

# 无惧鹰派表态，金铜强势迈向下一个高点

摘要：上周联储官员表态普遍偏鹰，几乎抹去了今年降息的可能性，但并未让金铜转向。正如我们此前周报中所指出，金铜已经抛弃了利率的锚，目前市场情绪极度亢奋，除非一些标志性的事件发生，否则很难完全扭转金铜的强势。

## 金属市场周报

2024. 4. 15-2024. 4. 19

### 核心观点

#### 1、上周金价高位盘整，铜价持续上涨。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 1.97%，白银上涨 2.77 %；沪金 2406 合约下跌 0.39%，沪银 2406 合约下跌 0.72%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+4.1%、+3.2%。

#### 2、铜价无惧鹰派表态继续上行。

虽然上周联储官员表态普遍偏鹰，几乎抹去了今年降息的可能性，但这对于铜价的上涨几乎毫无影响。正如我们此前周报中所指出，铜价已经抛弃了利率的锚，目前市场情绪极度亢奋，本周铜矿干扰事件再度袭来，助推了市场本就亢奋的情绪，除非一些标志性的事件发生，否则很难完全扭转铜价的强势。

#### 3、避险需求支撑贵金属价格。

上周多位联储官员鹰派表态，年内降息概率骤降，但贵金属价格并未因此得以抑制。高利率所暗含的金融系统风险不断增加，同时近期中东局势持续升级，贵金属的避险属性使其价格维持强势。短期内，贵金属价格或将于高位运行，但当前金价的快速拉升使得追高风险增加。

## （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价再度上扬，突破 4.5 美元/磅关口。虽然上周联储官员表态普遍偏鹰，几乎抹去了今年降息的可能性，但这对于铜价的上涨几乎毫无影响。正如我们此前周报中所指出，铜价已经抛弃了利率的锚，目前市场情绪极度亢奋，本周铜矿干扰事件再度袭来，助推了市场本就亢奋的情绪，除非一些标志性的事件发生，否则很难完全扭转铜价的强势。

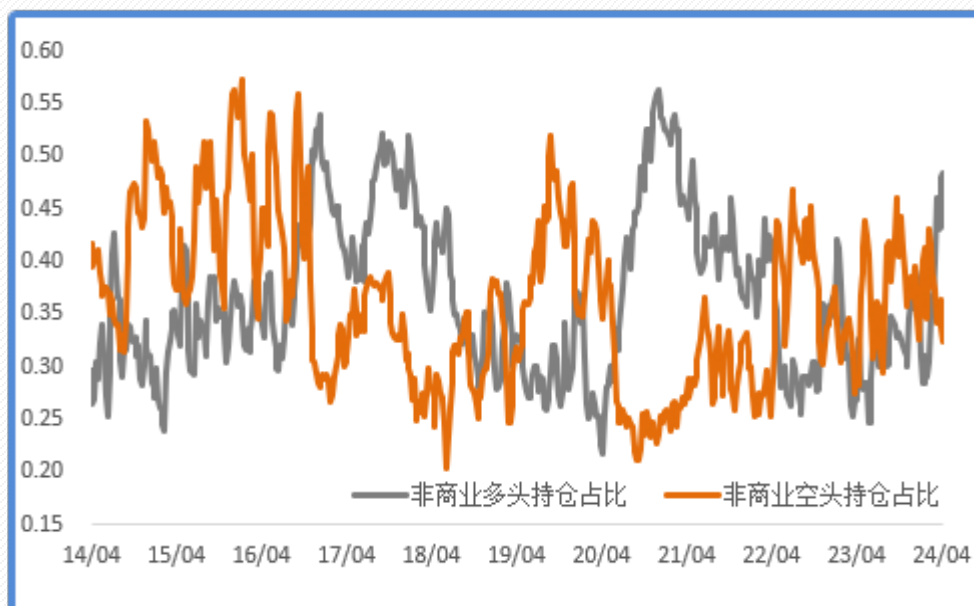
上周 SHFE 铜价大幅上行，突破 80000 元/吨关口。虽然目前国内精炼铜消费体感欠佳，但丝毫不影响市场做多的热情。上周国内专项债加速发行给予了市场新的买入热情，虽然当期的消费欠佳，但是由于基建的潜在加速，后续消费仍然有较大的可能回升。目前基本面完全不是铜价的锚，宏观数据的重要性在回升，在 5 月初公布 4 月的 PMI 之前，跟随趋势仍然是一个性价比相对更高的选择。

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 铜库存再度去化，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。目前来看，如果联储今年降息次数下降，美国消费仍然面临挑战，曲线维持 contango 的概率较大。不过如果后期铜价回落，或许可以对月差有一定提振。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，目前曲线的高点已经推迟到 10 月，目前来看，但凡价格继续处于高位，且库存二季度都去化缓慢，可能将变为全曲线的 contango 结构。从库存来讲，在清明节的节日效应之后，库存重新回到累积状态，价格不下跌，可能很难看到库存的真正去化。

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，目前该占比处于高位水平，但是距离历史上的高位区间仍然还有一段距离。

图 1: CFTC 基金净持仓

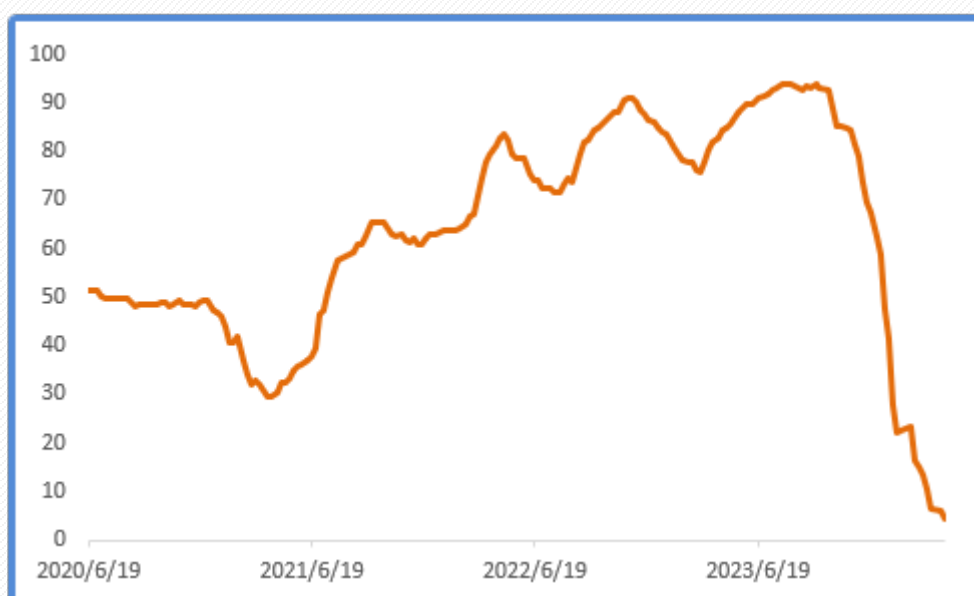


数据来源: Wind

## (二) 产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 3.9 美元/干吨, 较上周减少 1.0 美元/干吨。铜精矿周度现货 TC 维持下行趋势, 因本周市场参与者集中在智利开会, 市场活跃度下降, 主流成交/可成交已经下行至 5 美元/干吨以下。供需层面来看, 供应干扰率提高, 包括南美和非洲。需求端, 4 月份冶炼厂集中检修中, 其他基本保持正常运营。多个市场参与者认为现货 TC 会继续保持下行趋势, 直到冶炼厂有更大规模的减产。

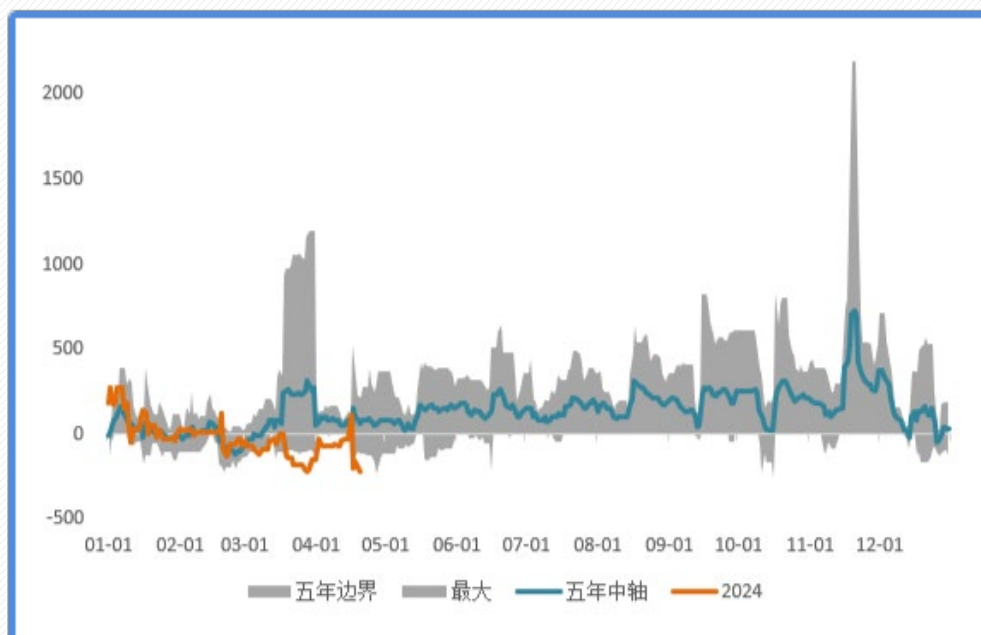
图 2: 铜精矿加工费



数据来源: SMM

现货方面，周内铜价再度大幅上扬，下游市场消费表现疲软，日内基本畏高驻足观望为主。且部分加工企业反馈，铜价进一步走高，终端订单表现不佳，因此采购仅维持刚需，整体市场需求受高铜价抑制明显。伴随着近期铜价走高，下游采购需求再度下降。虽下周临近五一节假，但高铜价背景下，下游备货情绪或难以释放，消费提振空间有限；且市场库存延续累库，高库存压力同样存在，下周现货升水难以表现明显回升，或运行于贴 250~贴 150 元/吨。

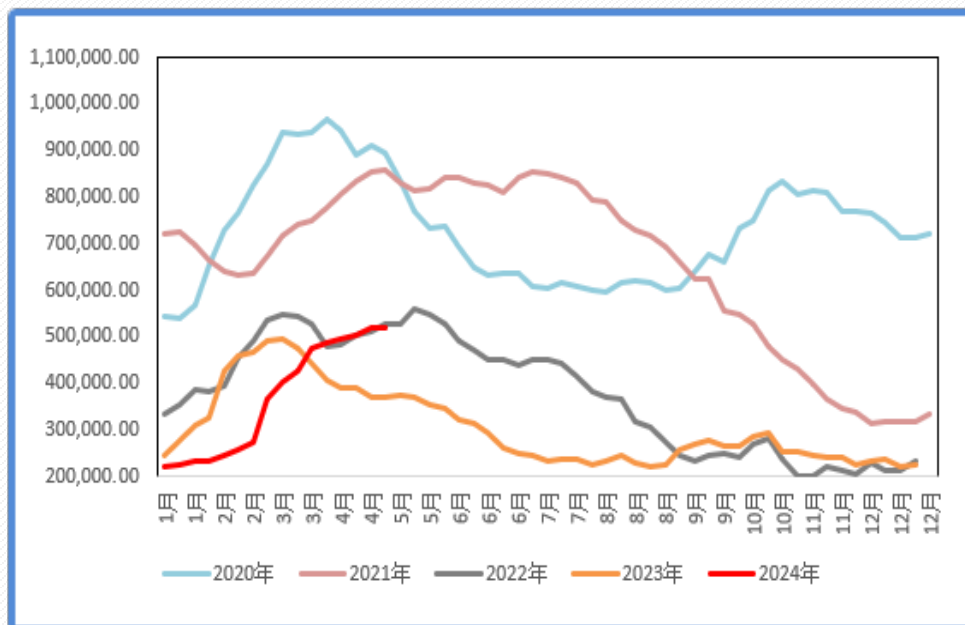
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 40.52 万吨，较 11 日增 1.26 万吨，较 15 日增 0.41 万吨；本周上海市场库存继续大幅增加，周内主因市场较多进口非标铜到货流入，加上铜价高位震荡，下游加工企业采购需求难有明显上升，部分仓库出库减少。广东市场库存小幅下降，主因仓库到货较少，冶炼厂发长单为主，加之有一部分货源出口，致使仓库入库很少。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.40 万吨，较 11 日增 0.32 万吨，较 15 日增 0.35 万吨；保税区库存再度增加，主因进口窗口继续表现大幅亏损情况下，部分炼厂陆续布局出口计划，周内出口货源有所入库，库存因此增加。

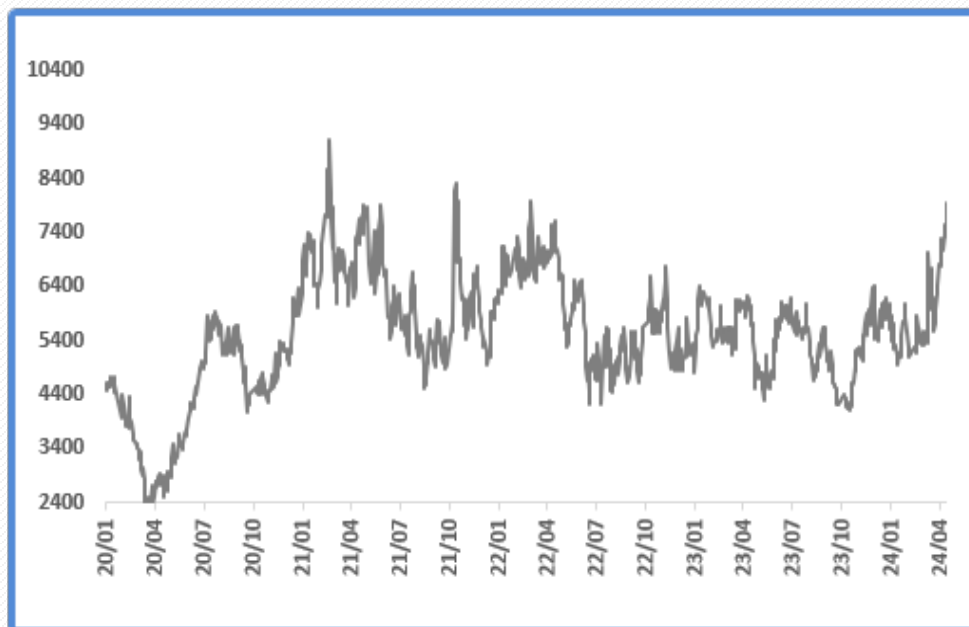
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费普遍下调 100-180 元/吨，周内电铜贴水幅度扩大、铜价上涨，因此多数厂家加工费皆有下调表现；精铜杆市场受高铜价冲击需求受限，零单表现不佳；再生铜杆销售表现不及预期，提货进展整体偏慢；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度明显扩大。由于目前高铜价影响，下游企业对现阶段铜杆价格接受度普遍偏低，下游产业链订单执行延后有逐渐蔓延表现；从精铜杆企业反馈来看，目前长单执行进展也有受限。再生铜杆提货进展依旧无明显好转，成品累库现象也依旧存在；在高铜价背景下，铜杆企业资金压力较为明显，实际消费提振难度较大，预计后续铜杆企业或将出现阶段性大规模减产、停产情况。

5: 精铜-废铜价差



数据来源: SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体于高位盘整, 表现强势, COMEX 金银于 2340-2434 美元/盎司、27.6-29.1 美元/盎司区间内运行。上周多位联储官员鹰派表态, 年内降息概率骤降, 但贵金属价格并未因此得以抑制。高利率所暗含的金融系统风险不断增加, 同时近期中东局势持续升级, 贵金属的避险属性使其价格维持强势。

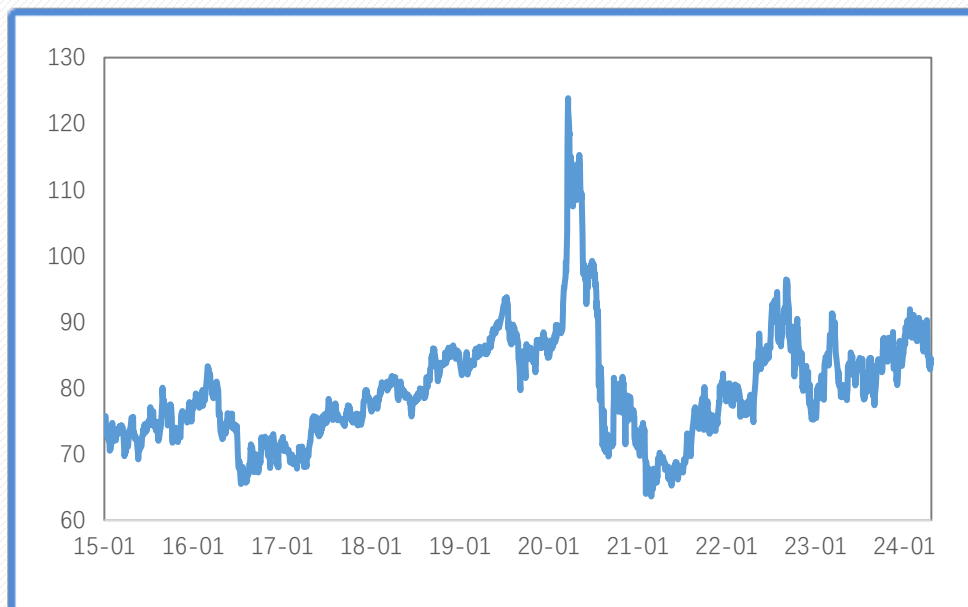
贵金属价格监控

2024/4/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2399.8	2343.6	2.4%
COMEX 白银	28.2	28.3	-0.3%
伦敦金现	2379.7	2401.5	-0.9%
伦敦银现	28.2	29.0	-2.7%
SHFE 黄金	563.7	565.5	-0.3%
SHFE 白银	7424.0	7400.0	0.3%
上金所黄金 T+D	565.1	567.5	-0.4%
上金所白银 T+D	7418.0	7450.0	-0.4%

## （二） 比价与波动率

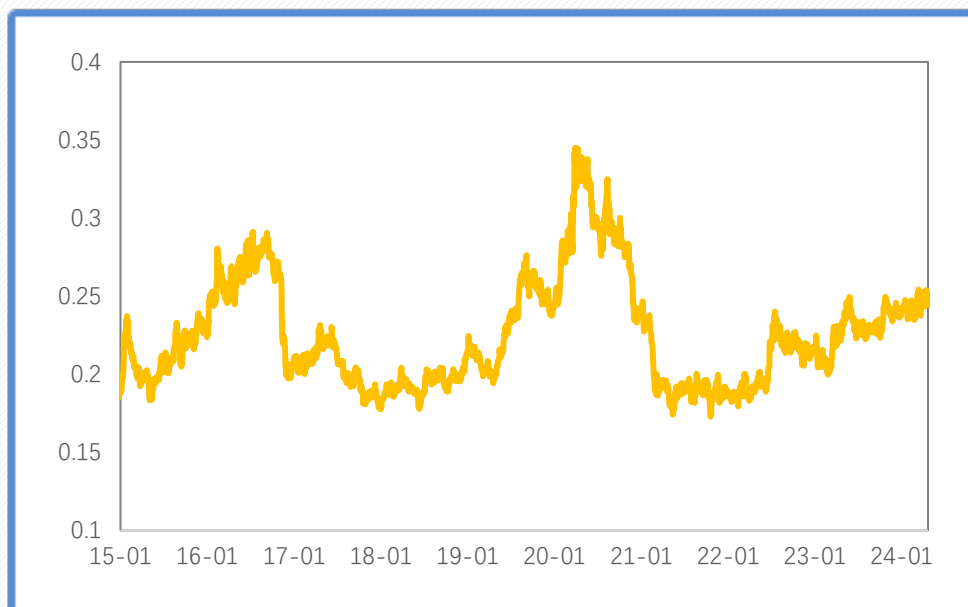
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格持续下跌，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



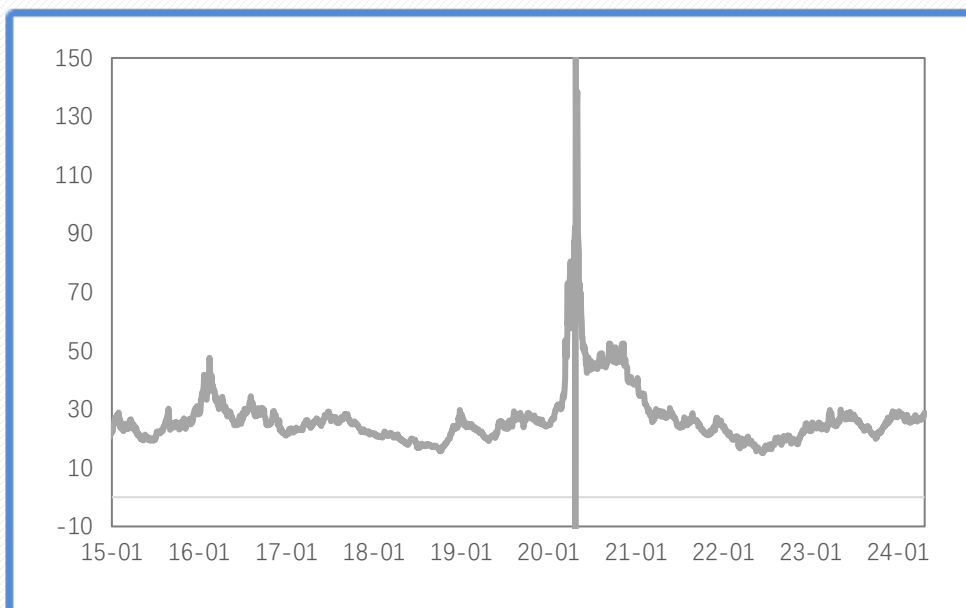
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

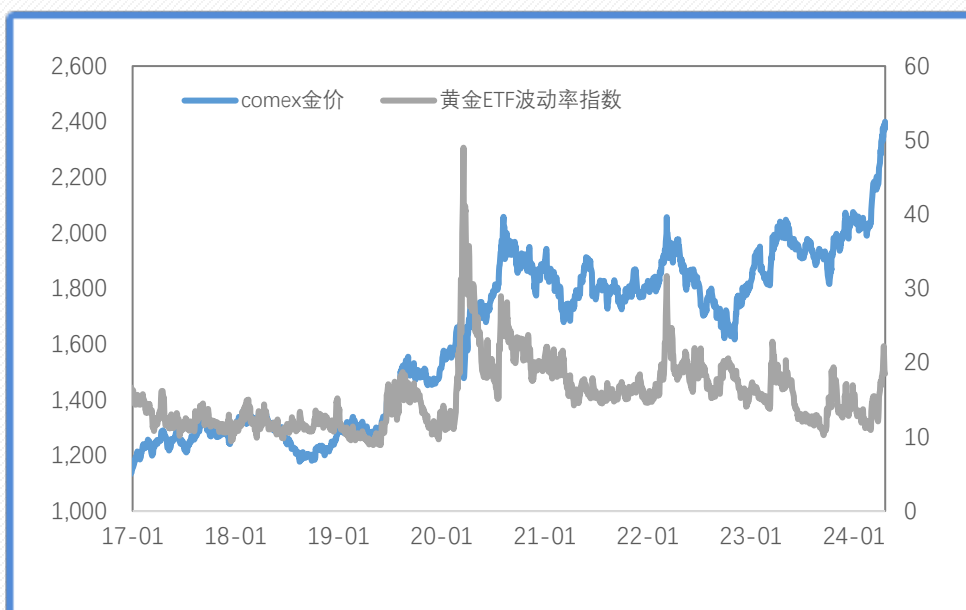
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于低位再度上冲，近期受到地缘冲突及避险因素的影响，金价波动率再度上升。

图 9：黄金波动率

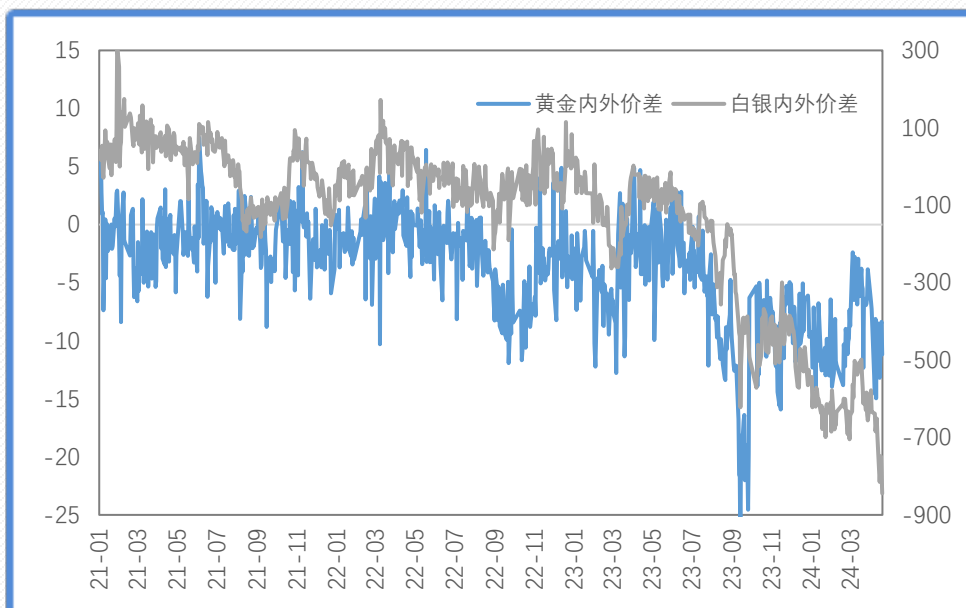


数据来源：Wind

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分化，黄金内外价差有所回升、白银小幅回落；黄金与白银内外比价小幅回升。

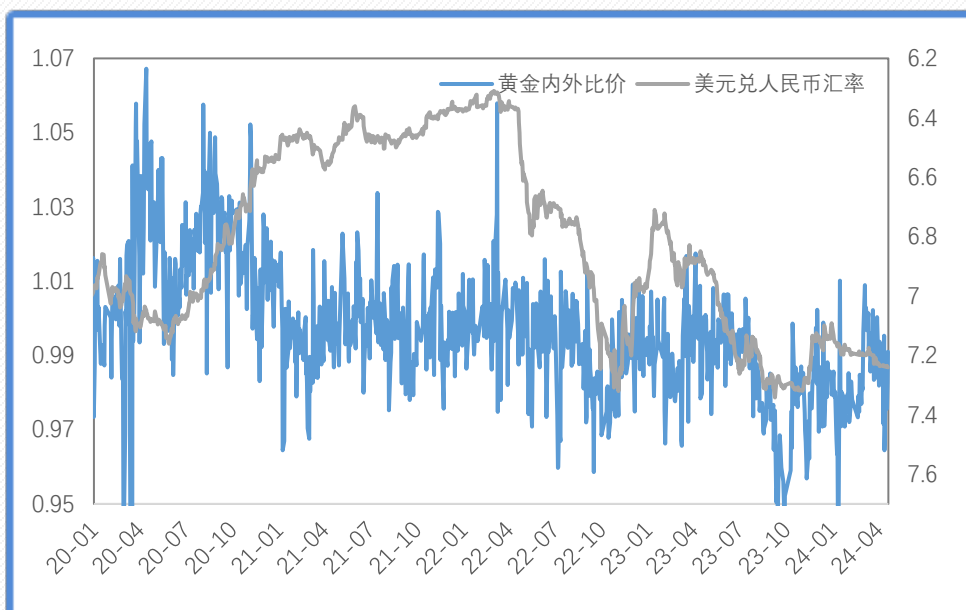


图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

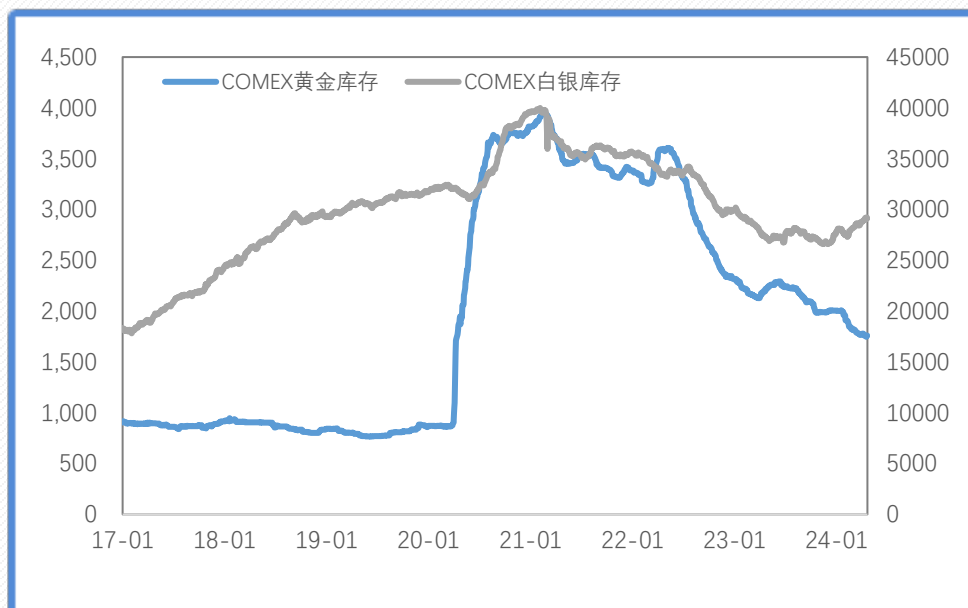


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

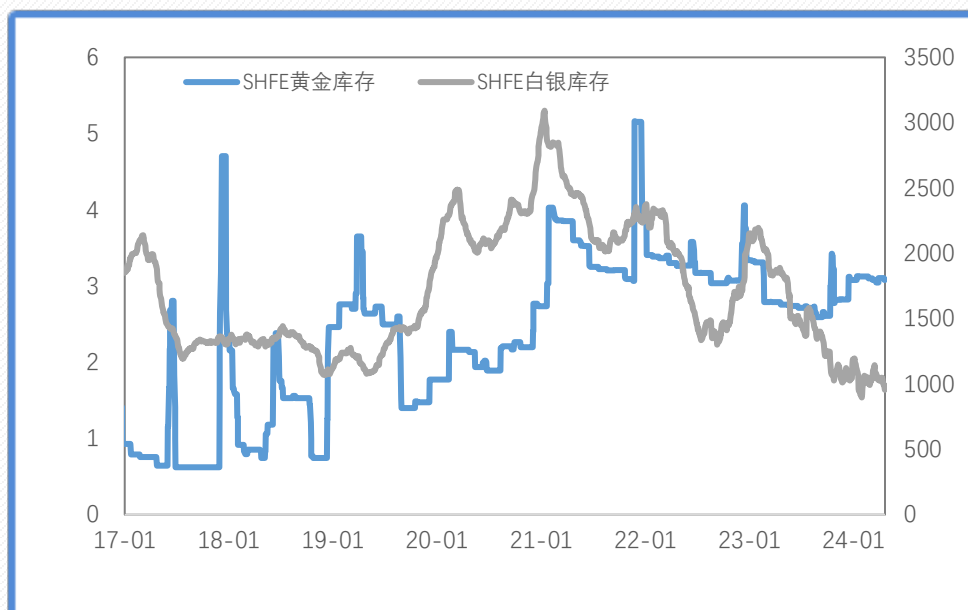
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1758.6 万盎司，环比增加约 0.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 29137.9 万盎司，环比减少约 38 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.08 吨，环比减少 0.03 吨，SHFE 白银库存约为 955.4 吨，环比减少约 50.5 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

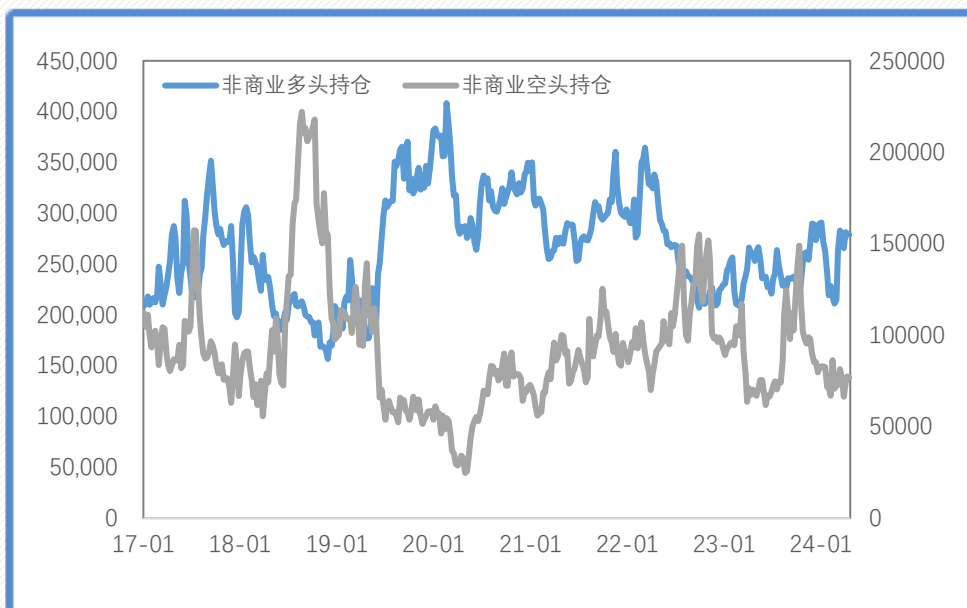
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

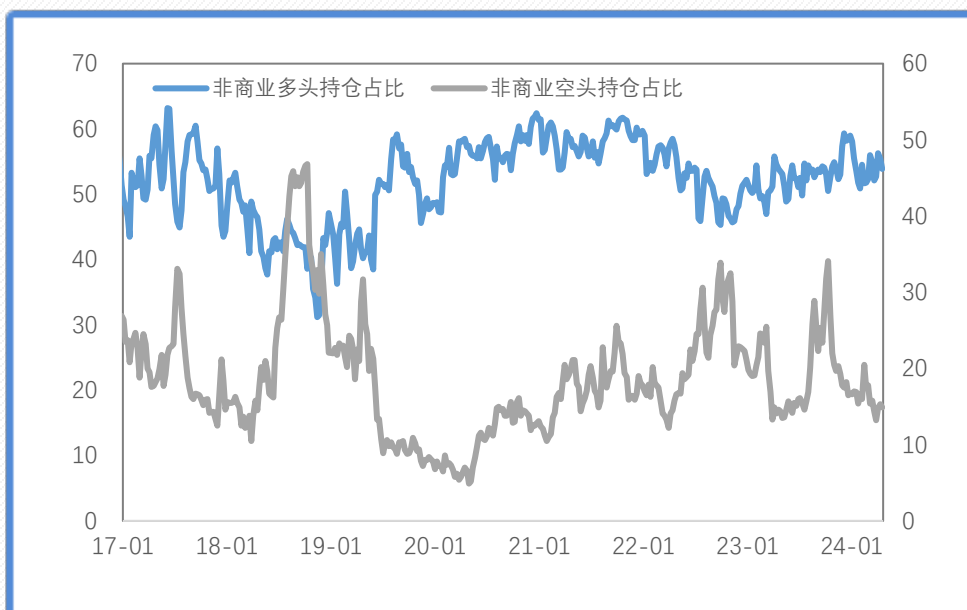
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 5.2 吨至 832 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 546 吨至 12951 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.6 万手, 其中非商业净多持仓减少 1022 手至 27.9 万手, 空头持仓减少 526 手至 7.7 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周减少至 53.9% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 14.9% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



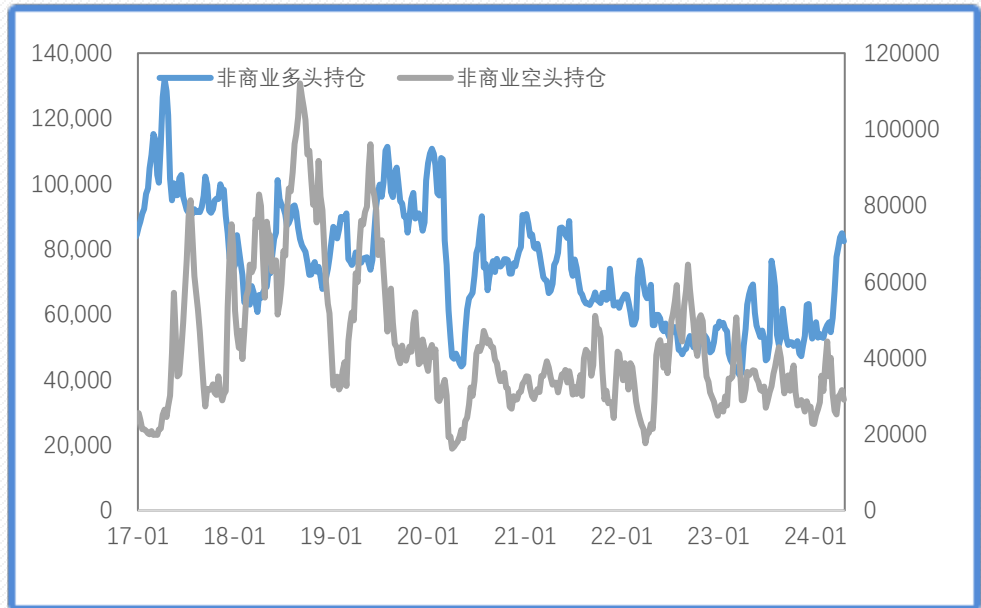
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



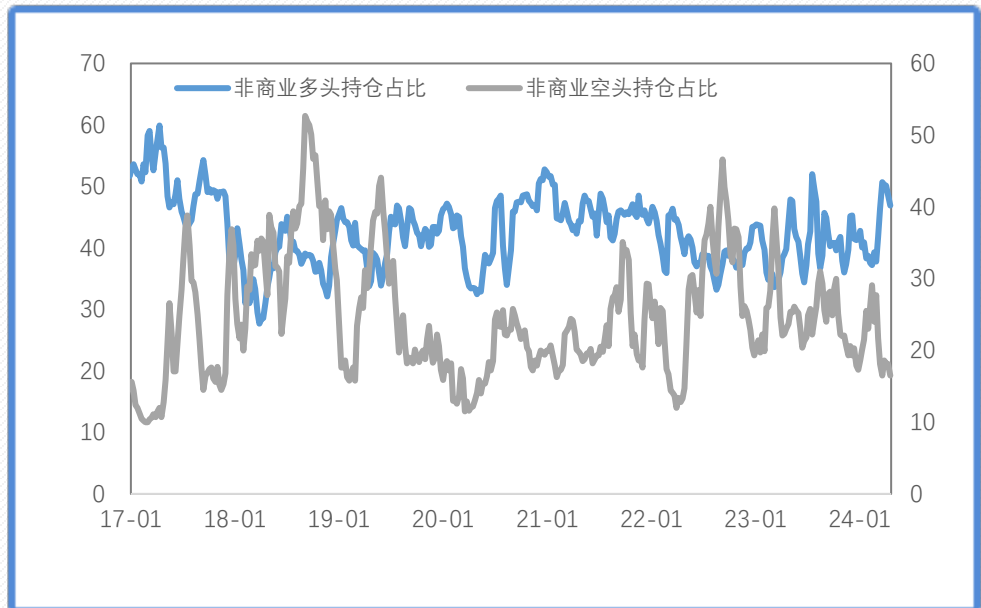
数据来源: Wind

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

上周国内专项债加速发行给予了市场新的买入热情，虽然当期的消费欠佳，但是由于基建的潜在加速，后续消费仍然有较大的可能回升。目前基本面完全不是铜价的锚，宏观数据的重要性在回升，在 5 月初公布 4 月的 PMI 之前，跟随趋势仍然是一个性价比相对更高的选择。

短期内，地缘局势升级、流动性风险增加、叠加各国央行持续购金，支撑贵金属价格于高位运行，但当前金价的快速拉升使得追高风险增加。



### 关注及风险提示

美国 GDP、核心 PCE、通胀预期、地缘风险等。

### 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。