

降息预期重返舞台，黄金强势上涨开启序幕？

摘要：受到上周美国公布的包含 GDP、地产、就业等经济数据有所走缓的影响，贵金属价格得以支撑。同时，周五美国 2 月 ISM 制造业 PMI 显著下滑，叠加纽约社区银行爆雷引发市场对银行及地产业的担忧，金价由此得以推升。降息预期重返舞台，银行地产风险犹存，短期来看，贵金属价格上冲后或有阶段性调整，但整体仍将于高位偏强运行。

金属市场周报

2024. 2. 26-2024. 3. 1

核心观点

1、上周金价显著走强，铜价有所调整。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.24%，白银上涨 0.67%；沪金 2404 合约上涨 1.01%，沪银 2404 合约上涨 0.51%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.76%、-0.65%。

2、制造业 PMI 走弱，抑制铜价反弹。

上周美国经济数据有所走弱，局部风险事件再度发生，降息预期在压缩到极致之后被重新点燃。无论是首次申请失业金人数超预期回升、PCE 同比继续回落、制造业 PMI 全面走弱，还是纽约社区银行再度暴跌等因素，均使得降息预期回升。不过由于制造业 PMI 的走弱也暗示了需求可能的下行，因此铜价并未跟随降息预期回升而显著上涨。

3、降息预期修正及银行地产风险再度推升金价。

受到上周美国公布的包含 GDP、地产、就业等经济数据有所走缓的影响，贵金属价格得以支撑。同时，周五美国 2 月 ISM 制造业 PMI 显著下滑，叠加纽约社区银行爆雷引发市场对银行及地产业的担忧，金价由此得以推升。降息预期重返舞台，银行地产风险犹存，短期来看，贵金属价格上冲后或有阶段性调整，但整体仍将于高位偏强运行。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价高位震荡，运行重心略有下移。上周美国经济数据有所走弱，局部风险事件再度发生，降息预期在压缩到极致之后被重新点燃。无论是首次申请失业金人数超预期回升、PCE 同比继续回落、制造业 PMI 全面走弱，还是纽约社区银行再度暴跌等因素，均使得降息预期回升。不过由于制造业 PMI 的走弱也暗示了需求可能的下行，因此铜价并未跟随降息预期回升而显著上涨。

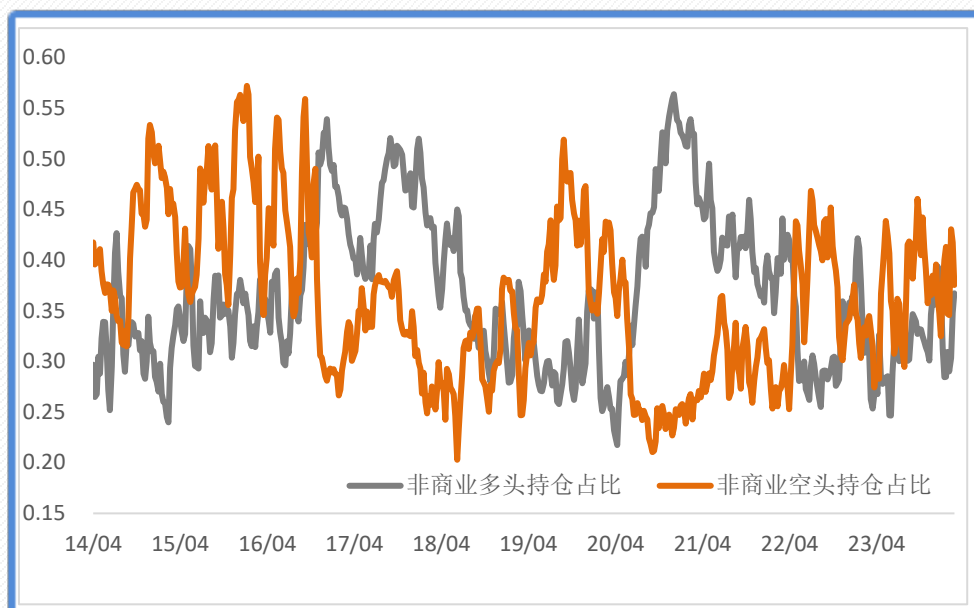
上周 SHFE 铜价高位震荡。上周国内 PMI 数据整体回落，但是结构仍有超出季节性的表现，因此市场并未过于悲观。目前临近两会，市场对降息等政策预期仍然抱有一定期待，希望能看到更多的对经济支持的总量及产业政策。同时微观层面也等待国内精炼铜需求在旺季的验证。因此预计铜价近期仍将维持高位震荡格局。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向下位移，整体仍然维持 contango 结构。近期 COMEX 铜库存有所去化，此前连续的累库趋势似乎暂时发生终结。如果北美消费支持库存的进一步流出，目前的价差水平上是有空间进行 borrow 操作的。

SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，目前 4-5 月月差基本在平水附近波动，市场此前尤其看好 4 月合约，但是目前随着累库进程的进一步持续，4 月合约月差的想象空间在缩小。目前国内精炼铜社会库存已经超过 30 万吨，如果本周继续小幅累库，4 月合约几乎没有太大月差走强的空间，市场会转而预期 5 月或 6 月，具体还要视旺季消费及去库斜率而定。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，非商业空头占比已经回到相对较低的水平，CTA 基金净空持仓回到了去年 5 月的水平，市场看空情绪有所减弱，但是铜价并没有显著反弹，目前多空力量仍然相对交织。

图 1：CFTC 基金净持仓

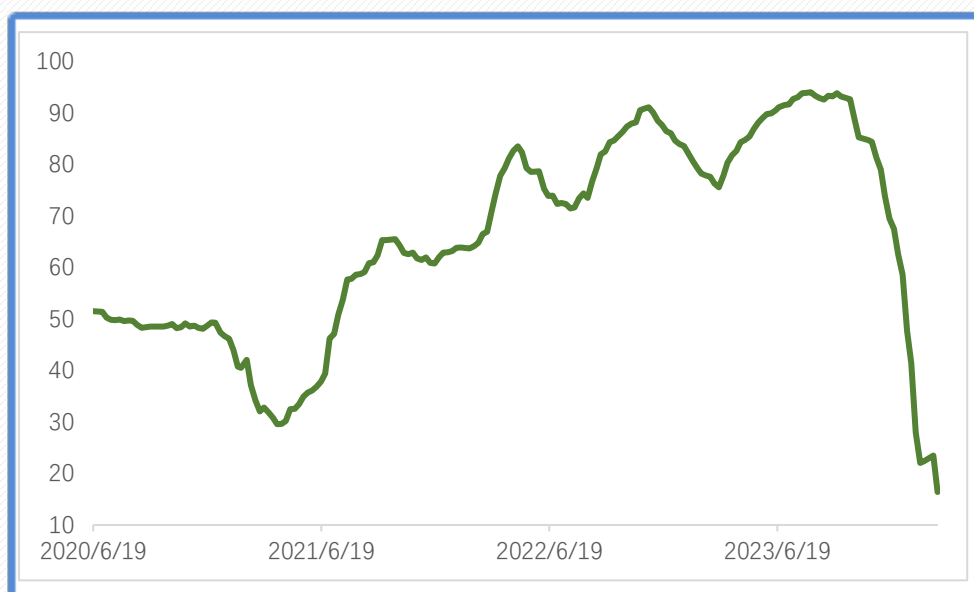


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数干净铜精矿 TC 指数 15.8-23.2 美元/干吨, 均值 20.4 美元/干吨, 较上周减少 7.1 美元/干吨。铜精矿现货 TC 继续快速大幅度下跌, 成交低位跌至 10 美元低位。部分炼厂已经提前检修计划, 以减少铜精矿投料量来应对极端市场。供应端船期略有延误。多个市场参与者认为, 铜精矿现货 TC 或将继续下行。

图 2：铜精矿加工费

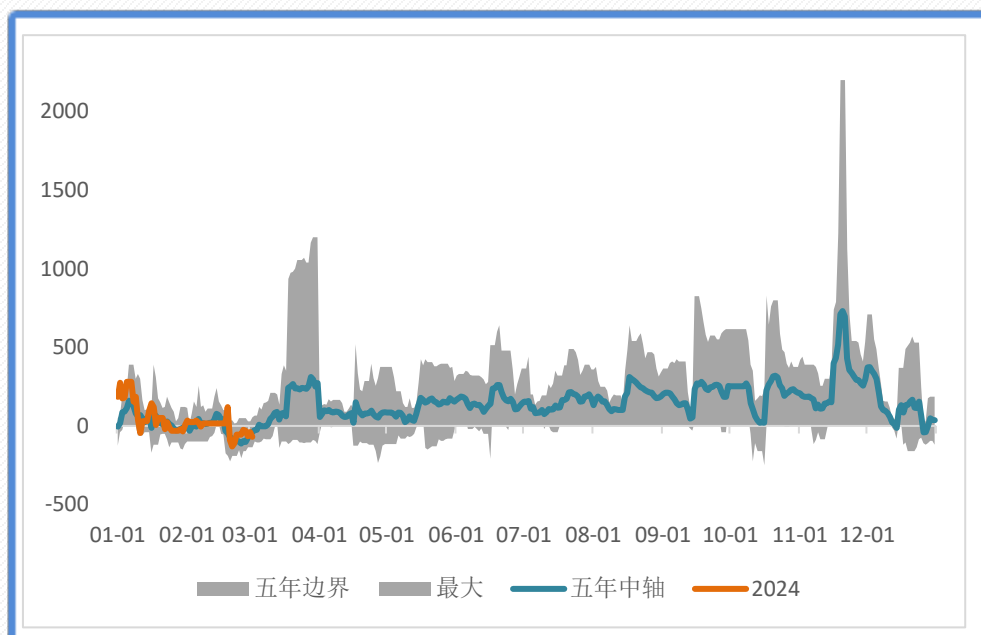


数据来源：SMM

现货方面, 周内下游采购需求难有明显提振, 一方面铜价偏强震荡, 下

游加工企业入市接货情绪稍显谨慎，仍以刚需采购为主。另一方面，部分下游新增订单并未有所好转，仅铜管、铜排等行业表现尚可，整体需求恢复缓慢。随着近期市场库存累库幅度放缓，加之月初下游消费或将 继续表现恢复，仍有回升预期。但值得注意的是，高铜价目前依旧压制部分下游接货需求，后续如若铜价走跌明显，市场需求或者上升明显；反之，现货升水上行压力尚存。

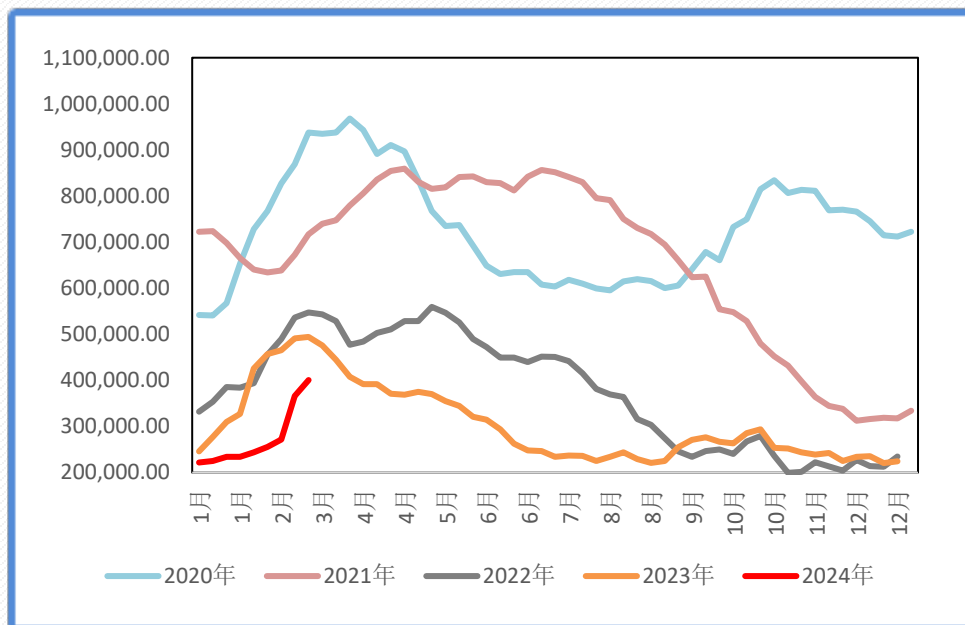
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 29.95 万吨，较 22 日增 2.81 万吨，较 26 日增 1.09 万吨；本周上海、广东市场电解铜现货库存继续增加，主因仓库仍有到货，加之下游消费回升空间受限，采购需求难有明显提升，库存亦维持累库趋势。

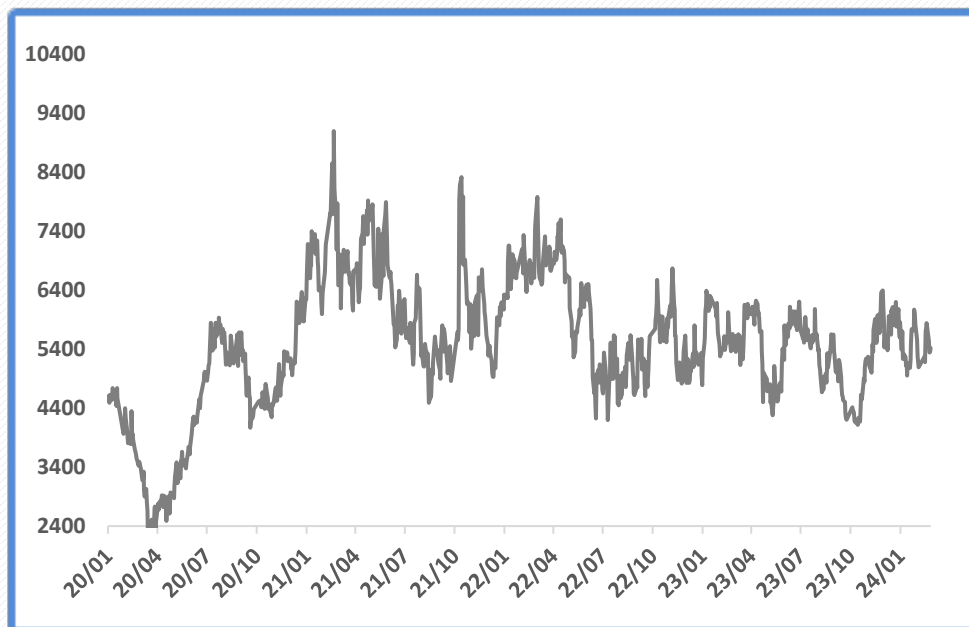
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费涨跌表现不一，其中广东涨幅明显，其余市场持平或仅有较小跌幅；精铜杆企业复产平稳进行，本周以提货为主；再生铜杆企业原料备货难度较大，个别市场开工进度依旧偏慢；精废铜杆价差、对期铜倒扣贴水幅度皆呈环比小幅收缩表现。市场在经历 1-2 周的缓冲期过后，铜杆交易将逐步恢复至正常水平，由于前期部分下游锁定了低价订单，在短期市场无明显大幅转好表现的情况下，市场主要活动依旧围绕交付前期订单。目前铜价有逐步回升趋势，预计后期再生铜杆市场原料供应短缺情况稍有缓解，再生铜杆厂家生产表现将有进一步的提升；而终端行业随着季节的规律性变化，后续需求将会有逐步提升表现，铜杆市场将逐步得到修复。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体显著走强, COMEX 金银于 2033-2098 美元/盎司、22.4-23.5 美元/盎司区间内运行。受到上周美国公布的包含 GDP、地产、就业等经济数据有所走缓的影响, 贵金属价格得以支撑。同时, 周五美国 2 月 ISM 制造业 PMI 显著下滑, 叠加纽约社区银行爆雷引发市场对银行业的担忧, 金价由此得以推升。

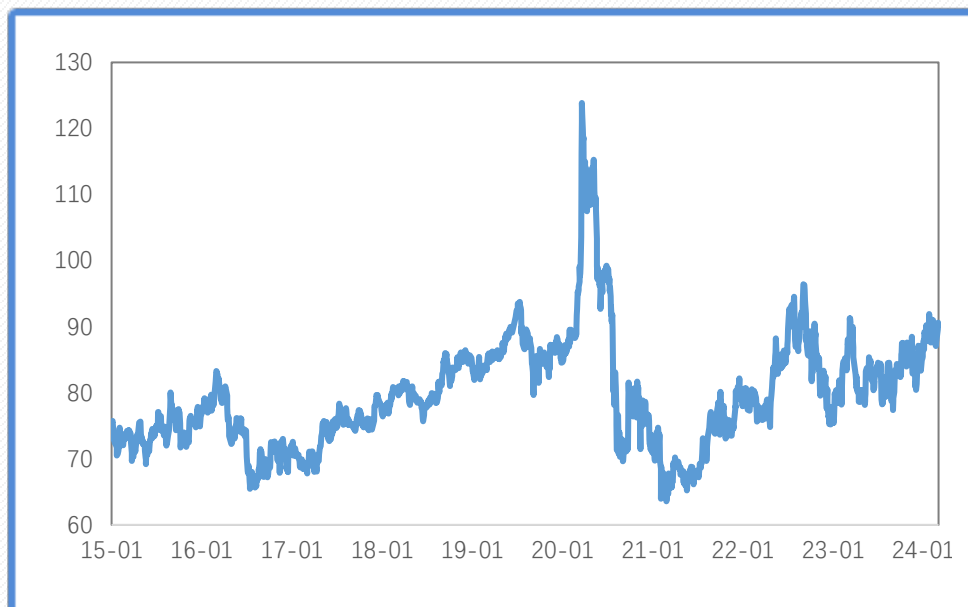
贵金属价格监控

2024/3/1	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2083.6	2037.2	2.3%
COMEX 白银	23.0	22.6	1.7%
伦敦金现	2049.8	2027.5	1.1%
伦敦银现	22.3	22.7	-1.7%
SHFE 黄金	483.9	478.7	1.1%
SHFE 白银	5913.0	5884.0	0.5%
上金所黄金 T+D	483.1	478.2	1.0%
上金所白银 T+D	5901.0	5880.0	0.4%

（二） 比价与波动率

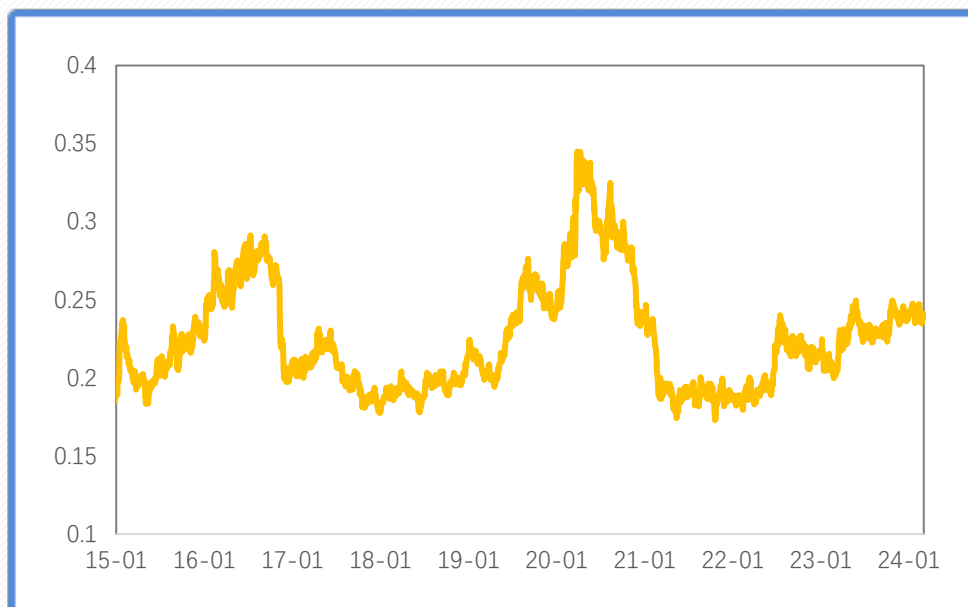
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格有所回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



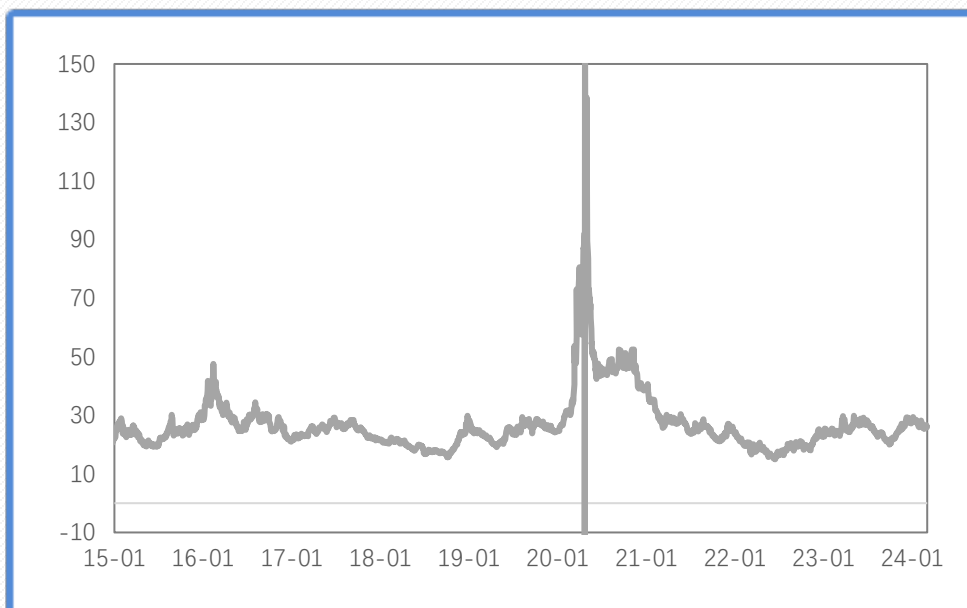
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

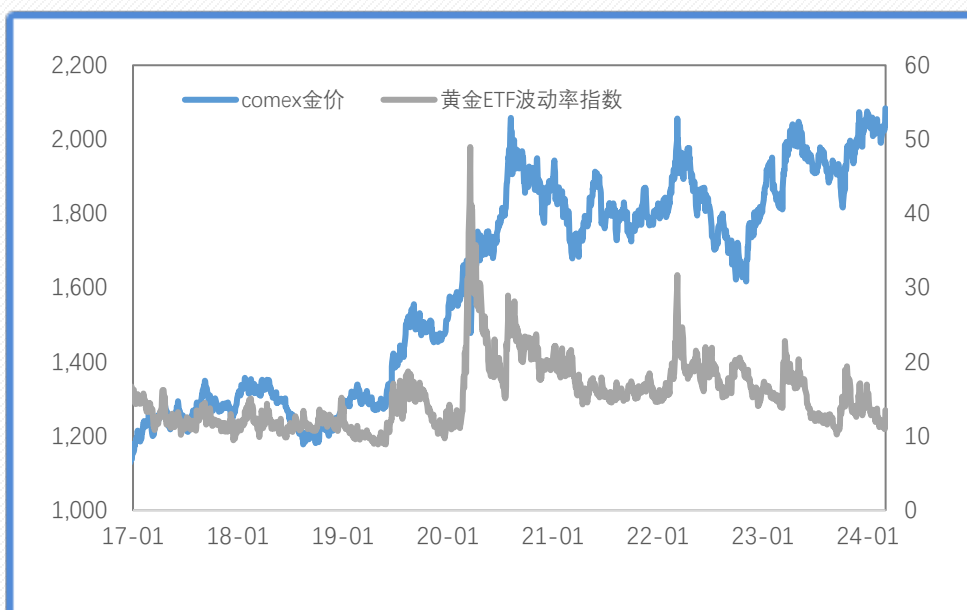
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于周五有所上冲，银行风险再度引发金价波动率加剧。

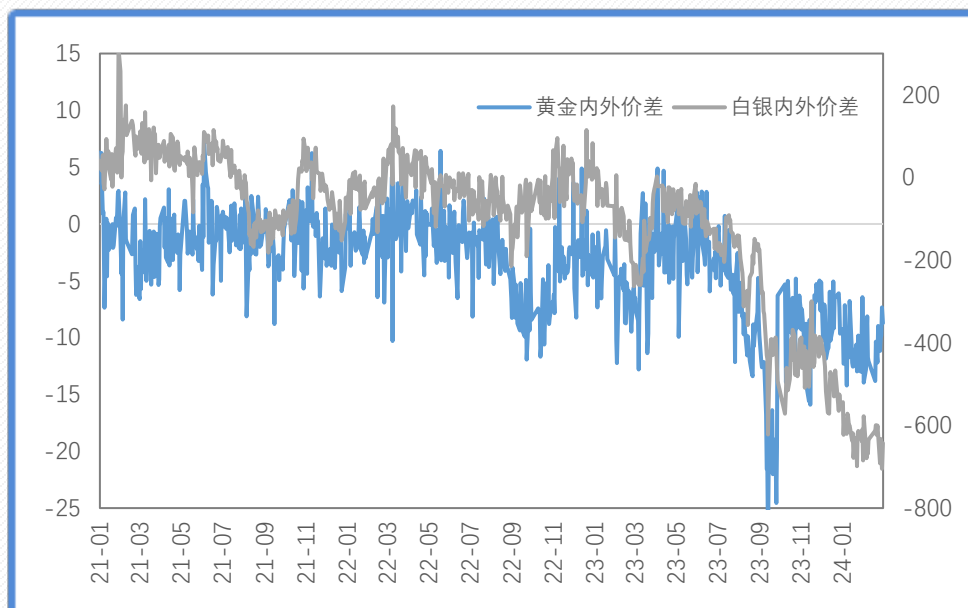
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

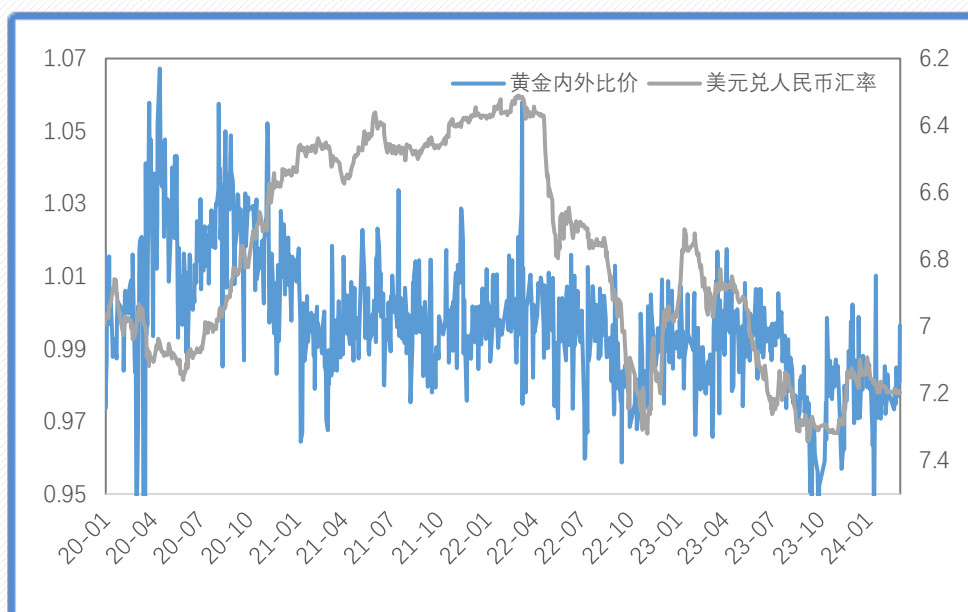
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差分化，黄金内外价差有所回升、白银小幅回落；黄金与白银内外比价持续回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

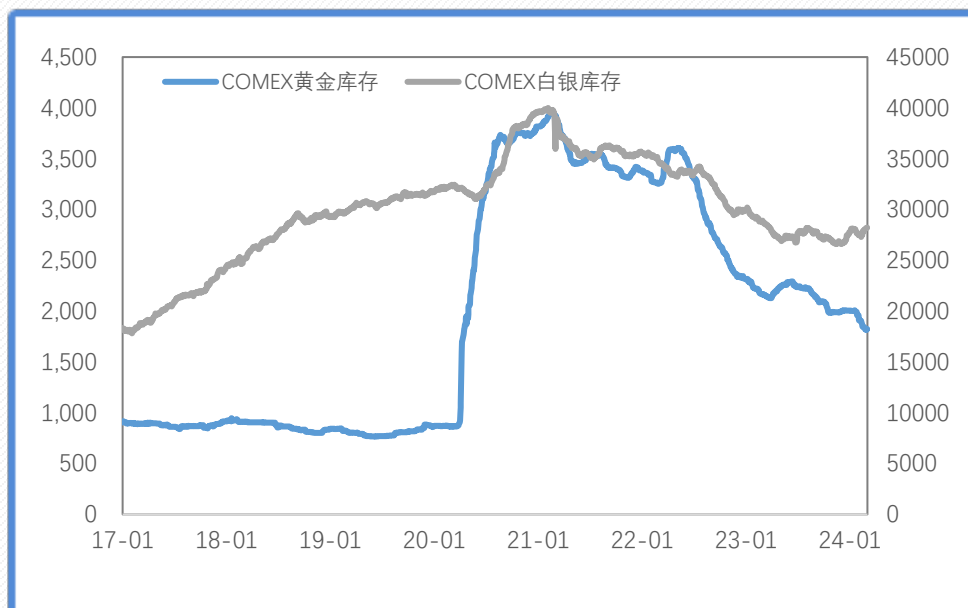


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

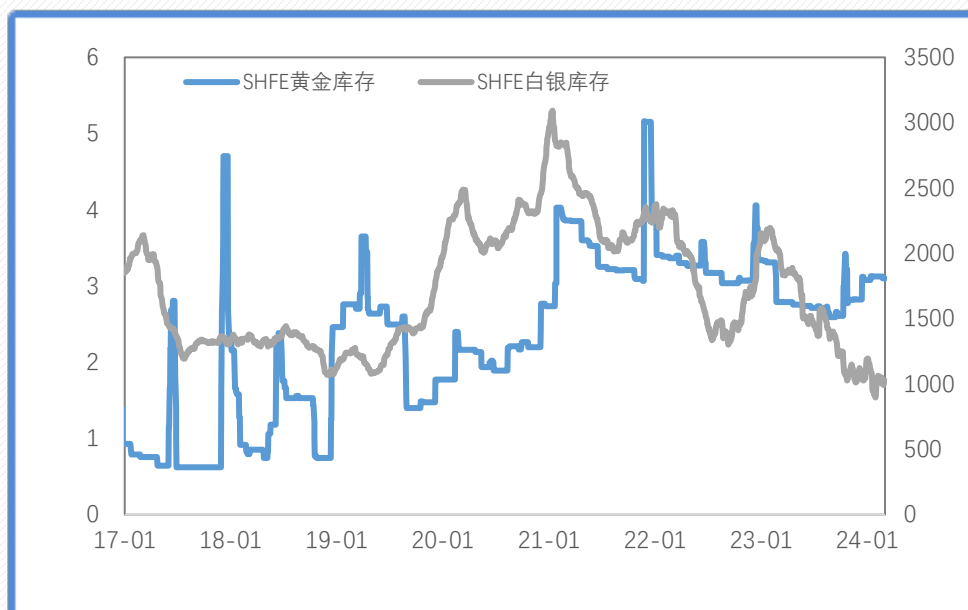
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1822.6 万盎司，环比减少约 1 万盎司，COMEX 白银库存约为 28213 万盎司，环比增加约 116 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.1 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1020 吨，环比增加约 18.4 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

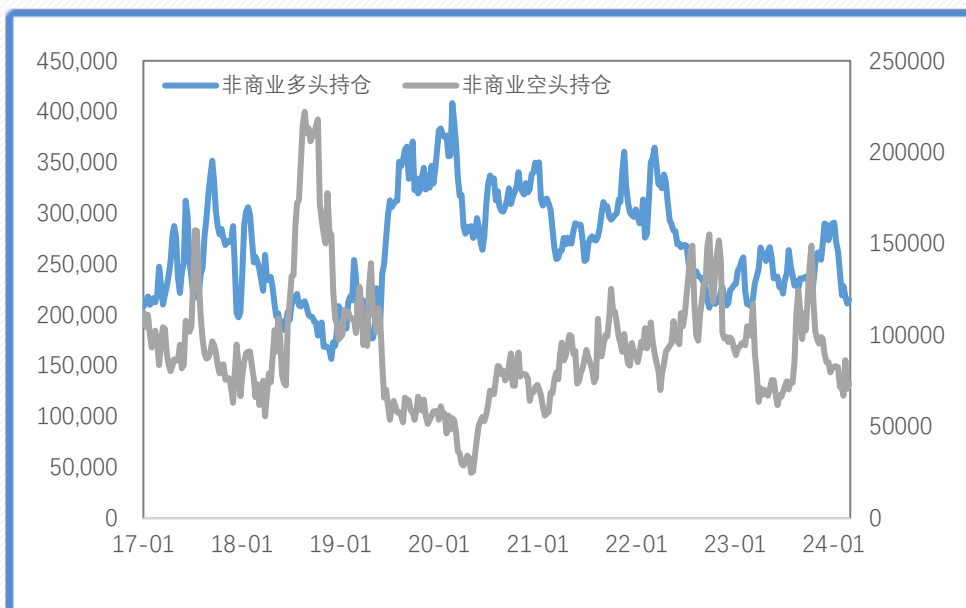
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

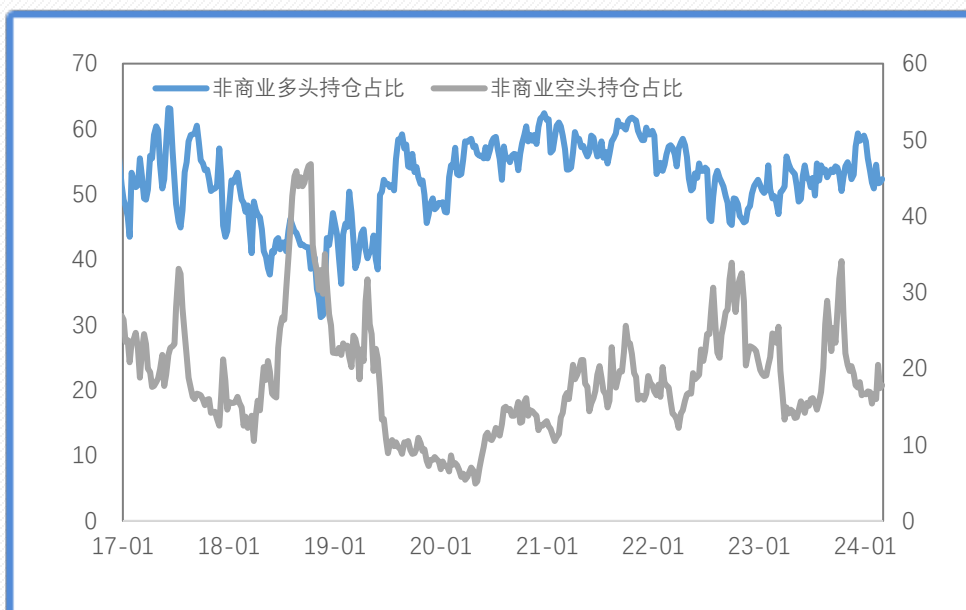
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 4.1 吨至 824 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 74 吨至 13405 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 28.8 万手, 其中非商业净多持仓增加 3914 手至 21.49 万手, 空头持仓增加 2540 手至 7.3 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 52.3% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 17.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



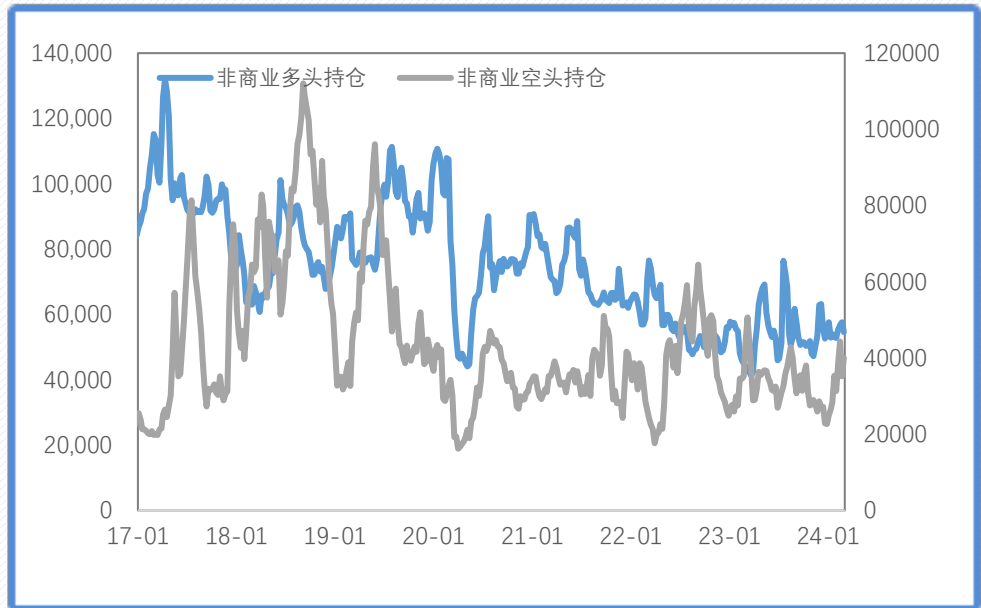
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



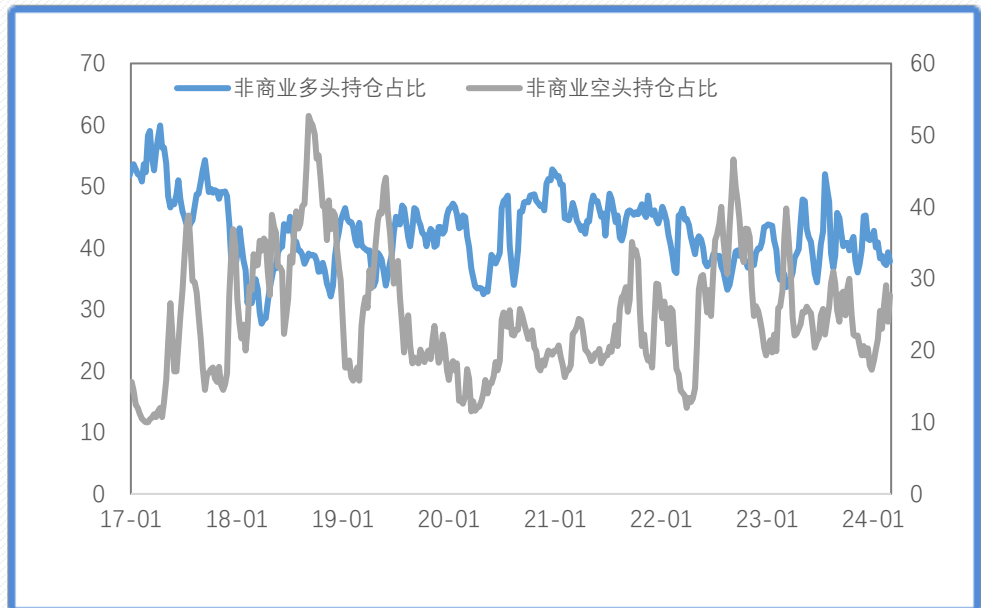
数据来源: Wind

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

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。

美国经济数据的走缓使得降息预期重返舞台，而银行和地产潜在的风险再度引发市场对经济的担忧，金价由此得以提振。短期来看，贵金属价格上冲后或有阶段性调整，但整体仍将于高位偏强运行。



关注及风险提示

美国 PMI、职位空缺、失业率、非农就业等。

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。