

衰退交易修复，金价再创历史新高

摘要：上周可以说是衰退交易进一步修复的一周，美国 CPI、零售销售、初请失业金、沃尔玛财报等众多反映经济基本面的指标表现较好，尤其是零售销售大超预期，使得市场对美国衰退的担忧暂时放缓，此前的下跌由于受到衰退交易和套息交易逆转的双重冲击，目前这两个交易都出现了逆转或证伪，因此价格反弹修复完全属于情理之中。

金属市场周报

2024. 8. 12-2024. 8. 16

核心观点

1、上周金铜价格双双反弹。

贵金属方面，上周 COMEX 黄金上涨 3.06%，白银上涨 5.61%；沪金 2410 合约反弹 1.26%，沪银 2412 合约回升 2.92%。主要工业金属价格中，COMEX 铜、沪铜分别变动+4.18%、+3.15%。

2、衰退交易进一步修复。

上周可以说是衰退交易进一步修复的一周，美国 CPI、零售销售、初请失业金、沃尔玛财报等众多反映经济基本面的指标表现较好，尤其是零售销售大超预期，使得市场对美国衰退的担忧暂时放缓，此前的下跌由于受到衰退交易和套息交易逆转的双重冲击，目前这两个交易都出现了逆转或证伪，因此价格反弹修复完全属于情理之中。

3、金价再创历史新高。

美国 CPI 及 PPI 公布数值略低于市场预期，但周四晚公布的零售销售数据及初请失业金人数表现较好，使得市场逐步证伪前期对于美国的衰退预期，而潜在的流动性危机也由于日央行表现鸽派而有所熄火，金价由此强势上行，于周五再创历史新高。再往后看，衰退交易有所逆转，降息预期及地缘冲突依然存在的情况下贵金属价格仍得以支撑，但上涨的趋势并不会如此流畅，关注本周杰克逊霍尔年会上鲍威尔的表态。

（一）COMEX/沪铜市场观察

上周 COMEX 铜价震荡反弹，上周可以说是衰退交易进一步修复的一周，美国 CPI、零售销售、初请失业金、沃尔玛财报等众多反映经济基本面的指标表现较好，尤其是零售销售大超预期，使得市场对美国衰退的担忧暂时放缓，此前的下跌由于受到衰退交易和套息交易逆转的双重冲击，目前这两个交易都出现了逆转或证伪，因此价格反弹修复完全属于情理之中。

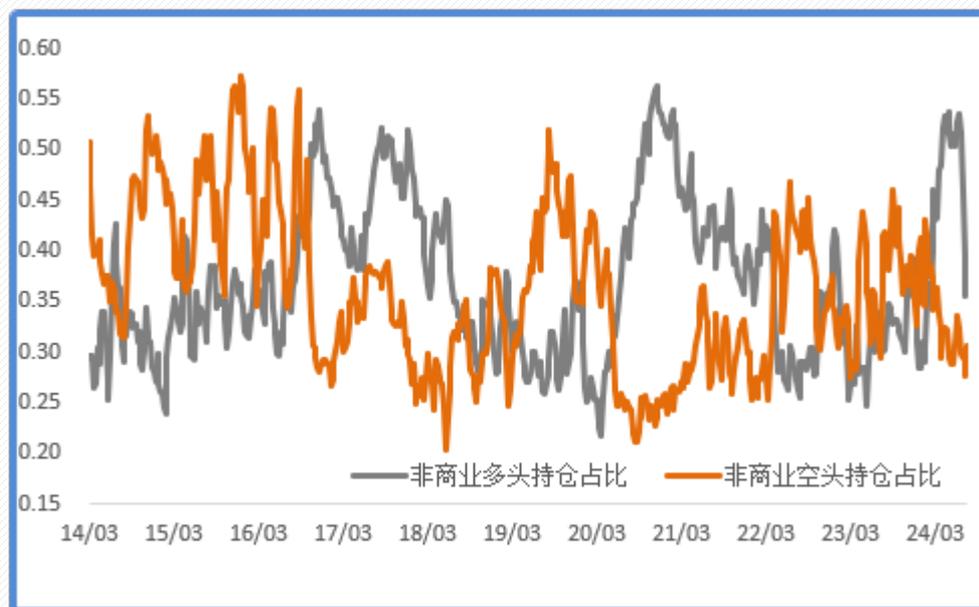
上周 SHFE 铜价呈现反弹格局，主力合约最高触及 74000 元/吨一线附近。近期国内宏观数据依然差强人意，尤其是社融、M1 等金融数据依然表现较弱，但是这对于铜的定价并没有太大的关联，反而是目前铜的下游需求在明显好转，上周去库力度极大，下游企业反馈订单已经排到 1 个月之后，后续铜价可能继续维持反弹动能。

期限结构方面，COMEX 铜价格曲线角此前向上位移，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 1.5 万吨来到 2.5 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上位移，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，8 月目前看来去库情况非常良好，并且有理由相信会持续到 10 月。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

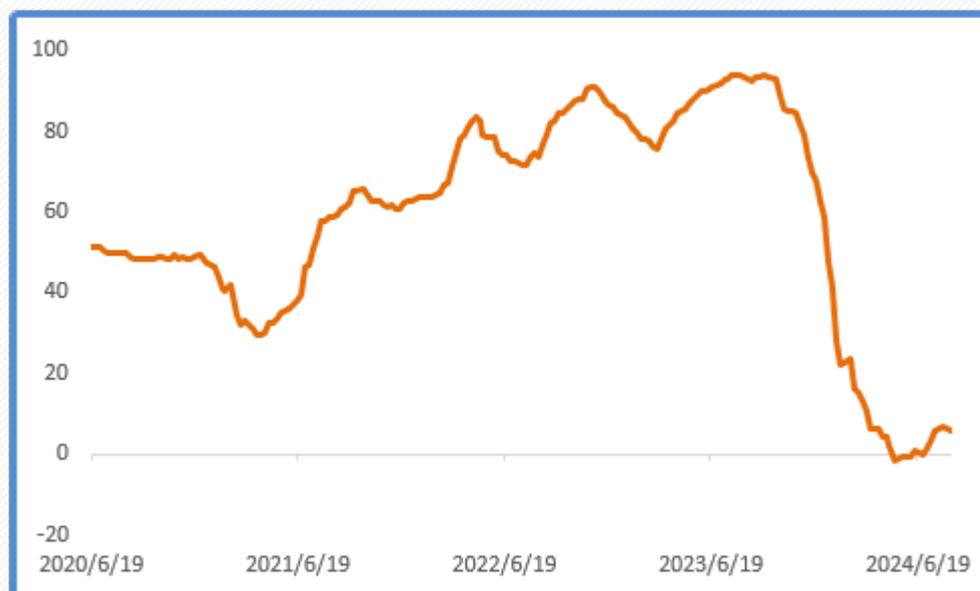


数据来源：Wind

（二）产业聚焦

上周铜精矿 TC 周指数为 6.8 美元/干吨，较上周跌 0.2 美元/干吨。铜精矿现货市场维稳，市场参与者的询报盘维持稳定，活跃度略有一些下调。供应端，因 Escondida 罢工干扰影响即期货物及市场参与者情绪，市场参与者暂时主流观望为主，并对后期 TC 存在下行预期。需求端，冶炼厂存在计划外提前检修，但总体影响有限，其他炼厂运营按计划进行。

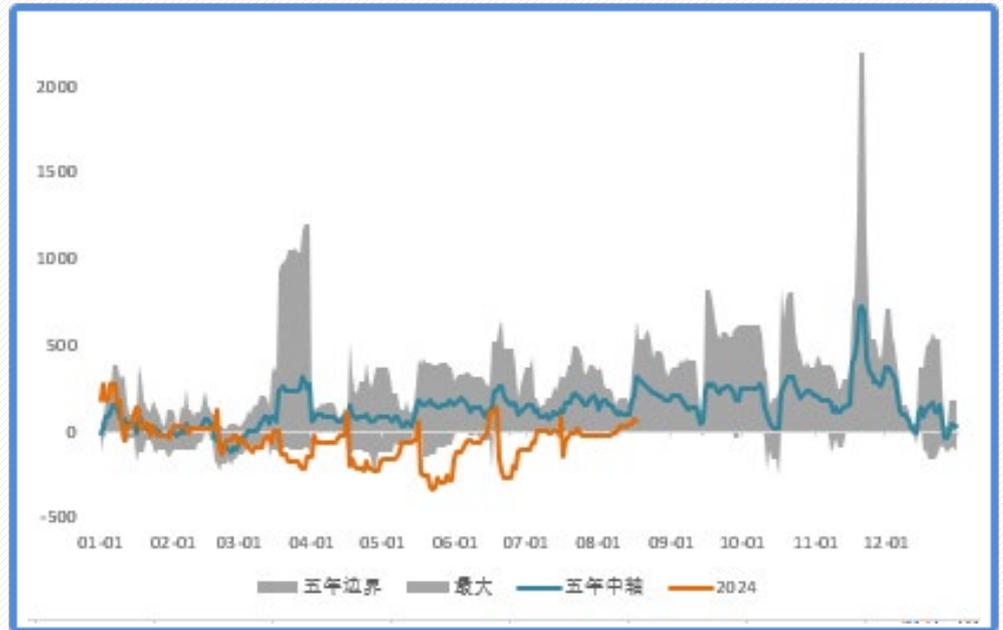
图 2：铜精矿加工费



数据来源：SMM

现货方面，由于周内铜价低位震荡，且部分再生加工企业转向采购非注册、非标等货源，加之下游订单表现尚可，日内采购补库情绪较为积极，其中非注册、差平等品牌货源市场青睐性高于主流品牌，周内价差亦缩窄明显，整体下游消费回升可观。后续来看，目前因检修、少数冶炼企业减产等影响，市场到货有所减少，下周预计库存仍将维持去库，但值得注意的是，本周尾铜价反弹走高明显，下游消费有所承压。因此国内社库去库背景下，升水仍存上涨动力，但需关注下游消费回升持续性，预计下周现货升水仍将企稳运行为主，或区间运行于升 0~升 100 元/吨。

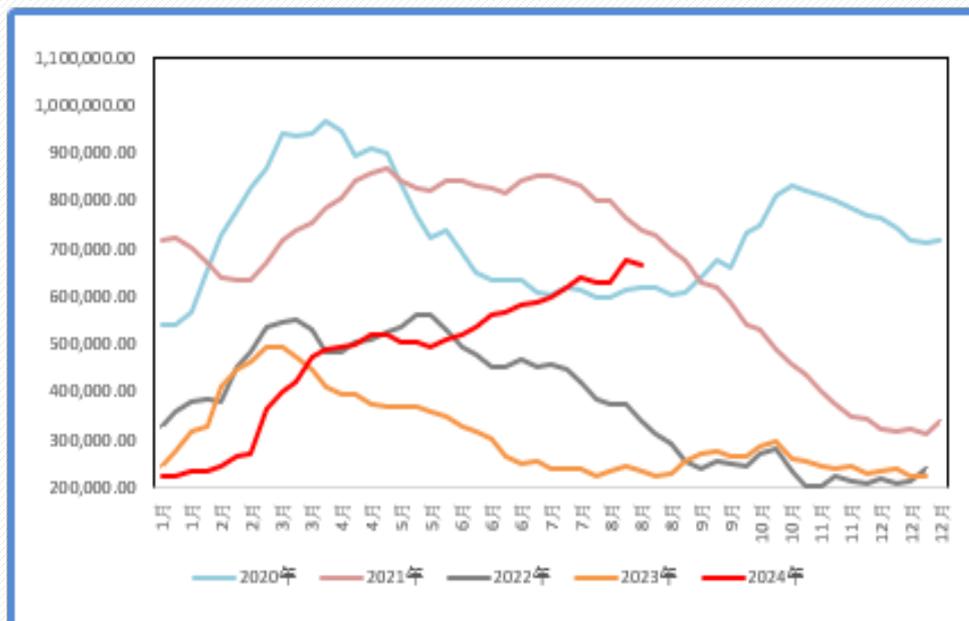
图 3：沪铜升贴水



数据来源：SMM

国内市场电解铜现货库存 29.80 万吨，较 8 日降 3.84 万吨，较 12 日降 1.89 万吨；本周上海市场库存继续下降明显，主因一方面下游采购补库需求尚可，消费继续表现增长；另一方面，市场进口铜到货相对较少，因此库存大幅去库。广东市场库存延续去库，主因周内下游消费继续好转，加之仓库到货较少且同时进口到货也有限，因此库存下降。上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 7.0 万吨，较 8 日降 0.46 万吨，较 12 日降 0.14 万吨；保税区库存继续表现小幅下降，近期抵港到船货源入库较少，且仍有部分仓库出库清关进口，库存因此下降。

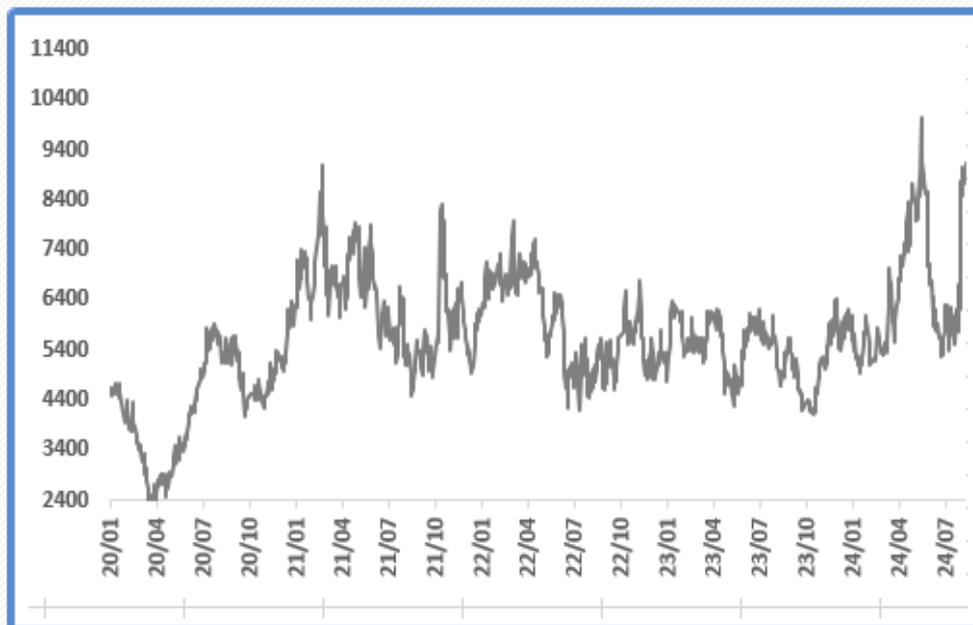
图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）



数据来源：Wind

国内各主流市场 8mm 精铜杆加工费加工费运行南北市场呈相背表现，北方市场有回调表现，南方市场反之；精铜杆下游客户按需补货为主，但铜价上涨限制实际交易推进；再生铜原料补货难度略有降低，再生铜杆交易活跃度提升；精废杆价差、对期铜倒扣贴水幅度不断扩大。整体来看，精铜杆端消费目前受铜价反弹影响环比下滑，但近期市场整体的消费结构仍大体向精铜杆端倾斜；虽然市场观望情绪进一步增强，因在手待交付订单量的托底，短期内企业生产将有一定延续性，但由于目前下游提货进展不佳，预计后期精铜杆企业的生产、销售计划也将有一定转变。再生铜杆端后续生产表现有进一步提振预期，8 月下旬或有部分前期停产企业将逐渐复产再次回归市场，铜杆市场整体产销或发生转变。

5: 精铜-废铜价差



数据来源：SMM

(一) 贵金属市场观察

上周 COMEX 贵金属价格强势反弹，COMEX 金银于 2463-2548 美元/盎司、27.2-29.1 美元/盎司区间内运行。美国 CPI 及 PPI 公布数值略低于市场预期，但周四晚公布的零售销售数据及初请失业金人数表现较好，使得市场逐步证伪前期对于美国的衰退预期，而潜在的流动性危机也由于日央行表现鸽派而有所熄火，金价由此强势上行，于周五再创历史新高。

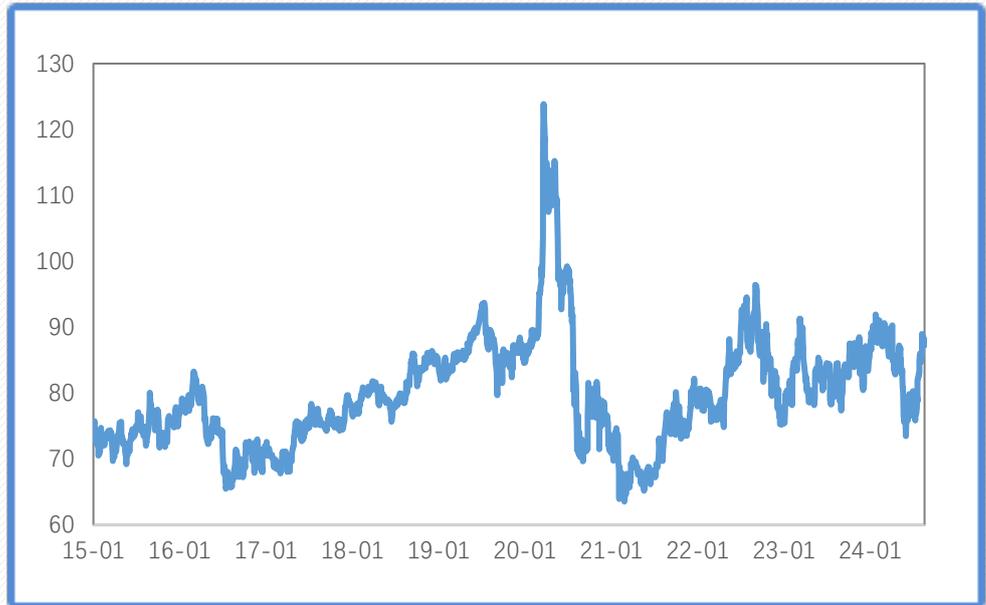
贵金属价格监控

2024/8/16	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅
COMEX 黄金	2508.0	2429.2	3.2%
COMEX 白银	28.1	27.5	2.3%
伦敦金现	2485.8	2427.4	2.4%
伦敦银现	28.1	27.6	2.0%
SHFE 黄金	566.1	560.1	1.1%
SHFE 白银	7260.0	7050.0	3.0%
上金所黄金 T+D	565.4	560.3	0.9%
上金所白银 T+D	7221.0	7088.0	1.9%

（二） 比价与波动率

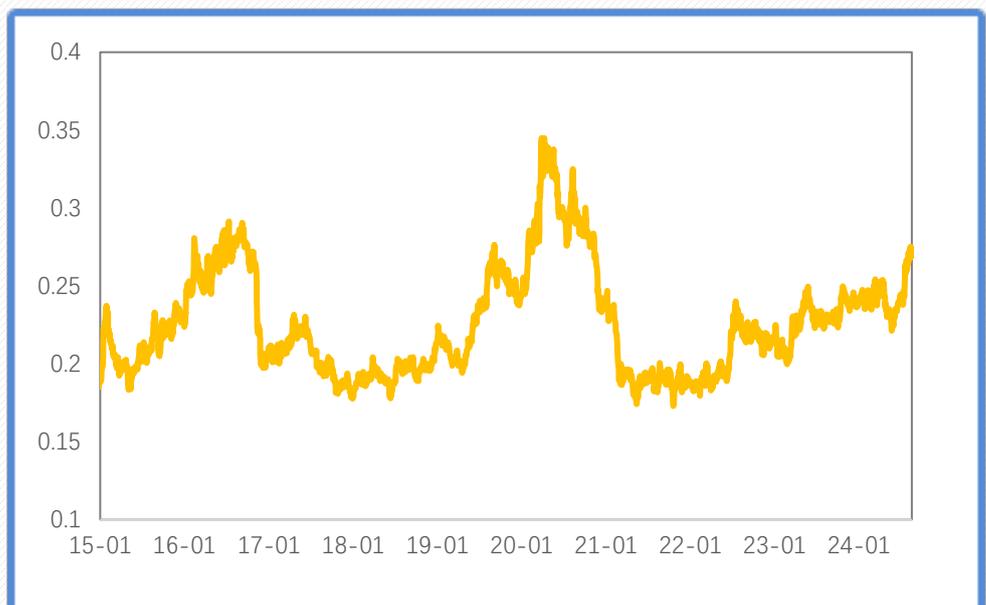
上周，黄金涨幅弱于白银，金银比较前期有所回落；黄金涨幅弱于铜，金铜比震荡下行；原油价格较前期有所回落，金油比震荡上行。

图 6: COMEX 金/COMEX 银



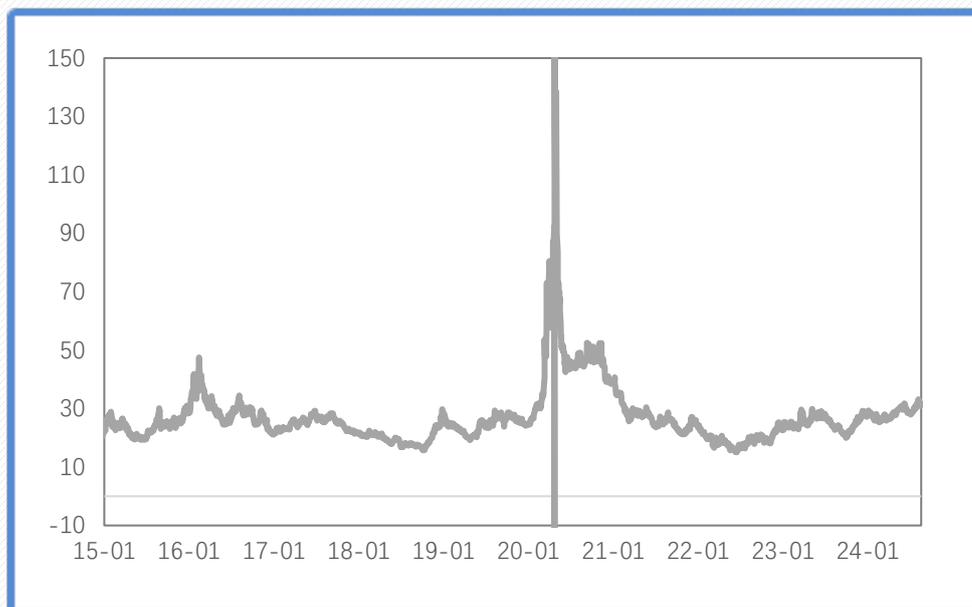
数据来源: Wind

图 7: COMEX 金/LME 铜



数据来源: Wind

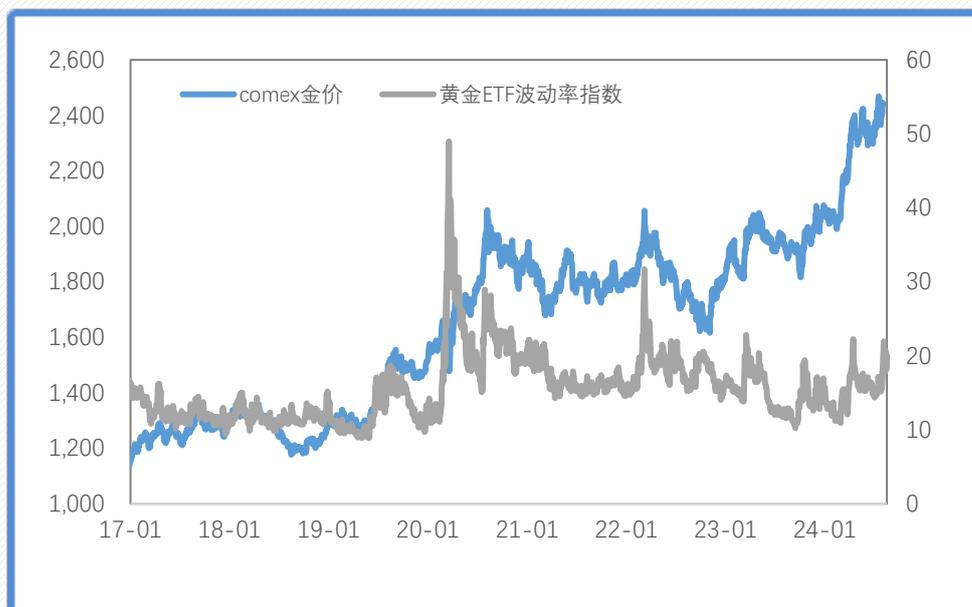
图 8：COMEX 金/WTI 原油



数据来源：Wind

黄金 VIX 震荡上行，市场的恐慌情绪增强，避险需求增加。

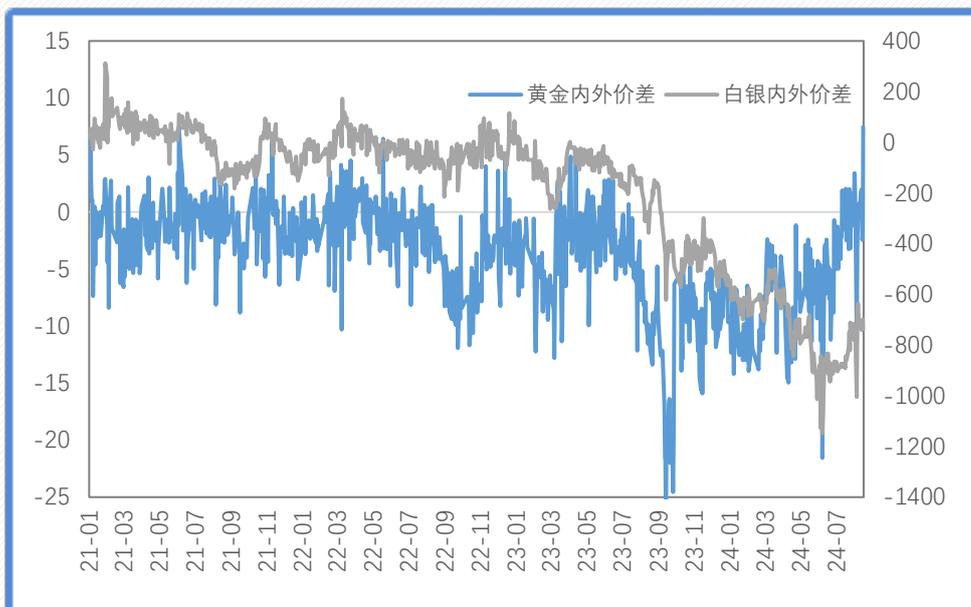
图 9：黄金波动率



数据来源：Wind

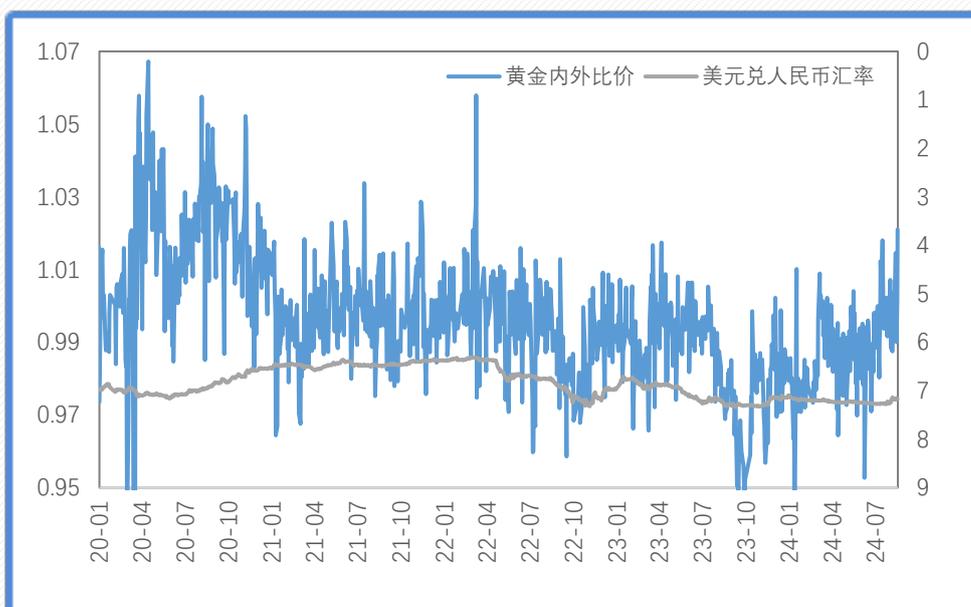
近期人民币汇率影响较前期增强，上周黄金与白银内外价差有所增加；黄金内外比价有所增加，白银内外比价在周内逐步增加，但较前期有所减小。

图 10：贵金属内外价差



数据来源：Wind

图 11：黄金内外比价

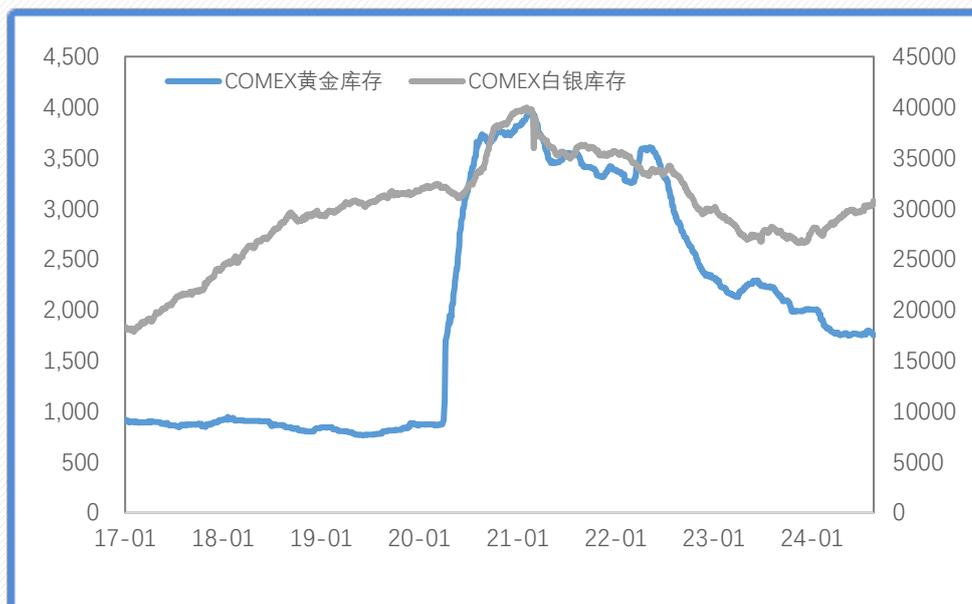


数据来源：Wind

(三) 库存与持仓

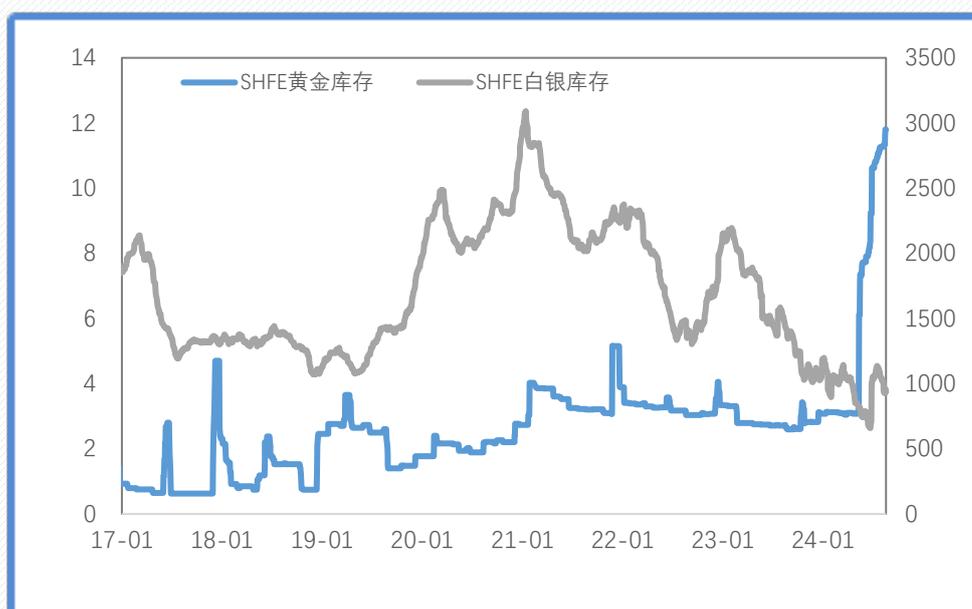
库存方面，上周 COMEX 黄金库存为 1749 万盎司，环比减少约 23.1 万盎司，COMEX 白银库存约为 30792 万盎司，环比增加约 551.1 万盎司；SHFE 黄金库存约为 11.8 吨，环比增加 0.47 吨，SHFE 白银库存约为 938 吨，环比增加约 4.4 吨。

图 12：COMEX 贵金属库存



数据来源：Wind

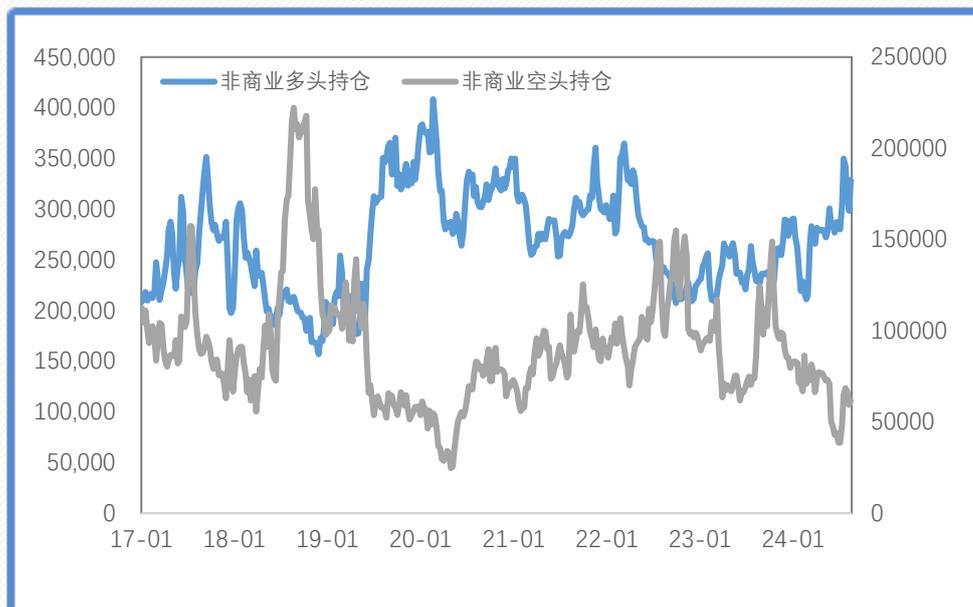
图 13：SHFE 贵金属库存



数据来源：Wind

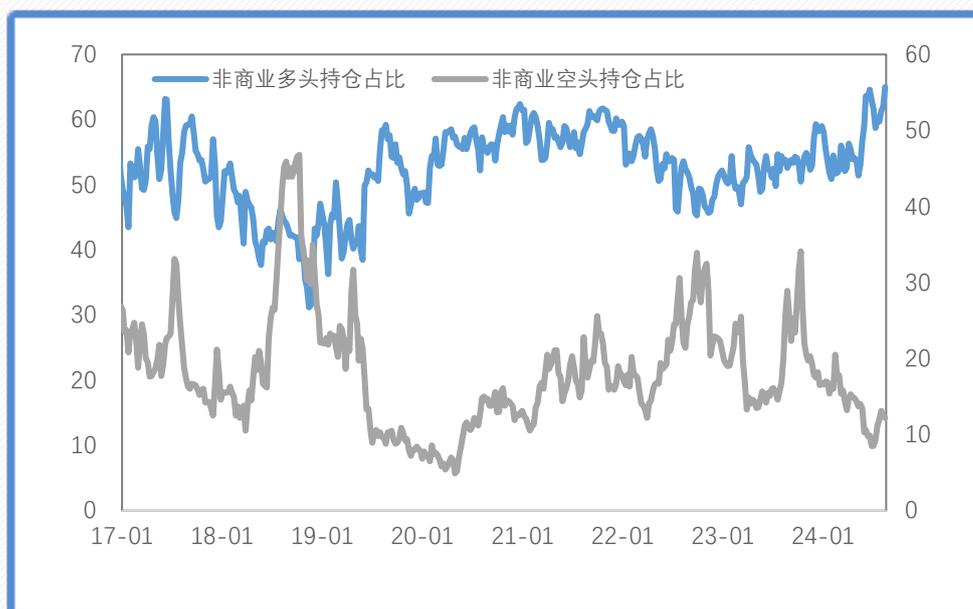
持仓方面，SPDR 黄金 ETF 持仓环比增加 8.1 吨至 855 吨，SLV 白银 ETF 持仓环比减少 9.9 吨至 14476 吨；上周 COMEX 黄金非商业总持仓为 39 万手，其中非商业净多持仓增加 30650 手至 32.9 万手，空头持仓增加 2135 手至 6.2 万手；非商业多头持仓占优，比例较上周上升至 65%附近，非商业空头持仓占比回落至 12.2%左右。

图 14：COMEX 黄金持仓



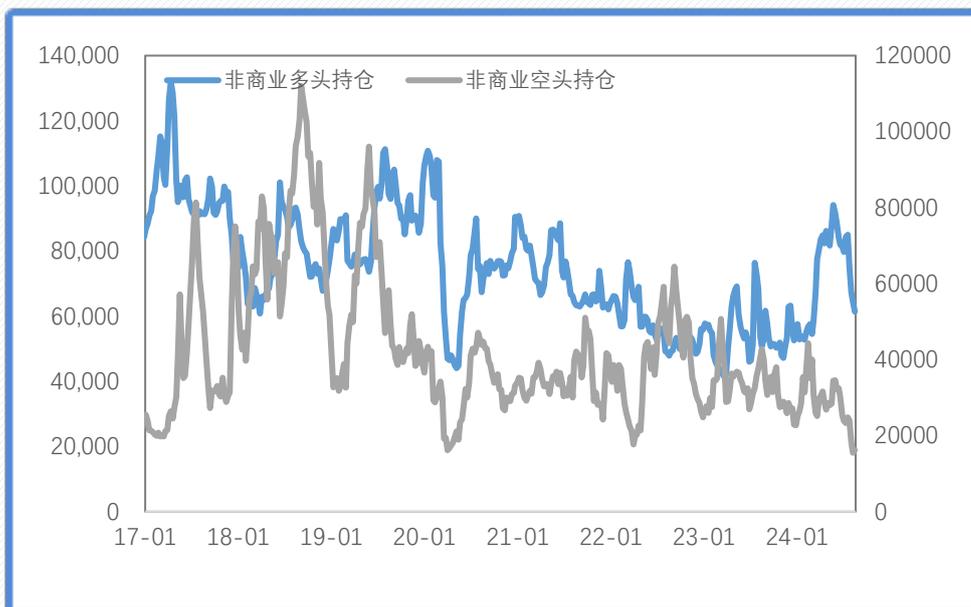
数据来源：Wind

图 15：COMEX 黄金持仓占比



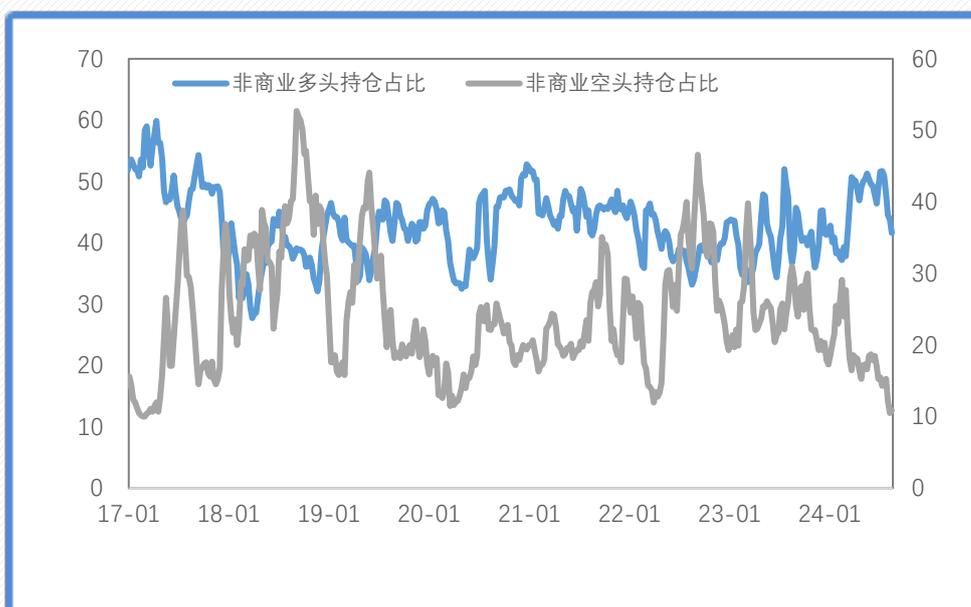
数据来源：Wind

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

较弱，但是这对于铜的定价并没有太大的关联，反而是目前铜的下游需求在明显好转，上周去库力度极大，下游企业反馈订单已经排到 1 个月之后，后续铜价可能继续维持反弹动能。

美国经济数据走弱速度放缓，衰退交易有所逆转，降息预期及地缘冲突依然存在的情况下贵金属价格仍得以支撑，但上涨的趋势并不会如此流畅，关注本周杰克逊霍尔年会上鲍威尔的表态。

关注及风险提示

美国 PMI，初请失业金人数，新屋成屋销售等。

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。