

# 贵金属暴跌避险逻辑失效？COMEX铜库存顶部初现

摘要：上周金属市场在地缘局势急剧升级与美联储超预期鹰派的双重冲击下大幅下挫。美军轰炸伊朗石油出口枢纽，伊朗报复性袭击他国能源设施，冲突范围扩大化，能源价格飙升，市场对“滞胀”担忧急剧升温。与此同时，美联储3月议息会议点阵图显示年内降息预期收窄至仅50bp，鲍威尔表态“略显紧缩”，市场对降息的预期几乎消失，甚至开始押注加息。宏观逻辑从“降息交易”快速切换至“滞胀+紧缩”定价，贵金属与铜价均遭遇重挫。伦敦金跌破4500美元关口，周跌幅10.5%；伦敦银跌幅达15.7%；沪铜主力合约重心下移至92000元/吨下方。

## 金属市场周报

2026. 3. 16-2026. 3. 22

### 核心观点

#### 1、宏观压制全面升级

美联储3月议息会议释放超预期鹰派信号，点阵图显示2026年降息幅度不足50bp，鲍威尔称利率“处于中性区间高端”。同时美伊冲突升级为能源设施袭击，全球通胀预期走高，市场开始定价“滞胀”甚至“加息”，美元指数强势突破100，对金属形成系统性压制。

#### 2、铜价重心下移，累库拐点初现但宏观主导

铜精矿TC进一步下探至-67.32美元/吨，冶炼亏损扩大至千元以上，国内社会库存连续两周去化，周降幅达5.08万吨至52.31万吨，基本面边际改善。但在宏观强压下，铜价仍大幅走低，沪铜最低触及92000元/吨，COMEX铜周跌逾6%。短期宏观因素主导，基本面对价格的支撑尚需等待库存去化进一步确认。

#### 3、贵金属遭遇史诗级抛售，避险逻辑失效

地缘冲突升级本应利好避险资产，但市场更担忧通胀失控引发央行紧缩，实际利率上行与流动性恐慌导致黄金白银遭遇抛售，伦敦金单周暴跌10.5%，白银跌15.7%，创近年来最大周度跌幅。市场交易主线已从避险切换至对“滞胀+加息”的定价，贵金属短期承压。

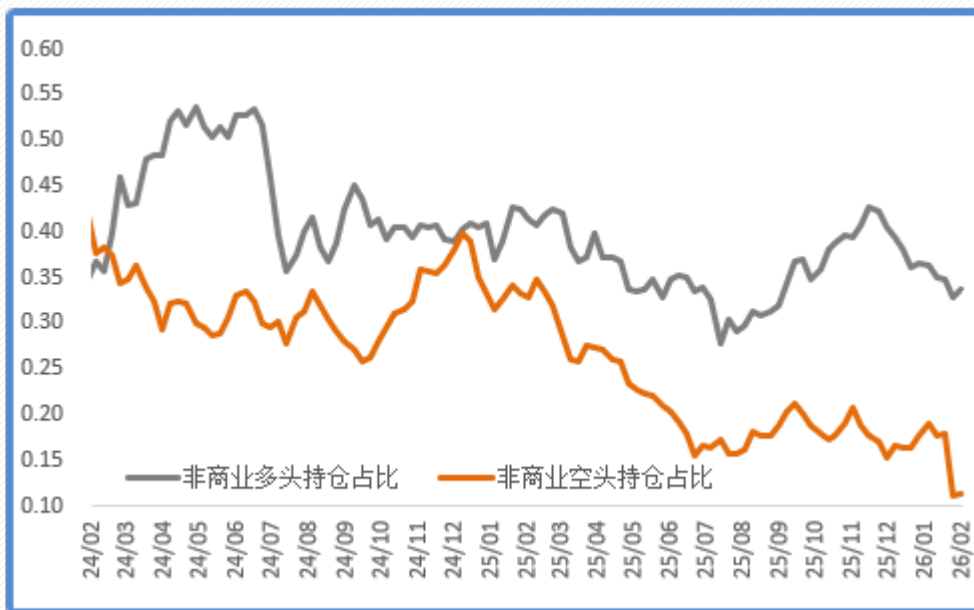
## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价大幅下挫，主力合约周跌幅超 6%。周初地缘冲突加剧一度引发供应担忧，但美联储议息会议的鹰派结果彻底扭转市场情绪，美元走强与实际利率上行压制铜价。周中美国 2 月 PPI 超预期（同比 3.4%）进一步强化通胀压力，铜价加速下跌。周末前部分空头回补，跌幅略有收窄。

SHFE 铜价同样承压下行，主力合约最低触及 92000 元/吨下方，周跌逾 5%。国内社会库存连续两周去化（本周降 5.08 万吨至 52.31 万吨），且铜精矿 TC 持续恶化，冶炼亏损已扩大至 1000 元/吨以上，基本面边际改善。但宏观情绪主导下，市场对“滞胀”与“紧缩”的担忧盖过了基本面的利多，铜价重心明显下移。现货市场贴水收窄至贴水 100 元/吨左右，下游逢低采购意愿有所增强，但整体观望情绪较浓。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线维持深度 contango，近远月价差走扩，反映库存高位与现货疲软。SHFE 铜 contango 结构小幅收窄，但远月升水依然有限，显示市场对远期去库信心不足。

图 1：CFTC 基金净持仓

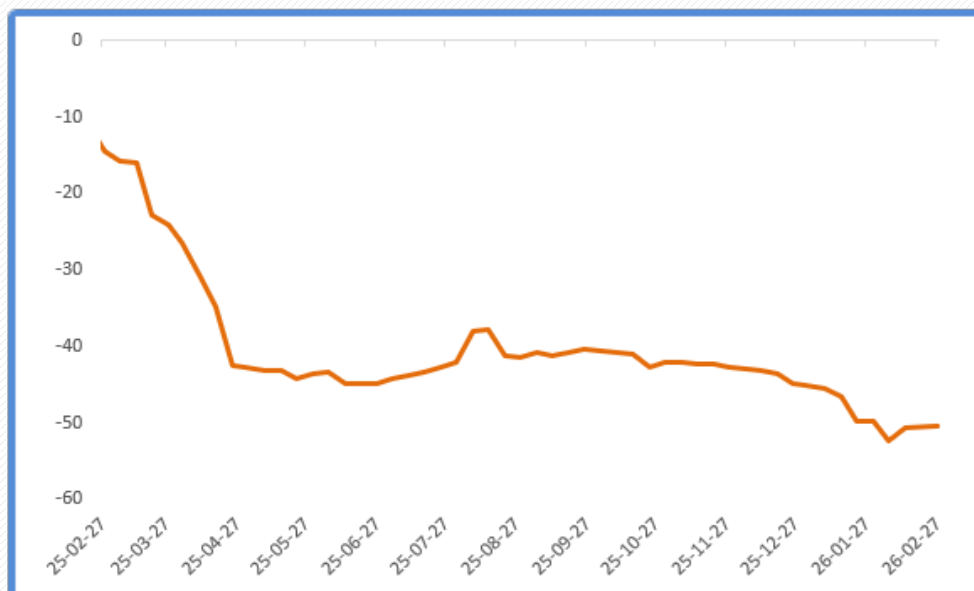


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

供应方面：铜精矿加工费 TC 延续暴跌，截至 3 月 20 日 SMM 进口铜精矿指数报-67.32 美元/吨，较上周再跌 6.93 美元/吨，创历史新低。港口库存降至 51.2 万实物吨。矿端紧张局势加剧，冶炼厂现货亏损已超 1000 元/吨，部分中小冶炼厂已出现原料采购困难，后续减产预期增强。海外方面，霍尔木兹海峡封锁风险引发非洲港运铜精矿供应担忧；COMEX 库存顶部显现，但 LME 库存继续累积至 30 万吨以上。

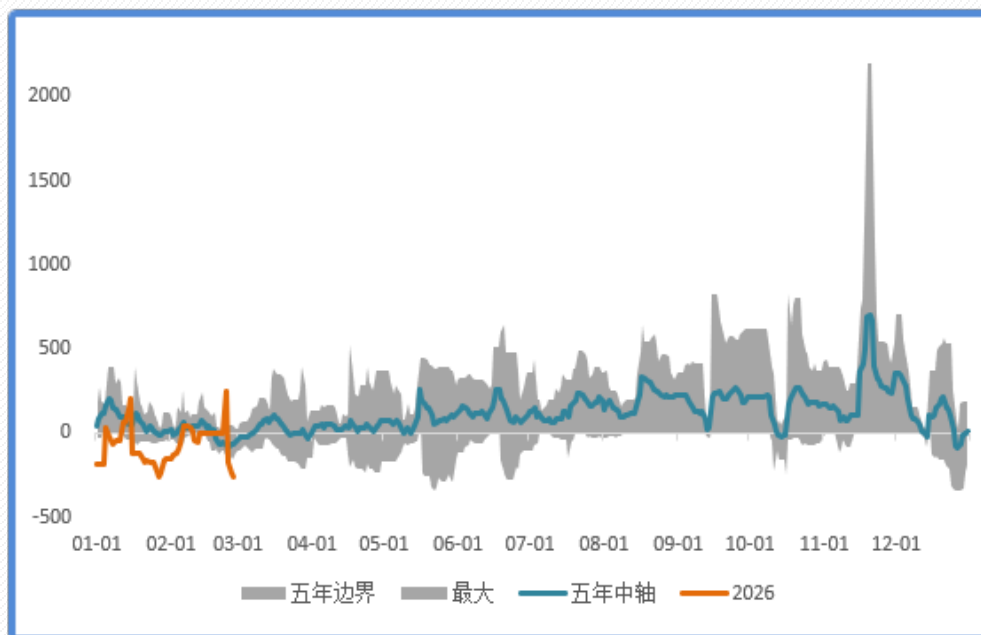
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

需求方面：下游复工复产持续推进，铜价下跌后下游逢低采购意愿提升，订单活跃度增加。本周精铜杆企业开工率回升至 70%以上，环比提升约 5 个百分点；电线电缆企业开工率升至 68%左右。但由于再生铜杆开工率较低，精铜替代需求增加。宏观层面，美国电网升级及 AI 数据中心建设为铜消费提供长期支撑。

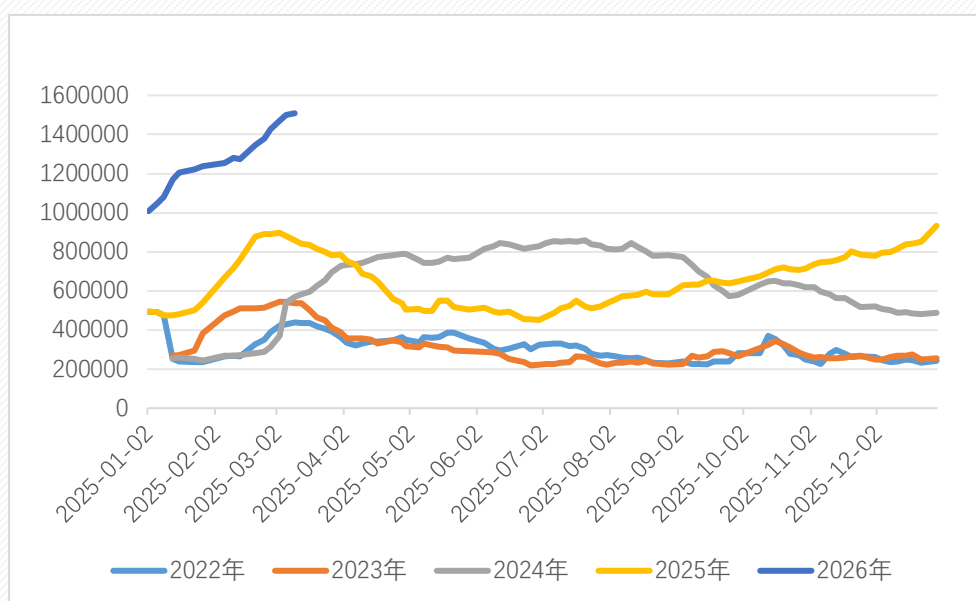
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

库存方面：全球显性库存高位分化。截至 3 月 19 日，LME 铜库存 30.42 万吨，环比增加 8.42 万吨；COMEX 库存 59.2 万吨，环比微降 0.6 万吨；国内社会库存 52.31 万吨，环比减少 5.08 万吨（连续两周去库），同比仍高 17.67 万吨；保税区库存 6.12 万吨，环比减少 0.3 万吨。全球显性库存总计约 148 万吨，仍处于绝对高位。

图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

盈利方面：铜精矿现货 TC 持续下行，冶炼亏损进一步扩大。按现货 TC 计算，本周理论铜精矿冶炼利润为-1120 元/吨，亏损幅度较上周扩大约 200 元/吨；按长单 TC 计算，得益于硫酸价格高位及内外价差，理论利润仍维持在 1300 元/吨左右，但长单覆盖率有限，现货亏损已开始倒逼部分炼厂调整生产计划。

### 5：精铜-废铜价差



数据来源：mysteel

### (一) 贵金属市场观察

上周贵金属市场遭遇史诗级抛售，交易主线从地缘避险迅速切换至对“滞胀+紧缩”的定价。周初美军轰炸伊朗石油出口枢纽哈克尔岛，伊朗报复性袭击他国能源设施，冲突范围扩大化，能源价格飙升。市场起初仍存避险需求，但随着美联储议息会议释放超预期鹰派信号，点阵图显示年内降息预期收窄至 50bp，鲍威尔表态“略显紧缩”，市场对降息的预期几乎消失，甚至开始押注加息。与此同时，美国 2 月 PPI 同比 3.4% 远超预期，进一步强化通胀压力。实际利率上行与流动性恐慌共同发酵，导致黄金白银遭遇抛售，避险逻辑失效。

伦敦金周初在 5000 美元关口拉锯，周四、周五连续暴跌，击穿 4500 美元关口，最终收于 4492 美元/盎司，周跌幅 10.5%，创近三年最大单周跌幅。伦敦银表现更为疲弱，自 80 美元上方下挫，收于 67.9 美元/盎司，周跌幅 15.7%。内盘方面，沪金主力合约收于 1039.22 元/克，周跌

8.28%；沪银主力合约收于 17625 元/千克，周跌 15.76%。市场持仓量显著下降，大量前期多单离场，空头力量主导。

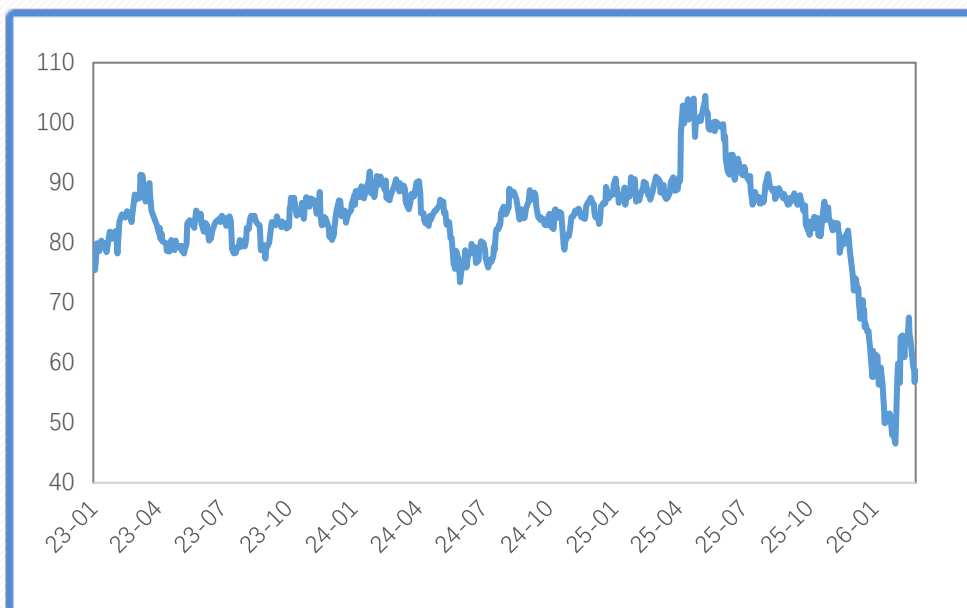
贵金属价格监控			
2026/3/22	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	5023.1	4522.6	-10.47%
COMEX 白银	80.645	68.11	-15.79%
伦敦金现	5017.7	4494.015	-10.44%
伦敦银现	80.548	67.596	-7.12%
SHFE 黄金	1126.64	1039.22	-8.28%
SHFE 白银	20682.0	17625	-15.76%
上金所黄金 T+D	1124.86	1040.6	-8.01%
上金所白银 T+D	20640.0	17780	-14.67%

## （二） 比价与波动率

本周金银比大幅飙升至 66 以上（伦敦金/银），较上周的 63 进一步走扩，反映白银工业属性使其对经济衰退及紧缩预期更为敏感，跌幅远超黄金。金铜比小幅回落，因铜价跌幅略大于黄金，显示市场对工业需求前景的担忧。金油比则大幅下降，原油价格因地缘风险维持高位，而黄金大幅下跌，比值明显回落。

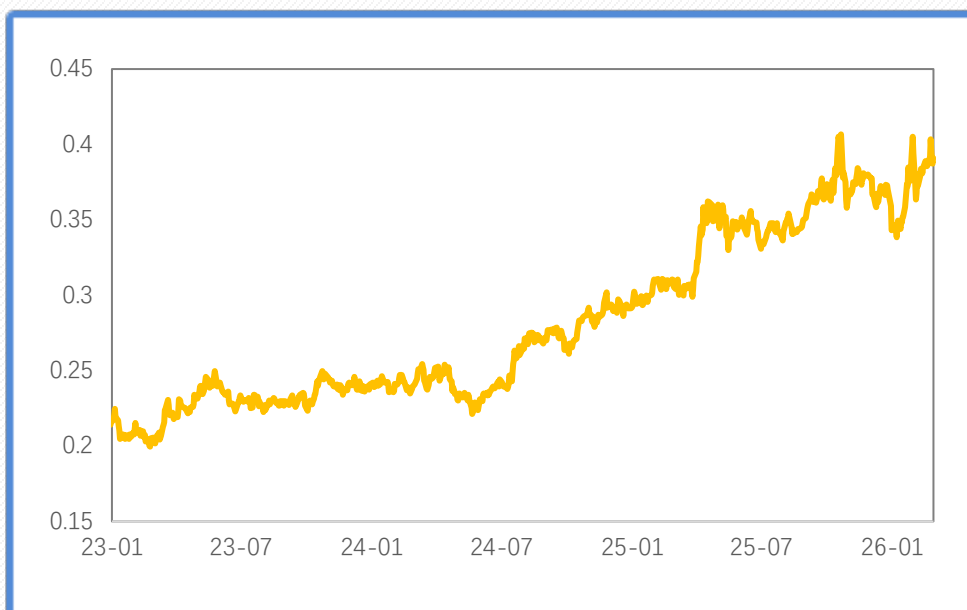
黄金 VIX 本周一度飙升至 35 以上，随后回落至 28 附近，波动率显著放大，市场恐慌情绪浓厚。白银波动率更高，周内振幅超过 20%。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

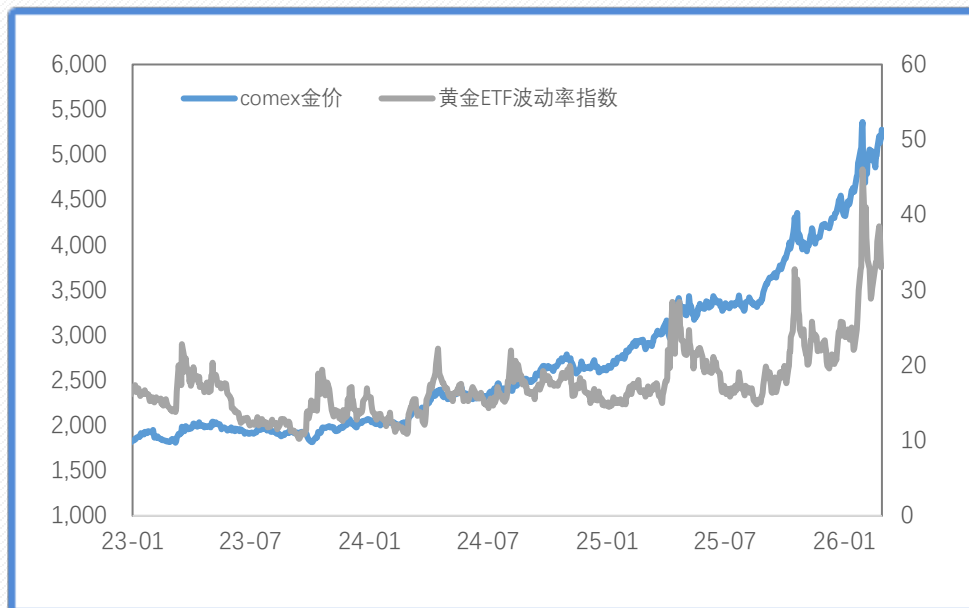
图 7: COMEX 金/LME 铜



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。

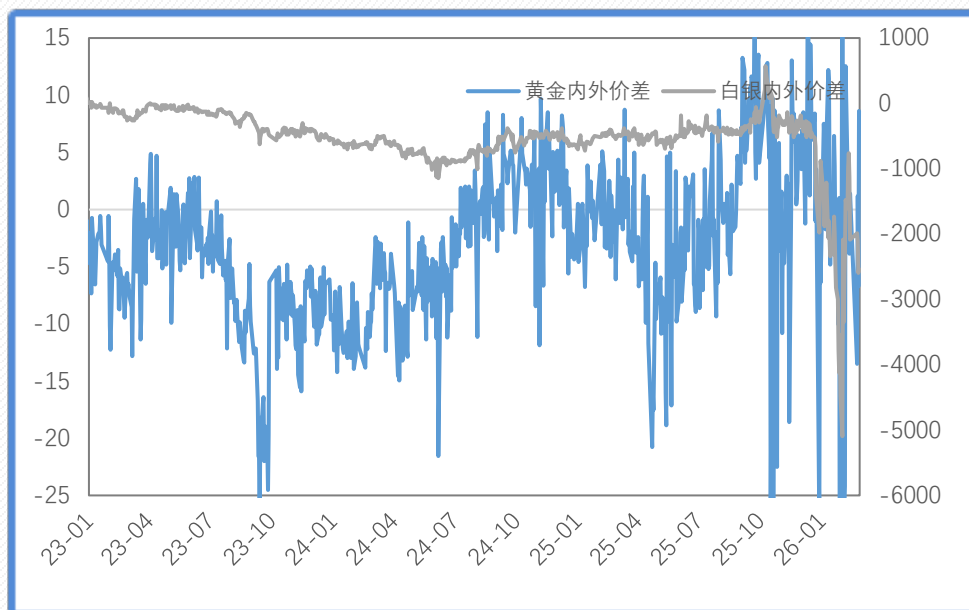
图 8：黄金波动率



数据来源：Wind

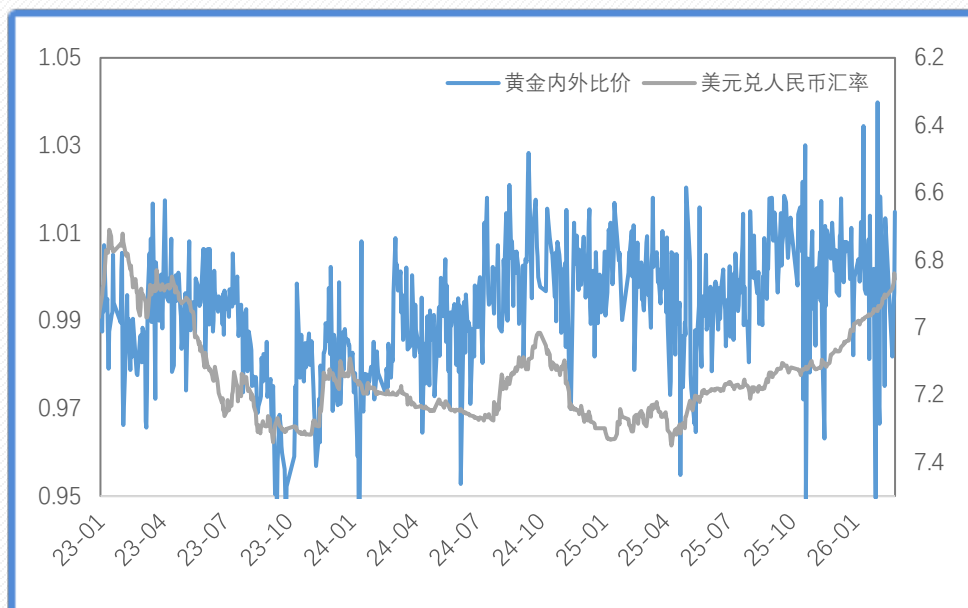
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差及比价回升，白银内外价差有所回落、比价回升。

图 9：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 10：黄金内外比价

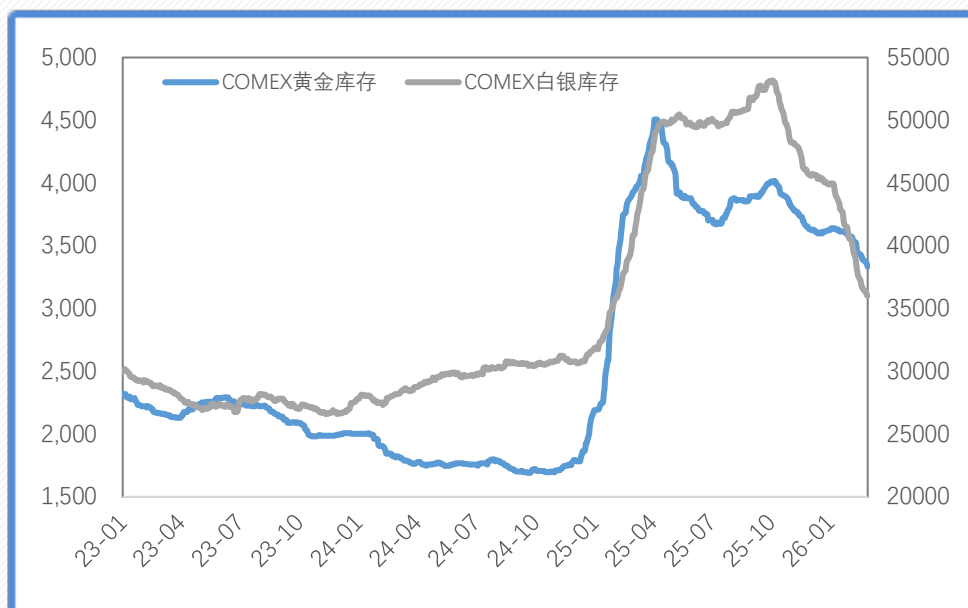


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

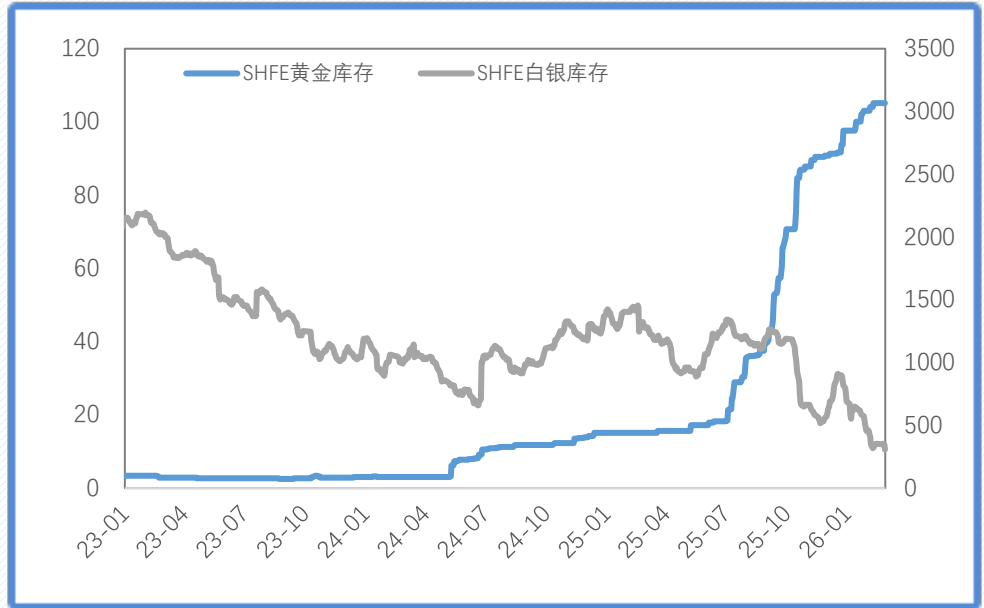
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 11：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

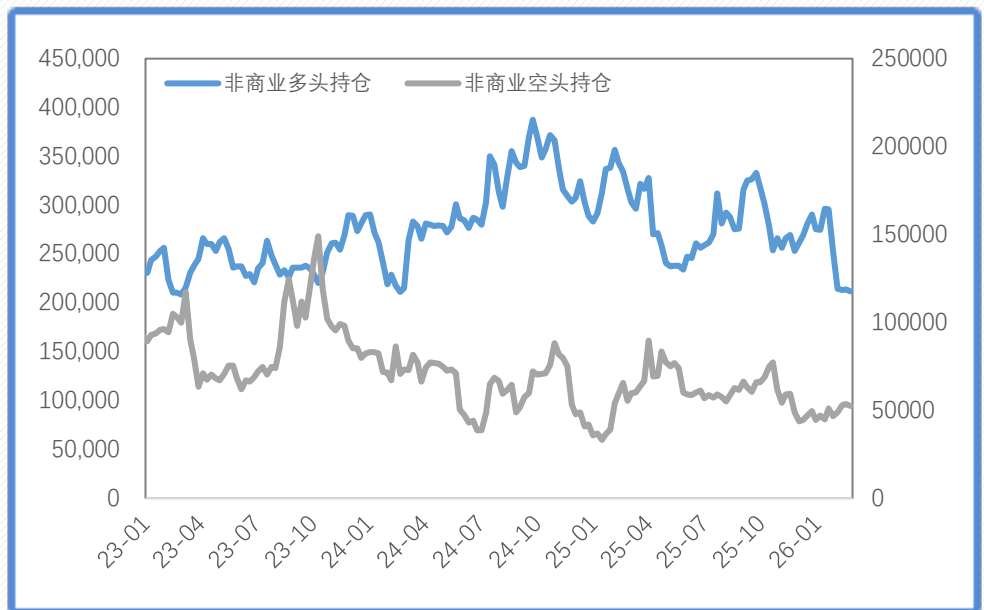
图 12：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

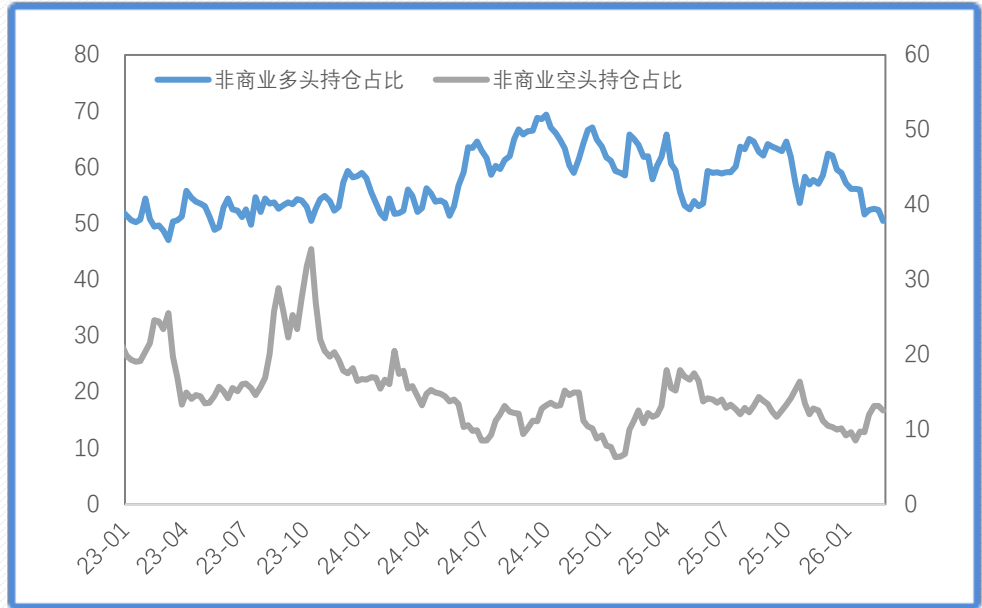
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 13：COMEX 黄金持仓



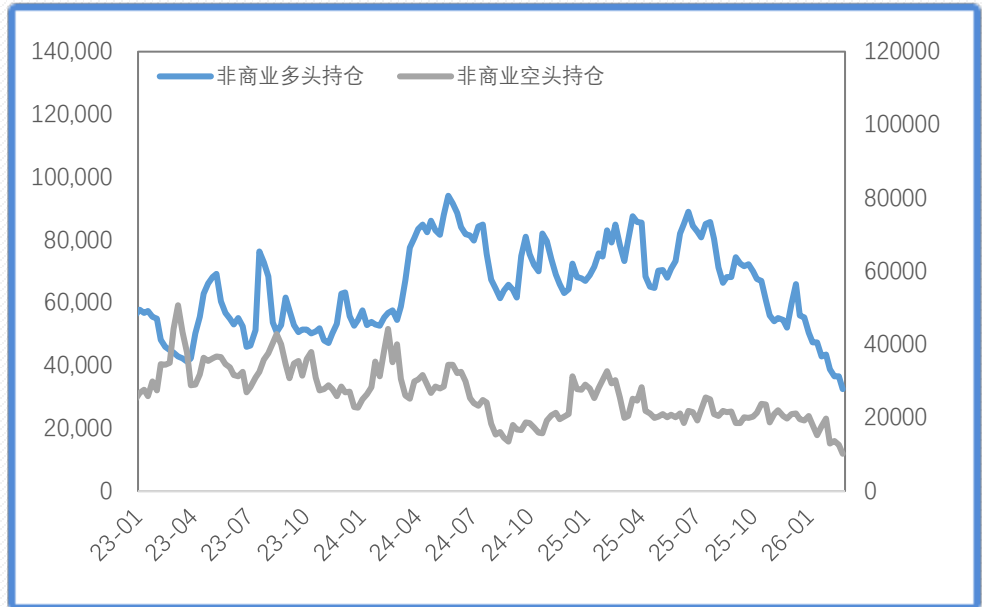
数据来源：Wind

图 14：COMEX 黄金持仓占比



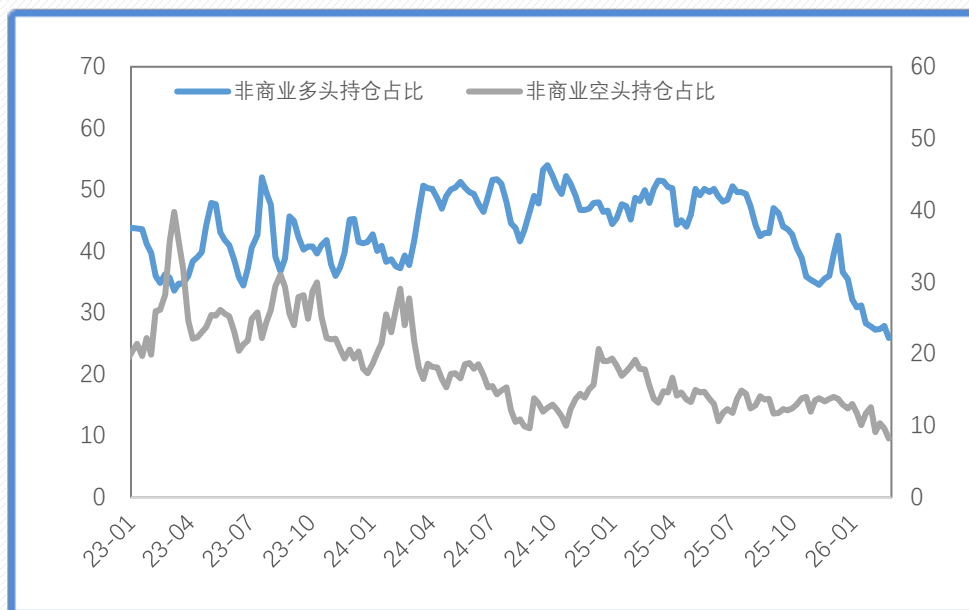
数据来源：Wind

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

短期来看，宏观逻辑已从“降息交易”切换至“滞胀+紧缩”定价，美联储政策预期与地缘冲突的互动将主导市场。若中东局势继续升级引发能源价格持续上涨，通胀压力将进一步强化，美联储可能被迫维持紧缩，这对金属价格构成双重压制。

但需注意，铜基本面正在边际改善：国内库存连续去化、TC 深跌倒逼减产预期、下游逢低采购意愿增强，一旦宏观情绪企稳，铜价有望获得基本面支撑。

贵金属方面，短期恐慌性抛售可能暂告一段落，但市场对央行紧缩的担忧尚未完全消化，金价或进入低位震荡寻底阶段，关注 4500 美元关口支撑。

#### 关注及风险提示

美伊冲突进展、美联储官员讲话、美国 3 月 Markit PMI、中国 3 月官方制造业 PMI、国内铜社会库存去化持续性、冶炼厂检修动态、全球贸易政策。

#### 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。