

美铜矛盾发酵引爆金属狂潮

摘要：COMEX 铜价的上涨，充分显示了低库存与高持仓之间的矛盾，也显示了当前美国消费的强劲与此前预期之间的差异。从上周宏观情况来看，CPI 符合预期，这个情况仍然利好铜价未来的表现。短期看来，持仓和库存可能是衡量短期价格重要指标，这标志了低库存与高持仓的矛盾是否还会持续。

金属市场周报

2024. 5. 13-2024. 5. 17

核心观点

1、上周贵金属与铜价再度上行。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.23%，白银上涨 11.9%；沪金 2408 合约上涨 0.62%，沪银 2408 合约上涨 2.99%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+9.25%、+3.77%。

2、降息预期回升，美铜矛盾发酵。

COMEX 铜价的上涨，充分显示了低库存与高持仓之间的矛盾，也显示了当前美国消费的强劲与此前预期之间的差异。从上周宏观情况来看，CPI 符合预期，这个情况仍然利好铜价未来的表现。短期看来，持仓和库存可能是衡量短期价格重要指标，这标志了低库存与高持仓的矛盾是否还会持续。

3、贵金属重启上涨行情。

上周联储官员的表态基本确认年内再度加息的概率较低，此后 9 月降息预期环比小幅回升。整体上，年内降息预期依然支撑贵金属价格上行，叠加地缘危机并未有所缓解，资金借此将贵金属再度作为推升的标的。再往后看，贵金属价格的上行趋势并未扭转，任何一个利多的信号都将点燃新一轮上涨的行情，相对于黄金，白银的投资机会更佳。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价强势上行，表现强于其他市场铜价。COMEX 铜价的上涨，充分显示了低库存与高持仓之间的矛盾，也显示了当前美国消费的强劲与此前预期之间的差异。从上周宏观情况来看，CPI 符合预期，这个情况仍然利好铜价未来的表现。短期看来，持仓和库存可能是衡量短期价格重要指标，这标志了低库存与高持仓的矛盾是否还会持续。

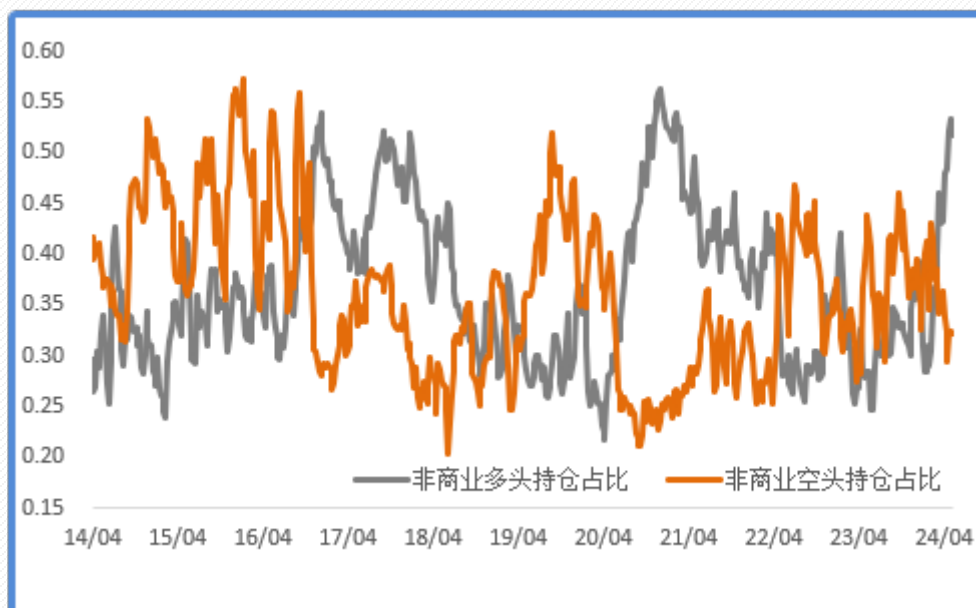
上周 SHFE 铜价重拾上行动能，突破 85000 元/吨关口。虽然上周国内公布的金融数据看似疲弱，新增社融出现负增长，但是从另一个角度来看，这也加快了社融见底回升的进程，后续社融可能就是重新筑底回升，这与市场对于国内库存周期见底回升在节奏上是一致的。因此后续除非有更加糟糕的宏观信号，否则铜价依然易涨难跌。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线近端的 BACK 结构在上周进一步加大，目前 COMEX 铜的低库存与高持仓之前出现了较大的矛盾，而这种矛盾的缓和，只能通过组织更多货源去北美交仓和持仓的逐渐下降来缓解。目前看来，能够赶在 7 月之前到岸交割的货物数量有限，跟目前庞大的持仓相比显得更为不足，因此并不能说 BACK 结构就已经到位，后续还需观察。

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继续上行，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

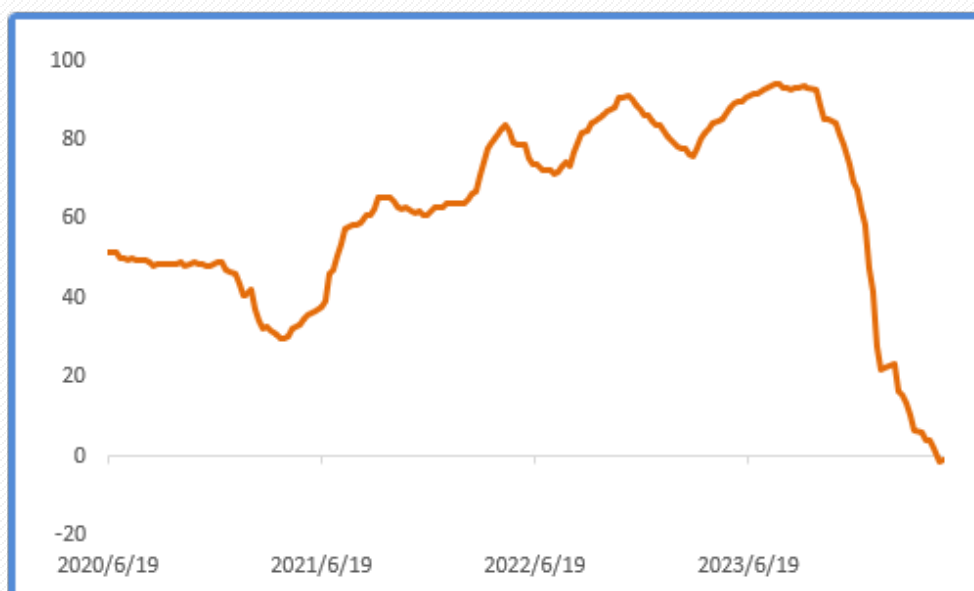


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 2.2 美元/干吨，较上周减少 0.5 美元/干吨。铜精矿现货 TC 继续小幅反弹，主流成交在个位数中位，月差也有所缩小。供应端一切供应正常，需求端冶炼厂投料量进一步下降，短期内或许提振 TC 小幅度上行。

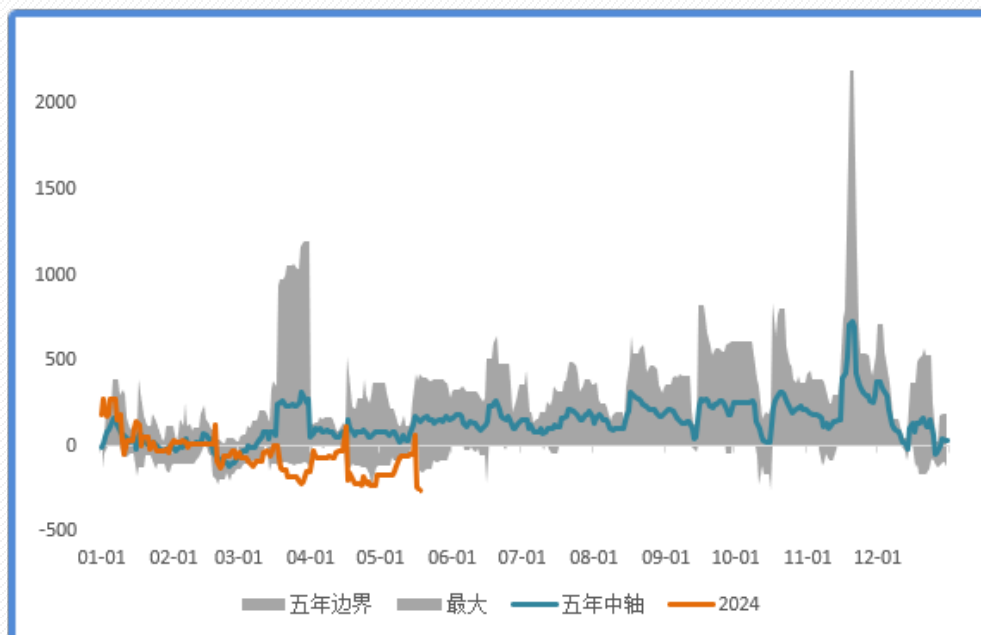
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，近期铜价延续走高势头，且周内再度创下年内新高，下游加工企业畏高情绪仍存，且部分加工企业面对高铜价，选择停炉未有生产。因此整体下游入市采购意愿表现较为低迷，需求难有明显改善，基本日内接货以满足刚需生产为主。由于铜价仍表现强势，下游消费继续承压明显，且上海市场库存仍表现增加，因此短期来看，高铜价背景下，下游消费仍难有回升空间。整体下周库存去库动力不足，高库存压力尚存，现货升水或将继续维持弱势运行。

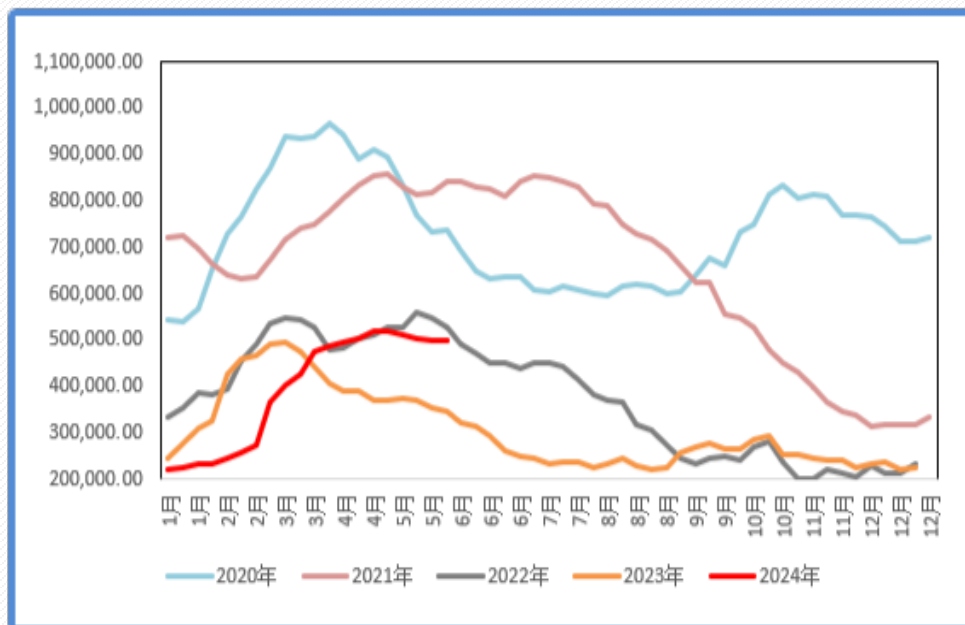
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 40.69 万吨，较 9 日增 0.39 万吨，较 13 日增 0.57 万吨；本周上海市场库存表现增加，主因周内恰逢交割，部分北方炼厂货源南下到货入库，且周内铜价再度走高，下游消费承压，因此周内库存止跌上涨。广东市场库存亦小幅下降，主因周内市场仓库到货较少，入库表现较低。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 9.88 万吨，较 9 日增 1.33 万吨，较 13 日增 0.88 万吨；保税区库存继续表现增加，主因周内进口比价亏损再度扩大，进口到船货源以及出口货源入库，库存因此延续垒库。

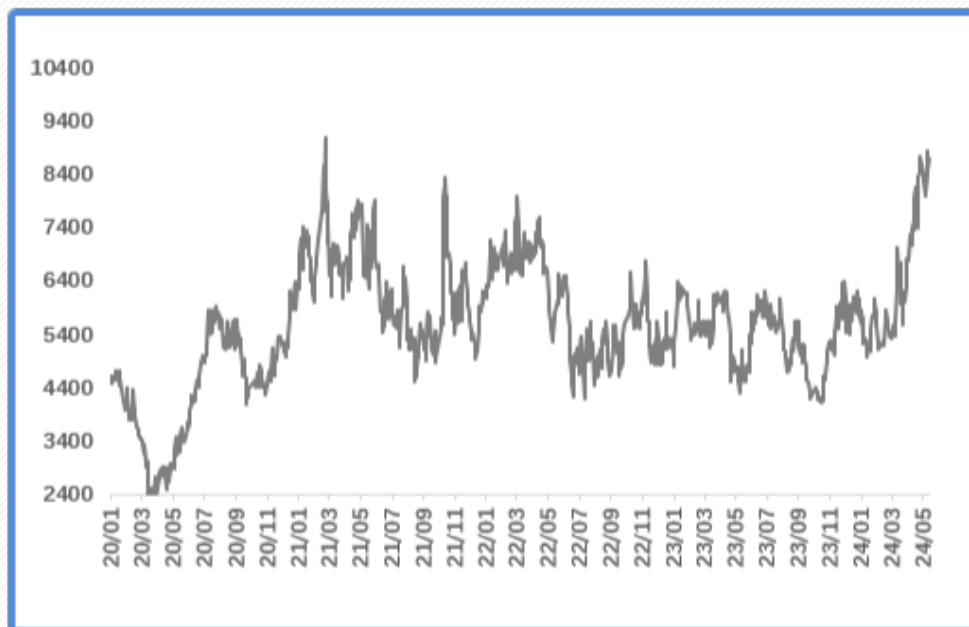
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

8mm 精铜杆加工费皆呈下调表现，其中华东、华南市场加工费下调幅度最大，较上周下跌 200 元/吨左右；精铜杆加工费持续下调，消费端表现再度遇冷；再生铜杆个别低价现货促进成交提升，整体开工表现依旧不佳；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度双双扩大。后市来看，现阶段下游企业畏高情绪偏强，铜杆绝对价格重心已远高于其心理预期，预计后期下游客户订单执行或有持续延后表现。受铜价持续走高影响，精铜杆企业零单再度遇冷，长单执行也受较大限制，若铜价无明显回调或再度冲高，可能出现较大范围检修、停产现象。再生铜杆因其价格优势，部分订单表现尚可，但价格偏高依旧限制新订单表现，目前企业交付前期订单为主，后续实际消费提振难度较大。

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回升，COMEX 金银于 2337-2428 美元/盎司、28.1-31.9 美元/盎司区间内运行。上周联储官员的表态基本确认年内再度加息的概率较低，此后 9 月降息预期环比小幅回升。整体上，年内降息预期依然支撑贵金属价格上行，叠加地缘危机并未有所缓解，资金借此将贵金属再度作为推升的标的。

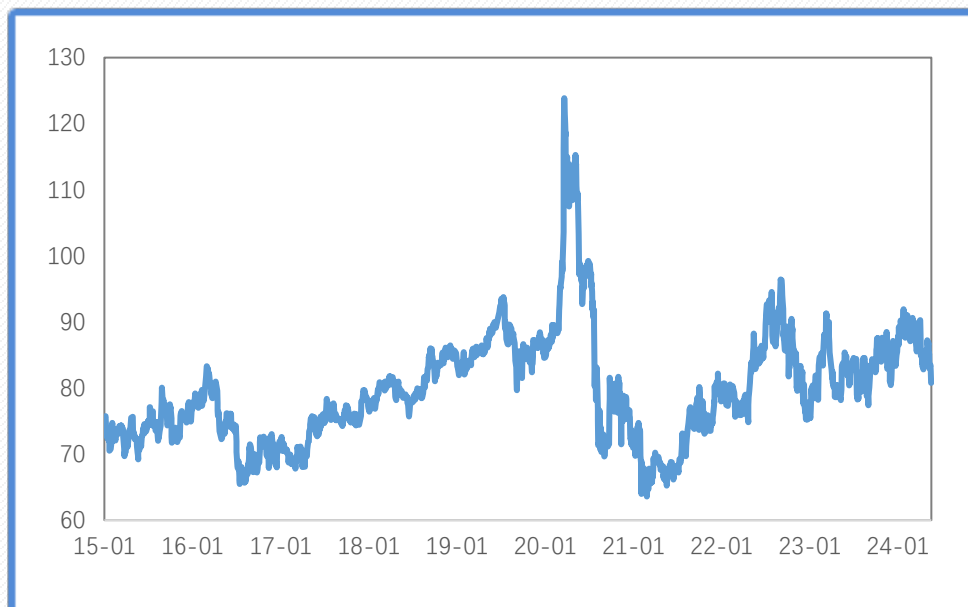
贵金属价格监控

2024/5/17	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2415.8	2347.6	2.9%
COMEX 白银	31.6	28.3	11.6%
伦敦金现	2402.6	2372.5	1.3%
伦敦银现	29.7	28.6	3.6%
SHFE 黄金	562.2	551.0	2.0%
SHFE 白银	7636.0	7353.0	3.8%
上金所黄金 T+D	561.2	555.7	1.0%
上金所白银 T+D	7649.0	7397.0	3.4%

（二） 比价与波动率

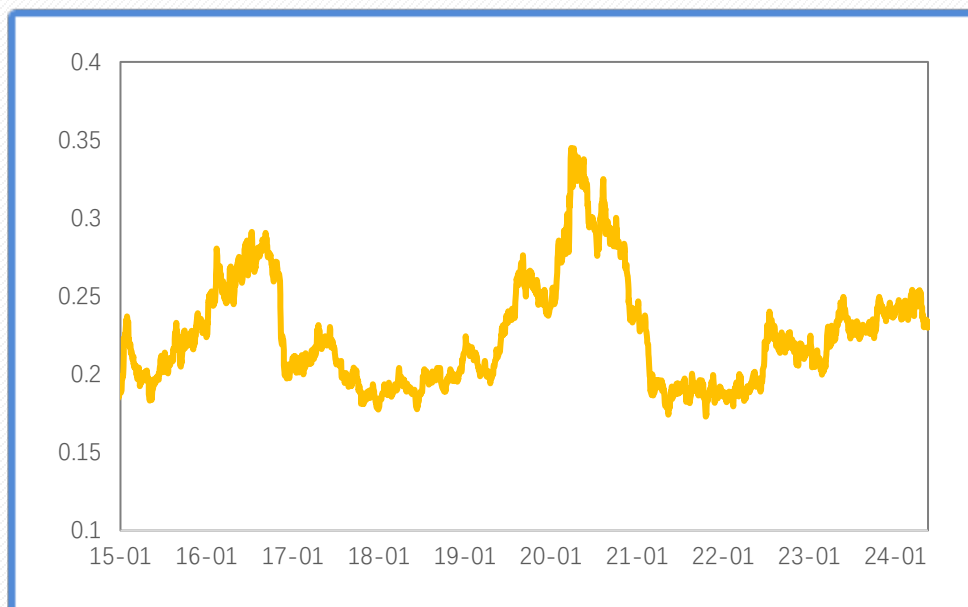
上周，白银涨幅强于黄金，金银比震荡回落；铜价表现强于黄金，金铜比震荡下行；原油价格有所回升，金油比窄幅震荡。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



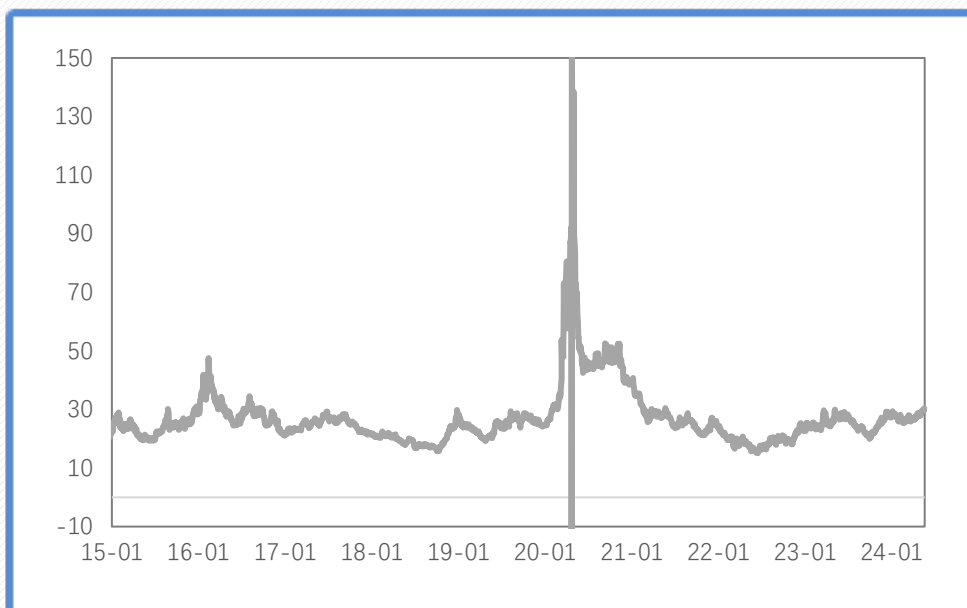
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

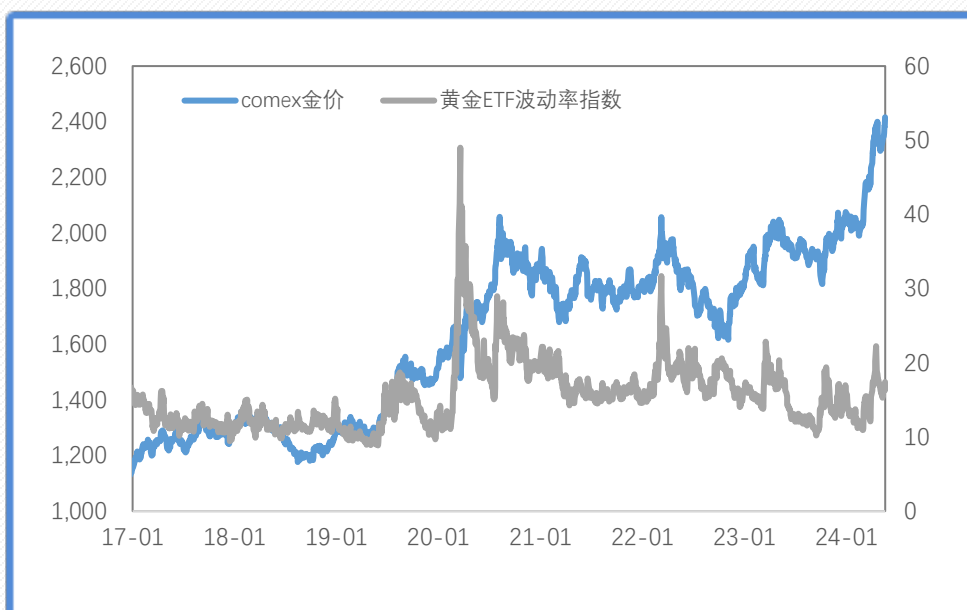
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于近期再度回升，地缘叠加降息预期支撑金价走强，资金的集中的提升使得该指数持续处于高位。

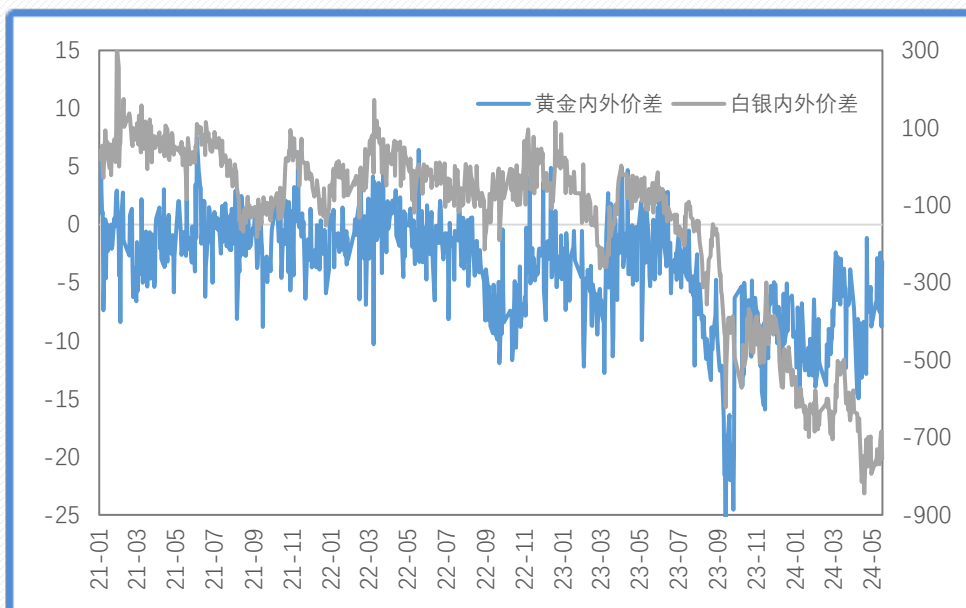
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

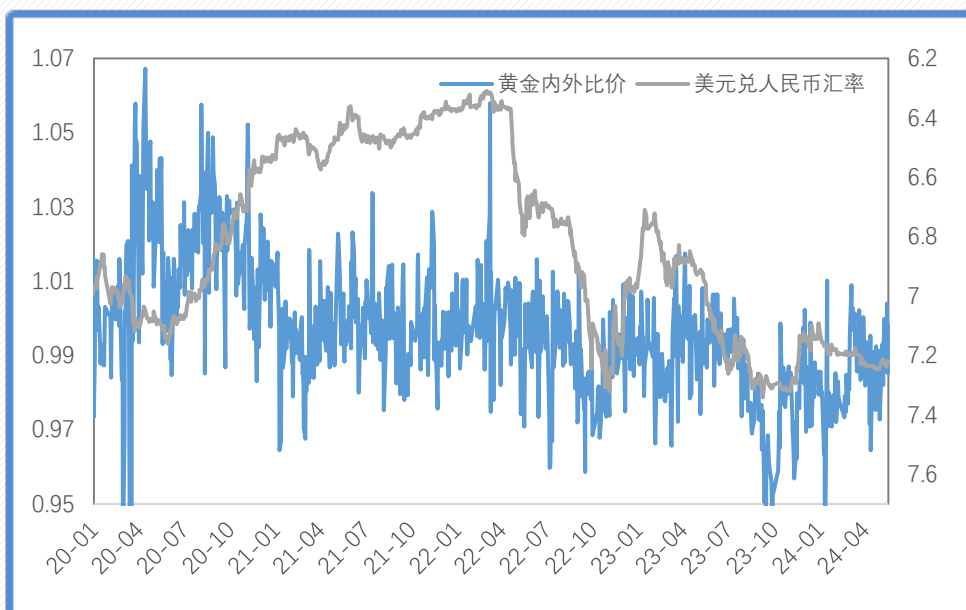
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价同样上升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

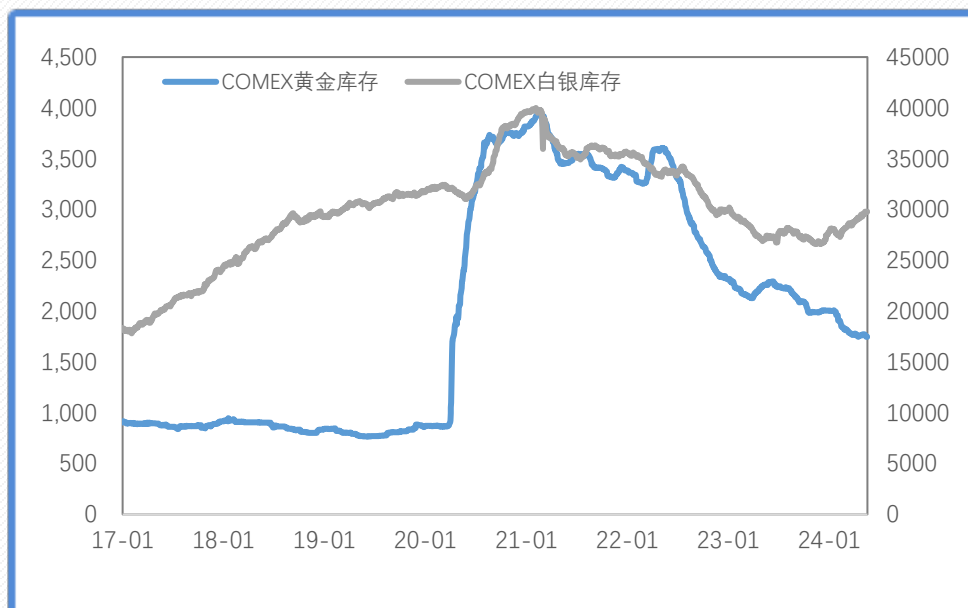


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

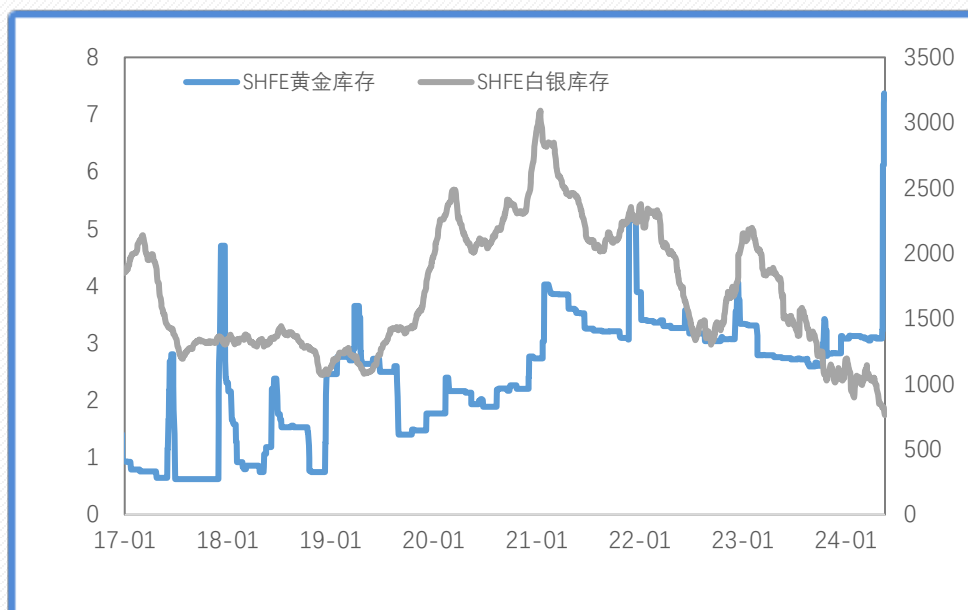
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1746 万盎司，环比减少约 16 万盎司，COMEX 白银库存约为 29800 万盎司，环比增加约 13 万盎司；SHFE 黄金库存约为 7.3 吨，环比增加约 1.2 吨，SHFE 白银库存约为 761 吨，环比减少约 54 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

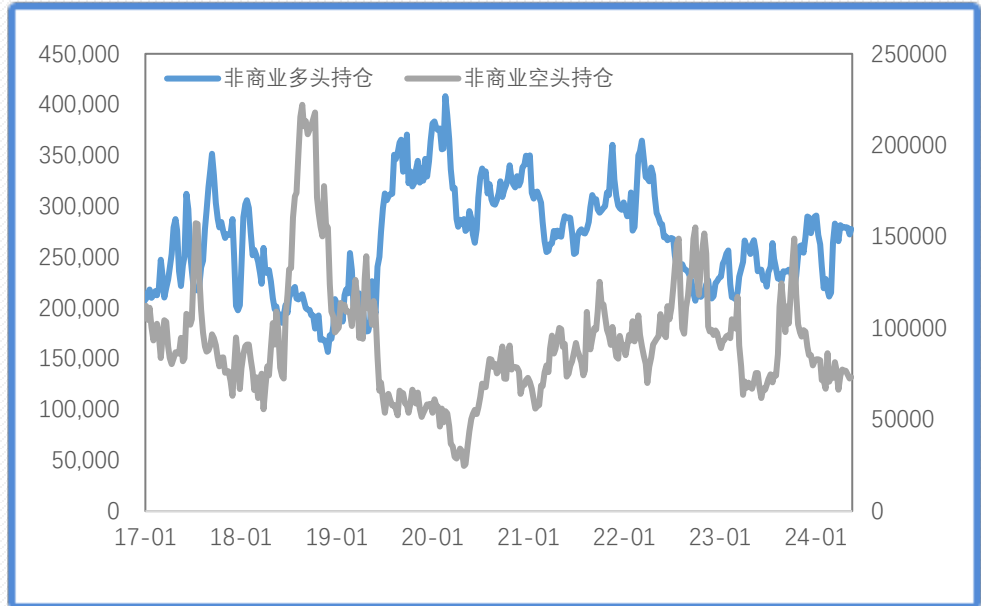
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

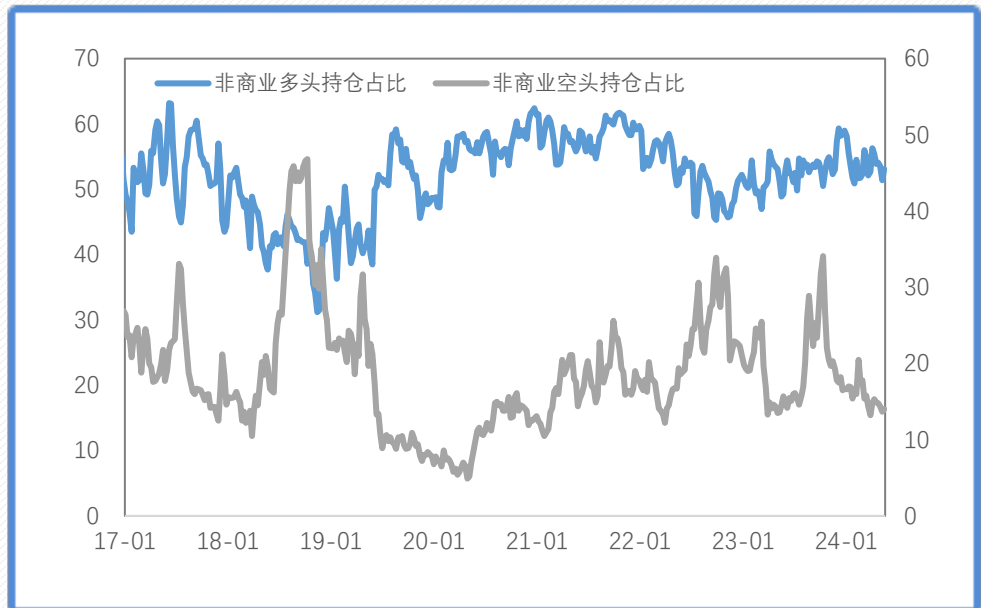
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 6.6 吨至 839 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 87 吨至 13015 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.1 万手, 其中非商业净多持仓增加 5498 手至 27.8 万手, 空头持仓增加 569 手至 7.3 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 53.1%附近, 非商业空头持仓占比回升至 14%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



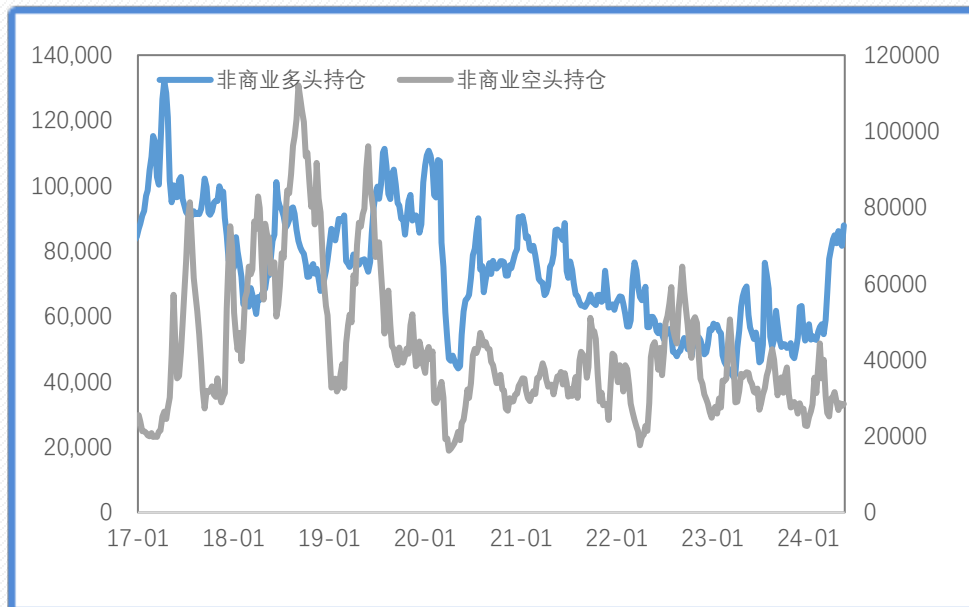
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



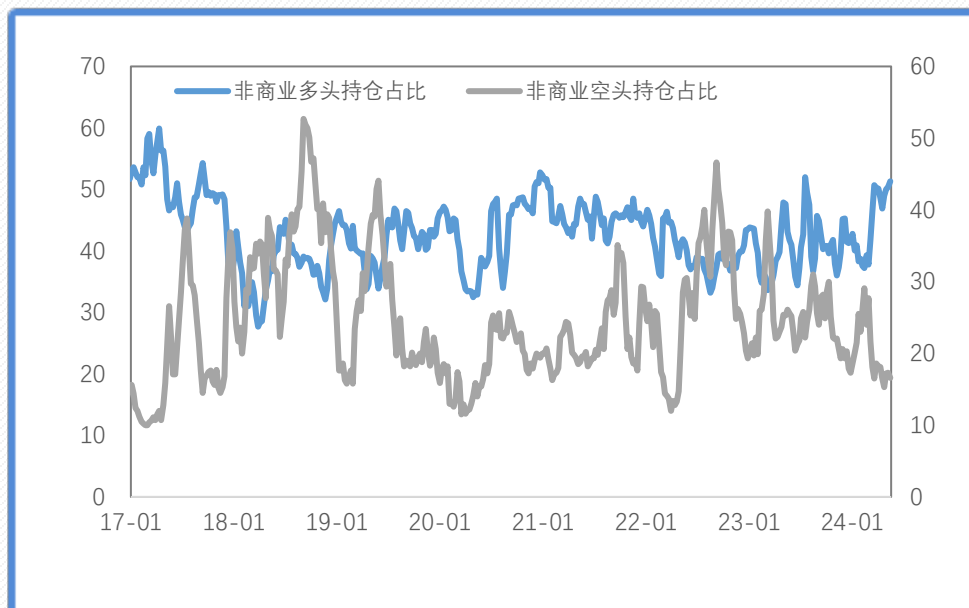
数据来源: Wind

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

虽然上周国内公布的金融数据看似疲弱，新增社融出现负增长，但是从另一个角度来看，这也加快了社融见底回升的进程，后续社融可能就是重新筑底回升，这与市场对于国内库存周期见底回升在节奏上是一致的。因此后续除非有更加糟糕的宏观信号，否则铜价依然易涨难跌。

实际利率的下降支撑贵金属价格走强，再往后看，贵金属价格的上行趋势并未扭转，任何一个利多的信号都将点燃新一轮上涨的行情，相对于黄金，白银的投资机会更佳。

关注及风险提示

美国初请失业金人数、制造业 PMI、通胀预期、联储官员讲话、欧元区制造业 PMI、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。