

# 伊朗局势骤然升级，避险驱动金银强势、供应风险扰动铜市

摘要：上周宏观层面的逆风有所缓和，降息尤其有所回升，米兰重新喊话今年应该降息 100BP，AI 担忧在英伟达超预期财报的背景下也有所减弱。周末美国和以色列对伊朗发动军事行动，并且击毙包括哈梅内伊在内的多名伊朗高级官员，此举必将对中东及全球政经格局带来深远影响，需要进一步关注后续的发展。

## 金属市场周报

2026. 2. 23-2026. 2. 27

### 核心观点

#### 1、上周金铜走强

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 3.24%，白银上涨 10.8%；沪金 2604 合约上涨 3.41%，沪银 2604 合约上涨 16.36%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+2.21%、+3.27%。

#### 2、铜价小幅反弹，伊朗局势增加不确定性

上周宏观层面的逆风有所缓和，降息尤其有所回升，米兰重新喊话今年应该降息 100BP，AI 担忧在英伟达超预期财报的背景下也有所减弱。周末美国和以色列对伊朗发动军事行动，并且击毙包括哈梅内伊在内的多名伊朗高级官员，此举必将对中东及全球政经格局带来深远影响，需要进一步关注后续的发展。同时，伊朗也有铜精矿的储量和产量，后续相应矿山的运营、生产、物流等因素是否会受到影响，也是供应端的潜在风险因素。

#### 3、避险需求支撑贵金属价格

上周，特朗普颁布的关税被判定违法，全球贸易不确定性再度增强，美债收益率持续下行，金银价格再度走强。周末，美以袭击伊朗，伊朗领袖哈梅内伊遇害，地缘局势升级或加强海外避险属性，预计贵金属价格仍将表现强势，仍需持续关注战争后续走向。当前，关税及地缘局势不确定性快速放大，而美国通胀压力仍存，海外降息路径仍有变数，关注下周美伊形势及非农数据，长期来看金价上行格局未改。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡上行，重返上方压力区间。上周宏观层面的逆风有所缓和，降息尤其有所回升，米兰重新喊话今年应该降息 100BP，AI 担忧在英伟达超预期财报的背景下也有所减弱。周末美国和以色列对伊朗发动军事行动，并且击毙包括哈梅内伊在内的多名伊朗高级官员，此举必将对中东及全球政经格局带来深远影响，需要进一步关注后续的发展。同时，伊朗也有铜精矿的储量和产量，后续相应矿山的运营、生产、物流等因素是否会受到影响，也是供应端的潜在风险因素。

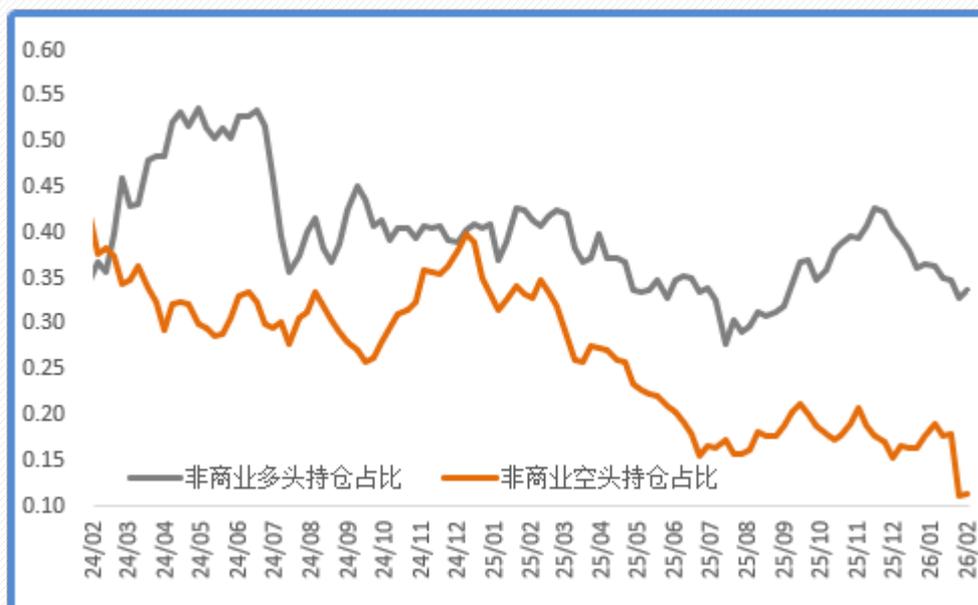
上周 SHFE 铜价小幅回升，重返 103000 元吨上方运行。由于春节因素，国内精炼铜社会库存累库幅度较为明显，并且位于历年同期高位水平，因此后续 3-4 月的去库情况对铜价后市的运行来讲相对关键。由于下游原料库存较低，存在补库的客观需求，仍将为价格提供较为明显的下方支撑，但是从驱动的角度来讲，可能仍然需要等到更明确的信号出现。高库存本身从来都不会成为一个利空驱动，而需要动态进行评估。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。目前 COMEX 铜库存的交仓仍在继续，库存已经超过 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上位移，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，非商业多空占比均有所回落，尤其非商业空头占比在最近下降至历史低位水平，而非商业多头占比也回落至中位数附近。

图 1：CFTC 基金净持仓

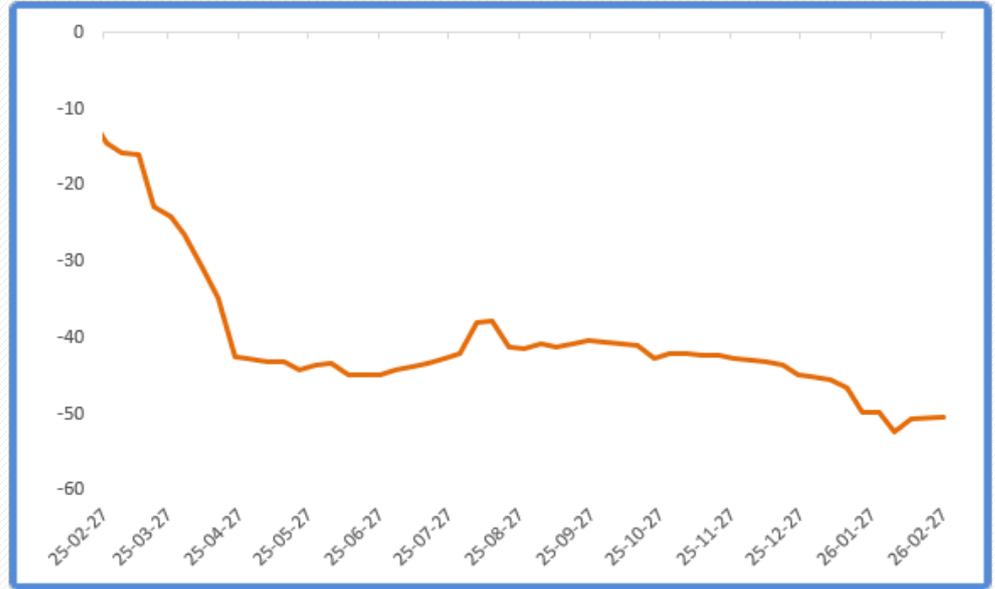


数据来源：Wind

## （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-51.09 美元/干吨。假期结束，铜精矿现货市场尚未完全恢复常态，整体交投氛围较为清淡，市场活跃度一般，买卖双方心态谨慎，心理价差显著拉大，博弈加剧，实际成交有限。节后归来第一周，市场仍在缓慢恢复中，整体报盘不活跃。据调研，某贸易商向炼厂出售 2026 年 4 月船期干净铜精矿 TC-55 美元/干吨成交，另有 4 月船期南美货物以指数平价格成交。铜精矿供应紧张核心矛盾未缓解，在缺乏利好提振下，现货 TC 将继续承压，同时，买卖双方的心理价差和博弈态势也将持续存在，进一步限制现货价格的反弹空间。

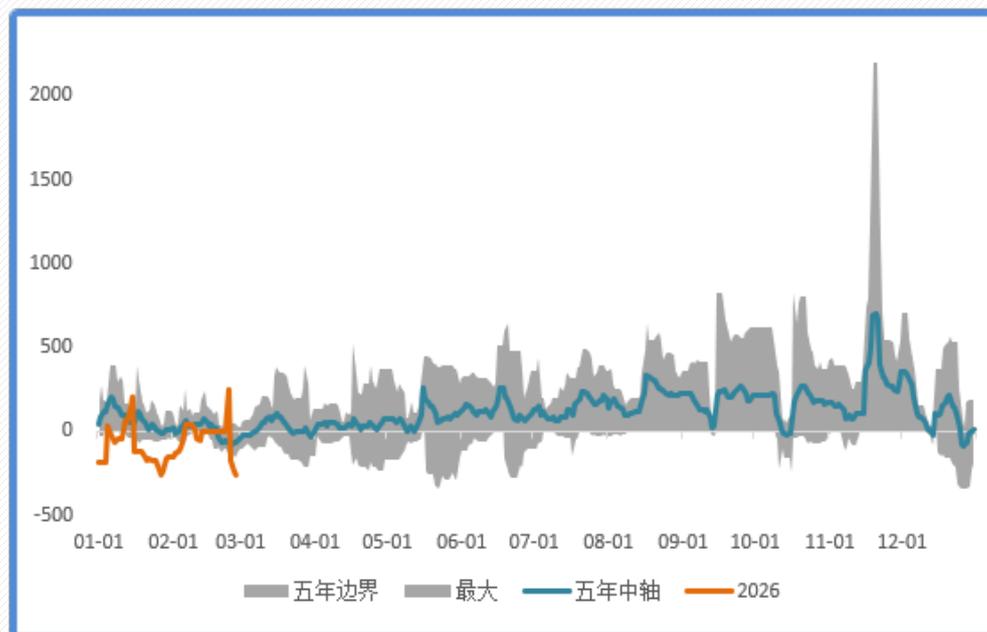
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，春节节假日期间，下游加工企业基本停产放假，市场消费因此表现停滞，加之节后大部分加工企业仍处于复工复产节奏当中，市场消费复苏相对缓慢；同时周内终端订单表现较少，下游企业采购需求亦相对较弱，多以执行长单或刚需接货为主。后续来看，由于市场仍有国产货源陆续到货，现货供应宽裕压力仍存，然进入 03 合约交割月，且近月 Contango 结构月差拉大至 400 元/吨以上，料周内部分持货商大贴水出货意愿有所减弱，同时随着下游企业逐步复工复产，市场消费存在一定提升空间，因此下周现货贴水幅度预计有所收窄，整体或运行于贴 250~ 贴 100 元/吨附近。

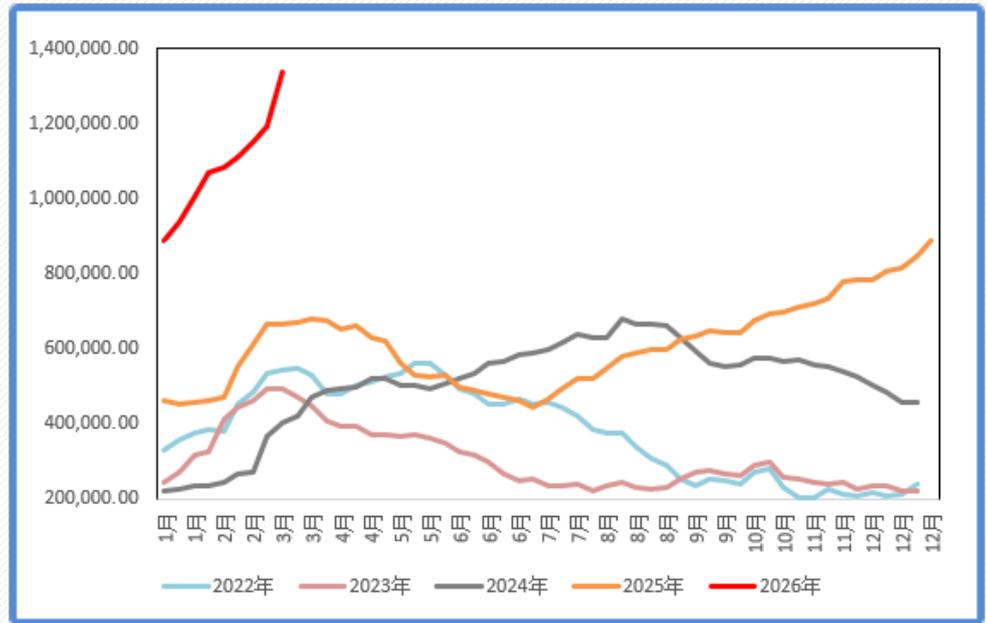
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 53.61 万吨，较 12 日增 16.45 万吨，较 24 日增 2.90 万吨；春节期间由于国内冶炼厂维持正常生产，加之下游消费基本停滞，且节后首个交易日为正值 02 合约交割日，冶炼厂亦增加发往社库现货量，库存因此累库明显；下周来看，由于市场仍有在途国产货源入库，现货供应仍较大，但周内下游企业陆续复工复产，市场消费预计有所提升，库存累库幅度将表现放缓。而广东市场库存节假日期间同样累库较为明显，随着冶炼厂春节期间增加发往社库现货量，仓库入库较多，且节假日出库量偏少，库存亦累库较多；下周来看，冶炼厂发货增量仍存，但考虑到下游消费存在提升空间，库存累库幅度同样有所放缓。

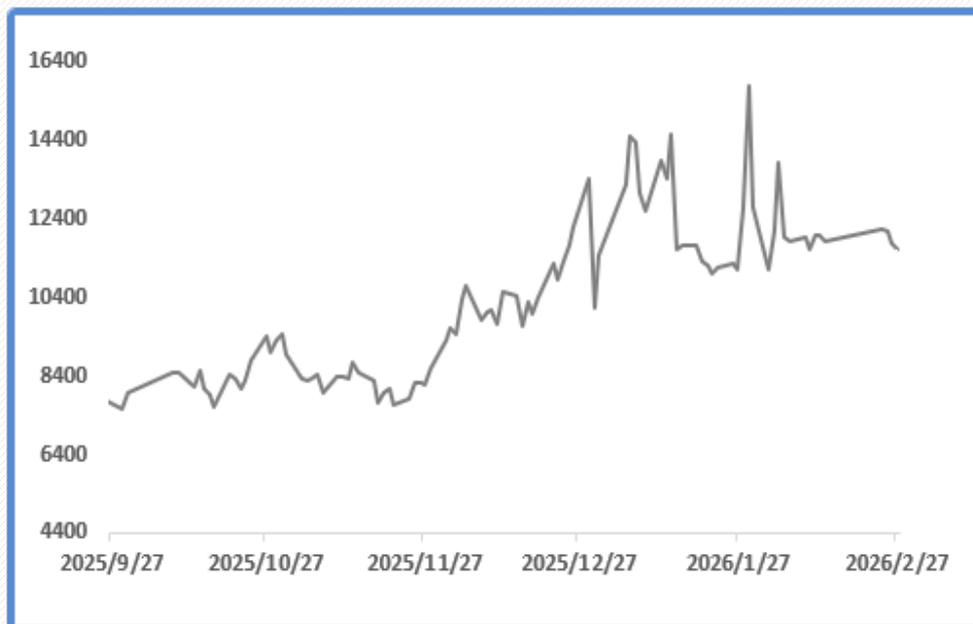
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

精铜杆加工费普遍回调，部分市场降至低位；精铜杆市场逐步恢复，部分精铜杆企业以交付年前订单为主；再生铜杆市场依然冷淡，多数企业产销均未恢复；精废杆价差、再生铜杆贴水幅度走扩；国内铜杆社会库存较假期前小幅下降。随着市场的逐步恢复，本周精铜杆的产销表现将陆续回升。同时，由于近期成品库存的去库，预计后续精铜杆企业将迎来短暂的生产爆发期。再生铜杆企业的生产意愿依然较低，部分企业依然处于产销“放弃”的状态，短期市场的恢复难度依然较大。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周贵金属震荡走强，COMEX 金银于 5109-5299 美元/盎司、85-95 美元/盎司区间内运行。上周，特朗普颁布的关税被判定违法，全球贸易不确定性再度增强，美债收益率持续下行，金银价格再度走强。周末，美以袭击伊朗，伊朗领袖哈梅内伊遇害，地缘局势升级或加强海外避险属性，预计贵金属价格仍将表现强势，仍需持续关注战争后续走向。

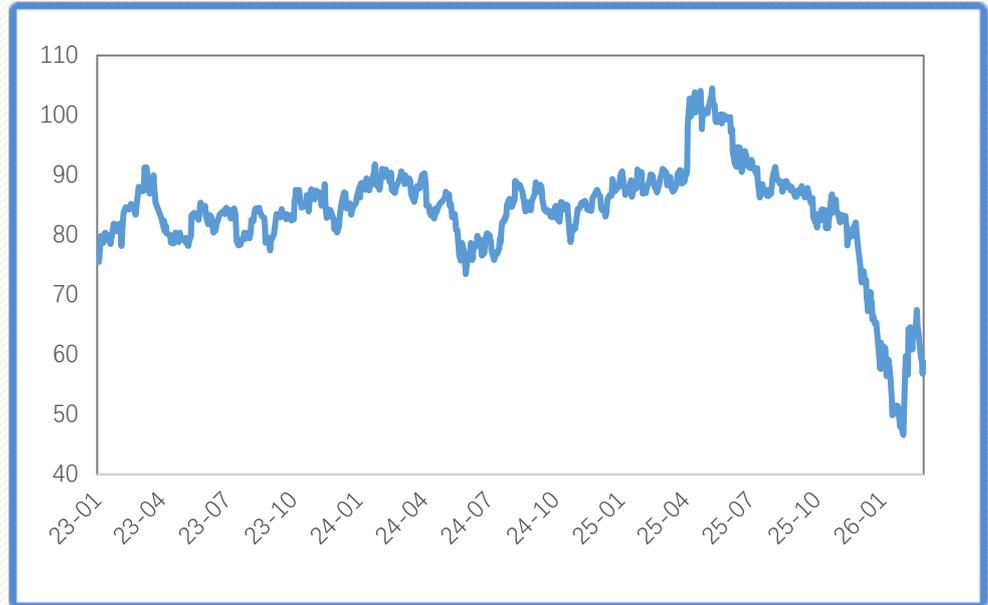
贵金属价格监控

2026/2/27	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	5280.0	5071.0	4.1%
COMEX 白银	93.8	84.4	11.1%
伦敦金现	5222.3	5053.2	3.3%
伦敦银现	90.0	80.5	11.8%
SHFE 黄金	1146.7	511.4	124.2%
SHFE 白银	23220.0	21189.0	9.6%
上金所黄金 T+D	1142.5	1108.5	3.1%
上金所白银 T+D	22369.0	19270.0	16.1%

## （二） 比价与波动率

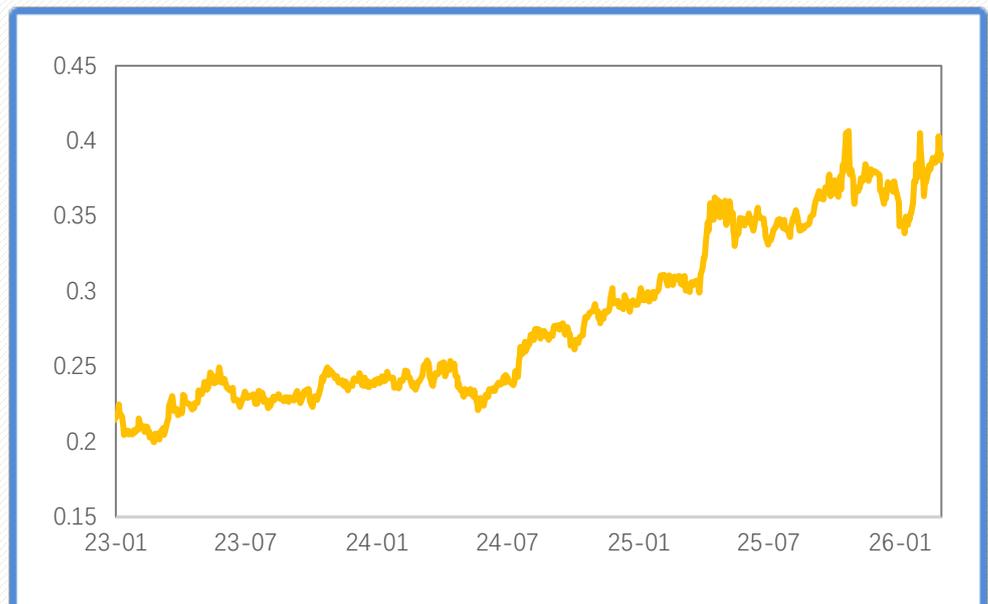
上周，白银涨幅大于黄金，金银比持续下降；铜价涨幅略强于黄金，金铜比小幅下降；原油有所反弹，金油比小幅回升。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



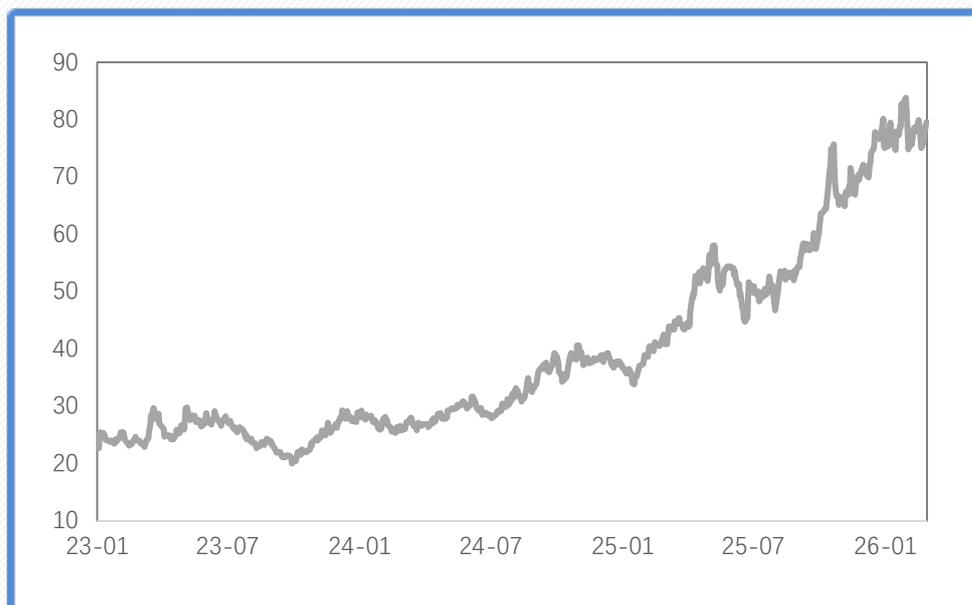
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

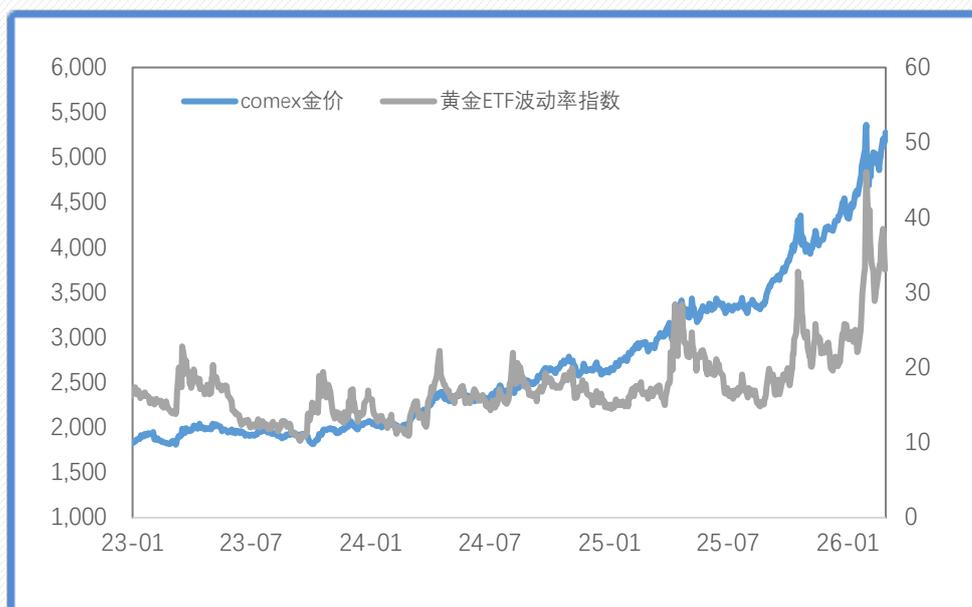
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 较前一周显著下滑，但伴随周末美伊局势升级，预计后续波动率将随之回升。

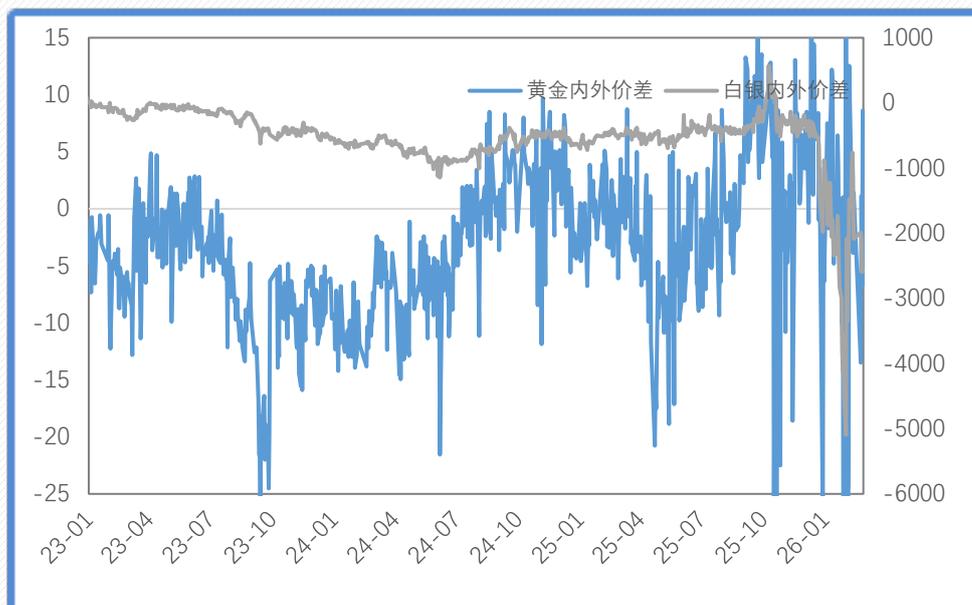
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

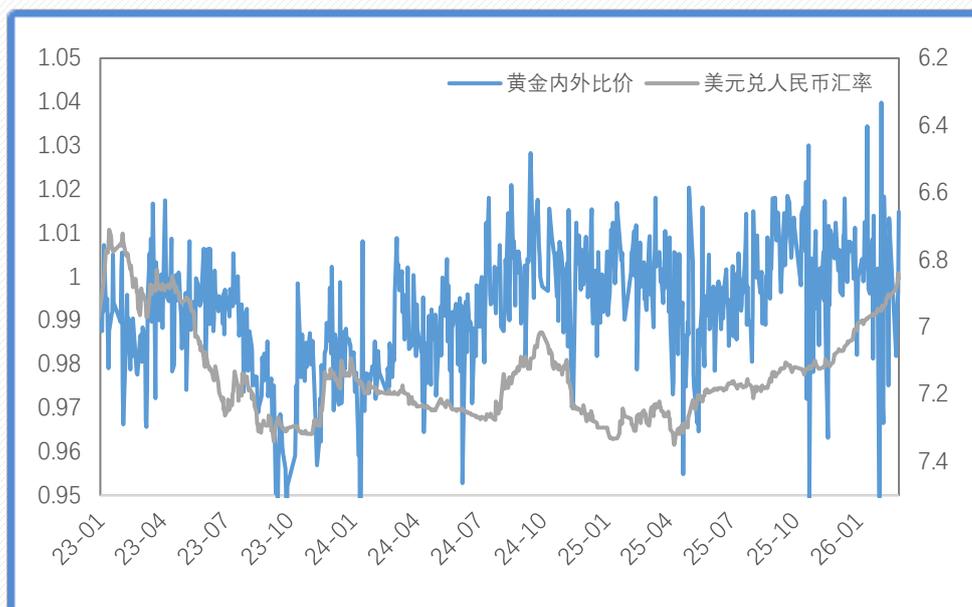
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差有所回落、比价回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

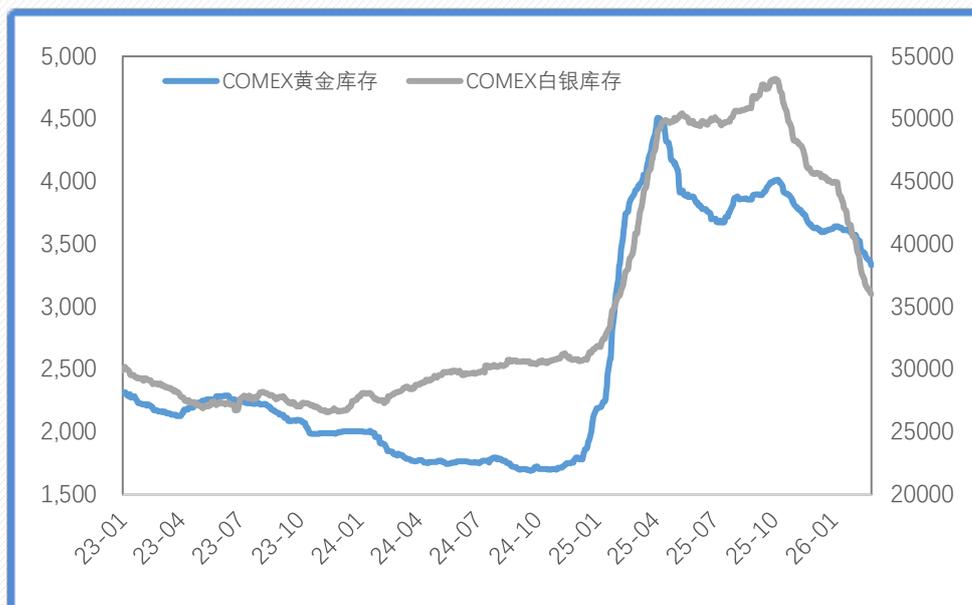


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

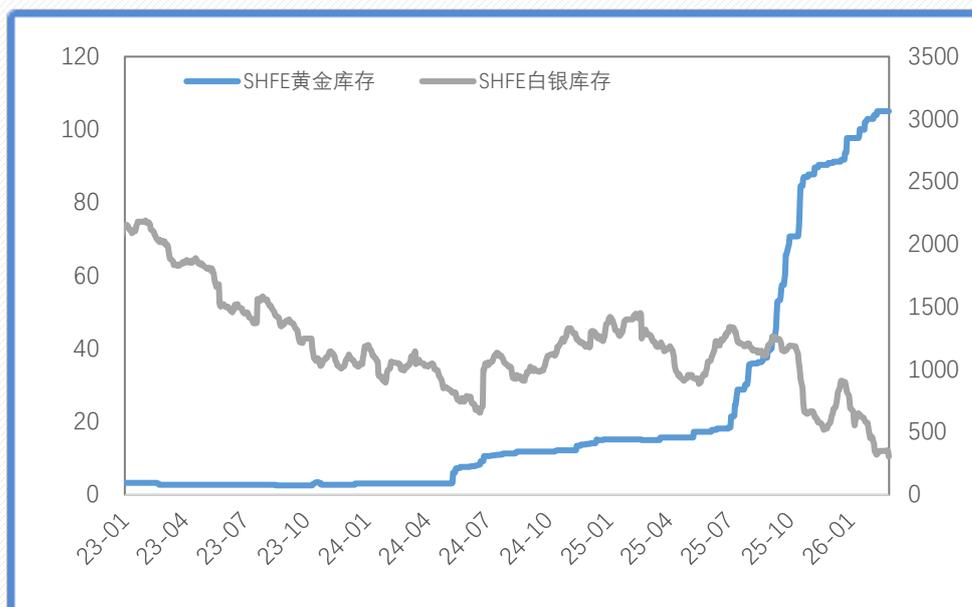
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

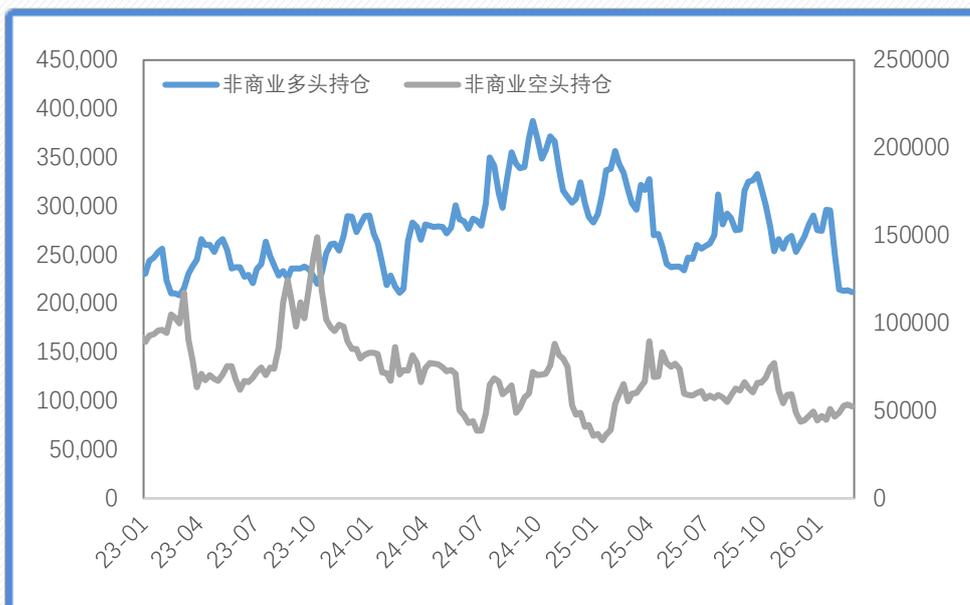
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

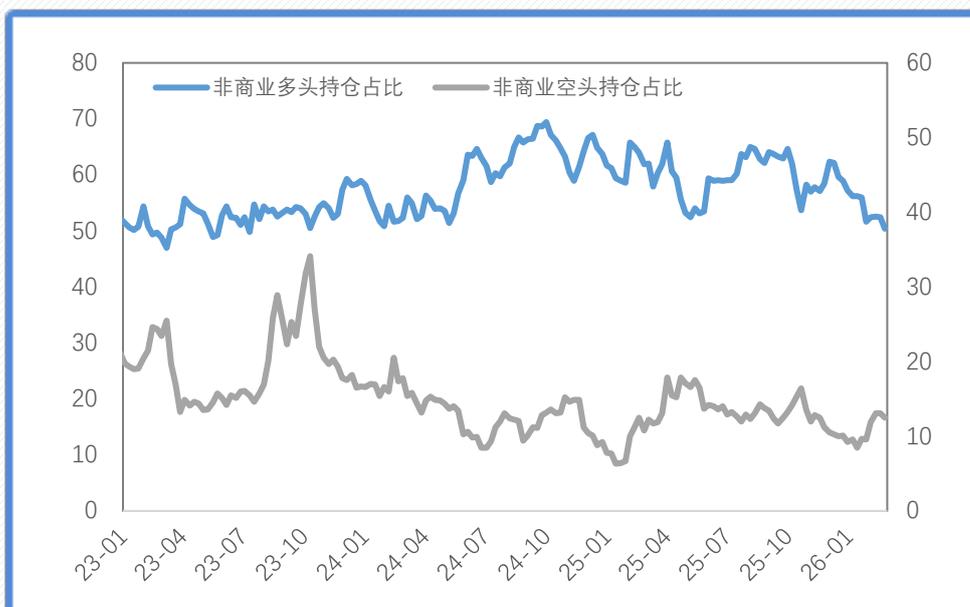
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨; 截至目前, COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手, 其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手, 空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周小幅下降至 50.4%附近, 非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



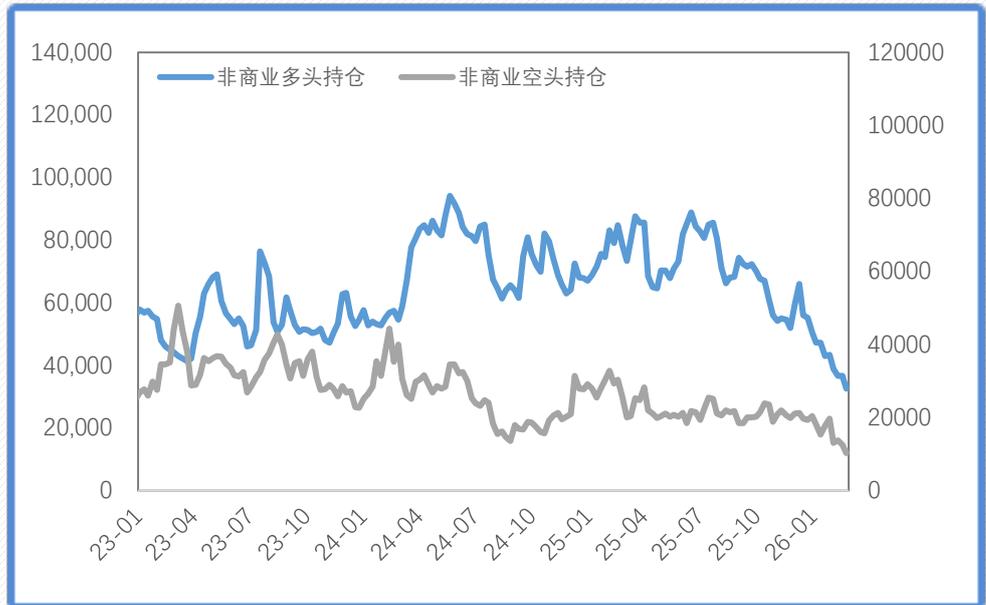
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



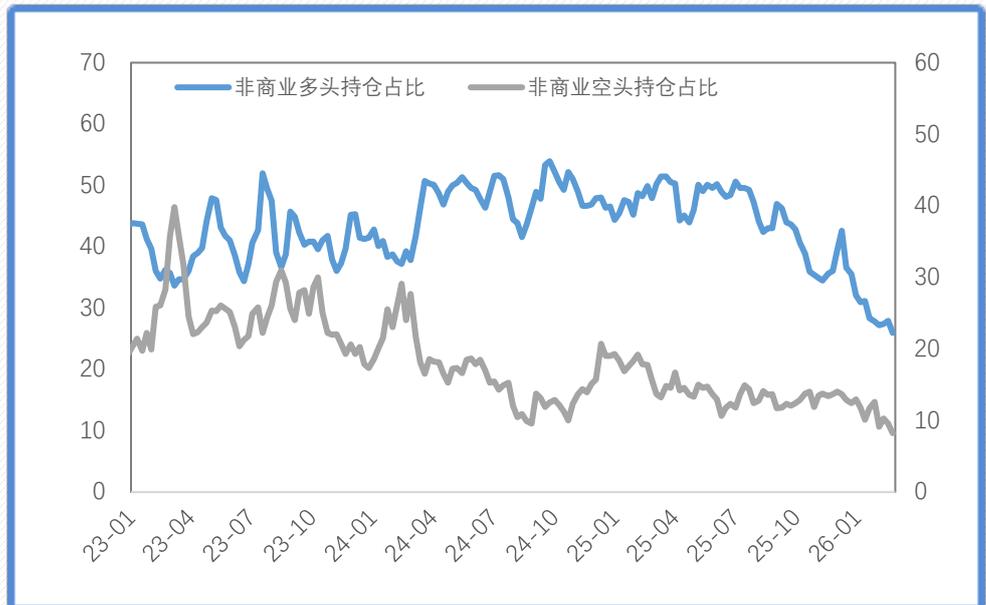
数据来源: Wind

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

由于春节因素，国内精炼铜社会库存累库幅度较为明显，并且位于历年同期高位水平，因此后续 3-4 月的去库情况对铜价后市的运行来讲相对关键。由于下游原料库存较低，存在补库的客观需求，仍将为价格提供较为明显的下方支撑，但是从驱动的角度来讲，可能仍然需要等到更明确的信号出现。高库存本身从来都不会成为一个利空驱动，而需要动态进行评估。

当前，关税及地缘局势不确定性快速放大，而美国通胀压力仍存，海外降息路径仍有变数，关注下周美伊形势及非农数据，长期来看金价上行格局未改。

#### 关注及风险提示

美国 PMI、非农就业、关税政策、降息路径、地缘冲突。

#### 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。