金属市场周报 METALS WEEKLY

紧缩预期压制金银，铜市聚焦低库存与弱需求

报告期：2026.11.10 - 2026.11.16

摘要 报告期内，COMEX 黄金、白银周跌 4.70%、6.38%，通胀超预期强化紧缩预期，美元与美债收益率上行；美伊局势反复带动油价后半周回升。铜价外弱内稳，国内低库存延续，但高升水压制加工开工，换月后现货升水快速回落，海外高库存与需求约束仍存。

一、核心关注

（一）本周焦点事件

1. 美国通胀超预期，金银重新定价紧缩路径

美国 10 月 CPI、核心 CPI 环比分别上涨 0.4%、0.3%，均高于预期，此前强劲的就业与薪资数据又削弱了政策迅速转松的可能。市场对 12 月加息 25 个基点已基本完成定价，并开始考虑更大幅度的紧缩。美元与美债收益率上行，令金银抹去前周涨幅。美伊局势反复带动油价后半周回升，地缘因素更多通过通胀和利率渠道形成约束，而非单纯转化为避险买盘。

2. 金银价格与总持仓同步下降，黄金资金信号略优于白银

COMEX 黄金 11 月 13 日收于 3887.6 美元/盎司，周跌 4.70%，期货持仓量减少 35072 手至 220388 手；报告期最新 CFTC 非商业净多则增加 10559 手至 190107 手，全球最大黄金 ETF 持仓周增约 3 吨。COMEX 白银周跌 6.38%至 48.650 美元/盎司，期货持仓量周减 11787 手，非商业净多减少 1887 手至 19364 手，白银 ETF 持仓周减约 25 吨。黄金净多与 ETF 回升表明部分资金开始承接，但价格与总持仓仍下降，尚不能据此确认调整结束；白银资金与工业需求信号均偏弱。

3. 国内铜库存续降，换月后升水回落与需求负反馈并存

截至 11 月 16 日，国内电解铜现货库存降至 5.17 万吨，保税区库存降至 1.54 万吨；LME 库存则较 9 日增加 1.01 万吨至 32.75 万吨，COMEX 库存仍有 73.05 万吨。上海 1#电解铜升水由 11 月 9 日的 2300 元/吨降至 13 日的 275 元/吨，16 日转为贴水 550 元/吨。回落既包含交割换月带来的计价基准变化，也反映高价差下采购走弱；前期延误的进口货源到港仅带来局部补充，不能仅依据名义升水下降判断货源已全面宽松。

（二）驱动与约束因素分析

1. 贵金属：紧缩预期压制价格，黄金与白银资金表现分化

本周金银回落主要受通胀超预期、美元走强和美债收益率上行影响。黄金非商业净多增加10559手，其中多头增加5704手、空头减少4855手，ETF持仓也有所增加，显示部分配置和投机资金开始承接；但总持仓与价格仍下降，当前更适合定义为下跌中的资金分化。白银非商业净多和ETF持仓均减少，国内珠宝和光伏需求仍偏弱，金银比由78.50升至79.91，反映白银相对强度回落。

2. 宏观环境的潜在约束

一是美国通胀、就业与薪资数据仍有韧性，政策迅速转松的可能下降，后续加息幅度和利率终点预期仍可能反复。二是美伊局势及能源设施风险可能推动油价反弹，并通过通胀预期影响金属估值。三是AI投资前景反复及远期关税不确定性继续影响铜的远期需求与政策定价。美元、美债收益率和能源价格仍是观察宏观约束能否缓和的重要指标。

3. 铜产业：矿端约束延续，低库存与加工需求走弱拉扯

铜精矿TC指数报-244.63美元/吨，仍处深度负值，硫酸价格回落进一步压缩冶炼收益，原料与副产品收益共同限制精铜供应增量。国内现货和保税区库存继续下降，近月货源偏紧仍未根本改变；但精铜杆、电线电缆开工率分别降至66.41%、70.44%，新增订单和采购承接不足。换月后的实际成交、进口到货和加工开工，将决定低库存能否继续影响近月定价。

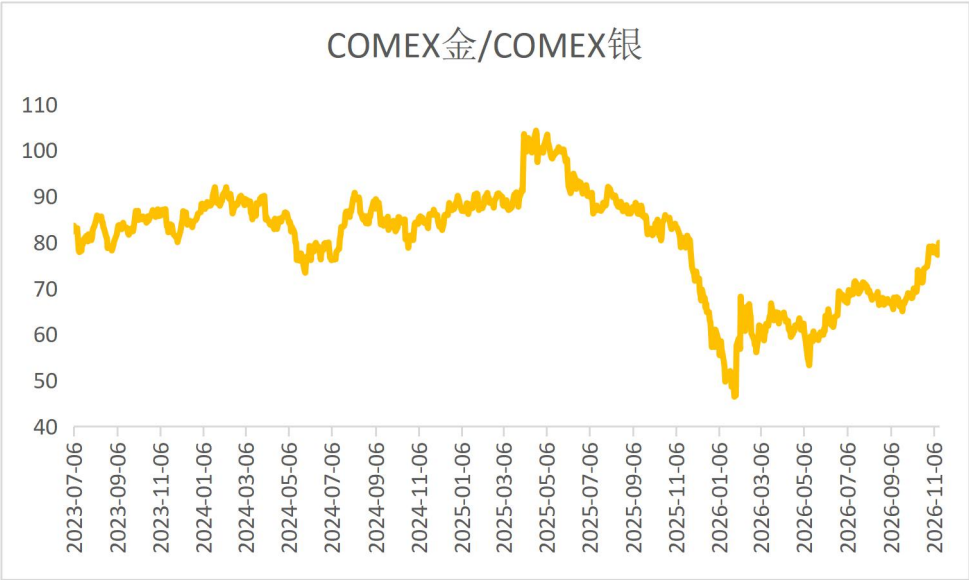
二、金属品种周度行情与数据回顾

（一）贵金属：通胀超预期强化紧缩预期，金银同步回落

价格表现

COMEX黄金主力合约11月13日收于3887.6美元/盎司，较6日下跌4.70%；伦敦金周跌4.56%，沪金主力合约周跌3.55%。COMEX白银主力合约收于48.650美元/盎司，周跌6.38%；伦敦银、沪银主力合约分别周跌6.10%、3.09%。金银比由78.50升至79.91，白银跌幅大于黄金，价格弹性再次体现为更大的跌幅。

图 1：COMEX 金/COMEX 银



数据来源：钢联数据

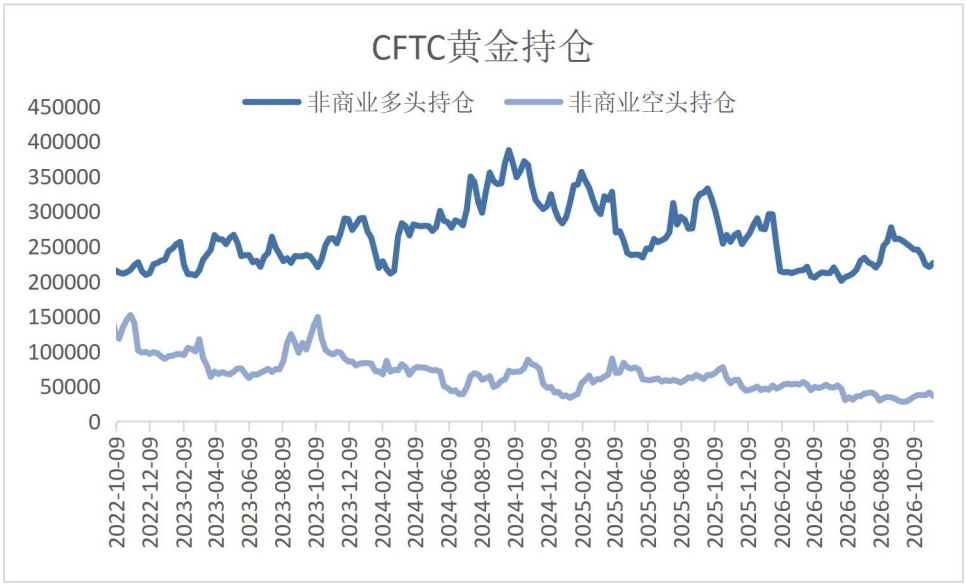
库存变化

11 月 6 日至 13 日，COMEX 黄金库存减少 2.76 吨至 712.40 吨，COMEX 白银库存减少 54.00 吨至 10350.97 吨；SHFE 黄金库存持平于 118.40 吨，SHFE 白银库存减少 62.50 吨至 1077.65 吨。库存下降为现货端提供一定缓冲，但金银价格仍明显回落，表明本周宏观与资金因素强于库存变化。

持仓与资金流向

报告期最新 CFTC 数据显示，COMEX 黄金非商业净多持仓增至 19.01 万手，周增 10559 手；COMEX 白银非商业净多持仓降至 1.94 万手，周减 1887 手。ETF 方面，全球最大黄金 ETF 持仓约 1044.4 吨、周增约 3 吨，白银 ETF 持仓约 15684.5 吨、周减约 25 吨。黄金配置资金与投机净多同步改善，白银则尚未出现相同信号，但仍需价格与总持仓企稳来验证其影响。

图 2：COMEX 黄金持仓



数据来源：钢联数据

（二）铜：外盘价格回落，国内低库存与需求约束并存

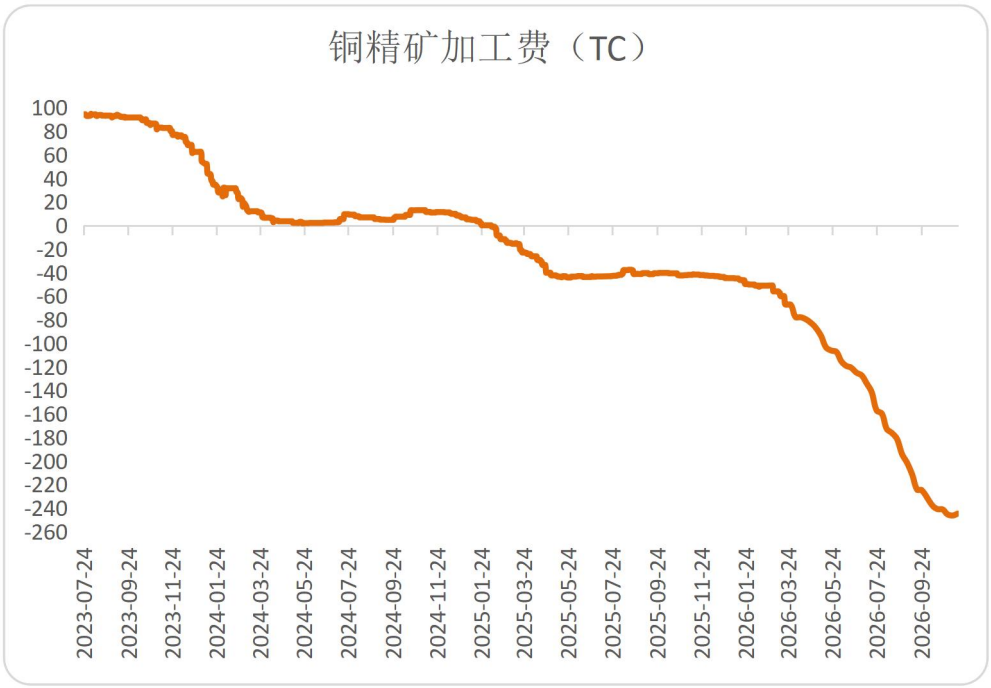
价格与价差表现

COMEX 铜 11 月 13 日收于 6.1245 美元/磅，较 6 日下跌 1.84%；LME 三个月期铜收于 13351 美元/吨，周跌 2.94%，16 日进一步报 13207.5 美元/吨；沪铜主力合约收于 105150 元/吨，周涨 0.85%，呈现外弱内稳。COMEX 铜非商业净多由 37710 手降至 28904 手，周减 8806 手，其中多头减少 1925 手、空头增加 6881 手。沪铜 11 月与 12 月合约价差由 2570 元/吨扩大至 3030 元/吨，高 Back 结构继续抬高下游按近月计价的采购成本。

精矿与精铜供应

铜精矿 TC 指数 11 月 13 日报-244.63 美元/吨，周升 1.61 美元/吨，仍处深度负值。10 月国内电解铜产量 108.67 万吨，同比下降 0.45%；11 月预估 108.21 万吨，环比减少 0.42%。硫酸价格回落进一步压缩冶炼收益，部分海外矿山产量下降及国内冶炼检修延续，原料与副产品收益共同限制精铜供应增量。

图 3：铜精矿加工费

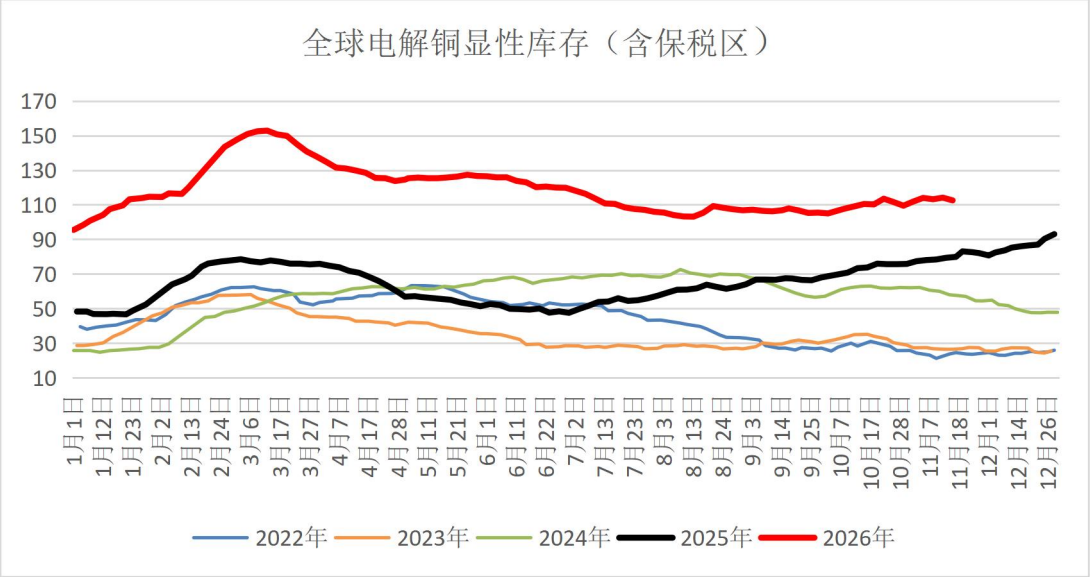


数据来源：钢联数据

库存分布

11 月 9 日至 16 日，国内电解铜现货和保税区库存分别减少 1.22 万吨、0.27 万吨至 5.17 万吨、1.54 万吨；LME 库存增加 1.01 万吨至 32.75 万吨，COMEX 库存减少 0.17 万吨至 73.05 万吨。全球电解铜显性库存（含保税区）净减 0.65 万吨至 112.51 万吨，COMEX 库存约占 65%。全球总量小幅下降并不意味着各地货源同步收紧，国内低库存与欧美高库存仍需分开定价。

图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）

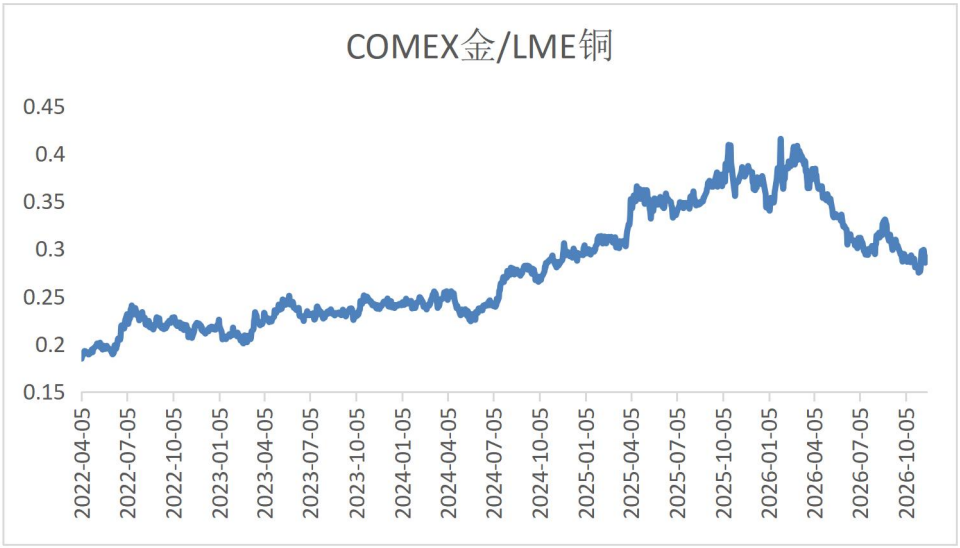


数据来源：钢联数据

下游需求与相对比价

精铜杆、电线电缆开工率分别降至 66.41%、70.44%，周环比回落 7.57 个、2.07 个百分点；铜杆线企业原料和成品库存均回落，反映企业控制采购与生产节奏。精废价差由 2739 元/吨收窄至 2072 元/吨。COMEX 金/LME 铜比价由 0.2966 降至 0.2912，周降 1.82%，反映本周黄金跌幅大于铜价，贵金属相对表现转弱。

图 5：COMEX 金/LME 铜比价



数据来源：钢联数据

三、后续关注及风险提示

铜市场

一是换月后现货升水、实际成交和仓单变化，区分计价基准切换与真实供需变化；二是进口到货、保税区库存及跨市场价差对国内货源的补充；三是矿端扰动、冶炼利润及精铜产量变化；四是精铜杆、线缆新增订单和开工变化。若进口到货增加、库存回升而开工仍弱，需求约束将更突出；若国内库存继

续下降且加工开工、新增订单回升，近端紧张才获得需求确认。

贵金属市场

一是美国零售销售、初请失业金人数及联储会议纪要如何影响 12 月加息幅度定价；二是美元和美债收益率能否停止上行；三是美伊局势和 WTI 油价变化对通胀预期及风险偏好的影响；四是黄金总持仓、非商业净多与 ETF 能否同步改善，以及白银资金指标能否止跌。若净多回升而价格与总持仓继续下降，仍应将其视为资金分化，而非趋势确认。

风险提示：

- **货币政策预期反复：** 若美国通胀、就业及官员表态继续偏紧，加息幅度和利率终点预期可能上调，金属估值或继续承压。
- **地缘与能源价格反复：** 美伊局势及能源设施风险可能推动油价反弹，并通过通胀预期影响金银和铜价。
- **换月与价差扰动：** 交割换月可能放大现货升水和近月价差波动，名义价格信号或与实际供需暂时偏离。
- **库存流向与到货扰动：** 海外交仓、进口到货及保税区库存变化可能改变国内现货紧张程度。
- **需求修复不及预期：** 若加工开工和新增订单继续下降，低库存对近月价格的影响可能被需求走弱部分抵消。

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。