

超级宏观周末来袭，金铜如何演绎

金属市场周报

2024. 10. 28-2024. 11. 1

摘要：上周美债收益率进一步上行，黄金有所承压，但长期叙事并未有变化。对铜而言，就在各类资产就特朗普上台而放大波动、从而提前定价其上任后可能的情况之下，铜价的表现最近两周表现却异常平静，处于波动收敛的状态。即便是上周大超预期的 ADP 就业与让人大跌眼镜的 NFP 数据，也并没有给铜价带来太大的波动。本周美国大选将尘埃落定，可能是决定方向的一周。

核心观点

1、上周铜价延续震荡，黄金创新高后回落

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.55%，白银下跌 5.22 %；沪金 2410 合约下跌 0.46%，沪银 2410 合约下跌 5.12%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-7.53%、-3.01%。

2、波动继续收敛，等待大选落地

就在各类资产就特朗普上台而放大波动、从而提前定价其上任后可能的情况之下，铜价的表现最近两周表现却异常平静，处于波动收敛的状态。即便是上周大超预期的 ADP 就业与让人大跌眼镜的 NFP 数据，也并没有给铜价带来太大的波动。本周美国大选将尘埃落定，可能是决定方向的一周。

3、特朗普交易暂停、利率抬升，黄金创新高后承压

上周黄金价格一度再创新高，但是创出新高后回落。首先，黄金此前上涨与市场定价特朗普上任后债务的进一步扩张不无关系，但是周中特朗普交易有所退潮；其次，美债收益率在上周进一步上行，快速上升至 4.3%以上，利率达到一定阈值后仍然对黄金形成了压制；最后，短期黄金多头太过拥挤也需要有所调整。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价延续震荡格局，运行重新略有抬升。就在各类资产就特朗普上台而放大波动、从而提前定价其上任后可能的情况之下，铜价的表现最近两周表现却异常平静，处于波动收敛的状态。即便是上周大超预期的 ADP 就业与让人大跌眼镜的 NFP 数据，也并没有给铜价带来太大的波动。本周美国大选将尘埃落定，可能是决定方向的一周。

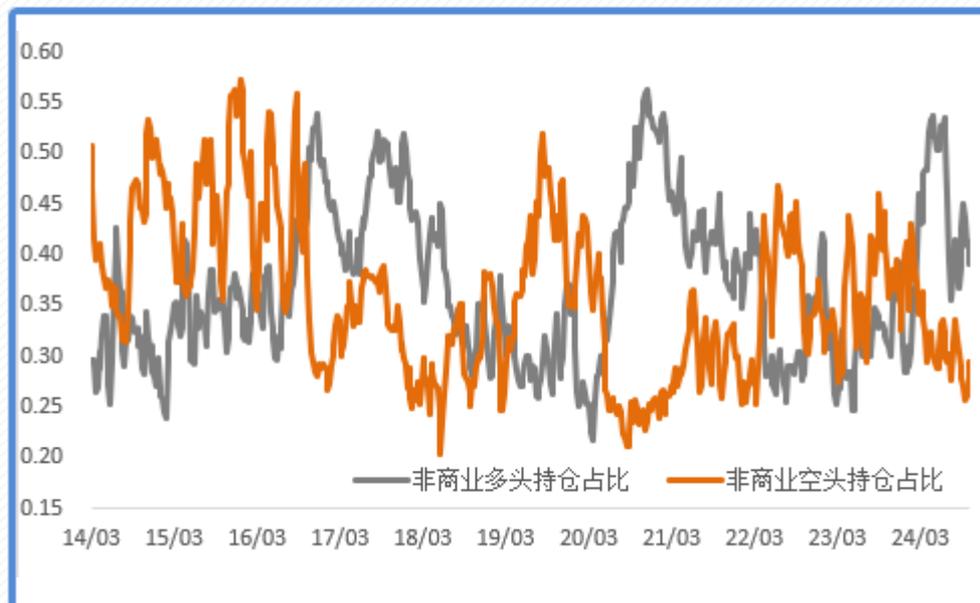
上周 SHFE 铜价震荡运行，没有明显趋势动能。上周公布的 10 月 PMI 等指标表现较好，显示经济活动环比有所回暖，但是铜价表现相对平静。上周关于国内财政政策刺激方案的传言较多，这也是目前市场在等待重要事件之一，这可能也将在下周具体出台，但我们认为不用抱太高期待，铜价唯一能确定的是下方空间有限，而具体的驱动仍需要等待。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。目前 COMEX 铜库存来到接近 9 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上位移，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有所下降，与价格震荡匹配，本周关键事件众多，预计波动率将会放大。

图 1：CFTC 基金净持仓

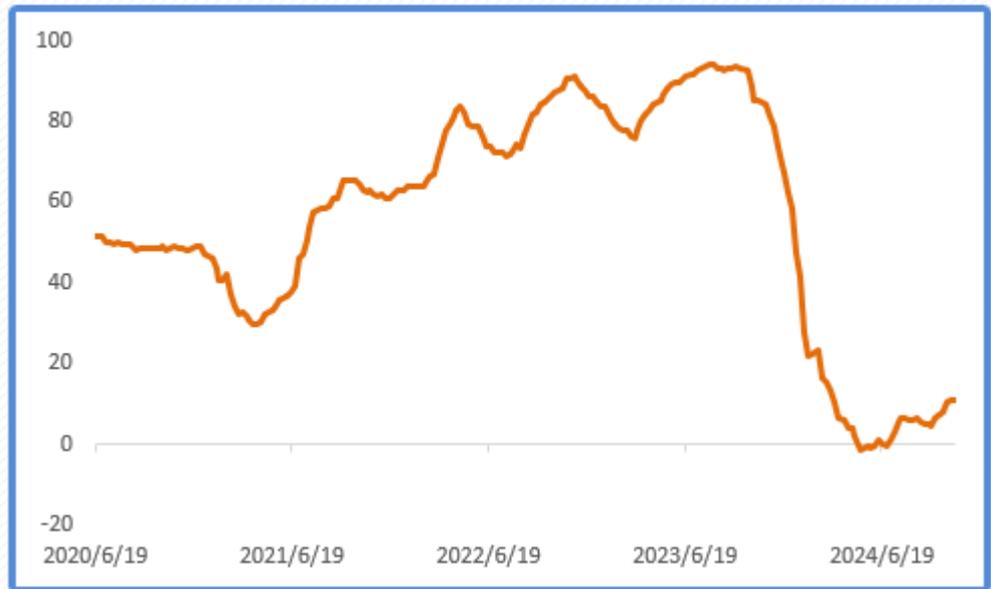


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 12.9 美元/干吨，较上周涨 0.1 美元/干吨。铜精矿现货 TC 维持稳定，现货市场较为冷清，成交重心围绕十位数中附近，市场主要交易偏向 12 月船期。本周海外供应基本维持稳定，需求端的库存充足，市场参与者交易情绪较为消极，市场参与者普遍关注近期国内冶炼项目检修情况。

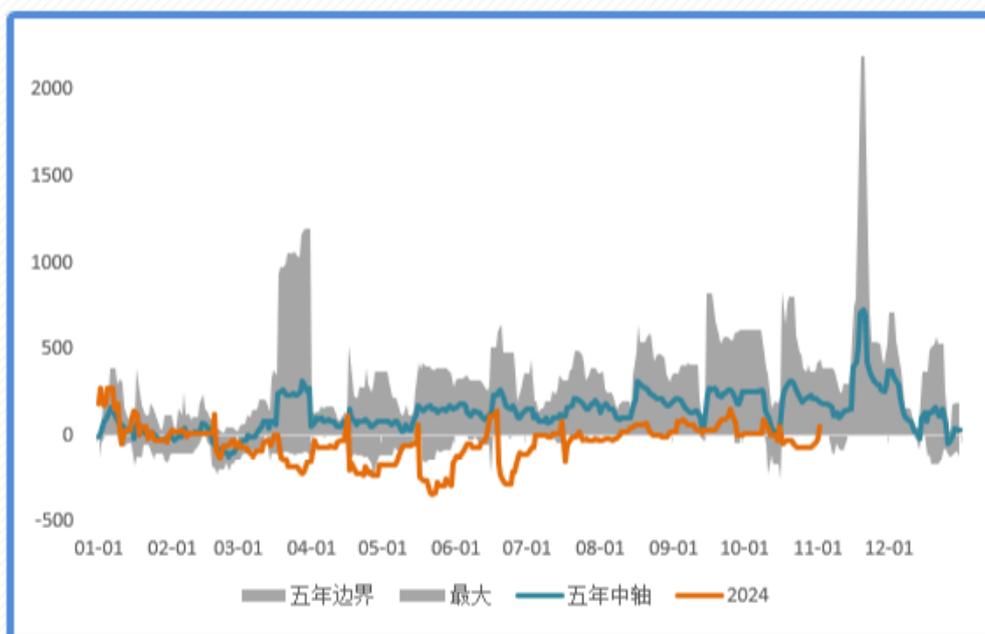
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内现货市场大部分时间维持贴水行情，由于周内进口铜仍有所到货，叠加下游消费难有明显起色，现货贴水局面难以彻底扭转，但因国产品牌货源到货较少，且随着后续进口铜冲击影响减弱，同时周尾进入交割月，11-12 合约月差维持 Contango 结构，部分持货商挺价情绪显现，低价大贴水出货意愿较低，现货贴水幅度逐渐收窄至平水附近。下周进口铜仍有所到货，但需注意目前国产品牌货源预计短期难有明显增量，市场流通货源或依旧有限，且随着月初企业资金压力消退，下游消费或存在回升空间，因此下周现货升水或表现拉锯，预计运行于贴 50~升 50 元/吨。

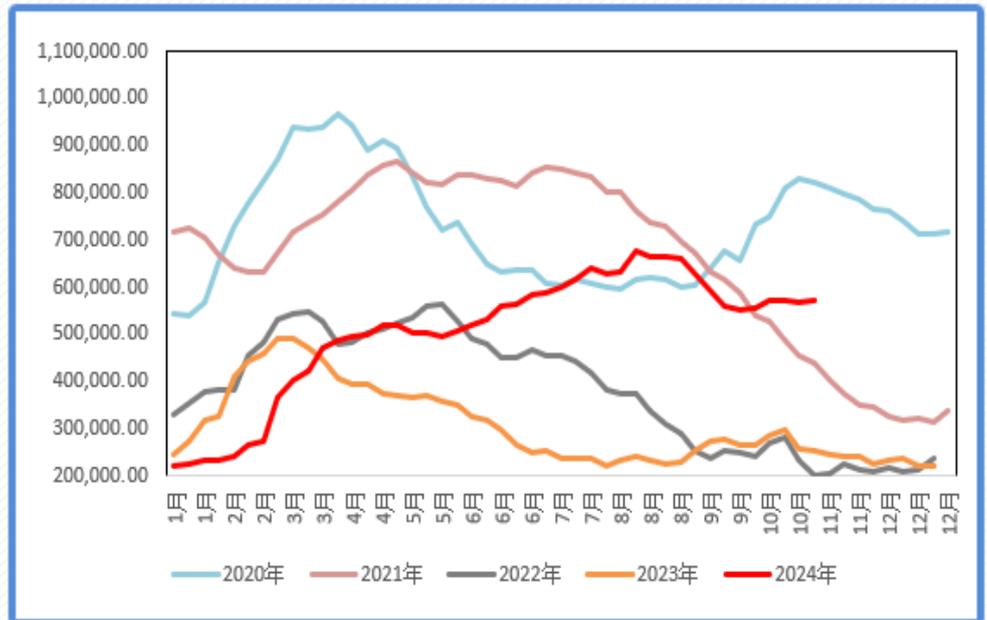
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 20.82 万吨，较 24 日降 0.88 万吨，较 28 日降 0.15 万吨；本周上海市场库存基本变化不大，周内进口铜到货有所减少，加之国产货源难有明显增量，因此仓库入库量相对不多，但同时月底下游消费难有明显起色，出库量亦未有增加，因此库存微幅变化；下周来看，进入月初，下游消费或有所提升，但进口铜仍表现有所到货，需注意目前国产货源到货难见增加，库存预计将表现下降。广东市场库存继续表现下降，主因周内市场不论进口铜以及冶炼厂到货均较少，且下游消费支撑下，出库略多于入库。后续来看，预计市场到货依旧偏少，且市场看涨后市升水，周内拿货略有增加，库存预计继续下降

图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）

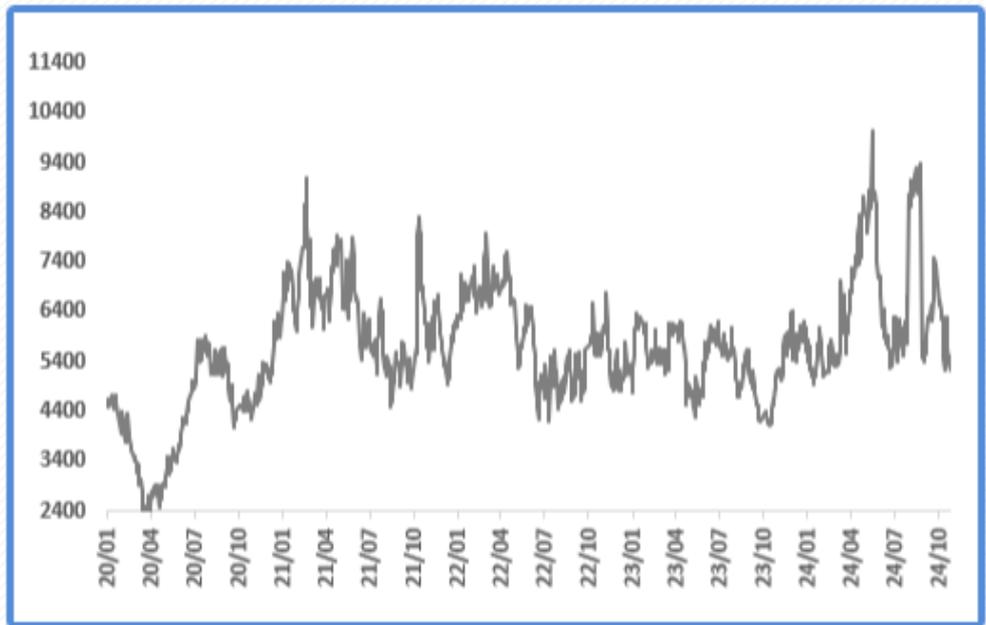


数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数上涨，华南市场再度下跌；精铜杆企业交易缺少亮点，提货表现甚至有下滑迹象；再生铜杆交易略有改善，但原料依然难以补充；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度变化有限。近期精铜杆市场成交受限于下游提货速度偏慢，导致整个产业链的流动性较缓，部分企业也担忧这种局面延续下去会影响后续的产销计划，因此低价甩货的情况时有发生；目前来看下周精铜杆的产销表现预期并不明朗，尤其是铜价迎来较强波动的阶段，多关注下周价格回调阶段的接货表现和提货效率是否有所改善。再生铜杆的矛盾点依然存在，预计下周仍是延续当前的局面，原料采购预期依然难有改善。

5：精铜-废铜价差

贵金属 市场复盘



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价先扬后抑、银价持续下跌，COMEX 金银于 2395-2489 美元/盎司、29.1-31.7 美元/盎司区间内运行。伴随美国公布的各项经济数据超预期回落，对衰退的担忧成为近期海外市场交易的锚点，由此金价快速上冲而整体有色持续偏弱运行，此后伴随美元及利率的反弹，金价快速回落。

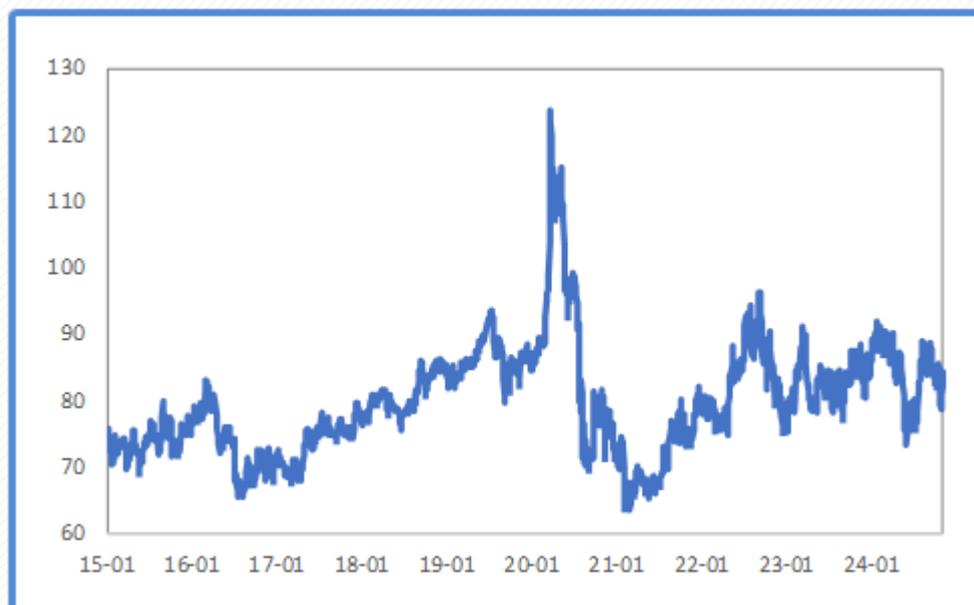
贵金属价格监控

2024/11/1	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2735.2	2742.4	-0.3%
COMEX 白银	32.6	33.7	-3.2%
伦敦金现	2744.3	2731.5	0.5%
伦敦银现	32.8	33.2	-1.1%
SHFE 黄金	625.5	622.9	0.4%
SHFE 白银	7956.0	8123.0	-2.1%
上金所黄金 T+D	627.4	621.5	0.9%
上金所白银 T+D	7954.0	8119.0	-2.0%

（二） 比价与波动率

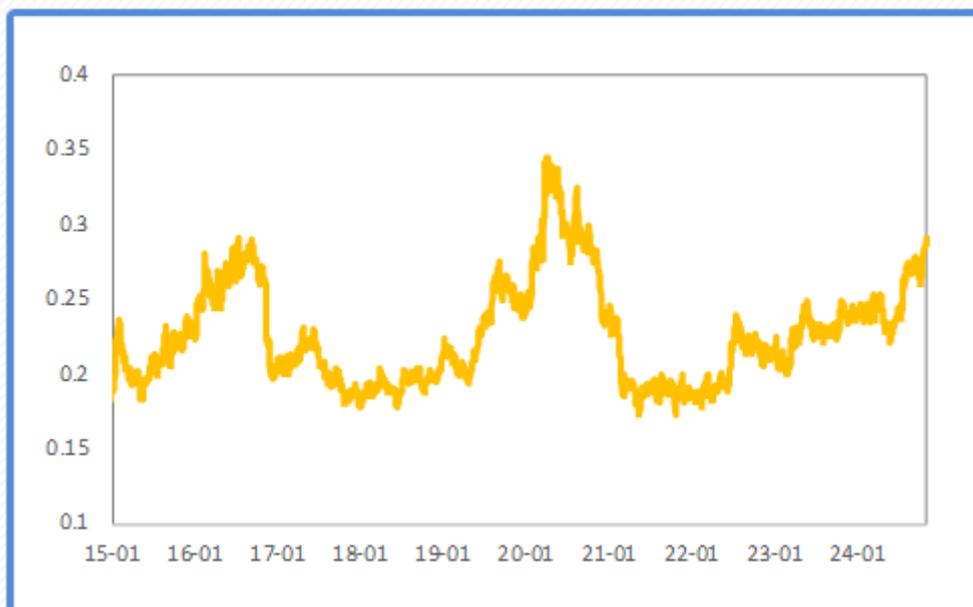
上周，白银跌幅强于黄金，金银比震荡上行；铜价横盘整理，金铜比震荡上行；原油价格窄幅震荡，金油比基本持平。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



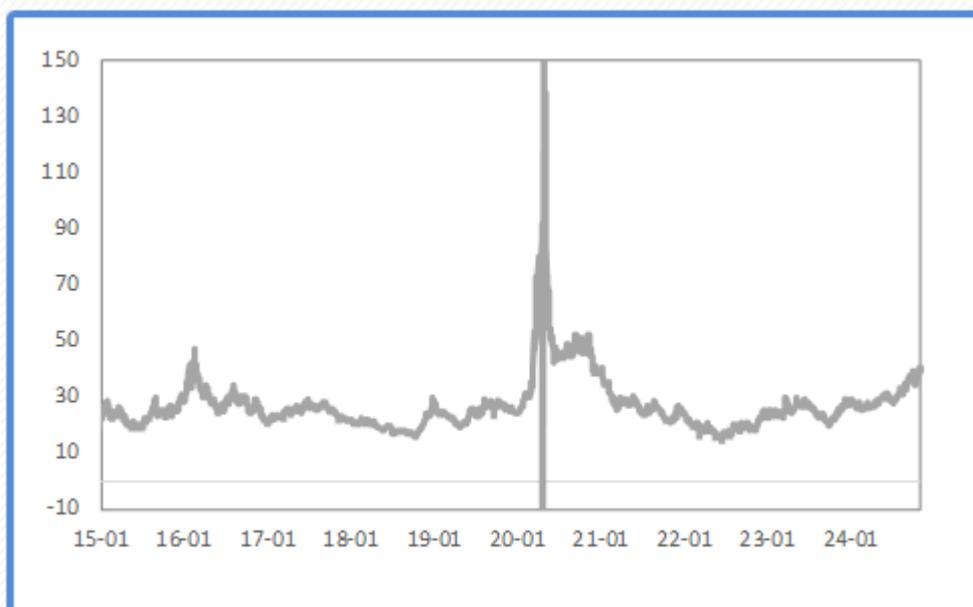
数据来源：Wind

图 7：COMEX 金/LME 铜



数据来源：Wind

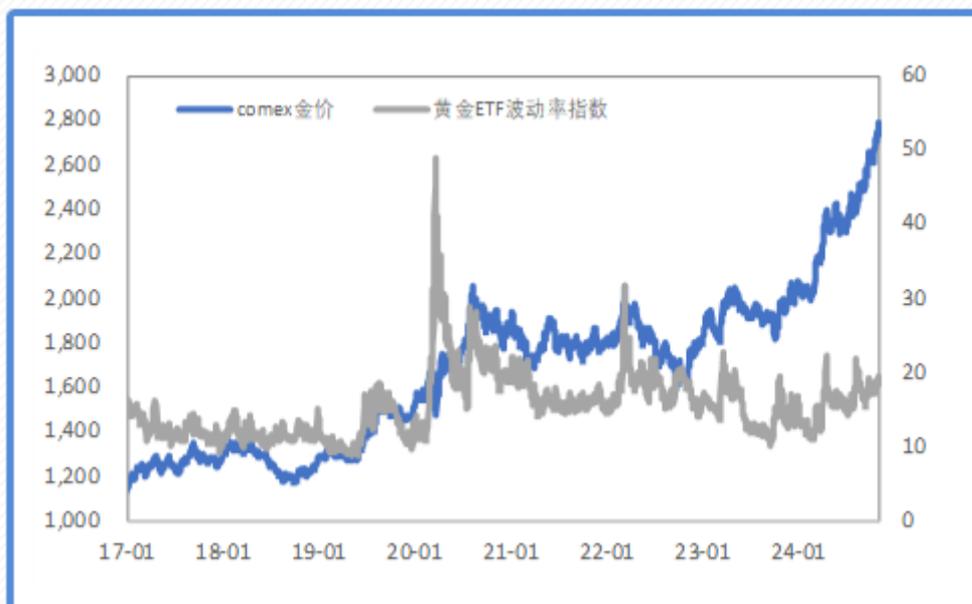
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 再度上冲，市场避险需求再度体现。

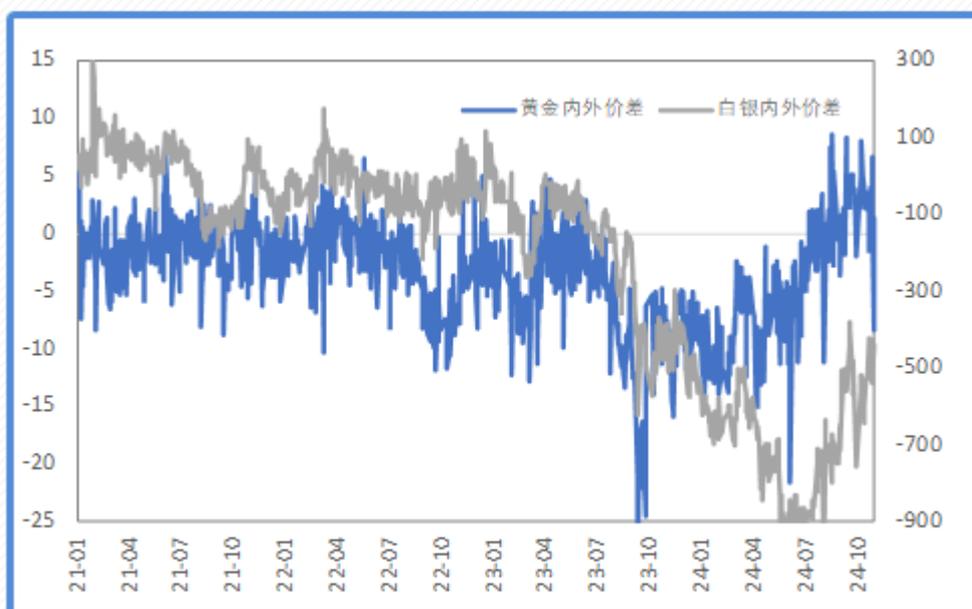
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

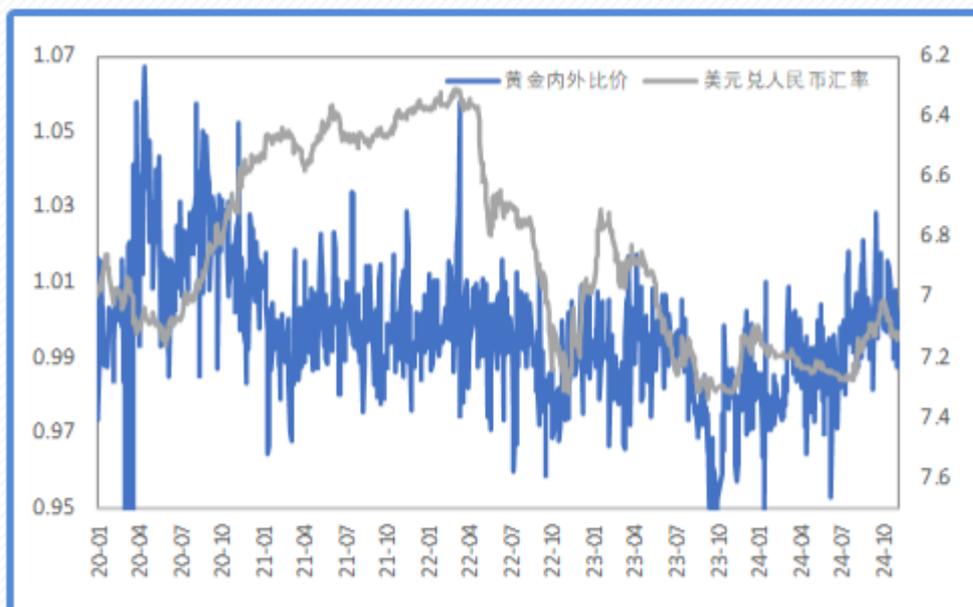
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

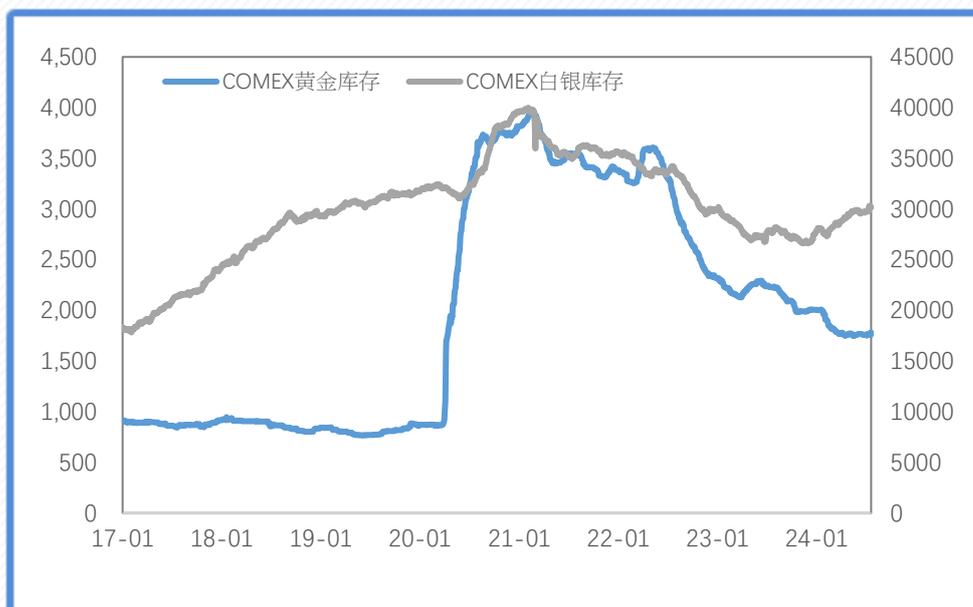


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

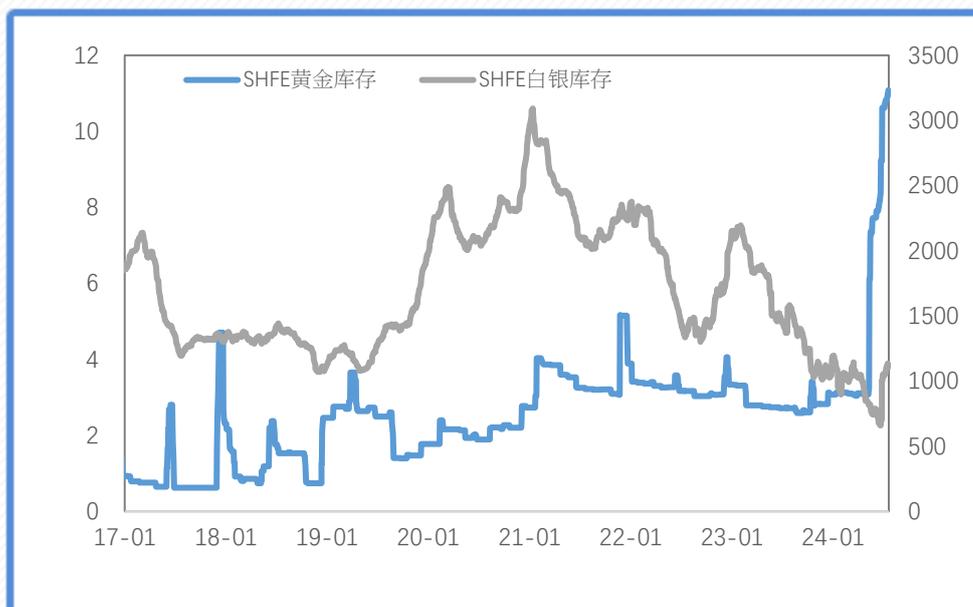
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1713 万盎司，环比增加约 9 万盎司，COMEX 白银库存约为 30858 万盎司，环比增加约 116 万盎司；SHFE 黄金库存约为 12.2 吨，环比增加 0 吨，SHFE 白银库存约为 1328 吨，环比增加约 9 吨。

图 12：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

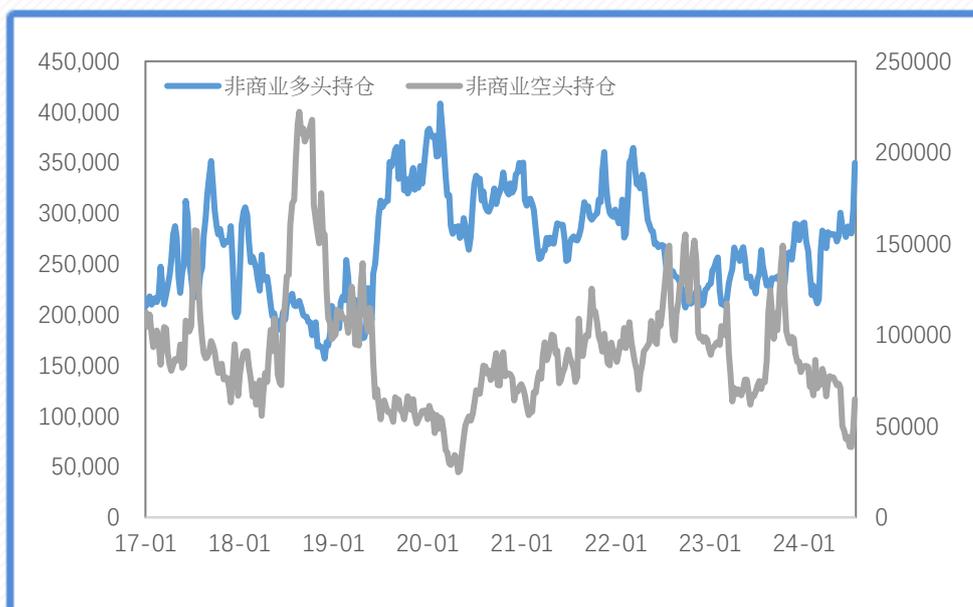
图 13：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

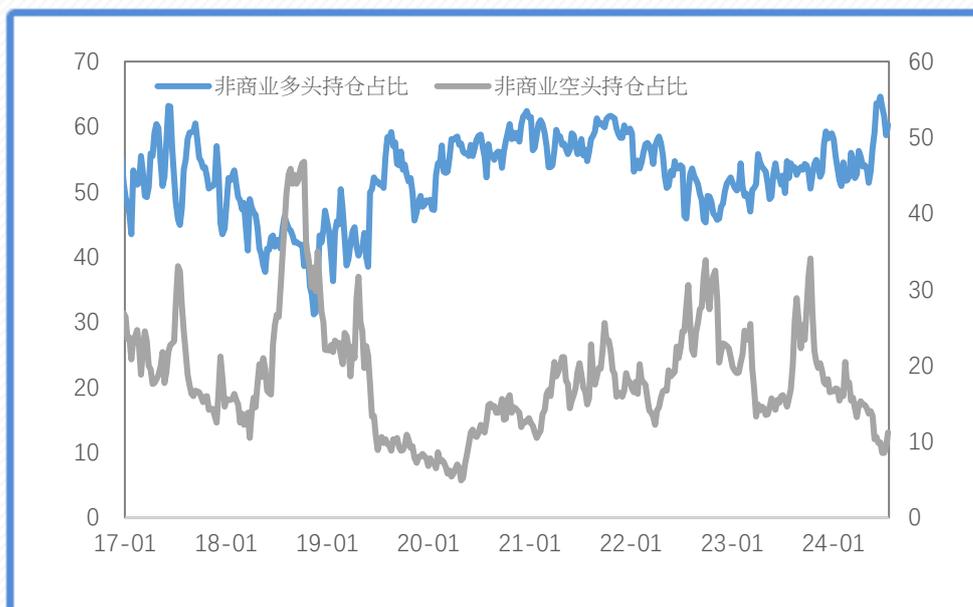
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 4.9 吨至 840 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比增加 196 吨至 13679 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 41.5 万手，其中非商业净多持仓增加 46784 手至 35 万手，空头持仓增加 16535 手至 6.5 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周上升至 60%附近，非商业空头持仓占比回升至 11%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



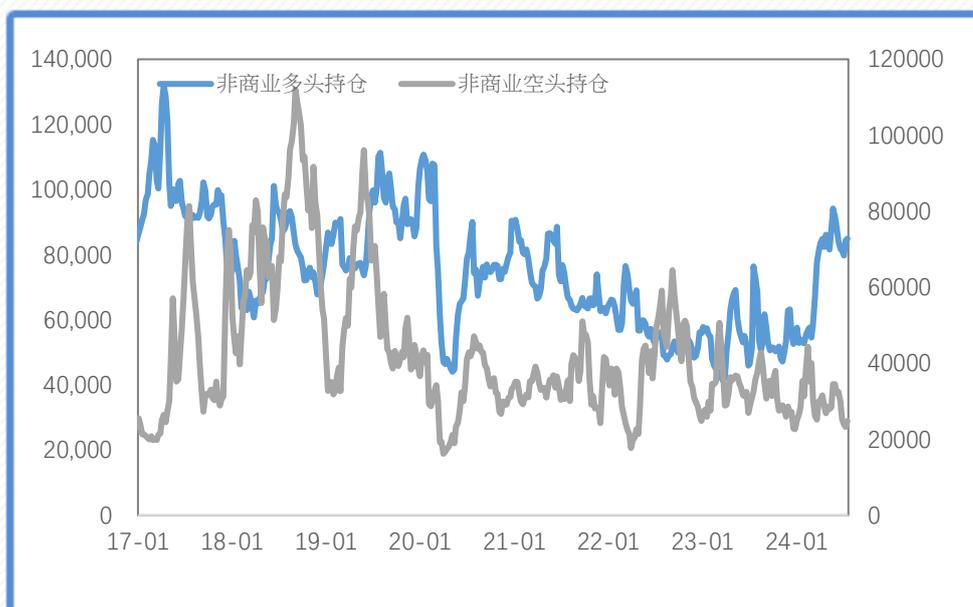
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



数据来源：Wind

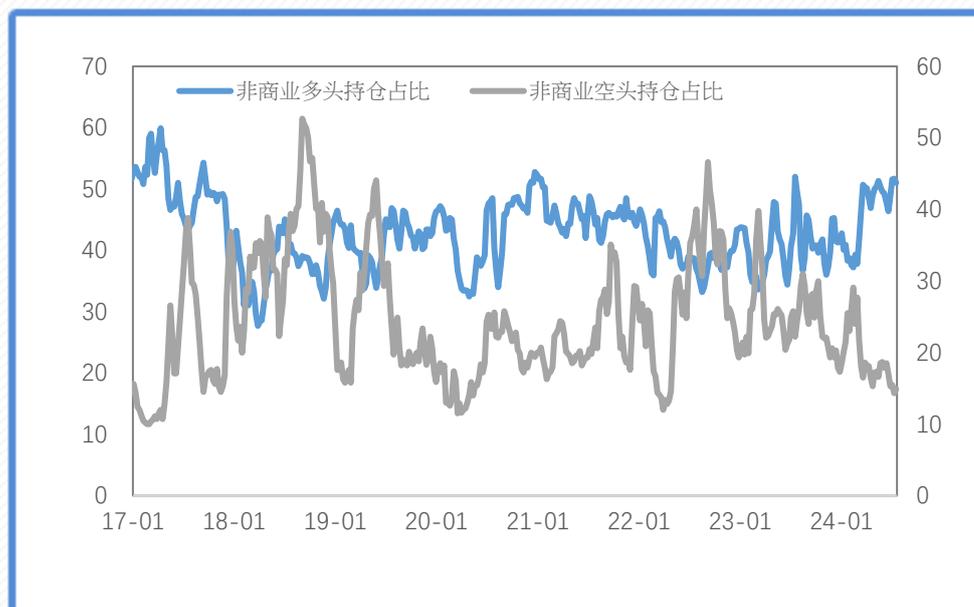
图 16：COMEX 白银持仓



数据来源：Wind

图 17：COMEX 白银持仓占比

市场前瞻



数据来源：Wind

上周公布的 10 月 PMI 等指标表现较好，显示经济活动环比有所回暖，但是铜价表现相对平静。上周关于国内财政政策刺激方案的传言较多，这也是目前市场在等待重要事件之一，这可能也将在下周具体出台，但我们认为不用抱太高期待，铜价唯一能确定的是下方空间有限，而具体的驱动仍需要等待。

虽然黄金自高位有所回调，但是长期利多逻辑仍然坚固。并且从短期压制黄金的因素——利率而言，当前 4.35% 以上的十年期收益率并不可能是一个长期能稳定的利率水平，后续一旦利率有所回落，对于黄金的压制将会减弱。当然，大选结果也非常重要，因为当前价格定价了特朗普当选后的场景，如果一旦是哈里斯当选，黄金可能仍有回调压力，但是这些可能都不影响其长期叙事。

关注及风险提示

美国大选结果。

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。