

供应短缺预期催化 铜价上涨行情有望持续

“2025年，我对铜的喜爱超越黄金。”一位投资者在2024年年底发帖时写道。

正如上述投资者的预期，近期国际铜市正在演绎飙涨行情。3月20日盘中，纽约商品交易所（COMEX）铜期货价格一度刷新年内新高至5.1490美元/磅，今年以来累计涨幅超27%，远超同期伦敦现货黄金价格表现。与此同时，伦敦金属交易所（LME）铜价盘中一度突破10000美元/吨。

业内人士表示，近期美国加征进口铜关税预期不断升级，引发COMEX铜期货价格表现持续强于LME铜价。这一溢价也在重塑全球铜贸易格局，部分地区可能面临供应短缺，有望支撑铜价后市进一步上涨。

●本报记者 马爽



新华社图片

美铜年内涨幅超越黄金

步入2025年，国际铜市便开启了震荡上涨模式。近期，受美国加征进口铜关税预期不断升级影响，行情出现加速迹象。

Wind数据显示，截至北京时间3月20日15:30，LME铜价一举突破10000美元/吨大关，最高触及10046.5美元/吨，创下2024年10月初以来新高；COMEX铜期货价格最高触及5.1490美元/磅，创下2024年5月下旬以来新高，两者今年以来累计涨幅分别为14.27%、27.43%。

值得一提的是，截至目前，COMEX铜期货价格年内累计涨幅显著大于同期伦敦现货黄金，无疑是今年以来表现最好的金属品种。Wind数据显示，截至北京时间3月20日15:30，伦敦现货黄金今年以来累计涨幅超16%。

国内方面，截至3月20日收盘，沪铜期货主力合约报81670元/吨，盘中最高至81720元/吨，创下2024年6月上旬以来新高，今年以来累计涨幅超10%。

“2025年以来，围绕关税预期的交易定价一直是铜市场的主要逻辑，且铜价均有不同程度的上涨。”正信期货高级分析师张杰夫表示，目前，COMEX铜期货价格已基本反映加征10%关税的场景定价，同时围绕价差形成的套利机会，LME铜亚洲库存正在向北美地区转移。

张杰夫表示，铜价走势强劲背后，除了关税预期因素带来的美国通胀预期回升，基本面原料紧缺状况进一步加剧，贸易局势正在影响着原有的供应链安全，均对铜价形成支撑作用。

COMEX铜期价显著强于LME铜价

在此轮上涨行情中，COMEX铜期货价格显著强于LME铜价。

“受美国关税政策不确定性影响，近期COMEX铜期货价格表现持续强于LME铜价。”国元期货有色研究员范芮表示，由于COMEX铜期货和LME铜之间的价差相对较大，引发了两个市场的套利行为。

数据显示，目前，COMEX铜期货较LME铜的溢价升至1200美元/吨以上，接近2月中旬创下的历史新高。一德期货有色金属分析师王伟伟表示，COMEX铜期货价格较LME铜价的溢价直接体现了加征

关税预期的影响。

这种溢价表现也刺激了贸易商和生产商在可能实施的关税征收之前继续向美国转移铜供应。王伟伟表示：“对于铜库存来说，加征关税落地前，全球库存将继续向美国转移。同时，进入美国的库存未来流出美国的可能性降低，这将影响库存对全球铜市场供需的调节作用。”

从美国铜市供需格局来看，中信证券金属行业首席分析师敖翀介绍，美国精炼铜产量占比仅为3%，但表现需求占比为7%，精炼铜年进口量80万吨-100万吨，高度依赖进口。

据测算，未来2-3个月内，即便考虑调用LME库存以及智利、秘鲁等主产国50%产量的极限情形，美国的铜供给缺口或也难以得到缓解，预计3-5月缺口分别为15.4万吨、6.7万吨和1.1万吨。

若考虑关税担忧所带来的备货情绪高涨等因素，敖翀表示，美国铜供给缺口料将进一步扩大。此外，对于贸易商的跨市场套利操作，当前价差仍不足以完全弥补关税预期下的潜在亏损。据测算，COMEX铜期货价格需达到12000美元/吨以上才能维持平衡。

美铜期价仍存上涨空间

展望后市，多家机构仍表示继续看涨铜价表现。

高盛预计，铜价即将在其价格区间内再次稳步上升，达到10500美元-11500美元/吨，预计2025年和2026年铜市场将分别出现18万吨和25万吨的供应缺口，2026年一季度铜价将超过10500美元/吨，但将受限于11500美元/吨下方。

在敖翀看来，美国关税预期强化或导致美国铜市场短期缺口情况难解，COMEX铜期货价格交易的持续性和幅度料将不断得到验证。

对于国内市场来说，美国加征关税对我国铜需求的抑制作用或有限，反过来可能会制约我国的精炼铜和

废铜进口。此外，在政策暖风频吹，交易面和基本面加速共振的情况下，国内铜价有望冲击前期高点。

张杰夫表示，虽然当前全球铜价之间的价差已近极端，但实际价格表现尚未到极端情景。在关税逻辑占主导的背景下，目前铜价处于宏微观共振的上涨阶段，若以25%关税空间测算，COMEX铜期货价格或会创下新的历史高点。对于国内铜价而言，则需锚定LME铜价在10000美元/吨附近的表现，谨慎对待上方空间。

铜价上涨也会对产业链上的企业产生一定影响。“铜价上涨会对下游加工型企业产生显著影响。”

范芮表示，部分企业可能会陷入中标订单的原料采购困境，这对企业资金管理、风控体系及生产节奏把控提出了更精细的要求，倒逼企业优化供应链管理。

张杰夫表示，铜价出现大幅上涨的背景下，进出口贸易相关企业也将受到较大冲击。对于这类企业来说，需要尽量避免采用COMEX铜计价，多以LME铜价格作为主要参考。

在此背景下，范芮建议，相关企业应持续跟踪外围市场波动及国内政策动向，通过灵活运用多元化风险对冲工具，构建更具韧性的市场应对机制，以有效抵御不确定性冲击，增强自身在市场中的竞争力。

政策“迷雾”未散 美联储观望情绪浓厚

●本报记者 周璐璐

美联储在3月如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间，同时宣布4月1日起放缓表步伐。这是自1月底会议以来，美联储再次决定维持利率不变。

美联储在声明中多次提及“不确定性”，包括美国经济前景的不确定性，以及关税政策对通胀带来的不确定性。机构人士称，美联储至少需要两个月的时间来评估关税政策带来的影响。待政策“迷雾”消散后，美联储或在第三季度重启降息。

美联储3月按兵不动

北京时间3月20日凌晨，美联储结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间。这是自1月底会议以来，美联储再次决定维持利率不变。

对于按兵不动的原因，美联储决策机构联邦公开市场委员会将在当天发表的声明中说，近几个月来美国失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然稳固，但通胀水平仍“一定程度上处于高位”。

同时，美联储计划自4月1日起放缓美债减持上限至50亿美元/月，MBS减持上限则维持在350亿美元/月。不

过，这一决策被鲍威尔描述为“技术性”决定，而非对经济状况看法的根本改变。

美联储3月声明多次提及“不确定性”，其中最为瞩目的是经济前景的不确定性。

“美联储下调美国经济预测，且经济增长下调的幅度为40个基点，高于通胀上调的幅度20个基点。”中金公司宏观分析师肖捷文称，这表明，决策者认为美国经济“滞”的风险可能大于“胀”的风险。美国政策不确定性仍未消退，经济下行风险依旧不容忽视。

此外，美联储承认了关税政策对通胀的扰动。鲍威尔坦言：“若最近两个月商品通胀数据持续强劲，则肯定与关税有关。”不过，鲍威尔倾向于认为“通胀是暂时的”是基准情形。

“事实上，美联储无法准确评估关税对通胀的影响，一旦通胀预期失控，美联储就将重蹈覆辙，再次为‘通胀暂时论’买单。”中信证券海外研究联席首席分析师李翀说。

仍需时间评估政策影响

美联储3月议息会议公布的点阵图预计，2025年终端利率为3.9%，与2024年12月会议点阵图所显示的持平，这意味着，2025年或还有50个基点

的降息幅度。美联储后续降息节奏将如何演绎？

招商证券首席宏观分析师张静静预计，往后看，美联储5月大概率继续暂停降息，6月后相机抉择。她也认为，鲍威尔反复强调不确定性，意味着关税等政策落实后反而可能会加速行动。

“在关税落地后，美联储至少需要两个月的时间来评估这些关税的影响。”肖捷文判断，除非美国经济状况极为疲弱，否则美联储很难在6月或之前做出降息决定。但如果关税对于通胀的影响可控，且美国经济继续放缓，那么美联储在三季度降息仍是有可能实现的。

在国盛证券首席经济学家熊园看来，从资产负债表、货币信用环境、高频指标等角度综合看，美国经济衰退的风险并不高。如果关税政策升级节奏并未明显超预期、经济衰退预期逐步证伪，美联储年内很难降息超过2次。

美股存泡沫化倾向

关税政策影响尚不明朗，美联储延续了其观望态度。未来海外金融资产的交易逻辑如何演绎？

美股下行风险仍存成为机构人士共识。中国银河证券首席策略分析师

杨超表示，一方面，政策不确定性加剧，美国近期经济衰退风险隐现；另一方面，美股面临业绩压力与高估值的不匹配问题，美股估值处于历史高位，泡沫化倾向明显。

张静静认为，本次议息会议略偏鹰派，暂无降息指引。虽然其鹰派程度比不上2018年12月的FOMC会议，但由于经济展望确认了关税带来的滞胀隐忧，美股仍有可能进一步调整。不过，通常情况下，当标普500指数调整约20%时，美联储有望转变态度，变得更加鸽派。再加上第二季度特朗普可能会将重心转向内政，所以在第二季度期间，美股收敛跌势、收复2-3月失地的概率较高。

对于美元，张静静认为，第一季度美元回调主要是由于美国相对非国家的“优势收敛”以及关税溢价的收敛。预计第二季度上述因素或边际逆转，进而美元指数存在反弹可能性。杨超则认为，鉴于美联储调整OT（量化紧缩）政策被解读为“隐性宽松”，一定程度压制美元指数。中长期来看，贸易政策不确定性或拖累美国经济增长，从而削弱美元。

对于黄金，杨超判断，中长期来看，不确定性风险、全球央行购金需求及地缘风险将为黄金价格提供长期支撑。

国际金价再创新高 机构看好黄金股补涨行情

●本报记者 葛瑶

3月20日，美联储隔夜释放“鸽派”

信号，国际现货黄金价格盘中突破3050美元/盎司大关，刷新历史纪录。在美联储降息预期升温与中东地缘冲突持续发酵的双重驱动下，黄金避险属性被市场进一步强化。同时，黄金股走势呈现分化趋势。市场人士分析认为，当下黄金股整体估值处于历史低位，金价高位震荡下，黄金股有望补涨。

金价强势依旧

在美联储释放“鸽派”信号后，黄金价格再度走强。Wind数据显示，3月20日下午，伦敦现货价格盘中触及3057.51美元/盎司历史新高点之后小幅回调；COMEX黄金期货价格盘中触及3065.2美元/盎司，同样刷新历史纪录。上海黄金交易所数据显示，国内黄金9999价格报709.09元/克，较前一日上涨0.2%。实物黄金供应紧张态势持续，中国央行2月再度增持16万盎司黄金，为连续第4个月增持。

终端消费市场同步升温，3月19日，老庙黄金、周大福、老凤祥等头部品牌足金饰品价格突破900元/克。其中，老庙黄金足金饰品报价单日涨幅高达12元/克。

金价持续创新高，尽管短期看涨情绪浓厚，但机构对黄金后市分歧显现。国信证券认为，美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势，驱动金价中枢持续上行。中信期货则表示，在美联储降息预期升温与中东地缘冲突持续发酵的双重驱动下，黄金避险属性被市场进一步强化。不过，市场可能会在黄金价格创纪录上涨后重新调整头寸并获利了结。短期内，地缘政治仍将是焦点，主导未来黄金价格走势。

黄金ETF则成为资金避险布局的重要通道，持续获资金流入。Wind数据统计显示，截至3月19日，华安黄金易ETF年内涨幅近15%，规模突破286

亿元，超过9亿元资金在近两周内净流入；国泰黄金ETF同期获近3亿元资金净流入。

黄金股有望补涨

中信证券表示，2025年初以来，国内黄金上市公司股价明显跑输金价。Wind数据显示，截至3月20日，Wind黄金股票指数涨幅为11.07%，表现弱于伦敦现货价格15%的涨幅。据国金证券策略首席分析师张弛测算，当下黄金股整体估值处于历史低位，约19倍。

中信证券认为，黄金上市公司业绩兑现程度低是本轮黄金股股价表现弱于金价的核心原因之一。其称，本轮金价上涨主要来自美国关税政策引发的避险情绪和交易因素，市场对后市金价上涨的持续性存疑，畏高情绪突出。

从股价表现来看，黄金板块内部走势呈明显分化态势。Wind数据显示，今年以来，上游龙头加工企业股价均有不俗涨幅，湖南黄金累计涨幅54%，山金国际累计涨幅21%，紫金矿业A股累计涨幅20%；黄金零售企业股价则分化明显，老铺黄金累计涨幅202%，明牌珠宝累计涨幅62%，潮宏基累计涨幅29%，豫园股份累计涨幅10%，周大生累计跌幅5%。

分析人士认为，金价走高对产业链中各环节带来的影响并不一致。对于上游开采企业来说，由于行业集中度高，而且利润率维持较高水平，因此其将直接受益于黄金价格的上涨。

随着国内金矿项目集中投产，2025年或产能释放放大。据中信证券测算，2025年国内重点金企的产量增速有望提高，而成本提高趋势将得到遏制，因此2025年有望成为国内金企业绩增长的“大年”。因此，中信证券认为，金价高位震荡的背景下，黄金股有望补涨，具备资源储备优势的矿业股、具有创新消费场景的零售龙头股或成资本角逐的焦点。

钢材期货实现“家门口”交割 钢铁产业链企业反响积极

●本报记者 王超

近日，上海期货交易所发布了新修订的《上海期货交易所螺纹钢期货业务细则（修订版）》《上海期货交易所热轧卷板期货业务细则（修订版）》《上海期货交易所线材期货业务细则（修订版）》《上海期货交易所不锈钢期货业务细则（修订版）》，自2025年4月14日起实施。市场人士认为，此次修订重点围绕钢材期货厂库交割相关规定进行优化与完善，旨在进一步提升交割便利性，助力钢铁产业链上下游的高效衔接。

河钢国际业务负责人表示，此次制度修订优化了厂库申请条件，钢厂的贸易商也可以申请钢材厂库，进一步提升了钢铁企业交割便利性。目前，螺纹钢等钢材期货交割集中在长三角区域，珠三角以及京津冀等区域交割库覆盖面较低。此次修订有利于华北、西北等大型钢厂直接参与期货交割。

欧冶云商作为宝武集团的供应链综合服务平台，可以借助厂库业务充分发挥自身优势，一方面与钢厂强化合作，助力上游钢厂快速回笼资金；另一方面充分调配市场货物资源，满足中下游产业客户个性化产品需求，缓解供需矛盾，提升套保效率。利用厂库交割等机制，欧冶云商在产业链中的协同作用将得到进一步发挥，促进钢铁产业链上下游的高效衔接。

河钢国际业务负责人表示，此次制度修订优化了厂库申请条件，钢厂的贸易商也可以申请钢材厂库，进一步提升了钢铁企业交割便利性。目前，螺纹钢等钢材期货交割集中在长三角区域，珠三角以及京津冀等区域交割库覆盖面较低。此次修订有利于华北、西北等大型钢厂直接参与期货交割。

螺纹钢等钢材期货交割集中在长三角区域，珠三角以及京津冀等区域交割库覆盖面较低。此次修订有利于华北、西北等大型钢厂直接参与期货交割。

此次修订有利于华北、西北等大型钢厂直接参与期货交割。

</div