

# 非农大超预期，3 月降息几无可能？ 金铜大幅波动！

摘要：上周公布的美国 1 月非农数据全面超预期，无论是新增就业、失业率、平均时薪还是劳动参与率，都超出预期，这将对降息预期形成进一步的修复，目前来看 3 月降息几无可能，最快也要等到 5 月再降息，甚至要等到 6 月，铜价应声回落，而金价大幅波动。

## 金属市场周报

2024. 1. 29-2024. 2. 2

### 核心观点

#### 1、上周金价整体走强，铜价先扬后抑。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.98%，白银下跌 0.48 %；沪金 2404 合约上涨 1.27%，沪银 2404 合约上涨 0.54%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.9%、-0.35%。

#### 2、降息预期继续回摆，铜价承压回落。

上周公布的美国 1 月非农数据全面超预期，无论是新增就业、失业率、平均时薪还是劳动参与率，都超出预期，这将对降息预期形成进一步的修复，目前来看 3 月降息几无可能，最快也要等到 5 月再降息，甚至要等到 6 月，铜价应声回落。

#### 3、非农数据强劲，金价大幅波动。

上周，美国 ADP 就业人数走缓，FOMC 会议立场相对中性，金价由此得以支撑，然而周五非农数据大超预期，美元指数快速反弹，金价由此显著下行。往后看，当前市场对降息的预期已推迟到 5 月，FOMC 会议的表态仅仅确认加息结束，但降息时点实质上仍有较大变数。周五非农数据突显就业强劲，仍需关注美国经济数据对降息时点及幅度的调整，预计黄金短期内仍处于相对高位偏强运行。

## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，周初一度录得显著涨幅，但是周中见顶后持续回落。上周公布的美国 1 月非农数据全面超预期，无论是新增就业、失业率、平均时薪还是劳动参与率，都超出预期，这将对降息预期形成进一步的修复，目前来看 3 月降息几无可能，最快也要等到 5 月再降息，甚至要等到 6 月，铜价应声回落。

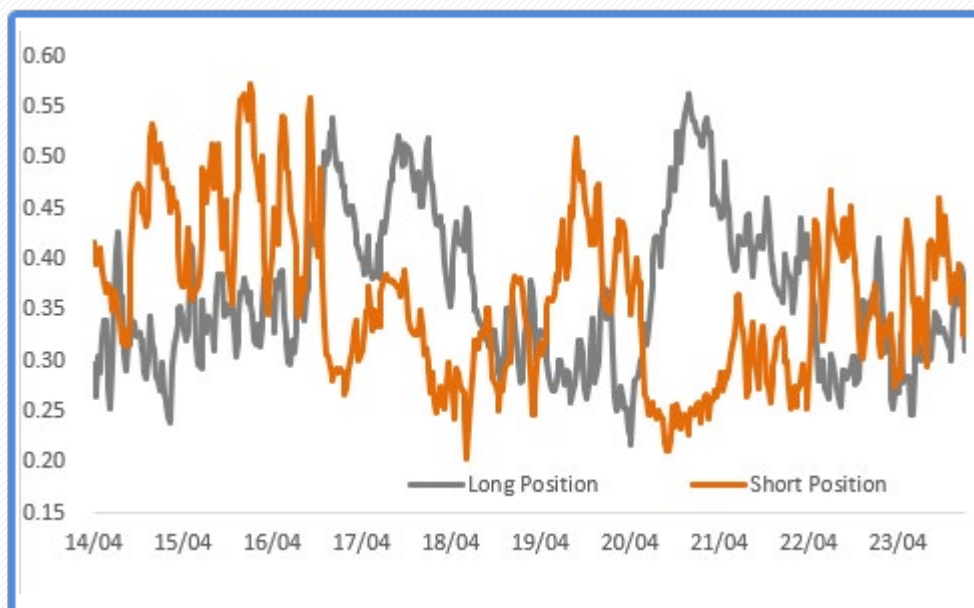
上周 SHFE 铜价小幅回落，上周国内政治局会议重新强调了高质量发展的重要性，这对于今年的需求而言并非是利好。此前的降准消息已经基本被市场消化，目前可能暂时也没法期待更多的刺激政策出台。不过近期精炼铜加工费暴跌至极低水平，国内冶炼厂开始考虑控产，或对国内铜价有一定支撑。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线近端略有 back，但整体仍然维持 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下位移，目前 4 月合约价格最为突出，4 月前是 contango 结构，4 月后市 back 结构，说明市场还是很看好春节后的去库以及后续月差的表现。目前国内已经开始累库，市场上对于累库的各种预期很多，不过据了解今年下游确实普遍放假比较早，因此累库较多可能也是合理的，目前看来正套的赢面还是比较大，当然如果现在就入场就是对资金成本的考验。

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

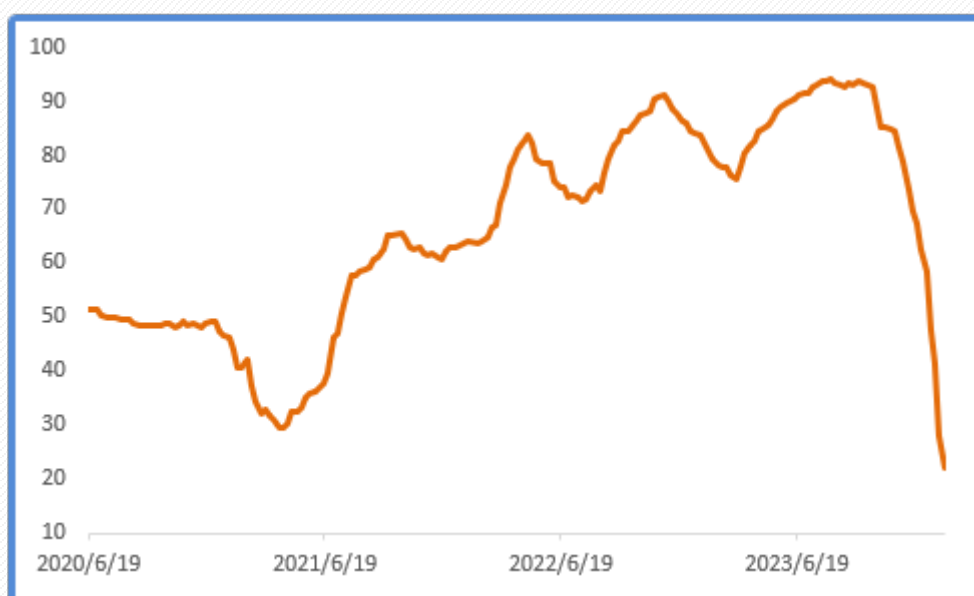


数据来源: Wind

## (二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 24.6-31.9 美元/干吨, 均值 28.5 美元/干吨, 较上周减少 3.7 美元/干吨。近 2 个月以来现货 TC 急剧下行, 且远低于冶炼厂成本线, 多机构呼吁调整运营计划减少铜精矿投料。市场价格较为混乱, 成交差距显著拉大, 低值存在 20 美元低位成交。冶炼厂挺价明显, 多家炼厂回盘 50 美元/干吨。市场活跃度整体下滑, 现货市场偏安静。供应端与需求端基本都保持稳定的运营状态。

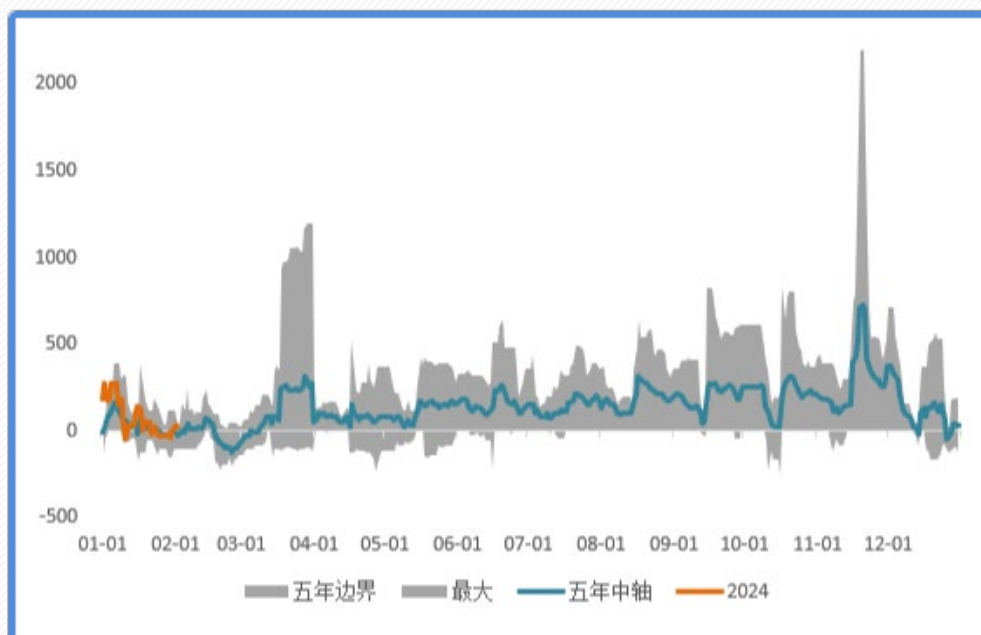
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面，下游畏高谨慎观望情绪显现。且部分加工企业陆续停产放假，备货动作基本渐入尾声，市场消费逐渐走弱，仅少数下游逢低刚需采购，需求下滑明显。本周临近春节放假，随着贸易商及下游陆续放假，市场交易活跃度预计相当有限，叠加铜价高位震荡运行，下游消费疲弱局面难改，现货升水持续回升压力仍较大；但 Contango 月差维持百元每吨附近波动，持货商低价出货意愿亦将有限，因此下周现货升水或维持平水~升 50 元/吨运行。

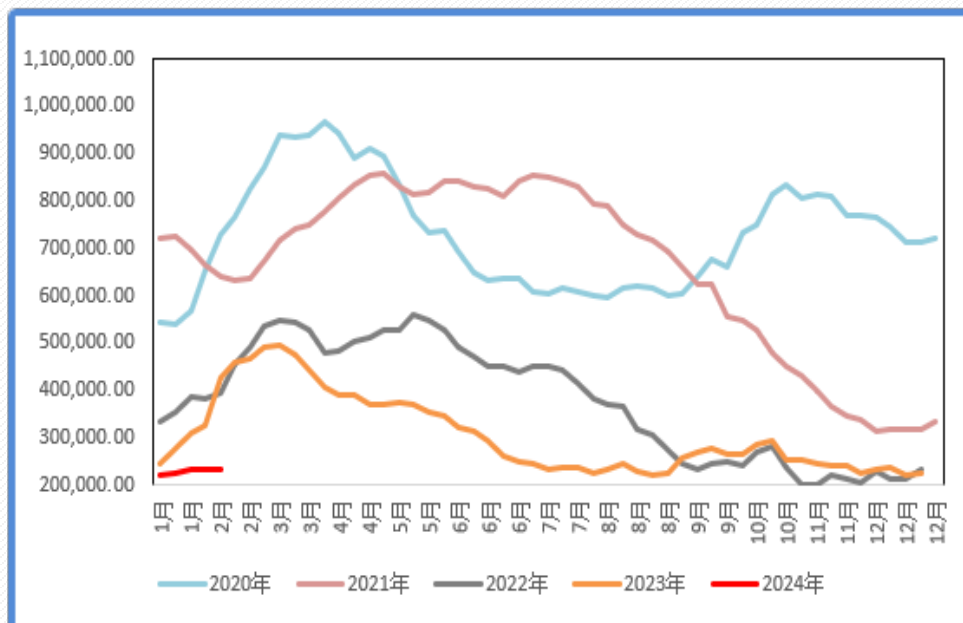
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 10.20 万吨，较 25 日增 1.97 万吨，较 29 日增 0.79 万吨；本周上海市场电解铜现货库存继续增加，主因进口、国产到货继续增加，加之下游备货渐入尾声，消费逐渐减弱。广东市场电解铜现货库存同样增加，市场到货增加，且高铜价下，下游畏高采购情绪低迷，出库减少入库增多，库存因此上升。

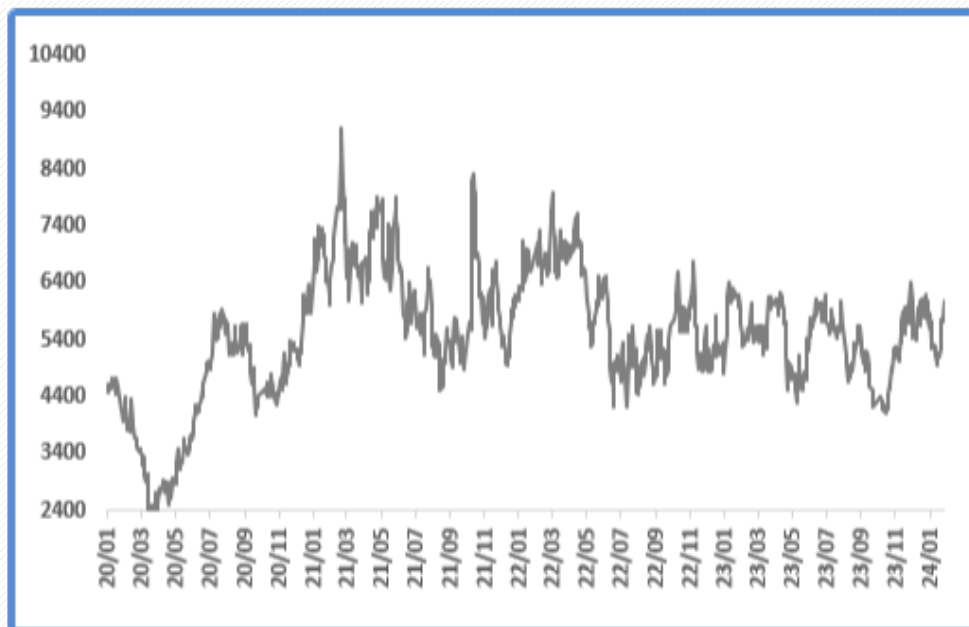
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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，市场间价格差异减小；精铜杆企业继续进行生产调整，市场交易表现不佳；再生铜杆市企业多数休炉，市场交易进一步减弱；精废铜杆价小幅下跌，对期铜倒挂小幅收窄。后市来看，下周将迎来节前最后一个交易周，但目前再生铜杆企业基本已经进入假期，市场产销均处于较低水平，预计再生铜杆的交易表现将继续下滑。精铜杆端虽然仍有企业维持生产，但考虑到假期前市场运力的减弱和员工返乡，后续的生产也难有提升。整体来看，下周将进入节前冷冻阶段，企业生产也将进一步走弱。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格有所分化，金价整体走强，周五受非农数据影响快速回落，银价偏弱整理，COMEX 金银整体于 2037-2084 美元/盎司、22.4-23.5 美元/盎司区间内运行。前半周，美国 ADP 就业人数走缓，FOMC 会议立场相对中性，金价由此得以支撑，然而周五非农数据大超预期，美元指数快速反弹至 104 上方，金价由此显著下行。

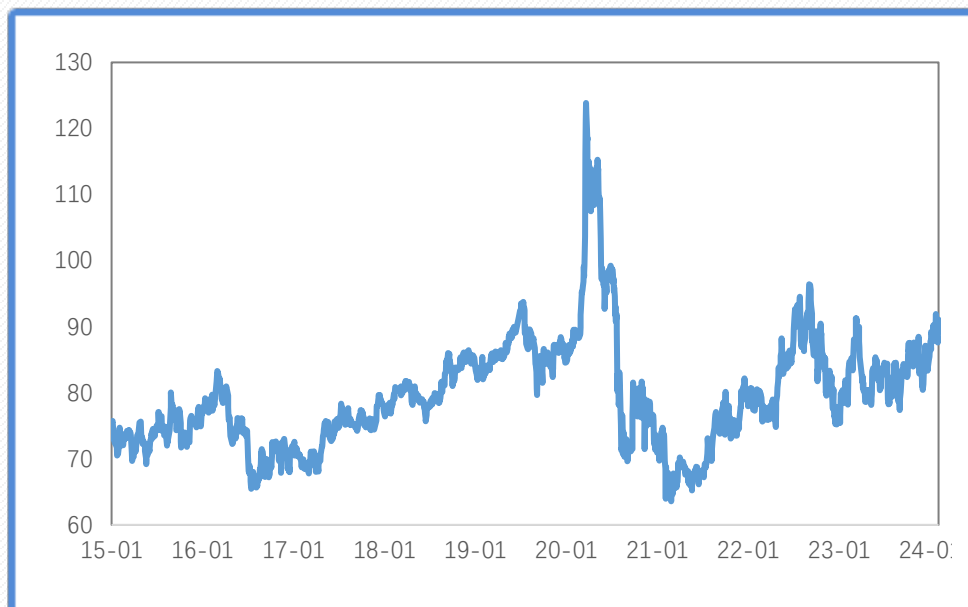
贵金属价格监控

2024/2/2	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2036.3	2018.2	0.9%
COMEX 白银	22.7	22.8	-0.6%
伦敦金现	2034.2	2018.5	0.8%
伦敦银现	22.7	22.9	-1.1%
SHFE 黄金	483.5	478.0	1.2%
SHFE 白银	5940.0	5918.0	0.4%
上金所黄金 T+D	483.5	478.9	1.0%
上金所白银 T+D	5940.0	5920.0	0.3%

## （二） 比价与波动率

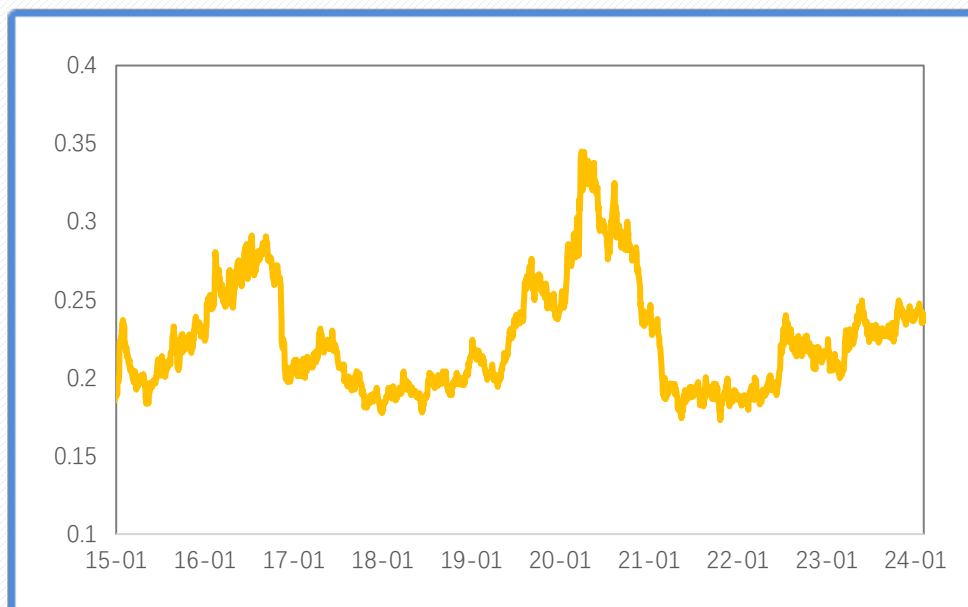
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格持续下跌，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



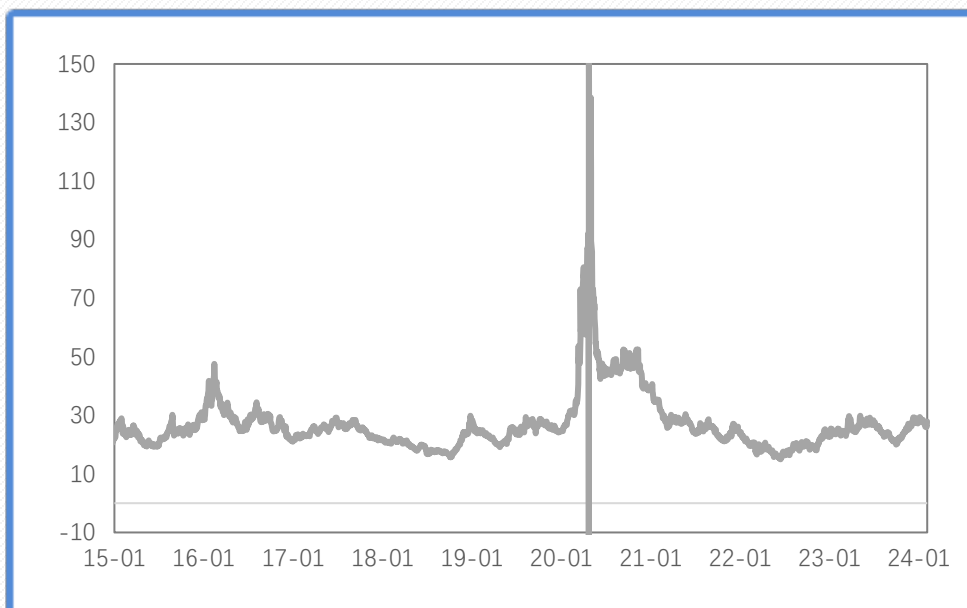
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

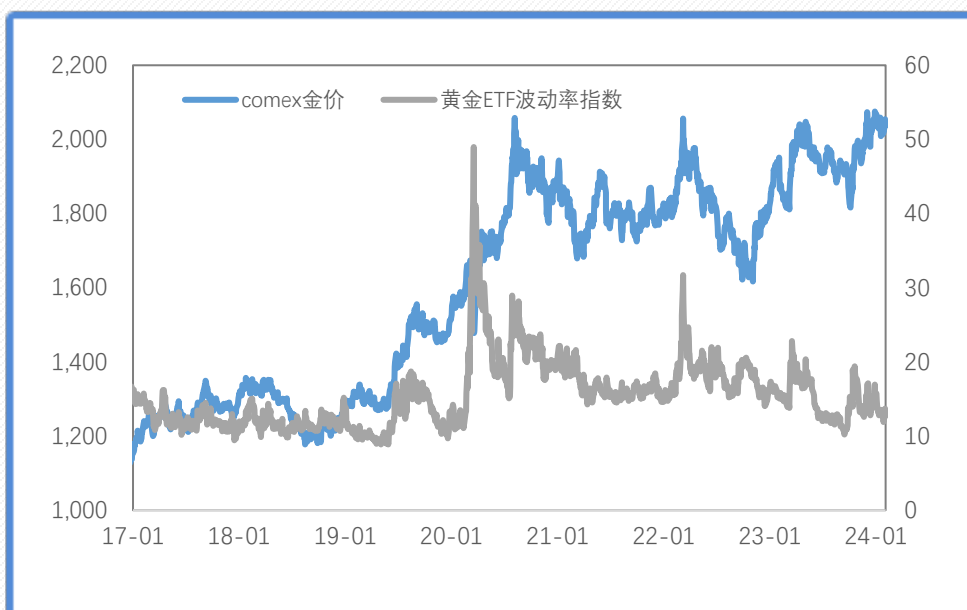
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于低位窄幅震荡，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

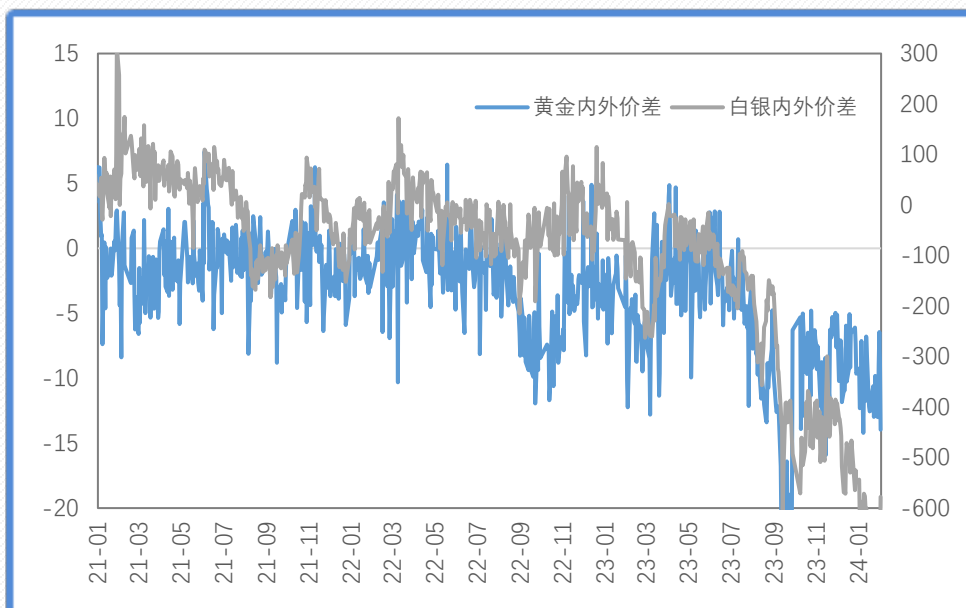


数据来源：Wind

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分化，黄金内外价差有所回落、白银小幅回升；黄金与白银内外比价小幅回落。

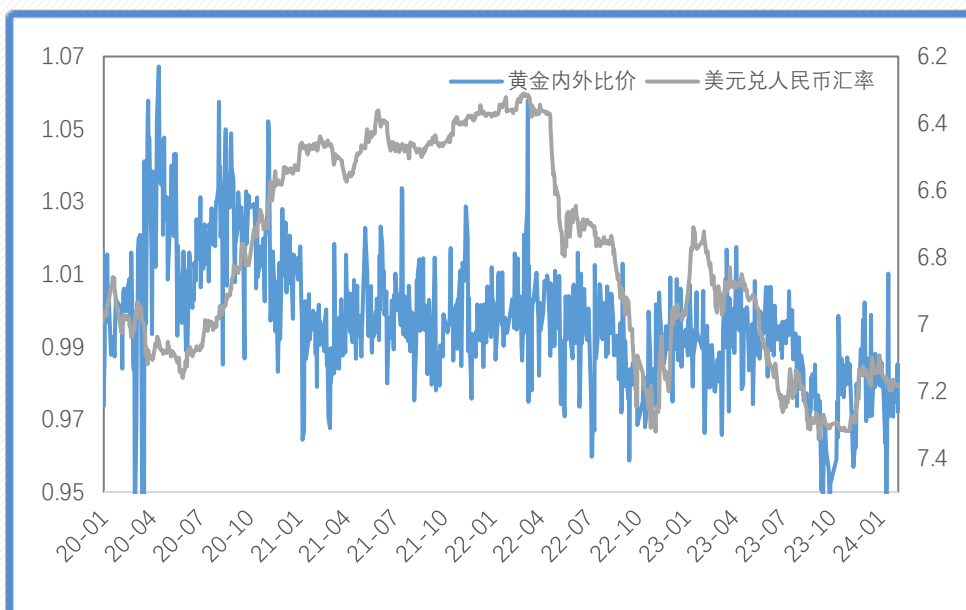


图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

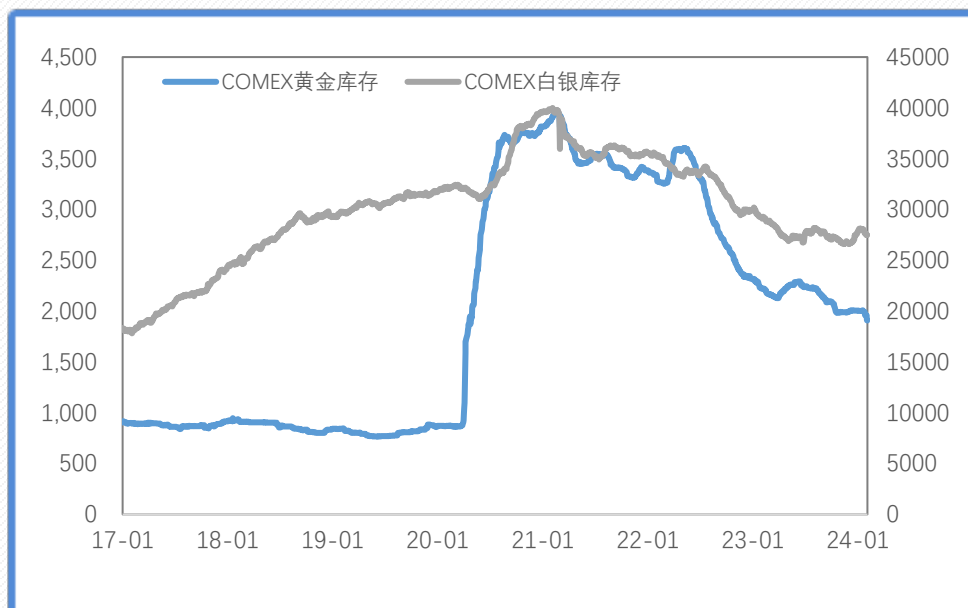


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

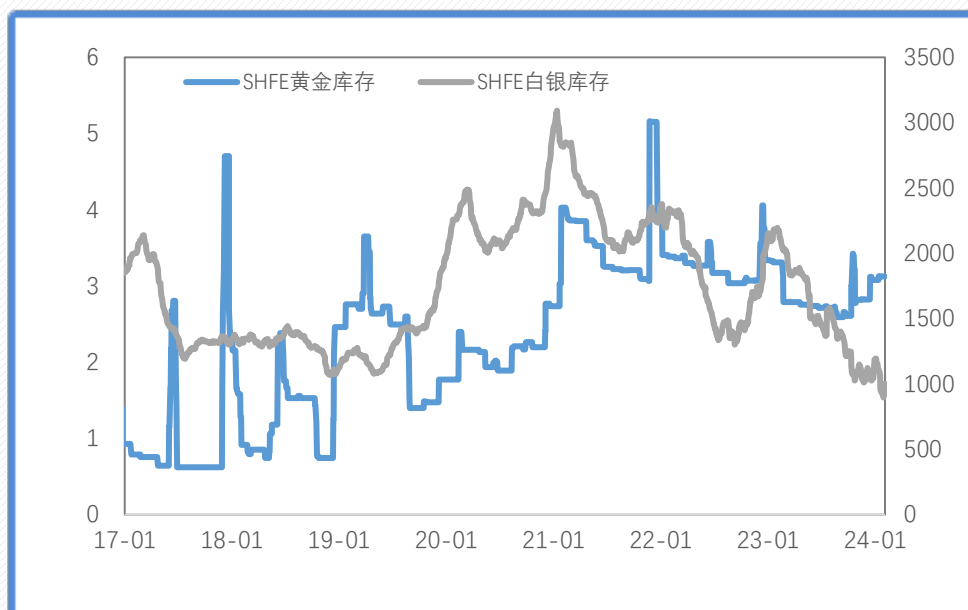
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1907.2 万盎司，环比减少约 52.6 万盎司，COMEX 白银库存约为 27493.7 万盎司，环比减少约 128 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.13 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1001.3 吨，环比增加约 87.1 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

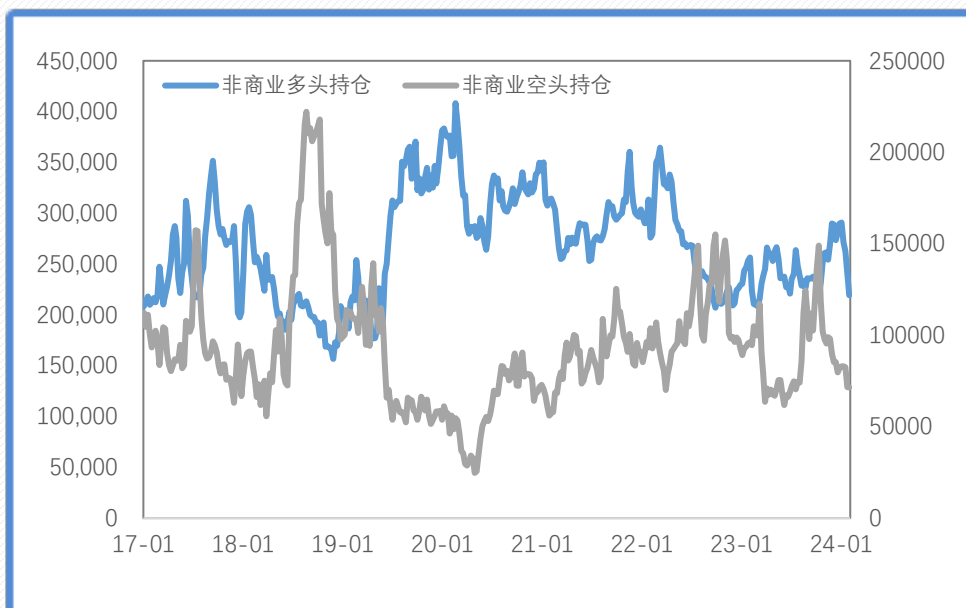
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

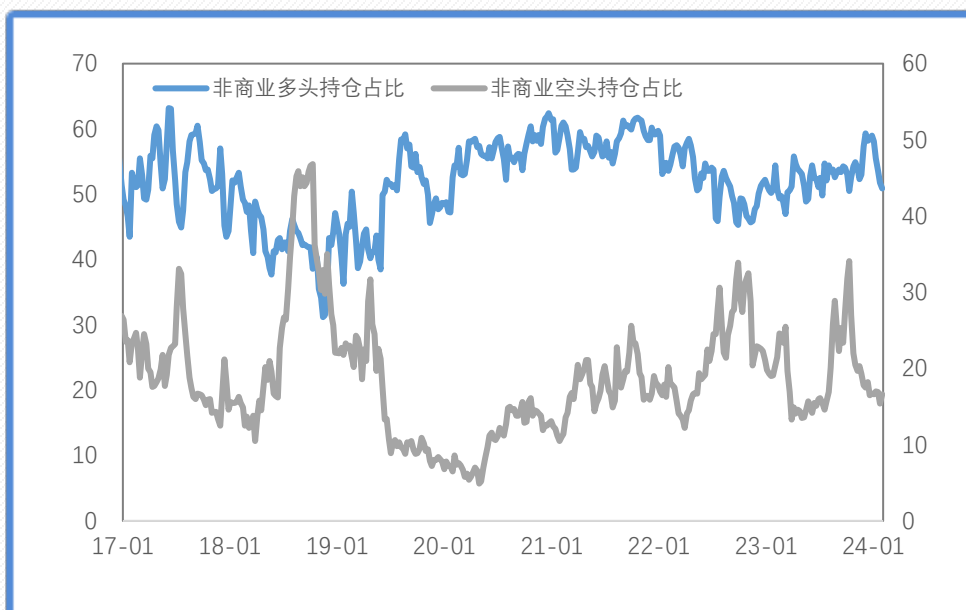
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 4.3 吨至 852 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 293.3 吨至 13535 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 29.1 万手, 其中非商业净多持仓减少 21878 手至 21.92 万手, 空头持仓减少 195 手至 7.14 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 50.9% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 16.6% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



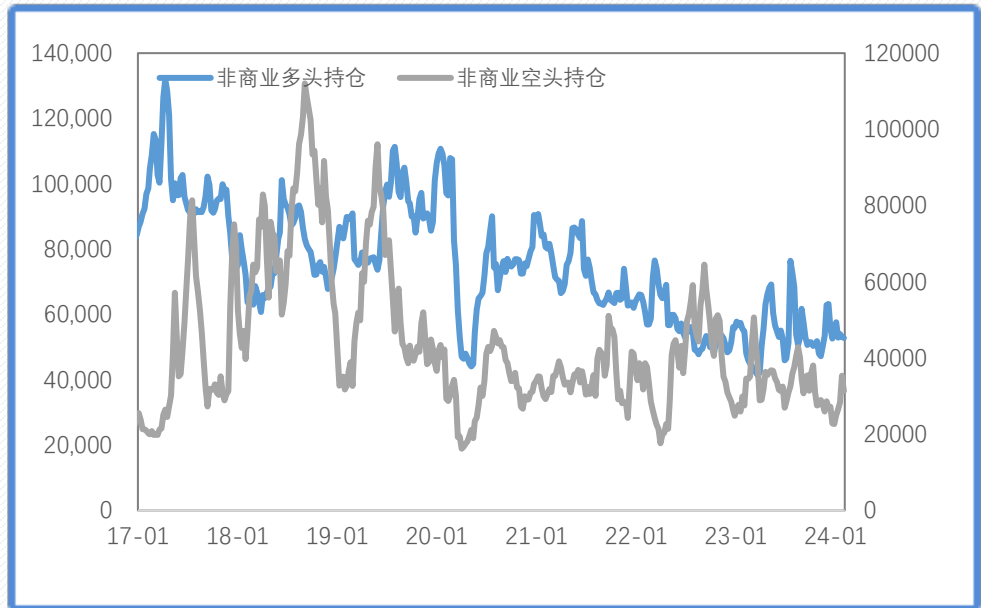
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



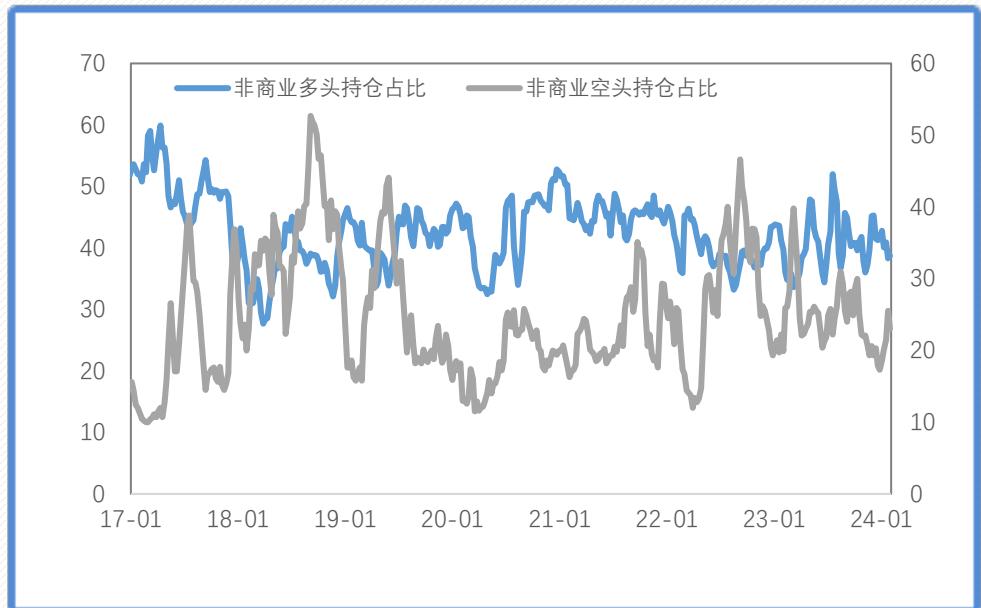
数据来源: Wind

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

上周国内政治局会议重新强调了高质量发展的重要性,这对于今年的需求而言并非利好。此前的降准消息已经基本被市场消化,目前可能暂时也没法期待更多的刺激政策出台。不过近期精炼铜加工费暴跌至极低水平,国内冶炼厂开始考虑控产,或对国内铜价有一定支撑。

当前市场对降息的预期已推迟到 5 月, FOMC 会议的表态仅仅确认加息结束,但降息时点实质上仍有较大变数。周五非农数据大超预期突显就业强劲,仍需关注美国经济数据对降息时点及幅度的调整,预计黄金短期

内仍处于相对高位偏强运行。

#### 关注及风险提示

美国 PMI、初请失业金人数、批发销售数据、欧洲 PMI 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。