

# 当降息靴子落地，推动金属市场的下一只手是什么？

摘要：上周 12 月 FOMC 会议如期举行。会议降息 25BP 符合市场预期，并且同时开启 RMP 操作。在答记者问环节，鲍威尔表达了下一次降息可能在 6 个月之后的判断，但同时他也明确指出加息不是任何人考虑的选项。总体而言，很难以简单鸽派或者鹰派来描述本次 FOMC 会议的结果，也不能简单把 RMP 与 QE 划等号。

## 金属市场周报

2025. 12. 8–2025. 12. 12

### 核心观点

#### 1、上周金铜显著上行

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.42%，白银上涨 5.59%；沪金 2602 合约上涨 1%，沪银 2602 合约上涨 8.8%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.75%、+1.4%。

#### 2、没有加息风险，铜价冲高回落

上周中 12 月 FOMC 会议如期举行。会议降息 25BP 符合市场预期，并且同时开启 RMP 操作。在答记者问环节，鲍威尔表达了下一次降息可能在 6 个月之后的判断，但同时他也明确指出加息不是任何人考虑的选项。总体而言，很难以简单鸽派或者鹰派来描述本次 FOMC 会议的结果，也不能简单把 RMP 与 QE 划等号。会议召开后铜价一度继续冲高，但周五在美股回调的压力下获利了结的操作增加，价格有所回落。

#### 3、贵金属走强，银价再创新高

上周，美联储如期降息并决定于未来一个月内购买 400 亿美元短债，阶段性释放流动性预期下，贵金属价格随之走强。然而，周五晚间美股大幅下挫，特别是科技股的下跌引发市场对人工智能泡沫的担忧，金银价格随之回调。本周美国即将集中公布一系列经济数据，关注海外流动性预期变化对贵金属价格的影响，中长期来看，金价仍处于上行通道内。另外，白银租赁利率仍处高位，潜在挤仓风险仍存。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，整体维持高位运行格局。上周中 12 月 FOMC 会议如期举行。会议降息 25BP 符合市场预期，并且同时开启 RMP 操作。在答记者问环节，鲍威尔表达了下一次降息可能在 6 个月之后的判断，但同时他也明确指出加息不是任何人考虑的选项。总体而言，很难以简单鸽派或者鹰派来描述本次 FOMC 会议的结果，也不能简单把 RMP 与 QE 划等号。会议召开后铜价一度继续冲高，但周五在美股回调的压力下获利了结的操作增加，价格有所回落。

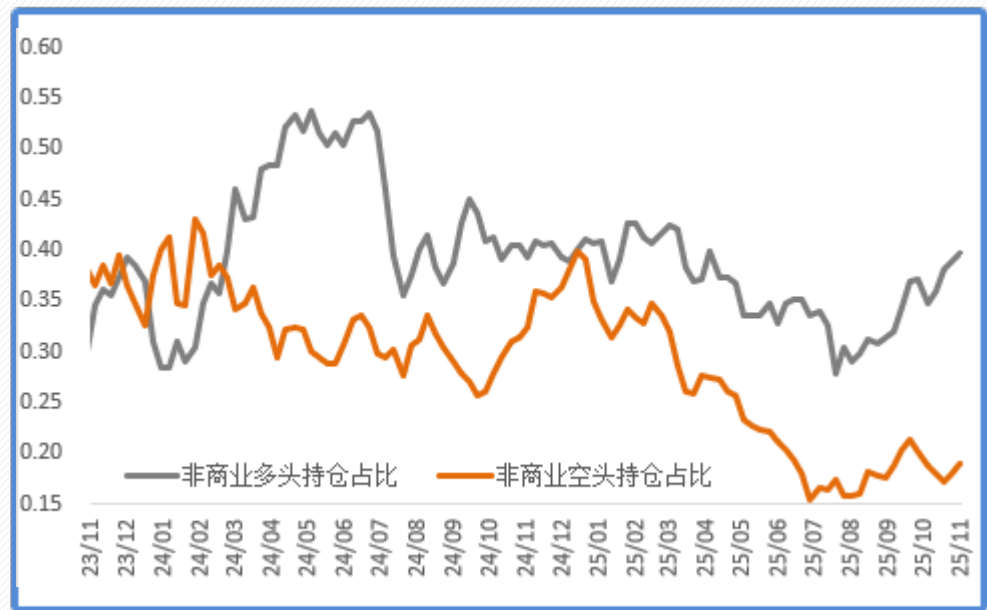
上周 SHFE 铜价冲高回落，周中一度突破 94000 元吨关口。上周国内政治局会议如期召开。会议对明年经济工作的定调整体中性，与此前市场预期并没有太大出入，但是也没有明显超预期的表达。从这个角度而言，明年国内需求仍然会对精炼铜消费起到稳定托底的作用，而并不是铜价的上行驱动。在经历了近期的连续上涨后，预计铜价的上行动能会暂时边际转弱，价格整体回到高位震荡的格局中。

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 45 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 35 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上位移，我们两周前就明确指出可以关注明年 4 月及以后的 borrow 机会，市场目前已经开始提前抢跑。3 月及后续月份的价差结构已经变味 contango 结构，4、5 月及后续月差更是有明显扩大。我们认为现在对于明年月差的抢跑具有明显的预期属性，后续波动可能会放大，但是不建议现在急于再追加 borrow 头寸。

持仓方面，美国政府恢复工作，但是 CFTC 数据目前只补充了八周的数据，无法对近期的行情构成有价值的参考。

图 1：CFTC 基金净持仓

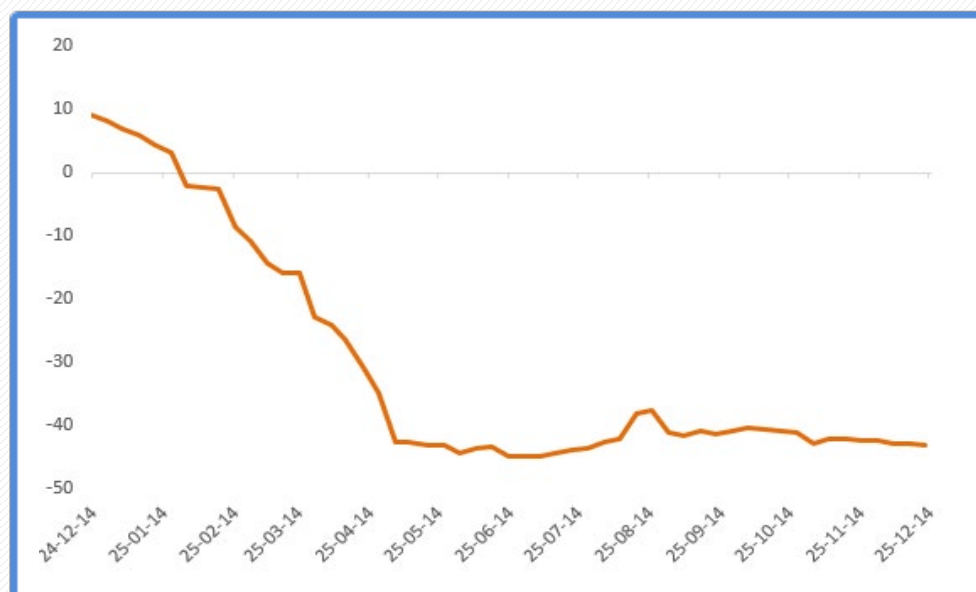


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为-42.89 美元/干吨，较上周跌 0.24 美元/干吨。干净铜精矿现货 TC 小幅下跌，市场成交有限，近期铜精矿市场活跃度一般，更多聚焦于长单谈判，市场参与者对现货态度较为谨慎。贸易商有货物对 26 年 1 月和 2 月货物进行报盘，成交价在-40 中位美元/干吨，另有部分贸易商采用指数对 26 年 1 月份货物报盘，且已有部分报盘达成交易。长单谈判进展缓慢，部分炼厂表示有 2026 年减产但是具体计划还未制定。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 中低位美元附近波动。市场普遍认为明年行情不确定性影响因素较多，后续重点关注长单谈判。

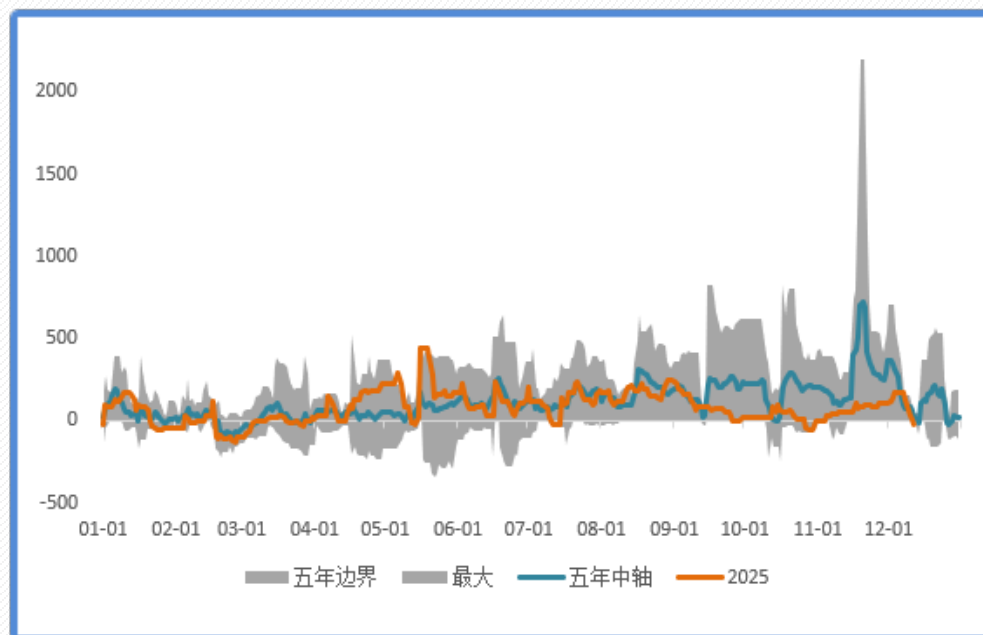
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着周内铜价维持高位运行，且部分时间再创新高，下游加工企业基本驻足观望为主，畏高情绪较为浓厚；加之高铜价背景，部分企业新增订单较少，日内采购情绪疲弱，整体仍维持刚需接货或长单生产为主，市场消费难有提升。后续来看，随着短期铜价再创新高，下游企业畏高情绪浓厚，接货需求后续仍将表现疲弱，同时由于企业年度结算压力，料持货商仍存在回款清库等动作，现货升水预计表现偏弱运行为主，回升压力较大，因此整体或区间运行贴 100~升 0 元/吨。

图 3：沪铜升贴水

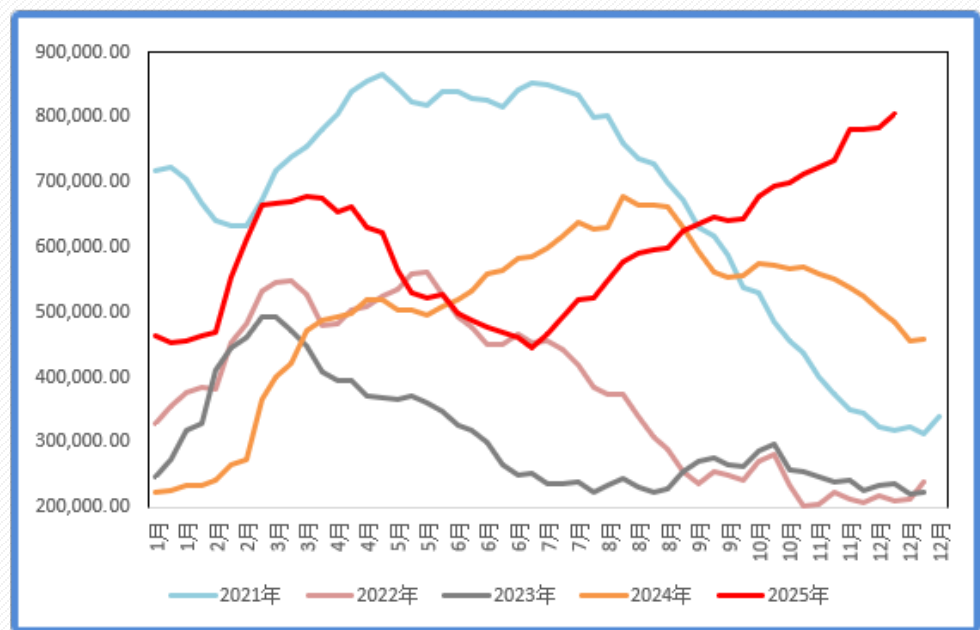


数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 17.12 万吨，较 4 日增 0.66 万吨，较 8 日增 0.54 万吨；上海市场社库继续表现累库，主因铜价高位运行，下游企业采购需求疲弱，市场出库量较为有限，但周内仓库入库量同样受限，库存整体累库幅度不大；下周来看，考虑到短期铜价仍高位运行，下游采购需求难有提升，且临近交割换月，料市场仍有陆续到货，库存预计维持增加。而广东市场库存亦小幅累库，主因冶炼厂发货略微有所增加，且市场消费较差，整体入库量大于出库量；下周来看，市场到货增加幅度较少，且铜价维持高位，下游需求受抑，库存预计小幅增加。



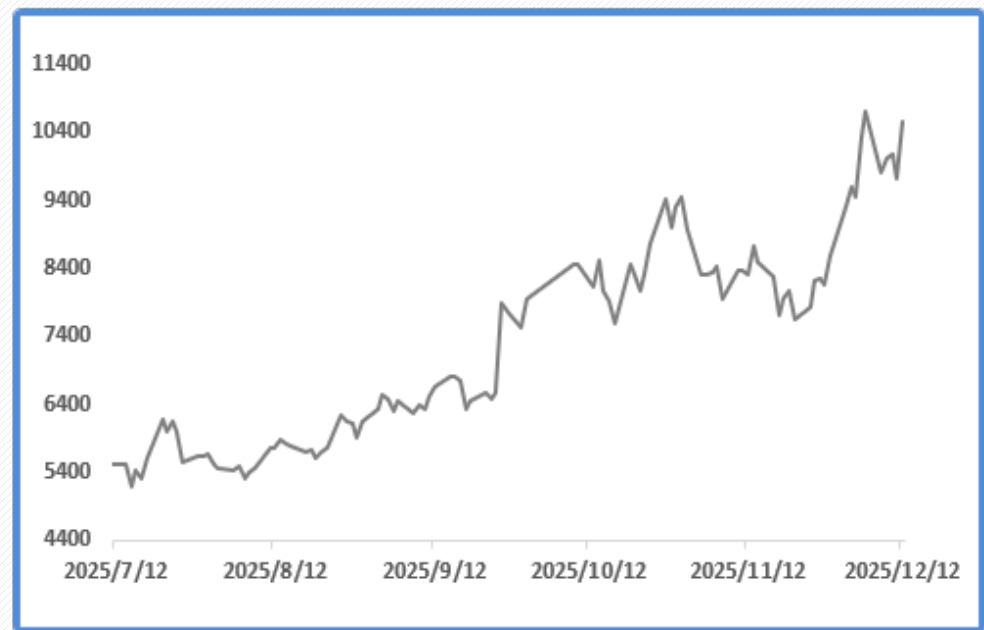
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费涨跌表现不一，华东、华北市场下跌为主，华南市场呈上涨表现；精铜杆市场交易集中于完价订单，新单十分有限；再生铜杆市场日内交易分化依旧较大，终端拿货以大户为主；精废杆价差、再生铜杆贴水小幅收窄；国内铜杆社会库存受订单表现不佳影响再次增加。短期内铜价或将依旧维持高位，目前终端客户对高价铜杆接受度偏低，且由于临近年末，铜杆市场整体需求较为清淡，市场在畏高情绪影响逐渐扩大的情况下，各方参与者交易维持谨慎，预计今年精铜杆长单进度可能较慢。再生铜杆端虽个别时段因经济优势较大成交表现尚可，但由于后续政策变化仍不可控，预计高铜价下整体交易将维持弱势。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

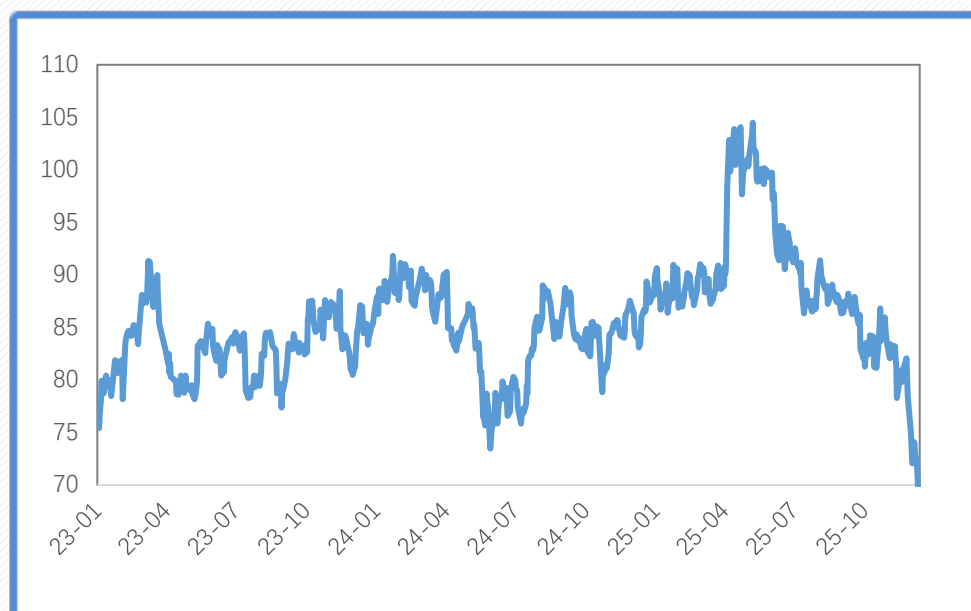
上周金银价格震荡上行，COMEX 金银于 4329-4388 美元/盎司、57.7-65.1 美元/盎司区间内运行。上周，美联储如期降息并决定于未来一个月内购买 400 亿美元短债，阶段性释放流动性预期下，贵金属价格随之走强。然而，周五晚间美股大幅下挫，特别是科技股的下跌引发市场对人工智能泡沫的担忧，金银价格随之回调。

贵金属价格监控			
2025/12/12	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4302.7	4197.6	2.5%
COMEX 白银	61.1	58.3	4.7%
伦敦金现	4347.0	4243.0	2.4%
伦敦银现	64.5	58.1	11.0%
SHFE 黄金	967.2	957.5	1.0%
SHFE 白银	14900.0	13669.0	9.0%
上金所黄金 T+D	964.8	956.0	0.9%
上金所白银 T+D	14921.0	13639.0	9.4%

## （二） 比价与波动率

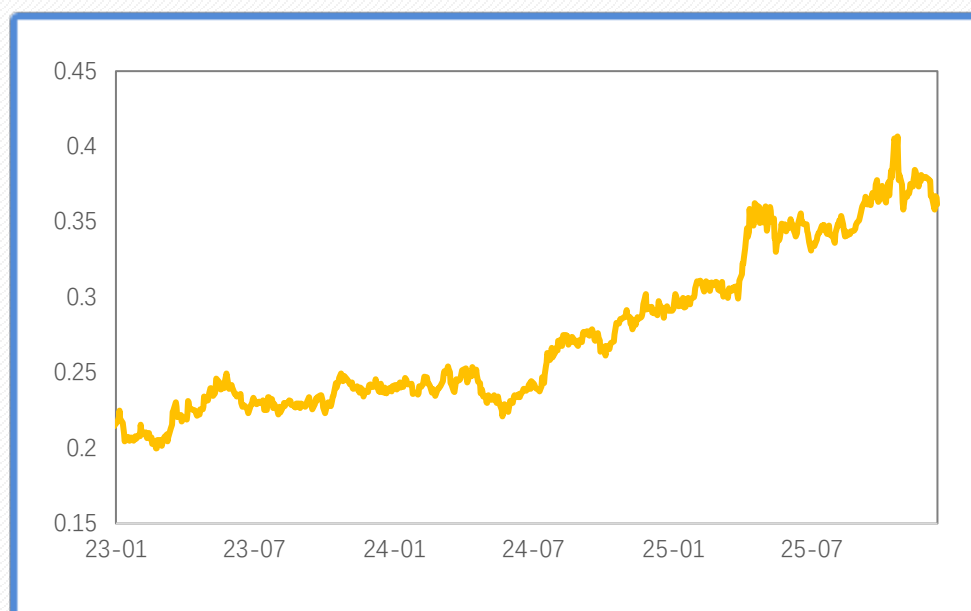
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比小幅回落；金价上涨而铜价下跌，金铜比显著上行；原油有所回落，金油比震荡上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

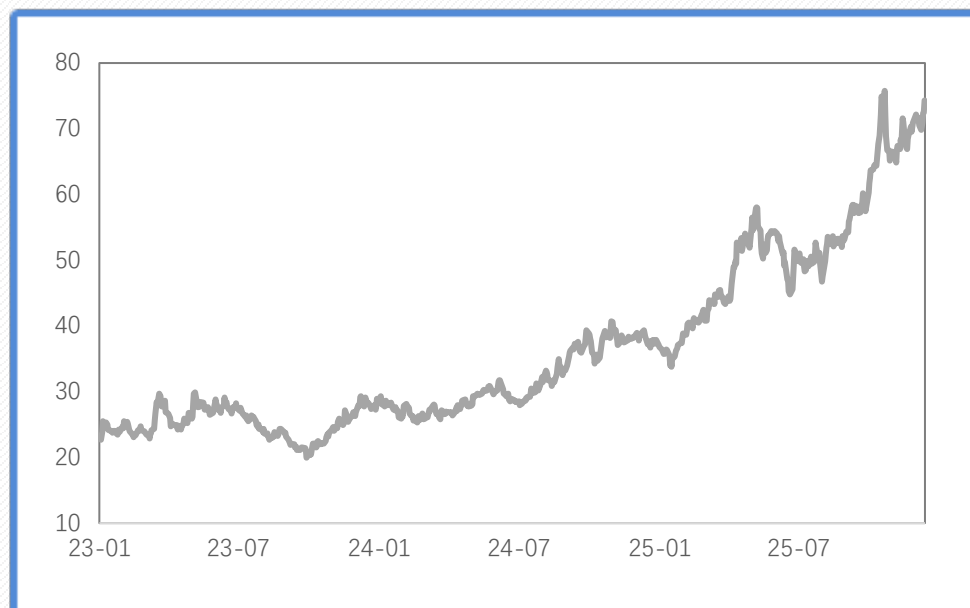
图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind



图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 较前期有所回升，近期伴随美国科技股的下跌，市场担忧人工智能泡沫的风险，风险偏好回落，避险需求回升，黄金波动率小幅上行。

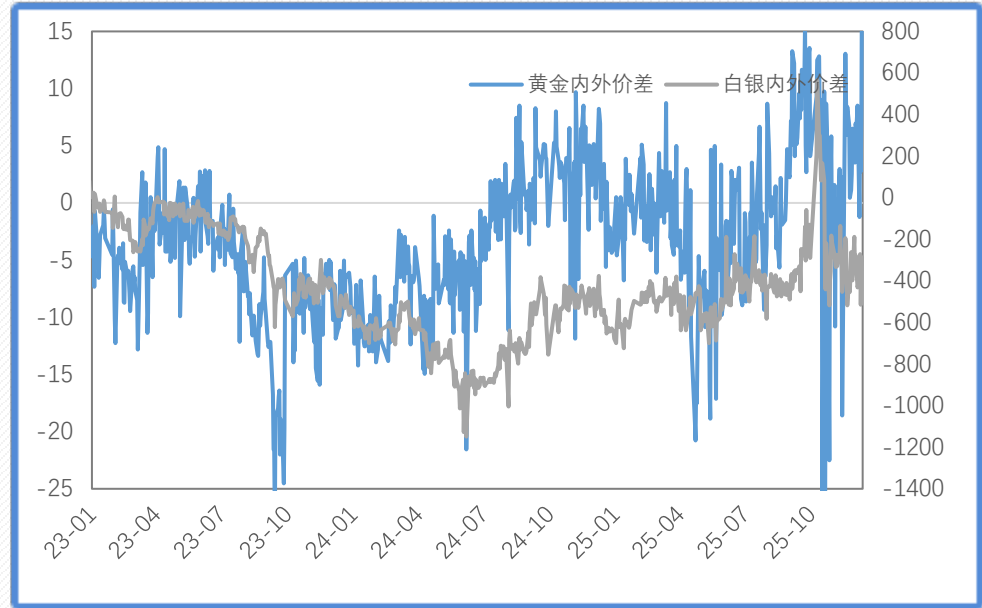
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

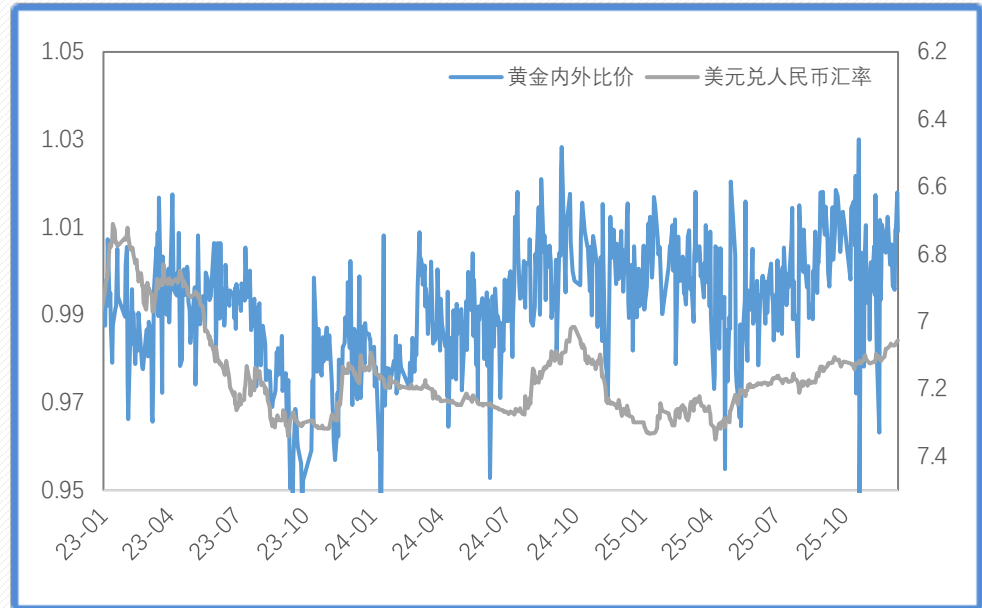
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差回升、比价回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

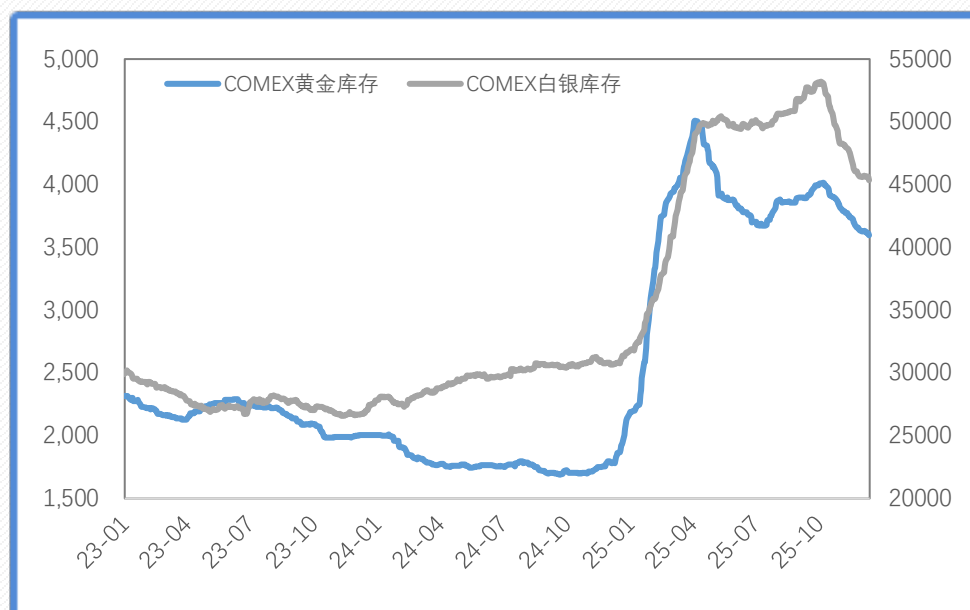


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

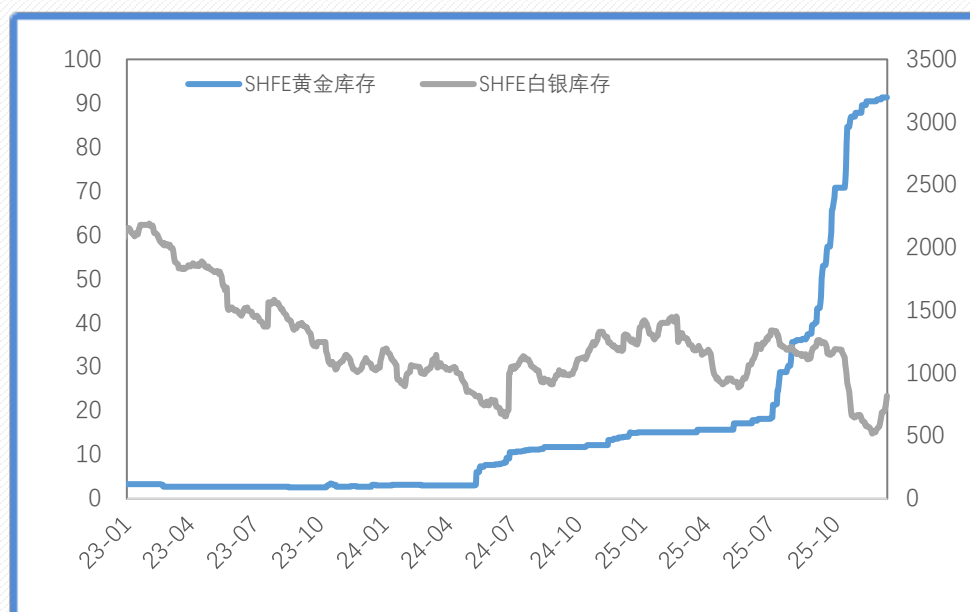
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3597 万盎司，环比减少约 5 万盎司，COMEX 白银库存约为 45336 万盎司，环比减少约 371 万盎司；SHFE 黄金库存约为 91.3 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 821 吨，环比增加约 133 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

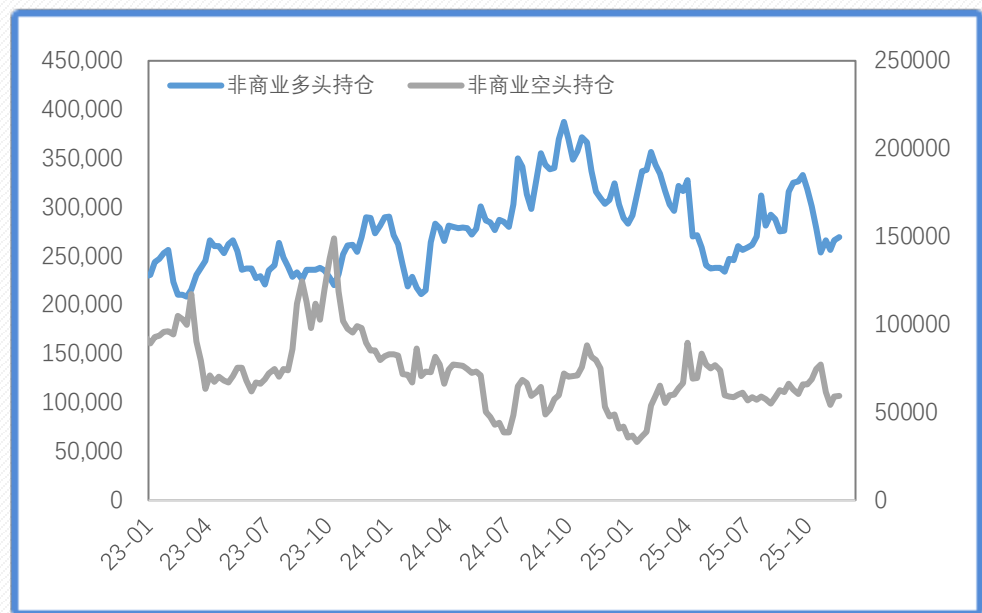
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

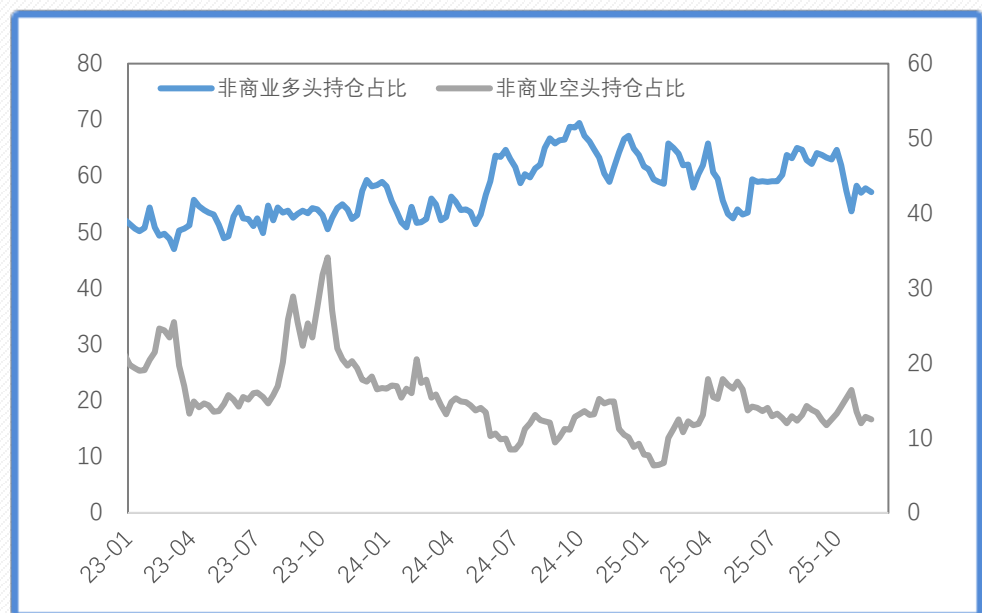
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 2.9 吨至 1053 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 178 吨至 16103 吨; 因数据延迟发布, 截至 11 月 18 日, COMEX 黄金非商业总持仓为 32.9 万手, 其中非商业多头持仓增加 3640 手至 27 万手, 空头持仓增加 370 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 57.1%附近, 非商业空头持仓占比下降至 12.5%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



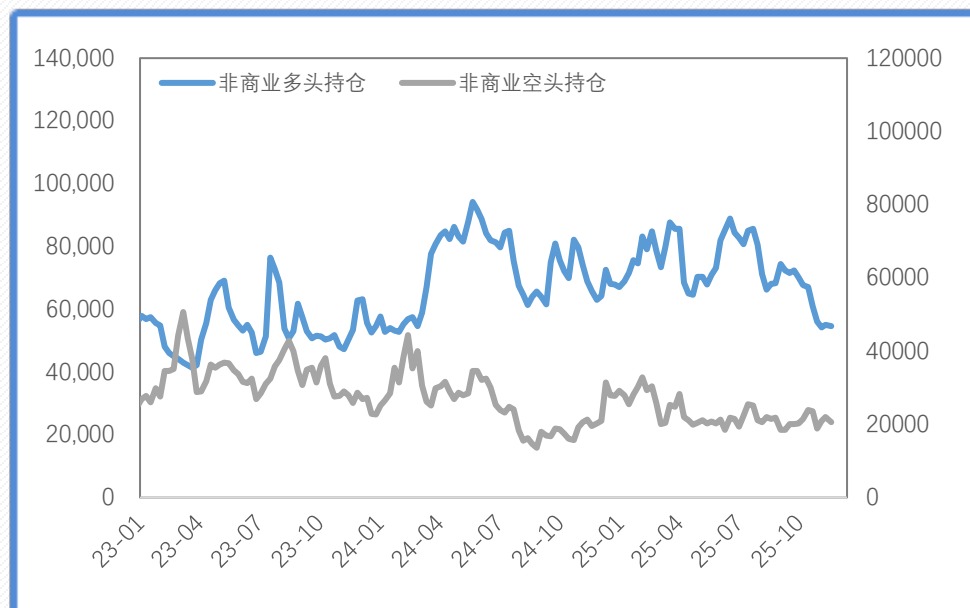
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



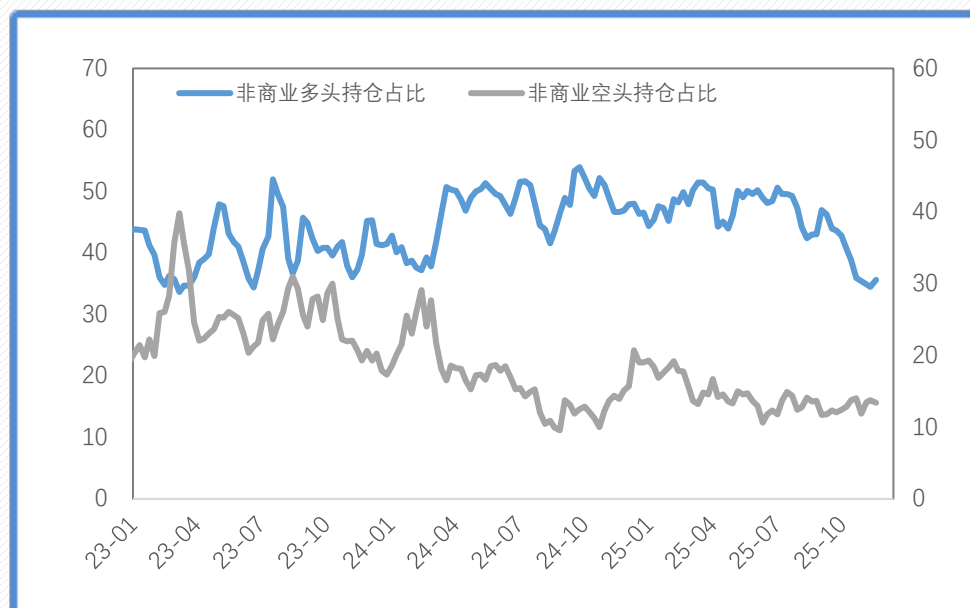
数据来源：Wind

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

上周国内政治局会议如期召开。会议对明年经济工作的定调整体中性，与此前市场预期并没有太大出入，但是也没有明显超预期的表达。从这个角度而言，明年国内需求仍然会对精炼铜消费起到稳定托底的作用，而并不是铜价的上行驱动。在经历了近期的连续上涨后，预计铜价的上行动能会暂时边际转弱，价格整体回到高位震荡的格局中。

本周美国即将集中公布一系列经济数据，关注海外流动性预期变化对贵

金属价格的影响，中长期来看，金价仍处于上行通道内。另外，白银租赁利率仍处高位，潜在挤仓风险仍存。

#### 关注及风险提示

非农就业、PMI、CPI、零售销售数据、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。