

Grasberg 矿难冲击全球铜供应，挤仓风险引爆白银行情

摘要：宏观方面上周相对平静，金铜双双震荡上行。宏观方面围绕降息的博弈仍然是主基调，黄金继续被市场多配。而铜的上涨更多是因为基本面因素的驱动，周中自由港宣布了旗下位于印尼的世界级铜矿 GRASBERG 矿难的调查结果和产量更新，结果大超市场预期，铜价对此反应较为强烈。

金属市场周报

2025. 9. 22-2025. 9. 26

核心观点

1、上周金铜偏强运行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.89%，白银上涨 6.92%；沪金 2512 合约上涨 3.07%，沪银 2512 合约上涨 6.63%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+2.89%、+3.28%。

2、G 矿产量评估大超预期，铜价盘面反映强烈

宏观方面上周整体较为平静，铜价波动的来源主要由供应端的事件所驱动。周中自由港宣布了旗下位于印尼的世界级铜矿 Grasberg 矿难的调查结果和产量更新，结果大超市场预期。按照最新的产量指引，今年 4 季度该矿山几乎不会有任何产量，并且影响会持续到明年，受此影响铜价大幅上行。今年以来接二连三的矿山都发生了比较严重的事故，这使得铜矿干扰不断提升，而铜精矿增量预期则持续下调，这可能将从长期继续抬升铜价的中枢和底部。

3、挤仓风险推动白银大幅上行

上周，美联储多位官员表态侧重点不同，其内部仍显分歧，同时美国核心 PCE 环比持平，符合市场预期，降息预期仍需关注反复的风险。另外，上周白银借贷成本持续上行后，现货市场存在挤仓的可能，白银由此大幅上行。在当前降息预期主导下，贵金属价格仍将呈偏强运行，但短期来看，仍需关注金银价格快速上行后，降息预期反复或其他潜在不利因素带来的风险，重点关注假期期间的非农数据。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，宏观方面上周整体较为平静，铜价波动的来源主要由供应端的事件所驱动。周中自由港宣布了旗下位于印尼的世界级铜矿 Grasberg 矿难的调查结果和产量更新，结果大超市场预期。按照最新的产量指引，今年 4 季度该矿山几乎不会有任何产量，并且影响会持续到明年，受此影响铜价大幅上行。今年以来接二连三的矿山都发生了比较严重的事故，这使得铜矿干扰不断提升，而铜精矿增量预期则持续下调，这可能将从长期继续抬升铜价的中枢和底部。

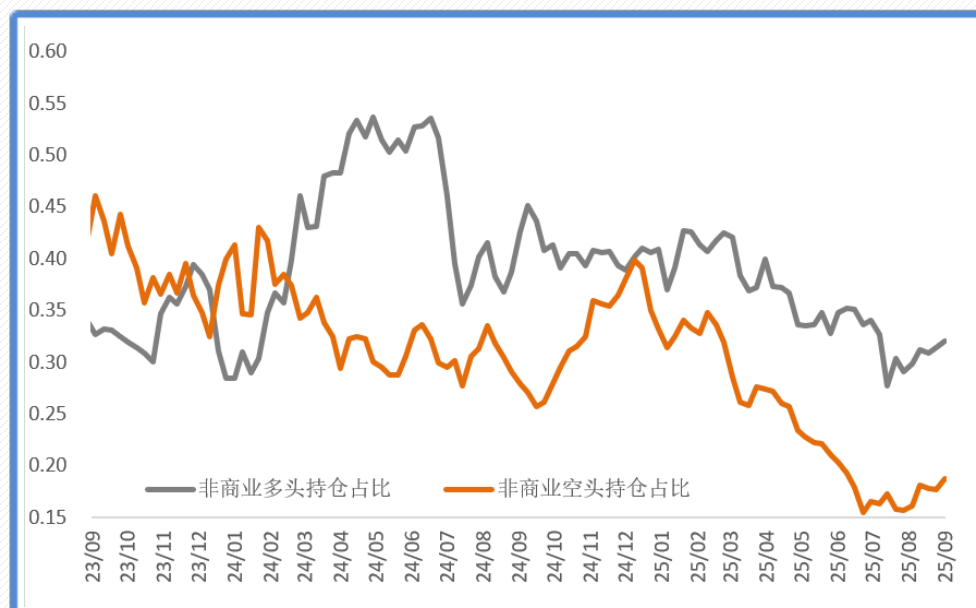
上周 SHFE 铜价冲高回落，除了海外矿山的驱动之外，上周有色协会在铜业大会上表示要加强对于国内铜冶炼产能的反内卷措施，该新闻也驱动了价格的脉冲式上行。但是由于价格上涨后，下游暂时无法接受高价格，铜价又有所回落。我们认为四季度国内需求仍将维持中性的状态，无法在价格上涨后继续提供买盘来推动价格上行，但是如果价格一旦有比较明显的回落，国内需求又会成为价格的下方支撑，整体会使得铜价维持一个震荡上行的格局。

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上位移，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

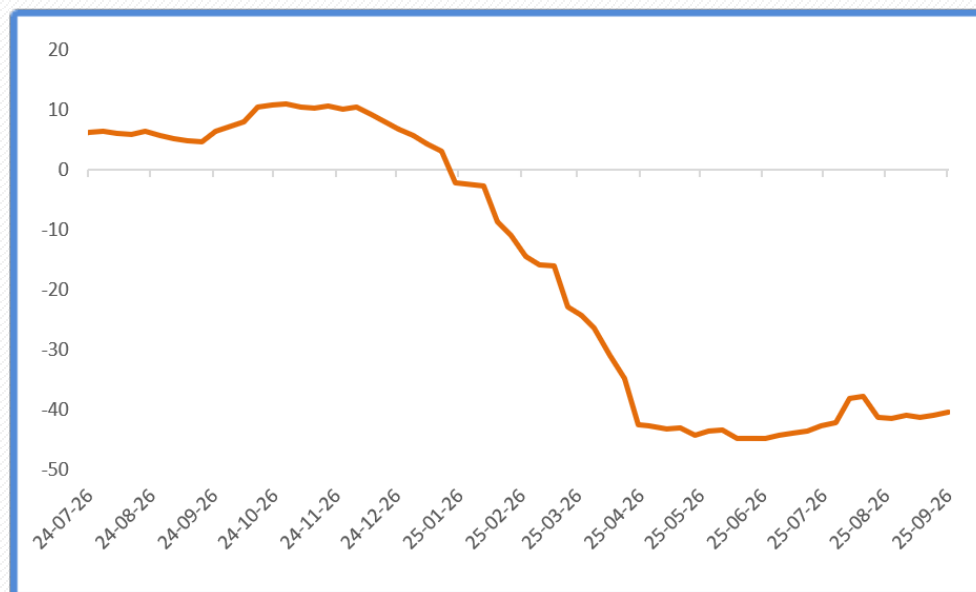


数据来源：Wind

（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/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。

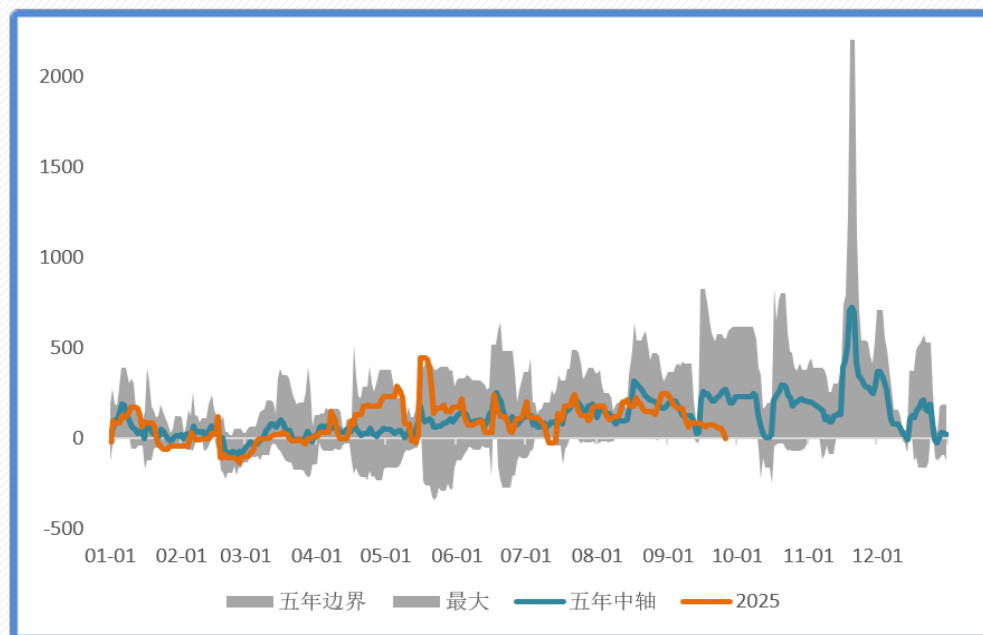
图 2：铜精矿加工费



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。

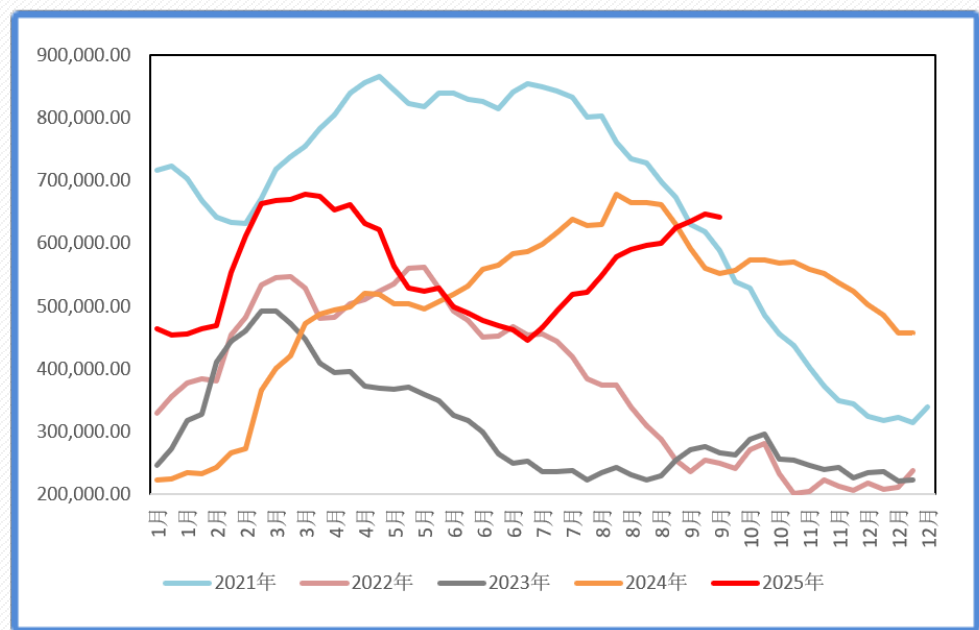
图 3：沪铜升贴水



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，因此预计下周库存有望表现去库。

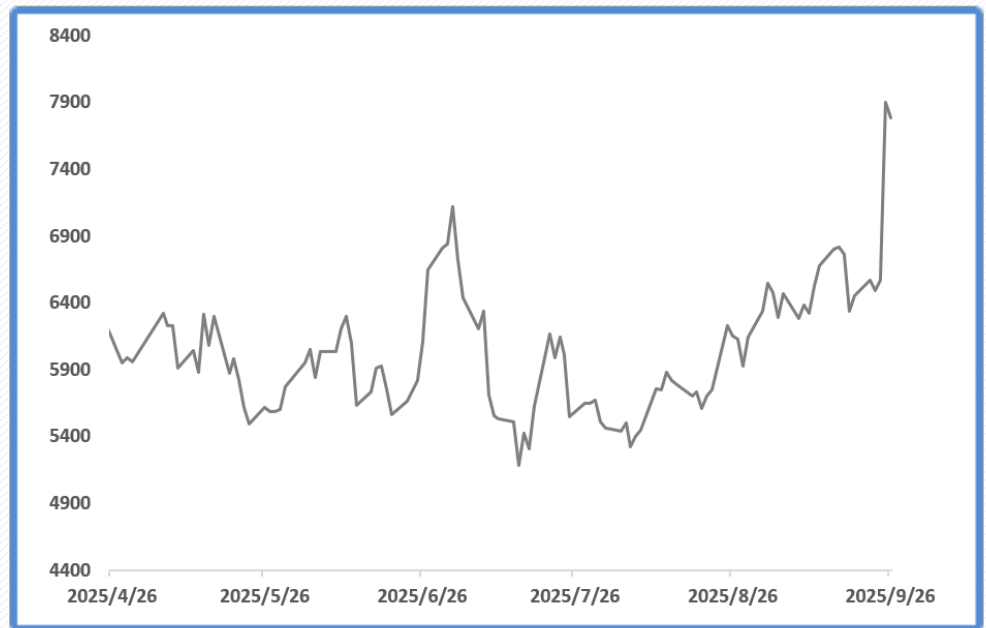
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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

上周金价高位震荡, 银价持续上行, COMEX 金银于 3718-3825 美元/盎司、43.3-46.9 美元/盎司区间内运行。上周, 美联储多位官员表态侧重点不同, 其内部仍显分歧, 同时美国核心 PCE 环比持平, 符合市场预期, 降息预期仍需关注反复的风险。另外, 上周白银借贷成本持续上行后, 现货市场存在挤仓的可能, 白银由此大幅上行。

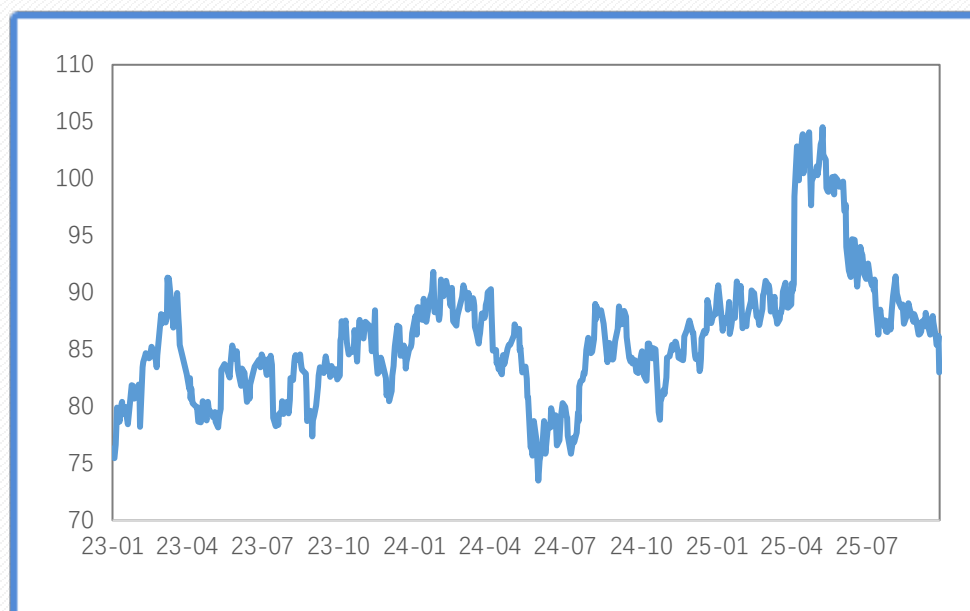
贵金属价格监控

2025/9/26	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3789.5	3685.9	2.8%
COMEX 白银	45.8	42.8	6.9%
伦敦金现	3769.9	3663.2	2.9%
伦敦银现	45.0	42.2	6.5%
SHFE 黄金	852.6	827.5	3.0%
SHFE 白银	10594.0	9940.0	6.6%
上金所黄金 T+D	852.9	826.0	3.3%
上金所白银 T+D	10551.0	9940.0	6.1%

（二） 比价与波动率

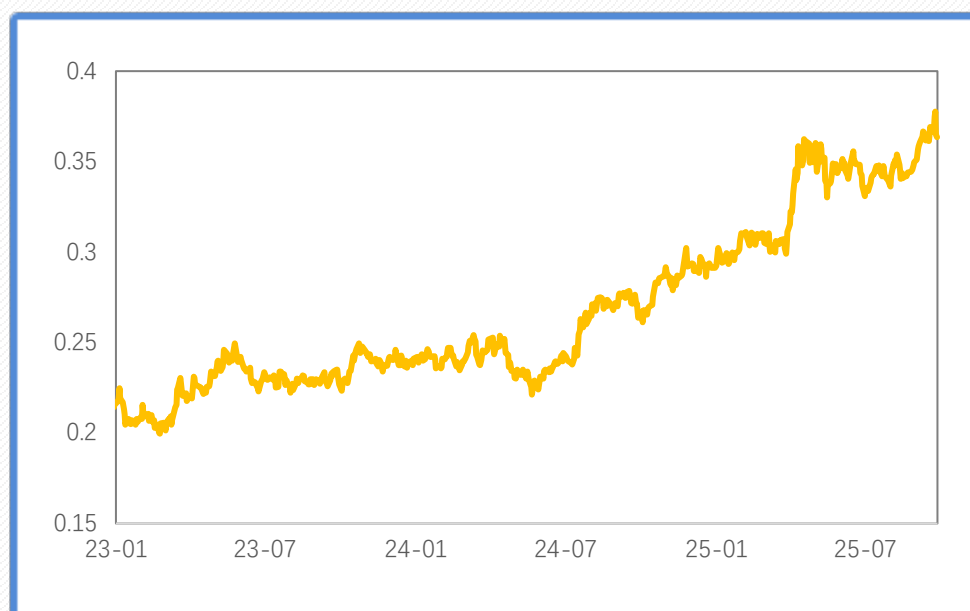
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡下行；伦铜涨幅弱于黄金，金铜比震荡上行；原油有所反弹，金油比震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



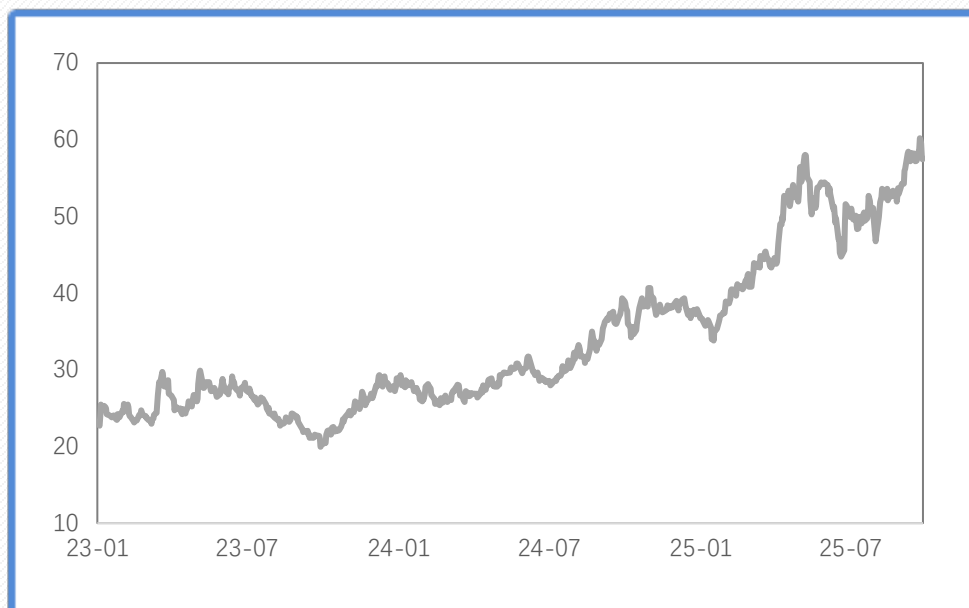
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

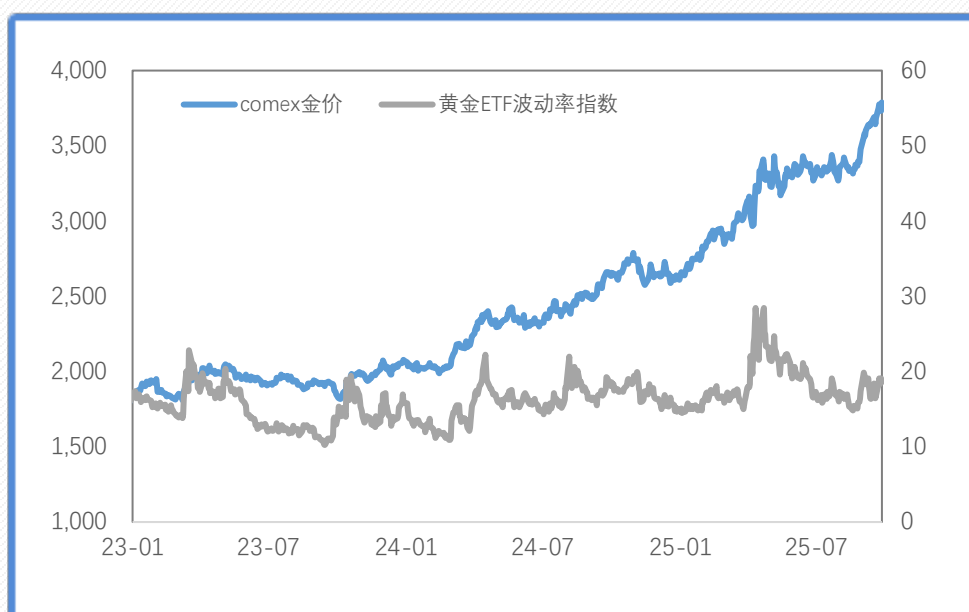
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 有所回升，特朗普再度宣布对部分商品、药品加征关税，市场避险情绪再度回升，黄金波动率随之上行。

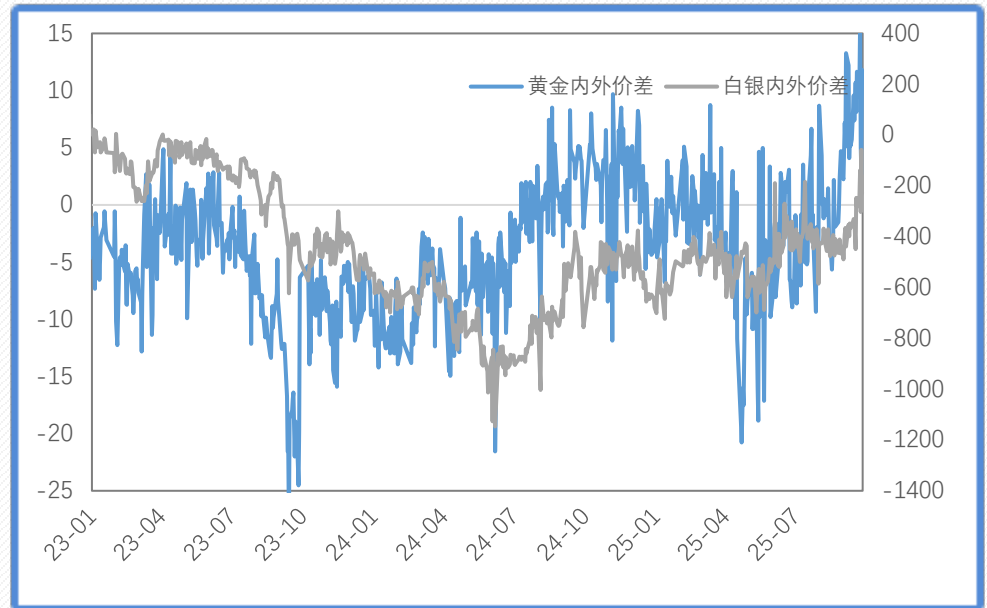
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

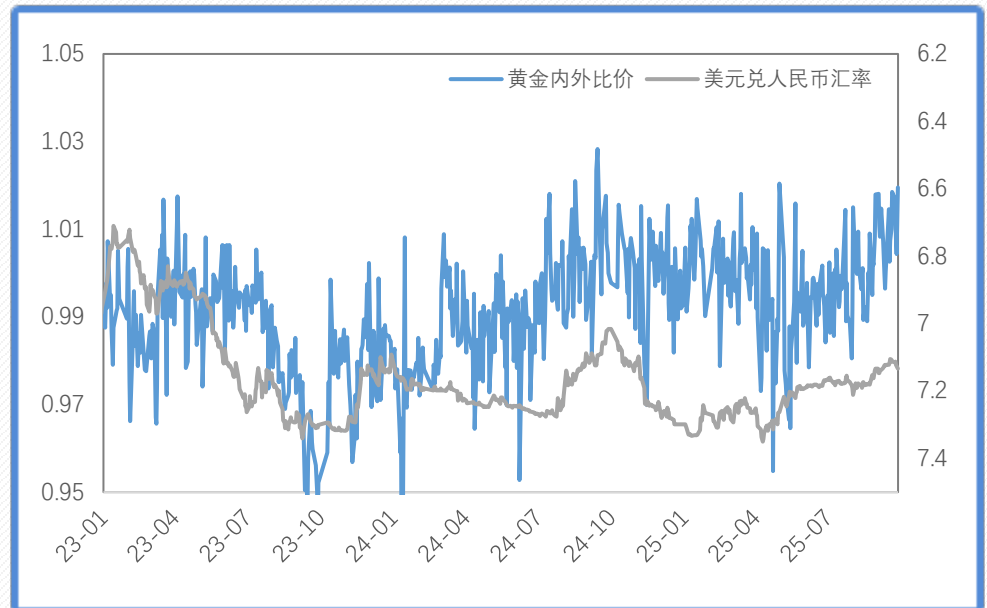
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价小幅回升，白银内外价差及比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

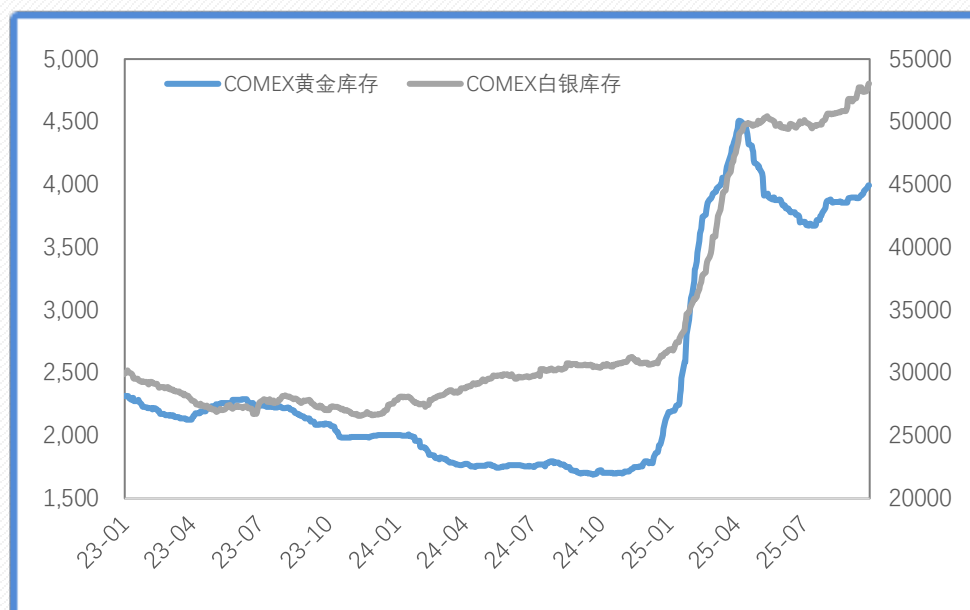


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

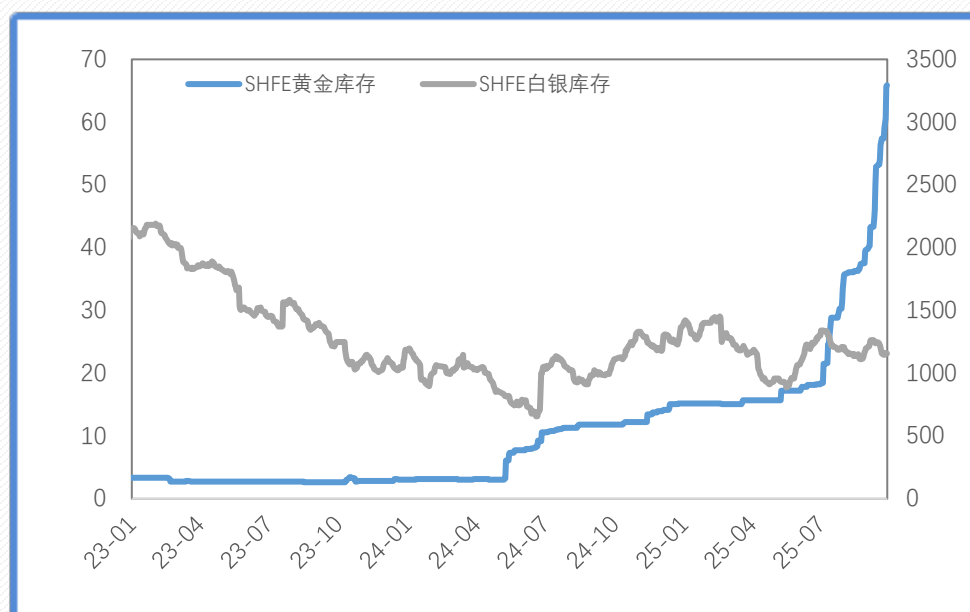
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3995 万盎司，环比增加约 48.3 万盎司，COMEX 白银库存约为 53034 万盎司，环比增加约 630 万盎司；SHFE 黄金库存约为 65.8 吨，环比增加约 8.4 吨，SHFE 白银库存约为 1158 吨，环比减少约 1.2 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

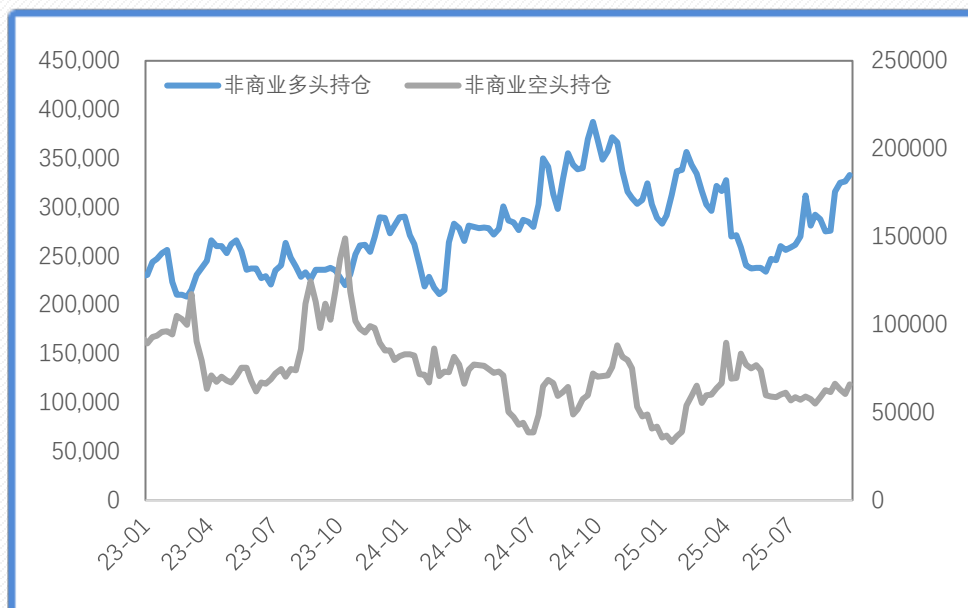
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

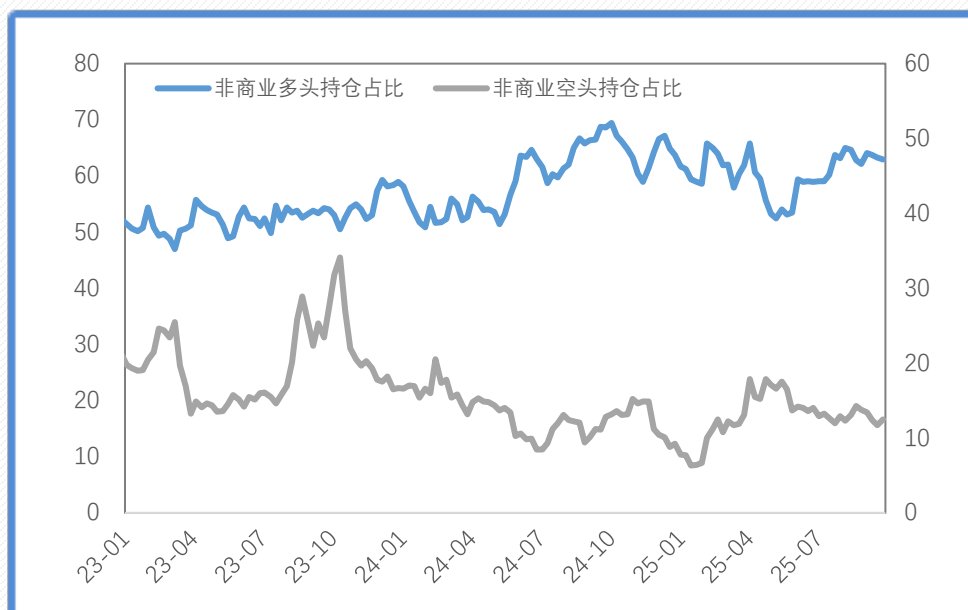
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 11.2 吨至 1006 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 157 吨至 15362 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 39.9 万手, 其中非商业多头持仓增加 6030 手至 33.3 万手, 空头持仓增加 5691 手至 6.61 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 62.9% 附近, 非商业空头持仓占比上升至 12.5% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



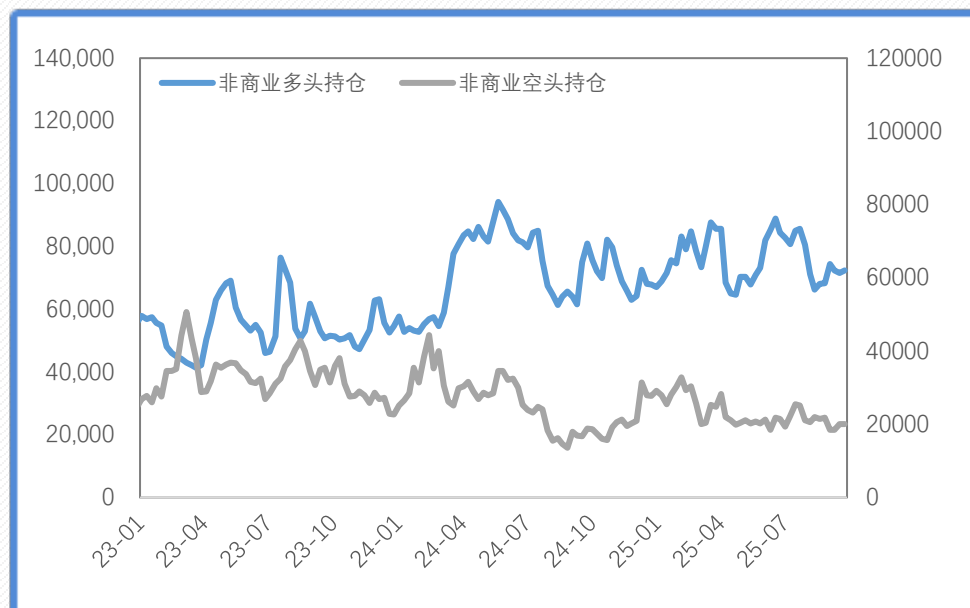
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



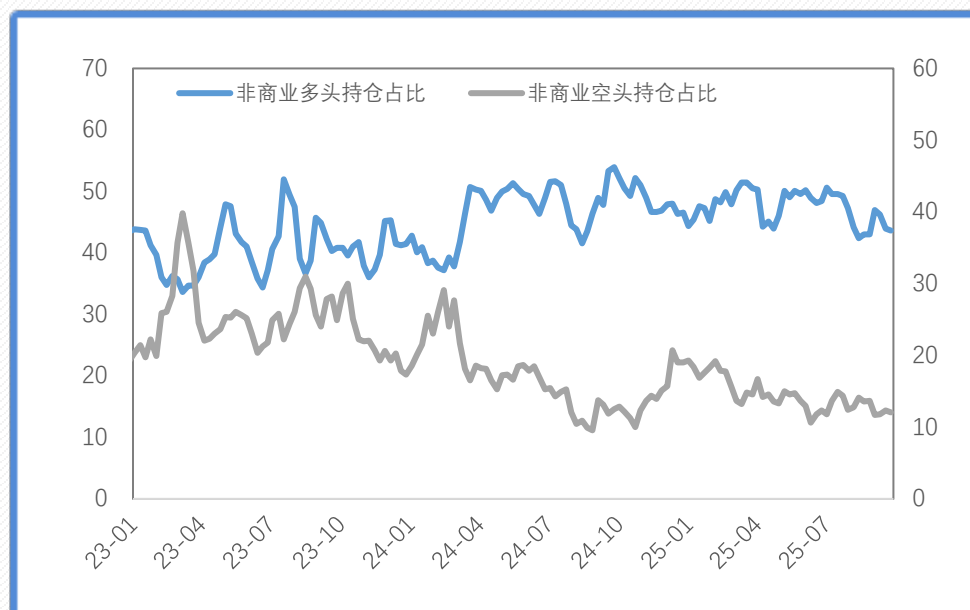
数据来源：Wind

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

上周有色协会在铜业大会上表示要加强对于国内铜冶炼产能的反内卷措施,该新闻也驱动了价格的脉冲式上行。但是由于价格上涨后,下游暂时无法接受高价格,铜价又有所回落。我们认为四季度国内需求仍将维持中性的状态,无法在价格上涨后继续提供买盘来推动价格上行,但是如果价格一旦有比较明显的回落,国内需求又会成为价格的下方支撑,整体会使得铜价维持一个震荡上行的格局。

在当前降息预期主导下，贵金属价格仍将呈偏强运行，但短期来看，仍需关注金银价格快速上行后，降息预期反复或其他潜在不利因素带来的风险，重点关注假期期间的非农数据。

关注及风险提示

职位空缺、ADP 就业人数、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。