

金融工程组

电话：0571-87923821
 邮编：310000
 地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
 网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

三季度宏观与能源市场展望——中国经济动能高位回落 Taper 渐行渐近 需求增加 VS 伊核谈判僵局 原油仍将震荡上行

2021-6-27

6月宏观与能源市场展望——印度疫情对全球经济冲击有限 中美经济仍将错峰复苏 原油仍将震荡上行 沥表或将回归弱勢

2021-5-28

5月宏观、有色与原油市场展望——全球经济复苏之路依然坎坷 原油与有色金属仍将震荡上行

2021-4-26

二季度有色与原油市场展望——全球经济复苏存大重大风险，原油与有色的上行之路或将延后

2021-3-25

3月有色与原油市场经济展望——量化宽松与财政刺激助力全球经济复苏 原油与有色上行之跌依然畅通

2021-2-25

8月原油与有色市场展望一

全球经济复苏或因疫情而放缓 需求依然向好 原油与铜价仍将震荡上行

观点摘要：
宏观经济：

整体来看，一方面，虽然 IMF 最新一期《世界经济展望报告》中在维持全球经济复苏前景不变的同时上调发达国家经济复苏前景、下调新兴经济体与发展中国家经济复苏前景，但在 7 月 Delta 病毒肆虐全球，成为造成近一段时间疫情在局部地区升级的最主要因素，与新兴经济体收紧防疫措施不同，发达国家反其道而行之——解除封锁禁令、推进复工复产的大环境下，我们认为欧美国家的经济复苏步伐或将停滞；另一方面，虽然中国上半年经济稳中向好，但从下半年所面临的国内与国际环境来看，在基于去年下半年同期基数较高、国内防疫措施常态化、拉动经济的“三驾马车”有所分化的大背景下，我们认为下半年国内经济将逐步放缓，对于美国经济而言，虽然美国通胀持续爆表，但美联储对于 QE Taper 的态度仍然偏“鸽”，我们依然维持之前美联储将于四季度开启 Taper 的判断。

原油：

一方面，OPEC+达成产能协议，虽会导致短期油价承压下行，但消除了供给量无序增加的风险，与此同时，OPEC+每月增产 40 万桶/日的供应相对于当前需求的显著增加而言，仍微不足道；另一方面，虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但欧美国家不顾一切的解除封禁措施，叠加当前欧美国家夏季出行调峰的到来，原油需求或将进一步上升。供应的不足与需求的显著增加将对原油价格形成强有力的支撑。

从整体来看，我们依然认为，下半年全球经济仍将持续错峰复苏，下半年全球原油的消费增速仍将呈现大幅增长之势，全年仍将维持紧平衡状态。在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

铜：

从供需基本面来看，一方面，从供应端来看，虽然进入下半年，随着一些新产能的释放，铜精矿供应量或将进一步增加，虽然此前大冶炼厂检修结束，但近期小冶炼厂检修有所增加，叠加此前马来西亚受疫情影响采取无期限的防疫措施，我们预计矿端与废铜端的供应恢复预计将很慢，供应压力仍将存在。另一方面，从消费端来看，虽然当前铜下游进入传统消费淡季，但从终端需求来看，除汽车需求出现大幅回落外，房地产与电力需求依然向好，这将对铜价起到一定的支撑作用。

整体来看，我们依然认为，虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但在下半年全球经济仍将持续错峰复苏影响下，铜价仍将继续震荡回升。

关注点：

1. “德尔塔”变异病毒在全球的扩散程度；
2. 中美欧三大经济体的经济前景；
3. 伊核谈判僵局；

目 录

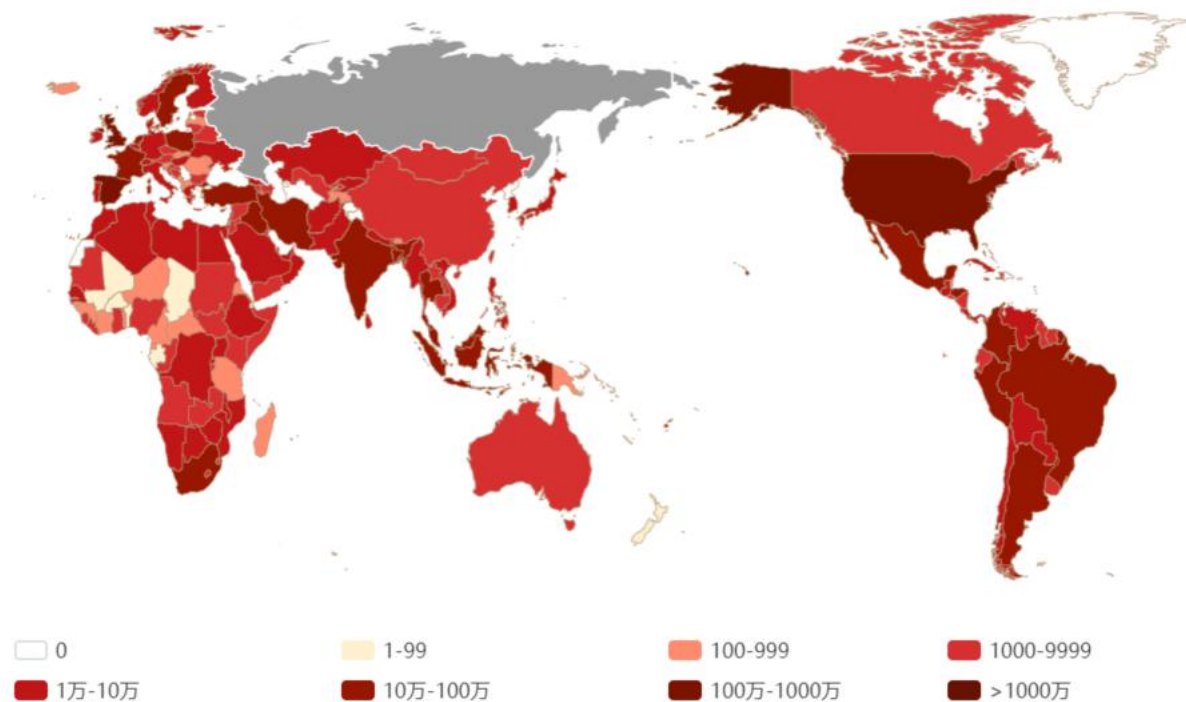
一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 7月德尔塔变异病毒席卷全球 美国与英国仍解除封锁措施全面复工.....	3
(二) 全球经济复苏或将因疫情而放缓，中美经济或将呈现分化.....	8
1. 在疫情持续扩散蔓延的大背景下，全球经济增速将进一步放缓	8
2. 下半年中国经济将逐步放缓，货币政策仍将持稳，降准依然可期.....	11
3. 美国通胀持续爆表 美联储对于QE Taper 的态度仍然偏“鸽”	14
二、 OPEC+达成增产协议 伊核谈判仍将维持僵局 原油价格仍将继续上行.....	17
(一) OPEC+内讧化解，产量上调但仍不足以缓和当前供需紧张之势.....	18
(二) 伊朗强硬派将正式登台，美国向伊朗施压，伊核谈判再陷僵局.....	20
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	21
三、 传统消费淡季来临，但需求仍将支撑价格震荡上行.....	22
(一) 铜：消费淡季下的铜价仍将震荡上行.....	22
1. 铜矿加工费持续保持上行，但炼厂几无新增需求.....	22
2. 供应端：全球铜矿供应有所恢复 国内电解铜产量将持续增加.....	23
3. 需求端：消费淡季显现，但房地产与电力的需求仍将拉动铜的消费.....	24
(二) 未来走势判断与交易策略.....	26
免责声明.....	27

一、全球经济复苏前景展望

(一) 7月德尔塔变异病毒席卷全球 美国与英国仍解除封锁措施全面复工

截止 2021-7-25 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 19475 万人，累计死亡超 417 万人。

图 1：全球累计确诊新冠肺炎人数超 19475 万人



数据来源：WIND 新世纪期货

自被发现以来，新冠病毒一直在发生变异，目前被熟知的有 Alpha、Beta、Gamma、Delta 等病毒。6 月以来，传染性更强的 Delta 病毒取代 Alpha，在全球大面积蔓延。截止当前，Delta 变异病毒在主要欧美国家新确诊病例中占比高达 60-80%，英国则基本上 100% 都是。由于 Delta 病毒的传播性较强，其已经成为造成近一段时间疫情在局部地区升级的最主要因素。从最新疫情数据来看，全球每日新增确诊病例中，已经有近 60% 的病例是感染 Delta 病毒。Delta 病毒的肆虐，使全球新增确诊病例从前期的 28.4 万例/天快速反弹至 64 万例/天。

图 2: Alpha、Beta、Gamma、Delta 为主要变异病毒

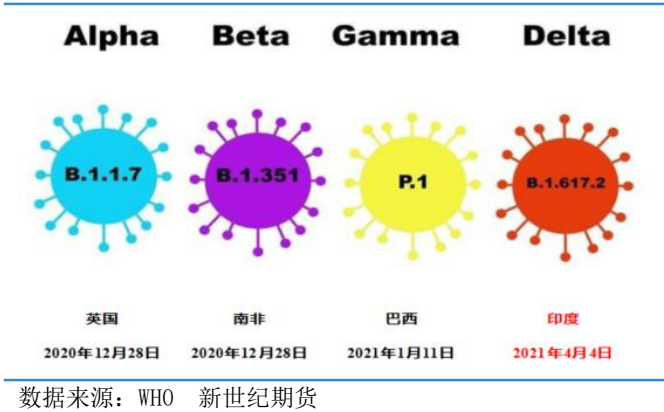


图 3: 近期全球新增确诊病例亿速反弹(七日移动平均)

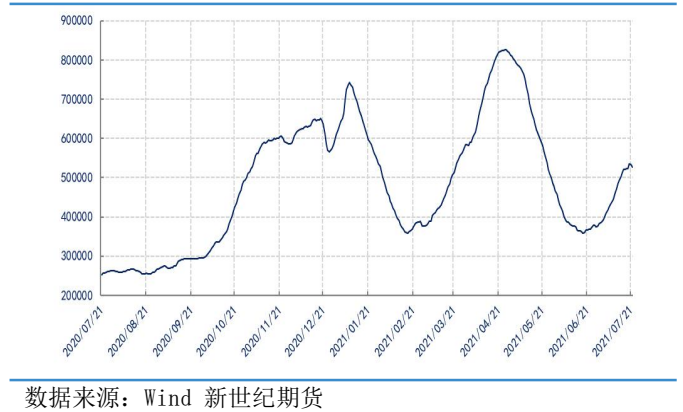


图 4: 自 6 月下旬以来, 亚洲、欧洲等地区成为全球新一轮疫情的“震中”



本月 21 日, 世卫组织总干事谭德塞在日本东京发表讲话时表示, 世界必须以“决心、投入和纪律”团结起来, 战胜新冠大流行。他警告称, 世界现在正处于新冠另一波感染和死亡浪潮的早期阶段。世界未能共享疫苗、测试和治疗手段, 包括氧气, 正在加剧不同轨道上疾病大流行开放与封锁的失衡。更多的传播将导致更多潜在的危險病毒突变, 甚至比毁灭性的德尔塔变体的变异更大。

据界面新闻报道, 医学预印本网站 medrxiv 7 月 23 日刊发了广东疾控中心等团队一项研究, 该研究由广东省疾控中心副主任、首席专家何剑锋等人完成, 研究结果显示, 在德尔塔毒株在中国的首次局部传播中, 其可能具备更快的病毒复制能力和更强的传染性, 相关德尔塔毒株确诊病例的病毒载量是 2020 年 19A/19B 分支新冠病毒病毒载量的 1260 倍。

随着变异病毒大面积扩散，多个新兴经济体重新收紧防疫措施，部分甚至实施严格封锁。大部分新兴经济体在遭遇 Delta 病毒的冲击后，不仅新增确诊病例出现大幅反弹，新增死亡病例也明显抬升。WHO 的最新数据显示，马来西亚、印尼的疫情死亡率，已分别从前期低位的 2%、0.4% 持续攀升至 4.3%、1.7%。面对死亡病例大幅增长，多个新兴经济体全面提升防控力度。其中，越南、泰国、缅甸宣布封锁首都及周边重点疫区，马来西亚、印尼更是在全国范围内实施封锁。

在此轮由 Delta 病毒及其变异病毒引发的全球疫情中，中国也不能例外，根据国家卫健委发布的信息，7 月 26 日 0—24 时，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例 71 例，其中境外输入病例 40 例（云南 19 例，广东 13 例，上海 4 例，江苏 3 例，四川 1 例），本土病例 31 例（均在江苏）；无新增死亡病例；新增疑似病例 4 例，均为境外输入病例（均在上海）。截至 7 月 26 日 24 时，据 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例 795 例（其中重症病例 20 例），累计治愈出院病例 87245 例，累计死亡病例 4636 例，累计报告确诊病例 92676 例，现有疑似病例 4 例。累计追踪到密切接触者 1077340 人，尚在医学观察的密切接触者 11046 人。

面对反弹的疫情，中国并未有丝毫的松懈，以本轮南京禄口机场疫情引发的传播链为例，自 7 月 21 日开始南京对全市常驻人口及来宁人员展开全员核酸检测，截止 25 日南京市第 2 轮全员核酸检测共采样 743 万余人份，累计报告本土确诊病例 106 例，其中 66 例为轻型，38 例为普通型，2 例为重型；26 日下午南京禄口机场全面封闭管理，同日南京管控升级，除南京之外，此次由南京禄口机场疫情引发的传播链涉及辽宁沈阳、辽宁大连、安徽马鞍山市和县、安徽芜湖、广东中山、广东珠海、四川绵阳市及江苏宿迁市泗阳县 8 地。截至 26 日 19 时，根据各地连夜紧密排查，南京禄口机场本土疫情传播链增至 101 人，这些人均已被各地采取妥善措施进行隔离医治，以最大程度降低传播感染的风险。

而就在如此严峻的形势之下，欧美国家非但不采取措施管控疫情，还放开禁令，解除封锁，推进复工复产，美国本土的 50 个州在本月初均已按计划完全解除封锁措施，全面推进复工复产。而在 7 月 19 日英国进一步取消疫情限制措施，英格兰地区已取消聚会人数和佩戴口罩的限制，解除对于大部分国家的旅游限制令，仅限制包括印度等在内的疫情高风险国。

图 5: 美国本土 50 个州 7 月初解除款锁



数据来源: NY Times、 新世纪期货

图 6: 英国 7 月 19 日解除全面封锁

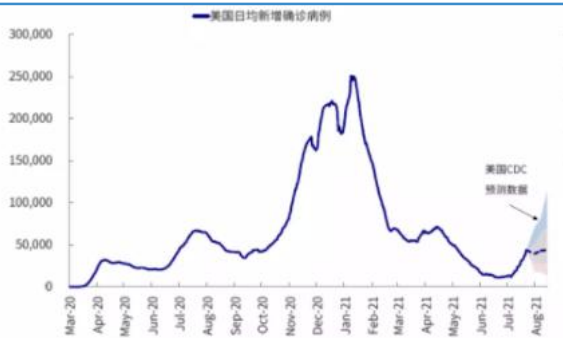
-  不再设立社交限制, 但鼓励居民尽可能在室外见面
-  鼓励在家工作的人们逐渐返回工作场所
-  酒吧可以重新开放, 不再限制参加音乐会、剧院或体育赛事的人数
-  在进行商业活动或举办大型活动时, 鼓励使用疫苗护照以减少病毒传播
-  不再强制佩戴口罩, 但鼓励居民在拥挤封闭的公共空间内佩戴口罩
-  不再施加社交距离限制

数据来源: BBC 新世纪期货

美国疾病控制和预防中心 (CDC) 主任瓦伦斯基此前曾表示, 美国当前新增的确诊病例中, 83% 感染德尔塔变种病毒, 较 7 月初 50% 的数字暴增。其指出, 病例增长明显出现在未接种疫苗的人群。而据美国有线电视新闻网报道, 当前疫情模型数据显示, 如果疫苗接种率不能提高, 美国面临的最坏情况将是每日新增新冠死亡病例 4000 例。在德尔塔毒株加速传播的同时, 近来美国新冠疫苗接种进度呈减缓之势。美疾控中心网站数据显示, 截至 25 日, 全美接种至少一剂新冠疫苗的人数约 1.88 亿, 占总人口的 56.8%; 完成疫苗接种的人数约 1.63 亿, 占总人口的 49.1%。

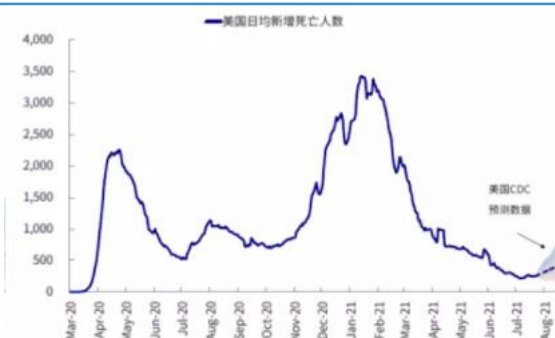
根据美国 CDC 的预测, 到 8 月 14 日, 美日均新增确诊病例可能在 1.3 万例和 11.5 万例之间, 日均死亡人数在 400 人和 764 人之间。根据北卡大学 Lessler 管理的各学术团队 10 个模型建模情况, 在疫苗接种和病毒传播速度的四种情境下, 总体结果均显示 10 月左右疫情将达到峰值。近期疫情反复下, 美国部分州政策已有相应调整, 加州和内华达州的部分县建议居民在公共室内环境中戴口罩, CDC 并未修改此前接种疫苗后无需佩戴口罩的规定。

图 7: 美国 CDC 预测新增确诊病例



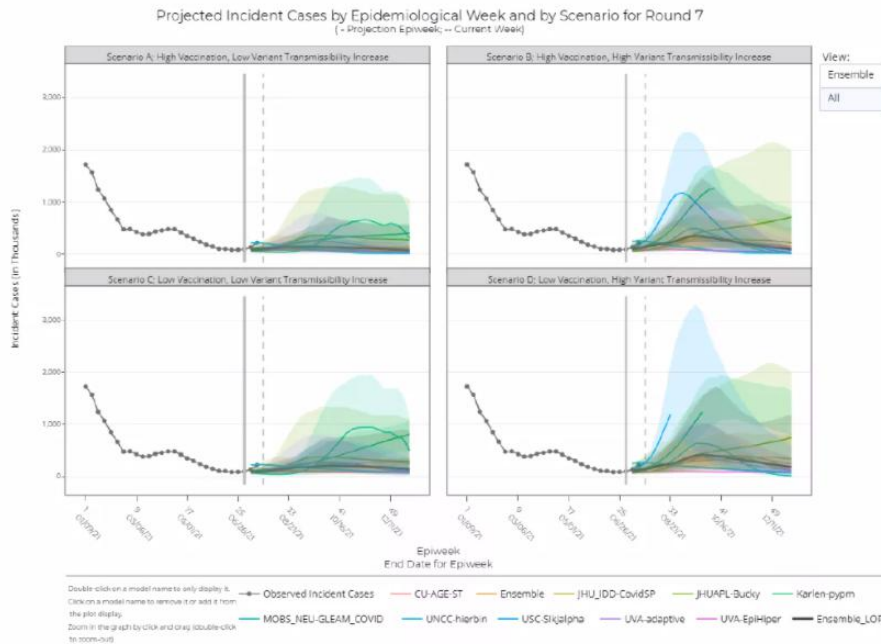
数据来源: CDC 新世纪期货

图 8: 美国 CDC 预测死亡人数



数据来源: CDC 新世纪期货

图 9：根据各团队模型预测，在疫苗接种和病毒传播速度的四种情景下，10 月左右疫情将达到峰值



数据来源：COVID-19 Scenario Modeling Hub, 新世纪期货

从当前全球被 WHO 紧急批准使用的六款疫苗（我国两款）来看，一方面，根据欧洲药品管理局与美国疾病控制和预防中心公布的信息，在接种辉瑞疫苗和莫德纳疫苗之后，不断出现心肌炎和心包炎等症状，在接种强生疫苗之后不但能导致严重的血栓症状，还能导致另一严重副作用——毛细血管渗漏综合症，而在接种阿斯利康疫苗后会导致血栓副作用，严重者甚至会因此死亡；另一方面，反观我国，截至 2021 年 7 月 22 日，全国 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗 150760.5 万剂次，还没有发现一例不良反应报告，同时我国已经对外出口了超 5 亿剂新冠疫苗，这样的对比还是非常强烈的。

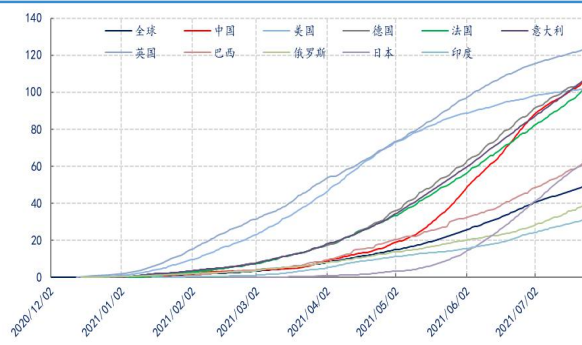
从当前全球疫苗的接种速度来看，近来美国新冠疫苗接种进度呈减缓之势，其主要原因则是疫苗问题，虽然美国的辉瑞疫苗一直都被该国囤积在自己手中宁可过期扔掉也不给别人，就连盟友国家都很难获得足够的疫苗供应，但在爆出疫苗有较大的副作用后，美国年轻人开始拒绝接种，这也可以说明为何美国的疫苗接种在全球疫苗接种回升之际反而持续下滑。

图 10: 新冠疫苗每日接种量 (七日移动平均)



数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 新冠疫苗每百人接种率



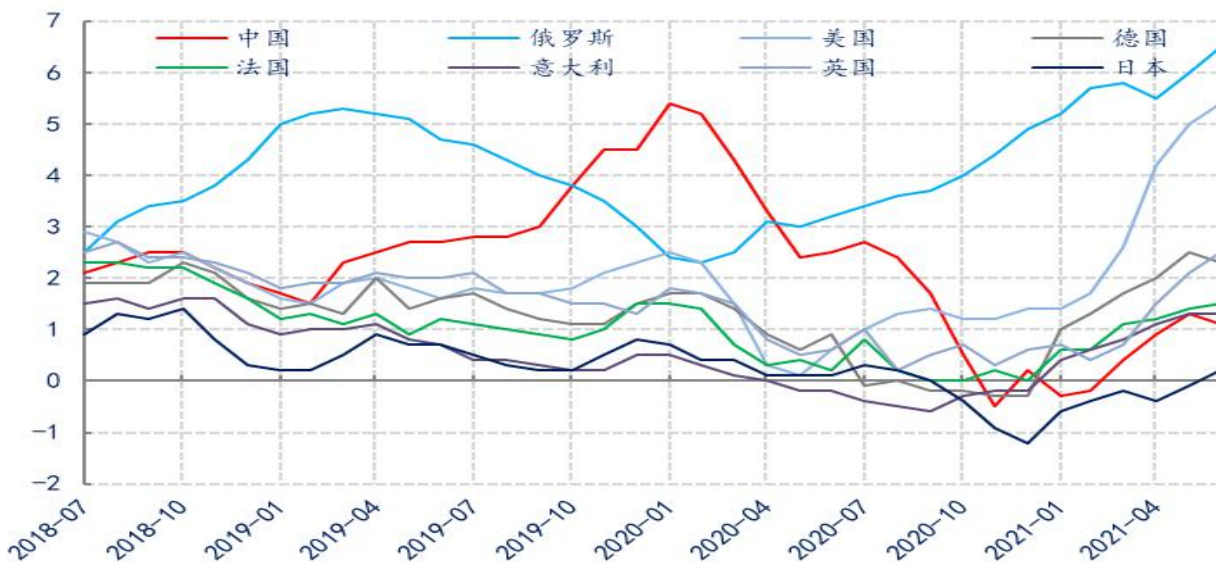
数据来源: Wind 新世纪期货

(二) 全球经济复苏或将因疫情而放缓，中美经济或将呈现分化

1. 在疫情持续扩散蔓延的大背景下，全球经济增速将进一步放缓

从当前已公布的各国经济数据来看，全球经济整体复苏态势依然比较强劲，一方面，从本月已公布的各经济体的数据来看，其中美国通胀持续爆表、中国通胀小幅回落，均符合了我们此前的预判，与此同时，日本通胀则是反弹至去年 12 月以来的新高。而根据 IMF 7 月最新的《世界经济展望》来看，虽然当前被抑制的需求以及供应链的瓶颈正在对价格造成上行压力，但大多数发达经济体的通胀水平预计将在 2022 年回落到疫情前的水平。

图 12: 世界主要经济体 CPI 同比对比

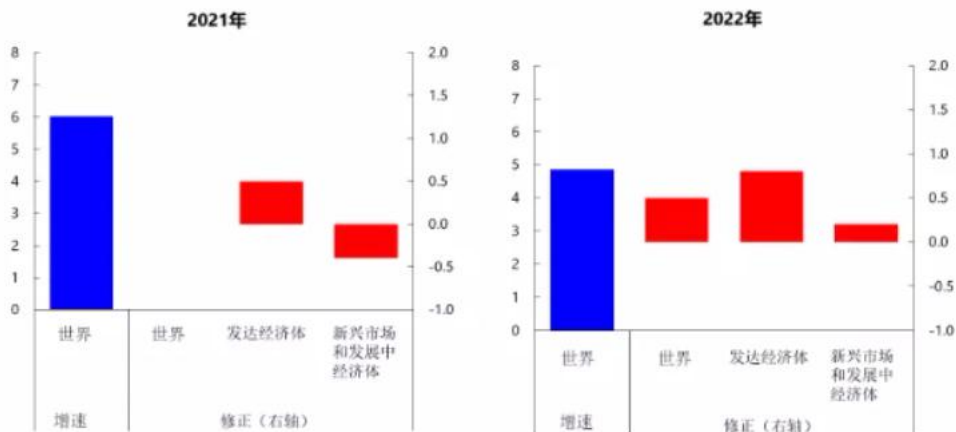


数据来源: Wind 新世纪期货

另一方面，虽然全球经济持续复苏，但发达经济体与许多新兴市场和发展中经济体之间的差距越来越大。这主要是受疫情发展变化、疫苗接种人口数量以及政策支持差异的影响。根据

IMF 7月最新的《世界经济展望》来看，今年发达经济体的增长前景改善了0.5个百分点，但新兴市场和发展中经济体的增长预测被下调了相同幅度，受疫情影响，发达经济体的人均收入相对于2020-2022年疫情前的趋势水平每年下降了2.8%，新兴市场和发展中经济体（不包括中国）每年的人均收入损失达6.3%。

图 13： 由于疫苗供应和政策的差异，各国之间经济复苏分化的趋势正在加深



数据来源：IMF 新世纪期货

根据 IMF 7月最新的《世界经济展望》的预测，2021年全球经济将增长6%，其中美国经济将增长7%，较4月预测上调0.61个百分点，中国经济将增长8.1%，较4月预测下调0.34个百分点，欧元区经济将增长4.6%，较4月预测上调了0.17个百分点

图 14： 2021 年发达国家经济增长预期较 4 月上调 0.5 个百分点，而新兴经济体与发展中国家则下调 0.5 个百分点

**《世界经济展望》更新
最新增速预测**

预测值

(实际GDP, 年百分比变化)	2020	2021	2022
世界产出	-3.2	6.0	4.9
发达经济体	-4.6	5.6	4.4
美国	-3.5	7.0	4.9
欧元区	-6.5	4.6	4.3
德国	-4.8	3.6	4.1
法国	-8.0	5.8	4.2
意大利	-8.9	4.9	4.2
西班牙	-10.8	6.2	5.8
日本	-4.7	2.8	3.0
英国	-9.8	7.0	4.8
加拿大	-5.3	6.3	4.5
其他发达经济体	-2.0	4.9	3.6
新兴市场和发展中经济体	-2.1	6.3	5.2
亚洲新兴市场和发展中经济体	-0.9	7.5	6.4
中国	2.3	8.1	5.7
印度	-7.3	9.5	8.5
东盟五国	-3.4	4.3	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	-2.0	4.9	3.6
俄罗斯	-3.0	4.4	3.1
拉丁美洲和加勒比	-7.0	5.8	3.2
巴西	-4.1	5.3	1.9
墨西哥	-8.3	6.3	4.2
中东和中亚	-2.6	4.0	3.7
沙特阿拉伯	-4.1	2.4	4.8
撒哈拉以南非洲	-1.8	3.4	4.1
尼日利亚	-1.8	2.5	2.6
南非	-7.0	4.0	2.2
各岛国			
新兴市场中等收入经济体	-2.3	6.5	5.2
低收入发展中国家	0.2	3.9	5.5

数据来源：IMF 新世纪期货

正如前文所言，当前疫情仍在全球扩散，Delta 病毒已成为部分地区疫情升级的主要因素。在全球疫情持续升级、西方疫苗全军覆没、欧美政客为一己私利而解除封禁的情况下，我们预计，虽然欧美第二季度的经济增速或将成为疫情爆发后经济复苏的一个阶段性高点，但随着欧美疫情没有得到有效的遏制、年轻人畏惧接种疫苗接种后所带来的副作用导致疫苗接种率进一步下滑，欧美国家的经济将从三季度开始再度回落。

虽然从经济增速的角度来看，下半年中美欧三大经济体均将呈现回落之势，但中国经济的回落与欧美经济的回落有着本质上的不同，中国经济动能虽有所回落，但仍然保持着稳健增长之势，而欧美经济动能的回落则是因防疫措施不力所致，起伏较大。

综合来看，在中美欧三大经济体经济增长动能均将回落的大环境下，全球经济从疫情中复苏的动能则将进一步放缓。

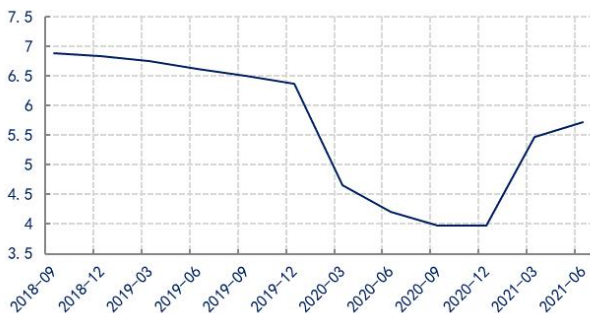
2. 下半年中国经济将逐步放缓，货币政策仍将持稳，降准依然可期

国家统计局公布的数据显示，上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%，比一季度加快 0.2 个百分点；其中二季度同比增长 8.9%。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.3%，两年平均增长 6.5%；环比增长 0.56%。社会消费品零售总额同比增长 23.0%，两年平均增长 4.4%，比一季度加快 0.2 个百分点；其中二季度同比增长 13.9%，两年平均增长 4.6%。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 12.1%，两年平均增长 4.9%，增速加快 0.4 个百分点；环比增长 0.70%。全国固定资产投资同比增长 12.6%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.4%，比一季度加快 1.5 个百分点。上半年，国内生产总值同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%，增速比一季度加快 0.3 个百分点。其中二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%，增速比一季度加快 0.5 个百分点。上半年，中国经济持续稳定恢复，呈现稳中加固、稳中向好的态势，彰显出中国经济韧性十足。

虽然二季度 GDP 增速较一季度大幅下调，降至 7.9%，略低于此前市场普遍预期的 8.0-8.5% 的增长区间，意味着 2 季度环比低于疫情前的季节性规律。从数据上来看，呈现两个特点：1) 从上半年两年平均增速来看，较 19 年同期存有一个百分点的缺口，这一缺口主要受到第三产业的拖累，意味着尽管疫苗普及率上升，疫情得到控制，但是疫情对三产的影响可能具有一定的持续性；2) 名义 GDP 与实际 GDP 同比的差扩大至 5.7%，上一次名义与实际 GDP 同比差缺口扩大的峰值出现在 2017 年 1 季度，为 5.0%。

从今年上半年的情况来看，1-2 季度的当季同比“过山车的走势”受到了基数效应的影响，而如果考虑两年平均同比的话，经济增速基本就在 5.0-5.5% 的区间内波动。因此，可以说我国经济增速正在逐渐进入新的中枢平台。

图 15：今年上半年的两年平均增速较 19 年同期存在缺口



数据来源：Wind 新世纪期货

图 16：实际 GDP 与名义 GDP 之差扩大至 5.7%



数据来源：Wind 新世纪期货

从当前的二季度数据展望未来，我们认为，受去年基数的影响，三季度之后经济增速将逐渐下降，全年走势前高后稳，预计全年经济增长 8.5% 左右。

从供需来看，随着生产端扩张势头放缓，疫情好转以来经济快速复苏时期已经结束。需求端恢复将是个缓慢的过程，难以支撑经济保持快速增长，预计三季度之后经济运行趋于平稳。

从两年平均复合增速来看，虽然受同比基数的影响，三、四季度经济增速将逐渐下行，但是从近两年复合平均增速来看，有望逐季加快，预计三、四季度复合平均增长分别在 5.5%-5.9%。

从经济增长结构来看，一方面，消费目前没有达到疫情前的水平，整体消费的增速能否、何时达到疫情前的水平还有很大疑问；另一方面，虽然 6 月制造业投资出现加速迹象，但没有预期那么明显，这主要是受大宗商品价格上涨对制造业带来的冲击影响。与此同时，今年整体基建投资增速普遍较低，而这主要是由于符合资质要求的基建项目偏少，导致地方专项债发行偏慢，基建投资一直没有起色，如果对地方财政纪律和地方债务管理的严格监管不变，那么下半年基建投资提升空间仍会比较有限。从房地产投资来看，房地产销售面积在 6 月份有明显的转弱，这与加强对房地产投融资管理密切相关。从土地购置面积增速、房地产新开工和房企到位资金增速来看，房地产进入下行或调整的周期已经是一个共识。整体而言，在三大投资板块中，拖累最大的仍是房地产，而最有想象空间但仍需观察的是制造业投资。此外，从出口来看，受当前全球第四轮疫情扩散的影响，下半年中国的出口市场将面临严峻挑战，美国、欧盟与东南亚市场均将出现一定的变数。综合来看，下半年中国经济向上的力量是消费和制造业投资，向下的力量是出口和房地产投资，但向下的力量可能比向上的力量确定性更强。

7 月 7 日国务院常务会议决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。

7 月 9 日，央行决定于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），释放长期资金约 1 万亿元。

7 月 20 日早间，央行发布消息显示，全国银行间同业拆借中心公布，当月贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，均与上月持平。至此，LPR 已经连续 15 个月保持不变。

综合来看，一方面，全面降准对冲下半年 MLF 到期、地方政府债发行的压力，同时通过降准，从融资成本角度缓解企业由于大宗商品等成本上涨带来的压力；另一方面，下半年经济将逐季放缓，房地产与出口是主要拖累，房地产调控处于高压姿态，PMI 出口订单连续两个月在

荣枯线以下，制造业投资与消费也不能有太高期待，基建或有发力空间，但仍需观察。

此外，LPR 报价以 MLF 利率加点的形式形成，MLF 利率是 LPR 的“锚”，对 LPR 起重要决定作用。从 2019 年 8 月 LPR 改革以来，1 年期 LPR 报价共下降 5 次，其中仅前两次报价（2019 年 8 月和 9 月）MLF 利率未变而 LPR 下降。随着报价机制常态执行之后，其余三次（2019 年 11 月、2020 年 2 月和 4 月）LPR 下降之前，均有 MLF 利率的调降，并且 LPR 下降幅度与 MLF 利率调降幅度一致，说明了 LPR 走势更大程度由 MLF 利率决定。基于历史经验，7 月 15 日，央行缩量续作 MLF，但并未下调 MLF 利率，预示着本月 LPR 大概率保持不变。

虽然本次降准为对冲式降准，但央行也表明“稳健货币政策取向没有改变”，央行多次强调“珍惜正常货币政策空间”，在“稳货币、稳信用”的格局下，央行也不可能采取“大水漫灌”的方式。而 LPR 连续 15 个月保持不变同样传递出货币政策继续保持稳健基调不变的信号。

与此同时从近期央行的表态和二季度政策例会的定调来看，货币政策并没有开启宽松周期，稳健中性仍然是主要基调。近期政策表态中并没有涉及降息，降准之后若立刻降息，对实体降成本收效甚微，但是却会扰乱央行的预期引导。

展望未来，我们认为，未来一段时间，我国货币政策仍将坚持稳健的基调，保持连续性、稳定性和可持续性：在总量上，将突出“正常”，流动性将保持在合理水平，在支持经济增长与防范风险之间寻求平衡；在结构上，将突出“精准”，运用结构性工具，加大对绿色发展、科技创新、小微企业、乡村振兴等支持。在降准方面，综合政府债放量和 MLF 到期等多个因素，从流动性缺口大小来看，虽然 8 月流动性缺口较大，但在 7 月已降准的情况下，连续两月降准的概率相对较小，而 11-12 月除了 MLF 的到期量巨大，政府债放量不弱外，也是年底缴准和跨年时点，降准可能将再次发生；此外，眼前虽然 7 月 LPR 已连续 15 个月维持不变，但近期国常会等领导表态也表明了政策层对于降低实体经济融资成本的需求。因此，下半年调降 LPR 有必要性。

图 17： 政策层对于降低实体经济融资成本的需求在三季度加大

时间	来源	内容
2021/07/14	国务院常务会议	已确定的减税降费、稳岗扩就业、金融支持实体经济特别是中小微企业发展等惠企利民政策措施要落实到位。
2021/07/12	国务院总理 李克强 经济形势专家和企业家座谈会	积极的财政政策、稳健的货币政策要继续聚焦支持实体经济和促进就业，近期实行的降准措施要体现结构性，更加注重支持中小微企业、劳动密集型行业，帮助缓解融资难题。
2021/07/8	中国人民银行副行长 范一飞 国务院政策例行吹风会	党中央、国务院高度重视减费让利、惠企利民工作。人民银行会同相关部门坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，出台多项措施降低资金流通成本，持续推动金融机构向实体经济让利。
2021/07/07	国务院常务会议	在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定，增强有效性，适时运用降准等货币政策工作进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。
2021/06/18	国务院常务会议	今年要继续发挥金融机构作用，采取6方面减费措施，帮助小微企业、个体工商户降低成本，减轻上游大宗商品涨价传导压力。
2021/03/11	国务院总理 李克强 十三届全国人大四次会议记者会	要“一减、一增、一稳中有降”，在稳定杠杆率的同时，引导金融企业合理让利，使中小微企业融资更便利、融资成本做到稳中有降。

数据来源：Wind 新世纪期货

3. 美国通胀持续爆表 美联储对于 QE Taper 的态度仍然偏“鸽”

我们在之前的6月月报及三季度季报中均提到，下半年美国通胀仍将持续高企，7月13日，美国劳工部公布美国6月份CPI数据，结果再超预期：6月份CPI同比增长5.4%，略超预期5%；核心CPI同比增长4.50%，远超预期3.80%。美国通胀数据已经连续3个月“打脸”美联储，鲍威尔在国会听证会上也首次表露出了对当下通胀情况的担忧。

图 18: 美 6 月 CPI 持续爆表



数据来源: 美国劳工部 新世纪期货

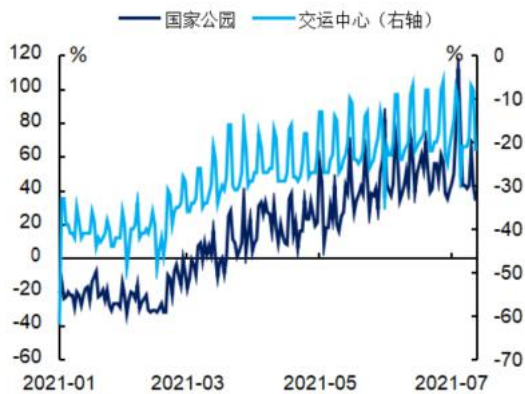
图 19: 食品与能源价格持续走强且推 CPI



数据来源: 美国劳工部 新世纪期货

从助推美国通胀持续爆表的因素来看, 虽然能源项推动通胀上行最快的时候大概率已经过去, 但随着经济的启动, 除食品、能源外的核心通胀项正在成为通胀的“幕后推手”。目前涨价已经进入后周期, 核心通胀终于开始发力。由于核心项占据了整个 CPI 的 79%, CPI 对核心项价格的变动格外敏感, 这也使得核心通胀的超预期发力, 为本轮美国通胀是否可持续的激辩平添了一丝不安的因素。

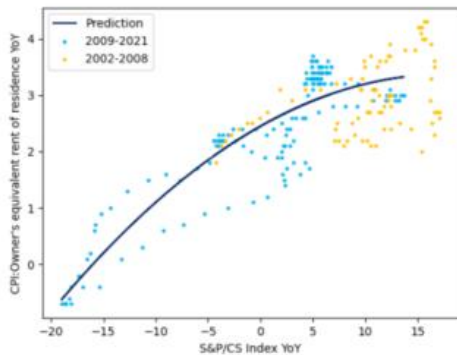
从美国通胀的各细分数据来看, 一方面, 受当前全球芯片短缺导致新车价格上涨, 消费者需求转向二手车, 进而使得二手车价格也产生了较强增长, 与此同时, 美国夏季出行高峰的到来也同样使得乘用车需求得到一定支撑, 而极低的借贷成本进一步促进了居民借贷购车的意愿, 美国车贷规模自三月以来加速上行。不过, CPI 二手车价格同比增速将开始回落, 进而对整体 CPI 或者核心 CPI 的贡献程度也将回落, 因此, 就二手车价格来看, 其对通胀的影响仅为短期影响。另一方面, 目前服务项对 CPI 的贡献虽然相对有限, 然而近几个月来服务业相关价格增长显著, 对 CPI 的环比拉动作用稳定, 短期内将继续对通胀产生持续支撑, 而美联储一直强调的“供给瓶颈”改善逻辑兑现较缓慢, 未来也将使得通胀在短期内难以迅速下行。此外, 由于房价传导至房租价格需要 16 个月, 预计今年三季度起, 房租价格将开始加速上行。由于美国房租价格在 CPI 项中占比较高, 占比在 23%左右, 届时在“读数”和“权重”共振下, CPI 和核心 CPI 都将得到较强支撑, 并且房租本身也具有较强粘性, 短期内难以快速拐头向下。我们预计, 下半年开始美国房租价格将会是推动通胀乃至核心通胀上行的“基本盘”。综合来看, 通胀从今年 3 季度起或保持高位运行, 届时将使美联储继续维持宽松货币政策承受一定压力。

图 20: 美夏季出行高峰到来, 出行需求增加


数据来源: Google 新世纪期货

图 21: 美国车贷规模一路走高


数据来源: 美联储 新世纪期货

图 22: 美房价对 CPI 住房租金项的静态拟合结果


数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 美房价向房租传导时滞为 16 个月左右


数据来源: Wind 新世纪期货

相对于通胀的持续的持续爆表, 虽然大部分美联储官员认为通胀是暂时的, 但在 7 月 9 日联储发布的货币政策半年报中, 有大量篇幅涉及通胀, 并且还出现了联储历史预测的误差情况, 这足以说明联储自己对“暂时性”通胀的判断也没有那么强的信心。

表 1: 美联储半年报显示联储历史预测精准度不高

	2020	2021	2022	2023
GDP 同比	±0.8	±1.5	±1.9	±2.0
失业率	±0.1	±0.8	±1.4	±1.9
通胀	±0.2	±0.9	±1.0	±0.9
短端利率	±0.1	±1.4	±2.0	±2.4

数据来源: 美联储

此外, 6 月议息会议后发布的经济预测概览 (SEP) 显示, 在未明显上调 2022、2023 年通

胀预期的情况下，联储官员中性预期 2023 年将加息两次。主要原因是平均通胀目标制发挥了作用，它规定了一段时间内的平均通胀水平为 2%。基于对平均通胀目标制的信任，市场对未来通胀的预期被 2021 年较高的通胀水平压低了。只要市场信任这一制度能发挥作用，那么通胀预期很难受当前通胀水平拉动而快速上升。

7 月 15 日，美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告，与上次报告相比，当中对经济活动的描述从“温和复苏”变为“适度到强劲”。褐皮书还称，供应端出现中断的情况变得更加普遍，原因包括原材料和劳动力的短缺，交货延迟，以及许多消费品库存偏低。需求端前景进一步改善，但许多地区的商业联系人对供应端受限的缓解表示不确定或悲观。此外，有四分之三的地方联储称就业出现“略微至温和”增加，其余联储报告“温和至强劲”增加。对于经济活动方面，美联储在褐皮书中表示，美国经济从 5 月底到 7 月初进一步走强，显示出适度到强劲的增长，其中交通业，旅游业，制造业，以及非金融服务业均报告了高于平均水平的增长。对于价格方面，美联储认为价格上升速度是高于平均水平的，其中七个地方联储报告价格上升强劲，其余地方联储则报告价格增长温和。此外美联储还指出，价格压力是广泛存在的，而在酒店业的情况格外突出。

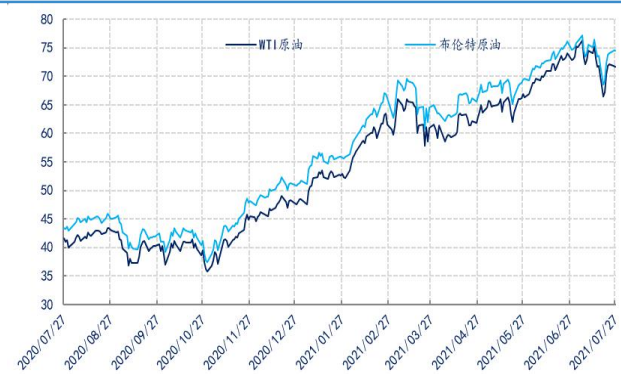
鲍威尔在 7 月 14-15 日国会听证会中维持鸽派表态，他表示，美国经济复苏距取得“实质性进一步进展”尚有距离，美联储无意根据最新的就业或通胀数据改变政策，复苏进程还不足以令美联储开始缩减 QE。并表示，FOMC 将在未来数周讨论美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）的购买事宜。鲍威尔重申通胀是暂时的，警告不要错误地过早作出反应，如果美国通胀预期顽固地高于 2.0%、或者物价毫无根据地上涨，美联储准备采取行动。

综合来看，鲍威尔在 CPI 再度超预期后反而偏鸽的表态并非意在推迟 QE Taper 的时点，而在适当引导市场预期，小幅控制 6 月会议后大幅上行的美元指数（从 5 月 90 左右的中枢水平迅速上涨至当前 92.5 的水平），以免到真正进行 Taper 之时对市场造成太大冲击。所以即便当前鲍威尔对于 QE Taper 的态度仍然偏“鸽”，我们仍预计美联储将以美国金融市场风险为准绳，在 Q4 开启 QE Taper。

二、OPEC+达成增产协议 伊核谈判仍将维持僵局 原油价格仍将继续上行

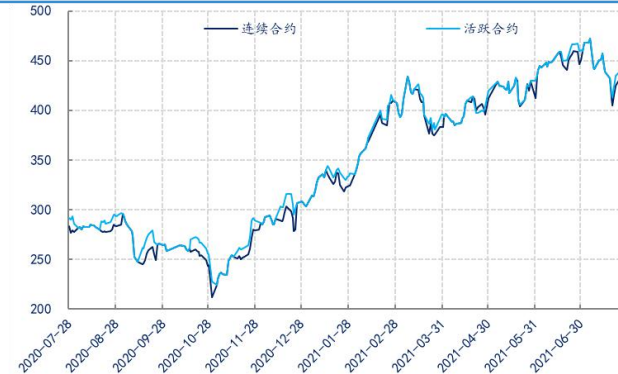
回顾七月以来的国际原油价格走势，我们看到，受 OPEC+内讧一波三折、全球第四轮疫情扩散对需求前景形成冲击等因素的影响，国际三大原油价格均呈现先抑后扬的宽幅震荡整理态势。

图 24: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) OPEC+内讧化解，产量上调但仍不足以缓和当前供需紧张之势

7月1日，OPEC+召开 OPEC-JMMC(联合部长级监督委员会)会议。会前市场普遍预计 OPEC+将会通过 8 月增产 50 万桶/日的提议。在 5 月和 6 月增产 35 万桶/日、7 月增产 45 万桶/日后，市场认为 8 月 OPEC+将增产 50 万桶/日，其原因主要包括：一是 8-9 月为欧美传统出行高峰，叠加疫情封锁措施逐步解除，原油需求端对增产决定有较强支撑；二是 6 月下旬沙特能源大臣在讲话中曾暗示 OPEC 会配合控制油价以遏制全球通胀势头；三是 6 月伊朗外交部公开美伊谈判结果，显示美国有望解除对伊朗的所有制裁，而一旦原油制裁解除，伊朗原油产量将会大幅增加，因此，OPEC+及时增产也可减少伊朗对其市场份额的侵占。

但好事多磨，由于阿联酋的反对，第十八届 OPEC+部长级会议在最后关头被迫取消，阿联酋的反对使市场担心 OPEC+联盟对于减产的约束性，并导致油价一度出现大跌。

从 OPEC+内讧来看，尽管阿联酋支持 8-12 月每月增产 40 万桶/日的决定，但要求提高本国减产基数，否则不会同意延长减产协议。OPEC+目前的减产基数采用的是各成员国 2018 年 10 月的产量，当时阿联酋的原油产量是 317 万桶/日。阿联酋要求将其减产基数提高至 384 万桶/日（这是 2020 年 4 月阿联酋的原油产量，也是迄今为止该国单月最高产量）。这意味着，如果减产量不变，减产基线的提高可以使阿联酋额外增产大约 67 万桶/日。简言之，阿联酋并非反对增产，而是想要通过提高减产基数以谋求自身更大幅度的增产。阿联酋的反对意见引发沙特强烈不满。沙特坚持要求将减产协议延长至 2022 年底，沙特能源大臣谴责阿联酋是在对抗所有其他 OPEC+ 成员国，不能同意阿联酋的要求，同时表示如果不能达成协议，8 月将不会增产。

图 26: 阿联酋要求提高当前的减产基准线至 380 万桶/日



数据来源: Wind 新世纪期货

阿联酋和沙特原定于 7 月 5 日重新谈判,但由于双方分歧依然较大,OPEC 再次宣布会议取消,消息一出,市场认为 OPEC+内部分歧可能最终导致 8 月无法如期增产,原油供需将持续偏紧,提振日内油价快速拉升,布伦特原油价格隔夜升破 77 美元/桶大关,为 2018 年 11 月以来首次。但随后市场开始从另一角度解读这一事件,认为内部分歧意味着 OPEC+这一限产联盟的稳定性下降,减产协议对各方约束力减弱,这可能导致最终的增产幅度超出预期,甚至也不能完全排除阿联酋退群、减产协议瓦解、成员国各自增产的可能性。因此,7 月 6 日-7 日油价大跌,并回吐此前因分歧带来的全部涨幅。

7 月 14 日,OPEC+代表表示沙特和阿联酋就石油生产协议已经达成妥协,但很快阿联酋能源部发表公告否认达成了协议,这再度使得国际原油价格大幅震荡。

7 月 18 日晚,OPEC+终于达成了协议:(1)从 2021 年 8 月起每月增产不超过 40 万桶/天,直到当前的 580 万桶/天减产额度全部释放;(2)若需求恢复迅速,则减产将在 2022 年 9 月结束,若较为缓慢,减产将持续至 2022 年底;(3)上调沙特、俄罗斯、阿联酋、伊拉克和科威特等国的减产基准合计 163 万桶/天,新基准将于 2022 年 5 月生效;(4)OPEC+仍将每月召开一次会议,下一次会议定于 9 月 1 日,并将在 2021 年 12 月评估市场情况,以进一步决定后续产量。

从短期来看,此次 OPEC+决议在 8 月增产幅度、基准线上调时间和联盟稳定性方面均好于市场预期,预计 7-8 月全球原油去库趋势大概率将延续,有望在近期 Delta 变种病毒压制需求

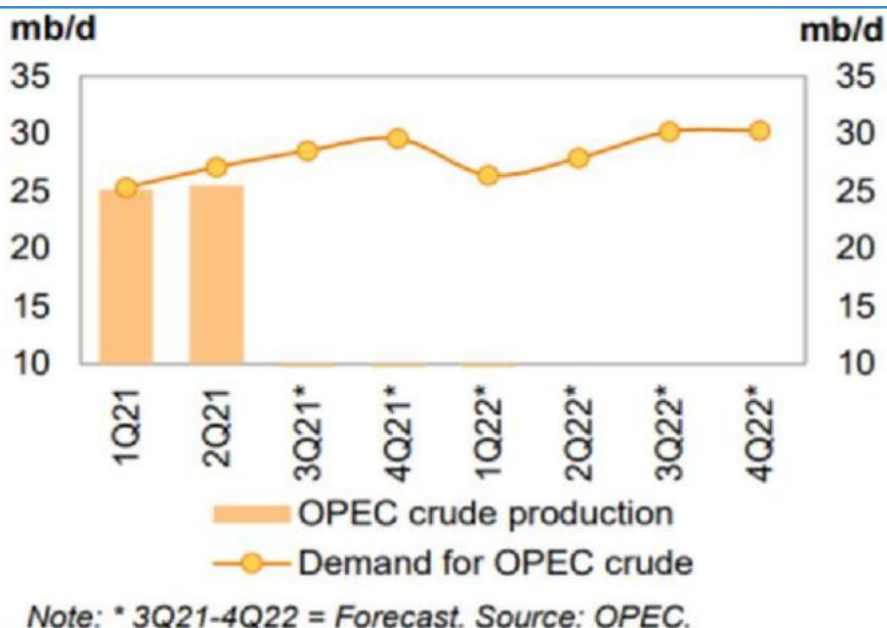
的情况下，支撑油价表现。

不过根据 OPEC 本月发布的原油月度市场报告来看，2022 年下半年市场对 OPEC 原油的需求将超过 3000 万桶/日，远超 OPEC 今年 6 月 2600 万桶/日的产量。

此外，根据 IEA 本月发布的月报来看，IEA 维持 2021 年原油需求增加 540 万桶/日不变，预测 2022 年需求增速为 300 万桶/日，略低于 6 月预测的 310 万桶/日。同时，在经历连续两个月需求下跌后，6 月全球石油需求激增 320 万桶/日，达到 9680 万桶/日。

虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但随着欧美国家疫情管制措施的进一步放松，全球原油需求或将进一步恢复，在产量政策不修改的情况下原油供需缺口或将持续扩大。

图 27： OPEC 对全球原油需求的预测



数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

往后看，即便是在当前 OPEC+ 增产协议的情况下，OPEC+ 的增量亦无法改变当前全球原油供需的短缺之势。

（二） 伊朗强硬派将正式登台，美国向伊朗施压，伊核谈判再陷僵局

随着 8 月的临近，6 月在大选中获胜的伊朗强硬派领导人莱希组建的新政府即将上台就职，这对于急于在伊朗新政府上台前达成伊核协议的美国而言并不是一个好消息。

虽然 7 月伊核谈判依然没有任何进展，但在当地时间 18 日，伊朗外交部在社交媒体上声称，在维也纳会谈期间，相关方在伊核协议以外，关于交换在押人员，伊朗还与美、英达成协议。不过随后美国却否认了伊朗的上述说法。伊朗方面认为，美、英针对如此简单的事实，竟然出

尔反尔，很离谱，并愤怒警告美英，不要拿“换囚”做筹码。在此情况下，伊朗首席谈判代表、外交部副部长阿巴斯·阿拉格希，明确表示，在莱希总统领导的新政府就职前，维也纳举行的伊核会谈，伊朗不会参加。同时，他警告美英不要把伊核谈判与交换在押人员问题挂钩。

除此之外，近期美国企图堵死伊朗的最后活路，向伊朗发出了最严厉的威胁，停止向中国出口石油，否则就会进一步增大对伊朗的制裁。美国此举的目的主要还是为了使得伊朗同意符合美国想法的伊核协议。而如果伊朗拒绝继续达成协议，那么美国就有理由对伊朗实施进一步的制裁。

其实我们大可不必担心，最近伊朗宣称启用了一条新的石油运输管道，可以让伊朗绕过霍尔木兹海峡对外出口石油，而且伊朗还在与巴基斯坦谈判建设新石油管道，一旦建成未来就可以彻底摆脱航运的限制对中国出口石油。

此外，我们在之前的三季报中曾提到，伊朗的新总统莱希属于强硬派，面对美国的威胁，其根本不会作出妥协。从伊核协议的历史来看，一方面，当伊朗保守派中的强硬派取代温和派上台之后，美伊之间的关系将游走于战争的边缘，另一方面，如今伊核谈判陷入僵局，既有美国前总统特朗普的“任性退群”所引发的一系列多米诺骨牌效应，也有因美国现任总统拜登的举棋不定与政府固有的“冷战思维”密不可分。

基于此，我们认为，随着伊朗新总统莱希的走马上任，伊核谈判短期之内难以达成协议，在今年年底之前，伊朗原油或将难以重返全球市场。

（三）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，OPEC+达成产能协议，虽会导致短期油价承压下行，但消除了供给量无序增加的风险，与此同时，OPEC+每月增产40万桶/日的供应相对于当前需求的显著增加而言，仍微不足道；另一方面，虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但欧美国家不顾一切的解除封禁措施，叠加当前欧美国家夏季出行调峰的到来，原油需求或将进一步上升。供应的不足与需求的显著增加将对原油价格形成强有力的支撑。

从整体来看，我们依然认为，下半年全球经济仍将持续错峰复苏，下半年全球原油的消费增速仍将呈现大幅增长之势，全年仍将维持紧平衡状态。在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主。

三、传统消费淡季来临，但需求仍将支撑价格震荡上行

自 7 月初以来，我们看到，虽然全球第四轮疫情正在扩散、国务院常务会议与国家发改委、工信部、统计局、央行等部委在本月多次提到大宗商品价格上涨问题、国储局两度抛储，但在中国上半年经济数据稳中向好、美国通胀持续爆表、大冶有色新扩建产能延期一年投产、秘鲁新总统即将上任、五矿秘鲁铜矿受抗议停产等因素的共同影响下，内外盘铜价在经过上半个月的宽幅横盘区间震荡整理后，于下半个月呈震荡上行之势。

图 28： 内外盘铜价走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

(一) 铜：消费淡季下的铜价仍将震荡上行

1. 铜矿加工费持续保持上行，但炼厂几无新增需求

自四月以来，国内铜的加工费就一直处于稳步回升之势，截止 7 月 23 日当周，进口铜精矿的精炼费已升至 53.6 美元/吨，粗炼费已升至 5.36 美分/磅，分别较 4 月 2 日当周的 28.5 美元/吨与 2.8 美分/磅上涨 25.1 美元/吨与 2.56 美分/磅，涨幅较为明显。从现货市场来看，虽然冶炼厂还盘在 60 美元/吨附近一线，但市场主流以对 9 月装船需求为主，很少有 10 月装船需求，此外，9 月装船已有 50 美元/吨高位成交，现货实际成交重心保持上移。

随着 TC 的进一步上移，矿贸易商压力加大，因已经处于矿贸易商长单水平，部分炼厂亦有意将采购需求时间缩短，令中小型矿贸易商能接受更高的加工费，尤其是当下矿山整体供应稳步抬升，国内炼厂几无新增需求的背景下，炼厂显的底气十足。与此同时，当前国内硫酸价格喜人，全国均价已经接近 700 元/吨，除检修后需求恢复影响外，产能可提升的空间有限，也较难带来铜矿新增需求的提升，唯一存在变数的是山东方圆 30 万吨精炼的重启，截止当下尚未确定年内重启，故而也较难改变目前进口铜矿市场加工费上涨势头。

图 29：铜精矿进口 TC 价格保持上涨之势

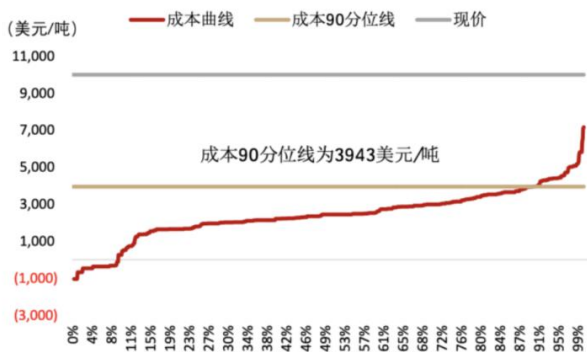

数据来源：SMM 新世纪期货

图 30：国内硫酸价格涨幅明显


数据来源：Wind 新世纪期货

2. 供应端：全球铜矿供应有所恢复 国内电解铜产量将持续增加

当前伦铜现价格在 9700 美元/吨附近，远超生产成本，随着疫情中的供需错配逐渐修复，我们预计今年三季度新增铜矿供应边际或加速释放。

图 31：铜现价远超成本价


数据来源：Woodmac 新世纪期货

图 32：2014-2040 年全球铜精矿产量 (2021 及之后为预测数据)


数据来源：Woodmac 新世纪期货

根据测算，预计 2021 年下半年及 2022 年新增供应主要来自 Quebrada Blanca、Kamoa-Kakula、Timok、Spence、巨龙等项目。2022 年新增供应主要来自刚果、智利、秘鲁等国。我们预计 2021-2023 年全球铜矿供应增速分别为 3.4%、4.6%、5%，而在 2024 年后增速中枢系统性将降至 1%-2%。

从国内精铜产量来看，根据 SMM 的数据，6 月国内电解铜产量为 82.93 万吨，环比下降 2.4%，同比增加 9.2%，由于 6 月国内冶炼厂依旧处于集中检修期，国内电解铜产量环比持续回落，其中减量主要来自西南铜业、赤峰金峰以及豫光金铅，但由于祥光以及金隆产量检修中恢复，导致环比降幅较小。从原料端来看，传闻部分冶炼厂在市场上大量采购冷料，外加废铜供应量有所收紧，导致冷料加工费小幅回落但冶炼厂仍有利可图；与此同时，随着海外铜矿新扩建产

能的陆续爬产，铜精矿现货 TC 持续回暖，总体来看，矿端及冷料端同步相对宽松下，冶炼厂维持高开工率。

图 33： 国内电解铜产量与开工率对比

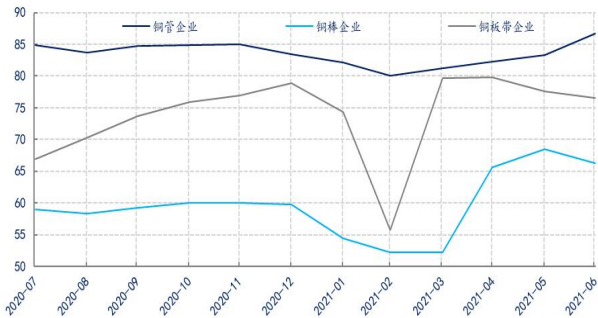


数据来源：SMM 新世纪期货

根据 SMM 的数据，7 月多数冶炼厂冷料备货充足，预计检修影响量仅有 1.8 万吨，在 TC 持续回升且硫酸价格居高不下的情况下，三季度冶炼厂难改高产格局，预计 7 月国内产量为 85.1 万吨，环比上升 2.6%，同比增加 13.5%；1-7 月累计产量 588.85 万吨，累计同比增长 13.6%。

3. 需求端：消费淡季显现，但房地产与电力的需求仍将拉动铜的消费

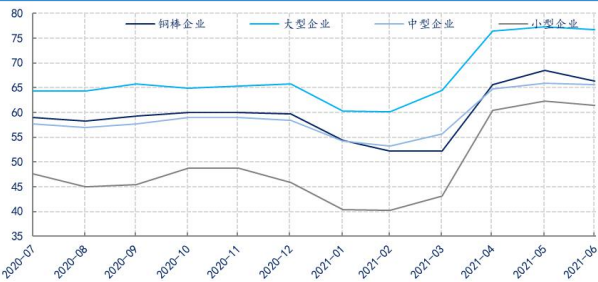
虽然当前铜下游已进入传统的消费淡季，但分品种来看，当前线缆行业缩减的订单主要是房地产民用线方面，工程用缆则维持稳定；漆包线方面，由于汽车缺芯限产以及家电行业产量下降等因素的影响，漆包线的需求持续减弱；精铜杆：由于当前精废价差持续收窄，下游线缆企业普遍采购精铜杆，从而令精铜杆出货持续稳定；再生铜制杆：当前依然延续“采销两不旺”的行情。展望 7 月，国内铜材开工率或将与 6 月持稳。

图 34：国内铜下游开工率或与 6 月持稳


数据来源：我的有色 新世纪期货

图 35：国内铜管企业开工率小幅回升


数据来源：我的有色 新世纪期货

图 36：国内铜棒企业开工率或将小幅下滑


数据来源：我的有色 新世纪期货

图 37：国内铜板带企业开工率或将小幅下滑


数据来源：我的有色 新世纪期货

从终端数据来看，除汽车板块出现大幅下降外，电力与房地产行业均保持稳定增长，这将对铜价形成较大的支撑。

中电联的数据显示，一方面，从发电数据来看，截至 6 月底，全国发电装机容量 22.6 亿千瓦，同比增长 9.5%。水电 3.8 亿千瓦，同比增长 4.7%，其中，常规水电 3.5 亿千瓦，同比增长 4.6%。火电 12.7 亿千瓦，同比增长 4.1%，其中，燃煤发电 10.9 亿千瓦，同比增长 2.5%，燃气发电 10588 万千瓦，同比增长 13.0%。核电 5216 万千瓦，同比增长 6.9%。风电 2.9 亿千瓦（其中，陆上风电和海上风电分别为 28079 和 1113 万千瓦），同比增长 34.7%。太阳能发电 2.7 亿千瓦（其中，光伏发电和光热发电分别为 26709 和 52 万千瓦），同比增长 23.7%。另一方面，从电力消费数据来看，1-6 月，全国全社会用电量 39339 亿千瓦时，同比增长 16.2%，其中，6 月份全国全社会用电量 7033 亿千瓦时，同比增长 9.8%。分产业看，1-6 月，第一产业用电量 451 亿千瓦时，同比增长 20.6%；第二产业用电量 26610 亿千瓦时，同比增长 16.6%；第三产业用电量 6710 亿千瓦时，同比增长 25.8%；城乡居民生活用电量 5568 亿千瓦时，同比增长 4.5%。6 月份，第一、二、三产业用电量增速分别为 16.3%、8.5%和 17.5%；城乡居民生活用电量同比

增长 6.8%。综合来看，今年以来我国经济持续稳定恢复，外贸出口高速增长，拉动电力消费需求超预期增长。考虑到下半年国内外经济形势、上年基数前后变化、电能替代等因素，以及国外疫情、外部环境存在的不确定性，预计 2021 年下半年全社会用电量同比增长 6%左右，全年全社会用电量增长 10%-11%。若冬季出现长时段大范围寒潮天气，则全年全社会用电量增速将可能突破 11%。

此外，根据中汽协的数据，2021 年 7 月上中旬，11 家重点企业汽车生产完成 80.6 万辆，同比下降 33%。其中，乘用车生产同比下降 31.2%；商用车生产同比下降 41.3%。这主要是受芯片短缺的影响，我们预计随着四季度全球汽车芯片产能的增加，汽车行业的缺芯形势或将有所缓解，届时国内汽车的产销或将出现回升。

从房地产市场的数据来看，根据国家统计局的数据，今年上半年，全国房地产开发投资 72179 亿元，同比增长 15.0%，其中住宅投资增长 17.0%；住宅施工面积同比增长 10.5%；房屋新开工面积同比增长 5.5%；住宅竣工面积同比增长 27.0%；全国商品房销售面积同比增长 27.7%；截至 6 月末，全国商品房待售面积为 51079 万平方米，比 5 月末增加 53 万平方米。其中，住宅待售面积减少 180 万平方米。综合来看，在当前国内房地产投资，特别是住宅竣工面积与商品房销售面积仍维持较高增长的情况下，铜的消费需求仍将保持稳定。

（二）未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但在下半年全球经济仍将持续错峰复苏影响下，铜价仍将继续震荡回升；而从供需基本面来看，一方面，从供应端来看，虽然进入下半年，随着一些新产能的释放，铜精矿供应量或将进一步增加，虽然此前大冶炼厂检修结束，但近期小冶炼厂检修有所增加，叠加此前马来西亚受疫情影响采取无期限的防疫措施，我们预计矿端与废铜端的供应恢复预计将很慢，供应压力仍将存在。另一方面，从消费端来看，虽然当前铜下游进入传统消费淡季，但从终端需求来看，除汽车需求出现大幅回落外，房地产与电力需求依然向好，这将对铜价起到一定的支撑作用。

从单品种趋势交易策略来看，我们建议铜的短线与中线的多单可继续谨慎持有。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料, 我公司对这些信息的准确性及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。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证, 不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性, 过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内, 公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易, 或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新世纪期货研究院

地址: 浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编: 310006

电话: 400-700-2828

网址: <http://www.zjncf.com.cn/>