流动性冲击再现，铜价短线回踩；通胀猛抬头，贵金属明显回调

摘要：上周全球金融市场遭遇流动性收紧冲击。美国 4 月 CPI 同比飙升至 3.8%，创近三年新高，核心 CPI 升至 2.8%。叠加 4 月非农新增就业 11.5 万远超预期，市场对美联储年内降息的预期彻底瓦解。参议院确认沃什出任美联储主席，市场对其鹰派风格担忧升温，十年期美债收益率突破 4.5%，30 年期国债收益率超过 5%，日债收益率同步上涨，流动性短线收紧。特朗普访华与中美元首会谈释放建设性信号，为紧绷的贸易环境提供缓和预期，但未能扭转市场避险情绪。铜价在流动性冲击下回踩；贵金属遭遇明显回调。

金属市场周报

2026.5.11-2026.5.17

核心观点

1、流动性骤然收紧，铜价遭遇短线回踩

美国超预期通胀数据叠加沃什接任美联储主席，市场定价年内降息概率接近零，甚至开始交易 12 月加息概率接近 50%。美债、日债收益率上行引发全球流动性收紧，风险资产集体下跌。铜价在长期基本面健康背景下短线回踩。

2、矿端 TC 跌破-100 美元/吨，供应收缩趋势强化

SMM 进口铜精矿指数（周）报-102.84 美元/吨，较上周再跌 9.2 美元，历史首次跌破-100 美元关口。中国 4 月铜矿进口同比大降 19.57%，为 2020 年 12 月以来首次下滑。4 月国内电解铜产量环比下降 2.26%，5 月预计进一步降至 116.75 万吨。自由港 Grasberg 矿全面复产推迟至 2028 年初的消息虽被部分澄清，但供应收紧预期未改。

3、贵金属遭遇宏观“三连击”，降息预期彻底瓦解

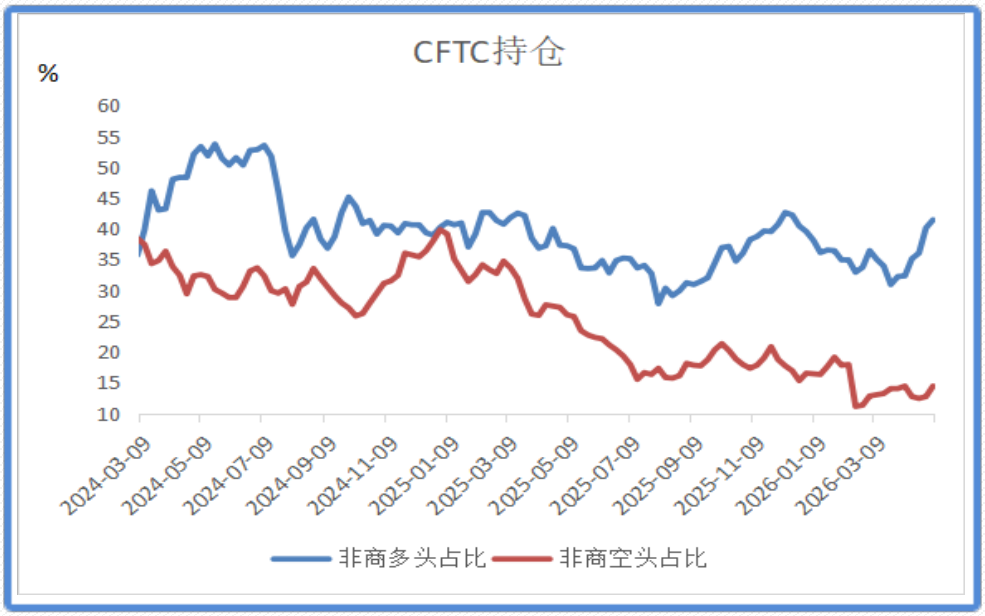
CPI 超预期、非农强劲、沃什确认接任——三个利空叠加，市场对美联储年内降息的预期被完全挤出。十年期美债利率显著上升，实际利率走高，贵金属明显回调。COMEX 黄金周跌超 3%至 4550 美元/盎司附近，白银跌超 5%。地缘方面美伊局势未见缓和，油价维持强势，但对贵金属的支撑被宏观压制所覆盖。短期震荡偏空，中期等待通胀数据降温信号。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周铜价先扬后抑，周初受特朗普访华及中美会谈积极信号提振一度小幅冲高，但随后美国超预期通胀数据及沃什确认接任美联储主席引发流动性收紧预期，铜价大幅回踩。COMEX 铜自 6.71 美元/磅上方回落，最低触及 6.25 美元/磅；沪铜主力合约从最高 108900 元/吨跌至 104710 元/吨。

期限结构方面，COMEX 回到升水结构；SHFE 近月合约重回贴水结构，国内现货贴水约 150 元/吨。价差走扩反映短期流动性冲击对近端压制更为明显。

图 1：CFTC 基金净持仓



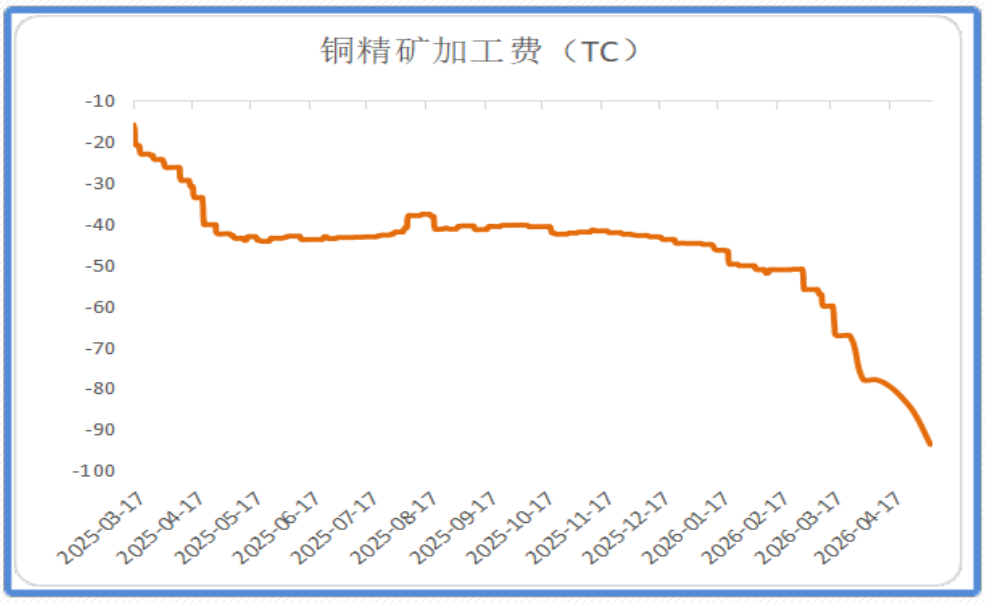
数据来源：Wind

（二）产业聚焦

供应方面：铜精矿加工费 TC 历史性跌破-100 美元/吨。据 SMM，5 月 15 日进口铜精矿指数（周）报-102.84 美元/吨，较上一期-93.64 美元/吨减少 9.2 美元/吨，创有记录以来新低。港口库存增至 63.79 万吨，较上周增加 2.92 万吨。中国 4 月铜矿砂及铜精矿进口量为 235.16 万吨，同比大幅下降 19.57%；1-4 月累计进口 991.5 万吨，同比下滑 0.8%，为 2020 年 12 月以来首次出现进口下滑。冶炼端，4 月 SMM 中国电解铜产量为 117.89 万吨，环比下降 2.26%，同比上升 4.73%；预计 5 月产量 116.75 万吨，环比下降 1.14 万吨，检修影响持续。

海外方面，自由港 Grasberg 铜矿全面复产时间推迟至 2028 年初（公司随后澄清仍预计 2027 年底前恢复，但市场解读偏向谨慎）。秘鲁政府授权国有石油公司筹措 20 亿美元贷款，防止燃油供应中断，实际影响待观察。

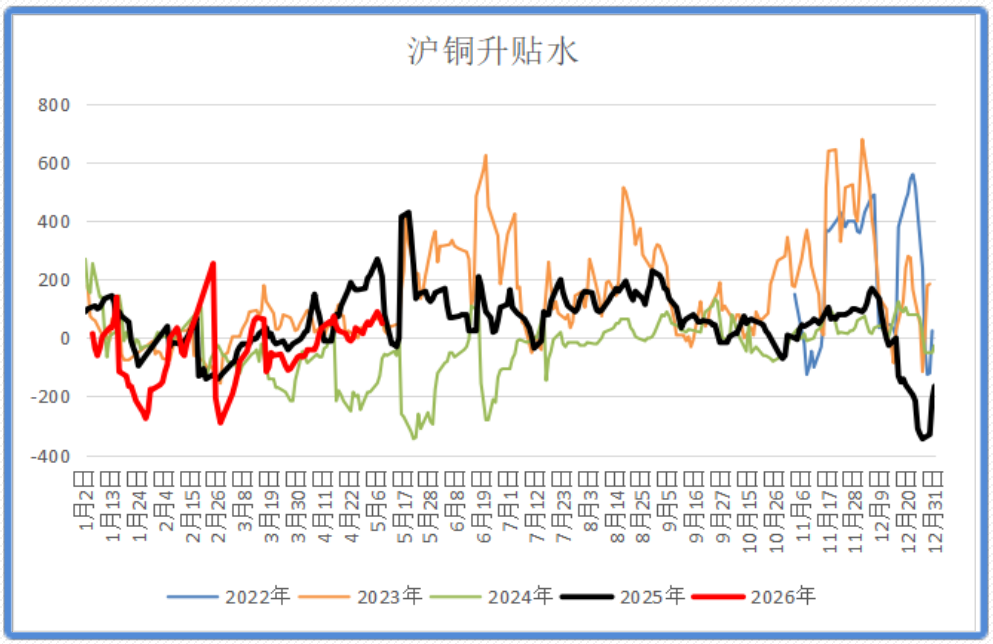
图 2：铜精矿加工费



数据来源：钢联数据

需求方面：铜价高位运行抑制下游采购，周初成交清淡。价格回落后下游点价明显增加，5 月 14 日当周铜杆开工率环比增加 2.93 个百分点至 63.51%，但仍同比减少 9.75 个百分点；电线电缆周度开工率环比增加 2.67 个百分点至 65.9%，同比减少 17.49 个百分点。终端整体需求偏弱，五一假期影响延长，精铜杆行业复工节奏慢于往年。再生铜市场呈现“供应释放、需求回暖、成交清淡”的谨慎格局，再生铜开工率仅 7.64%。

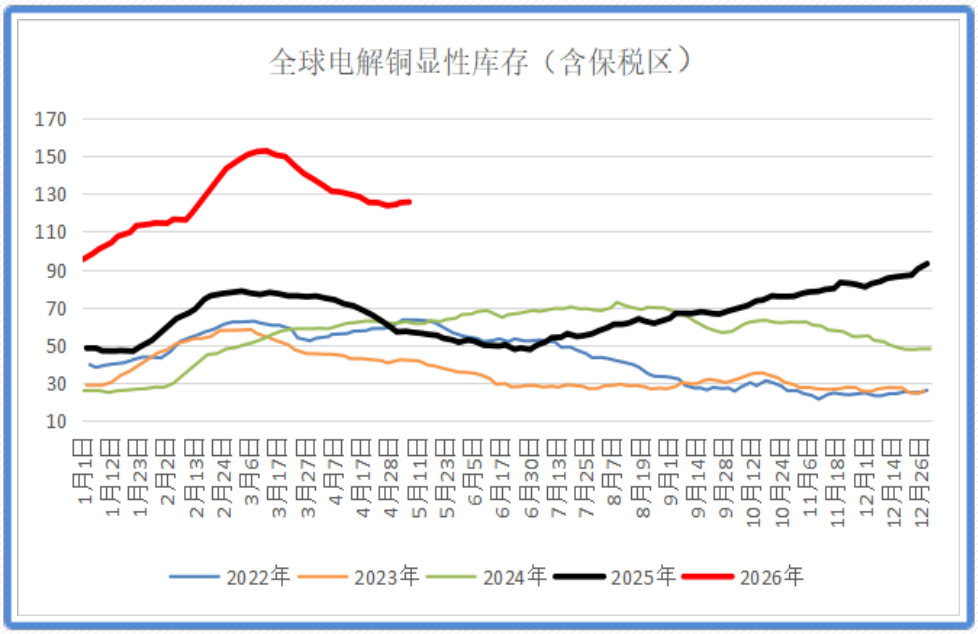
图 3：沪铜升贴水



数据来源：钢联数据

库存方面：国内去库速度明显放缓。截至 5 月 14 日，SMM 全国主流地区铜库存环比上周四增加 0.07 万吨至 24.33 万吨，总库存较去年同期的 13.2 万吨增加 11.13 万吨。国内保税区铜库存环比减少 0.25 万吨至 3.73 万吨。LME 铜库存约 39.5 万吨，较上周增加 0.9 万吨；COMEX 铜库存约 61.2 万短吨，小幅增加。全球显性库存总量约 130 万吨，去库阶段性停滞。

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：TC 深度负值下，按现货计算冶炼理论亏损已扩大至-2000 元/吨以上。但硫酸价格维持高位（华东约 500 元/吨）提供一定对冲，长单为主的大中型冶炼厂综合利润仍可维持。但深度亏损已导致部分炼厂提前检修，5 月产量环比下降确定性增强。

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

上周贵金属遭遇明显回调，宏观面三重利空叠加：美国 4 月 CPI 同比上涨 3.8%，创近三年最大同比涨幅，高于预期的 3.7%及前值 3.3%；核心 CPI 同比升至 2.8%；PPI 升至 2022 年以来最高，能源成本单月暴涨 7.8%。同时 4 月非农新增就业 11.5 万远超预期，失业率维持 4.3%。参议院确认沃什出任美联储主席，市场对其鹰派风格担忧升温，十年期美债收益率突破 4.5%，30 年期国债收益率超过 5%。市场对美联储年内降息的预期彻底瓦解，CME FedWatch 显示 12 月加息概率接近 50%。贵金属承压明显回调。

地缘方面，美伊局势未见任何缓和迹象。周初美军在霍尔木兹海峡附近对试图闯关的伊朗油轮实施警告性射击；伊朗经由第三方递交十四点方案，特朗普结束访华当日即表态“完全不可接受”。沙特、阿联酋被指直接袭击伊朗本土及波斯湾岛屿上的炼油设施，科威特指控伊朗对其战略岛屿武装渗透并发生交火。至周末，伊朗主要石油出口港已连续多日无油轮靠泊，整体局势全无松动，油价维持强势。但地缘支撑被宏观压制所覆盖。

特朗普访华与中美元首近九小时会谈释放建设性信号，双方同意构建“中美建设性战略稳定关系”，经贸团队达成成立贸易理事会、推动扩大双向贸易等成果，为紧绷的贸易环境提供了一定缓和预期，但对贵金属影响有限。

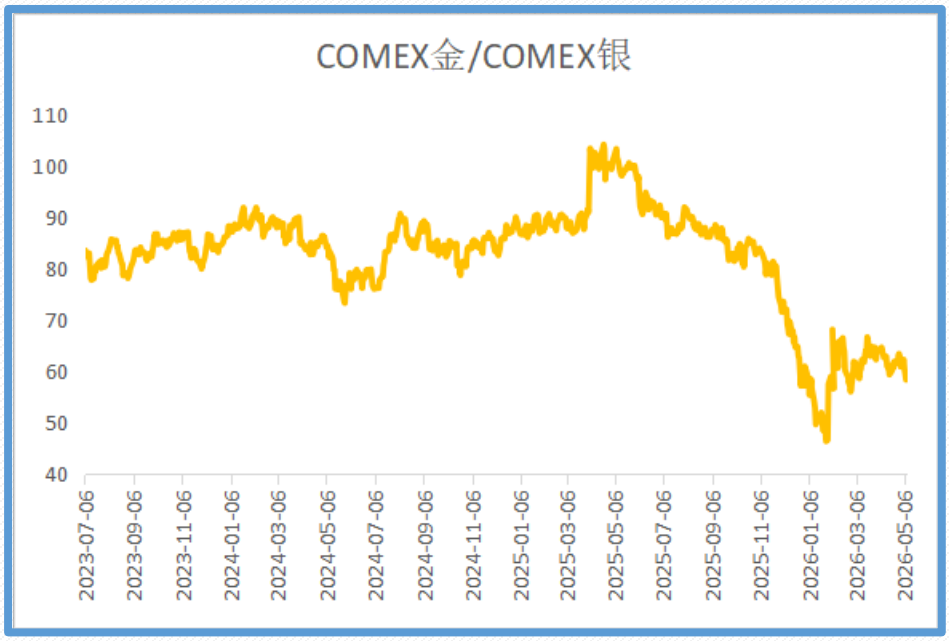
贵金属价格监控			
2026/5/17	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	4543.6	4723.7	-3.81%
COMEX 白银	76.295	80.835	-5.62%
伦敦金现	4538.69	4714.26	-3.72%
伦敦银现	75.739	80.326	-5.71%
SHFE 黄金	1004.38	1033.86	-3.26%
SHFE 白银	19199	19840	-3.23%
上金所黄金 T+D	1005.76	1033.3	-2.63%
上金所白银 T+D	19430	19700	-1.37%

（二） 比价与波动率

上周金银比从约 60.6 回升至约 62.8，白银跌幅大于黄金。金铜比小幅回升，铜价回调幅度大于黄金。金油比基本持稳，油价维持强势，金价下跌，比值变化不大。

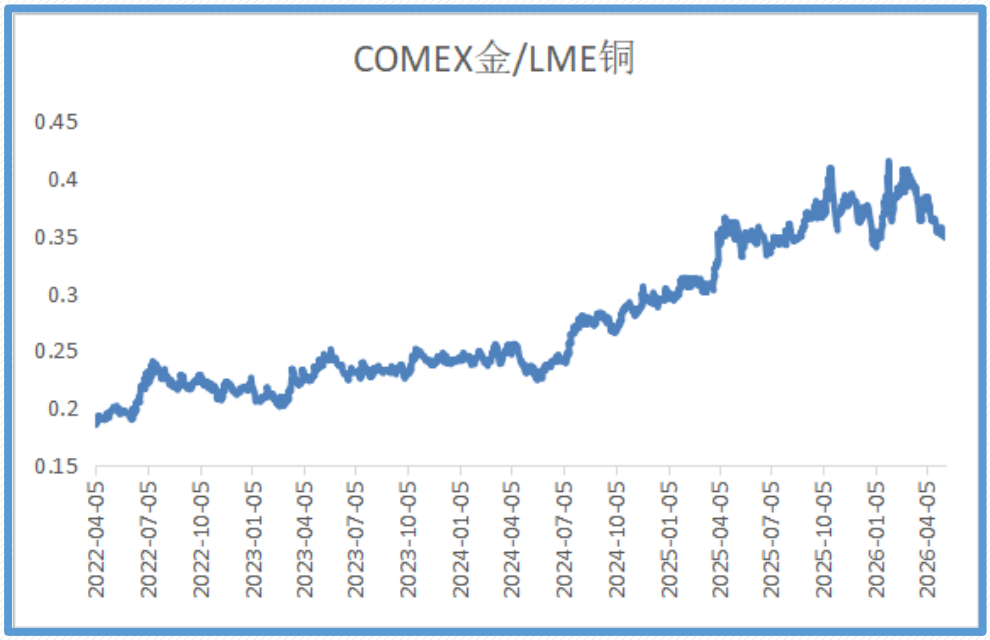
黄金 VIX 本周从 19 升至 25 附近，市场恐慌情绪明显上升，流动性冲击放大波动。白银波动率升至 28 以上。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜

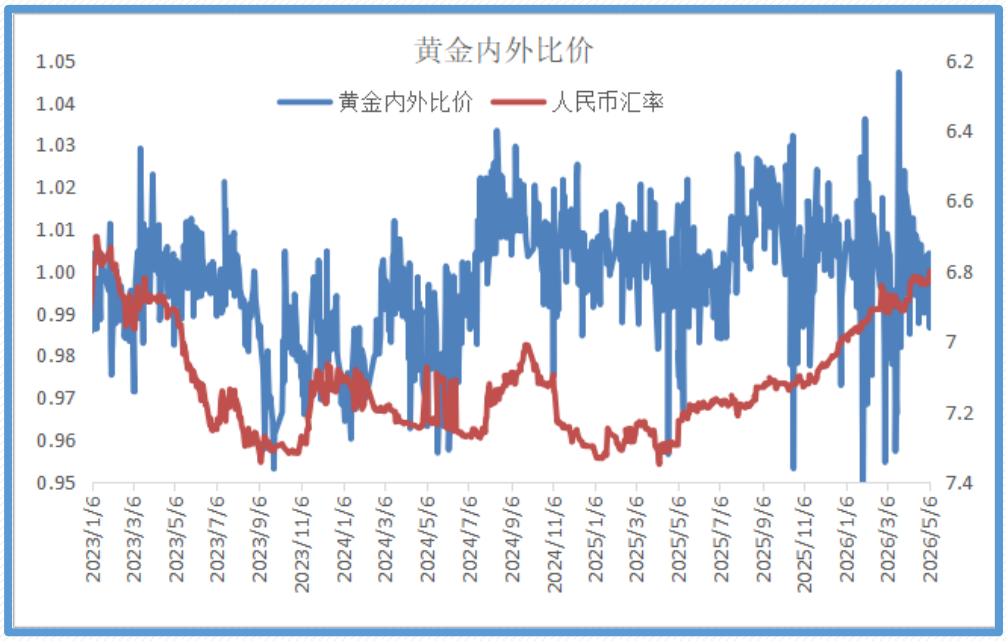


数据来源：Wind

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

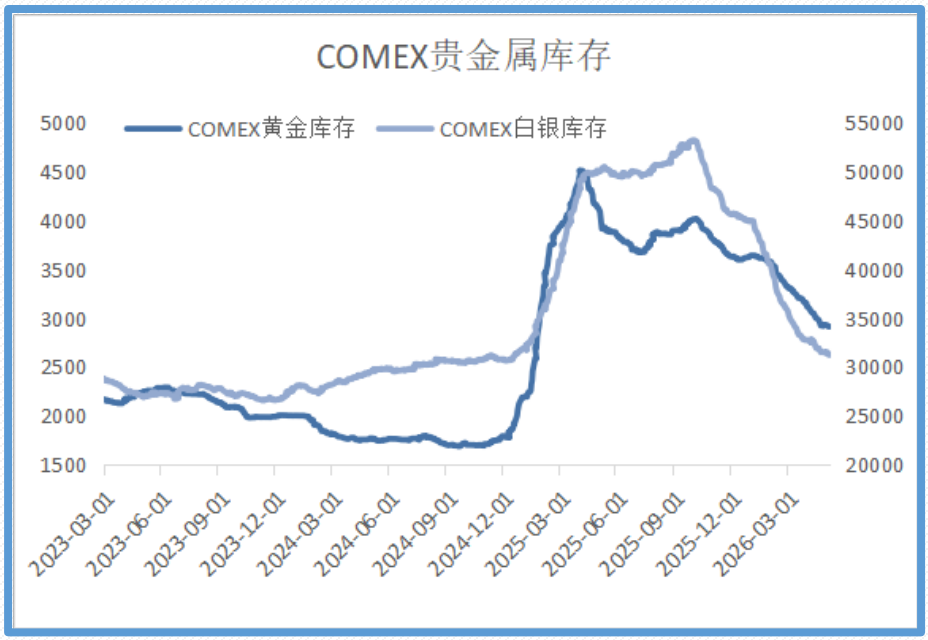


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

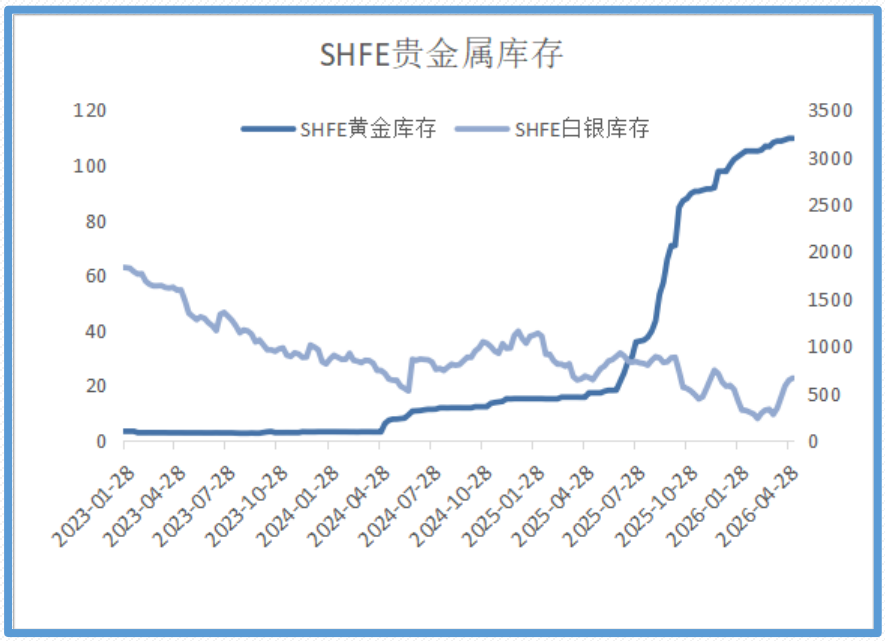
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 3332 万盎司，环比减少约 60 万盎司，COMEX 白银库存约为 36033 万盎司，环比减少约 592 万盎司；SHFE 黄金库存约为 105 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 307 吨，环比减少约 47 吨。

图 9：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

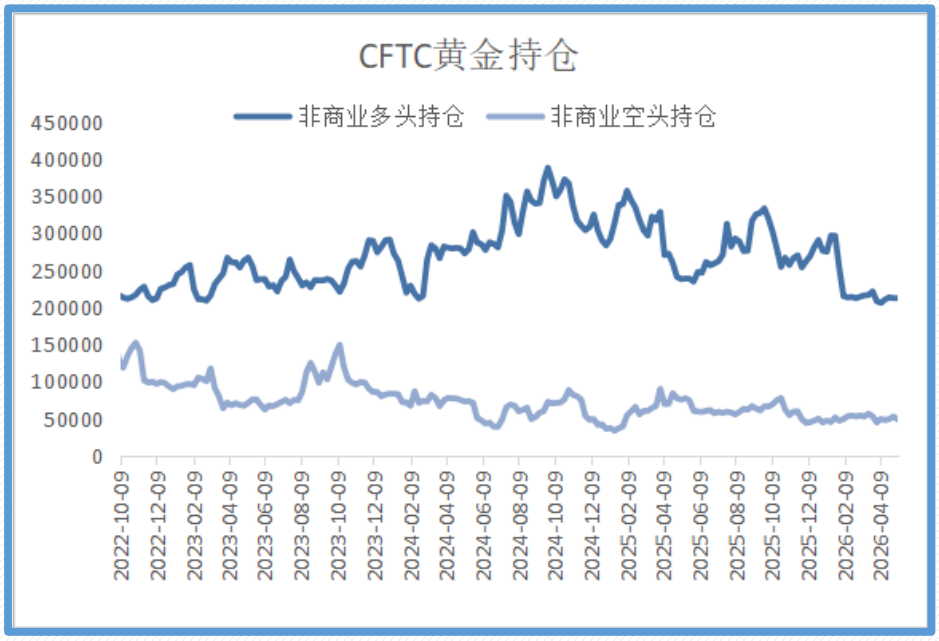
图 10：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

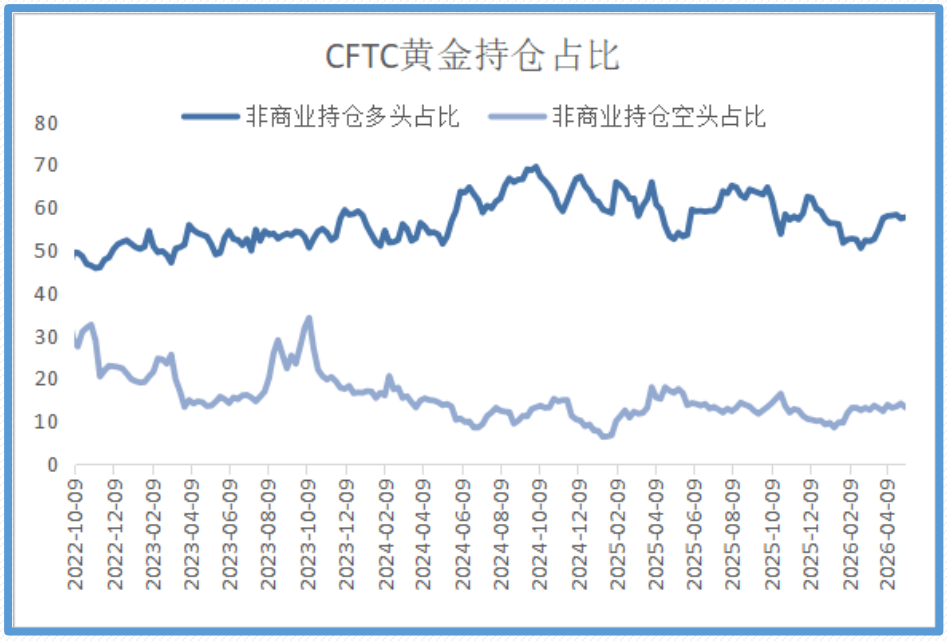
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 23 吨至 1101 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 475 吨至 15992 吨；截至目前，COMEX 黄金非商业总持仓为 26.4 万手，其中非商业多头持仓减少 1783 手至 21.2 万手，空头持仓减少 1045 手至 5.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周小幅下降至 50.4%附近，非商业空头持仓占比下降 12.5%左右。

图 11：COMEX 黄金持仓



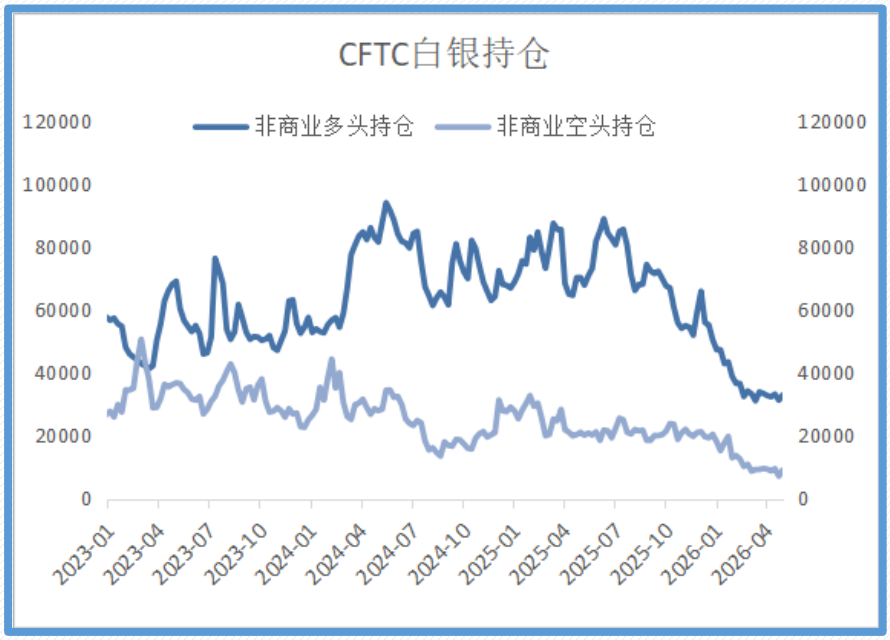
数据来源：Wind

图 12：COMEX 黄金持仓占比



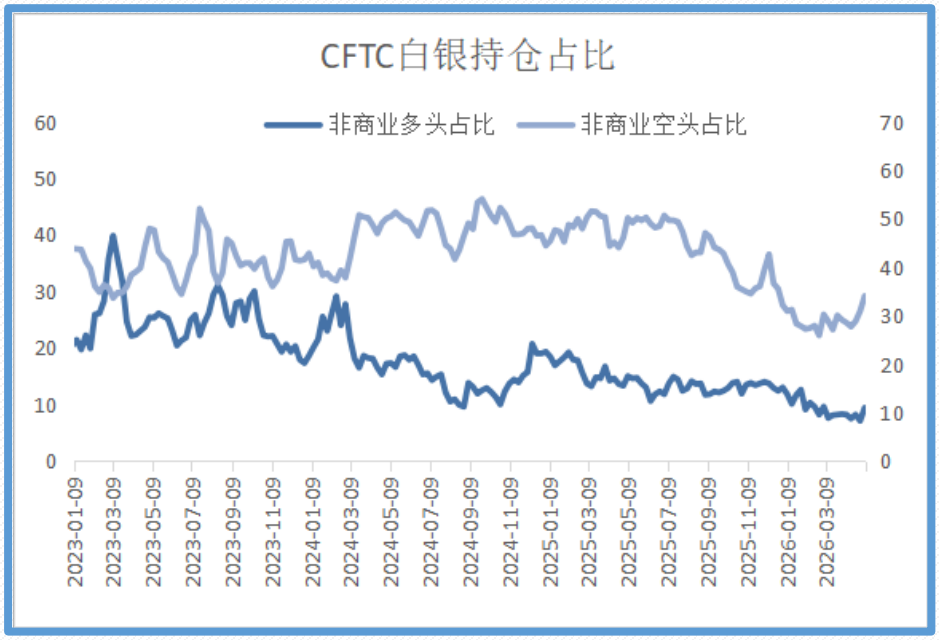
数据来源：Wind

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，短期流动性冲击引发铜价回踩，但铜的长期基本面依然健康。TC 跌破-100 美元/吨、4 月铜矿进口大幅下滑、国内冶炼厂 5 月减产，矿端到冶炼端的收缩逻辑持续强化。价格回落后下游点价明显增加，显示低位买盘支撑。宏观方面，特朗普访华释放中美关系缓和信号，但美国通胀超预期带来的加息预期仍需消化。后续关注出口窗口能否打开。

贵金属：短期宏观压力占据主导。通胀超预期、非农强劲、沃什接任三重利空叠加，市场对美联储年内降息的预期已完全消失，甚至开始交易加息。美债利率上行对贵金属形成持续压制。地缘局势虽无缓和，但市场短期内更关注流动性收紧。

关注及风险提示

沃什就任美联储主席后的首次表态、美伊下一轮外交接触（伊朗方案被拒后是否有新进展）、中国 4 月经济数据（工业增加值、投资、消费）、国内铜社会库存去化能否重启。

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。