

议息会议临近 以史为镜宽松周期中的金铜

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

2025年8月美国非农就业数据仅新增2.2万个岗位,远低于市场预期的7.5万个,同时失业率升至4.3%,而非农历史数据的大幅下修亦印证劳动力市场疲软,经济增长动力进一步放缓。弱势的非农数据强化了市场对美联储可能转向宽松货币政策的预期,美元面临走弱压力,从而为黄金提供上涨动能。就业市场的疲软加剧经济衰退风险,避险需求显著提升,黄金作为传统避险资产的吸引力增强;实际利率角度看,在通胀韧性仍存的情况下开启降息周期,实际利率或将进一步下行,从而推升金价。而从实际需求的角度看,我国央行连续10个月增持黄金,但从黄金在我国整体的外汇储备中的权重看,横向对比全球主要经济体仍处于相对低位,未来央行购金潮有望延续。

我们回顾了2004年以来美联储的主要两次降息周期,分别是2007-2009年以及2019-2020年。尽管两轮宽松周期的催化各不相同,但处于降息时段中的铜金价格表现出类似的走势:贵金属基于宽松预期最先受益,金铜比价阶段性冲高并在宽松周期开启的三季度到一年左右时段内快速回落。作为参考,自2004年至今金铜比价均值约为0.2(伦敦现货黄金美元/盎司比LME铜现货美元/吨),考虑到通胀影响以及黄金作为美元资产替代逻辑的不断发酵,金铜比值中枢或将抬升;但从历史经验出发,面对宽松周期亦可逢高做空金铜比,通过权重持仓从贵金属到工业金属的变化来最大化降息周期收益。

套保与操作策略

宏观层面,最新弱非农与前期就业数据下修强化美国增长放缓风险,市场从“是否降息”转向“降息节奏”定价;高财政赤字与利息支出攀升、去美元化叙事与央行连续购金、实际利率预期下行与地缘不确定性共同支撑黄金维持强势与高位区间震荡格局。铜端短期受全球制造业修复缓慢、中国地产深度调整等因素压制,弹性滞后黄金,金铜比维持相对高位;若出现“宏观催化落地+订单修复”验证,铜有望进入补涨阶段,金铜比温和回落。

套保建议:黄金短期仍是最受益于宏观面催化的品种,维持逢低做多观点;铜短期以逢低买入套保为主,考虑到“金九银十”以及国内仓单相对低位,近月合约可能被再度推高,故套利交易中建议避免在国内近月合约上建立空头头寸。

风险

美联储降息不及预期

获利了结造成价格波动风险

目录

报告摘要	1
经济压力隐忧凸显，美联储宽松周期临近利好金、铜	3
就业数据大幅不及预期，美联储政策转向或已成定局	3
美国“宽财政紧货币”推升通胀韧性，叠加降息影响利好金铜	4
以史为镜，降息周期中黄金与铜的行情演绎	8
总结	10

图表

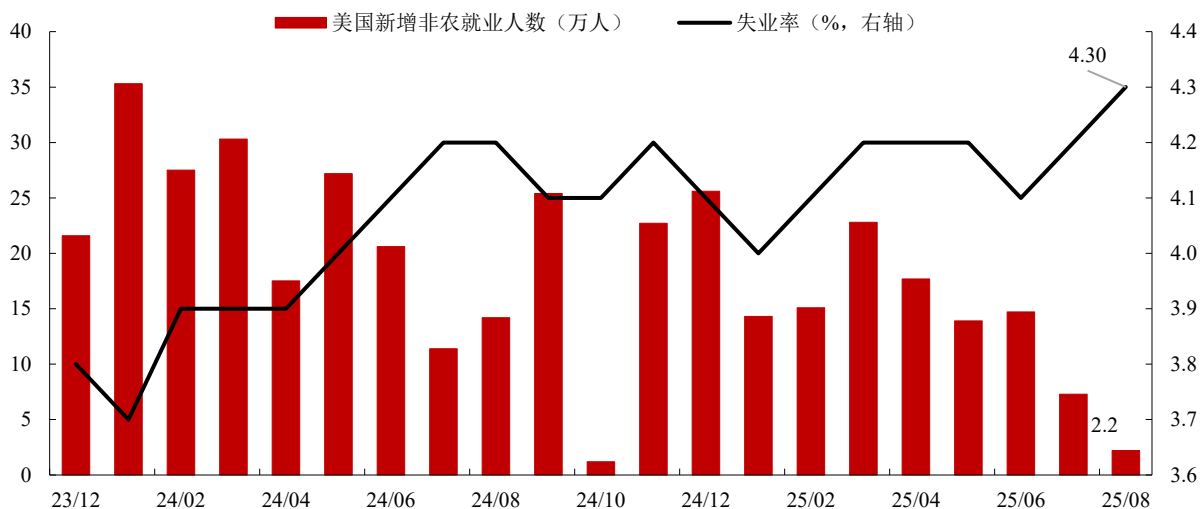
图 1: 美国新增非农就业数据显著走弱	3
图 2: CME FEDWATCH 降息概率一览	4
图 3: 美国财政预算赤字变化	5
图 4: 美国未来预期财政赤字率变化	5
图 5: 美国联邦财政利息支出净额占联邦支出总额比例	6
图 6: 金价与美国未偿公共债务总额同步上行	7
图 7: 美国核心 PCE 同比变化	7
图 8: 美国未来财政赤字率变化	7
图 9: 黄金、铜及金铜比价变化	9
图 10: 情景假设	10

经济压力隐忧凸显，美联储宽松周期临近利好金、铜

就业数据大幅不及预期，美联储政策转向或成定局

美国 8 月季调后非农就业人口录得增加 2.2 万人，大幅低于市场预期的 7.5 万人。而历史数据亦同步下修：6 月份非农新增就业人数从 1.4 万人下修 2.7 万人至 -1.3 万人；7 月份非农新增就业人数从 7.3 万人上修 0.6 万至 7.9 万人；修正后，6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 2.1 万人。失业率方面，4.3% 数据也创下了 2024 年 7 月以来最高值，劳动力市场降温明显。此外，根据美国政府周二发布的年度基准修订初步结果，截至今年 3 月的 12 个月内，美国非农就业人数预计将被下调 91.1 万人，相当于平均每月减少近 7.6 万人，最终数据将于明年年初公布。在此次报告之前，政府的非季调就业数据显示，截至 3 月的 12 个月内，雇主共新增近 180 万个岗位，平均每月增加 14.9 万个。

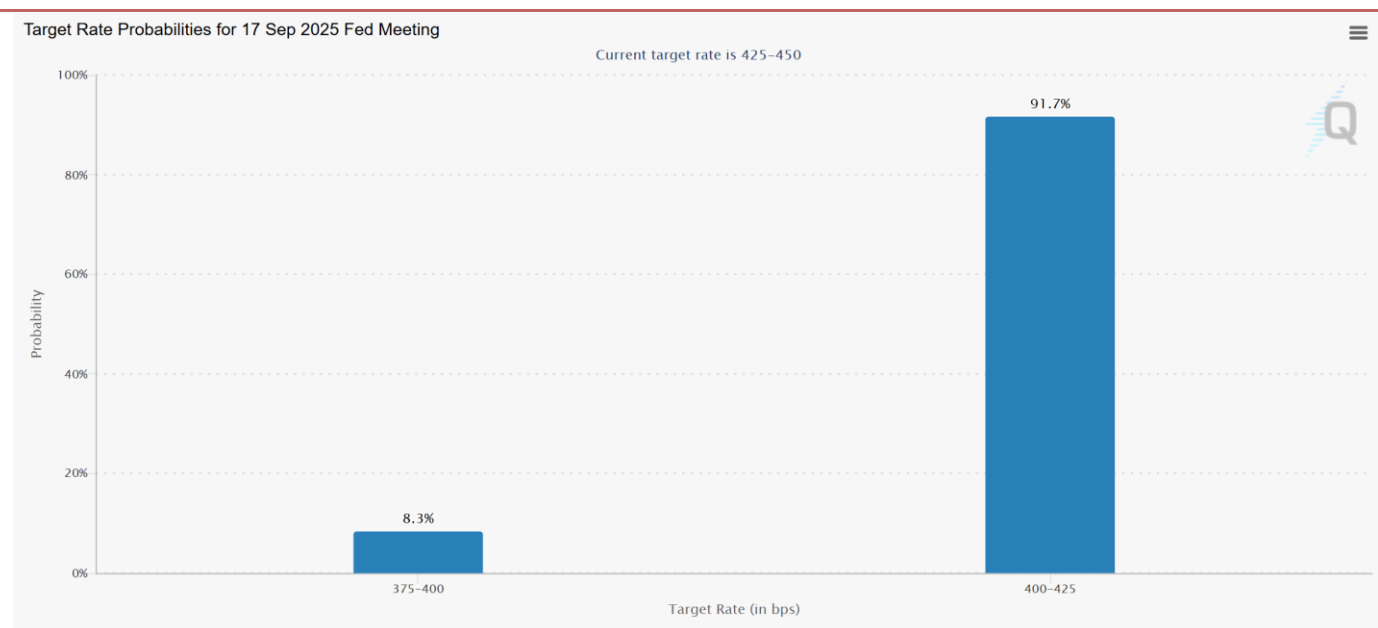
图 1：美国新增非农就业数据显著走弱



数据来源：Wind 华泰期货研究院

弱势的就业数据可能暗示了美国自全球健康事件以来的“宽财政紧货币”政策组合与国际贸易摩擦对经济的双重影响正在显现，且在政策利率维持高位的环境中内生经济增长动力不足。而作为对弱非农的回应，市场对于美联储降息押注也从交易“是否降息”彻底转向交易“降息节奏”，CME Fedwatch 数据显示 9 月 FOMC 会议上维持利率不变概率为零，降息 25BP 概率为 91.7%，单次降息 50BP 概率为 8.3%，美联储的货币政策转向宽松基本成定局。

图 2：CME Fedwatch 降息概率一览



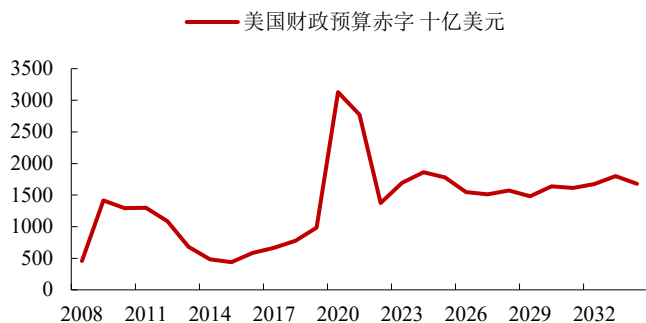
数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国“宽财政紧货币”推升通胀韧性，叠加降息影响利好金铜

自 2020 年以来，美国的经济政策基本可以概括为“宽财政，紧货币”。在全球公共卫生风险较高的 2020 年至 2021 年间，美国财政预算赤字分别达到 3.13 万亿美元和 2.78 万亿美元。经济下行压力使得美国通过大规模财政赤字扩张，以期将资金传导至居民消费和企业端，以扩大政府支出维持就业市场的稳定需求。然而，这种快速上升的财政赤字规模也为后续高通胀的持续性埋下了隐患。

从赤字率的角度来看，美国财政支出规模仍在扩张。2024 年全年赤字率预计达到 6.6%，高于 2023 年的 6.3%；虽然 2025 年全年赤字率预计略微下降至 6.1%，但仍显著高于 2015 年至 2019 年的平均水平。在当前高政策利率环境下，美国未来“宽财政、紧货币”的政策组合可能会继续对经济构成压力，同时也可能伴随一定程度的美债信用风险。

图 3: 美国财政预算赤字变化



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美国未来预期财政赤字率变化



数据来源: Wind 华泰期货研究院

若回顾历史, 美国联邦基金目标利率自 2008 年以来经历了两个明显的加息与降息周期。第一个周期从 2008 年至 2020 年, 涵盖了从加息到降息的完整过程; 第二个周期则从 2020 年至今, 开启了新一轮的加息路径, 并有望在 2025 年 9 月重启降息进程。

此处我们以两次完整的美联储加息周期为例:

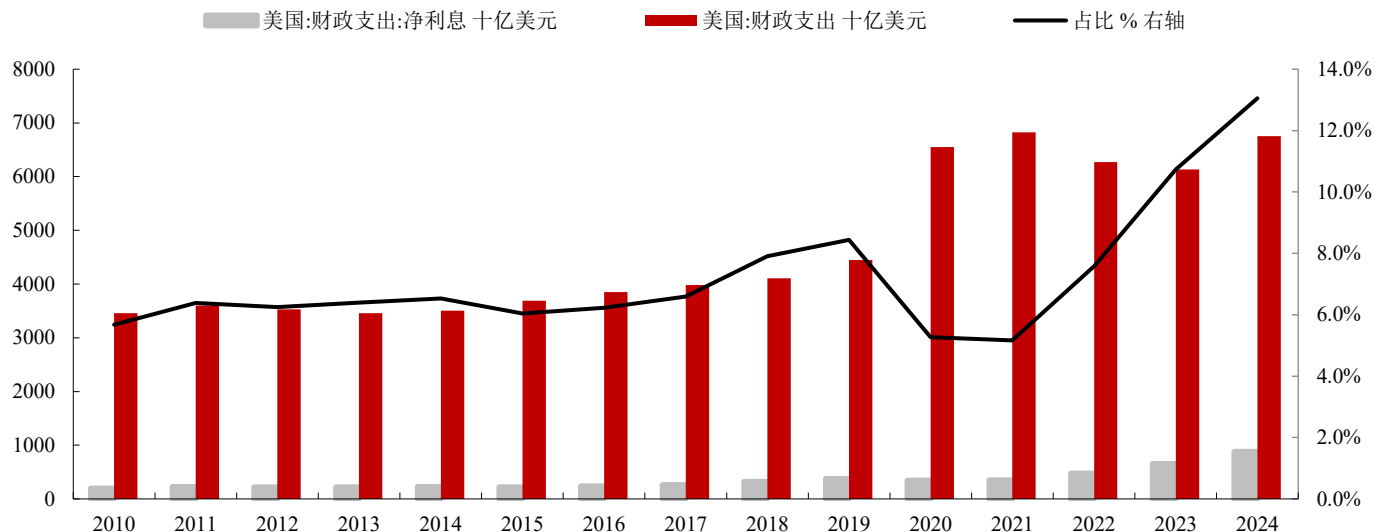
1) 2008 年-2010 年:

美国在经历 2008 年金融危机后开启降息周期, 并在其后维持较低的政策性利率, 直至 2016 年后再一次开启加息;

2) 2020 年至今:

2020 年后美国联邦基金目标利率维持低位, 同时财政端政府支出发力推动经济复苏, 其后在 2022 年开启本次加息周期; 且 2022 年当年美国财政支出中利息净额支出比例为 7.6%, 高于 2009-2019 十年间的平均占比水平 6.5%; 而 2023 年当年美国财政支出中利息净额支出比例继续提升至 10.7%, 进入 2024 年更是进一步攀升至 13.1%, 远高于 2009-2019 年水平; 即本轮美联储加息周期 (2022 年开始) 对于美国财政端压力显著高于上一轮加息周期 (2008 年开始)。

图 5：美国联邦财政利息支出净额占联邦支出总额比例

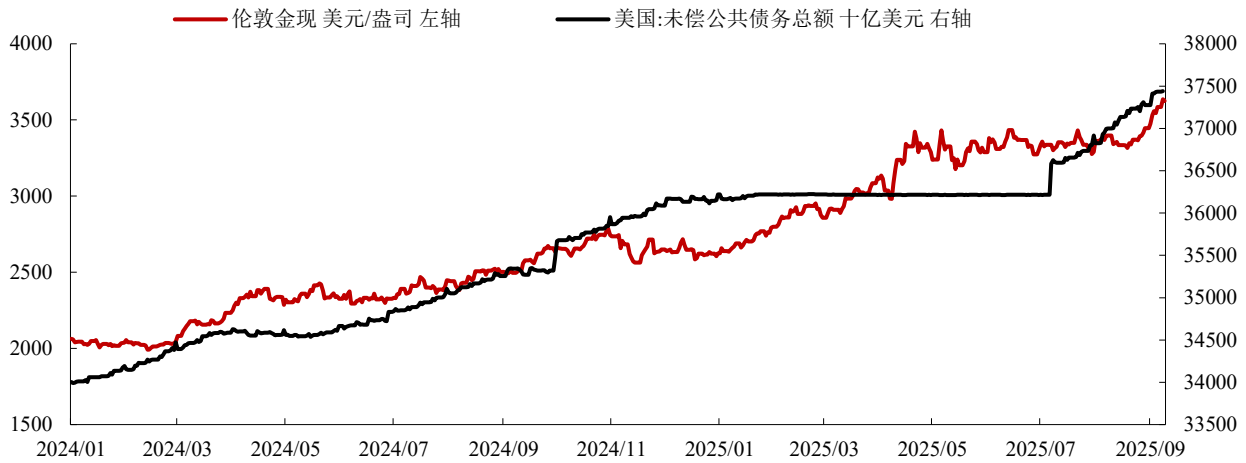


数据来源：Wind 华泰期货研究院

在“宽财政、紧货币”的政策框架下，美国未偿公共债务规模膨胀；而当前的高利率宏观环境加剧了未来美国财政的付息压力，同时也对全球范围内美元资产的信用稳定性带来了较为显著的负面影响。

明显可以观察的是，再进入 2024 年后美国未偿公共债务规模与金价同步上行，其中的内在逻辑可能在于高利率环境放大了经济下行压力（现阶段在非农数据上已有所印证），而黄金作为非美资产的替代在经济下行压力升温时避险属性将逐渐凸显，在“去美元化”叙事框架下金价仍有较强的上行预期。

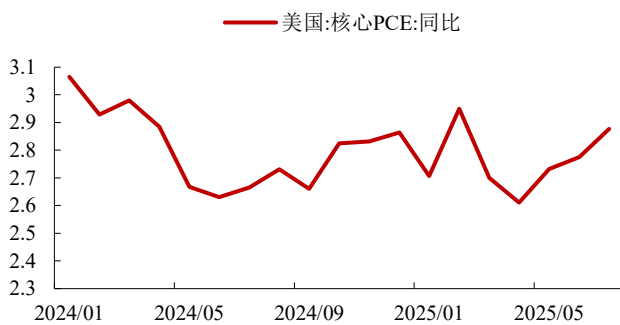
图 6：金价与美国未偿公共债务总额同步上行



数据来源：Wind 华泰期货研究院

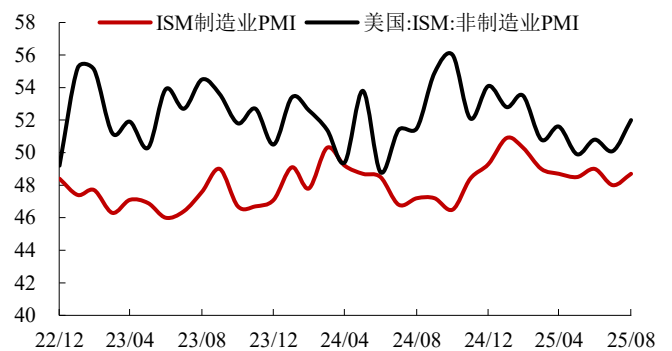
通胀韧性仍存叠加降息周期开启，美国经济滞胀有升温趋势。自2025年5月美国核心PCE物价指数年化季率初值录得三连升，从2025年4月2.61%升至7月2.88%；而从经济成色看，美国ISM制造业及非制造业PMI亦处于相对低位。整体看，美国通胀韧性持续叠加就业市场数据的超预期收缩，进一步强化美国经济滞胀偏弱预期，宏观面上强化了对黄金和铜商品的利好逻辑。

图 7：美国核心 PCE 同比变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：美国未来财政赤字率变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

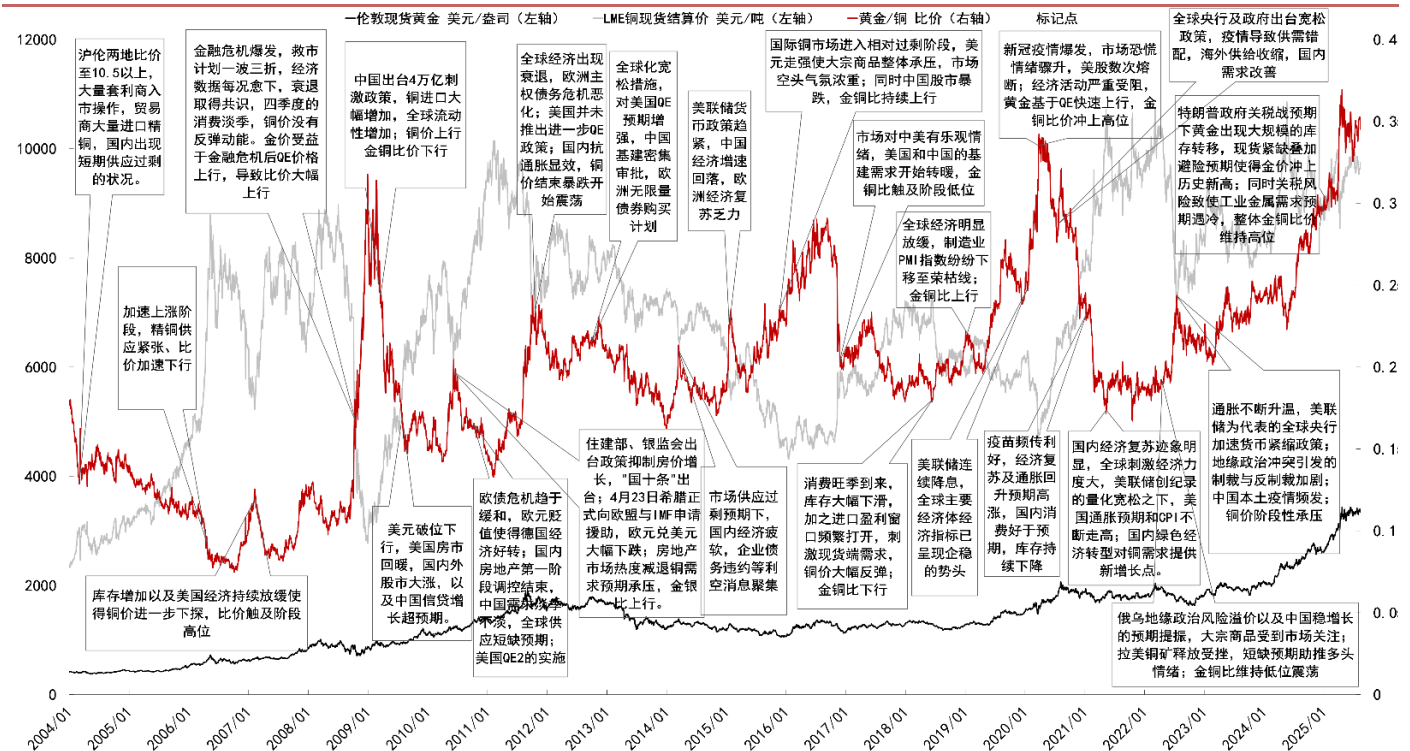
以史为镜，降息周期中黄金与铜的行情演绎

我们复盘了自 2004 年以来的金铜价格波动，并以金铜比价的方式呈现（伦敦黄金现货价/LME 铜现货结算价，单位分别为美元/盎司、美元/吨）；金铜比价的变化大致可以分为四大阶段：

阶段 1（2004-2007）：中国工业化+全球同步扩张+美元弱，铜受“供给弹性低+库存走低+炼矿 TC 下降”驱动进入牛市，比价压缩。**阶段 2（2008-2009）：**金融危机触发信用与需求压力，全球实际需求不振导致铜价承压；黄金获得央行宽松+避险与实际利率下行预期支撑，比价急冲至 0.30-0.35 高点（反映避险溢价）。**阶段 3（2009-2011）：**全球 QE 推动再通胀与制造补库，铜高弹性反弹幅度>黄金，比价再度回落至 0.12-0.15。**阶段 4（2020 至今）：**全球增长放缓+中国地产去杠杆利空铜价，黄金则受益于低息/央行购金/地缘风险（贸易战、疫情、俄乌冲突），每遇增长冲击或流动性收紧初段比价弹升；而在再通胀与新能源电气化进程中比价回落但底部抬高。

金铜比价的内在逻辑在于“金融避险（黄金）/工业周期（铜）”的相对强弱；代表指标可参考中国制造 PMI 与美国 TIPS 收益率之差。当“宽松+增长修复+补库”共振，铜相对跑赢比价；当“增长放缓/政策紧缩/事件冲击”叠加高不确定性，黄金相对溢价扩张，比价上行。

图 9：黄金、铜及金铜比价变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

此处我们将金铜比变化与美联储降息周期重叠，发现在美联储进入降息（或预期降息）周期时，金铜比价一般先上行后回落。例如 2008-2010 年降息周期就覆盖了自 2004 年以来金铜比的第一次大幅冲高回落，而 2020-2022 年降息周期则覆盖了 2004 年以来金铜比的第二次大幅冲高回落。逻辑上看，降息往往对应增长放缓、金融压力或风险事件的出现，避险与流动性偏好提升使黄金（货币与储备属性）弹性更为凸显，而铜作为高度顺周期的工业金属，受制造业、房地产与外贸需求转弱拖累下行或滞涨；典型如 2008 年金融危机时期，恐慌与宽松预期共振，金价受 QE 与实际利率下行支撑，而铜价因全球实际需求承压与库存被动累积而大幅回调，金铜比急剧抬升；随后，当政策刺激（中国财政/基建、全球 QE 与信用扩张）传导到实际需求、库存补库与供给端扰动（矿端扰动、进口盈利窗口打开、精铜供应阶段性偏紧）引发铜价强势反弹时，则金铜比再度回落。

基于历史复盘，本轮（2024 下—2025 潜在）美联储降息周期的金铜逻辑或与 2008 及 2020 两轮降息周期呈现类似演绎过程，即金铜比的冲高回落，金融属性逐步让位于工业属性。但当前的降息周期更偏向于滞胀背景下的防御式宽松，若美国就业与服务业动能放缓快于核心通胀回落，实际利率下行预期、地缘政治风险溢价与央行（包括新兴市场）持续增持，或仍支撑黄金维持韧性甚至继续创下历史新高；而铜端短期可能被“全球制造业修复缓慢”以及“中国地产深度调整”的逻辑压制，需求增量不显与宏观交易偏防御可能会令金铜比维持相对高位时段延长。

而在宽松周期的中后段，金铜比变化的关键逻辑在于两条主线：1) 全球财政与产业政策（美国能源转型/电网、东南亚以及中东基础设施、AI 链数据中心用铜、新能源车增量）与矿端扰动（南美品位下降、全球资源民族主义）之间能否优化铜的供需格局；2) 若美国软着陆或中国对铜需求增量（电力基建或制造业需求增长）能对冲房地产需求下滑，铜价在去库存+订单修复阶段预计仍有弹性，推动金铜比自高位回落，演绎“黄金高位震荡+铜补涨”行情。

情景上看：**基准情形（概率最大）**为金价高位区间震荡、铜价下半年后段相对走强、比价温和压缩；**若出现深度衰退**，铜再探低位、金再获避险溢价，比价再冲高；**若通胀大幅反弹迫使宽松节奏放缓**，黄金受实际利率反弹牵制而横盘，铜亦难大幅走强，比价改为区间拉锯。

图 10：情景假设

情景	行情演绎
基准情景	金价高位区间震荡、铜价下半年后段相对走强、比价温和压缩
衰退情景	铜再探低位、金再获避险溢价，比价再冲高
降息放缓情景	黄金受实际利率反弹牵制而横盘，铜亦难大幅走强，比价改为区间拉锯。

资料来源：华泰期货研究院

总结

近期弱非农与就业历史数据下修强化美国增长放缓与经济滞胀预期，美联储或将进入“防御式”降息周期，实际利率下行叠加央行增持与地缘不确定性（财政赤字、债务利息负担、去美元化叙事）共同支撑黄金维持强势并存在再创新高的潜在条件，走势大概率演绎为“高位震荡（逢回调仍有买盘）”；铜短期受全球制造业疲软、中国地产深度调整等因素掣肘，弹性滞后于黄金，金铜比仍处高位平台，但中期宽松后需求增量预期叠加矿端品位下降、资源民族化与项目投放迟滞，供需缺口验证后或将驱动“铜补涨”与比价温和回落。总体逻辑：当前阶段处于金融属性溢价向再通胀与供需验证过渡阶段的早期，时间维度上需等待宏观催化落地+订单回暖信号共振才进入铜相对占优阶段。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com