

有色金属

2024年10月14日

Q4 商品价格或将大幅波动，黄金仍是占优之选

——行业月报

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

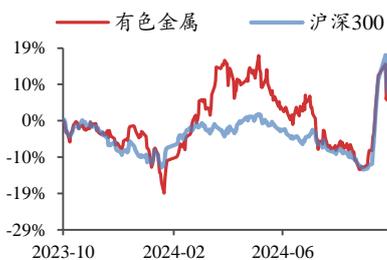
chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

证书编号：S0790123100016

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《天然铀供需矛盾维持，价格景气周期拉长——行业深度报告》-2024.9.24

《9月黄金权益或出现新击球点，看好铝价旺季走强——行业月报》-2024.9.8

《鉴古知今：降息前后，黄金波动率或将放大——行业深度报告》-2024.9.6

● 行业策略：海外不确定性增加，黄金 Q4 表现或仍相对占优

10月继续推荐黄金、氧化铝板块标的。2024Q4 美国大选及美联储降息节奏的不确定性或将再次主导商品价格波动。我们认为，2024Q4 大宗商品价格波动率或显著抬升。**贵金属来看**，Q4 随着海外降息节奏不确定性所引发的“滞胀或衰退交易”再次混沌，黄金仍是现阶段配置的占优之选。**基本金属方面**，铝土矿及氧化铝供给端收紧催化仍在持续发酵，氧化铝短缺矛盾或待 2025H2 出现缓和。短期继续看好具备一体化铝企及具备氧化铝外售敞口的企业。

● 自上而下：10-11 月黄金仍具备买点，防风险资产阶段占优

2024 年 10 月是美国大选前的关键月份，海外投资者或将再次就大选结果预期及美联储降息节奏预期进行博弈。12 月份，美联储降息的检验窗口出现，市场对于经济走弱的数据更加敏感，考虑到利率下降速度仍较慢（年内预期 100BP），经济软着陆或许存在被证伪的可能性，市场快速交易经济降温。因此，我们认为黄金在 10-11 月仍然具备买点。我们认为 2025H1 金价或仍存在二段上涨行情。推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

● 自下而上：继续看好具备一体化铝企及具备氧化铝外售敞口的企业

铝：展望四季度，电解铝基本面有望边际修复，目前全国电解铝产能利用率已达到较高水平，且四季度云南地区电解铝生产易受电力供应不稳定影响，电解铝产量边际或将减少；步入“金九银十”旺季，需求端改善明显。氧化铝价格上涨系结构性矛盾，随着产能释放，产业链利润转移利好下游电解铝厂，推荐标的：中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业，受益标的：中国铝业。

铜：2024 年前七月全球上游铜精矿库存持续消耗，而近期国内精炼铜库存化顺利，下游价格接受度或已提高，且节前国内利好政策频出叠加降息降准预期落地，需求预期边际改善将利好铜价。目前阻碍铜价的动力为海外铜高库存，需关注降息落地后，海外需求修复的拐点及库存去化情况。推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信、西部矿业、藏格矿业。

● 小金属：钼、锡价格预计全年高位运行，估值安全边际坚挺

钼：考虑到海外伴生矿产量下降，及国内供给增量有限，预计 2024 年钼矿供给仍维持偏紧。而在国内降息降准背景下，近期钢价出现反弹，盈利及预期改善下，钢厂备库意愿或提升，利好钼价上行。推荐标的有金钼股份。

锡：缅甸锡矿停产对供给端的实质性影响逐步兑现；全球半导体销售额继续增长，半导体库存周期拐点已现，或已进入主动累库阶段，关注下游主动扩产对锡消费的拉动。整体来看，锡的供需基本面依然强劲，支撑锡价高位运行。推荐标的有锡业股份、华锡有色。

风险提示：全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期；地产开工和竣工面积不及预期；各矿山项目进展超预期；地缘政治风险。

目 录

1、 月度策略：海外不确定性增加，黄金 Q4 表现或仍相对占优.....	4
1.1、 自上而下：10-11 月黄金仍具备买点，防风险资产阶段占优.....	4
1.2、 自下而上：继续看好具备一体化铝企及具备氧化铝外售敞口的企业.....	4
1.2.1、 铜：静待精炼铜库存去化及铜冶炼厂开启补库周期.....	4
1.2.2、 铝：四季度基本面边际改善，铝价有望高位运行.....	6
1.3、 小金属：锡、钨价格有望全年或持续维持高位运行.....	6
1.4、 跟踪品种：政策预期刺激情绪，贸易商主动补库抬升钢材价格.....	7
2、 月度跟踪：海外不确定性增加，黄金 Q4 表现或仍相对占优.....	8
2.1、 黄金：10-11 月黄金仍具备买点，防风险资产阶段占优.....	8
2.2、 铜：海内外呈现去化态势，下游需求或已逐步复苏.....	11
2.3、 锂：锂价低位震荡，旺季谨慎乐观.....	13
2.4、 铝：氧化铝价格高位，成本端支撑铝价.....	15
2.5、 锡：供给扰动频发，需求边际改善.....	18
2.6、 铁矿石：若政策力度持续烘托市场情绪，铁矿价格仍具有上行动力.....	20
2.7、 钢材：政策预期刺激情绪，贸易商主动补库抬升钢材价格.....	22
3、 风险提示.....	22

图表目录

图 1： 截至 10/09 当周，伦敦现货黄金为 2610.7 美元/盎司，同比+4.17%.....	8
图 2： 截至 10/10 当周，上海现货黄金为 590.89 元/克，同比+3.62%.....	8
图 3： 截至 10/09 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 876.26 吨，同比+1.57%.....	8
图 4： 截至 10/01 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 29.99 万张，同比+1.86%.....	8
图 5： 美国整体通胀下行趋势不改.....	9
图 6： 食品和二手车使得通胀粘性较强.....	9
图 7： 美国消费者信心指数企稳回升.....	9
图 8： 美国 PMI 制造业指数位于荣枯线以下.....	9
图 9： 美国就业市场表现超预期.....	10
图 10： 市场预期 2024 年 11 月降息 25BP 概率较大.....	10
图 11： 2024 年 9 月国内铜价维持在近五年高位（元/吨）.....	11
图 12： 2024 年 9 月 LME 铜价扭转连续下行趋势，环比提升 3.24%（美元/吨）.....	11
图 13： 2024 年 9 月国内 TC 费用维持低位（美元/干吨）.....	11
图 14： 2024 年 9 月 LME 铜价处于近月贴水（元/吨）.....	11
图 15： 2024 年 7 月全球精炼铜产量同比增加 6.21%（万吨）.....	12
图 16： 2024 年 7 月全球原生铜产量同比增加 11.08%（万吨）.....	12
图 17： 2024 年 8 月国内精炼铜供给小幅增加 0.36%（万吨）.....	12
图 18： 2024 年 8 月国内铜材产量同比增加 3.19%（万吨）.....	12
图 19： 2024 年 9 月国内阴极铜库存维持去化态势（万吨）.....	13
图 20： 2024 年 9 月 LME 铜库存环比下行 6.39%（万吨）.....	13
图 21： 截至 2024 年 10 月 9 日，锂精矿报价 785 美元/吨.....	13
图 22： 2024 年 8 月中国锂精矿进口约 64 万吨（实物量）.....	13
图 23： 截至 2024 年 10 月 8 日，电碳报价 7.7 万元/吨.....	14
图 24： 2024 年 8 月中国碳酸锂进口约 1.8 万吨.....	14

图 25: 截至 2024 年 10 月 9 日, 电氢报价 7.6 万元/吨.....	14
图 26: 2024 年 8 月中国氢氧化锂出口约 1.04 万吨.....	14
图 27: 2024 年 8 月三元材料排产环比+3.4% (万吨)	14
图 28: 2024 年 8 月磷酸铁锂排产环比+12.6% (万吨)	14
图 29: 2024 年 9 月内外盘铝价表现强势	15
图 30: 2024 年 8 月中国电解铝供给短缺 9.4 万吨 (万吨)	15
图 31: 云南省 9 月降水量环比继续下滑 (单位: 毫米)	15
图 32: 2024 年 8 月云南省水电 455 亿度, 月度环比+9% (亿度)	15
图 33: 截至 2024 年 9 月 30 日, 沪铝库存约 28 万吨.....	16
图 34: 截至 2024 年 10 月 7 日, LME 铝库存约 78 万吨.....	16
图 35: 铝土矿几内亚进口价格维持高位	16
图 36: 中国港口铝土矿库存水平处于低位.....	16
图 37: 2024 年 8 月氧化铝单吨理论利润约 1340 元/吨.....	17
图 38: 2024 年 8 月中国氧化铝产量 700.1 万吨, 环比-1% (单位: 万吨)	17
图 39: 2024 年 8 月电解铝单吨理论利润约 2475 元/吨.....	17
图 40: 2024 年 8 月大部分铝产品开工率环比提高 (%)	17
图 41: 2024 年 1~8 月中国房屋竣工面积累计同比-23.6%.....	18
图 42: 2024 年 8 月中国汽车产量同比-3% (万辆)	18
图 43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	18
图 44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅 (吨)	19
图 45: LME 锡库存震荡 (吨)	19
图 46: 2024 年 8 月缅甸锡精矿进口量环比下滑.....	19
图 47: 锡精矿加工费水平较低 (元/吨)	20
图 48: 截至 10/11 当周, PB 粉价格为 810 元/吨, 同比-12.43%.....	20
图 49: 截至 10/04 当周, 铁矿: 进口: 库存: 45 个港口 (周) 为 15052.92 万吨, 同比+32.21%, 环比持平.....	20
图 50: 截至 10/04 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历 (周) 为 228.02 万吨, 同比-7.69%, 环比+1.41%.21	21
图 51: 截至 10/04 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历 (周) 为 228.02 万吨, 同比-8.00%, 环比+1.41%.21	21
图 52: 截至 10/04 当周, 四大矿山发运量总和为 1723 万吨, 同比+1.80%, 环比-14.46%.....	21
图 53: 截至 10/04 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 2100 万吨, 同比-2.51%, 环比-29.31%.....	21
图 54: 截至 10/11 当周, 螺纹钢现货价格为 3780 万吨, 同比+1.61%, 环比+2.72%.....	22
图 55: 截至 10/04 当周, 螺纹钢需求 (农历) 为 187.51 万吨, 同比-32.48%, 环比-26.60%.....	22
图 56: 截至 10/04 当周, 螺纹钢总体库存为 453.09 万吨, 同比-36.06%, 环比+9.06%.....	22
图 57: 截至 10/04 当周, 螺纹钢产量为 225.14 万吨, 同比-11.45%, 环比+9.58%.....	22
表 1: 2024 年 8 月国内铜实际需求环比改善, 同比仍然拖累	5
表 2: 2024 年 1-6 月美国铜制品进口保持正增长	5
表 3: 2024 年 7 月巴西铜实际需求同比增长 4.31%.....	6

1、月度策略：海外不确定性增加，黄金 Q4 表现或仍相对占优

1.1、自上而下：10-11 月黄金仍具备买点，防风险资产阶段占优

9 月 30 日伦敦现货黄金价格收 2629.95 美元/盎司，9 月份上涨 4.6%，沪金收 595.25 元/克，8 月份上涨 3.8%。9 月受到实际降息带来的流动性冲击，以及对未来降息路径的一致性影响，金价不断冲击历史新高。沪金受到人民币汇率走强的影响，8 月上涨幅度小于伦敦金。

美国 9 月制造业 PMI 数据走弱，美国经济软着陆有待验证。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2，预期 47.5，前值 47.2，仍然低于预期并且连续第六个月低于荣枯线水平，美国制造业经济维持弱势运行，经济软着陆有待验证。其中，新订单指数依然低迷，录得 46.1，表明需求疲软，就业指数进一步下降至 43.9，表明制造业的劳动力市场较弱。

美国 9 月劳动力市场强劲，核心通胀出现反弹。美国 8 月新增非农就业 25.4 万人，预期 15 万人，前值由 14.2 万人修正至 15.9 万人，7 月份新增非农就业人数从 8.9 万人修正至 14.4 万人。修正后，7 月和 8 月新增就业人数合计较修正前高 7.2 万人。8 月失业率 4.1%，预期 4.2%，前值 4.2%。9 月就业数据好于预期显示劳动力市场依然强劲，美国经济仍具韧性。9 月美国 CPI 同比 2.40%，预期 2.30%，前值 2.50%；核心 CPI 同比 3.30%，预期 3.20%，前值 3.30%；整体 CPI 虽延续回落趋势，但是低于预期值，核心通胀超预期反弹，其中，食品与二手车是主要贡献项，当下来看，美国经济韧性仍存，需关注大选后美国“二次通胀”的风险。

10-11 月黄金仍具买点。美国通胀得到缓和的情况下，就业市场欣欣向荣，经济软着陆预期增强，11 月份降息幅度得到修正，市场认为 11 月美联储降息 25BP 的概率更大。同时 10 月是美国大选前的关键月份，考虑到实际降息 50BP 对于经济的刺激作用或许会展现在经济数据中，我们认为金价在 10 月-11 月或支撑力度较弱。12 月份，美联储降息的检验窗口出现，市场对于经济走弱的的数据更加敏感，考虑到利率下降速度仍较慢（年内预期 100BP），经济软着陆或许存在被证伪的可能性，随着市场预期交易转向美联储或快速降息或降息点数超预期，市场或将交易美国经济衰退，因此 10-11 月黄金将出现较好的入场时机。我们认为 2025H1 金价或仍存在二段上涨行情。推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

1.2、自下而上：继续看好具备一体化铝企及具备氧化铝外售敞口的企业

1.2.1、铜：静待精炼铜库存去化及铜冶炼厂开启补库周期

矿产铜方面，据 ICSG 数据，2024 年前七月全球矿产铜增速为 4.29%。其中，刚果（金）地区受益于卡莫阿项目、TFM 项目及部分小型矿山的增量，矿产铜产量同比增长约 12%；智利地区受益于 Escondida 等矿山的生产恢复，矿产铜产量同比小幅增长约 2.3%。

电解铜方面，据 ICSG 数据，2024 年前七月全球精炼铜产量同比增长 5.86%，其中原生精炼铜产量同比增长 6.06%，再生精炼铜同比增长 4.86%。考虑到全球精炼铜增速仍高于矿山铜产量增速，铜精矿库存进一步消耗背景下，补库行情愈发临近。

需求方面，国内 8 月实际铜需求数据环比增加 11.15%，改善明显。6 月-8 月主

要铜制品出口仍环比增长,整体表现相对稳健,叠加9月-10月为国内内需传统旺季,预计国内铜库存去化相对顺畅,从数据看,9月底国内铜库存为14.16万吨,较八月底的24.17万吨去化明显。而近期海内外价差有所收窄,国内铜出口移仓逻辑也同样受阻,后续海外铜库存去化或需通过自身需求的改善来实现。

表1: 2024年8月国内铜实际需求环比改善,同比仍然拖累

中国铜表观&实际需求月度跟踪 (2024.8)					
单位: 万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2023-01	108.5	39.9	-37.1	20.5	90.8
2023-02	93.6	32.0	-31.4	16.3	78.0
2023-03	109.4	30.1	-34.9	23.6	81.0
2023-04	105.7	32.2	-34.5	24.4	79.0
2023-05	122.0	37.0	-39.7	25.6	93.5
2023-06	110.9	36.8	-36.9	23.2	87.6
2023-07	106.7	36.7	-35.8	23.6	84.0
2023-08	124.6	39.8	-41.1	22.7	100.6
2023年1-8月	881.3	284.4	-291.4	179.8	694.5
2024-01	125.2	44.3	-42.4	27.7	99.5
2024-02	95.6	31.4	-31.7	21.1	74.2
2024-03	108.5	38.0	-36.6	25.6	84.2
2024-04	115.3	34.8	-37.5	26.3	86.2
2024-05	112.3	36.1	-37.1	24.6	86.7
2024-06	102.1	20.7	-30.7	24.6	67.5
2024-07	108.8	29.9	-34.7	25.4	78.7
2024-08	122.1	31.5	-38.4	27.7	87.5
2024年1-8月	889.9	266.6	-289.1	202.9	664.4

数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 2024年1-6月美国铜制品进口保持正增长

美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2024.6)					
单位: 万吨	美国铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	美国铜制品进口	美国实际铜需求
2023-01	13.4	0.5	-3.5	29.9	40.2
2023-02	11.1	0.4	-2.9	27.9	36.5
2023-03	17.9	0.4	-4.6	32.2	45.8
2023-04	16.2	0.4	-4.1	31.8	44.2
2023-05	14.4	0.3	-3.7	34.7	45.8
2023-06	14.7	0.3	-3.8	35.7	44.9
2023年1-6月	87.6	2.2	-22.4	192.1	257.3
2024-01	17.3	0.2	-4.4	34.5	47.7
2024-02	10.3	0.3	-2.6	34.3	42.2
2024-03	11.5	0.2	-2.9	33.7	42.5
2024-04	10.1	0.7	-2.7	34.4	42.5
2024-05	13.2	0.7	-3.5	32.2	42.7
2024-06	11.4	0.6	-3.0	32.0	41.0
2024年1-6月	73.9	2.8	-19.2	201.0	258.5

数据来源：UN COMTRADE、开源证券研究所

表3：2024年7月巴西铜实际需求同比增长4.31%

巴西铜表观&实际需求月度跟踪（2024.7）					
单位：万吨	巴西铜表观需求	铜材净出口	新废铜（25%）	巴西铜制品进口	巴西实际铜需求
2023-01	3.8	-0.1	0.9	1.0	3.8
2023-02	5.7	-0.1	1.4	0.9	5.1
2023-03	2.9	-0.1	0.7	0.9	3.1
2023-04	2.9	0.0	0.7	0.9	3.1
2023-05	4.3	-0.1	1.0	1.3	4.4
2023-06	1.4	-0.1	0.3	1.1	2.1
2023-07	3.7	-0.1	0.9	1.3	3.9
2023年1-7月	24.7	-0.7	6.0	7.4	25.4
2024-01	3.1	-0.2	0.7	1.5	3.7
2024-02	4.4	-0.1	1.1	1.2	4.4
2024-03	3.6	-0.1	0.9	1.6	4.2
2024-04	3.9	-0.2	0.9	1.3	4.2
2024-05	3.8	-0.1	0.9	1.6	4.3
2024-06	4.5	-0.1	1.1	2.7	5.9
2024-07	3.6	0.0	0.9	1.4	4.1
2024年1-7月	26.9	-0.9	6.5	11.3	30.9

数据来源：UN COMTRADE、开源证券研究所

1.2.2、铝：四季度基本面边际改善，铝价有望高位运行

氧化铝：供给端影响频发，关注四季度新增产能投产对基本面的影响。2024年10月8日，郑州市发布重污染天气橙色预警，自2024年10月8日22时启动重污染天气Ⅱ级响应，或将对当地铝土矿生产及复产进度造成一定影响，加剧铝土矿供应紧张局势。近日氧化铝现货价格上调至4100元/吨，主要系国庆节前部分下游积极补库，带动现货市场散单成交活跃所致，行业的高利润虽然刺激了氧化铝厂商的生产积极性，但基本面拐点的到来仍需新增产能的投放，需持续关注中铝华昇等新增氧化铝项目的投产季度以及进口矿的到港情况。

电解铝：旺季来临，基本面边际修复支撑铝价。截至2024年10月9日，电解铝报价约2.04万元/吨，较9月初上涨5%，主要系9月美联储降息，叠加国内央行下调存款准备金率等一些列组合拳释放流动性，宏观情绪转暖所致，叠加步入旺季下游需求回暖，铝锭社会库存加速去库，截至2024年10月7日，铝锭社会库存达67.3万吨，较9月初去库13万吨。展望四季度，电解铝基本面有望边际修复，供给端来看，目前全国电解铝产能利用率已达到较高水平，且四季度云南地区电解铝生产易受电力供应不稳定影响，电解铝产量边际或将减少；需求端来看，步入“金九银十”旺季，需求端改善明显，2024年9月铝水转化率较8月回升明显，预计四季度电解铝需求边际修复，铝价有望持续维持高位。推荐标的有**中国宏桥、天山铝业、云铝股份、南山铝业**，受益标的有**中国铝业**。

1.3、小金属：锡、钨价格有望全年或持续维持高位运行

锡：供给难有改善，支撑锡价高位运行。截至2024年10月9日，精锡报价达

26.5 万元/吨，较 9 月初上涨 3%，但供应扰动仍存，需求端缓慢复苏，锡价或将高位震荡。**供应端来看**，2024 年 8 月，国内精锡产量约 1.55 万吨，同比+45.6%，环比-2.9%，8 月国内进口锡精矿 0.88 万吨，同比-67.4%，环比-41.4%，其中自缅甸地区进口 2894 吨，同比-87.3%，环比-57.7%，缅甸锡矿停产对供给端的实质性影响逐步兑现；**需求端来看**，全球半导体销售额继续增长，半导体库存周期拐点已现，或已进入主动累库阶段，关注下游主动扩产对锡消费的拉动。整体来看，锡的供需基本面依然强劲，支撑锡价高位运行。推荐标的有**锡业股份、华锡有色**。

钼：预计 2024 年钼利润中枢稳定，股息政策支持中期配置价值。截至 2024 年 9 月末，钼精矿月均价为 3725.00 元/吨度，同比增长 2.19%，钼铁月均价为 24.10 元/吨，同比增长 2.01%。考虑到海外伴生矿产量下降，以及国内供给增量有限，预计 2024 年钼矿供给偏紧不变。在国内降息降准背景下，近期钢价出现反弹，盈利及预期改善下，钢厂备库意愿或提升，利好钼价上行。推荐标的有**金钼股份**。

1.4、跟踪品种：政策预期刺激情绪，贸易商主动补库抬升钢材价格

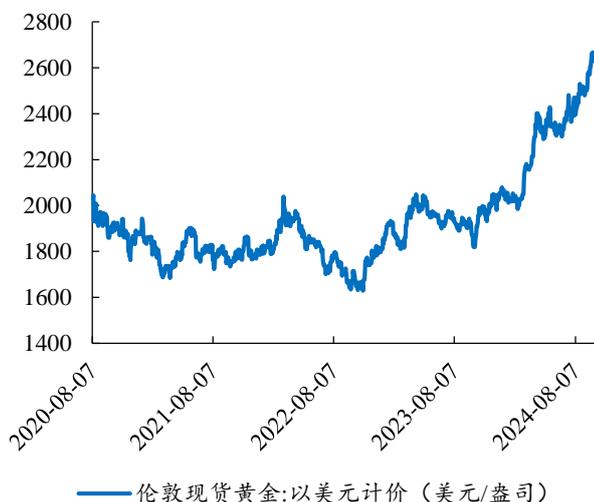
铁矿石：若政策力度持续烘托市场情绪，铁矿价格仍具有上行动力。截至 10/04 当周，247 家钢铁企业铁水日均产量为 228.02 万吨，同比-7.69%，环比+1.41%。45 个港口库存为 15052.92 万吨，同比+32.21%，环比持平，9 月需求进入季节性旺季，叠加“924”一揽子大规模经济刺激计划出台，“926”政治局会议释放积极信号，稳定产、稳股市、稳经济，市场情绪较为乐观，铁水复苏，钢厂盈利率增加，未来铁水有进一步上行空间，同时市场仍对财政政策有较大预期，虽然铁矿石库存高企，但是若政策力度持续烘托市场情绪，铁矿价格仍具有上行动力。但中长期铁矿库存仍高，供给端四大矿山前期发运量较高，或对远月矿石价格形成压力。

钢材：政策预期刺激情绪，贸易商主动补库抬升钢材价格。截至 10/11 当周，螺纹钢现货价格为 3780 万吨，同比+1.61%，环比+2.72%，螺纹钢总体库存为 453.09 万吨，同比-36.06%，环比+9.06%。9 月下旬，钢材价格上行较快，主要原因有（1）螺纹钢等成材绝对价格位于较低位置，存在估值抬升可能。（2）政策刺激市场预期，股市、商品价格齐涨。（3）螺纹钢钢厂库存与社会库存均位于较低位置，社会库存抬升明显，钢厂库存仍位于低位，贸易商主动补库行为抬升价格。我们认为，情绪刺激下，成材带动炉料上涨是此轮黑色上涨的逻辑。后续市场仍对财政政策存有预期，但是由于此轮上涨较为迅速，缺乏需求的配合，后市需要警惕财政不及预期导致的较大幅度回调。

2、月度跟踪：海外不确定性增加，黄金 Q4 表现或仍相对占优

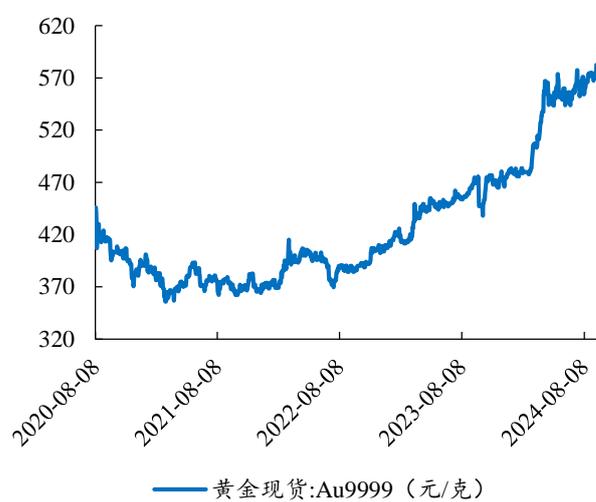
2.1、黄金：10-11 月黄金仍具备买点，防风险资产阶段占优

图1：截至 10/09 当周，伦敦现货黄金为 2610.7 美元/盎司，同比+4.17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 10/10 当周，上海现货黄金为 590.89 元/克，同比+3.62%



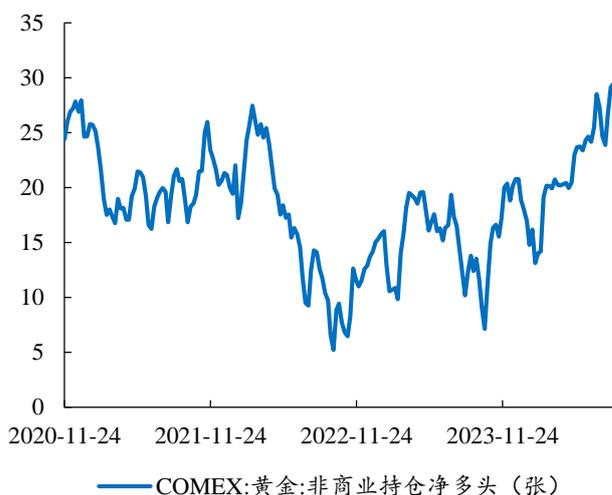
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 10/09 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 876.26 吨，同比+1.57%



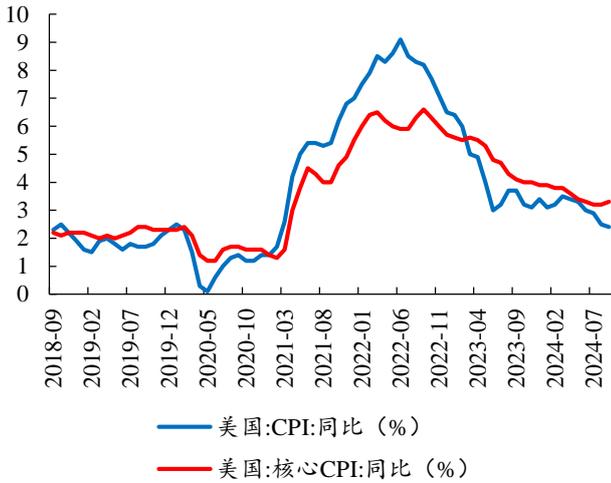
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至 10/01 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 29.99 万张，同比+1.86%



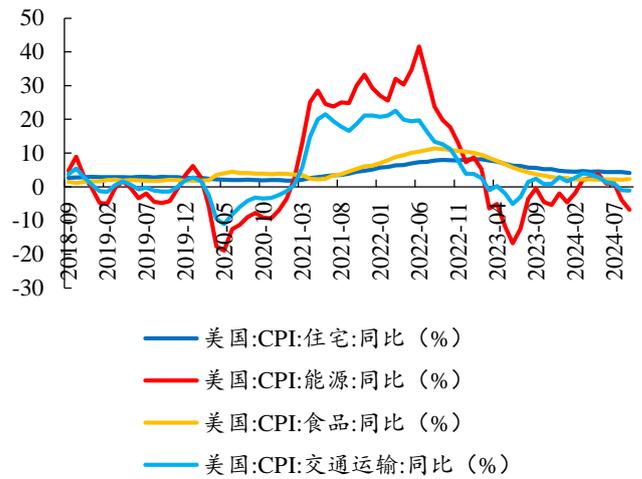
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国整体通胀下行趋势不改



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：食品和二手车使得通胀粘性较强



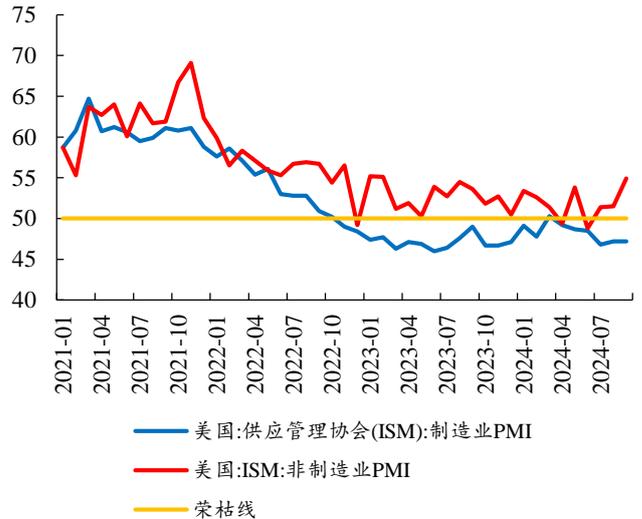
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国消费者信心指数企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国PMI制造业指数位于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国就业市场表现超预期

单位：千人	就业人数		就业新增		2024-09			
	2024-09	2024-08	2024-09	2024-08	就业新增	环比增加	权重	贡献率
非农就业人数	159,105	158,851	254	159	254	0.16%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,859	21,838	21	5	21	0.10%	13.74%	8.27%
采矿业	639	636	3	1	3	0.47%	0.40%	1.18%
建筑业	8,303	8,278	25	31	25	0.30%	5.22%	9.84%
制造业	12,917	12,924	-7	-27	-7	-0.05%	8.12%	-2.76%
私人服务生产	113,825	113,623	202	109	202	0.18%	71.54%	79.53%
批发业	6,178	6,176	2	0	2	0.03%	3.88%	0.75%
零售业	15,668	15,653	16	-9	16	0.10%	9.85%	6.14%
运输仓储业	6,604	6,613	-9	3	-9	-0.13%	4.15%	-3.39%
公用事业	594	591	3	0	3	0.58%	0.37%	1.34%
信息业	2,996	2,992	4	-7	4	0.13%	1.88%	1.57%
金融活动	9,259	9,254	5	10	5	0.05%	5.82%	1.97%
专业和商业服务	22,989	22,972	17	-4	17	0.07%	14.45%	6.69%
教育和保健服务	26,544	26,463	81	60	81	0.31%	16.68%	31.89%
休闲和酒店业	17,075	16,997	78	53	78	0.46%	10.73%	30.71%
其他服务业	5,918	5,914	4	2	4	0.07%	3.72%	1.57%
政府	23,421	23,390	31	45	31	0.13%	14.72%	12.20%
联邦政府	2,999	2,997	2	1	2	0.07%	1.88%	0.79%
州政府	5,483	5,470	13	11	13	0.24%	3.45%	5.12%
地方政府	14,939	14,923	16	33	16	0.11%	9.39%	6.30%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：市场预期 2024 年 11 月降息 25BP 概率较大

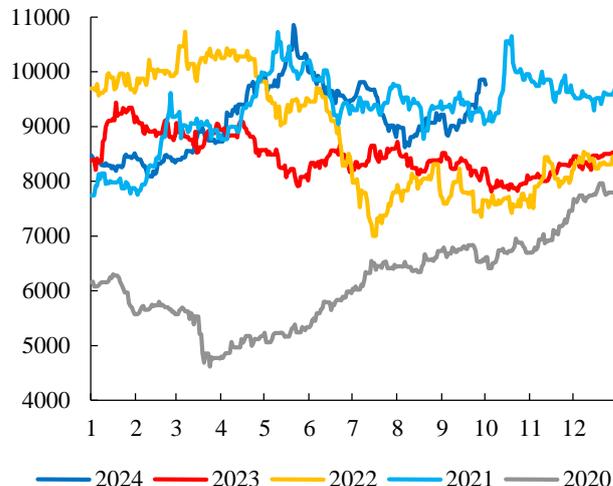
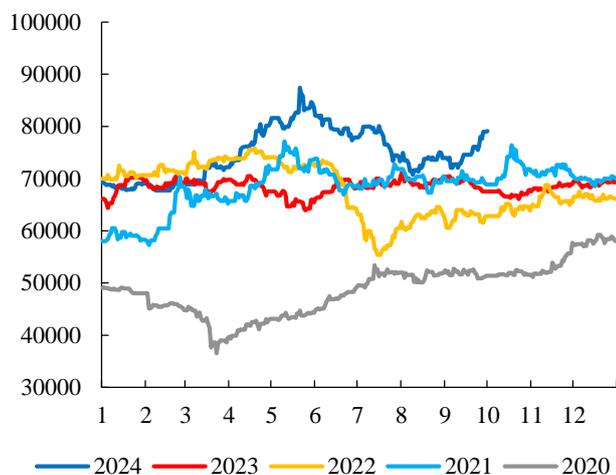
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	78.2%	21.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.0%	22.7%	0.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.3%	6.0%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.1%	40.6%	12.0%	1.3%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.8%	43.1%	25.2%	6.2%	0.6%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	35.5%	32.7%	14.2%	3.0%	0.3%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	4.9%	21.6%	34.5%	26.4%	10.4%	2.0%	0.2%	0.0%
2025/9/17	0.0%	1.7%	10.7%	26.0%	31.7%	20.9%	7.5%	1.4%	0.1%	0.0%
2025/10/29	0.4%	3.8%	14.3%	27.4%	29.2%	17.7%	6.1%	1.1%	0.1%	0.0%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 10 月 10 日）

2.2、铜：海内外呈现去化态势，下游需求或已逐步复苏

图11：2024年9月国内铜价维持在近五年高位（元/吨）

图12：2024年9月LME铜价扭转连续下行趋势，环比提升3.24%（美元/吨）

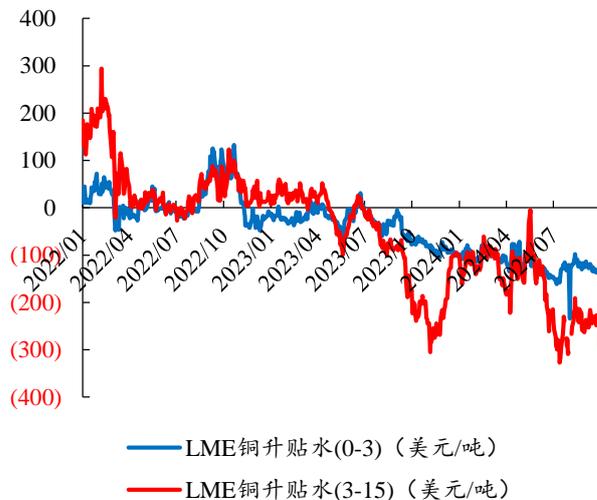
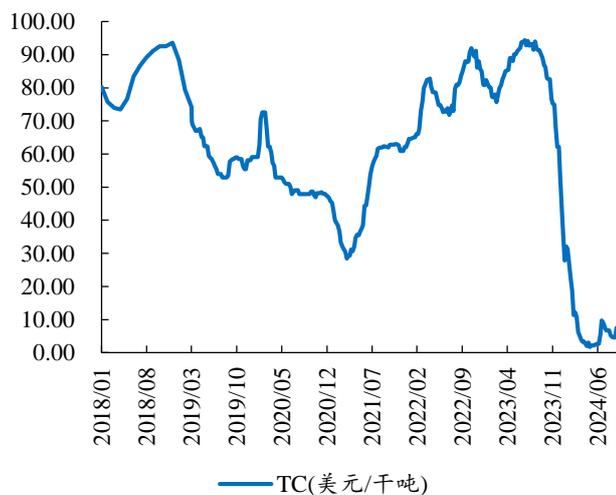


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年9月国内TC费用维持低位（美元/千吨）

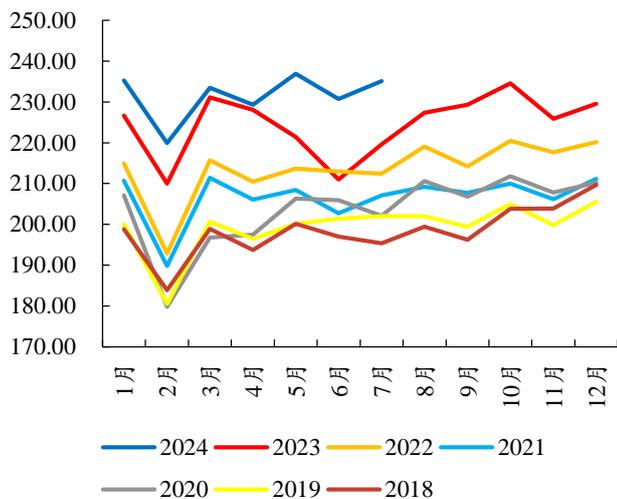
图14：2024年9月LME铜价处于近月贴水（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

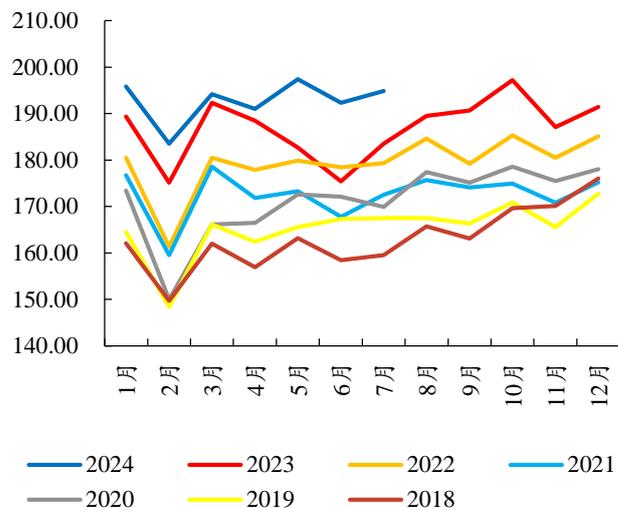
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2024年7月全球精炼铜产量同比增加6.21%(万吨)



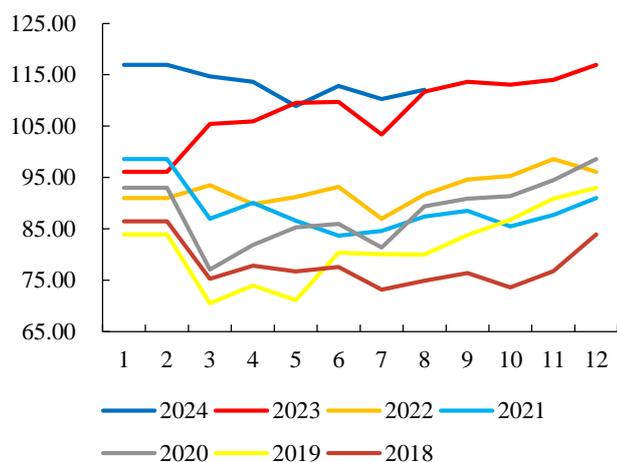
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图16: 2024年7月全球原生铜产量同比增加11.08%(万吨)



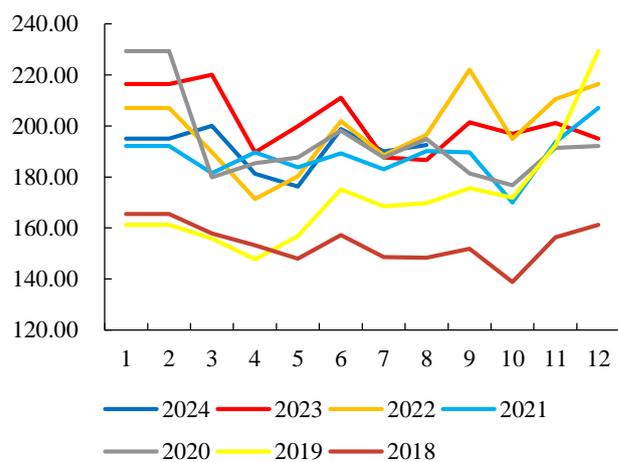
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图17: 2024年8月国内精炼铜供给小幅增加0.36%(万吨)



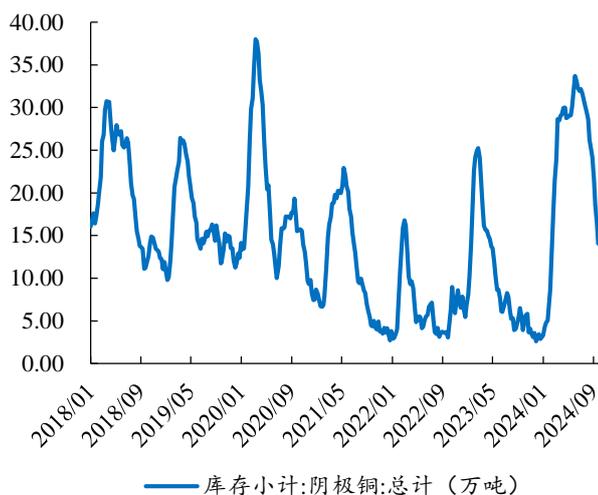
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2024年8月国内铜材产量同比增加3.19%(万吨)



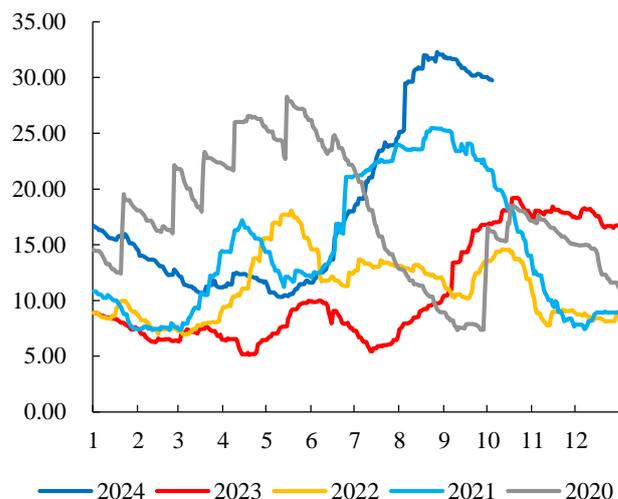
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19：2024年9月国内阴极铜库存维持去化态势(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

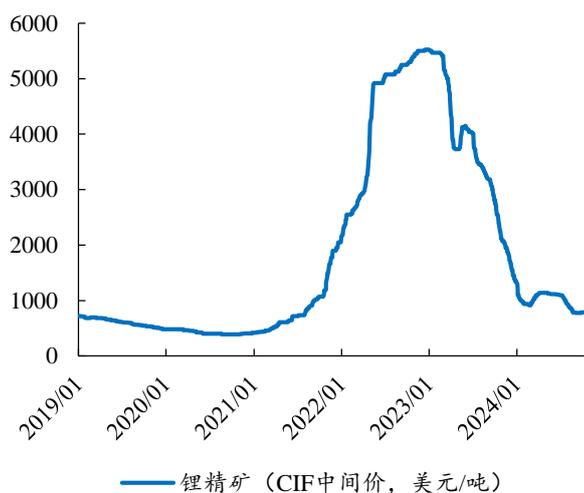
图20：2024年9月LME铜库存环比下行6.39%(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

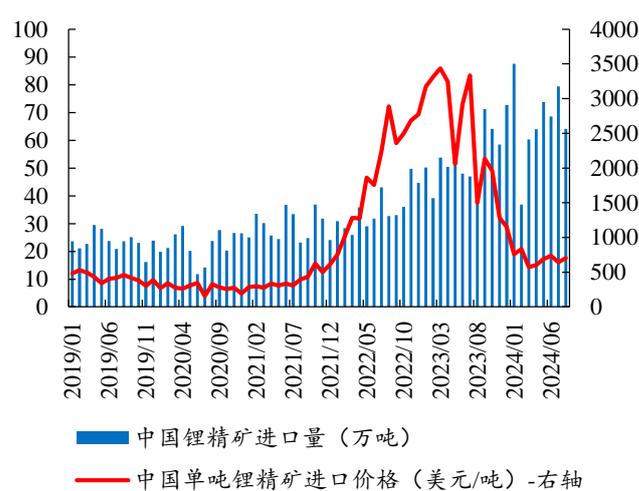
2.3、锂：锂价低位震荡，旺季谨慎乐观

图21：截至2024年10月9日，锂精矿报价785美元/吨



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图22：2024年8月中国锂精矿进口约64万吨(实物量)



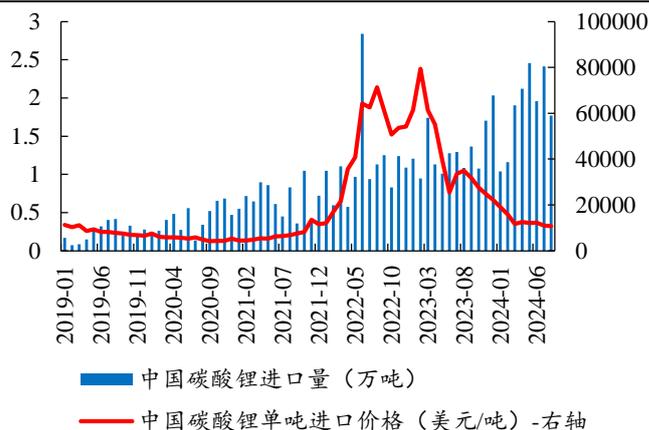
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图23: 截至 2024 年 10 月 8 日, 电碳报价 7.7 万元/吨



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图24: 2024 年 8 月中国碳酸锂进口约 1.8 万吨



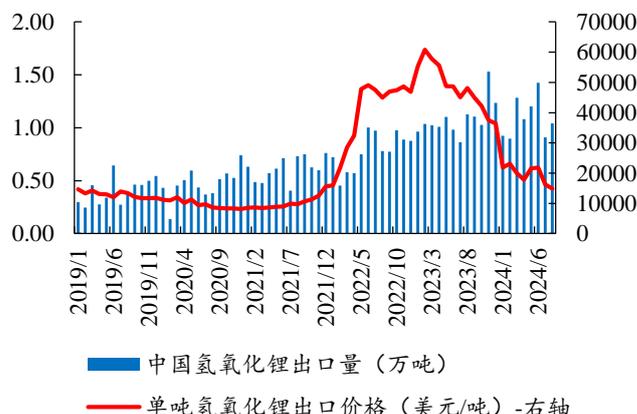
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图25: 截至 2024 年 10 月 9 日, 电氢报价 7.6 万元/吨



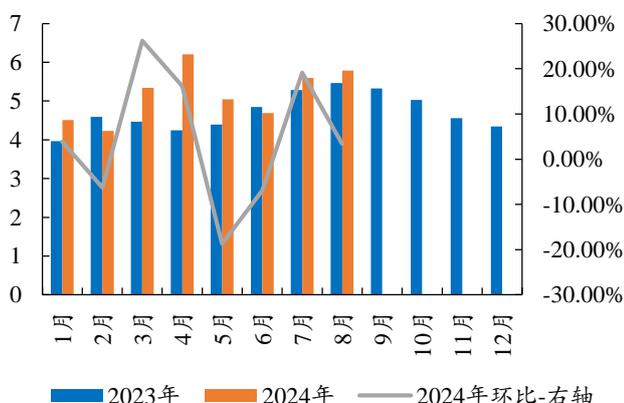
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图26: 2024 年 8 月中国氢氧化锂出口约 1.04 万吨



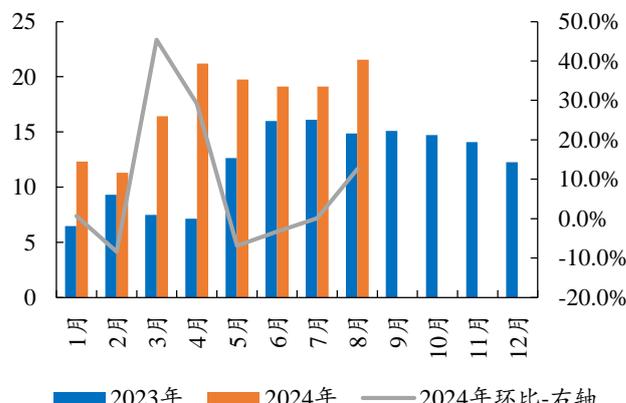
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 2024 年 8 月三元材料排产环比+3.4% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

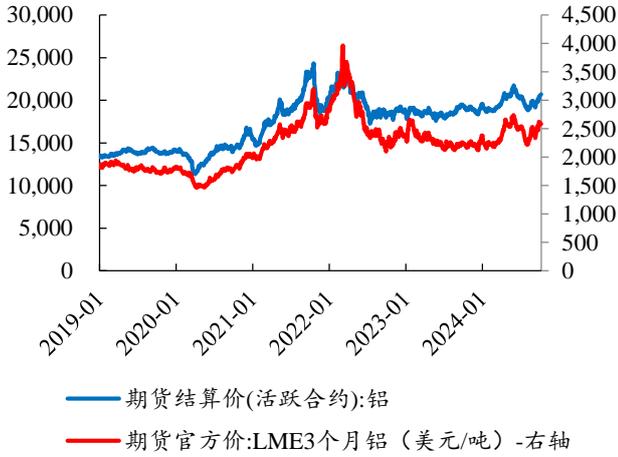
图28: 2024 年 8 月磷酸铁锂排产环比+12.6% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

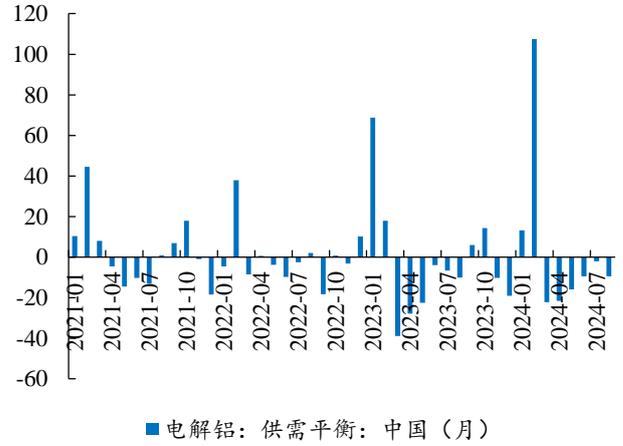
2.4、铝：氧化铝价格高位，成本端支撑铝价

图29：2024年9月内外盘铝价表现强势



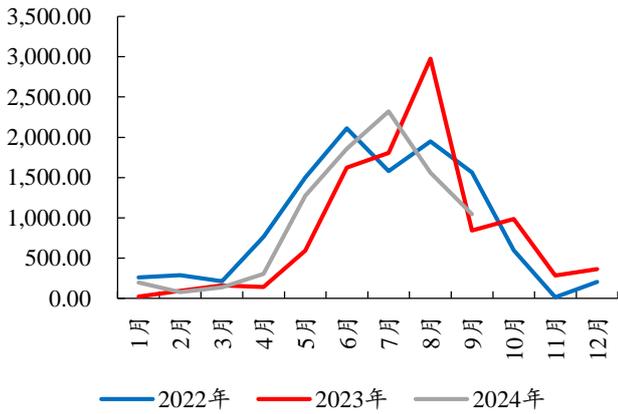
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024年8月中国电解铝供给短缺9.4万吨(万吨)



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

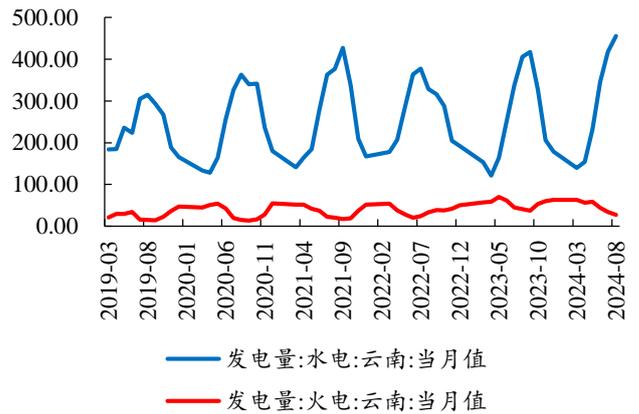
图31：云南省9月降水量环比继续下滑(单位：毫米)



数据来源：Wind、开源证券研究所

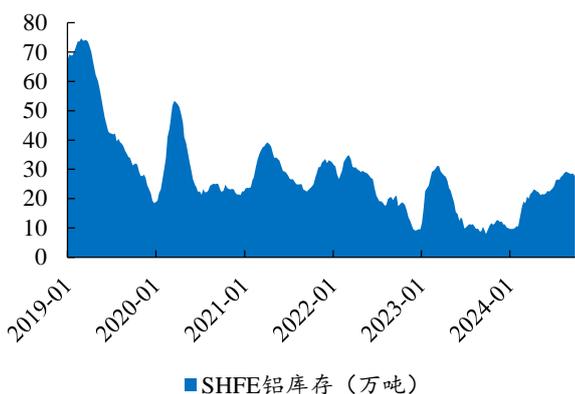
注：为云南省11个市降雨量合计值

图32：2024年8月云南省水电455亿度，月度环比+9%(亿度)



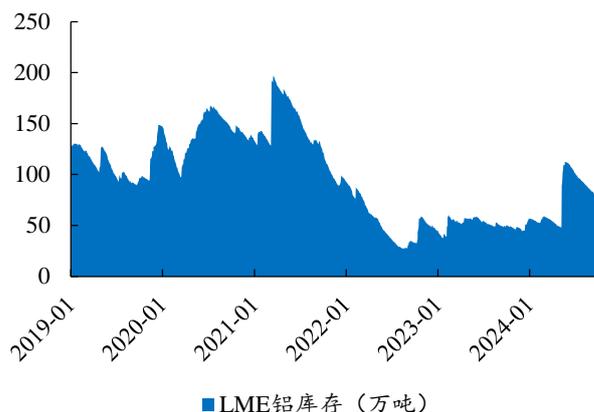
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 截至 2024 年 9 月 30 日, 沪铝库存约 28 万吨



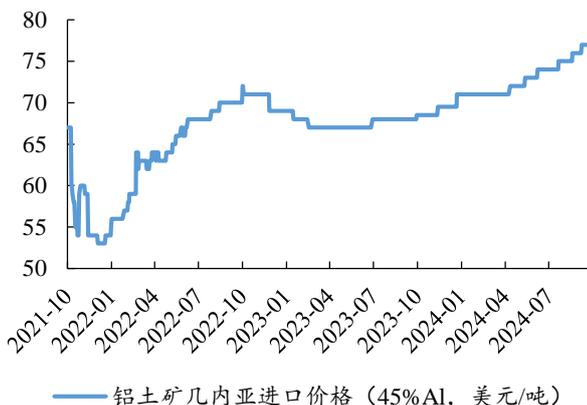
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 截至 2024 年 10 月 7 日, LME 铝库存约 78 万吨



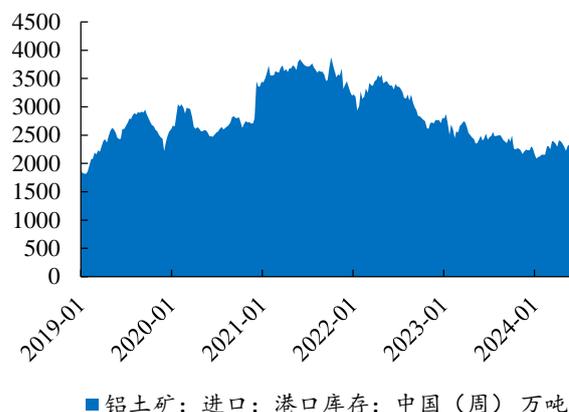
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 铝土矿几内亚进口价格维持高位



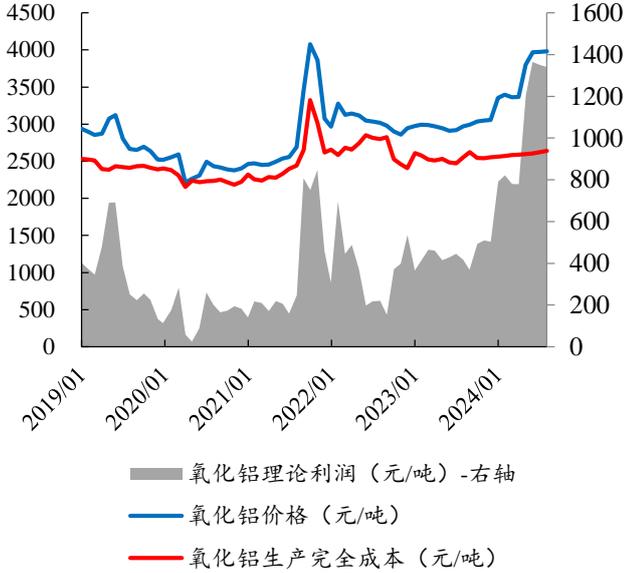
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图36: 中国港口铝土矿库存水平处于低位



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

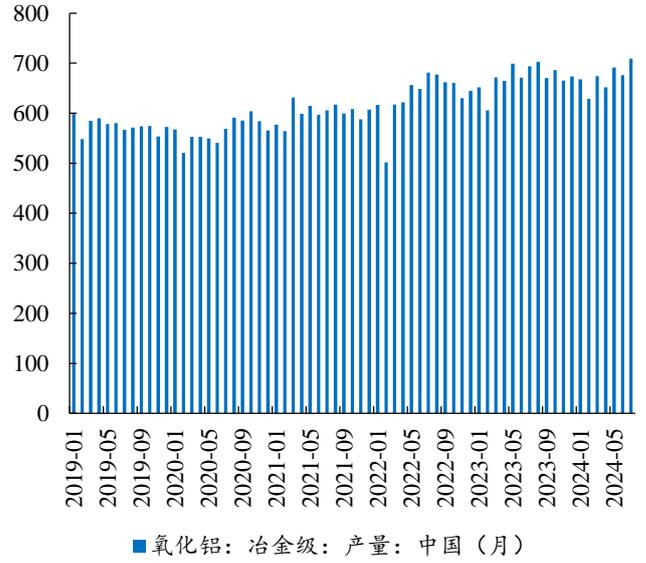
图37：2024年8月氧化铝单吨理论利润约1340元/吨



数据来源：MySteel、开源证券研究所

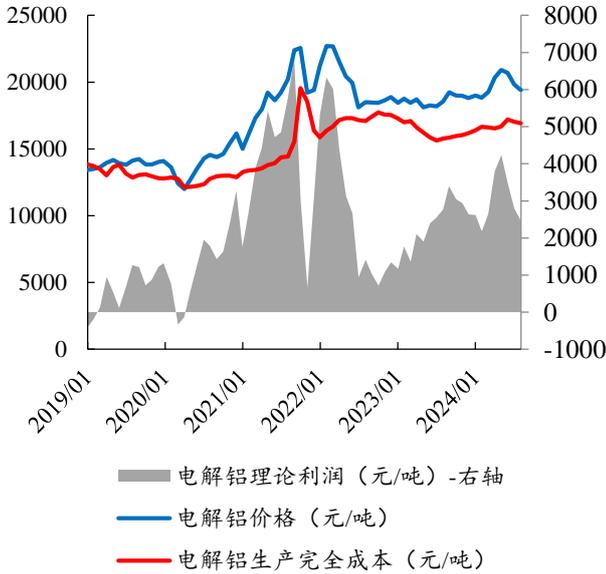
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图38：2024年8月中国氧化铝产量700.1万吨,环比-1%
(单位:万吨)



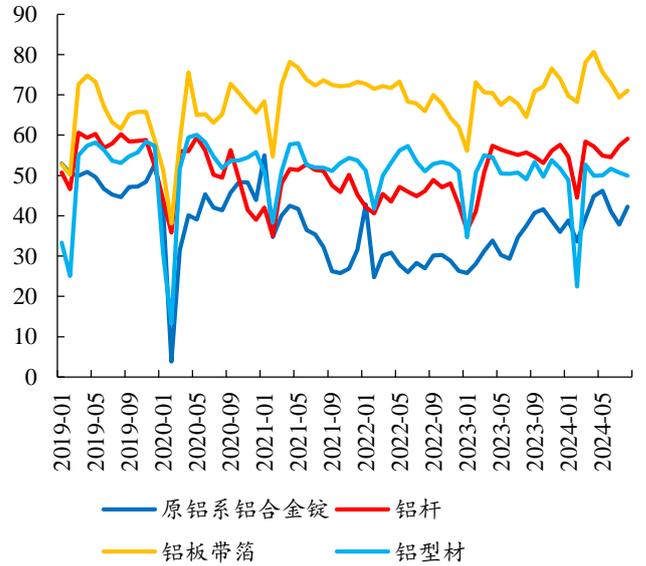
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图39：2024年8月电解铝单吨理论利润约2475元/吨



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图40：2024年8月大部分铝产品开工率环比提高(%)



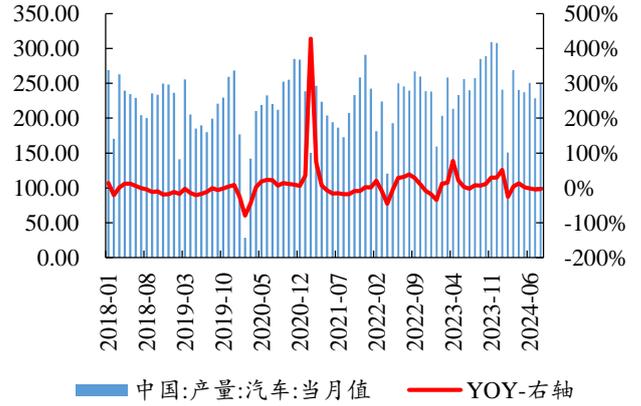
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图41: 2024年1~8月中国房屋竣工面积累计同比-23.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 2024年8月中国汽车产量同比-3% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

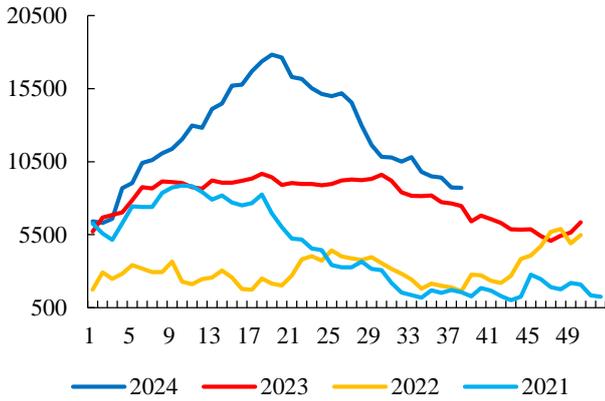
2.5、锡: 供给扰动频发, 需求边际改善

图43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



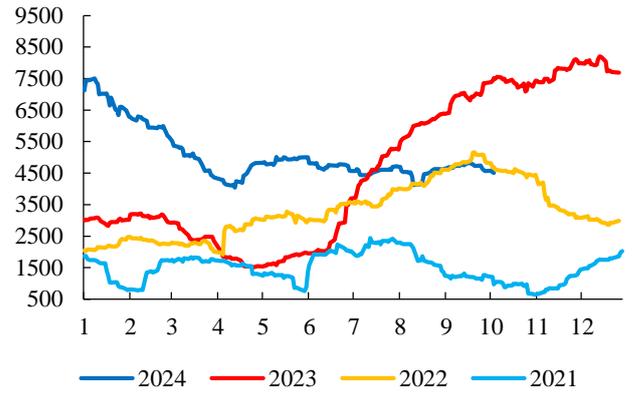
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅(吨)



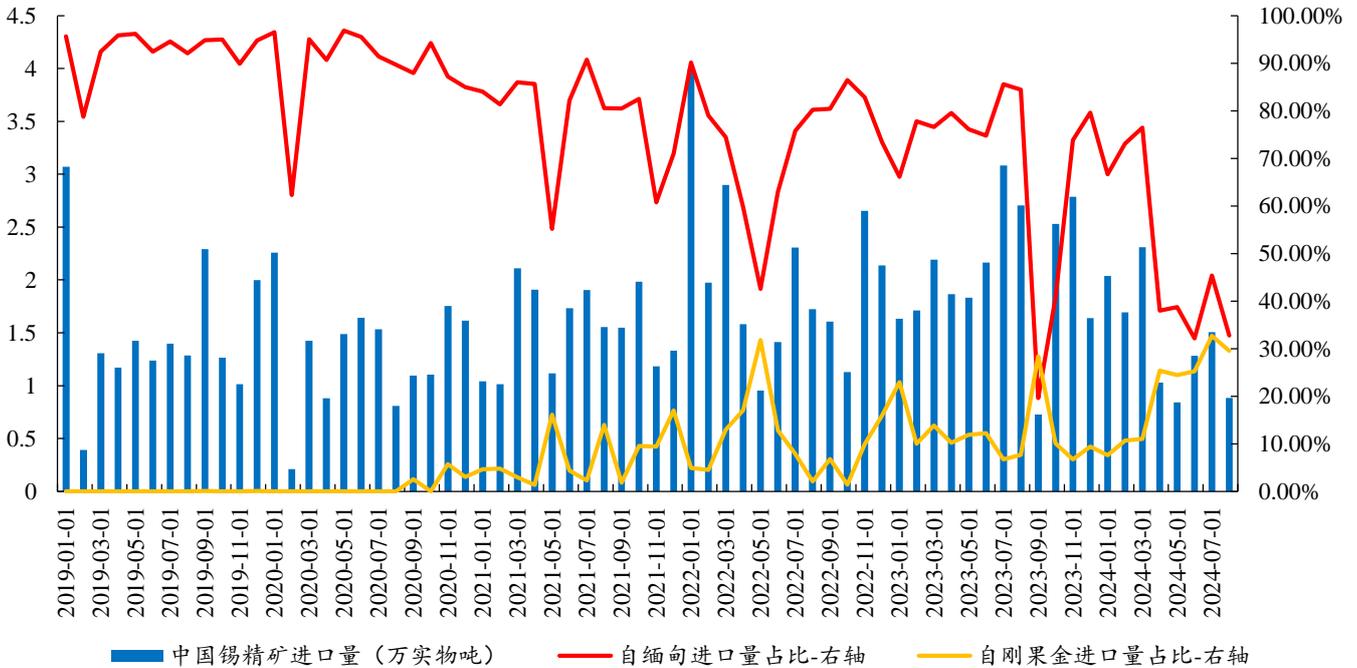
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: LME 锡库存震荡(吨)



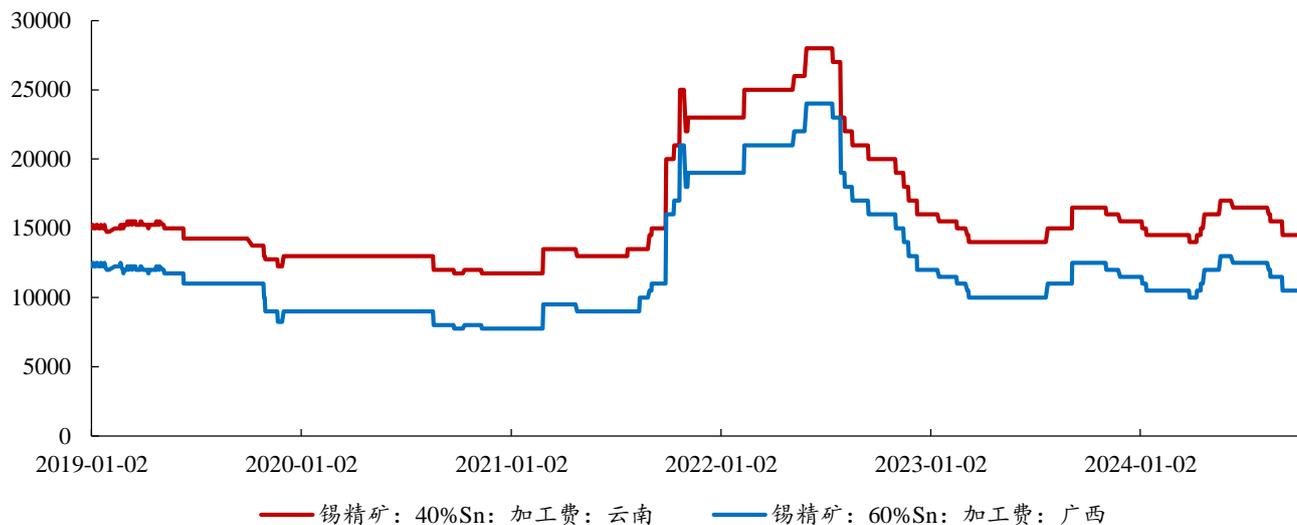
数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 2024年8月缅甸锡精矿进口量环比下滑



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

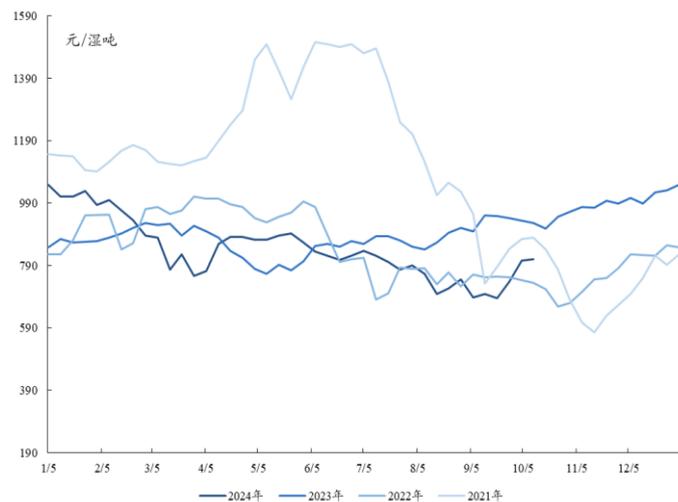
图47：锡精矿加工费水平较低（元/吨）



数据来源：MySteel、开源证券研究所

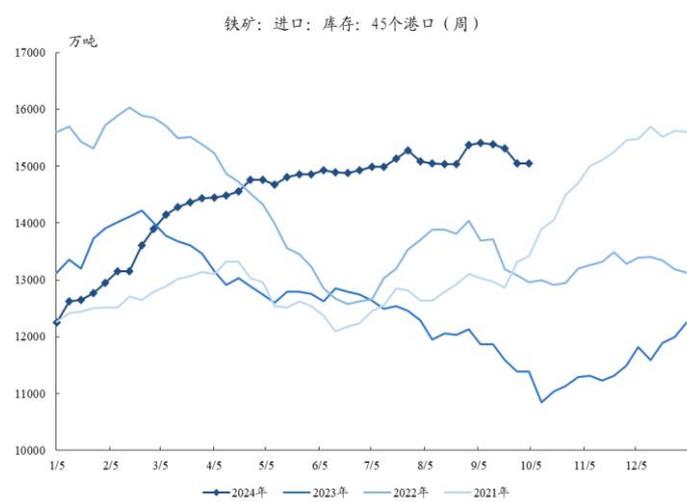
2.6、铁矿石：若政策力度持续烘托市场情绪，铁矿价格仍具有上行动力

图48：截至10/11当周，PB粉价格为810元/吨，同比-12.43%



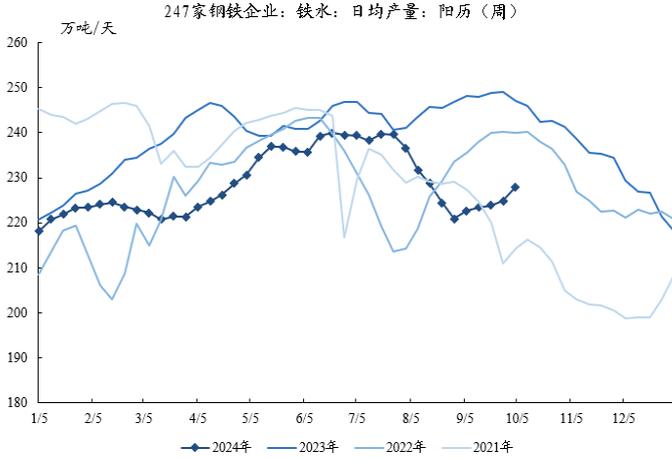
数据来源：MySteel、开源证券研究所

图49：截至10/04当周，铁矿：进口：库存：45个港口（周）为15052.92万吨，同比+32.21%，环比持平



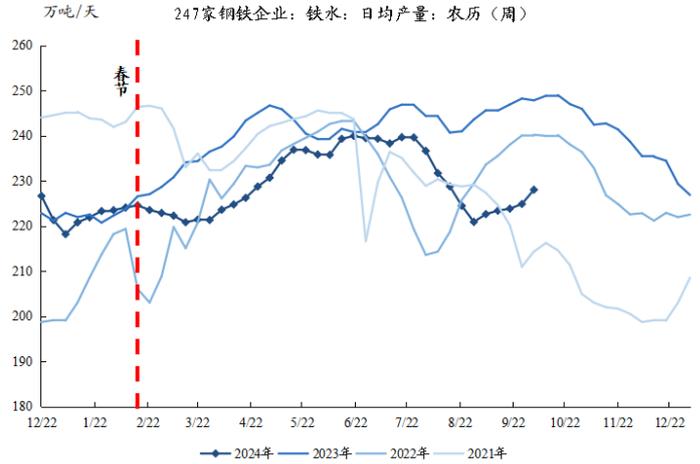
数据来源：MySteel、开源证券研究所

图50: 截至 10/04 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历(周) 为 228.02 万吨, 同比-7.69%, 环比+1.41%



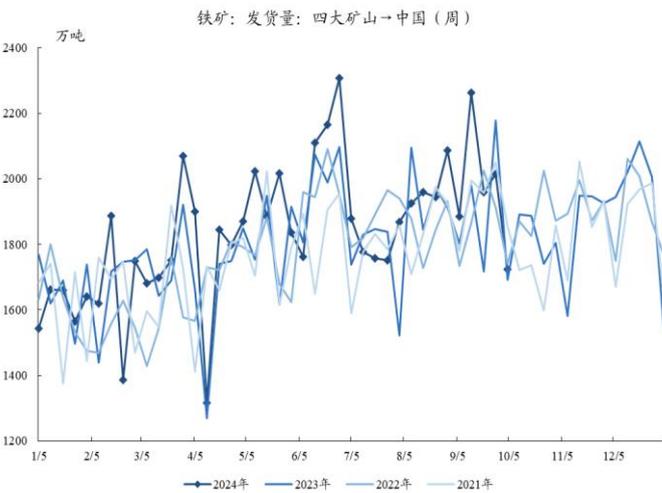
数据来源: MySteel、开源证券研究所

图51: 截至 10/04 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历(周) 为 228.02 万吨, 同比-8.00%, 环比+1.41%



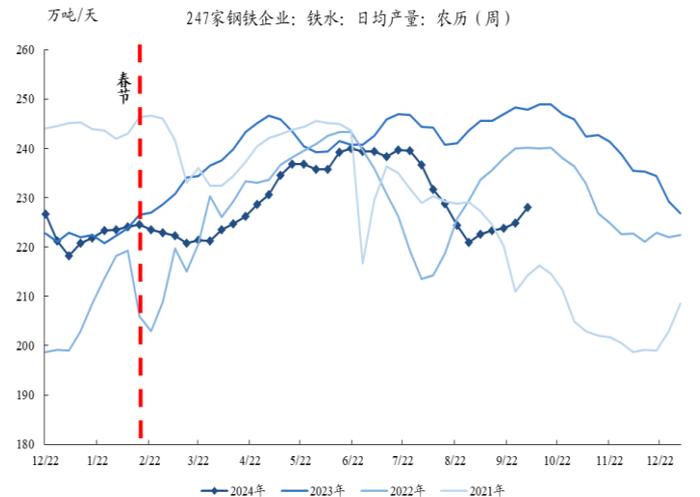
数据来源: MySteel、开源证券研究所

图52: 截至 10/04 当周, 四大矿山发运量总和为 1723 万吨, 同比+1.80%, 环比-14.46%



数据来源: MySteel、开源证券研究所

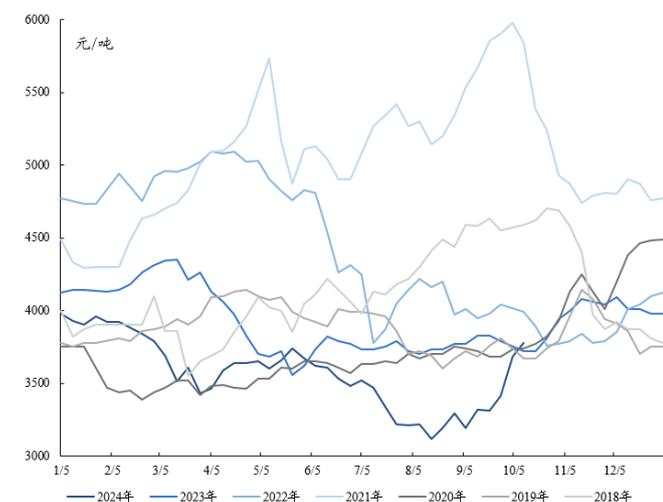
图53: 截至 10/04 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口(周) 为 2100 万吨, 同比-2.51%, 环比-29.31%



数据来源: MySteel、开源证券研究所

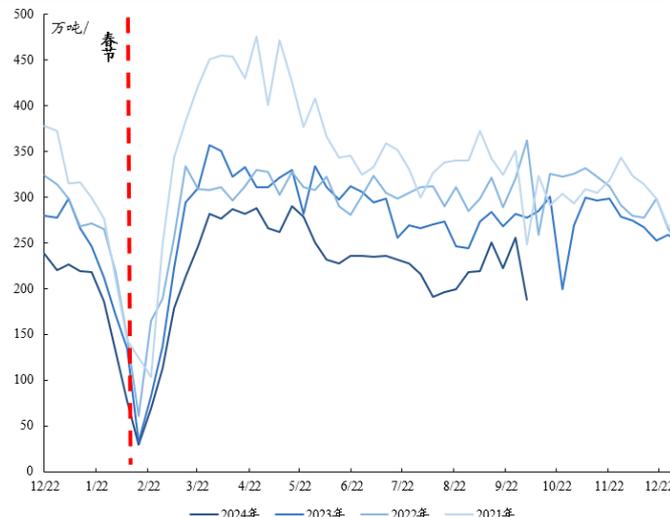
2.7、钢材：政策预期刺激情绪，贸易商主动补库抬升钢材价格

图54：截至10/11当周，螺纹钢现货价格为3780万吨，同比+1.61%，环比+2.72%



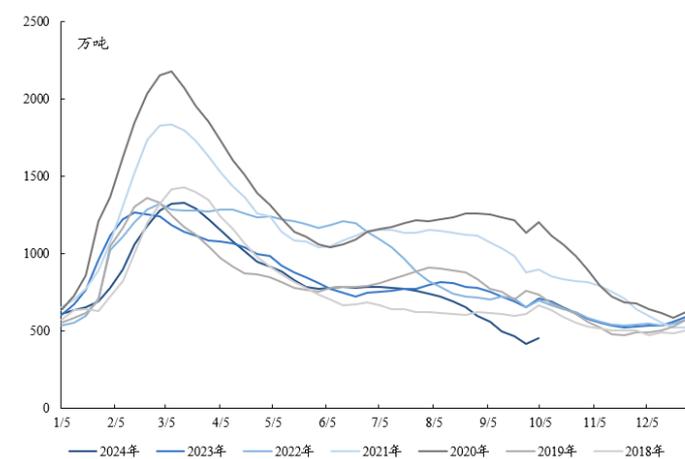
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图55：截至10/04当周，螺纹钢需求（农历）为187.51万吨，同比-32.48%，环比-26.60%



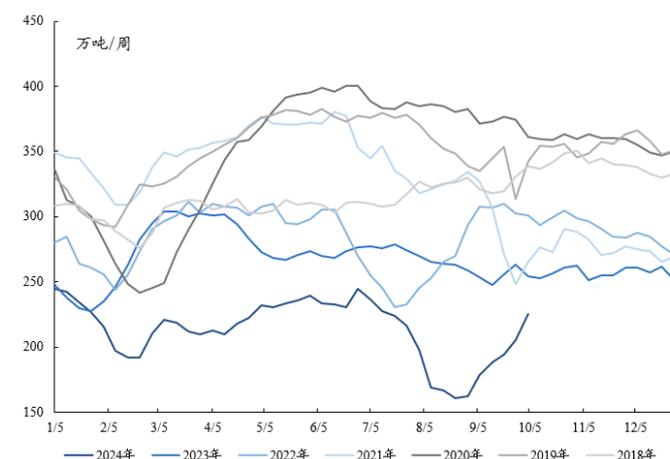
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图56：截至10/04当周，螺纹钢总体库存为453.09万吨，同比-36.06%，环比+9.06%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图57：截至10/04当周，螺纹钢产量为225.14万吨，同比-11.45%，环比+9.58%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

3、风险提示

(1) 全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期，各品种下游需求不及预期可能会导致价格下跌。

(2) 地产开工和竣工面积不及预期，地产开工影响钢铁需求，竣工对铜铝需求有一定影响；

(3) 各矿山项目进展超预期，各品种相关矿山进展超预期会加剧供给侧释放，进而影响品种价格；

(4) 地缘政治风险，印尼、阿根廷、非洲等地区海外矿山丰富，地缘政治问题可能会导致市场波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn