停火谈判引发油价巨震，贵金属反弹铜价再创新高

摘要：上周金属市场在地缘政治“过山车”中剧烈波动。周初美伊冲突骤然升级，阿联酋石油工业区遭袭，原油暴涨超 6%，避险情绪推高美元，金银承压重挫；5 月 7 日形势急转直下，美媒曝出美伊接近达成“先止战、再设 30 天谈判期”的备忘录，原油盘中跳水超 10%，两年期美债收益率一度下行 10 个基点，降息预期急速升温，美元重挫，金银铜录得强劲反弹；然而缓和极为短暂，5 月 8 日局势再度紧绷，伊朗指控美方空袭其沿海和油轮，美军实施定点打击，霍尔木兹海峡疏导行动或本周重启，原油 V 形反转，贵金属涨势受扰。美国 4 月 ADP 就业增长 10.9 万人创 15 个月新高，非农数据偏强使市场对美联储年内降息的定价趋于保守，贵金属进入区间震荡。铜价则在矿端极端负 TC 与供给收缩预期下表现坚挺。

金属市场周报

2026.5.4-2026.5.10

核心观点

1、贵金属先抑后扬，地缘溢价与降息预期反复拉锯

美伊局势在“升级-骤缓-再紧张”中剧烈摆动，金银随之暴涨暴跌。5 月 7 日停火消息引发通胀恐慌骤降，市场对美联储降息的预期急速升温，推动金银单日大涨；但随后非农数据超预期叠加局势再度紧张，涨幅收窄。短期地缘消息仍是波动核心，但市场对谈判进展的敏感度正在下降，后续需关注实质协议进展。

2、铜价强势突破，矿端极端负 TC 提供坚实支撑

SMM 进口铜精矿指数降至-93.64 美元/吨，较上周再跌 10.35 美元，创历史新低。4 月国内电解铜产量环比下降 2.26%至 117.89 万吨，5 月预计进一步降至 116.75 万吨。自由港 Grasberg 铜矿复产推迟消息（虽后被证伪）激发资金入场，COMEX 铜一度站上 6.3220 美元/磅，沪铜主力逼近 10.6 万元/吨。战争本身的影响逐步钝化，市场聚焦霍尔木兹海峡通航及矿端刚性收缩。

3、废铜政策收紧，再生原料供应雪上加霜

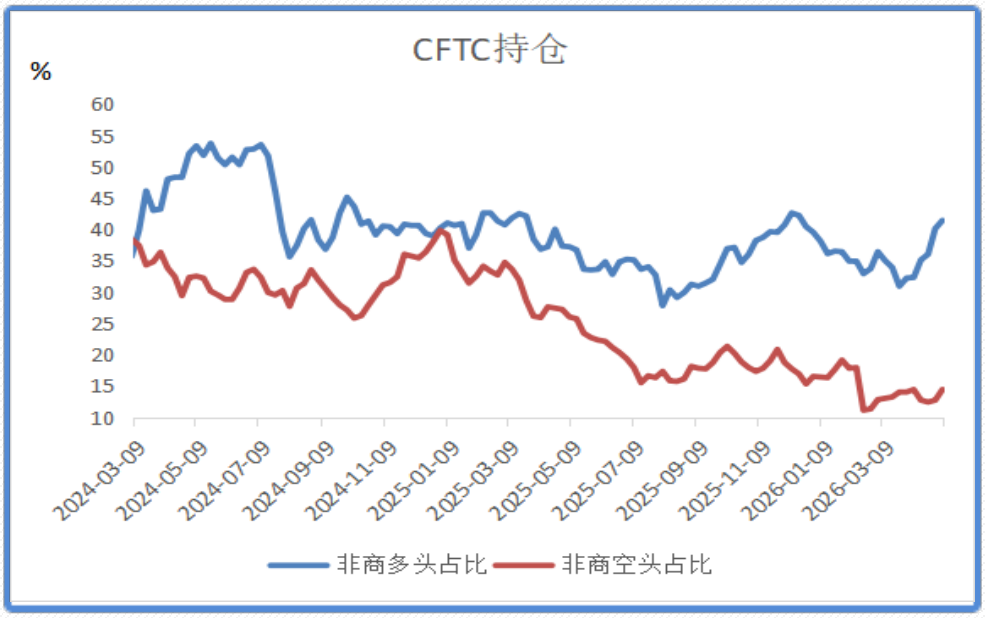
多地收紧再生资源回收及反向开票政策，湖北、河南、四川、安徽等地开工下滑，废铜开工难以恢复往年同期水平。精废价差维持高位但废铜供应弹性不足，进一步强化精铜需求。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周铜价强势突破前期震荡区间。COMEX 铜价自周初约 5.82 美元/磅一路攀升，5 月 7 日受停火消息及宏观情绪提振，一度触及 6.32 美元/磅上方，周涨幅约 5.33%。沪铜主力合约从 101,800 元/吨附近启动，最高触及 105,800 元/吨，收于 105,200 元/吨，周涨幅约 3.48%。驱动逻辑从地缘风险溢价切换至矿端供应收缩及冶炼减产预期。周五市场传出自由港将 Grasberg 铜矿全面复产时间推迟至 2028 年初（较此前预期晚一年），虽然后期公司回应称与此前披露一致，但经历前期较长时间震荡后，资金入场并未撤退，市场依旧表现坚挺。

期限结构方面，COMEX 铜转为小幅升水；SHFE 近月合约转为小幅升水，国内现货贴水收窄至 50 元/吨左右，反映现货边际收紧。

图 1：CFTC 基金净持仓



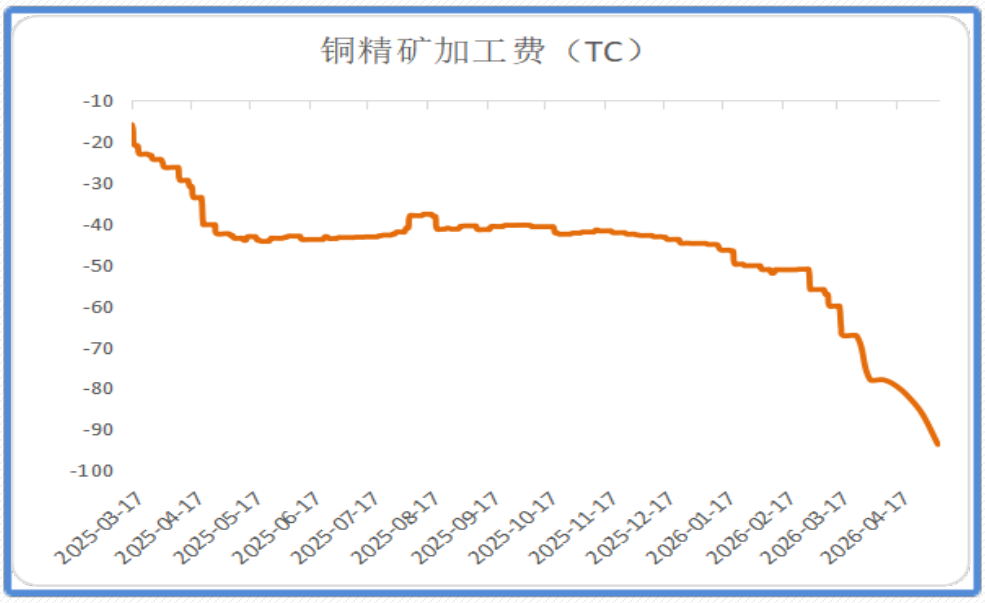
数据来源：Wind

（二）产业聚焦

供应方面：铜精矿加工费 TC 继续深度下探。据 SMM，5 月 8 日进口铜精矿指数（周）报-93.64 美元/吨，较上一期-83.29 美元/吨减少 10.35 美元/吨，TC 已连续数月处于负值且持续刷新历史低位。港口库存 60.87 万实物吨，较上周减少 1.91 万吨。国内冶炼厂原料采购困难加剧，4 月 SMM 中国电解铜产量为 117.89 万吨，环比下降 2.72 万吨或 2.26%，同比上升 5.32 万吨或 4.73%；预计 5 月电解铜产量进一步降至 116.75 万吨，环比下降 1.14 万吨，5 月检修影响较为明显。

海外方面，霍尔木兹海峡运输继续受阻，刚果金部分湿法冶炼开始减产；2026 年 5 月中国将限制铜出口（具体政策待细则）；智利 3 月铜产量同比下降 9.04%至 43.43 万吨。哈萨克斯坦 Kazinc 旗下乌斯季卡诺戈尔斯克冶金厂发生爆炸事故，该公司电解铜年产能约 8.75 万吨，短期供应扰动增加。

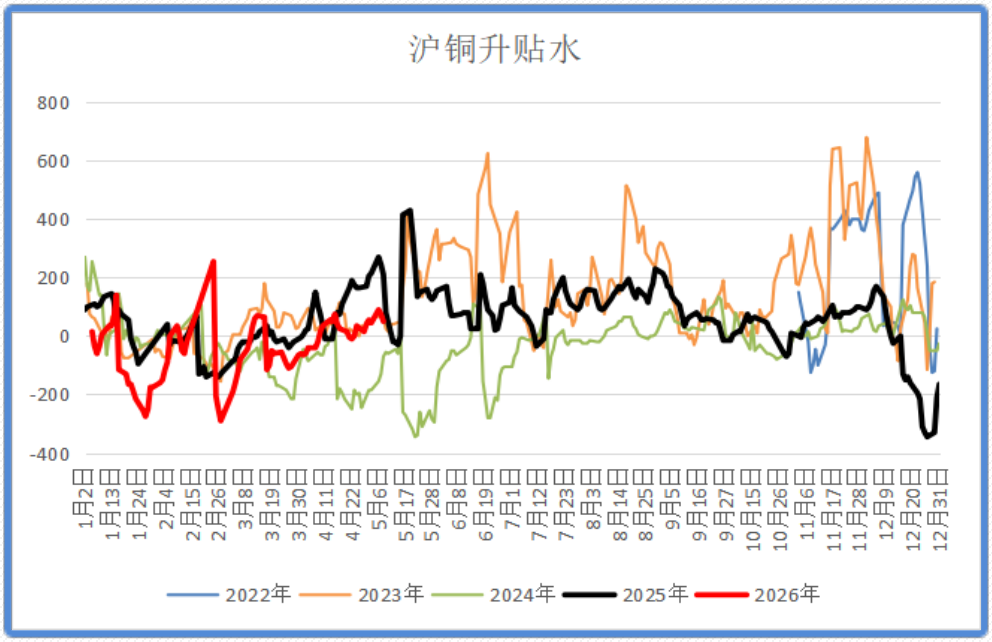
图 2：铜精矿加工费



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，企业多依赖前期订单维持刚需生产，精铜杆开工率小幅回落至 68%左右。但终端需求仍有亮点：1-2 月电网投资完成额同比增长 79.84%，电源工程投资同比增长 32.35%，“十五五”国网 4 万亿投资预期提供长期支撑。空调排产方面，5 月内销产量同比下滑 9%，出口同比下滑 6.2%，短期家电用铜需求偏弱。汽车方面，3 月新能源汽车销量同比增长 1.2%，渗透率 43.2%。

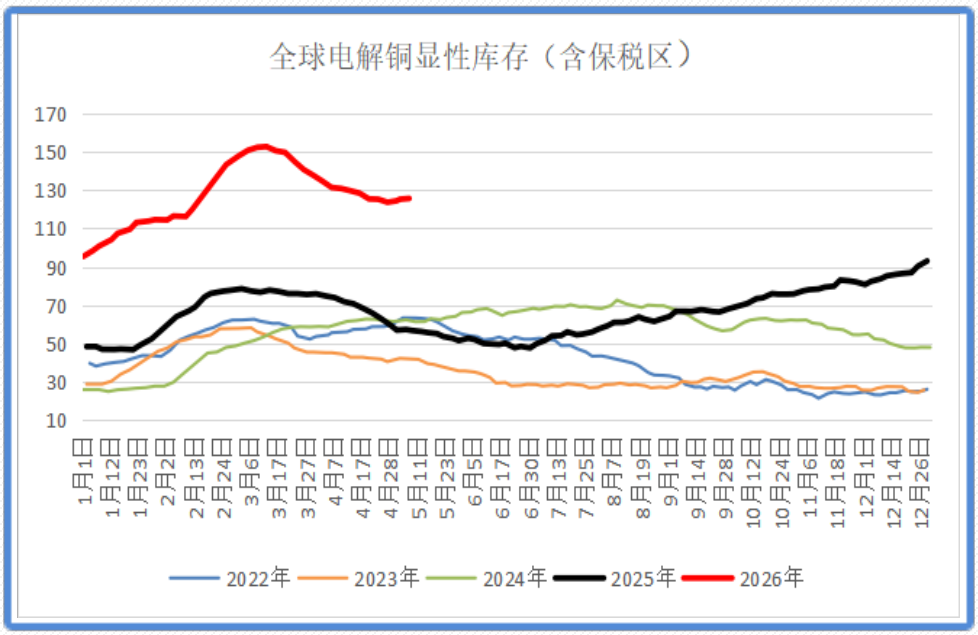
图 3：沪铜升贴水



数据来源：钢联数据

库存方面：全球显性库存延续下降趋势。据 SMM，5 月 8 日国内主流消费地铜社会库存降至约 24.5 万吨，环比节前减少 1.4 万吨；LME 铜库存约 38.6 万吨，较上周减少约 1.2 万吨；COMEX 铜库存约 60.5 万短吨，维持高位。上海保税区库存约 4.5 万吨。非洲铜运输受阻导致非标铜到货减少，c 价差重返 0 上方，LME 累库速度放缓。

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，冶炼理论亏损已扩大至-1700 元/吨以上。但硫酸价格维持高位（华东约 450-500 元/吨）提供副产品收益，长单为主的大中型冶炼厂综合利润仍能维持盈亏平衡上方。但深度负 TC 正促使更多炼厂提前检修或压产，二季度产量收缩确定性增强。

图 5：精铜-废铜价差

数据来源：钢联数据

贵金属市场复盘

（一） 贵金属市场观察

上周贵金属经历了“暴跌-暴涨-震荡”的过山车行情。地缘线索的每一次转折都直接重塑了通胀预期与降息交易的逻辑链条。

周初（5 月 4-5 日）：局势骤然升级。阿联酋石油工业区遭袭，伊朗宣称击中美国巡航舰，原油暴涨超 6%、布油冲至 114 美元，通胀担忧压制降息预期，美债收益率攀升至一个月新高，美元被推至周内高点，金银重挫。COMEX 黄金一度跌至 4680 美元/盎司附近。

5 月 7 日（周四）：形势急转直下。美媒曝出美伊接近达成“先止战、再设 30 天谈判期”的备忘录，核谈判关键条款出现松动。原油盘中跳水超 10%、收跌逾 7%，两年期美债收益率一度下行 10 个基点，降息预期急速升温，美元指数重挫至逾两月低位。金银铜全线大涨——期金涨近 3%、期银一度涨超 6%、伦铜创史上次高。当晚公布的美国 4 月 ADP 就业增长 10.9 万人创 15 个月新高，也未能扭转这一交易方向。

5 月 8-10 日：局势再度紧绷。伊朗指控美方空袭其沿海和油轮，美军称拦截伊方袭击并实施定点打击。美媒报道沙特、科威特已解除美军基地限制，美国疏导霍尔木兹海峡行动或于本周重启。原油 V 形反转、由跌转涨，美元脱离低位反弹。同时，美国 4 月非农就业数据

（参考前值）显示就业市场持续偏强，市场对美联储年内降息的定价趋于保守，贵金属涨势受扰，进入区间震荡。

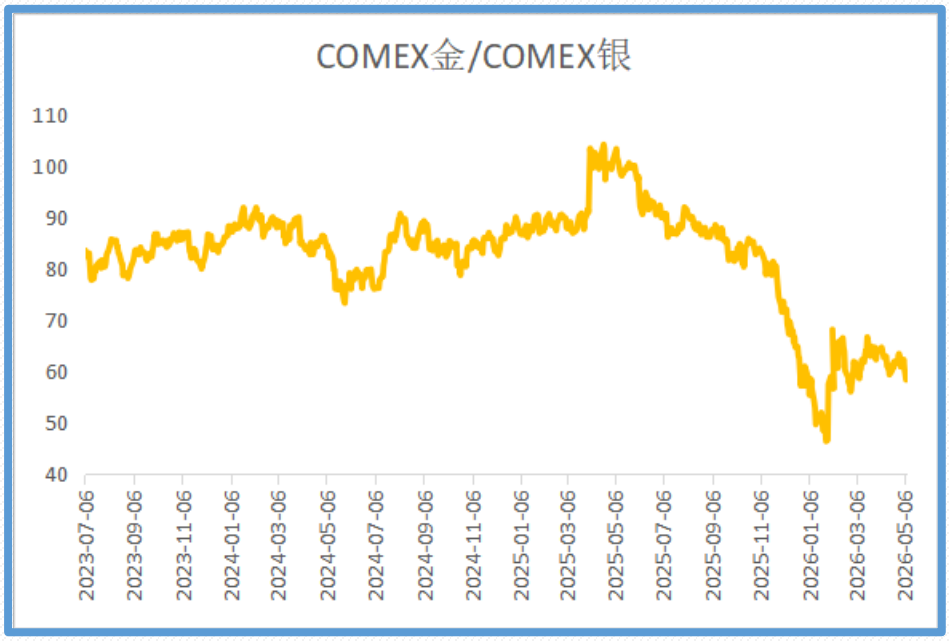
贵金属价格监控			
2026/5/10	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4723.7	4625.6	2.12%
COMEX 白银	80.835	75.840	6.59%
伦敦金现	4714.26	4613.697	2.18%
伦敦银现	80.326	75.16	6.87%
SHFE 黄金	1033.86	1013.4	2.02%
SHFE 白银	19840	18135	9.40%
上金所黄金 T+D	1033.3	1033.3	2.02%
上金所白银 T+D	19700	18120	8.72%

（二） 比价与波动率

上周金银比从约 62.4 小幅反弹至约 60.6，白银涨幅强于黄金，反映白银在反弹行情中弹性更大的特征。金铜比有所回落，铜价涨幅超过黄金。金油比大幅下降，原油价格因停火消息暴跌后又因局势紧张回升，全周呈现“V”型，但金油比整体收窄。

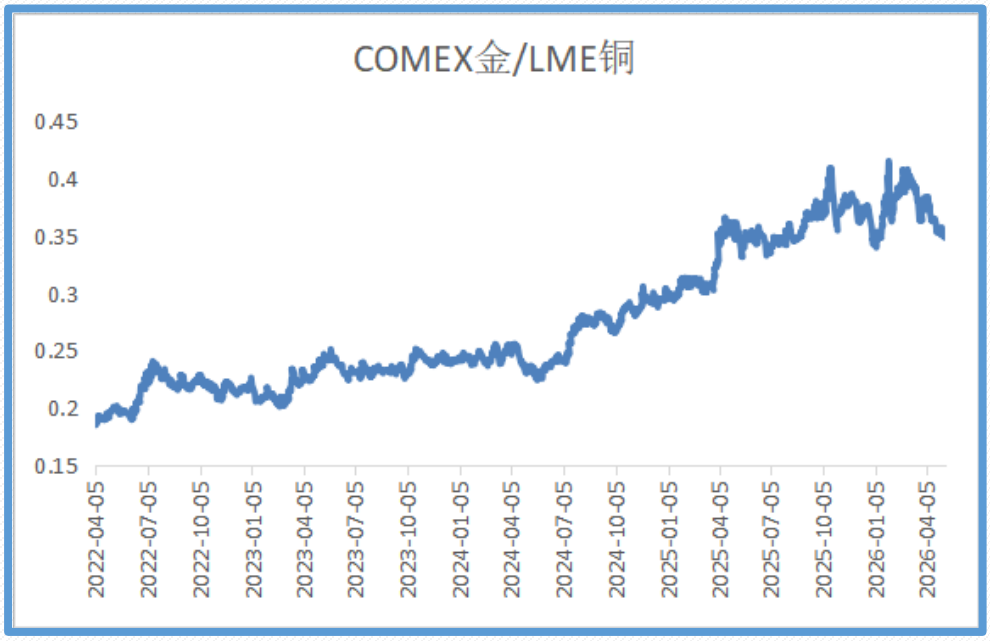
黄金 VIX 周初一度升至 22 以上，周末回落至 19 附近，波动预期先升后降。白银波动率仍高于黄金。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜

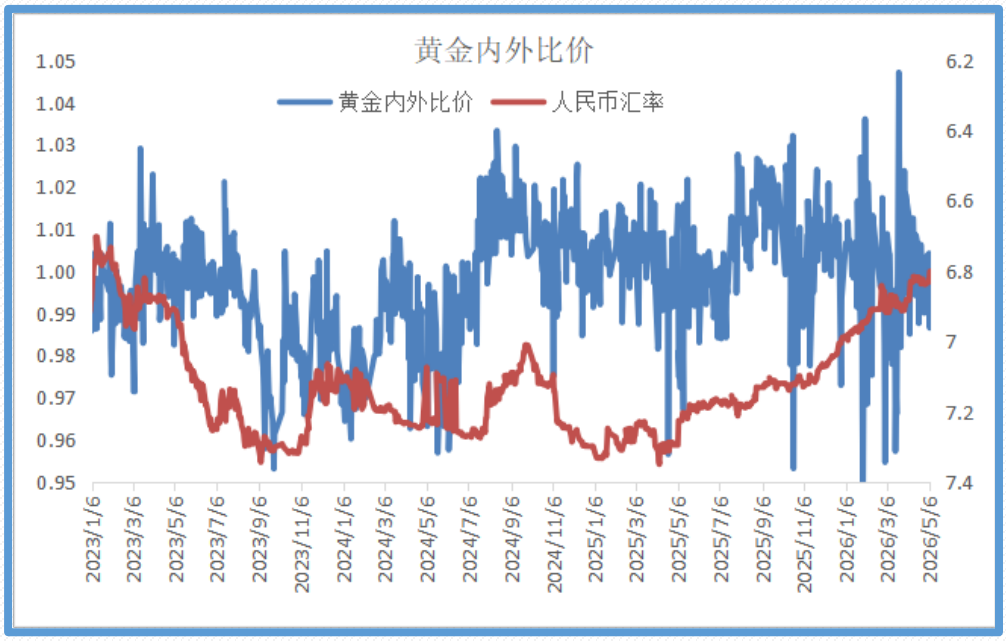


数据来源：Wind

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

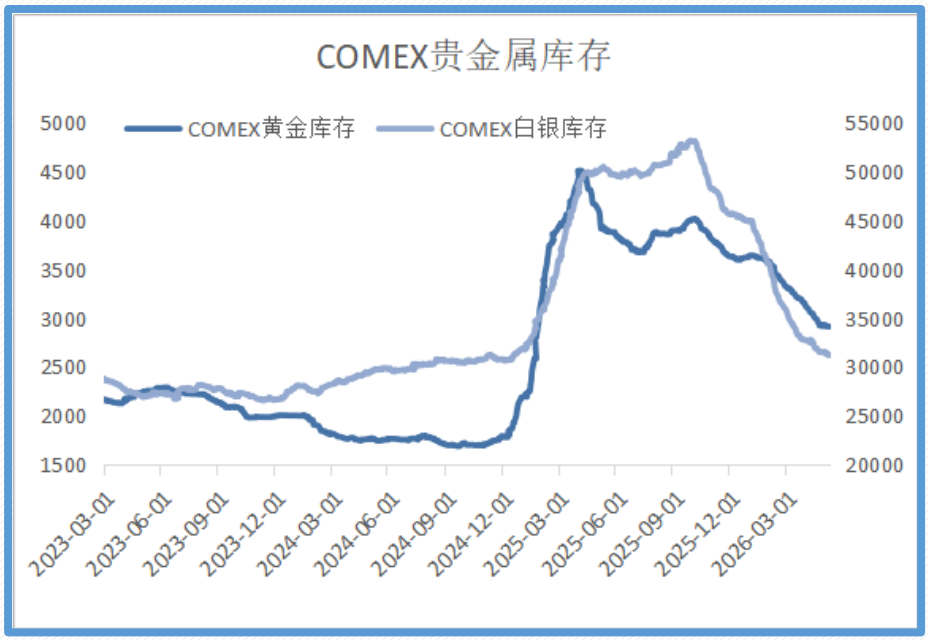


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

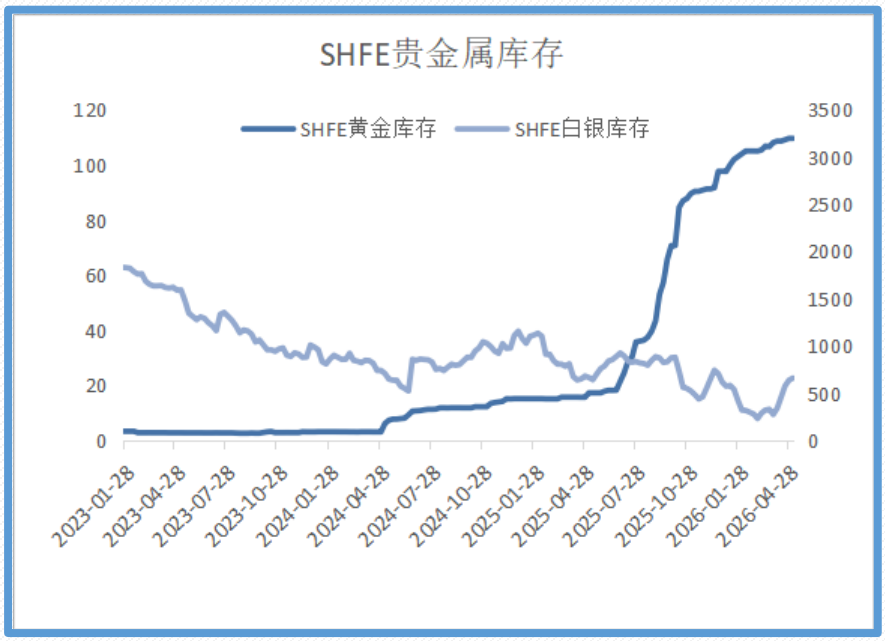
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 9：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

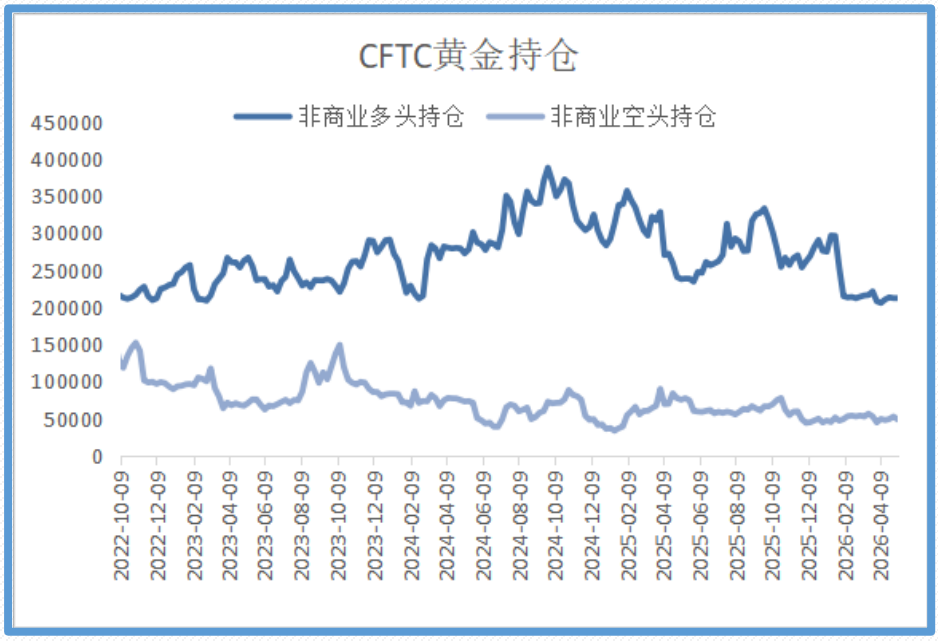
图 10：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

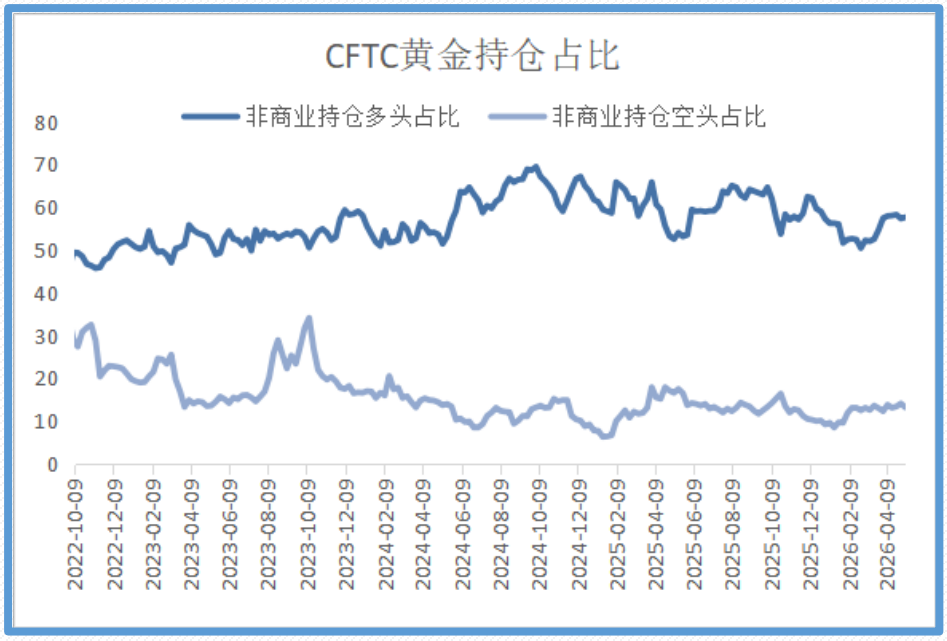
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 11：COMEX 黄金持仓



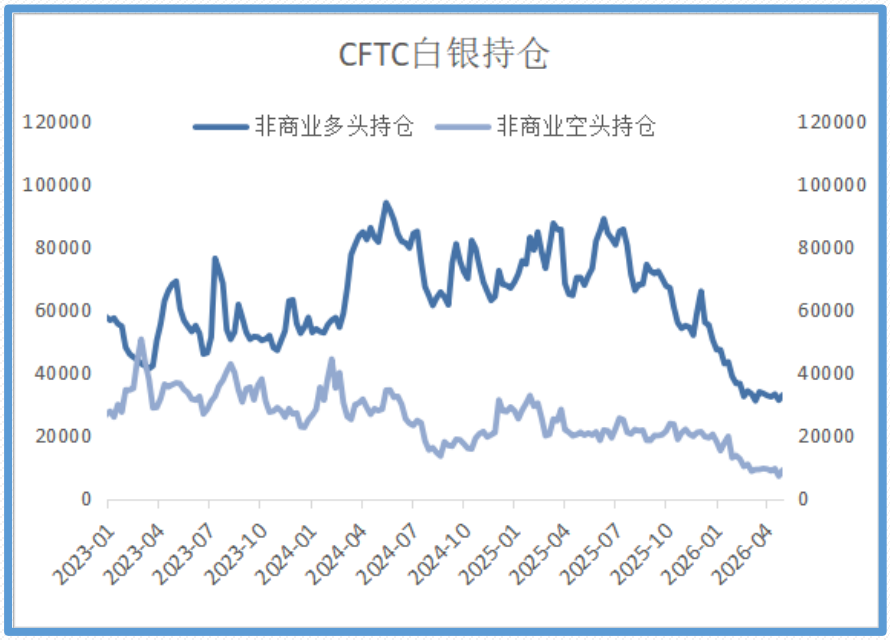
数据来源：Wind

图 12：COMEX 黄金持仓占比



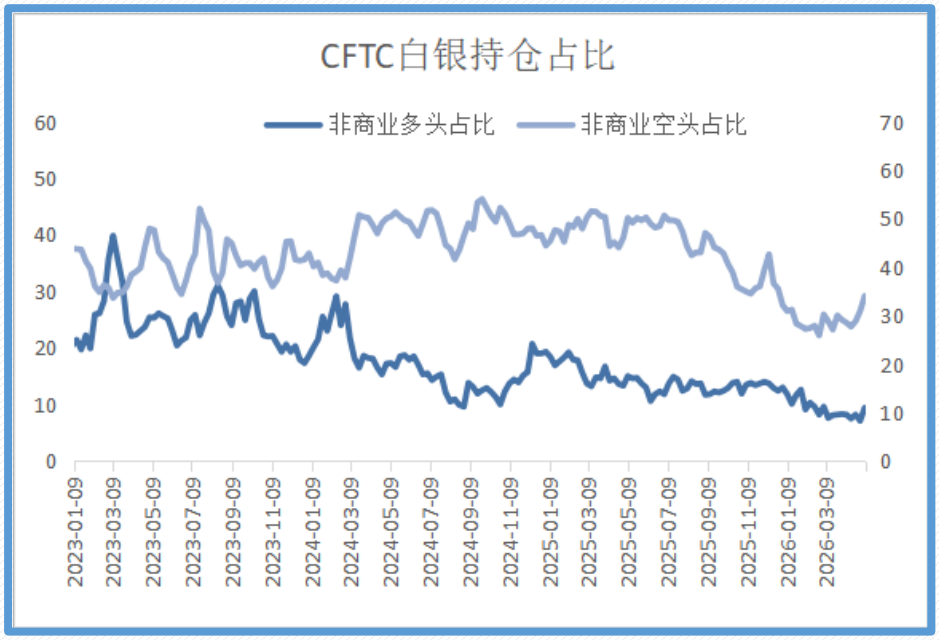
数据来源：Wind

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

市场前瞻

铜方面，战争本身的影响将逐步弱化，重点在于霍尔木兹海峡通航情况。铜的长期基本面依然健康：TC 跌至-93.64 美元/吨的历史极端低位，4-5 月国内冶炼厂检修减产兑现，刚果金湿法铜生产受硫磺中断影响开始减产，海外冶炼收缩趋势明确。需求端虽有高价抑制，但电网投资高增及新能源领域需求提供韧性。预计铜价继续偏强震荡，低多思路为主。

贵金属方面：短期来看，美伊谈判进程仍是最大变量。周内局势从“升级-停火预期-再紧张”的快速切换表明，市场对地缘消息的敏感度仍然很高，但每一次脉冲的持续性在减弱。美国 4 月 ADP 及非农数据偏强，使美联储降息预期趋于保守，贵金属上行空间受到抑制。建议对反弹行情谨慎参与。

关注及风险提示

美伊下一轮谈判进展（5 月中旬）、霍尔木兹海峡实际通航情况、美国 4 月 CPI 数据、中国 4 月进出口及社融数据、国内铜社会库存去化速度、冶炼厂检修执行力度。

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。