

美债波动、库存分化下：贵金属与铜市场新格局

摘要：本报告期内，贵金属整体维持偏强运行，铜价则保持区间震荡。宏观层面，美国 30 年期国债收益率一度冲高至 5.3% 上方（创近 20 年新高），财政发债供给扩张与期限溢价抬升引发市场对主权信用的持续关注。随着美国财政部扩大长债流动性支持回购规模（由单次最高 20 亿美元扩大至至少 40 亿美元），美元指数承压回落至 99 关口附近，实际利率下行推动 COMEX 黄金与白银期货企稳反弹。虽然美联储 7 月会议纪要偏鹰，但利率期货市场对 9 月按兵不动仍保持高概率定价，市场焦点正转向杰克逊霍尔全球央行年会及最新核心 PCE 物价指数。

基本面上，铜精矿加工费（TC）进一步走低至 -181.25 美元/吨的低位，凸显出矿端供应的持续脆弱性。库存结构呈现显著的区域分化：LME 库存自低位回升缓解了部分短期交割压力；但非美库存整体维持低位，而 COMEX 铜库存则持续累积至历史新高，全球显性库存总量回升与区域分化并存。

金属市场周报
2026. 8. 19-2026. 8. 25

核心关注

1、事件速览

本期金属市场的核心驱动因素主要由美国长端利率走势、财政政策干预与地缘政治风险共同构成。在美债主权信用讨论与实际利率波动的背景下，贵金属市场价格呈现偏强运行状态；铜市场则在矿端供应偏紧与全球库存结构再平衡的双重作用下保持区间震荡整理。

一、美债长端利率冲高与财政部扩大回购

- **长端利率冲击：**本轮全球长端收益率上行由通胀粘性的持续讨论、美债财政供给规模扩以及配置型资金需求变化共振驱动。美国 30 年期国债收益率一度冲高至 5.3% 上方（刷新近二十年高位），同时主要海外持有人持仓数据的变化，进一步反映出长端供需两端的结构性压力。
- **财政干预落地：**美国财政部于 8 月中旬将 10-30 年期长期名义票息证券流动性支持回购规模由单次最高 20 亿美元扩大至至少 40 亿美元，释放平抑长端利率过快上行的政策信号。政策信号释放后，芝商所 30 年期美债期货应声反弹，对应的 30 年期美债收益率单日回落近 10 个基点，美元指数亦同步回落至 99 关口附近。
- **持续性仍待观察：**流动性回购工具主要起阶段性缓冲作用，中长期债务赤字扩张带来的供给压力依然存在，后续 30 年期美债收益率再次企稳于 5.2% 上方，显示长端利率的结构性压力仍需持续观测。

二、美联储表态偏鹰与政策观察窗口前移

数据与预期：美国 7 月 CPI 同比录得 3.4%、核心通胀表现出放缓迹象，但就业市场新增数据不及预期。参芝商所 FedWatch 工具的市场隐含概率，利率期货市场对 9 月政策利率按兵不动保持较高定价，主流预期依然围绕年内利率维持现状展开。

- **会议纪要与官员分歧：**7月美联储会议纪要显示，决策层在政策路线上仍保留灵活性，以锚定通胀预期并防止市场过早定价宽松环境。后续市场关注焦点将转向杰克逊霍尔全球央行年会的政策表态，以及即发布的7月核心PCE物价指数和二季度GDP修正值，上述数据将为短端利率预期与长端期限溢价提供进一步的引导。

三、 地缘政治与能源通胀风险

- **地缘层面：**中东地区相关谅解备忘录期限届满后，地缘局势与海峡通航环境仍存在不确定性。部分地区能源设施与贸易路线受干扰，导致原油价格呈现高位波动，市场对通胀粘性的预期反复显现。
- **传导影响：**能源价格的波动一方面强化了市场对实物资产的防范性配置需求，影响COMEX黄金与白银期货的估值结构；另一方面也对央行货币政策的宽松空间构成约束，间接增加了包括COMEX铜在内的工业金属在宏观需求端的变量。

2、驱动与约束因素分析

1. 贵金属：主权债务与财政议题成为新的核心变量

随着美国联邦债务规模的持续扩大，市场对财政可持续性、海外持有人承接意愿以及货币政策独立性的讨论推升了长端期限溢价。黄金与美债实际利率之间的传统负相关性在阶段性上有所弱化，全球央行购金需求与机构防范性资产配置构成了中长期的基本面支撑。尽管美国财政部扩大国债回购规模在短期内促使美债利率与美元指数震荡回落，但在长端国债供给压力尚未完全解除的背景下，COMEX黄金与白银期货市场仍可能维持较高的波动特征。

2. 宏观层面的约束变量

长端利率保持高企仍会提高持有贵金属的机会成本，并可能通过权益市场的阶段性调整传导至市场整体流动性。后续杰克逊霍尔央行年会的政策信号，将为长端国债收益率与通胀预期提供进一步引导。此外，在跨境资本流向与外汇市场方面，美日利差虽保持在较高水平，

但市场套息头寸的拥挤度已较前期明显改善，短期内资本集中平仓的风险有所缓解；不过，对日本央行后续货币政策调整的预期仍是影响跨市场流动性的潜在变量。

3. 铜产业：供应脆弱性与库存再平衡并存

原料端约束强化：铜精矿现货加工费（TC）指数在 8 月下旬进一步下滑至 -181.25 美元/吨的历史低位；反映出矿端紧缺压力持续向冶炼端传导，海外部分炼厂面临减产压力，国内 7 月电解铜产量亦出现同比放缓。

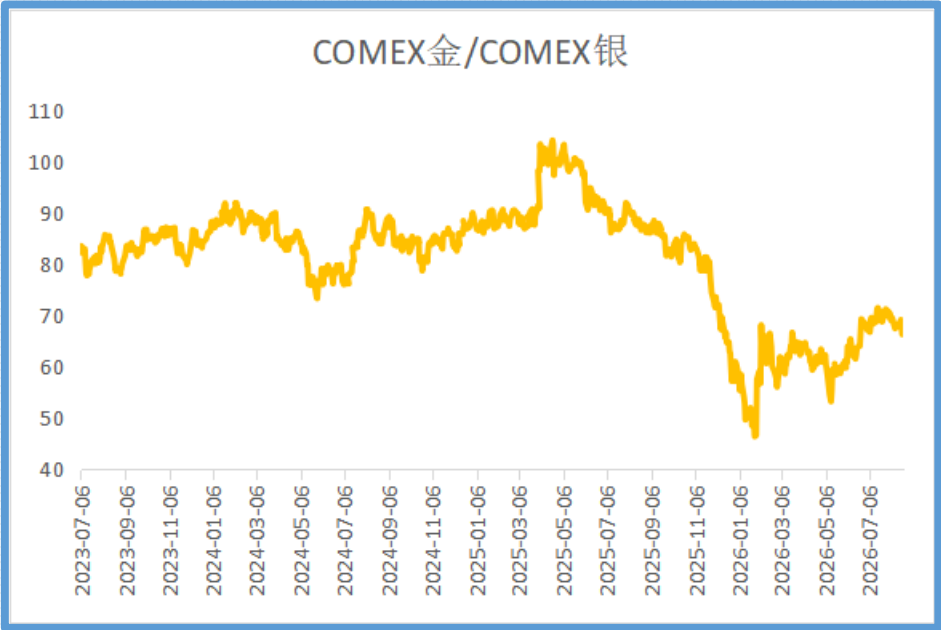
库存结构分化：LME 铜库存回升缓解了先前的局部交割压力；COMEX 铜库存则持续累积至高位，显示出不同区域间的现货流动与交割意愿错配。国内社会库存呈现阶段性去化，现货升贴水较前期有所回落，反映出高价对即期消费的抑制与季节性补库预期相互交织

需求韧性仍在：高铜价对部分传统领域的采购节奏有所压制，但铜价震荡回调后下游接货意愿有所改善，储能、电力设备及相关出口领域的韧性继续为 COMEX 铜等全球基准合约的基本面筑底提供支撑。

1、贵金属：财政干预催化 V 型反转，资金增仓与库存回升并存

价格方面，COMEX 黄金主力合约 8 月 21 日收于 4661.6 美元/盎司，较 8 月 14 日上涨 5.18%，周内突破 4600 美元整数关口；沪金主力合约 8 月 21 日收于 987.44 元/克，较 8 月 14 日上涨 4.69%，8 月 24 日进一步升至 1006.82 元/克。COMEX 白银主力合约 8 月 21 日收于 69.81 美元/盎司，较 8 月 14 日上涨 7.69%，弹性继续强于黄金。金银比由 68.37 回落至 66.78。

图 1：COMEX 金/COMEX 银

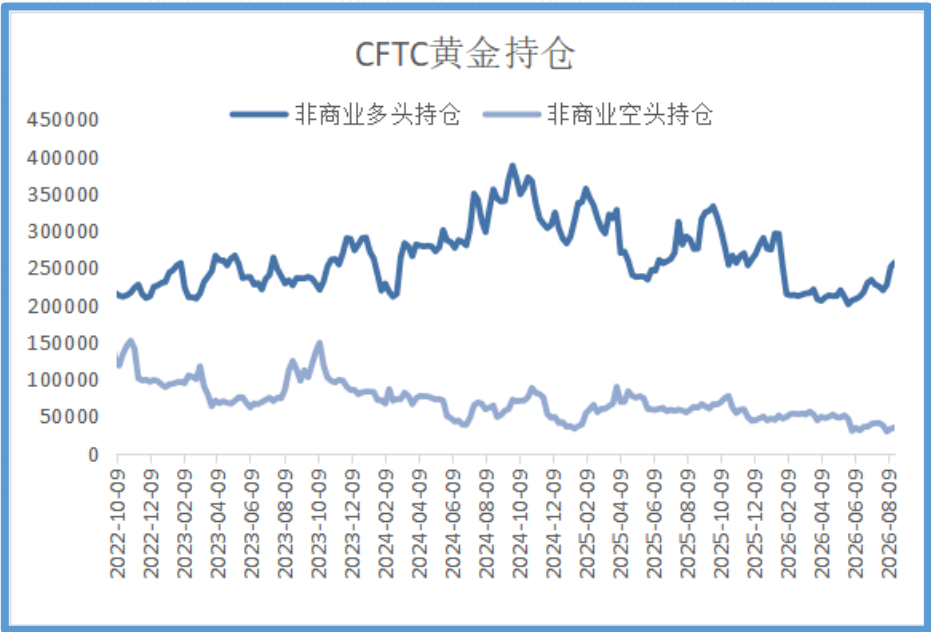


数据来源：Wind

库存方面，COMEX 黄金库存 8 月 24 日报 2672.77 万盎司，较 8 月 17 日增加 7.89 万盎司；COMEX 白银库存 8 月 24 日报 33776.84 万盎司，较 8 月 17 日增加 260.37 万盎司。SHFE 黄金库存 8 月 21 日报 113.658 吨，周度基本持平；SHFE 白银库存报 1165.323 吨，周增 54.117 吨，延续 7 月中旬以来的累积趋势。

持仓方面，8 月 21 日当周，COMEX 黄金非商业多头持仓 25.69 万手，周增 5966 手；非商业空头持仓 3.47 万手，周增 1717 手；非商业净多持仓 22.22 万手，周增约 0.42 万手。COMEX 白银非商业多头持仓 3.84 万手，周减 922 手；非商业空头持仓 1.47 万手，周减 901 手；非商业净多持仓 2.36 万手，环比基本持平。

图 2：COMEX 黄金持仓



数据来源：Wind

2、铜：TC 再创历史新低，LME 逼仓缓解与 COMEX 库存新高并存

价格方面，LME 三个月期铜 8 月 21 日收于 14185 美元/吨，较 8 月 14 日微涨 0.09%，8 月 24 日进一步升至 14245 美元/吨；周内一度逼近 1.44 万美元/吨后回落。沪铜主力合约 8 月 21 日收于 107750 元/吨，较 8 月 14 日微涨 0.06%，周均持仓量 56.09 万手，周环比下降 3.53%。

供应方面，矿端紧缺继续深化。钢联铜精矿 TC 指数 8 月 21 日报-181.25 美元/吨，周降 5.03 美元/吨，再创历史新低；三方报告口径现货 TC 亦运行至-180 美元/吨附近。2026 年 1-6 月全球铜矿产量同比下降 0.87%，中国铜矿产量同比下降 1.67%，1-7 月中国铜矿进口量同比下降 1.75%。精铜端，7 月国内电解铜产量 112.68 万吨，环比下降 1.59%，同比下降 4.04%，为近五年来首次同比转负，主因废产阳极板采购难及冶炼厂集中检修；8 月产量预计维持低位。国内废铜供应受发票政策影响延续偏紧。

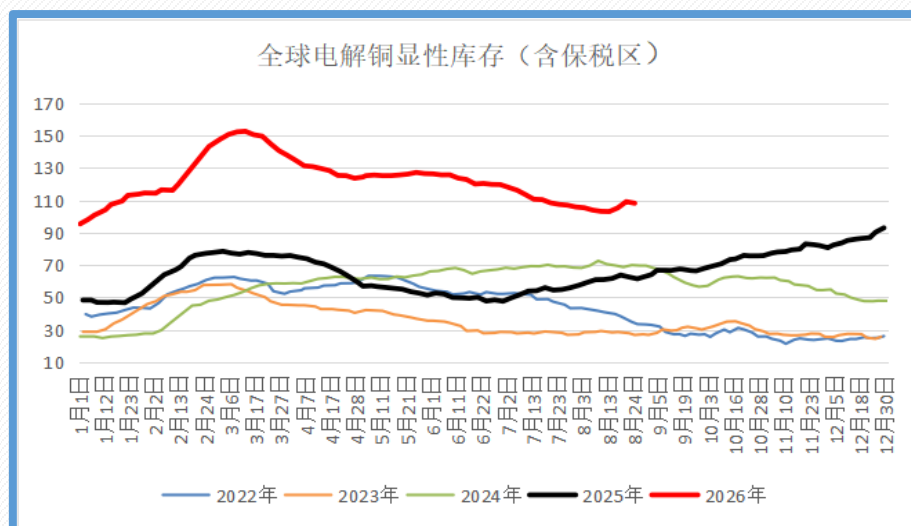
库存方面，全球电解铜显性库存（含保税区）8 月 24 日报 108.26 万

吨，较 8 月 17 日增加 2.87 万吨。其中，LME 铜库存 8 月 24 日报 24.025 万吨，较 8 月 17 日增加 3.24 万吨，交割后注册仓单回升令逼仓压力缓解；COMEX 铜库存 8 月 24 日报 67.50 万吨（约 74.4 万短吨），续创历史新高；国内电解铜现货库存 8 月 24 日报 12.87 万吨，较 8 月 17 日下降 1.81 万吨，保税区库存报 3.86 万吨，较 8 月 17 日增加 0.81 万吨。总量回升与美国库存集中、非美库存偏低的区域分化并存。

价差与持仓方面，上海 1#电解铜现货升水 8 月 18 日一度升至 405 元/吨，8 月 21 日收窄至 265 元/吨，8 月 24 日报 210 元/吨，仍显著高于 8 月 14 日的贴水 170 元/吨。精废价差 8 月 24 日报 4240 元/吨，较 8 月 17 日的 5623 元/吨明显收窄。8 月 21 日当周，COMEX 铜非商业净多持仓 7.97 万手，较 8 月 14 日减少 640 手；8 月 14 日当周 LME 投资基金净多持仓 5.23 万手，周增 6.52%。

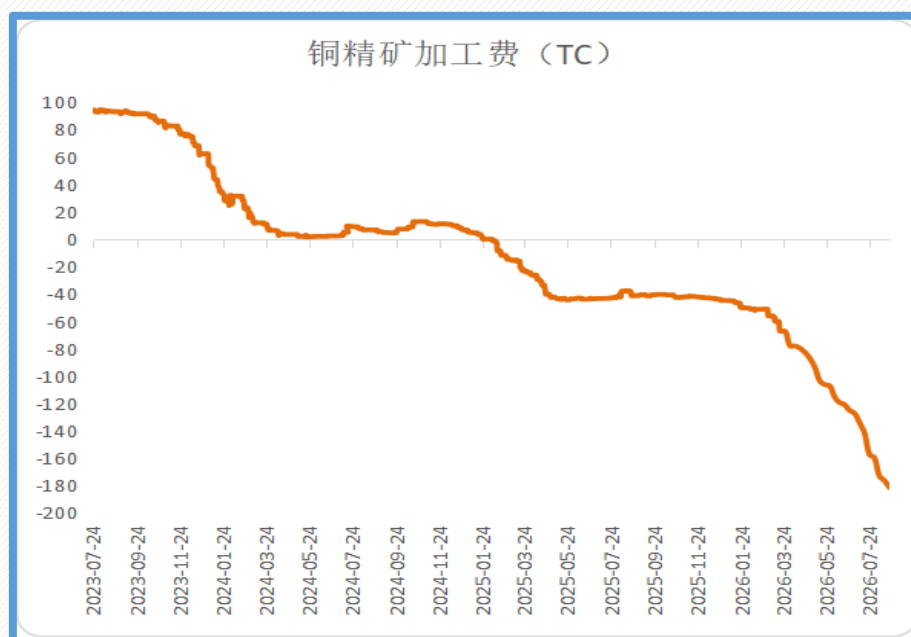
消费方面，高铜价对下游的抑制仍在，但价格回调后订单与接货意愿边际改善。三方报告显示，截至 8 月 20 日，电解铜杆开工率 61.2%，电缆开工率 65.8%，周环比分别回升 1.9 个百分点和 3.55 个百分点。终端结构分化延续：家电、地产和风电光伏领域表现偏弱，8 月国内消费同比转负；储能、电力设备与汽车出口维持较强韧性。国内宏观层面，7 月制造业 PMI 仍处收缩区间，后续旺季备货与工业企业利润修复节奏是需求验证重点。

图 3：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：钢联数据

图 4：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

铜市场

后续需重点关注四大核心主线：第一，杰克逊霍尔央行年会、美国 7 月

核心 PCE 物价指数及二季度 GDP 修正值对美债长短端收益率与美元指数
的指引；第二，关注美国铜关税政策动态及 COMEX 与 LME 跨市场
价差变化，观察 COMEX 铜库存高位累积背景下，全球显性库存向北美
流转的持续性；第三，关注 LME 铜库存回升后现货升贴水结构的企稳
情况，以及非美地区低库存状态对现货升水的支撑力度；第四，跟踪
国内传统消费旺季的备货节奏，结合现货升贴水、下游开工率及铜精
矿 TC 历史低位带来的成本压力，评估冶炼端供应调整的实际影响。

贵金属市场

核心聚焦在于美联储政策框架的表态、7 月核心 PCE 数据以及就业基
准数据修正对利率预期的引导，可通过 CME FedWatch（美联储观察工
具）密切跟踪市场隐含概率的变化。同时，需持续观察美国长债供给
压力、财政部流动性回购操作的执行效果，以及 CME 30 年期美债期
货对应的收益率走势。中长期维度下，联邦债务规模、美债期限溢价
讨论与全球央行购金需求仍构成 COMEX 黄金与白银期货的基本面配
置支撑；但考虑到白银交易所库存呈现持续累积状态，需密切跟踪资
金流动与现货供需结构的再平衡进程。

风险提示：

- **地缘与能源风险：** 中东局势反复导致原油价格高位波动，强化
通胀粘性预期。
- **货币政策超预期：** 美国通胀粘性超预期，导致利率长期维持高
位或紧缩预期重拾。
- **贸易与关税政策：** 美国铜关税政策落地引发跨市场价差波动与
全球库存再分配。
- **终端需求不及预期：** 国内传统消费旺季备货节奏滞后，下游实
际采购意愿偏弱。
- **流动性链式冲击：** 全球长端利率维持高位引发权益、债券及商
品市场的跨资产流动性波动。

[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。