

铜价回调，金银震荡，见顶了吗

摘要：此前铜价聚集了较大的盈利，并且持仓也处于高位水平，市场波动率处于高位，此时如果出现利空因素容易引发多头的获利了结，从而带来价格回调的压力。我们认为回调或者暂时的转入震荡对铜价的中长期趋势仍然是有益的，持续、快速的拉涨反而不利于价格驱动的延续。

金属市场周报

2026. 1. 12-2026. 1. 16

核心观点

1、上周金铜有所分化

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.83%，白银上涨 12.73%；沪金 2602 合约上涨 2.57%，沪银 2604 合约上涨 20.03%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.71%、-0.8%。

2、铜价高位回落，后续仍然看好

我们认为回调或者暂时的转入震荡对铜价的中长期趋势仍然是有益的，持续、快速的拉涨反而不利于价格驱动的延续。从 1 月前三周的数据来看，美国仍然对精炼铜产生了明显的虹吸左右，周均进口量 2.5 万吨，略低于去年周均水平，但远高于正常的长单进口规模。铜市场的微观逻辑仍然没有改变，美国对精炼铜的虹吸以及其他地区可能出现的扭曲与错配的预期仍将存在。另外，宏观层面哈塞特意外落选联储主席从宏观层面带来了一定逆风，本周可能仍然需要震荡来消化。

3、贵金属价格先扬后抑

上周，美国公布包含 CPI 在内的多项经济数据整体相对中性，而美联储官员的鹰派表态叠加特朗普对鸽派立场的哈塞特的态度均使得海外降息预期回落，美元及美债收益率快速回升，金银价格随之承压回落。同时，交易所对贵金属交易的限制及美国对关键矿产关税的暂时豁免，均在一定程度上抑制价格上方空间。金银价格的上行逻辑仍未改变，地缘冲突持续、流动性宽松预期及美国主权信用危机均将于中长期推升贵金属价格运行中枢。然而，在当前价格及波动率均创历史新高的情形下，仍需警惕高位剧烈波动的风险。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落。此前铜价聚集了较大的盈利，并且持仓也处于高位水平，市场波动率处于高位，此时如果出现利空因素容易引发多头的获利了结，从而带来价格回调的压力。我们认为回调或者暂时的转入震荡对铜价的中长期趋势仍然是有益的，持续、快速的拉涨反而不利于价格驱动的延续。从 1 月前三周的数据来看，美国仍然对精炼铜产生了明显的虹吸左右，周均进口量 2.5 万吨，略低于去年周均水平，但远高于正常的长单进口规模。铜市场的微观逻辑仍然没有改变，美国对精炼铜的虹吸以及其他地区可能出现的扭曲与错配的预期仍将存在。另外，宏观层面哈塞特意外落选联储主席从宏观层面带来了一定逆风，本周可能仍然需要震荡来消化。

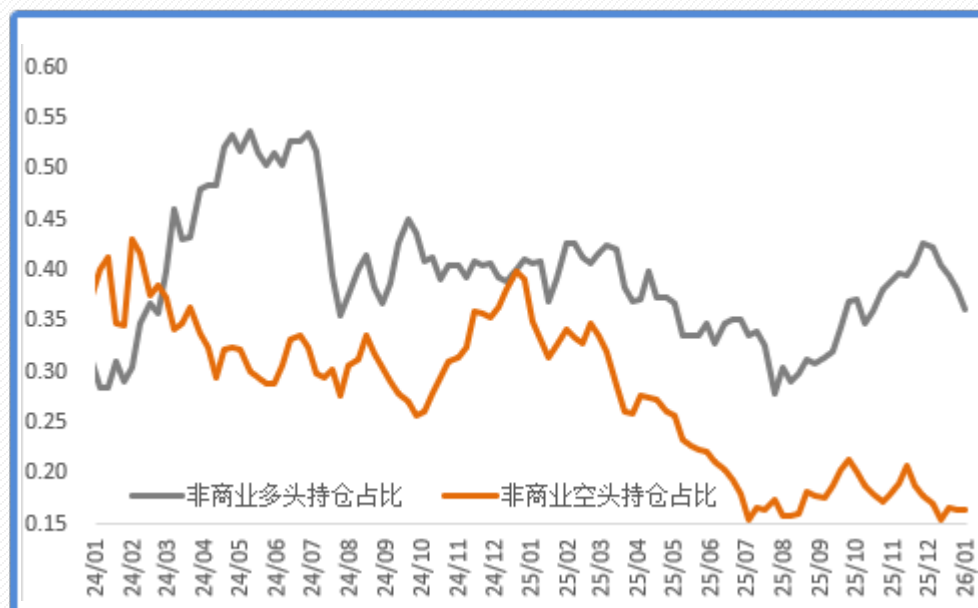
上周 SHFE 铜价高位回落。1 月份国内精炼铜累库较多，可见 10 万以上的高价格对消费的抑制作用较为明显，下游需求的缺失，使得铜价缺乏进一步上行的动能，使得众多的获利盘随时可能集中离场，也为价格带来了回调的压力。目前价格回调后需要关注本周消费的回归情况，预计 10 万左右的铜价可以刺激相当规模的需求回归，从而为价格带来一定的支撑，数据层面上需要看到社会库存的去化。

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 53 万吨。目前 COMEX 铜库存自 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 43 万吨。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，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，由于是此前抢跑的远月 borrow 策略可能会面临非常明显的波动和回调。

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

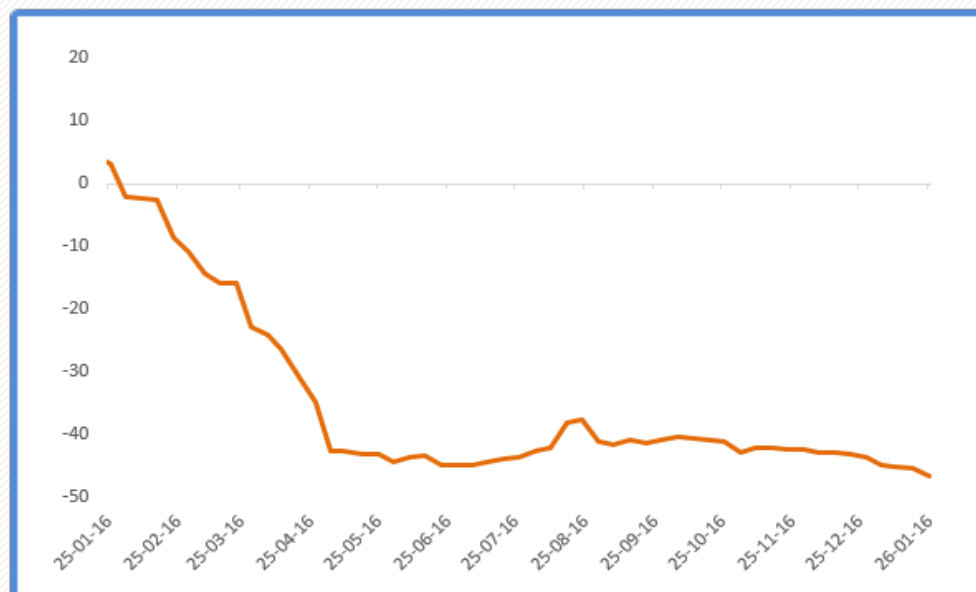


数据来源：Wind

（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 -45.51 美元/干吨，较上周跌 0.7 美元/干吨。Mysteel 干净铜精矿 TC 日指数为-45—46.4 美元/干吨。铜精矿现货市场交投氛围有所升温，市场询报盘活跃度稍有提升，干净铜精矿现货 TC 主要在-40 美元中位区间震荡运行。据 Mysteel 调研，某贸易商向炼厂报盘 2 月船期干净矿货源，报价在-40 美元中高位；另有贸易商向炼厂报盘 2-3 月船期干净矿货源，报价同样在-40 美元中高位水平。某矿山结标装期 3-4 月的干净铜精矿 TC 为-40 美元中高位，作价期：M+3，买方为炼厂。该招标价落地后，或对后续加工费走势提供指引，部分市场参与者对后续加工费看跌情绪愈发浓厚。

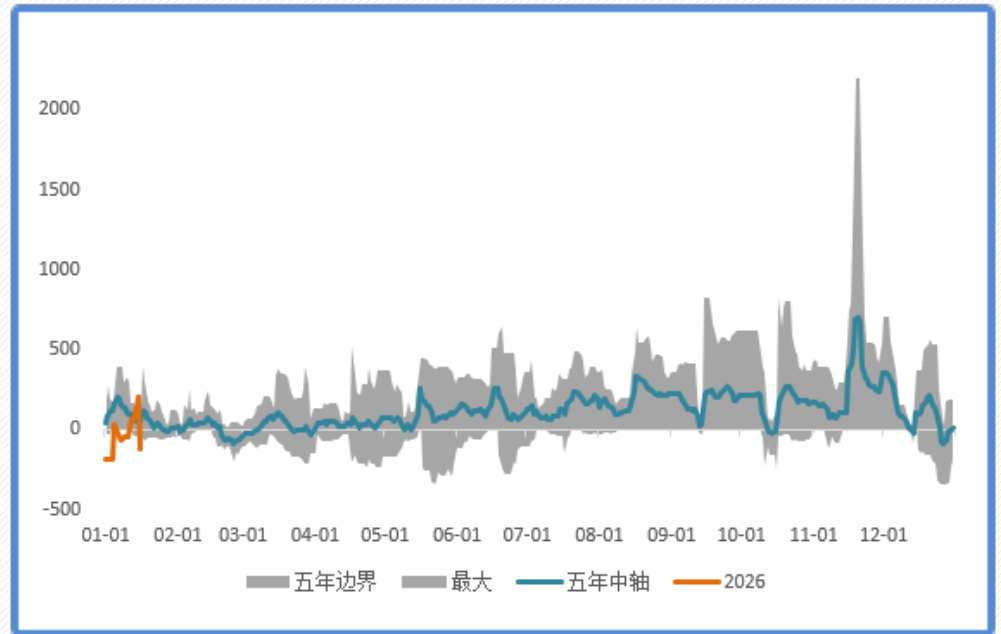
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价基本企稳于 10 万元/吨以上高位运行，且日内波动加剧，下游企业采购需求仍较为谨慎，同时高铜价背景下，市场新增订单仍表现受限；且临近交割换月，近月 Contango 结构月差高位，加工企业采购需求维持刚需接货为主。后续来看，由于国产货源仍维持正常到货节奏，社库预计仍表现累库趋势，同时铜价高位运行，下游企业采购需求提升空间有限，现货升贴水回升压力较大；但考虑到部分主流品牌流通有限，现货贴水继续扩大空间亦相对不大，整体预计区间运行于贴 250~贴 50 元/吨附近。

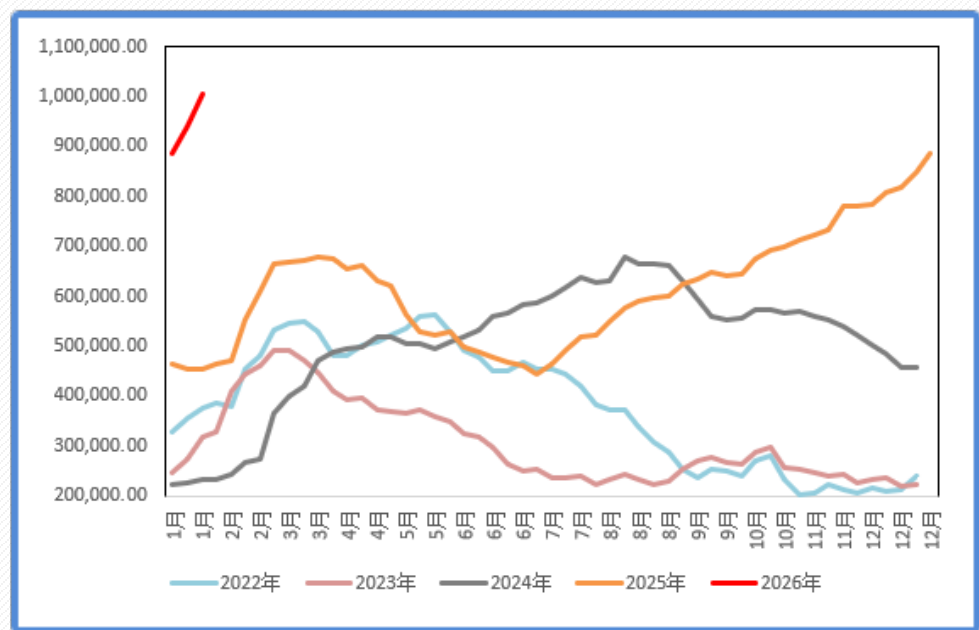
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 32.75 万吨，较 8 日增 4.28 万吨，较 12 日增 1.99 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，且进口铜有所流入，加之铜价高位运行，下游采购需求提升有限，虽仓库出库量有所好转，但整体入库量较多；下周来看，铜价高位运行，国产货源仍有到货预期，下游采购需求难有明显增加空间，因此库存预计维持继续增加。而广东市场库存周内有所下降，主因部分贸易商逢低接货，同时冶炼厂发货有所减少，整体仓库出库量大于入库；下周来看，据调研了解，冶炼厂发货仍表现不多，但考虑到高铜价背景，下游企业采购需求仍将受限，库存变化幅度有限。

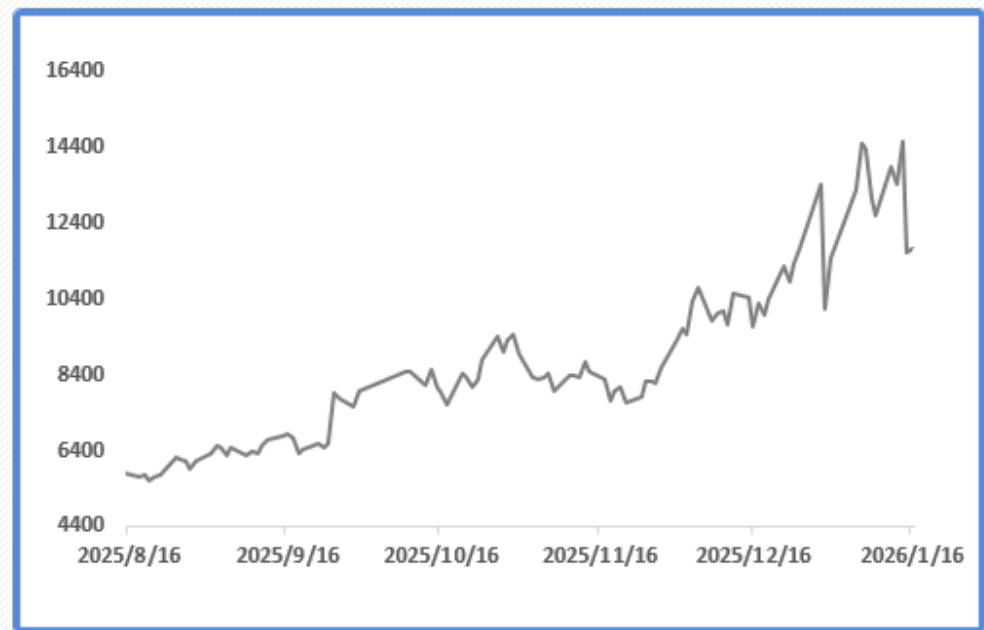
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费有所上涨，交割后市场加工费迎来调整；精铜杆市场本周成交表现逐日回升，头部企业订单突出；再生铜杆市场产销积极性欠佳，原料与成品对锁难度较大；精废杆价差、再生铜杆贴水变化较小；国内铜杆社会库存小幅回升。随着近期订单的补充，精铜杆市场产销保障性进一步提升，但中小企业依然面临着后续订单偏少的情况，头部企业的稳定性进一步提升，预计下周市场的交易或有所回落，主要是担忧价格的进一步变动影响交易的推进。再生铜杆的困境依然明显，尤其是行业政策调整以及原料的高溢价，短期内难有改善。

5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

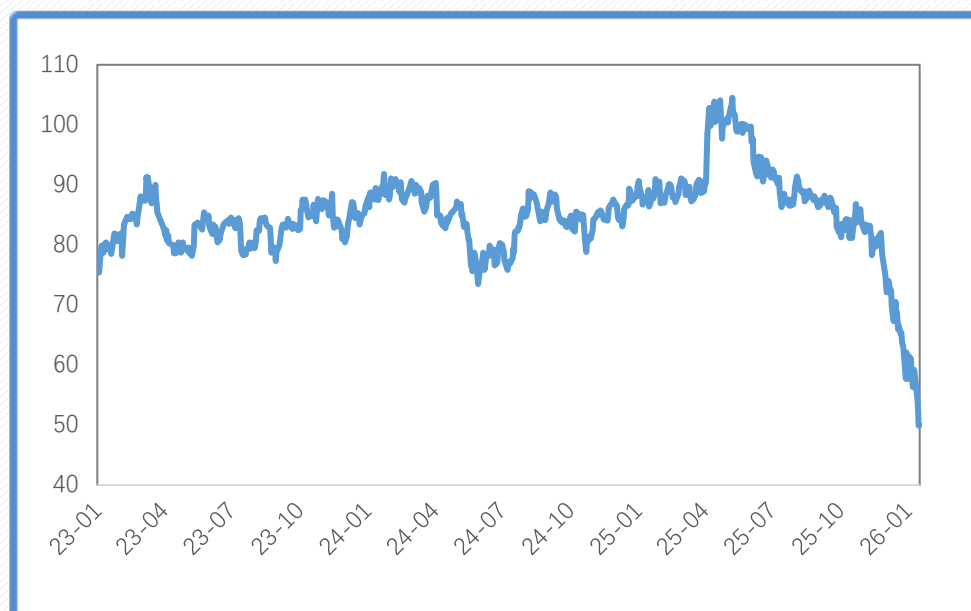
上周贵金属价格整体先扬后抑，COMEX 金银于 4520-4650 美元/盎司、79.9-93.7 美元/盎司区间内运行。上周，美国公布包含 CPI 在内的多项经济数据整体相对中性，而美联储官员的鹰派表态叠加特朗普对鸽派立场的哈塞特的态度均使得海外降息预期回落，美元及美债收益率快速回升，金银价格随之承压回落。同时，交易所对贵金属交易的限制及美国对关键矿产关税的暂时豁免，均在一定程度上抑制价格上方空间。

贵金属价格监控			
2026/1/16	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4590.0	4473.0	2.6%
COMEX 白银	89.2	79.4	12.3%
伦敦金现	4611.1	4493.9	2.6%
伦敦银现	90.8	78.1	16.2%
SHFE 黄金	1032.3	991.6	4.1%
SHFE 白银	22555.0	18839.0	19.7%
上金所黄金 T+D	1031.1	1002.9	2.8%
上金所白银 T+D	22641.0	18759.0	20.7%

（二） 比价与波动率

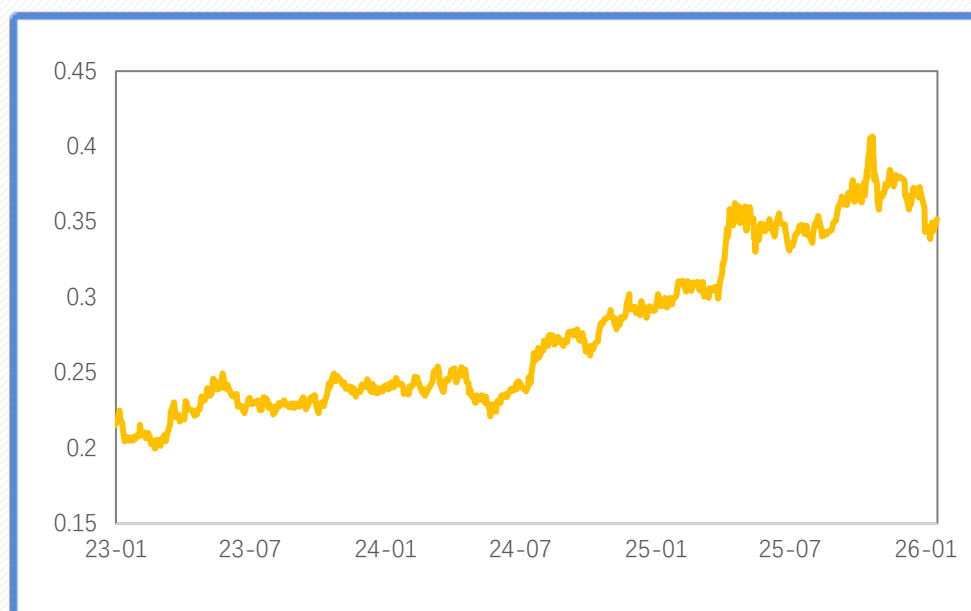
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比持续回落；金价涨幅强于铜价，金铜比小幅反弹；金价涨幅强于原油，金油比小幅上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



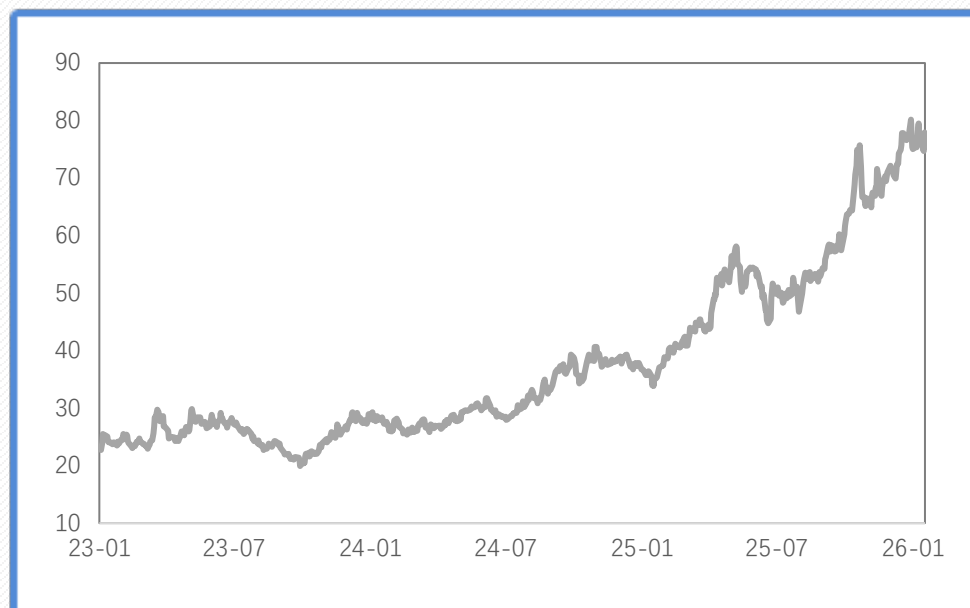
数据来源：Wind

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 较前期小幅回落，关注地缘冲突的进程对黄金波动率的影响。

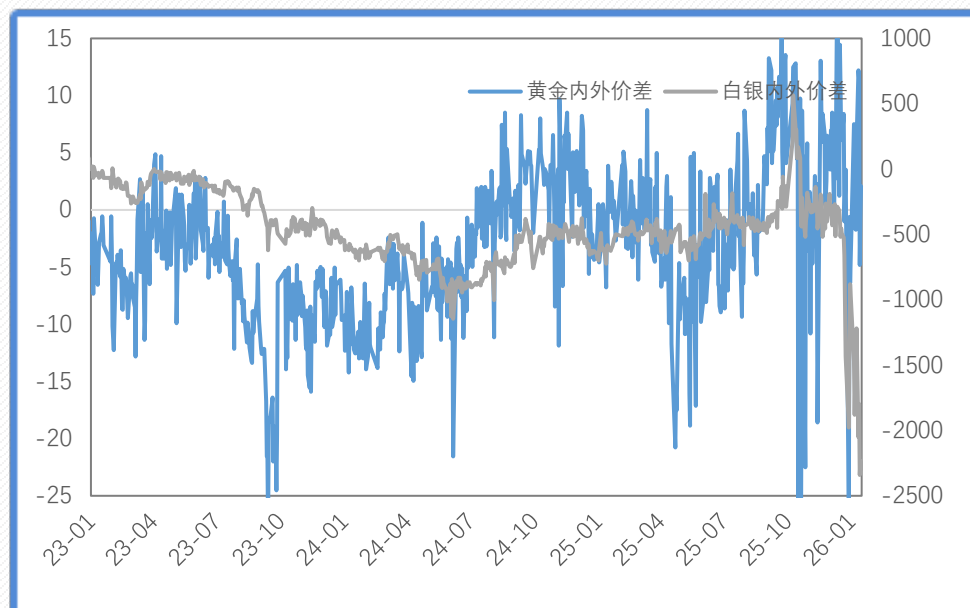
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

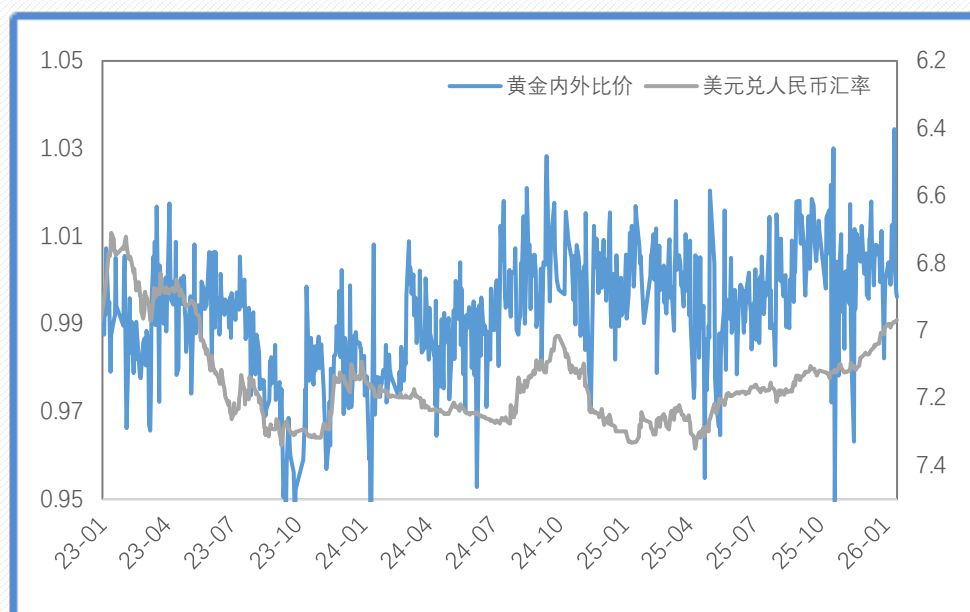
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回落，白银内外价差及比价同样回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

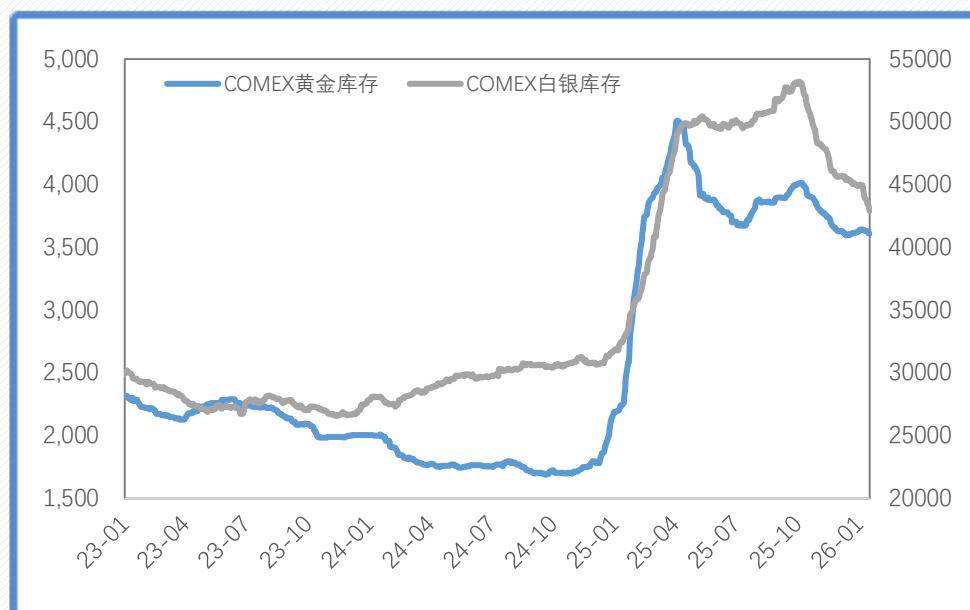


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

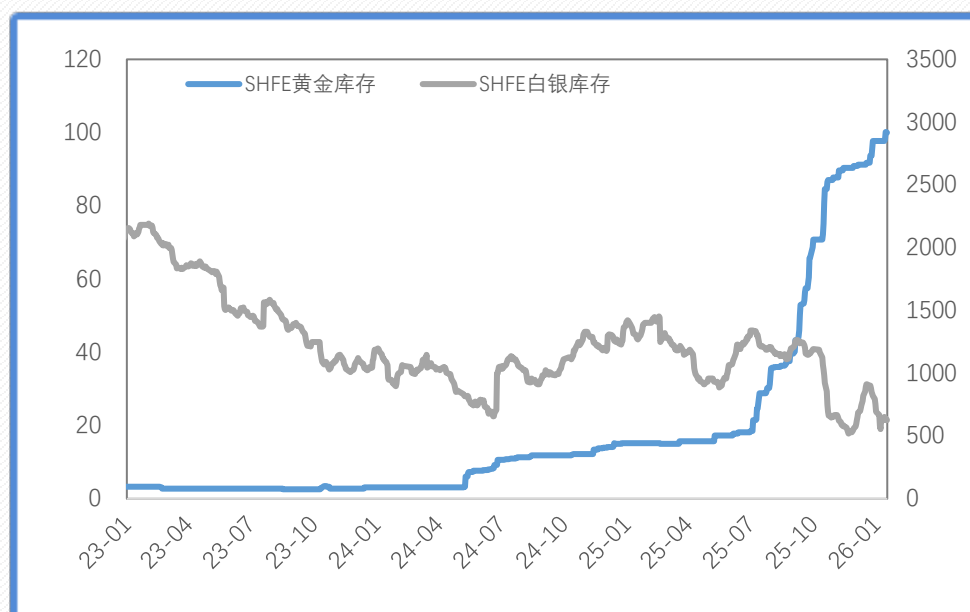
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3614 万盎司，环比减少约 18 万盎司，COMEX 白银库存约为 42916 万盎司，环比减少约 1058 万盎司；SHFE 黄金库存约为 100 吨，环比增加 2.4 吨，SHFE 白银库存约为 627 吨，环比增加约 6.6 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

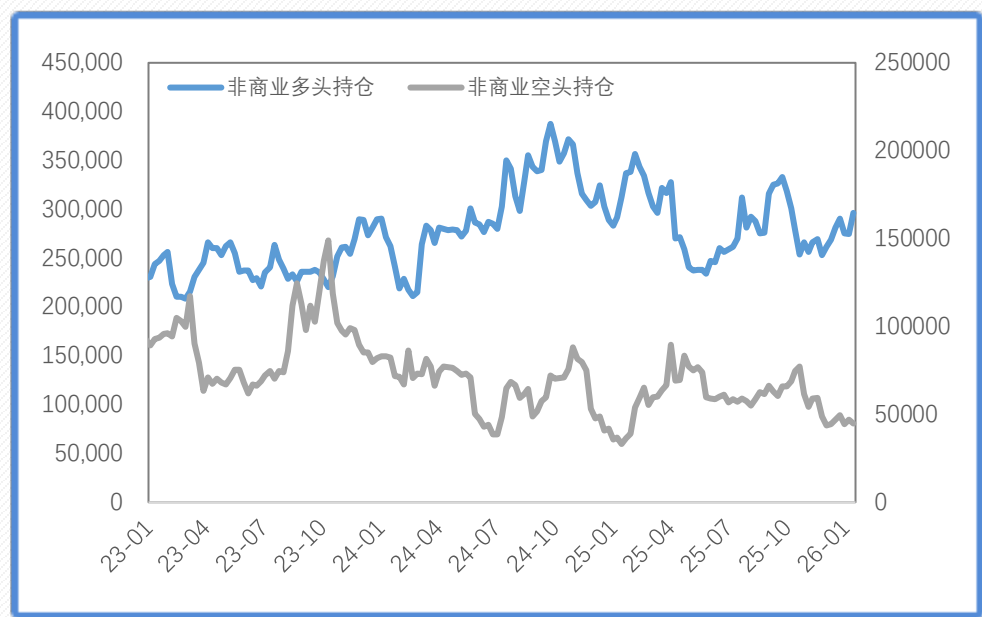
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

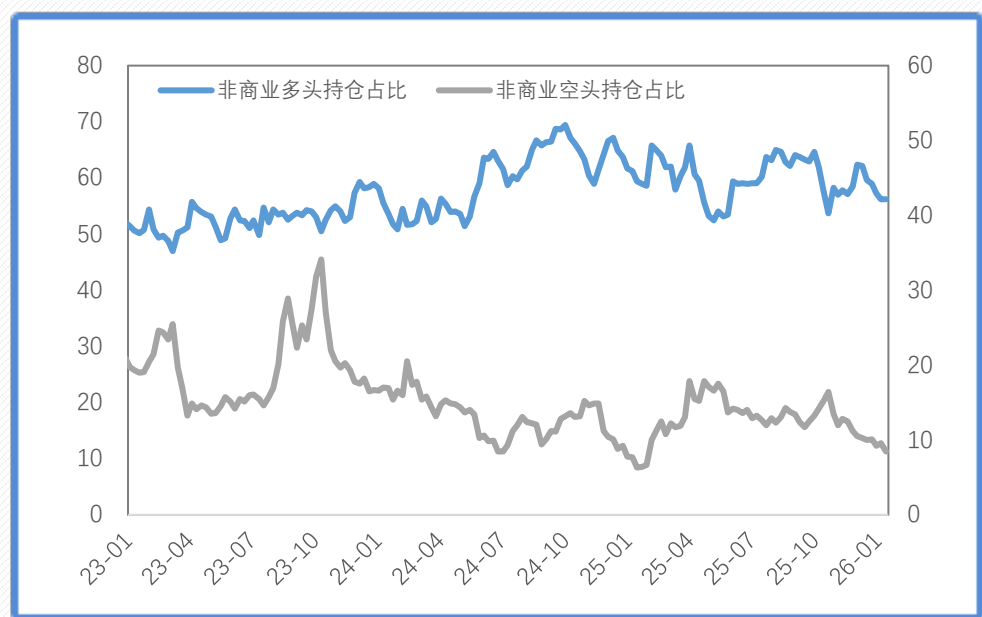
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 21 吨至 1086 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 235 吨至 16073 吨; 截至目前, COMEX 黄金非商业总持仓为 34.1 万手, 其中非商业多头持仓增加 21748 手至 29.6 万手, 空头持仓减少 1858 手至 4.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周持平于 56.2%附近, 非商业空头持仓占比下降至 8.5%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



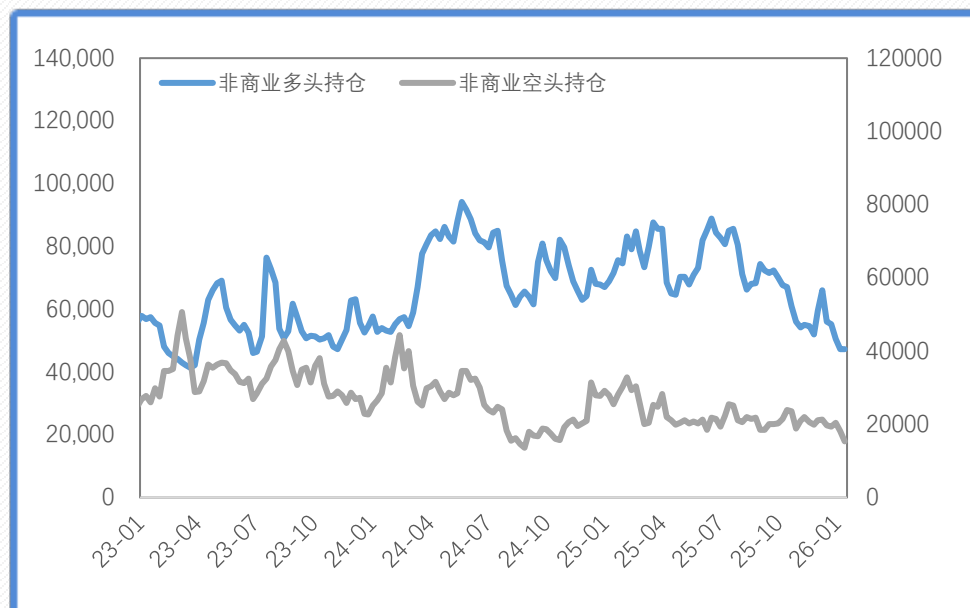
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



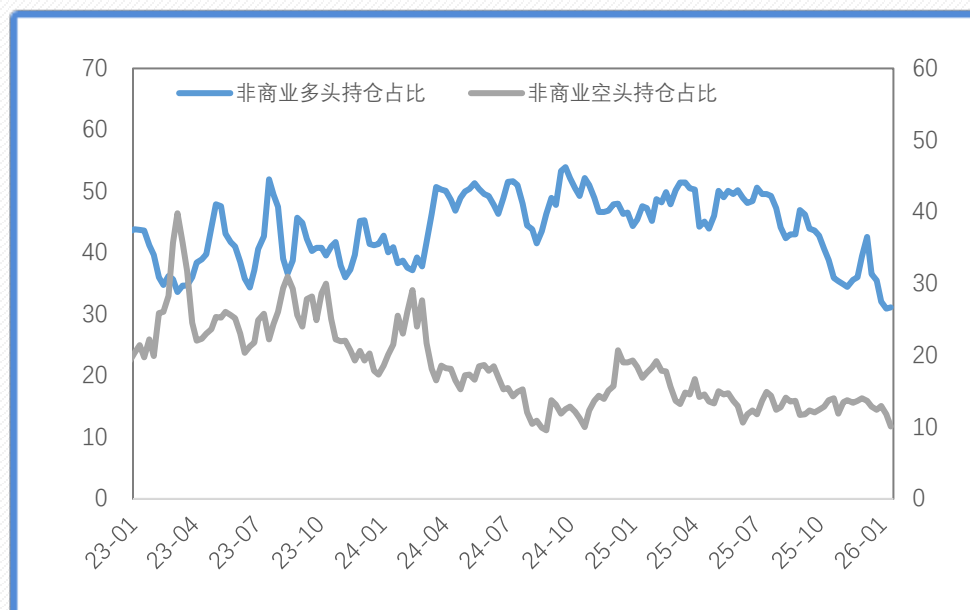
数据来源：Wind

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

1 月份国内精炼铜累库较多,可见 10 万以上的高价格对消费的抑制作用较为明显,下游需求的缺失,使得铜价缺乏进一步上行的动能,使得众多的获利盘随时可能集中离场,也为价格带来了回调的压力。目前价格回调后需要关注本周消费的回归情况,预计 10 万左右的铜价可以刺激相当规模的需求回归,从而为价格带来一定的支撑,数据层面上需要看到社会库存的去化。

金银价格的上行逻辑仍未改变，地缘冲突持续、流动性宽松预期及美国主权信用危机均将于中长期推升贵金属价格运行中枢。然而，在当前价格及波动率均创历史新高的情形下，仍需警惕高位剧烈波动的风险。

关注及风险提示

核心 PCE、初请失业金人数、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。