

鲍威尔鸽派转向：金铜双翼齐飞，降息预期点燃市场热情

金属市场周报

2025. 8. 18-2025. 8. 22

摘要：上周宏观层面的波动主要来自周五晚间鲍威尔在 JH 会议上的发言，从他的讲话内容来看，基本可以确定联储接下来一段时间的工作重心会更加倾向于维持劳动力市场景气，而并非是通胀。即便通胀可能会有所抬头，但是联储已经认定那是关税对通胀的一次性冲击。所以在这种背景下，货币政策的环境对金、铜而言可能会更加友好。

核心观点

1、上周金铜走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1. 05%，白银上涨 2. 26%；沪金 2510 合约下跌 0. 31%，沪银 2510 合约下跌 0. 13%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0. 62%、-0. 47%。

2、预防式降息推升铜价中枢

上周宏观层面的波动主要来自周五晚间鲍威尔在 JH 会议上的发言，他传递的鸽派信号超出大部分市场参与者的预期，对利率敏感的商品形成了较大的提振。从他的讲话内容来看，基本可以确定联储接下来一段时间的工作重心会更加倾向于维持劳动力市场景气，而并非是通胀。即便通胀可能会有所抬头，但是联储已经认定那是关税对通胀的一次性冲击。所以在这种背景下，货币政策的环境对铜而言可能会更加友好。

3、鸽派转向推动金价反弹

上周，俄乌冲突的缓和及美国 PMI 远超市场预期使得金价有所承压，而周五鲍威尔表示劳动力市场的下行风险仍在上升、关税对通胀的影响相对短暂、美联储政策框架调整等，均显示其鸽派的转向，联储 9 月降息预期快速回升，美元指数与美债收益率随之回落，贵金属价格得以支撑。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，但短期来看仍需关注地缘冲突缓和及降息预期反复的风险，预计金价仍将处于区间内运行。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价维持震荡格局，没有出现明显的趋势迹象。上周宏观层面的波动主要来自周五晚间鲍威尔在 JH 会议上的发言，他传递的鸽派信号超出大部分市场参与者的预期，对利率敏感的商品形成了较大的提振。从他的讲话内容来看，基本可以确定联储接下来一段时间的工作重心会更加倾向于维持劳动力市场景气，而并非是通胀。即便通胀可能会有所抬头，但是联储已经认定那是关税对通胀的一次性冲击。所以在这种背景下，货币政策的环境对铜而言可能会更加友好。

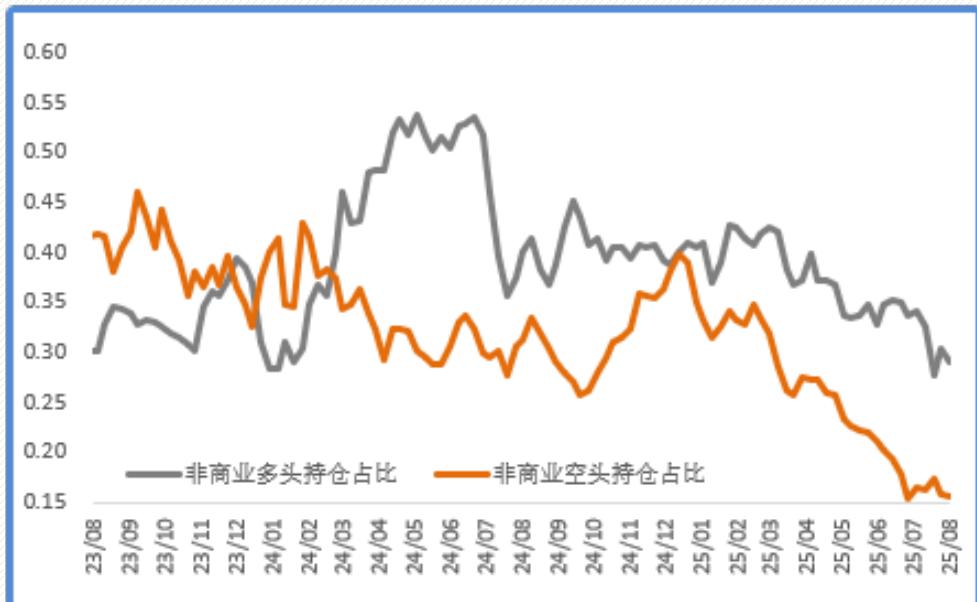
上周 SHFE 铜价整体围绕 78500 元一线窄幅震荡运行，周五在全市场 RISK ON 的带动下重返 79000 元上方运行。目前我们还是相对看好铜价，一方面七八月份的淡季也并没有让铜出现明显的累库，而眼下即将进入九月消费旺季，季节性改善会对铜的去库形成支撑；另一方面，中美宏观都有转暖的信号，国内延续反内卷治理通缩的思路，美国预防式降息的路径在鲍威尔 JH 发言后已经打开，宏观可能会开始交易增长动能的回归，对铜价而言是相对利好。

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 27 万吨，但交仓量有所降低。从 3 月至今，COMEX 铜库存累积增长 17 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

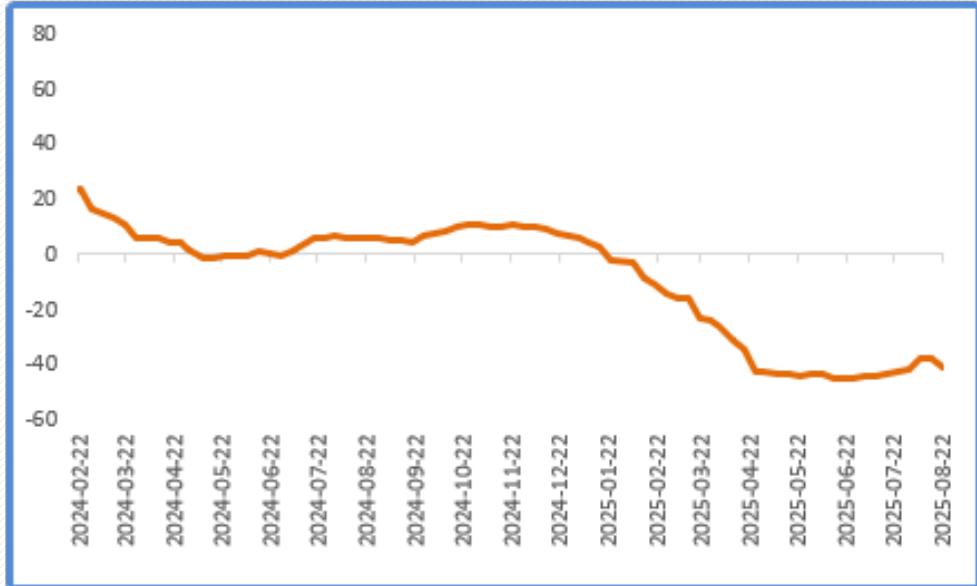


数据来源: Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 -38.61 美元/干吨，较上周跌 0.68 元/干吨。铜精矿现货市场 TC 小幅下调，现货市场分歧仍存，整体成交依旧偏淡，氛围延续谨慎态势。干净铜精矿现货市场 TC 主要在 -30 高位到 -40 低位区间波动。干净铜精矿现货市场 TC 近期波动区间扩大，主流围绕 -38 至 -44 区间波动。BHP 10 月船期 Qp: M+3 的招标结果显示，炼厂为 -44 美元 / 干吨，贸易商为 -85 美元 / 干吨，较前期小幅下移；同时，贸易商对四季度货物报 -40 美元中低位，市场参与者认为，招标结果落地后短期价格锚定明确，但受供需格局及交易情绪影响，回暖迹象暂停。

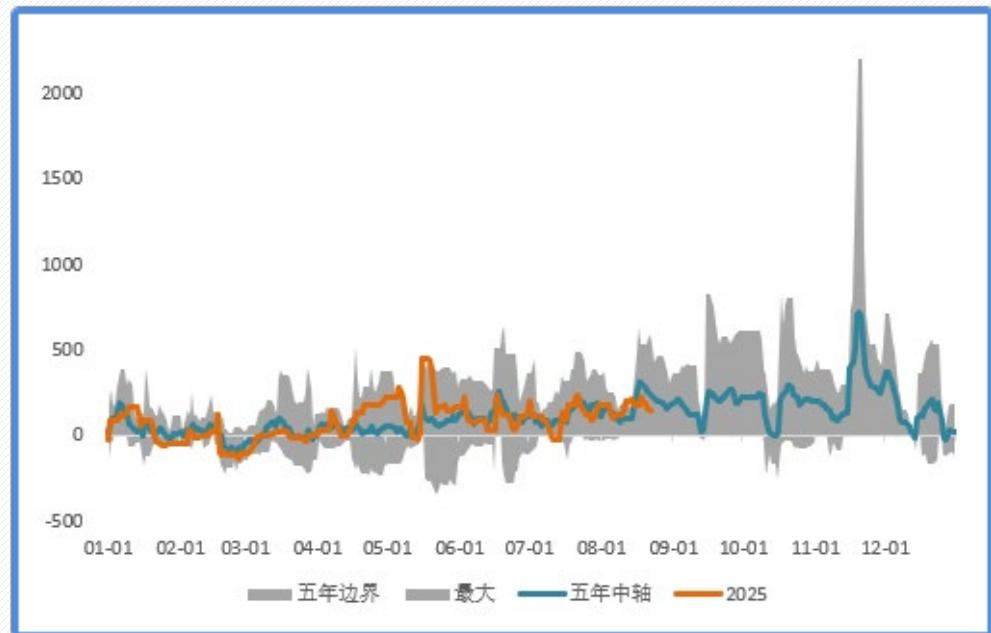
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面，上周现货升水大部分时间表现走跌，重心有所回落。主因随着进口铜到货流入增多，部分持货商低价出货情绪显现，加之下游企业接货需求难有明显提振，现货升水因此承压；同时由于国产货源到货同样有所增量，主次平水品牌价差高位收敛至 50 元/吨附近。本周来看，由于月底进口铜到货仍有增量，市场流通货源供应压力或进一步增加。同时，考虑到临近月底，下游企业受制于资金压力等因素，采购补库意愿预计相对有限，叠加部分贸易企业回笼资金需求，周内低价出货情绪仍存，现货升水仍有下跌空间，整体或运行于升 0~升 200 元/吨。

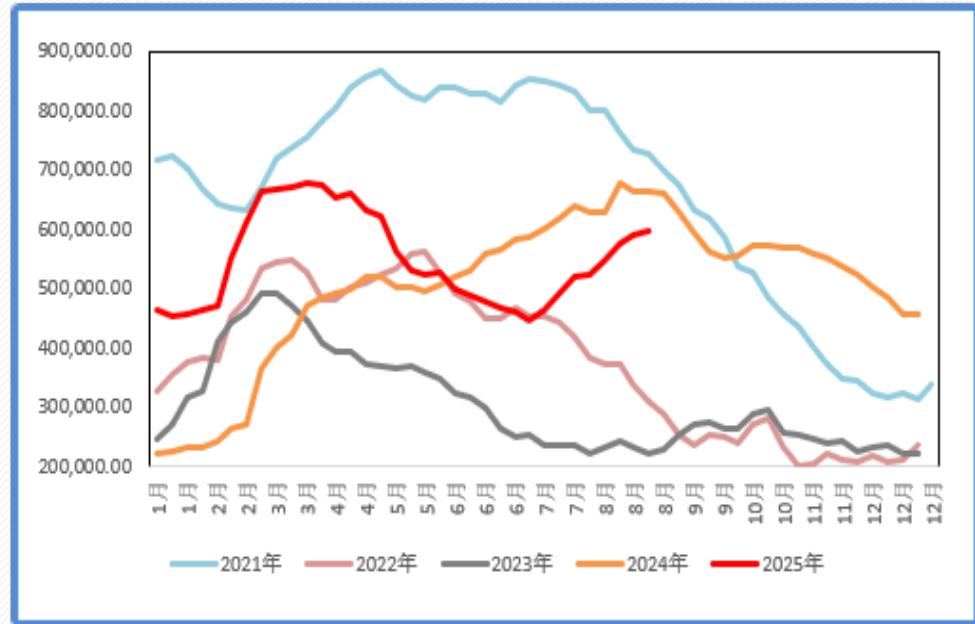
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 12.97 万吨，较 14 日降 0.27 万吨，较 18 日降 1.45 万吨；本周上海市场库存环比上周下降，周内先增后降，随着周末进口到货流入较多，社库周初累库明显，但由于个别仓库周内到货入库较少，且下游企业逢低采购，出库量维持稳定，库存再度下降；下周来看，随着月底下游消费难有明显提升空间，且进口到货仍有增量，库存预计重新表现增加。广东市场库存环比上周变动不大。主因周内市场到货较少，同样下游消费有限；下周来看，市场到货难有明显增量，且消费难有提振，库存预计小幅去库。

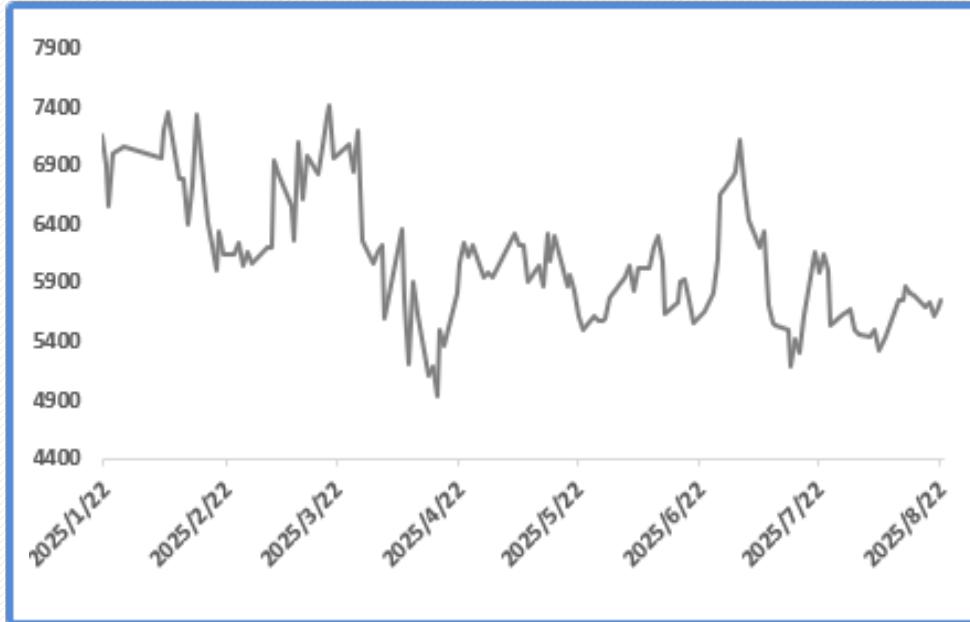
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数呈现下跌趋势，仅广东市场有微幅上调；精铜杆企业生产积极性一般，订单环比有所增加；再生铜杆市场交易有所回升，市场间生产表现有明显差异；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度均有小幅收窄；国内铜杆社会库存环比小幅增加，但依然较低。近期精铜杆企业的生产积极性一般，虽然本周有订单补充，但提货效率有所下滑，对企业的后续生产较为不利，因此精铜杆产出回升有所限制。但再生铜杆端目前面临着较大的行业调整压力，市场间的产销表现明显不同，预计短期内优势市场的产销会更为活跃一些；另外考虑到近期再生铜杆的现货紧张问题，需要关注可能出现的再生铜杆缺货而反哺精铜杆订单的情况。

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

上周贵金属价格有所反弹, COMEX 金银于 3353-3424 美元/盎司、36.9-39.1 美元/盎司区间内运行。上周, 俄乌冲突的缓和及美国 PMI 远超市场预期使得金价有所承压, 而周五鲍威尔表示劳动力市场的下行风险仍在上升、关税对通胀的影响相对短暂、美联储政策框架调整等, 均显示其鸽派的转向, 联储 9 月降息预期快速回升, 美元指数与美债收益率随之回落, 贵金属价格得以支撑。

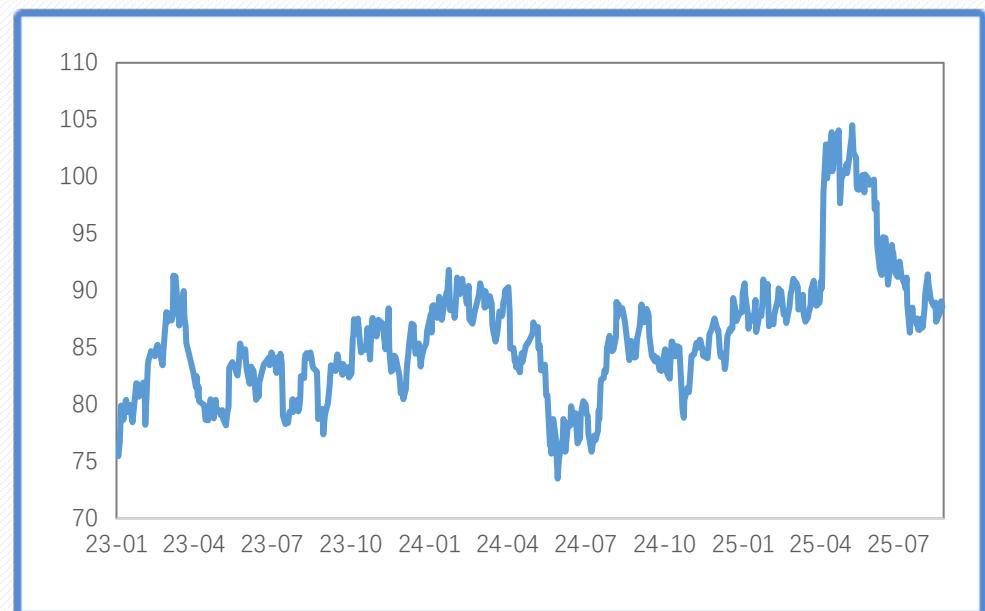
贵金属价格监控

2025/8/22	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3373.6	3336.2	1.1%
COMEX 白银	38.9	37.9	2.6%
伦敦金现	3334.3	3335.5	0.0%
伦敦银现	38.0	37.7	0.7%
SHFE 黄金	771.9	776.5	-0.6%
SHFE 白银	9176.0	9181.0	-0.1%
上金所黄金 T+D	771.6	773.1	-0.2%
上金所白银 T+D	9182.0	9188.0	-0.1%

(二) 比价与波动率

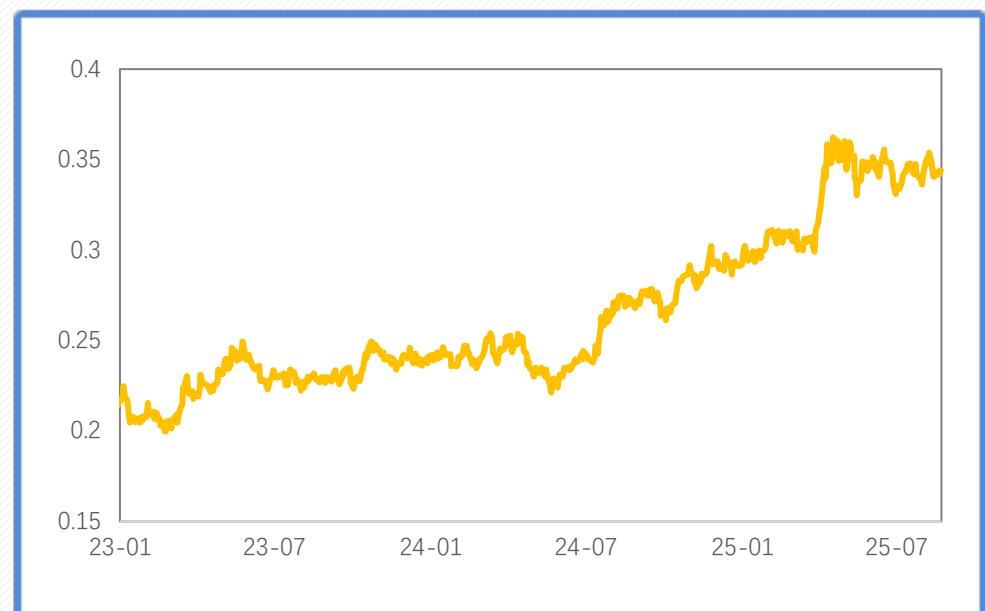
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比小幅下行；伦铜涨幅弱于黄金，金铜比小幅上行；原油价格有所回升，金油比随之回落。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



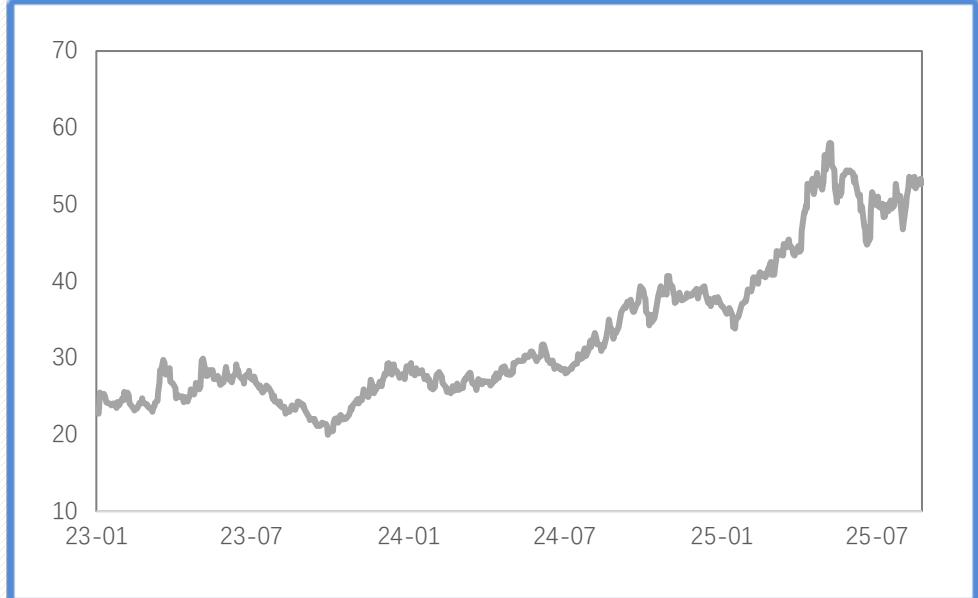
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

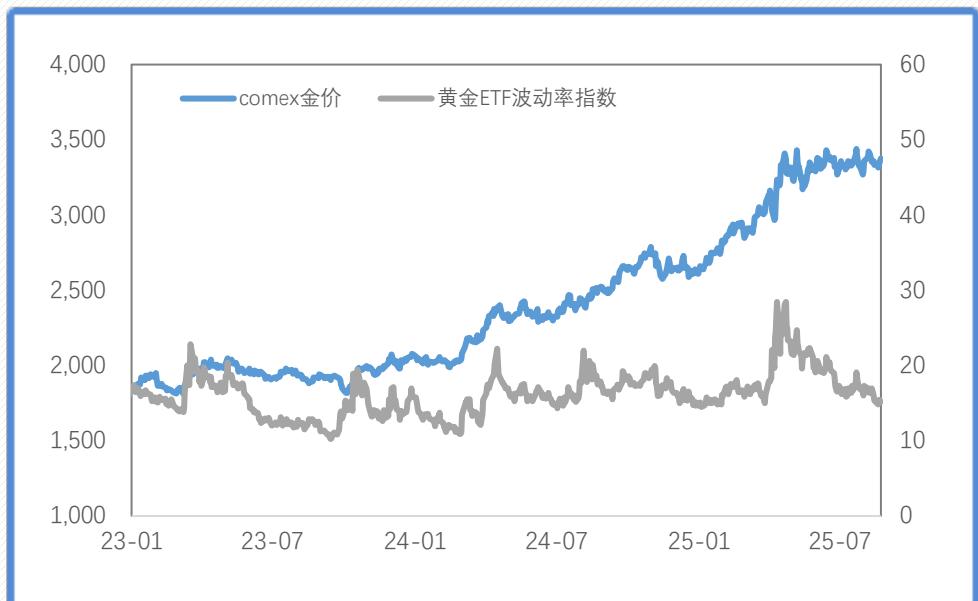
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 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。

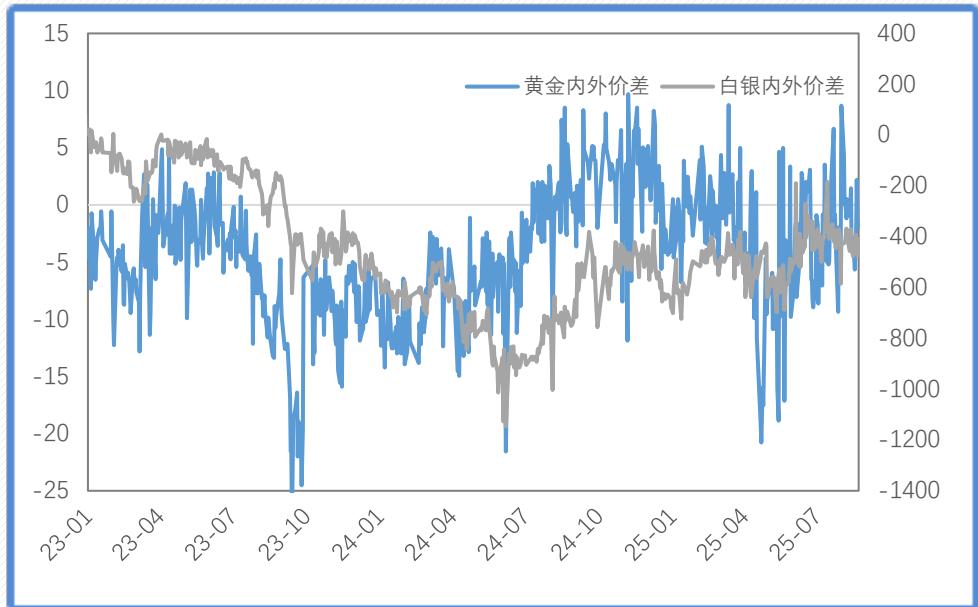
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

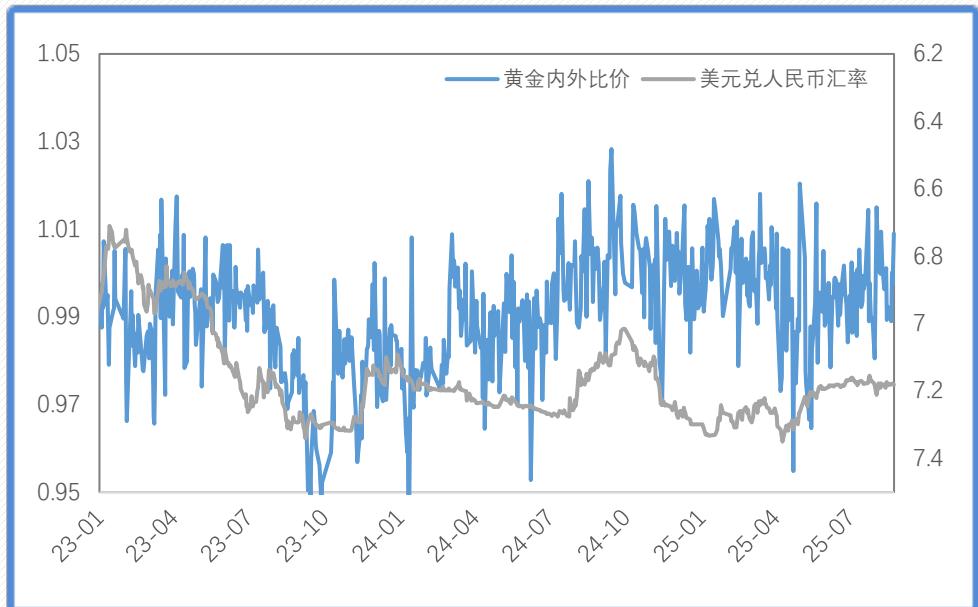
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及内外比价有所回升，白银内外价差与内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

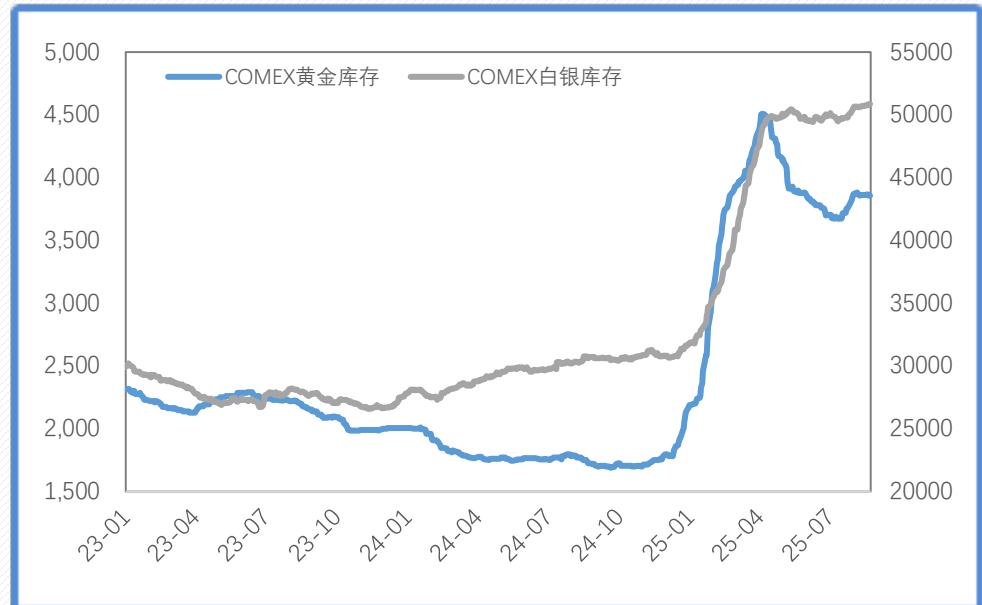


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

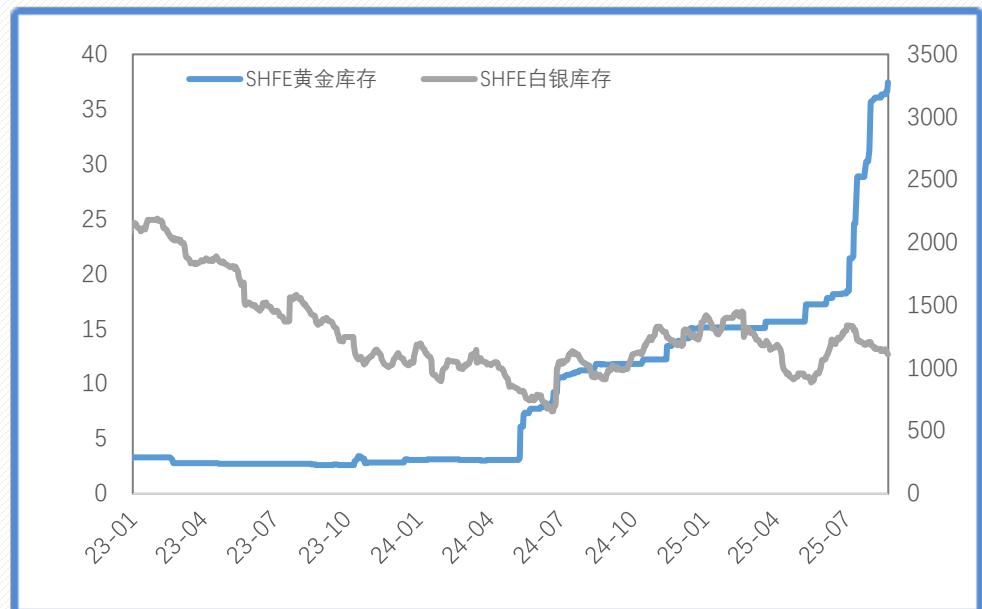
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3856 万盎司，环比减少约 7 万盎司，COMEX 白银库存约为 50849 万盎司，环比增加约 93.6 万盎司；SHFE 黄金库存约为 37.5 吨，环比增加约 1.1 吨，SHFE 白银库存约为 1109 吨，环比减少约 32.4 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

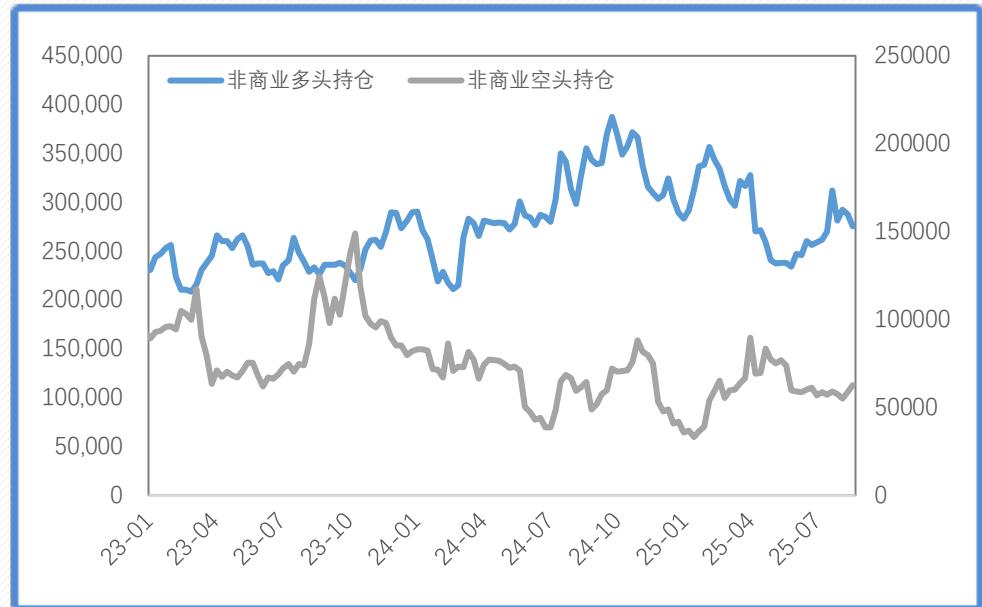
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

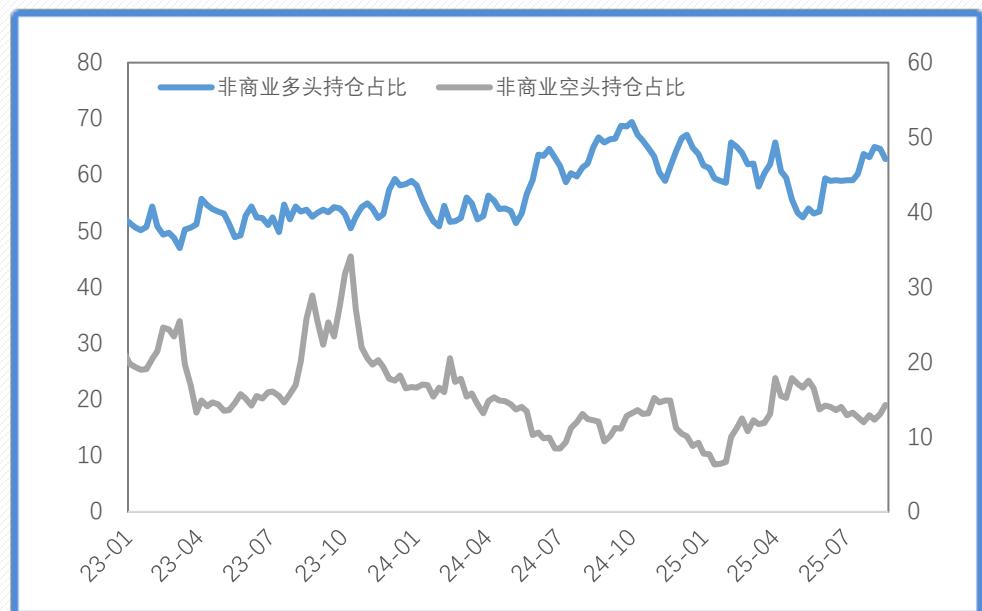
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 8.6 吨至 957 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 218 吨至 15289 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.8 万手，其中非商业多头持仓减少 12838 手至 27.5 万手，空头持仓增加 4057 手至 6.3 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 62.8% 附近，非商业空头持仓占比上升至 14.3% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



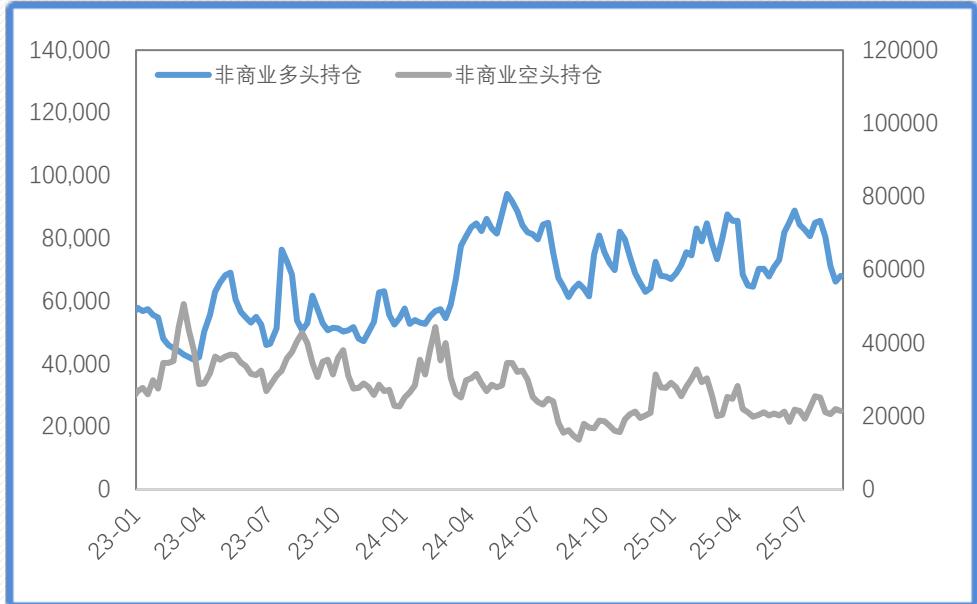
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



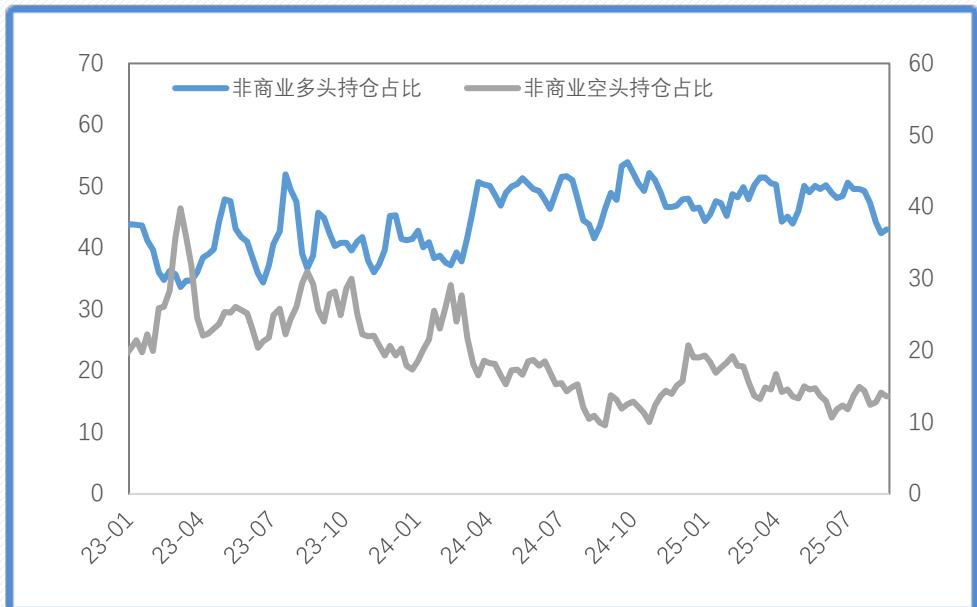
数据来源: Wind

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

目前我们还是相对看好铜价，一方面七八月份的淡季也并没有让铜出现明显的累库，而眼下即将进入九月消费旺季，季节性改善会对铜的去库形成支撑；另一方面，中美宏观都有转暖的信号，国内延续反内卷治理通缩的思路，美国预防式降息的路径在鲍威尔 JH 发言后已经打开，宏观可能会开始交易增长动能的回归，对铜价而言是相对利好。

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，但短期

来看仍需关注地缘冲突缓和及降息预期反复的风险，预计金价仍将处于区间内运行。

关注及风险提示

初请失业金人数、核心 PCE、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。