

专题报告：铜——刺破加息阴云的利剑

专题报告

2022年1月14日

张秀峰

有色研究员

投资咨询编号：Z0011152

从业资格号：F0289189

联系电话：0571-28132619

邮箱：

zhangxiufeng@cindasc.com

李艳婷

有色研究员

从业资格号：F03091846

联系电话：0571-28132578

邮箱：

liyanting@cindasc.com

楼家豪

有色研究员

从业资格号：F3080463

联系电话：0571-28132516

邮箱：

loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天

人大厦19、20楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

要点提示：

观史：在每一次发生经济衰退、股灾、金融危机等风险事件后，美联储均选择采取宽松的货币政策救市，随后大概率会引发一系列的经济通胀。基于此，美联储不得不采取相应的加息措施解决通胀危机。每一次的加息计划落地之前，市场持续不断的交易加息的悲观预期，对铜价产生较强的抑制作用。而加息的靴子落地之后，市场情绪得以释放，铜价往往会在加息的过程中持续上涨。

论今：从美联储利率政策制定的程序来看，今年的票委所持立场比去年的票委更为“鹰派”。最新一次的美联储点阵图显示，所有委员均预计美联储将在2022年开始加息。高盛对于市场会提高政策利率预期也给出了肯定的答复。因此我们相信2022年美联储加息且节奏提前已成大概率事件，结合分析历史数据的结论，即铜价在美联储加息的阶段持续上涨，我们认为2022铜价将迎来大幅上涨的契机。

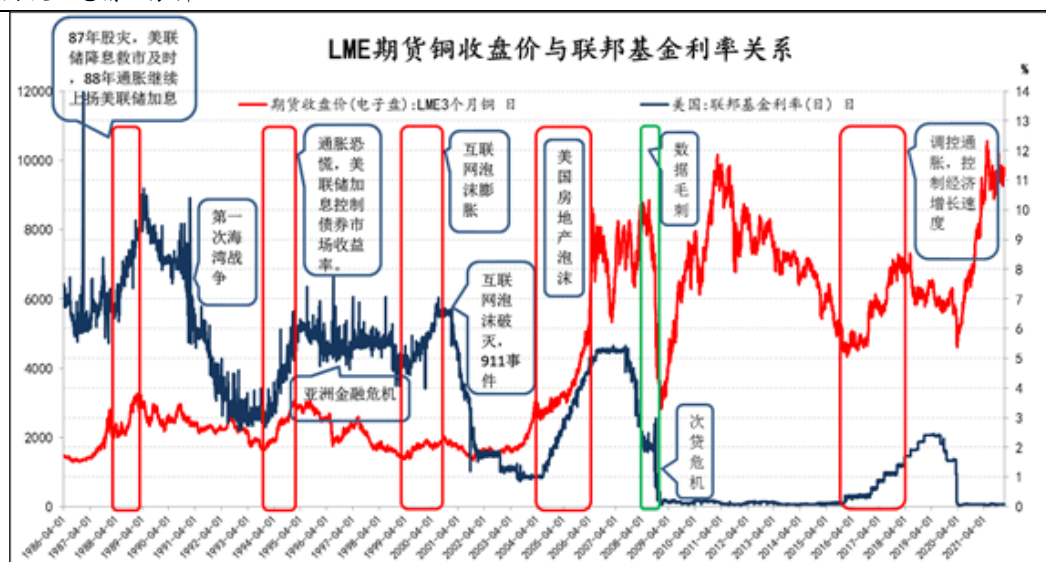
结论：我们预计美联储加息靴子落地的计划大概率在前两次会议纪要中确定（3月、6月），因此2022年第二季度铜价有可能迎来一轮牛市行情，前方目标位预计在100000元/吨。

铜是一个非常典型的国际化定价的品种，兼具商品属性和金融属性，因此在市场中受到经济政策等影响较大，主要体现在美联储的缩减购债、加息和缩表等方面。结合当下的市场热点，我们着重对美联储历年实施加息政策前后对铜价产生的影响进行分析，以期对当下的热点行情进行宏观层面的深度解读。

首先在价格的选择方面，主要是考虑到 LME3 个月铜交易的时间最长且铜价的海内外联动性比较强，我们主要选择 LME3 个月铜价进行分析。其次解释一下为什么我们选择美国联邦基金利率来作为美联储加息的直观指标与铜价进行对比。美国联邦基金利率(Federal Funds Rate)是指美国同业拆借市场的利率，其最主要的隔夜拆借利率。这种利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的余缺，美联储瞄准并调节同业拆借利率就能直接影响商业银行的资金成本，并且将同业拆借市场的资金余缺传递给工商企业，进而影响消费、投资和国民经济。(引用自中国经济网)

历史上美联储一共进行了 6 次加息，由于 LME3 个月铜交易最早开始时间为 1986 年，因此我们主要对后面 5 次的加息进行分析（详见图 1）。从美国联邦基金利率和铜价的比较中可以发现，历史上美联储每一次加息落地之前，铜价均会出现一轮高位震荡或者下跌行情，而美联储每一次加息靴子落地后及加息进程中，铜价大概率迎来一轮或大或小的上涨行情。需注意，加息落地后爆发的行情大小主要取决于同期铜的供需表现以及加息前夕情绪酝酿的强度等情况。

图 1. 美联储历次加息情况分析



数据来源：wind、公开资料整理，信达期货研究所

同时需要详细说明的是绿色框题内与结论不符的情况。图中绿色框体内，美国联邦基金利率在连

续下将的过程中出现反弹，但是 LME3 个月铜收盘价呈连续下跌态势，与我们铜价在美联储加息过程中上涨的结论不符。需要解释说明的是图中的利率反弹并非阶段性的反转，而是由数据“毛刺”形成的。该阶段（2008 年 9 月初至 10 月上旬）美国联邦基金利率基本维持在 1.10%到 2.1%之间，只有三天出现数据异常。而该阶段与 2008 年金融危机正式爆发的时间点较为相符，因此并不能视作正常情况。因此我们认为绿色框体内为异常情况，不影响我们结论的正确性。

自铜上市以来，第一次加息的时间是 1988.3-1989.5，美联储将基准利率从 6.5%上调至 9.8125%。核心背景在于 1987 年的“股灾”引发美联储一系列的救市措施后，通胀持续高企，美联储不得不实施加息政策应对经济高通胀的压力。此次美联储加息落地后，在加息的过程中 LME3 个月铜价从 2000 美元/吨上涨至 2900 美元/吨左右。

第二次加息时间是 1994.2-1995.2，由于前期美国面临一轮经济衰退，美联储大幅度采取宽松的货币政策，1994 年经济开始复苏，市场普遍担忧高通胀会再次席卷美国，美联储再次提高利率。此次引发的铜价上涨幅度较前一次更大，LME3 个月铜价从 1800 美元/吨拉涨至 2800 美元/吨左右。

第三次加息时间是 1999.6-2000.5，美联储将基准利率从 4.75%上调至 6.5%。起因是美联储为应对亚洲金融危机，积极出台宽松的货币政策，彼时互联网骤然兴起引发互联网泡沫不断膨胀，突如其来的通胀风险迫使美联储不得不选择再次加息。由于此次加息的幅度较小且持续的时间相对较短，铜价上涨幅度相对不太明显，大约上涨 400 美元左右。

第四次加息时间为 2004.6-2006.7，此次美联储上调利率 4.25 个点，属于史上加息力度最大的一次。主要导火线在于此前美联储持续宽松的货币政策引发房产泡沫兴起，随后通货膨胀席卷整个美国经济，在前所未有的通胀压力之下，美联储再次迫于形势采取加息措施。此次加息历时两年之久，连续加息 17 次之多，实属历史罕见。由于此次美联储加息历时最长、幅度最大，由此引发 LME3 个月铜价出现大幅拉涨，上涨幅度达 5000 多美元，走出了一轮非常经典的大牛市。

第五次加息时间为 2015 年 12 月-2019 年年底，此次加息属于美联储史上加息时间最长的一次，历史整整 5 年。此次美联储上调基准利率 2.25 个点，幅度相对较小，主要是为了缓解经济通胀的压力和控制经济增长速度。此次加息同样带动铜价出现一波较为明显的牛市行情，LME3 个月铜价出现明显的上涨。

从上述几次加息情况来看，在每一次发生经济衰退、股灾、金融危机等风险事件后，美联储均采取宽松的货币政策救市，随后大概率会引发一系列的经济通胀。基于此，美联储不得不采取相应的加息措施解决通胀危机。

图 2. 历史上每一次加息过程中铜价的最高涨幅

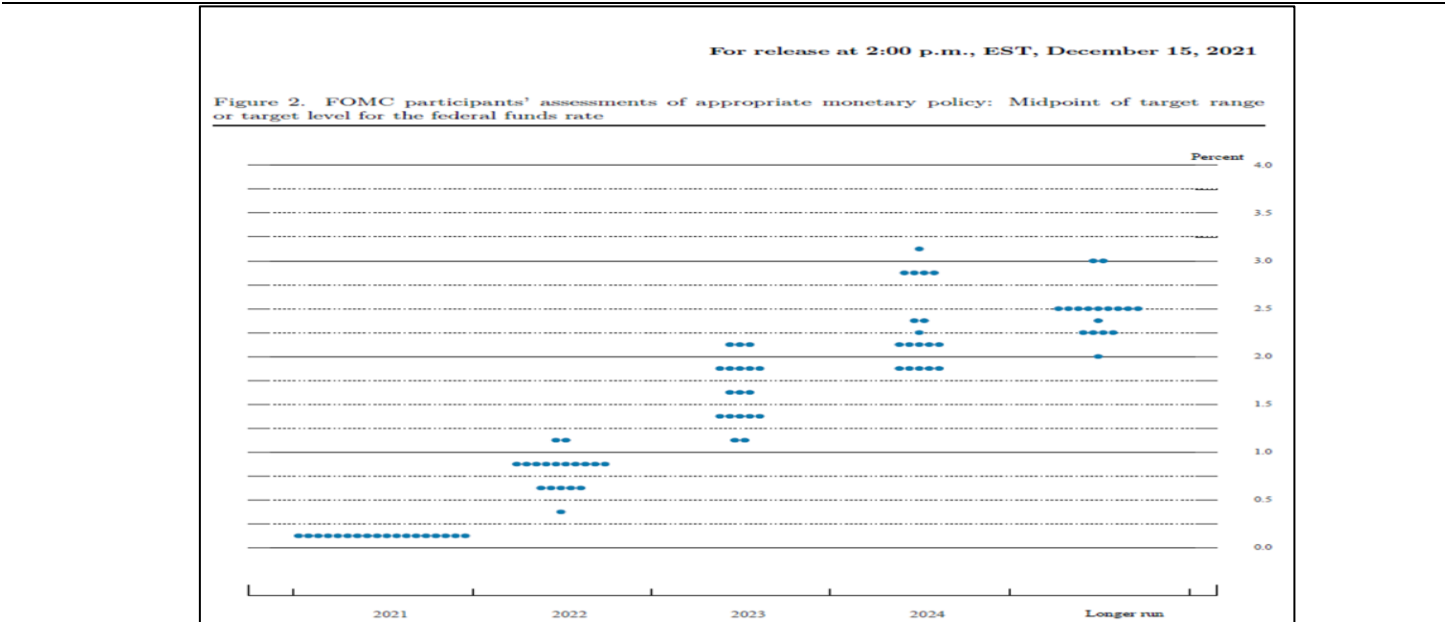
历史上每一次加息过程中铜价的最高涨幅			
时间	加息幅度	价格增长量(\$)	价格最高涨幅
1983.3-1984.8	8.5%-11.5%		
1988.3-1989.5	6.5%-9.8125%	878.6	43%
1994.2-1995.2	3.25%-6%	1057.3	57.79%
1999.6-2000.5	4.75%-6.5%	454	32.57%
2004.6-2006.7	1%-5.25%	5537	217.39%
2016.12-2019.12	0.25%-2.5%	1817	33.22%

数据来源：wind、公开资料整理，信达期货研究所

每一次的加息计划落地之前，市场持续不断的交易加息的悲观预期，对铜价产生较强的抑制作用。而加息的靴子落地之后，市场情绪得以释放，往往会支撑铜价上涨。铜价上涨的幅度则与加息的幅度、加息前夕情绪积聚的强度等息息相关。

美联储利率政策由 7 名理事会成员（常任票委），以及 12 位地区联储主席中的 5 名共同制定。地区联储主席中，纽约联储主席和理事一样是常任票委，另外 4 名为轮值票委，每年轮换一次。目前美联储货币政策委员会 12 位成员中，仍有 3 位常任票委和 1 位轮值票委(波士顿联储主席)的席位空缺。整体上看，今年的票委所持立场比去年的票委更为“鹰派”，最明显的就是更为“鹰派”的克利夫兰联储主席梅斯特取代了知名鸽派人士、芝加哥联储主席埃文斯，其他几名被取代的票委整体立场也是偏鸽。（引用自华尔街见闻）

图 3. 美联储加息点阵图



资料来源：美联储官网，信达期货研究所

最新一次的美联储点阵图显示，所有委员均预计美联储将在 2022 年开始加息。委员们对政策举措持鹰派态度，坚定地倾向于加息。在 18 名 FOMC 委员中，12 名委员认为明年至少将加息 3 次，6 名预计明年加息不到 3 次，没有任何委员看到明年利率保持当前近零水平。而同样的高盛对于市场会提高政策利率预期也给出了肯定的答复，其基本预测是 FOMC 在 2022 年、2023 年和 2024 年各加息三次，然后在 2025 年再加息一次，最终使政策利率达到 2.5-2.75%，比上个周期的峰值高出 25 个百分点。（引用自 Goldman Sachs Global Investment Research）

因此 2022 年美联储加息且节奏偏鹰已成大概率事件，结合我们分析历史数据的结论，即铜价在美联储加息的阶段持续上涨，我们认为 2022 铜价将迎来大幅上涨的契机。

图 4. 2022 年美联储会议日程情况

2022 FOMC Meetings		2022 美联储议息会议	
January	25-26	1 月	25-26
March	15-16*	3 月	15-16 *
May	3-4	5 月	3-4
June	14-15*	6 月	14-15 *
July	26-27	7 月	26-27
September	20-21*	9 月	20-21 *
November	1-2	11 月	1-2
December	13-14*	12 月	13-14 *
* Meeting associated with a Summary of Economic Projections. * 表示带有经济预测纪要的会议			

数据来源：美联储官网，信达期货研究所

前文我们也分析过美联储在 2022 年加息的概率非常大，按照美联储的计划，上半年购债规模基本上会减为 0，基于此，上半年实现加息靴子落地的可能性非常大。我们预计美联储加息靴子落地计划大概率在前两次会议纪要中确定（3 月、6 月），因此 2022 年第二季度铜价有可能迎来一轮牛市行情，沪铜前方目标位预计在 100000 元/吨。

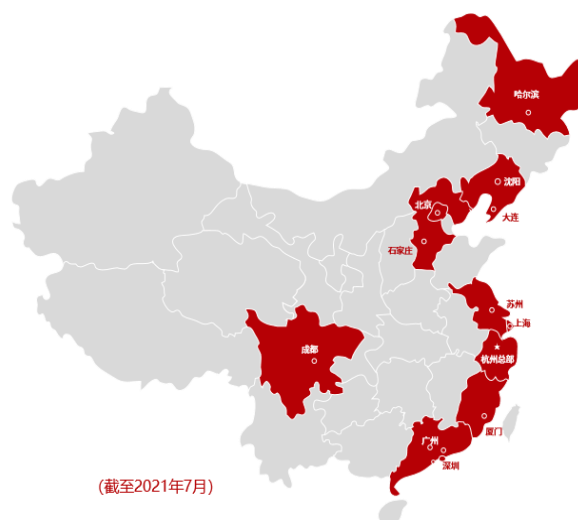
【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部