

今年二季度，隨著全球M2（廣義貨幣供應）史無前例的增長、各主要經濟體重新開放，以及清潔能源轉型，銅價格一度出現了強勁的反彈，創下1.0747萬美元／噸的歷史新高。筆者認為宏觀和基本面因素共同主導了此次價格的抬升：宏觀方面，美聯儲持續鴿派言論與歐盟增長前景改善令美元走弱，同時美歐經濟復甦、拜登基建計劃提振了市場情緒；從基本面來看，南美洲不斷上升的政治風險和罷工帶來了產能的波動，中國下游製造商也因價格一路上漲而減少了採購活動。

銅價面臨溫和下行風險



▲數據顯示，由於主要礦商受疫情影響，年初產量同比或減逾7%。預計未來將會逐漸好轉。路透社



江南曉望

中銀國際大宗商品市場策略主管

筆者認為，目前市場供需關係與各國經濟政策或在短期內對銅的價格形成壓力。由於供應偏緊、經濟進一步復甦及美元疲軟等因素，未來數月當西方投資者出現逢低買入的興趣時，LME銅價格很可能會陷入拉鋸戰並維持高波動性，同時SHFE（上海期貨交易所）和LME（倫敦金融交易所）之間的價差可能會繼續保持。儘管如此，考慮到今年下半年中國財政及貨幣政策可能略微偏緊，以及最近美聯儲對中期利率觀點更為鷹派利好美元，筆者仍然認為銅價將面臨溫和下行風險。但從長期來看，仍然對銅的基本面保持樂觀。

儘管價格上漲，管理基金的淨多頭卻跌至一年以來的最低水平。中銀國際大宗商品倉位指數顯示，與歷史極值+5相比，目前銅淨多頭倉位指數為+0.7，仍然處於相對溫和的區間內。另一方面，LME銅0-3月價差自60美元／噸的貼水快速回落至33美元／噸的升水水平，同時銅的註銷倉單比例由50%回落至23%左右，均暗示當前基本面並非十分緊張。此外，銅市場的交易量及未平倉量自去年年中以來開始回升，但目前LME及Comex（紐約商業交易所）的未平倉量均分別維持在32萬手及25萬手左右。

隨著投資者越來越擔心監管限制和刺激措施的收緊，銅和鐵礦石的漲勢似乎已經停滯。6月16日國家糧食和物資儲備局表示，將於近期分批投放銅、鋁、鋅等國家儲備。投放面向有色金屬加工製造企業，實行公開競價，相關工作由國家物資儲備調節中心具體負責。該部門沒有公開發布其持有的庫存信息，但多年來儲備局一直在不斷收儲，以防止價格急劇飆升。

銅價上漲抑制需求

下游生產企業正在面臨高銅價帶來的困擾。受高銅價影響，部分銅材需求、銅桿訂單明顯下降，電線電纜訂單明顯減少，線纜企業也因資金壓力被迫延遲交貨或停止部分生產線。數據顯示，受高銅價影響，截至5月底，全國線材生產開工率已經降至65%，為去年3月以來的最低水平；管材開工率則維持在90%附近的高位水平。二者佔據中國超過75%的銅消費量，而其中對線材的需求又高於管材，因此銅下游行業整體開工率

僅為70%。

因為處於消費旺季，白色家電（如空調）消費增長支撐銅管需求，而新能源汽車、電子行業也帶動銅板帶、銅箔的銷量增加，因此銅管企業有條件將高成本轉移給消費者；而線材的主要購買方多為國家電網等大型電力企業，議價能力高且大多提前鎖定購買成本，因此線材企業開工意願相對低迷。

受此影響，實際上目前中國對於銅的現貨需求並不旺盛，這也導致了上海保稅區現貨銅升水已經降至多年低位，同時進口套利空間也在年初短暫開啟後持續關閉，SHFE-LME價差也擴大至數年高位。由於中國和歐美地區交易者所處的市場環境差異增加，筆者預計SHFE-LME銅價差或持續。

加工費創十年新低

海關最新數據顯示，中國5月未鍛軋銅及銅材進口量為43.6萬噸，環比減少5.5%。環比下降的主要原因是銅價上漲至十年來最高水平，令消費商望而卻步。值得注意的是，中國5月銅進口量儘管低於4月水平，但同比仍增長20.8%，因部分此前遭遇發運推遲的船貨抵港、集裝箱供應緊俏和運費上漲局面也已經緩解。此外，精煉銅的進口量為30.31萬噸，環比減少10.61%，同比增加9.72%。展望未來，6月份中國的銅進口量或仍將維持在高位，而預計下半年中國的銅進口量料重回2019年的水平。

值得注意的是，隨著銅價持續上漲，拉高原材料成本，下游行業對廢銅的需求也在不斷增加。按照去年11月生效的新的進口管理辦法，符合條件的廢銅被歸類於高品位可再生銅資源，未受進口配額限制。在此情況下，中國廢銅進口量快速回升，4月進口量為16.78萬噸，達到2019年以來的最高水平。

中國方面，在過去的兩年裏，銅產能迅速增長。國家統計局最新數據顯示，中國2021年前四個月精煉銅總產量為338萬噸，同比增長15.2%。雖然銅價格持續走高，但由於自2021年以來銅礦供給緊缺導致加工費持續處於低位水平，因此冶煉廠環比產量持續回落。

詳細來說，二季度進口銅精礦現貨加工費目前持續維持在30美元／噸附近，為2010年來的最低水平。智利運輸受阻、秘魯罷工和封鎖以及澳洲進口量的減少，也是加工費不斷走低的重要因素。對此，在3月23日的CSPT（中國銅原料聯合談判小組）會議上，中國主要的冶煉廠考慮到供應緊張，以及很多煉廠在二季度

安排停產檢修，因此未設置二季度的加工費地板價。

另需注意的是，近日國家發改委稱將無限期暫停中澳戰略經濟對話機制下的一切活動；海關數據也顯示，自去年12月以來中國停止了自澳洲進口銅礦。筆者認為這一系列事件對中國加工費影響有限。中國銅精礦80%依賴進口，其中60%以上來自智利和秘魯，而澳洲佔比僅為5%。

銅礦供給面臨擾動

ICSG（國際銅業研究組織）在5月份報告中預計，今年全球銅市場應會出現7.9萬噸過剩，2022年將達到10.9萬噸。銅礦產能增加是供給過剩的主要原因：經歷史中斷因素調整後，全球銅礦產量預計將在2021年增長3.5%，2022年增長3.7%。2021年，全球產量預計將從2020年受限制水平恢復，並受益於近期投產礦山增加帶來的供應增加，主要項目將於2021年及2022年啟動，其中包括剛果（金）的Kamoa Kakula、秘魯的Quellaveco和智利的Quebrada Blanca QB2。筆者預計未來幾個月，一些中小項目也將陸續投產。

需求方面，ICSG指出中國和印度等主要國家的基礎設施建設，以及從長遠來看清潔能源和電動汽車的全球趨勢，將繼續支持銅的需求。但目前來看，銅消費量增長率預計將基本保持不變。2022年世界經濟和銅使用終端行業的持續復甦，以及全球範圍內的疫情緩解，將有助於推動銅使用量增長約3%左右。

智利：由於受到疫情的持續影響，Escondida銅礦被迫關閉部分生產線，其中包括陰極銅的生產。必和必拓公司的Escondida和Spence礦工會此前拒絕了合同提議，並呼籲成員從5月27日起離職。6月11日，Spence銅礦的工人在調解期的最後一日終於接受了合同並避免了罷工。Spence工會結束罷工或許會讓Escondida的薪資談判變得更加順利。

秘魯：由於受到疫情衝擊加之爆發大罷工和抗議活動，2020年秘魯銅產量減少12.5%至215萬噸，但仍為全球銅礦產量第二大生產國，佔比達13%。據該國礦業部長預計，2021年秘魯銅礦產量將回升10.4%至250萬噸，並在2023年達到300萬噸，即未來三年的平均年化增長率為9.5%。

ICSG數據顯示，由於主要礦商仍然受疫情影響，年初產量同比或減少7%以上，但是預計未來將會逐漸好轉，產量的回升主要來自於Cerro Verde、Las Bambas、Toromocho、Antapaccay和Constancia等銅礦。

半導體板塊為何這麼火？



斌眼觀市

西南證券首席策略分析師

6月份以來，半導體板塊上漲了17%，佔據所有申萬二級行業的首位。半導體板塊為何這麼火爆？這

跟半導體產業供需兩端的結構性不匹配密切相關：供給減少，需求旺盛，從而導致芯片價格的持續抬升。當前，雖然全球總投資在持續增加，但考慮到半導體產能釋放周期長，預計芯片供需失衡的狀況至少延續到2022年，結構性短缺可能持續存在。

從供給端來看，疫情背景下，車規級芯片產能受擠兌，「芯片荒」開啟。2020年初，受疫情影響居民出行受限，汽車銷量大幅下滑，車企降低了對汽車銷售量的預期，開始減產，大量車企取消了芯片訂單。同時居家辦公和娛樂，以及對無人化、智能化需求的提升帶動了手機、PC、IOT、數據中心等的需求，芯片產能向這些領域調整。但關鍵的是，居民對汽車的需求只是被延後，並沒有消失。下半年疫情緩解後，汽車需求不降反增，但原車載芯片產能大部分已經轉向消費電子類產品領域，汽車芯片開始緊缺。

從技術上看，車規級芯片對工作溫度範圍、抗干擾性、使用壽命要求比消費電子類芯片高得多，因此製造難度大、標準高、合格供應商少，訂單一般需要提前半年以上與代工廠敲定，所以芯片產線切換後難以在短時間內切回，短期的供應彈性小；從成本利潤上看，車載芯片總需求量相對較少，利潤率低於消費電子類芯片，製造商擴產意願不足，8吋成熟製程的擴產預計也會相對較慢。

根據AlixPartners的統計，全球缺芯將導致2021年汽車廠商的營收損失1100億美元，超過了此前610億美元的預期；產量將減少390萬輛，大約佔到其預測的8460萬輛汽車總產量的4.6%。

此外，散點爆發的疫情及其他不可控因素加大了供應鏈的不確定性。近期半導體產業聚集的中國台灣、馬來西亞及越南等地區疫情再次爆發，多個工廠停工、停產，對全球封測產能形成較大衝擊，進一步加劇全球芯片供應緊張的狀況。

從需求端來看，疫情拉動的消費電

子、雲計算、新能源汽車需求，以及新技術、產業政策推動的產品放量共同作用，開啟了新一輪半導體需求周期。

5G：隨著智能手機升級，手機中元器件、模組芯片性能及數量需要不斷提升。2021年4月中國智能手機出貨量2697萬部，5G手機出貨量2142萬部，5G手機滲透率從2020年1月的37.5%提升至79.4%。

PC：疫情期間居家學習、辦公、娛樂對PC端出貨帶動是非常明顯的。2020年中國PC市場增長率為1.7%，這是在連續八年負增長之後，首次回歸正值；全球PC出貨量首次超過2億台，增長率創歷史新高，為22.5%。今年5月份，IDC（國際數據公司）預測2021年全球個人電腦的出貨量預計增長18.1%，繼續維持高景氣。

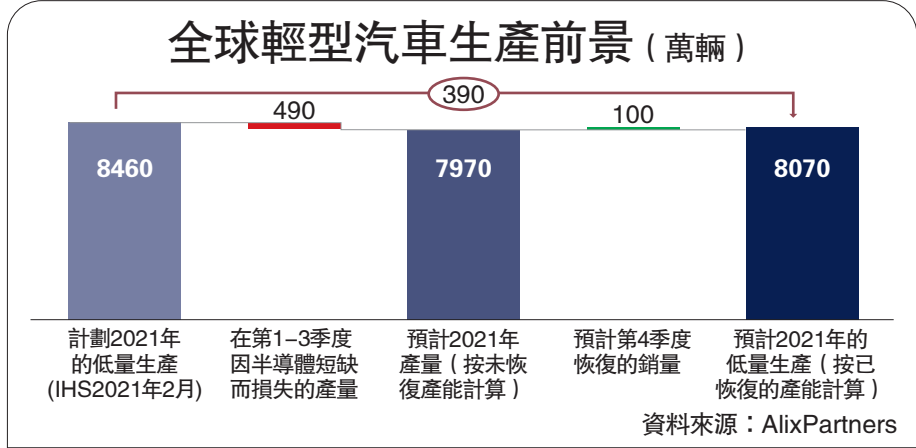
新能源車及自動駕駛：隨著新能源車的技術迭代和智能化提升，未來單車芯片數量及價值量會繼續增加。同時，新能源車滲透率也會持續提升，多國已經出台了新能源產業規劃：歐洲多國已經宣稱將禁售燃油車時限提前到2030年；中國《新能源汽車產業發展規劃》提出，到2025年新能源汽車新車銷售量要達到汽車新車銷售總量的20%左右，海南省也計劃2030年開始禁售燃油車。

服務器：2020一季度新冠疫情對服務器市場造成了明顯衝擊，尤其是中國市場。供應鏈受影響導致全球市場出現不同程度的訂單延期交付，但隨著雲遊戲、雲會議、協同辦公等需求的增加，二季度服務器市場強勢復甦，服務器出貨量逐季提升。

光伏／風電：功率半導體是光伏逆變器的核心零件，也是風力發電所需的核心部件。2021年3月，國務院政府工作報告提到，將扎實做好碳达峰、碳中和各項工作，優化能源結構，預計未來功率半導體需求會保持高速增長。

從建設周期上看，晶圓廠擴產周期通常為一至兩年，上游新設備製造安裝周期也接近一年。2020年疫情衝擊影響了晶圓廠擴產能的節奏，新一輪產能預計2022年上半年才能充分釋放。

總體而言，預計2021年下半年半導體行業將進入補庫存周期，芯片供需失衡的狀況將延續到2022年，結構性的短缺可能持續存在。從投資策略上看，建議關注產能供不應求的晶圓製造企業，直接受益於擴產的設備廠商及自主可控背景下的本土化機會。



美加息利好樓市



樓市智庫

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

美國5月份消費者物價指數暴增至5%，遠超市場預期；美國聯儲局點陣圖顯示，不少成員預料加息時間提

早，18名聯儲局官員之中，有13人預計2023年底前或加息兩次，較上次人數多6人。但美國通脹應屬暫時性，加息非大規模，對投資市場的股市、樓市長線無大礙。

美國聯儲局公開市場委員會上一如市場預期，維持利率不變，聯邦基金指標利率維持在0至0.25厘，並宣布繼續每月以1200億美元的進度購買資產，沒有縮表。聯儲局調高今年通脹預測至3.4%，較之前的預測上調一個百分點，會後聲明指出，通脹壓力只是暫時性，長遠通脹將會趨向2%的目標水平；今年經濟增長預測上調0.5%至7%。

聯儲局主席鮑威爾表示，討論加息為時尚早，現時並無縮減量化寬鬆時間表；在經濟取得實質進展之時，會考慮縮減減債規模。當局會繼續評估經濟進

展，在作出決定前，提早通知市場。他強調，目前經濟復甦並不全面，仍然存在風險。

通脹壓力並非強勁

筆者認為美國能夠加息是好現象，證明美國經濟復甦。近一兩年全球經濟遭到新冠肺炎蹂躪變得慘淡非常，美國能夠加息反映經濟向好，在疫情中打勝仗，疫苗戰勝了疫情。

美國是全球最大經濟體，如能夠復甦將帶動世界各國經濟好轉、擺脫現有困境。假如有朝一日美國能夠削減量寬，經濟才算回復到正常，能夠加息及縮表是經濟正常化，理應高興。股市及樓市波動幾天後，又再回復平穩，無傷大雅。

今次美國的加息預期是由短暫通脹造成，近期經濟數據顯示並非想像般強勁，即使加息兩次合共0.5厘，影響亦有限，因為現在經濟環境並非加息周期，只是短暫通脹構成的加息壓力。聯儲局點陣圖顯示預示2023年底或者加息兩次，不會對本港樓市有太大影響，預計中原城市領先指數（CCL）很快會由目前約185點上破190點。今次議息對本港樓市無甚影響。