

降息预期反复，铜价承压、贵金属高位震荡

摘要：一方面美国 CPI 表现出一定韧性，市场周中再度调整了此前过于激进的降息预期，铜价有所承压，另一方面红海局势周中再度紧张，市场对二次通胀的预期有所回升，也对铜价形成压制，最后值得注意的是周五晚间美国 PPI 超预期回落，市场降息预期回升但是铜价依然承压，这可能表达了对工业需求的担忧。

金属市场周报

2024. 1. 8-2024. 1. 12

核心观点

1、上周受宏观面扰动，贵金属价格高位震荡，铜价承压。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.05%，白银下跌 0.11%；沪金 2402 合约下跌 0.32%，沪银 2402 合约上涨 0.02%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.76%、-0.28%。

2、通胀展现粘性，铜价有所承压。

一方面美国 CPI 表现出一定韧性，市场周中再度调整了此前过于激进的降息预期，铜价有所承压，另一方面红海局势周中再度紧张，市场对二次通胀的预期有所回升，也对铜价形成压制，最后值得注意的是周五晚间美国 PPI 超预期回落，市场降息预期回升但是铜价依然承压，这可能表达了对工业需求的担忧。

3、降息预期反复，贵金属价格高位震荡。

上周美国 CPI 数据超预期回升，就业数据依然强劲，贵金属价格承压回落。然而，周五美国的 PPI 数据低于预期，贵金属价格随之修复。再往后看，降息预期来回反复，但地缘局势的问题支撑贵金属价格维持高位，关注美国通胀的表现对降息时点及幅度的影响，贵金属价格易涨难跌。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回调，一方面美国 CPI 表现出一定韧性，市场周中再度调整了此前过于激进的降息预期，铜价有所承压，另一方面红海局势周中再度紧张，市场对二次通胀的预期有所回升，也对铜价形成压制，最后值得注意的是周五晚间美国 PPI 超预期回落，市场降息预期回升但是铜价依然承压，这可能表达了对工业需求的担忧。

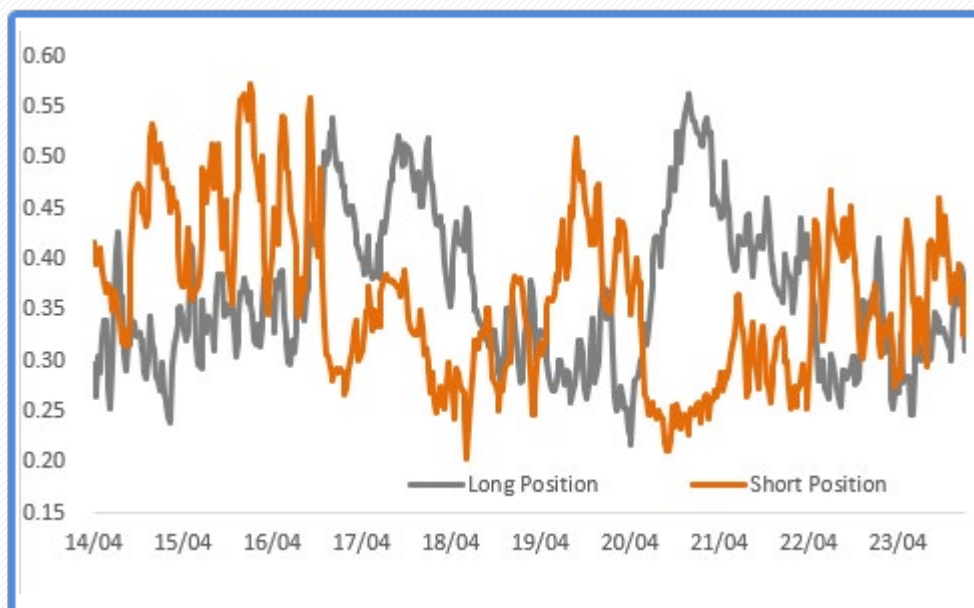
上周 SHFE 铜价窄幅震荡，围绕 68000 元/吨一线上下运行。目前国内处于窗口期，临近春节季节性累库即将到来，消费无法证实或者证伪，但市场对明年铜基本面还是倾向于有缺口，铜会相对紧缺，因此做空的力量也暂时不会在此时集中释放，因此内盘铜价可能还将维持一段时间的区间震荡格局。

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

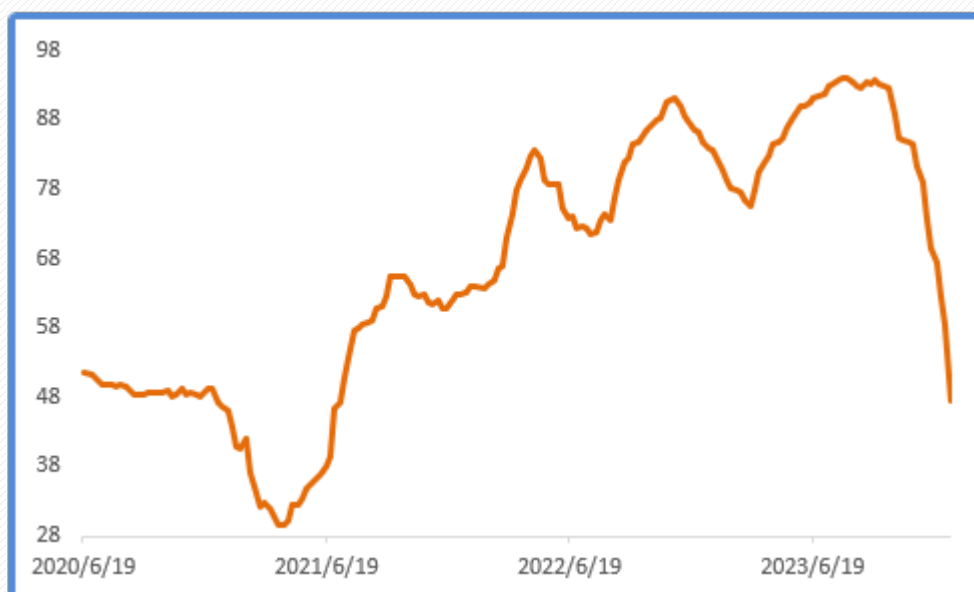


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 43.8-52.1 美元/干吨，均值 48.8 美元/干吨，较上周减少 7.2 美元/干吨。铜精矿现货 TC 再次骤降，铜精矿供需已经快速进入短缺格局。目前现货 TC 水平已经低于冶炼厂的成本线，或将有更多的炼厂降低负荷或者提前安排检修以尽可能抵冲风险。多个市场参与者表示现货 TC 可能继续下行。

图 2：铜精矿加工费

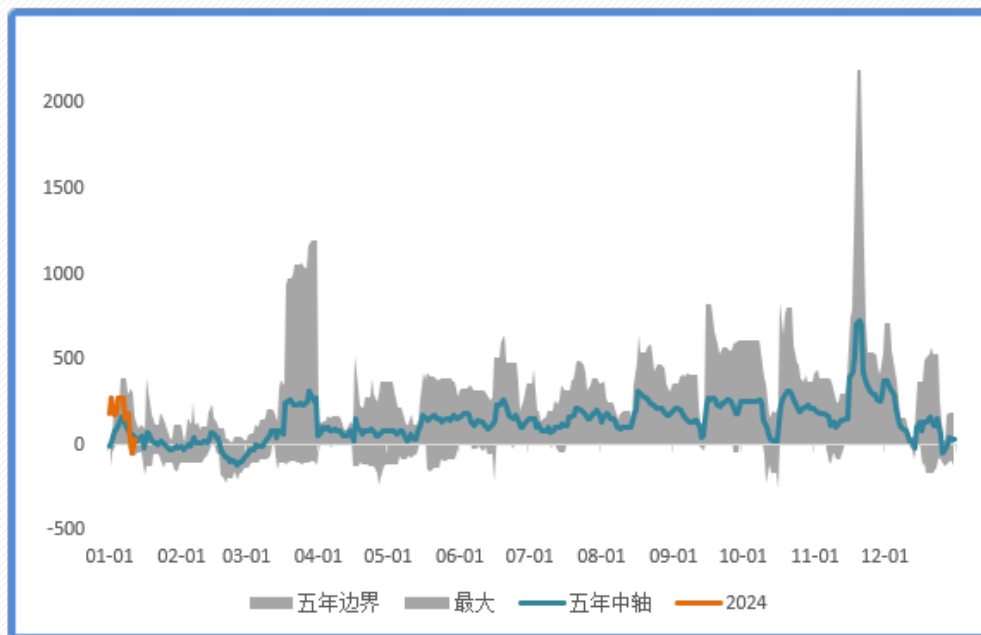


数据来源：SMM

现货方面，铜价重心连续回落，加之现货升水同样下跌明显，下游消费

尚可，日内入市接货补库积极性较高，整体需求继续回升；且部分时间现货表现大幅贴水时，少数贸易商表现逢低收货情绪。本周交割换月，月差因素影响减弱，加之下游消费仍存补库需求，升水将有所回升，但后续进口铜仍有增量，需留意周内到货冲击及铜价反弹对于下游接货情绪抑制，现货升水或将运行于升 100~250 元/吨区间。

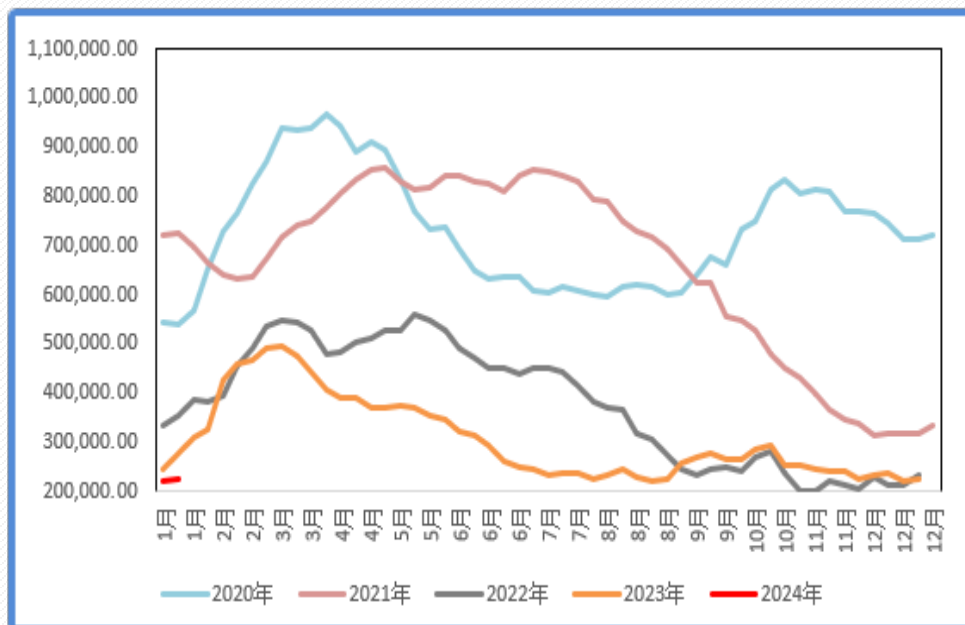
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 6.39 万吨，较 4 日降 0.67 万吨，较 8 日降 0.33 万吨；本周上海市场电解铜现货库存小幅回落，周内进口铜虽有所到货，但沪粤价差出现套利空间，部分货源转移至华南地区，加上铜价重心连续走低，下游逢低补库，库存亦小幅下降。广东市场电解铜现货库存小幅增加，市场到货增加且高升水局面下游接货意愿不高。

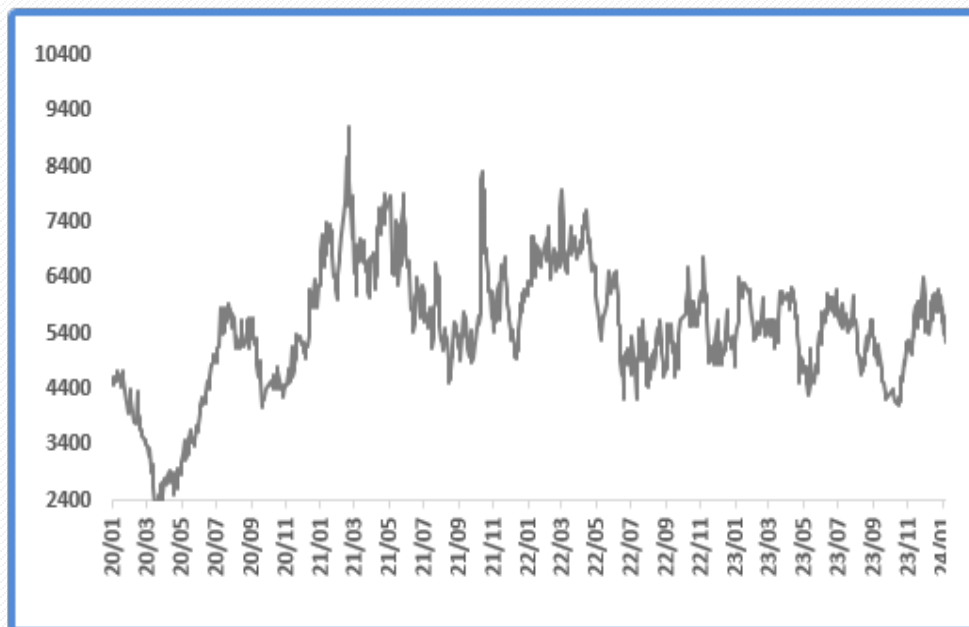
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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下跌趋势，市场间价差变化明显；精铜杆企业产出陆续回升，成品库存开始增加；再生铜杆企业生产依然偏弱，终端提货较慢，导致厂内成品库存开始积累；再生铜杆与对期铜倒挂继续收缩，再生铜杆交易未见提升。后市来看，目前下游提货进度较慢，导致铜杆企业出现不同程度的成品库存回升，加之春节假期临近，市场需求可能会继续减弱，后续可能导致部分铜杆企业进入阶段休炉，以此来缓和成品库存压力。需求端的表现目前暂时未见到明显的增长表现，可能也会进一步导致后续企业产销的下滑，目前来看，要多关注后续下游的提货表现。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格先抑后扬，COMEX 金银整体于 2017-2068 美元/盎司、22.6-23.8 美元/盎司区间内高位震荡。上周美国 CPI 数据超预期回升，就业数据依然强劲，贵金属价格承压回落。然而，周五美国的 PPI 数据低于预期，贵金属价格随之回升。当前，地缘局势的紧张给金价带来显著支撑。

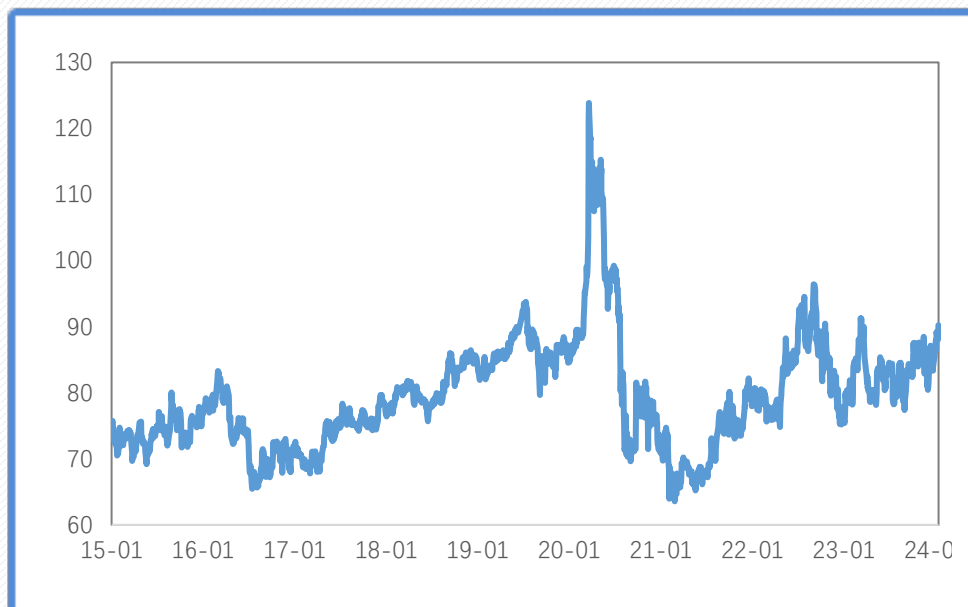
贵金属价格监控

2024/1/12	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2053.6	2052.6	0.0%
COMEX 白银	23.4	23.1	1.1%
伦敦金现	2055.7	2056.4	0.0%
伦敦银现	23.0	23.0	0.2%
SHFE 黄金	498.3	481.8	3.4%
SHFE 白银	5897.0	5888.0	0.2%
上金所黄金 T+D	480.1	480.3	0.0%
上金所白银 T+D	5909.0	5884.0	0.4%

（二） 比价与波动率

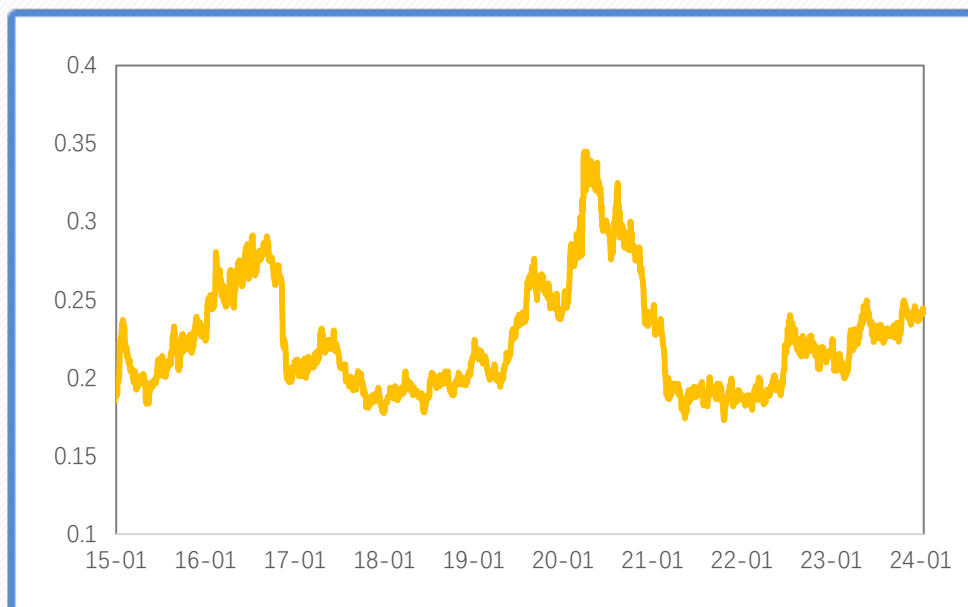
上周，受宏观面影响，金银比窄幅震荡；铜价跌幅强于金价，金铜比有所回落；原油价格有所回升，金油比小幅下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



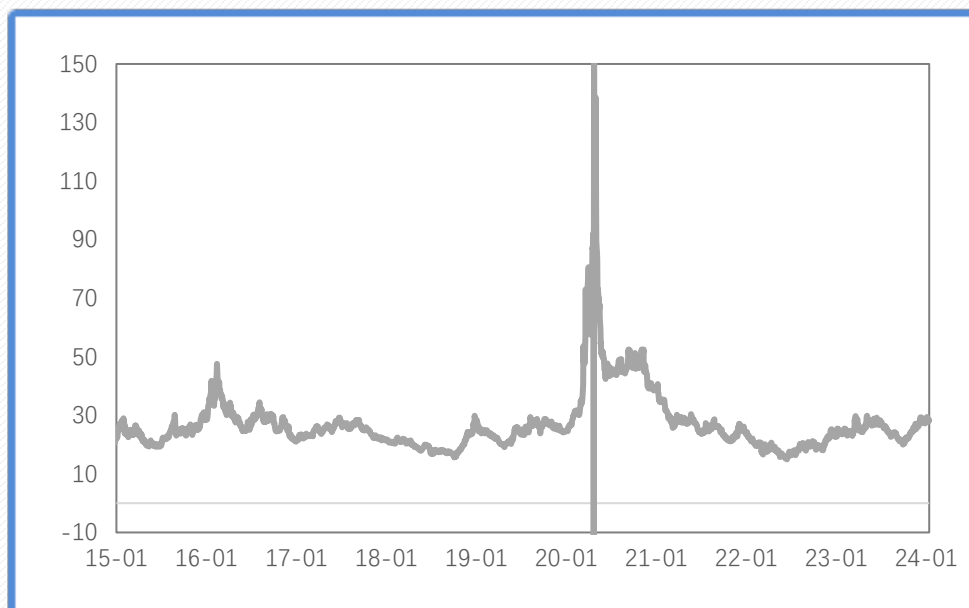
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

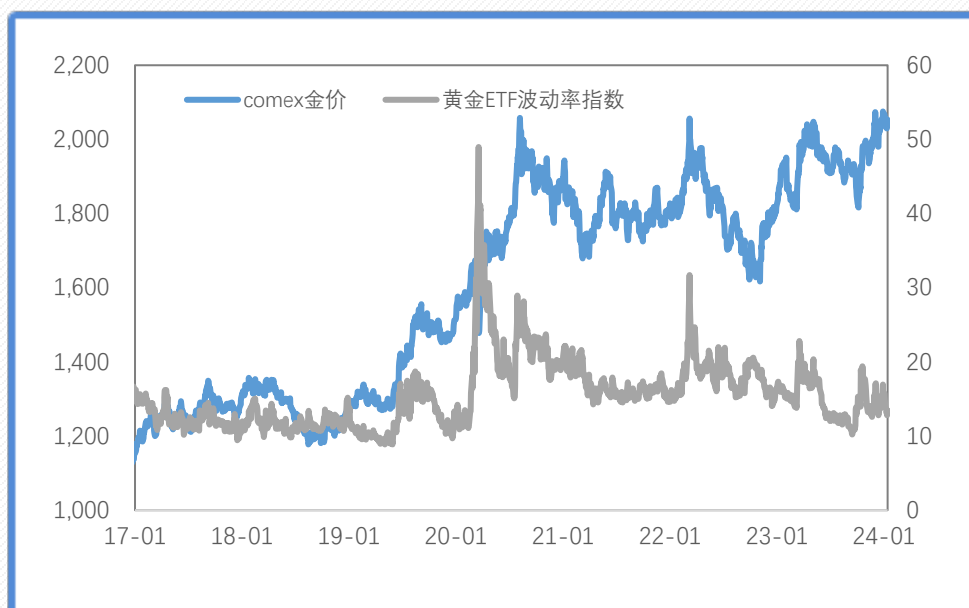
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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。

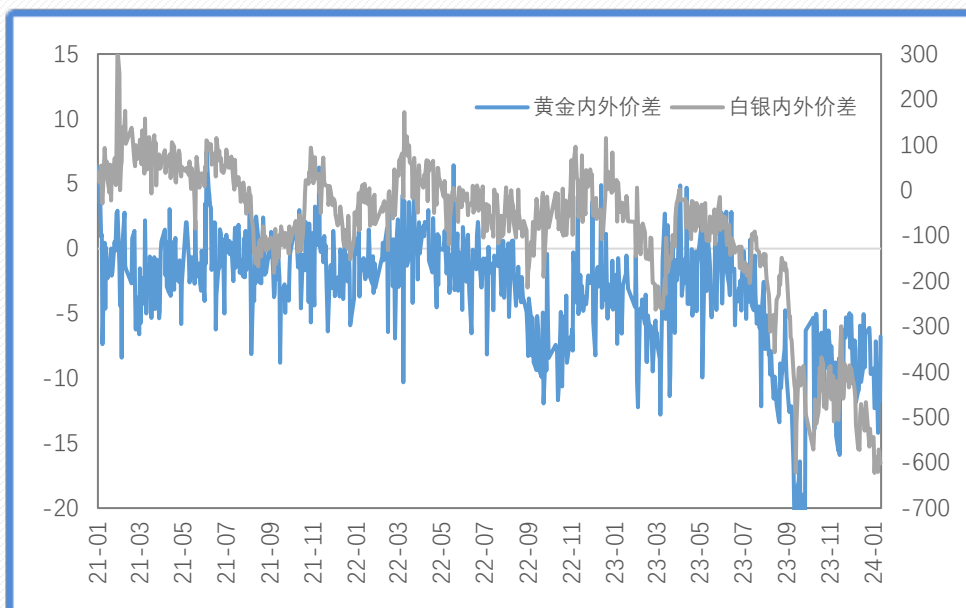
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

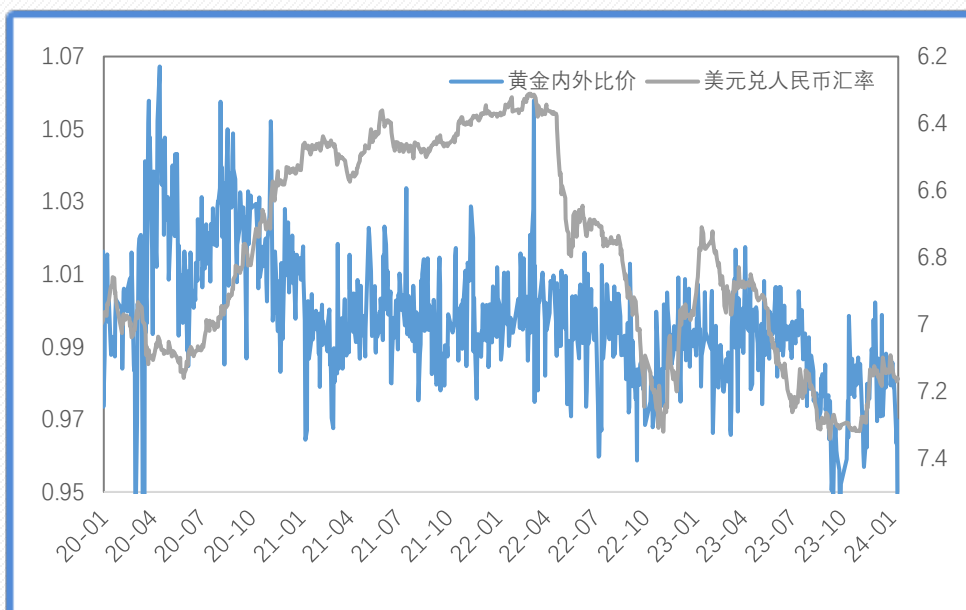
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金内外价差有所回升、白银内外价差有所回落，黄金内外比价显著下行，白银内外比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

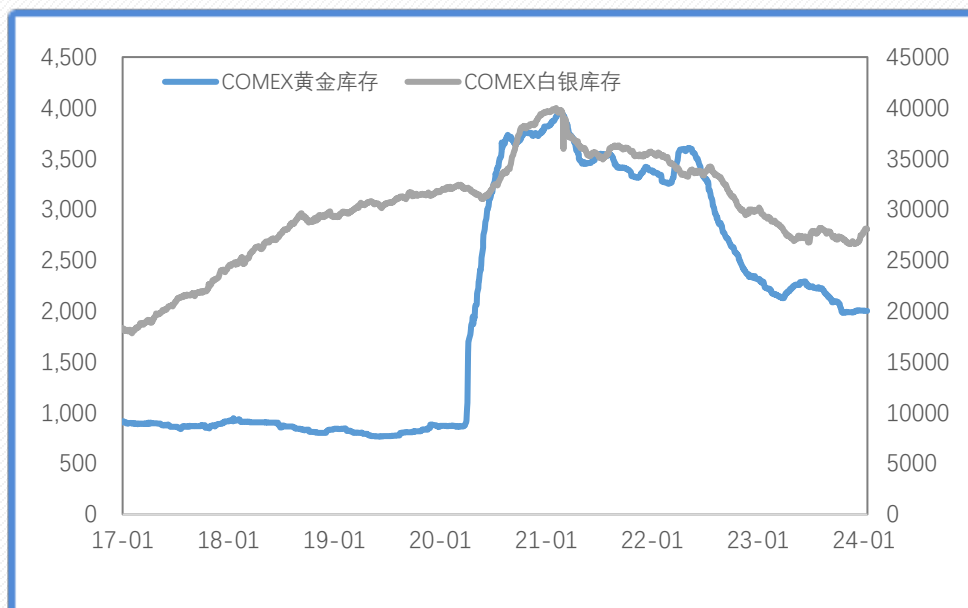


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

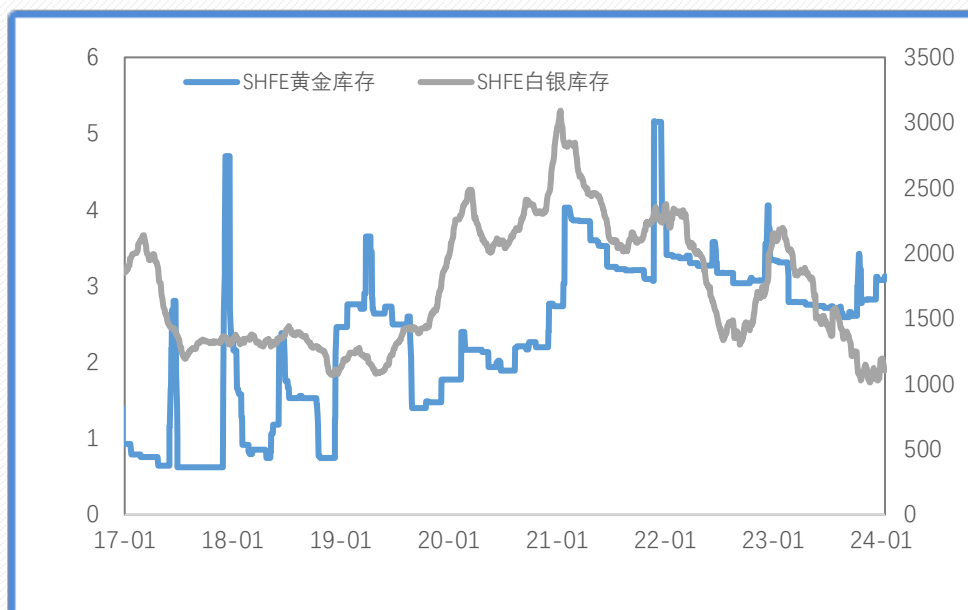
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 2002.6 万盎司，环比减少约 1.1 万盎司，COMEX 白银库存约为 28046 万盎司，环比减少约 69.2 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.13 吨，环比增加约 0.05 吨，SHFE 白银库存约为 1102.7 吨，环比减少约 65.3 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

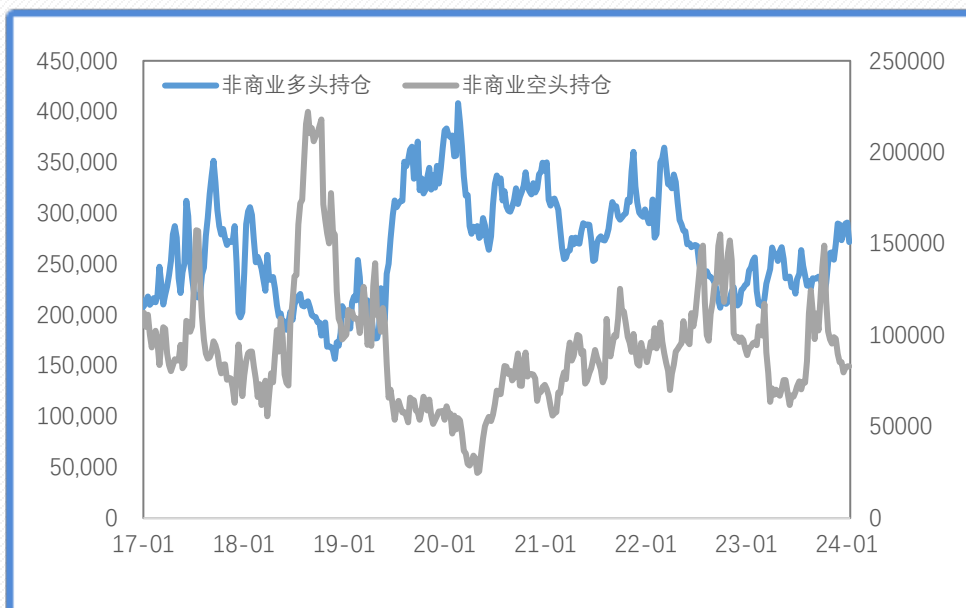
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

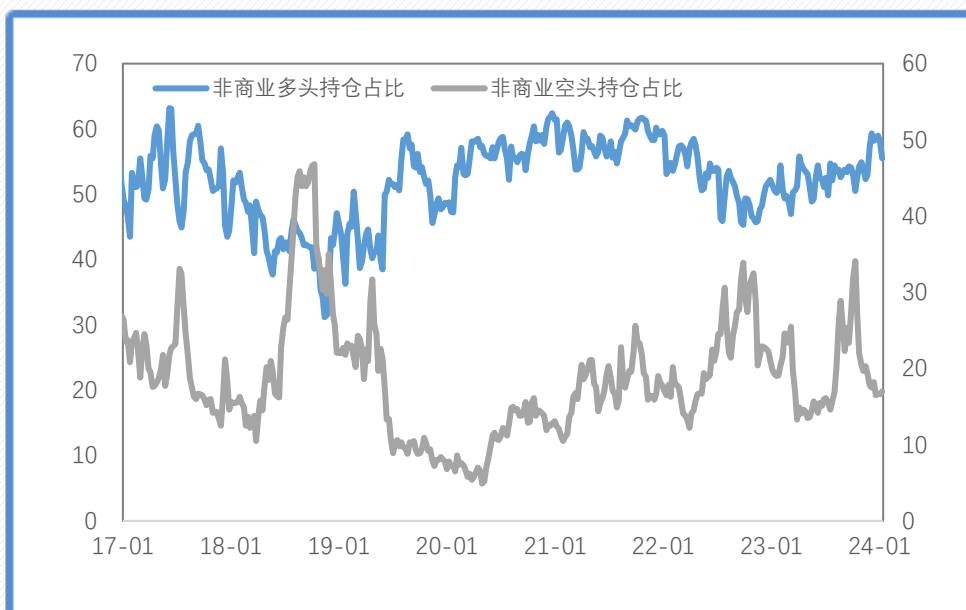
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 5.8 吨至 864 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 27 吨至 13483 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.47 万手, 其中非商业多头持仓减少 19041 手至 27.17 万手, 空头持仓减少 6 手至 8.31 万手; 非商业多头持仓依然占优, 比例较上周减少至 55.5% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 17% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



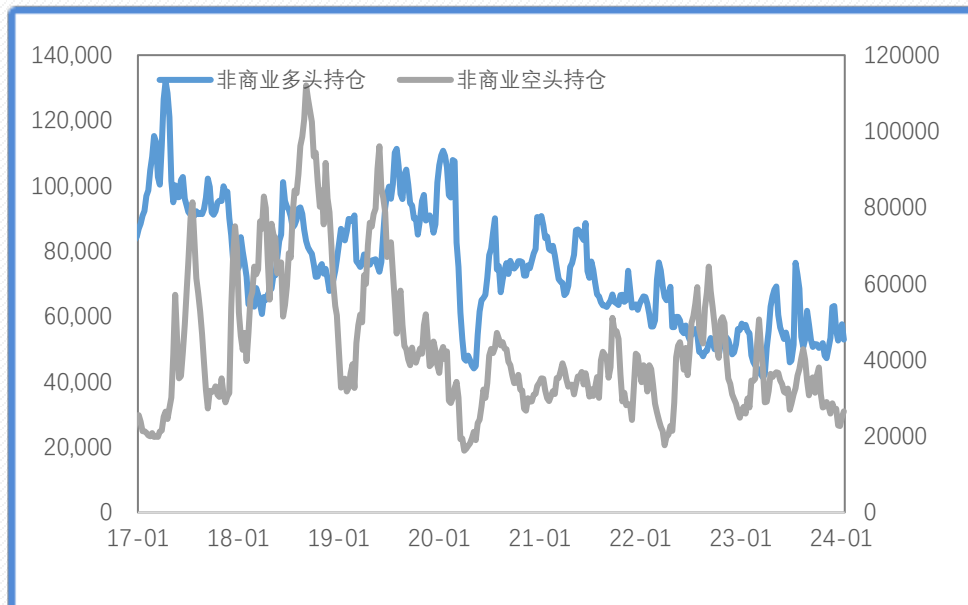
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



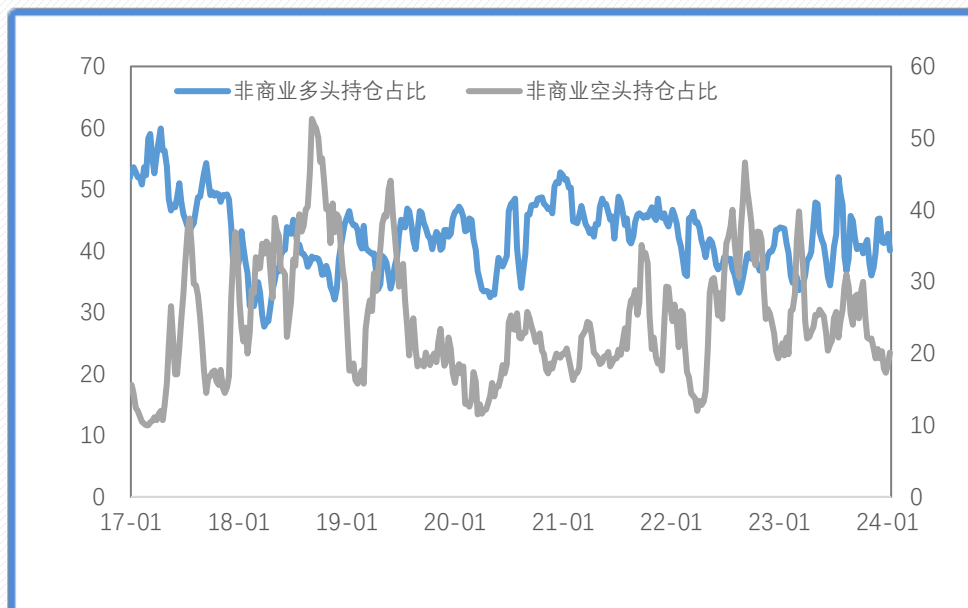
数据来源: Wind

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

目前国内处于窗口期, 临近春节季节性累库即将到来, 消费无法证实或者证伪, 但市场对明年铜基本面还是倾向于有缺口, 铜会相对紧缺, 因此做空的力量也暂时不会在此时集中释放, 因此内盘铜价可能还将维持一段时间的区间震荡格局。

降息预期来回反复, 但地缘局势的问题支撑贵金属价格维持高位, 关注美国通胀的表现对降息时点及幅度的影响, 贵金属价格易涨难跌。



关注及风险提示

美国零售销售数据、工业产出、房产数据、通胀预期；红海局势等。

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。