

政策驱动下的资金换挡——贵金属阶段调整与铜市追捧潮

金属市场周报

2025. 10. 20-2025. 10. 24

摘要：资金对铜价的热情有所升温。一方面从贵金属市场流出的资金部分进入铜市场，提供了增量资金，另一方面上周国内四中全会召开，十五五整体规划强调了科技、高端制造业、电力等领域的重要性，也使得铜受到了资金的追捧。但是随着铜价逼近前高，认为还是需要保持一定的理性。

核心观点

1、上周贵金属大幅回调，铜价走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 3. 3%，白银下跌 4. 38%；沪金 2512 合约下跌 6. 17%，沪银 2512 合约下跌 7. 49%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+2. 4%、+3. 95%。

2、俄乌停战引发的定价

上周宏观方面没有重要经济数据指引，但主要联储官员讲话的态度整体仍然较为鸽派，使得市场确信今年剩下的降息路径预期。另外，上周一度开始定价俄乌冲突可能结束的预期，尤其欧盟宣布支持乌克兰结束战争，以及特朗普和普京将举行会谈等，均使得市场对俄乌冲突的结束有所期待，但是随着会谈的取消，市场预期有所落空，但是我们认为后续大方向仍然是朝着俄乌冲突结束去交易。

3、避险需求减弱，金银回落

上周，避险需求较前期明显减弱，主要因中美双方在马来西亚会谈使得宏观预期整体保持乐观，同时前期银行风险逐步消退，市场风险偏好随之回升，白银租赁利率有所回落，贵金属价格在前期多头情绪集中释放后显著回调。当前贵金属价格进入调整阶段，关注本周美联储 FOMC 会议上的利率决议及鲍威尔的表态。长期来看，金价仍处于上行通道中。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡上行，回到 5.1 美元磅上方运行。上周宏观方面没有重要经济数据指引，但主要联储官员讲话的态度整体仍然较为鸽派，使得市场确信今年剩下的降息路径预期。另外，上周一度开始定价俄乌冲突可能结束的预期，尤其欧盟宣布支持乌克兰结束战争，以及特朗普和普京将举行会谈等，均使得市场对俄乌冲突的结束有所期待，但是随着会谈的取消，市场预期有所落空，但是我们认为后续大方向仍然是朝着俄乌冲突结束去交易。

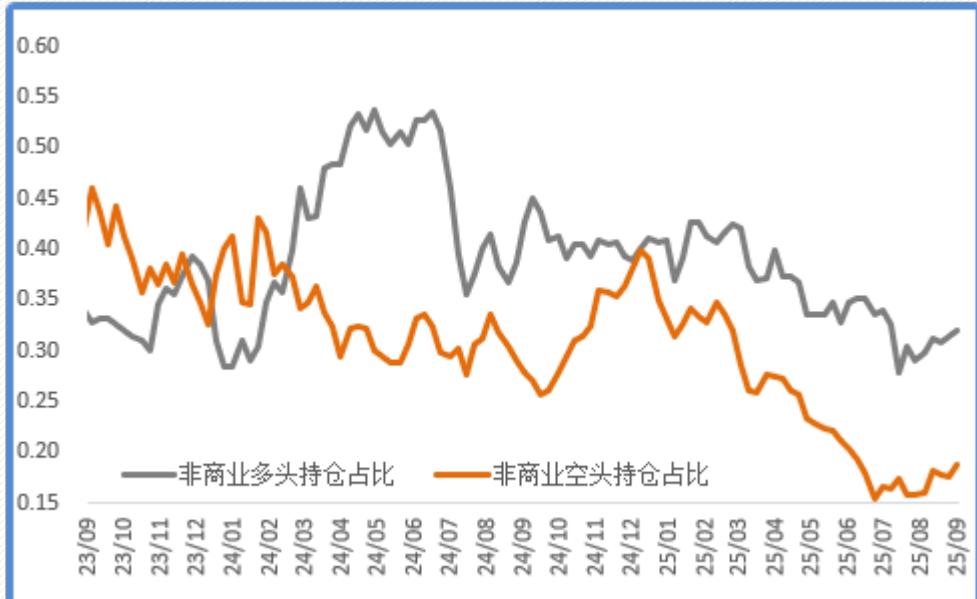
上周 SHFE 铜价明显反弹，周五接近 88000 元吨重要关口。上周国内铜价表现相对强势，资金对铜价的热情有所升温。我们认为一方面从贵金属市场流出的资金部分进入铜市场，提供了增量资金，另一方面上周国内四中全会召开，十五五整体规划强调了科技、高端制造业、电力等领域的重要性，也使得铜受到了资金的追捧。但是随着铜价逼近前高，我们认为还是需要保持一定的理性。

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，库存已经接近 35 万吨，上周交仓量环比有所下降。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

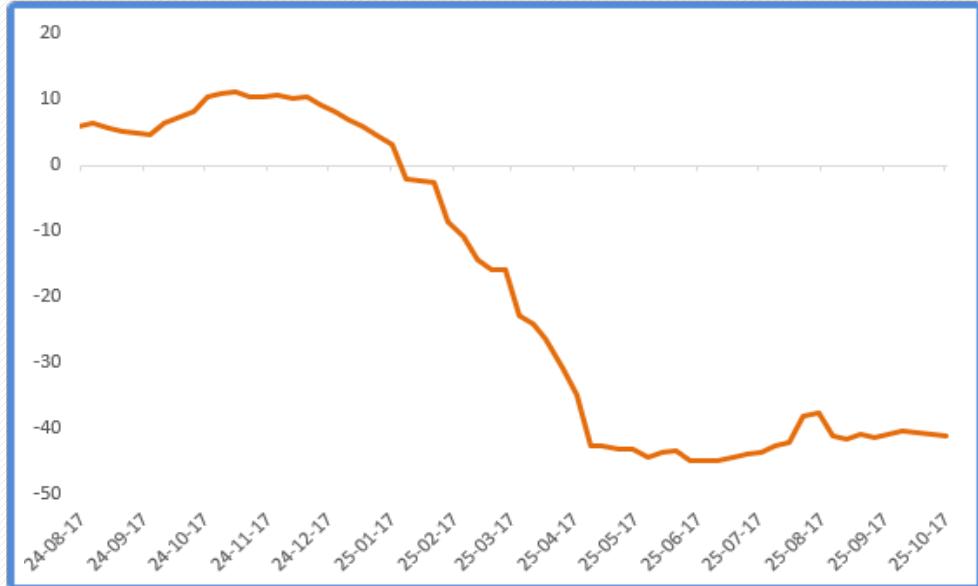


数据来源: Wind

(二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-41.66 美元/干吨，较上周跌 0.96 美元/干吨。铜精矿现货 TC 下跌，整体情绪较为谨慎，现货成交持续清淡。干净铜精矿现货 TC-40 低位上下震荡，买卖双方心理价位仍存分歧。据 Mysteel 调研，某矿山截标装期 12-1 月的铜精矿 TC 为-40 中低位，QP:M+3，买方为炼数量为 2 万吨。某贸易商向炼厂出售 11-12 月船期于净矿以-40 低位成交。某炼厂表示，近期接收的报盘多集中于-40 美元/吨中低位。部分炼厂对近期货物存在需求缺口，但价格与心理预期存在分歧，实际成交有限。

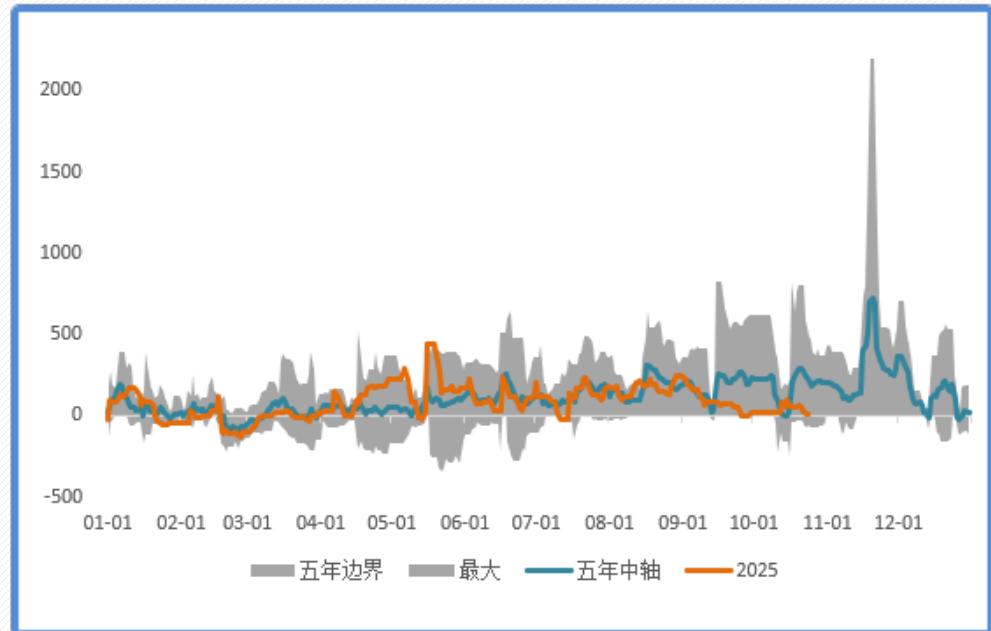
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价大部分时间企稳于 85000 元/吨上方运行，下游加工企业新增订单表现有限，日内接货情绪仍稍显谨慎观望，采购需求维持刚需为主，现货市场成交氛围较为僵持；且亦倾向于采购非注册、差平等低价品牌货源，整体市场消费难有起色。随着铜价周五再度走高明显，下游谨慎观望情绪不减，市场消费预计仍将相对疲弱，加之临近月底，部分持货商存在回款换现需求，现货回升压力较大；但考虑到目前近月合约 Contango 结构运行，同时后续注册品牌进口到货有限，加之国内部分冶炼厂仍有出口动作，因此升水下跌空间同样不大，预计周内或区间运行于贴 80~升 50 元/吨。

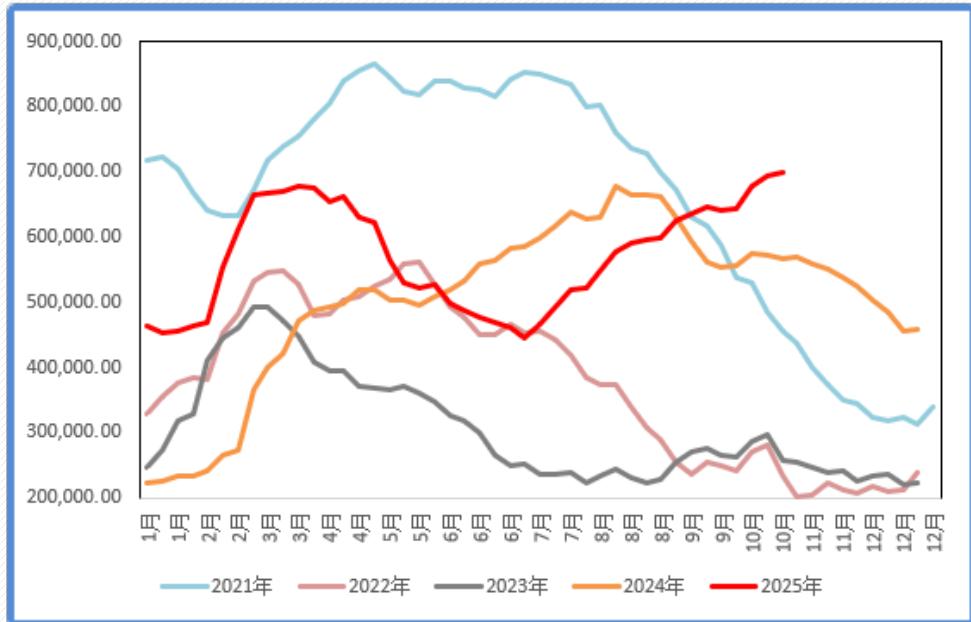
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 18.98 万吨, 较 16 日增 0.67 万吨, 较 20 日降 0.57 万吨; 周内上海市场社库继续表现增加, 由于国产货源以及进口铜仍有所到货入库, 加之铜价高位运行, 下游消费难有起色, 部分仓库出库量维持相对一般; 下周来看, 考虑到短期铜价仍企稳于 85000 元/吨上方, 下游采购需求预计难有明显提升, 但进口铜到货有所减少, 因此周内库存或变化幅度相对有限。而广东市场库存延续去库趋势, 主因周内冶炼厂发货较少, 仓库到货入库量有限, 虽高铜价背景, 下游消费同样受限, 但整体市场出库大于入库, 库存因此下降。

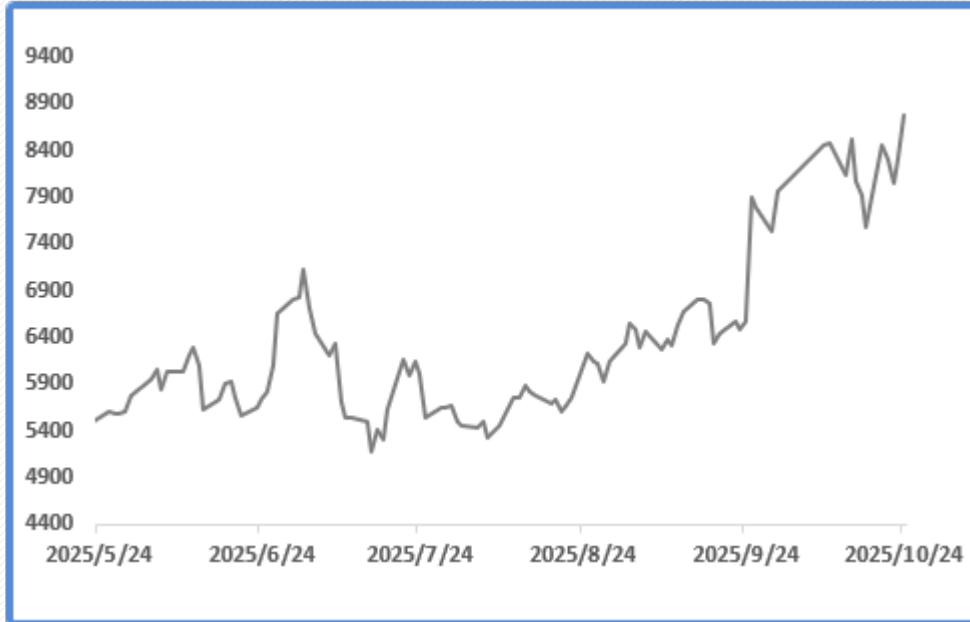
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费较上周皆呈下跌表现，价格下跌区间在 30-50 元/吨；精铜杆市场畏高情绪限制实际交易推进，订单环比下滑；再生铜杆市场终端拿货占比较少，周内实际成交分化明显；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度双双扩大；国内铜杆社会库存止升下降。精铜杆市场因高铜价影响，近期实际消费仍以刚需补货为主，整体订单水平可能延续清淡表现，若铜价出现短暂性回调将明显刺激下游拿货意愿提升，可能会出现一波集中性采购订单，但由于目前绝对价格抬升影响，实际增长幅度不会太高。再生铜杆端有部分企业存在大量待交付订单，虽然目前原料市场供应相对稳定，但若下游集中性提货发生，后期或需面临原料紧张的局面；近期宏观影响下铜价波动率提升，需要警惕急涨急跌行情下的交易风险。

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

上周金银大幅回调，COMEX 金银于 4021-4398 美元/盎司、46.8-51.8 美元/盎司区间内运行。上周，避险需求较前期明显减弱，主要因中美双方在马来西亚会谈使得宏观预期整体保持乐观，同时前期银行风险逐步消退，市场风险偏好随之回升，白银租赁利率有所回落，贵金属价格在前期多头情绪集中释放后显著回调。

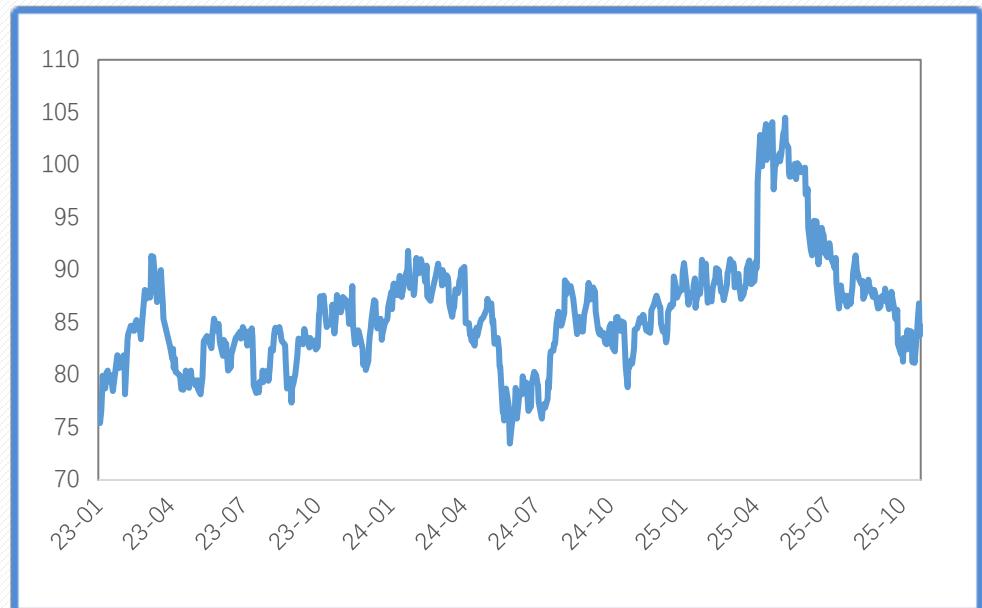
贵金属价格监控

2025/10/24	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4104.2	4234.9	-3.1%
COMEX 白银	48.1	50.4	-4.4%
伦敦金现	4104.4	4224.8	-2.8%
伦敦银现	48.0	54.1	-11.3%
SHFE 黄金	935.9	998.2	-6.2%
SHFE 白银	11307.0	12231.0	-7.6%
上金所黄金 T+D	935.3	995.9	-6.1%
上金所白银 T+D	11317.0	12228.0	-7.5%

(二) 比价与波动率

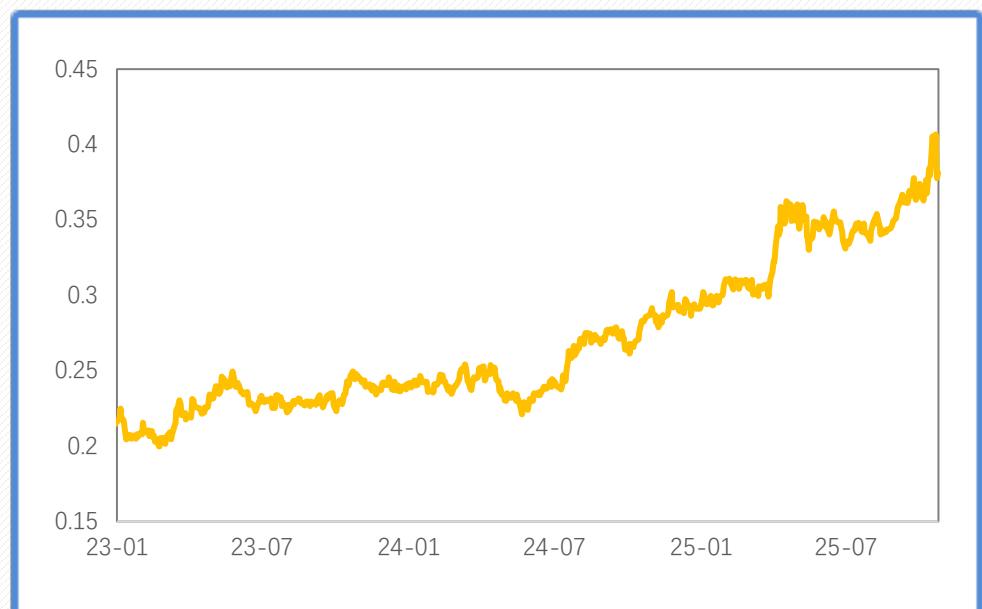
上周，黄金跌幅弱于白银，金银比有所回升；金价下跌而铜价上涨，金铜比显著下行；原油有所反弹，金油比显著下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



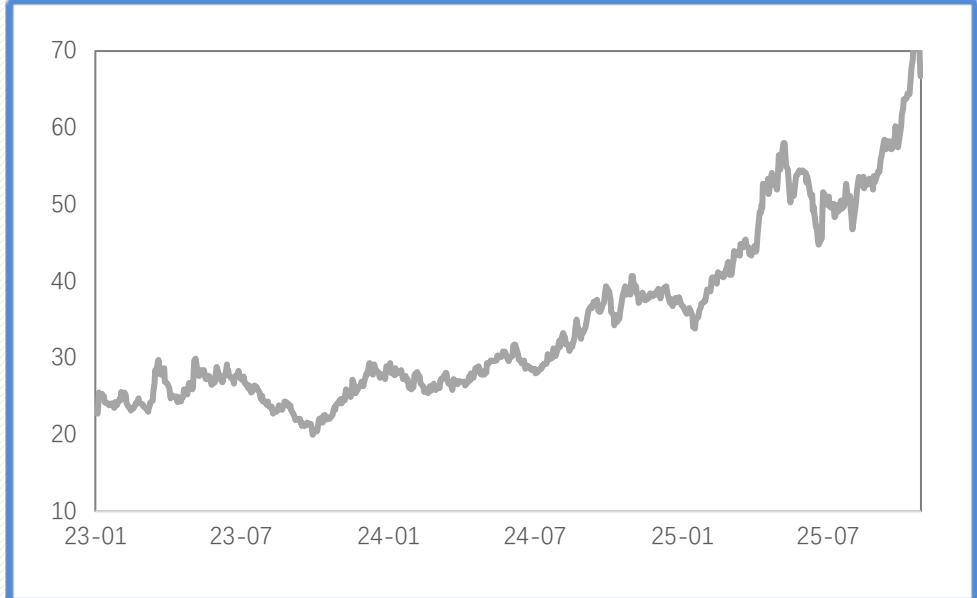
数据来源: Wind

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 有所回落，伴随地缘冲突的缓和叠加前期宏观风险的消退，市场避险需求走弱，黄金波动率下行。

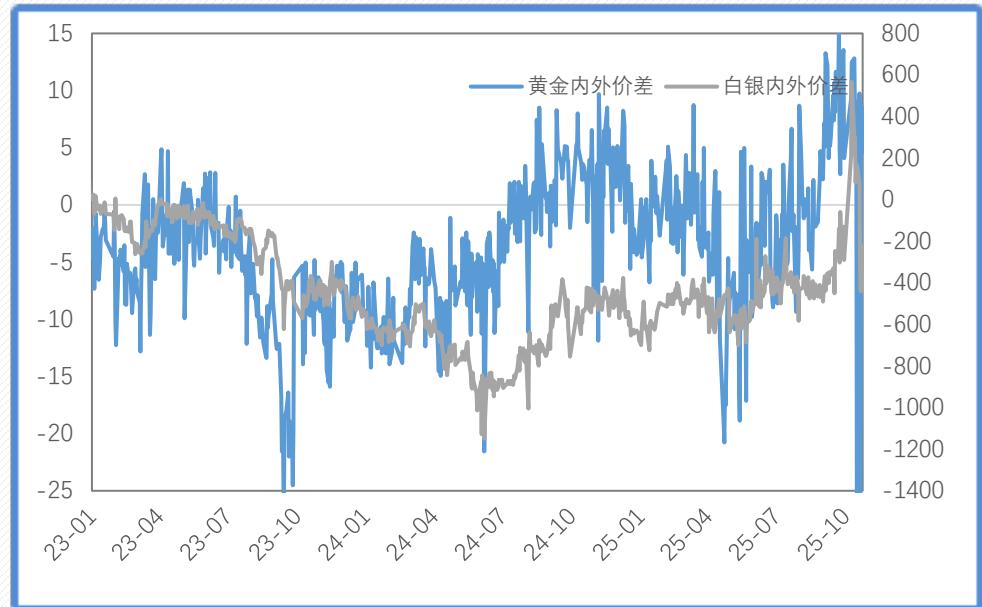
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

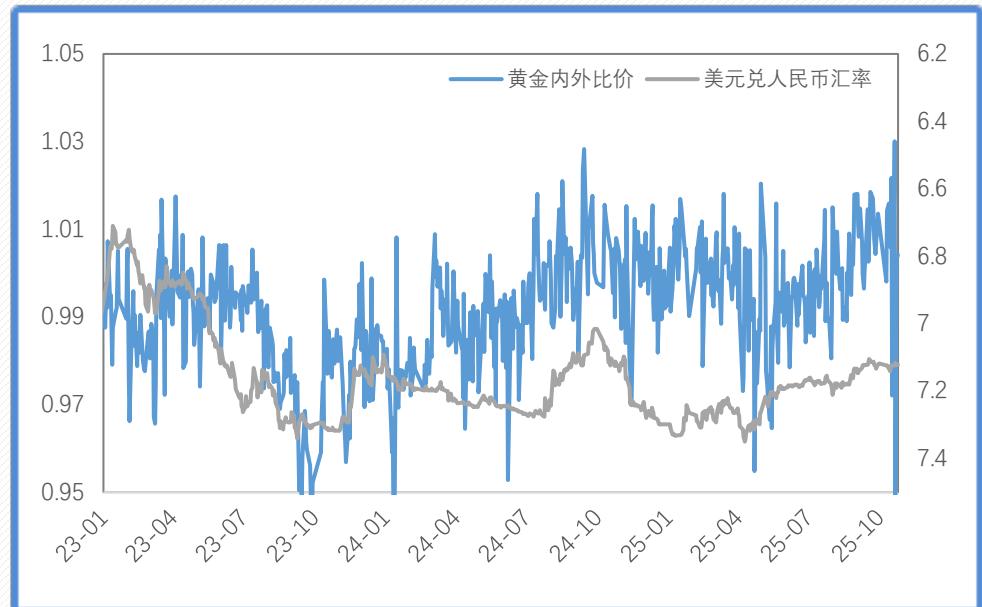
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差回落，内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

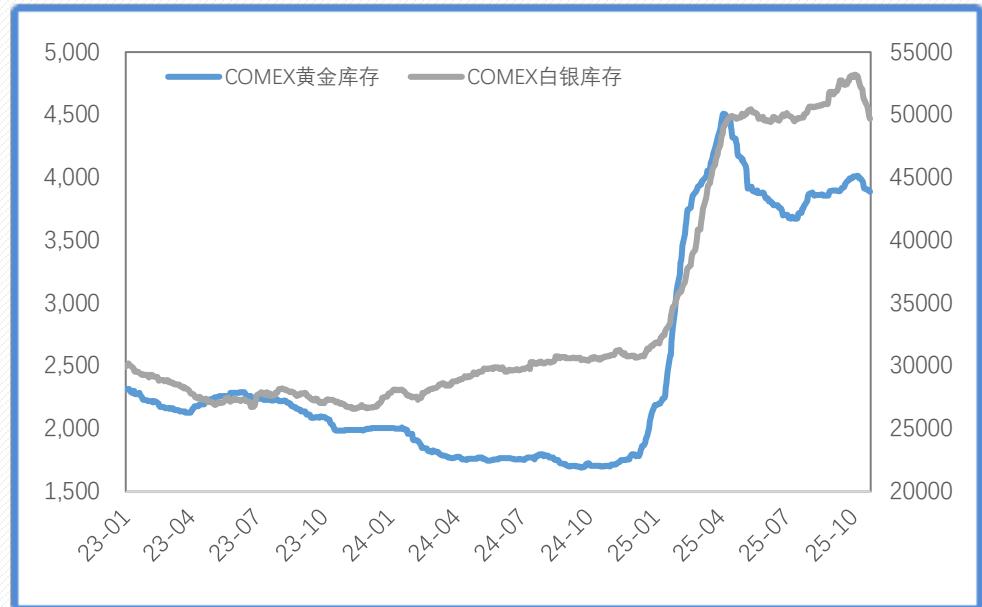


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

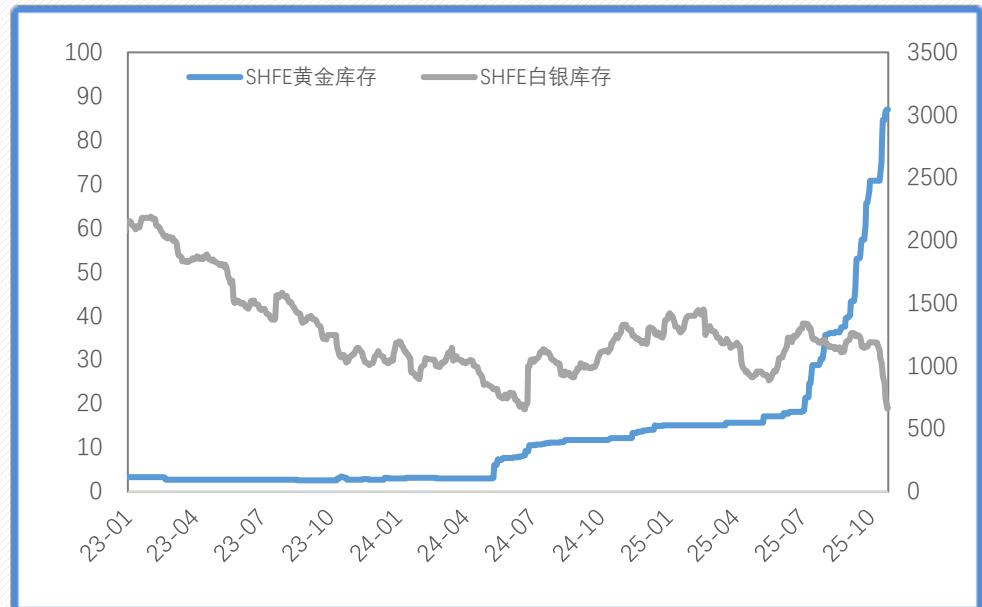
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3888 万盎司，环比减少约 23 万盎司，COMEX 白银库存约为 49695 万盎司，环比减少约 1251 万盎司；SHFE 黄金库存约为 87 吨，环比增加 2.4 吨，SHFE 白银库存约为 665 吨，环比减少约 255 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

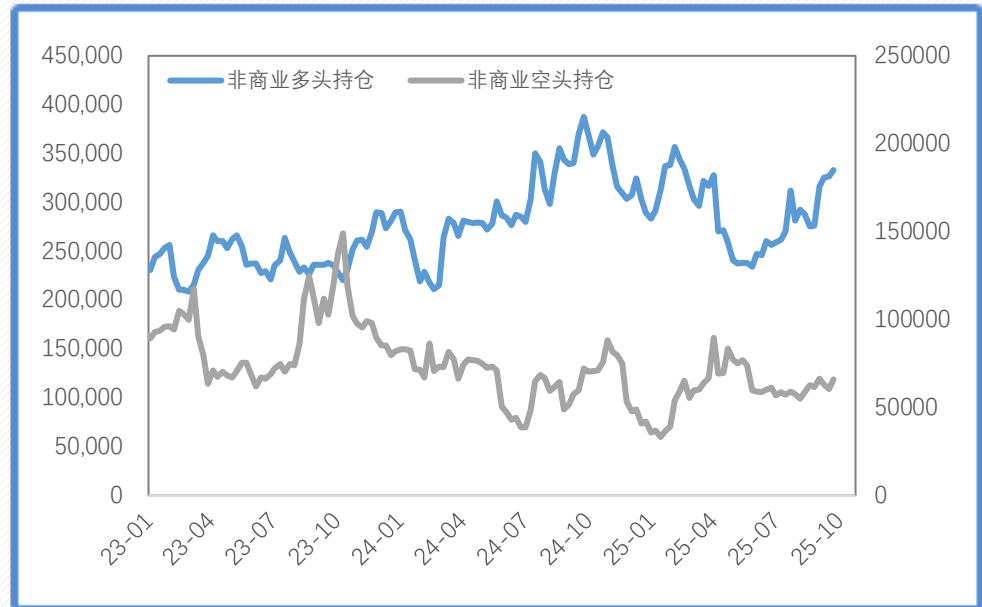
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 0.29 吨至 1047 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 78 吨至 15420 吨; 因数据延迟发布, 截至 9 月 23 日, 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



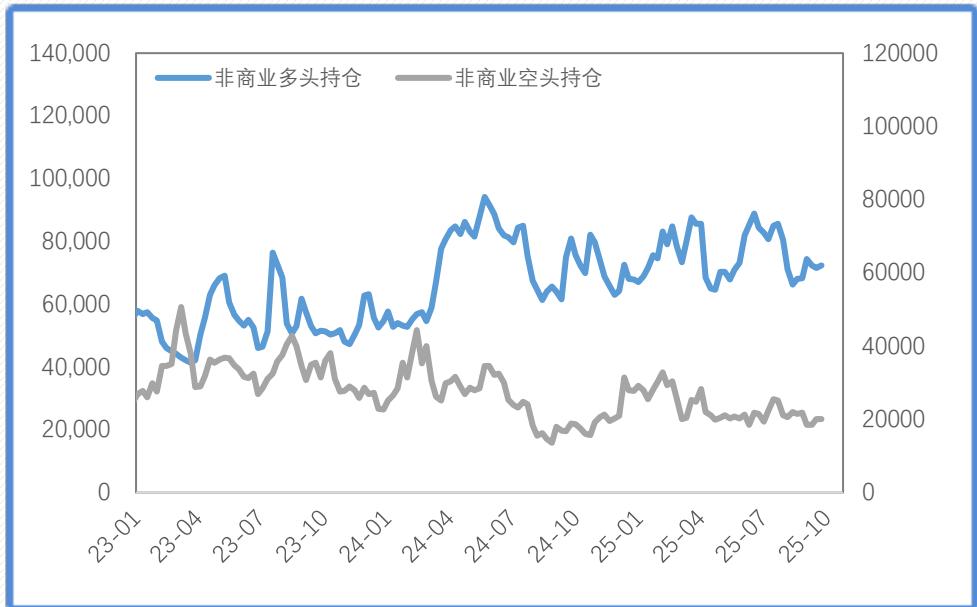
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



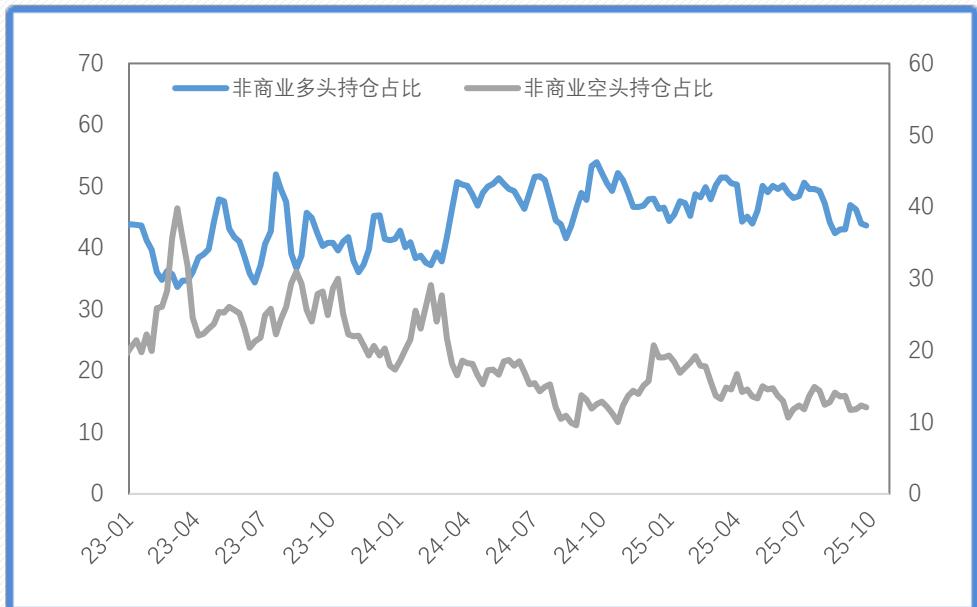
数据来源: Wind

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

市场前瞻

资金对铜价的热情有所升温。我们认为一方面从贵金属市场流出的资金部分进入铜市场，提供了增量资金，另一方面上周国内四中全会召开，十五五整体规划强调了科技、高端制造业、电力等领域的重要性，也使得铜受到了资金的追捧。但是随着铜价逼近前高，我们认为还是需要保持一定的理性。

当前贵金属价格进入调整阶段，关注本周美联储 FOMC 会议上的利率决

议及鲍威尔的表态。长期来看，金价仍处于上行通道中。

关注及风险提示

美联储利率决议、美国初请失业金人数、核心 PCE、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。