

# 非农催化降息，金铜表现平静

摘要：上周宏观面的不确定性略有下降，利率进一步回落，美元也维持震荡格局，美国经济仍然呈现出一定的韧性，周五非农数据虽然新增就业数量超出预期，但失业率、全职就业人数的数字表现均不太理想，这反而催生了市场对降息的预期，金铜表现相对较为平静。

## 金属市场周报

2024. 12. 2-2024. 12. 6

### 核心观点

#### 1、上周金铜表现平静

贵金属方面，上周 COMEX 黄金维持震荡，白银小幅反弹；铜价运行重心则略有上移。

#### 2、美元和利率回落未能推升铜价

上周宏观面的不确定性略有下降，利率进一步回落，美元也维持震荡格局，美国经济仍然呈现出一定的韧性，铜价盘中一度有所反弹，但是目前来看上方的阻力仍然存在。市场还是担忧后续关税的情况以及降息的节奏问题，目前来看还是没有有一个相对清晰的主逻辑。

#### 3、非农催生降息，黄金未受提振

上周虽然非农数据公布后催化了降息预期，但是黄金表现平静。黄金在此前创出新高之后暂时陷入宽幅震荡，主要还是因为特朗普上任之后，此前黄金的利多叙事遭遇阶段性逆风，包括特朗普可能整顿财政纪律、结束某个地区的地缘冲突、推加密货币去黄金化等。

## （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。上周宏观面的不确定性略有下降，利率进一步回落，美元也维持震荡格局，美国经济仍然呈现出一定的韧性，铜价盘中一度有所反弹，但是目前来看上方的阻力仍然存在。市场还是担忧后续关税的情况以及降息的节奏问题，目前来看还是没有有一个相对清晰的主逻辑。

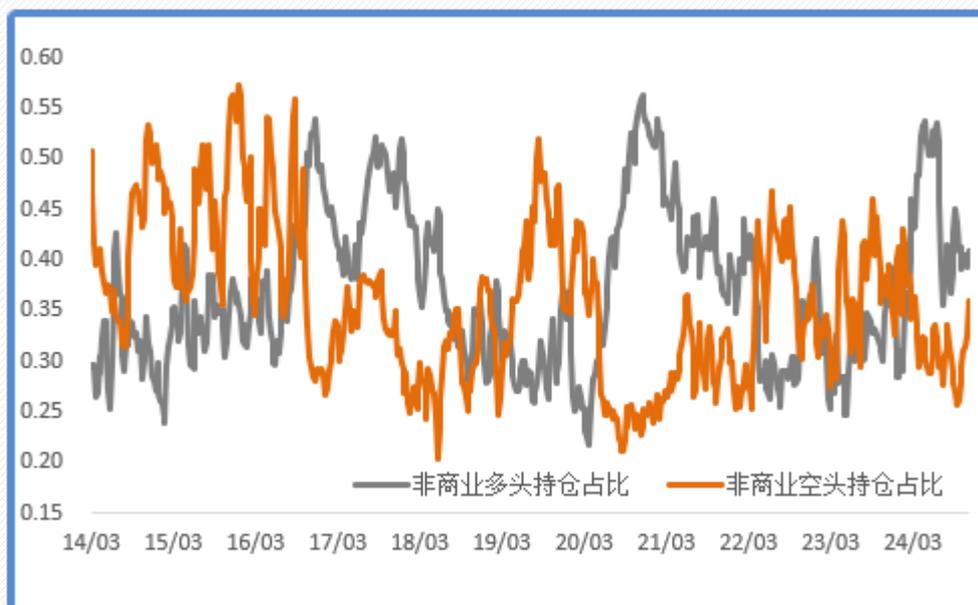
上周 SHFE 铜价震荡回升，价格中枢小幅反弹。上周国内 PMI 等数据表现尚可，但铜价的买盘可能更多基于基本面的推动。一方面近期废铜供应紧张，因为担忧特朗普对美国废铜征收出口关税，国内进口企业已经暂时暂停从美国进口废铜；另一方面明年铜精矿长单 TC 为 21.5 美金，对冶炼厂而言减产的压力不小，供应端的问题可能仍将为价格提供支撑。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。上周 COMEX 库存再次出现超过千吨级别的交仓，目前库存已经超过 9 万吨水平，预计临近年底仍将有交仓。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

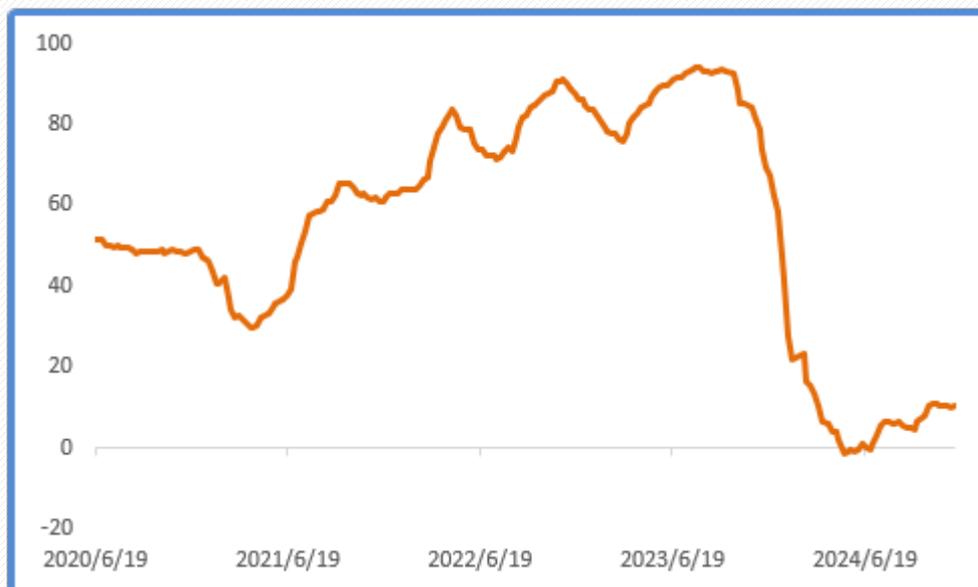


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

节前铜精矿 TC 周指数为 11.1 美元/干吨，较上周跌 0.2 美元/干吨。铜精矿现货市场较为冷清，现货市场活跃度较低，市场交易有限，铜精矿现货市场 TC 价格走低，供应端暂无特别的利好消息影响，需求端华中某冶炼厂预计月中投产，长单谈判有重大突破 Antofagasta 与江西铜业就 2025 年铜精矿加工费（TC/RCs）经核实双方同意的加工费为每吨 21.25 美元，每磅 2.125 美分，长单谈判还在持续跟进中。

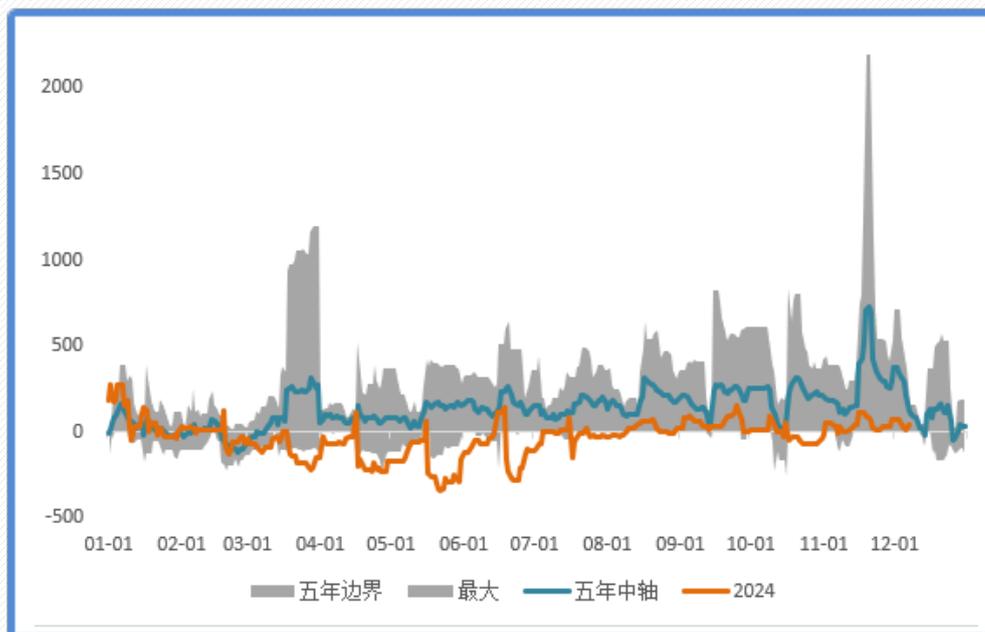
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价偏强震荡运行，下游入市接货情绪有所观望，采购需求难有明显增量，且由于周内非注册货源到货有所减少，下游加工企业高价采购主流平水铜品牌意愿有限，叠加新增订单表现下滑，因此市场需求表现一般。临近交割，料国产品牌货源到货依旧有限，虽进口铜仍存增量，但考虑到目前沪粤升水价差出现套利空间，预计部分货源将转移至华南市场，因此现货升水下方空间有限。但目前下游加工企业订单较为一般，市场消费或将难有明显增量，升水上涨压力仍存，因此下周现货升水或区间运行于升 0~升 50 元/吨附近。

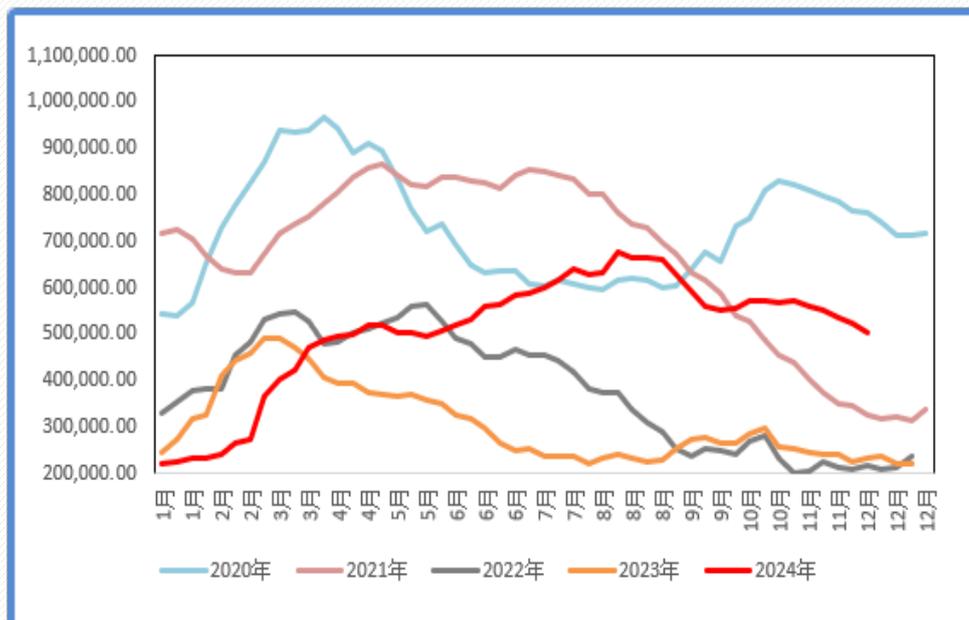
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 12.39 万吨，较 28 日降 1.02 万吨，较 2 日降 1.60 万吨；本周上海市场社会库存继续表现大幅下降，主因下游加工企业逢低采购，虽进口铜仍有所到货，但国产品牌货源到货依旧较少，部分仓库出库较好；后续来看，下周进口铜仍有增量，但沪粤升水价差拉大，料部分货源将转移至华南市场，且消费提升空间预计有限，库存或小幅增加。

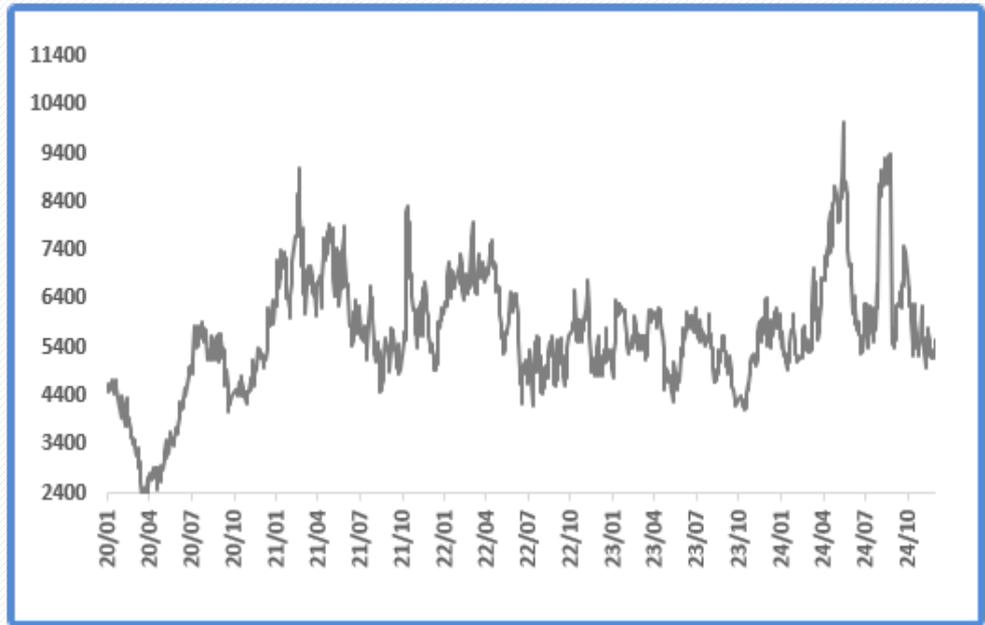
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费多数下跌，广东市场受原料影响环比上涨；精铜杆企业订单环比继续下降，但提货表现有所增长；再生铜杆成交一般，市场多为贸易商采购；精废杆价差、对期铜倒扣贴水继续扩大。随着时间进入 12 月，企业的重心逐步向回收应收账款上，因此后续的生产积极性普遍不高。精铜杆市场目前逐步降温，加之此前生产多为满产，预计后续企业检修维护的数量将有所增加，产销表现预期有所下降。再生铜杆端目前生产平淡，考虑到近期贸易商采购居多，要关注后续订单交付和原料采购的情况，预计再生铜杆企业后续挺价的心态依然存在。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价窄幅震荡，银价略有反弹。黄金在此前创出新高之后暂时陷入宽幅震荡，主要还是因为特朗普上任之后，此前黄金的利多叙事遭遇阶段性逆风，包括特朗普可能整顿财政纪律、结束某个地区的地缘冲突、推加密货币去黄金化等。

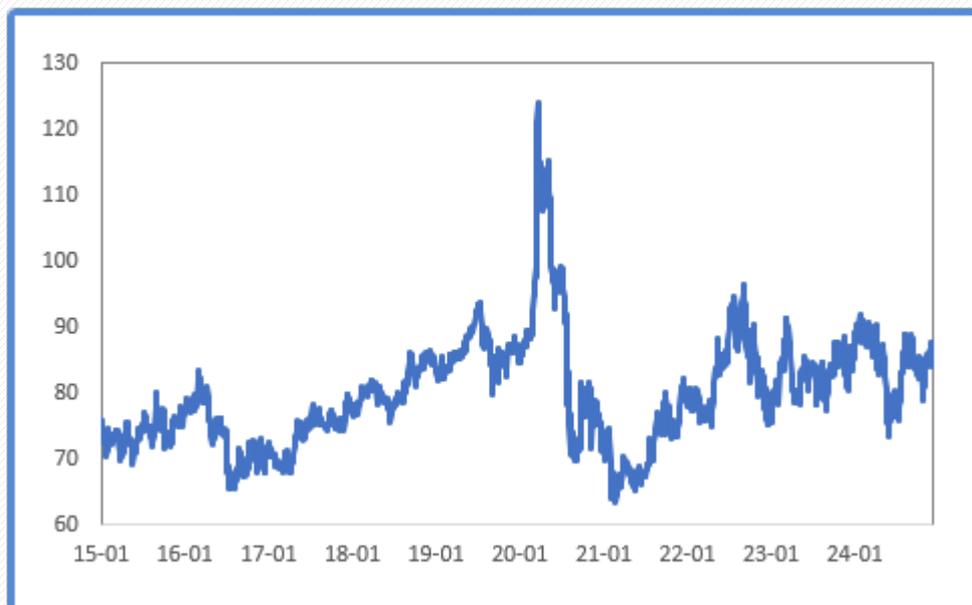
贵金属价格监控

2024/12/6	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2632.0	2636.4	-0.2%
COMEX 白银	31.4	30.1	4.3%
伦敦金现	2640.2	2641.9	-0.1%
伦敦银现	31.3	30.1	4.3%
SHFE 黄金	617.3	611.7	0.9%
SHFE 白银	7799.0	7504.0	3.9%
上金所黄金 T+D	615.9	611.1	0.8%
上金所白银 T+D	7801.0	7494.0	4.1%

## （二） 比价与波动率

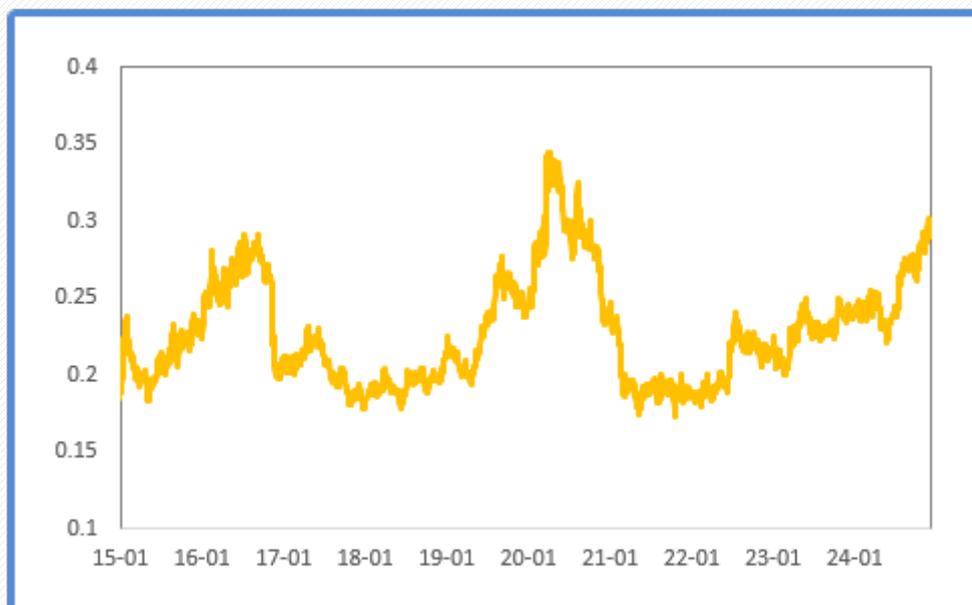
上周，白银反弹幅度强于黄金，金银比震荡回落；铜价略有反弹，金铜比震荡下行；原油价格窄幅震荡，金油比基本持平。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



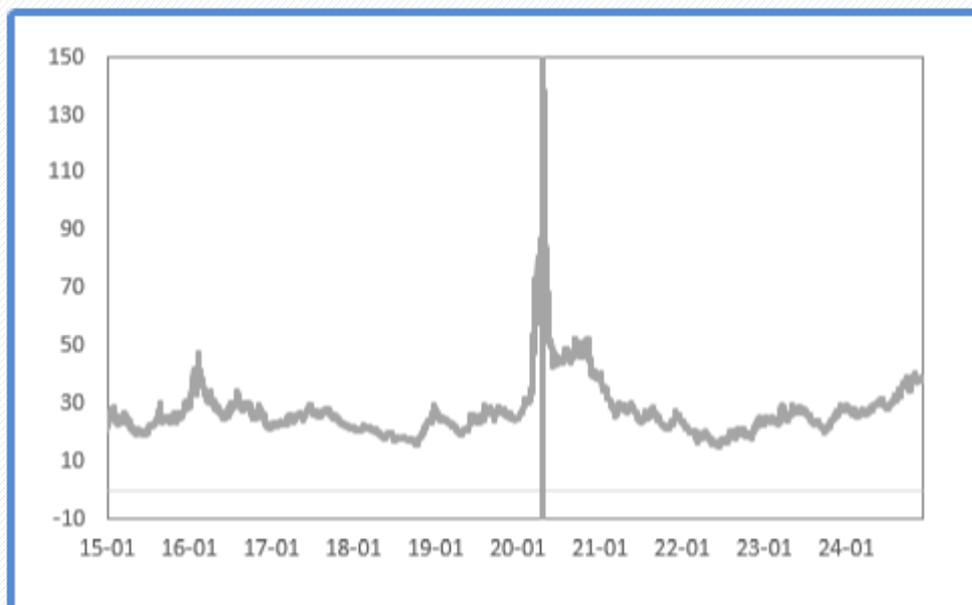
数据来源: Wind

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 延续回落，市场对黄金的热度有所下降。

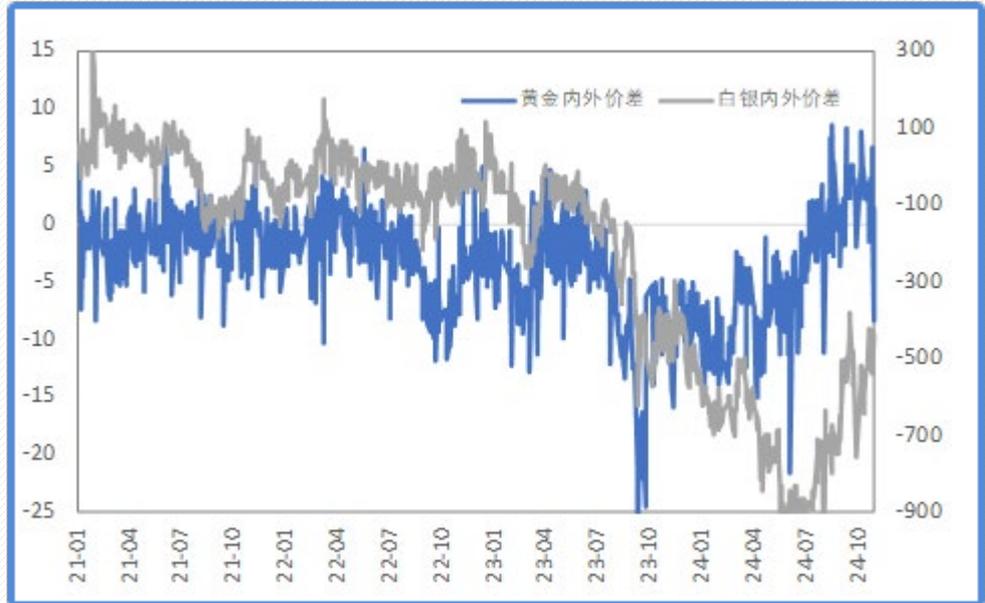
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

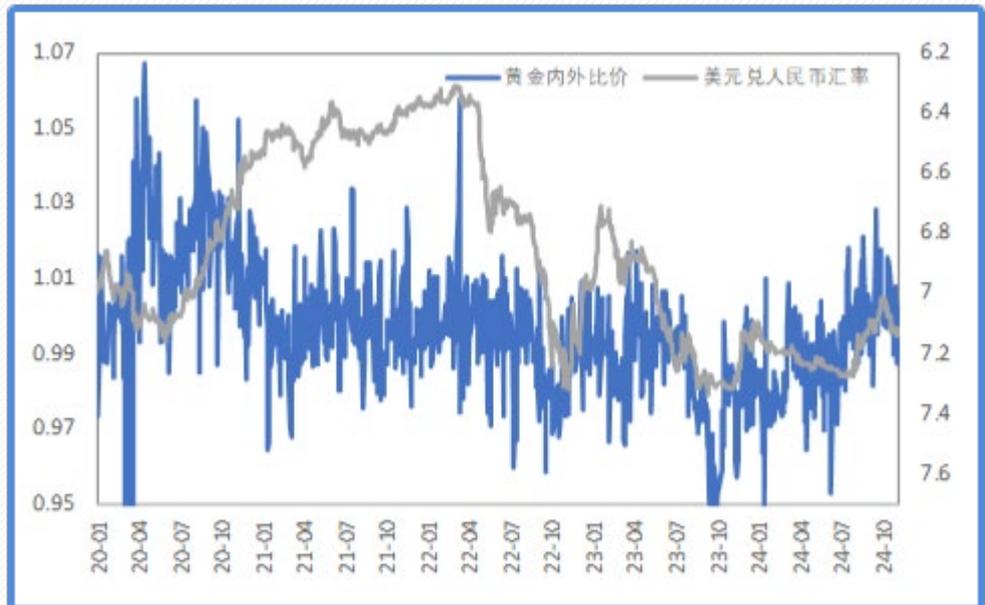
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

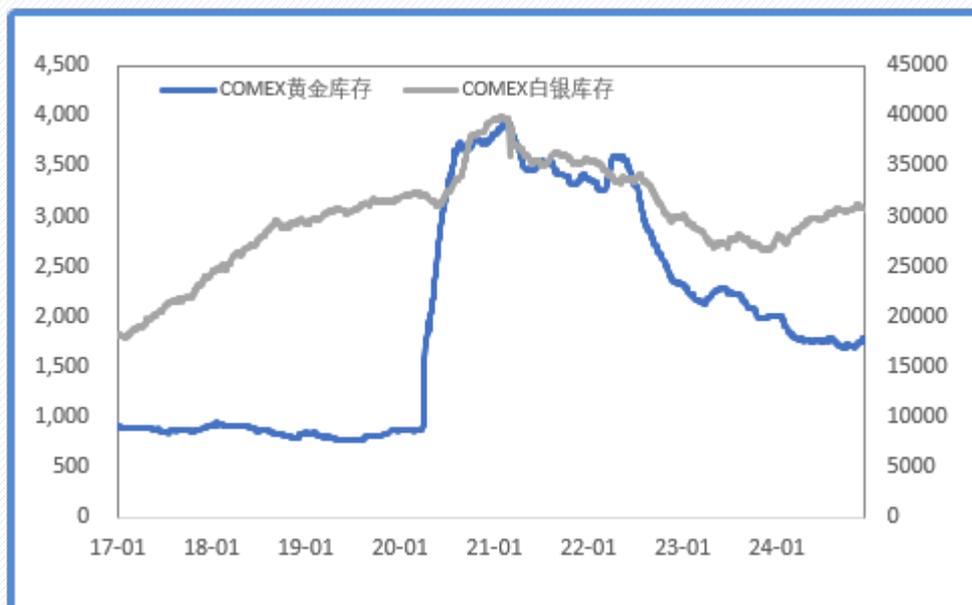


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

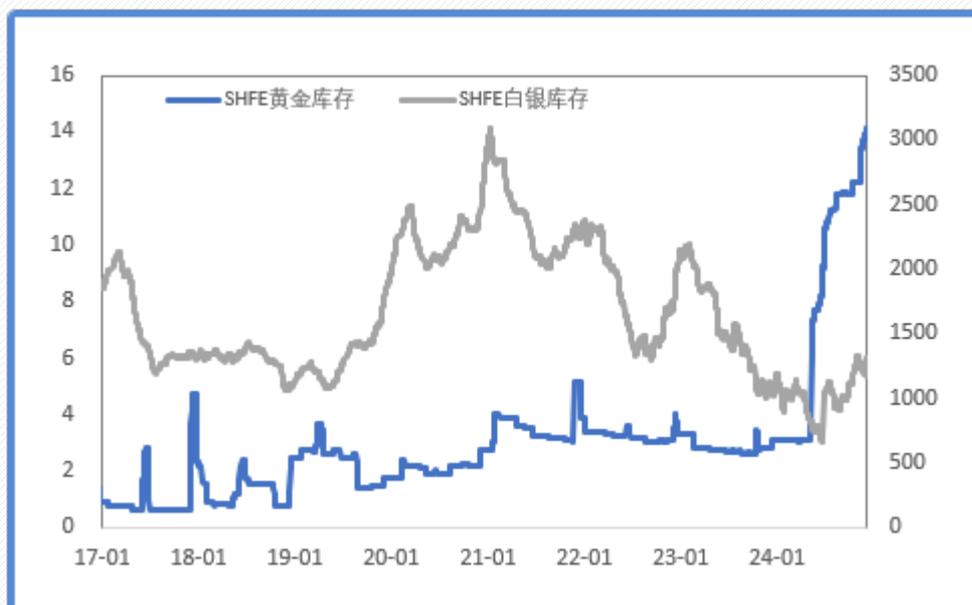
库存方面，上周各交易所库存表现不一。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

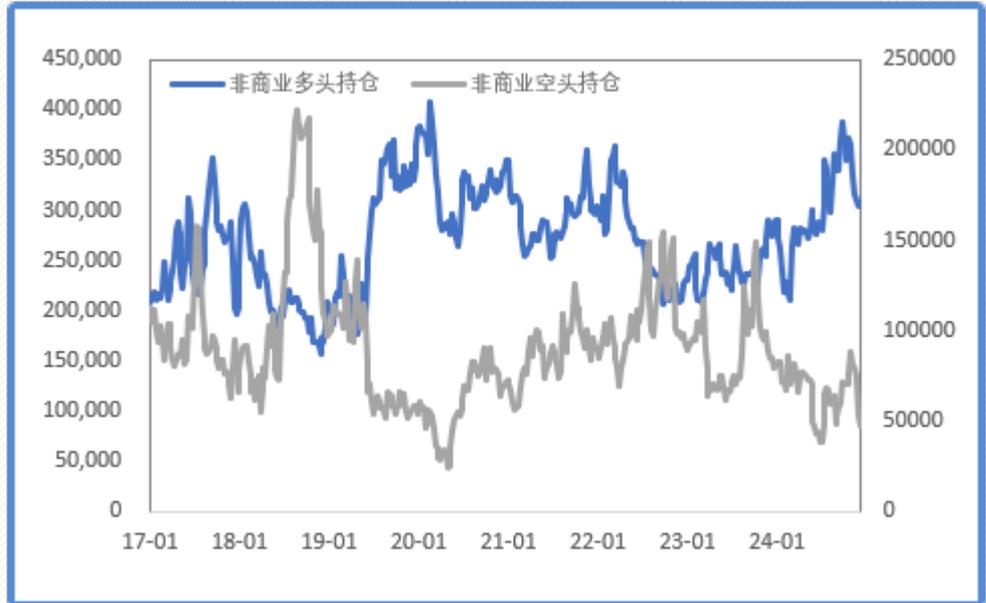
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

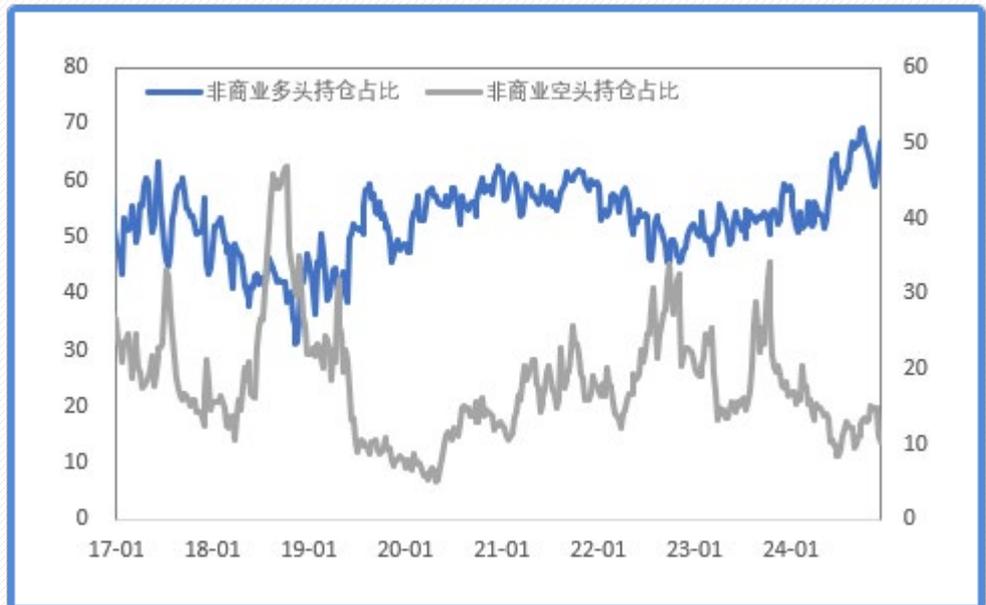
持仓方面, 整体而言 COMEX 市场上投机多头依然处于流出的状态。

图 14: COMEX 黄金持仓



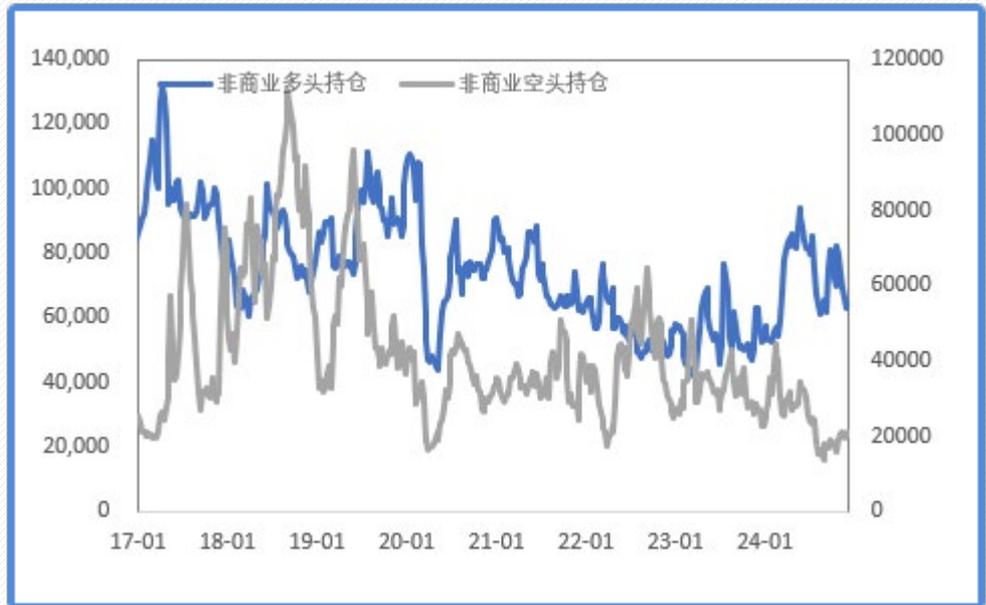
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



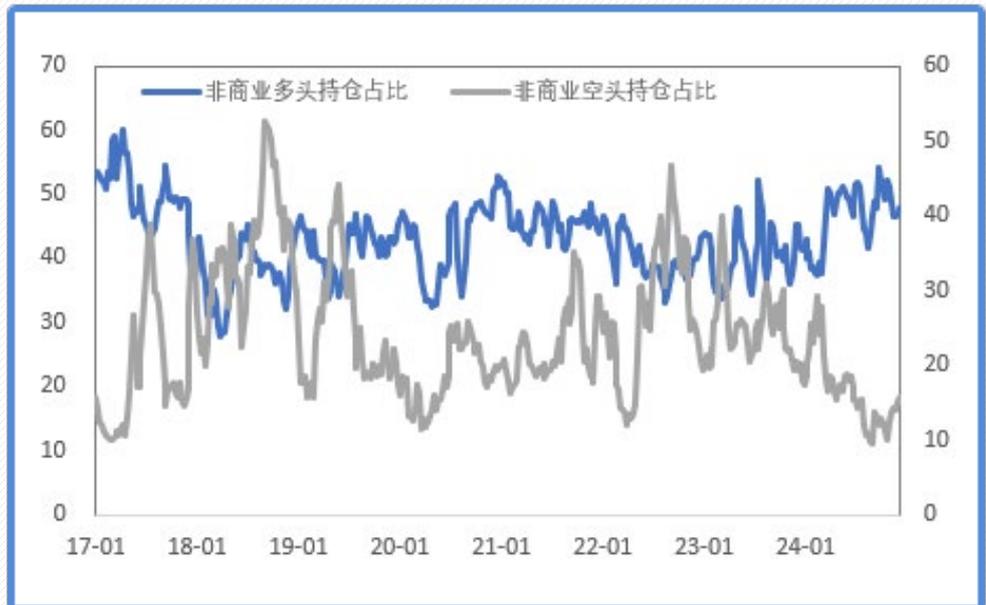
数据来源: Wind

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 PMI 等数据表现尚可，但铜价的买盘可能更多基于基本面的推动。一方面近期废铜供应紧张，因为担忧特朗普对美国废铜征收出口关税，国内进口企业已经暂时暂停从美国进口废铜；另一方面明年铜精矿长单 TC 为 21.5 美金，对冶炼厂而言减产的压力不小，供应端的问题可能仍将为价格提供支撑。

黄金在此前创出新高之后暂时陷入宽幅震荡，主要还是因为特朗普上任之后，此前黄金的利多叙事遭遇阶段性逆风，包括特朗普可能整顿财政

纪律、结束某个地区的地缘冲突、推加密货币去黄金化等。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

特朗普政策落地、降息路径变化。

#### 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。