

如果十年期美债收益率继续上行，对金铜影响几何？

摘要：上周宏观层面缺乏显著指引，市场在避险情绪结束后风险偏好有所回升，十年期美债收益率快速回升至 4.2% 上方，对金铜价形成一定压力。4.2% 以上的 10 年期收益率可能也并非是一个稳态，短期来看海外宏观需要考虑的问题是，如果 10 年期收益率开始继续上行或回调分别对金铜有何影响。

金属市场周报

2024. 10. 21-2024. 10. 25

核心观点

1、上周金银高位运行，铜价有所承压。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.89%，白银下跌 0.16%；沪金 2412 合约上涨 0.91%，沪银 2412 合约上涨 3.09%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.50%、-0.79%。

2、利率上行，铜价承压

上周宏观层面缺乏显著指引，市场在避险情绪结束后风险偏好有所回升，十年期美债收益率快速回升至 4.2% 上方，对铜价形成一定压力。4.2% 以上的 10 年期收益率可能也并非是一个稳态，短期来看海外宏观对于铜价需要考虑的问题是，如果 10 年期收益率开始继续上行或回调分别对铜价有何影响。

3、贵金属价格依然强势。

当前市场交易的主要矛盾依然集中于特朗普上台后存在的二次通胀风险，美元指数及美债收益率由此强势上行，贵金属价格随之承压。然而，伴随当前宏观方面多种不确定性因素的叠加，及地缘冲突的持续升级，金价仍显强势。大选前，若特朗普支持率未发生明显转变，金价在前期上行至历史高位后或整体于当前区间震荡运行。中长期来看，黄金从抗通胀及避险的角度上依然是最佳配置的商品，需警惕流动性风险的发生。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡整理，运行中枢几无变化。上周宏观层面缺乏显著指引，市场在避险情绪结束后风险偏好有所回升，十年期美债收益率快速回升至 4.2% 上方，对铜价形成一定压力。4.2% 以上的 10 年期收益率可能也并非是一个稳态，短期来看海外宏观对于铜价需要考虑的问题是，如果 10 年期收益率开始继续上行或回调分别对铜价有何影响。

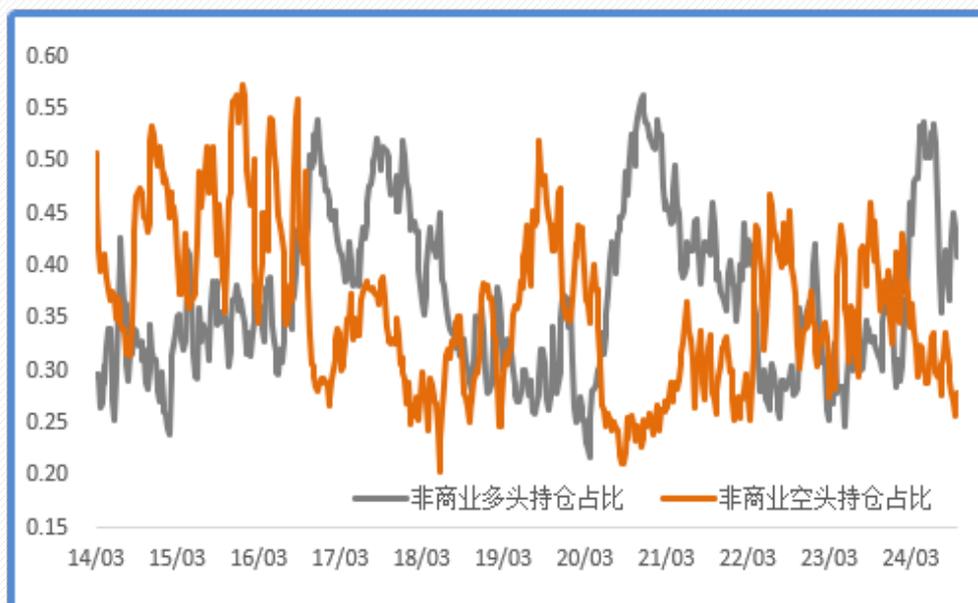
上周 SHFE 铜价震荡偏弱，运行重心略有下移。在前期各种政策陆续出台，以及对政策的期待一度充满市场定价之后，近期无论是政策本身还是对政策的预期都回到了相对平静的状态，这也挤出了铜价中被过度定价的成分，市场开始关注现实情况。目前 10 月精炼铜消费表现一般，缺乏上行动力，但是在 75000 元/吨附近预计现货买盘会比较集中，给价格提供支撑。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。目前 COMEX 铜库存来到 8.5 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。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线近端呈现 Back 结构、远端维持 contango 结构。进入 10 月后沪铜的去库并不顺畅，一方面消费前置到了 8 月、9 月，另一方面高价格又再次对消费产生了较大的抑制。沪铜在月差方面可能已经无法期待更多，加之亚洲精铜货源较多、后续进口不会少，因此月差的表现可能会相对平淡。

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

节前铜精矿 TC 周指数为 12.8 美元/干吨，较上周涨 3.1 美元/干吨。铜精矿现货 TC 维持稳定，现货市场活跃性较低，本周现货交易有限，市场主要交易偏向 12 月船期。近期市场货物充足，需求端的库存充足，且临近长单谈判，市场的参与者普遍持观望状态，市场参与者普遍关注长单的价格趋势以及国内冶炼项目进展情况及检修情况。

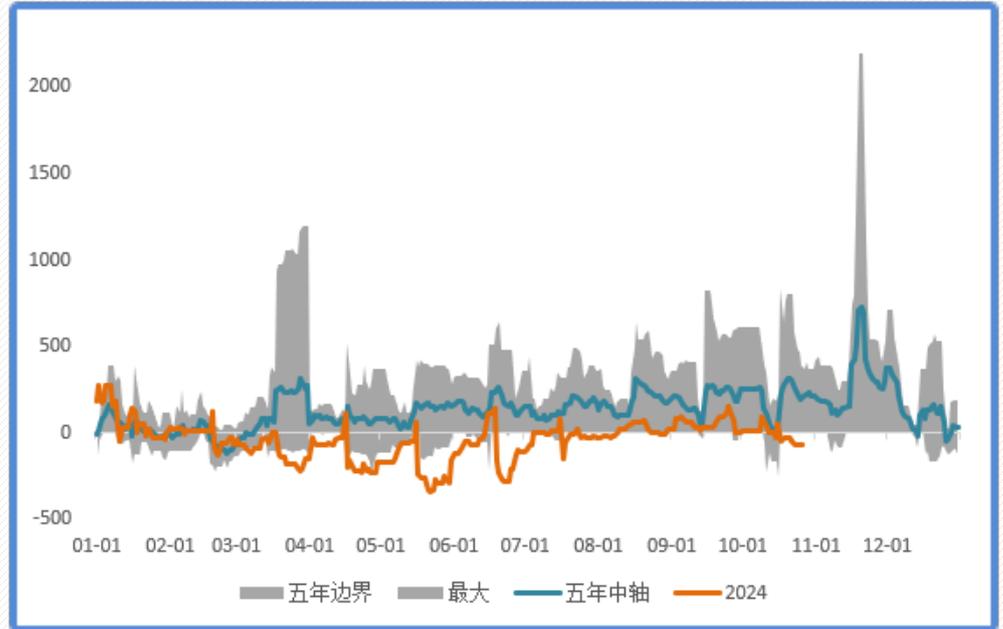
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价波动较为频繁，致使下游加工企业谨慎观望情绪仍存，且部分企业反馈目前盘面仍未达到其心理采购价位，日内维持刚需采购为主；同时下游新增订单表现一般，整体市场消费较为疲弱。据调研了解，下周仍有不少进口铜陆续到货流入，同时临近月底，受制于企业资金压力影响，下游企业接货需求难有回升空间，消费预计仍表现较为一般，叠加市场贸易商同样存出货换现需求，因此下周现货升水仍将表现承压贴水运行为主，或维持贴 150~升 0 元/吨区间波动。

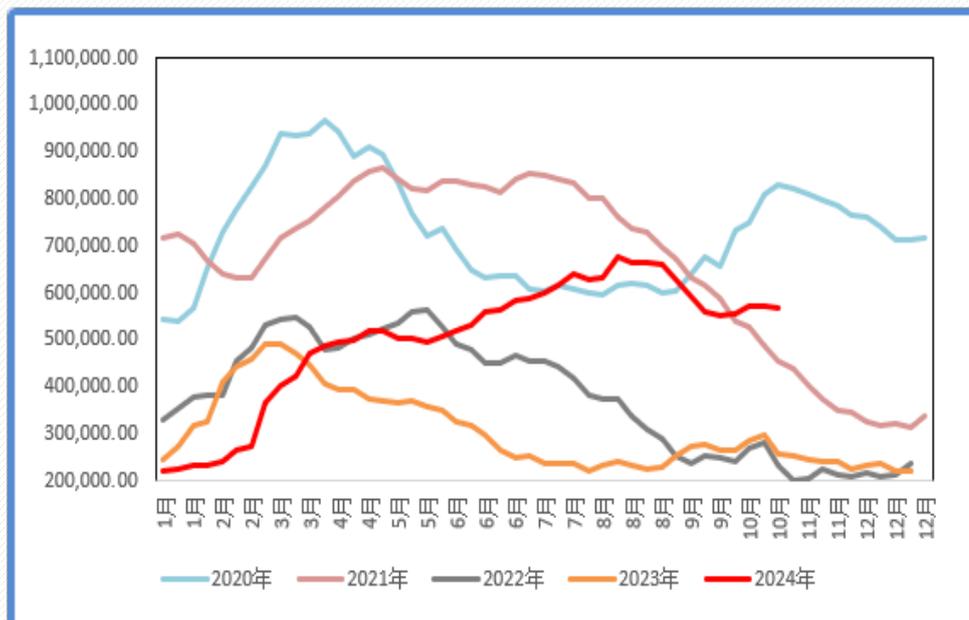
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 21.70 万吨，较 17 日降 0.39 万吨，较 21 日增 0.14 万吨；本周上海市场库存维持累库趋势，周内进口铜到货仍有增量，且下游消费较为疲软，部分仓库出库下滑；后续来看，据调研了解，下周仍有一定进口铜增量流入，且临近月底，料下游消费回升空间相对有限，因此下周社库预计继续表现累库，但值得注意的是目前国产到货依旧较少，短期库存增量仍以进口铜入库为主。

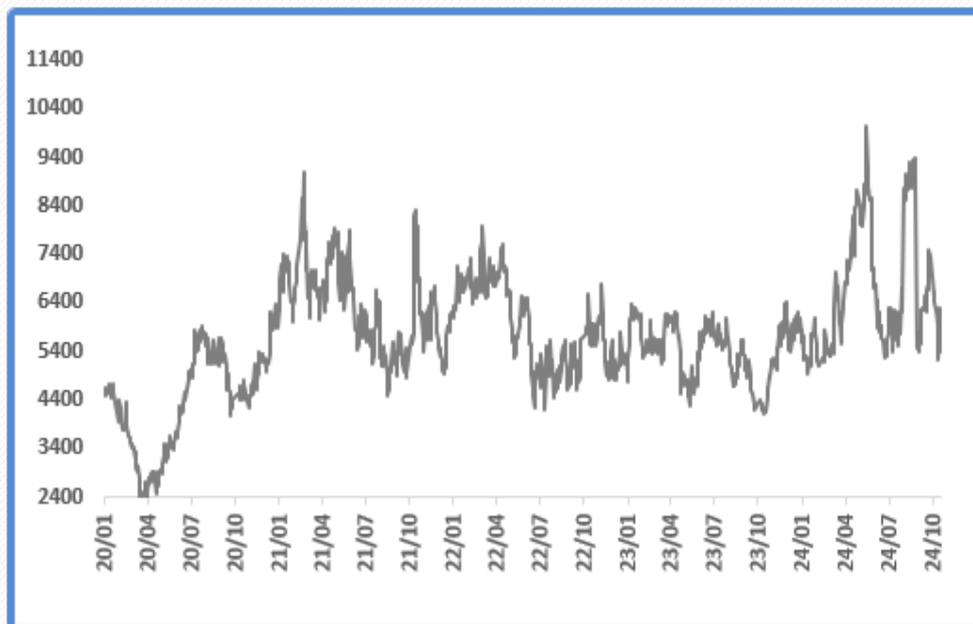
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费变化差异明显，南北两地呈现上涨趋势；精铜杆企业成交表现一般，但提货效率依然不理想；再生铜杆贸易商交易为主，厂家成交略有受限；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度双双收窄。目前市场交易表现有明显的差异，北方市场精铜杆交易表现亮眼；但从下游提货效率来看，整体表现并不算理想，因此在新订单并不算差的情况下，待交订单有增长表现。再生铜杆依然在挣扎中复产，但还是需要关注原料问题，以及目前贸易商货源对厂家出货的冲击。下周来看，市场预期较为平稳，关注点依然在下游提货效率上，从目前来看，这一情况有改善的预期，主要是进入 11 月后，部分终端结算的转变以及拿货需求的体现。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 黄金价格持续上涨，白银价格回落。COMEX 金银于 2722-2773 美元/盎司、33.3-35.1 美元/盎司区间内运行。当前市场交易的主要矛盾依然集中于特朗普上台后存在的二次通胀风险，美元指数及美债收益率由此强势上行，贵金属价格随之承压。然而，伴随当前宏观方面多种不确定性因素的叠加，及地缘冲突的持续升级，金价仍显强势。

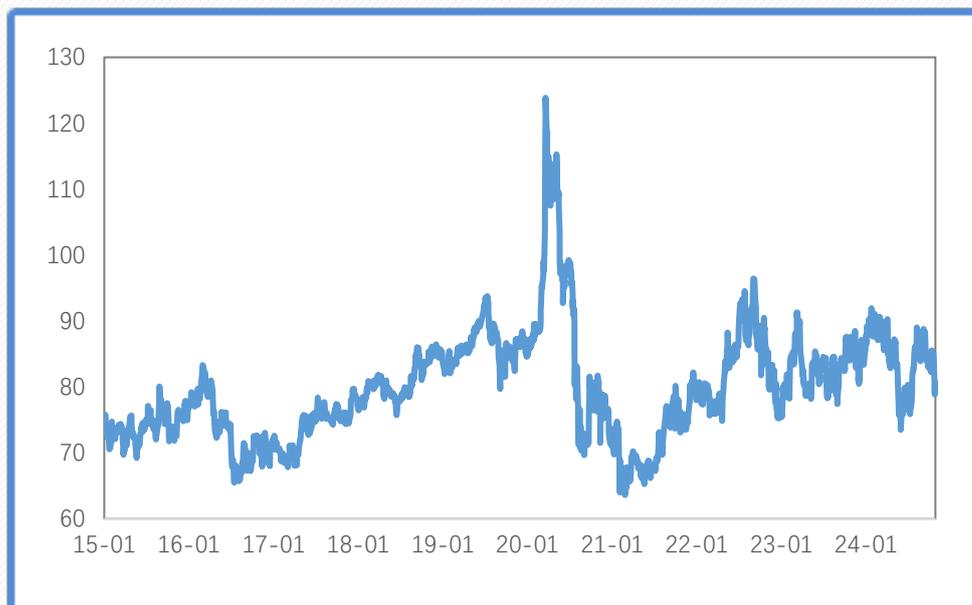
贵金属价格监控

2024/10/25	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2742.4	2719.6	0.8%
COMEX 白银	33.9	33.7	0.7%
伦敦金现	2731.5	2712.5	0.7%
伦敦银现	33.2	32.1	3.2%
SHFE 黄金	622.9	617.9	0.8%
SHFE 白银	8123.0	7886.0	3.0%
上金所黄金 T+D	621.5	616.2	0.9%
上金所白银 T+D	8119.0	7874.0	3.1%

（二） 比价与波动率

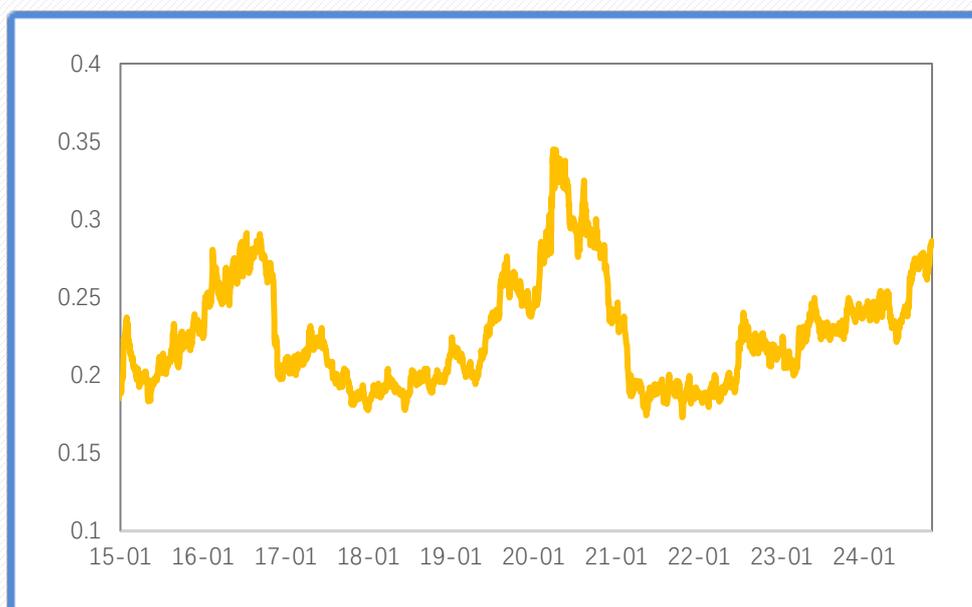
上周，黄金价格上涨，白银价格下跌，金银比较前期震荡上行；黄金上涨，铜价持续下跌，金铜比震荡上行；原油价格上涨，涨幅强于黄金，金油比较前期震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



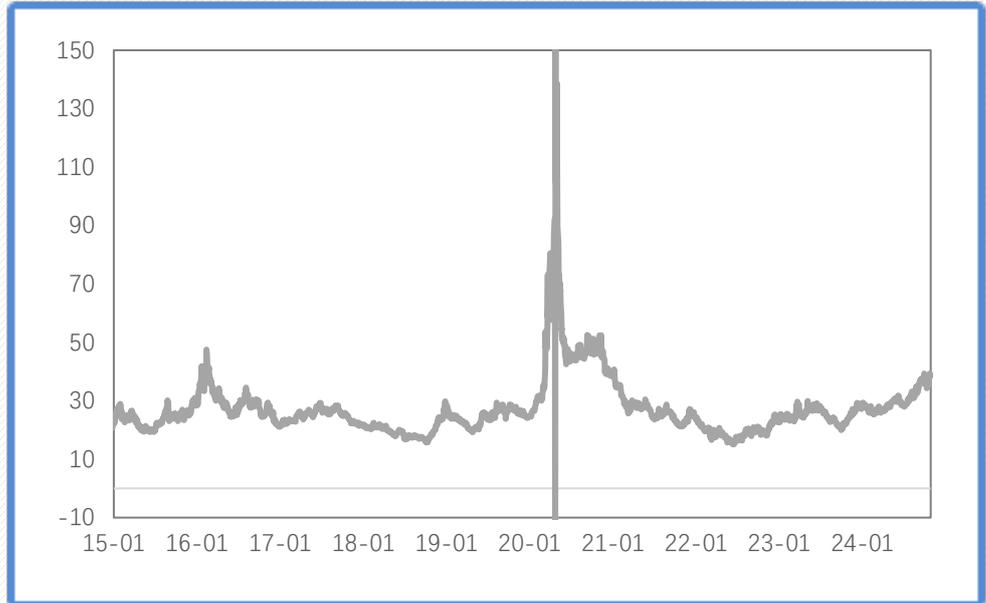
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

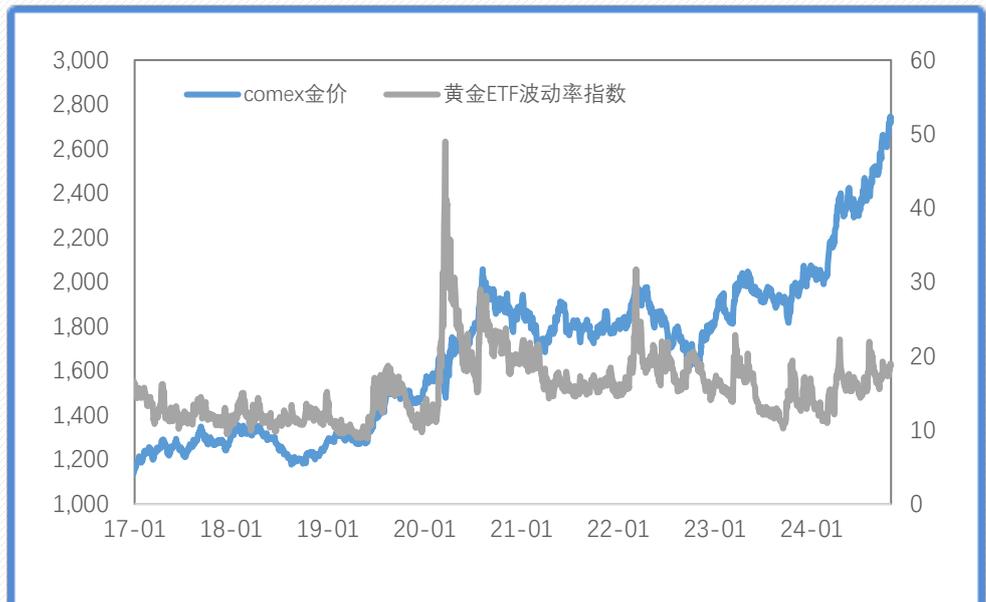
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 较前期上行，市场的恐慌情绪增强，避险需求增加。

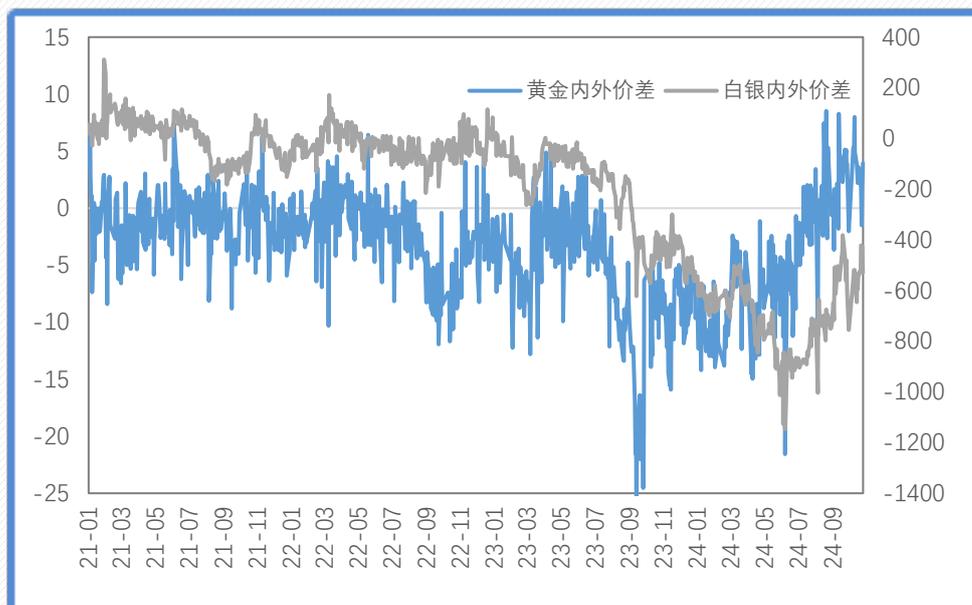
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

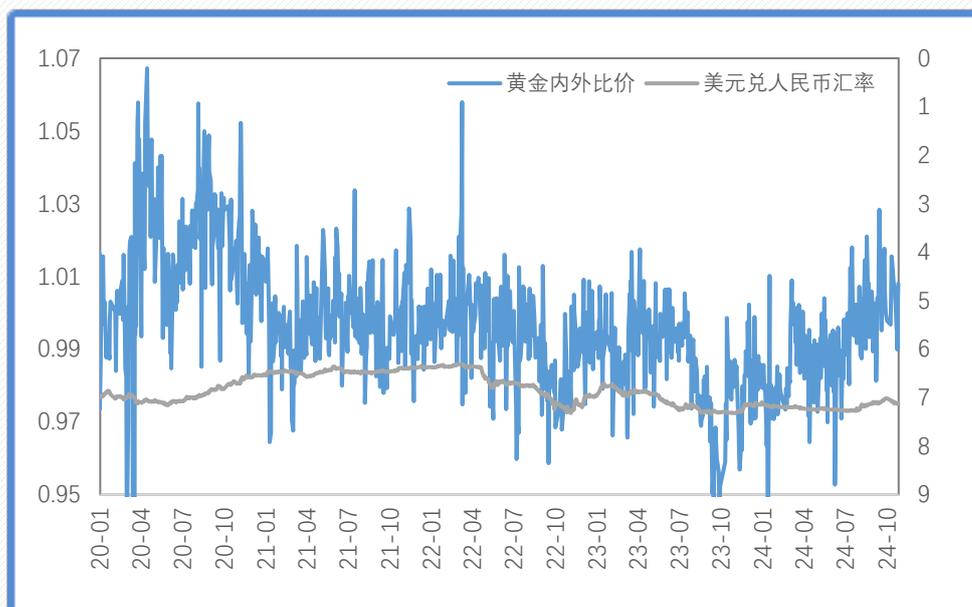
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差较前期有所增加，白银内外价差有所减小；黄金内外比价增加，白银内外比价有所减小。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

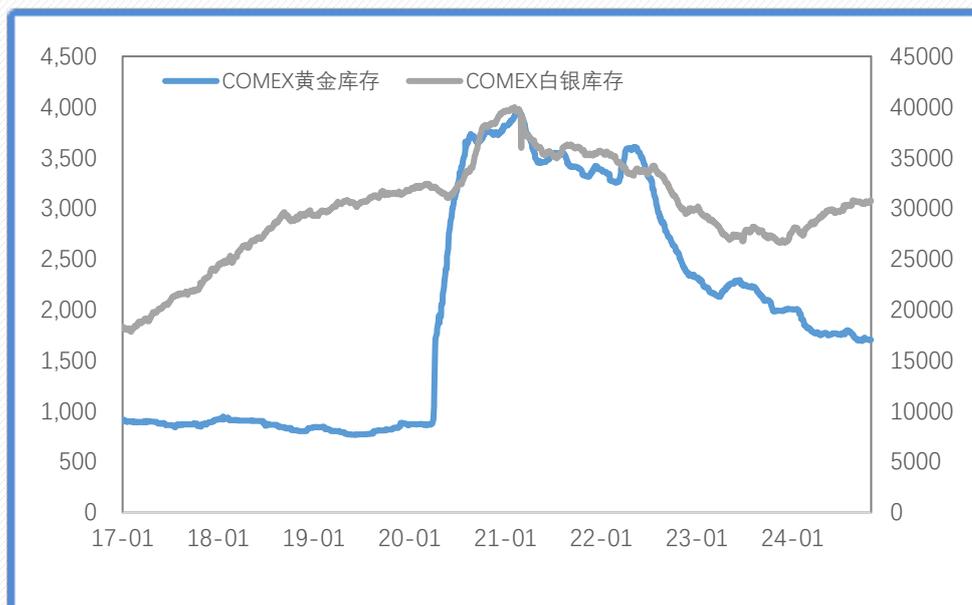


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

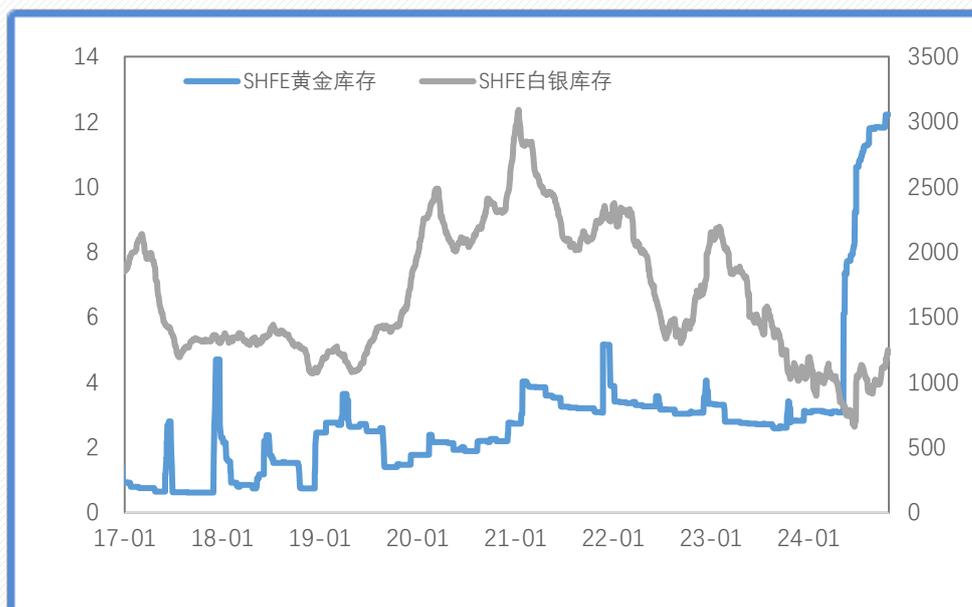
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1704 万盎司，环比增加约 5.1 万盎司，COMEX 白银库存约为 30741 万盎司，环比增加约 91.2 万盎司；SHFE 黄金库存维持在 12.2 吨左右，SHFE 白银库存约为 1238 吨，环比增加约 36.9 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

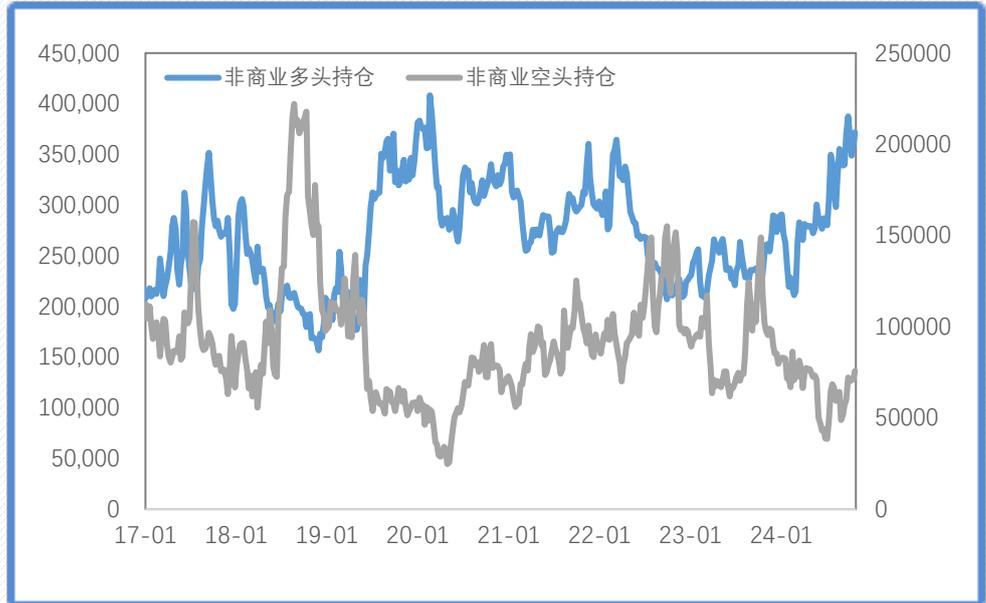
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

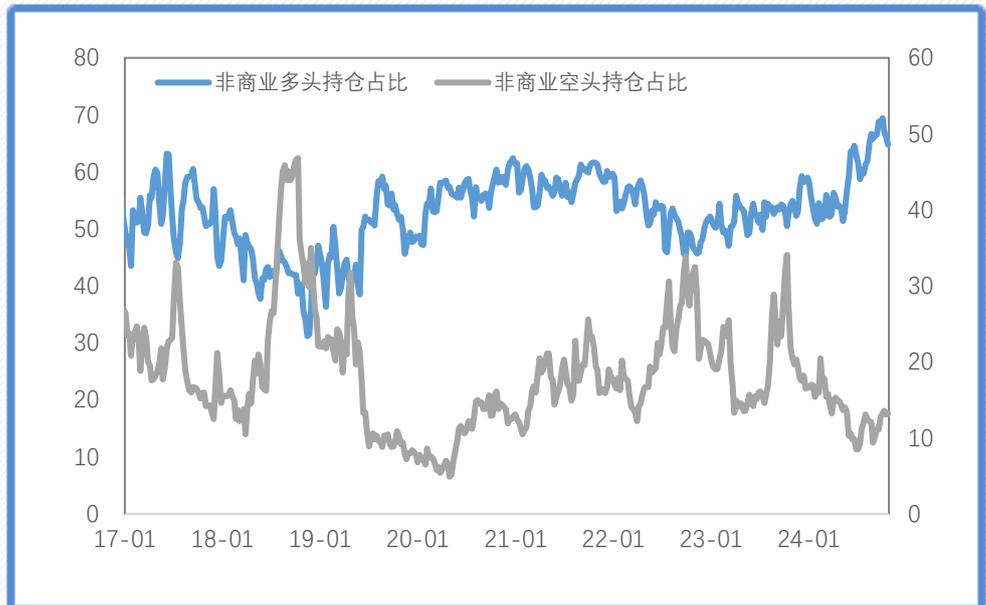
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 1.2 吨至 890 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 106.4 吨至 14873 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 45 万手, 其中非商业净多持仓增加 14319 手至 37.2 万手, 空头持仓增加 4549 手至 7.6 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减小至 64.8% 附近, 非商业空头持仓占比增加至 13.2% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



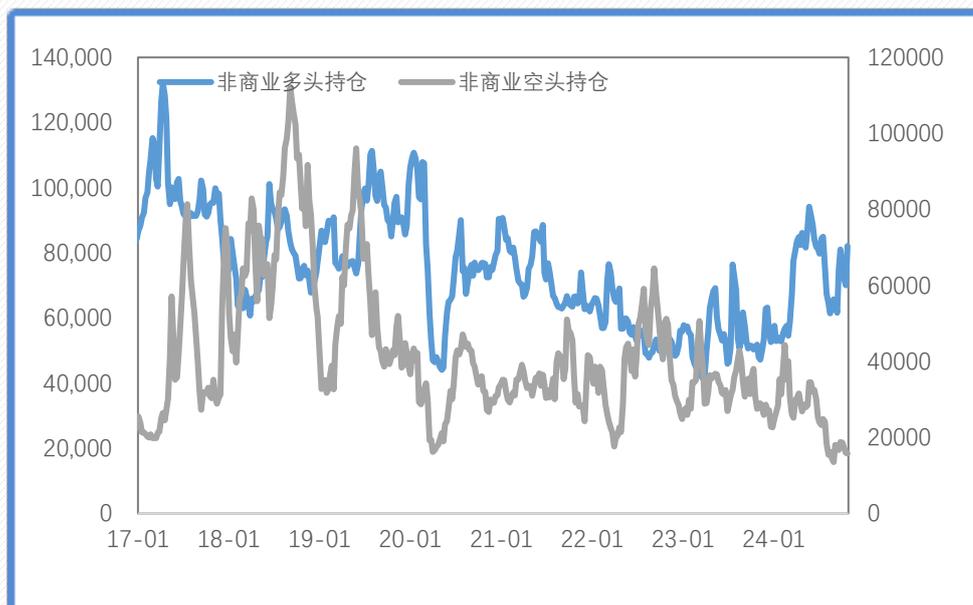
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



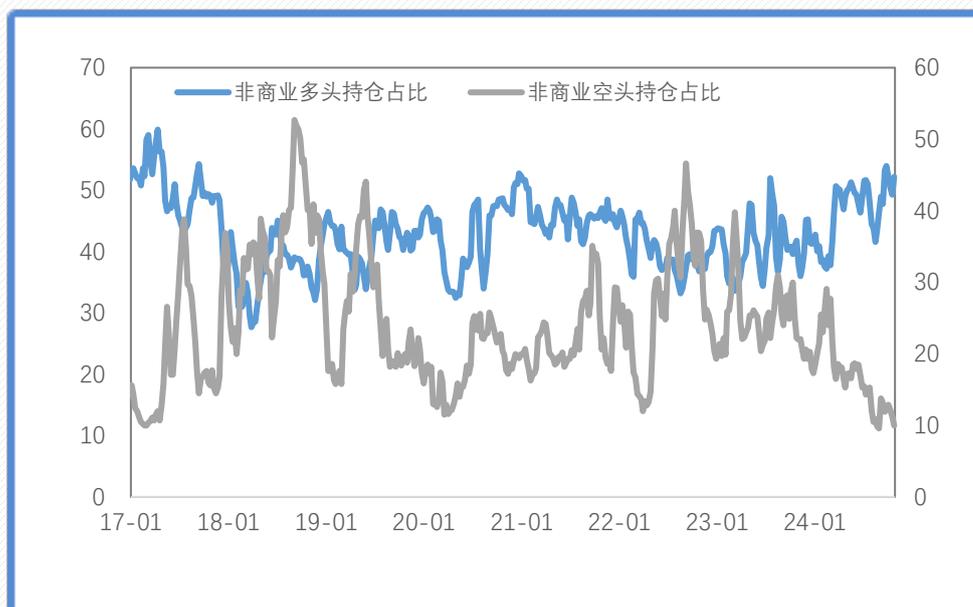
数据来源: Wind

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

在前期各种政策陆续出台，以及对政策的期待一度充满市场定价之后，近期无论是政策本身还是对政策的预期都回到了相对平静的状态，这也挤出了铜价中被过度定价的成分，市场开始关注现实情况。目前 10 月精炼铜消费表现一般，缺乏上行动力，但是在 75000 元/吨附近预计现货买盘会比较集中，给价格提供支撑。

大选前，若特朗普支持率未发生明显转变，金价在前期上行至历史高位后或整体于当前区间震荡运行。中长期来看，黄金从抗通胀及避险的角

度上依然是最佳配置的商品，需警惕流动性风险的发生。

关注及风险提示

美国职位空缺数、ADP 就业人数、核心 PCE、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。