

市场提前定价？金铜强势上涨换锚前行！

摘要：目前金铜已经脱离了此前的锚：降息预期。即便目前全年降息预期处于低位甚至还有进一步被压缩的空间，但是金铜仍然保持强势，这背后是市场的主要逻辑已经从降息切换到了经济增长，市场更加关注的是美国补库周期的开启，甚至是通胀风险的回升，因此提前进行定价。

金属市场周报

2024. 4. 1-2024. 4. 5

核心观点

1、上周金铜价格大幅上涨。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 4.18%，白银上涨 9.96%；沪金 2406 合约上涨 1.92%，沪银 2406 合约上涨 4.95%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+5.71%、+2.0%。

2、铜价脱离此前的锚。

目前铜价已经脱离了此前的锚：降息预期。即便目前全年降息预期处于低位甚至还有进一步被压缩的空间，但是铜价仍然保持强势，这背后是市场的主要逻辑已经从降息切换到了经济增长，市场更加关注的是美国补库周期的开启，甚至是通胀风险的回升，因此提前在铜上进行定价。

3、贵金属涨势强劲，白银涨幅超越黄金。

本周金银延续涨势，周内美国公布的经济数据中，除非制造业 PMI 有所回落外，制造业 PMI 及非农数据的超预期表现突显美国经济韧性仍存，但市场并未就此交易降息预期后移，而是配合避险需求，再度推升贵金属价格。当前市场对降息的预期维持在 6 月，但同时认为不降息的概率持续上升，非农数据的强劲仍然是联储考量降息路径的隐患，短期内，贵金属价格的强势或存在情绪助推，谨防更多数据超预期而出现回调风险。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价再度上行，市场情绪依然亢奋。目前铜价已经脱离了此前的锚：降息预期。即便目前全年降息预期处于低位甚至还有进一步被压缩的空间，但是铜价仍然保持强势，这背后是市场的主要逻辑已经从降息切换到了经济增长，市场更加关注的是美国补库周期的开启，甚至是通胀风险的回升，因此提前在铜上进行定价。

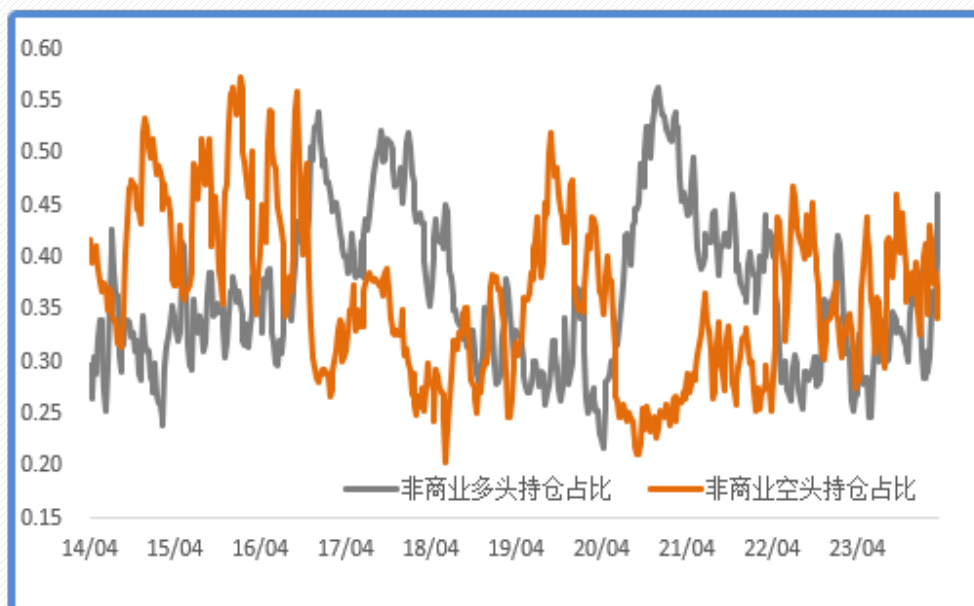
上周 SHFE 铜价显著上涨，来到 74000 元/吨附近。单从基本面的角度而言，4 月是比较关键的月份，供应端要兑现冶炼厂减产，需求端要兑现库存的去化。如果需求的确在 4 月份开始去化，铜价上方可能仍有一定空间，反之可能承担一定的压力。当然，目前多头的故事仍然没有讲完，在验证的时点真实到来之前，价格仍将遵循当前的趋势运行。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线较此前向上位移，整体仍然维持 contango 结构。上周 COMEX 铜库存连续去化，但是月差的反映并不强烈，这与此前曾经出现过的场景类似。本质上还是对当下现货端没有太大的信心。不过本次的情况可能不同，因为正处于美国补库周期启动之际，需求回升的概率较大，因此可以考虑慢慢布局 borrow 头寸。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，到 8 月前仍然是 contango 结构，8 月之后略有 back，但是月差也很小，整个曲线的远端已经比较平坦。从库存来讲，虽然节前去库，但不能排除有假期集中拿货的可能，持续性仍然有待观察，如果 4 月仍然不能有效去库，叠加这么高的价格，不排除沪铜全曲线变为 contango 结构。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比明显快速回升，价格的上涨也与这一情况相吻合，但是目前该占比已经回到了较高水平，短时间内继续上升的空间有限，需要考虑价格可能出现的回落。

图 1：CFTC 基金净持仓

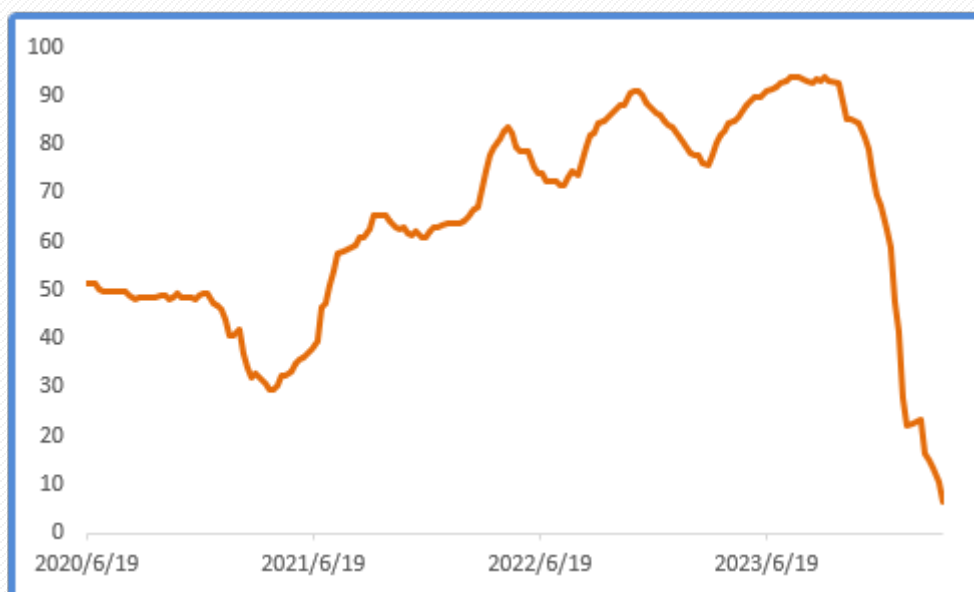


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 8.4 美元/干吨，较上周减少 3.2 美元/干吨。铜精矿现货 TC 快速下探，主要由于 Escondida 对冶炼厂的招标跌至 3 美元/干吨，迅速拉低贸易商的报盘和可成交。同时，贸易商对矿山竞标加工费跌至负数。本周，CSPT 召开季度会议，但未设铜精矿现货指导价。市场参与者多等待新一轮冶炼厂运营计划的调整。

图 2：铜精矿加工费

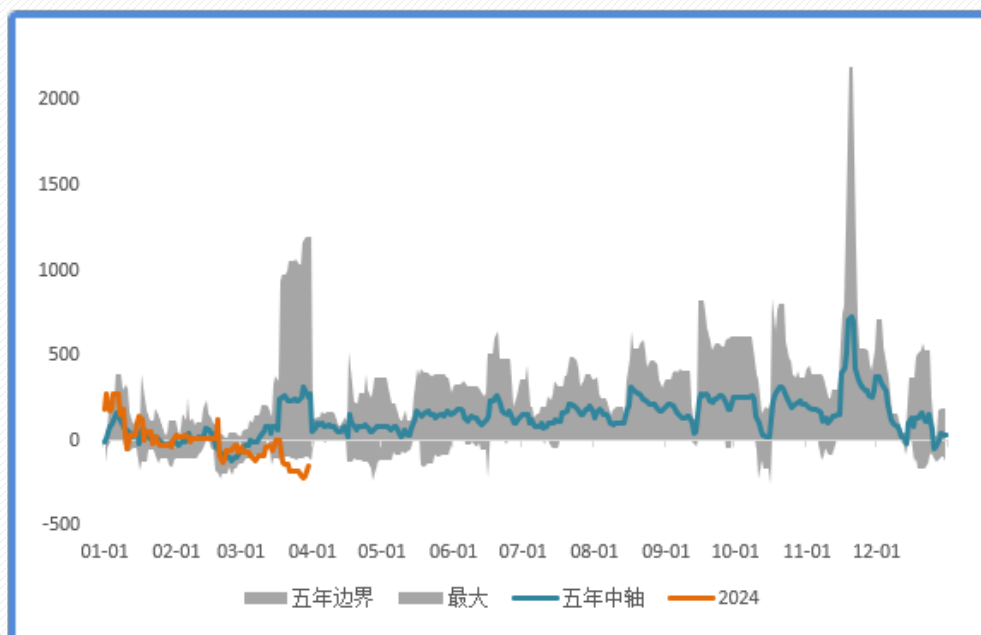


数据来源：SMM

现货方面，周内铜价先抑后扬，期间一度走跌至 72000 元/吨下方，市场

反馈下游点价有所增加，但随着铜价再度止跌上涨，加之临近月末，受制于资金成本等因素，市场消费难有明显好转，日内仍多以逢低刚需接货为主。临近清明小长假，料下游存在一定备货动作，且 Contango 结构月差维持 100 元/吨以上窄幅震荡，部分可注册仓单低价货源仍将备受贸易商青睐，因此预计持货商继续大贴水出货意愿不高，现货升水仍将有所上升。

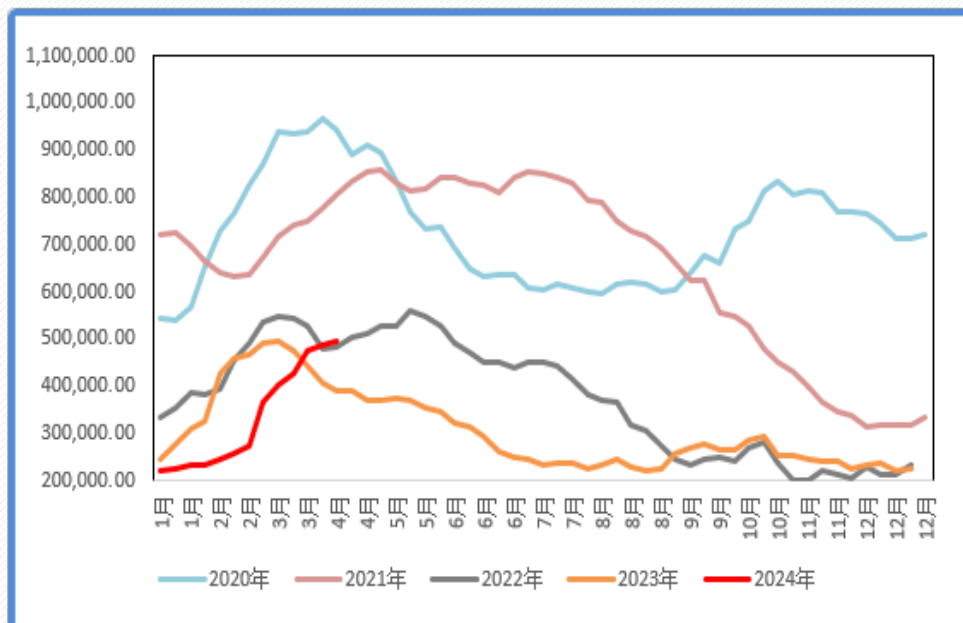
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 38.14 万吨，较 21 日降 0.14 万吨，较 25 日增 0.24 万吨；本周上海市场止跌回升，周内市场进口铜到货流入，加之临近月末，下游接货需求难有明显上升，库存因此增加。广东市场库存小幅下降，主因市场到货不多，且消费也有限，仓库出库入库基本持平。保税区库存，本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 6.45 万吨，较 21 日增 0.33 万吨，较 25 日增 0.26 万吨；保税区库存继续增加，主因部分炼厂出口货源到货入库，库存延续累库。

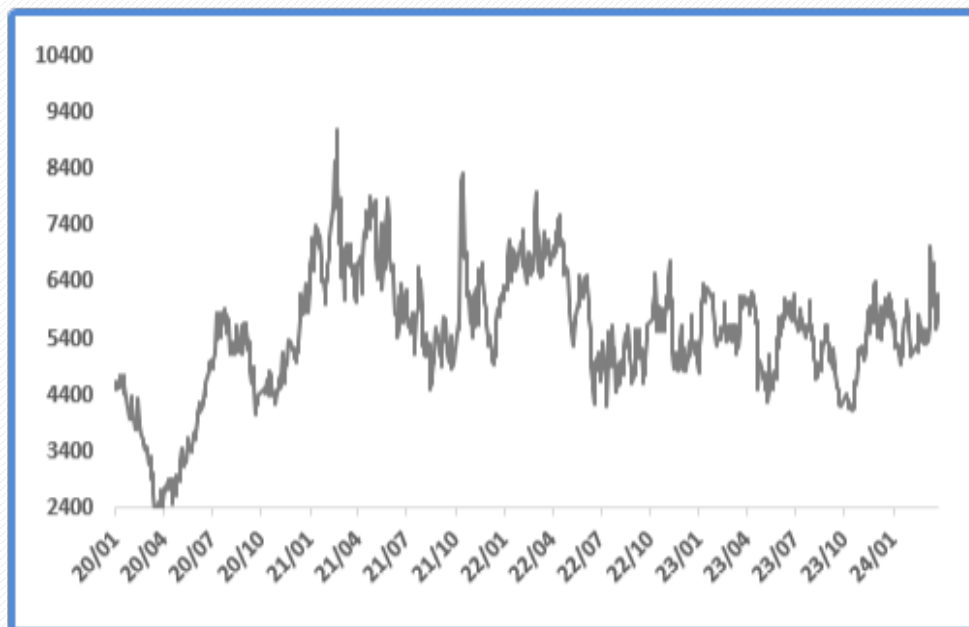
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费普遍上涨，其中仅广东市场国产竖炉品牌小有跌幅；精铜杆市场加工费普遍上涨，企业长单交付为主；下游需求难见进一步提升，部分再生铜杆企业成品逐渐累库；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度环比小幅收缩。铜杆市场预计仍以平淡交易为主，现阶段市场缺乏明显刺激消费的亮点，若短期内若铜价依旧保持相对高位，市场还可能进一步出现企业间歇性停产检修情况；由于目前下游客户的实际提货进度依旧偏慢，因此下周市场主要活动依旧围绕交付前期订单以及长单客户订单。而再生铜杆端原料采购价格较高预计将对再生铜杆厂家造成较大的影响，后期原料供应的及时性或有一定限制。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体大幅上涨，金价于周五再创新高，白银涨势强于黄金，COMEX 金银整体于 2249-2350 美元/盎司、24.8-27.7 美元/盎司区间内运行。本周金银延续涨势，周内美国公布的经济数据中，除非制造业 PMI 有所回落外，制造业 PMI 及非农数据的超预期表现突显美国经济韧性仍存，但市场并未就此交易降息预期后移，而是配合避险需求，再度推升贵金属价格。

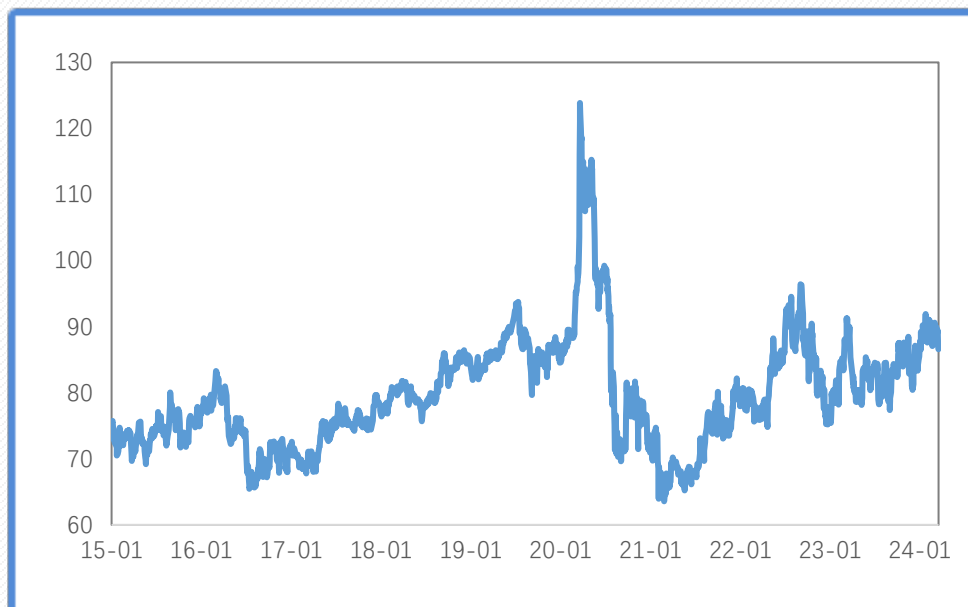
贵金属价格监控

2024/4/5	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2328.0	2234.1	4.2%
COMEX 白银	27.4	24.8	10.4%
伦敦金现	2298.6	2214.4	3.8%
伦敦银现	26.8	24.5	9.1%
SHFE 黄金	541.1	528.6	2.3%
SHFE 白银	6784.0	6543.0	3.7%
上金所黄金 T+D	537.7	529.5	1.6%
上金所白银 T+D	6739.0	6454.0	4.4%

（二） 比价与波动率

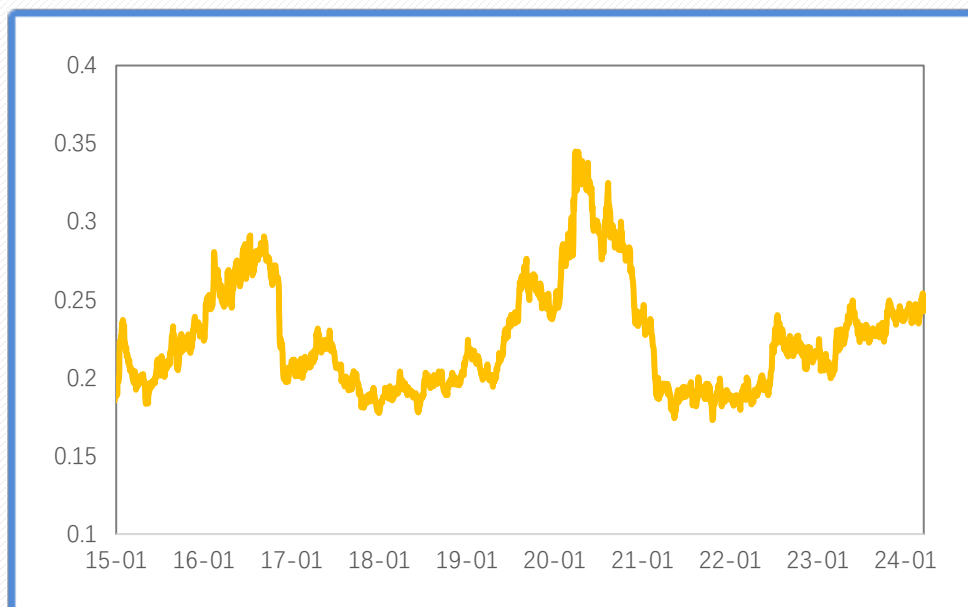
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比快速回落；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格持续上涨，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



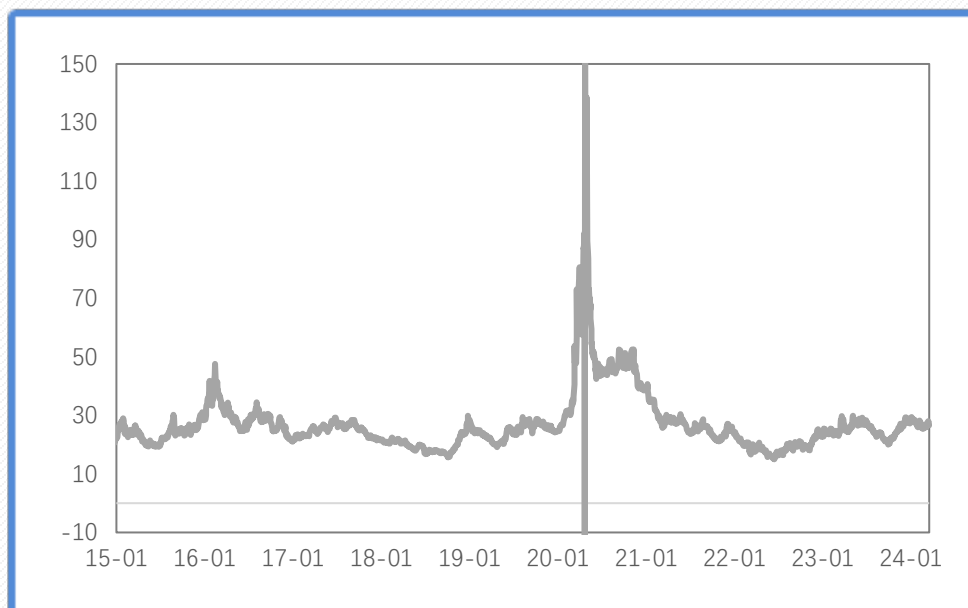
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

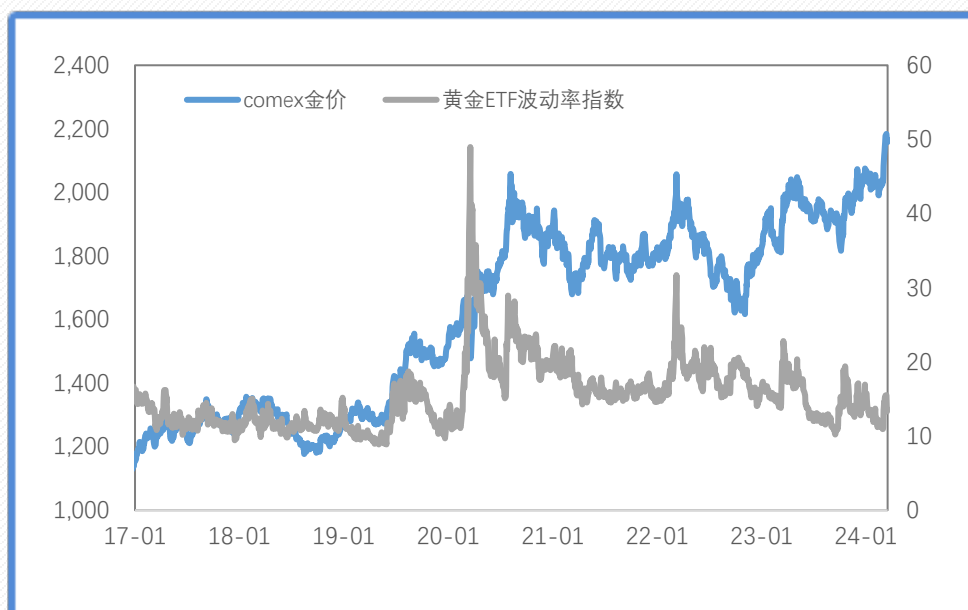
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于低位再度上冲，受到降息预期及避险因素的影响，金价波动率再度上升。

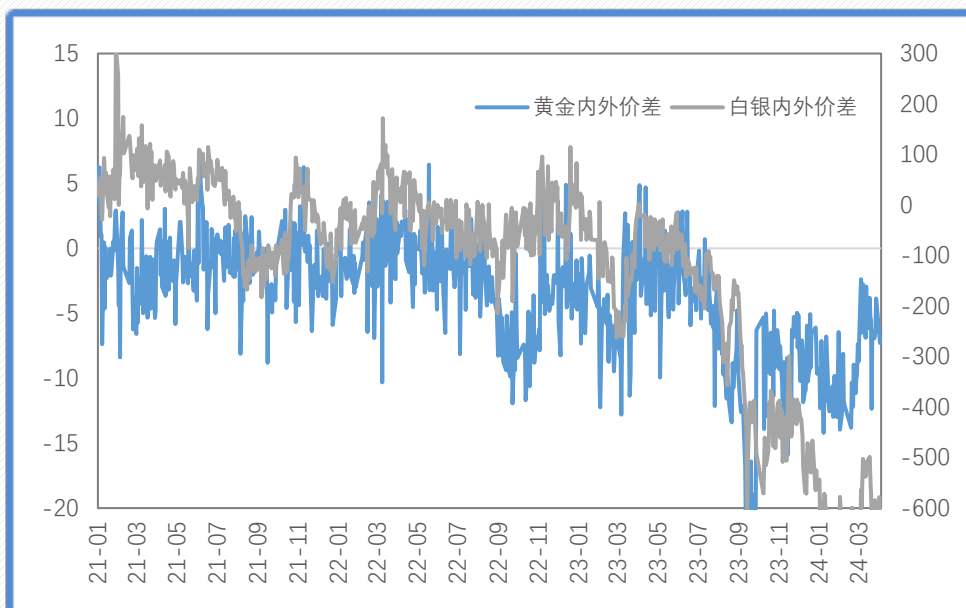
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

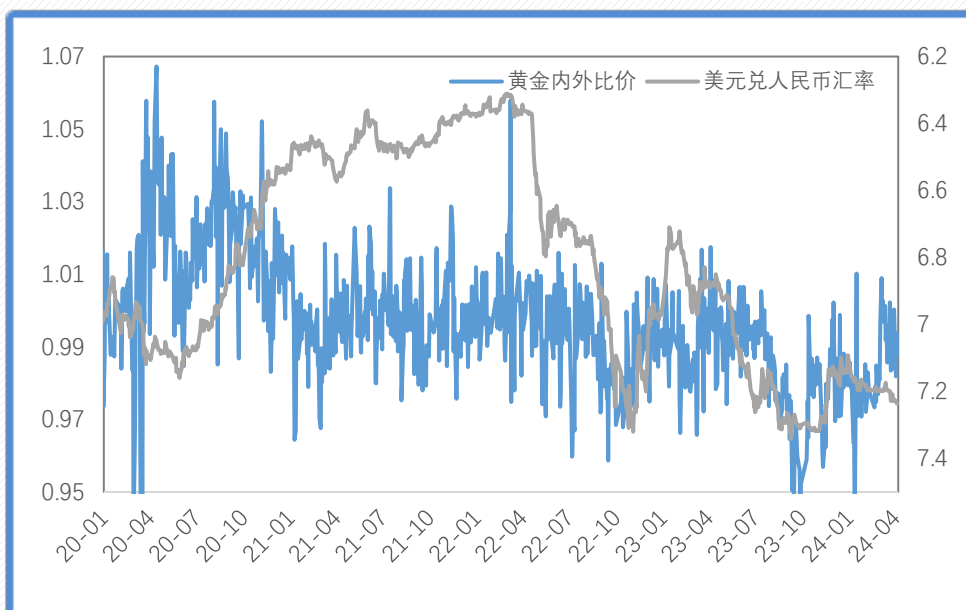
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差小幅回落；黄金与白银内外比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

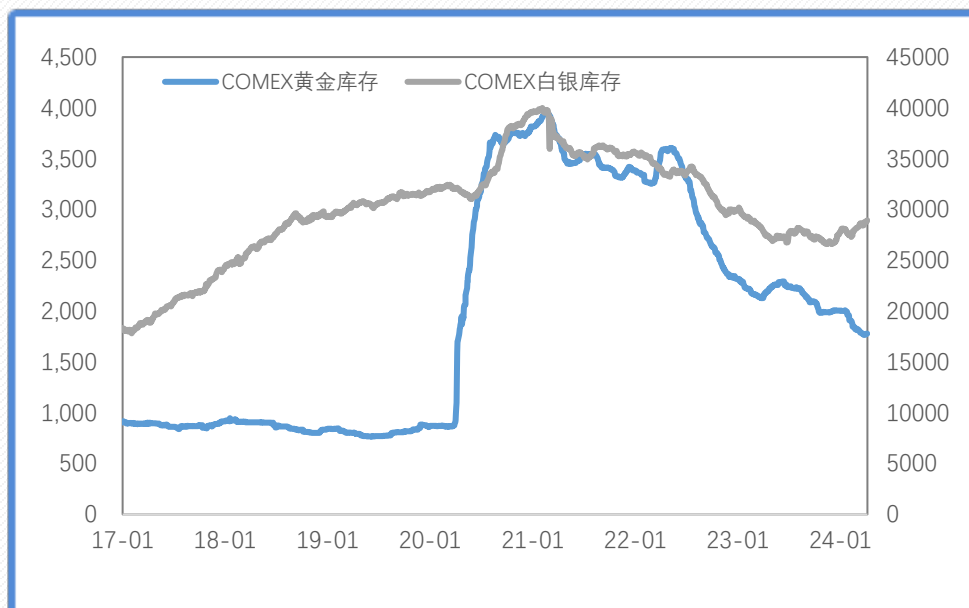


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

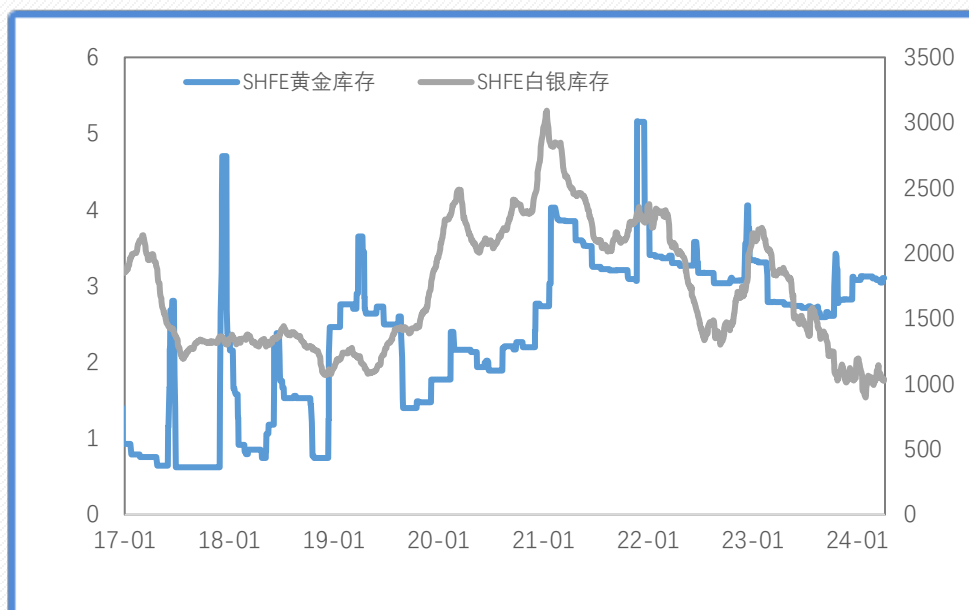
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1777.9 万盎司，环比增加约 12.5 万盎司，COMEX 白银库存约为 28951.5 万盎司，环比增加约 178 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.11 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 1036.3 吨，环比增加约 2.8 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

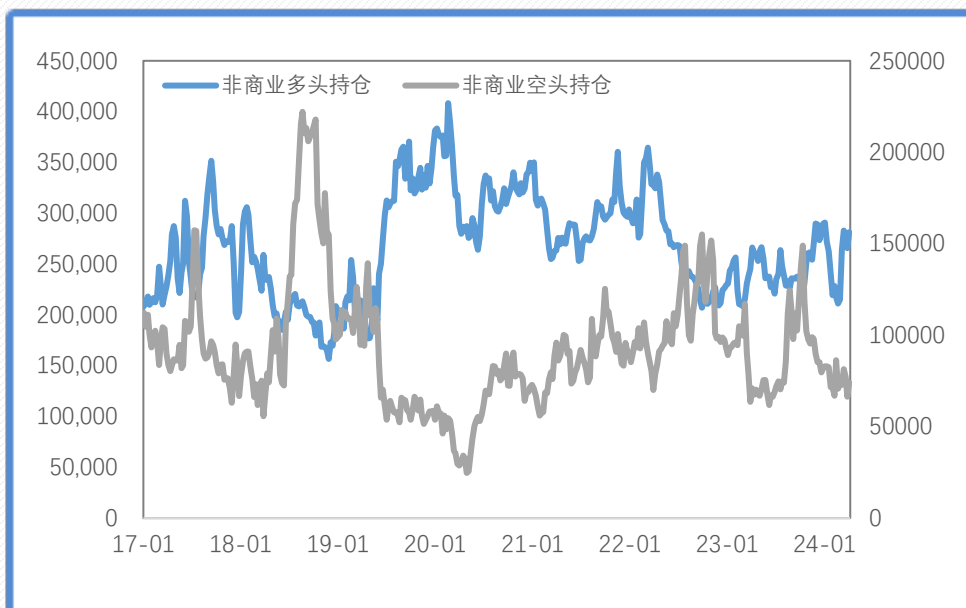
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

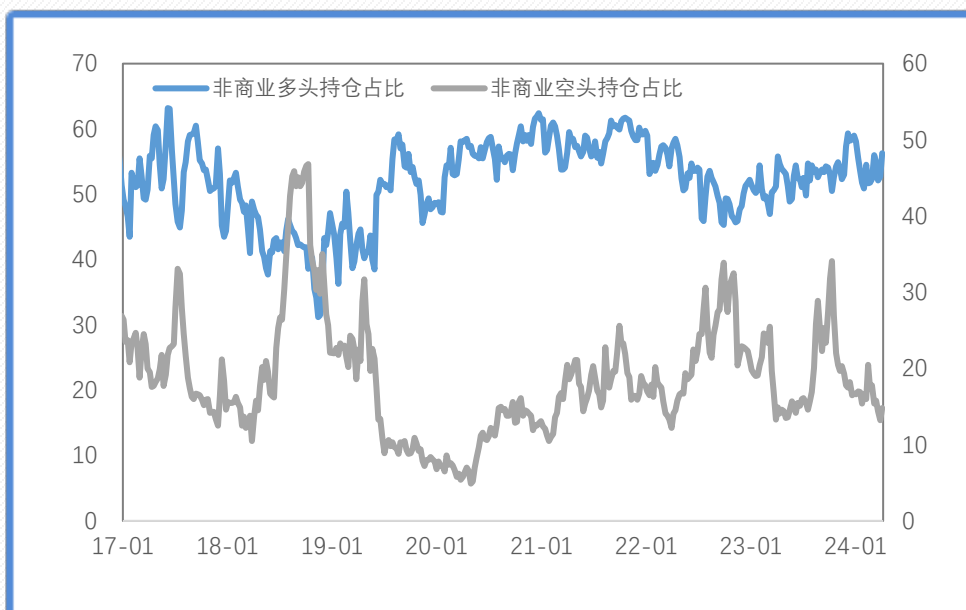
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 3.7 吨至 826 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 538 吨至 13728 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.6 万手, 其中非商业净多持仓增加 15752 手至 28.1 万手, 空头持仓增加 7796 手至 7.4 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 56.3% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 14.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



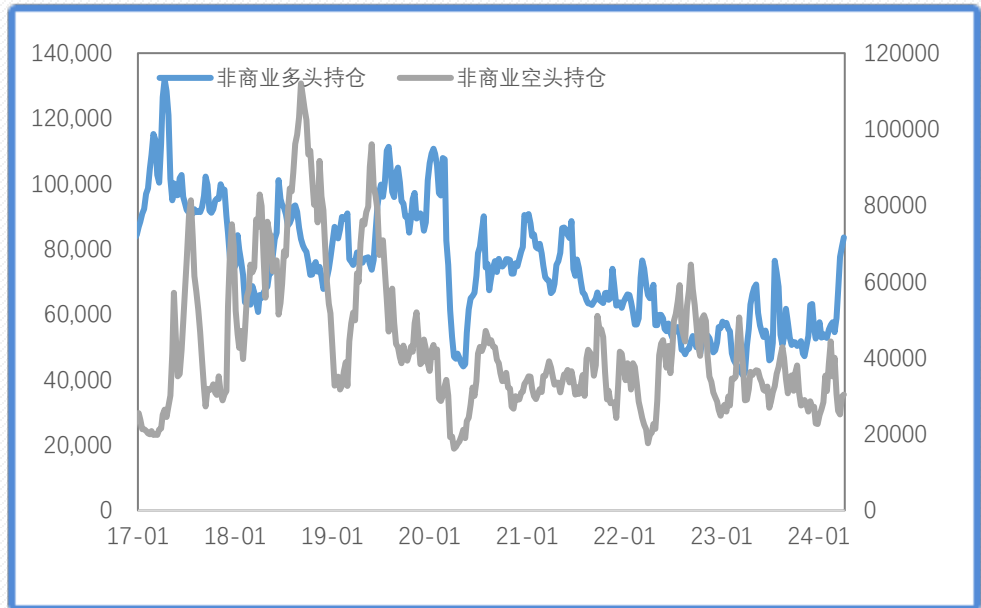
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



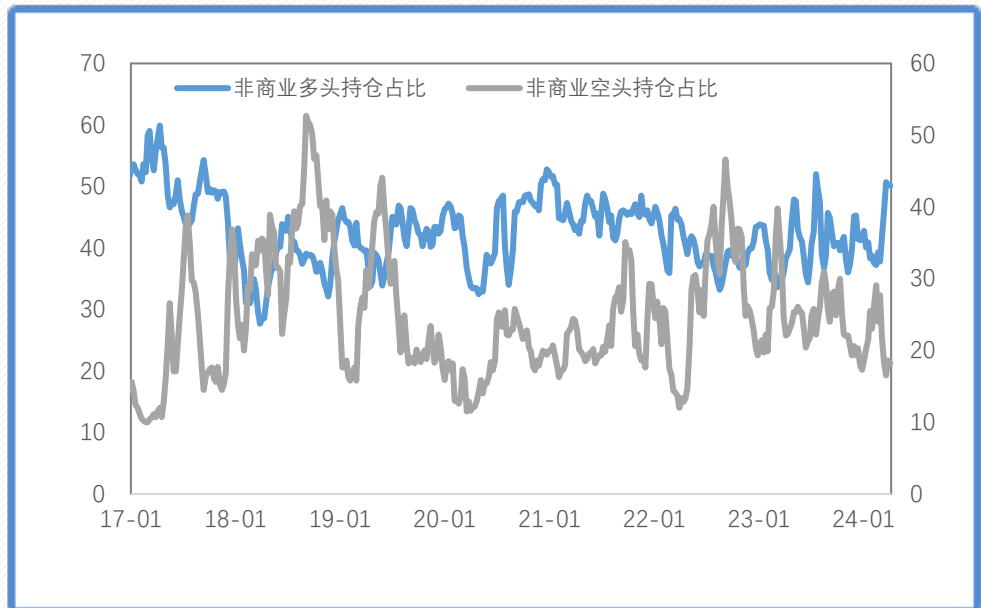
数据来源: Wind

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

单从基本面的角度而言，4 月是比较关键的月份，供应端要兑现冶炼厂减产，需求端要兑现库存的去化。如果需求的确在 4 月份开始去化，铜价上方可能仍有一定空间，反之可能承担一定的压力。当然，目前多头的故事仍然没有讲完，在验证的时点真实到来之前，价格仍将遵循当前的趋势运行。

当前市场对降息的预期维持在 6 月，但同时认为不降息的概率持续上升，非农数据的强劲仍然是联储考量降息路径的隐患，短期内，贵金属价格

的强势或存在情绪助推，谨防更多数据超预期而出现回调风险。

关注及风险提示

美国 CPI、PPI、通胀预期、欧洲 CPI 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。