

当降息遇上“鹰派指引”，金铜价格上行势头受阻

摘要：宏观层面出现一定程度的逆风。上周中联储 FOMC 会议虽然如期降息 25BP，但是鲍威尔在会后的记者招待会上发表鹰派言论，表示对于 12 月降息并不确定。这也从一定程度上反映了联储内部对于后续利率路径的明显分歧。由于各项资产此前已经充分定价了 12 月的降息，鲍威尔的言论使得包括金铜在内的资产有所承压。

金属市场周报

2025. 10. 27-2025. 10. 31

核心观点

1、上周金铜震荡盘整

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.75%，白银下跌 0.33%；沪金 2512 合约下跌 1.72%，沪银 2512 合约上涨 0.96%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.07%、-0.81%。

2、鹰派发言施压铜价，但港口拥堵在发酵

上周中联储 FOMC 会议虽然如期降息 25BP，但是鲍威尔在会后的记者招待会上发表鹰派言论，表示对于 12 月降息并不确定。这也从一定程度上反映了联储内部对于后续利率路径的明显分歧。风险资产此前已经充分定价了 12 月的降息，鲍威尔的言论使得包括铜在内的资产有所承压。此外，铜市场挤仓的可能性在上周也有所下降，这使得部分资金流出市场。不过周末坦桑尼亚达累港的关闭事件又在发酵，预计会使得铜价获得支撑。

3、贵金属仍处于调整阶段

上周，美联储 FOMC 会议如期降息 25bp，但鲍威尔的表态相对鹰派，联储内部对于 12 月的降息存在明显分歧，会后市场降息预期显著回落。同时，上周中美会谈释放积极信号，市场风险偏好明显回升。由此，在美元反弹叠加避险需求走弱的双重作用下，贵金属价格仍处于调整阶段。短期来看贵金属价格缺乏上行驱动，关注后续美国政府重启及相应经济数据的公布，同时关注 12 月的降息预期变化。长期金价的上行格局在对冲主权信用的背景下仍未改变。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡整理，宏观层面出现一定程度的逆风。上周美联储 FOMC 会议虽然如期降息 25BP，但是鲍威尔在会后的记者招待会上发表鹰派言论，表示对于 12 月降息并不确定。这也从一定程度上反映了联储内部对于后续利率路径的明显分歧。风险资产此前已经充分定价了 12 月的降息，鲍威尔的言论使得包括铜在内的资产有所承压。此外，铜市场挤仓的可能性在上周也有所下降，这使得部分资金流出市场。不过周末坦桑尼亚达累港的关闭事件又在发酵，预计会使得铜价获得支撑。

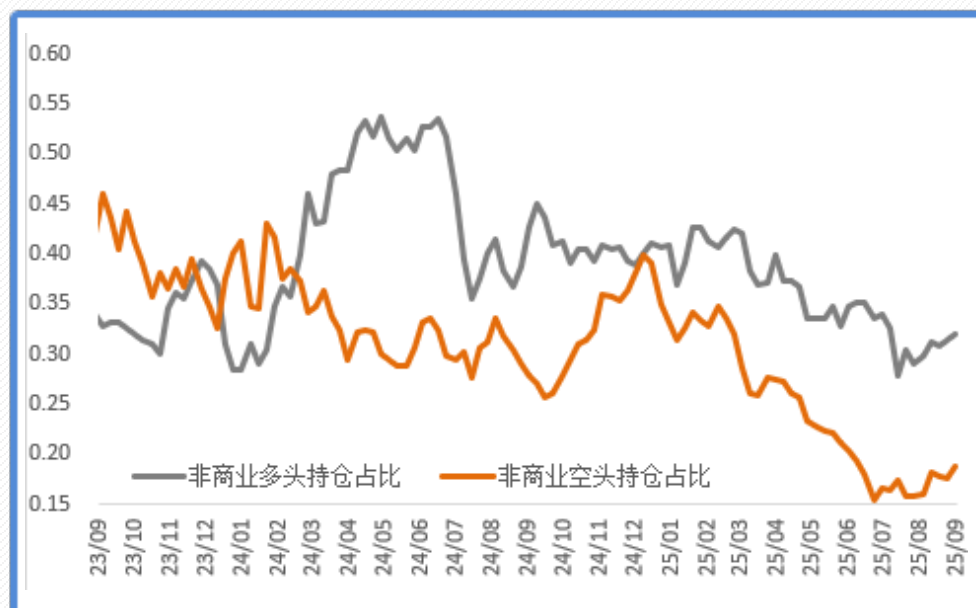
上周 SHFE 铜价自 89000 元吨附近的高位区间回落。价格反弹之后，可以明显感知到国内精炼铜消费的走弱，包括精炼铜、精铜杆等各个环节均出现了明显的消费抑制。我们认为目前国内精炼铜的消费情况并不足以支撑较高水平的铜价，铜价因为受到其它因素冲击上涨之后，国内消费难以提供足够的上行驱动。不过目前铜价有所回落，预计国内下游又将重新入场采购，再次为铜价提供下方支撑。

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 35 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 25 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 5-10 万吨铜没有显性化，对于 COMEX 铜的结构并没有太合适的策略。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，此前我们指出：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，目前看来完全吻合。除此之外，目前 9 月精炼铜进口已经确认回到了 33 万以上的水平，预计 4 季度单月进口量也将维持高位水平，叠加铜价处于高位、精铜消费偏弱，我们很难真正看到价格曲线在四季度走强。

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

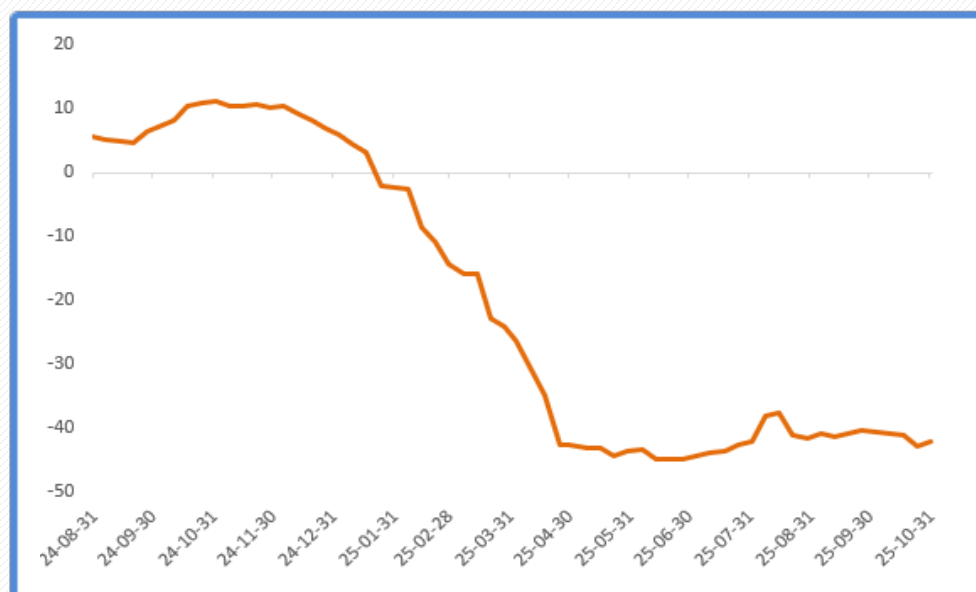


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-42.45 美元/干吨，较上周跌 0.79 美元/干吨。铜精矿市场现货市场近期无明显变化，加工费持续承压的态势，买卖双方心理预期差异较大，整体情绪较为谨慎，交投氛围冷清。干净铜精矿现货 TC 主要在-40 到-43 区间上下震荡。据 Mysteel 调研，最近 vale 的两个矿山招标 5wt，成交价格在-90 中位。银川会暂不设定第四季度指导价，会上呼吁联合减产，规定加工费的底线。铜精矿现货市场依然呈现供应紧张的格局，预计短期内铜精矿主流加工费仍在-40 美元附近波动。市场普遍认为明年行情不确定性影响因素较多，对后续长单的谈判期望度较低。

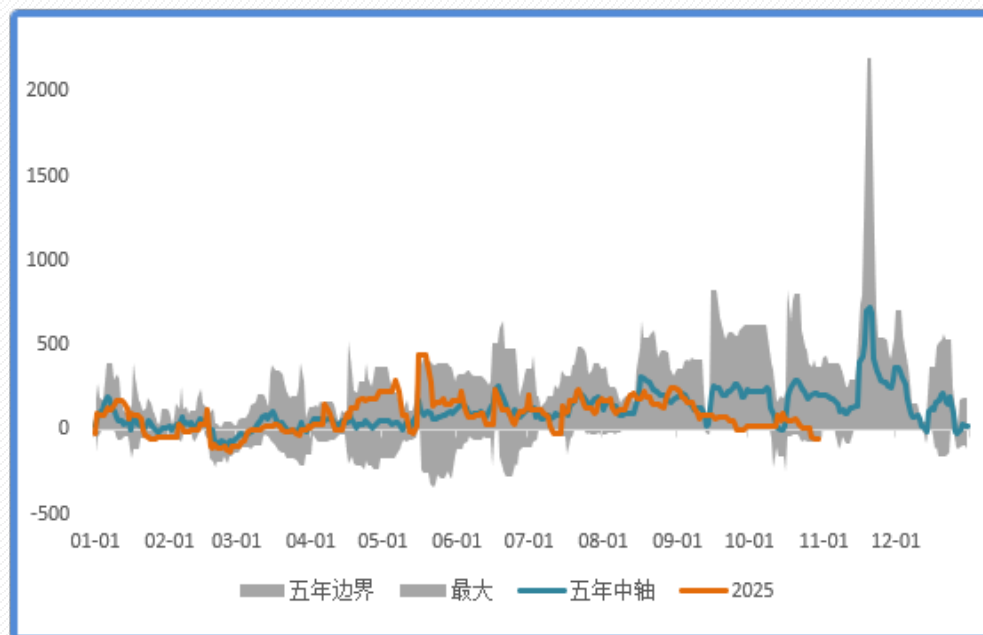
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价部分时间延续震荡上行，下游企业畏高情绪浓厚，新增订单有限；同时部分下游加工企业已经出现停产现象，市场消费仍较为疲弱。加之临近月底，受制于资金压力等因素影响，日内基本维持刚需接货为主。随着短期铜价仍维持高位，下游企业接货情绪预计提振空间有限，但考虑到进入交割月，持货商大贴水出货意愿同样减弱，因此现货升水预计企稳回升为主；值得注意的是，若周内铜价下跌明显，且目前市场注册主流平水品牌货源流通不多，现货升水预计表现快速回升，整体或区间运行于贴 50~升 100 元/吨。

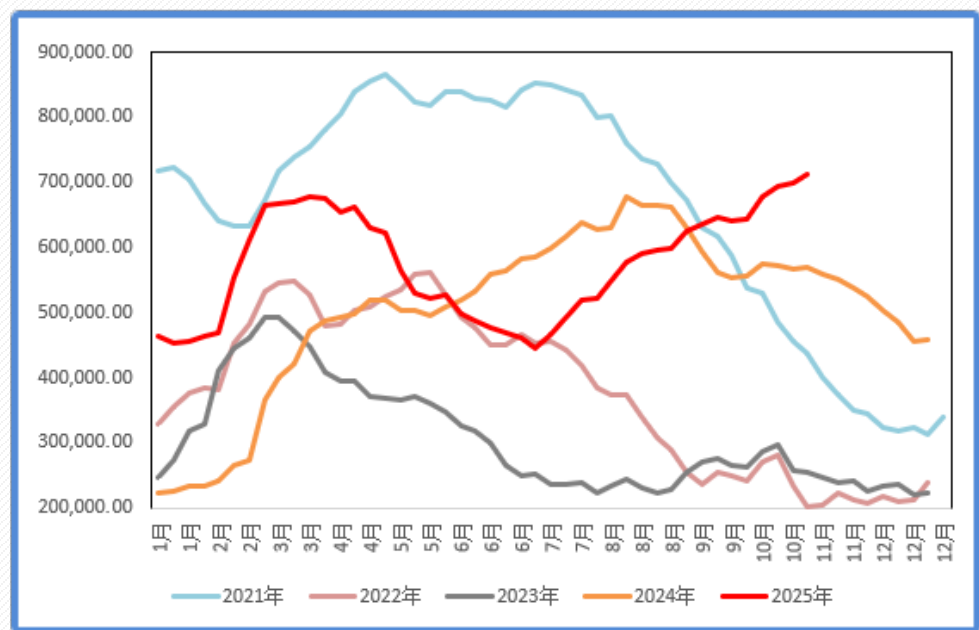
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 19.22 万吨，较 23 日增 0.24 万吨，较 27 日增 0.36 万吨；周内上海市场社库继续表现增加，由于国产货源仍有到货入库，且月底下游企业入市采购意愿减弱，加之铜价震荡上行，下游消费难有起色；下周来看，考虑到短期铜价偏强运行，且进口铜仍有到货，下游采购需求预计维持刚需为主，因此周内库存或继续小幅累库。而广东市场库存延续去库趋势，主因周内冶炼厂发货仍相对较少，仓库到货入库量有限，但高铜价局面下，下游消费难有提振，库存下降幅度不大。

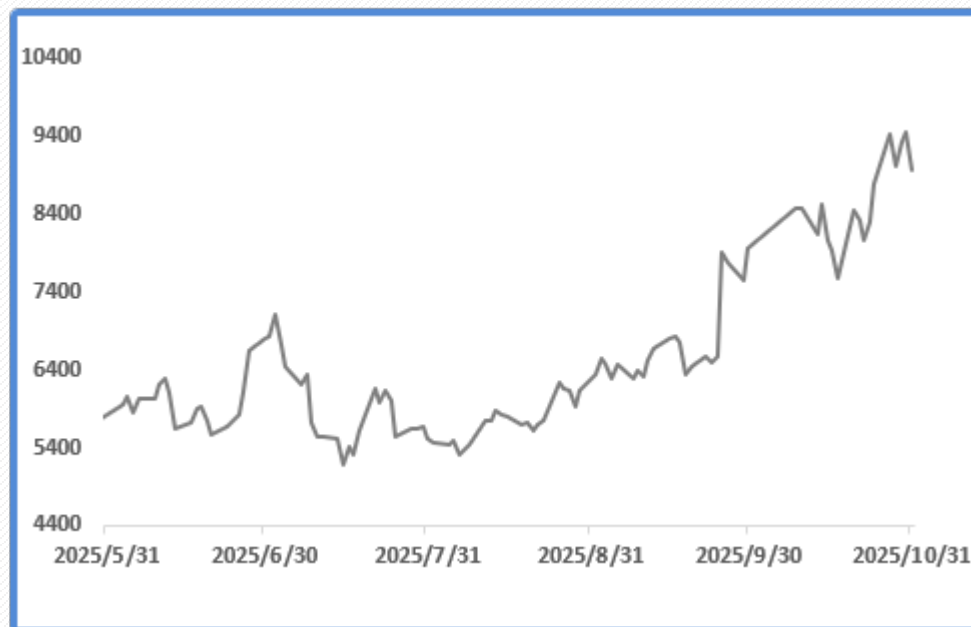
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费整体继续下调，其中广东、湖南市场跌幅较大；高价背景下订单下滑，精铜杆企业陷入阶段性减停产；部分区域受政策调整影响，再生铜杆整体生产环比下滑；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度小幅收缩；精铜杆成品库存压力不断增大，下游对高价接受度偏低，短期铜价无较大降幅的情况下，精铜杆订单或将持续低迷；目前部分产能集中区域的精铜杆企业已出现集中性减停产，而铜价波动造成的市场交易风险依旧较大，现阶段终端需求不高，精铜杆后续流转能力依旧偏弱。再生铜杆因经济优势较强，部分再生铜杆厂家以低价积极初促进成交，使得市场交易集中性特征愈发明显，后续个别地区将面临较大交付压力；此外，政策调整风波再度袭来，已有个别区域受此影响出现停产情况，随着后续交易推进，跨区调货也将更频繁。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一）贵金属市场观察

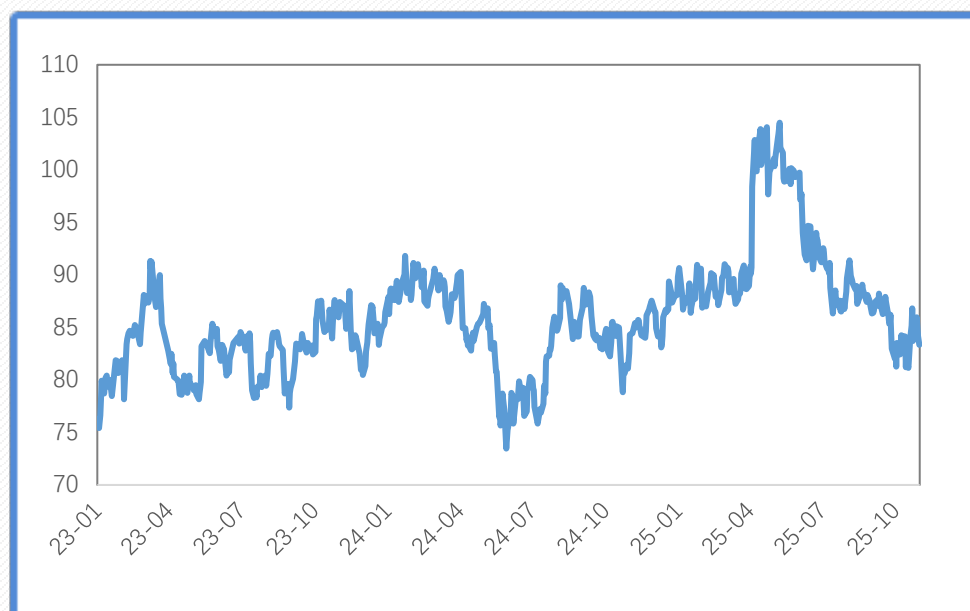
上周金银震荡盘整，COMEX 金银于 3901-4124 美元/盎司、45.5-49 美元/盎司区间内运行。上周，美联储 FOMC 会议如期降息 25bp，但鲍威尔的表态相对鹰派，联储内部对于 12 月的降息存在明显分歧，会后市场降息预期显著回落。同时，上周中美会谈释放积极信号，市场风险偏好明显回升。由此，在美元反弹叠加避险需求走弱的双重作用下，贵金属价格仍处于调整阶段。

贵金属价格监控			
2025/10/31	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	3995.7	4104.2	-2.6%
COMEX 白银	48.7	48.1	1.1%
伦敦金现	4011.5	4104.4	-2.3%
伦敦银现	49.0	48.0	2.0%
SHFE 黄金	920.5	935.9	-1.7%
SHFE 白银	11430.0	11307.0	1.1%
上金所黄金 T+D	921.0	935.3	-1.5%
上金所白银 T+D	11410.0	11317.0	0.8%

（二） 比价与波动率

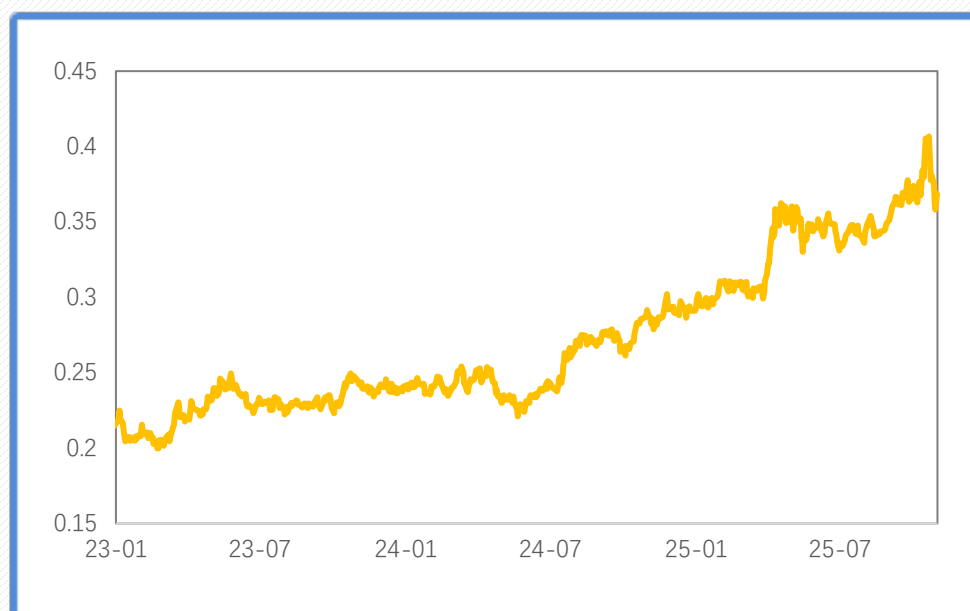
上周，黄金下跌而白银反弹，金银比有所回落；金价跌幅强于铜价，金铜比小幅下行；原油跌幅弱于金价，金油比震荡下行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



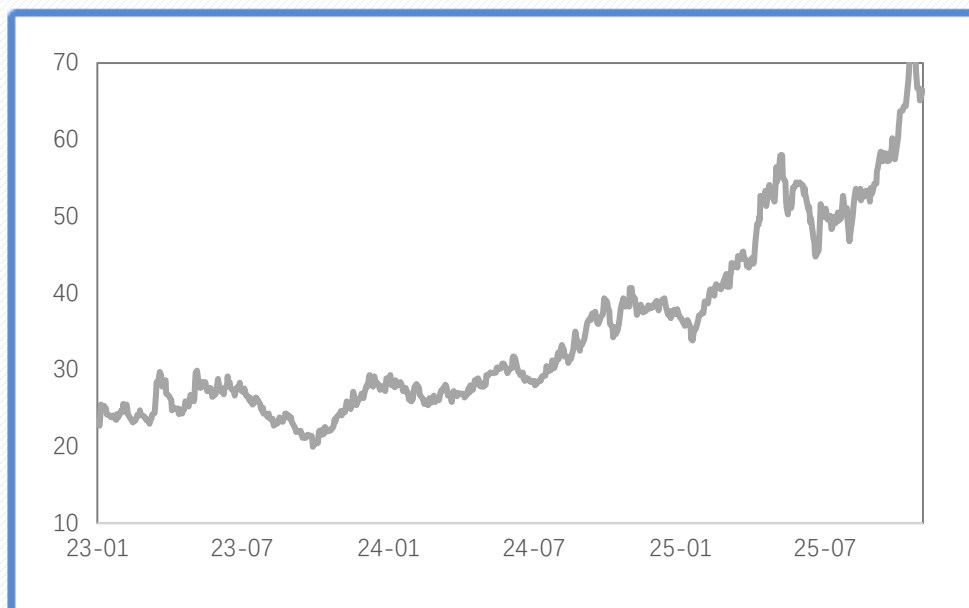
数据来源：Wind

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 持续回落, 伴随中美会谈给出相对积极的信号, 市场风险偏好回升, 避险需求不断走弱带动黄金波动率下行。

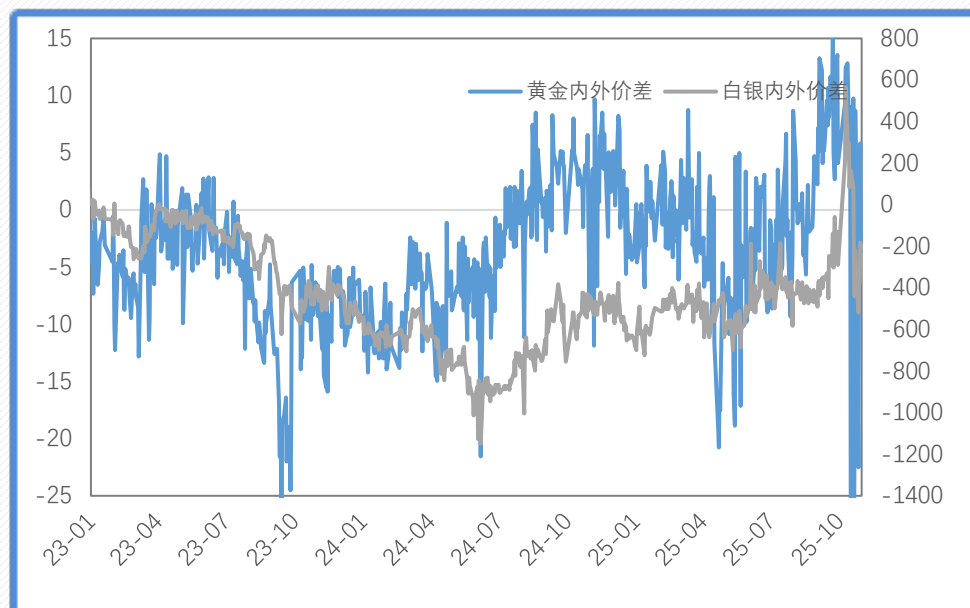
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

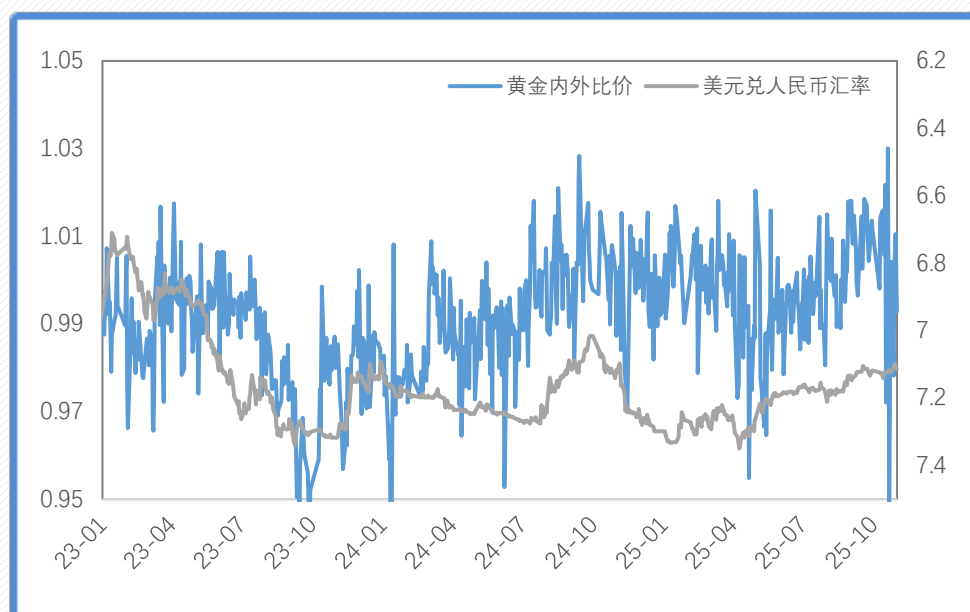
近期人民币汇率影响较前期减弱, 上周黄金内外价差及比价回落, 白银内外价差回升, 内外比价小幅回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

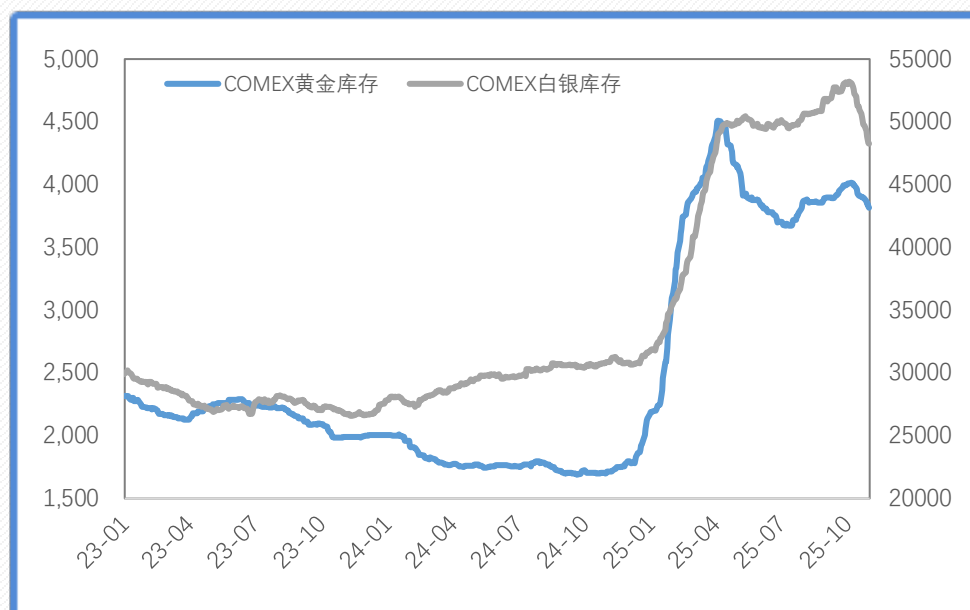


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

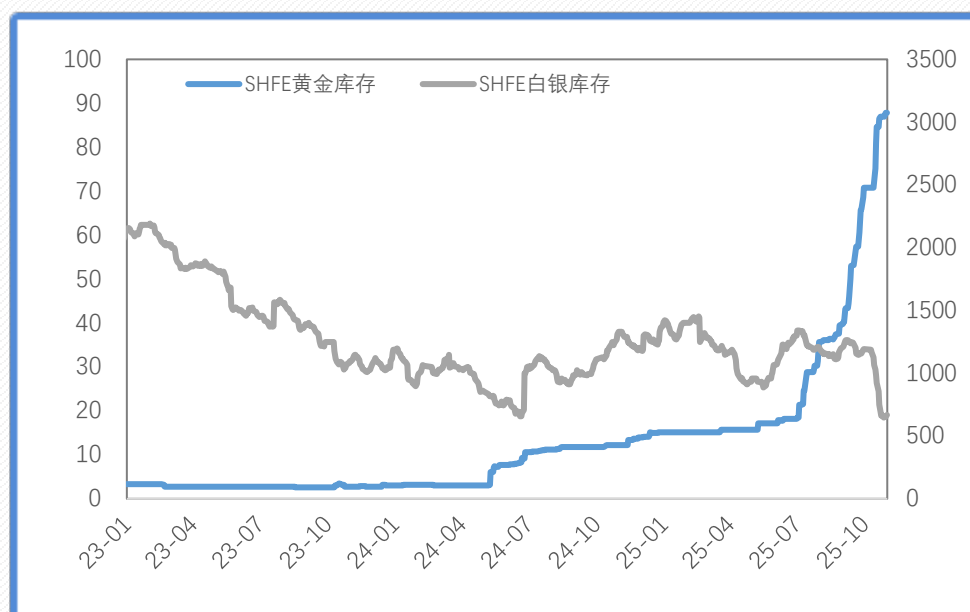
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3817 万盎司，环比减少约 71 万盎司，COMEX 白银库存约为 48244 万盎司，环比减少约 1451 万盎司；SHFE 黄金库存约为 87.8 吨，环比增加 0.8 吨，SHFE 白银库存约为 666 吨，环比增加约 0.6 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

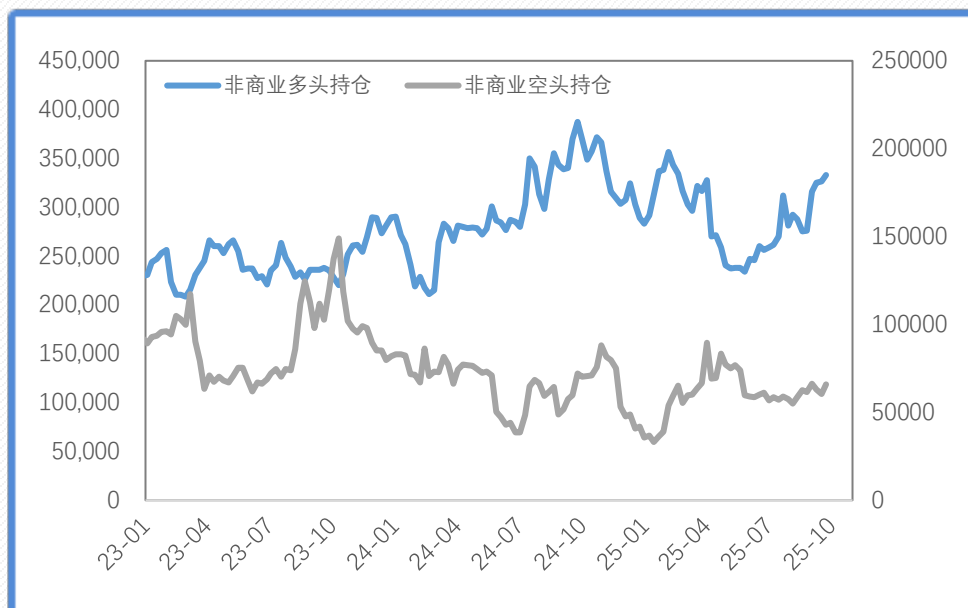
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

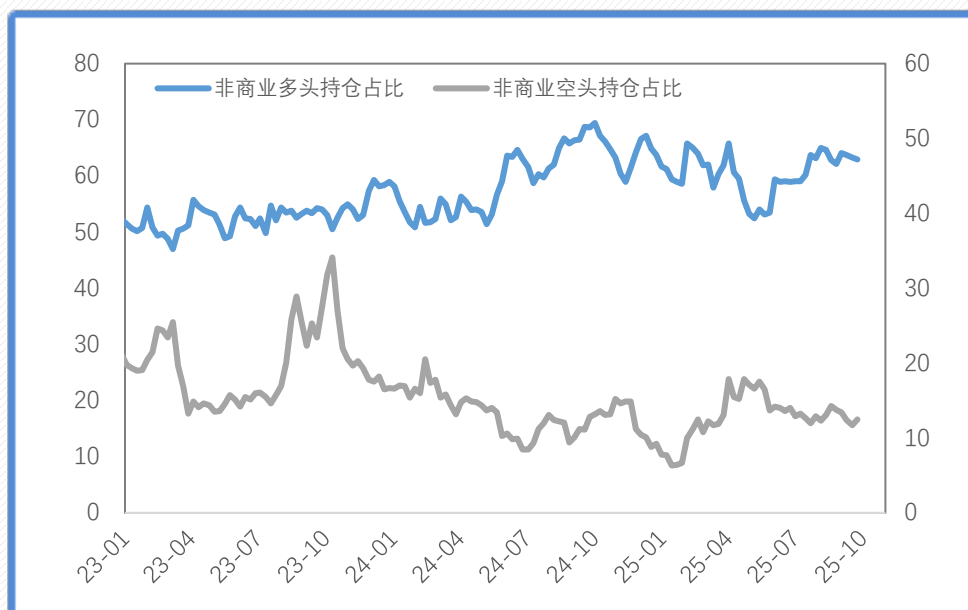
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 7.7 吨至 1039 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 230 吨至 15190 吨; 因数据延迟发布, 截至 9 月 23 日, COMEX 黄金非商业总持仓为 39.9 万手, 其中非商业多头持仓增加 6030 手至 33.3 万手, 空头持仓增加 5691 手至 6.61 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 62.9% 附近, 非商业空头持仓占比上升至 12.5% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



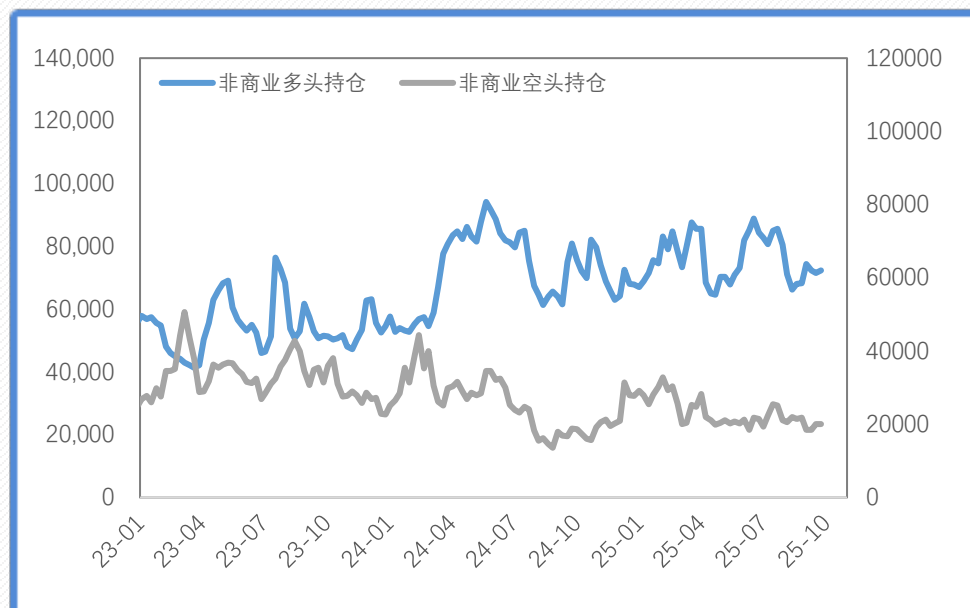
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



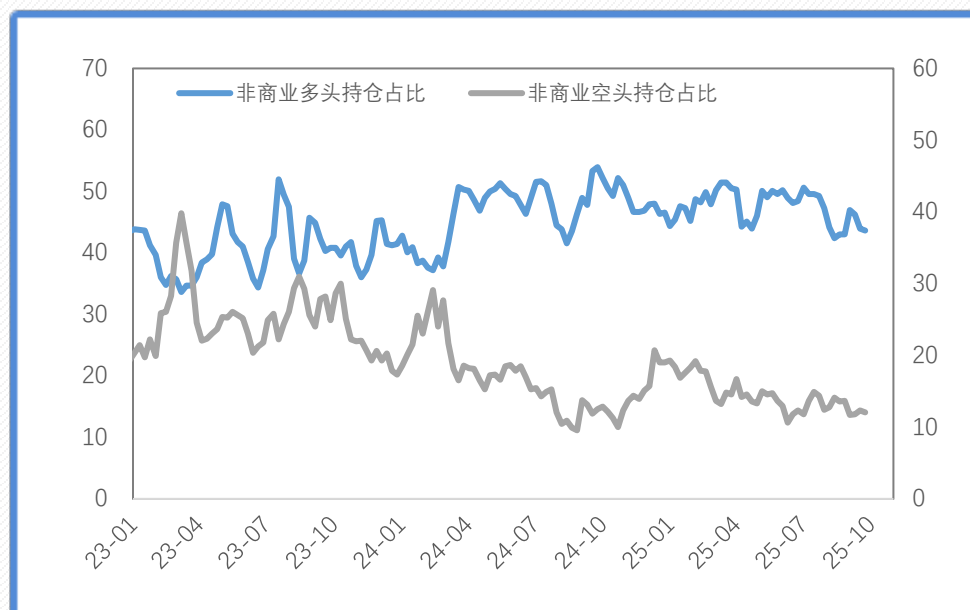
数据来源：Wind

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

价格反弹之后，可以明显感知到国内精炼铜消费的走弱，包括精炼铜、精铜杆等各个环节均出现了明显的消费抑制。我们认为目前国内精炼铜的消费情况并不足以支撑较高水平的铜价，铜价因为受到其它因素冲击上涨之后，国内消费难以提供足够的上行驱动。不过目前铜价有所回落，预计国内下游又将重新入场采购，再次为铜价提供下方支撑。

短期来看贵金属价格缺乏上行驱动，关注后续美国政府重启及相应经济

数据的公布，同时关注 12 月的降息预期变化。长期金价的上行格局在对冲主权信用的背景下仍未改变。

关注及风险提示

PMI、非农数据、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。