

支撑

摘要：报告期内贵金属自高位显著回调，铜价相对抗跌，金铜比快速回落。宏观层面，美联储主席沃什重申 2% 的通胀目标，并指出通胀数据尚未呈现持续改善趋势，当前金融环境尚不具备足够的约束性。受此偏紧的政策表述影响，市场对 9 月加息的定价概率由不足 40% 上升至约 60%，12 月加息概率升至 90%，同步推动美元指数与美债收益率走高。基本面上，铜精矿 TC 降至 -194.2 美元/吨再创历史新低；全球电解铜显性库存重回去化，LME 注销仓单占比回升至 50% 上方，COMEX 库存续创历史新高，区域分化延续；国内社会库存加速去化，现货升水走强至 595 元/吨，旺季临近下游开工与订单边际改善。

金属市场周报

2026. 8. 26-2026. 9. 1

核心关注

1、事件速览

本期金属市场的核心变量由美联储主席沃什的偏紧政策演讲主导，加息预期重新定价令贵金属自高位回调；地缘与油价扰动边际钝化，铜则在供应偏紧与旺季预期支撑下走势相对平稳。

一、沃什杰克逊霍尔演讲落地，加息预期重新定价

演讲内容落地：8 月 28 日，美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行年会发表就任后首次主旨演讲，强调以 PCE 为锚的 2% 通胀目标坚定不移、联储对通胀连续 65 个月高于目标负有责任；指出尽管夏季通胀读数好于预期，但不代表潜在通胀趋势出现有意义改善，超半数 PCE 分项涨幅仍高于 3%；并明确表示当前金融状况难言具备限制性，短端利率仍是最主要的政策工具，决策转向高度数据依赖并保留进一步加息选项。

市场重新定价：讲话结束后，芝商所 FedWatch 工具显示 9 月加息概率自不足 40% 攀升至 60% 附近，12 月加息概率自 70% 升至 90%。美元指数与美债收益率共振上行，美元指数周涨 0.85% 至 99.68；贵金属承压回调，周五晚间 COMEX 黄金日内跌幅一度达 3%、跌破 4450 美元/盎司，COMEX 白银跌幅超 4% 至 66.33 美元/盎司附近。

政策之后仍有变数：沃什此次表态旨在修复 7 月议息后受损的抗通胀公信力，也是对美元信用的捍卫。但 9 月加息并非确定事项——7 月议息会议 9 比 3 的票型显示内部分歧犹存，中性多数派仍倾向观察数据；9 月议息会议前公布的 8 月非农与 CPI 将直接决定投票走向，下周沃勒的讲话是 FOMC 静默期前最后一次委员发声，被市场重点关注。

二、 美国经济数据：通胀粘性与增长韧性并存

- 通胀端：美国 7 月 PCE 物价指数同比 3.7%，环比上涨 0.2%；核心 PCE 同比 3.3%、环比 0.2%，较 6 月环比 0.1% 小幅反弹，确认核心通胀仍具粘性，与沃什“通胀趋势未显著改善”的判断相互印证。
- 增长端：二季度实际 GDP 年化增速 1.5% 低于预期，但消费与商业投资保持强劲，AI 投资热潮仍是重要增长引擎；周度初请失业金人数下降凸显劳动力市场稳健，8 月消费者信心终值小幅反弹。经济数据的整体稳健削弱了金银短期的反弹动力，也为联储保留了政策空间。

三、 地缘因素影响边际减弱，国内不动产相关政策落地

地缘层面：美国财长公布多项针对伊朗的经济制裁措施并启动“经济弃儿行动”，同时伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡临时航线达成谅解，军事对抗风险进一步缓和；但伊方称不着急重开海峡，海峡仍处关闭状态。市场对美伊僵持的反应趋于钝化，并交易海峡缓和预期，原油价格自高位显著回落，Brent 原油周跌 6.66% 至 88.1 美元/桶。地缘降温一方面削弱了金银的避险驱动，另一方面也缓解了部分美债压力，使贵金属短期上涨动能减弱。

国内层面：周五五部门同步落地房地产核心制度文件，从预售制度改革、居民信贷规则优化到房企开发融资配套完成全方位制度重构，住房贷款期限上限由 30 年延长至 40 年。新政中长期有助于地产库存去化与供需格局改善，但短期将压制新开工弹性，地产链对金属需求的拉动

仍需时间验证。

2、驱动与约束因素分析

1. 贵金属：政策重定价影响短期走势，结构性支撑因素仍存

- **短期价格表现：**短期来看，美联储政策表述偏紧推动美元指数与实际利率上行，叠加此前价格上涨后的多头获利了结，贵金属价格承压回调。从月度维度来看，8 月国际金价自月初低点反弹并录得累计上涨，本轮回调主要体现为利率预期重定价与市场获利回吐的共振。
- **中长期基本面：**中长期支撑要素依然保持稳定。一方面，联邦债务规模与美债流动性状况持续受到市场关注，对美元体系的信任考量构成了长期约束；另一方面，官方储备需求维持稳健，中国央行连续第 21 个月增持黄金（7 月增持 19.91 吨），韩国央行亦重启黄金储备配置，二季度全球央行净购金量同比保持较快增长。
- **机构配置需求：**黄金此前在 4000 - 4200 美元/盎司区间形成了较稳固的价格支撑。SPDR 黄金 ETF 持仓量 8 月累计增加 35 吨至 1042.3 吨，显示市场资金的配置需求依然存在。

2. 宏观层面的约束变量

- **加息路径的数据依赖：**若 8 月非农就业与 CPI 数据超预期，9 月政策落地可能推动紧缩定价进一步发酵；反之，若政策走向出现调整，长端期限溢价与资产定价波动率中枢或将抬升。
- **能源与通胀的尾部风险：**霍尔木兹海峡通行状况尚未完全恢复，波斯湾地区石油出口量约恢复至此前水平的三分之二，原油价格处于阶段性高位仍可能对通胀预期产生边际传导。
- **国内产业政策的短期传导：**房企周转周期与新开工弹性的调整，在短期内对相关产业链需求的拉动幅度仍有待观察。

3. 铜产业：宏观利空与供给利多博弈，基本面支撑凸显

原料端约束深化：8月28日铜精矿TC指数报-194.2美元/吨，周降12.95美元/吨，创历史新低；矿端紧缺持续向冶炼端传导，7月国内电解铜产量同比转负，8月炼厂生产仍受限，海外炼厂维持减产节奏，废铜供应受发票政策影响延续偏紧。

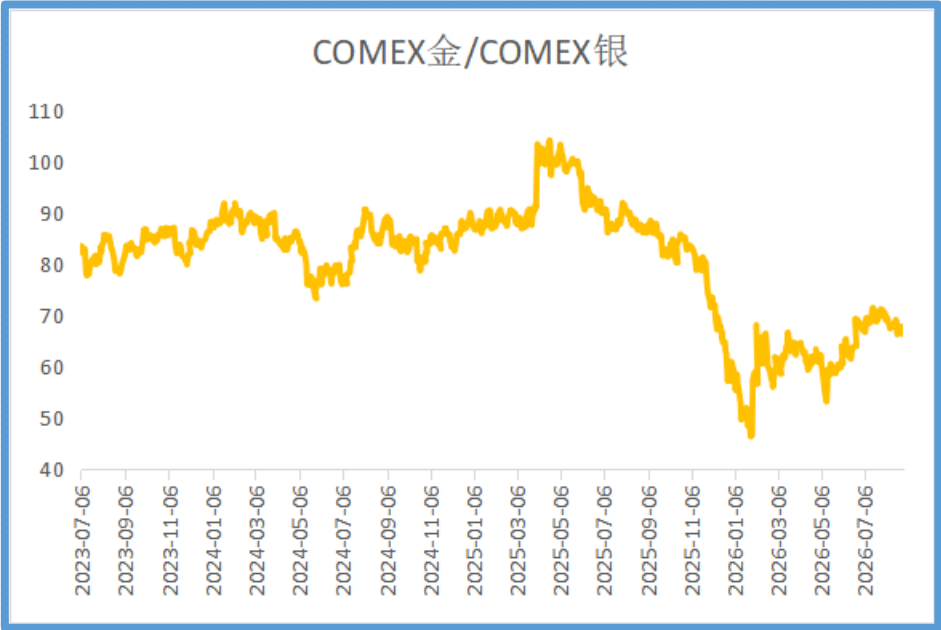
库存与现货结构收紧：经历上周短暂累库后，本周国内及LME库存重回去化趋势，LME注销仓单占比再次回升至50%以上，逼仓风险上升；LME现货升水周内自60美元/吨走强至210美元/吨后收敛至150美元/吨附近。国内社会库存加速去化，上海1#电解铜现货升水自210元/吨大幅走强至595元/吨，非美市场现货紧缺压力仍存。COMEX库存续创历史新高，美国仍占据全球显性库存七成以上份额，区域结构性失衡未解。

下游需求边际改善：随着传统消费旺季临近，电解铜杆与电缆开工率继续回升，部分下游企业订单明显好转，价格回调进一步提升了下游接货意愿。市场分析认为，在9月相关关税裁定明确之前，非美地区库存偏紧状况难有根本性缓和，基本面状况对铜价形成了相对平稳的支撑。

1、贵金属：政策表述偏紧触发回调，资金增仓与ETF流入并存

价格方面，COMEX黄金主力合约8月28日收于4504.1美元/盎司，较8月21日下跌3.38%，周内8月25日一度升至4715.9美元/盎司，周五单日重挫逾3%；沪金主力合约8月28日收于999.28元/克，较8月21日上涨1.20%，8月31日跟随外盘补跌至961.92元/克。COMEX白银主力合约8月28日收于67.09美元/盎司，较8月21日下跌3.90%。金银比由66.78回升至67.14，白银回调幅度大于黄金。

图 1：COMEX 金/COMEX 银

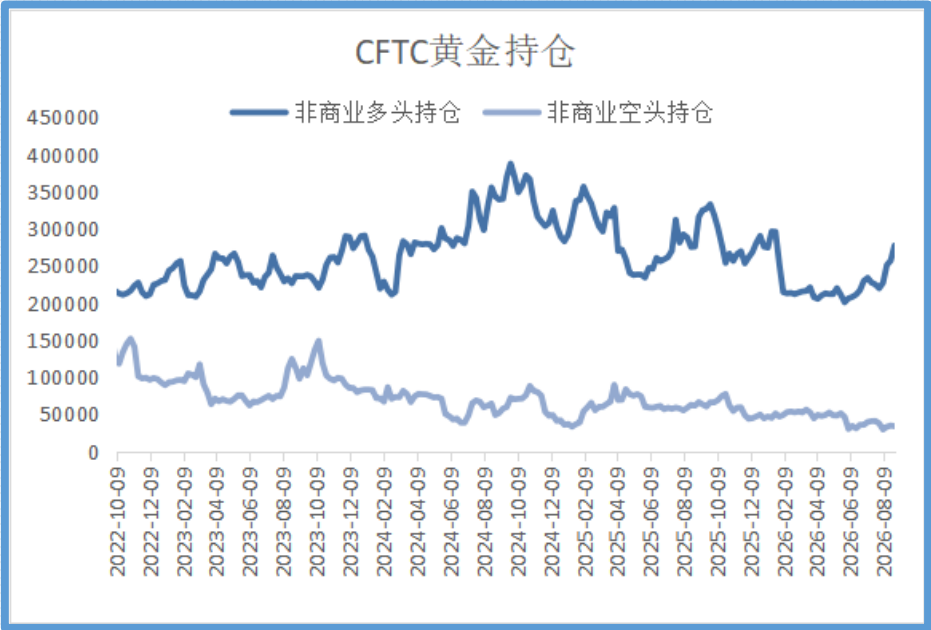


数据来源：Wind

库存方面，COMEX 黄金库存 8 月 31 日报 2730.08 万盎司，较 8 月 24 日增加 57.31 万盎司，延续回升；COMEX 白银库存 8 月 31 日报 33751.59 万盎司，较 8 月 24 日减少 25.25 万盎司。SHFE 黄金库存 8 月 28 日报 113.658 吨，周度持平；SHFE 白银库存报 1184.193 吨，周增 18.87 吨，延续 7 月中旬以来的累积趋势。

持仓方面，8 月 28 日当周，COMEX 黄金非商业多头持仓 27.72 万手，周增 20257 手；非商业空头持仓 3.38 万手，周减 888 手；非商业净多持仓 24.33 万手，周增 2.11 万手，增幅 9.52%。COMEX 白银非商业多头持仓 3.79 万手，周减 482 手；非商业空头持仓 1.26 万手，周减 2118 手；非商业净多持仓 2.53 万手，周增 1636 手。ETF 方面，SPDR 黄金 ETF 持仓 8 月累计增加 35 吨至 1042.3 吨的四个月高位，但周度小幅流出 4.85 吨，部分资金高位止盈；SLV 白银 ETF 持仓周度增加 65 吨至 15360 吨，维持净流入。

图 2：COMEX 黄金持仓



数据来源：Wind

2、铜：TC 加速下行创新低，全球库存重回去化

价格方面，COMEX 铜主力合约 8 月 28 日收于 6.64 美元 / 磅，较 8 月 21 日上涨 0.91%，周内 8 月 26 日一度升至 6.78 美元 / 磅创阶段性新高，周五受美元走强压制回落；沪铜主力合约周内一度冲上 10.95 万元/吨后高位回落，整体维持震荡偏强。

供应方面，矿端紧缺加速深化。钢联铜精矿 TC 指数 8 月 28 日报-194.2 美元/吨，周降 12.95 美元/吨，再创历史新低；三方报告口径现货 TC 报-194.30 美元/干吨，周度均价已降至-199.84 美元/吨。2026 年 1-6 月全球铜矿产量同比下降 0.87%，1-7 月中国铜矿进口量同比下降 1.75%；截至 8 月 28 日国内主流港口铜精矿库存 82.48 万吨，较前期低位有所回升。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；SMM 预计 8 月产量约 113.9 万吨，环比回升 1.1%但仍处低位。1-7 月国内废铜产量 132.98 万吨，同比下降 22.48%。

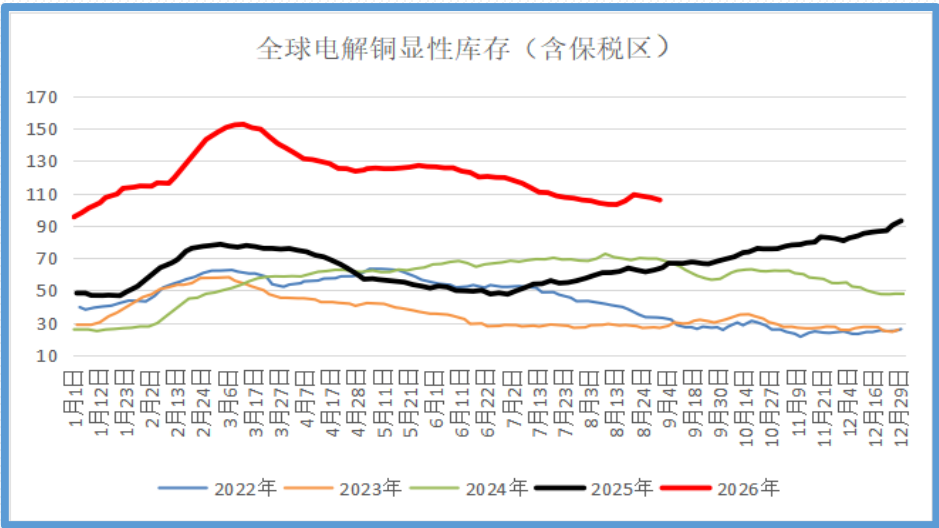
库存方面，全球电解铜显性库存（含保税区）8月31日报105.89万吨，较8月24日减少2.37万吨，重回去化。其中，LME铜库存8月28日报23.43万吨，较8月21日减少0.43万吨，注销仓单占比回升至50%以上，挤仓风险再度积聚；COMEX铜库存8月31日报68.83万吨（约75.89万短吨），续创历史新高，美国对非美库存的虹吸仍在延续；国内电解铜现货库存8月31日报10.08万吨，较8月24日大幅减少2.79万吨，保税区库存报3.55万吨，较8月24日减少0.31万吨。

价差与持仓方面，上海1#电解铜现货升水自8月24日的210元/吨一路走强，8月31日报595元/吨，可流通货源渐紧、补货需求对升水形成较强支撑；精废价差8月28日报5365元/吨，8月31日回落至4905元/吨，仍处高位。8月28日当周，COMEX铜非商业净多持仓8.53万手，周增5518手，增幅6.92%；8月21日当周LME投资基金净多持仓4.87万手，周减3625手。

消费方面，旺季临近下游边际改善。截至8月27日，电解铜杆开工率62.44%，电缆开工率66.51%，周环比分别回升1.24个百分点和0.71个百分点；部分下游企业订单明显好转，电解铜采购意愿增强，市场成交活跃度提升。终端结构分化延续：9月家用空调排产975万台，同比下降7.7%；8月1-23日全国新能源乘用车零售同比下降12%；光伏组件下游采购量仍偏低；储能与电力设备需求维持韧性。国内地产新政中长期有助于行业供需格局改善，但短期新开工与投资仍承压。

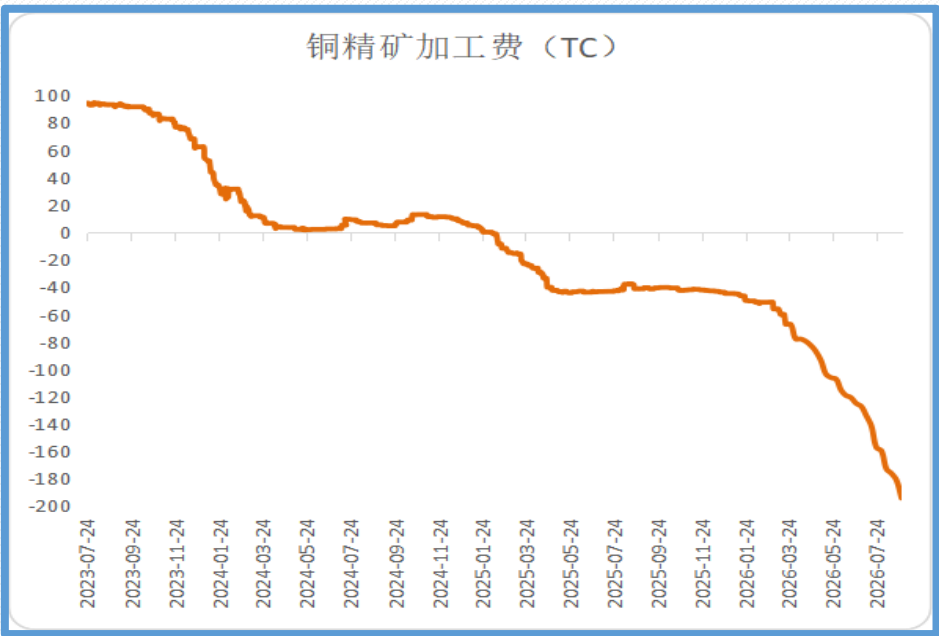
相对比价方面，COMEX金/LME铜比价8月24日报0.3306，8月28日快速回落至0.3153，单日降幅明显。本期贵金属在加息预期重定价下大幅回调，而铜在供应偏紧与旺季预期支撑下相对抗跌，金铜比自历史高位区域的快速收敛，直观反映了宏观利空贵金属与基本面利多铜之间的分化格局。

图 3：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：钢联数据

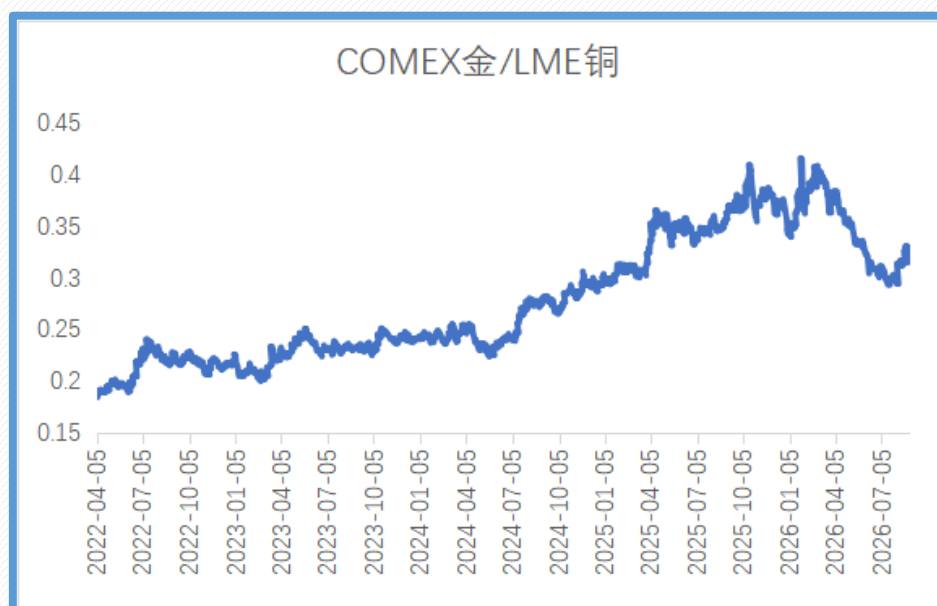
图 4：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

后续关注及风险提示

图 5： COMEX 金/LME 铜比价



数据来源：钢联数据

铜市场 重点关注四条主线：

- **关税裁定与跨市场价差：**关注 9 月美国对铜关税的裁定及相关价差变化，关税政策的最终落地情况将影响高位库存的跨区域再分配方向。
- **显性库存与现货结构：**LME 注销仓单占比回升至 50%以上，需持续跟踪现货升水变化，以及非美地区库存能否止跌企稳。
- **国内旺季需求验证：**跟踪国内消费旺季的验证节奏，关注现货升水、下游企业开工率与社会库存去化趋势的持续性。
- **原料端约束与供给回应：**观察铜精矿 TC 处于低位背景下，冶炼端亏损是否引发实质性产量调整；同时关注 8 月非农与 CPI 等宏观数据对美元指数的指引。

贵金属市场：关注宏观数据与政策节点

- **短期政策节点：**重点关注美国 8 月非农就业数据，以及 FOMC 静默期前官

员关于政策与利率门槛的公开表态；随后公布的 8 月 CPI 数据将对 9 月议息会议决策产生关键影响。

- **政策落地影响：**若 9 月政策落地，市场或将完成对近期政策紧缩预期阶段性风险的释放；若政策维持不动，市场将重新评估利率曲线与美元、美债的定价逻辑。
- **中长期配置逻辑：**中长期来看，联邦债务规模、多元化储备趋势与官方购金需求仍构成资产配置的重要支撑，后续需密切跟踪 SPDR 等 ETF 资金流向及白银库存的再平衡进程。

风险提示：市场后续需关注多重风险因素的演变。宏观层面，若美国 8 月非农就业或 CPI 数据超越预期，可能推动市场对利率紧缩的定价进一步发酵；同时，外部地缘局势若出现反复并刺激原油价格反弹，可能对通胀预期产生边际传导。产业与贸易方面，美国铜关税政策的落地细节可能引发跨市场价差调整及库存再分配波动；国内消费旺季的改善节奏若放缓，或相关政策对投资的传导存在时滞，可能对需求端构成阶段性约束。此外，全球长端利率若维持高位，亦可能对大宗商品及金融资产带来流动性环境的边际冲击。。

[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。