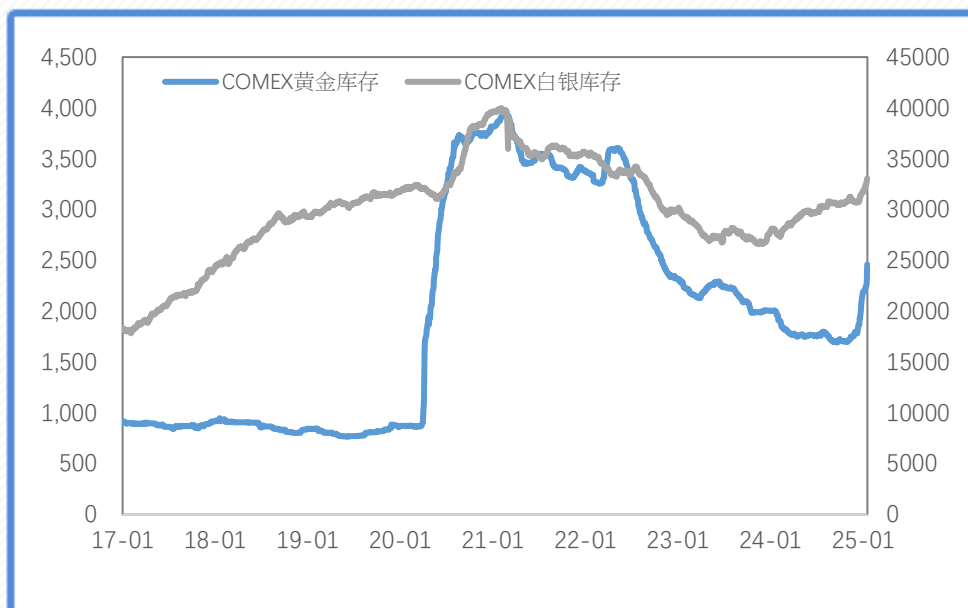


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

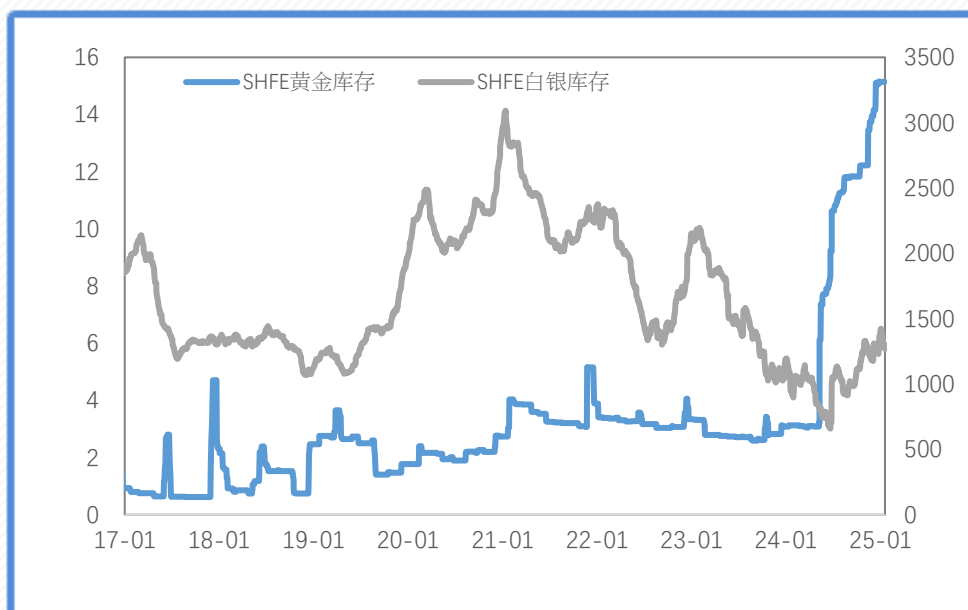
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 2458 万盎司，环比增加约 218 万盎司，COMEX 白银库存约为 33074 万盎司，环比增加约 629 万盎司；SHFE 黄金库存约为 15.1 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 1269 吨，环比减少约 46 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

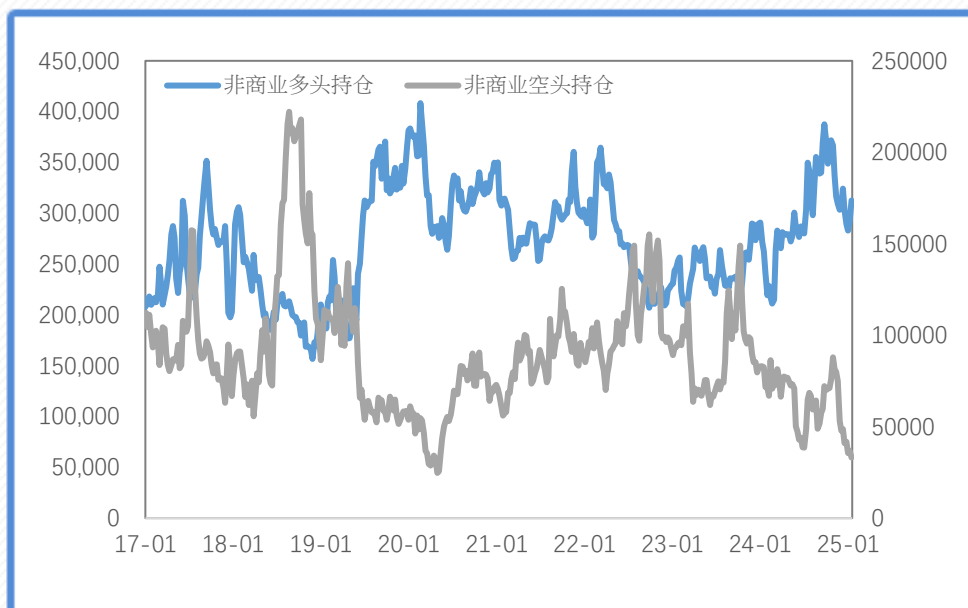
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

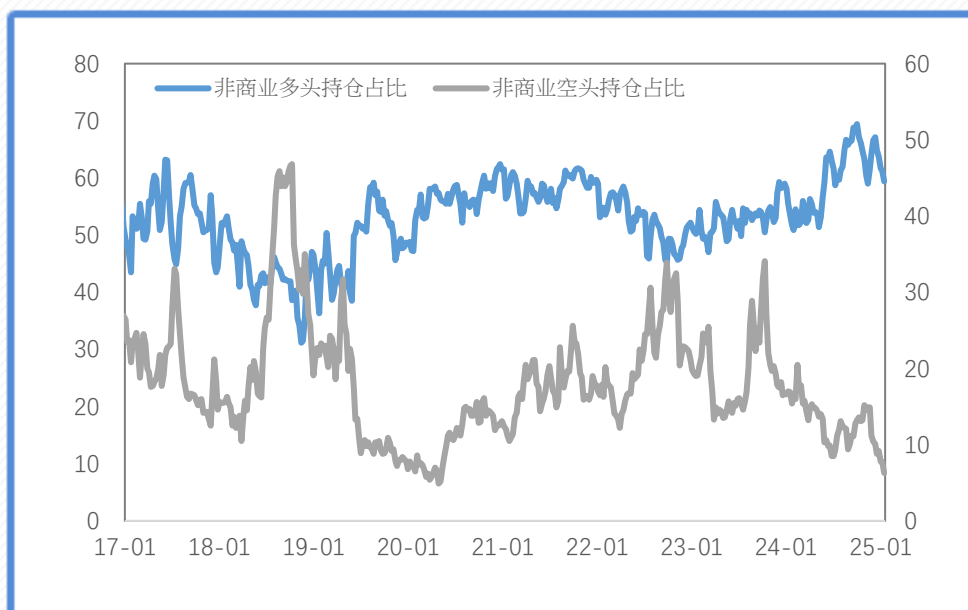
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 2.3 吨至 879 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 103 吨至 14411 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.6 万手, 其中非商业多头持仓增加 20847 手至 31.3 万手, 空头持仓减少 3605 手至 3.3 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 59.4% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 6.3% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



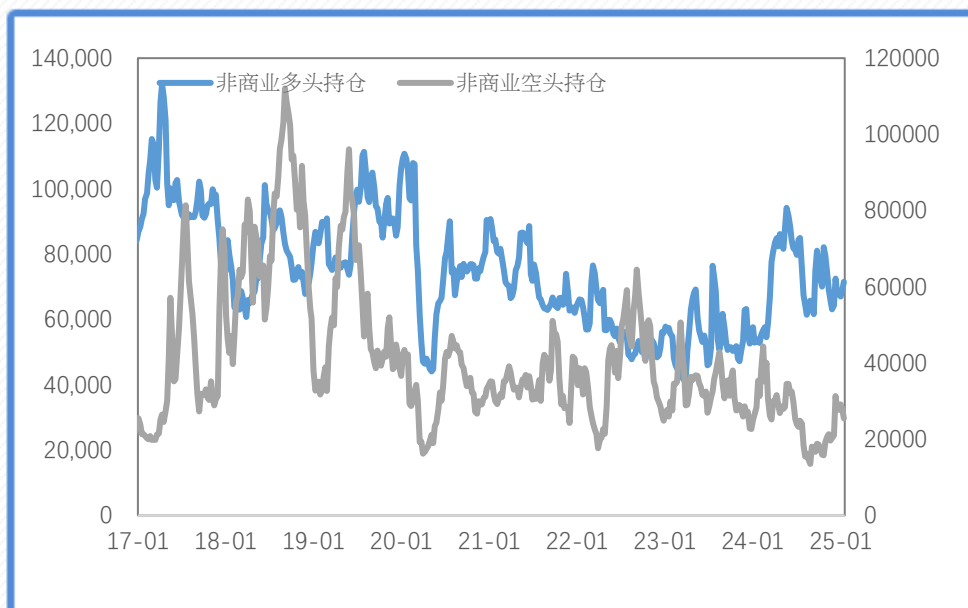
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



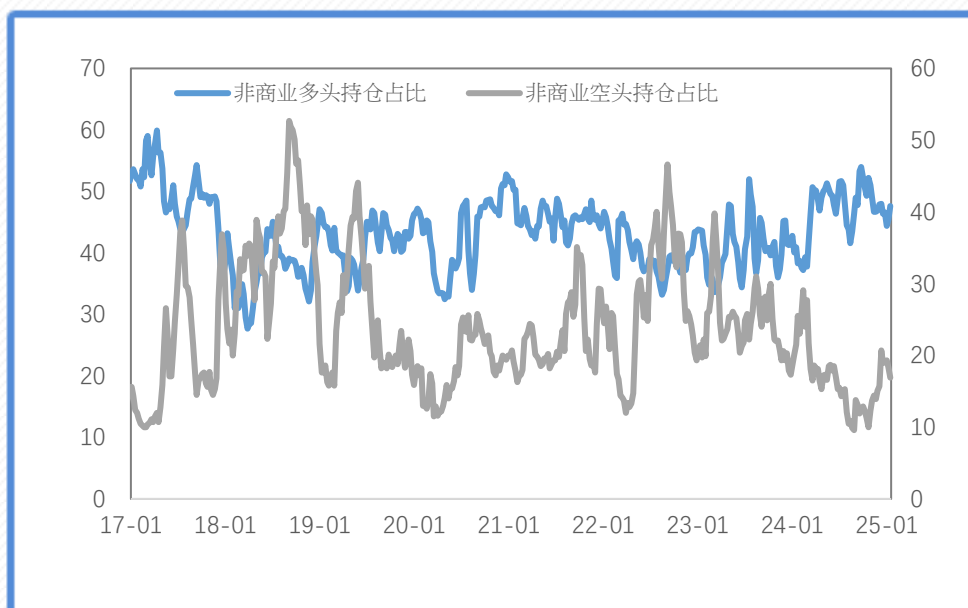
数据来源: Wind

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

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，76000 上方的压力会逐渐显露，同时也需要关注特朗普上任后的政策推进以及市场反映。

对于特朗普上任后的政策以及美国的降息路径方面，不确定性仍较大，短期来看，金价的上行通道依然曲折。

关注及风险提示

美国 PMI、通胀预期、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。