



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货

金银铜周度策略展望

冠通期货研究咨询部 王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2025年02月17日

www.gtfutures.com.cn

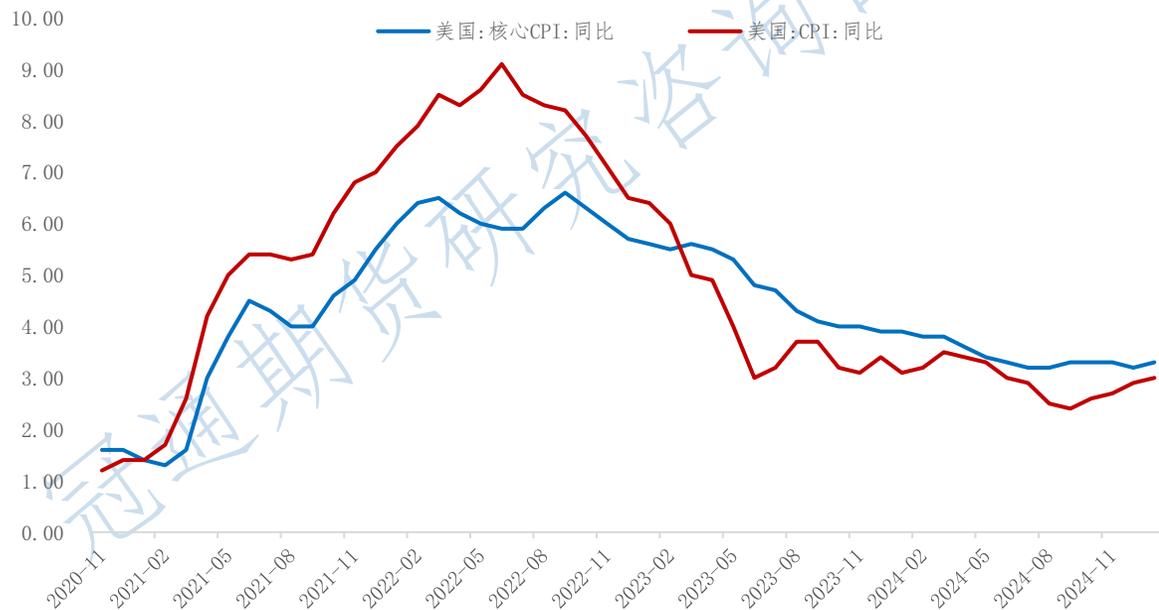
品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	上周伦敦金现冲高回落。宏观方面，上周市场主要围绕美国通胀数据以及零售数据博弈，通胀数据方面，美国1月CPI超预期回升，PPI超预期回升，同时，美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词，并重申美联储无需急于调整利率。如果经济持续强劲且通胀未向2%靠拢，则可以在更长时间内维持政策的谨慎，通胀数据公布后，市场对下次美联储降息时间的预期已从9月调整至12月，但行情的反转发生在上周五销售数据公布后，销售数据大幅不及预期，数据公布后黄金自高位快速回落。此外，美国关税政策的反复，俄乌停火谈判的不确定性使得黄金的避险需求仍强。总的来说，后市预计黄金价格震荡上行，但需要注意上行节奏或因不确定性放大市场波动而放缓，操作上建议逢低做多，过高不追，伦敦金现下方关注2800美元/盎司一带，沪金主力合约关注650元/克一带。	偏强震荡，短期涨势放缓	逢低做多，过高不追
白银	上周伦敦银现整体跟随金价走势，但相对金价较强。宏观方面，美国降息预期有所修正，但欧元区由于经济数据不及预期，欧央行释放鸽表态，当下市场对欧洲央行年内预计三次降息。制造业方面，美国1月ISM制造业重回扩张，好于预期，欧元区1月ISM制造业PMI数据为46.6，高于预期的46.1，高于前值45.1。尽管该指数仍处于50以下的收缩区间，但显示出制造业活动的收缩速度有所放缓。国内方面，1月国内光伏电池产量约41GW，环比减少10.9%；组件产量38GW，环比减少19.1%，减量主要由于假期停产影响，但随着下游陆续复产，电池组件企业已经陆续复工复产。总的来说，在金价再度刷新新高上行的情况下，白银金融属性依旧是驱动银价变化的主要逻辑，而商品属性方面，尽管海内外制造业数据出现一定回暖迹象，但海内外需求依旧偏弱，叠加全球白银显性库存延续小幅累库，白银商品属性拖累银价涨幅，后续继续关注金银比做多机会。	偏强震荡，短期涨势放缓	关注做多金银比机会
铜	上周沪铜走势偏强。宏观方面，美国通胀数据超预期上行，美联储明确表态可能在一段时间内维持政策的谨慎，美元指数后续或维持高位宽幅震荡，美元指数阶段性回落一定程度上支撑基本金属上涨，但后续海外宏观逻辑依旧需要关注美联储货币政策何时出现转向。国内方面，国务院于召开会议讨论刺激消费的措施，市场预计2025年“以旧换新”计划可能增加一倍至3000亿元人民币，后续关注政策落地情况。供给方面，国内铜精矿市场有偏紧预期，体现在国内TC/RC费用降低至-8.6美元/吨和-0.88美分/磅，加工费由正转负，极低的加工费也暗示国内市场对矿端扰动的担忧，库存方面，全球显性库存延续累库，国内现货贴水收窄，远期合约依旧维持Contango结构，远期预期依旧向好。需求方面，节后下游工厂逐步复产，精铜杆、铜管企业开工率快速拉升，根据产业在线的数据，2月份家用空调的排产量达到了1593万台，较去年同期增长了35.6%。据乘联会数据，2025年1月全国新能源乘用车零售销量达到74.4万辆，同比增长10.5，同时1月出口量同比增29.4%，环比增13.9%，1月渗透率达到41%，较去年同期增长9%。总的来说，当下决定同价的主要矛盾是，显性库存的延续累库，对比国内需求走强，预计后市铜价震荡偏强。	偏强震荡	多头逢低试多

核心观点——黄金&白银

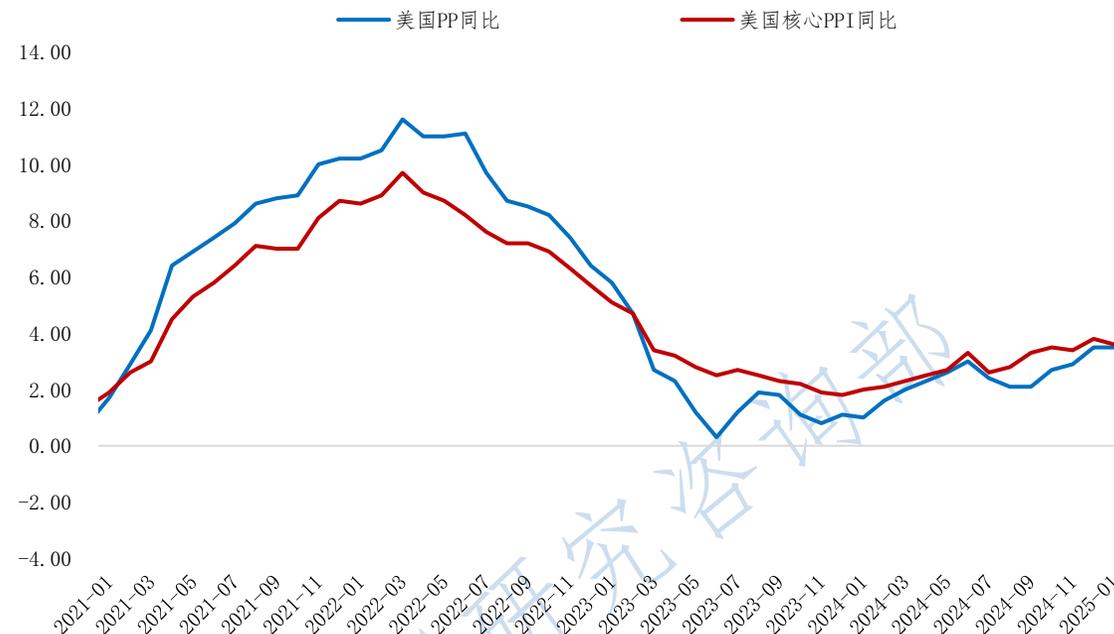
- ▶ 上周伦敦金现冲高回落。宏观方面，上周市场主要围绕美国通胀数据以及零售数据博弈，通胀数据方面，美国1月CPI超预期回升，PPI超预期回升，同时，美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词，并重申美联储无需急于调整利率。如果经济持续强劲且通胀未向2%靠拢，则可以在更长时间内维持政策的谨慎，通胀数据公布后，市场对下次美联储降息时间的预期已从9月调整至12月，但行情的反转发生在上周五销售数据公布后，销售数据大幅不及预期，数据公布后黄金自高位快速回落。此外，美国关税政策的反复，俄乌停火谈判的不确定性使得黄金的避险需求仍强。总的来说，后市预计黄金价格震荡上行，但需要注意上行节奏或因不确定性放大市场波动而放缓，操作上建议逢低做多，过高不追，伦敦金现下方关注2800美元/盎司一带，沪金主力合约关注650元/克一带。
- ▶ 上周伦敦银现整体跟随金价走势，但相对金价较强。宏观方面，美国降息预期有所修正，但欧元区由于经济数据不及预期，欧央行释放鸽表态，当下市场对欧洲央行年内预计三次降息。制造业方面，美国1月ISM制造业重回扩张，好于预期，欧元区1月ISM制造业PMI数据为46.6，高于预期的46.1，高于前值45.1。尽管该指数仍处于50以下的收缩区间，但显示出制造业活动的收缩速度有所放缓。国内方面，1月国内光伏电池产量约41GW，环比减少10.9%；组件产量38GW，环比减少19.1%，减量主要由于假期停产影响，但随着下游陆续复产，电池组件企业已经陆续复工复产。总的来说，在金价再度刷新新高上行的情况下，白银金融属性依旧是驱动银价变化的主要逻辑，而商品属性方面，尽管海内外制造业数据出现一定回暖迹象，但海内外内需求依旧偏弱，叠加全球白银显性库存延续小幅累库，白银商品属性拖累银价涨幅，后续继续关注金银比做多机会。

基本面情况—宏观信息

美国CPI/核心CPI变化情况



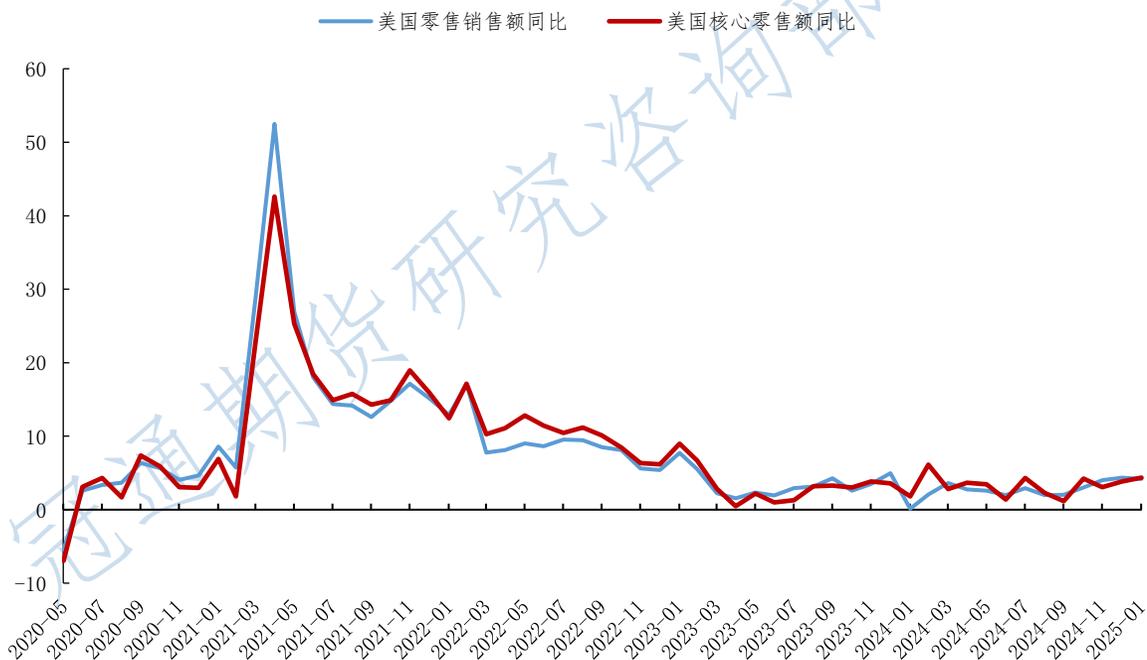
美国PPI/核心PPI



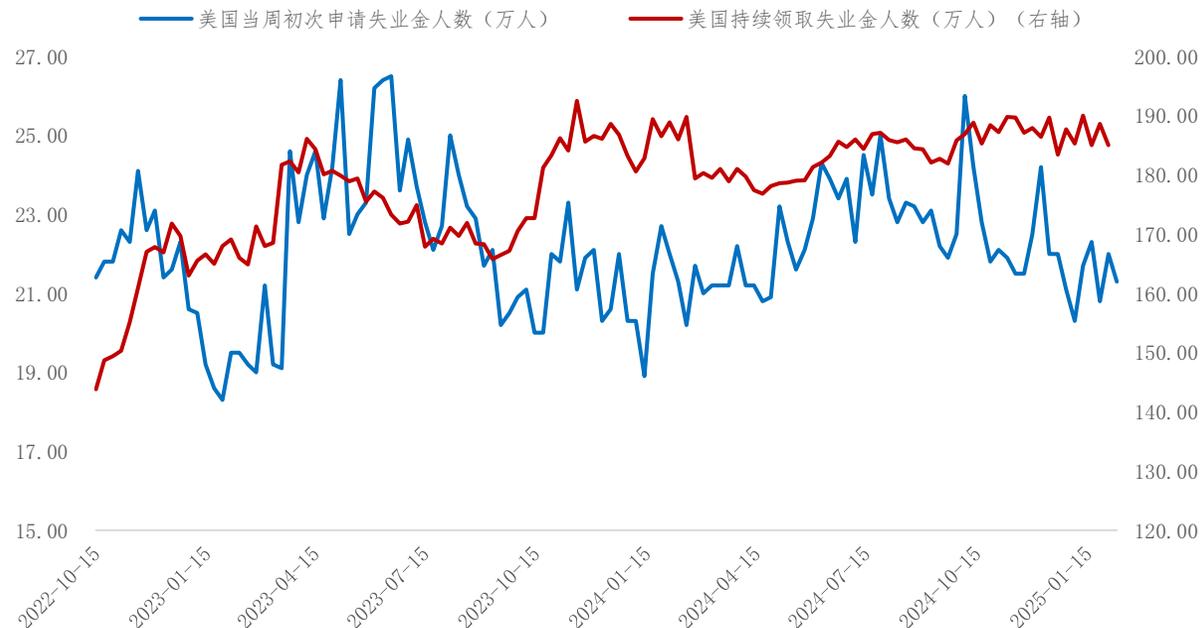
- 2月12日周三，美国劳工统计局公布数据显示，美国1月CPI同比增长3%，超出预期和前值的2.9%；1月CPI环比增0.5%，为2023年8月以来的最大涨幅，超出预期的0.3%以及前值的0.4%，连续第七个月加速，分项目来看，能源、住房租金、运输服务、二手车是CPI环比增长较大的贡献项。
- 美国1月PPI年率录得3.5%，为2023年2月以来最大增幅，远远超过了市场预期的3.2%。美国1月PPI月率录得0.4%，同样高于市场预期的0.3%。此外，核心PPI环比上涨0.3%，同比上涨3.6%。

基本面情况—宏观信息

美国零售/核心零售



美国当周初请失业金人数/续请失业金人数

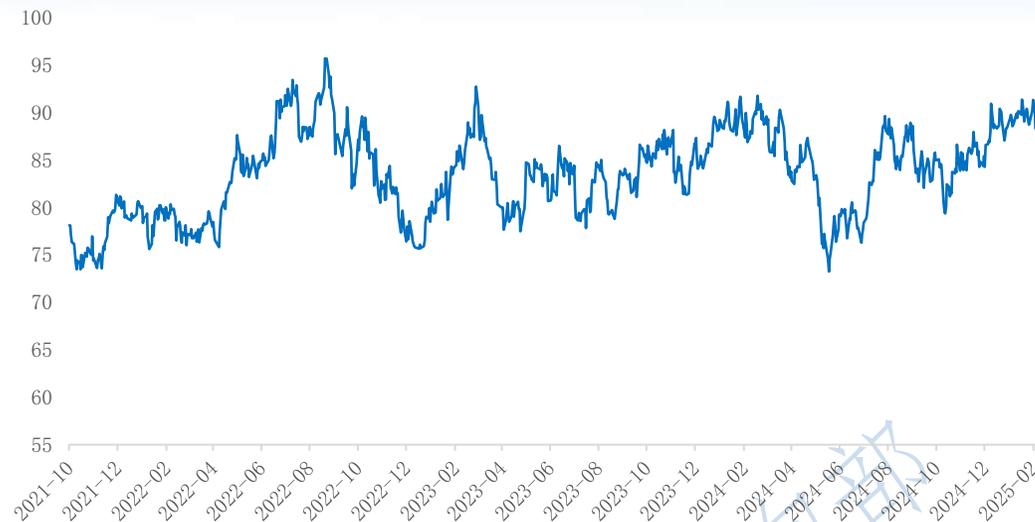


- 2025年1月的零售销售环比意外下滑0.9%，远低于市场预期的-0.1%，并创下了自2024年1月以来最大的单月降幅，分项来看，在报告的13个零售类别中，有9个类别出现了销售下滑，其中机动车、体育用品店和家具店的下滑最为显著。在核心零售额方面，上个月下降了0.8%，而12月的数据则被上修为增长了0.8%。
- 美国劳工部周四发布的数据显示，截至2月8日当周初请失业金人数为21.3万人，比前一周修正后的水平减少了0.7万人。初请失业金人数四周均值为21.6万，比前一周修正后的水平减少了0.1万人。

伦敦现货黄金与美元指数



金银比 (%)



金铜比 (%)



- 上周美元指数大幅下跌，当周跌幅1.3%，黄金相较美元指数出现一定分化，走势冲高回落，当周涨幅0.8%。
- 上周伦敦银现走势整体跟随金价变动，当周最大涨幅5%，但由于周五的零售数据影响，银价同样快速下跌，当周涨幅1.2%。金银比由于银价涨势更强，自90一带出现一定回落，但整体依旧维持高位，留意金银比做多机会。
- 上周铜价延续偏强走势，伦铜当周涨幅0.13%，由于近期金价涨幅更大，金铜比出现一定回落，但整体依旧维持高位。

现货黄金价格/黄金ETF持仓(右轴)

— 伦敦现货黄金:以美元计价 — SPDR:黄金ETF:持有量(吨)



现货白银价格/白银ETF持仓(右轴)

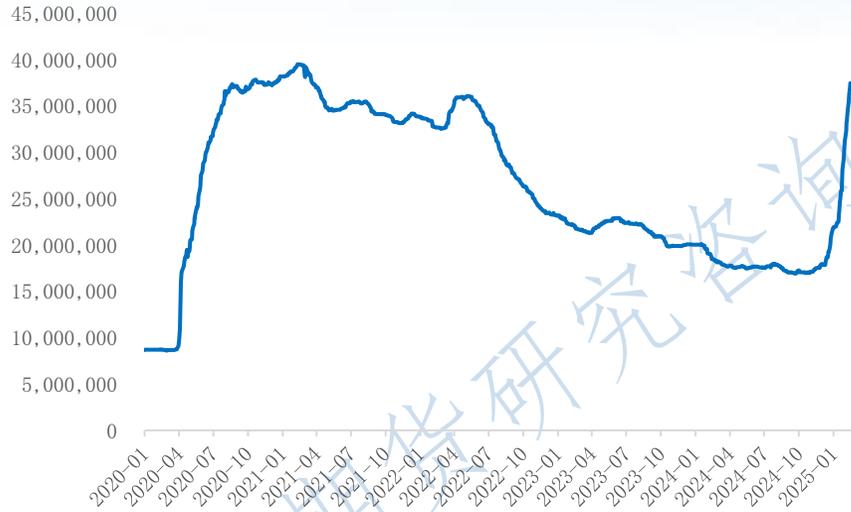
— 伦敦现货白银:以美元计价 — SLV:白银ETF:持仓量(吨)



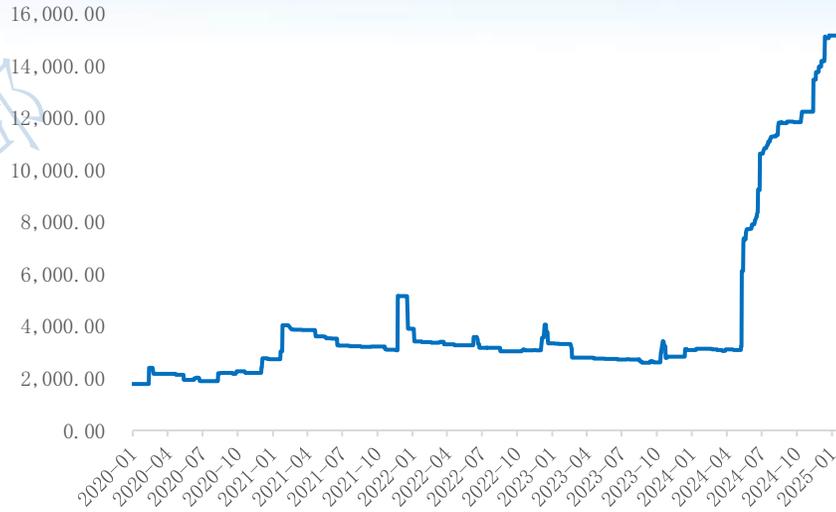
- 截至2月14日，SPDR黄金ETF持有量为863.06吨，较上周减少5.44吨，截至2025年2月11日，COMEX黄金非商业多头净持仓28.4万张，较上周减少1.8万张。
- 截至2月14日，SLV白银ETF持有量为1.36万吨，较上周增加264.79吨，截至2025年2月11日，COMEX白银非商业多头净持仓为4.97万张，较上周减少651张。



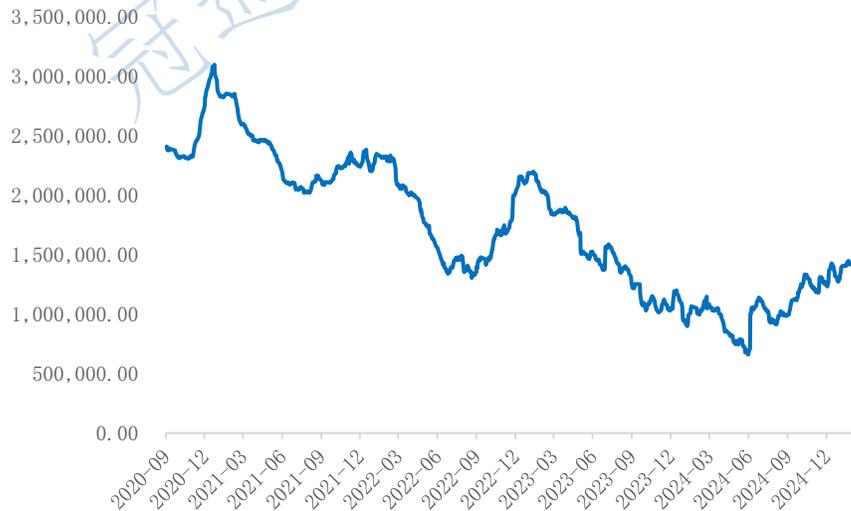
COMEX黄金库存 (盎司)



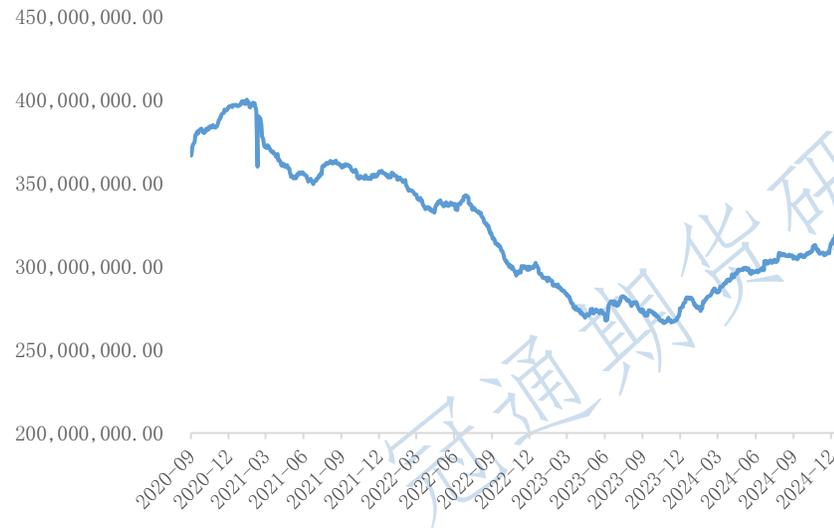
上期所期货黄金库存 (千克)



上期所白银库存 (千克)



COMEX白银库存 (盎司)



➤ 截至2025年2月14日，COMEX黄金库存量为3.74千万金衡盎司，环比上周库存快速上涨，涨幅8.25%。SHFE黄金库存约为15.1吨，保持不变，SHFE白银库存约为1427吨，环比下降0.2%，COMEX白银库存环比增加3.99%。

伦敦金现日线图



黄金主力合约日线图



- 上周伦敦金现震荡偏强，开盘于2857.59美元/盎司，收盘于2882.41美元/盎司，涨跌幅+0.8%。
- 上周沪金主力合约最低价668.2元/克，最高价691.76元/克，区间涨跌幅+0.23%，区间振幅3.5%。

伦敦银现日线图



白银主力合约日线图



- 上周伦敦银现震荡偏强，伦敦银现开盘价31.7美元/盎司，收盘价32.1美元/盎司，涨跌幅+1.2%。
- 上周沪银主力合约，最低价7839元/千克，最高价8286元/千克，当周区间涨跌幅-0.93%，区间振幅5.54%。

核心观点——铜

- 宏观方面：美国通胀数据超预期上行，美联储明确表态可能在一段时间内维持政策的谨慎，美元指数后续或维持高位宽幅震荡，美元指数阶段性回落一定程度上支撑基本金属上涨，但后续海外宏观逻辑依旧需要关注美联储货币政策何时出现转向。国内方面，国务院于2月10日召开会议，讨论刺激消费的措施，市场预计2025年“以旧换新”计划可能增加一倍至3000亿元人民币，后续关注政策落地情况。
- 供给方面：国内铜精矿市场有偏紧预期，体现在国内TC/RC费用降低至-8.6美元/吨和-0.88美分/磅，加工费由正转负，极低的加工费也暗示国内市场对矿端扰动的担忧，但国内铜精矿矿石库存维持中性偏高水平，后续需要留意若加工费出现反弹，国内精炼铜供给存在扰动较大。库存方面，全球显性库存延续累库，国内现货贴水收窄，远期合约依旧维持Contango结构，远期预期依旧向好。
- 需求方面：节后下游工厂逐步复产，精铜杆、铜管企业开工率快速拉升，根据产业在线的数据，2月份家用空调的排产量达到了1593万台，较去年同期增长了35.6%。据乘联会数据，2025年1月全国新能源乘用车零售销量达到74.4万辆，同比增长10.5，同时1月出口量同比增29.4%，环比增13.9%，1月渗透率达到41%，较去年同期增长9%。总的来说，当下决定铜价的主要矛盾是显性库存的延续累库，对比国内需求走强，预计后市铜价震荡偏强。

沪铜价格走势



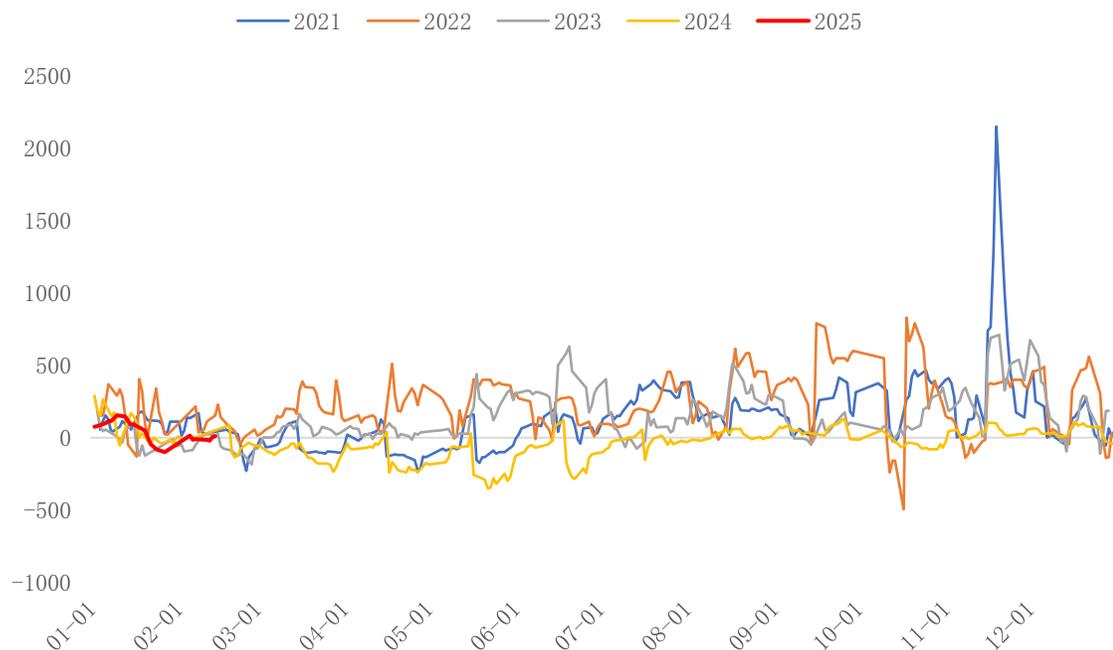
- 上周沪铜整体震荡偏强。当周最高价78580元/吨，最低价76530元/吨，当周振幅-0.47%，区间振幅2.65%。

基本面情况—铜矿业扰动

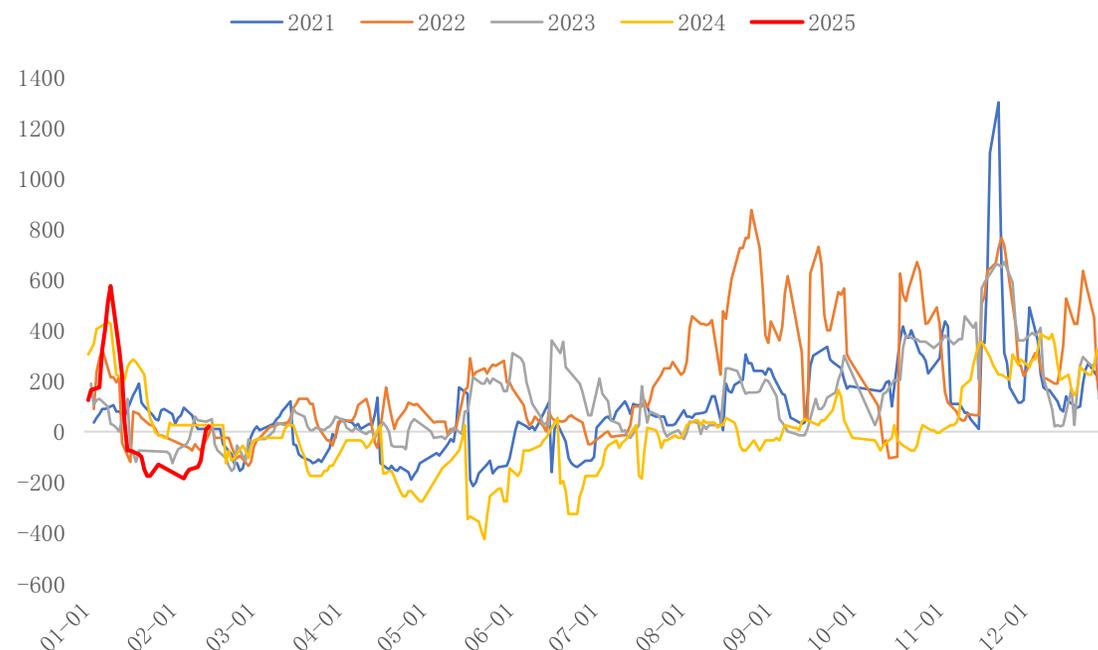
- ▶ 智利国际铜业委员会：智利国家铜业委员会（Cochilco）表示，今年全球铜供应缺口预计达到11.8万吨，到明年将过剩21万吨。该机构预计今年智利铜产量将增长4.6%，达到576万吨；2026年的产量将再增长3.6%，达到597万吨。
- ▶ Codelco：智利国有矿业公司Codelco是世界最大的铜生产商。该公司计划在2025年生产139.1万吨铜。如果这一目标能够实现，将会比2024年产量提高4.7个百分点。
- ▶ 秘自由港：自由港麦克莫兰（Freeport-McMoRan）预计将于本月重启从印尼出口铜精矿，前提是新的出口许可证获批。此前该公司的出口许可证已于2023年12月到期。
- ▶ 第一量子：第一量子矿业公司（First Quantum Minerals）首席财务官Ryan MacWilliam周三在该公司第四季度业绩公布后称，该公司不会急于达成出售赞比亚铜矿少数股权的协议。第一量子表示，它需要为其位于赞比亚西北部的Kansanshi铜矿项目产能扩张寻找资金。并希望达成一项对其投资者和赞比亚政府都有利的协议，赞比亚政府拥有该铜项目资产20%股份。

沪铜现货行情

华东阴极铜升贴水

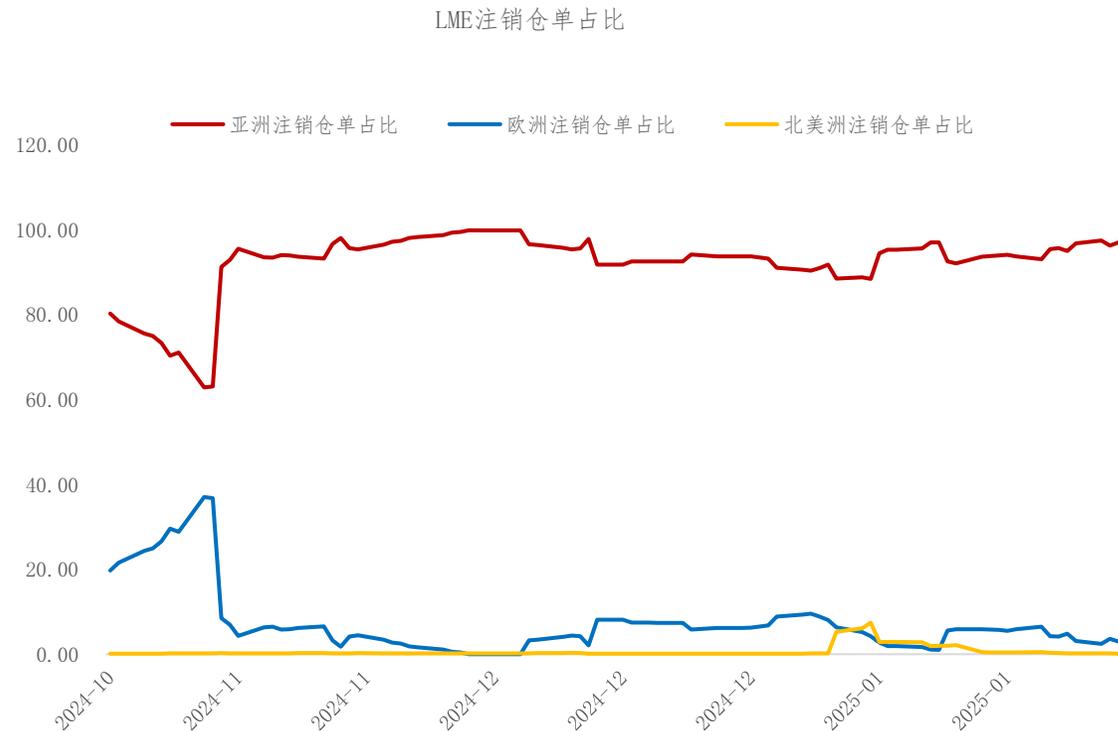
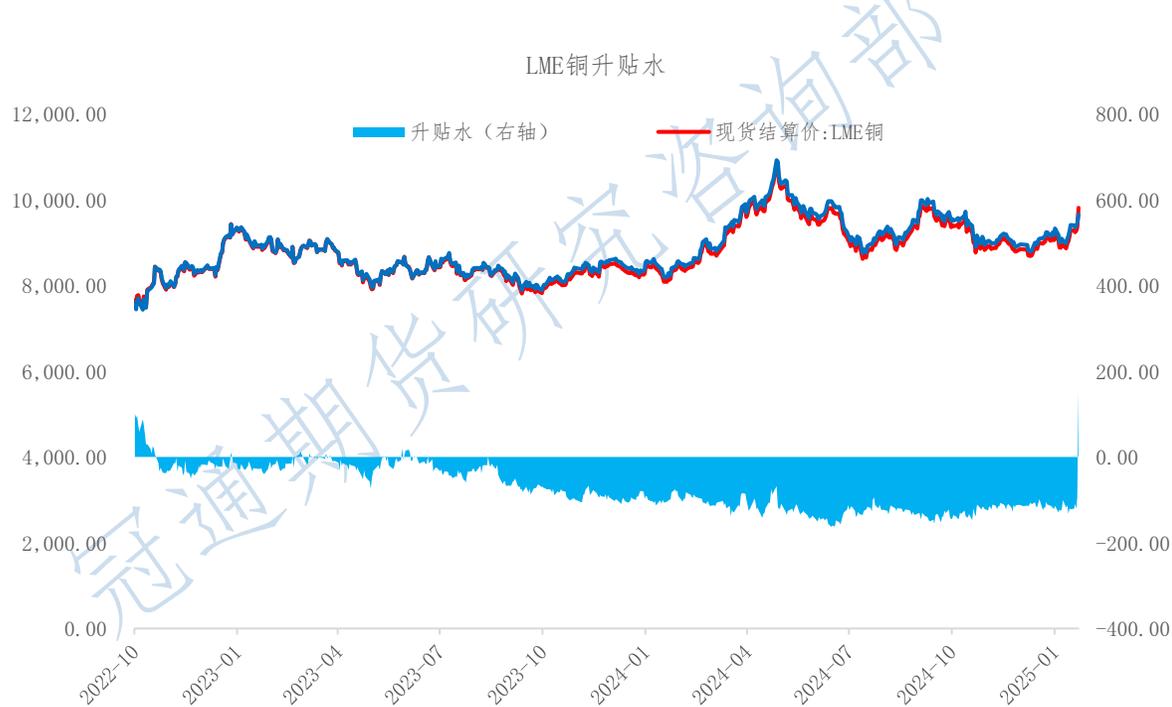


华南阴极铜升贴水



- 截至2月14日，华东现货平均升贴水-7元/吨，华南平均升水-55元/吨，假期后下游企业复工逐步推进，叠加政策利好预期存在，国内华东、华南现货贴水大幅收窄。

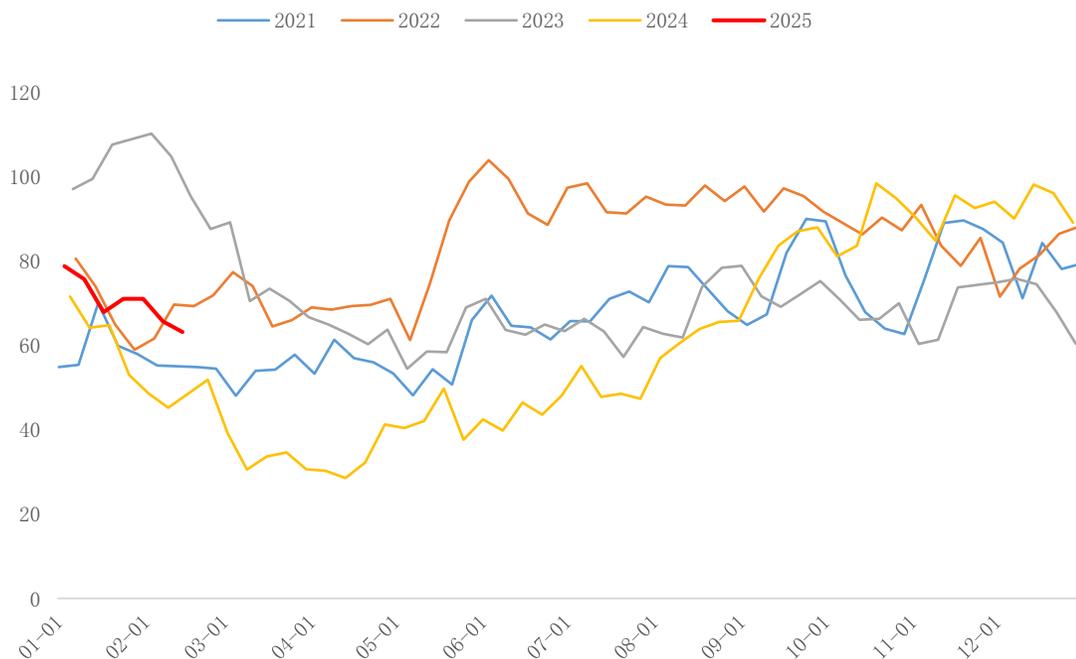
伦铜价差结构



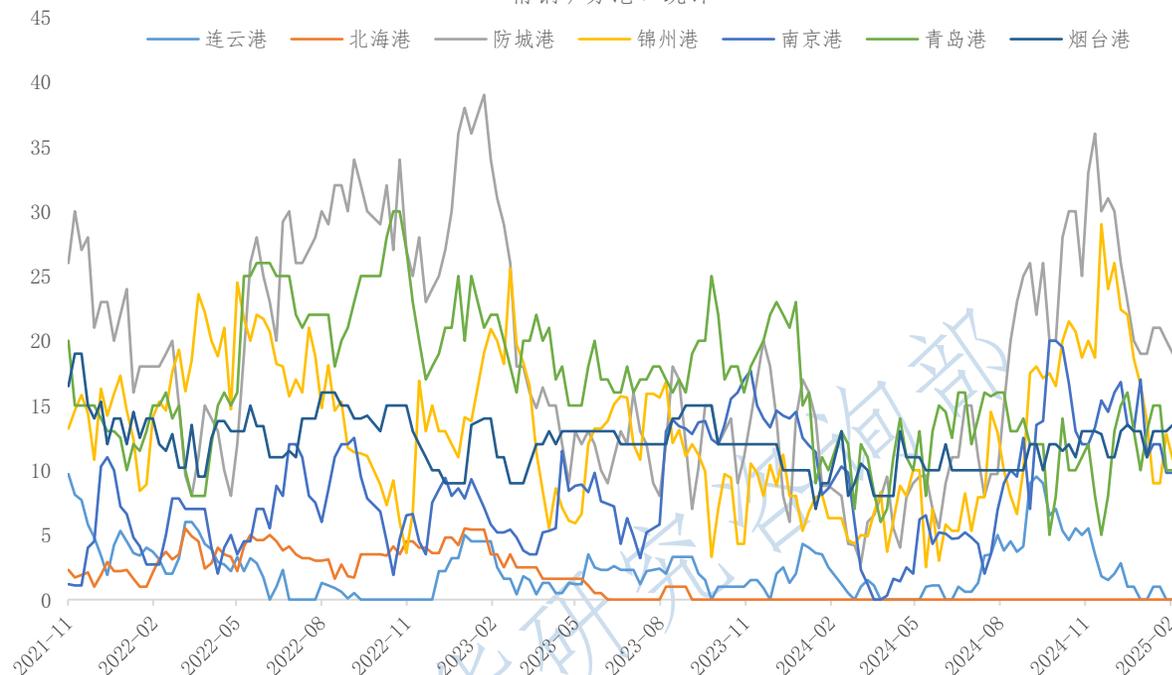
- 截至2月14日，LME铜周内涨跌幅+2.68%，报收于9660美元/吨。LME铜现货整体依旧维持贴水运行，周平均贴水-58美元/吨，伦铜现货贴水幅度大幅收窄。

库存信息—铜精矿港口数据

精铜矿7港总库存

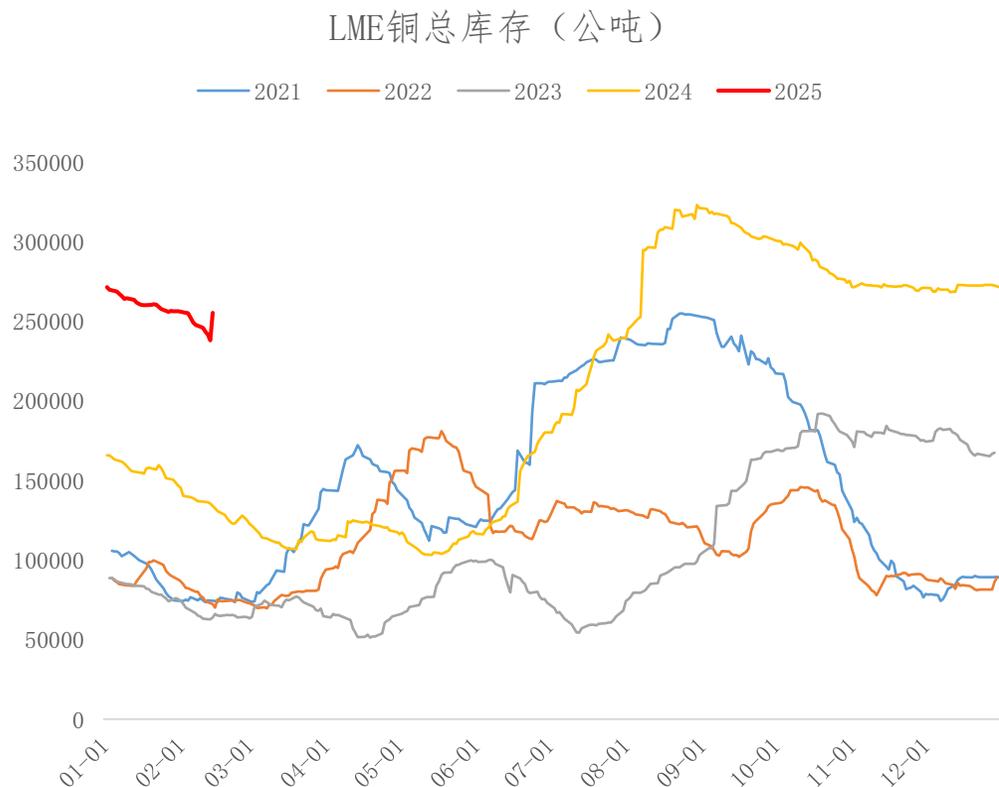


精铜矿分港口统计



- 截至2月14日，国内精铜矿7个主要港口铜精矿累库幅度出现放缓，本周小幅下跌2.5万吨，至63.1万吨，整体依然维持在历年偏高水平，从季节性图上看，后续有去库预期。但需要注意，当下国内TC/RC费用维持低位，炼厂利润缩水的情况下，港口库存能否快速去库有待观察。海关总署1月13日数据显示，12月铜矿砂及其精矿进口252.2万吨，1-12月累计铜矿砂及其精矿进口2,811.4万吨，同比增2.1%。

库存信息—LME



LME期货价格汇集报告

集中度 (%)	做多头寸			做空头寸		
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
05 - <10%	2	5	1	2	1	5
10 - <20%	1	0	1	0	0	0
20 - <30%	0	0	0	0	0	0
30 - <40%	0	0	0	0	0	0
40% >	0	0	0	0	0	0

更新2025/2/12

LME期货价格汇集报告

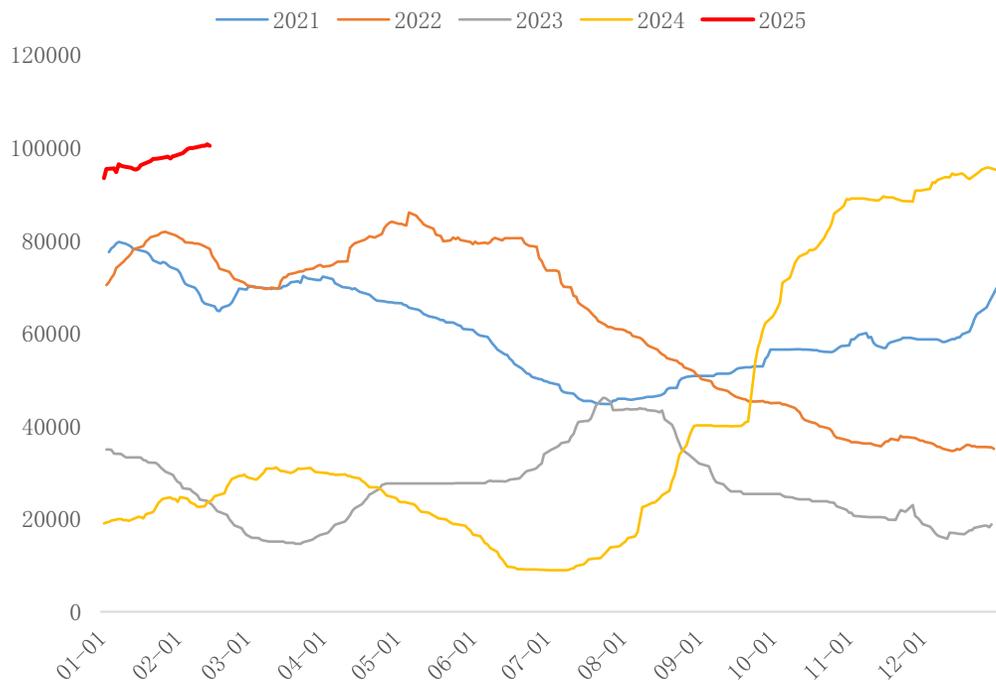
集中度 (%)	做多头寸			做空头寸		
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
05 - <10%	3	4	1	1	0	1
10 - <20%	0	0	0	0	0	0
20 - <30%	0	0	0	0	0	0
30 - <40%	0	0	0	0	0	0
40% >	0	0	0	0	0	0

更新2025/2/5

- 截止2月14日，LME铜库存录得25.5万公吨，本周LME库存去库幅度放缓，且出现反弹情况，同时整体依旧维持历史高位。
- LME的Futures Banding report数据显示，相较于2月5日，截至2月12日，多头在M1上的仓位有所下降，在M2上的比重增加，空头在M1、M2、M3上的比重均有所增加，在M3上的增加最为明显，从市场情绪上看，短期多头主导，但远月空头同样偏强。

库存信息—COMEX

COMEX铜库存



COMEX 铜库存统计

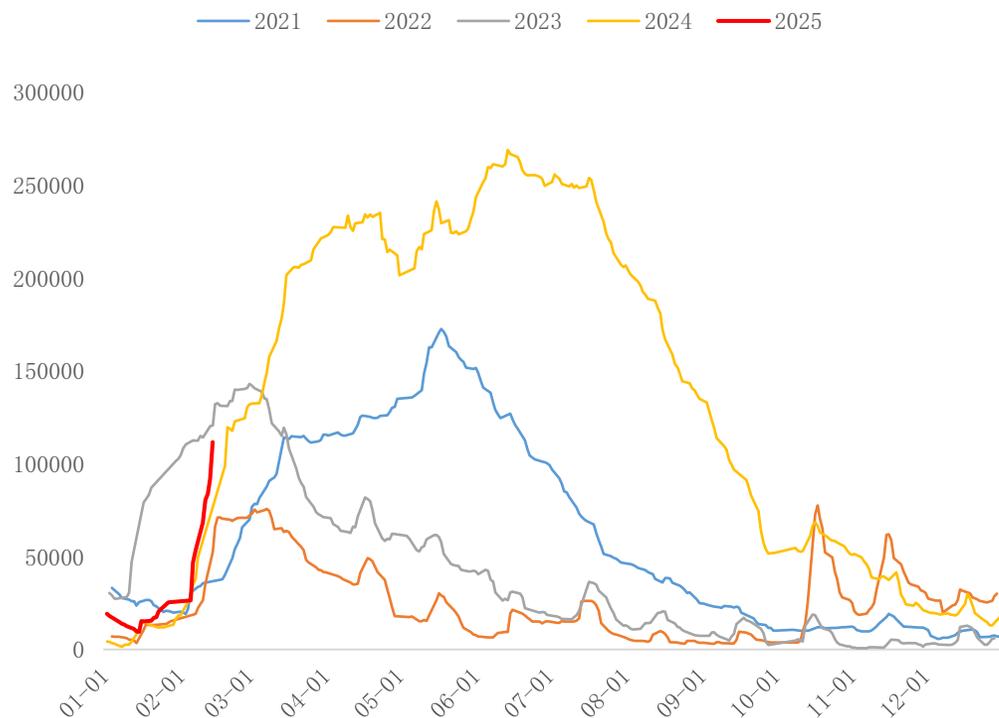
单位：短吨

铜	2月14日	2月13日	2月12日	2月11日	2月10日	2月7日
注册仓单	62005	58688	58874	59139	59578	60114
非注册仓单	38342	41976	41467	41163	40606	39719
总计	100347	100664	100341	100302	100184	99833

- 截至2月14日，COMEX铜库存录得10万短吨，最近一周COMEX铜库存累库163短吨，涨跌幅+0.2%，相较月初上涨幅度为5.4%。本期COMEX库存延续累库且处于历年同期高位，但累库幅度有所放缓。

库存信息—SHFE

上海期货交易所阴极铜库存

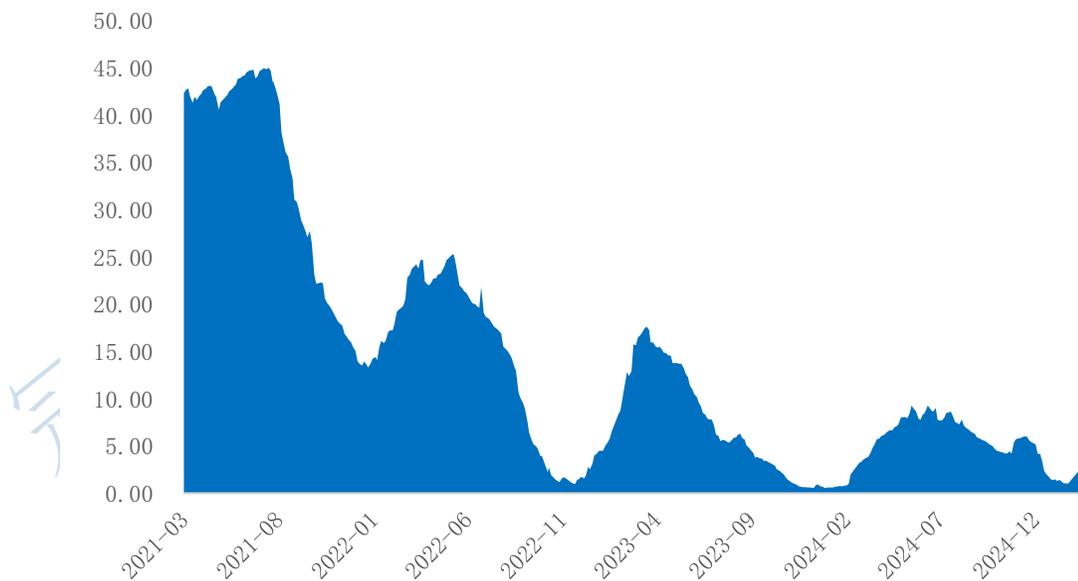


日期	期货仓单 (吨)	增减变化 (吨)	增减幅
2月14日	111621	19689	21.42%
2月13日	91932	7933	9.44%
2月12日	83999	3696	4.60%
2月11日	80303	12099	17.74%
2月10日	68204	15196	28.67%
2月7日	53008	6281	13.44%

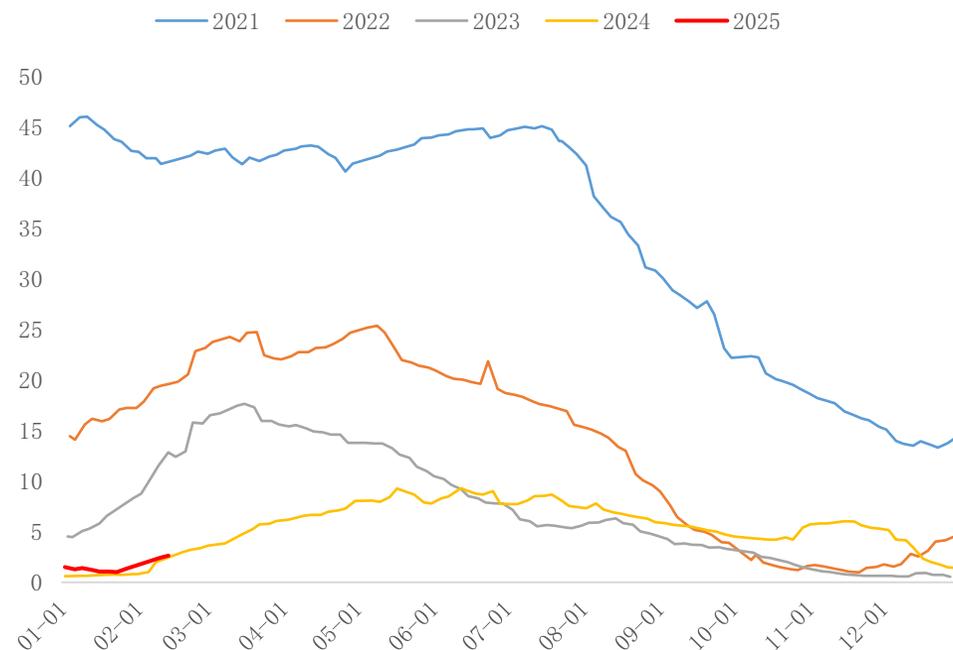
- 截至2月14日，上期所录得铜库存11.1万吨，相比上周库存涨跌+4.3万吨，涨跌幅+47.2%。相比上月涨跌+9.7万吨，涨跌幅+700.2%。国内铜库存快速反弹。

库存信息—保税区

上海保税区库存（万吨）

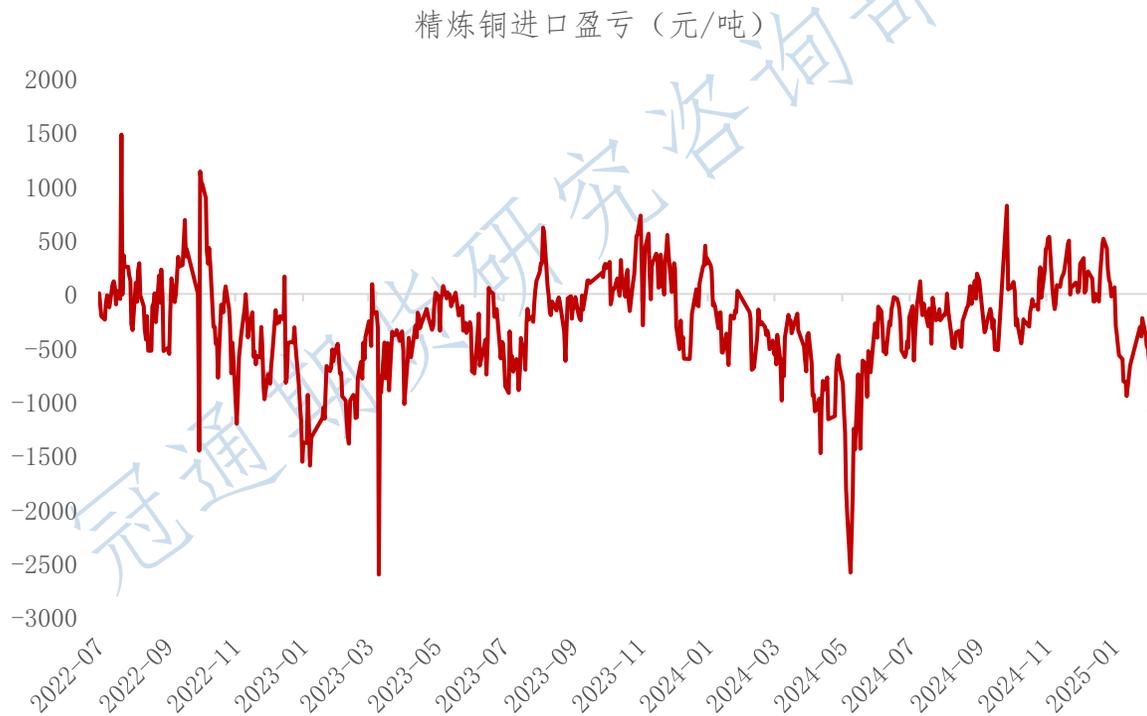


上海保税区库存（季节性）



- 截止2月13日上海、广东两地保税区铜现货库存累计3.3万吨，较6日增0.6万吨，较10日增0.22万吨；保税区库存延续累库趋势，其中部分冶炼厂出口货源仍有入库，库存因此继续增加，从季节性图上看，后续仍有累库预期在。

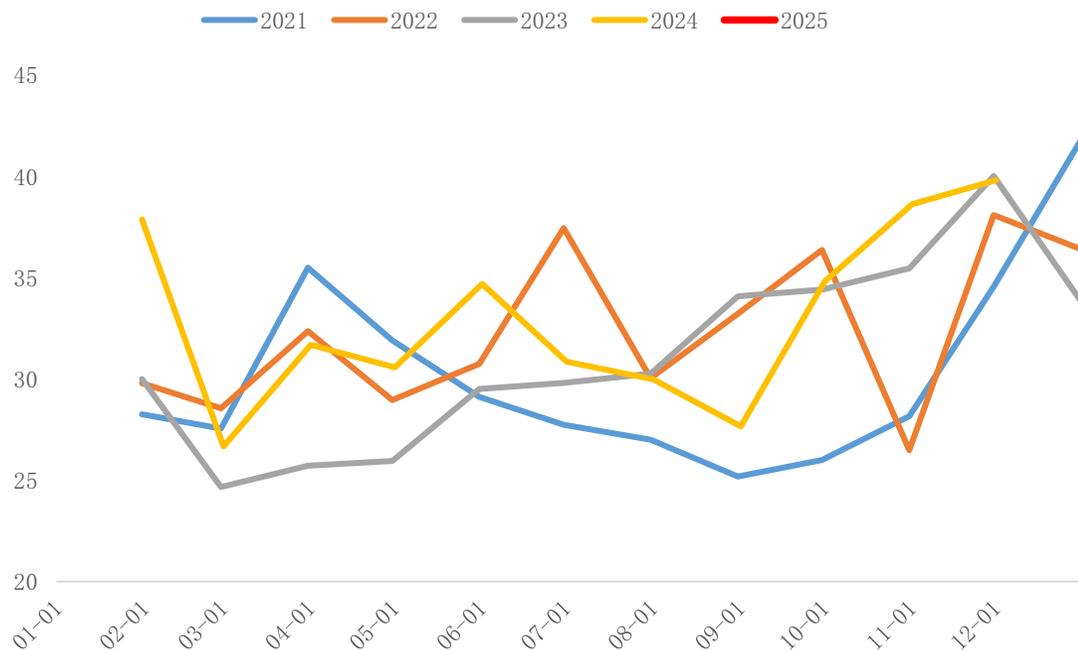
沪伦比值变动



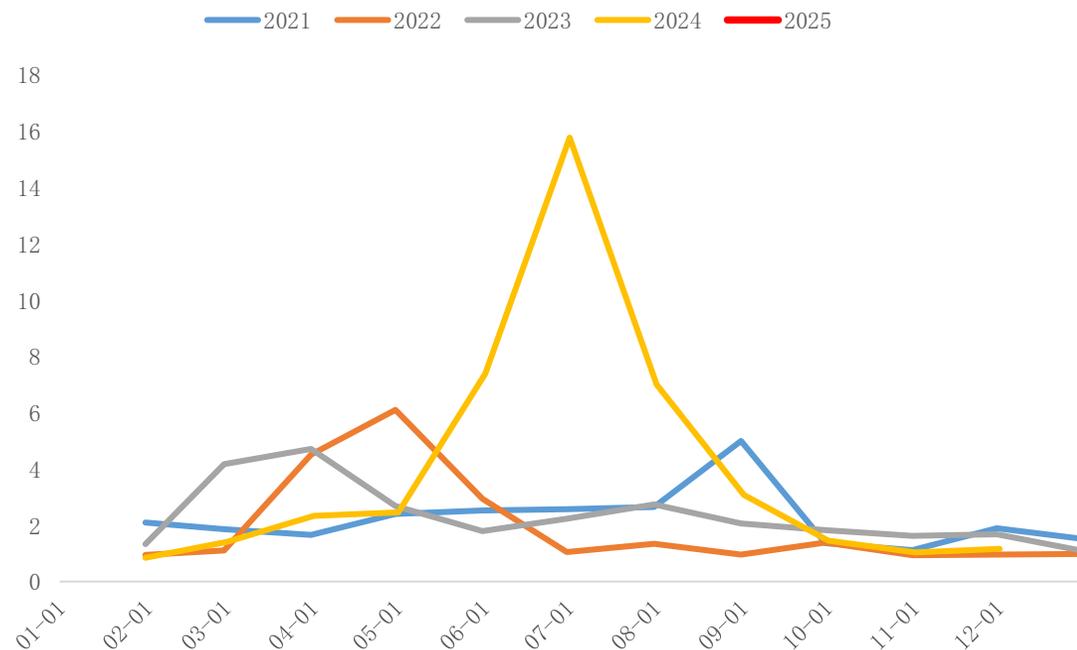
- 截至2月17日，精炼铜本期平均进口盈亏-1081.06元/吨，进口盈亏快速回落，进口窗口打开，带动沪伦比值小幅走强。节后下游厂商逐步复产，市场对后续需求向好，通过进口弥补国内供给边际收紧的问题。

精炼铜月度进出口

精炼铜月度进口（万吨）

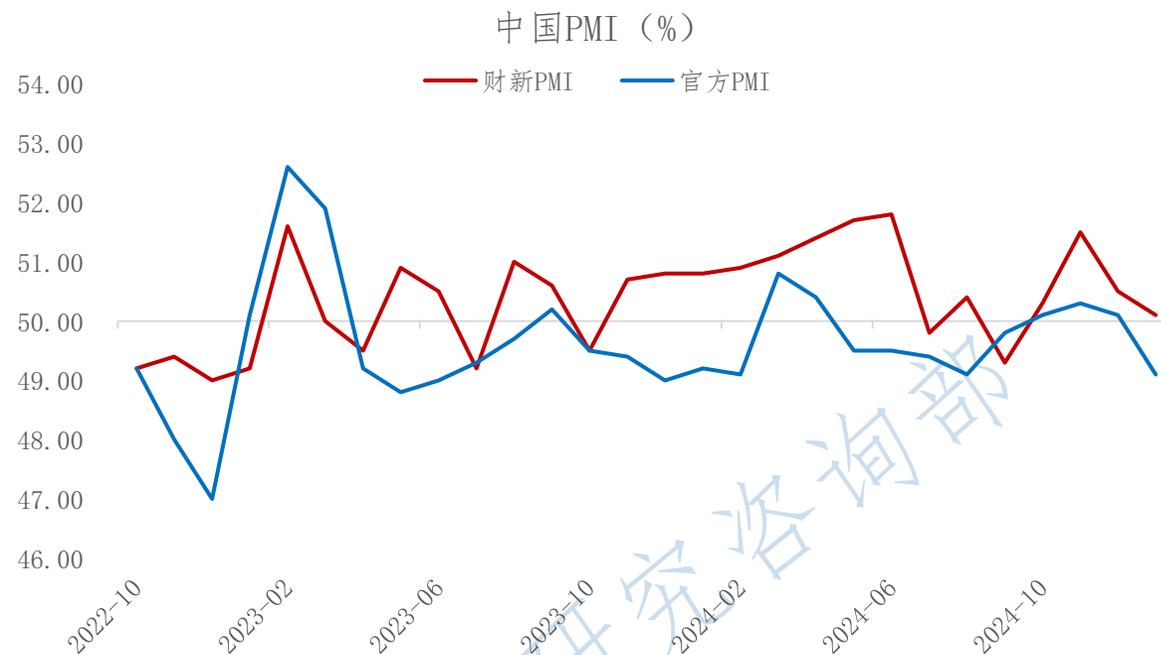
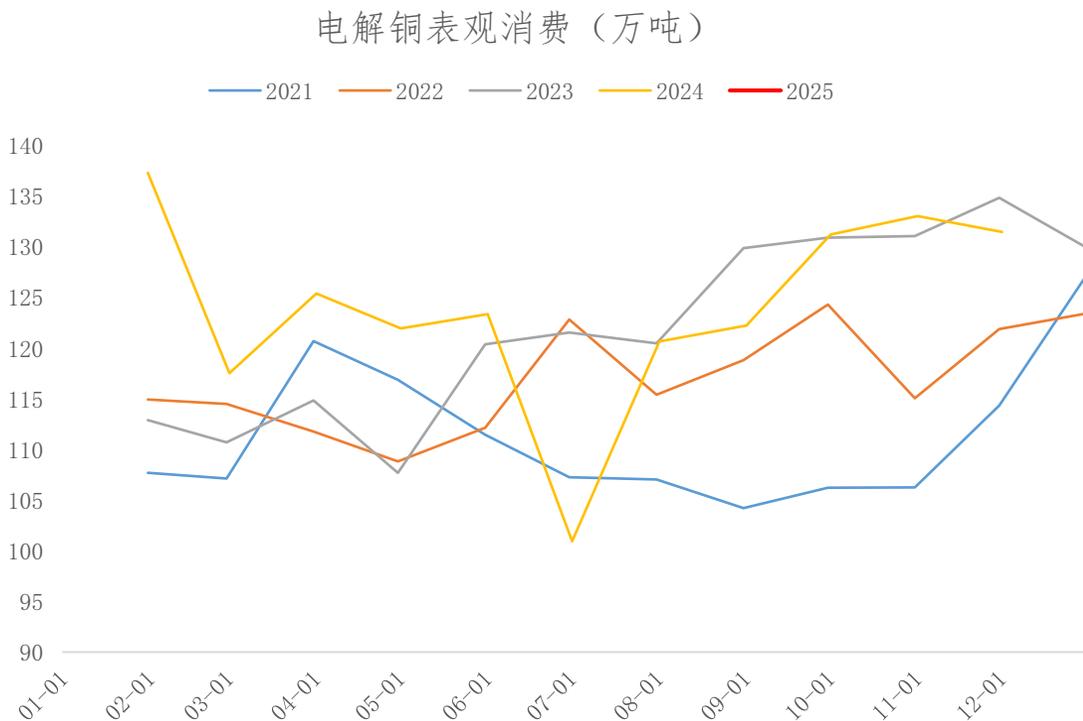


精炼铜月度出口（万吨）



- 据海关总署数据显示，2024年12月中国进口未锻轧铜及铜材52.8万吨，与11月相比增长了3.5%。这一数据反映了中国对未锻轧铜及铜材的需求在稳步恢复，尽管全年实际需求增长仍然较为温和。值得注意的是，2024年1-11月，中国累计进口未锻轧铜及铜材512.7万吨，同比增长1.7%。
- 中国2024年12月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口37.25万吨，同比增加18.74%，环比增加3.10%；2024年1-12月份累计进口375.52万吨，同比增加6.66%。

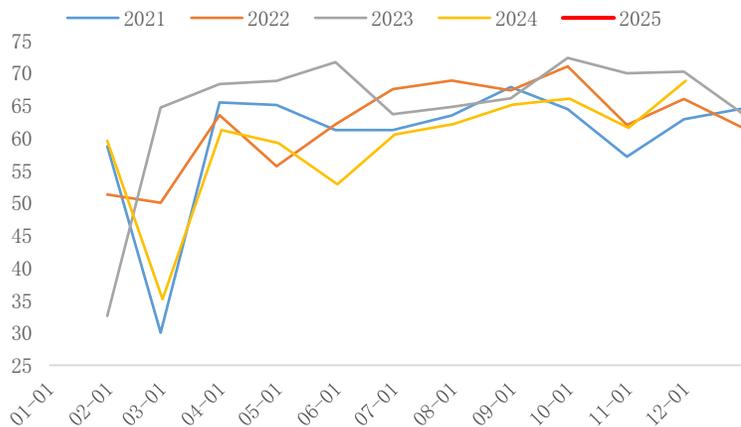
下游终端



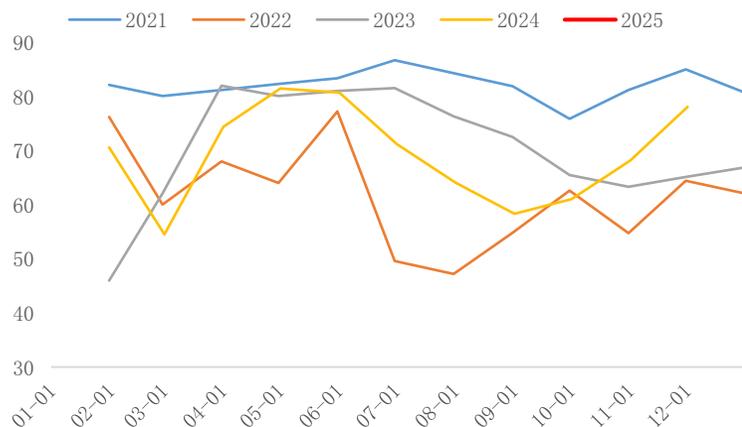
- 1月27日，国家统计局发布2025年1月中国采购经理指数运行情况。数据显示，1月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降1.0个百分点，制造业景气水平有所回落。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为49.9%、49.5%和46.5%，比上月下降0.6、1.2和2.0个百分点，均低于临界点。

下游终端

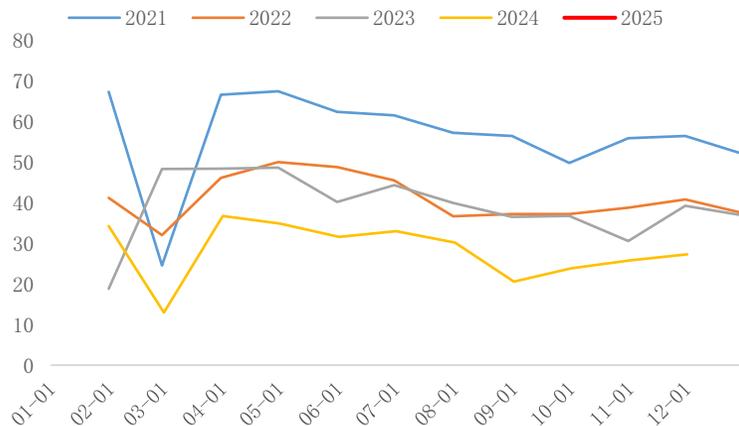
精铜杆产能利用率



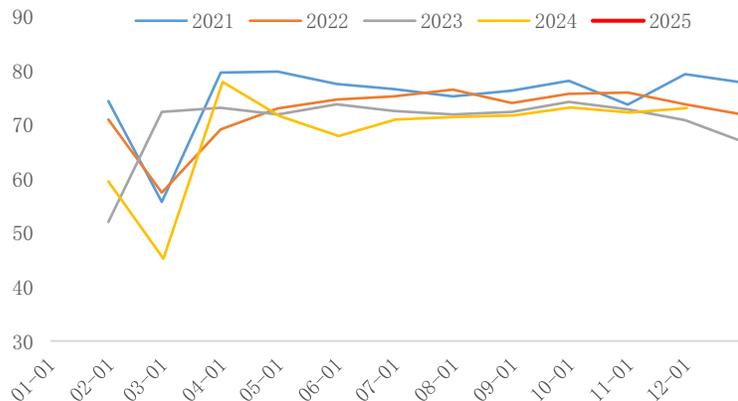
铜管产能利用率



再生铜杆产能利用率



铜板带产能利用率



➤ 精铜杆：据SMM统计，本期国内主要大中型铜杆企业综合看企业开工率为62.10%，环比增加44.36%，较预期值低0.53%，精铜杆企业生产效率环比提升，虽然个别大型中型企业检修期有延长计划，但随着市场多数精铜杆企业产线逐步重启，精铜杆成品整体供应量回升；但由于目前高铜价影响，精铜杆实际消费不见转好迹象，下游维持刚需消费情况下整体提货进度依旧较慢。

➤ 铜箔：本周铜箔市场需求表现不如预期，整体偏弱运行，下游覆铜板企业本周陆续复工，目前市场需求尚未恢复，订单量难以回温，且受价格走高影响，目前市场询问价积极性尚可，但实际成交偏弱，市场参与者观望情绪较为浓厚。

➤ 铜管：Mysteel调研，本周铜管企业均以复工复产，市场交易逐步升温，供应端企业产能逐步释放，31家铜管生产样本企业周度总产能4.5万吨，周度总产量2.5万吨，周环比增长16.82%；周度产能利用率在54.82%。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式：

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢