

当遇到降息周期，铜价走势如何？

原创 陈薪伊 丁梦钦 物产中大期货研究 2024年09月06日 13:58 浙江



【导读】

1. 回顾历史上美联储8次降息，可根据当时的经济增速、失业率状况、通胀预期以及重点风险事件将其划分为预防式降息和衰退式降息。不同的经济背景对应着不同的降息时长、降息幅度和降息次数等降息策略的制定。
2. 复盘历史降息对铜价的影响，预防式降息下铜价上涨的概率更大，而衰退式降息下铜价大幅下跌的概率更大。我们认为降息影响铜价走势的根本在于需求衰退的程度，在经济不着陆或软着陆触发降息的情况下，铜价有概率上涨。从涨跌的时间来看，在降息前期，市场更多交易预期，而在降息后，市场更加关注宏观因子的实际变化。
3. 铜价交易逻辑切换，美联储政策焦点从通胀更多转向就业数据，美国失业率连续5个月的上升冲击着市场对于美国经济“软着陆”的信心。本周五晚美国公布的8月非农就业数据尤其值得关注，将是美联储9月决议前最为关键的经济指标，对于美联储降息及幅度，美国经济是否陷入衰退具有重要指引。

一、以史为鉴：美联储历次降息情况统计

图1：美联储降息、CPI和失业率



美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上释放出了明确的降息信号，政策调整的时机已来临。通过复盘美国过去的8次降息周期，我们发现美在降息前往往都面临着经济下行的压力。从经济数据表现看，降息大概率伴随着失业率的抬升和通胀预期的缓和。对于大宗商品而言，降息周期中能源和工业金属的景气度往往是在不断下降的。

下表梳理了美联储历次降息时的经济状况背景、起始利率、历史天数、降息幅度和降息次数，并主要参考当时的经济增速、失业率状况、通胀预期以及重点风险事件将其划分为预防式降息和衰退式降息。一般而言衰退式降息的幅度大，历时天数长，并常常伴随着重大风险事件（如储贷危机、互联网泡沫、次贷危机、新冠疫情）和经济环境的迅速恶化，而预防式降息的幅度小，历时时间短，经济没有陷入衰退，往往是为了防止潜在的经济下行风险而率先进行的主动降息操作。

表1：历史上美联储8次降息周期情况统计						
年份	类别	经济状况背景	起始利率 (%)	历时天数	降息幅度 (bp)	降息次数
1987.11-1988.02	预防式降息	经济增速放缓、强美元背景	7.3125	99	81.25	3
1989.06-1992.09	衰退式降息	银行破产、地缘政治变动引发经济衰退	9.8125	1186	681.25	24
1995.07-1996.01	预防式降息	经济走弱叠加财政预算压力	6	209	75	3
1998.09-1998.11	预防式降息	防止亚洲金融危机蔓延	5.5	49	75	3
2001.01-2003.06	衰退式降息	互联网泡沫叠加经济衰退	6.5	903	550	13
2007.09-2008.12	衰退式降息	次贷危机引发经济衰退	5.25	455	500	10
2019.08-2019.10	预防式降息	经济软着陆	2.5	91	75	3
2020.03	衰退式降息	疫情突发、金融市场动荡	1.75	13	150	2
数据来源： WIND 物产中大期货研究院						

二、降息影响铜价走势的根本在于经济衰退的程度

那么美联储降息和铜价之间是否存在相关性？回顾美联储过去的降息情况，我们整理了降息前后铜价的走势变化，并区分预防式降息和衰退式降息给铜价带来的不同影响。在降息周期内铜价通常有一波回调，但是每一次降息对铜价的影响时点、方向和幅度都会因当时的经济状况和铜自身基本面的强弱而有不同。

图2：美联储降息与LME3个月铜价



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

下面分别将美联储的8次降息按照预防式降息和衰退式降息划分，来看铜价的变化受到不同经济状况下的影响有多大。

——预防式降息与铜价变动

图3：美联储降息与LME3个月铜价（1987.11-1988.02）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图4：美联储降息与LME3个月铜价（1995.07-1996.01）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图5：美联储降息与LME3个月铜价（1998.09-1998.11）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图6：美联储降息与LME3个月铜价（2019.08-2019.10）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

1987年，美国经济放缓，经济下行压力大，在应对经济下行，强势美元的情况下，美联储做出预防式降息，共降息3次，铜价在降息周期前3个月到后3个月均出现上涨；

1995年，美国失业率上升，制造业PMI回落，此轮降息周期自1995年7月开启，累计降息3次共75bp，经济并未进入衰退，铜价在降息开启后有所反弹，后小幅走弱；

1998年，和1995年的降息一样共降息75bp，是历次降息中幅度最小的，主要是为预防亚洲金融风险蔓延而采取的预防式降息，在降息周期中，铜价波动较小；

2019年，在全球经济放缓下，美联储开启没有明显降息路径而是关注后续经济数据的演变来进行的预防式降息，铜价在降息前小幅反弹，降息后震荡下跌。

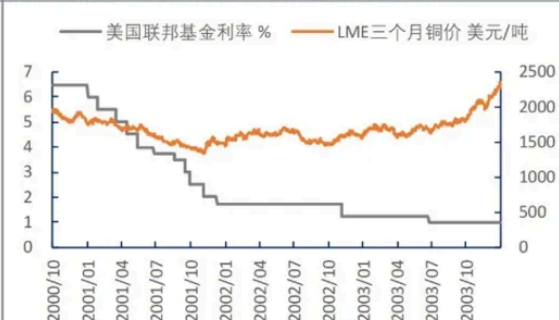
——衰退式降息与铜价变动

图7：美联储降息与LME3个月铜价（1989.06-1992.09）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图8：美联储降息与LME3个月铜价（2001.01-2003.06）



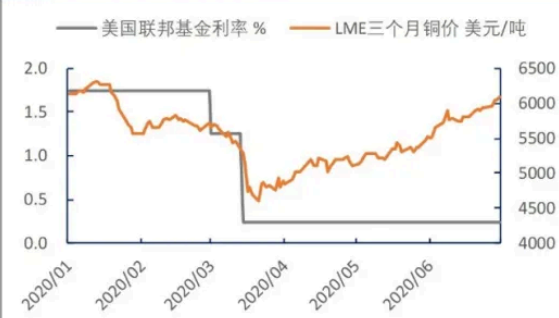
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图9：美联储降息与LME3个月铜价（2007.09-2008.12）



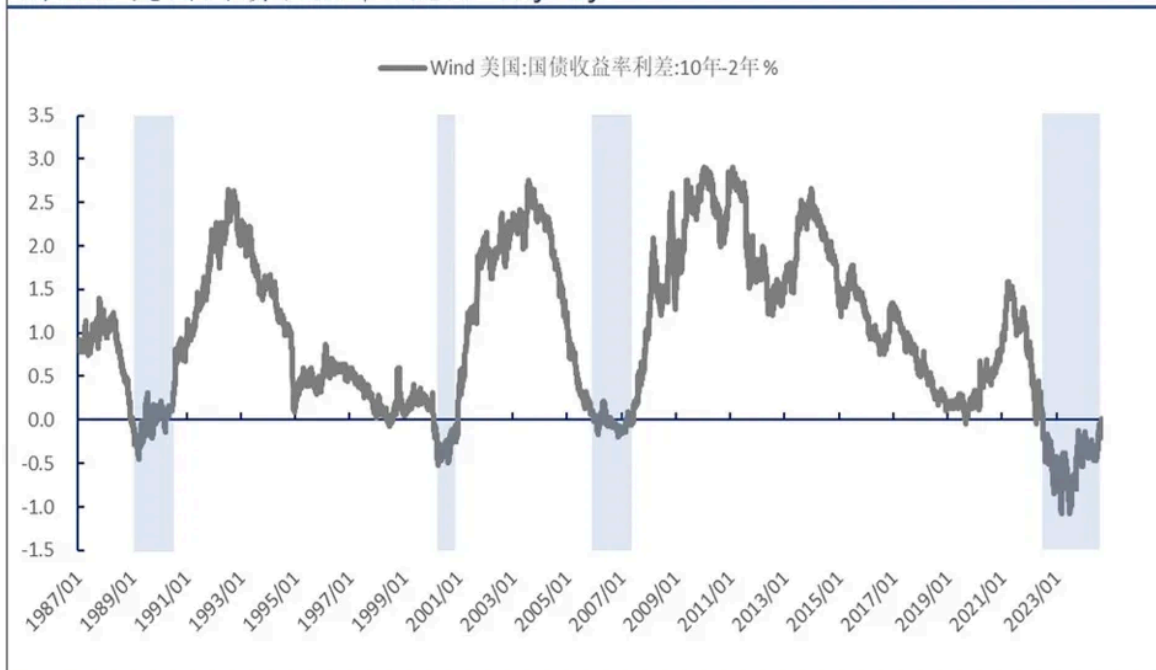
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图10：美联储降息与LME3个月铜价（2020.03）



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图11：美国国债收益率利差：10y-2y



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

1989年，美国经济的指标开始明显放缓，失业率抬升，长短端利率倒挂，储贷机构面临破产危机，同时地缘政治变动加剧，美国开始步入经济衰退，为了缓和衰退风险，美联储开始降息，幅度达到681.25bp，铜价在降息周期中震荡下行；

2000年，互联网泡沫引发经济衰退，恐慌情绪蔓延，长短端利率再次倒挂，美联储开启两年半的降息，在连续降息累计400bp的前12个月里，铜价受经济走弱预期同步下跌，降息后期铜价企稳回升；

2007年，美国次贷危机引发房地产泡沫破裂，金融市场迅速恶化，股市大跌，美联储开始连续降息500bp来阻止经济衰退，铜价剧烈波动，在降息前期，铜基本面良好，需求旺盛，铜价走高并高位震荡，而降息后期，随着美国经济崩盘，铜价加速下跌。

2020年，新冠疫情蔓延，全球经济遭受重大冲击，美联储紧急降息150bp，同时采取量化宽松政策，以稳定市场情绪，降低衰退风险。铜价在降息周期中迅速下跌，在降息结束后迅速企稳回升。

表2：历史上美联储8次降息前后铜价走势					
年份	类别	降息前3个月	降息前1个月	降息后1个月	降息后3个月
1987. 11- 1988. 02	预防式降息	12.24%	5.10%	11.99%	7.57%
1989. 06- 1992. 09	衰退式降息	-23.19%	-13.11%	-3.41%	16.84%
1995. 07- 1996. 01	预防式降息	0.75%	3.30%	0.66%	-4.52%
1998. 09- 1998. 11	预防式降息	1.59%	2.91%	-4.75%	-8.89%
2001. 01- 2003. 06	衰退式降息	-10.91%	-6.30%	2.93%	-3.79%
2007. 09- 2008. 12	衰退式降息	10.06%	9.44%	-0.48%	-19.83%
2019. 08- 2019. 10	预防式降息	-5.93%	-1.28%	-4.23%	-0.05%
2020. 03	衰退式降息	-2.67%	1.78%	-14.45%	-2.68%

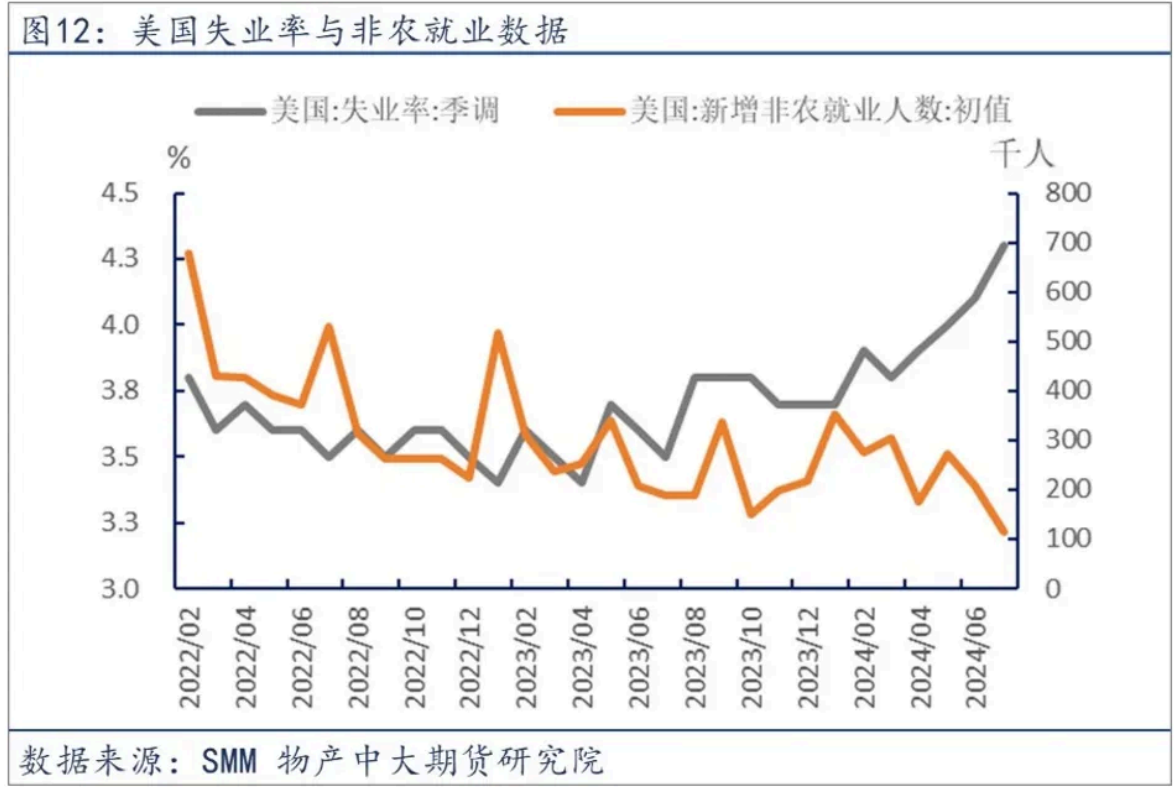
数据来源： WIND 物产中大期货研究院

复盘历史降息对铜价的影响，降息对铜价的影响涨跌不一，从历次降息来看，预防式降息下铜价上涨的概率更大，而衰退式降息下铜价大幅下跌的概率更大。我们认为降息影响铜价走势的根本在于需求衰退的程度，在经济不着陆或软着陆触发降息的情况下，铜价甚至会有概率上涨，而如果经济数据进一步走弱，引发衰退交易，经济难以软着陆，则会造成铜价的加速下跌。从涨跌的时间来看，在降息前期，市场更多交易预期，而在降息后，市场更加关注宏观因子的实际变化。

三、铜价交易逻辑切换 关注今晚非农数据

从铜价今年的走势来看，自2月份开始到5月中旬，市场交易二次通胀预期，同时基本上叙述铜精矿端供应扰动故事，整个有色板块上涨明显。而5月中下旬COMEX逼仓的结束，开启了铜价的转折点，精废价差在迅速拉涨过后，刺激出了大量废铜供应。矿紧的逻辑未传导至冶炼端，国内的电解铜产量同比保持高位，市场预期的减产并未兑现。随着海外经济数据走弱，市场对于美国经济衰退预期不断走强。同时国内Q2消费同比下滑，全球电解铜库存不断累至高位，铜价在宏观和基本面的共振下不断下行。

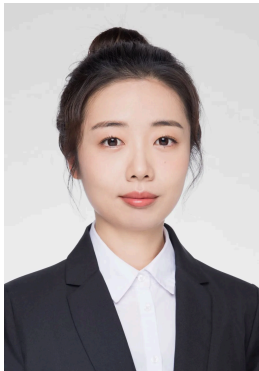
随着通胀担忧的放缓和就业数据不及市场预期，美联储降息的预期不断增强，从经济数据来看，7月CPI同比回落至2.9%，核心CPI在3.2%，失业率在4.3%；从基本面来看，现货TC还在低位徘徊，铜精矿偏紧格局难改，废铜扰动影响减弱，冶炼厂或将逐步兑现减产，而下游需求端有好转，整体基本面对当前的铜价有支撑。在没有发生重大经济风险的情况下，就业数据的走向会显著影响美联储降息路径，也同样印证着经济衰退的程度和铜价走势。



相较于降息本身，降息路径更值得关注。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上提到，政策调整的时机已至，美联储政策焦点将从前期的专注通胀转向通胀与就业并行，因此就业数据的权重正不断扩大，美联储将其作为影响降息幅度的重要指标之一。在9月议息会议前，还将公布最后一次非农报告。美国劳工统计局发布数据显示，美国7月非农增加11.4万个就业岗位，为2020年12月以来最低纪录，大幅不及预期，前两个月的数据修正也比之前报告的少了2.9万个，同时当月失业率也升至4.3%，触发了萨姆法则，根据历史经验，萨姆提出的“萨姆法则”在1960年以来一共9次美国经济衰退中全都得到了验证，市场交易经济衰退预期，造成了全球市场的大幅下跌。目前根据市场预期，美联储9月降息25bp的概率更大，而本周五

晚间8点半即将发布的美国8月非农报告成为市场关注的重点，如果非农数据超预期回落，衰退预期或将再度升温，这也是美联储9月决议前最为关键的经济指标。

分析师简介



有色新能源组组长
有色高级分析师
陈薪伊

期货从业资格：
F03094252
投资咨询资格：
Z0020042
邮箱：
chenxy14@wzgroup.cn

联系人：丁梦钦
联系方式：
dingmq@wzgroup.cn

免责声明

○○○○

本报告非交易咨询类项目，仅供参考，不直接构成投资建议。投资者据此进行投资责任自负，与我公司和分析师无关。文中所有数据、信息均为公开信息或调研所得。版权仅为物产中大期货有限公司所有，未经许可，不得转载。

编辑：余瑶/F03124004/
审核：赵晖/F0200914、Z0000914/
报告完成日期：2024年9月6日
投资咨询业务资格：证监许可[2011] 1283号

铜 4

铜 · 目录

上一篇 · 【“以铝代铜”专题二】空调业“铜铝之争”再起，可替代量有多少？