

避险黄金、褪色白银与韧性铜价

摘要：上周黄金、白银、铜延续大幅震荡的格局，宏观层面也一波三折。周初美国 1 月 ISM 制造业 PMI 跳增至 52，市场情绪一度修复，但周中美国劳动力市场软数据走差以及美股科技股财报密集发布后市场再次经历了一轮较强的抛售，周五市场展现出企稳的迹象。

金属市场周报

2026. 2. 2-2026. 2. 6

核心观点

1、上周金铜宽幅震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.65%，白银下跌 9.06%；沪金 2604 合约下跌 6.14%，沪银 2604 合约下跌 32.72%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.33%、-3.45%。

2、铜价测试支撑，显现企稳迹象

周初铜价在经历一波抛售之后逐渐见底反弹，美国 1 月制造业 PMI 调增至 52 基于市场一定信心，周二市场报道中国可能对精炼铜和铜精矿进行收储，风险偏好进一步修复，铜价延续反弹格局，但随后市场偏好再度回落，主要在于 ADP 等就业市场软数据表现疲软，同时美股科技股财报密集发布，但市场对预期做出调整，美股、比特币等风险资产悉数下跌，并且一度有局部流动性冲击的迹象，铜价也受到压力承压回落。周五市场企稳回升，铜价站稳关键技术支撑并且显著收复跌幅。

3、金价有所企稳，银价大幅下跌

上周，金银表现分化，黄金价格有所企稳，白银价格延续下跌。美国 PMI 超预期回升，但 ADP 就业人数走弱体现出劳动力市场的疲软。同时，美国政府的短暂停摆使得非农就业数据延迟发布，市场对潜在的流动性风险的担忧使工业金属仍遭遇阶段性抛售。短期来看，黄金价格仍处于震荡调整阶段，中长期在央行购金及避险需求的支撑下仍有上行空间。关注下周美国 CPI 及非农数据表现。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价一波三折，但整体呈现企稳迹象。周初铜价在经历一波抛售之后逐渐见底反弹，美国 1 月制造业 PMI 调增至 52 基于市场一定信心，周二市场报道中国可能对精炼铜和铜精矿进行收储，风险偏好进一步修复，铜价延续反弹格局，但随后市场偏好再度回落，主要在于 ADP 等就业市场软数据表现疲软，同时美股科技股财报密集发布，但市场对预期做出调整，美股、比特币等风险资产悉数下跌，并且一度有局部流动性冲击的迹象，铜价也受到压力承压回落。周五市场企稳回升，铜价站稳关键技术支撑并且显著收复跌幅。

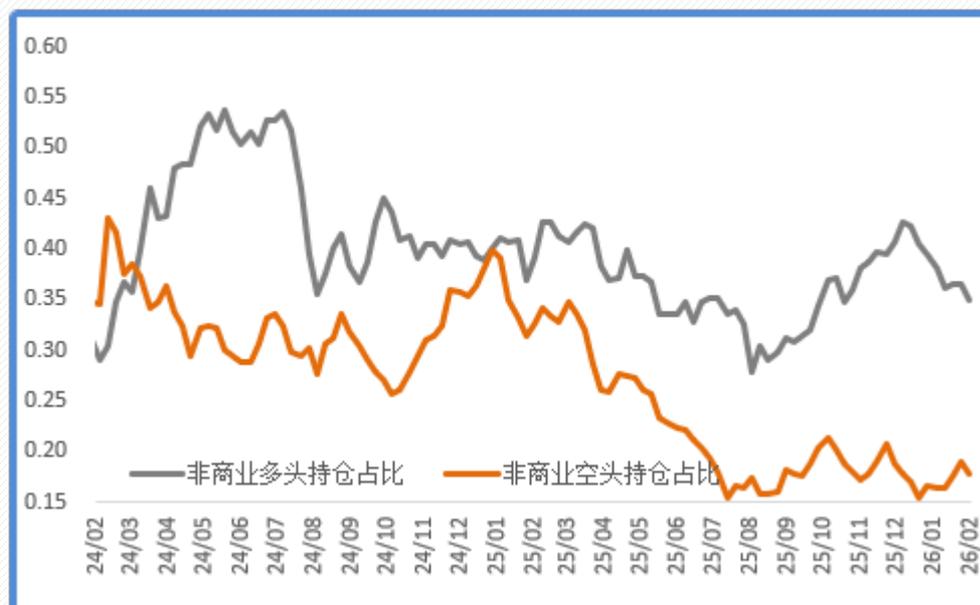
上周 SHFE 铜价在 10 万元以下获得显著支撑，周中价格两次跌破 10 万之后都引发了下游需求的积极点价，这从基本面上位铜价的底部给出了较为清晰的信号。本周临近国内春节，预计社会库存仍将累库，但是随着此前两次集中点价、之前被抑制的库存得以释放，因此预计本轮累库的程度和斜率可能会比此前的年份略有缓和，虽然绝对水平仍然不低，基本位于均值之上，但是斜率放缓对铜价而言仍然是相对利多。因此，只要不出现超预期的累库，库存的问题并非是决定铜价在春节后走势的关键因素，更多还是看市场对于后续消费预期的变化。

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，库存已经接近 60 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近 50 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

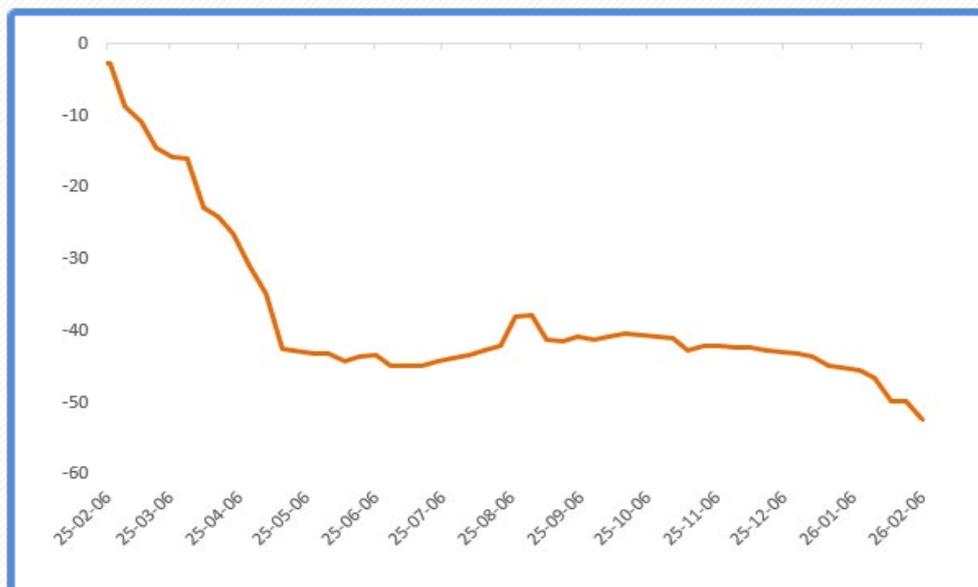


数据来源：Wind

（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-50.39 美元/干吨，较上周跌 0.35 美元/干吨。铜精矿现货市场 TC 持续低位，部分贸易商本周开始报盘 3 月船期货物，贸易商与冶炼厂对固定数字可成交预期分歧较大，报盘价格多集中在-50 中位附近，回盘价格-40 高位，买卖双方心理价差拉大，实际成交有限，有贸易商反馈以炼厂指数进行报盘。冶炼厂当前采购延续按需补库为主。铜精矿供需端供应紧张的核心矛盾未得到根本改善，现货市场博弈特征持续显现。

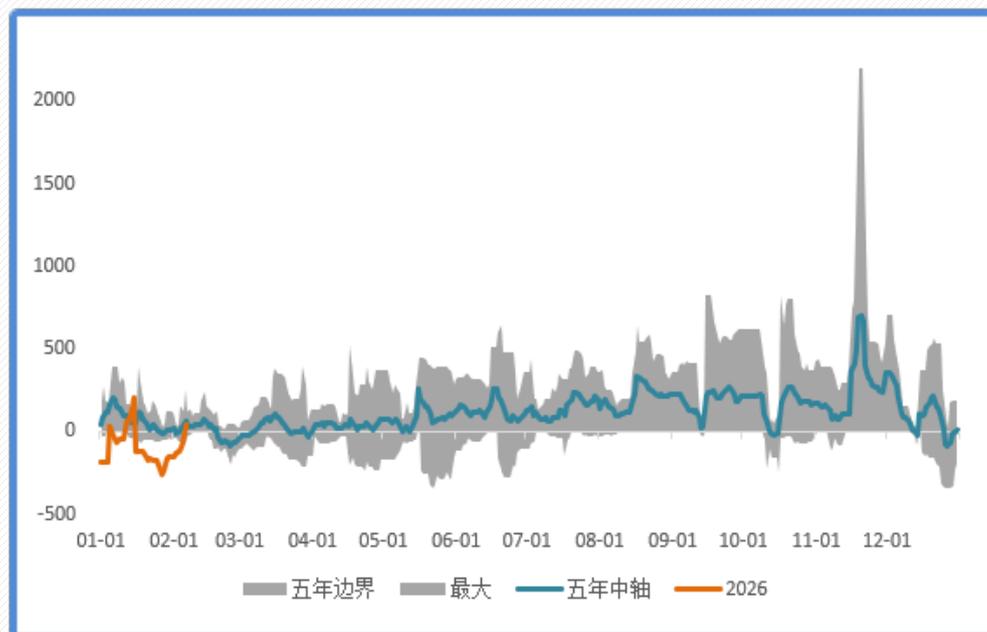
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，随着周内铜价部分时间回落至 10 万元/吨以下，市场订单亦有所增加，加之临近春节假期，下游企业节前备货情绪显现，采购需求提升明显，日内点价动作表现积极。且部分冶炼企业以及贸易商反馈，周内预售货源相对较多，预售计划量排至 2 月份中下旬。后续来看，市场国产货源仍到货相对较多，社库预计维持大幅累库趋势；且考虑到节假日将至，部分贸易商出货动作停止，市场可报价货源仍相对有限，但周内下游企业基本大部分停产放假，市场需求预计相对较弱，因此现货升贴水或表现拉锯，整体运行于贴 50~升 100 元/吨附近。

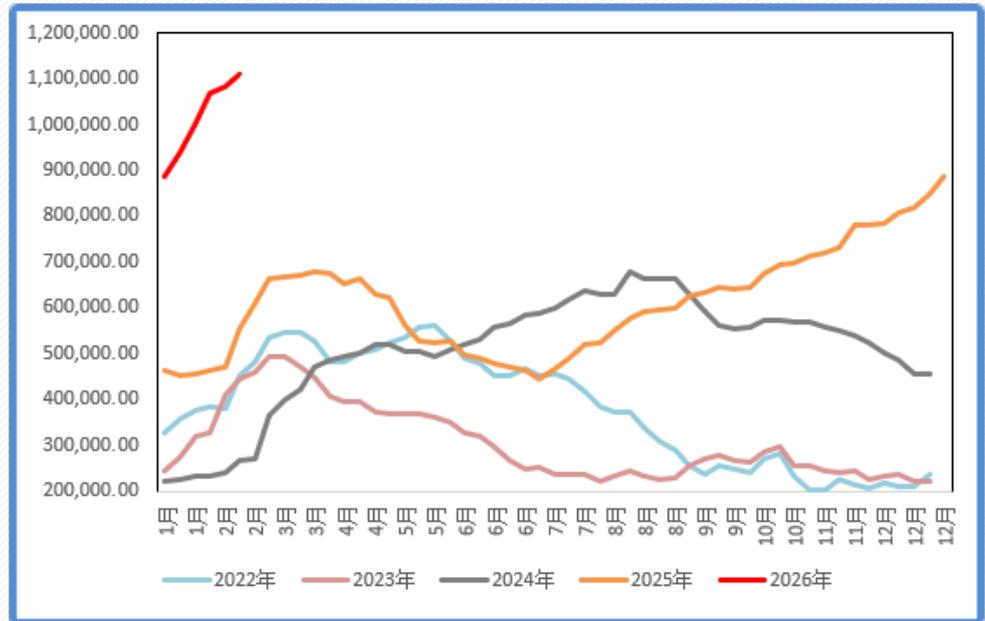
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 35.23 万吨，较 29 日增 1.65 万吨，较 2 日增 1.15 万吨；周内上海市场库存维持大幅累库趋势，由于考虑到物流运输表现紧张，周内部分冶炼厂提前发往社库交仓货源增加，虽周内铜价有所回落，下游企业采购需求阶段性提升，但整体仓库交仓量较多，库存因此维持增加。目前冶炼厂发货交仓量仍相对较多，同时临近传统春节节假日，下游企业陆续进入停产放假阶段，市场需求有限，社库预计维持累库趋势。而广东市场库存相对变化不大，主因冶炼厂发货量维持一般，同时部分贸易商逢低收货，仓库出库量有所增加，库存因此变化有限。下周来看，仓库到货量仍难有增量，同时下游企业接货需求减弱，库存预计仍变化较小。

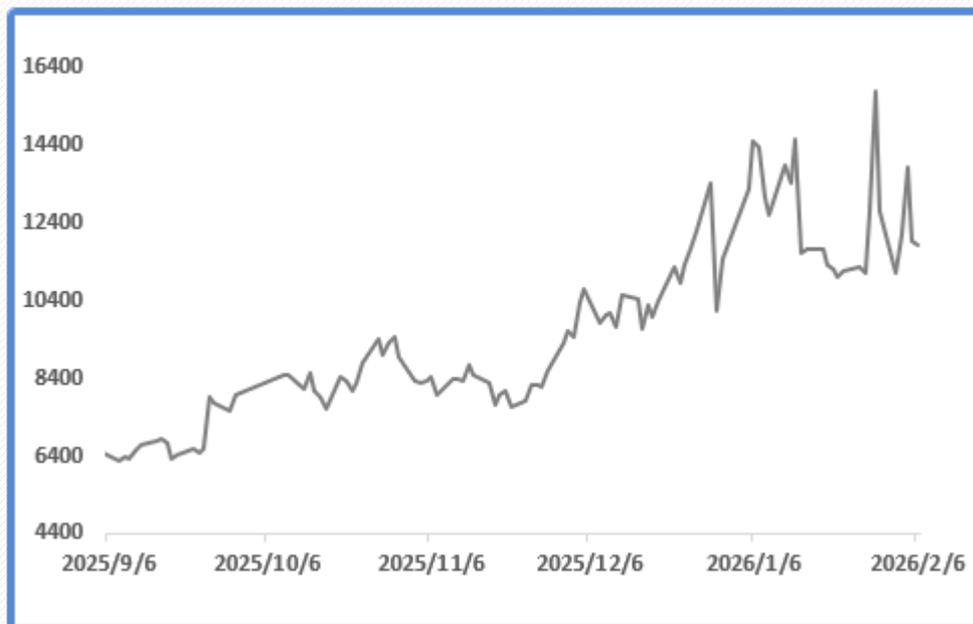
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费普遍上调，多数品牌货源上涨超 100 元/吨；精铜杆市场受铜价大幅回调出现集中拿货，部分厂家有意控制接单；再生铜杆市场交易活跃度明显下降，少数企业交付节前订单；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度双双收缩；国内铜杆社会库存继续累库。虽然铜价回调明显，但终端企业普遍已经进入放假状态，仍在交易的企业数量寥寥可数，因此实际消费需求有限，下周铜杆市场将进入交易“休眠期”，实际交易有限。此外，下周铜杆企业也集中进入停产检修阶段，但部分铜杆企业仍有年前发货订单未完成，但下周物流运输效率将进一步下滑，运力紧张的情况下，铜杆企业年前发货订单运输成本将有明显增加。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属表现分化，COMEX 金银于 4423-5114 美元/盎司、63-92 美元/盎司区间内运行。上周，金银表现分化，黄金价格有所企稳，白银价格延续下跌。美国 PMI 超预期回升，但 ADP 就业人数走弱体现出劳动力市场的疲软。同时，美国政府的短暂停摆使得非农就业数据延迟发布，市场对潜在的流动性风险的担忧使工业金属仍遭遇阶段性抛售。

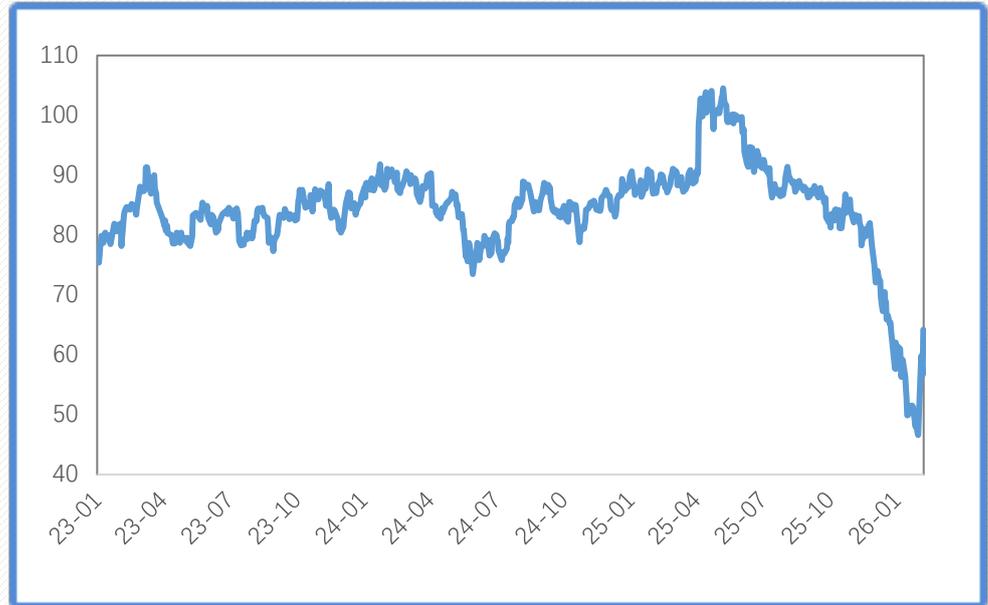
贵金属价格监控

2026/2/6	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4958.5	4879.6	1.6%
COMEX 白银	76.8	84.8	-9.4%
伦敦金现	4948.0	4981.9	-0.7%
伦敦银现	74.9	103.2	-27.4%
SHFE 黄金	1086.4	1148.1	-5.4%
SHFE 白银	19574.0	28200.0	-30.6%
上金所黄金 T+D	1091.5	1164.0	-6.2%
上金所白银 T+D	18197.0	27530.0	-33.9%

（二） 比价与波动率

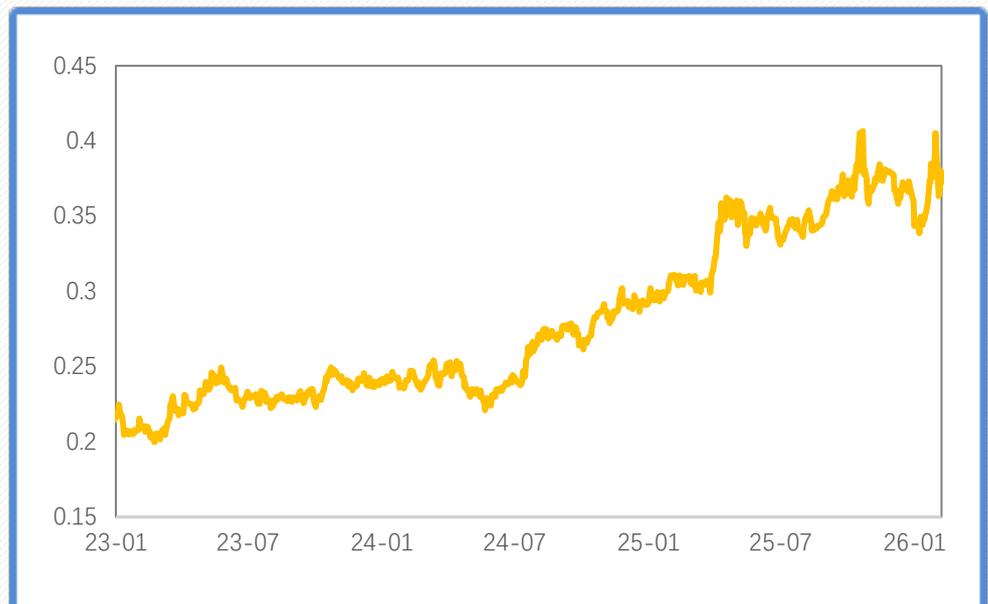
上周，黄金上涨而白银下跌，金银比大幅回升；铜价跟随金价走势，金铜比窄幅震荡；金价上涨而原油下跌，金油比小幅反弹。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



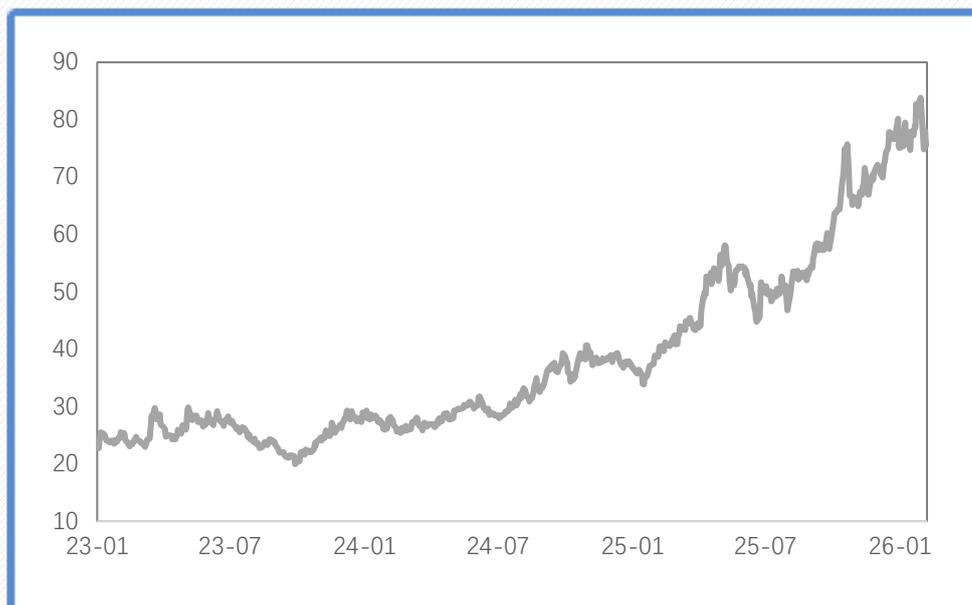
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

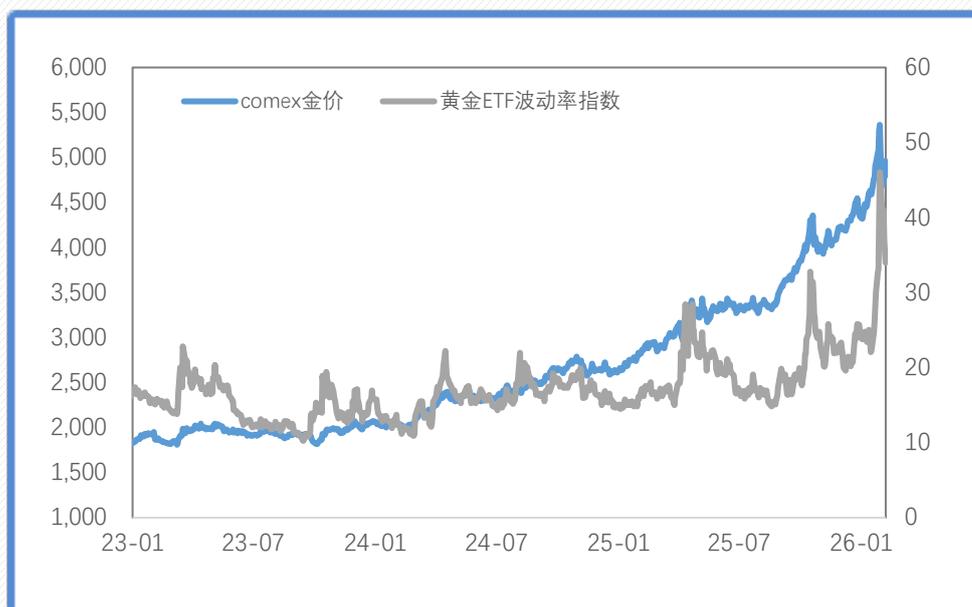
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 较前一周显著下滑，前期利空交易相对充分后，波动率随之回落。

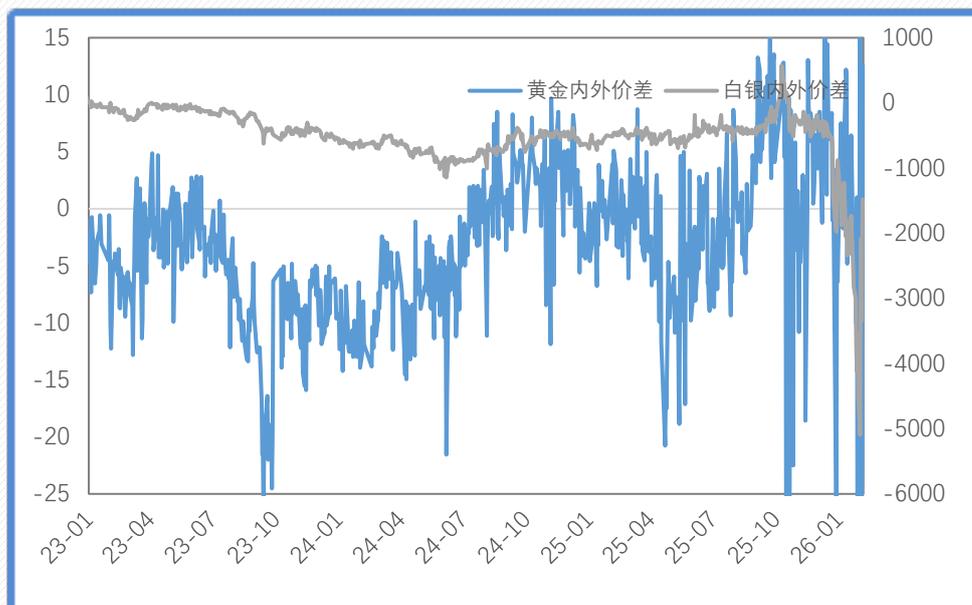
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

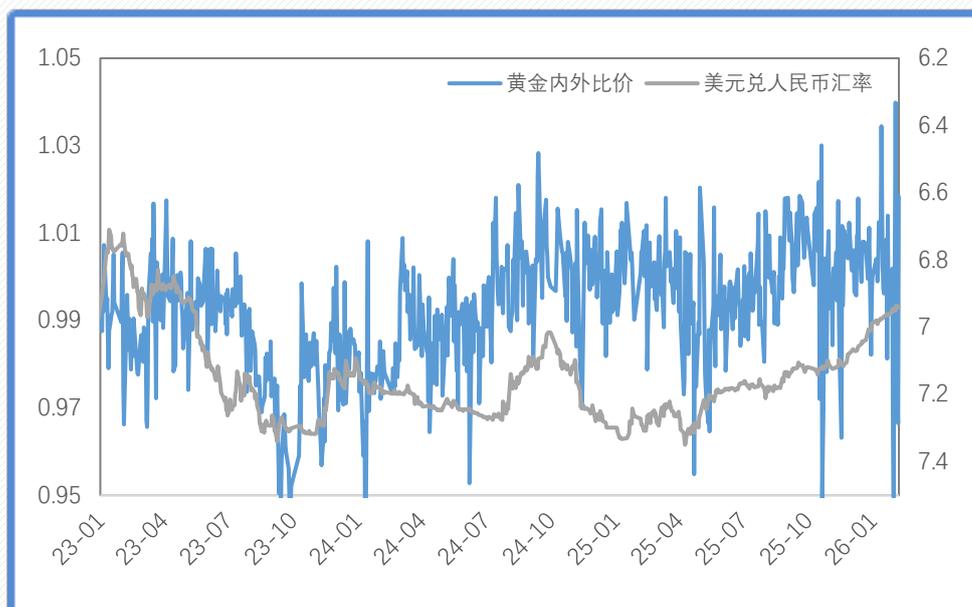
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差及比价同样回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

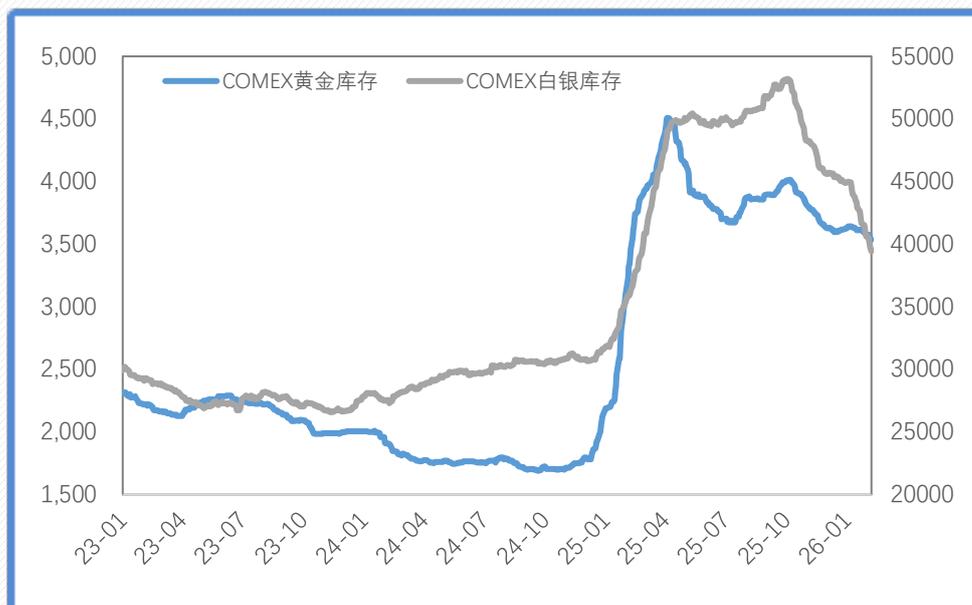


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

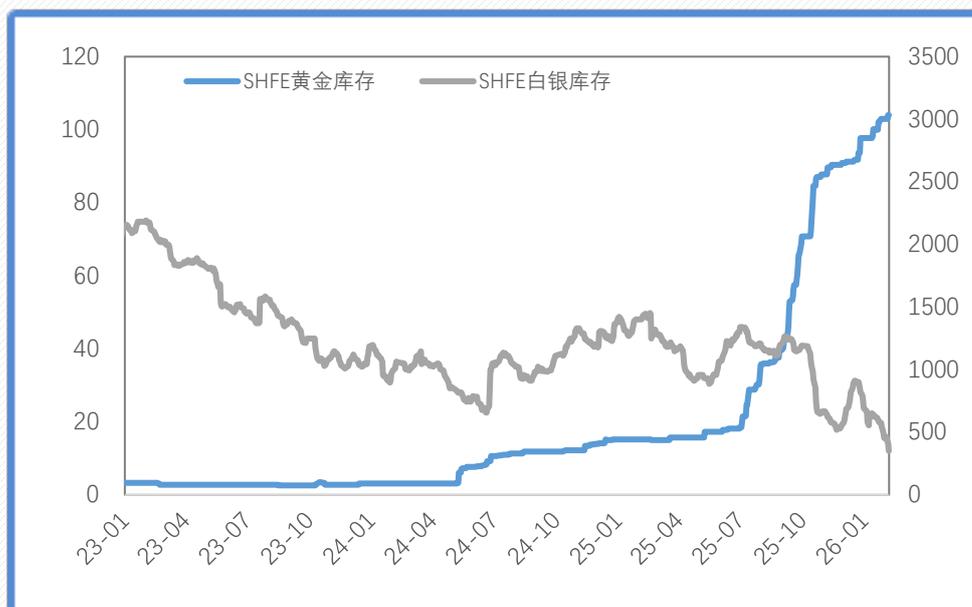
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3537 万盎司，环比减少约 38 万盎司，COMEX 白银库存约为 39451 万盎司，环比减少约 1138 万盎司；SHFE 黄金库存约为 104 吨，环比增加 1 吨，SHFE 白银库存约为 350 吨，环比减少约 105 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

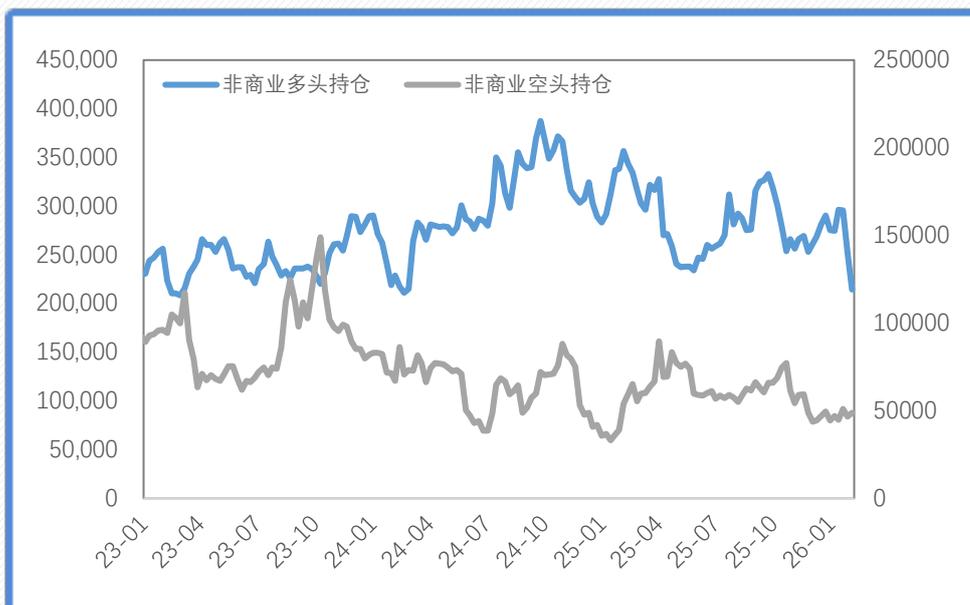
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 10.9 吨至 1076 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 668 吨至 16191 吨; 截至目前, COMEX 黄金非商业总持仓为 26.3 万手, 其中非商业多头持仓减少 37592 手至 21.5 万手, 空头持仓增加 2200 手至 4.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周小幅回升至 52.4%附近, 非商业空头持仓占比回升 11.9%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



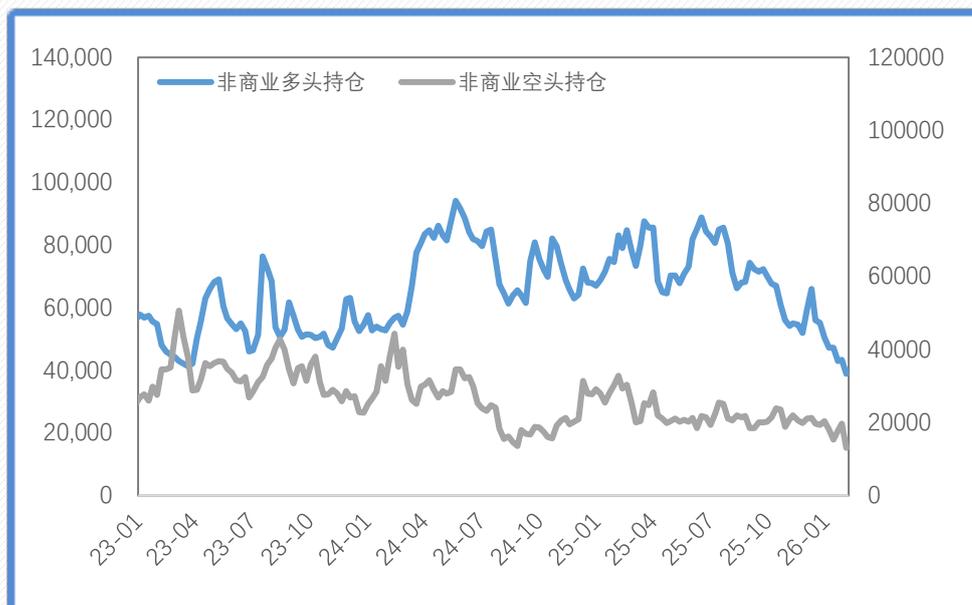
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



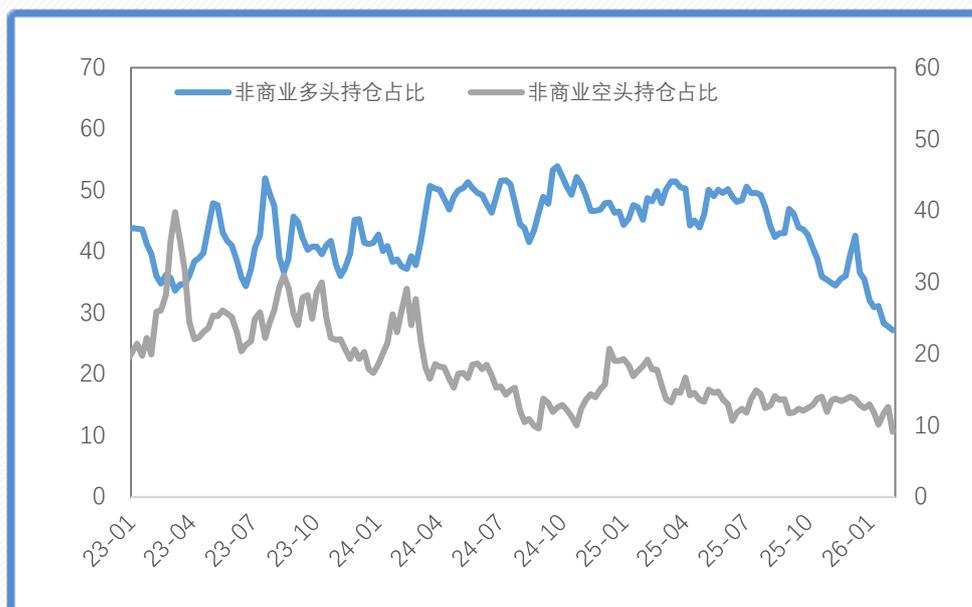
数据来源: Wind

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

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 Warsh 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。

短期来看，黄金价格仍处于震荡调整阶段，中长期在央行购金及避险需

求的支撑下仍有上行空间。关注下周美国 CPI 及非农数据表现。

关注及风险提示

非农就业、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。