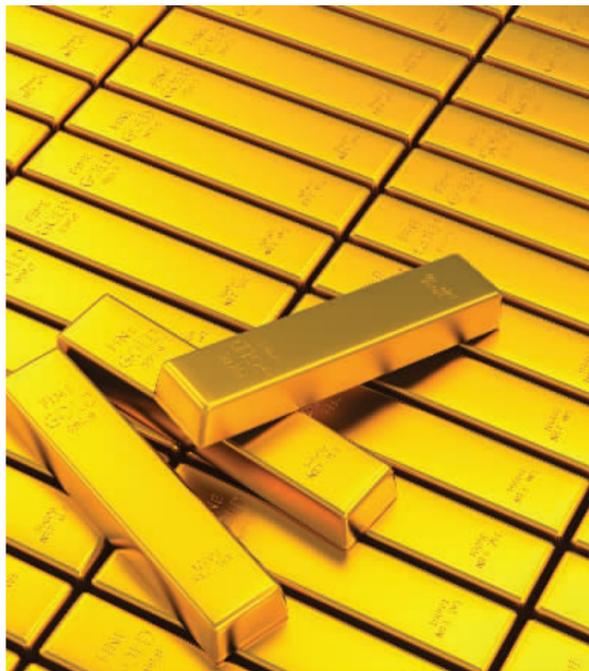


金油走势分道扬镳 大宗商品市场呈现结构性分化

近期，中东地缘紧张局势的阴霾持续笼罩全球大宗商品市场，期货市场上演罕见的分化走势：一边是能源化工板块飙升，美国WTI原油期货一度冲破100美元/桶关口，国内燃料油、甲醇、丙烯等期货品种掀起涨停潮；另一边则是贵金属价格下跌，沪金期货主力合约跌破1000元/克大关，几乎回吐今年以来的涨幅。

业内人士认为，此次金油走势分化并非简单的“地缘避险定价”，而是供给冲击与金融条件重新定价共同作用的结果。通胀与利率逻辑取代传统避险逻辑，美联储政策预期成为主导变量，这种极端分化不仅打乱了传统资产配置逻辑，也给市场带来了诸多不确定性。

● 本报记者 马爽



视觉中国图片

中长期分化格局或难持续

当前油强金弱的分化格局能否持续？对此，李彦森认为，当前的市场表现并非由经济因素驱动，在非经济因素缓和之前，短期油金分化格局大概率将延续。“后市来看，地缘局势进展仍是核心观测信号：在地缘局势变化通过影响油价、进而影响通胀预期与美联储政策的传导链条下，除非地缘局势缓和带动油价回落，否则这一走势难以扭转；若局势进一步恶化、油价继续上行、美联储加息预期再度强化，则不排除油金分化格局进一步扩大。”

从分化走势的持续性来看，张皓云认为，能源化工板块与贵金属板块分化走势的持续性，取决于地缘局势冲突是否继续外溢与美联储货币政策预期是否进一步转鹰。“若霍尔木兹海峡航运受阻扰动持续存在、油价维持高位、美国通胀预期继续攀升，则能源强、黄金弱的格局仍有望延续；反之，一旦地缘局势缓和、油价回落，或美联储重新释放年内降息空间，黄金大概率将先于原油实现修复。”他提醒道，当前需重点跟踪三类信号：中东供给设施与航运动态、美国通胀数据及消费者预期变化、美联储对于高油价引发二次通胀压力的相关表述。

不过，吴奇翀则认为，当前能化强、贵金属弱的分化格局短期内或持续，但中长期的可持续性较弱。他给出三点理由：一是短期恐慌情绪并非长期稳态，当前能化板块的涨停潮带有明显的恐慌性与投机推升成分，而贵金属的集中抛售已导致超卖；二是持续的高油价将显著抑制全球需求，最终反噬油价；三是极端的紧缩交易已将美联储的预期管理逼到极致，任何鸽派信号都可能引发剧烈反转。

品种来看，原油方面，叶倩宁分析，短期来看，市场对地缘局势恐慌情绪有所消退，促使油价大幅回落。中长期来看，受高油价对全球通胀与经济造成的压制、能源替代进程提速影响，原油市场供需矛盾或逐步缓和。但目前来看，中东地缘局势仍存不确定性，霍尔木兹海峡实际通航能力未见明显改善，叠加中东炼油设施受损后修复进展缓慢、多国储油饱和导致实质性减产持续，全球原油短缺格局并未改变，油价仍将维持“地缘因素支撑+政策抑制”的宽幅震荡格局。

吴奇翀梳理了原油市场的核心风险与机会：“核心风险在于地缘冲突快速缓和导致风险溢价瞬间崩塌，或是油价过高导致全球经济衰退，而核心机会则在于供应中断实质性出现并长期化，全球库存降至极低水平。”张皓云表示，原油市场的机会来自供给端扰动升级与风险溢价扩张，风险则在于地缘局势缓和预期升温、石油战略储备释放或需求走弱。

黄金方面，叶倩宁表示，目前ETF持仓资金已停止流出，金价阶段底部或已显现，但部分央行通过抛售黄金储备稳定国内货币汇率，流动性层面的影响仍较为反复。“预期国际金价阶段低点将在4000美元/盎司至4100美元/盎司附近，投资者在考虑中长期逢低配置时，仍需等待合适时机。”

海峡航运受阻风险及现实供给收缩的逻辑展开，黄金市场的交易逻辑则遵循“油价抬升通胀预期—降息预期后移—美元与美债收益率上行—持有黄金机会成本上升”的传导路径。”

东证衍生品研究院产业咨询资深分析师吴奇翀进一步补充道，中东地缘冲突升级引发的原油供给侧风险推高了油价，而市场将高油价解读为“双峰通胀”的核心推手，进而强化了对美联储长期维持高利率的政策预期。“受极端再通胀与紧缩交易的主导，实际利率预期飙升，对不计息的黄金资产造成打压。因此，本轮行情本质上是通胀与利率的逻辑盖过了避险的逻辑。”

广发期货研究所贵金属研究员叶倩宁则表示，当前油价高企背景下，金价下跌并非因为其避险属性消失，而是在强美元、偏高利率及降息预期降低等因素成为市场主导后，其避险属性的影响力被大幅弱化。当地缘冲突有所缓和时，金价便随之企稳回升。

这种分化也对商品市场整体情绪和资金流向产生了一定影响。吴奇翀表示，传统上地缘局势风险会同时提振金、油价格上涨，而当前的分化带来三大影响：一是彻底打乱了传统的资产配置和跨品种对冲逻辑，导致市场波动率急剧放大，市场情绪趋于谨慎；二是资金流向出现极端分裂，大量资金涌入原油及能化品种，博弈供应缺口，而黄金则遭遇基于宏观利率逻辑的程序化抛售和多头止损；三是能源化工板块与金属板块的走势完全脱节，整体市场不再由单一风险偏好驱动，而是被分裂的宏观叙事所主导，增加了整个市场的复杂性和交易难度。

导，增加了整个市场的复杂性和交易难度。

美联储货币政策预期成为主导因素

此轮油涨金跌极端分化走势背后，核心传导路径究竟如何？业内人士认为，美联储货币政策预期已成为主导本轮市场分化的关键变量，地缘局势冲突仅为导火索，通胀与利率的博弈才是核心主线。

“大炮一响，黄金万两”的传统逻辑已完全失效。吴奇翀表示，本轮油涨金跌的核心传导链条清晰可循：中东地缘冲突爆发，成为本轮市场行情的导火索。冲突引发原油供给端风险，直接推动油价大幅飙升，进而导致市场对“双峰通胀”的预期增强；通胀担忧进一步催生美联储政策走向极端的预期，推动美元与实际利率预期同步走强。黄金作为零息资产，其持有成本随之激增，最终遭遇市场集中抛售。“在此过程中，美联储货币政策预期起到了绝对主导作用。地缘局势是导火索，通胀因素是传导媒介，市场交易偏好是结果。”

传统逻辑中，地缘局势风险会同时增强原油的商品属性和黄金的金融属性，推动两者同步走强，但本轮行情的交易焦点已完全从避险切换到通胀与利率。吴奇翀进一步分析称：“在美联储仍未明确转向降息周期的背景下，任何可能改变通胀路径的因素都会被市场极端定价。因此，油价上涨非但没有触发黄金的避险买盘，反而通过强化紧缩预期，引发黄金的抛售。资金迅速从各类避险资产撤离，集中追逐

最直接的供应短缺品种，并做空对利率敏感的资产。因此，可以说是市场对美联储长期维持高利率的恐慌性预期，主导了这次的背离。”

张皓云的观点与之呼应。他认为：“当前市场主导变量已从地缘冲突本身，转向‘通胀—美联储—利率’三者的再定价过程。”张皓云认为，地缘冲突仍是这一逻辑的起点，但如果冲突主要表现为能源冲击，其对黄金的影响会先经过政策预期的过滤，再叠加部分趋势资金、CTA资金及获利盘的去杠杆行为，金价在短期走势中就更容易弱于原油。

近期美联储的政策动向，也印证了业内人士的判断。当地时间3月18日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%之间不变，这是今年以来连续第二次“按兵不动”。但美联储会议声明新增对中东局势的明确表述，点阵图暗藏偏鹰倾向，美联储将2026年核心PCE通胀率预期从2.5%上调至2.7%。美联储主席鲍威尔更是多次表示：“如果没有看到通胀方面的进展，就不会出现降息。”，进一步强化了长期维持高利率的政策预期。

除了核心传导链条，叶倩宁还从石油美元体系的角度，补充了传导机制的另外一个重要层面。她表示，油价上涨被动增加全球市场对美元的需求，各国为购买石油需要增持更多美元，这将进一步提振美元走势。“目前主导市场走势的核心因素，仍是地缘冲突背景下石油美元体系对美元的影响，这一影响进一步决定了黄金避险属性的释放节奏，对金价的影响也更为关键。”

铜价破位失守10万关口 机构认为中长期基本面支撑犹存

● 本报记者 马爽

3月以来，国内有色期货板块呈现高位回落走势。其中，沪铜期货表现尤为突出，在长期震荡整理后向下破位，主力合约失守10万元/吨关口，本月以来累计跌超8%，与市场前期的看多预期形成鲜明反差。

业内人士认为，本轮铜价调整的核心在于市场驱动逻辑从前期看多情绪主导转向宏观利空主导，叠加库存高企、需求复苏节奏及地缘局势升级等多重因素共振所致。尽管短期铜价受宏观情绪和地缘局势扰动较大，但中长期来看，依托供需基本面的支撑，铜价仍有上行空间。

驱动逻辑生变

文华财经数据显示，3月23日，沪铜期货主力合约最低触及91500元/吨，此后虽然出现小幅回升，但处于10万元/吨下方，3月27日收报95930元/吨，本月累计下跌8.02%，较1月30日高点114700元/吨累计下跌16.36%。

对于此轮铜价调整的原因，福能期货分析师高雅姿解释称，中东地缘冲突爆发后，市场担忧情绪急剧升温，叠加市场对美联储加息的预期及美国经济衰退的预期持续升温，各类风险资产集体承压，铜价驱动逻辑由此前的看多情绪主导转向宏观利空主导，最终出现破位下行行情。

从驱动逻辑来看，正信期货高级分析师张杰夫介绍，前期铜价能够维持强势，主要依托两大核心逻辑：一是在AI概念升温与全球地缘局势不确定性的背景下，依托金价锚定的金融属性；二是关键矿产博弈加剧，受美国“虹吸效应”引发的铜供应短缺预期。不过，进入2026年一季度后，这两大逻辑均出现明显弱化。“纽约商品交易所(COMEX)铜与伦敦金属交易所(LME)铜之间价差出现反转，叠加全球三大交易所铜库存显著累积，市场对2026年铜供应短缺的预期随之转变：纽约商品交易所铜库存



视觉中国图片

持续流出，伦敦金属交易所铜库存连续交割入，国内铜库存更是创历史新高。这一系列变化直接削弱了供应紧缺预期这一支撑逻辑。”

张杰夫进一步解释，尽管前期铜价强势格局及AI领域繁荣预期依然稳固，曾让铜价在10万元/吨上方维持震荡，但中东地缘局势风险升温引发油价飙升，间接拖累金价下跌，全球经济增长预期与美联储降息预期双双受阻，市场对滞胀的担忧持续升温，最终让铜价彻底跌出高位盘整区间。

国投期货研究院有色金属首席分析师肖静表示，中东地缘局势的冲击远超单一品种，“受局势影响，霍尔木兹海峡航运严重受阻，油气及相关大宗商品出口受到严重制约，部分油气、电解铝产能已出现减产甚至停产，明显削弱了地

缘冲突发生前市场资金对贵金属与基本金属的做多配置情绪。”

除了地缘局势因素，肖静表示，多重因素共同加剧了铜价的调整压力：一是美联储货币政策预期生变；二是高估值板块遭遇抛压；三是算力投资不确定性增加；四是实体产业对前期铜价上涨的消化存在时滞。她进一步分析道，春节前后，国内外以铜为代表的基本金属显性库存明显上升，尽管市场部分观点归因于战略金属储备需求或隐性库存转为显性，但高企的显性库存仍显著抑制了铜价涨势。

去库存态势逐步显现

虽然宏观利空主导了铜价的短期破位，但

铜价波动的核心因素始终与库存和下游需求紧密相关。

从全球库存格局来看，张杰夫介绍，当前全球铜总库存约为135万吨，显著高于去年同期水平，且纽约商品交易所、伦敦金属交易所和国内市场三地的库存均处于历史高位。“这一数据表明，尽管此前铜价已涨至高位，但价格上涨并非完全由实际需求驱动，下游市场对高价铜的接受仍需时间消化。”

肖静则给出了更为详细的库存数据，她表示，以铜为例，广义可跟踪显性库存2026年初已逼近150万吨，达到2016年至2017年供给侧结构性改革前的波峰位置，较去年春季70余万吨的库存水平高出一倍。“近年来，铜加工关税的不确定性，趋势性抬升了美铜与伦铜之间的溢价，并推动美国铜库存急剧攀升；2025年年底至今年年初，随着两市溢价降温、高铜价抑制终端消费，伦铜与国内社会库存均出现明显增加，进一步推高了全球库存总量。”

值得注意的是，国内铜库存已出现积极变化，随着近期铜价回调和季节性需求旺季的到来，去库存态势逐步显现。肖静介绍，上海有色网(SMM)铜社会库存数据显示，春节后首周铜库存即跳升至50万吨，3月上旬达到57.89万吨的峰值，而随着近期铜价回落，且恰逢每年3月至5月是铜需求的旺季，中下游企业逢低补库意愿显著增强。截至3月26日，SMM铜社会库存已降至42.74万吨。

高雅姿也认同这一趋势，她表示，从库存端来看，国内铜库存已正式进入去库存通道。“随着铜价重心下移，下游补库意愿有望进一步提升，去库存力度将持续增强，后续库存或逐步降至中性偏低水平，为铜价提供一定支撑。”

需求端的回暖则为库存去化提供了有力支撑。高雅姿补充道，近期，精铜杆企业订单出现放量，部分企业产能饱和乃至主动控单。此外，线缆、漆包线行业开工率同步回升，终端需求的复苏势头逐步显现。

张杰夫也认为，目前国内铜下游需求正逐

步进入旺季，库存去化的拐点已基本确认，但库存实际去化程度仍有待进一步观察。

短期或继续震荡

当前铜价正处于短期宏观扰动与中长期基本面支撑的激烈博弈阶段。从短期来看，高雅姿认为，应重点跟踪国际原油价格走势。“油价持续上行将进一步抑制市场情绪，铜价存在继续下探的风险；若地缘局势出现缓和迹象，则有望推动铜价出现技术性反弹。”她同时表示，当前宏观情绪频繁切换，市场难以形成单边上涨行情，铜价大概率维持震荡走势。

张杰夫持相近观点，他表示，短期来看，地缘局势的反复仍将对铜价形成压制，且霍尔木兹海峡通航受阻这一标志性事件尚未出现逆转，预计4月铜价仍有调整压力。

尽管短期承压，但业内人士对铜价中长期走势普遍持乐观态度。高雅姿表示，中长期来看，铜的基本面支撑强劲，上涨趋势明确。“供给端，铜矿已进入低增长周期，供应紧张的格局难以改变；需求端，全球能源转型、AI产业发展持续带动电力需求提升，叠加美国制造业回流、欧美电网重建及各国战略储备需求增加，多重利好将持续拉动铜消费，为铜价中长期上行提供有力支撑。”

肖静则进一步分析了地缘局势对中长期铜价的影响，她表示，去年9月全球第二大铜矿Grasberg宣布遭遇不可抗力，由此开启了铜价屡创纪录的上涨行情。而随着关键矿种题材升温，铜已从传统周期工业品转变为准货币资产，其战略属性与多元消费属性被资金持续看好。中长期来看，铜的多头配置逻辑基本稳固，但地缘局势的演变仍为影响铜价的最大变量。