

降息预期再度回摆，金铜回调空间有几何？

摘要：就业市场数据表现良好，无论是 ADP 还是非农都给出了劳动力市场不太支持激进降息的线索，市场快速修复此前的降息预期，美元指数与美债收益率显著回升，铜价应声回落。

金属市场周报

2024. 1. 2-2024. 1. 5

核心观点

1、上周贵金属与铜价有所回落。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.93%，白银下跌 2.66%；沪金 2402 合约下跌 0.02%，沪银 2402 合约下跌 1.37%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-2.3%、-0.77%。

2、预期回摆、铜价回调。

上周就业市场数据表现良好，无论是 ADP 还是非农都给出了劳动力市场不太支持激进降息的线索，市场快速修复此前的降息预期，美元指数与美债收益率显著回升，铜价应声回落。

3、降息预期修复，贵金属价格承压回落。

上周美国 ADP 及非农就业数据均有超预期表现，叠加 FOMC 会议纪要里并未提到何时降息，前期降息交易随之修复，美元及美债收益率由此快速回升，贵金属价格随之下跌。再往后看，激进的降息预期或有再度调整的可能，金银价格仍有回调的空间，但中长期伴随降息进程推进及地缘冲突带来的避险需求，中长期看价格仍有一定上行空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回调，市场持续在修复此前交易得太过充分的降息预期。主要在于就业市场数据表现良好，无论是 ADP 还是非农都给出了劳动力市场不太支持激进降息的线索，市场快速修复此前的降息预期，美元指数与美债收益率显著回升，铜价应声回落。

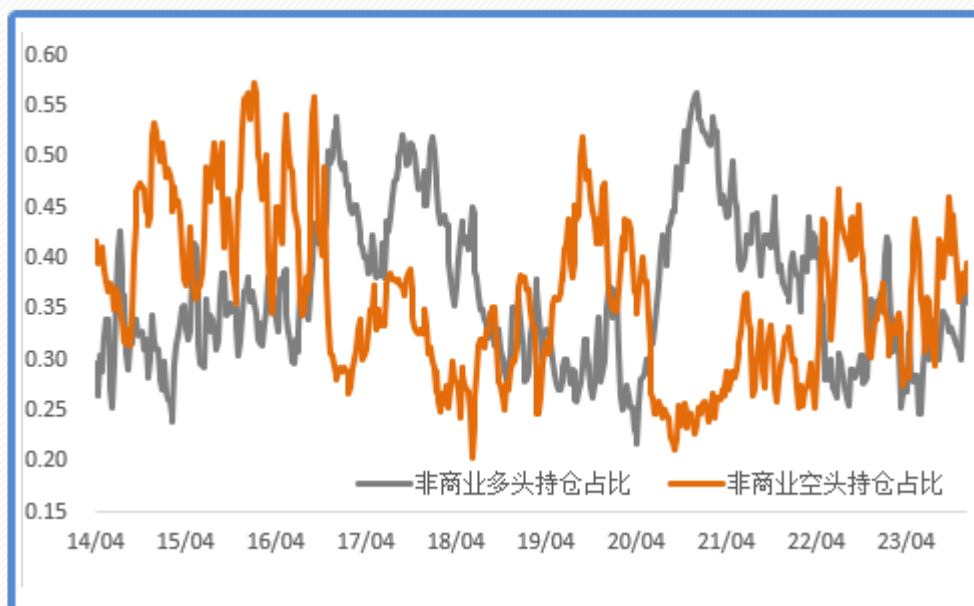
上周 SHFE 铜价小幅回调，主力期货合约价格仍在 68000 元/吨之上运行。目前逐步临近春节，下游开工率有明显回落，库存也有所累积，但是由于这些都属于季节性特征，因此如果没有超季节性弱势，市场很难就此认定基本面完全偏空，况且目前升水还处于相对高位，内盘铜价下方仍有支撑。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线近端基本维持 contango 结构。近期 COMEX 铜库存开始重新累积，北美消费维持平稳，并且北美其它仓库库存开始流出，可能会与 COMEX 库存此消彼长，预计价差结构可能继续维持 contango 结构。

SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，目前随着年关临近，价差结构开始走平，虽然库存仍然处于低位，但是实际上下游的点价以及贸易商的挺价情绪都将不如此前，因此价差结构大概率会继续走平甚至不排除出现小幅 contango 的格局。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，节前非商业空头持仓占比环比有所反弹，多头持仓占比继续上升。目前空头占比回升至近期中位数附近，考虑到持仓数据的滞后已经近期的回调，预计目前空头占比可能已经又再次向上抬升。

图 1：CFTC 基金净持仓

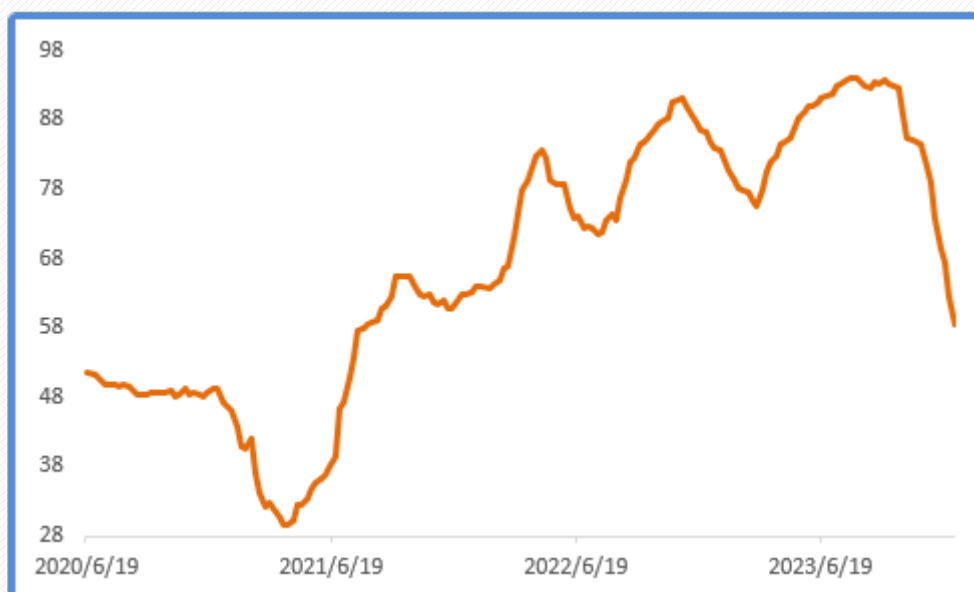


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 C 指数 53.4-62.4 美元/干吨，均值 56.0 美元/干吨，较上周减少 6.4 美元/干吨。铜精矿现货 TC 出现巨大跌幅，卖方大幅下调报价及可成交目标。部分市场参与者长协谈判仍进展十分缓慢，现货需求有一定增加。因现货 TC 快速下行，成本压力增加，部分炼厂仍呈观望态度，未进入现货市场。

图 2：铜精矿加工费

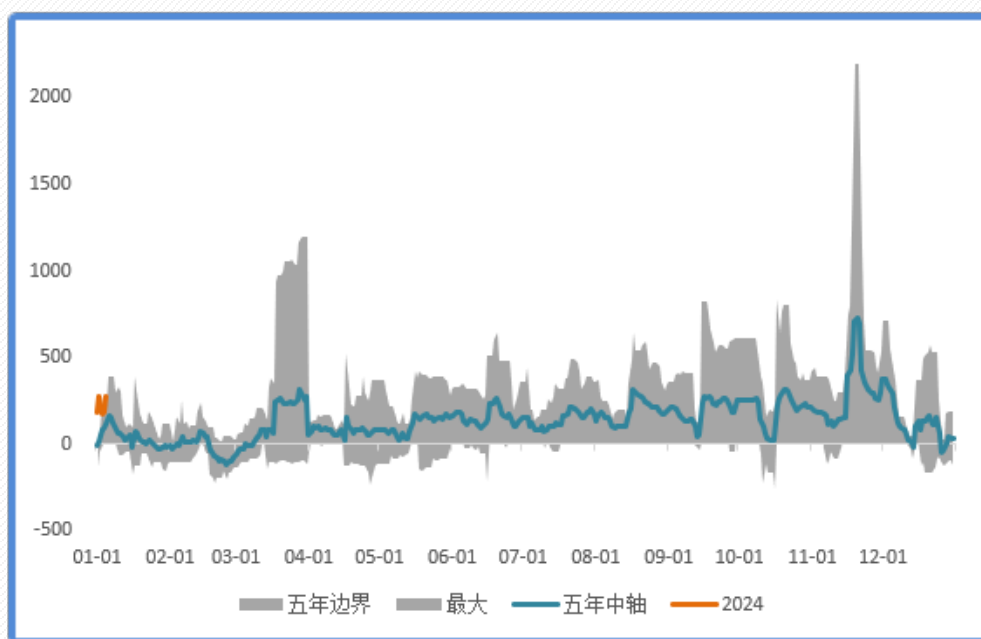


数据来源：SMM

现货方面，周初由于现货升水冲高，加之沪铜盘面仍位于 69000 元/吨上

震荡运行，下游仍存畏高情绪，消费表现不佳。但随着进口铜到货冲击市场，现货升水回落且此时铜价连续回调走低，下游入市接货情绪回暖，消费表现回升。然周尾高价升水局面下，现货成交有所受抑制，下游采购相对谨慎。周一仍有一定量进口铜到货，且周尾主流品牌高价升水情况下，现货成交表现不佳，但由于上海地区库存继续低位运行，短期难见明显增量，对于现货升水或存一定支撑，同时下游消费亦有继续回升空间，因此升水或将有所拉锯。

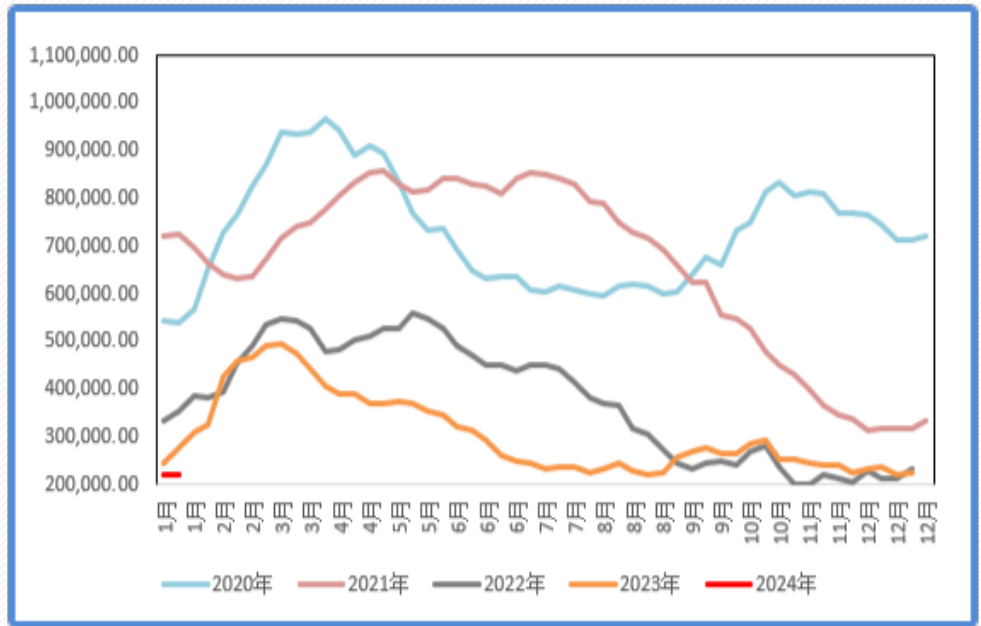
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 7.06 万吨，较 28 日增 0.57 万吨，较 2 日增 0.45 万吨；本周上海市场电解铜现货库存回升，周内进口铜到货增加，但同时铜价、升水共同回落下，下游采购需求有所回暖，库存表现小幅回升。广东市场电解铜现货库存有所下降，主因市场到货较少，且下游补货增加，仓库入库偏少出库增加，库存亦减少。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 0.80 万吨，较 28 日增 0.07 万吨，较 2 日增 0.06 万吨；保税区库存仍处于低位，周内美金铜市场活跃度有限，部分仓库入库出库基本持平，库存变化不大。

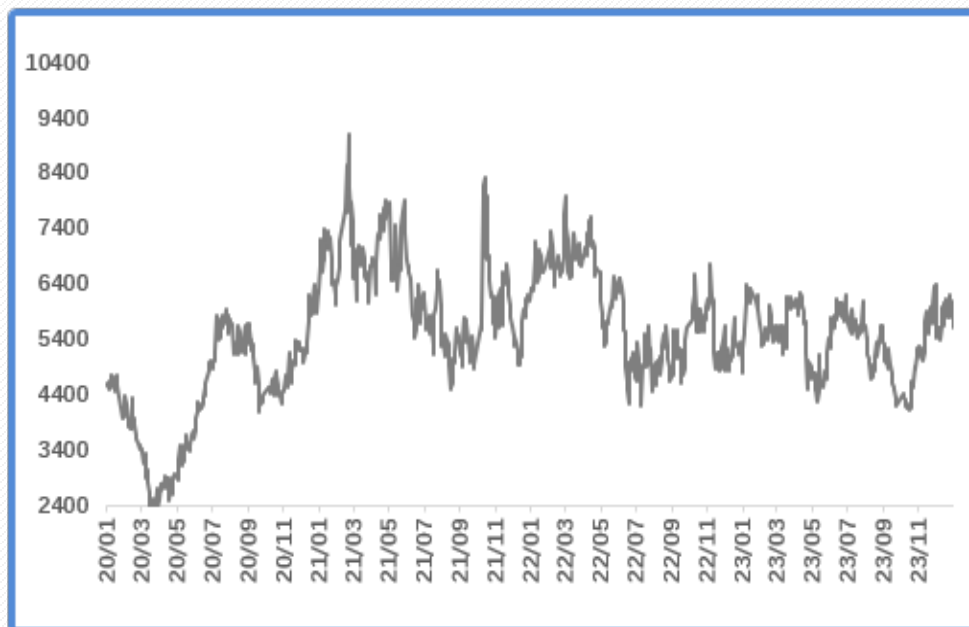
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体呈现上涨趋势，其中广东市场上涨最为明显；精铜杆企业陆续复产，实际生产表现环比有所下滑；再生铜杆市场交易表现差强人意，企业提产难度大；精废铜杆价差与对期铜倒挂双双收缩，再生铜杆交易属性一般。随着市场的进一步恢复，后续铜杆的产销表现会有所提升，尤其是精铜杆企业，部分企业恢复后为争取足量的订单，可能会出现阶段性低价争取订单的现象，以保障春节前的生产安排，也尽可能的释放 2 月受假期的影响。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体有所回落，内盘价格受汇率影响得以支撑，COMEX 金银整体于 2030-2089 美元/盎司、22.8-24.4 美元/盎司区间内运行。上周美国 ADP 及非农就业数据均有超预期表现，叠加 FOMC 会议纪要里并未提到何时降息，美元及美债收益率由此快速回升，贵金属价格随之下跌。

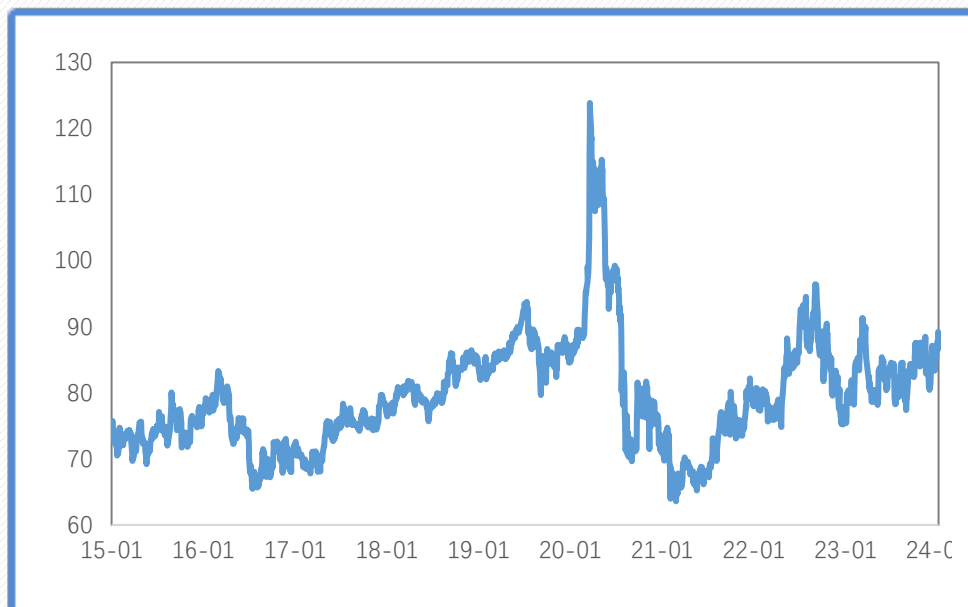
贵金属价格监控

2024/1/5	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2052.6	2071.8	-0.9%
COMEX 白银	23.1	23.6	-1.9%
伦敦金现	2056.4	2062.4	-0.3%
伦敦银现	23.0	23.8	-3.5%
SHFE 黄金	481.8	482.3	-0.1%
SHFE 白银	5888.0	5990.0	-1.7%
上金所黄金 T+D	480.3	479.9	0.1%
上金所白银 T+D	5884.0	5973.0	-1.5%

（二） 比价与波动率

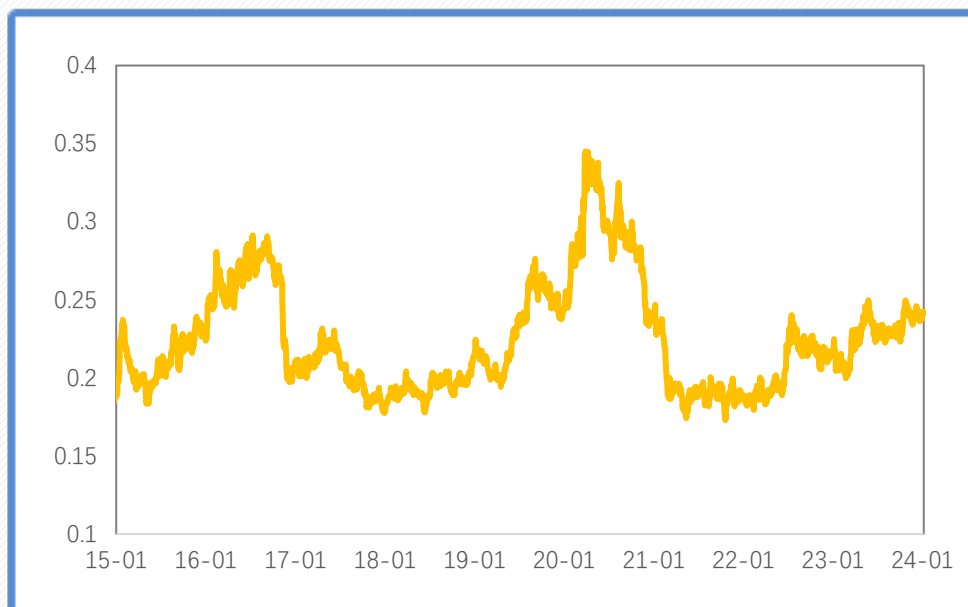
上周，白银跌幅强于黄金，金银比震荡回升；铜与黄金共振下行，金铜比窄幅震荡；原油价格小幅回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



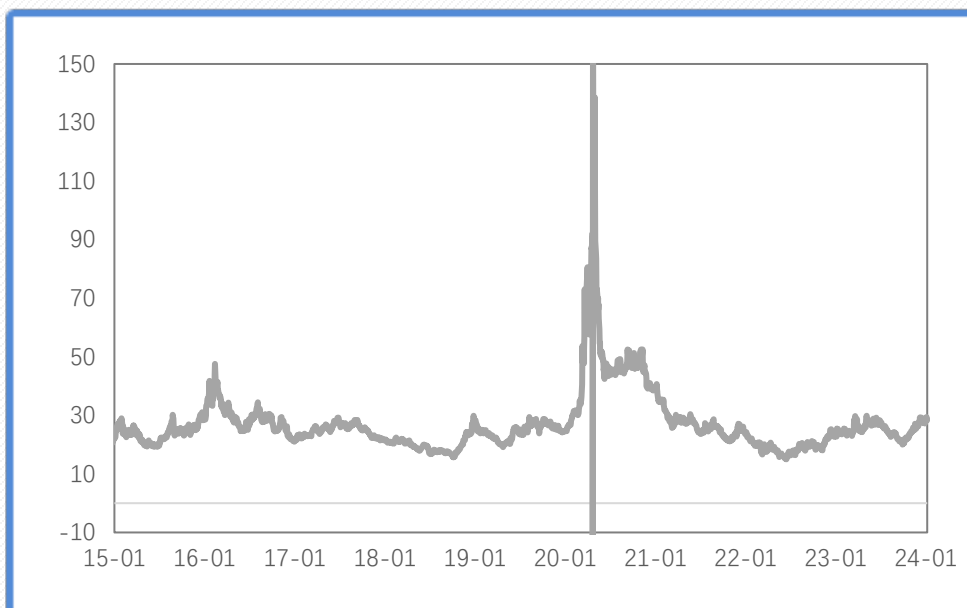
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

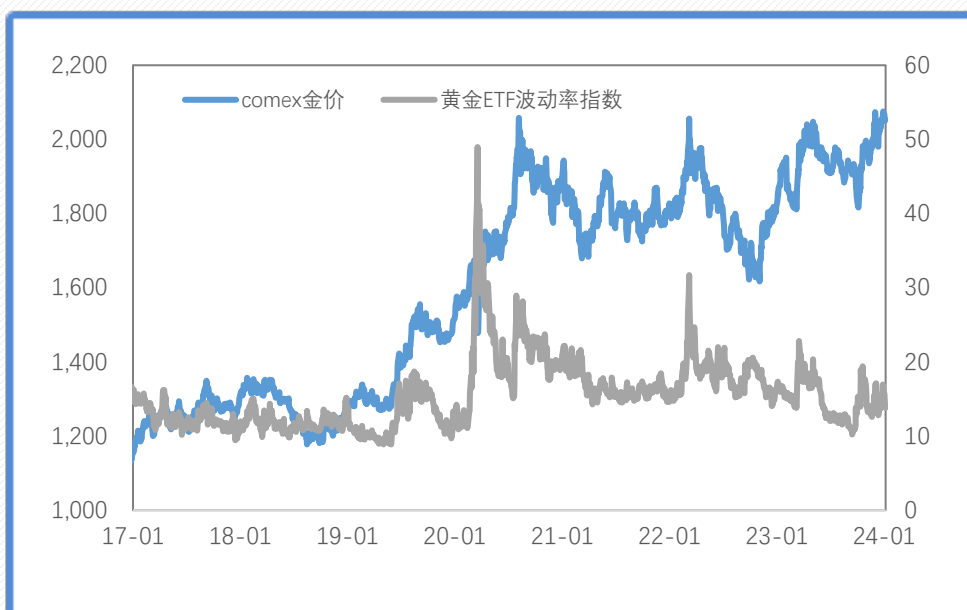
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 周内小幅回落，前期降息交易有所降温，黄金波动率有所修复。

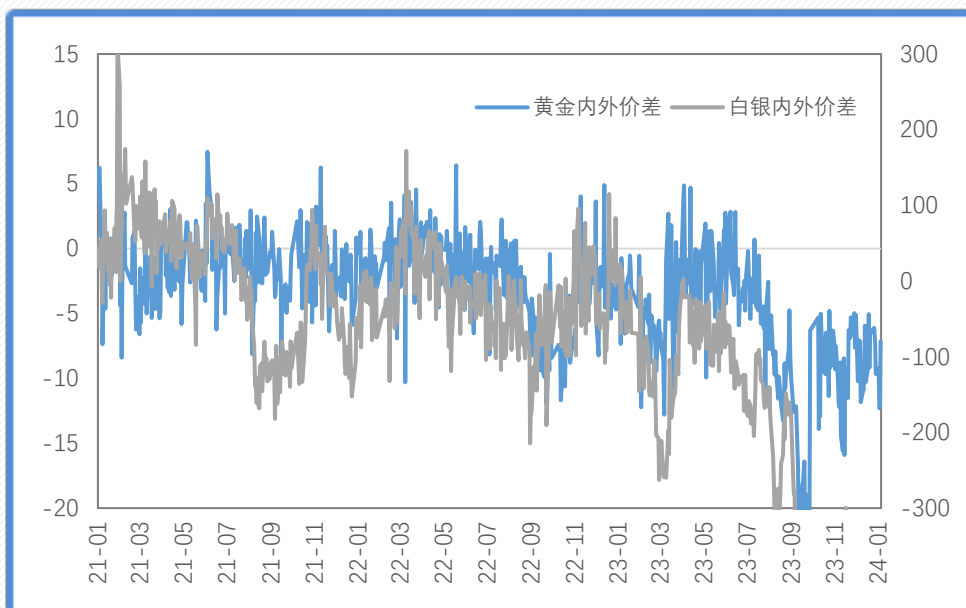
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

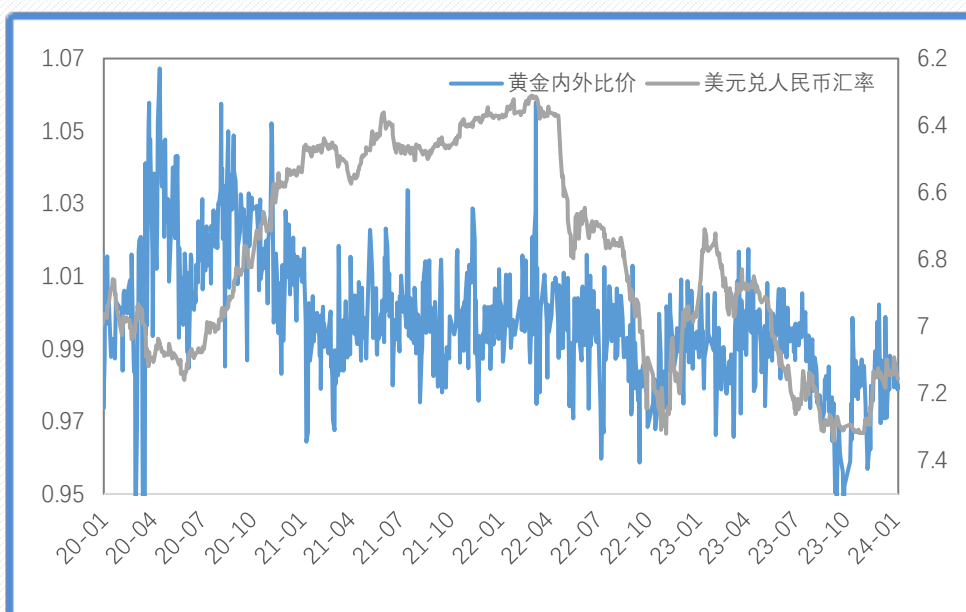
近期人民币汇率影响较前期有所增强，上周黄金内外价差有所回升、白银内外价差有所回落，黄金与白银内外比价窄幅震荡。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

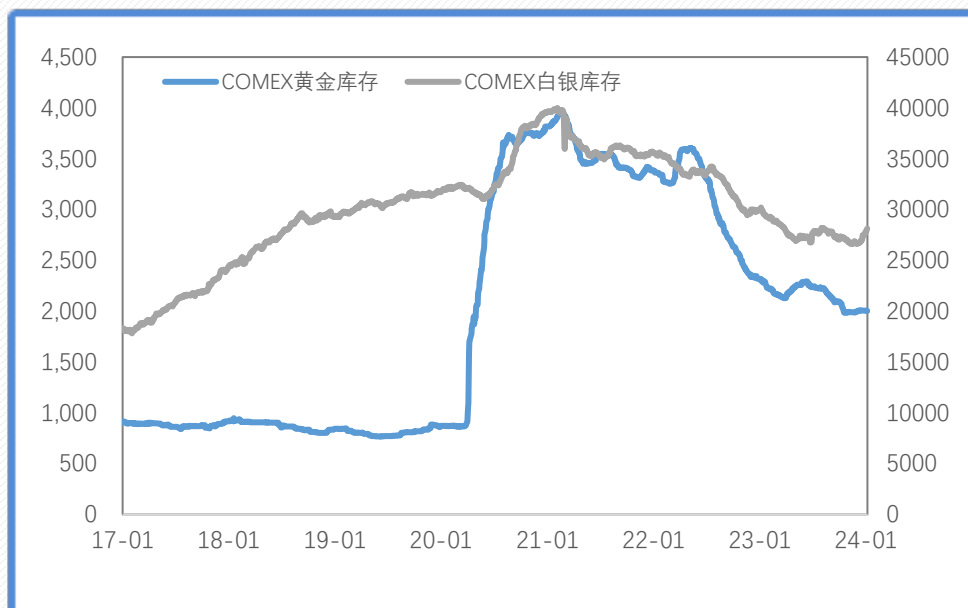


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

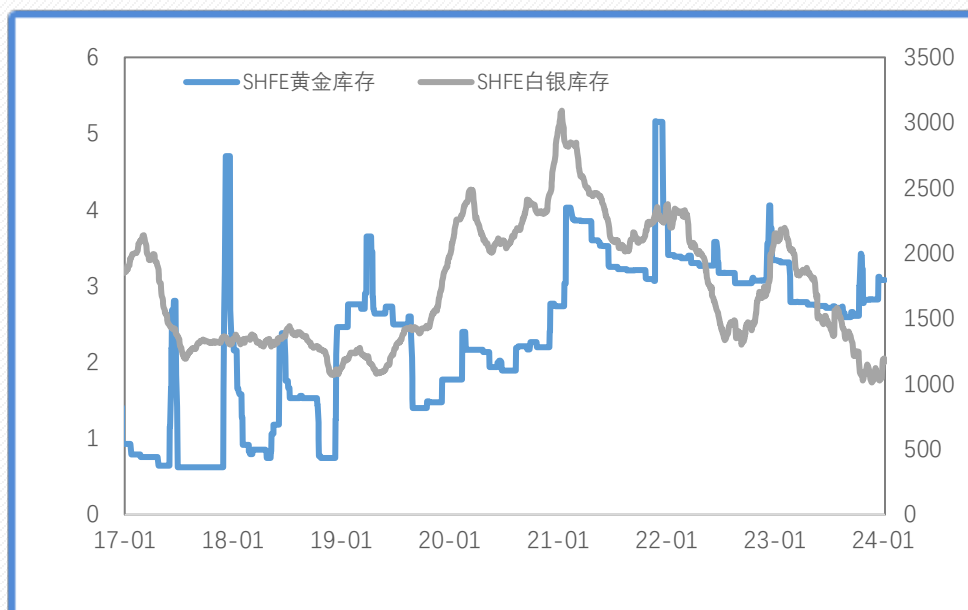
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 2003.6 万盎司，环比减少约 0.45 万盎司，COMEX 白银库存约为 28115 万盎司，环比增加约 328 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.078 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1168 吨，环比减少约 20.8 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

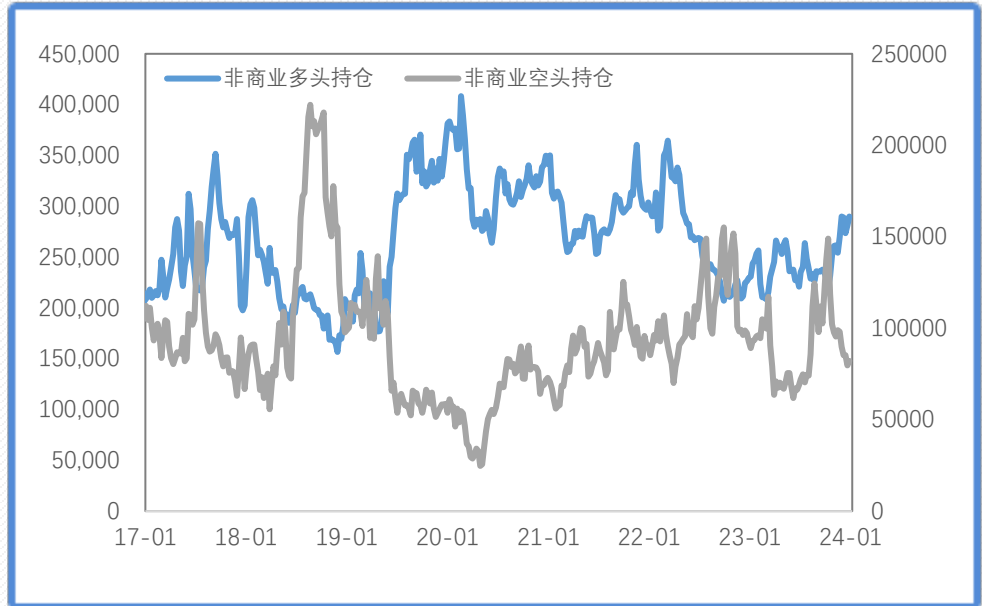
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

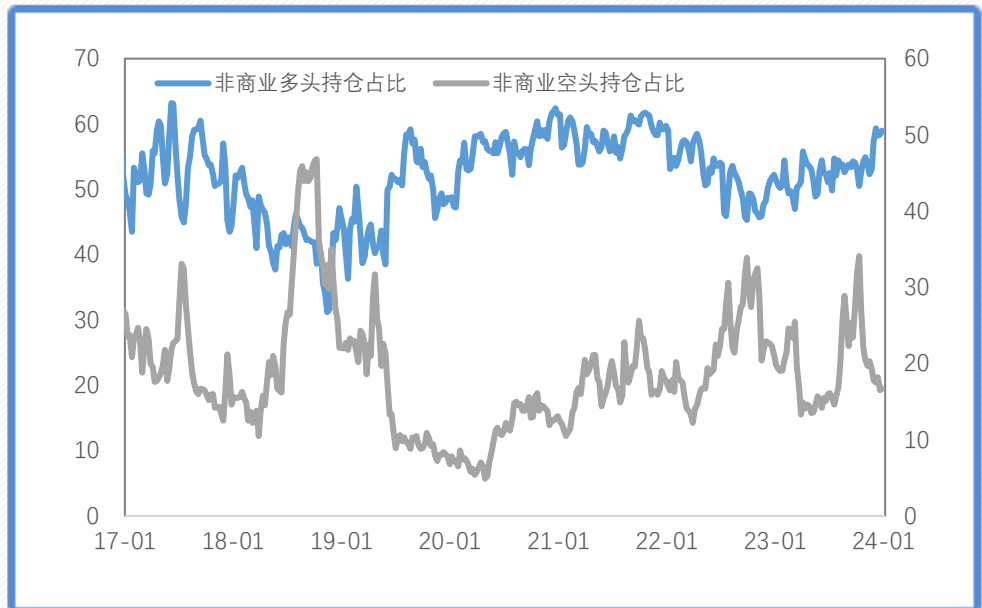
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 9.5 吨至 870 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 92.7 吨至 13510 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 37.2 万手, 其中非商业净多持仓增加 8871 手至 28.98 万手, 空头持仓增加 2492 手至 8.2 万手;非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 59%附近, 非商业空头持仓占比增加至 16.7%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



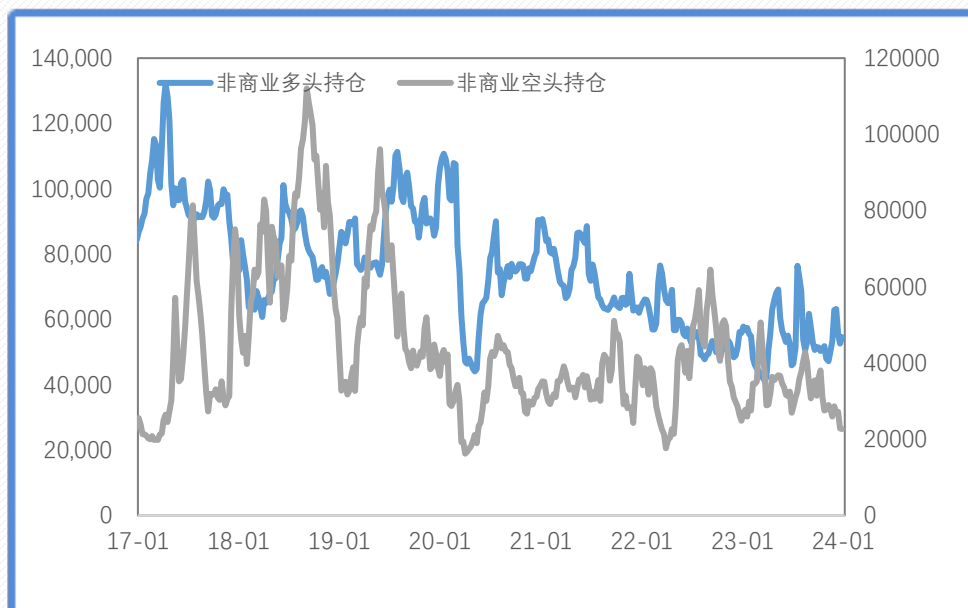
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



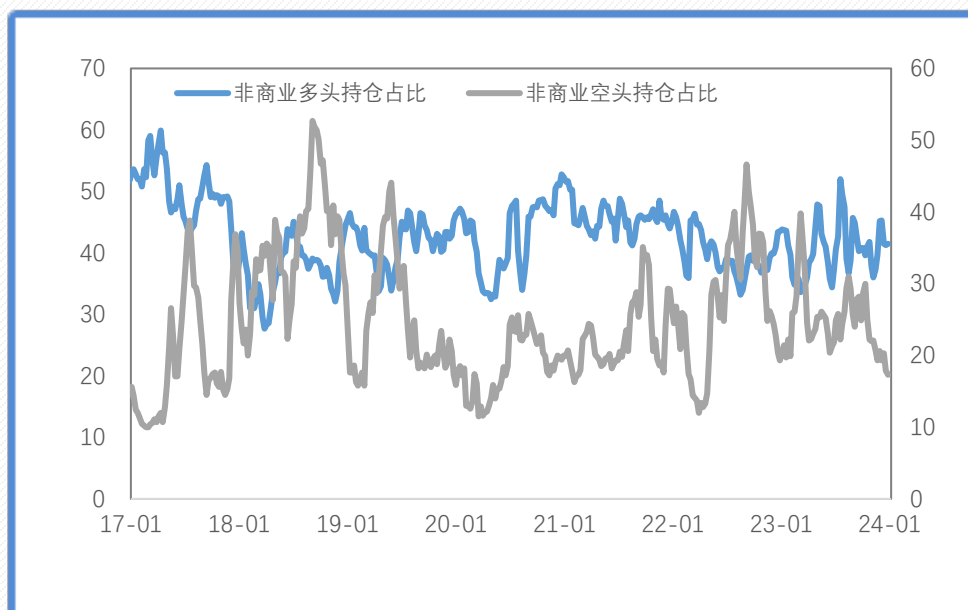
数据来源: Wind

图 16：COMEX 白银持仓



数据来源：Wind

图 17：COMEX 白银持仓占比



数据来源：Wind

目前逐步临近春节，下游开工率有明显回落，库存也有所累积，但是由于这些都属于季节性特征，因此如果没有超季节性弱势，市场很难就此认定基本面完全偏空，况且目前升水还处于相对高位，内盘铜价下方仍有支撑。

美国就业数据的强劲使得前期的降息交易快速修复，激进的降息预期或有重新调整的可能，金银价格仍有回调的空间，但中长期伴随降息进程推进及地缘冲突带来的避险需求，中长期看价格仍有一定上行空间。

关注及风险提示

美国 CPI、PPI、批发销售数据、欧元区失业率、地缘冲突等。

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。