

预期验证时刻将临，金铜如何表现？

摘要：上周公布的美国经济数据表现参差不齐，从 PMI 到劳动力数据，再叠加鲍威尔的讲话，似乎都在重新为降息预期的打开提供遐想的空间。尤其是 2 月非农就业数据的走弱，更是让市场重新对降息注入预期，美元及美债收益率回落，黄金继续跑赢铜价。

金属市场周报

2024. 3. 4-2024. 3. 8

核心观点

1、受降息预期反复，金铜双双上涨。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 4.47%，白银上涨 5.05 %；沪金 2406 合约上涨 4.47%，沪银 2406 合约上涨 4.21%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.84%、+1.49%。

2、美国就业数据走弱，需求担忧抑制铜价。

上周公布的美国经济数据表现参差不齐，从 PMI 到劳动力数据，再叠加鲍威尔的讲话，似乎都在重新为降息预期的打开提供遐想的空间。尤其是 2 月非农就业数据的走弱，更是让市场重新对降息注入预期，美元及美债收益率回落，铜价受到一定提振，但是周五上涨动能衰竭，市场对美国数据走弱可能带来的需求疲软也表现出了担忧。

3、降息重回视野，贵金属价格快速上行。

上周 COMEX 贵金属价格整体有所走强，受美国非农就业相对疲弱，鲍威尔讲话呈现鸽派，年内降息预期再度反复，金银价格由此快速上行。年内降息基本已成定局，需要关注的是降息的次数及幅度，长期来看，黄金需求仍有支撑，关注下周美国经济数据对金价可能带来的影响。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价小幅反弹，主要因为降息预期重新升温。上周公布的美国经济数据表现参差不齐，从 PMI 到劳动力数据，再叠加鲍威尔的讲话，似乎都在重新为降息预期的打开提供遐想的空间。尤其是 2 月非农就业数据的走弱，更是让市场重新对降息注入预期，美元及美债收益率回落，铜价受到一定提振，但是周五上涨动能衰竭，市场对美国数据走弱可能带来的需求疲软也表现出了担忧。

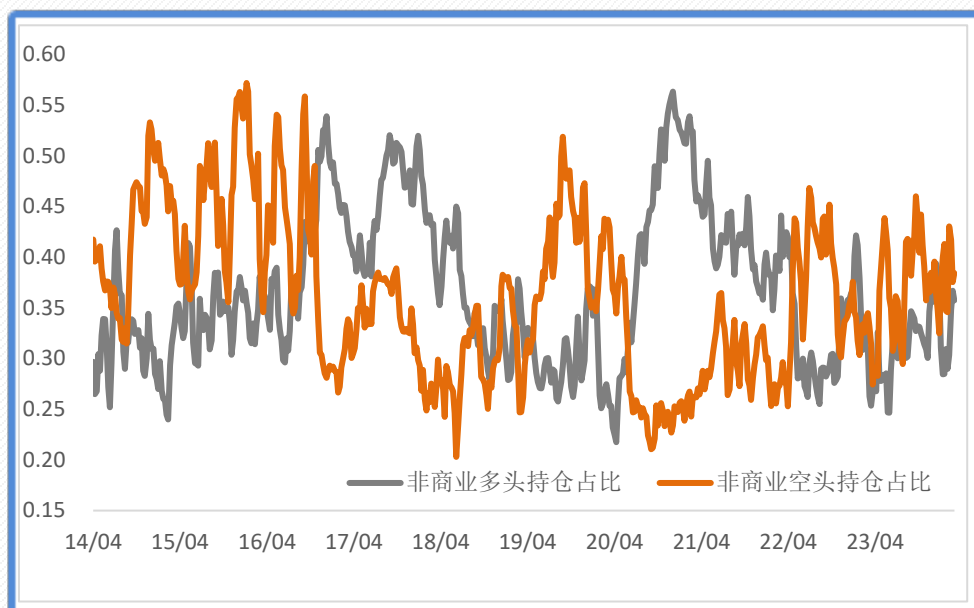
上周 SHFE 铜价小幅反弹，一度突破 70000 元/吨整数关口。上周国内宏观面也相对偏暖，两会进行期间 GDP 目标不低、财政计划力度不弱，加之开年出口同比大增，都让市场为旺季抱有更多的期待。接下来就是验证预期的时刻，下游消费将从 3 月中旬开始进入兑现阶段，库存能否如期开始去化、去化的斜率如何都是重要观察指标。目前来看七万的价格对应的预期有点过高，需要注意消费不及预期带来的价格回落风险。

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。上周 COMEX 铜库存又开始有所累积，回头看此前的去库只是一些噪音。目前断断续续的累库已经持续了两月有余，按照目前 COMEX 铜的价差结构来看，市场似乎仍然相信后续还有累库的空间，月差比较稳定，目前来看 borrow 也没必要急于入场。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，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

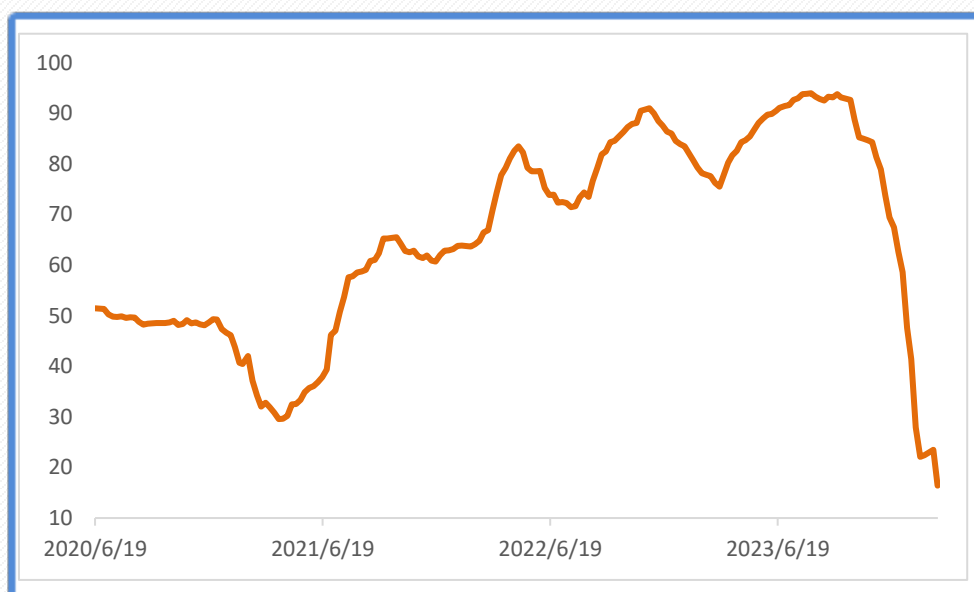


数据来源：Wind

（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。

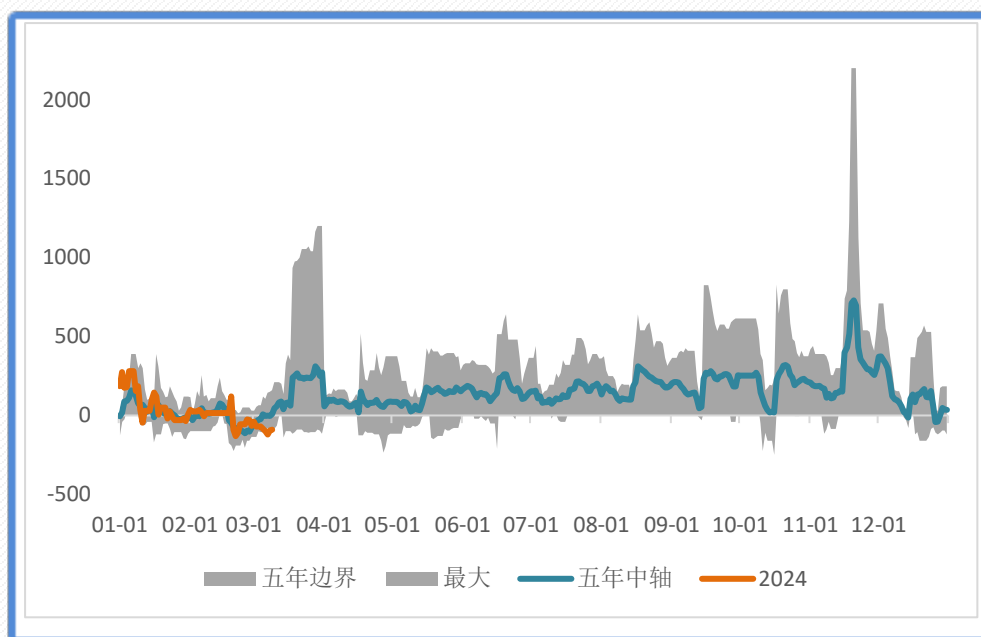
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价偏强震荡，且周五一度走高至 70000 元/吨以上，然本周下游部分加工企业新增订单仍表现不佳，铜管、铜排等行业订单表现尚可。后续临近周尾，随着铜价逐渐走高，下游出现一定买涨情绪，补库需求小幅回暖，但整体市场消费提振空间较为有限。据了解本周仍有进口铜流入，加之临近 03 合约交割日，料国产货源到货仍有增加，库存累库压力尚存。且铜价大幅上扬，下游存在畏高情绪，下周消费较本周预计提升空间有限，但月差走扩背景下，现货升贴水继续下行空间也不大，因此预计维持弱势运行，或有所回升。

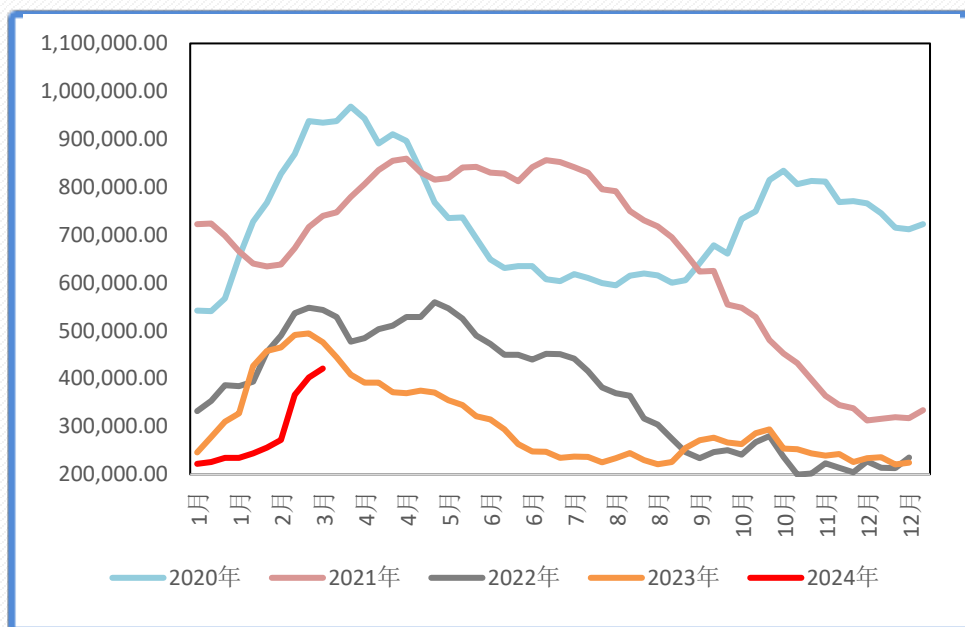
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 33.28 万吨，较 29 日增 3.33 万吨，较 4 日增 1.41 万吨；本周上海、广东市场电解铜现货库存继续增加，主因仓库仍有国产货源到货，且进口抵港到船货源到港，且多数清关流入国内，加之下游部分加工企业订单未能好转，消费难以表现明显改善，库存亦维持累库趋势。上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 4.11 万吨，较 29 日增 0.25 万吨，较 4 日增 0.12 万吨；保税区仍有炼厂出口货源入库，且进口维持亏损，保税区库存维持增加。

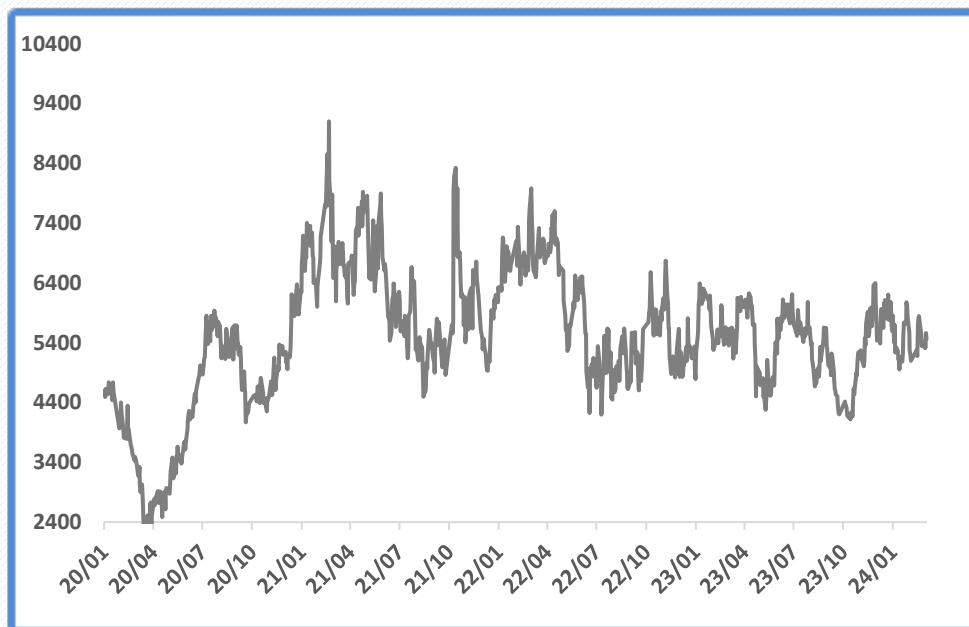
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数下跌，北方市场下跌明显；精铜杆企业生产陆续达产，提货表现有所回升；再生铜杆贸易商采买积极，但厂家原料采购价格依旧坚挺；精废铜杆价有所修复，对期铜倒挂贴水再度扩大。后市来看，铜价走高对于市场消费影响逐步显现出来，对于高铜价精铜杆市场逐步表现出对高价格的抵触，但在另一方面，再生铜杆得益于价格上涨后精废铜杆价差的扩大，再生铜杆的交易属性逐步提升，市场青睐度有所增加，但原料价格坚挺的问题或将成为后续生产的隐患。不过考虑到市场的推进，高铜价终究会被市场逐步接受，因此后续订单难以复刻去年同期井喷式的增长，预计以相对平稳增长或是逢低采买的节奏为主。

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走强, COMEX 金银于 2088-2203 美元/盎司、23.2-24.9 美元/盎司区间内运行。受美国非农就业相对走弱, 鲍威尔讲话呈现鸽派, 年内降息预期再度反复, 金银价格由此快速上行。

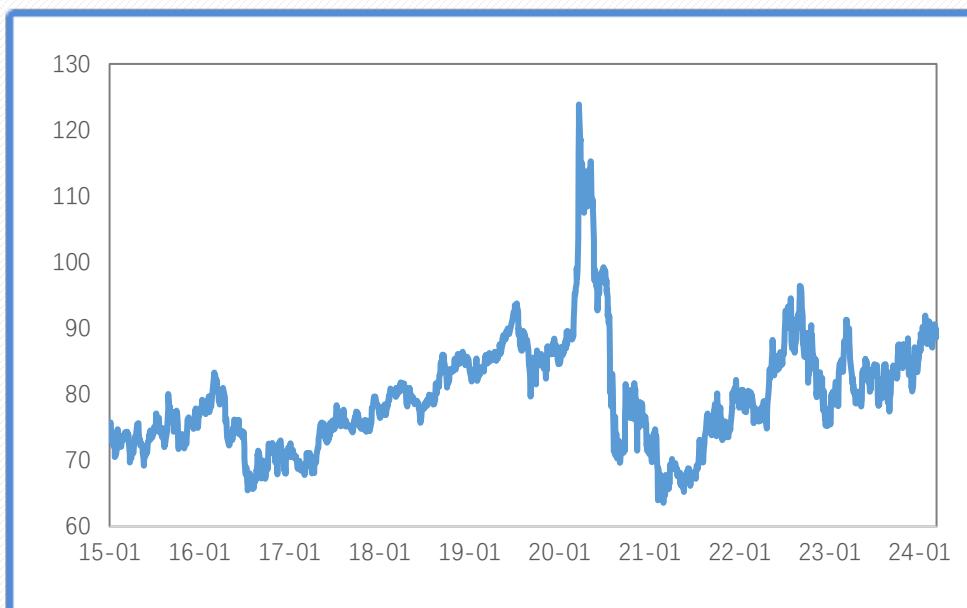
贵金属价格监控

2024/3/8	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2177.8	2083.6	4.5%
COMEX 白银	24.3	23.3	4.6%
伦敦金现	2171.2	2049.8	5.9%
伦敦银现	24.2	22.7	6.3%
SHFE 黄金	505.2	483.9	4.4%
SHFE 白银	6158.0	5913.0	4.1%
上金所黄金 T+D	504.8	483.1	4.5%
上金所白银 T+D	6166.0	5901.0	4.5%

(二) 比价与波动率

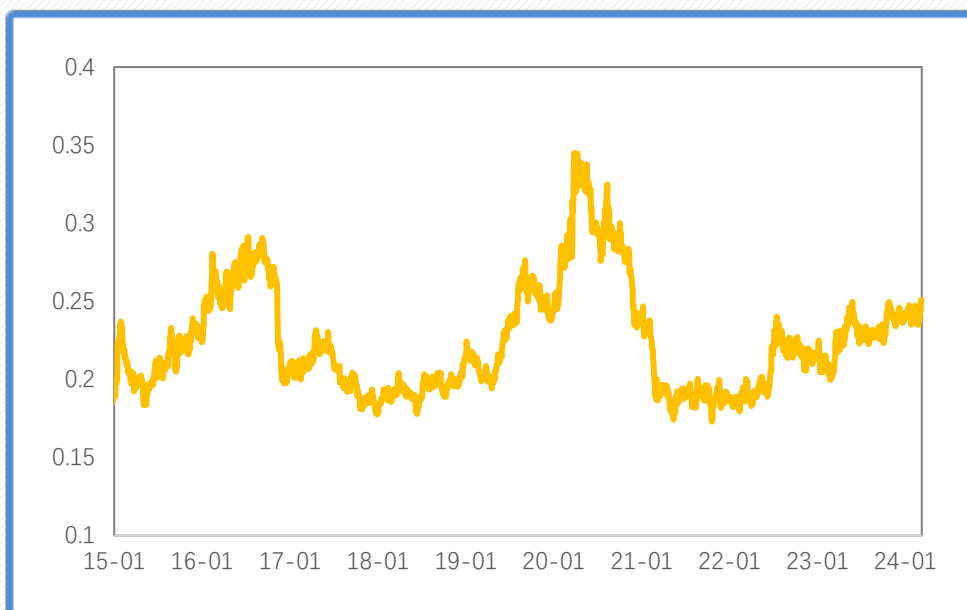
上周, 黄金涨幅强于白银, 金银比震荡回升; 铜价表现弱于黄金, 金铜比震荡上行; 原油价格持续下跌, 金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



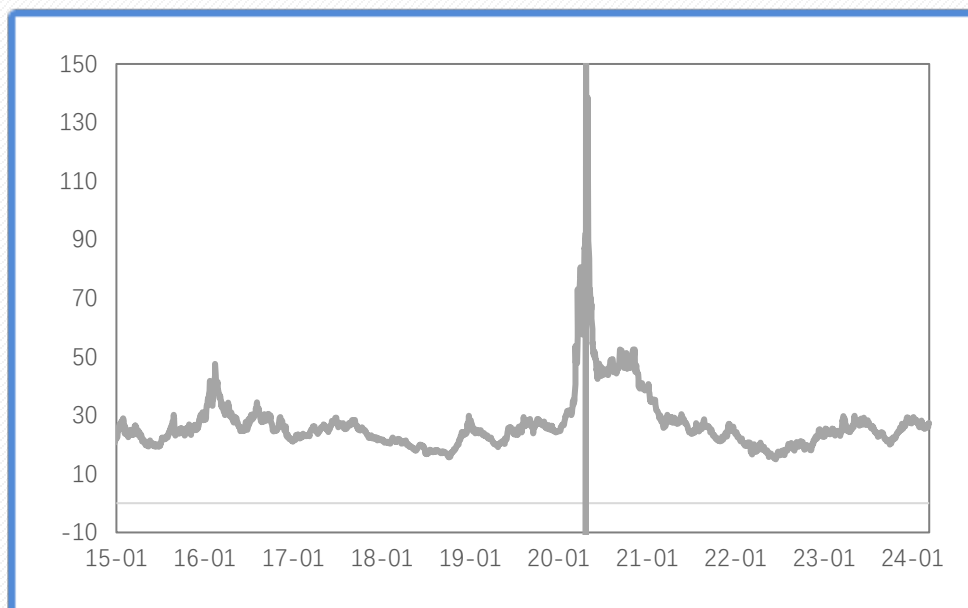
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

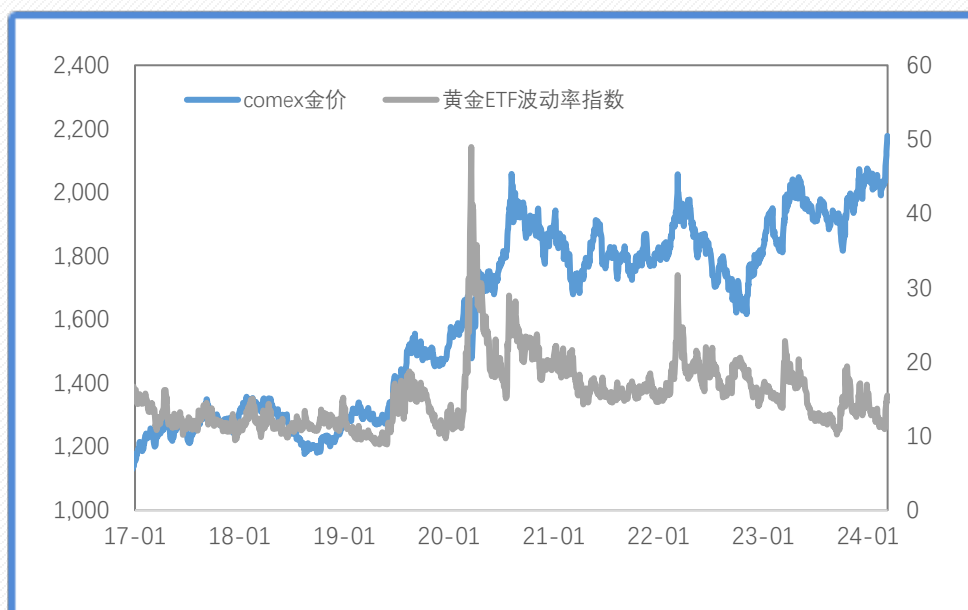
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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。

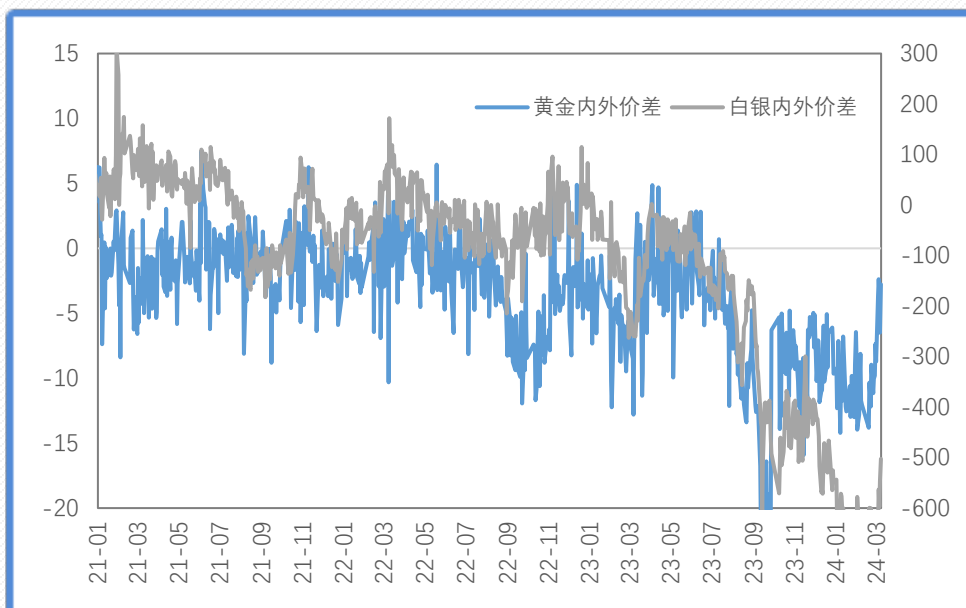
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

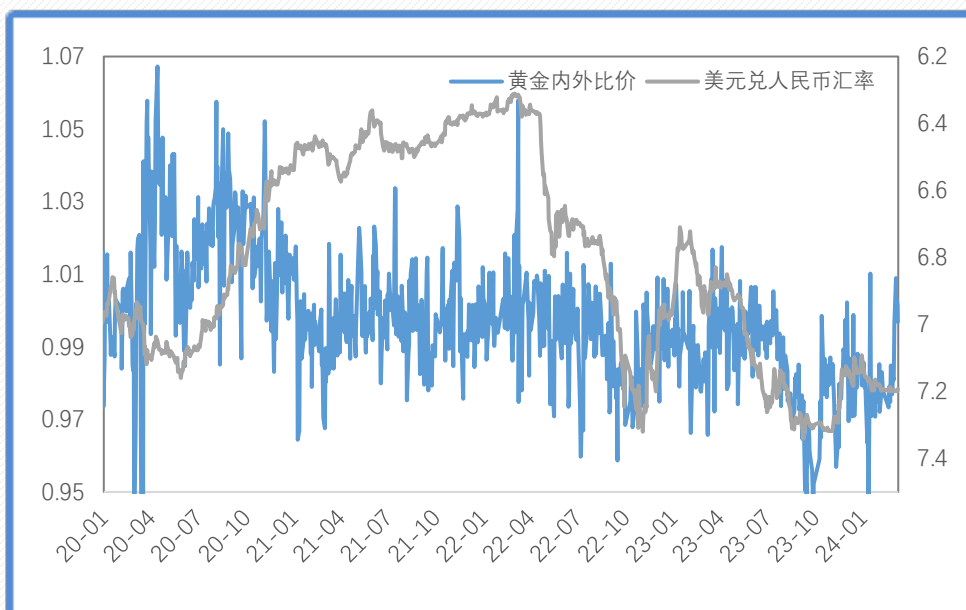
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差分化，黄金内外价差有所回落、白银小幅回升；黄金与白银内外比价小幅回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

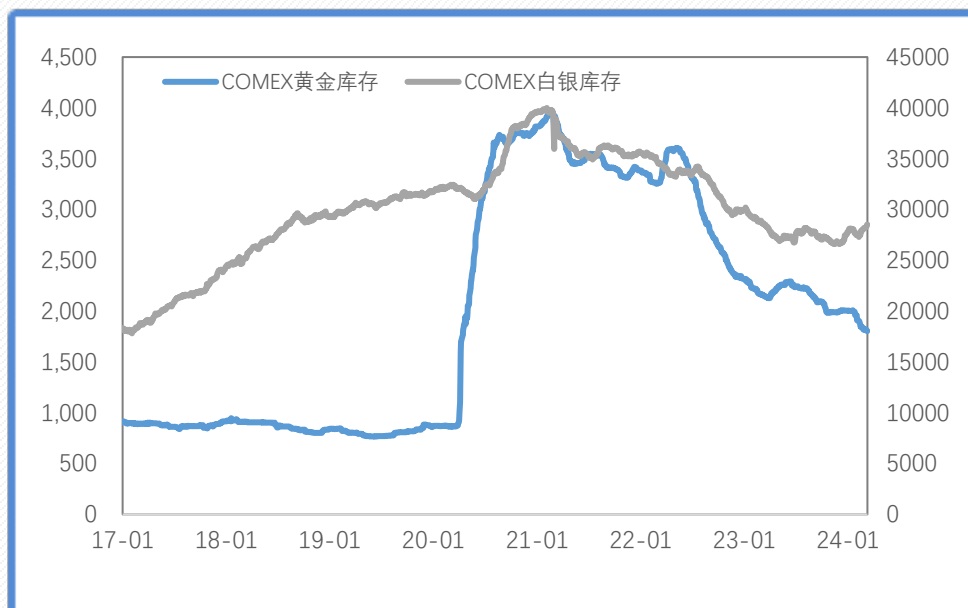


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

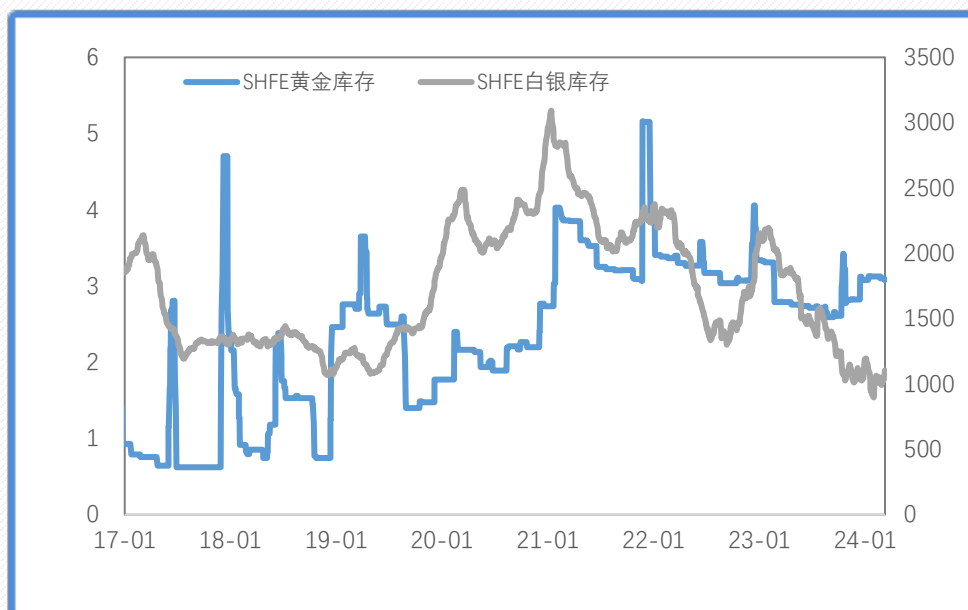
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1803.8 万盎司，环比减少约 18.8 万盎司，COMEX 白银库存约为 28519.2 万盎司，环比增加约 306 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.08 吨，环比减少 0.02 吨，SHFE 白银库存约为 1103.8 吨，环比增加约 84 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

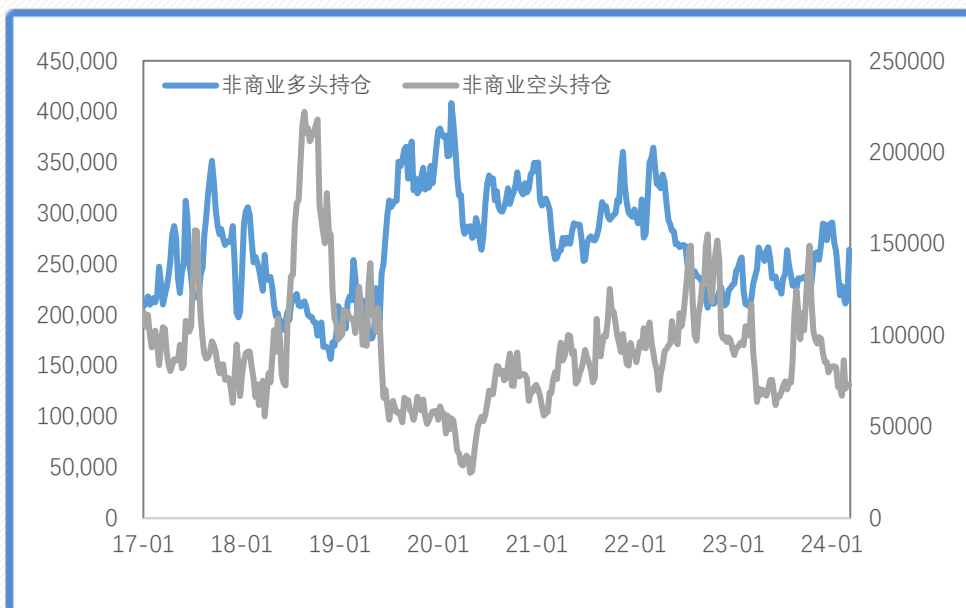
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

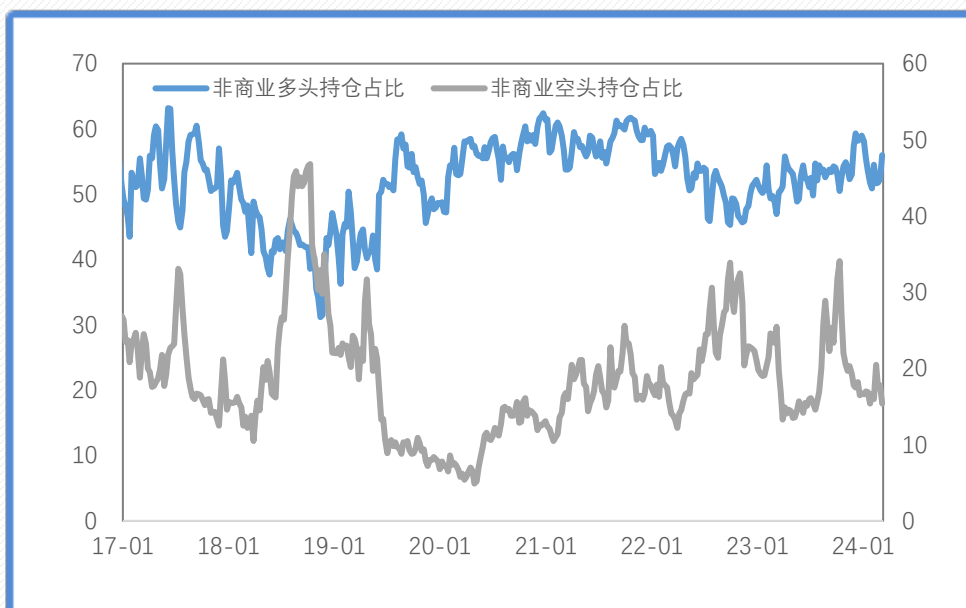
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 8.6 吨至 815 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 393.7 吨至 13011 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓 33.7 万手, 其中非商业净多持仓增加 49200 手至 26.4 万手, 空头持仓减少 457 手至 7.3 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 56% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 15.4% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



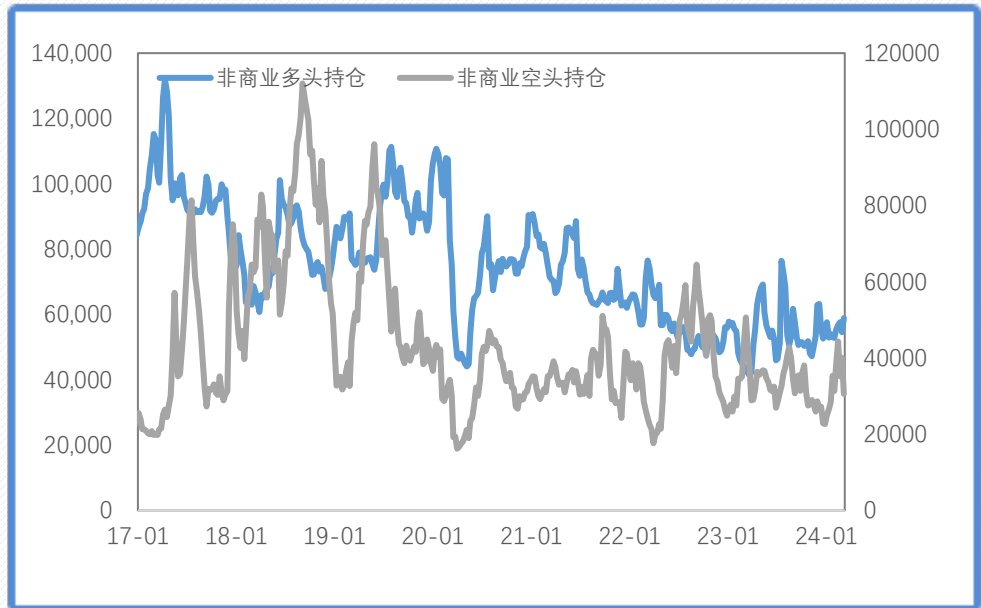
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



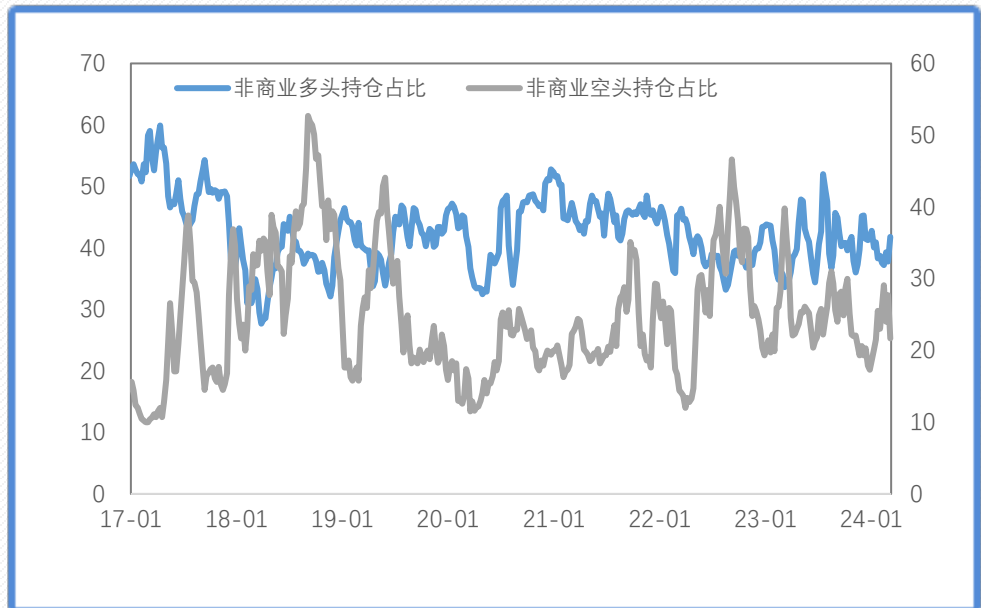
数据来源: Wind

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

市场为旺季抱有更多的期待，接下来就是验证预期的时刻，下游消费将从3月中旬开始进入兑现阶段，库存能否如期开始去化、去化的斜率如何都是重要观察指标。目前来看七万的价格对应的预期有点过高，需要注意消费不及预期带来的价格回落风险。

年内降息基本已成定局，需要关注的是降息的次数及幅度，长期来看，黄金需求仍有支撑，关注下周美国经济数据对金价可能带来的影响。



关注及风险提示

美国 CPI、PPI、工业产出、地缘风险等。

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。