

# 地缘降温，白银独秀：金属市场进入估值分水岭？

摘要：上周金属市场在地缘局势缓和与宏观数据交织中延续分化。贵金属方面，美伊重启谈判预期升温，停火协议推进，伊朗暂时恢复霍尔木兹海峡通行，避险需求回落，但美元指数跌破 99、美债收益率下行提供支撑，金银震荡回暖，黄金周涨约 1%，白银周涨约 3%，白银弹性更为突出。铜价则受战争影响钝化、基本面边际改善支撑，低位多思路主导，沪铜主力运行重心小幅上移。宏观层面，美国 3 月 PPI 同比 4.0% 低于预期，缓和通胀失控担忧；美联储降息预期小幅回升，但美伊谈判进程仍存反复，市场保持谨慎。

## 金属市场周报

2026. 4. 13-2026. 4. 19

### 核心观点

#### 1、贵金属震荡回暖，地缘缓和与宏观支撑博弈

美伊重启谈判预期升温，伊朗宣布在 10 天停火协议背景下暂时恢复霍尔木兹海峡通行，特朗普称“非常接近达成协议”，地缘避险需求阶段性回落。但美国 3 月 PPI 低于预期、美元指数跌破 99、美债收益率下行，实际利率走低支撑金银价格，白银受工业属性带动涨幅更甚。周六凌晨伊朗重新加强对海峡军事控制，乐观情绪被打断，地缘溢价或重新回升。

#### 2、铜价重心上移，战争影响钝化

市场对中东冲突的边际反应减弱，交易主线回归基本面。国内社会库存延续去化，铜精矿 TC 跌至 -78.61 美元/吨历史新低，铜酸价大幅上涨提振冶炼利润，但下游采购受高价抑制，需求分化明显。长期铜基本面依然健康，回调后低多思路受市场认可。

#### 3、白银领跑贵金属，内外盘分化显著

本周白银涨幅明显强于黄金，金银比继续回落。内盘沪银主力周涨 5.2%，远高于沪金 0.12% 的涨幅，反映人民币升值背景下外盘主导及白银高弹性特征。铂钯受停火预期及工业需求改善带动延续反弹。

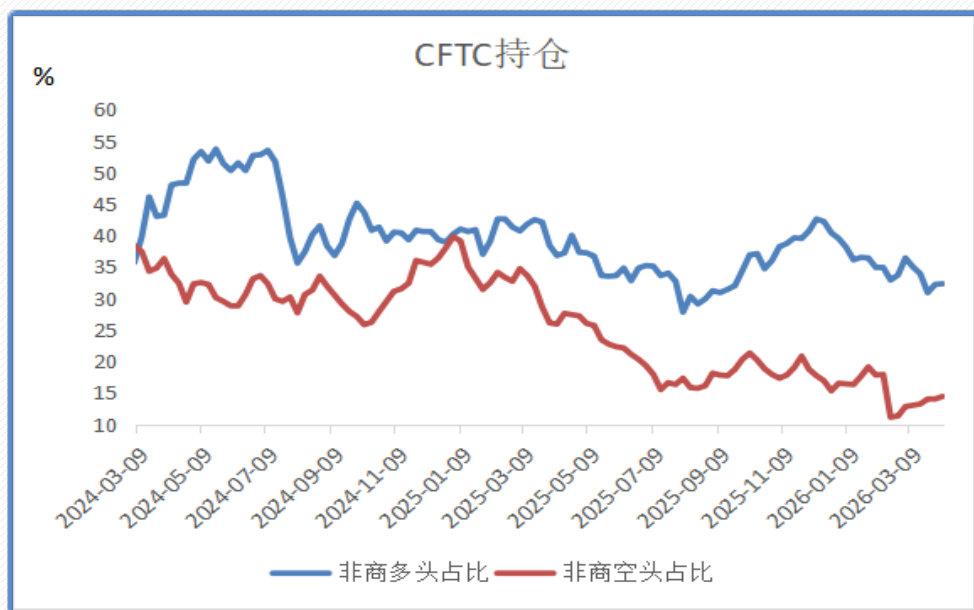
## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡偏强，主力合约运行于 5.53-5.93 美元/磅区间，周线收涨约 3.28%。周初市场消化美伊谈判积极信号，地缘风险溢价小幅回落，但随后美元走弱及基本面去库数据提振铜价。

SHFE 铜价重心上移，主力合约收于 102000 元/吨附近，周涨约 3.9%。国内社会库存延续去化，截至 4 月 17 日，上期所铜库存降至 29.8 万吨，较上周减少 1.7 万吨，连续第六周去化；保税区库存降至 4.8 万吨。现货贴水收窄至贴水 30 元/吨，下游逢低采购意愿仍存，但铜价高位运行抑制部分新增订单，企业以执行长单为主。国内 3 月电解铜产量 120.6 万吨，环比增 5.58%，因铜酸价格上涨提振冶炼积极性，部分炼厂推迟检修。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线 contango 结构继续收缩，SHFE 铜近月合约转为小幅升水，反映国内去库加速及现货边际改善。

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 再创历史新低，截至 4 月 17 日 SMM 进口铜精矿指数报-78.61 美元/吨，较上周再跌 0.57 美元/吨。港口库存增至 64.85 万实物吨，环比增加 7.3 万吨，主要为前期到港货源。矿端紧张局势未改，但部分冶炼厂因铜酸价上涨利润改善，推迟检修计划。海外方面，Ivanhoe Mines 下调 2026 年铜产量指引至 29-33 万吨（此前 38-

42 万吨），因 Kamoakakula 产量不及预期；巴拿马政府批准 First Quantum 对 Cobre Panama 库存物料处理出口，涉及约 7 万吨可回收铜，但不等于矿山正式重启。刚果金部分湿法冶炼因运输受阻开始减产，非洲铜运输瓶颈问题持续。

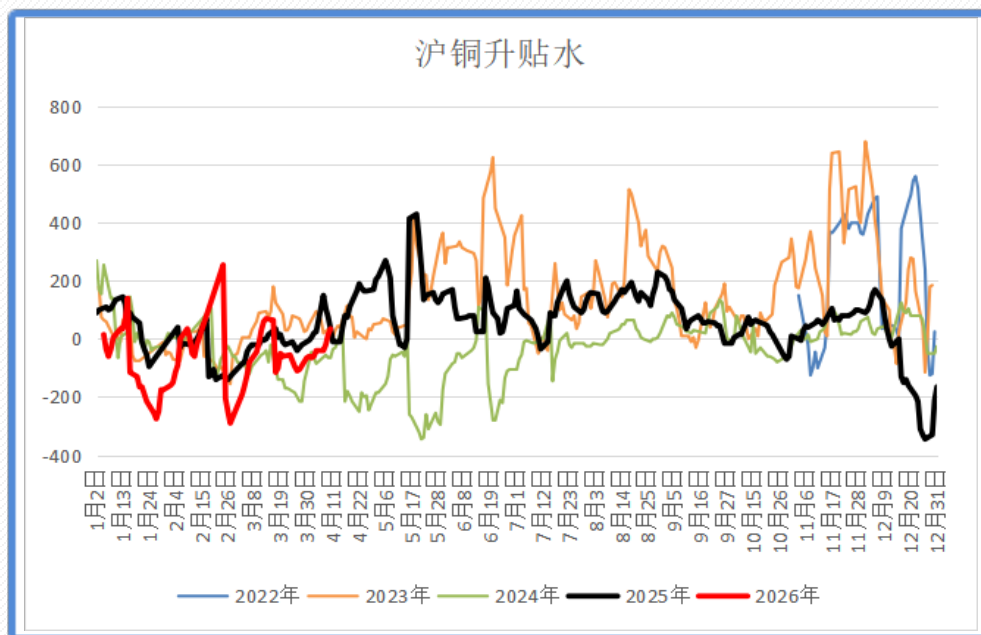
图 2：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

需求方面：铜价高位运行抑制下游采购需求，新增订单偏弱，企业开工率小幅回落。精铜杆企业开工率降至 72% 左右（前值 74%），线缆企业开工率降至 69%（前值 71%）。需求分化显著：漆包线行业表现偏弱，线缆行业受国网采购力度支撑相对企稳。终端方面，1-2 月电网投资完成额 837.53 亿元，同比大增 79.8%；1-2 月电源工程投资 1043.51 亿元，同比增长 32.35%，“十五五”电网投资预期对铜消费形成长期支撑。空调排产数据显示 4 月内销产量同比下滑 0.5%，外销同比下滑 12.2%，家电用铜需求短期偏弱。

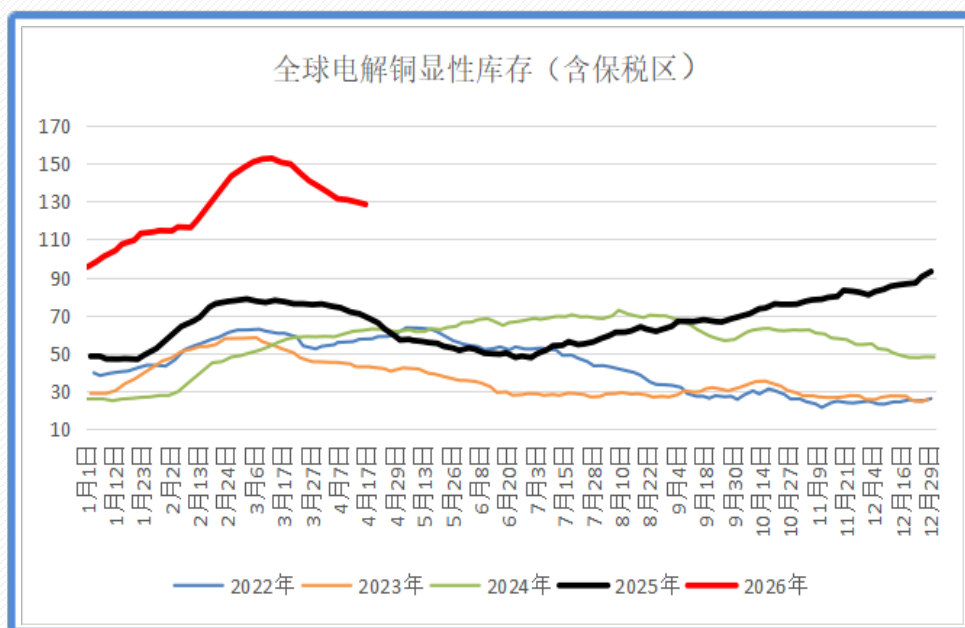
图 3：沪铜升贴水



数据来源：钢联数据

库存方面：全球显性库存总量继续下降。截至 4 月 17 日，三大交易所库存加总约 115.2 万吨，环比减少 4.6 万吨。其中：上期所库存 29.8 万吨（-1.7 万吨），LME 库存 34.5 万吨（-0.7 万吨），COMEX 库存 52.9 万吨（-0.2 万吨）。上海保税区库存 4.8 万吨，环比减少 0.4 万吨。国内去库趋势延续，但 LME 库存仍处相对高位。

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-1350 元/吨；按长单 TC 计算，得益于硫酸价格维持高位（约 400 元/吨），理论利润约 1150 元/吨。现货亏损倒逼减产的范围和力度需持续跟踪。

图 5：精铜-废铜价差



数据来源：钢联数据

### （一）贵金属市场观察

上周贵金属行情震荡回暖，交易主线围绕美伊谈判进展及美国通胀数据展开。周初，美国 3 月 CPI 数据超预期上行后的再定价一度令金银承压，6 月降息预期被几乎完全挤出。但随着美伊重启谈判预期升温，停火协议推进，伊朗释放就铀浓缩程度和类型展开对话的信号，地缘避险需求回落，但美元指数跌破 99、美债收益率同步下行，贵金属获得支撑。周中公布的美国 3 月 PPI 同比 4.0%、月率 0.5%，均低于市场预期，缓和了市场对通胀继续失控的担忧，推动金银继续上探。周尾市场一度进一步交易“风险降温”逻辑：伊朗宣布在 10 天停火协议背景下暂时恢复霍尔木兹海峡通行，特朗普也表示与伊朗“非常接近达成协议”。但到周六凌晨，伊朗重新加强对海峡的军事控制，称美国持续封锁港口违反停火安排，且下一轮美伊谈判日期未定，令周内形成的乐观情绪再度被打断。整体来看，金银在“通胀约束联储—地缘缓和压低避险—周末反复重拾风险溢价”的主线下维持高位震荡。

## 贵金属价格监控

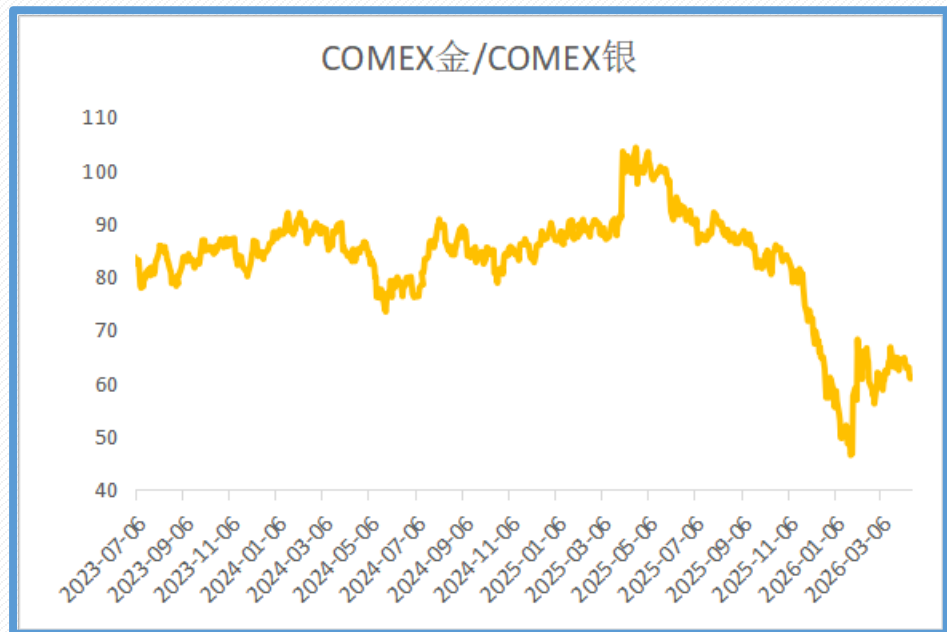
2026/4/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4849.4	4702	1.64%
COMEX 白银	80.930	73.170	3.90%
伦敦金现	4830.11	4676.29	1.52%
伦敦银现	80.811	73.022	3.64%
SHFE 黄金	1054.02	1048.36	0.54%
SHFE 白银	19570	18583	5.31%
上金所黄金 T+D	1063.28	1046.05	1.01%
上金所白银 T+D	20278	18550	3.47%

### (二) 比价与波动率

上周金银比从 65.0 继续回落至 62.8 附近，白银涨幅显著强于黄金，反映市场风险偏好改善及白银工业属性的双重驱动。金铜比小幅回落，铜价反弹力度强于黄金。金油比继续下行，油价因地缘风险溢价下降而回调，金油比向正常水平回归。

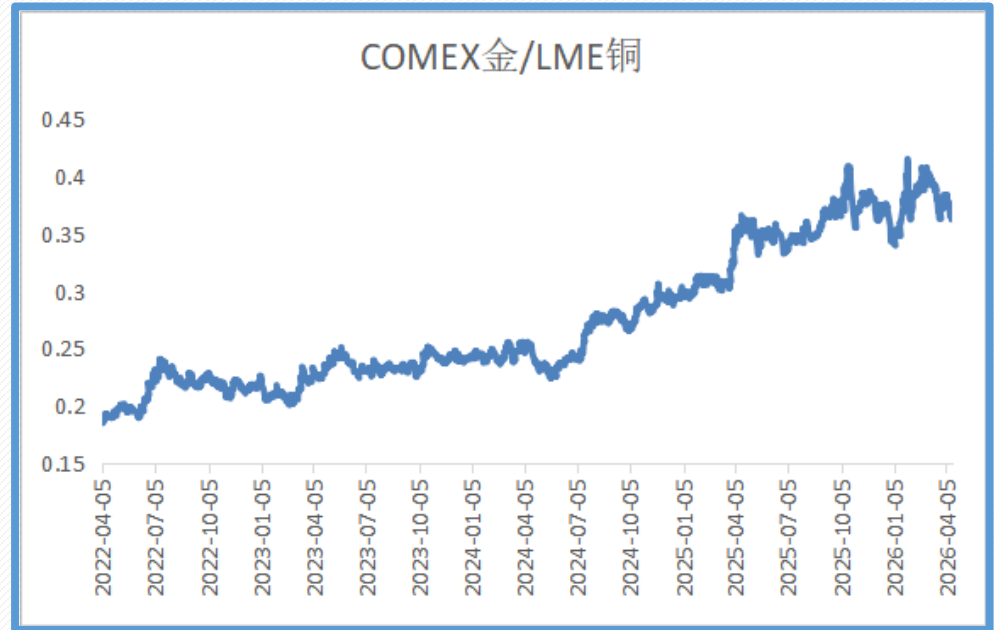
黄金 VIX 本周从 20 降至 18 附近，市场恐慌情绪进一步缓解，波动率回归中性偏低水平。白银波动率降至 20 左右。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜

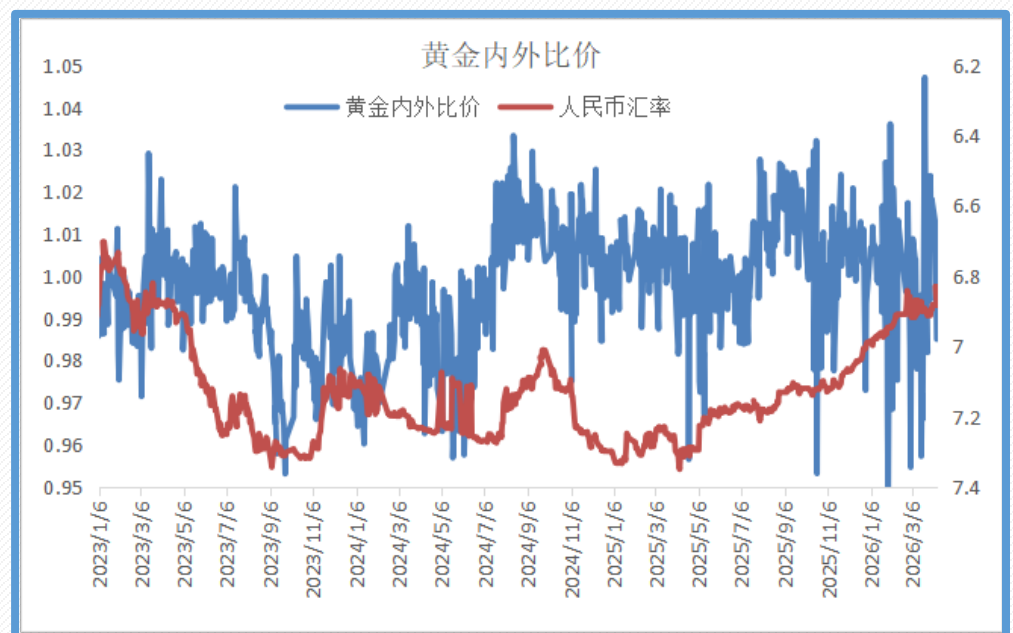


数据来源: Wind

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

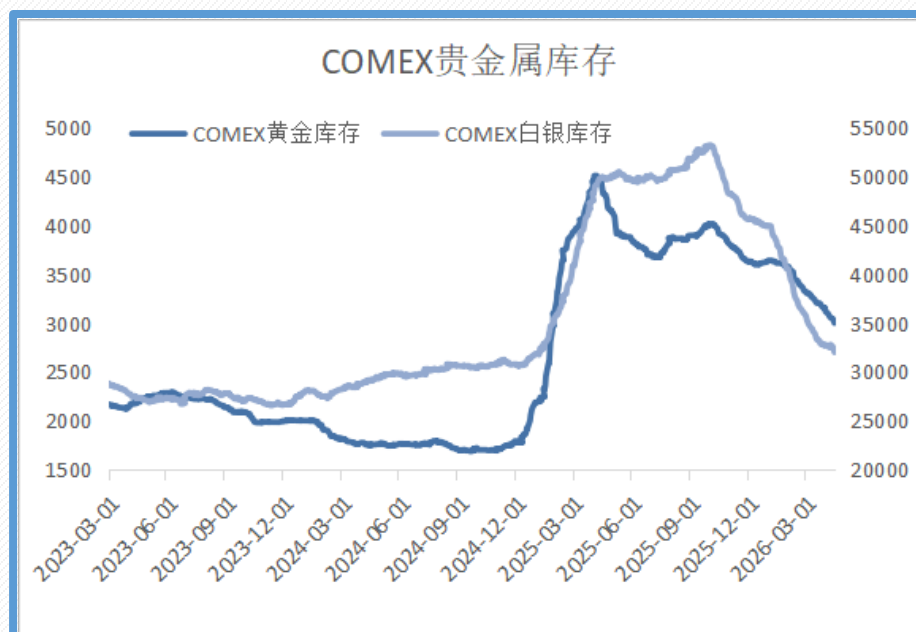


数据来源: Wind

### (三) 库存与持仓

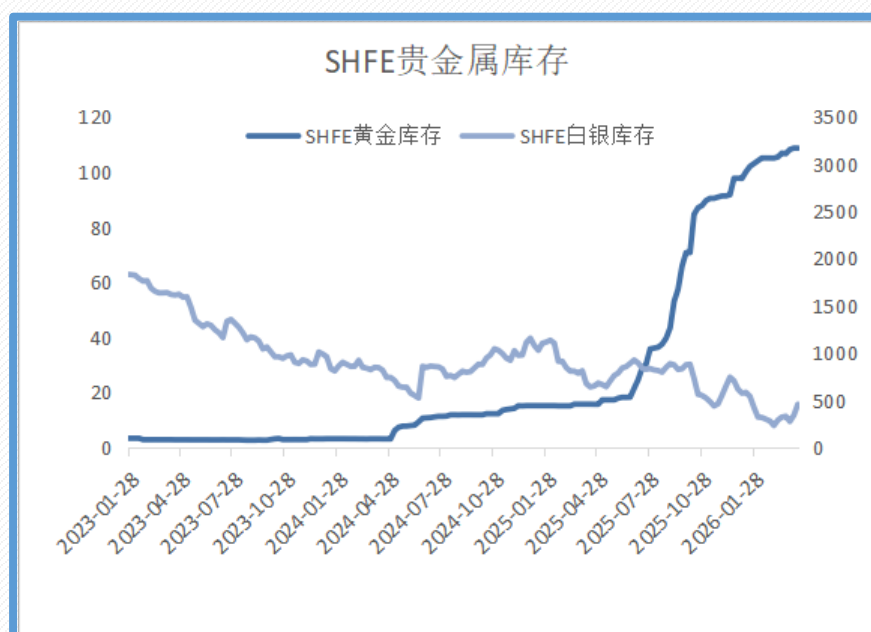
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 9：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

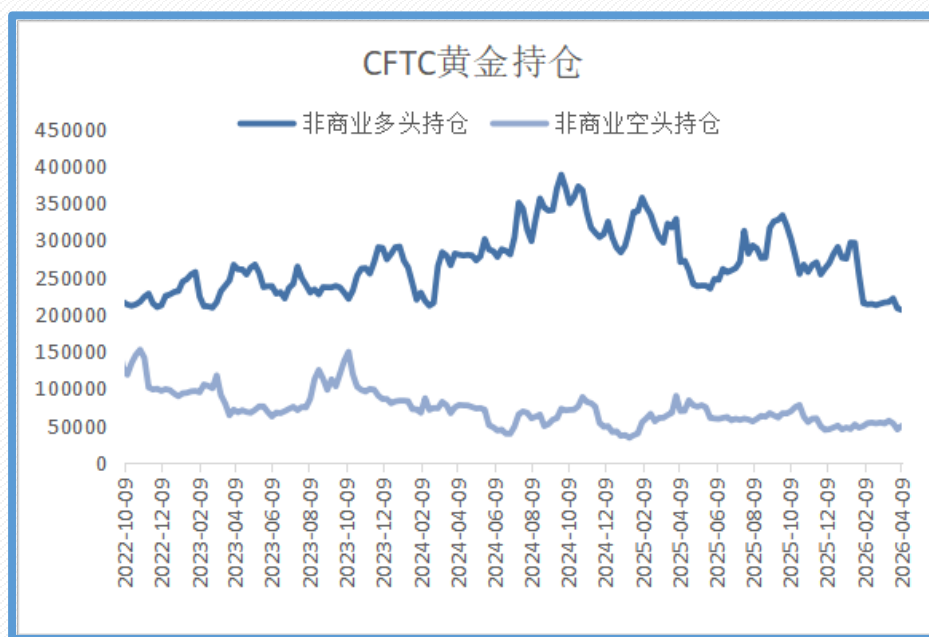
图 10：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

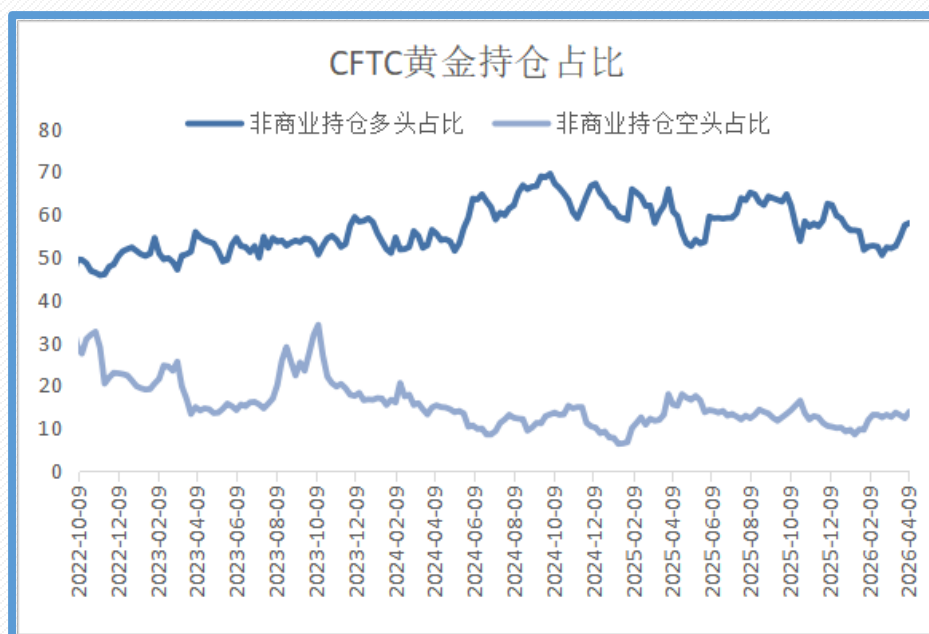
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 11：COMEX 黄金持仓



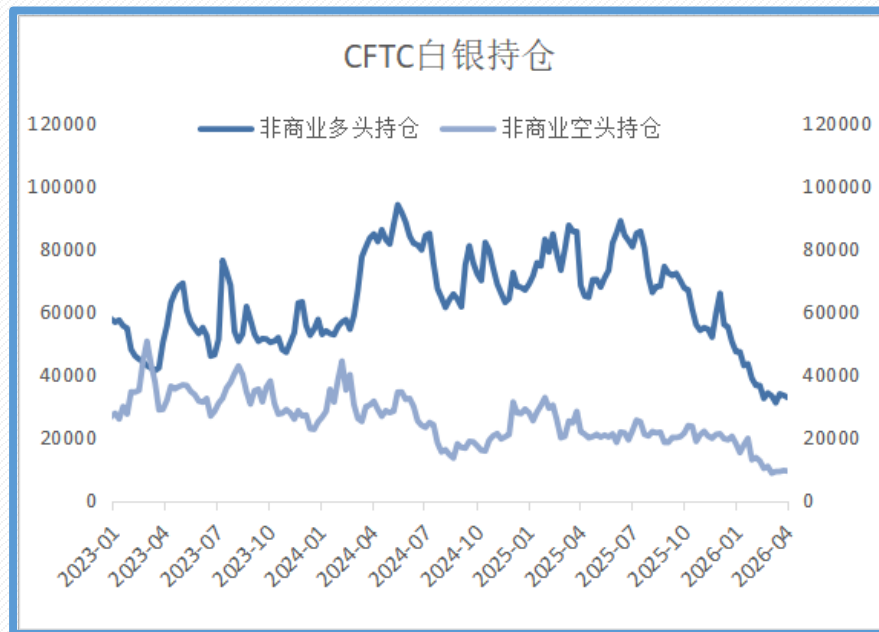
数据来源：Wind

图 12：COMEX 黄金持仓占比



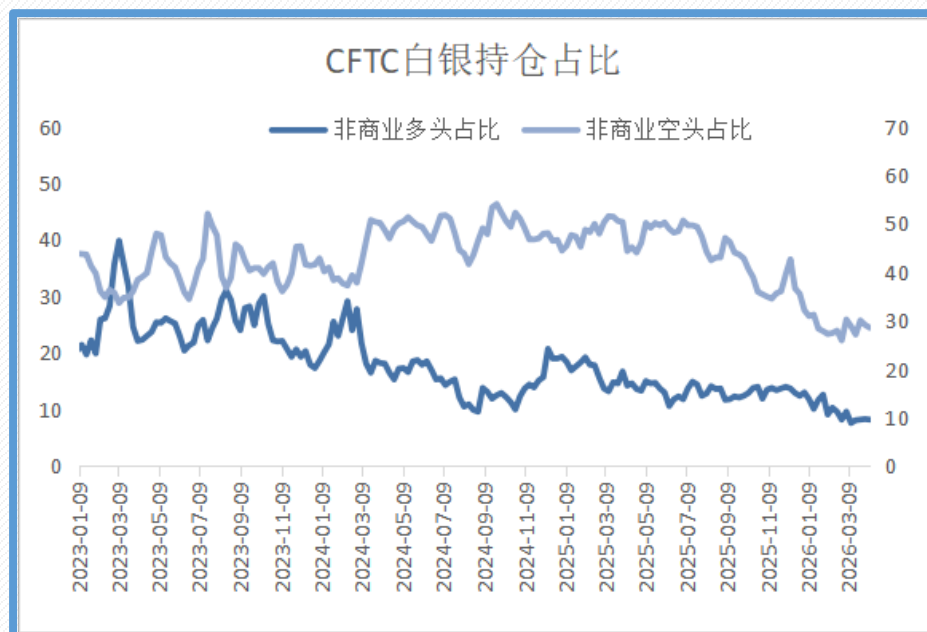
数据来源：Wind

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，贵金属市场将围绕美伊谈判进程及美联储降息预期波动。地缘方面，停火谈判仍存变数，伊朗周六重新加强海峡军事控制，乐观情绪被打断，地缘风险溢价可能重新回升。宏观方面，美国3月PPI低于预期为降息提供空间，但通胀韧性仍在。白银在低库存、高弹性及工业需求预期改善下或继续强于黄金。

铜方面，战争影响逐步钝化，市场关注点回归供需基本面。铜精矿 TC 深跌、国内去库加速、电网投资高增等利多因素支撑铜价，但高价抑制下游采购、冶炼厂推迟检修限制上行空间。预计沪铜主力短期运行区间 96000-100000 元/吨，回调后低多思路对待。关注美伊谈判最终结果及中国 4 月 PMI 数据。

#### 关注及风险提示

美伊新一轮谈判进展、霍尔木兹海峡通行状况、中国 4 月 LPR、国内铜社会库存去化速度、冶炼厂检修计划、LME 铜库存变化。

#### 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。