

# 避险情绪升温，美元持续走强，金铜显著分化

摘要：上周金铜表现明显分化，市场情绪整体较为 RISK OFF，主要原因之一俄乌冲突在拜登即将卸任的前夕突然升级，市场风险偏好明显回落，压制铜价的因素没有改善，美元指数继续上行，一度触及 108 关口，而美债收益率也在 4.4% 左右高位运行，而黄金却与美元指数一同上涨，体现出了明显的避险属性。

## 金属市场周报

2024. 11. 18-2024. 11. 22

### 核心观点

#### 1、上周贵金属持续反弹，铜价有所承压

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 5.87%，白银上涨 3.53%；沪金 2502 合约上涨 5.46%，沪银 2502 合约上涨 2.81%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.53%、-0.16%。

#### 2、铜价受避险及政策不确定压制

上周市场情绪整体较为 risk off，主要原因之一俄乌冲突在拜登即将卸任的前夕突然升级，市场风险偏好明显回落，压制铜价的因素没有改善，美元指数继续上行，一度触及 108 关口，而美债收益率也在 4.4% 左右高位运行。对于铜价而言，更大压制在于特朗普上任后政策的不确定性，这使得市场观望情绪较为浓厚。

#### 3、避险需求推动金价反弹

上周美国经济数据表现依然强劲，12 月降息概率大幅降低，美元持续走强，而俄乌冲突的再度升级推升市场避险需求，金价由此触底反弹至 2700 美元/盎司上方。短期来看，避险情绪支撑金价反弹，但美元及利率的快速上行对金价仍有一定压制，短期内或将面临上行压力，而中长期抗通胀角度下金价依然得以支撑。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价冲高回落，整体仍然表现较为承压。上周市场情绪整体较为 risk off，主要原因之一俄乌冲突在拜登即将卸任的前夕突然升级，市场风险偏好明显回落，压制铜价的因素没有改善，美元指数继续上行，一度触及 108 关口，而美债收益率也在 4.4% 左右高位运行。对于铜价而言，更大压制在于特朗普上任后政策的不确定性，这使得市场观望情绪较为浓厚。

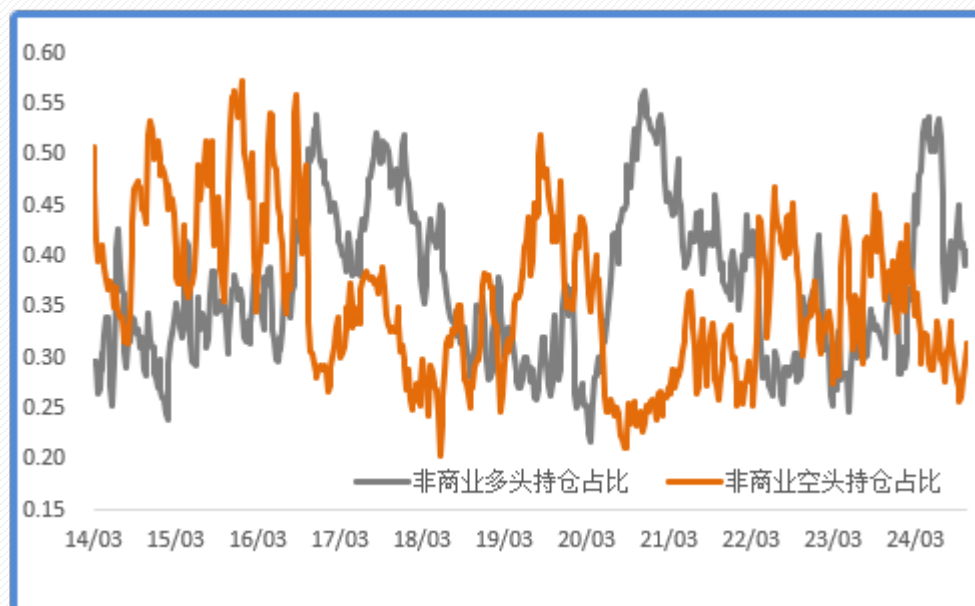
上周 SHFE 铜价先扬后抑，在 73000 元一线再次获得支撑。国内经济数据整体表现依然平稳，9-10 月出台的一系列政策仍然需要时间来兑现到经济数据之上。国内精炼铜需求表现也相对较弱，虽然 11 月去库力度有所加快，但更多是因为价格因素所致。目前来看铜价缺乏上行动能，关注 73000 元一线能否为价格提供有力支撑。

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。近期 COMEX 库存停止交仓且有所去库，不过去库幅度仍然缓慢。预计 COMEX 铜的价差结构仍将以 contango 为主，需要关注全年进口长单的签约情况以及明年初单月的进口节奏变化。

上周 SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，价格曲线仍然呈现 contango 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

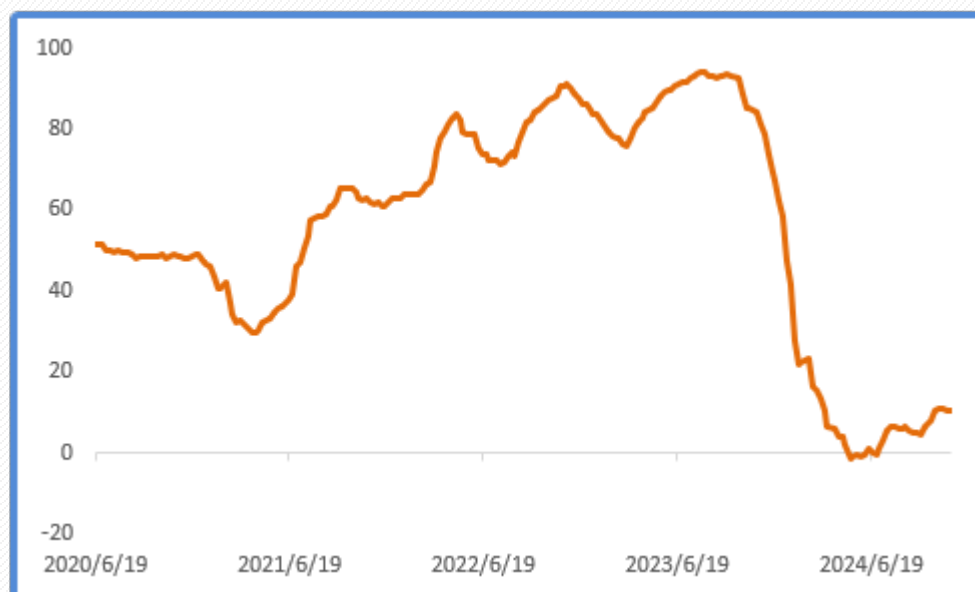


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 11 美元/干吨，较上周跌 0.3 美元/干吨。铜精矿现货 TC 指数运行较为平稳，现货市场活跃度较低，市场交易有限，市场成交价格十美元中高位，主流交易为 12 月船期，买卖双方对 1 月船期货物交易谨慎，等待长单谈判结果。本周的需求端库存充足，供应端稳定，近期价格波动较小，价格平稳运行，市场参与者普遍关注长单价格的谈判的进展。

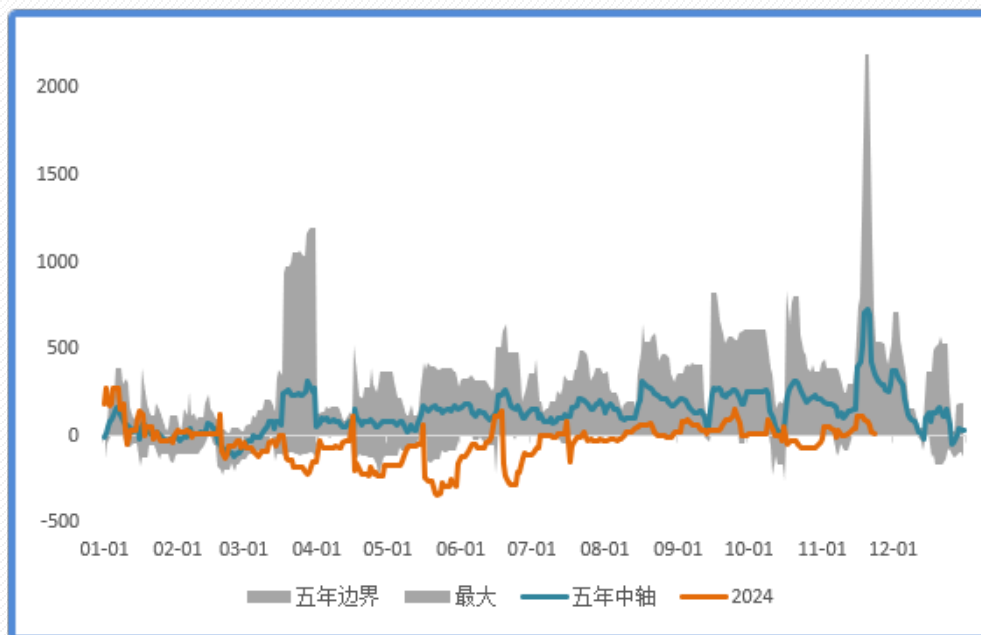
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价部分时间反弹持续上涨，下游遇涨谨慎观望情绪再度显现，日内接货需求较上周表现明显减弱。同时由于进口铜到货较多，下游看跌后市升水，入市压价情绪明显，整体市场需求表现较为一般。由于目前进口窗口维持打开，据调研了解，下周仍有较多进口铜增量流入；同时临近月底，料下游企业接货需求难有明显提升，因此现货升水仍将承压弱势运行为主，但考虑到目前国产品牌货源到货较少，下方空间或相对有限。

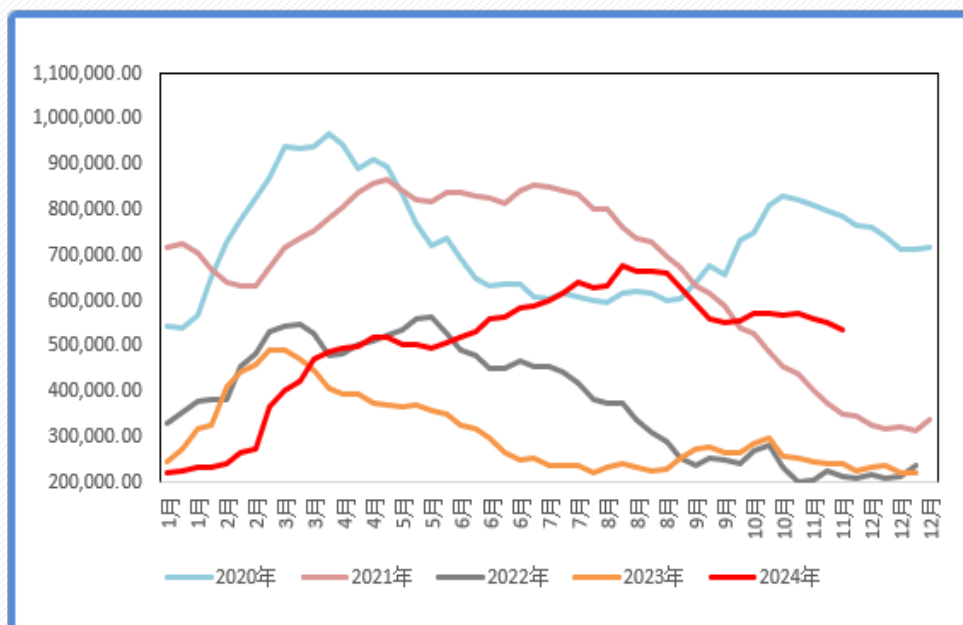
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 15.63 万吨，较 14 日降 0.73 万吨，较 18 日降 0.30 万吨；上海市场库存先降后增，主因周内进口铜到货增量较多，同时铜价反弹上涨，下游接货需求减弱，市场成交氛围不佳，但同时国产货源到货仍较为有限，库存增加幅度有限；后续来看，下周仍有进口铜增量流入，同时临近月底，料下游消费提振空间受限，库存预计表现累库。广东市场库存继续表现下降，主因市场到货虽然有所增加，但大都是直发到厂货源，入库较少，加之下游消费支持明显，出库大于入库。展望下周，市场到货预期有所增加，同时消费难有增加亮点，库存表现持平或去库。

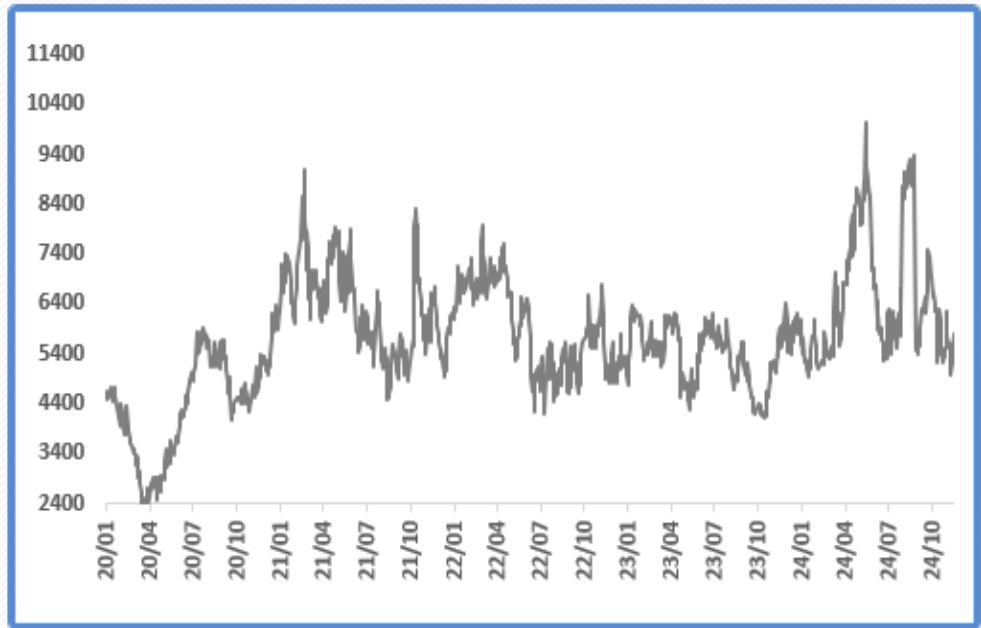
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体呈现下跌趋势，市场间价差收窄；精铜杆企业订单环比下降，铜企发货压力较大；再生铜杆交易亮点不足，厂家再陷入生产困局；精废杆价差、对期铜倒扣贴水双双收窄。随着近期精铜杆企业陆续出现明显的交付压力，后续精铜杆企业的生产保障、生产活跃度均较高，尤其是部分企业可能会因此放缓常规检修的节奏，因此后续的订单交付可能将迎来集中期，成品库存的回升预期较缓。再生铜杆企业的生产稳定性不足，受干扰的因素较多，原料的供应情况预期不足，下周的生产提升的预期有限。整体来看，预计下周精铜杆企业的生产依然较为活跃，但再生铜杆企业可能将维持当前低迷的状态，且还需提防贸易商货源的冲击。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价持续反弹、银价窄幅震荡，COMEX 金银于 2568-2719 美元/盎司、30.3-31.7 美元/盎司区间内运行。上周美国经济数据表现依然强劲，12 月降息概率大幅降低，美元持续走强，而俄乌冲突的再度升级推升市场避险需求，金价由此触底反弹至 2700 美元/盎司上方。

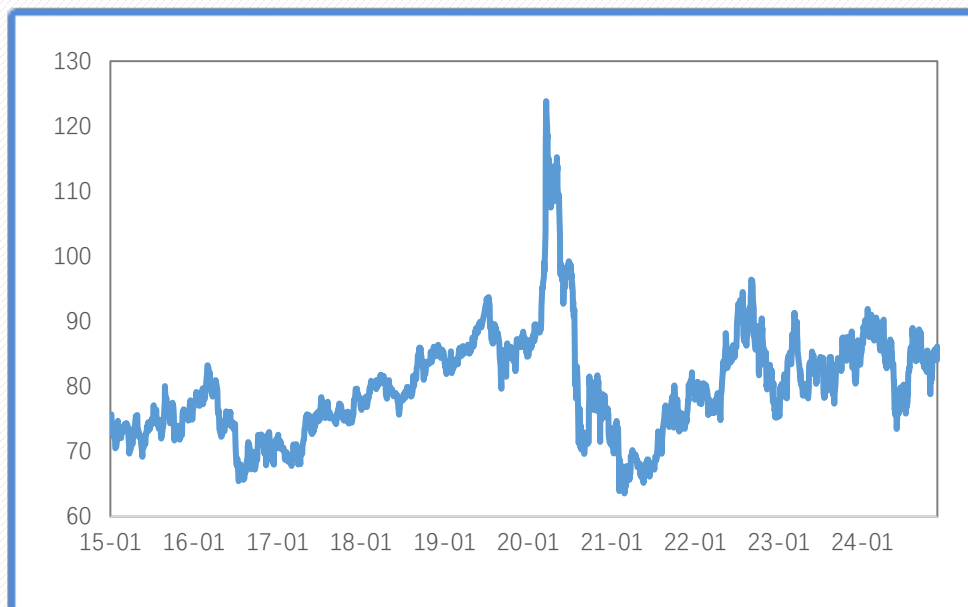
贵金属价格监控

2024/11/22	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2710.5	2576.2	5.2%
COMEX 白银	30.9	30.2	2.3%
伦敦金现	2695.0	2571.8	4.8%
伦敦银现	31.3	30.7	1.9%
SHFE 黄金	625.4	618.4	1.1%
SHFE 白银	7776.0	7545.0	3.1%
上金所黄金 T+D	623.6	591.9	5.4%
上金所白银 T+D	7762.0	7550.0	2.8%

## （二） 比价与波动率

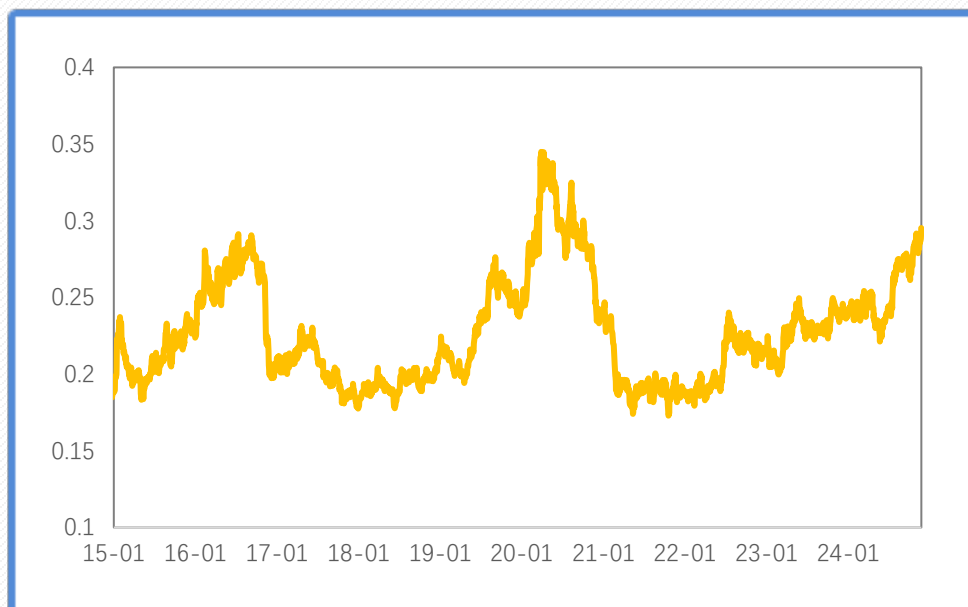
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡上行；黄金上涨铜价下跌，金铜比震荡上行；原油涨幅弱于黄金，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

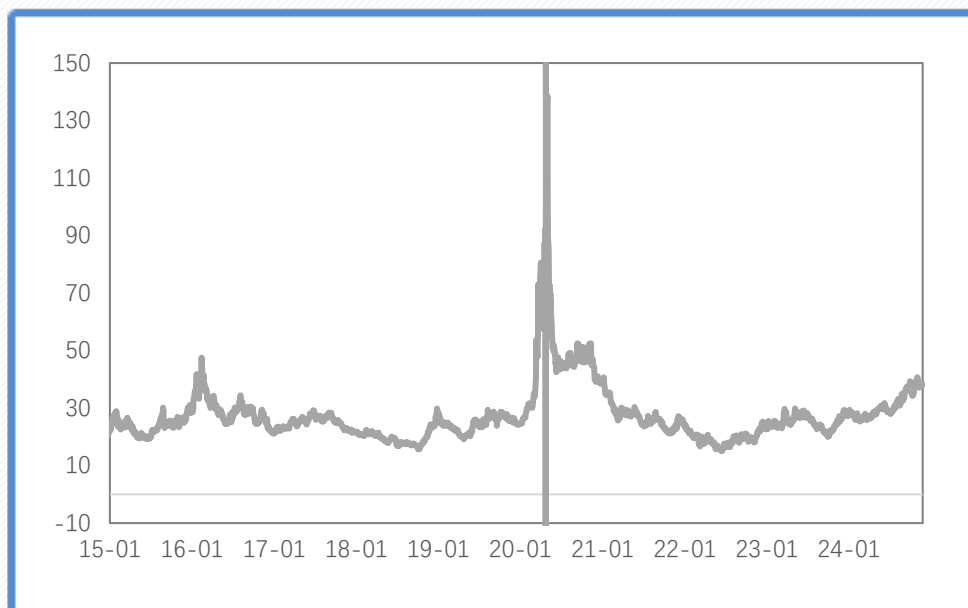
图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind



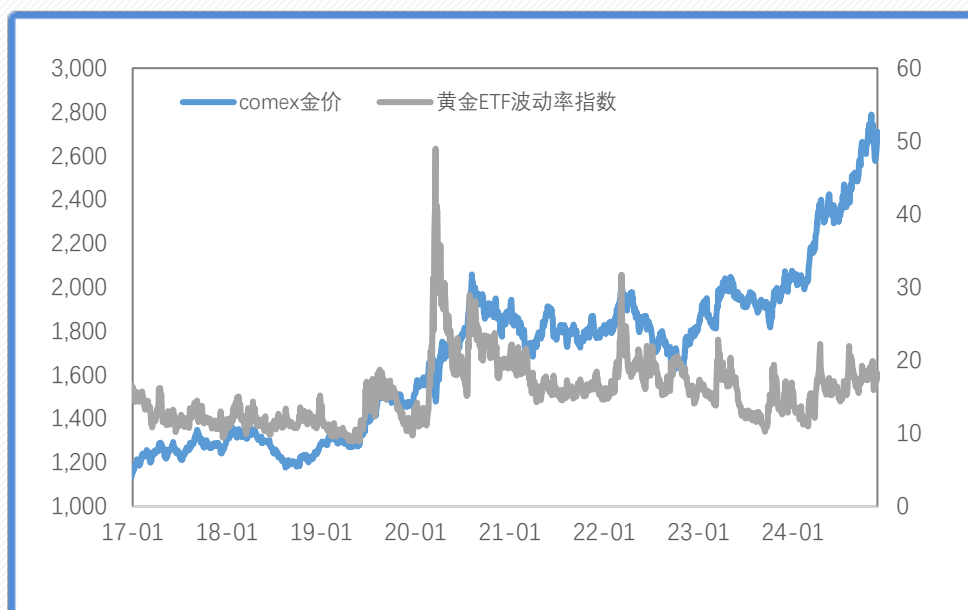
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 小幅上行，避险需求较前期小幅回升。

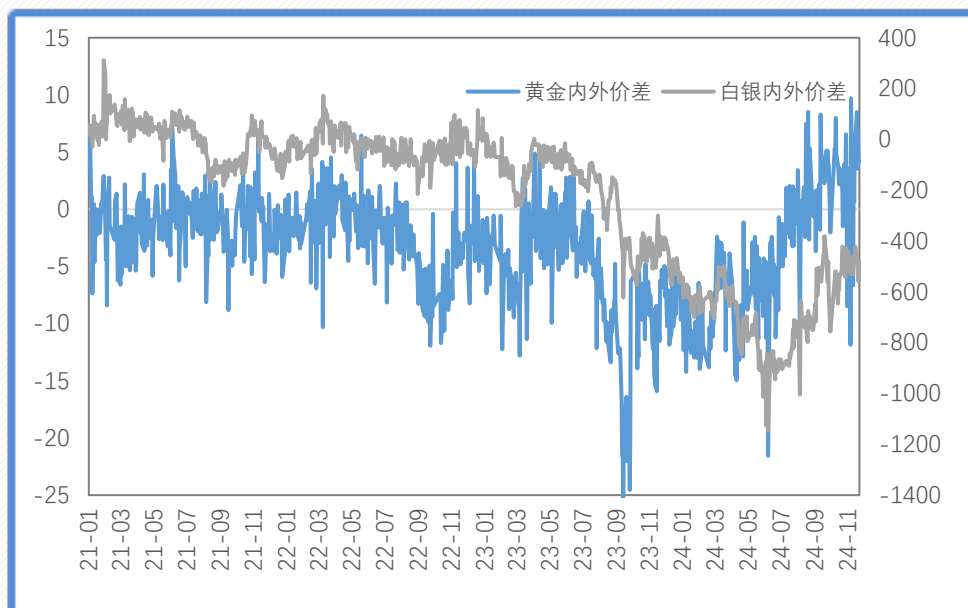
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

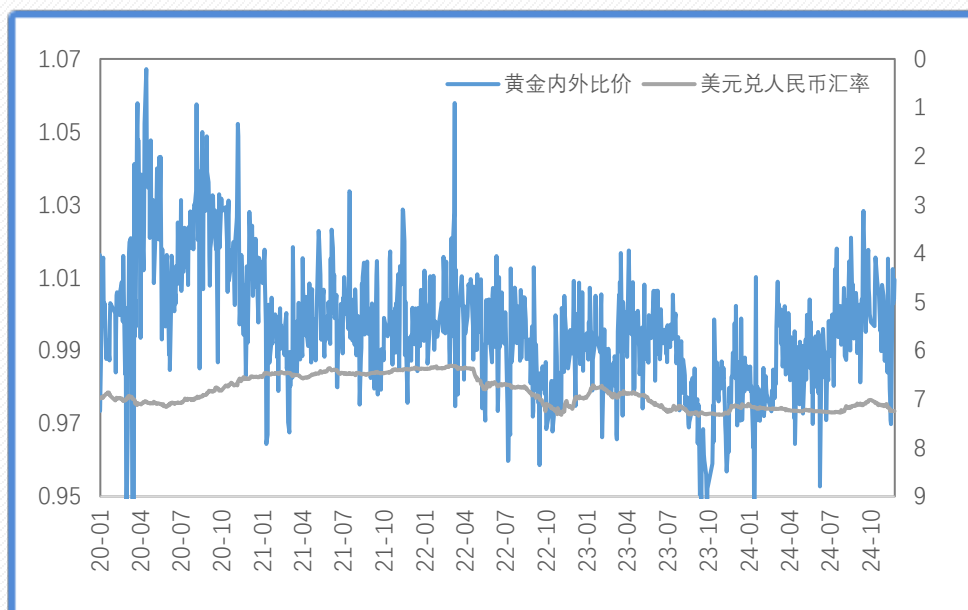
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金白银内外价差有所回落；内外比价有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

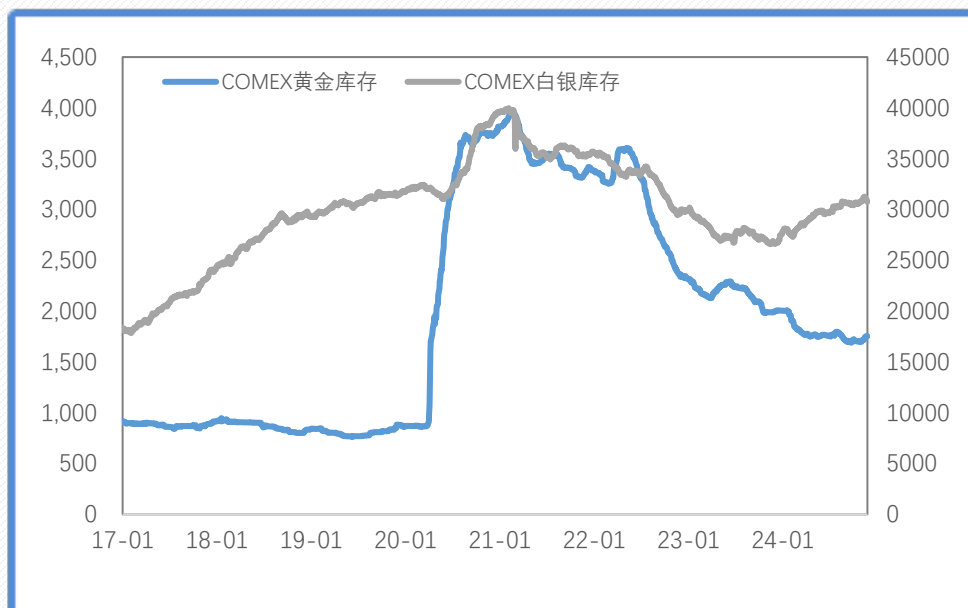


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

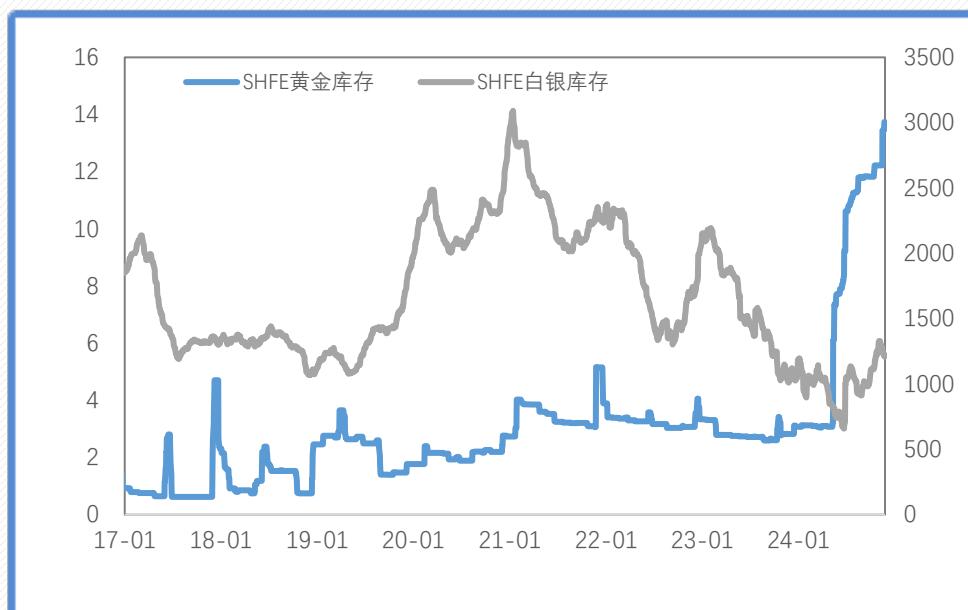
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1755 万盎司，环比增加约 5.9 万盎司，COMEX 白银库存约为 30755 万盎司，环比减少约 249 万盎司；SHFE 黄金库存约为 13.7 吨，环比增加 0.3 吨，SHFE 白银库存约为 1212 吨，环比减少约 28.5 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

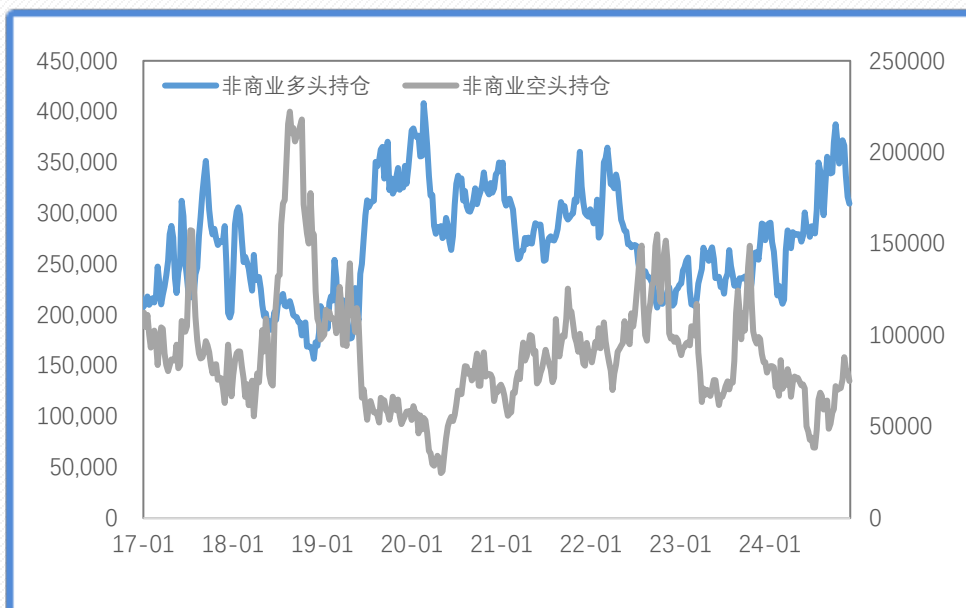
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

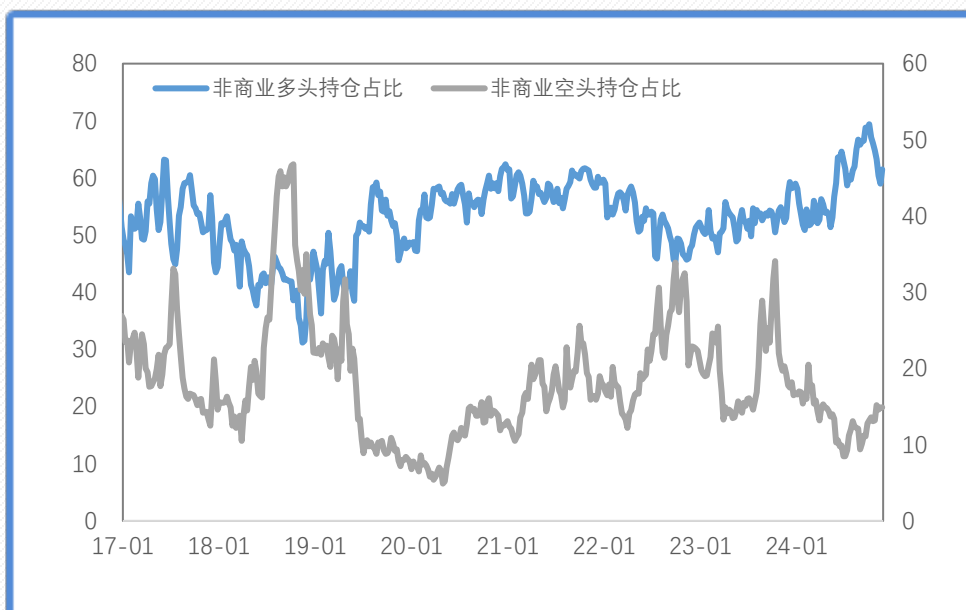
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 8 吨至 878 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 125 吨至 14800 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38.4 万手,其中非商业多头持仓减少 6871 手至 30.9 万手,空头持仓减少 4787 手至 7.5 万手;非商业多头持仓占优,比例较上周上升至 62%附近,非商业空头持仓占比持平,约 14.9%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



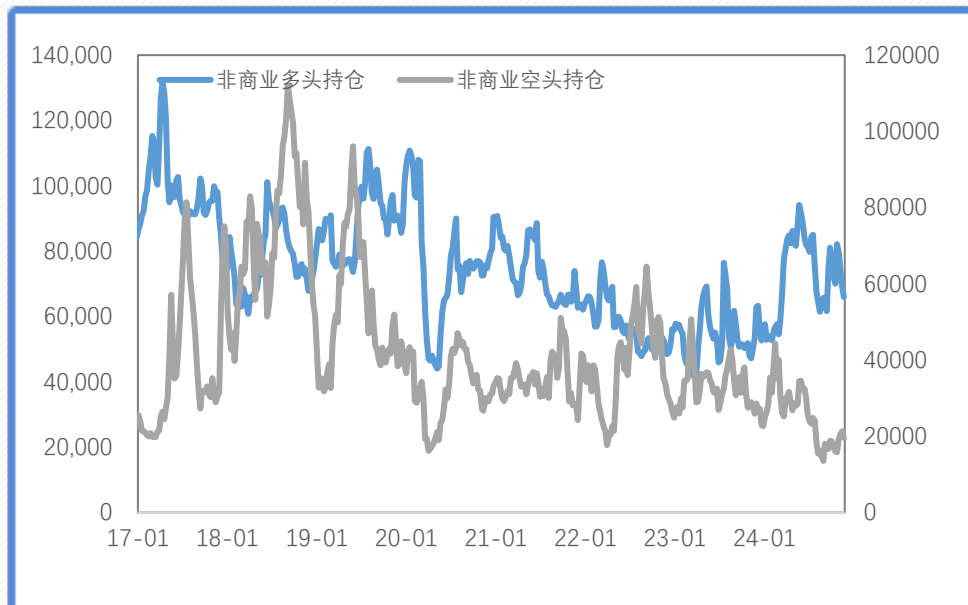
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



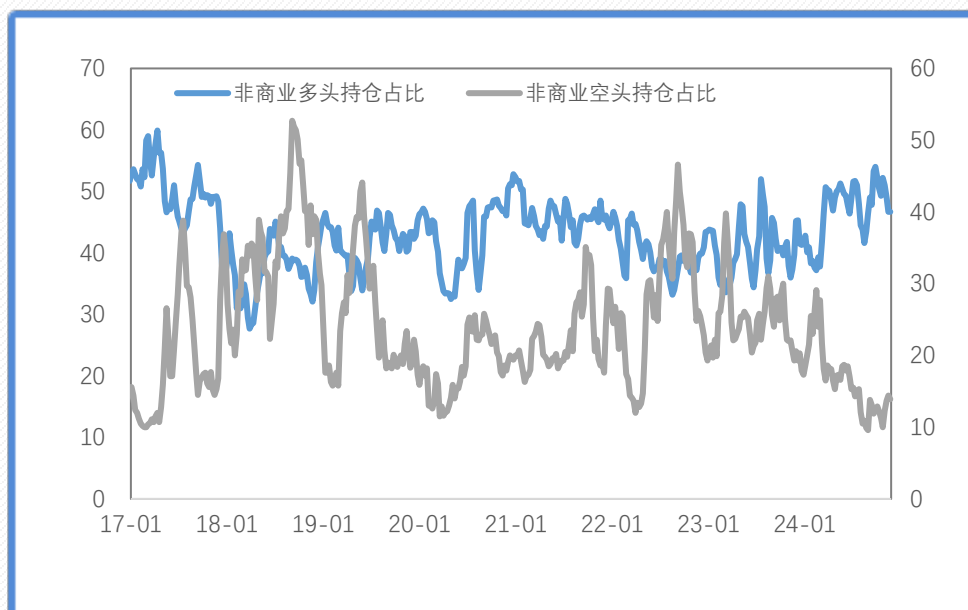
数据来源: Wind

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

国内经济数据整体表现依然平稳，9-10月出台的一系列政策仍然需要时间来兑现到经济数据之上。国内精炼铜需求表现也相对较弱，虽然11月去库力度有所加快，但更多是因为价格因素所致。目前来看铜价缺乏上行动能，关注73000元一线能否为价格提供有力支撑。

短期来看，避险情绪支撑金价反弹，但美元及利率的快速上行对金价仍有一定压制，短期内或将面临上行压力，然而，中长期来看，抗通胀角度下金价依然得以支撑。



## 关注及风险提示

美国初请失业金人数、核心 PCE、通胀预期、地缘冲突等。

## 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。