

地缘风险反复与宏观压制共振，金属市场陷入震荡！

摘要：上周金属市场在地缘局势反复、宏观数据交织的复杂背景下整体承压。贵金属方面，中东局势扑朔迷离，伊朗新领袖发表强硬声明，霍尔木兹海峡持续关闭，但美国通胀数据温和，美元与美债收益率双双走强，金银价格震荡收跌。基本金属方面，美伊冲突持续发酵强化美元逻辑并打压降息预期，叠加国内铜库存超预期累库至 64 万吨以上，铜价外盘显著回调，COMEX 铜周跌 3.69%，沪铜相对抗跌仅微跌 0.79%。市场整体呈现避险情绪与宏观压制交织的震荡格局。

金属市场周报

2026. 3. 9-2026. 3. 15

核心观点

1、贵金属震荡收跌，地缘风险与宏观压制拉锯

上周初非农数据疲软一度提振降息预期，但随后伊朗局势升级引发能源价格大涨，通胀担忧加剧，美元走强，叠加美国私募信贷挤兑引发的流动性收紧，贵金属在多重因素交织下陷入震荡，最终收跌。金银比大幅回升，显示白银工业属性受经济前景担忧拖累更甚。

2、铜价外盘跌幅居前，累库压力与宏观逆风共振

美伊冲突持续强化“强美元+降息预期降温”逻辑，对铜价形成宏观压制。同时，国内电解铜社会库存突破 64 万吨，创近年同期新高，反映节后需求复苏仍偏缓。尽管下游开工率大幅回升，但高库存消化仍需时间，铜价短期承压。

3、市场聚焦地缘与去库进程，等待新驱动

当前宏观层面地缘政治风险与通胀预期博弈，基本面则关注国内季节性累库拐点何时出现。若后续去库速度超预期，铜价有望获得支撑；贵金属则需观察地缘局势演变及美联储降息预期的变化。

（一）COMEX/沪铜市场观察

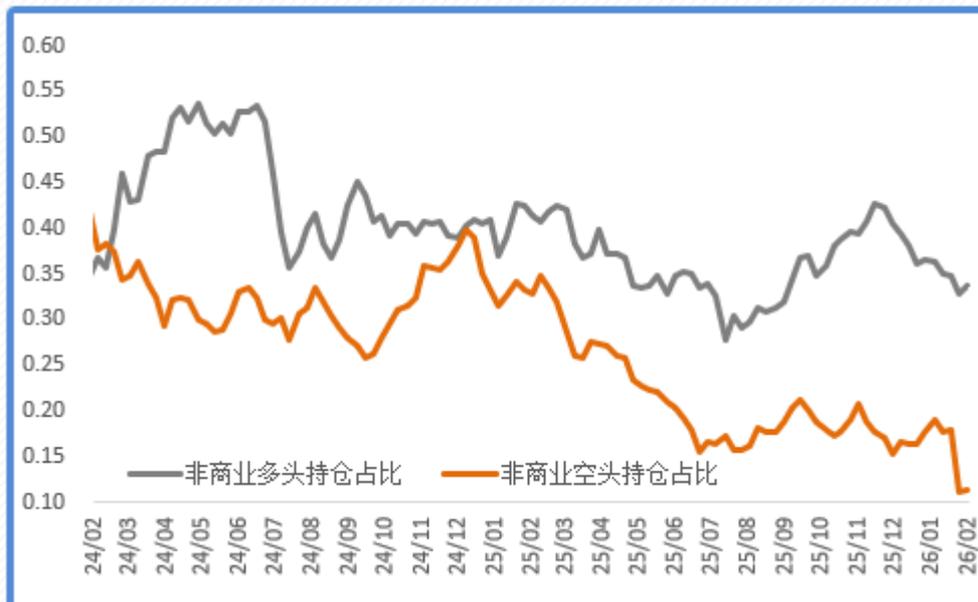
上周 COMEX 铜价整体弱势下行，周线收跌 3.69%。周初，市场延续对伊朗局势升级的担忧，供应风险对铜价构成一定支撑，但随着美国通胀数据温和但降息预期未获提振，叠加美元走强，铜价承压。周末前，市场对全球贸易摩擦及经济前景的担忧重燃，铜价进一步下探。总体来看，宏观层面的逆风（强美元、降息预期降温）盖过了地缘政治风险带来的供应溢价。

上周 SHFE 铜价表现相对抗跌，仅微跌 0.79%。截至 3 月 12 日，国内电解铜社会库存达 64.42 万吨，环比增加 4.49 万吨，同比大增 22.23 万吨，累库幅度和速度均超预期。这直接反映了下游加工企业虽然复工复产，但新增订单恢复情况仍不理想，多以消耗节前库存或执行长单为主，现货市场采购意愿平淡。因此，即将到来的 3-4 月传统消费旺季的去库情况，将成为决定后市走向的关键。若需求复苏不及预期，高库存的压力将进一步显性化。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线维持 contango 结构。COMEX 铜库存仍处于 59.79 万吨的历史极高水平，持续对近月合约价格构成压制。尽管市场传闻美伊冲突可能影响全球物流，但库存高位显示实际消费支撑有限。

上周 SHFE 铜价格曲线较上周有所下移，contango 结构走阔。国内社会库存的持续累积以及现货维持大幅贴水，强化了市场的短期看空情绪，期限结构近端承压明显。此前市场对旺季去库的乐观预期有所降温，远月合约相对近月的溢价也受到压缩。

图 1：CFTC 基金净持仓

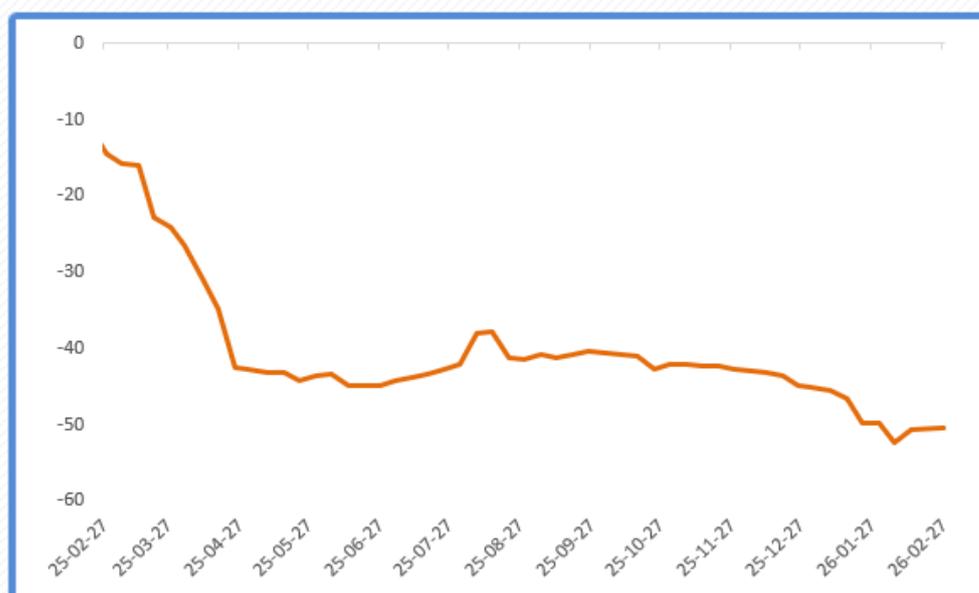


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

供应上，铜精矿加工费 TC 延续下跌，截至 3 月 13 日 SMM 进口铜精矿指数报-60.39 美元/吨，较上周下跌 4.34 美元/吨，反映矿端紧张局势加剧。国内炼厂周度产量提升，百川统计截至 3 月 6 日国内电解铜周产量 23.32 万吨，环比增加 1 万吨。2 月 SMM 中国电解铜产量为 114.24 万吨，环比降 3.13%，同比增 7.96%；预计 3 月产量环比增 4.62%至 119.52 万吨。海外方面，越南及澳大利亚冶炼厂罢工影响有限，但霍尔木兹海峡若长期封锁可能冲击非洲铜原料运输。

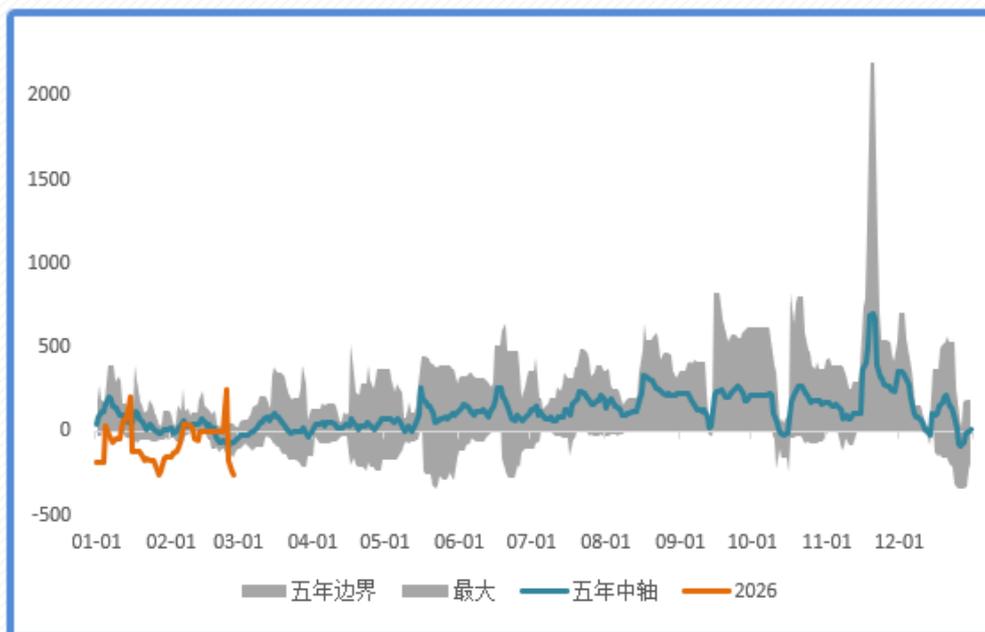
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

需求方面，下游开工率大幅回升，节后复工复产基本完成。上周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 62.47%，环比大增 44.09%；铜线缆企业开工率为 60.9%，环比提升 33.18%。下游逢低采购意愿有所提升，对现货贴水提供一定支撑。但由于再生铜杆开工率仍处低位，精铜替代需求增加。

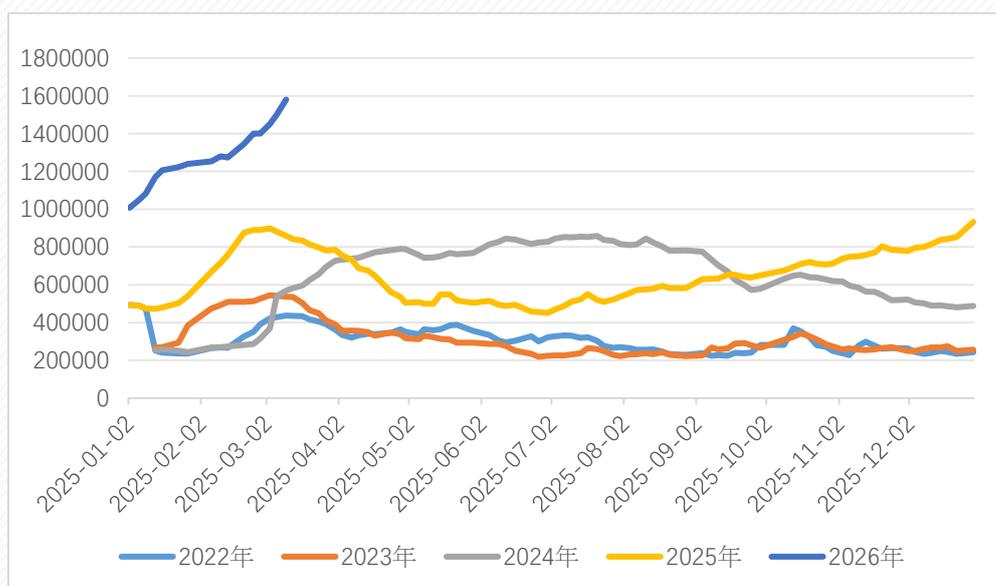
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

库存上，全球持续累库，国内高库存消化仍需时间。截至 3 月 12 日，LME 铜库存 28.43 万吨，环比增加 3.06 万吨；COMEX 库存 59.79 万吨，环比微降 0.36 万吨；国内现货库存 64.42 万吨，环比增加 4.49 万吨；全球显性库存总计 152.65 万吨，环比增加 7.19 万吨，同比增加 75.47 万吨。国内保税区库存 6.42 万吨，环比减少 0.28 万吨。

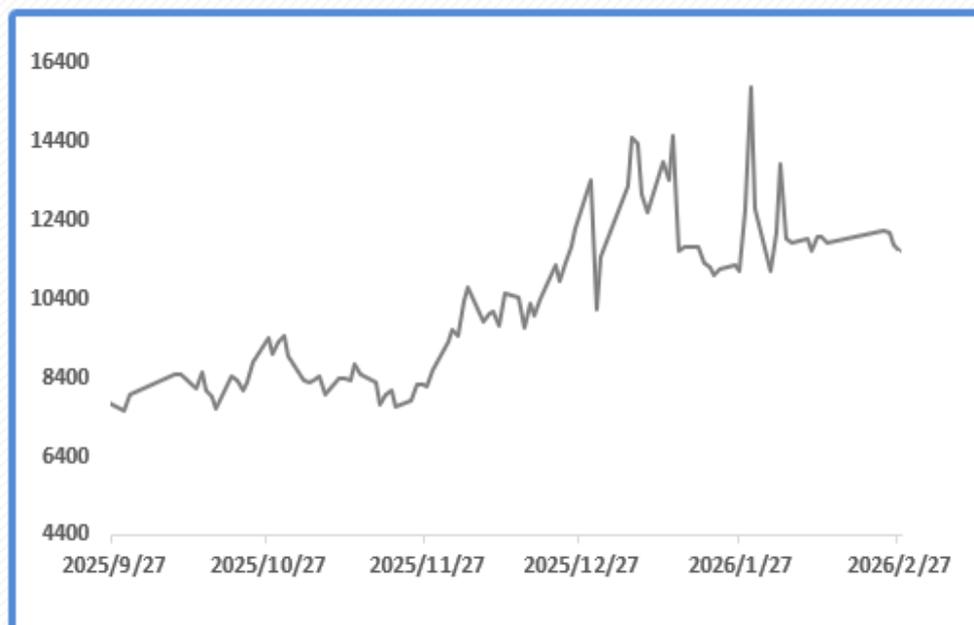
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

盈利上，铜精矿现货 TC 下行，冶炼亏损幅度扩大。按现货 TC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为-898 元/吨，环比扩大亏损 85 元/吨；按长单 TC 计算，得益于硫酸价格上涨及内外价差，理论利润为 1290 元/吨，环比增加 146 元/吨。

图 5：精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

上周贵金属市场经历了“地缘风险反复、宏观数据交织”的复杂局面，整体震荡收跌。周初，美国 2 月非农就业数据意外疲软（减少 9.2 万人），一度推动降息预期反弹，金价短暂冲高。但随后伊朗新任最高领袖发表强硬声明，誓言不会放弃复仇并继续关闭霍尔木兹海峡，市场对石油供应中断的恐慌重燃，能源价格大涨，通胀忧虑上升。尽管美国 2 月 CPI 数据显示通胀温和（同比 2.4%），但无法打消市场对未来通胀的焦虑。同时，美国私募信贷发生挤兑加剧市场恐慌情绪，令流动性收紧，美元与美债收益率双双走强，贵金属整体承压。COMEX 金全周在 5000-5200 美元/盎司区间剧烈波动，最终收于 5023.1 美元/盎司，周跌 3.05%；COMEX 银收于 80.645 美元/盎司，周跌 4.78%。内盘方面，沪金主力合约收于 1133 元/克，跌 0.68%；沪银主力收于 20923 元/千克，跌 1.15%。市场持仓量总体变化不大，显示在宏观面多空因素交织背景下，资金追涨杀

跌意愿偏弱。

贵金属价格监控			
2026/3/15	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	5181.3	5023.1	-3.05%
COMEX 白银	84.695	80.645	-4.78%
伦敦金现	5170.49	5017.7	-2.95%
伦敦银现	84.333	80.548	-4.5%
SHFE 黄金	1133.0	1126.64	-0.56%
SHFE 白银	20923.0	20682.0	-1.15%
上金所黄金 T+D	1131.2	1124.86	-0.56%
上金所白银 T+D	20836.0	20640.0	-0.94%

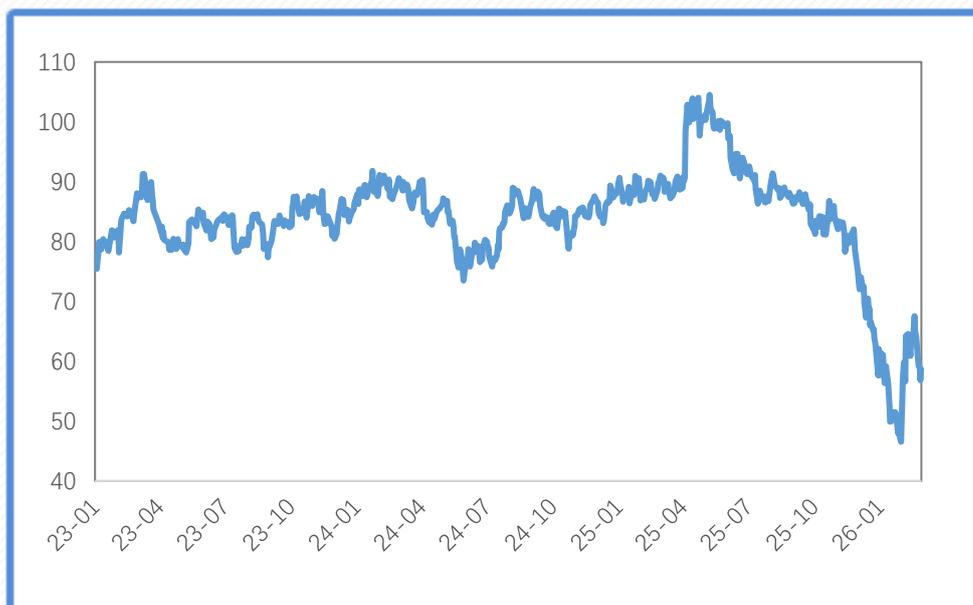
（二） 比价与波动率

上周，白银跌幅显著大于黄金，金银比大幅回升。截至周五，COMEX 金银比回升至 61.2 附近（84.695→5181.3），较周初的 56.3 明显走扩。这主要反映了白银较强的工业属性使其对经济前景的担忧更为敏感，跌幅远超黄金。从金银比的历史波动区间来看，当前水平仍处于中枢附近，但短期内若市场对经济前景的担忧加剧，金银比可能仍有上行空间。

金铜比方面，本周呈现先扬后抑的走势。周初受地缘冲突升级影响，避险情绪推升金价，金铜比一度走高。但随后铜价在供应风险支撑下表现出相对韧性，跌幅小于黄金，导致金铜比从高位回落。整体来看，金铜比的波动反映了市场在避险交易和衰退交易之间的反复切换。

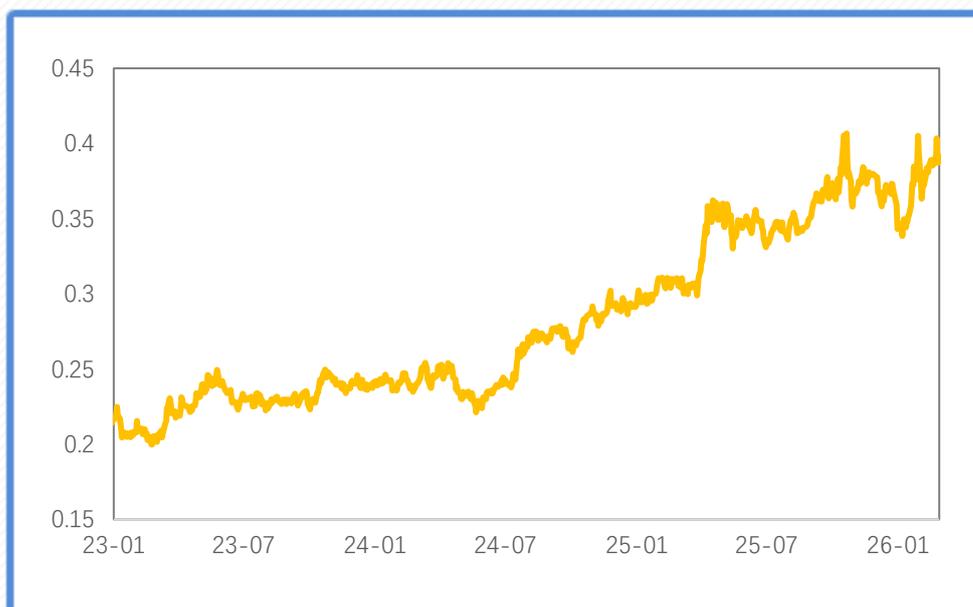
波动率方面，黄金波动率（黄金 VIX）本周显著上升。周初伊朗局势升级后，市场恐慌情绪急剧升温，黄金 VIX 一度飙升至 30 以上，随后虽有所回落，但仍维持在 25 以上的相对高位，显著高于前一周的 18-20 区间。这表明市场对地缘政治风险和宏观经济不确定性的担忧仍未消散，短期内贵金属市场的高波动状态可能延续。白银的波动率放大更为显著，周内振幅超过 15%。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

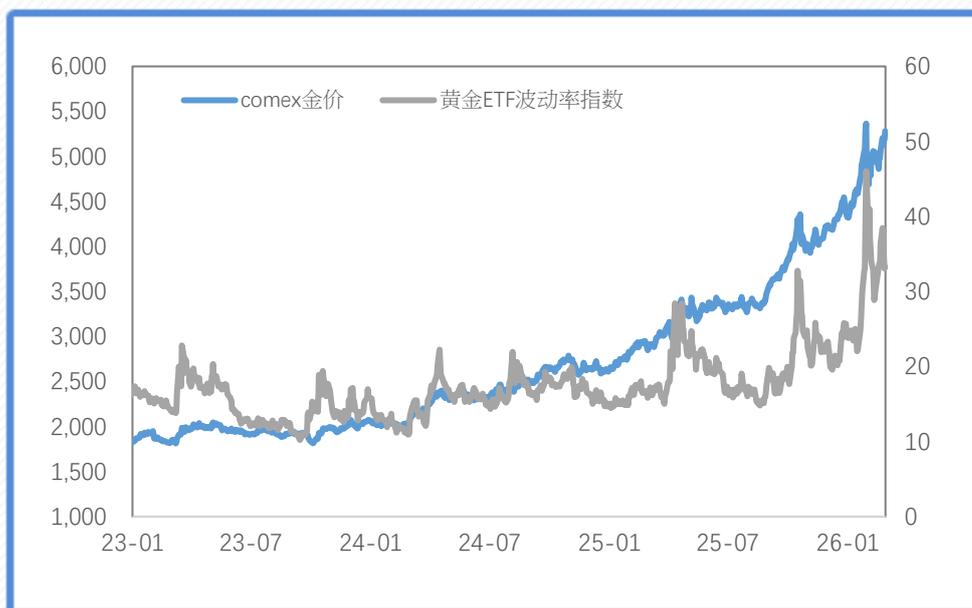
图 7: COMEX 金/LME 铜



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。

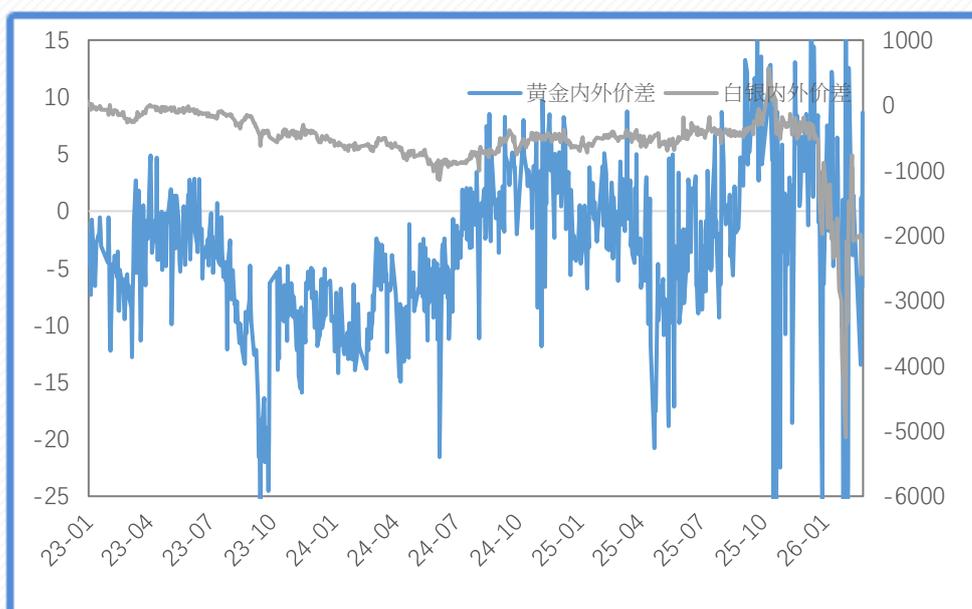
图 8：黄金波动率



数据来源：Wind

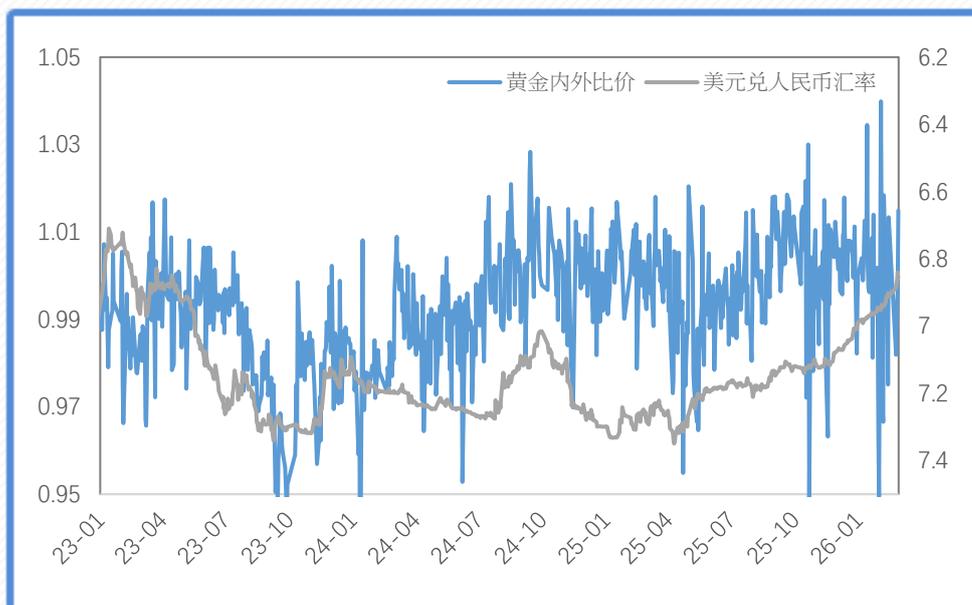
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差有所回落、比价回升。

图 9：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 10：黄金内外比价

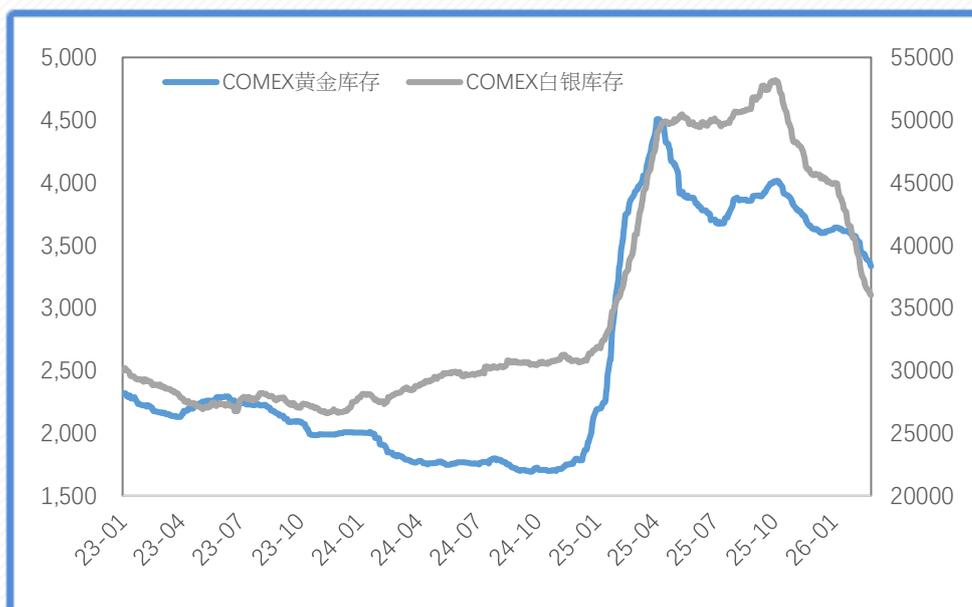


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

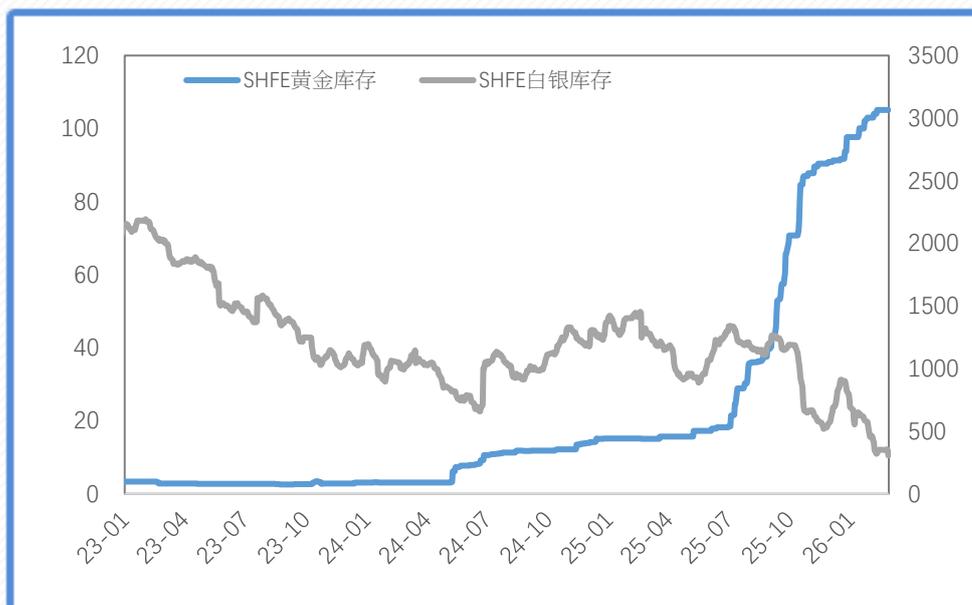
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 11：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

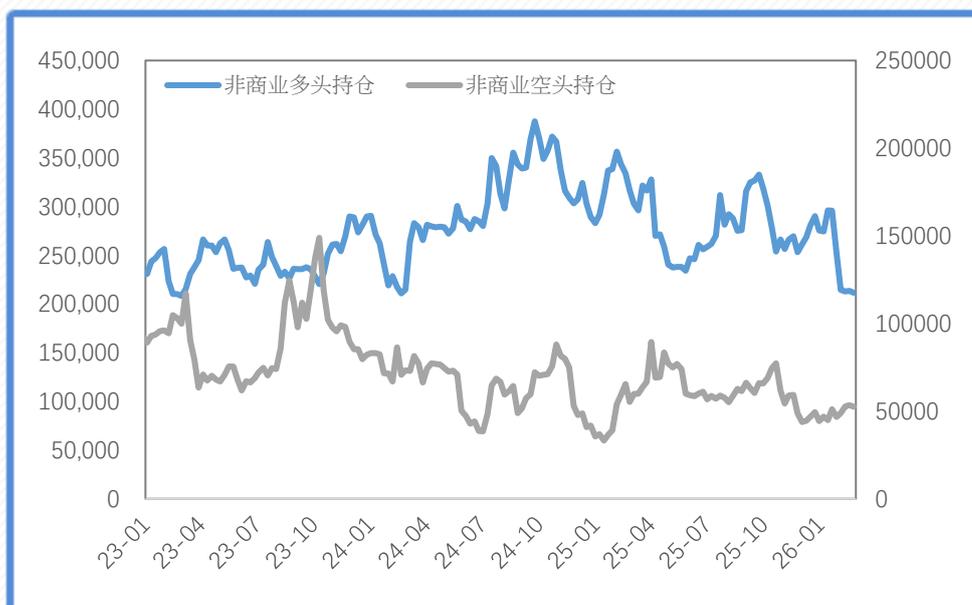
图 12：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

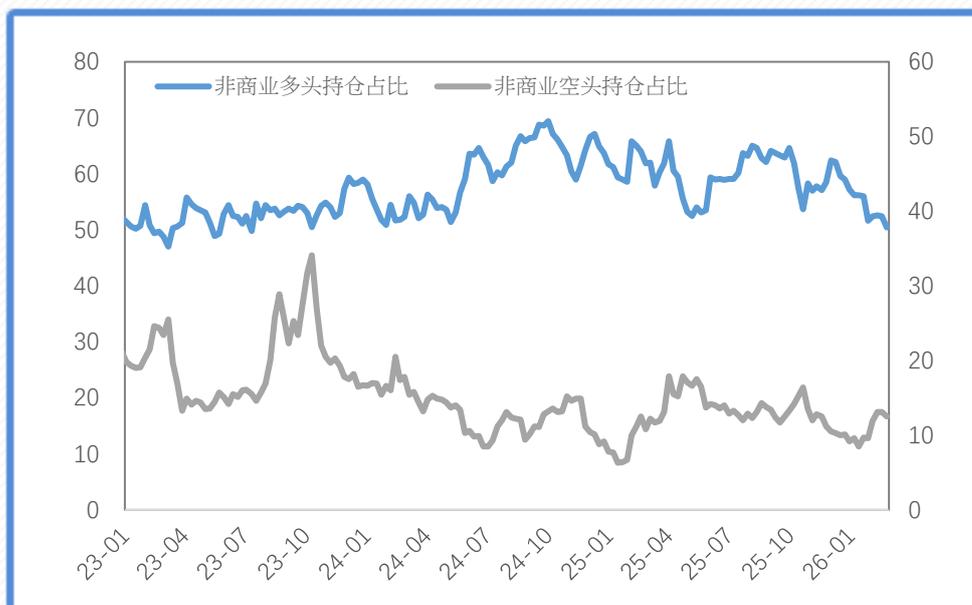
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 13：COMEX 黄金持仓



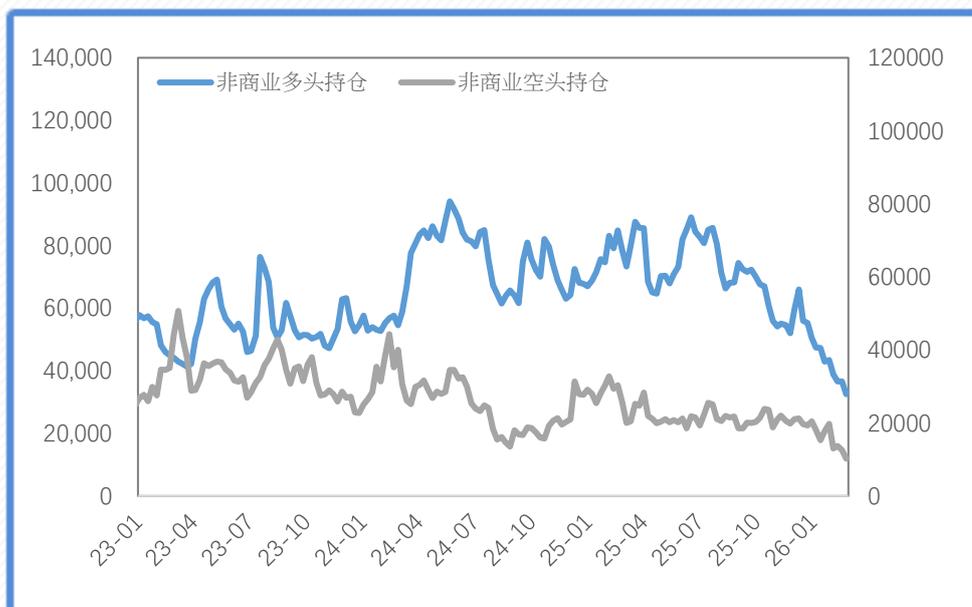
数据来源：Wind

图 14: COMEX 黄金持仓占比



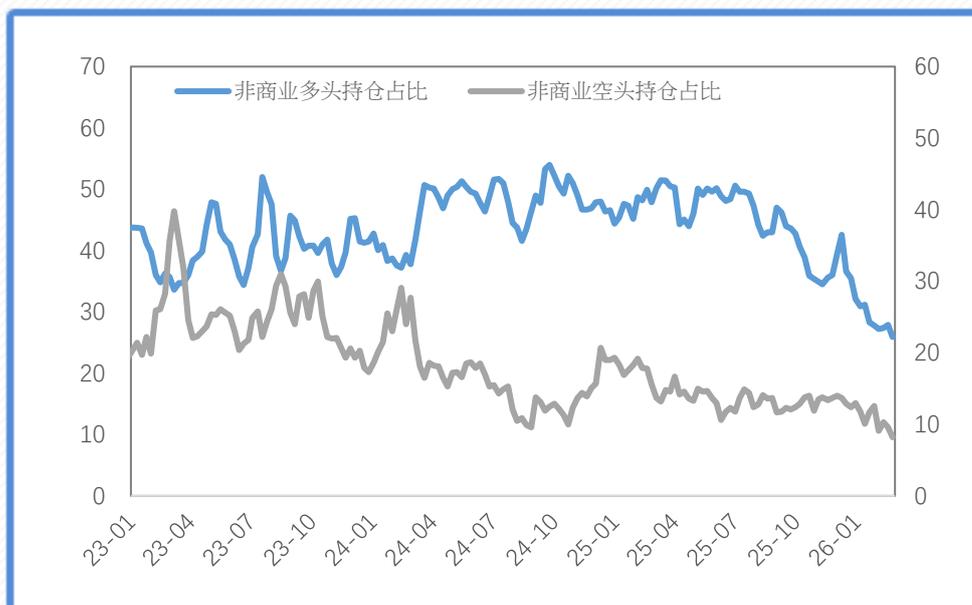
数据来源: Wind

图 15: COMEX 白银持仓



数据来源: Wind

图 16: COMEX 白银持仓占比



数据来源: Wind

总体来看,市场焦点将主要集中在以下几个方面:首先是地缘政治风险的演变,伊朗局势是否会出现缓和或进一步升级,将直接决定避险情绪的走向。其次是美联储3月议息会议,市场将关注点阵图对降息路径的指引,尤其是在非农爆冷与通胀温和的背景下。最后是国内铜社会库存能否迎来去库拐点,若下游消费在“金三”旺季中如期回暖,带动库存去化,将为铜价提供上行动力;反之,若库存压力持续,铜价可能进一步下探寻求支撑。

对于贵金属,短期剧烈波动后市场需要时间消化,但中长期来看,全球地缘政治风险、贸易不确定性以及实际利率的下行趋势,依然构成黄金牛市的坚实基础。白银受工业需求预期影响,波动可能大于黄金。

关注及风险提示

美国2月零售销售、美联储利率决议及点阵图、美伊冲突进展、全球关税政策、国内铜社会库存变化、下游开工率持续性。

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。