

金价飙升后迎波动考验，铜价震荡整理——避险逻辑未变，短期调整是机会？

金属市场周报

2025. 10. 13–2025. 10. 17

摘要：上周包括鲍威尔在内的多位联储官员陆续表态，总体言论还是较为鸽派。鲍威尔的讲话中表示要考虑结束缩表，并且进一步夯实了市场对 10 月降息的预期，风险资产一度反弹。但是周后期美国银行体系再次出现问题，市场风险偏好有所回落，美股有所回调，一定程度上对铜价形成了拖累，随后黄金也出现获利了结的回调。

核心观点

1、金银先扬后抑，铜价有所调整

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 5.76%，白银上涨 6.55%；沪金 2512 合约上涨 10.9%，沪银 2512 合约上涨 10.53%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3.15%、-1.77%。

2、关注美国银行问题的进一步发展

上周包括鲍威尔在内的多位联储官员陆续表态，总体言论还是较为鸽派。鲍威尔的讲话中表示要考虑结束缩表，并且进一步夯实了市场对 10 月降息的预期，风险资产一度反弹。但是周后期美国银行体系再次出现问题，市场风险偏好有所回落，美股有所回调，一定程度上对铜价形成了拖累。

3、黄金高位回调

上周，美国政府停摆持续，鲍威尔的表态略显鸽派，同时美国两家地区性银行涉嫌遭遇欺诈使得市场再度担忧信贷风险，强劲的避险需求推升金价大幅上涨，而后周五在贸易紧张局势似有缓解下，黄金随之回调。短期来看波动率处于高位且多头过度集中，金价存在回调的可能，特别是美国政府重启后将公布的经济数据，宏观预期或有反复。然而，在金价的长期叙事未有改变的预期下，回调反而是更好的买点。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡整理，暂无明显方向选择。上周包括鲍威尔在内的多位联储官员陆续表态，总体言论还是较为鸽派。鲍威尔的讲话中表示要考虑结束缩表，并且进一步夯实了市场对 10 月降息的预期，风险资产一度反弹。但是周后期美国银行体系再次出现问题，市场风险偏好有所回落，美股有所回调，一定程度上对铜价形成了拖累。

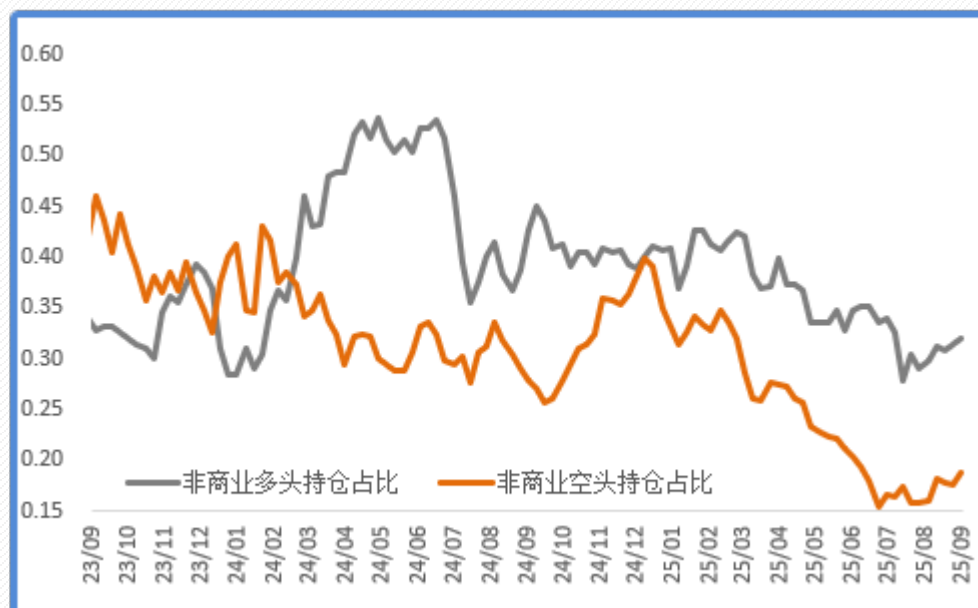
上周 SHFE 铜价高位震荡，震荡区间有所收敛。目前传统旺季已经接近尾声，但是仍然没有看到消费有太明显的起色，一部分原因还是此前铜价维持强势，抑制了下游的采购需求，这一部分需求可以通过价格下跌来完成回补。但另一方面，大部分行业的需求的底色欠佳，这是旺季消费不温不火的最根本原因，从这个角度看，即便价格下跌，对消费的刺激可能也是暂时的，铜价后续可能仍将进入震荡状态。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，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 34 万吨，上周交仓量环比明显增加。目前 COMEX 铜库存累积增长将近 22 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 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，由于美国政府停摆，CFTC 的持仓统计及发布工作也暂时停止，我们无法获得最新的持仓数据。

图 1：CFTC 基金净持仓

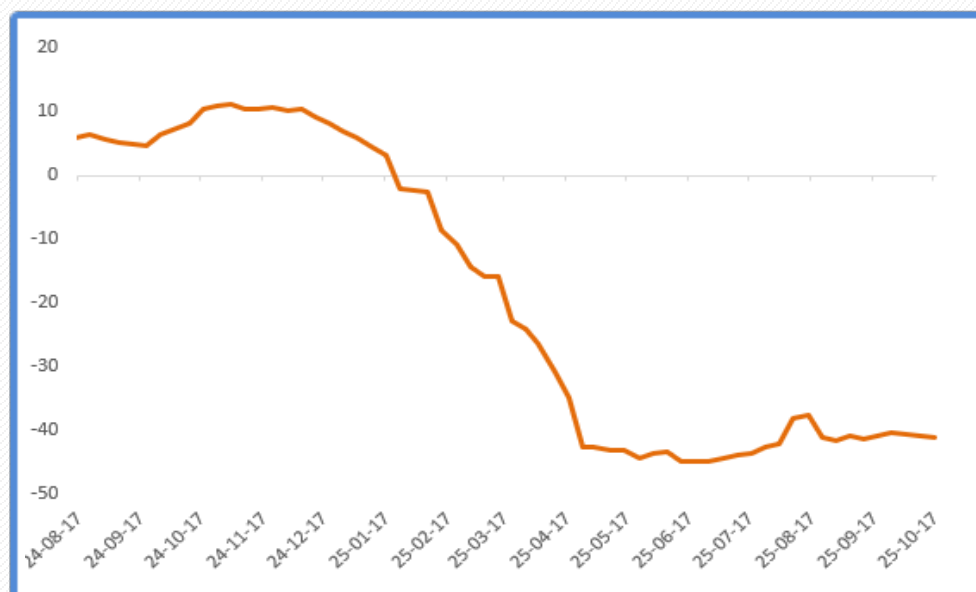


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-40.7 美元/干吨，较上周跌 0.13 美元/干吨。铜精矿现货 TC 持平，LME 会议期间，现货市场偏冷清，询报盘较少，成交清淡。干净铜精矿现货 TC 主要在-40 到-42 美元/干吨范围内波动。炼厂方面刚需采购，谨慎克制需求疲软，检修季抑制采购。贸易商报价较少，个别贸易商报价走低在-45，暂无成交。长单方面已进入初步洽谈阶段，分歧较大，明年行情不确定性影响因素较多，后续重点关注矿山供货量、硫酸价格等情况。

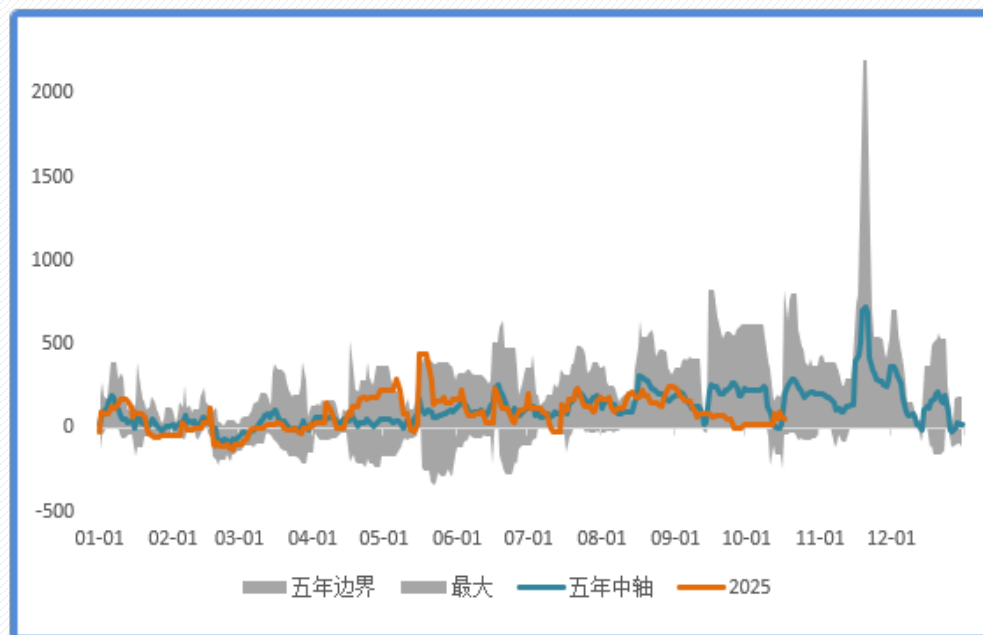
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着本周铜价维持高位震荡运行，且部分时间波动幅度较大，日内下游企业驻足谨慎观望情绪仍存，且未达到其心理采购预期价位，同时下游新增订单受限，入市接货压价意愿仍有显现，高价升水货源成交相对一般，亦倾向采购于例如非注册、低价差平货源。近期国内冶炼厂出口情绪较高，周内国产货源到货或继续表现减少，同时进口比价较差，进口铜流入补充同样有限，但目前铜价维持高位震荡运行，下游需求回升仍受抑，升水短期或仍表现拉锯；然周内铜价有所走跌，市场消费预计提振，现货升水亦有上涨动力，因此整体或运行于升 50~升 150 元/吨。

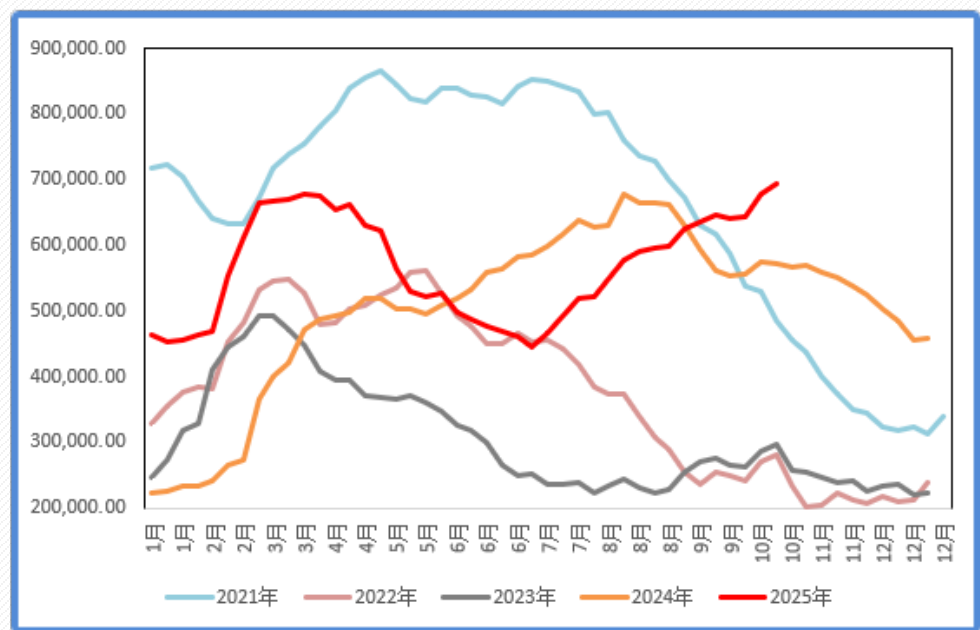
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 18.31 万吨，较 9 日增 1.52 万吨，较 13 日增 0.21 万吨；周内上海市场社库继续表现增加，临近交割换月，国产以及进口铜仍有所到货，且下游需求有限，库存因此继续累库。下周来看，考虑到冶炼厂出口增加，周内到货有所减少，同时进口比价表现较差，进口铜到货量同样有限，库存或表现下降。而广东市场库存同样继续增加，但幅度放缓，随着冶炼厂继续有所发货，且下游采购需求难有提升；下周来看，冶炼厂到货减少，同时铜价震荡运行，需求或有所回升，库存预计小幅下降。

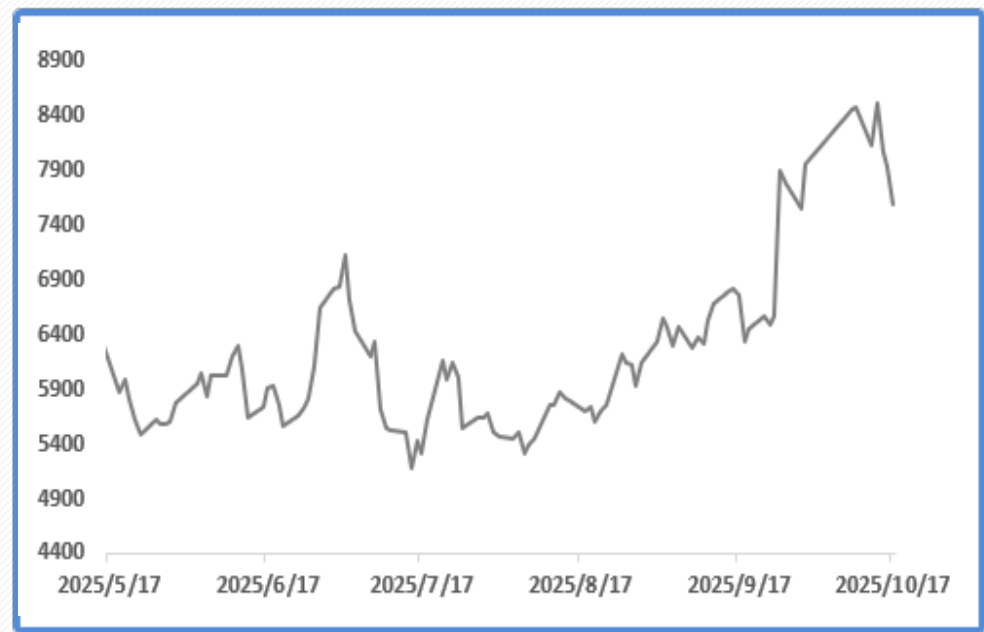
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体小幅上涨，仅华南市场略下调；精铜杆市场畏高情绪升温，市场低价交易为主；再生铜杆贸易商延续补库动作，但再生铜厂原料补充并不顺畅；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度均继续扩大；国内铜杆社会库存继续增加，库存达到统计以来新高。随着市场的恢复，目前市场精铜杆及再生铜杆市场均陆续回归正轨；但受限于铜价高企，精铜杆企业面临着一定的销售压力，虽然有集中采购的情况出现，但仍有不少企业待交付订单偏少，一定程度上担忧消费表现与延续性，市场的提货进度和新订单的补充尤为关键，但在当下的局面下，逢低采购的节奏依然是主旋律。再生铜杆企业的订单相对充裕，但原料采购与补充难度较大，尤其是再生铜溢价依然较高，对于后续企业的生产保障有一定的影响，再生铜杆将再度面临原料补充压力。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

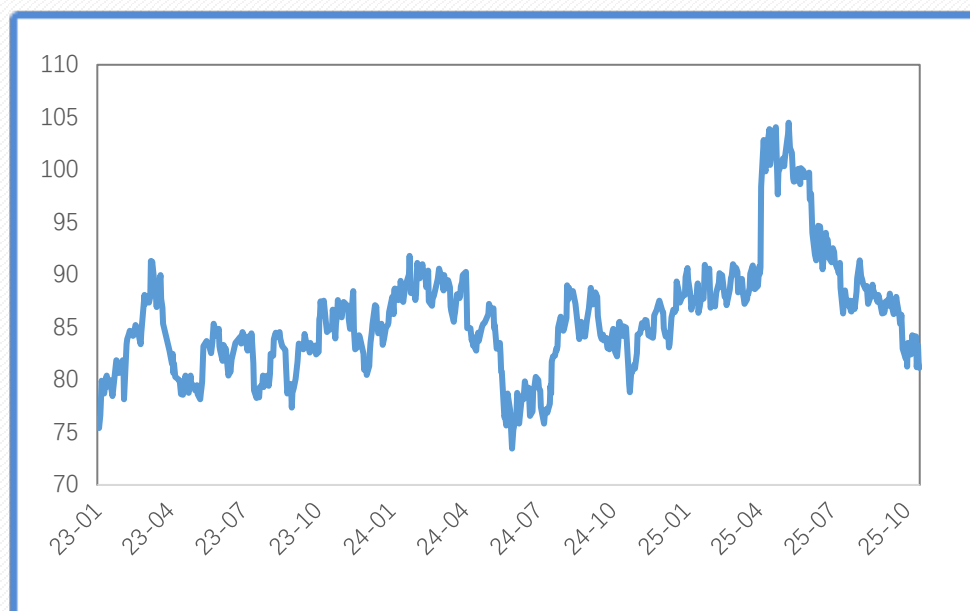
上周金银强势上行，周五显著回调，COMEX 金银于 4011-4392 美元/盎司、47.4-53.8 美元/盎司区间内运行。上周，美国政府停摆持续，鲍威尔的表态略显鸽派，同时美国两家地区性银行涉嫌遭遇欺诈使得市场再度担忧信贷风险，强劲的避险需求推升金价大幅上涨，而后周五在贸易紧张局势似有缓解下，黄金随之回调。

贵金属价格监控			
2025/10/17	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4234.9	3986.2	6.2%
COMEX 白银	50.4	47.4	6.3%
伦敦金现	4224.8	3974.5	6.3%
伦敦银现	54.1	50.8	6.6%
SHFE 黄金	998.2	900.0	10.9%
SHFE 白银	12231.0	11031.0	10.9%
上金所黄金 T+D	995.9	897.7	10.9%
上金所白银 T+D	12228.0	11059.0	10.6%

（二） 比价与波动率

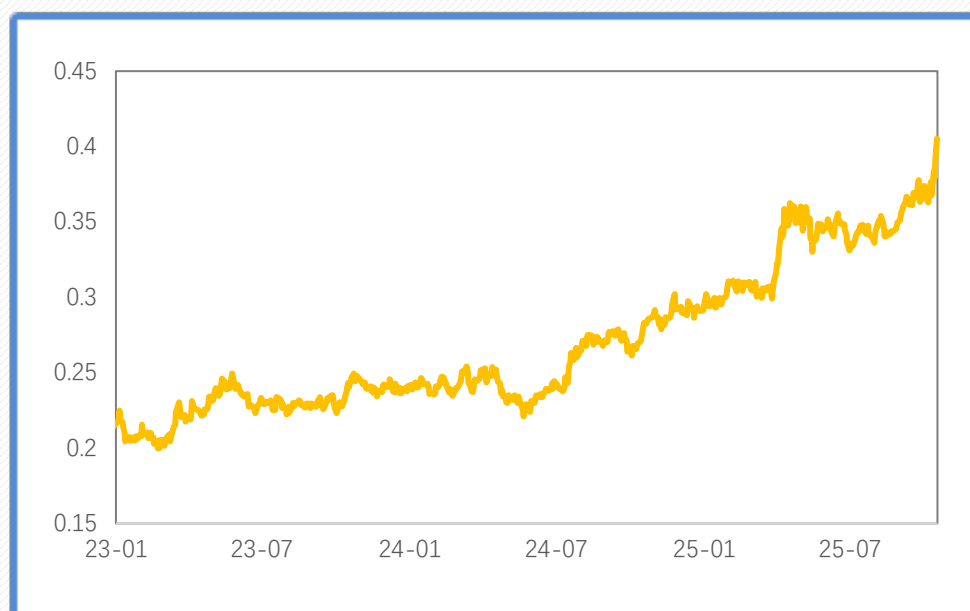
上周，黄金涨幅强于白银，金银比有所反弹；金价上涨而铜价下跌，金铜比大幅上行；原油持续下跌，金油比显著上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



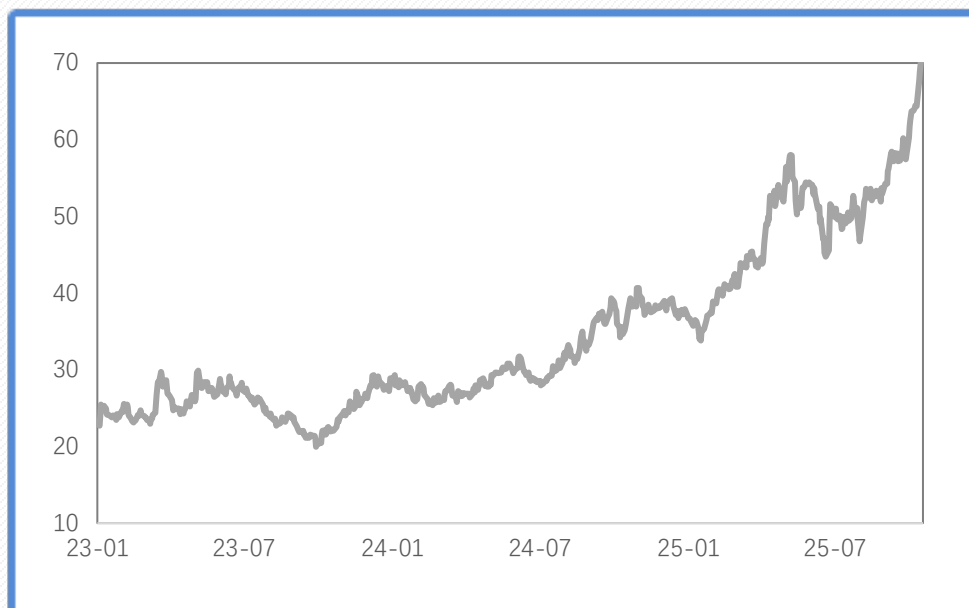
数据来源：Wind

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 持续上冲，目前已达到近五年来的高位，美国银行体系暗含的风险使得市场再度增加避险需求，黄金波动率显著走高。

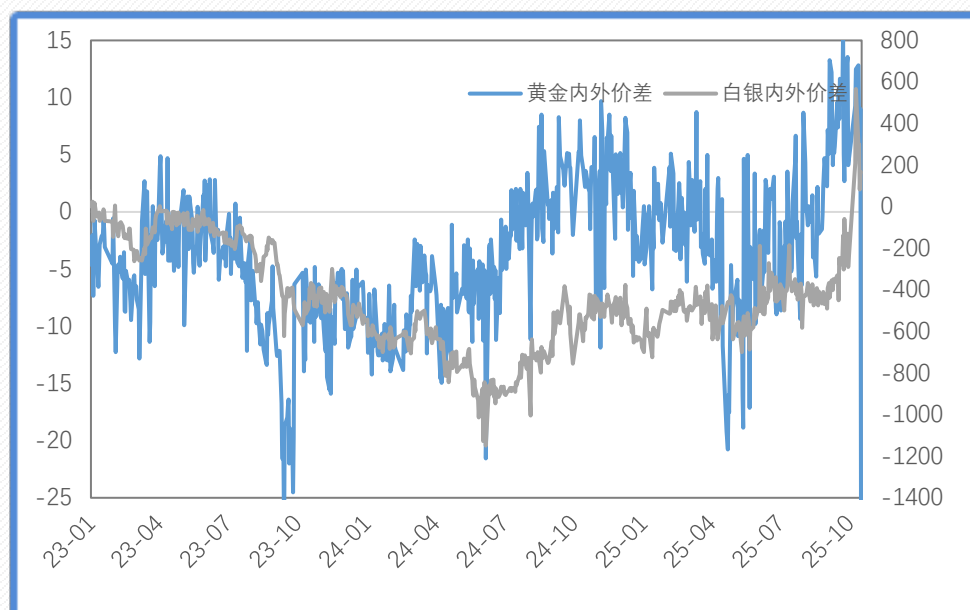
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

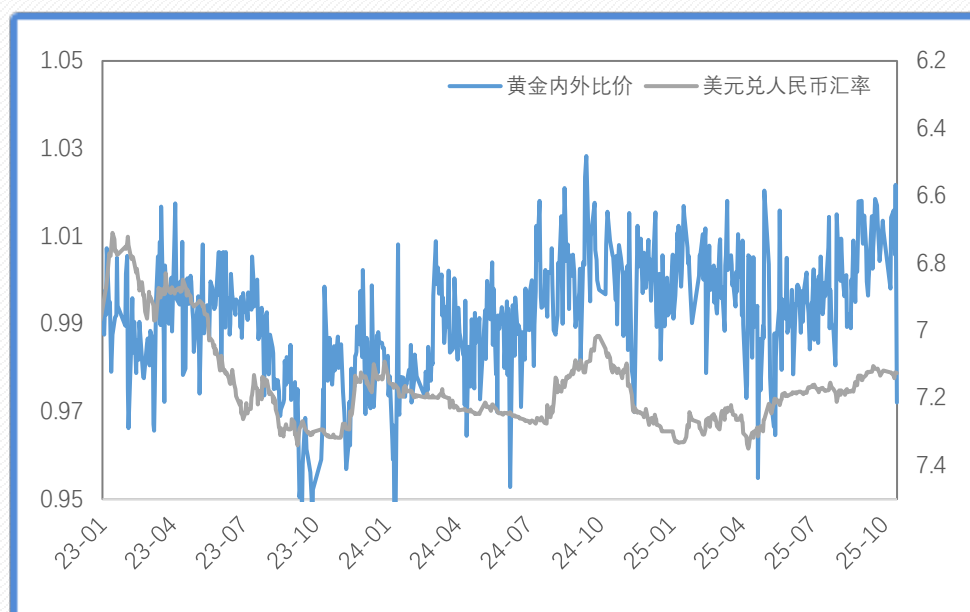
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价持续回落，白银内外价差及比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

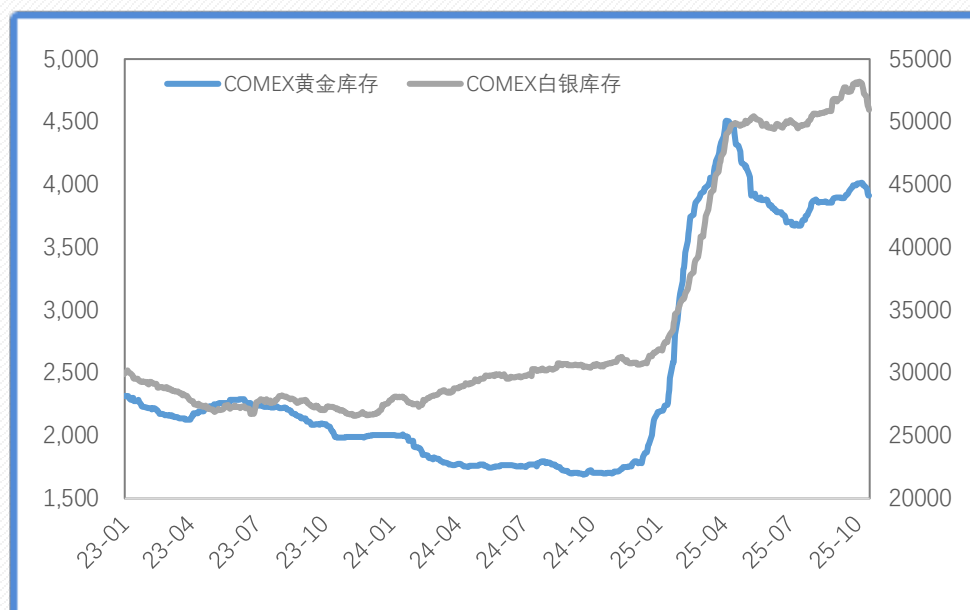


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

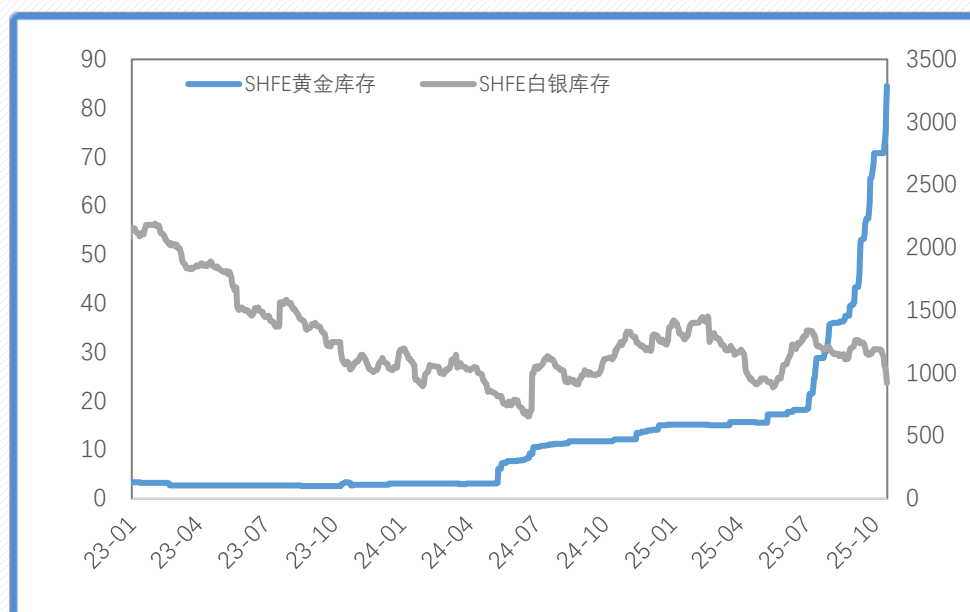
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3911 万盎司，环比减少约 83 万盎司，COMEX 白银库存约为 50946 万盎司，环比减少约 1300 万盎司；SHFE 黄金库存约为 84.6 吨，环比增加 13.9 吨，SHFE 白银库存约为 920 吨，环比减少约 249 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

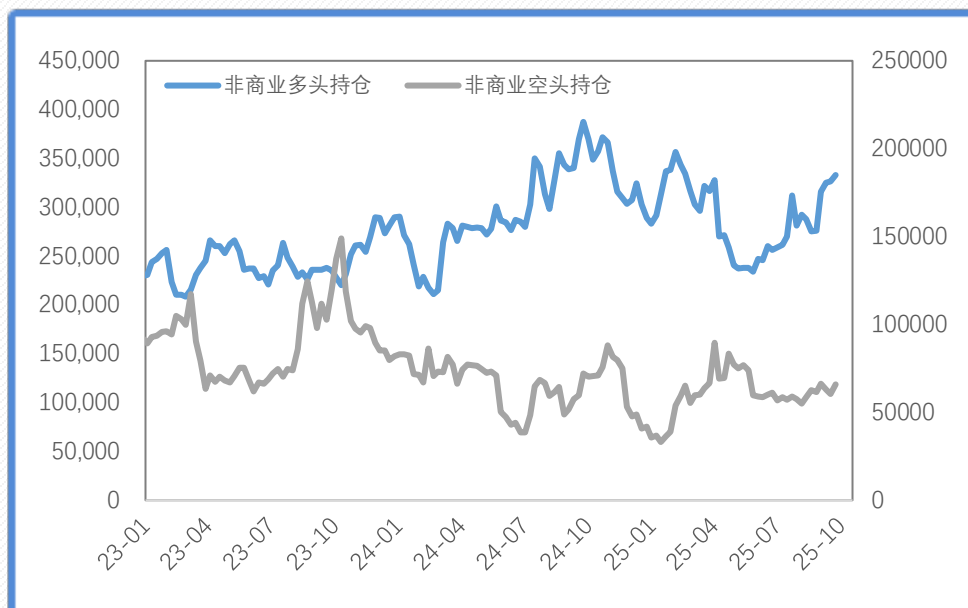
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

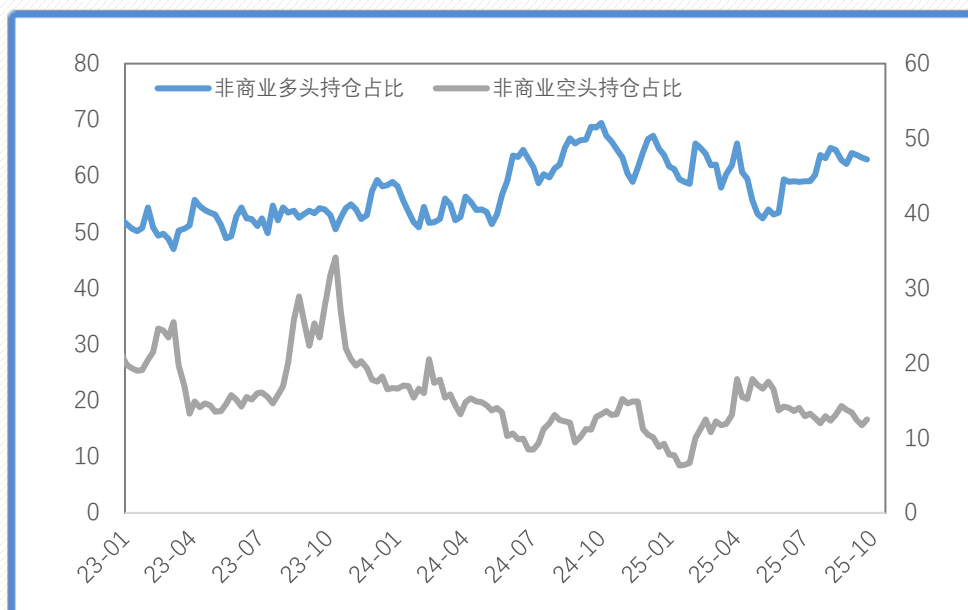
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 30.1 吨至 1047 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 54 吨至 15497 吨; 因数据延迟发布, 节前 COMEX 黄金非商业总持仓为 39.9 万手, 其中非商业多头持仓增加 6030 手至 33.3 万手, 空头持仓增加 5691 手至 6.61 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 62.9%附近, 非商业空头持仓占比上升至 12.5%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



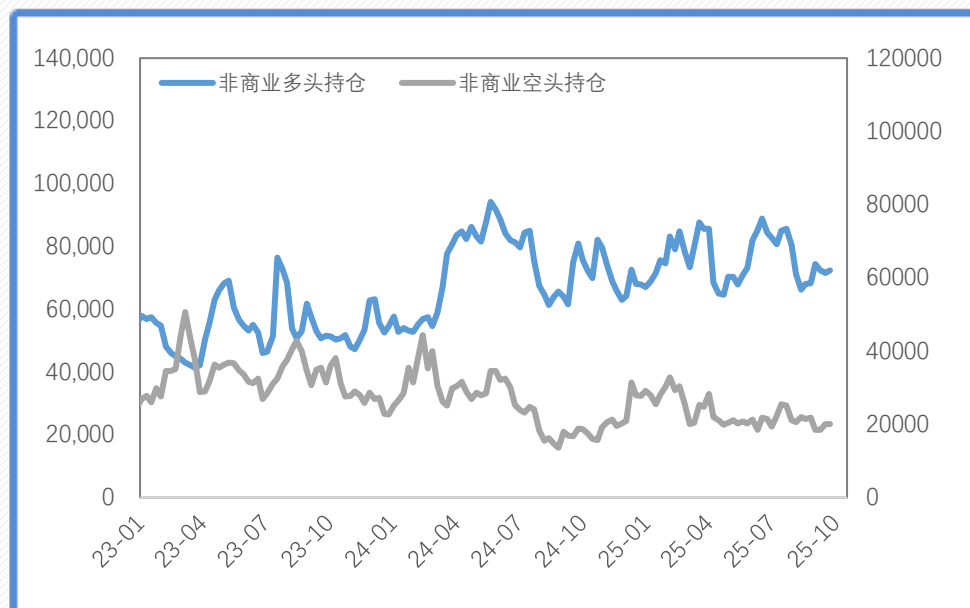
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



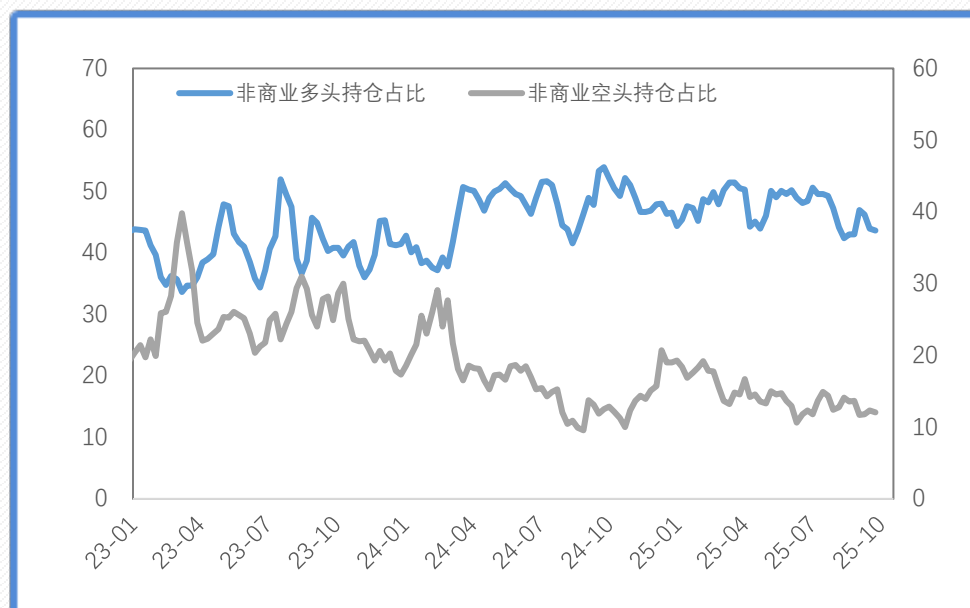
数据来源：Wind

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

目前传统旺季已经接近尾声，但是仍然没有看到消费有太明显的起色，一部分原因还是此前铜价维持强势，抑制了下游的采购需求，这一部分需求可以通过价格下跌来完成回补。但另一方面，大部分行业的需求的底色欠佳，这是旺季消费不温不火的最根本原因，从这个角度看，即便价格下跌，对消费的刺激可能也是暂时的，铜价后续可能仍将进入震荡状态。

短期来看波动率处于高位且多头过度集中，金价存在回调的可能，特别是美国政府重启后将公布的经济数据，宏观预期或有反复。然而，在金价的长期叙事未有改变的预期下，回调反而是更好的买点。

关注及风险提示

美国经济数据再公布、美国银行信贷风险、中美贸易冲突、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。