



铜的定价与金融属性

——有色专题策略报告

作者：山金期货衍生品研究团队

联系人：强子益

投资咨询号号：Z0015283

电话：021-2062 7529

导读

展望未来一年，制造业需求或依然偏弱，通胀预期承压，铜价探底或仍未结束。

要点

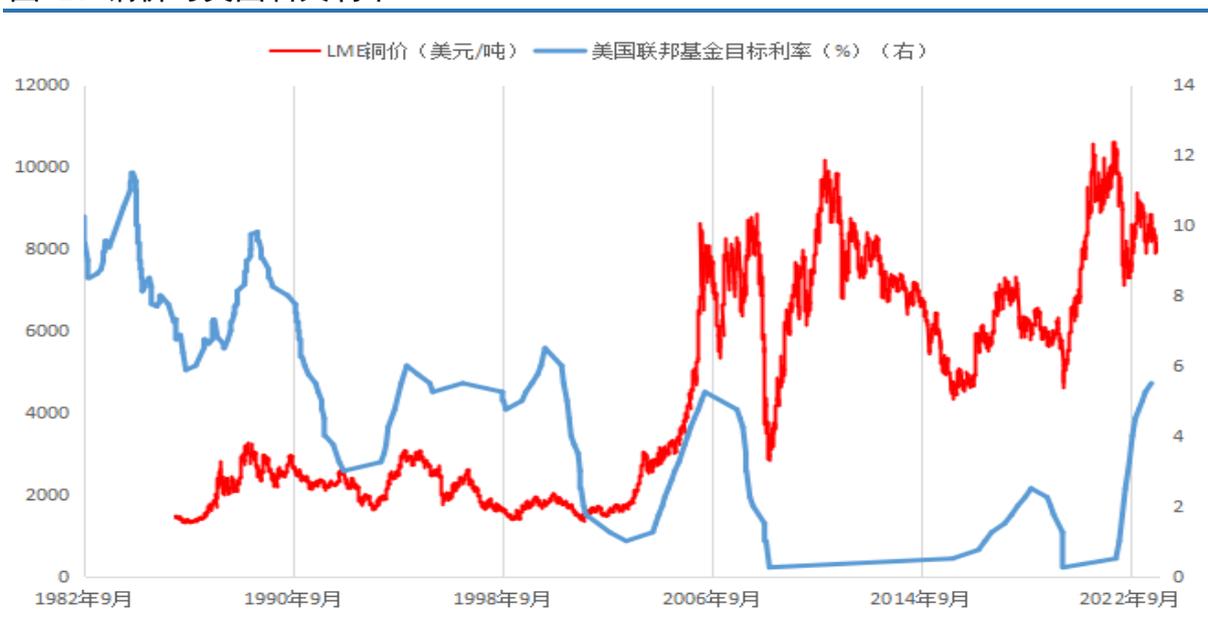
- 铜作为金融属性定价占比极高的一个商品，与宏观经济周期的波动性存在很高的相关性，其走势一直与利率周期、制造业景气度以及通胀周期具备高度的正相关性，所以从美联储的降息、加息周期以及 PMI、CPI、PPI 等指标中可以窥见铜价波动的部分规律。
- 从前七轮加息周期可以看出，一般加息周期中铜价走势偏强。
- 从过去二十年经济周期中铜价的与制造业 PMI 的表现可以看出，制造业 PMI 的拐点领先铜价拐点 1-2 个月。
- 美国的 CPI 与铜价存在较高的一致性，而中国的 PPI 数据与铜价相关性较高。
- 放眼未来一到两年，铜价很有可能仍需要下探底部，直至中国传统需求的下滑被新能源等新兴需求增长所抵消，同时海外流动性重新转宽，通胀预期再起，届时铜价可能开启新一轮上涨周期。

一、铜价与货币流动性

首先，铜的金融属性体现在作为一个期货品种所具有的投资机会，其次，市场上很多的投资者利用铜投资来进行贸易融资、对冲美元贬值、对冲通胀等等。因此也就导致了铜价对利率的高敏感性，当利率升高时，融资成本上升，市场囤货意愿下降，贸易商倾向于抛出隐形库存以换取现金流，反之亦然。

自 1980 年代以来美联储共进行了七次加息操作，最近一轮加息周期从 2022 年 3 月延续至今，已持续 16 个月。通过复盘每一轮加息周期可以发现，除了 2022 年剧烈加息下铜价出现大幅下挫，其余加息周期的前中期铜价大概率出现上涨行情，这主要与当时的美国和非美经济体经济增长结构有关，也与中国经济的快速增长密不可分。

图 1：铜价与美国名义利率



数据来源：Wind，山金期货投资交易部

第一轮加息，从 1983 年 3 月到 1984 年 8 月，基础利率从 8.5% 上调 2 个百分点。在本轮加息之后，通胀率由 13% 以上降至了 5% 以下，CRB 指数上涨 11.6%，美元指数上涨 16.6%，而原油与黄金的价格保持区间震荡，未受到加息带来的影响。铜价由于没有电子盘，价格数据无法获得，但预计与原油价格保持同等波动。

第二轮加息，此轮加息从 1987 年初到 1989 年 7 月，两年半，共加息 21 次，并将联邦利率金率了 406.25BP，幅度仅次于 2022 年开始的加息。此轮加息，铜价从 1355 美元/吨上涨到了 2444 美元/吨，涨幅为 80%。

第三轮加息，为应对 1989 年以来降息带来的通胀抬头，美联储将基准利率从 1994 年 2 月的 3.25% 升至 1995 年 2 月的 6%，期间铜价累计上涨 51%。

第四轮加息，为应对互联网革命带来的经济过热，美联储将基准利率从 1999 年 6 月的 4.75% 升至 2000 年 5 月的 6.5%，期间铜价累计上涨 12%。

从这四轮加息中铜价所处的区间可以看出，2000 年之前铜价总体处于 3000 美金以下。2000 年之后由于中国需求引擎的推动，铜价一路攀升至 10000 美元创下历史高位。

第五轮加息，为应对房地产和制造业过热，美联储将基准利率从 2004 年 6 月的 1% 升至 2006 年 6 月的 5.25%，期间铜价累计上涨 175%。

第六轮的加息、降息周期来看，2015 年起美国开启了这一轮的加息周期，2015 年和 2016 年分别加息一次；2017 年加息 3 次，同时开启缩表；2018 年更是加息 4 次，期间铜价累计上涨 32%。

最近一轮加息周期从 2022 年 3 月至今，连续加息超过 500 个基点，此轮加息主要为了应对历史级大通胀，并非由于实体经济过热而进行逆周期调节，在此轮加息周期开始的 2 个月内铜价以及全球风险资产急速下挫约 20%。

综上，从前七轮加息周期可以看出，美联储加息周期前中期往往对应的是美国经济或者全球经济增长较为强劲的阶段，逆周期政策并非影响铜价的主要方面，对应的当期需求较强，铜市场出现供需缺口，才是决定铜价方向的主要矛盾，从而一般加息周期铜价偏强。而加息周期铜价出现较大震荡下跌主要是处于经济滞胀时期，包括石油危机后期阶段和 2022 年大通胀，此阶段通胀高企但实体经济增长停滞，美联储为了降低通胀需要采取更为激进的加息方式，导致市场风险偏好下降。

二、铜价与制造业景气度周期

由于铜具有良好的导电、导热性、延展性，常作为电缆、电气、电子元器件材料，广泛应用于电力、家电、汽车等领域，因此铜消费与制造业景气度呈现一定相关性。制造业景气度较高时，铜的需求旺盛，供需格局变好，铜价往往具有较好的表现。

而制造业景气程度通常一般通过 PMI 指数反应。PMI 是通过对采购经理的月度调查

汇总出来的指数，能够反映经济的变化趋势。制造业 PMI 包含新订单、产量、库存、价格、积压订单、新出口订单、进口等商业活动指标。由此可见，PMI 包含对未来经济活动的预期信息，是一个领先指标。

从过去二十年中铜价与制造业 PMI 的表现可以简单观察出，制造业 PMI 的拐点领先铜价拐点 1-2 个月。2008 年 11 月中国制造业 PMI 达到低点 38.7，铜价则在当年 12 月见底。2020 年这一轮新冠疫情导致的大跌也有此规律，2020 年 2 月中国制造业 PMI 达到低点 35.7，而此轮铜价的最低点则出现在 2020 年 4 月。

图 2：铜价与 PMI



数据来源：Wind，山金期货投资交易部

三、铜价与通胀

铜价和通胀的变化具有较高相关性。其一，铜被广泛应用于经济生活的各个领域，铜需求波动造成的价格变化本身会向通胀传导。其二，和黄金类似，铜也是不生息的实物资产，其持有成本受实际利率影响。通胀是影响实际利率的重要因素，当通胀大幅上行时，实际利率的下降会对铜价形成一定支撑。

同时，通胀变化可能推动美联储等货币当局改变货币政策，而货币政策又反过来会从多个渠道影响铜价：一方面，房地产、电网基建等铜的重要下游领域对利率变动敏感，货币政策变化导致的利率变动会直接影响铜的需求，而低利率环境催生的铜贸易融资也

将进一步“增加”铜的需求。另一方面，货币政策的变化或导致通胀预期的变化，而铜价往往受益于通胀预期上行。

美国的 CPI 与铜价存在较高的一致性，原因之一是美国是铜净消费国，供应主要在国外，美国的 CPI 中包含很多与铜需求相关的价格信息，另一方面，美国 CPI 是全球通胀的锚，代表国际性商品的物价水平。从细分项入手，将美国 CPI 统计篮子可以重新组合排列为 5 项：能源类商品、食品、核心商品、服务（不包括房租）、房租。这其中除服务之外，耐用品以及房地产、电力相关与铜需求紧密相关。

但 CPI 并不是铜价的领先指标，从某种意义上来讲，铜价反而是 CPI 的领先指标。CRB 金属、工业原料现货指数是 CPI 核心商品项的先行指标。80 年代现货指数领先 CPI 核心商品项 12 个月左右，2000 年后由于美国商品供应链的外移和拉长，领先周期拉长至 18 个月。

图 3：铜价与美国 CPI 走势



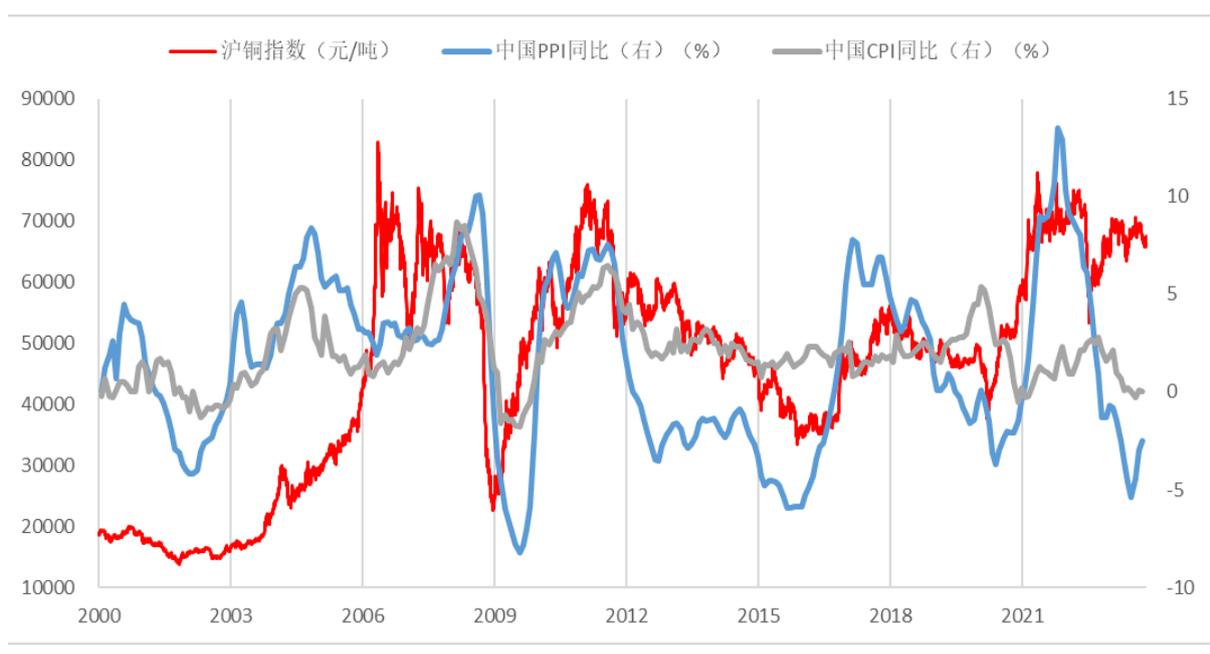
数据来源：Wind，山金期货投资交易部

而中国的 CPI 与铜价走势并无明显关联性，相对而言 PPI 走势与铜价正相关性更强。连续 15 年的 PPI 和 CPI 运行趋势可以看出，CPI 与 PPI 可以正关联，即 CPI 与 PPI 同涨同跌，也可不关联，即 PPI 上涨，CPI 保持稳定，也可以负关联，即 PPI 上涨，CPI 下跌。这主要是因为中国是工业品生产第一大国，所以 PPI 对工业品价格较为敏感，但 CPI 的主要构成占比是猪肉价格等食品类消费，因此 CPI 走势并不直接反应工业品的通胀水平。

不过从中国 CPI 和 PPI 的走势也可以清晰看出一个逻辑，历次 PPI-CPI 剪刀差扩大

的原因，就是生产端的生产成本向消费端传递不流畅，上游原材料的涨价终端消费并不买单，PPI 与 CPI 剪刀差继续扩大。也就是凯恩斯理论中的有效需求不足，这通常无法长时间维持。而历史上一般的结果是 PPI 快速下跌使两者价差收敛。从 2022 年开始 PPI 的暴跌也是总需求负反馈的结果之一。

图 4：沪铜价格与中国 PPI&CPI



数据来源：Wind，山金期货投资交易部

四、金融属性视角下铜价展望

从上文分析可以看出，铜价是对利率、经济增长和通胀都高敏感的价格，分析铜价的金融属性定价因子，从某种意义上讲就是分析未来经济周期是上升还是下降。

从当前时点来看，国内经济数据依然疲软，政策预期持续释放，这跟当年欧美央行 QE 时期有点像，短期仍受制于需求拖累，但展望明年下半年，国内经济复苏环境应该会明显好于今年。

海外方面，尽管短期欧美经济维持一定韧性，但中长期的海外经济衰退和金融市场动荡风险仍存，商品需求仍缺乏支撑，同时地缘冲突加剧也会导致经济增长预期下调。

放眼未来一到两年，铜价很有可能仍需要下探底部，直至中国传统需求的下滑被新能源等新兴需求增长所抵消，同时海外流动性重新转宽，通胀预期再起，届时铜价可能

开启新一轮上涨周期。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。