

美联储降息前后铜价走势复盘

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

自 1970 年以来，美联储共经历了 9 轮明显的降息周期。通过对比全球铜价走势与美联储联邦基金目标利率走势，容易得出美联储联邦基金目标利率与铜价正相关的结论，即加息周期对应铜价上涨、降息周期对应铜价下跌。复盘结论为追求短线交易需要关注美联储降息现实与市场预期之间的预期差，把握长期趋势需要去关注美联储降息前后铜供需基本面的变化趋势，风险事件决定了铜价下跌深度。

摘要：

加息周期对应经济景气阶段，降息周期对应经济低迷阶段，因此表现出加息周期对应铜价上涨、降息周期对应铜价下跌。加息周期通常伴随着经济的快速增长和通货膨胀的上升（铜价表现为上涨），因此美联储通过加息来抑制经济过热和通货膨胀。降息周期通常会伴随着经济的萎缩和通货紧缩的出现（铜价表现为下跌），因此美联储通过降息来促进经济复苏和刺激消费。铜价表现与降息或者加息无直接因果关系。

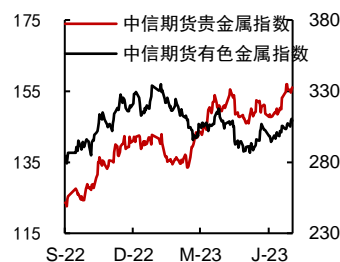
追求短线交易需要关注美联储降息现实与市场预期之间的预期差。通过复盘发现，当美联储实际降息幅度与市场预期不一致时，市场可能会出现大幅波动，这可以为短线交易者提供交易机会。如 2001 年 1 月，美联储意外降息开启降息周期提振铜价趋势性上涨约 4%；2019 年 7 月首次降息 25BP 低于市场预期的 50BP，铜价震荡回调约 5%等，美联储降息主要通过降息现实与市场预期的预期差影响铜价。

把握长期趋势需要去关注美联储降息前后铜供需基本面的变化趋势。铜作为一种工业品，价格符合“需求决定方向，供给决定弹性”的特点，美联储降息可分为紧急降息、周期性降息和超常规降息等，无论哪一种降息对应的经济现实大都是经济增速放缓阶段，单次或者多次降息并不能快速扭转经济颓势带来的铜需求走弱现实。

是否有重大风险事件发生决定了降息周期内铜价下跌深度。在美联储降息周期内，除货币政策外，风险事件会加剧铜价波动弹性。如 1997 年亚洲金融危机、2008 年次贷危机和 2020 年初新冠疫情爆发等风险事件导致铜价大幅下跌，而铜价在 2000-2003 年降息周期内因无重大风险事件发生表现为窄幅波动。

操作建议：停止加息到开始降息以短线交易为宜，开始降息后把握长期趋势

风险因素：美联储货币政策目标变化，经济增速下滑不及预期



有色与新材料团队

研究员：
沈照明
021-80401745
shenzhaoming@citicsf.com
从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

李苏横
0755-82723054
lisuheng@citicsf.com
从业资格号：F03093505
投资咨询号：Z0017197

郑非凡
zhenfeifan@citicsf.com
从业资格号：F03088415
投资咨询号：Z0016667

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要：	1
一、1970 年以来美联储历次降息与铜价表现概览.....	4
1.1 美联储历次降息与铜价表现概.....	4
1.2 美联储货币政策演变及目标选择简述.....	5
二、1982-1994 年美联储降息前后铜价走势复盘.....	6
2.1 降息周期（1984.08-1986.08）：国际收支失衡引发降息.....	6
2.2 降息周期（1989.02-1992.09）：经济增长放缓、国际格局动荡.....	8
三、1995-2020 年美联储降息前后铜价走势复盘.....	11
3.1 降息周期（1995.02-1998.11）：亚洲金融危机加速铜价下跌.....	11
3.2 降息周期（2000.05-2003.06）：互联网泡沫破灭引发经济衰退.....	13
3.3 降息周期（2006.06-2008.12）：次贷危机加剧铜价下跌深度.....	14
3.4 降息周期（2018.12-2020.03）：贸易摩擦、新冠疫情.....	16
四、总结	18
免责声明	20

图表目录

图表 1：1970 年以来美联储联邦基金目标利率与世界铜价走势.....	4
图表 2：1970 年以来 9 轮明显降息周期期间的铜价表现.....	5
图表 3：美联储降息周期（1984. 8-1986. 8）：铜价整体下跌 2. 57%.....	7
图表 4：1979-1986 年全球精炼铜供需平衡.....	7
图表 5：美联储降息周期（1989. 2-1992. 9）：铜价整体下跌 2. 57%.....	8
图表 6：1988-1990 年美国 GDP 与 CPI.....	8
图表 7：1988-1990 年美国制造业 PMI.....	8
图表 8：美国 CPI 自 1986 年起开始快速攀升.....	9
图表 9：1989 年 Q1-Q4 主要经济体 GDP 增速.....	9
图表 10：1989-1993 年铜价季度走势与 G7 国家经济走势正相关.....	9
图表 11：1989-1993 日德 GDP 变动.....	10
图表 12：海湾战争前后原油价格走势.....	10
图表 13：1988-1993 年全球精炼铜供需平衡.....	11
图表 14：美联储降息周期（1995. 2-1998. 11）：铜价整体下跌 50. 57%.....	11
图表 15：1995 年 Q1 美国经济增速放缓.....	12
图表 16：美 1995 降息前后主要经济指标表现.....	12
图表 17：1993-2000 年全球精炼铜供需情况.....	13
图表 18：美联储降息周期（2000. 5-2003. 6）：铜价整体下跌 5. 55%.....	13
图表 19：2000 年下半年 G7 国家步入衰退.....	14
图表 20：美 2001 降息前后主要经济指标表现.....	14
图表 21：2000-2004 年全球精炼铜供需情况.....	14
图表 22：美联储降息周期（2006. 6-2008. 12）：铜价整体下跌 5. 55%.....	15
图表 23：2007 年 Q1 美国经济增速放缓.....	15
图表 24：美 2001 降息前后主要经济指标表现.....	15
图表 25：2006-2010 年全球精炼铜供需情况.....	16
图表 26：美联储降息周期（2018. 12-2020. 3）：铜价整体下跌 14. 69%.....	17
图表 27：2018 年 Q4 美国经济增速下滑明显.....	17
图表 28：美 2019 降息前后主要经济指标表现.....	17
图表 29：2017-2021 年全球精炼铜供需情况.....	18

一、1970 年以来美联储历次降息与铜价表现概览

1.1 美联储历次降息与铜价表现概览

追求短线交易需要关注美联储降息现实与市场预期之间的预期差。从自上而下视角来看，在美联储宣布降息之前，铜价已经出现了上涨的趋势。这是因为市场预期美联储将采取宽松的货币政策，以应对未来可能的经济增长放缓的影响。此外，在美联储降息之前的一些经济数据也能表明美国经济增长正在放缓，从而增加市场对美联储降息的预期。在美联储降息之后，铜价的涨势将会加剧，美联储通过新闻发布会等渠道讲话暗示未来会有更多的降息，进一步提振市场情绪推动铜价上涨。此外，美元指数在美联储降息后出现下跌，也对铜价形成了支撑。美元指数下跌的原因是市场预期美联储的宽松政策将导致美元贬值，从而使得以美元计价的商品价格上涨。然而，在美联储降息后，铜价也出现了一些回调。这是因为一些市场人士认为，美联储的降息可能不足以缓解全球经济增长放缓的问题，同时还可能导致美国通胀上升，从而对经济产生负面影响。因此，需要去关注美联储降息现实与市场预期之间的预期差所带来的短期交易机会。

把握长期趋势需要去关注美联储降息前后铜供需基本面的变化趋势。从自下而上视角来看，美联储降息行为主要是由于经济增长放缓而导致，铜价的走势受到多种因素的影响，包括全球经济增长前景、贸易紧张局势、美元汇率等。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，从而影响铜价的走势。但是，如果全球经济增长前景不佳、贸易紧张局势加剧、美元汇率上涨等因素存在，即使美联储降息，铜价仍然可能下跌。因此，把握长期趋势需要去关注美联储降息前后铜供需基本面变化趋势。

图表 1：1970 年以来美联储联邦基金目标利率与世界铜价走势

单位：美元/公吨、%



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

自 1970 年以来，美联储共经历了 9 轮明显的降息周期。通过全球铜价走势

与美联储联邦基金目标利率走势来看，容易得出美联储联邦基金目标利率与铜价正相关的结论，即加息周期对应铜价上涨、降息周期对应铜价下跌。然而仔细研究却能发现如下疑问：

1、1984-1986 年降息周期，美联储降息后铜价表现为上涨而其他周期却表现为下跌？

2、2018-2020 年降息周期，美联储降息前铜价表现为下跌而自 1994 年美联储开始对外宣布联邦基金利率目标（FFR）目标加强预期引导以来的几轮降息周期降息前却表现为上涨？是美联储货币政策预期引导失效了吗？

3、不同的降息幅度对铜价的影响不同，1995-1998 年降息周期持续月数与 1989-1992 年降息周期接近，较少的降息幅度却导致了较大的铜价下跌深度。

4、1989-1992 年降息周期，降息前铜价下跌深度超过了临近几轮降息周期的原因是什么？

.....

图表 2：1970 年以来 9 轮明显降息周期期间的铜价表现

末次加息	首次降息	末次降息	降息次数	降息前持续月数	降息后持续月数	降息幅度	降息前铜价表现	降息后铜价表现	降息周期铜价表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	1	4	2.25	-3.78%	-1.75%	-5.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	3	19	8.25	-33.26%	-37.84%	-58.51%
1981-05	1981-06	1982-12	12	1	19	11.50	-2.41%	-13.34%	-15.43%
1984-08	1984-10	1986-08	13	2	23	5.87	-4.82%	2.36%	-2.57%
1989-02	1989-06	1992-09	21	4	40	6.75	-17.79%	-5.18%	-22.05%
1995-02	1995-07	1998-11	6	6	42	1.25	6.88%	-48.83%	-45.30%
2000-05	2001-01	2003-06	13	8	31	5.50	0.11%	-5.65%	-5.55%
2006-06	2007-09	2008-12	10	15	16	5.00	6.27%	-59.84%	-57.32%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	8	2.25	-2.21%	-12.77%	-14.69%

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

为了解答上述疑问并理解降息与铜价正相关的深层次原因，我们带着这些疑问以及怀着能够辅助判断即将到来的降息周期该采取何种策略的期盼，复盘了自 1970 年以来的主要几次降息周期前后铜价表现，并希望能够对投资者有所帮助。

1.2 美联储货币政策演变及目标选择简述

20 世纪 70 年代：以联邦基金利率为中介目标。罗斯福总统上台后赋予了美联储改变法定存款准备金的权力，这一时期的美联储以货币市场上的短期利率作为货币政策的中介目标，通过调节法定存款准备金率来控制货币供应量。

保罗·沃克尔时代（1979.8-1987.8）：以货币供应量为中介目标。保罗·沃克尔认同以弗里德曼为代表的现代货币主义主张，即以货币总量（M1）取代市场

利率成为新的货币政策中间目标，此阶段主要通过调整货币总量（M1）来影响联邦基金利率目标（FFR）。随着美国金融创新和货币形式的变化，调控 M1 愈发难以满足美联储的调控目标，于是多层次的货币供应量开始建立，调控目标也从 M1 逐渐转向 M2。

格林斯潘时代（1987.8-2006.2）：以联邦基金利率为中介目标，并提出“中性”货币政策。随着美国金融创新和投资多样化的发展，M2 与经济增长和通胀直接的相关性不断下降，于是在 20 世纪 90 年代初，美联储放弃了以货币供应量作为其货币政策的中介目标，再次将调节联邦基金利率作为货币政策的中介目标，格林斯潘提出“中性”货币政策，保持“中性”利率避免过去刺激或抑制经济发展，同时保证低通胀能够伴随经济的发展。

伯南克时代（2006.2-2014.2）：采用非常规货币政策，利率走廊形成。2008 年金融危机爆发后，美联储将减少失业、维护金融系统稳定作为货币政策的首要目标，并且通过非常规货币政策成功的阻止了危机进一步恶化。非常规货币政策主要有两个组成部分，一是前瞻性指引，二是大规模资产购买计划。

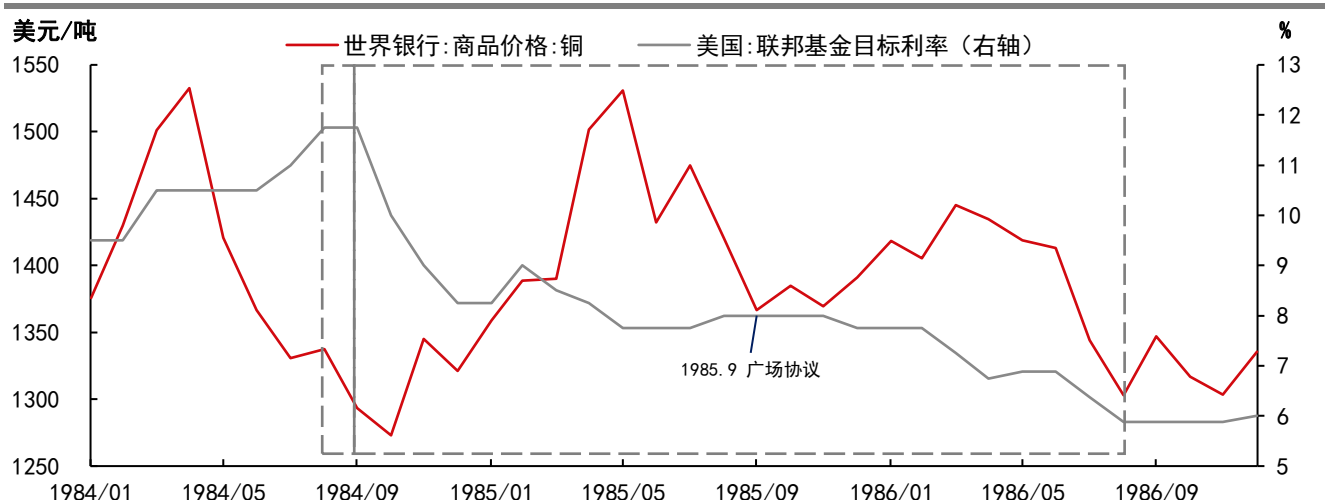
货币政策框架的变化使得复盘 1982 年后的降息更有意义，主要原因在于：（1）沃尔克于 1979 年 8 月出任美联储主席时正值滞胀时期，他认同以弗里德曼为代表的现代货币主义主张，即以货币总量（M1）取代市场利率成为新的货币政策中间目标，此阶段主要通过调整货币总量（M1）来影响联邦基金利率目标（FFR），与 1982 年后的 FFR 变动原理不相同；（2）美联储的紧缩货币政策带来了显著的外溢效应，利差扩大导致美元大幅升值，加剧了拥有美元债务敞口的新兴市场国家的债务负担。在通胀缓和的背景下，1982 年的拉美债务危机爆发成为美联储放弃 M1 目标的催化剂。美联储于 1982 年逐步转向对 FFR 的调控，并于 1994 年开始对外宣布 FFR 目标加强预期引导，这与当前的货币框架更为接近，FFR 的变动时点也更加清楚。

二、1982-1994 年美联储降息前后铜价走势复盘

2.1 降息周期（1984.08-1986.08）：国际收支失衡引发降息

本轮降息周期前末次加息时间为 1984 年 8 月 21 日，首次降息时间为 1984 年 10 月 2 日，末次降息时间为 1986 年 8 月 19 日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率 13 次，将联邦基金目标利率自 11.75% 下调到 5.88%，调降幅度达到 587BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续 23 个月，从末次加息到首次降息全球铜价下跌 4.82%，到末次降息全球铜价下跌 2.57%，从首次降息到末次降息全球铜价上涨 2.36%。整体来看，全球铜价在本轮降息周期中整体维持在 1250-1550 美元/吨区间窄幅震荡。

图表 3：美联储降息周期（1984.8-1986.8）：铜价整体下跌 2.57%



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

1984 年降息时的主要原因是财政赤字和美元升值加剧了美国的国际收支失衡。从上世纪 80 年代初开始，美国国际收支逆差及其占 GDP 的比重迅速扩大，导致美国国内保护主义情绪高涨。在此背景下，1985 年 9 月，G5 达成共识签订《广场协议》推动美元贬值，沃尔克的想法是，美元贬值可以在改善美国国际收支的同时，缩小其他国家的顺差，推动其国内实施更具刺激性的政策。

全球精铜供需呈现紧平衡是本轮降息周期中铜价波动的最主要因素。从铜供需面来看，第二次石油危机导致的全球经济大萧条使全球精铜消费量出现大幅萎缩，第二次石油危机开始于 1978 年底伊朗“伊斯兰革命”期间石油出口中断，结束于 1981 年初，前后历时两年多时间，到 1982 年，全球精炼铜消费量较 1979 年下降了近 80 万吨，全球铜市场转为大幅过剩。1984 年，随着欧美等经济体复苏，全球精铜市场消费快速回暖，由于 1981-1983 年连续几年精铜过剩导致的全球铜库存高企，1984 年全球精铜虽大幅短缺却没有走出趋势性行情。进入 1985 年，全球精炼铜供需整体呈现出紧平衡状态，在 1984 年消耗部分库存背景下，铜价上涨接近 200 美元，整体处于震荡运行状态。

图表 4：1979-1986 年全球精炼铜供需平衡

单位：万吨、%

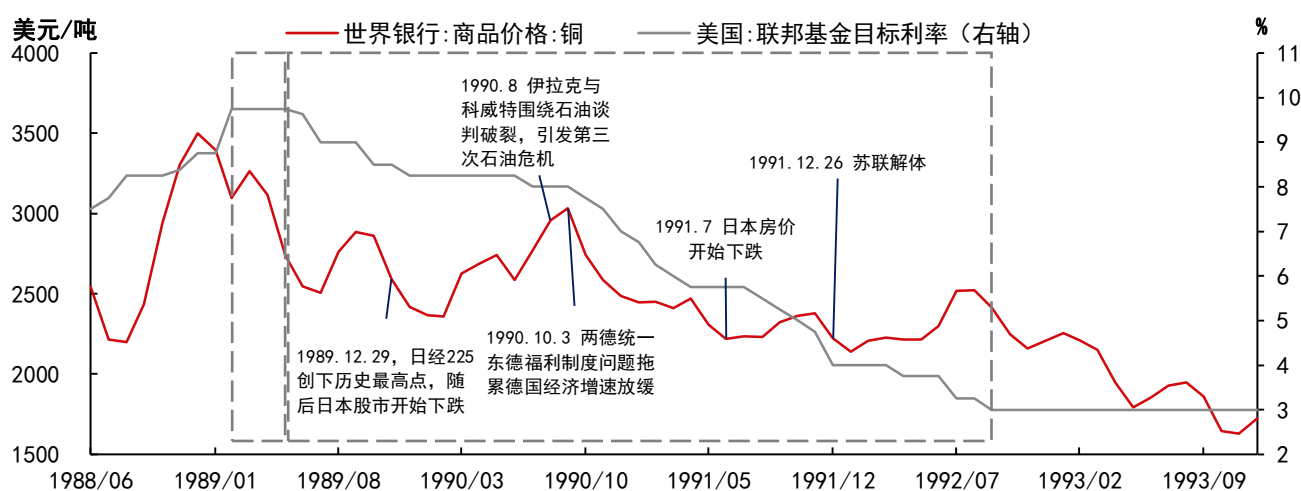
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
全球精炼铜产量	936.70	926.81	957.67	944.04	969.40	951.24	968.94	986.21
同比 (%)	1.47	-1.06	3.33	-1.42	2.69	-1.87	1.86	1.78
全球精炼铜消费量	982.98	937.46	952.45	901.93	909.94	991.44	966.49	1007.01
同比 (%)	3.14	-4.63	1.60	-5.30	0.89	8.96	-2.52	4.19
全球精炼铜供需平衡	-46.28	-10.65	5.22	42.11	59.46	-40.20	2.45	-20.80
变化 (万吨)	-16.41	35.63	15.87	36.89	17.35	-99.66	42.65	-23.25

资料来源：Bloomberg WBMS 中信期货研究所

2.2 降息周期（1989. 02-1992. 09）：经济增长放缓、国际格局动荡

本轮降息周期前末次加息时间为 1989 年 2 月 24 日，首次降息时间为 1989 年 6 月 5 日，末次降息时间为 1992 年 9 月 4 日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率 21 次，将联邦基金目标利率自 9.75% 下调到 3.00%，调降幅度达到 675BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续 40 个月，从末次加息到首次降息全球铜价表现为-17.79%，到末次降息全球铜价表现为-22.05%，从首次降息到末次降息全球铜价表现为-5.18%。整体来看，全球铜价在本轮降息周期中趋势性下跌。

图表 5：美联储降息周期（1989. 2-1992. 9）：铜价整体下跌 2.57%



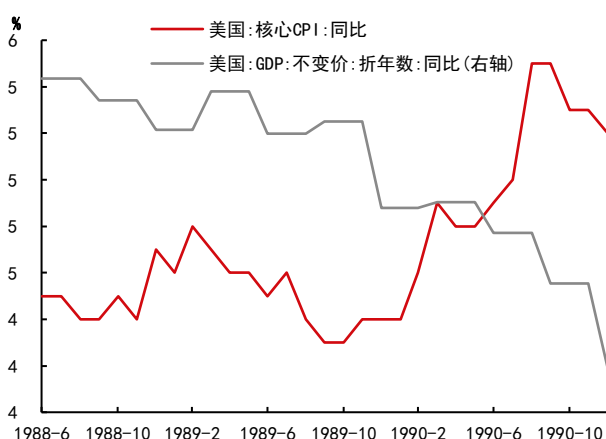
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表 6：1988-1990 年美国 GDP 与 CPI

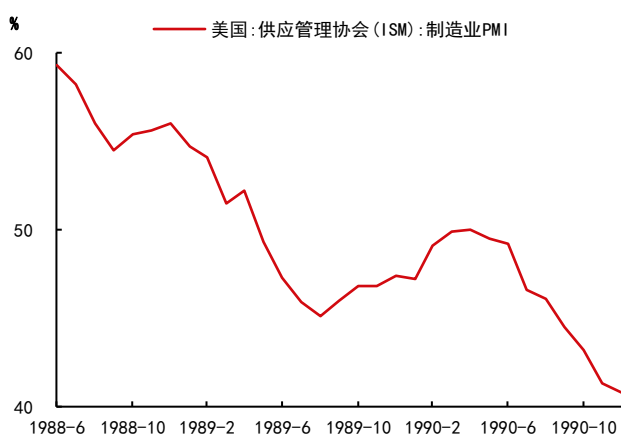
单位：%

图表 7：1988-1990 年美国制造业 PMI

单位：万吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所



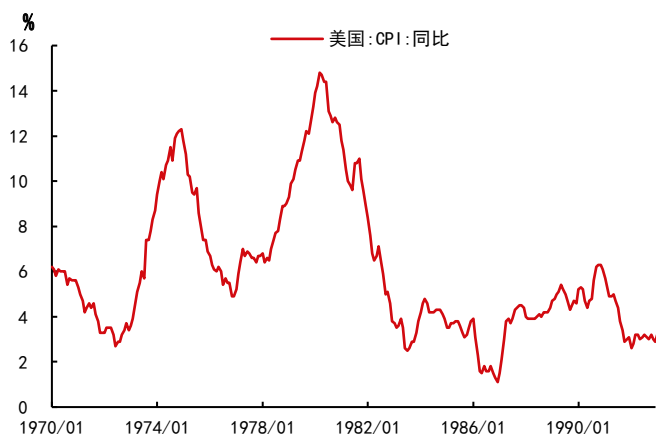
资料来源：Wind 中信期货研究所

美联储基于经济基本面（经济下滑、通胀上行）降息。美国在 1989 年经济增长放缓，制造业 PMI 出现大幅下滑至荣枯线以下，1988-1989 年 GDP 由 4.2% 下跌到 3.7%，到 1991 年 GDP 甚至下降到-0.1%。此外，美国 CPI 自 1986 年 12 月以

来快速攀升，到 1989 年 5 月达到 5.4%，为应对经济下滑和通货膨胀风险，美联储于 1989 年 6 月开始降息。

图表 8：美国 CPI 自 1986 年起开始快速攀升

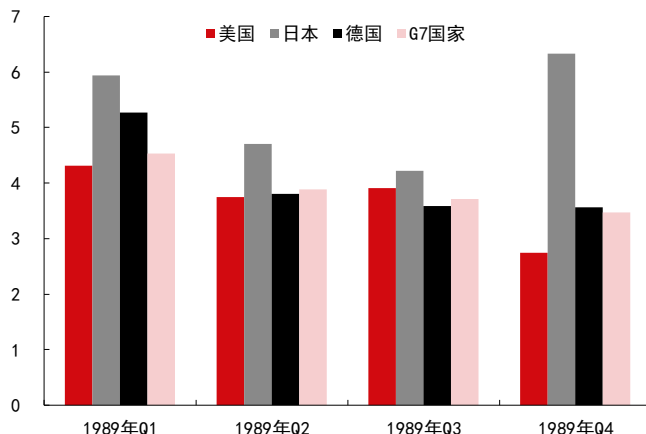
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：1989 年 Q1-Q4 主要经济体 GDP 增速

单位：%

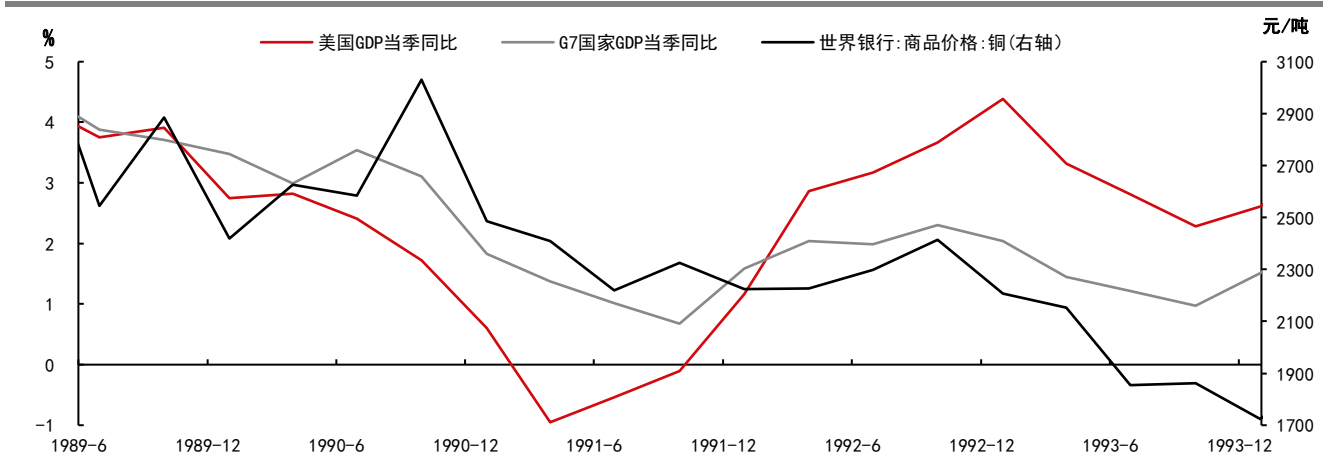


资料来源：Wind 中信期货研究所

停止加息在短期内提振铜价，长线仍以基本面为主。美联储在 1989 年 2 月连续加息 4 次，加息幅度达到 100BP，导致铜价 1989 年 2 月大幅下跌 8.8%。进入 3 月份，美联储维持联邦基金目标利率不变，铜价受此短暂提振后回归基本面定价。美国、西欧和日本在 1989 年二季度经济增速均放缓，**精铜需求下滑叠加供给增长导致全球铜价出现大幅回调**，铜价从 3264.1 美元/吨高点大幅下滑至 2546 美元/吨。

美国经济衰退、日本经济泡沫破裂、德国经济增速放缓、国际格局动荡等因素共同扰动本轮铜价震荡下行。

图表 10：1989-1993 年铜价季度走势与 G7 国家经济走势正相关



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

首次降息可以影响短期铜价走势，经济衰退主导铜价长期弱势格局。首次降息短期内能够改善市场流动性从而提振市场需求，美国在 1989 年 Q3 的 GDP 增速

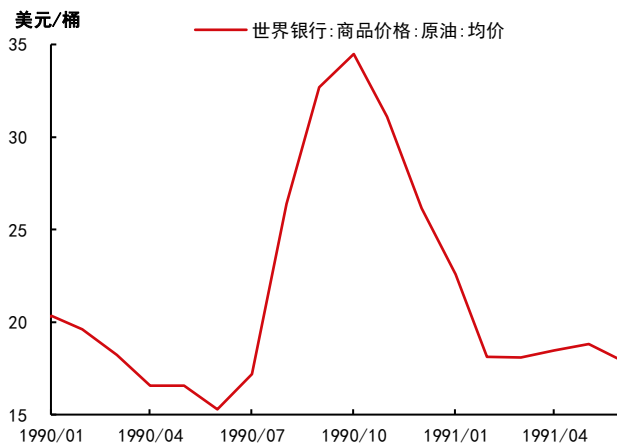
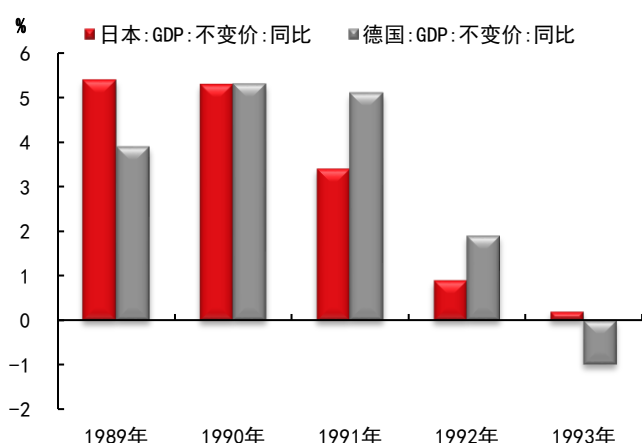
提升 0.16pct，但难以改变长期经济衰退趋势，美国在 1991 年 GDP 增速进入负区间。经济衰退造成的铜下游消费低迷决定铜价长期趋势，进入 1990 年四季度，美国经济增速出现明显下滑，G7 国家在 1989 年四季度 GDP 增速也下降 0.24pct，全球性经济增长放缓所带来的铜下游消费走弱是此阶段铜价运行的核心矛盾。

日本经济泡沫破裂、德国经济增长放缓等因素进一步推动铜价下探。日本在原油价格降低、日元升值和利率下降三重利好叠加推动下，1989 年日本各项经济指标在地产泡沫的驱动下达到了空前高位，但由于缺乏制造业、出口等实业支撑，日本房地产泡沫在开始收紧流动性后很快破裂，1989 年 12 月 29 日，日经 225 创下历史最高后，股市和地产泡沫相继破灭，进入“失落的十年”，不良资产、不良贷款频繁出现，土地价格急速下跌，GDP 增速自 1989 年的 5.4% 下降 5.2pct 至 1993 年的 0.2%。德国受两德统一及东德福利制度问题拖累，经济增速逐步放缓，GDP 增速自 1990 年的 5.3% 下降 6.3pct 至 1993 年的 -1.0%。

图表 11：1989-1993 日德 GDP 变动

单位：% 图表 12：海湾战争前后原油价格走势

单位：美元/桶



资料来源：日本内阁府 欧盟统计局 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

海湾战争、东欧剧变及苏联解体等国际格局动荡增加了铜价走势不确定因素。1990 年 8 月，伊拉克与科威特围绕石油谈判破裂并武装入侵科威特，联合国决议对伊拉克实行禁运制裁，致使世界石油供应总量减少大约 20%，国际油价暴涨导致第三次石油危机，随后美军开赴中东发起海湾战争。美国通过海湾战争带动国内经济，同时“信息革命”的影响逐步显现，美国经济触底反弹边际改善全球精铜消费。20 世纪 80 年代末 90 年代初，东欧剧变及苏联解体，东欧人口大量涌入西欧带来大量住房需求刺激铜需求稳定增长。

图表 13：1988-1993 年全球精炼铜供需平衡

单位：万吨、%

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
全球精炼铜产量	1049	1086	1081	1069	1117	1134
同比 (%)	3.20	3.56	-0.48	-1.09	4.51	1.49
全球精炼铜消费量	1053	1097	1080	1075	1085	1100
同比 (%)	0.98	4.16	-1.59	-0.38	0.89	1.41
全球精炼铜供需平衡	-5	-11	1	-7	32	33
变化 (万吨)	22	-6	12	-8	39	1

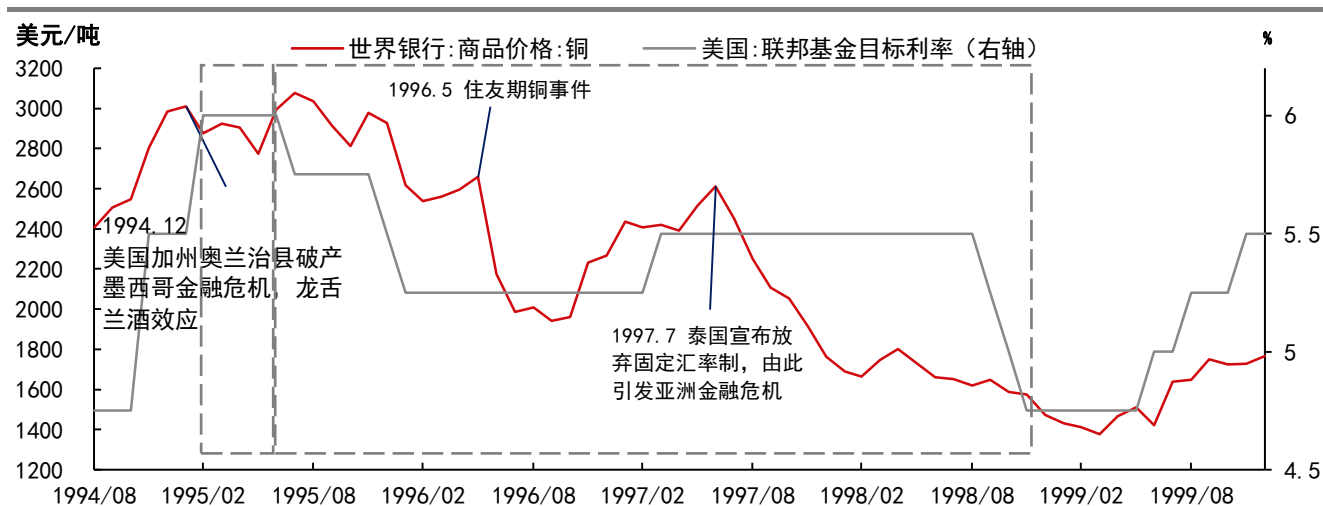
资料来源：Bloomberg WBMS 中信期货研究所

三、1995-2020 年美联储降息前后铜价走势复盘

3.1 降息周期（1995.02-1998.11）：亚洲金融危机加速铜价下跌

本轮降息周期前末次加息时间为 1995 年 2 月 1 日，首次降息时间为 1995 年 7 月 6 日，末次降息时间为 1998 年 11 月 17 日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率 6 次，将联邦基金目标利率自 6.00% 下调到 4.75%，调降幅度达到 125BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续 42 个月，从末次加息到首次降息全球铜价表现为+6.88%，到末次降息全球铜价表现为-45.30%，从首次降息到末次降息全球铜价表现为-48.83%。整体来看，全球铜价在本轮降息周期中趋势性大幅下跌。

图表 14：美联储降息周期（1995.2-1998.11）：铜价整体下跌 50.57%



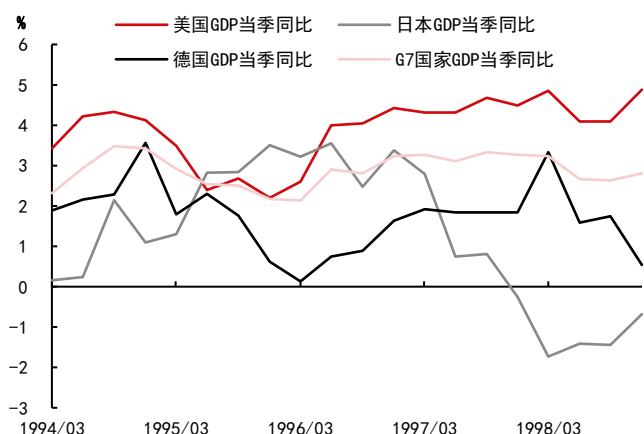
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

应对风险事件、经济增速放缓是 1995 年降息周期开启的直接原因。美国在 1994 年前的连续几轮加息并维持高利率导致了一系列风险事件，1994 年 12 月 1 日美国加州奥兰治县过高的财务杠杆导致投资损失被无限放大而申请破产保护。1994 年 12 月 19 日上任伊始的墨西哥新政府迫于连续严重的对外收支逆差造成的外汇储备压力，突然大幅度贬值本币引发墨西哥金融市场动荡，产生的“龙舌兰

酒效应”迅速波及整个拉美地区的金融部门。进入 1995 年，GDP 增速、消费数据和就业数据表现疲弱，美联储为稳定经济增长停止加息并步入降息周期。

图表 15：1995 年 Q1 美国经济增速放缓

单位：%



资料来源：Wind OECD 中信期货研究所

图表 16：美 1995 降息前后主要经济指标表现

单位：% 千人

	1994-11	1994-12	1995-01	1995-02	1995-03
CPI 同比	2.7	2.7	2.8	2.9	2.9
核心 CPI 同比	2.8	2.6	2.9	3.0	3.0
PCE 同比	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2
核心 PCE 同比	2.2	2.2	2.4	2.3	2.2
失业率	5.6	5.5	5.6	5.4	5.4
制造业 PMI	59.2	56.1	57.4	55.1	52.1
新增非农就业	421	280	326	201	219
OECD 领先指标	100.6	100.4	100.2	99.9	99.6
标准普尔 500 指数月均值	461	455	465	482	493

资料来源：Wind 中信期货研究所

降息前：联邦基金目标利率预期引导增加铜价想象空间。美联储于 1994 年开始对外宣布联邦基金利率（Federal funds rate, FFR）目标加强预期引导。美联储在 1995 年 2 月最后一次加息 50bp，之后三周美联储主席格林斯潘在国会听证时即暗示可能会对经济衰退做出提前反映，并于 1995 年 7 月和 1996 年 1 月分别进行了 2 次预防式降息。在此期间，全球铜价震荡上行。

降息后：1996 年 5 月，住友期铜事件爆发引起国际期铜市场狂跌。住友银行交易员滨中泰男无视全球经济即将衰退的大势，在现货市场大量囤积铜制造虚假需求，意图操纵市场拉高期货价格。过高的期铜价格吸引了大量短期投机者入市做空，其中包括一些著名的投资基金，如索罗斯量子基金、罗伯逊老虎基金等。期间智利的一座重要矿山罢工平息，铜基本面朝着滨中泰男非常不利的方向发展。1996 年 6 月 14 日，日本住友商社总裁秋山富一在东京发布公告，披露了滨中泰男长期从事未经授权的国际期铜交易，致使住友商社遭受了 18 亿美元的巨额损失。住友事件一经披露，立即引起国际期铜市场价格狂跌，伦敦金属交易所 3 个月期铜价格从消息公布前的 2150 美元/吨急挫至 6 月 17 日的 1800 美元/吨。

1997 年 7 月，由泰铢贬值引发的亚洲金融危机迅速蔓延至亚洲其他国家，避险情绪上升施压铜价，铜价大幅回调。1997 年 7 月 2 日，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制，当天泰铢兑换美元的汇率下降了 17%。在泰铢的波动影响下，菲律宾比索、印度、尼西亚盾、马来西亚林吉特相继成为国际炒家的攻击对象，10 月后国际炒家又把矛头指向中国香港、日本和韩国，期间一系列银行和证券公司相继破产，这场危机一直持续到 1999 年才结束。亚洲金融危机期间，东南亚等新兴经济体受亚洲金融危机影响精铜需求萎缩严重，全球精铜产量保持较高增速，基本面逐步恶化进一步施压铜价。

图表 17：1993-2000 年全球精炼铜供需情况

单位：万吨、%

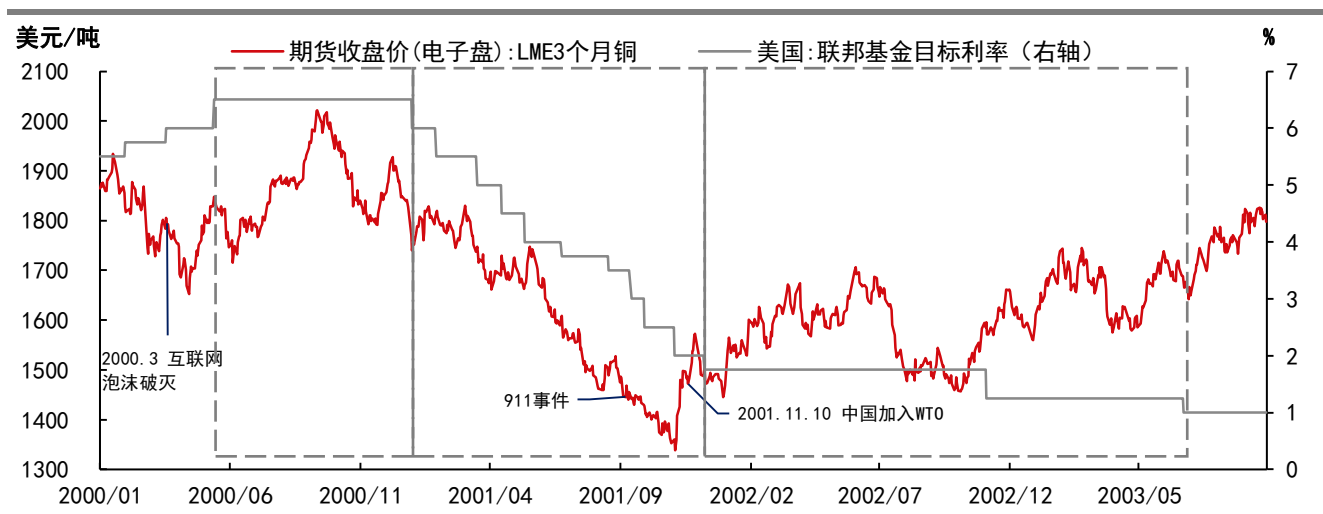
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
全球精炼铜产量	1134	1120	1183	1276	1360	1412	1447	1482
同比 (%)	1.49	-1.24	5.66	7.84	6.61	3.83	2.45	2.42
全球精炼铜消费量	1100	1157	1185	1238	1261	1319	1390	1510
同比 (%)	1.41	5.20	2.40	4.41	1.90	4.61	5.40	8.58
全球精炼铜供需平衡	33	-38	-2	38	99	93	56	-28
变化 (万吨)	1	-71	36	40	61	-6	-37	-84

资料来源：Bloomberg WBMS 中信期货研究所

3.2 降息周期（2000.05-2003.06）：互联网泡沫破灭引发经济衰退

本轮降息周期前末次加息时间为 2000 年 5 月 16 日，首次降息时间为 2001 年 1 月 3 日，末次降息时间为 2003 年 6 月 25 日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率 13 次，将联邦基金目标利率自 6.50% 下调到 1.00%，调降幅度达到 550BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续 31 个月，从末次加息到首次降息全球铜价表现为+0.11%，到末次降息全球铜价表现为-5.55%，从首次降息到末次降息全球铜价表现为-5.65%。整体来看，全球铜价在本轮降息周期中 V 形走势。

图表 18：美联储降息周期（2000.5-2003.6）：铜价整体下跌 5.55%



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

2001 年美联储降息的主要原因是应对 2001 年互联网泡沫破裂后的经济衰退。2000 年下半年，美国互联网泡沫破裂，导致科技股大幅下跌，市场信心受到严重打击。随后，经济增长放缓，失业率上升，消费支出和企业投资减少。美国制造业 PMI 连续多月处于荣枯线以下，G7 国家经济增速放缓，为了应对经济衰退的风险，美联储意外采取了降息的措施来刺激经济增长。这些降息措施在一定程度上缓解了经济衰退的影响，但由于经济基本面的问题仍然存在，经济复苏的过程比较缓慢。美国、欧洲和日本等经济体增速放缓对铜的需求产生了负面影响，2001

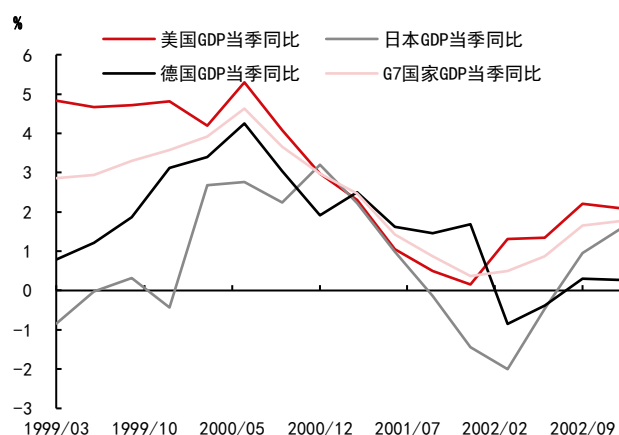
年全球精铜消费同比下滑 1.24%，导致全球精铜过剩将近 700 万吨，刺激铜价大幅下跌。此外，美联储的降息也对铜价产生了负面影响，因为降息可能导致美元贬值，从而使得以美元计价的商品价格下跌。

图表 19：2000 年下半年 G7 国家步入衰退

单位：%

图表 20：美 2001 降息前后主要经济指标表现

单位：% 千人



资料来源：Wind OECD 中信期货研究所

	2000-10	2000-11	2000-12	2001-01	2001-02
CPI 同比	3.4	3.4	3.4	3.7	3.5
核心 CPI 同比	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7
PCE 同比	2.5	2.6	2.5	2.7	2.5
核心 PCE 同比	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
失业率	3.9	3.9	3.9	4.2	4.2
制造业 PMI	48.7	48.5	43.9	42.3	42.1
新增非农就业	-14	228	142	-25	72
OECD 领先指标	99.8	99.5	99.2	98.9	98.7
标准普尔 500 指数月均值	1390	1375	1331	1336	1306

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：2000-2004 年全球精炼铜供需情况

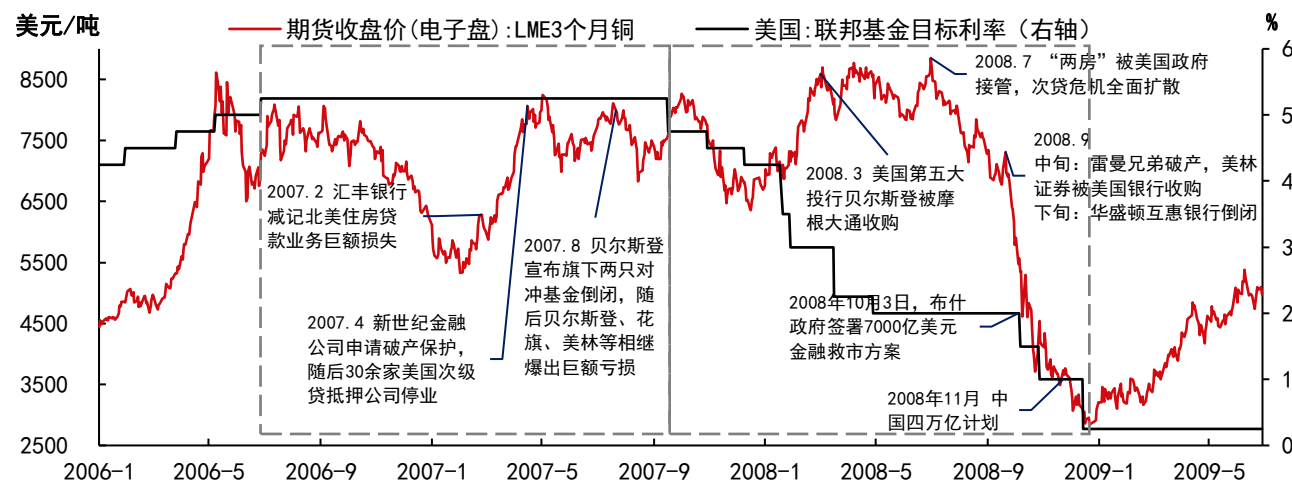
		2000	2001	2002	2003	2004
铜精矿产量	千吨	13209	13634	13577	13757	14594
同比	%	3.30	3.22	-0.42	1.33	6.08
精铜(原生+再生)产量	千吨	14772	15638	15354	15272	15918
同比	%	1.56	5.86	-1.82	-0.53	4.23
精炼铜消费量	千吨	15133	14946	15231	15714	16838
同比	%	5.99	-1.24	1.91	3.17	7.15
精炼铜供需平衡	千吨	-360	692	123	-443	-920
变化	千吨	-627	1052	-569	-566	-477
精铜期末库存	千吨	1291	1992	2048	1780	923
库存变化	千吨	-343	701	56	-268	-857

资料来源：iFind ICSG 中信期货研究所

3.3 降息周期（2006.06-2008.12）：次贷危机加剧铜价下跌深度

本轮降息周期前末次加息时间为 2006 年 6 月 29 日，首次降息时间为 2007 年 9 月 18 日，末次降息时间为 2008 年 12 月 16 日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率 10 次，将联邦基金目标利率自 5.25% 下调到 0.25%，调降幅度达到 500BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续 16 个月，从末次加息到首次降息全球铜价表现为+6.27%，到末次降息全球铜价表现为-57.32%，从首次降息到末次降息全球铜价表现为-59.84%。整体来看，全球铜价在本轮降息周期中趋势性大幅下跌。

图表 22：美联储降息周期（2006. 6-2008. 12）：铜价整体下跌 5. 55%

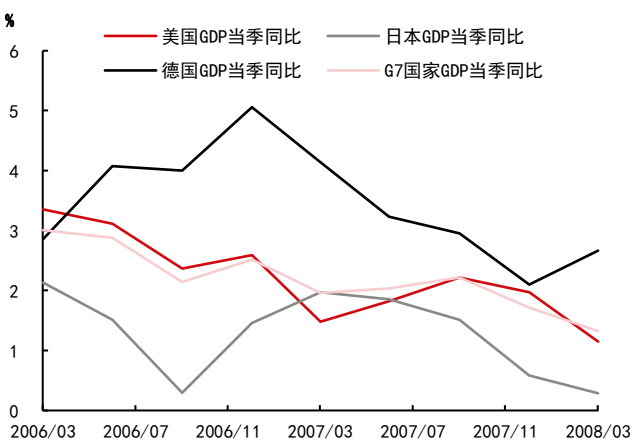


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

降息前铜价围绕基本面震荡整理。2006 年，精铜供给紧张、矿端罢工扰动和基金炒作等因素共同推动全球铜价从二季度进入牛市行情，随后进入震荡整理。到了 2006 年年底，中国 12 月份铜的进口大幅增加诱发市场对中国春季需求预期及春节前备库预期，铜价顺势上行。进入 2007 年 2 月，LME 铜库存开始持续去库，同时罢工和中国进口数据向好推升铜价上行，随后保持高位震荡。

图表 23：2007 年 Q1 美国经济增速放缓

单位：%



资料来源：Wind OECD 中信期货研究所

图表 24：美 2001 降息前后主要经济指标表现 单位：% 千人

	2007-06	2007-07	2007-08	2007-09	2007-10
CPI 同比	2.7	2.4	2.0	2.8	3.5
核心 CPI 同比	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2
PCE 同比	2.3	2.1	1.9	2.5	3.1
核心 PCE 同比	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2
失业率	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7
制造业 PMI	52.6	52.4	50.9	51.0	51.1
新增非农就业	75	-34	-20	88	84
OECD 领先指标	101.9	101.9	101.9	101.8	101.6
标准普尔 500 指数月均值	1514	1521	1455	1497	1540

资料来源：Wind 中信期货研究所

2007 年 8 月，次贷危机席卷西方国家等主要金融市场，非农就业、消费等数据也出现值得关注的不利变化。2007 年 2 月，汇丰银行宣布北美住房贷款按揭业务遭受巨额损失，次贷危机由此拉开序幕。2007 年 4 月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司申请破产保护，随后 30 余家美国刺激贷抵押公司停业。2007 年 8 月，美国第五大投行贝尔斯登宣布旗下两只对冲基金倒闭，随后贝尔斯登、花旗、美林证券、摩根大通、瑞银等相继爆出巨额亏损。种种迹象表明“次级债风波”影响超过预期，美国经济上半年大部分数据和小部分 7、8 月数据并

没有显露出“衰退”迹象。2007年8月议息会议后，金融市场的发展使得经济增长不确定增加，8月的非农就业、消费等数据显示出不利迹象。

2007年9月，美联储超预期降息短暂提振市场情绪。美国总统布什、美联储主席伯南克和美国财长保尔森在9月18日之前通过各种渠道曾反复强调：“美国经济依旧处在上行通道，次级债风波带来的实体经济影响较为有限”，而且美联储也在风波发生后采取了提供流动性和降低贴现利率的救市措施，市场由此认为美联储降息25个基点足以应对风波影响。美联储出于货币政策的“动态不一致”在9月议息会议上宣布降息50BP，超出市场预期短暂提振市场情绪，全球铜价在9月降息前后出现阶段性上涨。

次贷危机愈演愈烈，引发全球经济萧条重挫铜价。2008年3月中旬，贝尔斯登因流动性不足和资产损失被摩根大通收购。投资者的恐慌情绪开始蔓延。2008年7月中旬，美国房地产抵押贷款巨头“两房”被美国政府接管。2008年9月中旬，美国第四大投资银行雷曼兄弟陷入严重财务危机并申请破产保护，美林证券被美国银行收购，华尔街的五大投行倒闭了3家。雷曼兄弟的破产，彻底击垮了全球投资者的信心，包括中国在内的全球股市持续暴跌，欧洲的情况尤为严重，诸多知名金融机构频频告急，欧元兑美元汇率大幅下挫。伴随危机不断蔓延，全球各经济体生产经营活动均受到不同程度干扰，铜消费迅速萎缩重挫铜价。

图表 25：2006-2010 年全球精炼铜供需情况

		2006	2007	2008	2009	2010
铜精矿产量	千吨	14984	15516	15569	15934	16054
同比	%	0.42	3.55	0.34	2.34	0.75
精铜(原生+再生)产量	千吨	17291	17903	18214	18248	18985
同比	%	4.34	3.54	1.74	0.19	4.04
精炼铜消费量	千吨	17034	18196	18053	17893	19129
同比	%	2.16	6.82	-0.79	-0.89	6.91
精炼铜供需平衡	千吨	257	-293	161	355	-144
变化	千吨	359	-550	454	194	-499
精铜期末库存	千吨	1075	970	1102	1376	1199
库存变化	千吨	208	-105	132	274	-177

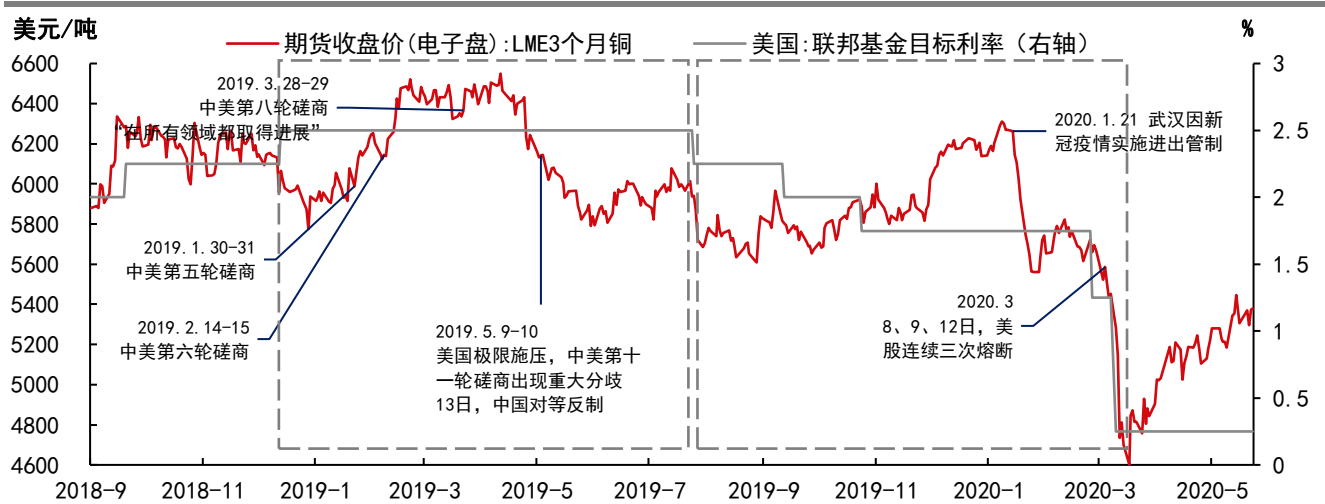
资料来源：iFind ICSG 中信期货研究所

3.4 降息周期（2018.12-2020.03）：贸易摩擦、新冠疫情

本轮降息周期前末次加息时间为2018年12月19日，首次降息时间为2019年7月31日，末次降息时间为2020年3月16日。在本轮降息周期中，美联储共调降联邦基金目标利率5次，将联邦基金目标利率自2.50%下调到0.25%，调降幅度达到225BP。本轮降息周期从首次降息到末次降息共持续8个月，从末次加息到首次降息全球铜价表现为-2.21%，到末次降息全球铜价表现为-14.69%，从首次降息到末次降息全球铜价表现为-12.77%。整体来看，本轮降息周期呈现

出持续时间短、降息幅度低的特点，全球铜价处于震荡整理阶段，后受风险事件影响大幅下跌。

图表 26：美联储降息周期（2018.12-2020.3）：铜价整体下跌 14.69%

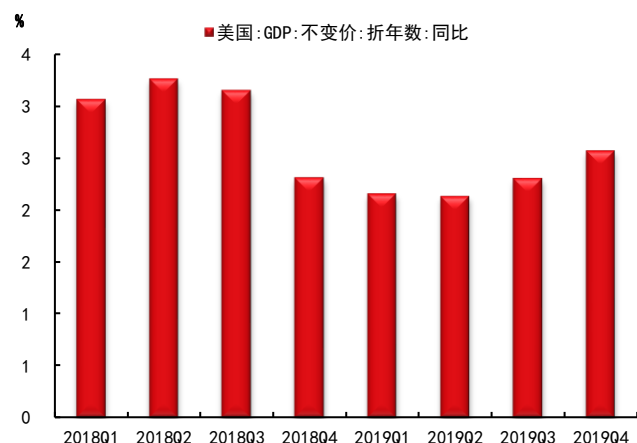


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

2019 年 7 月首次降息 25BP 低于市场预期的 50BP，铜价震荡回调。2019 年以来，美国制造业 PMI 指数从 1 月的 56.6 一路下滑到 8 月荣枯线以下，非农数据也出现明显趋势性回落，在世界贸易局势恶化、贸易和制造业发展减速，经济前景不明朗共同导致美联储货币政策转变。美国持续的低通胀为美联储创造了降息空间。2019 年 7 月首次降息 25BP 低于市场预期的 50BP，鲍威尔将此次降息定义为一次“中周期调整”而非趋势性降息开始，铜价震荡回调。

图表 27：2018 年 Q4 美国经济增速下滑明显

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：美 2019 降息前后主要经济指标表现 单位：% 千人

	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09
CPI 同比	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7
核心 CPI 同比	2.0	2.1	2.2	2.4	2.4
PCE 同比	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4
核心 PCE 同比	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
失业率	3.6	3.7	3.7	3.7	3.5
制造业 PMI	52.1	51.7	51.2	49.1	47.8
新增非农就业	62	193	164	130	136
OECD 领先指标	99.2	99.1	99.0	99.0	99.0
标准普尔 500 指数月均值	2855	2890	2996	2897	2982

资料来源：Wind 中信期货研究所

贸易摩擦及疫情冲击脆弱市场，铜价大幅回调。2018 年中美贸易摩擦于 3 月份愈演愈烈，6 月 15 日特朗普宣布对来自中国 500 亿美元商品加征 25%关税后，铜价随即暴跌。中国从 2018 年开始大规模宏观去杠杆，导致铜下游需求趋缓。进入 2019 年后，全球主要经济体制造业 PMI 指数纷纷下滑至荣枯线以下引发全

球恐慌，国家为应对经济下行压力，减税降费以及实行宽松的货币政策，铜价趋势性上涨。中美贸易摩擦在 2019 年延续焦灼态势，高级别磋商进行多轮牵动市场神经。2020 年一季度突发的全球公共卫生事件给全球经济带来重创，各主要经济体处于约一个季度的停摆状态，除中国外各主要经济体 GDP 增速大幅下滑，恐慌情绪助推铜价加速下行。

从基本面来看，2018-2020 年全球精铜供需呈现逐渐趋于宽松趋势。铜价下行导致 2013 年铜矿资本开支逐年下滑，2016-2018 年美联储加息周期抬升融资成本延后新一轮投资周期，从投资到产量释放需要 4-6 年时间，这一阶段铜矿供给增速整体保持低位。2019 年全年铜矿受矿井老化、极端天气、嘉能可非洲矿山关闭以及智利罢工骚乱等影响，矿企有一定减产动作，但由于小型矿企有一定扩张行动，因此 2019 年整体铜精矿产量保持平稳。在全球主要经济体制造业 PMI 指数纷纷下滑至荣枯线以下，国际贸易格局延续恶化，全球精铜消费量明显下滑，基本面整体维持紧平衡。

图表 29：2017-2021 年全球精炼铜供需情况

		2017	2018	2019	2020	2021
铜精矿产量	千吨	20067	20597	20612	20680	21100
同比	%	-1.61	2.64	0.07	0.33	2.03
精铜(原生+再生)产量	千吨	23551	24089	24084	24589	24801
同比	%	0.83	2.28	-0.02	2.10	0.86
精炼铜消费量	千吨	23681	24457	24350	24975	25256
同比	%	0.85	3.28	-0.44	2.57	1.13
精炼铜供需平衡	千吨	-131	-368	-265	-386	-455
变化	千吨	-6	-237	103	-121	-69
精铜期末库存	千吨	1375	1227	1215	1236	1210
库存变化	千吨	10	-148	-12	21	-26

资料来源：iFinD ICSG 中信期货研究所

四、总结

加息周期对应经济景气阶段，降息周期对应经济低迷阶段，因此表现出加息周期对应铜价上涨、降息周期对应铜价下跌。加息周期通常伴随着经济的快速增长和通货膨胀的上升（铜价表现为上涨），因此美联储通过加息来抑制经济过热和通货膨胀。降息周期通常会伴随着经济的萎缩和通货紧缩的出现（铜价表现为下跌），因此美联储通过降息来促进经济复苏和刺激消费。铜价表现与降息或者降息无直接因果关系。

追求短线交易需要关注美联储降息现实与市场预期之间的预期差。通过复盘发现，当美联储实际降息幅度与市场预期不一致时，市场可能会出现大幅波动，这可以为短线交易者提供交易机会。如 2001 年 1 月，美联储意外降息开启降息周期提振铜价趋势性上涨约 4%；2019 年 7 月首次降息 25BP 低于市场预期的 50BP，

铜价震荡回调约 5%等。降息释放流动性不一定导致铜价上涨，也不一定导致铜价大幅下跌，美联储降息主要通过降息现实与市场预期的预期差影响铜价。

把握长期趋势需要去关注美联储降息前后铜供需基本面的变化趋势。铜作为一种工业品，价格符合“需求决定方向，供给决定弹性”的特点，美联储降息可分为紧急降息、周期性降息和超常规降息等，无论哪一种降息对应的经济现实大都是经济增速放缓阶段，单次或者多次降息并不能快速扭转经济颓势带来的铜需求走弱现实。

重大风险事件是否发生决定了降息周期内铜价下跌深度。在美联储降息周期内，除货币政策外，风险事件会加剧铜价波动弹性。如 1997 年亚洲金融危机、2008 年次贷危机和 2020 年初新冠疫情爆发等风险事件导致铜价大幅下跌，而铜价在 2000-2003 年降息周期内因无重大风险事件发生表现为窄幅波动。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>