

降息预期加深，铜价企稳反弹、黄金显著上行

金属市场周报

2025. 8. 4-2025. 8. 8

摘要：上周宏观层面相对平静，缺乏重要经济数据的支撑，但整体仍处于 RISK ON 的状态之中。一方面联储官员发言相对偏鸽，同时市场关于特朗普对联储理事等要职的提名理解为更倾向于认为会听从特朗普降息，另一方面，市场确认特朗普与普京会举行会面，对俄乌停战的预期依然存在。在整体宏观氛围的烘托下，金铜略微有所分化，铜价表现稍强。

核心观点

1、上周金铜有所反弹

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1. 24%，白银上涨 3. 79%；沪金 2510 合约上涨 2. 22%，沪银 2510 合约上涨 4. 04%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0. 95%、+0. 11%。

2、铜在关键技术位企稳反弹

在此前回吐了关税预期带来的溢价之后，COMEX 铜价在 4. 3 美元一线获得明显支撑。上周宏观层面相对平静，缺乏重要经济数据的支撑，但整体仍处于 risk on 的状态之中。一方面联储官员发言相对偏鸽，同时市场关于特朗普对联储理事等要职的提名理解为更倾向于认为会听从特朗普降息，另一方面，市场确认特朗普与普京会举行会面，对俄乌停战的预期依然存在。在整体宏观氛围的烘托下，铜价整体偏强运行。

3、黄金显著上行

近期，特朗普对美联储官员的提名加深市场的降息预期，贵金属价格由此得以提振，而上周关于美国将对进口 1 公斤重的金条征收关税的消息，使得美国黄金期现价差大幅走扩，黄金供应不确定性加剧。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。另外，仍需持续关注黄金关税的政策动态。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡偏强，在此前回吐了关税预期带来的溢价之后，COMEX 铜价在 4.3 美元一线获得明显支撑。上周宏观层面相对平静，缺乏重要经济数据的支撑，但整体仍处于 risk on 的状态之中。一方面联储官员发言相对偏鸽，同时市场关于特朗普对联储理事等要职的提名理解为更倾向于认为会听从特朗普降息，另一方面，市场确认特朗普与普京会举行会面，对俄乌停战的预期依然存在。在整体宏观氛围的烘托下，铜价整体偏强运行。

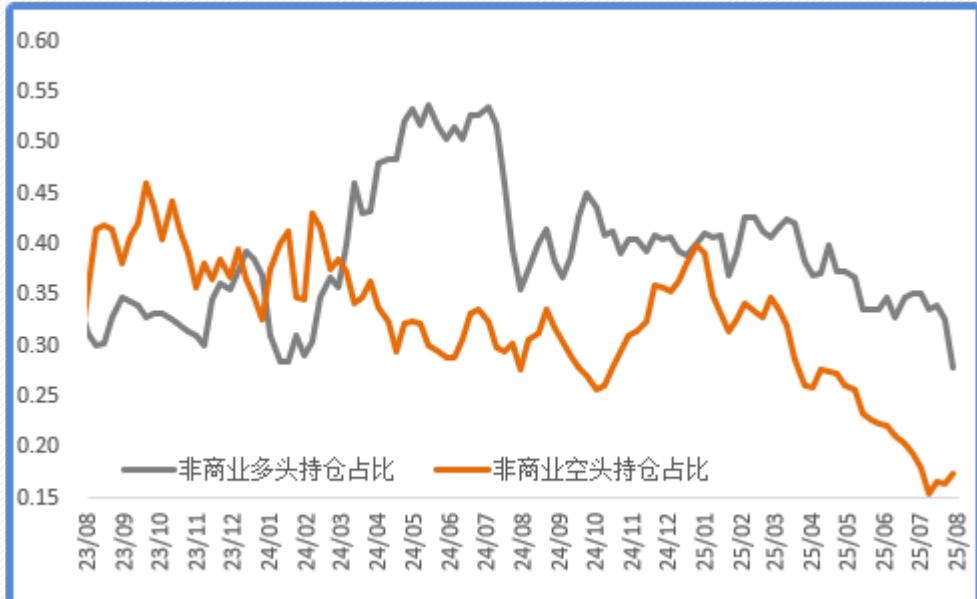
上周 SHFE 铜价小幅回升，再次接近 79000 元一线。近期国内宏观氛围依然不错，反内卷仍然在各行各业陆续推进，加之 7 月出口数据表现仍然强劲，市场对后续 PPI 的转正抱有较强的期待。从铜的基本面来看，6 月、7 月虽然并没有明显去库，但是由于库存的增加，整体表消仍然处于单月高位水平，在这种情况下，并不能认为铜的消费有较大的利空，那么价格也就不具备大幅向下的空间，相反在重要支撑位反而易涨难跌。

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，库存已经突破 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上位移，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

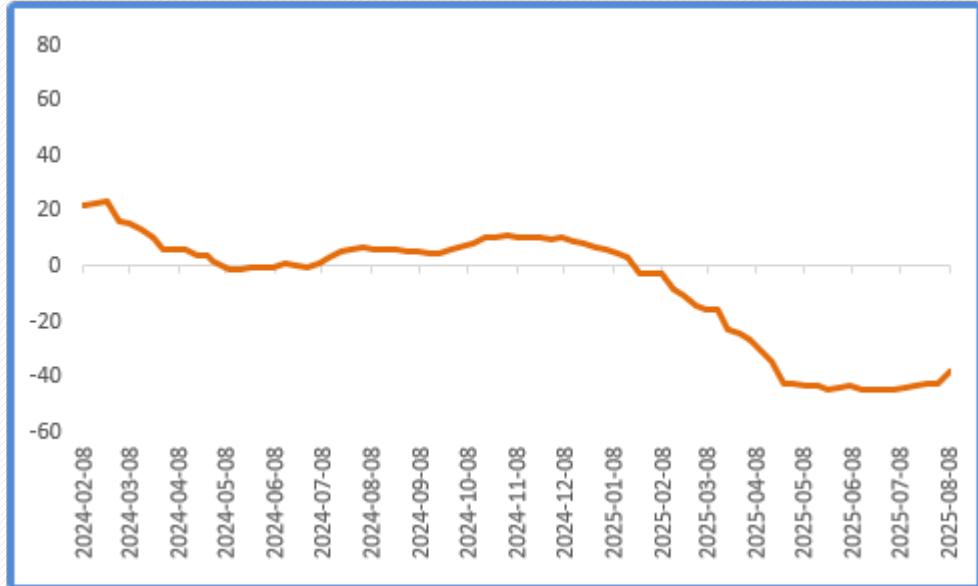


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-40.8 美元/干吨，较上周涨 1.7 美元/干吨。现货市场活跃度小幅上涨，但是整体还是偏清淡，需求方三季度采购基本完成，市场参与者持观望状态。标准干净铜精矿成交有贸易商与炼厂交易 9 月船期货物以-39 成交，某炼厂采购四季度成交价格在-41。本周贸易商报盘价在-40 低位，炼厂回盘-30 高位。铜精矿现货市场呈的阶段性分化特征。现货端受三季度采购周期收尾影响，需求进入短暂饱和期，整体活跃度虽略有回升但仍显清淡，市场观望情绪主导短期交易节奏。近月货物炼厂库存充足下实际承接意愿有限。远月市场则表现相对稳健，炼厂虽对近月货物采购态度谨慎，但对四季度需求存在明确预期，且预计加工费仍有回调空间。

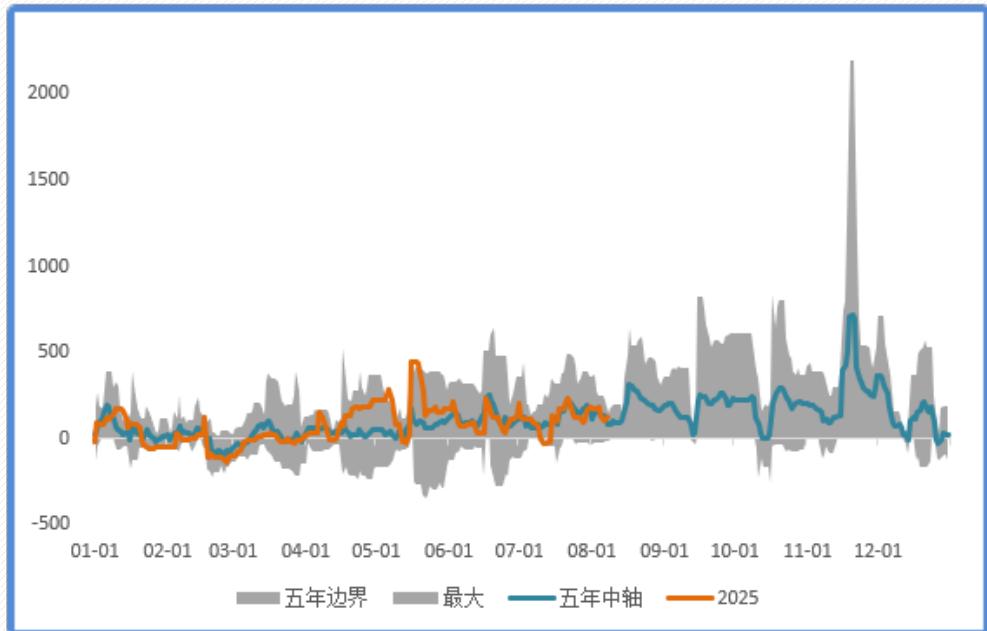
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价止跌企稳回升，下游采购需求仍较为一般，部分加工企业新增订单有限，日内接货仍以刚需采购为主；同时非注册货源到货有所增加，加工企业亦倾向于采购低价货源，整体市场消费难有明显提振。考虑到主流品牌货源流通有限，部分持货商仍有意挺价，升水下跌空间有限。下周来看，短期随着铜价止跌企稳反弹，下游接货需求难有提升，同时周内临近交割换月，市场成交活跃度有限，现货升水上漲压力仍存；但考虑到目前主流品牌到货依旧较少，持货商亦存挺价情绪，因此周内现货升水或维持升 50~升 200 元/吨运行。

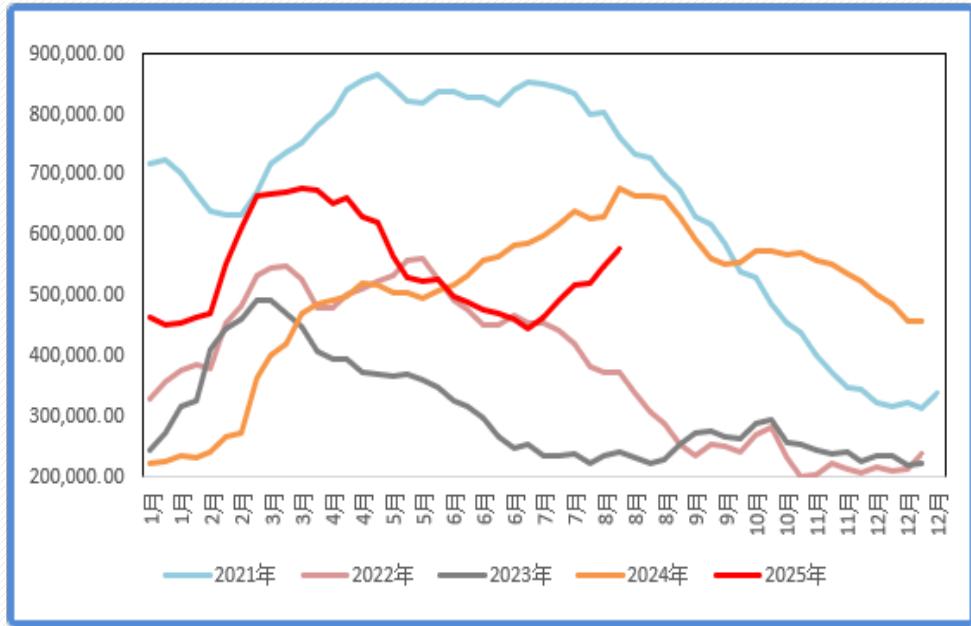
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.33 万吨，较 31 日增 1.20 万吨，较 4 日降 0.10 万吨；本周上海市场库存环比上周继续表现增加，周内进口铜到货仍有所增加，且国产货源到货亦有增量，同时铜价止跌企稳反弹，下游企业接货需求难有提升；下周来看，临近交割，市场到货仍有增加，同时下游采购需求提升空间或相对有限，库存预计维持累库。广东市场库存环比上周亦表现增加。主因周内市场部分冶炼厂陆续发货，且铜价高位震荡，下游消费受限，库存延续增加。下周来看，市场到货仍有增量，且铜价高位运行，下游接货需求有限，库存预计维持上升。

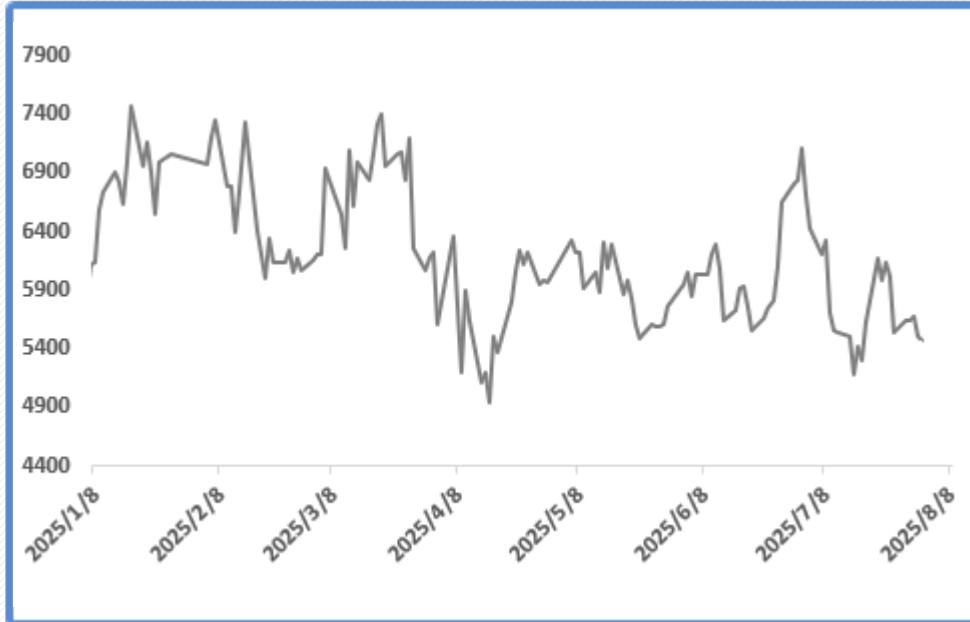
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体下跌，市场多调价寻求交易；精铜杆企业进入检修期，市场交易环比减弱；再生铜杆市场延续低迷，整体产销双弱；精废杆价差、再生铜杆贴水变化有限；国内铜杆社会库存环比明显减少。随着本周精铜杆企业的检修结束，下周精铜杆的生产表现预计有所回升，但从目前的订单和库存水平来看，即使是结束检修状态，企业的生产表现预计也难有明显的快速增长。再生铜杆的产销困境依然存在，短期仍有企业生产进一步下滑的可能，后续发展需要关注精废价差能否修复，预计在本月末前难有改善的空间，再生铜杆现货依然紧张。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

贵金属 市场复盘

(一) 贵金属市场观察

上周金银价格持续上行, COMEX 金银于 3397-3534 美元/盎司、36.7-38.5 美元/盎司区间内运行。近期, 特朗普对美联储官员的提名加深市场的降息预期, 贵金属价格由此得以提振, 而上周关于美国将对进口 1 公斤重的金条征收关税的消息, 使得美国黄金期现价差大幅走扩, 黄金供应不确定性加剧。

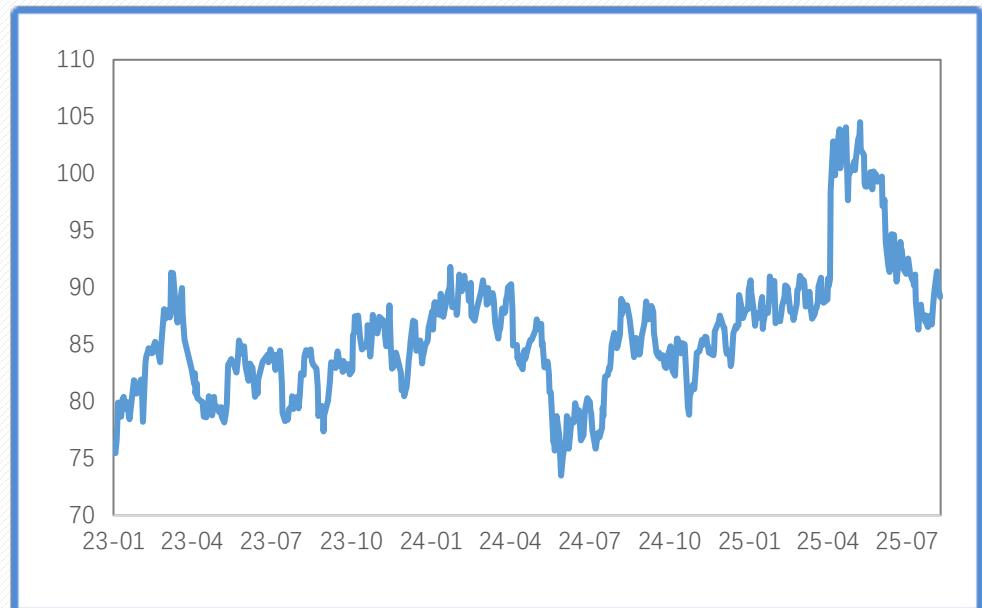
贵金属价格监控

2025/8/8	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3403.5	3360.1	1.3%
COMEX 白银	38.4	36.8	4.4%
伦敦金现	3394.2	3346.9	1.4%
伦敦银现	38.3	36.5	4.9%
SHFE 黄金	784.8	767.4	2.3%
SHFE 白银	9262.0	8898.0	4.1%
上金所黄金 T+D	783.3	767.2	2.1%
上金所白银 T+D	9249.0	8888.0	4.1%

(二) 比价与波动率

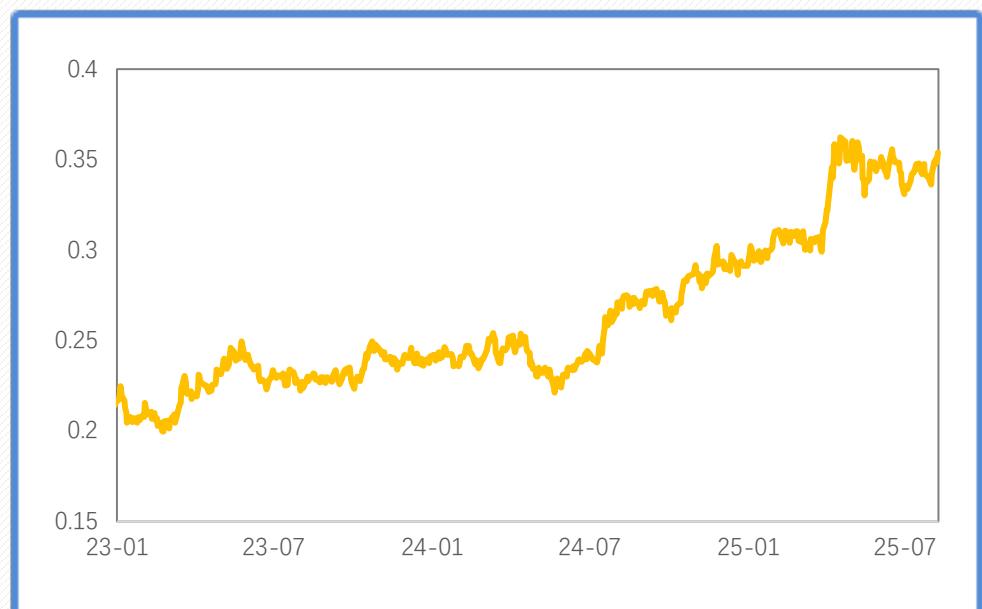
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比持续下行；伦铜价格震荡上行，金铜比窄幅震荡；原油价格持续回落，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



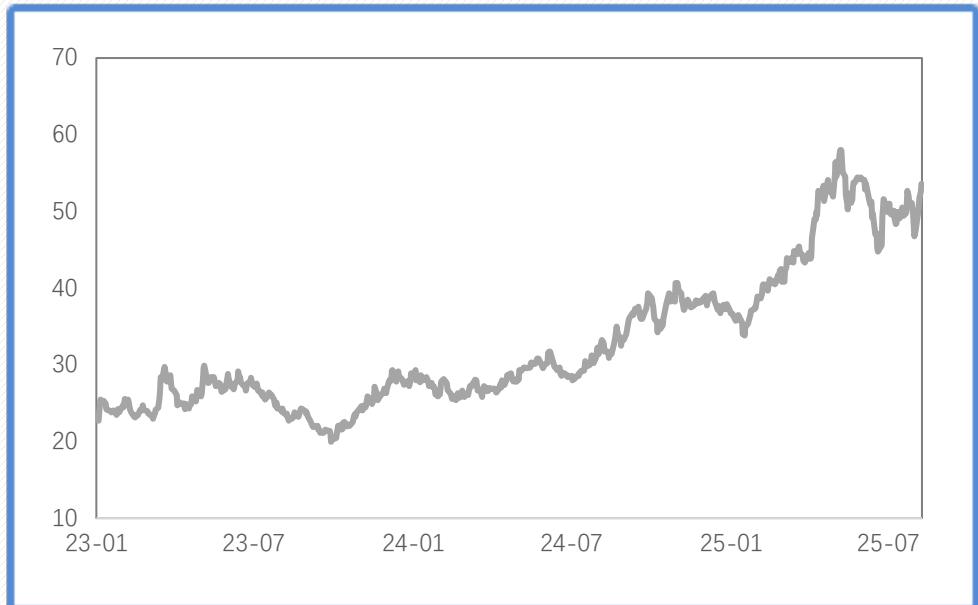
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

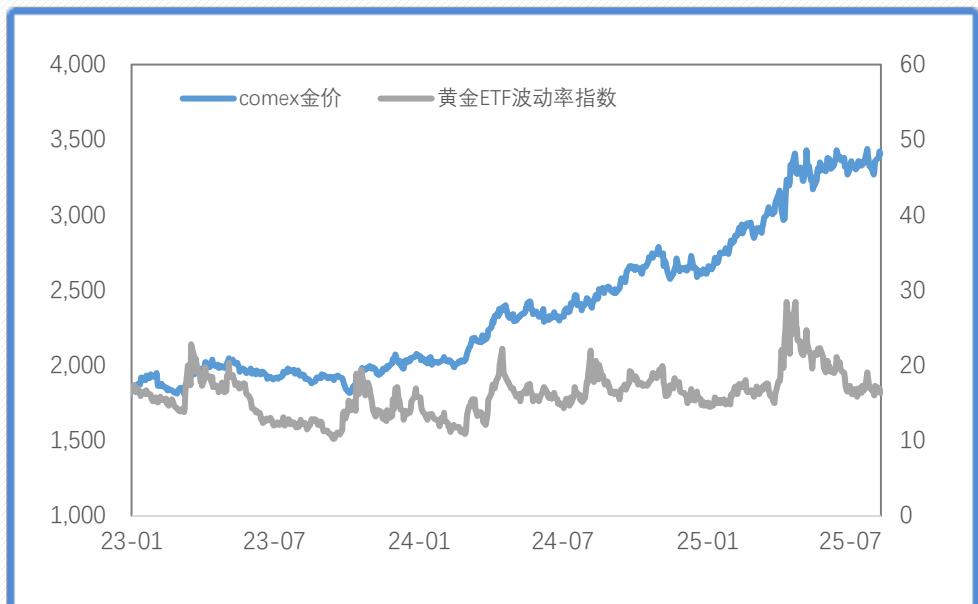
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 小幅回落，近期市场风险偏好回升，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。

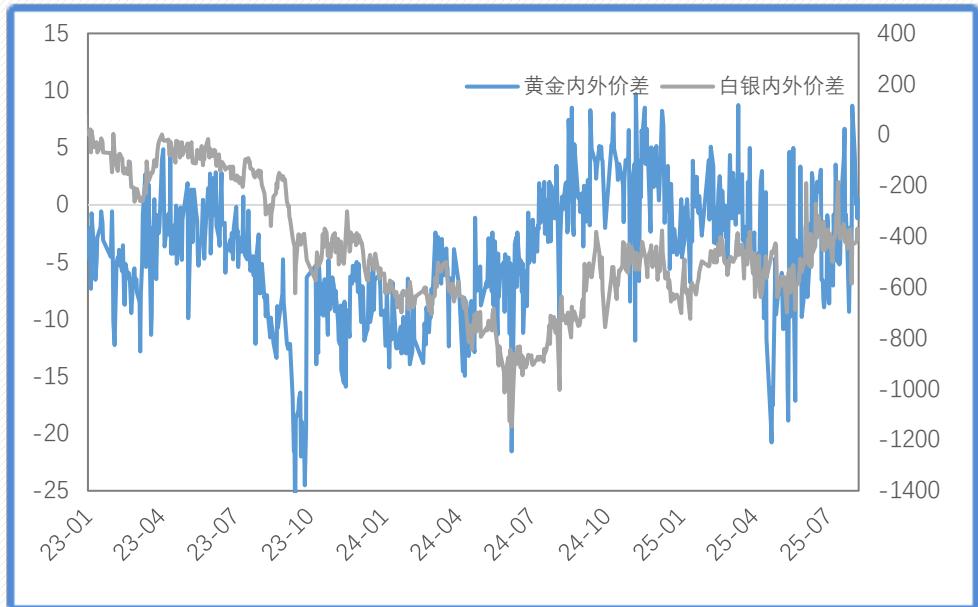
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

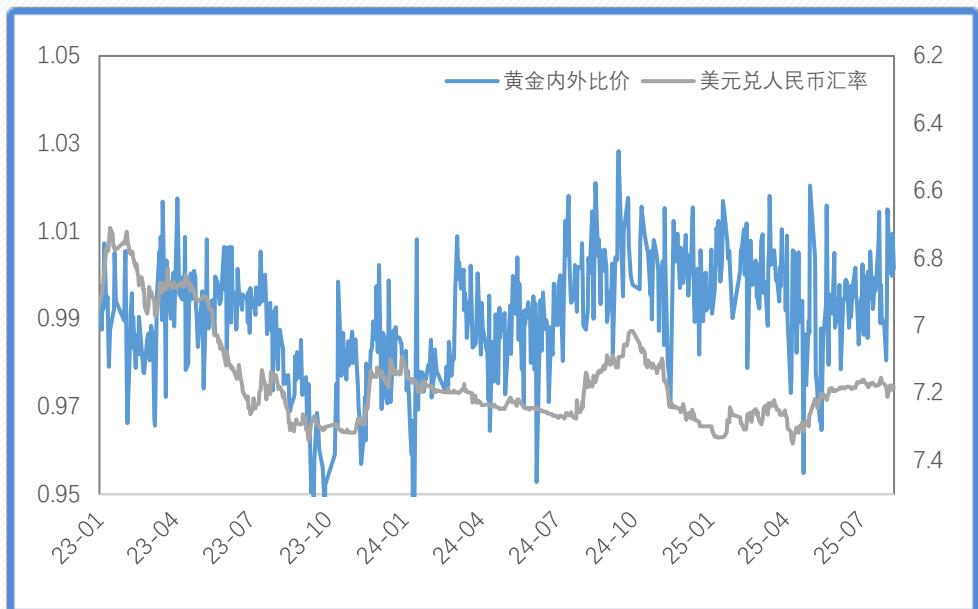
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及内外比价有所回落，白银内外价差有所回升，内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

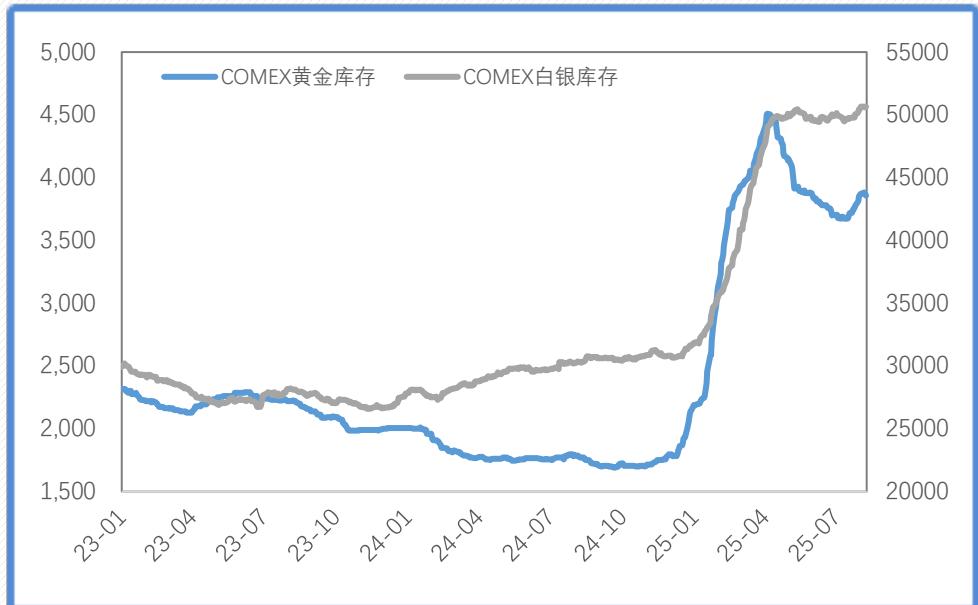


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

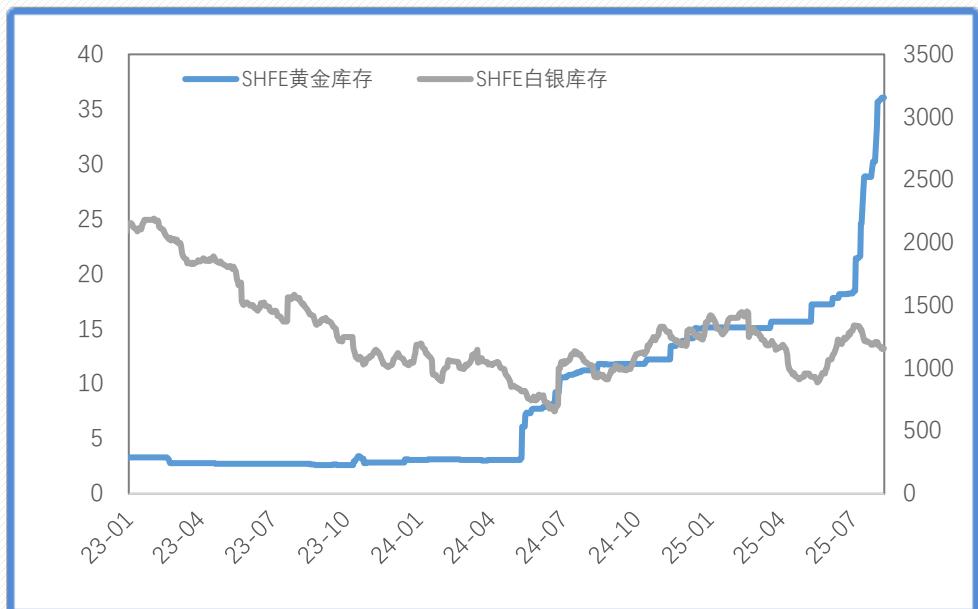
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3859 万盎司，环比减少约 13 万盎司，COMEX 白银库存约为 50649 万盎司，环比减少约 17 万盎司；SHFE 黄金库存约为 36 吨，环比增加约 0.3 吨，SHFE 白银库存约为 1158 吨，环比减少约 25.6 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

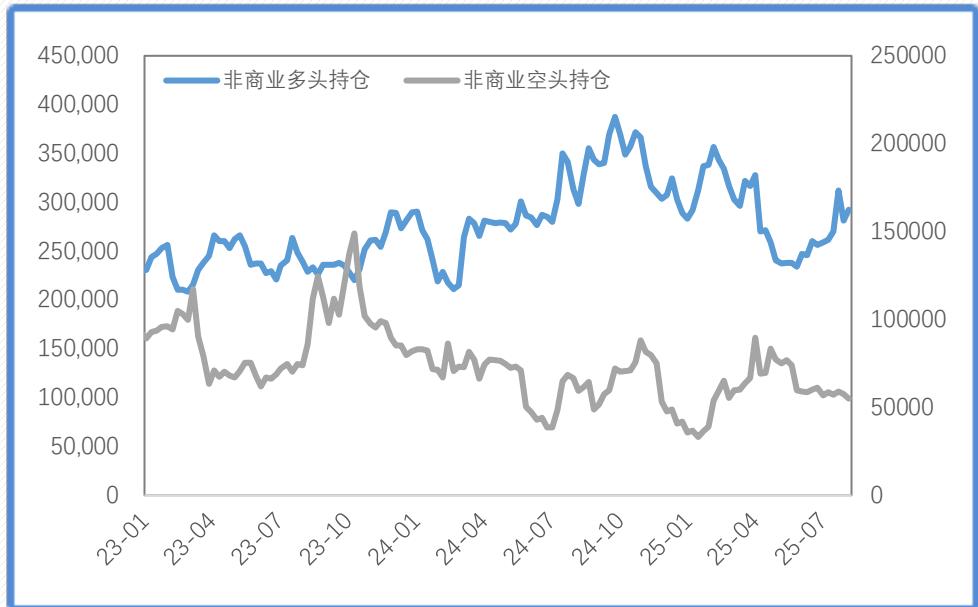
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 6.6 吨至 960 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 66 吨至 14991 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.7 万手，其中非商业多头持仓增加 10953 手至 29.2 万手，空头持仓减少 2501 手至 5.5 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周上升至 65%附近，非商业空头持仓占比下降至 12.3%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



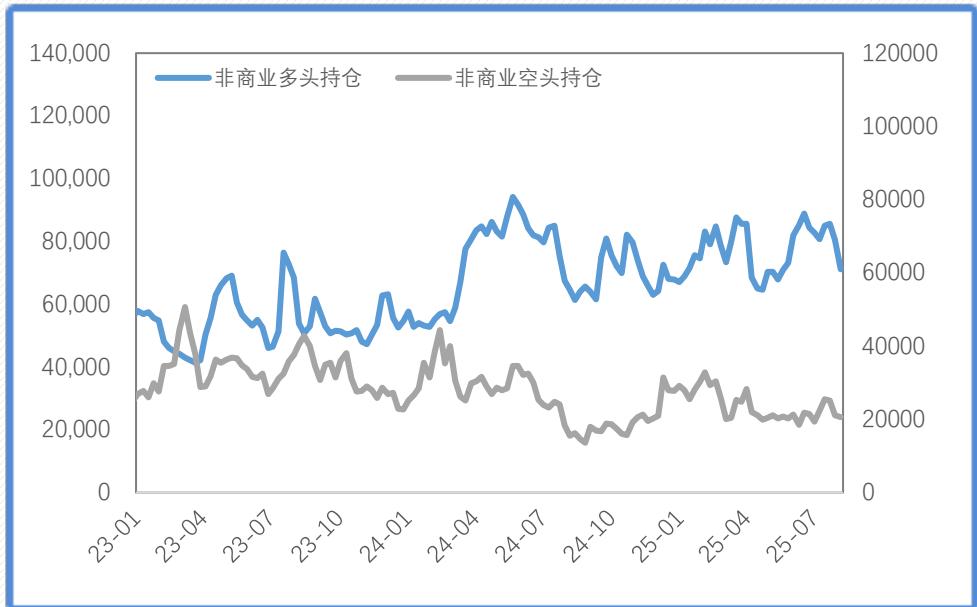
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



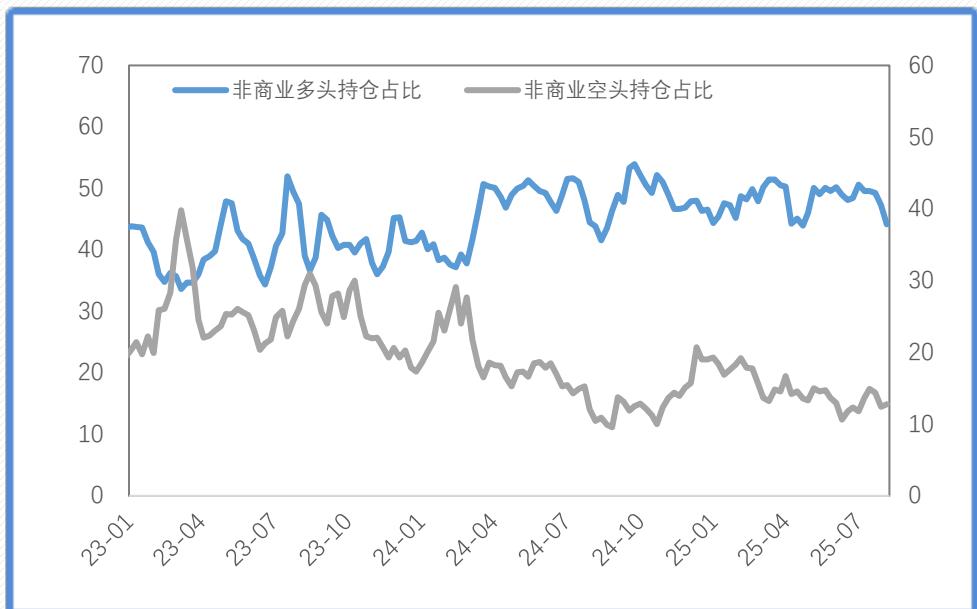
数据来源: Wind

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

市场前瞻

近期国内宏观氛围依然不错，反内卷仍然在各行各业陆续推进，加之 7 月出口数据表现仍然强劲，市场对后续 PPI 的转正抱有较强的期待。从铜的基本面来看，6 月、7 月虽然并没有明显去库，但是由于库存的增加，整体表消仍然处于单月高位水平，在这种情况下，并不能认为铜的消费有较大的利空，那么价格也就不具备大幅向下的空间，相反在重要支撑位反而易涨难跌。

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。另外，仍需持续关注黄金关税的政策动态。

关注及风险提示

CPI、PPI、初请失业金人数、零售销售数据、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。