

当“Risk On”遇见“鹰派联储”， 金铜锚定何处？

金属市场周报

2025. 11. 10-2025. 11. 14

摘要：上周市场较为波折，各种叙事皆有所反转，但缺乏主线。先是美国政府重新开门的概率明显提升，市场一度 RISK ON，反映相对积极，但随后联储官员再次鹰派表态，12 月降息的可能性再次受到市场质疑，风险资产转跌，随后以 AI 为代表的美国科技股遭到抛售，市场风险偏好急转直下，金铜也未能幸免。

核心观点

1、上周金铜先扬后抑

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.91%，白银上涨 4.51%；沪金 2512 合约上涨 3.47%，沪银 2512 合约上涨 7.54%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.86%、+1.12%。

2、AI 与降息出现逆风，铜价有所承压

上周市场较为波折，各种叙事皆有所反转，但缺乏主线。先是美国政府重新开门的概率明显提升，市场一度 risk on，反映相对积极，但随后联储官员再次鹰派表态，12 月降息的可能性再次受到市场质疑，风险资产转跌，随后以 AI 为代表的美国科技股遭到抛售，市场风险偏好急转直下，铜也未能幸免，但是下跌之后买盘有明显介入，使得铜价整体位置区间震荡格局。

3、贵金属价格跟随宏观预期反复

上周，美国国会通过联邦政府临时拨款法案，美国政府停摆结束，市场前期预期的流动性紧张随之消退，金银随之显著反弹。此后，美联储多位官员相对谨慎的发言使得市场对于 12 月的降息预期快速下滑至 44%，叠加对人工智能泡沫的担忧，金银价格随之回调。短期来看，贵金属价格跟随宏观预期反复，关注美国宏观经济数据公布后对于降息预期的影响，中长期金价上行格局仍未改变。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价延续震荡格局，暂时缺乏驱动。上周市场较为波折，各种叙事皆有所反转，但缺乏主线。先是美国政府重新开门的概率明显提升，市场一度 *risk on*，反映相对积极，但随后联储官员再次鹰派表态，12 月降息的可能性再次受到市场质疑，风险资产转跌，随后以 AI 为代表的美国科技股遭到抛售，市场风险偏好急转直下，铜也未能幸免，但是下跌之后买盘有明显介入，使得铜价整体位置区间震荡格局。

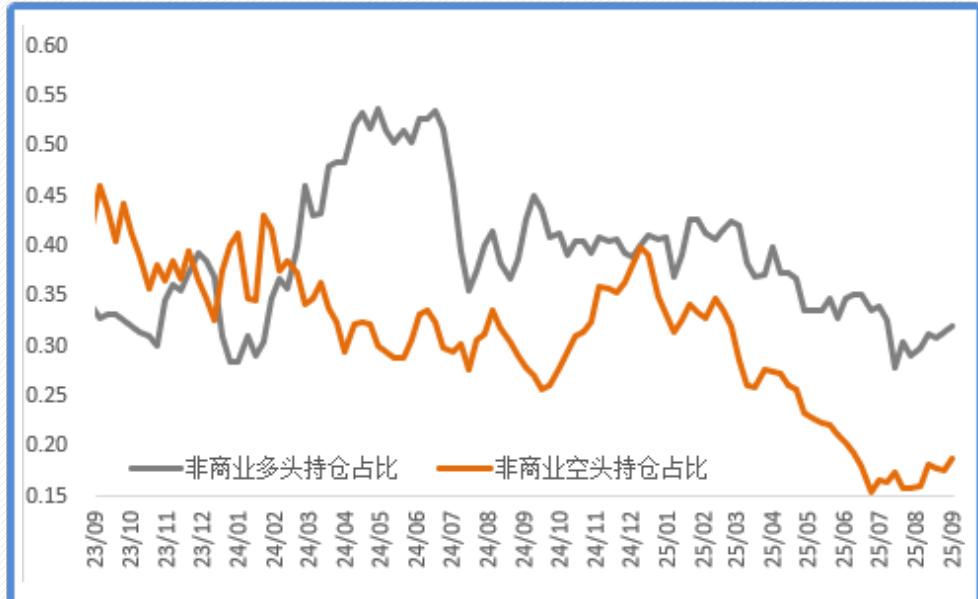
上周 SHFE 铜价冲高回落，铜价在周中一度冲高至接近 88000 元吨关口，但随后承压回落。目前四季度消费略显低迷，但是表现仍然具有一定的粘性，累库幅度不大，考虑到进口处于高位，整体表消依然不低。我们认为国内精炼铜消费依然具备较为明显的韧性，很难出现趋势性累库，尤其在铜价震荡的过程中，下游买盘仍然会在价格回落时给铜价提供较明显的支撑，铜价整体依然易涨难跌。

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 38 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 28 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

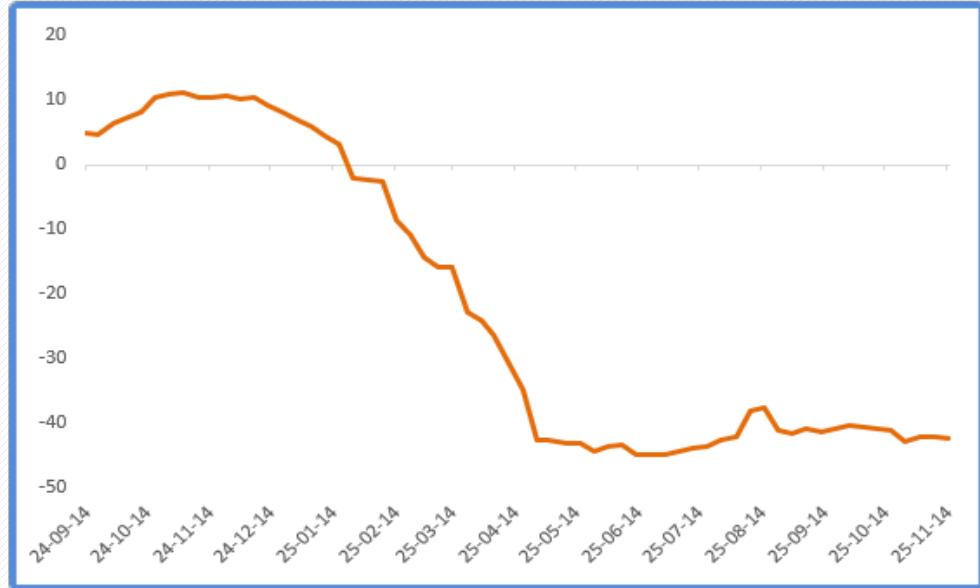


数据来源: Wind

(二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-41.75 美元/干吨，较上周涨 0.35 美元/干吨。铜精矿现货 TC 小幅回调，现货市场活跃度有所回暖，近期贸易商出货较为积极，干净铜精矿现货 TC 主要在-40 低位窄幅震荡。据 Mysteel 调研，某矿山出售 1 万吨干净矿给冶炼厂以-40 低位价格成交，Bisha 矿山截标价格在-90 高位，部分贸易商表示 12 月船期货物，基本出售完毕，明年 1 季度货物，暂无明确报价，长单谈判暂无进展，双方分歧明显。

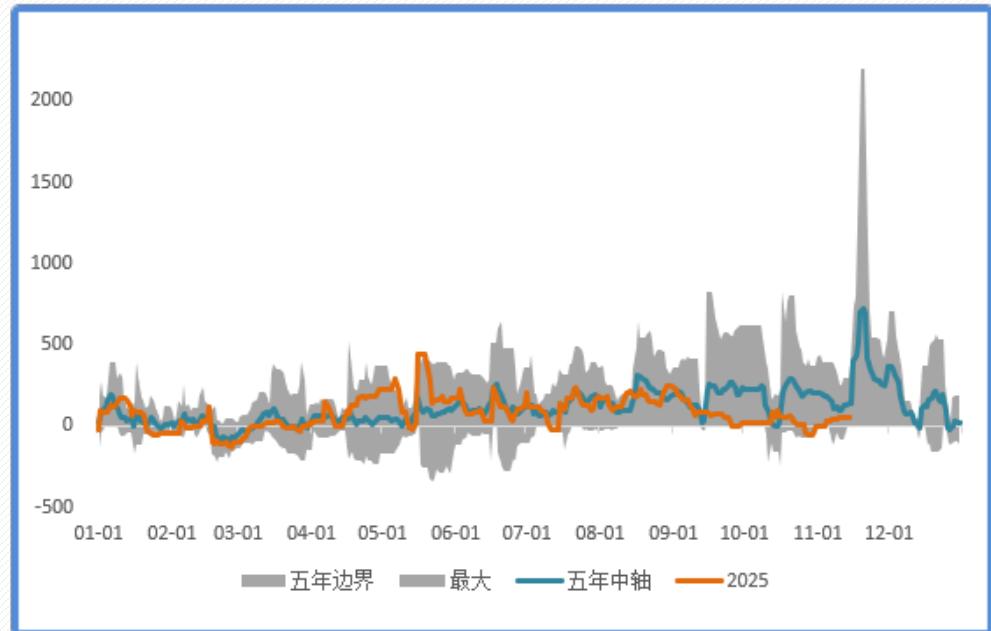
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，下游企业新增订单仍相对不多，同时随着价格走高，下游入市接货情绪仍稍显谨慎，观望情绪仍存，日内主以刚需采购为主，且大部分时间倾向于压价至贴水接货，整体市场消费提升空间有限。由于进口比价仍表现较差，进口铜清关到货预期不强，且考虑到目前国内部分冶炼厂仍有出口安排，后续国产货源到货量预计亦相对不多，因此现货升水下方空间有限；但考虑到目前铜价高位运行，下游消费亦表现受限，因此周内升水或仍区间运行为主，整体或运行于升 0~升 150 元/吨。

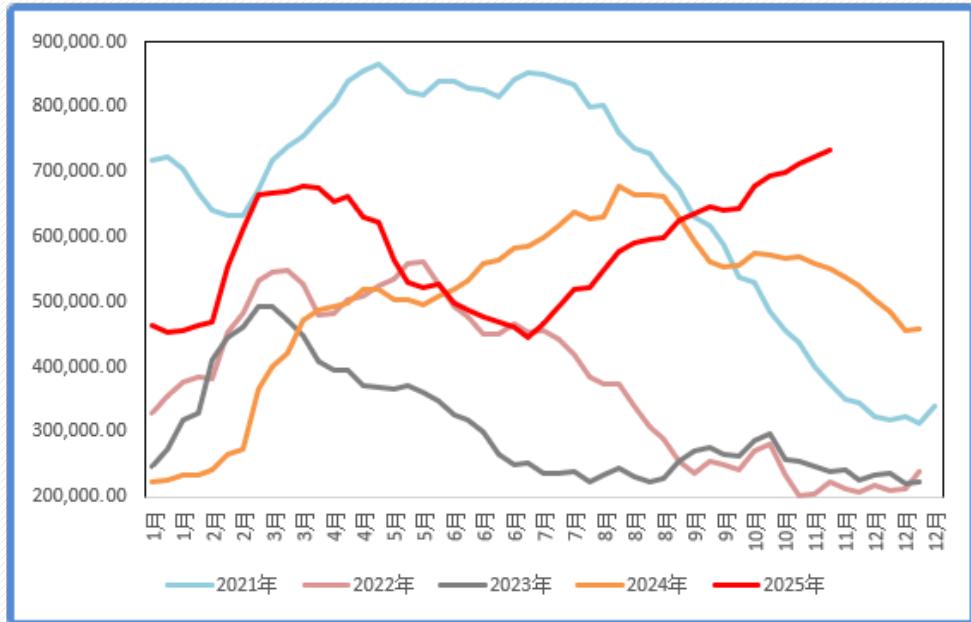
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 19.80 万吨，较 6 日降 0.46 万吨，较 10 日降 0.03 万吨；周内上海市场社库有所下降，由于本周进口铜清关流入较少，部分仓库到货入库有限，同时铜价回落，下游企业逢低采购，市场出库量环比上周有所增加，库存因此表现下降；下周来看，铜价重心再度上移，市场需求提升空间有限，但考虑到目前进口铜到货较少以及国产货源到货亦不多，库存预计小幅变化为主。而广东市场库存小幅下降，主因市场仓库到货仍相对较少，然高铜价背景，下游消费同样受限，库存变化幅度有限。下周来看，冶炼厂发货仍不多，但铜价维持高位运行，料下游消费难有起色，库存预计维持小幅去库。

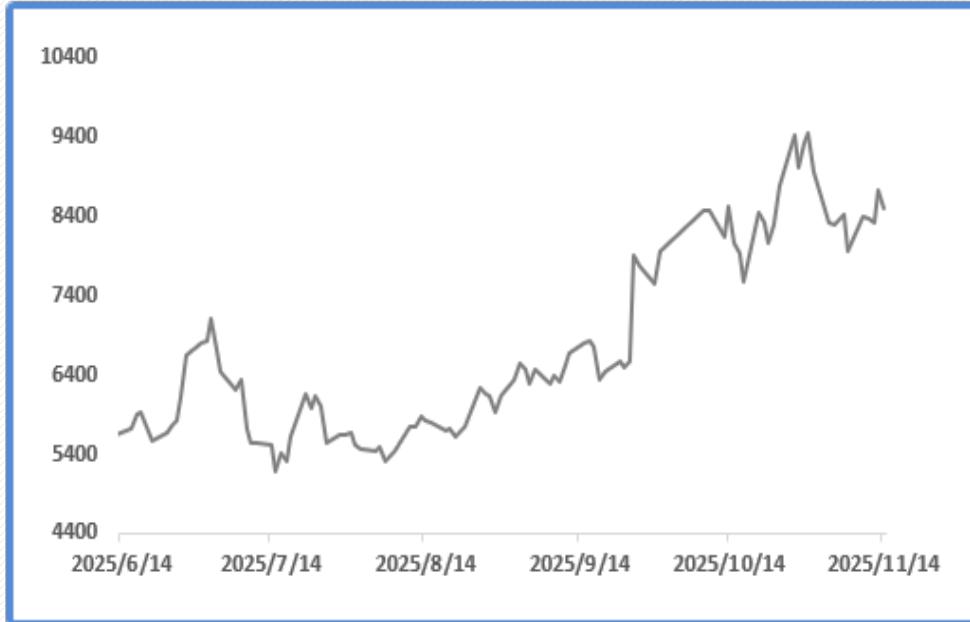
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费除广东市场外，整体呈上涨表现，普遍涨幅 40-50 元/吨；精铜杆市场本周整体订单环比下滑，终端实际消费依旧偏弱；再生铜杆市场政策面影响仍存，市场围绕刚需交易为主；精废杆价差、再生铜杆贴水开始扩张；国内铜杆社会库存小幅降库依旧维持高位。精铜杆市场近期也有部分集中性补货订单补充，因此多数精铜杆厂家生产状态整体有所回升，短期内铜价若依旧震荡为主的话，下游企业对现阶段价格水平接受度将得到提升，预期呈精铜杆市场或维持平稳增长状态。再生铜杆企业部分区域仍面临政策调整影响，市场可能选择继续观望，因此预计仍需一段时间等待行业进行调整，现阶段多数再生铜杆将以交付前期订单为主。

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

上周金银先扬后抑, COMEX 金银于 4004-4250 美元/盎司、48.2-54.4 美元/盎司区间内运行。上周, 美国国会通过联邦政府临时拨款法案, 美国政府停摆结束, 市场前期预期的流动性紧张随之消退, 金银随之显著反弹。此后, 美联储多位官员相对谨慎的发言使得市场对于 12 月的降息预期快速下滑至 44%, 叠加对人工智能泡沫的担忧, 金银价格随之回调。

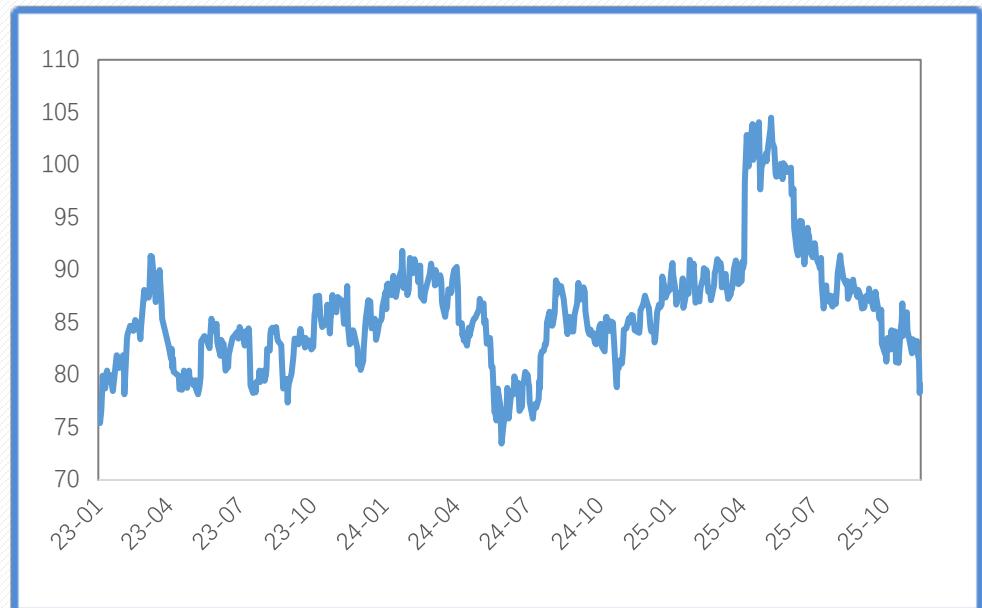
贵金属价格监控

2025/11/14	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4086.5	3995.2	2.3%
COMEX 白银	51.0	48.0	6.2%
伦敦金现	4071.1	3994.1	1.9%
伦敦银现	52.0	48.7	6.8%
SHFE 黄金	950.5	919.0	3.4%
SHFE 白银	12370.0	11481.0	7.7%
上金所黄金 T+D	948.0	917.6	3.3%
上金所白银 T+D	12326.0	11480.0	7.4%

(二) 比价与波动率

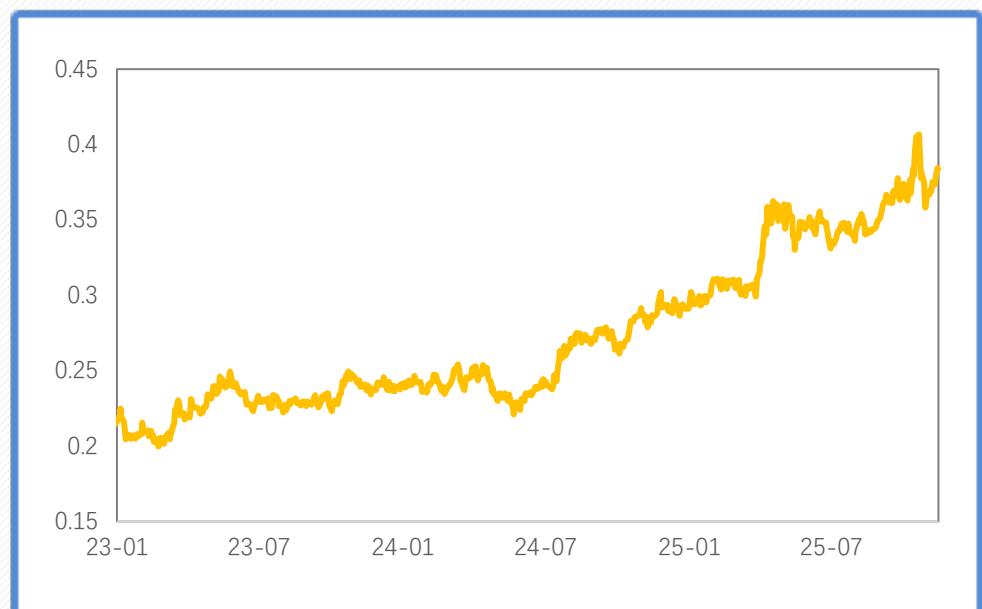
上周，金价涨幅弱于银价，金银比随之回落；金价涨幅强于铜价，金铜比小幅上行；原油涨幅弱于金价，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



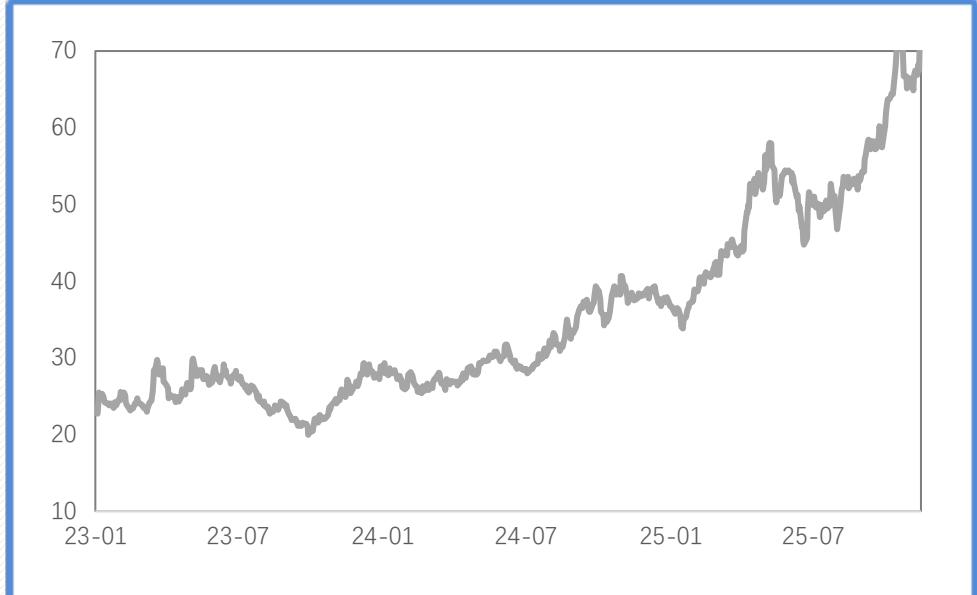
数据来源: Wind

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 快速回升，近期市场避险需求较前期上升，主要受美股 AI 估值泡沫潜在担忧，带动黄金波动率显著反弹。

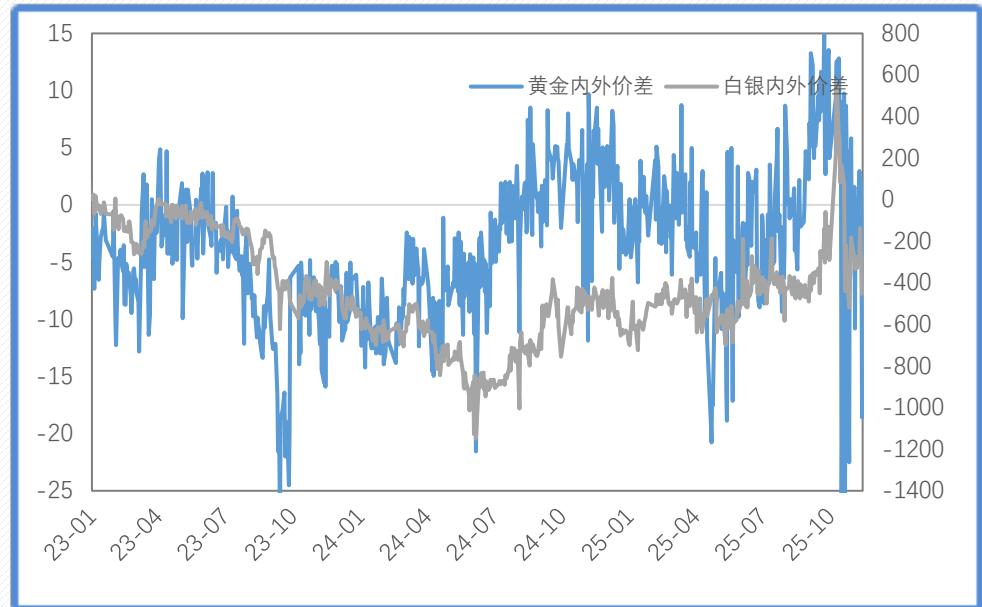
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

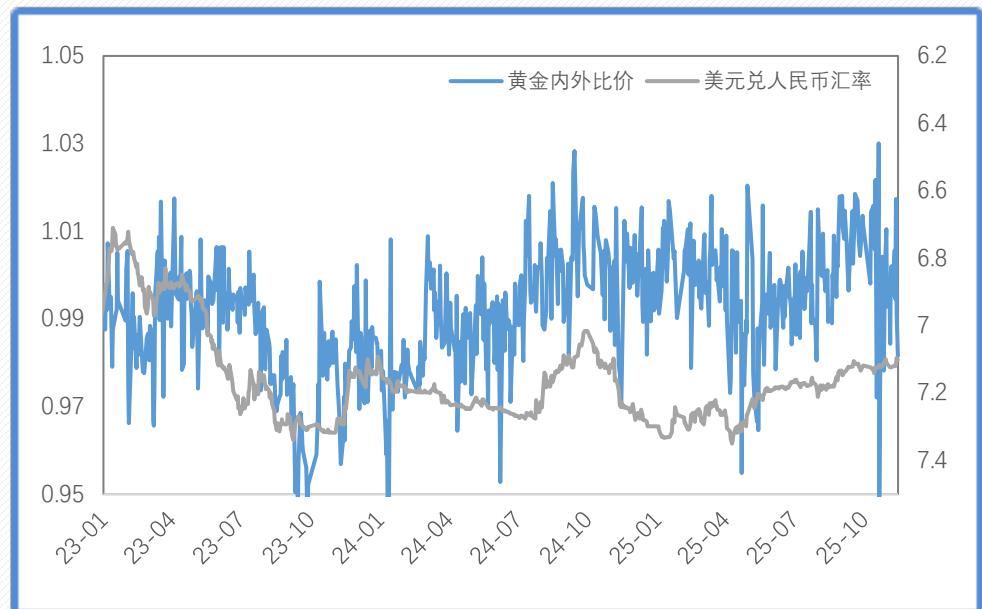
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回落，白银内外价差及比价同样回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

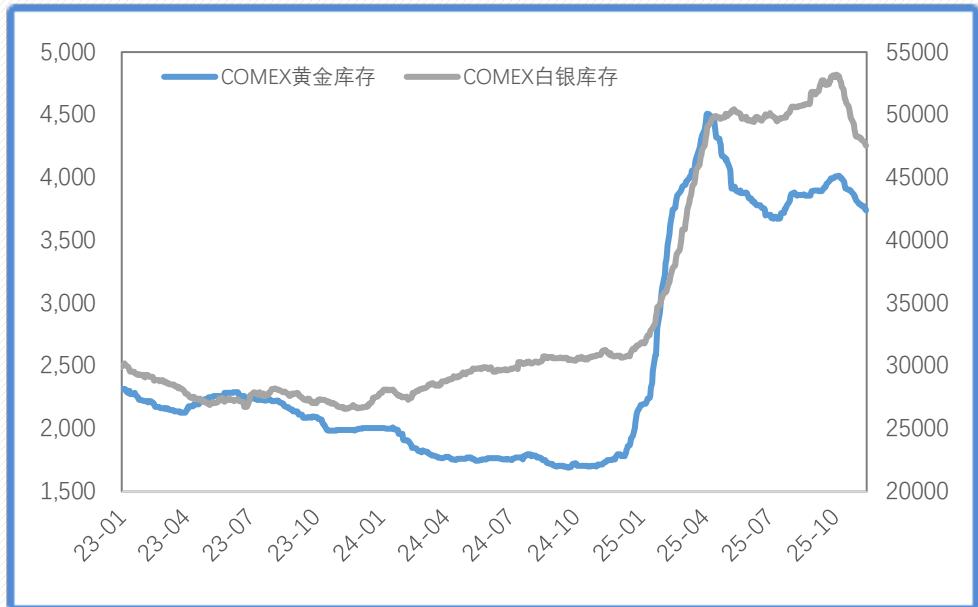


数据来源：Wind

（三）库存与持仓

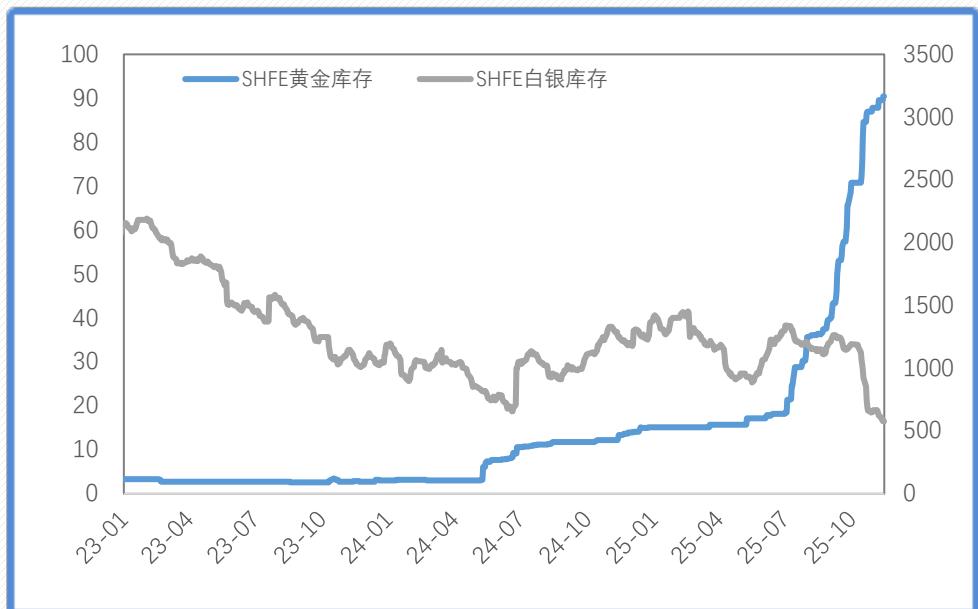
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3738 万盎司，环比减少约 35 万盎司，COMEX 白银库存约为 47567 万盎司，环比减少约 445 万盎司；SHFE 黄金库存约为 90.4 吨，环比增加 0.8 吨，SHFE 白银库存约为 577 吨，环比减少约 46 吨。

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 1.9 吨至 1044 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 130 吨至 15218 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



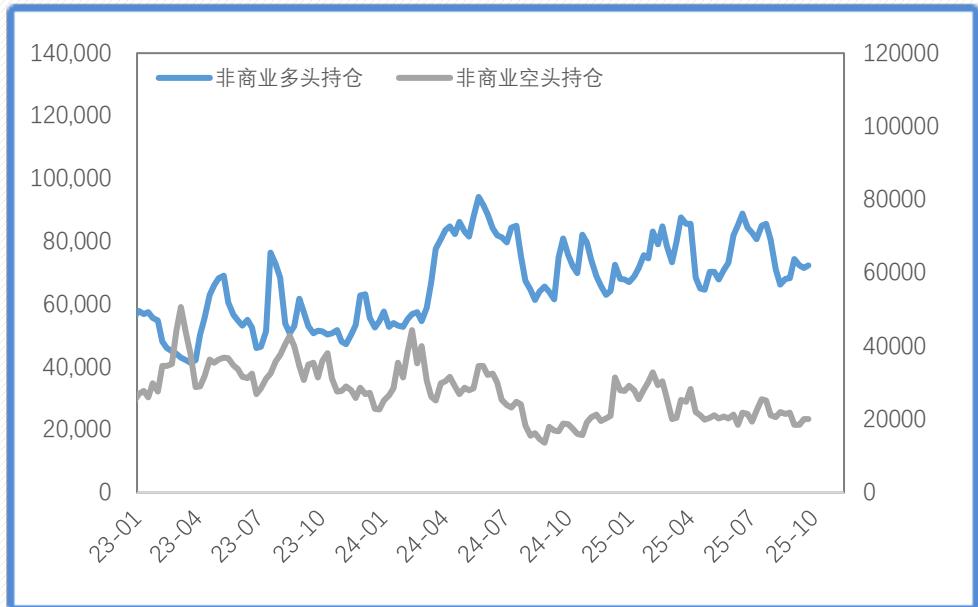
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



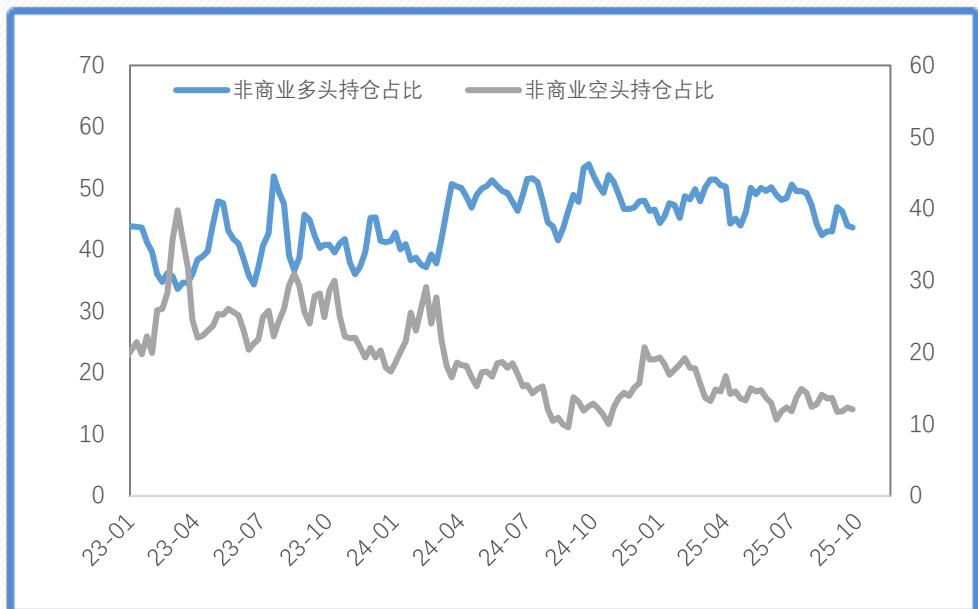
数据来源: Wind

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

目前四季度消费略显低迷，但是表现仍然具有一定的粘性，累库幅度不大，考虑到进口处于高位，整体表消依然不低。我们认为国内精炼铜消费依然具备较为明显的韧性，很难出现趋势性累库，尤其在铜价震荡的过程中，下游买盘仍然会在价格回落时给铜价提供较明显的支撑，铜价整体依然易涨难跌。

短期来看，贵金属价格跟随宏观预期反复，关注美国宏观经济数据公布

后对于降息预期的影响，中长期金价上行格局仍未改变。

关注及风险提示

非农就业、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。