

三大驱动力交织：地缘、关税与流动性如何主导金属后市

金属市场周报

2026. 1. 5-2026. 1. 9

摘要：上周市场一波三折，整体呈现出高位震荡的特征。需要关注特朗普政府近期可能就 232 关税调查的表态，这不仅直接关系到白银，可能也会对铜的进口关税预期带来一定的影响。

核心观点

1、上周金铜高位震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 4. 07%，白银上涨 10. 41%；沪金 2602 合约上涨 2. 96%，沪银 2604 合约上涨 9. 7%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+3. 38%、+3. 23%。

2、市场一波三折，铜价冲高回落

由于 1 月 3 日美军在委内瑞拉执行军事活动，市场对南美地区关键矿产资源供应问题的关注再度抬升，铜价在周初继续冲高。但随后由于美国 12 月 PMI 回到近年来的低位水平，市场情绪有所转弱，部分多头获利了结，铜价有所回落。但是供应端的利好仍在发酵，包括 Mantoverde 矿山罢工谈判破裂、米拉多投产延期等，铜价获得支撑。加之周五非农数据仍然较为利多铜价，铜价在回调之后再次展现出较强的上行动能。后续需要关注近期特朗普政府就白银 232 调查的表态，这可能也会从一定程度上影响对铜关税的预期。

3、金银价格偏强运行

上周，美国多项经济数据公布，其中 PMI 数据有所分化，制造业走弱而服务业小幅走强，而后非农就业人口略低于市场预期，但时薪增速、失业率整体超预期表现。整体上，美国经济依然处于软着陆路径上，流动性宽松对价格仍有支撑。近期地缘冲突加剧，对贵金属价格相对利好。此外白银 232 调查结果公布时点临近，关注关税预期变化。短期来看，地缘冲突持续下金价仍将偏强运行，中长期流动性宽松预期、美国主权信用危机推升贵金属价格运行中枢。另外，美国对白银的关税结果仍未落定，白银价格波动将较为剧烈。

(一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，但下方依然有强劲支撑。由于 1 月 3 日美军在委内瑞拉执行军事活动，市场对南美地区关键矿产资源供应问题的关注再度抬升，铜价在周初继续冲高。但随后由于美国 12 月 PMI 回到近年来的低位水平，市场情绪有所转弱，部分多头获利了结，铜价有所回落。但是供应端的利好仍在发酵，包括 Mantoverde 矿山罢工谈判破裂、米拉多投产延期等，铜价获得支撑。加之周五非农数据仍然较为利多铜价，铜价在回调之后再次展现出较强的上行动能。后续需要关注近期特朗普政府就白银 232 调查的表态，这可能也会从一定程度上影响对铜关税的预期。

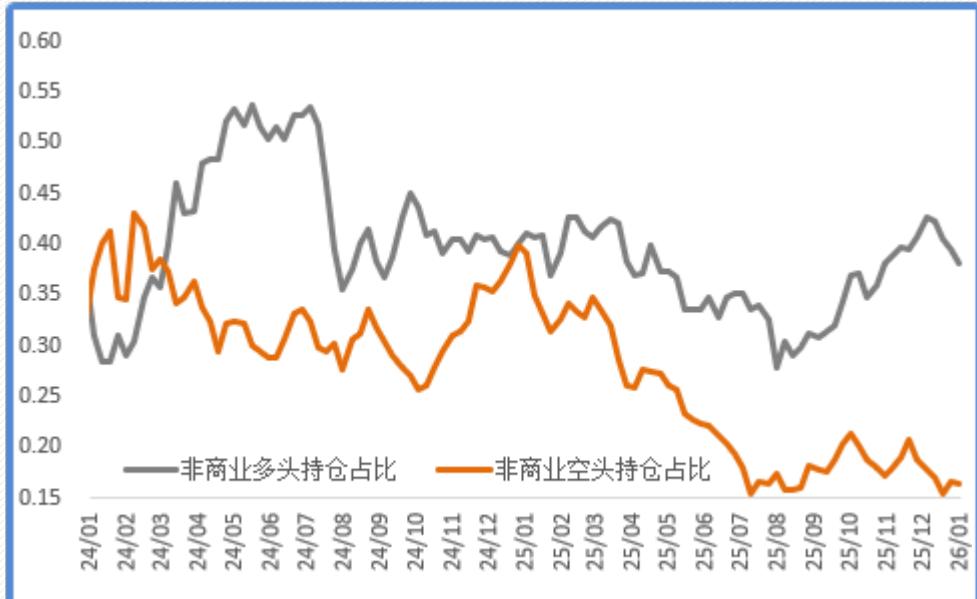
上周 SHFE 铜价冲高回落，100000 元吨下方支撑较为强劲。近期国内消费表现非常羸弱，主要在于下游普遍反馈订单较少，甚至提前放假过年，库存持续累库。但我们认为这属于价格上涨的结果，不能单纯就此当作看空铜价的理由，一旦铜价回调幅度较大，下游需求又会很快回归市场。目前进入新的一年，下游各个环节对铜价的预期应该又会继续抬升，不得不接受一个相对更高水平的铜价，并且由于一季度本来属于淡季，因此大家对负反馈的迹象并不敏感。另外上周五铜的股票反映明显强于期货，可能仍然说明市场对铜的预期仍然较强。

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，库存已经超过 51 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 40 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 万吨铜没有显性化，但是由于去年 12 月底两周进口量再创天量，因此后续交仓量可能还会增加，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，上周我们提示了 borrow 策略可能是二次入场的机会，立刻得到了应验。随着上周绝对价格的回落，远月月差再次走阔。不过目前值得注意的是，12 月份国内精炼铜库存累库幅度较大，需要密切关注 1 月，如果 1 月维持累库，那么 2 月进入季节性累库，最终累库幅度可能超预期，这对于 borrow 策略是不利的。

持仓方面，目前非商业多头持仓占据明显优势，并且规模尚在中位数偏高水平，并没有出现明显的拥挤。

图 1：CFTC 基金净持仓

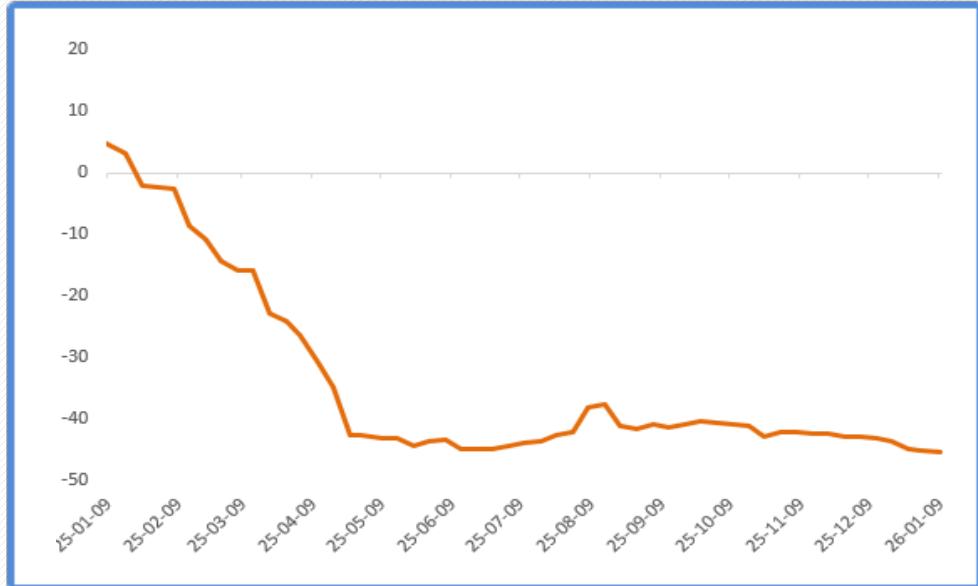


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 小幅下跌，标准干净铜精矿 TC 周指数为 -44.81 美元 / 干吨，较上周跌 0.08 美元 / 干吨。铜精矿现货 TC 价格有小幅下调，加工费持续承压，现货市场活跃度无显著变动近期市场参与者围绕长单谈判展开博弈。据 Mysteel 调研，某贸易商向炼厂出售 2026 年 1-2 月船期干净铜精矿以指数 +2 成交 (OP:M+1/5)，某贸易商向炼厂出售 1 月船期干净铜精矿以 -40 低位成交，月底部分市场参与者表示 TC-45 难成交，炼厂挺价意愿明显，部分炼厂表示对 2 月船期货物仍有缺口，但市场报盘稀少。部分炼厂长单谈判结果尚未落地，核心关注点仍聚焦长单谈判细节落地，预计短期内铜精矿现货主流加工费仍将在 -42 至 -45 美元 / 干吨区间窄幅波动。

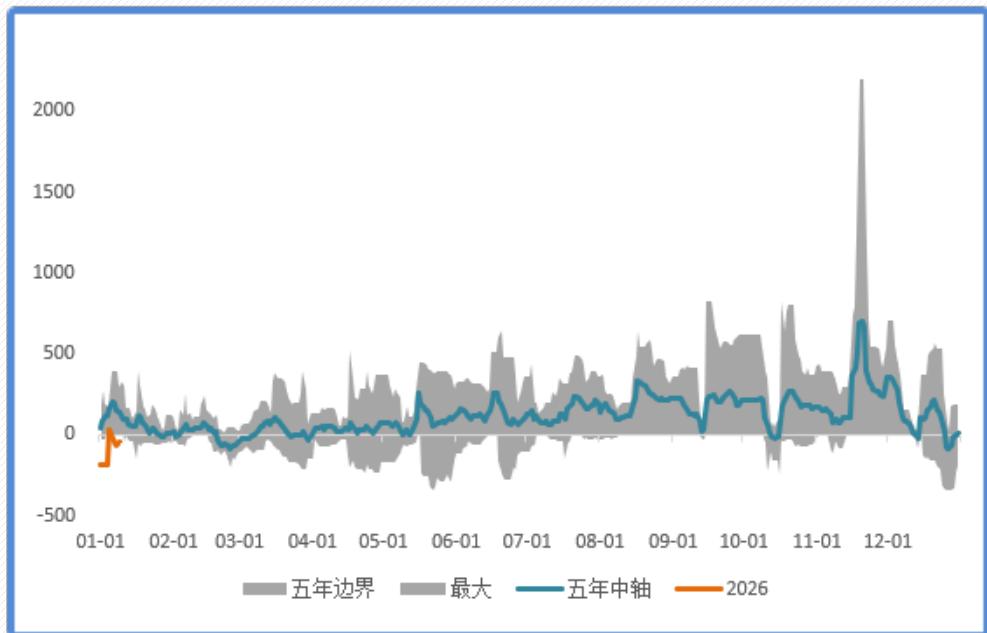
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于本周铜价仍维持高位运行，部分时间再创历史新高，下游企业畏高情绪浓厚，日内采购情绪稍显观望，接货需求仅维持刚需生产为主，市场消费仍表现相对疲弱；后续铜价回落明显，下游企业点价动作提升，但整体新增订单有限，市场消费仍维持相对一般。后续来看，由于临近 01 合约交割换月，近月合约 Contango 结构月差维持，周内持货商大幅贴水出货情绪预计相对较低，现货升贴水或围绕平水附近拉锯，同时考虑到部分主流品牌货源流通有限，主次价差仍表现较大；但后续国产货源仍有陆续到货，且高铜价背景，下游企业需求提升空间有限，因此现货贴水持续上行空间同样不大，整体预计运行于贴 50~升 150 元/吨附近。

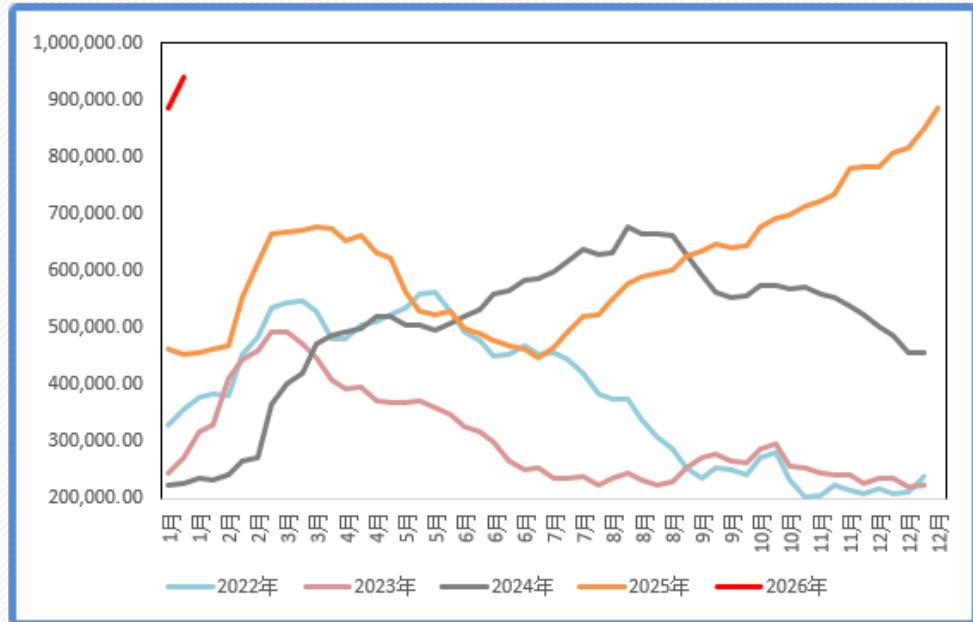
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 28.47 万吨，较 31 日增 3.76 万吨，较 5 日增 1.33 万吨；周内上海市场库存维持累库趋势，国产货源仍陆续到货入库，且铜价高位运行，下游采购需求低迷，仓库出库量较少；下周来看，临近交割换月，国产货源维持正常到货节奏，且考虑铜价高位，下游需求提升空间有限，社库预计维持累库。而广东市场库存亦增加相对明显，主因冶炼厂发货量较多，加之高铜价背景，部分下游企业出现停产现象，下游需求孱弱；下周来看，冶炼厂发货动作仍存，同时下游采购需求预计受限，库存延续累库。

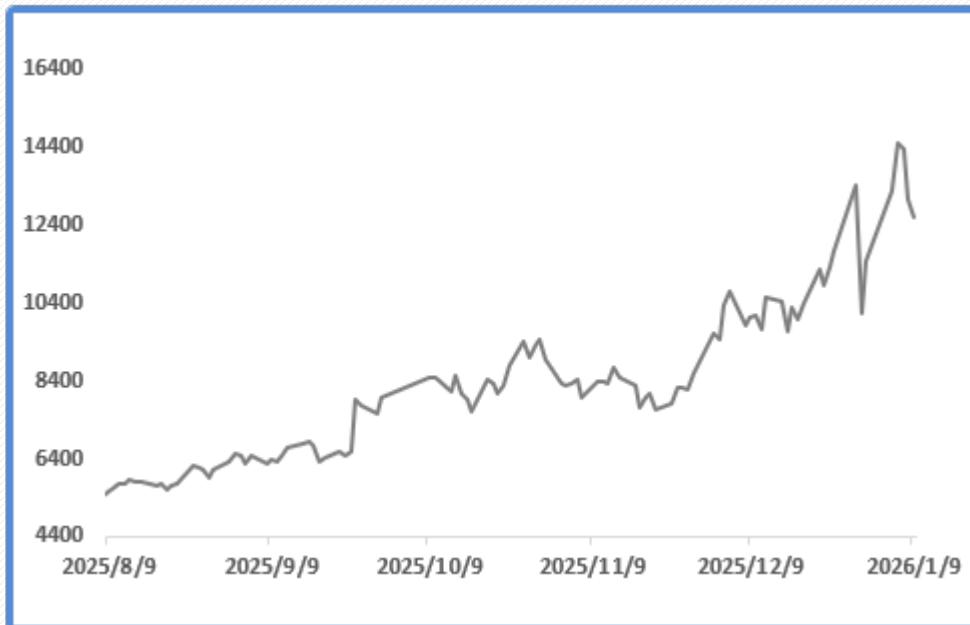
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费几无变化，各区域报价依旧处于相对低位水平，个别区域贸易商贴水报价；价格回调精铜杆市场补库需求释放，市场情绪变化明显；再生铜杆市场周内交易呈现分化，贸易商活跃度高于终端客户；精废杆价差、再生铜杆贴水周内波动率明显提升；国内铜杆社会库存持平。近期铜价波动率明显提升，对市场情绪造成较大影响；而下周即将面临交割换月，预计铜杆市场交易仍偏谨慎，刚需补货订单为主，但回调阶段将对市场成交有较大促进作用，阶段性集中补货可能时有发生，届时将提升铜杆企业生产积极性。

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

上周贵金属价格整体偏强震荡，COMEX 金银于 4354-4527 美元/盎司、72.5-82.6 美元/盎司区间内运行。上周，美国多项经济数据公布，其中 PMI 数据有所分化，制造业走弱而服务业小幅走强，而后非农就业人口略低于市场预期，但时薪增速、失业率整体超预期表现。整体上，美国经济依然处于软着陆路径上，流动性宽松对价格仍有支撑。近期地缘冲突加剧，对贵金属价格相对利好。此外白银 232 调查结果公布时点临近，关注关税预期变化。

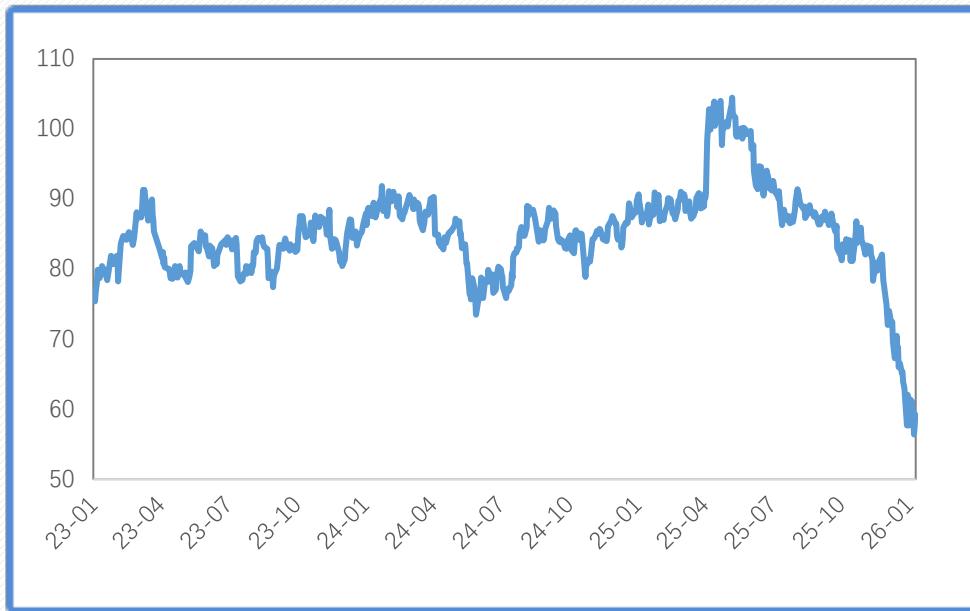
贵金属价格监控

2026/1/9	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4473.0	4317.8	3.6%
COMEX 白银	79.4	70.7	12.3%
伦敦金现	4493.9	4353.0	3.2%
伦敦银现	78.1	74.2	5.3%
SHFE 黄金	991.6	993.1	-0.1%
SHFE 白银	18839.0	18420.0	2.3%
上金所黄金 T+D	1002.9	992.6	1.0%
上金所白银 T+D	18759.0	18319.0	2.4%

(二) 比价与波动率

上周，黄金涨幅弱于白银，金银比小幅回落；金价涨幅同样弱于铜价，金铜比小幅下行；金价涨幅强于原油，金油比小幅上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



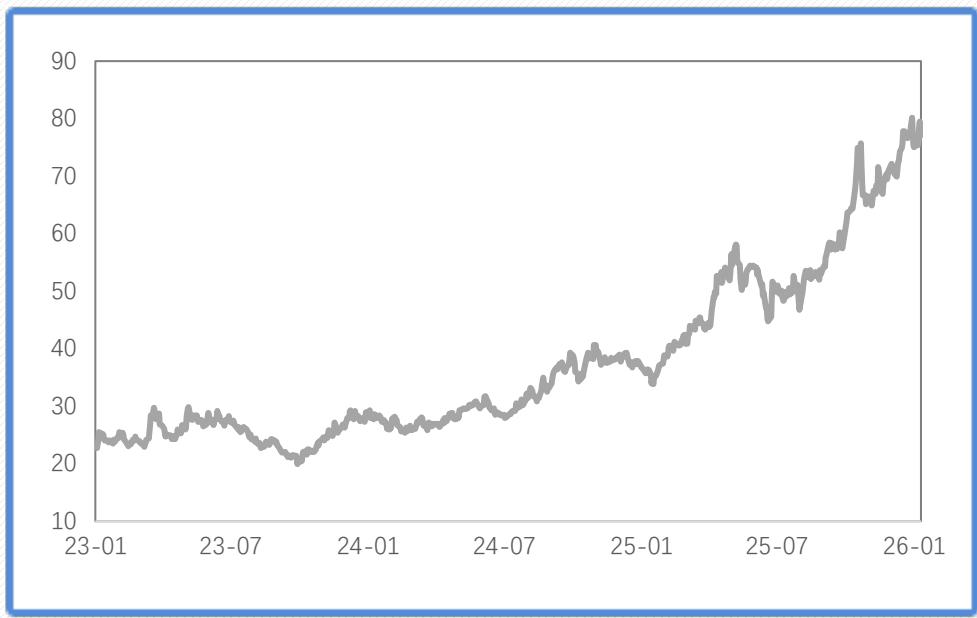
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

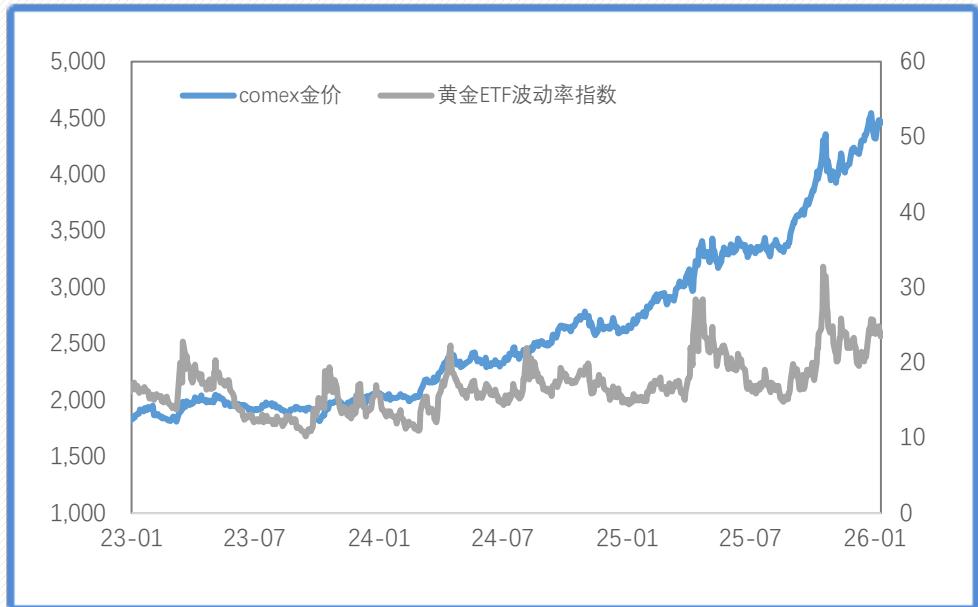
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 较前期有所回落但仍处于近期相对高位，地缘冲突加剧下预计黄金波动率将有所反弹。

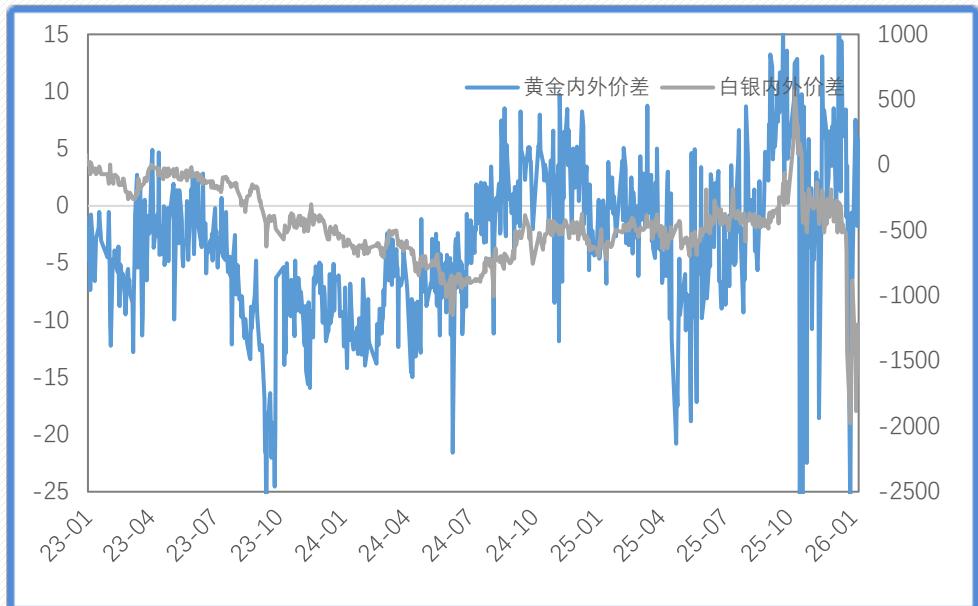
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

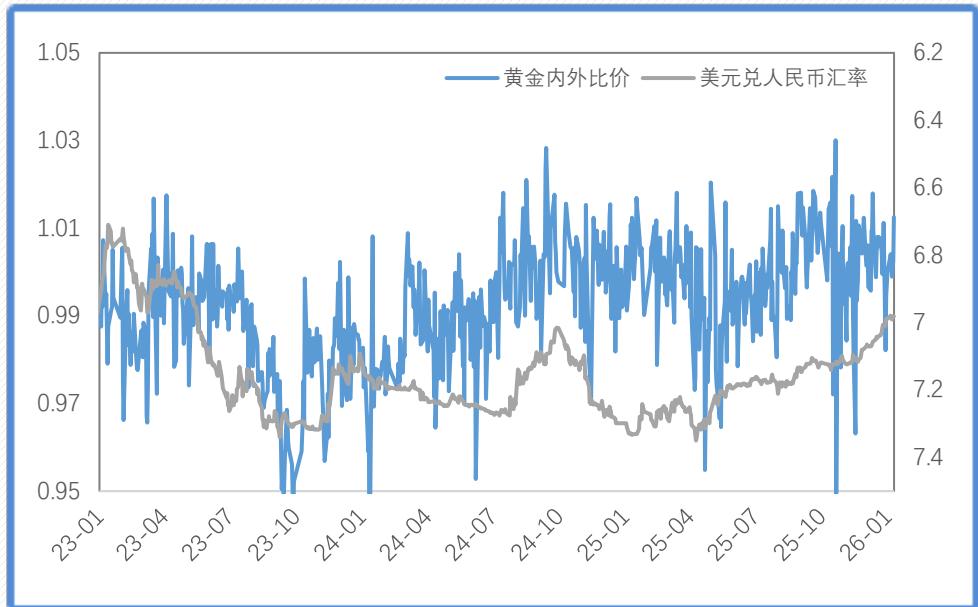
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差回落、比价回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

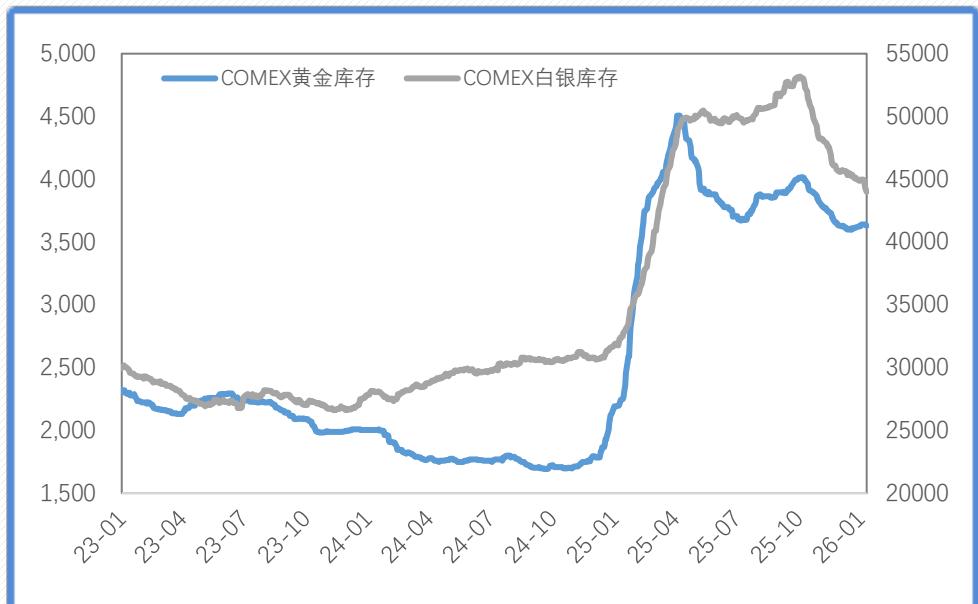


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

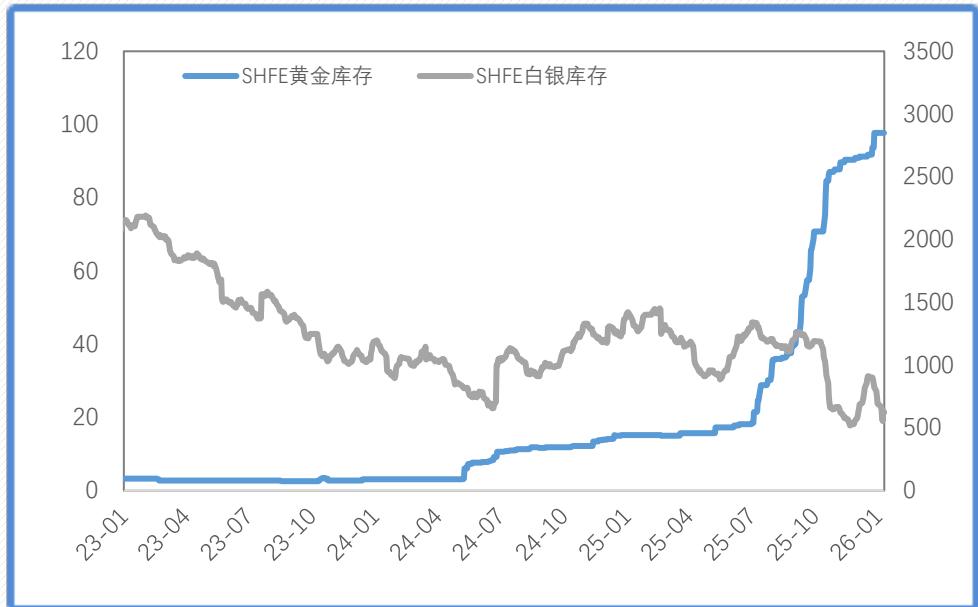
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3631 万盎司，环比减少约 9 万盎司，COMEX 白银库存约为 43974 万盎司，环比减少约 1003 万盎司；SHFE 黄金库存约为 97.7 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 620 吨，环比减少约 71 吨。

图 12：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

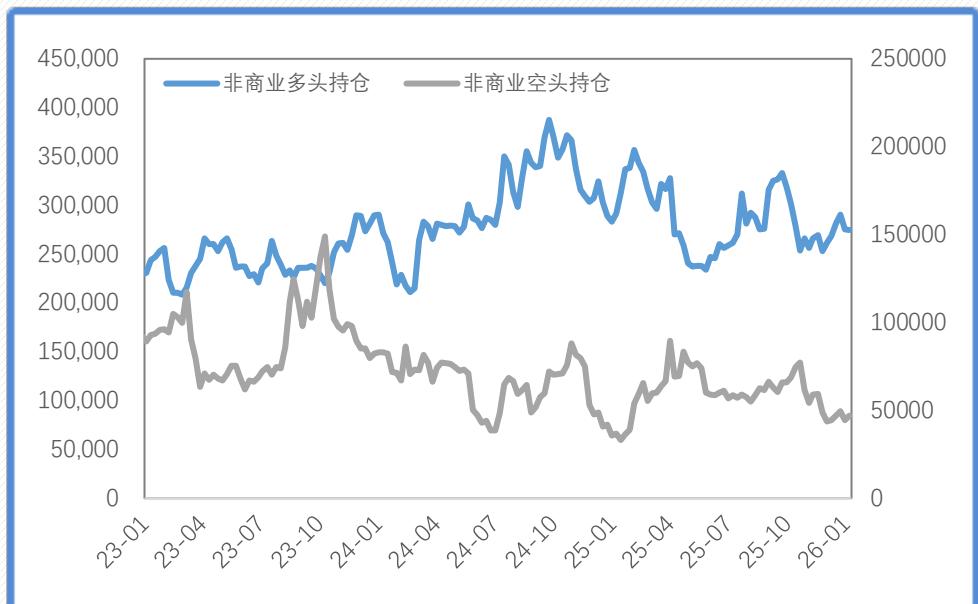
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

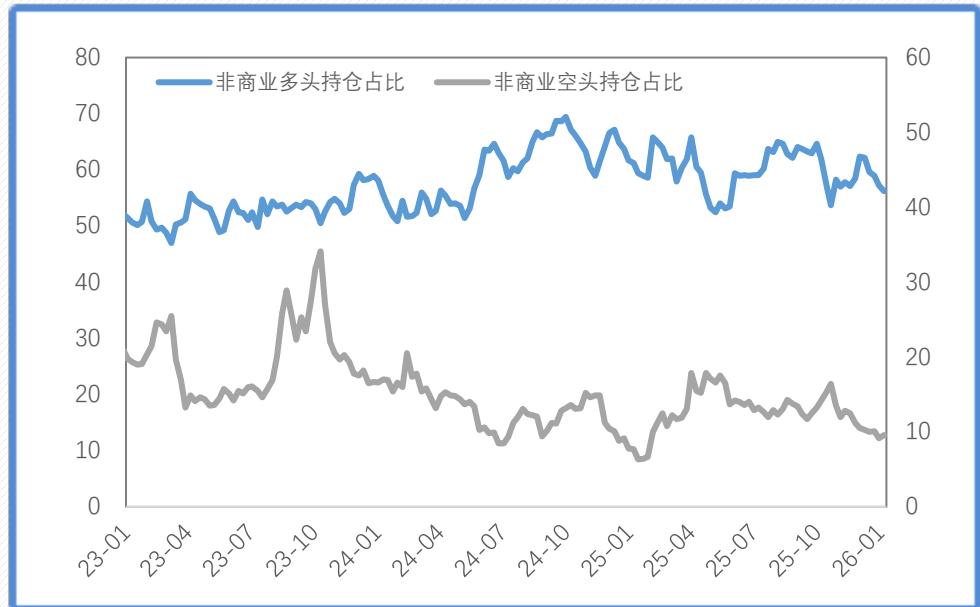
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 0.6 吨至 1065 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 136 吨至 16308 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 32 万手，其中非商业多头持仓减少 1157 手至 27.4 万手，空头持仓增加 2384 手至 4.7 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 56% 附近，非商业空头持仓占比上升至 9.6% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



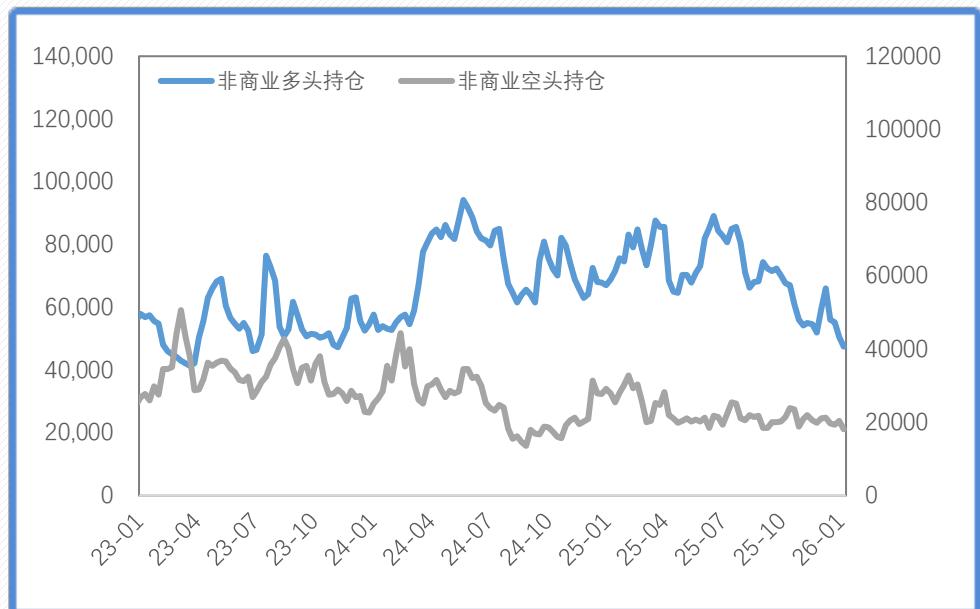
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



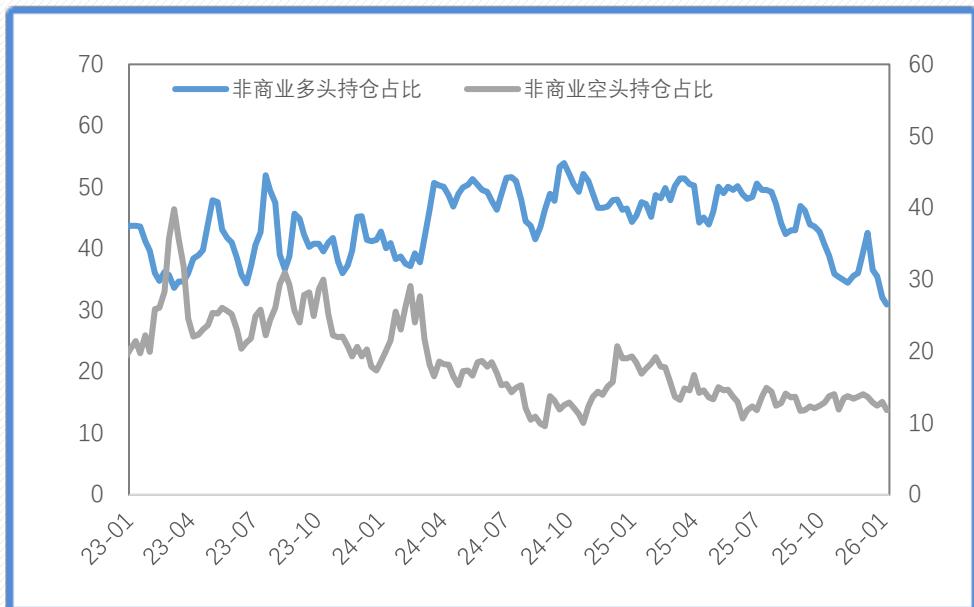
数据来源: Wind

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

近期国内消费表现非常羸弱，主要在于下游普遍反馈订单较少，甚至提前放假过年，库存持续累库。但我们认为这属于价格上涨的结果，不能单纯就此当作看空铜价的理由，一旦铜价回调幅度较大，下游需求又会很快回归市场。目前进入新的一年，下游各个环节对铜价的预期应该又会继续抬升，不得不接受一个相对更高水平的铜价，并且由于一季度本来属于淡季，因此大家对负反馈的迹象并不敏感。另外上周五铜的股票反映明显强于期货，可能仍然说明市场对铜的预期仍然较强。

短期来看，地缘冲突持续下金价仍将偏强运行，中长期流动性宽松预期、美国主权信用危机推升贵金属价格运行中枢。另外，美国对白银的关税结果仍未落定，白银价格波动将较为剧烈。

关注及风险提示

CPI、PPI、初请失业金人数、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。