

不惧鹰派发言，金价再创新高

摘要：上周海外宏观面相对平静，值得注意的是，包括鲍威尔在内的主要联储官员的讲话都显得较为鹰派，指出加息次数可能不及当前预期，但是目前市场看多金铜价格的情绪依然较高，市场仍然相信6月份的降息会发生以及制造业会复苏的预期。

金属市场周报

2024. 3. 25-2024. 3. 29

核心观点

1、上周贵金属价格涨幅远超铜价。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 3.04%，白银上涨 1.05%；沪金 2406 合约上涨 3.67%，沪银 2406 合约上涨 1.35%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.36%、+0.11%。

2、鹰派表态之下市场对铜价仍然乐观。

上周海外宏观面相对平静，给予铜价的指引较少。值得注意的是，包括鲍威尔在内的主要联储官员的讲话都显得较为鹰派，指出加息次数可能不及当前预期，但是铜价表现依然坚挺，目前市场看多铜价的情绪依然较高，市场仍然相信6月份的降息会发生以及制造业会复苏的预期。

3、核心 PCE 回落，金价再创历史新高。

虽然本周联储官员的表态偏鹰，暗示预期降息的次数可能推迟或减少，但市场依然坚持降息前期看多黄金的立场，而伴随美国2月核心 PCE 公布略低于前值，市场未对6月的降息预期做出明显调整，配合避险需求，金价再度创下历史新高。然而，仍需关注下周美国的非农数据，就业市场任何恢复的迹象都可能导致对降息预期数量和时点的重新评估，中期仍可等待金价回调后布局多单。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡整理，暂时失去上行动能。上周海外宏观面相对平静，给予铜价的指引较少。值得注意的是，包括鲍威尔在内的主要联储官员的讲话都显得较为鹰派，指出加息次数可能不及当前预期，但是铜价表现依然坚挺，目前市场看多铜价的情绪依然较高，市场仍然相信 6 月份的降息会发生以及制造业会复苏的预期。

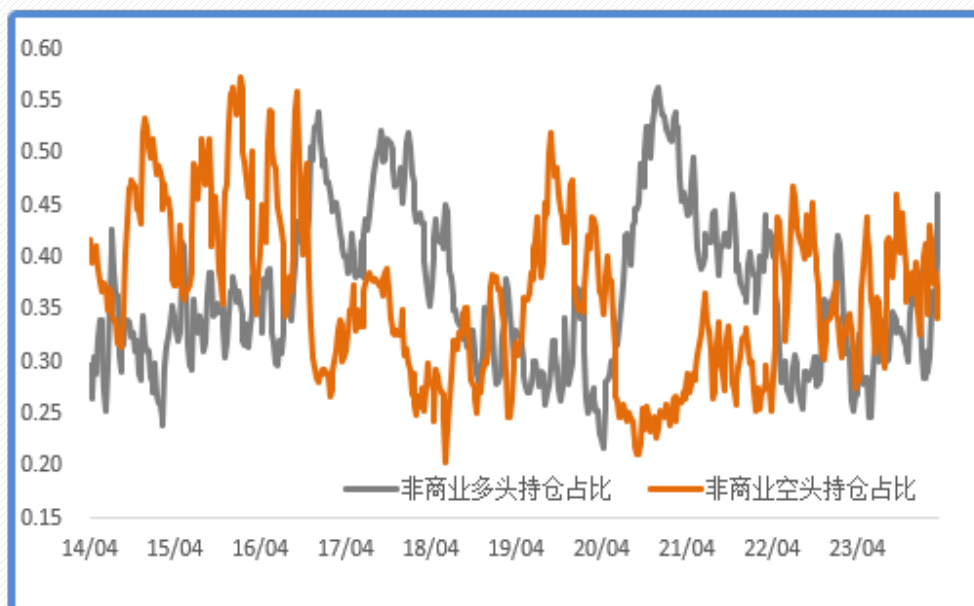
上周 SHFE 铜价高位震荡，在 72000 元下方有较强支撑。对于国内铜价而言，3 月可以证明需求的回归总体偏慢且从结构上来看比较不均衡，尤其是电缆领域，整体表现相对平淡，下游对高价格的接受度也较为有限。同时地产、基建对铜价的拖累也较为明显。4 月若仍不能有效去库，铜价有可能退守 70000-71000 元一线。

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，月差又有新的变化。此前 7 月合约后月差结构基本走平，目前后置到了 8 月合约之后，月差结构才有所 back。归根结底，由于去库拐点迟迟未倒，且下游消费表现平平，市场对月差的预期在不断后移。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

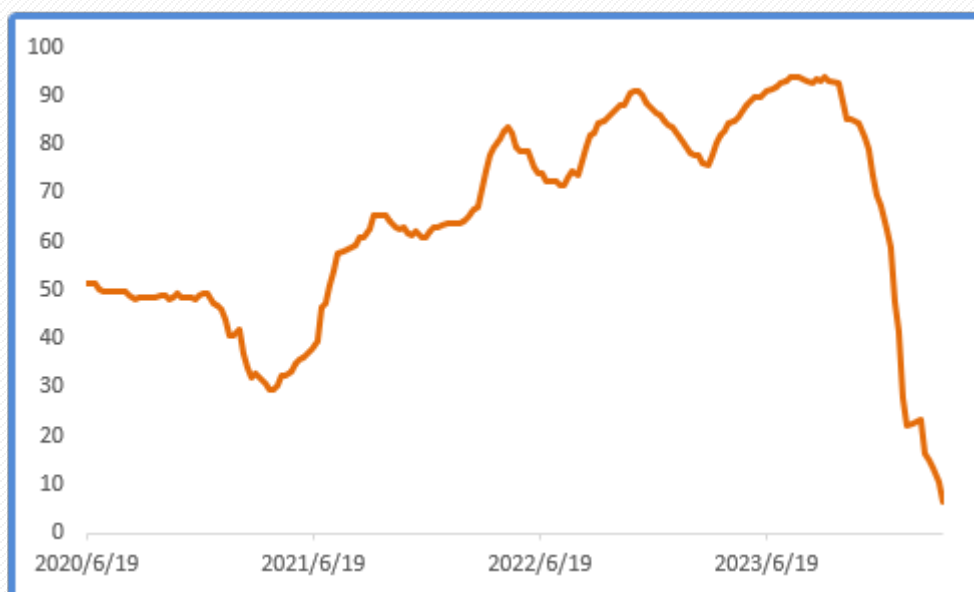


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 8.4 美元/干吨，较上周减少 3.2 美元/干吨。铜精矿现货 TC 快速下探，主要由于 Escondida 对冶炼厂的招标跌至 3 美元/干吨，迅速拉低贸易商的报盘和可成交。同时，贸易商对矿山竞标加工费跌至负数。本周，CSPT 召开季度会议，但未设铜精矿现货指导价。市场参与者多等待新一轮冶炼厂运营计划的调整。

图 2：铜精矿加工费

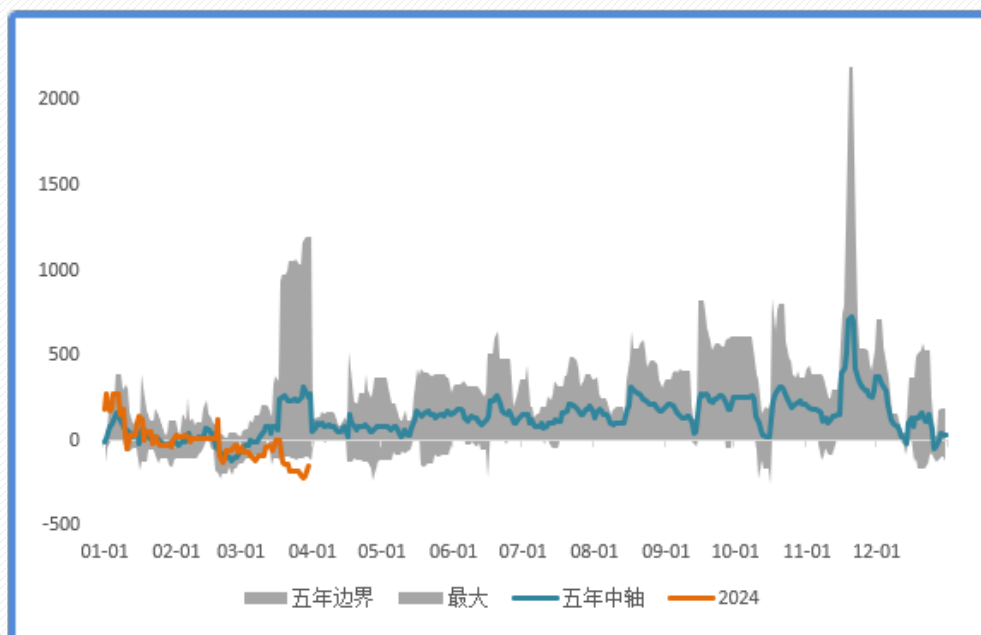


数据来源：SMM

现货方面，周内铜价先抑后扬，期间一度走跌至 72000 元/吨下方，市场

反馈下游点价有所增加，但随着铜价再度止跌上涨，加之临近月末，受制于资金成本等因素，市场消费难有明显好转，日内仍多以逢低刚需接货为主。临近清明小长假，料下游存在一定备货动作，且 Contango 结构月差维持 100 元/吨以上窄幅震荡，部分可注册仓单低价货源仍将备受贸易商青睐，因此预计持货商继续大贴水出货意愿不高，现货升水仍将有所上升。

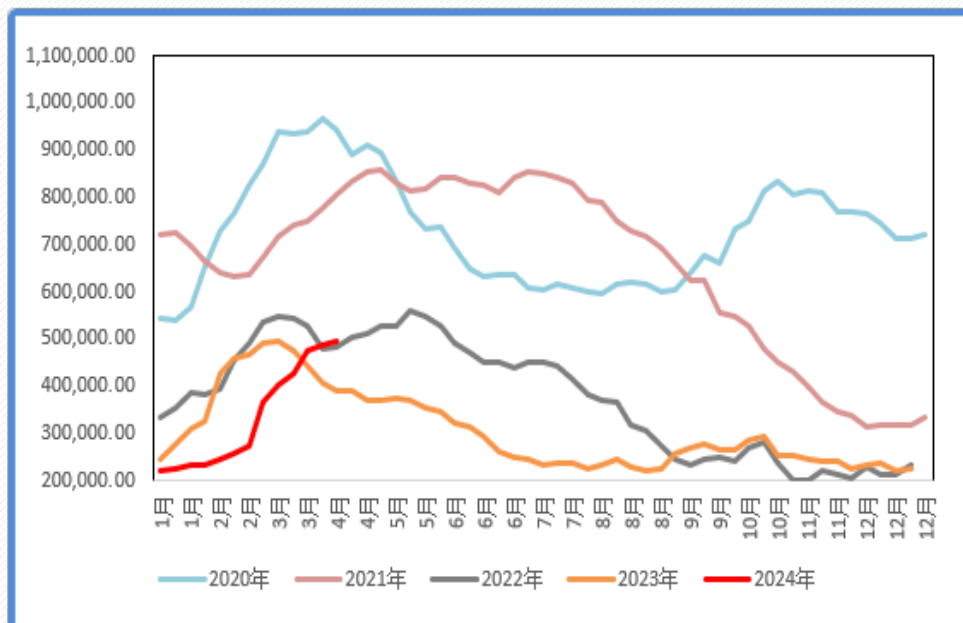
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 38.14 万吨，较 21 日降 0.14 万吨，较 25 日增 0.24 万吨；本周上海市场止跌回升，周内市场进口铜到货流入，加之临近月末，下游接货需求难有明显上升，库存因此增加。广东市场库存小幅下降，主因市场到货不多，且消费也有限，仓库出库入库基本持平。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 6.45 万吨，较 21 日增 0.33 万吨，较 25 日增 0.26 万吨；保税区库存继续增加，主因部分炼厂出口货源到货入库，库存延续累库。

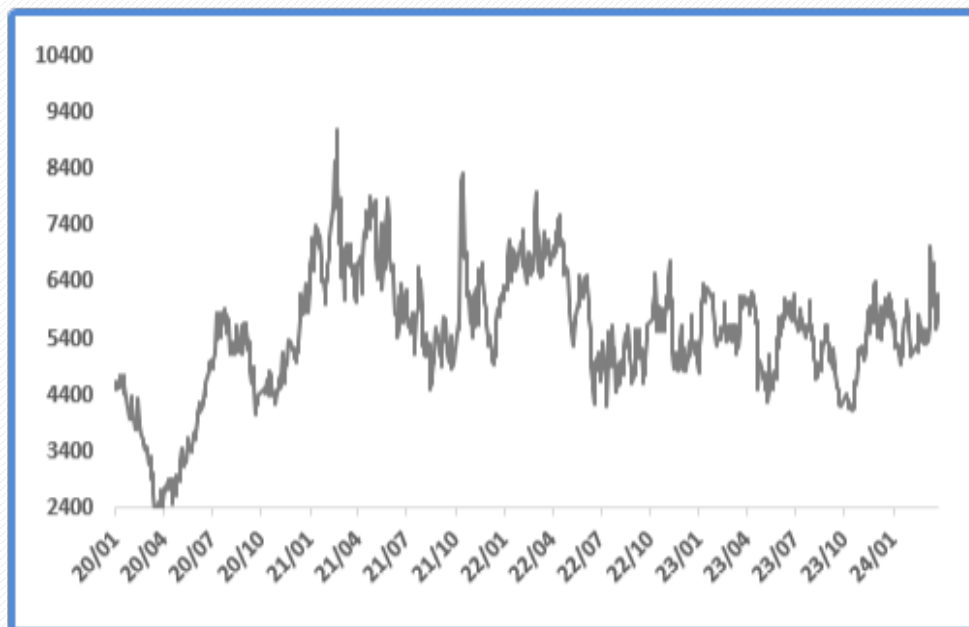
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费普遍上涨，其中仅广东市场国产竖炉品牌小有跌幅；精铜杆市场加工费普遍上涨，企业长单交付为主；下游需求难见进一步提升，部分再生铜杆企业成品逐渐累库；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度环比小幅收缩。铜杆市场预计仍以平淡交易为主，现阶段市场缺乏明显刺激消费的亮点，若短期内若铜价依旧保持相对高位，市场还可能进一步出现企业间歇性停产检修情况；由于目前下游客户的实际提货进度依旧偏慢，因此下周市场主要活动依旧围绕交付前期订单以及长单客户订单。而再生铜杆端原料采购价格较高预计将对再生铜杆厂家造成较大的影响，后期原料供应的及时性或有一定限制。

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，金价于周四再度创下新高，COMEX 金银整体于 2186-2257 美元/盎司、22.4-25.2 美元/盎司区间内运行。虽然本周联储官员的表态偏鹰，暗示预期降息的次数可能推迟或减少，但市场依然坚持降息前期看多黄金的立场，而伴随美国 2 月核心 PCE 公布为 2.8%，略低于前值，市场未对 6 月的降息预期做出明显调整，配合避险需求，金价再度创下历史新高。

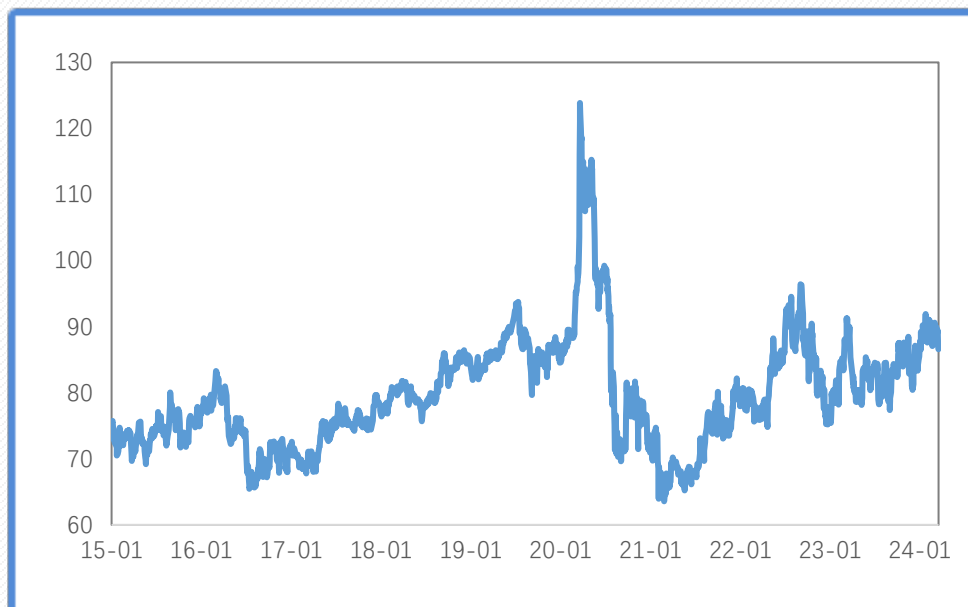
贵金属价格监控

2024/3/28	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2234.1	2203.1	1.4%
COMEX 白银	24.8	25.0	-0.7%
伦敦金现	2214.4	2170.5	2.0%
伦敦银现	24.5	25.4	-3.5%
SHFE 黄金	519.0	514.7	0.8%
SHFE 白银	6379.0	6493.0	-1.8%
上金所黄金 T+D	518.4	514.8	0.7%
上金所白银 T+D	6358.0	6498.0	-2.2%

（二） 比价与波动率

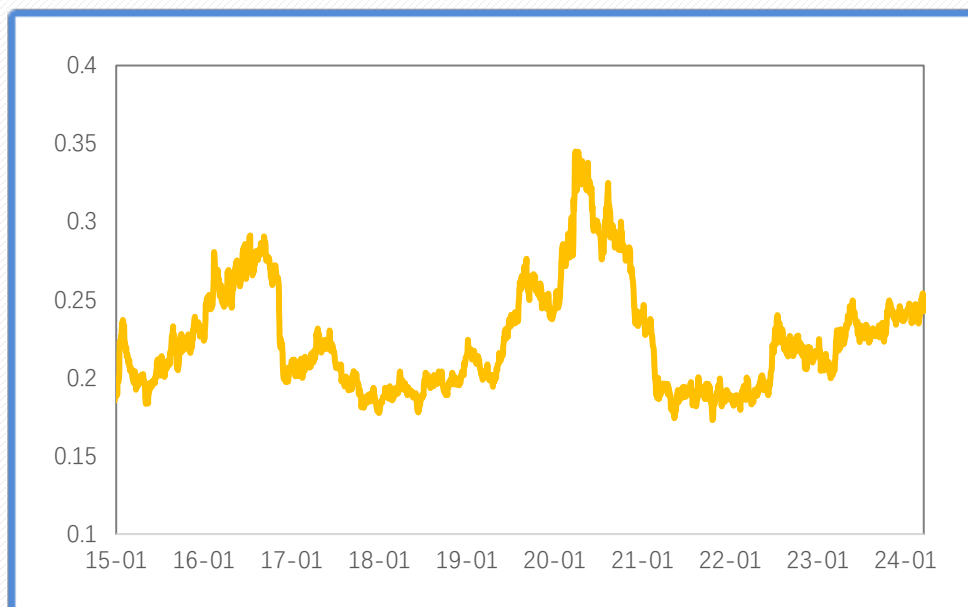
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格持续回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



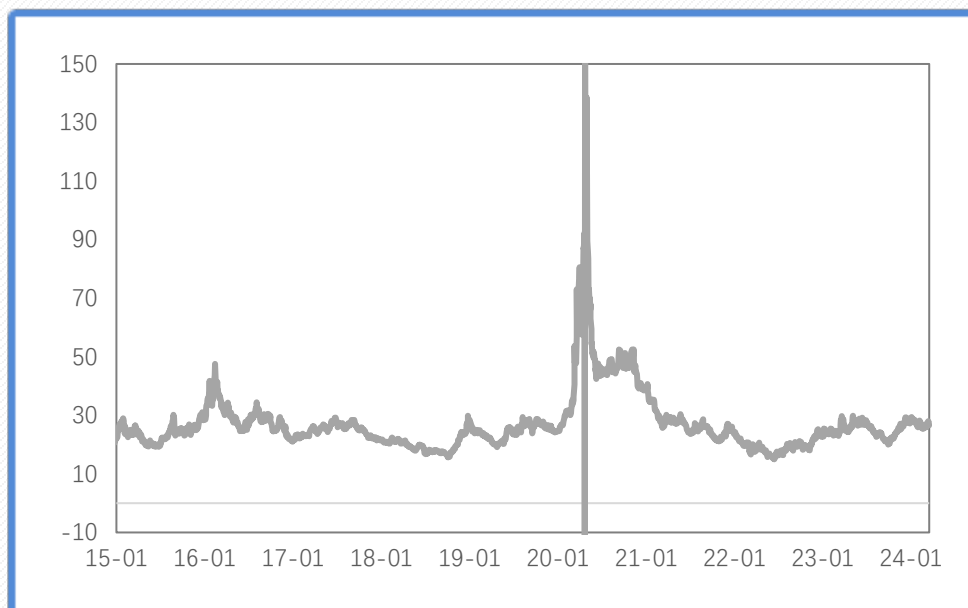
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

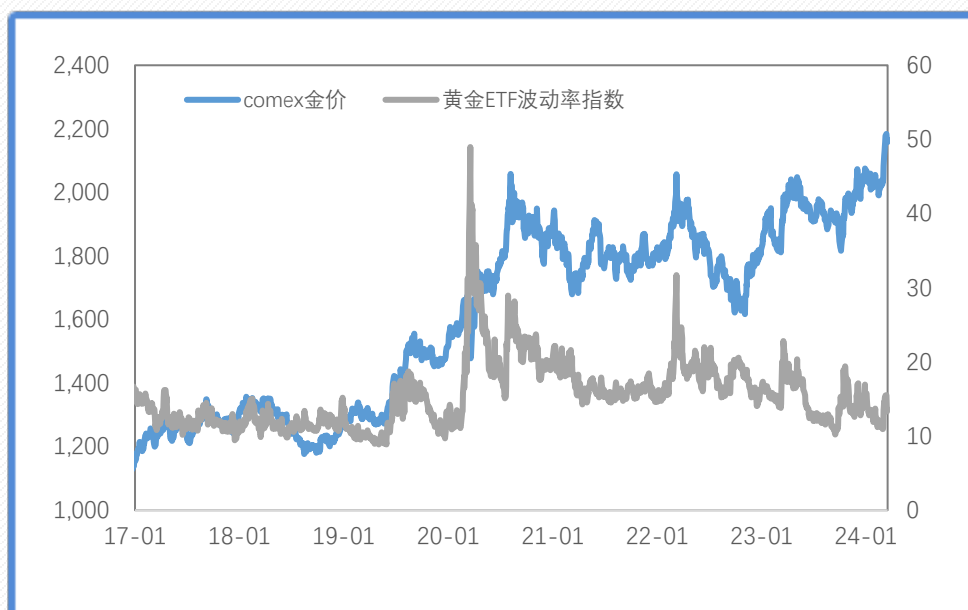
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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。

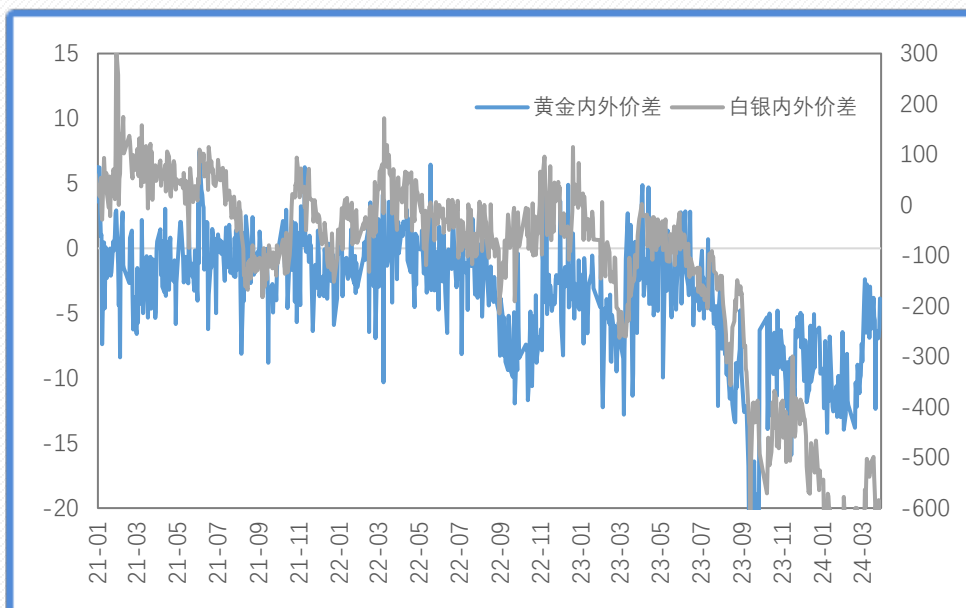
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

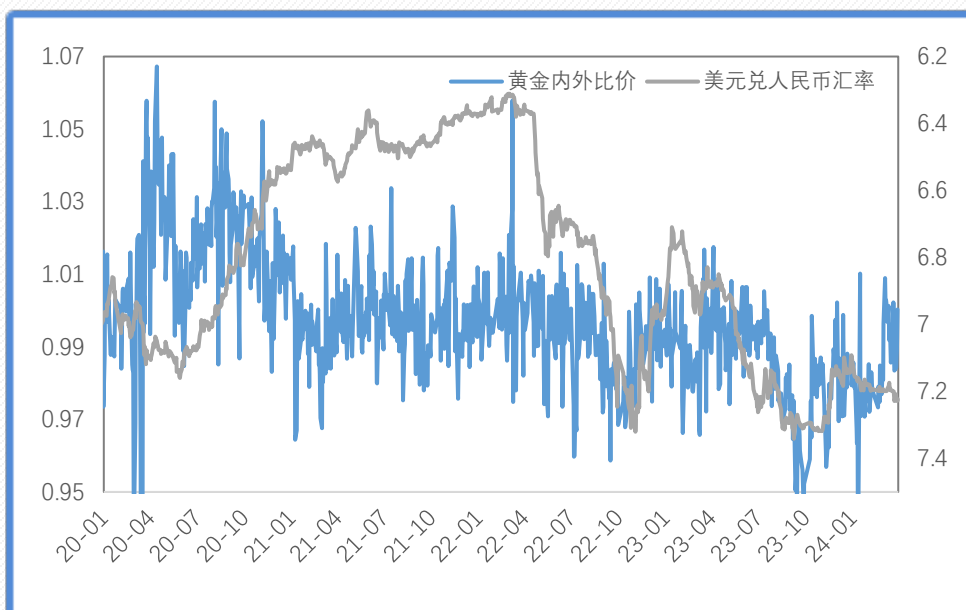
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金内外价差与比价小幅回升；白银内外价差与比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

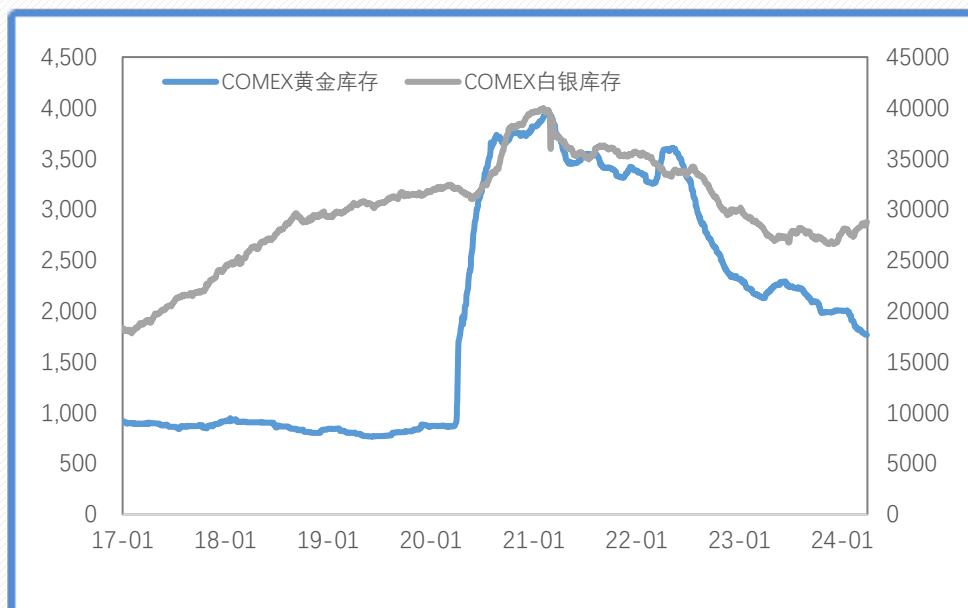


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

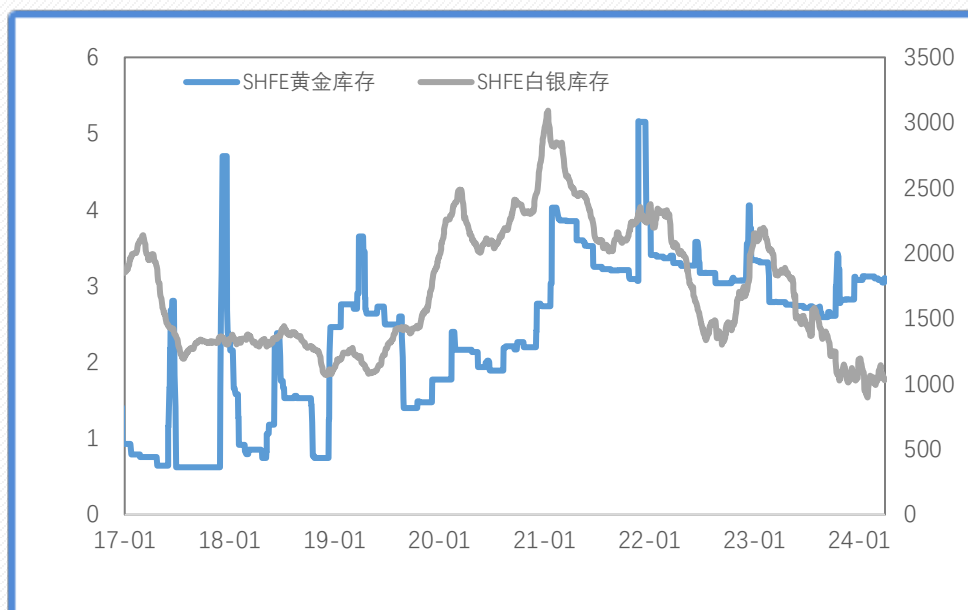
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1765.4 万盎司，环比减少约 8 万盎司，COMEX 白银库存约为 28773.7 万盎司，环比增加约 346 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.11 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1033.5 吨，环比减少约 26.8 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

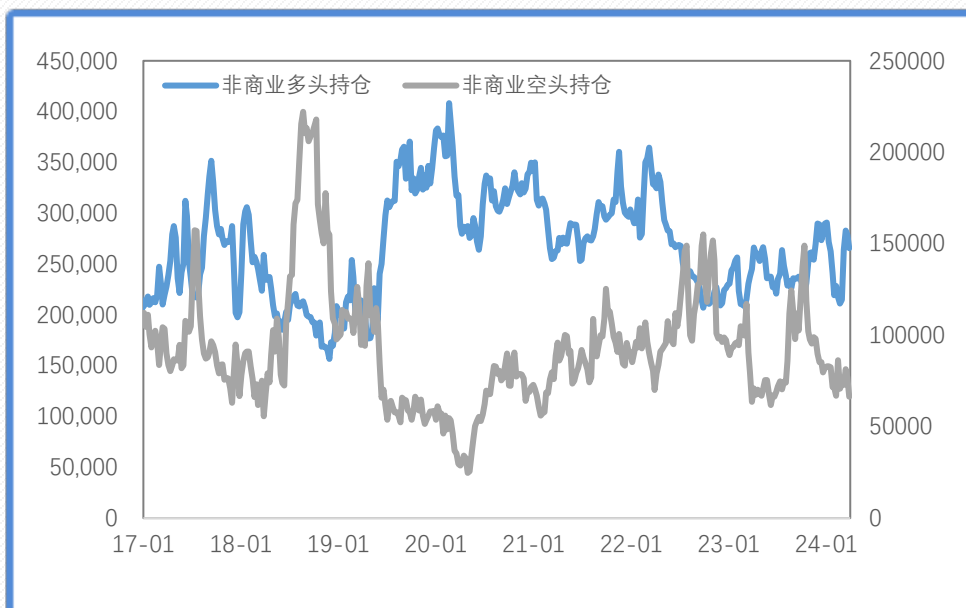
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

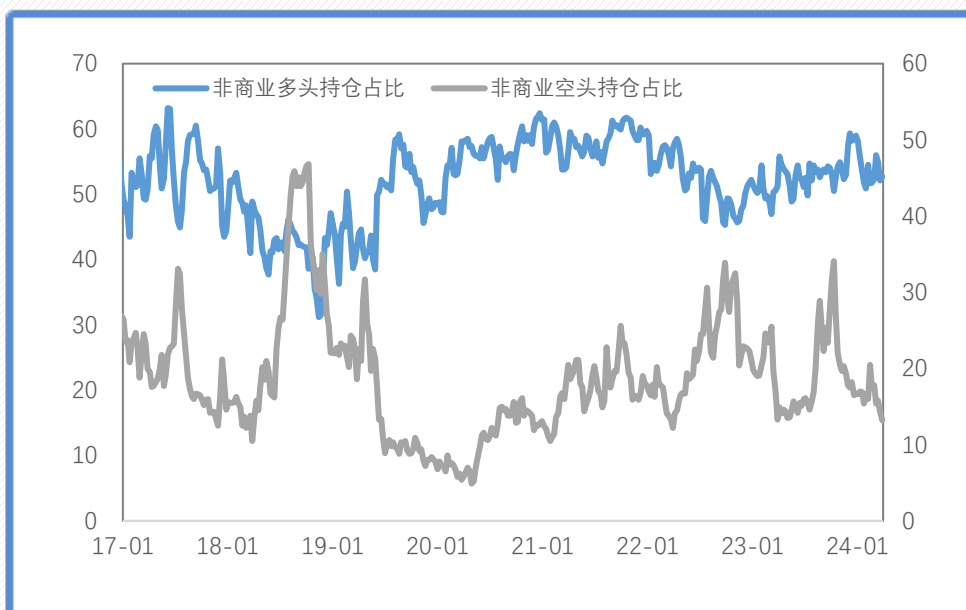
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 5.2 吨至 830 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 95.3 吨至 13191 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.2 万手, 其中非商业净多持仓减少 13085 手至 26.6 万手, 空头持仓减少 10777 手至 6.6 万手;非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 52.7%附近, 非商业空头持仓占比回落至 13.2%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



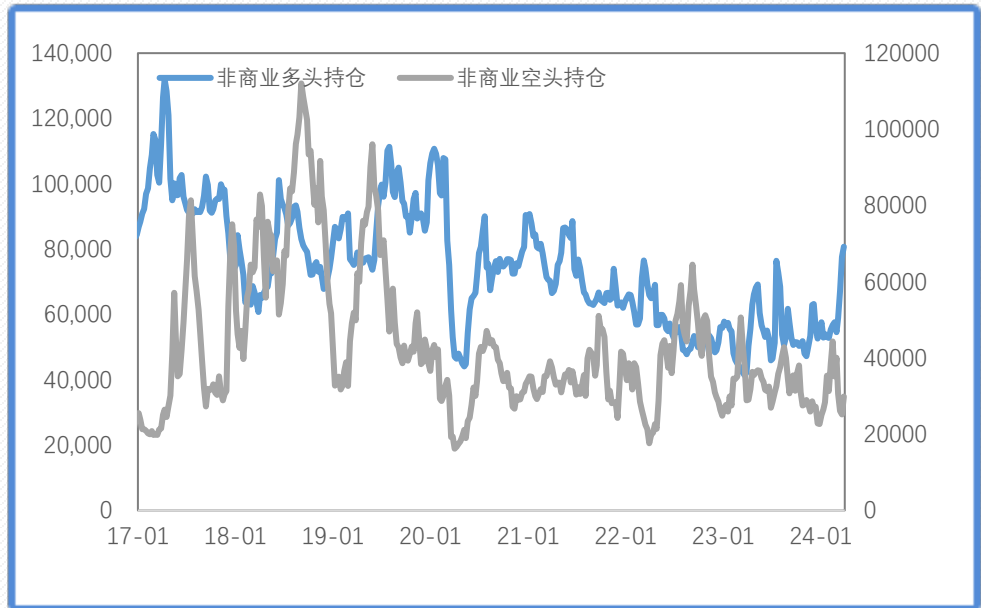
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



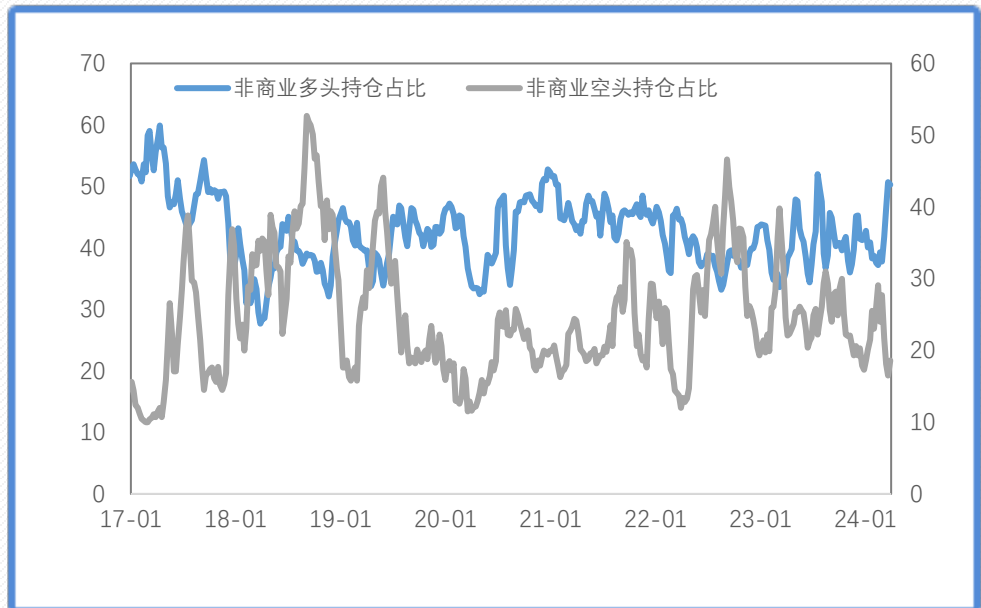
数据来源: Wind

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

3 月可以证明需求的回归总体偏慢且从结构上来看比较不均衡, 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。同时地产、基建对铜价的拖累也较为明显。4 月若仍不能有效去库, 铜价有可能退守 70000-71000 元一线。

核心 PCE 缓步回落后, 金价再创历史新高, 当前市场依然坚持 6 月的首次降息预期, 然而, 仍需关注下周美国的非农数据, 就业市场任何恢复的迹象都可能导致对降息预期数量和时点的重新评估, 中期仍可等待金

价回调后布局多单。

关注及风险提示

美欧 PMI、职位空缺、ADP 就业、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。