

供应扰动叠加软着陆，引爆铜价

摘要：上周整个市场的情绪被点燃，主要因为几个方面的原因：1. 国内冶炼厂发表减产声明；2. 市场仍然相信海外将走向软着陆，制造业复苏的概率较大，铜市场面临短缺；3. 前期炒作比特币和黄金的资金寻找新的标的。铜价大幅上涨跑赢黄金

金属市场周报

2024. 3. 11-2024. 3. 15

核心观点

1、上周铜价大幅跑赢黄金。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 1.23%，白银上涨 3.59 %；沪金 2406 合约上涨 0.37%，沪银 2406 合约上涨 2.94%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+5.91%、+4.49%。

2、美国软着陆，中国冶炼厂减产。

上周整个市场的情绪被点燃，主要因为几个方面的原因：1. 国内冶炼厂发表减产声明；2. 市场仍然相信海外将走向软着陆，制造业复苏的概率较大，铜市场面临短缺；3. 前期炒作比特币和黄金的资金寻找新的标的。不过上周美国方面的数据仍然存在隐忧，超预期的 CPI 和 PPI，略显疲软的零售数据，这都一定程度指向了滞胀的结果，价格上涨后还是需要一些理性。

3、通胀数据强劲，金价上行受限。

上周，美国 CPI、PPI 均呈超预期回升态势，同时，初请失业金人数凸显美国就业市场仍然强劲，通胀可能的反复加大了降息的不确定性，金价上行的动力由此受到搁置。往后看，通胀数据的反复对降息预期或将带来调整，短期限制金价上行空间，中期看，当前仍处降息前期，黄金需求仍有支撑，关注下周 FOMC 会议官员的表态。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价显著上涨，突破 4.1 美元/磅关口。上周整个市场的情绪被点燃，主要因为几个方面的原因：1. 国内冶炼厂发表减产声明；2. 市场仍然相信海外将走向软着陆，制造业复苏的概率较大，铜市场面临短缺；3. 前期炒作比特币和黄金的资金寻找新的标的。不过上周美国方面的数据仍然存在隐忧，超预期的 CPI 和 PPI，略显疲软的零售数据，这都一定程度指向了滞胀的结果，价格上涨后还是需要一些理性。

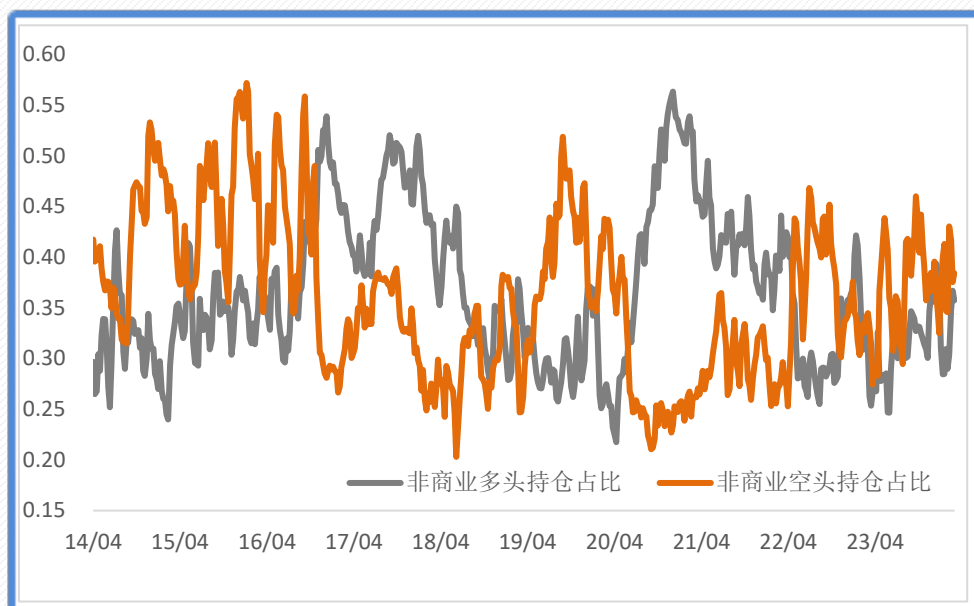
上周 SHFE 铜价大幅上涨，突破 73000 元/吨关口。国内近期的一些政策措施，比如新质生产力、以旧换新等，给了铜消费一定的想象空间，但是目前都还停留在预期阶段。而当下国内的消费并不理想，库存超预期累积，下游订单比较一般，铜价目前大涨停留在炒作预期阶段，后续需要消费的进一步验证，否则在高位容易面临回落的风险。

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 铜库存略有去库，但是由于此前亦有少量去库，但整体还是累库，因此目前的去库暂时只是一些噪音。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 月月差已经出现 contango 结构。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 月合约的月差几乎没有太多想象空间。同时，因为绝对价格处于高位，目前国内精炼铜社会库存已经超过 30 万吨，市场已经转而预期 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

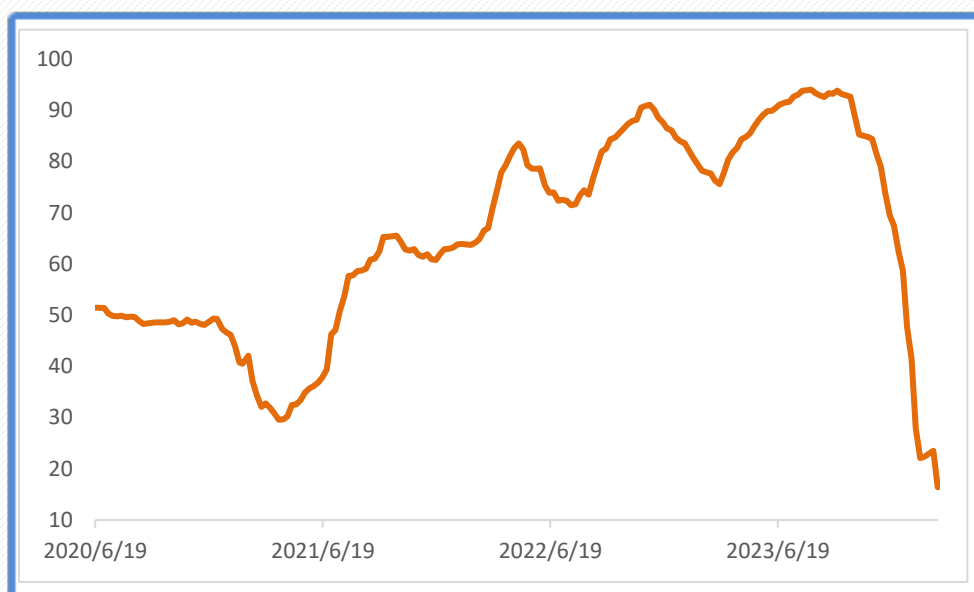


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 12.0 美元/干吨，较上周减少 1.8 美元/干吨。铜精矿现货 TC 基本保持稳定在 10 美元低位，现货市场活跃度有一定下降。3 月 8 日，Codelco 表示，Radomiro Tomic 铜矿因事故暂停矿区活动，工人发起罢工，2023 年 Radomiro Tomic 铜产量为 31.5 万吨。本周除了加工费的影响外，铜价大幅抬升，带动铜精矿现货价抬升。

图 2：铜精矿加工费

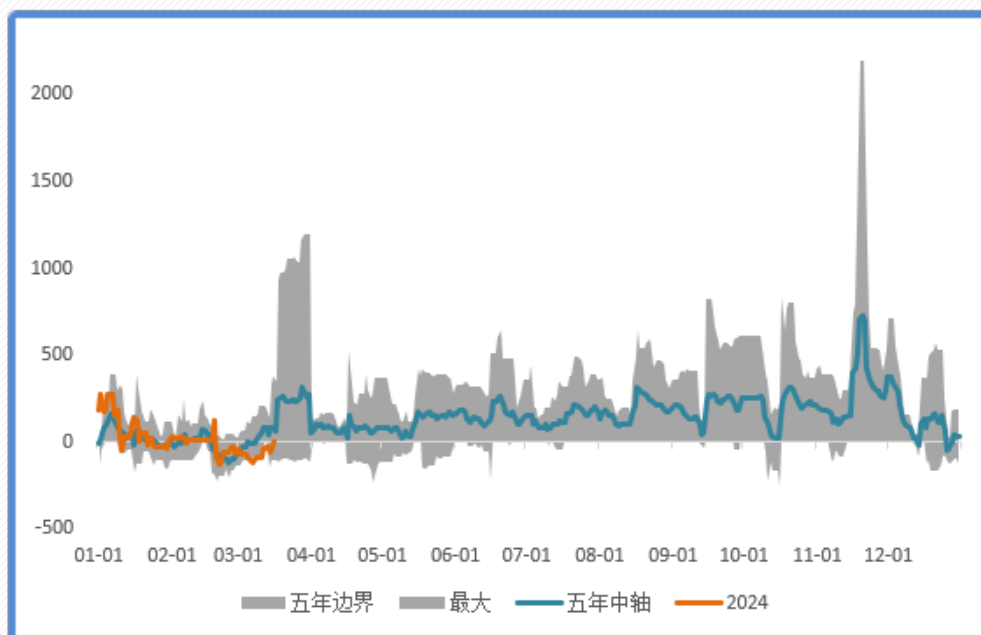


数据来源：SMM

现货方面，由于本周铜价绝对价格重心上移明显，叠加交割换月，下游

消费虽周初有所改善，但随着后半周铜价大幅上扬，下游畏高慎采，高铜价下，市场观望情绪强烈，且终端订单有所减少，市场消费再度走弱，现货成交了了。随着近期铜价大幅上扬，下游畏高，采购情绪偏向谨慎，消费表现承压，且市场累库压力尚存，现货升水回升压力仍较大。下周关注铜价能否高位回调，若价格有所回落，升水仍将有上行动力，因此预计下周现货升水或运行于贴 150~平水区间。

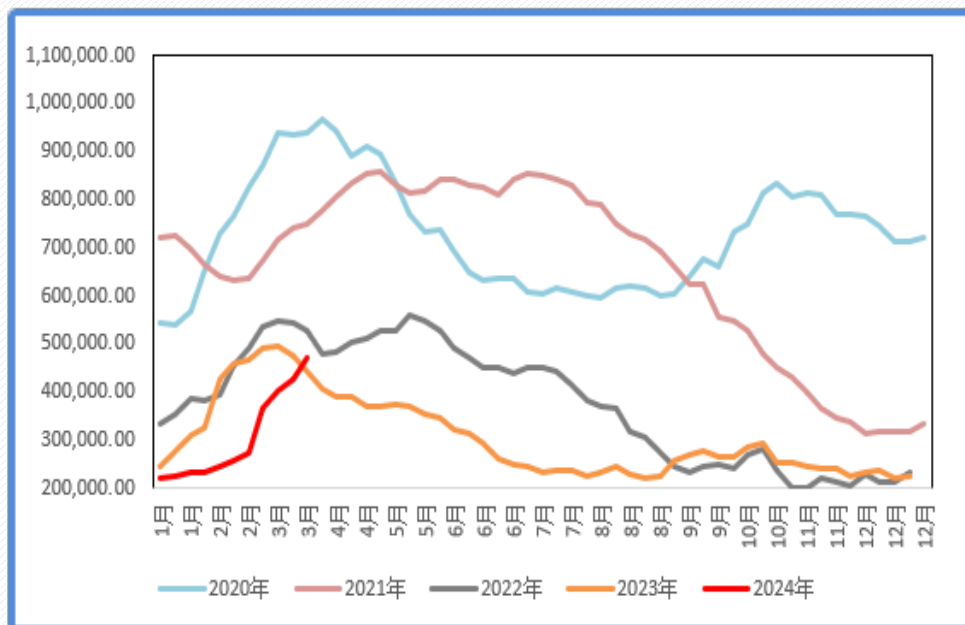
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 37.00 万吨，较 4 日增 3.72 万吨，较 11 日增 1.85 万吨；本周上海市场继续增加，周内进口铜清关流入较多，加之下游消费受高铜价抑制明显，库存因此继续大幅增加。广东市场库存小幅下降，主因市场到货减少，虽下游消费同样表现一般，但仓库出库较多入库偏少，库存走跌。保税区库存：本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 5.07 万吨，较 7 日增 0.93 万吨，较 11 日增 0.43 万吨；周内进口比较走弱，亏损幅度有所扩大，仓库仍有入库，库存因此继续增加。

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 精铜杆加工费小幅上涨，各市场间价差依然不明显；精铜杆订单表现欠佳，高铜价影响需求表现；再生铜杆迎来成交高峰表现，但生产尚不及订单提升的表现；精废铜杆价继续扩大，对期铜倒挂贴水再入大贴水格局。高铜价下导致市场成交出现明显的差异，后续铜价若延续高位震荡表现，再生铜杆端的交易表现预计依然较高，但后续存在再生铜杆端订单过剩或是无法执行转回精铜杆端的可能。精铜杆端的产销压力愈发明显，下周可能出现企业的减产或者是提前安排月度检修，以规避高铜价带来的企业生产经营风险。目前市场变化较大，需要关注下游的接受表现。

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, 金价小幅回落、白银有所走强, COMEX 金银于 2156-2196 美元/盎司、24.2-25.7 美元/盎司区间内运行。上周, 美国 CPI、PPI 均呈超预期回升态势, 同时, 初请失业金人数凸显美国就业市场仍然强劲, 通胀可能的反复加大了降息的不确定性, 金价上行的动力由此受到搁置。

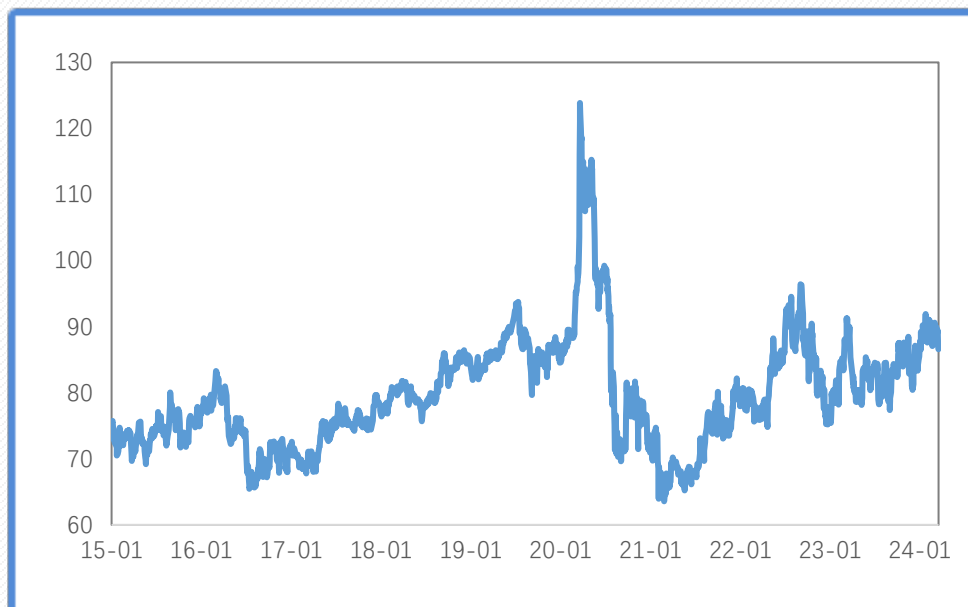
贵金属价格监控

| 2024/3/15 | 本周收盘价 | 上周收盘价 | 涨跌幅 |
|-----------|--------|--------|-------|
| COMEX 黄金 | 2157.7 | 2177.8 | -0.9% |
| COMEX 白银 | 25.2 | 24.3 | 3.7% |
| 伦敦金现 | 2163.5 | 2171.2 | -0.4% |
| 伦敦银现 | 25.2 | 24.5 | 3.0% |
| SHFE 黄金 | 506.5 | 505.2 | 0.3% |
| SHFE 白银 | 6310.0 | 6158.0 | 2.5% |
| 上金所黄金 T+D | 506.7 | 504.8 | 0.4% |
| 上金所白银 T+D | 6343.0 | 6166.0 | 2.9% |

（二） 比价与波动率

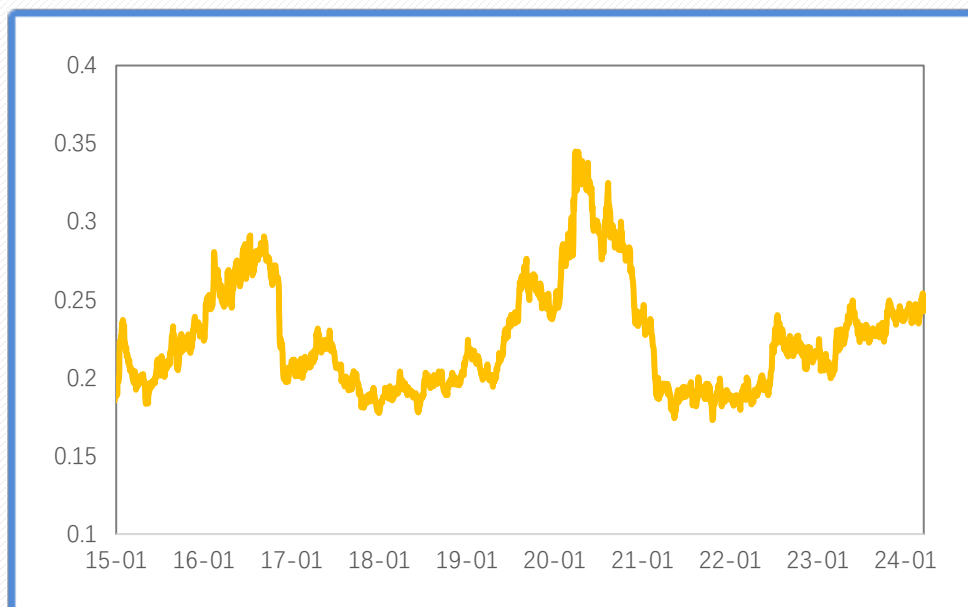
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比震荡回落；铜价表现强于黄金，金铜比快速下行；原油价格持续回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



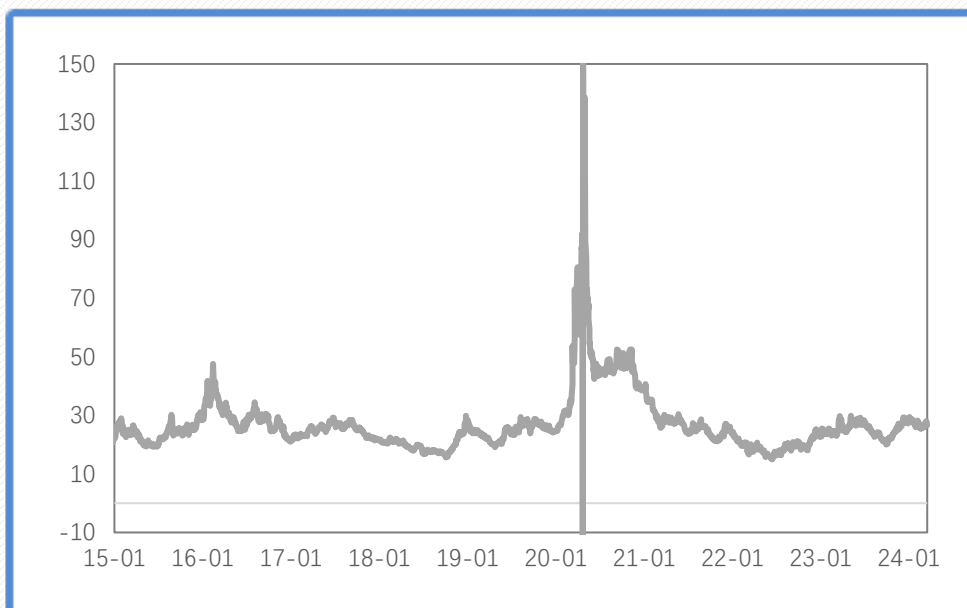
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

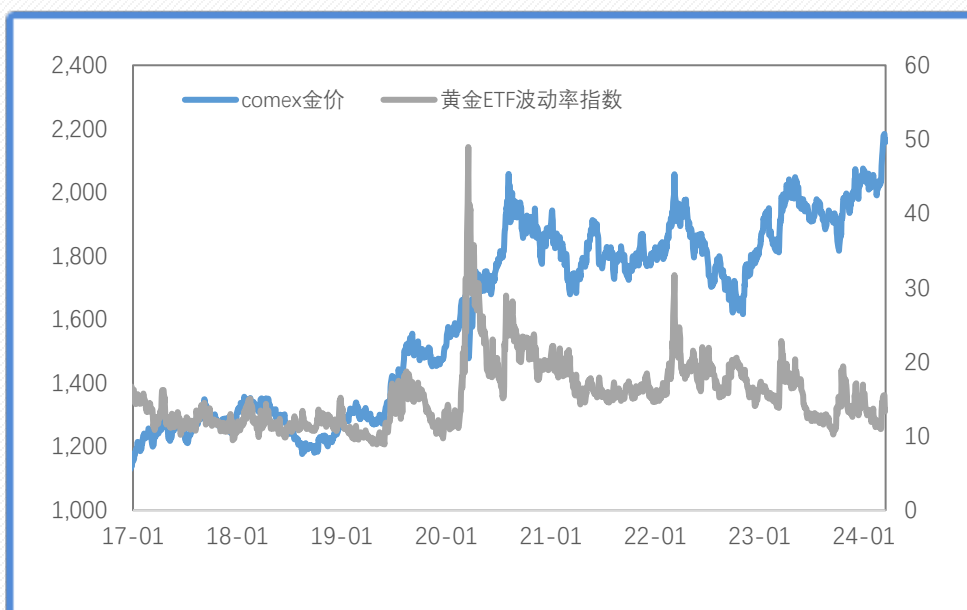
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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，短缺看不排除上冲的可能。

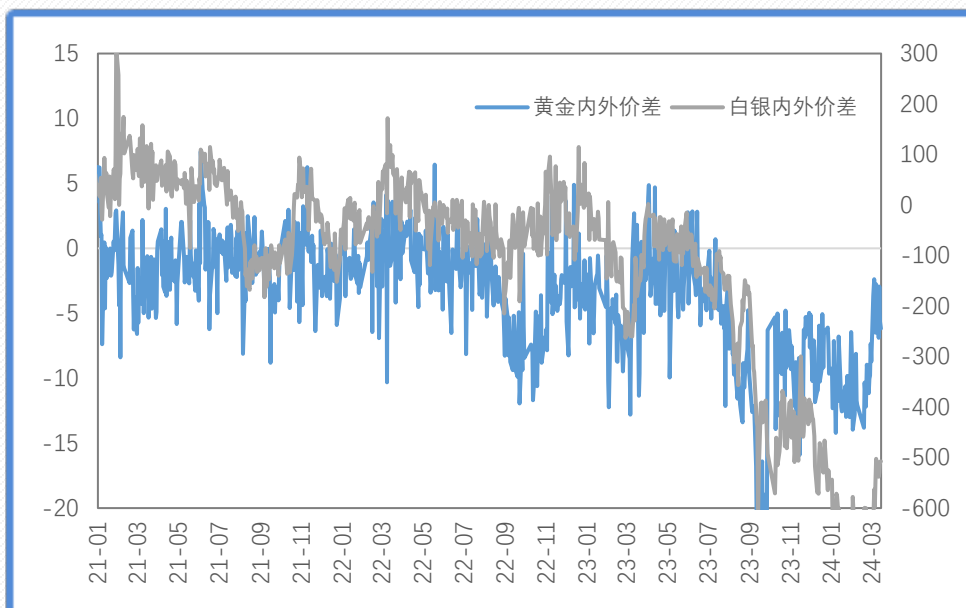
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

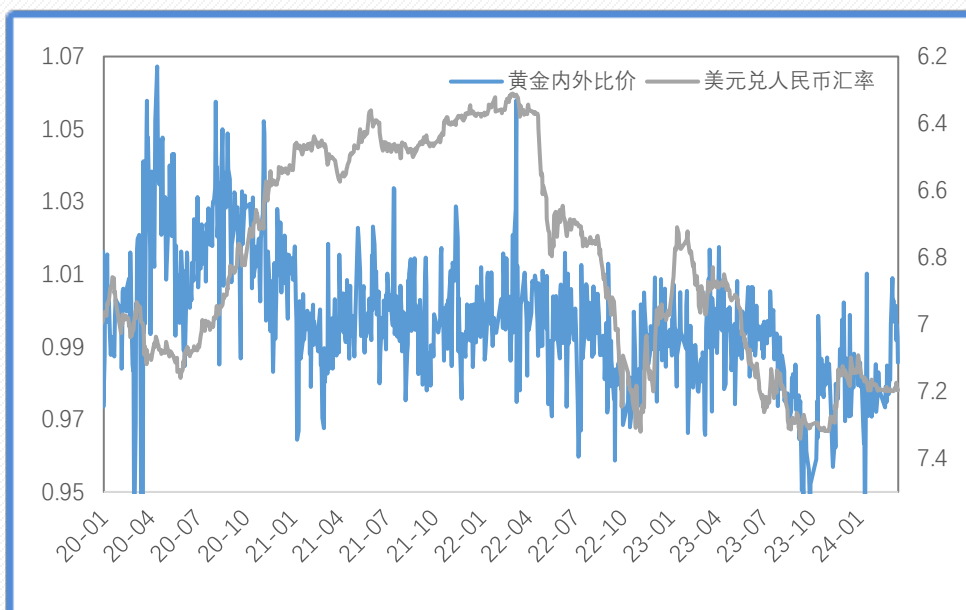
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差分化，黄金内外价差有所回落、白银小幅回升；黄金与白银内外比价小幅回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

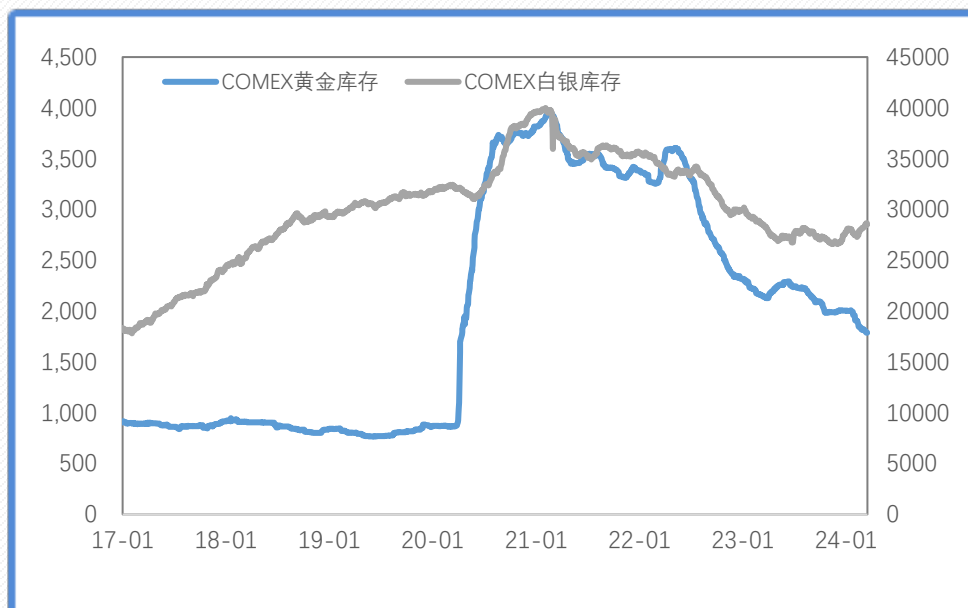


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

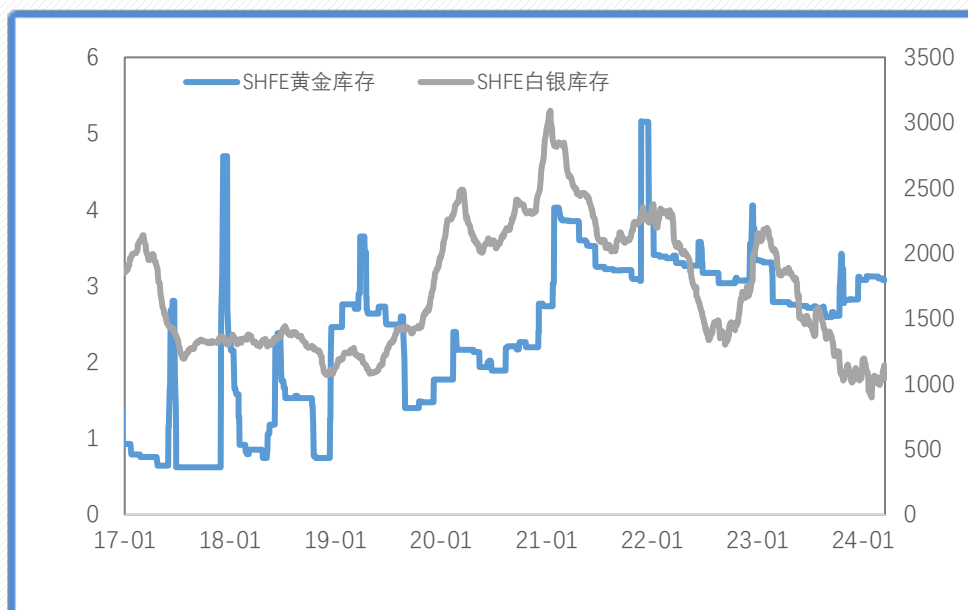
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1787.6 万盎司，环比减少约 16.2 万盎司，COMEX 白银库存约为 28535.8 万盎司，环比增加约 16.6 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.08 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1044.8 吨，环比减少约 59 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

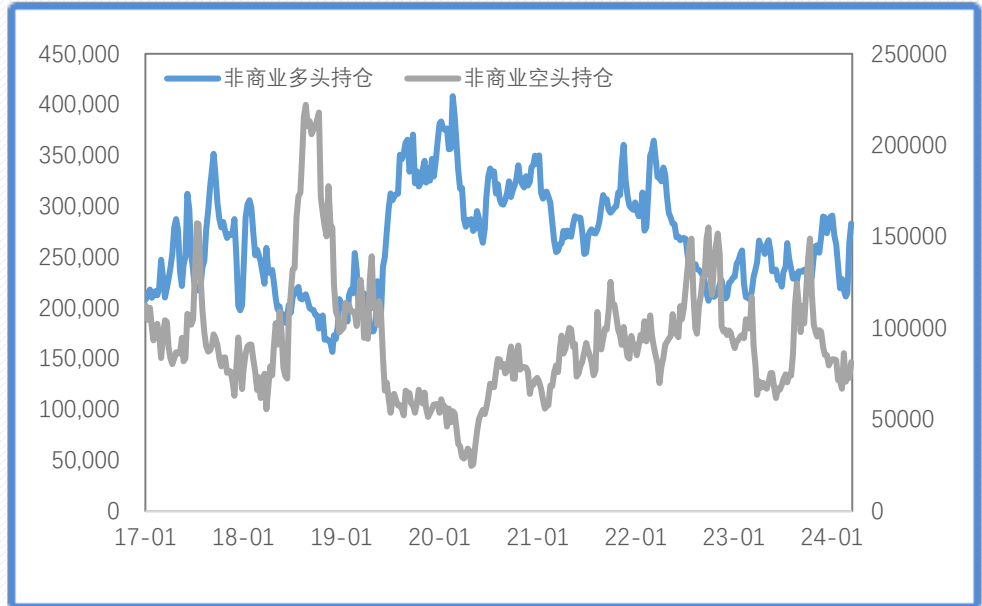
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

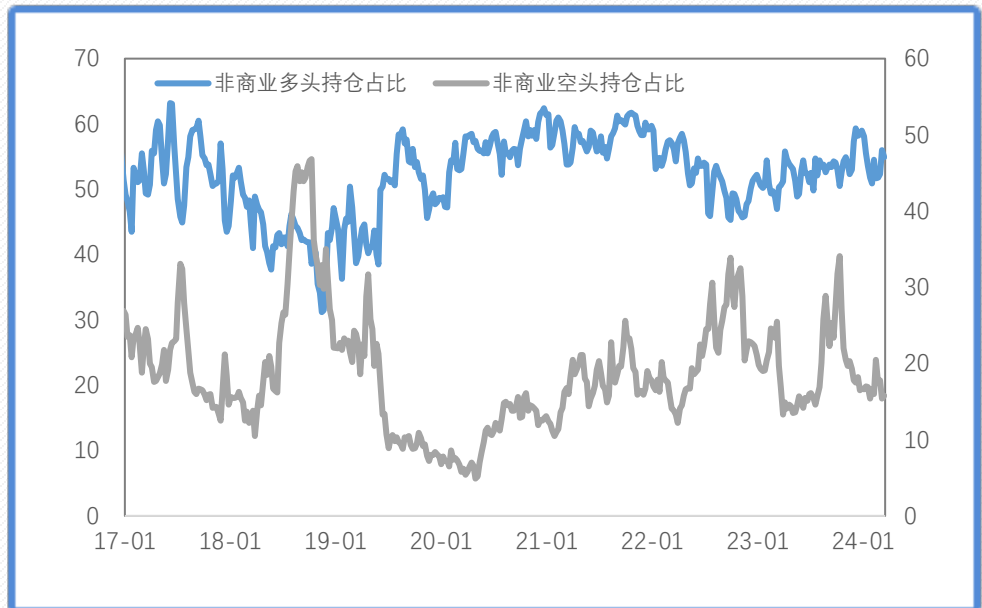
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 16.7 吨至 832 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 88.2 吨至 12923 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 36.5 万手, 其中非商业净多持仓增加 18914 手至 28.3 万手, 空头持仓增加 8605 手至 8.15 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 54.9% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 15.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



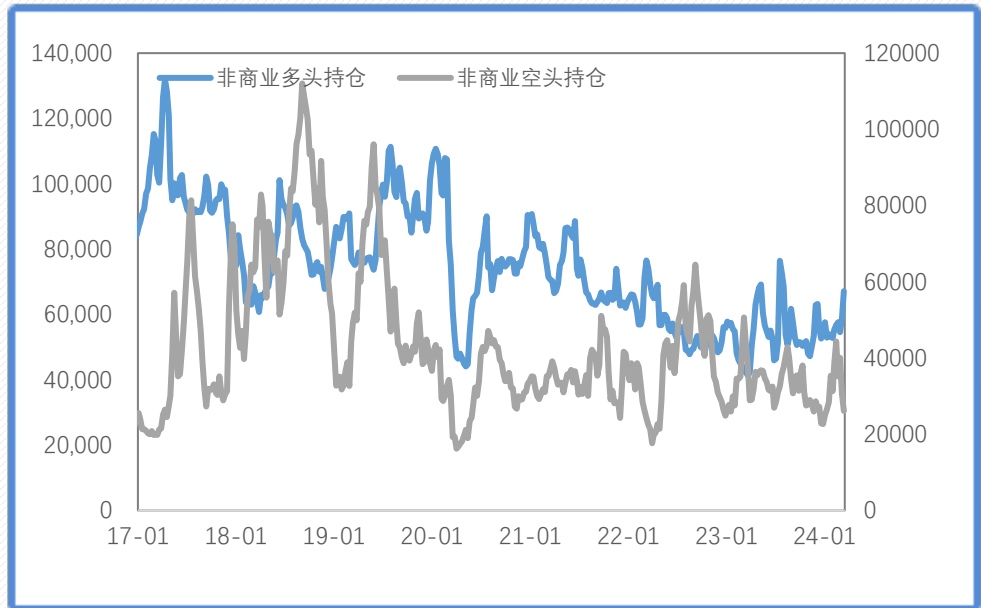
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



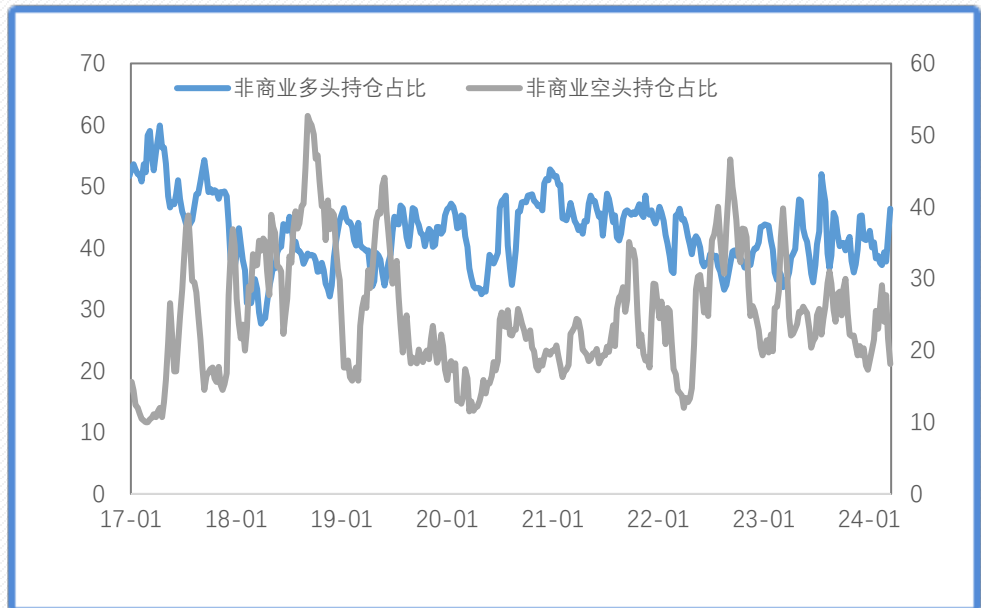
数据来源: Wind

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

国内近期的一些政策措施，比如新质生产力、以旧换新等，给了铜消费一定的想象空间，但是目前都还停留在预期阶段。而当下国内的消费并不理想，库存超预期累积，下游订单比较一般，铜价目前大涨停留在炒作预期阶段，后续需要消费的进一步验证，否则在高位容易面临回落的风险。

通胀数据的反复对降息预期或将带来调整，短期限制金价上行空间，中期看，当前仍处降息前期，黄金需求仍有支撑，关注下周 FOMC 会议官员



的表态。

关注及风险提示

美国新屋开工、成屋销售、FOMC 会议决议等。

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。