

# 降息预期反复，金铜后续走势如何演绎？

## 金属市场周报

2025.11.17-2025.11.21

摘要：上周宏观层面的扰动总体还是围绕是否降息来开展。前半周市场仍然主要定价12月不降息的可能性继续升高，但周中补发的个别劳动力市场数据一度使市场看到了降息的可能性，但是随后又在AI科技股下跌的担忧中减弱，铜价也一度跟随回调，但是周五美联储三把手表态12月仍有降息空间，又再次安抚市场，风险资产均有所反弹。

### 核心观点

#### 1、上周贵金属有所回调，铜价盘整

贵金属方面，上周COMEX黄金下跌0.53%，白银下跌1.47%；沪金2602合约下跌3.05%，沪银2602合约下跌5.62%。主要工业金属价格中，COMEX铜、沪铜分别变动-1.07%、-1.43%。

#### 2、降息预期反复，铜价震荡整理

上周宏观层面的扰动总体还是围绕是否降息来开展。前半周市场仍然主要定价12月不降息的可能性继续升高，但周中补发的个别劳动力市场数据一度使市场看到了降息的可能性，但是随后又在AI科技股下跌的担忧中减弱，铜价也一度跟随回调，但是周五美联储三把手表态12月仍有降息空间，又再次安抚市场，风险资产均有所反弹，铜价也受到提振。

#### 3、黄金进入调整阶段

上周，伴随联储官员略显鹰派的发言及美国9月非农数据强劲表现大超市场预期，美国降息概率一度回落至不足40%，金银价格承压回落。此后伴随周五晚纽约联储主席威廉姆斯称短期内仍有降息空间，降息预期随之快速回升，金银价格小幅反弹。短期来看，贵金属价格跟随宏观降息预期反复，金银价格进入调整阶段，在新增利多驱动暂未显现的时期，对于节奏及时点的把握更为重要，关注美国降息预期变化，中长期金价仍处于上行通道内。

## (一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价整体呈现震荡格局，延续近期区间运行格局。上周宏观层面的扰动总体还是围绕是否降息来开展。前半周市场仍然主要定价 12 月不降息的可能性继续升高，但周中补发的个别劳动力市场数据一度使市场看到了降息的可能性，但是随后又在 AI 科技股下跌的担忧中减弱，铜价也一度跟随回调，但是周五美联储三把手表态 12 月仍有降息空间，又再次安抚市场，风险资产均有所反弹，铜价也受到提振。

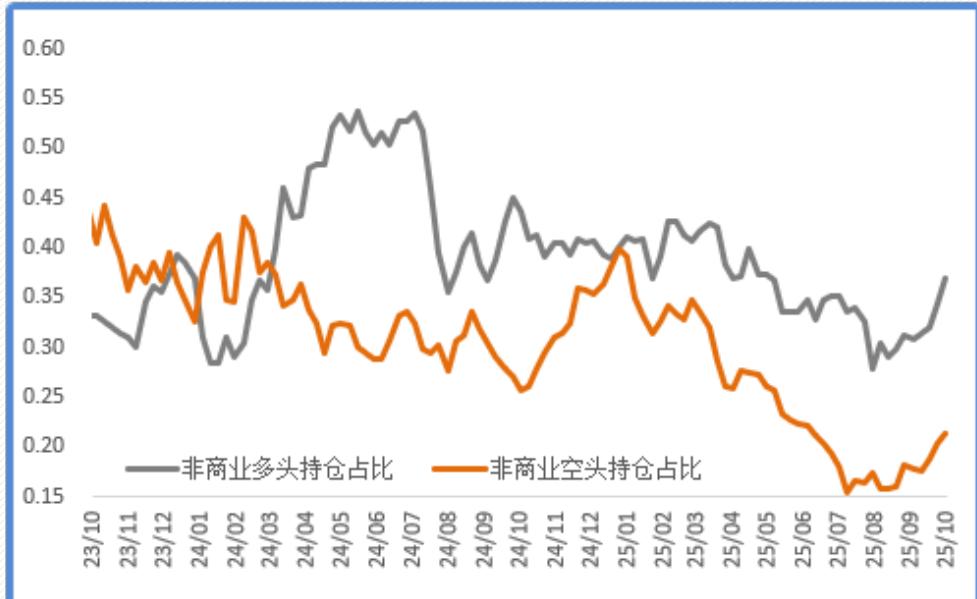
上周 SHFE 铜价振幅震荡运行，85000 元吨上方仍有较强支撑。目前铜价回调之后，下游采购有所增加，当然整体消费仍然不温不火，但是临近年底，大家更多考虑的是明年的供需情况，当下的消费只要不是差到引起较大幅度的累库，价格也不会对单月的过剩有过于明显的定价。我们认为明年国内供需仍然对铜价有利，预计今年内铜价可能仍将维持比较明显的韧性。

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 40 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 30 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 10 月精炼铜仍然处于较高的单月水平，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，美国政府恢复工作，但是 CFTC 数据目前只补充了两周的数据，无法对近期的行情构成有价值的参考。

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-41.81 美元/干吨，较上周跌 0.06 美元/干吨。干净铜精矿现货 TC 主要在-41 到-43 美元区间上下震荡。据 Mysteel 调研，贸易商以-40 低位美元/吨的价格出售 5000 吨干净矿市场，矿山招标明年 1 月船期的干净矿，TC 在-40 中低位。参与者普遍等待 Benchmark 年终谈判结果，其不仅会影响后续长单谈判的推进，也将对明年一季度船期货物现货交易的开展起到一定指引作用。部分冶炼厂表示近期无现货采购需求，全力为长单谈判做准备，对现货市场持观望态度。部分冶炼厂认为当前加工费已触及自身承受的底线水平，继续下探的空间不大，对于 Benchmark，仍抱有维持正数水平的心理预期。

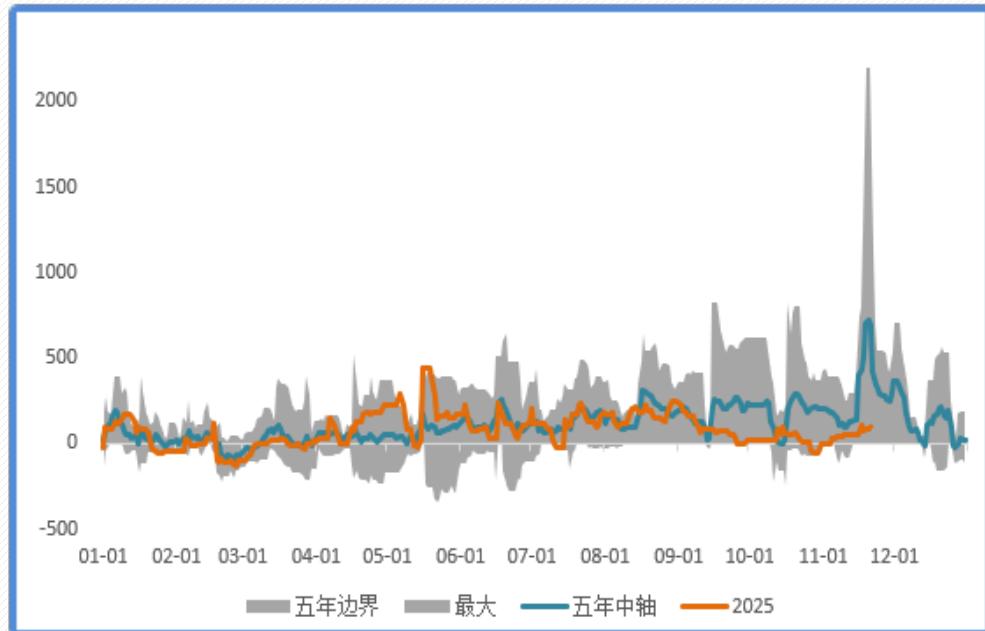
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价部分时间有所回落至 86000 元/吨以下，下游企业采购补库情绪表现提升，市场消费提振；且随着铜价回落，下游新增订单有所回升，然值得注意的是，下游企业高价现货升水接货需求较低，日内仍倾向于采购低价差平品牌货源为主，压价情绪仍存。由于进口比价难有明显改善，进口铜清关到货维持相对较少，虽国产货源到货未有明显减少，但考虑到短期低价走跌至 86000 元/吨以下，下游企业采购需求仍有提升空间，因此周内现货升水预计企稳上涨为主，整体或运行于升 20~升 200 元/吨。

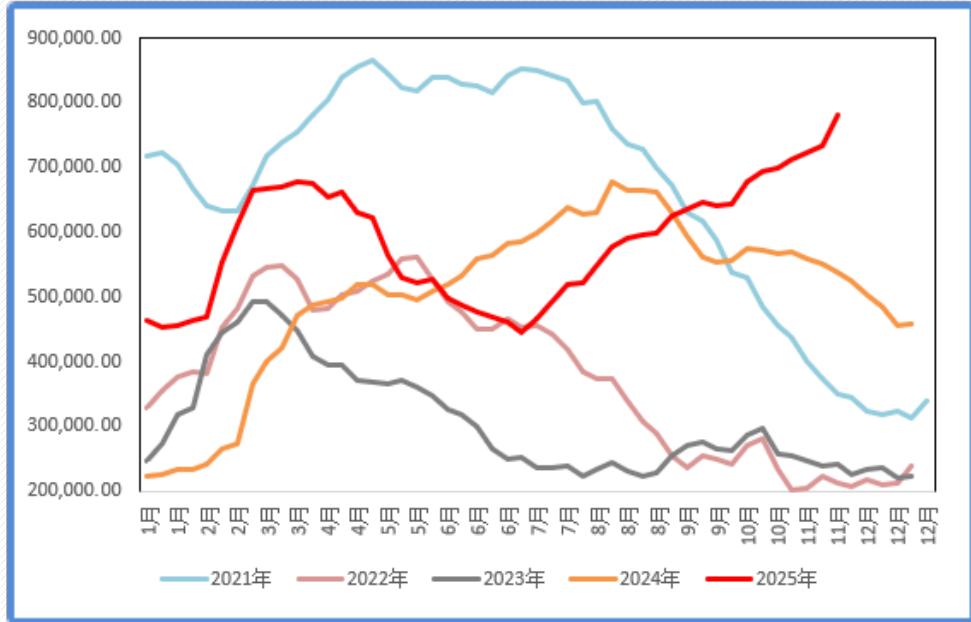
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 19.21 万吨，较 13 日降 0.59 万吨，较 17 日降 0.24 万吨；周内上海市场社库先降后增，部分进口铜货源有所到货补充市场，但铜价重心回落，下游企业采购情绪提升，社库增加幅度有限；下周来看，考虑到短期铜价低位企稳，下游企业采购需求仍存在一定回升空间，且市场进口铜到货难有持续补充，因此库存仍将重新下降。而广东市场库存维持去库，主因冶炼厂发货减少，下游企业逢低采购，成交略有回升；下周来看，冶炼厂发货仍较少，但铜价企稳反弹上涨，下游需求仍将受抑，库存预计变化不大。

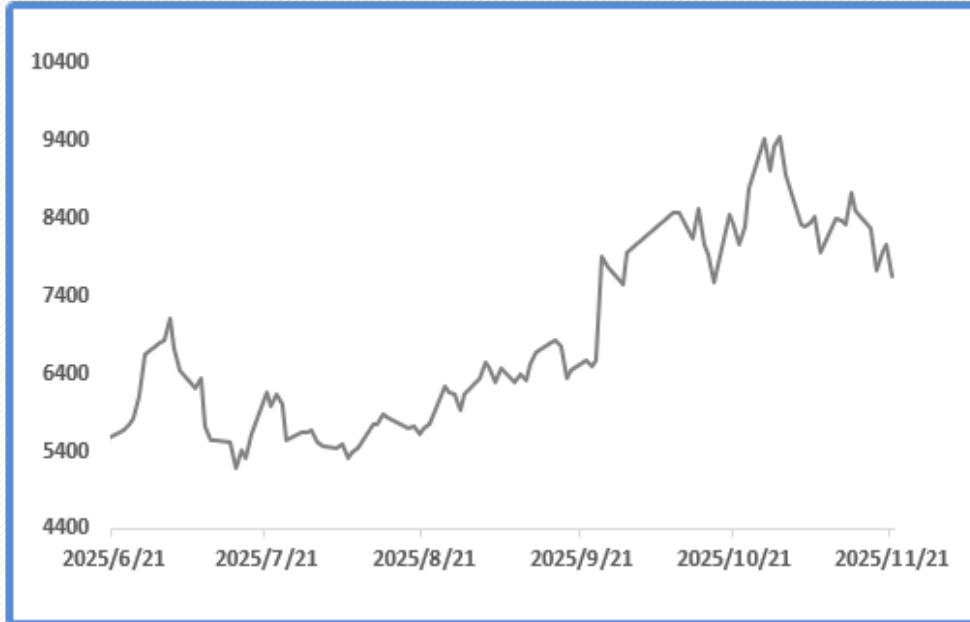
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费整体呈现小幅上涨的趋势；精铜杆市场本周整体订单环比上升明显，市场贸易商低价货源有所减少；再生铜杆市场缺少改善空间，贸易商的优势依然存在；精废杆价差、再生铜杆贴水明显收窄；国内铜杆社会库存维持去库趋势，但库存依旧偏高。随着精铜杆企业的订单量进一步增加，精铜杆企业的生产连续性得以保障，短期内精铜杆的生产预期较为稳定；且由于这部分的保障，后续加工费的压力也将有所缓和，贸易商的价格冲击也将有所减小。再生铜杆市场的病灶暂时难有解决趋势，且市场多倾向于刚需采购以及优质的贸易商货源，短期内的交易难有明显改善空间。

## 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

上周金银震荡调整, COMEX 金银于 3997-4135 美元/盎司、48-52.3 美元/盎司区间内运行。上周, 伴随联储官员略显鹰派的发言及美国 9 月非农数据强劲表现大超市场预期, 美国降息概率一度回落至不足 40%, 金银价格承压回落。此后伴随周五晚纽约联储主席威廉姆斯称短期内仍有降息空间, 降息预期随之快速回升, 金银价格小幅反弹。

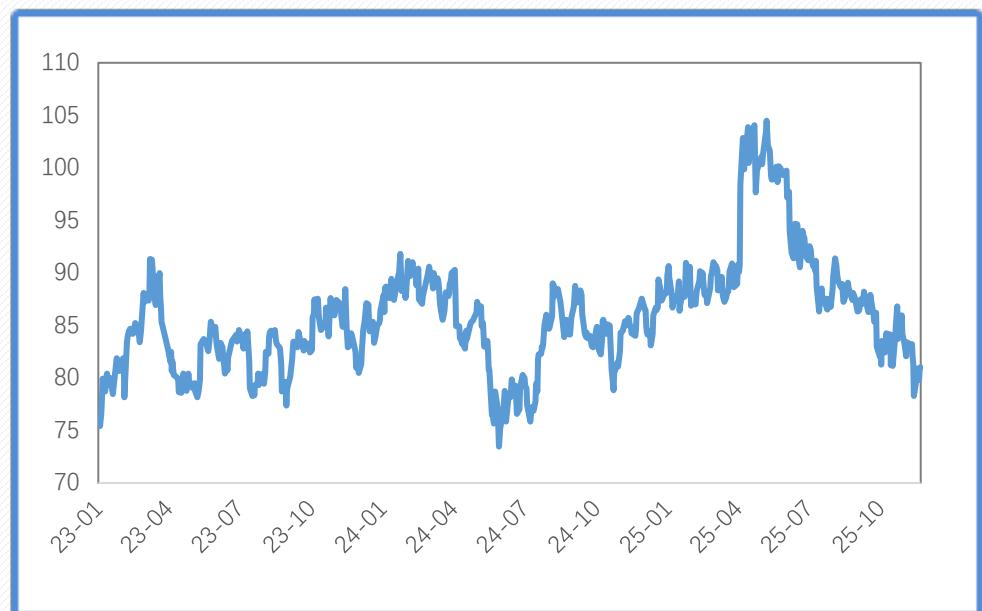
### 贵金属价格监控

2025/11/21	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4085.2	4086.5	0.0%
COMEX 白银	49.9	51.0	-2.0%
伦敦金现	4072.9	4071.1	0.0%
伦敦银现	48.9	52.0	-6.0%
SHFE 黄金	924.0	950.5	-2.8%
SHFE 白银	11696.0	12370.0	-5.4%
上金所黄金 T+D	922.7	948.0	-2.7%
上金所白银 T+D	11697.0	12326.0	-5.1%

## (二) 比价与波动率

上周，金价跌幅弱于银价，金银比小幅回升；金价跌幅同样弱于铜价，金铜比小幅上行；原油持续下跌，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



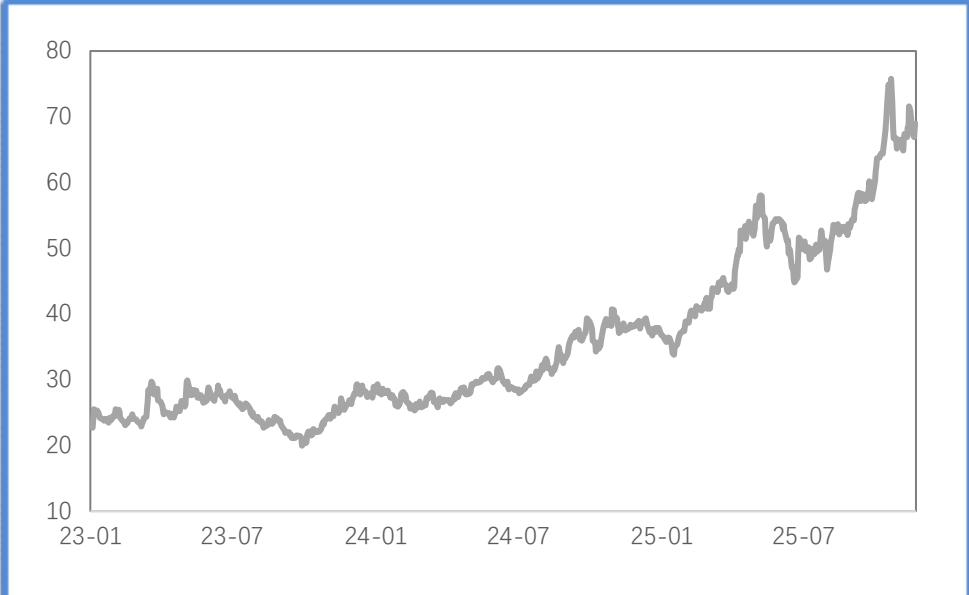
数据来源: Wind

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 快速回落，近期市场风险偏好较前期有所修复，避险需求回落，黄金波动率随之下降。

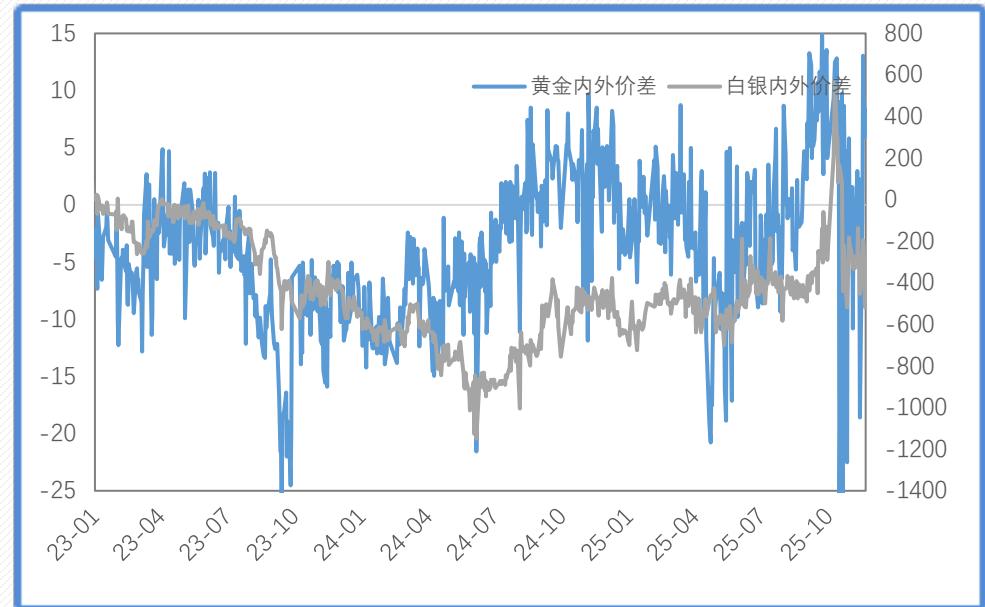
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

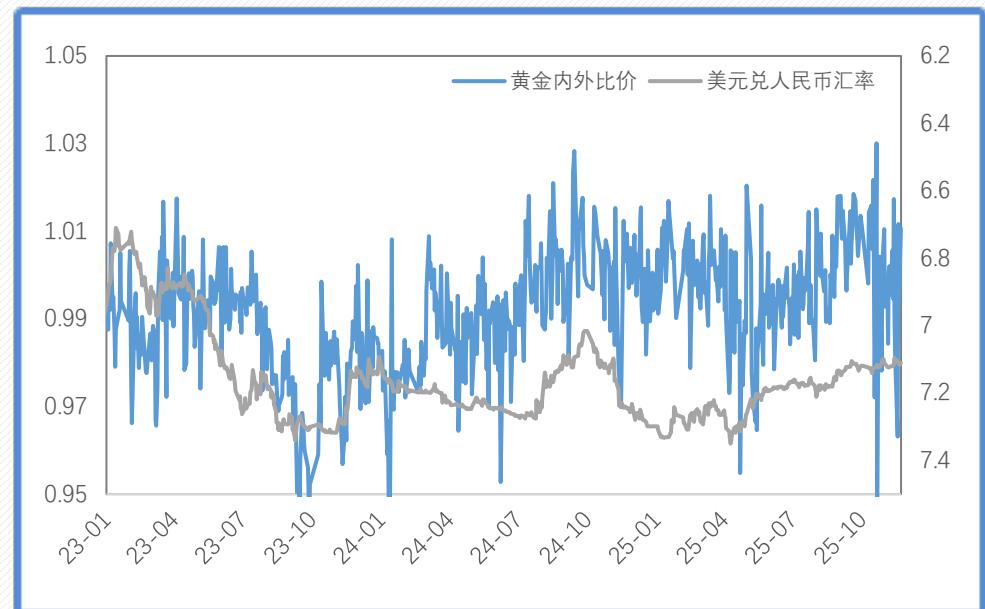
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差回落，内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

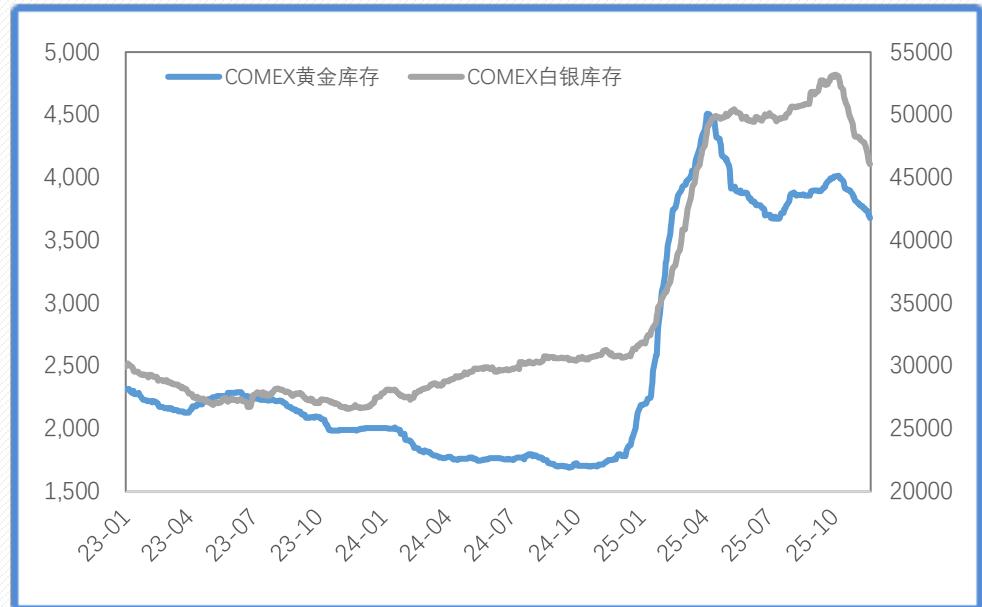


数据来源：Wind

### （三）库存与持仓

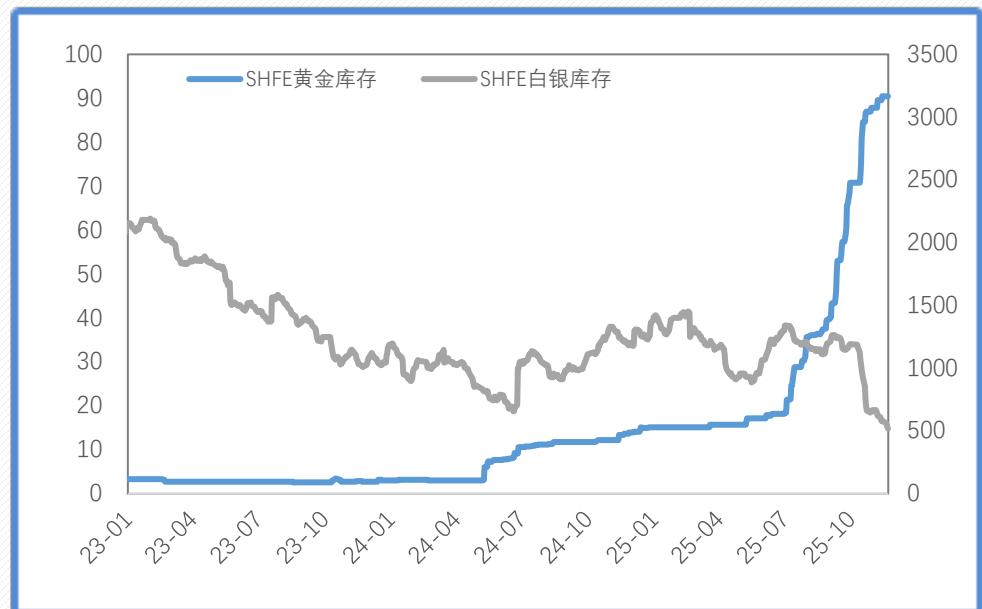
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3676 万盎司，环比减少约 62 万盎司，COMEX 白银库存约为 46070 万盎司，环比减少约 1497 万盎司；SHFE 黄金库存约为 90.4 吨，环比持平，SHFE 白银库存约为 519 吨，环比减少约 58 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

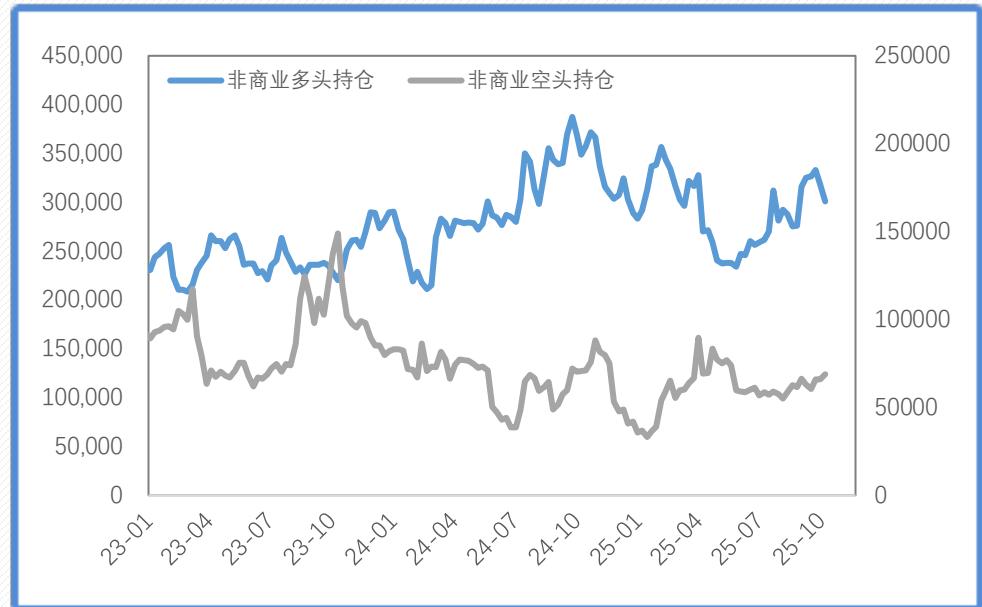
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

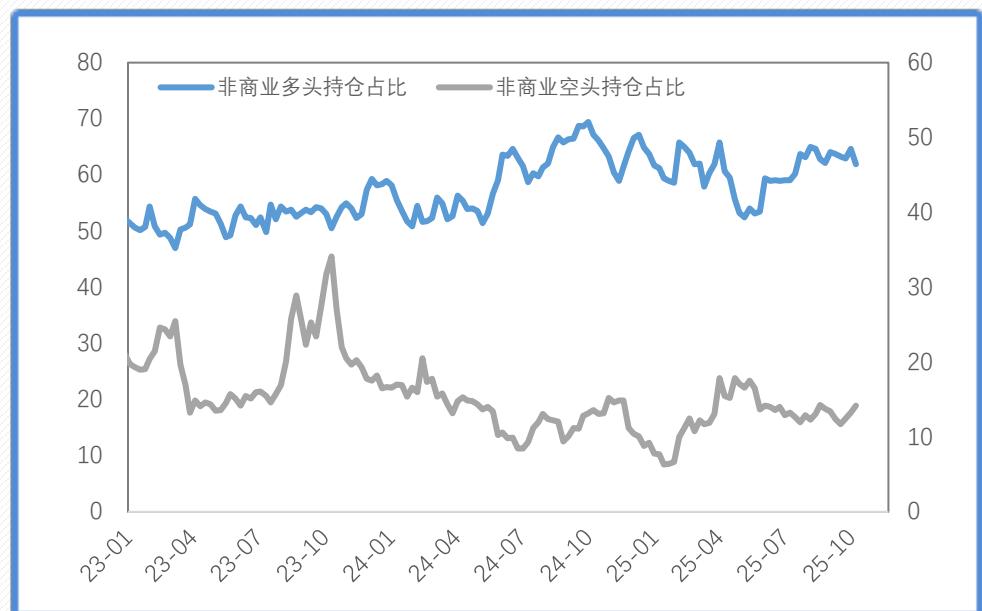
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 3.4 吨至 1041 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 39 吨至 15258 吨；因数据延迟发布，截至 10 月 7 日，COMEX 黄金非商业总持仓为 37 万手，其中非商业多头持仓减少 18006 手至 30.1 万手，空头持仓增加 2946 手至 6.88 万手；非商业多头持仓占比较上周下降至 61.9% 附近，非商业空头持仓占比上升至 14.2% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



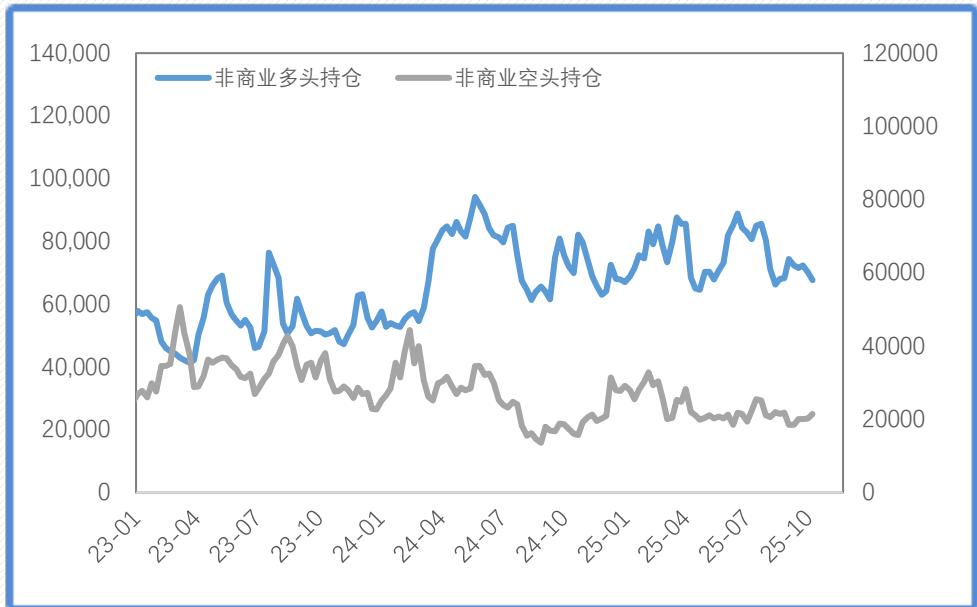
数据来源: Wind

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

目前铜价回调之后，下游采购有所增加，当然整体消费仍然不温不火，但是临近年底，大家更多考虑的是明年的供需情况，当下的消费只要不是差到引起较大幅度的累库，价格也不会对单月的过剩有过于明显的定价。我们认为明年国内供需仍然对铜价有利，预计今年内铜价可能仍将维持比较明显的韧性。

短期来看，贵金属价格跟随宏观降息预期反复，金银价格进入调整阶段，

在新增利多驱动暂未显现的时期，对于节奏及时点的把握更为重要，关注美国降息预期变化，中长期金价仍处于上行通道内。

#### 关注及风险提示

零售销售数据、PPI、降息路径、关税政策。

#### 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。