

美铜挤出溢价，非农爆冷推动降息预期回升，黄金守住关口

金属市场周报

2025. 7. 28–2025. 8. 1

摘要：周中美国政府意外宣布，针对铜的 232 调查结束并且不再对进口精炼铜征收任何关税。COMEX 铜价大幅回落，挤出关税预期带来的溢价。周五非农新增就业意外爆冷，新增就业人数不及预期，失业率小幅攀升，降息预期又重新回升，给予黄金和铜一定的反弹动能，现货黄金 3300 美元/盎司的重要关口仍然有较强支撑。

核心观点

1、上周黄金先抑后扬，铜价回落

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.61%，白银下跌 3.18%；沪金 2510 合约下跌 0.85%，沪银 2510 合约下跌 5.05%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-23.45%、-1.07%。

2、232 调查落地，美铜挤出溢价

周中美国政府意外宣布，针对铜的 232 调查结束并且不再对进口精炼铜征收任何关税。消息公布后，COMEX 铜价大幅回落，挤出关税预期带来的溢价。美铜与其他地区铜的价差迅速收敛。随后在 FOMC 会议上鲍威尔全程维持鹰派表态，加之当天美国二季度 GDP 和 7 月 ADP 就业数据表现强劲，市场继续修正 9 月降息预期，铜价再度承压回落。直到周五智利一座铜矿发生较大事故被迫停产，以及晚间非农新增就业意外爆冷，降息预期回升，给予铜价一定的反弹动能。

3、黄金显著反弹

上周初美元及利率的反弹压制金价，而周五非农数据远低于市场预期，前值大幅下修，失业率小幅提升，使得市场降息预期显著回升，同时美联储理事库格勒辞职，使得美联储独立性或将再度受到质疑，美元、利率快速下挫，金价由此抬升。在当前降息回升下，金价得以支撑，而后续伴随美国货币信用风险、潜在的衰退风险等预期下，金价仍有进一步上行的空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价大幅回落，周中美国政府意外宣布，针对铜的 232 调查结束并且不再对进口精炼铜征收任何关税。消息公布后，COMEX 铜价大幅回落，挤出关税预期带来的溢价。美铜与其他地区铜的价差迅速收敛。随后在 FOMC 会议上鲍威尔全程维持鹰派表态，加之当天美国二季度 GDP 和 7 月 ADP 就业数据表现强劲，市场继续修正 9 月降息预期，铜价再度承压回落。直到周五智利一座铜矿发生较大事故被迫停产，以及晚间非农新增就业意外爆冷，降息预期回升，给予铜价一定的反弹动能。

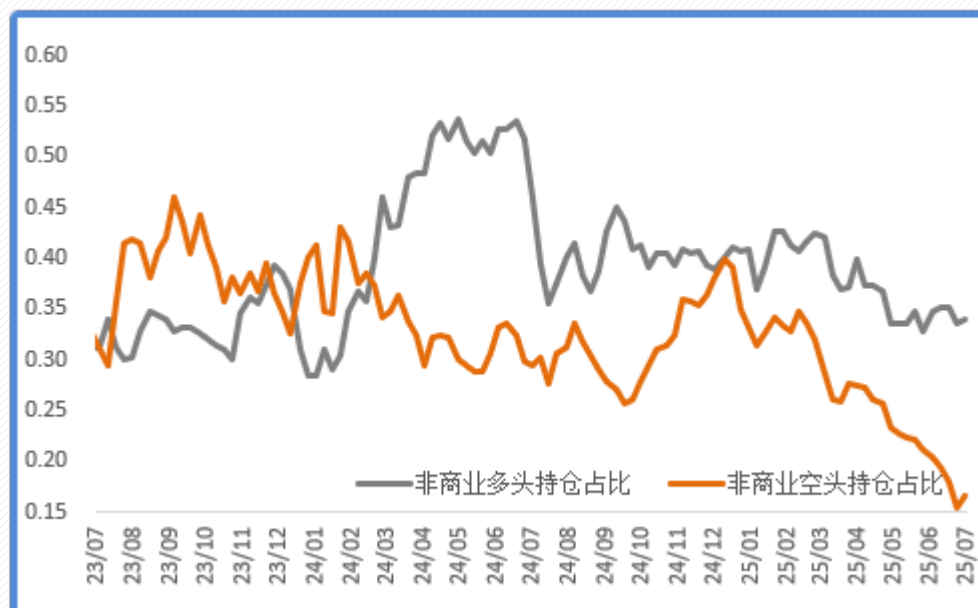
上周 SHFE 铜价小幅回落，重新测试 78000 元/吨一线支撑。目前国内仍然处于消费淡季，淡季特征表现较为明显，上周价格回落后可能会刺激部分下游点价和买盘的介入。我们并不认为近期累库的幅度会很大，但是仍然需要关注美铜关税豁免之后，后续全球精炼铜物流的重新变化。预计智利电铜将更多重新出口至中国，增加国内供应压力。另外如果价差合适，美国境内电铜也可能重新流出，这些都将增大非美地区供应压力，从而对铜价有所承压。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，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 26 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，价格曲线总体仍然呈现小幅 back 结构。从短期来看，我们并不认为沪铜有很大的累库压力，因此逢低做 borrow 仍然可行，但是空间有限。如果看三个月左右，仍然需要观察美铜关税豁免后，全球贸易流会如何变化，会给国内带来多大的供应压力。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空占比继续低位徘徊，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

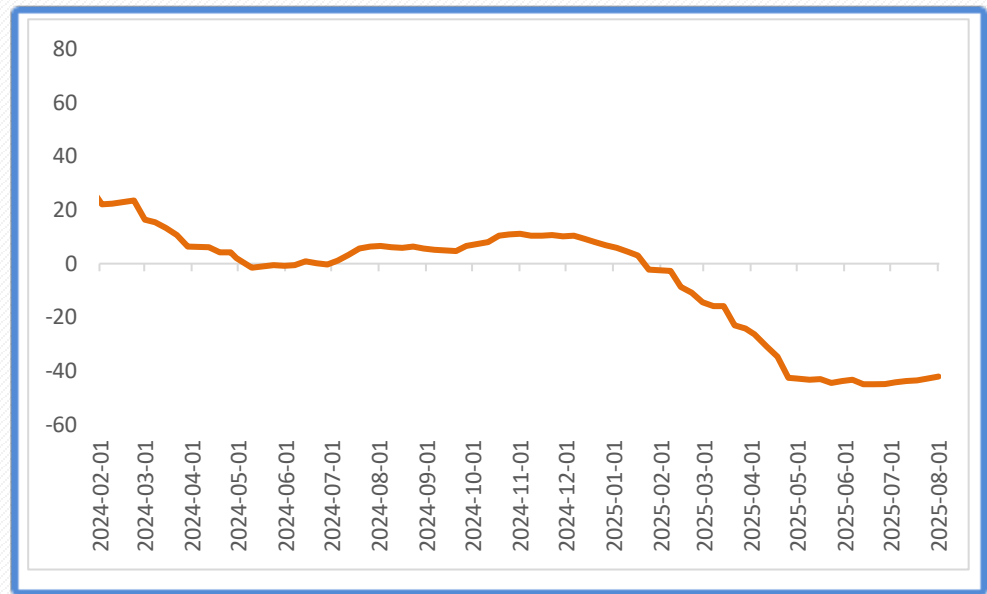


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-42.5 美元/干吨，较上周涨 0.48 美元/干吨。近期铜精矿现货市场成交依旧冷清，8 月现货市场 TC 回暖但上调幅度有限，当前贸易商多打包四季度货报盘，价格企稳，报盘价在-41--43，可成交价在-41--40 左右。spcc 招标-85，近期矿山招标对贸易商变动不大，加工费稳住向上趋势。近期铜精矿现货市场或将延续平稳运行态势，主流加工费仍在-40 低位美元区间。

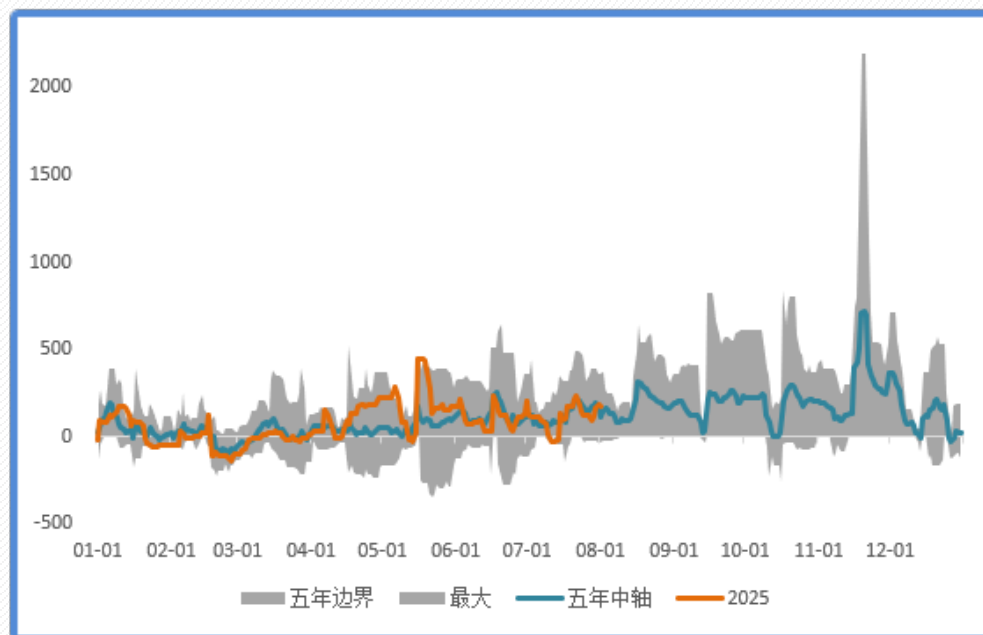
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内临近月底，虽铜价重心回落，但部分加工企业受制于资金压力，同时新增订单表现较少，市场消费仍难有明显提升空间，且下游企业入市采购情绪仍表现谨慎，甚至于少数企业主以长单接货为主，零单采购较少。短期随着宏观情绪影响消退，铜价或存在反弹空间，且下游新增订单有限，市场消费预计难有明显提升空间，但考虑到市场到货预期不强，且社库低位运行，现货升水同样下跌空间有限，预计周内或运行于升 50~升 200 元/吨。

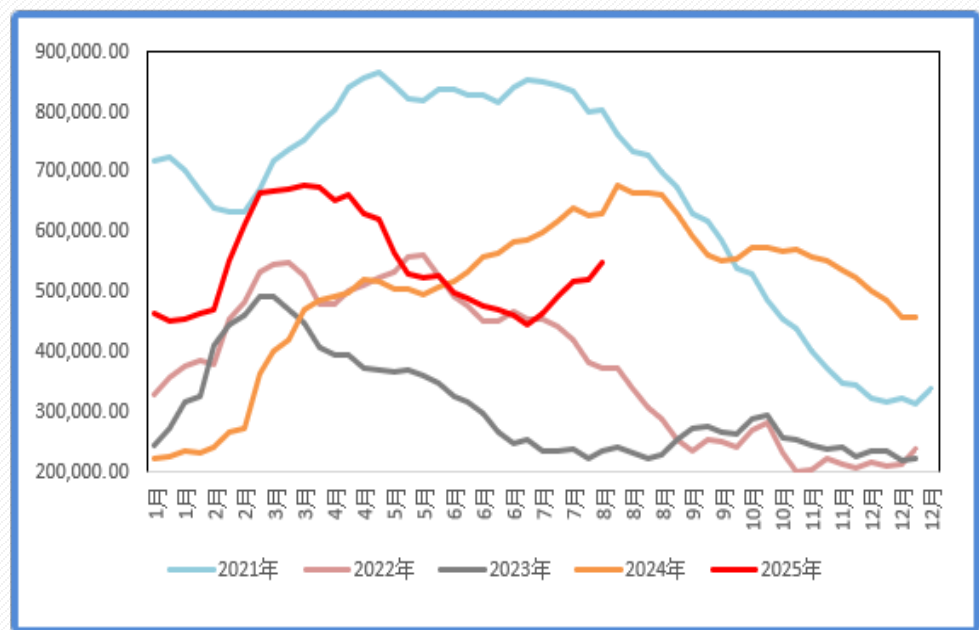
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 12.13 万吨，较 24 日降 0.05 万吨，较 28 日降 0.37 万吨；本周上海市场库存环比上周表现小幅增加，周内进口铜货源有所到货，基本均为非注册类货源，主流品牌货源相对稀少，且值得注意得是国产货源到货入库量依旧偏少。同时由于临近月底，下游采购需求难有明显增加，库存因此止跌回升。下周来看，考虑到近期铜价重心下移，且市场到货量难有明显增量，因此库存预计维持低位运行，周内或重新表现下降。

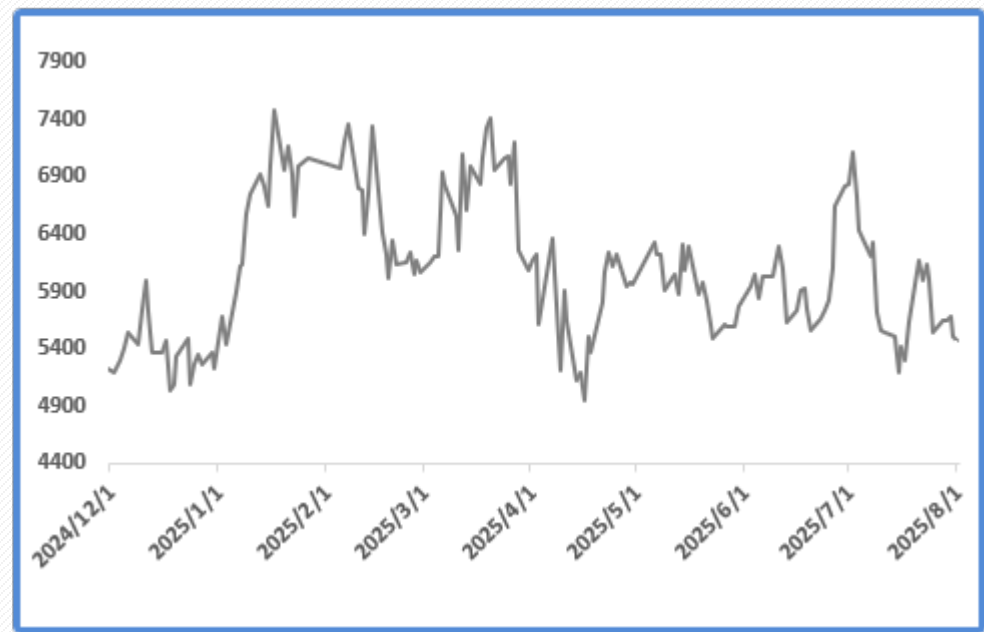
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体多数上调，华南市场为增加出货量，加工费有继续下调表现；铜价阶段性回调刺激下，市场出现集中性采购订单；再生铜溢价厂家补货困难，成品销售阻力较大；精废杆价差、再生铜杆贴水周内收缩明显；国内铜杆社会库存环比基本持平。精铜杆交易活跃度回升，企业在手订单数量增加；目前终端需求不振，部分区域下游提货按需为主，精铜杆成品或仍以高库存状态运行，因此换月之际有部分精铜杆企业降进行设备维护，预计下周生产或有下滑。再生铜杆原料、现货双双处于偏紧状态，部分企业待交付订单也日渐增多，目前再生铜杆厂家生产压力较大，虽然市场有使用精铜杆替代情况，但海外宏观消息的不确定性也使得铜价波动率提升，再生铜杆市场整体供应依旧趋紧。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

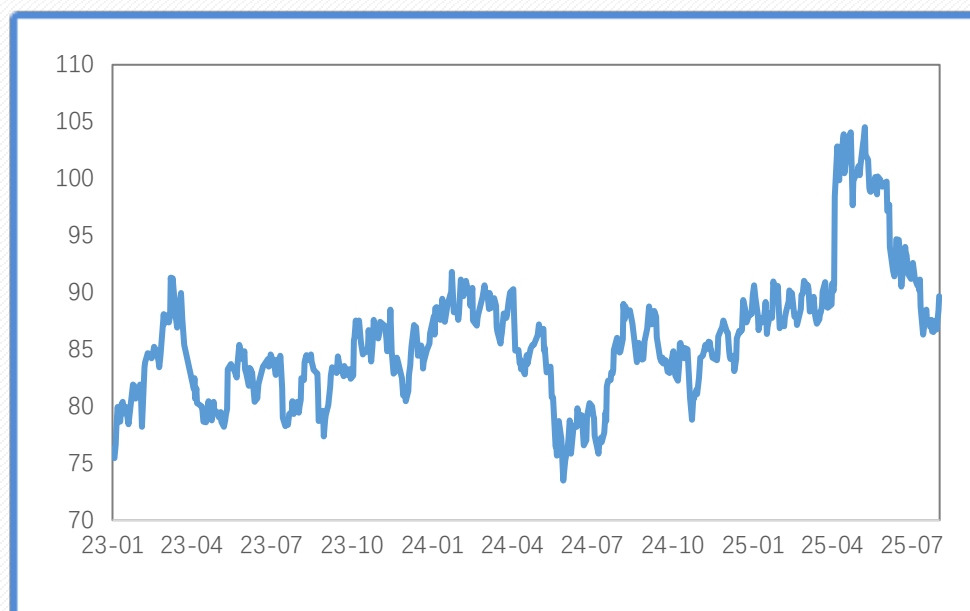
上周金价先抑后扬，银价持续回落，COMEX 金银于 3319-3417 美元/盎司、36.2-38.5 美元/盎司区间内运行。上周初美元及利率的反弹压制金价，而周五非农数据远低于市场预期，前值大幅下修，失业率小幅提升，使得市场降息预期显著回升，同时美联储理事库格勒辞职，使得美联储独立性或将再度受到质疑，美元、利率快速下挫，金价由此抬升。

贵金属价格监控			
2025/8/1	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3360.1	3329.1	0.9%
COMEX 白银	36.8	38.0	-3.4%
伦敦金现	3346.9	3343.5	0.1%
伦敦银现	36.5	38.7	-5.8%
SHFE 黄金	767.4	774.7	-0.9%
SHFE 白银	8898.0	9368.0	-5.0%
上金所黄金 T+D	767.2	773.6	-0.8%
上金所白银 T+D	8888.0	9372.0	-5.2%

（二） 比价与波动率

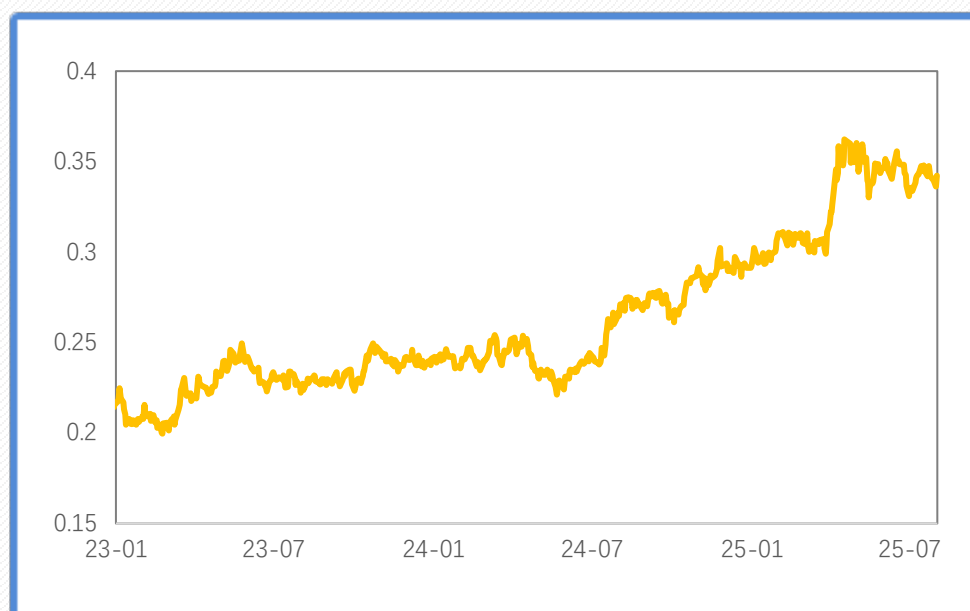
上周，白银下跌而黄金上涨，金银比持续上行；伦铜价格震荡下跌，金铜比震荡上行；原油价格小幅反弹，金油比随之回落。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



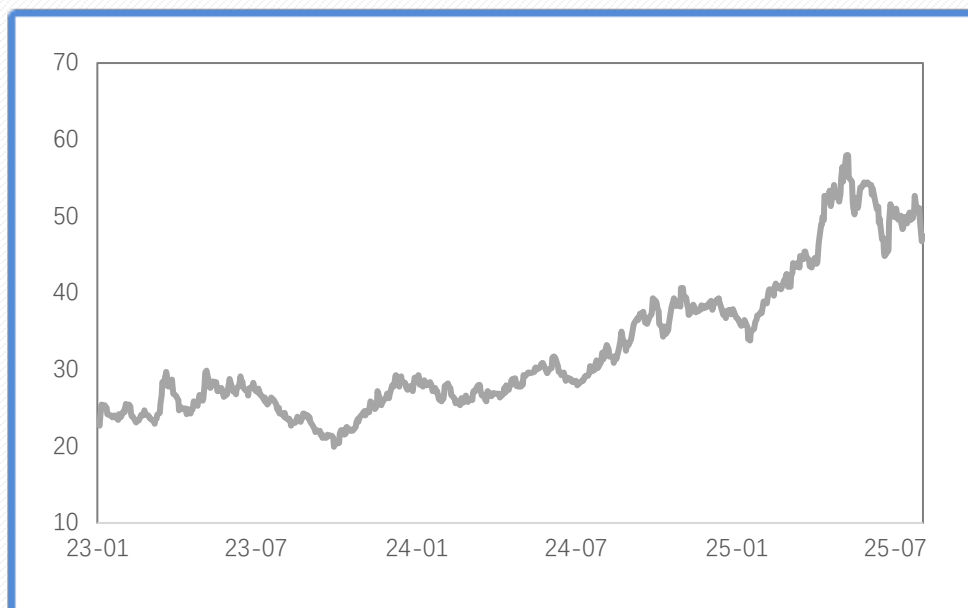
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

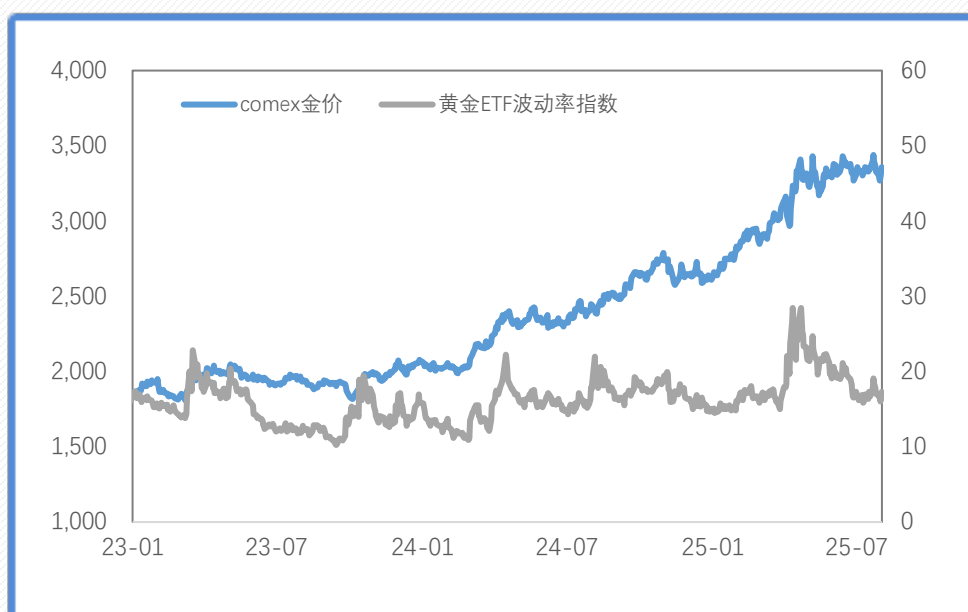
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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。

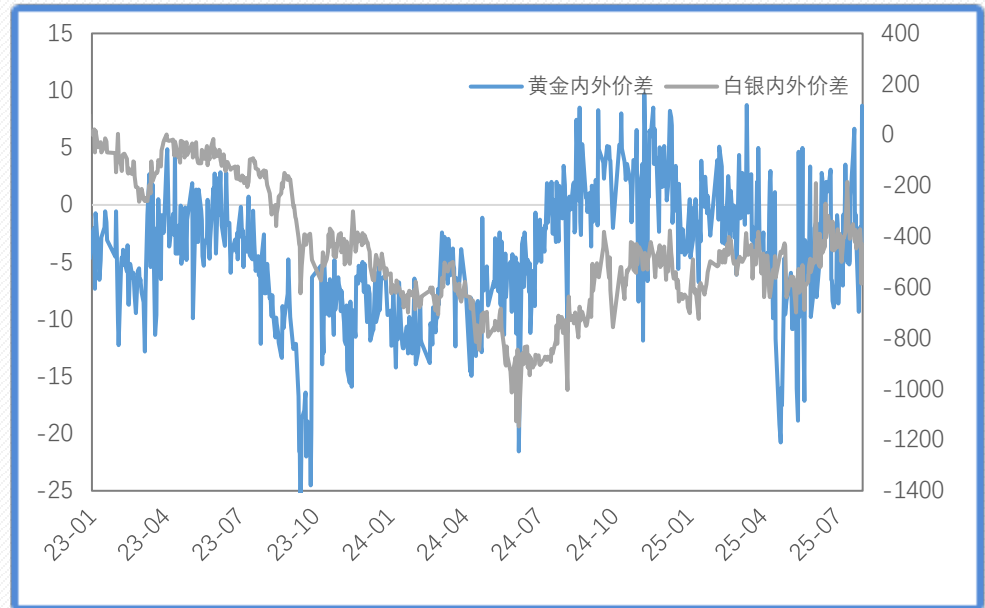
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

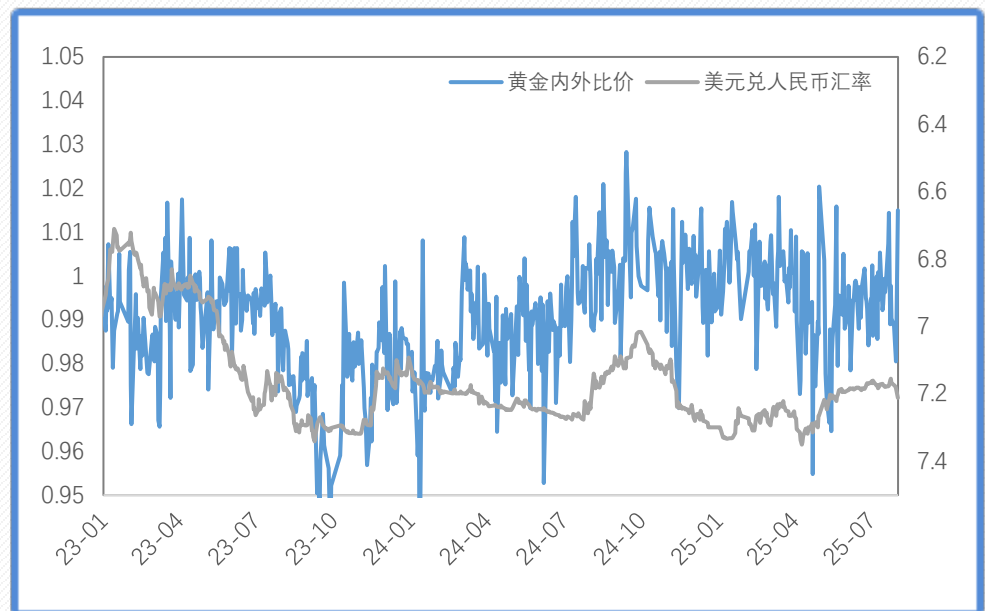
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及内外比价有所回升，白银内外价差及内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

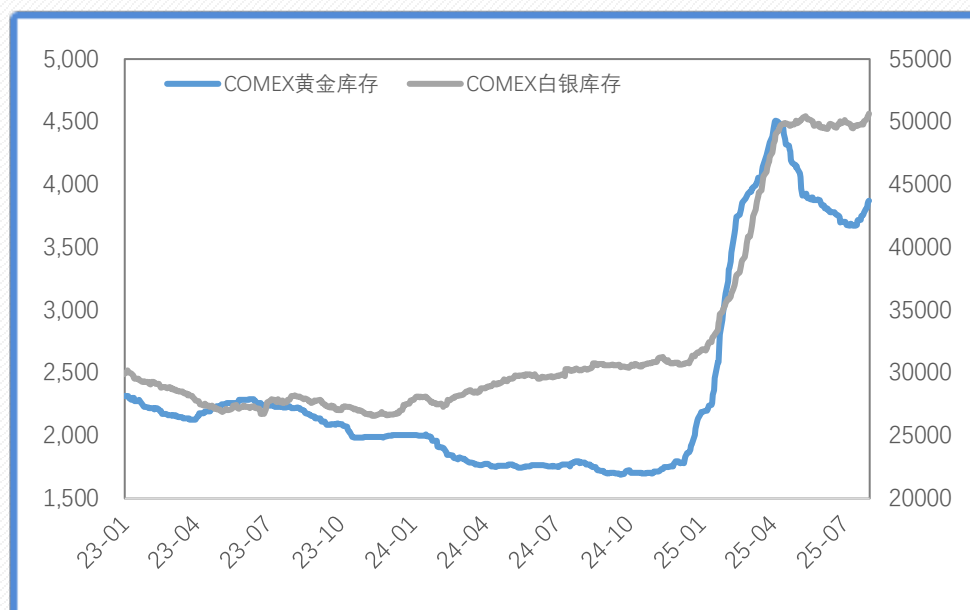


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

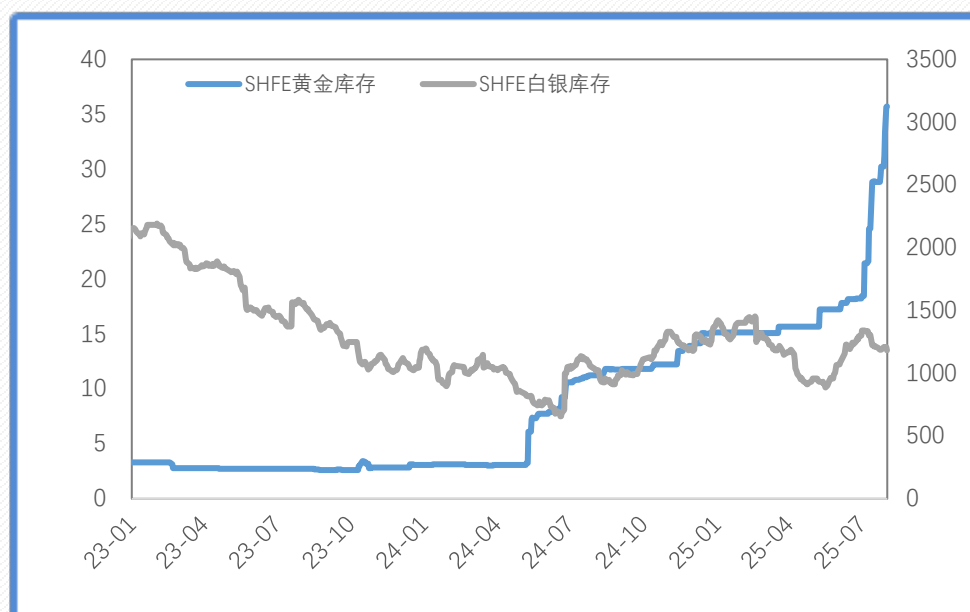
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3872 万盎司，环比增加约 95 万盎司，COMEX 白银库存约为 50666 万盎司，环比增加约 634 万盎司；SHFE 黄金库存约为 35.7 吨，环比增加约 5.5 吨，SHFE 白银库存约为 1184 吨，环比减少约 3 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

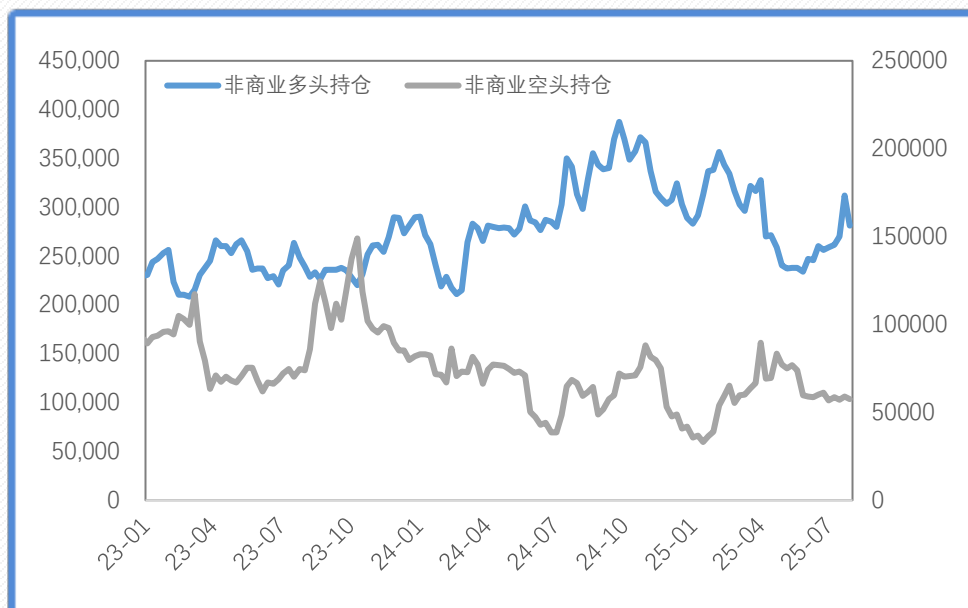
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

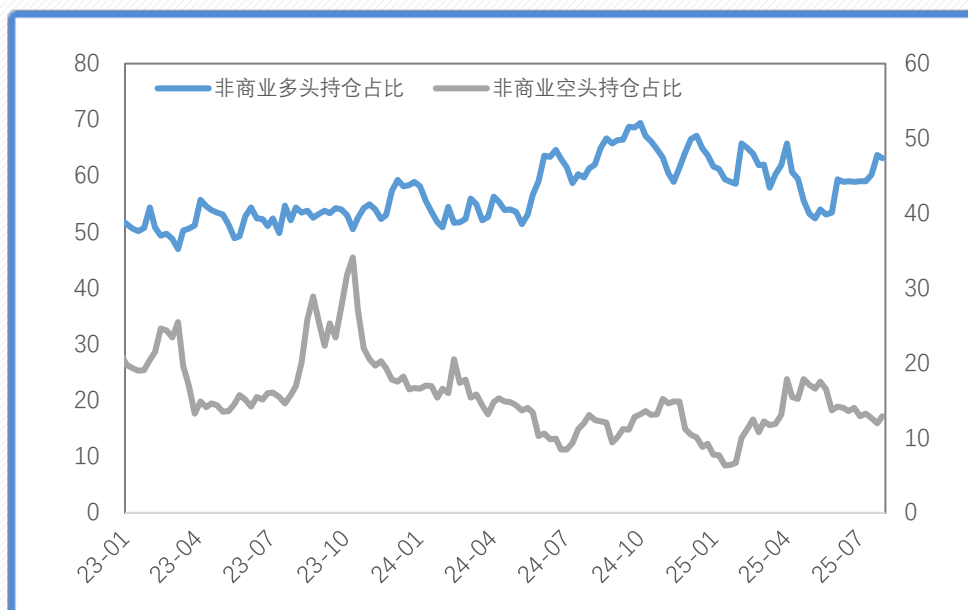
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 4 吨至 953 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 174 吨至 15057 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.9 万手,其中非商业多头持仓减少 30708 手至 28.1 万手,空头持仓减少 1266 手至 5.8 万手;非商业多头持仓占优,比例较上周下降至 63.2%附近,非商业空头持仓占比上升至 12.9%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



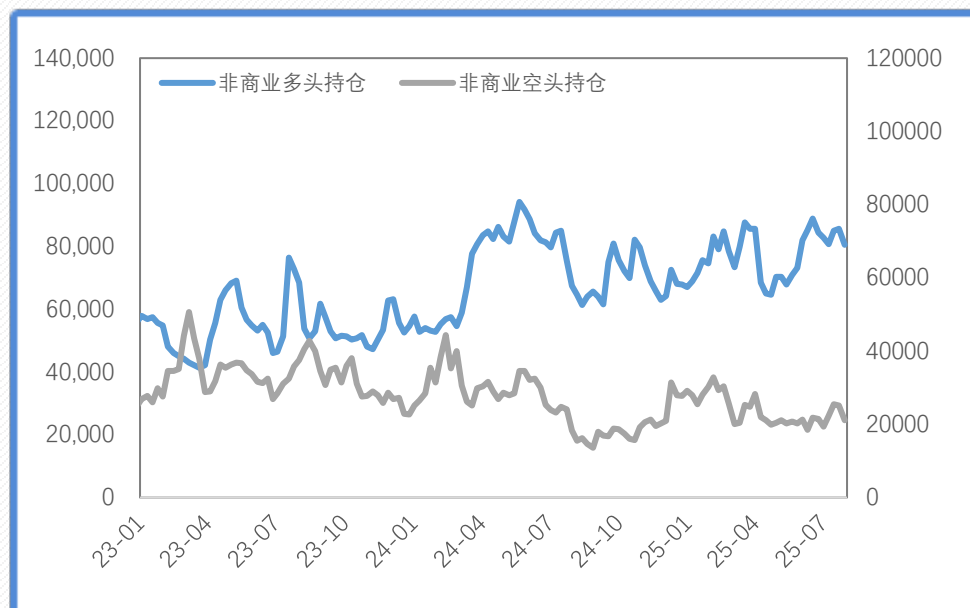
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



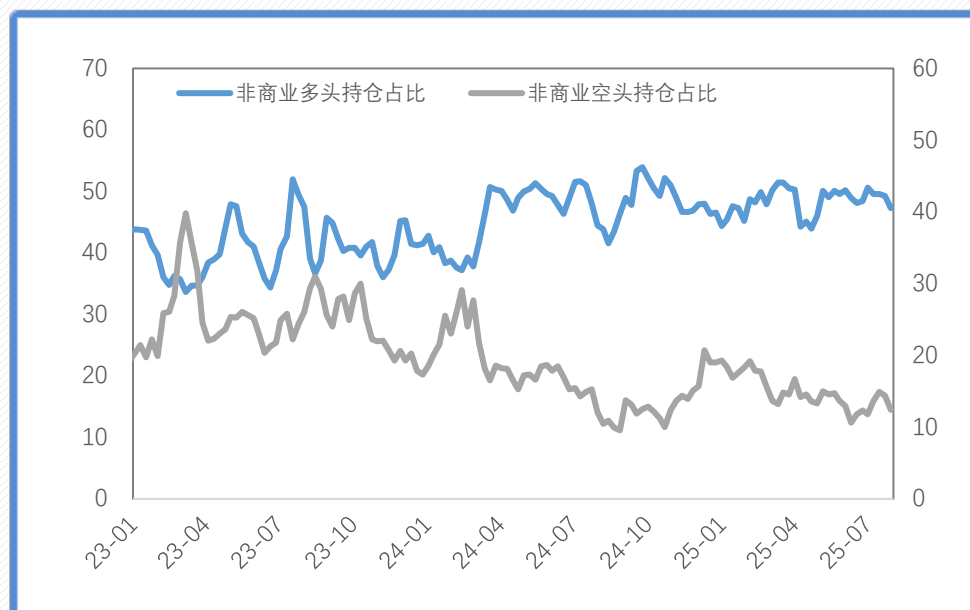
数据来源：Wind

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

目前国内仍然处于消费淡季, 淡季特征表现较为明显, 上周价格回落后可能会刺激部分下游点价和买盘的介入。我们并不认为近期累库的幅度会很大, 但是仍然需要关注美铜关税豁免之后, 后续全球精炼铜物流的重新变化。预计智利电铜将更多重新出口至中国, 增加国内供应压力。另外如果价差合适, 美国境内电铜也可能重新流出, 这些都将增大非美地区供应压力, 从而对铜价有所承压。



在当前降息预期回升下，金价得以支撑，而后续伴随美国货币信用风险、潜在的衰退风险等预期下，金价仍有进一步上行的空间。

关注及风险提示

美国 PMI、初请失业金人数、通胀预期、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。