

# 市场积极押注联储 9 月降息，金铜走强

摘要：上周宏观层面整体仍然偏多，周中一度出现 RISK OFF 交易，美元和美债收益率明显回升，但是并未持续太长时间，随着美股一些重要公司的财报表现较好，美股重拾涨势，市场的 RISK OFF 氛围也随之消散。目前市场还是积极押注联储 9 月降息以及后续的降息空间，流动性可能会进一步宽松，在这种预期之下，金铜价仍然易涨难跌。

## 金属市场周报

2025. 8. 25-2025. 8. 29

### 核心观点

#### 1、上周金铜大幅走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.89%，白银上涨 3.45%；沪金 2510 合约上涨 1.52%，沪银 2510 合约上涨 2.11%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.25%、+0.97%。

#### 2、宏观仍然偏多，推升铜价上行

上周宏观层面整体仍然偏多，周中一度出现 risk off 交易，美元和美债收益率明显回升，铜价承压，但是并未持续太长时间，随着美股一些重要公司的财报表现较好，美股重拾涨势，市场的 risk off 氛围也随之消散。目前市场还是积极押注联储 9 月降息以及后续的降息空间，流动性可能会进一步宽松，在这种预期之下，铜价仍然易涨难跌。

#### 3、金银显著反弹

上周，特朗普威胁对俄“经济战”，而周末伊以的冲突似有升级，同时特朗普罢免美联储理事库克，联储独立性再度遭受质疑，美国核心 PCE 数据符合预期，市场依然交易 9 月联储的降息，由此，避险情绪叠加降息预期下，金银价格大幅走强。当前金价在地缘冲突及降息预期主导下仍维持偏强运行，但突破区间仍需等待更强的驱动，中长期牛市在美国主权信用风险仍存的预期下仍未改变。

## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡上行，周后期小幅反弹。上周宏观层面整体仍然偏多，周中一度出现端在的 risk off 交易，美元和美债收益率明显回升，铜价承压，但是并未持续太长时间，随着美股一些重要公司的财报表现较好，美股重拾涨势，市场的 risk off 氛围也随之消散。目前市场还是积极押注联储 9 月降息以及后续的降息空间，流动性可能会进一步宽松，在这种预期之下，铜价仍然易涨难跌。

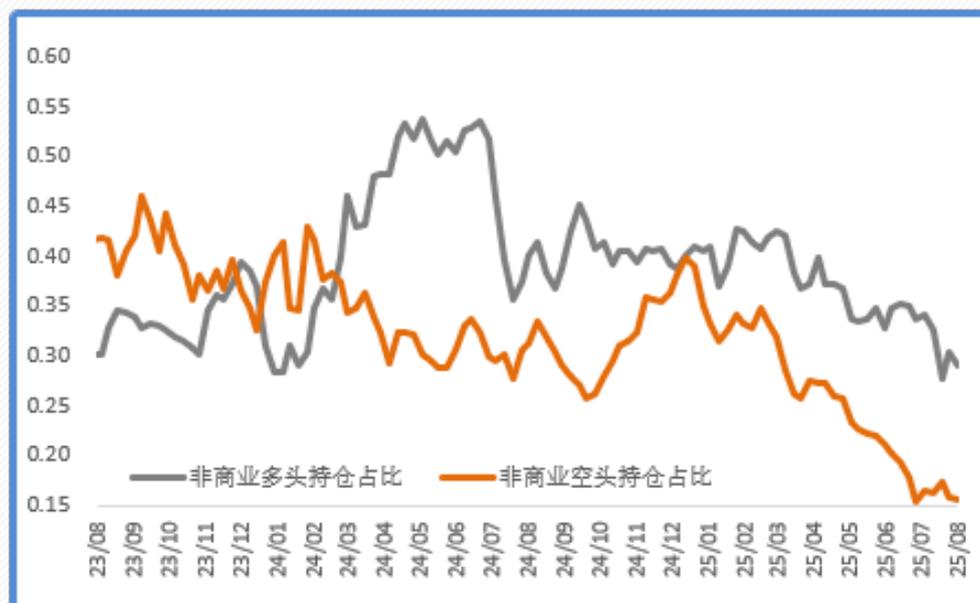
上周 SHFE 铜价震荡上行，接近 80000 元关口。目前国内消费表现尚可，虽然体感可能强弱不一，但是从总的表消等数据来看，仍然维持了一个非常有韧性的状态。目前即将进入季节性消费旺季，市场对此也仍然抱有期待。另外从国内宏观数据来看，虽然出口有所下滑，但是仍具有韧性，因此八万一下的铜买入的策略确实更加合理。不过后续仍然需要观察单月进口的恢复程度以及旺季消费的成色。

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，并且上周重新回到了一个较高的交仓水平。目前 COMEX 铜库存累积增长 17 万吨，与美国进口铜来源国以及 COMEX 注册品牌对比，预计还有 6-10 万吨铜没有显性化，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

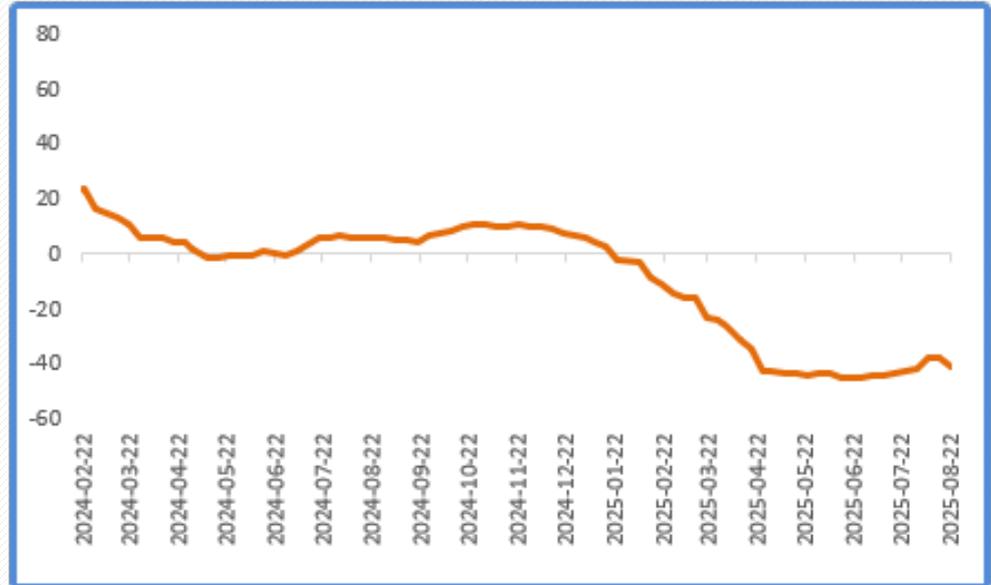


数据来源: Wind

## (二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-41.2 美元/干吨, 较上周跌 2.59 元/干吨。近期铜精矿现货购买四季度现货。短期内 TC 市场大概率维持平稳, 需持续关注四季度货物, 当前铜精矿加工费整体稳定在-40 左右, 贸易商与炼厂 10 船期货物以 -40 美元/干吨成交; 另有 BVC 招标 2 万吨等待结果。现货成交活跃度抬升, 主要报盘 10 月和 11 月货物, 贸易商 TC 报盘多在-40 中位, 炼厂回盘-30 高位, 双方分歧较大。冶炼厂近月货物采购节奏放缓, 多数炼厂聚焦四季度货物及明年长单筹备。另外日本冶炼厂近期较为活跃, 交及明年长单谈判进展。

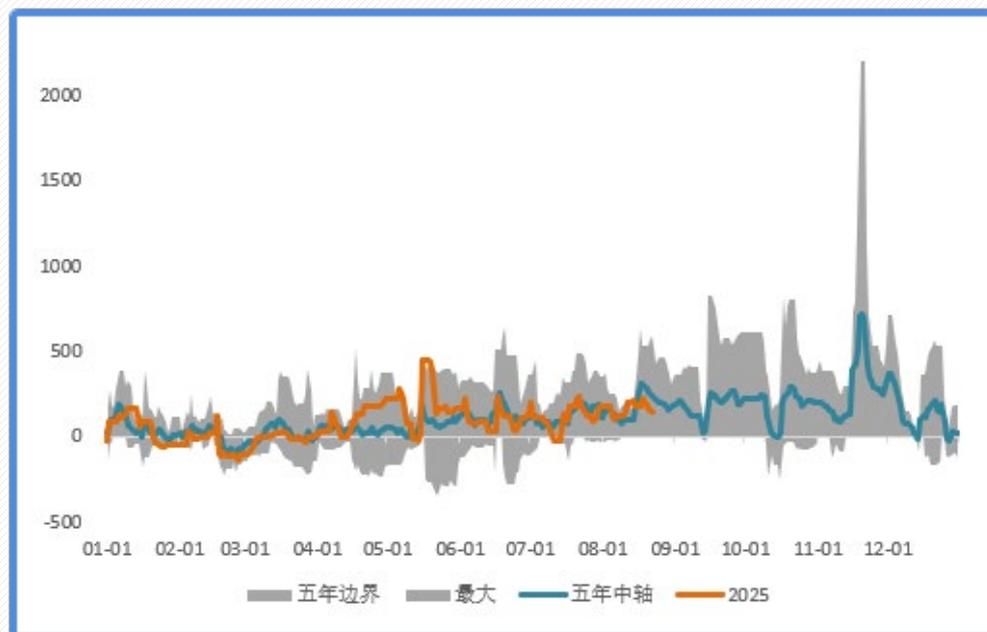
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价先抑后扬，且随着铜价重心走跌，下游加工企业新增订单有所增加，但补库情绪仍相对谨慎，多维持正常刚需生产为主；同时由于部分时间主流品牌升水较高，且与次平水品牌价差维持高位，周内下游仍倾向于采购非注册、差平货源为主。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。下周来看，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。

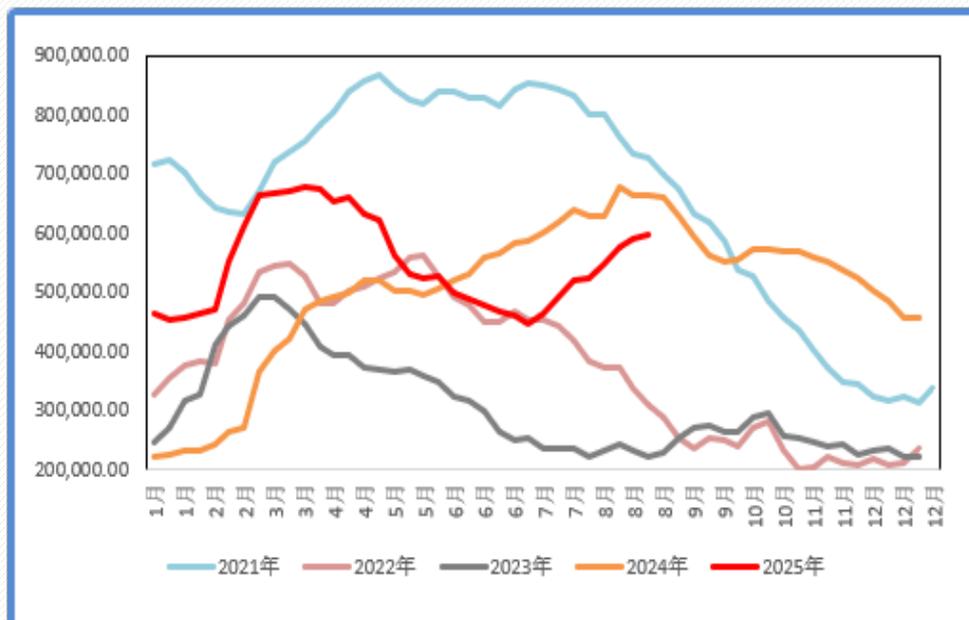
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 12.79 万吨，较 21 日降 0.18 万吨，较 25 日增 0.79 万吨；本周上海市场库存环比上周表现增加，周内先降后增，由于周内进口铜到货仍有增量，且临近月底，下游企业采购需求仍相对有限，仓库出库量相对平稳，库存因此整体表现增加；下周来看，由于进口铜增量仍存，且铜价回落加之月初，下游企业采购需求预计回升，因此周内供需双增，库存预计仍将表现增加。广东市场库存环比上周小幅下降。主因周内市场到货相对较少，但下游消费难有明显增加空间，库存变动幅度有限；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。

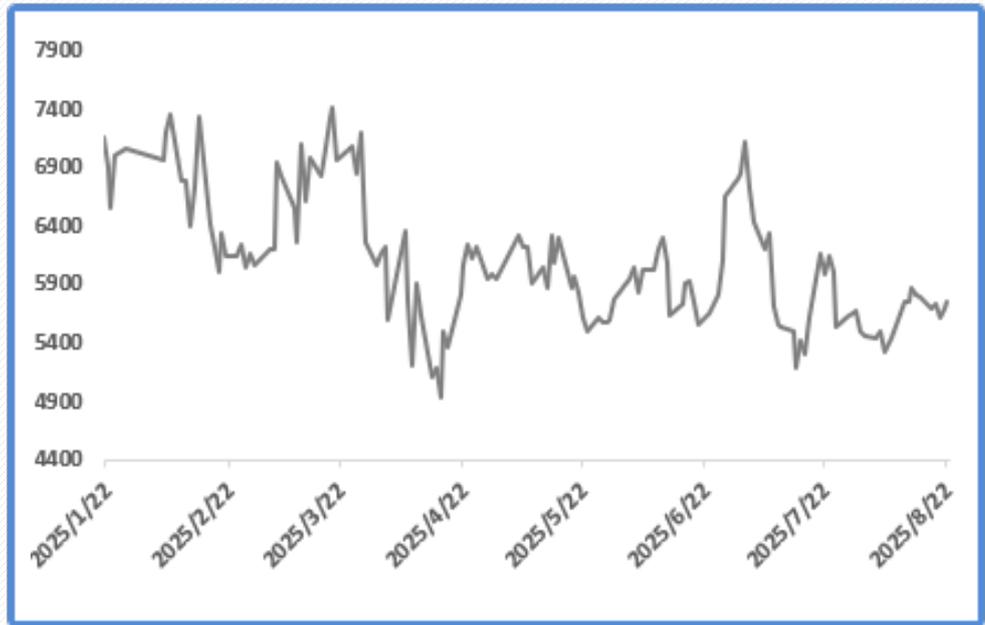
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数呈现上升趋势，天津市场小幅下调；精铜杆企业订单下滑，成品库存有累积趋势；再生铜杆市场交易有所增加，但市场间差异依然明显；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度均有小幅扩大；国内铜杆社会库存回升至近一个月高位。随着时间来到月末月初交际，加之近期部分铜杆企业出现成品库存的积累，因此近期精铜杆企业进入检修阶段，生产预期有所下调，预计下周的生产表现或有小幅的下调。再生铜杆端市场间的差异依然明显，在产的生产延续性相对稳定，但仍有部分企业因原料库存不足和生产调整，会有下降的可能，市场间的产销表现仍要持续一段时间。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属价格显著反弹，COMEX 金银于 3396-3519 美元/盎司、38.6-40.9 美元/盎司区间内运行。上周，特朗普威胁对俄“经济战”，而周末伊以的冲突似有升级，同时特朗普罢免美联储理事库克，联储独立性再度遭受质疑，而美国核心 PCE 数据符合预期，市场依然交易 9 月联储的降息，由此，避险情绪叠加降息预期下，金银价格大幅走强。

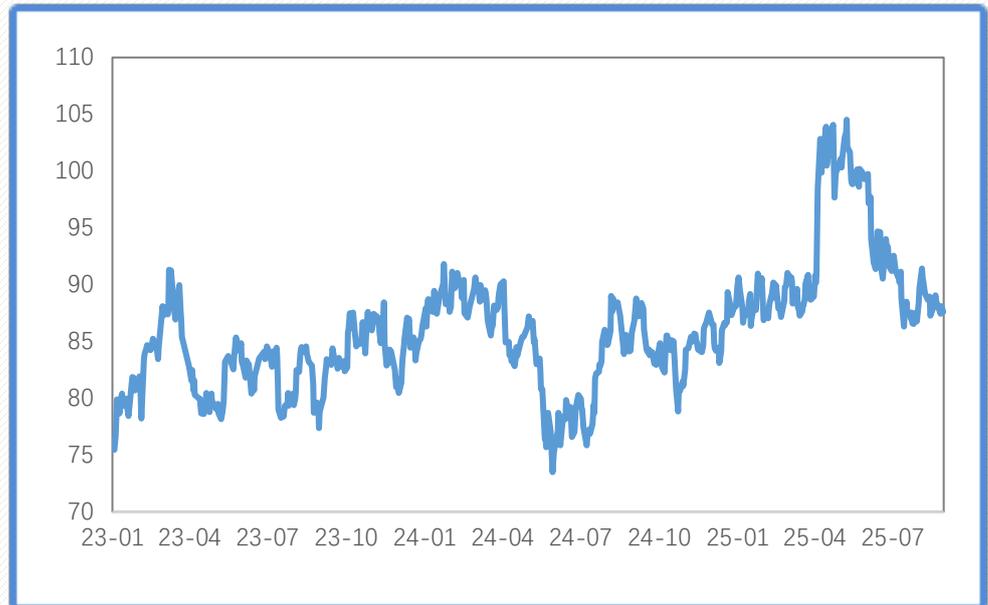
贵金属价格监控

2025/8/29	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3475.5	3373.6	3.0%
COMEX 白银	38.9	38.5	1.0%
伦敦金现	3429.2	3334.3	2.8%
伦敦银现	38.8	38.0	2.1%
SHFE 黄金	783.0	771.9	1.4%
SHFE 白银	9373.0	9176.0	2.1%
上金所黄金 T+D	781.7	771.6	1.3%
上金所白银 T+D	9365.0	9182.0	2.0%

## （二） 比价与波动率

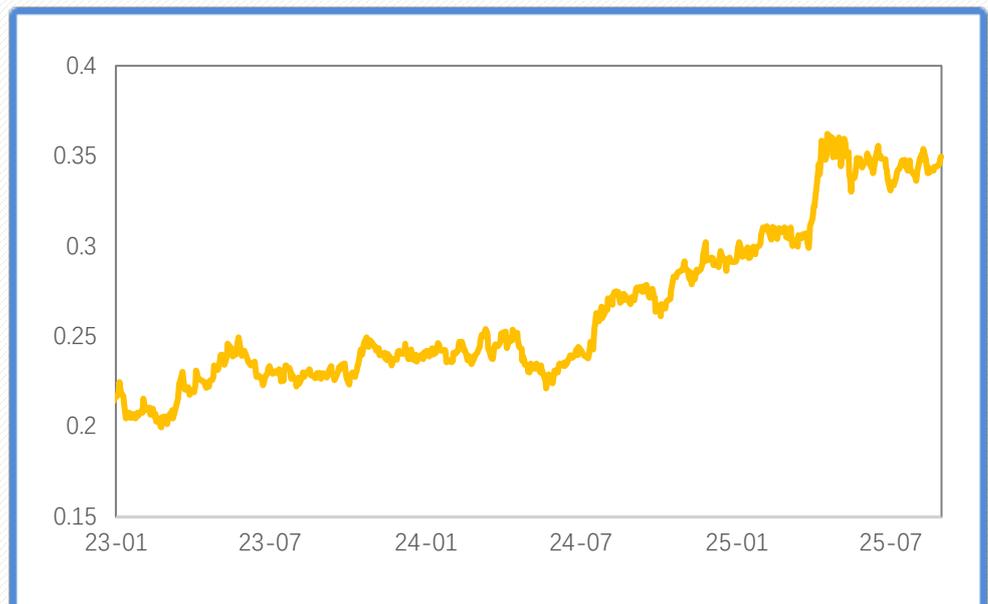
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比小幅下行；伦铜涨幅弱于黄金，金铜比小幅上行；原油涨幅弱于黄金，金油比持续回升。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



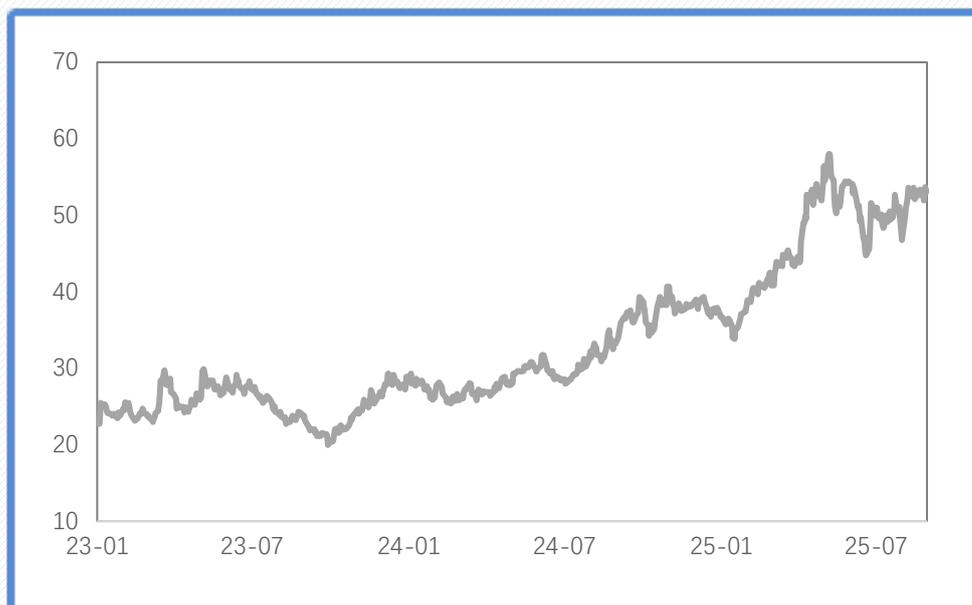
数据来源：Wind

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，近期市场避险情绪较前期明显回升，黄金波动率再度上冲，短期或有所持续。

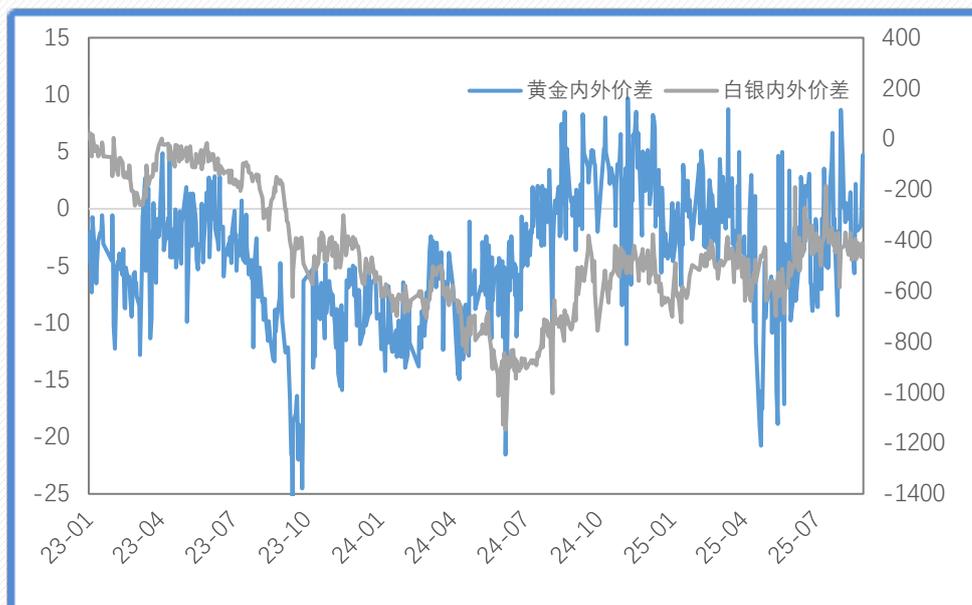
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

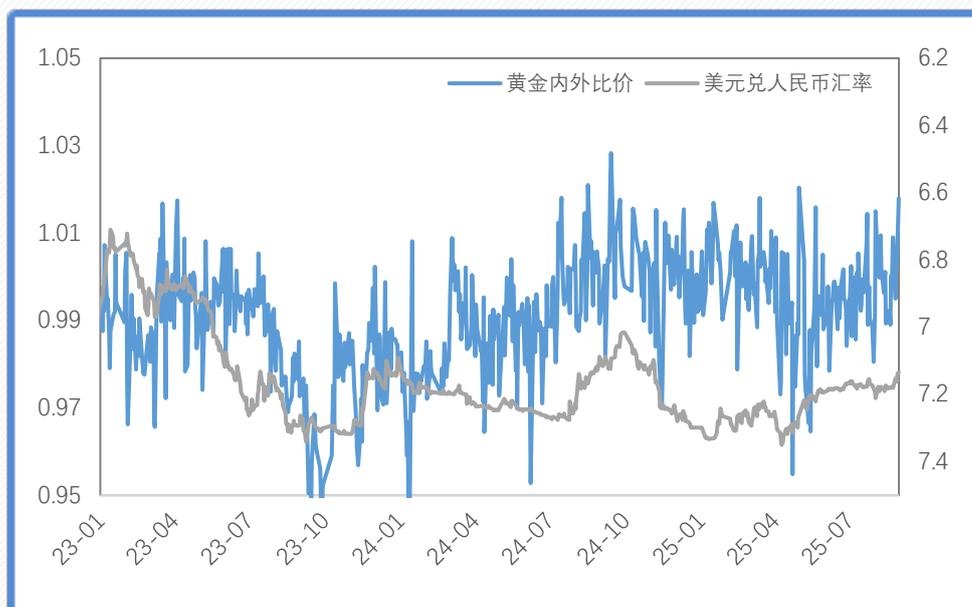
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及内外比价有所回升，白银内外价差小幅回落，内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

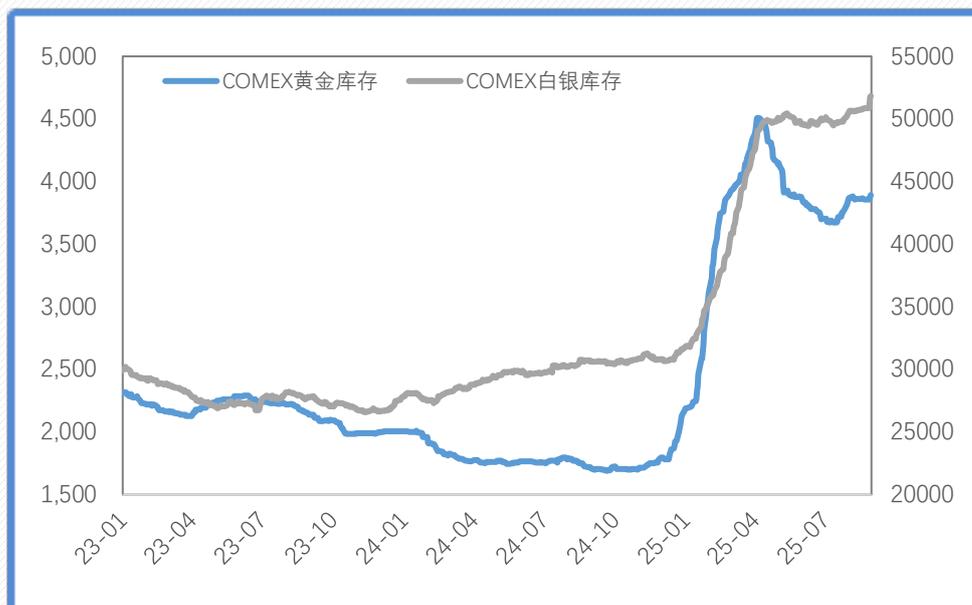


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

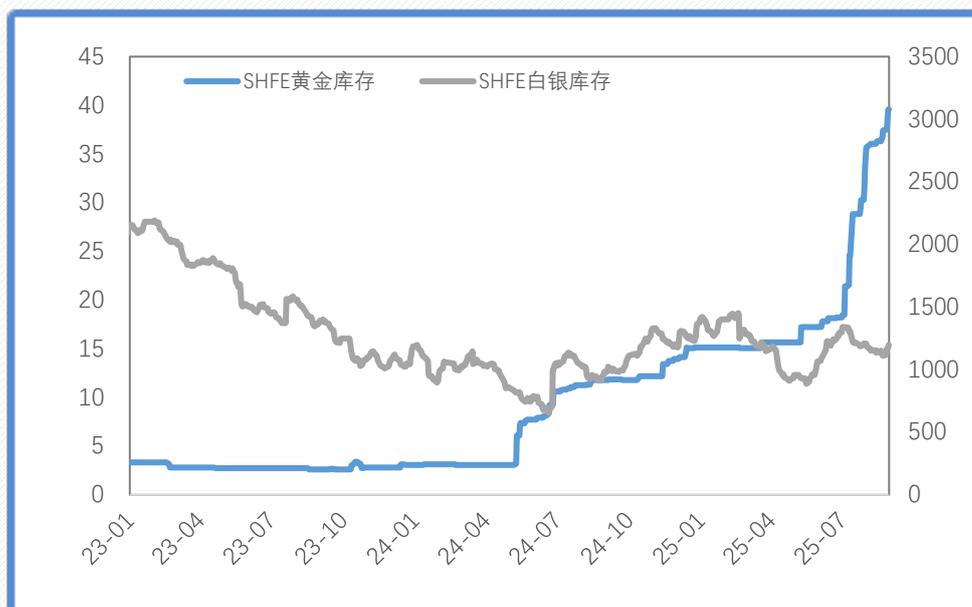
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3893 万盎司，环比增加约 36 万盎司，COMEX 白银库存约为 51823 万盎司，环比增加约 975 万盎司；SHFE 黄金库存约为 39.6 吨，环比增加约 2.2 吨，SHFE 白银库存约为 1196 吨，环比增加约 86.9 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

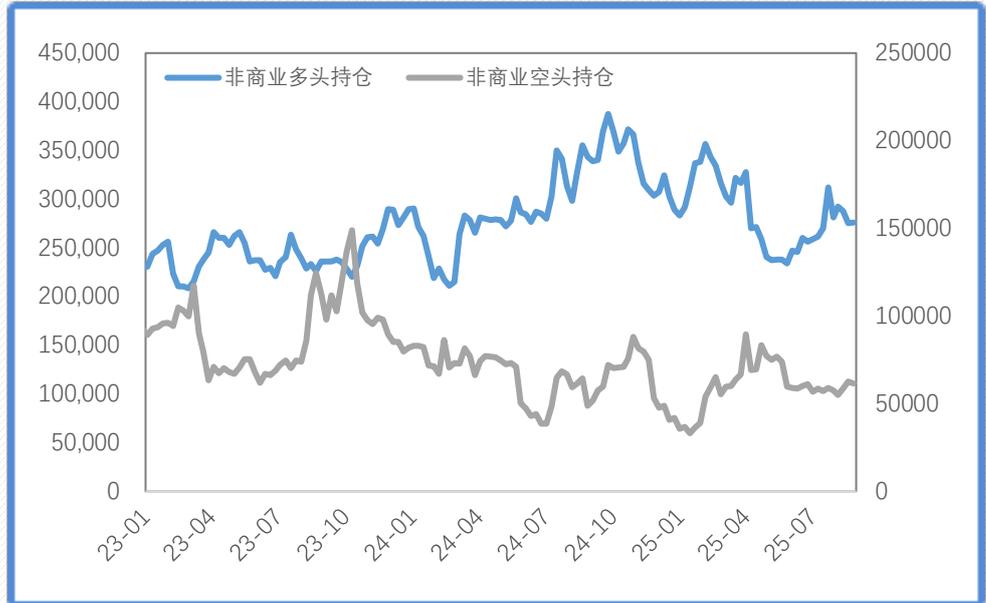
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

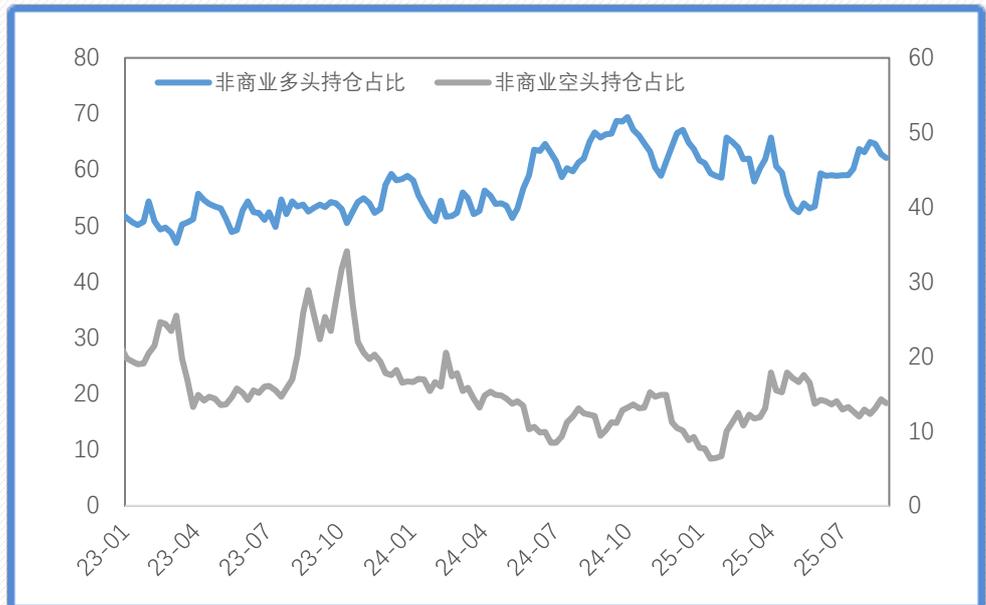
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 20.9 吨至 978 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 21.2 吨至 15310 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.7 万手, 其中非商业多头持仓增加 490 手至 27.6 万手, 空头持仓减少 1231 手至 6.1 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 62.1% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 13.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



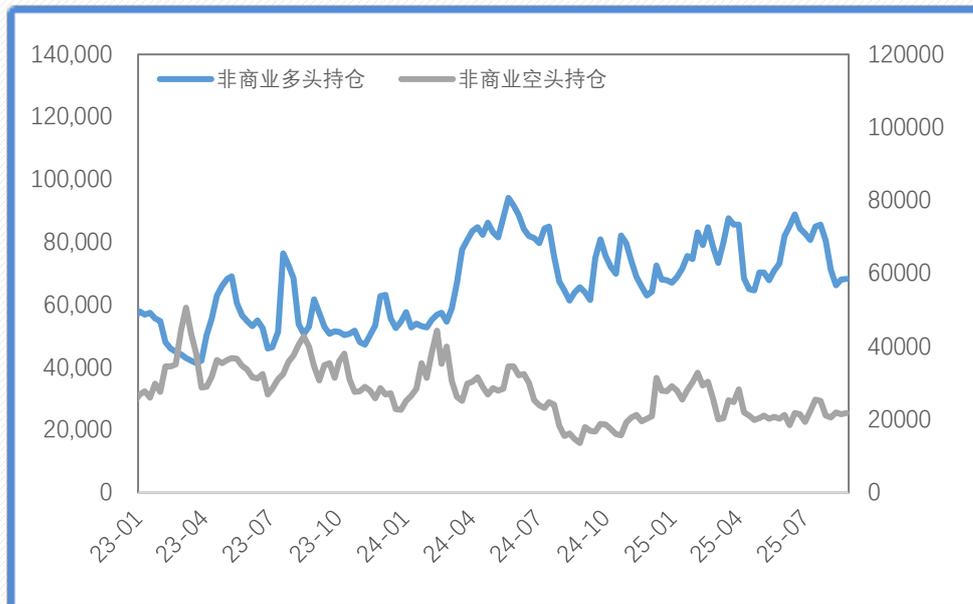
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



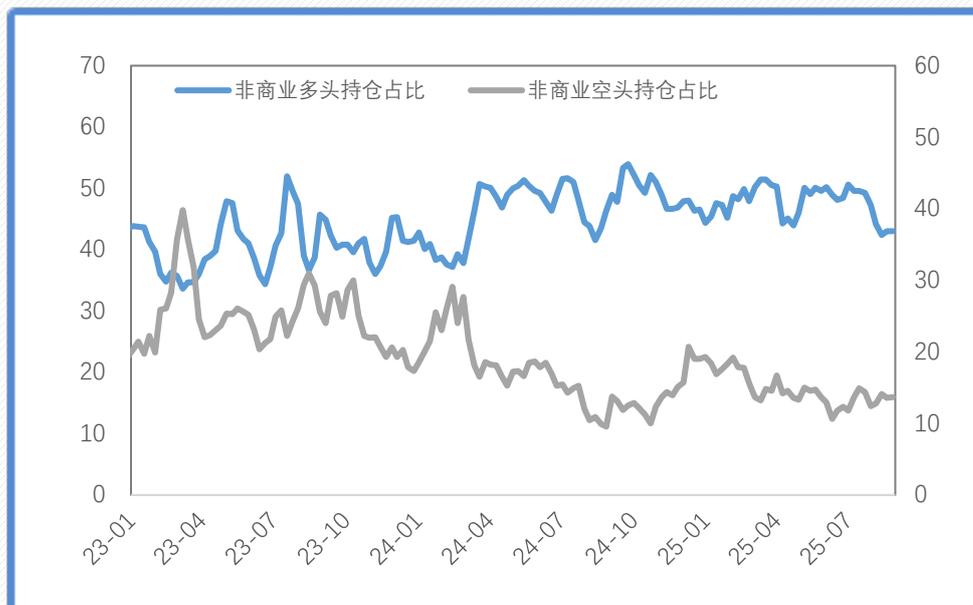
数据来源: Wind

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

目前国内消费表现尚可，虽然体感可能强弱不一，但是从总的表消等数据来看，仍然维持了一个非常有韧性的状态。目前即将进入季节性消费旺季，市场对此也仍然抱有期待。另外从国内宏观数据来看，虽然出口有所下滑，但是仍具有韧性，因此八万一下的铜买入的策略确实更加合理。不过后续仍然需要观察单月进口的恢复程度以及旺季消费的成色。

当前金价在地缘冲突及降息预期主导下仍维持偏强运行，但突破区间仍

需等待更强的驱动，中长期牛市在美国主权信用风险仍存的预期下仍未改变。

#### 关注及风险提示

美国 PMI、职位空缺、非农就业、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。