

降息预期阶段性修复到位？消费迎来验证阶段

摘要：降息预期阶段性修复到位，美元指数和美债收益率均有所回落，市场仍然是定价美国经济软着陆为主，铜金价格双双反弹。元宵节结束后，基本进入对于消费的验证阶段，目前来看，新能源车、空调的情况保持韧性，但是基建、地产领域仍旧疲弱，整体需求估计相对中性，价格如果延续冲高需要考虑回落风险。

金属市场周报

2024. 2. 19-2024. 2. 23

核心观点

1、上周铜价整体表现强于贵金属。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1%，白银下跌 2.13%；沪金 2404 合约下跌 0.95%，沪银 2404 合约上涨 1.08%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.36%、+1.95%。

2、美元暂时走弱，铜价显著反弹。

降息预期阶段性修复到位，美元指数和美债收益率均有所回落，市场仍然是定价美国经济软着陆为主，加之铜精矿又增添新的供应扰动，因此市场对铜的风险偏好持续回升，铜价表现明显强于其他工业金属，延续了此前的反弹格局。

3、经济韧性仍存，金价小幅走强。

近期美国公布的包含初请失业金人数、制造业 PMI 及成屋销售等经济数据均呈现超预期回升态势，但因前期降息预期基本修复到位，美元指数逐步回落支撑金价于高位运行。关注后续公布的经济数据对预期的影响，但因当前仍处降息前期，叠加各国央行的购金需求，黄金短期内仍将得以支撑，整体于相对高位偏强运行。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价延续反弹格局，一度突破 3.9 美元/磅关口。美国方面，降息预期阶段性修复到位，美元指数和美债收益率均有所回落，市场仍然是定价美国经济软着陆为主，加之铜精矿又增添新的供应扰动，因此市场对铜的风险偏好持续回升，铜价表现明显强于其他工业金属，延续了此前的反弹格局。

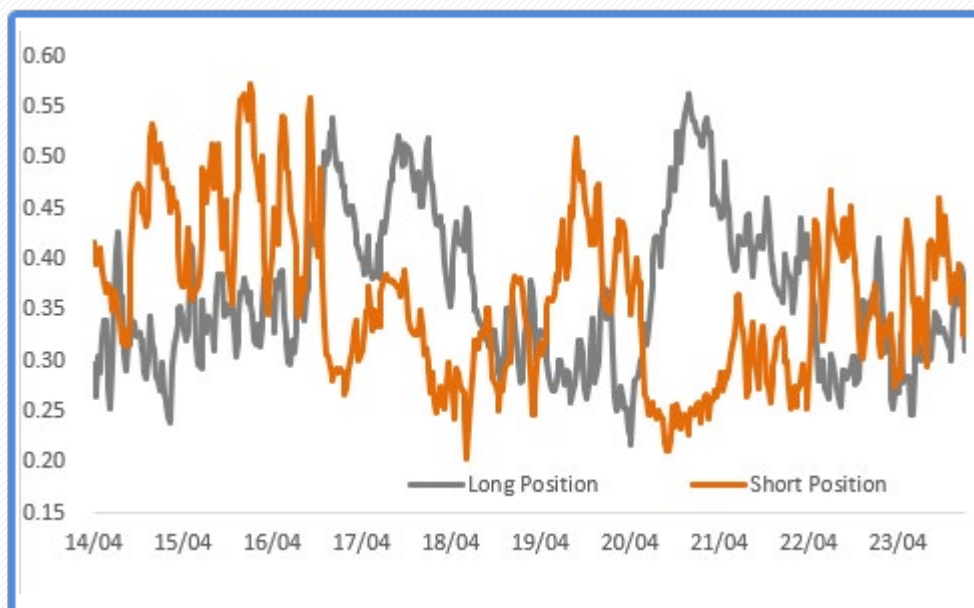
上周 SHFE 铜价小幅上涨，上周中国央行调降 LPR 利率 25BP，超过市场预期。市场随后对此反应较为积极，工业金属均录得一定反弹。本周元宵节结束后，基本进入对于消费的验证阶段，目前来看，新能源车、空调的情况保持韧性，但是基建、地产领域仍旧疲弱，整体需求估计相对中性，价格如果延续冲高需要考虑回落风险。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，整体仍然维持 contango 结构。近期 COMEX 铜库存持续累积已经有 4 到 5 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，目前仍然是 4 月合约价格最为突出，但是 4-5 月月差并不稳定，周内在小幅 back 和平水之间徘徊。国内季节性累库基本符合历史均值，焦点在于本周是否还会继续累库，因为按照以往经验，节后 3-4 周都是累库周期。如果本周继续累库，4-5 月可能暂时也很难走阔，如果相反，则有可能开始走强。

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

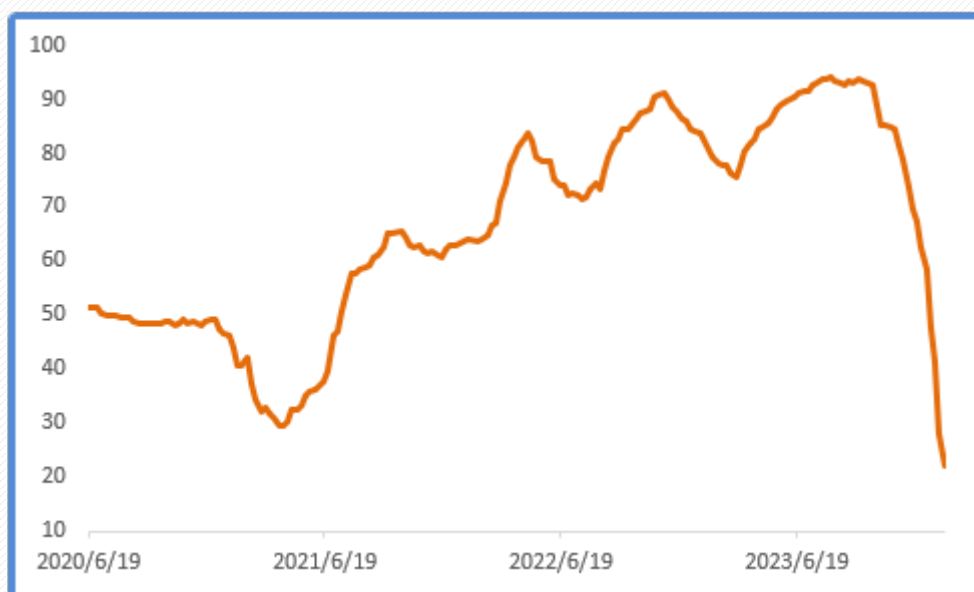


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 22.3-31.5 美元/干吨，均值 27.5 美元/干吨，较上周减少 2.8 美元/干吨。节后第一周，铜精矿市场较为活跃，询报盘拿货偏积极，但是成交区间扩大，主流成交在 20+美元通道内。买卖双方的心理价差缩小，炼厂下调询盘价。节后将有更多的炼厂调整运营计划，以应对这一轮铜精矿现货 TC 的下调。

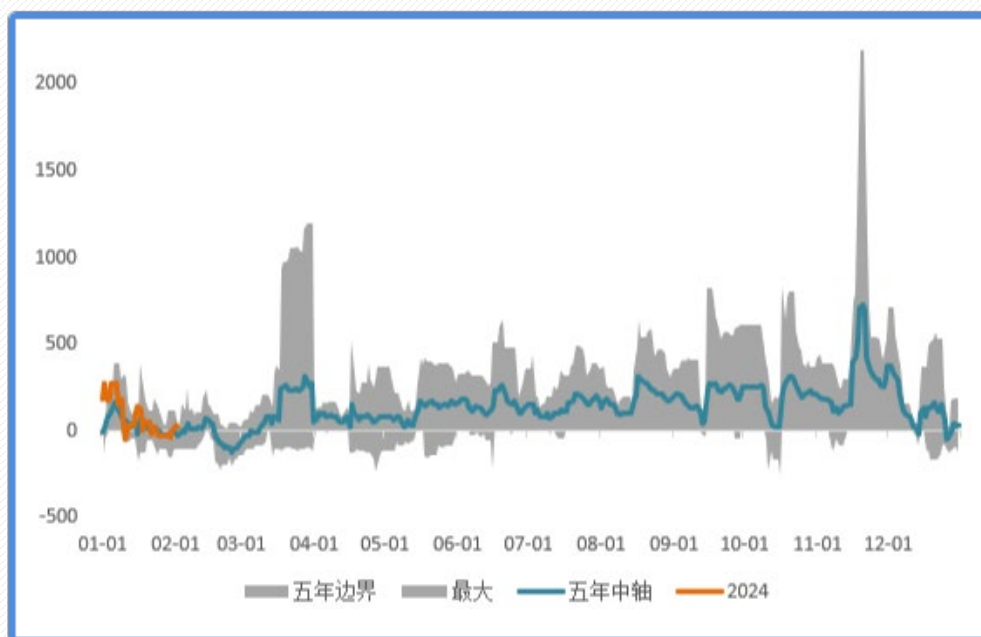
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内下游采购需求未能表现明显回升，一方面据调研了解，虽中大型加工企业基本开工生产，但仍有小部分企业元宵后陆续开工，加之前期备货原料库存及长单供应可维持生产运转；另一方面，周内铜价再度上扬，下游入市接货亦稍显谨慎，整体市场需求较为疲软。元宵节后，下游加工企业基本全面陆续恢复生产，因此下游仍存一定提振空间，且目前持货商继续低价出货情绪相对有限，因此下周现货升水或将 继续回升，但由于近期铜价震荡偏强，或将压制部分消费释放，上升空间或将有所制约。

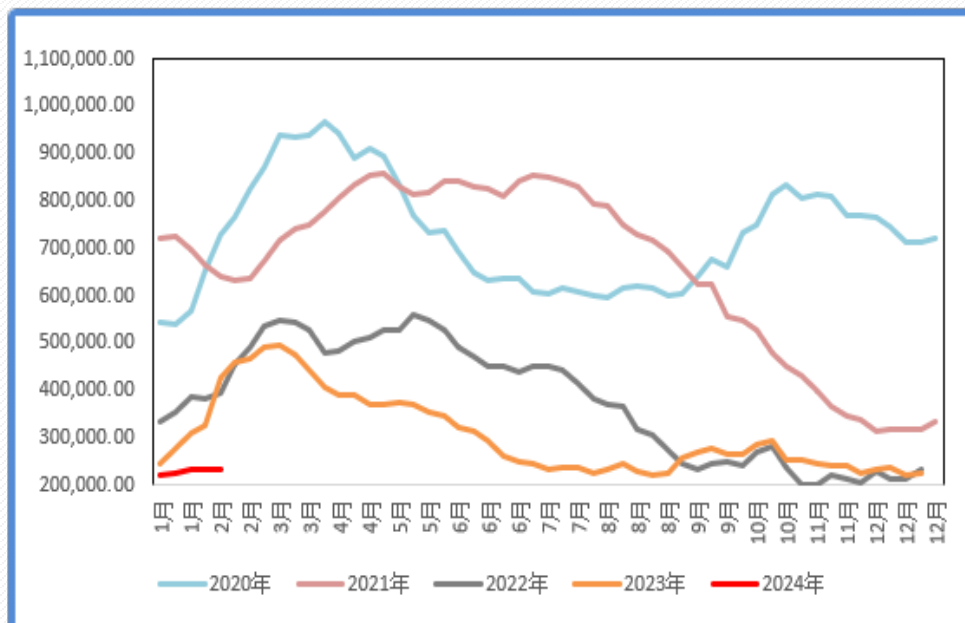
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 27.14 万吨，较 8 日增 11.19 万吨，较 19 日增 0.56 万吨；本周上海、广东市场电解铜现货库存大幅增加，主因国内炼厂节假日并未停止生产，加之节后归来交割换月，冶炼厂发货增加，且节假日期间，下游基本进入停产放假状态，消费停滞。

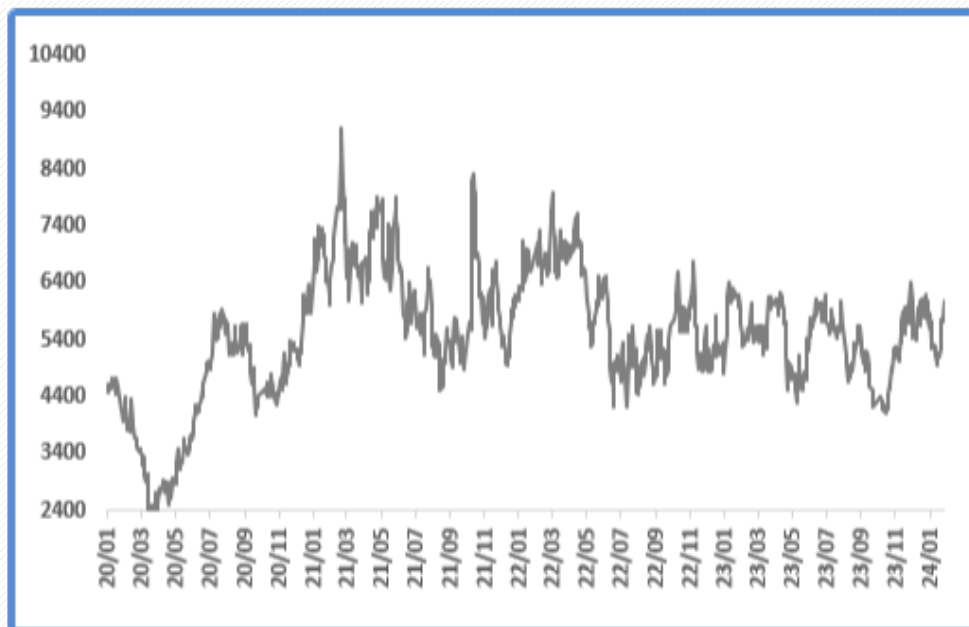
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体下跌明显，华南市场价格再成国内洼地；精铜杆企业复产平稳进行，新增订单表现并不理想；再生铜杆贸易商采买积极，成品价格坚挺；精废铜杆价有所修复，对期铜倒挂再度回归贴水局面。后市来看，随着市场的陆续恢复，后续市场交易也将逐步提升，不过在节前部分下游早早锁定了部分低价订单，因此部分铜杆企业仍有一定的生产以及订单交付需求，短期内的生产与成品消耗有所保障。但随着铜价的陆续走高，精铜杆端新增订单的释放或许有所受限，后续交易可能将难度加大，不排除出现调价出货的情况；而在精废铜杆逐步修复的背景下，再生铜杆的交易需求有望得到提升，但仍需关注原料补充情况。

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，金价小幅走强，银价有所回落，COMEX 金银整体于 2023-2054 美元/盎司、22.5-23.5 美元/盎司区间内运行。近期美国公布的包含初请失业金人数、制造业 PMI 及成屋销售等经济数据均呈现超预期回升态势，但因前期降息预期基本修复到位，美元指数逐步回落支撑金价于高位运行。

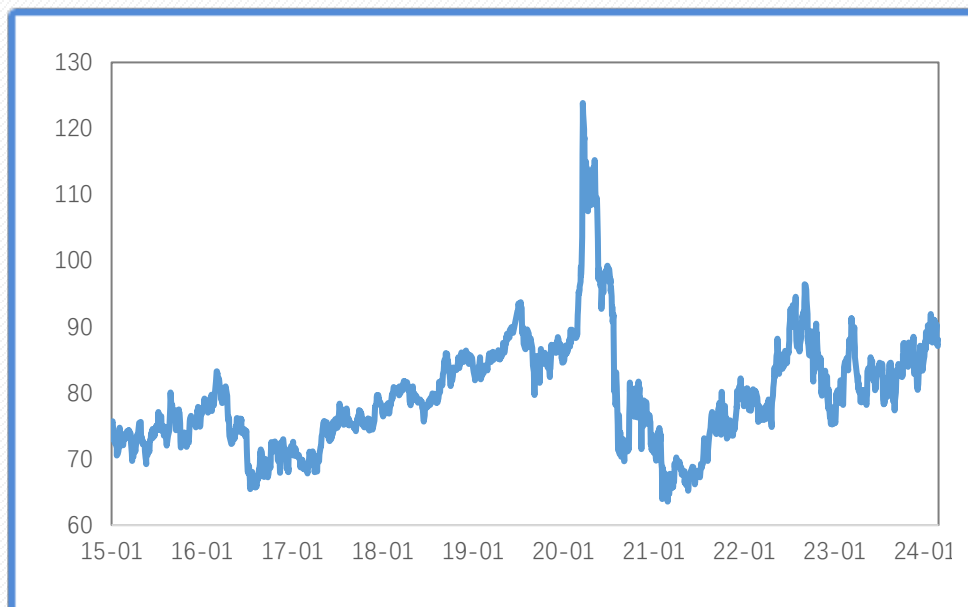
贵金属价格监控

2024/2/23	本周收盘价	周初收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2037.2	2015.6	1.1%
COMEX 白银	23.0	23.2	-0.8%
伦敦金现	2027.5	1997.9	1.5%
伦敦银现	23.1	23.0	0.3%
SHFE 黄金	478.7	479.2	-0.1%
SHFE 白银	5884.0	5955.0	-1.2%
上金所黄金 T+D	478.2	480.6	-0.5%
上金所白银 T+D	5880.0	5955.0	-1.3%

（二） 比价与波动率

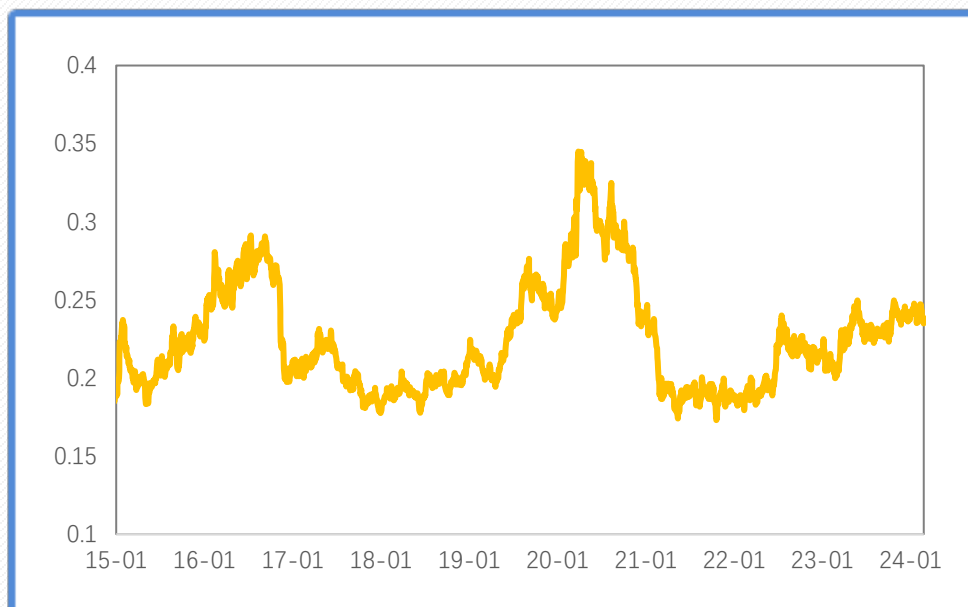
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现强于黄金，金铜比震荡回落；原油价格持续下跌，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



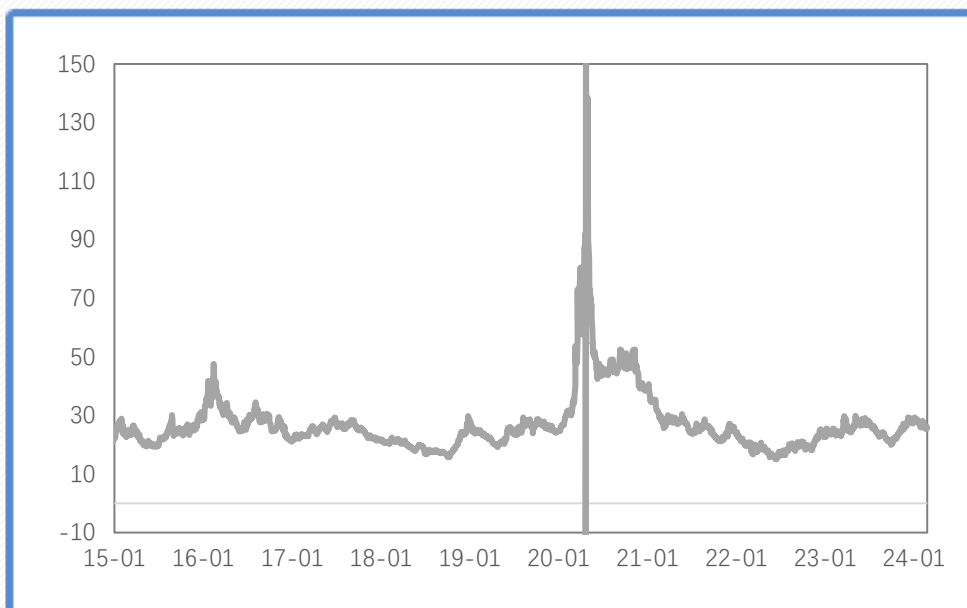
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

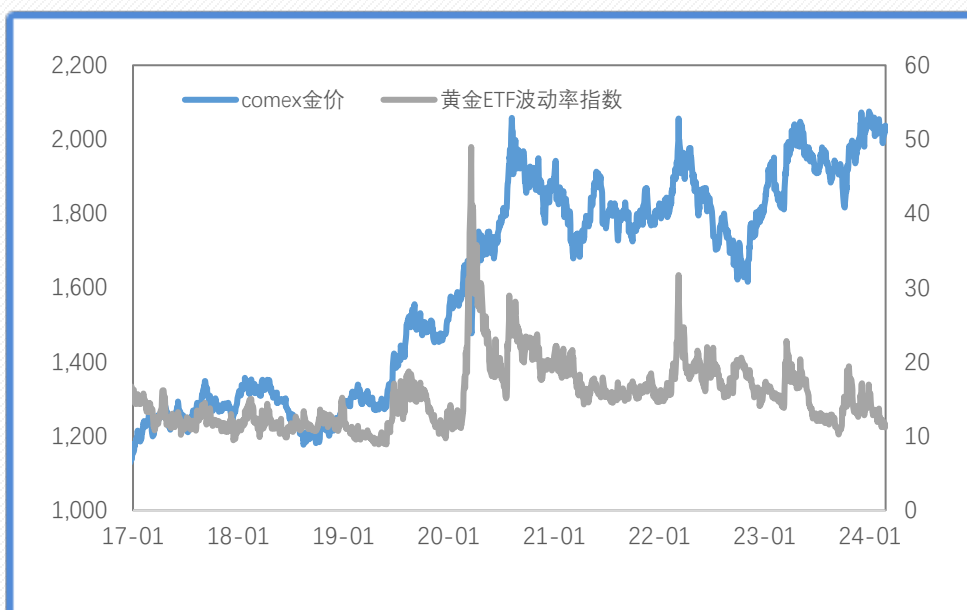
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落至相对低位，短期来看不排除有再度上冲的可能。

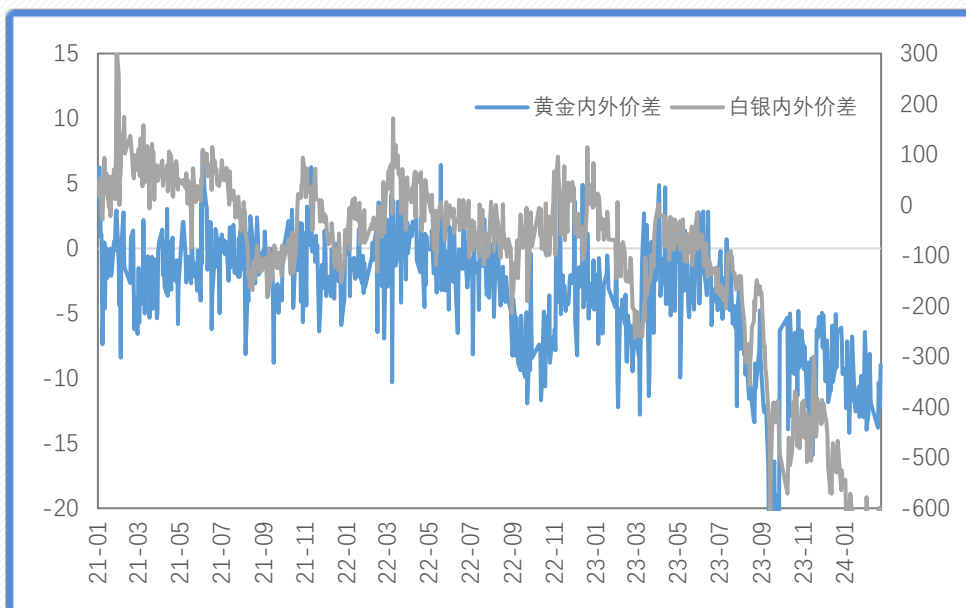
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

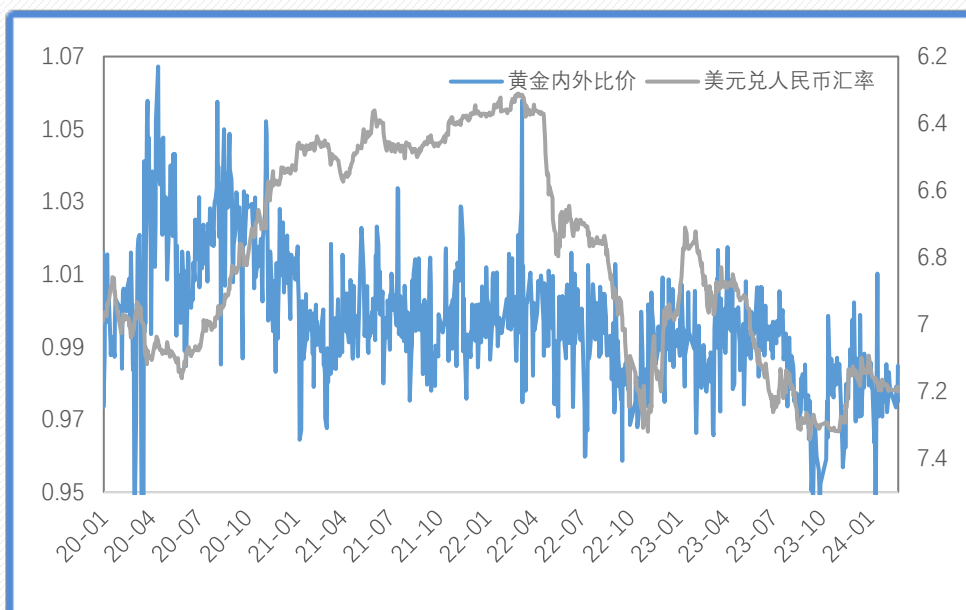
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差分化，黄金内外价差有所回升、白银小幅回落；黄金与白银内外比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

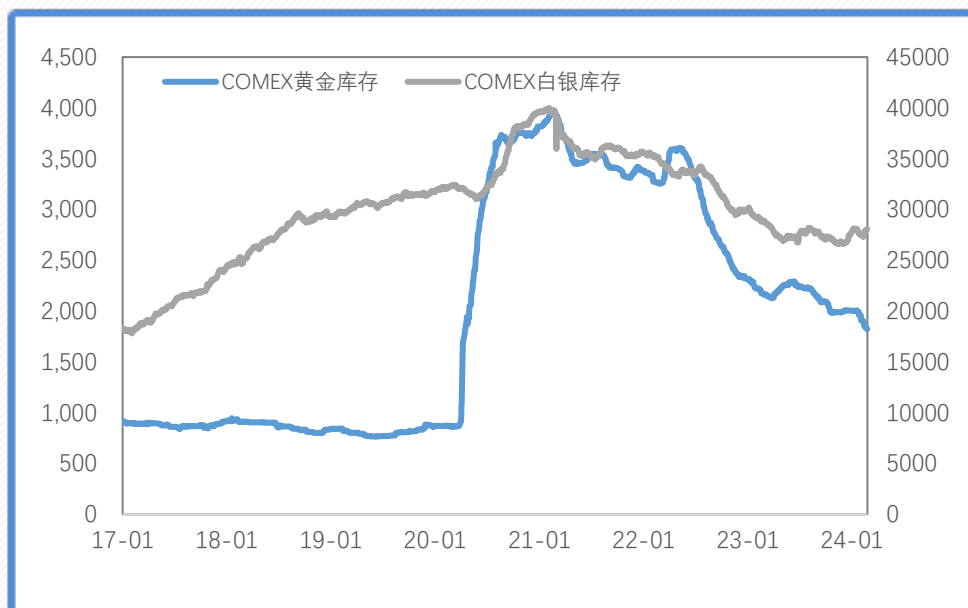


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

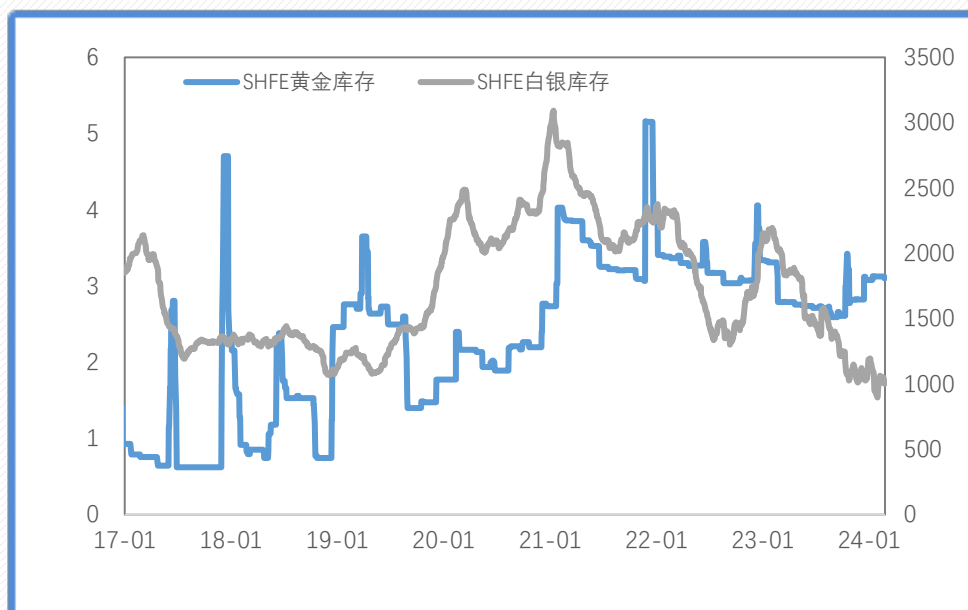
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1823.6 万盎司，环比减少约 22.5 万盎司，COMEX 白银库存约为 28097.2 万盎司，环比增加约 278 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.1 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1001.3 吨，环比减少约 46.5 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

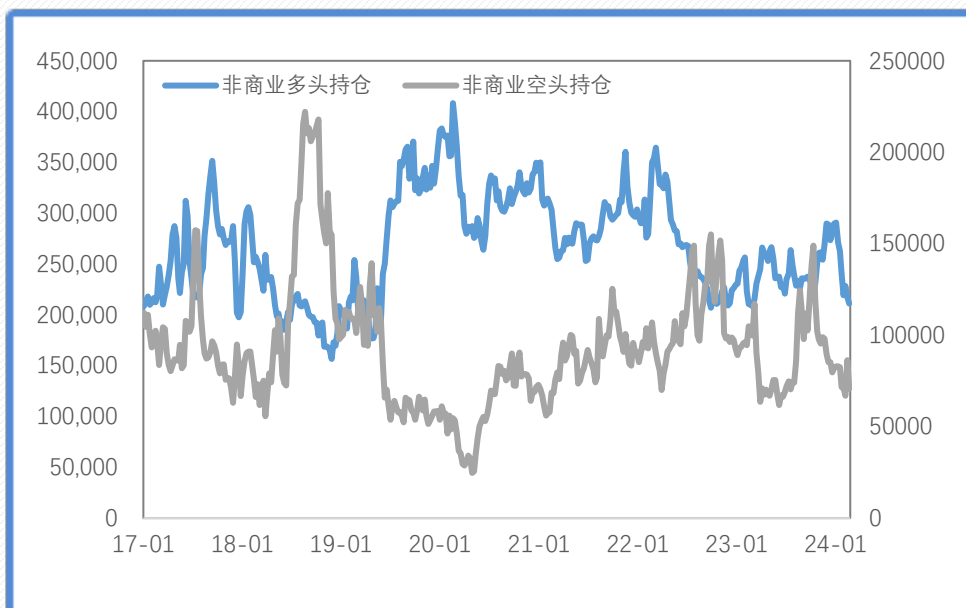
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

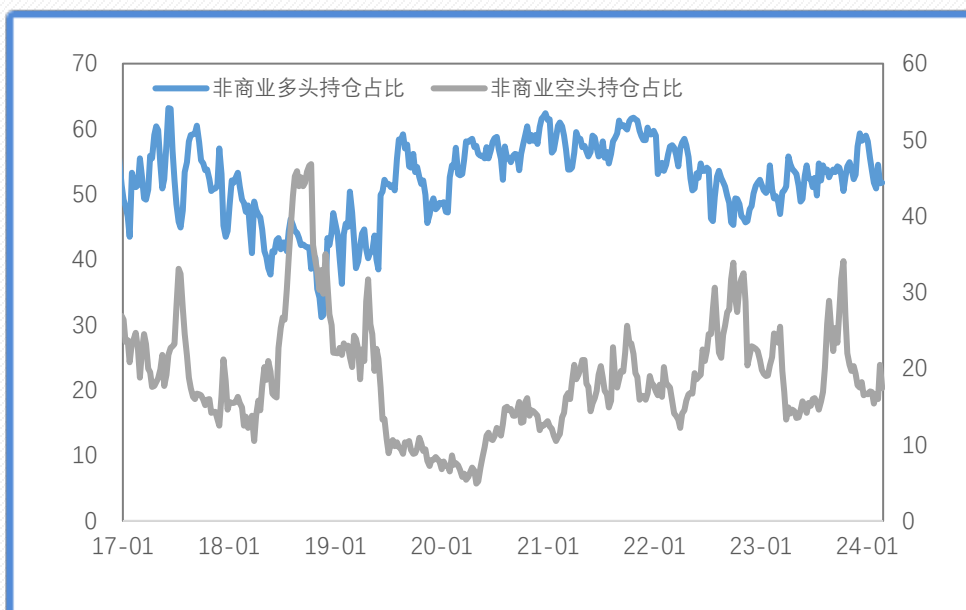
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 10.1 吨至 828 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 199.2 吨至 13331 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 28.2 万手, 其中非商业净多持仓减少 6471 手至 21.1 万手, 空头持仓减少 15565 手至 7.08 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 51.8% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 17.4% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



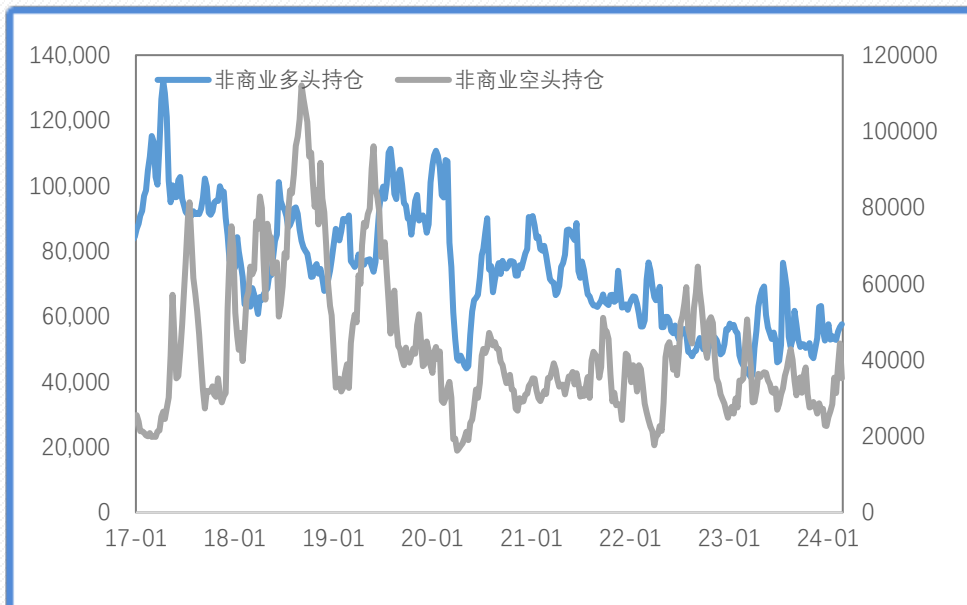
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



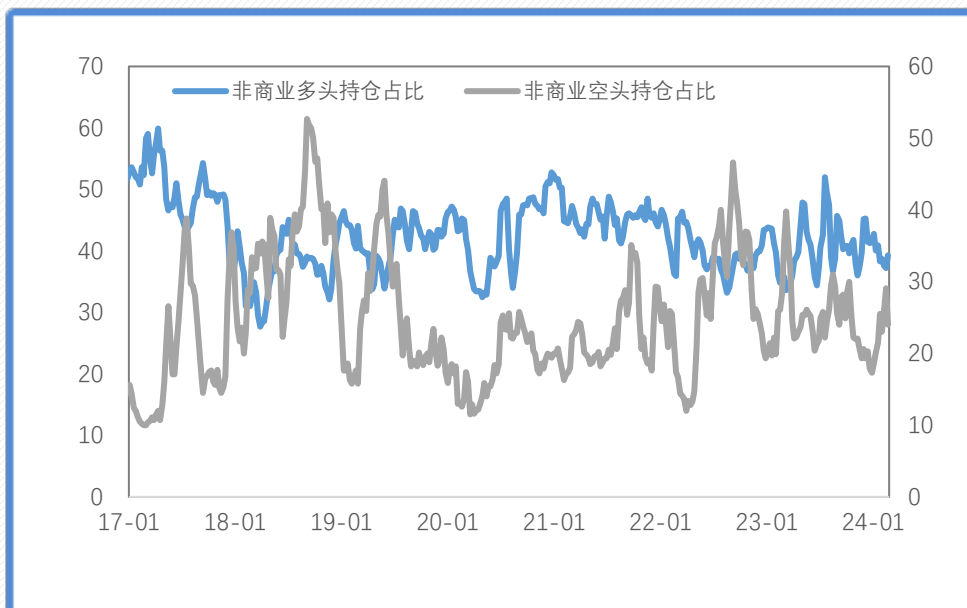
数据来源: Wind

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

本周元宵节结束后，基本进入对于消费的验证阶段，目前来看，新能源车、空调的情况保持韧性，但是基建、地产领域仍旧疲弱，整体需求估计相对中性，价格如果延续冲高需要考虑回落风险。

在前期降息已基本修复到位后，关注后续公布的经济数据对预期的影响，但因当前仍处降息前期，叠加各国央行的购金需求，黄金短期内仍将得以支撑，整体于相对高位偏强运行。



关注及风险提示

美国新屋销售、核心 PCE、初请失业金人数、通胀预期、ISM 制造业 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。