

金铜冲高回落，利多的故事讲完了？

摘要：周中因为联储 FOMC 会议鲍威尔仍然传递了今年降息 3 次的信号，被市场理解为鸽派，金铜有所走强。但是随后日本央行宣布加息，但市场却因此进入 RISK OFF 状态，担忧加息后潜在的风险，美元指数不降反升，对金铜形成了压制。

金属市场周报

2024. 3. 18-2024. 3. 22

核心观点

1、上周金铜整体先扬后抑。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.33%，白银下跌 2.22 %；沪金 2406 合约上涨 0.85%，沪银 2406 合约下跌 0.44%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-3.01%、-1.15%。

2、鸽派表态一度提振铜价，但市场风云突变。

周中因为联储 FOMC 会议鲍威尔仍然传递了今年降息 3 次的信号，被市场理解为鸽派，铜价一度有所走强。但是随后日本央行宣布加息，但市场却因此进入 risk off 状态，担忧加息后潜在的风险，美元指数不降反升，对铜价形成了压制，最终铜价在周后期回落。

3、金价受降息预期影响再创新高。

前半周，FOMC 会议上鲍威尔略显鸽派的表态后，降息预期重燃，金价由此突破前高，然而后半周美国经济数据表现依然强劲，欧洲经济数据不及预期，美元指数随之冲高，金价上方空间受到抑制。在金价破新高后，降息预期的充分交易已难以在短时间内给金价更多冲高的空间，美国经济数据的强劲对于金价仍然产生一定制约，预计短期内金价将呈小幅回调，中长期看价格仍有一定上行空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价高位回落，上涨动能有所放缓。周中因为联储 FOMC 会议鲍威尔仍然传递了今年降息 3 次的信号，被市场理解为鸽派，铜价一度有所走强。但是随后日本央行宣布加息，但市场却因此进入 risk off 状态，担忧加息后潜在的风险，美元指数不降反升，对铜价形成了压制，最终铜价在周后期回落。

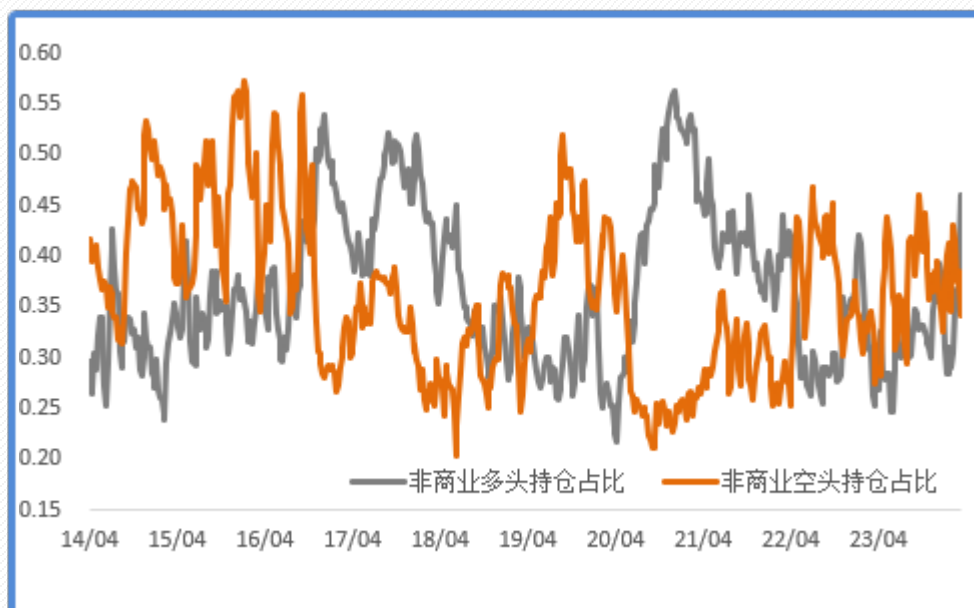
上周 SHFE 铜价高位震荡，回到 72000 元/吨关口上方。对于国内铜价而言，此前预期的利多故事都已经基本讲完，后续需要看到基本面的微观数据对价格有所验证。但是从目前已知的情况来看，下游消费绝对不算好，尤其是电缆领域，整体表现相对平淡，下游对高价格的接受度也较为有限，铜价有可能进一步退守 70000-71000 元一线。

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。上周 COMEX 铜库存再次累库，印证我们此前的观点：短暂的去库只是噪音。目前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下位移，绝对价格上涨后，沪铜的月差结构已经被全部打乱。此前市场依次看好的 4 月、5 月、6 月基本全部都已经成为 contango 结构，7 月往后才开始走平，9 月往后才出现 back 结构。目前绝对价格上涨反而变成了抑制月差走强的关键因素，后续如果价格回落较快，可能重新刺激下游需求回归，则是 borrow 头寸入场的时机。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比明显快速回升，价格的上涨也与这一情况相吻合，但是目前该占比已经回到了较高水平，短时间内继续上升的空间有限，需要考虑价格可能出现的回落。

图 1：CFTC 基金净持仓

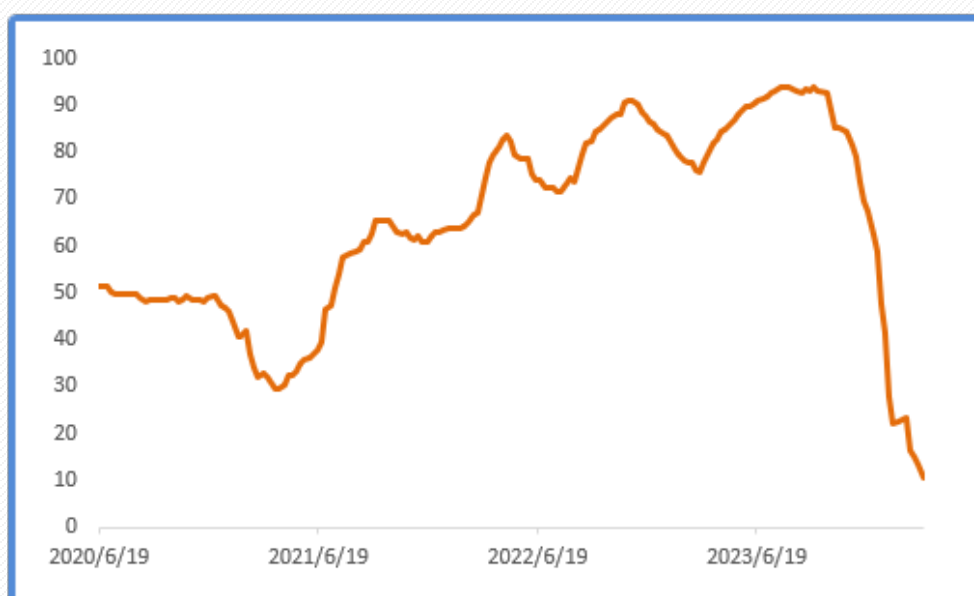


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 11.6 美元/干吨，较上周减少 0.4 美元/干吨。铜精矿现货 TC 基本保持稳定在 10 美元低位，现货市场保持活跃。由于干净铜精矿供应有限，现货市场上货物交易种类增多，货物复杂度增加，货物交易量级差异大。供应端仍然未有新的变化，冶炼厂也暂时基本维持稳定。市场参与者多等待新一轮冶炼厂运营计划的调整以及下周 GSPT 会议情况。

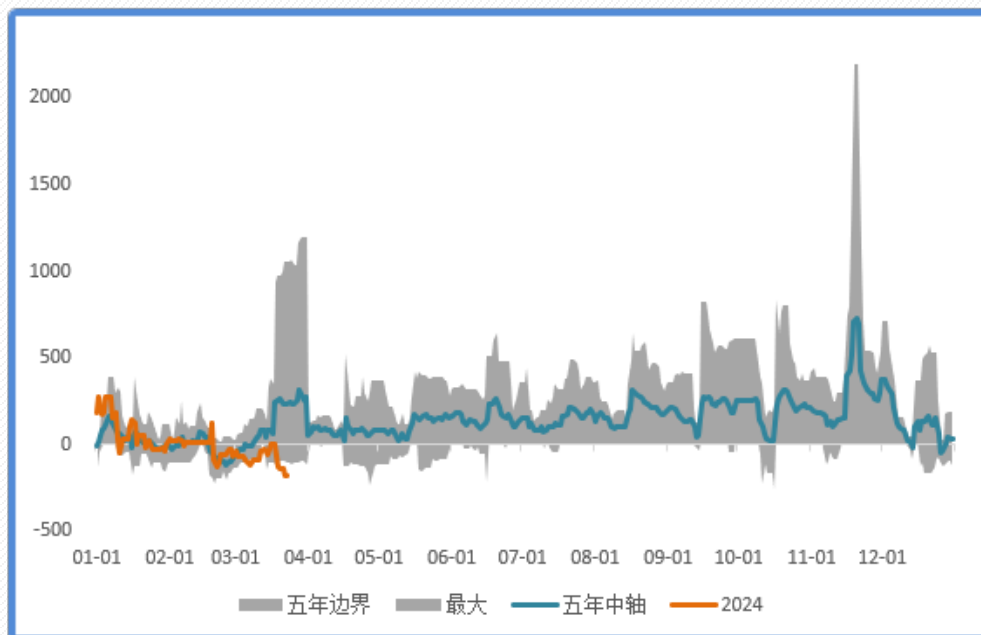
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，铜价高位波动加剧；下游畏高情绪较强，且短期存在一定看跌情绪，因此周内入市采购需求表现谨慎。部分加工企业也反馈订单也有所减少，日内多逢低刚需接货为主。本周进口铜到货相对上周仍有增加，预计市场库存仍将表现上升，高库存背景下，且铜价高位震荡，加之临近月底，企业面临资金压力，入市采购需求或将有限，因此料本周下游消费回升空间不大，现货升水或将维持贴 200~贴 100 元/吨运行。

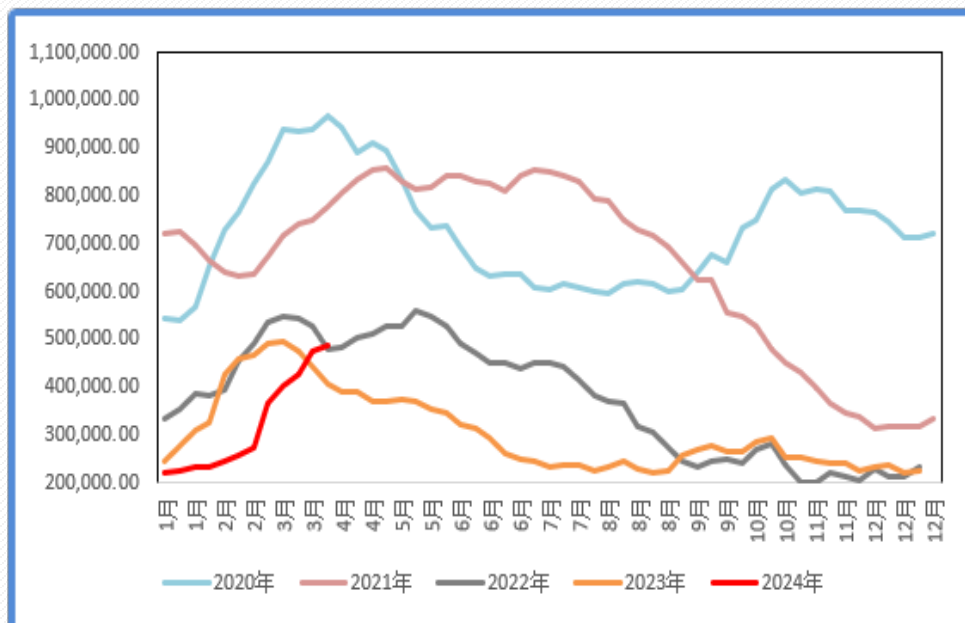
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 38.28 万吨，较 14 日增 1.28 万吨，较 18 日降 0.20 万吨；上海市场小幅下降，周内市场到货较前期减少，仓库入库下降，出库相对正常，库存因此表现减少。广东市场库存继续增加，主因高铜价下，下游消费疲软，出库相对较少，库存因此增加。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 6.12 万吨，较 14 日增 1.05 万吨，较 18 日增 0.54 万吨；保税区库存继续增加，进口比价难有明显起色，炼厂出口货源继续入库，库存因此延续累库。

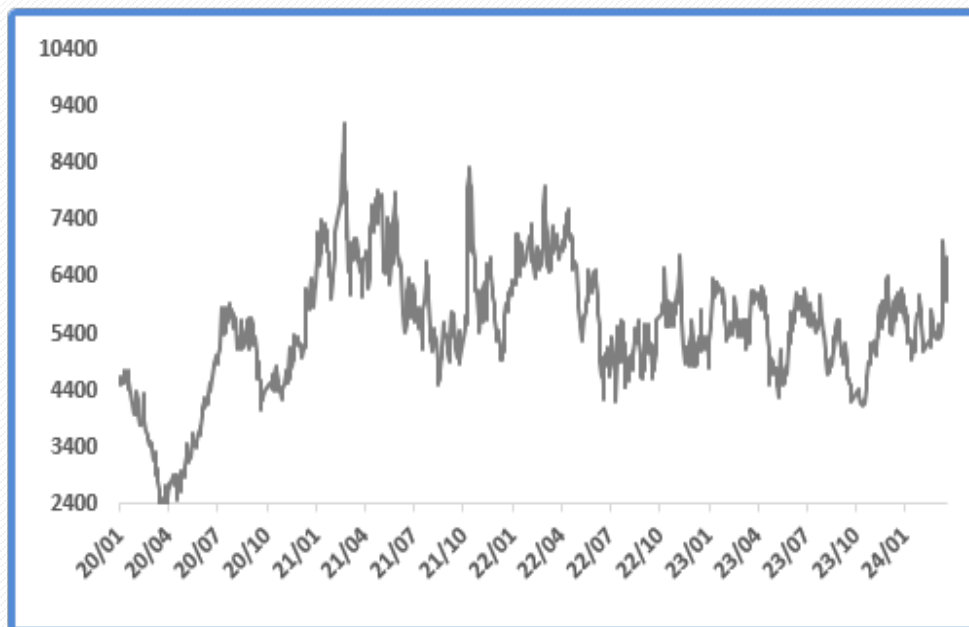
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费下跌明显，创造近 14 个月新低；精铜杆订单表现略有回升，但提货表现不佳；再生铜杆生产积极性一般，成交表现环比下滑；精废铜杆价小幅扩大，对期铜倒挂贴水依旧是大贴水格局。后市来看，精铜杆企业陆续出现了部分企业成品库存积累以及提前月度检修计划，新增订单的减少使得部分精铜杆企业的产销压力开始增大，产出将有所下滑。目前再生铜杆端在于铜阳极的生产竞争上依旧是落于下风，不过后续再生铜杆端可能将迎来交付期，因此后续有望出现明显的提产表现，因此再生铜杆端的产出回升的空间与优势或好于精铜杆端。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体先扬后抑，COMEX 金银于 2149-2226 美元/盎司、24.5-26 美元/盎司区间内运行。前半周，FOMC 会议上鲍威尔略显鸽派的表态后，降息预期重燃，金价由此突破前高，然而后半周美国经济数据表现依然强劲，欧洲经济数据不及预期，美元指数随之冲高，金价上方空间受到抑制。

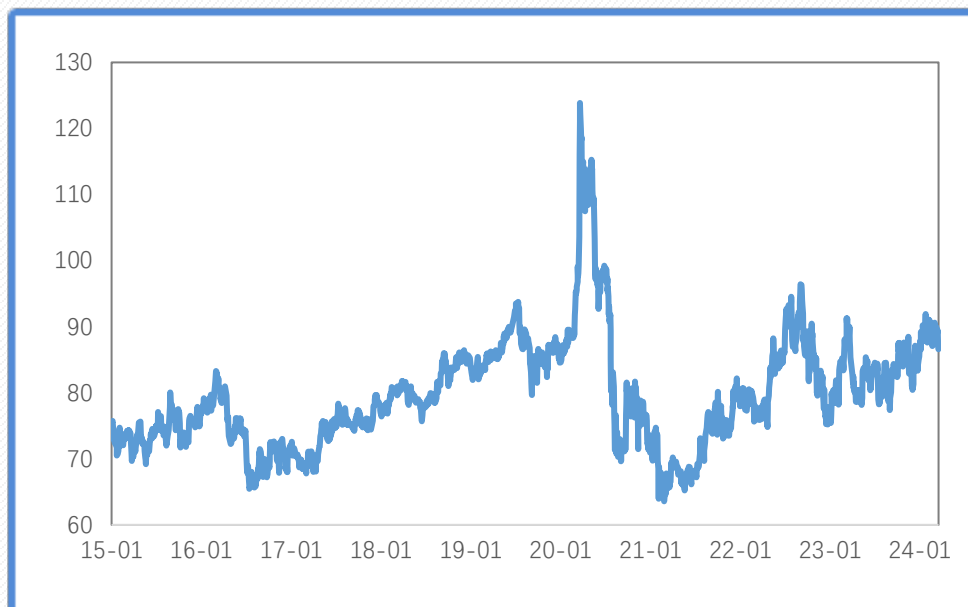
贵金属价格监控

2024/3/22	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2164.2	2157.7	0.3%
COMEX 白银	24.7	25.2	-2.2%
伦敦金现	2171.6	2163.5	0.4%
伦敦银现	24.6	25.2	-2.5%
SHFE 黄金	511.4	506.5	1.0%
SHFE 白银	6312.0	6310.0	0.0%
上金所黄金 T+D	511.1	506.7	0.9%
上金所白银 T+D	6301.0	6343.0	-0.7%

（二） 比价与波动率

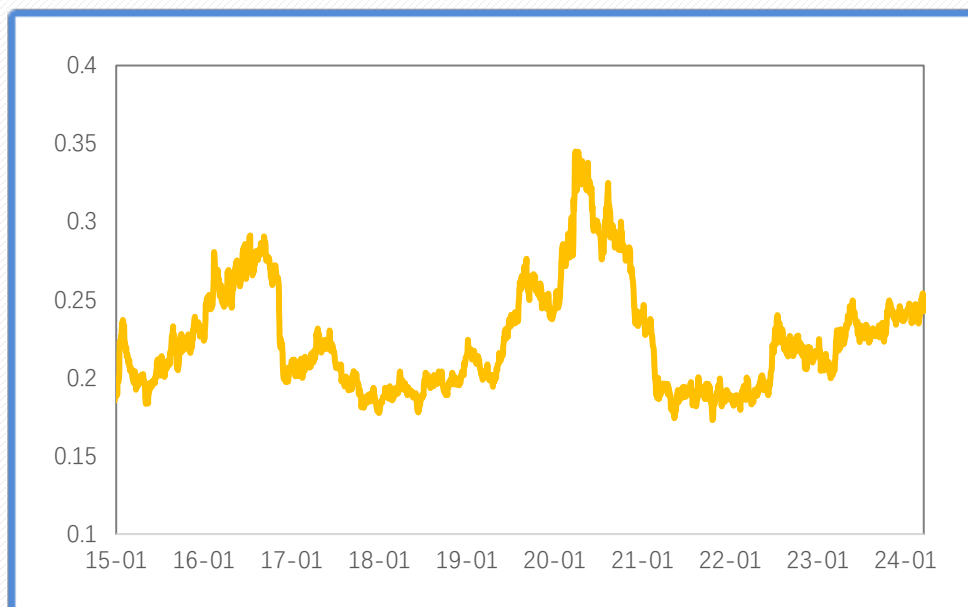
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格小幅回落，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



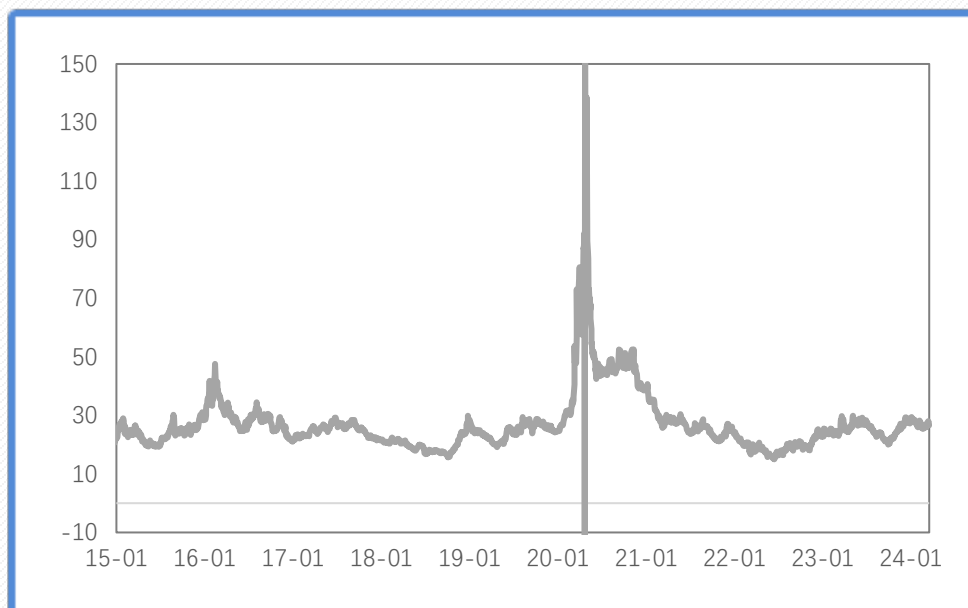
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

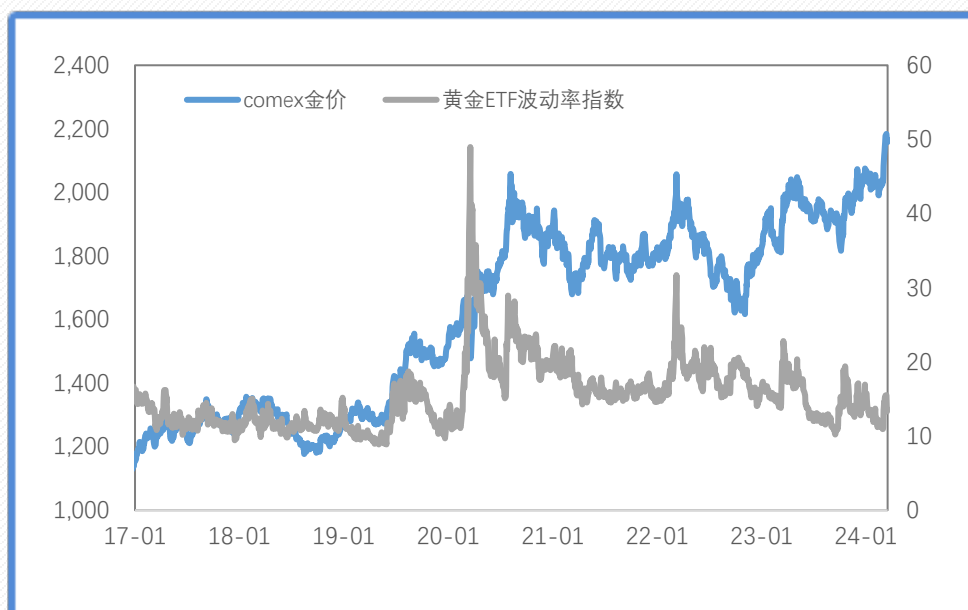
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于低位再度上冲，受到降息预期及避险因素的影响，金价波动率再度上升。

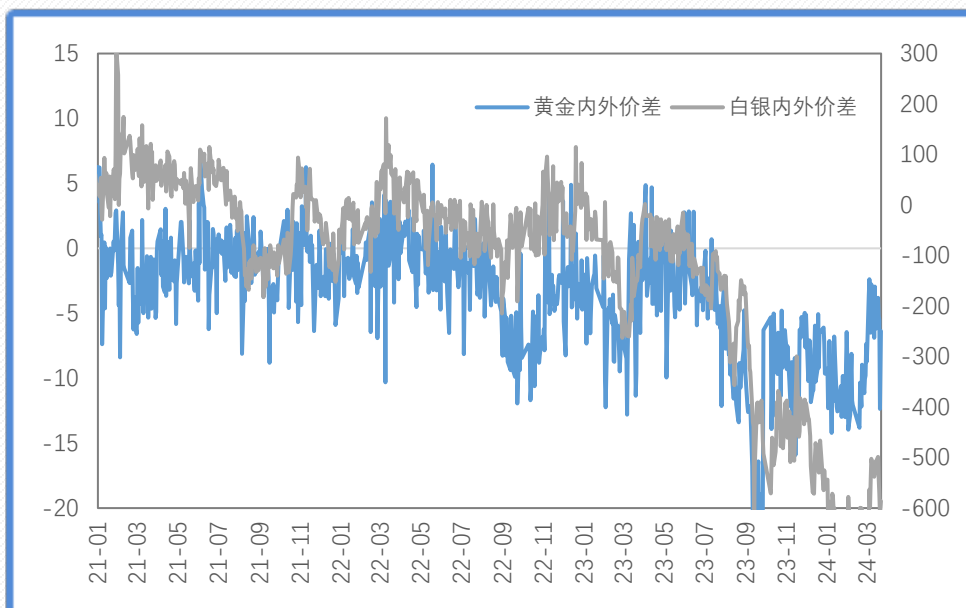
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

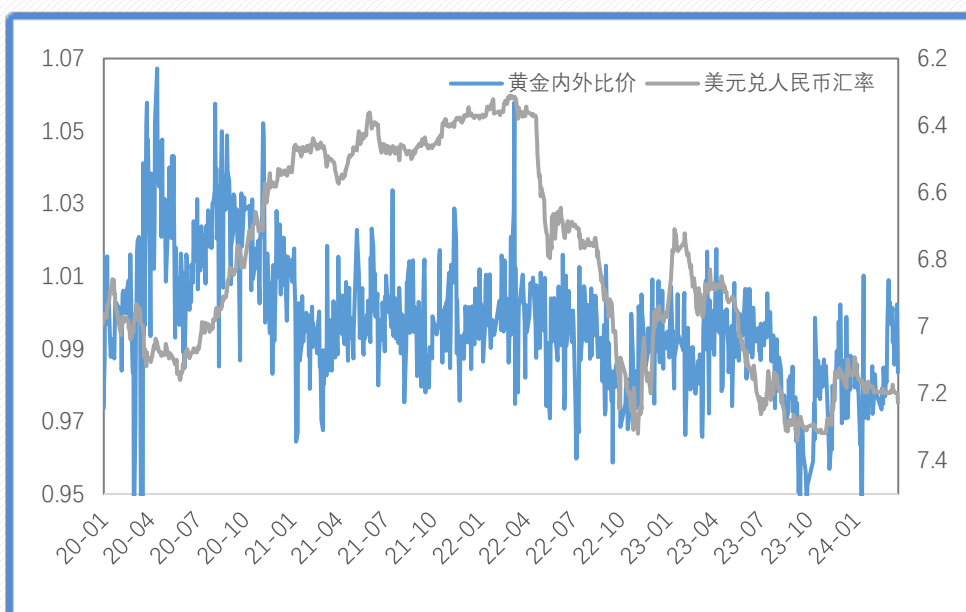
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差小幅回落；黄金与白银内外比价窄幅震荡。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

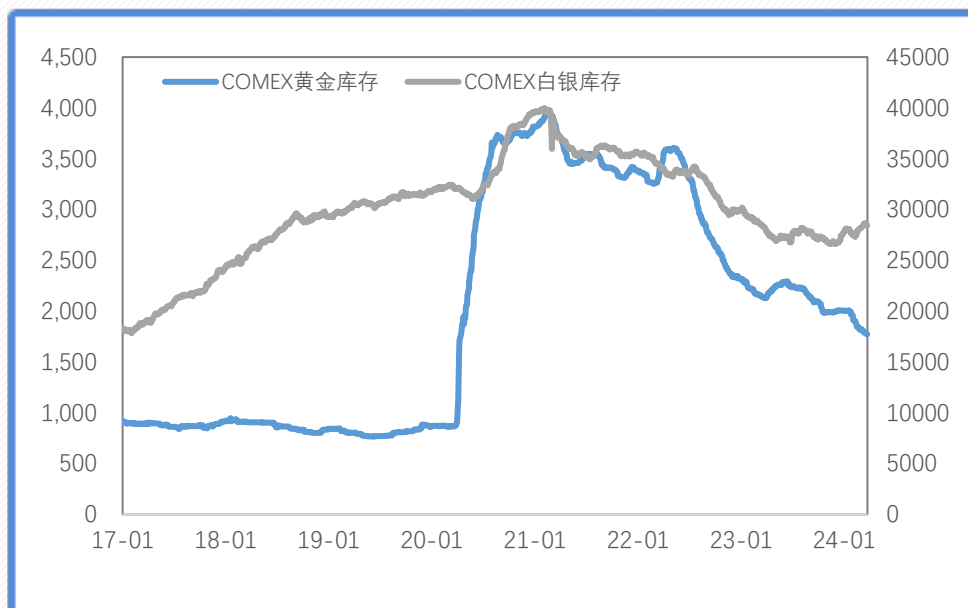


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

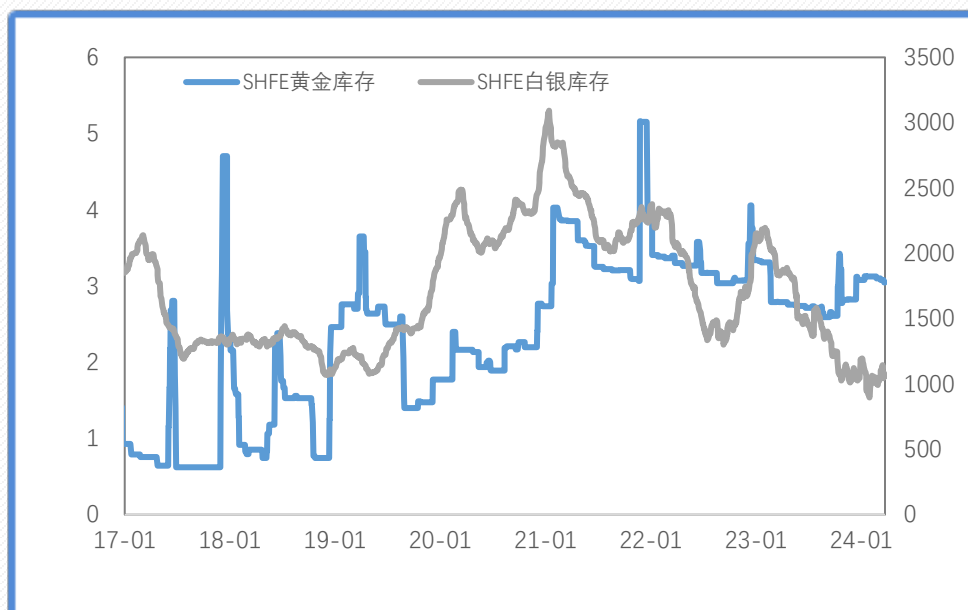
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1773.4 万盎司，环比减少约 14.2 万盎司，COMEX 白银库存约为 28427.4 万盎司，环比减少约 108.5 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.05 吨，环比减少约 0.04 吨，SHFE 白银库存约为 1055.2 吨，环比增加约 10.4 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

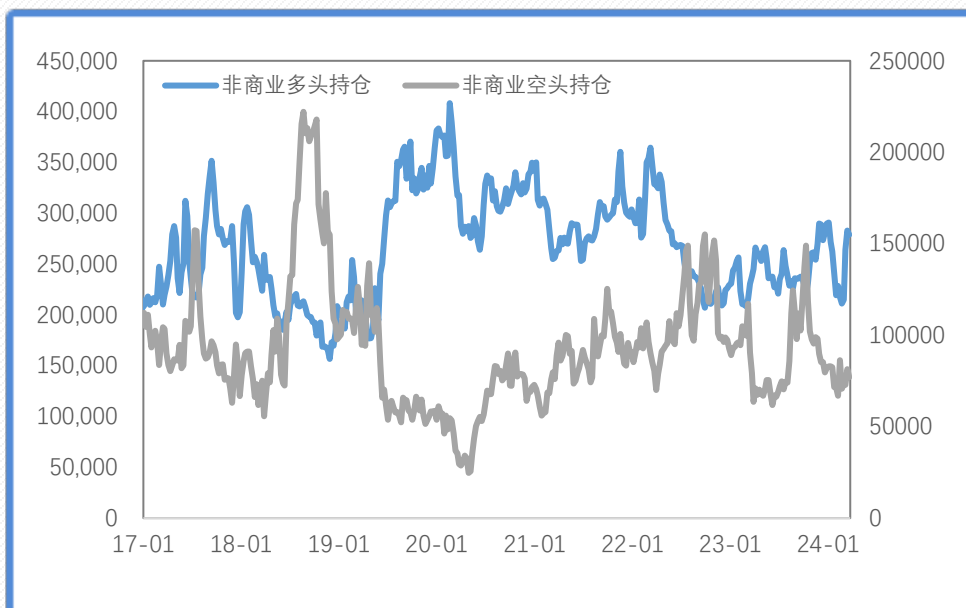
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

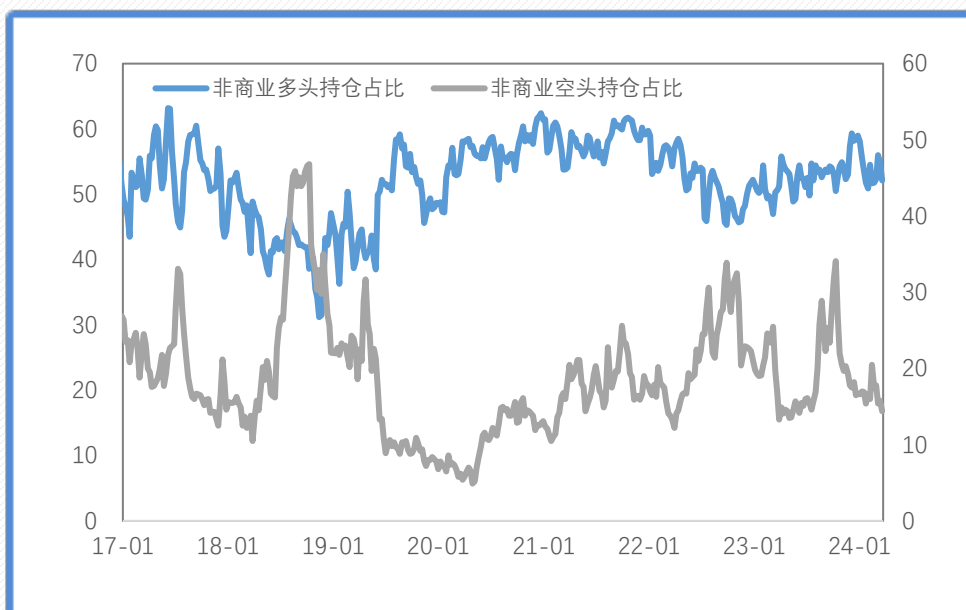
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 3.5 吨至 835 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 172 吨至 13095 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.6 万手, 其中非商业净多持仓减少 4330 手至 27.9 万手, 空头持仓减少 4330 手至 7.7 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 52.1% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 14.4% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



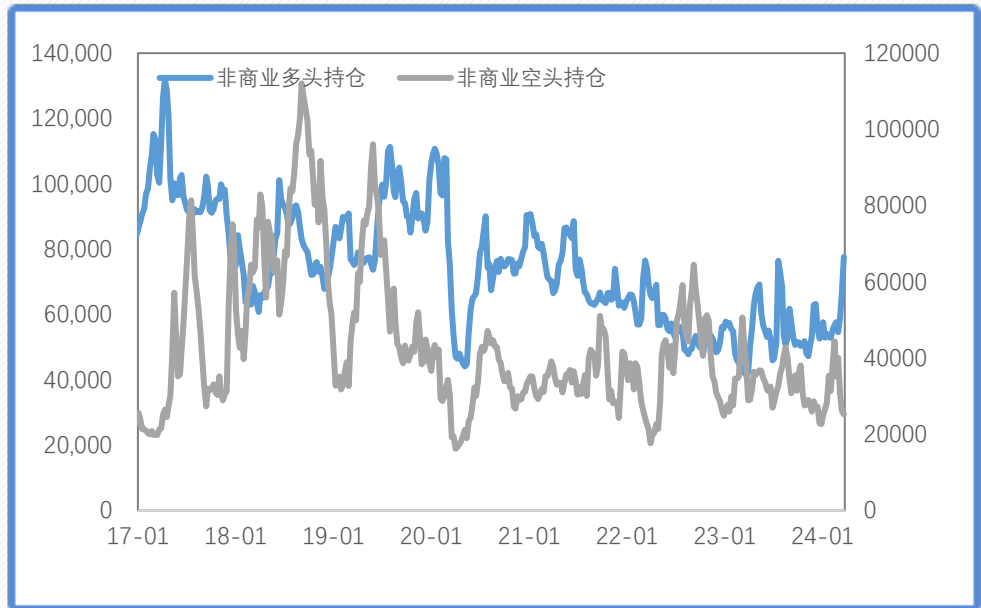
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



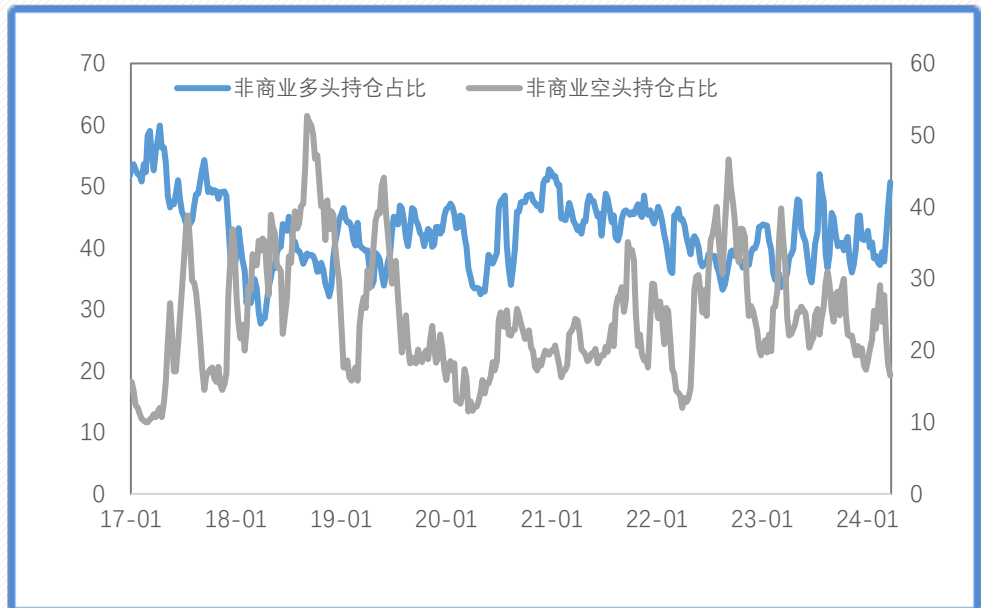
数据来源: Wind

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

对于国内铜价而言，此前预期的利多故事都已经基本讲完，后续需要看到基本面的微观数据对价格有所验证。但是从目前已知的情况来看，下游消费绝对不算好，尤其是电缆领域，整体表现相对平淡，下游对高价格的接受度也较为有限，铜价有可能进一步退守 70000-71000 元一线。

市场再度交易降息预期推升金价，然而在金价突破新高后，降息预期的充分交易已难以在短时间内给金价更多冲高的空间，美国经济数据的强劲对于金价仍然产生一定制约，预计短期内金价将呈小幅回调，中长期

看价格仍有一定上行空间。

关注及风险提示

美国新屋销售、房价指数、GDP、核心 PCE、通胀预期、欧洲 CPI、地缘问题等。

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。