

降息预期后延，金铜挤仓上涨告一段落

摘要：上周联储会议纪要显示出鹰派的论调，显示不少官员考虑了加息的可能性，市场受到一定影响。同时，由于市场传言空头组织到了一定规模的货源可以用于美铜交仓，此前挤仓的行情也快速冷却。此外，一些铜精矿供应端的新闻，比如秘鲁今年可能生产 300 万吨铜精矿等也冲击了市场，铜价自高位回落，基本回吐了因为挤仓所带来的涨幅。

金属市场周报

2024. 5. 20-2024. 5. 24

核心观点

1、上周贵金属与铜价均显著回调。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 3.5%，白银下跌 3.9%；沪金 2408 合约下跌 1.84%，沪银 2408 合约上涨 4.51%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-6.36%、-0.24%。

2、会议纪要鹰派，挤仓暂告段落。

上周联储会议纪要显示出鹰派的论调，显示不少官员考虑了加息的可能性，市场受到一定影响。同时，由于市场传言空头组织到了一定规模的货源可以用于美铜交仓，此前挤仓的行情也快速冷却。此外，一些铜精矿供应端的新闻，比如秘鲁今年可能生产 300 万吨铜精矿等也冲击了市场，铜价自高位回落，基本回吐了因为挤仓所带来的涨幅。

3、降息预期后延，金银高位回落。

上周美联储公布的会议纪要整体偏鹰，通胀数据的回落需要更长时间，年内高利率或将维持更久，同时不排除再度加息的可能。此后，市场降息预期基本由 9 月推迟至年底，美债利率和美元指数有所回升，贵金属价格随之显著回调。再往后看，我们依然认为贵金属价格的上行趋势并未扭转，受到各国央行购金及避险需求的支撑，金价仍然有再次走强的可能，关注本周公布的美国核心 PCE 数据对降息预期的影响。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价高位回落，挤仓暂告段落。上周联储会议纪要显示出鹰派的论调，显示不少官员考虑了加息的可能性，市场受到一定影响。同时，由于市场传言空头组织到了一定规模的货源可以用于美铜交仓，此前挤仓的行情也快速冷却。此外，一些铜精矿供应端的新闻，比如秘鲁今年可能生产 300 万吨铜精矿等也冲击了市场，铜价自高位回落，基本回吐了因为挤仓所带来的涨幅。

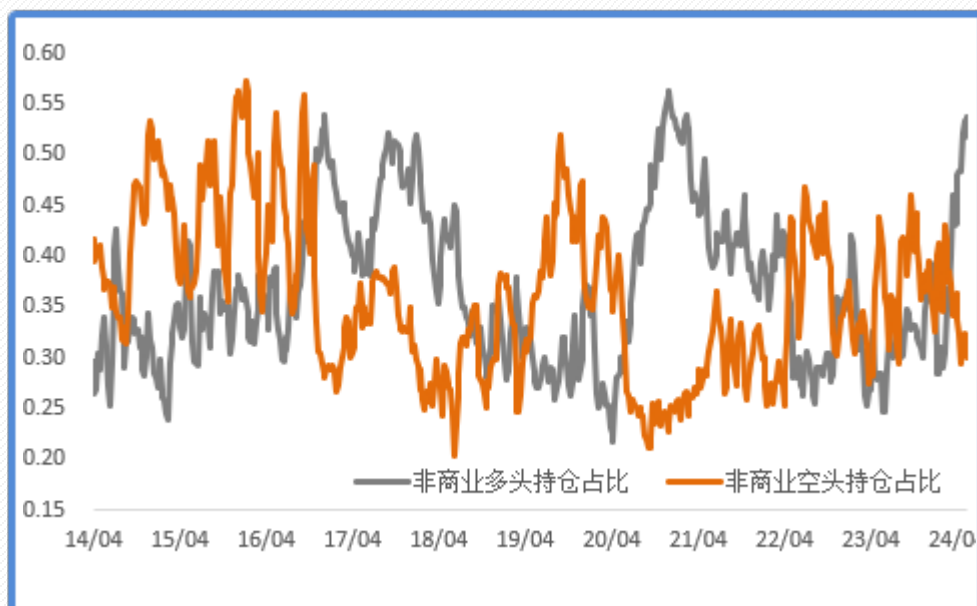
上周 SHFE 铜价高位回落，在 83000 元/吨附近获得支撑。从上周初快速拉涨之后的情况来看，下游消费受到了本轮上涨以来最明显的抑制，比本轮上涨中此前的几次快速拉涨对消费的抑制程度都要大。目前国内消费依然没有明显起色，这可能会对后期高位的铜价形成进一步的约束，限制铜价继续冲高的动能，后续铜价可能会进入一个宽幅震荡的格局。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，曲线近端的 BACK 结构迅速收敛，7-9 月的月差从此前的陡峭的 BACK 结构回到了基本平水的状态，这背后的原因主要还是此前的挤仓状态基本结束。传言空头已经组织到一定规模的货源进行交仓，而多头并非都愿意接货，所以挤仓的行情迅速降温，7-9 月的月差迅速收敛。

SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，目前曲线的高点回到 11 月，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

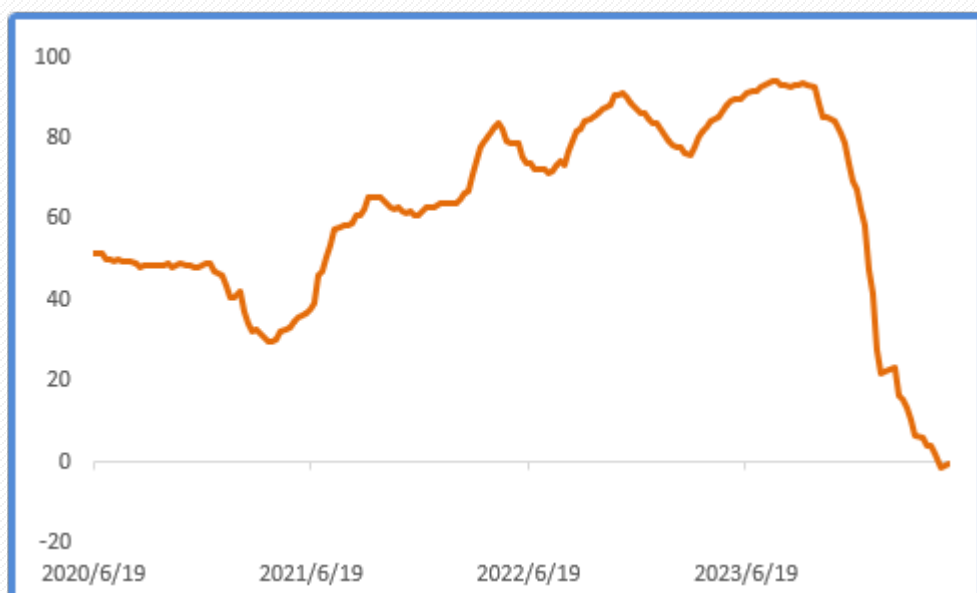


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 2.0 美元/干吨，较上周减少 0.2 美元/干吨。铜精矿现货市场的交易重心逐步向 7 月船期货物转移，现货 TC 小幅下行，市场活跃度低，主流成交在个位数低位。供应端保持稳定，暂时未有新的干扰，需求端冶炼厂继续降低铜精矿的投料量。

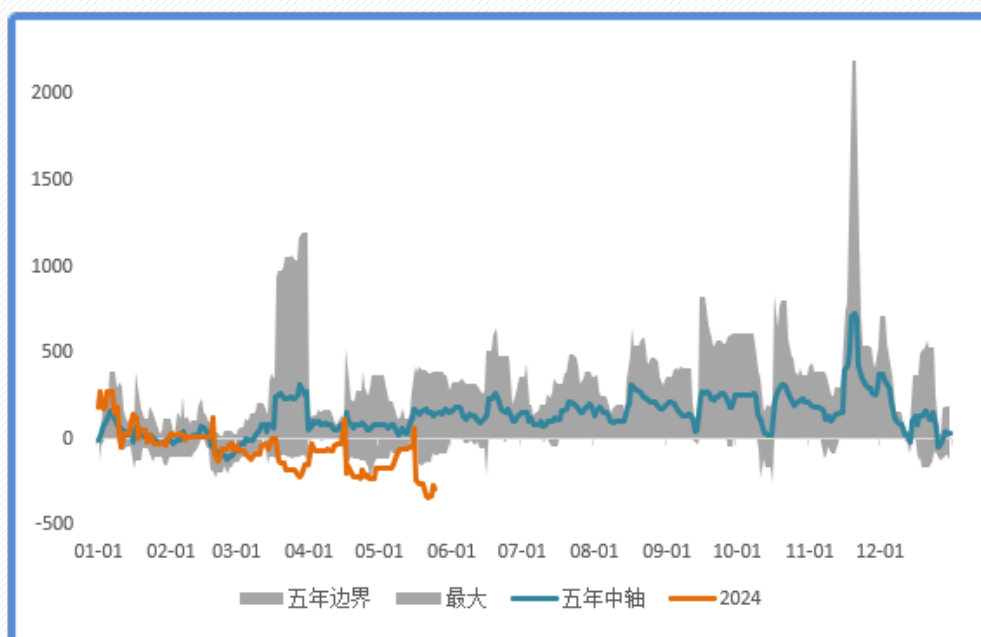
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周初铜价大幅上涨，下游加工企业畏高情绪强烈，采购接货意愿基本降至冰点，消费整体表现疲软，且部分企业亦有停产、检修等计划来应对高铜价背景；虽后续周内盘面大幅回调，但未能明显改善下游消费，市场存在继续看跌情绪。随着周内铜价冲高回落，下游接货需求虽有所回升，但整体仍表现不足，采购情绪稍显谨慎，部分企业仍等待铜价继续回落再补库；后续来看，下周临近月末，预计消费好转空间有限，且受制于回笼资金等需求，持货商仍有出货换现情绪，叠加高库存压力尚存，现货升水预计回升压力较大。

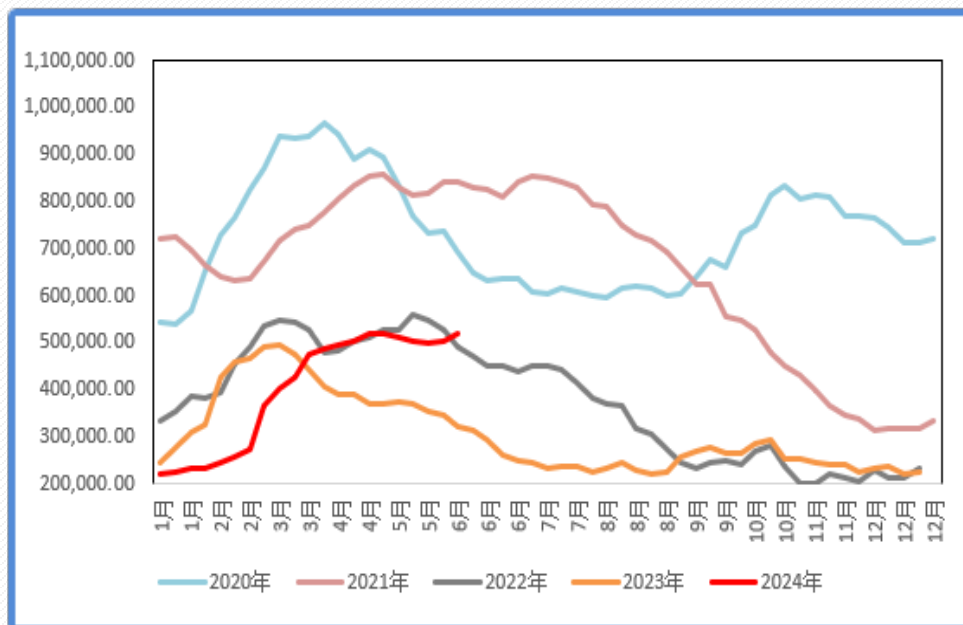
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 41.39 万吨，较 16 日增 0.70 万吨，较 20 日增 0.94 万吨；本周上海市场库存表现增加，主因周内铜价大幅上涨，下游消费疲软，仓库出库较少。广东市场库存亦小幅上升，虽市场到货依然不多，但市场消费不佳背景下，出入库相对有限，因此库存变化相对不大。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 9.36 万吨，较 16 日降 0.57 万吨，较 20 日降 0.24 万吨；保税区库存继续表现下降，主因周内保税区仓库仍有货源转至 LEM 交仓，因此库存维持去库。

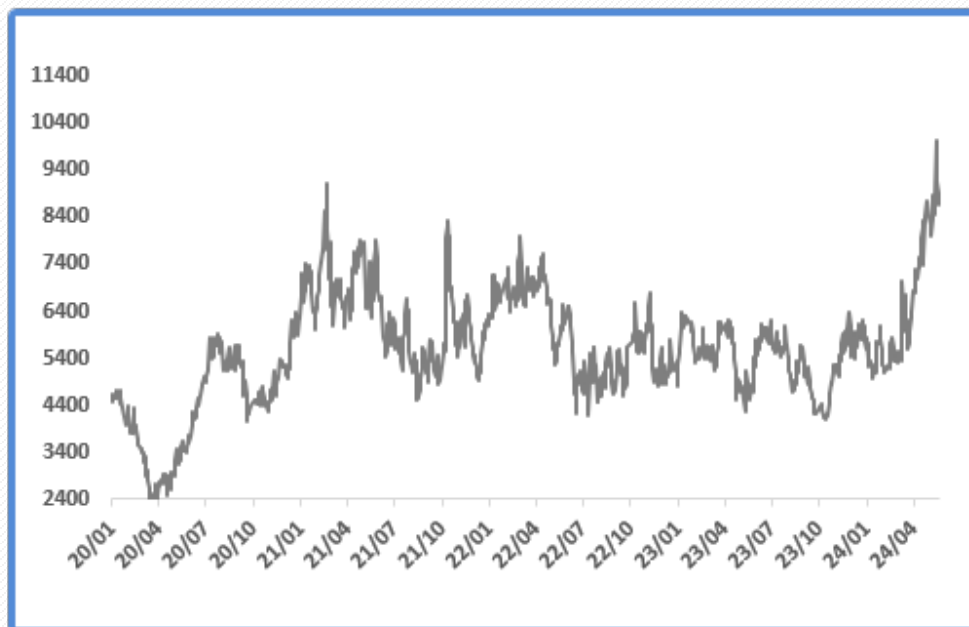
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

本周 8mm 精铜杆加工费加工费涨跌表现不一，其中华北、华南加工费上涨 50-80 元/吨，其他市场下跌 30-50 元/吨；下游看跌情绪偏强致使订单增长有限，精铜杆企业检修有蔓延趋势；原料采购难度较大，再生铜杆企业待交订单数量依旧偏多；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度略有回调。后市来看，铜价回调并未明显刺激铜杆市场消费大面积复苏，仅个别企业订单有转好表现，而受订单持续偏弱影响，精铜杆企业检修已有蔓延趋势，但由于全年生产任务，预计后续价格竞争较为激烈。再生铜杆端由于待交付订单依旧偏多，虽目前市场交易热度尚可，但由于原料采购难度大、实际订单执行进度慢等因素影响，后续消费或难有较大提升。

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调，COMEX 金银于 2326-2455 美元/盎司、30.2-32.8 美元/盎司区间内运行。上周美联储公布的会议纪要整体偏鹰，通胀数据的回落需要更长时间，年内高利率或将维持更久，同时不排除再度加息的可能。此后，市场降息预期基本由 9 月推迟至年底，美债利率和美元指数有所回升，贵金属价格随之显著回调。

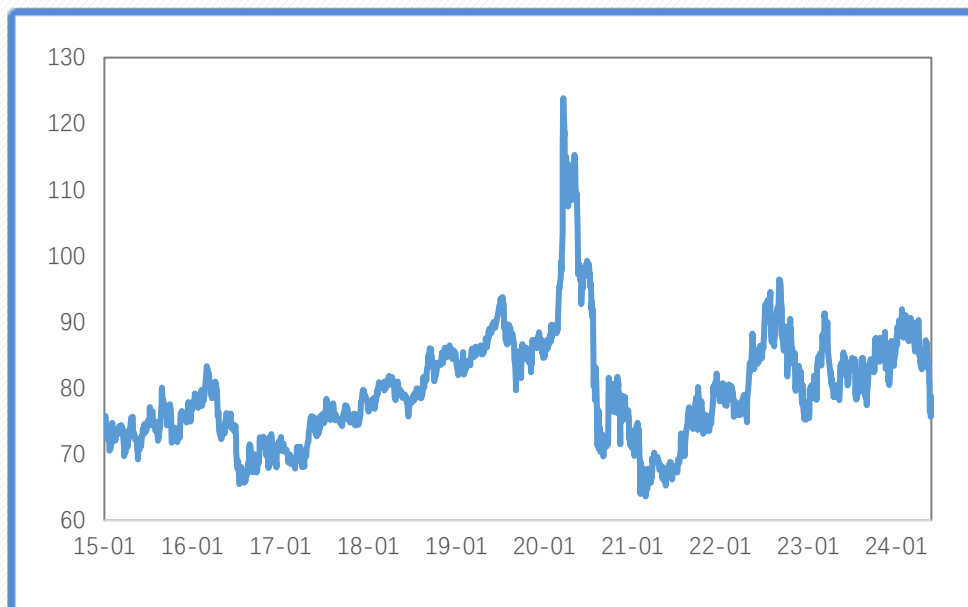
贵金属价格监控

2024/5/24	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2341.8	2415.8	-3.1%
COMEX 白银	30.4	31.6	-3.9%
伦敦金现	2342.7	2402.6	-2.5%
伦敦银现	30.6	29.7	3.1%
SHFE 黄金	551.6	562.2	-1.9%
SHFE 白银	7976.0	7636.0	4.5%
上金所黄金 T+D	551.2	561.2	-1.8%
上金所白银 T+D	7995.0	7649.0	4.5%

（二） 比价与波动率

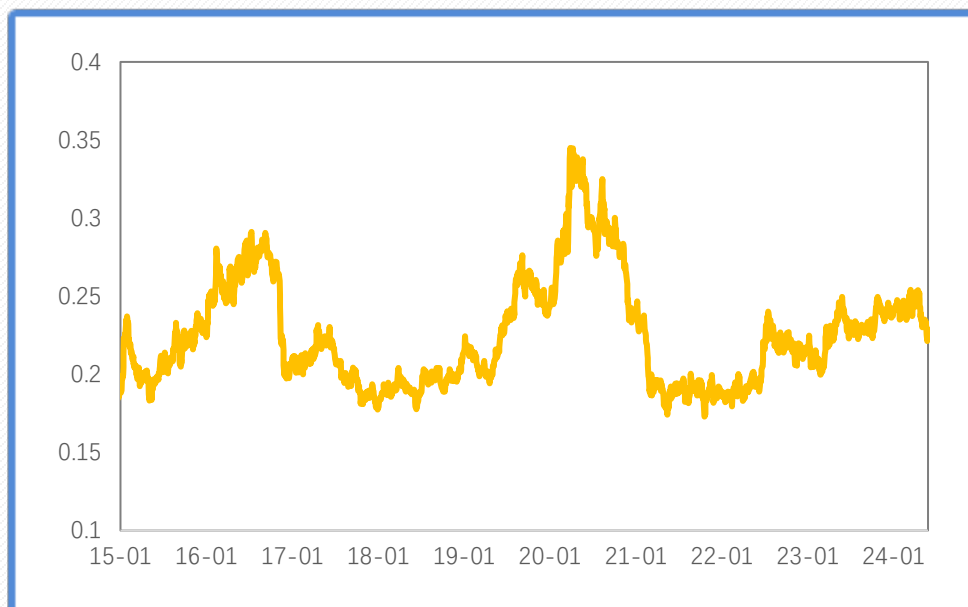
上周，白银跌幅强于黄金，金银比震荡回升；铜价随黄金下跌，金铜比窄幅震荡；原油价格同样下行，金油比呈震荡表现。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



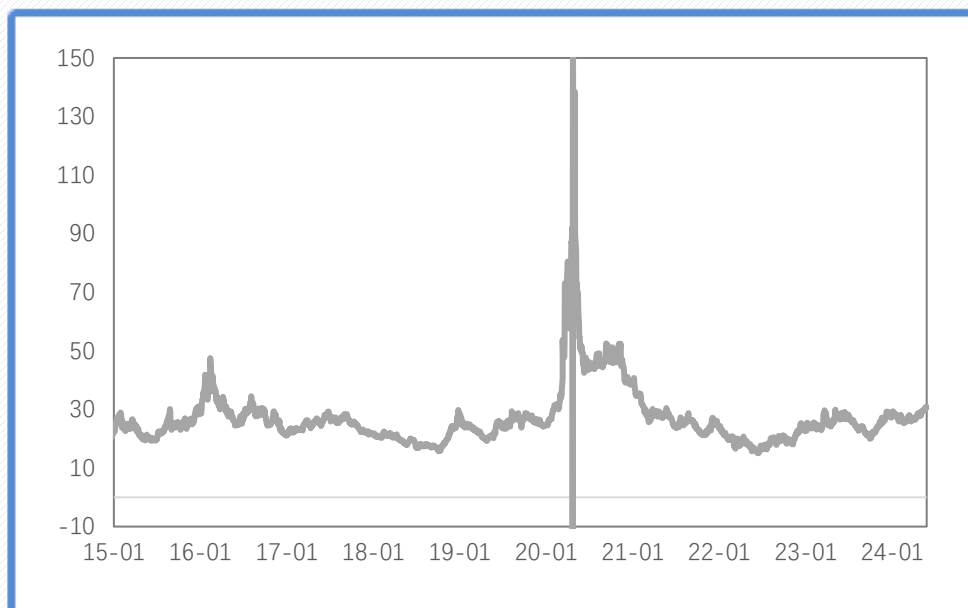
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

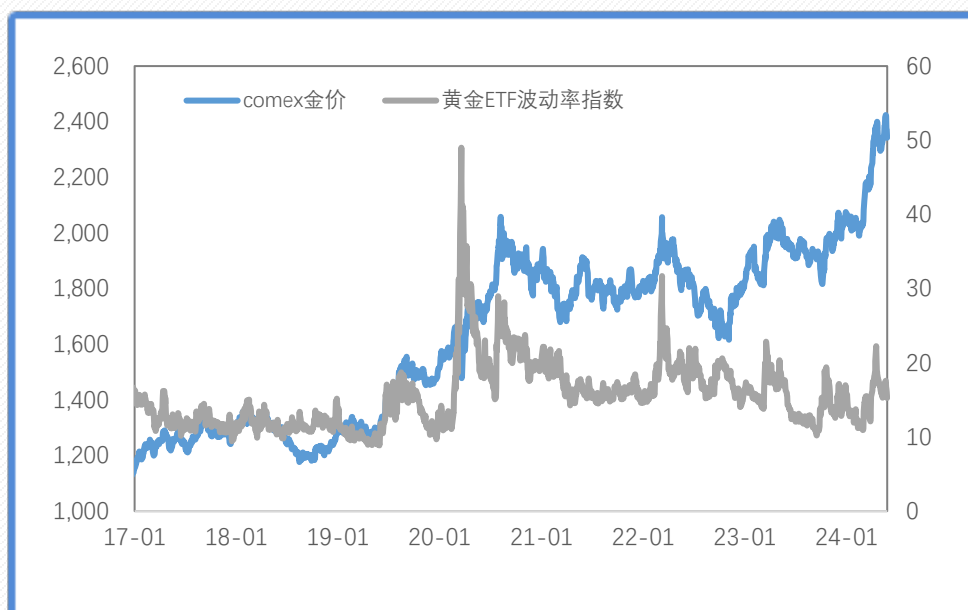
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于近期小幅回落，降息预期的后延使得多头暂时离场，压力释放下金价随之回调。

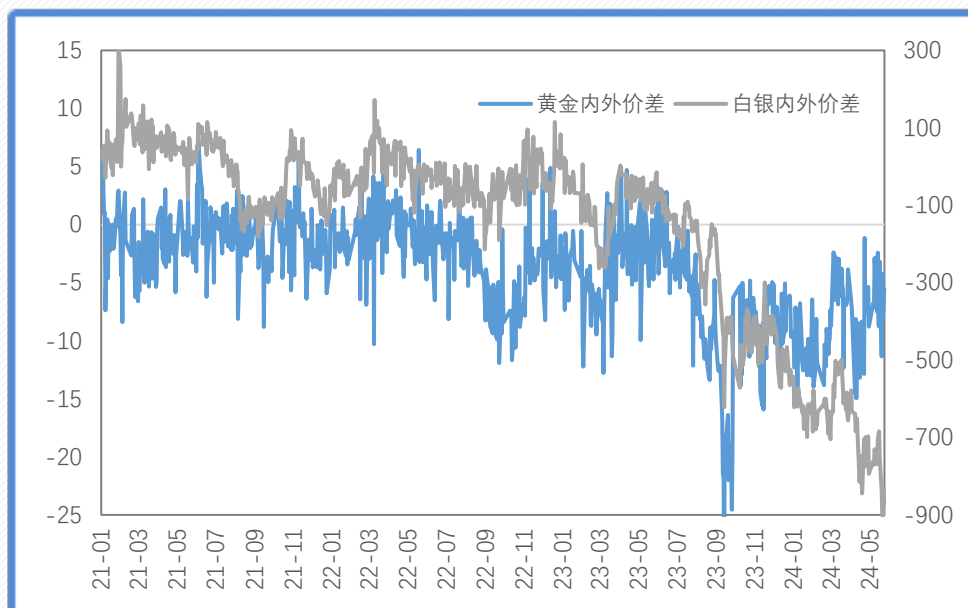
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

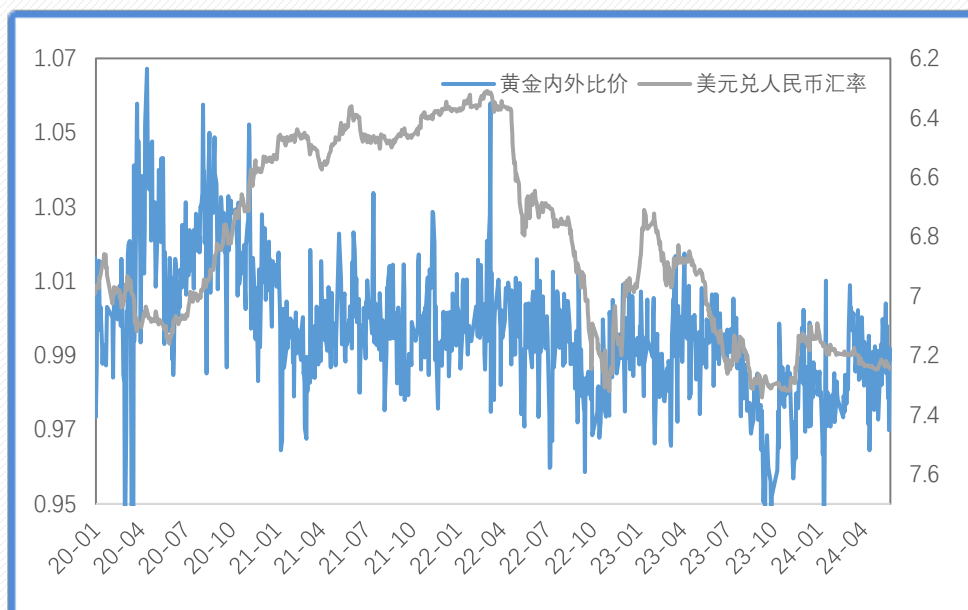
近期人民币汇率影响较前期有所减弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

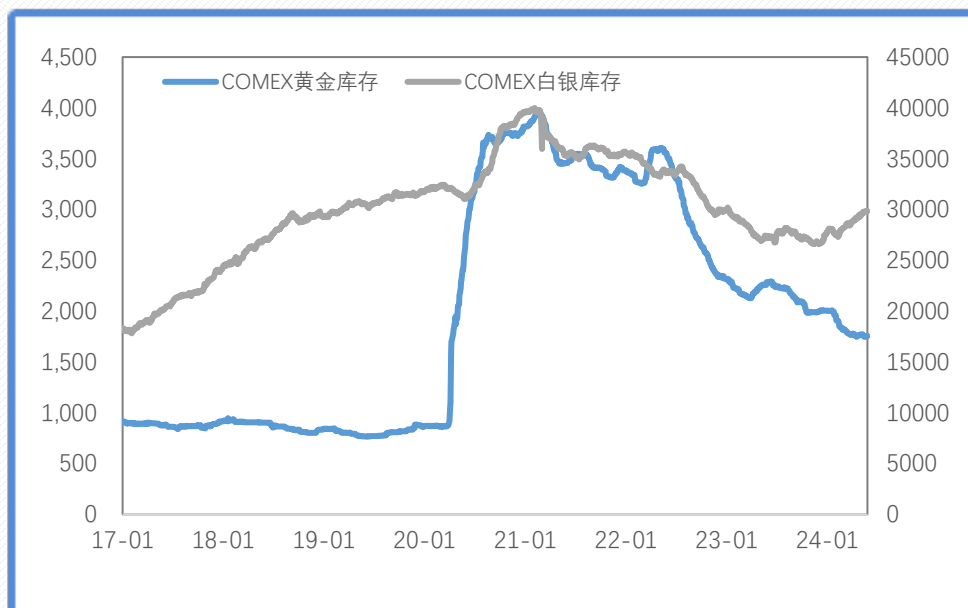


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

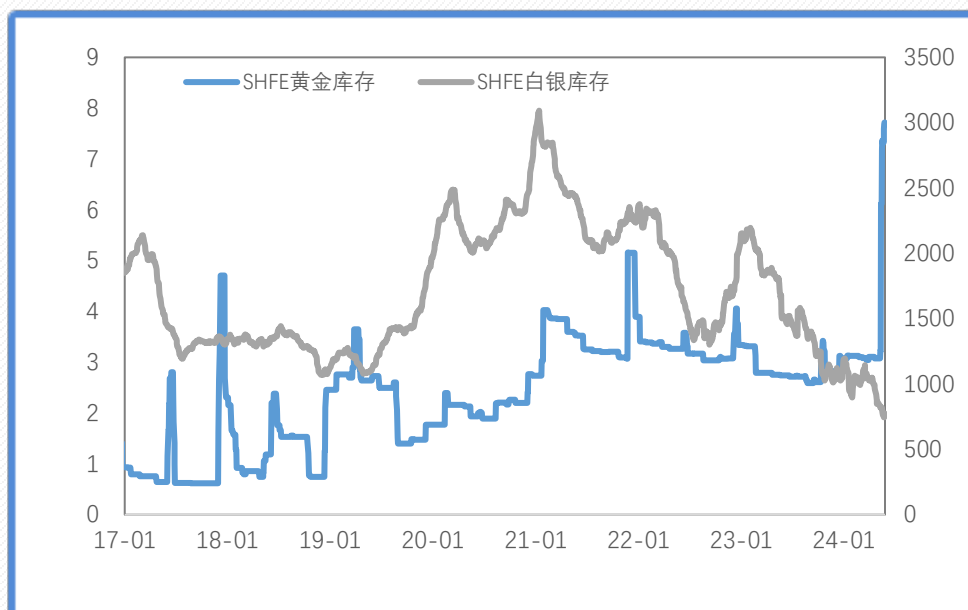
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1756 万盎司，环比增加约 10 万盎司，COMEX 白银库存约为 29851 万盎司，环比增加约 51 万盎司；SHFE 黄金库存约为 7.7 吨，环比增加约 0.4 吨，SHFE 白银库存约为 774 吨，环比增加约 13 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

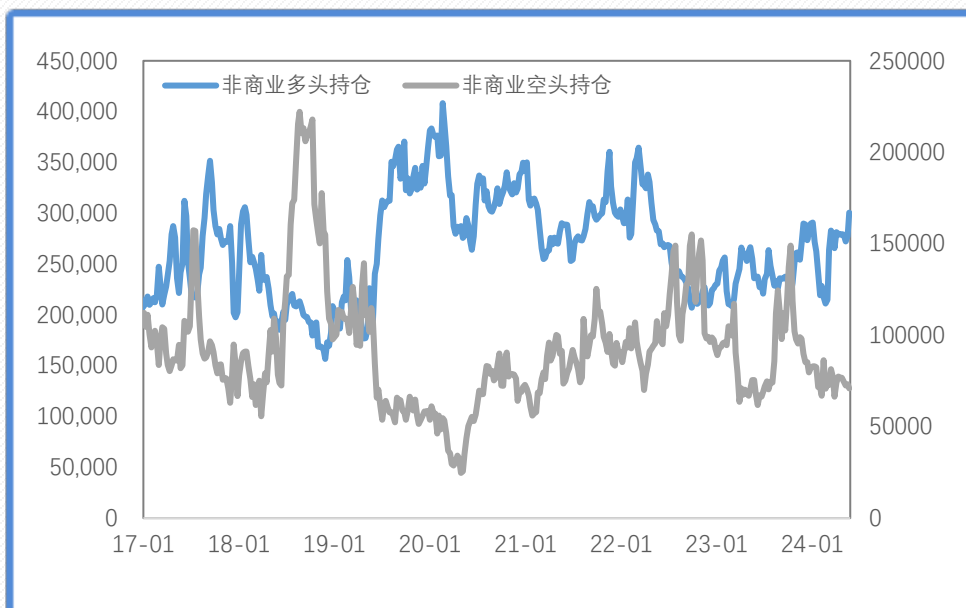
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

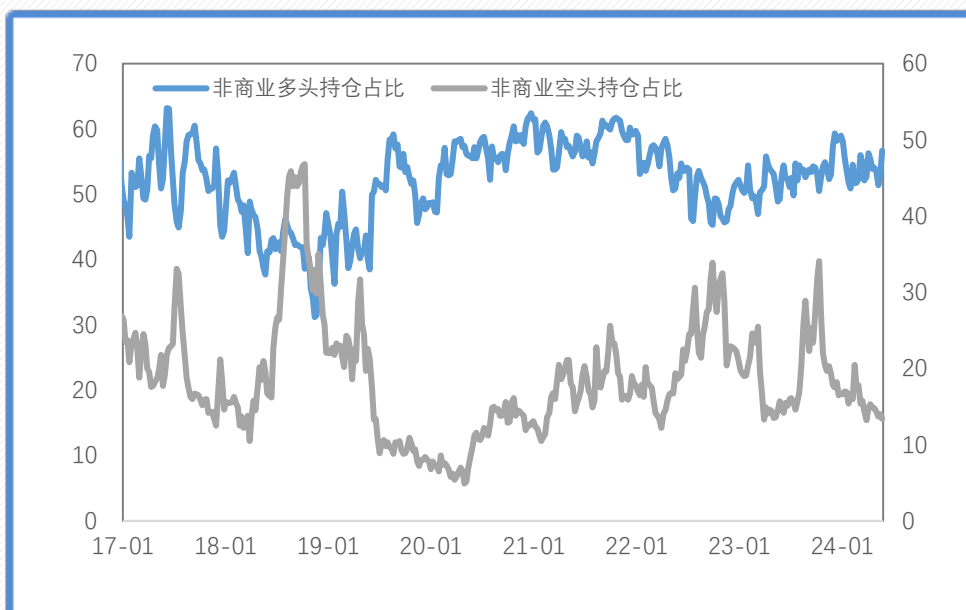
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比减少 6.3 吨至 832 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 90 吨至 13104 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 37.2 万手, 其中非商业净多持仓增加 23087 手至 30.1 万手, 空头持仓减少 2223 手至 7.1 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 56.7% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 13.4% 左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



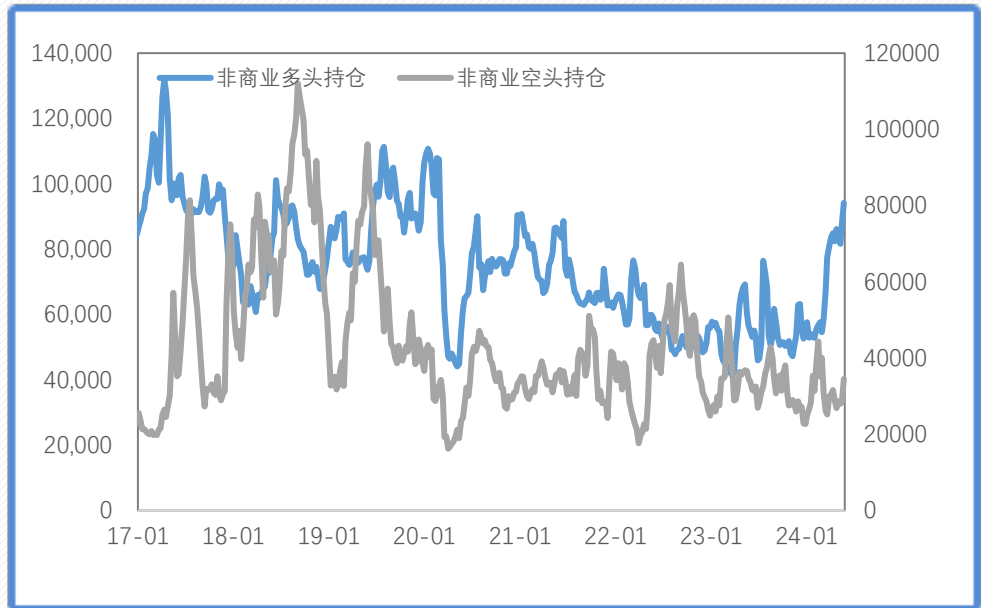
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



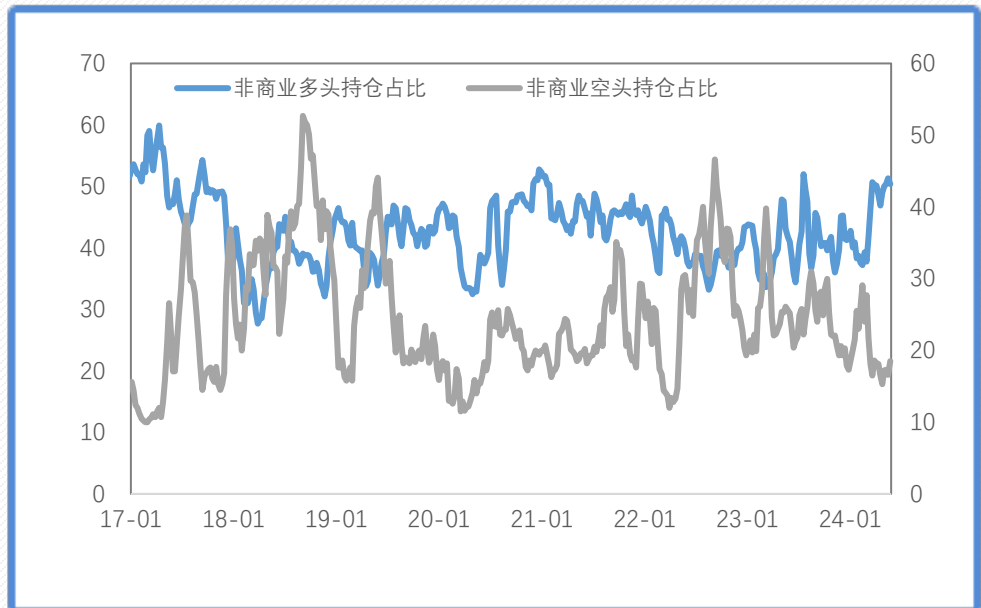
数据来源：Wind

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

从上周初快速拉涨之后的情况来看，下游消费受到了本轮上涨以来最明显的抑制，比本轮上涨中此前的几次快速拉涨对消费的抑制程度都要大。目前国内消费依然没有明显起色，这可能会对后期高位的铜价形成进一步的约束，限制铜价继续冲高的动能，后续铜价可能会进入一个宽幅震荡的格局。

再往后看，我们依然认为贵金属价格的上行趋势并未扭转，受到各国央行购金及避险需求的支撑，金价仍然有再次走强的可能，关注本周公布

的美国核心 PCE 数据对降息预期的影响。

关注及风险提示

美国消费者信心指数、GDP、核心 PCE、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。