



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01月14日

www.gtfutures.com.cn

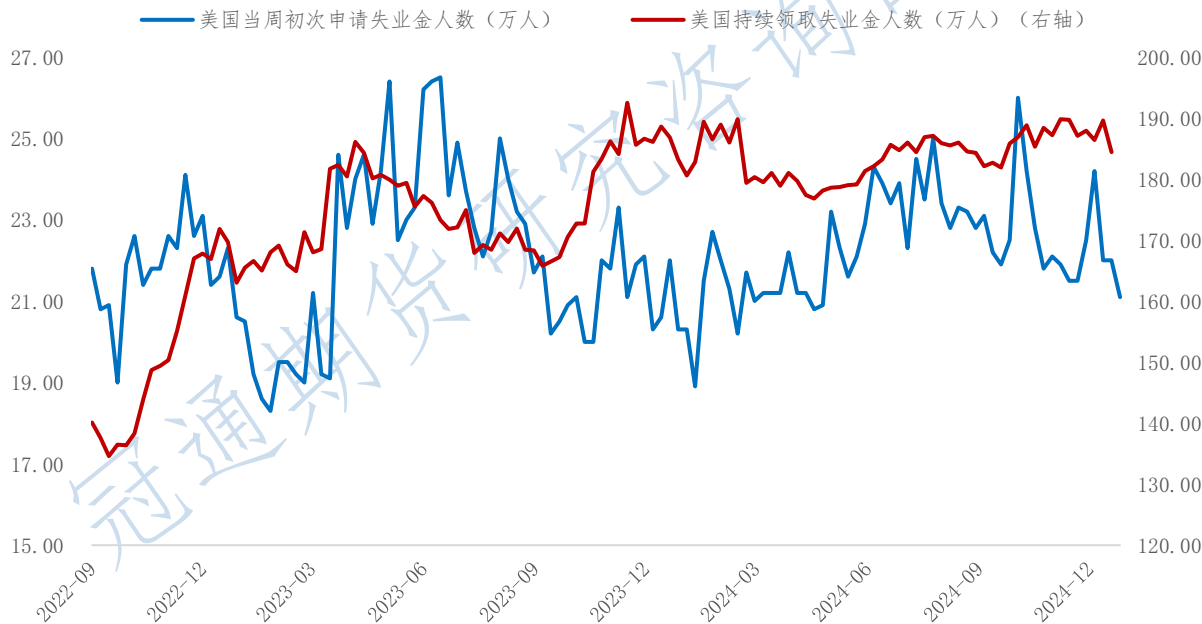
品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	上周伦敦金现震荡偏强，随着假期的结束，市场交易量逐步恢复，数据方面，美国12月非农新增就业25.6万人，为九个月最大增幅，超出预期的16.5万人，12月失业率为4.1%，低于预期和11月的4.2%，同时需要注意的是，本次非农报告还对失业率进行了年度修正，7月份的失业率峰值最初报告为4.3%，当时为美联储随后的降息奠定了基础，该失业率数据最新被下调，表明夏季时美国劳动力市场比之前认为的更具弹性，数据公布后，市场对美联储降息预期有所走弱，此外，美联储12月会议纪要显示，大部分官员认为，通胀上行风险有所增加，美联储适合放缓宽松。但市场仍在担忧特朗普就职之后，可能潜在引发的通胀风险和地缘风险，避险情绪抬升是支撑金价的主要逻辑，短期内预计伦敦金现高位震荡，伦敦金现参考区间，2720-2600美元/盎司，沪金主力合约610-630元/克区间。	警惕阶段性见顶， 价格宽幅震荡	暂时观望
白银	上周伦敦银现整体跟随金价走势，价格震荡偏强。宏观方面，美元指数维持高位限制贵金属价格涨幅，尽管降息预期走弱，但特朗普就职后的政策不确定性以及可能引发的“再通胀”风险提升了贵金避险属性的支撑。商品属性方面，海外制造业数据表现偏弱但有复苏迹象。国内高频数据方面，12月中国光伏组件产量较11月环比下降约10.9%，行业开工率约44.2%，进入1月，中国光伏组件排产预计继续降低，较2024年12月环比下降18.7%，行业开工率约35.95%。总的来说，海外利率政策不确定性使得白银的金融属性表现不明显，而商品属性方面，制造业复苏缓慢叠加需求边际趋弱或使银价表现出相对弱势，操作上建议观望。	警惕阶段性见顶， 价格宽幅震荡	暂时观望
铜	宏观方面，美国就业市场表现超预期，市场对美联储降息预期有所走弱，美国就业市场表现出的韧性和活力使得市场再度关注到后续潜在的“再通胀”可能，尽管美元指数依旧维持高位，但通胀交易推动基本金属涨幅，海内外铜价共振上行。供给方面，智利铜委员会Cochilco1月10日公布的数据显示，智利国营矿商Codelco在2024年11月的铜产量跳增将近17%，帮助提振了该矿产丰富的国家的整体产量上升约10%。国内方面，由于国内TC/RC费用再度转弱，国内炼厂精炼铜供应有偏紧预期，华东、华南现货维持升水，华南现货升水幅度走扩，同时上期所铜库存维持偏低位置，对铜价形成一定支撑。需求方面，市场消息国家发改委1月8日在国务院政策例行吹风会上表示，2025年家电以旧换新补贴的家电产品，由去年的8类增加到12类，单件补贴比例最高达20%，多地已部署相关政策，终端需求方面，临近春节，下游终端厂商开工率有所走弱，同时现货升水，一定程度上压制下游采购意愿，预计需求边际走弱。	偏强震荡	多头逢低试多

核心观点——黄金&白银

- 上周伦敦金现震荡偏强，随着假期的结束，市场交易量逐步恢复，数据方面，美国12月非农新增就业25.6万人，为九个月最大增幅，超出预期的16.5万人，12月失业率为4.1%，低于预期和11月的4.2%，同时需要注意的是，本次非农报告还对失业率进行了年度修正，7月份的失业率峰值最初报告为4.3%，当时为美联储随后的降息奠定了基础，该失业率数据最新被下调，表明夏季时美国劳动力市场比之前认为的更具弹性，数据公布后，市场对美联储降息预期有所走弱，此外，美联储12月会议纪要显示，大部分官员认为，通胀上行风险有所增加，美联储适合放缓宽松。但市场仍在担忧特朗普就职之后，可能潜在引发的通胀风险和地缘风险，避险情绪抬升是支撑金价的主要逻辑，短期内预计伦敦金现高位震荡，伦敦金现参考区间，2720-2600美元/盎司，沪金主力合约610-630元/克区间。
- 上周伦敦银现整体跟随金价走势，价格震荡偏强。宏观方面，美元指数维持高位限制贵金属价格涨幅，尽管降息预期走弱，但特朗普就职后的政策不确定性以及可能引发的“再通胀”风险提升了贵金避险属性的支撑。商品属性方面，海外制造业数据表现偏弱但有复苏迹象。国内高频数据方面，12月中国光伏组件产量较11月环比下降约10.9%，行业开工率约44.2%，进入1月，中国光伏组件排产预计继续降低，较2024年12月环比下降18.7%，行业开工率约35.95%。总的来说，海外利率政策不确定性使得白银的金融属性表现不明显，而商品属性方面，制造业复苏缓慢叠加需求边际趋弱或使银价表现出相对弱势，操作上建议观望。

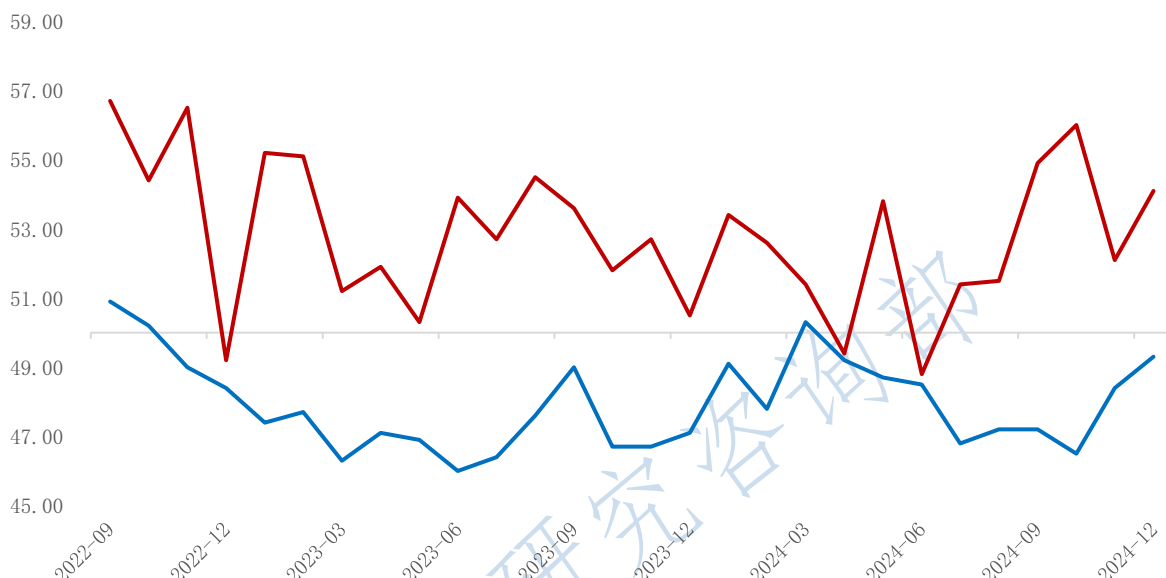
基本面情况—宏观信息

美国当周初请失业金人数/续请失业金人数



美国供应管理协会 (ISM) PMI

— 制造业PMI — 非制造业PMI

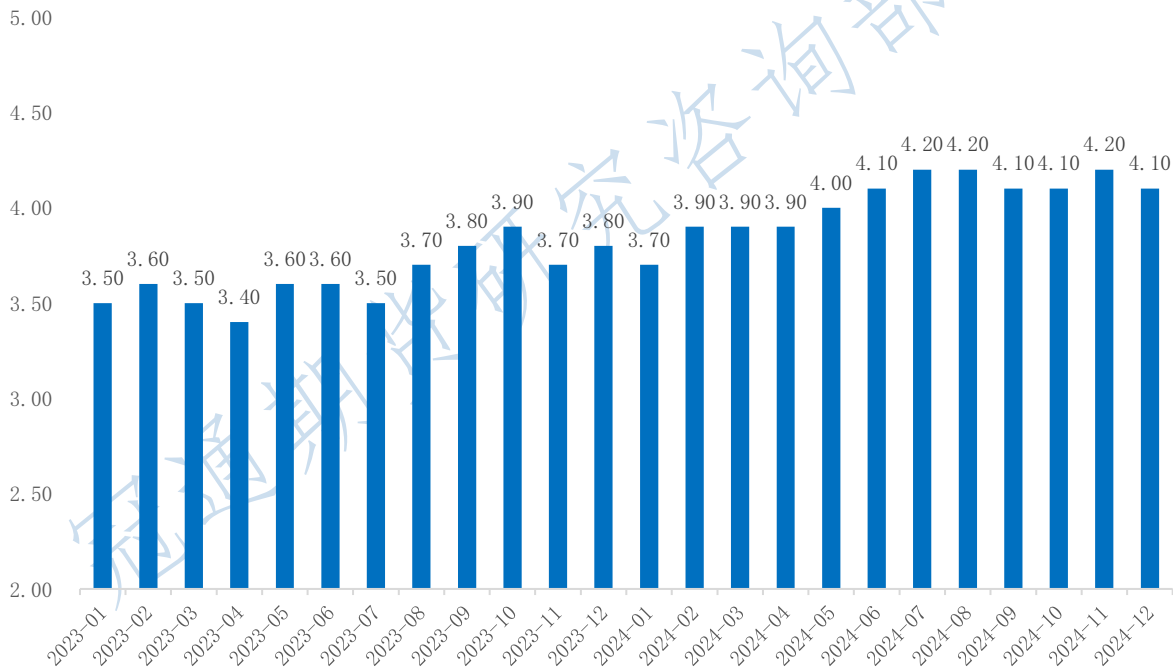


- 2025年1月4日当周美国初请失业金人数为20.1万人，这是自2024年2月下旬以来的最低值。这一数据反映出美国就业市场的裁员状况有所好转，表明飓风季节对就业市场的负面影响已经基本消退。同时，这也可能是美联储自2024年以来累积降息100个基点的经济刺激政策开始见效的迹象。
- 2024年12月，美国服务业PMI终值为56.8，虽然低于预期的58.5，但依然是自2022年3月以来的33个月终值新高。数据表明，美国服务业在2024年末表现出强劲的增长势头。服务业的扩张主要得益于订单量的增加以及企业对2025年前景的乐观预期。此外，商业信心达到了18个月来的新高，成本通胀降至11个月以来的低点，显示通胀压力有所缓解。

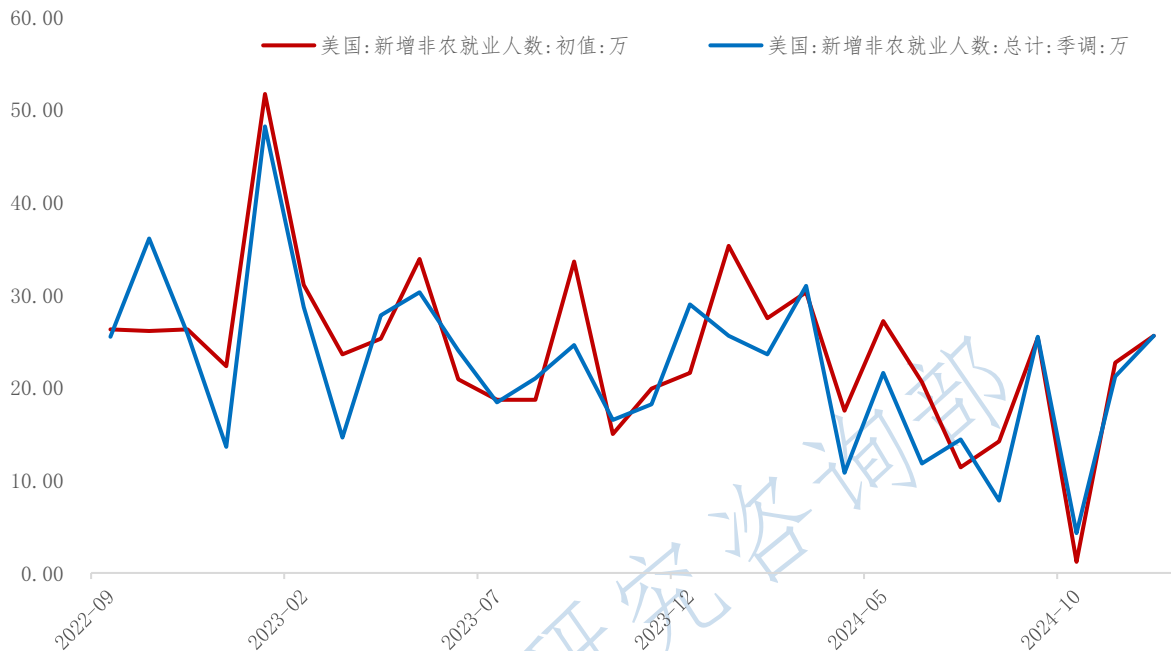
资料来源：Wind，冠通研究

基本面情况—宏观信息

美国失业率

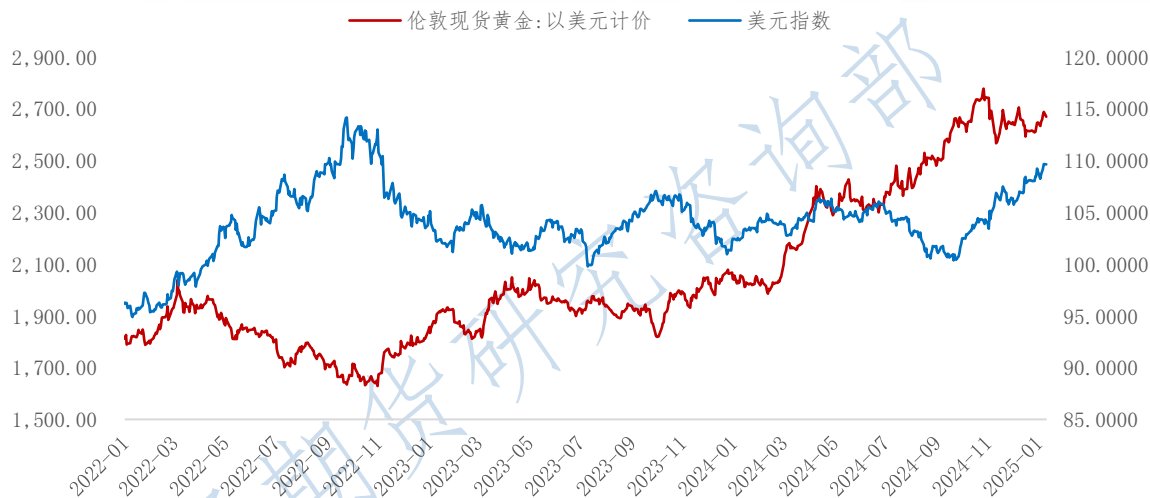


美国新增非农就业人数/季调



➤ 2024年12月，美国新增非农就业人数为25.6万人，远超市场预期的15.5万人，也高于11月份的22.7万人。这一数据表明，尽管美国经济整体增长放缓，但就业市场依然保持强劲态势。失业率从11月的4.2%降至4.1%，显示劳动力市场进一步改善。

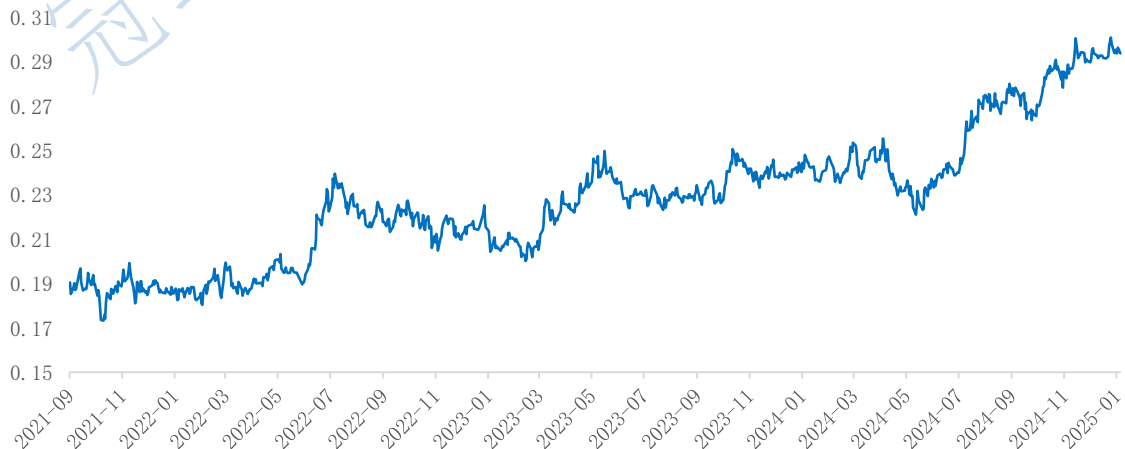
现货黄金/美元指数相对关系



金银比 (%)



金铜比 (%)



- 上涨美元指数上涨1.3%，黄金上涨1.4%，美元指数和黄金同涨的主要驱动为市场对“在通胀”的预期，以及避险属性的支撑。
- 上周伦敦银现下跌1.3%，金银比维持高位，接近90，预计后续金银比仍维持高位运行。
- 上周铜价偏强，金铜比出现一定抬升。

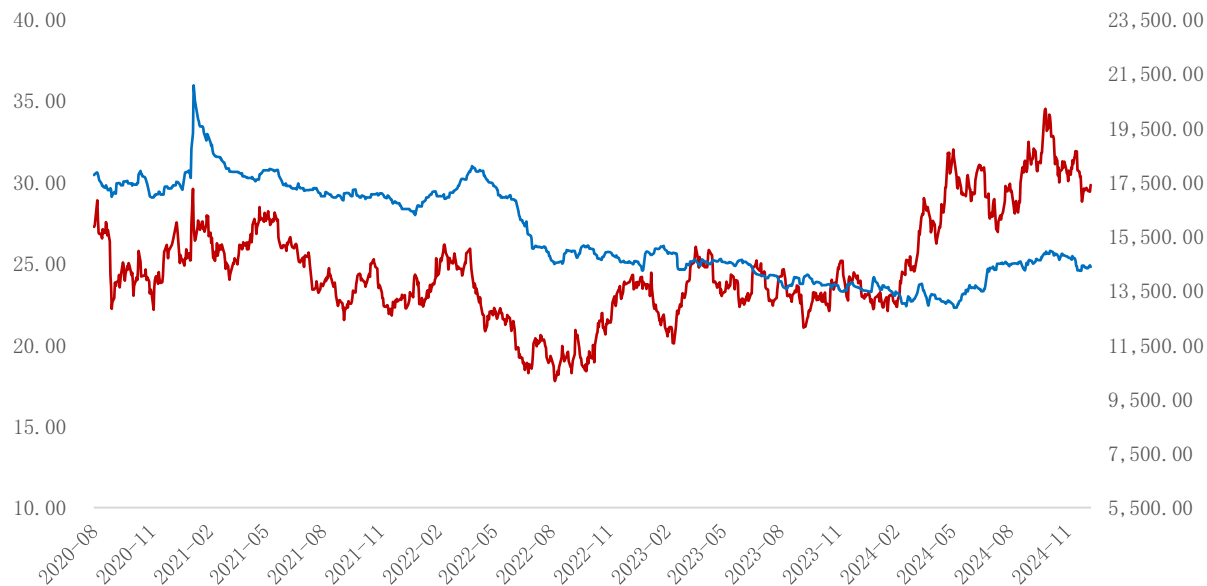
现货黄金价格/黄金ETF持仓(右轴)

— 伦敦现货黄金:以美元计价 — SPDR:黄金ETF:持有量(吨)



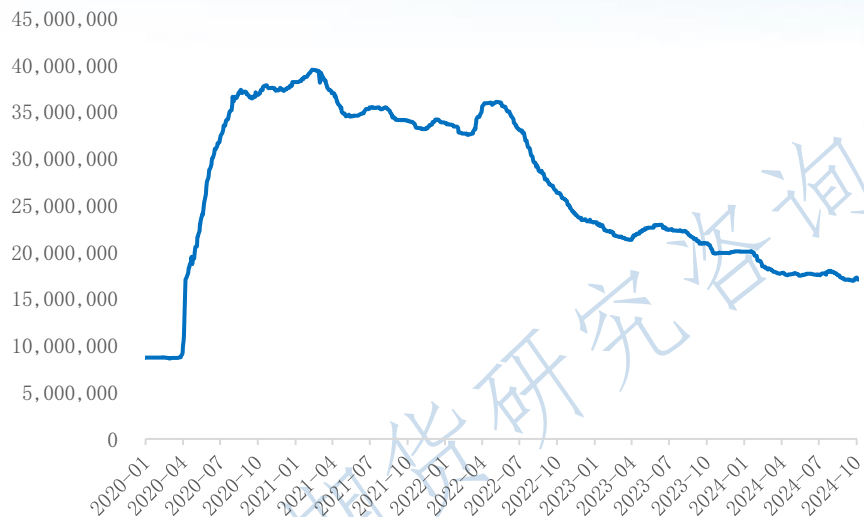
现货白银价格/白银ETF持仓(右轴)

— 伦敦现货白银:以美元计价 — SLV:白银ETF:持仓量(吨)

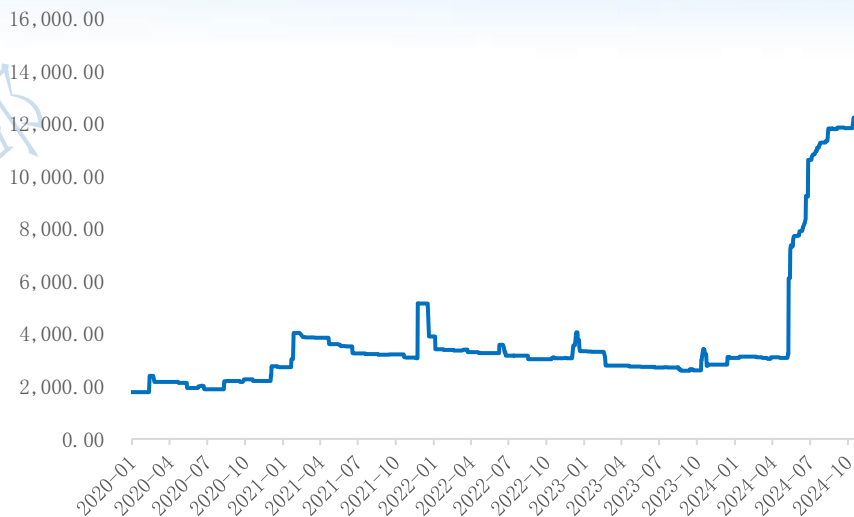


- 截至1月10日，SPDR黄金ETF持有量为876.8吨，当周增加5.7吨，截至2024年1月2日，CFTC黄金期货净多头16.5万手，持仓下降1.8万手。
- 截至1月10日，SLV白银ETF持有量为1.43万吨，较上周小幅下降68吨，截至2024年1月2日，白银非商业多头净持仓为2.05万手，较上周下降1331手。

COMEX黄金库存（盎司）



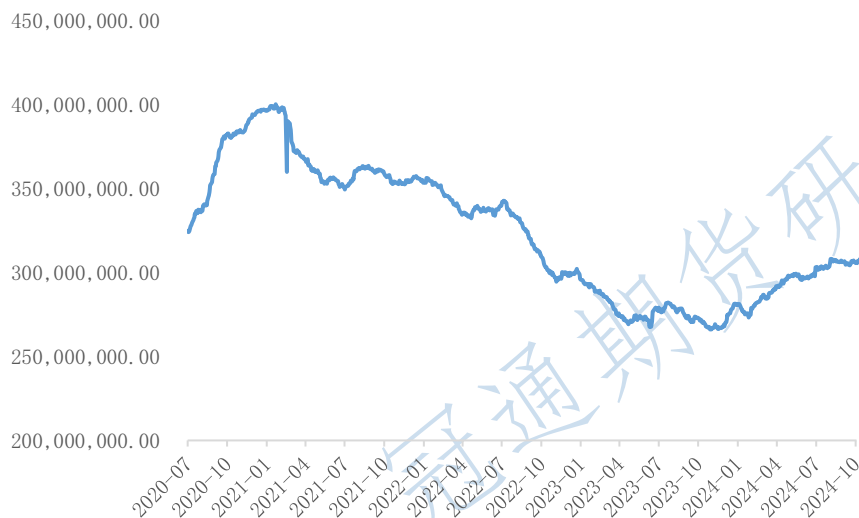
上期所期货黄金库存（千克）



上期所白银库存（千克）



COMEX白银库存（盎司）



➤ 截至2025年1月13日，COMEX黄金库存量为2.2469千万金衡盎司，与2025年1月10日的2.2404千万金衡盎司相比，库存量有所增加，环比变化为增加0.0065千万金衡盎司，增幅约0.29%。SHFE黄金库存约为15.1吨，保持不变，SHFE白银库存约为1309吨，环比减少7%。

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2639美元/盎司，收盘于2689美元/盎司，涨跌幅+1.8%。
- 上周沪金主力合约最低价619.08元/克，最高价639.36元/克，区间涨跌幅+1.58%，区间振幅3.23%。

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29.6美元/盎司，收盘价30.3美元/盎司，涨跌幅+2.3%。
- 上周沪银主力合约，最低价7595元/千克，最高价7866元/千克，当周区间涨跌幅+1.54%，区间振幅3.453%。

核心观点——铜

- 宏观方面：美国就业市场表现超预期，市场对美联储降息预期有所走弱，美国就业市场表现出的韧性和活力使得市场再度关注到后续潜在的“再通胀”可能，尽管美元指数依旧维持高位，但通胀交易推动基本金属涨幅，海内外铜价共振上行。
- 供给方面：智利铜委员会Cochilco1月10日公布的数据显示，智利国营矿商Codelco在2024年11月的铜产量跳增将近17%，帮助提振了该矿产丰富的国家的整体产量上升约10%。国内方面，由于国内TC/RC费用再度转弱，国内炼厂精炼铜供应有偏紧预期，华东、华南现货维持升水，华南现货升水幅度走扩，同时上期所铜库存维持偏低位置，对铜价形成一定支撑。
- 需求方面：市场消息国家发改委1月8日在国务院政策例行吹风会上表示，2025年家电以旧换新补贴的家电产品，由去年的8类增加到12类，单件补贴比例最高达20%，多地已部署相关政策，终端需求方面，临近春节，下游终端厂商开工率有所走弱，同时现货升水，一定程度上压制下游采购意愿，预计需求边际走弱。

沪铜价格走势



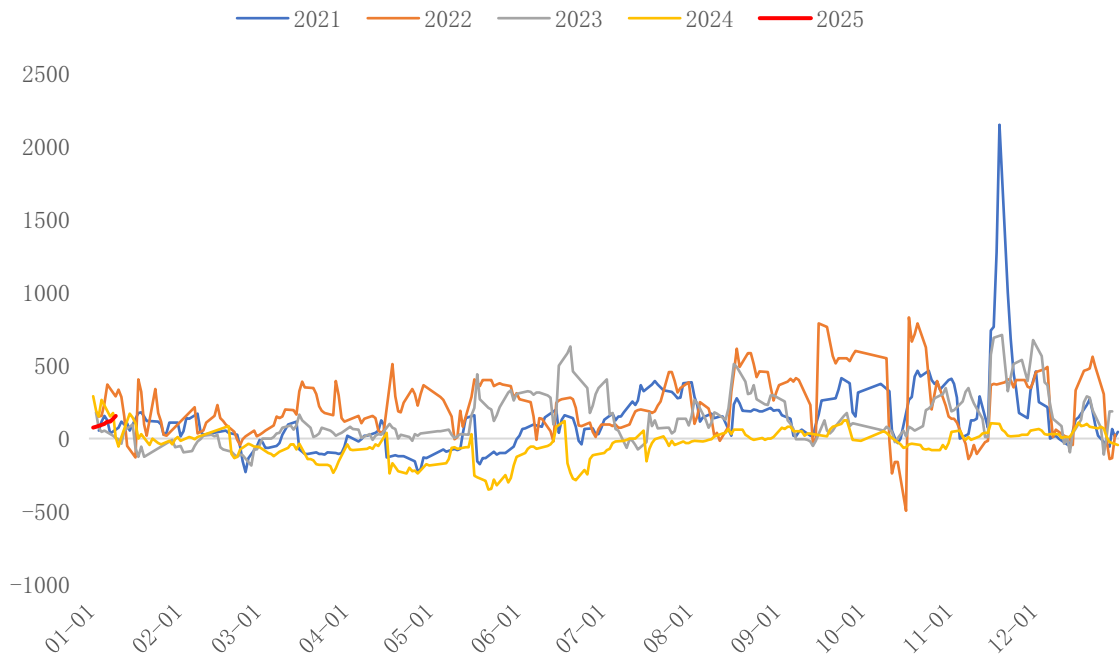
- 上周沪铜整体震荡偏弱。当周最高价74360元/吨，最低价72780元/吨，当周振幅2.13%。

基本面情况—铜矿业扰动

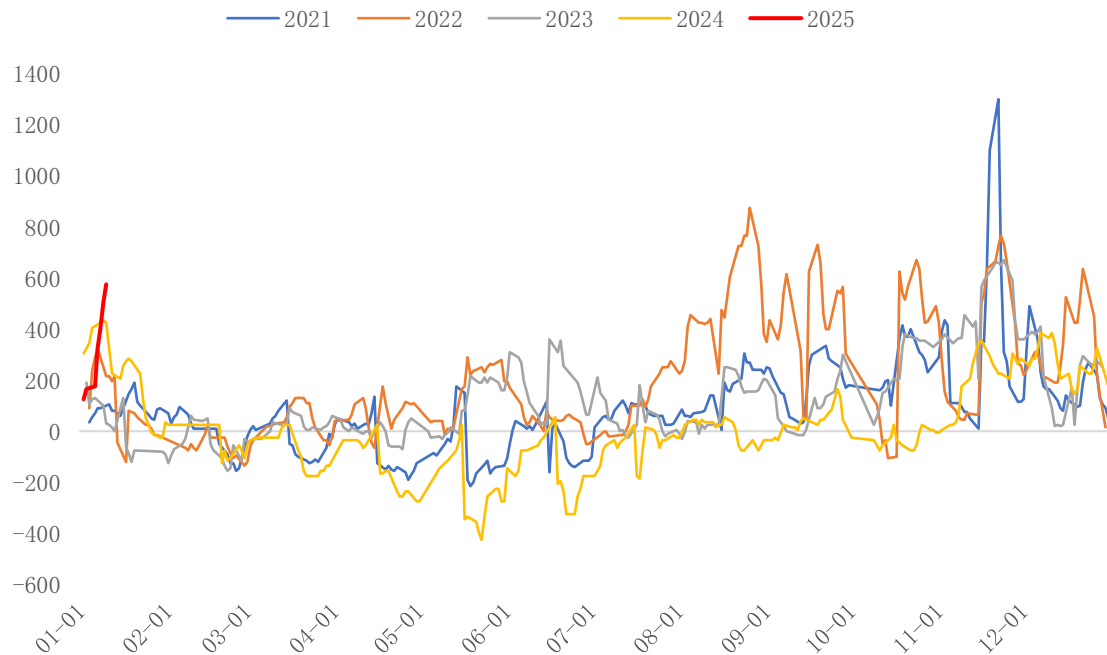
- 第一量子：外媒1月6日消息：巴拿马在2023年12月关闭了第一量子矿业公司的科布雷铜矿。该铜矿是世界最大也是最新的铜矿之一，使用传统的磨矿和浮选法来生产铜精矿。
- 智利国家铜业：外媒1月6日消息：智利国家铜业公司Codelco董事长马克西莫·帕切科周一表示，2024年该国有铜业巨头的铜产量较上年“略有上升”。并补充说，12月份的铜产量突破了16万吨。公司在2024年跨越了产量低谷，2025年的产量有望开始回升，并在2029年底重新实现170万吨精铜的峰值。
- 洛阳钼业：据洛阳钼业发布了其2024年的产量公告，数据显示公司在多个核心产品领域均实现了显著增长，再创历史新高。公告显示，洛阳钼业在2024年的铜产量达到了约65万吨，其中第四季度的产量更是高达17.4万吨。按产量指引上限计算，公司的铜产量完成度达到了114%，较2023年增加了23万吨，同比增长高达55%。

沪铜现货行情

华东阴极铜升贴水

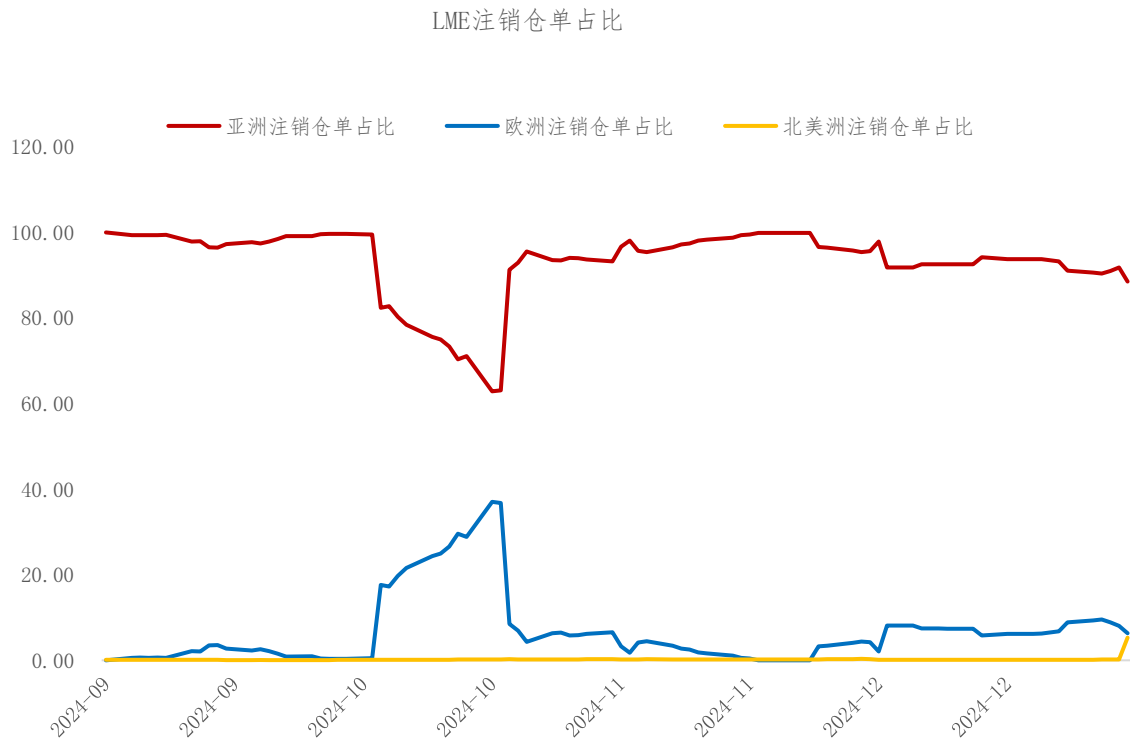
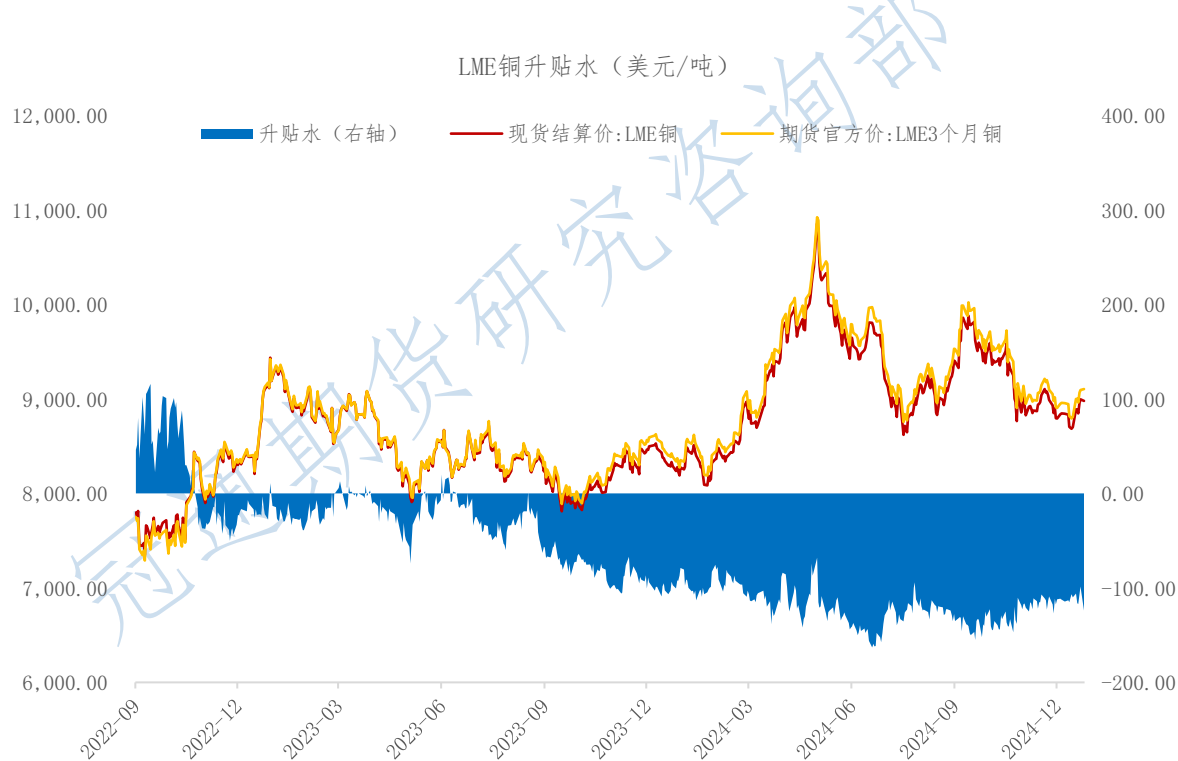


华南阴极铜升贴水



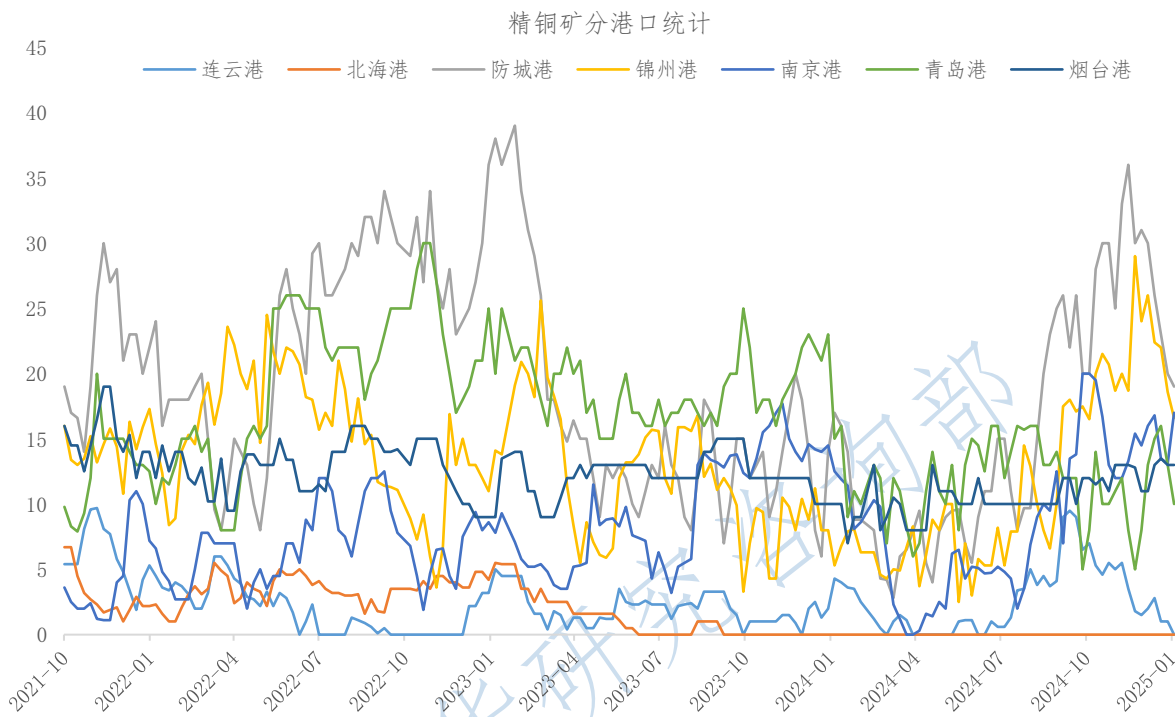
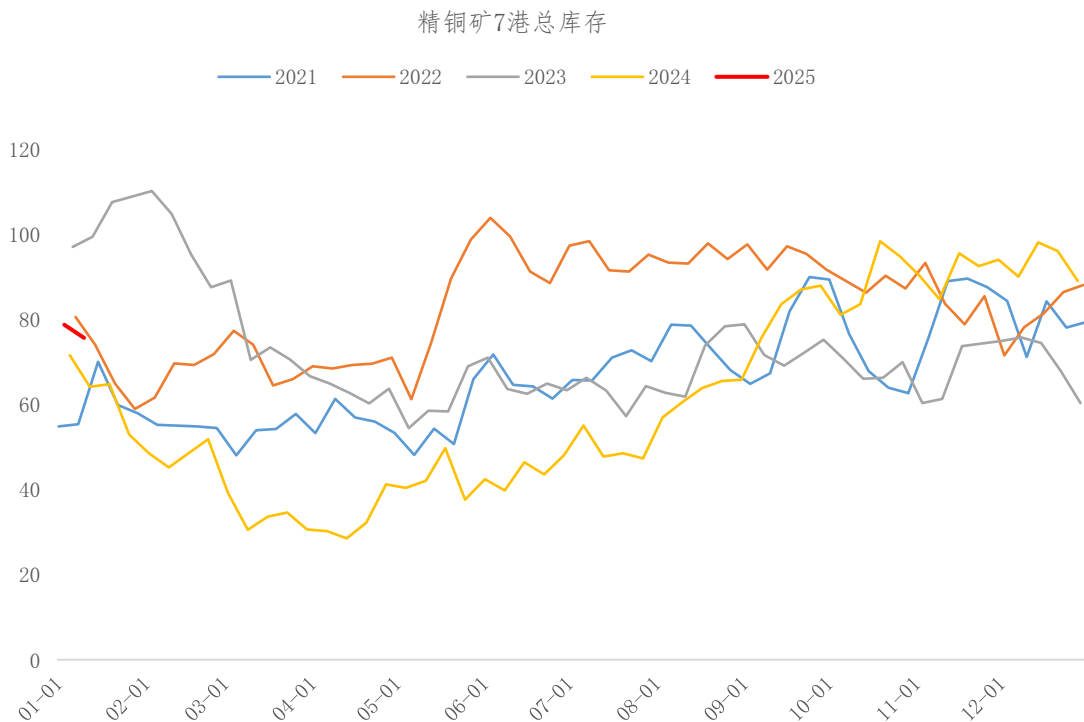
- 截至1月13日，华东现货平均升贴水145元/吨，华南平均升水325元/吨，华东、华南现货本周大幅走高，现货价格支撑期价，同时沪铜远月合约维持Contango，远期预期向好。

伦铜价差结构



- 截至1月13日，LME铜周内涨跌幅+1.16%，报收于9104美元/吨。LME铜现货依旧维持贴水运行，周平均贴水-124美元/吨，伦铜现货贴水收窄，欧洲注销仓单占比有抬升趋势。

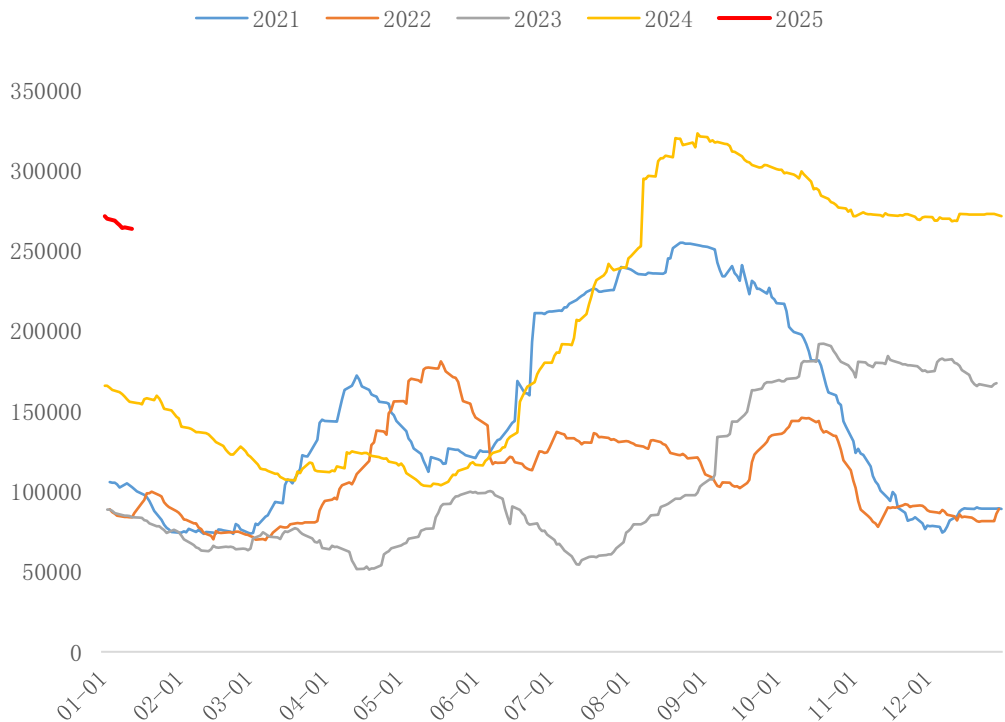
库存信息—铜精矿港口数据



- 截至1月13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3.1万吨，至75.6万吨，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。港口铜库存维持高位主要是从海外进口上升的缘故导致。
- 海关总署12月10日数据显示，中国11月铜矿砂及其精矿进口量为224.5万吨，1-11月铜矿砂及其精矿进口量为2559.8万吨，同比增长2.2。

库存信息—LME

LME铜总库存（公吨）



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	2	4	2	1	1
10 - <20%	1	1	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2025/1/14

LME期货价格汇集报告

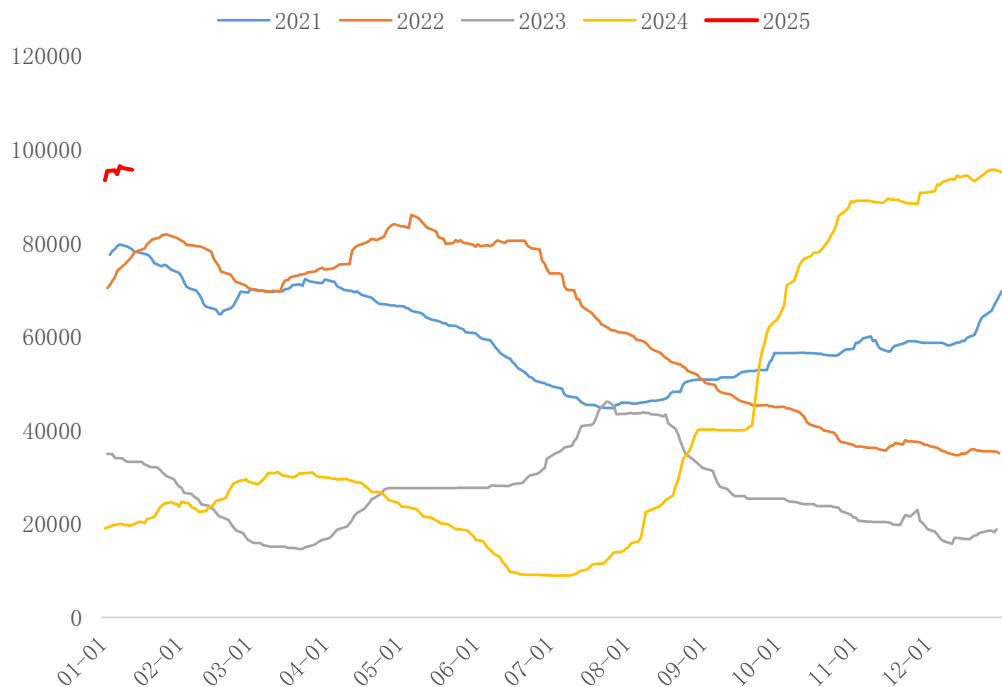
集中度 (%)	做多头寸			做空头寸		
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
05 - <10%	3	1	1	4	2	1
10 - <20%	0	1	1	0	0	0
20 - <30%	0	0	0	0	0	0
30 - <40%	0	0	0	0	0	0
40% >	0	0	0	0	0	0

更新2024/12/31

- 截止1月13日，LME铜库存录得26.3万公吨，本周LME库存小幅去库，但整体依旧维持历年同期高位。
- LME的Futures Banding report数据显示，相较于12月18日，截至1月14日，多头在M1上的仓位和比重均有所下降，在M2上的比重增加，在M3上的比重增加，仓位下降，空头在M1、M2上的比重均有所走弱，从数据上看，多空头寸均有所走弱，但空头减弱更明显

库存信息—COMEX

COMEX铜库存



COMEX 铜库存统计

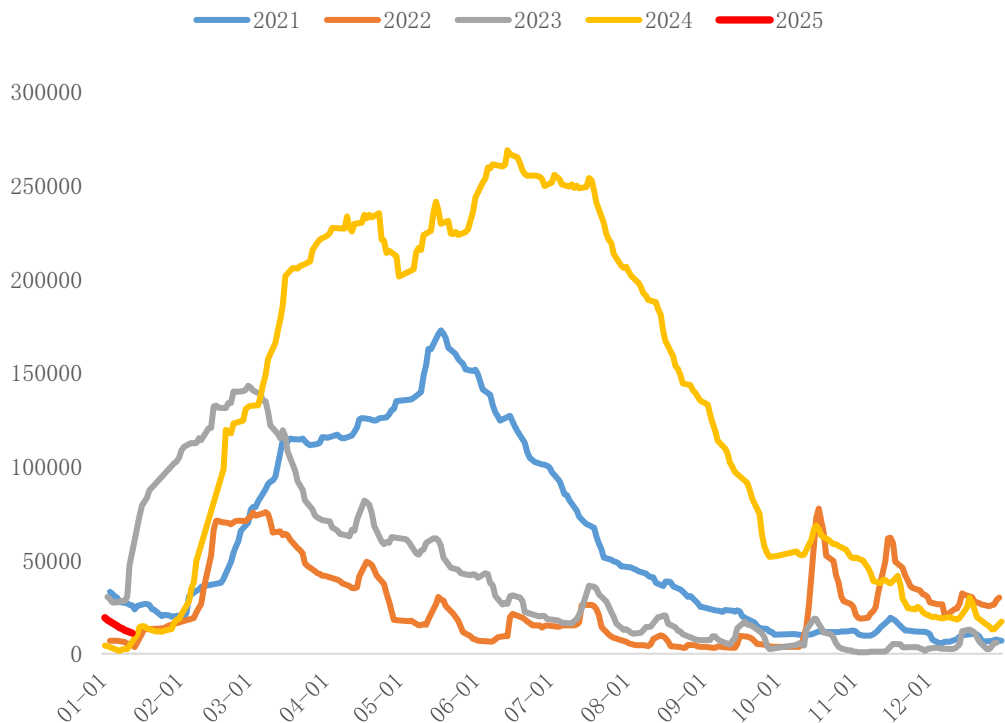
单位：短吨

铜	1月6日	1月7日	1月8日	1月9日	1月10日
注册仓单	66047	66047	66407	65064	63337
非注册仓单	29431	28612	30337	30957	32558
总计	95478	94659	96384	96021	95895

- 截至1月13日，COMEX铜库存录得9.56万短吨，最近一周COMEX铜库存累库981短吨，涨跌幅+1.0%，相较月初上涨幅度为2.2%。本期COMEX库存累库幅度有所放缓，但整体依旧维持在历年同期高位水平。

库存信息—SHFE

上海期货交易所阴极铜库存

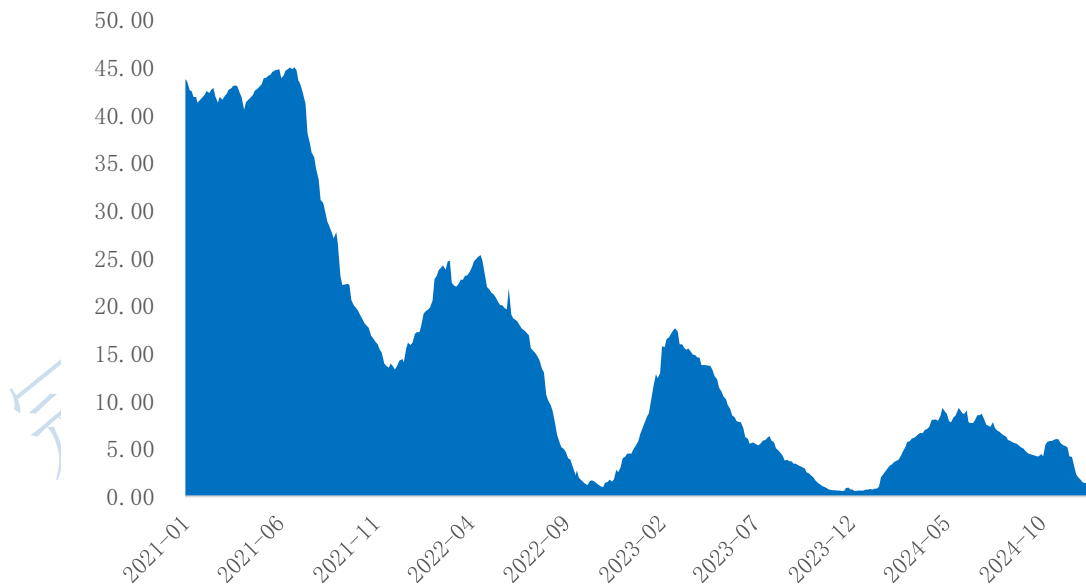


日期	期货仓单（吨）	增减变化（吨）	增减幅
1月3日	18094	-1112	-5.79%
1月2日	19206	1270	7.08%
12月31日	17936	752	4.38%
12月30日	17184	4173	32.07%
12月27日	13011	-50	-0.38%
12月26日	13061	-1598	-10.90%

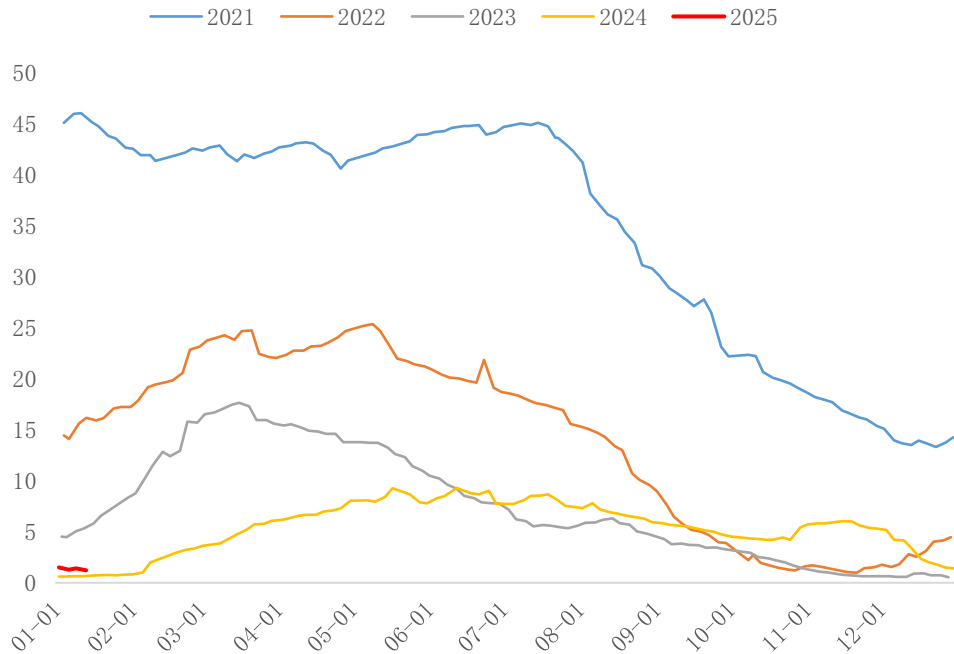
- 截至1月13日，上期所录得铜库存1.2万吨，相比上周库存涨跌-0.1万吨，涨跌幅+26.5%。相比上月涨跌-0.1万吨，涨跌幅-11.6%。国内铜库存维持低位，对铜价形成一定支撑。

库存信息—保税区

上海保税区库存（万吨）



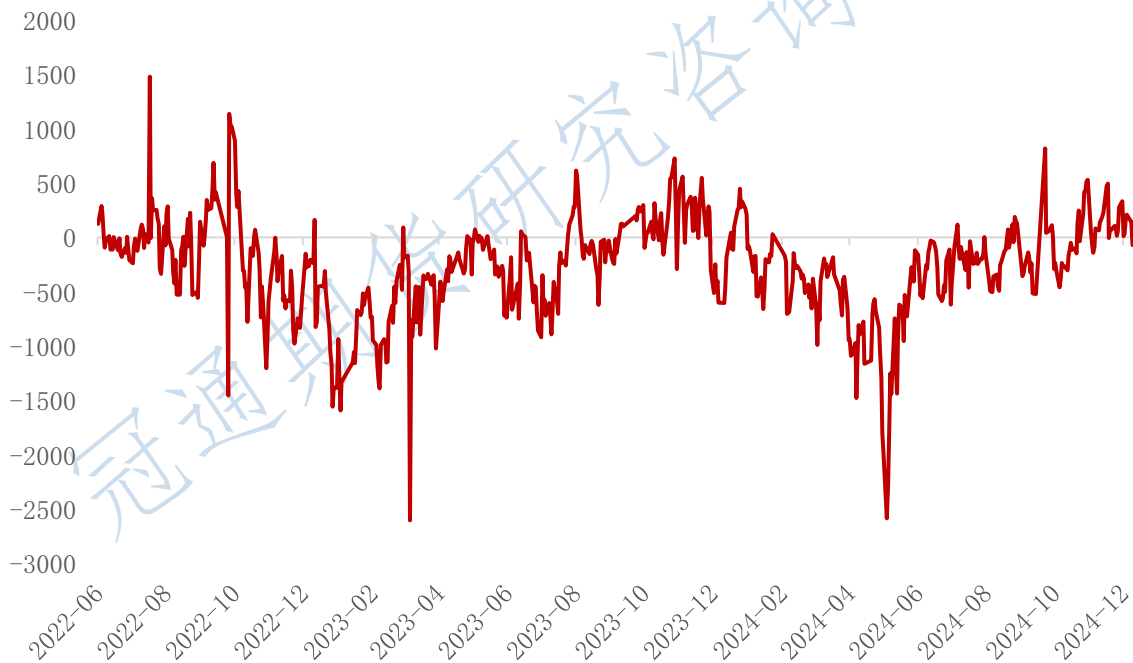
上海保税区库存（季节性）



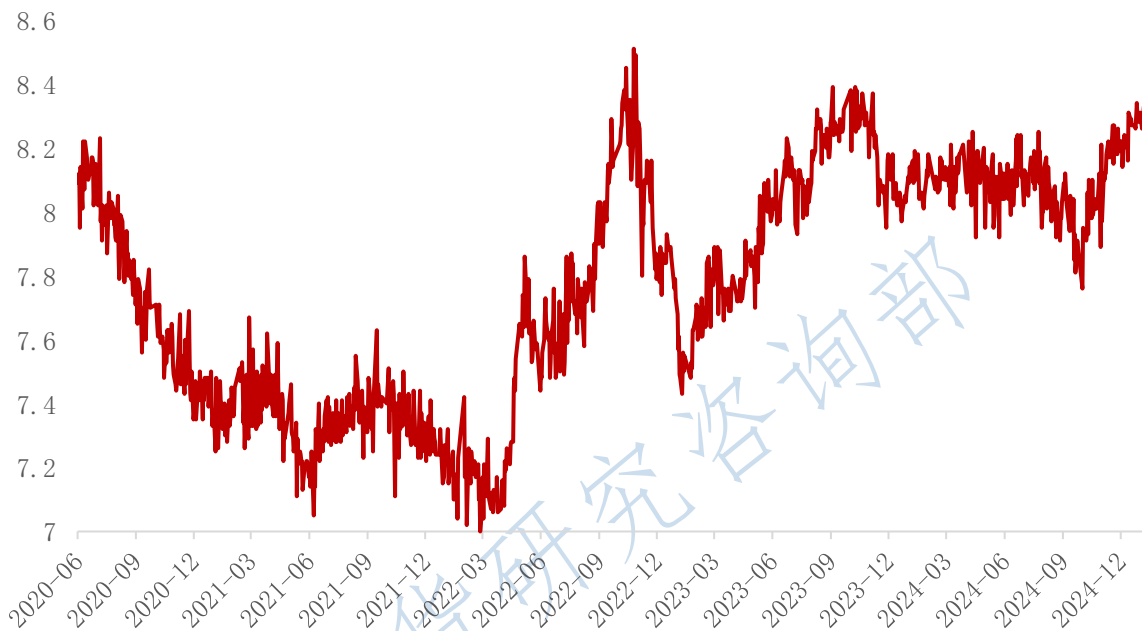
- 截至1月13日，上海保税区铜库存1.21万吨，整体维持低位，本周保税区库存小幅增加，近期虽进口比较向好，但临近春节节假日，外贸市场成交活跃度有限，库存因此变化相对有限。下周随着节假日临近，外贸市场成交活跃度难有提升，料持货商清关进口动作或有所减弱，保税区库存预计维持小幅变化为主。

沪伦比值变动

精炼铜进口盈亏（元/吨）



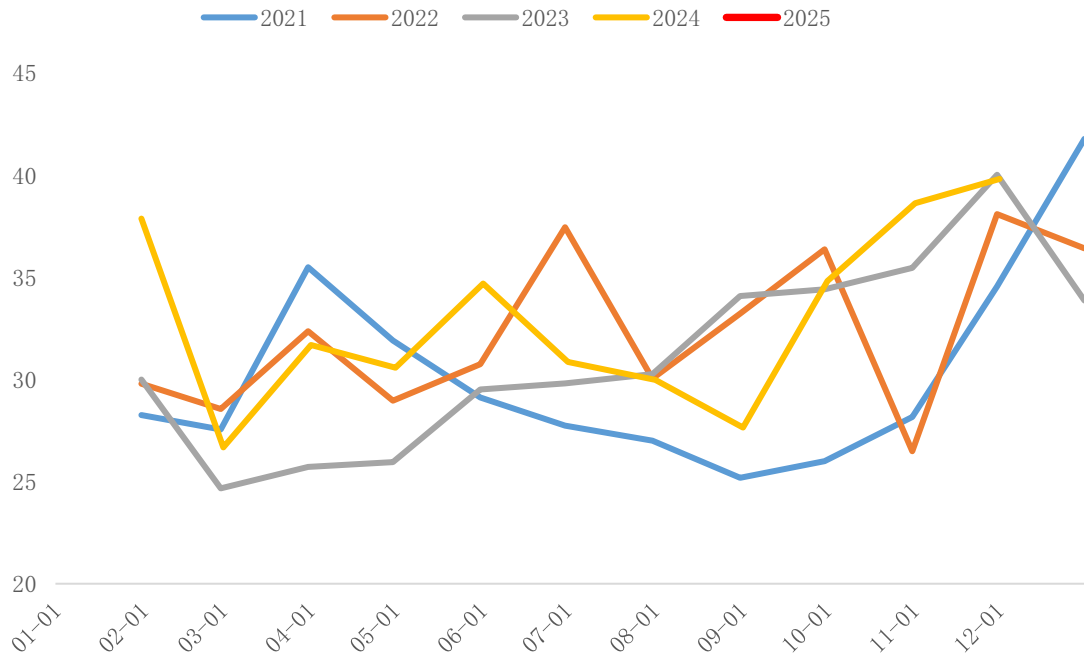
沪伦比值



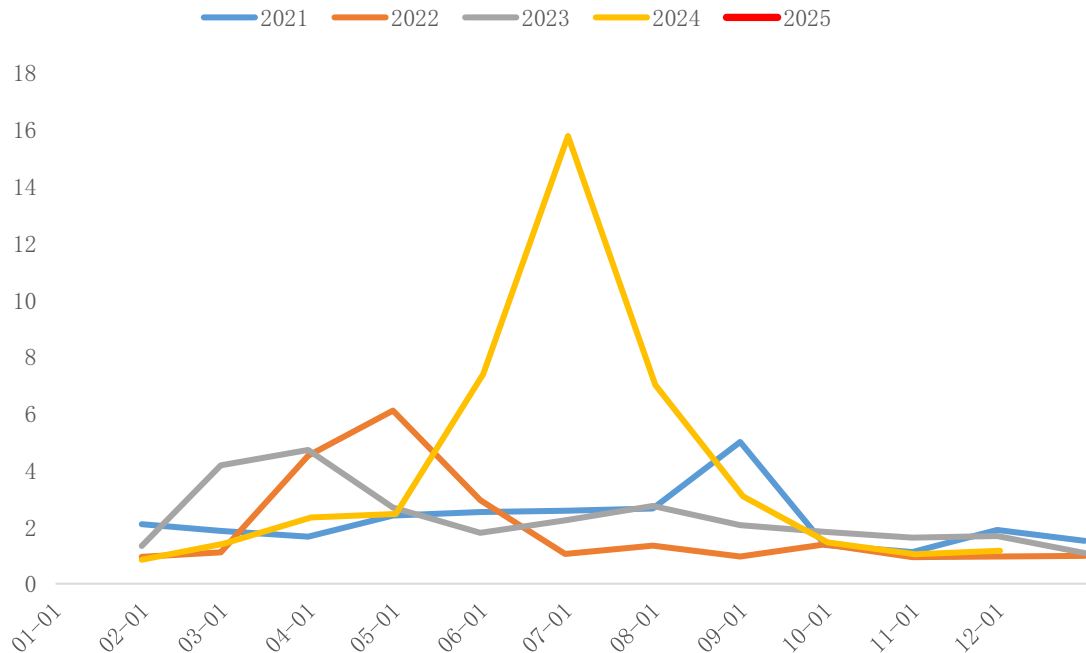
- 截至1月13日，精炼铜本期平均进口盈亏61.11元/吨，进口盈亏出现回落，但整体依旧维持上升态势，国内铜库存低位，进口盈亏转正，进口窗口打开，沪伦比值依旧维持高位。

精炼铜月度进出口

精炼铜月度进口（万吨）

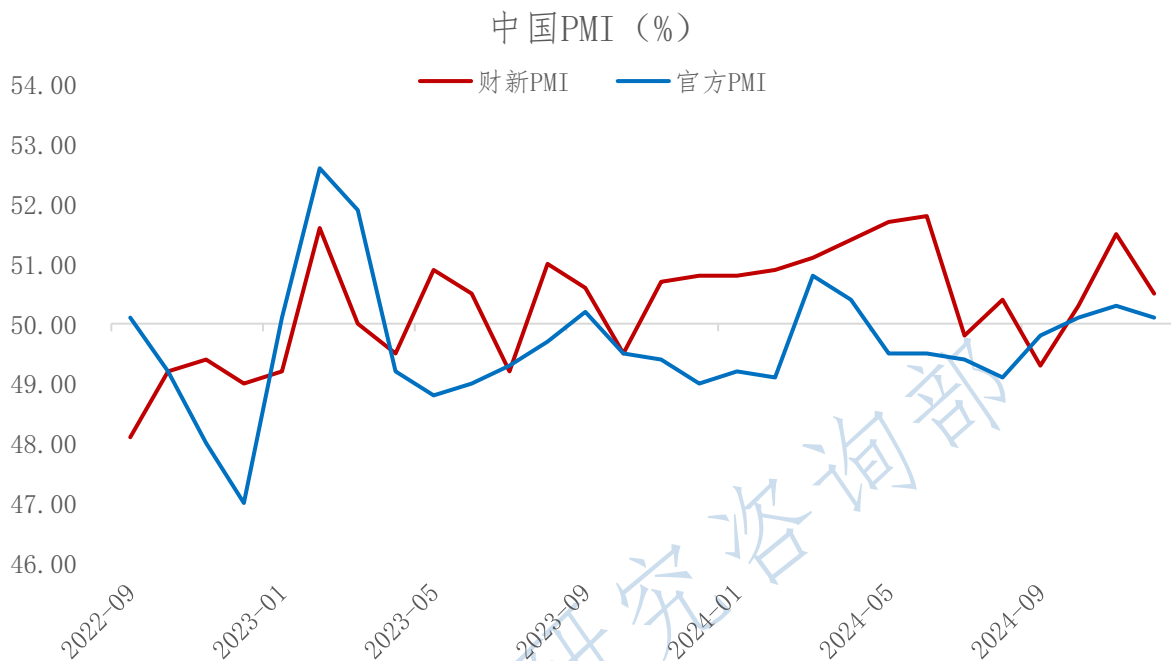
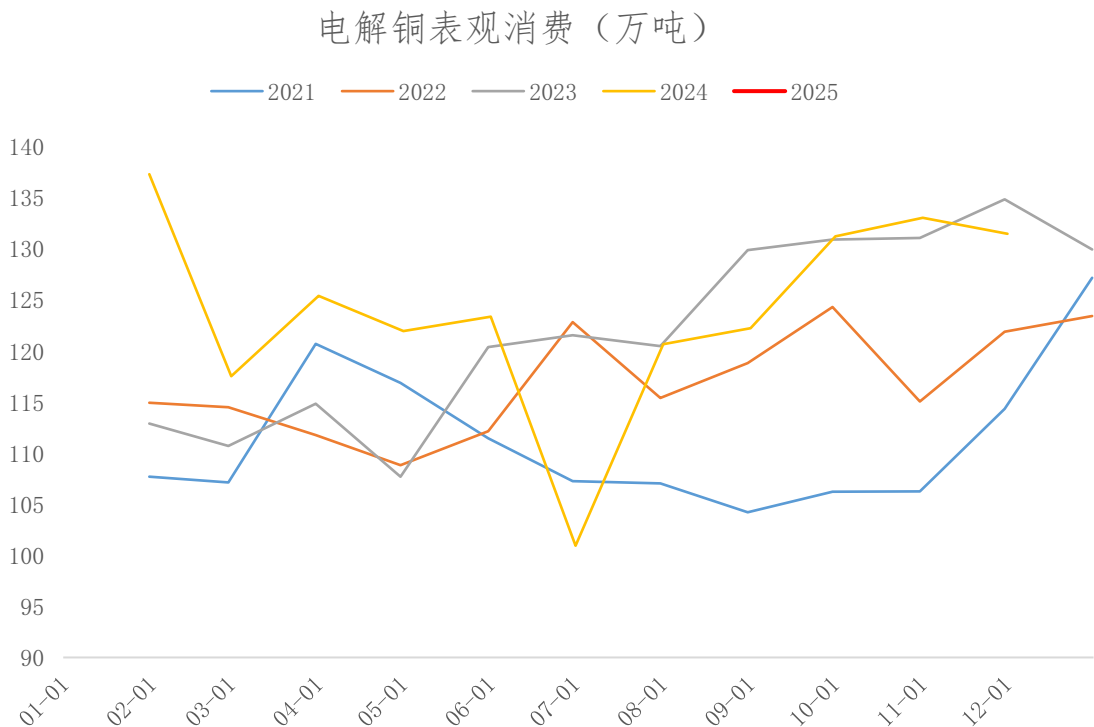


精炼铜月度出口（万吨）



- 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11月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材出口1.16万吨，同比减少30.95%，环比增加12.62%；1-11月累计出口44.08万吨，同比增加64.17%。

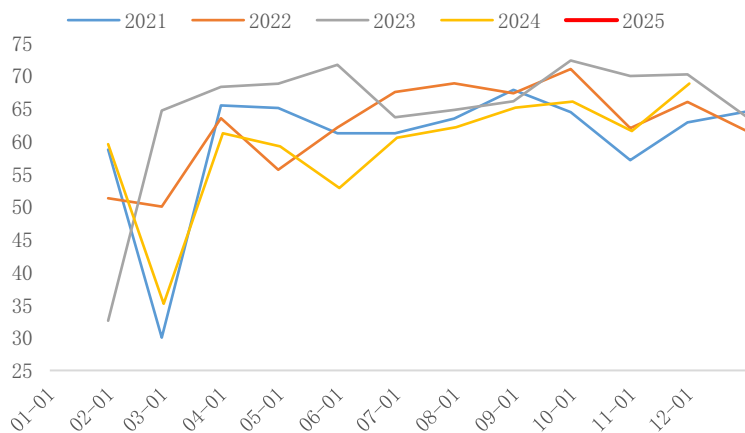
下游终端



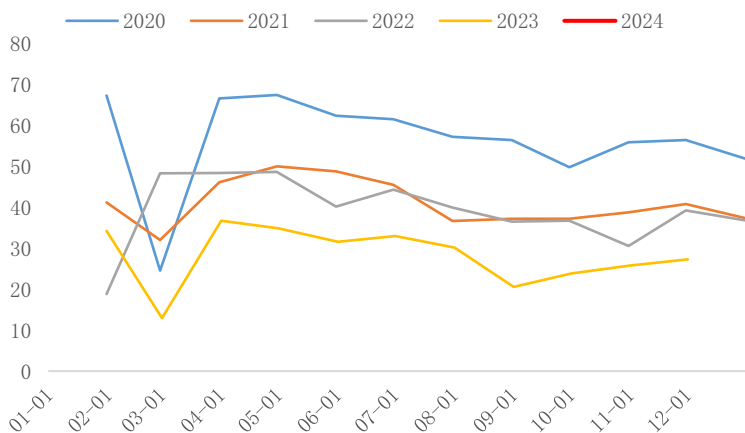
- 1月2日公布的2024年12月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得50.5，较11月回落1.0个百分点，连续三个月维持扩张态势，但扩张速度放缓。国家统计局近日公布的2024年12月制造业PMI录得50.1，下降0.2个百分点，连续三个月位于扩张区间。

下游终端

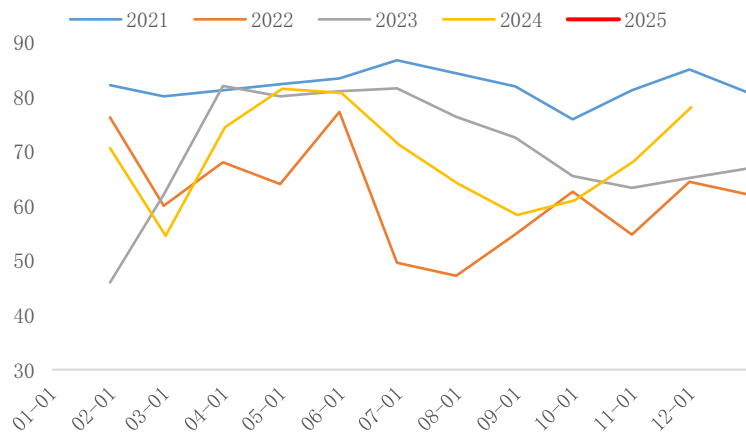
精铜杆产能利用率



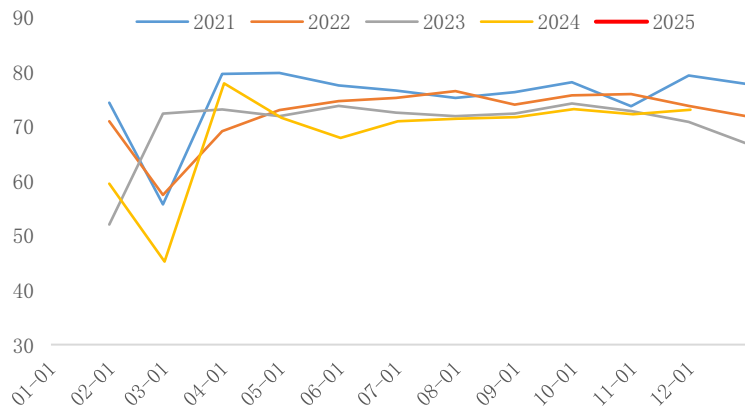
再生铜杆产能利用率



铜管产能利用率



铜板带产能利用率



➤ 精铜杆：据SMM数据，12月份精铜制杆企业开工率为72.60%，环比下滑2.08个百分点，高于预期值2.09个百分点，同比上升3.23个百分点。其中大型企业开工率为83.27%，中型企业开工率为55.93%，小型企业开工率为58.76%。

➤ 线缆：据SMM数据，本周铜线缆企业开工率为91.03%，环比上周下降4.09个百分点，较去年同期低1.93个百分点，低于预计开工率4.5个百分点。本周铜价回升，下游客户采购积极性受到抑制，使得本周线缆企业新订单增量有限。

➤ 铜管：上周铜价带动铜管价格大幅上涨，但临近春节，从当前的市场来看，市场整体需求出现小幅的下降，大型铜管企业根据长单情况生产，开工相对稳定，同时，部分中小型企业为在合适范围内降价以刺激弹性需求增加实际消费量，市场存部分需求，不过代理商、安装等近期拿货减少，零售市场在年末提前进入淡季，部分企业下调开工，产量整体小幅下降。

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