

尘埃落定，铜价仍需应对衰退周期

兴证期货·研发中心

2023年3月31日星期五

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

● 核心观点

➤ 风险事件短期尘埃落地

3月上旬海外市场经历了跌宕起伏的两周，美国硅谷银行破产引发市场对欧美银行系统风险的担忧，随后美联储紧急扩表呵护市场流动性。当市场尚在对“危机 VS 降息”进行博弈的时候，欧洲瑞信银行又拉响警报，瑞信五年期 CDS 飙升刷新历史新高，欧美银行股全面大跌。随后欧洲央行超预期的宣布依旧加息 50BP。拉加德强调，欧洲银行较 08 年更稳健，价格稳定和金融稳定之间不存在权衡取舍（tradeoff），将以加息抗通胀，以流动性工具来维护金融稳定。宏观层面多空交织主导了全球资产价格，铜价也在三月经历了宽幅震荡。随着美联储 3 月加息 25BP 落地，短期内本轮风险事件基本告一段落。

➤ 抗通胀仍为主线，联储降息进入尾声

在 3 月 FOMC 会议声明依然强调了美联储对 2% 中长期通胀目标的坚持。认为银行问题非系统性，但对停止加息和降息均有助推。从点阵图上来看，当前美联储内部对于加息终点的看法尽管较上次离散程度有所扩大，但整体依旧较为一致，即加息至

5%-5.25%后停止加息。在发布会后，10 年期美债收益率下降、黄金上涨。美股与美债收益率及黄金当前走势的背离，反映市场对未来美国经济增长硬着陆的预期抬升。

➤ 回顾历史，中美周期或预示铜价回落风险正在

累积

回顾 21 世纪以来的四轮铜周期表明，只有在基本面和政策面二者至少其一的驱动下，铜才具备持续上涨的条件。其中，仅基本面驱动的铜价上涨往往对应较长的持续性，仅政策面驱动的上漲幅度相对偏弱，基本面+政策面同时驱动的上漲则对应较快的涨速和较高的涨幅。在“危机+联储降息”的来临之际，铜价也多将进入熊市。

随着美联储加息进入晚期，后续的利率走势有两者可能，一是维持高利率继续压制通胀，二是面对市场对银行危机带来的衰退预期开始降息。回顾过往我们也发现，在经历了加息和铜牛市之后，利率和铜价都位于高位，彼时铜价多将维持在高位震荡，当美联储为了应对危机开启降息往往就是铜熊市来临的“催命符”。而中国的信贷脉冲周期在 2022 年 3 季度迎来的回落，这或许也意味着今年的下半年铜价或面临回落的风险。

● 风险提示

国内宏观政策刺激超预期；海外银行危

报告目录

1、本轮风险事件回顾	1
1.1 美国硅谷银行破产	1
1.2 欧洲瑞信危机	1
1.3 潜在的经济金融风险	2
2、美联储平衡政策寻求软着陆	2
2.1 美联储急速扩表应对银行风波	2
2.2 维持加息 25BP，美联储鹰中有鸽	4
3、中美信用周期与铜价	5
3.1 四轮铜牛市成因大不同	5
3.2 美元利率周期与铜价	6
3.3 中国信贷周期与铜价	8
分析师承诺	10

图目录

图 1：美国 2 年期国债收益率波动放大 (%)	2
图 2：美国 2 年和 10 年期国债收益率 (%)	2
图 3：美联储总资产 (亿美元)	3
图 4：3 月 8 日-3 月 15 日美联储扩表构成 (亿美元)	3
图 5：美联储 2023 年 3 月点阵图	4
图 6：美联储 2022 年 12 月点阵图	4
图 7：美联储利率周期和铜价 (%)	7
图 8：中国信贷脉冲周期和铜价	9

表目录

表 1：美联储声明中对 2023 年经济数据预测 (%)	5
表 2：21 世纪四轮铜牛市情况	5

1、本轮风险事件回顾

3月上旬海外市场经历了跌宕起伏的两周，美国硅谷银行破产引发市场对欧美银行系统风险的担忧，随后美联储紧急扩表呵护市场流动性。当市场尚在对“危机 VS 降息”进行博弈的时候，欧洲瑞信银行又拉响警报，瑞信五年期 CDS 飙升刷新历史新高，欧美银行股全面大跌。随后欧洲央行超预期的宣布依旧加息 50BP。拉加德强调，欧洲银行较 08 年更稳健，价格稳定和金融稳定之间不存在权衡取舍 (tradeoff)，将以加息抗通胀，以流动性工具来维护金融稳定。宏观层面多空交织主导了全球资产价格，铜价也在三月经受了宽幅震荡。

1.1 美国硅谷银行破产

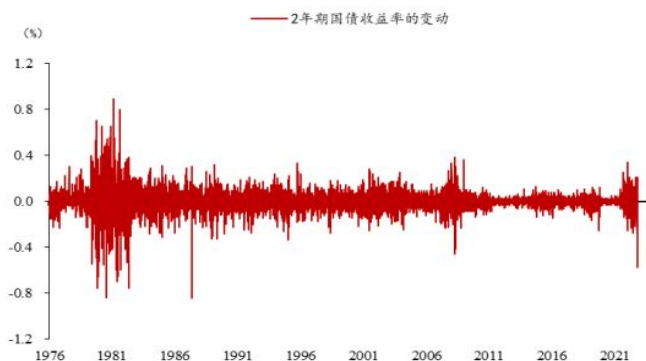
3月9日，硅谷银行出售约 210 亿美元证券投资组合，宁可因此损失 18 亿美元也要筹集资金，股价暴跌超 60%。3月10日，美国加州金融保护和创新部 (DFPI) 当日宣布关闭美国硅谷银行，原因是“流动性不足和资不抵债”，并指定美国联邦储蓄保险公司 (FDIC) 为接管方。当天，硅谷银行金融集团首席执行官格雷格·贝克尔在给员工的一段视频留言中承认，“难以置信的艰难 48 小时”导致硅谷银行倒闭。硅谷银行 SVB 的母公司硅谷银行金融集团宣布申请破产保护，以寻求买家收购其资产。

1.2 欧洲瑞信危机

2月9日瑞士信贷银行发布报告称，2022 年全年净亏损 73 亿瑞士法郎 (78 亿美元)，并预计今年仍将出现“重大”年度亏损。3月9日，瑞士信贷银行声明称，美国证券交易委员会 (SEC) 周三早些时候致电瑞信，对公司先前披露的截至 2020 年 12 月 31 日和 2019 年的合并现金流量表修订提出技术询问。因此，瑞信决定推迟公布 2022 年年度报告。3月14日，瑞信官网发布年度报告，称在 2022 财年和 2021 财年的报告程序中发现“重大缺陷”，事关未能在财务报表中设计和维持有效的风险评估，并正在采取补救措施，瑞信五年期 CDS 飙升刷新历史新高，欧美银行股全面大跌。3月15日，瑞士央行表示如有必要将向瑞士信贷提供流动性。3月16日，宣布将从瑞士央行借入至多 500 亿瑞士法郎。3月20日，瑞银集团 (UBS) 与瑞士信贷、瑞士央行达成协议，以 32.3 亿美元收购瑞信，并按瑞士监管机构要求，瑞信 160 亿瑞士法郎 AT1 债券当天减记为 0，引发债市冲击，瑞银集团 (UBS) 五年期 CDS 进一步扩大至 175

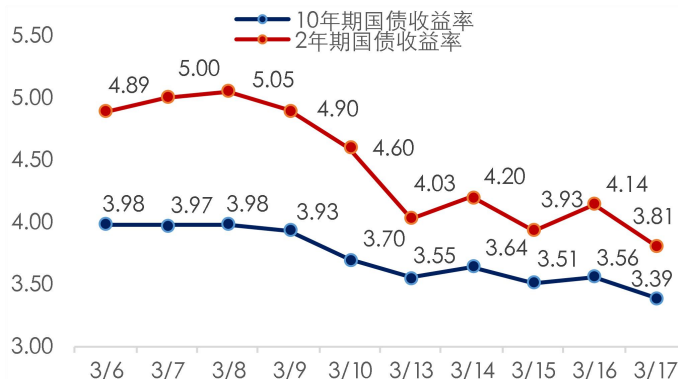
个基点，为历史最高水平。

图 1：美国 2 年期国债收益率波动放大（%）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 2：美国 2 年和 10 年期国债收益率（%）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

1.3 潜在的经济金融风险

首先是本轮中小商业银行危机对美国地产的冲击，尤其是商业地产。美国商业地产 80% 的贷款来自规模较小的区域性银行，这些银行现在为了自救可能会收缩资产负债表。商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）拖欠率在 2023 年 2 月环比跃升 18 个基点，此前黑石旗下的 CMBS 已出现违约。其次，瑞银减计 AT1 债券让资本市场感到震惊，被认为“公然破坏债权人的受偿优先制度”。未来一段时间，其它银行的 AT1 债券价格可能受波及，继而部分银行的资本充足水平或受影响。

2、美联储平衡政策寻求软着陆

2.1 美联储急速扩表应对银行风波

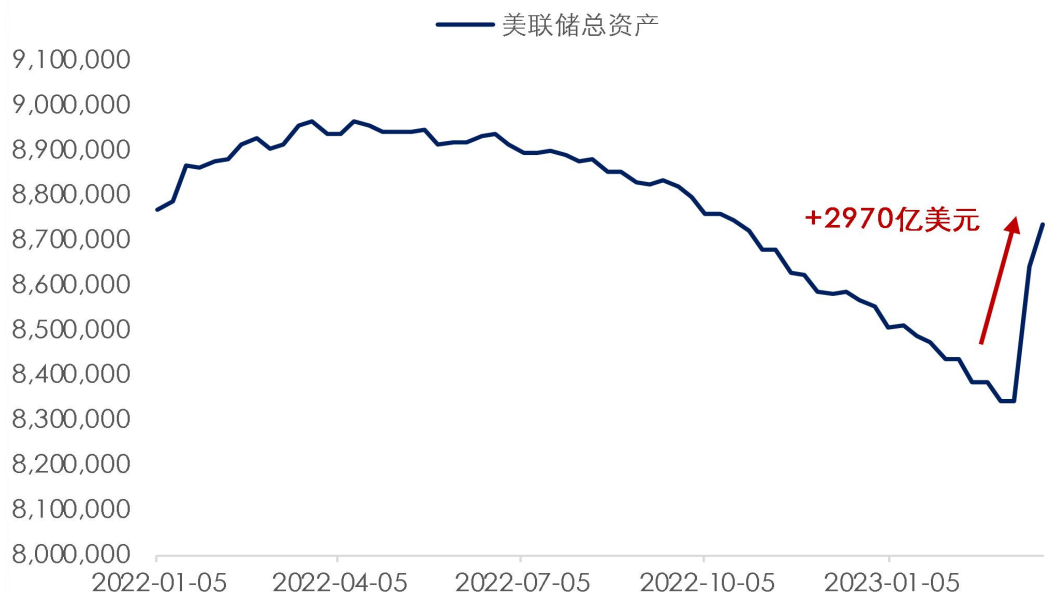
美联储在 3 月 8 日至 3 月 15 日当周，资产负债表规模增加了 2976 亿美元。

从构成上讲，扩表以贴现窗口贷款（1483 亿美元）和 FDIC 贷款（1428 亿美元）为主，新的流动性工具 BTFP（12 亿美元）占比很低。从扩表规模速度来看，是仅次于 2008 年 10 月和 2020 年 3 月，美联储历史上历史第三快的周度扩表。折现窗口用量甚至超越了 08 年金融危机水平，不过当前银行系统所需要的准备金规模远高于 08 年，故不能简单比较规模。现在折现窗口用量占银行准备金的比重远小于 08 年金融危机时期。从贷款的期限来看，银行的短期流动性需求推动了美联储资产负债表的扩张。使用贴现窗口的贷款期限均在 15 天以内，即银行只是为了应付短期流动性的紧缺，随着硅谷银行和签名银行（signature bank）的破产清算，这

部分贷款理应被偿还。

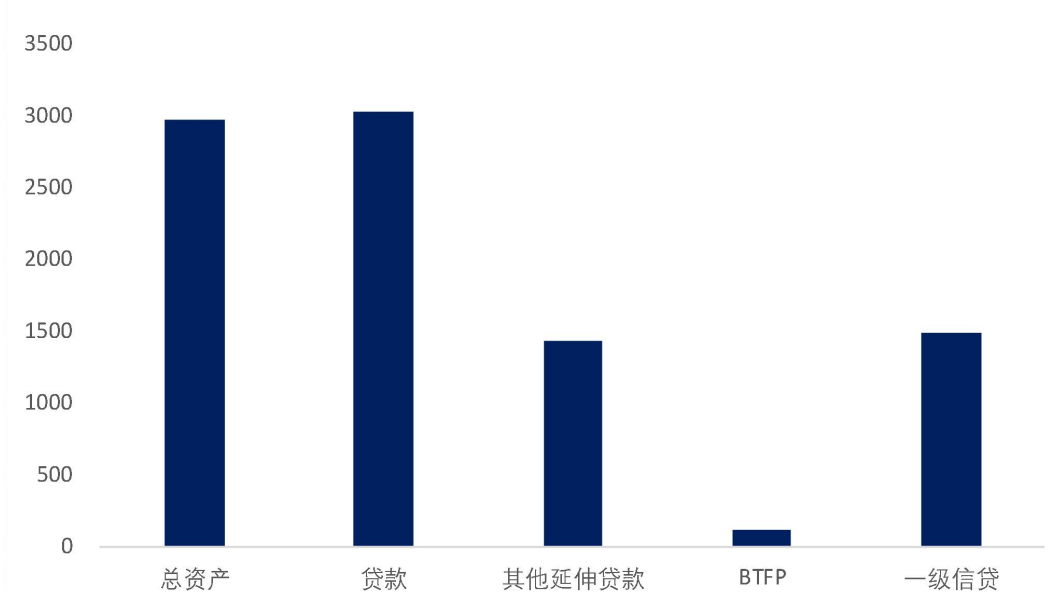
本次美联储短暂的扩表主要通过贷款工具，其释放的流动性难以推升资产价格或流入实体，很难刺激信用投放。因此本轮扩表更多的是用于满足短期流动性需要，和中长期的货币紧缩政策并不冲突。

图 3: 美联储总资产 (亿美元)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 4: 3月8日-3月15日美联储扩表构成 (亿美元)



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

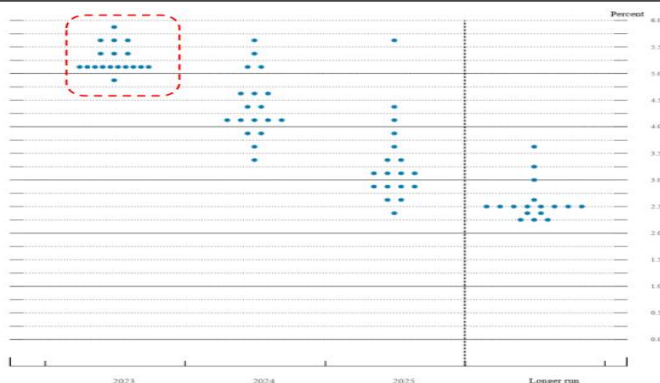
2.2 维持加息 25BP，美联储鹰中有鸽

美联储于北京时间3月23日凌晨2点发布2023年3月FOMC会议声明，宣布加息25bp，缩表将继续按5月计划有序进行，基本符合市场需求。在逐步暴露的银行系统风险和美联储仍觉高企的通胀水平之间，这个政策是取了一个中庸之道。

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，通胀仍然是美联储的核心关注点，虽然CPI同比仍处于下行轨道，但距离美联储的合意水平差距明显。在描述银行业系统风险时，联储强调银行系统健全且富有弹性，但联储依然把加息幅度收敛到25bp，说明金融稳定也是美联储决策的关键要素。但无论是否再次加息，可以相对确定的是，此轮美国加息已经接近尾声。

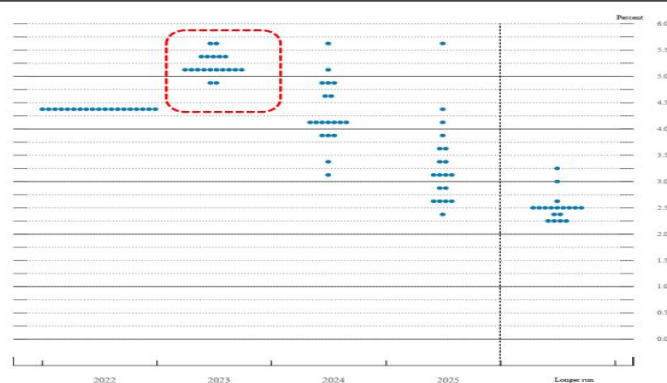
在3月的议息会议声明中，总体上联储发言虽然鹰派，但政策转向趋势相对明朗，联储声明删掉了前几次声明中的“持续加息是合适的”，改称“一些额外的政策紧缩可能是合适的”这表明虽然后续是否继续加息仍不明朗，但基本可以确认加息已近尾声。美联储对美国经济的看法同2月份相比也有有边际改变，但总体基调并未发生变化，仍保持相对乐观。美联储在此次会议下调经济增长与失业率预测，上调通胀预测，点阵图显示2023年预计将加息至5%-5.25%，较上次会议没有变化。点阵图方面，此次点阵图相较于2022年12月份变化相对较小，大部分官员认为2023年美联储的利率水平将会停留在5%-5.25%区间，并认为2023年不会降息。对2024年及后续的利率水平判断也与上次几乎一致，但离散程度有所扩大，显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧有所扩大。

图 5：美联储 2023 年 3 月点阵图



数据来源：美联储，兴证期货研发部

图 6：美联储 2022 年 12 月点阵图



数据来源：美联储，兴证期货研发部

表 1:美联储声明中对 2023 年经济数据预测 (%)

预测指标	预测年份	2022.09预测值	2022.12预测值	2023.03预测值
GDP增速	2023	1.2	0.5	0.4
	2024	1.7	1.6	1.2
	2025	1.8	1.8	1.9
失业率	2023	4.4	4.6	4.5
	2024	4.4	4.6	4.6
	2025	4.3	4.5	4.6
PCE	2023	2.8	3.1	3.3
	2024	2.3	2.5	2.5
	2025	2	2.1	2.1
核心PCE	2023	3.1	3.5	3.6
	2024	2.3	2.5	2.6
	2025	2	2.1	2.1
联邦基金利率	2023	4.6	5.1	5.1
	2024	3.9	4.1	4.3
	2025	2.5	3.1	3.1

数据来源：美联储，兴证期货研发部

3、中美信用周期与铜价

3.1 四轮铜牛市成因大不同

2000 年以来的铜一个经历了四轮牛市：2002 年—2006 年、2009 年—2011 年和 2020 年 4 月至今，此外 2016 年至 2018 年铜价也经历了一轮底部开始上涨，不过涨幅相对较小。

表 2:21 世纪四轮铜牛市情况

起始时间	结束时间	持续时间(月)	涨幅(%)	月均环比(%)	主要驱动因素
2004	2006	53	484.81	9.15	基本面
2009	2011	27	261.52	9.69	基本面+政策面
2016	2018	29	69.18	2.39	政策面
2020	2022	24	148.11	6.17	基本面+政策面

数据来源：LME，兴证期货研发部

首先，2002 年开始铜经历了一轮为期 5 年的超级牛市，本轮上行处于典型的需求驱动周期，中国需求和美国需求共振往上，在中国的工业化叠加美国地产周期的双重驱动下，需求扩张推

动铜走出了第一轮超级周期。

其次，2009年则是在经历了次贷危机之后中美同步大放水，美联储早2008年迅速将联邦基准利率下调至零值附近，并在2009年—2012年间启动三轮QE，而中国提供了信用扩张，四万亿计划启动后，中国房地产需求大扩张。在流动性叠加信用扩张的背景下，铜价迎来了2000年后的第二轮牛市。

再其次，就是2016-2018年的这一轮由国内供给侧改革开启的商品牛市，铜价的涨幅整体较小。主要在于中国去杠杆目标下的基建投资断崖式下滑，以及房地产政策调控精细化下的地产投资增速表现平淡。

最后就是本轮牛市，疫情的黑天鹅冲击使得铜价跌落至2016年来的低点，随后在流动性刺激和供需错配下，铜价开启新一轮上行。本轮铜牛市与前两轮也有不同，一是疫情冲击后，以美联储为代表的海外央行释放了天量流动性，但中国政策端则相对克制；二是本轮铜基本面的走强主要是由于全球最大的消费国中国和海外主要的矿产资源国之间在疫情暴发和恢复的时间上存在错位，全球需求侧的扩张显然是低于过往两轮的。

综合来看，21世纪以来的四轮铜牛市表明，只有在基本面和政策面二者至少其一的驱动下，铜才具备持续上涨的条件。其中，仅基本面驱动的铜价上涨往往对应较长的持续性，仅政策面驱动的上漲幅度相对偏弱，基本面+政策面同时驱动的上漲则对应较快的涨速和较高的涨幅。

3.2 美元利率周期与铜价

将铜价与美国的几轮利率周期结合研究我们发现，美联储共经历了4轮加息周期，分别为1994年~1995年、1999年~2000年、2004年~2006年和2015年~2018年，尤其是2000年以后的两轮加息周期，铜价的都经历了典型基本驱动的上漲行情

首先是2002-2006的第一轮铜牛市，是一轮典型有基本面需求侧带动的长期牛市。其中2004年-2004年美联储处在加息周期，美联储将基准利率从1.00%上调至5.25%。2004年美联储开始收紧政策，连续加息17次，累计幅度达425BP。此轮加息周期是1983年以来持续时间最长、加息幅度最大的一轮，但真并未能阻挡商品价格的上涨，铜和布油则走出上世纪90年代以来的第一波大牛市。

其次是2015~2018年加息周期，美联储将基准利率从0.25%上调至2.50%。2008年金融

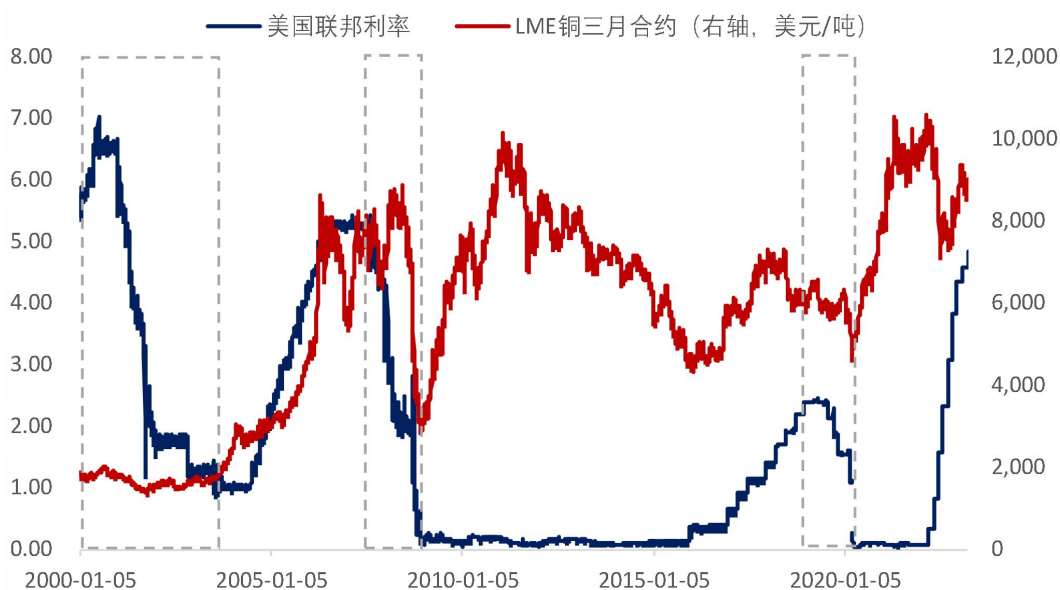
危机之后，美联储持续降低利率，在 2015 年之前长期保持低利率政策。2015 年年底以来，美国经济复苏迹象明显，且失业率降至 5% 以下，CPI 升至 2% 以上。

最后是 2022 年 3 月开始的本轮加息周期，铜价在经历从高位快速下挫之后也开启了一轮大幅的上涨行情。2022 年 3 月至今，美联储已累计加息 9 次，累计加息幅度已达 475 个基点，为近 40 年来最快加息速度。在铜基本面低库存和通胀走高的加持下，6 个月铜价从从低位累计反弹 37.32%，环比月均涨幅 6.22%。

与之相反的，21 世纪美联储三轮降息周期 2001-2003 年、2007-2008 年和本轮的 2019-2020 年，前者为应对互联网泡沫破裂和 911 恐怖袭击带来的衰退危机，后者为应对次贷危机进行了连续 10 次降息。在这三轮周期当中铜价多出在熊市周期，尤其是 2007-2008 年和本轮 2019-2020 铜价经历快速的连续大跌，前者受到次贷危机，后者则由于疫情爆发导致的全球危机。

不过在经历了连续快速的降息之后，铜价在低利率的环境当中多事都开启了新一轮的牛市。2003 年 6 月美联储将利率降至 1.00% 后维持了一年，配合其他政策刺激了美国房地产大繁荣，铜价也开启了一轮基本面需求推动的大牛市。而在 2008 年 12 月和 2022 年 3 月将利率降至 0-0.25%，随着基本面的逐步复苏铜价都开启了一轮又快又强的大牛市。

图 7：美联储利率周期和铜价（%）



数据来源：美联储，LME，兴证期货研发部

我们不能看出美联储的利率周期与铜价周期之间并没有一个由 A 即 B 的等式关系，因为铜价的绝对走势是由其基本面决定的，政策面刺激往往影响的是大宗商品上涨的斜率。因此我们才可以看到在数轮的加息周期，铜价都经历了大幅的上行，因为美联储加息背后的逻辑就是经济出现过热和通胀走高，而这两者都意味着铜需求的基本面是良好的。相反在美联储的降息周期铜价都经历大跌，这两者之间也不是因果关系，而是由于利率下行周期往往是美联储未来应对经济金融危机做出的就是手段，这意味着基本面的需求侧往往是断崖式的下滑。

结合上述复盘之后，我们如何看待目前的格局呢？随着美联储加息进入晚期，后续的利率走势有两者可能，一是维持高利率继续压制通胀，二是面对市场对银行危机带来的衰退预期开始降息。前者意味着在美联储的视角中美国经济和通胀依旧充满韧劲，加息是有必要的也是有条件的。后者则意味着他们已经看到的衰退和危机的来临，降息是为了避免美国经济的“硬着陆”。而回顾过往我们也发现，在经历了加息和铜牛市之后，利率和铜价都位于高位，彼时铜价多将维持在高位震荡，当美联储为了应对危机开启降息往往就是铜熊市来临的“催命符”。

3.3 中国信贷脉冲与铜价

随着 2000 年以后中国经济的快速发展，其在全球经济增量中的占比逐年上升，中国的产量和需求量在全球铜总量中的占比也快速上行，中国经济需求对铜总需求的影响力也越来越强。我们用信贷脉冲作为一个衡量中国需求的指标，在 2000 以后和铜价周期有着较好的拟合。信贷脉冲的定义为新增广义信贷（社会总融资）占 GDP 比值的变化。新增广义信贷是信贷存量的一阶变化，信贷脉冲则是信贷存量的“二阶变化”，即“变化的变化”。我们讲过往 20 年中国的信贷脉冲和铜价进行拟合，我们不难发现其与铜价的走势呈现同向的变动，且有着 3 个季度左右的领先性，尤其是 2008 年以后。

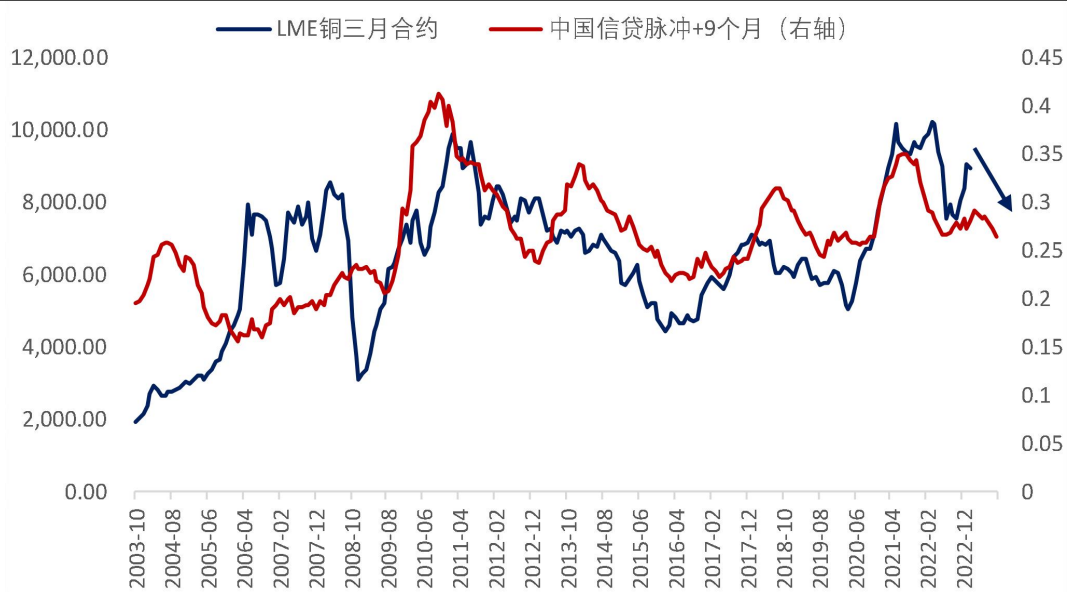
中国的信贷脉冲在 2021 年底迎来了阶段性的底部拐点，在 2022 年初开始呈现向上的走势，铜价也在 2022 年 4 月开启大跌之后再 2022 年 7 月开始的触底反弹，整体之后与中国信贷周期 7-9 个月。从基本面的角度解释，彼时国内再度从疫情封控中解封后，全球铜库存持续下降至低位，海外通胀高企利多金属价格。但从社融的角度看，铜价在去年 7 月后的强势反弹背后似乎也有信贷脉冲向上的驱动因素。

不过按照这样的周期去看，中国的信贷脉冲在 2022 年 3 季度迎来的回落，这是否意味着

今年的下半年铜价或面临回落的风险。

此外，今年年的 1-2 月信贷持续强劲增长，央行又在央行在 3 月 17 日宣布降准 25bp，不过这次降准传递的政策信号是维护流动性和利率中枢平稳，符合当前的基本面和政策要求，在一定程度上可以打消市场的“紧缩预期”，但或也不意味着货币政策会在当前基础上明显宽松。需求不足仍然是当前经济的主要矛盾，预计未来一段时间国内货币政策将维持一个克制的宽松状态。在国内地产投建端依旧相对低迷的状态中，想要迎来国内信贷脉冲的大拐点或许尚需时日。

图 8：中国信贷脉冲周期和铜价



数据来源：iFIND，LME，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。