

摘要:

7月以来，黄金和铜走势出现明显分化。随着降息预期的充分计价与衰退预期的升温，黄金走势偏强势，7月至今为止涨幅超过4.5%。而铜的走势与之相反，从7月至今跌幅超6%，尽管自7月起国内铜显性库存开始去库，废铜政策的不确定性又使得废铜企业开工率大幅下降促进精废替代，但衰退疑云笼罩下的铜走势仍然偏弱。眼下处于降息前的关键节点，尽管市场对降息力度以及美联储对就业市场降温的容忍度仍有一定分歧，美联储9月降息周期开启已成为大概率事件。站在当下这个十字路口，我们分别梳理了当下铜与贵金属的主要矛盾，并认为所谓“乱世黄金盛世铜”的观点现阶段仍然有效，未来金铜之间的走势差异依旧重点关注衰退与软着陆叙事节奏的变化。

凌晓慧

电话:

0571-88399533

邮箱:

Lxh2484@yafco.com

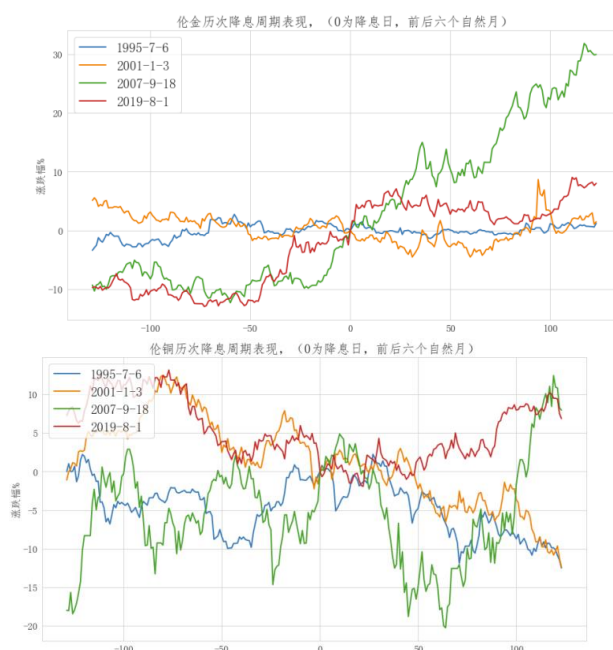
正文:

一、 90年代以来降息周期内金铜表现复盘

图一、伦金历次降息周期表现

图二、伦铜历次降息周期表现

周期表现



数据来源：永安期货

复盘自 1990 年以来四轮美联储的降息周期，以降息日前后 6 个自然月作为观测窗口，我们可以发现黄金和铜在历轮降息周期内表现出现了明显分化。把首次降息的时间节点作为原点，过去四轮降息周期开启 6 个月内黄金涨幅均为正，且美联储降息催化因素的差异对黄金涨幅影响巨大。而对铜而言，铜兼具商品和金融属性，相较于黄金更受自身供需的影响。若降息后的 6 个月观察期内，铜的表现分化并无一致性规律，但若拉长时间轴至完整降息周期，铜价很难在完整降息周期内持续性保持强势地位。

① 1995.2.1-1996.1.31，降息周期 12 个月，降息幅度 1.25%（联邦基金政策利率变动：6% → 5.25%）。1995 年这一轮为预防衰退式降息，彼时美联储源于预防衰退诉求的考量，于 1995 年开启该轮降息周期。期初源于降息带来的流动性宽松环境加持，金价出现温和上涨，上涨幅度为 6%。在降息周期末端美国经济增速开始回升，失业率下降，金价转为下跌。铜价在本轮降息周期内表现相对弱势，宏观层面流动性指标宽松但供需层面制造业 PMI 持续下行至收缩区间，铜价在两股力量的拉扯下表现震荡。随后 1996 年因住友商社恶意囤铜事件影响，铜价开始出现暴跌。

图三、1994-1996 降息周期金铜涨跌幅



数据来源：永安期货

② 2001.1.3-2003.6.25，降息周期 29 个月，降息幅度 5.5%（联邦基金政策利率变动：6.5% → 1%）。本轮降息周期开启的原因较为曲折。2000 年互联网泡沫破裂后纳指暴跌，但彼时美联储通胀以及失业率、PMI 都比较健康，美联储逆向加息 50bp 打击通胀，随后经济指标持续恶化，因此美联储于 2001 年年初开始降息。随后 2001 年发生“911”事件、2003 年美国发动伊拉克战争，欧元货币诞生，美元信用遭受挑战，美指该阶段内稳步下跌。黄金在该轮降息周期中表现亮眼，经济的实质性衰退与美元信用遭受挑战这两个维度均刺激了投资机构中长期的购金需求，截至该轮降息周期尾声，黄金累计涨幅超过 30%。伦铜在该轮周期内走势呈 V 字型，2001 年精铜消费受经济衰退影响，全年精铜消费同比下滑 1.2%，“911”等恶性事件也加深了全球投资者对风险资产的悲观预期，铜价一年内超跌 20%。随后 2002 年铜矿供应受到扰动，全年铜矿开采同

比负增 0.42%，而精铜消费随着刺激政策缓慢走出低谷，铜价也同步出现反弹。



图四、2001-2003 降息周期金铜涨跌幅

数据来源：永安期货

③ 2007.9.18-2008.12.26, 降息周期 15 个月, 降息幅度 5% (联邦基金政策利率变动: 5.25% → 0.25%)。该轮美联储降息的主因是为了消化地产泡沫, 2007 年次贷危机发生后, 美联储开启持续降息之路, 流动性指数大幅转松, 美元、美债利率持续下行, 黄金价格快速上涨, 至 2008 年 2 月达到阶段性高点, 涨幅高达 41%。但是, 大幅调降基准利率并未阻止美国经济滑入衰退, 9 月次贷危机全面爆发并引发流动性恐慌, 期初避险带动金价回升但在市场极度恐慌发生踩踏时黄金亦被抛售, 同时实际利率因市场极度恐慌下的通缩预期快速上行, 直至 11 月开始美联储开启 QE。

图五、2007-2008 降息周期金铜涨跌幅

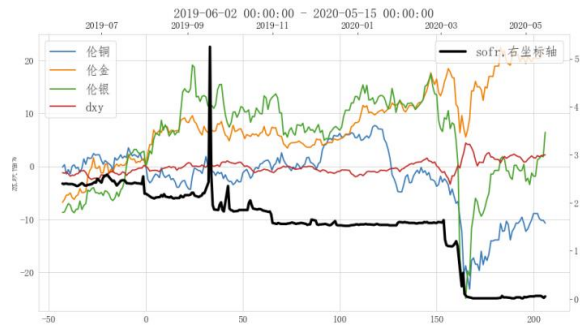


数据来源：永安期货

④ 2019.8.1-2020.3.16, 降息周期 7 个月, 降息幅度 2.25% (联邦基金政策利率变动: 2.5% → 0.25%)。本轮降息初期美联储采取预防式降息的操作思路, 但在 2020 年 1 月后疫情爆发, 恐慌情绪催化下金融资产流动性枯竭, 美联储紧急再度降息并及时投放流动性, 海外各大经济体名义利率大幅下降, 持有黄金的成本陡降, 黄金本轮降息周期内涨幅超 20%。铜在前期软着陆阶

段内走势坚挺，但随着疫情爆发铜价跟随其他风险资产大幅下撤，直至美联储紧急再度降息后才稳住跌势。

图六、2019-2020 降息周期金铜涨跌幅

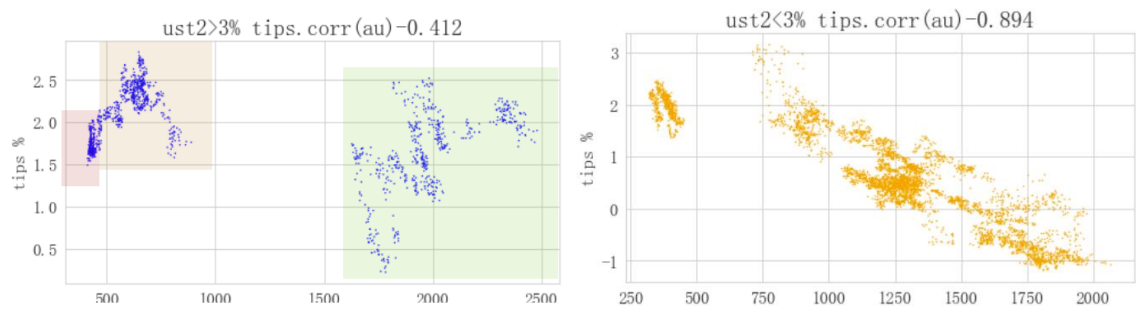


数据来源：永安期货

二、 黄金降息周期内的驱动与展望

从 2022 年以来关于黄金与实际利率脱钩的讨论一直热度不减，复盘过去 30 年以来黄金和实际利率的相关性可以看出，高利率环境之下，黄金和实际利率相关性明显走低，黄金对实际利率相对不敏感（图七）；而在低利率或降息环境下，实际利率可用于衡量持有黄金和持有美元的性价比，两者呈现出稳定的负相关性（图八）。降息周期内黄金往往受益于货币与财政的双宽政策，金价偏向于正收益，尤其是低利率环境之下黄金吸引力大幅上升。但同时黄金受流动性的影响也很大，降息周期背后往往隐含着经济下滑的现实。经济危机催生的流动性枯竭往往带动黄金产生大幅回调。总结来看，黄金被视为避险资产，因而在经济金融不确定性加剧时往往买盘增加，衰退环境比软着陆环境对黄金更友好，但同时需警惕流动性危机中黄金会在短期内失去避险属性，且与风险资产一同被抛售。（如 2024 年 8 月日元套息、2020 年 1 月疫情爆发、2008 年 9 月次贷危机引发的流动性风险事件）

图七、UST2Y <3%黄金与实际利率相关性变低 图八、UST2Y >3%黄金与实际利率相关性变高



展望后市，黄金走势与美联储的降息路径息息相关，黄金在流动性宽松的衰退周期内表现较“软着陆”下更加强势。我们认为眼下可从就业、流动性、大选三个维度去看美联储降息节奏。就业视角而言，美联储近期对就业通胀双目标的关注度明显发生了转换，政策决策重心从通胀向就业切换。当前美国的失业率上升被联储主席鲍威尔解读为劳动力供给上升与招工需求环比走弱的共同结果，因此当下失业率已经触发美联储的降息前置条件，9月降息几成定局。流动性方面而言，7月下旬日元套息交易的拆仓放大了整体风险资产的波动，日央行亦紧急出来表态安稳市场，短期流动性危机化解。但是，我们认为仍需继续警惕日元套息交易逆转的可能。从中期视角看，日央行货币政策仍有紧缩的需求和空间，因此仍需关注后市美日利差波动带来的美日套息盘的集体撤出、以及随之而来的流动性枯竭的可能性。从大选视角来看，历次大选年的9月风险资产波动率往往会抬升，因而导致市场风险偏好回落。因此总结来看，我们倾向于认为在大选落地前黄金仍然会走势偏强，资金在“特朗普交易”与“哈里斯交易”之间的摇摆与不确定使黄金受益。而大选落地后黄金走势将取决于彼时美国经济条件是否继续支持软着陆的论调。现阶段我们仍然认为美国经济运行情况相对乐观，眼下衰退计价已然明显领先于经济实际运行情况，衰退预期先行具备回调基础。如果经济如期平稳运行的话，大选后黄金卖盘和上方抛压会有明显增加。

三、铜的驱动与展望

从本文上面四轮降息预期的复盘可以看出，铜相较于黄金而言，与美联储降息事件本身的相关性更小，而和铜自身的供需情况相关性更高。从铜价下半年至今的走势来看，眼下铜已进入旺季去库进程中，眼下现货端出现一定节前补库的需求，铜旺季表现基本符合预期。从铜产业链自上而下梳理来看，矿端下半年乃至明年依旧趋紧，矿端产能增速与冶炼产能增速不匹配的矛盾将在今明两年持续存在。国内自7月以来铜精矿进口量环比小幅走弱，四季度冶炼环节有望减产落地，产量高峰预期已过。而对于中游冶炼环节而言，冶炼厂在一季度的增量产出多靠进口铜精矿补充，第二季度的同比增产多靠国内废铜元素补充（图十），三季度在废铜元素供应趋紧且进口铜精矿没有增量的情况下，我们认为冶炼端的同比增产多依赖于阳极板库存的消耗。因此，四季度在阳极板库存已经大幅去化的背景下，我们认为冶炼厂较三季度而言产量更加依赖进口，且减产更

有可能落地。消费端来看，今年国内下游消费平平，大型电缆企业订单于 7 月后有所好转，新能源装机量较二季度亦有环比改善，但空调排产与订单环比走弱。铜当下在旺季内表现平稳，并无特别亮点但也未出现不及预期的现象，现货有旺季支撑，当前供需恶化的概率不大。展望后市，铜价将在中性至软着陆的预期下受益、在硬着陆的预期下承压。基于前文所述原因，我们认为尚未看到美国经济会陷入衰退的信号，因此认为在国内供需平稳、海外软着陆预期的推动下，铜价在降息前期下方空间较为有限。

图九、2024-2025 矿端产量变化预期

国家	矿企	铜矿	2024E	2025E
智利	Teck	QB2	18	3
	Codelco	Chuquibamate	2	1
	Codelco	Salvador	2	0
	Anglo American	Los Bronces	-13	-2
刚果金	KFM /TFM	洛阳铝业	12	5
	Kamoa-Kakula	紫金矿业	12	8
秘鲁	Las Bambas	五矿资源	2	8
	Quellaveco	Anglo American	2	0
中国	甲玛铜矿	中国黄金国际	4.5	1.7
	巨龙铜矿	紫金矿业	1	0
蒙古	Oyu Tolgoi	Rio Tinto	12	5
俄罗斯	Udokan	Udokan Copper	3	4
加拿大	Highland Valley	Teck	2	2
印尼	Grasberg	Freeport	2	1
厄瓜多尔	Mirador	铜陵有色	0	8
巴拿马	Cobre Panama	First Quantum	-30	0
其他			0	20
矿山产量预期变化合计			31.5	64.7

图十、冶炼铜元素来源变化

上半年冶炼铜元素构成变化	Q1	Q2
国内电解铜产量变化	20.71	13.3
—国产铜精矿产量	-0.33	2.01
—进口铜精矿	9.68	1.56
—铜精矿库存	4	2.3
矿整体供应补充	13.35	5.87
—国内阳极板	6.57	-3.18
—阳极板进口	0.74	-0.15
—国内废铜补充	-0.01	10.21
再生元素整体供应补充	7.3	6.88

数据来源：永安期货

总结来看，本文复盘了 1990 年以来四轮降息周期内的经济运行情况以及流动性条件，并总结了市场对金铜这两个品种在降息周期内的交易重心的不同。所谓“乱世黄金盛世铜”，未来金铜之间的走势差异依旧重点关注衰退与软着陆叙事节奏的变化，现阶段我们倾向于认为软着陆可能性占优，因而关注黄金在大选落地后的抛压、关注铜在降息前期超调后的机会。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。