

降息预期反复，金铜震荡困局何时破？

摘要：上周宏观方面的指引相对模糊，周中一度围绕 CPI、PPI 数据，联储官员讲话等因素来展开。CPI 公布之后，市场一度解读为利好，风险偏好回升，利率进一步下行，风险资产有所反弹。但在 PPI 数据公布后，市场的降息预期明显修复，多位联储官员也陆续表态 9 月务必要急于大幅降息。周五晚间美国宏观数据密集公布，尤其零售数据表现良好，带动风险资产价格日内反弹，整体而言金铜都更偏震荡。

金属市场周报

2025. 8. 11-2025. 8. 15

核心观点

1、上周金价回调、铜价震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.21%，白银下跌 1.27%；沪金 2510 合约下跌 1.52%，沪银 2510 合约下跌 0.8%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.09%、+0.73%。

2、铜价仍在等待指引

上周宏观方面的指引相对模糊，周中一度围绕 CPI、PPI 数据，联储官员讲话等因素来展开。CPI 公布之后，市场一度解读为利好，风险偏好回升，利率进一步下行，风险资产有所反弹。但在 PPI 数据公布后，市场的降息预期明显修复，多位联储官员也陆续表态 9 月务必要急于大幅降息。周五晚间美国宏观数据密集公布，尤其零售数据表现良好，带动风险资产价格日内反弹，铜价也受到提振。

3、金价小幅回调，银价窄幅震荡

上周，黄金关税被特朗普澄清，前期风险得以平息，而近期美国 CPI 及 PPI 的公布使得美联储 9 月降息预期有所反复，美债利率的回升使得贵金属价格有所承压。短期来看金价仍处于区间内窄幅波动，在未有明确驱动出现前或难有趋势性走势，而金价的中长期牛市在美国主权信用风险仍存的预期下仍未改变，金价仍有进一步上行的空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价窄幅震荡，并没有呈现出趋势的迹象。上周宏观方面的指引相对模糊，周中一度围绕 CPI、PPI 数据，联储官员讲话等因素来展开。CPI 公布之后，市场一度解读为利好，风险偏好回升，利率进一步下行，风险资产有所反弹。但在 PPI 数据公布后，市场的降息预期明显修复，多位联储官员也陆续表态 9 月务必要急于大幅降息。周五晚间美国宏观数据密集公布，尤其零售数据表现良好，带动风险资产价格日内反弹，铜价也受到提振。

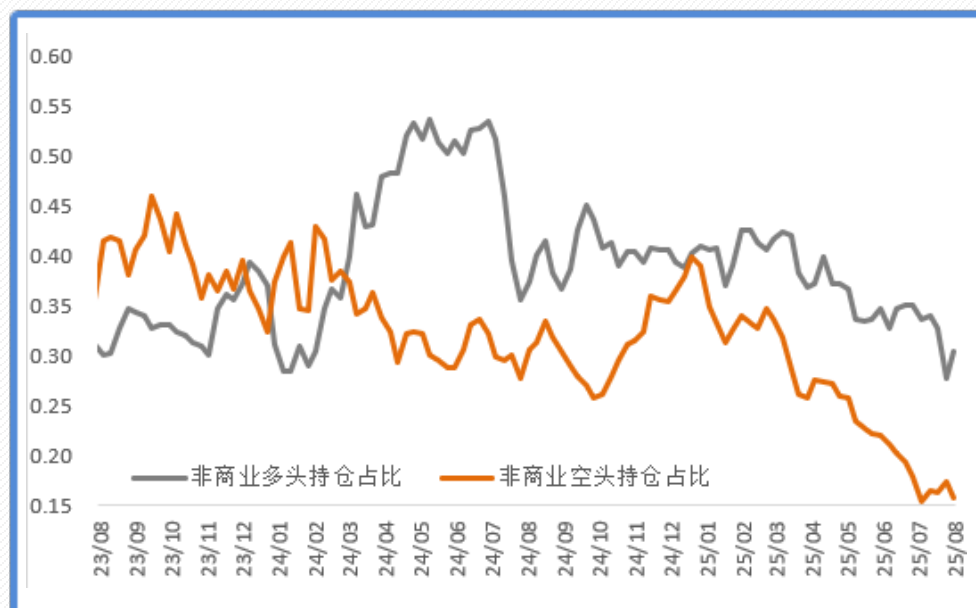
上周 SHFE 铜价整体围绕 79000 元一线窄幅震荡运行。目前铜价依然缺乏趋势，从宏观来看，7 月经济数据表现开始出现乏力的迹象，但是政策层面又暂时给人较强的想象空间，主要以反内卷、破通缩为核心。从基本面来看，虽然体感的消费环比走弱，但是表观消费仍然维持较高水平，库存难以累积，因此从宏微观两个层面铜价都不具备大跌的基础。后期逢低买入可能仍然是更优的选择。

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，但交仓量有所降低。从 3 月至今，COMEX 铜库存累积增长 16 万吨，与美国进口铜数据对比，预计还有大量的铜没有显性化，后续可能需要关注北美其它仓库是否出现交仓的行为。

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，需要考虑后续精炼铜进口的环比显著增加，以及 9-10 月冶炼厂检修的具体影响量级。单从供应的角度而言，逢低做 borrow 相对安全，但是看不到很大的空间，除非需求提供预期外的弹性。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空头占比重新回落，非商业多头占比有所抬升，这也与短期铜价的波动较为吻合。可能在一段时间内多空仍将维持现有格局，但由于两者目前总持仓量均较低，因此后续一旦行情爆发，预计将较为猛烈。

图 1：CFTC 基金净持仓

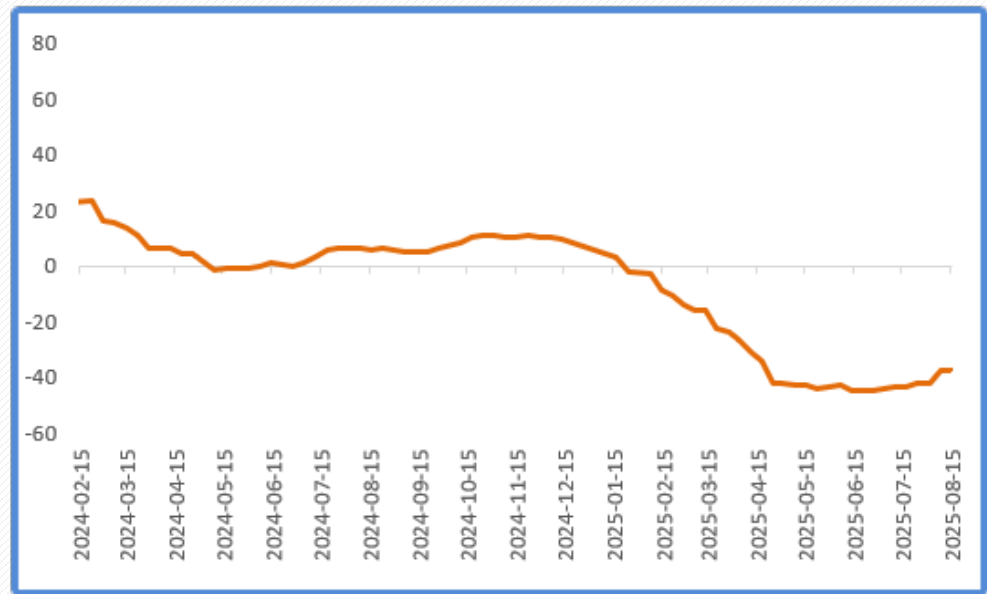


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-37.93 美元/干吨，较上周涨 2.87 美元/干吨。现货市场有回暖迹象，市场情绪与供需博弈持续，需求方认为市场还有抬升空间，但远期四季度的货物还是维持 -40 左右左右的水平。从供需基本面来看，四季度需求大于三季度，这可能对加工费形成一定支撑。干净铜精矿现货市场 TC 主要在 -30 高位到 -40 低位 区间波动。市场参与者表示近期市场价格小幅上调，市场回暖趋势明显，但是受交易情绪影响较大，长期看来供需格局不变。短期内 TC 市场大概率维持平稳。

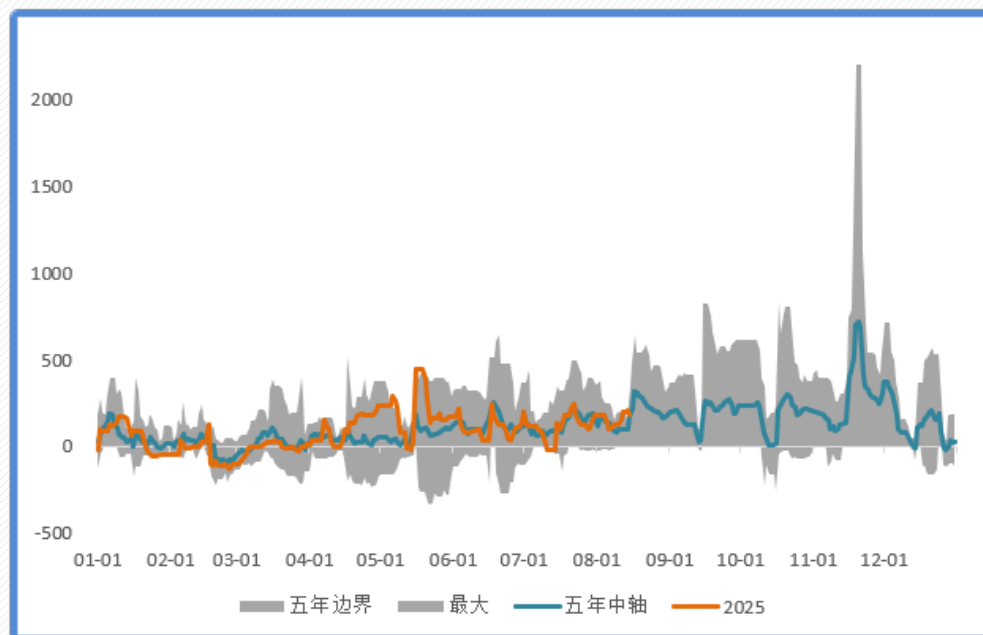
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价高位震荡，下游企业入市采购情绪有所回升，由于部分时间日内存在看涨情绪，接货补库需求有所提振；然目前部分加工企业反馈新增订单仍相对有限，同时周内仍倾向于采购低价非注册、差平品牌货源为主，高价品牌接受意愿相对不高，周内主次品牌价差有所收敛。随着近期进口比价回升，保税区货源周内预计有所清关流入国内，同时考虑到目前铜价高位震荡，下游企业消费提升空间仍稍显有限。且进口铜到货补充，市场流通货源紧张局面有望得到缓解，现货升水或将随之承压，后续或有所回落，预计整体运行于升 50~200 元/吨。

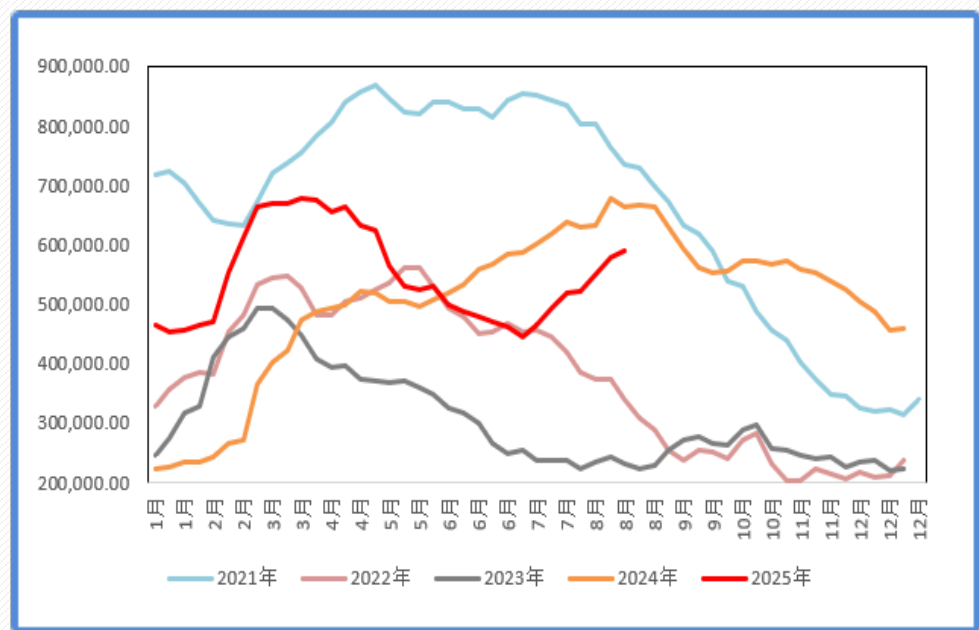
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.24 万吨，较 7 日降 0.09 万吨，较 11 日增 0.02 万吨；本周上海市场库存环比上周小幅下降，周内市场到货再度表现减少，同时下游企业部分时间入市接货需求有所回升，仓库出库量表现增加；市场到货预计仍相对有限，且换月后铜价高位震荡，下游需求难有明显提振空间，库存预计继续下降。广东市场库存环比上周变动不大。主因周内市场到货较少，但下游消费表现不佳，市场到货预期较少，消费同样受限，库存预计小幅波动。

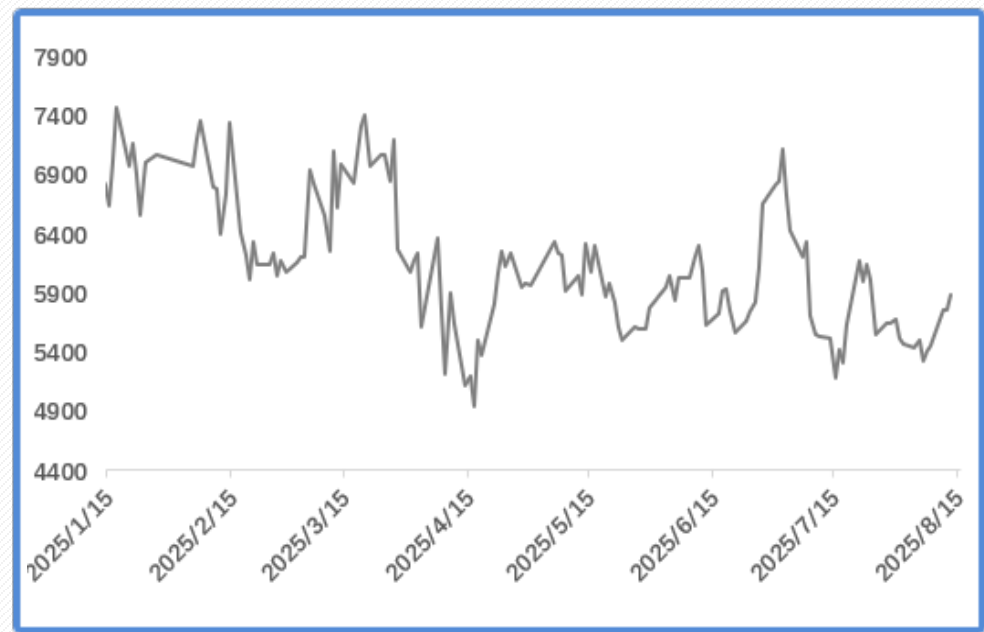
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费均有所上涨，市场间价差变化不大；精铜杆企业生产陆续恢复，市场订单表现平淡；再生铜杆市场低迷状态仍在延续，市场现货供应较紧；精废杆价差有所修复，再生铜杆贴水幅度小幅扩大；国内铜杆社会库存环比继续减少，库存降至 2 月以来新低。近期精铜杆的高检修期结束，企业陆续恢复正常生产，但近期订单并不充裕，企业的订单抢量竞争依然存在，尤其是对于一些低价货源；加之近期再生铜杆企业生产不理想，或许会有更多的再生铜杆订单反馈至精铜杆端，这部分订单或许将进一步刺激低价精铜杆市场。再生铜杆当前产销双弱的局面尚在延续，市场之间的差异将会扩大。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

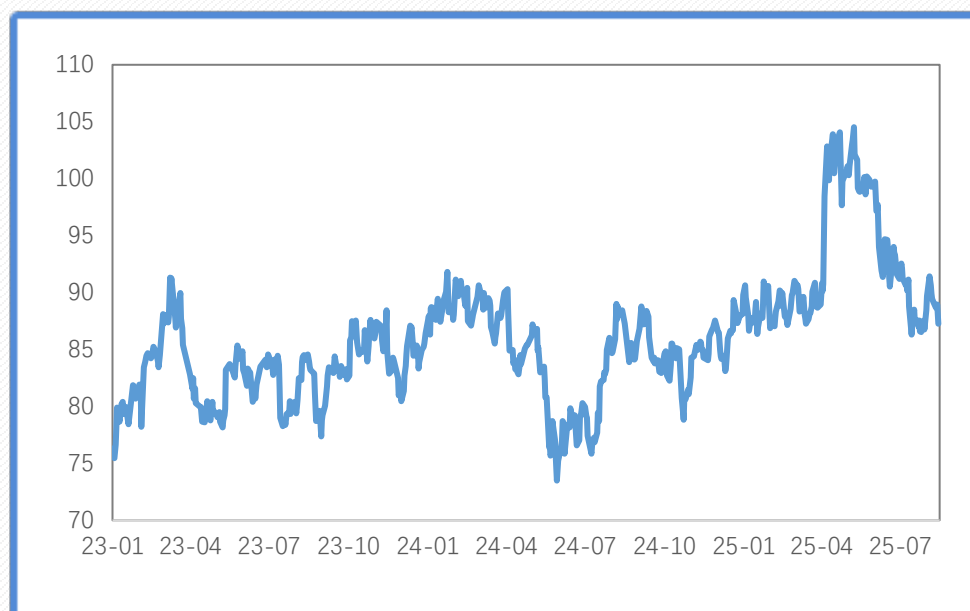
上周金价有所回调，银价窄幅震荡，COMEX 金银于 3375-3467 美元/盎司、37.5-38.8 美元/盎司区间内运行。上周，黄金关税被特朗普澄清，前期风险得以平息，而近期美国 CPI 及 PPI 的公布使得美联储 9 月降息预期有所反复，美债利率的回升使得贵金属价格有所承压。

贵金属价格监控			
2025/8/15	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3336.2	3403.5	-2.0%
COMEX 白银	37.9	38.4	-1.3%
伦敦金现	3335.5	3394.2	-1.7%
伦敦银现	37.7	38.3	-1.5%
SHFE 黄金	776.5	784.8	-1.1%
SHFE 白银	9181.0	9262.0	-0.9%
上金所黄金 T+D	773.1	783.3	-1.3%
上金所白银 T+D	9188.0	9249.0	-0.7%

（二） 比价与波动率

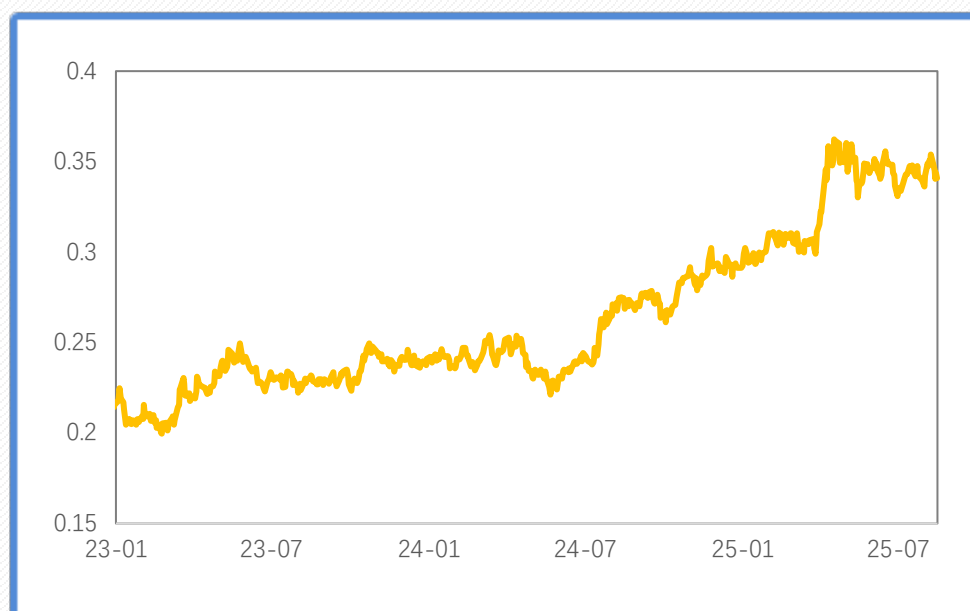
上周，黄金跌幅强于白银，金银比小幅下行；伦铜价格窄幅震荡，金铜比小幅下行；原油价格有所回落，金油比震荡盘整。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



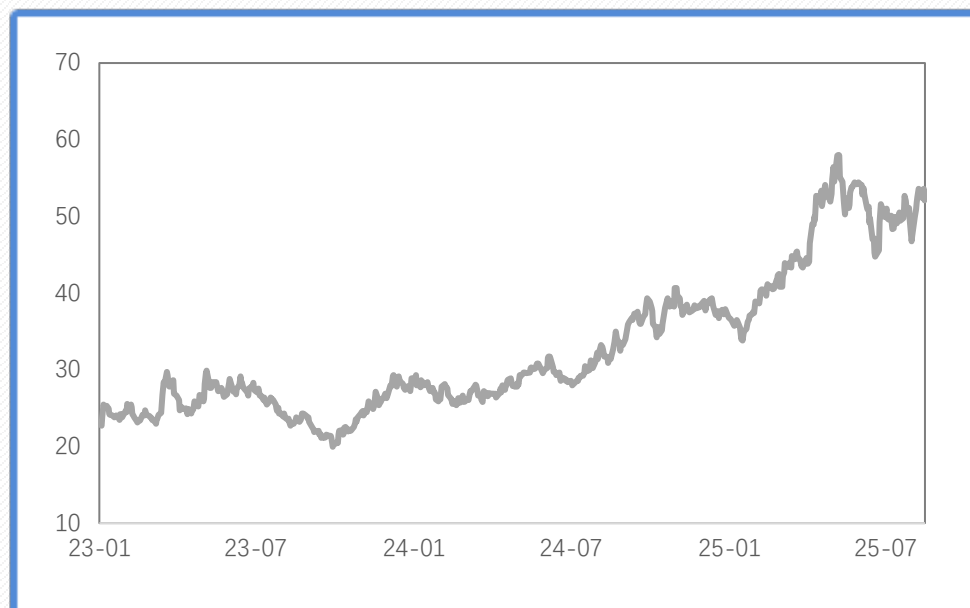
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

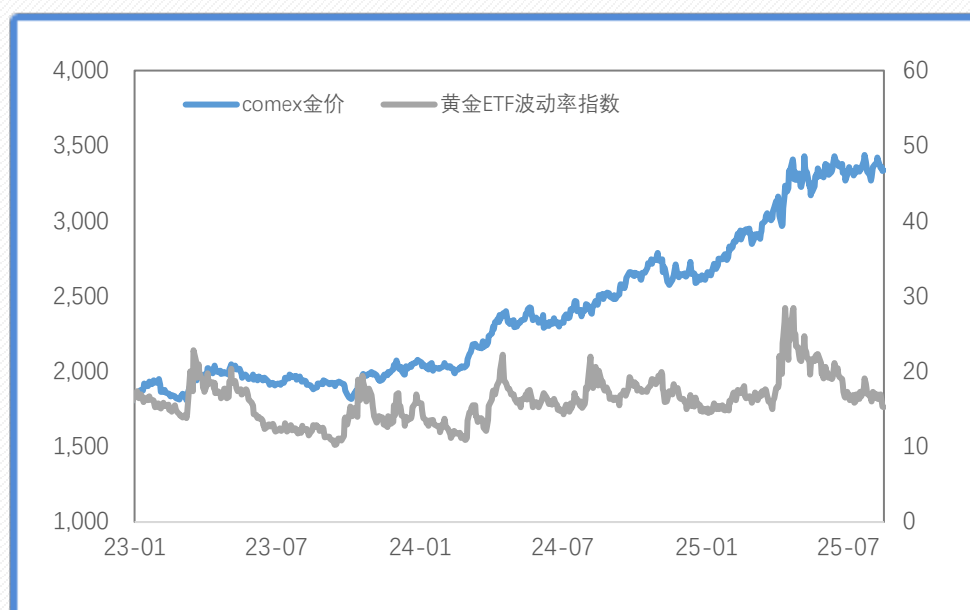
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落，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。

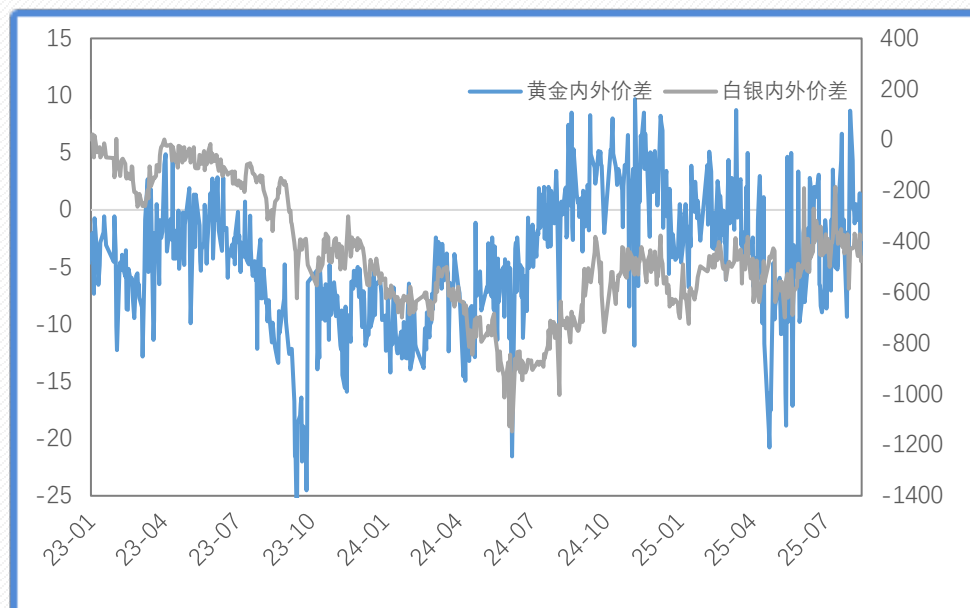
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

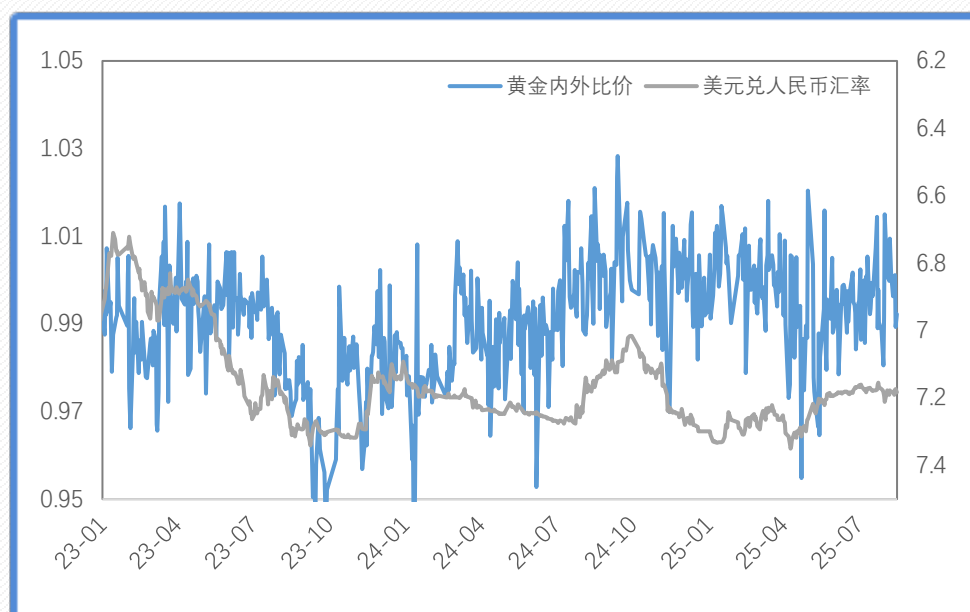
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及内外比价有所回落，白银内外价差与内外比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

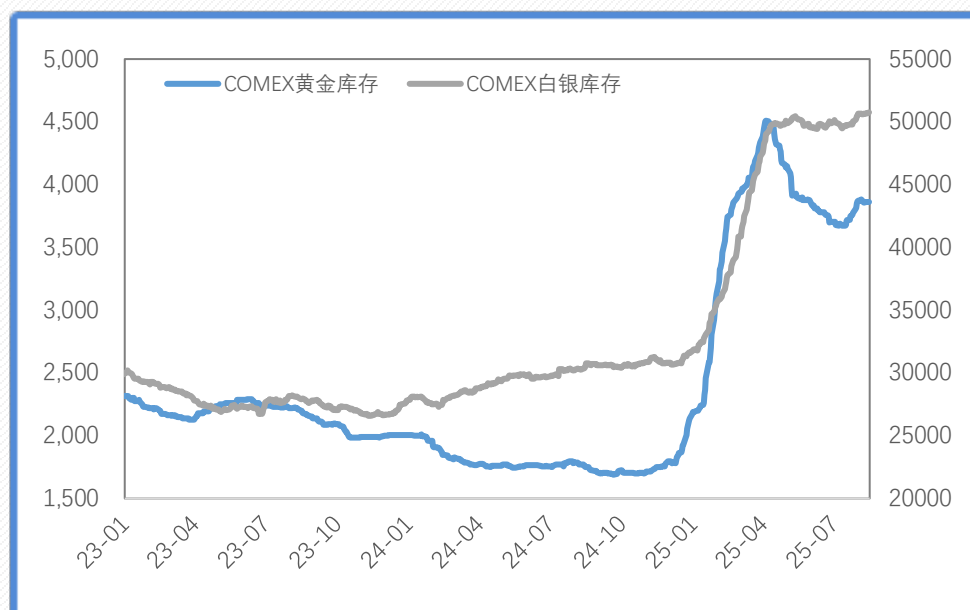


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

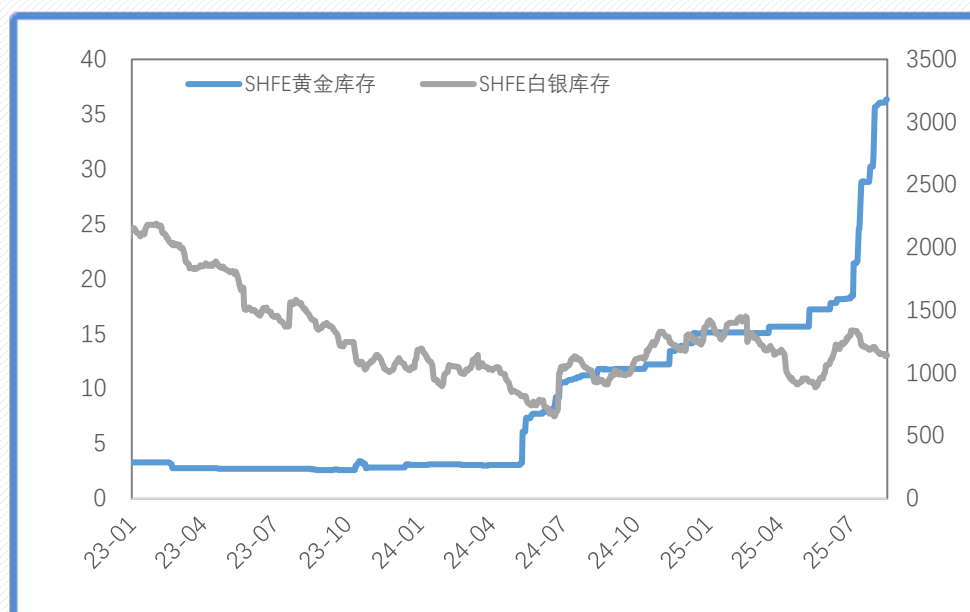
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3864 万盎司，环比增加约 5 万盎司，COMEX 白银库存约为 50755 万盎司，环比增加约 106 万盎司；SHFE 黄金库存约为 36 吨，环比增加约 0.3 吨，SHFE 白银库存约为 1142 吨，环比减少约 16.8 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

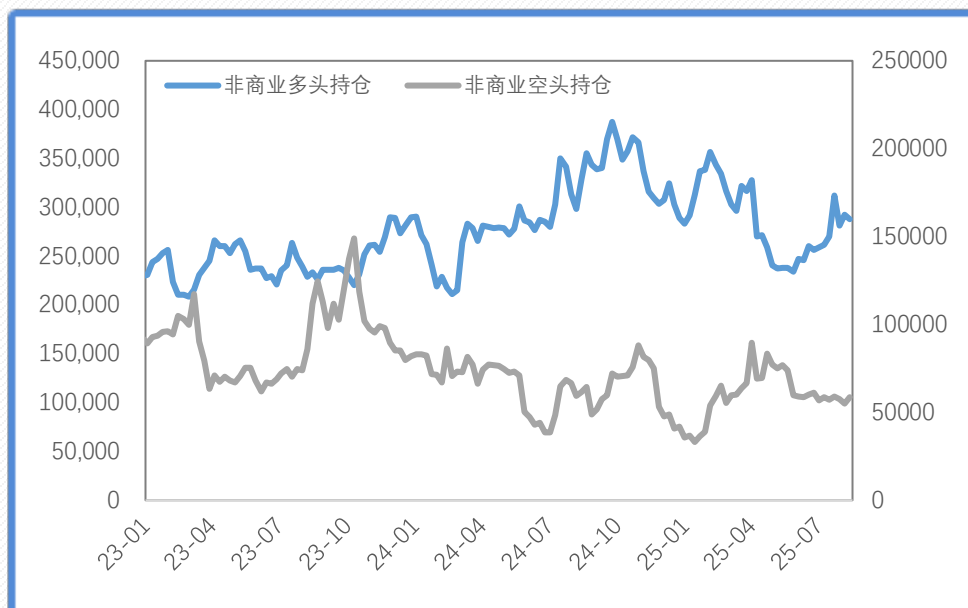
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

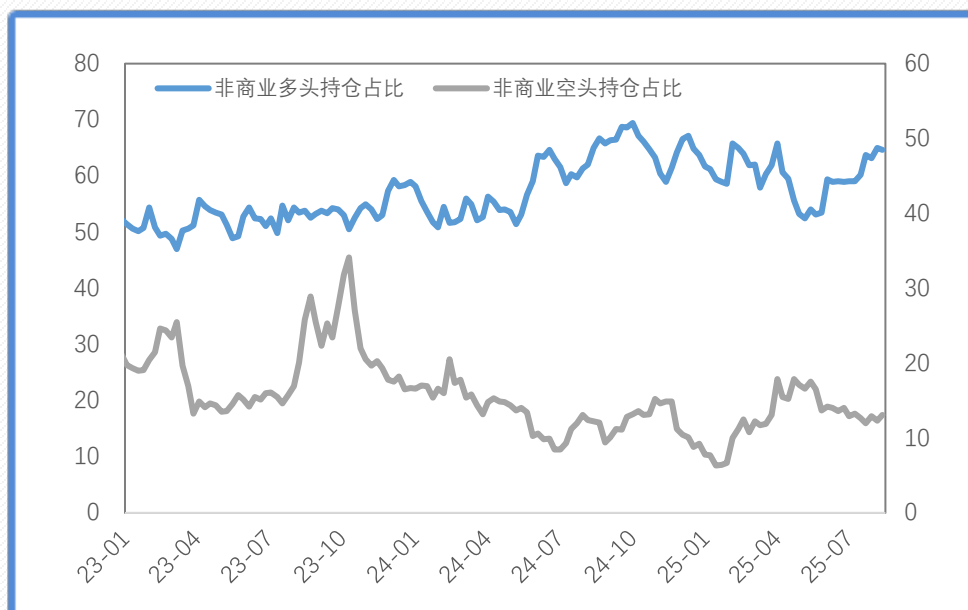
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 5.7 吨至 965 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 81 吨至 15071 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.7 万手, 其中非商业多头持仓减少 4079 手至 28.8 万手, 空头持仓增加 3486 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 64.6%附近, 非商业空头持仓占比上升至 13.1%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



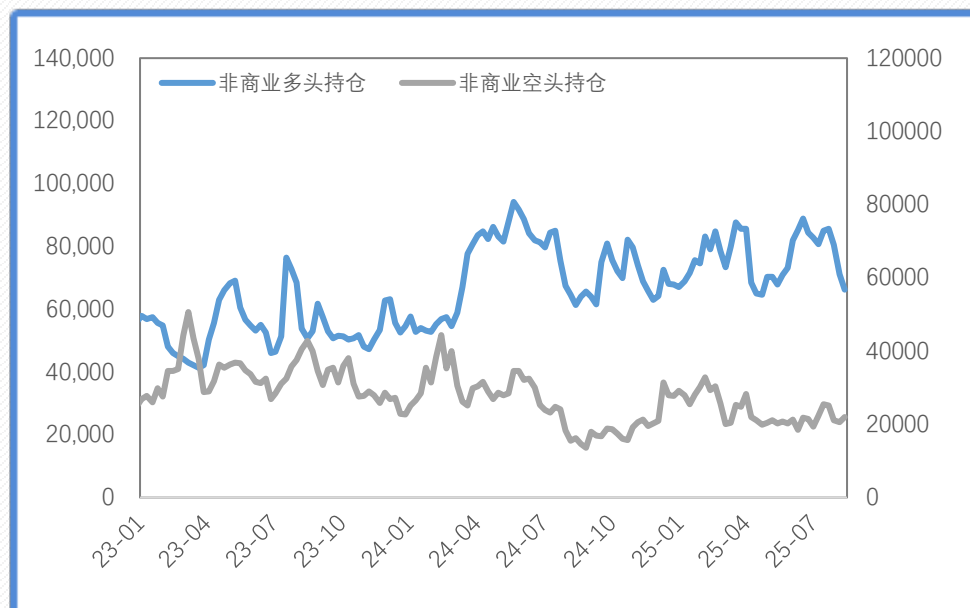
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



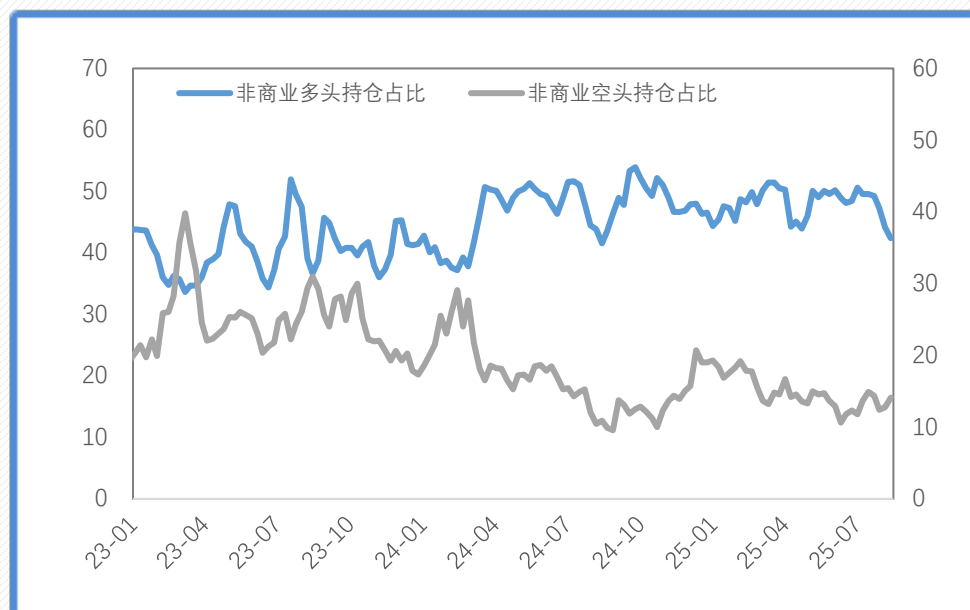
数据来源：Wind

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

目前铜价依然缺乏趋势,从宏观来看,7 月经济数据表现开始出现乏力的迹象,但是政策层面又暂时给人较强的想象空间,主要以反内卷、破通缩为核心。从基本面来看,虽然体感的消费环比走弱,但是表观消费仍然维持较高水平,库存难以累积,因此从宏微观两个层面铜价都不具备大跌的基础。后期逢低买入可能仍然是更优的选择。

短期来看金价仍处于区间内窄幅波动,在未有明确驱动出现前或难有趋

势性走势，而金价的中长期牛市在美国主权信用风险仍存的预期下仍未改变，金价仍有进一步上行的空间。

关注及风险提示

初请失业金人数、PMI、杰克逊霍尔年会、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。