

特朗普交易降温，美元指数、美债收益率双双触顶回落，金铜表现分化

摘要：上周宏观面相对平静，此前市场热衷的特朗普交易有所退潮，美元指数和美债收益率双双触顶回落，但是在回落的过程中，铜价并未受到明显提振，但是下跌的空间暂时是较小的。不过后续值得担忧的情况是一旦美元和利率的回调结束再度上行，铜价是否还能稳定在当前平台位置。毕竟无论从哪个角度看，联储后续都有充足的理由放缓降息路径。

金属市场周报

2024. 11. 25-2024. 11. 29

核心观点

1、上周贵金属承压回落，铜价窄幅震荡

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.53%，白银下跌 2.35%；沪金 2502 合约下跌 1.45%，沪银 2502 合约下跌 1.37%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.25%、+0.09%。

2、美元和利率回落未能推升铜价

上周宏观面相对平静，此前市场热衷的特朗普交易有所退潮，美元指数和美债收益率双双触顶回落，但是在回落的过程中，铜价并未受到明显提振，但是下跌的空间暂时是较小的。不过后续值得担忧的情况是一旦美元和利率的回调结束再度上行，铜价是否还能稳定在当前平台位置。毕竟无论从哪个角度看，联储后续都有充足的理由放缓降息路径。

3、避险情绪降温带动金价大幅回落

上周伴随黎以停火，市场避险情绪大幅降温，叠加资金偏好的转向，金价于周初大幅下跌，随后美国经济数据表现仍具韧性，美元及利率冲高回落，金价由此企稳回升。短期来看，仍处高位的美元及利率将限制金价上方空间，同时地缘危机似乎难以快速结束，避险需求将对金价产生一定支撑。中长期角度下，美国潜在的再通胀风险仍有再度推升金价的可能。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价维持震荡格局，运行重心略有上移。上周宏观面相对平静，此前市场热衷的特朗普交易有所退潮，美元指数和美债收益率双双触顶回落，但是在回落的过程中，铜价并未受到明显提振，但是下跌的空间暂时是较小的。不过后续值得担忧的情况是一旦美元和利率的回调结束再度上行，铜价是否还能稳定在当前平台位置。毕竟无论从哪个角度看，联储后续都有充足的理由放缓降息路径。

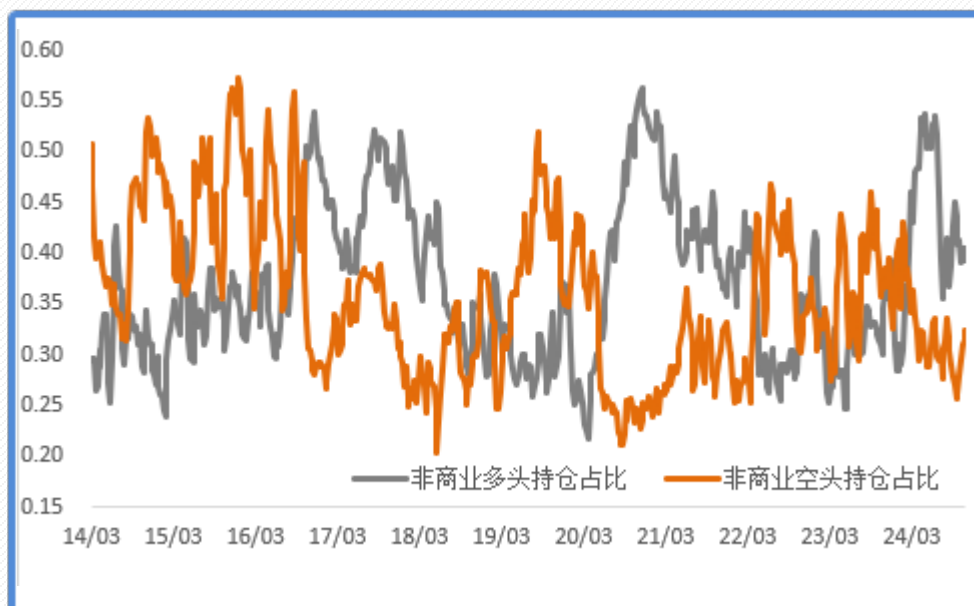
上周 SHFE 铜价横盘运行，缺乏明显趋势。11 月国内 PMI 继续回升，目前已经出现连续 3 个月回升的状态，价格还未对此充分定价，预计后续可能会对此有短期的积极定价。市场更为担心的还是关税问题，上周特朗普已经宣布上任后将对中国所有商品征收 10%关税，这为本轮贸易争端拉开了序幕。

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。上周五 COMEX 突然再次出现较大规模的交仓，库存来到近期新高 9 万吨水平。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

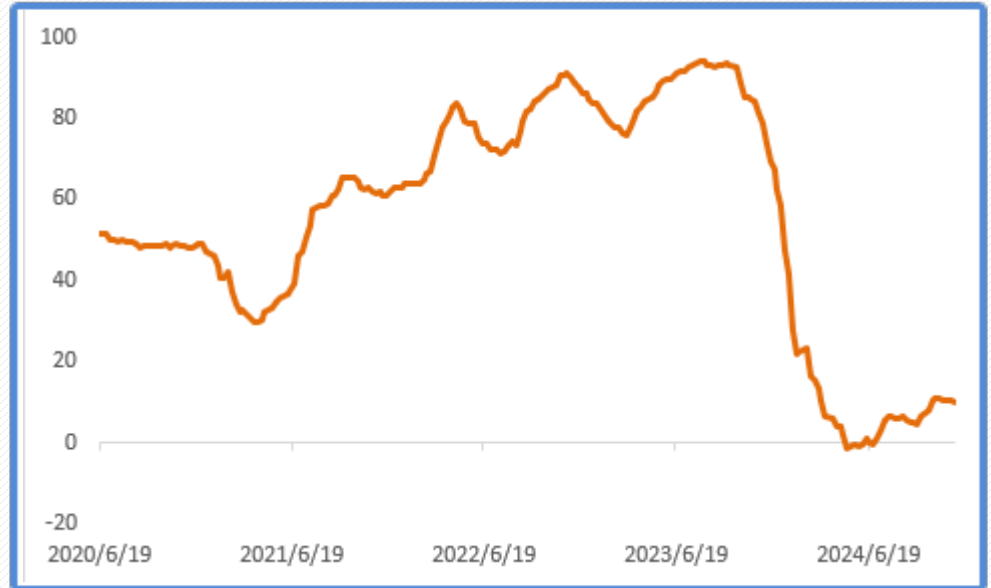


数据来源：Wind

（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。

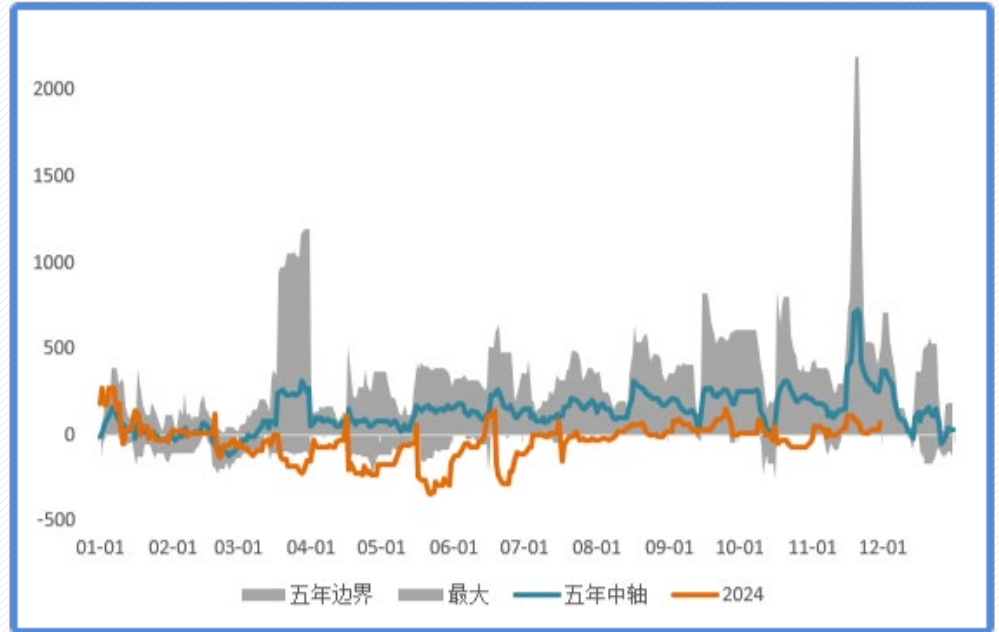
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，下游消费提振空间有限，但由于部分加工企业抢出口动作，市场需求相对较为平稳；但由于本周下游市场整体订单表现平平，因此周内下游企业基本维持逢低刚需采购为主。本周进入交割月，沪铜近月合约 12-01 表现 BACK 结构运行，同时受制于国产货源到货依旧偏少，持货商挺价情绪较强，但考虑到下周月初进口铜增量流入，升水上涨压力仍存，加之部分下游企业抢出口动作消退，消费预计难有明显增量，因此下周现货升水或维持升 0~升 100 元/吨区间运行为主。

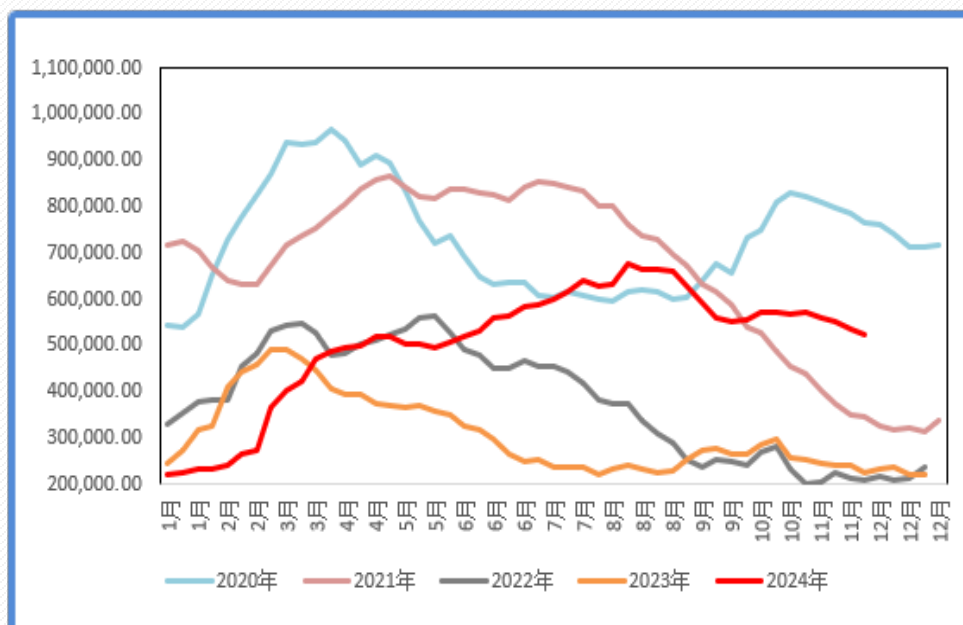
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 13.41 万吨，较 21 日降 2.22 万吨，较 25 日降 0.17 万吨；本周上海市场库存下降明显，由于周内进口铜到货相对有所减少，同时国产货源到货依旧偏少，加之受部分下游抢出口动作，下游消费表现平稳，库存因此持续下降；下周来看，由于进口铜增加预期仍存，同时抢出口动作预计将在月初消退，消费或将有所下滑，库存因此或表现小幅增加。

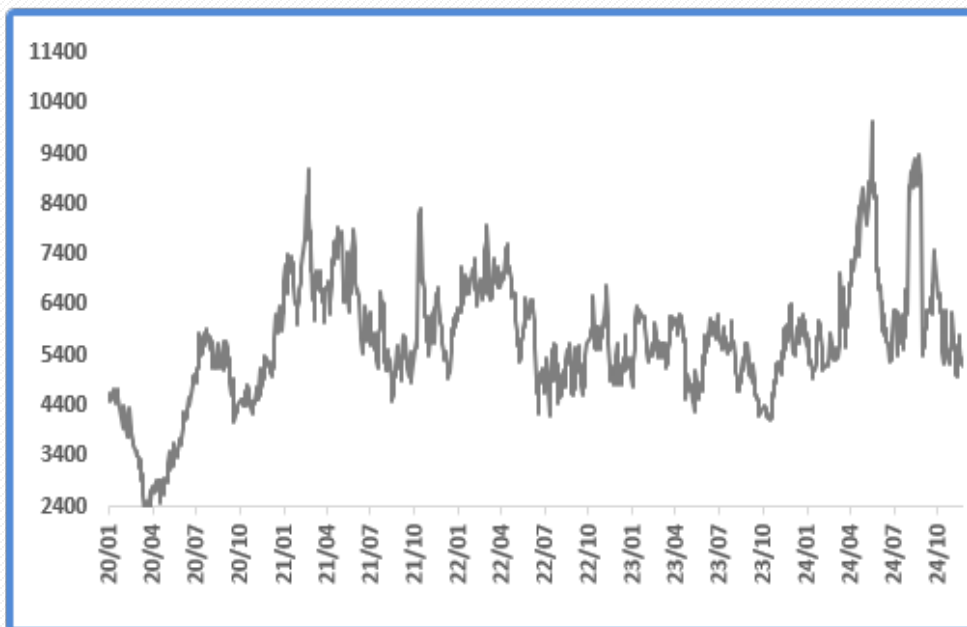
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费整体涨跌互现，北方市场价格下跌明显；精铜杆企业订单环比回落，提货表现依然不错；再生铜杆成交表现不佳，部分企业生产将进一步下调；精废杆价差、对期铜倒扣贴水双双小幅扩大。精铜杆企业下周预计生产或有所降温，主要是订单的增长开始放缓，加之一些设备也将达到常规临检期，因此生产表现可能会有所下降；不过头部企业的提货预计依然保持不错的水平。再生铜杆企业的产销预计将继续走弱，尤其是一些企业完成年度任务后，预计将有休产的安排，这一情况甚至将延续至 12 月。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价大幅下跌、银价承压回落，COMEX 金银于 2629-2748 美元/盎司、30.1-32 美元/盎司区间内运行。上周伴随黎以停火，市场避险情绪大幅降温，叠加资金偏好的转向，金价于周初大幅下跌，随后美国经济数据表现仍具韧性，美元及利率冲高回落，金价由此企稳回升。

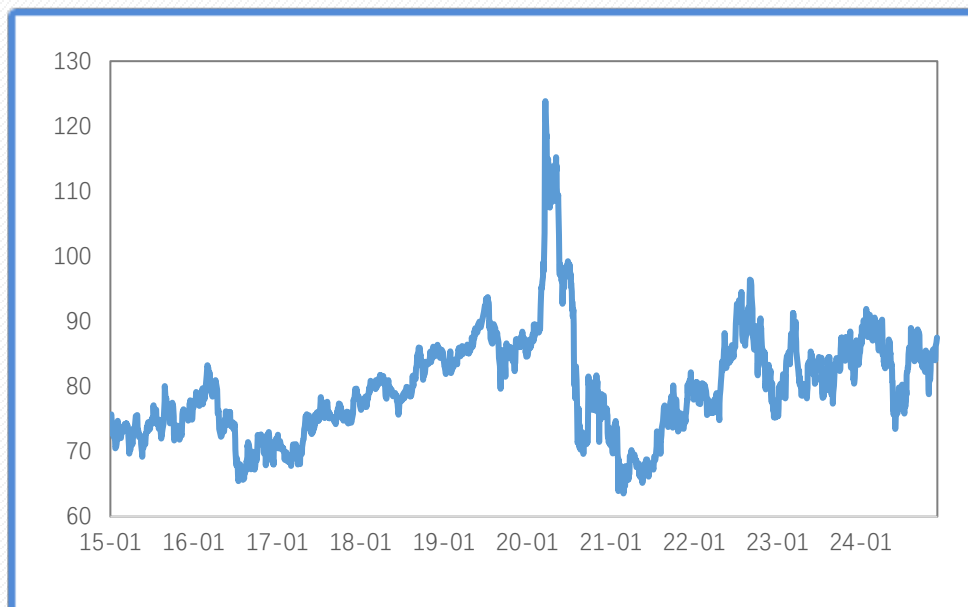
贵金属价格监控

2024/11/29	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2649.0	2664.3	-0.6%
COMEX 白银	30.6	31.3	-2.0%
伦敦金现	2651.1	2695.0	-1.6%
伦敦银现	30.7	31.3	-1.8%
SHFE 黄金	617.1	625.4	-1.3%
SHFE 白银	7660.0	7776.0	-1.5%
上金所黄金 T+D	614.9	623.6	-1.4%
上金所白银 T+D	7649.0	7762.0	-1.5%

（二） 比价与波动率

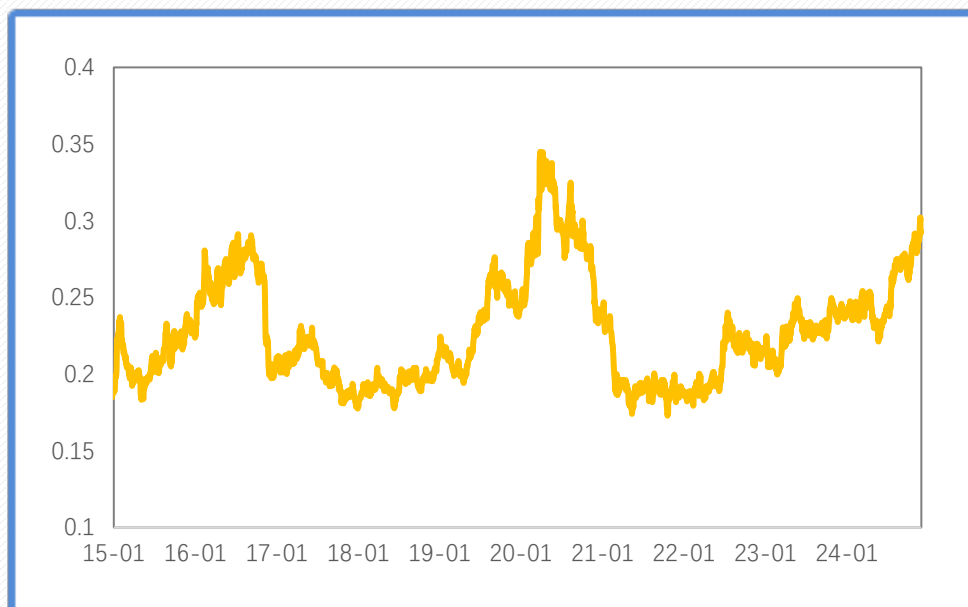
上周，黄金跌幅强于白银，金银比震荡下行；黄金下跌而铜价持稳，金铜比震荡下行；原油大幅下跌，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



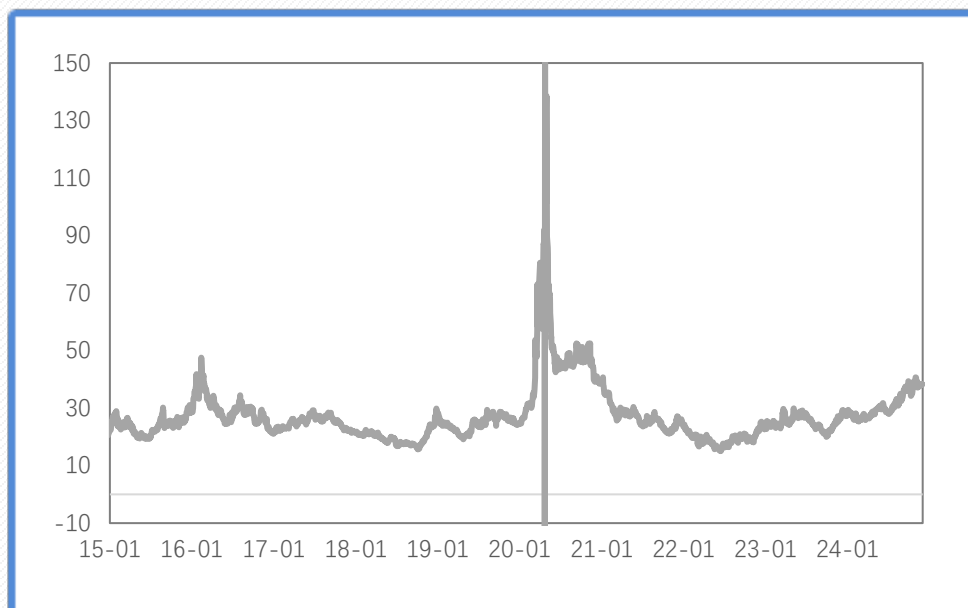
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

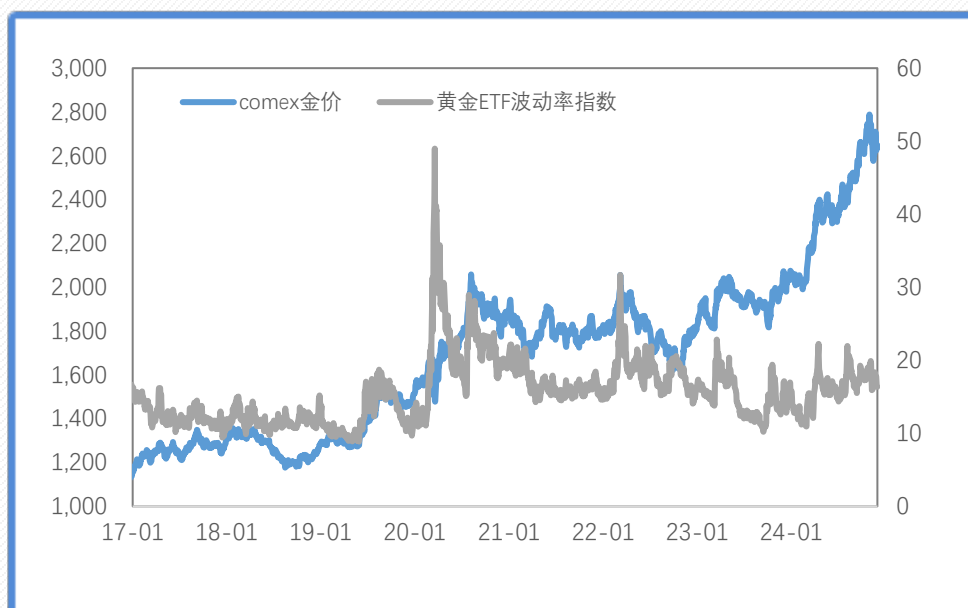
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 显著下行，避险需求较前期有所减弱。

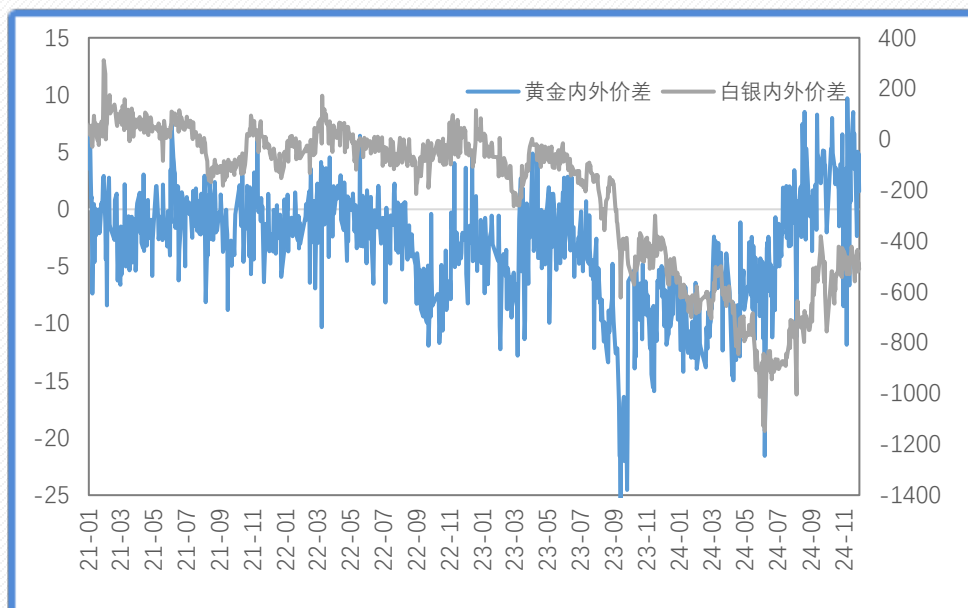
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

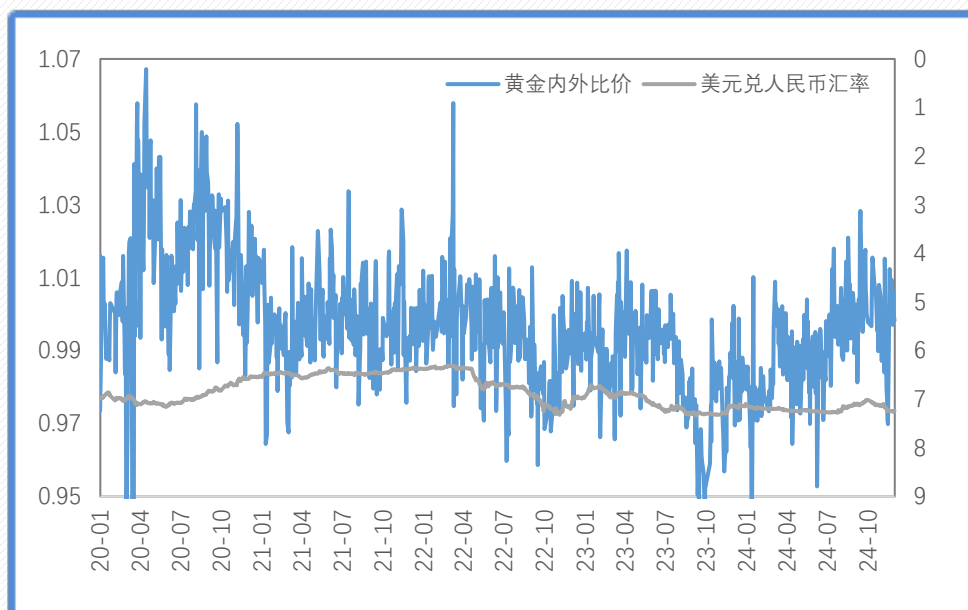
近期人民币汇率影响较前期走强，上周黄金白银内外价差有所回落；内外比价同样有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

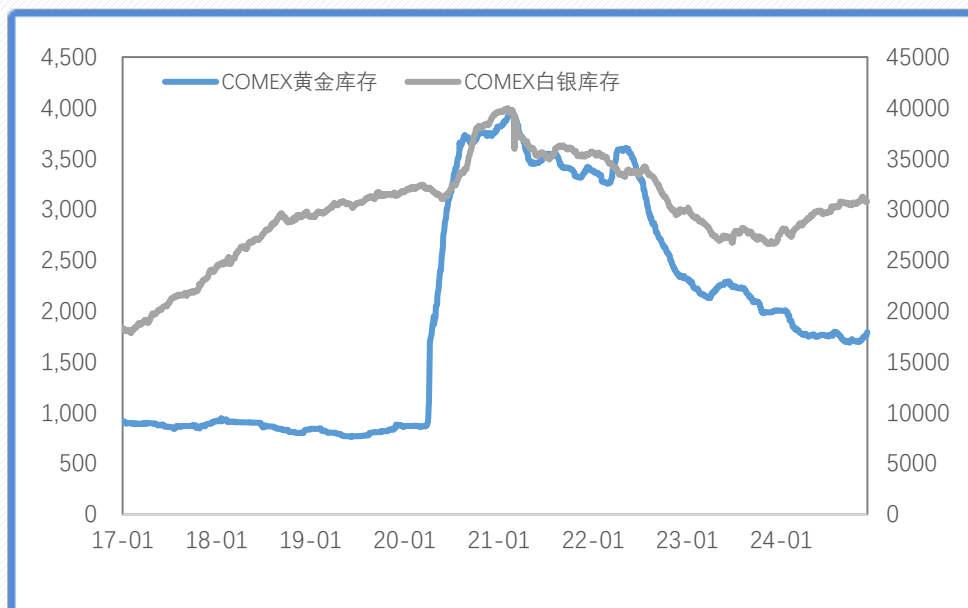


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

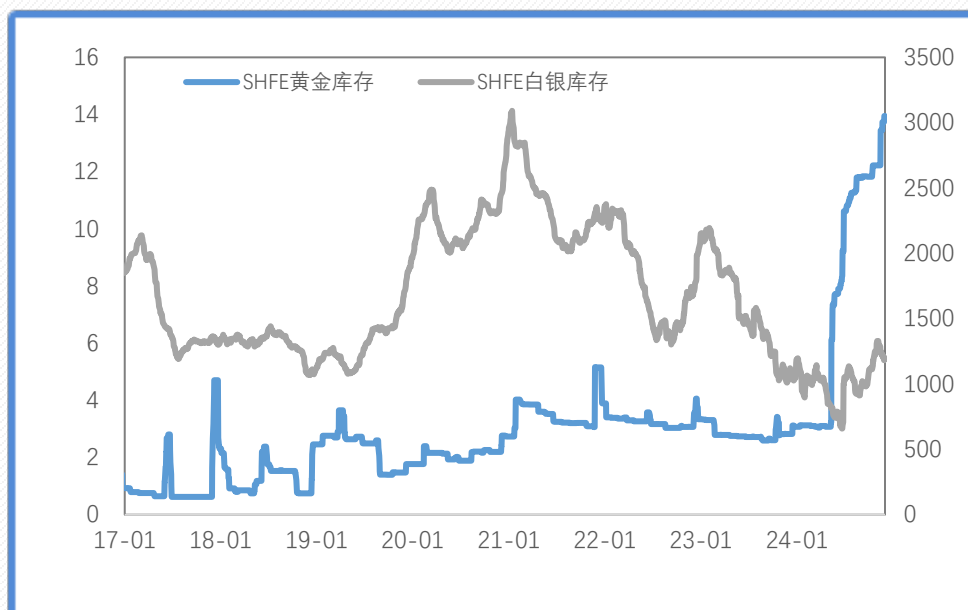
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1794 万盎司，环比增加约 39.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 30798 万盎司，环比增加约 43 万盎司；SHFE 黄金库存约为 13.95 吨，环比增加 0.2 吨，SHFE 白银库存约为 1188 吨，环比减少约 23.7 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

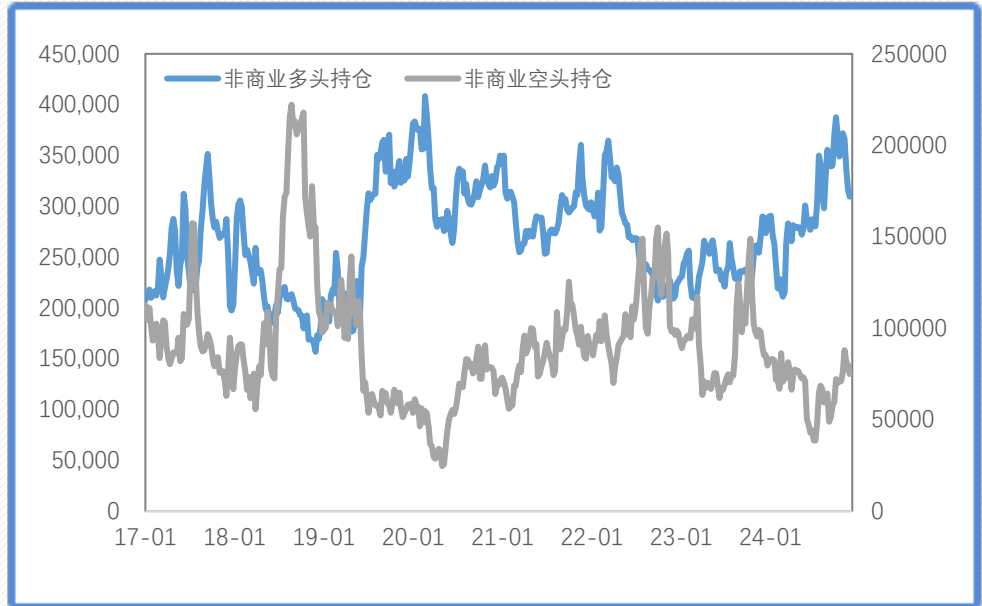
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

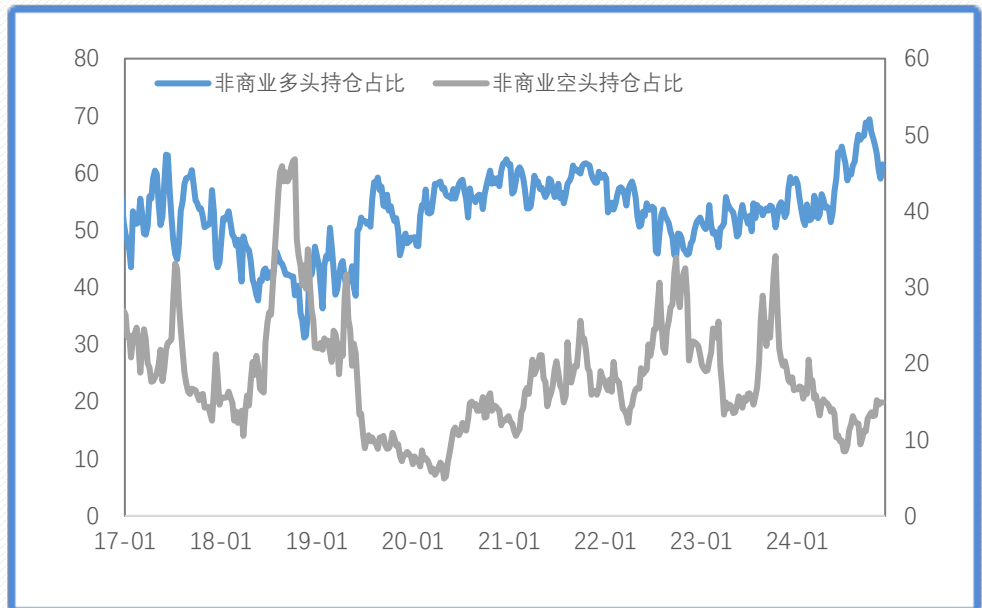
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 0.6 吨至 879 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 90.7 吨至 14710 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38.4 万手, 其中非商业多头持仓减少 6871 手至 30.9 万手, 空头持仓减少 4787 手至 7.5 万手;非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 62%附近, 非商业空头持仓占比持平, 约 14.9%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



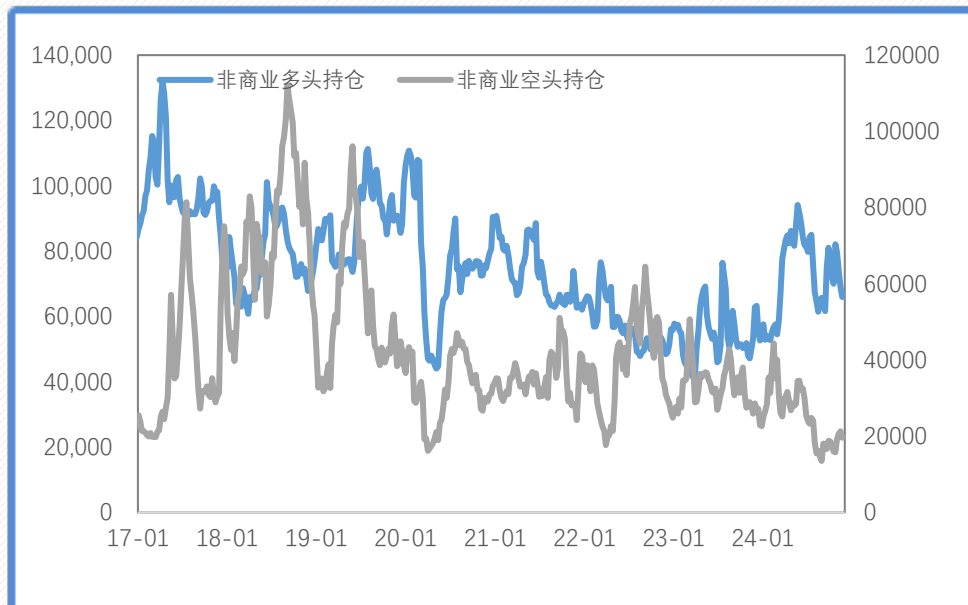
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



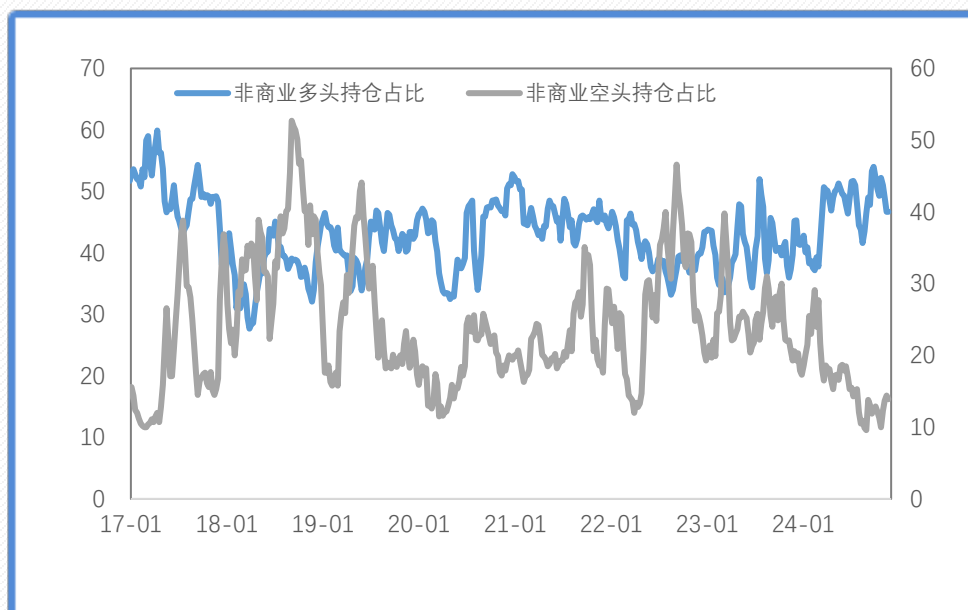
数据来源: Wind

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

11 月国内 PMI 继续回升, 目前已经出现连续 3 个月回升的状态, 价格还未对此充分定价, 预计后续可能会对此有短期的积极定价。市场更为担心的还是关税问题, 上周特朗普已经宣布上任后将对中国所有商品征收 10% 关税, 这为本轮贸易争端拉开了序幕。

短期来看, 美元及利率依然维持高位, 限制金价上方空间, 然而, 地缘危机似乎难以快速结束, 避险需求将对金价产生一定支撑, 同时中长期角度下, 美国潜在的再通胀风险仍有再度推升金价的可能。



关注及风险提示

美国 PMI、职位空缺、ADP 就业人数、非农数据、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。