

# 美国经济数据显韧性，衰退主题交易何时来？

## 金属市场周报

2024. 1. 15-2024. 1. 19

摘要：周中市场降息预期修正继续给铜价带来压力，但随后基本修复到位后铜价再度回升。目前美国经济数据无论是就业市场、零售还是通胀都呈现出一定的韧性，这对于市场而言并非是最好的消息，因为这些数据只会使得降息预期后置，从而可能在某个时点带来衰退交易。

### 核心观点

#### 1、上周受降息预期调整的影响，贵金属与铜价窄幅震荡。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 1.06%，白银下跌 2.61%；沪金 2404 合约下跌 0.09%，沪银 2406 合约上涨 0.07%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.47%、-0.57%。

#### 2、降息预期修复，铜价先抑后扬。

周中市场降息预期修正继续给铜价带来压力，但随后基本修复到位后铜价再度回升。目前美国经济数据无论是就业市场、零售还是通胀都呈现出一定的韧性，这对于市场而言并非是最好的消息，因为这些数据只会使得降息预期后置，从而可能在某个时点带来衰退交易。

#### 3、因地缘问题及购金需求，金价下方仍有显著支撑。

上周美国零售销售、工业产出、新屋开工、初请失业金人数等数据均呈超预期表现，经济韧性再度显现，降息预期由此回摆。当前 3 月不降息的概率已超过 50%，贵金属价格上方压力明显，但受到避险及央行购金需求的影响，金价于 2000 附近仍然得到显著支撑。再往后看，前期激进的降息预期持续修正，虽然经济数据韧性依然存在，但降息已然确认，地缘局势及购金需求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 铜价区间震荡，周初价格反弹，修复了此前的跌幅，但是周中市场降息预期修正继续给铜价带来压力，但随后基本修复到位后铜价再度回升。目前美国经济数据无论是就业市场、零售还是通胀都呈现出一定的韧性，这对于市场而言并非是最好的消息，因为这些数据只会使得降息预期后置，从而可能在某个时点带来衰退交易。

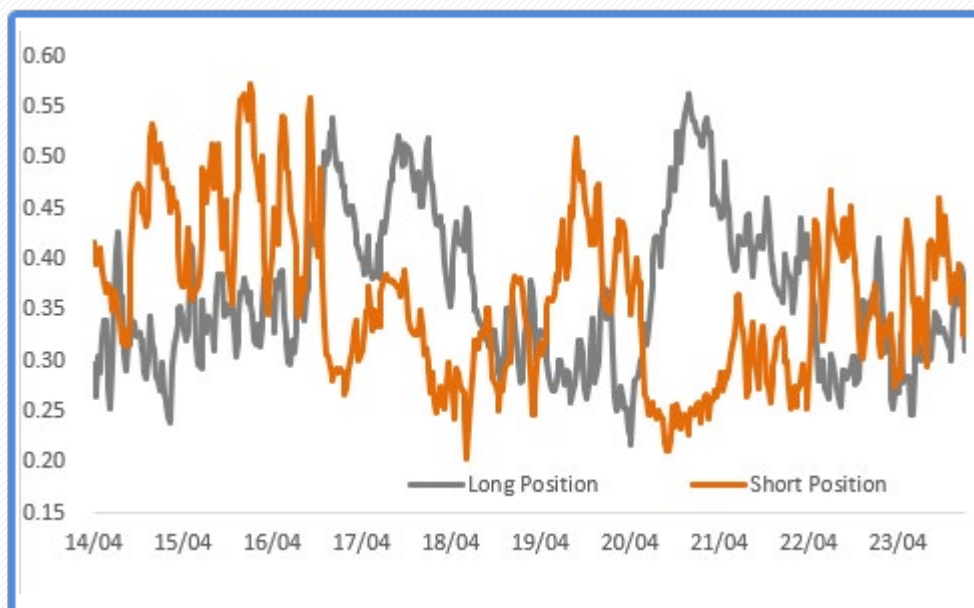
上周 SHFE 铜价窄幅震荡，围绕 67800 元/吨一线上下运行。目前国内处于窗口期，临近春节季节性累库即将到来，消费无法证实或者证伪，但市场对明年铜基本面还是倾向于有缺口，铜会相对紧缺，因此做空的力量也暂时不会在此时集中释放，因此内盘铜价可能还将维持一段时间的区间震荡格局。

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

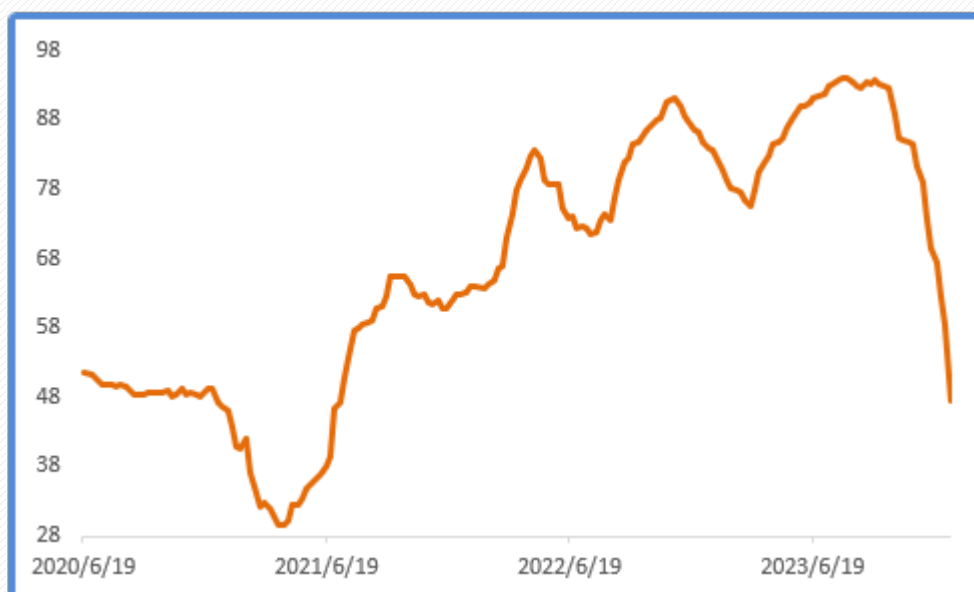


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 34.6-43.5 美元/干吨，均值 38.5 美元/干吨，较上周减少 10.3 美元/干吨。铜精矿现货 TC 继续下行，铜冶炼厂的运营压力再次增大，市场活跃度一般，多数炼厂保持静默等待。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。

图 2：铜精矿加工费

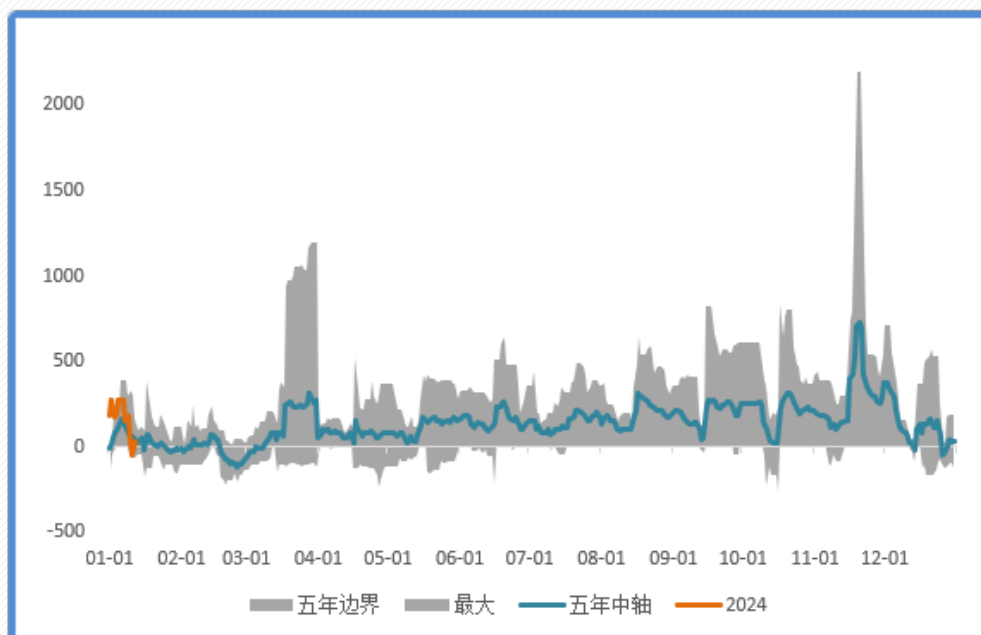


数据来源：SMM

现货方面，铜价虽震荡走低，且现货升水同样承压回落，但下游存在一

定畏跌情绪，消费未能表现明显增量，叠加企业尚未有提前备货计划，日内接货仍有所谨慎，现货贴水行情时，市场采购需求表现好转，但整体相对有限。据了解下周仍有进口铜陆续到货，但下游逐渐开启节前备货计划，市场消费将有所回升，且周内主流平水铜货源并不显宽裕，现货升水或将表现易涨难跌，但铜价如若反弹走高亦或限制升水上涨空间。

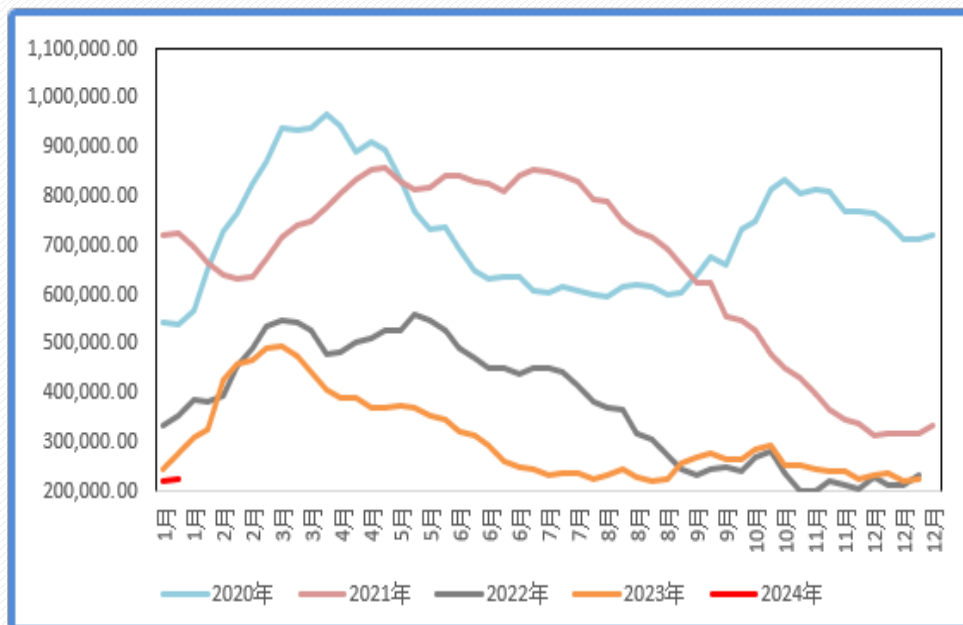
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内电解铜产量 24.4 万吨，环比增加 0.2 万吨；本周产量增加，主因部分检修等原因影响产量的冶炼企业逐渐恢复生产，新投的产能逐渐爬产中；加之冶炼企业纷纷争取开门红，因此产量环比增加。国内铜冶炼企业电解铜成品库存 6.6 万吨，较上周环比减少 0.2 万吨；本周交割换月，冶炼厂出货进行交割，但下游消费依旧偏弱，因此，冶炼厂发货增加，厂库波动不大。

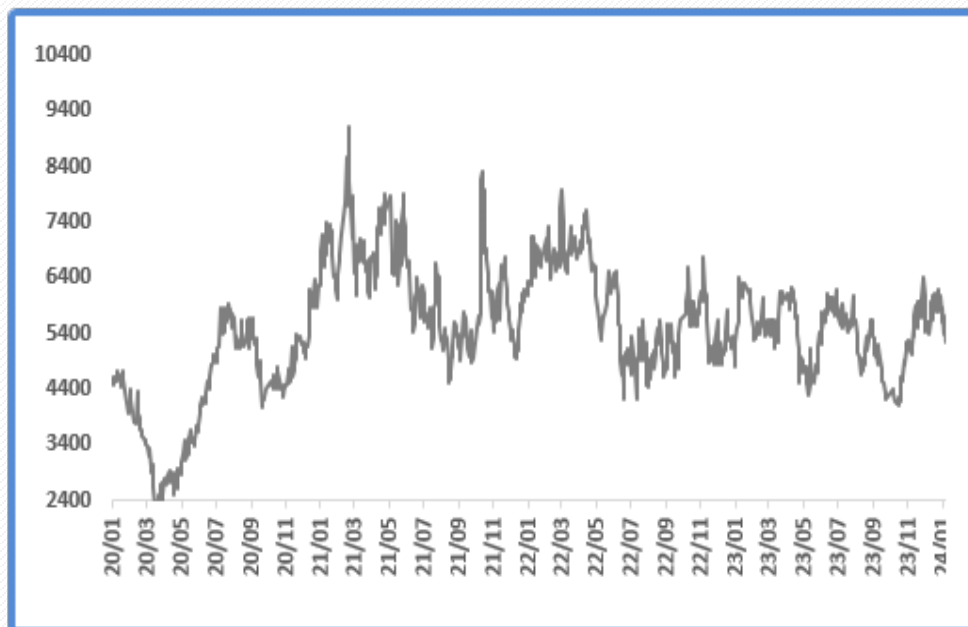
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体小幅反弹，华南市场保持坚挺；精铜杆企业产出相对稳定，下游提货慢的问题依然突出。后市来看，近来虽然新增订单依然有部分需求，但实际提货速度慢的问题开始逐步影响到部分企业的产销计划，后续或许会出现因提货速度慢而导致的铜杆企业的减产，这一情况在精铜杆企业身上的可能性更大。再生铜杆端近来下游拿货需求平平，生产依然不稳定，不过部分企业对于节后的市场行情期待值偏高，可能会在后续原料补充上更为积极。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体先抑后扬，黄金表现较白银更为强势，COMEX 金银整体于 2004-2063 美元/盎司、22.5-23.5 美元/盎司区间内运行。上周美国零售销售、工业产出、新屋开工、初请失业金人数等数据均呈超预期表现，经济韧性再度显现，降息预期由此回摆。当前 3 月不降息的概率已超过 50%，贵金属价格上方压力明显，但受到避险及央行购金需求的影响，金价于 2000 附近仍然得到显著支撑。

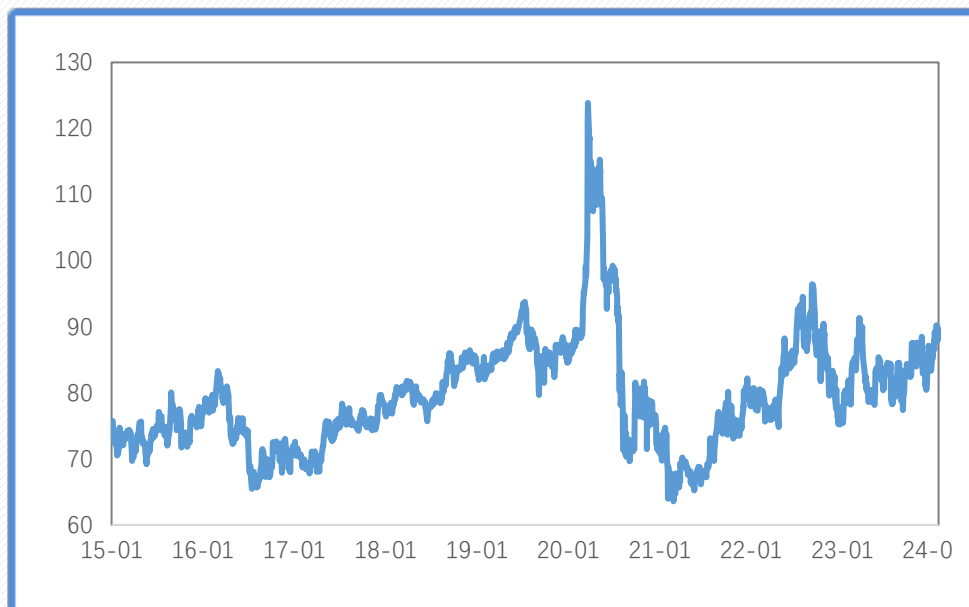
贵金属价格监控

2024/1/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2031.8	2053.6	-1.1%
COMEX 白银	22.5	23.4	-3.7%
伦敦金现	2028.6	2055.7	-1.3%
伦敦银现	22.6	23.1	-2.0%
SHFE 黄金	479.7	498.3	-3.7%
SHFE 白银	5911.0	5897.0	0.2%
上金所黄金 T+D	480.9	480.1	0.2%
上金所白银 T+D	5920.0	5909.0	0.2%

## （二） 比价与波动率

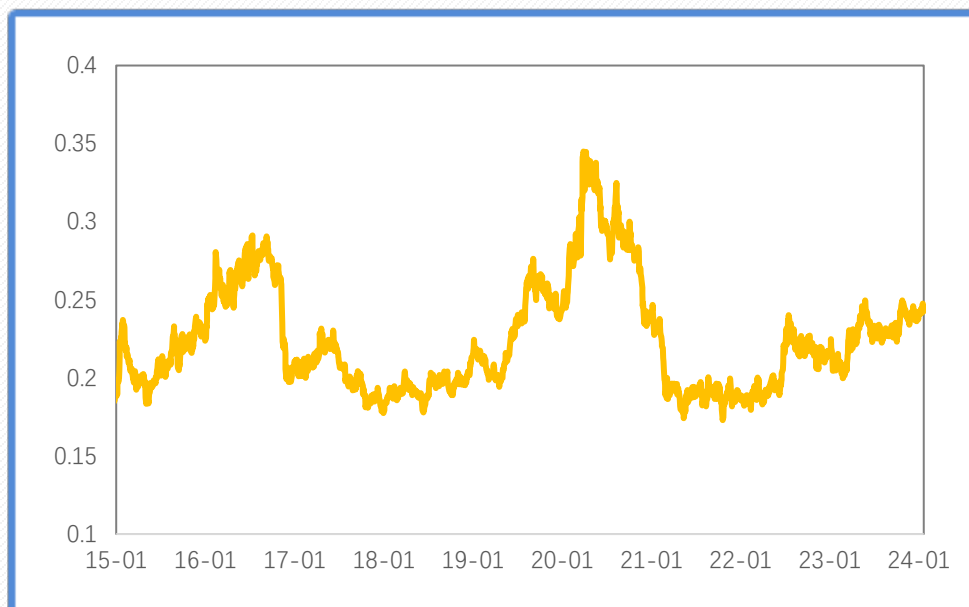
上周，白银涨幅弱于黄金，金银比震荡回升；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格小幅回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



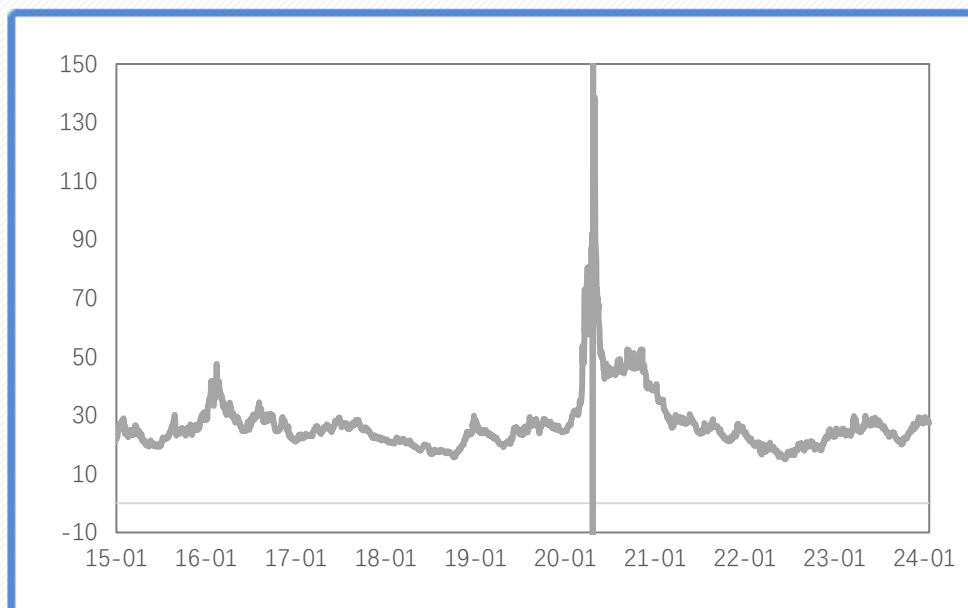
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

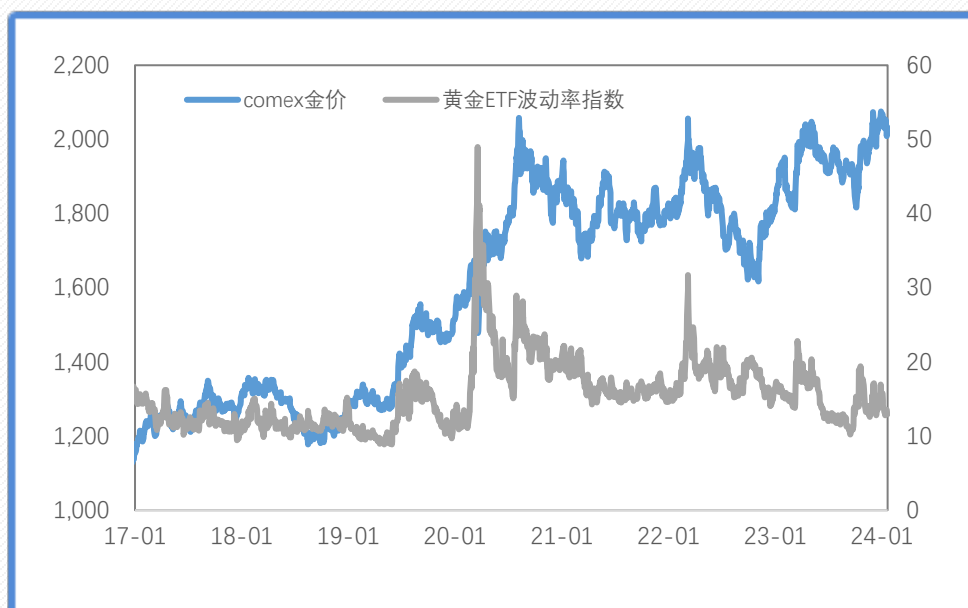
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落，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

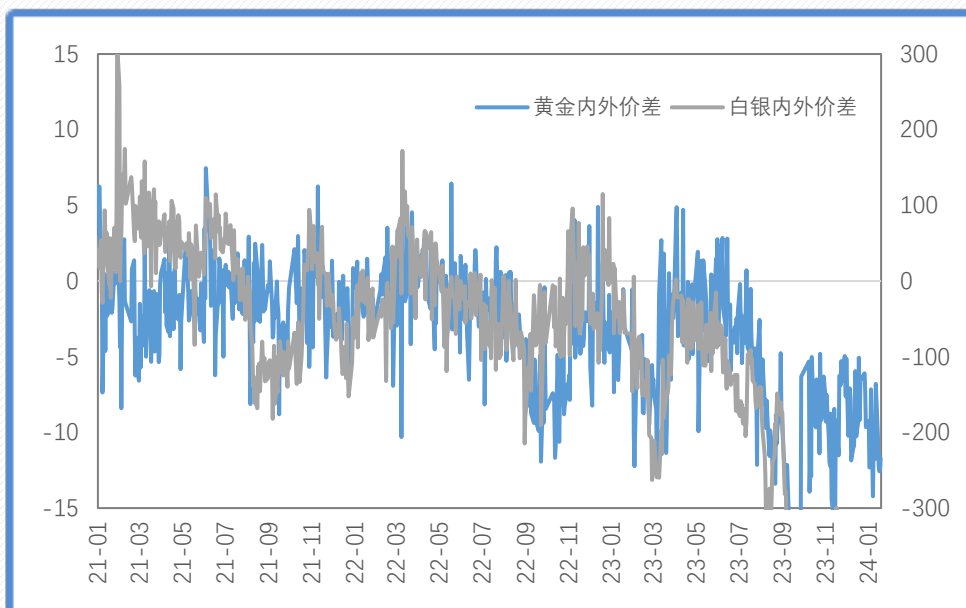


数据来源：Wind

近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差小幅下降，黄金内外比价持续上行、白银内外比价有所回落。

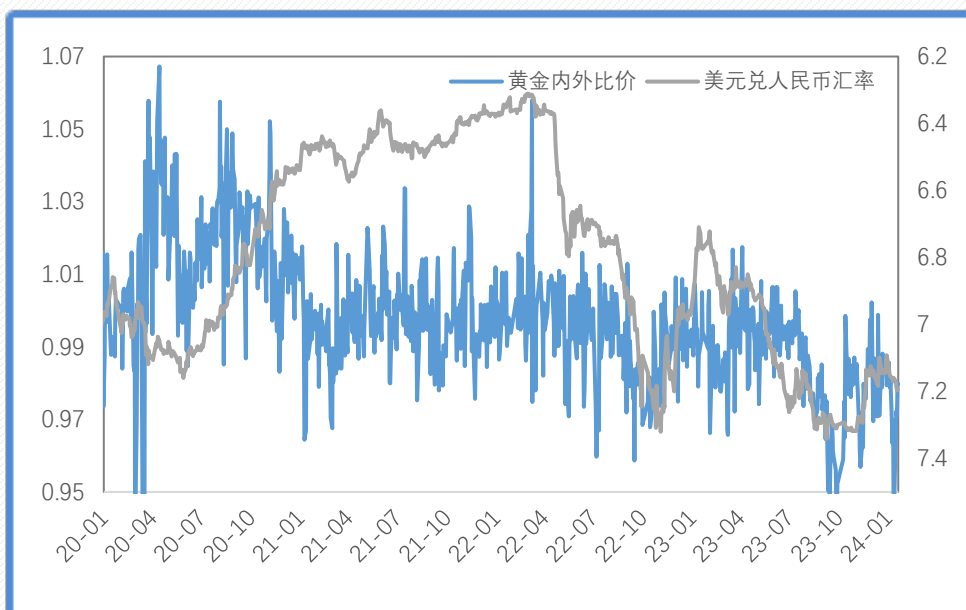


图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

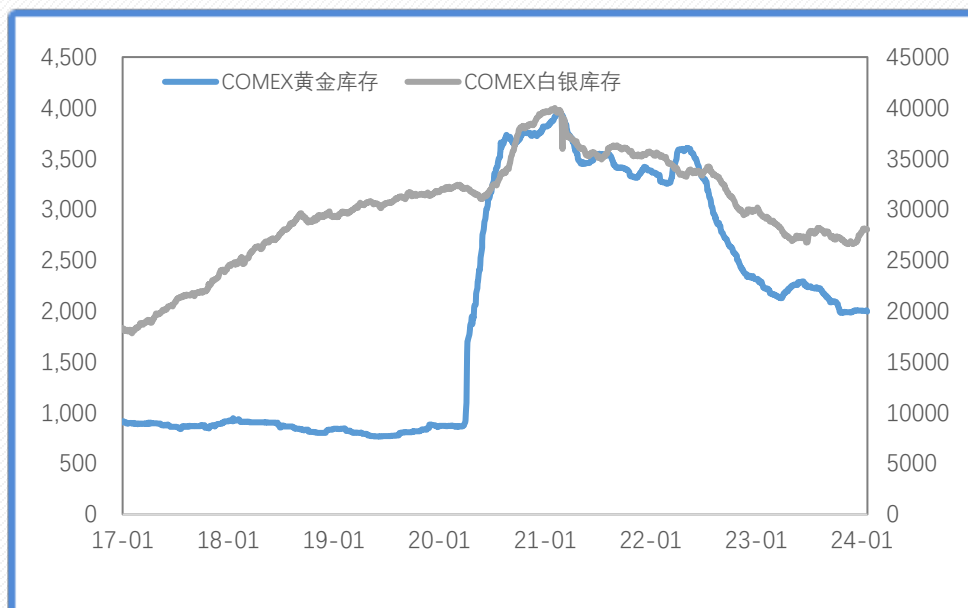


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

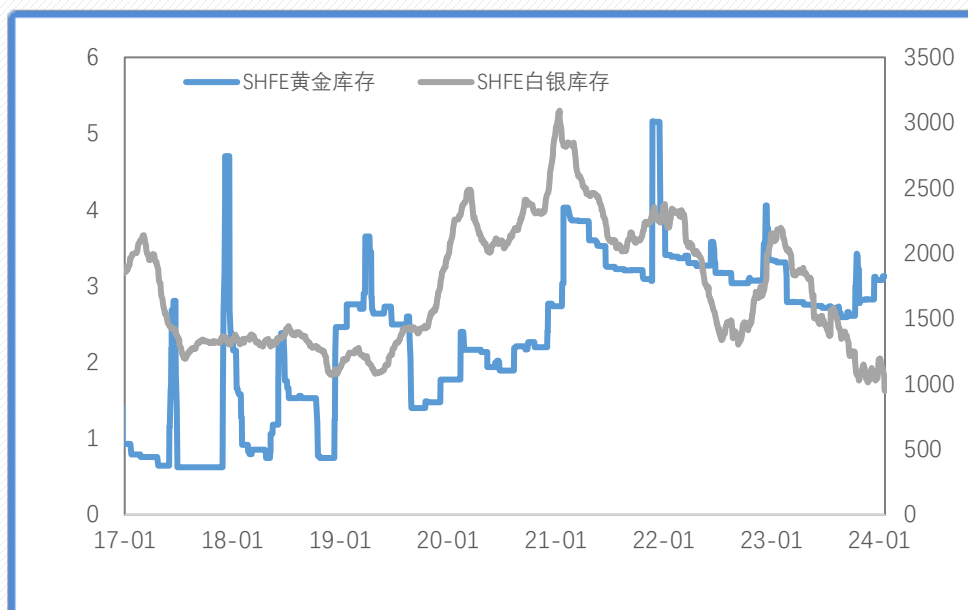
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1996.2 万盎司，环比减少约 6.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 28029.7 万盎司，环比减少约 16 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.13 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 945.8 吨，环比减少约 157 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

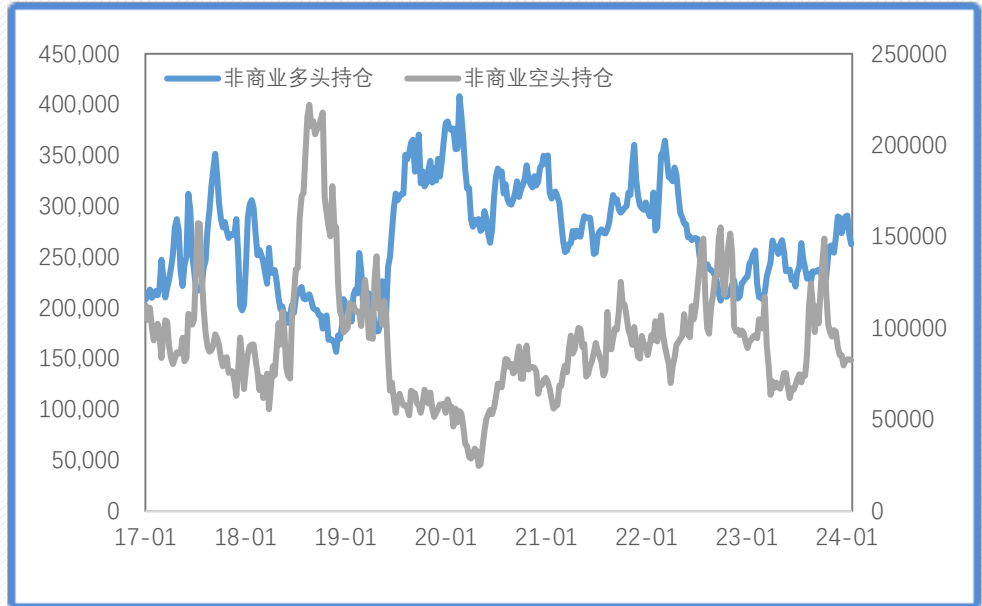
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

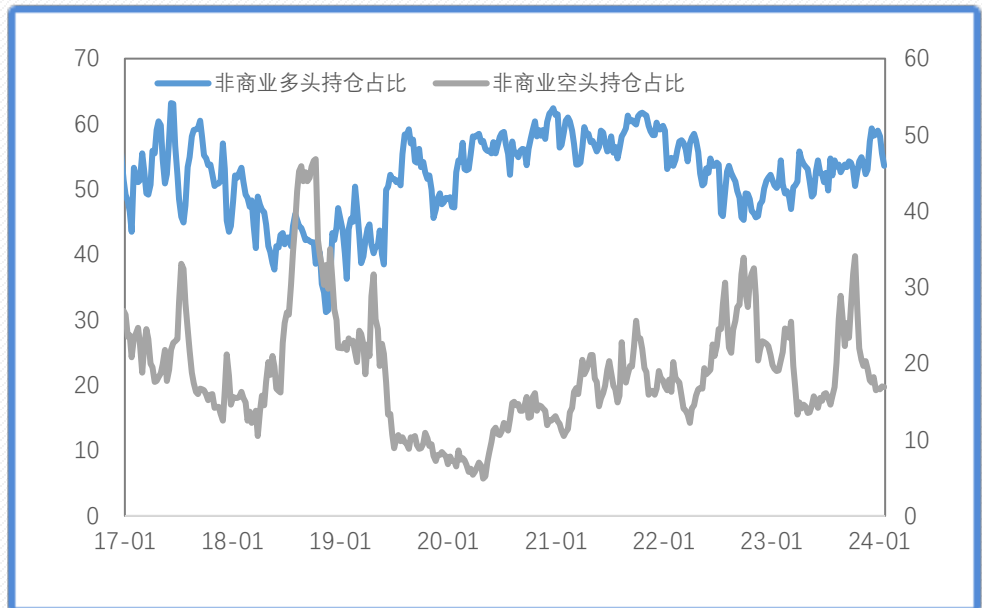
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 2.9 吨至 861 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 31.3 吨至 13452 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.5 万手, 其中非商业净多持仓减少 9305 手至 26.24 万手, 空头持仓减少 584 手至 8.25 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 53.6%附近, 非商业空头持仓占比下降至 16.9%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



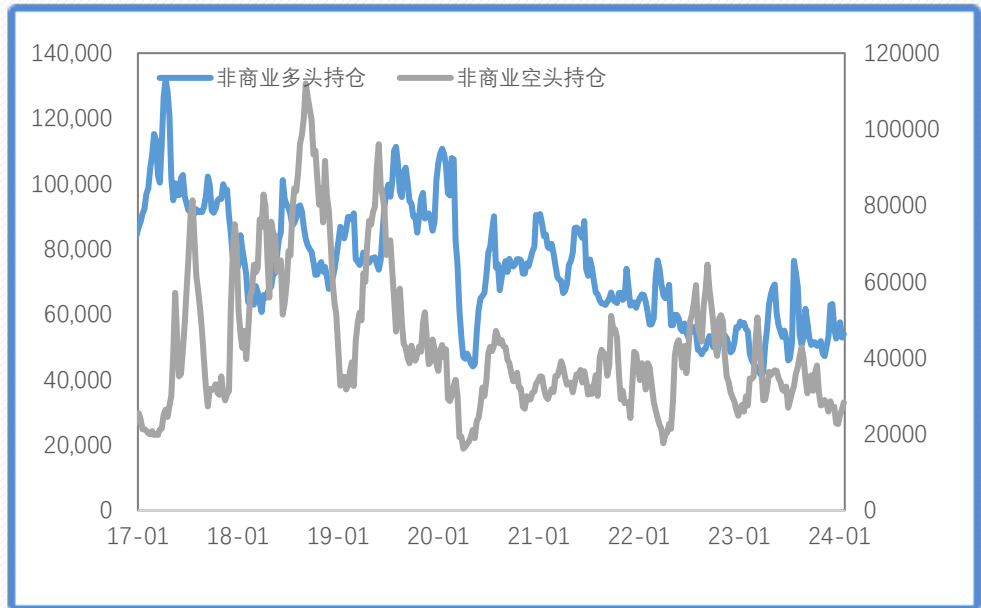
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



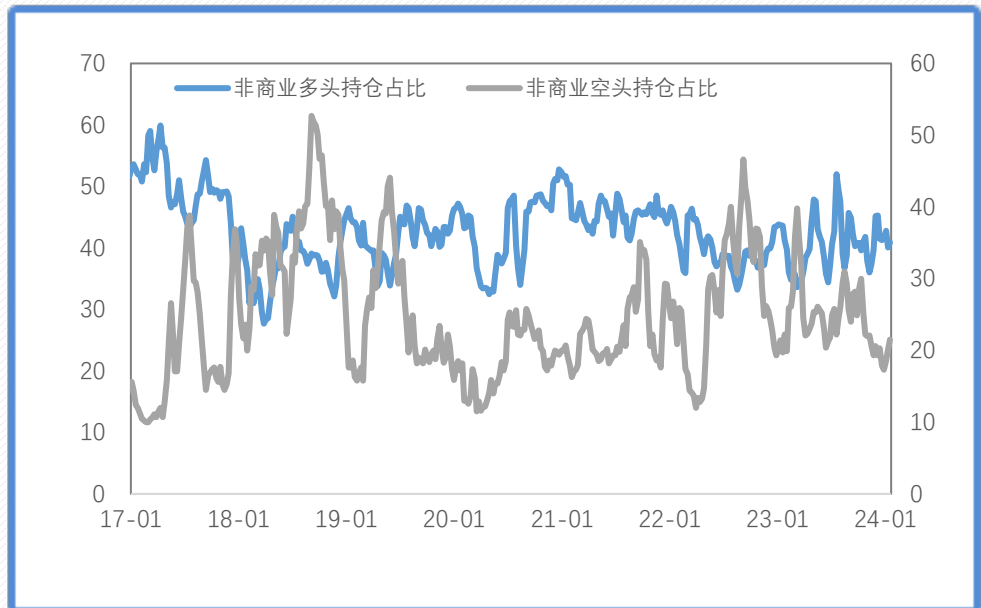
数据来源: Wind

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，内盘铜价可能还将维持一段时间的区间震荡格局。

前期激进的降息预期持续修正，虽然经济数据韧性依然存在，但降息已然确认，地缘局势及央行购金需求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 Markit PMI、初请失业金人数、实际 GDP、核心 PCE、地产数据等。

### 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。