

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

8 月原油与有色市场展望—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

2021-7-26

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 沥青或将回归弱势

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——全球经济复苏存重大风险，原油与有色的上行之路或将延后

2021-3-25

9 月原油与有色市场展望—

美联储年内或将启动 Taper 供给扰动持续将支撑油价与铜价上行

观点摘要：

宏观经济：

整体来看，一方面，随着 Delta 病毒在全球的进一步扩散蔓延，全球经济复苏之势已受之影响，呈现放缓之势；另一方面，从“730”政治局会议来看，下半年国内宏观政策的重心在于统筹今明两年的政策衔接，也就是从正常化逐渐转向更积极主动地发力：从美联储公布的会议纪要来看，虽然纪要没有明确表明 Taper 的节奏和持续时间，但一些与会者表示，基于近期持续的高通胀数据和过于宽松的货币环境，委员会应该尽早开始准备资产购买缩减，避免通胀风险和金融系统风险持续上行，与此同时，美国还正面临债务上限的危机，财政停摆可能导致美债技术性违约，将冲击金融市场的风险偏好。

原油：

综合来看，一方面，虽然三大机构的月报均下修今年全球原油供需缺口、美国呼吁 OPEC+ 提高石油产量、EIA 预期 9 月美国页岩油产量大增、OPEC 减产执行率下滑，均对短期油价形成利空，但从供需平衡来看，供需缺口虽被下调，但短期之内供需短缺之势仍将无法逆转，与此同时，美国页岩油产量的大增仍有待商榷；另一方面，虽然当前全球第四轮疫情持续快速扩散，但随着西方国家开始注射加强针、国内疫情趋于稳定、美国原油与汽油的可供应天数降至五年历史同期均值附近，整体需求将呈现复苏回暖之势。此外，当前伊核问题仍陷于僵局之中，伊朗原油至少在年底之前仍无法重返全球原油市场。

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，全球原油的消费增速在经历疫情与宏观的双重扰动后仍将恢复增长，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：

综合来看，我们认为，虽然当前全球第四轮疫情正在扩散，但随着国内疫情的好转以及西方发达国家开始注射加强针和即将到来的消费旺季，铜价将企稳回升；而从供需基本面来看，一方面，从供应端来看，受南美矿端供应干扰持续、阿拉山口口岸停工导致哈萨克斯坦铜精矿无法入关、国内部分冶炼企业因检修导致产量下滑、马来西亚封闭导致废铜进口持续收紧等因素的影响，国内矿端与冶炼端及废铜的供应仍将持偏紧。另一方面，从消费端来看，随着旺季的到来以及国内下半年电网投资还有 60% 未完成、洋山港铜溢价不到一个月就翻番，铜的消费仍将稳步回升，此外伴随着全球显性库存的持续低位，全球铜价将易涨难跌。

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与美联储会议；
3. OPEC+ 会议；
4. 美国页岩油产量增幅；
5. 中东局势变化。

目 录

一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 8 月德尔塔变异病毒助推新一轮疫情.....	3
(二) 全球经济复苏因疫情而放缓, 中美经济呈现分化.....	5
1. 在疫情持续扩散蔓延的大背景下, 全球经济增速呈进一步放缓之势.....	5
2. 政治局会议定调下半年经济政策, 中国经济增速将继续放缓.....	7
3. 美国再陷债务上限危机 美联储或将于年内启动 QE Taper.....	11
二、 宏观利空与悲观预期袭扰致短期油价下滑 OPEC 供给侧将支撑油价上行.....	14
(一) 三大机构大幅下调今年下半年全球原油供需缺口.....	14
(二) OPEC 7 月减产执行率环比回落 5 个百分点.....	15
(三) 中国国内原油进口收紧, 美国页岩油产量难以大幅增加.....	16
(四) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	17
三、 供应干扰持续与消费旺季即将到来及库存低位将支撑铜价上行.....	18
(一) 铜: 供应干扰不断, 消费旺季即将到来.....	18
1. 南美铜矿罢工风险依然存在, 缺水减产风险也不容小觑, 国内冶炼厂被迫检修减产.....	18
2. 需求端: 消费旺季即将到来, 电网投资将成为消费中的亮点.....	19
3. 库存: 交易所库存与社会库存均处于历史同期低位.....	20
(二) 未来走势判断与交易策略.....	21
免责声明.....	23

一、全球经济复苏前景展望

(一) 8月德尔塔变异病毒助推新一轮疫情

截止 2021-8-23 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 21247 万人，累计死亡超 444 万人。

图 1：全球累计确诊新冠肺炎人数超 21247 万人

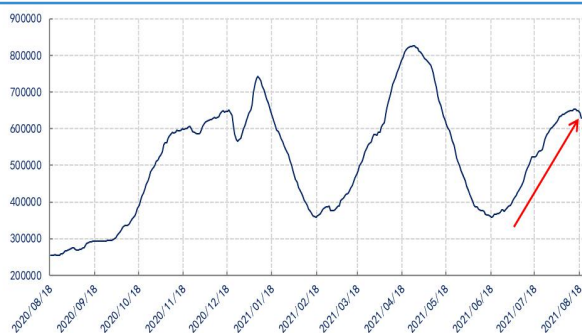


数据来源：Wind 新世纪期货

自 8 月以来，Delta 病毒在全球持续大面积蔓延，并助推了新一波的疫情。有一些初步迹象表明，最新一波疫情可能已接近高峰，尤其是在那些最初的那些热点地区，但医院的情况仍然严峻。从当前疫情比较严重的几个国家来看：1）根据美国卫生和公共服务部（HHS）的数据，在阿拉巴马州，全州重症监护病房（ICU）的患者人数已经超过可用床位，而佛罗里达州、密西西比州、佐治亚州和德克萨斯州 ICU 的使用率都超过了 90%。而根据约翰霍普金斯大学和彭博汇编的数据，截止 8 月 20 日，美国周度新增病例数已达到 98.5 万人，创下今年 2 月以来的新高水平，而在拥有近 240 万人口的奥斯汀地区只剩下最后 6 张 ICU 病床以及 313 台呼吸机可用。2）根据英格兰公共卫生署的报告，英格兰只有 18% 的献血者存在显示之前曾经感染新冠病毒的抗体，如果加上那些因接种疫苗而存在抗体的献血者，那么存在抗体的献血者比例就跃升至 97%。3）非洲最大医疗保险公司的首席精算师称，五分之四的南非人可能已经感染了冠状病毒，意味着南非可能是世界上受到新冠疫情影响最严重的国家之一。4）与一个月前开幕的东京奥运

会相比，8月24日开幕的残奥会如今面临的疫情形势更为严峻。7月22日，日本全国单日新增新冠病例5395例，其中东京1979例；8月22日，日本全国单日新增新冠病例已上涨至22284例，其中东京4392例，这是疫情暴发以来东京新增病例最多的一个周日。5）作为全球接种疫苗最早且比例最高的国家之一的以色列，在Delta病毒的影响下，本轮疫情新增确诊数量持续攀升，已经接近历史数据最高点，重症数据增速虽不及确诊，但也在快速攀升。

图 2：全球新增确诊病例快速反弹（七日移动平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

图 3：美国与日本新增确诊病例快速反弹（七日移动平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

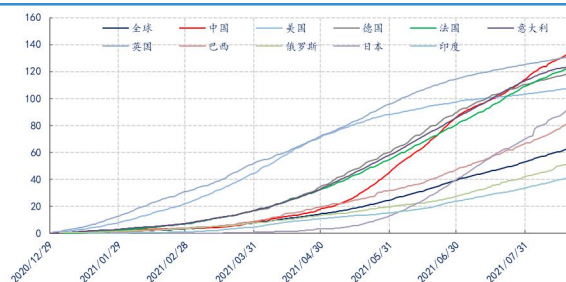
从当前全球疫苗的接种速度来看，受疫情回升因素影响，美国接种速度有所提升，而欧洲的德国、西班牙、英国等国接种数则持续放缓，中国的接种速度则继续加速。从接种比例看，美国当前至少接种一剂占比58%，其中完全接种占比50%。智利、加拿大和西班牙接种至少一剂占比超过70%，英国69%。

图 4：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 5：新冠疫苗每百人接种率



数据来源：Wind 新世纪期货

在Delta病毒的持续肆虐下，西方国家已开始接种加强针（在原本接种流程一大两剂，部分疫苗仅需要一剂的基础上补接种一剂），以达到更强的免疫能力。从当前已批准开始接种加强针的国家来看，1）以色列在7月底即批准辉瑞疫苗对完全接种两针的老年人接种第三剂加强针，根据以色列第二大医疗保健提供商（Maccabi HealthServices）发布的一项观察性研究，

加强针将感染风险降低了 86%。2) 8 月 18 日 HHS (美国卫生与公共服务部) 发明了针对加强针的申明, 称接种加强针是有必要的, 并已制定计划, 待 FDA 批准加强针接种和 CDC 的 ACIP (免疫实践咨询委员会) 发布接种建议后, 从 9 月 20 日起提供加强针注射 (优先提供接种较早、高暴露风险和老年人群)。3) 其他国家如英国、法国和德国也在为加强针注射做准备, 希望能够在疫苗接种上走在潜在的新一轮疫情之前。4) 中国 7 月 31 日国务院新闻发布会称, 对于接种疫苗超过 6—12 个月、高暴露风险人群及老年人是否需要接种加强针正在研究中。

根据 DUKE 大学数据, 当前全球疫苗计划产能在 2021 年能够覆盖 70% 人口, 但疫苗分配、储存、运输和注射能力使得没有产能也未参与到疫苗研发过程中的新兴市场在全球疫苗接种竞赛中处于劣势, 加强针的推广可能进一步扩大经济复苏差距。

图 6: 当前全球疫苗计划产能在 2021 年能覆盖 70% 人口



数据来源: DUKE 大学 新世纪期货

(二) 全球经济复苏因疫情而放缓, 中美经济呈现分化

1. 在疫情持续扩散蔓延的大背景下, 全球经济增速呈进一步放缓之势

随着 Delta 病毒在全球的进一步扩散蔓延, 全球经济复苏之势已受之影响, 呈现放缓之势。而从本轮疫情来看, 疫情的复发加大了不同地区间复工和经济修复的差距。

美国方面, 虽然美国本土 50 个州在 7 月初就全面解除防疫措施, 但近期的高频指标 (如 TSA 安检人数、票房总量、工作场所出入时间以及餐饮就餐人数) 均呈现放缓之势, 而在政策方面, 部分州 (如纽约州和加州) 要求未接种疫苗者须在室内佩戴口罩。

英国方面，自 7 月 19 日全面解禁以来，英国经济反常地表现出“不温不火”的态势，全面解禁既没有为英国经济带来预想中的刺激作用，但经济活动也并未明显受到其影响。

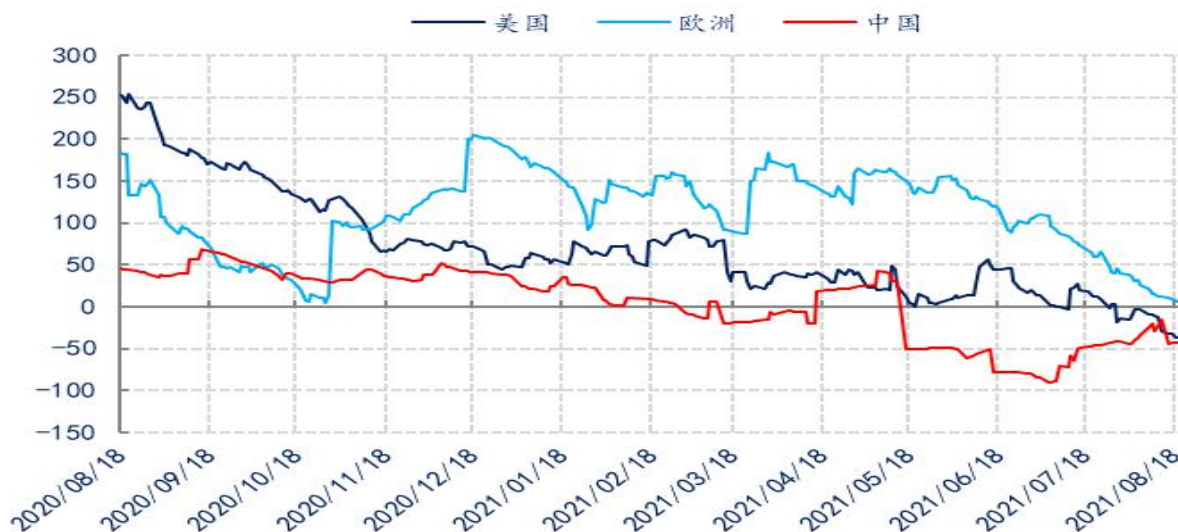
东南亚国家方面，1) 根据马来西亚疫苗接种目标和复工政策，10 月马来西亚能够实现大规模疫苗接种。6 月美国从全球进口的半导体 44% 来自马来西亚。马来西亚首相 7 月 26 日表示，大多数州最早在 10 月可能进入国家恢复计划 (NRP) 的第四阶段 (即最后阶段)。近期高频复工数据显示马来西亚工作场所出行数据并未受到疫情恶化影响。2) 去年因疫情控制较好，经济增长超预期的越南近期由于疫情反弹，返工不足疫情前一半。8 月 2 日起越南胡志明市及其南部其他 18 个城市和省份的人员流动实施严格限制，河内将社会隔离措施延长至 22 日，要求非必要的企业关闭。3) 当前新加坡至少接种一剂占比已经达到 74%，其中完全接种疫苗占比 62%，成为世界上接种率最高的国家之一，在此背景下疫情并未大幅恶化。新加坡已中旬从 8 月起取消部分限制，包括允许 5 人以下的餐厅聚餐和社交聚会，并放宽外国工人入境。

中国，虽然自 7 月以来，国内多地出现境外输入性确诊病例，有人以身试法瞒报疫情与不遵守防疫隔离措施、还有些党政干部在防疫过程中玩忽职守，进而使得国内疫情多点爆发，形势依然十分严峻，但好消息是，截止 8 月 18 日，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 190012.7 万剂次，超 8 亿人完成全程接种，19 日起南京全域均降为低风险地区，与此同时，南京、扬州、广州、上海等地均对玩忽职守的党政干部与人员进行了严惩，杭州、扬州等地还对于隐瞒疫情与不遵守防疫隔离措施的人员提起了公诉。从当前国内整体情况来看，虽然当前部分地区还零星存在着疫情，但总体已趋于稳定与可控范围之内，经济复苏影响有限。

日本方面，截至 21 日，东京都单日新增新冠确诊病例已连续 4 天超过 5000 例，其中 39 岁以下患者占大多数。东京都 21 日新冠患者住院人数和居家疗养人数均创历史新高。截至 21 日的一周时间，东京都日均感染病例为 4719 例，是前一周的 1.115 倍。东京都知事小池百合子称，东京都新冠疫情已达“灾害”级别。据日本广播协会电视台统计，日本 21 日新增确诊病例 25492 例，累计确诊 1283101 例；新增死亡病例 34 例，累计死亡 15614 例。不过随着 24 日残奥会的开启，预计日本新增确诊病例或将进一步增多。

从花旗全球经济意外指数来看，自 7 月中旬以来，欧元区与美国经济一直呈现下行之势，跌跌不休，虽然中国经济自 8 月中旬以来略有所回落，但仍较月初有所回升。不过从整体来看，全球经济复苏放缓之势已不可避免。

图 7：从花旗全球经济意外指数来看，当前中国经济略好于欧美经济



数据来源：Wind 新世纪期货

2. 政治局会议定调下半年经济政策，中国经济增速将继续放缓

7月30日，习总书记主持召开中央政治局会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。在每年的4次以经济为主题的政治局会议中，7月的政治会议承担着承前启后的作用，会议对国内经济形式的判断以及后续可能会出台的政策无疑会成为影响市场走势的重要因素。与4月政治局会议相比，本次会议在多个领域有了明显的变化，具体来看，主要体现在以下几个方面：

1) **宏观政策的跨周期性调节**：会议强调要做好宏观政策跨周期调节，保持连续性、稳定性、可持续性，做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。这与李克强总理此前提出的“立足当前，着眼长远，做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”一脉相承。

李克强总理此前所提到的“周期性风险”，我们认为，这一方面是指下半年的经济下行压力将进一步显现，另一方面则是指经济运行中的信用风险。因此通稿部分延续了四月份的表述“要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。

此外，本次会议所提到的“跨周期”与一年之前的含义已有所不同：一年前主要指的是政策从危机应对模式逐渐正常化，本次会议则指政策从正常化逐渐转向更积极主动发力，而不再提政策“转弯”。

2) **提高积极的财政政策的效能，让财政政策在稳增长中担当主力**：会议强调积极的财政

政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。这与4月会议所提的“积极的财政政策要落实落细、发挥对优化经济结构的撬动作用”相比出现了较大的转变，上半年财政支出偏向于就业、教育等民生领域，在形成投资方面明显不足，而在下半年财政政策要形成对今年底和明年初GDP的有效拉动，这既与中央主要强调优化经济结构的定调有关，也是受到地方政府债务严监管的约束。

而此前财政部也表示可以适当放宽专项债的发行时间限制，预计今年专项债的发行节奏会延续到四季度。同时，发改委也要求做好2022年专项债项目前期准备工作，争取早发行、早使用。在这样的情况下，基建后续对国内经济能够起到托底的作用。

不过，近期政府对地方隐性债务等的监管力度并未放松，对城投公司等发债门槛也有所提高，在这样的背景下，基建更多的是起到一个托底的效果。

3) **让货币政策为中小企业和困难企业的恢复发挥更大的作用：**会议强调，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。相比于4月政治局会议表述的“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持”，政策进一步强调了对中小企业的支持。

从今年的货币政策执行状况来看，今年货币政策整体基调是“宽货币+结构性紧信用”，上半年社会融资结构得到有效调整，房地产贷款占比持续下降，制造业、普惠小微、乡村振兴和绿色金融方面比例明显提升；虽然今年以来流动性环境一直维持在一个比较宽松的局面，央行在7月初还超预期地通过全面降准向市场投放了1万亿的流动性，现在市场出现了制造业融资有效需求不足，中小企业有融资需求却贷不到款，银行虽有资金却不愿给中小企业，而房地产融资和城投平台融资在当前监管严控的影响又放不出去的现象，正是基于此，中央提出了助力中小企业和困难行业持续恢复。

4) **做好大宗商品的保供稳价工作，纠正运动式“减碳”：**本次会议提出，“尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式‘减碳’，先立后破，坚决遏制‘两高’项目盲目发展”。这是对上半年不少地方和条线纷纷加码落实“双碳”政策，恰与国际大宗商品价格上涨、地缘政治等状况叠加，加剧部分上游原材料供应紧张问题的纠偏。

不过，在碳中和与碳达峰的政策下，市场对于大宗商品依旧有供给收缩的预期，在供给有刚性预期之下，此前国务院常务会议、国家发改委、国储局、工信部、央行虽多次强调大宗商品要“保供稳价”并采取了诸如抛储之类的举措，但收效缓慢，鉴于此，此次会议再次强调了大宗商品要“保供稳价”，我们预计，在中央决定纠正此前运动式“减碳”的大环境下，后续大

宗商品的供给弹性将会有所增加。

5) **全方位促进房地产市场健康发展：**相较于 4 月份的表述，会议强调，在继续坚持“房住不炒”的总基调下，房地产行业发展将围绕抑制投机性房产交易和扩大住宅基础属性的房产政策落地为主，提出了“稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展”的目标。

自 2020 年三季度以来，全国土地供给和成交逐步降温，部分地区下降速度较快，导致局部土地价格涨幅和溢价率偏高，对稳预期不利，因此预计下半年土地市场在供地“两集中”的基础上，土地交易活跃度可能有所回升。同时，加快保障性租赁住房建设，在用地、税收和住房租赁金融的支持下，逐步增加租赁住房供给，缓解供需缺口。针对重点地区和热点城市，将通过上调房贷利率、抬高购房门槛、规范购房行为等措施，抑制局部地区居民部门信贷较快扩张，起到稳定房价的作用。

整体来看，7 月 30 日中央政治局会议立足中国经济从疫后复苏转向正常化运行，外部环境更趋复杂严峻的阶段，开始更加关注经济运行中的“不稳固”因素，而应对之策强调在高质量发展的统领下，多方挖掘国内市场潜力。下半年宏观政策的重心在于统筹今明两年的政策衔接，也就是从正常化逐渐转向更积极主动地发力：财政政策方面，更加强调财政政策发力，要求今年底明年初形成实物工作量，抓手是“十四五”规划重大工程项目；货币政策方面，继续强调补短板，并明确增强自主性，倾向于更多释放人民币汇率弹性来平衡内外部压力；绿色转型方面，本次会议对前期“双碳”政策落实中失于统筹、失于磋商、失于论证进行纠偏，明确“先立后破”的实施步骤，对于缓和大宗商品涨价压力、防范潜在金融风险具有重要意义。

从国家统计局 8 月公布的 1-7 月主要经济数据以及央行公布的社融数据来看，一方面，生产、消费、投资等多项指标的同比增速放缓，不及市场预期；另一方面，7 月新增人民币贷款大致符合预期，但银行贷款、影子信贷、政府债券净发行共同拖累新增社融大幅走弱。

从同比的角度来看，无论是 PMI、工业增加值，或者是消费投资等代表国内需求的指标，还是 M1、M2、社融等货币指标，较 6 月份都有明显下滑。

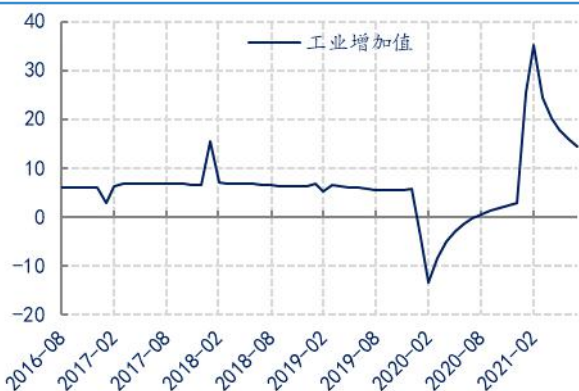
从连续两年平均增长率的角度来看，这些指标的表现也都比 6 月份差。价格水平虽然相对稳定，但是就业方面表现出来的情况是，目前就业市场的压力仍然较大，基本跟 2019 年的时候是持平的。

从供给的角度来看，生产端的工业增加值和 PMI 都在持续回落，特别是 PMI 已经连续 4 个月回落，形成下降趋势。这与供给因素扰动有关，比如天气状况、限产、芯片供应短缺和局部疫情爆发等，但这些因素的影响究竟有多大值得商榷。

从需求的角度来看，目前最大的问题已经不再是消费复苏相对缓慢，而是房地产和基建投资的全面且持续回落，只有制造业的投资依然在缓慢复苏。

7月，房地产投资和基建投资均较6月出现大幅的回落，虽然这与偶然因素有关，但这种趋势已经基本确立。而制造业投资仍呈持续复苏之势，主要是跟海外需求带来的出口景气回升密不可分。

图 8：工业增加值已连续 5 个月累计同比落



数据来源：Wind 新世纪期货

图 9：制造业 PMI 已连续四个月回落并处于荣枯分界点附近



数据来源：Wind 新世纪期货

图 10：国内房地产开发投资同比持续下滑



数据来源：Wind 新世纪期货

图 11：国内基建投资同比持续下滑



数据来源：Wind 新世纪期货

综合来看，一方面，我们预计：受高基数拖累影响，下半年国内 GDP 同比将继续缓步回落，但全年 GDP 同比增速将稳定在 8%-8.5% 之间；受上游价格逐步传导因素影响，国内 CPI 同比或将在至年底的这几个月中呈现进一步回落之势，而 PPI 同比则将上冲至 9%-9.5% 后缓步回落；受海外疫情的持续影响，国内出口同比增速将继续放缓；受国内房地产市场的持续调控影响，国内房地产投资增速将进一步回落；虽然地方政府专项债券新发行量或将继续收缩，但从“730”

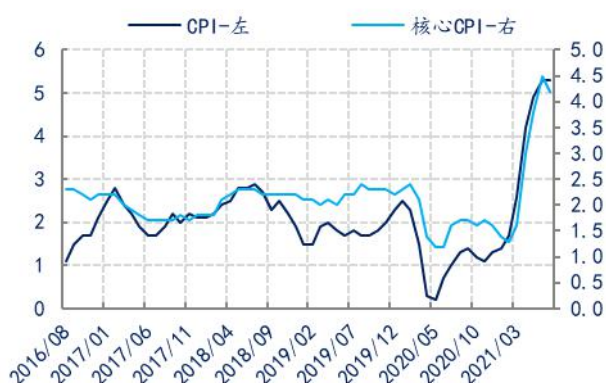
政治局会议定调财政政策来看，国内基建投资增速将企稳回升；另一方面，从“730”政治局会议定调货币政策来看，下半年，流动性环境仍将维持在一个比较宽松的局面，国内整体信贷同比增速或将有所回升，信贷脉冲跌幅或将缩小，维持之前年内还有一次降准的预判。

3. 美国再陷债务上限危机 美联储或将于年内启动 QE Taper

1) 美国通胀持稳于高位只是暂时的，未来仍将继续走强

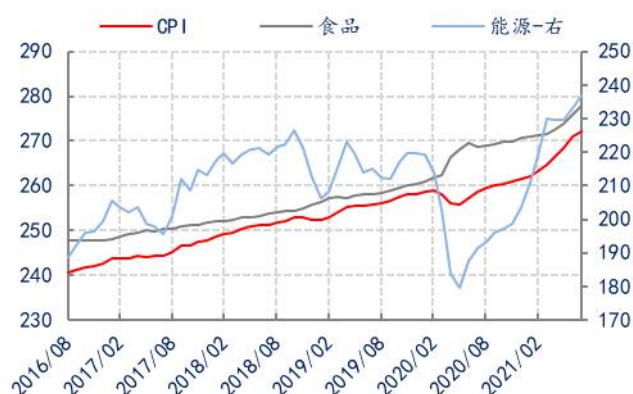
虽然美国 7 月 CPI 持稳于高位并未出现进一步的上升，但我们认为这只是暂时性的，随着供需错配的进一步加剧，未来美国通胀仍将呈走强之势（详见 6 月月报）。

图 12: 美 7 月 CPI 持稳于高位



数据来源：美国劳工部 新世纪期货

图 13: 能源与食品仍将持续推动 CPI 走强



数据来源：美国劳工部 新世纪期货

图 14: 今年以来，美国零售库存再度进入下行通道快速去化，而生产端库存则持续攀升



数据来源：美国商务部 新世纪期货

2) 美国再度陷入债务上限危机

7月底-8月中旬，我们看到美国财长耶伦多次表态，要求国会尽快提高债务上限，但在8月10日，美国四十六名共和党参议员向民主党人发出严厉警告，宣称不会投票支持提高债务上限，此举可能导致美国财政部最早于9月发生债务违约。与此同时，美国民主党人拒绝在11日通过的预算决议中加入提高债务上限的措辞，这意味着下一个解决此问题的机会可能要落在权宜融资法案上了，该法案必须在9月30日之前通过才能避免政府停摆。

长期来看，美国财政开支大于收入，债务上限必须提高。如果债务上限没有提高，财政部将面临无法发债的窘境，美国政府也将面临技术性违约，但出现实质性违约的可能性较小。历史上出现过1995、2011年、2013年三次债务上限危机导致的政府技术性违约，最终两党通过妥协提高或延迟债务上限。

本次美国政府债务上限提高短期完成可能性并不高。由于目前美国国会民主、共和两党远未就提高债务上限达成共识，且众议院自8月1日开始休会，则立法程序需等到9月后才能继续。若两党达成一致，需要在参议院获得60票通过，这一情形的概率相对偏低；若通过“预算调节”的方式通过（仅需民主党内部51票即可），但大概率要与新财年的财政计划绑定，预计最早也是在10月通过。

为应对风险，美国财政部于7月30日正式在美国各州停止债券发行，同时财政部于8月2日启动特别措施“应急现金保护计划”，即允许财政部在不发出新债的情况下直接支付政府账单。“应急现金保护措施”和TGA账户余额资金共可提供约8290亿美元。

根据美国CBO和两党财政中心预测，7-9月美国财政赤字为7620亿美元。基准情形下，财政资金将于11月中旬耗尽（约为8110亿美元）。乐观情形下，经济超预期复苏，税收收入增加，财政资金将于12月耗尽。悲观情形下，疫情恶化增加财政支出，减少税收，财政资金将提前至10月耗尽。

财政停摆可能导致美债技术性违约，将冲击金融市场的风险偏好，主要表现为股票市场大幅下跌，美元指数走弱，避险资产如债券、黄金等上涨。

图 15: 二季度美国政府杠杆率已升至 123%



数据来源: 美国财政部 新世纪期货

图 16: 美国财政收支情况



数据来源: 美国财政部 新世纪期货

3) 美联储或将于年内启动 QE Taper

我们在之前三季度季报与 8 月月报中均预判美联储将在年内启动 QE Taper。

从美联储的 7 月议息会议纪要来看, 所有的决策委员都认为, 经济已经在充分就业和价格稳定的目标上取得了长足进步。大多与会者认为, 在价格稳定方面的“实质性进展”标准已经达到, 但在实现充分就业目标方面, “实质性进展”的标准尚未达到。虽然就业市场表现还有待提高, 但近期的新增非农和劳动空缺数据表明劳动力市场正在迅速回暖。

不过, 7 月会议开始时, 6 月非农数据已经公布但 7 月非农数据还未公布, 虽然 6 月和 7 月非农数据都表现强劲, 但 7 月的数据未被纳入决策委员的考虑范围之内。这一点较为关键, 因为 FOMC 与会者在 7 月会后表明会持续关注就业数据。其中, FOMC 中最鸽派的明尼阿波利斯联储主席卡舍卡利在会后表示, 如果我们看到更多这样的 (6 月) 就业数据, 那我认为经济已经取得了很大的进步, 并且也是时候开始购债缩减了。所以, 我们认为, 7 月就业数据将给 FOMC 一剂强心剂, 并加快对 Taper 的决策和讨论。

鉴于往年经验, 预计 FOMC 将在正式开始 Taper 前的至少一次会议中宣布 Taper 决策。并且, 在 7 月新闻发布会上, 鲍威尔提到委员会尝试将自己的想法更清晰传达给市场, 无论是从声明、纪要、还是联储成员发表的公开评论中。

虽然纪要没有明确表明 Taper 的节奏和持续时间, 但一些与会者表示, 基于近期持续的高通胀数据和过于宽松的货币环境, 委员会应该尽早开始准备资产购买缩减, 避免通胀风险和金融系统风险持续上行。也有与会者认为德尔塔毒株给经济和劳动力市场带来了限制, 从而对中期通胀产生下行压力。总体来说, 委员会对 Taper 的态度取决于参会者对通胀和经济的展望, 但对比上一次纪要可以看出, 有更多的决策委员表达了对通胀超预期的担忧。

此外，从 8 月以来美联储多达十二位地方联储主席与美联储副主席克拉里达等官员的表态来看，当前美联储对于 Taper 的态度已趋于鹰派。与此同时，在 8 月底即将举行的 Jackson Hole 全球央行年会上，我们预计美联储主席鲍威尔可能会就 Taper 这个话题进行讨论，并在 9 月的议息会议上持续推进。

美联储在决定正式开始 Taper 之前会给市场更明确和强烈的信号以引导市场，避免发生 2013 年时的“缩减恐慌”。由于今年美联储还剩下 9 月、11 月和 12 月三次议息会议，我们认为联储会在 9 月议息会议上给市场更多 Taper 的细节和信号，引导市场预期，在 11 月议息会议上宣布 Taper，在 12 月会议上正式启动 Taper。

二、宏观利空与悲观预期袭扰致短期油价下滑 OPEC 供给侧将支撑油价上行

回顾八月以来的国际原油价格走势，我们看到，在 Delta 病毒持续肆虐全球的大背景下，EIA、IEA 与 OPEC 三大机构大幅下调今年下半年全球原油供需缺口，叠加美国白宫施压 OPEC 增产、欧美夏季出行季接近尾声、美联储年内将启动 Taper、中美经济数据不及预期、美国从阿富汗仓促撤军使得塔利班轻松夺取阿政权并引发中东局势进一步紧张等因素的影响，国际原油价格自 8 月初以来跌跌不休，直至月底才开始有所反弹。

图 17: ICE 与 WTI 原油价格对比

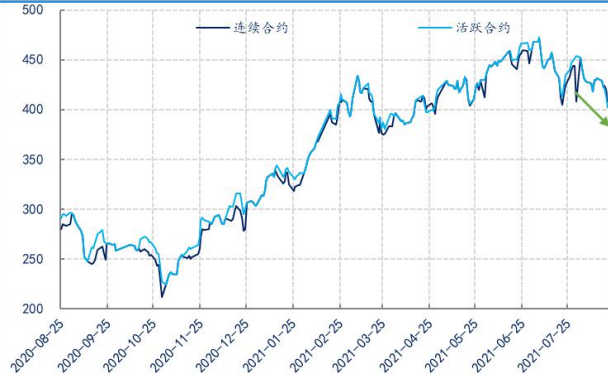
美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: INE 原油价格对比

元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 三大机构大幅下调今年下半年全球原油供需缺口

从 8 月 EIA、IEA、OPEC 三大国际原油机构发布的月报来看：

- 1) 需求方面：EIA 与 OPEC 对 2021 年全球原油需求预估与上月持平，分别为 533 万桶/日与 595 万桶/日，而 IEA 则将需求预估较上月下修 5 万桶/日至 534 万桶/日。
- 2) 非 OPEC 供应方面：EIA 预计今年非 OPEC 供应同比较上月上修 4 万桶/日至 110 万桶/日，预计今年美国供应将同比增加 12 万桶/日，2022 年将同比增加 128 万桶/日；OPEC 预计今年非

OPEC 供应同比较上月上修 24 万桶/日至 109 万桶/日，主要是将俄罗斯产量大幅上修 15 万桶/日，将美国今年产量增幅较上月上修 3 万桶/日至 12 万桶/日；IEA 对今年非 OPEC 供应同比增幅较上月下修 4 万桶/日至 86 万桶/日。

3) OPEC 产量方面：EIA 口径下，OPEC7 月产量环比增加 68 万桶/日至 2671 万桶/日，增幅主要来自沙特增加 50 万桶/日；OPEC 口径下，7 月产量环比增加 64 万桶/日至 2666 万桶/日，增幅同样主要来自沙特，7 月 OPEC 整体减产合规率在 115%；IEA 口径下，7 月 OPEC 产量环比增加 67 万桶/日至 2668 万桶/日，增幅同样主要来自沙特，OPEC 整体合规率为 116%。

4) 供需缺口方面：根据 EIA 的供需平衡表，今年一至四季度全球原油供需差分别为-190 万桶/日、-180 万桶/日、-100 万桶/日、-30 万桶/日，其中三季度缺口较上月大幅下调；根据 OPEC 的供需平衡表，今年一至四季度全球原油供需差分别为 137 万桶/日、-49 万桶/日、-132 万桶/日、-135 万桶/日，其中三季度与四季度缺口分别较上月下调 34 万桶/日和 124 万桶/日；根据 IEA 的报告，与 OPEC 报告类似，其将三季度与四季度进行了大幅的下修。

(二) OPEC 7 月减产执行率环比回落 5 个百分点

根据 OPEC 8 月月报中二手数据源显示，2021 年 7 月，OPEC 原油总产量 2666 万桶/天，环比增长 64 万桶/天，增量主要来自沙特。7 月，沙特原油产量 940 万桶/天，环比增长 50 万桶/天。OPEC 减产国继续维持严格减产，根据我们测算，OPEC 减产国 7 月减产执行率 115%，较 6 月 120%下降 5 个百分点。

表 1: OPEC 原油产量

单位：万桶/日

国家	减产基准	协议减产量	减产后有效产量	实际产量			
	Oct-18	2021 年 7 月	2020 年 7 月	May-21	Jun-21	Jul-21	7 月环比
OPEC 减产 10 国							
阿尔及利亚	106	15	91	89	90	91	1
安哥拉	153	21	132	108	112	108	-4
刚果	33	4	28	26	27	26	0
赤道几内亚	13	2	11	11	11	10	-1
加蓬	19	3	16	18	17	18	1
伊拉克	465	64	402	395	392	398	6
科威特	281	38	243	236	238	243	4
尼日利亚	183	25	158	141	139	144	5
沙特阿拉伯	1100	151	950	848	891	940	50
阿联酋	317	43	274	264	268	272	4
OPEC 减产 10 国合计	2668	365	2303	2136	2185	2250	65

伊朗				244	247	249	2
利比亚				116	116	117	0
委内瑞拉				53	54	51	-3
OPEC 总计				2545	2602	2666	64

数据来源：OPEC 月报，新世纪期货

（三）中国国内原油进口收紧，美国页岩油产量难以大幅增加

根据国家统计局数字，2021 年 7 月，国内加工原油 5906 万吨，同比下降 0.9%；但 1-7 月份加工原油 41241 万吨，同比增长 8.9%，说明近期的原油需求明显下降。与此同时，2021 年 7 月份，国内进口原油 4124 万吨，同比下降 19.6%；今年 1-7 月份，国内总计进口原油 30183 万吨，同比下降 5.6%。由于 6 月 12 日稀释沥青征收消费税政策的落地，以及国家对于原油进口配额的收紧，说明市场对于地炼以及不规范的炼厂开始从严。与此同时，对于成品油出口开始限制。我们认为国家在鼓励内需的同时，希望能够提高国内生产的产品的附加值，而不是把简单的生产环节留在国内。对于成品油市场的规范，也有利于大炼化的油品盈利以及化工品附加值的提升。

图 19：国内原油进口量与加工量同比对比



数据来源：Wind 新世纪期货

从当前美国的原油钻机数量来看，虽然自年初以来美国原油钻井总数呈稳步回升之势，但开钻未完成数却大幅回落，特别是在二叠纪盆地区域内，说明美国对库存井的继续压裂超过其新的钻探开发，我们在之前 3 月月报中曾提到，在拜登上台并开始兑现“加强对美国页岩水力

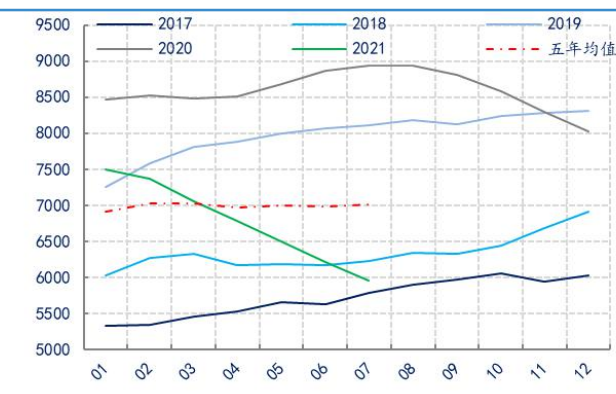
压裂技术的监管，禁止在联邦土地上开采水力压裂技术，以及在更大范围内放弃使用化石燃料”的承诺、大力推行新能源政策的影响下，虽然油价呈现回升之势，但美国页岩生产商仍然对新的资本开支表示谨慎，新增资本开支的难度仍然较大。虽然美国能源部此前预期美国页岩油产量将在 9 月出现大幅的增长，但从目前钻机数量，特别是开钻未完成数的大幅走弱来看，我们认为美国 9 月页岩油产量大幅增长的预期仍有待商榷。

图 20： 美原油钻井总数自年初以来缓步增加



数据来源：EIA 新世纪期货

图 21： 美原油钻井开钻未完成数自年初以来大幅减少



数据来源：EIA 新世纪期货

综合来看，我们认为，虽然今年 7 月 OPEC+ 内部爆发内斗，但从当前全球原油的供应量来看，沙特对于全球原油的价格依然存在主导权，在美国页岩油产量呈现大量增长之前，OPEC+ 仍可通过产量的控制来调节油价，国际原油价格仍将恢复上行之势。

（四） 未来原油价格走势判断与交易策略

综合来看，一方面，虽然三大机构的月报均下修今年全球原油供需缺口、美国呼吁 OPEC+ 提高石油产量、EIA 预期 9 月美国页岩油产量大增、OPEC 减产执行率下滑，均对短期油价形成利空，但从供需平衡来看，供需缺口虽被下调，但短期之内供需短缺之势仍将无法逆转，与此同时，美国页岩油产量的大增仍有待商榷；另一方面，虽然当前全球第四轮疫情持续快速扩散，但随着西方国家开始注射加强针、国内疫情趋于稳定、美国原油与汽油的可供应天数降至五年历史同期均值附近，整体需求将呈现复苏回暖之势。此外，当前伊核问题仍陷于僵局之中，伊朗原油至少在年底之前仍无法重返全球原油市场。

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，全球原油的消费增速在经历疫情与宏观的双重扰动后仍将恢复增长，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、供应干扰持续与消费旺季即将到来及库存低位将支撑铜价上行

自 8 月以来，我们看到，在 Delta 病毒持续肆虐全球的大背景下，中美宏观经济数据的利空——特别是市场对于美联储年内将启动 Taper 的预期上升，使得悲观情绪一直萦绕在市场上空，进而导致内外盘铜价自月初以来跌跌不休，无视智利铜矿的罢工、五矿秘鲁铜矿的封锁、国内限电导致的检修提前、刚果铜矿的政治风险、阿拉山口口岸的全面停工导致哈萨克斯坦铜精矿无法入关、马来西亚的废铜供应紧缺等利多因素的影响，直至月底，随着中国疫情的好转以及即将到来的消费旺季，铜价才企稳回升。

图 22： 内外盘铜价走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

（一）铜：供应干扰不断，消费旺季即将到来

1. 南美铜矿罢工风险依然存在，缺水减产风险也不容小觑，国内冶炼厂被迫检修减产

自月初以来，南美的智利接连爆出铜矿罢工事件，截至目前，虽然 Escondida 铜矿与 BHP 达成了新的劳资合同，但日本 JX 金属株式会社的 Caserones 铜矿与智利国有铜业公司 Codelco 旗下的 Andina 铜矿、El Teniente 铜矿的罢工仍在持续。

从三个铜矿的罢工影响来看，主要聚焦于 El Teniente 铜矿，该铜矿去年产铜 44.32 万吨，是全球十大铜矿之一，虽然当前的劳资合同将于 10 月底到期，但五大工会已于 19 日正式拒绝在正式谈判期之前（9 月 14 日）提供劳动的劳动合同并宣布开始罢工。

除此之外，智利与秘鲁仍有多个铜矿的劳资合同将于 9-12 月到期，预计后期南美铜矿罢工事件仍将层出不穷，这或将使得全球铜矿的供应呈现进一步收紧之势，进而对铜价形成上涨支撑。

图 23： 潜在罢工风险依然存在

Labour contract expiry dates during the remainder of 2021 (Kt)

Operation	Type	Production	Operator	Country	Expiry Date
Las Ventanas	Smelter/Refinery	100	Codelco	Chile	Jan-21
Lomas Bayas	Mine - SXEW	75	Glencore	Chile	Jan-21
Los Pelambres	Mine - Concs	365	Antofagasta Minerals	Chile	Feb-21
Spence	Mine - SXEW	171	BHP	Chile	Mar-21
Radomiro Tomic	Mine - SXEW	198	Codelco	Chile	Mar-21
Radomiro Tomic	Mine - Concs	55	Codelco	Chile	Mar-21
Chuquibambilla	Mine - Concs	388	Codelco	Chile	Mar-21
Chuquibambilla	Mine - SXEW	37	Codelco	Chile	Mar-21
Las Ventanas	Smelter/Refinery	100	Codelco	Chile	Apr-21
Mina Ministro Hales	Mine - Concs	152	Codelco	Chile	May-21
Spence	Mine - SXEW	171	BHP	Chile	May-21
Cerro Colorado	Mine-SXEW	65	BHP	Chile	Jun-21
Andina	Mine - Concs	188	Codelco	Chile	Jul-21
Salvador	Mine - Concs	33	Codelco	Chile	Aug-21
Escondida	Mine - Concs	915	BHP Billiton /Rio Tinto	Chile	Aug-21
Escondida	Mine - SXEW	228	BHP Billiton /Rio Tinto	Chile	Aug-21
Cerro Colorado	Mine - SXEW	65	BHP	Chile	Aug-21
Caletones	Smelter/Refinery	335	Codelco	Chile	Oct-21
El Teniente	Mine - Concs	413	Codelco	Chile	Oct-21
Salvador	Mine - SXEW	22	Codelco	Chile	Oct-21
Collahuasi	Mine - Concs	650	Anglo American/Glencore	Chile	Oct-21
Gaby	Mine - SXEW	101	Codelco	Chile	Oct-21
Mina Ministro Hales	Mine - Concs	152	Codelco	Chile	Nov-21
El Soldado	Mine - Concs	45	Anglo American	Chile	Dec-21
Sierra Gorda	Mine - Concs	147	KGHM	Chile	Dec-21
Various	Mine - Concs	#N/A	Southern Copper	Peru	May-21
Cuajone	Mine - Concs	170	Southern Copper	Peru	Jul-21
Ilo	Smelter/Refinery	290	Southern Copper	Peru	Jul-21
Antamina	Mine - Concs	364	BHP/Glencore/Teck	Peru	Jul-21
Cerro Verde	Mine - Concs	379	Freeport Americas	Peru	Aug-21
Cerro Verde	Mine - SXEW	31	Freeport Americas	Peru	Aug-21

数据来源：CRU 新世纪期货

除了潜在的罢工风险之外，当前智利的几大铜矿均存在因缺水而减产的窘境，8月20日，智利第一环境法院下令必和必拓的Cerro Colorado铜矿因环境问题停止从含水层抽水，这将导致其停产，而该铜矿2020年的铜产量约占智利总产量的1.2%；无独有偶，Antofagasta铜矿于近日发出警告称，由于供水紧张，其今年产量将低于预期（73万吨-76万吨）至71万吨-74万吨，虽然其削减幅度并不大，但中断凸显了在世界上最干燥的沙漠之一运营矿山的挑战，作为应对措施，其正在建设一座海水淡化厂，但该厂要到2022年下半年才能投入运营，这将使明年的另外5万吨铜产量面临风险。

除了南美矿端的供应干扰之外，国内冶炼端8月受南方有河南地区持续限电影响，广西部分冶炼厂将其检修计划提前至8月，与此同时，江西冶炼厂在计划内检修电解槽及鲁东冶炼厂意外事故导致被迫检修亦对国内8月电解铜产量产生较大的影响，预计国内8月电解铜产量将环比出现下滑。

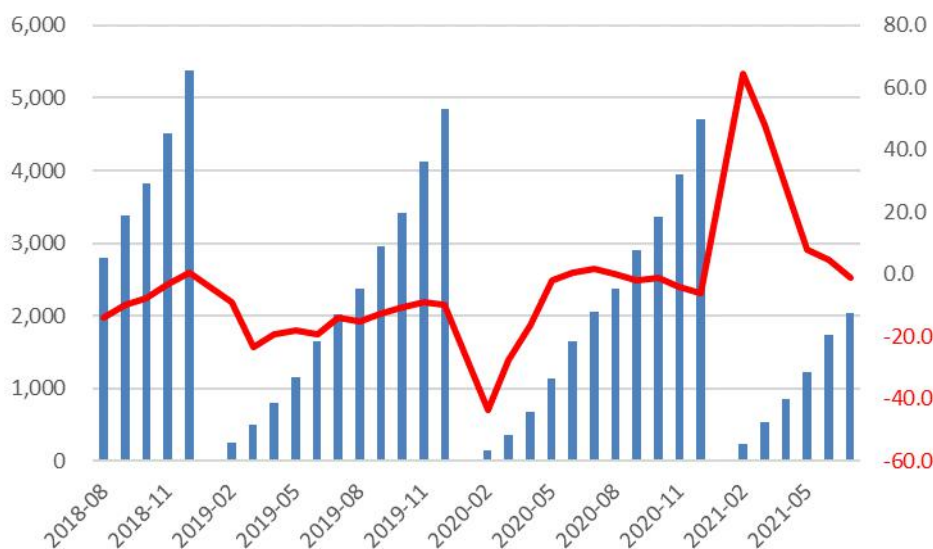
2. 需求端：消费旺季即将到来，电网投资将成为消费中的亮点

国家电网于今年4月宣布2021年电网投资计划为4730亿元，高于去年的4500亿元，如果考虑南方电网等公司的投资，今年电网的基建投资有望超过5000亿元。当前国家电网已累计建成投运“14交12直”特高压输变电工程，在建“3直”特高压输电工程，电网投资的进一步扩

张将有望带动铜需求的提升。

此外，从截止 7 月已完成的电网基本建设投资额来看，约占今年电网投资计划的 40%，也就是说还有 60% 的电网投资（近 3000 亿元）需在下半年开足马力完成，这将极大地拉动铜的需求。

图 24： 下半年电网投资还有 60% 的计划将要完成，这将拉动铜的消费需求



数据来源：Wind 新世纪期货

3. 库存：交易所库存与社会库存均处于历史同期低位

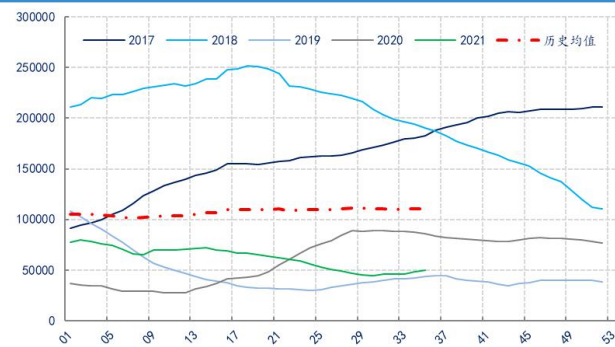
截至 8 月 20 日当周，LME 铜库存为 24.145 万吨，位于五年历史同期均值附近，处于相对较低的位置；COMX 铜库存为 4.8223 万吨，位于五年历史同期均值下方，处于相对较低的位置；SHFE 铜库存为 8.5575 万吨，位于五年历史同期均值下方且为五年历史同期的低位；上海保税区铜库存为 34.4 万吨，位于五位于五年历史同期均值下方，处于相对较低的位置；综合来看，当前全球铜的显性库存为 71.8248 万吨，位于五位于五年历史同期均值下方，仅略高于去年同期的水平，处于五年历史同期相对较低的位置。相对于即将到来的消费旺季，全球显性库存的相对低位将为铜价的回升奠定坚实的基础。

图 25: LME 铜库存五年历史同期对比



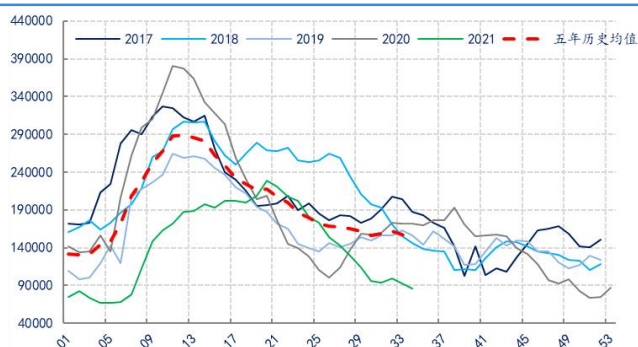
数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: COMEX 铜库存五年历史同期对比



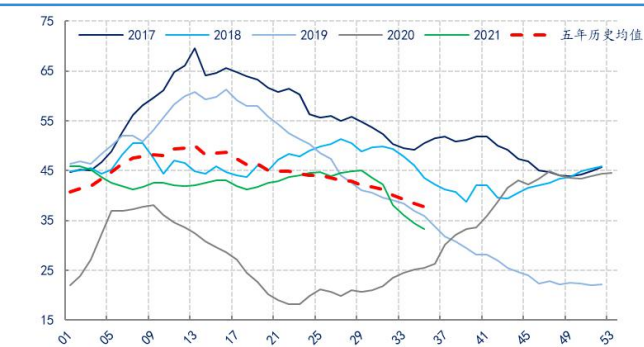
数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: SHFE 铜库存五年历史同期对比



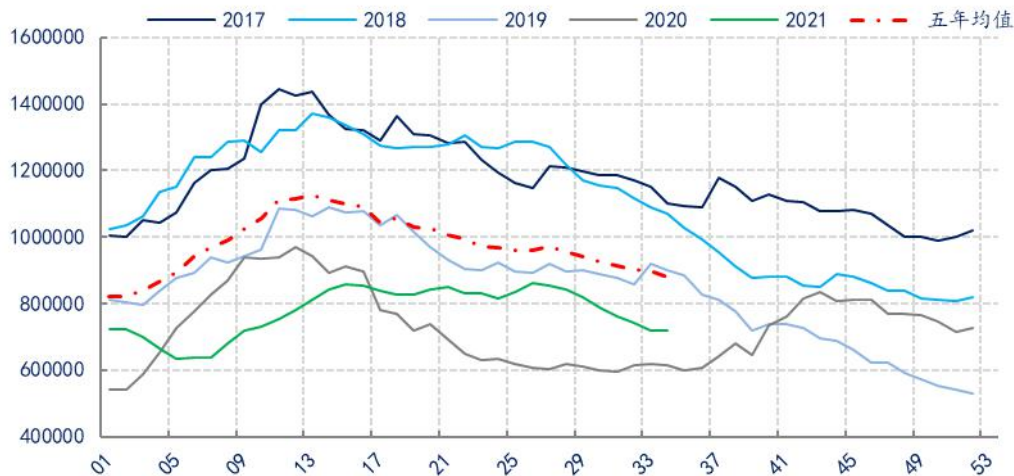
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 上海保税区铜库存五年历史同期对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 全球铜显性库存处于五年历史同期低位



数据来源: Wind 新世纪期货

(二) 未来走势判断与交易策略

综合来看,我们认为,虽然当前全球第四轮疫情正在扩散,但随着国内疫情的好转以及西

方发达国家开始注射加强针和即将到来的消费旺季，铜价将企稳回升；而从供需基本面来看，一方面，从供应端来看，受南美矿端供应干扰持续、阿拉山口口岸停工导致哈萨克斯坦铜精矿无法入关、国内部分冶炼企业因检修导致产量下滑、马来西亚封闭导致废铜进口持续收紧等因素的影响，国内矿端与冶炼端及废铜的供应仍将持偏紧。另一方面，从消费端来看，随着旺季的到来以及国内下半年电网投资还有 60% 未完成、洋山港铜溢价不到一个月就翻番，铜的消费仍将稳步回升，此外伴随着全球显性库存的持续低位，全球铜价将易涨难跌。

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/>