

**金融工程组**

电话：0571-85106702

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**

2021 年有色与原油市场展望——  
 全球经济复苏不同步下的大宗商品  
 牛市将呈现分化

2020-12-30

原油将继续向上修复而铜与锌虽将  
 上行但将分化

12 月有色与原油市场展望——  
 全球经济复苏有望 原油 与有色走  
 势将分化

2020-11-30

11 月有色与原油市场展望——  
 全球疫情卷土重来 铜与原油将承  
 压下行

2020-10-30

四季度有色与原油市场展望——  
 全球疫情红色警报仍未解除 大宗  
 商品价格难言乐观

2020-9-30

四季度镍市场展望——  
 供应端风起云涌 需求风平浪静 镍  
 短线维持高位震荡

2020-9-30

## 2 月有色与原油市场展望一

### 中美经济复苏步伐或将分化 原油与有色上涨依然可期

**观点摘要：**
**宏观经济：**

整体来看，一方面，虽然当前全球疫情仍处于高发态势且国内疫情增多（境外输入），但随着疫苗注射的推广及防疫措施的升级，中国疫情依然处于可控范围之内不会对经济构成重大威胁；另一方面，虽然拜登正式就任美国第四十六任总统，但其所面临的是特朗普所留下来的一个巨大的“烂摊子”，在当前美国疫情仍然高歌猛进、极端右翼势力兴风作浪的情况下，拜登的防疫举措将很难推进，而其大规模的刺激计划或将面临缩水的风险，总体来看，在不出现内战的黑天鹅大背景下，美国经济虽将小幅回升，但将处于零至负 1 区间之内。

**原油：**

虽然三大国际机构最新的月报均预期今年全球原油需求将显著复苏、在本月初 OPEC+会议上 OPEC 维持减产且沙特减产规模超预期均为油价上涨提供了支撑，但我们认为，随着当前全球疫情的反弹特别是国内疫情的反弹、拜登正式上任美国第 46 任总统，其新能源政策将对原油消费需求构成重大冲击，短期之内全球原油消费需求恐将维持疲软之势，国际原油价格的反弹之路或将受到抑制从而呈现宽幅震荡整理之势。

**有色金属：**

**铜：**虽然当前铜价在消费淡季叠加国内疫情控制及临近春节放假等因素的影响下呈现宽幅震荡整理之势，但随着国内防疫措施的升级与疫苗注射的稳步推进、全球显性库存的持续低位、拜登财政刺激方案的推出（将有可能缩水）以及国内新基建项目在春节后的陆续展开、电网投资的回升以及铜矿上半年供应仍将延续偏紧局面的基准情况下，铜价将会在春节后呈缓步震荡上行之势。从交易策略来看，在当前铜价还处于宽幅震荡整理之际以观望为主，待 2 月春节之后择机逢低介入。

**镍：**在镍矿供应持续收紧、不锈钢需求持稳、动力电池需求或将爆发的情况下，虽然今年全球精镍供需将呈现紧平衡状态，但在全球显性库存依然维持低位、拜登上台其新能源政策将利好电动汽车发展等因素的影响下，我们预计镍价还将继续维持震荡上行之势，交易策略来看，此前的多单可以继续持有，但考虑到春节假期因素的影响，可以在节前适当的减仓以安全过节，待节再逢低介入

**风险点：**

1. 全球新冠肺炎疫情的进一步发展及疫苗注射进程；
2. 拜登新政的推行是否顺利与其刺激方案能否在国会获得通过；
3. 美国内战的这一黑天鹅事件是否会发生；
4. 中东局势的变化与 OPEC+各成员国的举措；

## 目 录

一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 全球疫情持续高增长 中国疫苗成为发展中国家的首选.....	3
(二) 在疫情大考之下，中国经济一枝独秀.....	4
(三) 后特朗普时代的美国经济将何去何从.....	6
二、 世界在不安中迎来拜登 VS 全球疫情反弹下的需求忧虑 油价上涨可期.....	12
(一) 三大机构报告今年需求显著复苏.....	12
(二) OPEC+会议沙特减产超预期.....	13
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	13
三、 工业金属季节性淡季来临，但铜与镍价仍具有上涨空间.....	14
(一) 铜：铜价仍具有上涨空间.....	14
(二) 镍：“一元供应—二元需求”格局使得供需短缺形势仍将持续 镍价涨势可期.....	18
免责声明.....	26

## 一、全球经济复苏前景展望

### （一）全球疫情持续高增长 中国疫苗成为发展中国家的首选

我们在 21 年年报中曾经提到，“疫苗民族主义”或“本国优先”的分配方式将使疫情的蔓延难以控制，美国约翰斯·霍普金斯大学发布的统计数据显示，截至北京时间 1 月 21 日 23 时 22 分，全球新冠肺炎确诊病例上升至 97008069 例，其中死亡病例达到 2078315 例。回首新冠疫情以来的增速，我们看到全球累计确诊病例每千万增速用时已越来越短，自去年 10 月 19 日超过 4000 万例以来，每千万确诊人数的时间从 20 天缩短至 14 天，可见疫情控制之路任重而道远。

此外，在去年于英国和南非发现的变异病毒亦将使得疫情的蔓延难以控制，根据世卫组织 20 日公布的每周流行病学报告来看，自 2020 年 12 月初英国发现了变异病毒以来，全球已有 60 个国家和地区已出现英国发现的变异新冠病毒，另有 23 个国家和地区已出现南非发现的变异新冠病毒，而自 1 月 12 日以来，已新增 10 个国家和地区发现英国报告的变异新冠病毒，另新增 3 个国家和地区发现南非报告的变异病毒。而根据美国疾病控制与预防中心（CDC）20 日发布的数据，英国发现的变异新冠病毒已经出现在美国 20 个州中，这些变异新冠病毒感染病例已达到至少 144 例。

从近期间国内疫情的反弹来看，均为境外输入病例，其毒株与英国发现的变异病毒相似，截止 21 日 24 时，国内现有确诊病例 1674 例（其中重症病例 80 例），现有疑似病例 5 例，尚在医学观察的密切接触者 35752 人。新增无症状感染者 119 例（境外输入 20 例），尚在医学观察无症状感染者 929 例（核增 1 例）（境外输入 273 例），目前国内多地已启动战时应急响应机制，疫情防控刻不容缓。

与新冠病毒的战斗中，疫苗被认为是“最大的希望”。然而国际疫苗检测机构“人民疫苗联盟”的报告揭露出一个残酷的现实。尽管高收入国家人口仅占世界总人口的 14%，但它们却已采购了全球超过半数的新冠疫苗。在包括肯尼亚、缅甸、尼日利亚在内的 67 个中低收入国家中，平均每 10 个人中只有 1 人“有望在 2021 年年底前接种上新冠疫苗”。中国已正式加入世卫组织的“新冠肺炎疫苗实施计划”，并将考虑以多种形式向发展中国家提供疫苗，包括捐赠和无偿援助。

在去年 12 月 31 日国药集团中国生物新冠灭活疫苗被批准附条件上市之际世界多国排队采购中国疫苗：2020 年 12 月 2 日，埃及正式批准紧急使用中国国药集团新冠灭活疫苗，12 月 10 日，由阿联酋方面提供的首批中国疫苗运抵埃及。2020 年 12 月 30 日，土耳其收到首批 300 万剂中国产新冠疫苗。2020 年 12 月 30 日，乌克兰宣布采购 191 万剂中国科兴新冠疫苗。2020

年 12 月 31 日，巴基斯坦宣布计划向国药集团购买 120 万剂新冠疫苗。同一天，缅甸宣布将于 2021 年年初获得中国产疫苗。2021 年 1 月 3 日，泰国宣布采购 200 万剂中国科兴新冠疫苗。2021 年 1 月 4 日，印尼卫生部开始向全国分发中国科兴新冠疫苗。1 月 16 日，100 万剂支中国国药新冠灭活疫苗抵达塞尔维亚，塞尔维亚总统武契奇率卫生部长等政府官员在停机坪等候迎接。类似的例子不胜枚举。

可以说，中国疫苗将为发展中国家提供一条生命线，与此同时中国疫苗的安全性和有效性得到多国认可。去年年底，国药集团中国生物新冠灭活疫苗在阿联酋和巴林经审批注册上市。阿联酋卫生部门宣布试验结果，“该疫苗有效率达 86%”。埃及卫生部长哈拉·扎耶德接种了中国国药集团的疫苗，她肯定了疫苗的安全性和有效性，“中国产的新冠疫苗是世界最好的疫苗之一”。此外，中国科兴新冠疫苗也得到不少国家的认可，土耳其卫生部长科贾表示，中国科兴新冠灭活疫苗适用于土耳其人民，有效且安全。印尼国有制药公司 Bio Farma 表示，中国科兴生物新冠疫苗中期试验数据显示，其有效率达 97%。类似的数据还有很多，在这里就不一一列举。

可以说，中国疫苗的上市，将为人类战胜疫情提供有力武器、注入更多信心。寒冬总会过去，曙光已经显现。

## （二）在疫情大考之下，中国经济一枝独秀

### 1. IMF 对中国经济在疫情考验下的表现而赞赏

根据 IMF 1 月 9 日发布的中国经济效益年检报告来看，IMF 认为，中国推出了有力的防疫措施，迅速开展政策行动缓解危机影响，以此支持经济从危机中持续复苏。中国的经济活动持续回归正常，国内疫情得到控制，预计 2020 年 GDP 增速为 1.9%，2021 年为 7.9%。核心通胀预计仍将维持低位，2020-2021 年 CPI 通胀将低于危机前约 3% 的目标。企业杠杆预计在 2020 年有所上升，升幅约为 GDP 的 10 个百分点。经常账户顺差预计将从 2019 年占 GDP 的 1.0% 扩大至 2020 年的 1.9%，此后在 2021 年收窄至 1% 以下。

从政策护航的角度来看，中国的宏观经济和金融政策为经济复苏提供了支撑。政策制定者推出了金融纾困和财政支持措施，以保护受影响最严重的企业，同时维护了金融稳定。这包括向银行体系提供流动性，扩大较小型企业的再贷款安排，延期贷款还本付息至 2021 年一季度等。当局还增加了失业保险的拨付额并扩大其覆盖面来帮助脆弱家庭，实施了税收减免，并允许企业暂缓缴纳社会保险。在这种背景下，广义政府赤字（包括估计的预算外投资支出）预计将从 2019 年占 GDP 的 12.6% 上升至 2020 年的 18.2%。

在报告的最后，IMF 执董们指出新冠疫情危机给中国造成了重大的人员和经济损失，称赞中

国政府采取了有效防控措施并迅速出台了宏观经济和金融政策支持来减轻疫情的经济影响。

## 2. 中国经济效益年报揭晓

1月18日，中国经济年报揭晓。国家统计局发布的最新数据显示，初步核算，2020年全年国内生产总值1015986亿元，我国GDP首次突破100万亿元大关。按可比价格计算，比上年增长2.3%。

国家统计局局长宁吉喆介绍2020年国民经济运行情况时表示，“总的来看，2020年国民经济运行稳定恢复，稳就业保民生成效显著，决战脱贫攻坚取得决定性胜利，‘十三五’规划圆满收官，全面建成小康社会胜利在望。但同时应看到，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。”

从数据上来看，2020年我国国内生产总值达101.6万亿元，历史上首次突破100万亿。在过去20年内，经济总量规模扩大至10倍。按照目前测算的年平均汇率折算，2020年我国国内生产总值达到14.7万亿美元左右，稳居世界第二位，占世界经济的比重预计达到17%左右。2020年，人均国内生产总值连续两年超过1万美元，稳居中等偏上收入国家行列，与高收入国家发展的差距继续缩小。

不过，我们要清醒认识到，我国仍是世界上最大的发展中国家，人均GDP仍略低于世界平均水平，与主要发达国家相比，还有较大差距。当前，我国处于社会主义初级阶段的基本国情没有变，发展不平衡不充分问题依然突出，城乡区域发展差距依旧较大，创新能力仍不适应高质量发展的要求。

## 3. 2021年中国经济或将呈前高后低之势

从2020年12月16-18日召开的中央经济工作会议来看，会议定调21年宏观经济政策“连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，强调“新发展格局”、“需求侧管理”、“产业链自主可控”、“反垄断”、“防止资本无序扩张”、“新基建”、“租赁住房”、“资本市场改革”等，传递重大信号。

虽然2020年“我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，但与此同时我们也必须需要清醒地看到，当前经济恢复基础不牢。展望2021年，就业、收入和消费低迷，小微企业仍然十分困难，金融风险频发，投资面临回落压力，出口高增难持续。因此，慎勿对经济形势盲目乐观，慎谈货币政策收紧。

综合来看，我们认为虽然21年一季度与二季度经济增速均会比较（8-10%），但从三四季度开始经济增速将回归正常水平。在没有其他突发情况或重大事件发生的基准情表下，我们预计2021年中国经济增速将在5-6%之间。



### （三）后特朗普时代的美国经济将何去何从

#### 1. 特朗普走了，拜登来了

##### 1) 拜登正式接任美国第 46 任总统

美国当地时间 1 月 20 日中午，美国总统就职典礼在华盛顿特区国会大厦西面正式举行，美国当选总统、民主党人小约瑟夫·罗宾内特·拜登的总统就职仪式正式开始。拜登正式宣誓就任美国第 46 任总统。奥巴马、小布什、克林顿均以前美国总统的身份出席了就职仪式，而刚刚卸任的前美国总统特朗普缺席，他也成为了美国历史上第 4 位、近 150 多年来第一位缺席下任总统就职典礼的卸任总统。

特朗普无奈地走了，拜登艰难地来了。拜登在首都戒严、上万美军的保护下宣誓就职。拜登顺利地宣誓就职一方面表明美国成功化解了总统大选有可能带来的宪政危机，另一方面也表明美国已经处于危机的边缘：疫情危机、国内政治危机的边缘。拜登就职演讲通篇强调美国的团结，强调共同面对危机，化解危机。与特朗普卸任演讲提到中国四次不同，拜登通篇未提中国，清楚表明，处理国内危机是拜登的首要考虑、执政重点。

新总统的就职标志着美国选民的鲜明转变。政治素人特朗普执政的四年充满了动荡，现在，选民转向在华盛顿从政四十多年，其中包括任特拉华州参议员 36 年和任奥巴马政府副总统八年的政坛老将。56 岁的卡玛拉·哈里斯成为美国副总统职位上的第一位女性，第一位黑人和第一位印度裔美国人。拜登宣誓前，这位前加州参议员在最高法院大法官 Sonia Sotomayor 面前宣誓就职。

发生在 1 月 6 日的暴力冲击国会事件很大程度上影响了拜登的演讲。他直面美国的政治分裂，要求对手给他一个机会。但同时，他也批评了前总统阵营为竞选连任失利而激起支持者怨气的做法。然而，入主白宫的拜登正面临着历史性挑战：新冠疫情已经在美国夺去了 40 多万生命，许多地方的感染率不断上升，使医院面临不堪重负的风险，经济继续深陷困境。同时，因为民主党仅在国会参众两院占据微弱优势，新总统针对疫情采取广泛措施的能力也可能遭到掣肘。

##### 2) 特朗普以 34% 的支持率谢幕，政治清算还在继续，特朗普将难逃牢狱之灾

根据盖洛普 18 日公布的民意调查，美国总统唐纳德·特朗普的支持率已降至 34%，是其任内低点，而特朗普整个任期的平均支持率也是 1940 年代开始这项民调以来历任总统的最低水平。该项调查始于 1 月 6 日国会大厦冲击事件发生之前。调查结果显示，特朗普的支持率从 11 月 3 日大选之前以来下降了 12 个百分点。这项调查与其他民调结果类似，显示在其总统任期的最后两周内支持率大幅下降。这两周不仅发生他煽动的国会大厦骚乱，还包括前所未有的第二

次弹劾。RealClearPolitics 的民调均值显示，特朗普的支持率为 39.8%，自国会大厦袭击事件以来下降了 4 个百分点。从历史角度更能看出盖洛普民调数字的意义，可以将特朗普与 12 位前任总统相比较，最早可以追溯到杜鲁门。特朗普的最终支持率为 34%，与乔治·W·布什和吉米·卡特的最终支持率相同；杜鲁门的最终支持率最低，为 32%。巴拉克·奥巴马离任时的支持率为 59%。特朗普任期平均支持率为 41.1%，是盖洛普记录中的最低水平，比杜鲁门低 4 个百分点。

自 1 月 6 日特朗普支持者攻陷国会以来，美国社会开始了对特朗普的清算：1 月 9 日凌晨，推特宣布，永久封禁特朗普账号。8800 多万粉丝的特朗普账号，顿时灰飞烟灭。紧接着脸谱、油管、Ins、谷歌、苹果……反正你能想到的社交巨头，都封禁了特朗普的账号，甚至是一路追杀，封禁了能发表特朗普言论的所有平台。

此外，美国第二大在线支付公司 Stripe 宣布，封禁向特朗普阵营的所有捐款通道；美国最大的连锁酒店万豪集团，以及美国的花旗银行、摩根大通、美国运通、高盛集团，等等等等，也都宣布了类似政策，制裁对象包括特朗普，还包括特朗普的政治盟友，而作为特朗普的老朋友——德意志银行则宣布未来与特朗普一刀两断，不再和特朗普集团、及特朗普本人有任何业务往来，除了监督特朗普集团偿还 3 亿多美元债务之外，过去特朗普几度破产，在人生的“至暗时刻”，德意志银行是唯一一家给特朗普提供贷款的银行。不仅仅德意志银行，美国 Signature Bank 宣布，将关闭特朗普的两个个人账户。这两个账户里还有 530 万美元的存款，伊万卡还是这家银行的董事。

还有本要在特朗普高尔夫球场举行的各种比赛，也纷纷取消了……这更是一个风向标，显示越来越多的公司和机构正远离特朗普的产业。

金融是现代经济的血液，没有金融，再大的公司都会垮台。过去四年，特朗普运用最娴熟的政策之一，就是金融制裁，包括对伊朗全方位的制裁，但他应该就万万没想到，这个凛冬，美国制裁最狠的对象，不是伊朗，而是他自己。

1 月 13 日，众议院对特朗普“煽动叛乱”指控的弹劾案轻松过关，其中共和党方面还有 10 名议员倒戈，多名议员弃权，接下去这场弹劾案将交至参议院中。1 月 20 日，美国新参议院第一次开会，共和党大佬、参议院领袖麦康奈尔突然对特朗普发动攻击，说：“骚乱是受到谎言的推动。他们是由总统和其他有权力的人挑动的。他们试图使用恐惧和暴力，阻止他们不喜欢的联邦政府第一部门的一项特殊进程。”这表明共和党大佬也开始切割了。

不过与众议院不同，参议院弹劾中，众议院扮演的是检察官角色，特朗普成为了被告，最高法院首席法官主持审判，参议员们则是陪审团。首席法官会就弹劾指控按姓氏字母顺序一一

点名询问每个参议员，后者只能回答“有罪”或者“无罪”。如果有 2/3 以上的参议员，就指控回答“有罪”，特朗普即被判定有罪，虽然其现在已经下野，但仍无碍于其被弹劾。按照纽约时报的说法，共和党参议员中，可能有 20 人会倒戈，如果真这样，票数足够了，那特朗普真会被弹劾。

考虑到有罪，参议院可能还会继续投票，剥夺被弹劾对象，再次担任联邦职位（包括选举及任命的职位）的权利。这次投票，简单多数就行了。考虑到如果之前三分之二多数赞成有罪，那这一关应该能过。也就是说，2024 年，特朗普也别想再竞选什么总统了。

根据最新消息，参议院将于 2 月 8 日这一周启动特朗普弹劾审判的开庭陈述，这一时间是舒默与共和党人妥协的结果。众议院原本将于 1 月 25 日正式向参议院递交弹劾案，一般情况下，审判将于一天内展开，但共和党人希望推迟审判，给特朗普更多时间组建法律团队及准备辩护。推迟审判时间还将给参议院留出更多时间来确认拜登提名的内阁人选，并考虑他提出的 1.9 万亿美元新冠救助计划。这两项议程是新政府的当务之急，而弹劾审判可能令其陷入停滞。

既然国会裁定有罪，此时特朗普已是一介平民，那普通法院就会介入审理了。按照“挑动叛乱”的弹劾指控，这如果定刑，可以判 10 年有期徒刑。

### 3) 拜登忙着签字—逆转特朗普四年的政策任重而道远

拜登的第一天，忙完一些礼仪活动后，他开始一个文件、一个文件签字，前面摆着一排黑笔，签一个文件，就换一支笔。对拜登来说，这是历史性的时刻，每一支笔都可以放进博物馆。因为他签的这些行政令，将彻底逆转特朗普四年的政策：

特朗普要修边境墙，拜登不修了；

特朗普反感戴口罩，拜登要求戴口罩；

特朗普向巴黎协定说不，拜登却要重新拥抱。

特朗普要退出世卫组织，拜登要求重新加入……

拜登又创造了历史。

以前，只有两位总统在就职第一天签署行政令，而且只签署了一道；拜登第一天，据说总共要签 17 道……

美国的苦难深，拜登的责任重。反过来，就是特朗普四年之功，毁于一旦。美国开始了四年一次的翻烧饼，全世界最大规模的翻烧饼。

## 2. 美国经济重拾之路千辛万苦，任重而道远

### 1) 迅速控制疫情已成为拜登政府的首要任务

美国新任总统拜登 20 日正式宣誓就职。其时，美国新冠死亡病例已突破 40 万例，美国经



济仍处于衰退泥潭，迅速控制疫情诚然是拜登政府的当务之急。

美国当地时间 1 月 21 日下午，美国新任总统拜登就新冠肺炎疫情的应对发表讲话。他表示，美国的疫情应对是“战时任务”，接下来很可能进入最艰难的时期。美国总统拜登公布了他对抗新型冠状病毒的全面计划，宣布了 10 项行政命令，并指示政府机构使用战时权力要求美国公司制造 N95 口罩、实验室设备和其他设备对抗大流行。拜登强调加大对新型冠状病毒的检测，加快疫苗接种的速度，并为州和地方政府应对大流行的努力提供更多资金和指导。

与此同时，拜登也发出了清醒的警告：病毒可能在未来一个月左右夺去 10 万人的生命，形势也将在好转之前进一步恶化。其还警告说，危机在好转之前将进一步恶化，美国会度过一个“黑暗的冬天”。

## 2) 拜登的 1.9 万亿美元经济刺激方案或将缩水

美国当选总统拜登在 1 月 14 日就公布了约 1.92 万亿美元的经济刺激方案，这项方案包括用于强化疫情应对与疫苗推行的 4150 亿美元，直接对家庭提供救助的约 1 万亿美元，以及对受疫情冲击特别严重的小型企业与社区提供约 4400 亿美元。拜登的行动展示了兑现承诺的决心，其选前曾承诺比现任总统特朗普更加认真地对待疫情，并为对抗疫情和经济复苏注入更多的动力。

虽然当前美国民主党以微弱优势取得了参议院的控制权，使得拜登有信心推出其雄心勃勃的新刺激方案，且拜登提名的美国财政部长耶伦在 1 月 19 日公开敦促议员们在新冠救助支出上采取大规模行动，称经济利益远远超过债务负担加重的风险，其表示“无论是当选总统还是我，在提出这些救助计划时并不是不关注美国的债务负担。即便债务相对于经济规模的比例上升，但由于利率较低，财政部偿付债务的利息负担并未增加”，同时耶伦也认为美元汇率应由市场决定以及应该废除 2017 年为大公司减税的部分政策。但从此前美国推出的 9000 亿美元经济纾困计划谈判来看，不少共和党人因担心支出过多而不止一次阻挠民主党人提出的多个提案，而在此次拜登的提案中，其将最低时薪提高至 15 美元，遭致许多商业团体和共和党人反对，国际特许经营协会政府关系负责人马修·哈勒指出，在部分农村地区，15 美元的最低时薪过高。更重要的是，如果受疫情打击最为沉重的小型餐厅和零售商面临更高的劳动力成本，可能会激发更大一波倒闭潮，成为“压垮骆驼的最后一根稻草”。此外阿拉斯加州共和党参议员穆尔科斯基和犹他州共和党参议员罗姆尼早些时候对这一 1.9 万亿美元的计划提出了质疑，这两人都是起草去年 12 月经济刺激方案框架的两党参议员小组成员。综合来看，预计对拜登提案“买账”的共和党人不多，这将限制救助计划规模，我们预计最终方案的总额或远低于拜登的提议，可能缩水至 1 万亿美元左右。

### 3) 美联储缩减购债讨论正在升温

自12月底以来，美联储官员们开始齐声讨论缩减央行资产购买的话题，其中一些人考虑最早在今年就会采取行动。地区联储行长 Charles Evans、Patrick Harker、Robert Kaplan 和 Raphael Bostic 都表明对2021年缩减购债持开放态度，不过 Loretta Mester 和美联储副主席 Richard Clarida 则暗示不太可能这么快。尽管如此，华尔街也开始加入讨论，摩根大通已经预测美联储将在12月份缩减购债。

美联储12月的会议纪要已经透露，将来所采取的行动将效仿金融危机后政策正常化的“类似顺序”。在当年，随着缩减购债在2013年12月份启动，收益率曲线在之前的一年中已经急剧趋陡，10年期收益率这期间攀升接近一个百分点，而3年期收益率仅上升不到五个基点。这种经验可能是相当有用的。备受关注的2-10年收益率曲线今年每天都在趋陡，并已经升至100个基点上方，是2017年以来从未见过的水平，而10年期国债收益率已涨至1.18%。当然，在2013年和2014年，收益率曲线在美联储实际开始缩减购债时反倒急剧趋平，因此这不是一条单向路。

但是，鉴于距离美联储实际采取行动还有一段时间，因此收益率曲线可能还会出现一些可观的陡化。隔夜指数掉期市场预计美联储将在2023年12月左右实施首次加息——如果美联储在今年12月开始缩减购债，这就是一个合理的假设。这预示短债已经相对消化了今年将缩减购债的预期，但长债可能还有进一步演绎空间。

### 4) 拜登面临一个将陷入“内战状态”的美国

根据联邦调查局（FBI）此前下发的内部文件警告称，全美50州都有策动武装叛乱的计划，州议会和州政府可能成为袭击的目标。

在1月6日特朗普的支持者攻陷美国国会的事件中，除了特朗普的煽动之外，极右翼势力是此次事件的主导者，据说，袭击者中有数十人都是极右翼团体成员，是列在FBI以可能实施恐怖袭击为名开出的监视清单中的白人至上主义者。

近年来，由极右翼团体在美国国内制造的恐怖袭击呈现快速增长态势。奥巴马执政时期那些对黑人担任总统愈发忧虑的白人至上主义者纷纷加入极右翼团体。被认为对极右翼势力持宽容态度的特朗普在2017年就任总统后，这些团体的活动愈加活跃。

美国战略与国际问题研究中心高级顾问塞斯·琼斯20年发布的分析极右翼运动态势的两份报告指出，美国虽然尚未陷入“内战状态”，但恐怖威胁正在上升到新的次元。报告称：“极右翼团体由白人至上主义者、反政府民兵、阴谋论者等持不同诉求的势力集结而成。但主张‘总统大选结果被窃取’‘拜登政府是非法的’等观点却普遍存在于极右翼内部。”被划归极右翼

的白人至上主义者、敌视联邦政府采取干预措施的反政府极端主义者，他们的所谓团结未必稳固。但未来他们的确可能为了推翻拜登政府而联手。

此外美国国会骚乱凸显了另一个值得关注的现实—原本属于遏制极端势力一方的警察和军队内部疑似也存在一些认同极右翼主张的人。据一名前美军军官透露，警察和军队这种保守色彩浓厚的系统内部原本就存在被极右翼思想渗透的缝隙。不仅是在美国，欧洲也存在类似问题。美国极右翼势力的动向也左右着欧洲、前苏联国家和澳大利亚的治安形势，因为美国和其他地区的极右翼团体之间的交流日益频繁。美欧的极右翼势力在思想上也是有渊源的。据称，乌克兰的极右翼新纳粹民兵组织“亚速营”将来自英美的极右翼分子接纳为成员，在提供军事训练方面实现了合作。与此同时，美国的极右翼势力在俄罗斯也设有据点，从事招募新成员等活动。

虽然现在美国社会表面上已回归平静，但在这平静之下却是暗流涌动，由于拜登曾表示上台后将推行严格的枪支管控政策，美国多地近日出现排队抢购枪支的情况。有人甚至凌晨就开始露营排队，只为买到一把枪。在美国，购买枪支须通过美国联邦调查局背景调查。据美联邦调查局去年 11 月发布数据显示，2020 年 1 月到 10 月，联邦调查局累计受理大约 1650 万份枪械及配件销售或转让的背景审查申请，高于 1998 年有记录以来任何一年审查量。美国全国射击运动基金会提供的数据显示，2020 年的购枪者中，大约 40% 的人是首次购枪。而据美国“枪支暴力档案”网站截至去年 12 月 30 日的统计数据，2020 年美国有超过 4.3 万人死于枪支暴力，这也是有完整记录以来首次超过 4 万人。其中，谋杀、意外以及防御性使用枪支造成的死亡人数超过 1.9 万，数据远高于前一年的水平。2019 年，美国死于枪支暴力的人数超过 3.9 万。

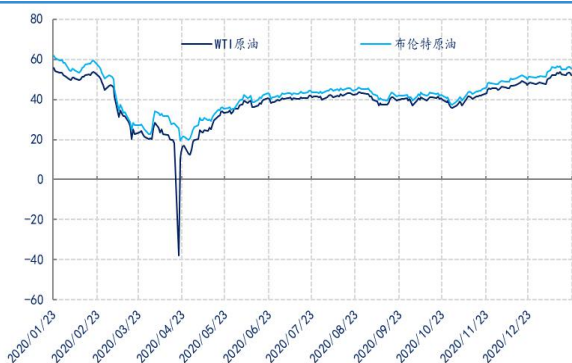
3 亿美国人拥有 3 亿多条枪，这一持枪比例在全球找不出第二个国家了，枪支泛滥成灾叠加极右翼势力的快速增长或将使美国陷入“内战状态”，如果美国的极端势力日益壮大，还可能危及全球治安。

综上所述，虽然拜登接任了美国第 46 任总统、国会由分裂转为统一（民主党以微弱优势掌控参众两院）、拜登上台首日就废除了特朗普的多项政策，但在拜登大规模刺激政策或将缩水、疫情依然无法得到有效控制、美国社会已被特朗普撕裂、美国枪支泛滥且极右翼快速增长或将导致内战等因素的影响下，我们认为，拜登任期内的美国经济或将难有作为，在不发生内战等黑天鹅事件的基准情况下，今年美国经济虽将小幅回升，但将处于零至负 1 区间之内。

## 二、世界在不安中迎来拜登 VS 全球疫情反弹下的需求忧虑 油价上涨可期

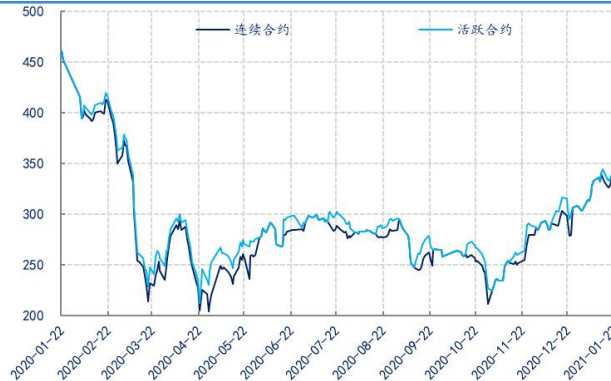
回顾一月以来的国际原油价格走势，我们看到虽然世界在不安中送走了“懂王”特朗普，迎来了老熟人拜登，且 OPEC+ 达成了新的协议—从 2021 年 2 月起沙特自愿减少 100 万桶/日，但在俄罗斯与哈萨克斯坦增产而其他国家保持不变的情况下总减产将减少 7.5 万桶/日至 712.5 万桶/日，使得国际原油价格震荡回升，但在疫情仍在全球蔓延，欧美多地重启封锁措施以及国内疫情出现反弹、主动和被动的“社交距离”将制约航空、游轮等客运交通的复苏，石油消费需求修复遇到瓶颈的情况下，国际原油价格缓步震荡回落。

图 1: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 2: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

### (一) 三大机构报告今年需求显著复苏

本月 OPEC、EIA、IEADG 大国际能源机构发布的最新月报,与此前 12 月的月报相比,三大机构均表示今年全球原油需求将显著复苏。

IEA 1 月报告显示,需求方面,2020 年全球油品需求预计同比下滑 880 万桶/日,较上月预测值持平,预计 2021 年需求将同比增加 550 万桶/日,增加幅度较上月下调 28 万桶/日。供给方面,在 2020 年全球产量创纪录地下降 660 万桶/日之后,预计 2021 年全球石油产量将增加 120 万桶/日。

OPEC 1 月报告显示,需求方面,预计 2020 年全球油品需求同比下滑 980 万桶/日,下降幅度较上月预测值增加 3 万桶/日。预计 2021 年全球油品需求增量为 590 万桶/日,较上月持平。供给方面,预计 2020 年非 OPEC 国家油品供应减少 250 万桶/日,较上月持平。预计 2021 年非 OPEC 国家油品供应增量为 80 万桶/日,较上月预测值下调 5 万桶/日。根据第三方数据,OPEC 国家 12 月原油产量为 2536 万桶/日,较上月增加 28 万桶/日。预计 2020、2021 年全球对 OPEC 国家原油需求量分别为 2220 和 2720 万桶/日,分别较 2019、2020 年变化-710 和+500 万桶/日。

EIA 1 月报告显示,预计全美 2020 年 12 月原油产量为 1099 万桶/日,较 2020 年 11



月下降 2 万桶/日，预计 2020 年美国原油产量为 1130 万桶/日，较 2019 年下降 100 万桶/日，预计 2021 和 2022 年美国原油产量分别为 1110 和 1150 万桶/日。预计 2020 年美国原油及液体燃料净出口量为 72 万桶/日，出口量较上月预测值上调 11 万桶/日，2021 年净进口 41 万桶/日，2022 年净进口 74 万桶/日。

### （二） OPEC+会议沙特减产超预期

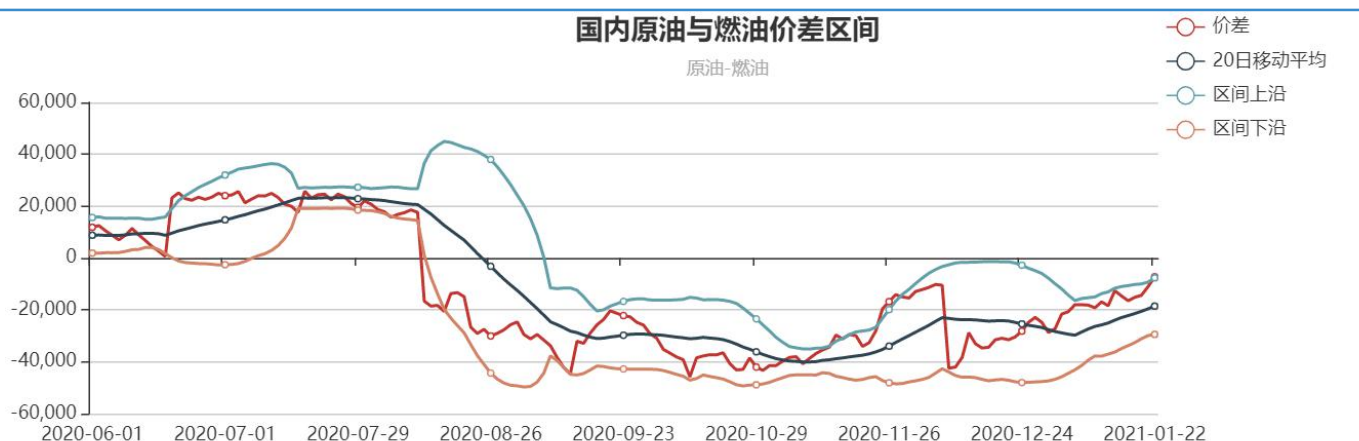
1 月 5 日 OPEC+第 13 届部长级会议落幕。此前市场预期 OPEC+会议比较好的结果为不增产，但沙特的超额减产使 OPEC+的会议决议好于市场预期。从本次 OPEC 会议来看，一方面，2 月份与 3 月份俄罗斯与哈萨克斯坦可以逐月增加 7.5 万桶/天产量，其中俄罗斯增产 6.5 万桶/天，哈萨克斯坦为 1 万桶/天。另一方面，沙特在 2 月及 3 月额外减产 100 万桶/天。此外，OPEC 对 2 月和 3 月各国减产份额做了规定：OPEC+2 月减产框架为 712.5 万桶/天，3 月为 705 万桶/天。考虑沙特的自愿减产，实际减产额度 2 月及 3 月分别为 812.5 万桶/天及 805 万桶/天，减产规模大于 2020 年 12 月。

### （三） 未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，虽然三大国际机构最新的月报均预期今年全球原油需求将显著复苏、在本月初 OPEC+会议上 OPEC 维持减产且沙特减产规模超预期均为油价上涨提供了支撑，但我们认为，随着当前全球疫情的反弹特别是国内疫情的反弹、拜登正式上任美国第 46 任总统，其新能源政策将对原油消费需求构成重大冲击，短期之内全球原油消费需求恐将维持疲软之势，国际原油价格的反弹之路或将受到抑制从而呈现宽幅震荡整理之势。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，而从跨品种的套利策略来看，当前多原油空燃油的套利策略仍可继续持有。

图 3：国内原油与燃料油价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货



### 三、工业金属季节性淡季来临，但铜与镍价仍具有上涨空间

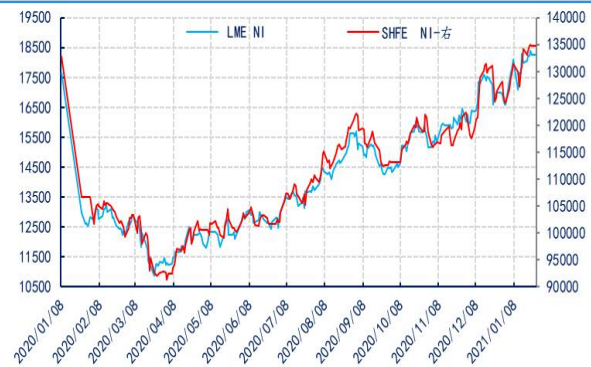
自1月初以来，我们看到，虽然世界在不安中送走了“懂王”特朗普，迎来了老熟人拜登且其即将推出1.9万亿经济刺激计划，为进入传统消费淡季且库存拐点显现的工业金属注入了一剂强心针，但在欧美疫情持续蔓延与国内多地因疫情（境外输入）增多而再度采取“战时响应”机制的影响以及各品种供需基本面的差异，工业金属走势有所分化，其中铜呈宽幅的横盘区间震荡整理之势，而镍则是呈现震荡上行之势。

图 4： 内外铜走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 5： 内外镍走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

#### （一）铜：铜价仍具有上涨空间

##### 1. 21 年铜矿新增产能较多但主要集中于下半年，上半年仍将维持偏紧格局

在此前的年报中我们曾预期 21 年全球铜矿产量将新增 73 万吨，但从投放时间来看，主要集中于下半年，因此上半年仍处于相对偏紧的格局。

表 1: 全球铜矿新增产能情况一览

单位：万吨

项目	公司中文	国家	板块	建造方式	品位	新增产能	2019	2020E	2021E	2022E
Cobre Panama	First Quantum	巴拿马	拉美	Greenfield	0.37%	32.0	15.0	5.0	10.0	3.0
Carrapateena	OZ Minerals	澳大利亚	澳洲	Greenfield	1.80%	6.1	0.0	3.0	1.5	1.6
Grasberg	FCX	印度尼西亚	亚洲	Brownfield	1.09%	49.6	0.0	7.8	28.2	9.1
卡莫阿铜矿	Zinji Mining	刚果（金）	非洲	Greenfield	2.67%	30.0	0.0	0.0	8.0	9.0
Pumpkin	Nevada Copper	美国	北美	Greenfield	1.74%	2.7	0.0	0.5	2.2	0.0
Deziwa	CNMC	刚果（金）	非洲	Brownfield	1.44%	8.0	0.0	5.8	2.2	0.0
Pilares Project	SouthernCopper	墨西哥	拉美	Greenfield	0.70%	3.5	0.0	2.5	1.0	0.0
Sentinel	First Quantum	赞比亚	非洲	Greenfield	0.51%	8.0	0.0	0.5	3.4	3.6
Kantanga	Glencore	刚果金	非洲	Brownfield	4.00%	30.0	8.2	6.5	3.0	0.0
Florence	TasekoMinesLtd	美国	北美	Greenfield	0.32%	3.8	0.0	0.0	0.5	3.3
玉龙铜矿 2 期	Western Mining	中国	亚洲	Greenfield	0.50%	11.0	0.0	0.5	5.0	4.5

Timok	Zinji Mining	塞尔维亚	欧洲	Greenfield	0.86%	8.6	0.0	0.0	5.2	13.5
驱龙铜矿	紫金矿业	中国	亚洲	Greenfield	0.40%	16.5	0.0	0.0	0.0	8.0
Toromocho	中铝集团	秘鲁	拉美	Greenfield	0.48%	7.0	0.0	0.0	1.0	2.0
Spence-SGO	BHP	智利	拉美	Brownfield	0.64%	18.5	0.0	0.0	4.0	5.0
Escondida	BHP	智利	拉美	Brownfield	0.62%	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0
Mutanda	Glencore	刚果（金）	非洲	Brownfield	1.73%	10.0	0.0	0.0	0.0	5.0
Los Pelambres	Antofagasta	智利	拉美	Brownfield	0.62%	6.0	0.0	0.0	0.0	3.0
Mopani	Glencore	赞比亚	非洲	Brownfield	1.96%	5.0	0.0	0.0	0.0	4.0
Zafranal	MAQM	秘鲁	拉美	Greenfield	0.37%	5.5	0.0	0.0	1.0	2.0
Aktogay	KAZ Mineral	哈萨克斯坦	亚洲	Greenfield	0.33%	30.0	1.0	0.0	0.0	5.7
Quellaveco	Anglo America	秘鲁	拉美	Greenfield	0.65%	31.5	0.0	0.0	0.0	10.0
Mina Justa	Minsur	秘鲁	拉美	Greenfield	0.80%	11.0	0.0	0.0	3.0	3.0
Udokan	Metalloinvest	俄罗斯	欧洲	Greenfield	1.05%	34.0	0.0	0.0	0.0	8.0
Lone Star	FCX	美国	北美	Greenfield	0.7%	9.0	0.0	1.0	6.0	2.0
总计							50.8	39.4	85.2	116.0

数据来源：WoodMackenzie SMM 新世纪期货

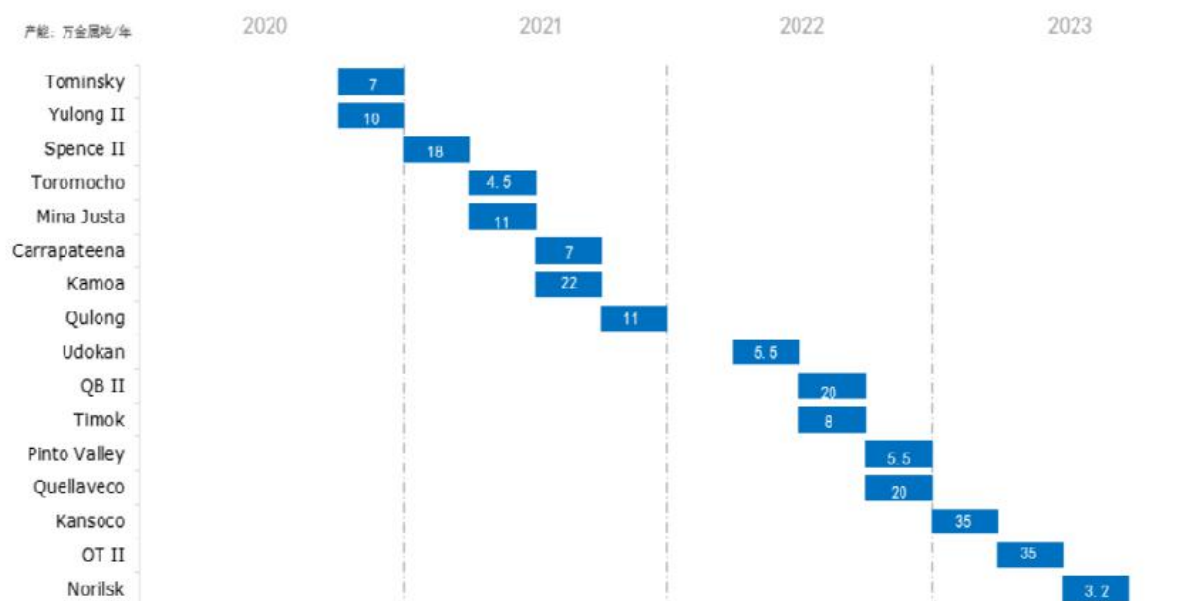
表 2: 全球铜矿减产项目一览

单位：万吨

项目	公司中文	国家	2019E	2020E	2021E
Grasberg	自由港麦莫兰铜金/力拓	印度尼西亚	-25		
LasCruces	第一量子	西班牙			-4.5
Mutanda	嘉能可	刚果（金）	-9	-10	
Escondida	必和必拓	智利	-9		
Sepon/KhanongSxEw	万象矿业	老挝	-1	-2.4	
Chapada	伦丁矿业	刚果（金）			-2.8
Kidd	智利国家铜业	智利		-2	-2
SaffordSxEw	自由港麦莫兰铜金	美国		-1.5	-2
ProminentHill	OZ 矿业	澳大利亚		-2	-1
LosPelambres	安托法加斯塔	智利		-3.8	
CerroVerde	嘉能可	秘鲁		-2.7	
Centinala	安托法加斯塔	智利		-4	
Andina	智利国家铜业	智利		1	
总计			-43.0	-27.4	-12.3

数据来源：WoodMackenzie 新世纪期货

图 6: 预计 2021 年全球新增矿山产能投放主要集中在下半年



数据来源 SMM 新世纪期货

## 2. 产量虽有所增加但受限于疫情管控与消费淡季致市场总供应量偏紧

我们在年报中曾预计 2020-2022 年全球精炼铜的产量分别为 2318.4、2380.3、2470.2 万吨，21 年增幅为 61.9 万吨，其中国内将新增 52.5 万吨的产能。

根据我的有色的数据，2021 年 1 月国内电解铜产量预计 84.08 万吨，同比增长 16.9%，环比增长 2.0%；虽然当前冶炼企业生产维持正常，不过由于疫情管控，冶炼企业输送电解铜至消费市场有所阻碍，导致现货库存依然出现小幅下降趋势，整体来看，当前国内精铜供应仍有所偏紧。

## 3. 下游需求进入传统消费淡季但库存不升反降

我们在年报中预计 21 年全球铜消费增长 2.8%并看好国内电网以及汽车领域对于铜的消耗，虽然当前已进入到了传统的消费淡季，但本该增加的铜库存反而仍在继续回落，我们认为这与海外的补库有关，主要表现在国内空调、冰箱、电子产品、五金等出口的增加，与此同时国内铜管、铜板带箔开工率均好于去年同期。

图 7： 空调出口量

单位：万台



数据来源：产业在线 新世纪期货

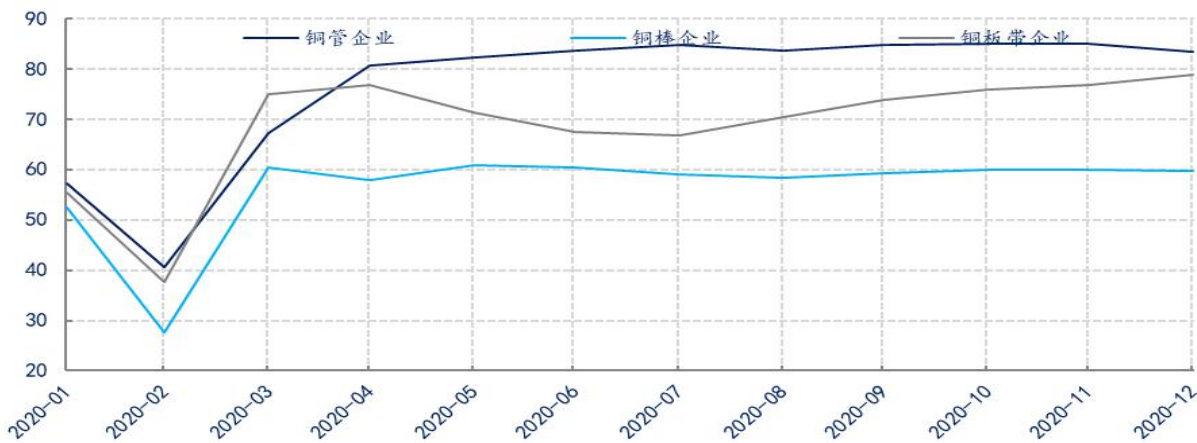
图 8： 电冰箱出口量

单位：万台



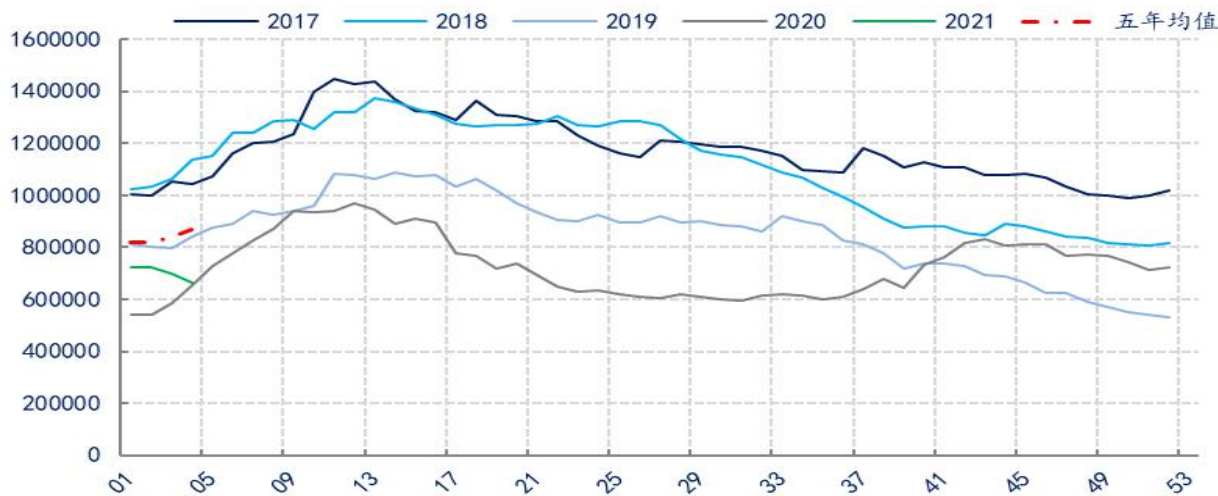
数据来源：产业在线 新世纪期货

图 9： 当前国内铜管、铜棒、铜板带箔企业开工率仍处于高位



数据来源我的有色 新世纪期货

图 10： 当前全球铜显性库存（LME+COMEX+SHFE+上海保税区）位于五年同期低位且不上反降



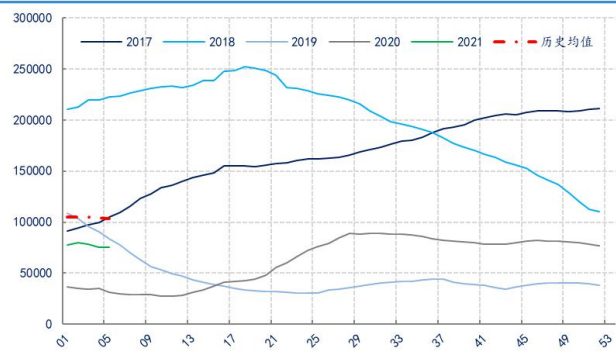
数据来源：WIND 新世纪期货

图 11: 伦铜库存处于五年同期低位且仍在去库



数据来源: WIND 新世纪期货

图 12: COMEX 铜库存处于五年均值下方



数据来源: WIND 新世纪期货

图 13: 沪铜库存处于五年同期低位且仍在去库



数据来源: WIND 新世纪期货

图 14: 上海保税区铜库存处于五年均值附近且在去库



数据来源: WIND 新世纪期货

#### 4. 未来趋势判断与交易策略

综上所述,我们认为,虽然当前铜价在消费淡季叠加国内疫情控制及临近春节放假等因素的影响下呈现宽幅震荡整理之势,但随着国内防疫措施的升级与疫苗注射的稳步推进、全球显性库存的持续低位、拜登财政刺激方案的推出(将有可能缩水)以及国内新基建项目在春节后的陆续展开、电网投资的回升以及铜矿上半年供应仍将延续偏紧局面的基准情况下,铜价将会在春节后呈缓步震荡上行之势。从交易策略来看,在当前铜价还处于宽幅震荡整理之际以观望为主,待2月春节之后择机逢低介入。

#### (二) 镍: “一元供应—二元需求” 格局使得供需短缺形势仍将持续 镍价涨势可期

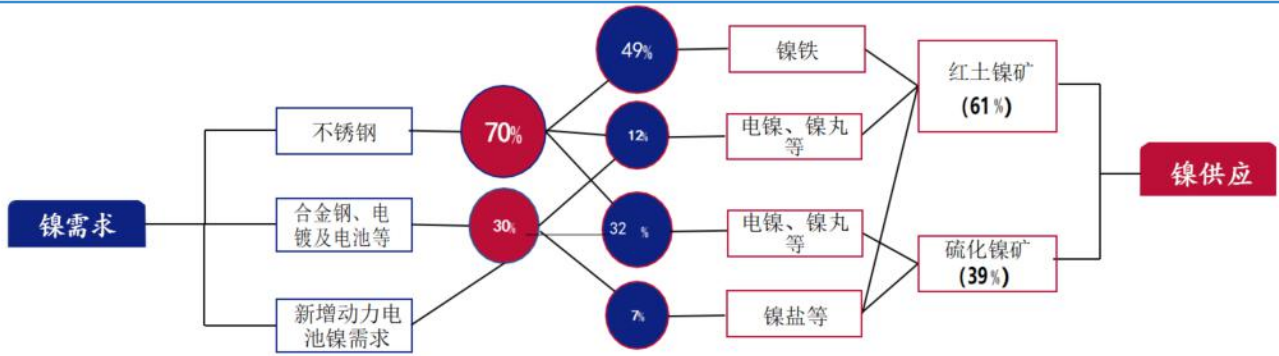
##### 1. “一元供应—二元需求” 格局即将到来 国内资源不足进口依赖度高

我们在20年四季度的季报中曾预计,当前的“两元供应—两元消费”格局将逐步转向以红土镍矿为主的“一元供应—两元消费”格局。



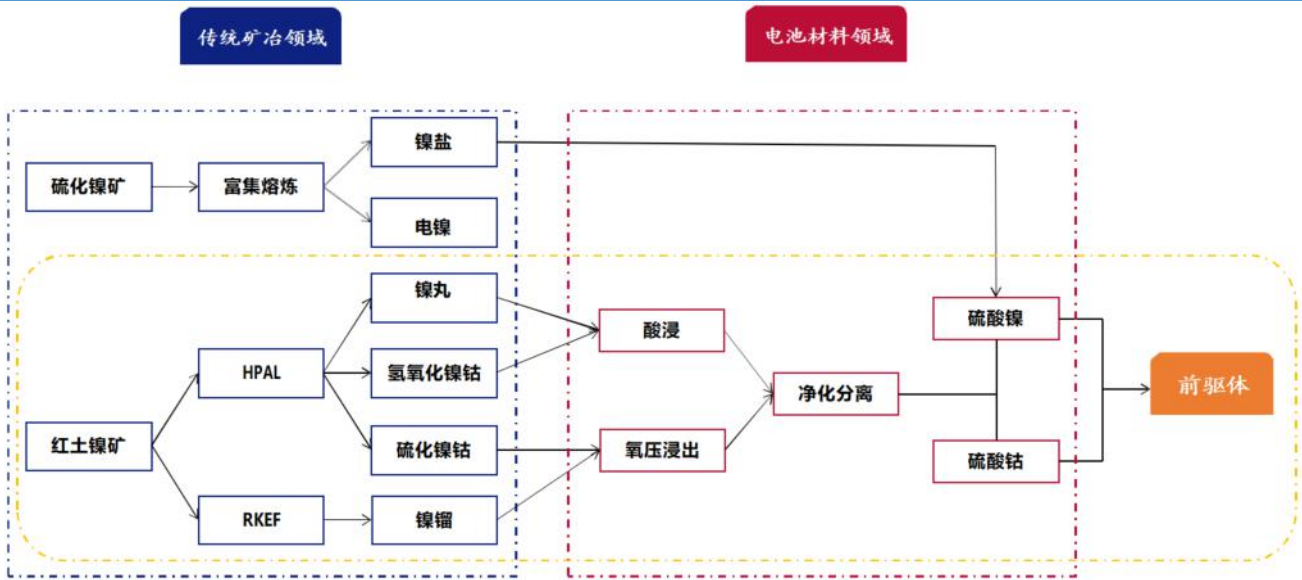
新世纪期货有色与原油月报

图 15： 当前镍的“两元供应-两元需求”格局将逐步转化为“一元供应-两元需求”格局



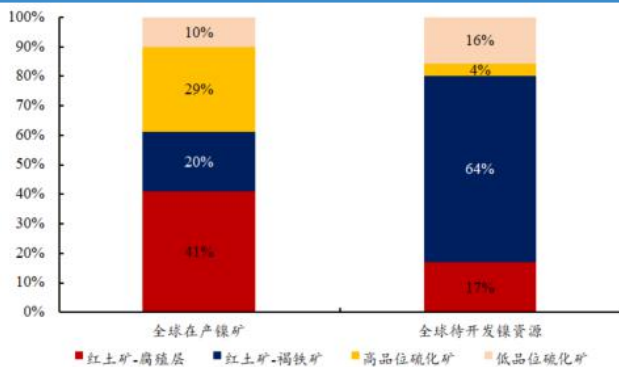
数据来源：安泰科 USSG 新世纪期货

图 16： 红土镍矿将成为未来新能源领域的重要镍矿资源



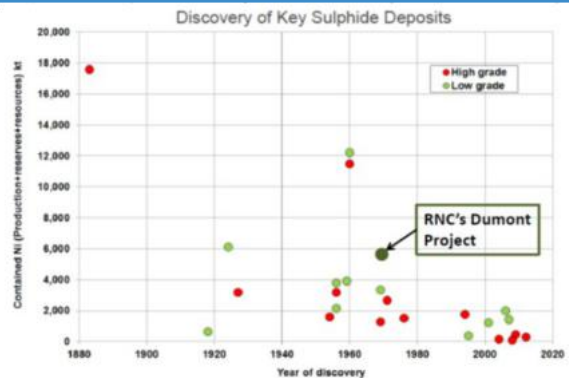
数据来源：安泰科 麦格里 新世纪期货

图 17： 目前待开发的红土镍矿中褐铁矿占比最高



数据来源：VALE USGS 新世纪期货

图 18： 近年全球难寻大规模高品位的硫化镍矿



数据来源：RNC USGS 新世纪期货

表 3: 印尼、菲律宾、俄罗斯等为镍资源大国和主产国

单位: 万吨

国家	产量		储量	
	2018	2019	2019	占比 (%)
印度尼西亚	60.60	80.00	2,100.00	23.67
澳大利亚	17.00	18.00	2,000.00	22.55
巴西	7.44	6.70	1,100.00	12.40
俄罗斯	27.20	27.00	690.00	7.78
古巴	5.10	5.10	550.00	6.20
菲律宾	34.50	42.00	480.00	5.41
中国	11.00	11.00	280.00	3.16
加拿大	17.60	18.00	260.00	2.93
美国	1.76	1.40	11.00	0.12
新喀里多尼亚	21.60	22.00	/	/
其他国家	36.60	37.00	1,400.00	15.78
合计	240.00	270.00	8,900.00	100.00

资料来源: 《MINERAL COMMODITY SUMMARIES 2019》 新世纪期货

作为全球最大的镍冶炼产品生产国,国内 19 年镍冶炼产品产量约 84 万吨(折合镍金属量,包括 NPI、FeNi、电解镍、其他原生镍等),约占全球镍冶炼产品产量的 35%,但我国镍资源不足,冶炼所需的上游原材料依赖进口,根据估算近 90%镍原材料依赖进口,主要来自菲律宾和印度尼西亚。从全球来看,虽然全球镍矿总体上仍保持高增长态势,但集中度较高,其中印度尼西亚(29.8%)、菲律宾(15.7%)、俄罗斯(10.%)三个国家约占全球镍矿产量的 56%,而中国镍矿产量仅约占全球约 4%。从企业主体看,全球镍矿供应格局较为分散,镍矿龙头企业市占率较低,仅 CR2 俄罗斯镍业和淡水河谷的份额超过 5%。

## 2. 中国加大在印尼等国家的红土镍矿与镍铁开发

作为全球主要的镍矿生产国印度尼西亚,2014 年曾经禁止镍矿的出口,造成 2014-2016 年镍矿产量下降;2017 年放松了镍矿出口禁令,允许有条件出口;但 2019 年 8 月宣布从 2020 年 1 月 1 日起,再次禁止镍矿出口。受印尼出口限制,目前国内镍资源来源已转至菲律宾、新喀里多尼亚等国家。另一方面,因对该禁矿令已经有所预期,包括中资企业在内的资本加大了对印尼镍冶炼设施投资,预计和不锈钢相关的镍生铁产业将部分从中国向印尼转移;另一方面,除镍铁外中资也在加大印尼等国家的红土镍矿开发。

从当前国内企业在印尼的开发情况来看,主要集中于苏拉威西岛与小 K 岛。

目前苏拉威西岛上聚集了多家镍铁企业，青山集团的 IMIP 工业园是其中的重要项目之一。青山 IMIP 园区现已建设成为世界上首个集采矿-镍铬铁冶炼-不锈钢冶炼-热轧-退洗-冷轧及下游深加工产业链，此外还有火电、焦电、焦炭、兰炭、制酸、硅铁、硅锰、物流码头等配套项目。其中自备电厂发电总装机量逾 2000MW，镍铁产能 180 万吨，铬铁产能 30 万吨，炼钢产能 300 万吨，热轧产能 300 万吨。在青山完备的基础设施之上，华友钴业在印尼正在投资建设 6 万吨电池用镍华越项目（权益 57%），募投 4.5 万吨镍华科项目（权益 70%），达产后权益产能达到约 6.6 万吨镍。盛屯矿业投资 3.4 万吨镍友山项目（权益 35.75%）2020 年已开始产出镍铁，贡献营收，预期后续将加工成高冰镍用于电池。格林美拟增持印尼青美邦 5 万吨镍项目股权至 72%。

小 K 岛及附近主要分布着新兴铸管、力勤矿业、金川集团、振石集团等镍冶炼企业。其中振石、华友、青山合资建设的湿法项目是印尼最大的湿法冶炼项目，根据我的钢铁网统计预计该项目全部达产后镍矿月消耗合计 60 万湿吨。

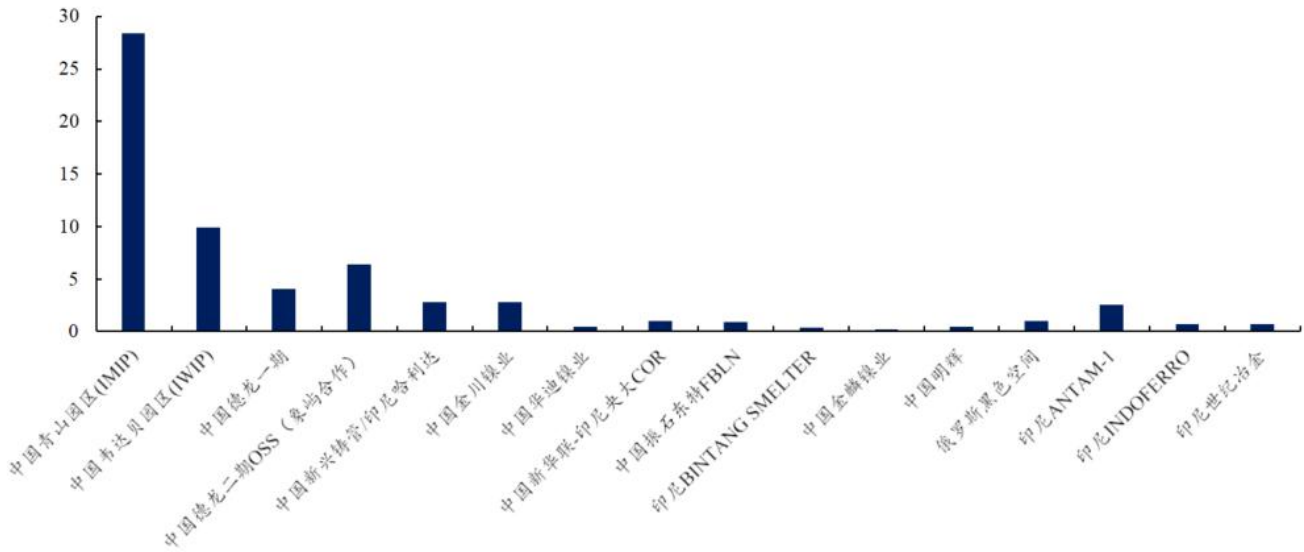
承恩菲技术、瑞木实践，以华友钴业为代表的中国企业印尼镍湿法项目投资有望成功，并有望带来电池用镍变革。因全球硫化镍矿开发较为充分，目前新开工镍项目主要集中于红土镍矿。从红土镍矿中提取电池镍产品的主要冶炼工艺为湿法高压酸浸技术。依托巴新中冶瑞木的成功实践经验，和恩菲设计院的技术，受益于青山钢铁等在印尼建设的基础设施，印尼中资在建项目的投资成本显著低于以往湿法项目平均水平。同时，在青山钢铁关联的印尼矿山公司将为华越、青美邦等项目提供所需红土镍矿。

图 19： 华友钴业印尼镍湿法项目核心设备已于 2020 年 11 月顺利交付



数据来源：华友钴业公众号 新世纪期货

图 20: 当前印尼的投产项目中, 青山集团处于领先地位, 国内在印尼投产项目较多



数据来源: Mysteel, 安泰科 新世纪期货

### 3. 菲总统下令停止 Tumbagan 岛采矿业务

1月12日, 菲律宾总统罗德里戈·杜特尔特 (Rodrigo Duterte) 已下令停止在塔维-塔维 (Tawi-Tawi) 朗古扬 (Languyan) 的通巴加安岛 (Tumbagaan Island) 的所有采矿作业, 并指示对该地区进行大规模修复, 此举一度引发了市场对于菲律宾镍矿供应下降的忧虑。

但根据了解, 此次停止的为在 Tumbagan 岛的所有采矿活动, 但该小岛上的矿点基本枯竭, 近两三年几无出货, 但目前该岛上有新矿山 Strong Minmig Site 开始出货, 该矿山出货量尚未稳定, 出货量较少, 12月份到港4船。另外该小岛的采矿业务禁止可能会影响 SR Languyan Mining 出货, 该矿山 2020 年出货量 2-3 船, 因此此次暂停 Tumbagan 岛的所有采矿活动对菲律宾出货影响量不大。但目前尚未确定的是, 事情是否会进一步发酵至整个 tawi-tawi 岛, 后续进展情况 SMM 将持续跟踪。

### 4. 下游不锈钢需求趋稳, 动力电池或将成为需求爆发的引擎

从下游的需求来看, 不锈钢仍是镍的最大下游, 国际不锈钢论坛 (ISSF) 预计, 2020 年全球不锈钢消费量将达到 4124 万吨, 比 2019 年减少 347 万吨, 同比下降 7.8%。2021 年全球所有地区的不锈钢消费将因新冠肺炎疫情结束而 V 型恢复, 消费量预计增长 328 万吨, 增幅近 8%, 达 4452 万吨。

2020 年全球电池领域镍需求占比约 5%, 但随着新能源汽车销量快速增长, 高续航里程的趋势要求三元正极材料高镍化发展趋势已定, 而未来电动汽车动力电池所需的硫酸镍需求或将

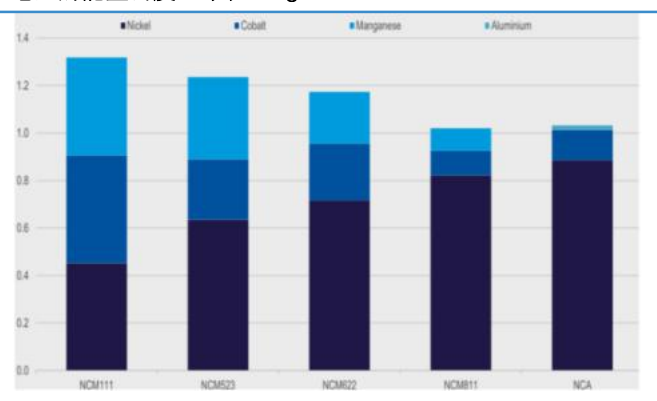


新世纪期货有色与原油月报

进入爆发期，成为镍需求的最大新增点。去年 11 月 6 日蔚来发布的 100kWh 电池组电化学配方为 NCM 镍 55 方案，采用 CTP 技术，能量密度提升 37%；而 1 月 9 日的 NIO Day 发布 150kWh 固态电池，带电量提升 50%，并突破了超高镍正极等技术，再一次印证了这个趋势。根据容百科技预测，到 2030 年整个行业高镍正极材料的产出将接近 350 万吨。据 CRU 预测，2040 年全球电池用镍量有望占全球镍需求的 33%，而 2019 年仅占约 5%。我们认为电池用镍，前景广阔，全球新能源产业链龙头企业特斯拉、宁德时代等均对镍表现出浓厚的兴趣。

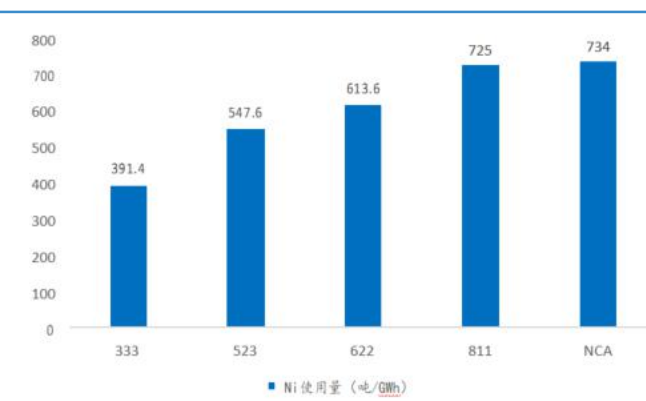
第三方数据测算方面，据 Vale 公司表示，NCM622 向 NCM811 电池转型需镍量提升 16%，2025 年全球电动汽车销售量超过 800 万辆，2030 年有望超过 2000 万辆；2025 年，用镍需求有望达到 26 万吨-59 万吨，2030 年用镍需求有望达到 89 万吨-170 万吨，镍需求占比有望提高到 37%，从而使电池成为镍第二大需求领域。

图 21： 1kWh 电池中各金属的用量：增加镍含量会提高电池的能量密度（单位：kg）



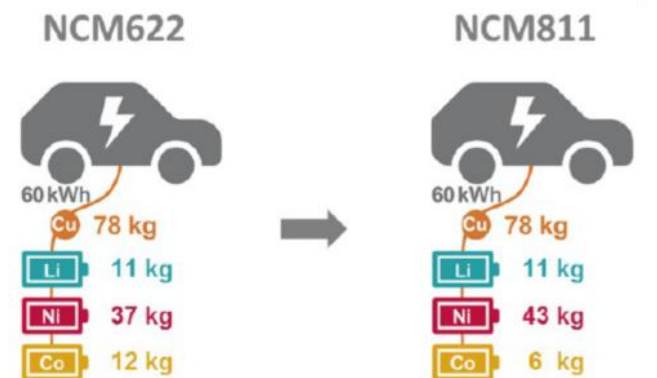
数据来源：SMM 新世纪期货

图 22： 不同正极材料对镍的需求量变化趋势



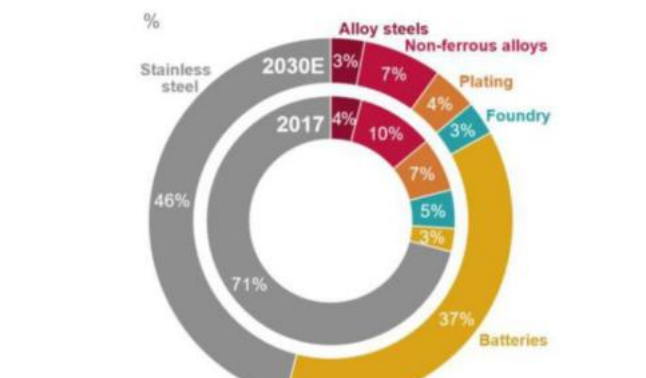
数据来源：CRU 新世纪期货

图 23： NCM622 向 NCM811 电池转型需镍量提升 16%



数据来源：VALE 新世纪期货

图 24： 2030 年电池用镍需求占比有望提升至 37%



数据来源：VALE 新世纪期货

根据测算，2020 年锂电镍需求量约 10.7 万吨镍金属量，对应硫酸镍用量约 48.6 万吨，



考虑工业生产实际，NCA/NCM811 三元电池 1Kwh 对应镍金属耗量约 0.87-0.89kg，预计至 2025 年动力锂电领域镍需求量约 60 万吨镍金属量，对应硫酸镍需求量约 273 万吨，预计 2020-2025 年动力电池领域镍需求 CAGR 约 41%。按照电池级硫酸镍价格约 3 万元/吨计算，2020 年全球动力电池领域硫酸镍市场规模约 146 亿元，预计至 2025 年全球动力电池领域硫酸镍市场规模将提升至约 818 亿元。

预计 2019-2025 年，全球新能源汽车年均复合增长率将达到 35%，2025 年全球新能源汽车销量达到 1363 万辆。2019 年，国内新能源汽车产量小幅下滑 2.8%至 124 万辆，但海外依旧保持 16%的增长至 105.6 万辆，其中特斯拉同比增长达到 51%至 36.7 万辆，成为海外新能源汽车销量的引擎，也带动全球新能源汽车依旧同比增长 5.1%至 230 万辆左右。我们认为，即使短期全球卫生事件导致海外新能源汽车销量短期承压，但在欧洲碳排放标准仍未改变，海外加速推动燃油车退出时间表也未发生实际改变，以及诸如大众、特斯拉等龙头车企的依旧保持快速扩张的背景下，我们预计 2019-2025 年国内新能源汽车 CAGR 将达到 28.3%，2025 年国内新能源汽车销量达到 554.6 万辆（不含特斯拉中国工厂）；海外新能源汽车年均复合增长率将达到 40.4%，2025 年海外新能源汽车销量达到 808.5 万辆（含特斯拉中国工厂）；合计全球新能源汽车年均复合增长率将达到 35%，2025 年新能源汽车销量达到 1363 万辆。

不过考虑到刀片电池和宁德时代的 CTP 技术带动磷酸铁锂“返潮”、磷酸铁锂本身无镍消耗量，动力电池领域 CTP+LFP 技术方案或一定程度延缓全球镍需求增速；但另一方面，镍作为三元电池“能量载体”元素，其未来仍将维持较高的成长性与确定性。受益于磷酸铁锂材料在入门级市场展现出的高性价比优势，2020Q4 开始，特斯拉中国区工厂的 Model3 和 model Y 标准续航里程的车型或全部采用超级 LFP 电池。但另一方面，NCM811 仍是德系车企的主要演进方向，随着欧系高性能整车的持续放量，预计到 2025 年全球动力电池高镍占比（NCM811/NCA）仍将进一步提升至约 73%。

此外，由于镍用量的提高有助于提高电池整体的能量密度，未来高镍化是三元正极材料发展的必然趋势，则动力电池领域 811/NCA 在正极材料中的占比将大幅提升；我们测算预计，未来全球动力三元材料中 NCA/NCM811 的占比从 2019 年的 34% 大幅提升至 2025 年的 88%，NCM622/523/333 的占比从 2019 年的 66%大幅下滑至 2025 年的 12%。在此背景下，我们预计，2025 年，NCA/NCM811 的三元动力电池装机量将由 32.3GWh 增长到 578.3GWh，年均复合增速高达 61.7%，成为最主流的三元正极材料。

## 5. 供需平衡

根据测算，预计 2020 年全球镍静态供给缺口约 3.8 万吨镍金属量，由于印尼青山 Morowali/Weda 两大工业园区新建镍铁项目的快速推进，预计 2021 年全球镍静态供需将由短缺转为小幅过剩约 2.7 万吨镍金属量；考虑目前在产项目产能、在建项目投产进度进度，预计至 2024 年全球镍供需将再度迎来静态供给缺口，预计至 2025 年全球镍静态供给缺口将进一步提升至约 7.9 万吨镍金属量。

表 4：预计至 2025 年全球镍供给缺口将进一步提升至约 7.9 万吨（单位：万吨，镍金属量）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
不锈钢	178.4	187.3	196.7	206.5	216.8	227.7
合金&铸件	39.8	41.0	42.3	43.5	44.8	46.2
电镀	18.08	18.08	18.08	18.08	18.08	18.08
电池	12.7	16.7	22.4	31.2	44.0	62.0
粉末冶金	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
其他	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23
<b>原生镍需求总计</b>	<b>253</b>	<b>267</b>	<b>283</b>	<b>303</b>	<b>327</b>	<b>357</b>
其中中国需求	<b>145</b>	<b>157</b>	<b>169</b>	<b>185</b>	<b>206</b>	<b>233</b>
中国需求占比 (%)	<b>58%</b>	<b>59%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>	<b>63%</b>	<b>65%</b>
<b>镍供给总计</b>	249	269	285	306	323	350
<b>NPI</b>	116	128	140	153	168	176
中国 NPI	51.6	40	40	40	40	40
印尼 NPI	64.1	88.3	100.4	112.8	127.5	135.7
<b>FeNi</b>	39.9	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
<b>精炼镍（镍板、镍球、镍粉、镍豆等）</b>	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4
湿法产镍（MHP、NHP 等）	23.8	31.7	35.4	44.2	45.7	64.5
<b>供需平衡</b>	<b>-3.8</b>	2.7	2.3	3.5	<b>-4.6</b>	<b>-7.9</b>

资料来源：新世纪期货

## 6. 未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，在镍矿供应持续收紧、不锈钢需求持稳、动力电池需求或将爆发的情况下，虽然今年全球精镍供需将呈现紧平衡状态，但在全球显性库存依然维持低位、拜登上台其新能源政策将利好电动汽车发展等因素的影响下，我们预计镍价还将继续维持震荡上行之势，交易策略来看，此前的多单可以继续持有，但考虑到春节假期因素的影响，可以在节前适当的减仓以安全过节，待节再逢低介入。

### 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/>