

# 历史性持仓高位，金铜多头何时离场？

摘要：周初市场维持了较为看涨的情绪，但是周中随着美国 4 月制造业 PMI 环比走弱且弱于预期，加之消费者信心指数连续 3 个月回落，市场对经济增长的动能重新开始担忧，金铜有所回落。周四的 FOMC 会议鲍威尔相对鸽派，打消了市场对加息的担忧，金铜获得支撑，周五非农数据弱于预期，美元与美债收益率走弱，推升价格反弹。

## 金属市场周报

2024. 4. 29-2024. 5. 3

### 核心观点

#### 1、上周贵金属与铜价均有所回调。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 1.68%，白银下跌 2.65%；沪金 2408 合约下跌 0.84%，沪银 2408 合约下跌 2.22%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-0.43%、+1.33%。

#### 2、铜价坏消息就是好消息。

周初市场维持了较为看涨的情绪，但是周中随着美国 4 月制造业 PMI 环比走弱且弱于预期，加之消费者信心指数连续 3 个月回落，市场对经济增长的动能重新开始担忧，铜价有所回落。周四的 FOMC 会议鲍威尔相对鸽派，打消了市场对加息的担忧，铜价获得支撑，周五非农数据弱于预期，美元与美债收益率走弱，推升铜价反弹，目前仍然处于坏消息就是好消息的阶段。

#### 3、避险需求趋弱使得金价盘整。

上周初美元指数走强对贵金属价格形成一定压力，此后 FOMC 会议上宣布即将开始超预期的放缓缩表，市场降息预期重燃支撑金价。然而，伴随中东地缘局势的缓和，此前的避险需求走弱，金价由此小幅回落。5 月议息会议后，9 月首次降息概率有所回升，若年内确实出现降息，美指美债的回落必然支撑金价上行；若不降息，高利率的长期持续或使得流动性风险的再度回升，促使购金需求的增加。因此，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 铜价冲高回落，周初市场维持了较为看涨的情绪，但是周中随着美国 4 月制造业 PMI 环比走弱且弱于预期，加之消费者信心指数连续 3 个月回落，市场对经济增长的动能重新开始担忧，铜价有所回落。周四的 FOMC 会议鲍威尔相对鸽派，打消了市场对加息的担忧，铜价获得支撑，周五非农数据弱于预期，美元与美债收益率走弱，推升铜价反弹，目前仍然处于坏消息就是好消息的阶段。

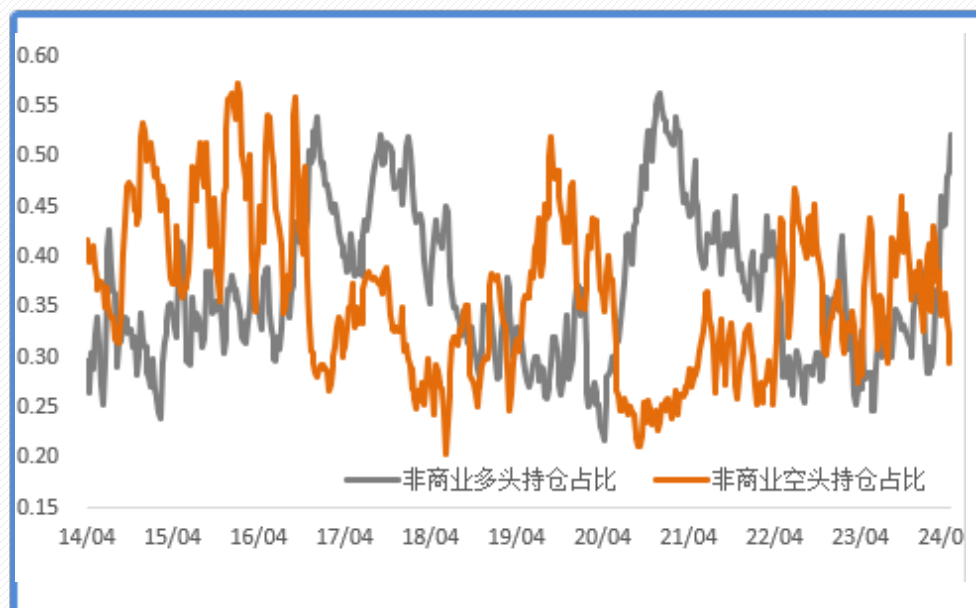
上周 SHFE 铜价在两个交易日中维持强势，突破 82000 元/吨一线。从国内假期期间外盘的表现来看，可以发现目前国内多头可能更加坚定，而目前 4 月已经公布的宏观数据，比如制造业 PMI，虽然环比 3 月有所回落，但是整体仍然符合季节性的特征并且还是处于扩张区间，很难就此完全扭转国内铜多头的决心，多头不会主动离场，而目前历史性的高位持仓是决定国内铜价的重要因素，因此本周开盘后沪铜可能仍将维持相对强势。

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

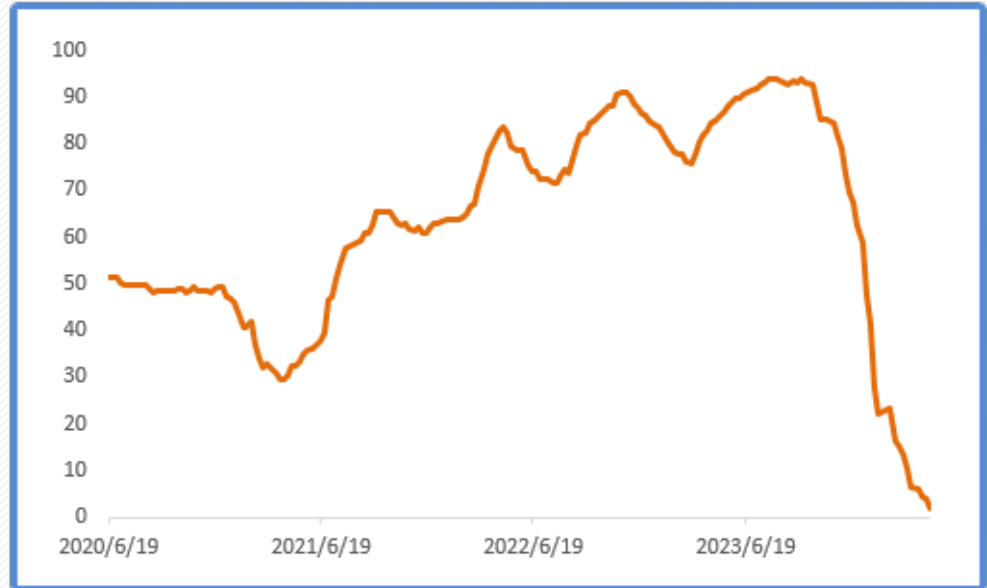


数据来源：Wind

## （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。

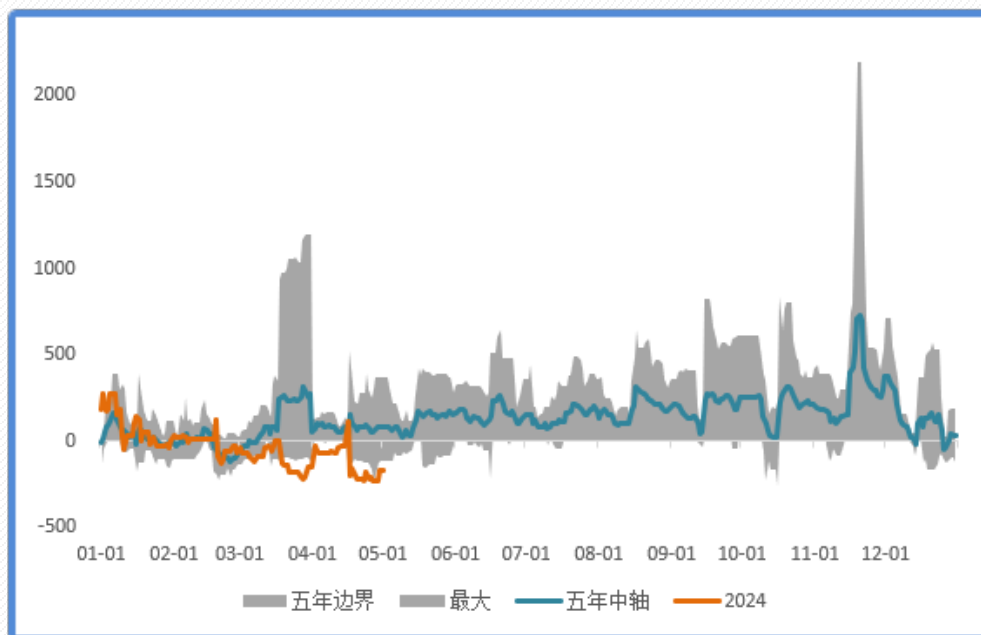
图 2：铜精矿加工费



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。

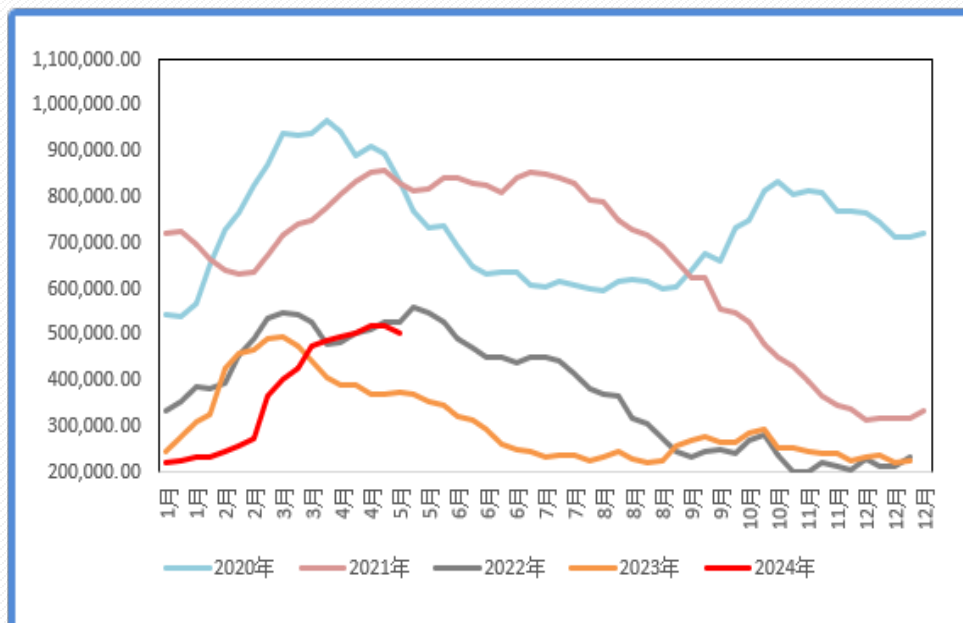
图 3：沪铜升贴水



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。

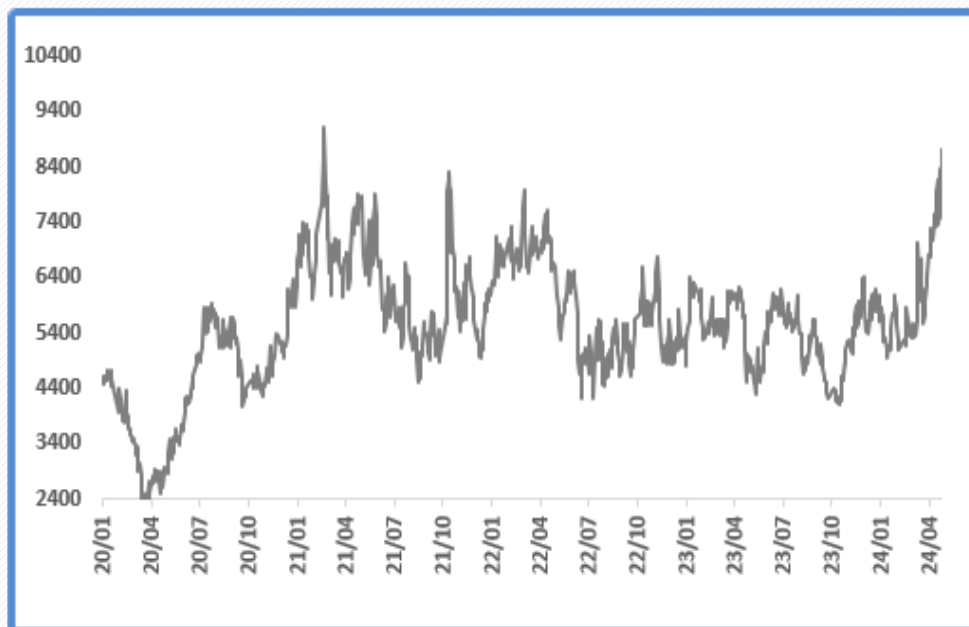
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



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 贵金属价格整体小幅回调，COMEX 金银于 2285-2359 美元/盎司、26.2-27.8 美元/盎司区间内运行。上周初美元指数走强对贵金属价格形成一定压力，此后 FOMC 会议上宣布即将开始超预期的放缓缩表，市场降息预期重燃支撑金价。然而，伴随中东地缘局势的缓和，此前的避险需求走弱，金价由此小幅回落。

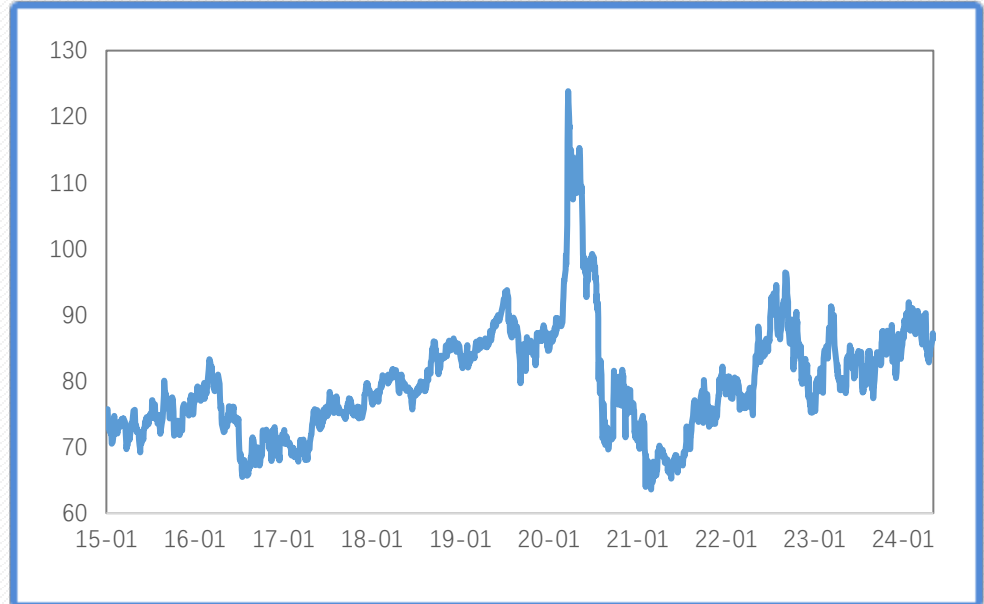
贵金属价格监控

2024/5/3	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2301.0	2332.9	-1.4%
COMEX 白银	26.5	27.1	-2.4%
伦敦金现	2294.5	2343.1	-2.1%
伦敦银现	26.5	27.6	-4.1%
SHFE 黄金	549.3	550.5	-0.2%
SHFE 白银	7012.0	7167.0	-2.2%
上金所黄金 T+D	545.9	552.9	-1.3%
上金所白银 T+D	7000.0	7151.0	-2.1%

## （二） 比价与波动率

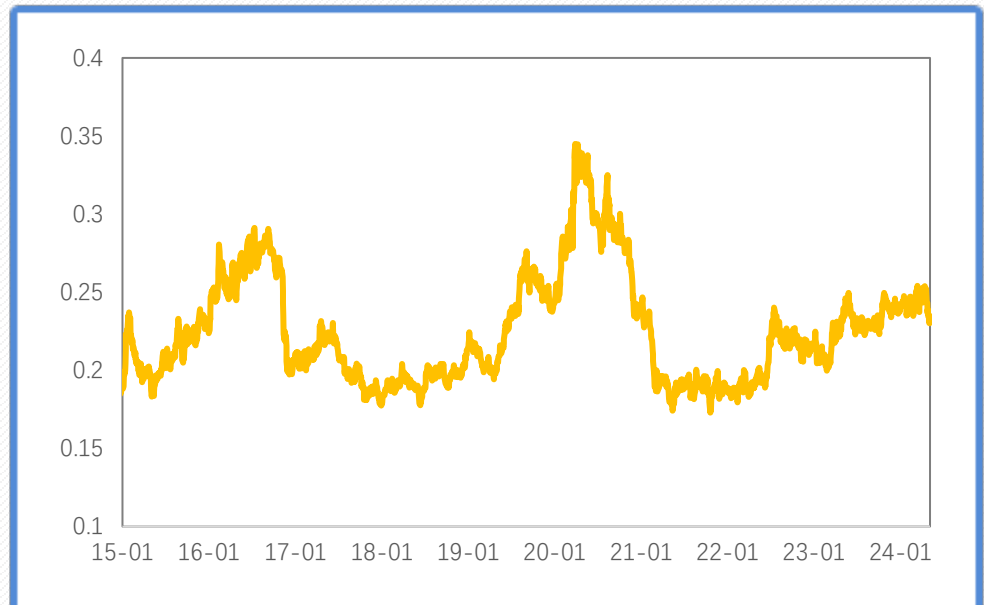
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡回升；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格有所回落，金油比随之上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



数据来源: Wind

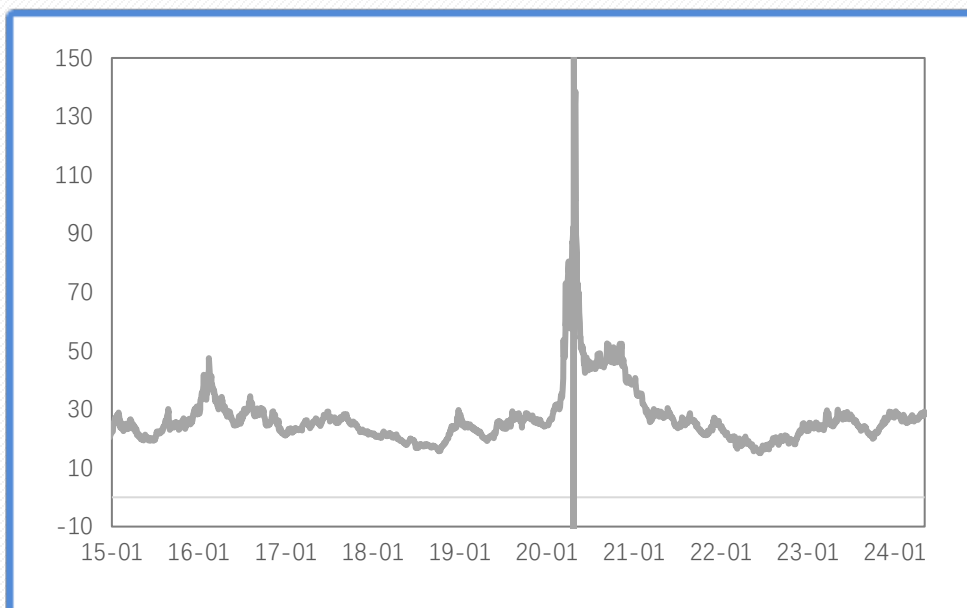
图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind



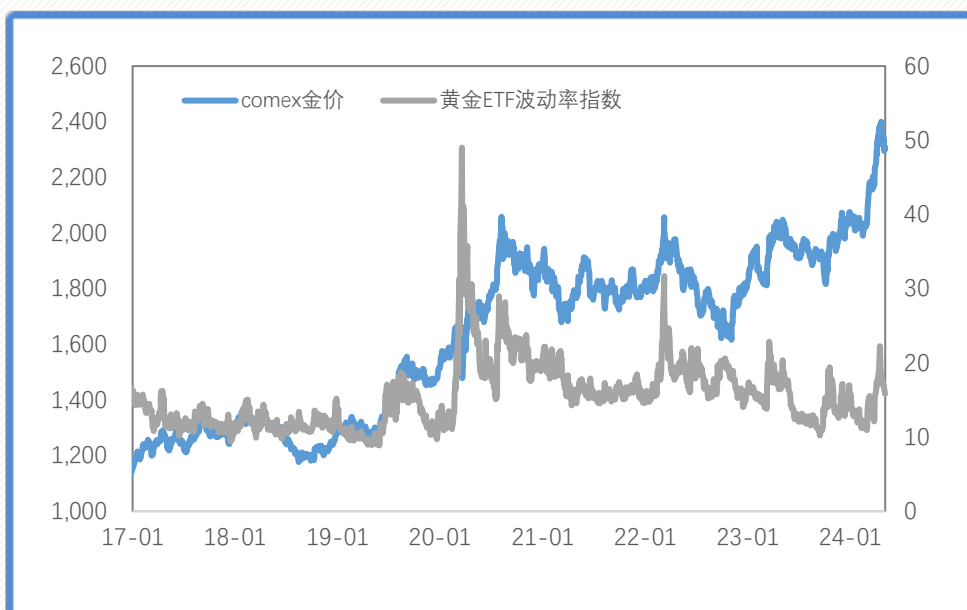
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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，当前这一部分资金逐步退出。

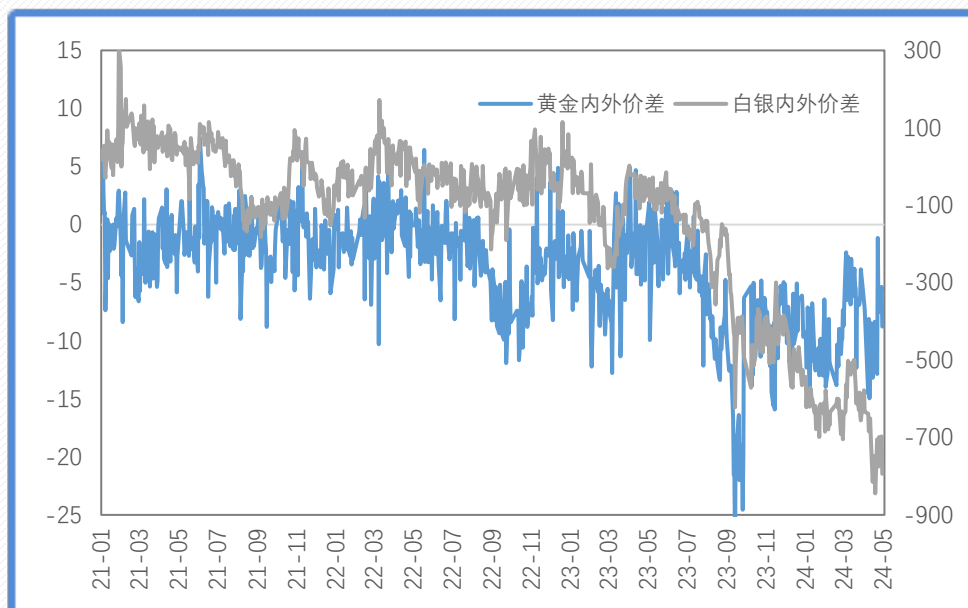
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

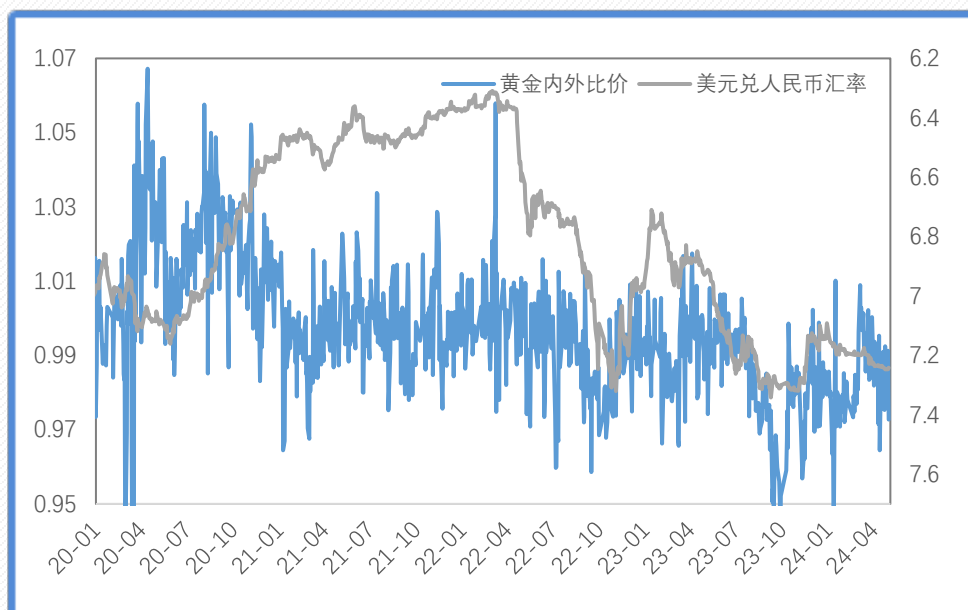
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差有所回落；黄金与白银内外比价同样下滑。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

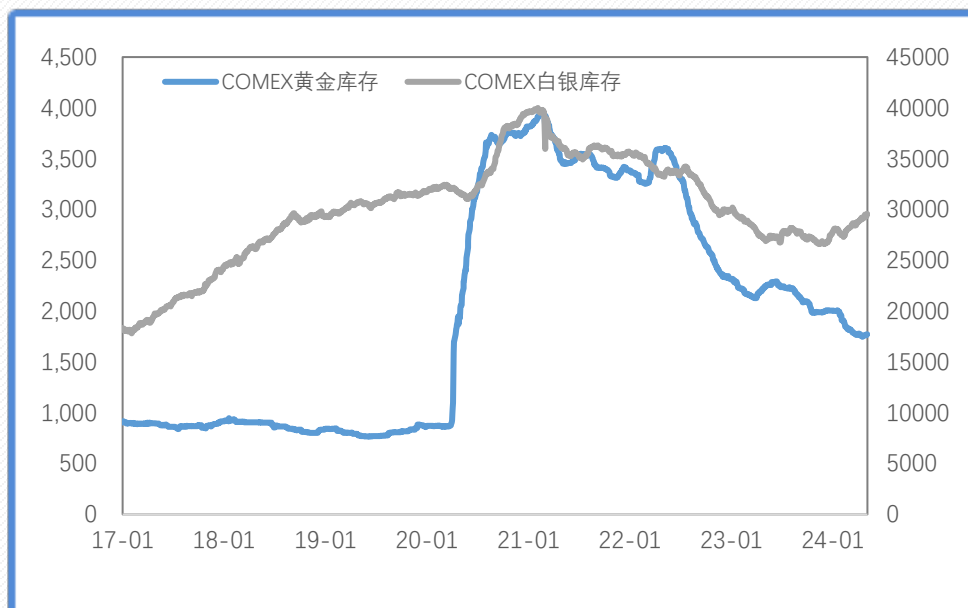


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

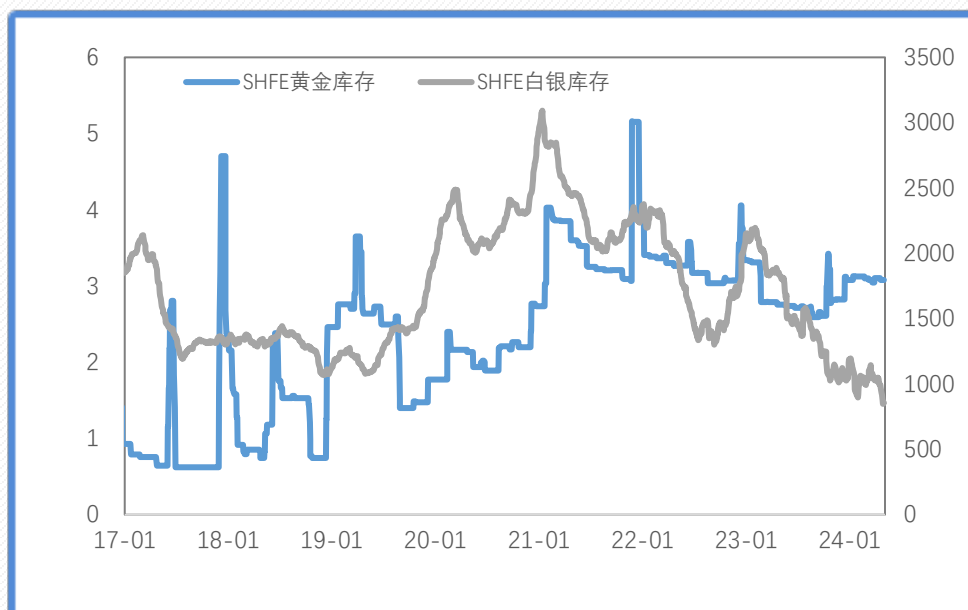
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1772.1 万盎司，环比增加约 9.8 万盎司，COMEX 白银库存约为 29564.9 万盎司，环比增加约 163 万盎司；SHFE 黄金库存约为 3.08 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 856.3 吨，环比增加约 7.9 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

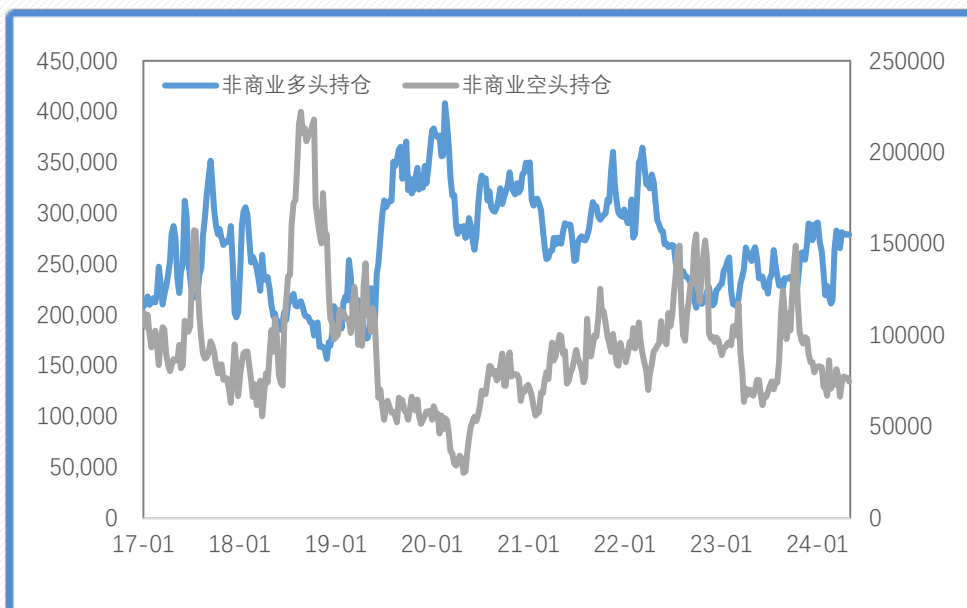
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

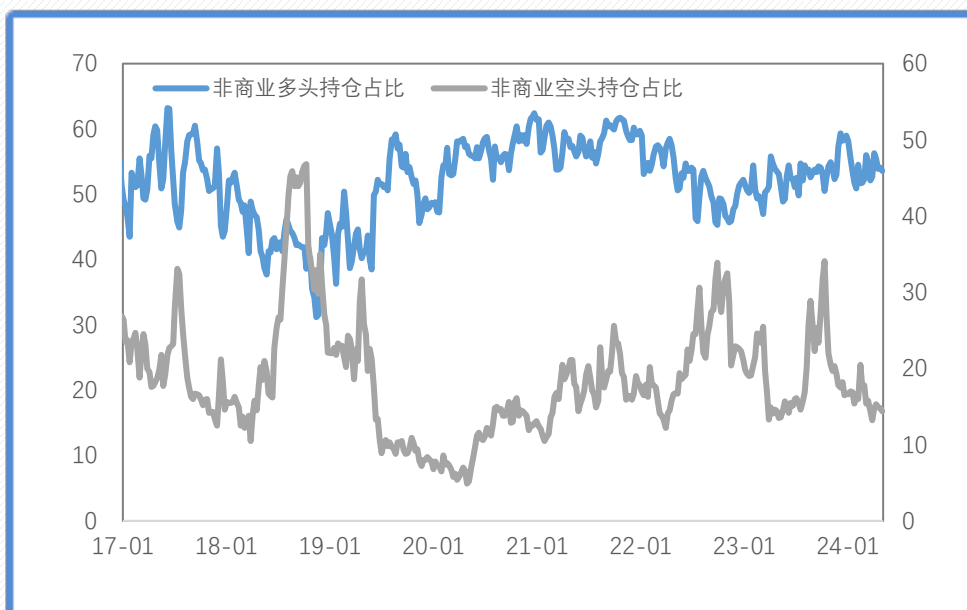
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 1.7 吨至 830 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 145 吨至 13190 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.3 万手, 其中非商业净多持仓减少 685 手至 27.9 万手, 空头持仓减少 2004 手至 7.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 53.6% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 14.4% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



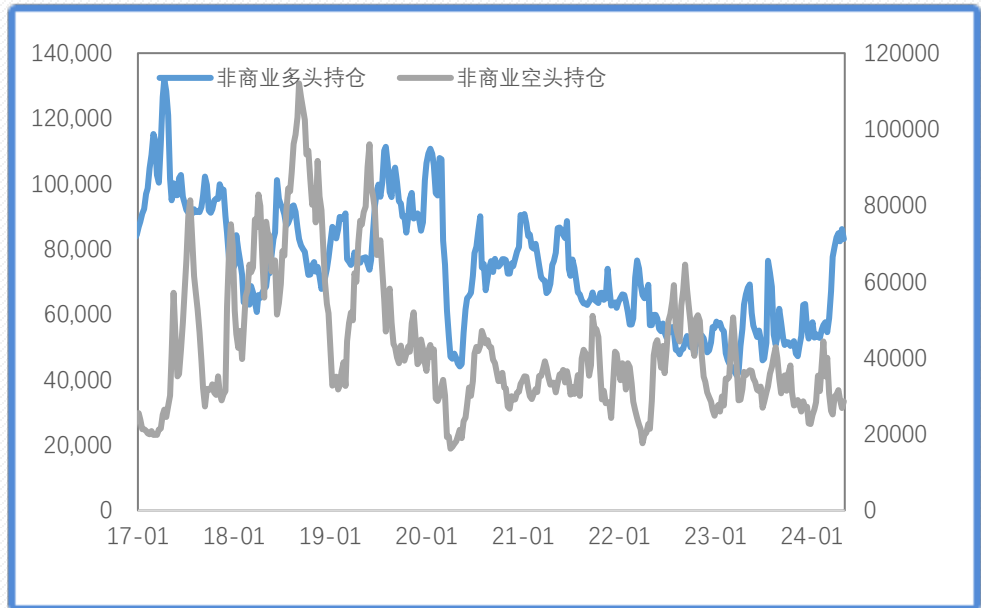
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



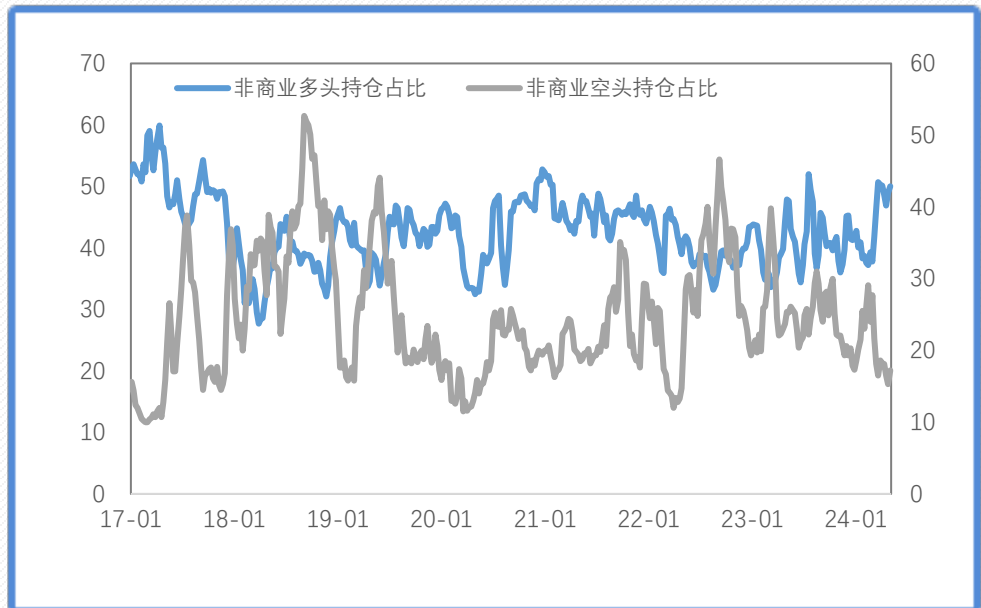
数据来源: Wind

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

从国内假期期间外盘的表现来看，可以发现目前国内多头可能更加坚定，而目前 4 月已经公布的宏观数据，比如制造业 PMI，虽然环比 3 月有所回落，但是整体仍然符合季节性的特征并且还是处于扩张区间，很难就此完全扭转国内铜多头的决心，多头不会主动离场，而目前历史性的高位持仓是决定国内铜价的重要因素，因此本周开盘后沪铜可能仍将维持相对强势。

5 月 FOMC 会议后，9 月首次降息概率有所回升，若年内确实出现降息，

美指美债的回落必然支撑金价上行；若不降息，高利率的长期持续或使得流动性风险的再度回升，促使购金需求的增加。因此，中长期看贵金属价格仍将呈上行走势。

#### 关注及风险提示

美国通胀预期、消费者信心指数、欧元区 PMI、中国 CPI、PPI、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。