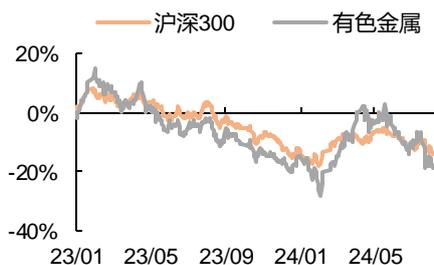


行业动态跟踪

比价视角下的铜金逻辑再思考

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn



平安观点：

- 2024 年以来金铜价格呈现较大波动，背后定价逻辑均出现一定程度的变化，当前海外宏观形势确定性较低，交易主线相对较为模糊。我们尝试从比价视角入手，在流动性、行业基本面以及商品价格之间寻找定价长逻辑和可能发生的定价偏离。
- **黄金：寻找货币属性之锚。**我们认为货币属性是黄金一切定价属性的基石，货币属性赋予了以金融属性为代表的其他属性。我们选取“全球黄金储备×金价”粗略代表黄金作为被官方认可的“货币属性”部分的价值，称为“黄金货币体系价值”，2008 年之后黄金货币体系价值相对稳定地盯住美国 M2，近两年来金价中枢持续抬升实则是其盯住 M2 的货币属性的合理体现。若以美元为代表的主权信用货币出现信用边际松动，则很大程度上黄金货币体系价值/美国 M2 中枢仍会抬升。长周期来看，在逆全球化趋势推进、海外地缘政治问题频发以及美元信用边际走弱的背景下，黄金的货币属性或进入长期放大趋势，黄金货币体系价值预计将持续抬升。基于黄金物理存量有限，长周期金价中枢有望持续上行。
- **铜：铜金比视角下看铜价。**铜金比与美国名义收益率历史上呈现出较好的正相关性，但 2023 年之后二者开始出现较为显著的背离。我们认为近两年来金价表现与其货币属性的表达相契合。2018-2023 年全球铜显性库存总体处于去库趋势，2024 年二季度全球精铜库存反季节累库，下游采购周期出现了短期调整。近年来全球铜基本面总体不存在对铜价形成拖累的因素，但对应的铜金比并未与名义收益率增长表现出较好的一致性（目前已降至历史区间下沿水平），我们认为铜金比近两年的走势失真，在基本面未有极端衰退预期的情况下，铜价有望进一步向上修正。
- **投资建议：**黄金方面，近两年来随着全球流动性快速增长，黄金货币属性定价效用凸显，替代金融属性成为第一定价锚。海外不确定性抬升，长周期金价中枢有望持续上行。铜方面，我们认为铜金比近两年的走势失真，当前铜估值已处于相对低位水平，铜价有望向上修正。建议关注成本优势较高，量增确定性强的细分赛道龙头，建议关注山东黄金、紫金矿业。
- **风险提示：**1) 需求低迷风险。如果未来海外经济复苏乏力，需求将受到较大的影响，并影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。2) 供应释放节奏大幅加快。如果海外供给端出现大幅超预期增长，则一定程度上对平衡格局产生较大影响。3) 替代技术和产品出现。短期内若出现替代性较强的产品及相关技术，则可能在需求端对各品种金属产生一定影响。

一、金：寻找货币属性之锚

2022 年以来，金价与美国实际利率的负相关性表现逐步失真，从黄金框架出发，我们认为背后逻辑在于，黄金的金融属性定价权重降低的同时，货币属性定价权重抬升。

货币属性是一切定价属性的基石

从黄金传统框架出发，金价主要由货币属性、金融属性以及避险属性决定其价格边际变化，商品属性定价权重较弱。三重核心属性中，我们认为货币属性是一切定价属性的基石，货币属性赋予了以金融属性为代表的其他属性。金本位制度受黄金自身限制早已崩溃，但现代货币体系中黄金仍然是各国央行重要的核心储备之一。正是基于黄金历史以来长久的货币属性背书，在现代货币体系逐步发展的过程中，黄金才成为重要的金融资产之一，在美元成为世界货币之后，黄金货币属性进一步稳定，金融属性成为影响其边际定价的核心因素。

尽管金融属性在过去较长时间内对于金价走势具有重要的指示意义，但货币属性仍为黄金的第一属性，这意味着全球货币体系较为稳定的情况下，金融属性定价权重相对抬升；而货币体系边际出现波动，则货币属性将先于金融属性进行定价。

图表1 黄金与实际利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

寻找货币属性之锚

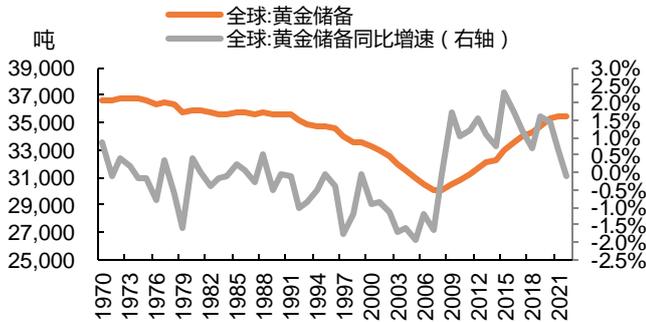
从黄金的货币属性出发，我们选取“全球黄金储备×金价”粗略代表黄金作为被官方认可的“货币属性”部分的价值，我们此处称之为“黄金货币体系价值”。基于当前美元为全球国际结算货币，将选取指标与美国 M2 进行比对，一定程度上表征黄金货币体系价值的相对强弱。

20 世纪 70 年代初，布雷顿森林体系瓦解，各国黄金储备随之进入长达 30 余年的净卖出状态。从黄金货币体系价值变化来看，2000-2008 年，虽全球黄金储备仍处于下降趋势，但在金价稳步上涨背景下，黄金货币体系价值/美国 M2 中枢持续抬升。2008-2013 年，在美国金融危机和欧债危机影响下，黄金货币属性开始凸显，各国央行由净卖出转为净买入，黄金货币体系价值相对于美国 M2 价值持续增长。2013 年之后，随着欧债危机影响逐步消退，黄金体系相对价值逐渐回落，但中枢相较于金融危机前已有显著抬升，此后黄金货币体系价值进入相对平稳状态。2020 年之后，疫情冲击下美国 M2 迅速增长，金价与央行购金规模同步抬升下，黄金货币体系价值/美国 M2 中枢未有显著提升。

我们认为，黄金货币属性的背书很大程度来自于全球央行的黄金储备，2008 年之后全球央行黄金储备持续抬升进一步巩固了黄金的货币属性，在此基础上黄金货币体系价值相对稳定地盯住美国 M2，近两年来金价中枢持续抬升实则是其盯住 M2

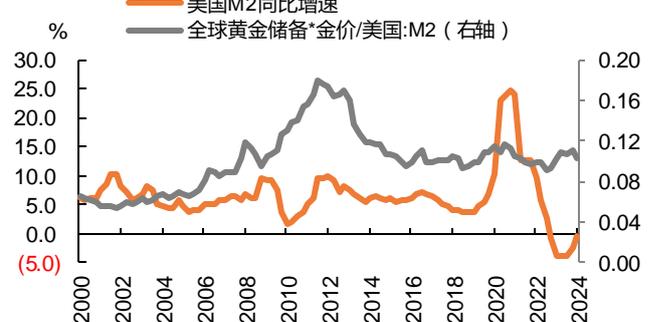
的货币属性的合理体现。同时，借鉴 2008 年时期的表现，黄金货币体系价值/美国 M2 中枢稳定的前提在于全球金融体系的稳定。若以美元为代表的主权信用货币出现信用边际松动，则很大程度上黄金货币体系价值/美国 M2 中枢仍会抬升。长周期来看，在逆全球化趋势推进、海外地缘政治问题频发以及美元信用边际走弱的背景下，黄金的货币属性或进入长期放大趋势，黄金货币体系价值预计将持续抬升。基于黄金物理存量有限，长周期金价中枢有望持续上行。

图表2 全球黄金储备变化及同比增速



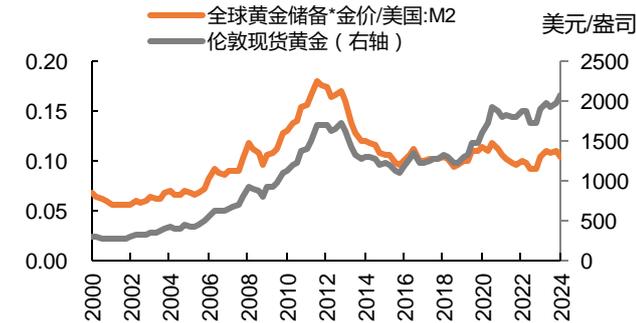
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 黄金货币体系价值与美国 M2 同比增速



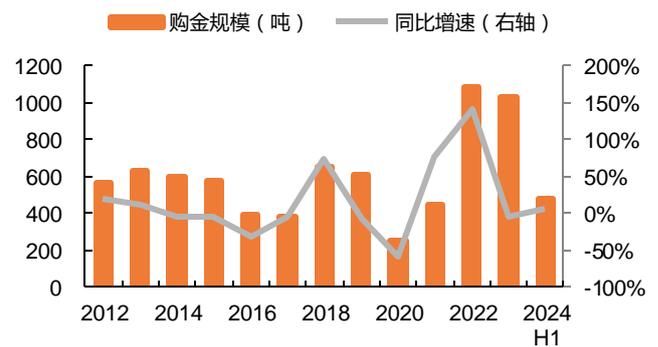
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 黄金货币体系价值与金价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 全球央行购金规模及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、铜：铜金比视角下看铜价

铜金比角度来看，我们认为即便基于基准情形下的平衡，铜仍未充分定价。

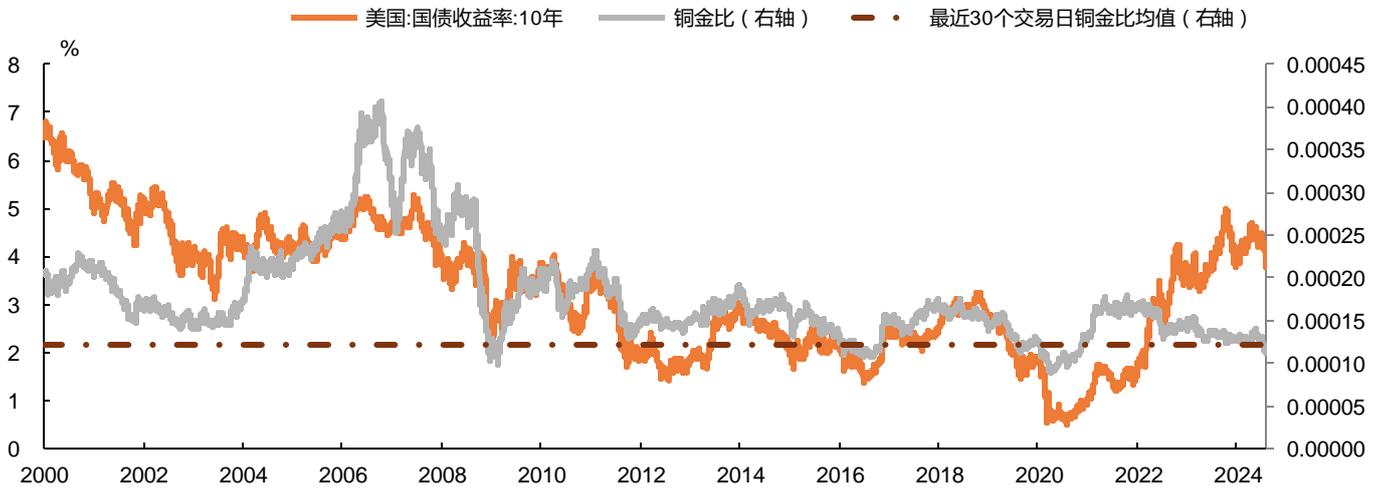
铜金比与美国名义收益率历史上呈现出较好的正相关性，核心逻辑在于剔除了流动性影响之后，铜金比在一定程度上可以反映经济需求。但从疫情后表现来看，铜金比与美国国债收益率的正相关性减弱，尤其在 2023 年之后，二者开始出现较为显著的背离。

对于铜金比进行朴素的拆分分析，金价基于上文分析，在 M2 快速扩张的过程中，货币属性是黄金定价的核心锚，我们认为近两年来金价表现与其货币属性的表达相契合。铜方面来看，2018-2023 年全球铜显性库存总体处于去库趋势，尤其自 2021 年之后，随着全球工业活动逐步摆脱疫情影响，铜库存平均水位较疫情前现显著下行。2024 年二季度全球精铜库存呈现反季节性累库，在全球 PMI 趋势向好的情况下，我们认为累库主要系前期铜价较快的上涨节奏下，下游采购周期出现了短期调整（6 月以来国内铜社会库存已进入去库通道）。

因此整体来看，近年来全球铜基本面表现良好，总体不存在对铜价形成拖累的基本面因素，但对应的铜金比并未与名义收益

率增长表现出较好的一致性（目前已降至历史区间下沿水平）。尽管消费需求是美国疫后增长的核心驱动，但我们确实也看到了工业需求增长的强劲。因此总体而言，我们认为铜金比近两年的走势是失真的，即从黄金货币体系出发，在基本面无虞的情况下，目前的铜价没有充分反映需求端的增长。在基本面未有极端衰退预期的情况下，铜价有望进一步向上修正。

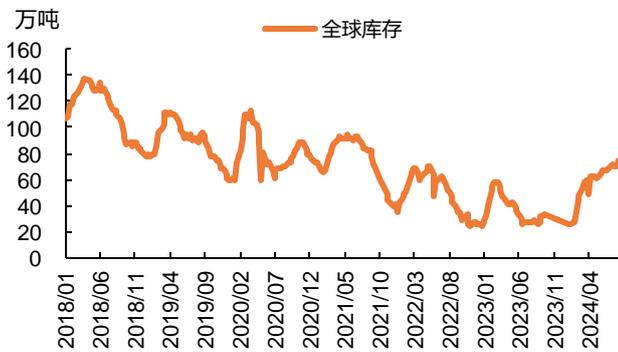
图表6 名义收益率与铜金比



资料来源：Wind，平安证券研究所；

注：数据截至 2024/8/9

图表7 全球铜库存



资料来源：Wind，SMM，平安证券研究所

图表8 铜价以及全球 PMI



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 美国建造部门支出



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 中国铜材出口同比增速



资料来源: SMM, 平安证券研究所

三、投资建议与风险提示

4.1 投资建议

金: 我们认为, 黄金货币属性从未缺席过其定价系统, 而且一直是其定价框架中的根本因素, 近两年来随着全球流动性快速增长, 货币属性定价效用加速凸显, 替代金融属性成为第一定价锚。长周期来看, 随着海外不确定性抬升, 黄金的货币属性或进入长期放大趋势, 长周期金价中枢有望持续上行。

铜: 铜方面, 铜金比与美国名义收益率历史上呈现出较好的正相关性, 近年来全球铜基本面总体不存在对铜价形成拖累的因素, 但对应的铜金比并未与名义收益率增长表现出较好的一致性, 我们认为铜金比近两年的走势失真, 当前铜估值或已处于相对低位水平, 在基本面未有极端衰退预期的情况下, 铜价有望进一步向上修正。

建议关注成本优势较高, 量增确定性强的细分赛道龙头, 建议关注山东黄金、紫金矿业。

4.2 风险提示

- 1) 需求低迷风险。** 如果未来海外经济复苏乏力、固定投资和消费低迷, 或者国际贸易争端增加, 需求将受到较大的影响, 并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- 2) 供应释放节奏大幅加快。** 如果海外供给端出现大幅超预期增长, 则一定程度上对平衡格局产生较大影响, 进一步对金属价格和 Related 公司盈利水平产生影响。
- 3) 替代技术和产品出现。** 短期内若出现替代性较强的产品及相关技术, 则可能在需求端对各品种金属产生一定影响, 从而对全球范围内各金属品种的平衡表带来扰动。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层