

滞胀继续助推金铜上行!

摘要：上周市场情绪依然积极，美国宏观数据体现出了滞胀的特征，但是丝毫没有影响做多的氛围。尤其是通胀的可能回升，进一步坐实了此前金铜上涨一部分是对于再通胀的定价。

金属市场周报

2024. 4. 22-2024. 4. 26

核心观点

1、上周金银小幅回调，铜价持续走强。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 2.37%，白银下跌 5.29%；沪金 2406 合约下跌 2.41%，沪银 2406 合约下跌 3.3%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.49%、+2.18%。

2、FOMC 对铜价恐无逆风。

上周市场情绪依然积极，美国宏观数据体现出了滞胀的特征，但是丝毫没有影响做多的氛围。尤其是通胀的可能回升，进一步坐实了此前铜价上涨一部分是对于再通胀的定价。下周即将召开 FOMC 会议，预计会议最多表态今年不再降息，这对于市场的影响不会太大，因为目前已经基本定价了今年不再降息，因此短期还是很难有宏观因素使铜价逆风。

3、滞胀暗含风险叠加。

上周美国核心 PCE 数据超预期反弹，而 GDP 数据持续回落，市场逐渐加深美国“滞胀”的预期。当前来看，滞胀意味着高利率的持续，流动性风险增加的终点或是硬着陆，而近期美国共和银行的倒闭似乎蕴藏着潜在的危机，当然，这也同样意味着金价仍有上行动力。伴随美元指数、美债收益率的回升，流动性风险持续增加、叠加地缘局势暂未出现缓和，中长期看贵金属价格仍将呈上行走势。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价再度上扬，突破 4.6 美元/磅关口。上周市场情绪依然积极，美国宏观数据体现出了滞胀的特征，但是丝毫没有影响做多的氛围。尤其是通胀的可能回升，进一步坐实了此前铜价上涨一部分是对于再通胀的定价。下周即将召开 FOMC 会议，预计会议最多表态今年不再降息，这对于市场的影响不会太大，因为目前已经基本定价了今年不再降息，因此短期还是很难有宏观因素使铜价逆风。

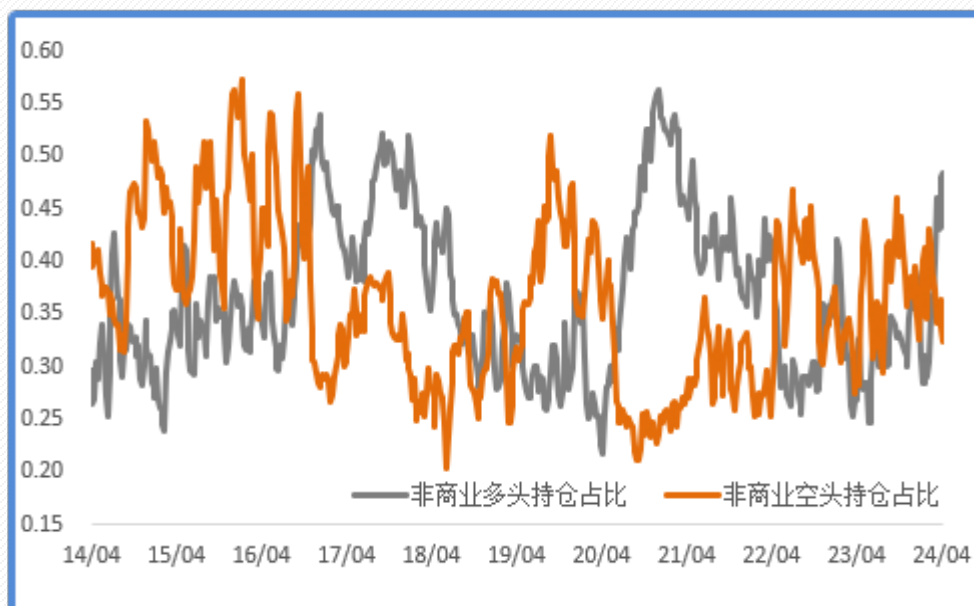
上周 SHFE 铜价维持强势，重返 80000 元/吨上方。目前国内消费虽然不好，但是价格回落还是会有不少现货买盘介入，这就导致价格很难出现大跌。而随着时间的推移，加之后续电网等领域订单陆续释放，库存总会有所去化。临近月初，密切关注国内制造业 PMI 等前瞻指标的表现，这也是支撑本轮铜价上涨的重要因素，如果继续走高还会推动铜价上行。

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，如果联储今年不降息，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，不过这么高的 contango 也适合买现抛期的操作。

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

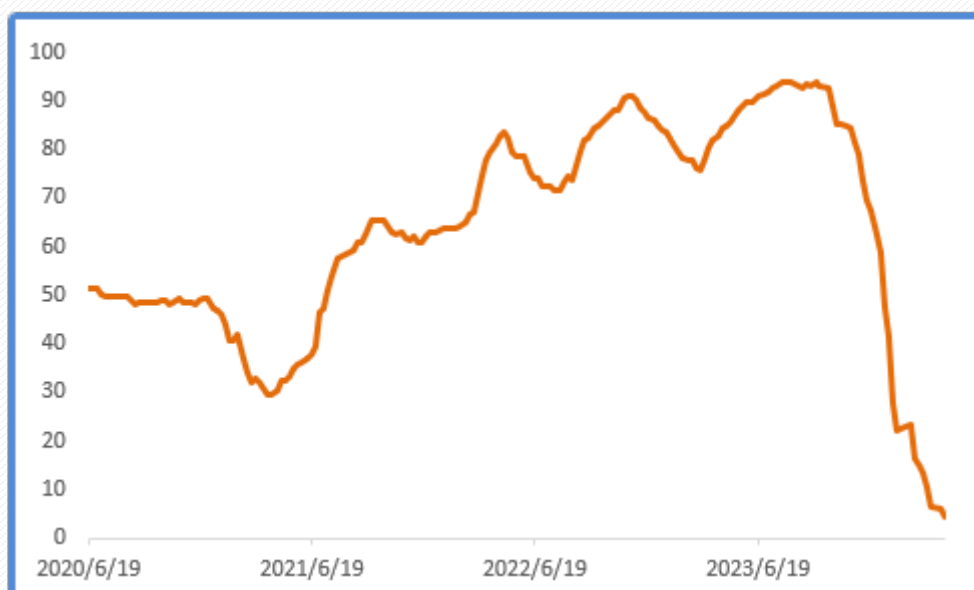


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 3.5 美元/干吨，较上周减少 0.4 美元/干吨。铜精矿周度现货 TC 在低位基本维稳，且市场活跃度仍然不高，主流成交/可成交在个位数低位。然而，贸易商的竞标更为激进，贸易商采购 TC 继续下行。供需层面来看，南美风浪天气影响减弱，但是非洲干旱和澳大利亚 Mount Isa 炼厂事故可能会继续影响市场。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或在低位维稳，直到冶炼厂有更大规模的减产。

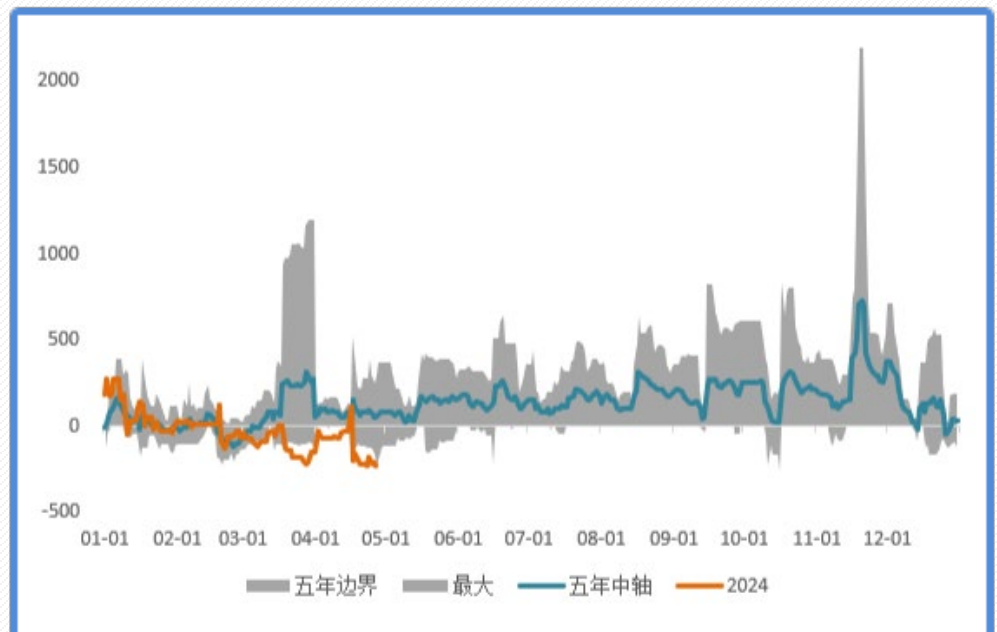
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周初由于铜价高位大幅回调，加之临近五一节假，下游备货情绪有所释放，采购需求表现好转，但因为短期新增订单不足，备货量相对往年有所减少；且随着周内盘面再度止跌大幅上扬，市场备货需求受抑，整体消费提升空间较为有限。近期铜价再度走高至 80000 元/吨以上，下游畏高情绪强烈，备货需求较为有限，虽临近五一节假，但高铜价背景下，消费预计难有明显改善，且下周临近月末，受制于回笼资金需求，现货成交提升空间不大，升水预计维持弱势运行，或运行于贴 250~贴 150 元/吨。

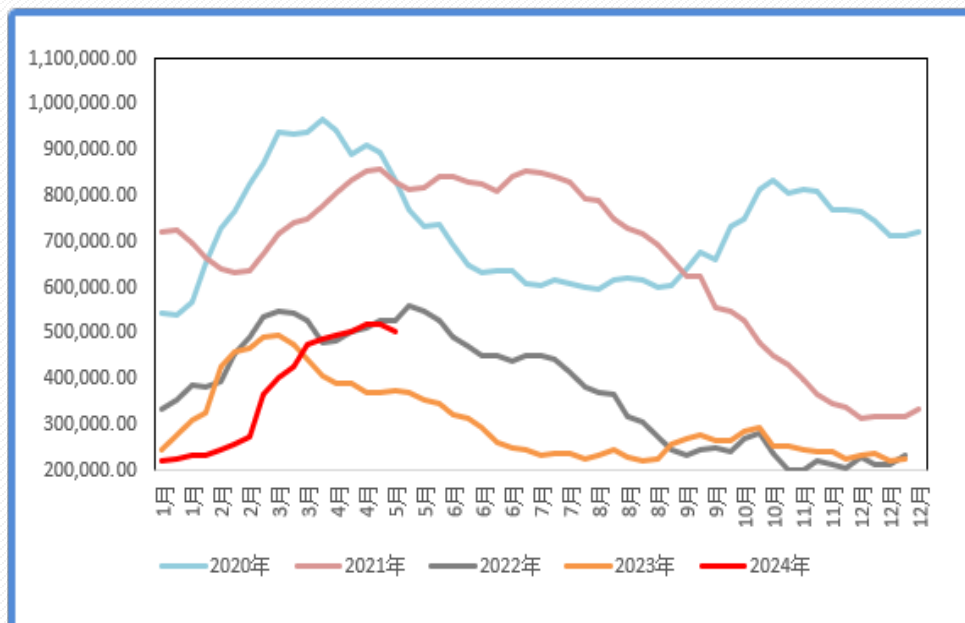
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 39.69 万吨，较 18 日降 0.83 万吨，较 22 日降 0.84 万吨；本周上海市场库存下降，主因周内铜价高位回调，部分市场消费有所好转，且由于进口亏损幅度较大，进口铜到货减少，叠加部分冶炼厂现货货源有所出口，市场到货较前期下降。广东市场库存继续下降，主因仓库到货较少，且铜价回落，下游备货情绪释放，需求回升。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.77 万吨，较 18 日增 0.37 万吨，较 22 日增 0.25 万吨；保税区库存延续累库趋势，进口比价维持亏损，部分炼厂出口货源有所入库，库存因此增加。

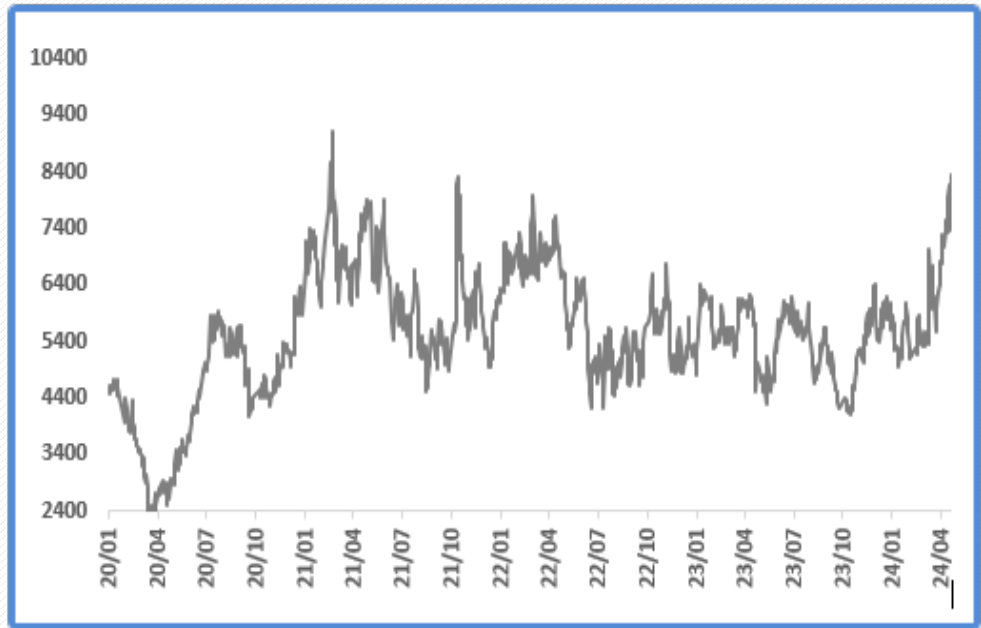
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费整体小幅下降，华北市场坚挺，华东、华南两地处于低位；周内价格回调阶段带动精铜杆成交，但后续表现乏力；再生铜杆产销处于较低水平，提货进度未见改善；精废铜杆价，对期铜倒挂贴水仍处于较高的位置。后市来看，随着本周铜价出现了阶段性的回落，带动了市场下游的补货积极性，市场不少企业都凭借此次机会完成了后续的采购补充，因此预计下周整体的成交表现将有所下滑。

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，COMEX 金银于 2304-2405 美元/盎司、26.7-28.8 美元/盎司区间内运行。上周美国核心 PCE 数据超预期反弹，而 GDP 数据持续回落，市场逐渐加深美国“滞涨”的预期。当前来看，滞涨意味着高利率的持续，流动性风险增加的终点或是硬着陆，而近期美国共和银行的倒闭似乎蕴藏着潜在的危机，当然，这也同样意味着金价仍有上行动力。

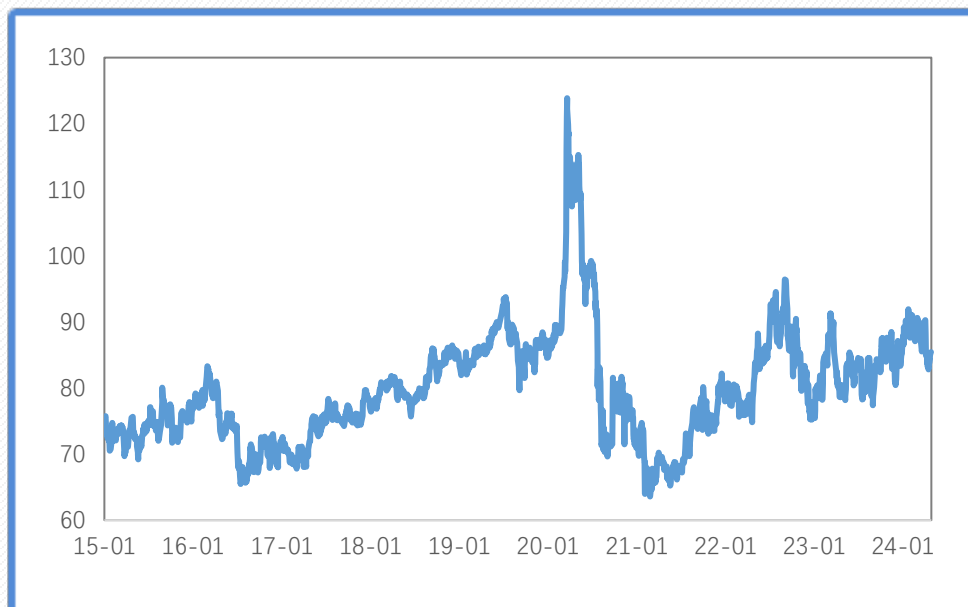
贵金属价格监控

2024/4/26	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2332.9	2399.8	-2.8%
COMEX 白银	27.2	28.2	-3.5%
伦敦金现	2343.1	2379.7	-1.5%
伦敦银现	27.6	28.2	-2.2%
SHFE 黄金	550.5	563.7	-2.3%
SHFE 白银	7167.0	7424.0	-3.5%
上金所黄金 T+D	552.9	565.1	-2.2%
上金所白银 T+D	7151.0	7418.0	-3.6%

（二） 比价与波动率

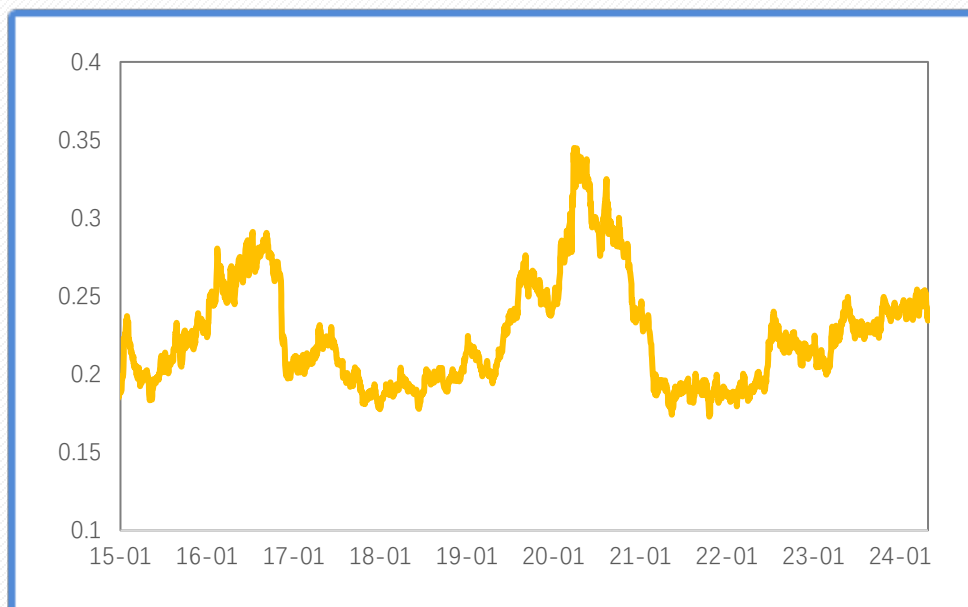
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格小幅回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



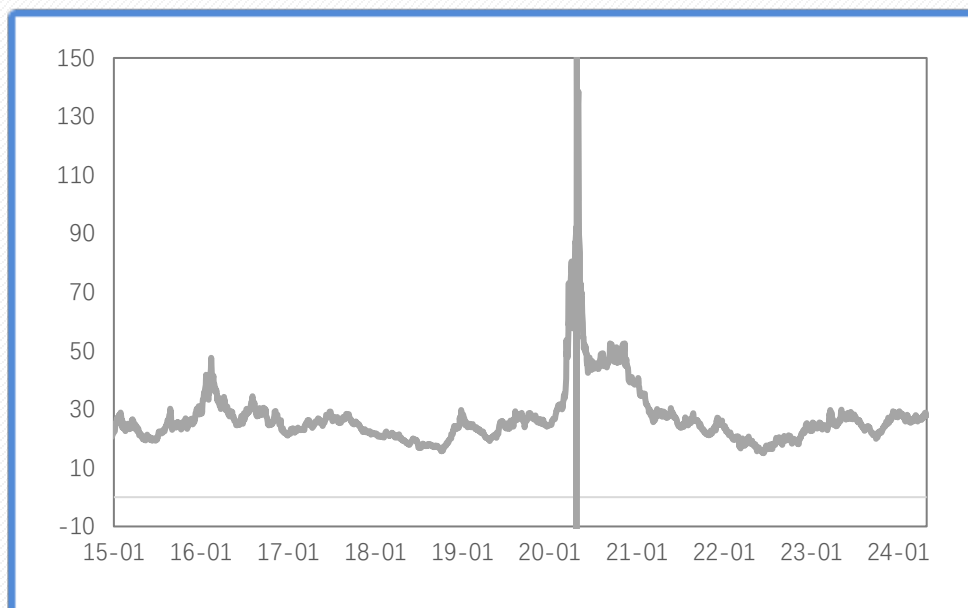
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

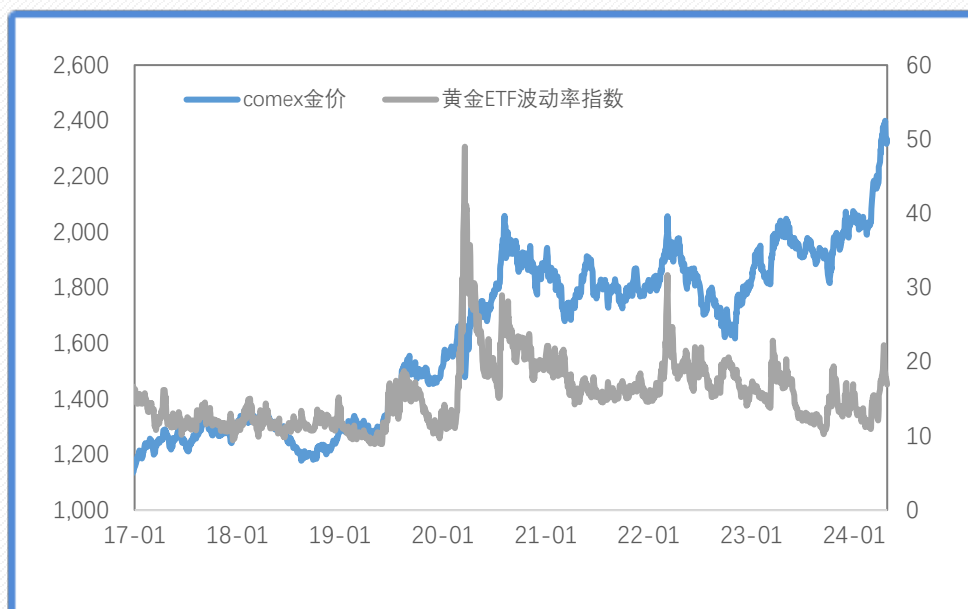
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于近期有所回落，前期伴随地缘冲突加剧，黄金避险需求助推多头资金的集中度增强，当前这一部分资金已转向其他板块，如铜、原油等。

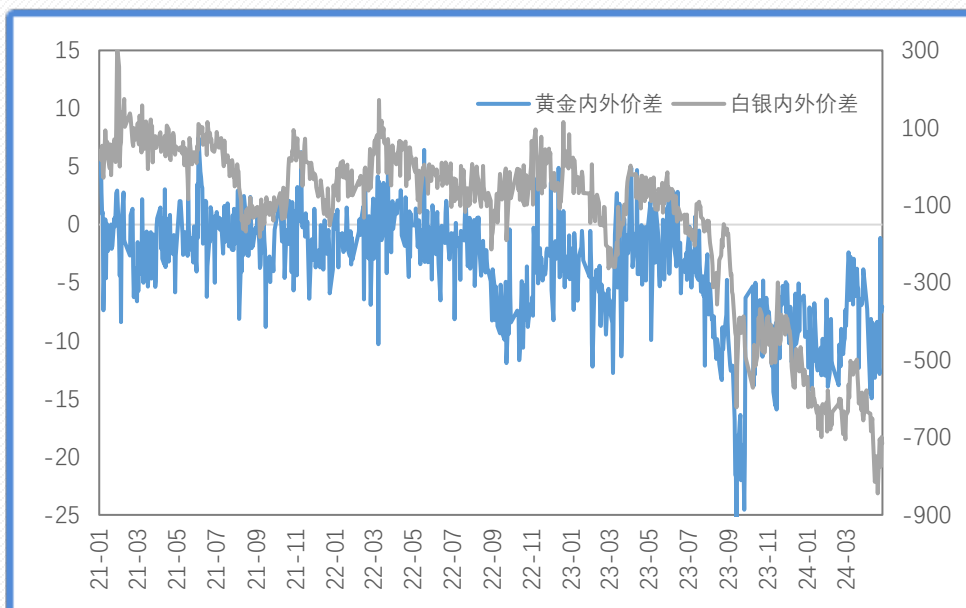
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

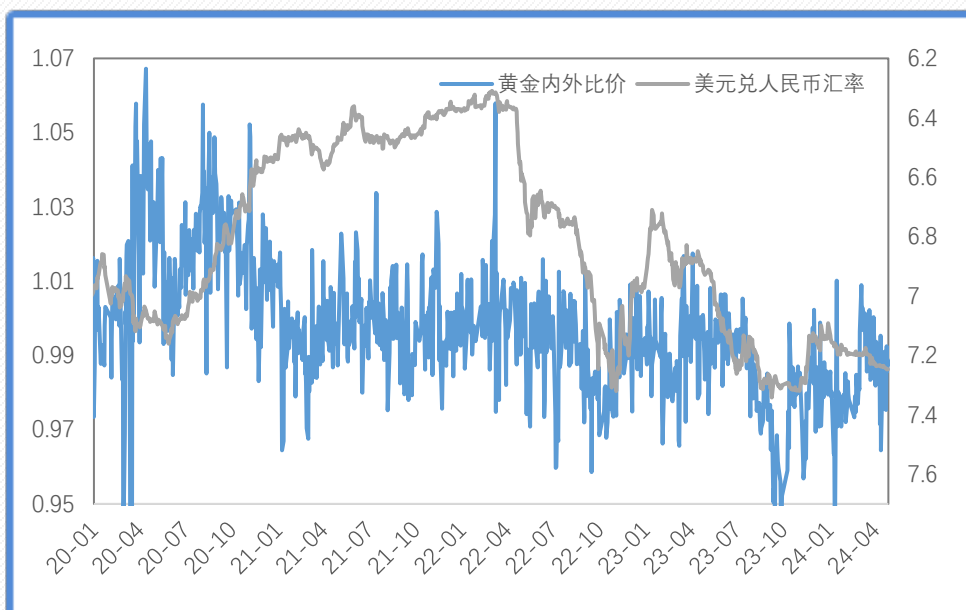
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差有所回落；黄金与白银内外比价小幅回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

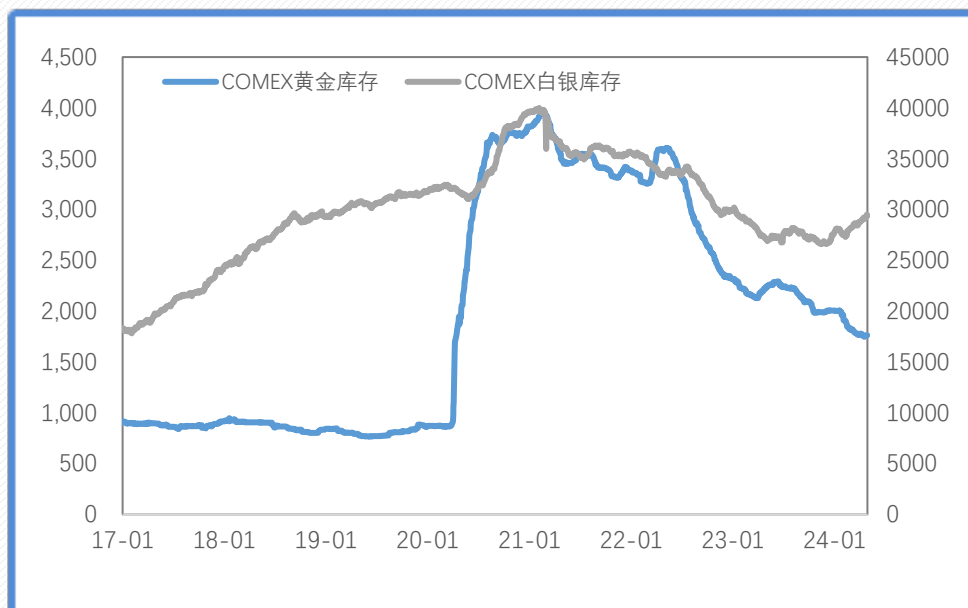


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

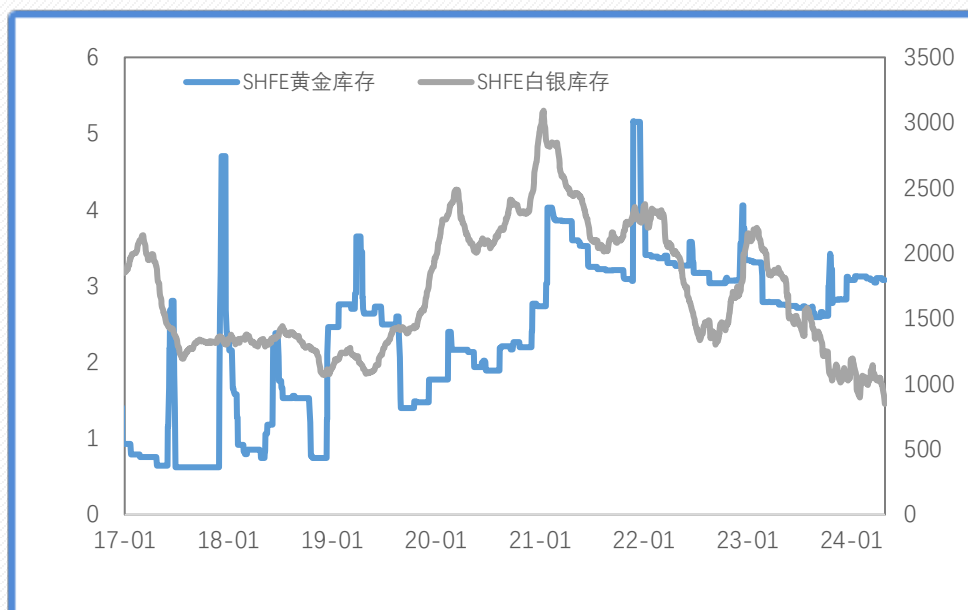
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1762.3 万盎司，环比增加约 3.7 万盎司，COMEX 白银库存约为 29401.7 万盎司，环比增加约 264 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.08 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 848.4 吨，环比减少约 107 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

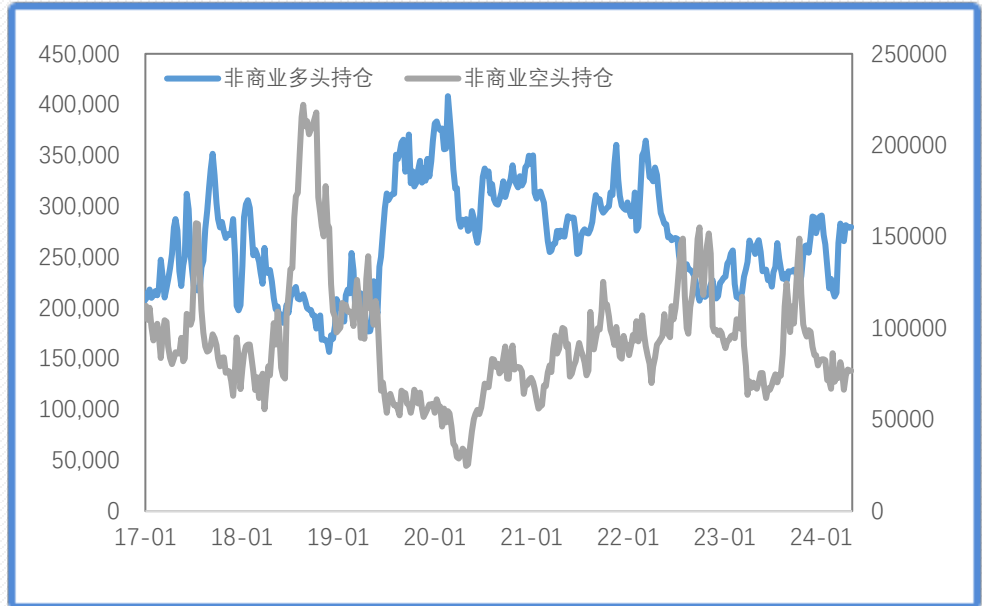
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

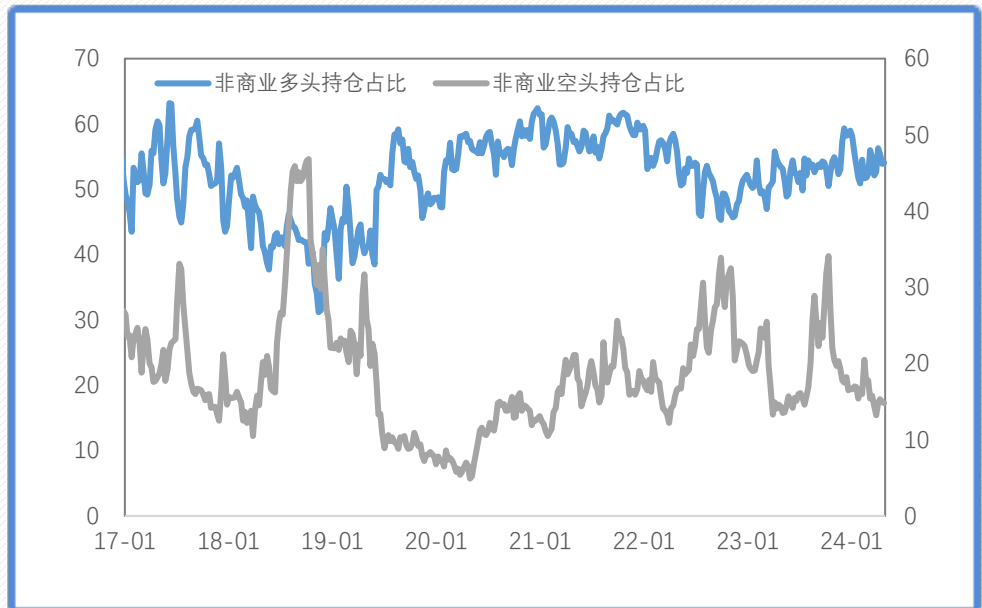
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 0.3 吨至 832 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 384 吨至 13335 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.6 万手, 其中非商业净多持仓增加 758 手至 28 万手, 空头持仓减少 210 手至 7.7 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周增加至 54.1% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 14.8% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



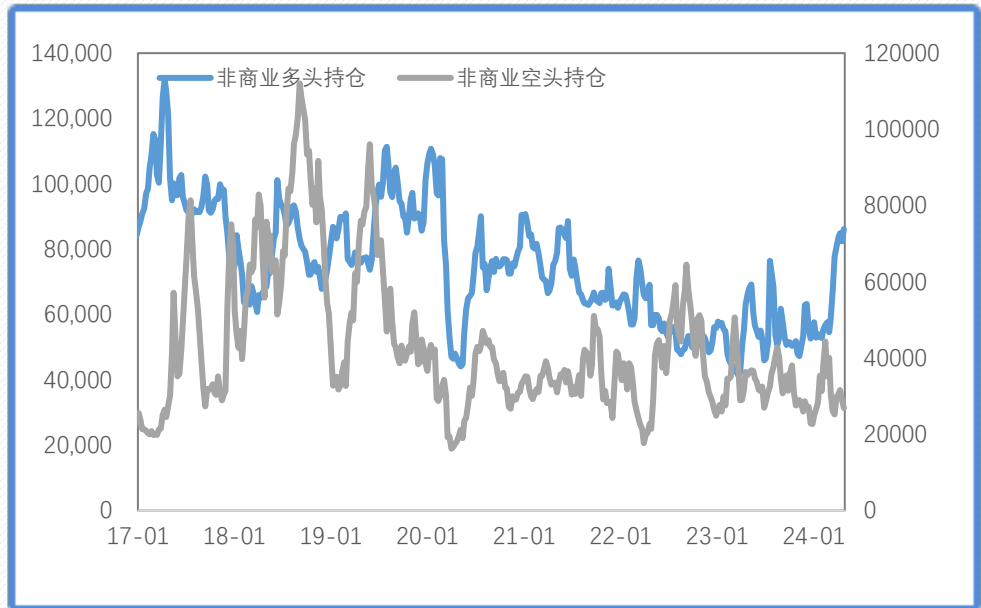
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



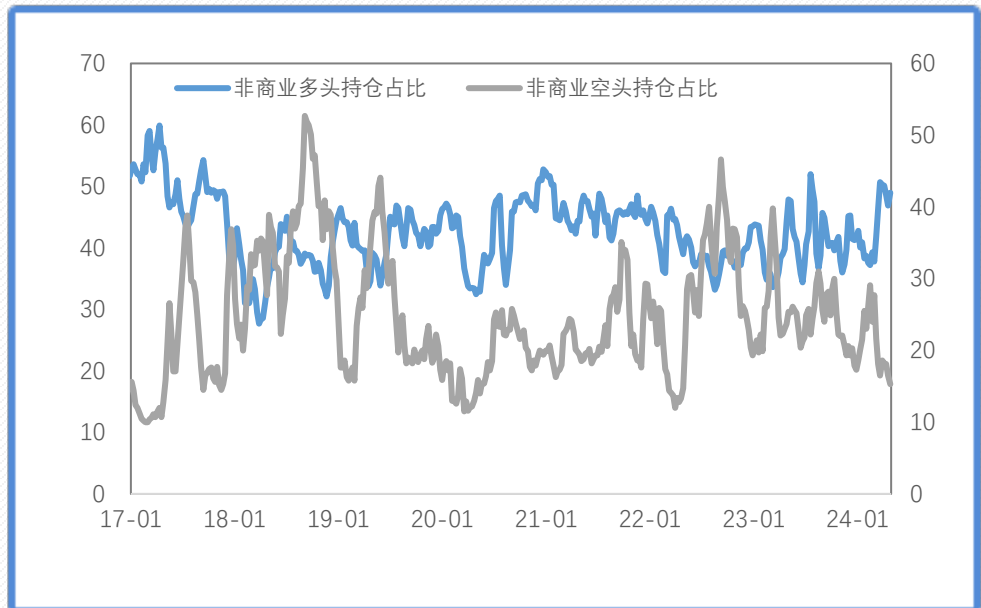
数据来源: Wind

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

目前国内消费虽然不好，但是价格回落还是会有不少现货买盘介入，这就导致价格很难出现大跌。而随着时间的推移，加之后续电网等领域订单陆续释放，库存总会有所去化。临近月初，密切关注国内制造业 PMI 等前瞻指标的表现，这也是支撑本轮铜价上涨的重要因素，如果继续走高还会推动铜价上行。

伴随美元指数、美债收益率的回升，流动性风险持续增加、叠加地缘局势暂未出现缓和，中长期看贵金属价格仍将呈上行走势。



关注及风险提示

美国 FOMC 会议决议、非农就业、失业率、美国银行业、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。