



铜：回顾三次石油危机对铜市场的影响

吴 坤 金

金属研究员

从业资格号：F3036210

投资咨询号：Z00159924

☎ 0755-23375135

✉ wukj@wkqh.cn

报告要点：

2 月底以来，地缘局势持续升温导致全球原油供应缩减忧虑加大，短期内原油价格大幅上行，引发了市场对于新一轮石油危机的担忧。石油危机指石油价格变化引起的经济危机，迄今为止，被公认的石油危机有三次，分别发生在 20 世纪 70 年代（两次）和 90 年代（一次）。

石油危机直接影响各行各业运行成本，并对全球经济造成重要影响。对于铜而言，其上游铜矿开采中燃料和电力成本占到 15%-25%，石油价格变化一定程度上决定了上游成本和利润高低；此外，铜对经济变化较为敏感，石油危机前后经济变化通常也会引起铜市场较大的改变。鉴于此，本文将分析三次石油危机对铜市场的影响。

通过全文分析，得到石油危机对铜市场存在以下几点影响：1、石油危机期间铜价伴随石油价格涨跌也会出现一定幅度的上涨和下跌，且油价上涨阶段前期铜价表现相对滞涨，油价上涨阶段后期铜价往往表现更强。2、石油危机期间宏观经济和铜市场供需都经历了强转弱的过程，且供需的变化主要体现在跟随宏观经济的需求变化上。3、石油危机期间市场风险情绪都受到不同程度的冲击，且冲击逐次减弱。



铜：回顾三次石油危机对铜市场的影响

2 月底以来，地缘局势持续升温导致全球原油供应缩减忧虑加大，短期内原油价格大幅上行，引发了市场对于新一轮石油危机的担忧。石油危机指石油价格变化引起的经济危机，迄今为止，被公认的石油危机有三次，分别发生在 20 世纪 70 年代（两次）和 90 年代（一次）。

石油危机直接影响各行各业运行成本，并对全球经济造成重要影响。对于铜而言，其上游铜矿开采中燃料和电力成本占到 15%-25%，石油价格变化一定程度上决定了上游成本和利润高低；此外，铜对经济变化较为敏感，石油危机前后经济变化通常也会引起铜市场较大的改变。鉴于此，本文将分析三次石油危机对铜市场的影响。

回顾三次石油危机

世界范围内的三次石油危机分别发生在 1973 年、1978 年和 1990 年，其促发因素和结果如下：

- (1) 第一次石油危机：促发因素为 1973 年 10 月第四次中东战争，石油输出国为打击以色列及其支持者，决定减少石油产量，并对西方国家实行石油禁运，12 月欧佩克组织中的阿拉伯成员国将基准原油价格从每桶 3.011 美元提高到 10.651 美元。导致 1973 年 10 月 1 日至 1974 年 1 月 1 日，国际油价从每桶 3.11 美元上涨到 11.65 美元，并严重冲击了工业化国家的经济增长。
- (2) 第二次石油危机：促发因素为 1978 年底伊朗政局变化及两伊战争爆发，全球石油产量从每天 580 万桶骤降至 100 万桶以下。导致 1979 年到 1980 年，国际油价从每桶 13 美元猛增至 34 美元，成为西方经济全面衰退的一个重要原因。
- (3) 第三次石油危机：促发因素为 1990 年 8 月伊拉克攻占科威特，伊拉克遭受西方国家经济制裁使得原油供应中断。导致 1990 年三季度，国际油价从每桶 20 美元附近急升至 41 美元，造成全球 GDP 增长率明显下滑。

石油危机前后铜价变化

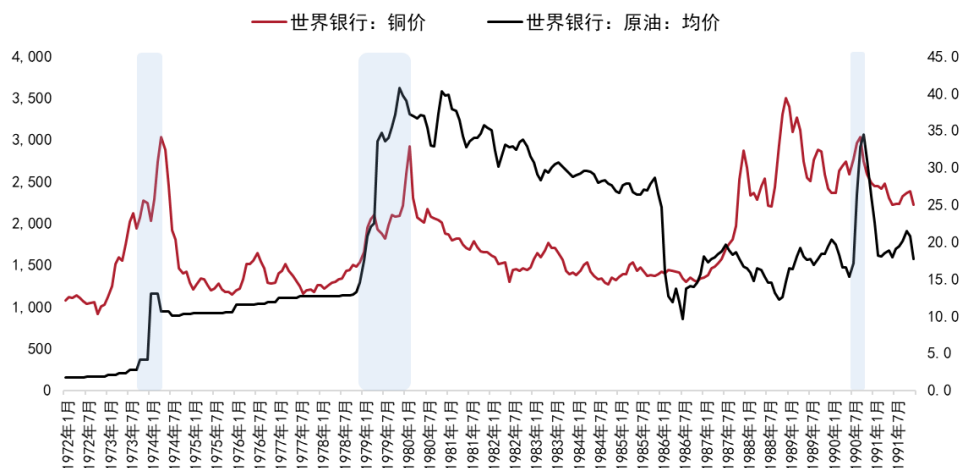
基于世界银行公布的铜和原油月均价数据，对比两者在石油危机前后的走势发现，在三次石油危机的油价上涨阶段，铜价也都录得较大幅度的上涨。其中，第一次石油危机油价上涨阶段，原油价格最大上涨幅度 3.8 倍，铜价最大上涨幅度 56%；第二次石油危机油价上涨阶段，原油价格最大上涨幅度 1.8 倍，铜价最大上涨幅度 90%；第三次石油危机油价上涨阶段，原油价格最大上涨幅度 1.25 倍，铜价最大上涨幅度 17%。从涨幅看，油价和铜价并没有存在相对确定的比例关系。

同时，在三次石油危机的油价下跌阶段，铜价也都录得较大跌幅，而且在下跌过程中，铜价下跌斜率大于原油。



进一步观察还可以发现，在三次石油危机发生前，铜价均处于上涨趋势中，且石油危机中油价上涨阶段前期铜价表现相对滞涨，油价上涨阶段后期铜价往往表现更强。

图 1：三次石油危机前后油价&铜价走势对比（美元/桶，美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

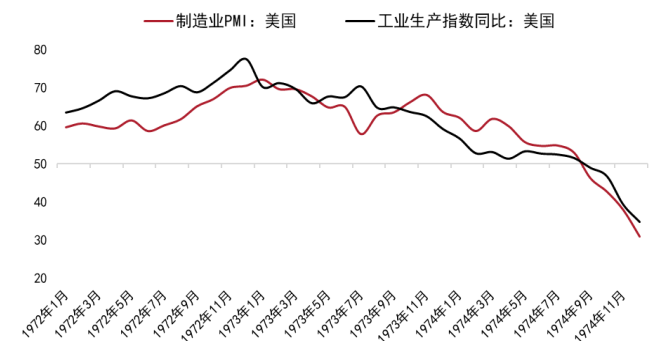
接着，下文将继续探究石油危机对铜市场另外几个重要变量（宏观经济、供需和市场风险情绪）的影响。

石油危机前后宏观经济变化

以制造业 PMI、工业生产指数同比、失业率和 10 年期国债收益率衡量宏观经济。

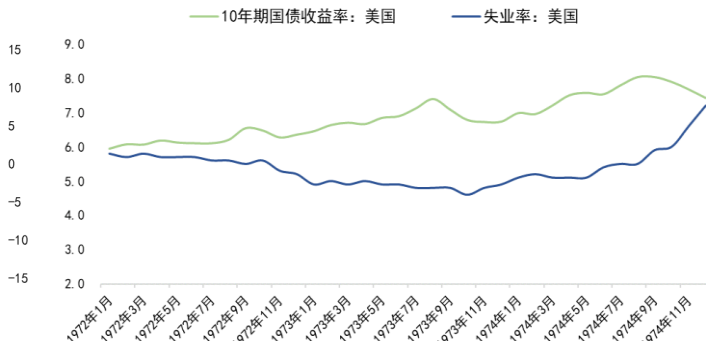
第一次石油危机前，美国制造业 PMI 维持 60 以上，工业生产指数增速 7% 以上，失业率逐步下降，10 年期国债收益率温和上行，总体经济较快增长。石油危机开始后，美国失业率很快便触底反弹，制造业 PMI 和工业生产指数分别在石油供给冲击后三个季度跌破荣枯线、增速转负，而 10 年期国债收益率上行速度较为温和，反映危机期间货币政策收紧节奏较慢，宏观经济呈现逐步转弱的节奏。

图 2：第一次石油危机前后美国 PMI&工业生产指数走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 3：第一次石油危机前后美国国债&失业率走势

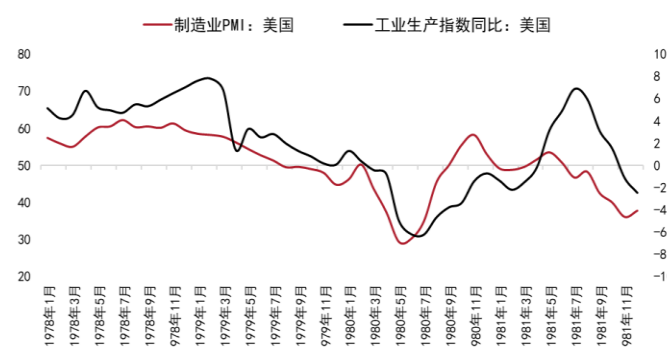


数据来源：WIND、五矿期货研究中心



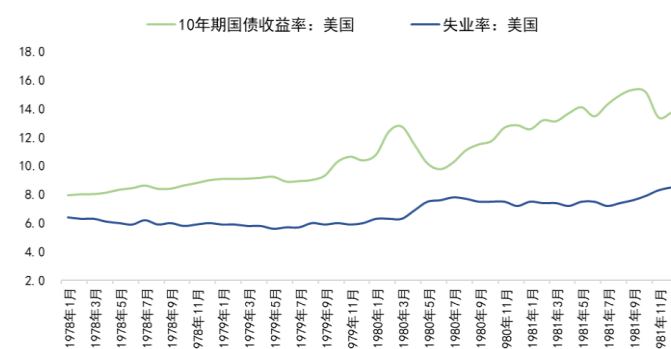
第二次石油危机前，美国制造业 PMI 同样维持 60 以上，工业生产指数中低速增长，失业率和 10 年期国债收益率平稳，总体经济温和增长且预期向好。石油危机开始后，美国工业生产指数率先进入负增长，制造业 PMI 逐步走弱，而失业率和 10 年期国债收益率继续维持一段时间的平稳，在供给冲击发生三季度后，10 年期国债收益率加速上行，随后失业率也逐步走高，主要经济指标同步走弱。与第一次石油危机相比，此次美国经济走弱的速度偏慢。

图 4：第二次石油危机前后美国 PMI&工业生产指数走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

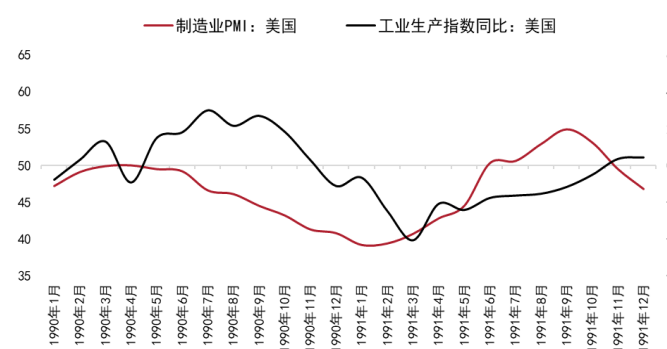
图 5：第二次石油危机前后美国国债&失业率走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

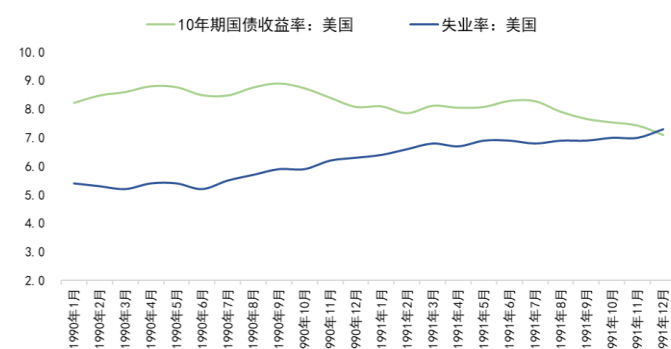
第三次石油危机前，美国制造业 PMI 温和走高，工业生产指数小幅负增长，失业率和 10 年期国债收益率平稳，总体经济逐渐复苏。石油危机开始后，美国工业生产指数降幅扩大，制造业 PMI 在几个月内降至荣枯线以下，失业率持续攀升，而 10 年期国债收益率小幅反弹后转跌，反映此次石油危机对宏观经济短期冲击更强。

图 6：第三次石油危机前后美国 PMI&工业生产指数走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：第三次石油危机前后美国国债&失业率走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

小结：石油危机前后，宏观经济基本都是由强转弱的过程，且石油危机对经济的冲击取决于危机前经济本身的强弱，危机前经济越强，石油供给冲击负反馈时间越长。

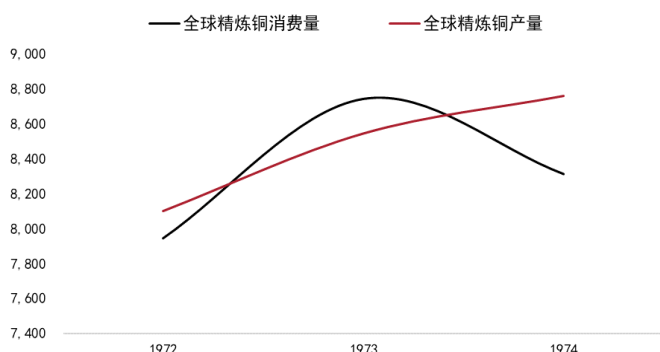
石油危机前后铜供需变化

第一次石油危机前，得益于铜需求更快的增长，全球铜市场从 1972 年的供过于求转变为 1973 年的供小于求，铜库存较快去化。不过随着石油供给冲击和铜价上涨，铜需求在 1974 年初见



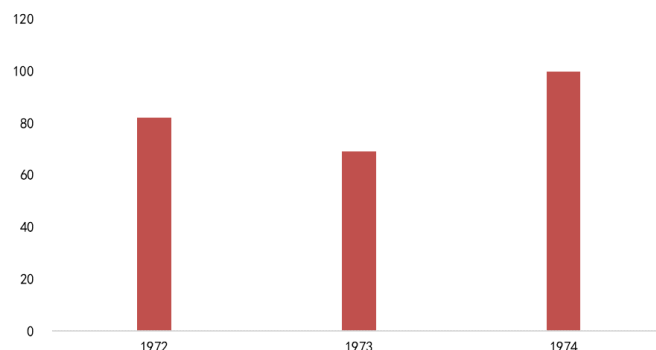
顶后快速走弱，1974 年市场供需转为供过于求，全球铜库存转增。

图 8：第一次石油危机前后全球铜供需趋势（千吨）



数据来源：ICSG、五矿期货研究中心

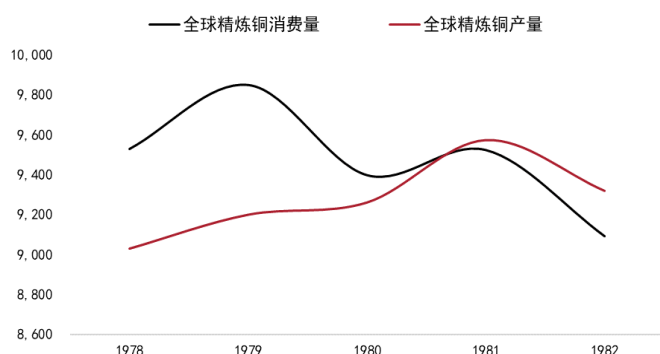
图 9：第一次石油危机前后全球铜库存变化（万吨）



数据来源：USGS、五矿期货研究中心

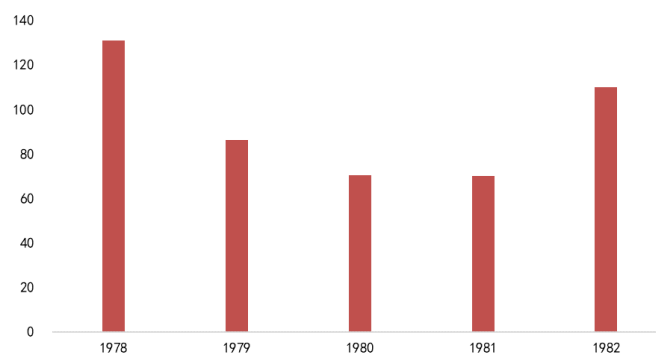
第二次石油危机前，铜供应低速增长和需求更快的增长促使全球铜市场连续三年处于供小于求的状态，铜库存连续去化。石油供给冲击发生后，尽管需求下滑，但供应由于扰动因素频发增长并不明显，1979 年全球铜库存延续去化。1980 上半年随着经济走弱，铜需求快速下滑，不过下半年铜价的快速下跌和美国铜矿罢工导致供需再次走强，全年市场供需并未过剩，铜库存维持去库状态。此后两年，全球铜供需转向供过于求。

图 10：第二次石油危机前后全球铜供需趋势（千吨）



数据来源：ICSG、五矿期货研究中心

图 11：第二次石油危机前后全球铜库存变化（万吨）

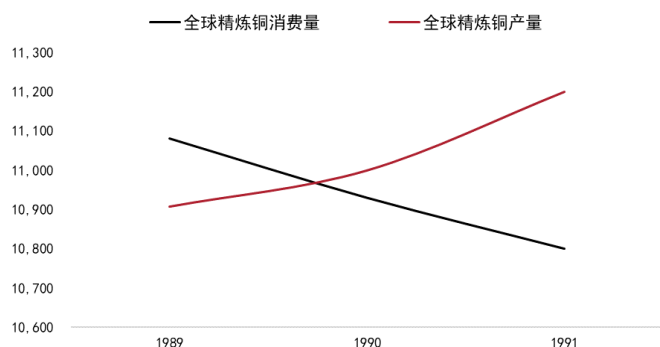


数据来源：USGS、五矿期货研究中心

第三次石油危机前，全球铜市场供需相对平衡，1989 年铜库存小幅去化。石油危机发生后，1990 年全球铜需求出现下降，而供应维持小幅增长趋势，铜供需向供过于求转变，1991 年全球铜市场维持了供过于求的状态。

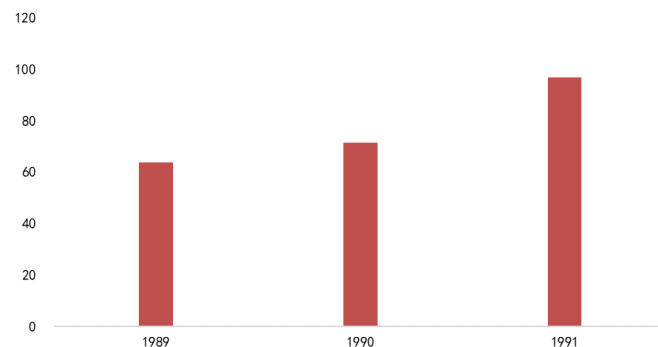


图 12：第三次石油危机前后全球铜供需趋势（千吨）



数据来源：ICSG、五矿期货研究中心

图 13：第三次石油危机前后全球铜库存变化（万吨）



数据来源：USGS、Cochilco、五矿期货研究中心

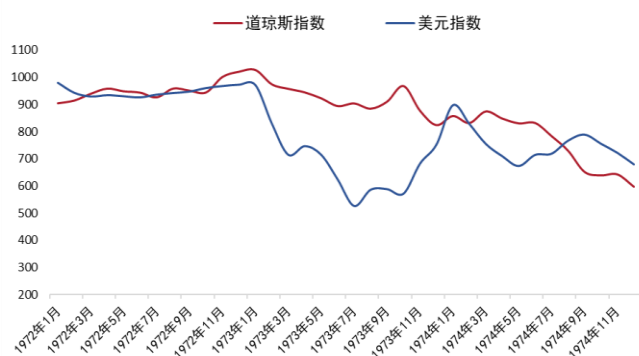
小结：石油危机发生前，全球铜供需基本处于供小于求的状态，危机发生后，全球铜供需均有所走弱，且主要体现在需求端跟随宏观经济的下行。

石油危机前后市场风险情绪变化

以道琼斯指数和美元指数衡量市场风险情绪。第一次石油危机前，道琼斯工业指数平稳，美元指数走弱，市场风险情绪较为积极，石油供给冲击发生后，道琼斯工业指数走低、美元指数显著走强，市场风险情绪明显转弱。

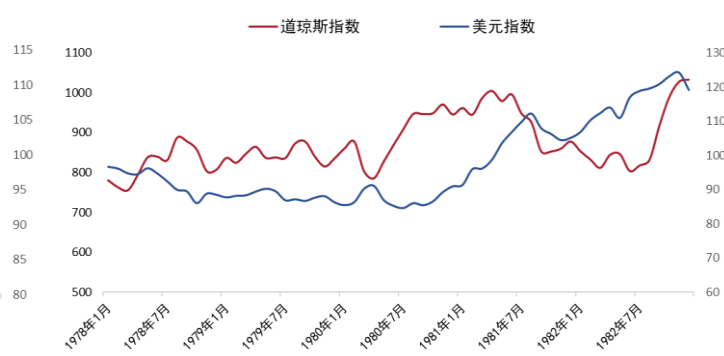
第二次石油危机前，道琼斯工业指数稳中略涨，美元指数走弱，市场风险情绪同样积极，石油供给冲击发生后，道琼斯工业指数并未单边下行、美元指数先抑后扬，市场风险场情绪受影响较小。

图 14：第一次石油危机前后道琼斯指数&美元指数走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 15：第二次石油危机前后道琼斯指数&美元指数走势

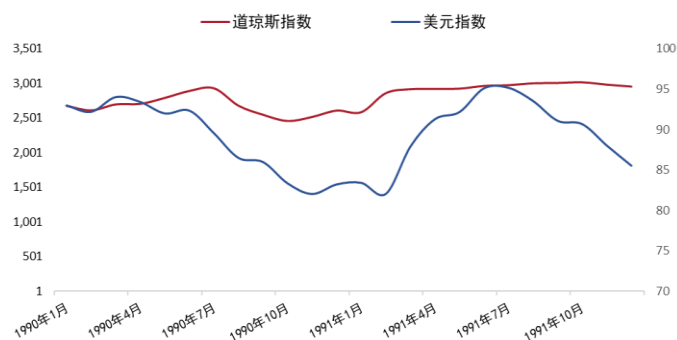


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

第三次石油危机前，道琼斯工业指数小幅上涨，美元指数走弱，市场风险情绪较为积极，石油供给冲击发生后，道琼斯工业指数和美元指数都为先抑后扬走势，市场风险场情绪受到一定冲击。



图 16：第三次石油危机前后道琼斯指数&美元指数走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

小结：三次石油危机均导致市场风险情绪转弱，其中第一次危机风险情绪受影响最大，第二次和第三次危机对风险情绪的冲击时间变短、程度减弱。

总结：通过上文分析，得到石油危机对铜市场存在以下几点影响：1、石油危机期间铜价伴随石油价格涨跌也会出现一定幅度的上涨和下跌，且油价上涨阶段前期铜价表现相对滞涨，油价上涨阶段后期铜价往往表现更强。2、石油危机期间宏观经济和铜市场供需都经历了强转弱的过程，且供需的变化主要体现在跟随宏观经济的需求变化上。3、石油危机期间市场风险情绪都受到不同程度的冲击，且冲击逐次减弱。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律责任。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn