

# 谈判僵局之下：贵金属重挫、铜价韧性凸显

摘要：上周金属市场走势分化显著。贵金属方面，COMEX 黄金连涨三周后承压回落，白银跟随大幅调整。地缘方面，美伊第二轮谈判因立场的根本对立而宣告破裂，避险需求反复拉锯，但贵金属并未从中获得持续支撑，实际利率约束叠加前期涨幅积累形成回调压力。宏观层面，经济韧性削弱市场对美联储降息的预期，美元与美债收益率高位运行，对金价构成压制。铜价则在地缘风险钝化与基本面支撑下维持强韧性。此外，美国推动“关键矿产俱乐部”定价机制，拟对非“友好”国家供应商加征关税，地缘政治因素正从需求端扰动转向资源端布局，对中长期金属定价走廊形成深远牵引。

## 金属市场周报

2026. 4. 20-2026. 4. 26

### 核心观点

#### 1、铜强金弱分化延续，基本面与宏观驱动分流

黄金在前期涨幅积累、实际利率偏高压制、降息预期持续走弱的三重压力下回调，COMEX 黄金周跌 2.79%，为 3 月下旬以来最大单周跌幅；白银跟随大幅调整。铜价则展现强韧性，沪铜主力周涨 0.17%。铜强金弱格局背后，核心在于两大资产的定价逻辑出现分流：铜的支撑更多来自矿石乃至冶炼端的刚性收缩，黄金则在政策预期高度不确定的环境下，对宏观信号的反应更为敏感。

#### 2、美伊谈判僵持升级，霍尔木兹海峡持续封锁

美伊双方在伊斯兰堡的谈判未能达成协议，美国宣称已完全掌控霍尔木兹海峡并实施“彻底封锁”，伊朗方面则强硬表态海峡不得恢复战前状态，双方互信基础彻底崩塌，对抗核心已从短期冲突焦灼转向经济命脉的长期争夺。作为全球能源大动脉，海峡的长期封锁不仅持续推高油价，也令全球海运成本与关键矿产供应链遭受持续冲击。

#### 3、铜基本面持续偏强，供应收缩与低库存提供支撑

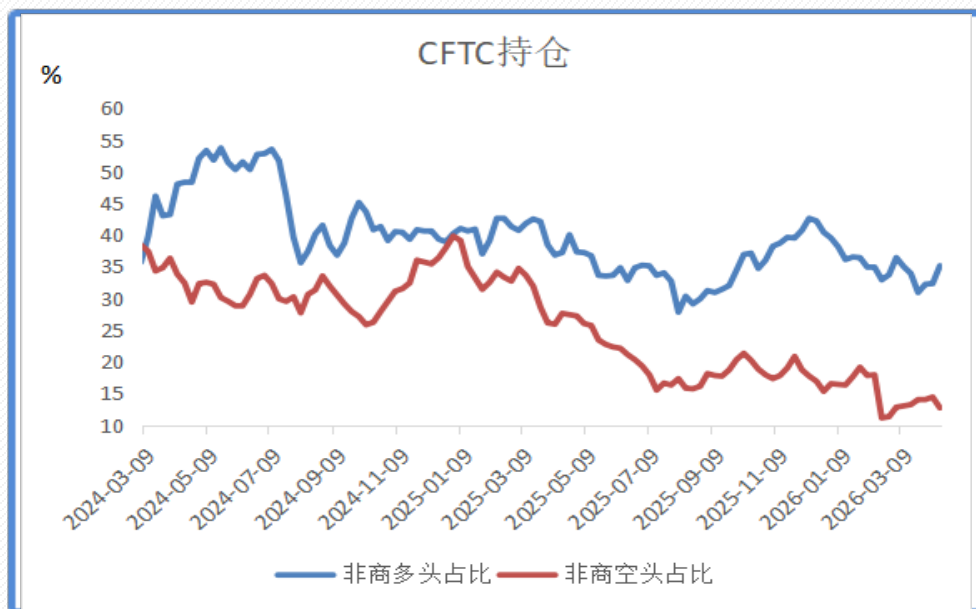
铜精矿 TC 跌至-81.44 美元/吨历史低位，粗铜加工费亦处于历史低位，原料短缺持续推动国内电解铜产量下行。国内社库延续去化至 25.89 万吨，全球三大交易所库存总量降至 120.0 万吨。随着地缘局势对市场情绪的边际影响逐步钝化，铜价走势正回归供应与需求的基面计价，供需关系的实质性改善，使其在宏观逆风中仍能站稳关键价位。此外，美国拟组建关键矿产“友好国家俱乐部”，外部政策变量正从周期扰动转向长期制度性溢价。

## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周铜价走势内外盘分化，COMEX 铜价小幅回调 0.87%，沪铜主力表现坚挺，微涨 0.13% 至 10.25 万元/吨。周初，特朗普宣称美国已完全掌控霍尔木兹海峡，未经美国海军批准任何船只都无法进出，海峡已被“彻底封锁”，直至伊朗愿意达成协议为止，地缘风险溢价一度强化铜盘面避险情绪。但铜价很快回归基本面轨道，铜精矿 TC 跌破 -80 美元/吨关口、国内社库去化持续至 25.89 万吨低位的供需现实，为其构筑出坚实底部。同时，美国推动通过对非“友好”国家生产的关键矿产加征关税，倾向建立俱乐部内最低交易价格的定价机制，从更长的周期上看，这对全球资源品价格走廊构成了系统性的向上牵引。市场对铜的定价逻辑，已从事件驱动波动逐渐切换至以供需约束与资源安全溢价为核心的中长期框架。

期限结构方面，COMEX 铜较 LME 价差已扩大至 100 美元/吨以上，引发套利窗口关闭趋势，国内进口窗口趋于关闭，进口铜对国内供应的补充力度下降。SHFE 基差受到进口货源减少支持有所收窄，华东现货贴水收窄至 95 元/吨附近；LME Cash/3 贴水缩窄至 70 美元/吨以内，期限结构整体维持 contango 但向扁平化方向演进。

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 续创新低。据 SMM 数据，截至 4 月 24 日，

进口铜精矿加工费周度指数跌至-81.44 美元/吨，环比上周大幅走低，市场参与者多持观望态度，国内铜冶炼厂大多依靠长协货源保障生产，哈萨克斯坦矿出口配额发放滞后也加剧了资源紧张。国内主流港口铜精矿库存降至 62.0 万吨，环比减少 4.3%。粗铜加工费同步承压，南方粗铜加工费已降至 1000 元/吨，北方粗铜加工费降至 700 元/吨，冷料供应同样处于历史低位。进口方面，海关数据显示，2026 年 3 月中国电解铜进口 23.5 万吨，环比大增 53.3%但同比仍降 24.0%，反映国内冶炼产能受矿石制约后的对外依存度被动提升。产量方面，2026 年 3 月 SMM 中国电解铜产量为 120.61 万吨，环比增 5.6%，同比增 7.5%；4 月电解铜预估产量 117.31 万吨，环比下降 2.7%，二季度传统检修季开启，加之原料约束持续深化，产量预计逐月回落。

图 2：铜精矿加工费

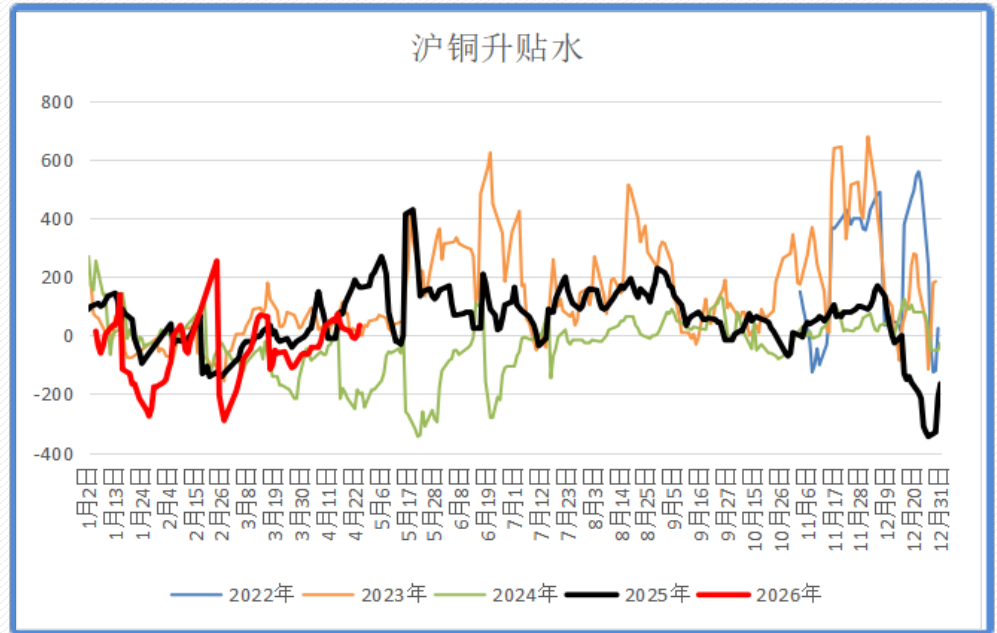


数据来源：钢联数据

需求方面：铜价高位运行对下游采购情绪形成明显抑制。本周 SMM 铜线缆企业开工率为 67%，环比下降 2.43 个百分点，电网端整体下单量偏少，需求释放乏力，仅有通讯领域订单相对稳健提供少量支撑。精铜杆企业补库意愿较前期有所下降，终端提货速度春节后首次出现放缓，成品库存增加至 45300 吨。再生铜杆开工率仍处低位，尽管精废杆价差已回到优势线 1100 元/吨上方水平，但其替代精铜的效应依然有限。不过终端整体需求依然保有结构性韧性，1—2 月我国电网投资累计完成 837.53 亿元，同比增速高达 79.84%，电源工程投资累计完成 1043.51 亿

元，同比增长 32.35%，电力基建领域延续高景气度。

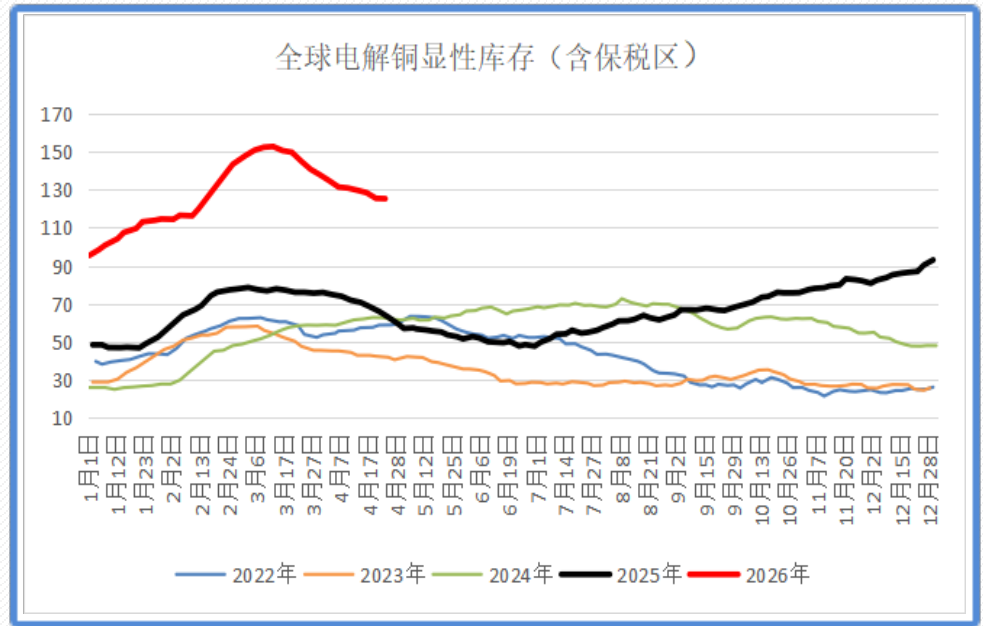
图 3：沪铜升贴水



数据来源：钢联数据

库存方面：全球显性库存维持下降趋势。截至 4 月 24 日，全球三大交易所库存合计 120.0 万吨，环比 4 月 17 日减少 2.7%。结构如下：上期所库存降至约 23.1 万吨，LME 全球铜库存 39.3 万吨，环比减少 1.5%，COMEX 铜库存 60.6 万吨，环比增加 2.0%，沪伦库存此消彼长反映套利窗口调整后的跨市波动。中国保税区库存同步去化，进口铜到货量下降使得保税区去库加速。海外高库存主要留存于 COMEX，LME 和 COMEX 之间仓单再配置持续调整。

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：铜精矿现货 TC 持续深度负值，按现货 TC 计算，冶炼理论亏损约-1500 元/吨。得益于硫酸价格维持高位（华东硫酸价格约 450-500 元/吨），硫酸收益对冶炼利润的缓冲作用依然有效，长单为主的大中型冶炼厂综合利润仍能保持在盈亏平衡上方。但原料约束叠加加工费深度负值，正持续压低整体冶炼开工动力，二季度检修力度或超出市场预期，后续精铜供应收缩预期将进一步兑现。

图 5：精铜-废铜价差



数据来源：钢联数据

### （一）贵金属市场观察

上周贵金属整体呈现震荡偏弱走势，COMEX 黄金连涨三周后承压回调。本周结算价收于 4725.40 美元/盎司，周跌 2.56%，为 3 月 20 日当周以来最大单周跌幅，同时终结了三周连涨走势。白银跟随下跌，跌幅达 6.48%。

贵金属整体震荡下行，主要仍受美伊谈判进程僵持与“升温-缓和”信号反复所影响。周初特朗普一度声称不再延长与伊朗停火期限，伊朗方面亦表示不会在经济军事胁迫下与美国谈判，冲突升温预期对贵金属价格有一定压制作用。但周中特朗普进行 taco，同时曾表示将派遣总统特使于周六前往伊斯兰堡推进谈判，谈判推进信号推动周末贵金属价格有小幅提振。美联储方面，沃什于周中听证会表示将坚决维护央行独立性与对通胀的高度警惕，对贵金属价格亦无支撑，但周末美国司法部对鲍威尔刑事调查撤销对降息预期有所提振，对贵金属周末反弹亦有推动。总体而言美伊谈判的缓慢进展令贵金属周内整体承压。

## 贵金属价格监控

2026/4/26	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4725.4	4849.4	-2.56%
COMEX 白银	75.685	80.930	-6.48%
伦敦金现	4708.79	4830.11	-2.51%
伦敦银现	75.656	80.811	-6.38%
SHFE 黄金	1032.12	1054.02	-2.08%
SHFE 白银	18442	19570	-5.76%
上金所黄金 T+D	1033.3	1063.28	-1.84%
上金所白银 T+D	18481	20278	-5.7%

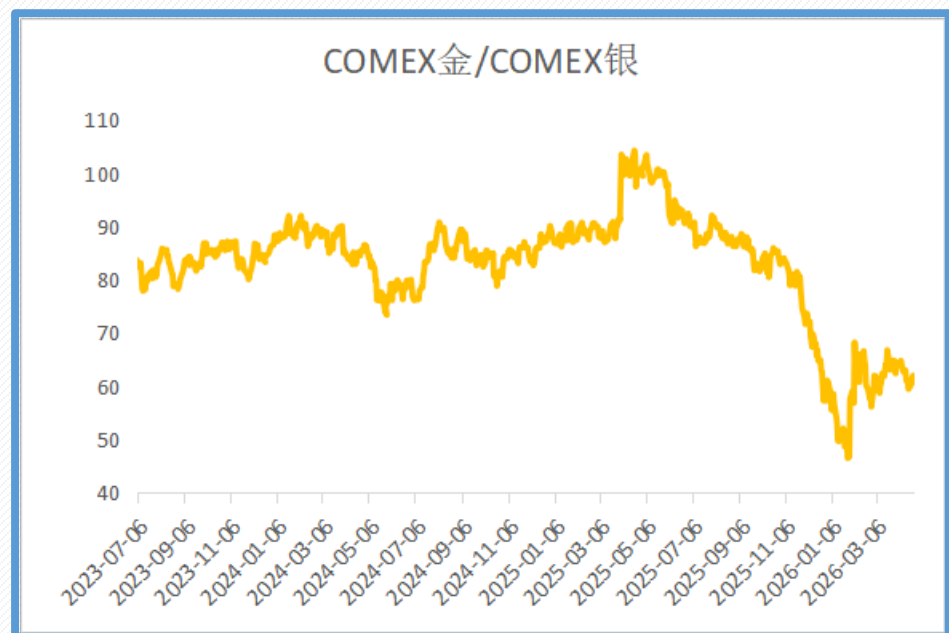
### (二) 比价与波动率

金油比本周小幅回落，油价小幅反弹同步金价的走弱；金银比和金铜比维持相对震荡，流动性宽松预期小幅回落。

截至 2026 年 4 月 21 日，Comex 黄金的非商业净多头由 4 月 14 日的 162526 张回升至 164006 张；Comex 白银非商业净多头由 23562 张小幅回升至 23720 张，多空持仓小幅回升，但仍处于低位。

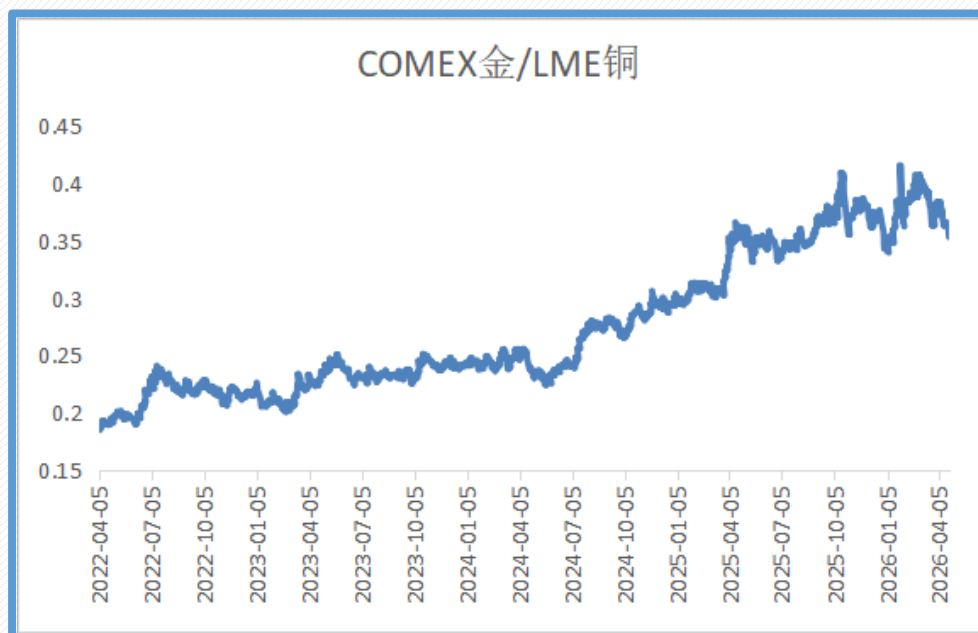
截至 2026 年 4 月 25 日，四大白银 ETF 持仓由 4 月 16 日的 24236 吨下降至 24125 吨；主要黄金 ETF 持仓由 1776 吨下降至 1765 吨；但截至 2026 年 3 月，月度可流通库存(白银)已经降至 14107 吨，较比 2 月上升约为 80 吨。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜

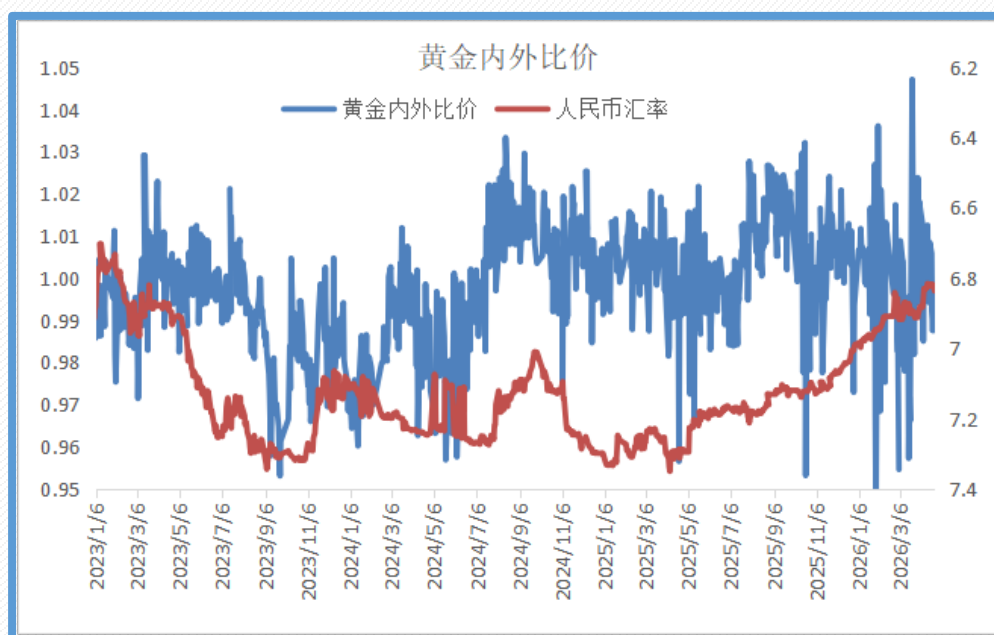


数据来源: Wind

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

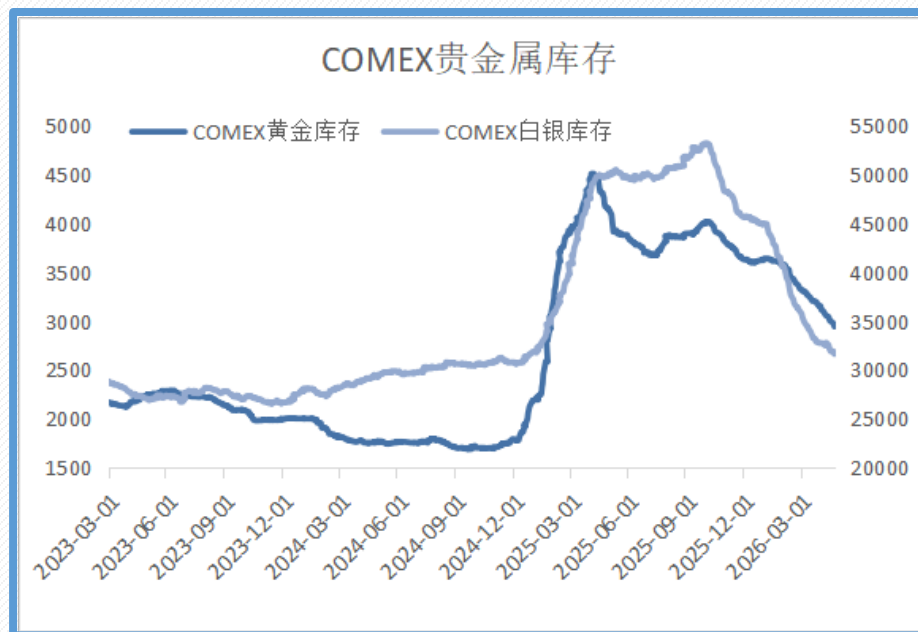


数据来源: Wind

### (三) 库存与持仓

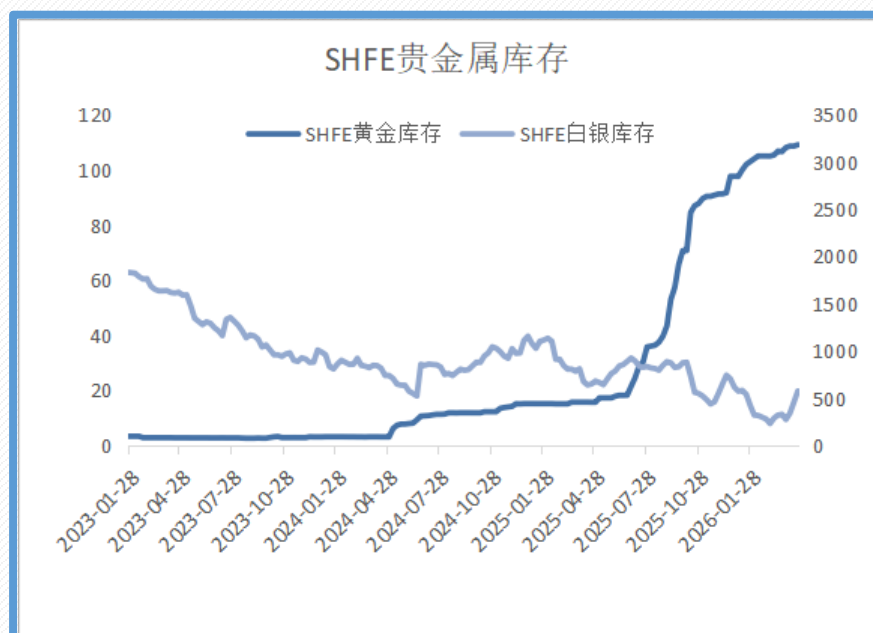
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 9：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

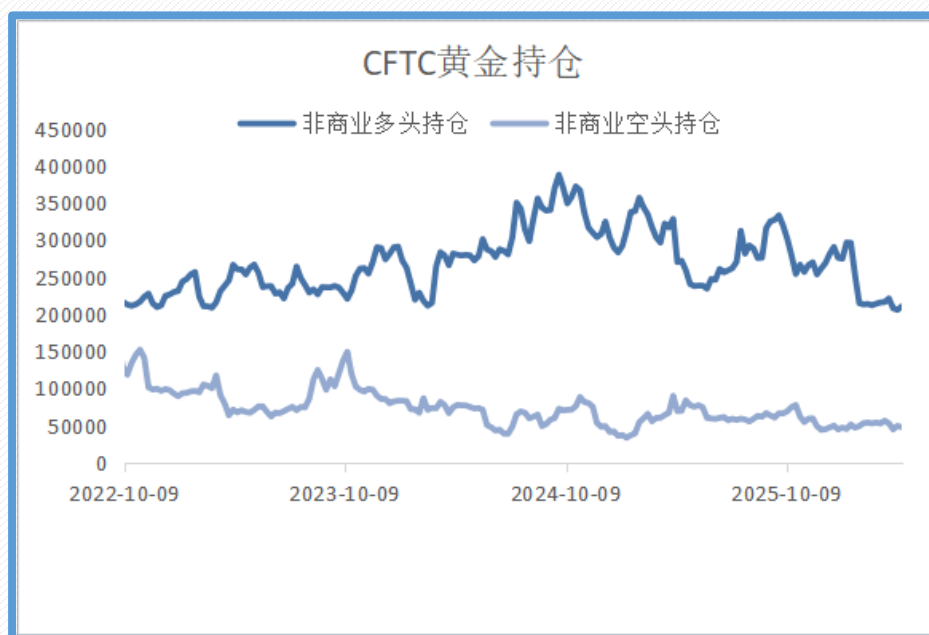
图 10：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

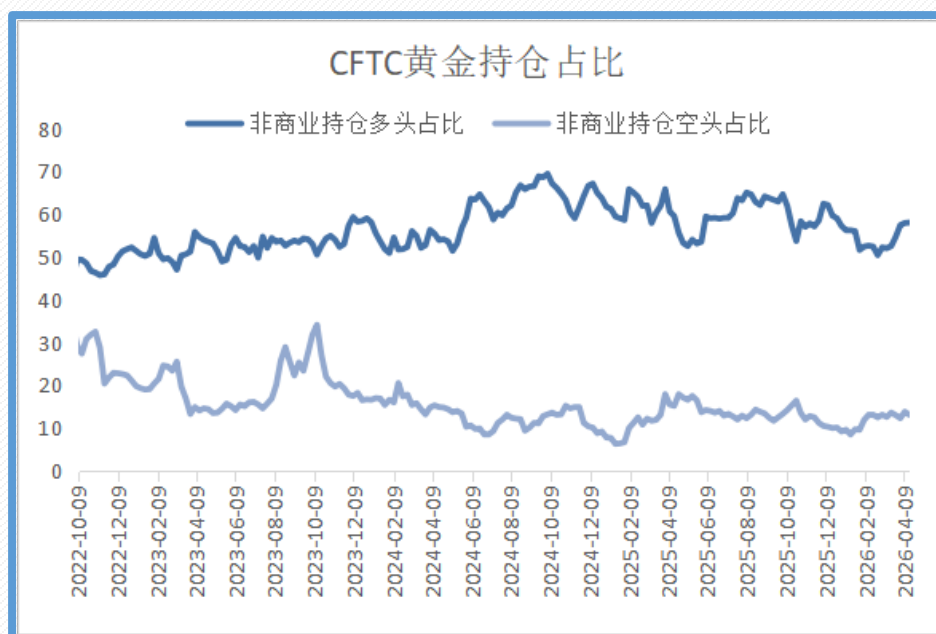
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 11：COMEX 黄金持仓



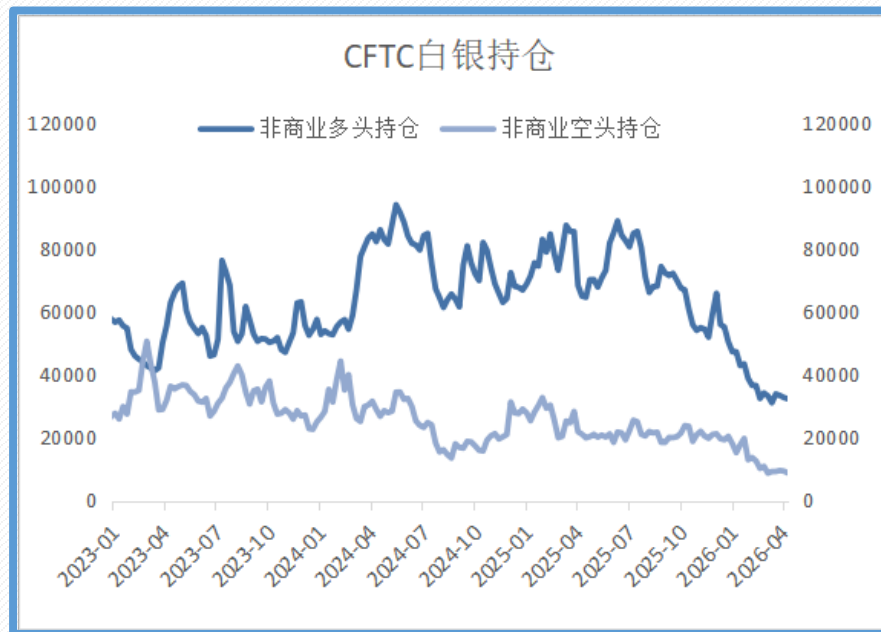
数据来源：Wind

图 12：COMEX 黄金持仓占比



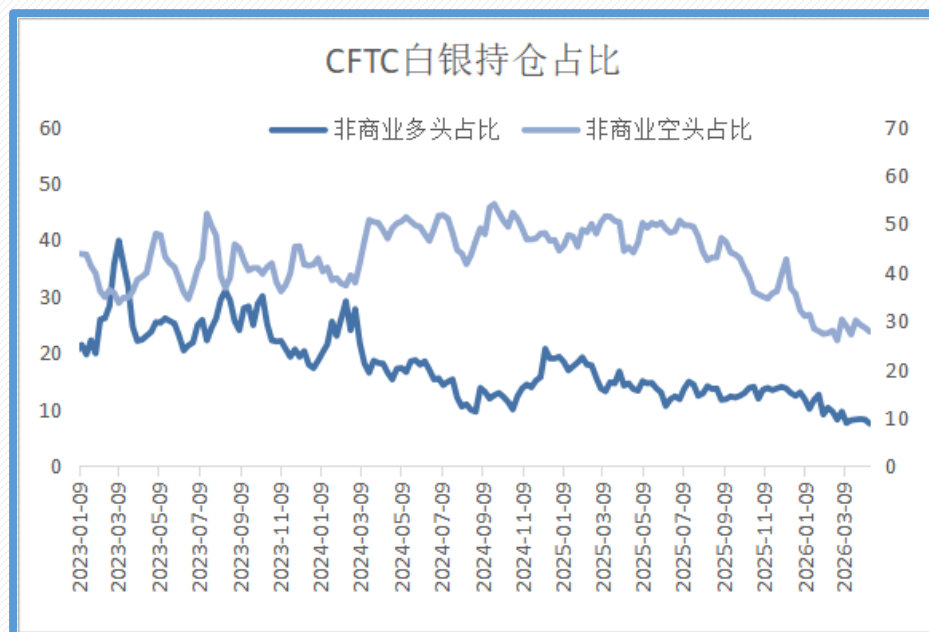
数据来源：Wind

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，贵金属仍将面临一定压力：伊朗最高领袖明确表示霍尔木兹海峡不会恢复至战前状态，最终停战方案须遵循伊朗版本，特朗普取消总统特使谈判安排，周末更遭遇安全事件，美伊谈判缓和信号明显削弱。叠加下周 FOMC 会议大概率维持利率不变，降息预期持续降温，金银短期承压格局难改。不过，美国滞胀风险对贵金属的中长期支撑依然稳固，回调后仍具备配置价值。

铜市场方面，宏观情绪虽受地缘局势反复扰动，但铜原料紧张、海外冶炼收缩趋势以及下游需求韧性共同支撑价格维持高位运行。一旦宏观风险减弱甚至出清，铜价有望进一步打开上行空间。整体而言，铜强金银弱的格局或将延续。

#### 关注及风险提示

美伊新一轮伊斯兰堡接触可否推进、美联储 4 月 FOMC 利率决议、5 月初非农就业数据、4 月底即将发布的 PCE 价格趋势指引、中国官方/财新制造业 PMI

#### 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。