

金价与有色分化蕴含潜在风险， 衰退担忧成为新的交易锚点

摘要：伴随美国公布的各项经济数据超预期回落，对衰退的担忧成为近期海外市场交易的锚点，由此金价快速上冲而整体有色持续偏弱运行，此后伴随美元及利率的反弹，金价快速回落。再往后看，降息预期角度下贵金属价格依然得以支撑，且衰退预期持续升温，避险需求同样推动金价走强，关注本周美国核心 PCE 公布后市场预期的变化。

金属市场周报

2024. 7. 15-2024. 7. 19

核心观点

1、上周铜及银价跌幅远超金价。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.55%，白银下跌 5.22 %；沪金 2410 合约下跌 0.46%，沪银 2410 合约下跌 5.12%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-7.53%、-3.01%。

2、通胀回落使得市场一度担忧增长动能。

市场处于典型的 risk off 状态之中。本次铜价回落，始于 6 月 CPI 明显走弱，这意味着各个宏观指标，包括制造业 PMI、劳动力市场、通胀数据都开始松动，但与此同时鲍威尔迟迟不愿给出降息时间表。目前市场处于各个宏观数据都有所走弱、但是降息预期迟迟不能确定的状态，市场对经济增长的担忧加剧，带来了铜价的下跌。

3、金价与有色分化蕴含潜在风险。

伴随美国公布的各项经济数据超预期回落，对衰退的担忧成为近期海外市场交易的锚点，由此金价快速上冲而整体有色持续偏弱运行，此后伴随美元及利率的反弹，金价快速回落。再往后看，降息预期角度下贵金属价格依然得以支撑，且衰退预期持续升温，避险需求同样推动金价走强，关注本周美国核心 PCE 公布后市场预期的变化。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价大幅回落，市场处于典型的 risk off 状态之中。本次铜价回落，始于 6 月 CPI 明显走弱，这意味着各个宏观指标，包括制造业 PMI、劳动力市场、通胀数据都开始松动，但与此同时鲍威尔迟迟不愿给出降息时间表。目前市场处于各个宏观数据都有所走弱、但是降息预期迟迟不能确定的状态，市场对经济增长的担忧加剧，带来了铜价的下跌。

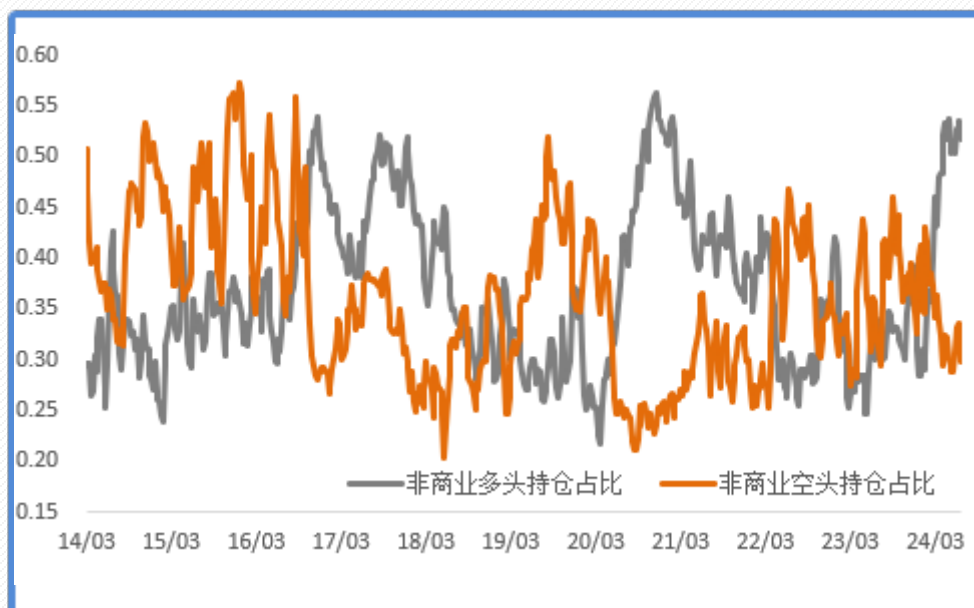
上周 SHFE 铜价显著回落，价格下跌至 76000 元/吨附近。目前半年度已过，国内经济压力依然不小，三中全会也并未推出实质性政策来刺激经济，加之海外的经济增长担忧，铜价阶段性转弱。虽然国内下游消费升温，但对绝对价格影响较小。经过上周的下跌后，利空因素大部分已经定价，预计本周可能会探到一个阶段性底部。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线从此前的 BACK 结构变为 Contango 结构。上周 COMEX 铜库存持续累积，目前已经总共增加 2300 多吨来到 1.1 万吨左右水平。根据市场消息，后续还会有交仓，预计价差结构仍将维持 Contango 结构。

SHFE 铜价格曲线较此前向下位移，价格曲线维持 contango 结构，但已经开始收敛。下个下跌后消费改善比较明显，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，不过考虑到这一数据的滞后性，预计多头持仓占比实际上已经下降。

图 1：CFTC 基金净持仓

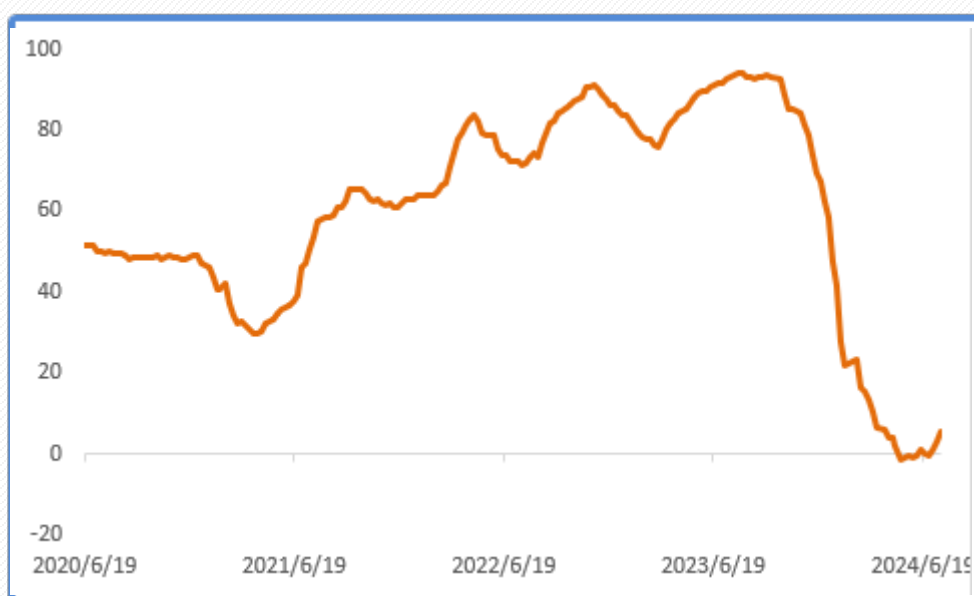


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 7 美元/干吨，较上周+3.8 美元/干吨。铜精矿现货市场继续维持活跃，且现货主流成交的加工费继续上行，市场主流成交近月及四季度船期货物。贸易商的报盘活跃度保持稳定，且可成交继续上行。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。整体而言，现货 TC 维持上行趋势，部分市场参与者认为现货 TC 有继续上行的空间。

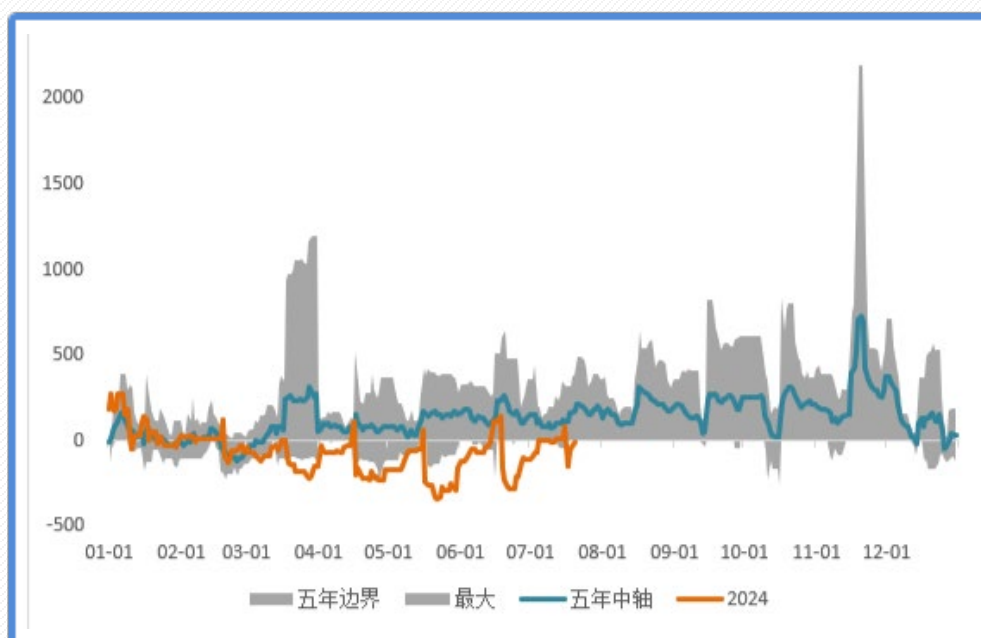
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价震荡下跌，其中周五盘面下跌幅度较为明显，随着铜价走跌，下游新增订单量回升较多。由于主流品牌升水同样上涨幅度较大，加工企业仍更倾向于采购低价大贴水货源，主流品牌接货需求相对有限，且下游市场仍存进一步看跌后市情绪，提前补库备货意愿仍相对不高，但整体市场需求有所提振。随着近期铜价走跌明显，下游新增订单回升较多，因此料后续下游接货需求仍存增长空间，现货升水仍有上涨动力；但值得注意的是，现货升水回升致使持货商积极抛售仓单情绪较高，同时下周进口铜预计流入量有所增加，叠加库高库存压力仍存，因此升水上方高度或将受限。

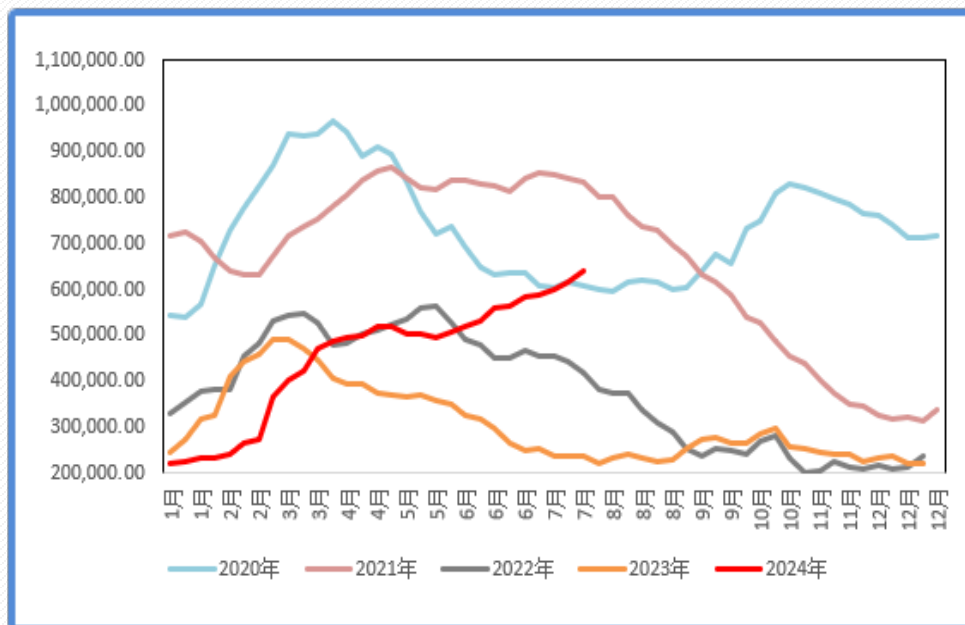
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 37.27 万吨，较 11 日降 1.54 万吨，较 15 日降 0.97 万吨；本周上海市场库存继续下降，主因周内仓库到货仍然不多，不论国产及进口到货均相对有限，且铜价连续走跌，下游消费有所回升，库存因此持续去库。广东市场库存同样下降，主因近期冶炼厂发货同样减少，仓库入库不多，库存逐渐表现回落。上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 9.11 万吨，较 11 日增 0.13 万吨，较 15 日增 0.09 万吨；保税区库存小幅增加，虽近期进口比价有所改善，但仓库报关货源未能清关进口流入国内，且仍有部分到船抵港货源入库，库存因此增加。

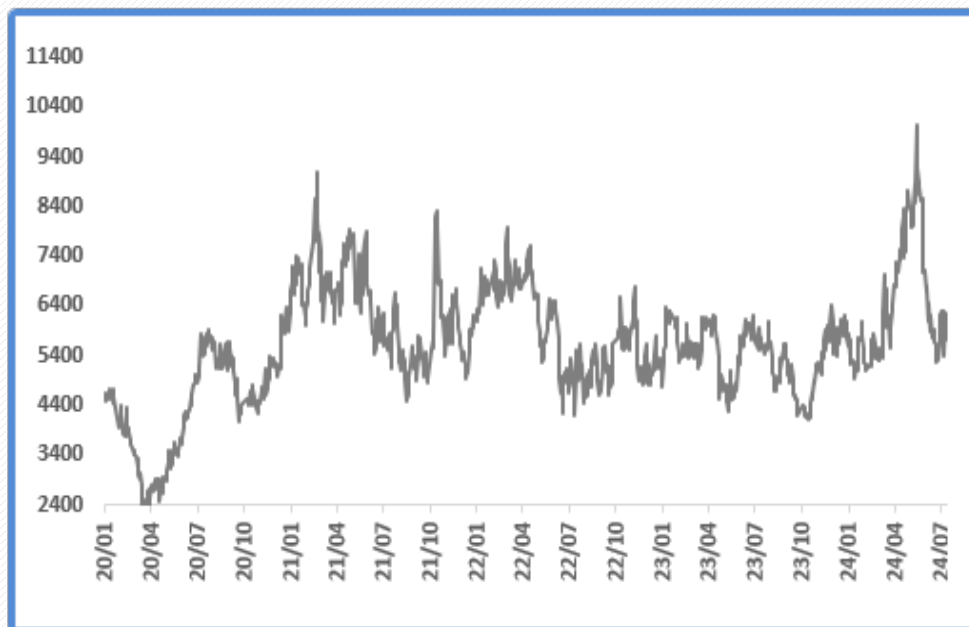
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费环比涨跌互现，北方市场上涨更为明显；精铜杆企业订单增量明显，但近半数为补点订单；再生铜杆企业生产预期仍有下滑，原料价格保持坚挺，采购难度大；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度进一步收窄，创造近 6 个月以来峰值。随着本周精铜杆订单的增加，后续精铜杆企业的生产延续性也得到了保障，后续需要关注的是订单的执行和提货情况，以防提货速度下滑而导致的成品积累和企业生产节奏的减弱。而再生铜杆企业的生产表现在短期内将继续下滑，企业后续的计划安排还需等待产业的调整结束，后续产销表现都将呈现较弱的状态；不过随着后续再生铜杆企业的生产下降，其订单交付若出现一定的压力，或许将反哺部分订单至低价上引制杆市场，带动部分精铜杆需求。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 金价先扬后抑、银价持续下跌，COMEX 金银于 2395-2489 美元/盎司、29.1-31.7 美元/盎司区间内运行。伴随美国公布的各项经济数据超预期回落，对衰退的担忧成为近期海外市场交易的锚点，由此金价快速上冲而整体有色持续偏弱运行，此后伴随美元及利率的反弹，金价快速回落。

贵金属价格监控

2024/7/19	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2398.9	2399.5	0.0%
COMEX 白银	29.1	30.9	-5.6%
伦敦金现	2403.5	2406.9	-0.1%
伦敦银现	29.1	30.7	-5.3%
SHFE 黄金	563.9	557.5	1.2%
SHFE 白银	7679.0	7830.0	-1.9%
上金所黄金 T+D	561.1	563.3	-0.4%
上金所白银 T+D	7647.0	8042.0	-4.9%

（二） 比价与波动率

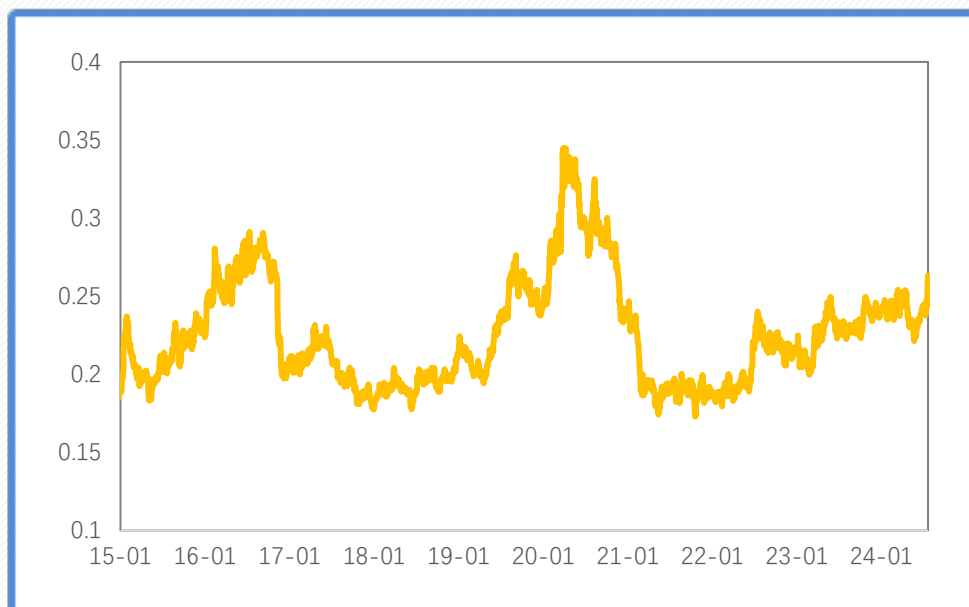
上周，白银跌幅强于黄金，金银比震荡上行；铜价跌幅超越黄金，金铜比震荡上行；原油价格窄幅震荡，金油比基本持平。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



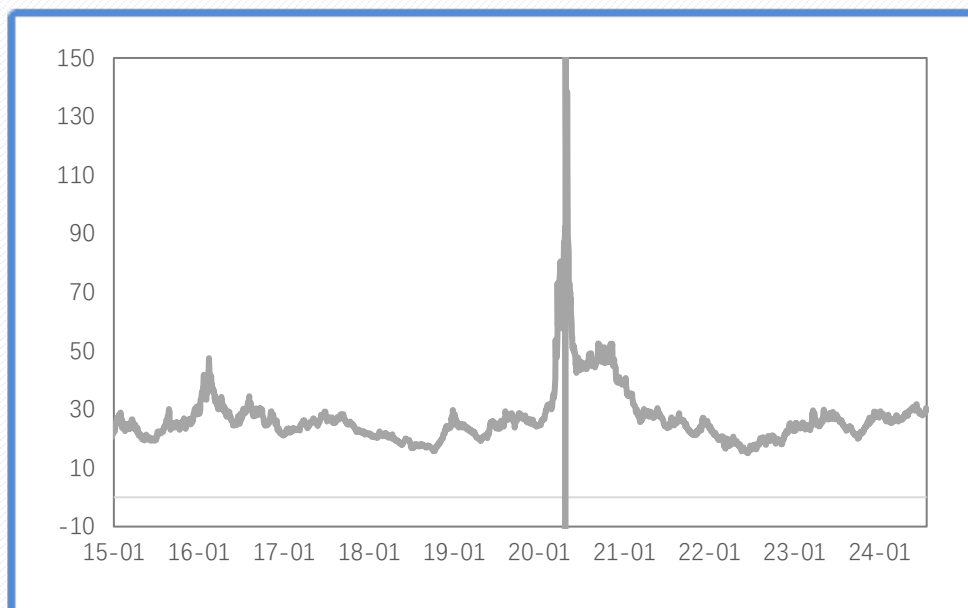
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

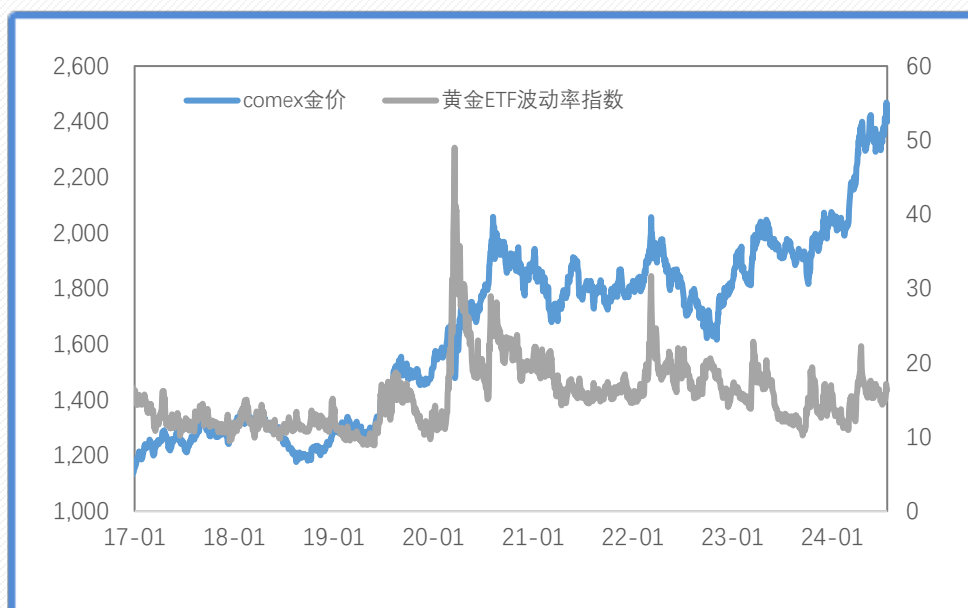
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 再度上冲，市场避险需求再度体现。

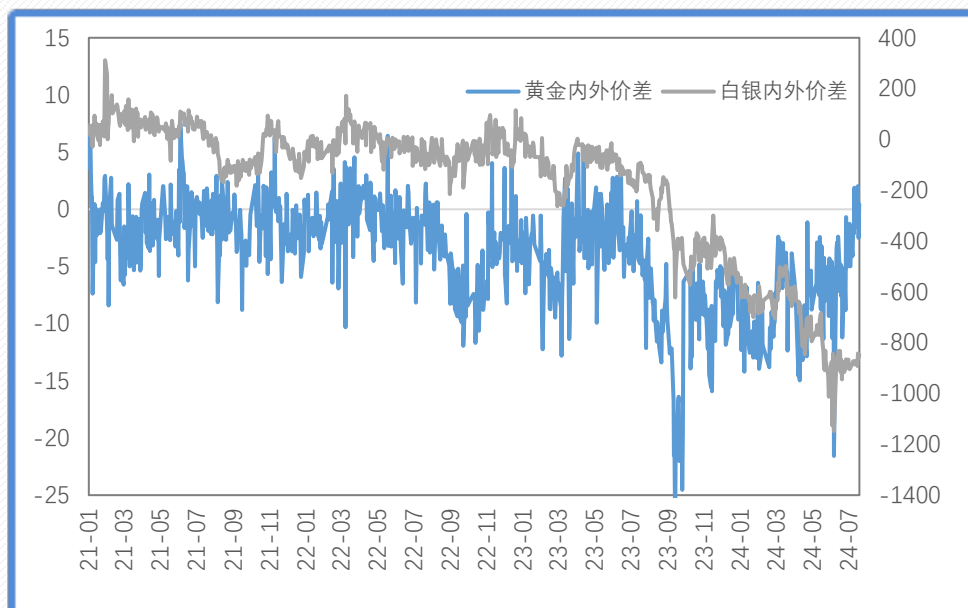
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

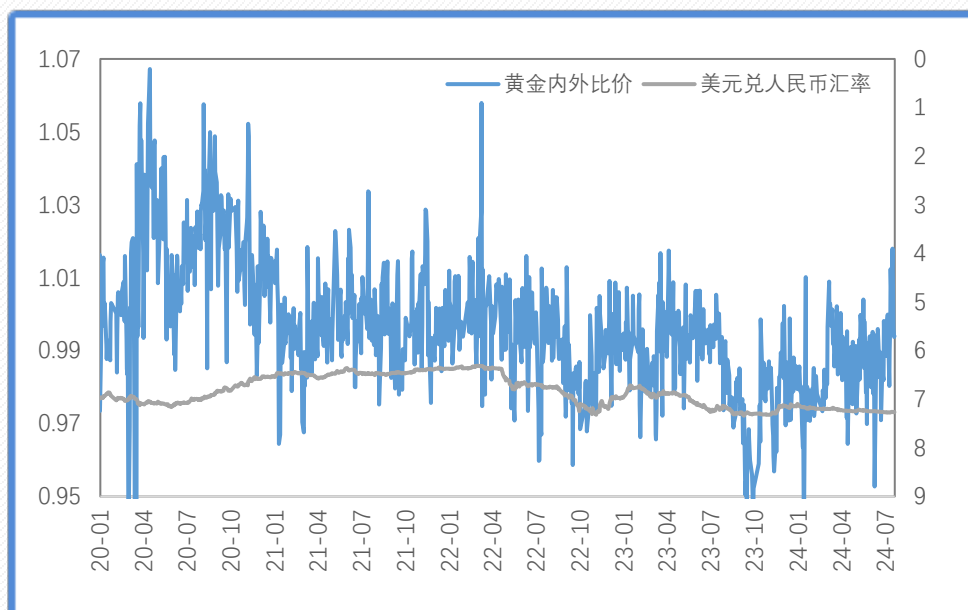
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

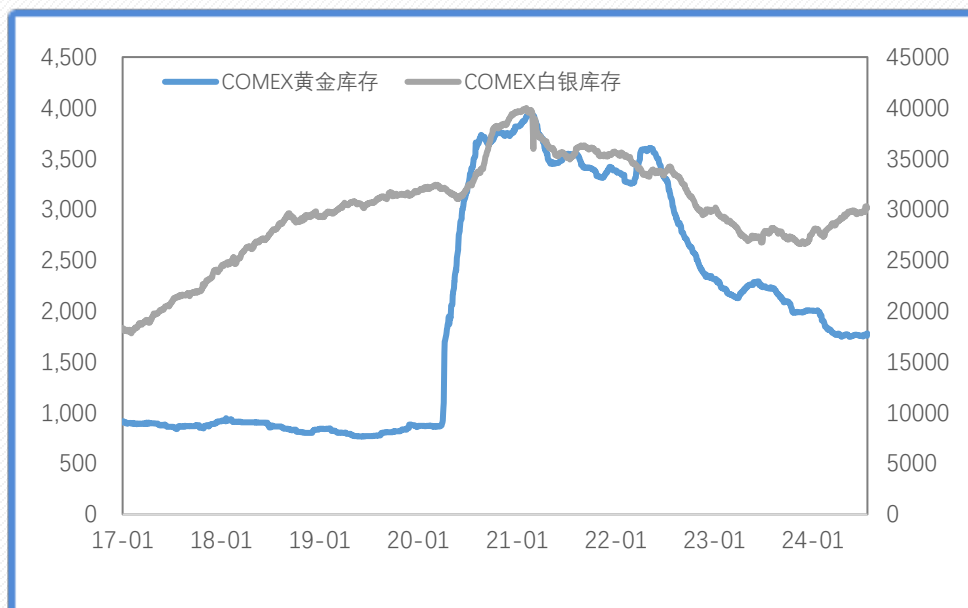


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

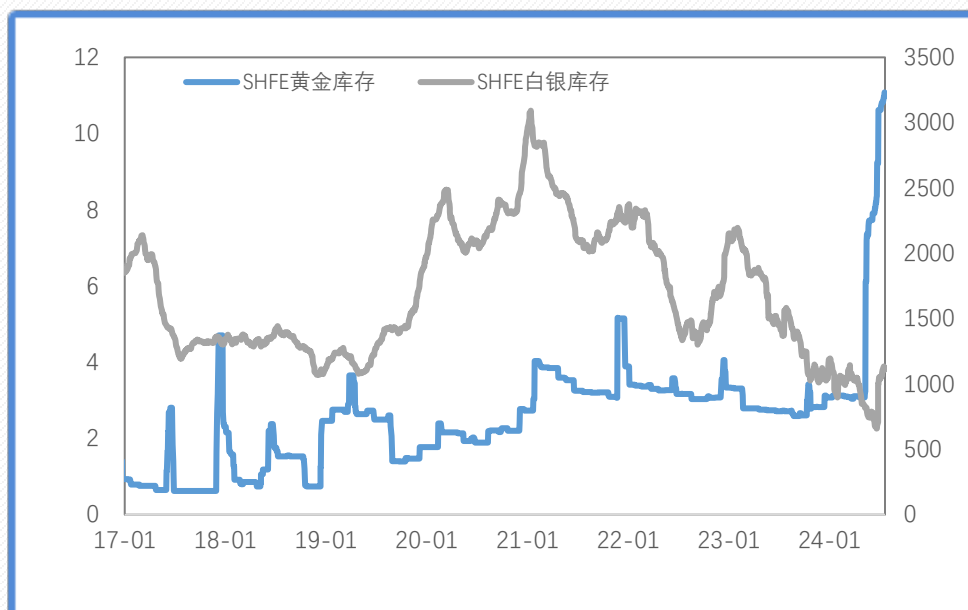
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1782 万盎司，环比增加约 12.3 万盎司，COMEX 白银库存约为 30133 万盎司，环比减少约 161 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.1 吨，环比增加 0.3 吨，SHFE 白银库存约为 1110 吨，环比减少约 1.5 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

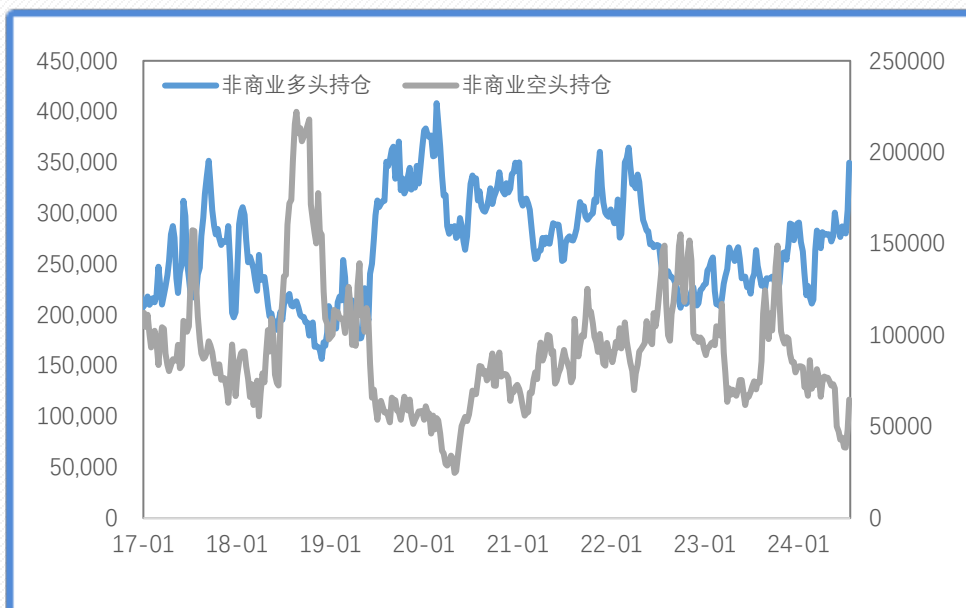
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

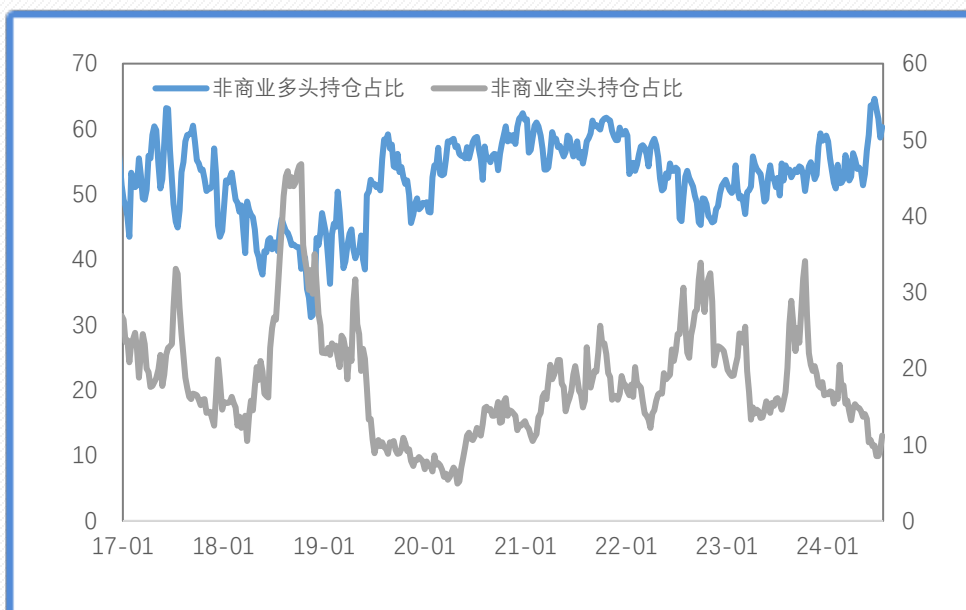
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 4.9 吨至 840 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 196 吨至 13679 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 41.5 万手, 其中非商业净多持仓增加 46784 手至 35 万手, 空头持仓增加 16535 手至 6.5 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 60%附近, 非商业空头持仓占比回升至 11%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



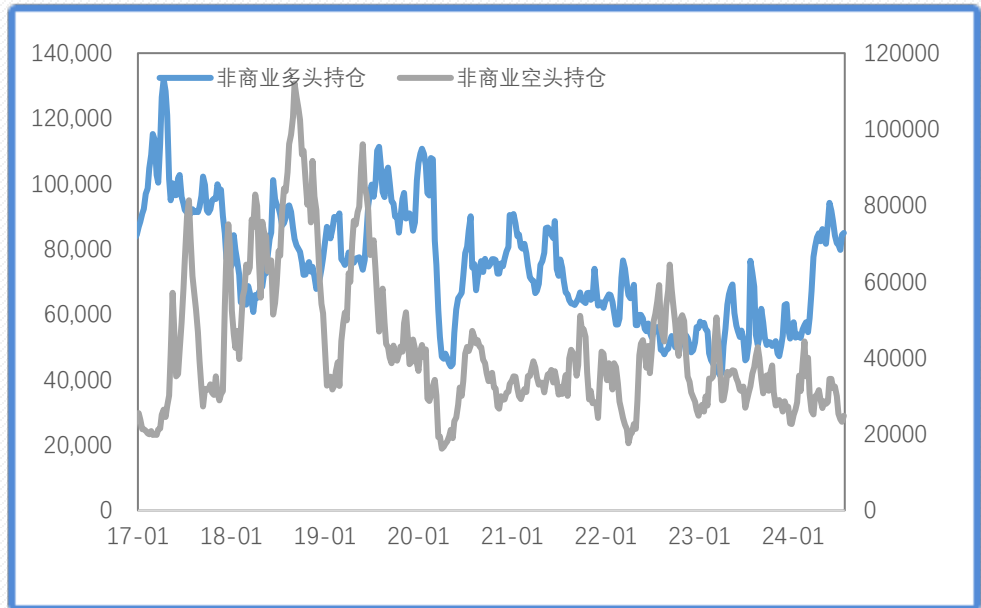
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



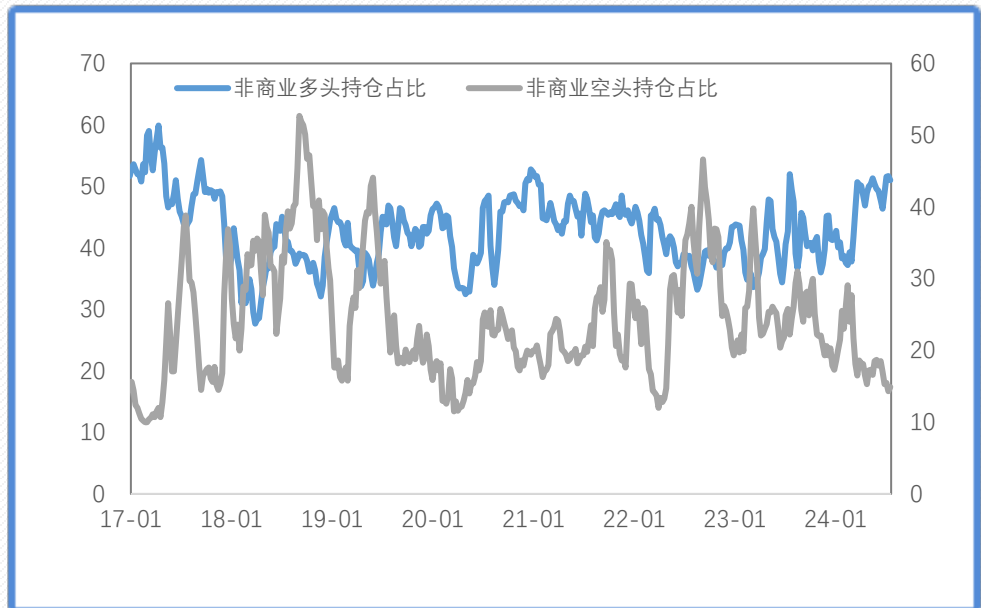
数据来源: Wind

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

目前半年度已过, 国内经济压力依然不小, 三中全会也并未推出实质性政策来刺激经济, 加之海外的经济增长担忧, 铜价阶段性转弱。虽然国内下游消费升温, 但对绝对价格影响较小。经过上周的下跌后, 利空因素大部分已经定价, 预计本周可能会探到一个阶段性底部。

美国经济数据持续走弱, 降息预期角度下贵金属价格依然得以支撑, 且衰退预期持续升温, 避险需求同样推动金价走强, 关注本周美国核心 PCE 公布后市场预期的变化。



关注及风险提示

美国 PMI，GDP，核心 PCE，通胀预期等。

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。