

降息预期强化，铜价接力黄金开启上行趋势？

金属市场周报

2025. 9. 8-2025. 9. 12

摘要：目前市场仍然处于坏消息就是好消息的状态之中。上周美国 PPI、CPI 均符合市场预期，对降息不构成实质性影响。初请失业金高于市场预期，劳动力市场的疲软仍在继续，市场对于降息路径更加笃定，降息交易进一步强化，铜价震荡上行，而黄金此前定价降息较为充分，呈现震荡走势。

核心观点

1、上周金价高位震荡，铜价持续上行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.12%，白银上涨 2.82%；沪金 2510 合约上涨 2.28%，沪银 2510 合约上涨 2.27%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+2.3%、+1.15%。

2、降息路径明确，铜价向上突破

目前市场仍然处于坏消息就是好消息的状态之中。上周美国 PPI、CPI 均符合市场预期，对降息不构成实质性影响。初请失业金高于市场预期，劳动力市场的疲软仍在继续，市场对于降息路径更加笃定，降息交易进一步强化，铜价震荡上行，并且有向上突破甚至走出趋势性行情的迹象。不过本周风险仍然在降息落地之后的市场预期，可以暂时回避关键节点。

3、金价高位盘整，等待 FOMC 决议

上周，美国 CPI 数据公布高于前值，但符合市场预期，而初请失业金人数为今年新高，就业数据的疲软使得市场降息预期显著回升，甚至押注 9 月降息 50bp 的可能，然而黄金价格在前期预期交易相对充分的情况下，进入高位盘整阶段。当前，金价在降息预期主导、地缘冲突加剧的背景下仍将表现强势，然而临近降息时点，再度上涨仍需等待更强的驱动，关注本周联储议息会议上的表态及利率决议。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡上行，目前市场仍然处于坏消息就是好消息的状态之中。上周美国 PPI、CPI 均符合市场预期，对降息不构成实质性影响。初请失业金高于市场预期，劳动力市场的疲软仍在继续，市场对于降息路径更加笃定，降息交易进一步强化，铜价震荡上行，并且有向上突破甚至走出趋势性行情的迹象。不过本周风险仍然在降息落地之后的市场预期，可以暂时回避关键节点。

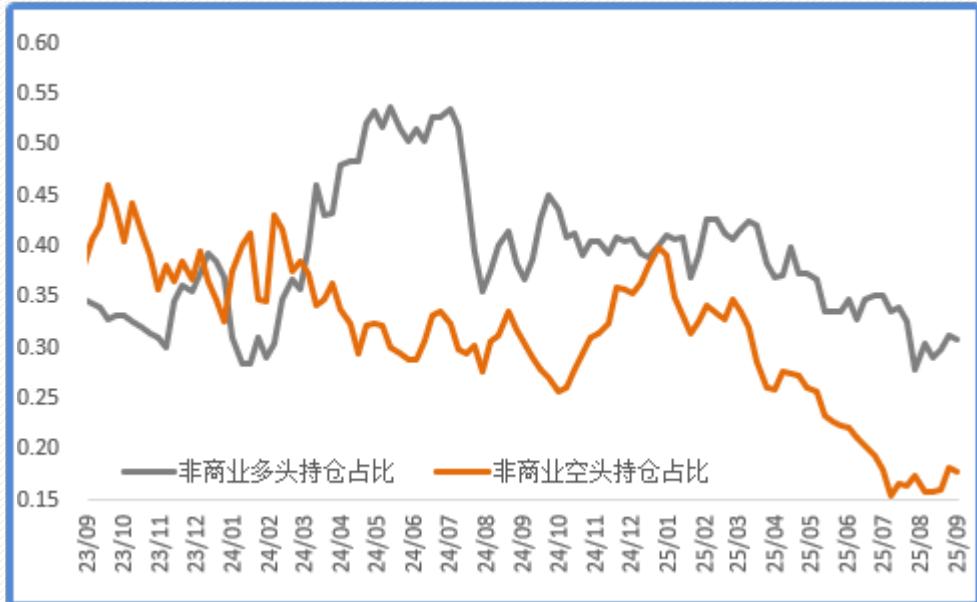
上周 SHFE 铜价震荡上行，一度触及 81000 元关口。目前国内消费进入季节性旺季，但是似乎并没有表现出特别明显的旺季特征。单从需求的角度来看，并不支撑价格有趋势向上的行情。但是铜的行情往往更多由宏观的叙事发动，需要关注的是本周联储宣布降息之后，国内是否会有政策的跟进，在当下国内资本市场风险偏好程度较高、流动性充裕的背景下，进一步的政策跟进可能会继续提升市场的风险偏好。

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 31 万吨，上周交仓量环比有所回落。目前 COMEX 铜库存累积增长 21 万吨，与美国进口铜来源国以及 COMEX 注册品牌对比，考虑到美国境内企业的补库空间，预计还有 4-8 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，并且近端重新有所抬升。9 月开始国内的精炼铜进口压力可能将环比明显增加，而消费预期大概率不会呈现特别明显的旺季特征，能否去库一定程度上取决于价格跟到一个怎样的水平。不认为 borrow 会有很大空间，目前月差策略相对鸡肋。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业空头占比略有抬升，非商业多头占比也有所抬升，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

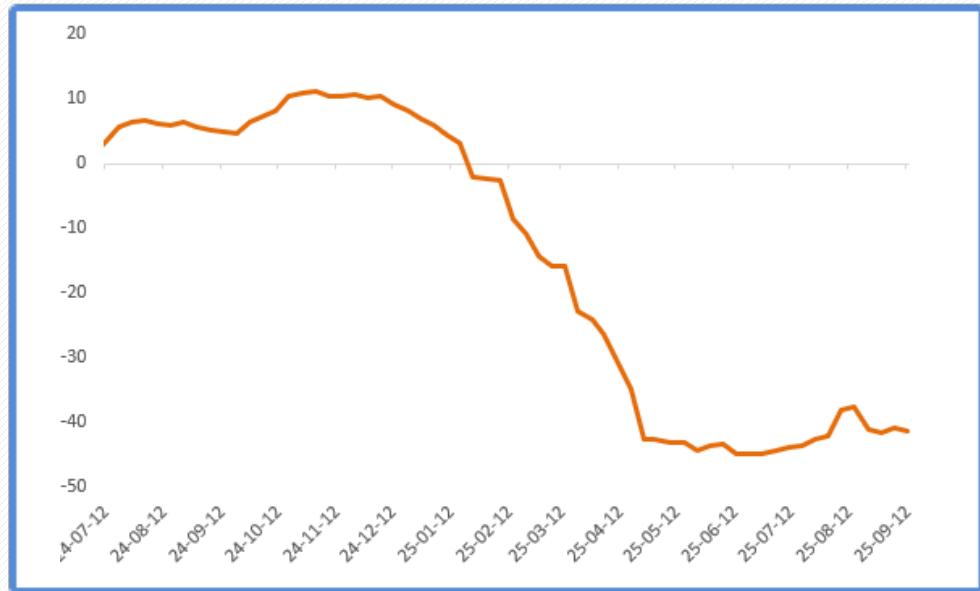


数据来源: Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-40.68 美元/干吨，较上周涨 0.17 美元/干吨。铜精矿现货 TC 小幅上升，整体情绪较为谨慎，现货成交持续清淡。干净铜精矿现货 TC 主要在-30 高位到-40 低位范围内上下震荡，买卖双方心理价位仍存分歧。据 Mysteel 调研，Las Bambas 对贸易商招标的今年及明年船期 TC 报-100 美元/吨左右。主流加工费是在-30 高位到-40 低位区间，近期干净矿报盘多集中在-40 中低位，回盘价格存在分歧，市场成交有限。需持续关注四季度货物成交及明年长单谈判进展。

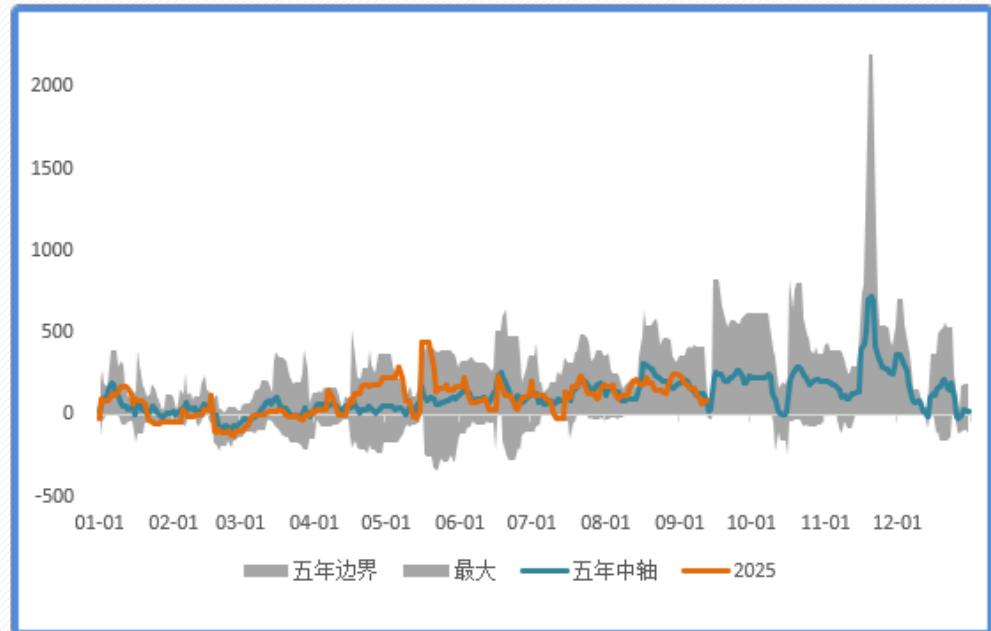
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面, 铜价延续震荡上行, 下游企业采购需求难有明显提升, 但部分时间进口低价货源仍有流入, 贴水货源吸引下游逢低采购, 例如非注册类品牌货源成交尚可, 但后续铜价再度走高, 加之升水回升, 下游谨慎观望情绪显现, 接货情绪受抑。据调研了解, 周内注册进口品牌到货有所减少, 且冶炼厂发货难有增加, 国产品牌货源到货依旧较少, 持货商低价出货意愿或仍相对有限; 但值得注意的是, 目前铜价上涨较快, 下游消费难有明显提升空间, 压价接货意愿周内或表现较强, 升水持续性回升压力仍存, 因此预计区间运行于升 20~升 150 元/吨附近。

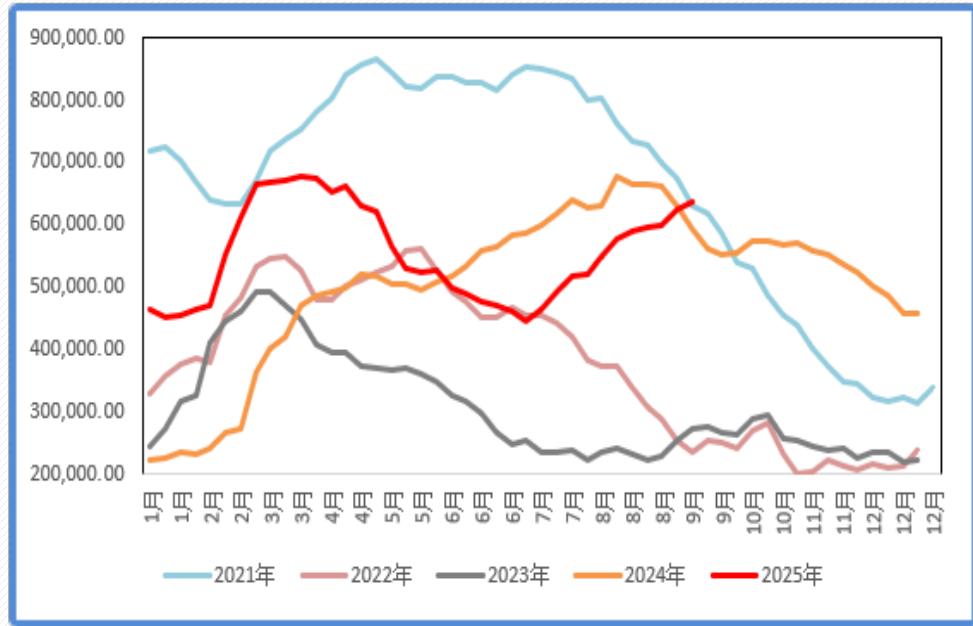
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 14.90 万吨，较 4 日增 0.09 万吨，较 8 日降 0.14 万吨；上海市场库存环比上周继续表现增加，周内先增后降，由于进口铜到货仍存，市场进口低价货源流通较多，现货升水承压走跌，下游企业贴水货源采购情绪尚可，但铜价高位运行，整体提升空间有限；下周来看，进口铜到货减少，同时冶炼厂发货亦相对有限，国产货源维持偏少，但考虑到铜价走高，下游消费受限，库存预计开始表现去库，幅度或相对不大。广东市场库存环比上周继续去库。冶炼厂发货仍不多，仓库国产货源到货较少，但下游消费同样表现较为一般，库存下降幅度相对有限；市场到货预计难有增加，下游消费受高铜价压制，因此周内或维持小幅去库。

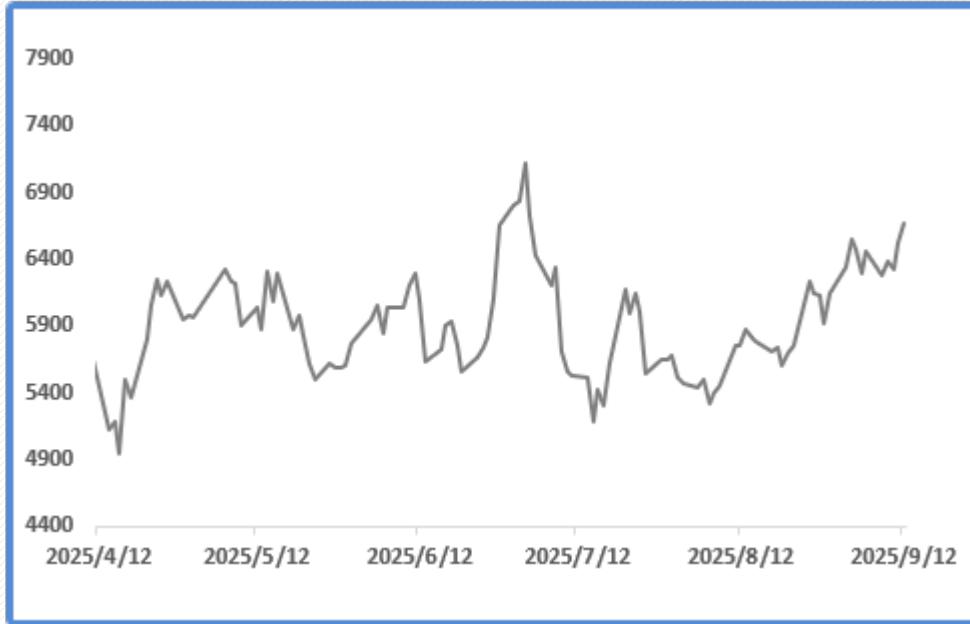
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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表现，市场更有贸易商低价货源释放；精铜杆企业成交环比有所增长，前期低价货源提货尚可；再生铜杆市场产销均有回升，带票原料货源供应趋紧；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度均有小幅扩大；国内铜杆社会库存微幅下降，华北市场库存依然处于较高位置。随着市场深入，消费稳步回升，即使在面临高铜价的压力，精铜杆企业的成交也并未被明显打击，消费韧性尚有体现，但需要关注下游提货的速度，以防库存积累和资金流动不畅的影响。再生铜杆企业的生产稳步回升，但需要注意近期市面带票再生铜货源的供应，以影响再生铜杆企业的生产。

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

上周贵金属价格于高位震荡, COMEX 金银于 3621-3715 美元/盎司、41.1-43 美元/盎司区间内运行。上周, 美国 CPI 数据公布高于前值, 但符合市场预期, 而初请失业金人数为今年新高, 就业数据的疲软使得市场降息预期显著回升, 甚至押注 9 月降息 50bp 的可能, 然而黄金价格在前期预期交易相对充分的情况下, 进入高位盘整阶段。

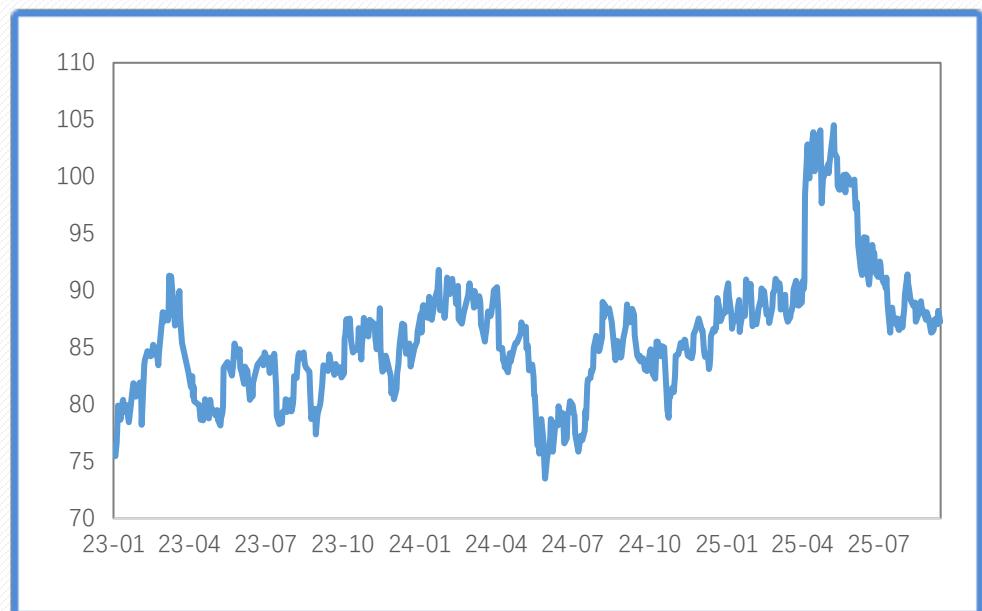
贵金属价格监控

2025/9/12	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3646.3	3600.8	1.3%
COMEX 白银	42.3	41.1	2.8%
伦敦金现	3651.1	3594.6	1.6%
伦敦银现	42.3	40.7	3.7%
SHFE 黄金	832.5	814.4	2.2%
SHFE 白银	9960.0	9790.0	1.7%
上金所黄金 T+D	830.3	811.7	2.3%
上金所白银 T+D	10034.0	9788.0	2.5%

(二) 比价与波动率

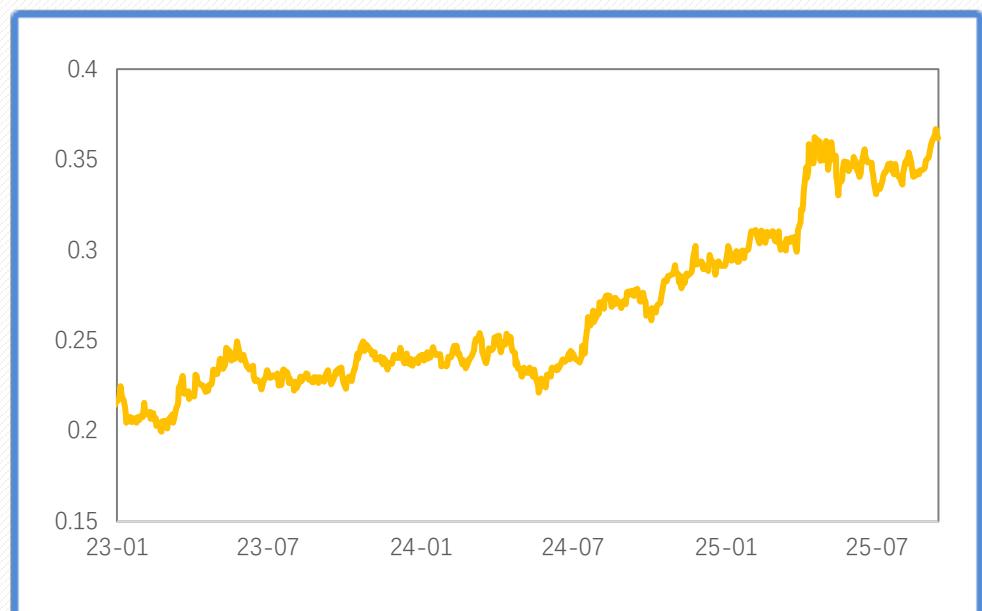
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比小幅下行；伦铜涨幅强于黄金，金铜比小幅下行；原油有所上涨，金油比窄幅震荡。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



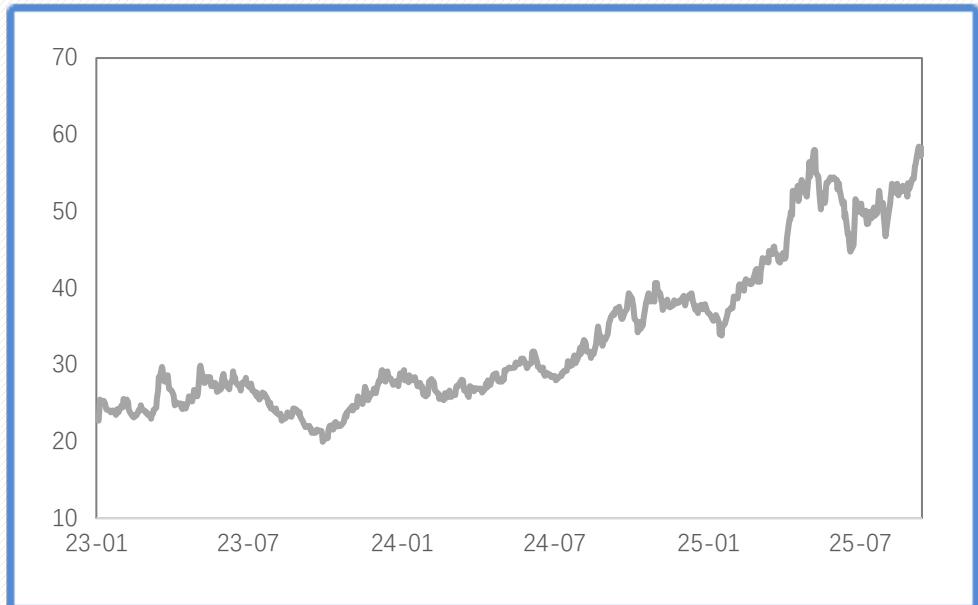
数据来源: Wind

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 小幅下降，近期海外降息预期走强，市场风险偏好明显回升，
黄金波动率随之回落。

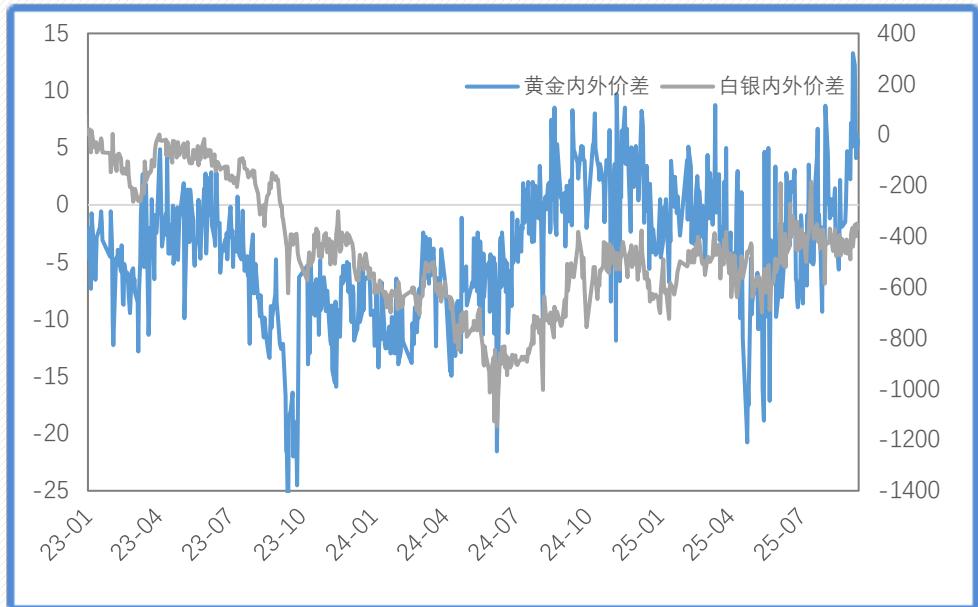
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

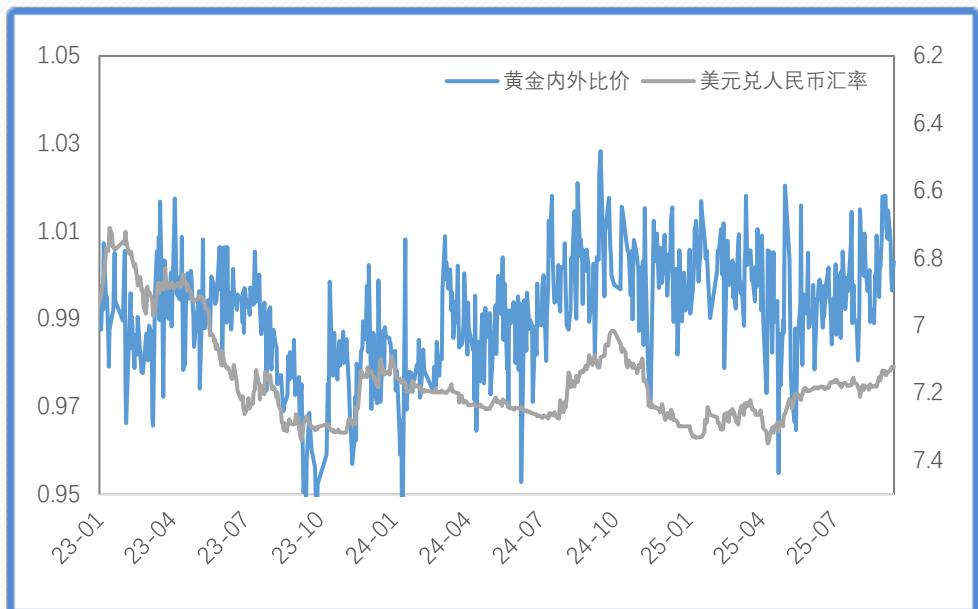
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价有所回落，
白银内外价差及比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

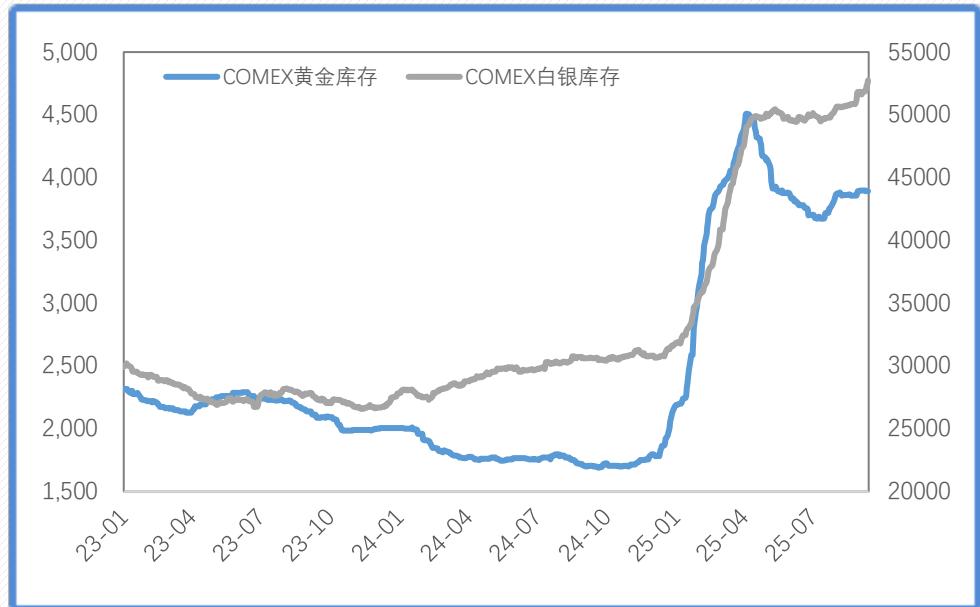


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3891 万盎司，环比减少约 4.3 万盎司，COMEX 白银库存约为 52742 万盎司，环比增加约 905 万盎司；SHFE 黄金库存约为 53 吨，环比增加约 9.6 吨，SHFE 白银库存约为 1247 吨，环比减少约 19 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

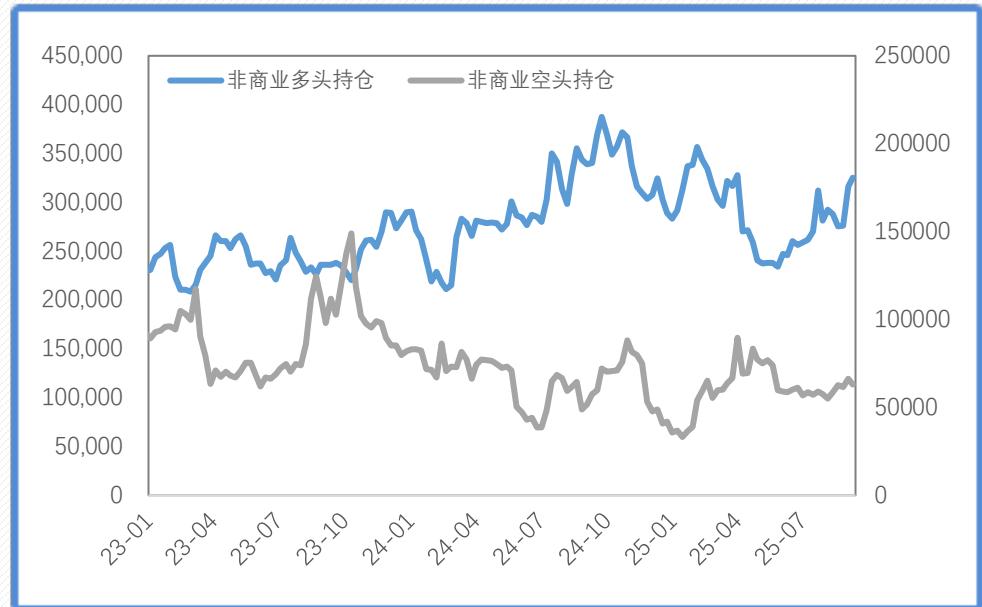
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 7.2 吨至 975 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 124 吨至 15070 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38.8 万手, 其中非商业多头持仓增加 9079 手至 32.5 万手, 空头持仓减少 3131 手至 6.3 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 63.7% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 12.4% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



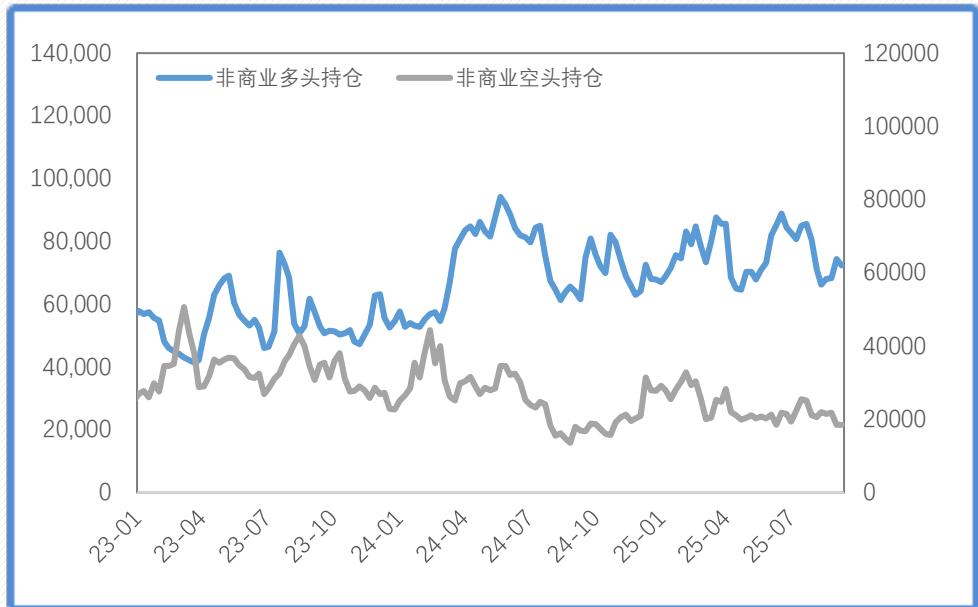
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



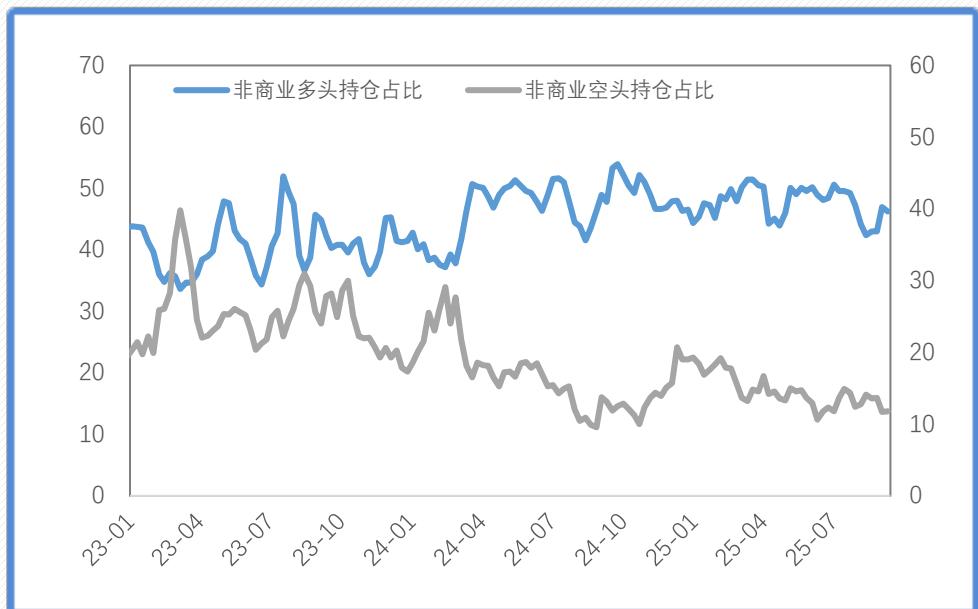
数据来源: Wind

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

目前国内消费进入季节性旺季，但是似乎并没有表现出特别明显的旺季特征。单从需求的角度来看，并不支撑价格有趋势向上的行情。但是铜的行情往往更多由宏观的叙事发动，需要关注的是本周联储宣布降息之后，国内是否会有政策的跟进，在当下国内资本市场风险偏好程度较高、流动性充裕的背景下，进一步的政策跟进可能会继续提升市场的风险偏好。

当前，金价在降息预期主导、地缘冲突加剧的背景下仍将表现强势，然而临近降息时点，再度上涨仍需等待更强的驱动，关注本周联储议息会议上的表态及利率决议。

关注及风险提示

FOMC 会议、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。