

## 当金铜遇上降息，观一叶而知深秋

行业深度报告

证券研究报告

太平洋证券研究院 新能源团队

首席 刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师 梁必果 执业资格证书登记编号：S1190524010001

研究助理 钟欣材 一般证券业务登记编号：S1190122090007

2024年8月13日

## 报告摘要

**1、降息前后金价表现较好，铜价多以下跌为主。**我们整理了过去30年美联储4次降息前后的金铜价格表现：（1）降息前3月至降息期间，黄金多出现上涨；铜涨跌不一，更倾向于先跌后涨；（2）降息至降息后3月期间，黄金多继续上涨；铜涨跌不一，更倾向于先涨后跌；（3）降息前3月至降息后3月期间，金价涨幅较为明显，铜价多以下跌为主。

**2、降息周期中铜与经济呈现较强正相关性，本轮降息周期看好金价上涨趋势。**在降息前后，铜价与美国经济呈现较强的正相关性；金价的运行逻辑更为复杂，但多以上涨为主。本轮降息，黄金面临的宏观叙事为美元超发导致美元地位下降带来的黄金估值的提升，我们坚定看好本轮降息中黄金价格上升趋势。

**3、本轮降息所处宏观环境更接近2019年的情形，“软着陆”或为大概率事件。**从宏观数据来看，2023年以来美国通胀持续下行，2024年6月美国CPI回落至3%，同时失业率提升至4.1%，降息预期快速提升。本轮降息与2019年所处背景相似：

（1）美联储主席均为鲍威尔，其货币政策调整框架依赖数据支撑，预期管理方式相近；（2）中美经济均处于走弱环境；（3）全球处于贸易壁垒加剧的宏大叙事之下。本轮降息所处宏观环境更接近2019年的情形，“软着陆”或为大概率事件。

**4、从微观数据来看，铜精矿的紧缺格局不改。**目前中美均处于补库周期，需求端有一定支撑；此外，传统需求方面，国家电网目标2024年电网投资超6000亿，同比+14%；SMM统计数据显示，2024年6月以来中国电线电缆企业周度开工率持续上升，目前接近90%，体现需求端具有较强韧性。2024年Q2铜超产的原因之一为再生铜的使用增加，目前《公平竞争审查条例》的政策将使得废铜生产积极性下降，整体来看铜精矿的紧缺格局不改。

**受益标的：**紫金矿业，洛阳钼业，铜陵有色，金诚信，西部矿业，山东黄金，中金黄金，湖南黄金等。

**风险提示：**下游需求不及预期；矿山投产进度超预期；美联储紧缩超预期。

## 目录 Contents



首次降息前后金铜走势研究



本轮降息前后金铜走势研判



风险提示

## 1.1 降息前后金价表现较好，铜价多以下跌为主

降息前后金价表现较好，铜价多以下跌为主。我们整理了过去30年美联储4次降息前后的金铜价格表现，以金铜价格平均涨跌幅来看，发现：（1）降息前3月至降息期间，黄金多出现上涨；铜涨跌不一，更倾向于先跌后涨；（2）降息至降息后3月期间，黄金多继续上涨；铜涨跌不一，更倾向于先涨后跌；（3）降息前3月至降息后3月期间，金价涨幅较为明显，铜价多以下跌为主。

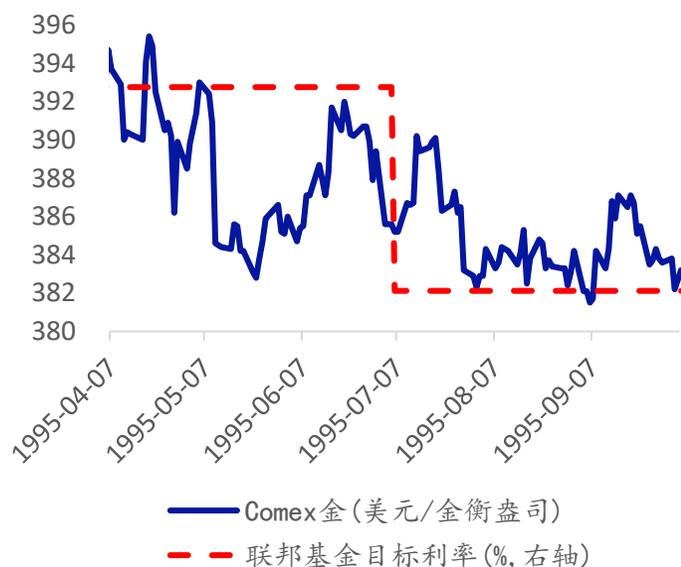
表：降息前后金铜价格表现统计

首次降息时间	降息前3月至 降息	降息前2月至 降息	降息前1月至 降息	降息后1月	降息后2月	降息后3月	模式
<b>降息前后黄金价格表现</b>							
1995/7/5	-2.0%	2.6%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	-0.5%	软着陆
2001/1/2	-0.5%	-1.4%	-0.4%	-0.8%	-2.2%	-4.6%	硬着陆
2007/9/17	9.3%	3.6%	9.2%	6.6%	9.8%	12.0%	硬着陆
2019/7/31	12.3%	11.0%	2.9%	6.5%	2.8%	4.3%	软着陆
平均	<b>4.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	
<b>降息前后铜价格表现</b>							
1995/7/5	5.1%	14.1%	7.1%	-1.2%	-6.8%	-7.8%	软着陆
2001/1/2	-12.5%	-5.6%	-7.4%	4.6%	6.0%	-3.9%	硬着陆
2007/9/17	0.6%	-7.0%	7.4%	3.5%	-8.3%	-17.2%	硬着陆
2019/7/31	-4.6%	2.5%	-1.2%	-4.2%	-3.3%	-0.7%	软着陆
平均	<b>-2.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-7.4%</b>	

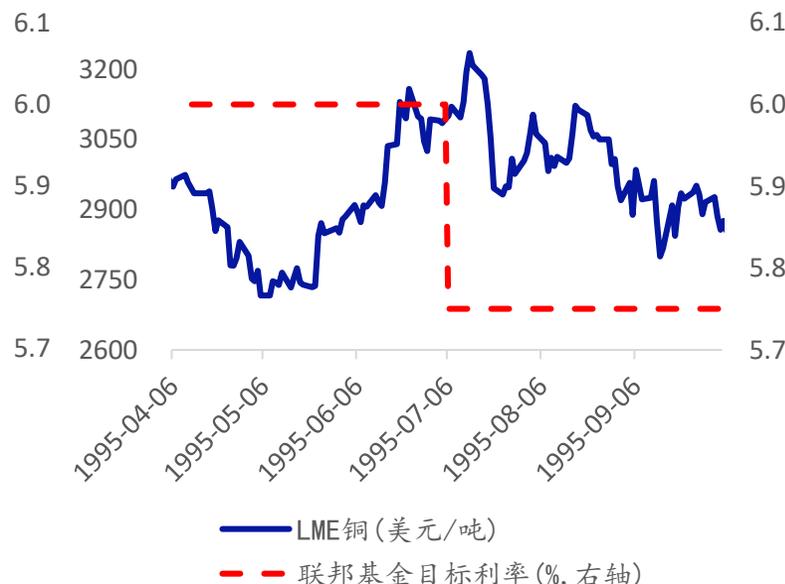
## 1.2 1995年降息周期，金价窄幅波动，铜价在降息前后表现较好

1995年降息属于“软着陆”，金价窄幅波动，铜价在降息前后表现较好。1995年美国降息属于“预防式”降息，在1995年5、6月美国制造业PMI连续两个月低于“荣枯线”50%后，美联储迅速采取降息措施，随后美国制造业PMI回升，GDP当季同比增速上升，经济明显好转。在此次降息前后，金价表现较为平稳，呈现低波动率、低振幅特点；铜价在降息前后表现较好，与美国经济呈现较强正相关性。

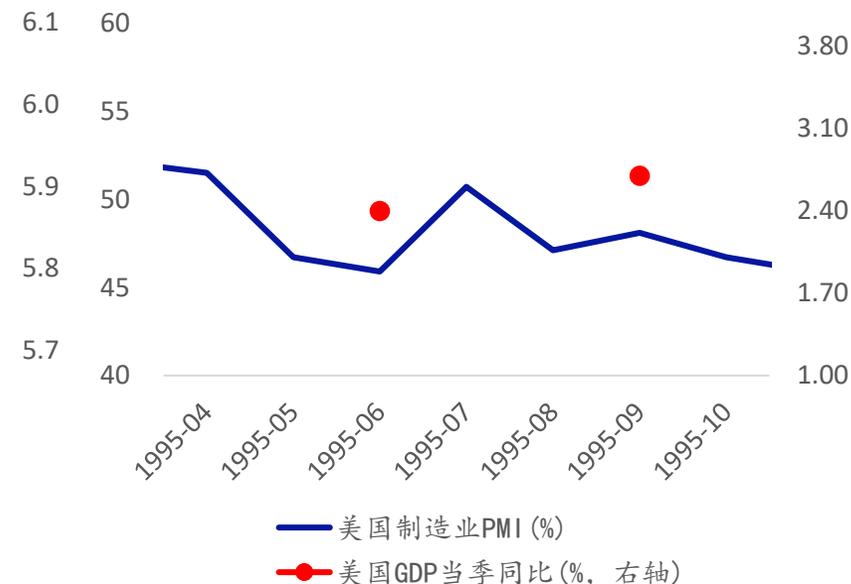
图：1995年降息前后金价表现



图：1995年降息前后铜价表现



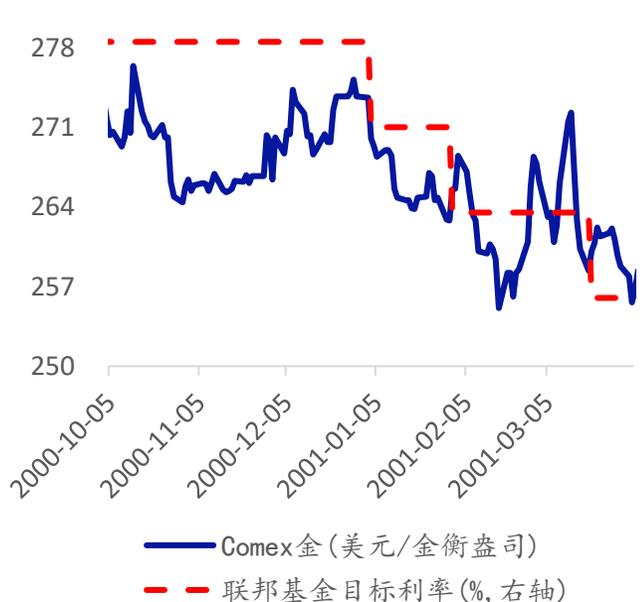
图：1995年降息前后美国经济表现



### 1.3 2001年降息周期，金价下跌，铜价趋弱

2001年降息属于“硬着陆”，金价下跌，铜价趋弱。2000年3月美国股市见顶，此后以纳斯达克为代表的科技股大幅崩盘，2000年下半年美国经济明显走弱，GDP增速从2000年Q2的5.2%下滑至2001年底的0.2%，尽管当时美国CPI仍处于3%的高位，美联储依旧于2001年初开启了为期2年半的降息周期。在此次降息前，黄金小幅上涨，降息后先跌后涨；铜在降息前出现下跌，降息后横盘震荡后再次下跌，直至2001年Q4美国经济见底后铜价最终企稳。

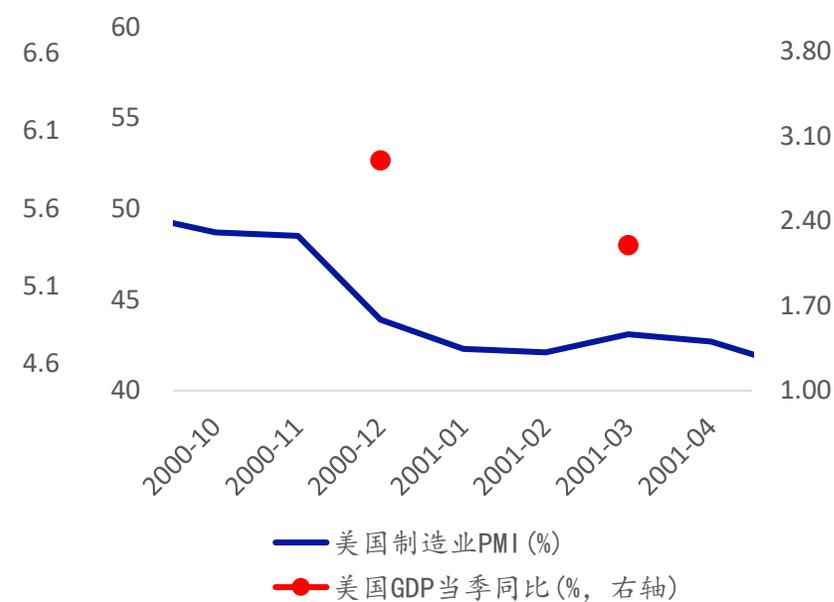
图：2001年降息前后金价表现



图：2001年降息前后铜价表现



图：2001年降息前后美国经济表现



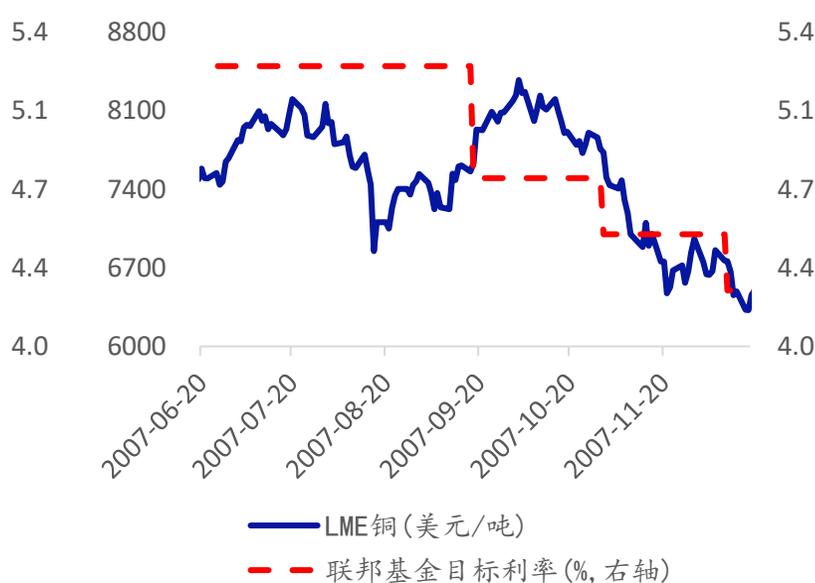
## 1.4 2007年降息周期，金价上涨，铜价先涨后跌

2007年降息属于“硬着陆”，金价上涨，铜价先涨后跌。2006年6月联储进行了此轮的最后一次加息，主要是为了对抗石油价格高企，尽管2006年Q2开始，美国房价已停止上涨，但联储仍然将降通胀确定为更重要的目标。2007年上半年，次级抵押贷款违约率持续提升，多家次级抵押贷款公司破产，8月法国巴黎银行宣布冻结三个在美国次贷市场的投资基金，引发市场恐慌情绪，随后9月联储开启降息。此轮降息，黄金在降息前后均有明显上涨；铜在降息前后所有上涨，但此后随着美国经济数据持续恶化而走弱，至2008年7月美国金融危机拉开序幕，铜价加速下跌，至年末最低跌至2825美元/吨。

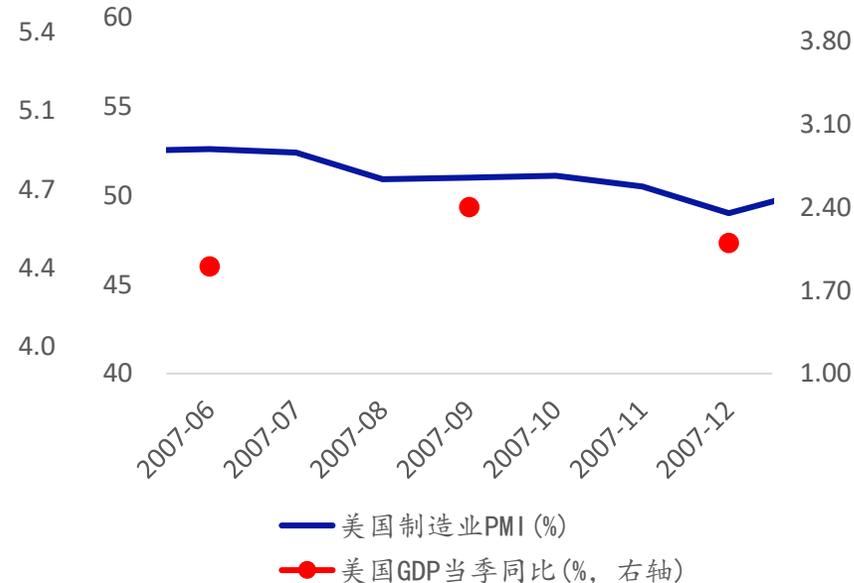
图：2007年降息前后金价表现



图：2007年降息前后铜价表现



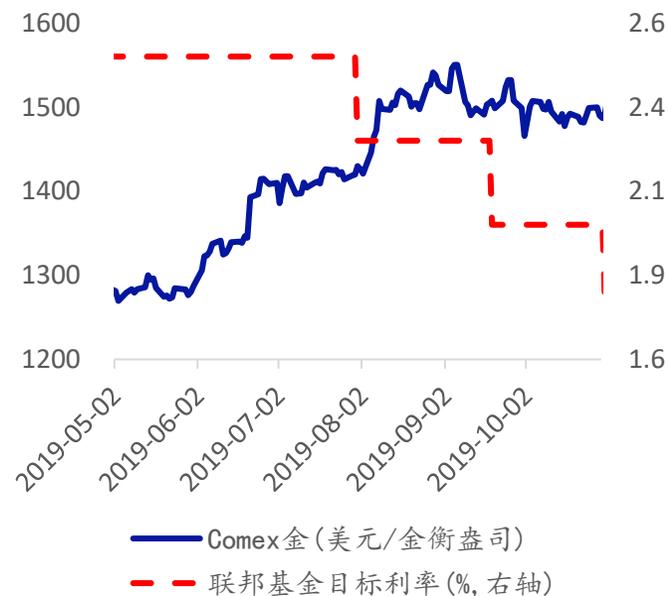
图：2007年降息前后美国经济表现



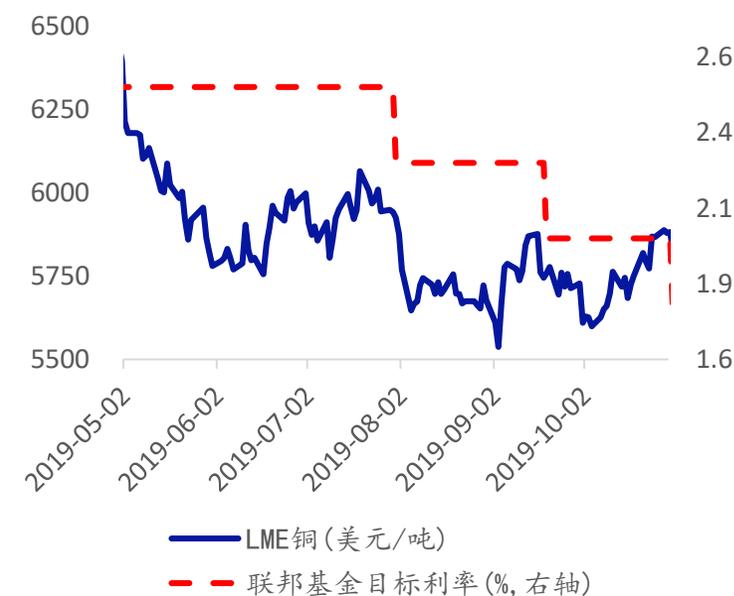
## 1.5 2019年降息周期，金价上涨，铜价震荡走弱

2019年降息属于“软着陆”，金价上涨，铜价震荡走弱。2018年12月是联储此轮的最后一次加息，此时美国失业率处于4%以下，CPI、PCE同比从高位开始回落；2019年5月特朗普称美国要对中国价值2000亿美元的商品将关税从10%增加至25%，引发全球衰退预期，铜价出现下跌；7月联储正式降息，此轮降息前后金价出现一定上涨；铜价在降息前小幅反弹，降息后有所下跌；此后在2020年3月，受新冠疫情危机影响，铜价跌至最低约4371美元/吨；随着美联储大幅降息，经济回升，叠加铜矿端部分产能受疫情影响，铜矿出现供不应求状态，价格大幅上涨并创出历史新高。

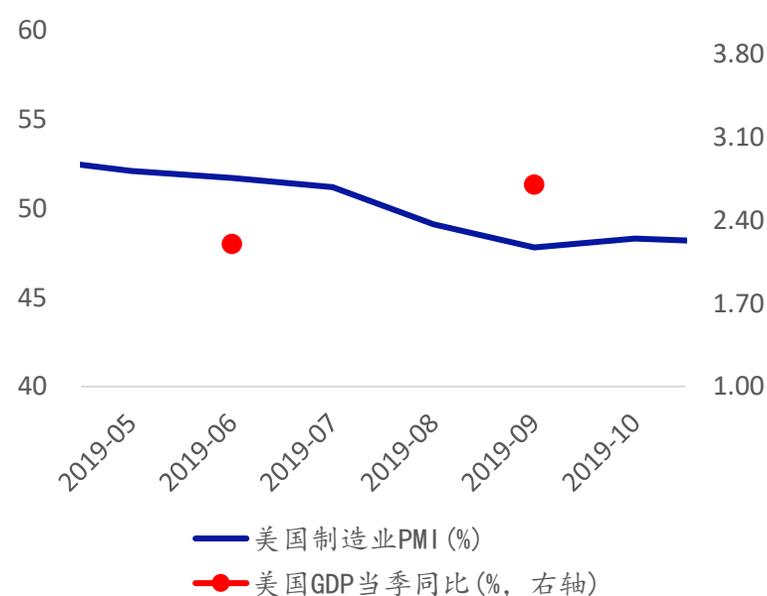
图：2019年降息前后金价表现



图：2019年降息前后铜价表现



图：2019年降息前后美国经济表现



## 目录 Contents



首次降息前后金铜走势研究



本轮降息前后金铜走势研判

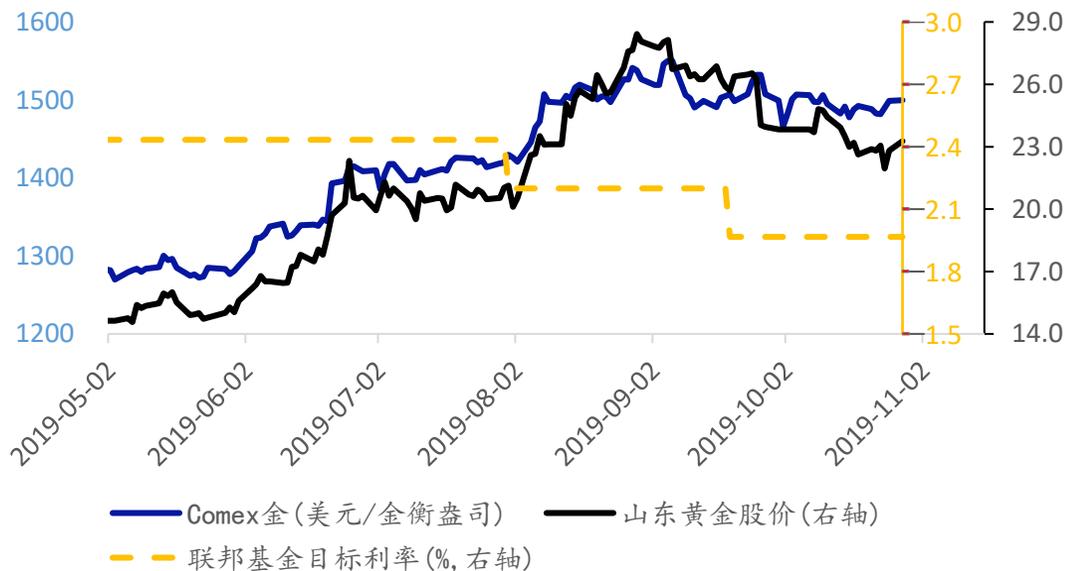


风险提示

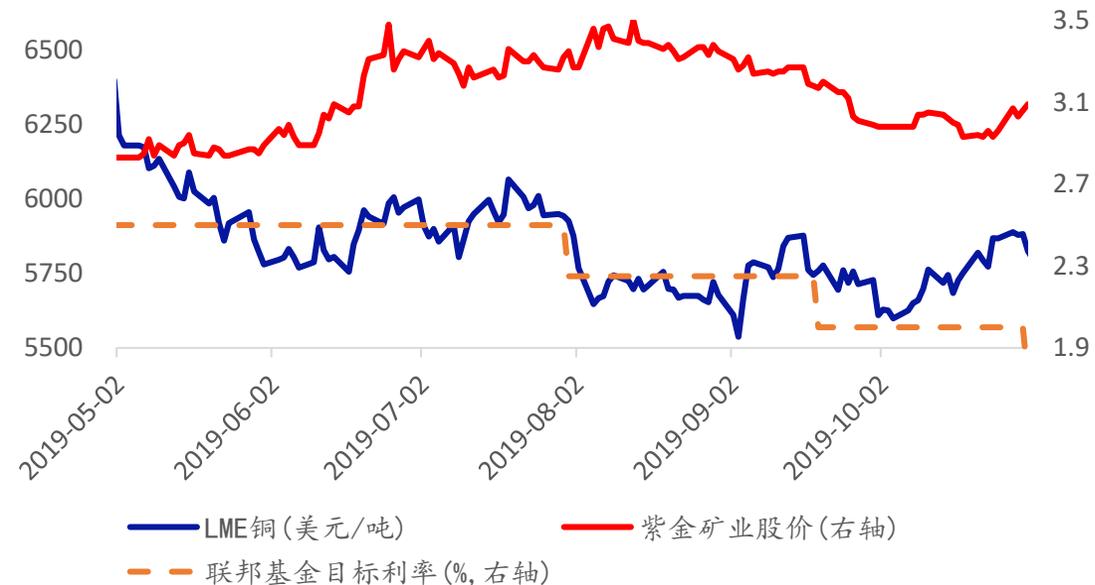
## 2.1 降息周期中铜与经济呈现较强正相关性，本轮降息看好金价上涨

降息周期中铜与经济呈现较强正相关性，本轮降息周期看好金价上涨趋势。总结四次降息时的金铜价格表现，我们发现在降息前后，铜价与美国经济呈现较强的正相关性；金价的运行逻辑更为复杂，但多以上涨为主。本轮降息，黄金面临的宏观叙事为美元超发导致美元地位下降带来的黄金估值的提升，我们坚定看好本轮降息中黄金价格上升趋势。铜方面，若美国经济“软着陆”，则铜价将有支撑，若美国经济出现大幅衰退，铜价或将跌至行业平均成本附近。

图：2019年降息前后金价表现



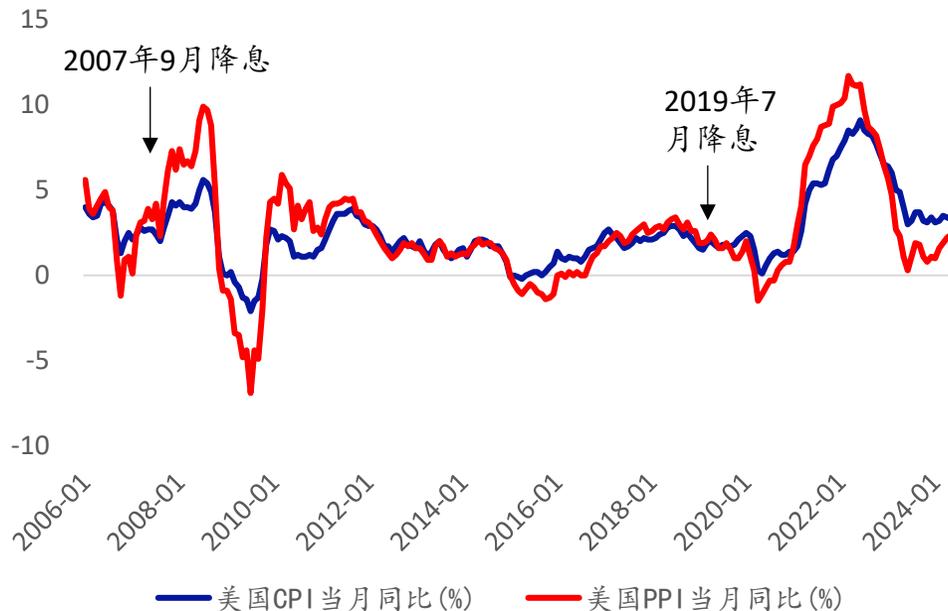
图：2019年降息前后铜价表现



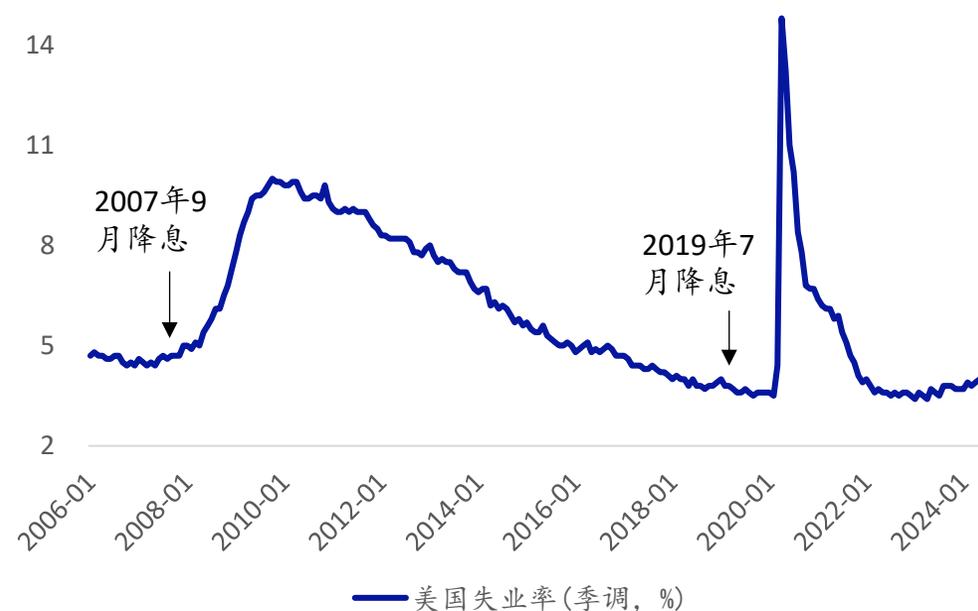
## 2.2 本轮降息所处环境更接近2019年的情形，“软着陆”概率更大

本轮降息所处宏观环境更接近2019年的情形，“软着陆”或为大概率事件。从宏观数据来看，2023年以来美国通胀持续下行，2024年6月美国CPI回落至3%，同时失业率提升至4.1%，降息预期快速提升。本轮降息与2019年所处背景相似，但也有所不同，相似之处在于：（1）美联储主席均为鲍威尔，其货币政策调整框架依赖数据支撑，预期管理方式相近；（2）中美经济均处于走弱环境；（3）全球处于贸易壁垒加剧的宏大叙事之下。不同之处在于：2019年7月降息前后，美国CPI低于2%，本轮降息周期通胀韧性更强，目前CPI处于3%附近，体现出上游产能供应端持续面临困扰。综合来看，本轮降息所处宏观环境更接近2019年的情形，“软着陆”或为大概率事件。

图：美国通胀数据（CPI、PPI）走势



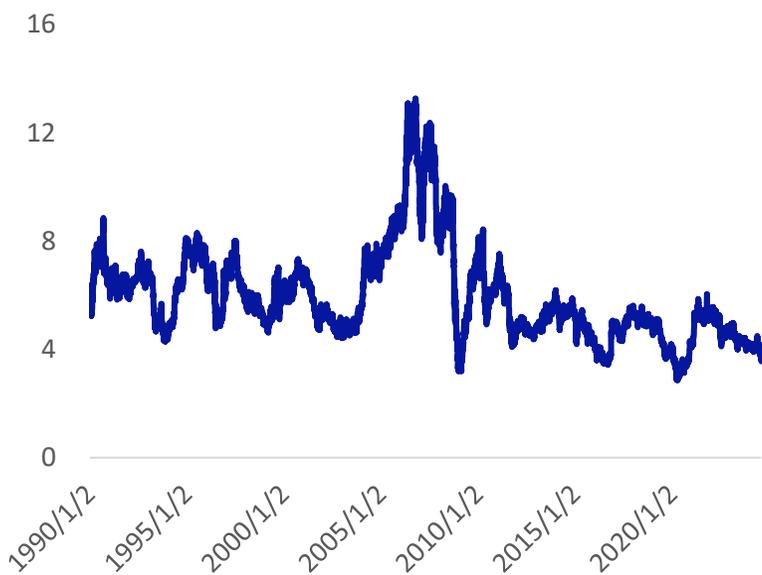
图：美国失业率（季调，%）数据



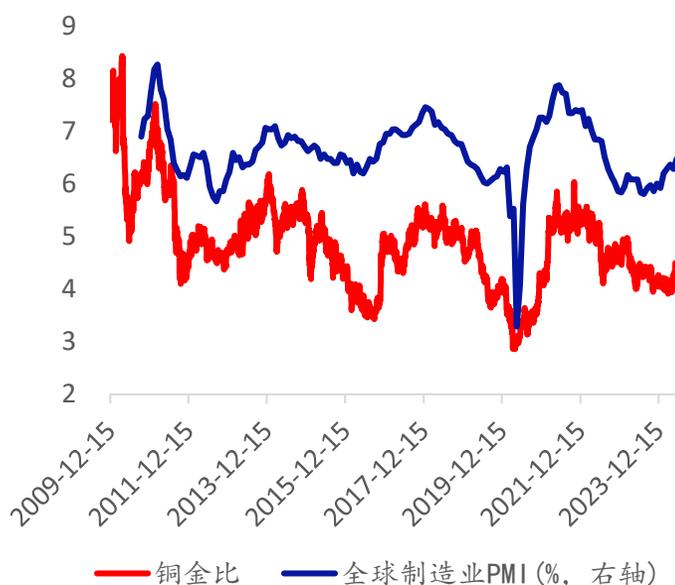
## 2.3 从铜的商品属性来看目前已处于超跌状态

铜金比处于历史下限附近，从铜的商品属性来看目前已处于超跌状态。铜金属同时具有金融属性和商品属性，铜金比可看作是剔除金融属性后的铜的商品属性价格的体现，回顾过去三十多年铜金比，除2006-2008年铜价暴涨暴跌引发的价格剧烈波动外，铜金比（铜：美元/吨；金：美元/金衡盎司）在过去十年大致在3到6之间，当前铜金比已处于较低位置。对比铜金比与全球制造业PMI，可以看出剔除金融属性后的铜价走势与PMI呈现较高正相关性；我们观察到最近一年铜金比价格表现明显落后与全球制造业PMI，反映出2024年上半年铜价的上涨并未透支基本面，更多是金融属性带来的上涨；而近期铜金比下跌幅度显著超过全球制造业PMI下降幅度，体现出铜价的下跌已蕴含了较多的衰退预期，处于超跌状态。

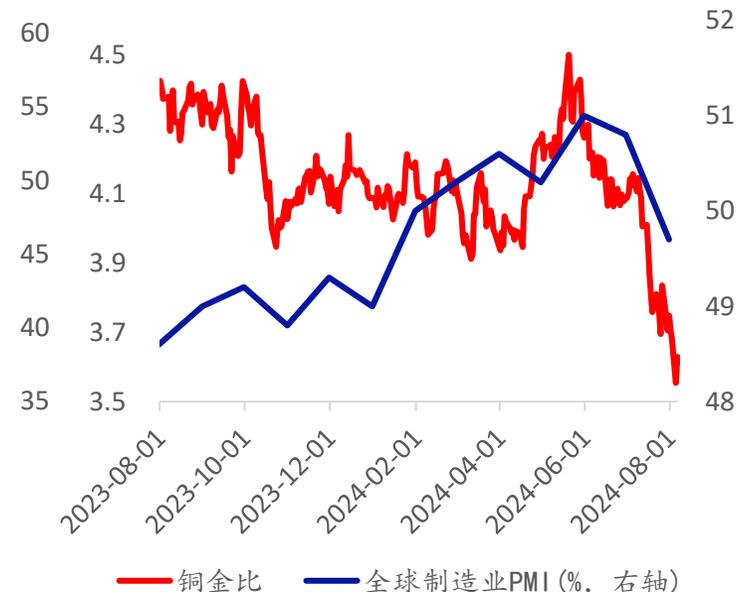
图：铜金比(铜:美元/吨;金:美元/金衡盎司)



图：铜金比与全球制造业PMI



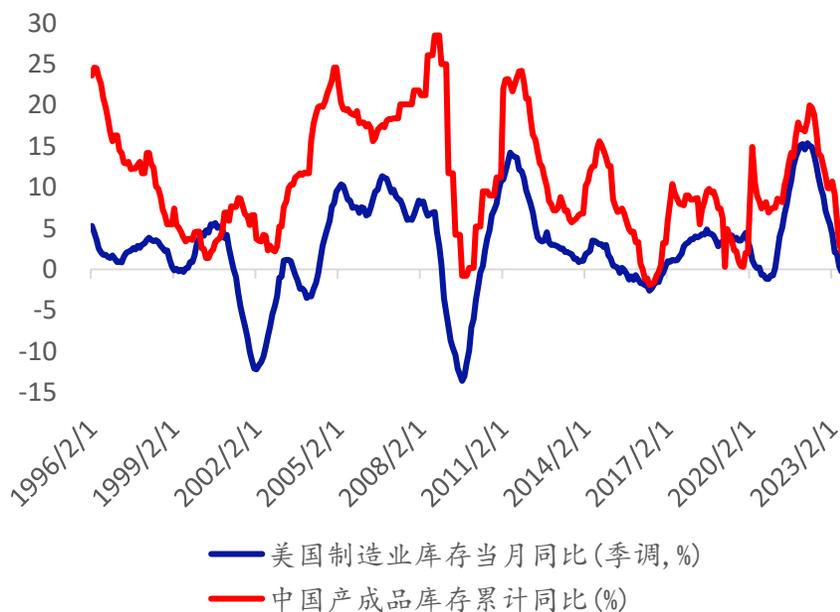
图：近一年铜金比与全球制造业PMI



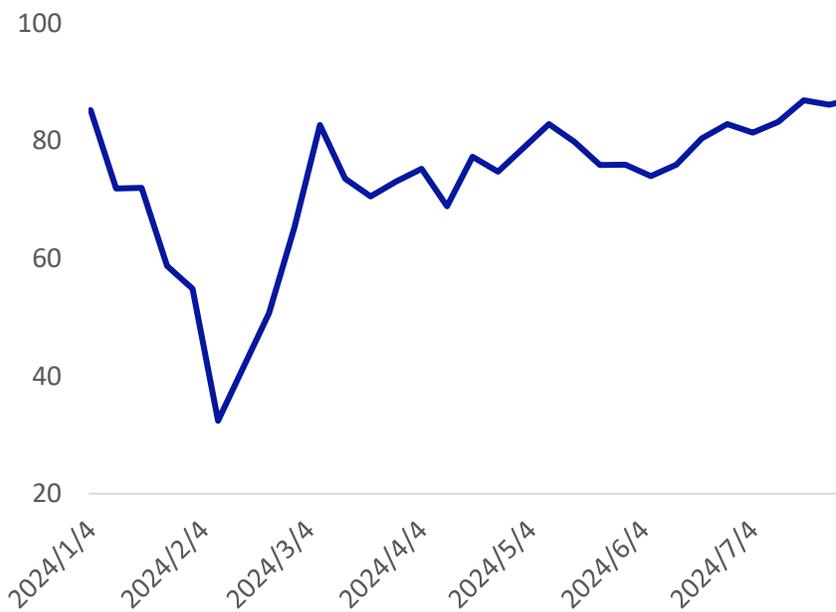
## 2.4 从微观数据来看，铜精矿的紧缺格局不改

从微观数据来看，铜精矿的紧缺格局不改。从微观数据来看，目前中美均处于补库周期，需求端有一定支撑；此外，传统需求方面，国家电网目标2024年电网投资超6000亿，同比+14%；SMM统计数据显示，2024年6月以来中国电线电缆企业周度开工率持续上升，目前接近90%，体现需求端具有较强韧性。2024年Q2铜超产的原因之一为再生铜的使用增加，目前《公平竞争审查条例》的政策将使得废铜生产积极性下降，整体来看铜精矿的紧缺格局不改。

图：2024年中美均处于补库周期中



图：中国电线电缆周度开工率 (%)



## 目录 Contents

1 首次降息前后金铜走势研究

2 本轮降息前后金铜走势研判

3 风险提示

## 风险提示

- 1、下游需求不及预期；
- 2、矿山投产进度超预期；
- 3、美联储紧缩超预期。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场沪深300指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与-15%之间



研究院  
中国北京 100044  
北京市西城区北展北街九号  
华远·企业号D座  
投诉电话： 95397  
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



期待与您合作!

THANKSFORWATCHING