

主要金属交易数据显示市场阶段性积极乐观，重点关注钨和黄金板块

回避 维持评级

分析师：孙 勇 电话：(8610) 6656 8738 邮箱：sunyong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010003

特此鸣谢

张一凡 (8621) 2025 2682 (zhangyifan@chinastock.com.cn) 张 迪 (8610) 6656 8757 (zhangdi_zb@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息，实习生刘先政对本报告编制也有贡献。

1. 事件

近期，以铜价为代表的基本金属价格出现大幅波动。

上周一至今，LME 市场大幅变化，LME 铜从周一的 7555 下跌至周四最低的 6710，之后迅速反弹至周二最高的 7820，绝对波动超过 1000 美元。

同期，上海期铜主力 1201 合约经历了从 56250 最低跌至 50760 又最高反弹至 57240 的剧烈波动。

2. 主要金属交易数据观察

(一)、上海铜期货异动明显

我们认为，上周国内股票和基本金属市场均受上海铜期货影响较大：

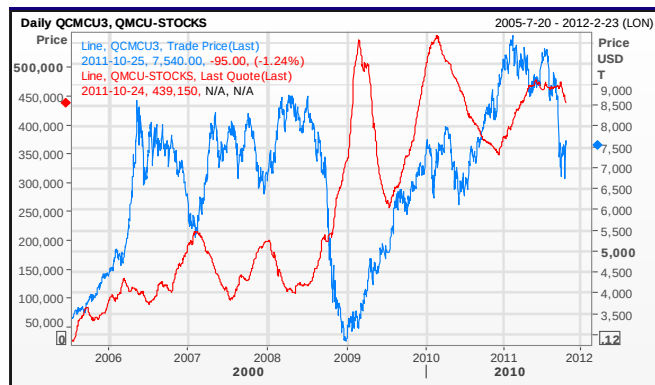
上周二、三，上海铜期货市场在大幅增仓背景下成交量持续放大，显示出明显的异动迹象。周四市场跌停，配合的消息主要是欧债危机致使银行业贸易融资收紧。市场认为这极大的影响了铜囤积的行为。

从提前增仓、成交量上升和市场周四的表现看，我们不认为本次下跌是正常的市场行为。市场存在明显的异动。

(二)、LME 主要金属库存涨跌互现

LME 主要金属库存继续维持涨跌互现态势。其中铜库存存在仓单大量注销后有所下降，但下降幅度不显著。

图 1 LME 铜库存（红）略降，价格（蓝）处于低位



资料来源：中国银河证券研究部，路透

图 2 LME 铅库存（红）持续上升，价格（蓝）下跌



资料来源：中国银河证券研究部，路透

(三)、基本金属和主要交易品种的历史相关性存在显著变动

基本金属和主要交易品种相关性表明，短期基本金属和主要交易品种的相关性均较强。

表 1 铜和主要交易品种历史相关性

Historical Correlation to Copper			
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.55	0.46	0.43
Stoxx50	0.70	0.57	0.51
沪深 300	0.51	0.43	0.36
Euro	0.41	0.33	0.29
Yen	0.16	0.01	-0.01
Swiss	0.39	0.08	0.09
Gold	0.63	0.24	0.25
Silver	0.72	0.50	0.45
Crude	0.73	0.61	0.55
Aluminium	0.86	0.77	0.72
Zinc	0.87	0.81	0.79
Lead	0.79	0.75	0.75
Nickel	0.75	0.74	0.73
Tin	0.68	0.67	0.68
上海铜 (spot)	0.38	0.34	0.33
上海 SHFE 铜 (3M)	0.41	0.42	0.40
Soy Bean	0.41	0.43	0.38
Corn	0.20	0.21	0.20
iTraxx Senior Financials	-0.61	-0.49	-0.41
5 Year CDS SOVX	-0.53	-0.29	-0.27
2 Year Treasury Rate	0.02	0.05	0.10
5 Year Treasury Rate	0.29	0.24	0.25
10 Year Treasury Rate	0.39	0.33	0.33
5 Year TIPS	0.42	0.18	0.02
10 Year TIPS	0.07	0.08	0.07

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

表 2 铝和主要交易品种历史相关性

Historical Correlation to Aluminium			
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.49	0.41	0.41
Stoxx50	0.66	0.54	0.50
沪深 300	0.41	0.25	0.22
Euro	0.38	0.31	0.34
Yen	0.02	-0.05	0.05
Swiss	0.29	0.11	0.15
Gold	0.50	0.16	0.26
Silver	0.60	0.40	0.44
Crude	0.62	0.55	0.56
Copper	0.86	0.77	0.72
Zinc	0.81	0.76	0.71
Lead	0.64	0.60	0.60
Nickel	0.86	0.76	0.72
Tin	0.62	0.63	0.64
上海铝 (spot)	0.18	0.18	0.15
上海 SHFE 铝 (3M)	0.28	0.25	0.18
Soy Bean	0.39	0.37	0.38
Corn	0.26	0.23	0.24
iTraxx Senior Financials	-0.65	-0.50	-0.42
5 Year CDS SOVX	-0.59	-0.36	-0.31
2 Year Treasury Rate	0.05	0.09	0.14
5 Year Treasury Rate	0.23	0.17	0.21
10 Year Treasury Rate	0.31	0.23	0.26
5 Year TIPS	0.51	0.22	-0.01
10 Year TIPS	-0.02	0.02	0.02

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

铜价、铝价与主要金属的相关性均保持较强。与主要风险资产也保持了高度正相关。

表3 锌和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Zinc		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.36	0.41	0.36
Stoxx50	0.56	0.44	0.38
沪深 300	0.46	0.48	0.39
Euro	0.31	0.26	0.21
Yen	0.04	0.03	0.05
Swiss	0.27	-0.06	-0.02
Gold	0.60	0.08	0.14
Silver	0.62	0.34	0.35
Crude	0.54	0.54	0.49
Copper	0.87	0.81	0.79
Aluminium	0.81	0.76	0.71
Lead	0.85	0.83	0.79
Nickel	0.78	0.76	0.71
Tin	0.57	0.64	0.63
上海锌 (spot)	0.43	0.42	0.32
上海 SHFE 锌 (3M)	0.46	0.50	0.41
Soy Bean	0.39	0.38	0.34
Corn	0.13	0.19	0.19
iTraxx Senior Financials	-0.46	-0.38	-0.33
5 Year CDS SOVX	-0.51	-0.26	-0.27
2 Year Treasury Rate	0.08	0.10	0.14
5 Year Treasury Rate	0.11	0.17	0.19
10 Year Treasury Rate	0.20	0.25	0.26
5 Year TIPS	0.46	0.12	-0.01
10 Year TIPS	0.20	0.12	0.09

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

表4 铅和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Lead		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.42	0.44	0.40
Stoxx50	0.64	0.46	0.41
沪深 300	0.42	0.44	0.38
Euro	0.37	0.24	0.25
Yen	0.15	0.03	0.09
Swiss	0.41	0.05	0.10
Gold	0.67	0.19	0.22
Silver	0.63	0.33	0.35
Crude	0.54	0.53	0.52
Copper	0.79	0.75	0.75
Aluminium	0.64	0.60	0.60
Zinc	0.85	0.83	0.79
Nickel	0.67	0.66	0.64
Tin	0.54	0.58	0.61
上海铅 (spot)	0.56	0.47	0.36
上海 SHFE 铅 (3M)	0.61	0.52	0.46
Soy Bean	0.34	0.35	0.32
Corn	0.10	0.14	0.18
iTraxx Senior Financials	-0.43	-0.29	-0.30
5 Year CDS SOVX	-0.52	-0.18	-0.23
2 Year Treasury Rate	-0.14	-0.11	0.00
5 Year Treasury Rate	0.11	0.10	0.14
10 Year Treasury Rate	0.24	0.25	0.25
5 Year TIPS	0.40	0.19	0.00
10 Year TIPS	0.19	0.15	0.12

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

铅锌与主要风险资产的相关性显著差于铜铝。

表 5 锡和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Tin		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.57	0.58	0.54
Stoxx50	0.72	0.64	0.59
沪深 300	0.27	0.33	0.32
Euro	0.43	0.33	0.28
Yen	0.36	0.07	0.10
Swiss	0.45	0.04	0.06
Gold	0.31	0.00	0.12
Silver	0.44	0.27	0.35
Crude	0.61	0.60	0.58
Copper	0.68	0.67	0.68
Aluminium	0.62	0.63	0.64
Zinc	0.57	0.64	0.63
Lead	0.54	0.58	0.61
Nickel	0.64	0.65	0.67
上海 SHFE 镍 (spot)	-0.18	0.01	0.01
Soy Bean	0.08	0.25	0.25
Corn	0.19	0.24	0.20
iTraxx Senior Financials	-0.55	-0.48	-0.40
5 Year CDS SOVX	-0.41	-0.25	-0.22
2 Year Treasury Rate	0.08	0.16	0.18
5 Year Treasury Rate	0.52	0.37	0.35
10 Year Treasury Rate	0.57	0.46	0.42
5 Year TIPS	0.19	0.05	0.04
10 Year TIPS	0.05	0.05	0.04

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

表 6 镍和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Nickel		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.44	0.42	0.41
Stoxx50	0.53	0.49	0.47
沪深 300	0.27	0.33	0.29
Euro	0.32	0.27	0.28
Yen	-0.04	-0.07	0.05
Swiss	0.29	0.07	0.12
Gold	0.59	0.16	0.23
Silver	0.63	0.36	0.40
Crude	0.56	0.51	0.51
Copper	0.75	0.74	0.73
Aluminium	0.86	0.76	0.72
Zinc	0.78	0.76	0.71
Lead	0.67	0.66	0.64
Tin	0.64	0.65	0.67
上海 SHFE 镍 (spot)	0.15	0.22	0.16
Soy Bean	0.34	0.38	0.37
Corn	0.28	0.27	0.26
iTraxx Senior Financials	-0.44	-0.40	-0.37
5 Year CDS SOVX	-0.44	-0.24	-0.27
2 Year Treasury Rate	-0.13	0.01	0.08
5 Year Treasury Rate	0.05	0.12	0.15
10 Year Treasury Rate	0.15	0.21	0.23
5 Year TIPS	0.71	0.24	-0.05
10 Year TIPS	0.10	0.09	0.06

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

镍与其他基本金属保持了高度正相关。镍与 5 年期通胀保值债券的收益率短期相关性所有金属中最好的。

(四)、黄金避险功能显著减弱

黄金和主要交易品种相关性表明，黄金和主要风险资产的相关性由负相关或低相关显著转为正相关。显示出黄金的避险功能显著减弱。

表 7 黄金和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Gold		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.25	-0.27	-0.18
Stoxx50	0.37	-0.15	-0.09
Shanghai Composite	0.36	-0.12	-0.03
Euro	0.10	-0.06	0.02
Aussie	0.38	-0.01	0.11
Yen	-0.04	-0.19	-0.06
Swiss	0.12	0.13	0.16
iTraxx Senior Financials	-0.19	0.05	0.01
5 Year CDS SOVX	-0.24	0.03	0.01
2 Year Treasury Rate	-0.39	-0.32	-0.22
5 Year Treasury Rate	-0.25	-0.38	-0.27
10 Year Treasury Rate	-0.15	-0.39	-0.28
5 Year TIPS	0.48	0.40	0.00
10 Year TIPS	0.24	-0.12	-0.11
Silver	0.84	0.74	0.71
Copper	0.63	0.24	0.25
Crude	0.51	0.09	0.22
Soy Bean	0.46	0.22	0.27
Corn	0.19	0.19	0.21
SH Spot Gold Premium	0.27	0.32	0.29

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

表 8 白银和主要交易品种历史相关性

	Historical Correlation to Silver		
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.48	0.0159	0.11
Stoxx50	0.45	0.12	0.15
Shanghai Composite	0.34	0.11	0.16
Euro	0.28	0.16	0.21
Aussie	0.47	0.23	0.33
Yen	0.01	-0.15	0.04
Swiss	0.24	0.11	0.13
iTraxx Senior Financials	-0.28	-0.14	-0.12
5 Year CDS SOVX	-0.31	-0.09	-0.07
2 Year Treasury Rate	-0.22	-0.08	0.02
5 Year Treasury Rate	-0.02	-0.08	0.02
10 Year Treasury Rate	0.09	-0.08	0.04
5 Year TIPS	0.49	0.27	-0.01
10 Year TIPS	0.43	0.07	0.06
Gold	0.84	0.74	0.71
Copper	0.72	0.50	0.45
Crude	0.64	0.39	0.52
Soy Bean	0.54	0.44	0.38
Corn	0.42	0.34	0.29
SH Spot Gold Premium	0.19	0.20	0.18

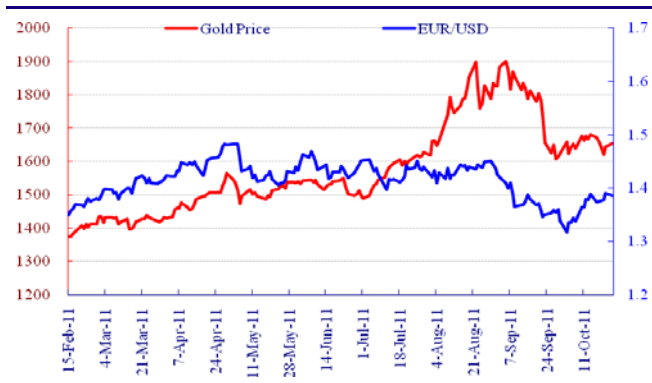
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

白银和主要交易品种相关性表明，白银和主要风险资产的相关性显著增强，白银与黄金相关性也显著增强。

(五)、贵金属、外汇主要相关关系表明市场风险情绪显著改善

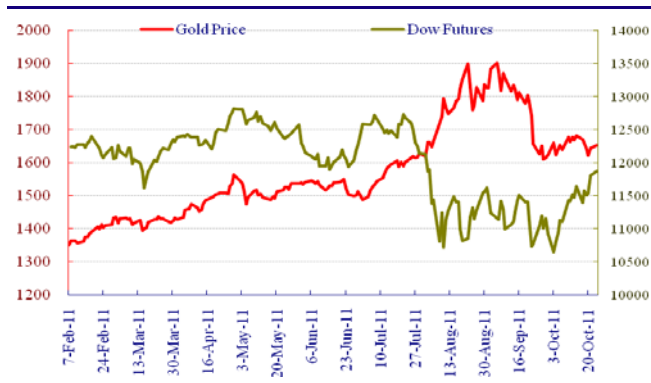
贵金属与主要交易品种的对比表明市场风险情绪正在显著改善：

图3 欧元与黄金走势趋同性明显



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

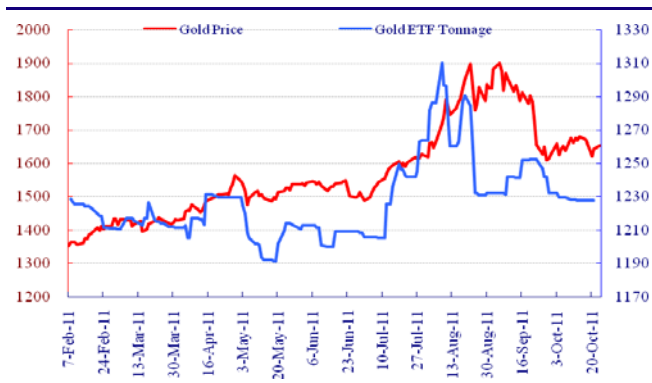
图4 黄金和道琼斯指数仍表现为负相关关系



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

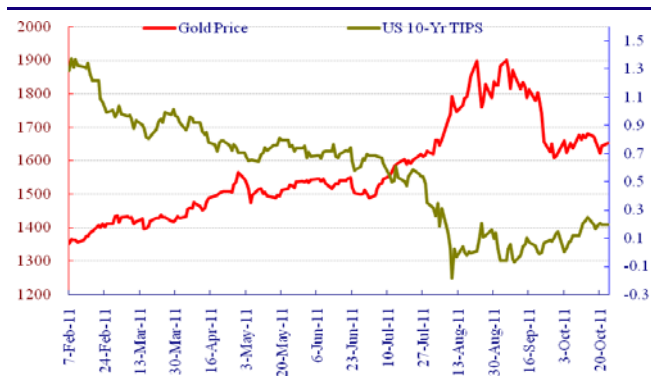
欧元与黄金趋同性十分明显，到底是黄金变成了风险资产，还是欧元存在避险属性？目前显然是前者。

图5 黄金ETF持仓显著领先于金价



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

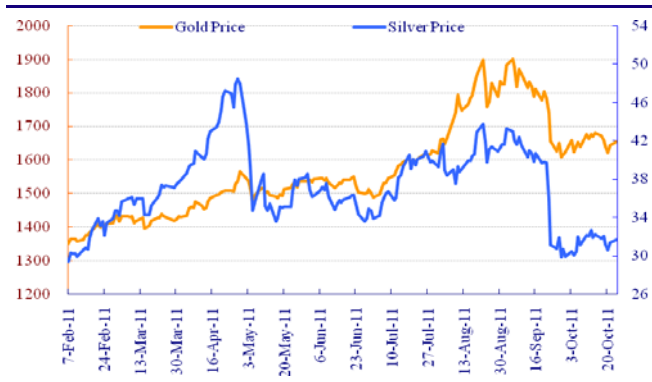
图6 近期十年期通胀保值债券收益率显著回升



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

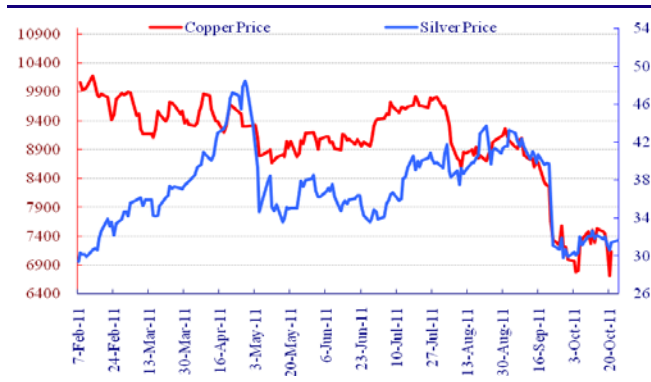
美国十年期通胀保值债券收益率显著回升，表明市场恐慌情绪已经大幅下降。

图7 黄金与白银走势趋同性明显



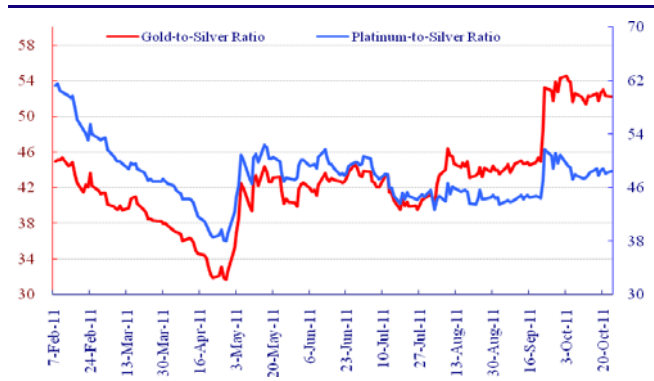
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图8 铜价和白银近期关联度显著提升



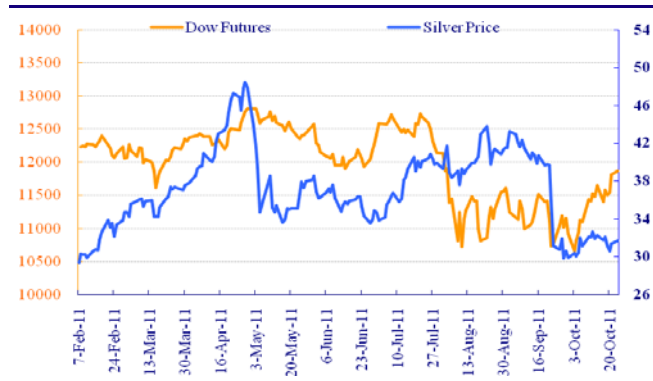
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 9 金银比价和铂银比价方向一致



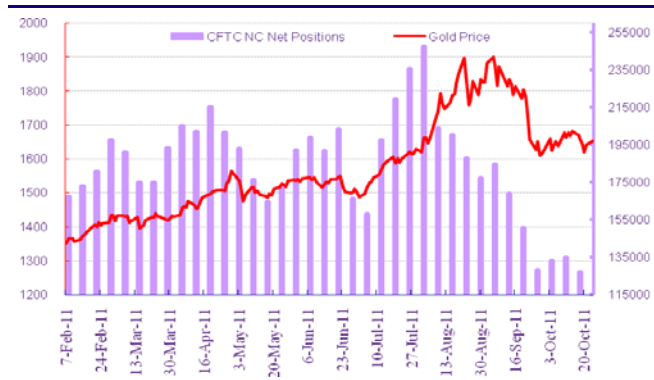
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 10 白银和道琼斯指数关联度不明显



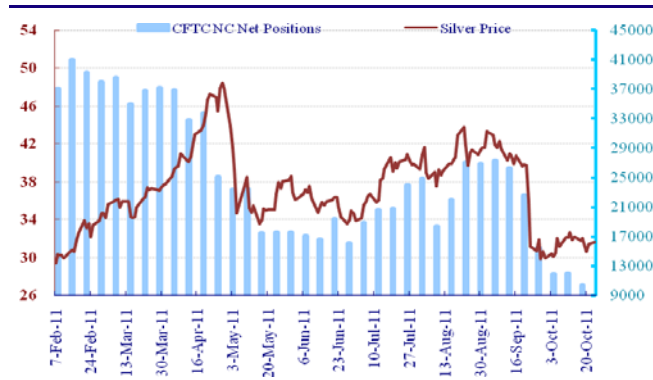
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 11 CFTC 黄金净头寸领先于价格变化



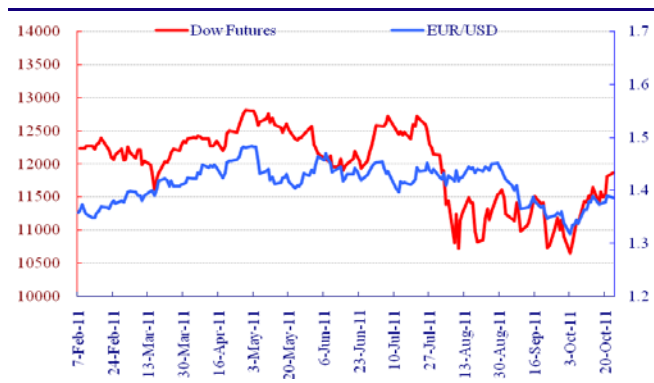
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 12 CFTC 白银净头寸与价格高度相关



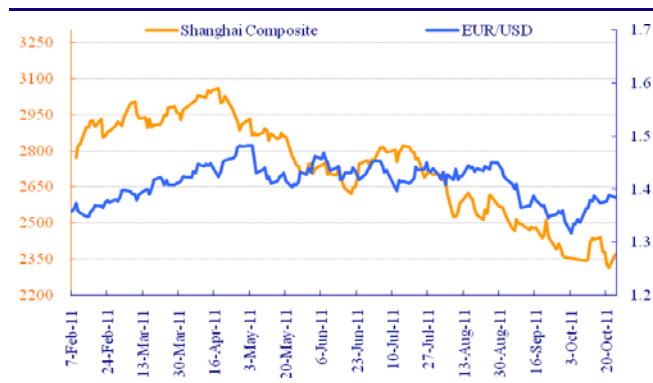
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 13 欧元与道琼斯指数近期走势趋同性明显



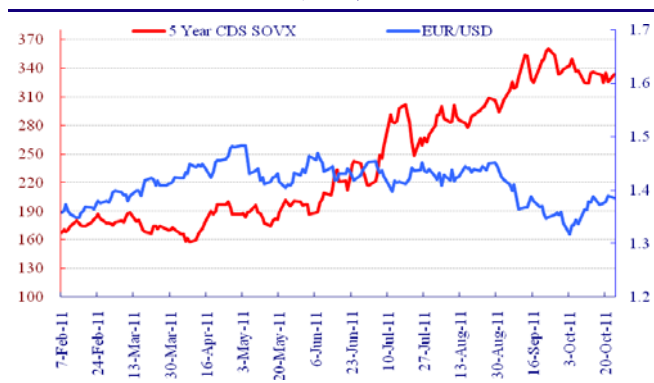
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 14 欧元波动大于上海股票指数



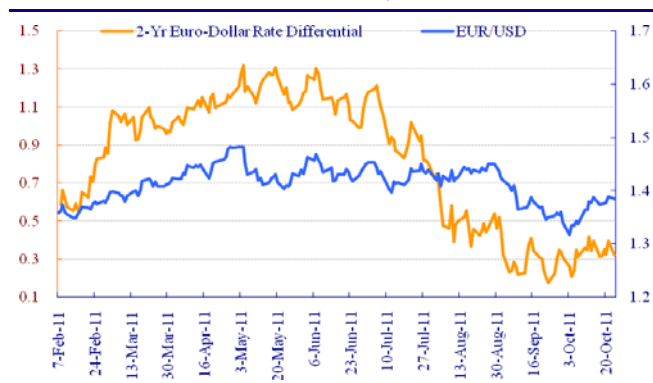
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 15 欧洲 15 国 CDS 收益率从高位回落



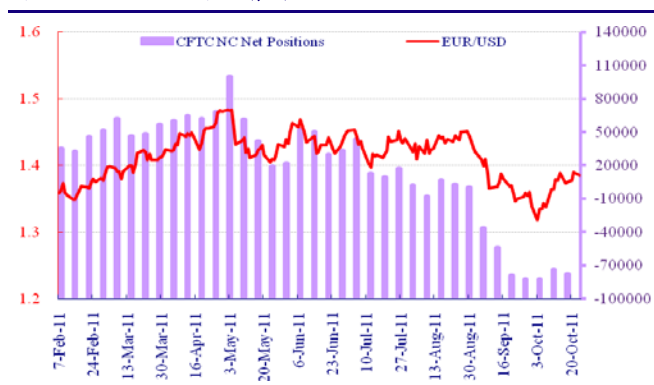
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 16 欧元美元利差收窄趋势得到初步遏制



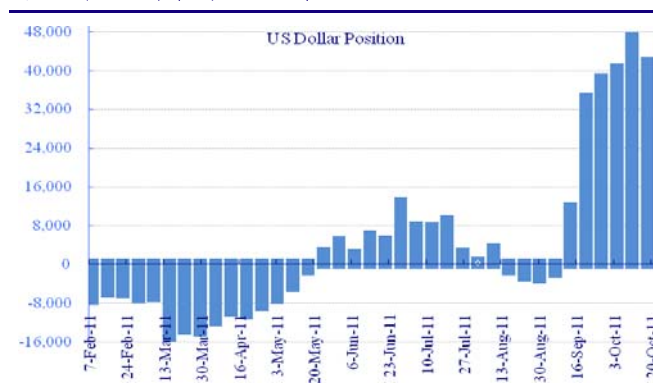
资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 17 欧元空头头寸显著增加



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

图 18 市场似乎在看着美元反弹



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

表 9 主要商品和主要交易品种历史相关性

主要商品相关性矩阵（最近 60 个交易日）										
	XAU	XAG	CU	AL	ZN	PB	SN	NI	EUR	CNY
Dow Futures	-0.27	0.02	0.48	0.44	0.44	0.46	0.60	0.44	0.75	-0.04
Nikkei225	-0.01	0.19	0.39	0.37	0.43	0.49	0.39	0.33	-0.03	-0.27
Shanghai Composite	-0.10	0.14	0.49	0.36	0.56	0.51	0.43	0.37	0.15	-0.36
沪深 300	-0.06	0.17	0.52	0.39	0.56	0.53	0.42	0.38	0.17	-0.40
Hang Seng	0.05	0.26	0.43	0.33	0.38	0.43	0.37	0.21	-0.01	-0.23
S&P/ASX 200	-0.05	0.15	0.45	0.40	0.47	0.52	0.46	0.26	0.08	-0.31
Euro	-0.07	0.13	0.35	0.29	0.24	0.28	0.35	0.26	1.00	0.06
Yen	-0.17	-0.14	0.05	-0.13	0.01	0.04	0.09	-0.05	-0.25	-0.01
Gold	1	0.74	0.25	0.16	0.10	0.22	0.03	0.16	-0.07	-0.11
Silver	0.74	1	0.54	0.40	0.36	0.37	-0.03	0.37	0.13	-0.06
Crude	0.08	0.41	0.63	0.54	0.55	0.54	0.24	0.53	0.39	-0.09
Copper	0.25	0.54	1	0.82	0.84	0.77	0.62	0.74	0.35	-0.24
Aluminium	0.16	0.40	0.82	1	0.78	0.65	0.67	0.82	0.29	-0.21
Zinc	0.10	0.36	0.84	0.78	1	0.85	0.63	0.79	0.25	-0.15
Lead	0.22	0.37	0.77	0.65	0.85	1	0.65	0.68	0.28	-0.30
Tin	-0.03	0.24	0.67	0.63	0.65	0.61	1	0.65	0.35	-0.32
Nickel	0.16	0.37	0.74	0.82	0.79	0.68	0.61	1	0.26	-0.18
上海金 (spot)	0.33	0.20	0.09	0.05	0.08	0.19	0.65	0.003	-0.04	-0.19
上海铜 (spot)	0.28	0.35	0.31	0.18	0.34	0.33	-0.21	0.22	-0.34	-0.20
上海 SHFE 铜 (3M)	0.26	0.36	0.39	0.21	0.41	0.42	0.10	0.25	-0.28	-0.23
上海铝 (spot)	0.22	0.34	0.26	0.16	0.40	0.43	0.14	0.14	-0.28	-0.22
上海 SHFE 铝 (3M)	0.17	0.32	0.39	0.28	0.56	0.61	0.16	0.31	-0.18	-0.27
上海锌 (spot)	0.12	0.25	0.27	0.24	0.42	0.35	0.30	0.24	-0.31	-0.15
上海 SHFE 锌 (3M)	0.18	0.30	0.42	0.22	0.49	0.52	0.22	0.28	-0.27	-0.28

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

3. 投资建议

在我们 8 月 8 日的报告中，我们提到“基于‘再调整，再平衡’的预期，我们可能在未来 1-3 个月将有色金属行业评级从中性下调至回避。”我们在 9 月份的报告中进一步将有色金属行业的评级正式从“中性”下调至“回避”，预计未来 12 个月，有色金属行业平均回报低于市场主要指数 10%以上。

目前面对市场风险情绪回升，我们建议对有色金属行业的主要子行业采取以下策略：

基于未来相当一段时间基本金属价格反弹的可能和长期看淡的预期，我们建议对基本金属资源类上市公司的短期股价保持谨慎乐观走势，但长期仍看淡；

基于对黄金价格下跌空间有限和未来一段时间整体市场下跌空间有限的判断，我们认为未来可能存在黄金价格和市场趋势叠加从而导致黄金股票价格阶段性脉冲式走强的可能，建议阶段性适当配置黄金板块，如山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）；

承接我们一贯的逻辑，基于对钨价相对坚挺和国际部分地区局势进一步紧张的可能，我们建议仍可以适当保持对钨资源上市公司的关注，重点关注厦门钨业（600549，SH）。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：驰宏锌锗（600497.SH）、云铝股份（000807.SZ）、罗平锌电（002114.SZ）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、贵研铂业（600459.SH）、厦门钨业（600549.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn