

核心通胀依然坚挺，“衰退”交易将告一段落？

摘要：周初市场继续处于 RISK OFF 的状态之中，周中美国二季度 GDP 表现不俗，其它一些宏观指标，比如初请失业金也表现较好，而 PCE 数据也展示了通胀的韧性，市场情绪得到改善，金、铜有所企稳反弹。目前衰退交易最快速的阶段可能已经过去，本周召开 7 月 FOMC 会议，密切关注联储是否会给出 9 月降息的明确信号。

金属市场周报

2024. 7. 22-2024. 7. 26

核心观点

1、上周金铜小幅反弹，白银大幅下跌。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金下跌 0.71%，白银下跌 4.54 %；沪金 2410 合约下跌 1.51%，沪银 2410 合约下跌 5.62%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-3%、-3.38%。

2、美国二季度 GDP 缓解市场下跌压力。

周初铜价进一步下跌，市场继续处于 risk off 的状态之中，周中美国二季度 GDP 表现不俗，其它一些宏观指标，比如初请失业金也表现较好，而 PCE 数据也展示了通胀的韧性，市场情绪得到改善，铜价有所企稳反弹。目前衰退交易在铜上最快速的阶段可能已经过去，本周召开 7 月 FOMC 会议，密切关注联储是否会给出 9 月降息的明确信号。

3、核心通胀依然坚挺，市场预期或有反复。

金价在前期创下历史新高后持续回落，于周五美国核心 PCE 公布后与美股同步反弹，其服务性通胀表现依然坚挺，市场担忧的“衰退”交易或将告一段落。再往后看，降息预期角度下贵金属价格依然得以支撑，地缘冲突的不确定性使得避险需求依然存在，关注本周美联储议息会议给出的指引。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价回落后有所企稳，最低下探至 4.00 美元/磅附近。周初铜价进一步下跌，市场继续处于 risk off 的状态之中，周中美国二季度 GDP 表现不俗，其它一些宏观指标，比如初请失业金也表现较好，而 PCE 数据也展示了通胀的韧性，市场情绪得到改善，铜价有所企稳反弹。目前衰退交易在铜上最快速的阶段可能已经过去，本周召开 7 月 FOMC 会议，密切关注联储是否会给出 9 月降息的明确信号。

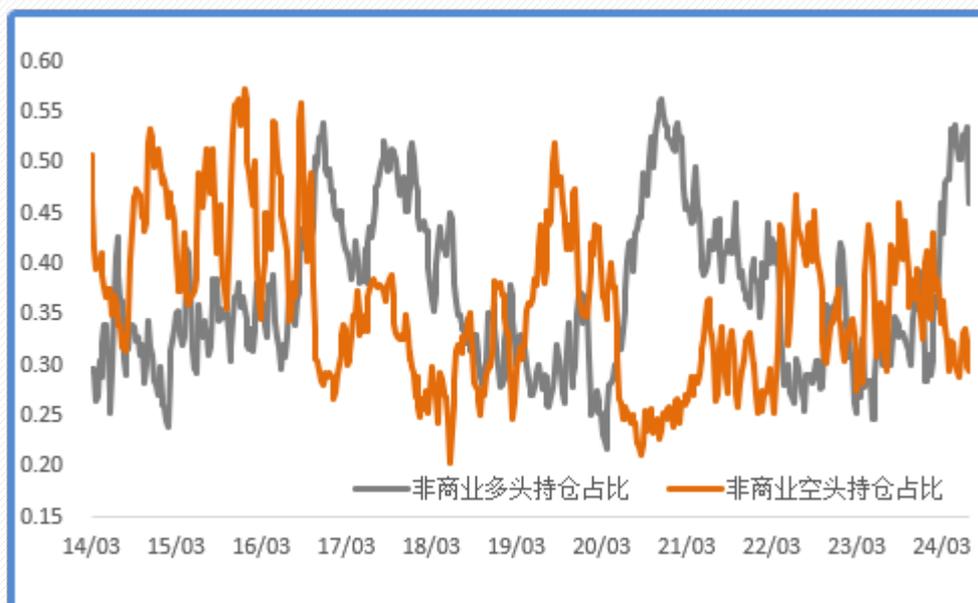
上周 SHFE 铜价震荡回落，在 73000 元/吨附近获得支撑。上周铜价下跌后国内下游需求有一定幅度的改善，无论是下游点价、铜杆开工、还是终端订单都有不同程度的回升。后续电网投资将加速，且全年规模还要上移。同时废铜补贴政策可能面临调整，也会对国内冶炼厂的冷料等产生一定影响，预计铜价相对低位已经看到。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向下位移，价格曲线仍然维持 contango 结构。上周 COMEX 铜库存持续累积，目前已经总共增加 4000 多吨来到 1.4 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。近期下跌后消费改善比较明显，6 月整月是去库的，7 月前三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回落，可以关注后续多头是否还会撤退。

图 1：CFTC 基金净持仓

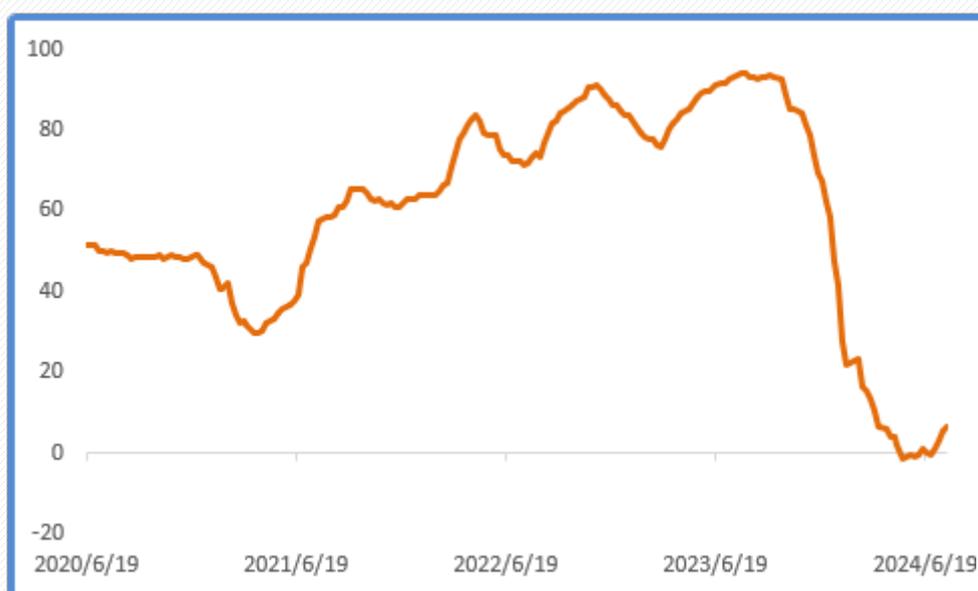


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 9.3 美元/干吨，较上周+2.3 美元/干吨。铜精矿现货市场维持活跃，且现货主流成交的加工费在偏高位置维持稳定，市场主流成交三季度末四季度初的船期货物。贸易商的报盘活跃度保持稳定，报盘维持在 10 美元附近。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，但是有稳定趋向，部分市场参与者开始谨慎看多现货 TC 的上涨空间。

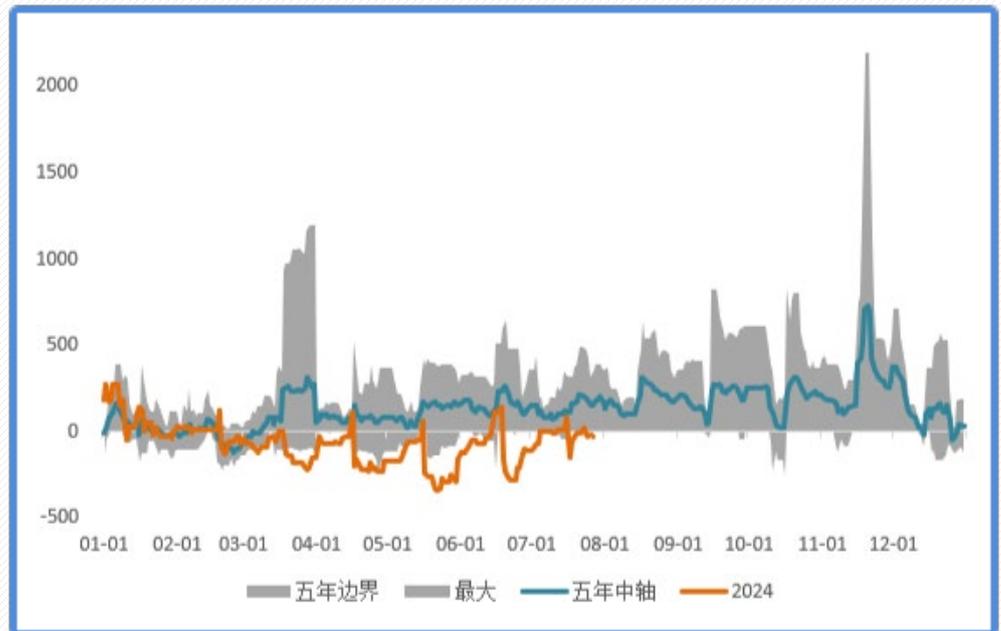
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价持续下挫走跌，且日内下跌幅度较为明显，随着铜价难改跌势，部分下游企业畏跌情绪显现，加之本周新增订单较前期有所下滑，加工企业入市采购较为谨慎，观望情绪较为浓厚，因此整体市场需求表现较为一般。随着近期铜价波动幅度较大，下游入市接货情绪较为谨慎，但近期绝对价格回落明显，如若铜价有所企稳，下周市场消费或仍存增量，值得注意得是临近月底，需求增量亦相对有限，但目前 Contango 结构月差虽收窄至百元每吨附近，但部分持货商仍存挺价情绪，因此下周现货升水或维持拉锯，整体区间窄幅运行于贴 50~升 50 元/吨。

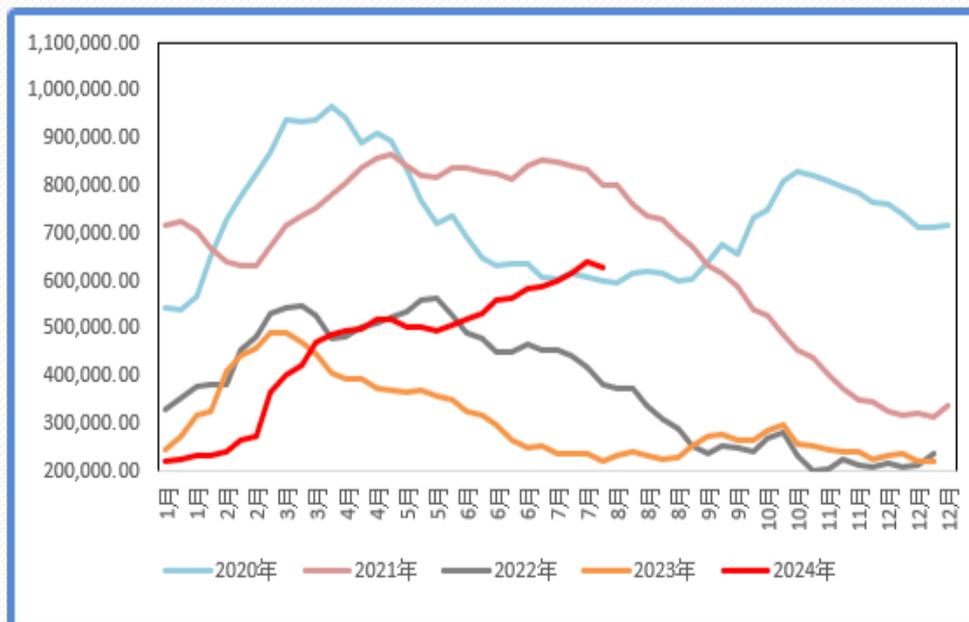
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 36.14 万吨，较 18 日降 1.13 万吨，较 22 日增 0.03 万吨；本周上海市场库存增加明显，主因周内进口铜到货较多，其中不论保税区以及到船抵港货源均有所流入，且铜价下跌，下游消费增加并不明显，因此库存增加。广东市场库存继续下降，主因市场到货仍然不多，仓库入库相对有限，且铜价下得，消费有所回升，库存维持去库。上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.91 万吨，较 18 日降 1.2 万吨，较 22 日降 0.59 万吨；保税区库存继续下降，周内进口比价持续改善，仓库货源陆续清关进口，库存因此下降。

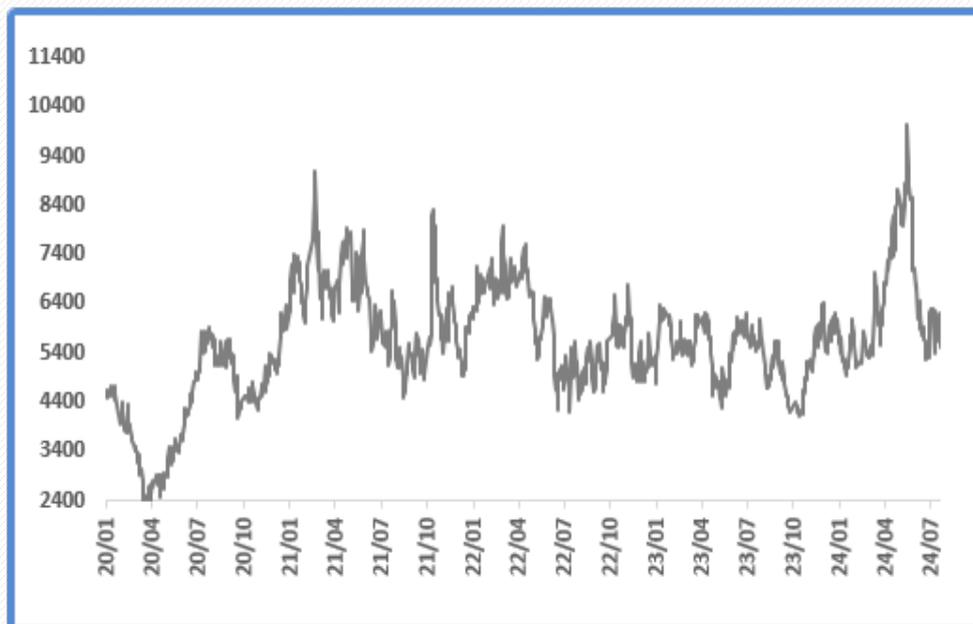
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费有涨有跌，北方普遍上涨，南方普遍下跌；精铜杆周内补点订单集中在上半周，新订单增量有限；再生铜杆企业生产存不稳定性，后续或有区域现货趋紧现象；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度双双回升，整体依旧处于较低水平。整体来看，精铜杆企业的订单表现对其生产仍有较为积极的促进作用，但由于现阶段淡季表现依旧较为明显，下游消费需求提振相对有限，而目前下游提货速度不及预期，后续或将对精铜杆企业成品库存造成较大压力。再生铜杆端因行业政策影响，市场观望情绪增强的状态或仍将持续，现阶段原料供应趋于紧张，因此短期内部分再生铜杆厂家仍保持较低产出甚至将继续下滑。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格大幅回落，黄金于周五小幅反弹，COMEX 金银于 2351-2433 美元/盎司、27.5-29.7 美元/盎司区间内运行。金价在前期创下历史新高后持续回落，于周五美国核心 PCE 公布后与美股同步反弹，其服务性通胀表现依然坚挺，市场担忧的“衰退”交易或将告一段落。

贵金属价格监控

2024/7/26	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2386.7	2398.9	-0.5%
COMEX 白银	27.7	29.1	-4.8%
伦敦金现	2386.1	2403.5	-0.7%
伦敦银现	27.8	29.1	-4.6%
SHFE 黄金	555.6	563.9	-1.5%
SHFE 白银	7234.0	7679.0	-5.8%
上金所黄金 T+D	554.8	561.1	-1.1%
上金所白银 T+D	7232.0	7647.0	-5.4%

（二） 比价与波动率

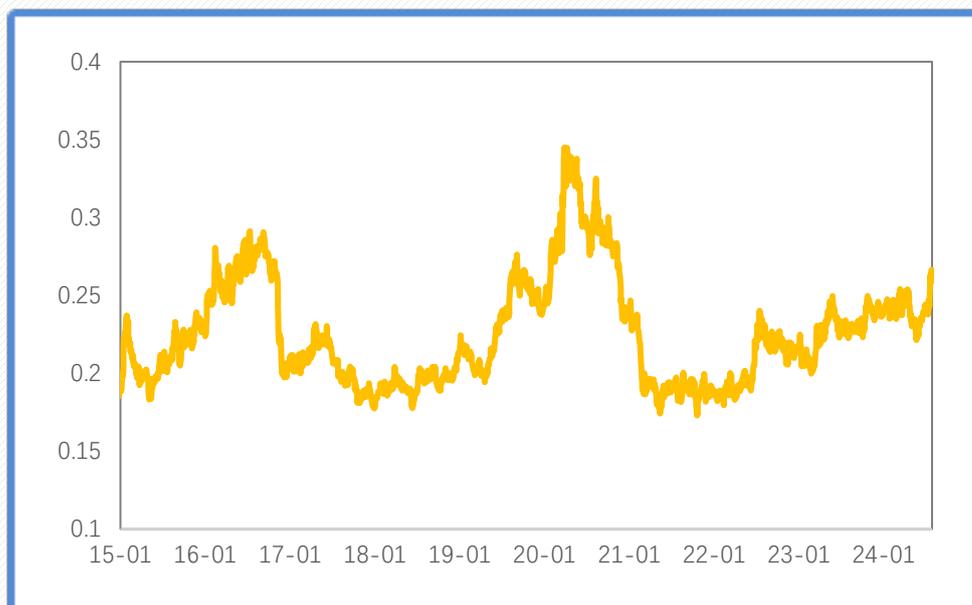
上周，白银跌幅强于黄金，金银比震荡上行；铜与黄金共振，金铜比窄幅震荡；原油价格小幅回落，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



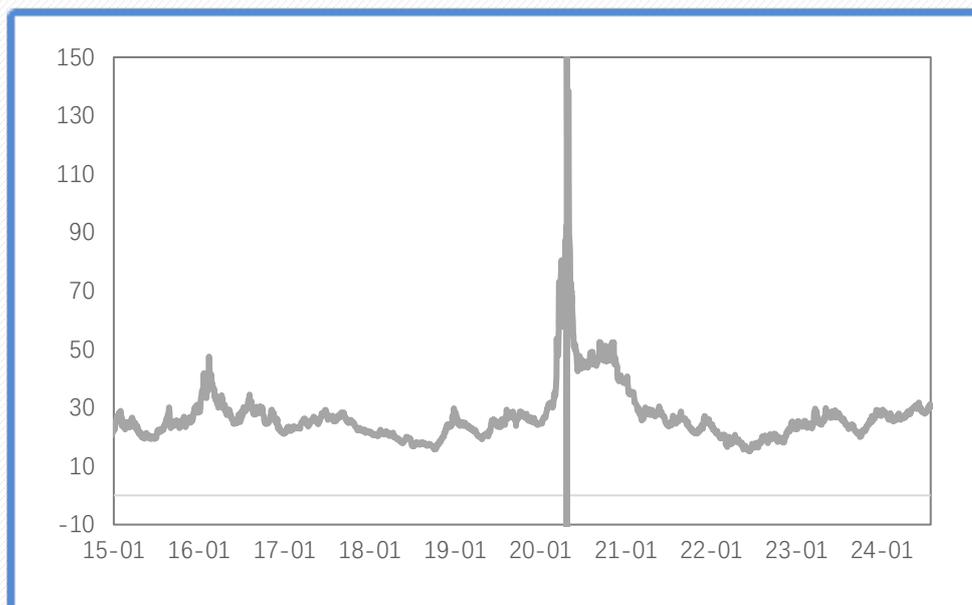
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

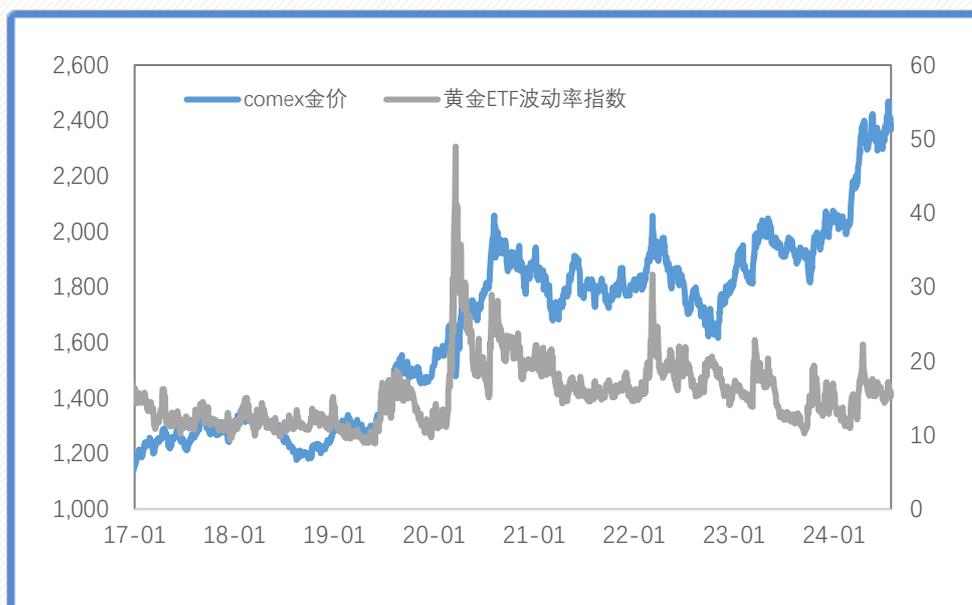
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 持续回落，前期市场避险需求随之降温。

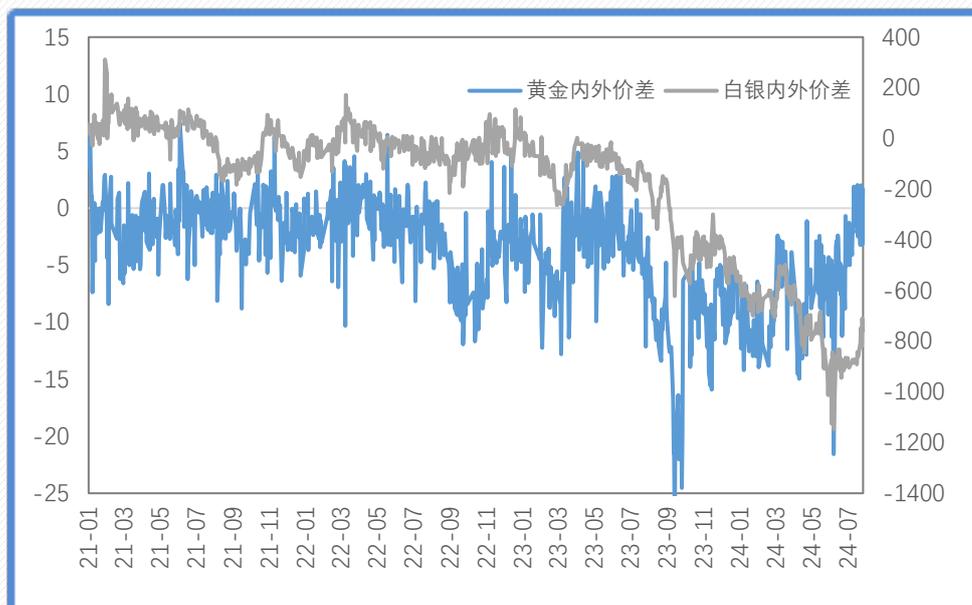
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

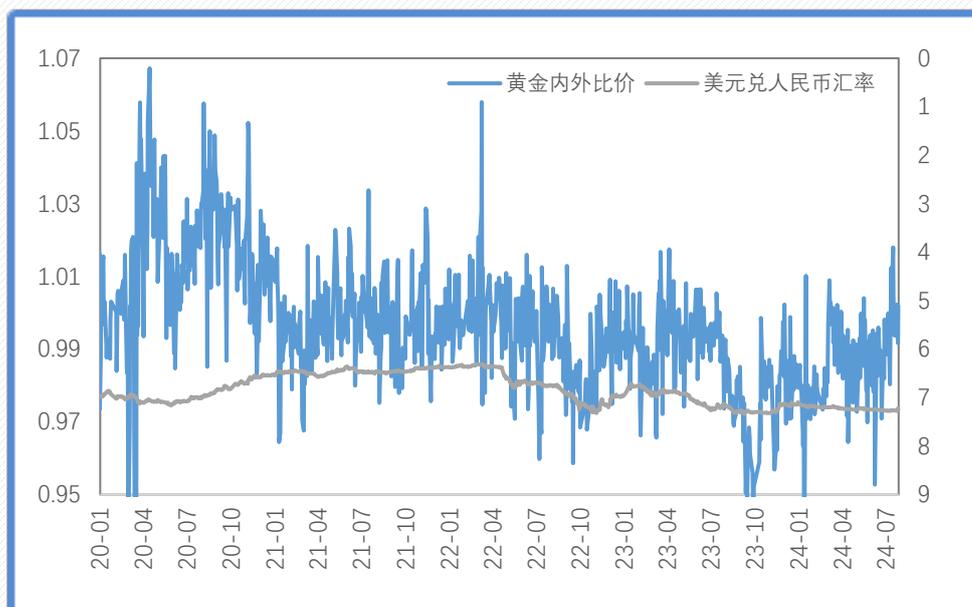
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所回落。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

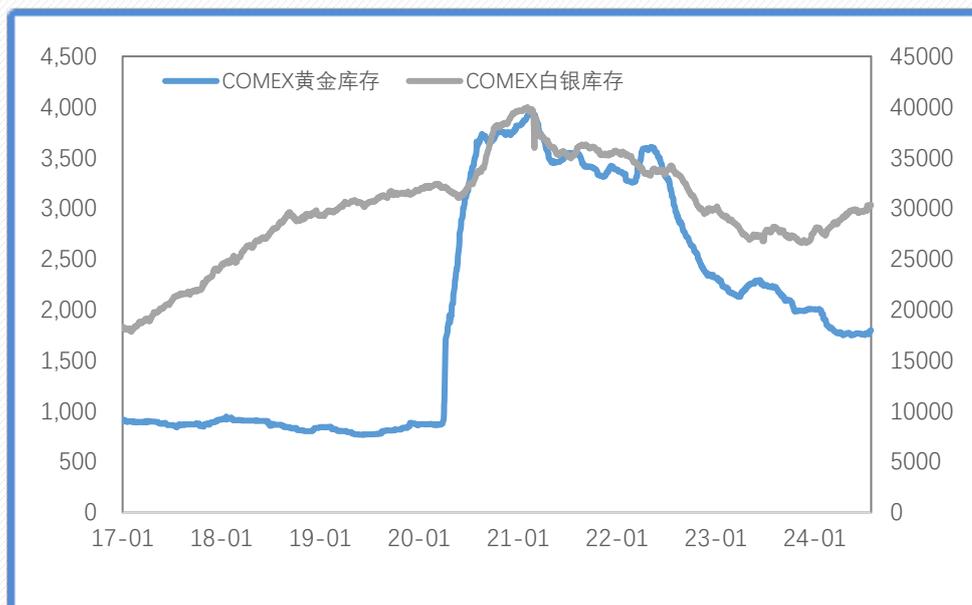


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

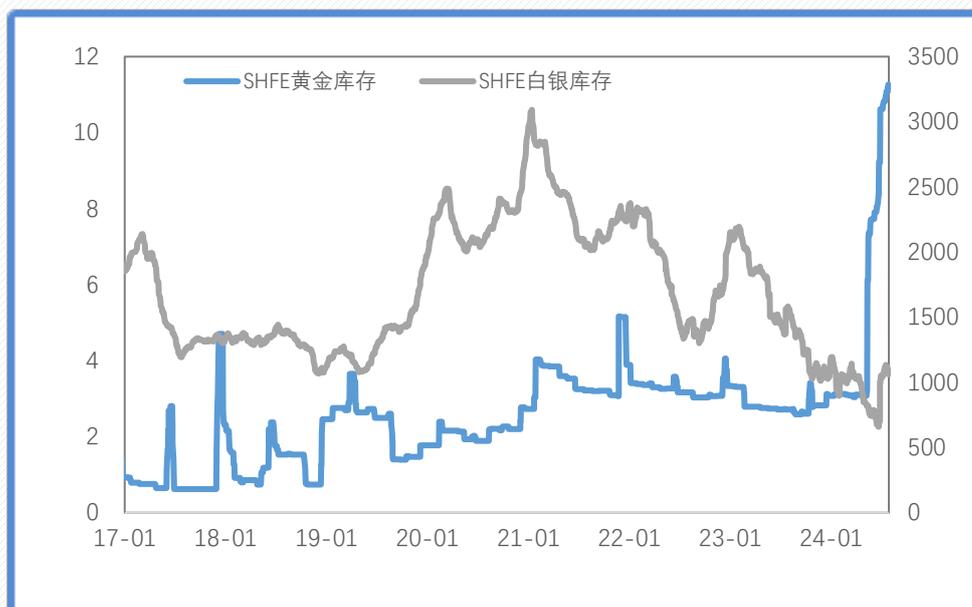
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1796 万盎司，环比增加约 14 万盎司，COMEX 白银库存约为 30346 万盎司，环比增加约 213 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.3 吨，环比增加 0.2 吨，SHFE 白银库存约为 1061 吨，环比减少约 49 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

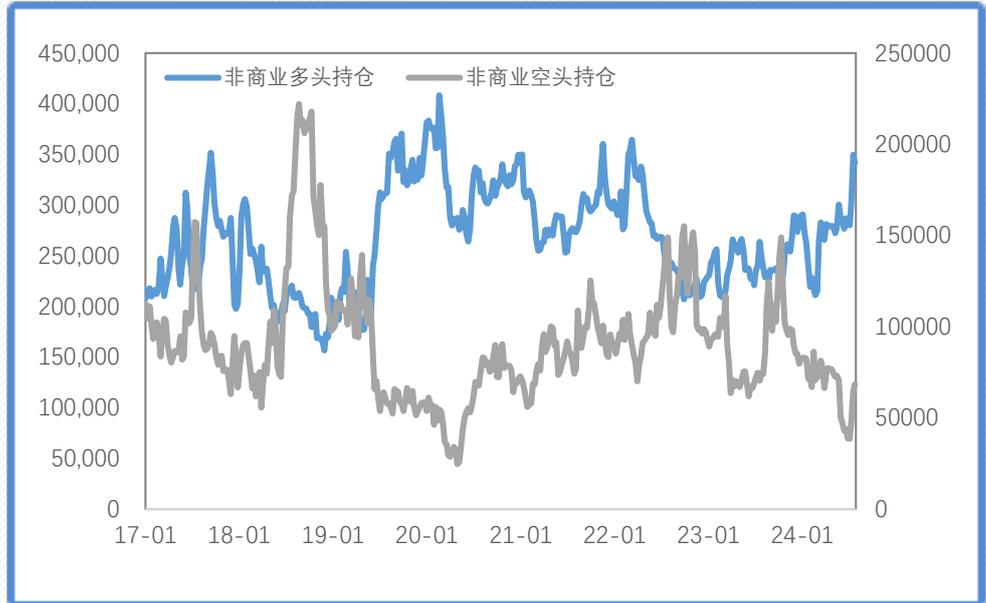
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

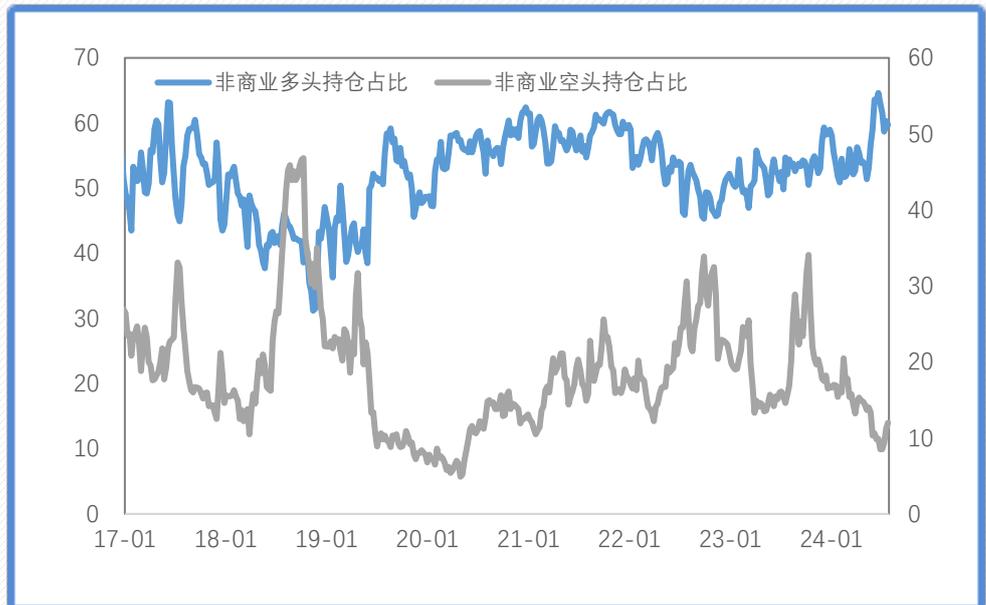
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 3.2 吨至 843 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 662 吨至 14340 吨;上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 41 万手,其中非商业净多持仓减少 8227 手至 34.2 万手,空头持仓增加 3723 手至 6.9 万手;非商业多头持仓占优,比例较上周下降至 59.7%附近,非商业空头持仓占比回升至 12%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



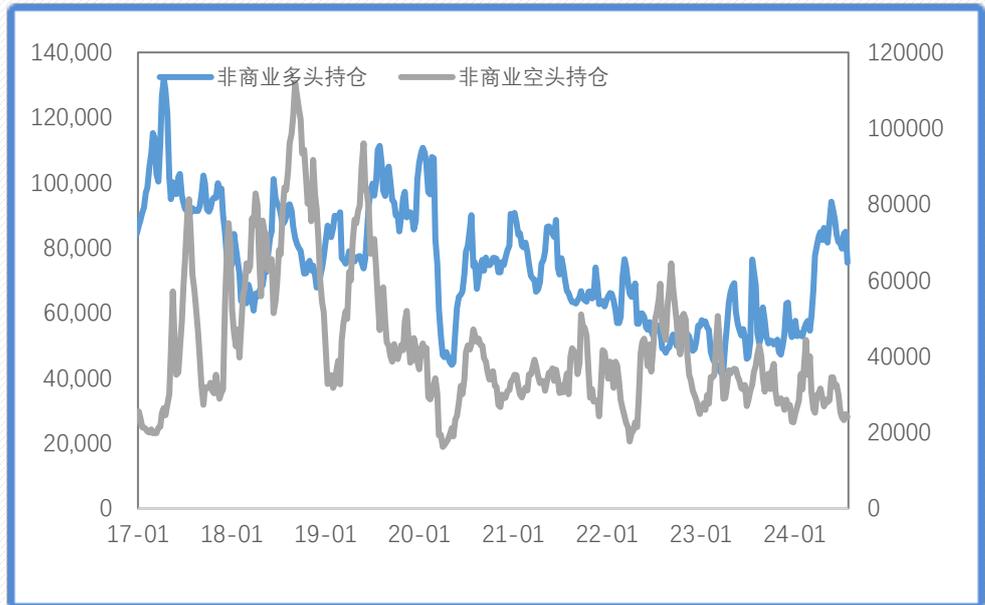
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



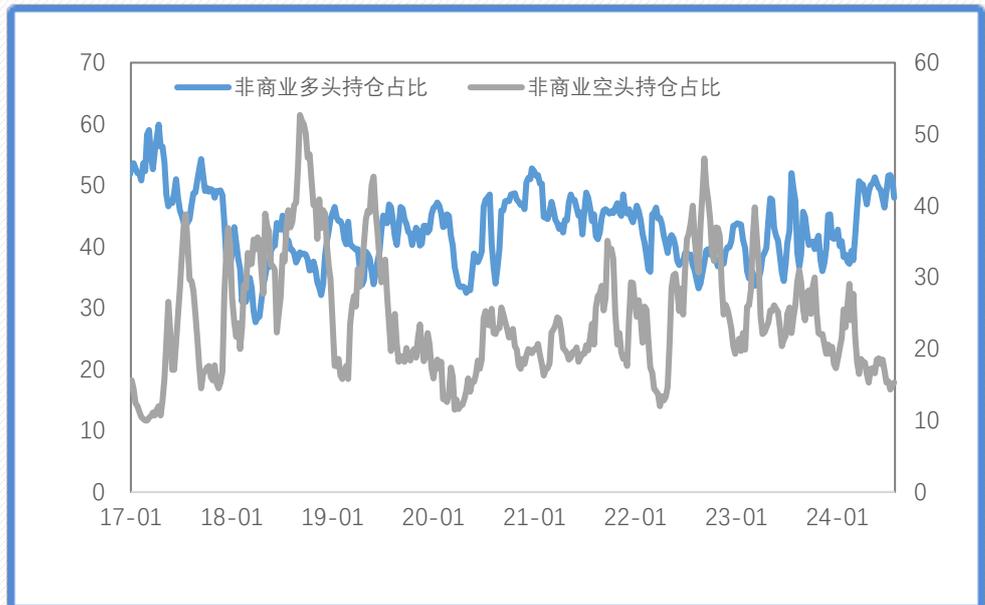
数据来源：Wind

图 16：COMEX 白银持仓



数据来源：Wind

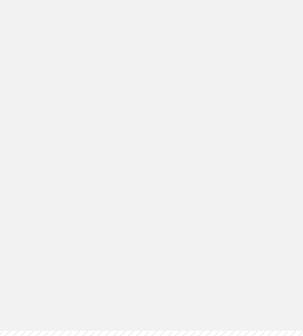
图 17：COMEX 白银持仓占比



数据来源：Wind

铜价下跌后国内下游需求有一定幅度的改善，无论是下游点价、铜杆开工、还是终端订单都有不同程度的回升。后续电网投资将加速，且全年规模还要上移。同时废铜补贴政策可能面临调整，也会对国内冶炼厂的冷料等产生一定影响，预计铜价相对低位已经看到。

美国经济数据超预期表现使得前期的衰退交易暂时放缓，降息预期角度下贵金属价格依然得以支撑，地缘冲突的不确定性使得避险需求依然存在，关注本周美联储议息会议给出的指引。



关注及风险提示

美国 PMI，职位空缺，美联储议息会议，非农就业等。

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。