

# 降息落地，“利多出尽”后金属何去何从？

摘要：周中万众瞩目的 9 月 FOMC 会议如期而至，由于本次会议的分歧巨大，且具有重要意义，金、铜在会议前就明显处于回避状态，多头止盈离场带来了较大压力。本次会议总体中性，但是后续联储的独立性仍将面临巨大挑战，且降息仍然是主逻辑。因此我们为金、铜长期震荡上行的格局并未发生明显变化。

## 金属市场周报

2025. 9. 15-2025. 9. 19

### 核心观点

#### 1、上周金价高位震荡，铜价有所回调

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.05%，白银上涨 1.6%；沪金 2512 合约下跌 0.73%，沪银 2512 合约下跌 0.89%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.38%、-1.52%。

#### 2、铜价技术性回落，后续博弈降息路径

周中万众瞩目的 9 月 FOMC 会议如期而至，由于本次会议的分歧巨大，且具有重要意义，金属市场在会议前就明显处于回避状态，铜价在周中便开启了回调模式，多头止盈离场为铜价带来了较大压力。实际上，最终会议无论是降息还是对后续政策路径的表态，仍然遵循了一条最为中性的路径，但是从各位理事的投票态度来看，一方面联储证明了自己的团结与独立性，另一方面对后续降息路径的分歧仍然较大，这也将是后续定价的重点博弈因素。

#### 3、联储降息，黄金盘整

上周，美联储如期降息 25bp，前期降息预期交易相对充分下，贵金属价格整体利多出尽而小幅回调。此次会议上鲍威尔表态依旧相对谨慎，同时再次强调联储决策的独立性，后续降息路径仍然值得关注。当前美国劳动力市场持续疲软，联储降息预期仍存，金价无论从哪条路径来看依然存在较好的上行驱动，而地缘冲突和美元信用的长期逻辑同样支撑金价上行，短期金价盘整结束后仍有再度走强的可能。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回落。周中万众瞩目的 9 月 FOMC 会议如期而至，由于本次会议的分歧巨大，且具有重要意义，金属市场在会议前就明显处于回避状态，铜价在周中便开启了回调模式，多头止盈离场为铜价带来了较大压力。实际上，最终会议无论是降息还是对后续政策路径的表态，仍然遵循了一条最为中性的路径，但是从各位理事的投票态度来看，一方面联储证明了自己的团结与独立性，另一方面对后续降息路径的分歧仍然较大，这也将是后续定价的重点博弈因素。

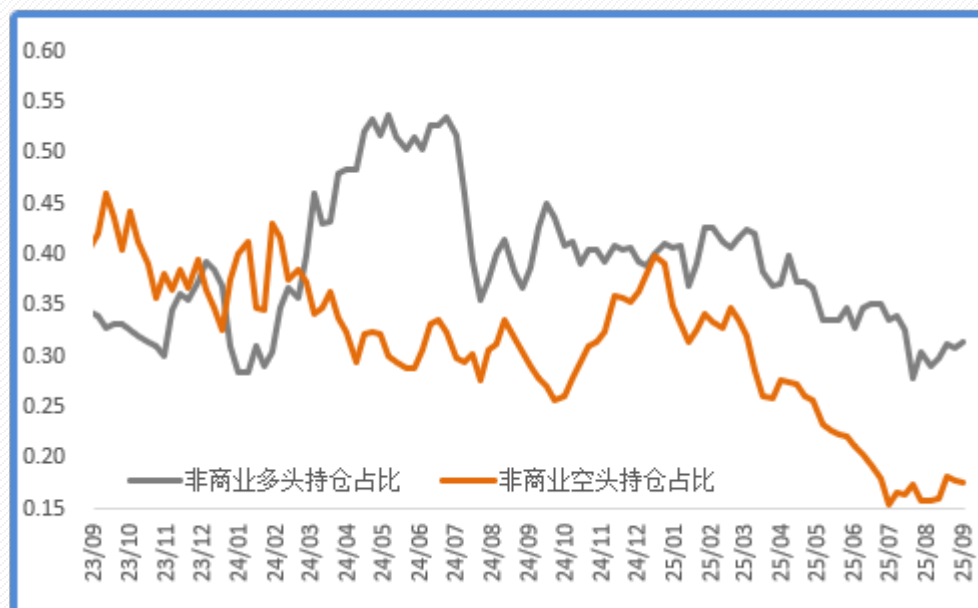
上周 SHFE 铜价震荡下行，跌破 80000 元吨关口。虽然目前已至 9 月下旬，属于典型的消费旺季，但是在铜的消费上并没有体现出旺季的成色。尤其在九月前两周价格反弹至高位之后，消费表现仍然呈现了较为疲软的状态。我们认为价格回落后可能会刺激部门消费的回归，但是可能并不用对今年的旺季抱有特别大的预期，不大会出现下游追着价格上涨去买的状态，但是跌下去也会有现货买盘介入，价格整体大概率仍将维持韧性。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，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增加。目前 COMEX 铜库存累积增长将近万吨，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下位移，近端仍然略有 back，但是随着现货升水在旺季的持续回落，我们并不看好后续月差向上的空间。除此之外，还要考虑后续进口可能会有明显的回升，初步估算单月进口回到 33 万吨左右的概率较大，那么即便冶炼厂在 9、10 月的集中检修能够有所对冲进口增量，但是总体的供应压力并不会减弱，月差走强的空间有限。

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

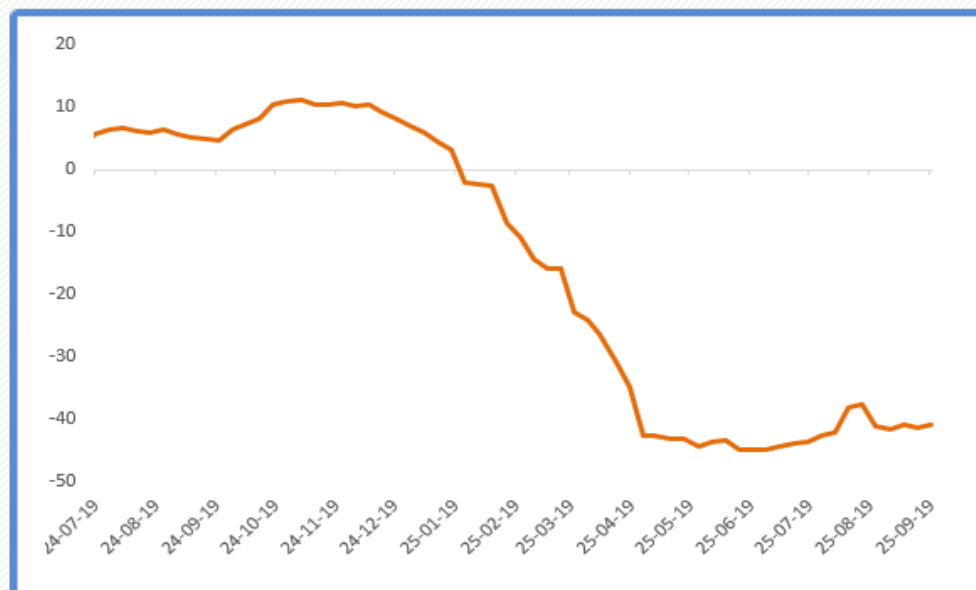


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-41.25 美元/干吨，较上周跌 0.57 美元/干吨。铜精矿现货 TC 持稳，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，据调研，某炼厂和贸易商以-40 低位成交 10 月船期的干净矿。某炼厂接到贸易商四季度打包矿报盘-40 低位，另外了解到俄罗斯的矿有增量，供应缺口仍然较大，对市场影响较小。冶炼厂坚持-30 高位 TC 心理价位，以刚需采购为主。某炼厂表示近期所接报盘多集中在-40 中低位，实际成交困难。部分炼厂库存充足，因价格低而暂缓采购。对于明年长单谈判，部分炼厂已经开始。铜精矿现货市场延续供需博弈态势，矿端供应紧张局面短期难有根本改善，近期部分地区硫酸价格开始下跌，将进一步加剧冶炼厂经营压力。

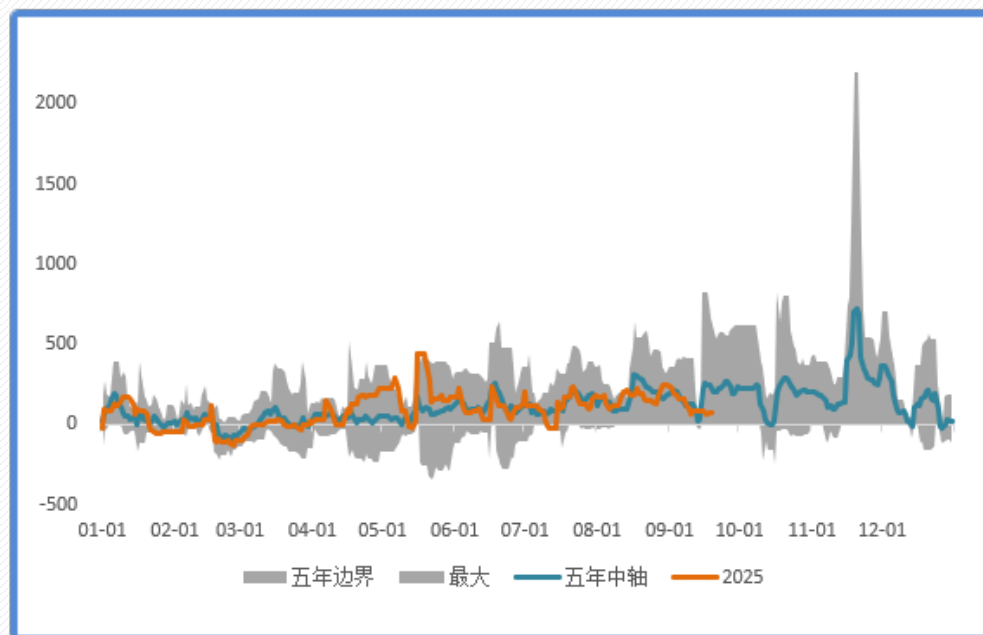
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价延续高位运行，下游企业采购情绪仍较为谨慎，但部分时间铜价走跌，下游企业新增订单有所增加，但考虑到铜价短期下跌空间有限，日内压价至平水甚至小幅贴水接货情绪仍存，整体市场消费提升空间有限。临近国庆长假，预计下游企业仍存在一定备货空间，且目前国产货源到货仍相对较少，同时进口货源到货亦表现减少，但需注意铜价高位运行，下游节前备货需求或受影响，因此周内现货升水重心预计有所提升，整体或区间运行于升 50～升 200 元/吨附近。

图 3：沪铜升贴水

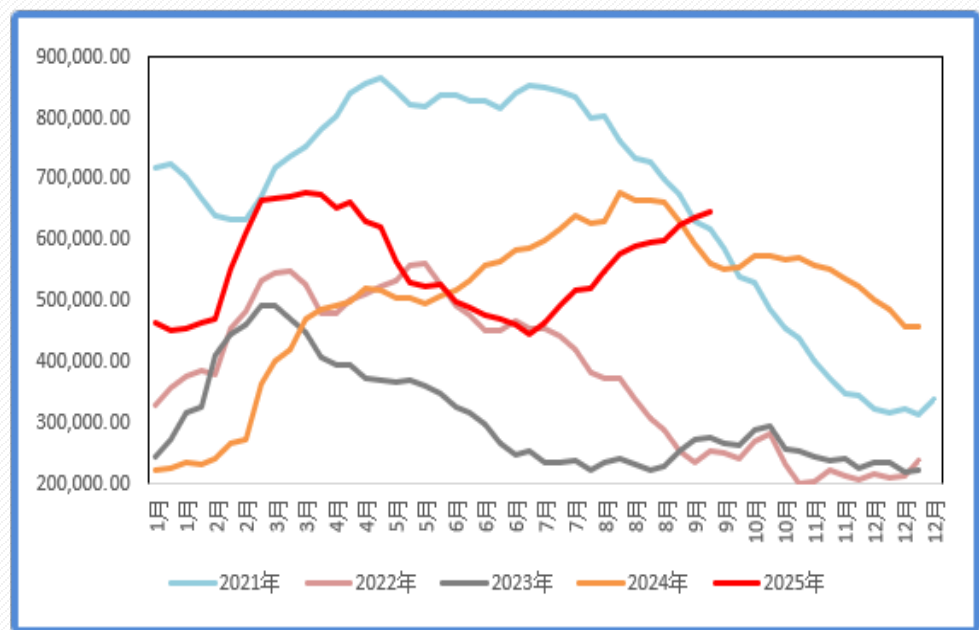


数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 15.66 万吨，较 11 日增 0.76 万吨，较 15 日降 0.13 万吨；国内电解铜库存小幅减少，其中上海市场库存继续小幅下降，周内虽仍有进口铜到货，到量相对不多，且国产货源到货依旧有限；同时铜价高位运行，下游采购需求难有明显提升空间，仓库出库亦不多，库存因此维持去库。下周来看，冶炼厂发货相对有限，无论是国产货源还是进口货源到货都维持偏少，同时考虑到下周国庆节假临近，下游企业或将进行节前备货，市场消费有望回升以致于出库增加，因此预计库存有望表现去库。



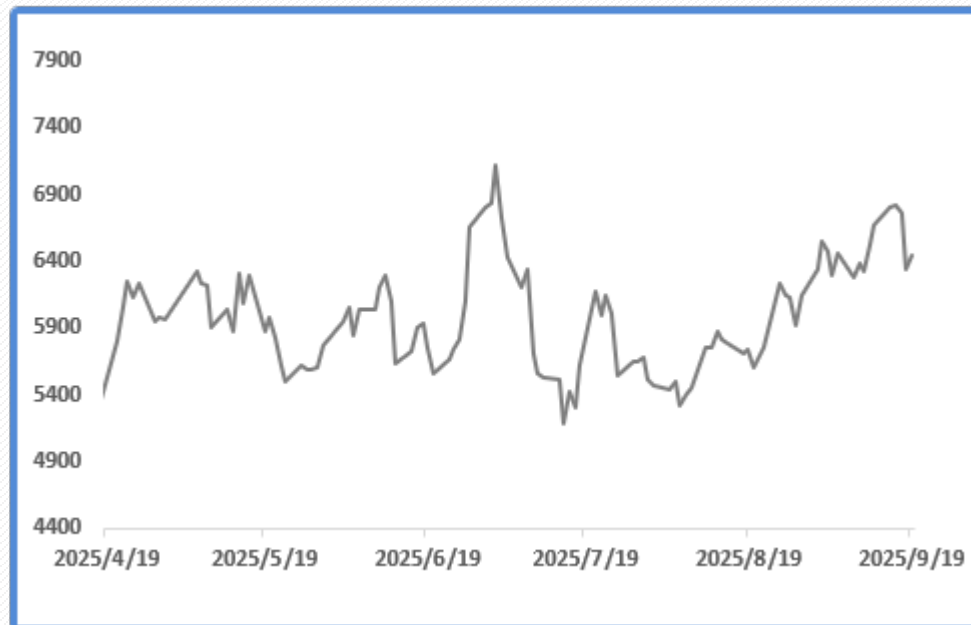
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费涨跌互现，市场间价差有所收窄；精铜杆企业成交环比继续回升，周中迎来订单爆发期；再生铜杆市场原料溢价压力较大，贸易商交易活跃度提升；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度双双收窄；国内铜杆社会库存微幅增加，华北市场库存达到近半年高点。经过本周的订单补充后，市场逐步体现出旺季的色彩，但日间表现依然差异明显，价格变动对当下的交易影响依然明显。精铜杆端生产下周预计将稳中有升，不过下游提货速度尤为重要，对后续国庆假期的生产安排将有所影响；再生铜杆企业的生产差异依然存在，尤其是再生铜的溢价压力对厂家生产连续性的影响明显，预计下周再生铜杆企业个体差异依然存在，部分交付压力大的企业将维持较高的生产表现。国庆临近，市场也将逐步进入假期备货阶段，下游的提货效率将对假期期间企业的生产安排有所影响。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

### （一）贵金属市场观察

上周贵金属价格于高位震荡，COMEX 金银于 3660-3744 美元/盎司、41.4-43.4 美元/盎司区间内运行。上周，美联储如期降息 25bp，前期降息预期交易相对充分下，贵金属价格整体利多出尽而小幅回调。此次会议上鲍威尔表态依旧相对谨慎，同时再次强调联储决策的独立性，后续降息路径仍然值得关注。

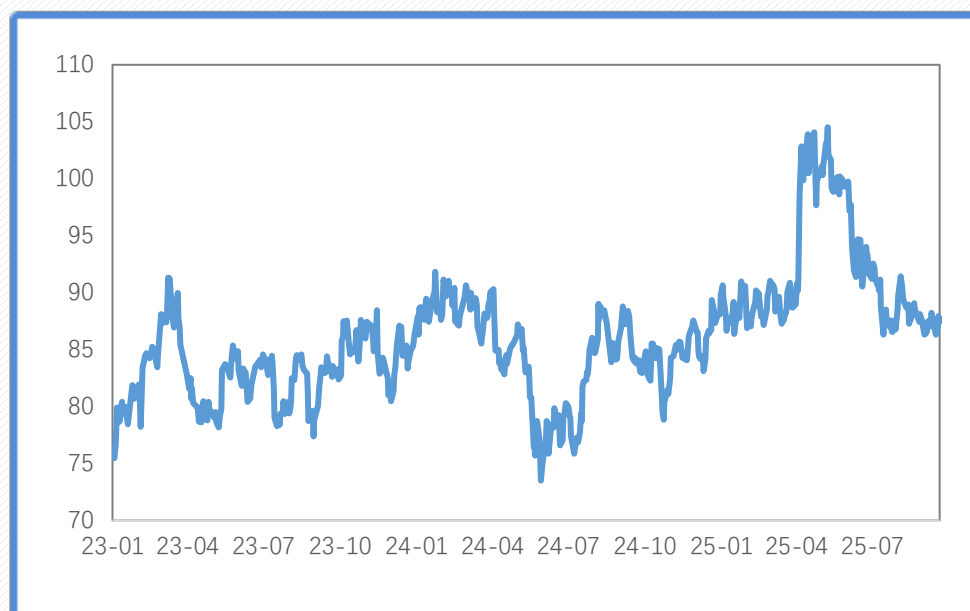
#### 贵金属价格监控

2025/9/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3685.9	3646.3	1.1%
COMEX 白银	42.8	42.3	1.4%
伦敦金现	3663.2	3651.1	0.3%
伦敦银现	42.2	42.3	-0.1%
SHFE 黄金	827.5	832.5	-0.6%
SHFE 白银	9940.0	9960.0	-0.2%
上金所黄金 T+D	826.0	830.3	-0.5%
上金所白银 T+D	9940.0	10034.0	-0.9%

## （二） 比价与波动率

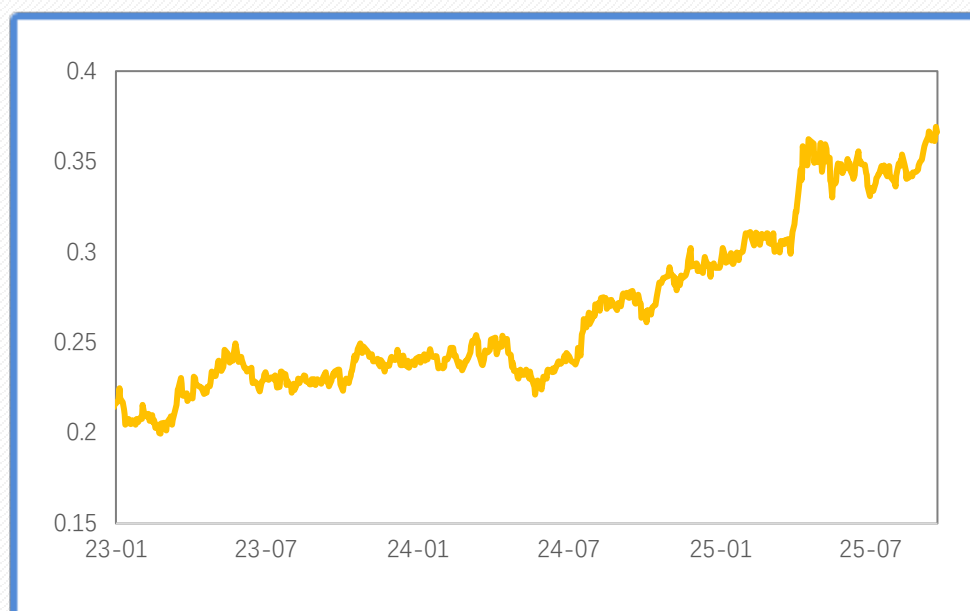
上周，黄金与白银共振，金银比窄幅震荡；伦铜跌幅强于黄金，金铜比震荡上行；原油小幅下跌，金油比震荡上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

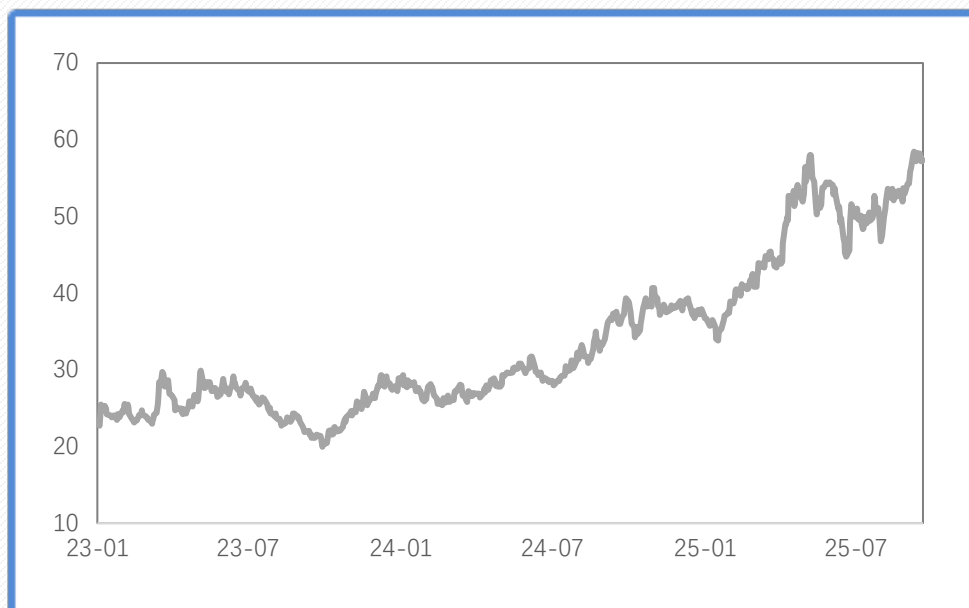
图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind



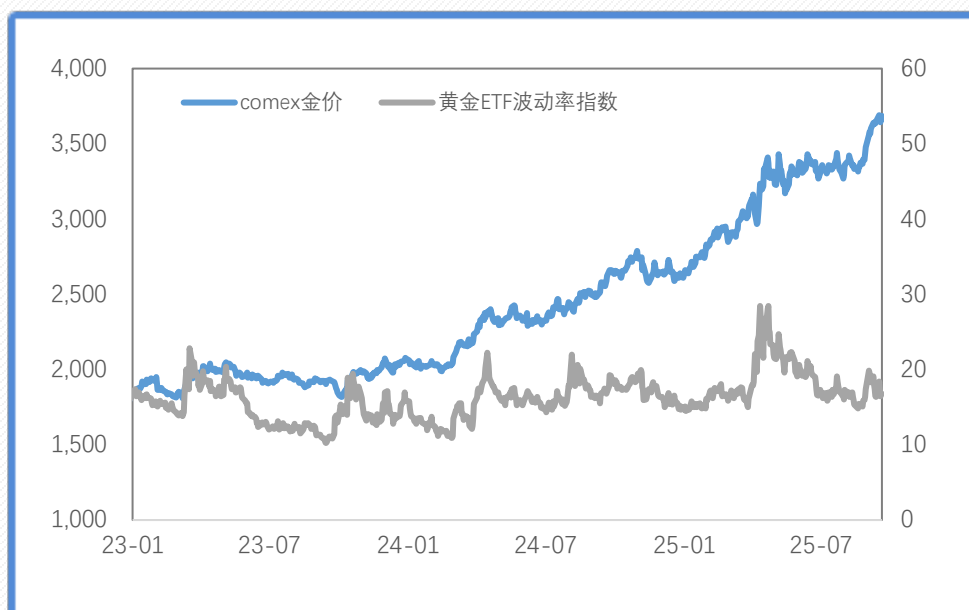
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 先扬后抑，近期海外降息预期走强，市场风险偏好明显回升，黄金波动率整体有所回落。

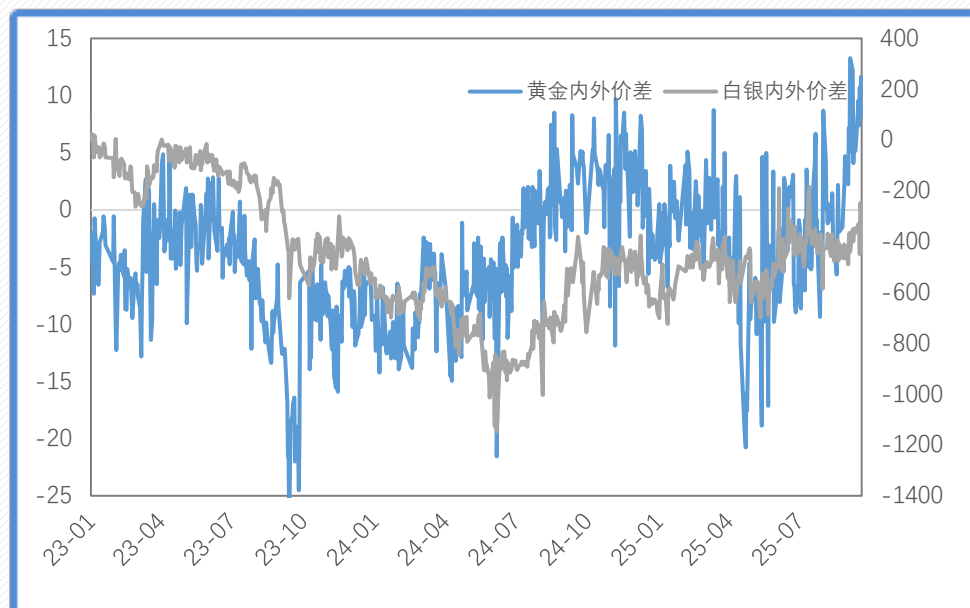
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

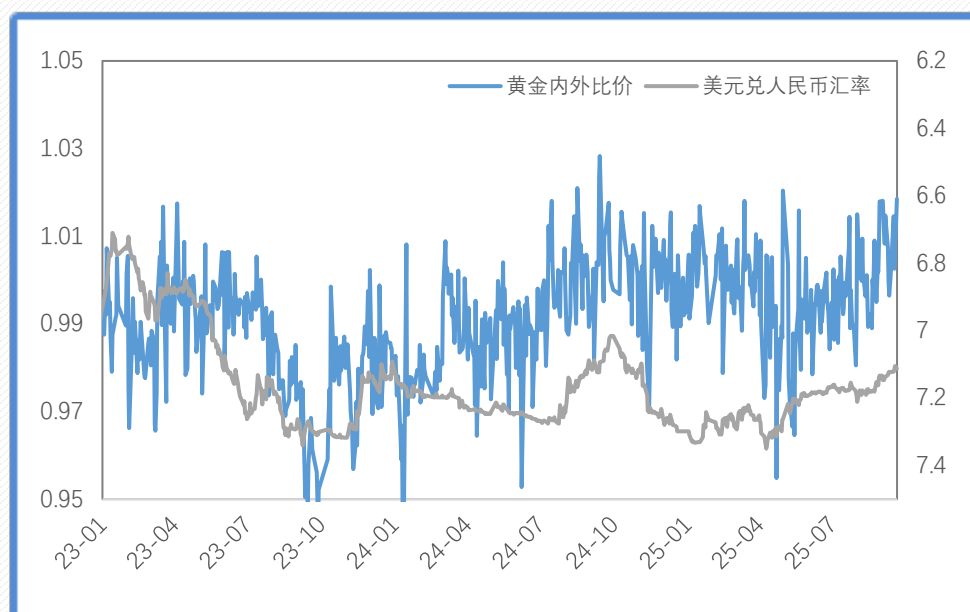
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价有所回升，白银内外价差及比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

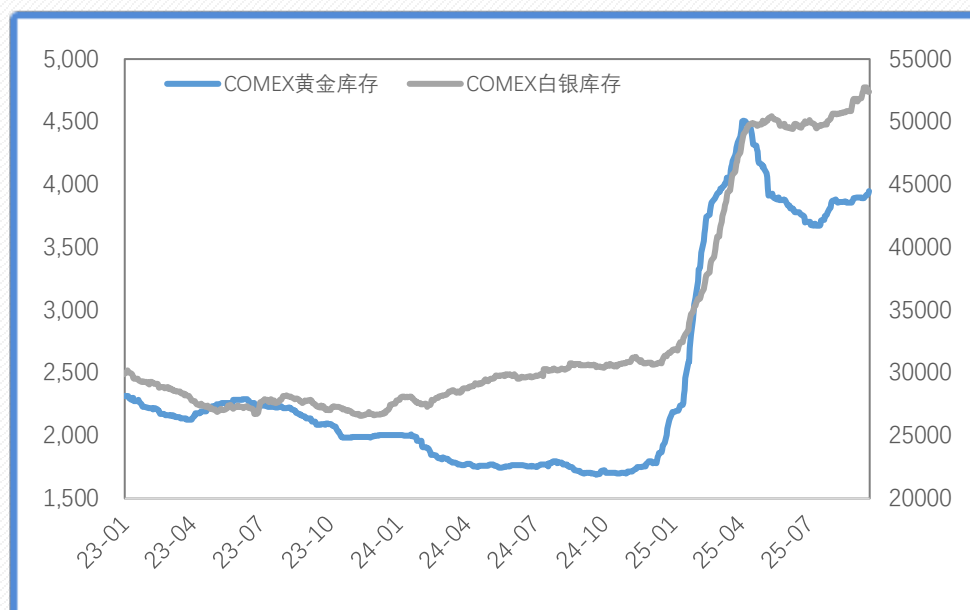


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

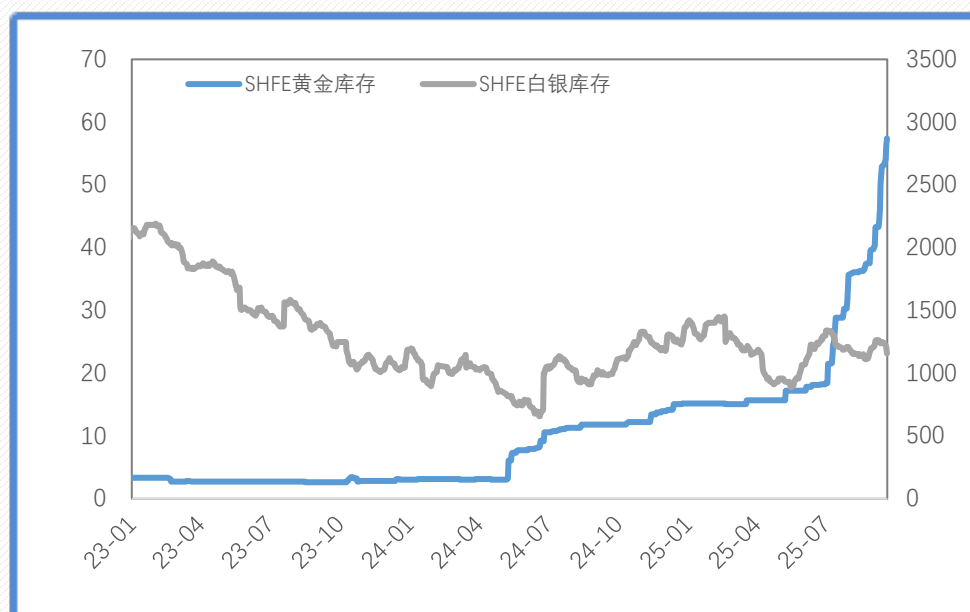
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3946 万盎司，环比增加约 54.9 万盎司，COMEX 白银库存约为 52404 万盎司，环比减少约 338 万盎司；SHFE 黄金库存约为 57 吨，环比增加约 4.5 吨，SHFE 白银库存约为 1159 吨，环比减少约 87 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

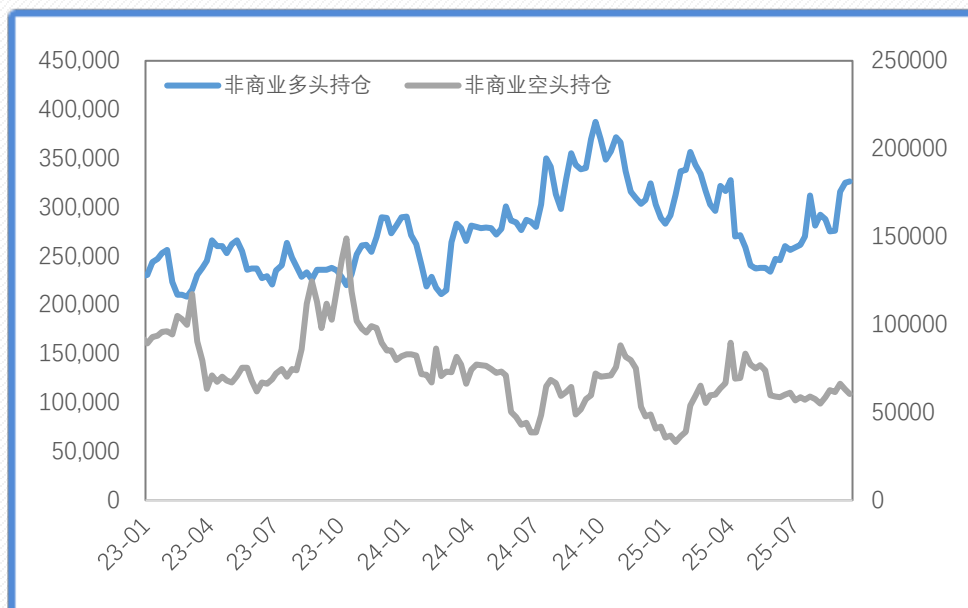
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

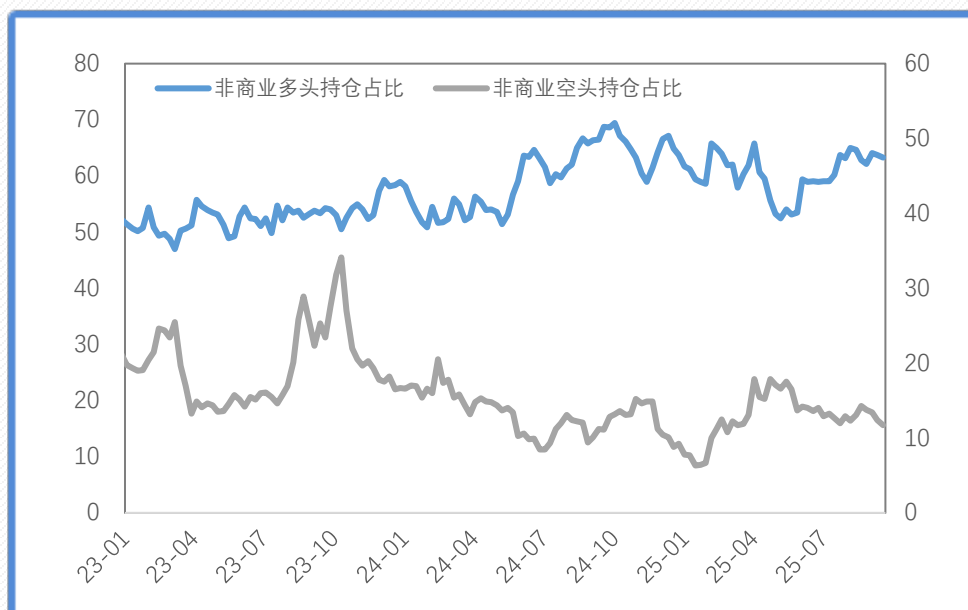
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 19.8 吨至 995 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 136 吨至 15205 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38.7 万手, 其中非商业多头持仓增加 1903 手至 32.7 万手, 空头持仓减少 2767 手至 6.03 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 63.3% 附近, 非商业空头持仓占比下降至 11.7% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



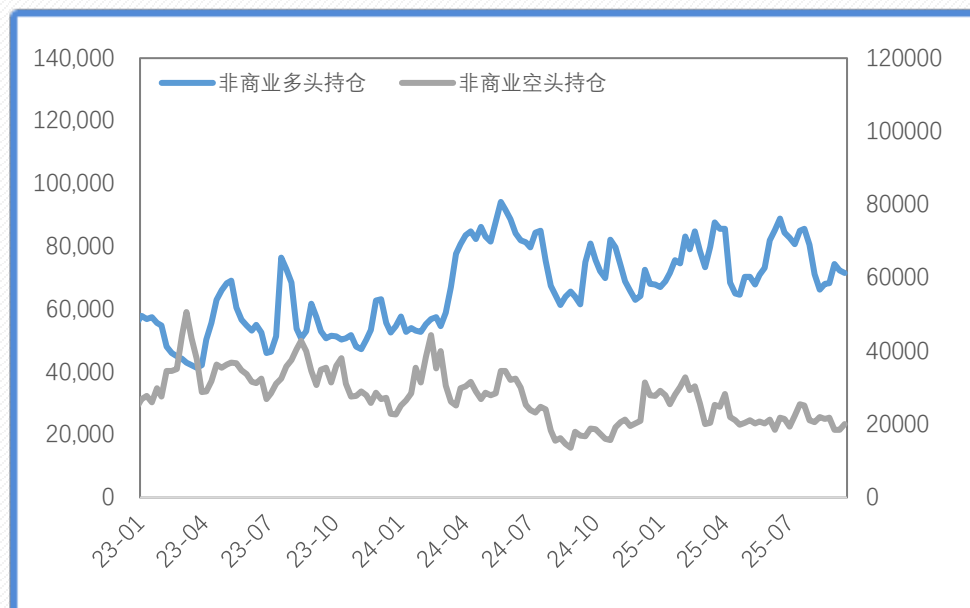
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



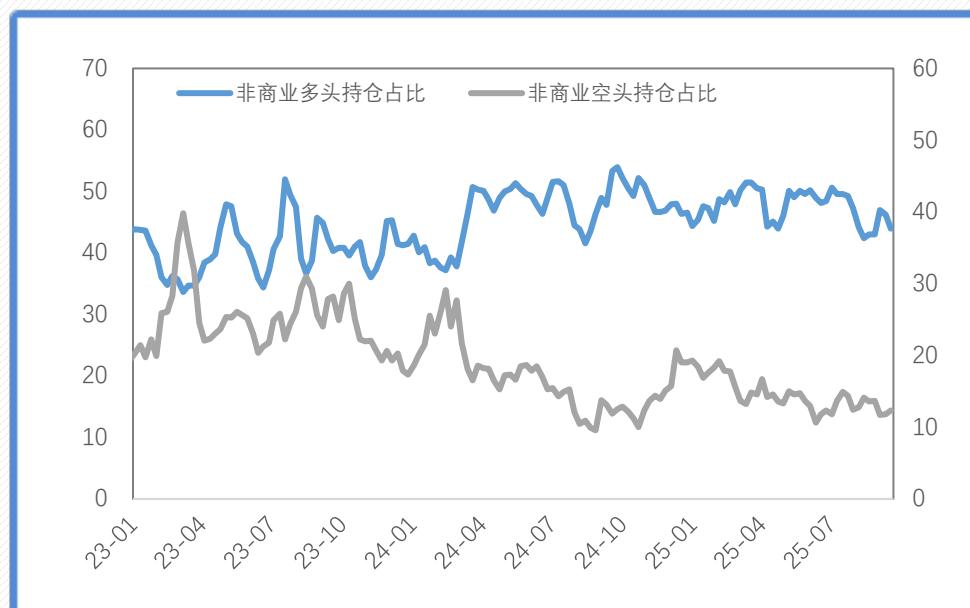
数据来源：Wind

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

虽然目前已至 9 月下旬，属于典型的消费旺季，但是在铜的消费上并没有体现出旺季的成色。尤其在九月前两周价格反弹至高位之后，消费表现仍然呈现了较为疲软的状态。我们认为价格回落后可能会刺激部门消费的回归，但是可能并不用对今年的旺季抱有特别大的预期，不大可能会出现下游追着价格上涨去买的状态，但是跌下去也会有现货买盘介入，价格整体大概率仍将维持韧性。

当前美国劳动力市场持续疲软，联储降息预期仍存，金价无论从哪条路径来看依然存在较好的上行驱动，而地缘冲突和美元信用的长期逻辑同样支撑金价上行，短期金价盘整结束后仍有再度走强的可能。

#### 关注及风险提示

美国 PMI、初请失业金人数、核心 PCE、通胀预期、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。