

宏观逻辑切换，贵金属与铜价分化反弹

摘要：上周金属市场呈现分化走势。贵金属在经历前两周踩踏式下跌后，交易主线暂时脱离实际利率定价框架，转向实物货币与信用避险逻辑，黄金白银同步美债利率上行而震荡反弹。COMEX 金反弹至 4500 美元关口，周微跌 0.05%。铜价则受基本面去库支撑及宏观情绪修复影响，重心小幅上移，沪铜主力合约运行于 95000-96000 元/吨区间。油价持续高位运行，霍尔木兹海峡封锁及能源设施遭袭引发长期产能担忧，市场为战争长期风险定价。宏观层面，美债拍卖需求疲弱推高期限溢价，十年期美债利率屡探 4.5%，美元指数震荡走高但涨势缓于利率，资金部分流入实物信用资产，贵金属获得支撑。

金属市场周报

2026. 3. 23-2026. 3. 29

核心观点

1、贵金属脱离利率框架，信用避险逻辑主导反弹

前期市场对流动性冲击的定价暂告段落，美债利率上行源于通胀预期与供需失衡（而非单纯紧缩预期），美股承压，资金在抛售美债和美股后一部分进入美元，但美元信用尚不稳定，另一部分进入黄金等实物信用资产。贵金属与利率同步上行，定价逻辑向长期货币信用切换。COMEX 金周微跌 0.05%，白银跟随反弹但弹性更大。

2、铜价震荡反弹，去库提供基本面支撑

国内社会库存连续三周去化，上期所库存本周减少 5.2 万吨至 35.9 万吨，保税区库存同步下降；铜精矿 TC 进一步下探至 -68.9 美元/吨，冶炼亏损倒逼减产预期；精废价差收窄至低位，废铜替代减少。宏观情绪修复叠加基本面改善，铜价低位反弹，但宏观逆风（美元强势、降息预期收窄）仍限制上行空间。

3、油价高位运行，地缘风险持续定价

霍尔木兹海峡物理性封锁持续，石油设施遭遇袭击，长期产能担忧主导油价，布油反复试探 100 美元关口。油价高位强化通胀预期，但对贵金属的传导路径已从“通胀-紧缩-流动性冲击”切换至“实物货币信用”逻辑，贵金属与油价同向波动特征重现。

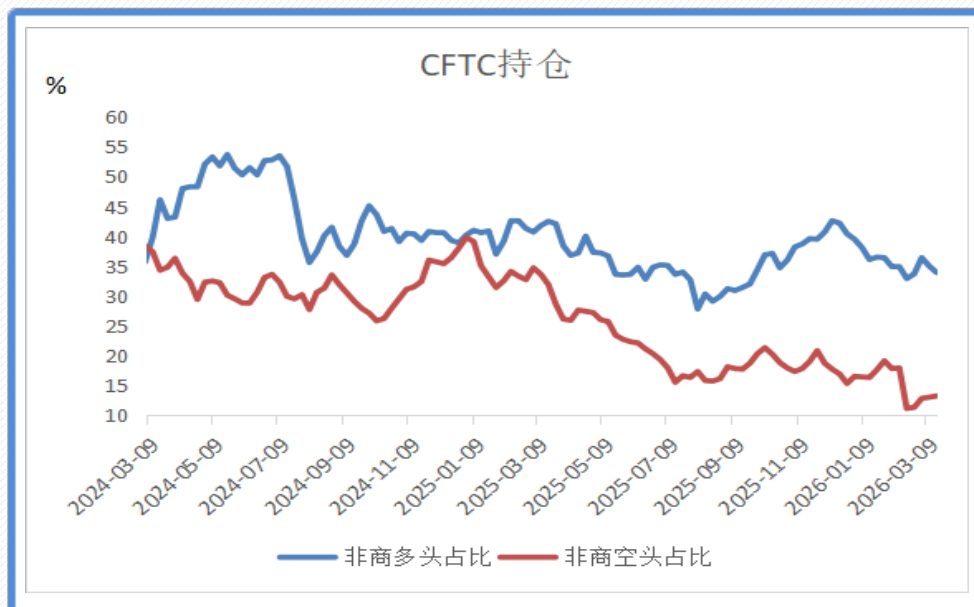
（一）COMEX/沪铜市场观察

本周 COMEX 铜价震荡反弹，主力合约运行于 5.3120-5.4615 美元/磅区间，周线收涨约 2.8%。周初受美元走强及美债利率上行压制，铜价小幅承压；周中后，国内库存去化超预期、TC 续创新低等利多因素发酵，叠加地缘风险未进一步恶化，市场风险偏好小幅修复，铜价震荡回升。但整体仍处前期下跌后的修复阶段，上方阻力明显。

SHFE 铜价重心上移，主力合约收于 95500 元/吨附近，周涨约 1.5%。国内社会库存连续三周去化，本周上期所库存减少 5.2 万吨至 35.9 万吨，降幅可观；保税区库存减少 1.5 万吨至 6.3 万吨。下游逢低采购意愿持续，现货贴水收窄至贴水 95 元/吨左右。但宏观层面美联储降息预期收窄、美元指数维持 105 上方，仍对铜价形成压制。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线 contango 结构小幅收缩，SHFE 铜近月维持小幅 contango，但远月升水略有扩大，反映市场对远期去库的谨慎乐观。

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 继续下探，截至 3 月 27 日 SMM 进口铜精矿指数报-68.9 美元/吨，较上周再跌 1.58 美元/吨，创历史新低。矿端紧张局势愈演愈烈，港口库存降至 51 万实物吨以下。冶炼厂现货亏损已扩大至 1200 元/吨以上，部分炼厂已开始计划检修或减产。消息面上，智利国家铜业公司 2025 年铜产量 133 万吨，预计 2026 年产量 133-136 万吨；洛阳钼业 2025 年产铜 74.1 万吨，2026 年产量指引 76-82 万吨。海外方面，LME 库存增加 1.8 万吨至 36.0 万吨，COMEX 库存微增 0.1 万吨至 53.5 万吨，非美地区供应压力仍存。

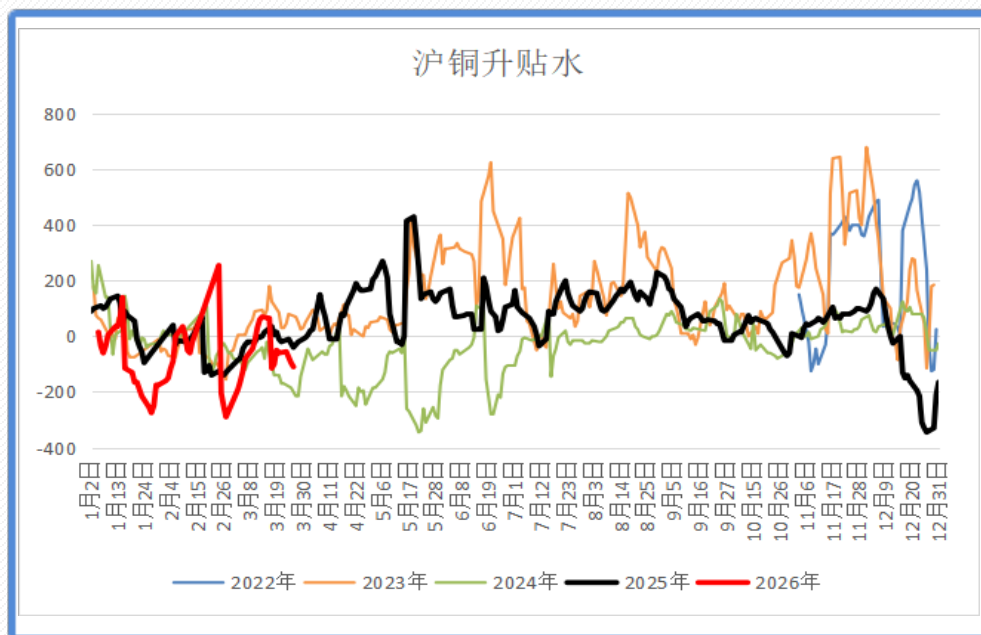
图 2：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

需求方面：铜价震荡反弹后，下游采买积极性较上周有所减弱，成交略有下滑，但整体开工率仍处回升通道。精铜杆企业开工率维持在 72%左右，电线电缆企业开工率约 69%。再生铜杆开工率因废铜紧张再次走低，精铜替代效应持续。终端方面，电网投资、“十五五”期间国网 4 万亿固定资产投资预期，以及 AI 数据中心建设对铜消费形成长期支撑。

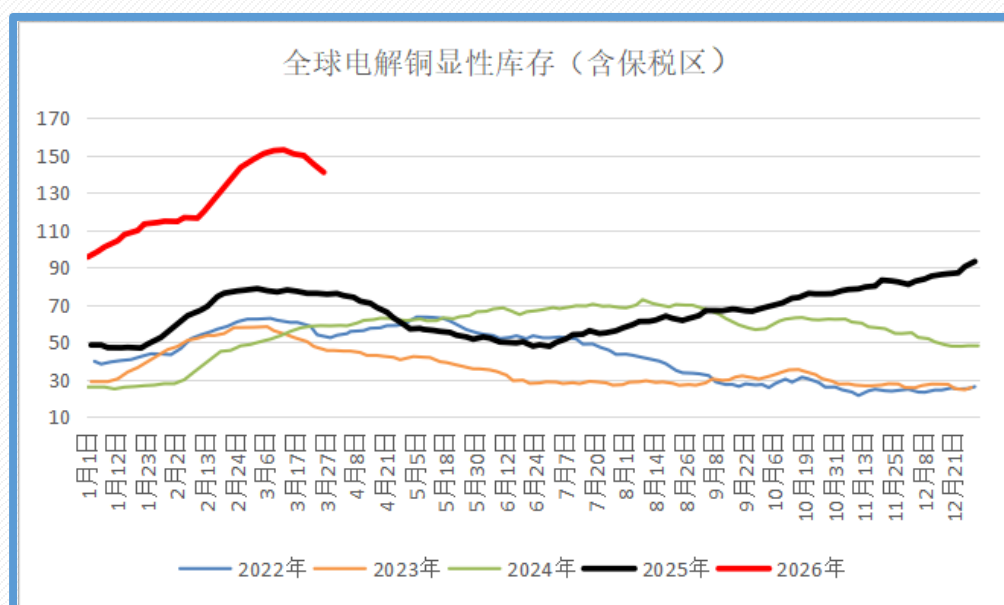
图 3：沪铜升贴水



数据来源：钢联数据

库存方面：全球显性库存总量小幅去化。截至 3 月 27 日，三大交易所库存加总 125.4 万吨，环比减少 1.3 万吨。其中：上期所库存 35.9 万吨（-5.2 万吨），LME 库存 36.0 万吨（+1.8 万吨），COMEX 库存 53.5 万吨（+0.1 万吨）。上海保税区库存 6.3 万吨，环比减少 1.5 万吨。国内库存去化趋势明确，但海外库存仍在累积，全球库存水平仍处历史高位。

图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：钢联数据

盈利方面：按现货 TC 计算，理论冶炼利润亏损扩大至-1200 元/吨以上；按长单 TC 计算，得益于硫酸价格走强及内外价差，理论利润仍维持在 1200-1300 元/吨。但长单覆盖率有限，现货亏损已开始影响炼厂生产决策。

图 5：精铜-废铜价差



数据来源：钢联数据

（一） 贵金属市场观察

本周贵金属行情震荡偏强，在经历前两周的踩踏式下跌后，交易主线暂时脱离实际利率定价框架，转向实物货币与信用避险逻辑。油价持续高位运行，霍尔木兹海峡封锁及石油设施遭袭引发长期产能担忧，布油反复试探 100 美元关口。宏观层面，美国财政部拍卖 5 年期国债得标利率高达 3.966%，为 2025 年 5 月以来最高，拍卖倍数 2.29 为 2022 年 9 月以来最低；2 年期国债拍卖同样显示低需求。美债需求疲弱推高期限溢价，十年期美债利率屡次上探 4.5%。前期市场会在利率上行后定价流动性冲击，但本周贵金属与利率同步上行，显示定价逻辑发生切换——美债利率走高源于通胀预期与供需失衡，资金在抛售美债和美股后，一部分进入美元（美元指数小幅走高），但因美元信用尚不稳定，另一部分进入黄金等实物信用资产。

COMEX 金周初在 4100 美元附近获得支撑，随后震荡反弹，周五收于 4489 美元/盎司上方，周微跌 0.05%。COMEX 银跟随反弹，收于 69.77 美元/盎司，周涨约 2.89%，弹性大于黄金。内盘方面，沪金主力合约收 998.66 元/克，周跌 4.16%；沪银主力合约收于 17489 元/千克，周跌 0.77%。市场持仓量小幅回升，部分资金重新入场。

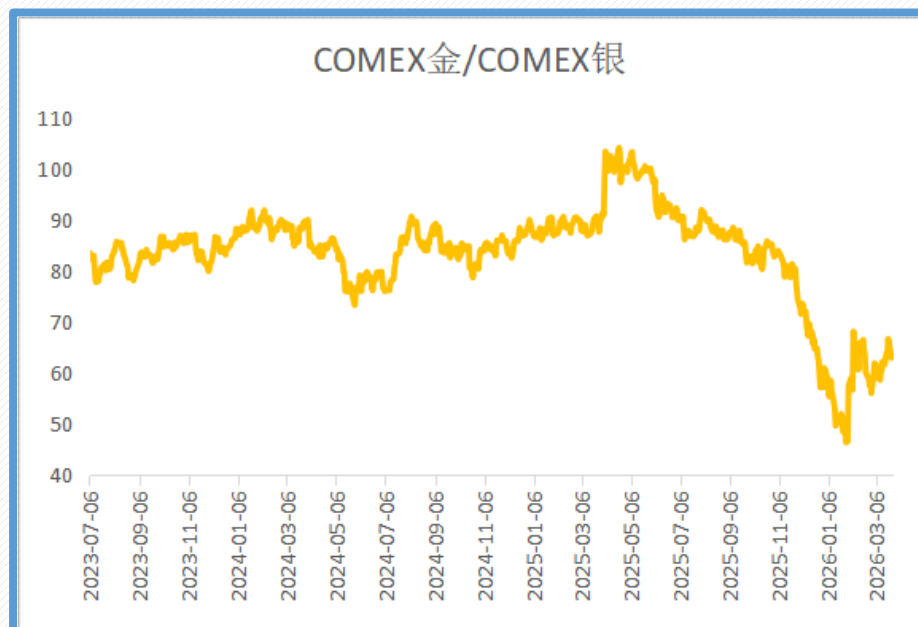
贵金属价格监控			
2026/3/22	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4489.7	4522.6	-0.05%
COMEX 白银	69.77	68.11	2.89%
伦敦金现	4493.09	4494.015	-0.02%
伦敦银现	69.566	67.596	2.91%
SHFE 黄金	998.66	1039.22	-4.16%
SHFE 白银	17489	17625	-0.77%
上金所黄金 T+D	992.2	1040.6	-4.65%
上金所白银 T+D	17475	17780	-1.72%

（二）比价与波动率

本周金银比从 66 上方回落至 65.3 附近，白银反弹弹性更大，金银比小幅收窄。金铜比在经历前期上行后出现回落，铜价反弹力度强于黄金，反映市场对工业品需求的悲观预期有所修复。金油比显著回落，油价维持高位而黄金反弹幅度相对有限，比值回归至历史中枢附近。

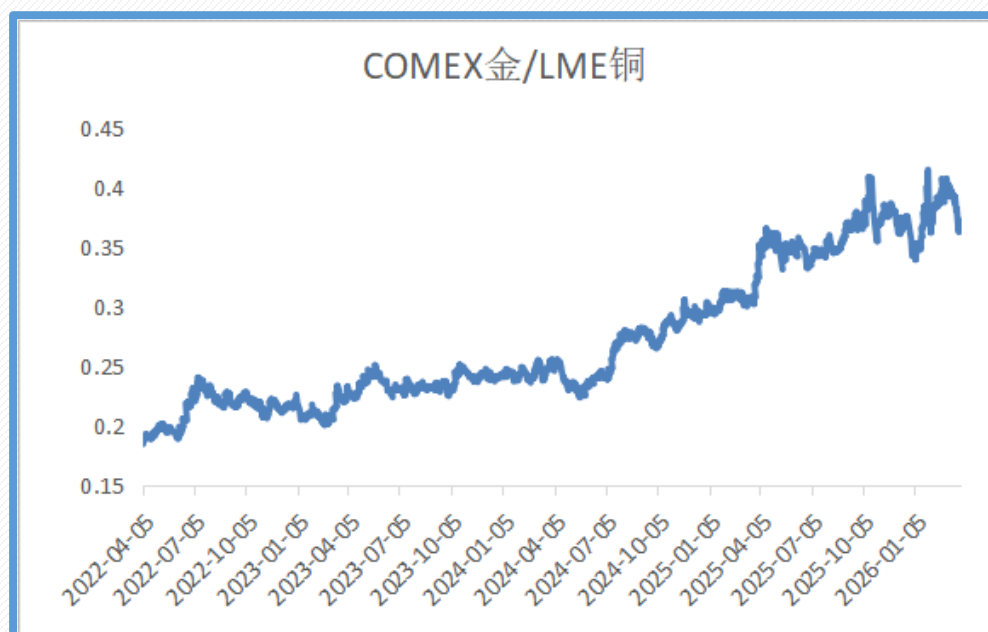
黄金 VIX 本周从 28 附近回落至 24 左右，市场恐慌情绪有所降温，但仍处相对高位。白银波动率同步下降，但整体仍高于黄金。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜

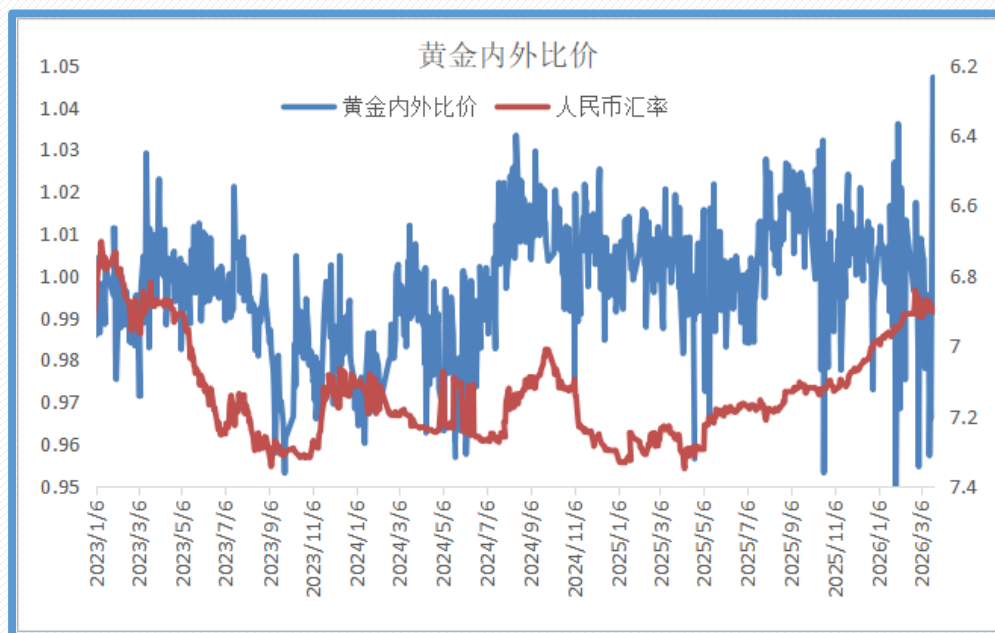


数据来源: Wind

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。

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 8：黄金内外比价

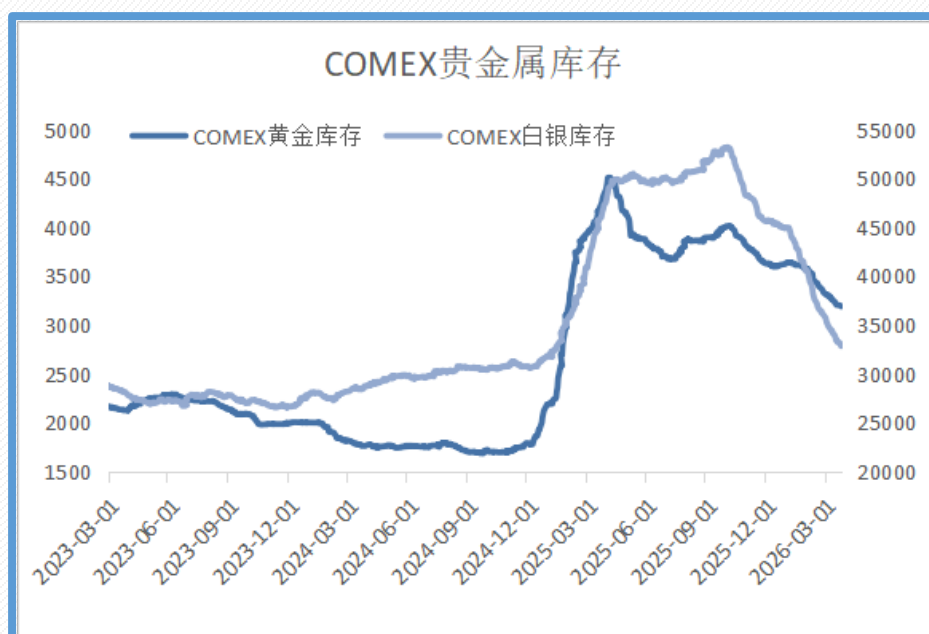


数据来源：Wind

（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 9：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

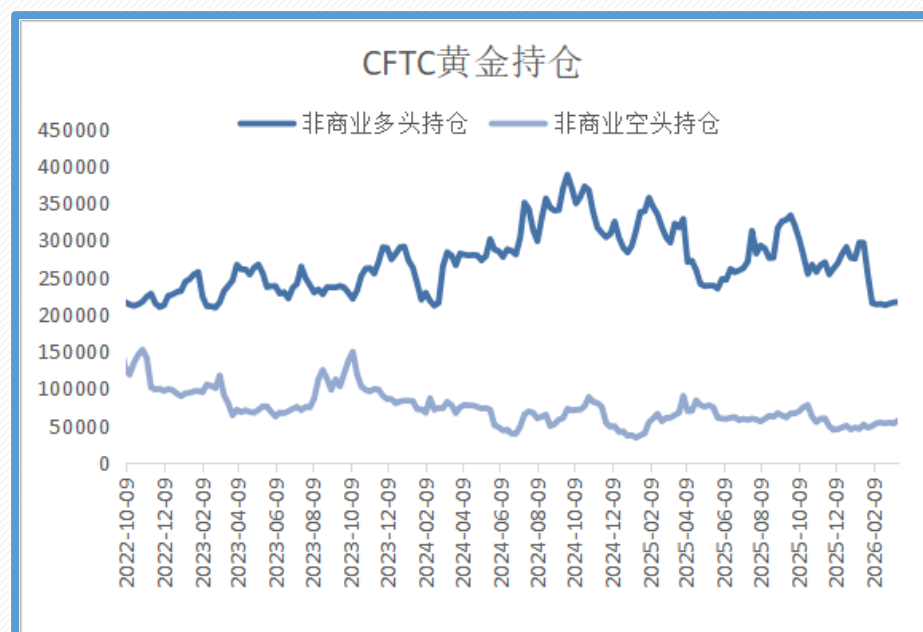
图 10：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

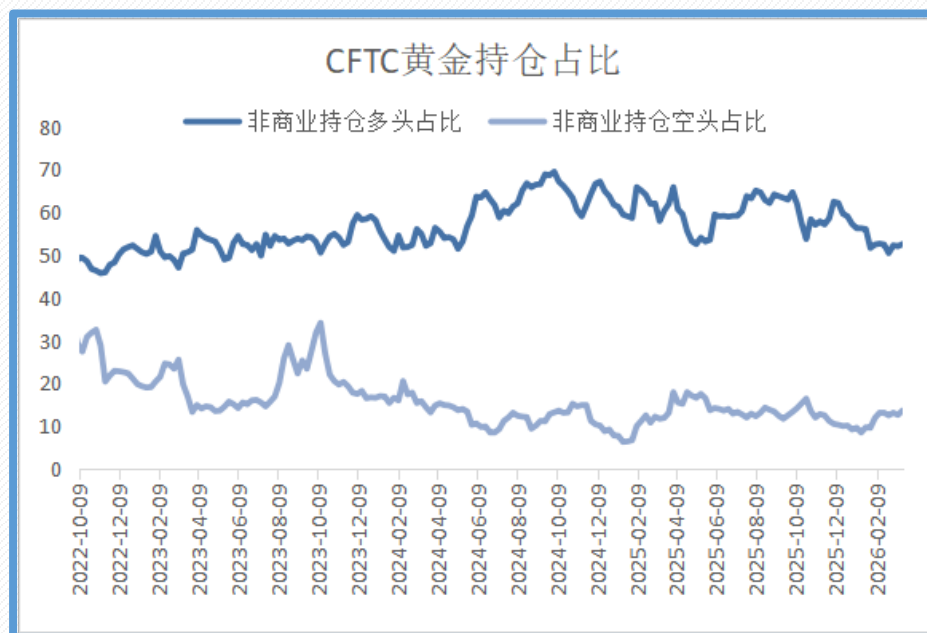
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 11：COMEX 黄金持仓



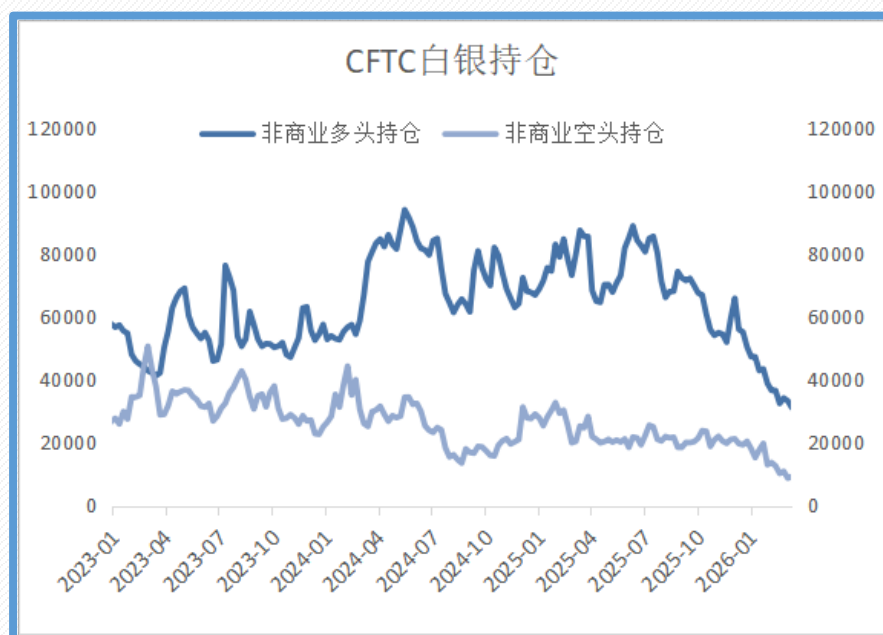
数据来源：Wind

图 12: COMEX 黄金持仓占比



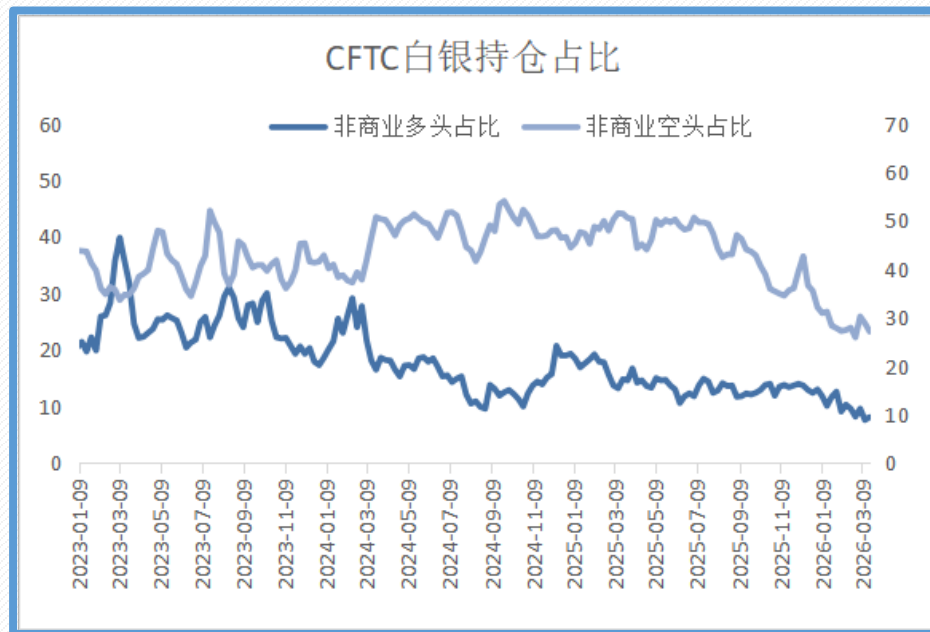
数据来源: Wind

图 13: COMEX 白银持仓



数据来源: Wind

图 14：COMEX 白银持仓占比



数据来源：Wind

短期来看，贵金属定价逻辑已从“地缘-油价-通胀-流动性”切换至“美元信用-实物货币”框架，这一逻辑的持续性有待观察，但短期资金追涨形成反弹行情。若美债利率继续上行而美元指数涨势放缓，黄金有望进一步获得支撑。白银受低库存及投机头寸低位支撑，弹性更大。

铜方面，国内库存连续去化、TC 深跌倒逼减产预期、精废价差低位等基本面利多因素正在积聚，但宏观层面美元强势、降息预期收窄仍压制上行空间。预计沪铜主力短期运行区间 93000-98000 元/吨，关注后续去库持续性、冶炼厂检修动态。若宏观情绪企稳，铜价有望进一步向上修复。

关注及风险提示

中东地缘形势演变及油价走势、美国 3 月非农就业数据（4 月 4 日公布）、美国 3 月 ISM 制造业 PMI、中国 3 月官方制造业 PMI、国内铜社会库存去化速度、冶炼厂检修计划、美联储官员讲话。

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。