

研究创造价值

姓名：程小勇

电话：0571-87633890

报告日期：2021 年 12 月 02 日

往期报告：

20211125：《现货高溢价回落，铜价阶段性反弹结束》

20211118：《地产融资政策微调对铜市场影响几何？》

20211111：《内需偏弱而美联储 Taper 对铜市场利空滞后》

20211104：《此轮美联储削减 QE 对铜市场影响几何？》

“奥密克戎”对宏观经济和铜价影响几何？

核心观点：

1.我们当前面临的宏观环境比任何历史上任何一个时间段都要复杂：一是全球经济增长放缓和通胀高企并存，不同于上个世纪 70 年代的由于人为导致的能源危机（中东石油危机）导致的滞胀，当前通胀高企主要是新冠疫情这个外部冲击引发的供应链问题；二是能源危机和能能源并存，但是在能源转型过程中，由于新能源的不稳定反而导致传统能源消耗的攀升；三是全球货币政策因高通胀而不断收紧，但是经济下行压力卷土重来，由滞胀走向新一轮衰退的风险上升，供应链导致的高通胀一方面抬升了原材料价格的同时，也抑制了需求的扩张，未来就算是货币宽松，都难以刺激需求，因货币再次宽松会导致通胀继续攀升，反过来抑制消费的增长。

2.尽管市场普遍认为最可能是出现第三种情景假设，但是从现有的资料来看，越来越多的疫苗生产商宣布现有疫苗对新冠病毒变异株“奥密克戎”效果不佳，这意味着尽管 Omicron 对新增感染人数以及重症死亡率的影响尚未明确，但其导致各国加强封锁措施、加剧供应链和劳动力市场扭曲、进而推动经济从当前“滞胀”方向转向“衰退”。

3.尽管在新冠病毒变异株“奥密克戎”在全球蔓延后，市场表达的观点是可能导致美联储货币收紧步伐放缓，因疫情会导致经济下行压力加大。然而，从中期角度来看，我们认为新冠病毒变异株“奥密克戎”可能加剧全球供应链危机，导致供应约束在更长一段时间内难以缓解，高通胀会持续，这会导致美联储等央行加快收紧货币。

4.对于铜市场而言，我们认为近期铜价下跌更多的是反应投资需求因美联储收紧货币力度加大的预期。铜供应偏紧，但消费同样受到高价格的抑制，未来高铜价还是很难抗住“有价无市”的压力。值得警惕的是随着美元实际利率持续回升，并回升到 0 以上，那么被投机机构囤积的铜会大量流出，这可能会改变铜的供应结构，对铜价进一步施压。

11 月底 12 月初，全球金融市场波动再度放大，引发金融市场波动放大的主要有两个因素：一是美联储货币政策收紧，美元无风险利率回升给美股等权益类资产重新定价；二是新变种毒株“奥密克戎”在全球范围内短时间迅速蔓延，使得市场风险偏好回落，并引发全球供应链中断和需求再度降温的预期。

从铜市场来看，我们也没有发现和历史上有类似的供需基本面格局：全球铜低库存格局在延续，但是下游需求持续疲软，现货市场有价无市；滞胀带来的通胀刺激铜的投资需求攀升而抑制消费需求，货币收紧抑制投资需求但难以刺激消费需求；疫情抑制资本开支，铜供应恢复缓慢。

展望未来，新变种毒株“奥密克戎”对全球供应链再度构成危机，全球工业品和消费品价格上涨压力加大，美联储货币收紧步伐加快，最终会导致铜的投资需求继续降温。而消费需求方面，高原材料价格和终端产品涨价潮导致铜的消费需求同样面临下行压力。就算是铜供应偏紧，高铜价还是很难抗拒“有价无市”的压力。

一、新变种毒株“奥密克戎”对供需冲击不可忽视

11 月 25 日，南非科学家宣布发现新冠新变种菌株 B.1.1529 (Omicron，奥密克戎)，该毒株导致南非豪登省的新增新冠病例数呈指数式增长，其远超德尔塔毒株的传染性以及更强的免疫逃逸能力引发全球关注。截止 12 月 2 日，全球有 31 个国家和地区出现了由新变种毒株“奥密克戎”干扰的确诊病例。

结合当前的宏观环境，我们认为新变种毒株“奥密克戎”对供需冲击不可忽视，并不排除将全球经济从当前的滞胀拖向新一轮衰退的泥潭。从需求层面来看，短期会引发服务业，例如航空运输、餐饮等接触性行业再次因防疫措施强化而陷入困境。从近期原油市场走势就体现了市场这种担忧。市场担心 Omicron 可能引起更多地区推行防疫封锁，客运航空路线减少，并可能采取其他行动限制企业和消费者活动（居家隔离），从而打击原油需求。原油期货远期曲线的变化（远月合约贴水，06-01 价差超过 2 美元/桶）是在定价未来三个月出现 250 万桶/日的负面需求冲击，已经更长期的约 150 万桶/日的需求影响。

从未来 3 个月的冲击来看，可能导致全球供应问题再度恶化，供应链问题越发严重。新变种毒株“奥密克戎”有以下几个特点：一是刺突蛋白的突变数剧增，而刺突蛋白变异会让病毒更容易混进人体细胞，也更容易逃过免疫细胞的追杀，在人体内兴风作浪。二是毒株载量为德尔塔的 8-16 倍，使得其传播性比 delta 毒株更强。

我们对新变种毒株“奥密克戎”给经济带来的经济有三种情景假设：一是对经济影响不大，疫苗对其抑制作用依旧有效。那么全球经济依旧按照原有的模式运行：病毒与人类共存，呈现滞胀特点，全球供应链恢复缓慢，欧美通胀高企，各国货币政策缓慢收紧，经济增长前景疲软。

二是新冠病毒变异株“奥密克戎”导致死亡率攀升，现有疫苗免疫失效，各国纷纷启动封锁措施，全球供应链再度中断，需求回落的同时物价再度暴涨，各国货币政策陷入两难，经济滞胀程度加深。一方面社会总需求下降，投资下滑；另一方面是物资供应紧张，工业品价格上涨传导至消费品价格，物价攀升，这使得货币政策如果转向宽松来刺激经济，那么 PPI 和 CPI 会进一步上涨，反过来制约消费的复苏。

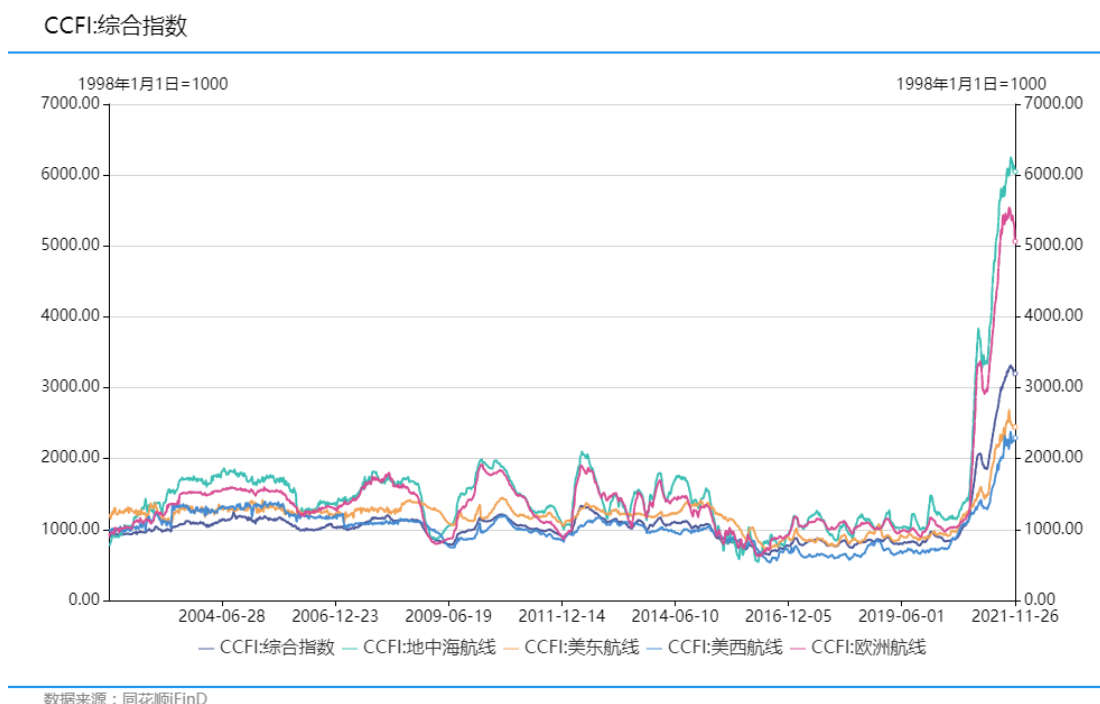
三是新冠病毒变异株“奥密克戎”传播速度快，但是症状轻微，致死率较低，类似于 Delta 变异毒株产生的影响，各国不会重启封锁措施或局部封锁，经济和金融市场短期冲击较大，但是随着接种疫苗和各国医疗发挥效果，传播速度逐渐下降。

尽管市场普遍认为最可能是出现第三种情景假设，但是从现有的资料来看，越来越多的疫苗生产商宣布现有疫苗对新冠病毒变异株“奥密克戎”效果不佳，这意味着尽管 Omicron 对新增感染人数以及重症死亡率的影响尚未明确，但其导致各国加强封锁措施、加剧供应链和劳动力市场扭曲、进而推动经济从当前“滞胀”方向转向“衰退”。

通过观察几个指标：海运费、主要港口的积压量和大宗商品原材料价格，我们发现全球供应链

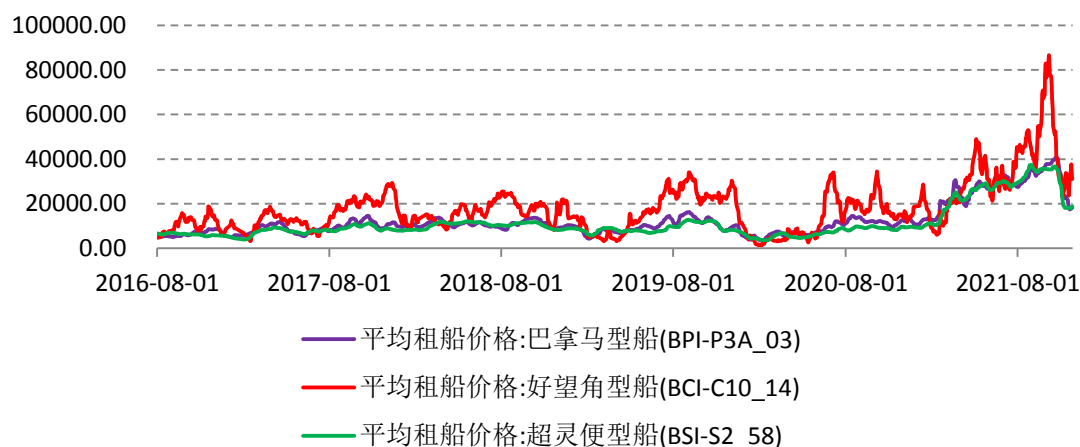
较疫情前明显脆弱，在恢复过程中困难重重。从海运费来看，11月出现回落，全球供应链出现一定程度的改善。从中国出口集装箱运价指数来看，在10月初短暂回落之后，继续处于高位。由于美国进口主要来源于中国和其他亚洲国家，中国集装箱美西航线、美东航线在截止11月26日分别处于2447.18和2292.95点的高位，较去年同期分别大幅攀升90.7%和96.4%。另外地中海航线和南美航线还在11月创新高。

图1：全球集装箱海运运费价格只是轻微回落



从不同船型的租价来看，好望角型平均租船价格在9月底创下历史最高纪录之后大幅回落，但是在11月开始再度回升。截止11月25日，好望角型平均租船价格报31007美元/天，同比增幅依旧高达110.9%，此前一度攀升至86521美元/天。

图2：不同船型的平均租船价格在11月有所反弹



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

从港口挤压来看，停滞在港口的船舶数量居高不下。虽然美国已出台各项政策来解决这一问题，如对滞留集装箱罚款、延长港口运营时间等，但从10月21日至11月23日，美国主要港口洛杉

矶港的平均等靠时间从 12.9 天延长到了 18.6 天,拥堵情况并未得到缓解。截至 2020 年 10 月数据,美国洛杉矶港空置集装箱比(空置集装箱数量/满装集装箱数量)约为 0.65,为过去 20 年最高水平。

二、 供应链危机加剧通胀,美联储货币收紧力度加大

尽管在新冠病毒变异株“奥密克戎”在全球蔓延后,市场表达的观点是可能导致美联储货币收紧步伐放缓,因疫情会导致经济下行压力加大。然而,从中期角度来看,我们认为新冠病毒变异株“奥密克戎”可能加剧全球供应链危机,导致供应约束在更长一段时间内难以缓解,高通胀会持续,这会导致美联储等央行加快收紧货币。

为何不认为美联储等央行重新宽松呢?我们认为,当前全球经济复苏基本上结束,疫情导致全球经济潜在增长率下降,未来回到疫情前的增长平台,需要靠技术革命和创新,但是当前缺乏这两大驱动力量,而市场期待新能源革命面临能源危机的短期制约,未来发展路径依旧不明朗。

从鲍威尔最近在国会证词中,我们可以看到美联储的货币政策对由全球供应链问题导致的通胀无能为力。由于拜登对当前供应链紊乱和能源价格上涨的控制无力,他的支持率和明年民主党中期选举的前景正在变得黯淡。拜登为了赢得中期选举需要支持率,提高支持率需要通胀回落,通胀需要解决供应链紊乱的问题,供应链需要防疫策略、恢复就业和国际协调,这都是货币政策无法解决的。为了抑制通胀预期的上升,美联储不得不放弃“通胀是暂时”的说法,加快削减 QE,甚至提早加息将是美联储唯一能够做的。

11 月 30 日,美联储主席鲍威尔与美国财长耶伦一同出席美国国会参议院银行委员会的季度听证,一方面,鲍威尔表示,通胀进一步上升的风险增加,通胀持续高企的威胁也在增加,物价上涨与新冠疫情造成的供应链中断有关,“我们此前在通胀问题上忽视了供给侧问题的严重性,现在是时候放弃关于通胀‘暂时性’这个词了”。

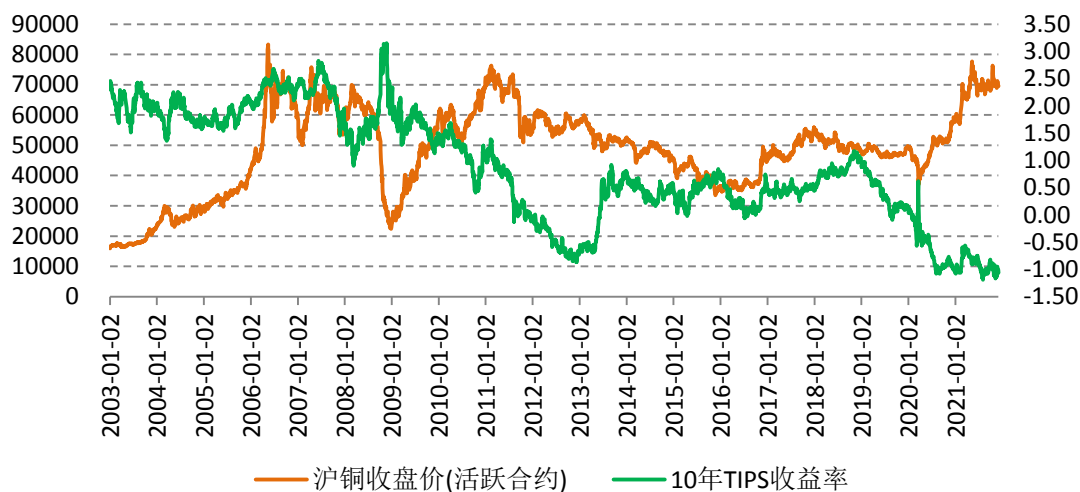
另一方面,鲍威尔也表示非常惊讶于美国劳动参与率横盘调整,可能很大一部分与疫情有关,恢复劳动参与率需要更长的时间,通胀上升的风险是恢复充分就业的风险,这意味着鲍威尔认为通胀上升的风险可能会阻碍恢复充分就业。在肯定美国经济继续走强、劳动力市场持续改善的基础上,鲍威尔承诺,美联储“致力于实现价格稳定目标”,将利用工具来支持经济和劳动力市场,并“防止更高的通胀变得根深蒂固”。这意味着美联储越发倾向于抑制通胀,实现充分就业需要先把通胀降下来。

另外,鲍威尔还提到奥密克戎变种病毒是一种风险,目前无法评估影响,也尚未被纳入美联储的预测中,未来 5 至 10 天会了解这个变种病毒更多的信息,一个月内能知道更多细节。这意味着如果奥密克戎变种病毒加剧全球供应链危机,这可能导致美联储将奥密克戎变种病毒带来的通胀影响因素纳入货币评估体系,美联储提前加息的必要性进一步上升。

对于铜市场而言,我们认为近期铜价下跌更多的是反应投资需求因美联储收紧货币力度加大的预期,铜的消费需求疲软,同时可用于流通的铜同样不多,供需双弱格局依旧在持续,铜价当前下跌是缓慢的。值得警惕的是随着美元实际利率持续回升,并回升到 0 以上,那么被投机机构囤积的铜会大量流出,这可能会改变铜的供应结构,对铜价进一步施压。

数据显示,美债收益率曲线迅速趋平,既代表短端收益率升幅快于远端的升幅,说明市场的加息预期急剧升温。截止 12 月 2 日,反应美元实际利率的 10 年期 TIPS 收益率为-1.01%,继续在低位徘徊,美联储货币紧缩尚未触发美元实际利率的阈值。随着美联储加息提前,美元实际利率上行可能性远大于下行风险。

图 3: 当前美元实际利率回升尚未触发阈值



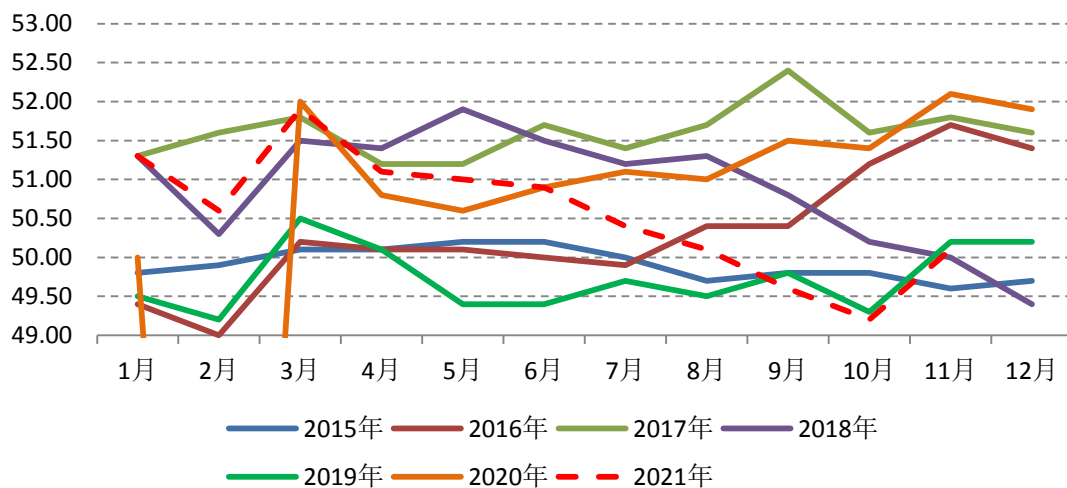
数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

三、 国内需求疲软，外需不具备持续性

1.制造业 PMI 回升缺乏持续性

11月30日，国家统计局数据显示，中国官方制造业 PMI 为 50.1%，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点之上。不过，回顾 2015 年至今，今年 11 月制造业 PMI 处于相对疲软的状态，仅仅高于 2015 年中国经济低估时的同期水平。11 月为海外圣诞节消费旺季，出口会带动制造业 PMI 出现季节性回升，但是今年内需疲软，外需回升带动制造业 PMI 回升乏力。

图 4：制造业 PMI 相对于往年同期依旧处于低位



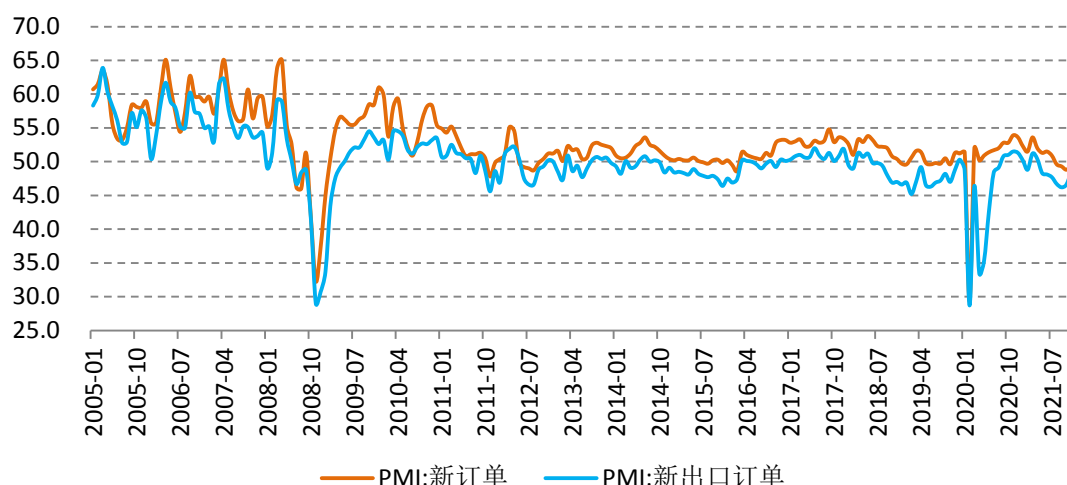
数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

11 月制造业 PMI 回升的原因有几个方面原因：一是供应约束缓解，表现在能耗双控和限电措施放松，11 月生产指数较上月大幅回升 3.6 个百分点，但依旧低于 19 年和 20 年同期水平。11 月高能耗行业为 47.4%，仅比上月略升 0.2 个百分点。而高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 53.2%、51.7%和 51.4%，上行幅度都高于高耗能行业。

二是需求出现季节性回暖，主要是海外圣诞节带来的出口旺盛需求。11 月新订单指数较上月小幅回升 0.6 个百分点，而新出口订单较上月回升 1.9 个百分点。回顾历史，过去 5 年的每个 11 月新出口订单指数均出现环比上升，有 4 年新订单指数环比回升。不过，内需依旧不足，中采调查显示，制造业中，反映市场需求不足的企业比重较上月上升 4 个百分点至 37.6%；非制造业中，反映市场

需求不足的非制造业企业比重仍在 46.2% 的较高水平，较上月上升 1 个百分点。

图 5：新订单回升主要是海外圣诞节季节性需求驱动



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

三是工业品价格回落的情况下下游阶段性补库。11 月，原材料库存指数和产成品库存指数分别较上月上升 1.6 个百分点和 0.7 个百分点，分别达到 47.9% 和 47.7%。不过，产成品库存指数回升高于原材料库存指数增速，这意味着企业产成品库存可能有部分原因市场累库所致，并非完全是需求改善驱动的补库。

制造业 PMI 回升是否有可持续性？我们认为回升力度疲软，持续性不足，原因有以下几个方面：一是海外订单回升具备季节性，在圣诞节过后和奥密克戎变种病毒爆发后，出口可能面临延迟，外需回升不具备持续性。二是原材料高企继续挤压工业企业利润，而长江商学院 BCI 指数中的企业销售前瞻指数低于 10 月，这意味着终端消费前景不佳；三是 PMI 分项指标就业指数和生产经营活动预期指数依旧处于低位。

2. 房地产融资改善不足以扶持销售和竣工面积大幅攀升

一方面，房地产融资环境有所改善，居民按揭贷款利率有所回暖。贝壳研究院监测的数据显示，11 月 100 城主流首套房贷利率为 5.69%，较 10 月回落 4 个基点；二套房贷利率为 5.96%，较 10 月回落 3 个基点。本月平均放款周期为 68 天，较上月缩短 5 天。从比例来看，11 月 100 城中有约 30% 的城市下调房贷利率，下调范围较上月有所扩大。主要覆盖长三角城市群、粤港澳大湾区，如长三角城市群的嘉兴、盐城、湖州、南通、金华、绍兴，粤港澳大湾区的惠州、东莞、佛山、中山等。

另一方面，近期，多地传来房贷松动的消息，但是对房地产新开工和销售面积提振还有待观察。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30484

