

挤仓结束，利率逻辑回归，金铜继续承压

摘要：在挤仓基本结束后，铜价运行的逻辑似乎又切换回到了利率。10 年期国债收益率上周一度显著反弹至 4.6% 上方，铜价反映较为敏感，而对于 PCE 符合预期、收益率再次回落的反映却相对迟钝，反映了目前价格相对高估的局面。目前铜价回到了挤仓前的区间，阶段性的高估已经暂时结束。

金属市场周报

2024. 5. 27-2024. 5. 31

核心观点

1、受汇率影响，内盘金属整体强于外盘。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.42%，白银上涨 0.05 %；沪金 2408 合约上涨 0.43%，沪银 2408 合约上涨 2.98%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-2.76%、-1.84%。

2、挤仓结束，利率回归。

在挤仓基本结束后，铜价运行的逻辑似乎又切换回到了利率。10 年期国债收益率上周一度显著反弹至 4.6% 上方，铜价反映较为敏感，而对于 PCE 符合预期、收益率再次回落的反映却相对迟钝，反映了目前价格相对高估的局面。目前铜价回到了挤仓前的区间，阶段性的高估已经暂时结束。

3、利率回升，金价延续回调。

上周美元指数和美债收益率的回升使得贵金属价格随之承压，然而美国 GDP 及核心 PCE 的公布符合市场预期，金价对此反应相对偏弱。短期来看，虽然金价受到利率的影响阶段性承压回落，但从美国货币政策、地缘危机的层面来看，金价上行的趋势暂未扭转，需关注通胀未如期回落下可能存在的超预期加息风险。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价再度回落，在挤仓基本结束后，铜价运行的逻辑似乎又切换回到了利率。10 年期国债收益率上周一度显著反弹至 4.6% 上方，铜价反映较为敏感，而对于 PCE 符合预期、收益率再次回落的反映却相对迟钝，反映了目前价格相对高估的局面。目前铜价回到了挤仓前的区间，阶段性的高估已经暂时结束。

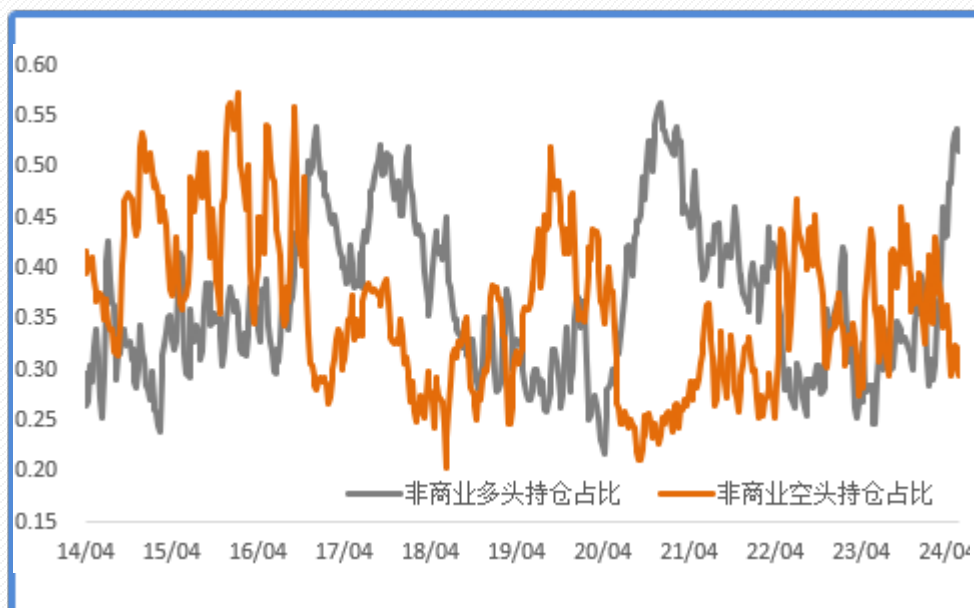
上周 SHFE 铜价继续回落，回踩 81000 元/吨一线。中国 5 月制造业 PMI 表现显著不及预期，市场反映较为悲观，工业品本轮上涨本就已经处于不均衡的格局当中，表现出典型的反弹后期的特征，叠加宏观数据的走弱，工业品集体回落，铜价也未能幸免。我们仍然维持上周的判断，目前铜价可能进入到一个宽幅震荡的格局当中。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，曲线近端进一步收敛，7-9 月月差从之前的平水回到了 contango 结构，基本可以确认挤仓已经落幕，从 7 月合约近期的减仓也可以看出，多空双方都在相对较快的从该合约上撤出，后续需要关注此前市场传言的交仓能否兑现，如果实际交仓偏低，不排除 9 月合约还有挤仓的可能。

SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，值得注意的是，在下行过程中，曲线的高点还进一步后移，从此前的 11 月后移到了 25 年 2 月，这是市场非常悲观的表现，也就是说对今年的结构已经不报任何希望，只能去预期明年春节后的市场。从库存来看，目前库存已经创下历史最晚的去库时点，目前价格下跌后，可能会刺激库存去化。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占见顶回落，价格的下跌也与这一情况相吻合，目前该占比处于高位水平，预计仍有回落空间。

图 1：CFTC 基金净持仓

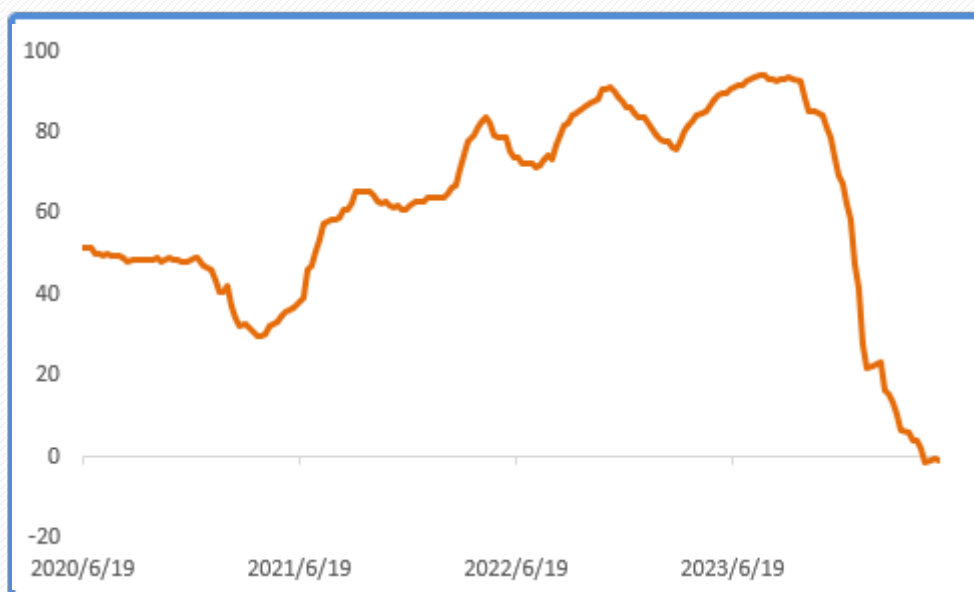


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 1.9 美元/干吨，较上周减少 0.1 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度维持稳定，矿山对冶炼厂招标正数低位，贸易商与冶炼厂之间的询报盘维持稳定。交易重心逐步向 7 月船期货物转移。基本面维持稳定，未有大的变化。供应端暂时未有新的干扰，需求端冶炼厂维持降低铜精矿的投料量。铜精矿现货 TC 已基本稳定在个位数低位水平。

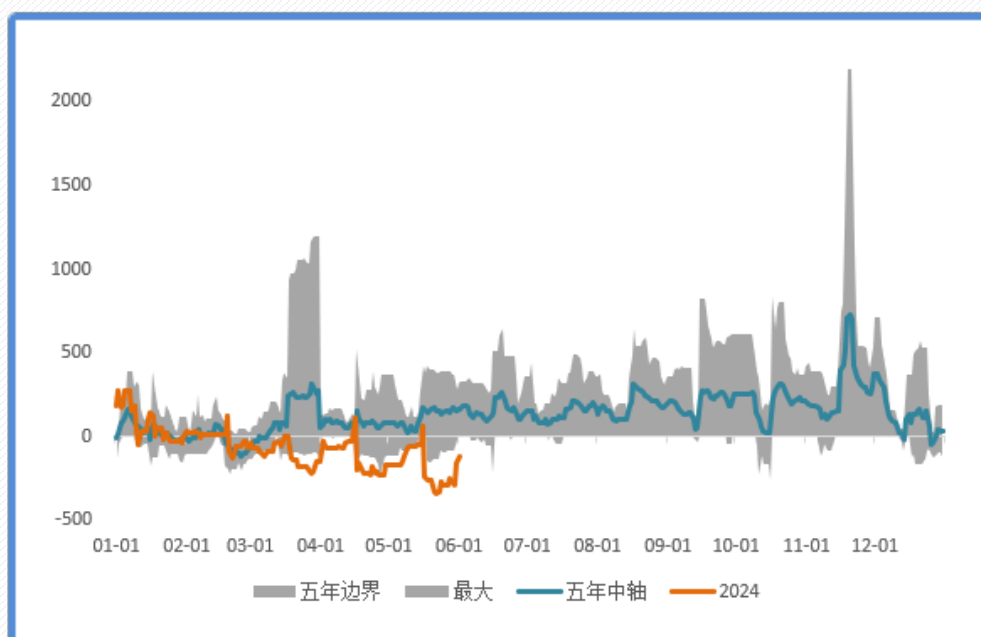
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，铜价走势表现先抑后扬，随着周初铜价再度止跌上涨，下游消费难有明显起色，且受制于月底资金压力影响，日内多维持刚需采买为主；后续铜价连续下挫走跌，市场新增订单有所增加，企业逢低补库动作显现，但由于盘面连续下跌，市场观望情绪仍存，整体消费提振空间有限。目前上海市场库存再度刷新年内新高，去库拐点仍难以显现，高库存压力尚存，但考虑到下周进入 06 合约交割月，月差波动对现货升水走势有所影响，且市场仍存可交割品牌注册仓单需求，现货升水存在一定支撑，因此周内或将企稳回升。

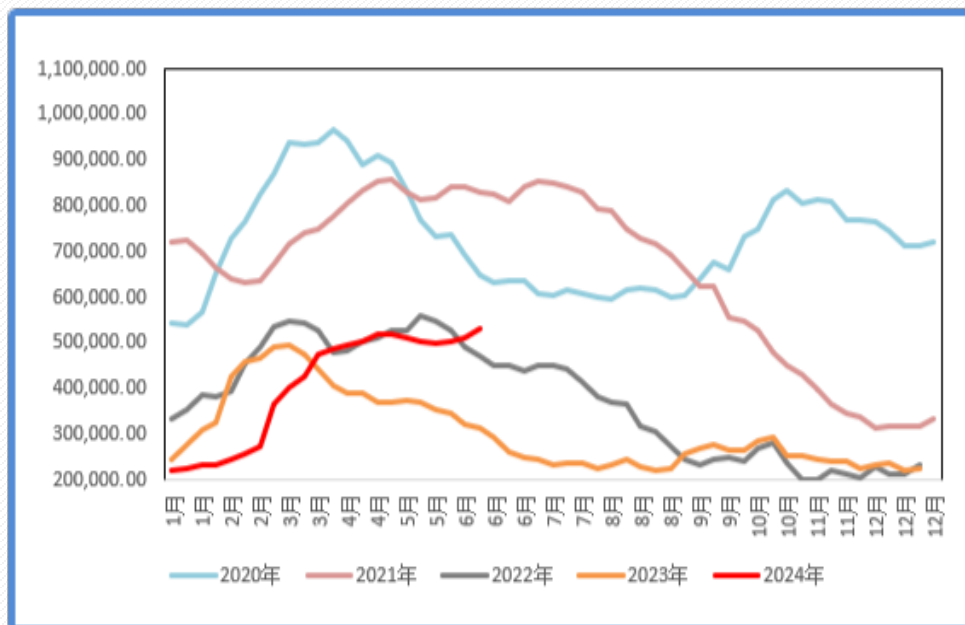
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 44.27 万吨，较 23 日增 2.88 万吨，较 27 日增 1.67 万吨；本周上海、广东市场均表现增加，主因周内冶炼厂仍有发货，国产到货较多，且现货持续表现大贴水，持货商亦有意注册仓单交割，叠加高铜价压制下游消费，需求难有明显提升，库存因此再度大幅增加。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 8.40 万吨，较 23 日降 0.96 万吨，较 27 日降 0.15 万吨；保税区库存延续去库趋势，周内进口亏损幅度较前期有所收敛，且保税区仓库货源仍有转移至海外交仓，库存因此下降。

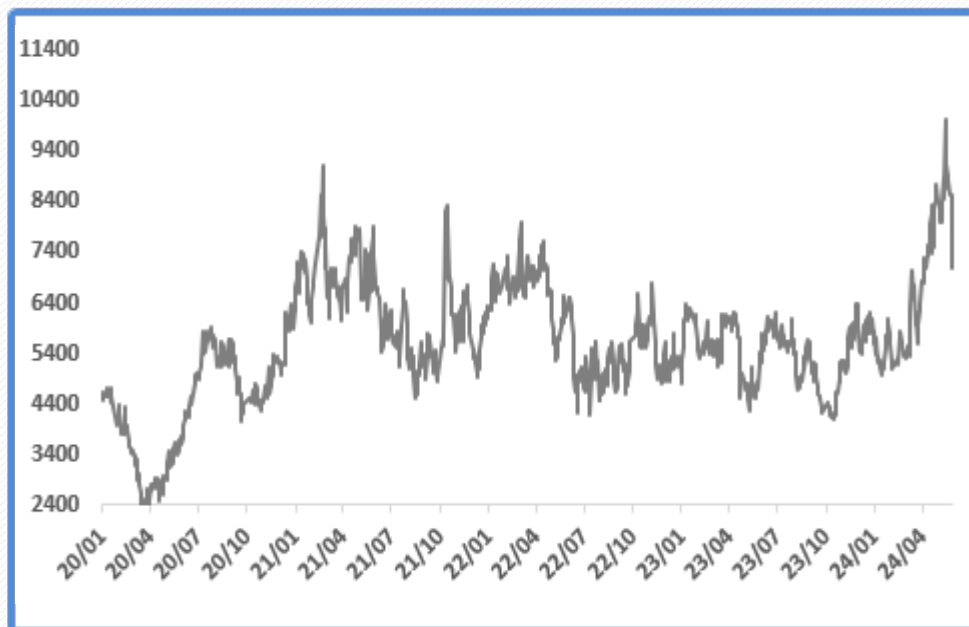
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

本周 8mm 精铜杆加工费加工费皆有不同程度上涨，其中以华东市场涨幅最为明显；铜价回调提振下游采购意愿，精铜杆市场出现阶段性订单量新高；原料货商捂货待涨心态较强，再生铜杆企业生产压力较大；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度大幅回调。后市来看，铜价阶段性大幅回调刺激了铜杆市场消费需求回升；其中精铜杆企业提产较为明显，前期检修停产产线也基本于后半周恢复生产，因此近期精铜杆企业主要交付近期接收订单，虽然依旧缺乏增长动力，但阶段性订单新高也让精铜杆企业产销得到一定恢复。再生铜杆企业目前在手订单虽在逐步交付，但原料货商在铜价明显回调后捂货惜售情绪增强，再生铜供应量的减少将进一步增加再生铜杆厂家后续生产难度。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格延续回调趋势，COMEX 金银于 2341-2388 美元/盎司、30.3-32.5 美元/盎司区间内运行。上周美元指数和美债收益率的回升使得贵金属价格随之承压，然而美国 GDP 及核心 PCE 的公布符合市场预期，金价对此反应相对偏弱。

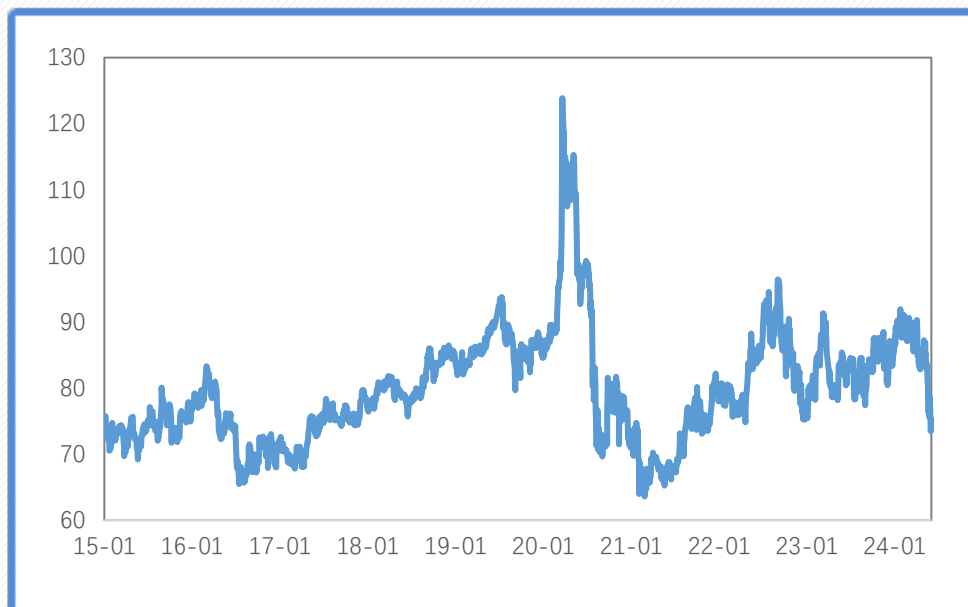
贵金属价格监控

2024/5/31	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2326.1	2341.8	-0.7%
COMEX 白银	30.4	30.4	0.1%
伦敦金现	2348.3	2342.7	0.2%
伦敦银现	31.3	30.6	2.2%
SHFE 黄金	552.8	551.6	0.2%
SHFE 白银	8222.0	7976.0	3.1%
上金所黄金 T+D	553.3	551.2	0.4%
上金所白银 T+D	8212.0	7995.0	2.7%

（二） 比价与波动率

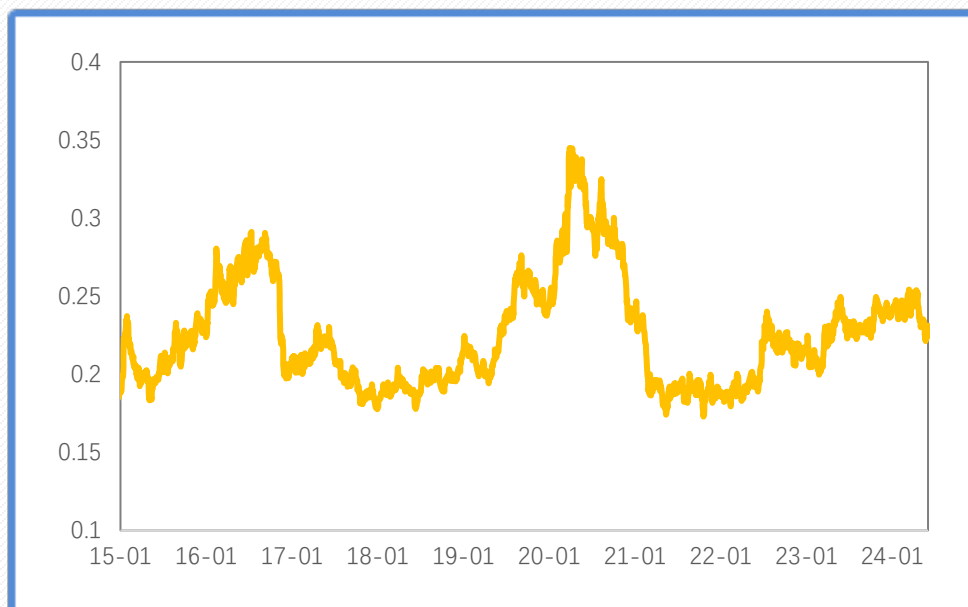
上周，黄金跌幅强于白银，金银比震荡回落；铜价表现弱于黄金，金铜比震荡上行；原油价格随之回落，金油比窄幅震荡。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



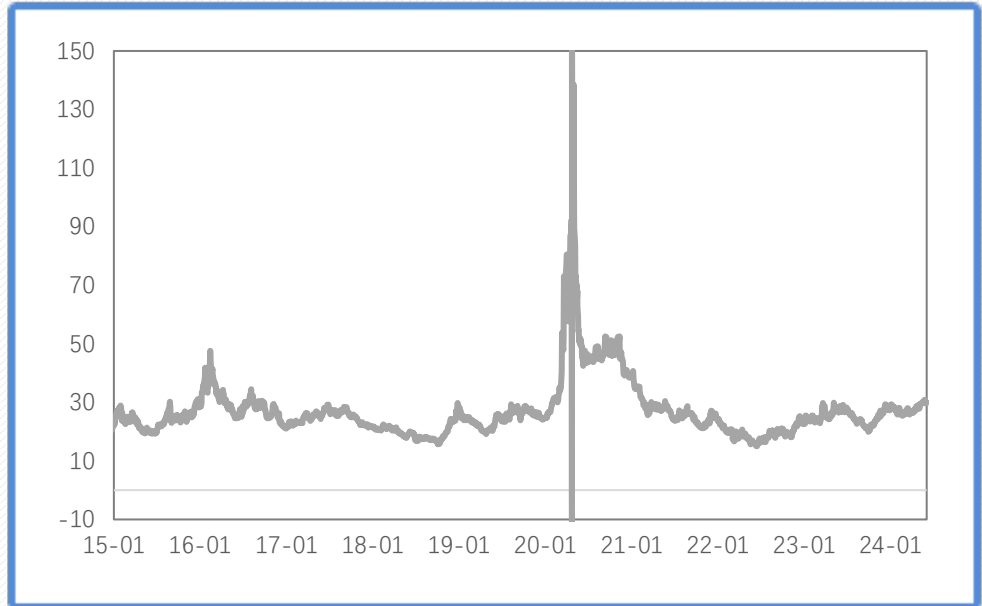
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

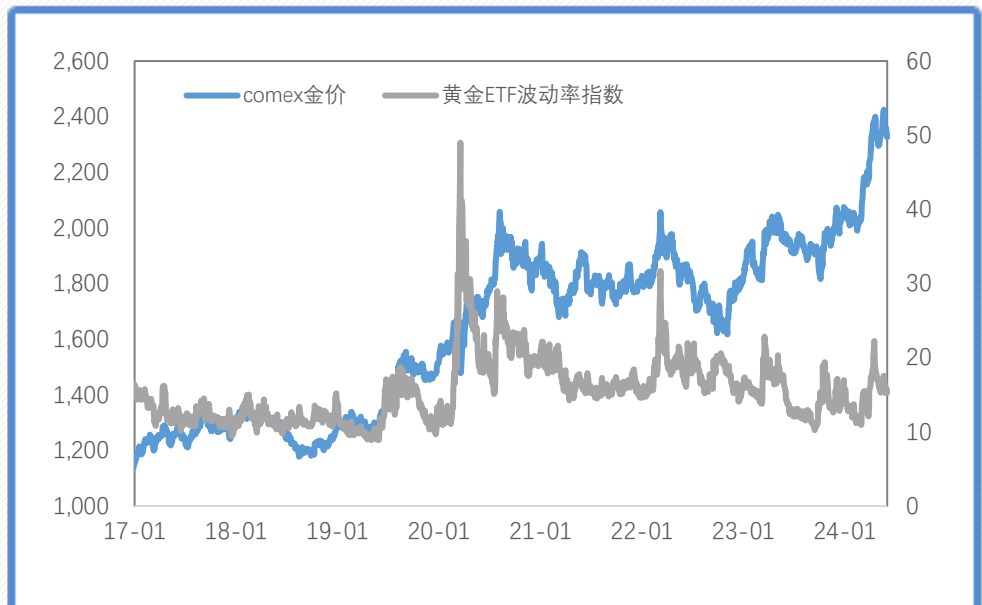
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 于近期小幅回落，美债利率的回升使得金价持续承压。

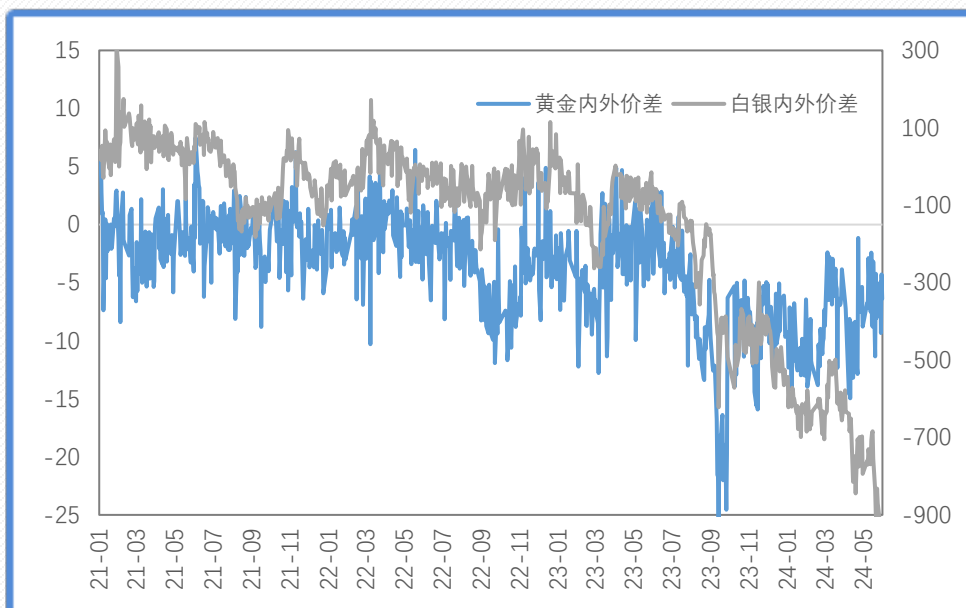
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

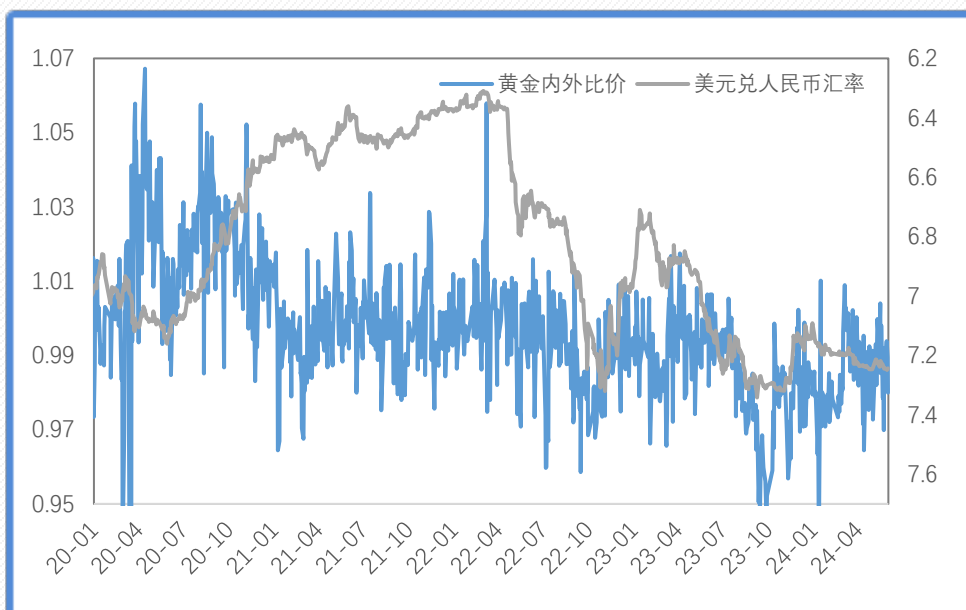
近期人民币汇率影响较前期有所增强，上周黄金与白银内外价差有所回落；黄金与白银内外比价同样下滑。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

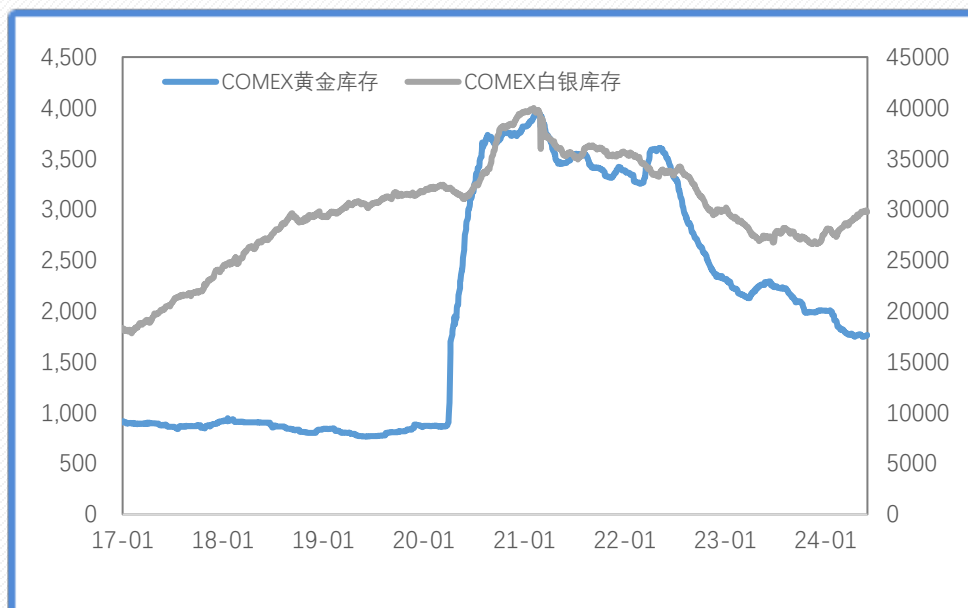


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

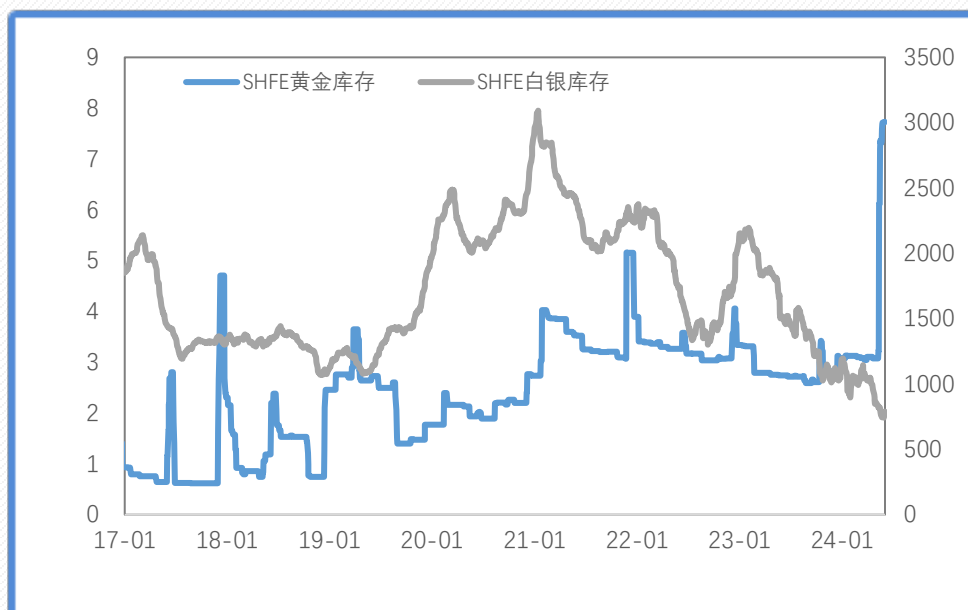
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1767.4 万盎司，环比增加约 11 万盎司，COMEX 白银库存约为 29758.9 万盎司，环比减少约 93 万盎司；SHFE 黄金库存约为 7.73 吨，环比基本持平，SHFE 白银库存约为 788.9 吨，环比增加约 14.4 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

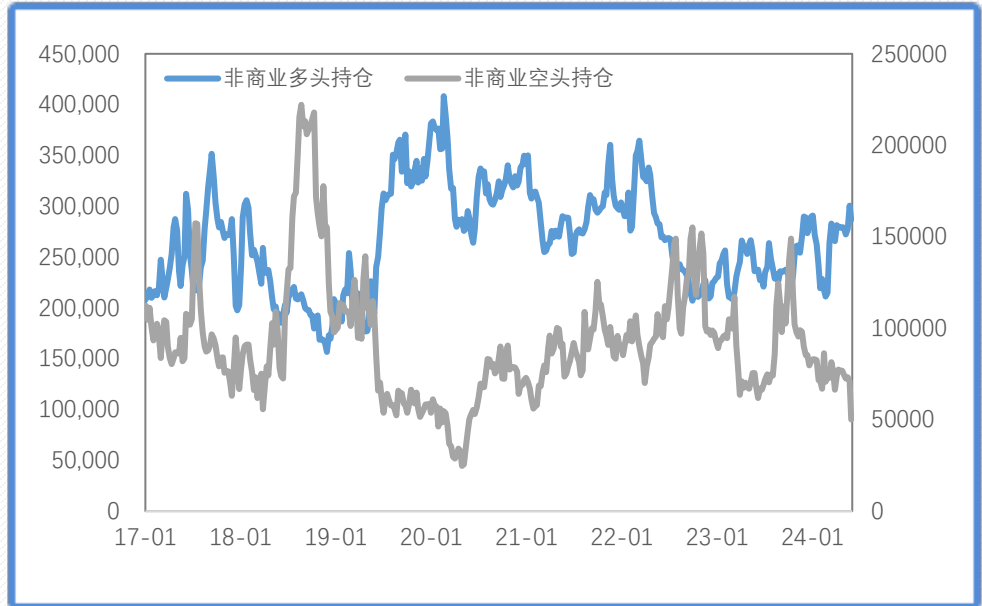
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

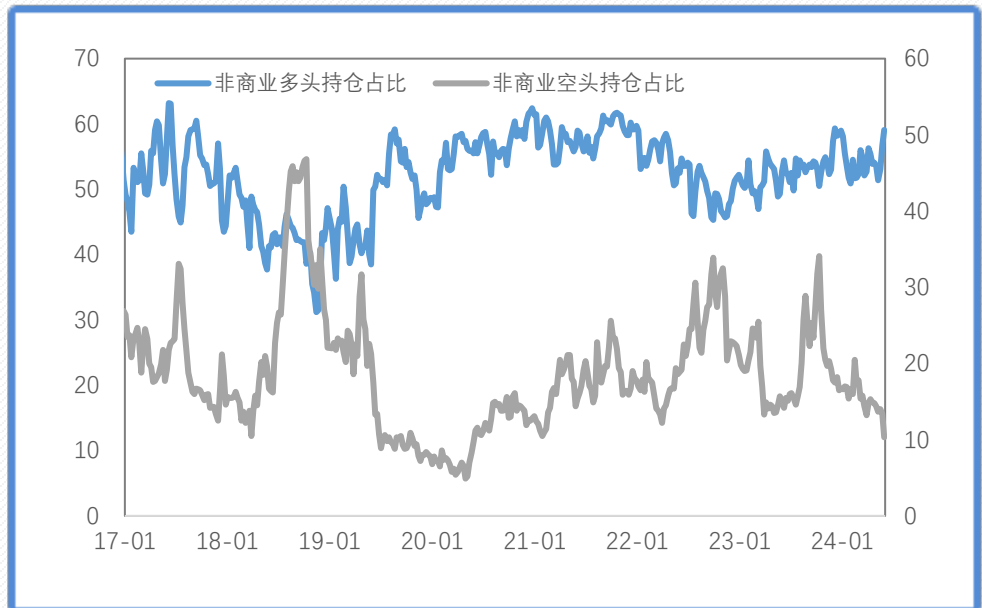
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比维持约 832 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 234 吨至 12869.9 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.7 万手, 其中非商业净多持仓减少 13992 手至 28.7 万手, 空头持仓减少 20771 手至 5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 59.1% 附近, 非商业空头持仓占比回落至 10.3% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



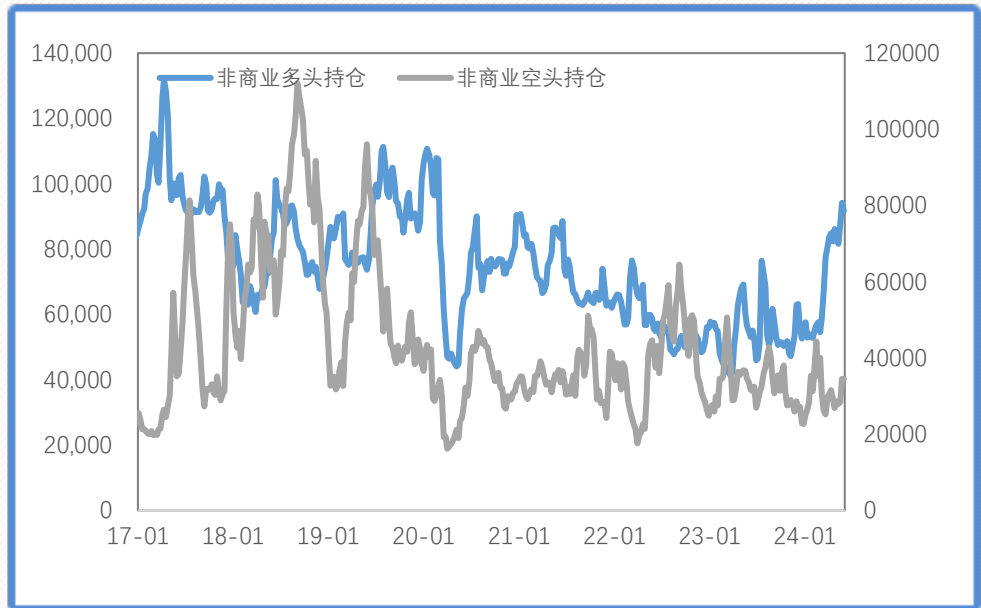
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



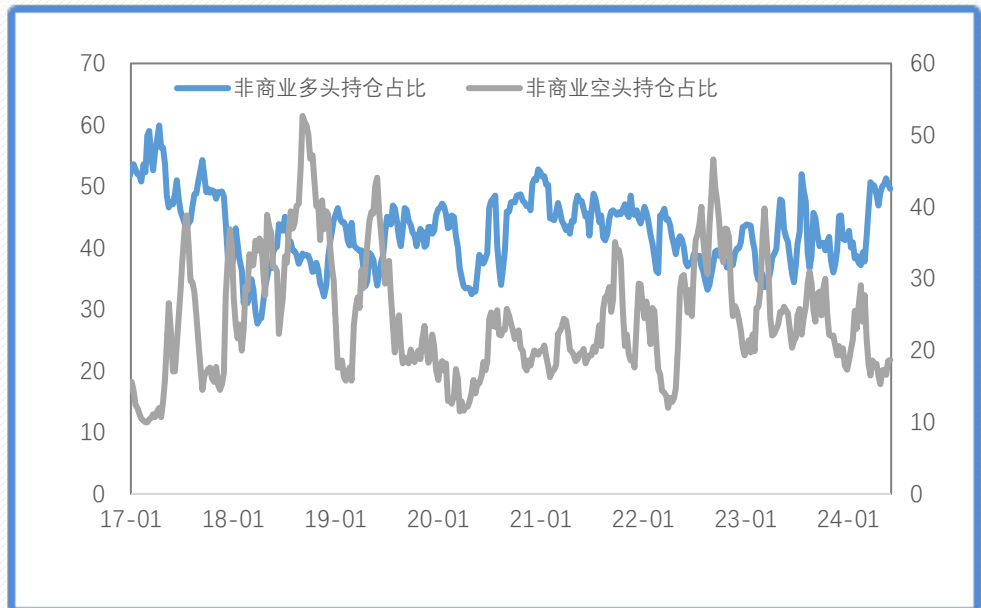
数据来源: Wind

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

中国 5 月制造业 PMI 表现显著不及预期, 市场反映较为悲观, 工业品本轮上涨本就已经处于不均衡的格局当中, 表现出典型的反弹后期的特征, 叠加宏观数据的走弱, 工业品集体回落, 铜价也未能幸免。我们仍然维持上周的判断, 目前铜价可能进入到一个宽幅震荡的格局当中。

短期来看, 金价受到利率的影响阶段性承压回落, 但从美国货币政策、地缘危机的层面来看, 金价上行的趋势暂未扭转, 需关注通胀未如期回落下可能存在的超预期加息风险。

关注及风险提示

美国 PMI、职位空缺、ADP 就业人数、非农数据、欧洲 GDP、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。