

宏观巨变，重新定义铜价估值中枢

摘要：来自中国方面的政策巨变不仅推动了铜价的上行，也使得所有与中国相关的风险资产的定价得以重估。目前铜价上涨的宏观与微观基础相较于上半年的上涨更加扎实，这决定了铜价的下方支撑会更加牢固，而中国方面政策的不断加码，可以看做均值回归的一种状态，10000 美元/吨左右是相对合理估值，进一步往上需要看到美国确定软着陆，或者中国政策对托底经济和商品需求有明显迹象。

金属市场周报

2024. 9. 23-2024. 9. 27

核心观点

1、上周金铜强势上行。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.28%，白银上涨 1.32%；沪金 2412 合约上涨 1.49%，沪银 2412 合约上涨 4.20%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+5.91%、+3.89%。

2、中国政策巨变，美国展现韧性

虽然上涨主要来自中国政策变化的推动，但海外整体情况依然反映出经济的韧性。周初欧美主要经济体 PMI 虽然表现较弱，但是可能也基本都被市场预料在内，周后期美国公布的多项经济数据，包括初请失业金、零售销售等，大部分表现都好于预期或前值，展现出了一定的经济韧性。往后看，国庆期间公布的劳动力市场数据可能至关重要。

3、金价屡创新高。

周内美国包含初请失业金人数、耐用品订单等经济数据表现较好，软着陆预期依然成为市场交易的主旋律，而核心 PCE 环比回落进一步支持通胀放缓预期，美元指数、美债利率由此回落，金价再度上行。美国降息周期下，若经济软着陆预期未发生转变，贵金属价格将依然得以支撑，中长期金价仍有上行空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价显著上涨，虽然上涨主要来自中国政策变化的推动，但海外整体情况依然反映出经济的韧性。周初欧美主要经济体 PMI 虽然表现较弱，但是可能也基本都被市场预料在内，周后期美国公布的多项经济数据，包括初请失业金、零售销售等，大部分表现都好于预期或前值，展现出了一定的经济韧性。往后看，国庆期间公布的劳动力市场数据可能至关重要。

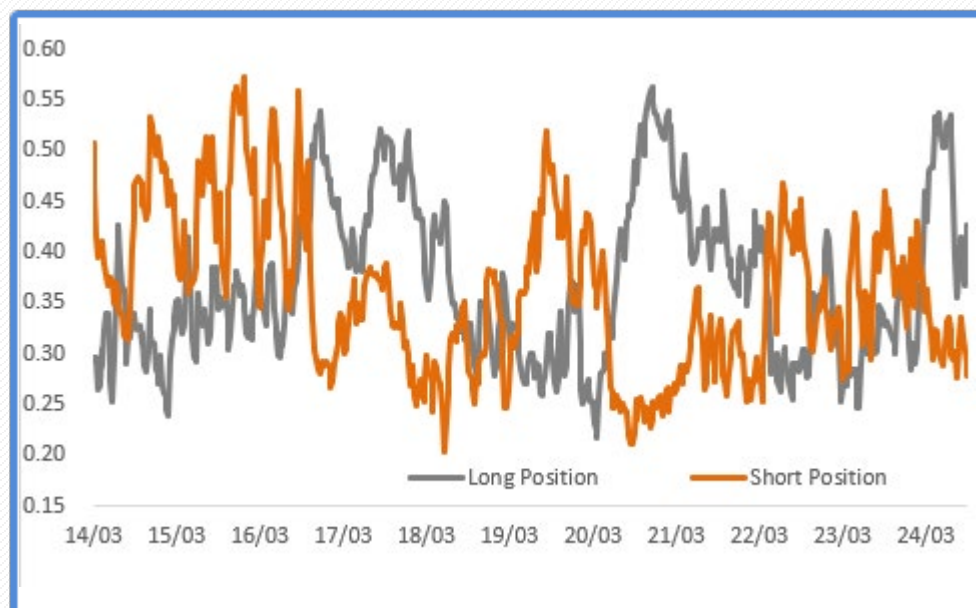
上周 SHFE 铜价大幅上涨，来自中国方面的政策巨变不仅推动了铜价的上行，也使得所有与中国相关的风险资产的定价得以重估。目前铜价上涨的宏观与微观基础相较于上半年的上涨更加扎实，这决定了铜价的下方支撑会更加牢固，而中国方面政策的不断加码，可以看做均值回归的一种状态，10000 美元/吨左右是相对合理估值，进一步往上需要看到美国确定软着陆，或者中国政策对托底经济和商品需求有明显迹象。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。目前 COMEX 铜库存来到 6 万吨水平，上周交仓甚至有加速迹象。有传言表示，COMEX 铜的交仓可能持续至年底，如果真的如此，那么月差还是将以 contango 为主，并没有太好的机会。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，价格曲线近端呈现 Back 结构、远端维持 contango 结构。进入 9 月之后的去库情况也符合预期，根据我们的了解，有理由相信去库会持续到 11 月。因此我们认为月差还是可以有一定的行情可以期待，当然月差的上限不会太高，会受到进口的抑制，同时目前价格上涨至相对高位，对下游采购可能会有一定影响。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比继续回升，与价格反弹匹配，预计中国一系列政策落地后，多空双方的博弈会更加显著。

图 1：CFTC 基金净持仓

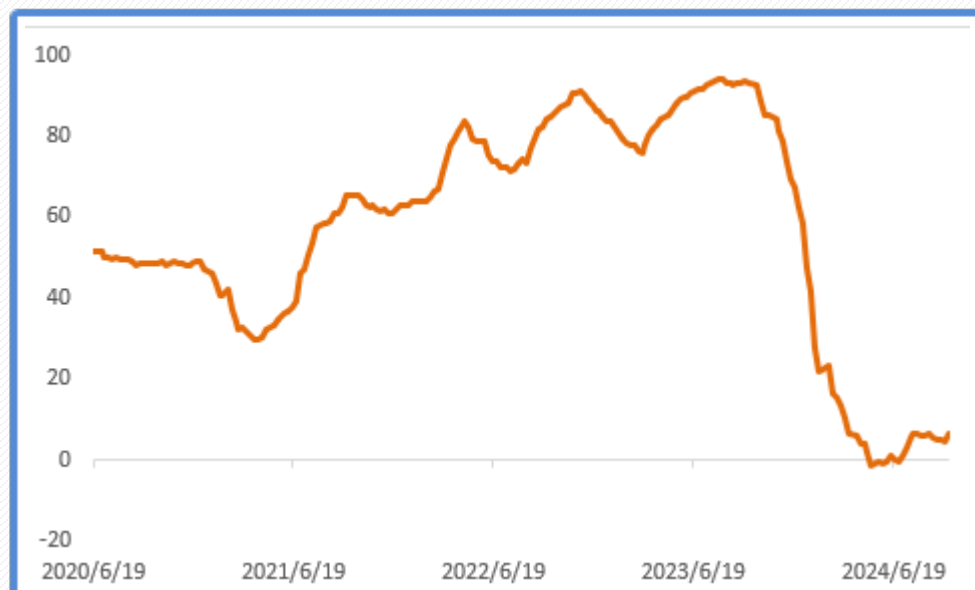


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 6 美元/干吨，较上周涨 1.3 美元/干吨。铜精矿现货市场保持稳定，活跃度略微回落，交投偏清淡。市场主流贸易 11 月/12 月船期的货物，节中因华中某冶炼厂突发意外，市场参与者情绪受到波动，此次事件对市场会存在一定影响，但对后续市场影响较小。需求端暂持观望态度，采购步伐放缓，供应端保持稳定。

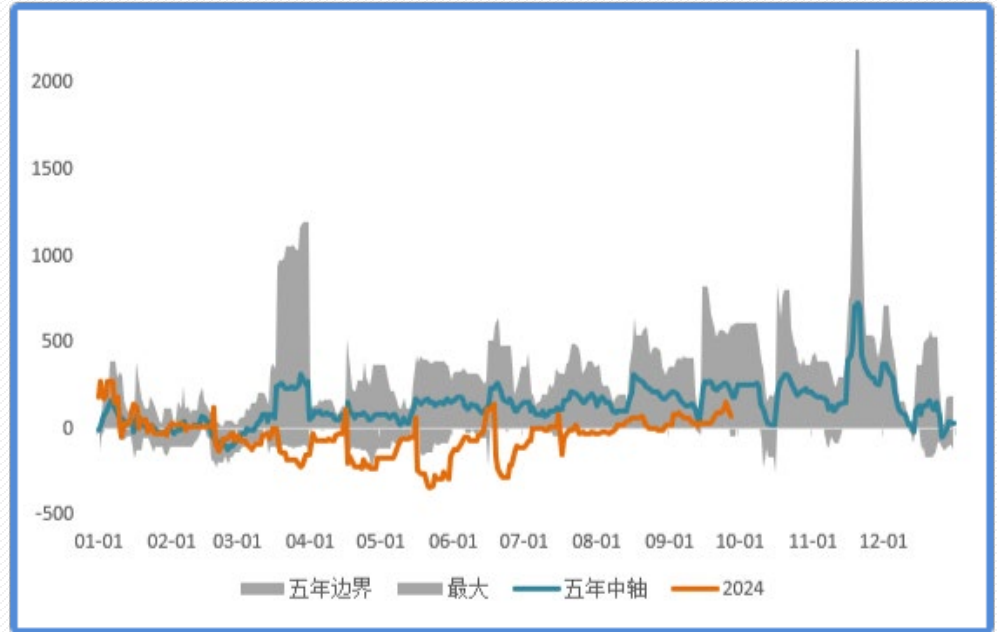
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于临近国庆长假，部分时间下游加工企业备货需求较为明显，采购接货意愿较强，然后续伴随着铜价连续上涨明显，下游畏高情绪显现，同时新增订单有所减少，备货情绪亦表现受抑，但整体国庆节假备货需求支撑，下游市场消费尚可。由于国庆节假时间较长，进口铜及国产到货预计将有所增加，同时高铜价背景下，下游仍需时间适应，消费难有明显增量，现货升水因此或仍表现承压；但目前近月合约 BACK 月差有所扩大，同时库存去库明显，现货升水下方空间同样有限。

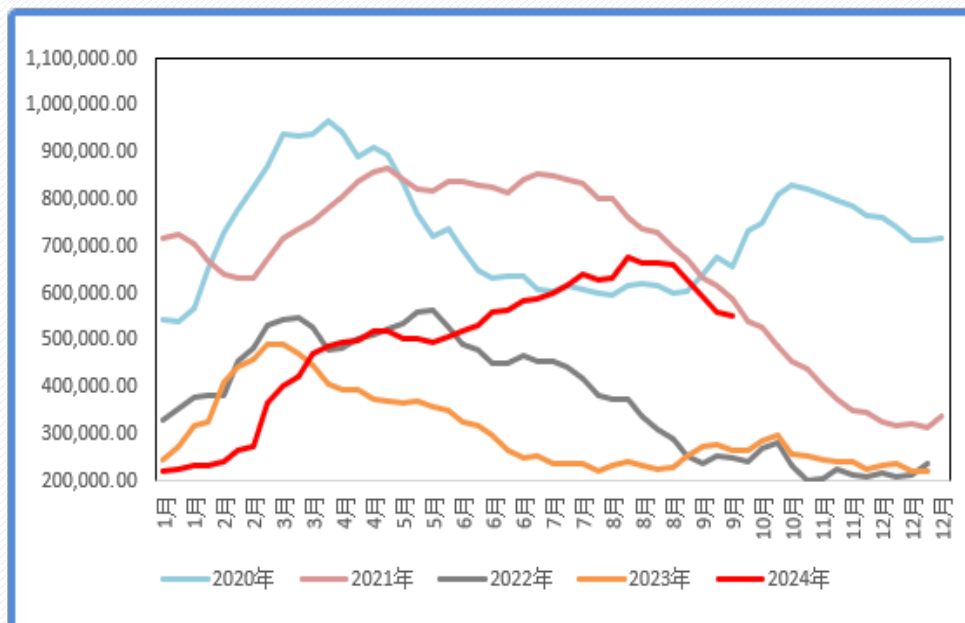
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 15.44 万吨，较 19 日降 3.95 万吨，较 23 日降 1.47 万吨；本周上海市场库存维持去库趋势，周内部分仓库国产到货依旧有限，入库偏少，虽进口铜有所增量，但临近传统国庆节假，下游加工企业部分时间部分需求表现积极，周内出库量依旧较为可观，因此入库不多，出库尚可，库存表现下降。广东市场库存亦下降至低位运行，节前下游备货需求支撑，同时仓库到货量同样不多，库存因此持续走低。

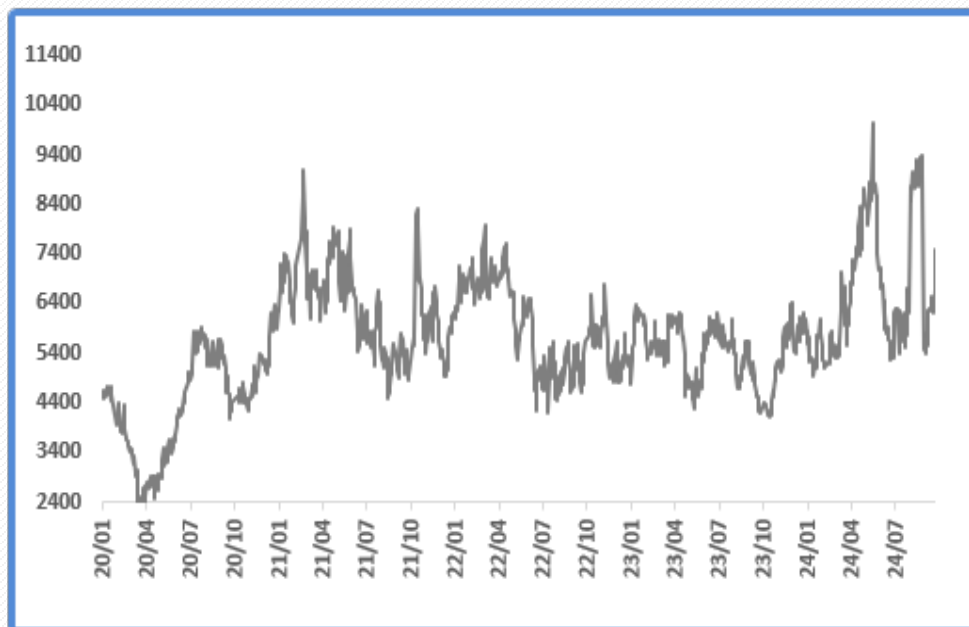
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费环比下跌，市场间价差收窄明显；精铜杆企业陆续调整生产节奏，准备假期进行检修，成交表现存在差异；再生铜杆企业原料补充难度较大，企业的产销规划变得愈发谨慎；精废杆价差扩大明显，对期铜倒扣贴水幅度再次进入大幅贴水状态。下周进入国庆假期，假期期间多数企业交易暂停，等待节后恢复。从近期了解的情况来看，不少精铜杆企业假期进行检修，因此后续精铜杆企业的产出会较节前有所下滑；而近期铜价走高，对精铜杆企业的产销也有所影响，预计节后生产表现略有回落，不过加工费延续坚挺表现，但若订单未有好转，将有一定的议价下调表现。再生铜杆端虽然近期反馈企业复产准备较多，但目前原料采购难度并不小，因此实际的生产还需关注后续企业的原料补充情况，预计节后环比增长，但增长相对有限。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周金价再创历史新高，银价有所跟随，COMEX 金银于 2639-2709 美元/盎司、30.7-33.1 美元/盎司区间内运行。周内美国包含初请失业金人数、耐用品订单等经济数据表现较好，软着陆预期依然成为市场交易的主旋律，而核心 PCE 环比回落进一步支持通胀放缓预期，美元指数、美债利率由此回落，金价再度上行。

贵金属价格监控

2024/9/27	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2649.9	2621.8	1.1%
COMEX 白银	32.1	31.2	2.9%
伦敦金现	2661.9	2605.9	2.1%
伦敦银现	31.9	31.3	1.9%
SHFE 黄金	597.7	588.2	1.6%
SHFE 白银	7836.0	7529.0	4.1%
上金所黄金 T+D	596.6	587.9	1.5%
上金所白银 T+D	7808.0	7505.0	4.0%

（二） 比价与波动率

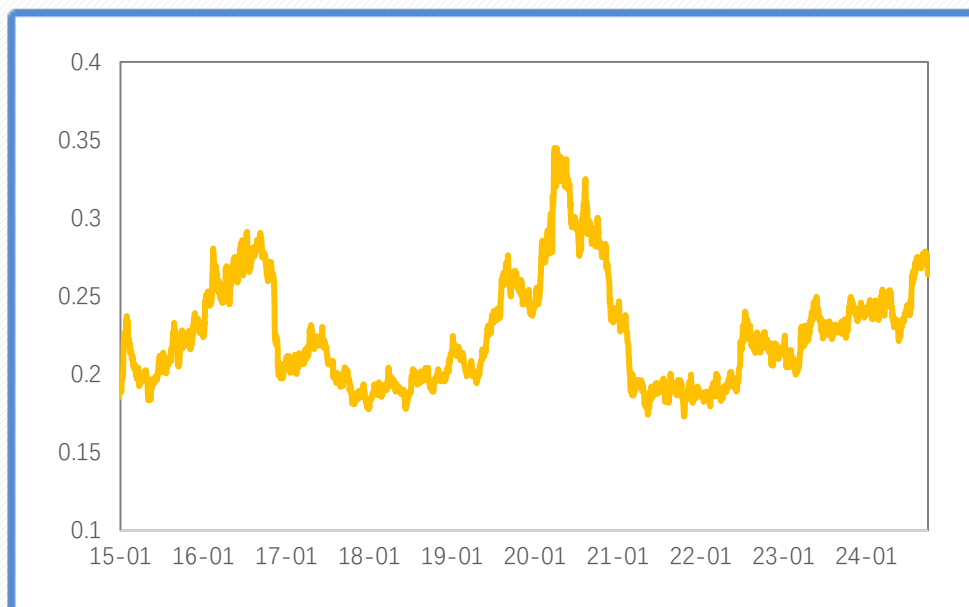
上周，黄金涨幅强于白银，金银比较前期震荡上行；铜价涨幅强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格较前期下跌，金油比较前期上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



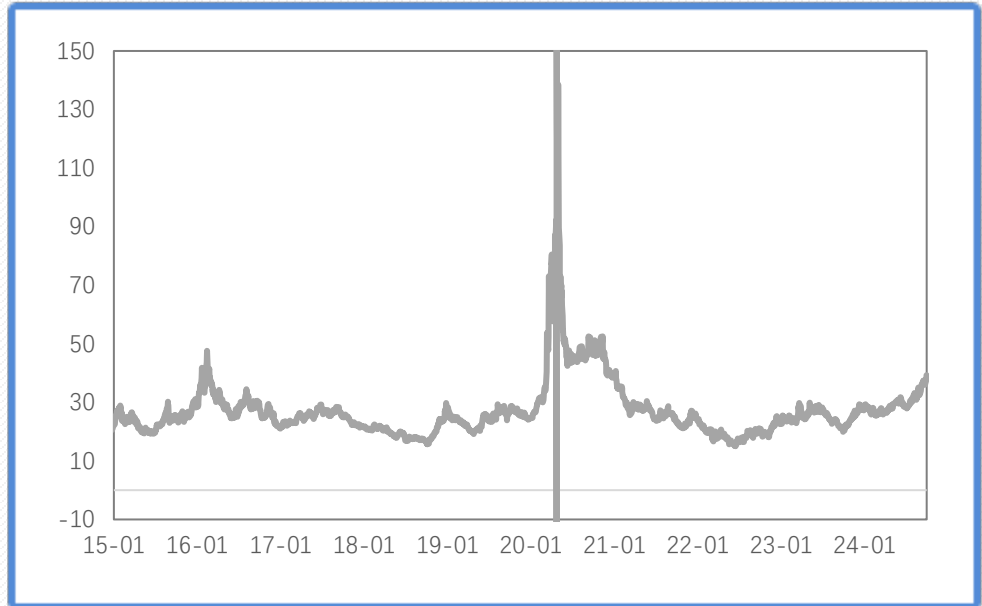
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

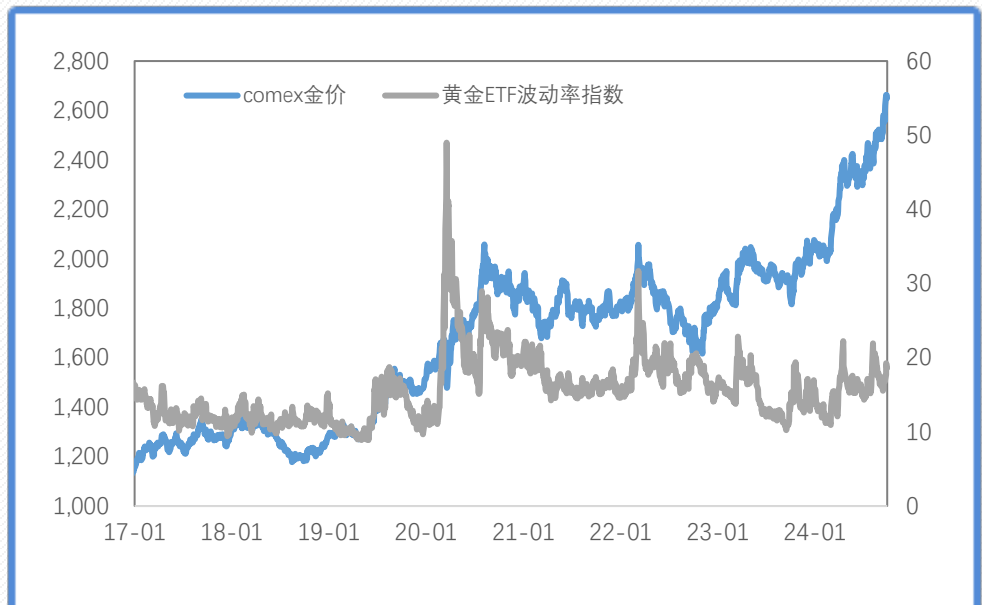
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续上行，市场的恐慌情绪持续增强，避险需求增加。

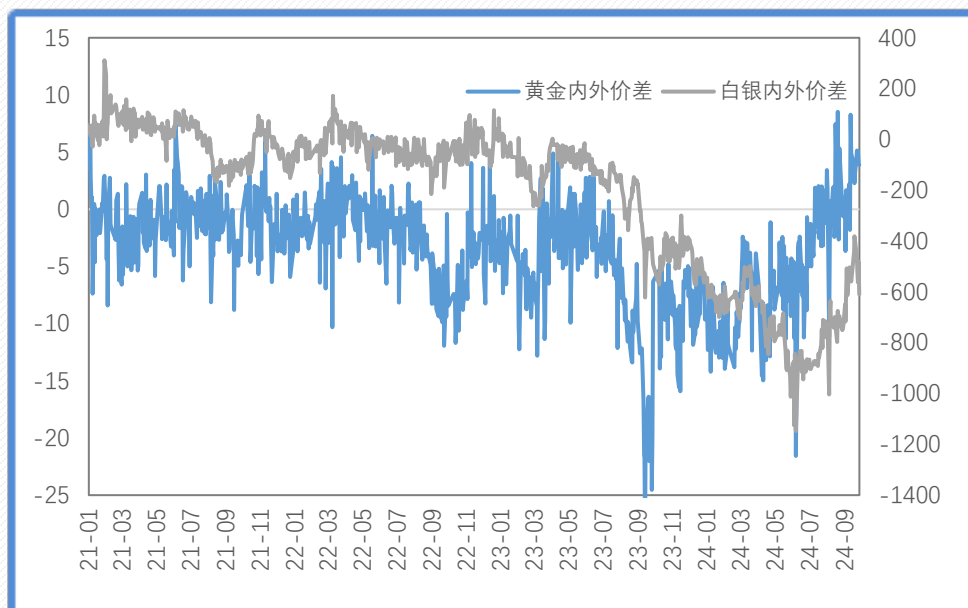
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

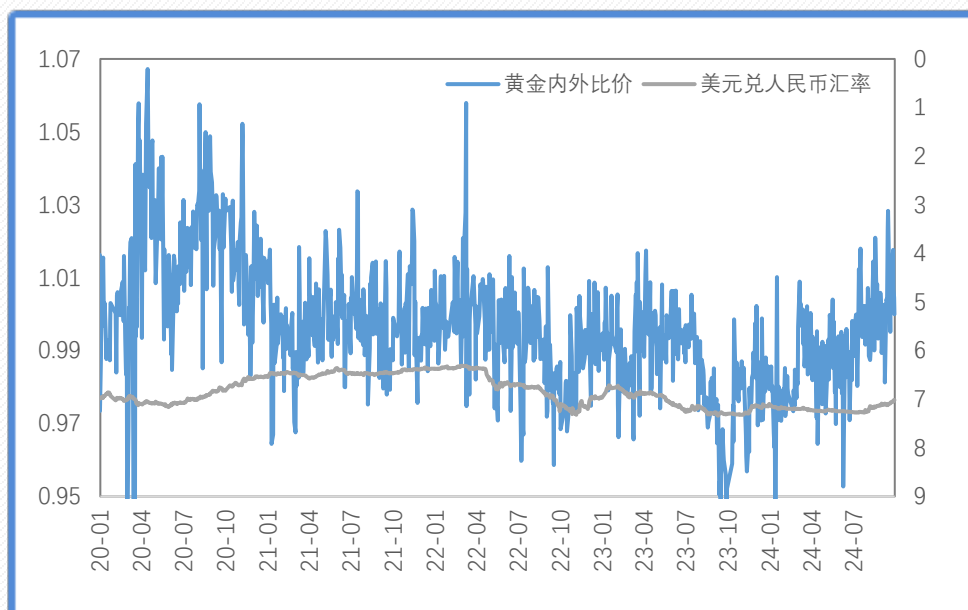
近期人民币汇率影响较前期减弱，上周黄金内外价差有所增加，白银内外价差有所扩大；黄金与白银内外比价持续回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

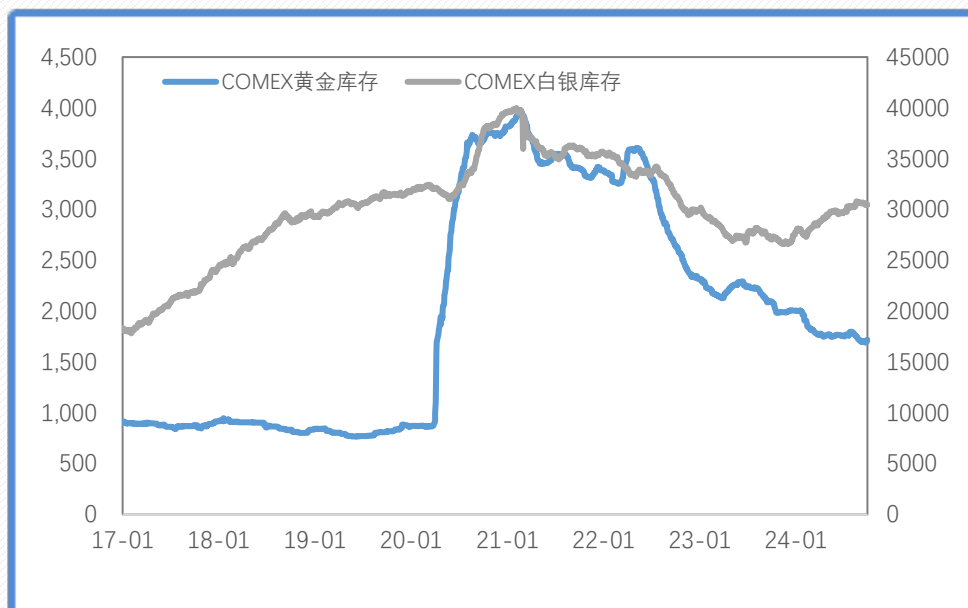


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

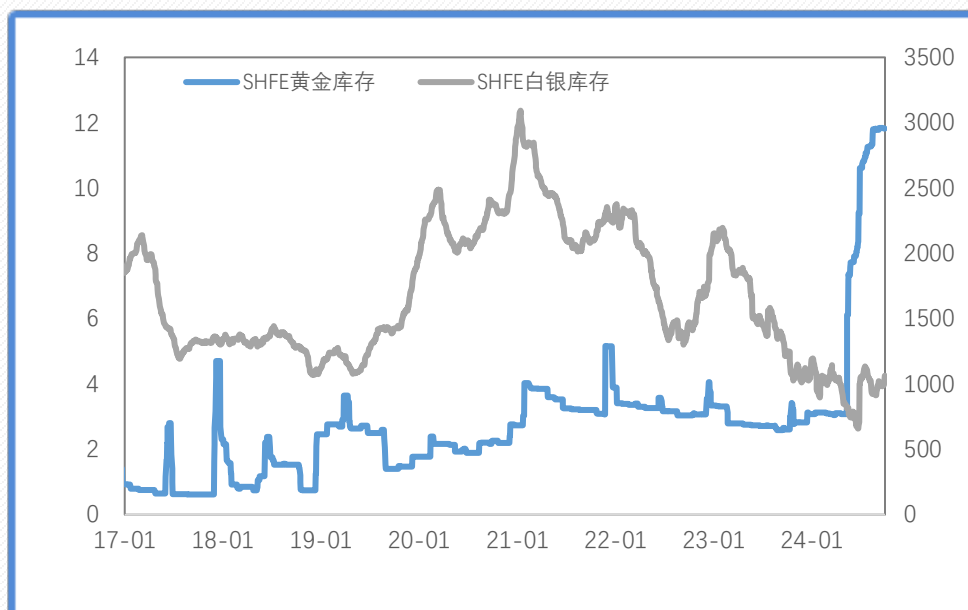
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1718 万盎司，环比增加约 27.9 万盎司，COMEX 白银库存约为 30450 万盎司，环比增加约 12.4 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.8 吨，环比减少 0.02 吨，SHFE 白银库存约为 1064 吨，环比增加约 67.7 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

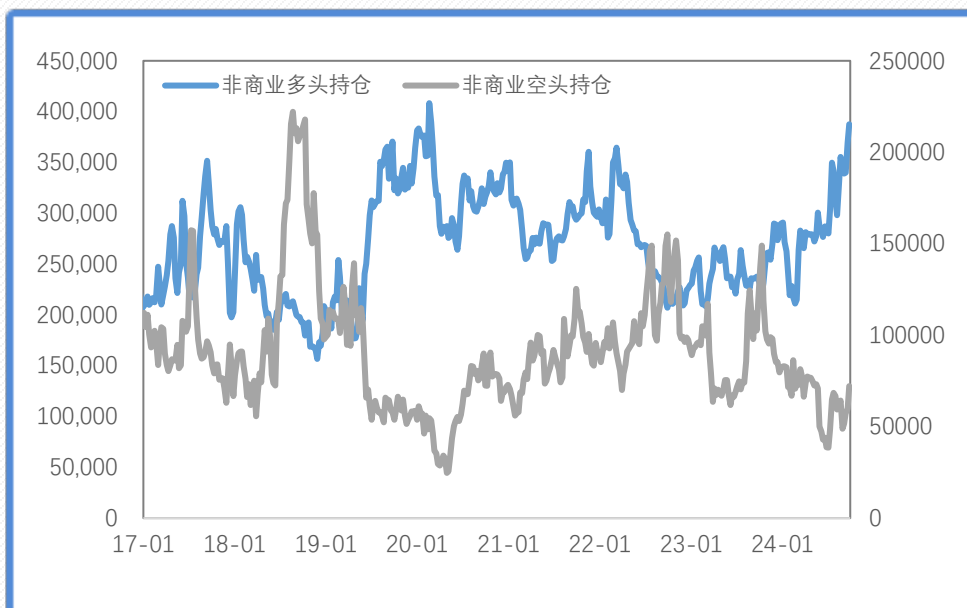
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

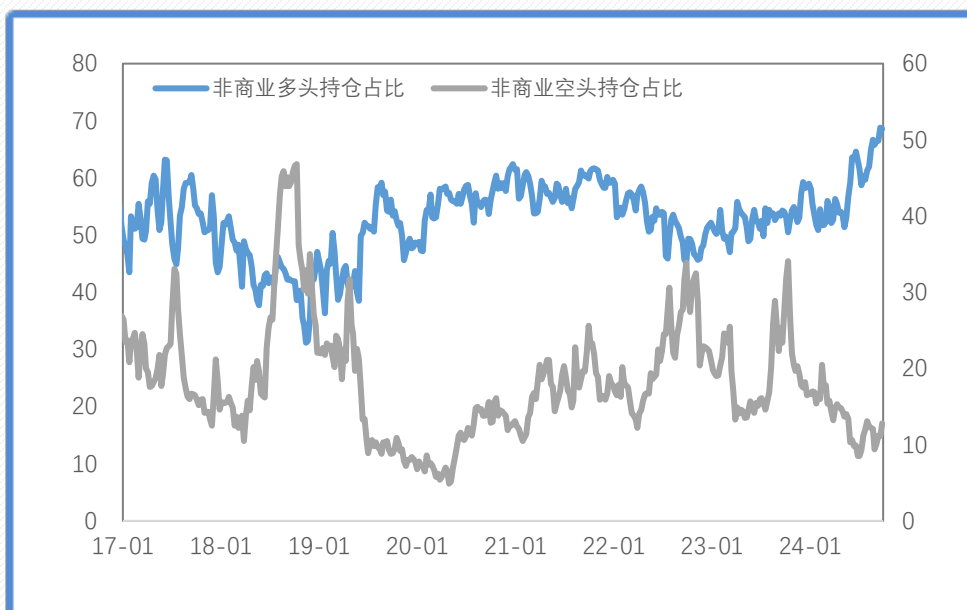
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 3.5 吨至 872 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 397.2 吨至 14636 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 46 万手, 其中非商业净多持仓增加 17838 手至 38.8 万手, 空头持仓增加 12514 手至 7.2 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减小至 68.6% 附近, 非商业空头持仓占比增加至 12.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



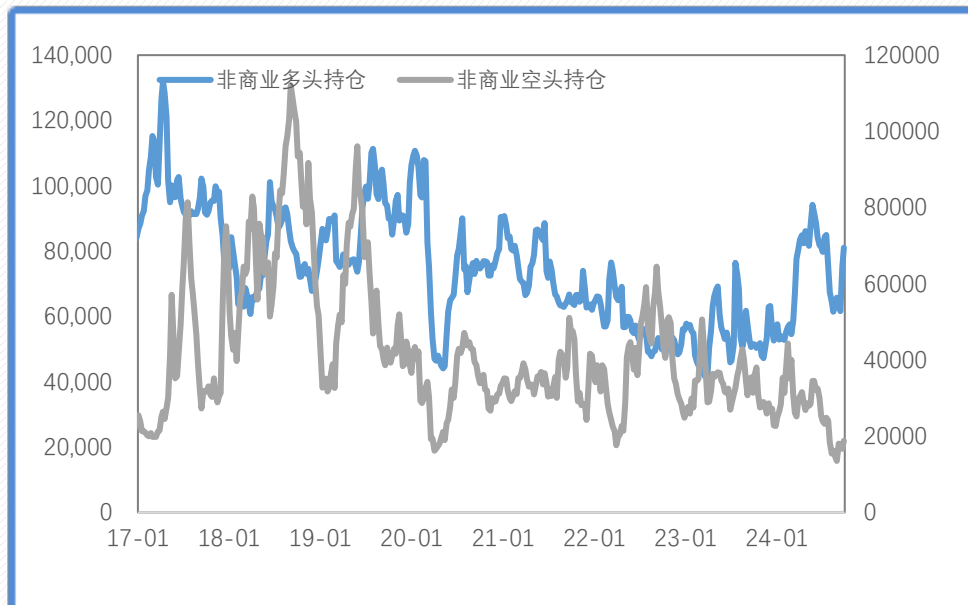
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



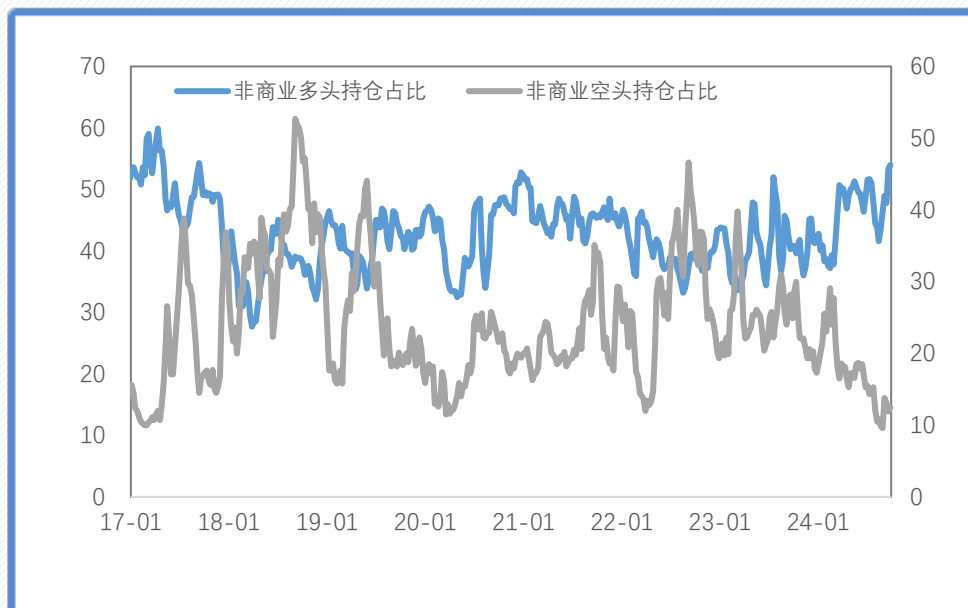
数据来源: Wind

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

目前铜价上涨的宏观与微观基础相较于上半年的上涨更加扎实，这决定了铜价的下方支撑会更加牢固，而中国方面政策的不断加码，可以看做均值回归的一种状态，10000 美元/吨左右是相对合理估值，进一步往上需要看到美国确定软着陆，或者中国政策对托底经济和商品需求有明显迹象。

美国降息周期下，若经济软着陆预期未发生转变，贵金属价格将依然得以支撑，中长期金价仍有上行空间。

关注及风险提示

美国 PMI、JOLTs 职位空缺、ADP 就业人数、初请失业金人数、失业率、非农数据等。

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。