

## 金属市场周报

2026.1.26-2026.1.30

摘要：上周黄金、白银、铜创出历史新高后大幅回落，市场投机情绪被演绎到极致水平。周四凌晨联储议息会议各方面均符合预期，市场情绪得以继续亢奋，但是在周四晚间到周五，市场风云突变。随着特朗普提名 Warsh 为联储新的候选人，市场担忧其过往的鹰派政策，商品、股市均开始出现松动，由于金属市场在技术上处于明显的超买状态，最终出现多头踩踏的局面。

### 核心观点

#### 1、上周金铜大幅波动

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.24%，白银下跌 17.44%；沪金 2604 合约上涨 4.1%，沪银 2604 合约上涨 11.92%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.51%、+2.31%。

#### 2、铜价极限波动，市场经受考验

上周市场的投机情绪进入近期的巅峰水平，尤其以黄金、白银为代表在周初持续拉涨，周四凌晨联储议息会议各方面均符合预期，市场情绪得以继续亢奋，铜价在周四白天受到外溢资金的推动大幅拉涨，南方铜业下调产量指引和中国地产三道红线淡化均只是上涨的注脚。但是在周四晚间到周五，市场风云突变。随着特朗普提名 Warsh 为联储新的候选人，市场担忧其过往的鹰派政策，商品、股市均开始出现松动，由于金属市场在技术上处于明显的超买状态，最终出现多头踩踏的局面，导致铜价出现大幅回落。

#### 3、贵金属现极端行情

上周，美国政府停摆危机再度显现，美元走弱下推升贵金属价格。然而周五，当特朗普提名凯文·沃什为下一任美联储主席后，市场预期由宽松的扩表降息转为较为保守的缩表降息，美元由此回升，金银价格承压。前期贵金属市场持续处于超买区间，高杠杆交易过度集中后，价格的下跌引发市场恐慌性抛售，特别是银价，呈踩踏式下跌，几乎回吐 1 月全部涨幅。当前，贵金属价格处于释放前期风险阶段，中长期来看其上行的核心逻辑仍未发生逆转，关注价格企稳时点。

## (一) COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价剧烈波动，周中一度创出近期新高，但随后大幅回落。上周市场的投机情绪进入近期的巅峰水平，尤其以黄金、白银为代表在周初持续拉涨，周四凌晨联储议息会议各方面均符合预期，市场情绪得以继续亢奋，铜价在周四白天受到外溢资金的推动大幅拉涨，南方铜业下调产量指引和中国地产三道红线淡化均只是上涨的注脚。但是在周四晚间到周五，市场风云突变。随着特朗普提名 Marsh 为联储新的候选人，市场担忧其过往的鹰派政策，商品、股市均开始出现松动，由于金属市场在技术上处于明显的超买状态，最终出现多头踩踏的局面，导致铜价出现大幅回落。

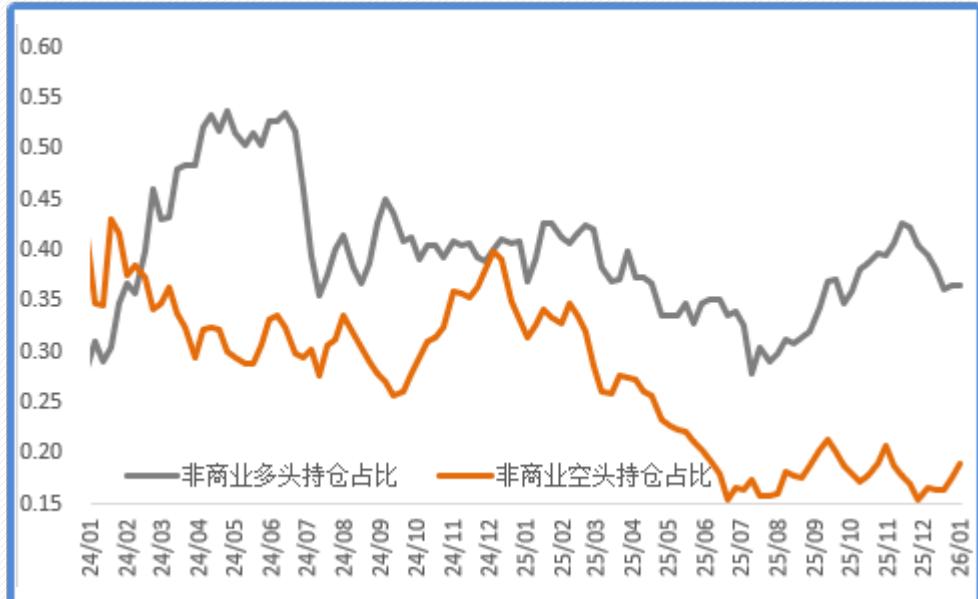
上周 SHFE 铜价同样出现剧烈波动，周中沪铜一度增仓 4 万多手将铜价推升至 11 万元上方，再创历史新高，但是周四晚间及周五跟随外盘剧烈回调。沪铜是上周铜价上涨的主要推动方，从持仓和比价的变动均可以指向这一点，我们更倾向于认为这是一次股票和商品市场的短期联动行为，并非出于基本面有明显的利多变化。目前价格巨震之后，短期可能仍将震荡偏弱，一方面要充分定价 Marsh 就任联储主席等令市场感到担忧的因素，另一方面投机度明显下降之后需要重新回归基本面寻找新的买入线索，包括三地价差、现货库存等。我们认为现在就认定铜价将出现趋势性下跌的概率不大，整体基本面仍是支持铜作为多配的品种，后续等待回调买入的时机。

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 57 万吨。目前 COMEX 铜库存自去年 3 月中旬虹吸效应以来累积增长超 47 万吨。目前需要观察地区溢价收敛后，虹吸效应下降是否会体现在交仓的减少上，否则可能反过来说明消费较差。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，1 月至今国内社会库存持续累积，同时亚洲其他仓库也有交仓，现货贴水幅度较大，后续还面临季节性累库的压力。此前很多资金抢跑远月的 borrow 策略，但是最近远月月差已经明显收缩。

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

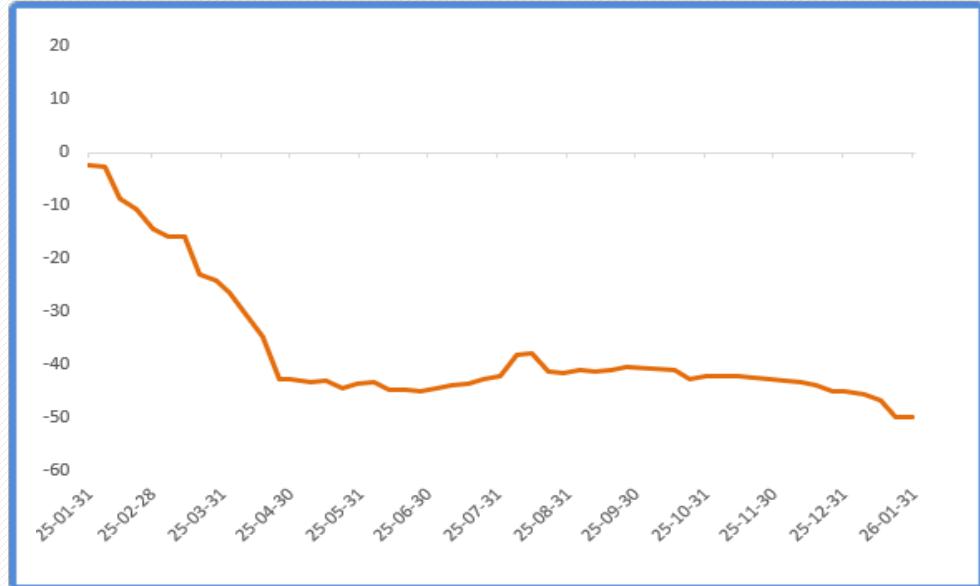


数据来源: Wind

## （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-50.04 美元/干吨。近期铜精矿市场报盘价格多集中在-50 附近，回盘价格-40 高位，议价后仍有成交空间；近期有矿山向炼厂出售 4-5 万吨货物，TC 以-50 低位成交，有贸易商与炼厂成交 1 万吨混矿，价格为炼厂指数平。近期市场成交活跃度分化，炼厂前期库存偏低，采购需求迫切，贸易商整体报盘积极性不高，部分贸易商 3 月船期货源尚未售出，前期成交多以指数定价成交；冶炼厂对-50 美元/干吨的低位 TC 接受度较低。当前铜精矿市场供应紧张格局持续凸显，冶炼厂补库需求旺盛与贸易商惜售、矿山供应增量有限形成博弈，推动现货加工费不断下探，短期供需矛盾难以缓解。

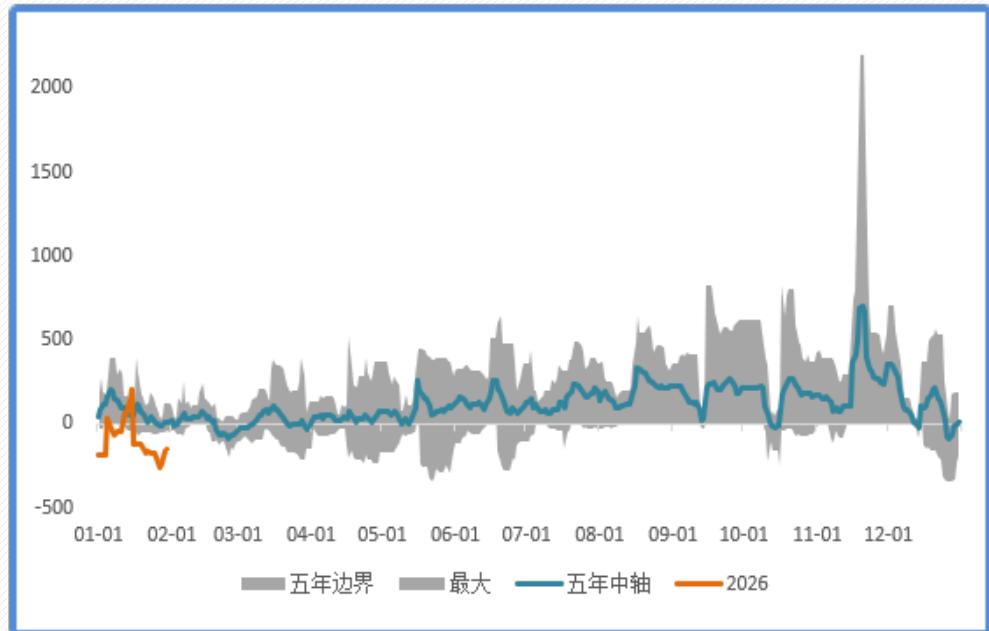
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价部分企稳震荡，加之现货表现大幅贴水局面，下游企业维持逢低刚需采购，但后半周铜价大幅冲高，且日内波动加剧，市场谨慎观望情绪浓厚；同时临近月底，受制于资金压力等因素，市场消费仍受高铜价抑制明显。后续来看，短期随着国内铜价大幅冲高，部分时间进口窗口有所打开，周内保税区货源预计有所清关流入国内，同时铜价冲高回落，下游企业接货情绪较为谨慎，且临近国内传统春节节假日，下游企业亦陆续进入停产放假阶段，市场需求难有提升，因此现货贴水幅度收敛空间有限，整体或运行于贴 200~贴 50 元/吨附近。

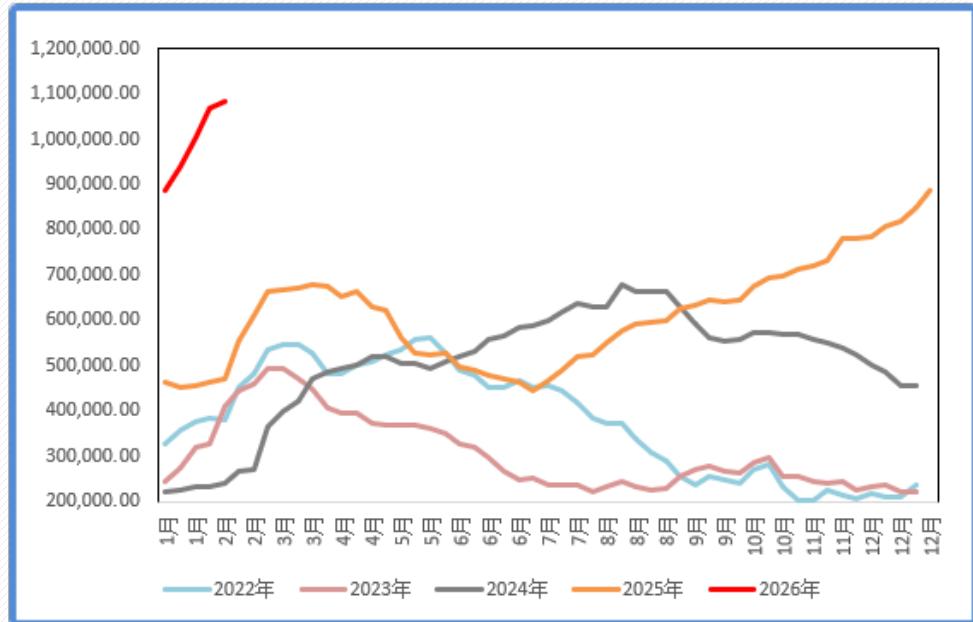
图 3: 沪铜升贴水



数据来源: SMM

国内市场电解铜现货库存 33.58 万吨，较 22 日增 0.06 万吨，较 26 日降 0.56 万吨；周内上海市场库存维持累库趋势，但累库幅度有所放缓，部分仓库到货量有所减少，但月底下游企业采购需求难有提升，仓库出库量维持较少；下周来看，进入 02 合约交割月，国产货源到货仍存，同时考虑到铜价大幅冲高，下游企业需求孱弱，库存预计维持增加。而广东市场库存周内继续表现去库，主因部分贸易商逢低接货，加之冶炼厂发货量较少，仓库入库不多；下周来看，市场到货仍维持相对偏少，但高铜价背景，下游消费表现承压，库存预计仍维持小幅去库表现。

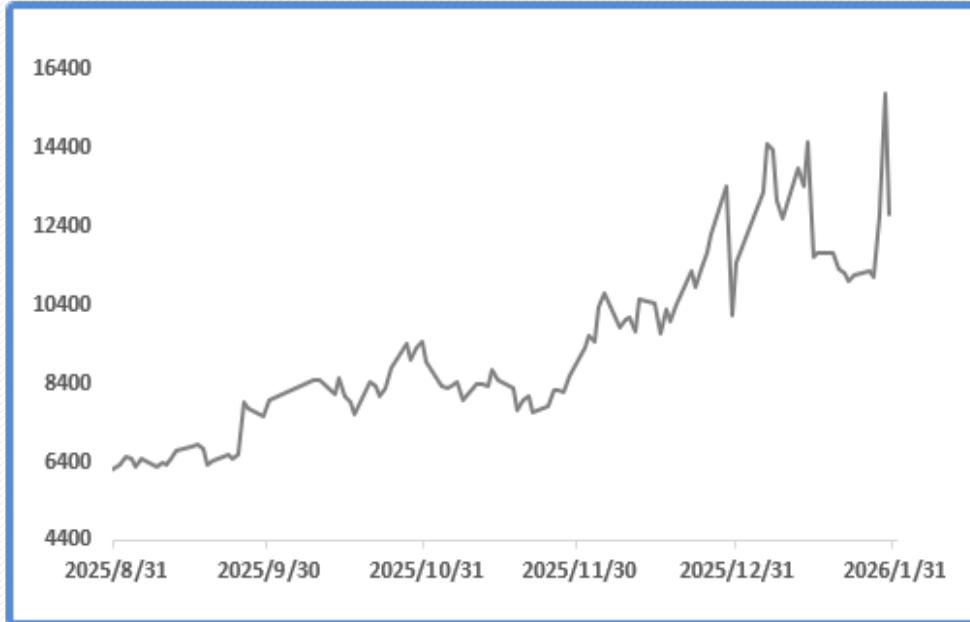
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费普遍有明显下跌表现，个别品牌甚至贴水报价；精铜杆贴水加工费再度出现，周内市场交易分化明显；再生铜杆市场投机贸易需求增长明显，多以现货交易；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度明显扩大；国内铜杆社会库存环比小幅增加。目前铜价波动加剧，市场交易风险也逐步增加，而终端进入假期状态的企业数量越来越多，预计下周开始消费需求转弱，市场重心或将转至节前订单交付。精铜杆市场面临的交易压力较大，企业提前停产检修、放假的可能性较大；再生铜杆市场或延续当前交易表现，需要关注节前订单具体执行情况。

## 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

上周贵金属价格极端波动, COMEX 金银于 4700-5627 美元/盎司、74-122 美元/盎司区间内运行。上周, 美国政府停摆危机再度显现, 美元走弱下推升贵金属价格。然而周五, 当特朗普提名凯文·沃什为下一任美联储主席后, 市场预期由宽松的扩表降息转为较为保守的缩表降息, 美元由此回升, 金银价格承压。前期贵金属市场持续处于超买区间, 高杠杆交易过度集中后, 价格的下跌引发市场恐慌性抛售, 特别是银价, 呈踩踏式下跌, 几乎回吐 1 月全部涨幅。

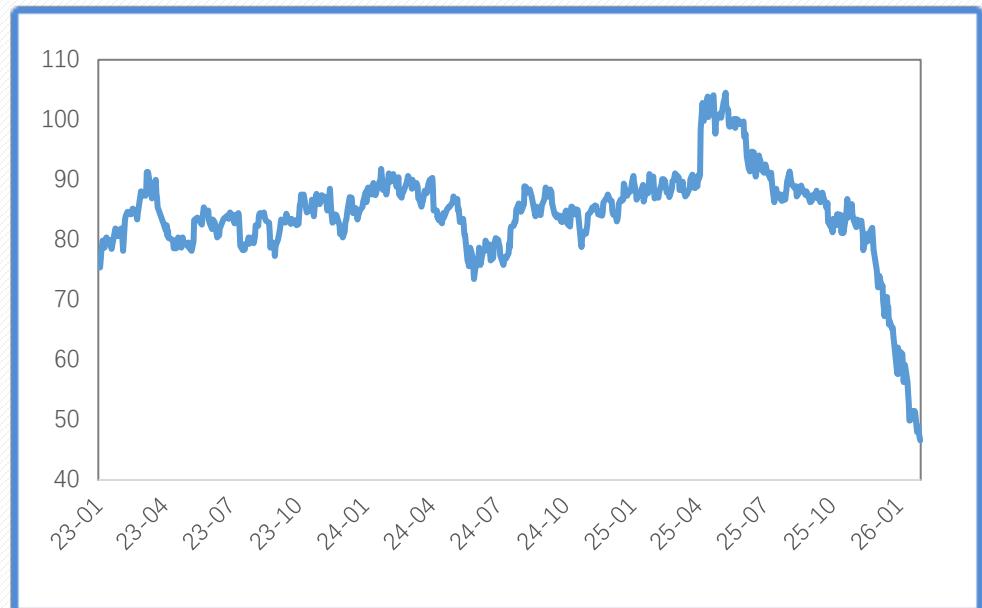
### 贵金属价格监控

2026/1/30	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4879.6	4936.0	-1.1%
COMEX 白银	84.8	102.9	-17.6%
伦敦金现	4981.9	4946.3	0.7%
伦敦银现	103.2	99.0	4.2%
SHFE 黄金	1148.1	1111.9	3.3%
SHFE 白银	28200.0	24994.0	12.8%
上金所黄金 T+D	1164.0	1110.4	4.8%
上金所白银 T+D	27530.0	24988.0	10.2%

## (二) 比价与波动率

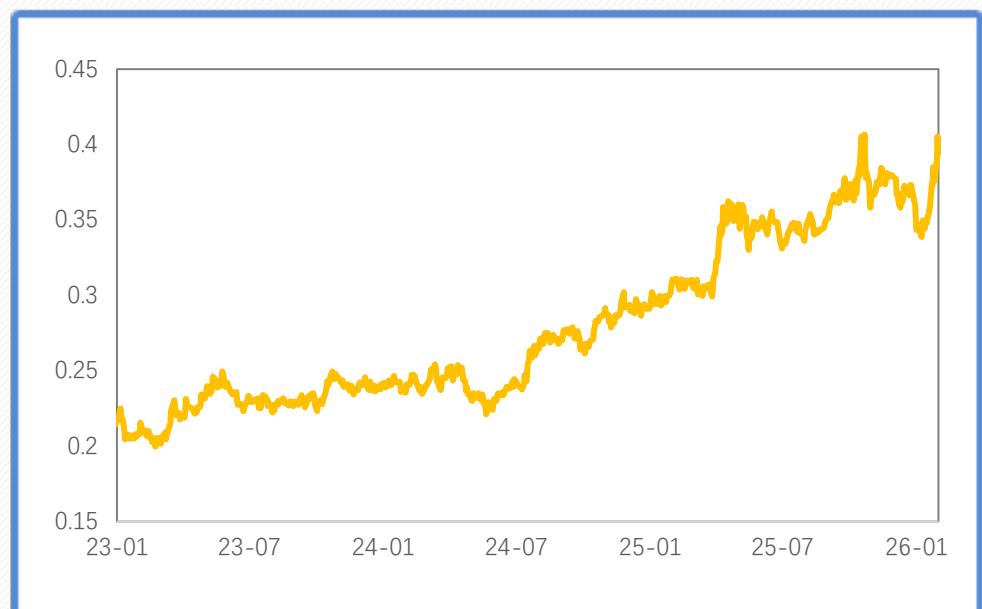
上周，黄金跌幅弱于白银，金银比大幅回升；铜价跟随金价走势，金铜比窄幅震荡；金价下跌而原油上涨，金油比显著下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



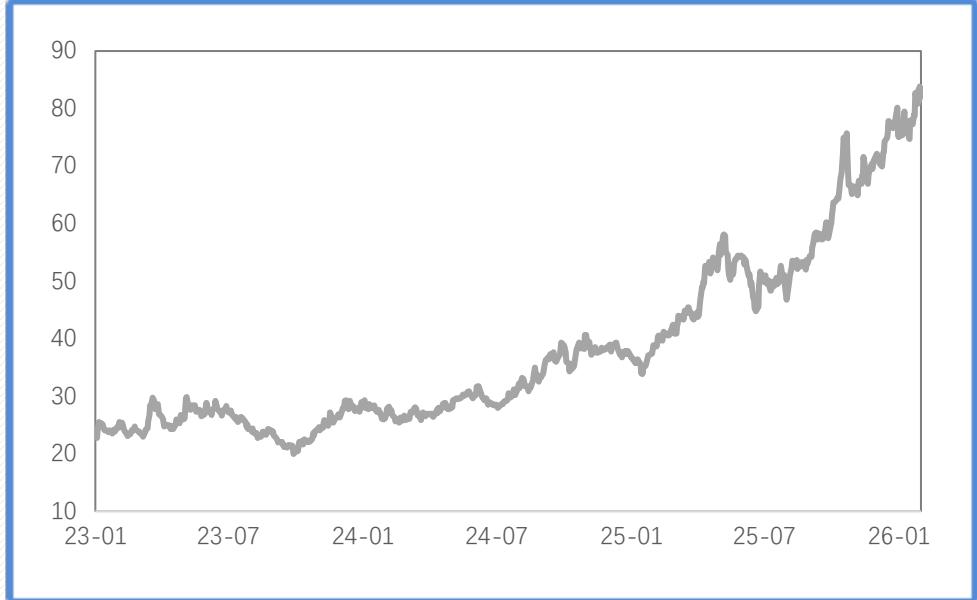
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

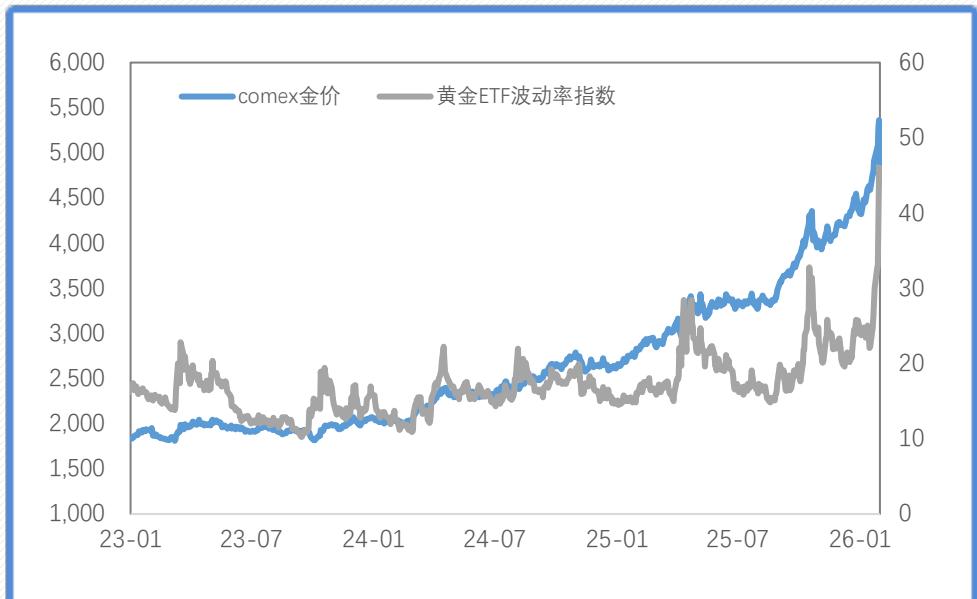
图 8: COMEX 金/WTI 原油



数据来源: Wind

黄金 VIX 大幅上冲至近年来高位，上周资金的大量抛售推动黄金波动率快速走高。

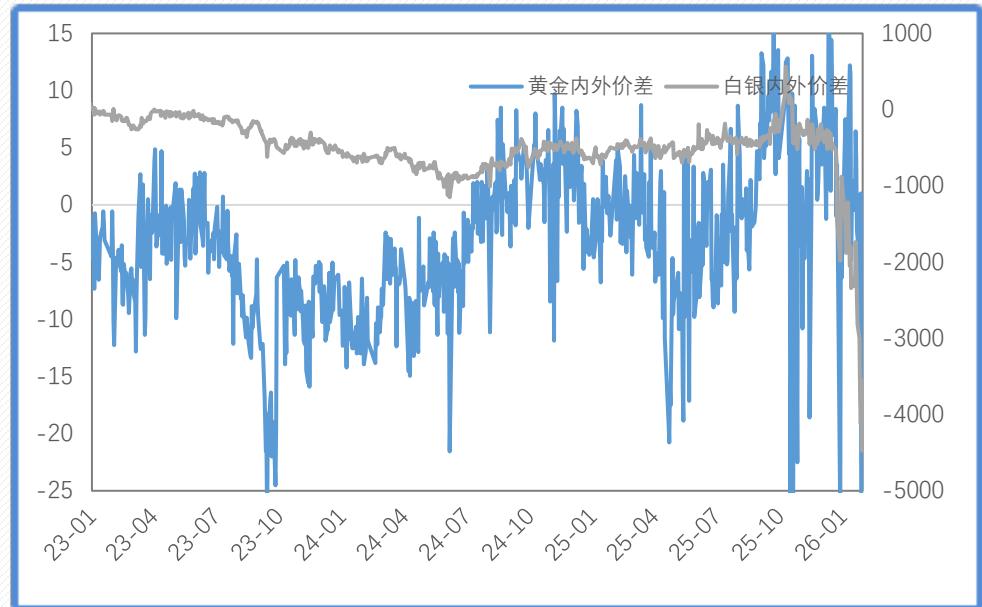
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

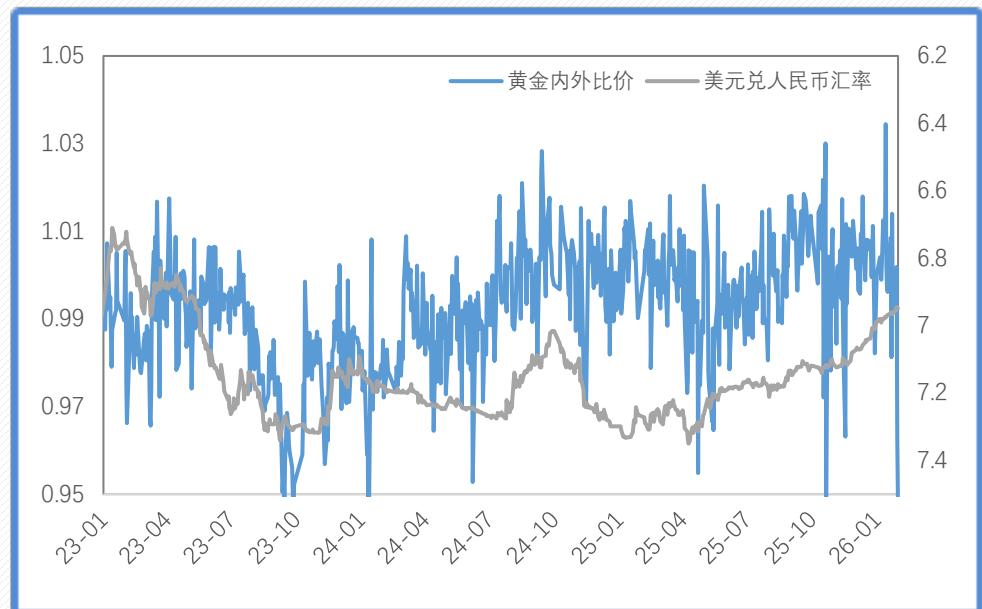
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差及比价回落，白银内外价差及比价同样回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

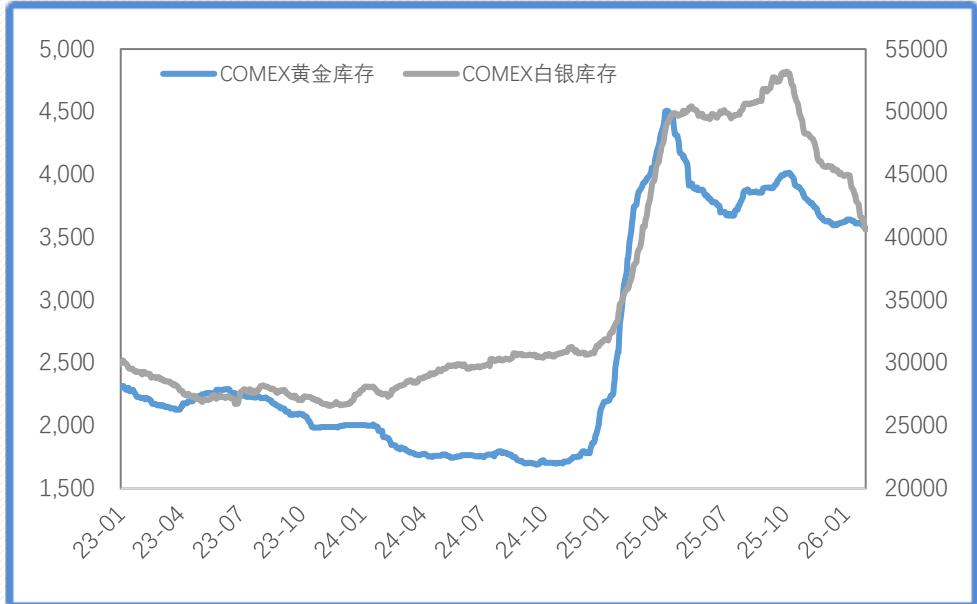


数据来源：Wind

### （三）库存与持仓

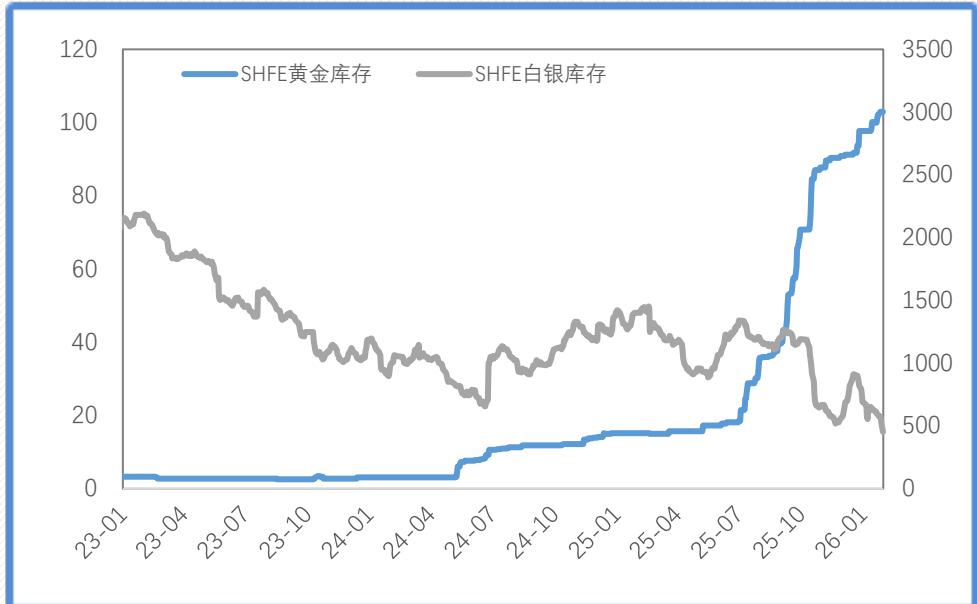
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3575 万盎司，环比减少约 40 万盎司，COMEX 白银库存约为 40589 万盎司，环比减少约 1054 万盎司；SHFE 黄金库存约为 103 吨，环比增加 1 吨，SHFE 白银库存约为 455 吨，环比减少约 126 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

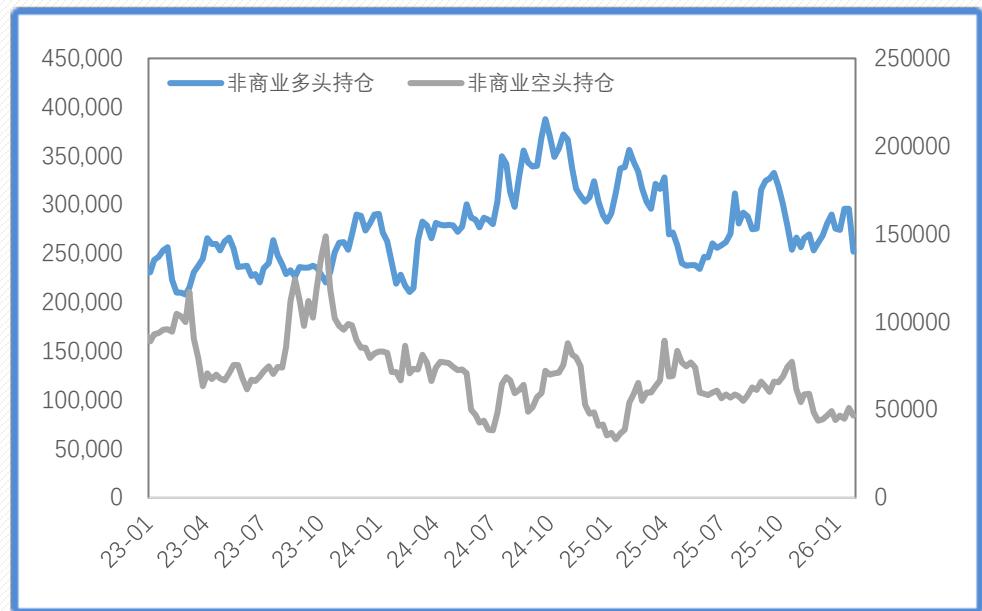
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

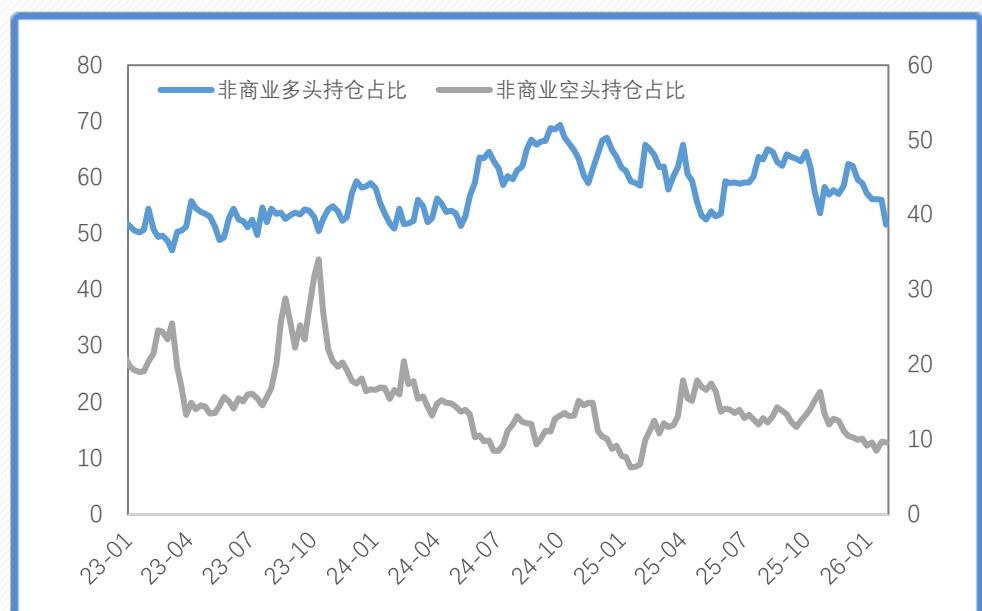
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 0.6 吨至 1087 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 567 吨至 15523 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 29.9 万手，其中非商业多头持仓减少 43672 手至 25.2 万手，空头持仓减少 4298 手至 4.7 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 52%附近，非商业空头持仓占比回落至 9.6%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



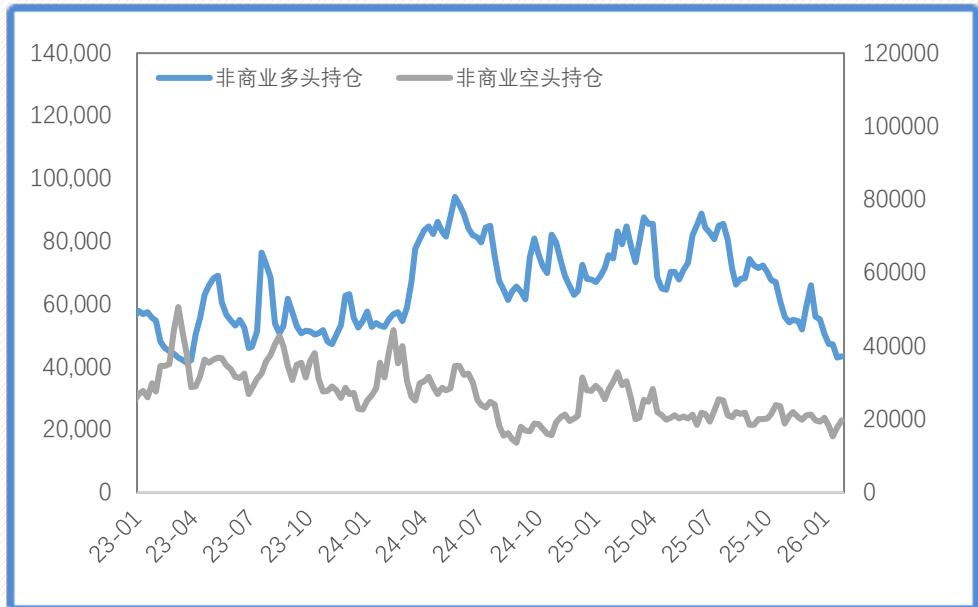
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



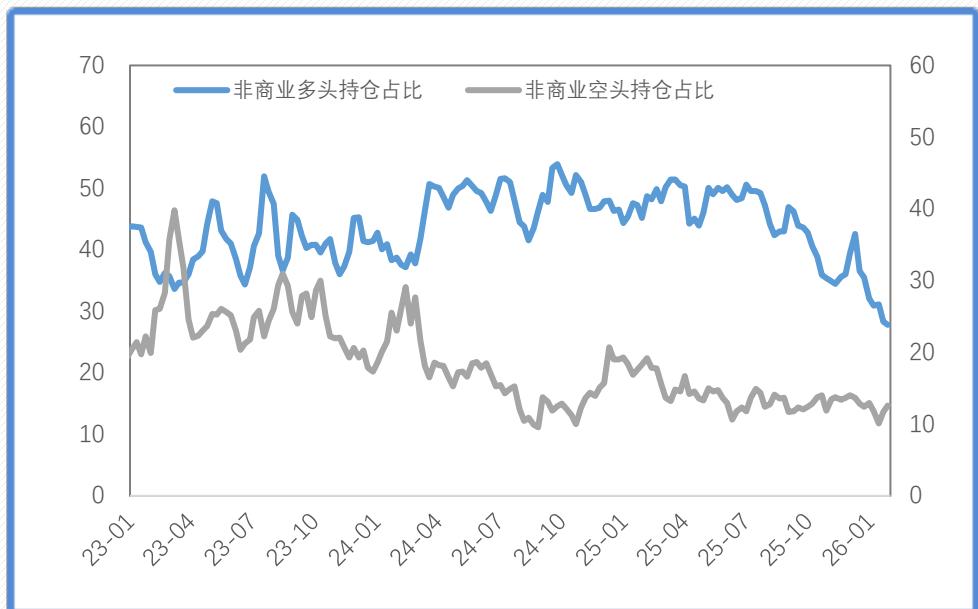
数据来源: Wind

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

目前价格巨震之后，短期可能仍将震荡偏弱，一方面要充分定价 Marsh 就任联储主席等令市场感到担忧的因素，另一方面投机度明显下降之后需要重新回归基本面寻找新的买入线索，包括三地价差、现货库存等。我们认为现在就认定铜价将出现趋势性下跌的概率不大，整体基本面仍是支持铜作为多配的品种，后续等待回调买入的时机。

当前，贵金属价格处于释放前期风险阶段，中长期来看其上行的核心逻辑

辑仍未发生逆转，关注价格企稳时点。

#### 关注及风险提示

PMI、非农就业、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。