

套息交易冲击暂告段落，贵金属等待新驱动

摘要：美国经济暂时未出现衰退确认的信号，在流动性危机并未发生的前提下，降息预期与避险需求依然支撑贵金属价格偏强运行，但当前金价整体处于历史高位，再度向上突破依然需要新的驱动，关注本周美国 CPI 及零售销售数据的影响。

金属市场周报

2024. 8. 5-2024. 8. 9

核心观点

1、上周金价高位震荡，银铜价格有所回落。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金回落 0.62%，白银下跌 3.99%；沪金 2410 合约下跌 2.32%，沪银 2412 合约下跌 5.59%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动-3.49%、-2.75%。

2、套息交易冲击暂告段落。

上周美国数据表现尚可，包括服务业 PMI 以及出清失业金人数，一定程度上缓解了市场关于衰退的急迫定价。目前由日元套息交易逆转所带来的流动性冲击暂时告一段落，但是后续美国是否衰退的问题仍然没有定论，同时近期海外精炼铜库存持续累积、宏观风险也并未出清，铜市场仍然不能太过乐观。

3、贵金属等待新的驱动。

由套息交易逆转引发的“黑色星期一”使得贵金属价格大幅波动，前半周受到日本加息后可能带来的流动性危机影响，金价显著回落，此后由于美国服务业 PMI 和初请失业金数据表现好于预期，叠加日本央行转鸽，金价由此企稳回升。美国经济暂时未出现衰退确认的信号，在流动性危机并未发生的前提下，降息预期与避险需求依然支撑贵金属价格偏强运行，但当前金价整体处于历史高位，再度向上突破依然需要新的驱动，关注本周美国 CPI 及零售销售数据的影响。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价低位震荡探底，整体围绕 4 美元/磅关口运行。上周美国数据表现尚可，包括服务业 PMI 以及出清失业金人数，一定程度上缓解了市场关于衰退的急迫定价。目前由日元套息交易逆转所带来的流动性冲击暂时告一段落，但是后续美国是否衰退的问题仍然没有定论，同时近期海外精炼铜库存持续累积、宏观风险也并未出清，铜市场仍然不能太过乐观。

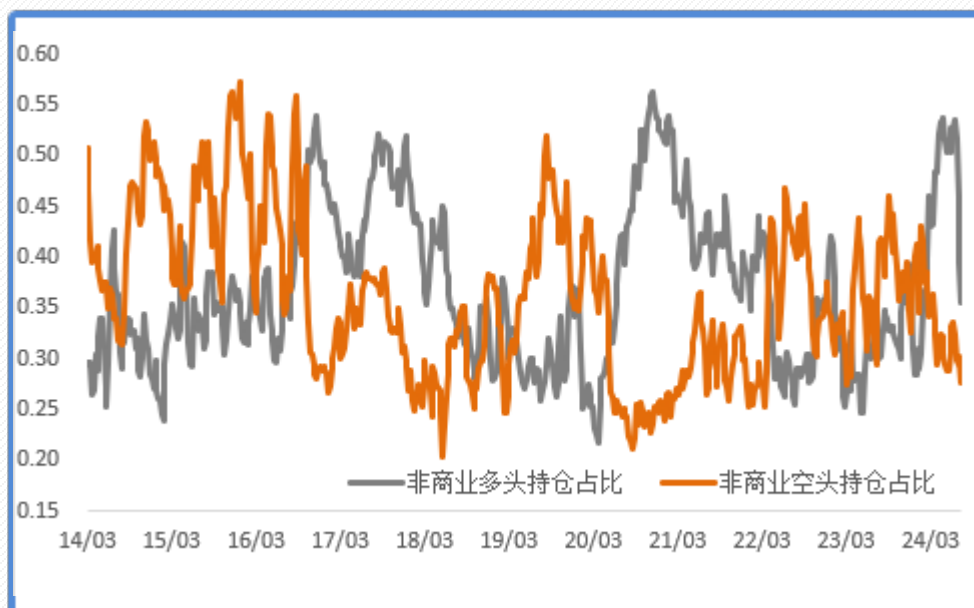
上周 SHFE 铜价震荡企稳于 70000 元/吨关口一线。目前国内精炼铜库存去化情况尚可，价格回落后下游消费还是有明显的恢复，单从国内的视角来看，虽然宏观层面并未见显著改善，但市场定价的焦点也并不在国内宏观的强弱。后续我们认为国内消费改善仍然可以给铜价提供下方支撑，这要么在海外宏观冲击减弱时稳住铜价，要么在冲击增加时抑制国内价格回调的幅度。

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 1.2 万吨来到 2.25 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，7 月整月是去库的，8 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继续回落，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

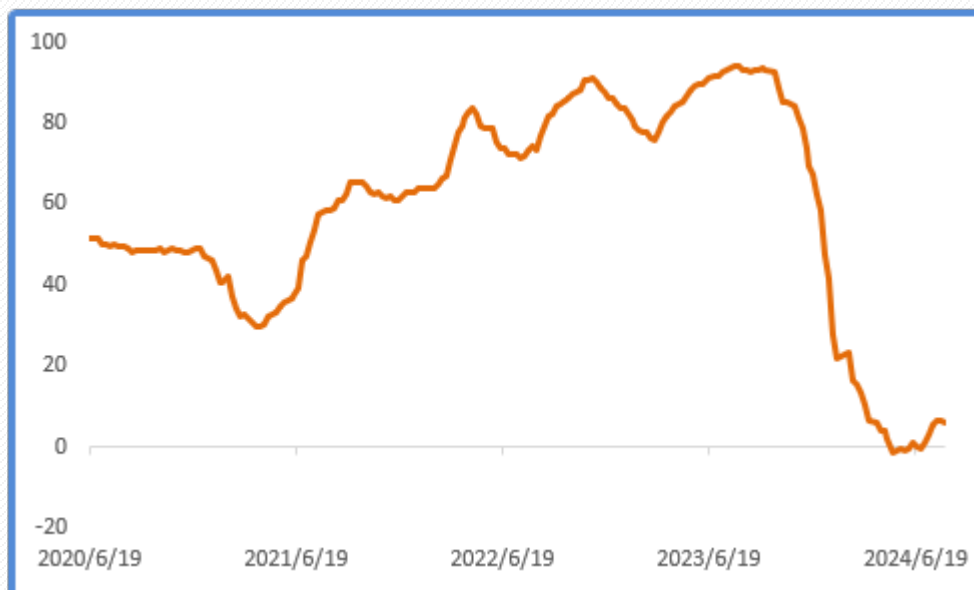


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿指数为 7 美元/干吨，较上周跌 1.74 美元/干吨。铜精矿现货市场活跃度维持稳定，贸易商报盘及可成交加工费有下调趋势，市场依旧主流成交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，但矿山端薪资谈判的罢工风险继续影响着市场情绪，冶炼端暂时维持稳定。整体而言，现货 TC 已经出现回调，部分市场参与者认为现货 TC 暂无上涨空间。

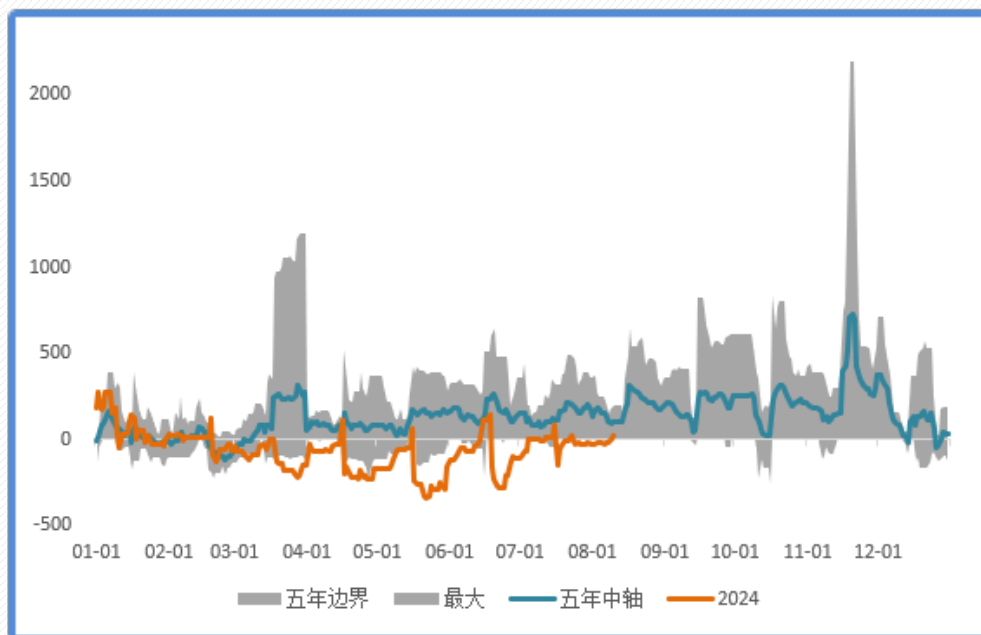
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，周内铜价仍表现震荡偏弱运行，随着铜价进一步有所回落，部分下游加工企业订单表现增加，接货情绪有所改善，例如低价非注册品牌货源备受下游青睐，采购需求明显增加，然主流品牌货源接货需求相对一般。随着近期上海市场再度表现去库，且下周进入交割换月，近月 08-09 合约 Contango 月差维持百元每吨附近波动，持货商预计仍将表现一定挺价情绪，现货升水或将维持企稳上涨趋势，但下周仍有进口铜到货流入，且如若铜价波动加剧或仍将影响下游接货情绪，因此上涨高度也将受限。

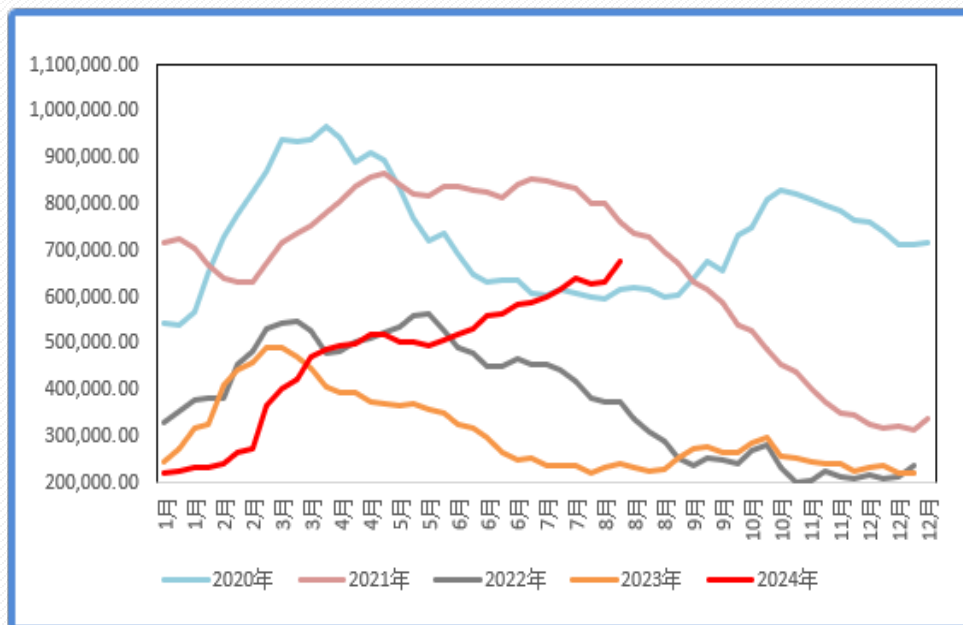
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 33.64 万吨，较 1 日降 1.0 万吨，较 5 日降 1.28 万吨；本周上海市场库存继续下降，主因周内铜价继续回落，下游低价非注册类货源接货积极性较好，仓库出库尚可，库存去库明显。广东市场库存延续去库，主因下游消费好转，然后仓库到货较少，加上部分冶炼厂直接发货到厂，出库增加入库减少，库存继续下降。上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.46 万吨，较 1 日降 0.21 万吨，较 5 日降 0.66 万吨；保税区库存有所下降，近期美金铜市场升水走高，进口窗口表现打开，保税区货源周内有所清关进入国内，库存因此去库。

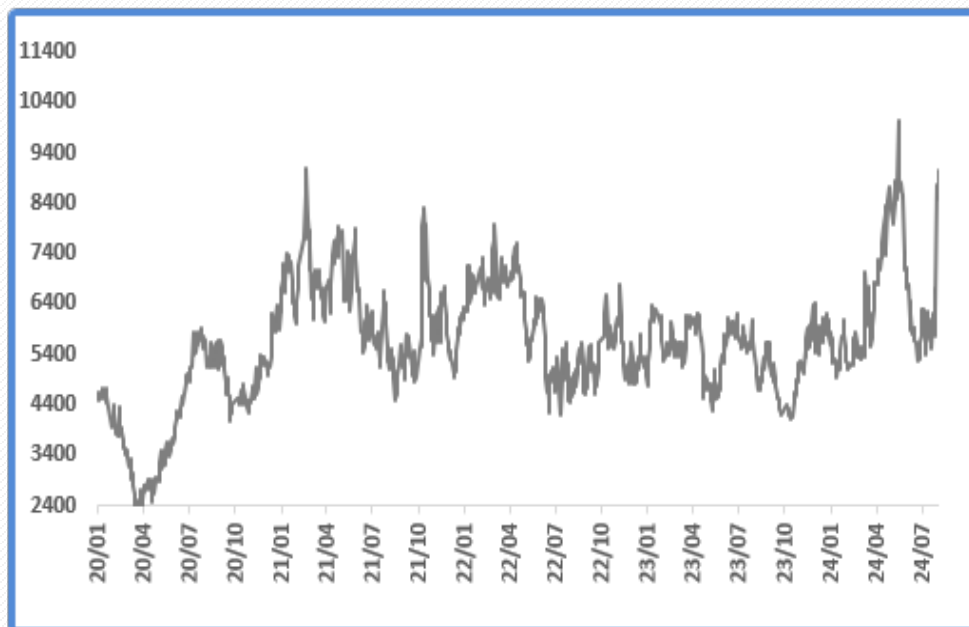
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费环比小幅上涨，华北一带价格涨幅最为明显；精铜杆企业订单增加，但部分企业迎来常规检修；再生铜杆企业产销表现依然不佳，但企业生产预期有所转变；精废杆价差触底反弹，但部分市场依然较低，对期铜倒扣贴水幅度再度进入小幅贴水状态。随着近期精铜杆的订单增加以及再生铜杆的产销下滑，市场消费结构逐步倾向于精铜杆端，精铜杆企业在订单的补充之后，短期的生产延续性得以保障，下周随着检修企业的陆续复产，产能利用率有望进一步提升；但部分企业的担忧情绪尚在，后续的订单延续性和提货表现或将是影响企业情绪的重要因素。而再生铜杆企业生产预期已有所转变，后续再生铜杆企业的复产有望提上日程，产销也将迎来提升，但原料采购的进度依然是决定其复产进度的关键因素。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格有所分化，黄金高位震荡，白银震荡下行，COMEX 金银于 2403-2500 美元/盎司、26.5-28.8 美元/盎司区间内运行。由套息交易逆转引发的“黑色星期一”使得贵金属价格大幅波动，前半周受到日本加息后可能带来的流动性危机影响，金价显著回落，此后由于美国服务业 PMI 和初请失业金数据表现好于预期，叠加日本央行转鸽，金价由此企稳回升。

贵金属价格监控

2024/8/9	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2429.2	2440.2	-0.5%
COMEX 白银	27.5	28.4	-3.2%
伦敦金现	2427.4	2469.9	-1.7%
伦敦银现	27.6	29.0	-4.7%
SHFE 黄金	560.1	572.6	-2.2%
SHFE 白银	7050.0	7454.0	-5.4%
上金所黄金 T+D	560.3	571.2	-1.9%
上金所白银 T+D	7088.0	7444.0	-4.8%

（二） 比价与波动率

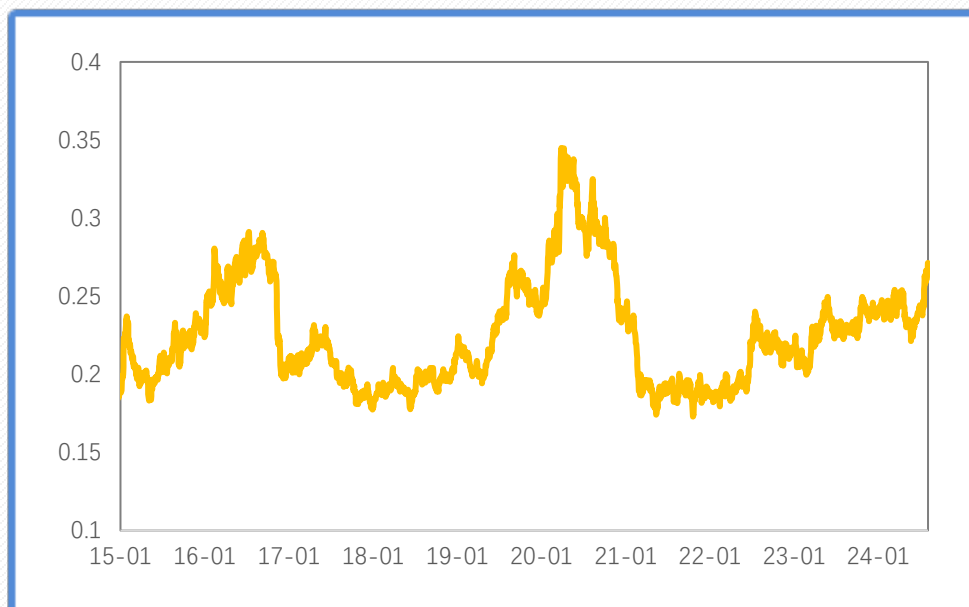
上周，白银跌幅强于黄金，金银比仍震荡上行；黄金跌幅弱于铜，金铜比震荡上行；原油价格较前期下跌后反弹，金油比震荡下行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



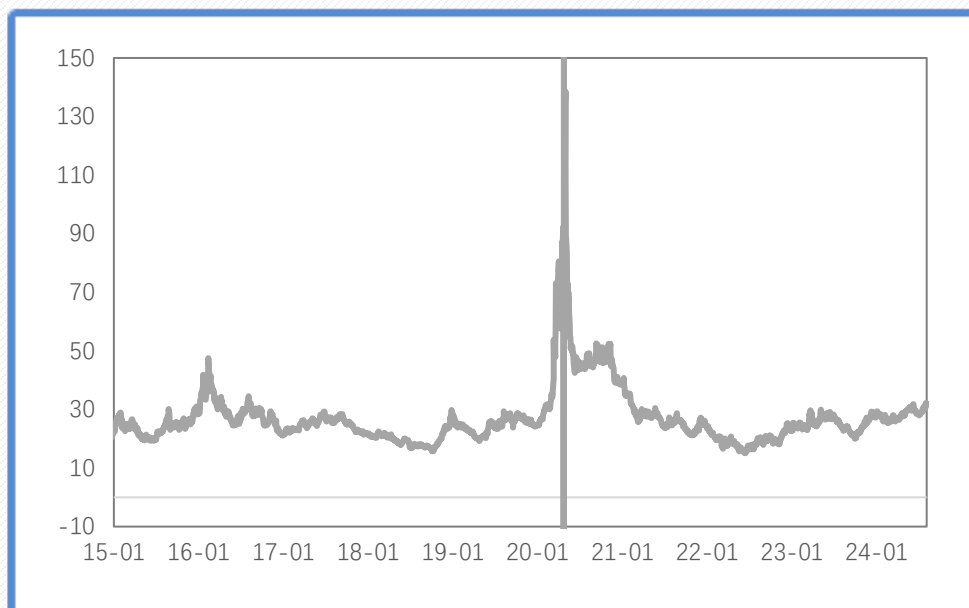
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

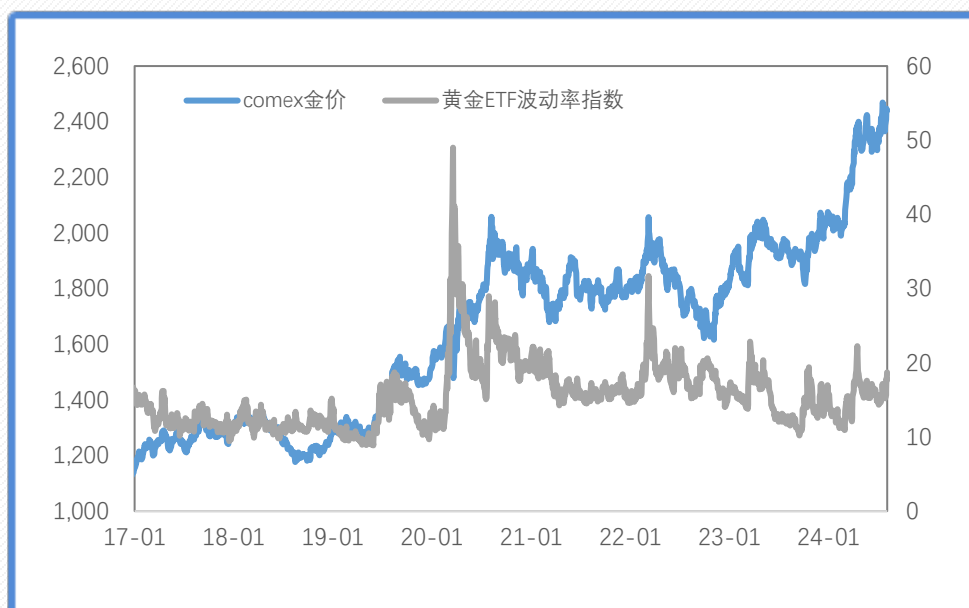
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 逐渐回落，市场的恐慌情绪减弱，避险需求降温。

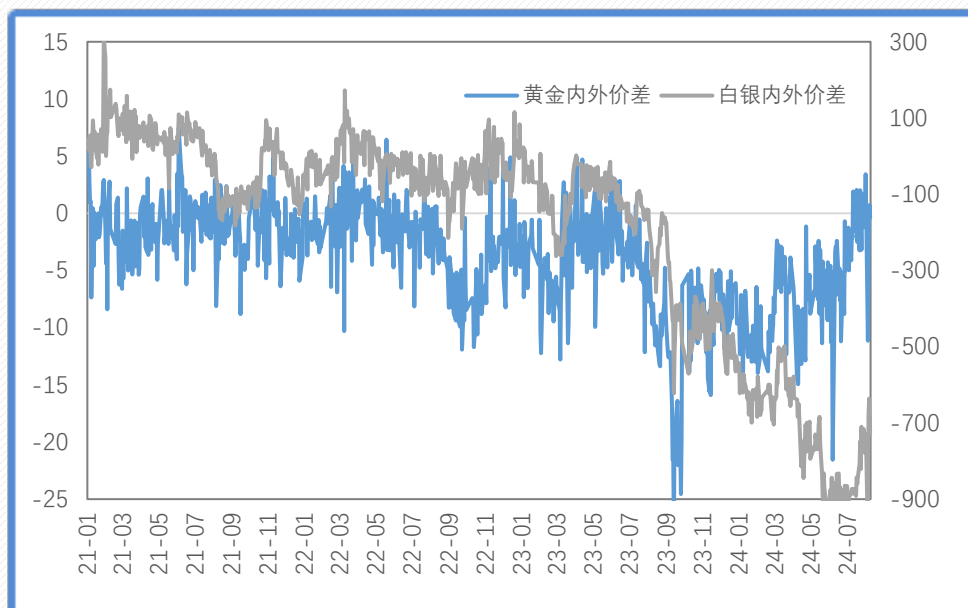
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

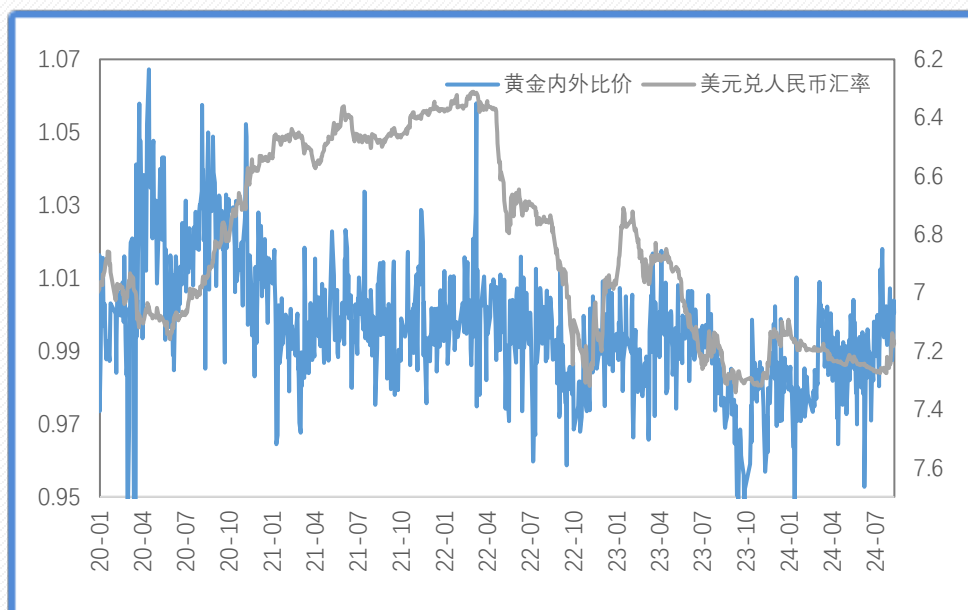
近期人民币汇率影响较前期走弱，上周黄金与白银内外价差有所回升；黄金与白银内外比价有所增加。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

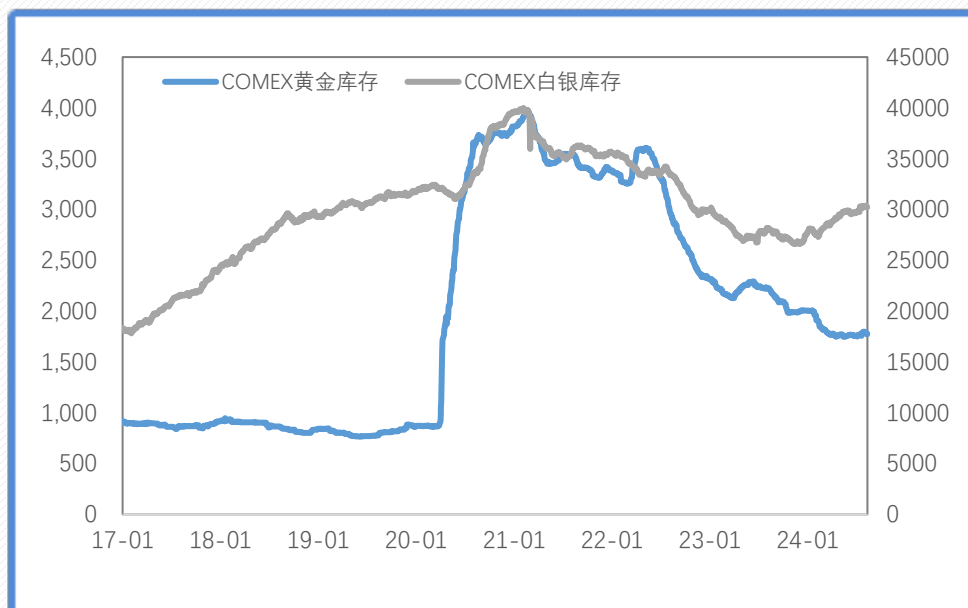


数据来源：Wind

（三） 库存与持仓

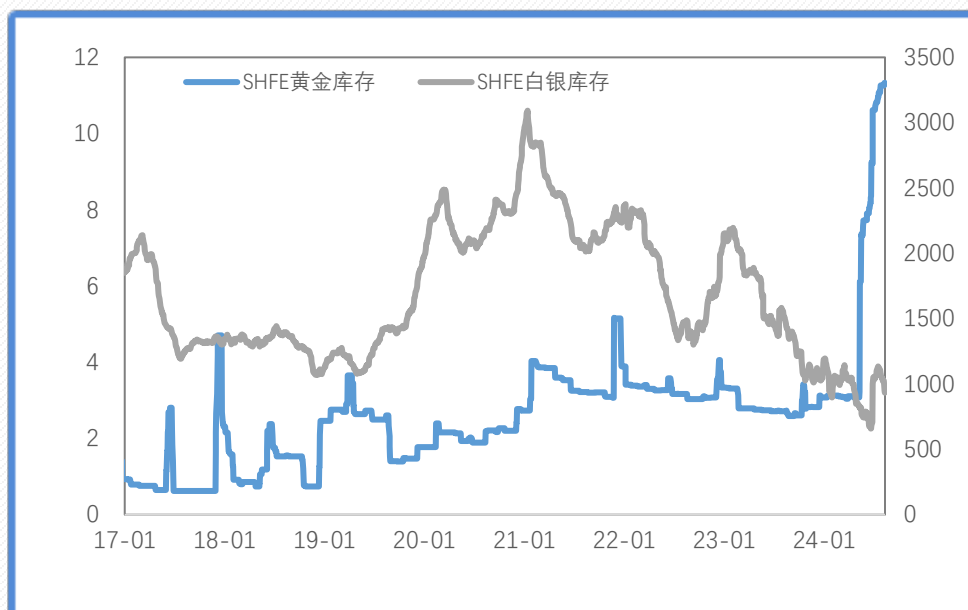
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1772 万盎司，环比减少约 14.4 万盎司，COMEX 白银库存约为 30241 万盎司，环比减少约 31.5 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.3 吨，环比增加 0.06 吨，SHFE 白银库存约为 933 吨，环比减少约 90 吨。

图 12: COMEX 贵金属库存



数据来源: Wind

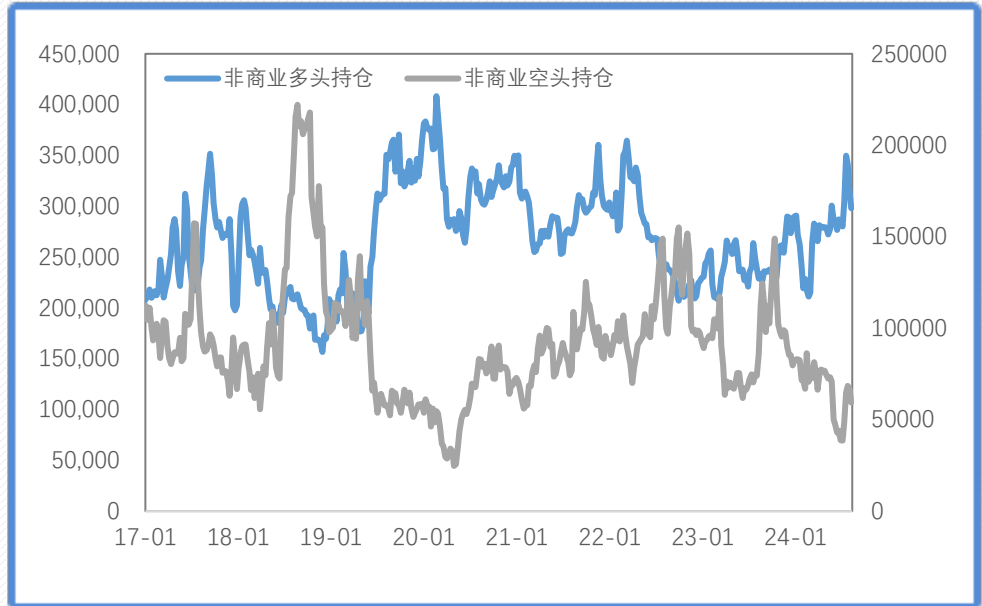
图 13: SHFE 贵金属库存



数据来源: Wind

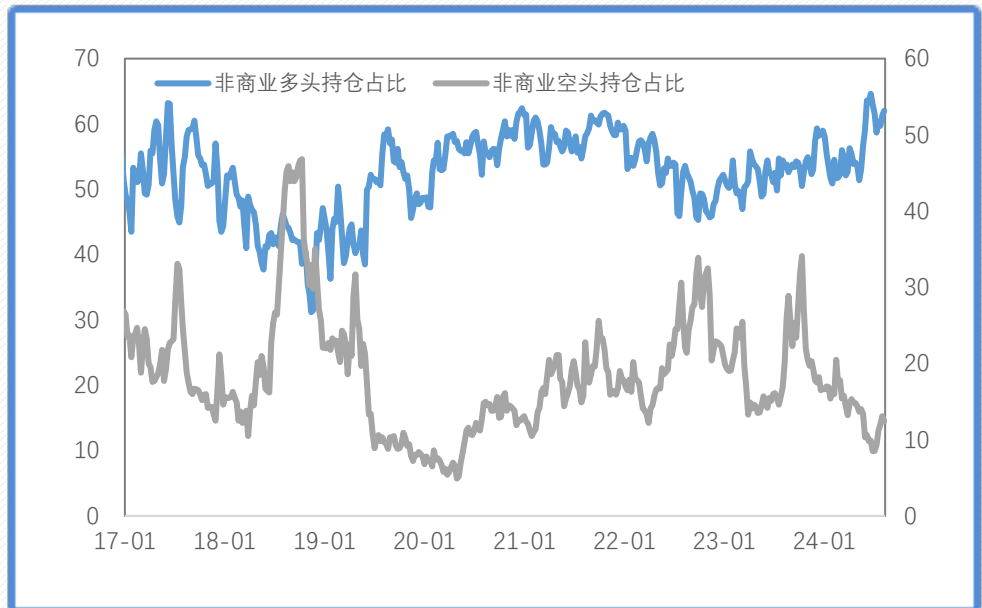
持仓方面, SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 1.4 吨至 847 吨, SLV 白银 ETF 持仓环比增加 214.4 吨至 14486 吨; 上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 36 万手, 其中非商业净多持仓减少 15245 手至 29.8 万手, 空头持仓减少 7393 手至 5.9 万手; 非商业多头持仓占优, 比例较上周上升至 62%附近, 非商业空头持仓占比回落至 12.4%左右。

图 14: COMEX 黄金持仓



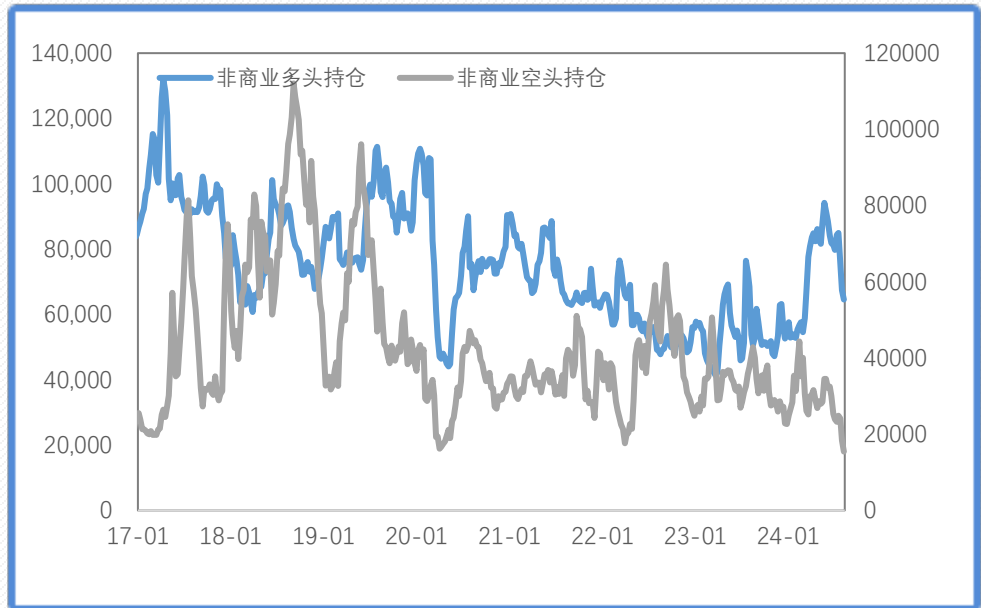
数据来源: Wind

图 15: COMEX 黄金持仓占比



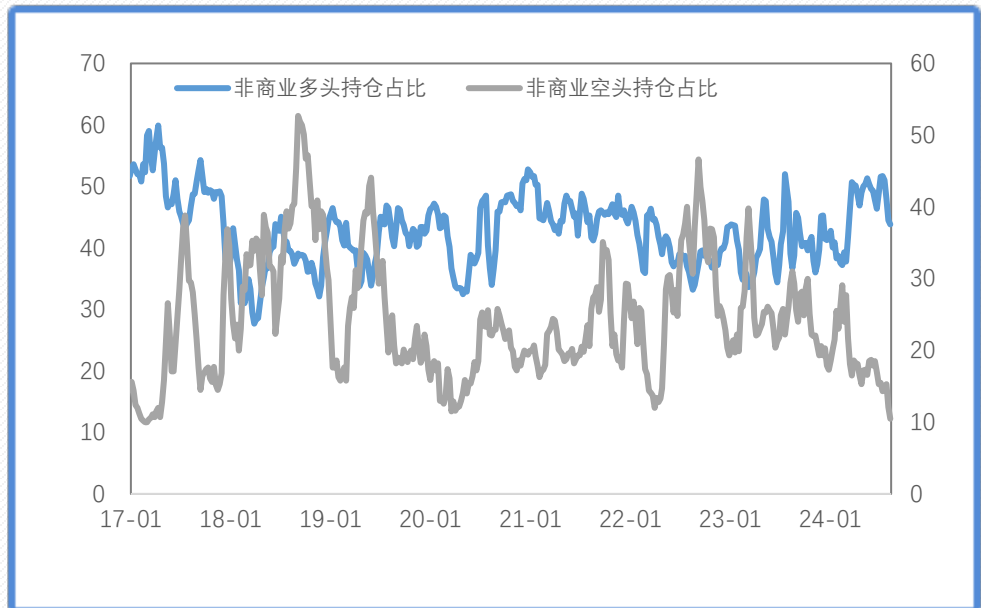
数据来源: Wind

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

目前国内精炼铜库存去化情况尚可，价格回落后下游消费还是有明显的恢复，单从国内的视角来看，虽然宏观层面并未见显著改善，但市场定价的焦点也并不在国内宏观的强弱。后续我们认为国内消费改善仍然可以给铜价提供下方支撑，这要么在海外宏观冲击减弱时稳住铜价，要么在冲击增加时抑制国内价格回调的幅度。

美国经济暂时未出现衰退确认的信号，在流动性危机并未发生的前提下，降息预期与避险需求依然支撑贵金属价格偏强运行，但当前金价整

体处于历史高位，再度向上突破依然需要新的驱动，关注本周美国 CPI 及零售销售数据的影响。

关注及风险提示

美国 PPI，CPI，零售销售，新屋开工，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。