

关税与降息预期交织，铜价八万关口多空博弈、黄金震荡

摘要：当前市场宏观氛围仍然中性偏多，上周特朗普造访美联储总部之后，鲍威尔被解雇的担忧暂时平息，市场情绪缓和美债收益率重新抬升，同时美元也有阶段性触底反弹的迹象，这给黄金带来了较大的抛售压力，同时铜价也从周中的历史高点回调。

金属市场周报

2025. 7. 21-2025. 7. 25

核心观点

1、上周金铜先扬后抑

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.51%，白银下跌 0.26%；沪金 2510 合约上涨 0.04%，沪银 2510 合约上涨 1.28%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3.99%、+1.03%。

2、铜价创新高后回调

当前市场宏观氛围仍然中性偏多，上周特朗普造访美联储总部之后，鲍威尔被解雇的担忧暂时平息，市场情绪缓和，另外临近 8 月 1 日美国对进口铜关税的具体落地之日，市场也在密切关注后续的具体细节以及有无新的临时变化发生。不过周后期美债收益率重新抬升，同时美元也有阶段性触底反弹的迹象，这对于高位的铜价又产生了一定压力。

3、贵金属冲高回落

上周特朗普的表态中市场对鲍威尔被解雇的担忧有所减弱，同时伴随关税谈判的推进，其不确定性逐步下降，美元有所反弹，市场风险偏好回升，贵金属价格承压回落。当前金价仍表现为宽幅震荡走势，宏观层面依然支撑金价于高位运行，本周关注 FOMC 会议及鲍威尔的发言，降息预期下预计金价仍将维持震荡偏强走势。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，周中一度创下历史高点。当前市场宏观氛围仍然中性偏多，上周特朗普造访美联储总部之后，鲍威尔被解雇的担忧暂时平息，市场情绪缓和，另外临近 8 月 1 日美国对进口铜关税的具体落地之日，市场也在密切关注后续的具体细节以及有无新的临时变化发生。不过周后期美债收益率重新抬升，同时美元也有阶段性触底反弹的迹象，这对于高位的铜价又产生了一定压力。

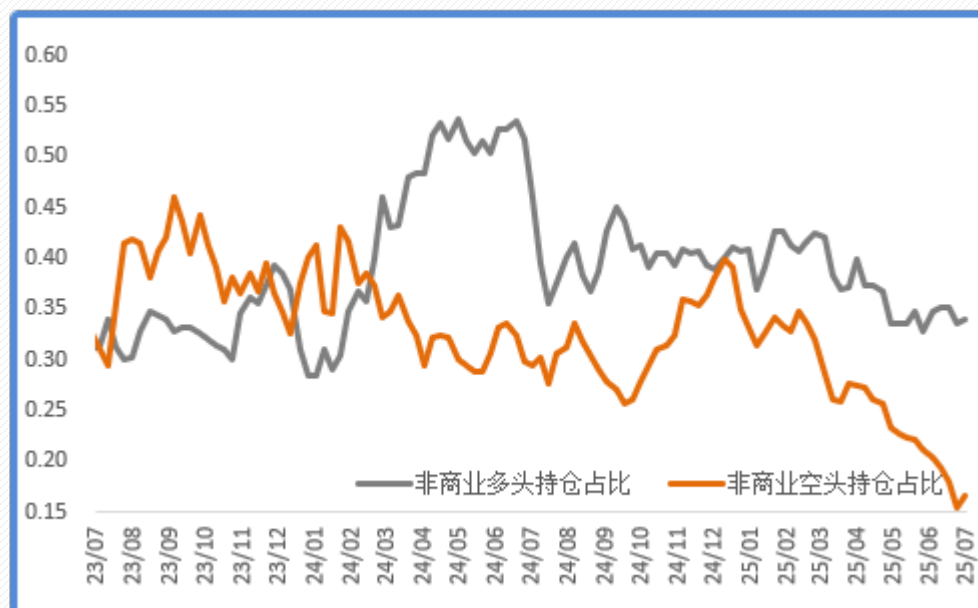
上周 SHFE 铜价高位回落，再次证明 80000 元/吨上方仍然存在较大压力。目前国内精炼铜消费呈现明显的淡季特征，不少下游、终端的反馈都并不理想。当然整体库存仍然处于低位，给予价格一定程度的支撑，但是真正要转化为价格的驱动仍然需要等待。同时国内工业品近期市场情绪较为高亢，也给铜价带来了正面的提振，但是随着上周五夜盘交易所对部分品种限仓措施导致的下跌，可能市场情绪会陆续开始降温，需要关注对铜价的影响。

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。目前 COMEX 铜库存的交仓仍在继续，库存已经接近 25 万吨，按照进口精炼铜数据，我们认为后期美国铜库存仍有进一步累积的空间，在这种情况下，月差并没有什么特别合适的策略，观察后续是否会出现库存拐点。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线的 back 结构出现显著的收缩。主要在于美国进口铜关税宣布之后，市场预计不少铜将改道来中国，会对中国的电解铜库存等带来较大压力，我们认为 borrow 策略暂时需要回避，等待情况相对确定之后再做决策。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空占比继续创出新低，目前空头持仓占比回到了历史低位区间，单从持仓来看，似乎仍然由多头进行主导。

图 1：CFTC 基金净持仓

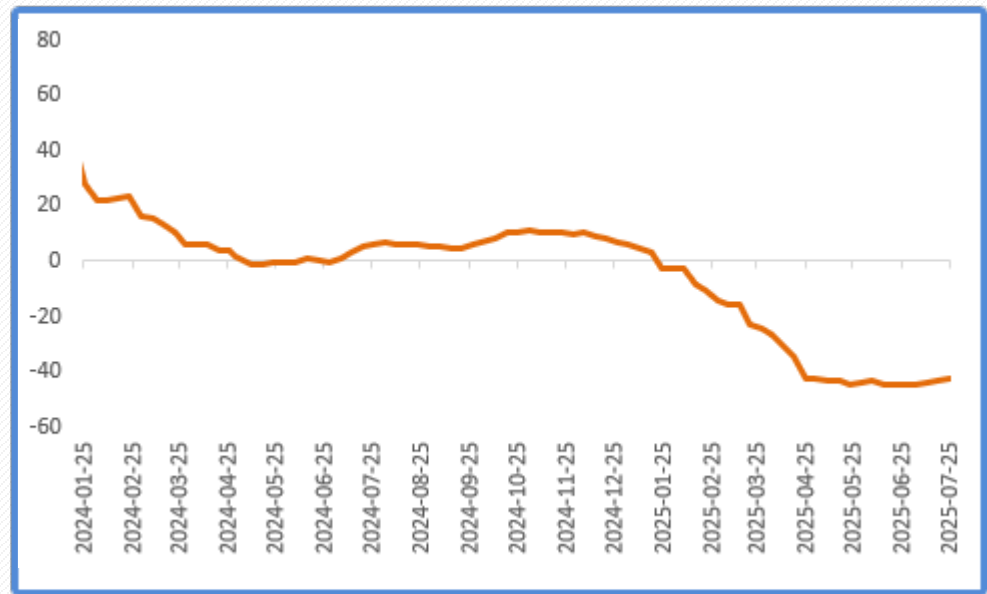


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-42.98 美元/干吨，较上周涨 0.22 美元/干吨。近期铜精矿现货市场维持活跃较低趋势，现货成交有限，加工费呈现“企稳为主、略有回调”态势。据了解，BHP 给冶炼厂招标价-43 美元/干吨，船期：9 月，数量：1 万吨，较上月截标价格上涨 2 美元/干吨。除此之外还听说有七月份船期 grasberg 矿-30 美元出头的价格成交，以及-40 美元出头成交四季度/明年一季度的货物。有市场参与者表示现货市场九月份船期货物在-40/-41 美元的水平。

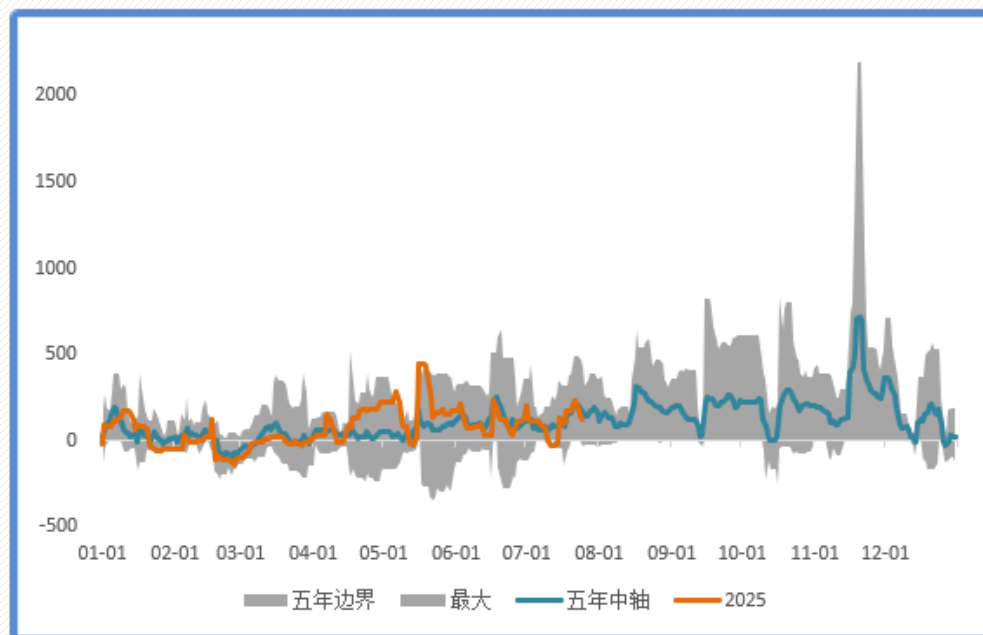
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价重心再度上移，下游加工企业畏高情绪明显，谨慎观望情绪较浓，日内采购需求较为疲弱，仍主以刚需接货为主；同时企业新增订单相对有限，淡季消费背景且铜价高位运行，市场需求较为不佳。临近月底，料部分企业受制于资金压力，采购需求难有明显提振，现货升水回升压力较大；然考虑到目前库存低位，且市场到货预期不强，部分持货商仍存在一定挺价情绪，因此下行空间同样受限，料周内或区间运行于升 50~200 元/吨。

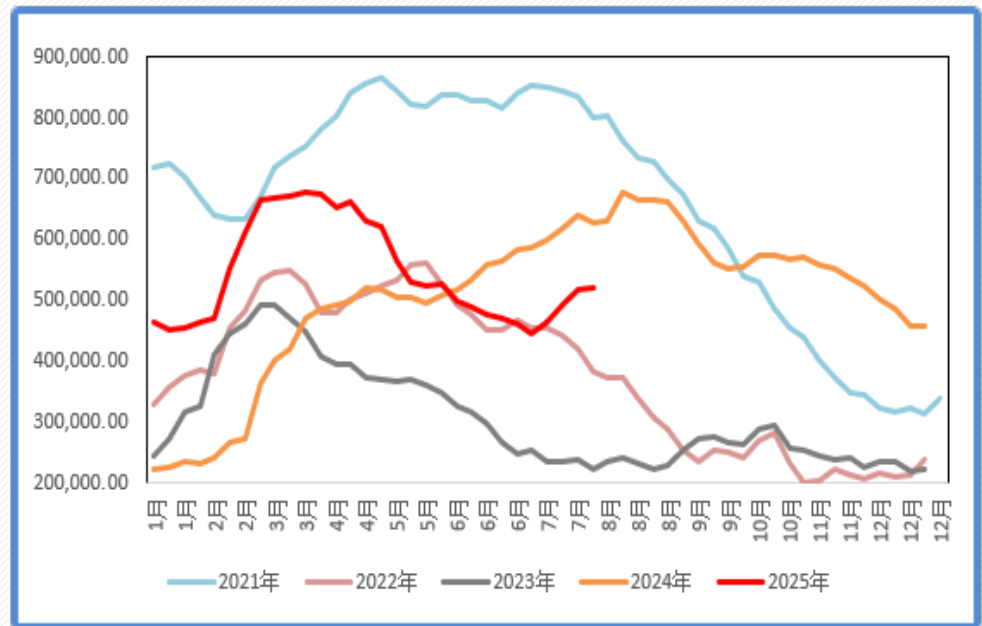
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 12.18 万吨，较 17 日降 2.26 万吨，较 21 日增 0.37 万吨；国内电解铜库存继续维持去库趋势，其中上海市场、广东市场、江苏市场均表现减少；由于周内国内货源和进口到货量仍相对不多，不过近期下游采购需求亦较为有限，部分仓库出库量有所减少，因此库存去库趋势放缓；下周来看，冶炼出仍有部分货源出口，虽然有进口铜到货预期，但进口货源预计流入不多，不过铜价高位运行，下游需求难有明显提振，因此预计库存继续表现去库，下降幅度有限。

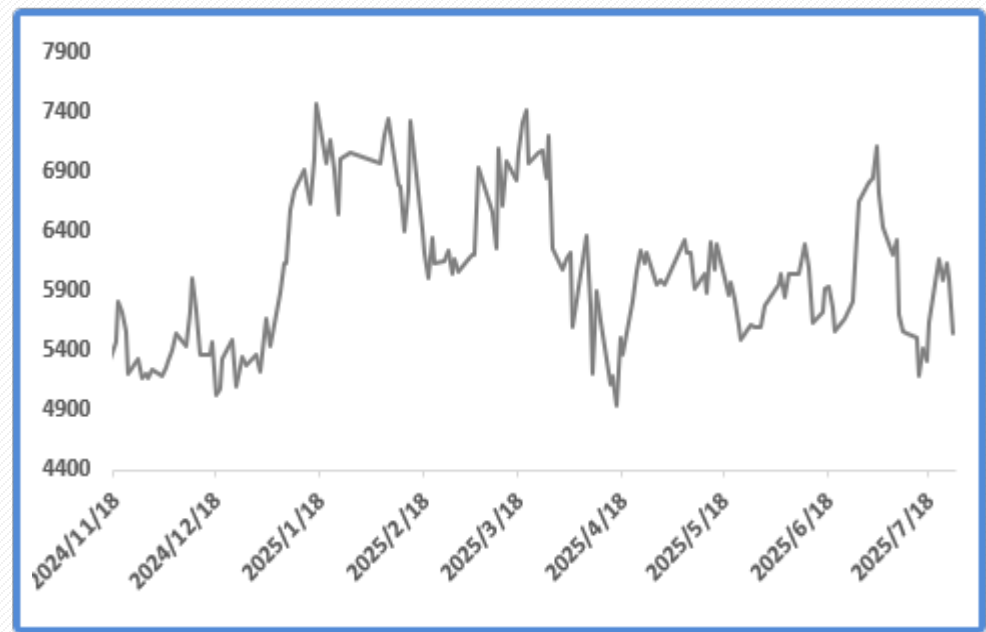
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体下跌，市场间价差保持平稳；精铜杆企业成交表现环比有所下滑，前期低价订单提货有所回升；再生铜杆原料、成品双双高溢价，成品货源较为紧张；精废杆价差、再生铜杆贴水环比收窄，但周内变化明显；国内铜杆社会库存继续下降。随着市场交易的下滑，精铜杆企业的生产积极性有所回落，加之月末换月之际多有企业会进行设备维护，因此下周预计生产表现或有所下滑；但有个别下游加快提货前期的低价订单，预计下周精铜杆企业的生产下滑幅度有限。再生铜杆的现货依然紧张，为保障订单交付已经开始出现精铜杆替代的情况，且贸易商手中的流通货源减少，这一情况或将影响精铜杆价格体系，低价报盘预计下周也将减少，价格体系更倾斜向精铜杆厂家。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

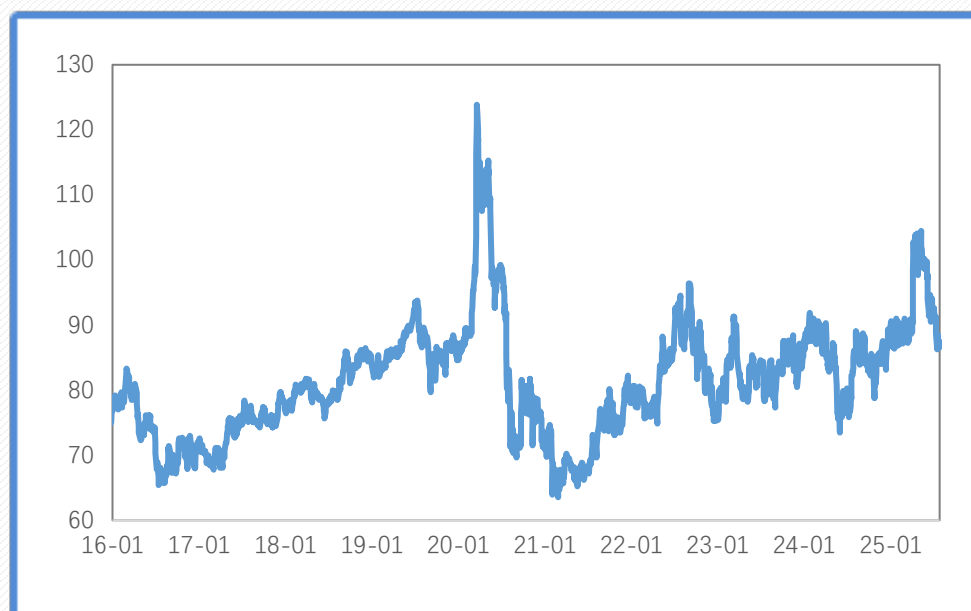
上周金银价格冲高回落，COMEX 金银于 3325-3452 美元/盎司、38.1-39.9 美元/盎司区间内运行。上周特朗普的表态中市场对鲍威尔被解雇的担忧有所减弱，同时伴随关税谈判的推进，其不确定性逐步下降，美元有所反弹，市场风险偏好回升，贵金属价格承压回落。

贵金属价格监控			
2025/7/28	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3329.1	3349.4	-0.6%
COMEX 白银	38.0	38.3	-0.5%
伦敦金现	3343.5	3355.1	-0.3%
伦敦银现	38.7	38.3	1.2%
SHFE 黄金	774.7	774.6	0.0%
SHFE 白银	9368.0	9246.0	1.3%
上金所黄金 T+D	773.6	773.4	0.0%
上金所白银 T+D	9372.0	9211.0	1.7%

（二） 比价与波动率

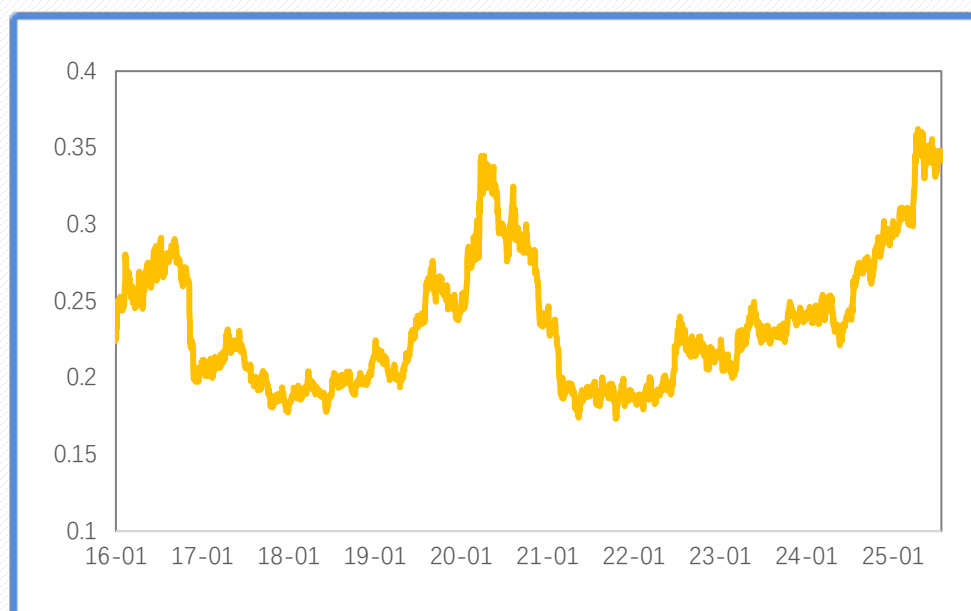
上周，白银与黄金同步下行，金银比窄幅震荡；伦铜价格震荡运行，金铜比小幅下行；原油价格有所回落，金油比随之回升。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



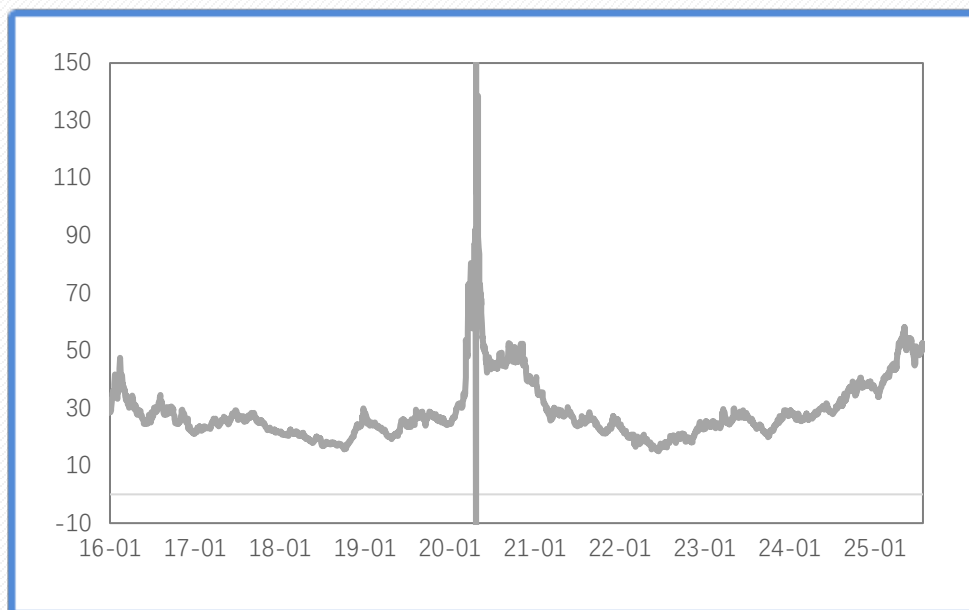
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

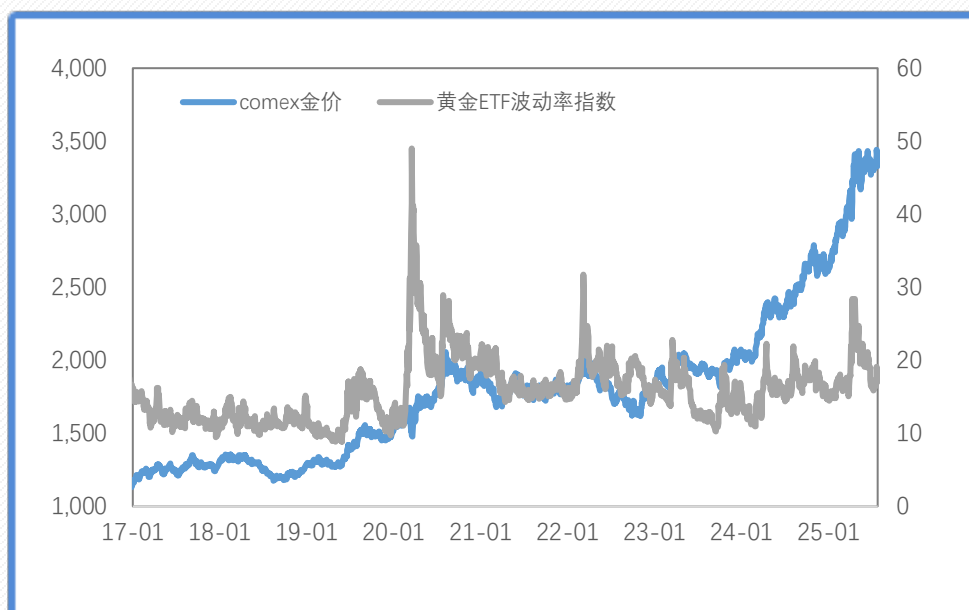
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 小幅回升，前期黄金波动率下行至相对低位，后续不排除有再度上冲的可能。

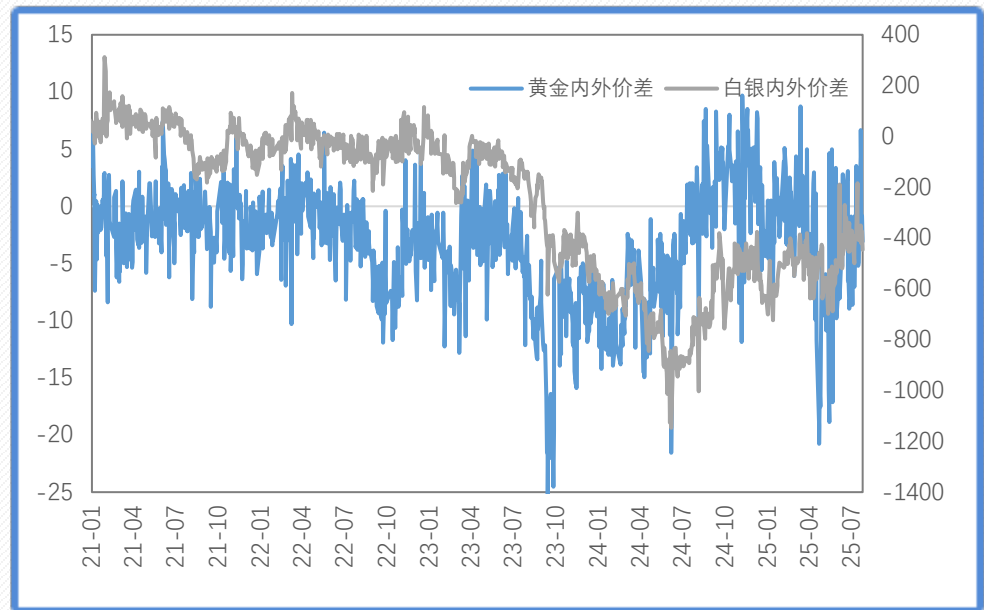
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

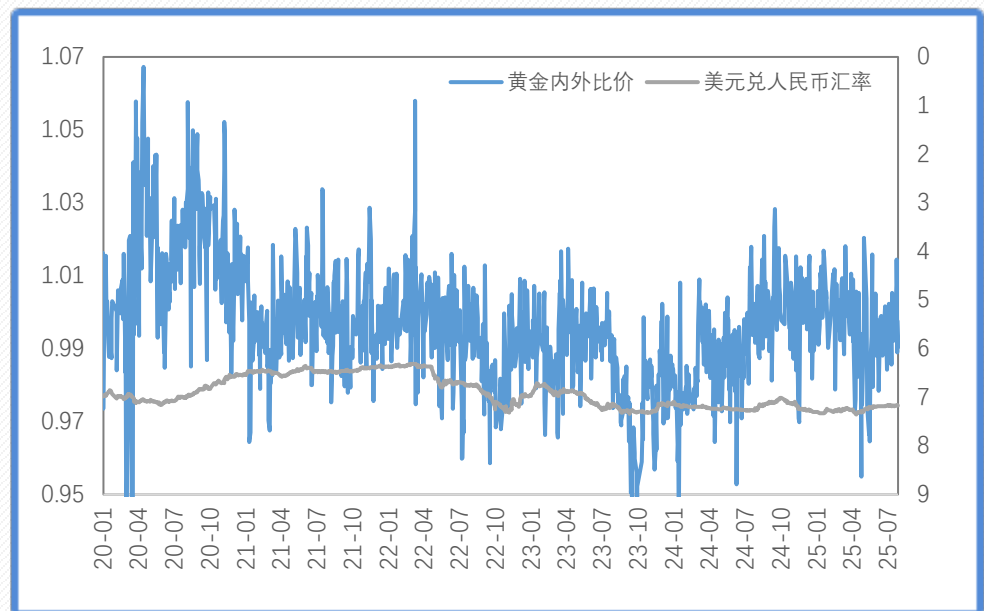
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所下降，白银内外价差及内外比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

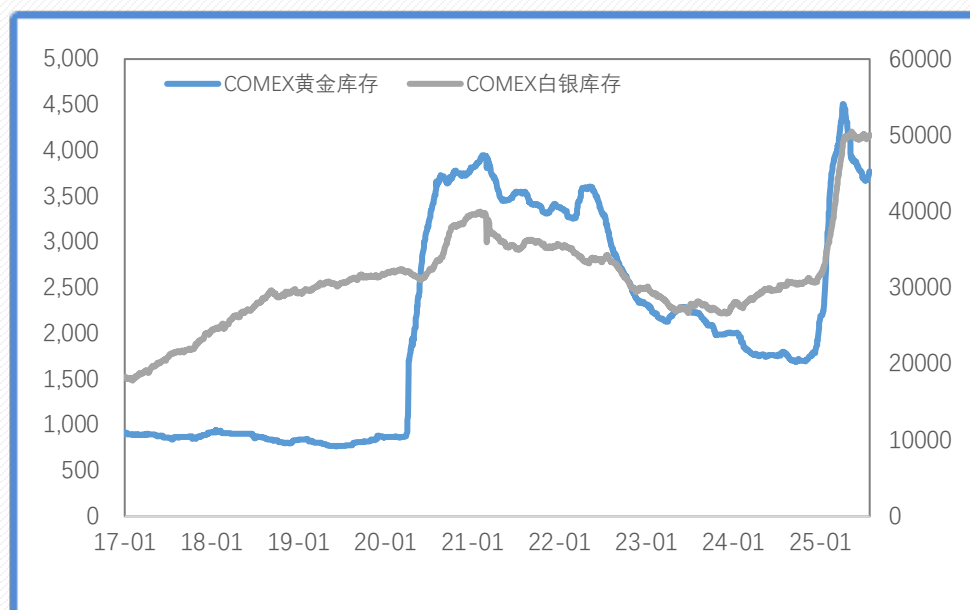


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

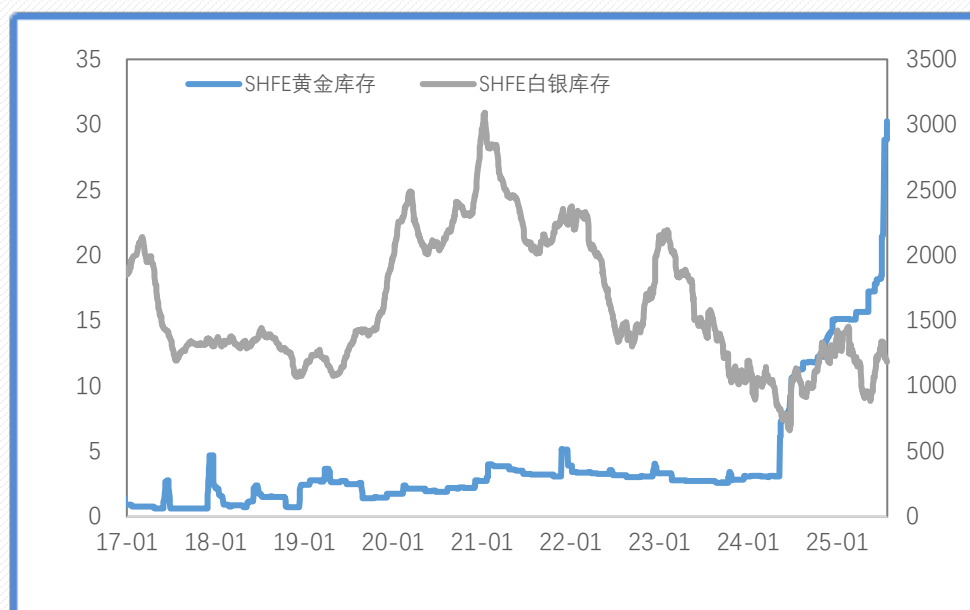
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3776 万盎司，环比增加约 57 万盎司，COMEX 白银库存约为 50032 万盎司，环比增加约 308 万盎司；SHFE 黄金库存约为 30.3 吨，环比增加约 1.4 吨，SHFE 白银库存约为 1187 吨，环比减少约 24 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

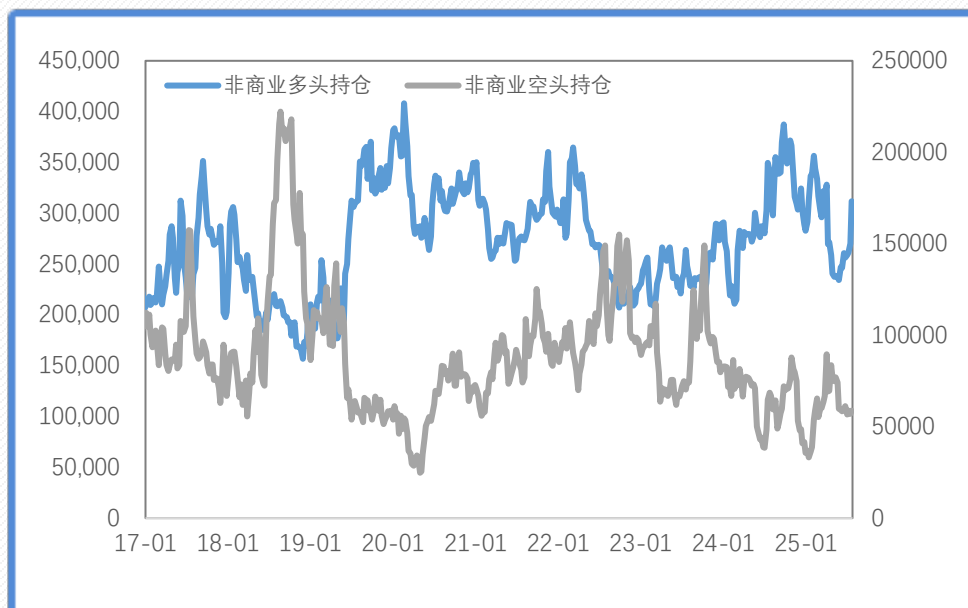
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 13 吨至 957 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 572 吨至 15230 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 37.1 万手, 其中非商业多头持仓增加 41722 手至 31.2 万手, 空头持仓增加 1799 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 63.7%附近, 非商业空头持仓占比下降至 12%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



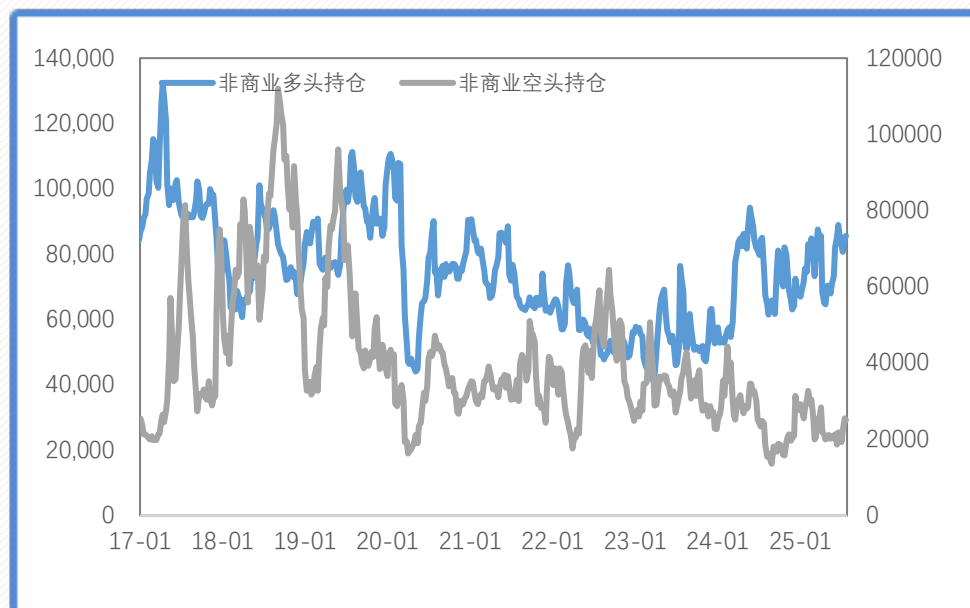
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



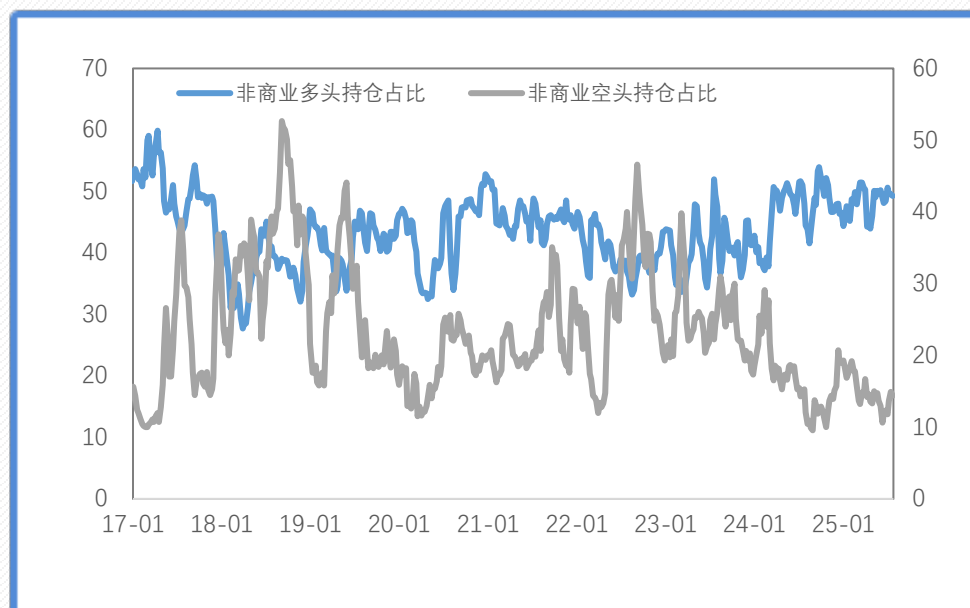
数据来源：Wind

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

国内商品市场的情绪较为高涨, 各种信息层出不穷。一方面有针对城市更新的会议, 强调了对于城市的更新升级, 另一方面, 反内卷会议的精神在一些行业被继续落实, 市场普遍期待反内卷后续会有更进一步的措施, 这也推动了相关工业品的进一步反弹。我们认为近期宏观和行业政策相对利多, 还可能推动铜价反弹, 但是价格反弹后消费是否可以跟上才是值得考虑的问题。

当前金价仍表现为宽幅震荡走势，宏观层面依然支撑金价于高位运行，本周关注 FOMC 会议及鲍威尔的发言，降息预期下预计金价仍将维持震荡偏强走势。

关注及风险提示

职位空缺、非农数据、核心 PCE、联储利率决议、关税政策、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。