

# 降息预期再度延后，金铜大跌

摘要：上周加拿大央行和欧洲央行先后降息，市场一度对此反应积极，铜金周中一度录得一定幅度反弹，但是周五强劲的非农就业人数告诉市场联储降息仍然有很长的路要走，加之此前 PMI 并不良好，因此限制性利率的继续维持，使得计价了乐观经济预期的价格进一步大幅回调。

## 金属市场周报

2024. 6. 3-2024. 6. 7

### 核心观点

#### 1、上周贵金属与铜价均出现显著回调。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 1.56%，白银下跌 4.21 %；沪金 2408 合约上涨 0.98%，沪银 2408 合约下跌 0.13%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-3.9%、-1.18%。

#### 2、降息延后，铜价大跌。

铜价回归利率逻辑，这也促成了本次铜价的大幅下跌。上周加拿大央行和欧洲央行先后降息，市场一度对此反应积极，基本金属录得一定幅度反弹，但是周五强劲的非农就业人数告诉市场联储降息仍然有很长的路要走，加之此前 PMI 并不良好，因此限制性利率的继续维持，使得计价了乐观经济预期的铜价进一步大幅回调。

#### 3、非农数据公布，金价大幅承压。

上周非农数据公布，新增就业与失业率走势背离，但因统计口径的差异，新增就业的大超预期似乎更能体现出当前美国劳动力市场的状况，且时薪增速同样超预期回升，由此，美元指数和美债收益率快速反弹，贵金属价格大幅承压下挫。当前，降息预期的反复加剧金价波动，关注本周美国 CPI 数据及 FOMC 会议上联储对于下半年降息时点及幅度的表态。

### （一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价大幅回落，尤其周五出现全周最大跌幅。正如我们上周周报指出，铜价回归利率逻辑，这也促成了本次铜价的大幅下跌。上周加拿大央行和欧洲央行先后降息，市场一度对此反应积极，基本金属录得一定幅度反弹，但是周五强劲的非农就业人数告诉市场联储降息仍然有很长的路要走，加之此前 PMI 并不良好，因此限制性利率的继续维持，使得计价了乐观经济预期的铜价进一步大幅回调。

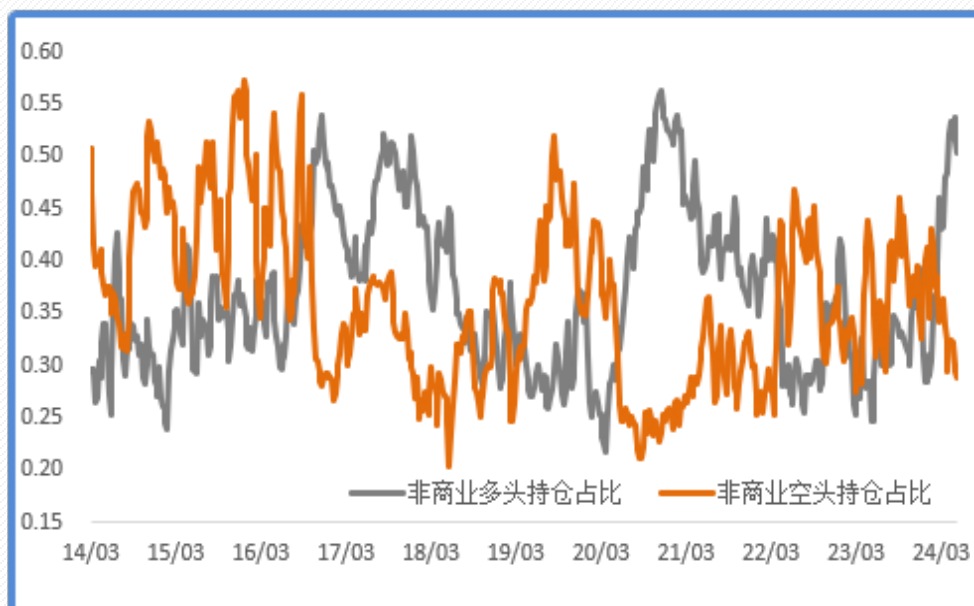
上周 SHFE 铜价延续回落格局，随着外盘铜价的下跌，端午节后铜价开盘大概率在 79000 元/吨附近，在铜价回调的过程中，是考验国内消费的时机，如果国内消费能跟上，可能为铜价提供一定的下方支撑。但是再往后看，国内消费整体可能并不乐观，价格即便止跌也很难短时间内重拾上行动能，区间震荡的概率较大。

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，曲线的高点环比此前一周有所前移，不过还是在 12 月附近，这仍然是市场比较悲观的表现，也就是说对今年的结构已经不报任何希望，只能去预期年底甚至明年的市场。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，从这个角度来说，后续可以关注远月的 borrow 头寸。

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

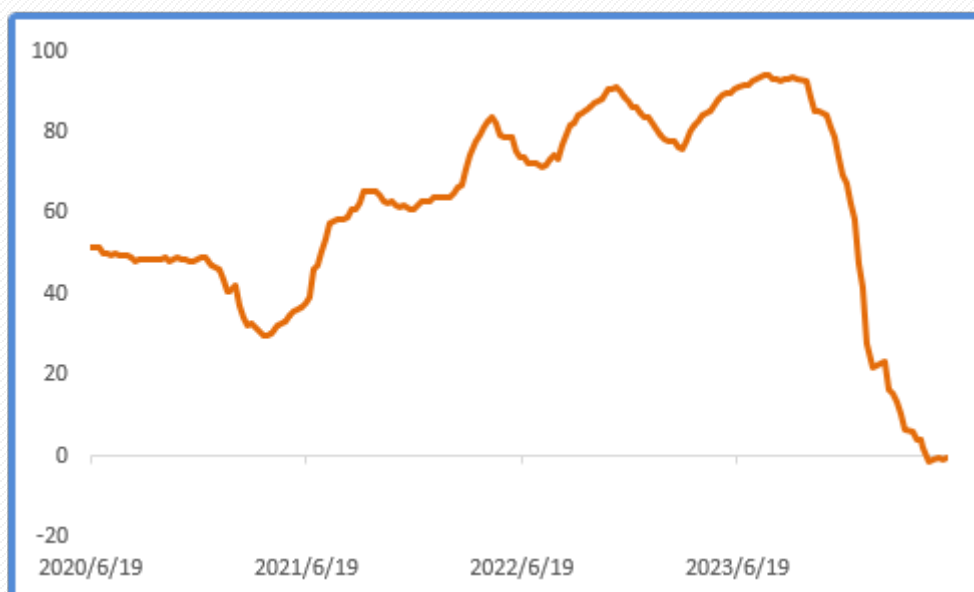


数据来源：Wind

## （二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 2.1 美元/干吨，较上周增加 0.2 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度维持稳定，卖方报盘在个位数低位附近，买方询盘在个位数中位或者个位数中高位，现货市场整体变化较小。个别矿山谈判对矿山运营略有干扰风险，目前影响有限，印尼主要矿山的铜精矿出口许可延期至年底，冶炼端个别冶炼厂维持降低铜精矿的投料量。

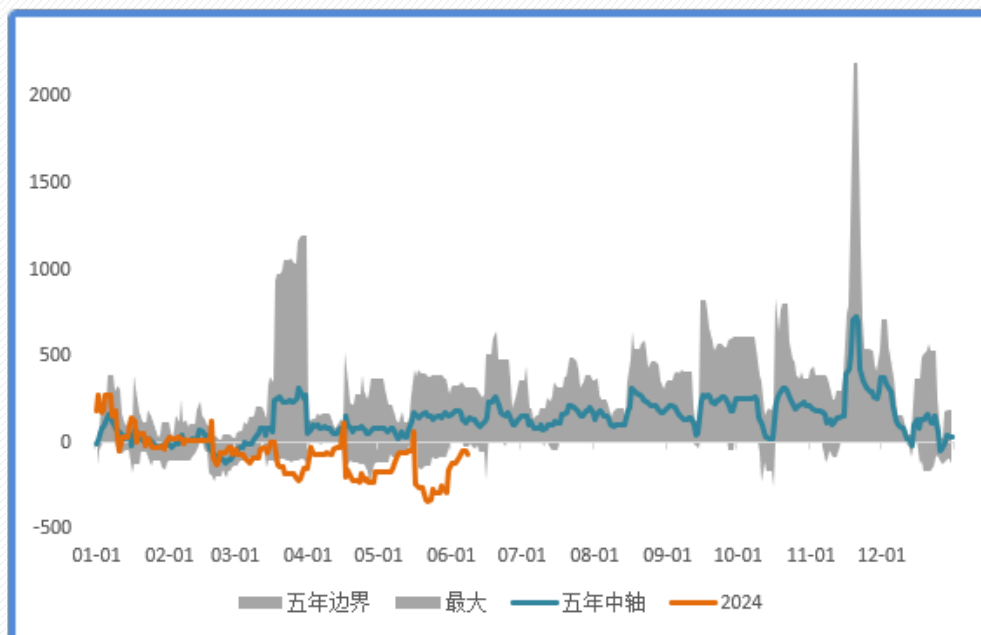
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，铜价走势表现先抑后扬，随着盘面价格持续走跌，下游入市接货情绪表现回暖，前期订单有所释放，加之新增订单亦表现增加，因此周内逢低补库动作增加；但部分加工企业仍存进一步看空后市情绪，节假备货量维持正常生产为主，采购需求依旧表现相对谨慎。目前上海市场库存仍未表现去库，且下周节后归来临近交割，仓库到货量仍有增加，高库存压力尚存；但受制于 Contango 月差高位运行，持货商挺价情绪仍存，因此交割背景下，预计现货升水或将表现易涨难跌。

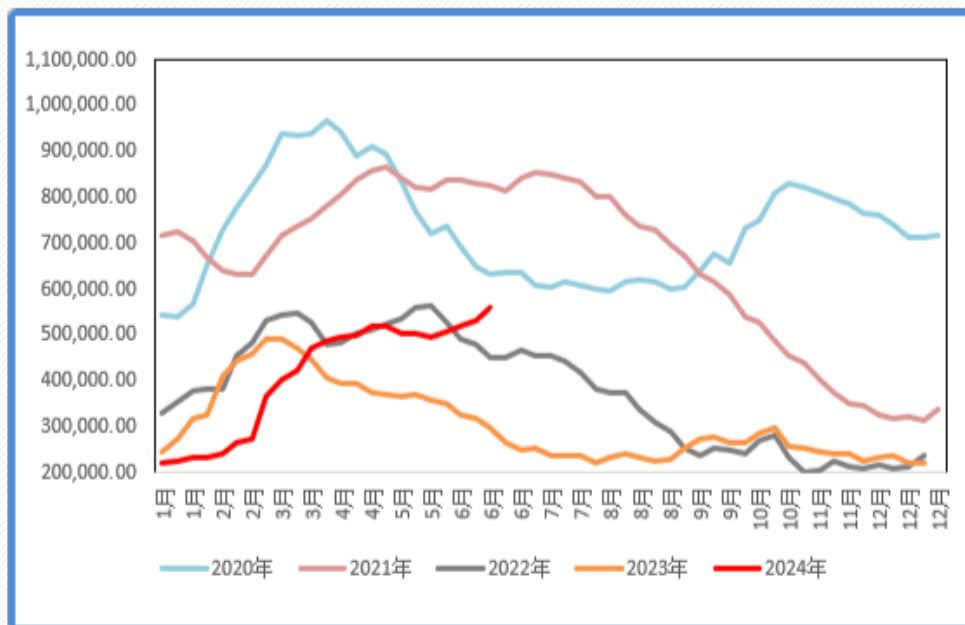
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 44.91 万吨，较 30 日增 0.64 万吨，较 3 日增 0.57 万吨；本周上海、广东市场均表现增加，周内铜价连续下跌，下游消费表现有所回暖，然部分下游仍存进一步看跌后市情绪，采购需求回升空间并不明显，且因临近交割，冶炼厂货源仍陆续有所到货，加之上海及广东市场亦进口铜也有部分流入，库存因此继续累库。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 9.15 万吨，较 30 日增 0.75 万吨，较 3 日增 0.21 万吨；保税区库存继续表现增加，主因周内到港货源有所入库，且进口比价维持亏损，库存因此小幅累库。

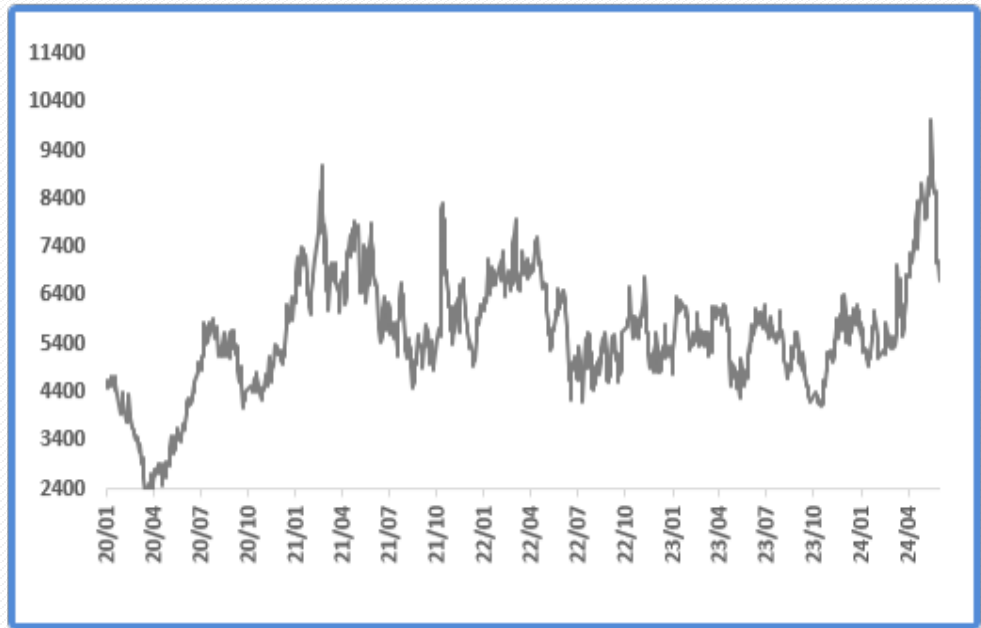
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

本周 8mm 精铜杆加工费小幅上涨，各市场间价差有所收窄；周中精铜杆订单表现回升，但提货效率未见明显提升；再生铜杆企业提产预期偏低，市场成交表现偏弱；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度环比变化有限。后市来看，近期精铜杆端新增的订单补充了部分企业短期的生产需求，因此一些企业也陆续恢复正常生产，但提货速度慢的问题尚未解决，因此可能后续会出现明显的成品库存积累的情况。而再生铜杆端订单表现处于相对偏低的水平，尽管目前再生铜杆的产销利润有所回升，但在缺乏明显的提货效率和订单需求的背景下，后续产能的提升空间预计较为有限。整体来看，节后或许会面临一定的铜杆库存积累的情况。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格整体有所回调，COMEX 金银于 2304-2407 美元/盎司、29.2-31.7 美元/盎司区间内运行。上周非农数据公布，新增就业与失业率走势背离，但因统计口径的差异，新增就业的大超预期似乎更能体现出当前美国劳动力市场的状况，且时薪增速同样超预期回升，由此，美元指数和美债收益率快速反弹，贵金属价格大幅承压下挫。

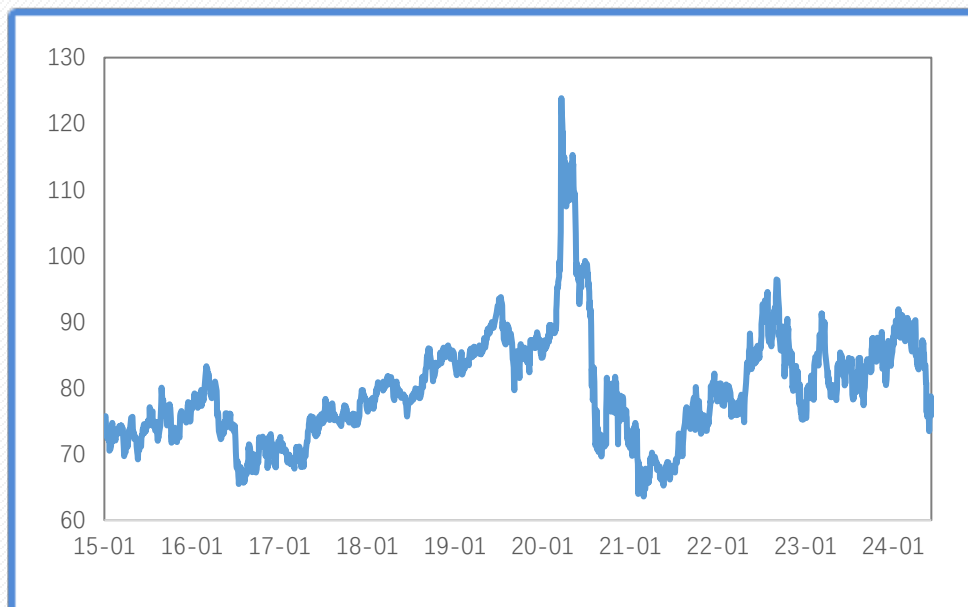
贵金属价格监控

2024/6/7	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2291.5	2326.1	-1.5%
COMEX 白银	29.3	30.4	-3.6%
伦敦金现	2310.8	2348.3	-1.6%
伦敦银现	30.3	31.3	-3.2%
SHFE 黄金	560.0	552.8	1.3%
SHFE 白银	8181.0	8222.0	-0.5%
上金所黄金 T+D	559.6	553.3	1.1%
上金所白银 T+D	8195.0	8212.0	-0.2%

## （二） 比价与波动率

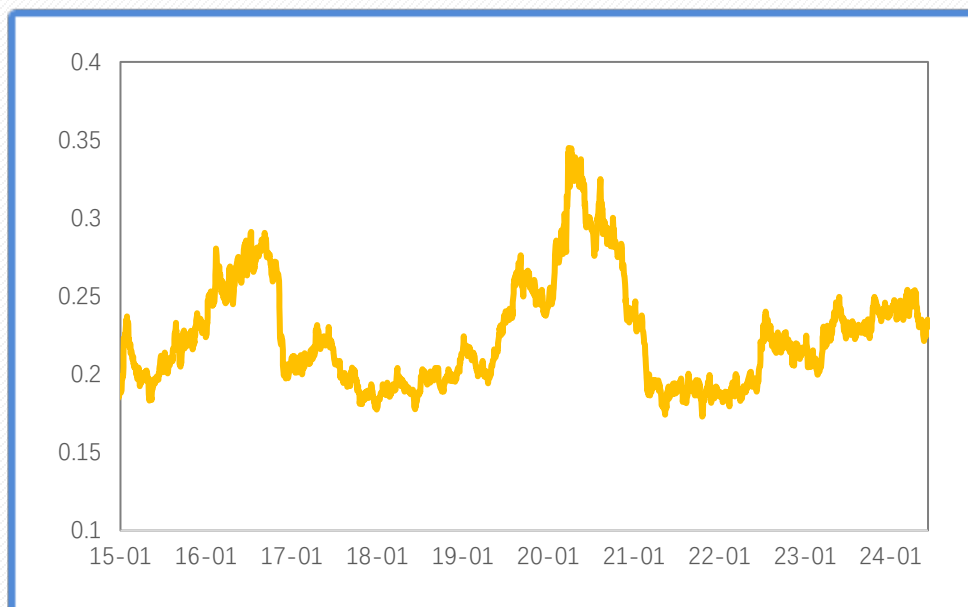
上周，黄金跌幅弱于白银，金银比震荡回升；铜价跟随黄金下行，金铜比窄幅震荡；原油价格有所回升，金油比随之下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



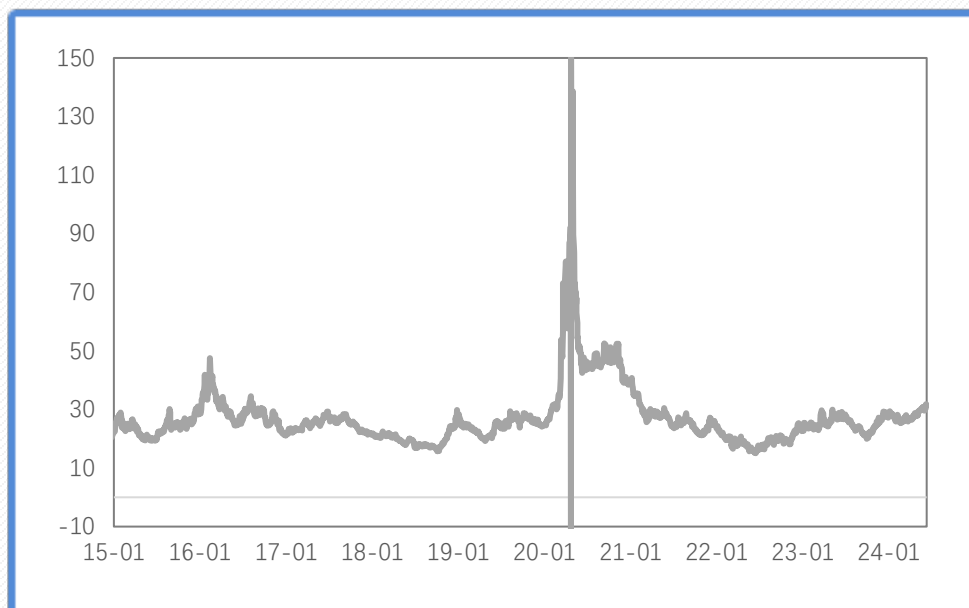
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

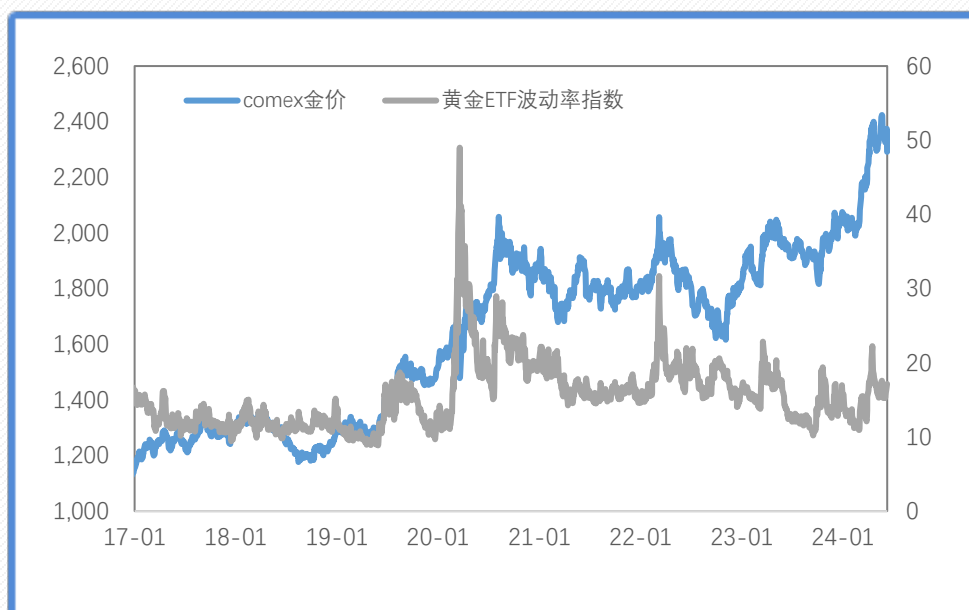
图 8：COMEX 金/WTI 原油



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

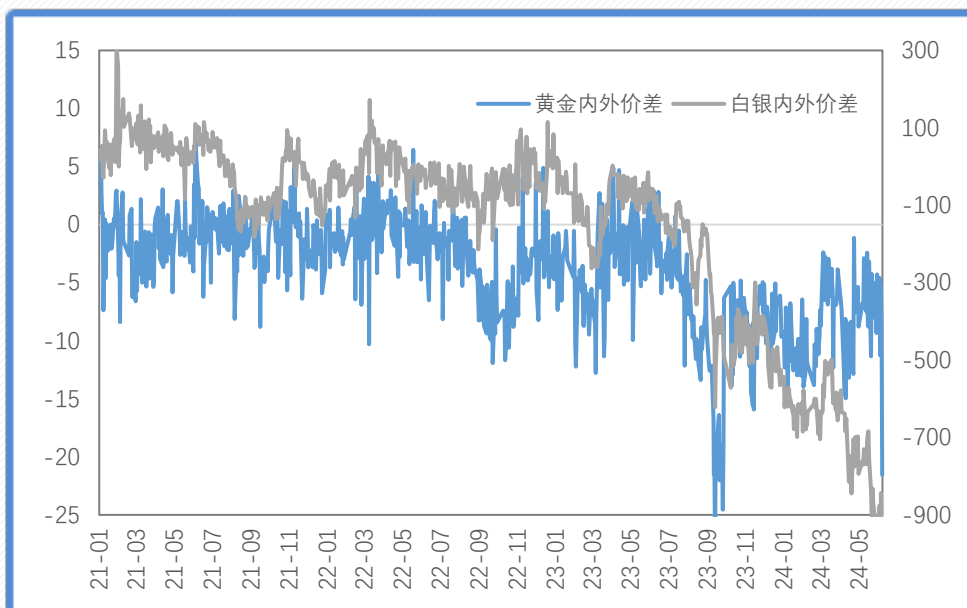


数据来源：Wind

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。

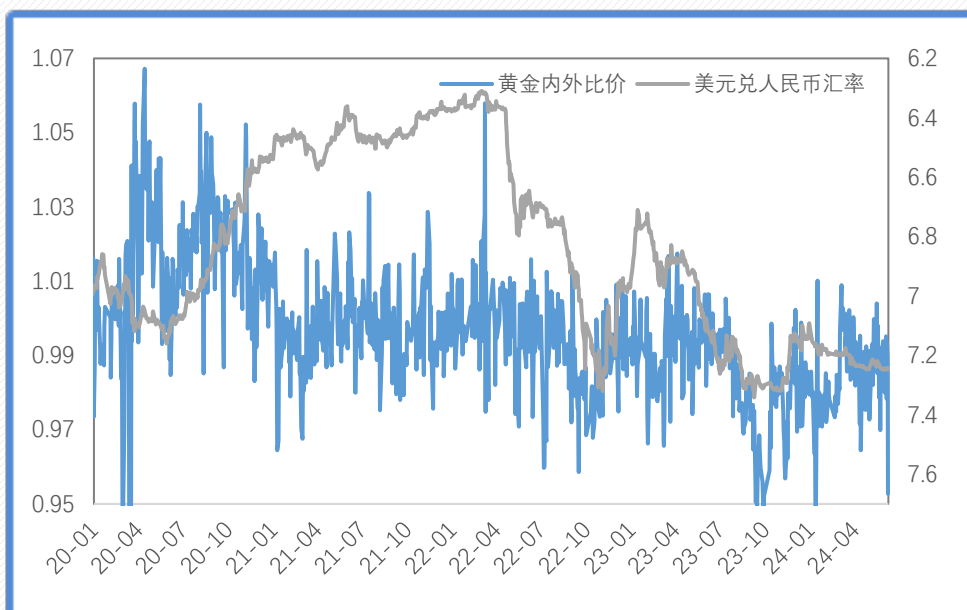


图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

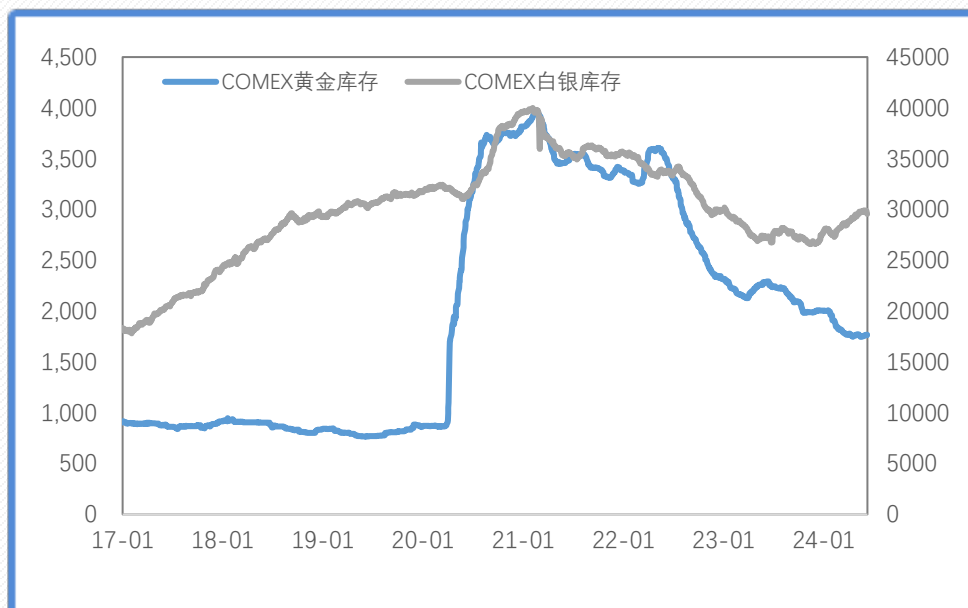


数据来源：Wind

### （三） 库存与持仓

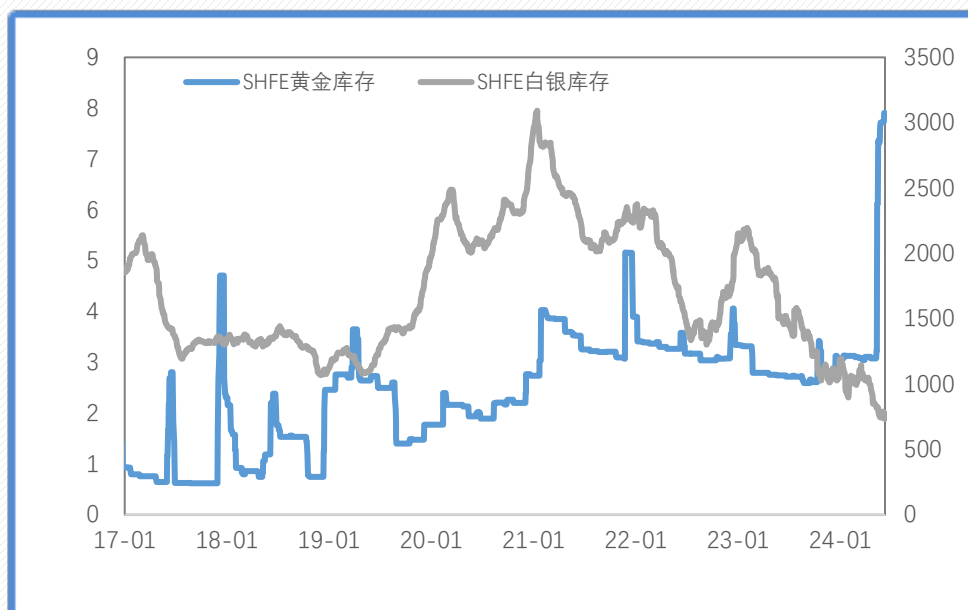
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1766.6 万盎司，环比减少约 0.7 万盎司，COMEX 白银库存约为 29563 万盎司，环比减少约 196 万盎司；SHFE 黄金库存约为 7.9 吨，环比增加 0.2 吨，SHFE 白银库存约为 734 吨，环比减少约 55 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

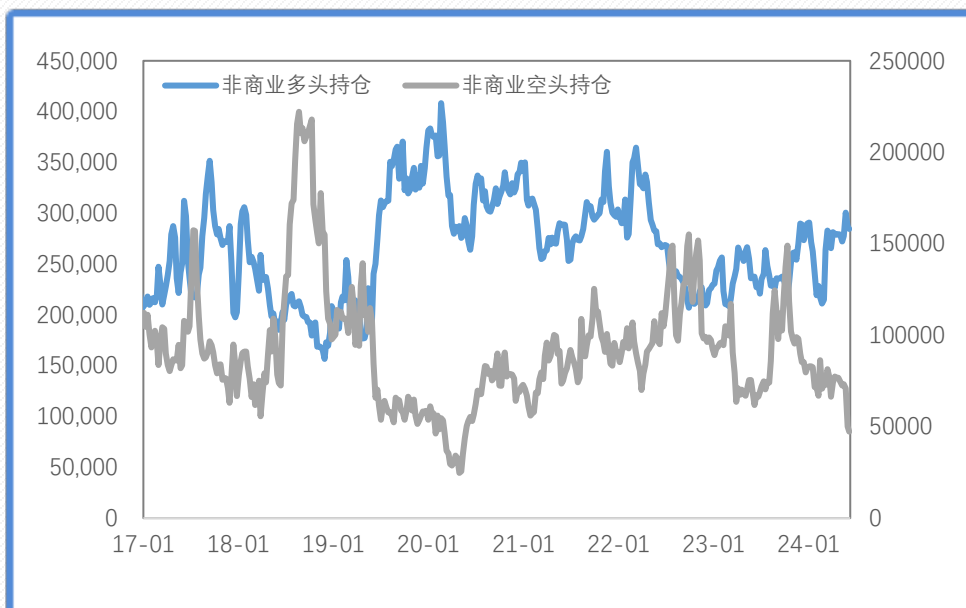
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

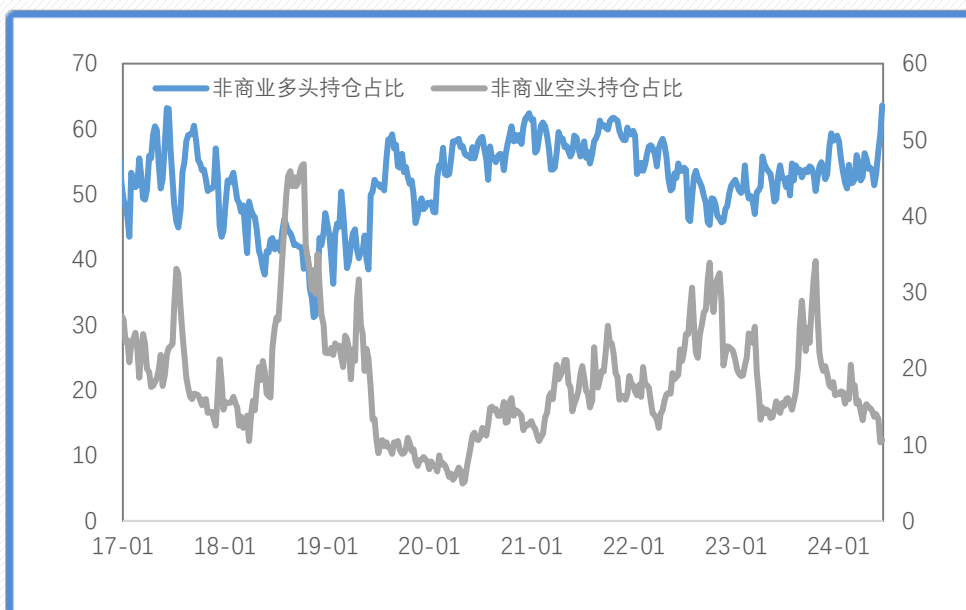
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 3.5 吨至 836 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 229 吨至 13099 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 33.2 万手, 其中非商业净多持仓减少 2171 手至 28.5 万手, 空头持仓减少 2888 手至 4.7 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 63.6% 附近, 非商业空头持仓占比回升至 10.6% 左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



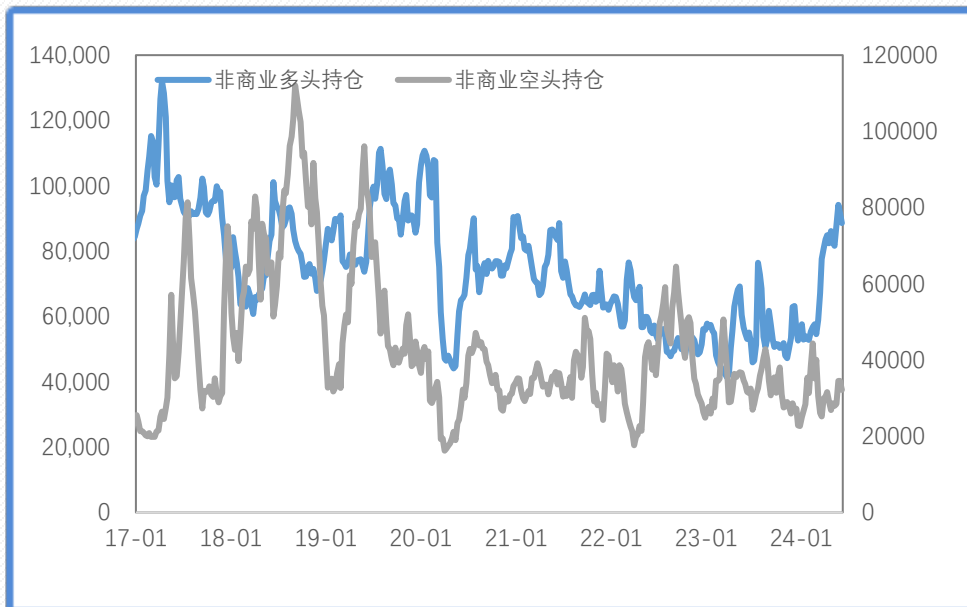
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



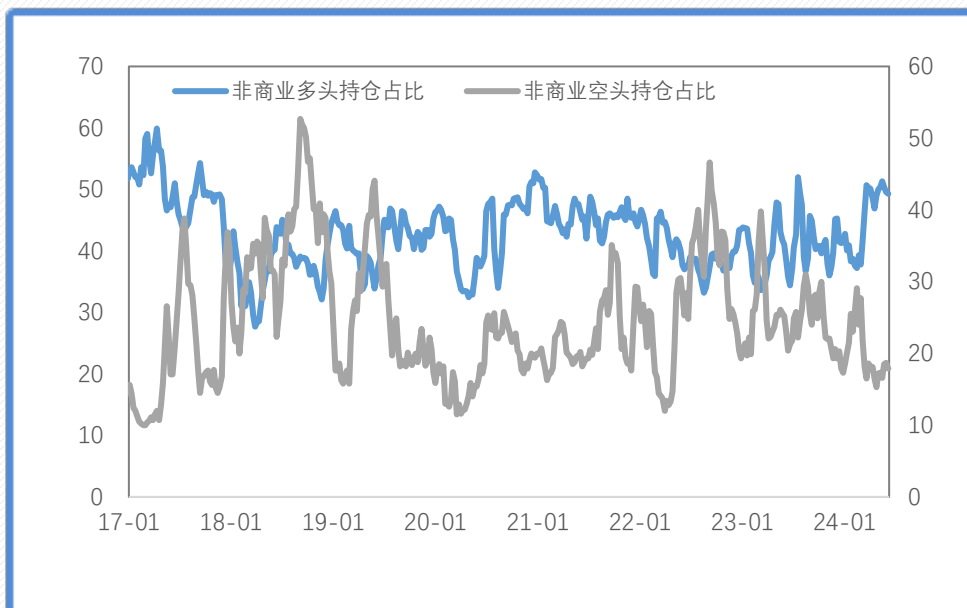
数据来源: Wind

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

在铜价回调的过程中，是考验国内消费的时机，如果国内消费能跟上，可能为铜价提供一定的下方支撑。但是再往后看，国内消费整体可能并不乐观，价格即便止跌也很难短时间内重拾上行动能，区间震荡的概率较大。

当前，贵金属受到美元指数和美债收益率的快速回升而有所承压，降息预期的反复加剧金价波动，关注本周美国 CPI 数据及 FOMC 会议上联储对于下半年降息时点及幅度的表态。



## 关注及风险提示

美国通胀预期、CPI、PPI、FOMC 会议、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。