

宏观边际明显改善，铜价反弹、贵金属承压

摘要：铜价在周中两个交易日显著上行。一方面此前被过度定价的降息预期在上周已经基本修复，3月降息概率已经下降至不到50%；另一方面美国经济数据依旧强劲，GDP增速大超预期同时PCE同比回落，显示经济韧性极强且通胀仍在回落，市场风险偏好一度有所回升，推动铜价反弹。

金属市场周报

2024. 1. 22-2024. 1. 26

核心观点

1、上周贵金属价格承压，铜价显著回升。

贵金属方面，上周COMEX黄金下跌0.67%，白银上涨0.66%；沪金2404合约下跌0.34%，沪银2404合约上涨0.07%。主要工业金属价格中，COMEX铜、沪铜分别变动+1.68%、+1.62%。

2、经济韧性显著，推动铜价反弹。

一方面此前被过度定价的降息预期在上周已经基本修复，3月降息概率已经下降至不到50%；另一方面美国经济数据依旧强劲，GDP增速大超预期同时PCE同比回落，显示经济韧性极强且通胀仍在回落，市场风险偏好一度有所回升，推动铜价反弹。

3、美国经济数据强劲，贵金属价格承压。

上周美国GDP数据表现依旧强劲，地产相关数据超预期回升，核心PCE有所回落，降息预期已基本修复，美国经济韧性凸显使得贵金属价格有所承压。关注本周FOMC会议上联储的表态对于美国货币政策路径预期的影响。伴随避险及购金需求，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 铜价震荡回升，尤其在周中两个交易日显著上行。一方面此前被过度定价的降息预期在上周已经基本修复，3 月降息概率已经下降至不到 50%；另一方面美国经济数据依旧强劲，GDP 增速大超预期同时 pce 同比回落，显示经济韧性极强且通胀仍在回落，市场风险偏好一度有所回升，推动铜价反弹。

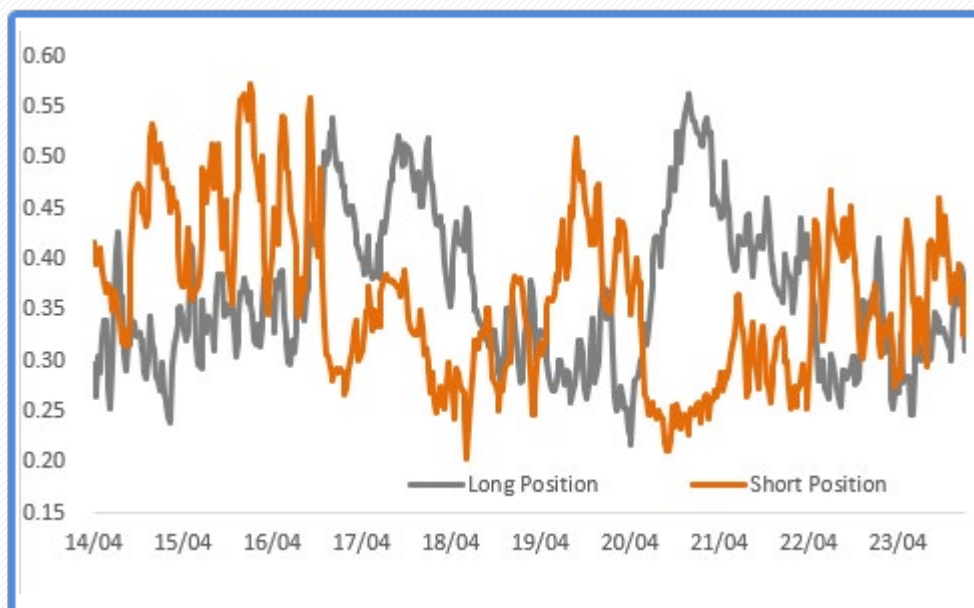
上周 SHFE 铜价震荡反弹，主力合约价格触及 69000 元/吨上方。上周国内因素也推动了铜价的上涨。主要在于周中中国央行意外宣布降准 50 个基点，同时也对小微企业采取了定向降息，并且还宣布了扶持相关地产企业的政策。当然，目前这些政策的效果仍然有待观察，但是由于市场对国内宏观本就悲观，因此此时一些利多政策的出台反而会使得市场有积极的反映，对于铜价而言向上脉冲的空间更大。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，价格曲线近端仍然维持 contango 结构。近期 COMEX 铜库存开始重新累积，这一趋势已经延续了两到三周，与之对应的是北美其它仓库库存开始流出，这与 COMEX 库存此消彼长，虽然北美库存整体看是在下降，但是目前也很难让人相信这些库存是被真正消化掉了，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上位移，价格曲线近端走出一定 contango 结构，远月仍然是 back 结构。按照季节性，本周预计将开始累库，而这一过程可能持续到春节后三周左右，因此近端的 contango 结构以及贴水都是合理的，而远端市场还是非常看好 borrow 的机会，据了解甚至目前头寸已经开始拥挤，这就到了考验各家资金成本的时候了，而目前还需要观察累库结束后现货市场究竟如何演绎。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，非商业空头占比已经回到相对较高的水平，CTA 基金净空持仓回到了去年 5 月的水平，市场看空情绪仍然较高，但是铜价并没有显著下跌，这可能出现后续这些空头开始平仓所带来的价格反弹。

图 1: CFTC 基金净持仓

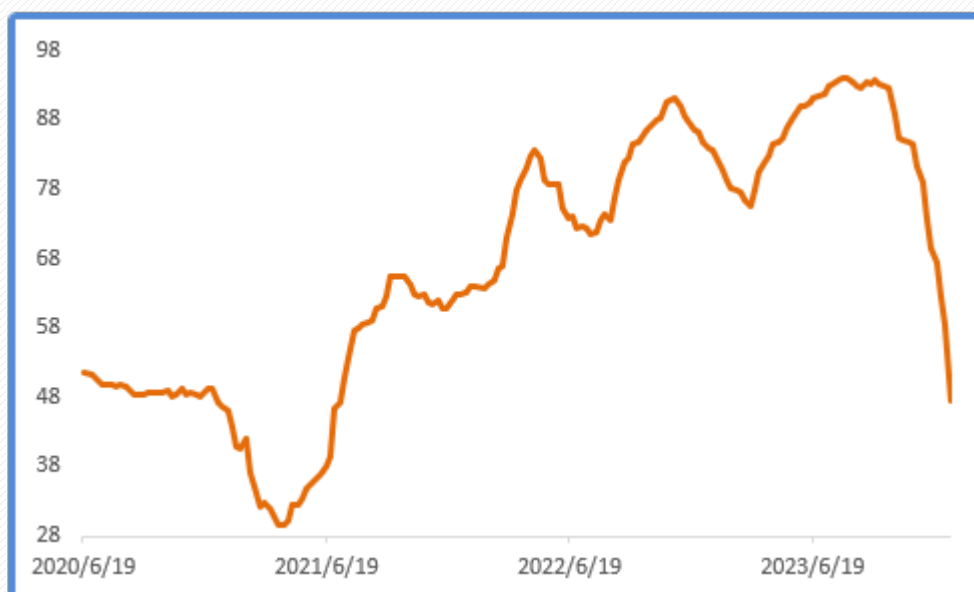


数据来源: Wind

(二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 28.0-34.6 美元/干吨, 均值 32.2 美元/干吨, 较上周减少 6.3 美元/干吨。铜精矿现货 TC 继续下行, 市场活跃度提高, 成交跌破 30 美元/干吨, 铜冶炼厂的运营压力再次增大。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。本周 CSPT 召开会议, 小组成员呼吁联合减产。

图 2: 铜精矿加工费

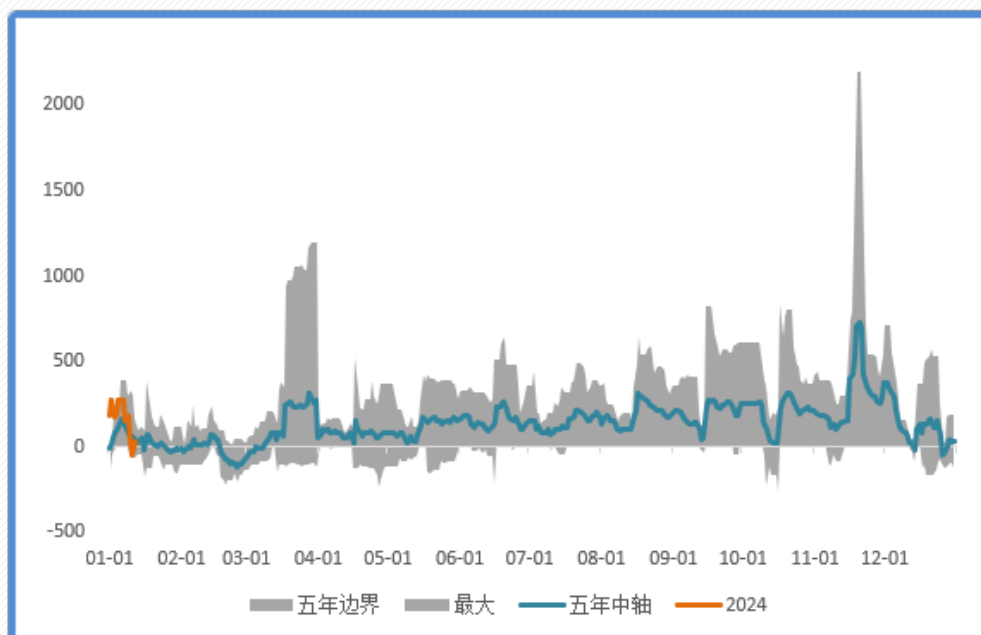


数据来源: SMM

现货方面, 周内铜价偏强震荡, 且下游新增订单表现并不理想, 市场备

货情绪并未太过积极，日内多逢低入市补库；后续随着铜价大幅冲高，加工企业畏高情绪明显，多驻足观望消费受抑制，整体需求并未明显回升，增量相当有限。据了解本周仍有大量进口铜到货，加之铜价高位震荡运行，下游畏高情绪明显。随着节假逐渐临近，虽下游仍存备货时间，但整体需求回升或将有限，因此预计下周现货升贴水仍将维持弱势运行。

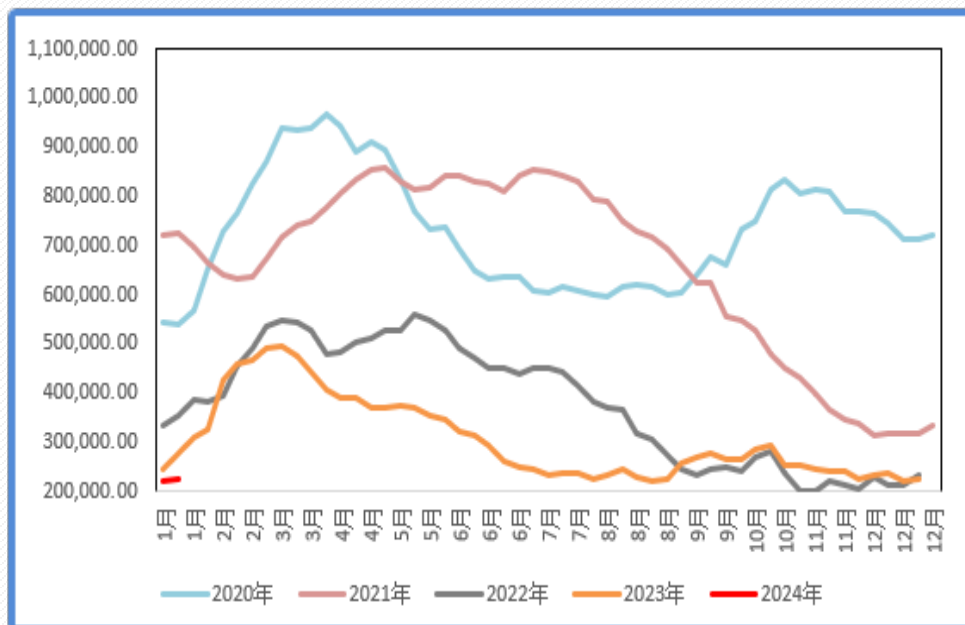
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 8.23 万吨，较 18 日增 0.65 万吨，较 22 日增 0.27 万吨；本周上海市场电解铜现货库存基本变化不大，周内进口铜到货有所减少，但国产到货相对增加，且下游虽有备货，但消费增量有限，库存小幅增加。广东市场电解铜现货库存小幅增加，主因市场到货增加且下游消费走弱，库存因此回升。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 0.91 万吨，较 18 日持平，较 22 日降 0.05 万吨；本周到船货源有所延期，且仍清关进口为主，保税区库存小幅下降，变化有限。

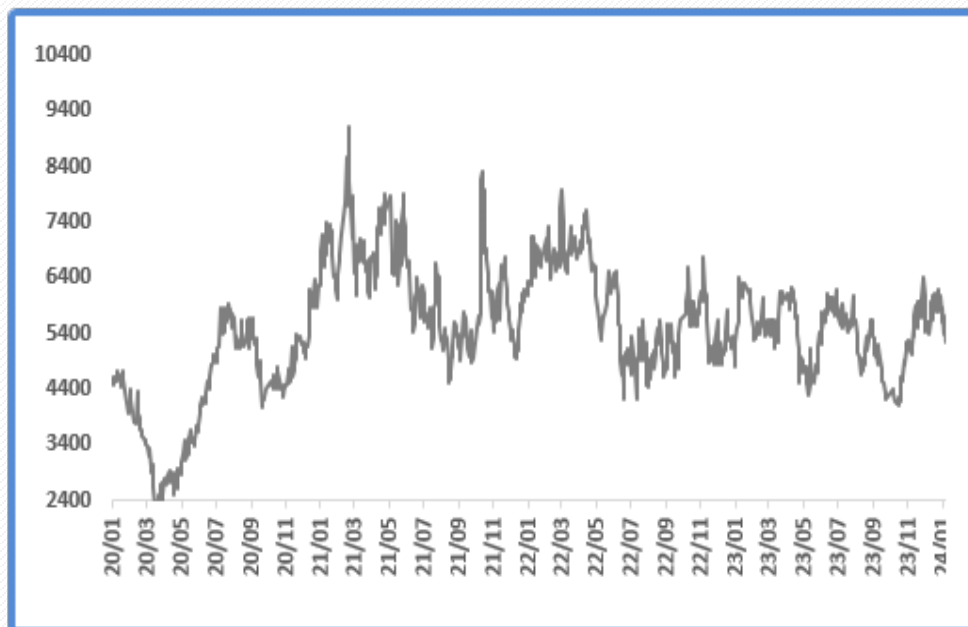
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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，华南市场领跌，各地区间价差收窄；精铜杆企业产出开始调整，铜价上行交易转弱；再生铜杆市企业产出下滑，市场交易多围绕贸易商展开；精废铜杆价差止跌反弹，对期铜倒挂变化明显。后市来看，春节渐进，市场交易热度将继续走弱，下周实际的交易产生数量将再度减少；而铜杆企业也将迎来假期前的调整，设备检修、产能下调都将逐步开启，因此后续的铜杆企业生产表现将逐步减弱。目前仍需要担心的是下游的提货进展，尤其此前不少订单的交付期较长，需要关注此类订单的执行情况。预计节前铜杆企业将维持偏低的产销水准，等待假期。

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承压，白银小幅反弹，COMEX 金银整体于 2004-2040 美元/盎司、22-23.2 美元/盎司区间内运行。上周美国 GDP 数据表现依旧强劲，地产相关数据超预期回升，核心 PCE 有所回落，降息预期已基本修复，金银价格上方存在一定压力，然而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。

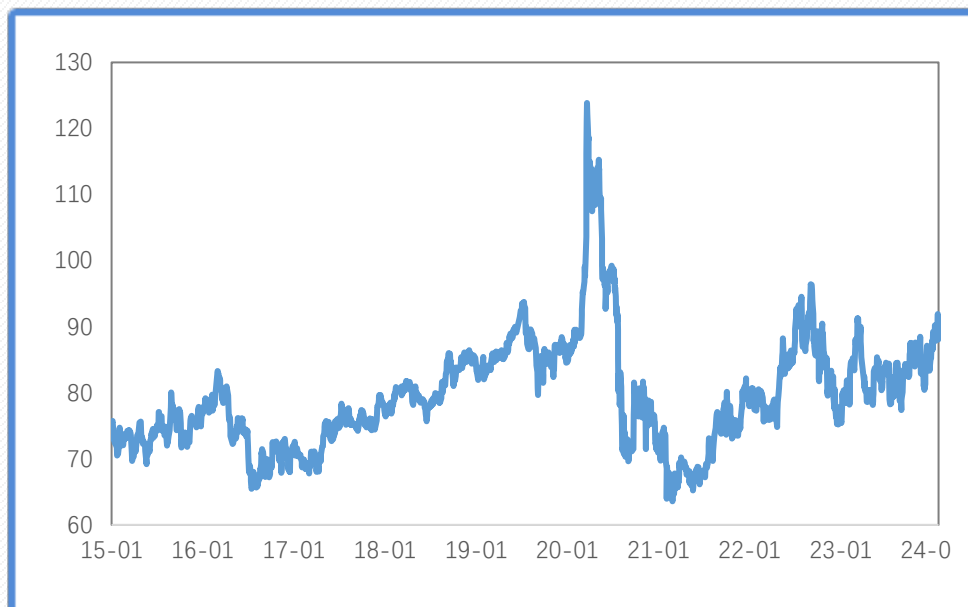
贵金属价格监控

2024/1/26	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2018.2	2031.8	-0.7%
COMEX 白银	22.8	22.5	1.4%
伦敦金现	2018.5	2028.6	-0.5%
伦敦银现	22.9	22.8	0.3%
SHFE 黄金	478.0	479.7	-0.3%
SHFE 白银	5918.0	5911.0	0.1%
上金所黄金 T+D	478.9	480.9	-0.4%
上金所白银 T+D	5920.0	5920.0	0.0%

（二） 比价与波动率

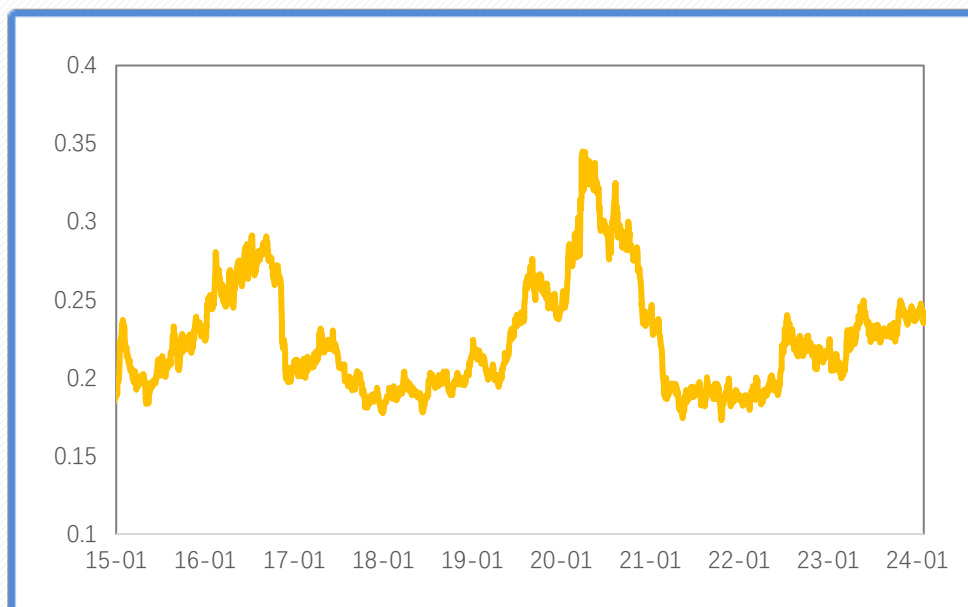
上周，白银涨幅强于黄金，金银比震荡回落；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格小幅回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



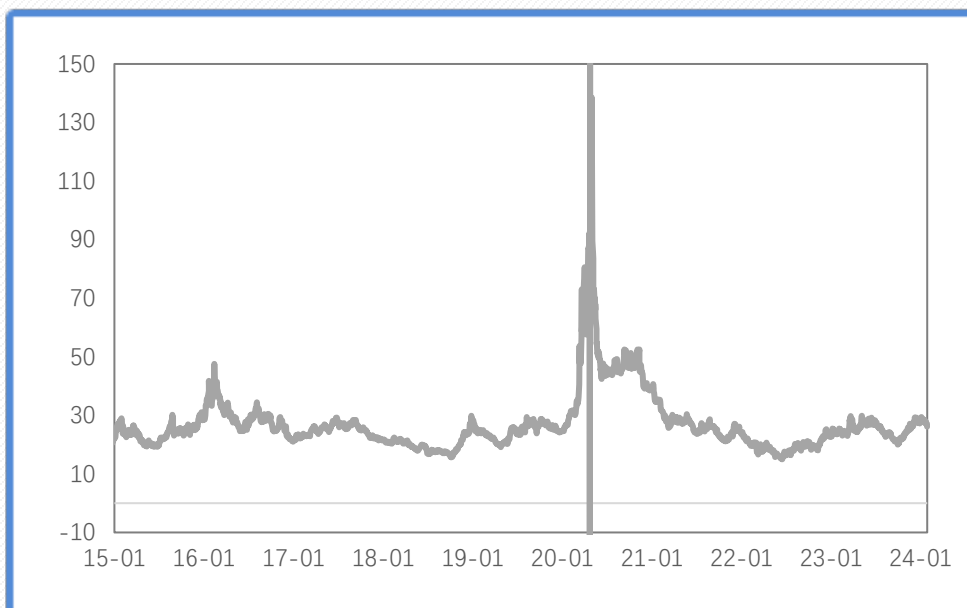
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

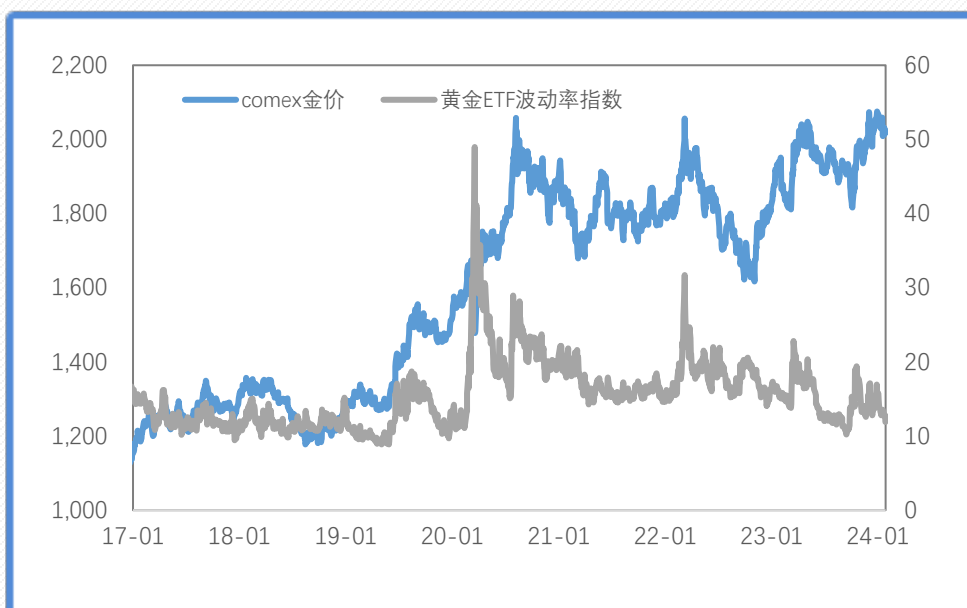
图 8: COMEX 金/WTI 原油



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。

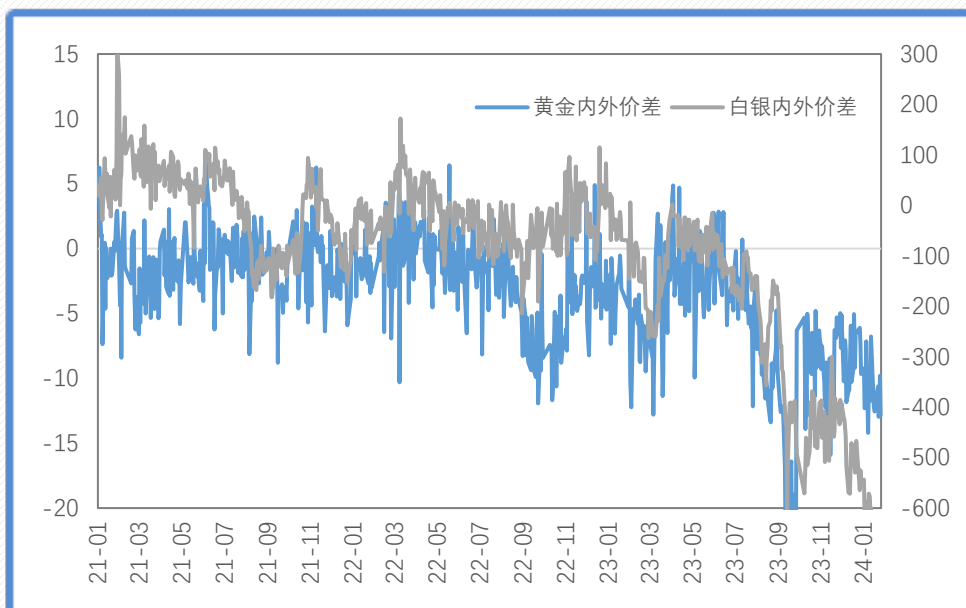
图 9: 黄金波动率



数据来源: Wind

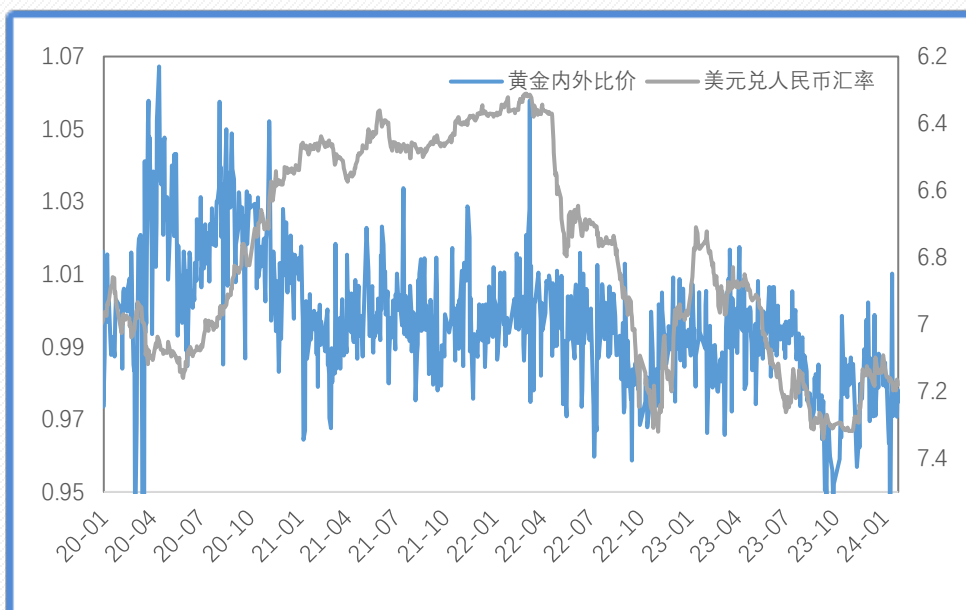
近期人民币汇率影响较前期有所减弱, 上周黄金与白银内外价差小幅下降, 黄金内外比价小幅回落、白银内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

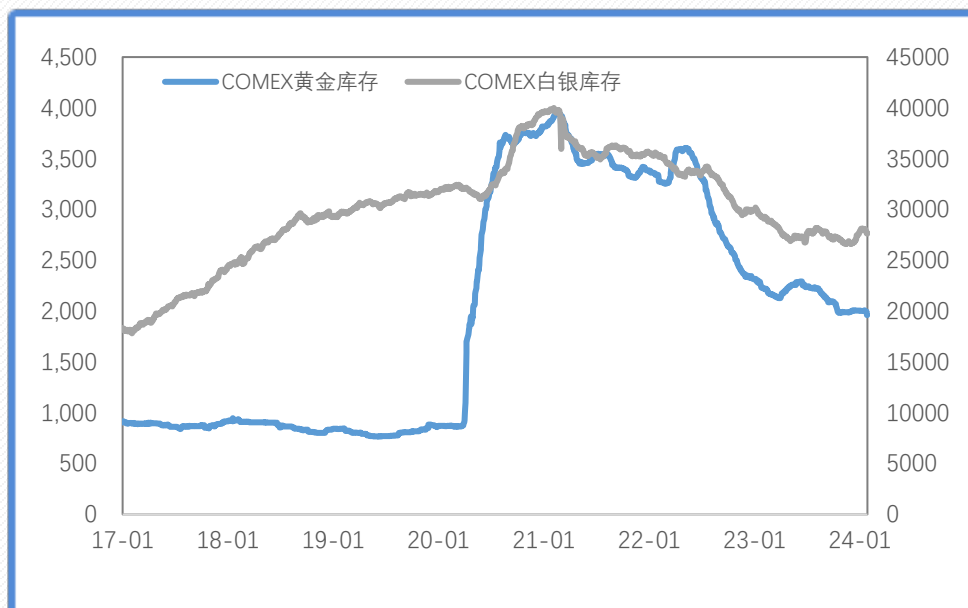


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

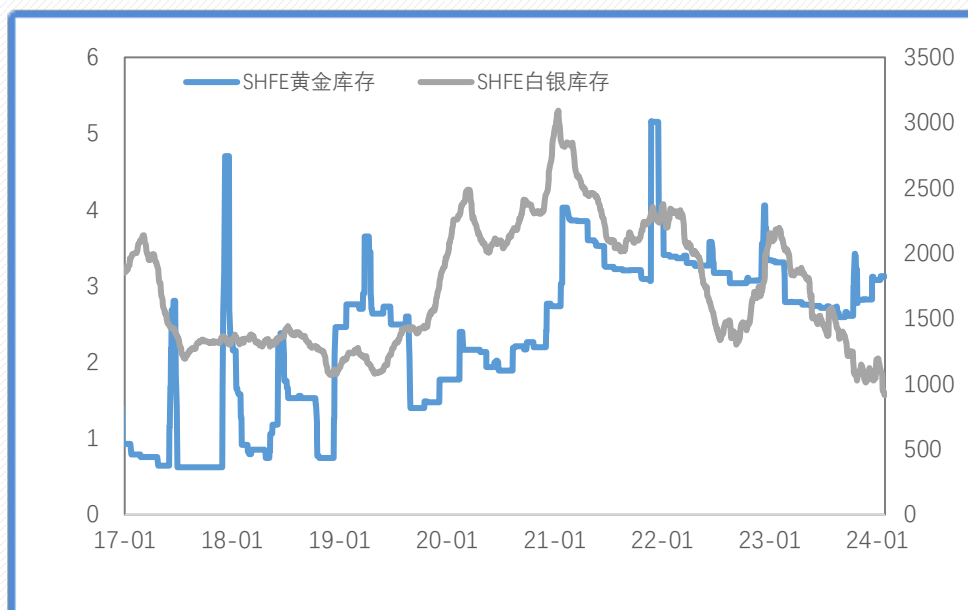
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1959.8 万盎司，环比减少约 36.3 万盎司，COMEX 白银库存约为 27621.7 万盎司，环比减少约 408 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.13 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 914.2 吨，环比减少约 31.6 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

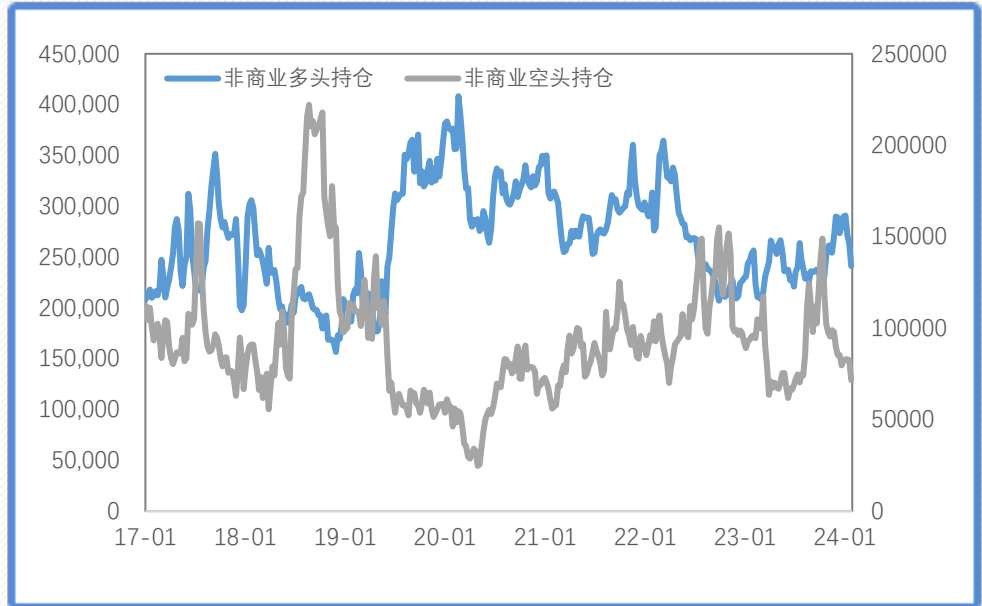
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

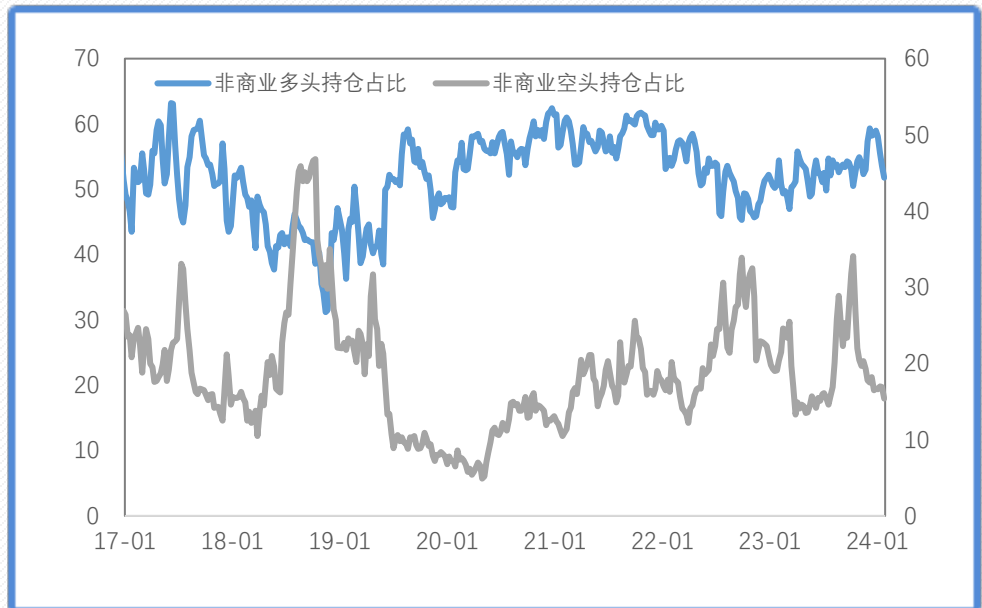
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 4.9 吨至 856 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 375.8 吨至 13828 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 31.27 万手, 其中非商业净多持仓减少 21260 手至 24.11 万手, 空头持仓减少 10841 手至 7.16 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 51.8%附近, 非商业空头持仓占比下降至 15.4%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



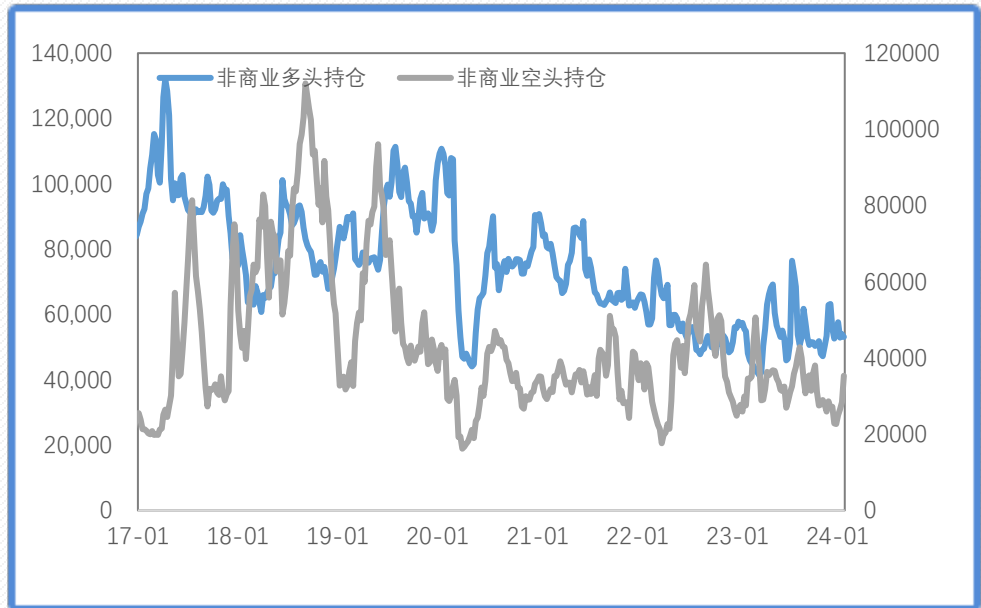
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



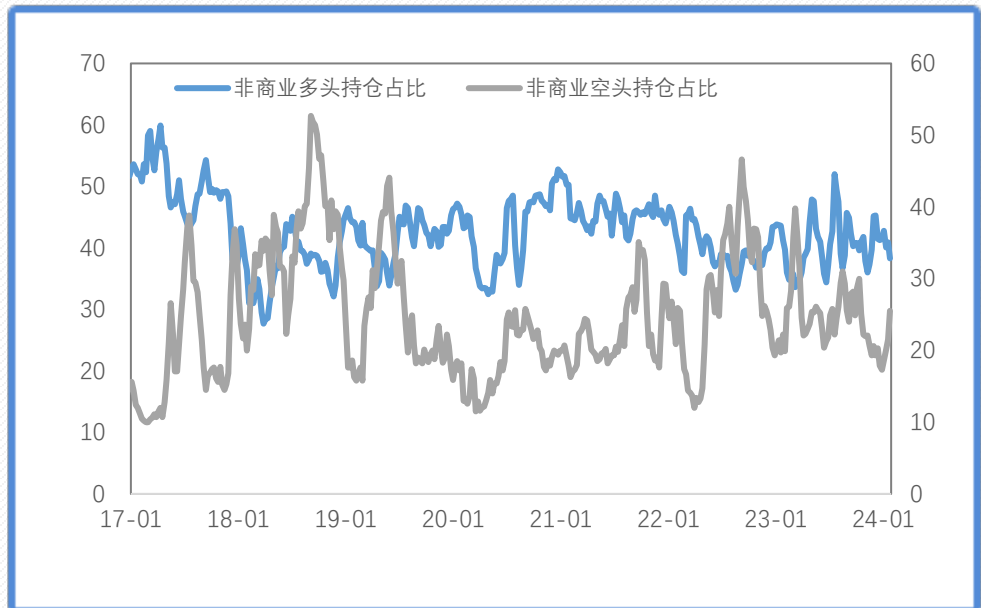
数据来源: Wind

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

周中中国央行意外宣布降准 50 个基点，同时也对小微企业采取了定向降息，并且还宣布了扶持相关地产企业的政策。当然，目前这些政策的效果仍然有待观察，但是由于市场对国内宏观本就悲观，因此此时一些利多政策的出台反而会使得市场有积极的反映，对于铜价而言向上脉冲的空间更大。

降息预期已基本修复，美国的经济韧性凸显使得贵金属价格有所承压，关注本周 FOMC 会议上联储的表态对于美国货币政策路径预期的影响，

伴随避险及购金需求，中长期看价格仍有一定上行空间。

关注及风险提示

美国职位空缺、劳工成本、失业率、非农就业、美联储利率决议等。

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。