

降息预期 VS 经济增长动能担忧， 金铜逐步分化

金属市场周报

2024. 7. 8-2024. 7. 12

摘要：走弱的非农对价格形成了推动，但是市场随后有所担忧经济增长的动能。周中鲍威尔在国会听证会上的发言仍然表示没有降息时间表，这与当前市场的降息预期产生了预期差，铜价进一步承压，周四 CPI 数据显著回落，但市场更加担忧经济增长的持续性，毕竟近来的宏观数据都并不理想，金铜价格一度出现明显分化

核心观点

1、上周贵金属价格与铜价有所分化。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 0.68%，白银下跌 1.59%；沪金 2410 合约上涨 1.2%，沪银 2408 合约下跌 0.07%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-1.85%、-1.77%。

2、通胀回落使得市场一度担忧增长动能。

走弱的非农对价格形成了推动，但是市场随后有所担忧经济增长的动能。周中鲍威尔在国会听证会上的发言仍然表示没有降息时间表，这与当前市场的降息预期产生了预期差，铜价进一步承压，周四 CPI 数据显著回落，但市场更加担忧经济增长的持续性，毕竟近来的宏观数据都并不理想，铜价进一步回落，直到周五铜价才有所企稳反弹。

3、贵金属价格显著反弹。

上周美国 CPI 数据超预期回落，同比下滑至 3%，结合前期整体经济数据走弱，9 月降息预期大幅回升至 90%以上，贵金属价格由此显著反弹。降息预期反复影响贵金属价格走势，但降息前期依旧维持对贵金属价格上涨趋势的判断，叠加地缘危机、美国大选等因素，贵金属的避险需求依然长期存在，预计金价仍有一定上行空间。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡回落，走弱的非农对价格形成了推动，但是市场随后有所担忧经济增长的动能。周中鲍威尔在国会听证会上的发言仍然表示没有降息时间表，这与当前市场的降息预期产生了预期差，铜价进一步承压，周四 CPI 数据显著回落，但市场更加担忧经济增长的持续性，毕竟近来的宏观数据都并不理想，铜价进一步回落，直到周五铜价才有所企稳反弹。

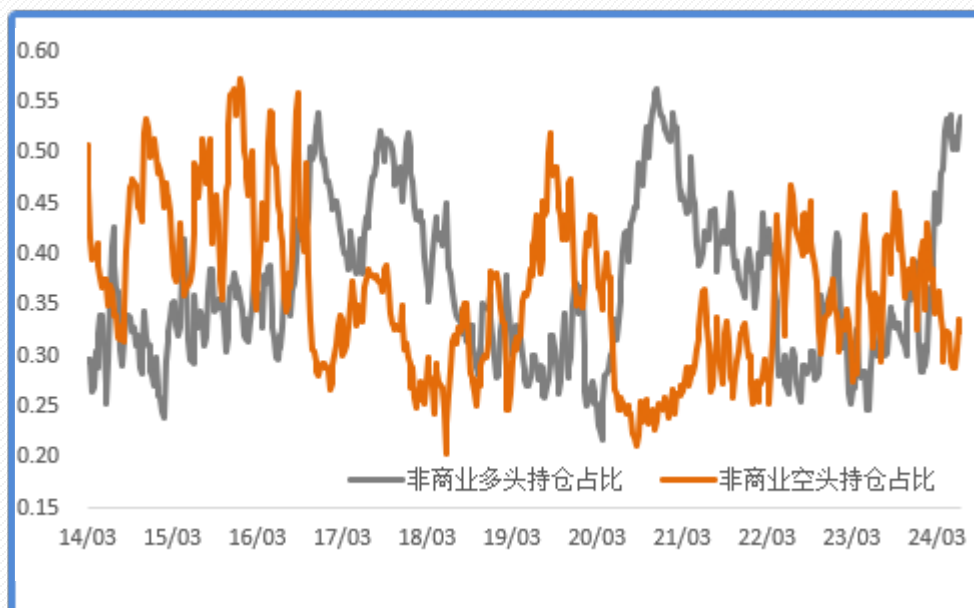
上周 SHFE 铜价小幅回落，重回 80000 元/吨关口下方运行。6 月国内宏观数据表现尚可，并没有对铜价构成利空，同时铜的消费、去库等也有所改善。铜价在 80000 元/吨下方的下跌空间比较有限，买盘会充分的进行介入，因此我们认为铜价下方空间并不大，价格反而更倾向于反弹。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线近端仍然维持 back 结构。不过上周 COMEX 铜库存略有累积，可能是此前传闻的交货终于入库。需要观察后续交仓的可持续性，如果得以持续，COMEX 铜的价差结构可能不会再有更好的表现。

SHFE 铜价格曲线较此前向上位移，价格曲线维持 contango 结构。消费略有改善，6 月整月是去库的，7 月前两周去库的情况也还可以，后续大概率仍将维持去库的情况。因此我们认为如果放远一点，后续月差还是可以有一定的行情可以期待。

持仓方面，从 CFTC 持仓来看，上周非商业多头占比高位震荡，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，并且仍将维持高位。

图 1：CFTC 基金净持仓

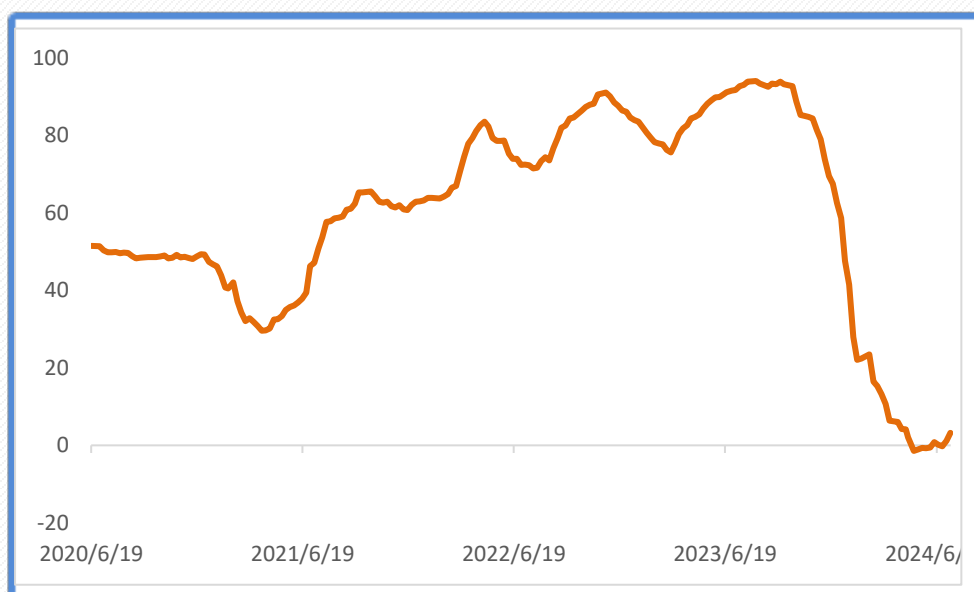


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 3.2 美元/干吨，较上周+0.8 美元/干吨。精矿现货市场活跃度走高，市场主流成交 8 月船期货物，主流成交加工费明显上行，且报盘活跃度提高，报盘加工费提高。整体而言，现货 TC 继续维持上行趋势。供需端暂时维持稳定，船期基本维持正常，冶炼端或有更大规模减产风险。

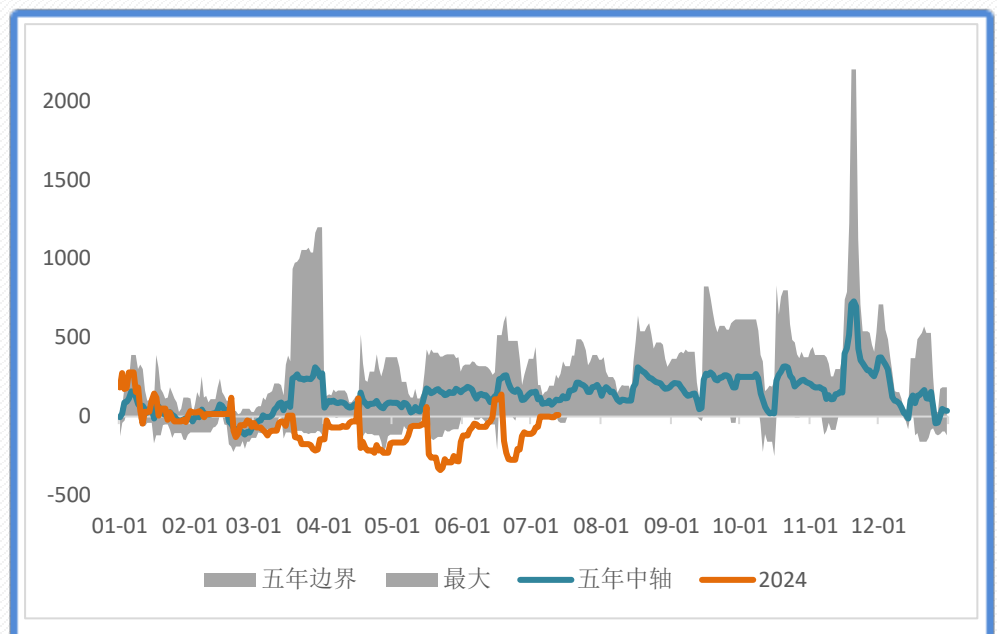
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价虽震荡下跌，但由于临近交割，市场成交活跃度相对有限，需求难有亮眼表现，且主流品牌现货升水企稳上涨，部分加工企业仍倾向于采购非注册等低价货源，该类品牌需求尚可，但下游整体消费仍难有明显起色，接货需求仍逢低刚需补库为主。库存表现大幅下降，然仍明显高于往年同期库存量，高库存压力尚存，且据了解下周进口铜到货增量有所增加，现货升水难言转势；但周尾 Contango 月差收敛明显，加之交割换月后，下游消费存在一定回升空间，因此预计下周现货贴水幅度相对有限，或运行于贴 150~贴 50 元/吨。

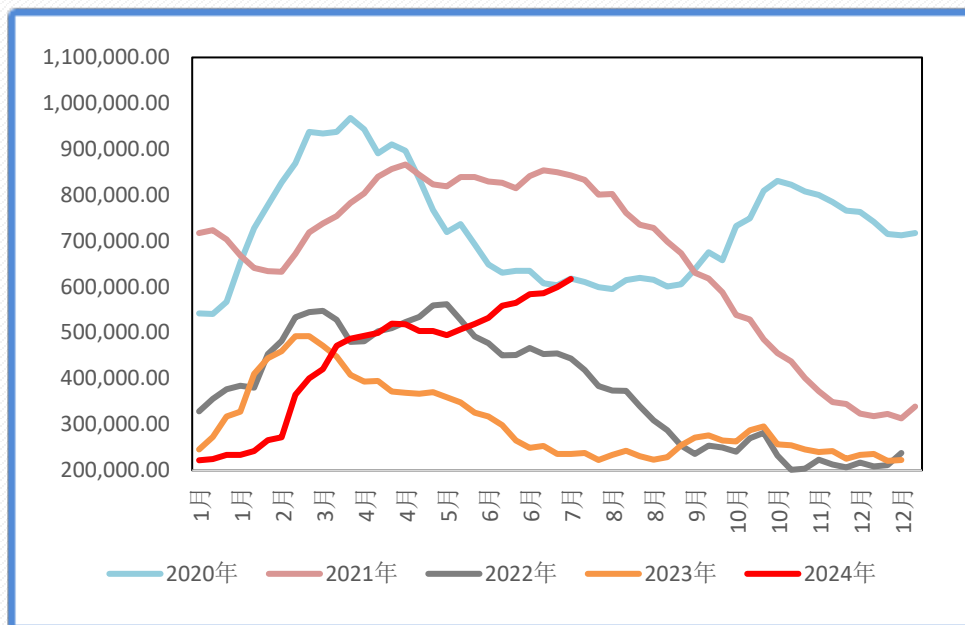
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 38.81 万吨，较 4 日降 1.31 万吨，较 8 日降 1.35 万吨；本周上海市场库存下降明显，主因周内现货升水抬升，部分冶炼厂发货意愿有所减弱，市场国产货源到货有所减少，加之进口比价走弱，进口铜到货同样有限，且市场出库正常，库存因此大幅下降。广东市场库存变化有限，一方面仓库到货同样不多，但下游消费难有明显起色，出入库相对有限，库存微幅增加。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 8.98 万吨，较 4 日增 0.79 万吨，较 8 日增 0.46 万吨；保税区库存有所增加，其增加主要来自前期国内炼厂出口货源入库，且近期比价走弱，保税区货源难以清关进入国内，库存因此上升。

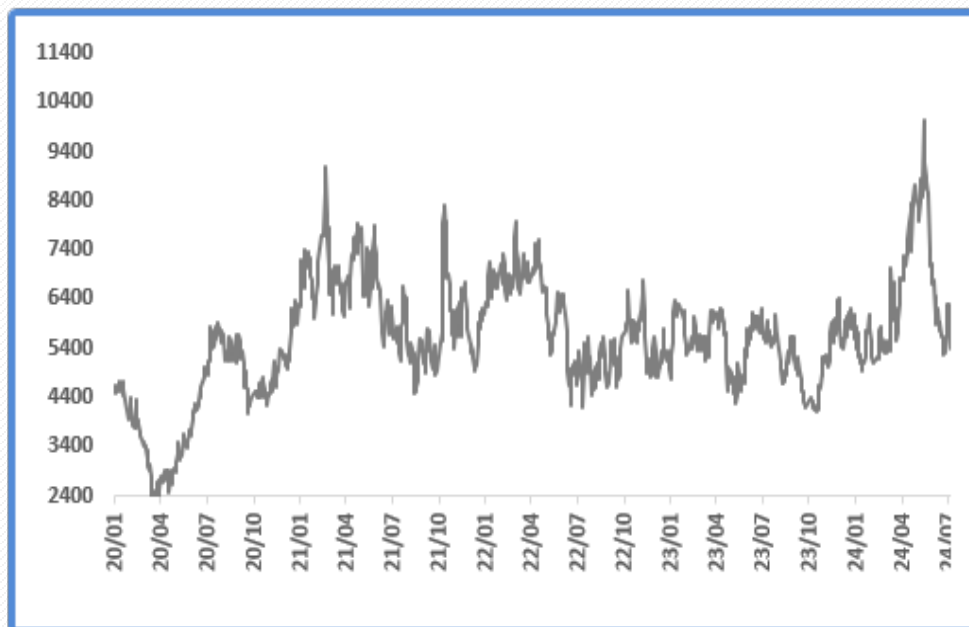
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费环比微幅上涨，上涨变化幅度较小；精铜杆企业周年日订单逐步递增，企业生产表现较为稳定；再生铜杆企业生产稳定性有限，后续仍有降产趋势；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度有所收窄。整体来看，精铜杆企业近期订单逐步回升，但从绝对数量上来看并不高，但对于精铜杆企业而言后续的生产得以保障；但再生铜杆端的问题明显，随着行业的调整，一些企业会担忧具体实施的影响，后续将逐步降低甚至暂时的关停生产等到政策具体落地，因此短期的生产表现仍有继续下滑的趋势。在二者共同变化的影响下，精铜杆端或许仍有进一步上涨的空间，进而带动精铜市场的消费，这也与国内近期非标、非注册货物流动性增强相符。

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反弹, COMEX 金银于 2356-2431 美元/盎司、30.6-32.1 美元/盎司区间内运行。上周美国 CPI 数据超预期回落, 同比下滑至 3%, 结合前期整体经济数据走弱, 9 月降息预期大幅回升至 90%以上, 贵金属价格由此显著反弹。

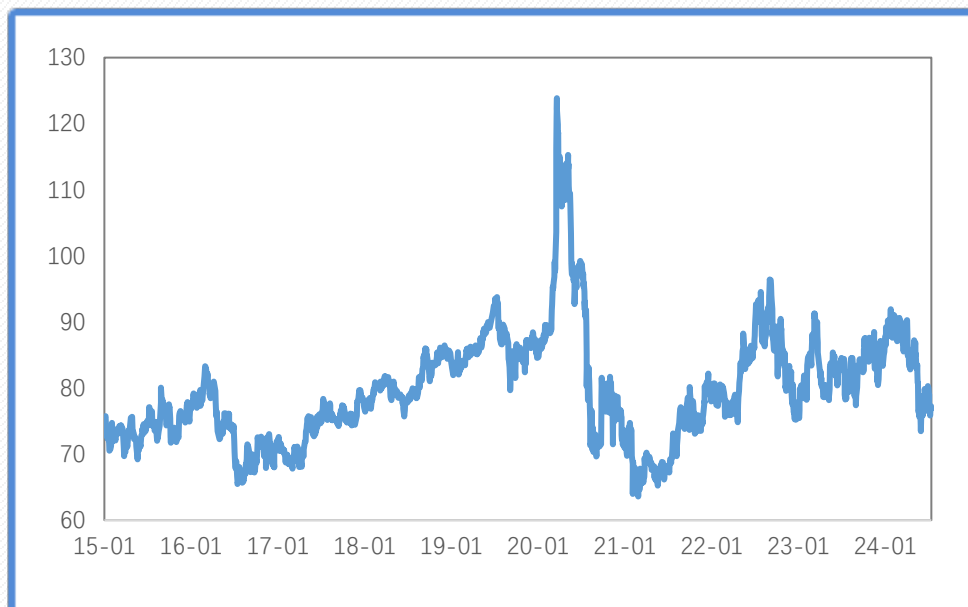
贵金属价格监控

2024/7/12	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2399.5	2378.6	0.9%
COMEX 白银	30.9	31.4	-1.5%
伦敦金现	2406.9	2379.1	1.2%
伦敦银现	30.7	30.6	0.5%
SHFE 黄金	557.5	555.8	0.3%
SHFE 白银	7830.0	8059.0	-2.8%
上金所黄金 T+D	563.3	557.9	1.0%
上金所白银 T+D	8042.0	8038.0	0.0%

（二） 比价与波动率

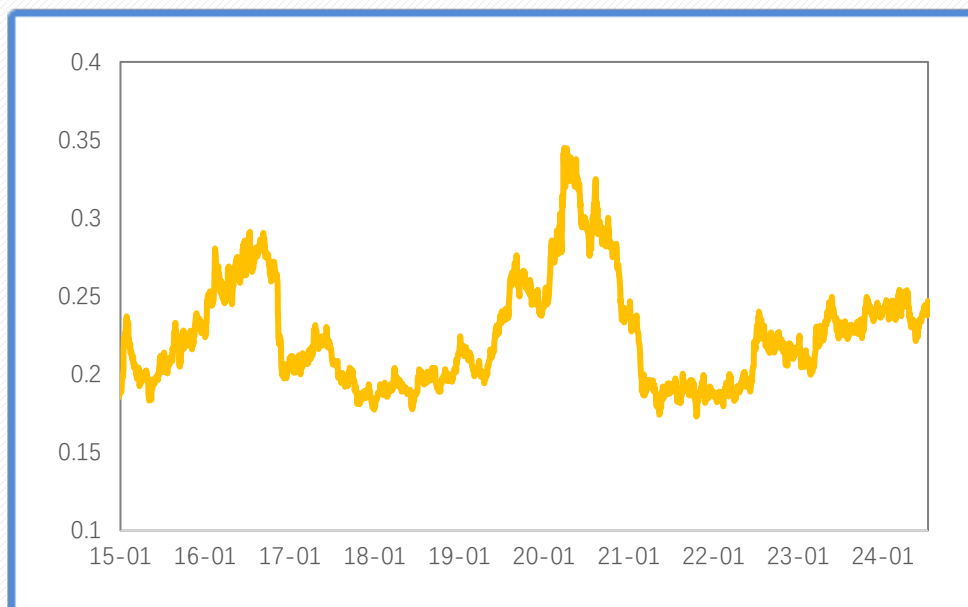
上周，黄金涨幅强于白银，金银比震荡上行；铜价下跌而黄金上涨，金铜比震荡上行；原油价格有所回落，金油比同样震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



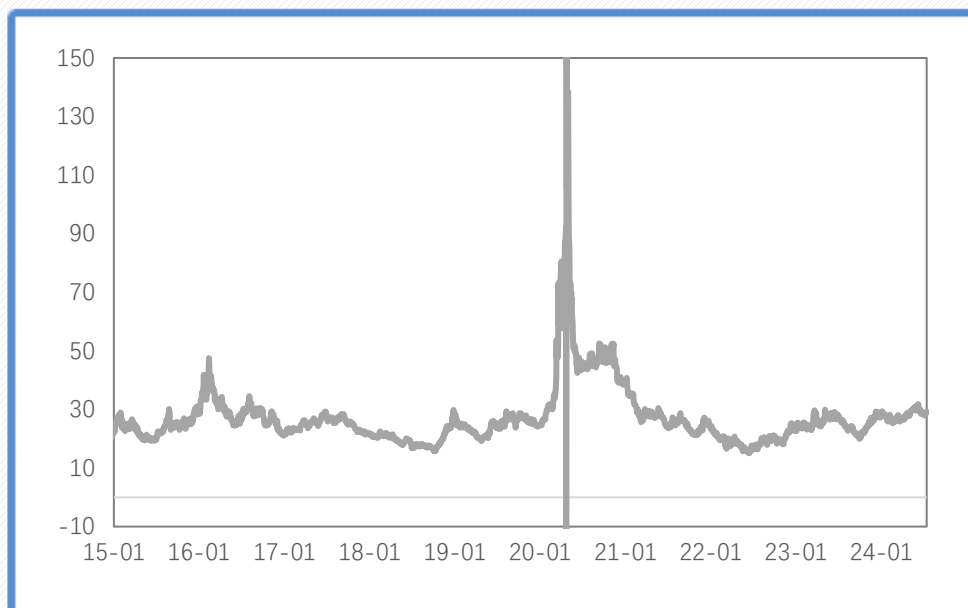
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

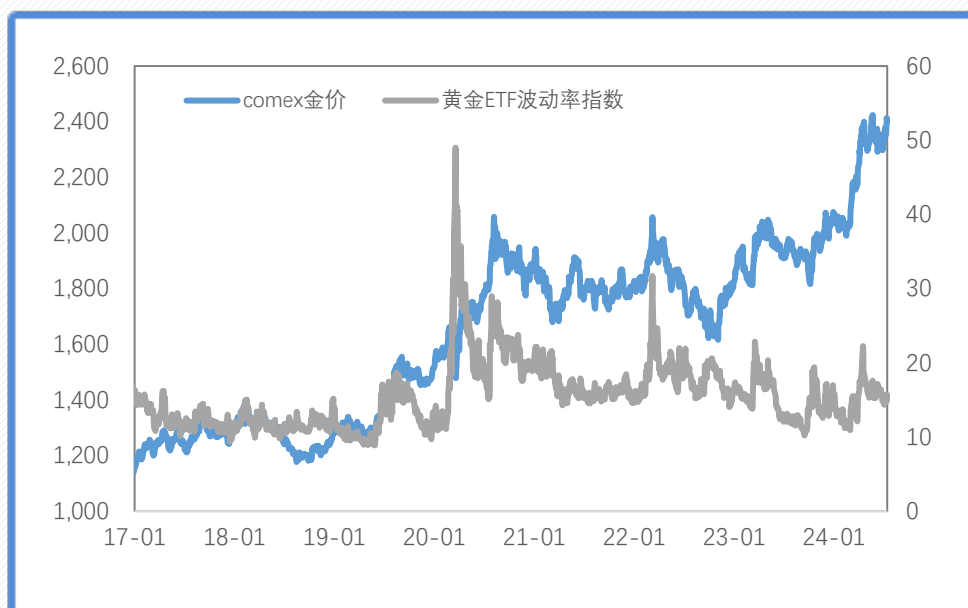
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续走低，当前已处于相对低位，后期不排除再度上冲的可能。

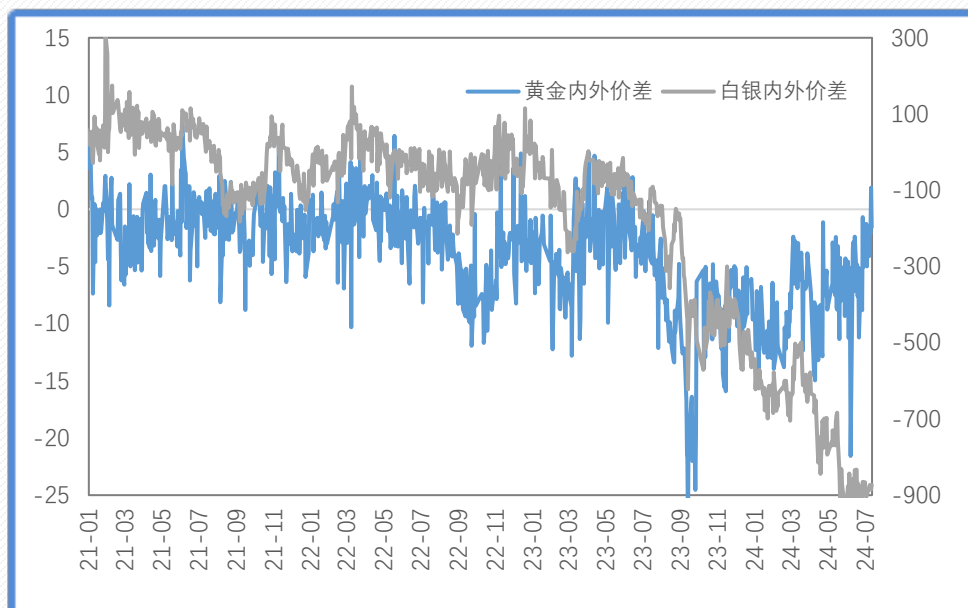
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

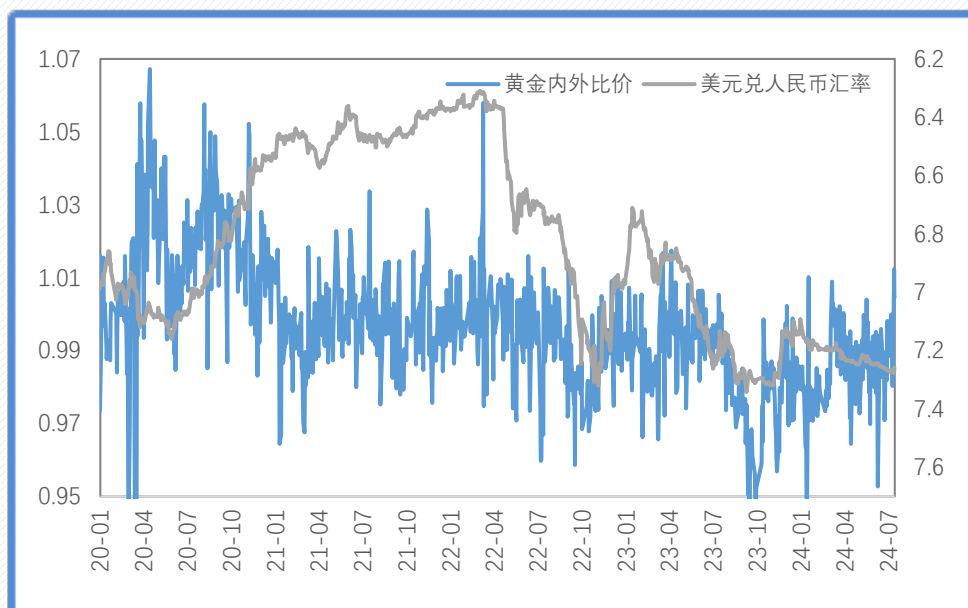
近期人民币汇率影响较前期小幅增强，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价同样有所回升。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

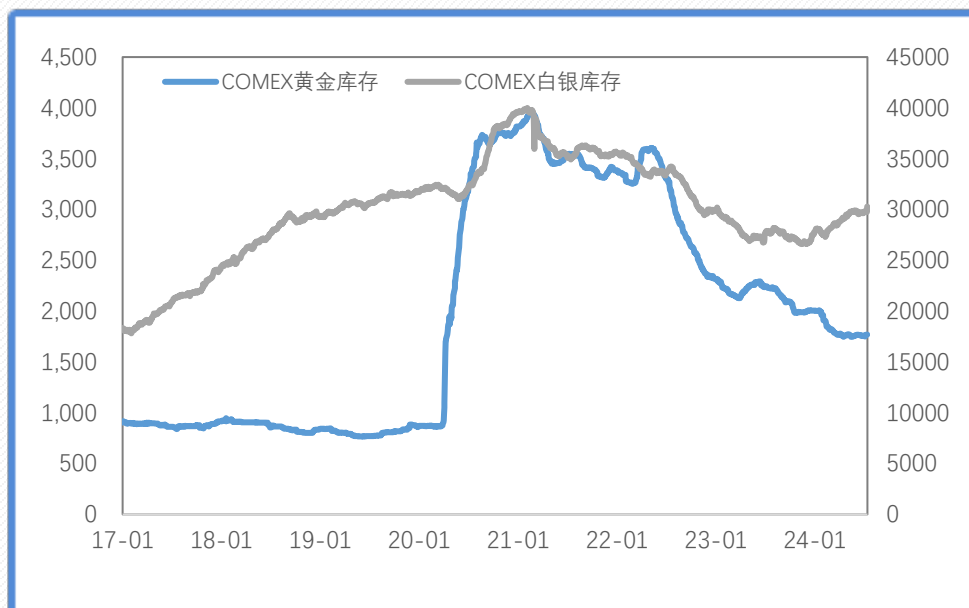


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

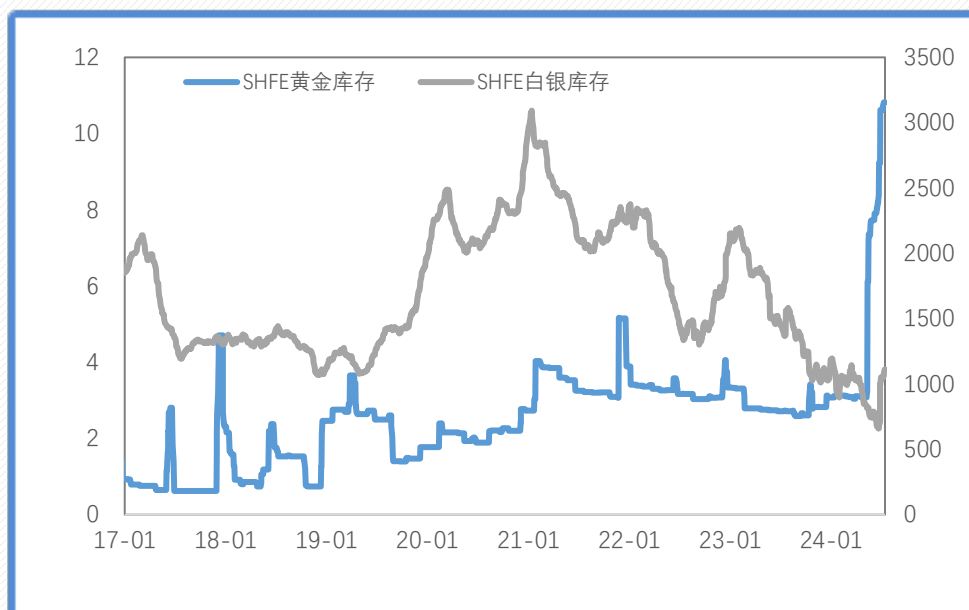
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1770 万盎司，环比增加约 8.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 30294 万盎司，环比增加约 503 万盎司；SHFE 黄金库存约为 10.8 吨，环比增加 0.1 吨，SHFE 白银库存约为 1111 吨，环比增加约 55.3 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

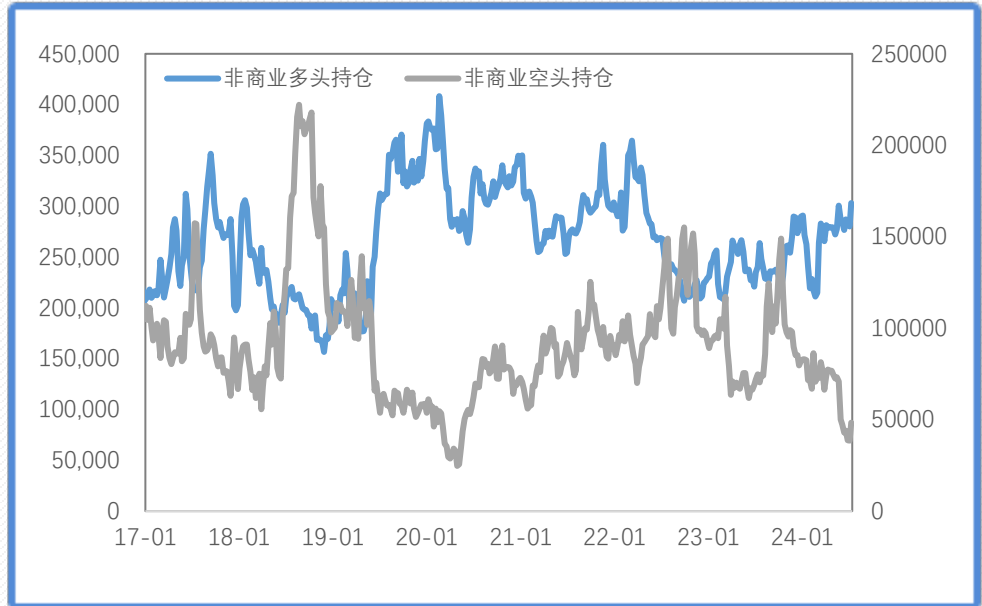
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

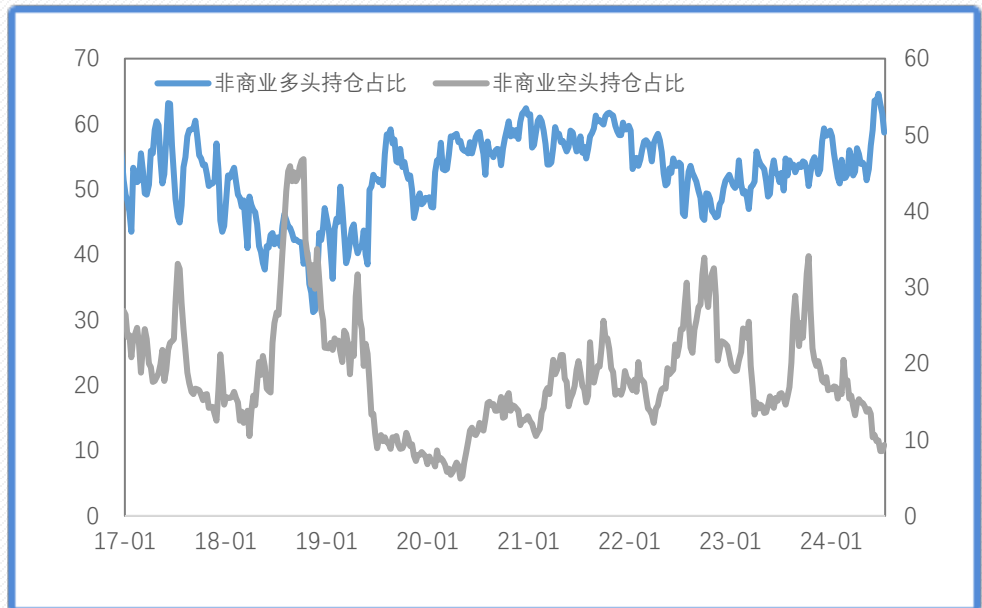
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 0.3 吨至 835 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比减少 160 吨至 13483 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 35.1 万手, 其中非商业净多持仓增加 22926 手至 30.3 万手, 空头持仓增加 9694 手至 4.8 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周下降至 59%附近, 非商业空头持仓占比回升至 9.3%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



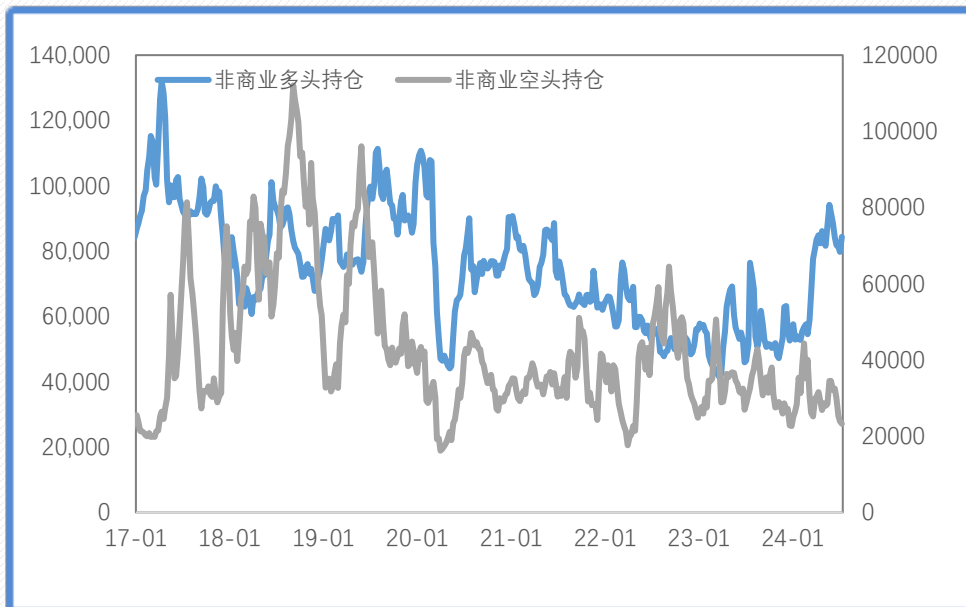
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



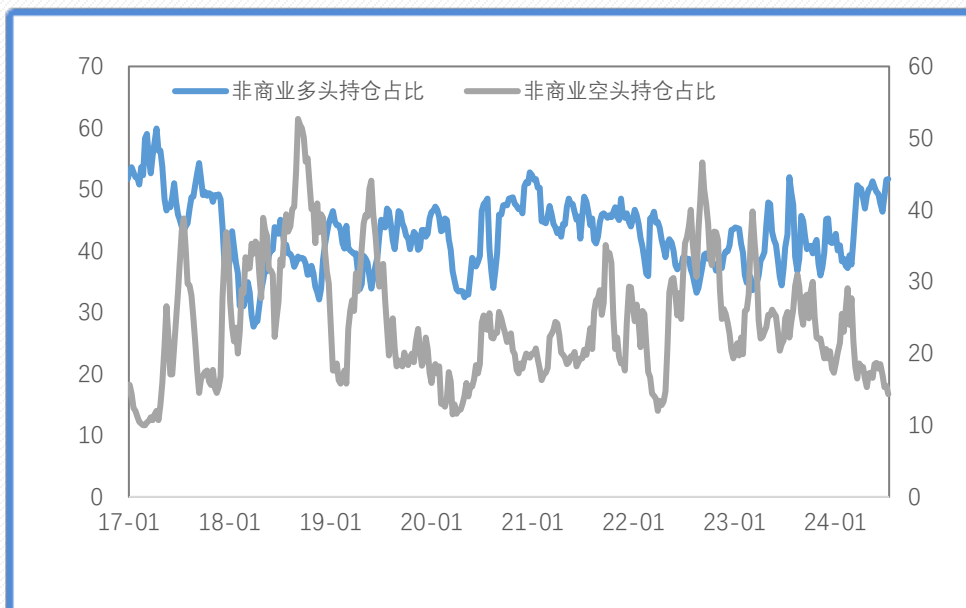
数据来源: Wind

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

6 月国内宏观数据表现尚可，并没有对铜价构成利空，同时铜的消费、去库等也有所改善。铜价在 80000 元/吨下方的下跌空间比较有限，买盘会充分的进行介入，因此我们认为铜价下方空间并不大，价格反而更倾向于反弹。

降息预期反复影响贵金属价格走势，但降息前期依旧维持对贵金属价格上涨趋势的判断，叠加地缘危机、美国大选等因素，贵金属的避险需求依然长期存在，预计金价仍有一定上行空间。

关注及风险提示

美国零售销售数据，初请失业金，降息预期等。

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。