

加息预期升温下 COMEX 铜逆势收涨，贵金属聚焦通胀数据

摘要：报告期内 COMEX 贵金属宽幅震荡、小幅收跌，COMEX 铜周度转涨，金铜比延续回落。宏观层面，美国 8 月非农新增就业 16.2 万人，超出预期的 5.6 万人，前两月合计上修 5.5 万人，失业率持平于 4.1%，市场对美联储 9 月加息的定价自 50%附近回升至 60%左右；但 8 月 ADP 就业仅增 3.8 万人创 2 月以来新低，薪资同比降至近五年最低，劳动力市场“低招聘、低裁员”格局未改，9 月 11 日公布的 8 月 CPI 成为 9 月 15-16 日议息会议前最受关注的变量。产业层面，铜精矿 TC 降至-201.56 美元/吨再创历史新低，8 月国内电解铜产量同比连续第二个月下降；COMEX 铜库存续创历史新高，美国占据全球显性库存约八成，LME 注销仓单占比维持 50%上方，库存区域分布失衡的格局延续；国内下游开工率回落，旺季需求改善程度暂时有限。

金属市场周报

2026. 9. 2-2026. 9. 8

核心关注

1、事件速览

本期金属市场的核心变量来自美国 8 月非农就业数据与国际铜价行至历史高位两条线索，前者推动加息预期再度升温、贵金属承压震荡，后者反映关税预期与矿端收缩驱动下的铜市格局；地缘因素反复扰动油价与风险偏好，市场波动率有所抬升。

一、8 月非农超出预期，9 月加息定价回升至 60%附近

- **非农数据表现较强：**9 月 4 日公布的美国 8 月季调后非农就业人口新增 16.2 万人，超出预期的 5.6 万人，前两月数据合计上修 5.5 万人；失业率持平于 4.1%，劳动参与率回升至 61.6%，广义 U6 失业率降至 7.7%，为 2025 年 6 月以来最低。从结构看，新增就业集中于休闲酒店、政府教育、建筑与制造业，行业分布较前期明显拓宽。
- **市场重新定价：**数据公布后，芝商所 FedWatch 工具显示 9 月加息 25 个基点的概率自 50%附近上升至 60%左右，美元指数与美债收益率上行，伦敦金短线一度回落逾 2%、随后收复大部分跌幅，收于 4430 美元/盎司附近，伦敦银走势相近。美国总统特朗普再度公开呼吁美联储降息，政治层面因素与联储内部的政策立场分歧交织。

- **非农尚不足以锁定加息：**三方机构普遍指出，8 月 ADP 就业仅增 3.8 万人、创 2 月以来新低，JOLTs 调查显示招聘率、离职率、裁员率均处低位，劳动力市场仍维持“低招聘、低裁员”格局；平均时薪同比降至 3.1% 的近五年最低水平，薪资并非主要通胀来源。7、8 月非农受季节性因素扰动波动较大，单份报告不足以改变美联储对劳动力市场的基准判断，9 月是否加息仍取决于后续数据。

二、联储内部政策立场分歧加大，通胀数据成关键变量

- **偏宽松立场浮现：**美联储理事沃勒表示，若下一批通胀数据显示物价压力继续缓和，他倾向于支持 9 月会议维持利率不变；若通胀数据偏高，则会考虑在 9 月 15-16 日会议上采取行动。纽约联储主席威廉姆斯亦显现偏宽松立场。FOMC 已进入静默期，9 月 11 日公布的 8 月 CPI 距离议息会议仅 4 天，成为决定利率走向的最关键数据。若 8 月 CPI 与核心 CPI 环比分别处于 0.4% 与 0.2% 以内，市场对 9 月维持利率不变的定价或进一步升温。
- **偏紧缩阵营票型变化：**7 月议息会议已有哈马克、卡什卡里、洛根三名委员主张加息，理事巴尔、库克近期表态偏紧并给出较为明确的“数据触发”条件；若 8 月核心通胀超出预期，联储内部支持加息的人数可能升至 5 人。在此背景下，主席沃什的政策选择成为关键——理事鲍威尔按惯例不与主席对立，其投票实际跟随沃什。

三、国际铜价行至历史高位区域：关税套利与矿端收缩共振

- **行情层面：**COMEX 铜 12 月合约周度收涨 0.35% 至 6.6825 美元/磅；9 月 7 日 LME 期铜盘中一度触及 14533 美元/吨，创下历史新高。
- **驱动层面：**智利铜业智库 CESCO 指出，本轮行情更多由关税预期引发的金属跨市场转移驱动，而非终端需求扩张，本质上是“局

部短缺，而非全球需求盈余”——COMEX 对 LME 的高额溢价持续吸引铜资源流向美国，8 月 LME 可用库存一度降至危机性低位并引发大规模空头回补，现货升水结构延续。供应端，智利 8 月铜出口收入降至逾一年来最低水平，若下半年矿山供应无法实现显著复苏，2026 年全球矿山铜产量将出现 2017 年以来首次年度下滑；力拓、必和必拓、嘉能可、紫金矿业等矿商虽盈利增长，但年内均遭遇不同程度的运营挑战，供给侧压力并未因价格上行而缓解。

四、地缘因素影响反复，国内 PMI 边际回升

- **地缘层面：**周中中东地缘局势一度升温，推动国际油价上行，当日美债、美股走弱，金属价格承压；随后局势取得进展、市场预期重回谈判轨道，油价自高位回落，但相关不确定性尚未消除。此外，日本央行加速加息的预期升温、官员表态偏紧，日元走强压制美元指数，部分对冲了美债收益率上行对金属价格的影响。
- **国内层面：**8 月制造业 PMI 回升至 49.8%，虽仍处收缩区间但景气水平改善，其中新订单指数 50.6%、较上月上升 2.1 个百分点，内需回升贡献较大；7 月 CPI 同比上涨 0.5%，总体保持温和。旺季来临前夕，国内需求端的边际变化值得持续跟踪。

2、驱动与约束因素分析

1. 贵金属：紧缩预期定价再起，但趋势逆转证据不足

短期看，非农超预期推动加息定价回升，美元与实际利率走强，贵金属承压震荡。但本轮紧缩定价的持续性仍待验证：就业广度偏弱、薪资增速回落、ADP 与 JOLTs 等领先指标偏软，尚不支持“劳动力市场实质性转好”的结论；若 8 月通胀数据温和，加息预期定价或再度回落。中长期逻辑未改：美国联邦债务扩张与财政货币化担忧延续，央

行购金与去美元化趋势不变；截至 8 月 21 日全球黄金 ETF 年内净流入 152 吨，其中亚洲流入 94 吨、欧洲流入 71 吨，配置需求仍在。白银方面，供需缺口延续，工业需求拉动下现货维持偏紧格局。

2. 宏观层面的约束变量

一是通胀数据的尾部风险：若 8 月核心 CPI 环比超预期反弹，联储内部支持加息的票数可能过半，紧缩定价将进一步发酵，贵金属与铜价均可能面临阶段性冲击。二是油价与地缘因素的反复：中东局势尚未根本缓和，油价反弹可能回灌通胀预期，压缩联储的政策空间。三是日元套息交易扰动：日本央行加速加息预期下，日元走强若引发套息头寸集中平仓，将对全球流动性与大类资产风险偏好形成阶段性冲击。

3. 铜产业：供应约束深化与需求抑制并存

- **原料端约束深化：**钢联铜精矿 TC 指数 9 月 4 日报-201.56 美元/吨，周降 7.36 美元/吨，击穿-200 美元关口再创历史新低；SMM 口径现货 TC 报-201.66 美元/干吨。海外矿端，智利 8 月铜出口收入降至逾一年来最低水平，若行业下半年无法实现显著复苏，2026 年全球矿山铜供应将出现 2017 年以来首次年度下滑。8 月国内电解铜产量 114.7 万吨，环比回升 1.79%但同比下滑 2.09%，连续第二个月同比下降；冶炼厂 8 月现货采购月均盈亏为-2091.57 元/吨，原料紧张对锭端的传导延续。
- **库存区域分布失衡：**关税预期下 COMEX 对 LME 维持高额溢价，美国占据全球显性库存约八成份额，与其短期产业需求并不匹配；8 月 LME 可用库存一度降至危机性低位并引发大规模空头回补，注销仓单占比维持 50%上方，交割层面的压力仍需关注，现货升水结构延续；国内社会库存加速去化，上海 1#电解铜现货升水虽自 595 元/吨的高位回落至 215 元/吨，但仍维持升水格局。库存的地理

错配压缩了短期市场流动性，并在终端需求平淡的环境下放大了铜价的向上弹性。

- **需求端表现分化：**高铜价叠加高升水抑制下游开工，电解铜杆与电缆开工率周内回落，下游以刚需采购为主，旺季改善程度暂时有限；但铜价回调后部分下游逢低接货意愿增强，国内库存延续去化。需要留意的是，铜价处于历史高位本身可能成为需求端的潜在约束——高价或促使下游买家寻求替代材料，但目前尚未对价格形成明显影响。三方机构普遍认为，在 9 月美国铜关税裁定明确之前，非美地区库存偏紧问题难以根本缓和。

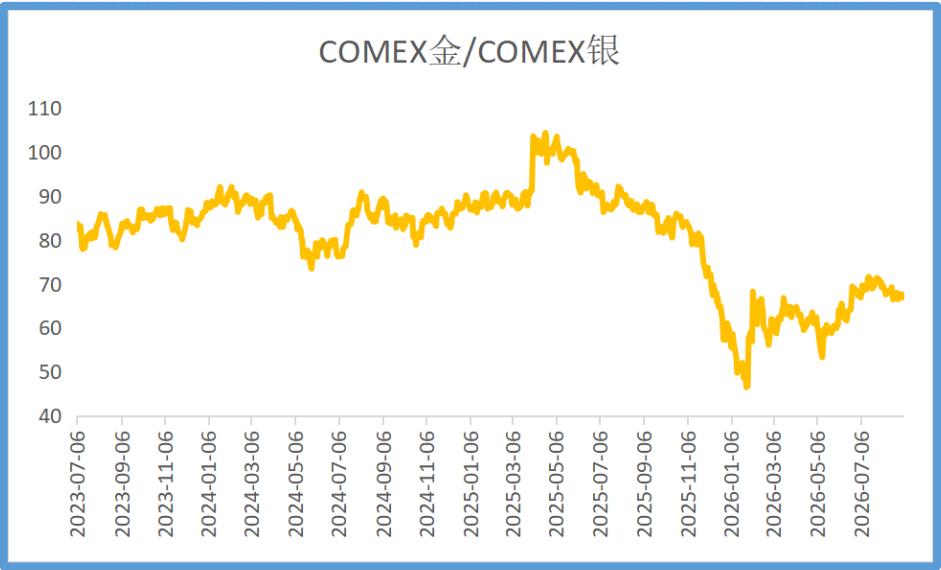
1、贵金属：非农冲击下价格宽幅震荡，资金小幅减仓

COMEX 黄金主力合约 9 月 4 日收于 4477.2 美元/盎司，较 8 月 28 日下跌 0.60%；周内 9 月 1 日一度回落至 4375.7 美元，9 月 3 日反弹至 4520.3 美元，周五非农公布后波动加大。

COMEX 白银主力合约 9 月 4 日收于 66.82 美元/盎司，较 8 月 28 日下跌 0.40%，周内最低 64.66 美元；金银比基本持平于 67.0。

沪金主力合约 9 月 4 日收于 965.96 元/克，较 8 月 31 日小幅回升 0.42%，9 月 7 日回落至 950.78 元/克。

图 1：COMEX 金/COMEX 银

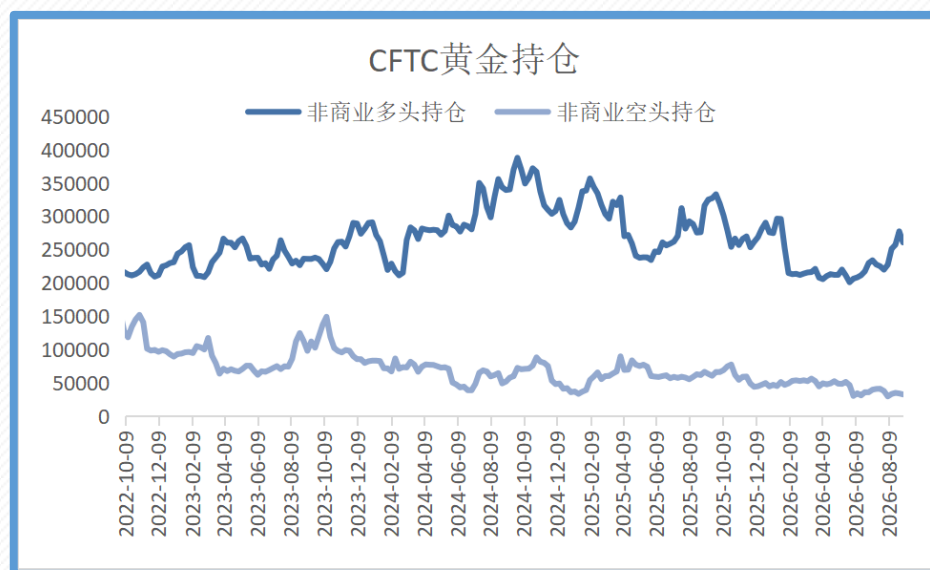


数据来源：Wind

库存方面，COMEX 黄金库存 9 月 4 日报 2737.76 万盎司，较 8 月 31 日增加 7.68 万盎司；COMEX 白银库存报 33869.88 万盎司，较 8 月 31 日增加 118.29 万盎司。SHFE 黄金库存 9 月 4 日报 114.858 吨，周增 1.20 吨；SHFE 白银库存报 1176.489 吨，周减 7.70 吨，前期累积势头暂缓。

持仓方面，9 月 4 日当周，COMEX 黄金非商业多头持仓 26.05 万手，周减 16674 手；空头持仓 3.24 万手，周减 1464 手；净多持仓 22.81 万手，周减 1.52 万手，降幅 6.25%。COMEX 白银非商业净多持仓 2.67 万手，周增 1478 手。截至 8 月 21 日，全球黄金 ETF 年内净流入 152 吨，其中亚洲流入 94 吨、欧洲流入 71 吨、北美流出 16 吨；白银 ETF 本周流出量较大、超过 200 吨。

图 2：COMEX 黄金持仓



数据来源：Wind

2、铜： COMEX 铜周度转涨，TC 击穿-200 美元再创新低

价格方面，COMEX 铜 12 月合约 9 月 4 日收于 6.6825 美元/磅，较 8 月 28 日上涨 0.35%，为近三周首次周度收涨；周内最高 6.742 美元/磅、最低 6.507 美元/磅；年内累计上涨 17.18%，较去年同期上涨 47.17%。9 月 7 日美国市场因劳工节休市；当日 LME 三个月期铜盘中一度触及 14533 美元/吨、创 LME 历史新高，收于 14494 美元/吨，可作为国际行情参考。沪铜主力合约 9 月 4 日收于 108780 元/吨，较 8 月 28 日微跌 0.11%；沪铜周均持仓量 56.99 万手，周环比增加 0.15%。

供应方面，钢联铜精矿 TC 指数 9 月 4 日报-201.56 美元/吨，周降 7.36 美元/吨，再创历史新低；SMM 现货 TC 报-201.66 美元/干吨。2026 年 1-6 月全球铜矿产量 1136.3 万吨，同比下降 0.87%；智利 1-5 月产量同比下降 8.82%，8 月铜出口收入降至逾一年来最低水平；若下半年矿山供应无法显著复苏，2026 年全球矿山铜产量将出现 2017 年以来首次年度下滑。1-7 月中国铜矿进口量 1698.91 万吨，同比下降 1.75%；截至 9 月 4 日，国内主流港口铜精矿库存 76.39 万吨，环比小幅降低。8 月国内电解铜产量 114.7 万吨，环比上升 1.79%，

同比下滑 2.09%，连续第二个月同比下降；8 月部分冶炼厂检修结束、产量恢复，但阳极板紧张仍使检修影响量较大；SMM 预计 9 月产量约 113.9 万吨、环比下滑 0.67%（第三方预估）。8 月冶炼厂现货采购月均盈亏-2091.57 元/吨；1-7 月国内废铜产量 132.98 万吨，同比下降 22.48%；废铜进口同比增长 14.67%至 130.73 万吨，国内精铜增量基本由再生铜贡献。

库存方面，COMEX 铜库存 9 月 4 日报 69.55 万吨（约 76.68 万短吨），续创历史新高；本周周度平均库存 76.49 万短吨，周环比增加 1.83%，美国对非美市场库存的虹吸延续。LME 铜库存 9 月 7 日报 23.65 万吨；本周周度平均库存 23.40 万吨，周环比下降 1.36%，注销仓单占比维持 50%以上。国内电解铜现货库存 9 月 7 日报 9.76 万吨，较 8 月 31 日减少 1.22 万吨；保税区库存报 3.53 万吨；上期所铜库存 9 月 4 日报 6.30 万吨，周降 9428 吨。全球电解铜显性库存（含保税区）9 月 7 日报 106.49 万吨，较 9 月 3 日减少 0.64 万吨；其中约八成位于美国，非美市场库存约 23.1 万吨，处于历史偏低水平。

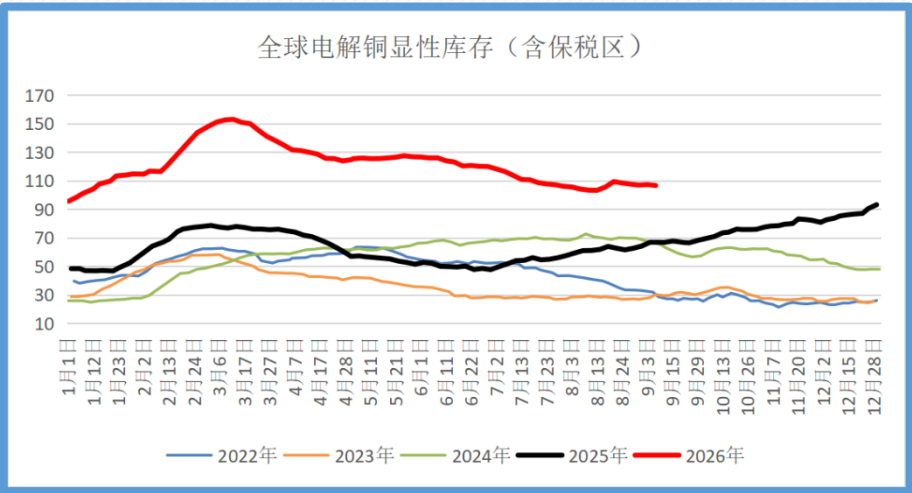
价差与持仓方面，上海 1#电解铜现货升水自 8 月 31 日的 595 元/吨回落，9 月 4 日报 260 元/吨，9 月 7 日报 215 元/吨，仍维持升水格局；精废价差 9 月 4 日报 5063 元/吨，9 月 7 日报 4860 元/吨，处于高位。9 月 4 日当周，COMEX 铜非商业净多持仓 8.09 万手，周减 4397 手，降幅 5.16%；8 月 28 日当周，LME 投资基金净多持仓 4.83 万手，周减 365 手；临近 9 月 30 日关税窗口，CL 价差有所收窄。

消费方面，截至 9 月 3 日，电解铜杆开工率 59.13%，电缆开工率 66.27%，周环比分别下降 3.31 和 0.24 个百分点；下游以刚需采购为主，旺季改善程度暂时有限，铜价回落后部分下游逢低采购意愿增强。9 月家用空调排产 975 万台，同比下降 7.7%；9 月冰箱排产 852 万台，同比下降 2.3%。1-7 月新能源汽车产量 901.43 万辆，同比增长 9.79%；动力及其他电池产量同比增长 60.5%；1-7 月光伏新增装机同比下降

61.29%，风电下降 12.91%。 1-7 月电源投资同比下降 4.7%，电网投资同比增长 0.75%；1-7 月电机电气出口额累计增长 33.7%，电力设备出口维持较高增速。

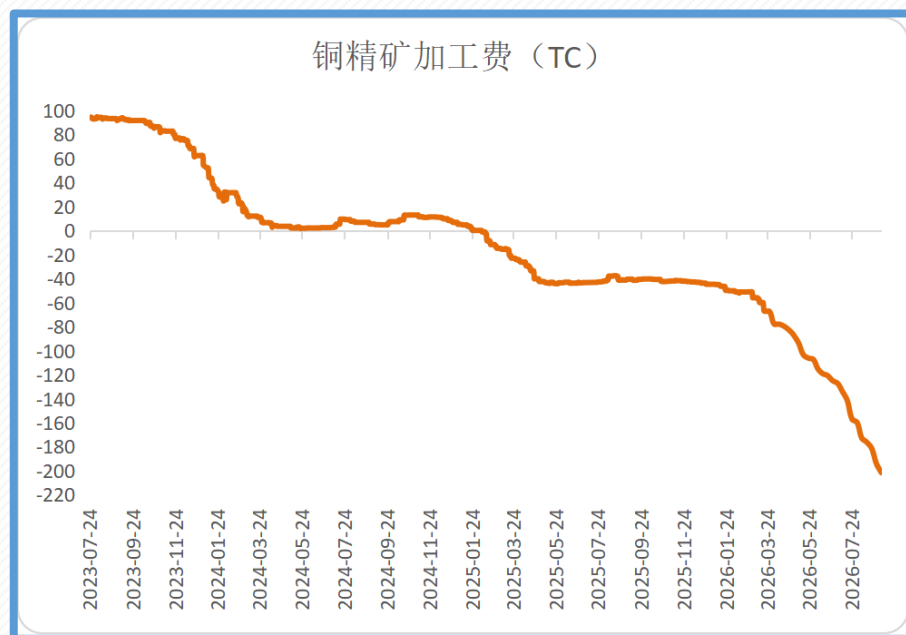
相对比价， COMEX 金/LME 铜比价 9 月 2 日报 0.3115，9 月 4 日报 0.3114，延续 8 月末以来的回落态势。本期贵金属在加息预期重定价下承压震荡，铜价在关税预期、库存区域失衡与矿端收缩的共振下上行，金铜比的持续收敛反映了贵金属与铜在宏观和基本面维度上的分化。

图 3：全球精炼铜显性库存（含保税区）



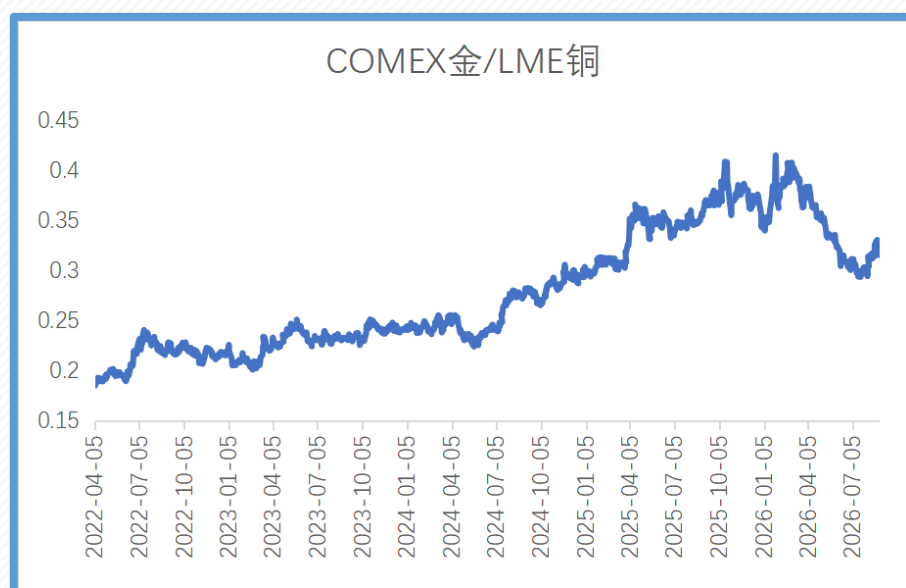
数据来源：钢联数据

图 4：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

图 5：COMEX 金/LME 铜比价



数据来源：钢联数据

后续关注及风险提示

铜市场

后续重点关注四条主线：一是 9 月美国对铜关税的裁定及 CL 价差变

化，临近 9 月 30 日政策窗口，关税落地或落空将决定 COMEX 高库存的再分配方向；二是 LME 注销仓单占比维持 50% 上方后交割层面压力的演绎，跟踪现货升水与非美库存变化；三是国内旺季需求的验证节奏，现货升水回落后能否企稳、下游开工率与社会库存去化的持续性是核心观测点；四是 TC 击穿-200 美元/吨后冶炼端亏损是否引发实质性减产，以及 9 月 11 日美国 8 月 CPI 对美元的指引。

贵金属市场

焦点集中于 9 月 11 日公布的美国 8 月 CPI（前一日公布 8 月 PPI），该数据距离 9 月 15-16 日议息会议仅 4 天，是决定 9 月利率走向的关键变量：若 CPI 与核心 CPI 环比分别处于 0.4% 与 0.2% 以内，叠加沃勒、威廉姆斯等官员的偏宽松立场，市场对 9 月维持利率不变的定价或进一步升温；反之若核心通胀超预期反弹，联储内部支持加息的票数可能过半，主席沃什的政策选择将成为关键。此外关注日本央行会议等海外事件对全球风险偏好的扰动，以及白银 ETF 流出与交易所库存变化后的资金再平衡。

风险提示：美国 8 月 CPI 超预期令 9 月加息落地、紧缩定价进一步发酵；地缘局势反复刺激原油价格反弹、回灌通胀预期；美国铜关税政策落地引发跨市场价差与库存再分配波动；国内旺季消费不及预期、高铜价对下游的抑制延续并催生替代材料需求；日本央行加速加息引发日元套息交易平仓及全球流动性冲击。

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。