

降息预期大幅提振，铜的利空定价已充分？

金属市场周报

2024. 8. 5-2024. 8. 9

摘要：周中 FOMC 虽然维持利率按兵不动，但鲍威尔在记者招待会上口风有所偏鸽，暗示 9 月可能采取行动，市场表现较为亢奋。周四美国 7 月制造业 PMI 继续走弱，经济运行偏弱，周五非农数据低于预期，无论是新增就业还是失业率进一步指向了劳动力市场开始松动，风险资产大幅下挫。

核心观点

1、上周金银有所反弹，铜价低位震荡。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 2.19%，白银上涨 2.19%；沪金 2410 合约上涨 2.99%，沪银 2412 合约上涨 3.04%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+0.45%、-0.61%。

2、铜价可能已经充分定价阶段性利空。

周中 FOMC 虽然维持利率按兵不动，但鲍威尔在记者招待会上口风有所偏鸽，暗示 9 月可能采取行动，市场表现较为亢奋，风险资产普遍反弹。周四美国 7 月制造业 PMI 继续走弱，经济运行偏弱，铜价又回吐涨幅，周五非农数据低于预期，无论是新增就业还是失业率进一步指向了劳动力市场开始松动，风险资产大幅下挫，但铜价保持坚挺，这可能从一定程度上说明铜价此前的下跌充分计价了近期经济数据的持续走弱。

3、降息预期依然支撑贵金属价格。

FOMC 会议上联储表示对 9 月降息可能提上议事日程，而后非农数据回落幅度大幅超预期，叠加失业率走高，年内降息预期提升至 75bp，金银价格随之反弹。美国经济数据持续走弱，联储表示通胀上行风险已减弱，对于 2% 的目标充满信心，降息预期提振下，贵金属价格仍将偏强运行。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价低位震荡运行。周中 FOMC 虽然维持利率按兵不动，但鲍威尔在记者招待会上口风有所偏鸽，暗示 9 月可能采取行动，市场表现较为亢奋，风险资产普遍反弹。周四美国 7 月制造业 PMI 继续走弱，经济运行偏弱，铜价又回吐涨幅，周五非农数据低于预期，无论是新增就业还是失业率进一步指向了劳动力市场开始松动，风险资产大幅下挫，但铜价保持坚挺，这可能从一定程度上说明铜价此前的下跌充分计价了近期经济数据的持续走弱。

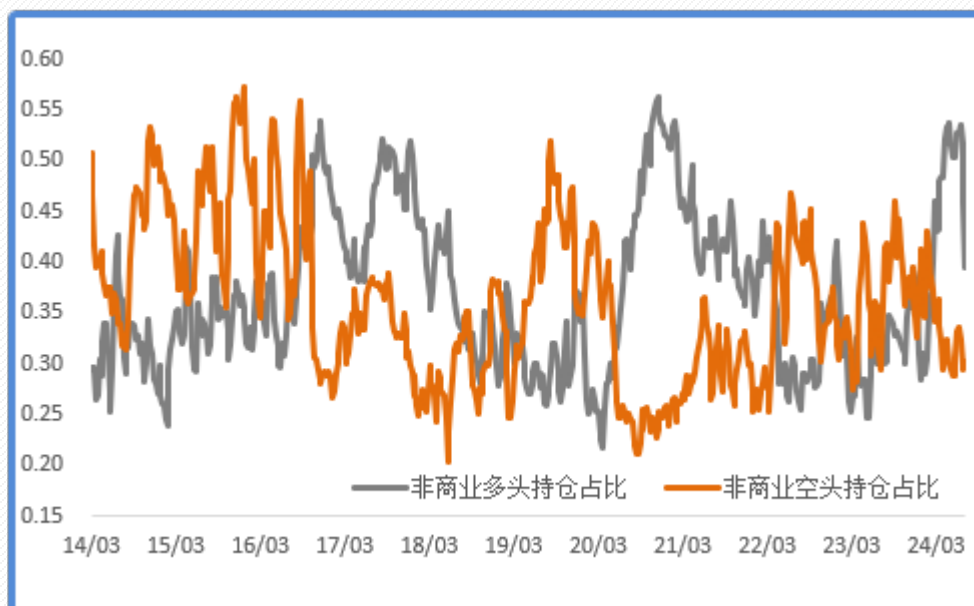
上周 SHFE 铜价震荡整理，周中一度反弹至 75000 元/吨关口附近，但是随后承压回落。市场此前普遍关注国内重要会议能否推出新的经济刺激政策，但事实是会议并未推出任何实质性的提振措施，市场情绪受到一些影响，尤其对于下半年如何完成全年经济目标有所怀疑。基本上铜的消费有一定起色，这可能为价格提供下方支撑，但是由于政策的缺失，可能仍然缺乏大的上行驱动。

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 7000 多吨来到 1.58 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快速回落，可以关注后续非商业持仓是否会转为净空头。

图 1：CFTC 基金净持仓

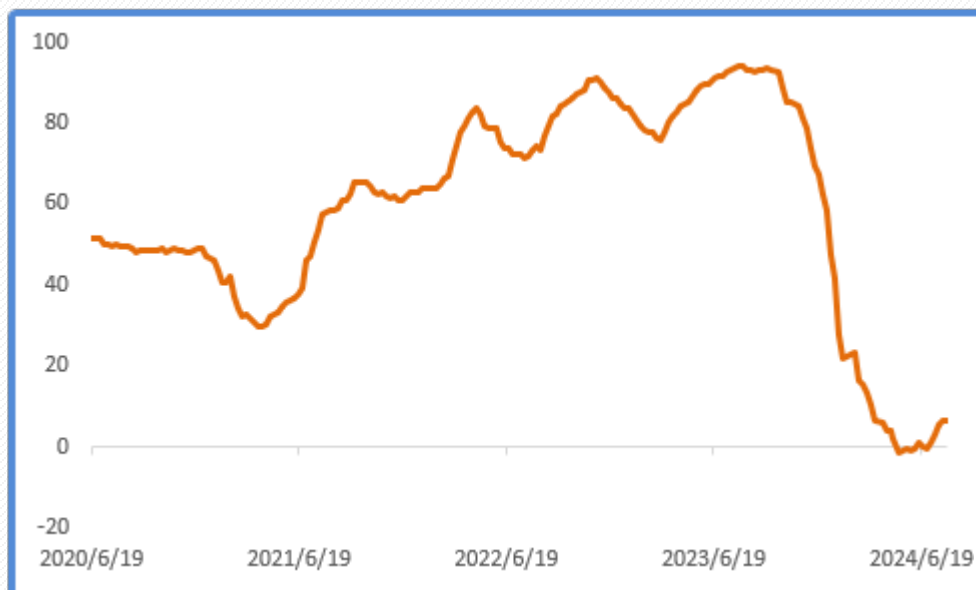


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 8.74 美元/干吨，较上周-0.56 美元/干吨。铜精矿现货市场维持活跃，矿山招标在个位数中高位，贸易商报盘及可成交加工费维持稳定，市场依旧主流成交三季度末四季度初的船期货物。供需端暂时维持稳定，船期基本维持正常，但矿山端薪资谈判导致的罢工风险可能会影响市场情绪，冶炼端暂时维持稳定。整体而言，现货 TC 基本稳定趋向，部分市场参与者谨慎看多现货 TC 的上涨空间。

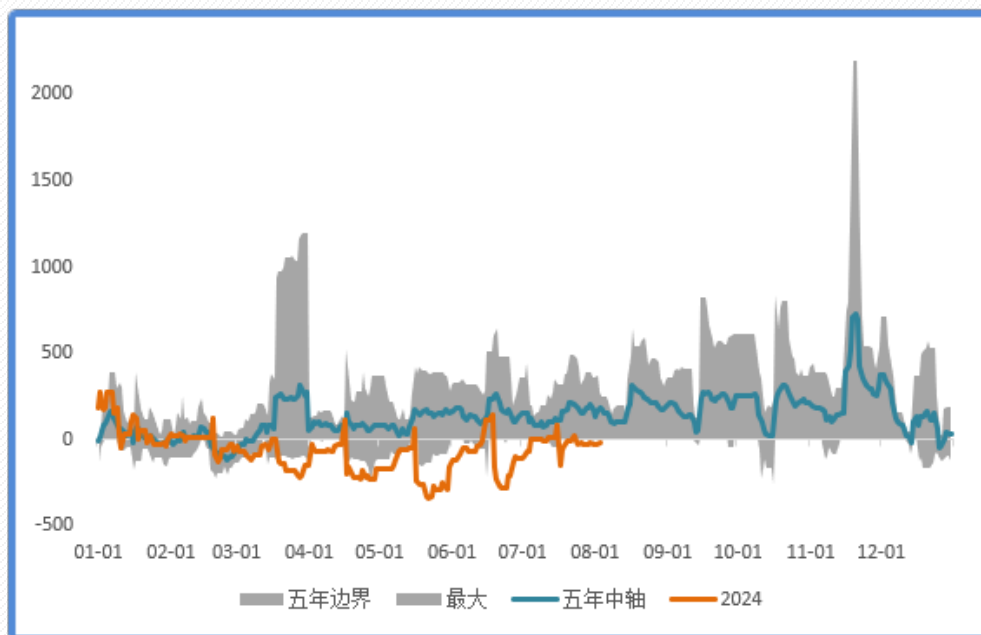
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内由于临近月底，市场消费基本表现疲软，采购需求较为一般，且近期加工企业新增订单难有明显增加，日内逢低刚需接货为主。随着进入 8 月份，铜价短期波动较大，下游谨慎观望情绪不减。整体来看，淡季背景下，下游消费未有持续性改善迹象。随着近期市场连续表现去库，且进入交割月，Contango 结构月差有所走扩，加之持货商挺价情绪仍存，因此现货升水下周或将表现企稳上涨。但值得注意得是，目前淡季背景下，下游消费回升空间仍相对有限，加之据了解下周进口铜到货量有所增加，升水上涨高度将有所受限，下周现货升水或运行于贴 50~升 50 元/吨。

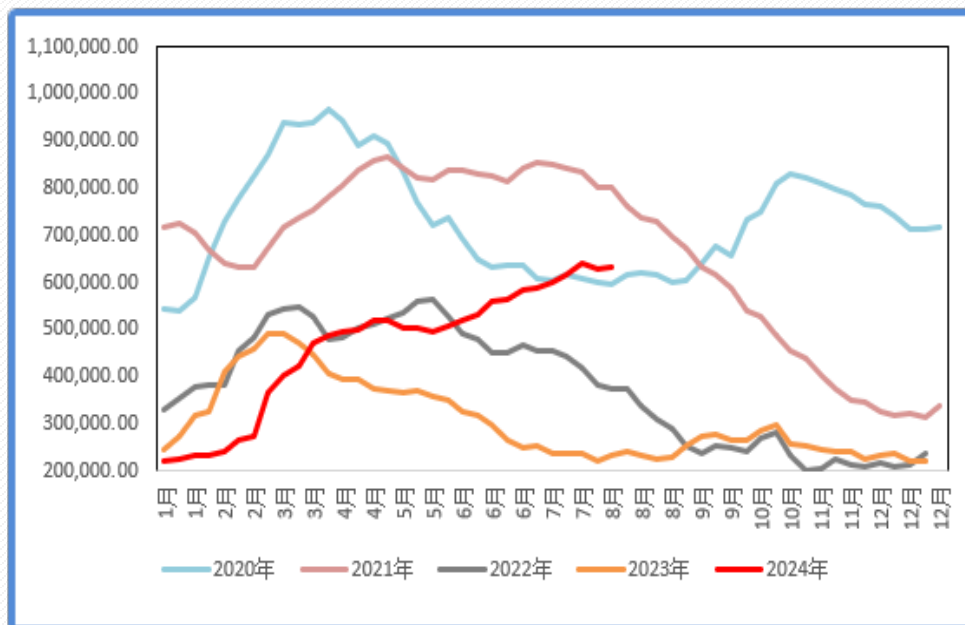
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 34.64 万吨，较 25 日降 1.50 万吨，较 29 日降 0.81 万吨；本周上海市场库存继续下降，主因周内仓库出库尚可，加之市场到货相对上周有所减少，库存因此表现去库。广东市场库存同样小幅下降，一方面市场到货仍然不多，仓库入库相对有限，另一方面加之铜价走跌，消费有所回升，库存维持去库。本周上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.67 万吨，较 25 日降 0.24 万吨，较 29 日降 0.1 万吨；保税区库存继续下降，周内仍有报关货源清关流入国内，且个别仓库前期出口货源有所入库，库存因此小幅去库。

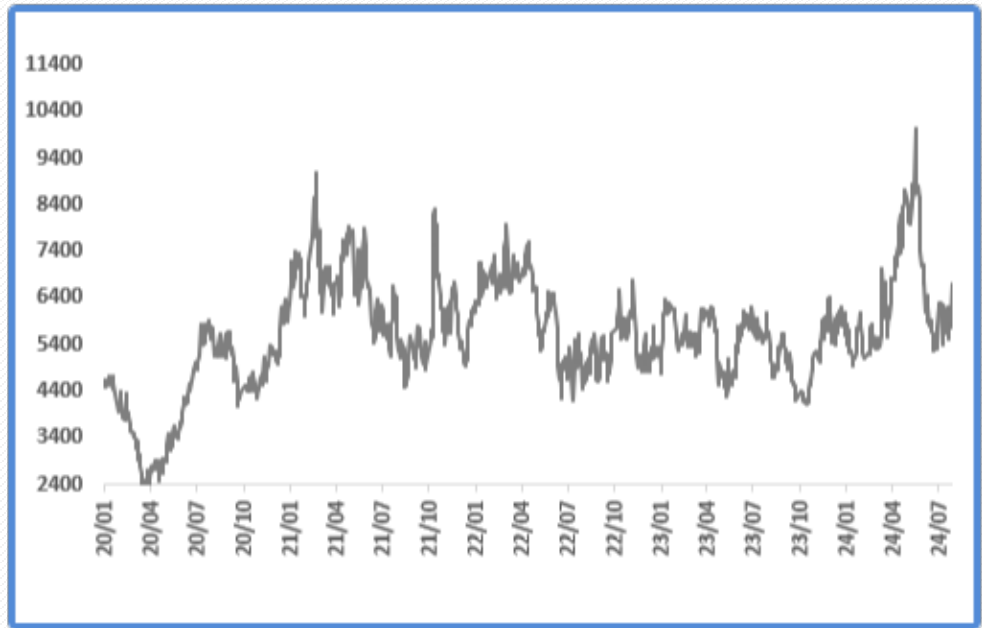
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费大致持平，北方市场有回调表现，华南市场反之；精铜杆终端提货效率依旧偏低，多数成交为刚需补货订单；再生铜杆厂家交付意愿提升，但受政策影响厂家产出受限；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度仍持低位水平表现。整体来看，精铜杆端消费订单短期内较难达成较大幅度提升，除却此前大量的为交付订单外，现阶段市场“买涨不买跌”情绪偏强，新增订单有限加之下游提货速度偏慢，目前已有精铜杆企业成品库存仍持续累库，后续精铜杆企业将着力催促下游提货，否则可能出现阶段性停产清库情况。再生铜杆端行业政策的影响依旧较大，行业仍处于调整恢复期，短期内再生铜杆厂家生产积极性依旧较低，加之目前待交订单的持续减量，新增订单又难以维系后续生产进度，因此短期内再生端难见回升表现。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格有所反弹，COMEX 金银于 2414-2523 美元/盎司、27.4-29.4 美元/盎司区间内运行。FOMC 会议上联储表示对 9 月降息可能提上议事日程，而后非农数据回落幅度大幅超预期，叠加失业率走高，年内降息预期提升至 75bp，金银价格随之反弹。

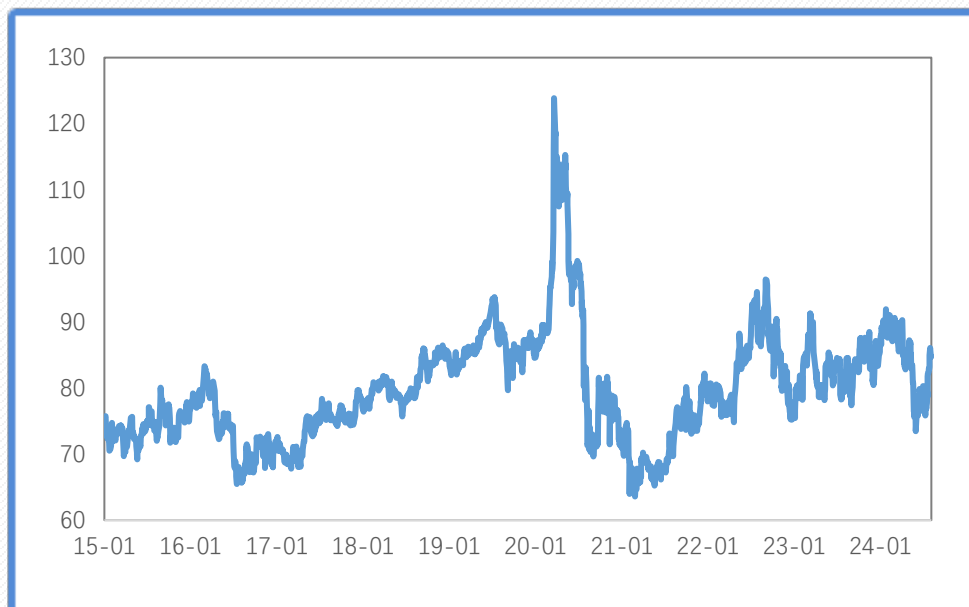
贵金属价格监控

| 2024/8/2 | 本周收盘价 | 上周收盘价 | 涨跌幅 |
|-----------|--------|--------|------|
| COMEX 黄金 | 2440.2 | 2386.7 | 2.2% |
| COMEX 白银 | 28.4 | 27.7 | 2.4% |
| 伦敦金现 | 2469.9 | 2386.1 | 3.5% |
| 伦敦银现 | 29.0 | 27.8 | 4.3% |
| SHFE 黄金 | 572.6 | 555.6 | 3.1% |
| SHFE 白银 | 7454.0 | 7234.0 | 3.0% |
| 上金所黄金 T+D | 571.2 | 554.8 | 3.0% |
| 上金所白银 T+D | 7444.0 | 7232.0 | 2.9% |

（二） 比价与波动率

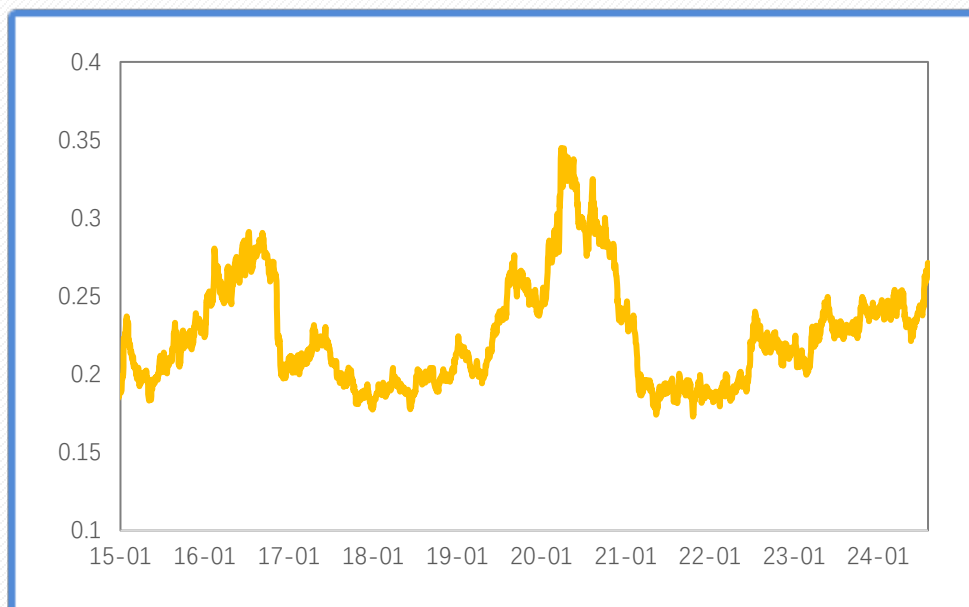
上周，黄金涨幅强于白银，金银比较前期有所回落后震荡上行；黄金涨幅强于铜，金铜比震荡上行；原油价格持续回落，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



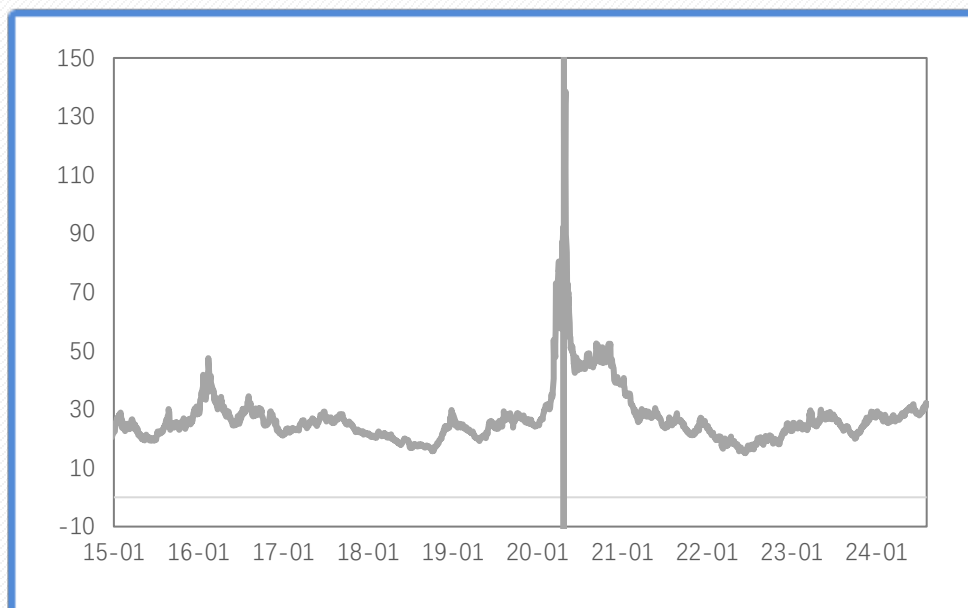
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

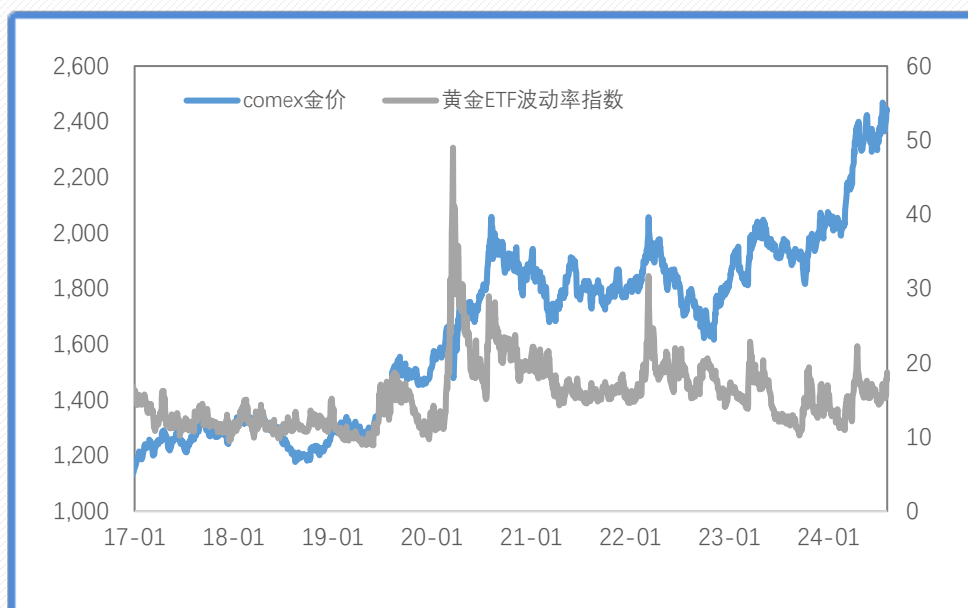
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 开始反弹，市场的避险情绪增加。

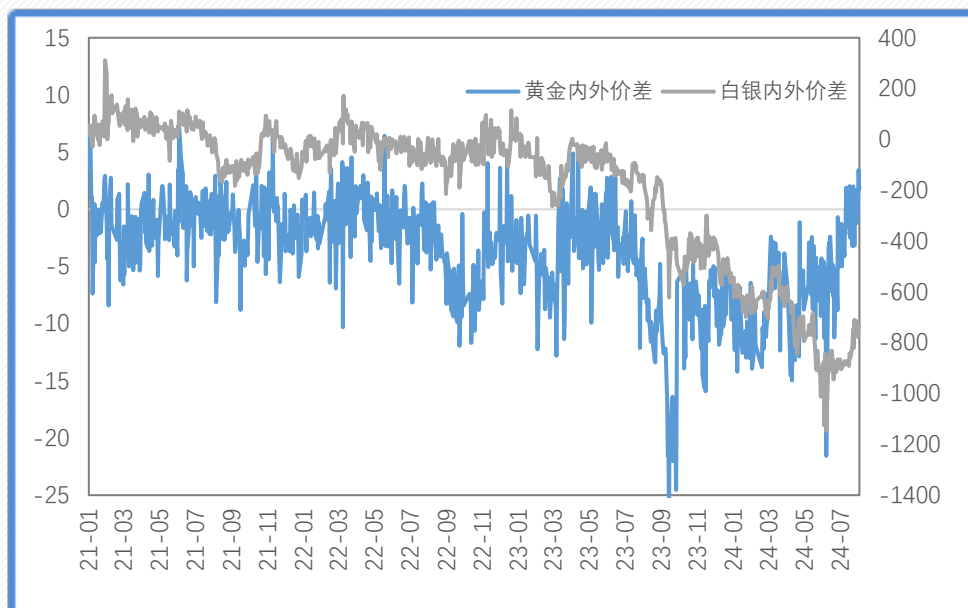
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

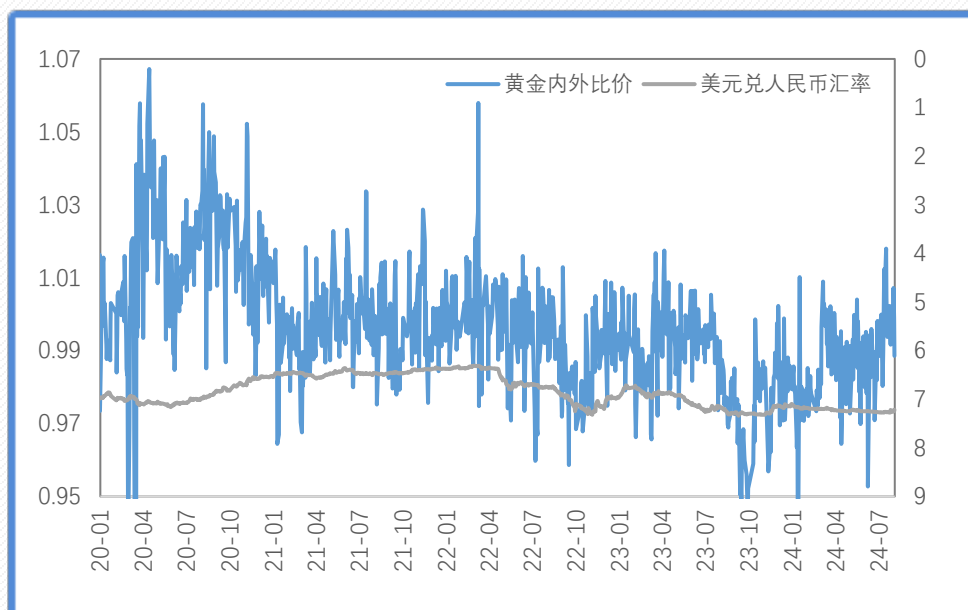
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金内外价差有所增加，白银内外价差有所减小；黄金与白银内外比价有所减小。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

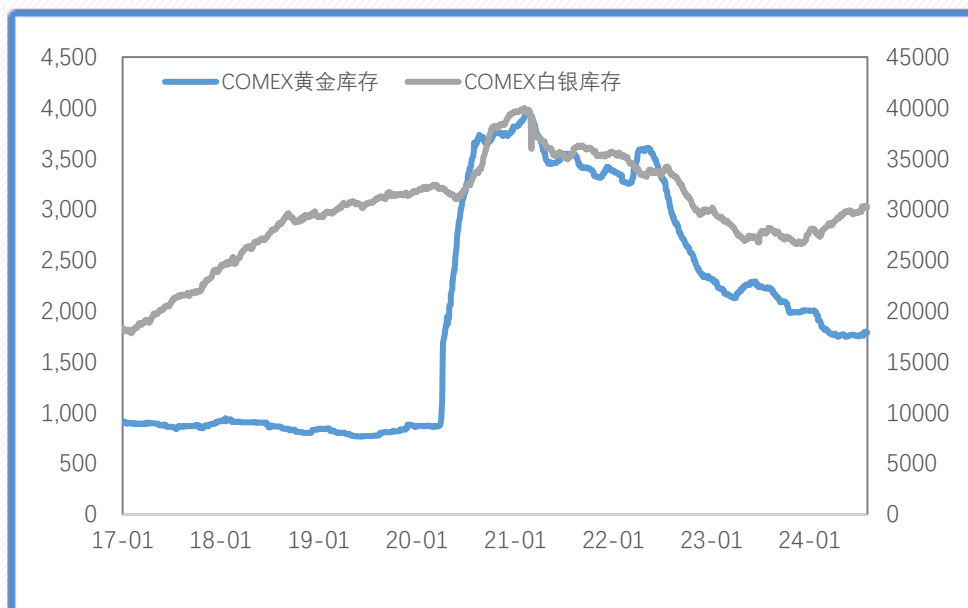


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

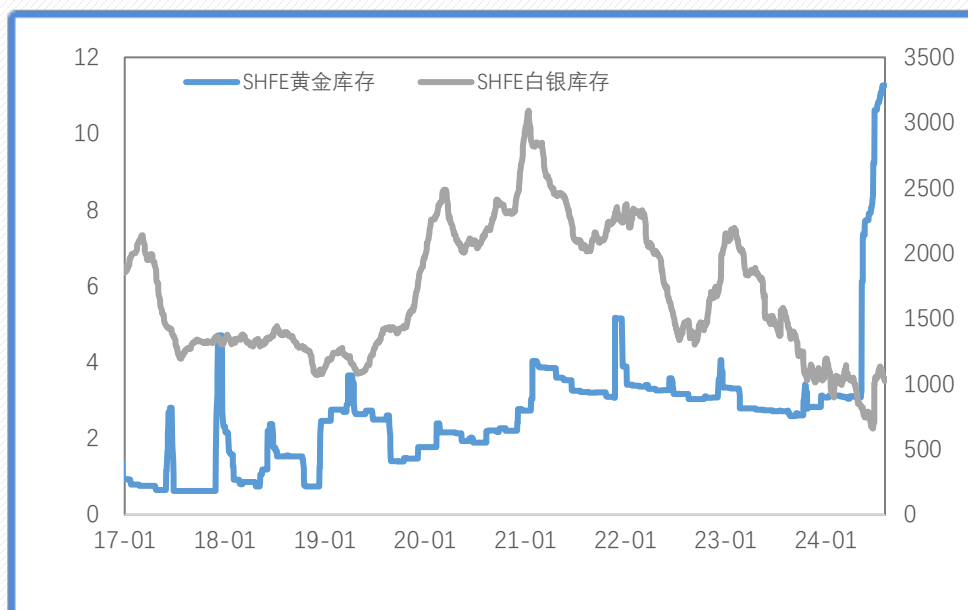
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1787 万盎司，环比减少约 9.6 万盎司，COMEX 白银库存约为 30272 万盎司，环比减少约 73.9 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.3 吨，环比增加 0.01 吨，SHFE 白银库存约为 1023 吨，环比减少约 38 吨。

图 12：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

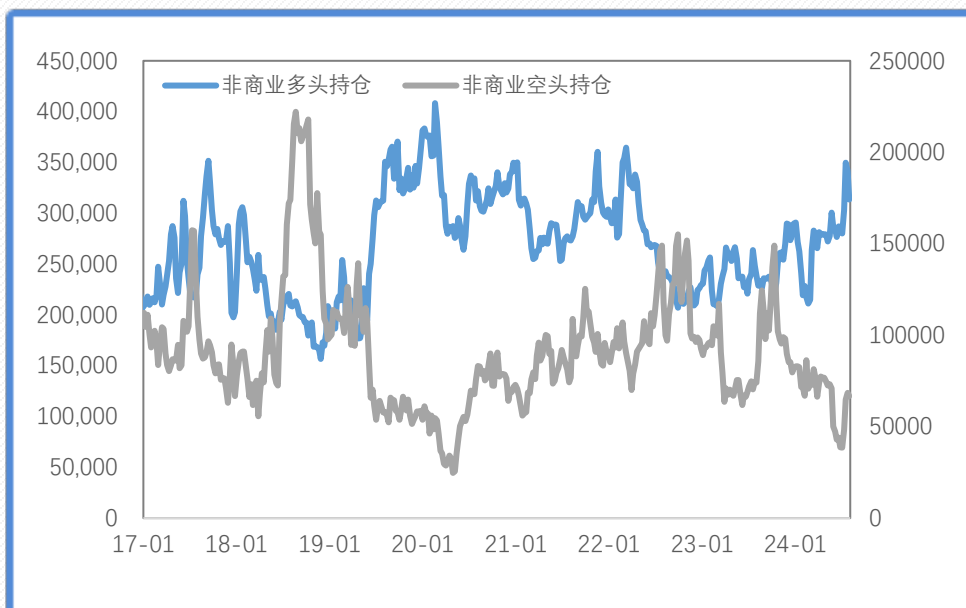
图 13：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

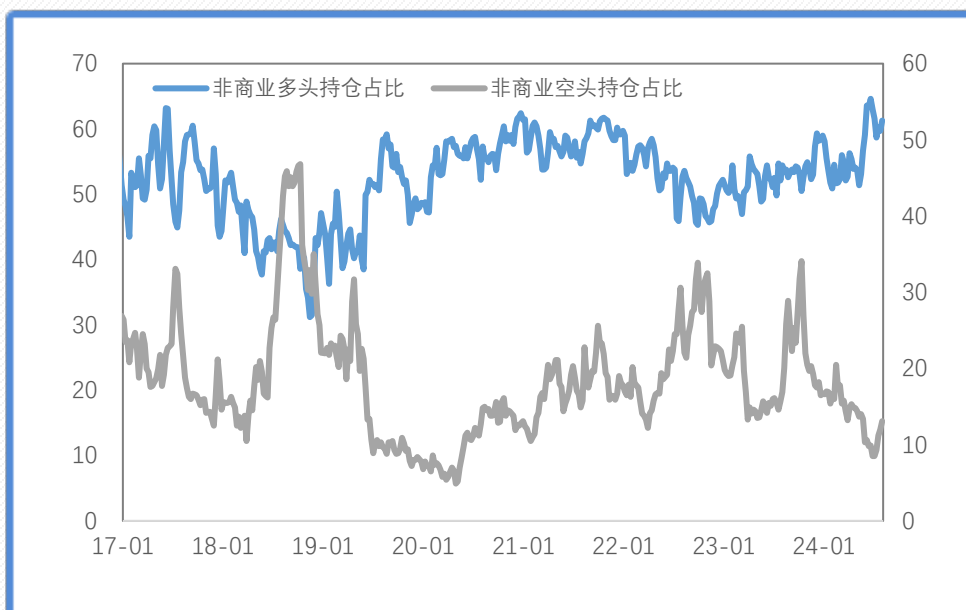
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 2.3 吨至 845 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 68 吨至 14272 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 38 万手，其中非商业净多持仓减少 28236 手至 31.3 万手，空头持仓减少 1763 手至 6.7 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周上升至 61.3%附近，非商业空头持仓占比持续回升至 13.1%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



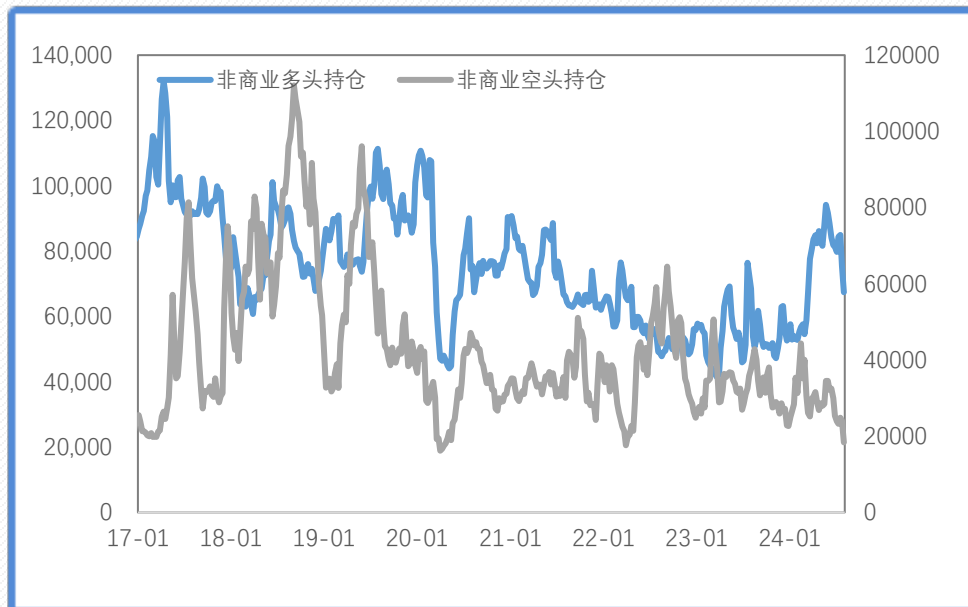
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



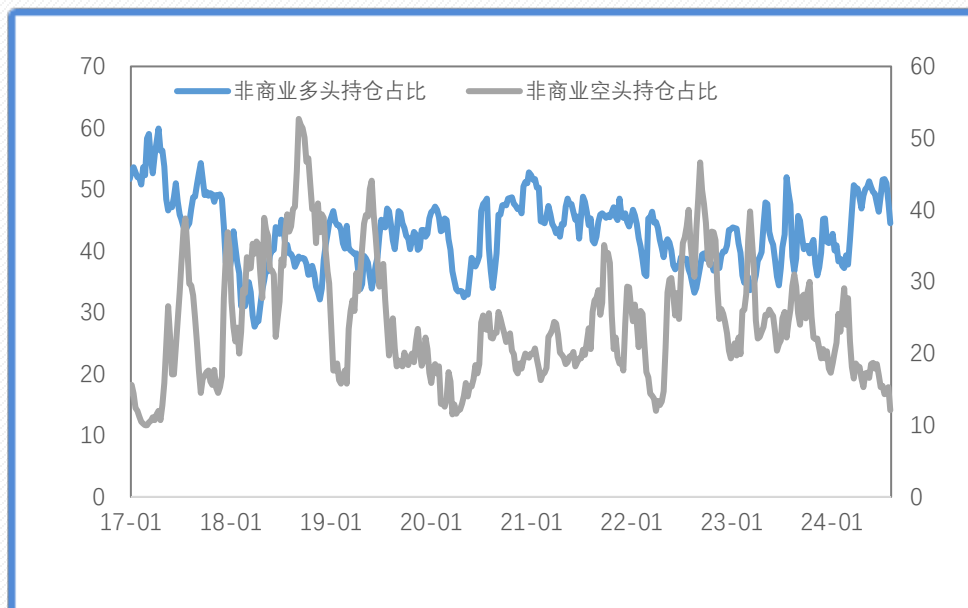
数据来源: Wind

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

市场此前普遍关注国内重要会议能否推出新的经济刺激政策，但事实是会议并未推出任何实质性的提振措施，市场情绪受到一些影响，尤其对于下半年如何完成全年经济目标有所怀疑。基本上铜的消费有一定起色，这可能为价格提供下方支撑，但是由于政策的缺失，可能仍然缺乏大的上行驱动。

美国经济数据持续走弱，联储表示通胀上行风险已减弱，对于 2% 的目标充满信心，降息预期提振下，贵金属价格仍将偏强运行。



关注及风险提示

美国服务业 PMI，ISM 非制造业 PMI，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。