

有色金属

2024年08月05日

衰退交易阶段胜率为王，8月看好黄金相对收益领先

——行业投资策略

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

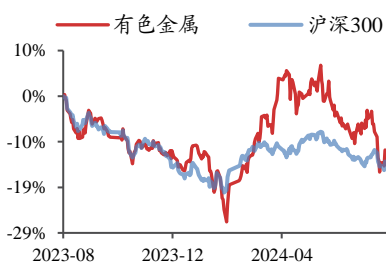
chenquan@kysec.cn

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

《7月看多金价，看好氧化铝价格反弹上行—行业周报》-2024.7.14

《三星 NAND 材料引入新元素，钨下游或迎增量—行业点评报告》-2024.7.5

《中美电网投资周期共振，或将对铜、铝需求形成明显拉动—行业深度报告》-2024.7.1

● 行业策略：衰退交易阶段胜率为王，8月看好黄金相对收益领先

排序来看，重点配置黄金板块，工业金属再配置节点需等待衰退信号确认或证伪。年初，我们在策略报告中指出2024年金、铜配置贯穿全年，但在下半年降息初期或需要进行衰退交易或二次通胀交易的方向选择。目前看，市场逐渐转向衰退交易。7月，美国新增非农就业人数与失业率双双不及预期，暗示美国劳动力市场或熄火。其中失业率连续四个月上行，在6月已触发“萨姆法则”边际，市场开始提前交易经济衰退，美国7月失业率为4.3%，衰退交易或进入二次确认。黄金短期存在汇率波动及多单平仓扰动，但从降息初期阶段看，衰退期间黄金表现优于其他大类资产。

● 自上而下：市场交易衰退预期，看多黄金相对收益领先

黄金：日元加息、美元走弱，计价系数与风险对冲利好黄金。7月PMI、就业数据等偏弱迎来美国衰退预期，FOMC会议基调偏鸽，流动性或逐步宽松。叠加中东紧张局势使得避险情绪升温，8月看多黄金相对收益领先。推荐标的：中金黄金、银泰黄金；相关受益标的：招金矿业、中国黄金国际、赤峰黄金等。

● 自下而上：弱现实下的强预期，8-9月铜价或维持9000美元/吨震荡

铜：24Q2主要矿企已完成产量披露，总体看，2024上半年全球主流铜企18家产量同比增速在5.0%，总产量对应年初公司给的产量指引中枢完成度为49.2%，不足50%，整体看指引完成度欠佳。弱现实下的强预期，看好9月铜价复苏但我们预计，随着海内外宽松预期的不断落地，叠加9月进入传统铜需求旺季，在弱现实下的强预期将提振8-9月的铜价表现。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。

铝：2024年6月电解铝产能利用率基本达到顶峰，需求逐步进入淡季，铝杆、铝板带箔等产能利用率下降，铝价整体承压，但国内电网追加年度投资预算、中东地区光伏需求激增，需求端亮点众多，我们认为短期铝价存在季节性超跌，待后续需求恢复，基本面有望改善。氧化铝方面，河南和山西地区短期内铝土矿复产压力较大，几内亚前期政府巡查+目前进入雨季对进口矿影响将逐步兑现，叠加电解铝开工率基本达到顶峰，支撑氧化铝价格高位运行。推荐标的：中国宏桥、云铝股份、南山铝业，受益标的：中国铝业、天山铝业。

锡：供给端，扰动事件频发，缅甸佤邦原矿停产对矿端供给影响开始逐步兑现，刚果金南基伍省政府下令暂停该地区采矿活动，印尼出口量虽缓慢恢复但仍不及去年同期，8月1日实行的公平竞争审查条例或将对再生锡行业影响较大；需求端，目前半导体已进入被动去库阶段，但仍需等待下游主动扩产带动锡消费。推荐标的：锡业股份，受益标的：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：衰退交易阶段胜率为王，看好黄金相对收益.....	4
1.1、 金：市场交易衰退预期，看好 8 月黄金相对收益领先.....	4
1.2、 铜：弱现实下的强预期，8-9 月铜价或维持 9000 美元/吨震荡.....	4
1.3、 铝：需求进入淡季铝价承压，矿端矛盾仍存氧化铝价格高位运行.....	7
1.4、 锡：供需边际变化优选锡品种.....	8
1.5、 钼：预计 2024 年钼价中枢有望上行，股息政策支持中期配置价值.....	8
1.6、 跟踪品种：钢厂盈利率持续下降，8 月黑色或存反弹空间.....	8
2、 月度跟踪：降息预期+衰退交易，金价有望走强.....	9
2.1、 黄金：降息预期+衰退交易对冲推升金价.....	9
2.2、 铜：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏.....	12
2.3、 锂：进口量同比大幅增长，供给大幅过剩开始兑现.....	14
2.4、 铝：需求进入淡季铝价承压，矿端矛盾仍存氧化铝价格高位运行.....	16
2.5、 锡：供给扰动频发，需求边际改善.....	19
2.6、 铁矿石：四大矿山前期发运量较高，或对 8 月矿石价格形成压力.....	21
2.7、 钢材：钢厂盈利率持续下降，8 月黑色或存反弹空间.....	23
3、 风险提示.....	23

图表目录

图 1： 1970 年以来，萨姆法则触发后美国大概率进入经济衰退.....	4
图 2： 月度铜需求变化看，3、9 月为铜传统旺季.....	7
图 3： 截至 2024 年 8 月 2 日，伦敦现货金价 2469.85 美元/盎司.....	9
图 4： 截至 2024 年 7 月 3 日，上海现货金价 571.17 元/克.....	9
图 5： 截至 2024 年 8 月 2 日，黄金 ETF 持仓量达到 845.47 吨，月环比+1.5%.....	9
图 6： 截至 2024 年 7 月 30 日当周，Comex 黄金非商业持仓净多头达 24.7 万张，月环比+0.2%.....	9
图 7： 美国通胀下行趋势不改.....	10
图 8： 能源与住宅使得通胀粘性较强.....	10
图 9： 美国消费者信心指数走弱.....	10
图 10： 美国 PMI 制造业指数连续 4 个月位于 50 以下.....	10
图 11： 美国就业数据面临分歧，失业率或更为关键.....	11
图 12： 市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月.....	11
图 13： 2024 年 7 月国内铜价处于近五年高位（元/吨）.....	12
图 14： 2024 年 7 月 LME 铜价快速回落（美元/吨）.....	12
图 15： 2024 年 7 月国内 TC 费用继续下行（美元/吨）.....	12
图 16： 2024 年 7 月 LME 铜价处于近月贴水（元/吨）.....	12
图 17： 2024 年 4 月全球精炼铜产量铜比增加 7.14%（万吨）.....	13
图 18： 2024 年 4 月全球原生铜产量同比增加 8.21%（万吨）.....	13
图 19： 2024 年 6 月国内精炼铜供给同比增加 2.83%（万吨）.....	13
图 20： 2024 年 6 月国内铜材产量同比减少 5.79%（万吨）.....	13
图 21： 2024 年 7 月国内阴极铜库存拐点尚未到来（万吨）.....	14
图 22： 2024 年 7 月 LME 铜库存快速上行（万吨）.....	14
图 23： 截至 2024 年 8 月 1 日，锂精矿报价 930 美元/吨.....	14
图 24： 2024 年 6 月中国锂精矿进口约 68.5 万吨（实物量）.....	14

图 25:	截至 2024 年 7 月 31 日, 电碳报价 8 万元/吨.....	15
图 26:	2024 年 6 月中国碳酸锂进口约 1.96 万吨.....	15
图 27:	截至 2024 年 7 月 31 日, 电氢报价 8.5 万元/吨.....	15
图 28:	2023 年 6 月中国氢氧化锂出口约 1.42 万吨.....	15
图 29:	2024 年 6 月三元材料排产环比-7% (万吨)	15
图 30:	2024 年 6 月磷酸铁锂排产环比-3.3% (万吨)	15
图 31:	电解铝内外价差走扩	16
图 32:	2024 年 6 月中国电解铝供给短缺 9.4 万吨 (万吨)	16
图 33:	目前云南已进入丰水期 (单位: 毫米)	16
图 34:	2024 年 6 月云南省水电 345.7 亿度, 月度环比+49% (亿度)	16
图 35:	SHFE 铝库存处于增加.....	17
图 36:	LME 铝库存增加.....	17
图 37:	铝土矿几内亚进口价格维持高位	17
图 38:	中国港口铝土矿库存水平处于低位.....	17
图 39:	2024 年 6 月氧化铝单吨理论利润约 1365 元/吨.....	18
图 40:	2024 年 6 月中国氧化铝产量 633.8 万吨, 环比-2% (单位: 万吨)	18
图 41:	2024 年 6 月电解铝单吨理论利润约 3500 元/吨.....	18
图 42:	2024 年 6 月大部分铝产品开工率环比下滑 (%)	18
图 43:	2024H1 月中国房屋竣工面积累计同比-21.8%.....	19
图 44:	2024 年 6 月中国汽车产量同比-2% (万辆)	19
图 45:	LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	19
图 46:	上海期交所锡锭库存去库顺畅 (吨)	20
图 47:	LME 锡库存震荡 (吨)	20
图 48:	刚果金锡精矿进口占比有所提高	20
图 49:	锡精矿加工费水平较低 (元/吨)	21
图 50:	截至 8 月 2 日当周, 青岛港 PB 粉 790 元/湿吨.....	21
图 51:	截至 08/02 当周, 铁矿: 进口: 库存: 45 个港口 (周) 为 15090.31 万吨, 同比+22.78%, 环比-1.24%.....	21
图 52:	截至 08/02 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历 (周) 为 236.62 万吨, 同比-1.81%, 环比-1.25%..	22
图 53:	截至 08/02 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历 (周) 为 236.62 万吨, 同比-3.18%, 环比-1.25%..	22
图 54:	截至 07/26 当周, 四大矿山发运量总和为 1751.6 万吨, 同比-4.67%, 环比-0.37%.....	22
图 55:	截至 07/26 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 1869.3 万吨, 同比-10.57%, 环比-27.34%.....	22
图 56:	截至 8 月 2 日当周, 上海螺纹钢现货 3210 元/吨, 同比-13.71%, 周环比-0.31%.....	23
图 57:	截至 6 月 28 日, 螺纹钢周度表观需求 211.18 万吨, 同比-18.98, 周环比-5.02% (农历口径)	23
图 58:	截至 6 月 28 日, 螺纹钢周度库存 742.37 万吨, 同比-6.54%, 周环比-2.35%.....	23
图 59:	截至 6 月 28 日, 螺纹钢周度产量 197.75 万吨, 同比-26.7%, 周环比-8.74%.....	23
表 1:	24H1 主流公司铜产量同比增长 5%, 合计产量指引完成度不足 50%	5
表 2:	24Q2 海外铜企合计产量同比转负, 并未提供增长.....	5
表 3:	国内 6 月铜实际需求同比下滑	6

1、月度策略：衰退交易阶段胜率为王，看好黄金相对收益

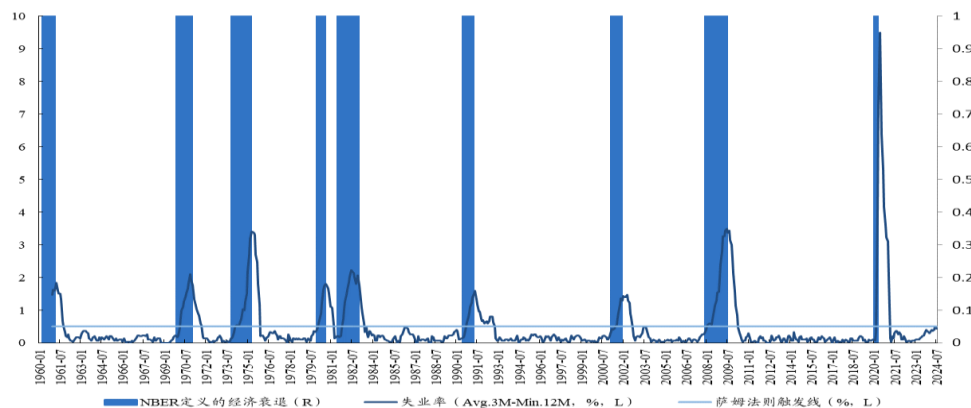
1.1、金：市场交易衰退预期，看好8月黄金相对收益领先

日元加息、美元走弱，计价系数与风险对冲利好黄金。7月PMI、就业数据等偏弱迎来美国衰退预期，FOMC会议基调偏鸽，流动性或逐步宽松。叠加中东紧张局势使得避险情绪升温，8月全面看多金价二段斜率抬升，黄金或再迎配置佳点。推荐标的：中金黄金、银泰黄金、山东黄金；相关受益标的：招金矿业、中国黄金国际、赤峰黄金等。

中东紧张局势升级，市场避险情绪升温。7月31日，哈马斯领导人哈尼亚在伊朗遇刺，哈马斯提出或将发动公开战争解放耶路撒冷，中东地区紧张局势升级，市场避险情绪升温，黄金作为避险资产，或将受益。

7月美国失业率超预期抬升，劳动力市场或将熄火。美国7月非农就业人口增加11.4万人，预期增加17.5万人，前值增加17.9万人。美国7月失业率为4.3%，预期为4.1%，前值为4.1%。新增非农就业人数与失业率双双不及预期，暗示美国劳动力市场或熄火，其中失业率连续四个月上行，在6月份已经触发“萨姆法则”，市场开始交易美国经济衰退，衰退期间黄金表现优于其他大类资产，黄金或将受到增配。

图1：1970年以来，萨姆法则触发后美国大概率进入经济衰退



数据来源：Wind、NBER、开源证券研究所

FOMC会议基调偏鸽，美国制造业PMI指数不及预期。北京时间8月1日，美联储7月FOMC决议将基准利率维持在5.25%-5.5%区间，符合市场预期，同时鲍威尔表示，若通胀维持下行，不需要就业市场大幅恶化就可以进行“预防式”降息。市场认为9月为第一次降息窗口，黄金或将受益于流动性宽松。美国7月ISM制造业PMI指数46.8，预期48.8，前值48.5，制造业指数大幅下降，深度低于荣枯线，叠加失业率连续上行，美国经济或存放缓迹象。降息预期下，流动性宽松或再助力黄金上行。根据CME数据，市场预期美联储年内或有两次降息，9月、12月概率较大，分别为90.3%和50.6%。

1.2、铜：弱现实下的强预期，8-9月铜价或维持9000美元/吨震荡

2024Q2主要矿企已完成产量披露。总体看，2024上半年全球主流铜企18家产量同比增速在5.0%，总产量对应年初公司给的产量指引中枢完成度为49.2%，不足

50%，整体看指引完成度欠佳。

表1: 24H1 主流公司铜产量同比增长 5%，合计产量指引完成度不足 50%

公司名称	2023A	2023H1	2024E	2024H1	24H1 中枢指引完成度	H1 同比变动
Freeport-Mcmoran (自由港)	190.0	92.2	186.0	96.3	51.7%	4.4%
BHP (必和必拓)	177.6	88.2	181.5	97.1	53.5%	10.1%
Codelco (智利国家铜业)	142.4	68.4	140.7-147.2	62.8	43.6%	-8.2%
紫金矿业	101.0	49.2	111.0	51.8	46.7%	5.3%
Southern Copper (南方铜业)	91.1	48.2	94.8	48.3	50.9%	0.2%
Glencore (嘉能可)	100.5	48.8	95-101	46.3	47.2%	-5.2%
Anglo American (英美资源)	82.5	38.7	73-79	39.4	51.8%	1.8%
Rio Tinto (力拓)	62.0	26.1	66-72	32.7	47.4%	25.3%
洛阳钼业	42.0	16.9	52-57	31.4	57.6%	85.8%
KGHM (波兰铜业)	51.3	25.8	53.7	27.1	50.4%	5.0%
Antofagasta (安托法加斯塔)	66.6	29.6	67-71	28.5	41.3%	-3.8%
Normickel (诺里尔斯克镍公司)	42.5	23.8	39.8-42.2	25.4	62.0%	6.7%
Teck Resources (泰克资源)	29.7	12.1	43.5-50	20.9	44.7%	72.7%
First Quantum (第一量子)	70.8	32.6	37-42	20.3	51.5%	-37.6%
Lunding Mining (伦丁矿业)	31.5	12.2	36.6-40	16.8	43.9%	37.7%
Vale (淡水河谷)	32.6	14.6	32-32.5	16.1	49.8%	9.9%
五矿资源	34.7	16.2	34.95-40.45	15.8	41.9%	-2.3%
Barrick Gold (巴里克黄金)	19.0	8.8	18-21	8.3	42.6%	-5.7%
合计	1367.8	652.3	1362.6-1422.4	685.1	49.2%	5.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分季度看，24Q2 海外铜企产量同比出现下滑。剔除国内企业（紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源）后看海外企业，海外企业铜企 24Q2 总产量同比下滑 0.1%，上半年铜产量的同比增长主要来自 24Q1 的产量增长，24Q2 并未贡献增量。

表2: 24Q2 海外铜企合计产量同比转负，并未提供增长

公司名称	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q2 同比变动	Q2 环比变动
Freeport-Mcmoran (自由港)	43.9	48.2	49.2	47.1	-2.5%	-4.4%
BHP (必和必拓)	40.5	47.7	46.6	50.5	5.9%	8.3%
Codelco (智利国家铜业)	35.2	33.2	31.9	30.9	-7.0%	-3.1%
Southern Copper (南方铜业)	22.3	25.9	24.0	24.3	-6.3%	1.3%
Glencore (嘉能可)	24.4	24.4	24.0	22.3	-8.7%	-7.2%
Anglo American (英美资源)	17.8	20.9	19.8	19.6	-6.1%	-1.0%
Rio Tinto (力拓)	14.6	11.5	15.6	17.1	48.4%	9.6%
KGHM (波兰铜业)	12.6	13.2	13.5	13.6	3.0%	0.4%
Antofagasta (安托法加斯塔)	14.5	15.1	12.9	15.6	3.1%	20.7%
Normickel (诺里尔斯克镍公司)	10.9	12.9	11.0	14.4	11.5%	31.0%
Teck Resources (泰克资源)	5.7	6.4	9.9	11.0	71.6%	11.1%
First Quantum (第一量子)	13.8	18.8	10.1	10.2	-45.5%	1.3%
Lunding Mining (伦丁矿业)	6.2	6.0	8.8	8.0	33.3%	-9.1%
Vale (淡水河谷)	6.7	7.9	8.2	7.9	-0.4%	-4.3%
Barrick Gold (巴里克黄金)	4.0	4.8	4.0	4.3	-10.4%	7.5%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司名称	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q2 同比变动	Q2 环比变动
合计	273.2	296.9	289.5	296.6	-0.1%	2.5%

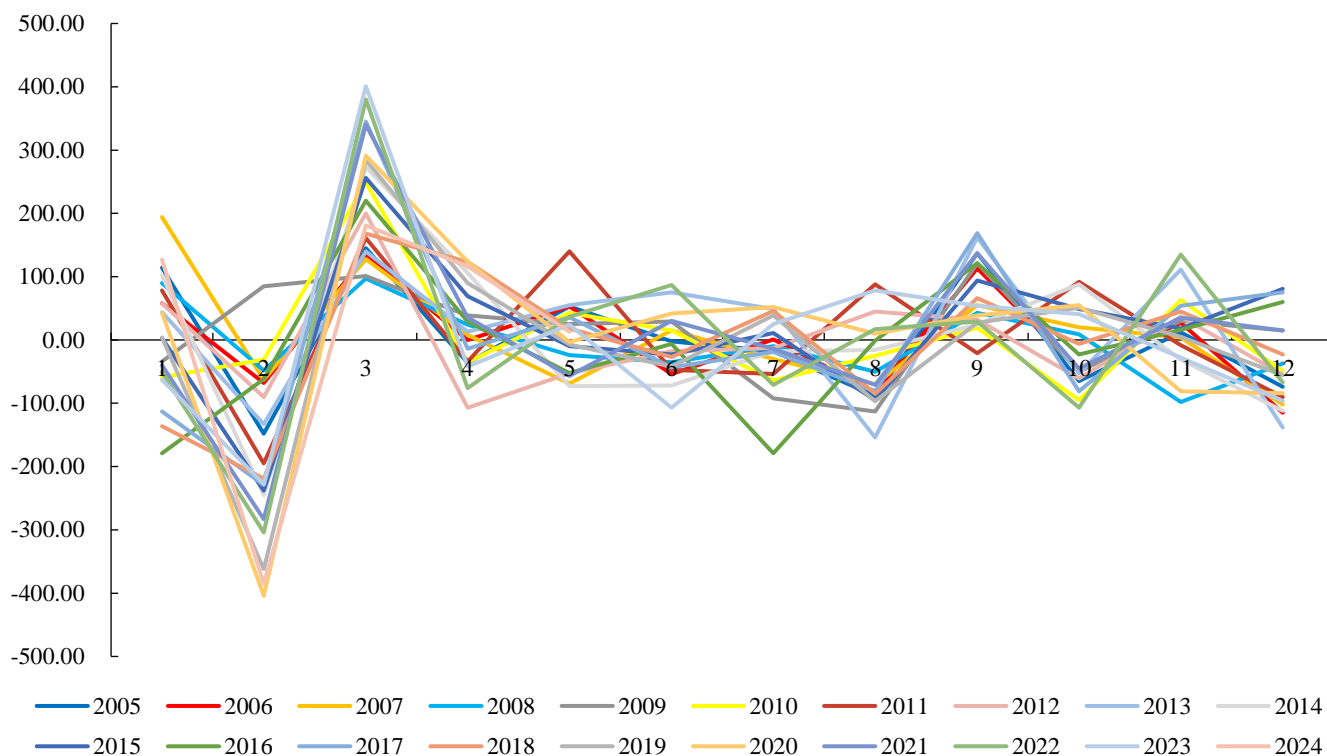
数据来源：公司公告、开源证券研究所

弱现实下的强预期，8-9月铜价或将处于9000美元/吨震荡。受国内下游需求淡季及需求走弱等影响，国内6月实际铜需求同比快速下滑，铜进入弱现实阶段，尽管海外需求保持较为强劲增长，但难以弥补国内短期下滑，使得铜价Q2承压较为明显。但我们预计，随着海内外宽松预期的不断落地，叠加9月进入传统铜需求旺季，在弱现实下伴随季节性需求预期抬升，我们认为8-9月的铜价维持LME铜在9000美元/吨震荡。铜价能否在降息过程中迎来二段表现，需关注降息节奏对需求端的实际提升能力。

表3：国内6月铜实际需求同比下滑

中国铜表观&实际需求月度跟踪（2024.6）					
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年1-6月	650.0	208.0	-214.5	-133.5	510.0
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年1-6月	659.1	205.2	-216.1	-149.8	498.4
美国铜表观&实际需求月度跟踪（2024.5）					
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	12.9	0.5	-3.4	28.9	38.9
2023-02	14.4	0.4	-3.7	27.0	38.1
2023-03	22.1	0.4	-5.6	31.3	48.1
2023-04	19.3	0.4	-4.9	30.7	45.4
2023-05	17.9	0.3	-4.5	33.5	47.1
2023年1-5月	86.6	1.8	-22.1	151.3	217.7
2024-01	18.4	0.2	-4.7	31.2	45.2
2024-02	13.1	0.3	-3.4	31.0	41.1
2024-03	14.5	0.2	-3.7	32.2	43.2
2024-04	13.0	0.4	-3.3	36.1	46.1
2024-05	16.0	0.3	-4.1	38.6	50.9
2024年1-5月	75.1	1.5	-19.1	169.1	226.5

数据来源：UN COMTRADE、Wind、开源证券研究所

图2：月度铜需求变化看，3、9月为铜传统旺季


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、铝：需求进入淡季铝价承压，矿端矛盾仍存氧化铝价格高位运行

铝：需求进入淡季铝价承压，矿端矛盾仍存+电解铝开工率高位支撑氧化铝价格高位运行。电解铝方面，2024年7月电解铝价格均价约1.97万元/吨，环比上月下跌4%，我们认为主要系当前市场过度交易衰退预期所致。基本面来看，2024年6月我国电解铝产量约355.55万吨，同比增长5.62%。产能利用率达95.57%，供给基本达到顶峰，需求逐步进入淡季，铝杆、铝板带箔等产能利用率下降，铝价整体承压，但需求端亮点众多：（1）国内电网追加年度投资预算，2024年7月26日，国网2024年电网投资将首次超过6000亿元，同比新增711亿元，新增投资主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系等。（2）中东地区光伏需求激增，中企陆续展开布局，沙特“2030愿景”提出，到2023年沙特将实现58.7GW的可再生能源发电能力，其中包括40GW的光伏发电。我们认为短期铝价存在季节性超跌，待后续需求恢复，基本面有望改善。**氧化铝方面**，2024年6月国产矿产量534万吨，环比+8.5%，河南和山西地区短期内铝土矿复产压力较大，进度缓慢；2024年6月进口铝土矿1333.5万吨，环比-1.6%，4月份几内亚政府巡察工作对港口和矿山的发运影响逐步兑现，叠加几内亚进入雨季，对铝土矿到港量的影响将在2个月后逐步兑现，整体而言矿端供应难言乐观，支撑氧化铝价格高位运行，氧化铝持续高价导致部分产线依靠进口矿补足陆续提产，据阿拉丁统计，截至2024年7月第4周，全国氧化铝运行产能达8815万吨，较6月第4周增加280万吨，期货价格大幅下挫，但现货价格依旧维持3880~3940元/吨的高位，主要系现货流通紧张，需持续关注期现价差变动。推荐标的有中国宏桥、云铝股份、南山铝业，受益标的有中国铝业、天山铝业。

1.4、锡：供需边际变化优选锡品种

供给扰动频发，需求边际改善，锡价易涨难跌。2024年7月，LME锡均价达32004美元/吨，环比上月下跌0.7%，主要系半导体行业受“特朗普交易”影响，叠加8月1日晚公布美国PMI数据不及预期，工业金属价格整体下行所致。**供给端扰动事件频发，2024Q3仍需关注缅甸、刚果金、印尼政策变动情况：**（1）**矿端来看**，缅甸佤邦原矿停产对矿端供应开始产生实质性影响，2024年6月中国自缅甸进口量同比-75%，虽6月份佤邦工业局允许24家选矿厂积压精粉11852吨运输，但积压锡精矿品位较低，折合金属吨仅1000-1200吨左右，此部分货物或将在7~8月陆续运至国内，整体影响有限，且缅甸仍未有复产消息；此外，2024年6月刚果金进口量大幅增加，但仍难弥补缅甸减量，且7月份刚果金南基伍省政府下令暂停该地区采矿活动，或将对刚果金手抓锡矿开采造成影响；（2）**精锡环节来看**，2024H1废锡供应充足，产量同比+6%，但8月1日实行的公平竞争审查条例或将对江西等税收政策相对较好地区的再生锡行业影响较大，再生锡产量或将受到扰动；另外，此前因政策影响，印尼地区出口量大幅减少，目前伴随RKAB的部分发放，出口量正缓慢恢复，但仍远低于去年同期。**需求端来看**，目前半导体已进入被动去库阶段，日本集成电路成品库存自2023年4月以来持续下降，2024年6月日本集成电路成品库存指数同比-21%，全球半导体消费增速同比增速维持上行趋势，需求预期向好，但仍需等待下游主动扩产带动锡消费。推荐标的有**锡业股份**，受益标的有**华锡有色**。

1.5、钼：预计2024年钼价中枢有望上行，股息政策支持中期配置价值

根据安泰科数据，2024年7月国内钼精矿（45%-50%）均价为3688.91元，小幅下滑3.81%，钼铁（60%Mo）均价为23.72万元，小幅下降4.42%，整体呈偏弱调整。但考虑到后续“金九银十”旺季有望对需求端形成刺激，且海内外钼矿供给增长有限，偏紧的供需结构下，钼价或将迎来上涨周期。推荐标的有**金钼股份**。

1.6、跟踪品种：钢厂盈利率持续下降，8月黑色或存反弹空间

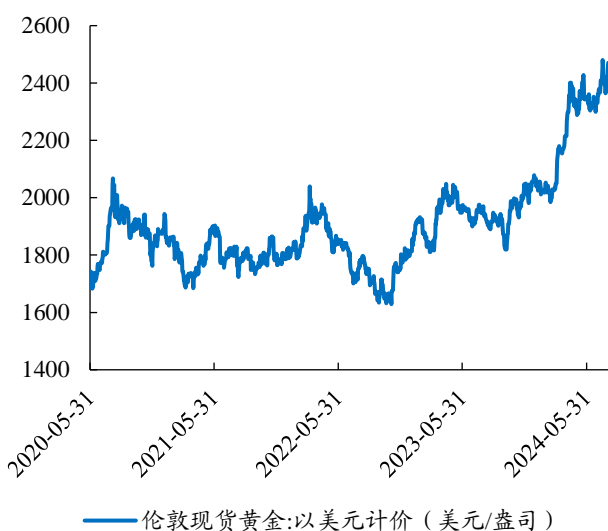
铁矿石：7月成材需求不及预期或将进一步催化铁矿价格下跌。截至8月2当周，247家钢铁企业铁水日均产量为236.62万吨，同比-1.81%，环比-1.25%（阳历）。进口铁矿库存45个港口（周）为15090.31万吨，同比+22.78%，环比-1.24%，短期螺纹新国标切换速度不及预期或传到铁矿石价格上涨，但中长期铁矿开始库存仍高，供给端四大矿山前期发运量较高，或对远月矿石价格形成压力。

钢材：钢企盈利率不断下降，负反馈或将来临。截至8月2日当周，上海螺纹钢现货价格3210元/吨，同比-13.71%，周环比-0.31%，螺纹钢周度表观需求211.18万吨，同比-18.98%，周环比-5.02%（农历口径），钢厂盈利率6.49%，环比-8.66pct。短期看，螺纹新国标切换速度不及预期或导致价格上涨，中长期看，受气候影响，7-8月为传统意义上的需求淡季，钢材需求仍然较差，人民币升值压力下出口回落或倒逼钢厂减产，钢企盈利率不断下降印制自发减产预期，炉料或将让利钢材，形成产业负反馈。

2、月度跟踪：降息预期+衰退交易，金价有望走强

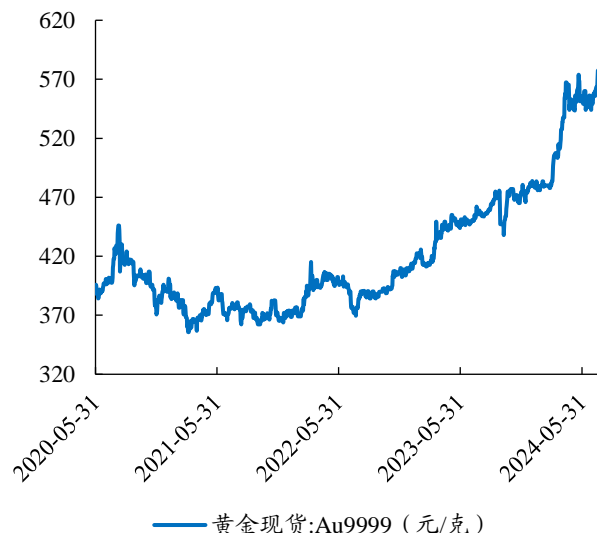
2.1、黄金：降息预期+衰退交易对冲推升金价

图3：截至2024年8月2日，伦敦现货金价2469.85美元/盎司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至2024年7月3日，上海现货金价571.17元/克



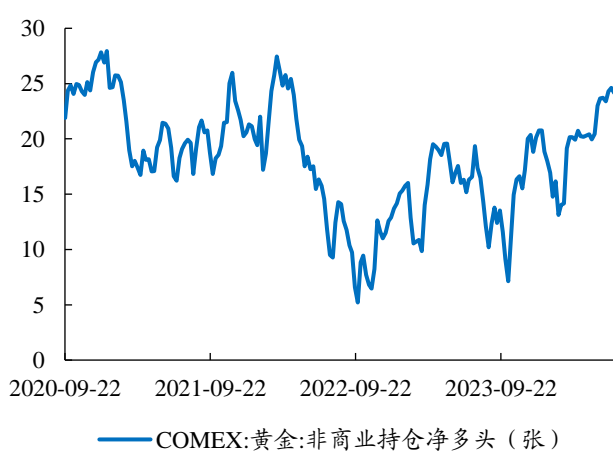
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：截至2024年8月2日，黄金ETF持仓量达到845.47吨，月环比+1.5%



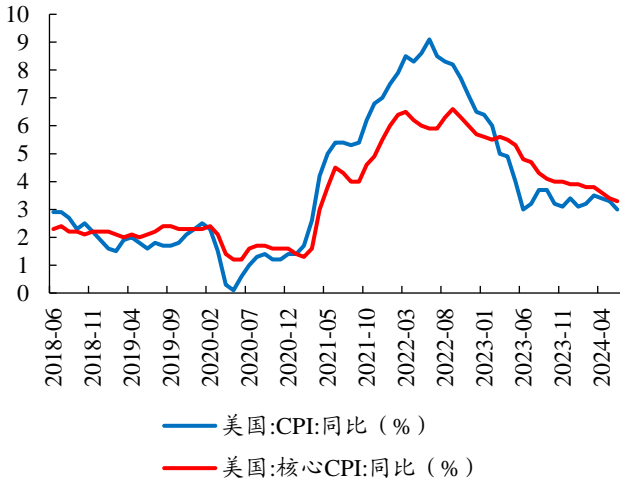
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：截至2024年7月30日当周，Comex黄金非商业持仓净多头达24.7万张，月环比+0.2%



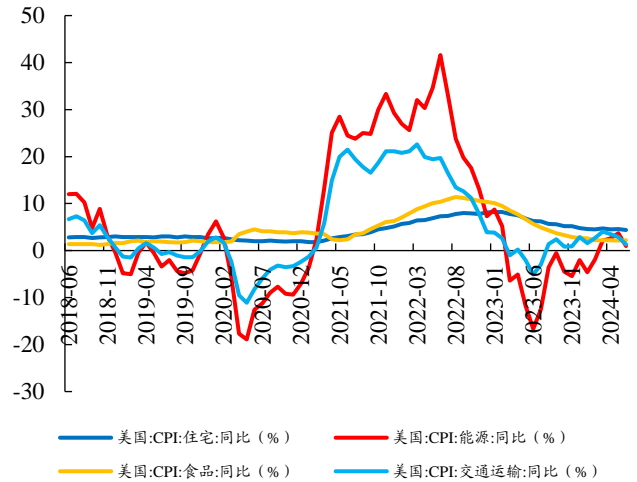
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7: 美国通胀下行趋势不改



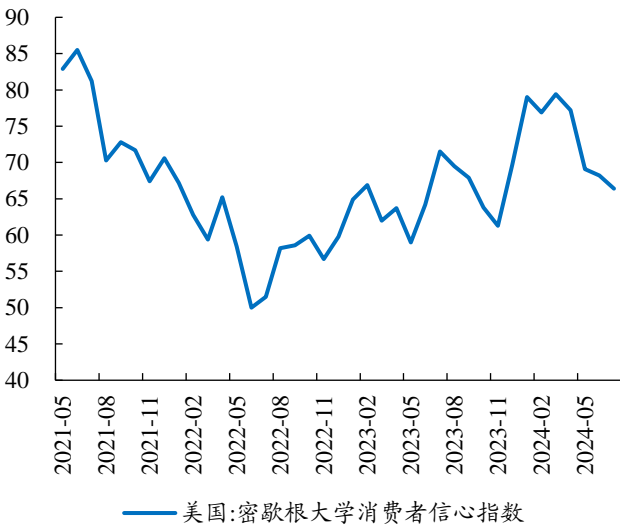
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 能源与住宅使得通胀粘性较强



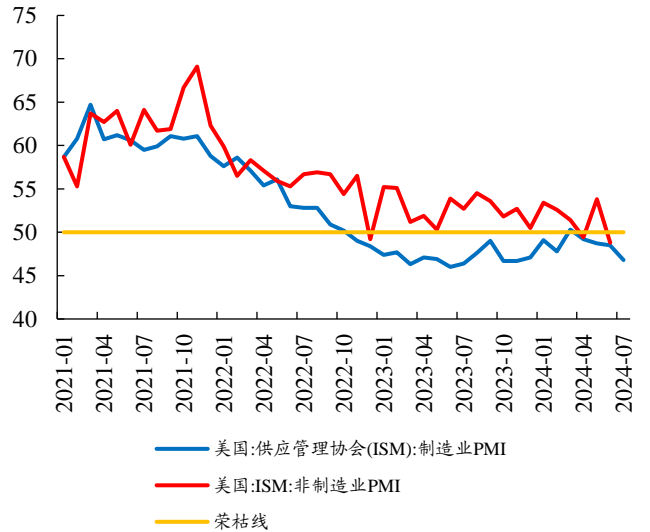
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 美国消费者信心指数走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 美国 PMI 制造业指数连续 4 个月位于 50 以下



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 美国就业数据面临分歧, 失业率或更为关键

单位: 千人	就业人数		就业新增		2024-07			贡献率
	2024-07	2024-06	2024-07	2024-06	就业新增	环比增加	权重	
非农就业人数	158,723	158,609	114	179	114	0.07%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,846	21,821	25	11	25	0.11%	13.76%	21.93%
采矿业	633	634	-1	0	-1	-0.16%	0.40%	-0.88%
建筑业	8,260	8,235	25	20	25	0.30%	5.20%	21.93%
制造业	12,953	12,952	1	-9	1	0.01%	8.16%	0.88%
私人服务生产	113,538	113,466	72	125	72	0.06%	71.53%	63.16%
批发业	6,177	6,173	4	9	4	0.07%	3.89%	3.77%
零售业	15,676	15,672	4	-12	4	0.03%	9.88%	3.51%
运输仓储业	6,636	6,622	14	22	14	0.21%	4.18%	12.28%
公用事业	590	590	0	1	0	-0.02%	0.37%	-0.09%
信息业	2,996	3,016	-20	1	-20	-0.66%	1.89%	-17.54%
金融活动	9,241	9,245	-4	10	-4	-0.04%	5.82%	-3.51%
专业和商务服务	22,992	22,993	-1	2	-1	0.00%	14.49%	-0.88%
教育和保健服务	26,390	26,333	57	79	57	0.22%	16.63%	50.00%
休闲和酒店业	16,926	16,903	23	1	23	0.14%	10.66%	20.18%
其他服务业	5,914	5,919	-5	12	-5	-0.08%	3.73%	-4.39%
政府	23,339	23,322	17	43	17	0.07%	14.70%	14.91%
联邦政府	2,997	2,996	1	2	1	0.03%	1.89%	0.88%
州政府	5,452	5,445	7	16	7	0.13%	3.43%	6.14%
地方政府	14,890	14,881	9	25	9	0.06%	9.38%	7.89%

数据来源: Wind、开源证券研究所

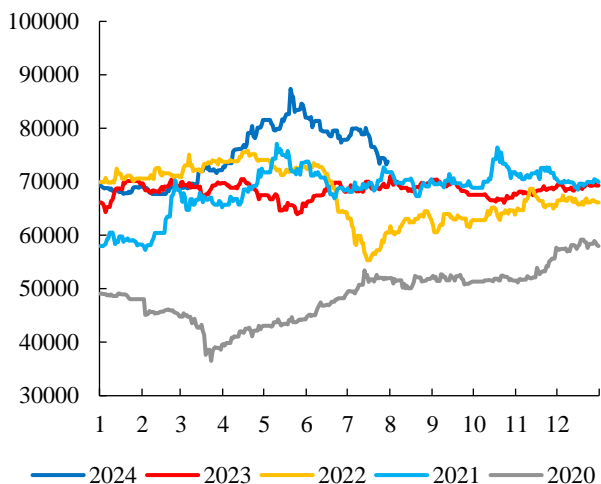
图12: 市场预期首次降息时点为 2024 年 9 月

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18						0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	75.3%	3.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	27.7%	66.4%	3.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	24.3%	61.2%	11.9%	0.4%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	23.8%	60.3%	13.0%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.5%	17.4%	49.5%	27.0%	4.4%	0.2%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.1%	13.1%	40.8%	33.1%	10.5%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	6.5%	25.6%	37.3%	22.9%	6.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME (数据截至 2024 年 8 月 4 日)

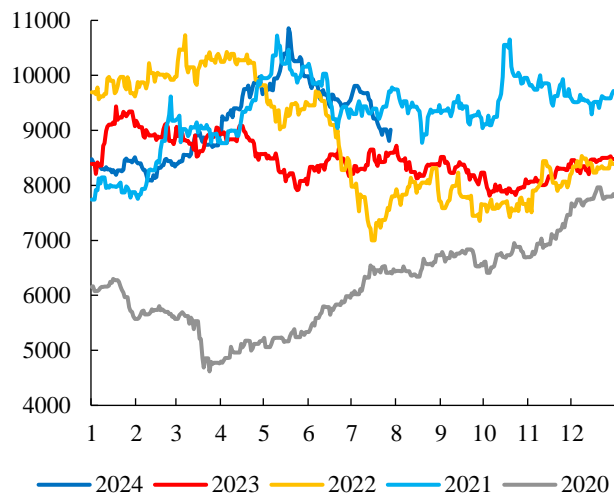
2.2、铜：国内库存缓慢下降，下游需求逐步复苏

图13：2024年7月国内铜价处于近五年高位（元/吨）



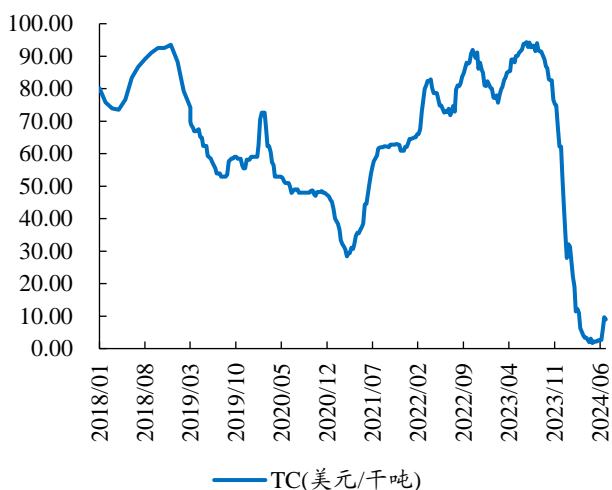
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年7月LME铜价快速回落（美元/吨）



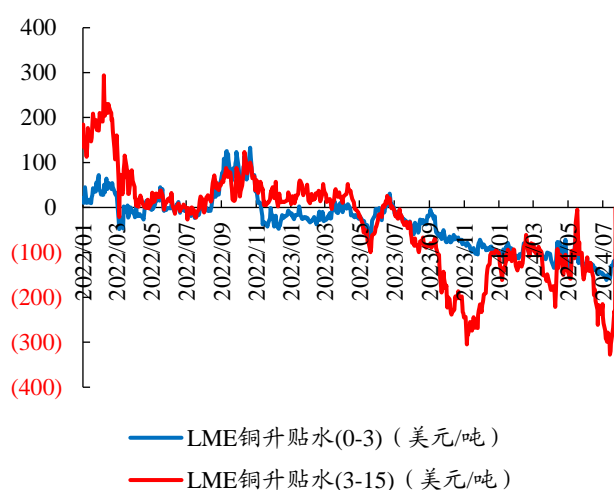
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年7月国内TC费用继续下行（美元/吨）



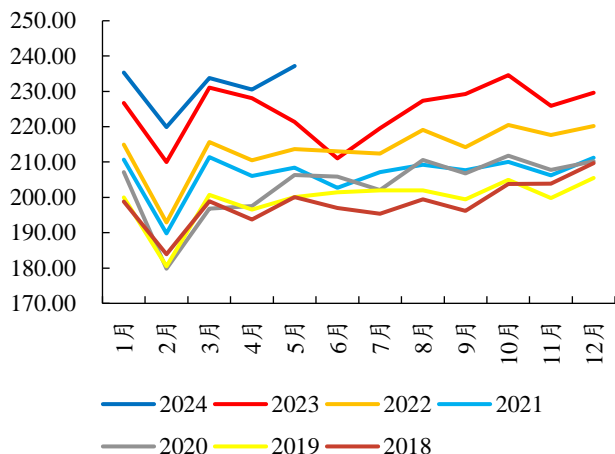
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年7月LME铜价处于近月贴水（元/吨）



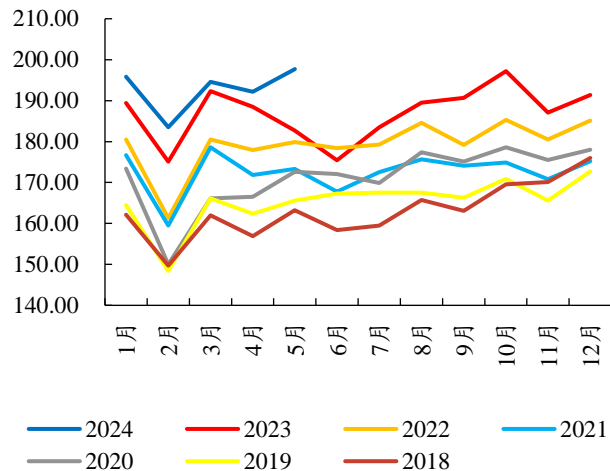
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 2024年4月全球精炼铜产量同比增加7.14%(万吨)



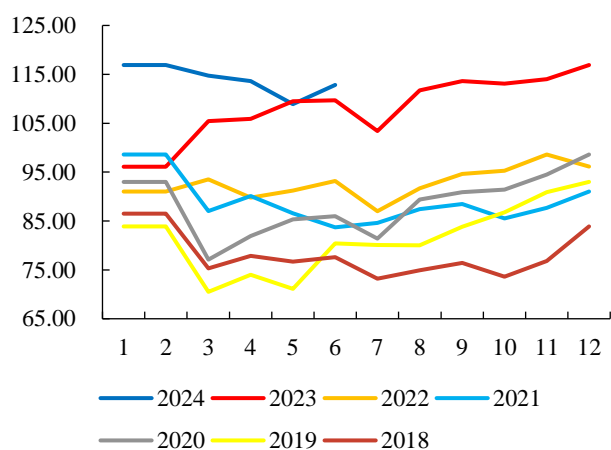
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图18: 2024年4月全球原生铜产量同比增加8.21%(万吨)



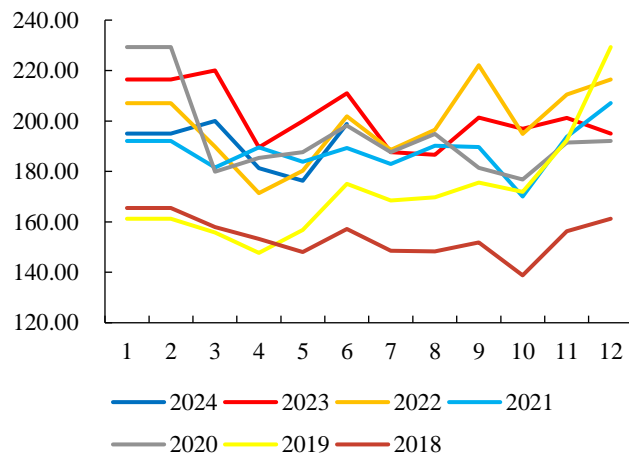
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图19: 2024年6月国内精炼铜供给同比增加2.83%(万吨)



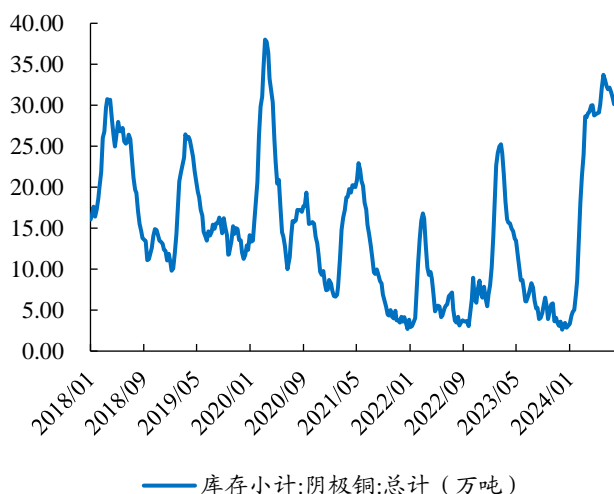
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图20: 2024年6月国内铜材产量同比减少5.79%(万吨)



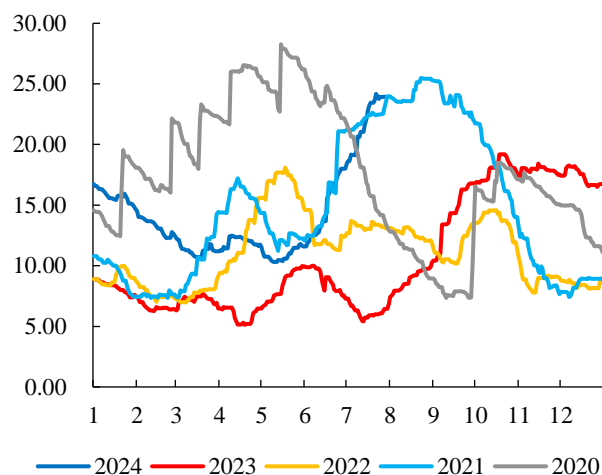
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图21: 2024年7月国内阴极铜库存拐点尚未到来(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

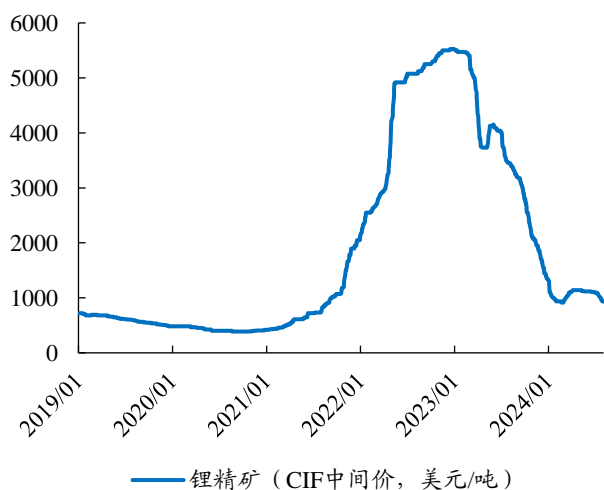
图22: 2024年7月LME铜库存快速上行(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

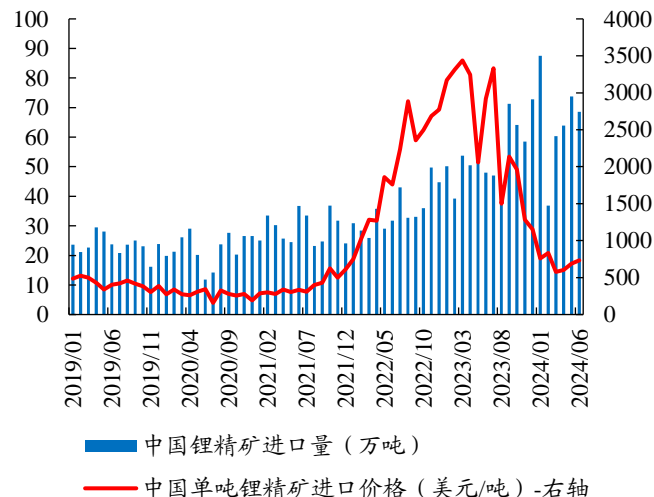
2.3、锂: 进口量同比大幅增长, 供给大幅过剩开始兑现

图23: 截至2024年8月1日, 锂精矿报价930美元/吨



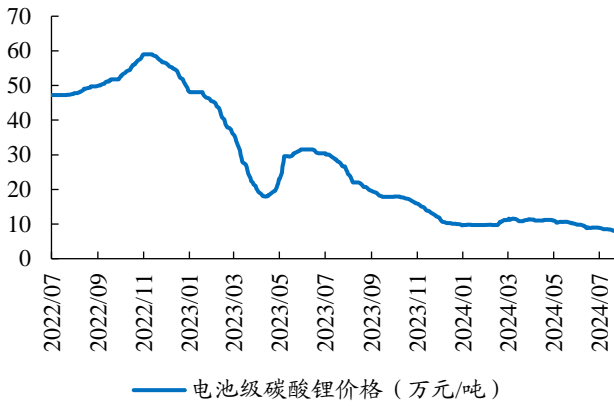
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图24: 2024年6月中国锂精矿进口约68.5万吨(实物量)



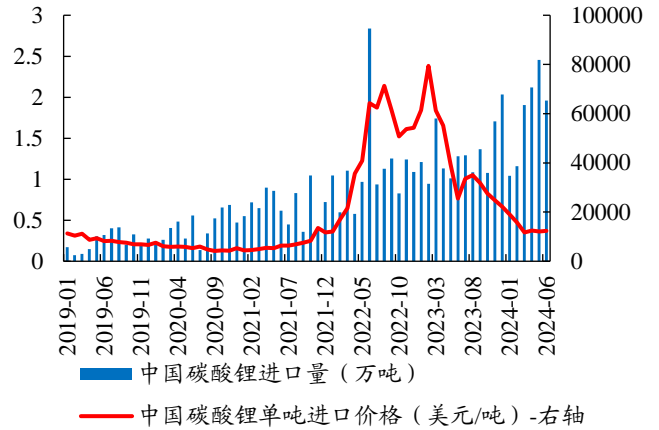
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图25: 截至 2024 年 7 月 31 日, 电碳报价 8 万元/吨



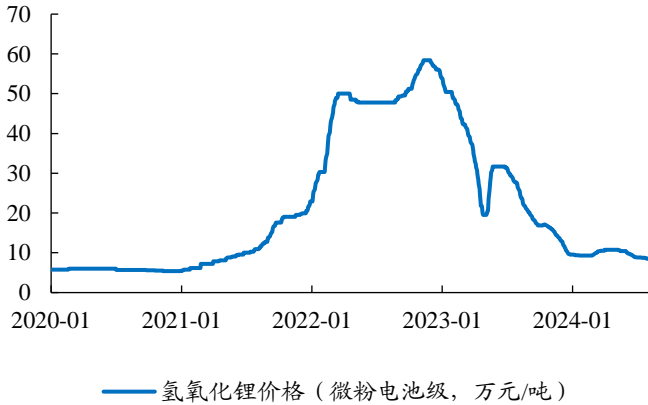
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图26: 2024 年 6 月中国碳酸锂进口约 1.96 万吨



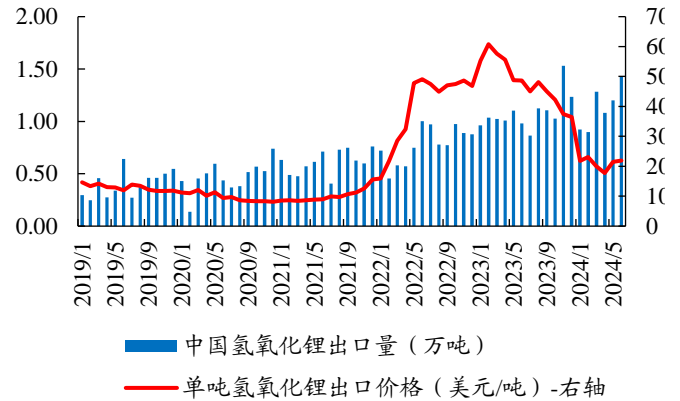
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 截至 2024 年 7 月 31 日, 电氢报价 8.5 万元/吨



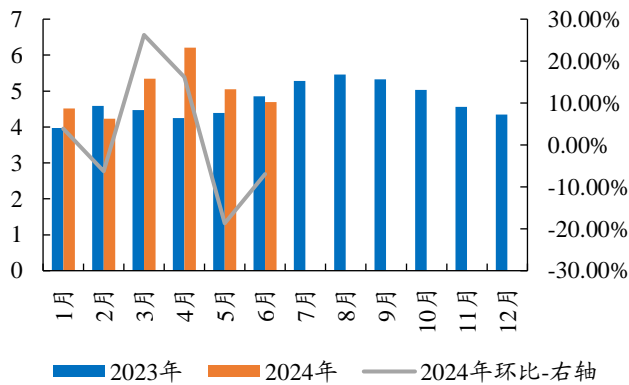
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图28: 2023 年 6 月中国氢氧化锂出口约 1.42 万吨



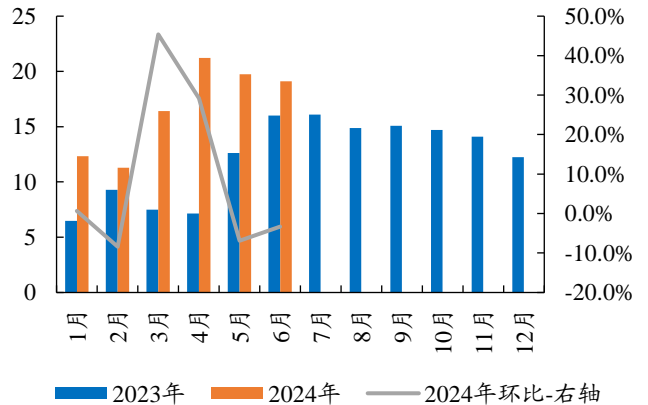
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图29: 2024 年 6 月三元材料排产环比-7% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

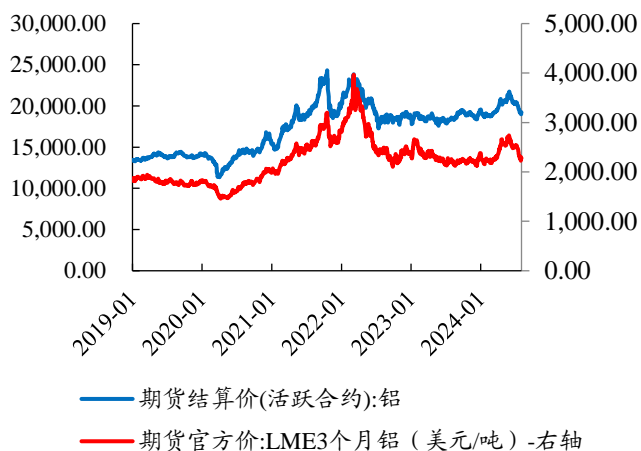
图30: 2024 年 6 月磷酸铁锂排产环比-3.3% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

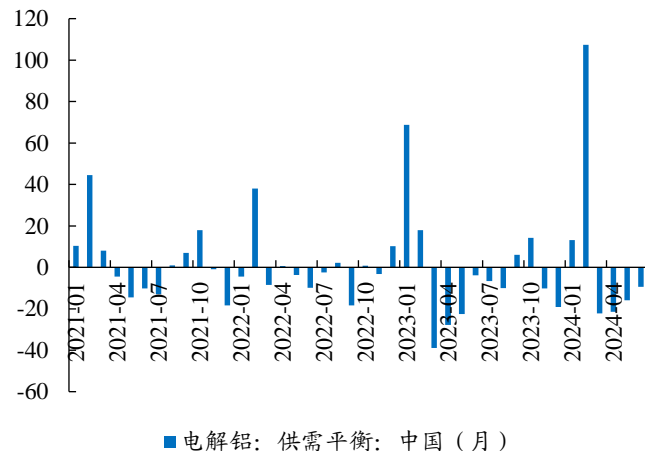
2.4、铝：需求进入淡季铝价承压，矿端矛盾仍存氧化铝价格高位运行

图31：电解铝内外价差走扩



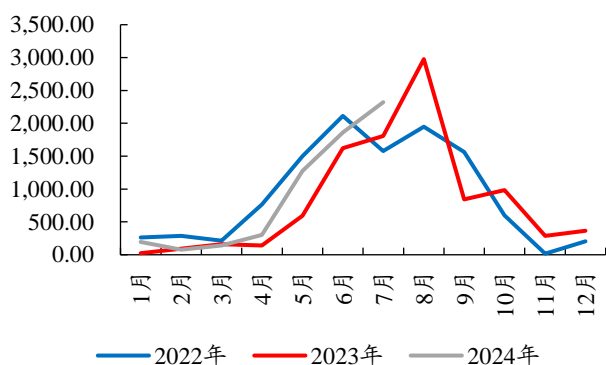
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024年6月中国电解铝供给短缺9.4万吨(万吨)



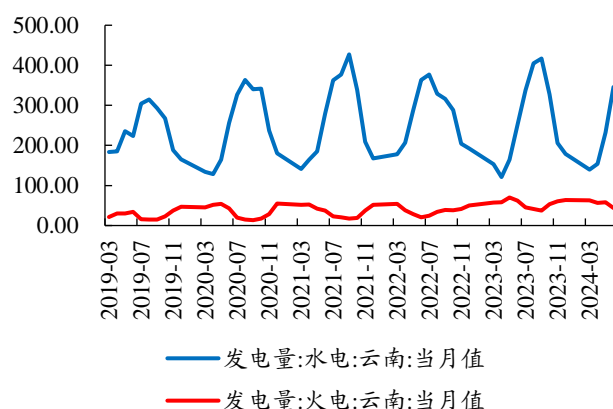
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图33：目前云南已进入丰水期(单位：毫米)



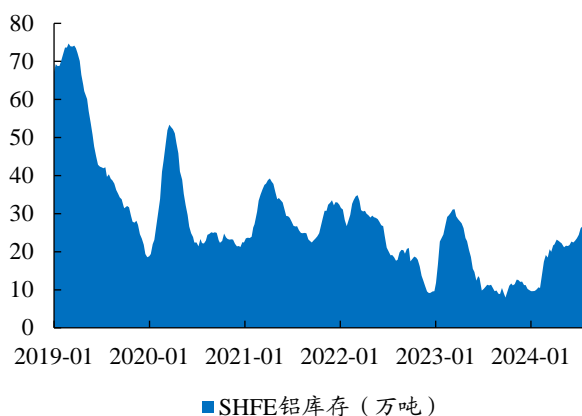
数据来源：Wind、开源证券研究所(注：为云南省11个市降雨量合计值)

图34：2024年6月云南省水电345.7亿度，月度环比+49%(亿度)



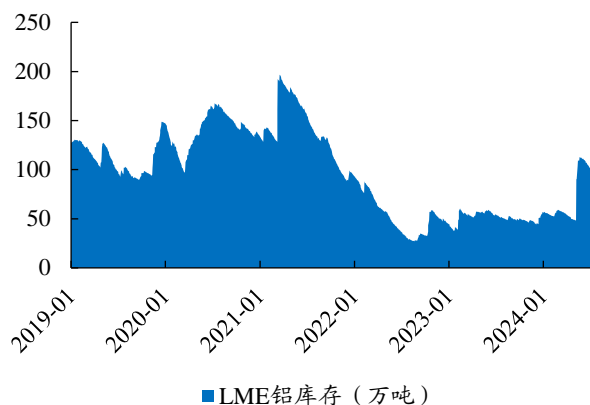
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35: SHFE 铝库存处于增加



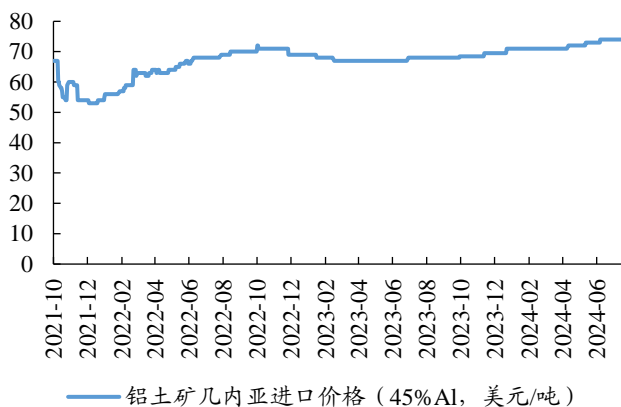
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: LME 铝库存增加



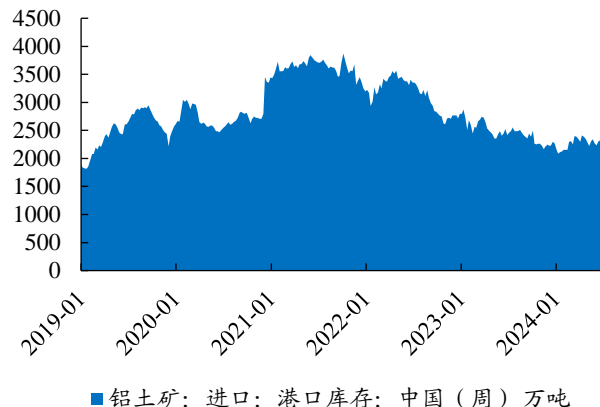
数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 铝土矿几内亚进口价格维持高位



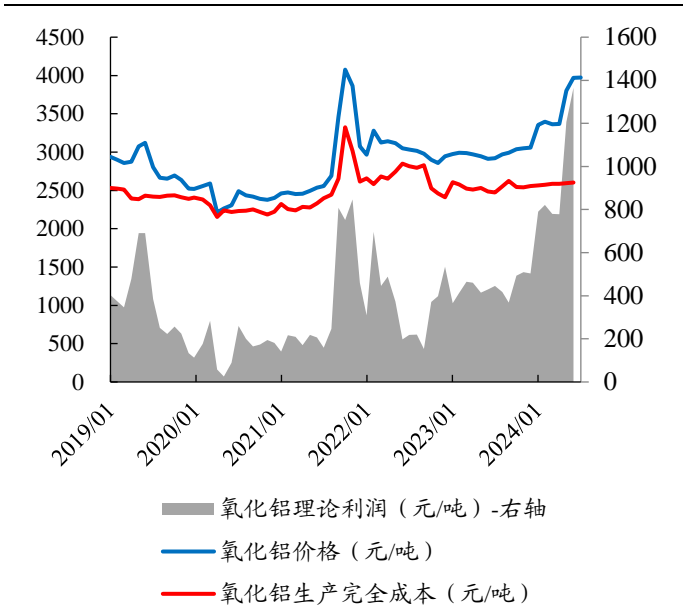
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图38: 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

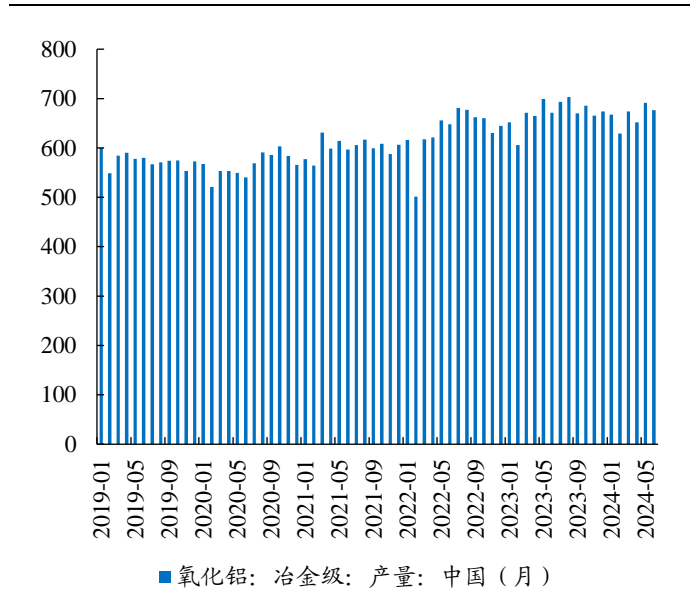
图39: 2024年6月氧化铝单吨理论利润约1365元/吨



数据来源: MySteel、开源证券研究所

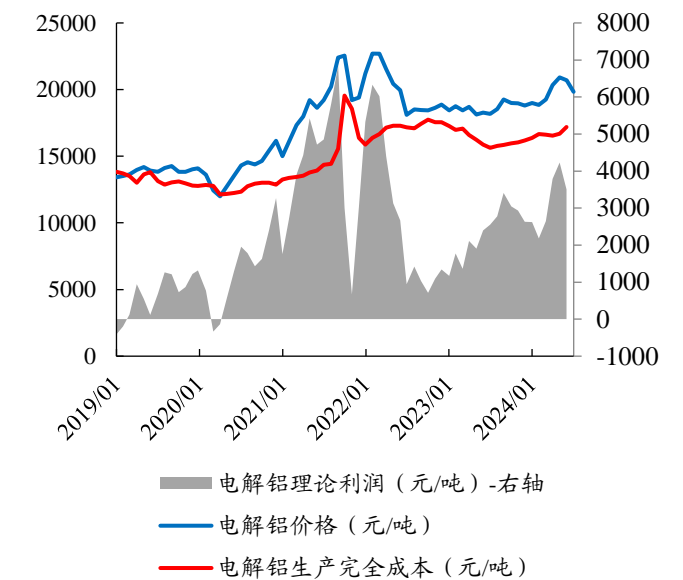
注: 单吨理论利润=价格-完全成本

图40: 2024年6月中国氧化铝产量633.8万吨,环比-2% (单位:万吨)



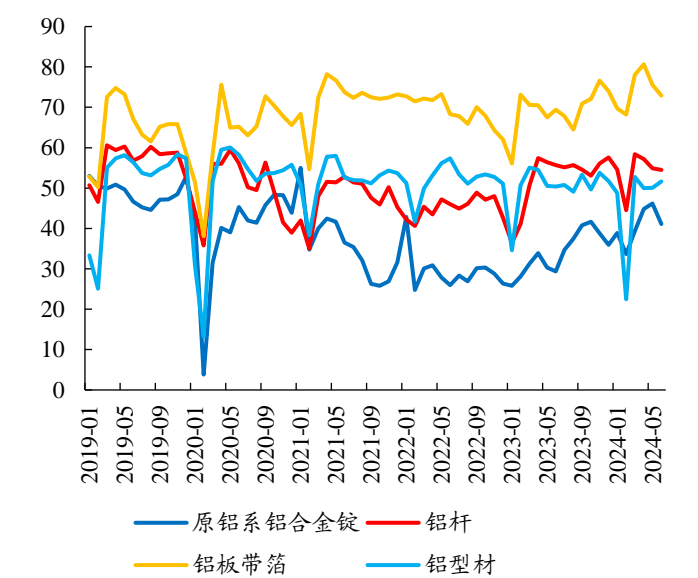
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图41: 2024年6月电解铝单吨理论利润约3500元/吨



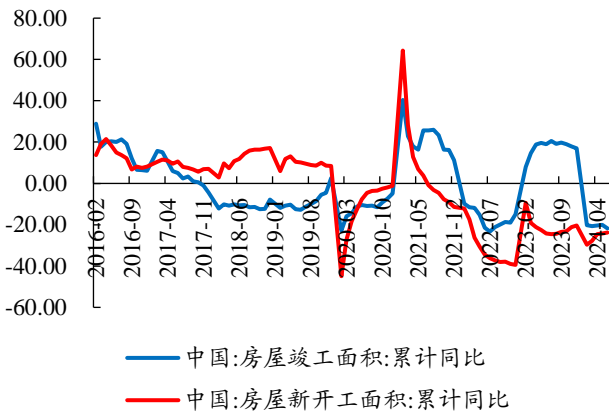
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图42: 2024年6月大部分铝产品开工率环比下滑(%)



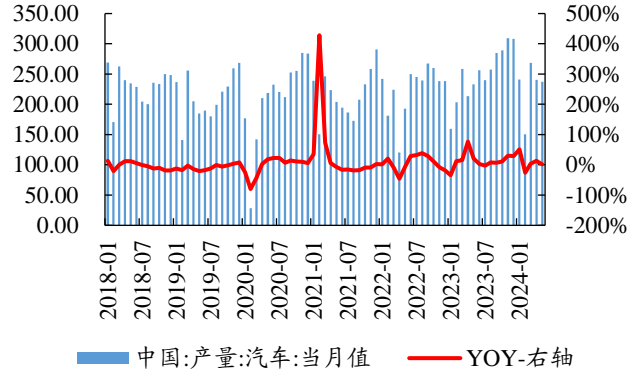
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图43: 2024H1 月中国房屋竣工面积累计同比-21.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

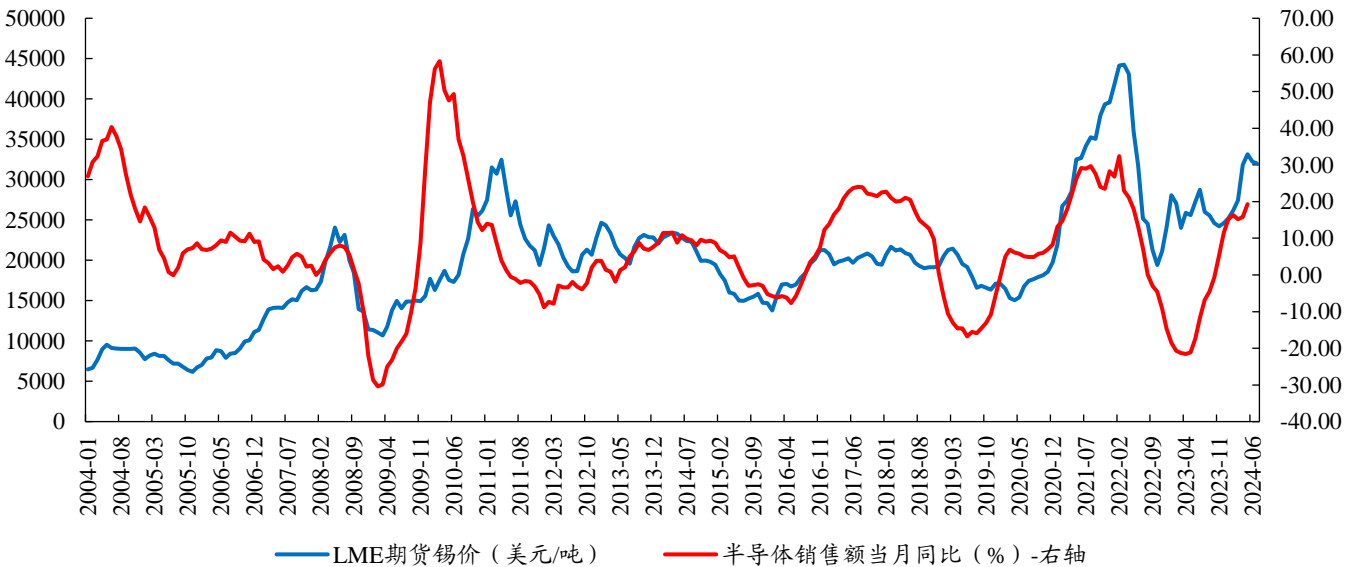
图44: 2024年6月中国汽车产量同比-2%(万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

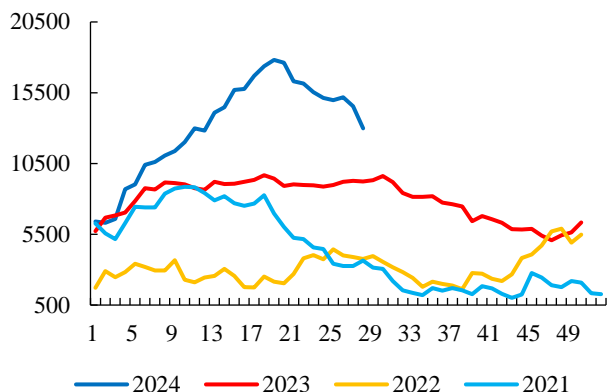
2.5、锡: 供给扰动频发, 需求边际改善

图45: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



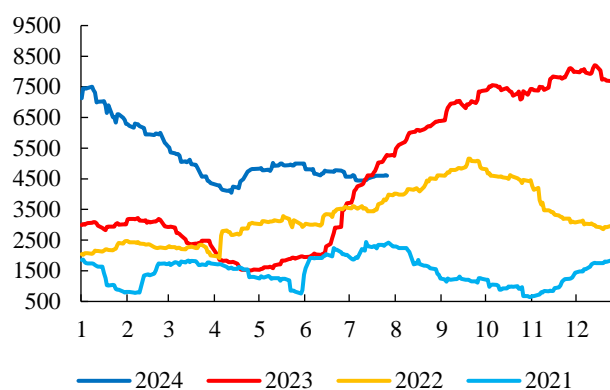
数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 上海期交所锡锭库存去库顺畅(吨)



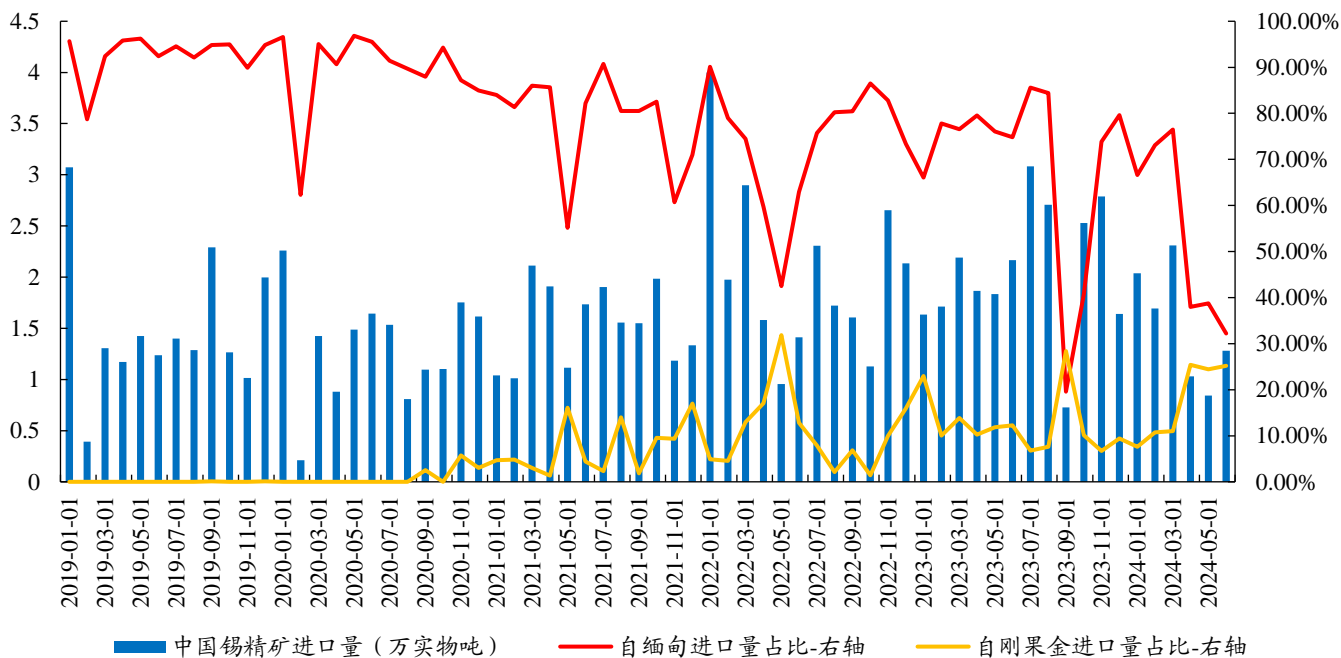
数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: LME 锡库存震荡(吨)



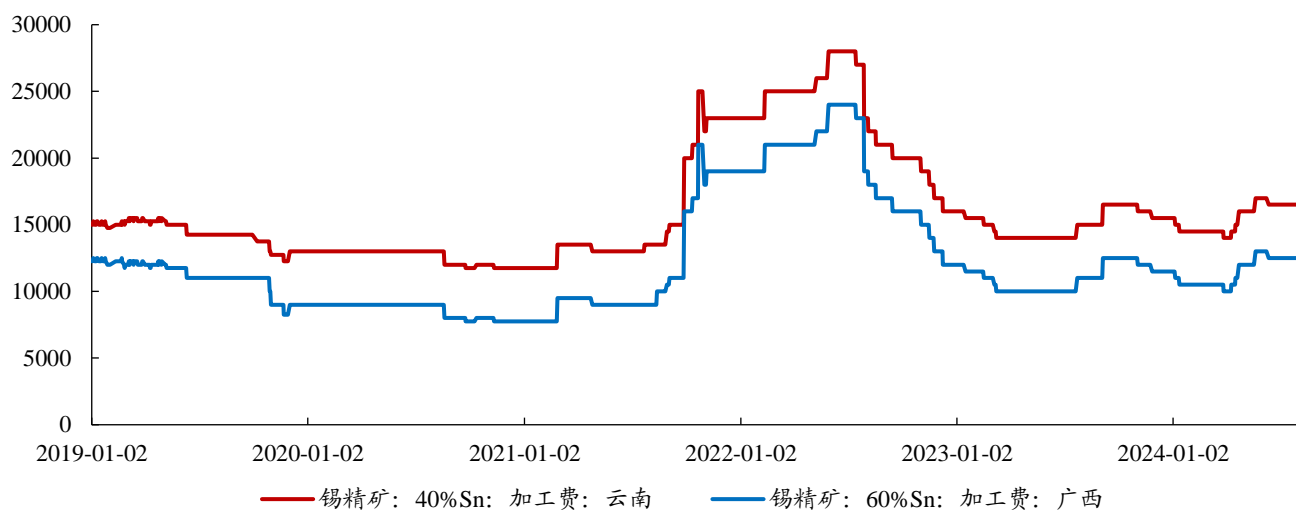
数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 刚果金锡精矿进口占比有所提高



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

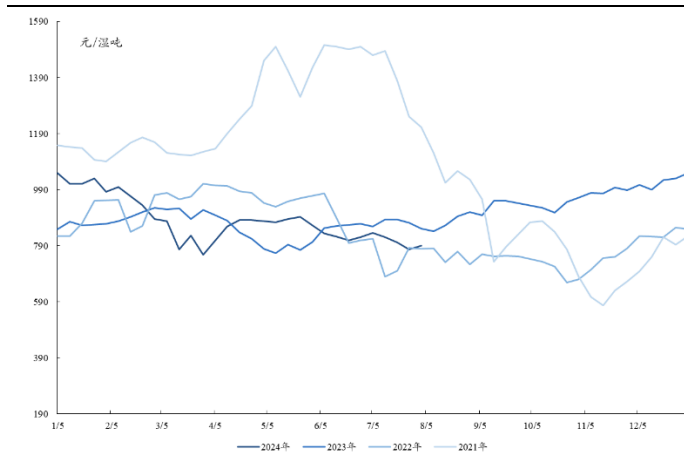
图49: 锡精矿加工费水平较低(元/吨)



数据来源: MySteel、开源证券研究所

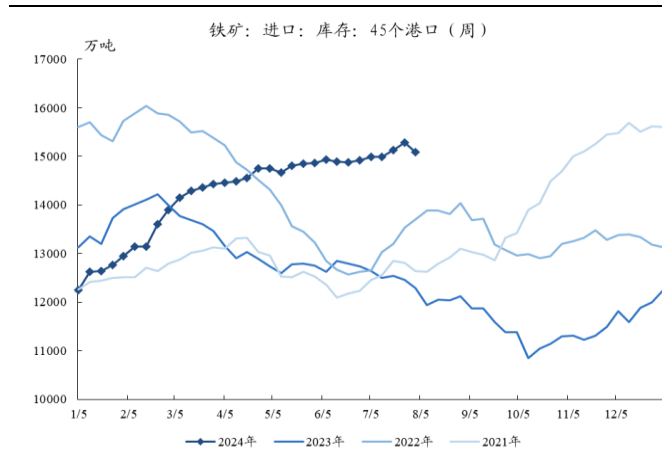
2.6、铁矿石: 四大矿山前期发运量较高, 或对 8 月矿石价格形成压力

图50: 截至 8 月 2 日当周, 青岛港 PB 粉 790 元/湿吨



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

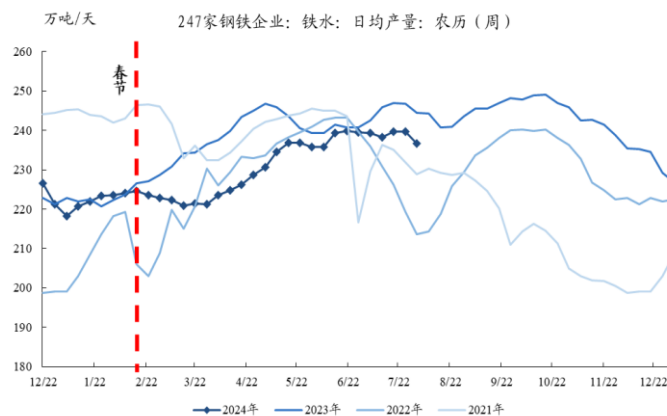
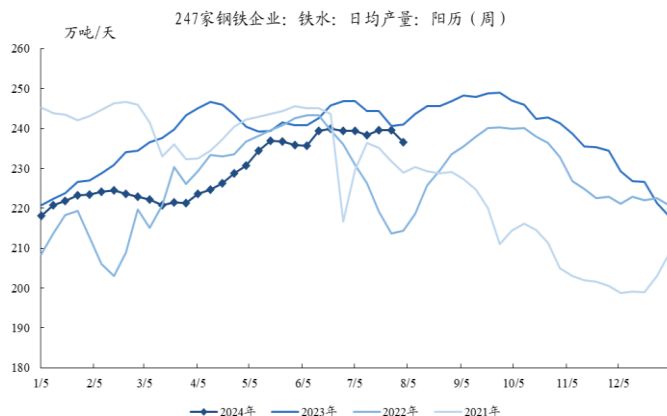
图51: 截至 08/02 当周, 铁矿: 进口: 库存: 45 个港口 (周) 为 15090.31 万吨, 同比+22.78%, 环比-1.24%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图52: 截至 08/02 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历(周) 为 236.62 万吨, 同比-1.81%, 环比-1.25%

图53: 截至 08/02 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历(周) 为 236.62 万吨, 同比-3.18%, 环比-1.25%

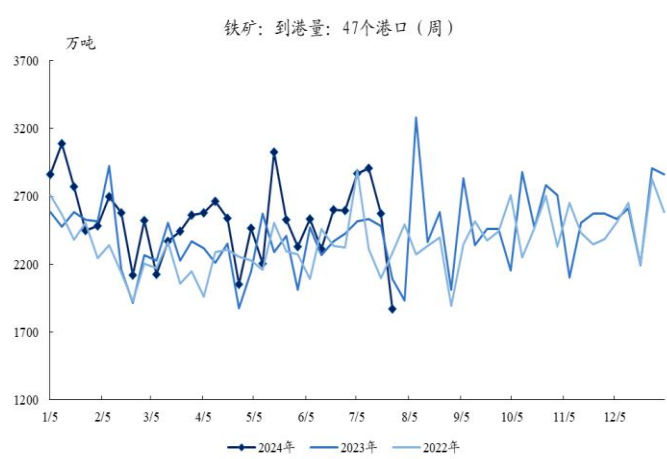
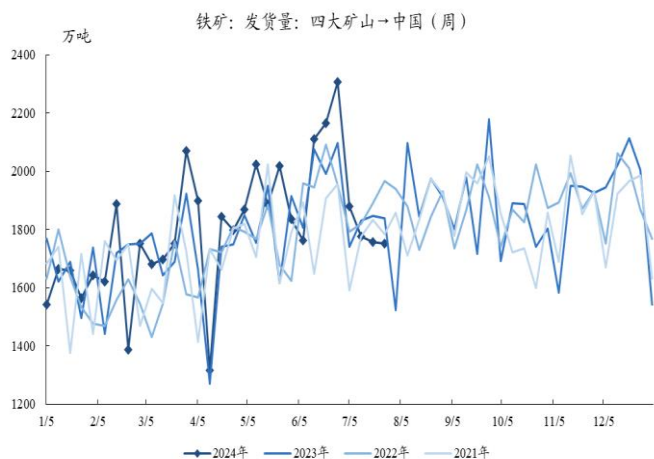


数据来源: Mysteel、开源证券研究所

数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图54: 截至 07/26 当周, 四大矿山发运量总和为 1751.6 万吨, 同比-4.67%, 环比-0.37%

图55: 截至 07/26 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口(周) 为 1869.3 万吨, 同比-10.57%, 环比-27.34%

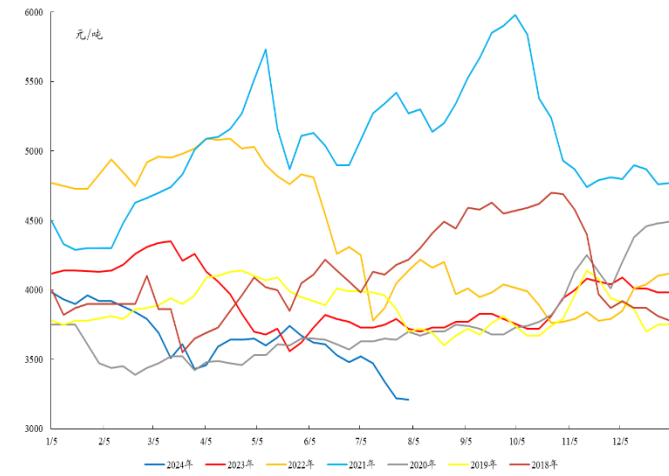


数据来源: Mysteel、开源证券研究所

数据来源: Mysteel、开源证券研究所

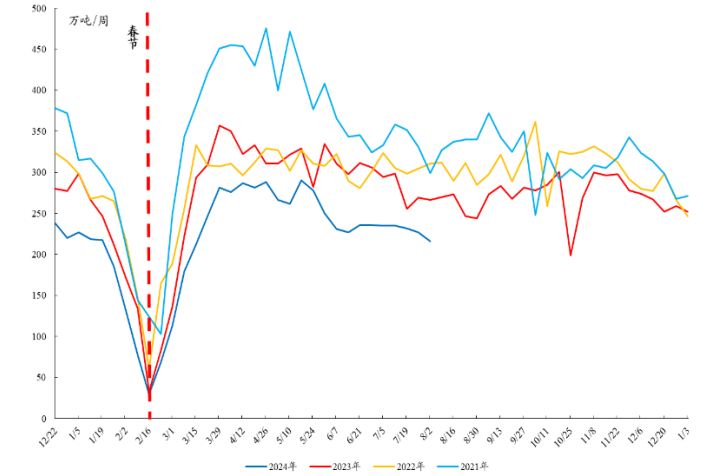
2.7、钢材：钢厂盈利率持续下降，8月黑色或存反弹空间

图56：截至8月2日当周，上海螺纹钢现货 3210 元/吨，同比-13.71%，周环比-0.31%



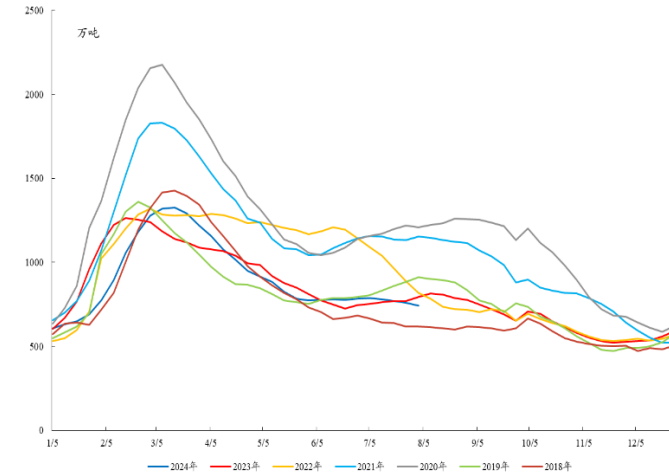
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图57：截至6月28日，螺纹钢周度表观需求 211.18 万吨，同比-18.98%，周环比-5.02%（农历口径）



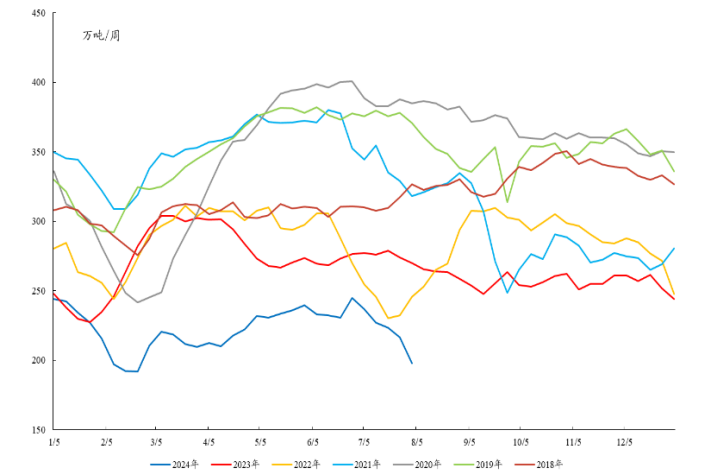
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图58：截至6月28日，螺纹钢周度库存 742.37 万吨，同比-6.54%，周环比-2.35%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图59：截至6月28日，螺纹钢周度产量 197.75 万吨，同比-26.7%，周环比-8.74%



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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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