

铜、铝、黄金、白银：宏观压力增强，现货升水回落

有色周报--2026年8月14日



投资咨询业务资格：证监许可[2012]338号



实业报国恒力梦
不忘初心跟党走

观点荟萃

- ◆ 沪铜：现货升水大幅回落，或对价格产生压力
- ◆ 沪铝：利好预期逐步兑现 震荡偏弱运行
- ◆ 黄金：非农通胀利多计价完毕，金价略显疲弱
- ◆ 白银：弹性增强，注意风险

铜

震荡偏弱

杨力

从业资格号：F03150619

投资咨询号：Z0023369

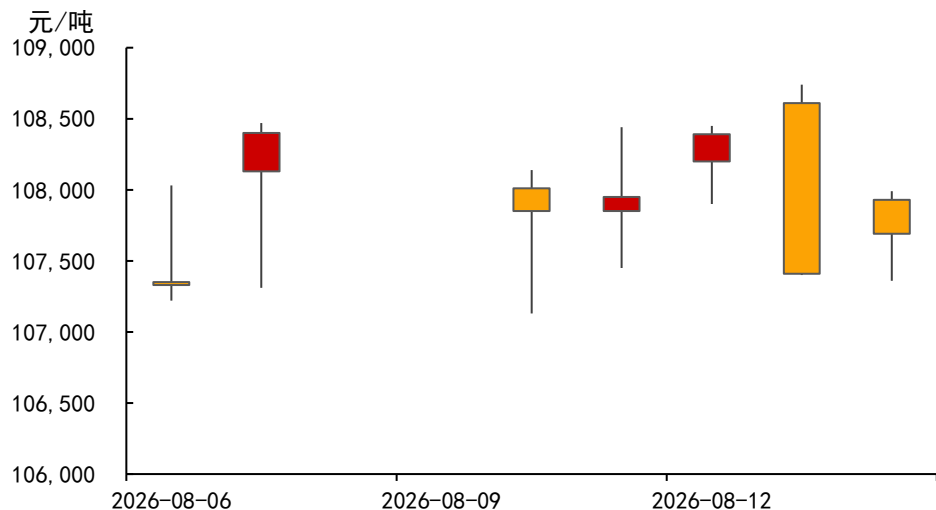
投资咨询业务资格：证监许可[2012]338号



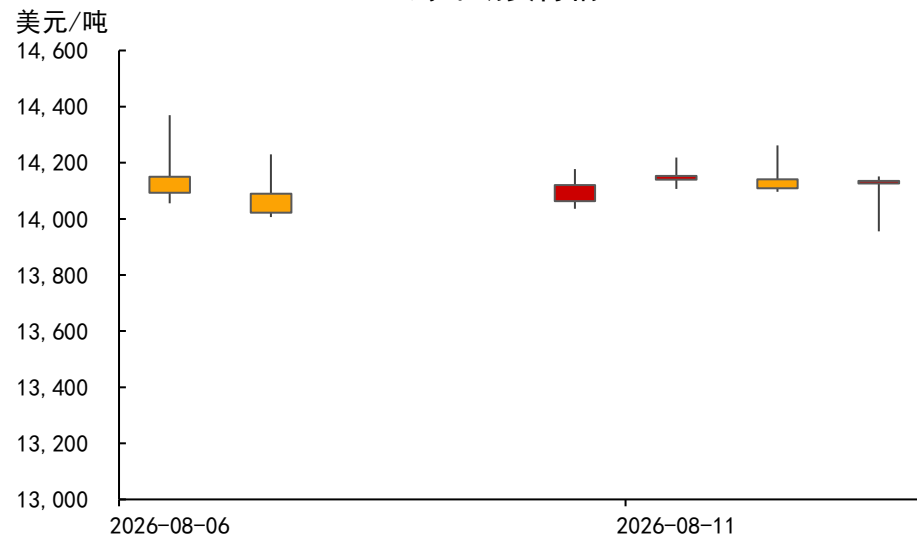
铜	驱动	描述
宏观	—	美国7月非农就业岗位减少2.3万个，7月CPI同比上涨3.4%，较6月的3.5%小幅回落。7月就业市场疲态尽显，与市场预计新增8万人的就业增量相差甚远。通胀数据则符合预期，虽然近期地缘摩擦再起能源价格普涨，但并没有出现超预期情况。
供应	↓	2季度为冶炼企业检修旺季，步入3季度检修完毕产出回复。废铜受到国内票据影响，外部进口开始增长，在精废价差高企的情况下，此趋势有望延续。
需求	—	下游需求回落，月度电力投资数据回归常态。但近期期价上移，在一定程度上压制了消费。
库存	↑	虽然全球铜库存依然保持高位，但国内库存下移。
未来展望		霍尔木兹海峡管理权的博弈仍在持续。基本面，虽然加工费为负，但冶炼综合利润尚可，供应有望高位维持。但近期国内库存继续去化，逼仓预期随着现货升水步入负区间有所弱化。本周现货升水较近两月高点350元/吨大幅下降至-130元/吨，说明短期现货涨幅不及期货，贸易商在前期低位补库后采购热情下滑，并且高位铜价抑制下游消费，沪铜上方压力增强。
风险提示		宏观政策扰动、国际局势、加工费影响。

- 供应收紧与库存去化提供支撑，但高价抑制下游采购，需求边际减弱，叠加宏观不确定性，盘面波动放大。上游矿山扰动，矿石品位下降、罢工等问题，使得加工费再创历史低位。
- 铜价虽有供应端多重扰动支撑，包括铜矿复产延迟、秘鲁限电、非洲冶炼成本飙升及自由港减产。但多集中于上游铜精矿。从利润传导机制观察，中游冶炼厂利润尚可，主要受到副产硫酸，及贵金属支撑。
- 下游电力需求改善，但同比增幅回落。

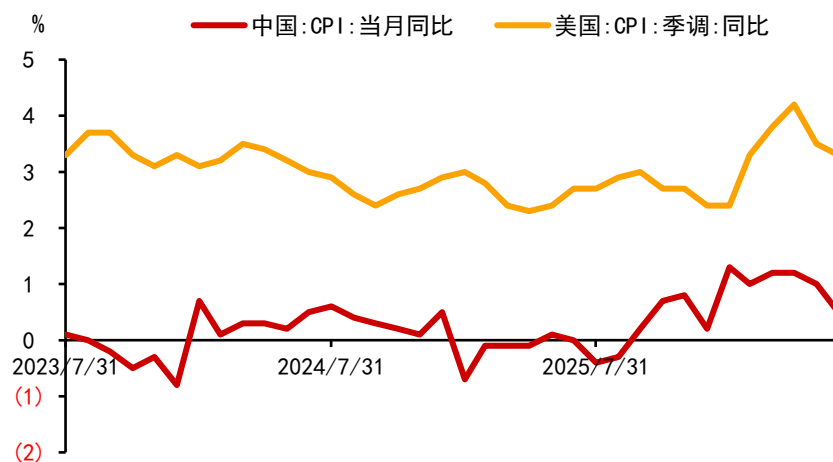
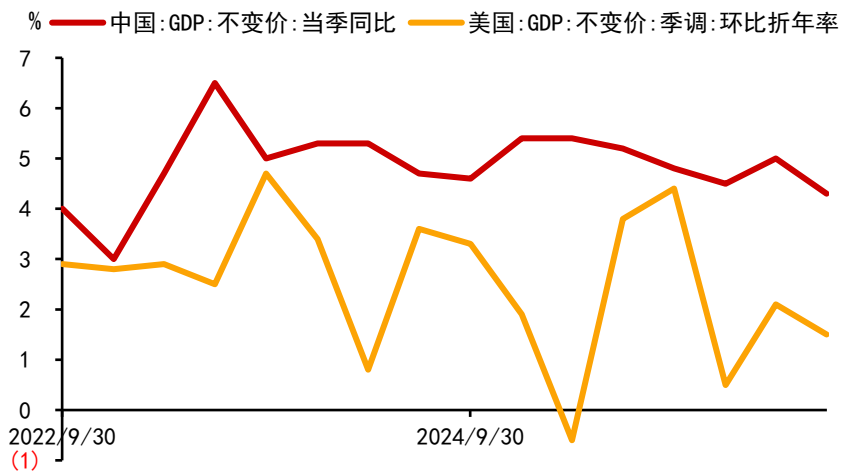
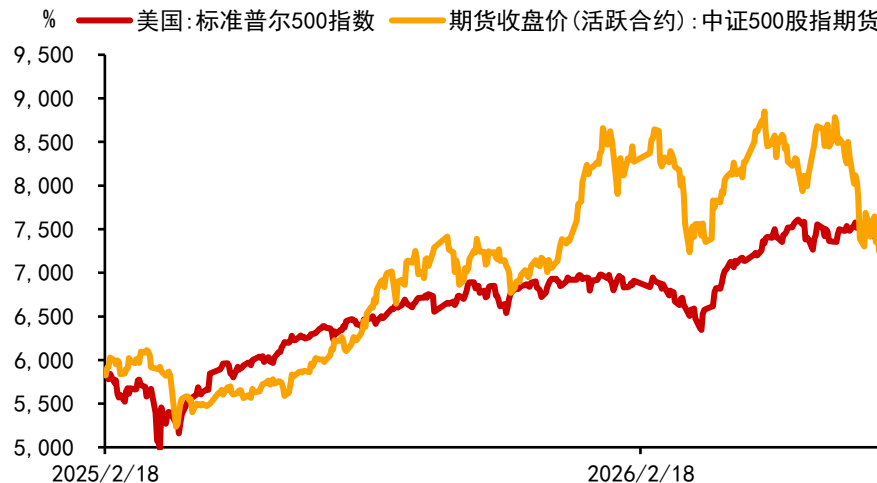
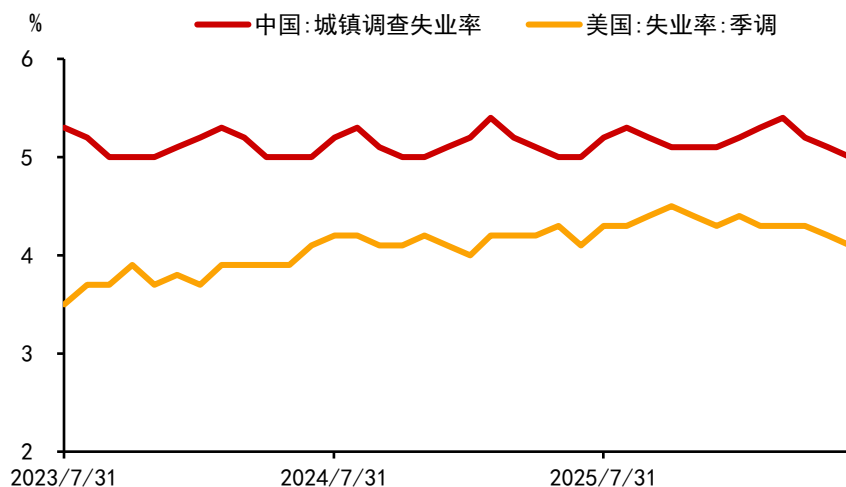
国内期货行情



海外期货行情

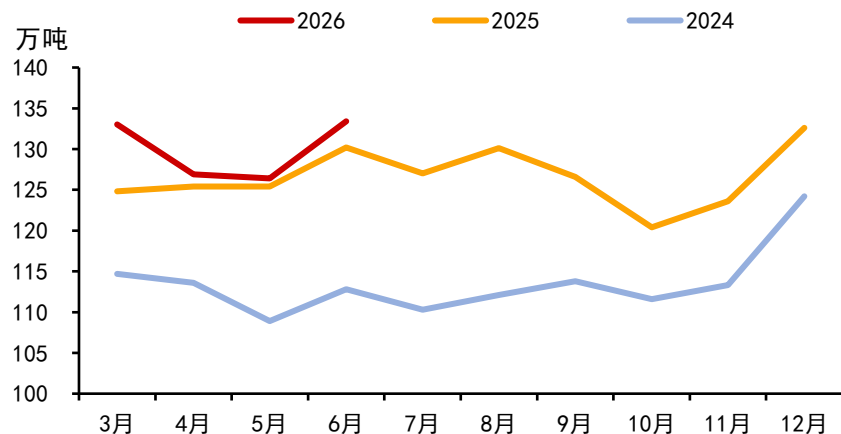


宏观：中美经济对比

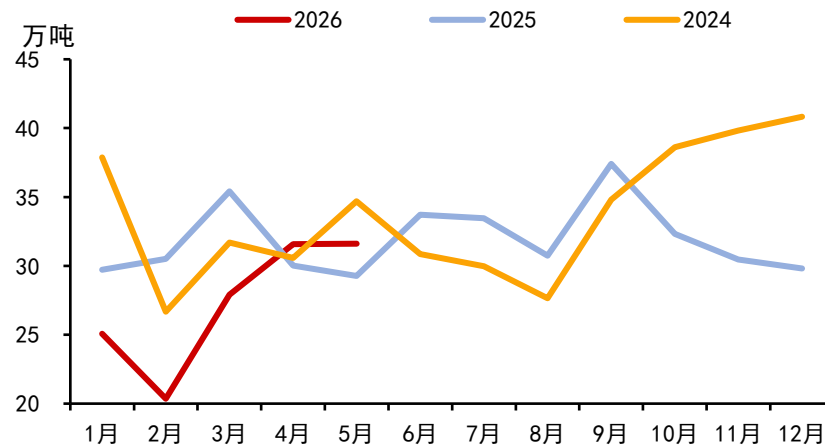


- 宏观：略显积极
- 美国7月非农就业数据意外减少2.3万个就业岗位，就业市场疲软，但失业率却意外从4.2%降至4.1%。7月美国未季调CPI年率录得3.4%，低于6月的3.5%，符合市场预期。季调后CPI月率录得0.1%。
- 非农大幅不及预期削弱了美联储9月加息紧迫性，但市场仍押注美联储年底前将收紧政策。
- 但是随着中东互袭，油价攀升，促使通胀预期再度爬升，美元上涨对铜有所压制。

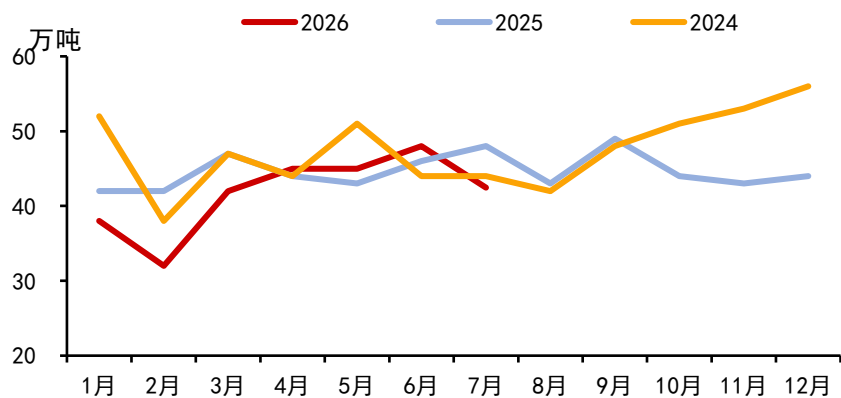
电解铜月产量



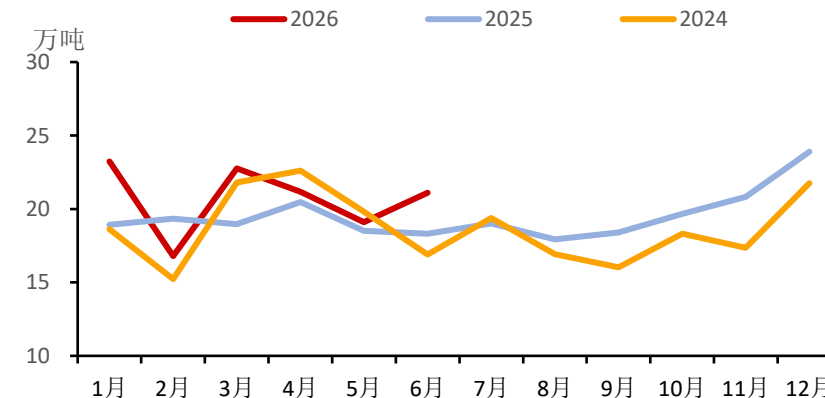
电解铜月进口量



铜材月进口量



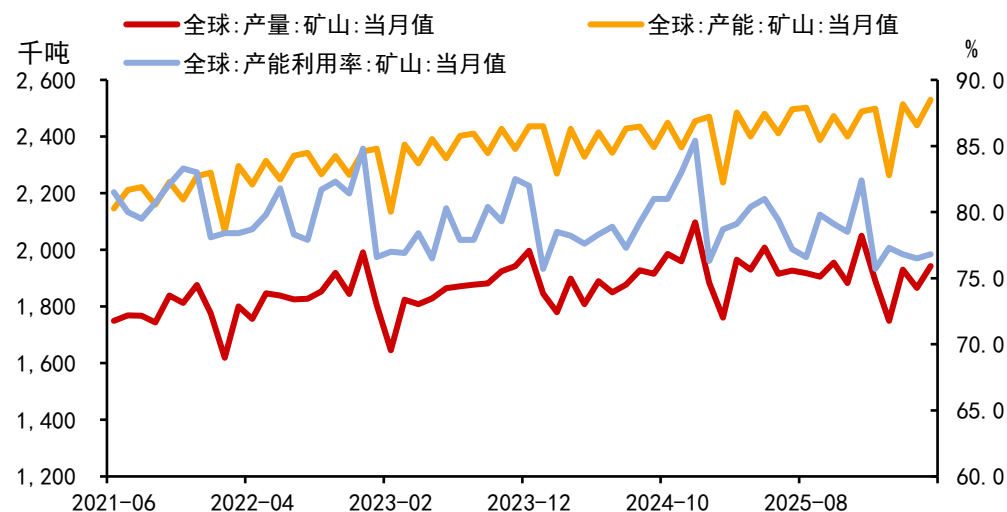
废铜月进口量



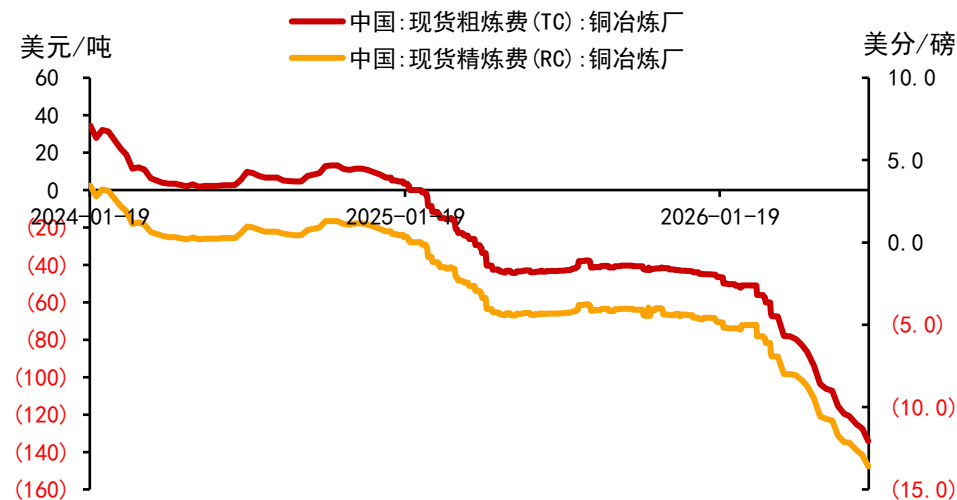
- 供应：同比上涨。
- 电解铜稳中有增，预计累计增速大约在5%左右。
- 2季度为冶炼企业检修旺季，步入3季度检修完毕产出回复。
- 废铜受到国内票据影响，外部进口开始增长，在精废价差高企的情况下，此趋势有望延续。

- 增速相对温和，主要受到两个因素制约。
- 首先，矿山供应不足，第一量子矿业的巴拿马科布雷矿（35万吨）有望于3季度重启，现已开始清理遗留尾矿。
- 其次，冶炼厂产能扩张。随着冶炼厂产能扩大，原料需求增加，而原料供应增长乏力。
- 最后，铜精矿加工费跌破100美金/吨大关。

全球铜矿月度产量

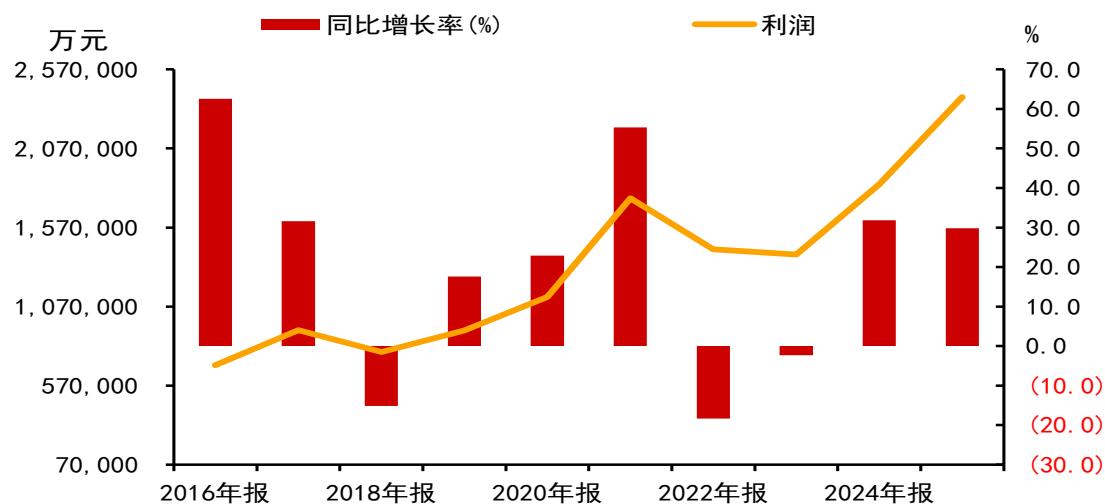


中国铜加工费

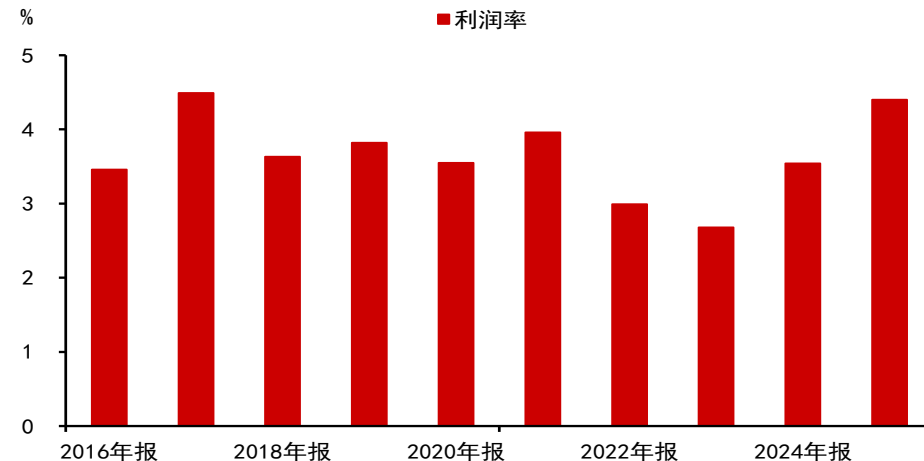


- 进一步拆解铜冶炼企业利润来源，可以发现企业利润主要由销售电解铜、黄金白银、硫酸构成，利润占比大约在42%、26%、15%，同比利润增减比例大约在-2.7%、78.9%、260.9%，利润率大约在4.1%、5.2%、63.3%，综合利润率大约在4%。
- 可见只要贵金属和硫酸价格保持高位，即使电解铜冶炼小幅亏损，也不会影响到企业的冶炼产出。而且铜冶炼企业一般都积极参与套期保值，进一步抵消了上游铜精矿加工费节节下跌所带来的不利影响。

中国铜冶炼利润

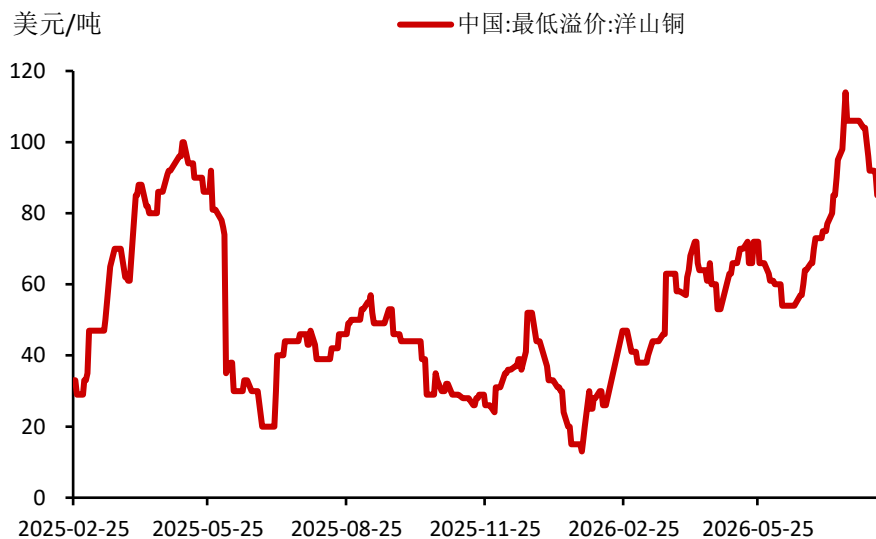


中国铜冶炼利润率

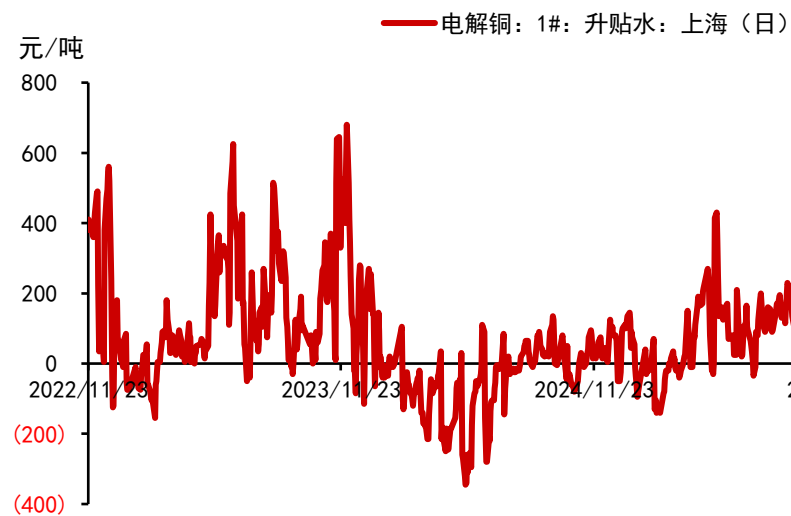


- 洋山港及现货升水攀升后，开始回落。
- 特别是现货升水，回落幅度很大，正转负。
- 即使库存偏低，但现货价格贴水，使得挤仓预期很弱。

中国洋山港溢价



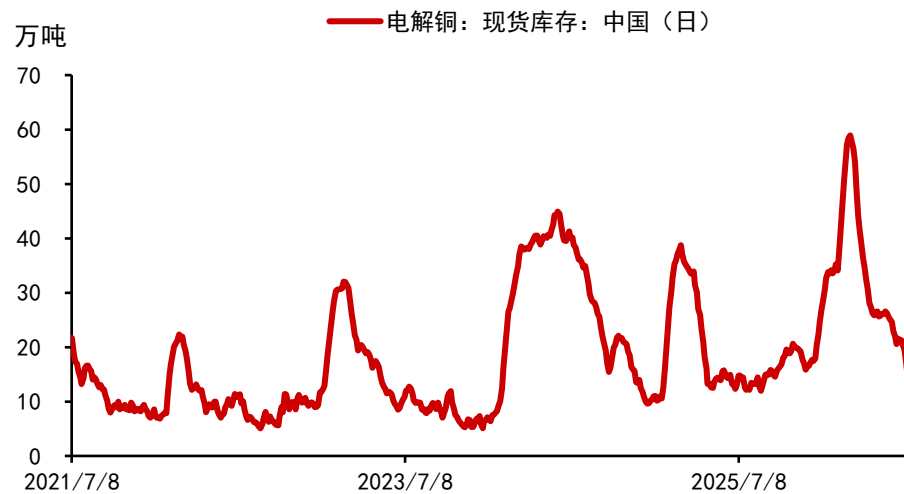
现货升水



中游铜库存：保税区

- 保税区库存呈现持续减少趋势，主要受以下因素影响：
- 进口比价表现，进口量受限。
- 冶炼厂出口货源陆续出港，库存下移。
- 但是全球铜库存依然保持高位。

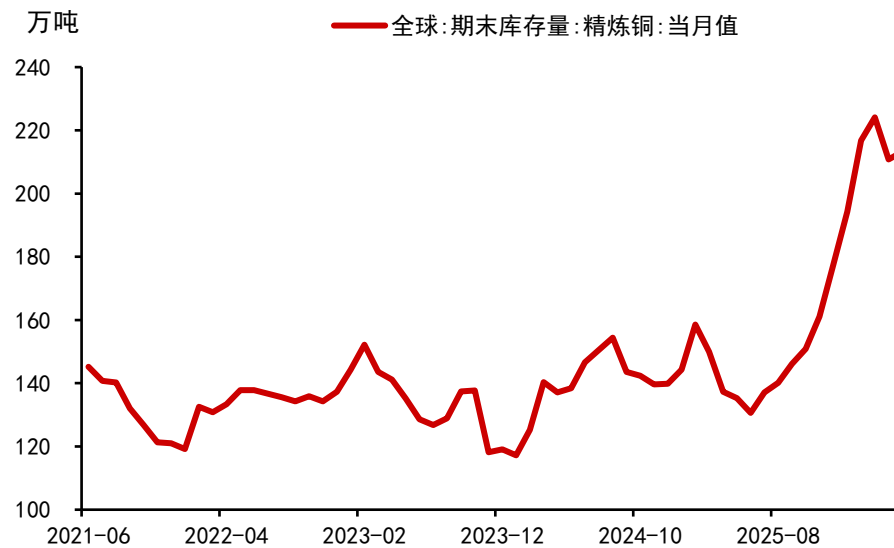
中国社会铜库存



中国保税区铜库存



全球电解铜库存



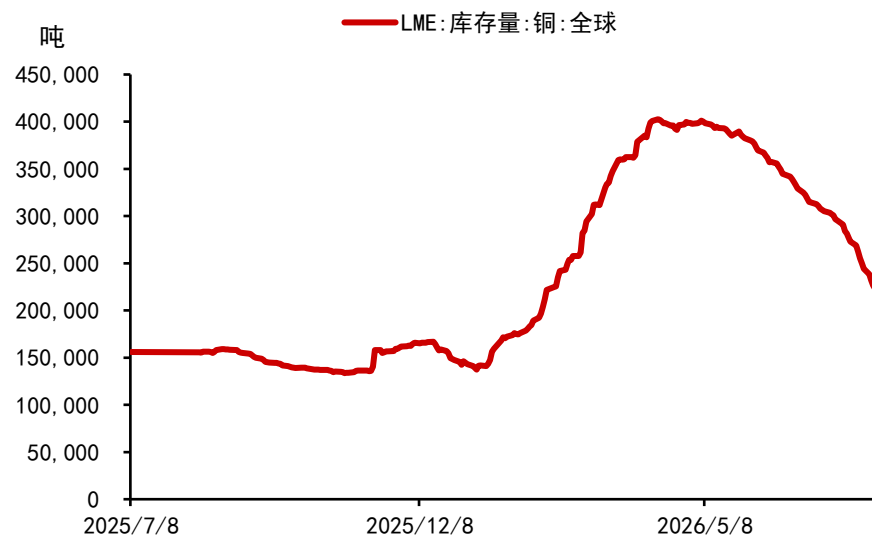
中游铜库存：日度数据呈现内外分化特征

- 短期国内去库，但海外库存去化速度缓慢。
 - 美国商务部将在6月30日出台关税评估报告。
 - 由于关税预期，可能会导致东库西移。
- 大型贸易商已于上月大幅注销伦敦仓单。

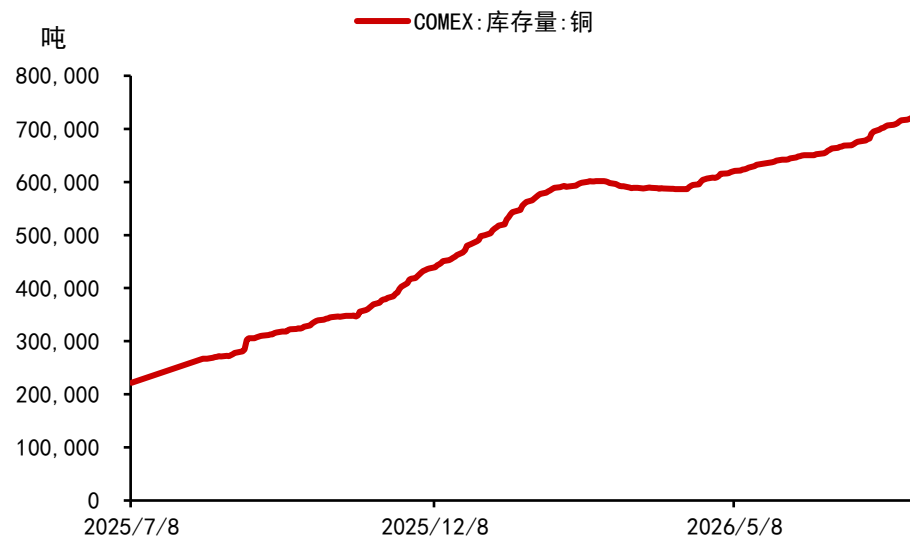
Shanghai



LME

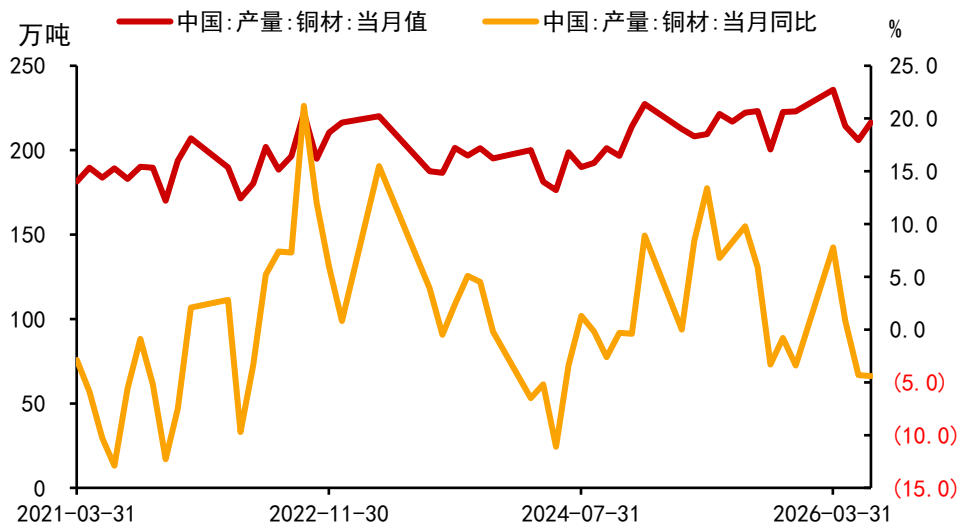


Comex

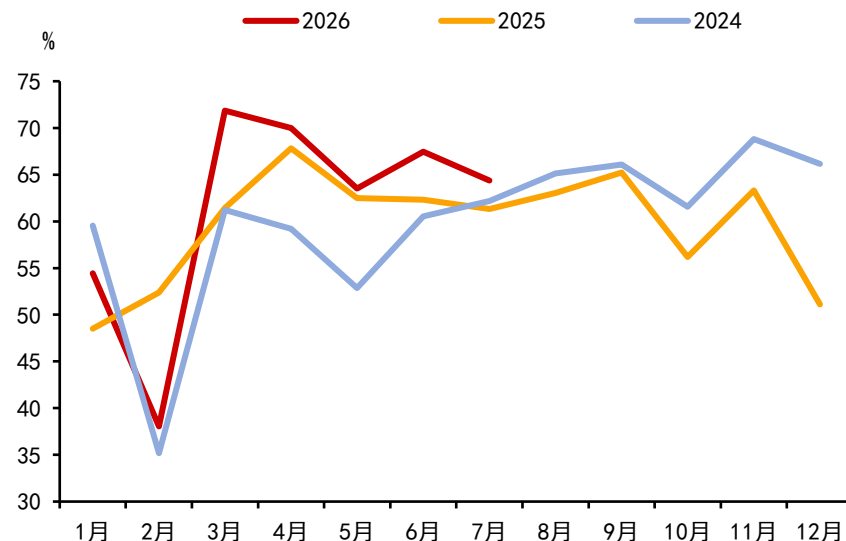


- 精铜杆产量稳定，作为铜下游最重要电网需求支点，电网投资增速的放缓，对消费形成压力。
- 开工率呈现前高后低。
- 中国精炼铜消费平稳增长，消费领域呈现明显分化，房地产领域偏弱，其他领域均实现增长；
- 贸易方面，中国铜产品进出口贸易攀升，进口铜原料仍呈增长态势，受国内外价差和关税政策影响，铜材进出口量攀升。

中国铜材月度产量



中国精铜杆开工率季节

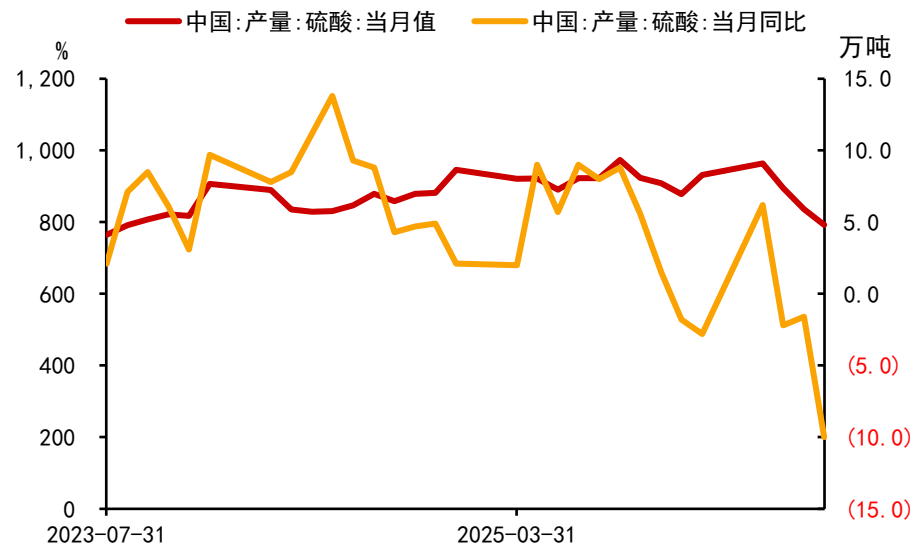


- 硫酸是近期冶炼企业的盈利重点。
- 在中东硫酸外运困难加持下，硫酸价格进一步上涨。
- 我国硫酸产量主要集中于有色金属冶炼行业，从月产量观察，供应增量有限。
- 而硫酸需求又受到新兴锂电的支撑，目前正向紧平衡转向。

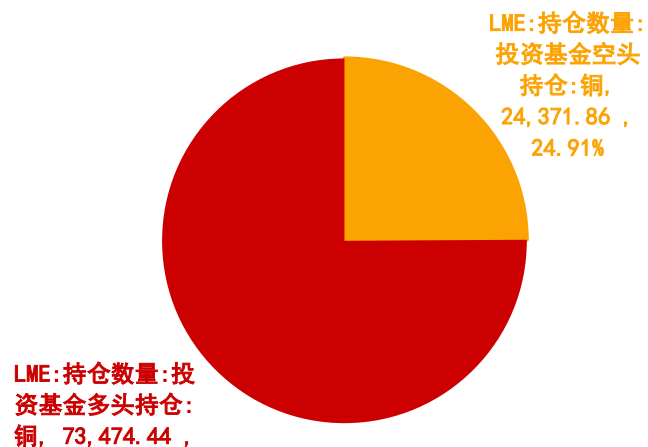
中国硫酸价格



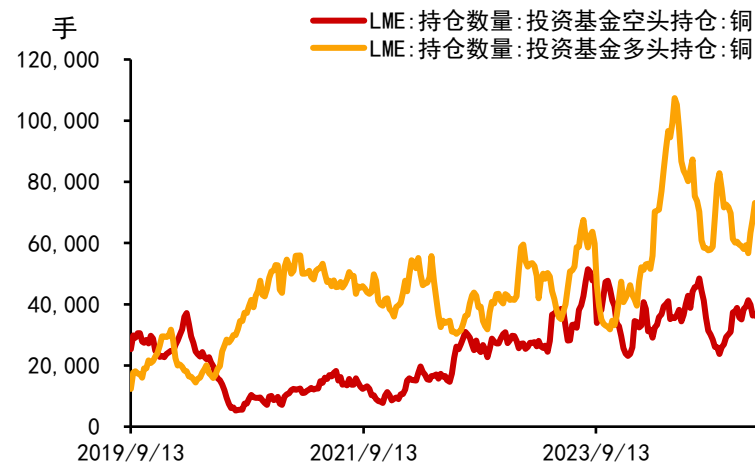
中国硫酸产量



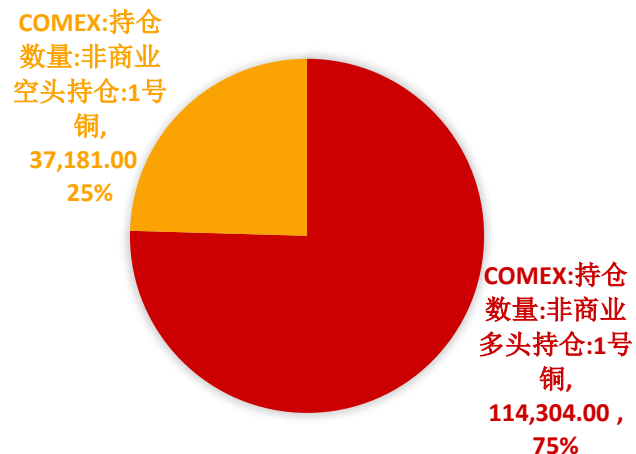
LME机构多空对比



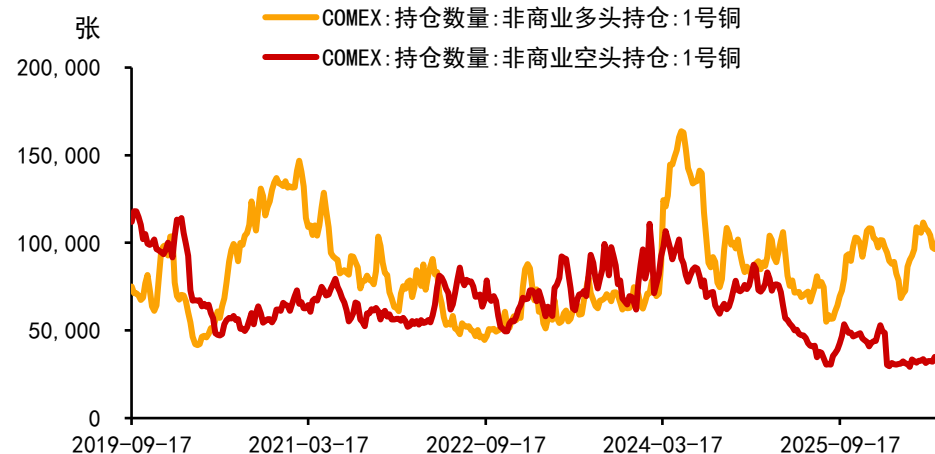
LME基金持仓



CFTC机构多空对比



CFTC机构持仓



铝

利好预期逐步兑现
震荡偏弱运行

周云

从业资格号：F03089066

投资咨询号：Z0016657

投资咨询业务资格：证监许可[2012]338号



品种	驱动	描述
宏观	↑	美国就业走弱：7月非农就业减少2.3万人，5、6月就业合计下修10.3万人；8月8日当周初请失业金升至20.9万人。 美国通胀边际回落：7月CPI同比+3.4%，前值3.5%，核心CPI同比+2.5%；PPI同比+4.7%。 中东局势僵持：霍尔木兹海峡仍处于关闭状态，航运通行受限。
	↓	国内经济数据修复有限：7月CPI同比+0.5%，环比下降0.1%；核心CPI同比+0.9%；PPI同比+3.5%，内需修复偏温和。
供应	↑	6月原铝进口量为约16.71万吨，同比下降13.15%，环比下降19.74%；1-6月累计进口总量约128.64万吨，同比增长2.92%。
	↓	1. 7月，全国铝土矿产量为506.08万吨，较6月增加12.39万吨，环比上升2.5%，同比下降9.4%。 2. 7月铝水比例环比提升2.3个百分点至77.92%，略高于月初预期，主因部分初级加工品利润可观，铝水需求超预期释放。受此影响，7月国内电解铝铸锭量同比下降15.1%，环比下降1.4%。 3. 7月产能利用率提升0.13个百分点至98.41%。周度产量小幅上涨，截止8月13日，国内电解铝周度产量增加0.02万吨至87.27万吨。7月国内电解铝产量为387.4万吨，同比增长1.6%，环比增长3.5%。
成本	↓	电解铝成本环比下降0.37%，成本重心无大变化。电解铝平均利润环比增长3.52%，盈利水平进一步改善。
需求	↑	1. 2026年7月，我国新能源汽车产销分别完成157.6万辆和156.1万辆，同比分别增长26.8%和23.7%。当月新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的60.4%，市场份额持续保持高位。 2. 企业产能利用率46.16%，与6月相比上涨4.37%，高于预期。
	↓	下游综合开工率60.1%（下降0.1个百分点），其中铝箔70.1%（下降0.5个百分点）、板带69%（持平）、线缆62%（持平）、型材51.6%（下降0.4个百分点）。淡季需求尚未全面改善，库存去化仍强于加工端表现。
库存	↑	LME库存周内减少0.81万吨至24.83万吨；Comex库存持平于1583吨；上期所周度库存减少1.36万吨至42.21万吨；国内社库减库4.4万吨至87.6万吨；本周全球显性库存减少6.57万吨至154.8万吨。
未来展望	—	本周沪铝、伦铝同步回落，但国内跌幅小于海外，基本面表现出一定韧性。供应端来看，国内电解铝产量维持高位，7月产量同比增长1.6%，产能利用率升至98.41%，铝水比例提高，铝锭供应受到一定挤压。氧化铝环节延续供应宽松格局，海外前期供应扰动逐步转向恢复。需求整体处于传统淡季，铝加工综合开工率下降至60.1%；库存方面，国内社库、上期所及LME库存均继续下降，现货由贴水转升水，现货端表现较坚挺。 展望后市，宏观方面，美国就业及通胀数据边际走弱，美联储加息预期继续延迟，前期利好预期已有一定兑现；但中东局势反复，仍具不确定性；基本面方面，需求端传统淡季仍未结束，但新能源汽车与新兴领域需求保持韧性。综合来看，铝价上方仍面临宏观预期修正及淡季需求偏弱的压力，但持续去库与整体低库存为铝价下方提供支撑，预计回调空间有限。
风险提示	—	中东局势、中东复产与海外新增产能、去库节奏

国外宏观：

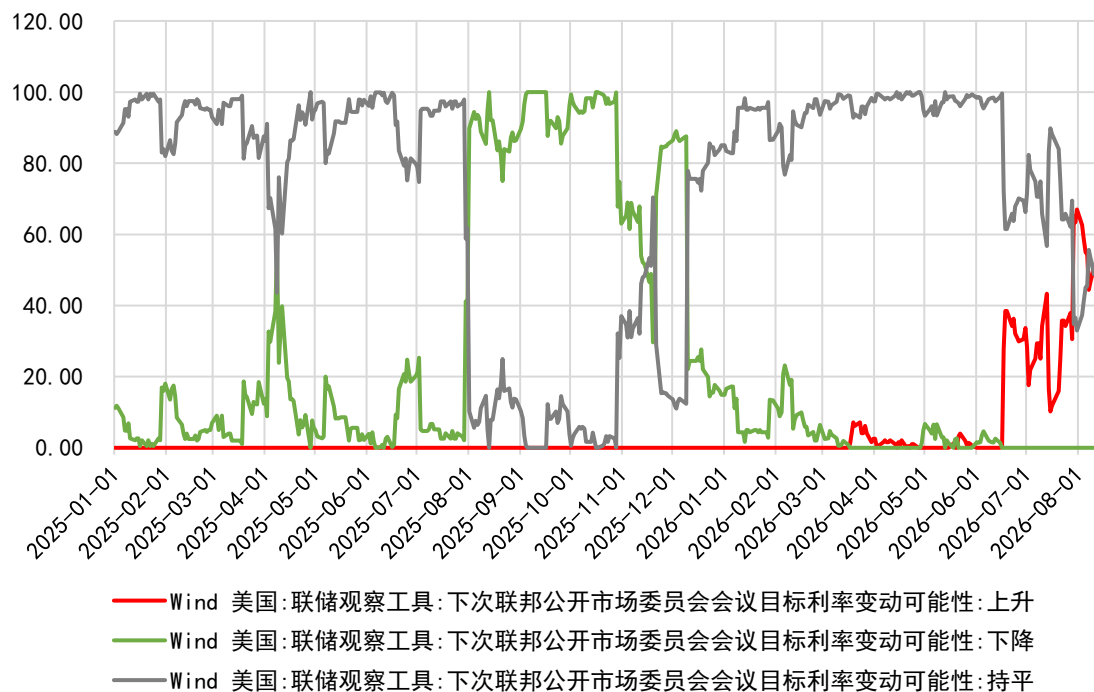
- 霍尔木兹海峡仍处于关闭状态，美伊双方僵持对峙，航运通行受限。
- 美国7月非农数据大幅低于预期，7月非农就业减少2.3万人，5月、6月就业数据合计下修10.3万人，就业走弱带动市场对美联储加息预期降温，对有色板块形成支撑。
- 美国7月CPI同比上涨3.4%，前值3.5%；环比+0.1%；核心CPI同比2.5%，环比+0.2%，通胀边际回落，但仍高于2%政策目标。
- 美国7月PPI年率录得4.7%，为3月以来新低，低于市场预期4.9%，前值5.50%。
- 美国至8月8日当周初请失业金人数录得20.9万人，为7月11日当周以来新高，高于市场预期的20.2万人。

国内宏观：

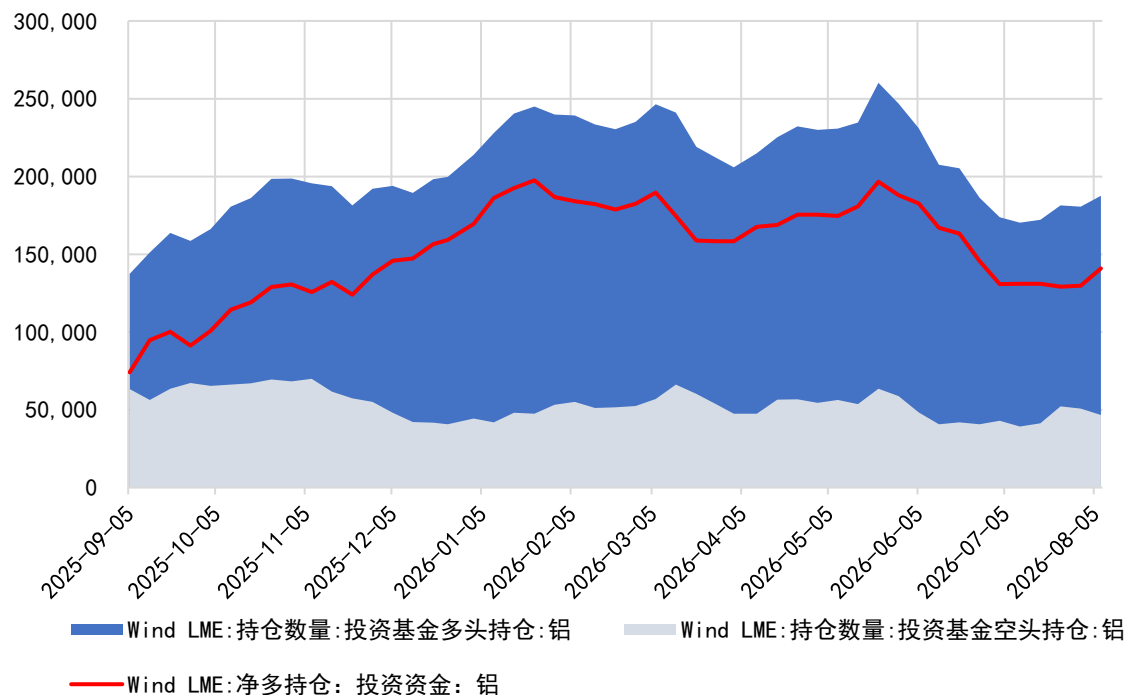
- 7月份，中国CPI环比下降0.1%，同比上涨0.5%，核心CPI环比上涨0.3%，同比上涨0.9%，CPI总体保持温和上涨。
- PPI环比下降0.7%，同比上涨3.5%，涨幅比上月回落0.6个百分点。

据CME“美联储观察”：美联储到9月维持利率不变的概率为65.2%，累计加息25个基点的概率为34.8%。美联储到10月维持利率不变的概率为50.1%，累计加息25个基点的概率为41.8%，累计加息50个基点的概率为8.1%。

美联储利率概率

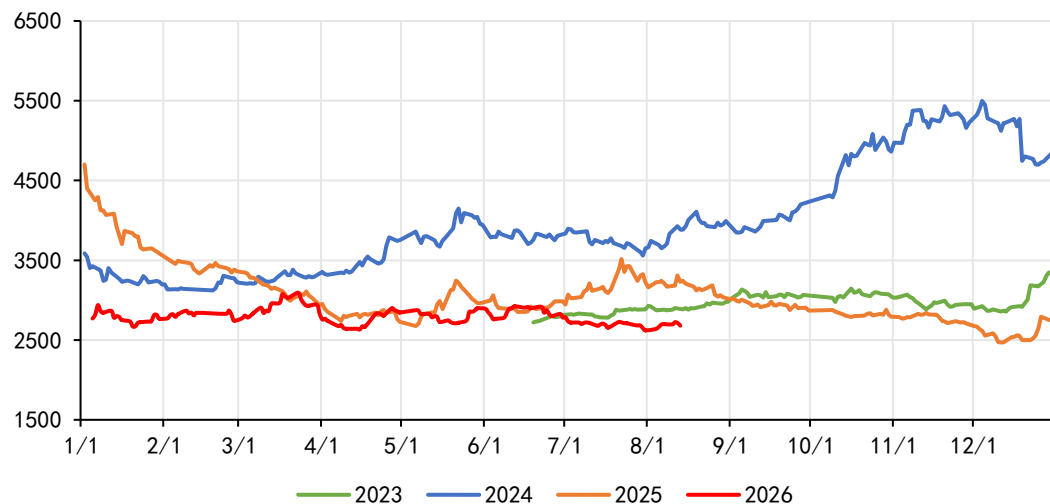


LME投资基金持仓量（单位：手）

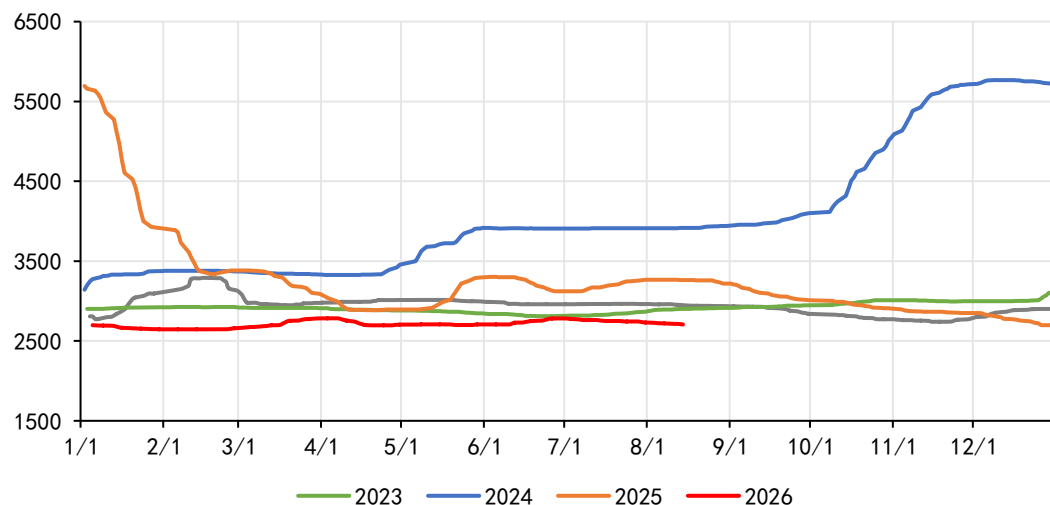


氧化铝低位震荡，成交活跃度有所提升

氧化铝收盘价（元/吨）



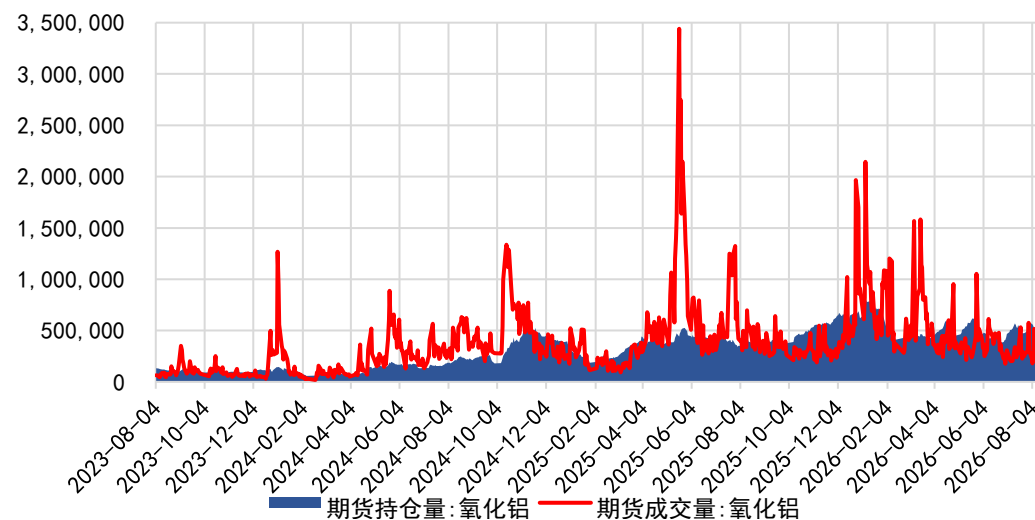
氧化铝现货价（元/吨）



氧化铝价格：本周氧化铝震荡运行，主力合约周跌0.11%（3元）至2696元/吨。现货周内报价至2706元/吨。在供应宽松、库存压力仍存的背景下，氧化铝价格低位震荡。

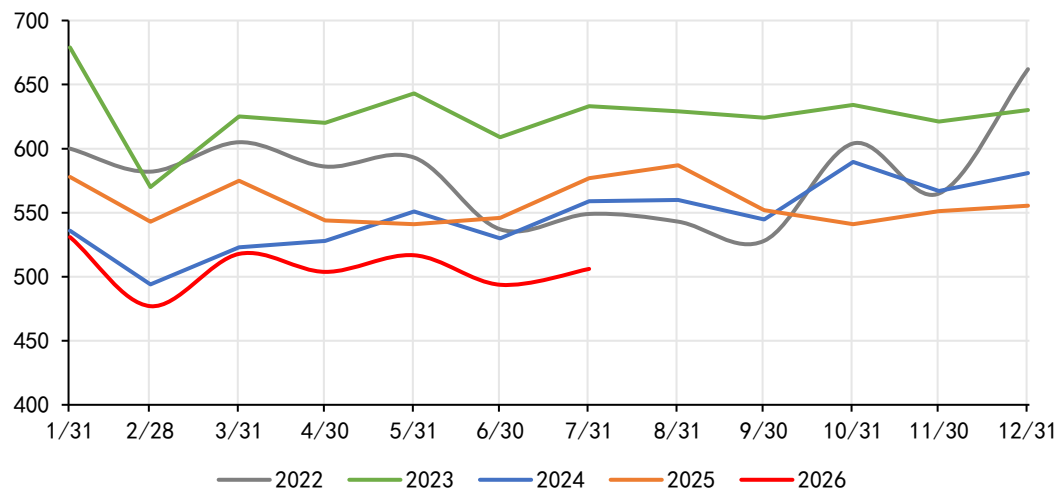
成交量、持仓量：本周加权成交量增加8.03万手至150.4万手；持仓量减少2.97万手至54.5万手。

氧化铝持仓量、成交量（单位：手）



铝土矿 国产矿产量小幅增加，CIF持平

中国铝土矿产量（万吨）

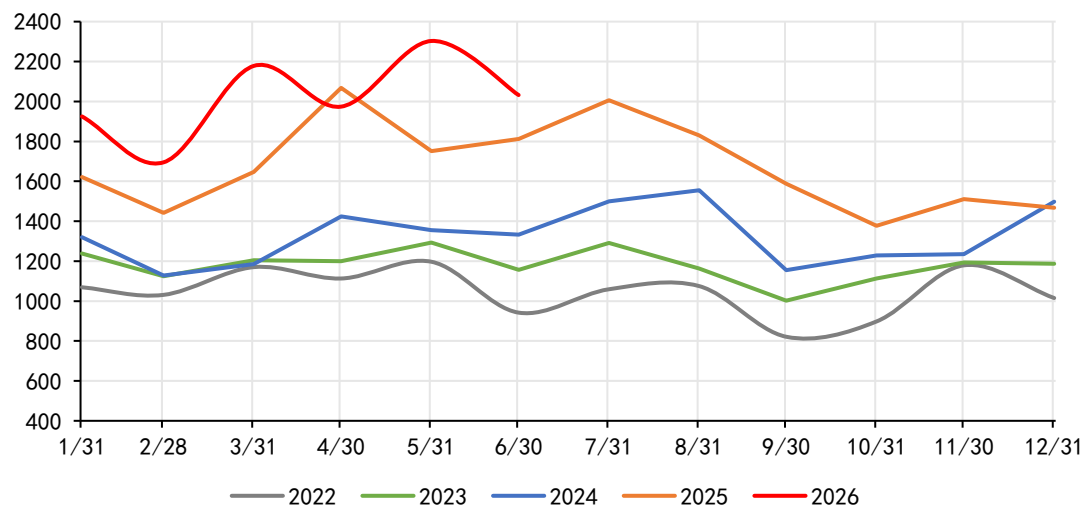


铝土矿产量：7月，全国铝土矿产量为506.08万吨，较6月增加12.39万吨，环比上升2.5%，同比下降9.4%。国际铝业协会（IAI）公布的数据显示，2026年6月全球氧化铝产量为1251.3万吨，日均产为41.71万吨，5月氧化铝产量为1261.0万吨。

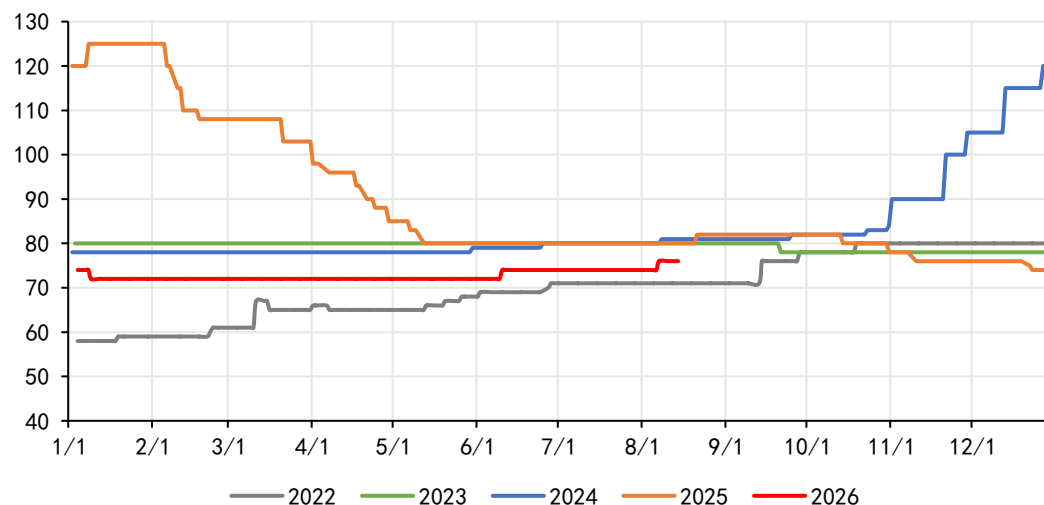
几内亚CIF：截止8月14日几内亚铝土矿报价76美金/干吨，与上周持平。

铝土矿进口量：2026年6月中国进口铝土矿2032万吨，同比增12.6%，环比减少11.76%，国内氧化铝原料充足。

铝土矿进口量（万吨）

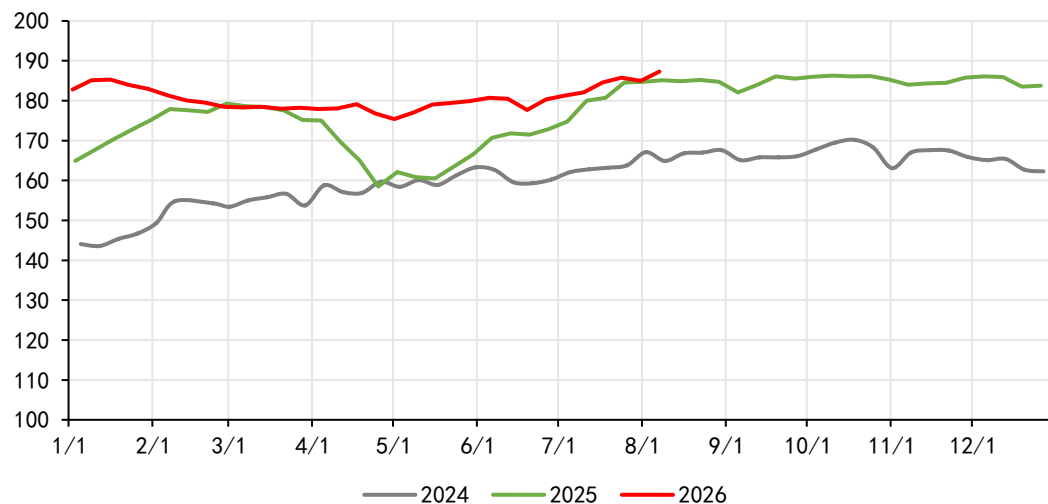


几内亚CIF（美元/干吨）



氧化铝周度产量小幅回落，海外供应扰动

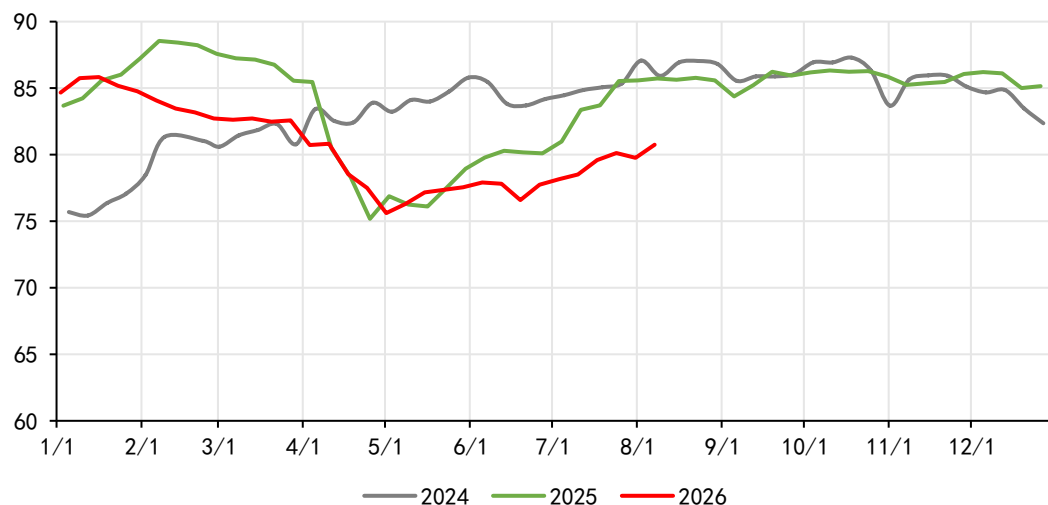
中国氧化铝产量（万吨）



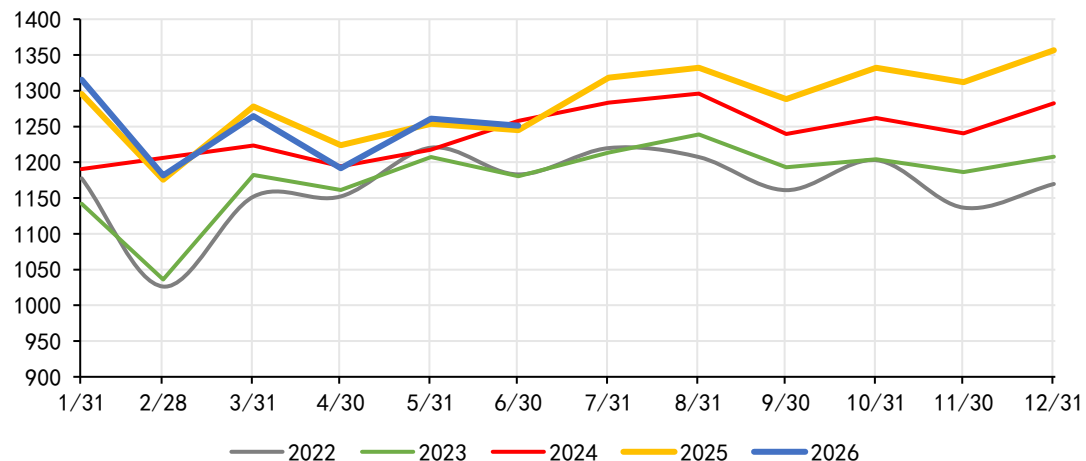
氧化铝产量：周度产量小幅下降，截止8月7日，国内氧化铝周度产量减少0.7万吨至187.3万吨，产能利用率上升0.99个百分点至80.76%。

全球氧化铝产量：挪威海德鲁与天然气供应商CELBA达成临时码头使用协议后，Alunorte氧化铝厂开始向满产状态恢复。海德鲁预计此前减产造成10万—12万吨产量损失，三季度减产及高价采购天然气可能带来7500万—1亿美元财务影响。短期损失已基本确定，但后续供应预期转向恢复。

中国氧化铝产能利用率

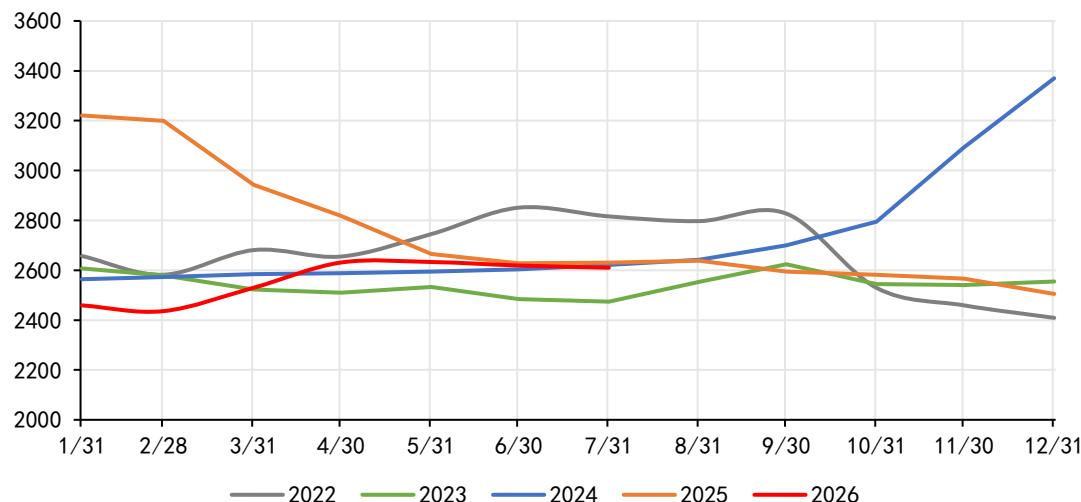


全球氧化铝产量（万吨）



氧化铝成本继续下移，行业亏损有所收窄，进口亏损收窄

氧化铝现金成本（元/吨）

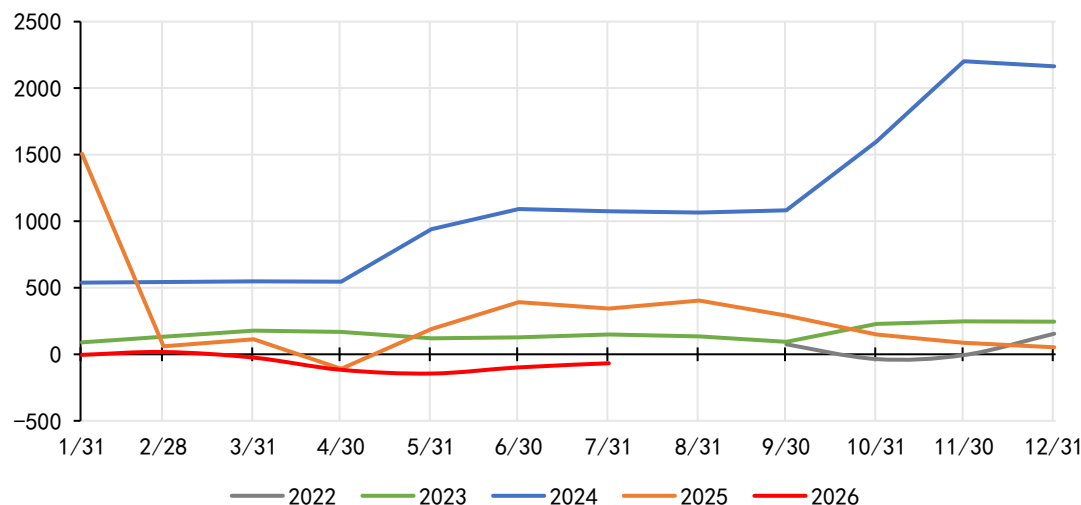


成本：7月氧化铝现金成本降至2610元/吨，较5月下降9元/吨。

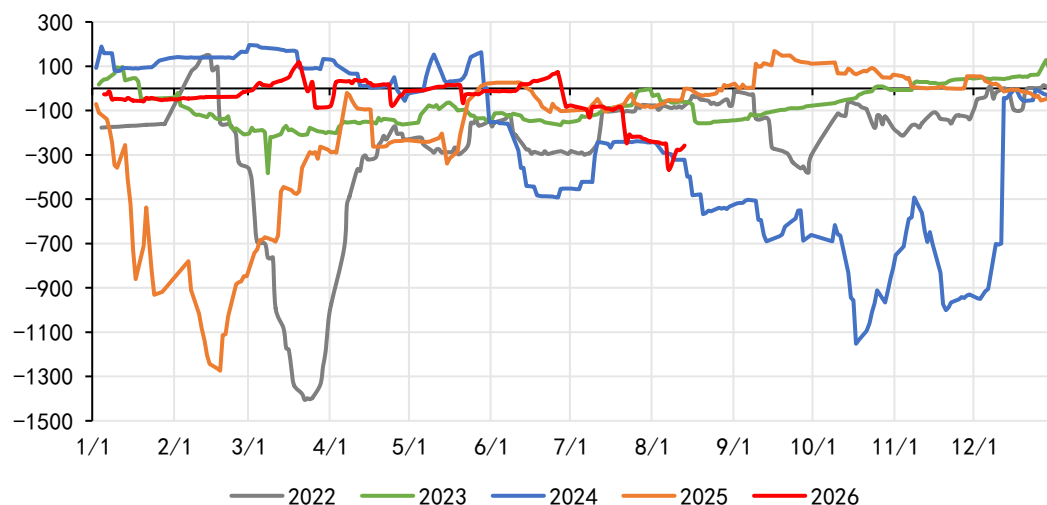
利润：7月利润氧化铝行业平均利润为-67.5元/吨，较6月有所收窄，仍连续处于亏损区间。随着氧化铝价格持续低位运行，企业盈利能力仍然承压，部分高成产能生产积极性受到一定抑制。

进口盈亏：本周氧化铝进口亏损有所收窄，截至8月13日至—257.7元/吨，8月7日为-366.6元/吨。

氧化铝利润（元/吨）

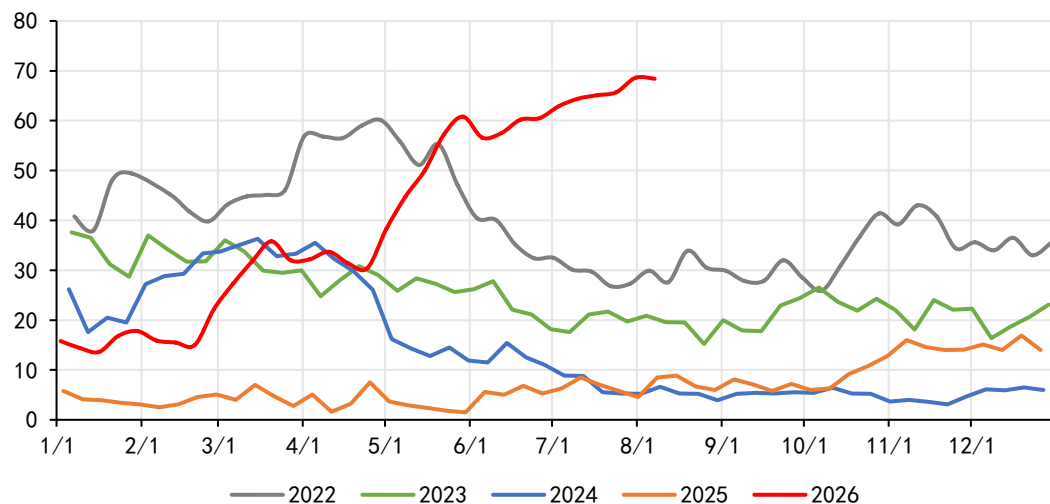


氧化铝进口盈亏（元/吨）

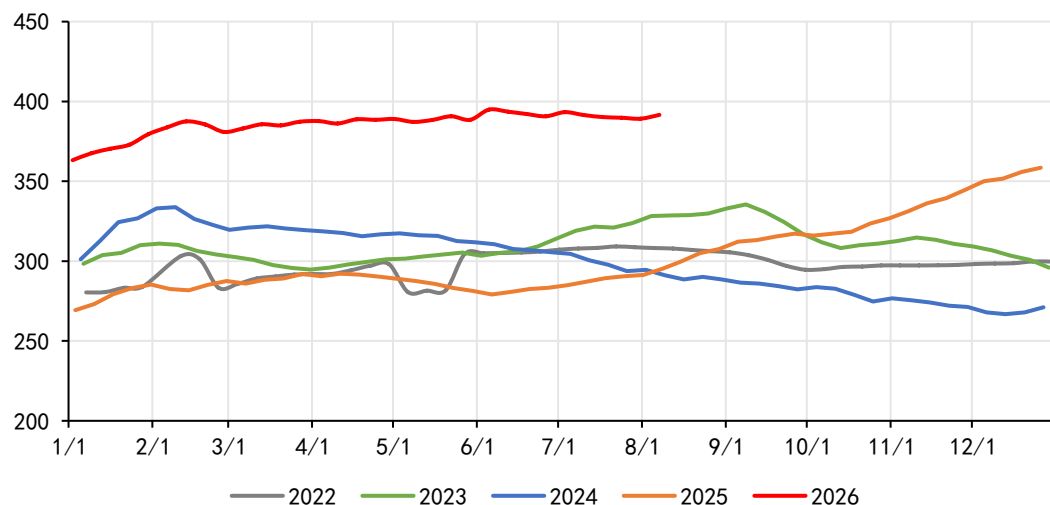


氧化铝库存 港口库存持续增库，交易所库存小幅减少

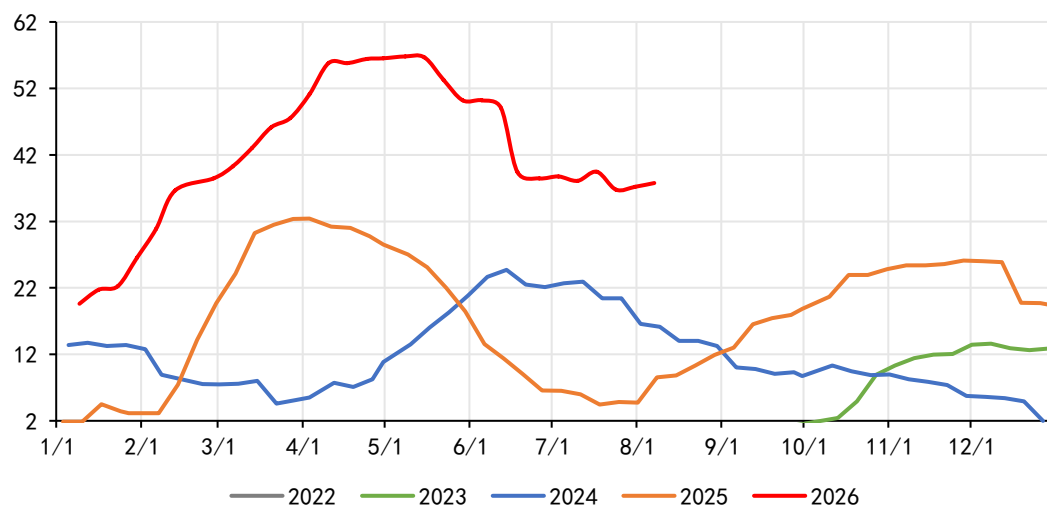
中国氧化铝港口库存（万吨）



中国氧化铝厂库库存（万吨）



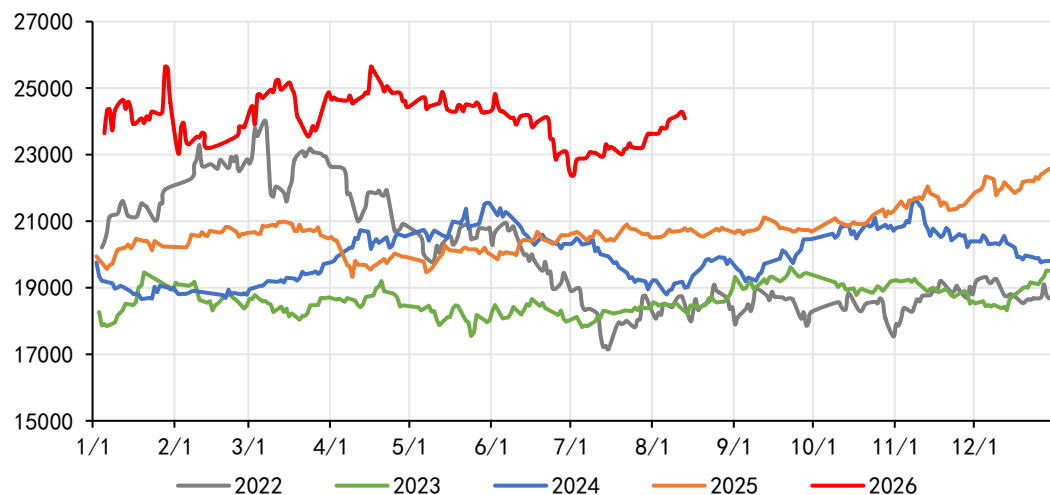
中国氧化铝交易所库存（万吨）



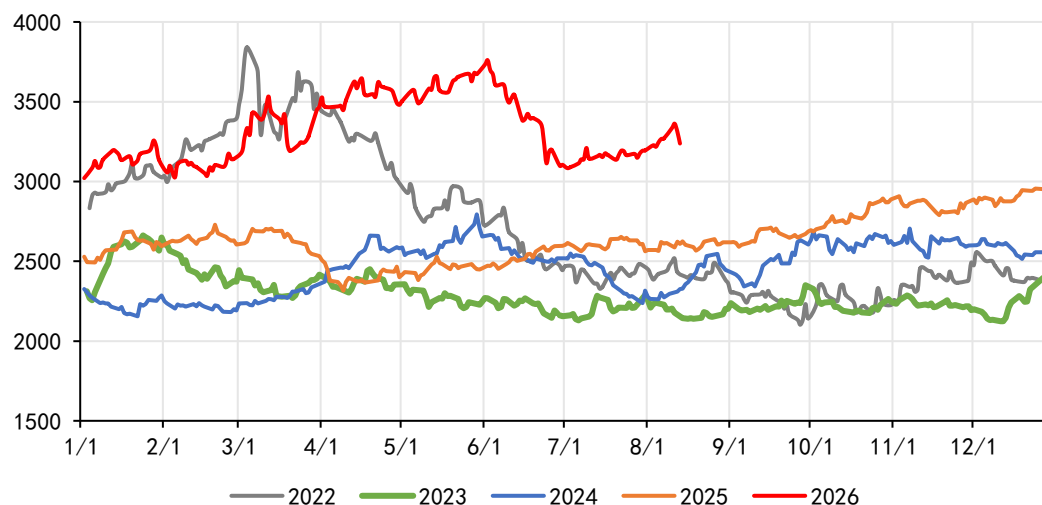
沪铝方面：本周沪铝主力合约周线收阴，周内最低触及23810元/吨，最高触及24470元/吨，最终收跌0.64%（155元）至23885元/吨。周内，中东局势僵持，美国经济数据陆续落地，前期利好预期逐步兑现，叠加美联储释放偏鹰信号、日元加息预期升温等因素，美元小幅反弹，有色金属后半周整体承压。同时，海外铝产业供应扰动边际缓解，对铝价支撑有所减弱，铝价震荡走弱。

伦铝方面：截止国内时间14日下午15:00，LME铝报3225.5美元/吨，周跌1.36%（44.5美元），出现阶段性调整。

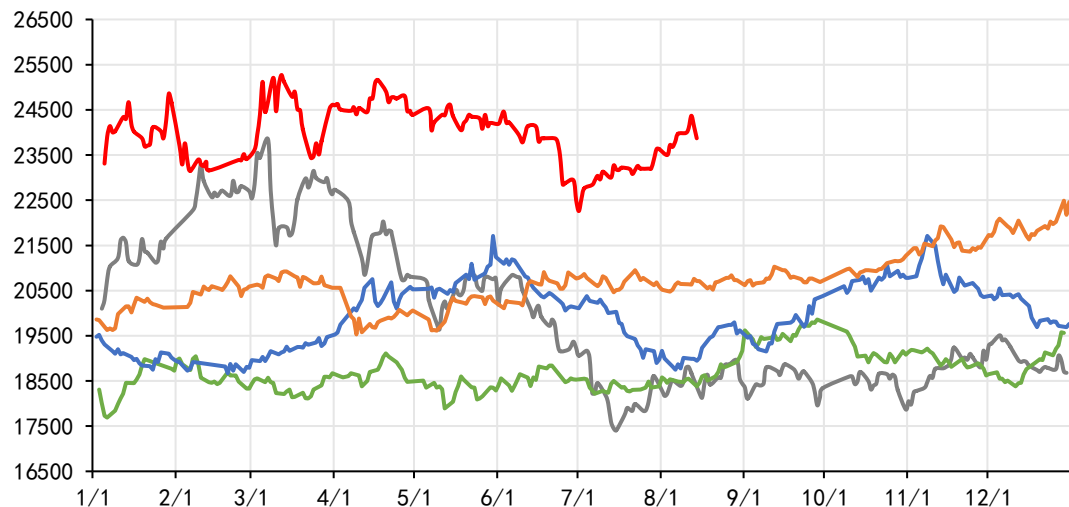
SHFE铝收盘价（元/吨）



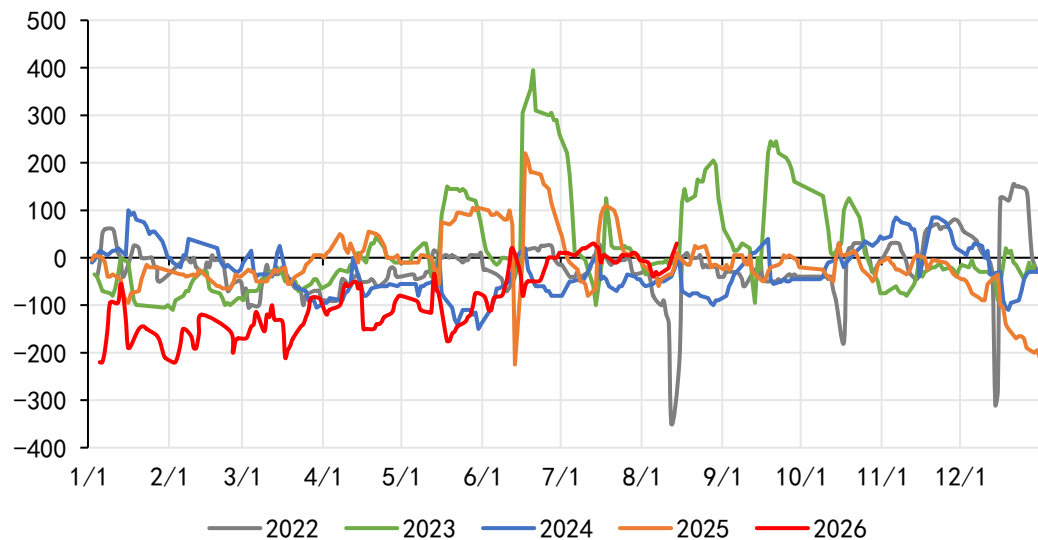
LME铝收盘价（美元/吨）



铝现货价格（元/吨）



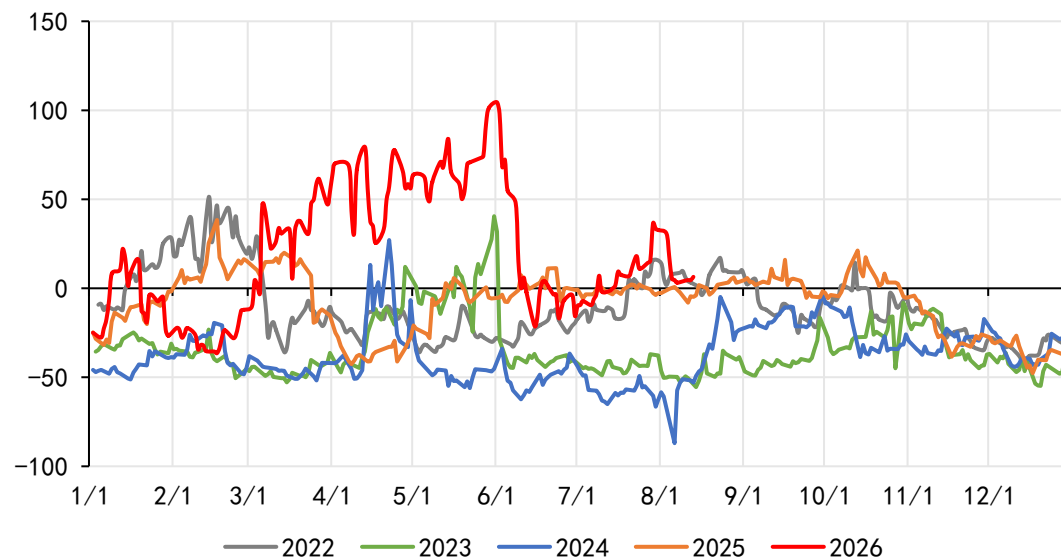
铝升贴水（元/吨）



国内现货升贴水：周内现货贴水转升水，截止周五升水30元/吨。

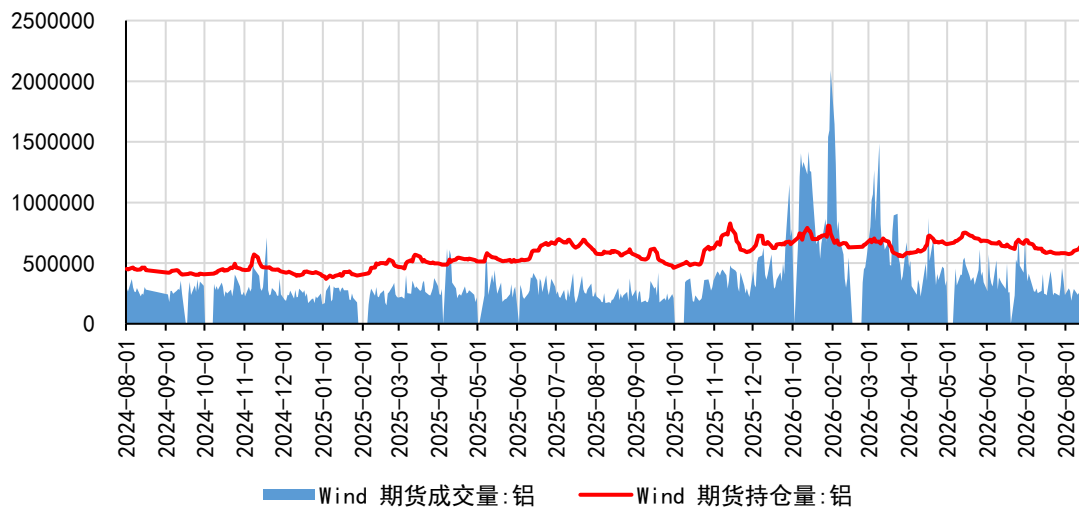
LME现货升贴水：LME现货保持小幅升水至6.43美元/吨。

LME铝升贴水（美元/吨）



成交量、持仓量双增；进口亏损缩窄；内外比价持续修复

沪铝加权合约成交量、持仓量（单位：手）

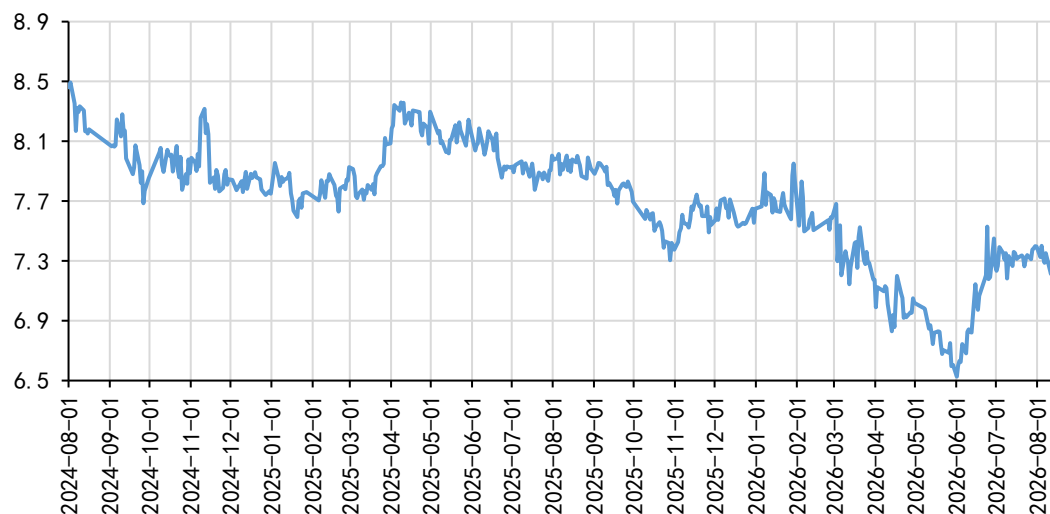


成交量与持仓量：本周加权合约成交量、持仓量双增，截至周五收盘成交量增加16.9万手至145.4万手，持仓量增加3.86万手至64万手。

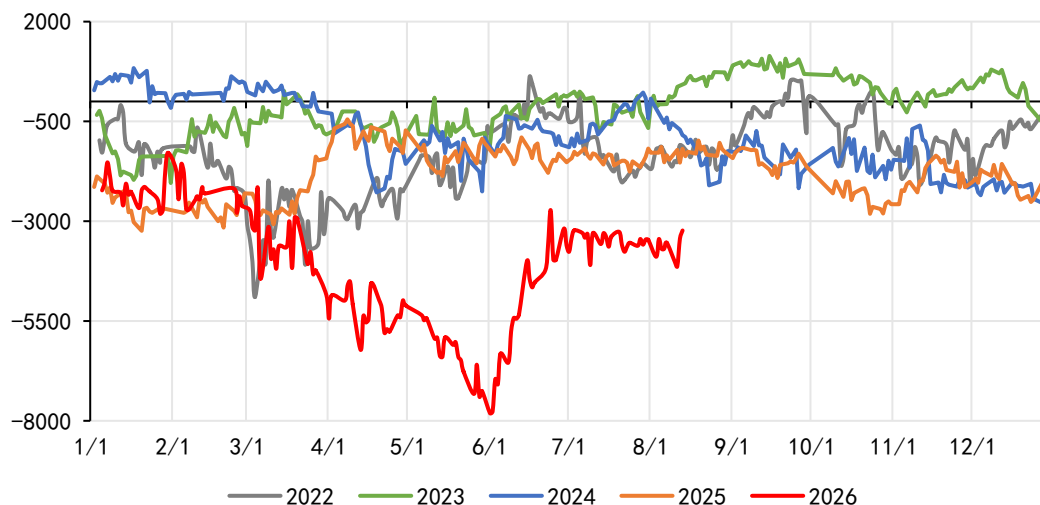
内外比价：内外价差由周初7.28逐步上升至7.439。

进口盈亏：本周铝锭进口盈亏有所收窄。由上周的-3539元/吨收窄至-3232.19元/吨。

内外比价

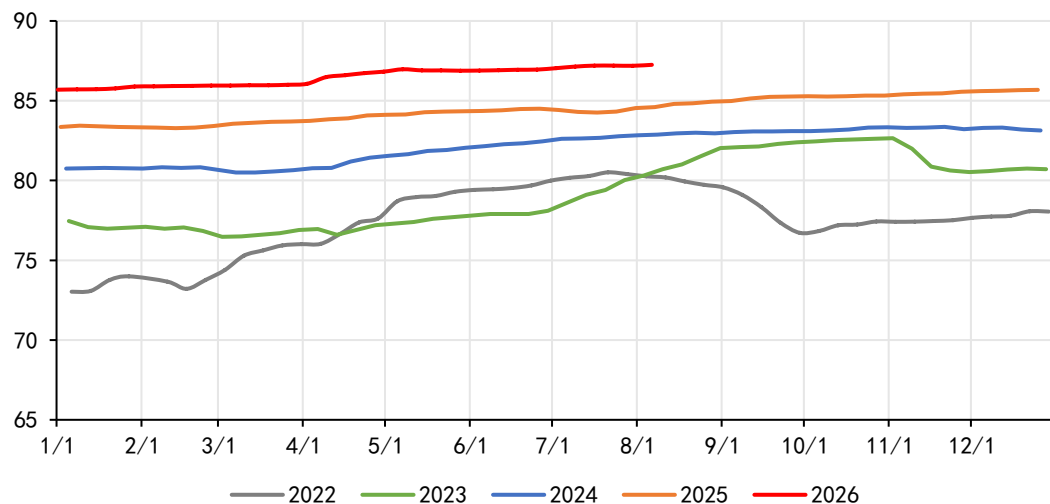


进口盈亏（元/吨）



电解铝维持高产，铝水比例走高压缩铝锭供应

中国电解铝产量（单位：吨）



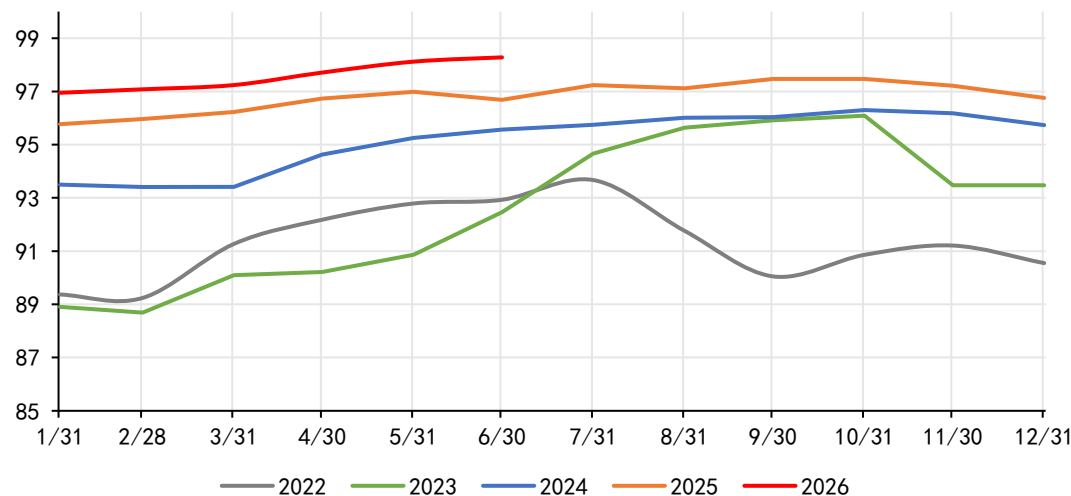
铝水比例：7月铝水比例环比提升2.3个百分点至77.92%，略高于月初预期，主因部分初级加工品利润可观，铝水需求超预期释放。受此影响，7月国内电解铝铸锭量同比下降15.1%，环比下降1.4%。

产能利用率：7月产能利用率提升0.13个百分点至98.41%

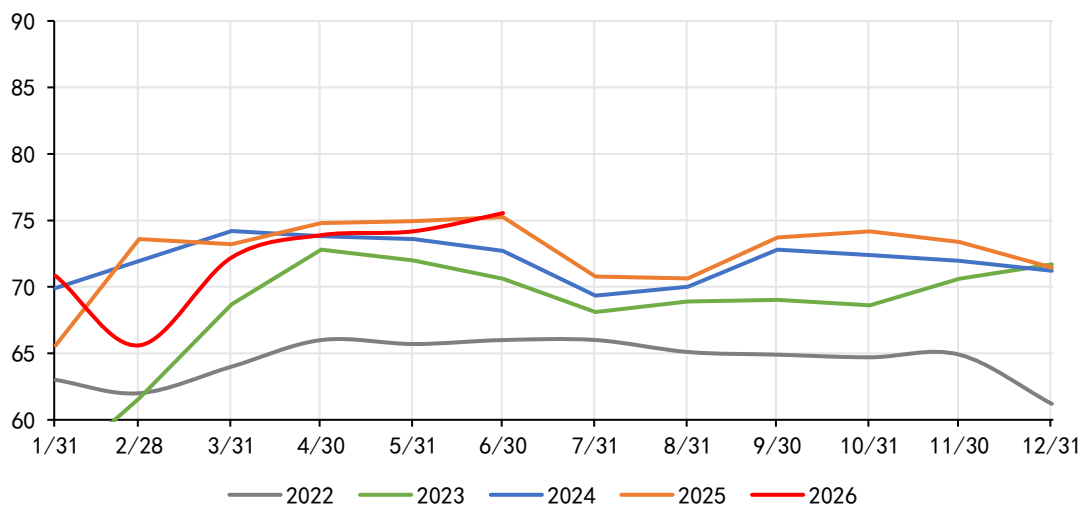
电解铝产量：周度产量小幅上涨，截止8月13日，国内电解铝铝周度产量增加0.02万吨至87.27万吨。

7月国内电解铝产量为387.4万吨，同比增长1.6%，环比增长3.5%。

电解铝产能利用率



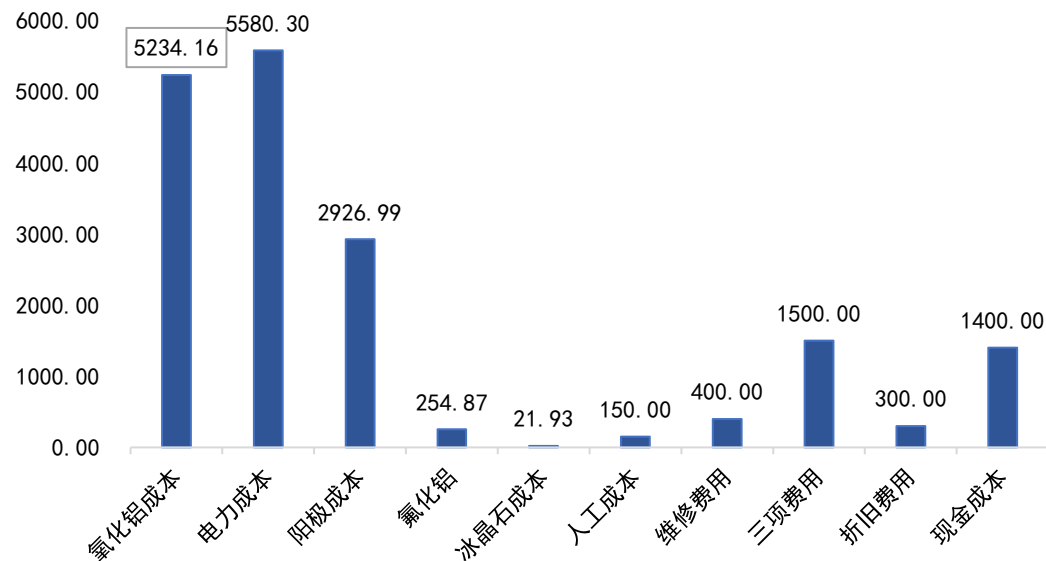
铝水比例



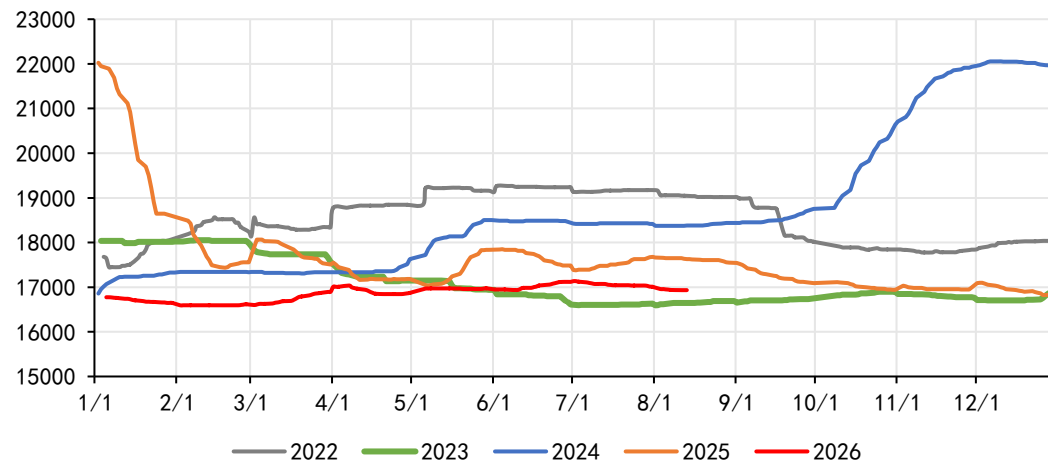
指标	2026/8/13	2026/8/7	环比
电解铝成本	16933.33	16,945.29	-0.07%
电解铝利润	7196.67	7,024.71	2.45%

电解铝成本：截止8月14日，电解铝成本环比下降0.07%，成本重心无大变化。7月国内电解铝行业平均成本为16203.11元/吨，环比下跌0.62%，同比小幅下降2.48%。

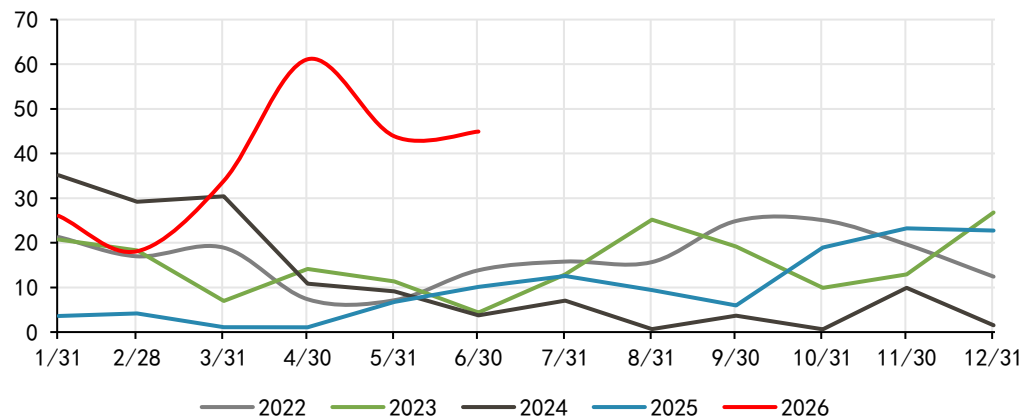
电解铝利润：行业平均利润环比上升2.45%至7196.67元/吨，成本端的降幅未能完全对冲铝价下行对利润的侵蚀。



电解铝成本（元/吨）



进口量：氧化铝：当月值（万吨）



据海关总署数据显示，2026年6月份国内：

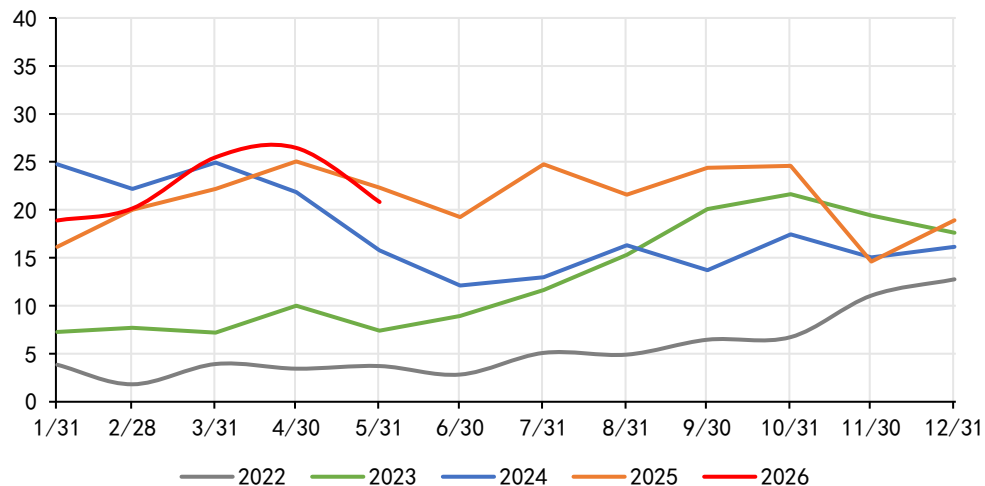
氧化铝：进口44.91万吨，环比增加2.42%，同比增加343.34%。

原铝：进口量为约16.71万吨，同比下降13.15%，环比下降19.74%；
1-6月累计进口总量约128.64万吨，同比增长2.92%。

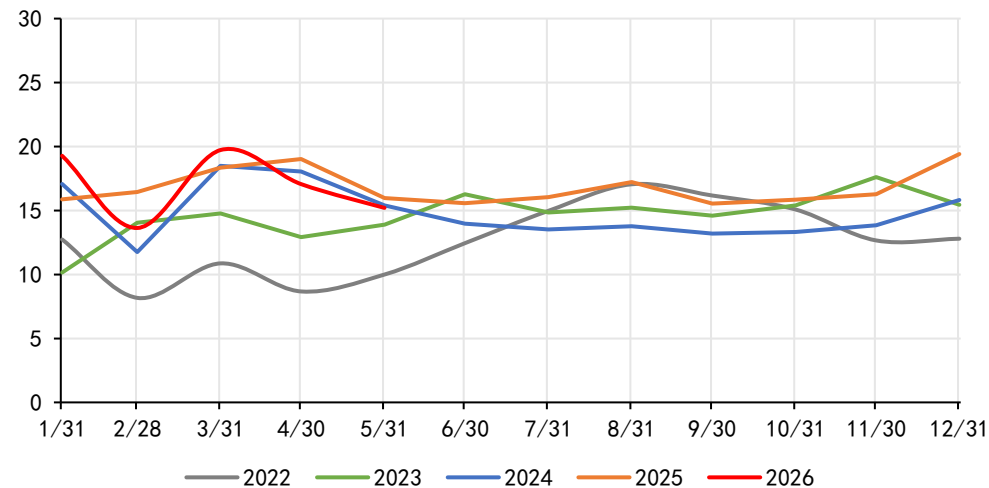
未锻轧铝及铝材：进口量为25万吨，同比减少17.4%，1-6月未锻轧铝及铝材累计进口量为188万吨，同比减少5.1%。

废铝：进口量约15.2万吨，环比下降10.9%，同比下降4.8%。

进口量：原铝：当月值（万吨）



进口量：废铝：当月值（万吨）

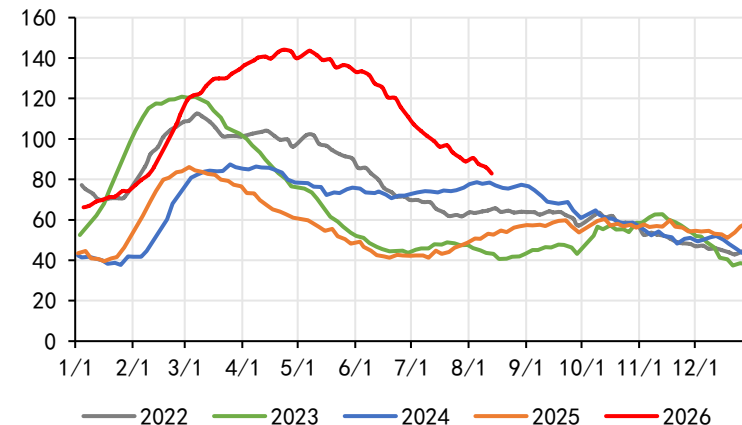


本周铝全球显性库存减少6.57万吨至154.8万吨

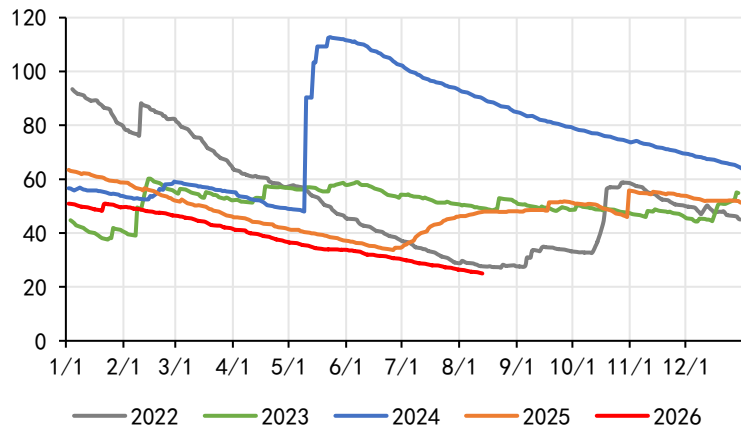
铝库存近月变动及季节性对比

日期	伦铝库存 (万吨)	库存增减 (万吨)	沪铝库存 (万吨)	库存增减 (万吨)	社会库存 (万吨)	库存增减 (万吨)	美铝库存 (吨)	库存增减 (吨)	合计 (万吨)
8月7日	25.64	-0.15	43.57	-1.30			1583	+0	161.37
8月10日	25.49	-0.15			90.5	-1.50	1583	+0	
8月11日	25.34	-0.15					1583	+0	
8月12日	25.17	-0.17					1583	+0	
8月13日	25.00	-0.17			87.6	-2.90	1583	+0	
8月14日	24.83	-0.17	42.21	-1.36					154.80

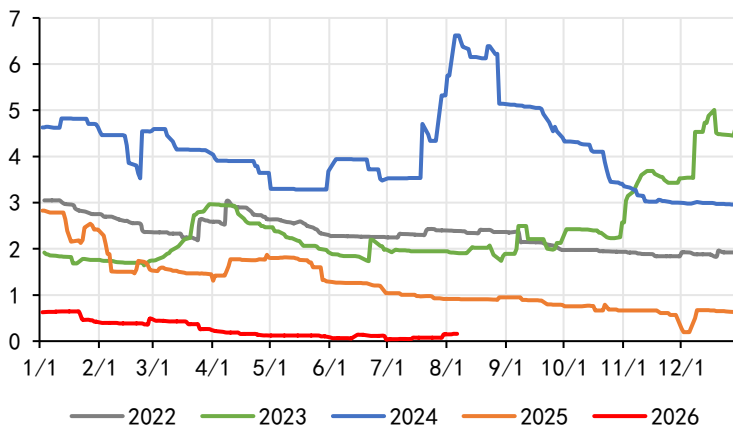
铝社会库存（万吨）



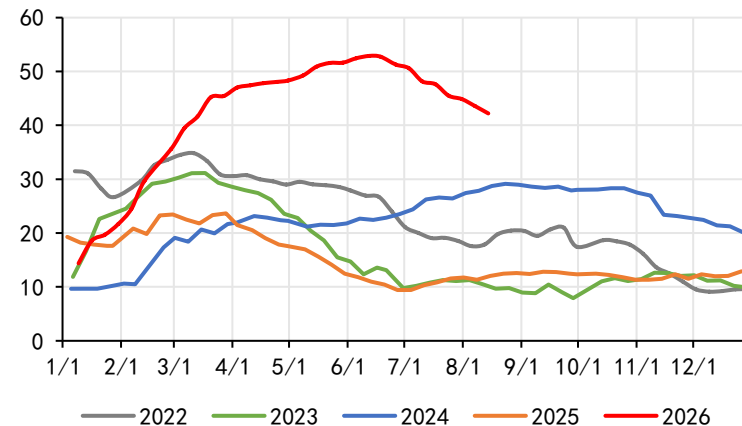
LME铝库存（万吨）



Comex铝库存（万吨）

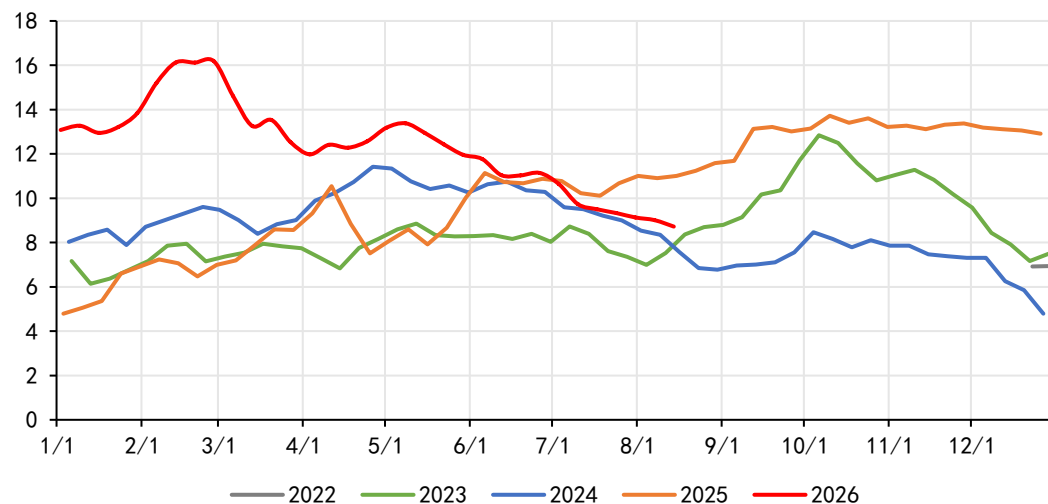


SHFE铝库存（万吨）



铝棒库存小幅累计，铝合金库存维持低位

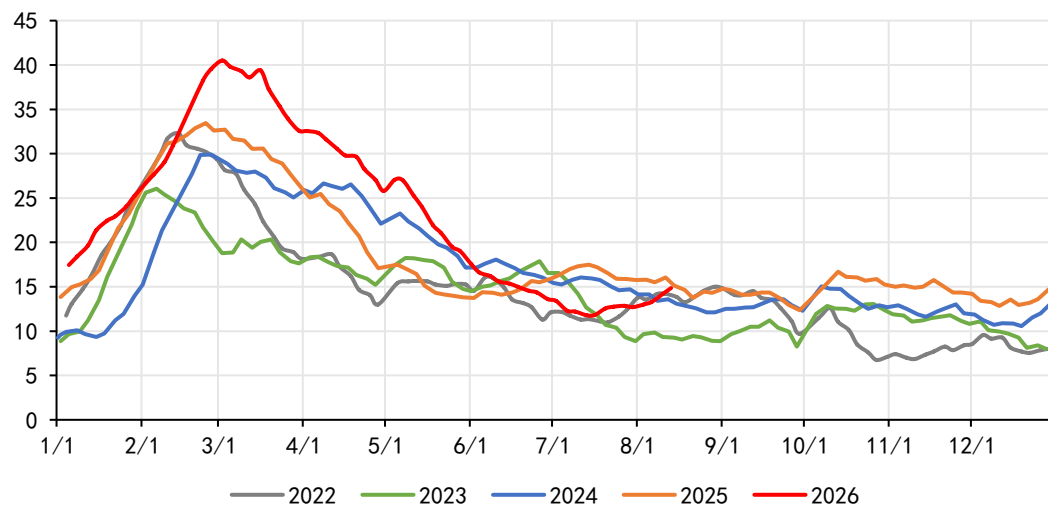
铝合金锭社库+厂库库存（万吨）



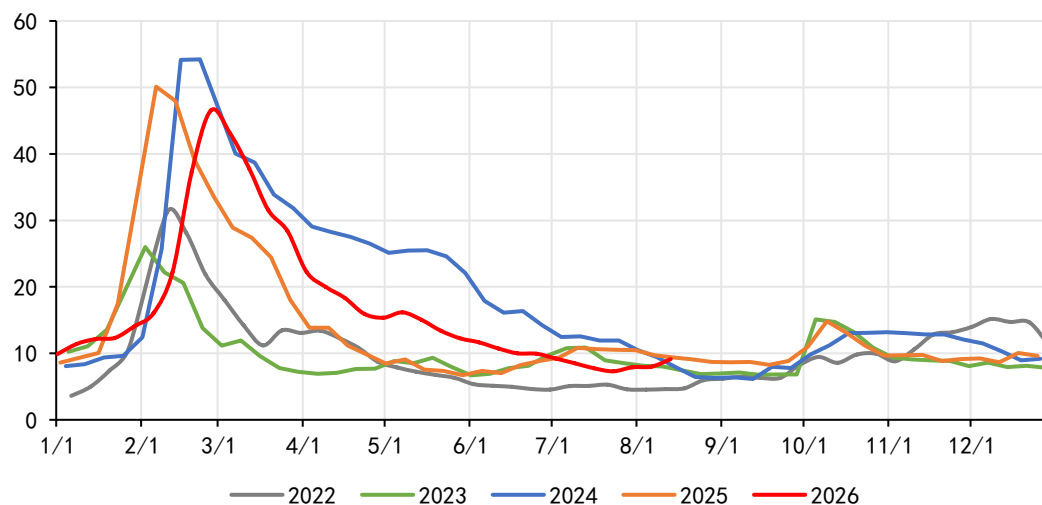
铝棒：截至8月13日，铝棒社库库存较8月6日增1.55万吨至14.85万吨；厂内库存增1.13万吨至9.13万吨。

铝合金锭：截至8月14日，铝合金锭社会库存较7月31日减少0.07万吨至1.5万吨，厂库库存减少0.25万吨至7.22万吨，累计共计8.72万吨。

铝棒社库库存（万吨）



铝棒厂库库存（万吨）

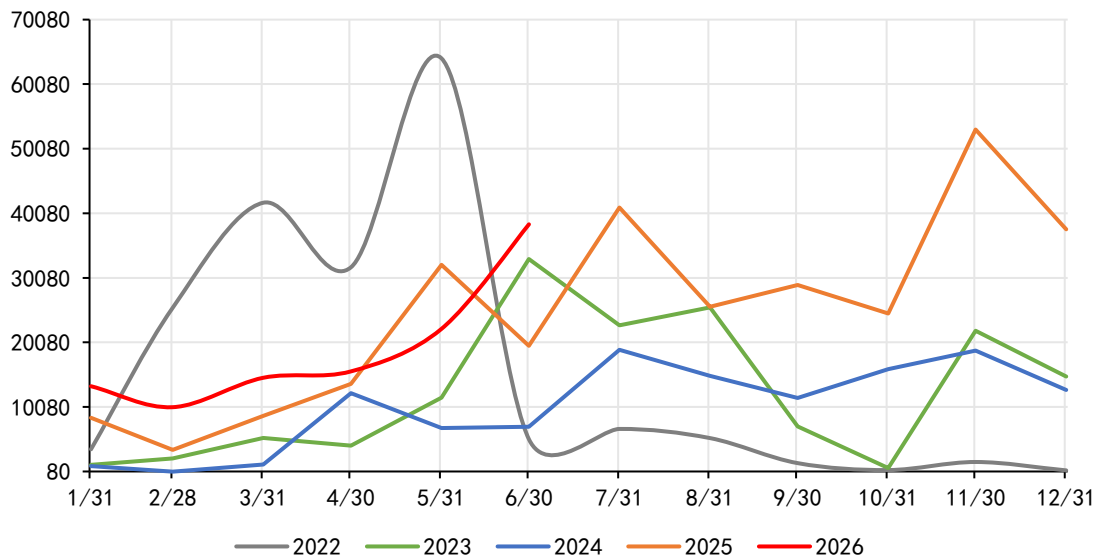


海关总署最新数据显示，2026年7月中国出口未锻轧铝及铝材64.3万吨，较6月减少6.7万吨，环比下降9.4%；1-7月累计出口403.9万吨，同比增加16.7%。

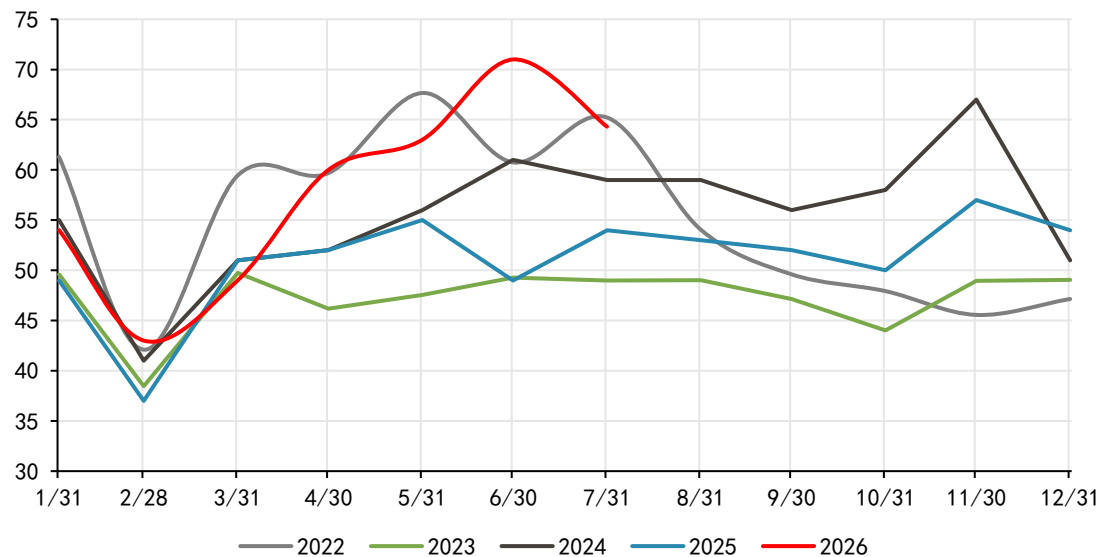
当前国内下游消费整体偏弱，加之部分制品出口订单回落，各产业链条普遍承压。随着铝价内外价差持续收窄，出口套利空间有所下降，铝材出口量较前期高位有所回落，符合此前预期。

。

出口量：原铝（吨）

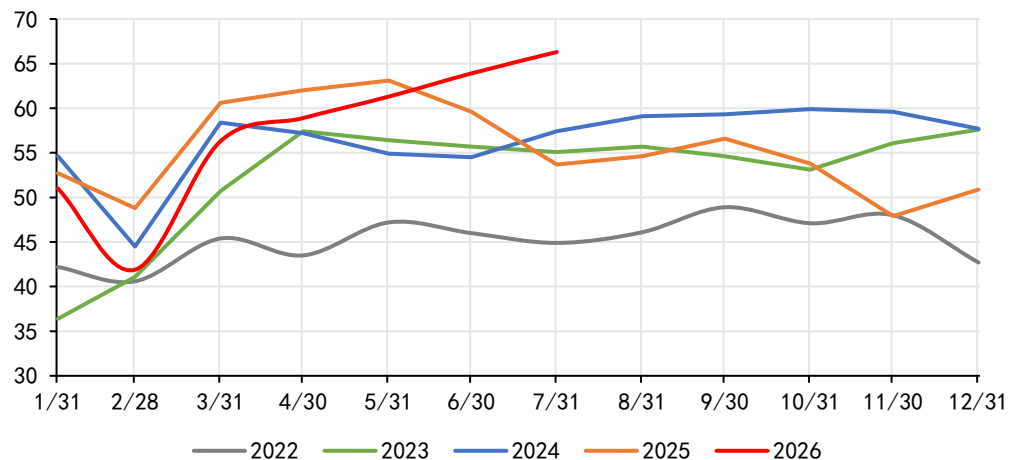


出口数量：未锻轧铝及铝材（万吨）

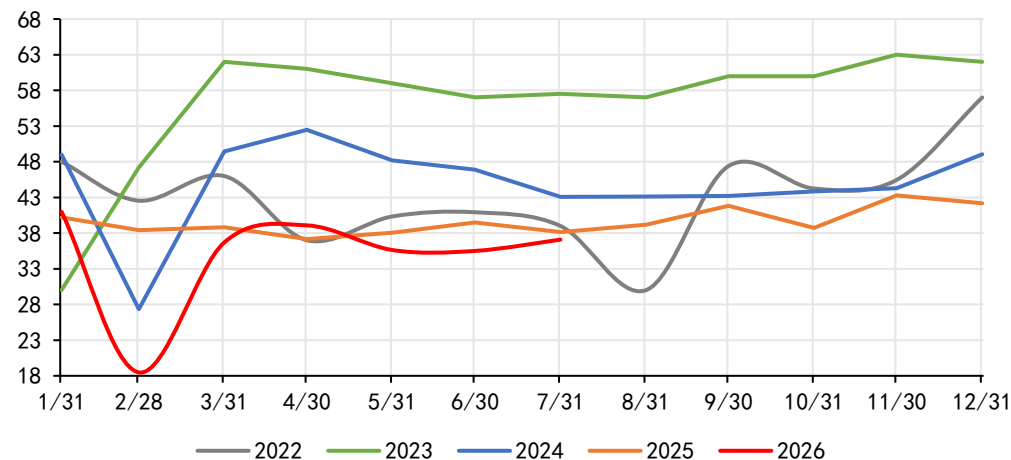


下游综合开工率60.1%（下降0.1个百分点），其中铝箔70.1、板带69%、线缆62%、型材51.6%
淡季需求尚未全面改善，库存去化仍强于加工端表现。

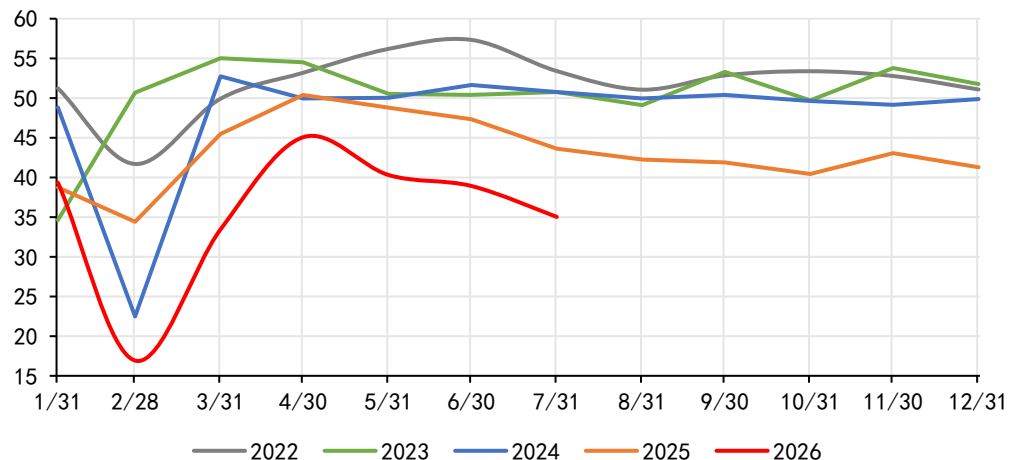
中国：铝杆开工率（%）



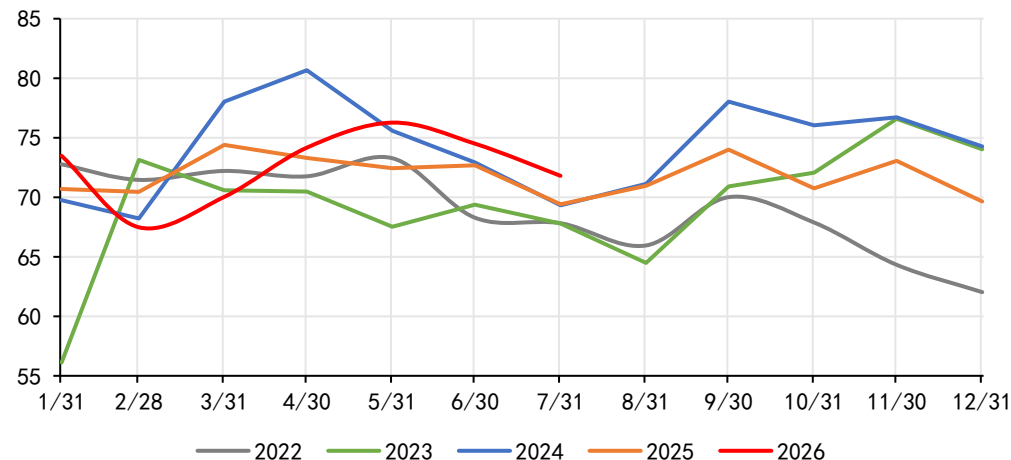
中国：再生铝合金锭开工率（%）



中国：铝型材样本平均开工率（%）

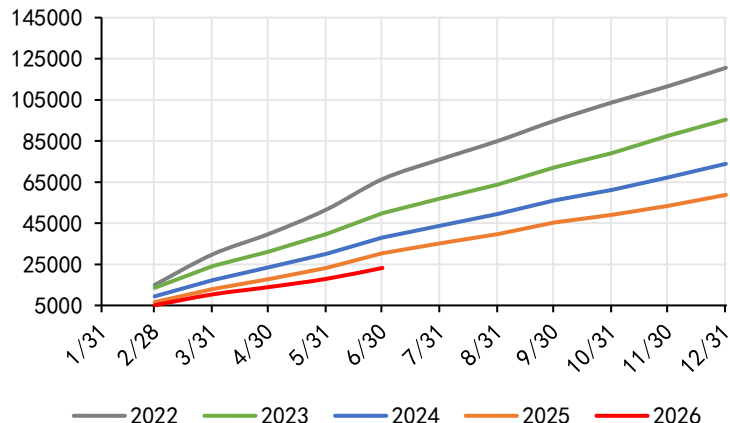


中国：铝型材样本平均开工率（%）

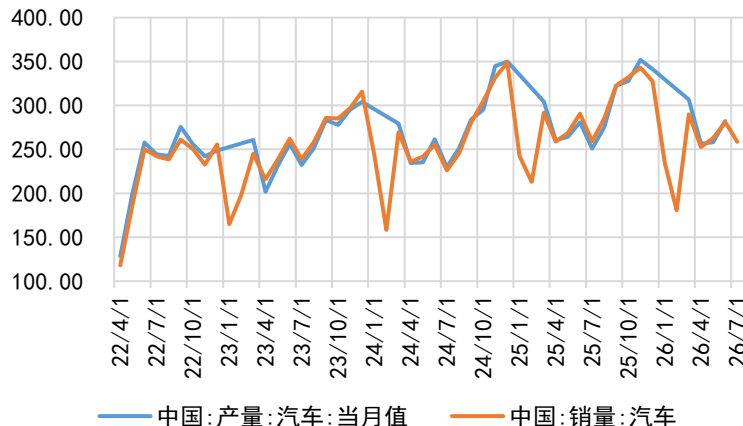


2026年7月，我国新能源汽车产销分别完成157.6万辆和156.1万辆，同比分别增长26.8%和23.7%。当月新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的60.4%，市场份额持续保持高位。

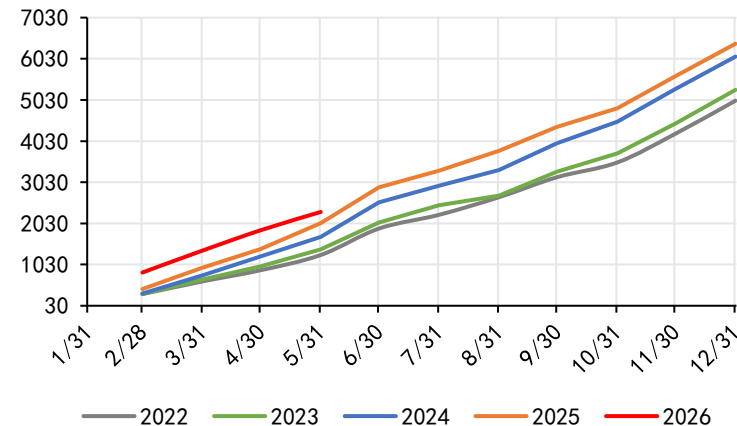
中国：房屋开工面积累计值（万平方米）



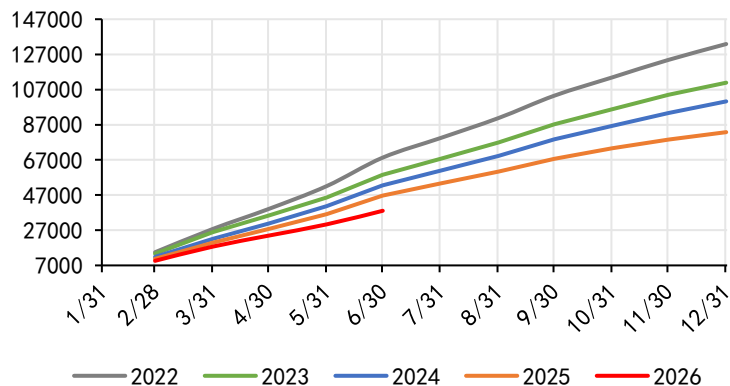
中国汽车产销量（万辆）



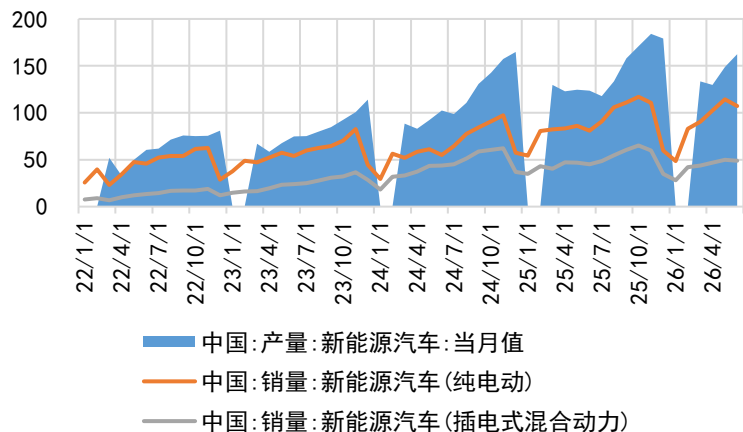
中国：电网基本建设投资完成额（万元）



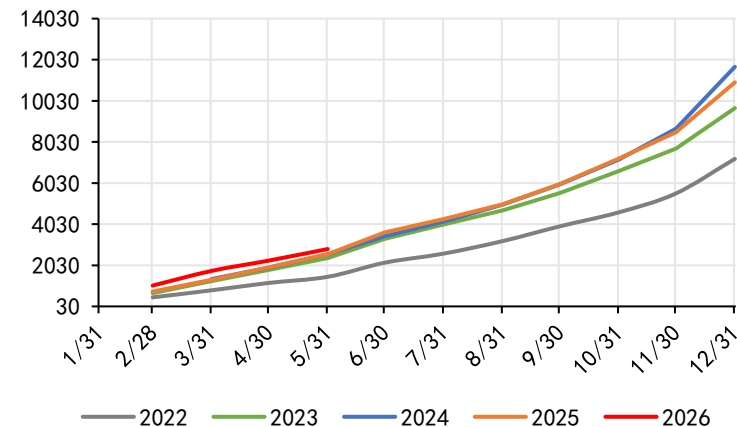
中国：房地产开发投资完成额累计值（万元）



中国新能源汽车产销量（万辆）

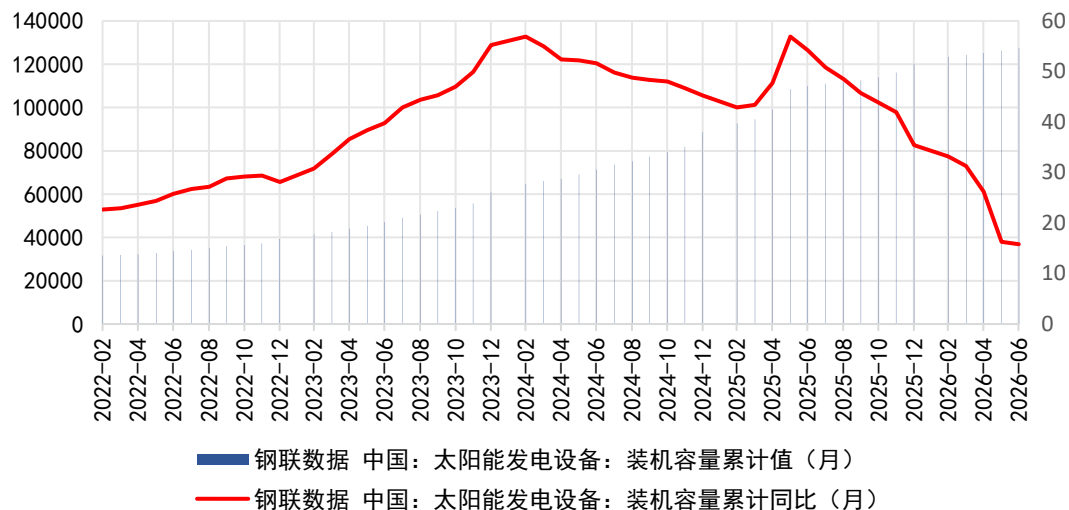


中国：电源基本建设投资完成额（万元）

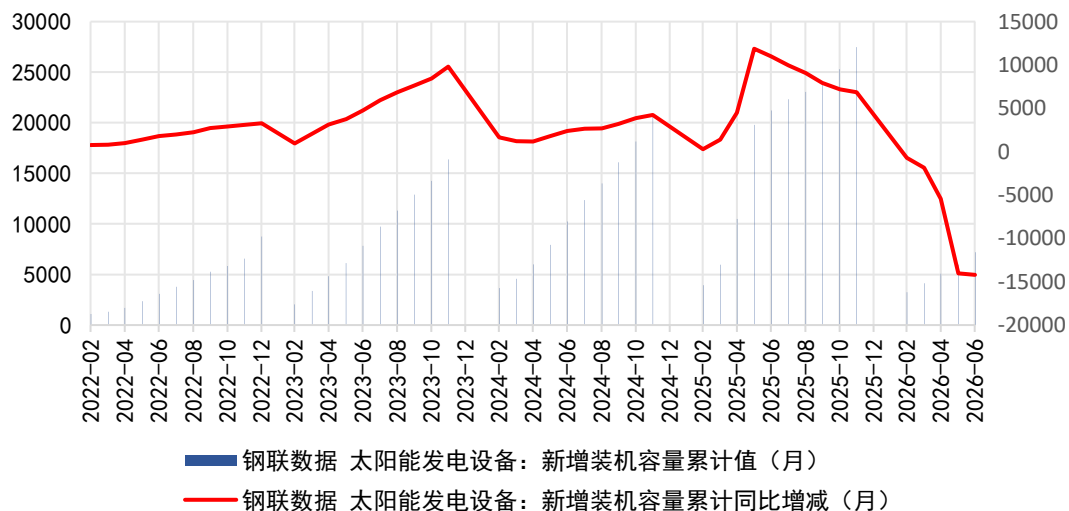


光伏产量环比回升，开工率环比上升

中国光伏装机容量（单位：GW）



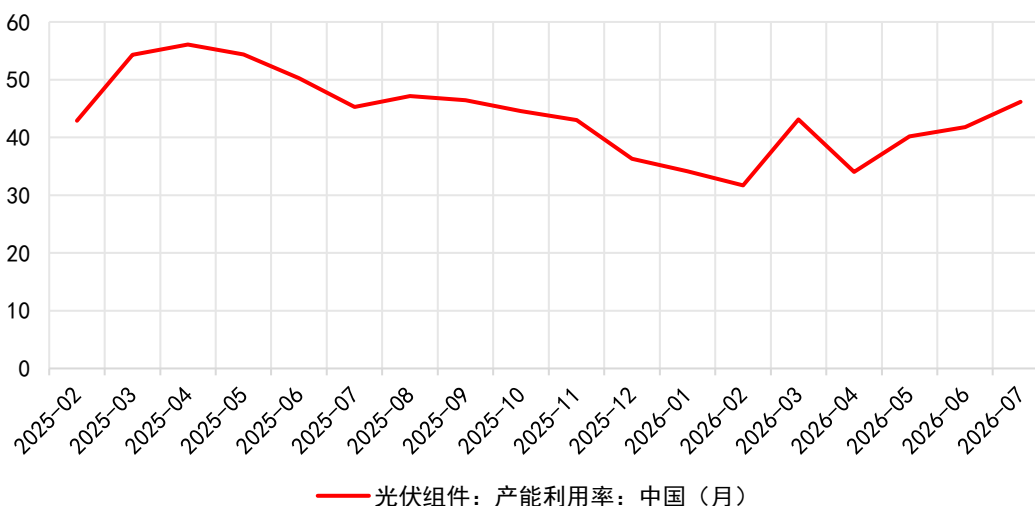
中国光伏新装机容量（单位：GW）



国家能源局数据显示，2026年6月单月光伏新增装机容量为12.48GW，同比下降13.0%。1-6月光伏累积新增装机容量为72.07GW，同比下降66.04%。光伏终端续期较去年高基数有所回落，对铝消费拉动边际减弱。

7月，企业产能利用率46.16%，与6月相比上涨4.37%，高于预期。开工上升受益于大基地项目交付及上游供给放量，头部工厂优先提升N型高功率产线开工。

光伏组件：产能利用率：中国（月）



黄金

震荡偏弱

杨力

从业资格号：F03150169

投资咨询号：Z0023369

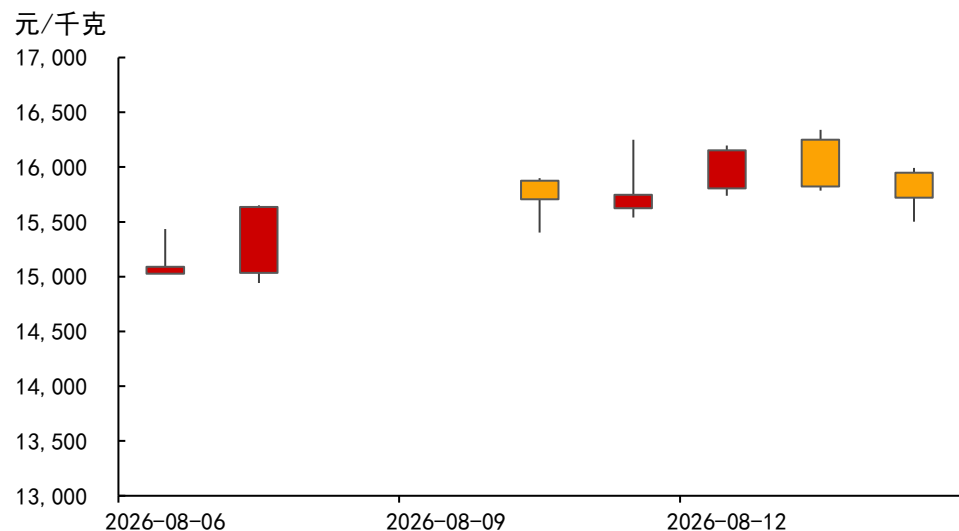
投资咨询业务资格：证监许可[2012]338号



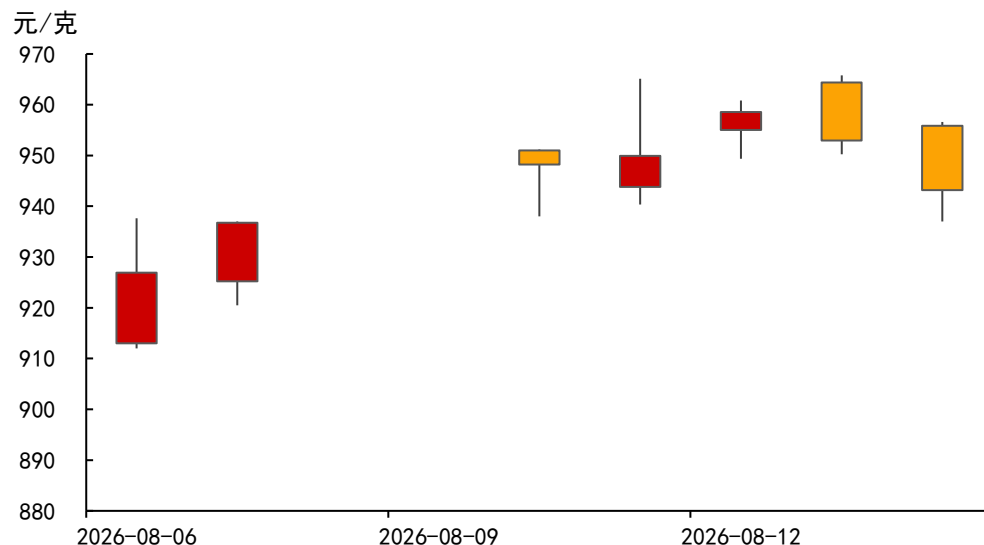
黄金	驱动	描述
宏观	—	美联储加息进度将跟随通胀涨跌。美国CPI、PPI纷纷回落，在一定程度上弱化了美联储的加息压力。但是近期原油价格上涨，使得通胀压力增强，对黄金有所压制。
美联储政策预期	—	降息周期结束，9月可能加息一次。新任主席誓言通胀向2%目标回归，货币政策恐将收紧，不利金价。
避险需求	—	美国伊朗冲突反复，避险因素有所强化。
投资需求	—	黄金白银ETF呈现企稳态势，白银ETF则继续下滑。
未来展望		从博弈角度来看，封锁海峡不符合任何一方的核心利益。伊朗九成的原油出口外运依托霍尔木兹海峡完成。国际油价飙升会进一步推升美国通胀，这是美国政府在选举前不愿意看到的。短期利多因素可能出尽，一旦后续就业和通胀数据展现韧性，则将对金价形成压力。
风险提示		宏观政策扰动、国际局势避险影响。

- 贵金属市场呈现震荡偏强格局。
- 周初中东乱局延续，避险因素支撑贵金属买盘。周中宏观数据虽有公布，市场跟随特朗普和谈言论。
- 市场定价显示，受到就业及通胀弱化影响，美联储9月加息概率下移。

白银期货行情

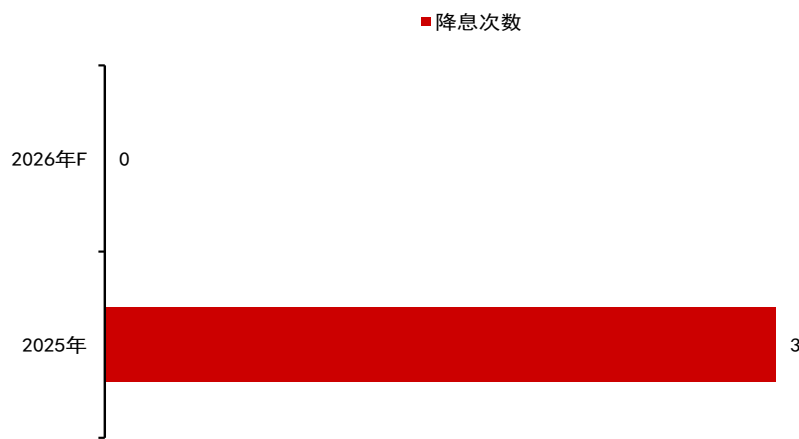


黄金期货行情

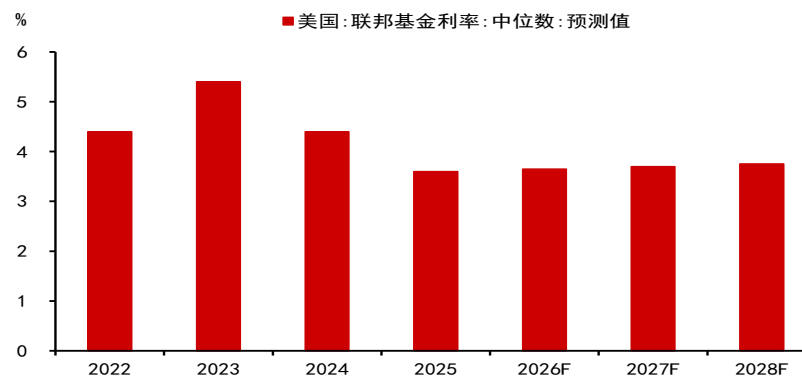


- 美国近期经济数据呈现韧性。
- 劳动力市场降温成为美联储降息的核心驱动因素，官员普遍担忧失业率持续上升可能引发经济硬着陆。
- 通胀黏性与政策平衡。尽管通胀水平较峰值回落，但核心通胀仍高于2%目标，服务业通胀黏性较强。
- 美联储需在刺激就业与抑制通胀之间寻求平衡，避免过早降息导致通胀反弹，或降息过晚加剧就业市场恶化。

目前降息概率

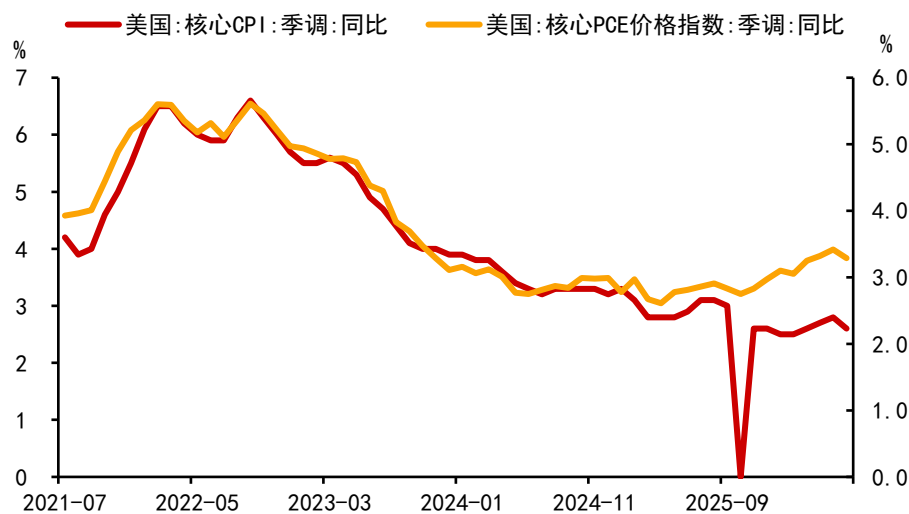


利率路径推演

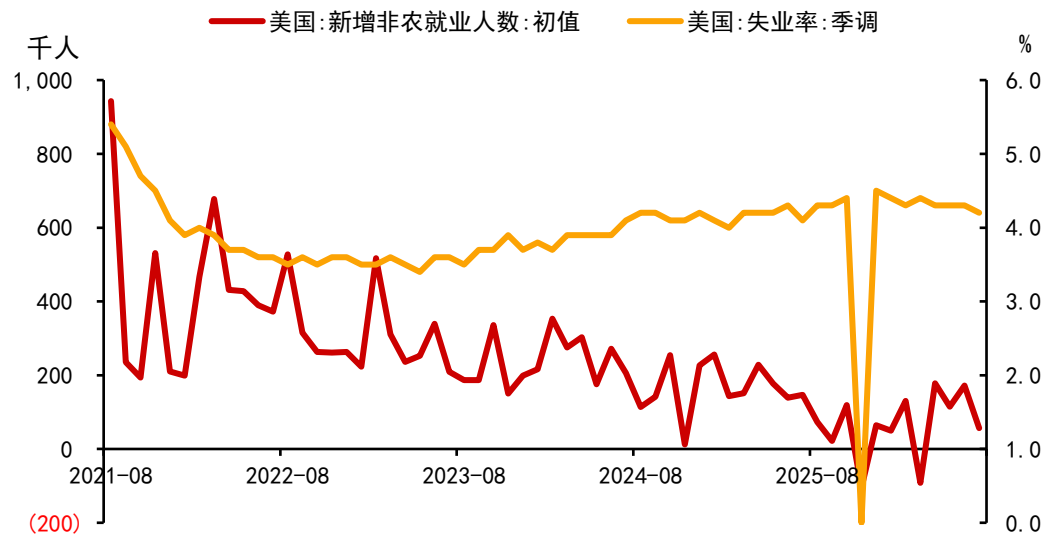


- 美国通胀跟随关税进程，企稳迹象比较明显。核心通胀位于美联储2%红线以上对降息形成阻力。
- 美联储加息进度将跟随通胀涨跌。美国CPI、PPI纷纷回落，在一定程度上弱化了美联储的加息压力。但是近期美伊冲突原油价格上涨，使得通胀压力增强，对黄金有所压制。
- 美国7月非农就业岗位减少2.3万个，7月CPI同比上涨3.4%，较6月的3.5%小幅回落。7月就业市场疲态尽显，与市场预计新增8万人的就业增量相差甚远。

海外通胀

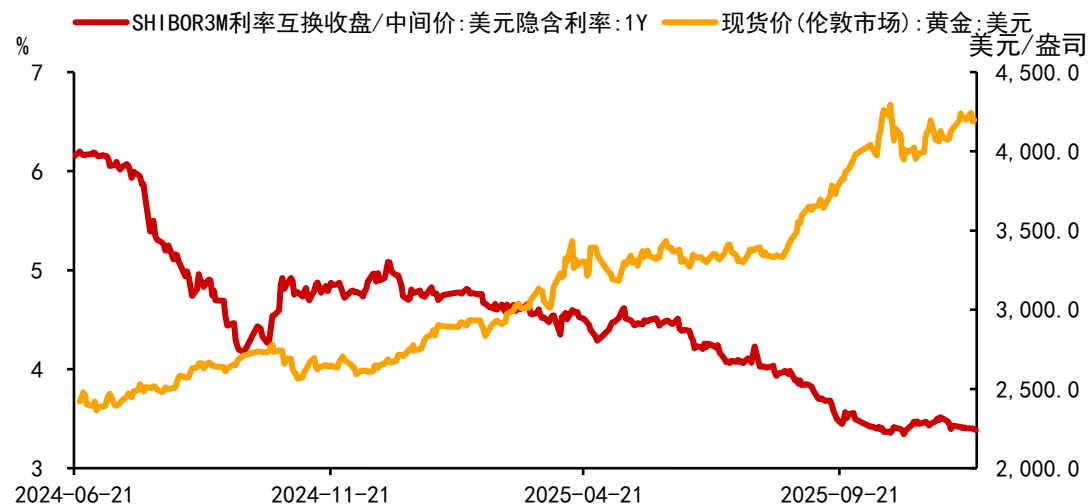


就业市场

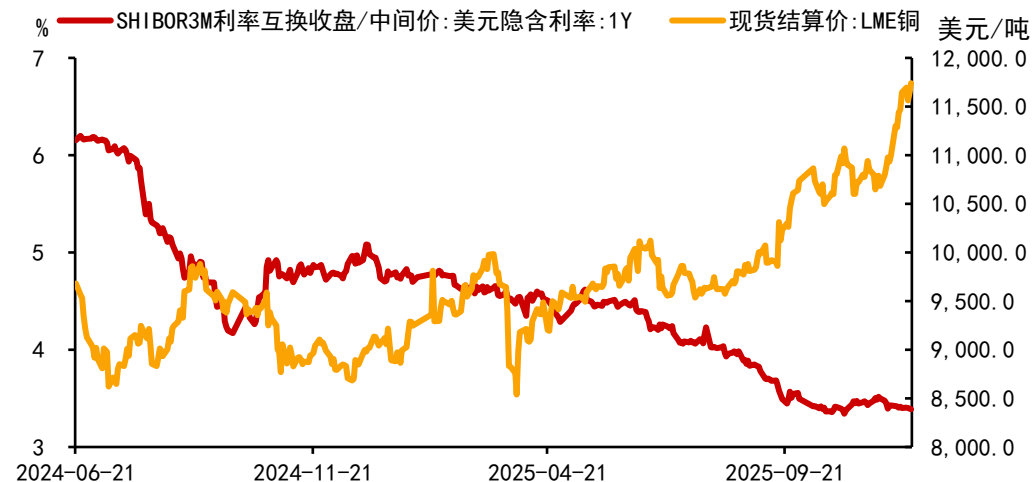


宏观：美元利率估值对比——黄金、白银、原油、铜

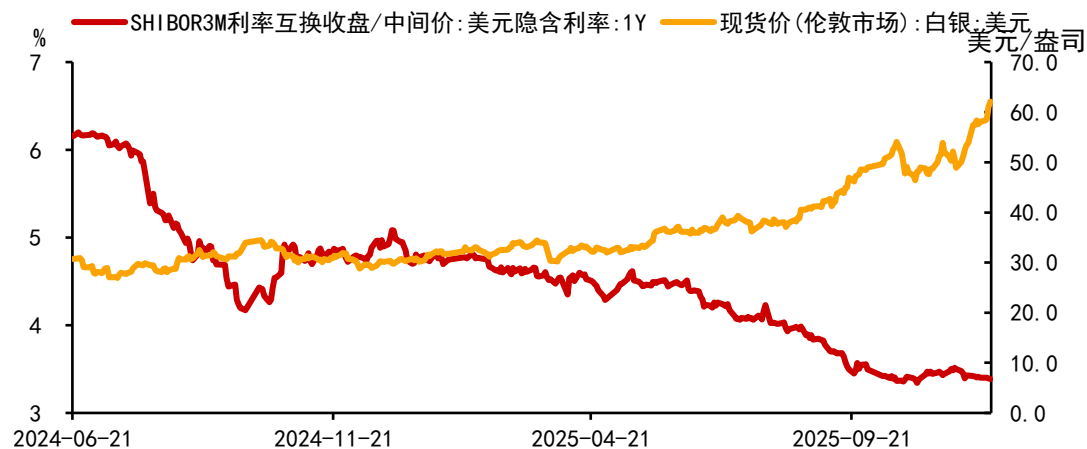
利率与黄金



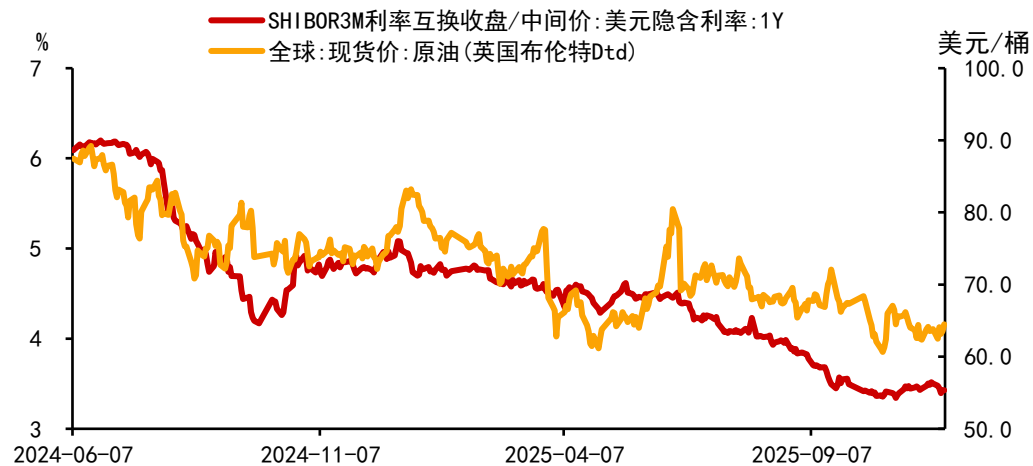
利率与铜



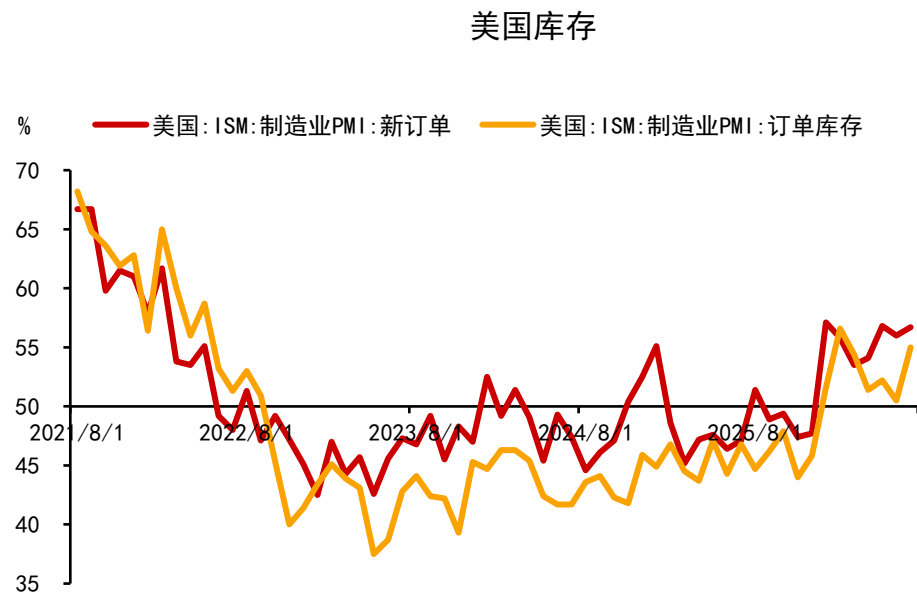
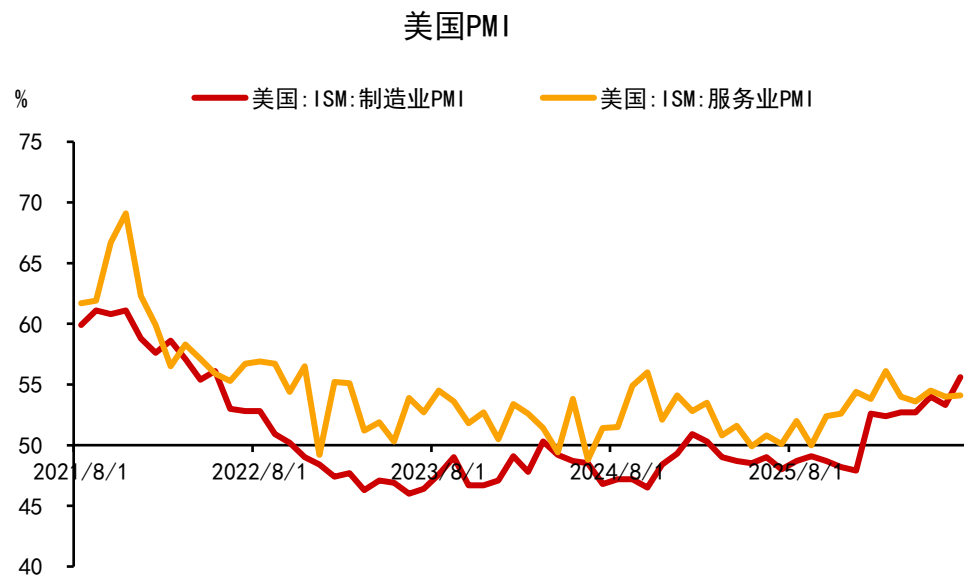
利率与白银



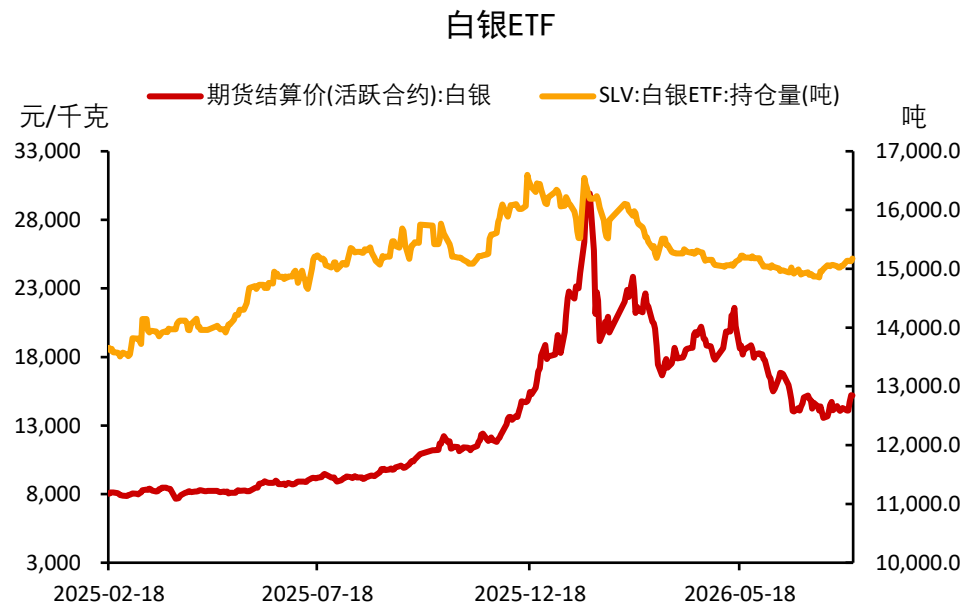
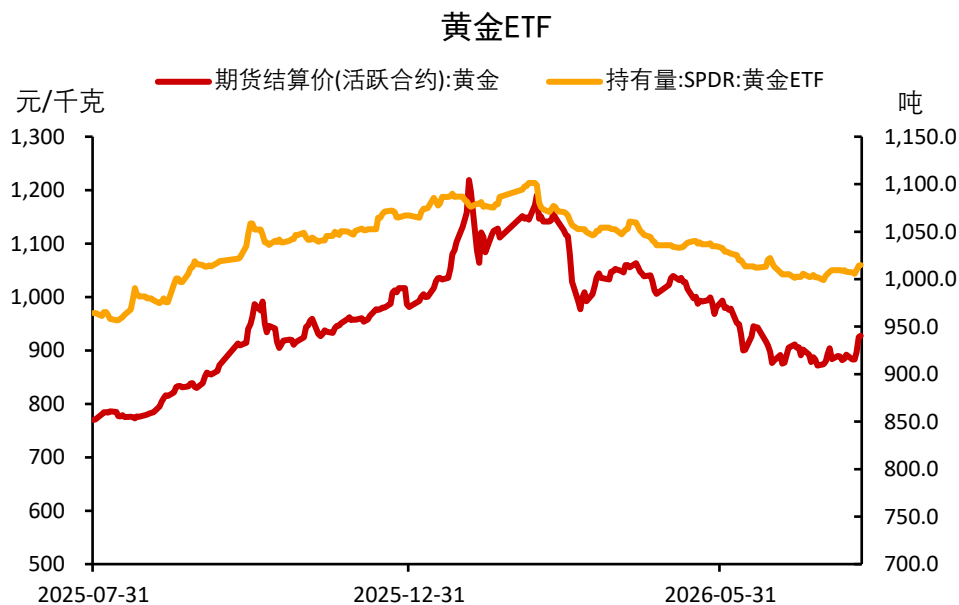
利率与原油



- 美国PMI经济数据制造业和服务业纷纷上扬，就业市场温和改善但通胀压力依然存在。美联储政策走向仍存在不确定性，投资者需密切关注后续经济数据表现和政策动向。
- 美国经济呈现双速分化特征：美国制造业PMI返回50%枯荣线以上，显示制造业恢复力度偏强。全球经济的不确定性、关税变化以及消费者信心下滑等因素，均对制造业需求压制有所弱化。

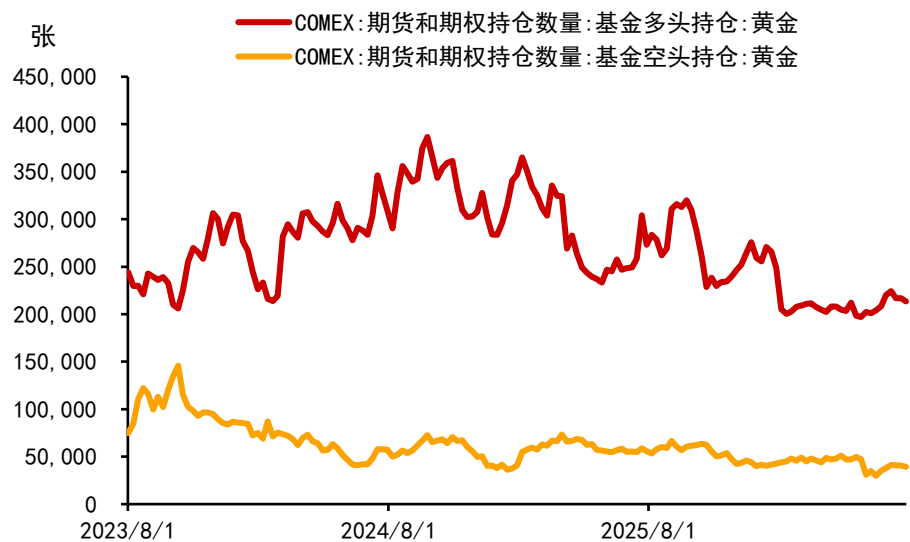


- 黄金持仓量呈现小幅波动。
- 白银ETF持仓流出，资金获利了结。
- 前期金银持仓外流反映了部分机构投资者在金价突破历史高位后选择获利了结。
- 如果金银无法保持高位，ETF或将进一步回落。

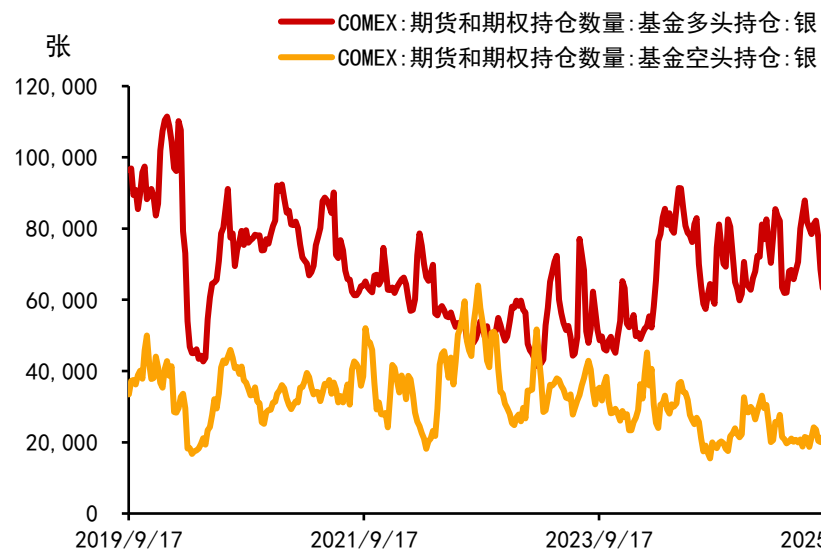


- 黄金白银基金持仓呈现明显流出倾向。
- 白银多头持仓流出减缓。

黄金CFTC



白银CFTC



白银

或将下跌

杨力

从业资格号：F03150169

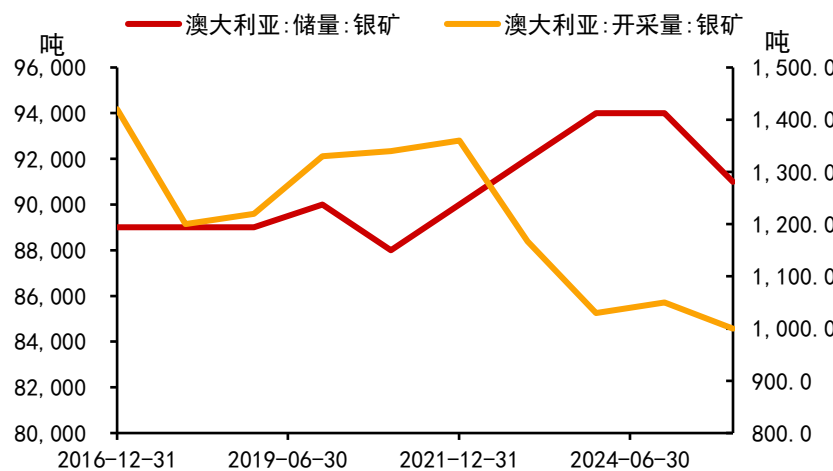
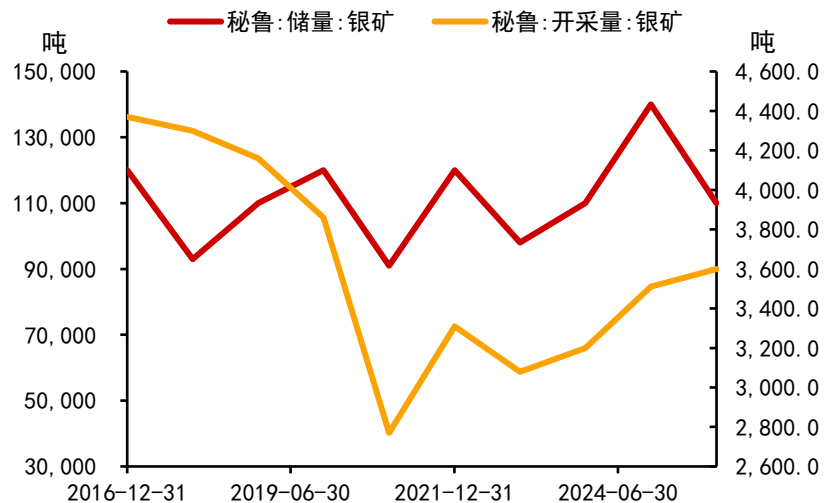
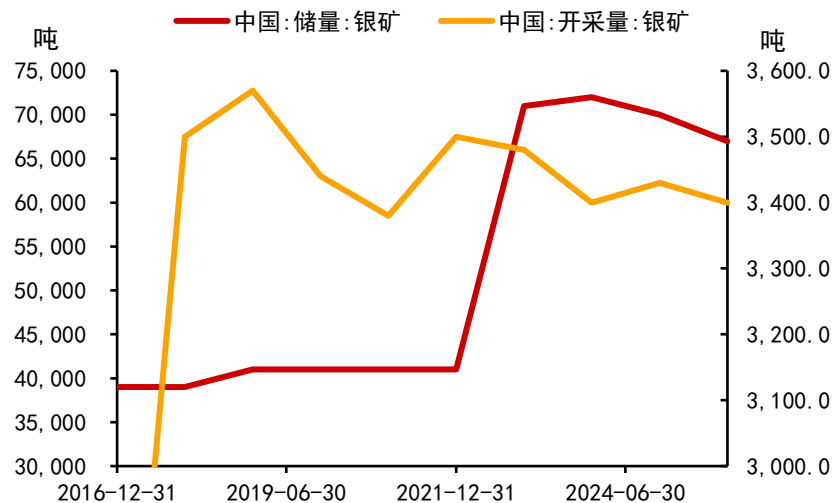
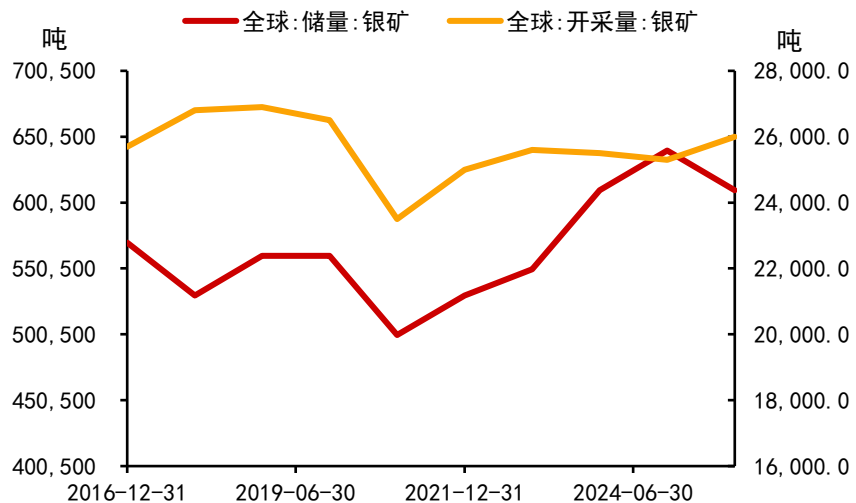
投资咨询号：Z0023369

投资咨询业务资格：证监许可[2012]338号



白银	驱动	描述
宏观	—	美国7月非农就业岗位减少2.3万个，7月CPI同比上涨3.4%，较6月的3.5%小幅回落。7月就业市场疲态尽显，与市场预计新增8万人的就业增量相差甚远。通胀数据则符合预期，虽然近期地缘摩擦再起能源价格普涨，但并没有出现超预期情况。
供应	↓	全球白银主要供应国包括墨西哥（23%）、中国（13%）。墨西哥作为全球最大银矿生产国，占全球矿产供应量23%-25%，但暴力事件和矿区安全问题威胁产量，可能减少流入市场的新增白银。
需求	↓	白银的工业需求在全球总需求中占比超过58%。集成电路月产量呈现攀升态势，但光伏太阳能电池产量呈现萎缩。珠宝首饰需求波动较大，呈现季节性特征，一般年末需求较为旺盛。
库存	↓	海外和国内库存分化。伦敦白银库存攀升后企稳，纽约白银库存下降后企稳，在一定程度反映出由于前期进口套利开启，所导致的西库东移。国内则延续累库。
未来展望		美联储维持高利率基调，整体鹰派立场未改。尽管7月就业与通胀数据边际走弱，但并未动摇加息路径的核心预期，强美元对白银估值形成压制。光伏装机增速边际放缓，电子消费疲软，白银需求预期下修，基本面支撑减弱。白银避险溢价挤出，金银比回归压力增大。当前白银价格虽强，但综合宏观经济环境、产业供需格局、技术形态分析，我们认为白银短期进一步上行空间或将有限。
风险提示		宏观政策扰动、国际局势避险影响。

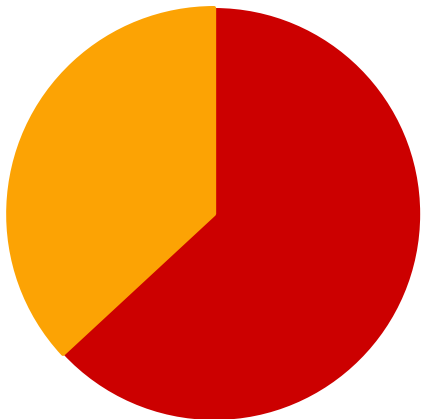
供应：继续保持增长



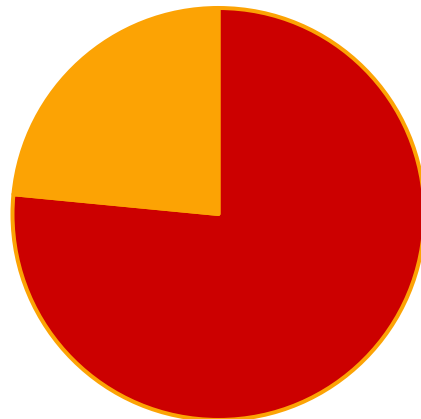
- 供应：平稳
- 全球白银矿产供应高度集中。
- 主要供应国包括墨西哥（23%）、中国（13%）。
- 墨西哥作为全球最大银矿生产国，占全球矿产供应量23%-25%，但暴力事件和矿区安全问题威胁产量，可能减少流入市场的新增白银。
- 中国生产和精炼白银占全球总产量的10%-15%，自2026年起实施严格出口限制，将白银视为战略资源。

需求：工业需求保持增长

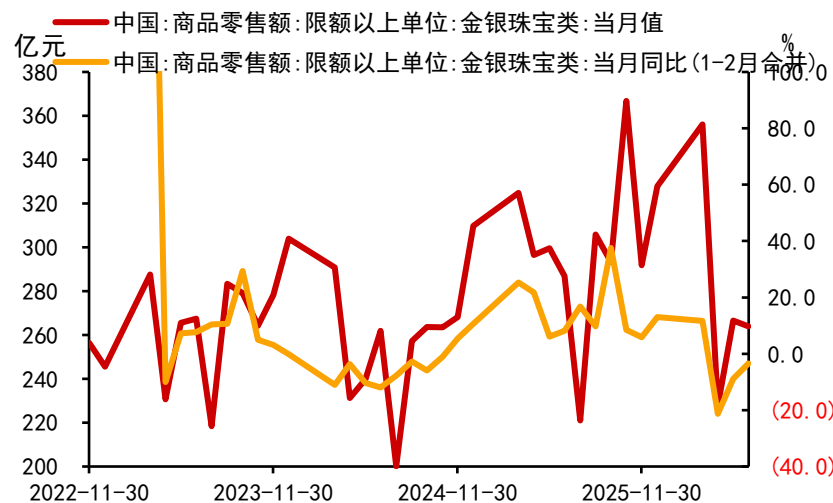
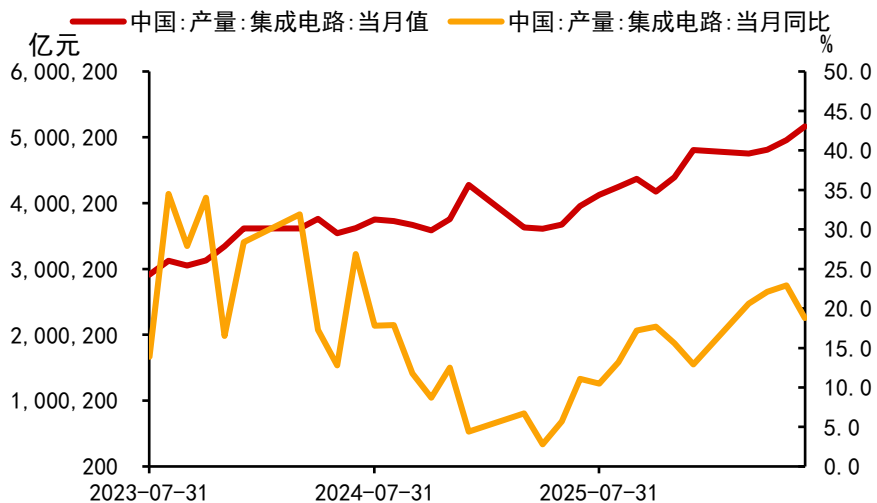
全球：需求量：白银：制造业：工业应用



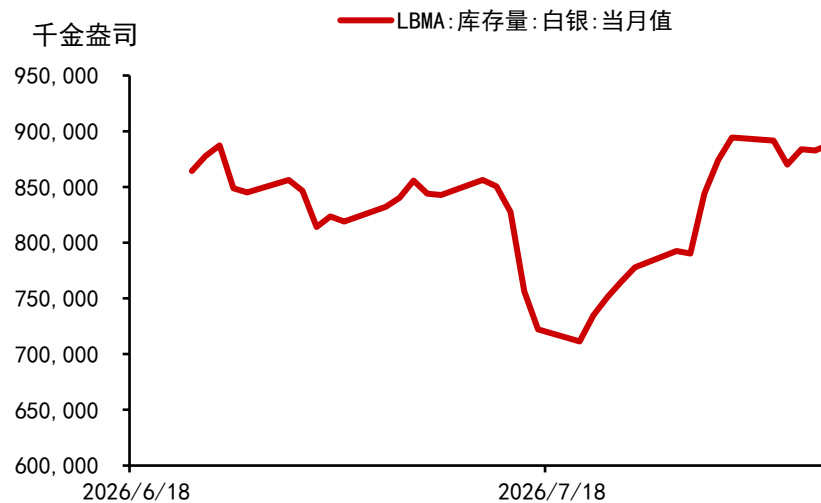
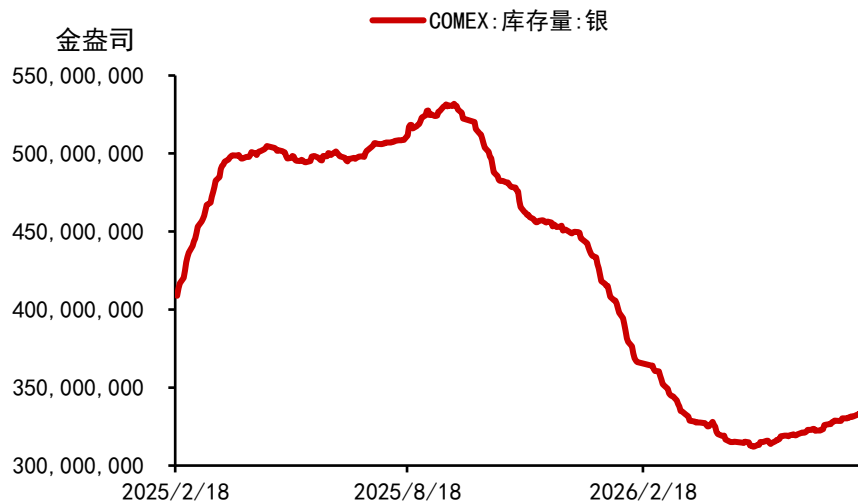
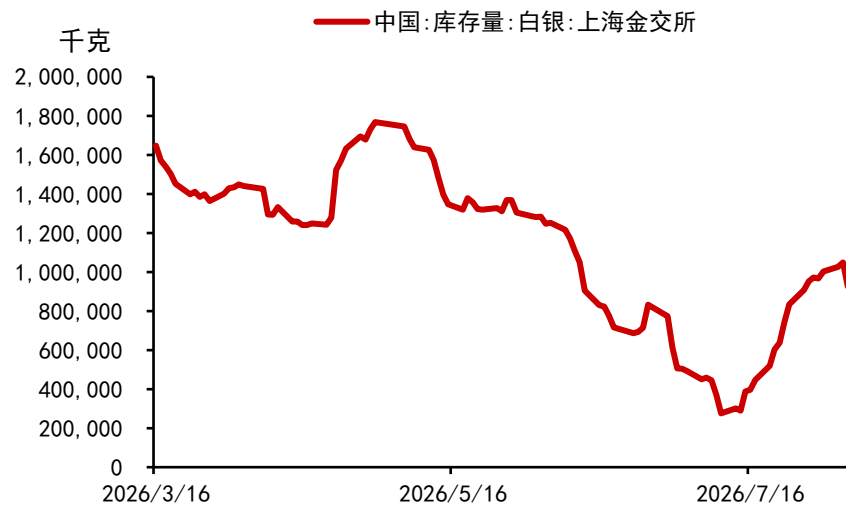
全球：需求量：白银：制造业：珠宝首饰



- 需求：稳中有降低
- 白银的工业需求在全球总需求中占比超过58%，成为白银需求的核心动力。
- 集成电路月产量呈现攀升态势，但光伏太阳能电池产量呈现萎缩。
- 珠宝首饰需求波动较大，呈现季节性特征，一般年末需求较为旺盛。



库存：增加



- 库存：分化
- 海外和国内库存分化
伦敦白银库存攀升后企稳
- 纽约白银库存下降后企稳
- 在一定程度上反映出由于前期进口套利开启，所导致的西库东移。

本报告基于本公司研究院及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表恒力期货有限公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“恒力期货有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

谢谢观看
Thanks

