

美元为锚：鉴知货币周期内的铜价

沪铜 · 深度报告

主要观点：

美元指数走势与货币政策的变化并不存在必然性，而与美国对外经济相对强弱有关。在全球多国通胀压力高抬的加息周期中，当前美元表现强势意味着美国经济仍是遥遥领先。

虽然近期美联储官员放鹰纠偏市场结束加息的预期，但相较于历史几轮加息暂停时的经济表现，当前美国通胀仍然偏高，但经济数据显著弱于其他几轮表现，软着陆难度明显提升，进一步佐证本轮加息周期或已接近尾声。在暂停加息至降息前的平台期，站在外部经济降温的映衬下，预计美元难以有大降空间。

虽然美联储以预防式降息为噱头，但历史多轮降息开启前基本处于衰退前夕，数据中呈现为 GDP 增速大幅回落、PMI 深陷负区间、失业率低位强反弹。当前美国制造业景气度低迷，但就业市场降温缓慢，后市建议高频跟踪周薪数据、加强关注 PMI、消费增速、库销比作为降息预期指导。

综合来看，依据美元指数与铜价机械的二元对立走势，至降息开启前美元下跌或有限，谨慎持有铜价上涨预期。

策略思路：降息开启前背靠均线高抛为主。

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

发布日期：2023 年 11 月 13 日

正文目录

一、美联储加息时美元的“离”	3
二、暂停加息但让子弹飞，美元下跌困难	5
三、是预防式降息还是衰退式降息	7
四、美元未必强弩之末，铜价回涨不易	8

图表目录

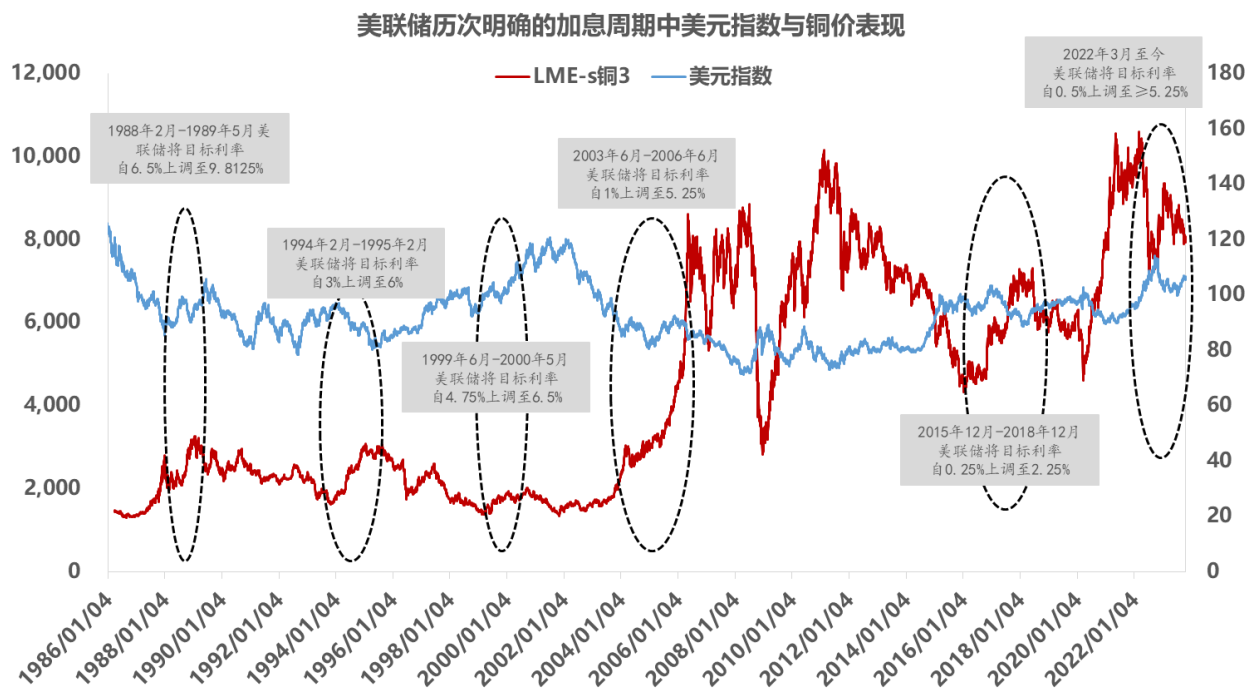
图表 1：美联储历次加息周期中美元指数与铜价表现	3
图表 2：美联储历次加息中美元指数及铜价涨跌统计	4
图表 3：非美经济体增速偏弱而美国经济修复	4
图表 4：本轮加息美元强势窥见外部环境更为糟糕	4
图表 5：美联储历次最后一加至降息开启前大类资产表现	5
图表 6：历次暂停加息时美国经济表现	6
图表 7：美国制造业 PMI 保持韧性	6
图表 8：全球涉美贸易摩擦巩固美元霸权基础	6
图表 9：美联储缩表维护收紧环境	6
图表 10：疫情产生的财政赤字限制美元过强劲头	6
图表 11：美联储历次降息周期中美元指数与铜价表现	7
图表 12：降息周期中的美国制造业 PMI 与 GDP 增速	8
图表 13：降息周期中的美国劳动力市场	8

一、美联储加息时美元的“离”

伴随着欧央行加息结束，美联储加息结束预期也在升温，但内部官员对长期限制性立场的喊话使得宏观前景晦暗不明。依据美元指数与铜价机械的二元对立走势，为判断暂停加息至降息后铜价趋势，我们以史为鉴做复盘，首先探究历史美联储加息周期背景及美元走势，进一步观察加息结束至降息周期中大类资产及同时期铜价表现。

美联储通常在美国经济过热时采取收紧货币政策，也即加息，来抑制经济增长，但不论是历史还是理论上，加息之后经济在维持一段时间的景气后往往会开始下降，而失业率在维持一段时间的低位后则会开始回升，通胀水平也即物价水平开始下降，美联储才会停止加息。对于美元指数而言，在美联储加息过程中，美元指数往往会因为美元资产收益率上升而吸引资本回流，进一步促成货币上涨。但如果外部环境向好，意味着美元的货币优势减弱，美元指数反而会出现贬值（图 1）：

图表 1：美联储历次加息周期中美元指数与铜价表现



数据来源：WIND、中信建投期货

(1) 1988 年，美联储为避免美元单边走贬及输入性通胀开启加息，因而美元仅是企稳而非走强。布雷顿森林体系解体后，受《广场协议》影响，美元仍在持续贬值，1987 年因财政与贸易双赤字仍未解决，在避险情绪下机构投资者抛售股指期货与现货刺破股市泡沫，美联储紧急降息救市。不过 1988 年通胀抬头，美联储开启加息，将目标利率上调到了 9.8125%，遏制输入性通胀、避免美元继续走贬，因此美元指数在这一轮加息过程中并没有出现上升，而是完成了筑底并逐步抬升了重心。

(2) 尽管 90 年代初因储贷危机及海湾战争美国经济曾走向衰退，不过在随后的降息周期下经济增速

快速回升，通胀压力抬头。1994 年 2 月，美联储预防式加息将目标利率上调到 6% 摁灭经济过热，十年期美债收益率飙升到了 8%。然而彼时以日本、德国、美国等国家经济共同触底复苏，美元作为多国重要储备货币，在全球经济普遍复苏的背景下表现为下跌。正是由于外部经济环境相对稳定，美国经济得以软着陆。

(3) 2014 年美联储退出 QE 并向货币政策正常化过渡，在 2015 年至 2018 年的加息后周期，受特朗普政府扩张的财政政策刺激，劳动力市场升温、经济高速增长刺激通胀升温，美联储超预期鹰派激进加息压通胀，然而欧元区内部政治尾部风险逐步解除，经济前景复苏令美元承压转而下落。

图表 2：美联储历次加息中美元指数及铜价涨跌统计

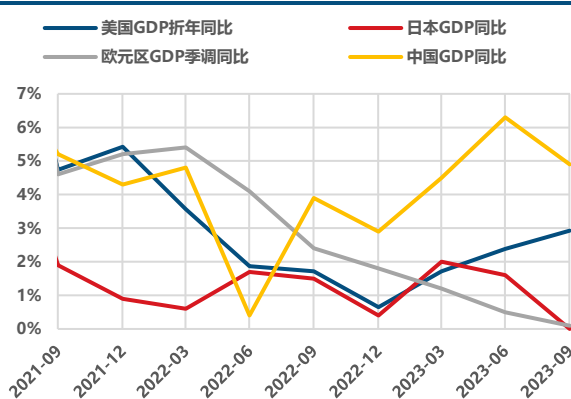
加息周期内	1988.2-1989.5	1994.2-1995.2	1999.6-2000.5	2004.6-2006.6	2015.12-2018.12	2022.3至今
美元指数	12.09%	-3.05%	8.25%	-3.24%	-1.07%	6.79%
欧元兑美元	7.84%	28.96%	10.67%	12.99%	23.66%	108.68%
日元兑美元	24.04%	0.13%	6.80%	11.57%	22.78%	0.01%
伦铜	17.91%	51.22%	12.48%	174.72%	33.30%	-19.39%

数据来源：WIND、中信建投期货

注：1988 年全球矿铜产量增速仅 1.8%，精铜短缺 5 万吨

美元在本轮美联储加息初期表现强势上行，但随后发生回调与反弹，主要与债务违约危机、海外央行跟随加息有关，但上述因素均未改变美元依然强劲的现象。2022 年 3 月美联储加息以来，非美经济体陆续出现输入性通胀压力，叠加不同的货币政策运用及地缘危机，构成美元指数的重要货币欧元、日元、英镑均在去年 9、10 月出现了明显的贬值，进一步佐证外部环境走弱，因而本轮加息使得美元资产更具吸引力。

图表 3：非美经济体增速偏弱而美国经济修复



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 4：本轮加息美元强势窥见外部环境更为糟糕



数据来源：WIND、中信建投期货

11 月美联储利率决议后，市场对 12 月最后一加的概率约 77%，加息周期基本进入尾声。在本轮加息“美元常规性强势+外部经济降温”的结构下，美元在即将到来的暂停加息空窗期内能否下跌？平台期又将持续多久？我们进一步关联铜价与大类资产表现及降息前提进行分析。

二、暂停加息但让子弹飞，美元下跌困难

回顾历次美联储暂停加息后重要资产表现（1989 年美联储紧急降息并不具备参考性），美股基本受益翻红、美债收益率倾向于回落，但美元指数与商品涨跌互现。在美联储暂停加息后，美元指数上涨应当进入尾声甚至下跌。**但在 2000 年、2018 年末暂停加息后，美国经济相对强势、美对外贸易摩擦背景，推升美元指数继续走强。**2000 年暂停加息后，因欧洲经济下滑、美国财政盈余创造历史记录，美元指数相对延续强势。2018 年，美国与多个经济体产生贸易摩擦，美元指数展现一定韧性。

图表 5：美联储历次最后一加至降息开启前大类资产表现

最后一加至降息开启 降息幅度	1989. 5. 17-1989. 6. 6 25BP	1995. 2. 1-1995. 7. 6 25BP	2000. 5. 16-2001. 1. 3 50BP	2006. 6. 29-2007. 9. 18 50BP	2018. 12. 19-2019. 8. 1 25BP
美元指数	0. 60%	-7. 27%	28. 27%	-7. 86%	1. 38%
10年期国债收益率	-5. 00%	-21. 02%	23. 46%	-33. 79%	-11. 41%
标普500	2. 13%	13. 77%	13. 60%	13. 40%	13. 81%
标普500VIX指数	-	-1. 79%	6. 64%	5. 18%	-0. 14%
纳斯达克	2. 15%	23. 66%	3. 20%	2. 95%	2. 21%
道琼斯工业指数	1. 38%	2. 22%	6. 76%	2. 77%	1. 98%
布油	-	-1. 03%	-9. 15%	6. 46%	5. 31%
黄金	-1. 88%	2. 10%	-5. 28%	2. 30%	1. 10%
伦铜	7. 35%	1. 91%	-2. 00%	4. 26%	-3. 30%

数据来源：WIND、中信建投期货

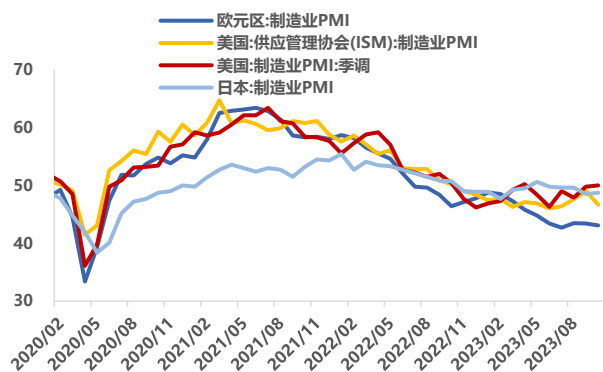
在本轮美联储加息周期的尾声，尽管美国财政赤字高企，但经济相对外部维持强势，美元指数或难以有大降空间。今夏美国经济展现韧性，Markit 制造业 PMI 回暖，而欧元区、日本制造业 PMI 仍处于负区间。此外，美国作为长期贸易逆差国家，历史上往往只针对欧洲或日本等某个区域或国家发起贸易针对，而近年来美国与全球多国产生贸易摩擦，货物进口尤其中低端制造业进口逐步转向墨西哥、越南等，而中国、日本等国家出口至美国的比重显著下滑，特里芬难题复杂化，巩固美元霸权基础。不过，2020 财年为应对疫情冲击，美国财政收入缩减而支出激增，到当前债台高筑对强美元存施压。

图表 6：历次暂停加息时美国经济表现

历次暂停加息时经济表现	1989.5	1995.2	2000.5	2006.6	2018.12	2023.10
GDP同比	4.32%	3.48%	4.22%	2.97%	2.13%	2.93%
ISM制造业PMI	49.30	46.70	53.20	52.00	54.30	49.00
ISM非制造业PMI			59.80	56.90	58.00	51.80
Markit制造业PMI					53.80	50.00
Markit非制造业PMI					54.40	50.60
CPI同比	5.40%	3.20%	3.20%	4.30%	1.90%	3.70%
消费者信心指数	90.70	89.80	110.70	84.90	98.30	63.80
个人消费支出增速	0.00%	14.75%	5.97%	2.19%	0.94%	2.37%
库销比（季调）		4.75	4.18	3.84	4.03	3.64
新增就业人数（千人）	122.00	(15.00)	222.00	81.00	183.00	150.00
失业率	5.20%	5.60%	4.00%	4.60%	3.90%	3.90%
10Y美债收益率	8.80%	7.66%	6.43%	5.22%	2.77%	4.57%
10Y-2Y美债利差	-0.16%	0.33%	-0.46%	0.01%	0.14%	-0.26%

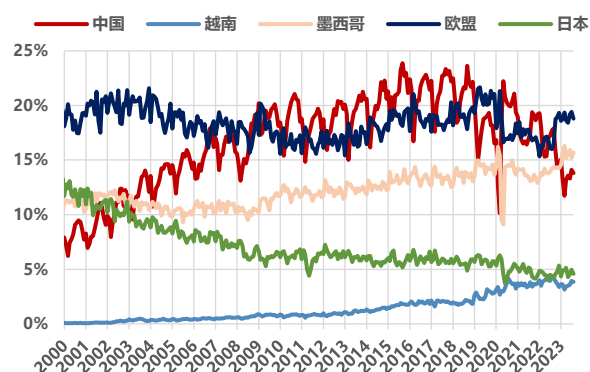
数据来源：WIND、中信建投期货

图表 7：美国制造业 PMI 保持韧性



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 8：全球涉美贸易摩擦巩固美元霸权基础



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 9：美联储缩表维护收紧环境



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 10：疫情产生的财政赤字限制美元过强劲头

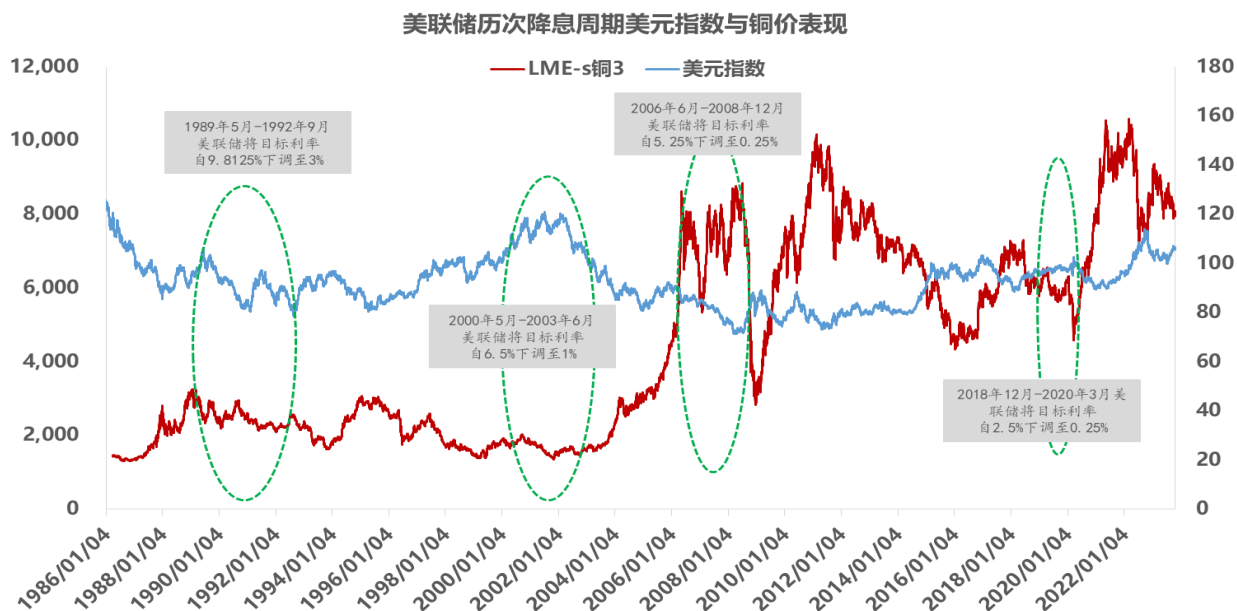


数据来源：WIND、中信建投期货

三、是预防式降息还是衰退式降息

在判断美联储开启降息周期前，我们复盘历史降息开启的背景及美元走势，发现**铜价倾向于因主力消费国家经济（需求）下滑，才会发生同步走软趋势**。1989 年美联储降息美元走软，彼时美国作为主要消费国家经济陷入萎缩，需求回落令铜价同步走跌。2000 年降息开启后美国经济相对强势，但随后陷入互联网泡沫，因而美元先扬后抑，铜价在美元相对韧性的压制下呈现底部震荡。2018 年末美联储的降息后美联储仍在缩表，叠加彼时美国发起对华贸易战，美元继续走强，铜价承压探底。而**2006 年美联储降息美元走软，但铜价在外部经济反转（OECD 领先指标延续 2005 年冲高）、供给端收紧的支撑下维持高位震荡**。

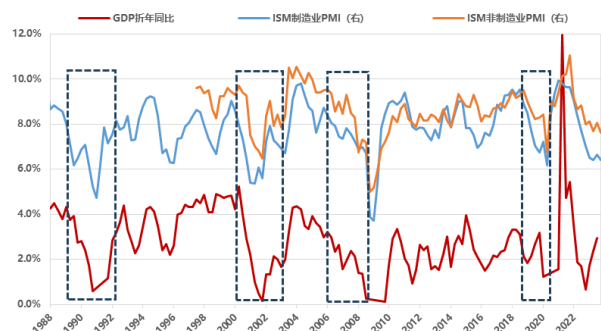
图表 11：美联储历次降息周期中美元指数与铜价表现



数据来源：WIND、中信建投期货

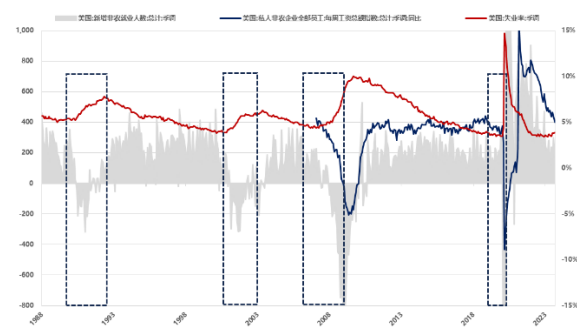
尽管美联储以预防式降息为噱头，但历史多轮降息开启前夕经济大多处于下行通道，且失业率出现回升，衰退苗头一旦出现即开始降息。1989 年以来的四次降息周期开启前，经济增速或景气度基本出现了显著的下滑（图 10），尤其制造业 PMI 落入荣枯线下方。此外，过去开启降息前就业市场均出现了显著的**新增就业人数显著下滑、失业率触底反弹**的现象。今年美国实体经济表现延续去年 10 月以来的低迷，当前 ISM 制造业 PMI 指标已下滑至 46.7%，但前三季度美国 GDP 增速有所修复，且就业市场依旧火热，因此**本轮美联储降息开启时点建议跟踪劳动力市场（指标建议：周时薪及失业率）**。

图表 12：降息周期中的美国制造业 PMI 与 GDP 增速



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 13：降息周期中的美国劳动力市场



数据来源：WIND、中信建投期货

四、美元未必强弩之末，铜价回涨不易

总的来看，美元指数走势与货币政策的变化并不存在必然性，而与美国对外经济相对强弱有关。具体而言：

1、加息周期美元并非绝对上涨，而是根据与外部经济相对强弱发生变化。**本轮加息中美元异常冲高受欧元、日元汇率意外走逼所致，随后美元中枢回调到了相对高位开启震荡。**

2、历次暂停加息至降息前，美元走势逻辑与美国经济相对表现、对外贸易摩擦有关，对应铜价走势呈现更显著负相关。虽然近期美联储官员放鹰纠偏加息预期，但相较于历史几轮加息暂停时的经济表现，当前美国通胀仍然偏高，但经济数据显著弱于其他几轮表现，软着陆难度明显提升，进一步佐证本轮加息周期或已接近尾声。在暂停加息至降息前的平台期，在外部经济降温的映衬下，预计美元难以有大降空间。

3、针对降息开启的信号，**历史多轮降息基本处于衰退前夕，数据呈现为 GDP 增速大幅回落、PMI 深陷负区间、失业率低位强反弹。**当前美国制造业景气度低迷，但就业市场降温缓慢，后市建议高频跟踪周薪数据、加强关注 PMI、消费增速、库销比作为降息预期指导。

回归到铜价，核心依据美元指数与铜价机械的二元对立走势，至降息开启前美元下跌有限，谨慎持有铜价大涨预期。此外，对比 2011 年的铜牛背景，前期美联储流动性宽松+中国万亿计划刺激，宏观和供需逻辑共振拖动铜牛，不过阿拉伯之春、颜色革命、欧债危机等引发经济衰退，彼时铜市的交易逻辑沿用的是与当前极为相似的“通胀-紧缩-经济下行担忧”。本轮铜牛（2021 年）在新能源加速转型中实现，但随后发生的黑天鹅事件（俄乌战争）令铜牛戛然而止。**当下周期和 2011 年相比，共同点都是经济复苏缓慢、粗炼费用较高、美债利率处于顶部；但基本面的供需错配逻辑却有别，当前需求侧回升动力不足：这些均是强美元施压之外，铜价难以继续突破的其他关键信号。**

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。