

## 宏微观基本面整体向好，通胀预计将进一步加剧

——5月份沪铜走势展望

2021年4月27日

### 要点提示：

- 1、印度疫情恶化对铜价干扰有限，全球加快疫苗研发工作；
- 2、美联储保持宽松货币政策概率大，通胀预期将持续；
- 3、国内宏观政策稳字当头，关注城投融资风险；
- 4、供应端依旧偏紧，库存有望迎来拐点；
- 5、需求短期承压，碳中和托底铜中长期消费。

## 华安期货

投资咨询部

有色金属研究组

何磊 分析师

从业/投资咨询证号

F3033837/Z0014522

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号

F0251054/Z0001643

电话：0551-62839067

Email: tzzx@haqh.com

网址: [www.haqh.com](http://www.haqh.com)

华安期货温馨提示：

懂市场，控风险

重理性，慎投资

### 市场展望

印度疫情出现了新一波爆发，但从印度进出口产品结构及铜的货币属性方面考虑，本次疫情失控对铜价可能是利好信号。最新公布的3月数据普遍乐观，预期着美国经济复苏信心增强，但不足以表明经济已全面恢复。当前美国失业率还处于高点，回落至低点的时间未知，同时，疫情背景下美联储也许会放宽对通胀的容忍度，预计短期内全球通胀将进一步加剧。我国宏观政策将继续保持稳定性，推进高质量发展。

南美国家开始关闭边境，并加强相关的疫情防控措施；智利港口停运站点，员工参与罢工，可能给铜精矿供应带来一定压力。全球铜库存水平较低，虽出现小幅增加，但随着消费逐渐走入旺季，有望迎来拐点。终端消费短期释放有一定压力，在“碳中和”背景下，铜的中长期需求仍向好。整体来看，铜的宏微观基本面仍然向好。

### 投资策略

虽然预计基本面良好，但由于宏观利好的集中释放，铜价快速上涨，风险积聚较快。因此建议多头采取买入看涨期权的方式持仓，同时可考虑买入深度虚值看跌期权规避价格快速回撤风险。

<b>一、行情回顾</b>	<b>3</b>
<b>二、宏观经济分析</b>	<b>3</b>
(一) 印度疫情恶化对铜价干扰有限，全球加快疫苗研发工作	3
(二) 美联储保持宽松货币政策概率大，通胀预期将持续	4
(三) 国内宏观政策稳字当头，关注城投融资风险	5
<b>三、供需：供给短期有扰动，碳中和托底中长期消费</b>	<b>6</b>
(一) 供应端依旧偏紧，库存有望迎来拐点	6
(二) 需求短期承压，碳中和托底铜中长期消费	7
<b>四、市场展望与投资策略</b>	<b>8</b>

## 一、行情回顾

四月上旬铜价延续了上月震荡走势,下旬呈偏强节奏,沪铜主连整体涨幅超9%。主要利空因素是欧洲经济受到疫情扰动,同时国内旺季强劲的需求似乎被推迟,铜现货持续贴水运行;而主要利多因素一是全球超宽松货币政策,导致市场对通胀的预期比较强烈,二是南美关闭边境及秘鲁总统大选都或将给铜精矿供应带来干扰;三是中国碳中和托底铜中长期消费。主力多空力量偏多,四月铜价整体涨幅较大。

图 1 沪铜主连日度 K 线图



资料来源: 华安期货投资咨询部; 文华财经

## 二、宏观经济分析

### (一) 印度疫情恶化对铜价干扰有限, 全球加快疫苗研发工作

印度疫情出现了新一波“海啸式”爆发, 每日新增确诊病例数都超过30万。全球金融经济对印度疫情担忧, 可能会延长全球经济复苏, 让本来活跃度刚增加的大宗商品市场再次备受打击。但从印度主要进出口产品结构, 以及铜的货币属性方面考虑, 本次疫情失控可能对铜价形成支撑。另外, 从四月下旬大盘表现来看, 市场乐观情绪依然浓厚。

当前各国都在加快推进疫苗接种, 将控制疫情的砝码压在疫苗上。目前中国累计报告接种新冠疫苗超过2亿剂次, 除已获批附条件上市或紧急使用的新冠疫苗外, 还有十几个新冠疫苗已进入临床研究。随着疫苗产能的扩大以及接种范围的普及, 预计疫情有望得到进一步控制。

## (二) 美联储保持宽松货币政策概率大，通胀预期将持续

此前市场对于美联储将以快于预期的速度收紧货币政策以及加息的预期升温，主要是基于在美国经济超预期复苏的情况下，美国通胀率将快速上涨和以美国10年期国债收益率为代表的美债收益率的显著上行。

最新公布的3月数据普遍乐观，预期着美国经济复苏信心增强，但程度不足以表明已全面恢复。一是，在去年低基数的对比下，难免让市场产生对美国经济恢复超预期的想法。二是，美国疫情并未消散。截止4月26日，美国新冠肺炎确诊病例已达3171万例，死亡病例达59万，单日新增病例甚至仍然高达几千例。虽然美国已经开始大规模开始接种疫苗，但确诊病例和住院病例仍在持续增加。三是，联邦财政赤字快速扩大。3月美国财政赤字高达6600亿美元，成为美国历史上排名第三的月度财政赤字最高记录。另外，根据美国国会预算办公室2月预计，2021财年美国财政赤字将达到2.3万亿美元，不包括1.9万亿美元紧急救援计划以及近3万亿美元的基建计划。

图 2 美国新冠疫情情况

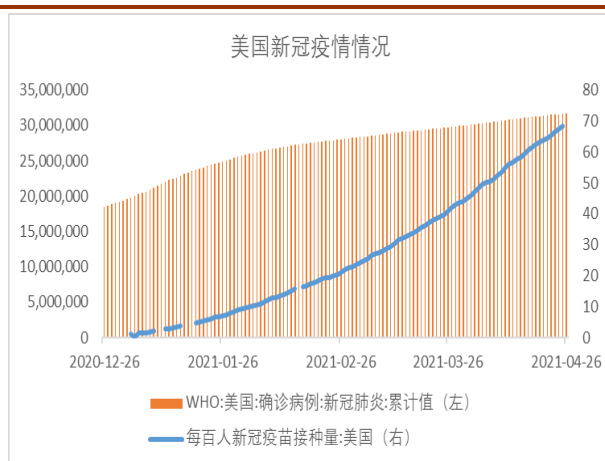
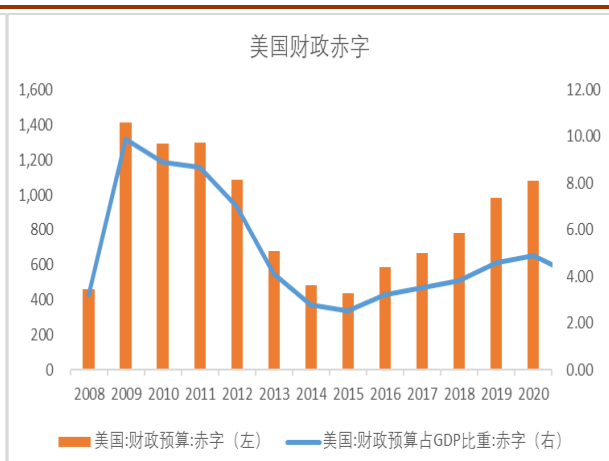


图 3 美国财政赤字



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

3月美国失业率高达6%，与2019年12月失业率3.6%相比仍有较大差距；3月ADP就业总人数为12,037万人，与2019年12月相比仍缺少864万人；最近一周初次申请和持续领取失业金人数分别接近2019年年末的2.5倍和2倍。目前美国失业率还处于高点，回落至低点的时间未知，同时也可能存在结构性失业。

最新（2021年2月）美国核心PCE物价指数为1.41%，PCE指数为1.55%，低于市场普遍认为美联储能忍受的通胀极值2%。并且疫情之下，美联储也许会放宽对通胀的容忍度。因此，就美国就业情况和通胀两方面的数据看，短期内可能还不能到达美联储加息的条件，全球通胀预计将进一步加剧。

另外，从美联储主要官员近期一系列的表态来看，“通胀的急升只是暂时的”以及“美联储仍将保持宽松货币政策”的观点是美联储官员们的共识，美联储在短期内收紧货币政策乃至加息的可能性并不大。

图 4 美国就业情况

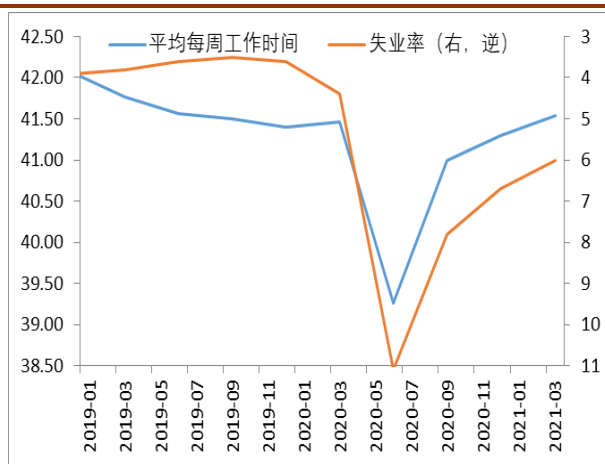
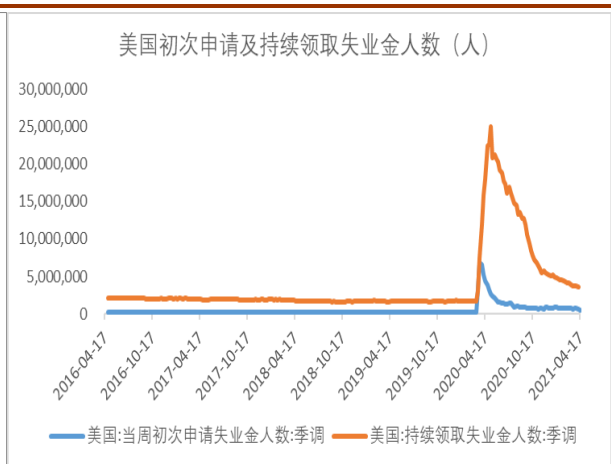


图 5 美国初次申请及持续领取失业金人数



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

### （三）国内宏观政策稳字当头，关注城投融资风险

2020年我国综合赤字规模为8.5万亿元，但广义财政支出同比增速处于历史地位，财政政策表现依然相对克制，没有体现出明显的扩张力度。2021年是“十四五”规划开局之年，我国宏观政策将继续保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，推进高质量发展。

未来也要关注城投政策变化的风险。近期财政部印发的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中提出，要清理地方融资平台公司剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重组或清算。释放了严监管的信号，如果政策变动导致城投再融资愈发困难，可能会限制基建与地产的回升空间。

图 6 国内 PMI

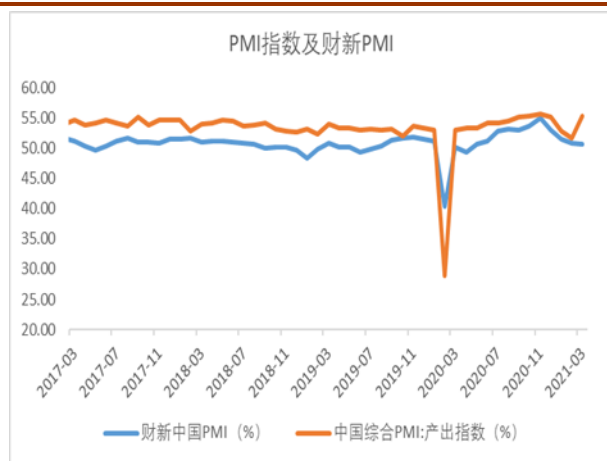
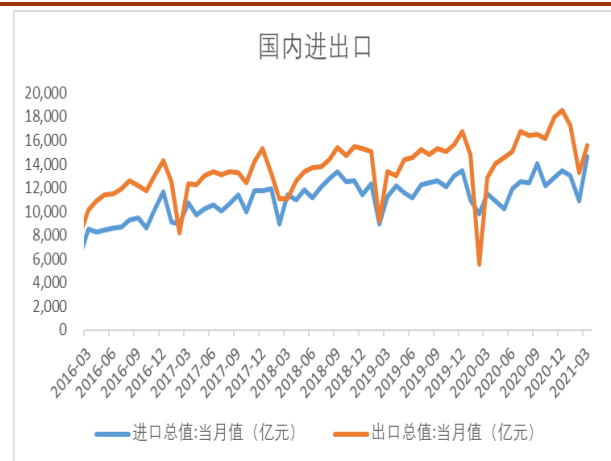


图 7 国内进出口情况



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

### 三、供需：供给短期有扰动，碳中和托底中长期消费

#### (一) 供应端依旧偏紧，库存有望迎来拐点

自去年4月以来，全球矿山铜精矿产量逐月增加，全球铜矿生产逐步恢复；中国铜矿冶炼费用持续走低，截至3月17日，每吨粗炼费已下跌至31.6美元，依然反映出的是铜精矿的供给与冶炼产能的不匹配；南美关闭边境及智利罢工扰动都或将给铜精矿供应带来干扰。

图 8 全球铜矿产量



图 9 铜精矿粗炼费



资料来源：华安期货投资咨询部；iFind

SMM统计中国一季度电解铜产量为248.11万吨，累计同比增加15.26%，预计4月国内电解铜产量为84.65万吨，同比增长12.51%。加工费持续走低，但冶炼厂减产意愿不强，电解铜产量仍处于近年来新高。

库存方面，LME与上期所库存抬升，但仍处于低位。在本轮大宗商品涨价的冲击下，下游需求略有萎缩，截至4月22日，LME铜库存15.90万吨，上期所铜库存12.47万吨。随着消费逐渐走入旺季，冶炼厂成品库存压力将可能明显减缓，有望迎来库存拐点。



图 10 我国精炼铜产量

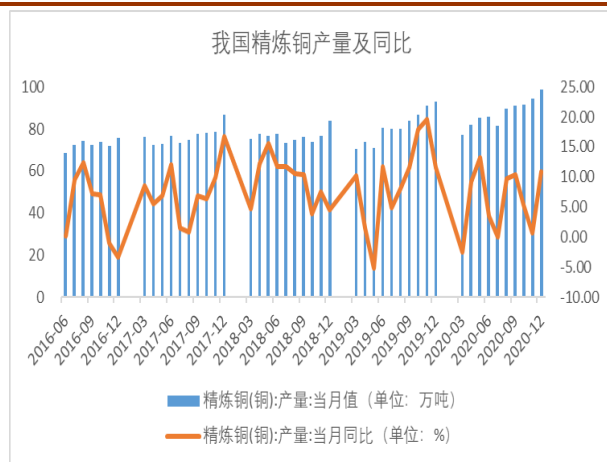
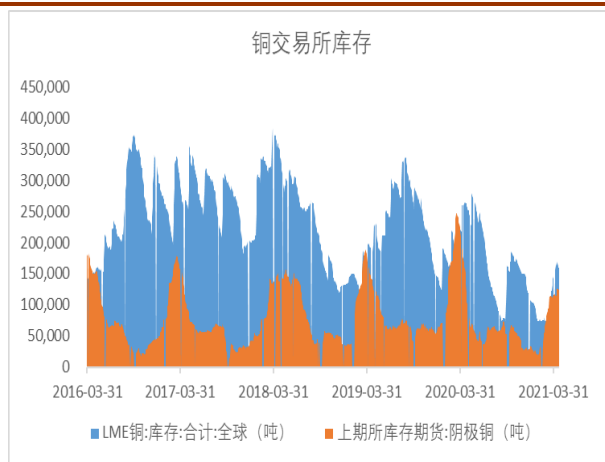


图 11 精炼铜交易所库存



资料来源：华安期货投资咨询部；iFinD、Wind

## （二）需求短期承压，碳中和托底铜中长期消费

在“碳中和”政策指引下，国家电网社会责任报告做出了2021年发展承诺：电网投资4730亿元，同比增加125亿元。趋势上看，每年电网投资总额较为平稳，呈上半年缓慢，下半年加快释放的节奏，故短期内可能难以对铜需求形成刺激。

2021年3月家用空调产量和库存量分别为1683.20万台、2040.96万台，二季度国内将迎来空调销售旺季，但目前空调库存处于历史高位，短期内或将在一定程度上抑制铜需求。

图 12 电网工程投资累计完成额

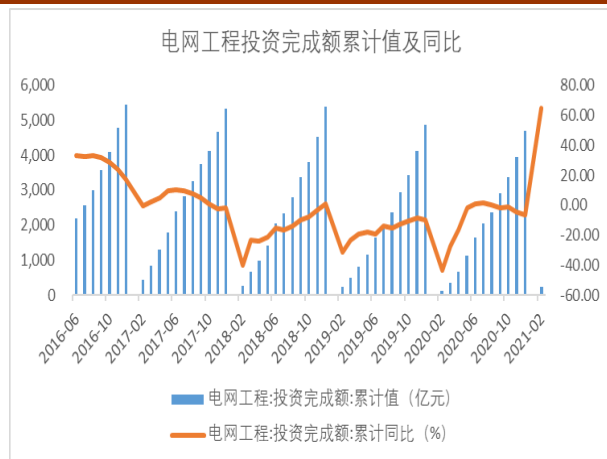
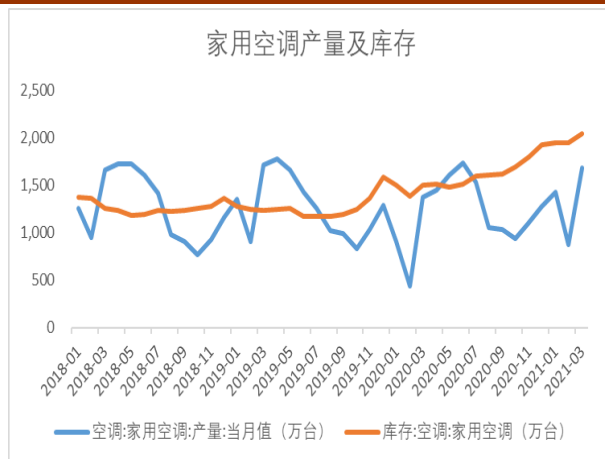


图 13 家用空调产量及库存



资料来源：华安期货投资咨询部；iFinD

2021年3月新能源汽车产量23.3万辆，同比增长264%。商务部大力刺激汽车消费，尤其是新能源汽车消费，新能源汽车是传统汽车用铜量的4倍左右。在“碳中和”背景下，新能源汽车的发展对铜的需求或有较大提振。

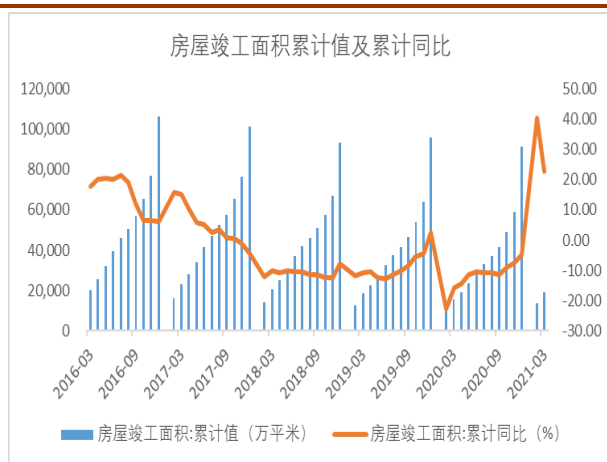
近段时间商品房销售表现不错，刨除2020年低基数的影响，近年来房屋竣工端总体呈平稳趋势。但中长期来看，住宅用地交易面临的诸多压力，外部金融环境有

收紧的可能，尤其是在三道红线政策、央行房贷集中度管理政策下，房企资金压力或增大，这些利空因素或将减少土地交付面积。

图 14 汽车与新能源车产量当月同比



图 15 房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：华安期货投资咨询部；iFinD、Wind

## 四、市场展望与投资策略

### 市场展望

印度疫情出现了新一波爆发，但从印度进出口产品结构及铜的货币属性方面考虑，本次疫情失控对铜价可能是利好信号。最新公布的3月数据普遍乐观，预期着美国经济复苏信心增强，但不足以表明经济已全面恢复。当前美国失业率还处于高点，回落至低点的时间未知，同时，疫情背景下美联储也许会放宽对通胀的容忍度，预计短期内全球通胀将进一步加剧。我国宏观政策将继续保持稳定性，推进高质量发展。

南美国家开始关闭边境，并加强相关的疫情防控措施；智利港口停运站点，员工参与罢工，可能给铜精矿供应带来一定压力。全球铜库存水平较低，虽出现小幅增加，但随着消费逐渐走入旺季，有望迎来拐点。终端消费短期释放有一定压力，在“碳中和”背景下，铜的中长期需求仍向好。整体来看，铜的宏观基本面仍然向好。

### 投资策略

虽然预计基本面良好，但由于宏观利好的集中释放，铜价快速上涨，风险积聚较快。因此建议多头采取买入看涨期权的方式持仓，同时可考虑买入深度虚值看跌期权规避价格快速回撤风险。