

特朗普 2.0 交易深化：美元、利率强势，黄金大幅回落

摘要：上周金、铜价格承压回落，主要根源还是在于特朗普交易的进一步深化，具体表现为一方面美元指数表现非常强势，一度回到 107 附近，另一方面美债收益率也维持强势，10 年期收益率周中接近 4.5%。强势的美元和利率对金属形成了普遍压制。同时，周中鲍威尔的表态也相对鹰派，限制了美元与利率的回调空间。

金属市场周报

2024. 11. 11-2024. 11. 15

核心观点

1、上周金铜持续下跌

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 4.62%，白银下跌 3.47%；沪金 2412 合约下跌 3.6%，沪银 2502 合约下跌 2.5%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-5.74%、-4.2%。

2、美元与利率双重压制，铜价承压回落

上周铜价大幅下挫，主要根源还是在于特朗普交易的进一步深化，具体表现为一方面美元指数表现非常强势，一度回到 107 附近，另一方面美债收益率也维持强势，10 年期收益率周中接近 4.5%。强势的美元和利率对金属形成了普遍压制。同时，周中鲍威尔的表态也相对鹰派，限制了美元与利率的回调空间。

3、特朗普 2.0，金价大幅走弱

特朗普 2.0 预期下，美债收益率及美元指数持续飙升，美元已回升至去年 10 月，即降息前的水平，贵金属价格随之明显承压。同时，本周美国核心 CPI 数据环比有所维持，通胀表现依旧偏强使得市场对于 12 月降息预期大幅减弱。短期来看，特朗普交易下，利率对金价有明显压制，俄乌冲突或有缓和，地缘对金价的支撑较前期减弱，然而，中长期来看，抗通胀角度下金价依然得以支撑，等待下跌企稳后的做多机会。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价周内显著回调，在 4.00 美元/磅一线获得支撑。上周铜价大幅下挫，主要根源还是在于特朗普交易的进一步深化，具体表现为一方面美元指数表现非常强势，一度回到 107 附近，另一方面美债收益率也维持强势，10 年期收益率周中接近 4.5%。强势的美元和利率对金属形成了普遍压制。同时，周中鲍威尔的表态也相对鹰派，限制了美元与利率的回调空间。

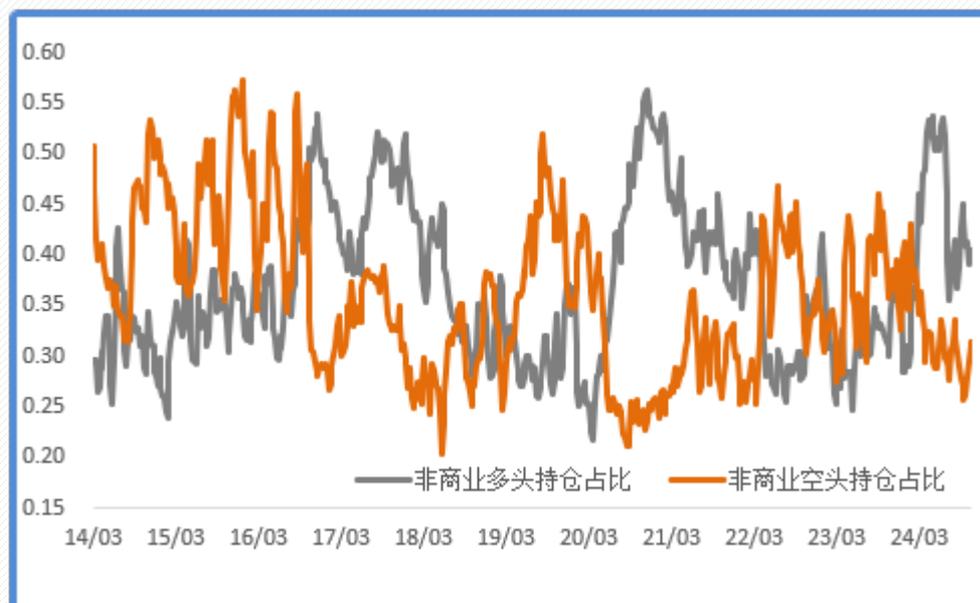
上周 SHFE 铜价震荡回落，回踩 73000 元/吨关口。上周国内铜价整体处于跟跌的格局之中，价格下跌之后现货买盘表现较好，库存去化幅度也较为明显。国内 10 月宏观及金融数据表现仍然没有太明显起色，加之此前政策包仅仅关于化债而没有提及刺激投资与消费，市场还是显得信心不足，目前看铜价可能止跌但是反弹动能不足。

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，不过上周交仓的节奏略有放缓，此前有传言称交仓可能持续至年底，但是经历了此前的持续交仓之后，后续的开仓空间及节奏可能会有所调整，需要重新观察。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线重新呈现 back 结构。近期价格下跌之后沪铜的去库总算表现较为明显，价差结构也略有走强，但是我们认为可持续性有限。一方面后续价格如果反弹，去库又会不弹顺利，另一方面上周进口窗口已经打开，后续进口增加可能也会对整体去库的幅度产生影响。

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

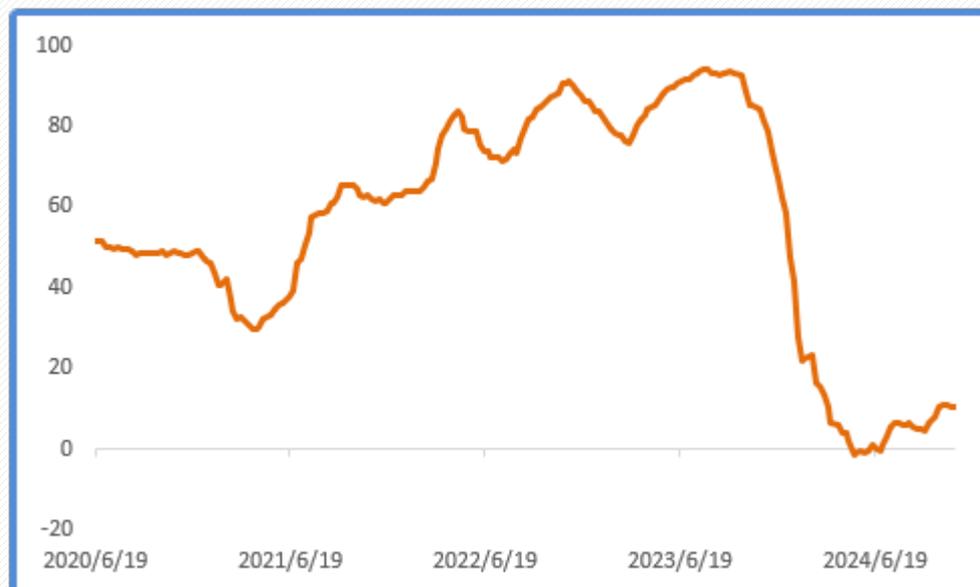


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 11.3 美元/干吨，较上周跌 1.3 美元/干吨。铜精矿现货 TC 小幅下跌，现货市场冷清，市场交易有限，市场参与者长协谈判仍进展十分缓慢，港口库存持续累库，冶炼厂的库存充足。现货 TC 下行，部分炼厂仍呈观望态度。

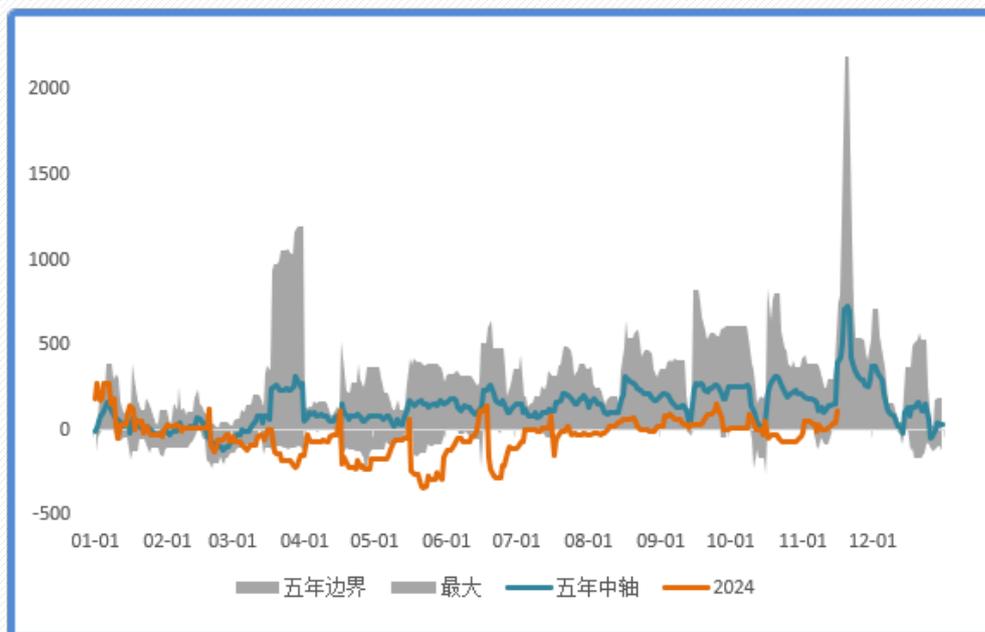
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内现货升水企稳上涨，由于铜价持续下跌，加之本周临近交割，市场主流国产注册品牌货源流通依旧较少，持货商挺价情绪显现。由于目前进口盈利窗口维持打开，下周进口铜仍有到货增量，但短期国产品牌货源流通难有明显增量，且考虑到本周价格下跌，下游加工企业订单有所增加，下周市场消费预计存在一定提升空间，因此现货升水预计表现偏强运行为主。

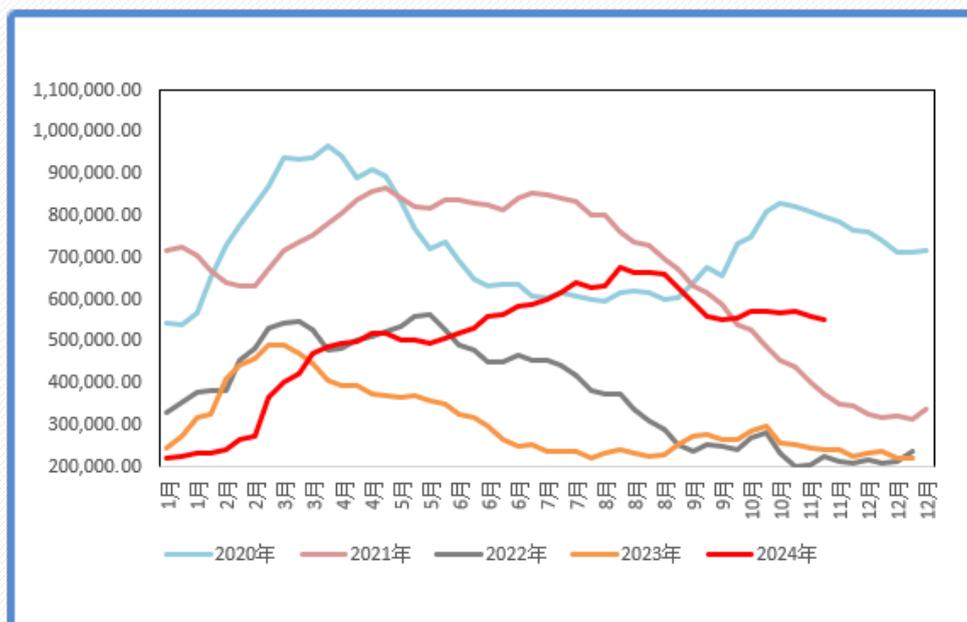
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 16.36 万吨，较 7 日降 2.82 万吨，较 11 日降 2.17 万吨；本周上海市场库存继续表现去库，周内虽有进口铜陆续到货流入，但国产品牌货源到货仍偏少，加之周内铜价持续下挫走跌，下游入市接货需求提振，部分仓库出库表现较好，库存因此大幅下降；下周来看，随着铜价下跌，加工企业订单新增尚可，料下周仍存一定采购需求，同时国产货源到货预计有限，库存预计维持去库。

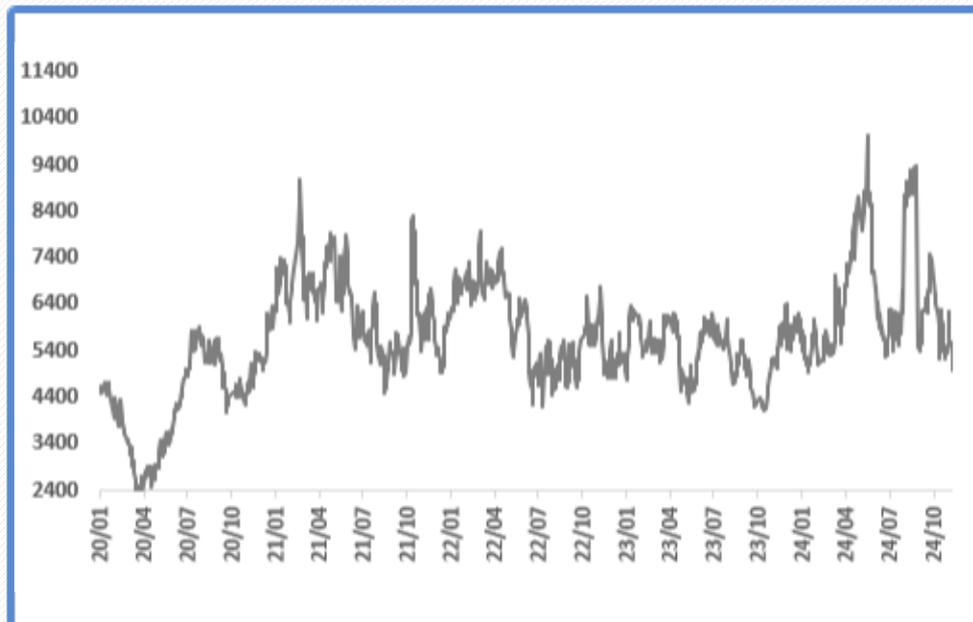
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体呈现上涨趋势，市场间价差有所扩大；精铜杆企业交易继续提升，价格回调期间订单补充较多；再生铜杆交易有所回落，厂家出货缺乏优势；精废杆价差变化较小，周内对期铜倒扣贴水变化明显。随着近期精铜杆企业的订单增长，后续精铜杆企业的生产也得到了保障，因此短期内精铜杆的生产表现将呈现较为稳定的状态，个别企业甚至还有增长趋势；而再生铜杆端再度陷入低迷，贸易商的交易冲击工厂的报价，加之原料的价格坚挺，企业后续的提产预期再度有所减弱。整体来看，预计下周精铜杆市场将平稳运行，当前订单的交付进展成为后续的关键，预期来看提货相对乐观一些，再生铜杆端再度回归至原料采购难题上，短期成品交付压力有所增加。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价继续下跌、银价跌幅放缓，COMEX 金银于 2541-2694 美元/盎司、29.7-31.7 美元/盎司区间内运行。特朗普 2.0 预期下，美债收益率及美元指数持续飙升，美元已回升至去年 10 月，即降息前的水平，贵金属价格随之明显承压。同时，本周美国核心 CPI 数据环比有所维持，通胀表现依旧偏强使得市场对于 12 月降息预期大幅减弱。

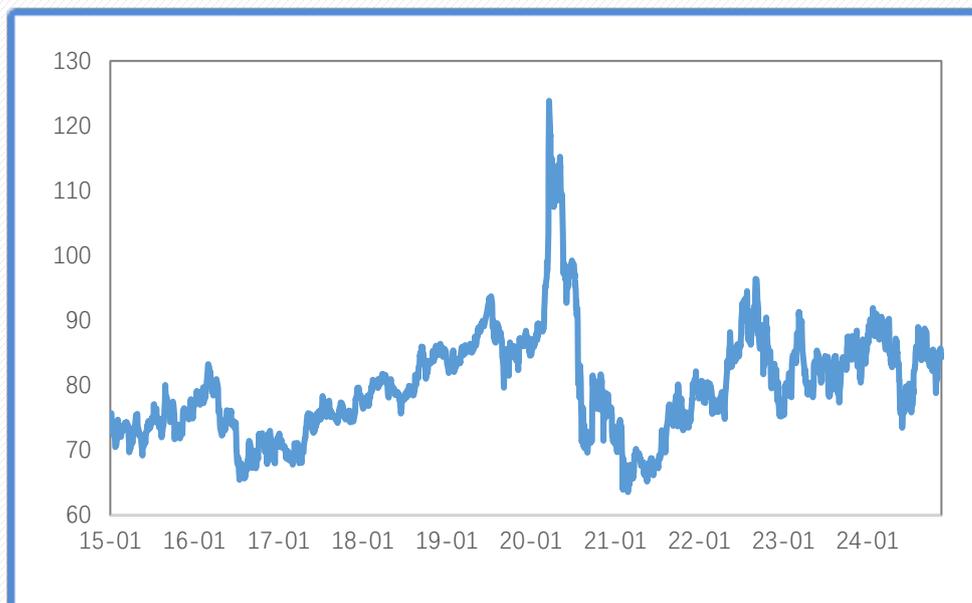
贵金属价格监控

2024/11/15	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2567.4	2686.2	-4.4%
COMEX 白银	30.6	31.3	-2.5%
伦敦金现	2571.8	2691.2	-4.4%
伦敦银现	30.7	31.6	-2.8%
SHFE 黄金	618.4	616.9	0.2%
SHFE 白银	7545.0	7743.0	-2.6%
上金所黄金 T+D	591.9	612.9	-3.4%
上金所白银 T+D	7550.0	7732.0	-2.4%

（二） 比价与波动率

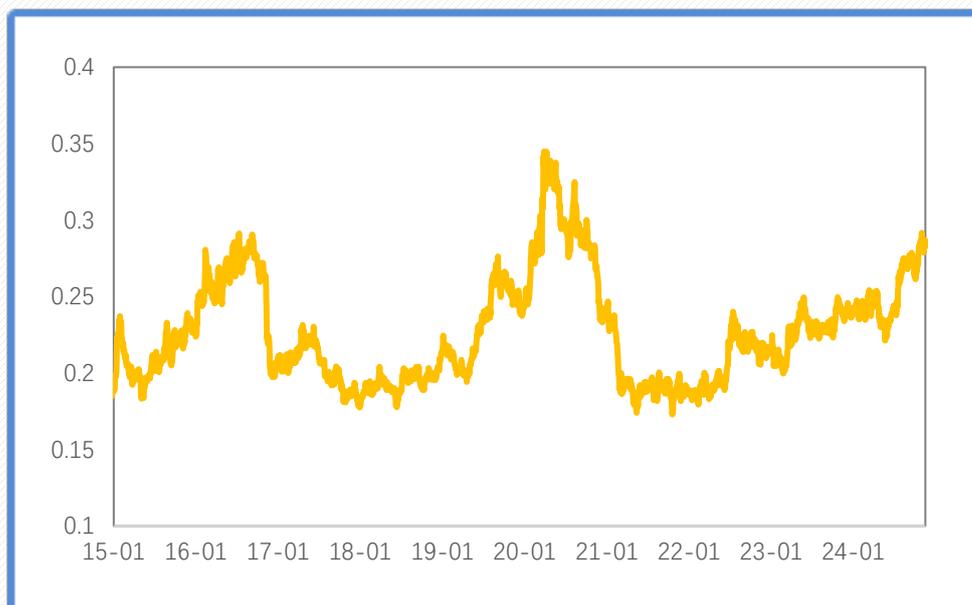
上周，黄金跌幅强于白银，金银比震荡下行；铜价跌幅强于黄金，金铜比震荡上行；原油跌幅弱于黄金，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



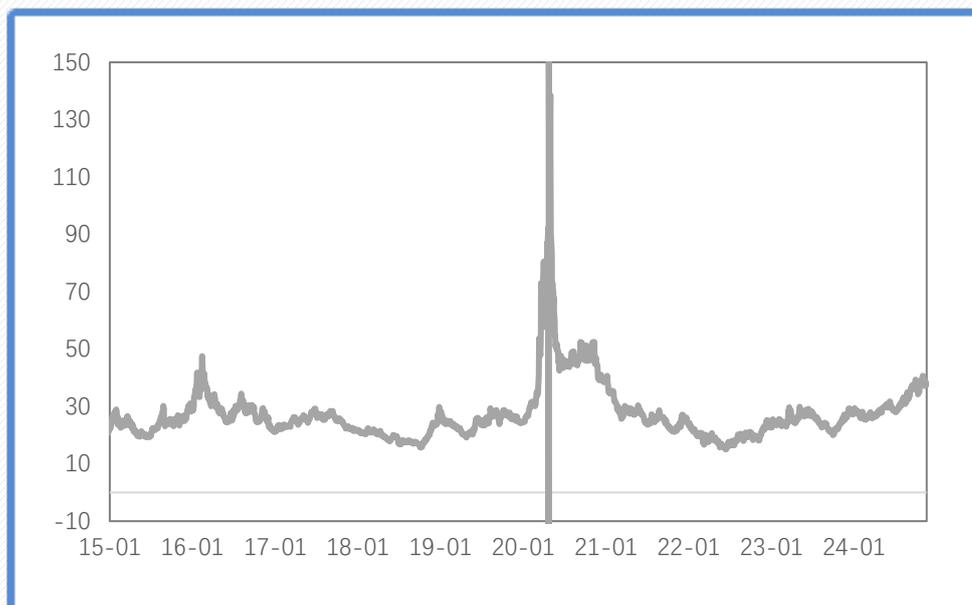
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

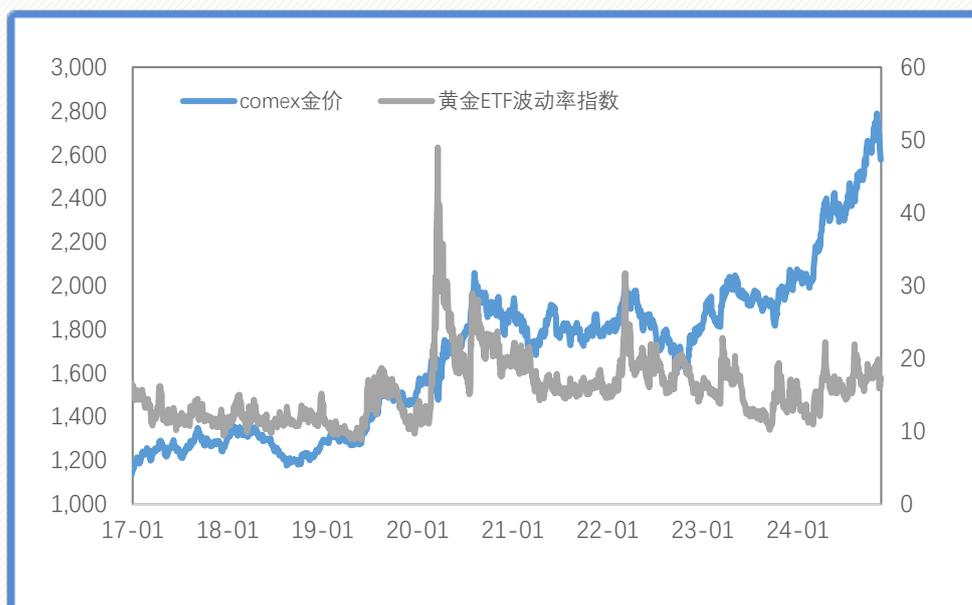
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于低位运行，避险需求较前期明显回落。

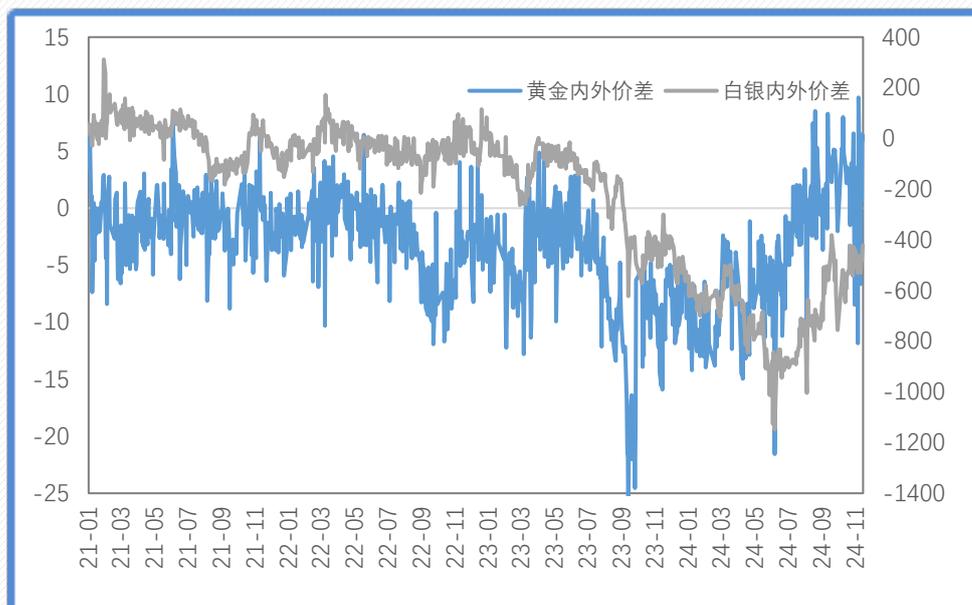
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

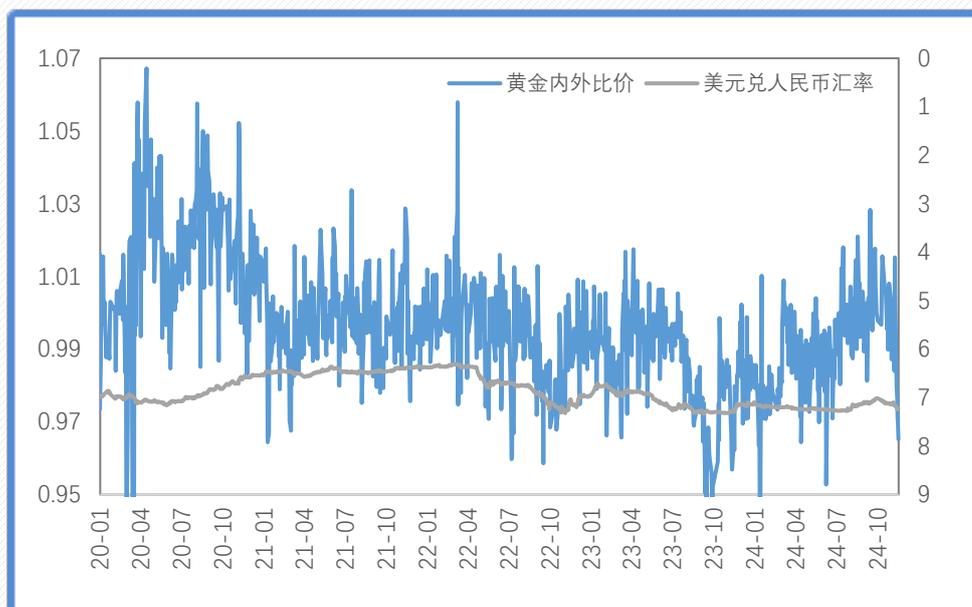
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金白银内外价差有所回升；内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

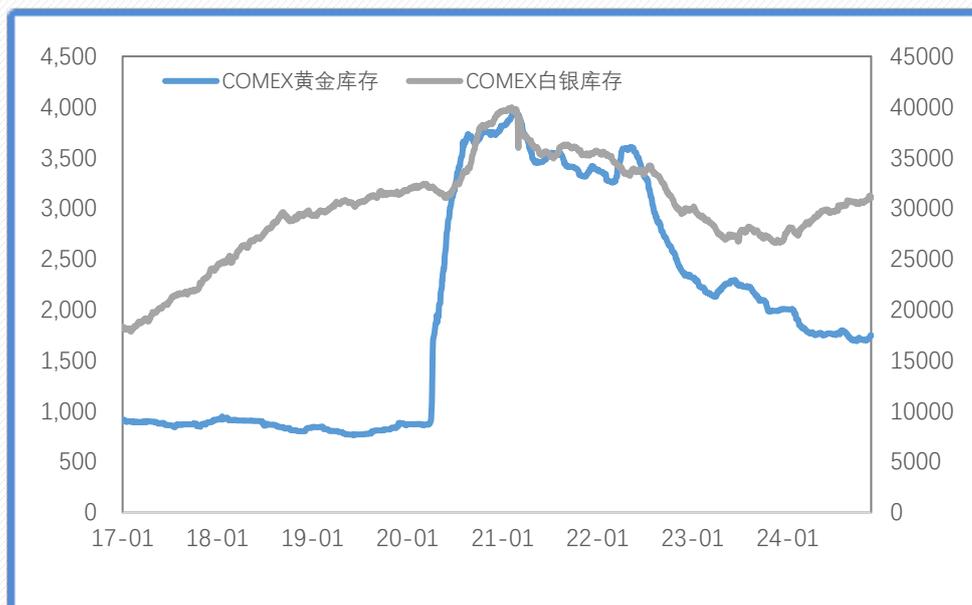


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

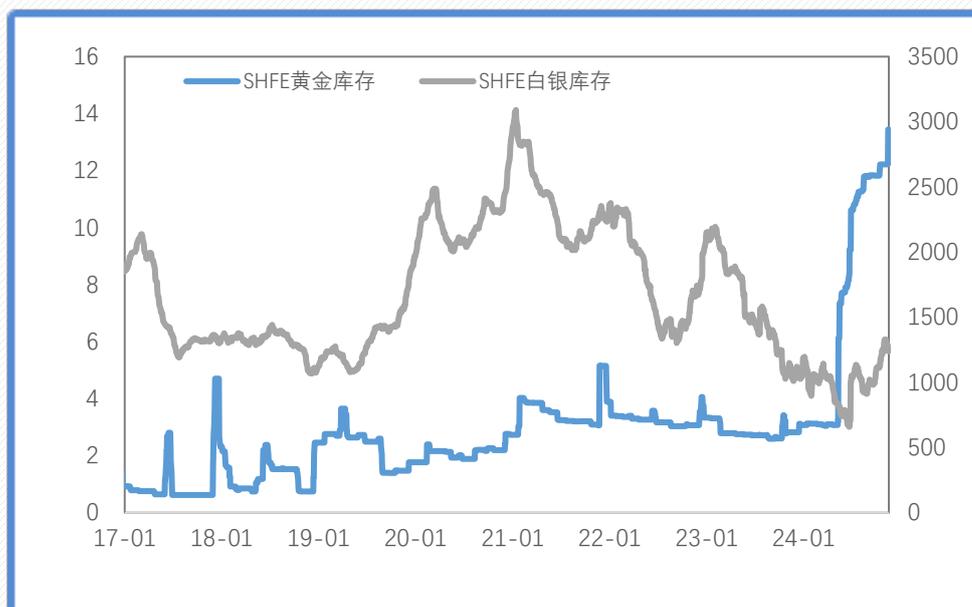
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1749 万盎司，环比增加约 28.9 万盎司，COMEX 白银库存约为 31004 万盎司，环比减少约 224 万盎司；SHFE 黄金库存约为 13.4 吨，环比增加 1.2 吨，SHFE 白银库存约为 1240 吨，环比减少约 50.8 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

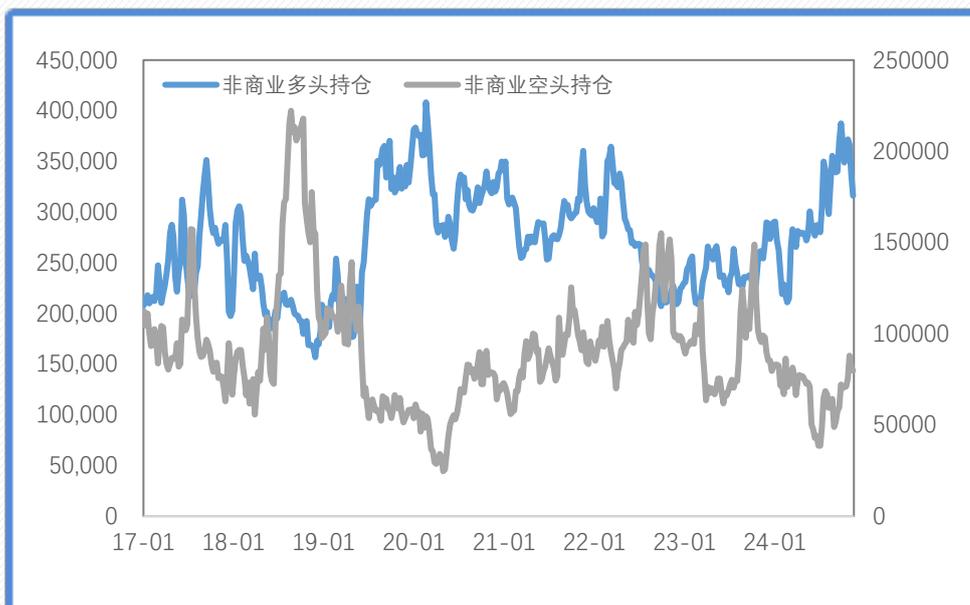
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 6.9 吨至 870 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 177 吨至 14676 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 39.6 万手, 其中非商业多头持仓减少 20591 手至 31.6 万手, 空头持仓减少 1713 手至 8.0 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 59% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 14.9% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



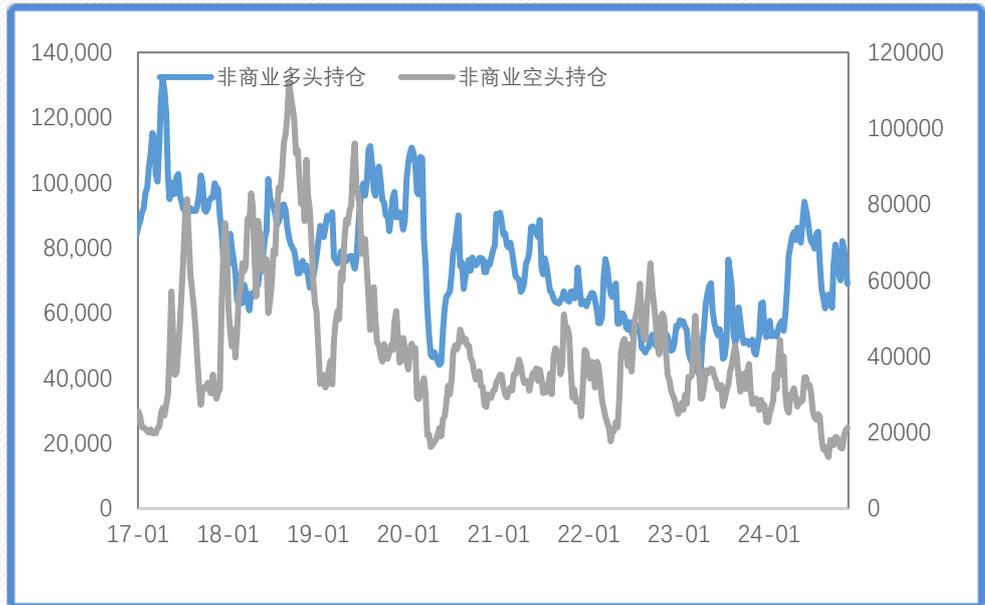
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



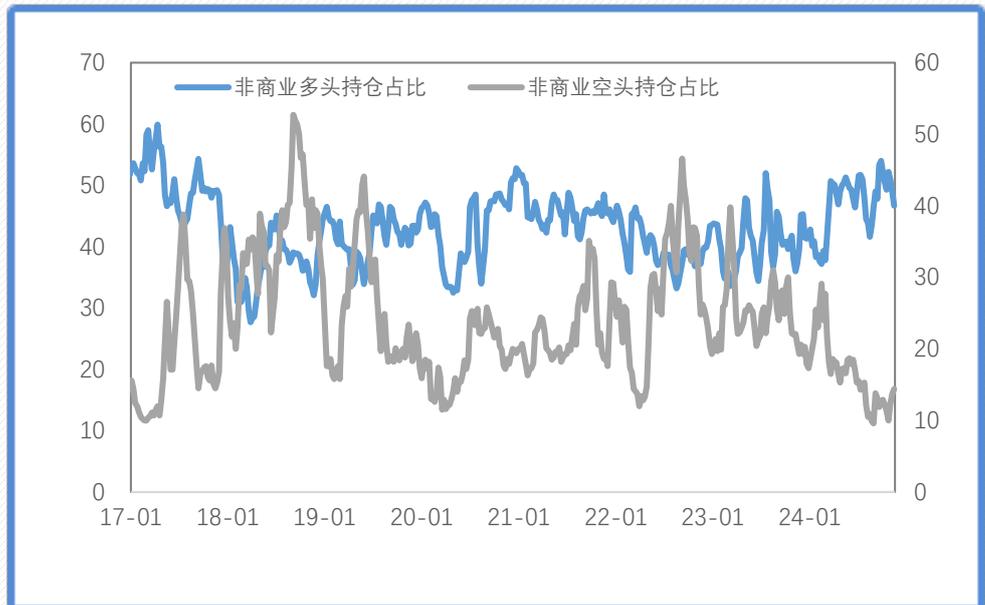
数据来源: Wind

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

上周国内铜价整体处于跟跌的格局之中，价格下跌之后现货买盘表现较好，库存去化幅度也较为明显。国内 10 月宏观及金融数据表现仍然没有太明显起色，加之此前政策包仅仅关于化债而没有提及刺激投资与消费，市场还是显得信心不足，目前看铜价可能止跌但是反弹动能不足。

短期来看，特朗普交易下，利率对金价有明显压制，俄乌冲突或有缓和，地缘对金价的支撑较前期减弱，然而，中长期来看，抗通胀角度下金价依然得以支撑，等待下跌企稳后的做多机会。

关注及风险提示

美国新屋开工、成屋销售、初请失业金、PMI、通胀预期等。

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。