

金铜重拾上行，需待二次通胀交易回归

金属市场周报

2024. 5. 6-2024. 5. 10

摘要：目前市场仍然停留在坏消息就是好消息的阶段，因为 SOFT DATA 的坏消息可以推升降息预期，但是又不足以担忧真正的衰退，而只要不滑落到真正的衰退，降息对需求就是非常有利的，所以目前价格依然坚挺，不过需要重拾上行驱动，还得等到二次通胀交易的重新回归。

核心观点

1、上周贵金属与铜价依然强势。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.46%，白银上涨 6.01 %；沪金 2408 合约上涨 1.75%，沪银 2408 合约上涨 5.83%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+1.84%、-1.47%。

2、降息预期提供支撑，通胀交易才是驱动。

目前市场仍然停留在坏消息就是好消息的阶段，因为 soft data 的坏消息可以推升降息预期，但是又不足以担忧真正的衰退，而只要不滑落到真正的衰退，降息对需求就是非常有利的，所以目前价格依然坚挺，不过需要重拾上行驱动，还得等到二次通胀交易的重新回归。

3、降息预期再度推升金价。

上周美国当周初请失业金人数超预期回升，劳动力市场似乎就此降温，而周内联储官员的表态相对鸽派，降息预期的提振再度支撑贵金属价格走强。当前来看，就业市场给予年内降息的底气，但过早的降息或使通胀再度抬头。无论是高利率或降息前期，均能成为金价走强的理由。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价偏强震荡，周五一度冲高回落，表现强于其他市场的铜价。铜市场的情绪仍然较为积极，目前市场仍然停留在坏消息就是好消息的阶段，因为 soft data 的坏消息可以推升降息预期，但是又不足以担忧真正的衰退，而只要不滑落到真正的衰退，降息对需求就是非常有利的，所以目前价格依然坚挺，不过需要重拾上行驱动，还得等到二次通胀交易的重新回归。

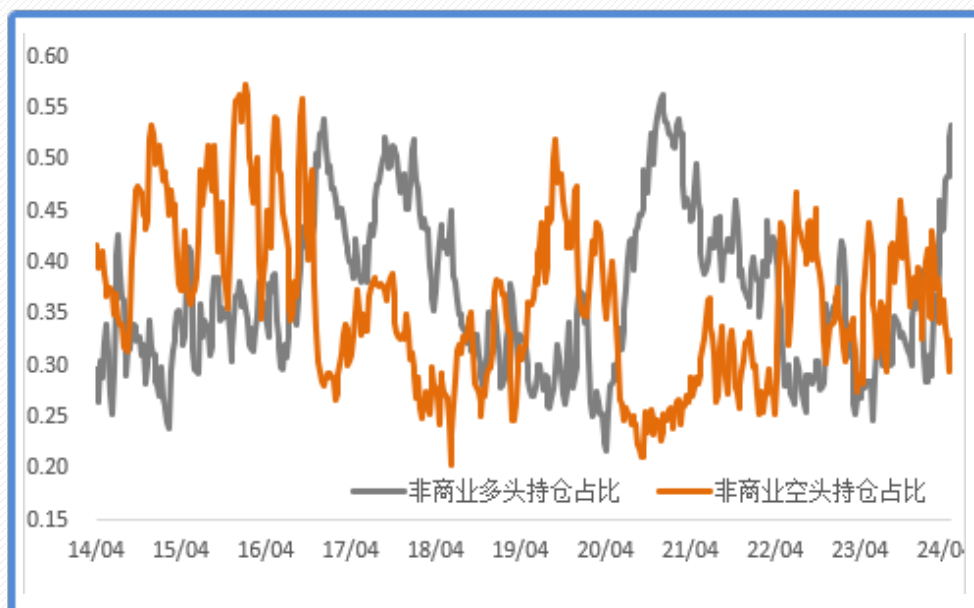
上周 SHFE 铜价高位震荡，周中价格一度有所回落，但是下游点价买盘集中介入，使得价格获得支撑。目前国内数据表现仍然尚可，上周公布的出口数据也再度转正且超预期，加之国内目前各地开始放开地产政策，同时专项债等发行也在提速，国内复苏的逻辑并不能在短时间内证伪，预计仍将持续 1-2 个月的时间，所以价格仍然易涨难跌。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线发生巨大变化，近端转为非常明显的 contango 结构，且较其他市场的价差出现了巨大的分化。主要还是在于北美库存处在低位，而巴拿马运河水位较低，航运受阻，南美发往北美的电铜受到影响，而从亚洲拉货目前看来价差还不足以完全覆盖其中的成本，因此虽然 back 结构比较明显，但是 lending 操作可以选择再有所观望。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，目前曲线的高点回到 8 月，4 月去库不理想，5 月以来去库也非常一般。目前由于现货商大量的买现抛期操作，相当部分的现货库存可能已经被锁定，暂时无法进入市场流通，如果价格下跌带来下游买入，可能反而会使得月差有明显收敛，因此在价差较大时介入 borrow 的安全边际相对较高，但是空间可能相对有限。

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

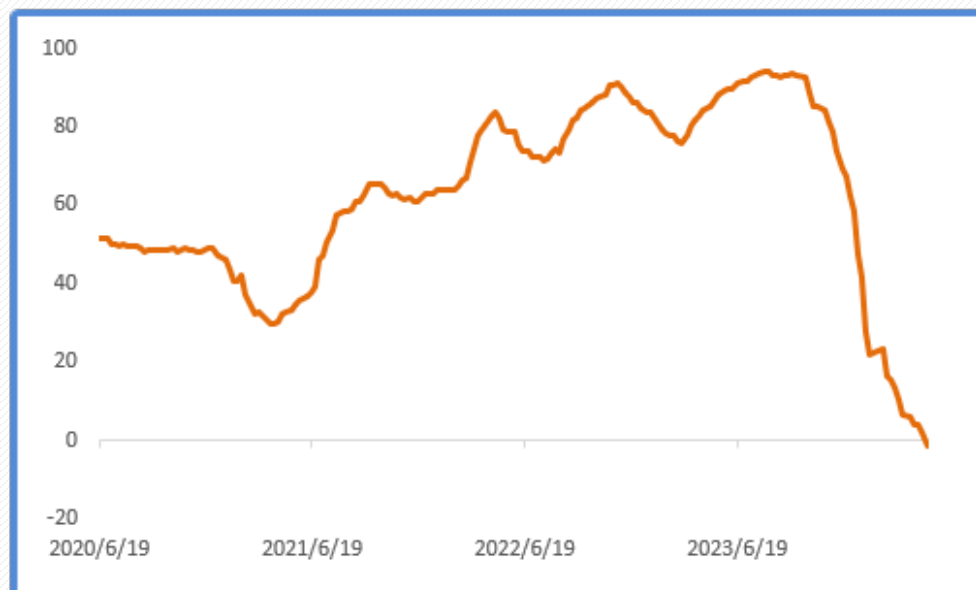


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 指数 2.7 美元/干吨，较上周减少 0.8 美元/干吨。节后铜精矿现货 TC 维持低位，但临近周末，铜精矿周度现货 TC 略有回调趋势，尽管月差仍然偏大。现货市场活跃度略有回暖，主流成交/可成交在个位数低位至中位。多数贸易商的报盘仍然偏低，但部分贸易商报盘略有上调，冶炼厂回盘也略有上调，尽管合同条款仍保持议价空间。Grasberg 下半年持续出口及巴拿马大选提振了部分市场参与者的情绪。需求端，冶炼厂集中检修中，极个别略降负荷运营。多个市场参与者认为现货 TC 有上调空间，但是十分有限。

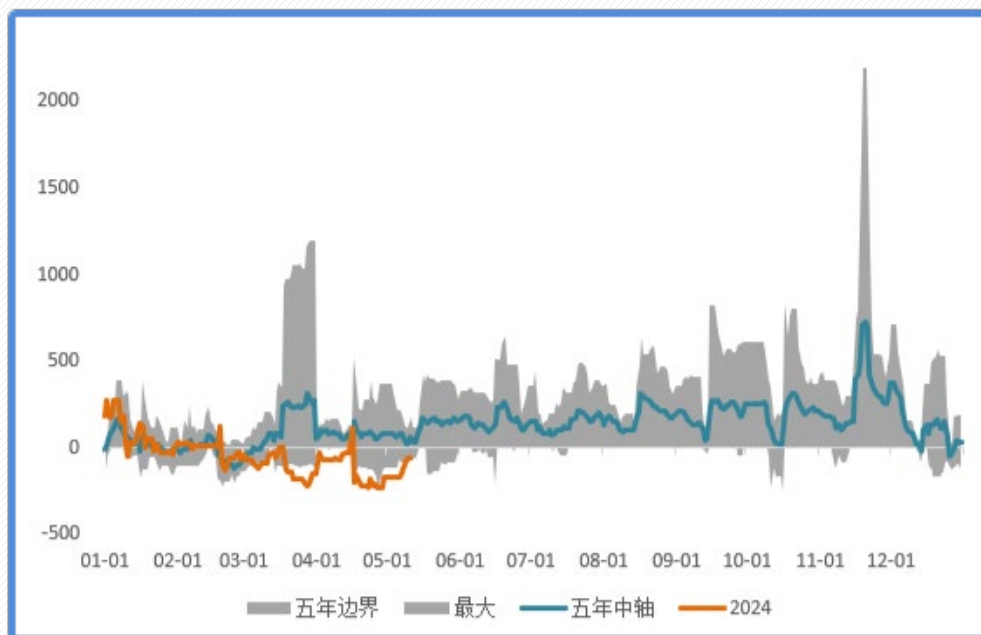
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周初铜价连续走跌，部分下游加工企业反馈新增订单有所增加，日内入市采购意愿表现提振。但高铜价背景下，下游短期补库情绪较低，基本仍以订单量采买维持生产为主，且铜价走高对于消费影响仍较为明显。临近 05 合约交割日，月差再度有所扩大，且受制于近期冶炼厂出口以及进口铜流入较少，市场流通货源预计难显充裕。因此周初交割前，现货升水仍有望企稳上涨；但值得注意的是铜价仍表现高位震荡，下游消费预计回升有限，因此换月升水上涨压力仍较大。

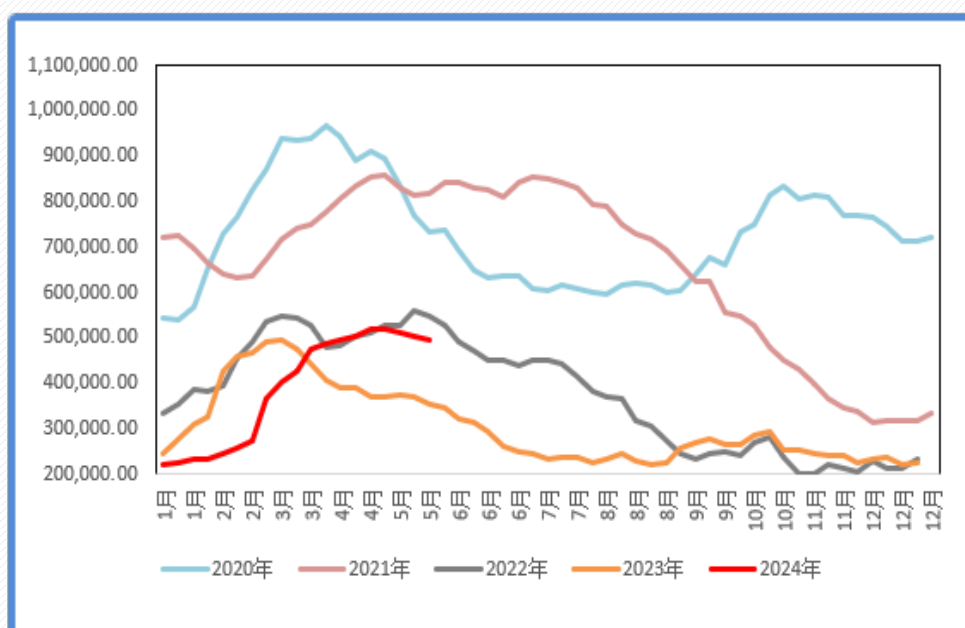
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 40.30 万吨，较 29 日增 1.46 万吨，较 6 日降 0.10 万吨；本周上海市场库存小幅增加，主因上海市场由于交割临近，部分炼厂仍有发货，但因周内铜价逐渐走跌，下游消费有所回暖，因此周内库存增加并不明显。广东市场库存亦继续增加，虽铜价表现回落，但该市场下游消费未有明显提振，但仓库到货也不多，出入库相对持平，因此库存小幅增加。

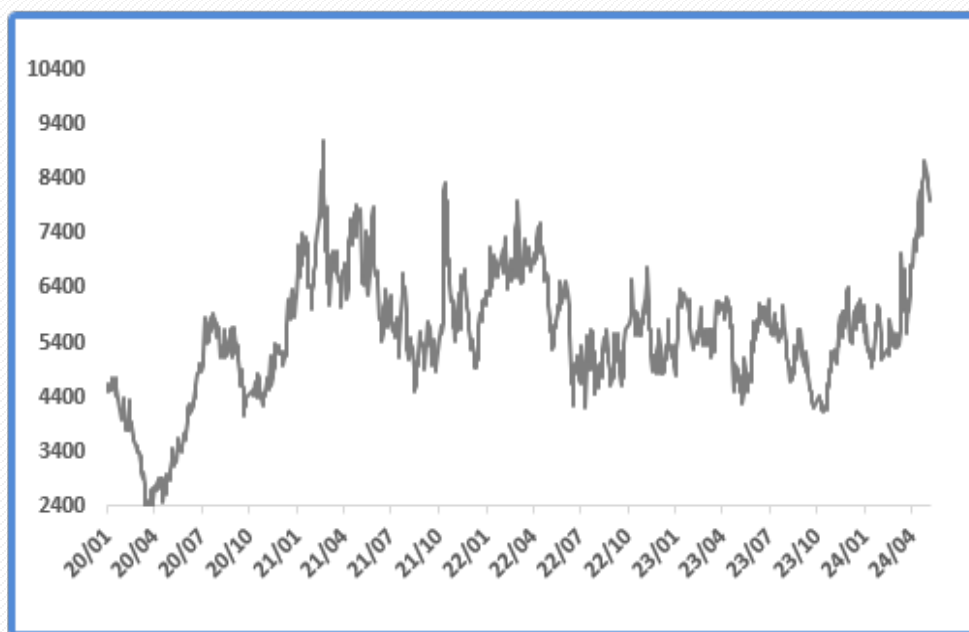
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费继续小幅上涨，但南北市场价差依然明显。从目前铜杆企业的情况来看，精铜杆端受限于订单需求影响，企业的产销积极性较为一般，提产也会受到下游订单较弱的影响，且这一情况在目前铜价上涨的趋势之中会被进一步放大；再生铜杆端再度面临行业政策的调整，目前“反向开票”的具体实施尚不明朗，企业的原料采购谨慎，部分企业也选择前期原料进行生产，限制了一部分企业的提产进度。整体来看，铜杆企业的生产短期快速提产的难度较大，而铜价若进一步上涨，精铜杆的市场竞争也会继续增加。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

（一） 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体先抑后扬，COMEX 金银于 2300-2386 美元/盎司、26.6-29 美元/盎司区间内运行。上周美国当周初请失业金人数超预期回升，劳动力市场似乎就此降温，而周内联储官员的表态相对鸽派，降息预期的提振再度支撑贵金属价格走强。

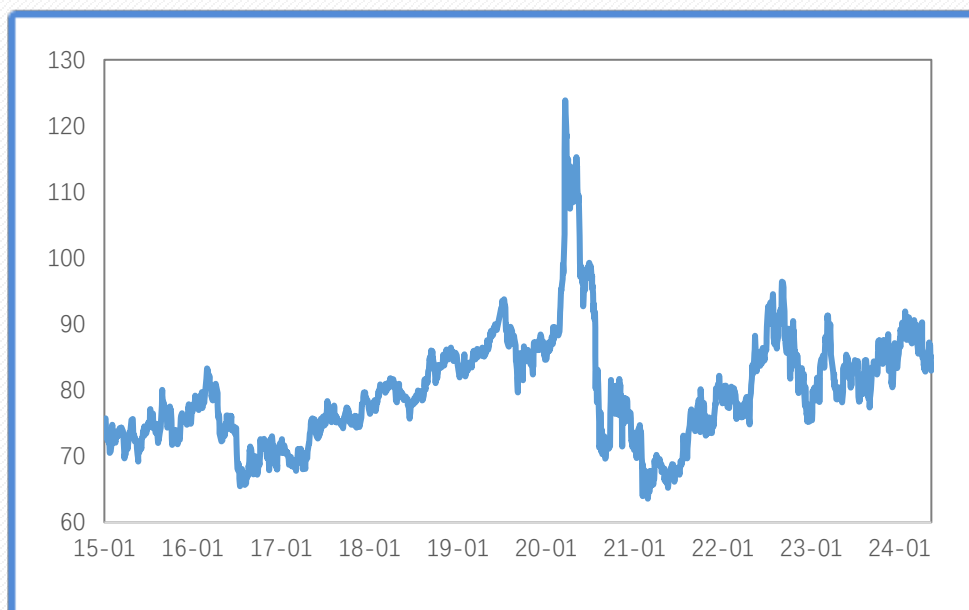
贵金属价格监控

| 2024/5/10 | 本周收盘价 | 上周收盘价 | 涨跌幅 |
|-----------|--------|--------|------|
| COMEX 黄金 | 2366.9 | 2301.0 | 2.9% |
| COMEX 白银 | 28.3 | 26.5 | 6.8% |
| 伦敦金现 | 2372.5 | 2294.5 | 3.4% |
| 伦敦银现 | 28.6 | 26.5 | 8.1% |
| SHFE 黄金 | 549.0 | 543.1 | 1.1% |
| SHFE 白银 | 7089.0 | 7050.0 | 0.6% |
| 上金所黄金 T+D | 544.8 | 544.0 | 0.1% |
| 上金所白银 T+D | 7083.0 | 7042.0 | 0.6% |

(二) 比价与波动率

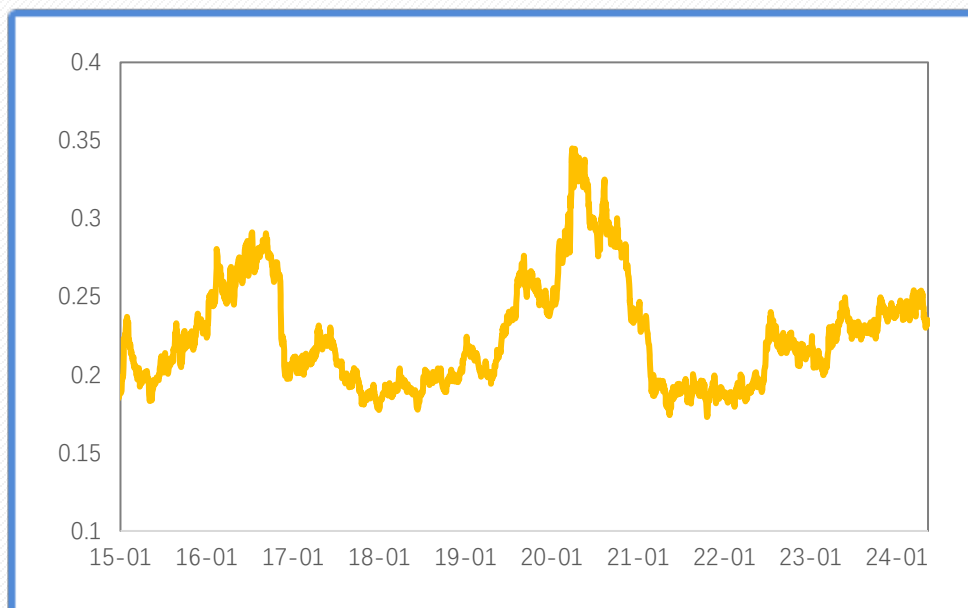
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比震荡回落；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格有所回落，金油比随之上行。

图 6：COMEX 金/COMEX 银



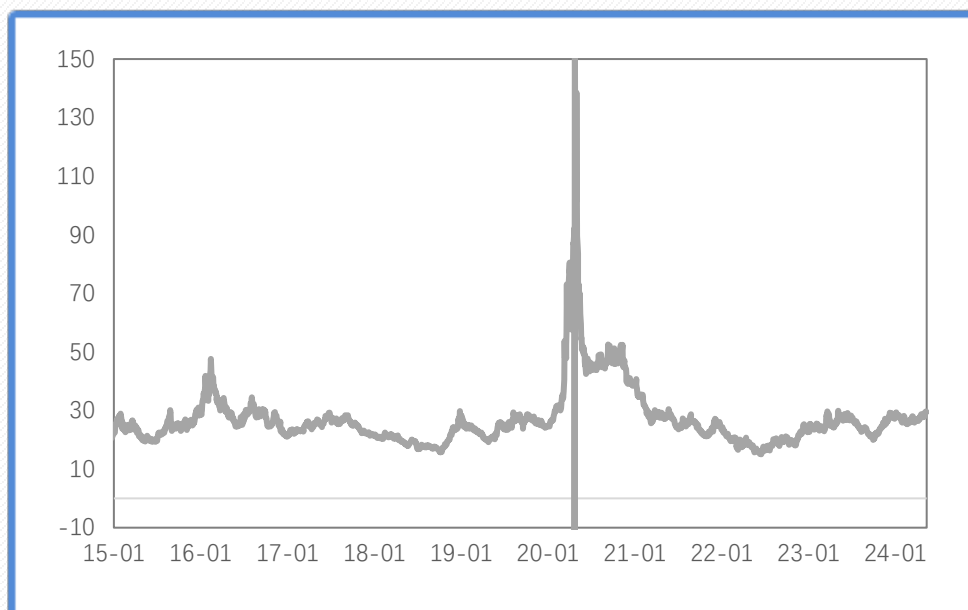
数据来源：Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

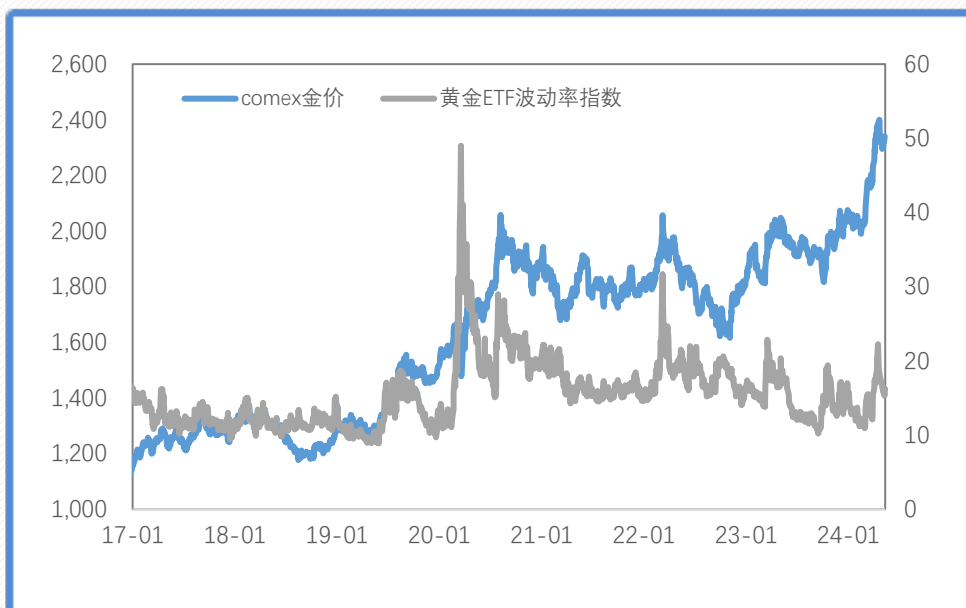
图 8: COMEX 金/WTI 原油



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。

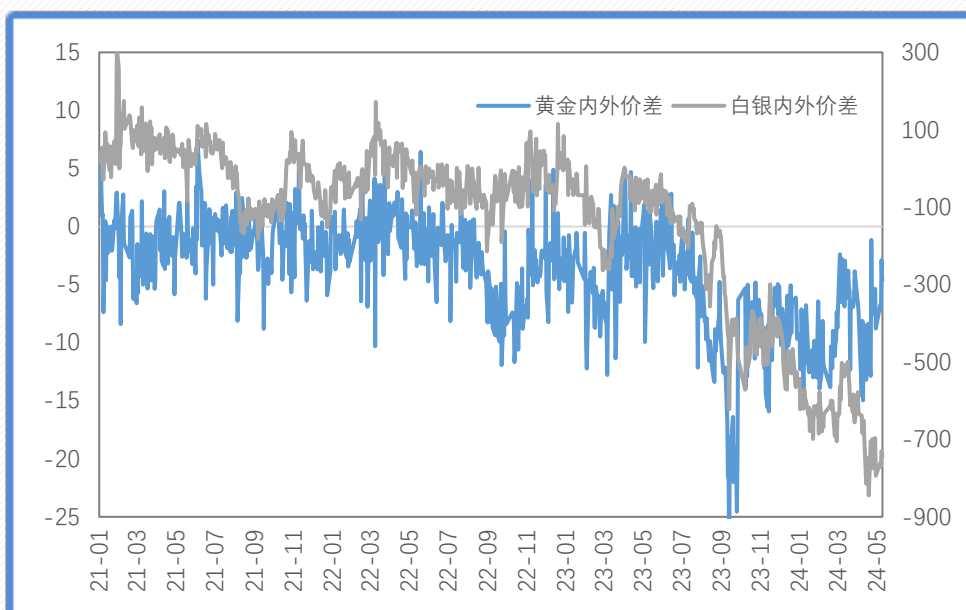
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

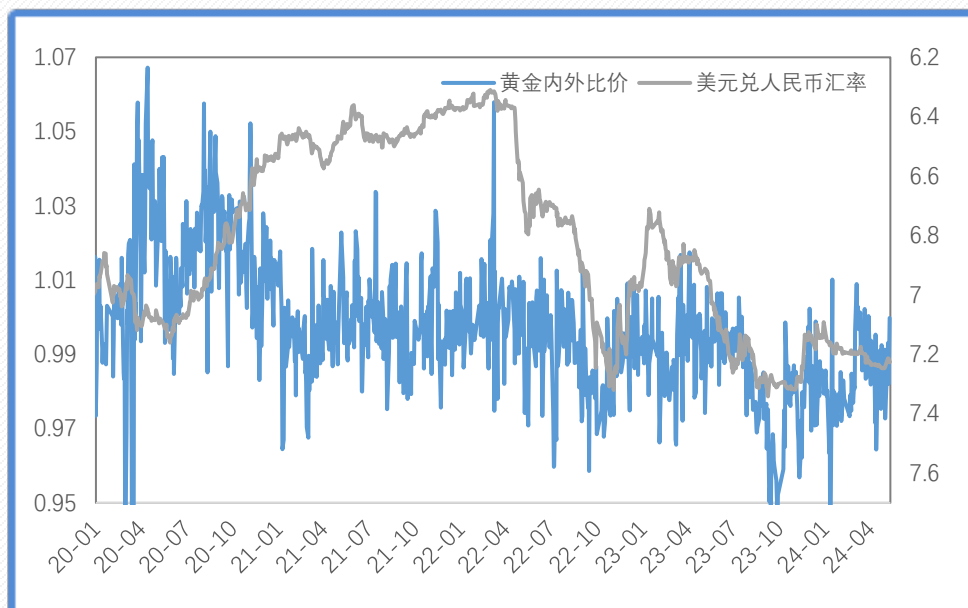
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价同样下滑。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

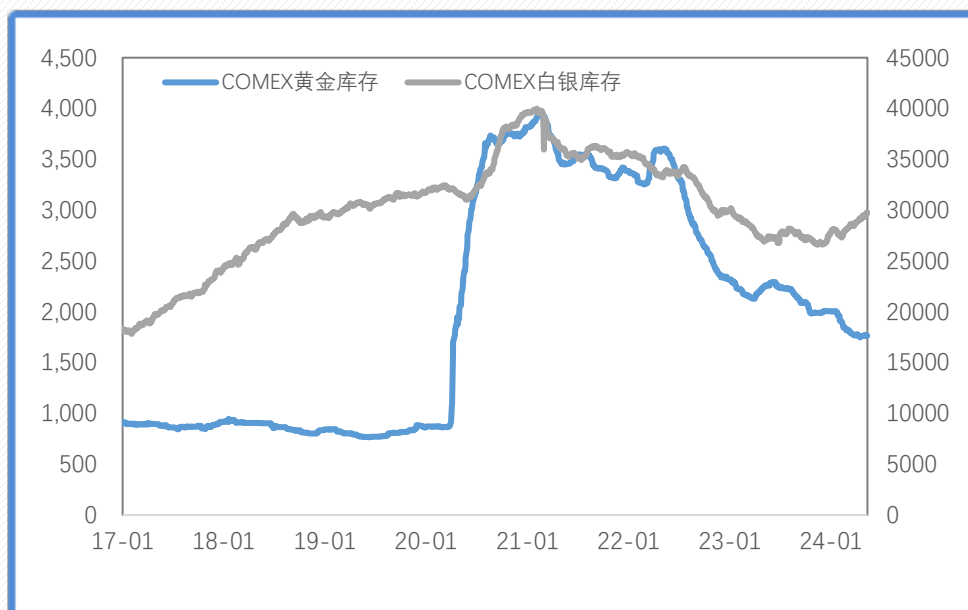


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

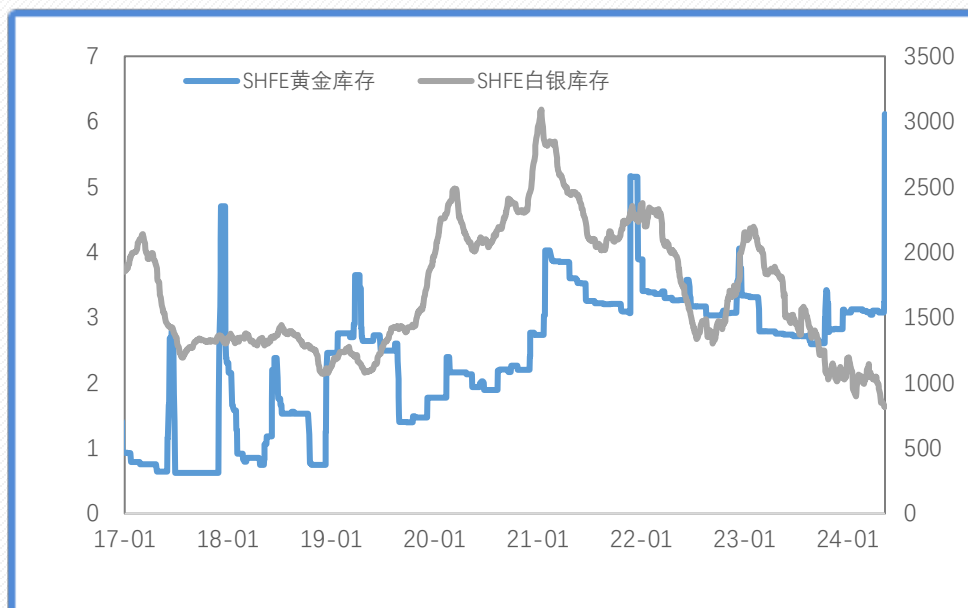
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1761.7 万盎司，环比减少约 10.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 29786.9 万盎司，环比增加约 222 万盎司；SHFE 黄金库存约为 6.12 吨，环比增加约 3 吨，SHFE 白银库存约为 815.7 吨，环比减少约 20.7 吨。

图 12：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

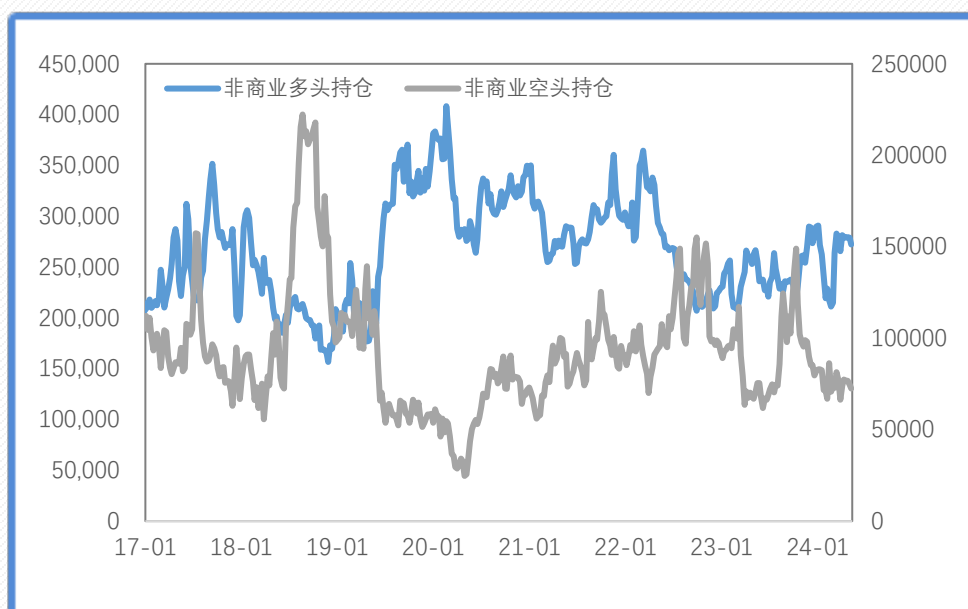
图 13：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

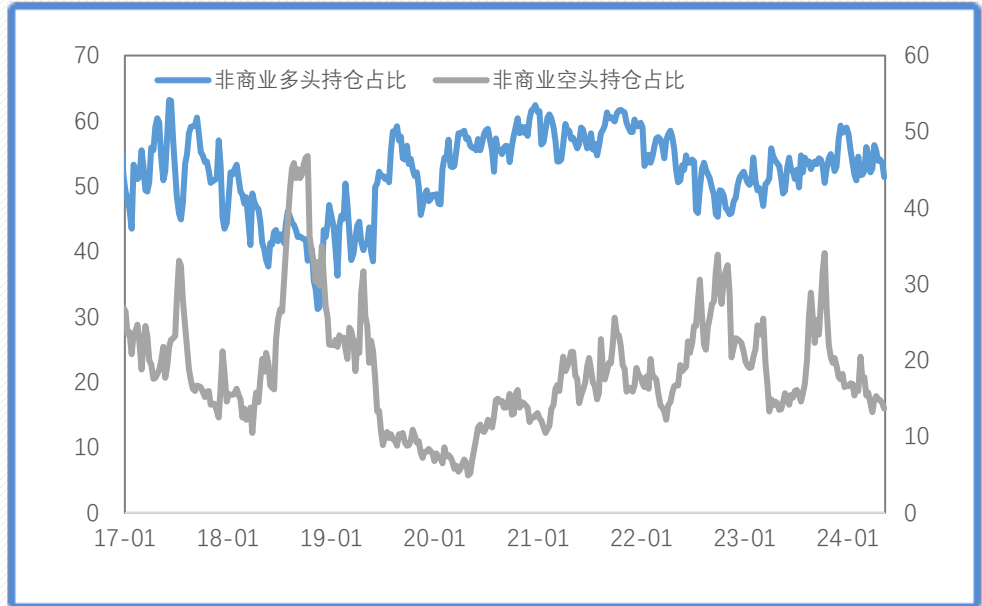
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 1.5 吨至 832 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 88 吨至 13101 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 34.5 万手，其中非商业净多持仓减少 6706 手至 27.2 万手，空头持仓减少 2063 手至 7.3 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周下降至 51.4%附近，非商业空头持仓占比回落至 13.7%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



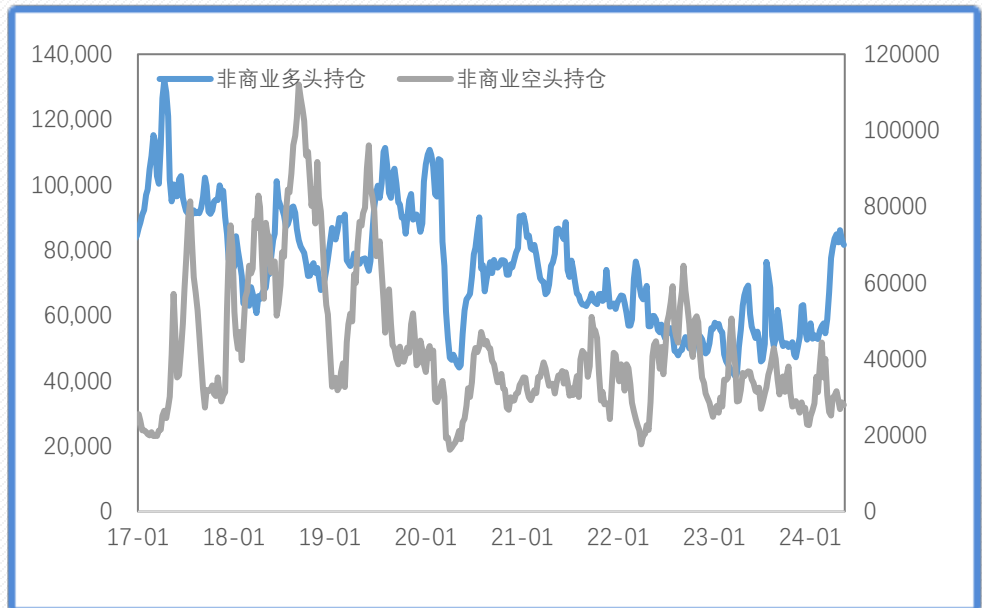
数据来源：Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



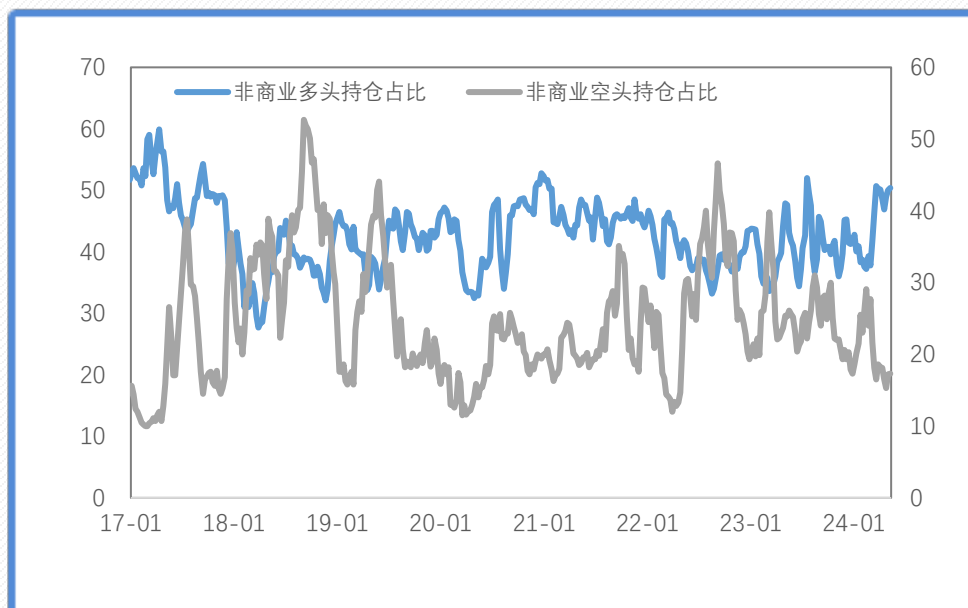
数据来源: Wind

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

目前国内数据表现仍然尚可，上周公布的出口数据也再度转正且超预期，加之国内目前各地开始放开地产政策，同时专项债等发行也在提速，国内复苏的逻辑并不能在短时间内证伪，预计仍将持续 1-2 个月的时间，所以价格仍然易涨难跌。

当前来看，劳动力市场的降温似乎给予年内降息的底气，但过早的降息或使通胀再度抬头。无论是高利率或降息前期，均能成为金价走强的理由。

关注及风险提示

美国通胀预期、美国 PPI、CPI、零售销售数据、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。