

**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**

2月有色与原油市场经济展望——  
 中美经济复苏步伐或将分化 原油  
 与有价上涨依然可期

2021-1-29

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  
 原油将继续向上修复而铜与锌虽将  
 上行但将分化

2020-12-30

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

## 3月有色与原油市场展望一

### 量化宽松与财政刺激助力全球经济复苏

### 原油与有色上行之路依然畅通

**观点摘要：**
**宏观经济：**

整体来看，一方面，随着制药公司产能扩张，各国疫苗供应量预计都有较大增长空间，接种计划顺利推进，全球疫情迎来转机，但“疫苗民族主义”依然盛行，这将严重阻碍全球战胜新冠疫情的进程。另一方面，随着全球主要央行持续的量化宽松政策与主要经济体的财政刺激政策托底，全球经济迎来复苏之势，整体宏观氛围持续转暖。

**原油：**

一方面，随着全球新冠新增确诊人数与新增死亡病例数的持续放缓，全球经济将在各大经济体量化宽松政策的持续支持下稳步复苏，这将对全球原油的消费需求形成促进作用并对油价的持续回升形成有力的支撑；另一方面，随着 OPEC+ 的持续推进减产、美国原油开采产能将受拜登新能源政策影响力而难以大幅增加、美国德州炼厂产能将受此次严寒影响而出现下滑、美伊之间持续紧张将导致中东地区再度陷入动荡之中引发市场对于全球的原油供应忧虑，全球原油的总供应量将继续下降，全球原油的供需将由此前的过剩逐步转移至短缺之中，此亦为全球原油价格的持续上涨提供了支撑。整体来看，我们认为虽然近期国际原油价格将有可能出现技术性回调，但从趋势来看，接下去国际原油价格将进一步站稳 65-70 美元的价格区间，沪原油价格在经过技术性回调后则将站稳 400-420 元的价格区间。

**有色金属：**

**铜：**虽然我们预计今年全球铜矿产量将有所增加，但在短期之内全球铜矿供应紧张问题仍无法得到缓解，而这又将制约精铜产量，从下游的消费需求来看，随着疫情的缓解，海外经济将迎来复苏，这将带动海外铜消费需求，与此同时，国内铜的消费需求亦将有所回升，此外在碳中和的背景下，电动车用铜需求将迎来爆发式的增长，当前铜的供需紧张之势仍将持续，综合来看在全球宏观氛围持续转暖与铜供需紧张形势仍将持续的情况下，铜价仍将迎来震荡上行之势。

**铝：**我们认为，随着全球经济的进一步复苏、全球复工复产的稳步推进将使得在碳中和大背景下全球电动汽车用铝需求的进一步增加，但今年全球铝新增产能有限且当前全球显性库存仍处于五年的历史同期低位水平，这将使得铝的供需从平衡状态转向短缺之势，这将对铝价形成进一步的上涨支撑。

**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. 全球经济的复苏情况；
3. 中东局势的变化与 OPEC+3 月会议；
4. 国内铜与铝的旺季消费与产能投放情况。

## 目 录

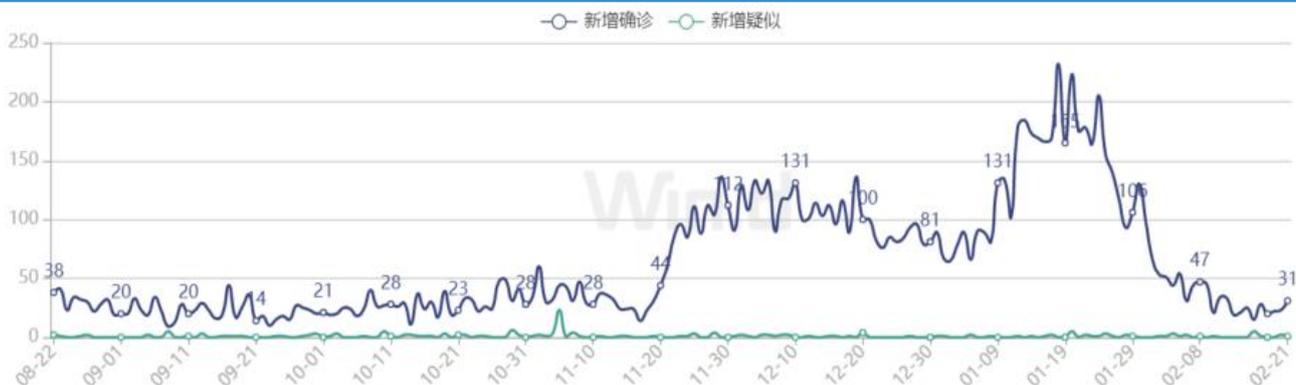
一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 疫苗对经济复苏的效力将因国家不同而有所分化.....	3
(二) “疫苗民族主义”愈演愈烈，中国以实际行动推进国际抗疫合作.....	6
(三) 全球货币宽松与财政刺激的持续将助力经济复苏.....	6
二、 全球疫情放缓将促进需求快速回升 油价仍处于上行通道.....	11
(一) 三大机构报告下调全年原油的消费需求.....	12
(二) 严寒袭扰美国对原油开采影响 VS 对炼厂影响.....	12
(三) OPEC+ 将持续推进减产.....	15
(四) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	18
三、 工业金属春季行情启动，铜价与铝价中枢将持续上行.....	19
(一) 铜：碳中和背景下的铜价仍将震荡上行.....	19
(二) 铝：碳中和背景下的新一轮“供给侧”改革将助推铝价上行之路.....	27
(三) 未来走势判断与交易策略.....	33
免责声明.....	35

## 一、全球经济复苏前景展望

### (一) 疫苗对经济复苏的效力将因国家不同而有所分化

自去年年底以来，由于海外新冠病毒变异、气候变化及部分农村和偏远地区的防控筛查力度不足等原因，国内出现了新一轮的新冠疫情，主要以河北、黑龙江和吉林为主，同时散发至全国多个省份和地区，最高日新增病例近 200 起。随着国内各地严格的筛查与隔离防控措施逐渐取得成效，日新增新冠肺炎确诊患者近来已经持续下降，目前国内日新增确诊病例约 31 起，其中绝大部分为境外输入病例和香港疫情，本土日新增病例基本清零。

图 1：国内日新增确诊病例持续下降



数据来源：Wind 新世纪期货

从全球来看，随着制药公司产能扩张，各国疫苗供应量预计都有较大增长空间，接种计划顺利推进。其中以色列接种人数占比遥遥领先（接近六成），美国（18.2%）、英国（26.1%）、法国（5%）、德国（5.7%）等西方国家的疫苗接种覆盖率在过去的一周时间内持续提高。根据统计，自 1 月中下旬以来，海外新增疫情和新增死亡病例均呈显著回落之势，截至目前，海外日新增确诊病例约 28 万，较年初 60-80 万的峰值已出现非常明显的下滑，海外疫情出现了转机。

图 2：国内日新增确诊病例持续下降



数据来源：Wind 新世纪期货

根据全球几家疫苗企业披露的临床数据来看，新冠疫苗的保护效力整体较好，尤其是 BioNTech 和 Moderna 的 III 期数据都显示出了超过 90% 的保护效力。尽管各家疫苗企业的临床数据多采用的是中期分析、且阳性患者的确诊可能为包括“无症状感染者”，但目前的数据也能充分说明当前的几款新冠疫苗拥有不错的保护效力和较高的安全性，并且能够大幅降低患者变为重症的概率。因此在理论上说，若病毒没有出现大的变异，当前新冠疫苗的大范围接种是完全有希望得到显著遏制的。

目前全球新冠疫苗累计接种量已经过亿，从接种量来看，美国累计接种超 4000 万剂、中国累计接种超 3000 万剂、英国累计接种超 1000 万剂，是全球新冠疫苗接种量最高的国家；从接种率来看，以色列和阿联酋最高，分别已经超过 60% 和 40%。

由于新冠病毒的  $R_0$  值基本在 2.5-4%，因此从理论上讲，当接种率超过 60% 时（完全接种），新冠疫苗的保护效力会逐步体现，因此作为接种率最高的以色列，其疫情也逐渐成为全球关注和热议的焦点。

关于疫苗效力，以色列在最近的报告表明，在接受辉瑞疫苗全面保护的 16.3 万人样本中，只有 31 人被诊断为 Covid-19。根据这个样本，也就是疫苗的有效性达到了 92%，尽管以色列的疫苗接种计划取得了成功，但是大部分接种率比美国高的国家其经济复苏远不如美国。在 IMF 公布的 2021 年全球 GDP 预期增速中，美国的 GDP 增速依然高于大部分主要经济体。我们认为，一方面由于大部分地区像是欧元区和以色列由于在诊病例仍然很高，虽然新增住院人数的总体下降是稳定的，但是封城限制措施进一步被延长，相比之下，美国封城措施的执行力和全民佩戴口罩的约束力并不强，经济整体活动虽然放缓但是仍是在进行中；另一方面，我们认为市场上认为“疫苗加快经济复苏节奏”的表述存在些许偏差。

表 1: IMF 对全球经济的预测

产出（实际 GDP 增长）	2021 年	2022 年
<b>主要发达国家</b>	<b>4.3</b>	3.1
美国	5.1	2.5
<b>欧元区</b>	<b>4.2</b>	3.6
德国	3.5	3.1
法国	5.5	4.1
意大利	3.0	3.6
西班牙	5.9	4.7
日本	3.1	2.4
英国	4.5	5.0
加拿大	3.6	4.1
<b>其他主要发达经济体</b>	<b>3.6</b>	3.1

新兴市场和发展中国家	<b>6.3</b>	5.0
<b>亚洲</b>	8.3	5.9
中国	8.1	5.6
印度	11.5	6.8
ASEAN-5	5.2	6.0
<b>欧洲</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>
俄罗斯	3.0	3.9
<b>拉丁美洲和加勒比地区</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>
巴西	3.6	2.6
墨西哥	4.3	2.5
<b>中东</b>	<b>3.0</b>	<b>4.2</b>
沙特	2.6	4.0
<b>撒哈拉以南美洲</b>	<b>3.2</b>	<b>3.9</b>
尼日利亚	1.5	2.5
南非	2.8	1.4

数据来源：IMF 新世纪期货

疫苗本身不足以对经济形成提振，对经济的影响主要在于减少疫情带来的成本压力；对金融市场来说，疫苗能够降低发生流动性危机的概率。当前市场普遍认为疫苗的推出能够使得经济快速恢复，但是我们需要意识到，疫苗本身它并不能够刺激经济重新启动，长期疫情的蔓延已经导致经济的内部结构脱节，疫苗的效力其实就是帮助经济在其整合期内保持连续化，疫苗产生的免疫抗体主要将使限制得以更快地放宽，也让医疗系统能够尽快正常运行，所以疫苗进展推动的乐观情绪一方面可以左右投资者的风险偏好，进而对资本价格形成支持；另一方面也可以转化成为数百万在疫情期间失去工作的人的动力。

尽管存在病毒变异、疫苗快速接种覆盖困难、疫苗的保护效力数据有待商榷等问题，但整体而言，我们对新冠疫苗在真实世界的应用依旧持乐观态度。

人类是否能够战胜疫情依然有很大的问号，其中一个重要原因就是新冠病毒的变异。近来，英国、南非和美国等地均出现了病毒变异株，且整体的传播能力都有所提高，给全球新冠疫情的防控造成较大压力。另一方面，变异的病毒株或对新冠疫苗的保护效力造成一定影响：从目前披露的数据来看，多家企业的新冠疫苗针对英国变异株的保护效力基本未出现较大变化，但是对南非变异株的保护效力确实出现明显下降。

## （二）“疫苗民族主义”愈演愈烈，中国以实际行动推进国际抗疫合作

2月17日，在联合国安理会举行的新冠疫苗问题部长级公开会上，联合国秘书长古特雷斯提出“全球疫苗接种计划”的倡议。与此同时，“疫苗民族主义”也不断被提及。

“发达国家已经疫苗订购过剩了。”这是2021年2月19日，国际非营利组织 ONE Campaign 报告中提出的一个现象。放眼全球，我们看到：在英国，疫苗的订购剂量已达到5.1亿剂，约是其总人口的4倍；在欧盟，疫苗订购剂量达到16亿剂，是其总人口的3倍；在加拿大，总订购量高达4.1亿剂，是其总人口的10倍；但与此同时，全球仍有130多个国家完全未能获取新冠疫苗。由此来看，一方面，发达国家囤积了远超自己所需的疫苗，另一方面，相对贫穷的国家出于各种原因无法及时获得疫苗，导致变种病毒肆虐，又反过来使得发达国家疫情复杂化。这种疫苗的相对过剩，不由得让人想起1998年诺贝尔经济学奖得主阿马蒂亚·森的经典论述：导致饥荒的原因并不是粮食不足，而是人们“交换权利”的急剧恶化。

与此同时，我们看到虽然1月下旬以来欧盟与英国为争疫苗而“互掐喉咙”的闹剧已经收场，以欧盟宣布对英国阿斯利康公司的疫苗放行为结束，但不可否认的是，就算是疫苗囤积较多的英国与欧盟同样还是因为“疫苗民族主义”而争抢疫苗面红耳赤，风度尽失。

对于此，世贸组织新任总干事伊韦阿拉警告称，“疫苗民族主义”将会减缓终结新冠病毒大流行的进程。而俄罗斯科学院安全问题专家布洛欣指出，“疫苗民族主义”的本质就是“西方中心论”。其指出，美国做的第一件事就是获取全球研发最顺利的疫苗的相关信息，以便后续买下整个科研团队。然而，美国却否认其他国家的贡献，宣称所有最好的成果都是美国的。

相对于西方国家“丑陋的疫苗民族主义”，中国正在以实际行动促进疫苗公平分配，推进国际抗疫合作，尽己所能为其他国家，特别是发展中国家获取疫苗提供帮助。中国疫苗行业协会会长封多佳指出，我国有18条已经布局的新冠疫苗生产线，到2021年年底，预计我国生产的新冠疫苗总产能将会超过20亿剂，到明年年底有可能突破40亿剂。

据外交部消息，截至2月17日，中方已向53个提出要求的发展中国家提供疫苗援助，已经和正在向22个国家出口疫苗。

正如联合国秘书长古特雷斯所言，新冠疫苗的分发带来的应该是希望。在这个危急时刻，疫苗分配的平等是对全球良知的最大考验。

## （三）全球货币宽松与财政刺激的持续将助力经济复苏

### 1. 中国货币政策与财政政策展望

2月8日晚间，央行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》（下称《报告》）。从政策基调上来看，《报告》指出，**稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，**

不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。这延续了三季度货币政策执行报告、中央经济工作会议以及近期央行相关人士的说法。

此前易纲行长明确指出，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励”。

在保持广义货币 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的问题上，中国人民银行货币政策司司长孙国峰在其《健全现代货币政策的框架》一文中讲到，货币政策中介目标是要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。基本匹配是中期概念，不是短期概念。体现在操作上，是按年度做到基本匹配，而不是每个季度甚至每个月都要匹配，以保持政策连续性、稳定性和可持续性。此外，孙国峰进一步强调，中国的经济增速在最近的十几年里其实出现了潜在增速明显的下移，所以不能简单地拿过去的 M2 和社会融资的增速，作为未来的 M2 和社会融资的增速。至于到底匹配到什么程度，“不是精确地相等，而是大致的平衡。”

虽然在春节前国内货币市场一度出现流动性紧张，但这实际上是由于 2020 年 11 月份债券市场出现信用风险事件后，信用债融资一度出现了困难。为避免出现信用过度紧缩，央行及时以货币政策的调整进行了对冲，但却让市场出现了过度宽松的一致预期，由此，金融市场上出现了比较明显的加杠杆行为。为了给这种加杠杆的行为进行警示，在信用市场的融资紧缩缓解之后，政策部门立刻开始采取措施，随后就出现了短期内货币市场利率的迅速上升。既然这是给市场过度加杠杆行为的一种警示，那么，就并不意味着现在就已经到了货币政策可以趋势性转弯的时候。

结合 3 月即将召开的“两会”与即将落地的《“十四五”规划》来看，虽然我们预计央行货币政策将出现边际收紧之势，但仍属于稳健中性，此外结合当前的国际金融形势与境内外的疫情变化，我们预计，年内货币政策仍将保持“稳字当头、不转急弯”并保持正常货币政策空间的可持续性。这正如孙国峰司长在《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》中所述，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持系统观念，搞好跨周期政策设计，操作上更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，保持好正常货币政策空间的可持续性”。

相对于货币政策的“稳字当头、不转急弯”，财政政策则将以“提质增效、更可持续”为主基调。2020 年 12 月 16 日至 18 日召开的中央经济工作会议对下一阶段财政政策要求，“积

极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”，同时“要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为‘十四五’开好局”。

从提质增效、更可持续的积极财政政策来看，一方面，这是我国后疫情时期财政对冲压力缓解后的客观需要，在“提质增效、更可持续”的主基调下，我们预计今年国内财政压力较去年出现显著缓解，财政将更多的侧重于经济的结构性问题；另一方面，这是完整准确全面贯彻新发展理念、发挥改革在构建新发展格局中关键作用的重要政策工具。

## 2. 美国的财政政策与货币政策展望

2月10日美联储公布了1月26-27日的货币政策会议纪要，联邦公开市场委员会FOMC认为，在可预见的未来，极低利率和资产购买将是帮助美国经济和劳动力市场复苏的重要条件。会议纪要显示，目前的经济状况与委员会的长期目标相去甚远，在实现这些目标之前，必须保持政策立场。因此，所有与会者都支持当前的政策设定以及基于结果的联邦基金利率和资产购买步伐的指引。纪要称，刺激措施和新冠疫苗将给经济带来可观的推动作用。与会者认为，疫苗接种的进展对于支撑消费者支出进一步增长和更广泛的经济复苏而言至关重要。与会者还注意到了新冠病毒变种毒株、公众对疫苗的潜在抗拒以及疫苗分发和生产困难等因素带来的风险。

在美联储议息会议纪要中，美联储强调了关于供应限制是造成目前通胀风险上行的原因，并且明确表达了要区分一次性（one-time）价格的变化和潜在通胀趋势之间的差异，在判断实现目标的进度时，需要提取出影响通胀的短期因素。与此同时，美国波士顿联储主席罗森格伦周三表示，至少在2022年结束之前，长期通胀不太可能持续达到美联储2%的目标，对于短期物价上涨并不担心，劳动力市场风险大于通胀。

2月19日美联储公布了半年度的货币政策报告，报告称，尽管疫苗接种为今年晚些时候经济恢复到更正常的状态提供了希望，新冠疫情继续为美国和全球的经济活动与劳动力市场带来沉重压力。对此，美联储维持基准利率近零、每月至少1200亿美元的QE量宽购债政策，以及对利率和资产负债表的有力前瞻指引，将确保货币政策继续为经济提供强有力的支持，“直到经济复苏完成”。美联储重申，鉴于公共卫生危机持续对经济的影响以及对前景的相关风险，保持基准利率目标区间近零是适当的，将保持直到劳动力市场条件与FOMC对就业最大化的评估相一致，以及通胀率上升到2%并持续一段时间适度超过2%。而QE购债也会“至少以当前的速度继续下去，直到实现最大化就业和物价稳定目标取得了实质性进一步进展”。

2月23日，美联储主席鲍威尔在参议院银行业委员会做证词陈述的报告中写道：“经济状况距离实现我们的就业和通胀目标还有很长一段路，而且可能需要一段时间才能进一步取得实质性进展。”其还淡化了人们对新一轮刺激措施出台，或者疫苗接种人数增多导致被压抑的需求释放，进而造成通胀爆发的担忧。他表示，最近债券收益率上涨表达了市场对经济前景强劲的“信心”。此外，鲍威尔还表示，受基数效应影响，通胀水平将在未来数月加速上升，但这种影响将是暂时的。

综合来看，虽然美联储将确保货币政策继续为经济提供强有力的支持直到经济复苏完成，与此同时将维持既定的救市计划，通过低利率和量化宽松为企业和财政救市纾困，但美联储承诺低利率和QE政策并不是无限期的，一旦通胀上行美联储将适时调整货币政策立场，此外美联储也意识到了放水带来的负面影响，并提示了过度注水和债务杠杆高企可能带来的金融风险，但不论美联储如何表态，其持续宽松的意志非常坚决，这也意味着美联储的货币宽松政策在短期内不可能出现转向。

相对于美联储货币政策的放水，美国财政政策的刺激已经亦步亦趋了。我们在此前的报告中曾提到，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，但其这一刺激方案自提出之日起就遭到参议院共和党人的反对，不过在1月29日，民主党在国会参众两院通过预算调节程序，可以绕开共和党直接以51票简单多数在参议院通过财政救助内容，2月22日，拜登的刺激方案在众议院预算委员会过关。从目前进展看，我们预期新一轮财政刺激有可能在未来几周内正式通过生效，但最终规模上可能仍有变数。

拜登的新一轮财政刺激的推出对于美国自身增长、美国资产（美股、美债与美元）、以及政治格局和一部分未来财税相关政策都有重要意义，值得密切关注。

一方面，动用预算调整程序意味着两党合作暂时落空；同时，拜登的大规模基建计划和加税政策也将相对推后。此前，拜登和民主党人一度希望能够“争取”一部分共和党人的支持以兑现就任后弥合美国内部割裂和分化的承诺，或者将新一轮财政刺激中能够获得共和党支持的部分先行表决通过，然后其他部分后续再使用预算调整程序。但显然，这一方式行不通。由于共和党主张的6180亿美元刺激方案相差太大、短期难以弥合。因此拜登和民主党人决定不再等待，而选择以预算调节程序来“强行”通过其刺激计划。

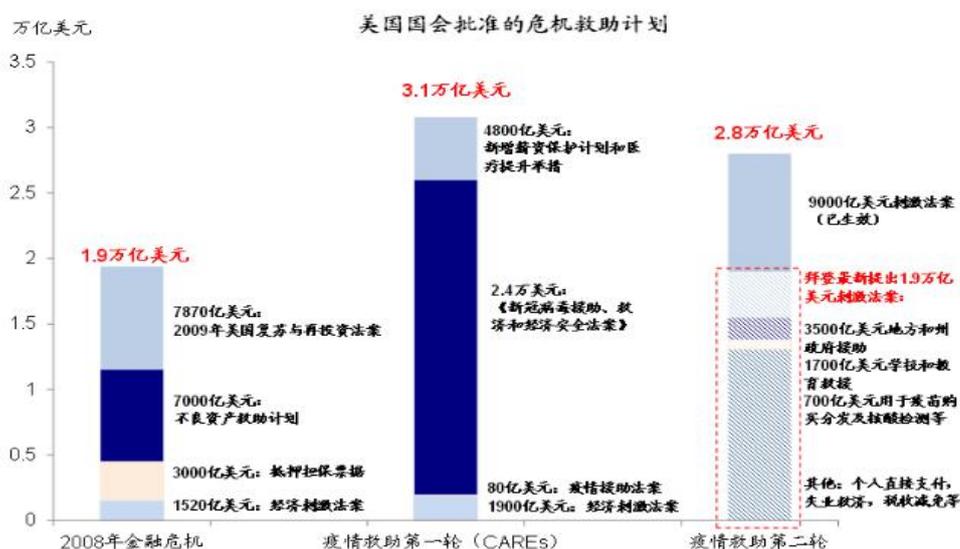
做出这一选择，既在表明拜登和民主党人眼中推出新一轮财政刺激的紧迫性、也意味着希望两党合作的暂时落空。大选之后，两党在国会的力量对比不是扩大了而是进一步分化了，再

加上在一些关键问题上的分歧甚至对立，因此拜登希望大选后弥合两党对立的愿望并没那么容易实现。当然，一些只需要简单多数即可以通过的议程（如官员提名确认和预算调解程序），民主党依然占主导权。

此外，由于预算调整程序的使用有次数限制，因此优先为财政刺激使用预算调节程序意味着拜登主张的大规模基建和加税计划可能要往后顺延，具体进展可以关注拜登下一财年预算案，这与特朗普 2017 年底新一财年（10 月开始）后利用预算调节程序通过税改的情形类似。一定意义上，这对市场而言并非坏事，毕竟可以缓解短期内市场对于加税的担忧。

另一方面，增长面临上行风险；新一轮财政刺激的推出有助于增加居民可支配收入，进而部分提振消费和房地产支出。从规模上来看，此轮 1.9 万亿美元的刺激若能全额通过、叠加 2020 年底已经通过的 9000 亿美元刺激，将使得刺激规模高达 2.8 万亿美元，基本与 2020 年 4 月疫情最为严重时期通过的以 CAREs 法案为主体的 3.1 万亿美元刺激规模相当。从内容上来看，虽然最终结果还有待敲定，但新一轮刺激将主要包括对于低收入家庭和个人直接回补贴增加 1400 美元（上一轮为 600 美元），同时将失业救助提高至每周 400 美元并延长至 9 月（上一轮为每周 300 美元并导 3 月截止）；此外还包括对疫苗、以及州政府的拨款等。不过，最低工资的提升可能不在其中。

图 3：美国国会批准的危机求助计划对比



数据来源：新世纪期货

### 3. 欧元区货币政策展望

2月18日，欧洲央行公布1月货币政策会议纪要，强调需要持续和雄心勃勃的财政政策来支持经济复苏，委员们一致认为，充足的货币刺激措施仍是必要的。根据纪要显示，欧洲央行

管委会声明，将继续随时准备适当地调整其所有工具，包括存款便利利率（DFR），以确保通胀以持续的方式朝着其目标前进。根据会议纪要，有理由对 2021 年复苏的前景持谨慎乐观态度。

欧洲央行预计的通胀路径仍远未达到管委会的中期通胀目标，继续预计未来五年的整体通胀率将达到 1.7%，以市场为基础的长期通胀预期指标有所增加，极低通胀的可能性有所下降。在基线情景下，预计通胀将逐步复苏，这一预测大体上仍然有效，但重点是，预计 2023 年通胀率仅为 1.4%。欧洲央行认为管委会应重申其对汇率走势及其对通胀前景的影响的警惕，称模型可能高估了汇率变动对通胀的影响。欧洲央行还表示，对欧盟（刺激）方案进展缓慢感到担忧，不要误以为暂时的通胀刺激是可持续的，在欧元区，限制性更强、持续时间更长的封锁令短期增长前景承压。疫情对经济的影响继续使得服务业承压严重，但制造业保持了韧性。

欧洲央行认为，实际利率更持续的上升可能会迅速降低股市的相对吸引力，从而带来基础更广泛的重新定价风险。鉴于投资者认为围绕美国实际利率的风险越来越倾向于上行，推动近期汇率走势的一个重要因素可能会失去动力。

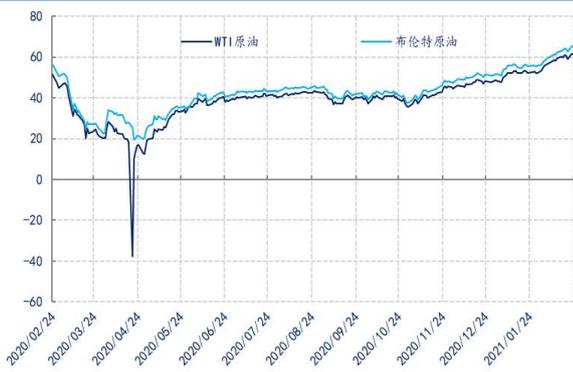
而在此之前，欧洲央行行长拉加德也重申，将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。拉加德表示，在当前欧洲经济严重萎缩的状况下保持货币政策稳定，对提升消费者信心、降低经济复苏过程中不确定因素具有积极意义。拉加德表示，欧洲央行将进一步通过调节资产组合、完善资本市场建设等方式，实现欧盟经济的转型目标。

在欧洲央行的刺激下，欧洲经济压力得到部分缓解，经济信心指数从此前的 87.7 上升至 90.4。根据欧盟委员会日前发布的经济预测报告，受疫苗接种和刺激政策推动等因素影响，欧盟经济将在今年第二季度回暖，有望在第三季度强劲复苏，整体复苏速度将好于预期，部分成员国经济有望在年末或 2022 年初恢复到疫情前水平。

## 二、全球疫情放缓将促进需求快速回升 油价仍处于上行通道

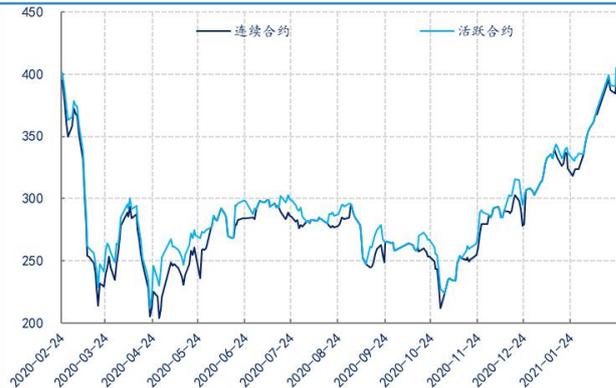
回顾二月以来的国际原油价格走势，我们看到，在 OPEC 持续推进增产、沙特自愿减产 100 万桶/日、利比亚 HARRIGA 港口警卫罢工导致利比亚石油产量下降、美国 EIA 库存持续下滑、美伊关系持续紧张、胡塞武装通过无人机袭击了沙特机场、极端严寒天气袭扰美国得克萨斯迫使炼油厂关闭、全球疫情放缓等因素的影响下，国际原油价格一路震荡上行，截至 2 月 23 日，美油与布油分别升至 61 美元与 64 美元附近，较 1 月 29 日时的分别上涨了约 9 美元，涨幅约为 9%，而沪原油则升至 405 附近，较 1 月 29 日时的上涨了约 70 元，涨幅约 20%。

图 4: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

### (一) 三大机构报告下调全年原油的消费需求

本月 OPEC、EIA、IEADG 大国际能源机构发布的最新月报,与此前 1 月的月报相比,三大机构均下调了今年全球原油需求的预测。

IEA 2 月报告显示,需求方面,预计 2021 年需求将同比增加 540 万桶/日,增加幅度较上月下调 10 万桶/日,达到 9640 万桶/日,恢复了因新冠疫情所损失的 60%的需求。供给方面,1 月份全球供应增加了 59 万桶/日,达到 9360 万桶/日。12 月,OECD 国家商业库存环比下降 4460 万桶至 30.63 亿桶。

OPEC 2 月报告显示,需求方面,预计 2020 年全球油品需求同比下滑 970 万桶/日,下降幅度较上月预测值增加 10 万桶/日。预计 2021 年全球油品需求增量为 580 万桶/日,增加幅度较上月预测值减少 10 万桶/日。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 70 万桶/日,较上月预测值下调 20 万桶/日。根据第三方数据,OPEC 国家 1 月原油产量为 2550 万桶/日,较上月增加 18 万桶/日。预计 2020、2021 年全球对 OPEC 国家原油需求量分别为 2250 和 2750 万桶/日,同比分别变化-680 万桶/日和+530 万桶/日。

EIA 2 月报告显示,预计全美 2021 年 1 月原油产量为 1100 万桶/日,较 2020 年 12 月增加 1 万桶/日,预计 2020 年美国原油产量为 1130 万桶/日,较 2019 年下降 90 万桶/日,预计 2021 和 2022 年美国原油产量分别为 1110 万桶/日和 1150 万桶/日。预计 2020 年美国原油及液体燃料净出口量为 70 万桶/日,出口量较上月预测值下调 2 万桶/日,2021 年净进口 23 万桶/日,2022 年净进口 55 万桶/日。

### (二) 严寒袭扰美国对原油开采影响 VS 对炼厂影响

2021 年 2 月 13 日起,美国本土遭受强烈寒潮袭击,寒潮重创了美国能源重镇德州,导致

该州出现大规模停电，油气开采暂停，部分化工厂被迫停产。受此影响，国际油价大涨。当地时间 2 月 19 日，美国总统拜登宣布德州进入重大灾害状态。

美国是全球最大的石油生产国与消费国，美国的原油保持净进口，但是成品油为净出口，整体原油加成品油仍保持少量进口依存度。2010 年以来，由于页岩革命的开发的兴起，美国的石油石化行业也蓬勃发展。这次寒流主要影响的是美国中东部地区，尤其是德州。而德州的二叠纪盆地是美国页岩的主要产地，也是最具竞争力和发展潜力的区块。EIA 数据显示，至 2020 年 11 月，美国德州的原油产量为 465 万桶/天，约占美国原油产量的 42%。德州德石油生产主要由两个主要产油区推动，即二叠纪 Permian 和 Eagle Ford。尤其是二叠纪地区是一个巨大的地理区域，每一个产层的厚度都超过了 1000 英尺，并有多层层叠的油田；也为测试和钻井提供了很大的潜力，而多层叠合地层使得生产商可以继续钻探直井 和水力压裂水平井。

图 6：美国页岩油主要生产区块



数据来源：EIA 新世纪期货

此次严寒事件对于美国原油开采与炼油厂而言影响有所不同，对于原油开采而言，美国新当选总统拜登在此前的竞选过程中做出过“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。虽然近期油价在严寒袭扰美国的助推下出现上涨，但美国页岩生产商仍然对新的资本开支表示谨慎，从最近的美国采油钻机数及原油产量可以看出，目前油价上涨对于美国页岩公司而言更多的是获得了偿还债务或增加股息的机会，而新增资本开支的难度仍然较大。因此严寒事件相对于美国原油开采

而言影响偏短期。

对于炼油厂而言，虽然严寒天气曾导致德州 90%的原油停产，不过根据 Platts 报道，至 2 月 19 日，约 220 万桶/天的原油产量仍处于停产状态，但低于之前 380 万桶/天的最高值，而炼厂产能的恢复并非一朝一夕就可以完成的，德州炼厂的重启除了气温的回升外，还需考虑美国电力供应与水的供应恢复以及炼厂装置是否受到破坏需要检修以及重启的经济性等方面因素，这些都需要时间，而如果设备因严寒受到破坏则需要的恢复时间将更长。

表 2: 本次寒潮炼厂受影响的产能

企业	地址	产能 (万桶/天)
Marathon	El Paso, TX	12.2
Flint Hills Resources	Corpus Christi, TX	29.6
Phillips 66	Sweeny, TX	24.7
Delek	Big Spring, TX	7.3
ExxonMobil	Baytown, TX	56.1
ExxonMobil	Beaumont, TX	36.2
Motiva	Port Arthur, TX	60.3
LyondellBasell	Houston, TX	26.8
Chevron	Pasadena, TX	10
Valero	Corpus Christi, TX	29.3
Citgo	Corpus Christi, TX	15.8
Marathon	Galveston, TX	58.5
Shell	Deer Park, TX	34
Valero	Houston, TX	19.1
Valero	Port Arthur, TX	33.5
Valero	Mckee, TX	17
Total	Port Arthur, TX	24
Phillips 66	Borger, TX	14.6
	总计	509

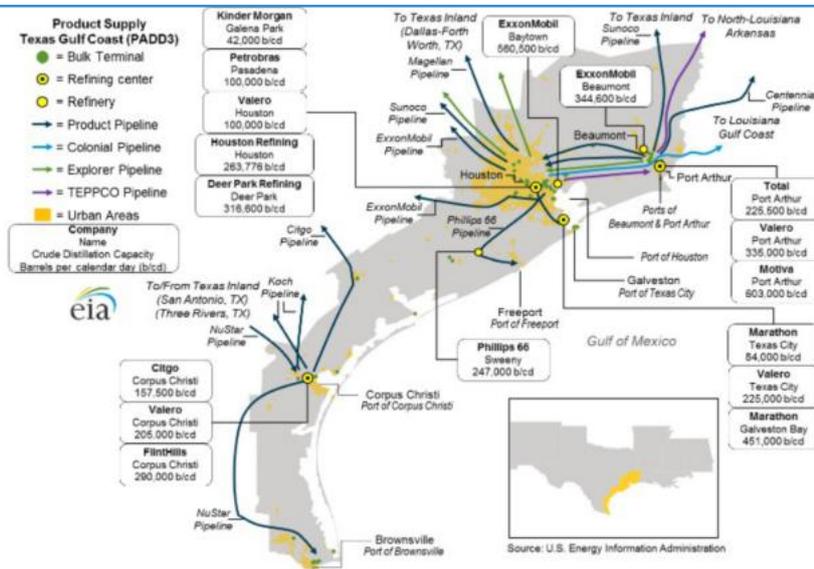
数据来源: Argus 新世纪期货

从电力供应与水供应的恢复来看，一方面，由于电网要优先保障家庭用电，针对大型工业设施的供天然气限制延长至 2 月 23 日。Exxonmobil 和 Shell 位于 Baytown 和 Beaumont 的自发电设备已经开始给电网供电，多家炼厂表示在电力和天然气恢复平稳供应前没有重启的时间表。另一方面，除了缺电外，德州还面临缺水的问题，根据 Texas Commission on Environmental Quality 的数据，位于 160 个郡的 1180 个公共供水系统报告了故障，影响了 1460 万人口的用水。缺水也导致化工厂的冷凝水、循环水系统出现问题，影响复产进度。

从温度变化来看，由于德州常年高温，因此设备一般只做防高温保护很少做防冻保护，我们认为这次寒潮事件，如果有的装置没有提前把管道里的物料排空或者因水管冻裂，存在设备被冻坏的风险。复产前工厂将进行检修，若设备受到长期损坏，则需要更长的时间恢复生产。因此炼厂复产的进度存在很大的不确定性。

此外，美国的炼油厂装置相对老化，其中规模最大的炼油厂为沙特阿美旗下的 Motiva 炼厂（产能 60.3 万桶/天或 3015 万吨/年），其位于德州的 Port Arthur，但是美国仍有大量的中小型炼厂。美国的众多炼厂的建造年代较久，虽然后期经过升级改造，整体的 Nelson 复杂指数较高（平均为 11.6，全球平均为 9.4），但是炼油工艺仍然以常减压、催化裂化、延迟焦化为主。因此炼厂的重启还涉及到经济性方面的考虑，如果重启的成本高于未来预期的利润，则炼厂不会急于复产。

图 7：美国德州炼厂产能分布



数据来源：EIA 新世纪期货

### （三） OPEC+ 将持续推进减产

自 2020 年 4 月 OPEC+ 达成逐级减产方案后，2020 年 12 月 3 日，OPEC 及其盟友又达成协议：自 2021 年 1 月开始，将减产幅度从 770 万桶/天调整到 720 万桶/天；并决定当月开始每月举行一次会议，评估市场状况，以确定下一个月的产量调整幅度。

2021 年 1 月 5 日，第 13 届 OPEC+ 部长级会议在维也纳宣告结束，在 1 月决定增产 50 万桶/天之后，2 月和 3 月该联盟将继续小幅增产，4 月及以后的产量调整待定。其中，俄罗斯和哈萨克斯坦将在 2 月共计小幅增产 7.5 万桶/天，3 月将在 2 月的基础上再度增产 7.5 万桶/天，OPEC+ 其他成员国均维持 1 月产量不变。随后，沙特单边宣布在 2 月和 3 月自愿额外

减产石油 100 万桶/天，即 2 月 1 日起全球石油总减产量为 812.5 万桶/天。

2021 年 2 月 3 日，第 14 次 OPEC+ 部长级联合监督委员会会议结束，委员会对“对 2021 年的复苏持乐观态度”。OPEC+ 委员会未提及改变政策，呼吁多数成员国在 2 月保持供应稳定，最大石油出口国沙特阿拉伯本月和下个月自愿减产 100 万桶/日。OPEC+ 会后发表声明称，将继续努力迅速清除疫情大流行留下的过剩原油，在全球经济和原油需求“不确定”的背景下，以沙特阿拉伯和俄罗斯为首的部长们强调了尽快加速市场再平衡的重要性。尽管未来几个月经济前景和石油需求仍不确定，但全球逐渐接种疫苗对今年剩余时间来说是一个积极因素，将提振全球经济和石油需求。

表 3: 2020-2021 年 OPEC+ 联盟减产计划

单位：千桶/天

国家	2020.12 产量	2021.1 减产量	2021.1 产量	2021.2 减产量	2021.2 产量	2021.3 减产量	2021.3 产量
阿尔及利亚	1057	181	876	181	876	181	876
安哥拉	1528	261	1267	261	1267	261	1267
刚果	325	56	269	56	269	56	269
赤道几内亚	127	22	105	22	105	22	105
加蓬	187	32	155	32	155	32	155
伊拉克	4653	796	3857	796	3857	796	3857
科威特	2809	480	2329	480	2329	480	2329
尼日利亚	1829	313	1516	313	1516	313	1516
沙特阿拉伯	11000	1881	9119	2881	9119	2881	9119
阿联酋	3168	542	2626	542	2626	542	2626
阿塞拜疆	718	123	595	123	595	123	595
巴林	205	35	170	35	170	35	170
文莱	102	17	85	17	85	17	85
哈萨克斯坦	1709	292	1417	282	1427	272	1437
马来西亚	595	102	493	102	493	102	493
墨西哥	1753	0	1753	0	1753	0	1753
阿曼	883	151	732	151	732	151	732
俄罗斯	11000	1881	9119	1816	9184	1751	9249
苏丹	75	13	62	13	62	13	62
南苏丹	130	22	108	22	108	22	108
<b>OPEC 国家</b>	<b>26683</b>	<b>4564</b>	<b>22119</b>	<b>5564</b>	<b>21119</b>	<b>5564</b>	<b>21119</b>
<b>非 OPEC 国家</b>	<b>17170</b>	<b>2636</b>	<b>14534</b>	<b>2561</b>	<b>14609</b>	<b>2486</b>	<b>14684</b>
<b>OPEC+</b>	<b>43853</b>	<b>7200</b>	<b>36653</b>	<b>8125</b>	<b>35728</b>	<b>8050</b>	<b>35803</b>

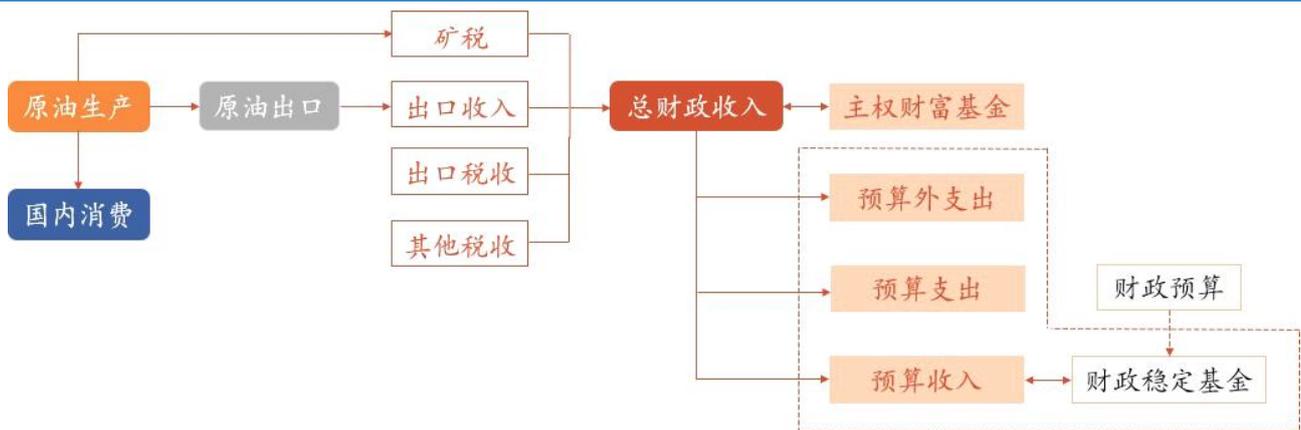
数据来源：OPEC 新世纪期货

根据 OPEC+ 1 月与 2 月会议情况来看，OPEC+ 虽然同意俄罗斯和哈萨克斯坦小幅增产，但沙

特单边减 100 万桶/天使得 OPEC+在今年第一季度实际上减产，而非整体增产。我们认为，沙特主动额外减产是为了整个 OPEC 组织的共同利益和稳定性；同时，也是希望俄罗斯能够继续留在 OPEC+这一联盟中，继续维持 OPEC+联盟的话语权，而不是让 OPEC 组织在已有美国页岩油这一强大的竞争对手上再增加俄罗斯这一强劲的对手。此外，OPEC+预计到 2021 年 8 月，发达国家的原油库存将降至 2015-2019 的平均水平，即达到减产联盟的最初目标。尽管 OPEC 下调了今年原油需求复苏的预期速度，但预计减产将让全年油市出现供应短缺。

另外，对于 OPEC 各石油生产国而言，政府财政收入的绝大部分依赖于石油的出口收入，以及出口税收、石油生产矿税等税收；还有一小部分来自非油气行业的财政收入，以及国家主权财富基金的投资收益。从一定程度上讲，财政平衡油价可以看成石油生产国的“石油国家成本”。国家或政府的财政预算也是建立在预测原油价格走势、考虑石油“国家成本”的基础上制定的。

图 8：典型 OPEC 国家财政预算模型



数据来源：雷闪 《财政盈亏平衡油价的概念及应用局限》 新世纪期货

根据 IMF 的数据，大部分 OPEC 各成员国的财政平衡油价均高于目前 50 美元/桶左右的油价，即这些国家均面临着很大的财政压力。所以，OPEC 各国本质上也希望油价能够继续向上攀升，以增加自身的原油财政收入；但他们又不希望自己额外减产，否则自身的财政收入也将减少。

表 4: OPEC 部分国家财政平衡油价

单位：美元/桶

国家	2017	2018	2019	2020E	2021E
阿尔及利亚	91.4	101.4	106.3	118.2	135.2
巴林	112.6	118.4	106.3	93.2	83.4
伊朗共和国	64.8	67.8	279.5	521.2	395.3
伊拉克	42.3	45.4	52.3	63.6	64.0

科威特	45.7	53.6	53.0	64.5	65.7
利比亚	108.3	84.4	66.7	414.8	124.4
阿曼	96.9	96.7	92.9	104.5	109.5
卡塔尔	46.9	48.7	46.6	42.0	38.1
阿联酋	62.0	64.1	67.1	75.9	66.5
阿塞拜疆	60.9	56.5	45.1	63.0	67.4
哈萨克斯坦	105.2	37.9	68.4	100.7	87.0
土库曼斯坦	55.9	60.9	55.1	45.7	49.2

数据来源：IMF 新世纪期货

综上所述，我们预计在即将于3月3日召开的第15次OPEC+联合部长级监督委员会会议上，OPEC+大概率将在维持现有框架稳定的基础上持续稳步推进减产。

#### （四）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，随着全球新冠新增确诊人数与新增死亡病例数的持续放缓，全球经济将在各大经济体量化宽松政策的持续支持下稳步复苏，这将对全球原油的消费需求形成促进作用并对油价的持续回升形成有力的支撑；另一方面，随着OPEC+的持续推进减产、美国原油开采产能将受拜登新能源政策影响力而难以大幅增加、美国德州炼厂产能将受此次严寒影响而出现下滑、美伊之间持续紧张将导致中东地区再度陷入动荡之中引发市场对于全球的原油供应忧虑，全球原油的总供应量将继续下降，全球原油的供需将由此前的过剩逐步转移至短缺之中，此亦为全球原油价格的持续上涨提供了支撑。整体来看，我们认为虽然近期国际原油价格将有可能出现技术性回调，但从趋势来看，接下去国际原油价格将进一步站稳65-70美元的价格区间，沪原油价格在经过技术性回调后将站稳400-420元的价格区间。

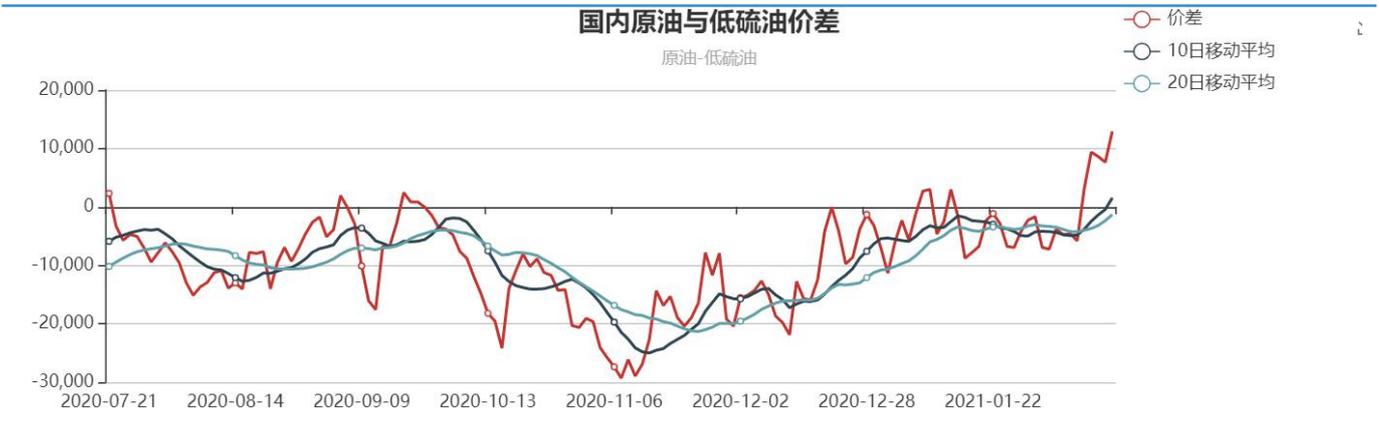
从单品种套利交易策略来看，我们建议以正套为主，从跨品种的套利交易策略来看，当前的多原油空燃料油的策略与多原则空低硫油的策略仍可继续持有。

图9：国内原油与燃料油价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

图 10: 国内原油与低硫油价差区间



数据来源: Wind 新世纪期货

### 三、工业金属春季行情启动，铜价与铝价中枢将持续上行

自 2 月初以来，我们看到，受全球新冠新增确诊人数与新增死亡病例数的持续放缓、美联储与欧央行将持续量化宽松政策、拜登的 1.9 万亿财政刺激政策渐行渐近等因素构成全球宏观氛围持续转暖的利好支撑，再加上今年国内提倡“就地过年”使得节后有色金属下游企业复工复产速度快于往年以及终端消费需求有所回暖的基本面支撑，内外盘铜与铝价格一路震荡走强，截止 2 月 23 日，沪铜与沪铝的涨幅均较 1 月 29 日超过 10%，其中沪铜涨幅接近 18%。

图 11: 内外铜走势对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 内外铝走势对比



数据来源: Wind 新世纪期货

#### (一) 铜：碳中和背景下的铜价仍将震荡上行

##### 1. 全球铜矿产量虽将呈现增长之势但干扰因素仍不可忽视

2020 年全球前 15 大铜矿生产商占据全球铜矿供给的 60.6%，根据各公司的 2021 年产量指引和展望，我们预计全球前 15 大铜矿生产商 2021 年的铜矿产量为 1255.1-1315.6 万吨，

同比增长 0.32-5.16%，即乐观条件下前 15 大铜矿生产商 2021 年的铜矿增速为 5.16%。

表 5:全球前十五大铜矿生产商 2021 年规划

单位:万吨

	2016	2017	2018	2019	2020	2021 悲观	2021 中性	2021 乐观
Codelco	182.7	184.2	180.6	170.6	172.2	183.0	188.0	193.0
Freeport	210.8	169.5	173.0	147.3	145.5	172.0	172.0	172.0
BHP Billiton	160.0	144.7	174.6	174.9	172.4	148.0	156.0	164.0
Glencore	142.6	131.0	145.4	137.1	125.0	122.0	122.0	122.0
Southern Copper	91.8	91.3	92.0	102.0	102.2	98.6	98.6	98.6
Rio Tinto	53.2	47.8	63.4	57.8	52.9	50.0	52.5	55.0
Antofagasta plc	70.9	70.7	73.0	77.0	73.4	73.0	74.5	76.0
Anglo American plc	57.7	57.9	66.9	63.8	64.8	64.0	66.0	68.0
First Quantum	53.9	57.3	60.5	70.2	77.9	78.5	82.0	85.0
KGHM Polska Miedz	67.7	65.6	63.5	70.2	70.9	69.0	71.0	73.0
NORNICKEL	36.0	40.1	47.3	49.9	43.8	39.0	40.0	41.0
紫金矿业	15.5	20.8	24.9	37.0	45.6	53.0	55.0	56.0
五矿资源	50.3	59.8	51.7	45.2	38.5	36.0	37.5	39.0
VALE	45.3	44.2	39.6	38.1	35.5	39.0	39.0	39.0
KAZ Mineral	14.4	25.9	29.5	31.1	30.6	30.0	32.0	34.0
合计	1252.7	1210.8	1285.6	1272.3	1251.0	1255.1	1286.1	1315.6
同比		-3.34%	6.18%	-1.04%	-1.67%	0.32%	2.80%	5.16%

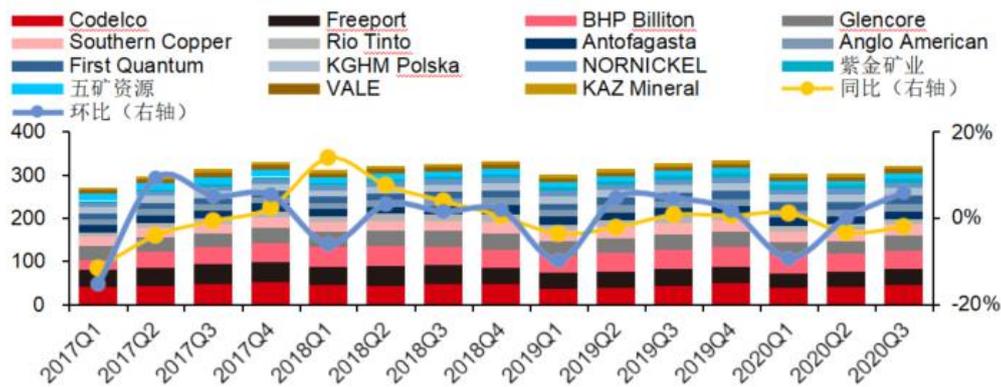
数据来源:各公司公告,新世纪期货

注: Freeport、BHP Billiton、Glencore、Southern Copper、Rio Tinto、Antofagasta plc、Anglo American plc、First Quantum、NORNICKEL、紫金矿业、五矿资源、VALE 为根据公司 2021 年铜矿产量指引预测

根据目前已掌握的资料来看,2021 年全球铜矿产量将新增 73 万吨,未来两年的新增/扩产项目主要包括:1) Cobre Panama、Oyu Tolgoi、Toromocho 和玉龙铜矿的扩产;2) PT Freeport Indonesia、Chuquicamata 的露天转地下;3) Kamo-a-Kakula、Spence、Timok、巨龙铜矿的新建,统计的十五个大型增量铜矿占全球增量的 70%以上。我们预计 2021-2023 年全球铜矿产量 2173/2253/2323 万吨,同比增长 5.1%/3.7%/3.1%,整体铜矿增量自 2021 年见顶后增速下降。

分季度来看,全球前 15 大铜矿公司 2020Q4 铜产量同比下降 2.3%,我们预计 2021Q1 开始同比实现正增长。受疫情对秘鲁等铜矿大国的持续性影响和 2019 年高基数的效应,根据各公司公告,全球前 15 大铜矿公司 2020 年 Q4 合计矿产铜产量 325.5 万吨,同比下降 2.3%。但随着疫情的控制逐步起效,季度铜矿产量已经连续三季度环比增长。伴随着后续疫苗普及后的铜矿产量的持续恢复以及计划的新增矿山增长,我们预计 2021Q1 开始同比实现正增长。

图 13: 全球前 15 大铜矿公司季度铜产量



数据来源: 各公司公告 新世纪期货

据此, 我们预计 2021Q1-2021Q4 全球铜矿产量 513/546/556/557 万吨, 同比增长 0.5%/9.5%/ 5.7%/5.0%。2021 年的新增/扩产项目主要包括 1) Q1 开始贡献增量的 Chuquicamata、Mina Justa、Chuqui Radmiro Tomic 和玉龙铜矿; 2) Q2 开始投产的 Kamo-a-Kakula、Spence 和 Timok; 3) Q3、Q4 的增量主要来自于产能爬坡。结合季度性的因素, 我们预计 2021Q1-2021Q4 全球铜矿产量 513/546/556/557 万吨, 同比增长 0.5%/9.5%/5.7%/ 5.0%, 其中 Q2 为季度同比增速最大的年份, 主要是受 2020Q2 低基数的影响。

表 6: 2021-2022 年全球主要新建/扩产铜矿的季度产量

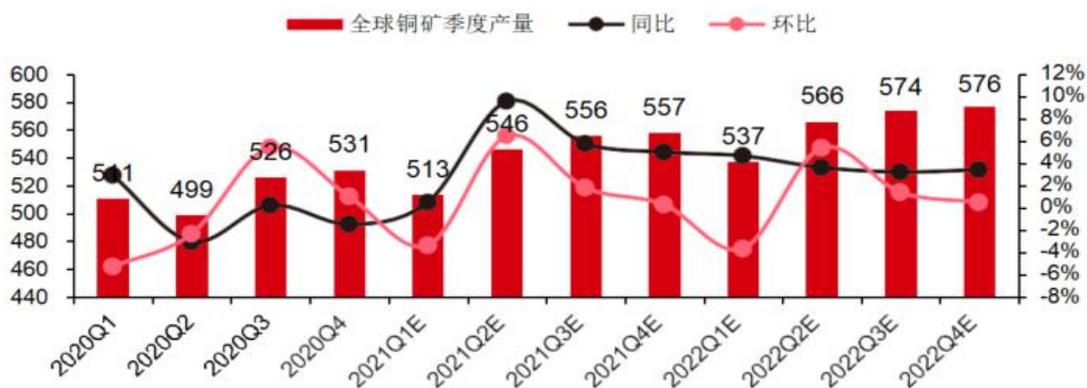
单位: 万吨

铜矿名称	2020Q4	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E	2022Q1E	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
PT Freeport Indonesia	14	15	16	17.5	17.5	17.5	17.5	20	20
Cobre Panama	7.5	7.5	7.5	8	8	8	8	8	8.5
Toromocho	4.5	4.5	5	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Chuquicamata(地上+地下)	2.5	3.5	4.5	5.5	6	6.5	7	8	8.5
Oyu Tolgoi	3.5	4	4.5	5	5	5.5	6	7	8
Mina Justa (Marcona)	0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8	3.8	3.8	3.9
Chuqui Radmiro Tomic	1.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Kamo-a-Kakula	0	0	2	4	4	6	6	6	7
Spence	0	0	2.3	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.6
玉龙铜矿	0	1	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Carrapateena	0	2	2	2	2	1.9	1.9	1.9	1.9
Mirador	1.2	1.2	1.2	1.8	1.8	1.8	1.8	3	3
Timok	0	0	0.5	1.5	2	2.5	3	3.5	3.5
巨龙铜矿	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	5	5	5	5

Quebrada Blanca II	0	0	0	1	2	3	4	7.5	8
季度合计	35.4	46.2	55.4	67.6	69.6	78.8	81.3	91.1	94.6
季度增量		10.8	9.2	12.2	2	9.2	2.5	9.8	3.5

数据来源：各公司公告，Wood Mackenzie，新世纪期货

图 14： 2020Q1-2022Q4 全球铜矿产量（单位：万吨）



数据来源：ICSG，Wood Mackenzie 新世纪期货

虽然根据已掌握的资料，我们预计今年全球铜矿增量有 73 万吨，但同时我们需提示注意铜矿历史上干扰率也较高，根据 woodmac 的数据，2004-2020 平均干扰率约为 5.4%。关于今年的干扰因素我们认为主要需考虑以下几点：1) 今年新增产量地区多分布于拉美、非洲等地区，我们测算这两个地区 2020 年产量增量占比分别为 59%和 21%，即便发达国家已经开始疫苗接种，今年疫苗或仍将无法完全覆盖发展中国家。近期南非病毒变异，未来拉美、非洲等地疫情控制或仍存在风险。即便疫情影响逐渐消退，各大项目建成投产到满产生产仍需一个产能爬坡的过程。2) 2020 年铜矿罢工事件较多，例如 Escondida 和 Candelaria。3) 社区事件也会影响矿山生产，例如 Las Bambas 矿山 2020 年由于社区堵路事件造成近半年的生产受阻，且于 2020 年 12 月底再次出现堵路事件。但考虑 2020 年干扰率与低基数效应影响，我们预计今年全球铜精矿整体增速依然较为缓慢。

此外，在今天的铜矿供应中，秘鲁存在较大的不确定性。秘鲁疫情目前仍不乐观，此前的卫生紧急状态原定于 3 月 6 日到期，但被延长至 9 月 2 日。秘鲁是世界第二大产铜国，此次延长卫生紧急状态预计会对 2021 年矿产铜产量带来一定影响，不过由于紧急状态已持续一年，预计影响将明显小于 2020 年。2020 年秘鲁铜产量大幅下降 12.5%至 215 万吨，主要是疫情管控封锁限制了秘鲁的产能，秘鲁卫生部门在去年曾要求秘鲁众多大型铜金矿在 2020 年 3 月中旬至 5 月之间大幅裁员，从而导致产量急剧下降。

## 2. 全球电解铜 1 月产量环比出现下滑

对铜厂的卫星监控数据显示，由于大规模疫情封锁抑制工业活动，全球 1 月铜冶炼活动下降，欧洲和北美首当其冲。据 Earth-i 测算，Savant1 月全球离散度指数从 12 月的 55.2 降至 46.5，表明冶炼厂的运营低于过去 12 个月的平均水平。在 Earth-i 另一个显示活跃冶炼厂百分比的指数来看，欧洲 1 月指数从前一个月的 59.9 降至 41.3，而北美依然低迷，从 12 月份的 33.6 降至 33.2。全球最大的精炼铜生产国中国 1 月的指数从 55.5 降至 50.3。

根据 SMM 的数据，2021 年 1 月 SMM 中国电解铜产量为 79.83 万吨，环比减少 7.39%，同比增加 9.97%。2020 年末铜炼厂赶工完成年度计划后，1 月铜冶炼开工率有较明显下滑，一些炼厂主动下调产量，以及部分炼厂进行检修，致国内电铜产量环比下滑。另一方面，在 1 月南美发运受阻情况下，铜精矿供应趋紧也对炼厂生产带来压力。产量同比增加的原因则主要为冶炼厂新增产能投放。

表 7:2021 年中国铜冶炼厂检修动态

企业名称	产能	开始时间	结束时间	假期天数
西南铜业（云南铜业）	50	2021 年 1 月	2021 年 1 月	约 20 天
大冶有色	40	2021 年 1 月	2021 年 2 月	30 天
云南锡业股份有限公司	12	2021 年 4 月	2021 年 4 月	约 20 天
铜陵金冠（奥炉）	20	2021 年 4 月 15 日	2021 年 5 月 25 日	40 天
恒邦股份	20	2021 年 4 月	2021 年 5 月	25-30 天
金陵铜业有限公司	35	2021 年 5 月	2021 年 6 月	35 天
西南铜业（云南铜业）	50	2021 年 5 月	2021 年 5 月	12 天
赤峰金峰铜业有限公司	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	50 天
阳谷祥光铜业有限公司	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	约 20 天
赤峰金剑	30	2021 年 5 月	2021 年 5 月	/
飞尚铜业有限公司	10	2021 年 5 月下旬	2021 年 6 月上旬	25 天
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	2021 年 5 月	2021 年 10 月	60-65 天
包头华鼎铜业发展有限公司	10	2021 年 8 月	2021 年 8 月	15 天
国投金城冶金有限责任公司	10	2021 年 9 月	2021 年 9 月	20-25 天
吉林紫金铜业有限公司	10	2021 年 9 月	2021 年 9 月	20-30 天
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2021 年 10 月	2021 年 10 月	20-30 天
江西铜业	50	2021 年 10 月	2021 年 11 月	40 天
中铜东南铜业有限公司	40	2021 年 12 月	2022 年 1 月	50 天
中条山有色金属集团有限公司	13	2021 年 10 月 20 日	2021 年 11 月 25 日	35 天

数据来源：SMM，新世纪期货

### 3. 下游企业春节后首周订单相对平稳

据 SMM 的调研数据，当前下游企业中预计铜板带箔企业复工复产率最高，调研开工率中位数在 74% 左右，由于当前正处于生产旺季，得益于下游汽车和电子行业的回暖，加之春节假期较短，故订单基本排满，2 月产量基本不会受到影响；其次是铜管企业，其调研开工率中位数在 63% 左右，由于铜管企业大多采用月均价结算的方式，并未受高铜价的制约，但从消费端来看，目前排产的订单还是节前的合同，下游企业对此波暴涨行情仍持观望态度，新增订单不多；此外，从铜杆企业复工情况来看，虽然精铜制杆企业如期复工，但受高铜价影响，下游企业观望情绪浓厚，新增订单寥寥无几，废铜制杆企业方面，虽然多数已经按原计划复工，下游订单有所增加，但由于废铜价高且废铜出现短缺，故企业的生产节奏感开始放缓，当前以消耗节前库存为主，预计废铜的短缺形势将于 3 月初开始逐步缓解；从铜棒企业复工情况来看，受高铜价影响，下游客户观望情绪浓厚导致复工后的订单有所下滑；从线缆企业的开工复产情况来看，受节后铜价上涨较快因素的影响，虽然询价者众多但成交者寥寥无几，目前国网与南网均以一月铜价下单但考虑到当前的市场行情，各线缆企业均不敢接单，部分中小企业仍以消耗库存为主，预计消费要到 3 月中旬以后才能逐渐回暖；从漆包线企业复工情况来看，受制于当前的高铜价，新增订单有所减少，企业生产节奏开始放缓。

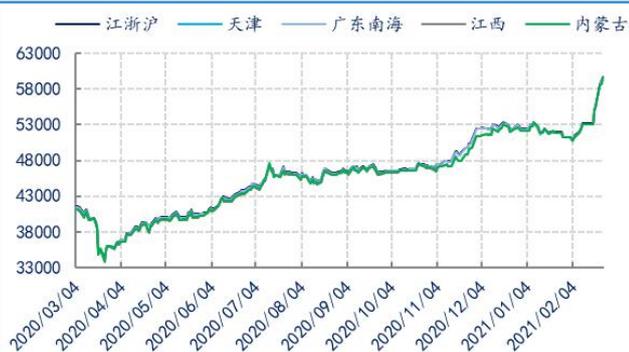
表 8: 铜下游企业开工复产调研汇总表

所属下游	企业名称	所在省份	节前常态开工率	预计本月开工率	预计达到正常开工水平
精铜制杆	企业 A	江苏	92%	60%	2 月底
精铜制杆	企业 B	江苏	90%	60%	3 月初
精铜制杆	企业 C	江西	60%	30%	3 月初
废铜铜杆	企业 A	江西	53%	5%	3 月中旬
废铜铜杆	企业 B	江西	70%	61%	2 月底
铜管	企业 A	江苏	60%	30%	3 月初
铜管	企业 B	广东	87%	76%	3 月初
铜管	企业 C	浙江	90%	85%	
铜棒	企业 A	浙江	70%	50%	3 月中旬
铜棒	企业 B	安徽	78%	52%	3 月中旬
铜板带箔	企业 A	安徽	70%	70%	

铜板带箔	企业 B	江苏	72%	60%	2 月下旬
铜板带箔	企业	安徽	99%	93%	—
电线电缆	企业 A	江苏	66%	1 6%	3 月中旬
电线电缆	企业 B	山东	77%	63%	3 月中旬
电线电缆	企业 C	江苏	98%	43%	3 月中旬
漆包线	企业 A	广东	88%	45%	3 月初
漆包线	企业 B	浙江	100%	90%	3 月初
漆包线	企业	浙江	85%	70%	3 月初

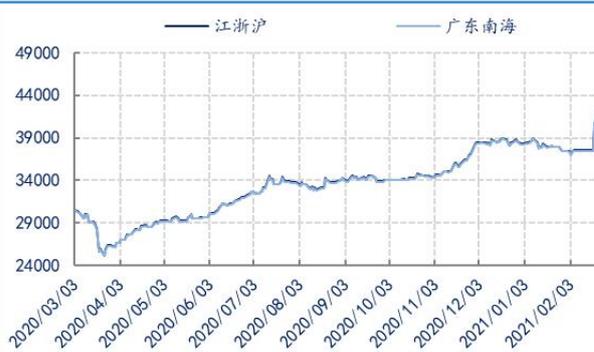
数据来源：SMM 新世纪期货

图 15： 节后光亮铜价格跟随铜价大幅上扬



数据来源：WIND 新世纪期货

图 16： 节后 1#电线电缆价格跟随铜价大幅上扬



数据来源：WIND 新世纪期货

#### 4. 碳中和背景下新能源汽车对铜需求将快速增长

新能源汽车（电动车）单车用铜量相比燃油车大幅提高。新能源汽车相比燃油车主要有两个变化：锂电池取代燃油，电动机取代燃油机。锂电池由于负极外包装铜箔，用铜量较大，以 65kwh 车型为例，单车的锂电池用铜量达到 40.3kg。电动机方面由于很多车型采用铜线电磁体以及增加很多铜导线（铝线导电率比铜线差，同样电流下铝线要更粗，铝线不适合对空间要求较高的汽车），电动车电机空调等电机和铜线总用铜量在 30kg 左右，相比燃油车的 20kg 增加约 10kg/辆。65kwh 带电量的电动车单车用铜量 70.3kg，相比燃油车增加约 50.3kg 铜/辆。

表 9: 电动车用铜量

项目	数值
单车电池装机 (kwh)	65
铜箔用量 (kg/kwh)	0.62

电动车单车电池用铜量 (kg)	40.3
电动车电机空调等用铜 (kg/辆)	30
传统车单车用铜 (kg/辆)	20
电动车用铜相比燃油车增加 (kg/辆)	50.3

数据来源：中汽协 新世纪期货

随着电动车产量高速增长，电动车铜需求高速增长，根据 IDTechEx，假设乘用车 BEV/PHEV 单车耗铜量为 83/60kg，商用车单车耗铜量为 369kg，结合对全球新能源车销量判断，我们测算 2021 年全球新能源车用铜需求在 34.5 万吨，占全球铜总消费量 1%不到，往后用铜量逐年增大，2025 年将达到 121.9 万吨，2020-2025 年 CAGR 为 37.1%，占全球铜总消费量 4.6%，成为全球铜需求增量的重要来源。

表 10: 新能源车用铜需求拉动测算

单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2020-2025 CAGR	
<b>新能源车销量</b>										
乘用车										
纯电	辆	1,281,133	1,542,937	1,768,001	2,743,659	4,221,076	6,645,128	9,287,834	12,793,782	48.6%
插混	辆	623,005	536,804	777,111	986,566	1,085,739	1,300,174	1,318,629	1,571,670	15.1%
商用车	辆	211,649	150,221	157,467	156,642	162,187	162,554	166,114	169,580	1.5%
用铜需求测算										
乘用车										
纯电	kt	106	128	147	228	350	552	771	1,062	48.6%
插混	kt	37	32	47	59	65	78	79	94	15.1%
商用车	kt	78	55	58	58	60	60	61	63	1.5%
<b>用铜需求总计</b>	<b>kt</b>	<b>222</b>	<b>216</b>	<b>251</b>	<b>345</b>	<b>475</b>	<b>690</b>	<b>911</b>	<b>1,219</b>	<b>37.1%</b>
全球铜消费量	kt	23,638	23,671	23,355	23,996	24,753	25,398	26,107	26,638	2.7%
新能源车用铜需求占比	%	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.9%	2.7%	3.5%	4.6%	

数据来源：中汽协 IDTechEx、Woodmac、新世纪期货

在新能源汽车大幅增加后，随之而来的是充电桩的扩张，虽然充电桩用铜量基数低，但其增速将非常快。根据 EVCIPA 数据目前国内电动车和充电桩比例约 3:1，未来随着基础设施配套的逐渐完善，车桩比有望逐渐下降到 2:1 的合理水平。充电桩主要包括公共快充桩（直流充电）、公共非快充桩（交流电）、私人充电桩三类，一个公共快充桩用铜量约 60kg，一个公共非快充桩用铜量约 8kg，一个私人充电桩用铜量约 2kg。2020 年全球充电桩用铜量约 1.4 万吨，预计 2021-2023 年全球充电桩用铜量分别为 2.4 万吨、3.8 万吨、6.3 万吨，远景电动车 5000 万辆年产量假设下对应充电桩年用铜量需求约 52.3 万吨。

表 11: 充电桩用铜量

	2020	2021E	2022E	2023E	远景预期
电动车产量 (万辆)	280	400	550	750	5000
车桩比	3	2.7	2.5	2.2	2
充电桩总计 (万个)	93.3	148.1	220.0	340.9	2500.0
公共快充桩 (直流、万个)	18.7	32.6	52.8	88.6	750.0

公共非快充桩（交流、万个）	23.3	37.0	55.0	85.2	625.0
私人充电桩（万个）	51.3	78.5	112.2	167.0	1125.0
充电桩用铜量（万吨）	1.4	2.4	3.8	6.3	52.3

数据来源：EVCIPA 新世纪期货

快充桩需要配套电网采用直径更高电线，提高居民端电网用铜量。由于电动车充电对充电功率要求较高，尤其直流快充桩需要高压高电流充电，因此电网要求更高，输电线路需要直径更大的铜线，尤其中国老旧小区以及农村地区的现有电线很多无法满足快充要求，未来充电桩配套电网改造有望大幅提高铜需求。

### 5. 今年全球铜消费将同比增长 3.6%

碳中和背景下，全球用电侧和发电侧的新能源化都利于消费强度更大的铜的增长。2015-2019 年期间，全球铜的消费增量主要由中国贡献，海外铜消费受经济增速较低和新兴消费领域较小而基本稳定。2021-2023 年全球铜消费预计将由国内稳定增长和海外经济回暖同时贡献，叠加新能源领域用铜的增加，预计未来 3 年国内和海外对铜的消费增量贡献均在百万吨量级。我们预测 2021-2023 年全球精铜消费量 2458/2519/2581 万吨，同比增长 3.6%/2.5%/2.5%，整体精铜消费增速仍能维持 3% 的增长，略小于 2010-2012 年期间 4.6% 的需求增速。

图 17： 2017-2023 年全球铜消费量



数据来源：ICSG 新世纪期货

## （二）铝：碳中和背景下的新一轮“供给侧”改革将助推铝价上行之路

### 1. 碳中和背景下的新一轮“供给侧”改革已经起步——国内新增产能影响有限

2005-2019 年全球电解铝企业带来的碳排放量增长 89.55%，属于高碳排放行业。2019 年全球电解铝产量 6433 万吨，碳排放量为 10.52 亿吨。2005-2019 年，全球电解铝碳排放总量从

5.55 亿吨涨至 10.52 亿吨，增幅达 89.55%，复合增长率为 4.36%。

2020 年，我国电解铝产量为 3712.4 万吨。按照生产一吨电解铝约需消耗 13500kWh 电能进行测算，行业总耗电约为 5011.74 亿 kWh，占 2020 年我国全社会用电量 75110 亿 kWh 的 6.67%，而电解环节中生产一吨电解铝所排放的二氧化碳约为 1.8 吨，依据碳交易所披露数来看，2020 年电解铝行业二氧化碳总排放量约为 4.26 亿吨，约占全社会二氧化碳净排放总量 5%，在碳中和制约下，电解铝碳排放或受监管。

图 18: 全球电解铝企业带来的碳排放量大幅上升



数据来源: IAI 新世纪期货

图 19: 国内电解铝区域碳提成放量对比



数据来源: 安泰科 百川盈孚 新世纪期货

更进一步来看，电力排放是电解铝生产中碳排放的主要“元凶”。2019 年，每吨电解铝平均碳排放的构成为电力排放 10.7 吨，占 64.8%，是最大的影响因素；非 CO2 排放 1.1 吨，占比 6.7%；直接排放(CO2)1.5 吨，占比 9.1%；辅助材料排放 0.6 吨，占比 3.6%，热能排放 2.1 吨，占比 12.7%；运输排放 0.5 吨，占比 3.0%。

表 12: 2005-2019 全球每吨原铝温室气体排放平均值 (CO2t / t 铝锭)

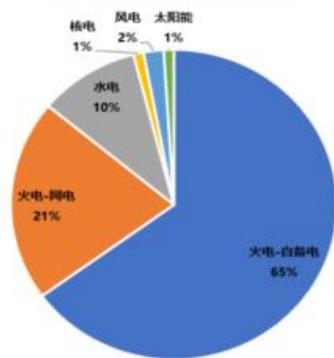
	电力排放	非 CO2 排放	直接排放	辅料排放	热能排放	运输排放	合计
2005	9.57	1.62	1.72	1.1	2.51	0.9	17.41
2006	10.43	1.44	1.72	1.1	2.61	0.9	18.21
2007	10.64	1.38	1.72	1.1	2.8	0.9	18.54
2008	10.37	1.31	1.72	1.1	2.76	0.9	18.16
2009	10.24	1.18	1.72	1.1	2.67	0.9	17.81
2010	9.48	1.19	1.82	1.1	2.68	0.9	17.16
2011	9.81	1.2	1.82	1.1	2.56	0.9	17.39
2012	10.34	1.16	1.82	1.1	2.55	0.9	17.87
2013	10.32	1.13	1.82	1.1	2.47	0.9	17.74
2014	10.45	1.14	1.82	1.1	2.36	0.9	17.77
2015	10.48	1.11	1.54	0.63	2.38	0.53	16.67
2016	10.61	1.13	1.54	0.63	2.14	0.53	16.59

2017	10.63	1.07	1.54	0.63	2.19	0.53	16.59
2018	10.7	1.05	1.54	0.63	2.06	0.53	16.51
2019	10.7	1.05	1.54	0.63	2.06	0.53	16.51

数据来源：IAI 新世纪期货

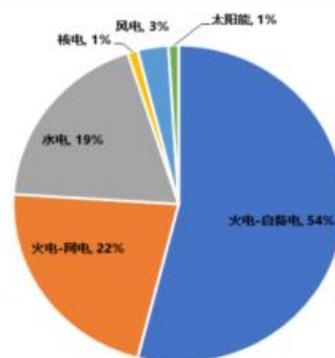
电解铝生产的电力环节中分为火电生产与水电生产，使用火电生产一吨电解铝所排放的二氧化碳量约为 11.2 吨，而使用水电生产一吨电解铝所排放的二氧化碳量几乎为零。我国电解铝行业用电模式分为自备电和网电。2019 年底自备电所占比例约为 65%，均为火力发电；网电所占比例约为 35%，其中火力发电约占 21%，清洁能源发电约占 14%。据安泰科测算，在“十四五”节能减排的大背景下，未来电解铝行业运行产能能源结构将会发生一定调整，尤其是云南规划电解铝产能全部投产后，清洁能源的使用比重将会显著提升，或将由 2019 年的 14 增长为 24%。叠加中国能源结构的整体改善，电解铝行业的能源结构还将进一步优化。

图 20： 我国电解铝产能能源结构分布图



数据来源：安泰科 新世纪期货

图 21： 我国 2022 年水电比例将提升至 19%



数据来源：安泰科 新世纪期货

2019 年，全球二氧化碳排放量达 341.7 亿吨，其中我国排放量达 98.26 亿吨，占比 28.76 %。2020 年 9 月在第 75 届联合国大会一般性辩论上，中国向全世界宣布将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，CO2 排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。2021 年 1 月中国铝业和山东魏桥联合发布《铝工业绿色低碳发展联合倡议书》，强调铝行业在碳中和的责任和义务。为落实铝工业的清洁低碳之路，电解铝产能“天花板”更稳固，预计十四五期间达到产量峰值，从绿色低碳的维度开启新一轮的“供给侧”改革。

内蒙古发改委和工信厅 2 月 4 日发布调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知，其中，自 2021 年 2 月 10 日起，自备电厂按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，蒙西、蒙东电网征收标准分别为每千瓦时 0.01 元、0.02 元(含税)。取消蒙西地区电解铝行业基本电费折算每千瓦时 3.39 分的电价政策，取消蒙西电网倒阶梯。输配电价政策。这将意味着内蒙古现有电解铝产能的发电成本提升 0.01—0.02 元/度不等，折算电解铝完全生产成本提升 135-270

元/吨。目前内蒙古电解铝的有效产能 584.2 万吨，占国内有效产能的 15%，2021 年 1 月内蒙古电解铝企业平均完全成本在 13032 元/吨，平均吨铝盈利： $15131/1.13-13032=358$  元/吨，去补政策提升 135-270 元/吨的电力成本，当前产能仍存盈利，因此，对当前产能影响有限。但未来随着碳中和逐步推进，高能耗行业去补或为常态，火电去化趋势进一步证实。

除内蒙古外，贵州、山东等地纷纷出台禁止电解铝等行业违规新增产能项目，置换但未建成产能或将搁置。2 月贵州发改委发布《贵州省长江经济带发展负面清单实施细则》，该细则指出：禁止钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业违规新增产能项目。对确有必要新建的必须严格按照国家有关产能置换政策执行。禁止新建、扩建不符合国家总量控制建设规划的燃煤燃气火电项目。山东省自 2018 年开始出台《关于印发山东新旧动能转换重大工程实施规划的通知》，严控省内电解铝新增产能，并于 2019/2020 年先后通过限煤、限电等方式拒绝高能耗高污染企业占用省内资源。综合来看，各地区严控电解铝新增产能或导致电解铝供给进一步紧缩，置换但未建成产能或将搁置。

与内蒙、山东、贵州等地不同的是，云南是我国最主要的水电铝产地，按现有项目规划云南电解铝产能将于 2022 年达到 750 万吨产能，占全国水电铝的近 90%。但由我国水电发展存在天花板，一方面，根据全国水力资源复查结果，我国水电可开发容量不足 7 亿千瓦，目前水电装机已经达到 3.7 亿千瓦，未来可开发空间有限；另一方面，当前云南弃水量已显著下降且新增大型水电站以国家“西电东送”重点项目为主，叠加水电存在明显的季节性，枯水季的发电能力仅为丰水期的 40%左右，因此，水电铝存在投放障碍，规划产能已达容量上限。

综上所述，一方面内蒙古地区 2021-2022 年电解铝新增产能主要集中在蒙泰、白音华（一期）、固阳、创源（一期、二期）合计产能为 135 万吨，而 2021 年仅白音华（一期）在 2021Q3 可投产 38 万吨，剩下近 100 万吨产能在 2022 年逐步投产，而当前内蒙古取消电力补贴后，在不征收碳排放费，且现货铝均价在高于  $15031 \left( (13032+270) * 1.13 \right)$  元/吨的情况下，蒙东地区才能不亏损，而叠加碳排放费用后，预计 15893 元/吨才能保证不亏损。因此，2022 年及以后落地产能或难有利润空间，产能或难落地；另一方面，除内蒙古外，2021-2022 年理论上仍存 209.8 万吨的新增投产：广西（30 万吨）、贵州（12.5 万吨）、山西（8 万吨）、四川（8.3 万吨）、云南（151 万吨），但如果考虑碳排放和各地环保政策会趋同，那就意味着，除云南外其余 54.8 万吨产能或难投产。目前国内电解铝产能总指标为 4553 万吨，减去难投产的内蒙 97 万吨，其余地区 54.8 万吨，有效产能指标或仅为 4401.2 万吨。

虽然今年国内电解铝整体投产产能量级较大，但从投产确定性较高的项目来看，主要集中于云南，占比不足 5%，因此年内新增产能影响有限。

表 13: 2021 年国内新增电解铝产能统计

单位: 万吨

公司	预计新增产能	可实际运行的新增产能	可实际释放的新增产能	备注
云南宏泰新材	87	62	46.5	始投产时间为 2021 年一季度
广西德保百矿	13	13	9.75	始投产时间为 2021 年一季度
云南神火	39	39	32.75	始投产时间为 2021 年一季度
云铝海鑫	27	27	13.5	始投产时间为 2021 年二季度
贵州兴仁	25	25	6.25	始投产时间为 2021 年三季度
广西田林	17.5	17.5	13.125	始投产时间待定
内蒙古白音华	38	38	9.5	始投产时间为 2021 年三季度
云南其亚	22	27	21	始投产时间待定
广西华昇	25	25	18.75	始投产时间待定
贵州元豪	10	10	7.5	始投产时间待定
合计	303.5	283.5	179	

数据来源: 百川盈孚 新世纪期货

## 2. 海外电解铝新增产能总量有限

据 SMM 统计, 2019-2021 年新投及复产产能为 183.1 万吨, 其中 2021 年新投及复产产能为 120.9 万吨, 而 2020 年海外电解铝产量为 2795 万吨, 占比仅为 4.33%, 对海外电解铝产量影响有限。

表 14: 2021 年海外电解铝产能新投及复产情况

单位: 万吨

企业名称	国家	运行产能	产能类型	新投/复产产能	投产/复产时间	备注
Samalaju(Press Metal)	马来西亚	76	新投	32	2021 年 1 月	PressMetal(齐力铝业)共三期电解铝, 年产能分别为一期 12 万吨, 二期 64 万吨, 三期 32 万吨
Boguchansky(UC Rusal&RusHydro)	俄罗斯	29.8	新投	30.2	待定	建成产能共 60 万吨, 一期 29.8 万吨, 二期 30.2 万吨
Taishet(UC Rusal)	俄罗斯	0	新投	43	2021 年	建成产能 43 万吨
Jharsuguda(Vedanta)	印度	140	新投	35	2021 年	建成产能 175 万吨
Jajarm(Iralco)	伊朗	2	新投	1	2019 年	建成产能 3 万吨, 于 2019 年开始投产
Ghadir(Salco)	伊朗	9	新投	21	2020 年 4 月	设计年产能 30 万吨
Husnes(Nosrk Hydro)	挪威	9.5	复产	10	2020 年 11 月	A 系列 9.5 万吨, B 系列约 200 台电解槽长达 1 公里, 年产能约 10 万吨
Mt.Holly(Centry Aluminum)	美国	12	复产	10.9	2021 年	
合计		278.3		183.1		

数据来源: SMM 新世纪期货

## 3. 下游铝型材企业的复工情况

据 SMM 的调研数据，虽然当前铝型材企业复工企业不多，但即便是已复工的企业因员工并未全员到岗以及订单环比有所缩减等原因而维持在较低的水平，另有部分春节假期仍正常生产的企业则是订单爆满且已排至 3 月之后。

表 15： 铝下游企业开工复产调研汇总表

企业	复工时间	原计划复工时间	调研说明
型材企业 A	2 月 19 日	2 月 19 日	与原计划复工时间差距不大,目前订单尚可。
型材企业 B	2 月 20 日	2 月 20 日	2/20 日复工,跟原计划复工时间相同,因员工返回的不多,目前只开着一 条线,还没有备库原料,观望为主。
型材企业 C	2 月 19 日	2 月 19 日	2/19 复工,因为人还没有到全,开了部分生产线,员工大概正月十五后绝 大部分返回。还没有开始备库,现在铝价太高,再观望观望。
型材企业 D	2 月 22 日	2 月 22 日	3/1 复工,附近大多数都是 3/1 开始复工了。
型材企业 E	2 月 23 日	2 月 21 日	2/23 复工,跟原计划复工时间差不多,现在因为员工比较少。想复工也 复工不起来,只能先开一两条线,预计 3/4 或者 3/5 能恢复正常生产水 平。
型材企业 F	2 月 19 日	2 月 19 日	2/19 开工,了部分生产线,很少考虑铝价去备库,天都要用的,天去采购现 货,问题不大,目前订单很好,生产紧张。
型材企业 G	2 月 21 日	2 月 19 日	2/21 日复工,跟原计划复工时间有些出入。主因在于员工返厂时间影 响。
型材企业 H	2 月 15 日	2 月 15 日	2/15 已经复工,订单很好,每天都有下订单的,目前头上的订单生产已经 排到 3 月底了,所以过年没放几天员工想回家的安排调休。
型材企业	2 月 19 日	2 月 19 日	2/19 复工,原计划是 2/18 复工,因为订单情况一般,同时员工回来的也不 多。
型材企业	2 月 27 日	2 月 27 日	复工时间比较晚,因为没有什么订单,现在员工都在家休假,反应这两年 生意不好做。
型材企业 K	2 月 19 日	2 月 19 日	2/19 复工,反应目前订单还可以,但是新的订单不太敢接,主因铝价不稳 定。原料目前没有考虑备库,年前备了一些,虽还可以。
型材企业 L	不停工	不停工	订单爆满,应接不暇,并不是今年不放假,往年都是不放假的,2 月整月也 是维持满负荷开工,员工回家问题不大,留下来的有 80%。

数据来源：SMM 新世纪期货

#### 4. 全球显性库存处于五年历史同期的低位水平

截止 2021 年 2 月 19 日当周，LME 铝库存 135.4150 万吨，较去年底 12 月 31 日的 143.58 万吨下降了 8.165 万吨，处于五年同期历史低位；同期 SHFE 铝库存 30.4153 万吨，较去年底 12 月 31 日的 22.4235 万吨增加 7.9918 万吨，库存虽有所增加，但仍处于五年历史同期的低位水平；国内铝社会库存 90 万吨，较去年底 12 月 31 日的 58 万吨增加 32 万吨，虽然增幅较大，

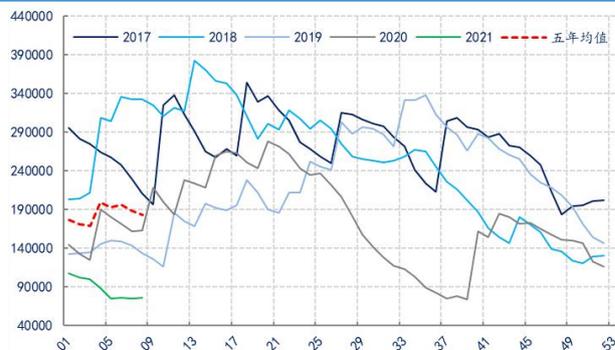
但同样处于五年历史同期的低位水平，从社会库存春节假期的累库幅度来看，21年春节假期的累库量显著低于去年同期的水平。总体来看，当前全球铝的显性库存虽有所增加但仍处于五年历史同期的低位水平。

图 22: SHFE 铝库存处于五年历史同期低位



数据来源: WIND 新世纪期货

图 23: LME 铝库存处于五年历史同期的低位



数据来源: WIND 新世纪期货

图 24: 我国铝社会库存处于五年历史同期低位



数据来源: WIND 新世纪期货

图 25: 全球铝显性总库存仍处于五年历史同期低位



数据来源: WIND 新世纪期货

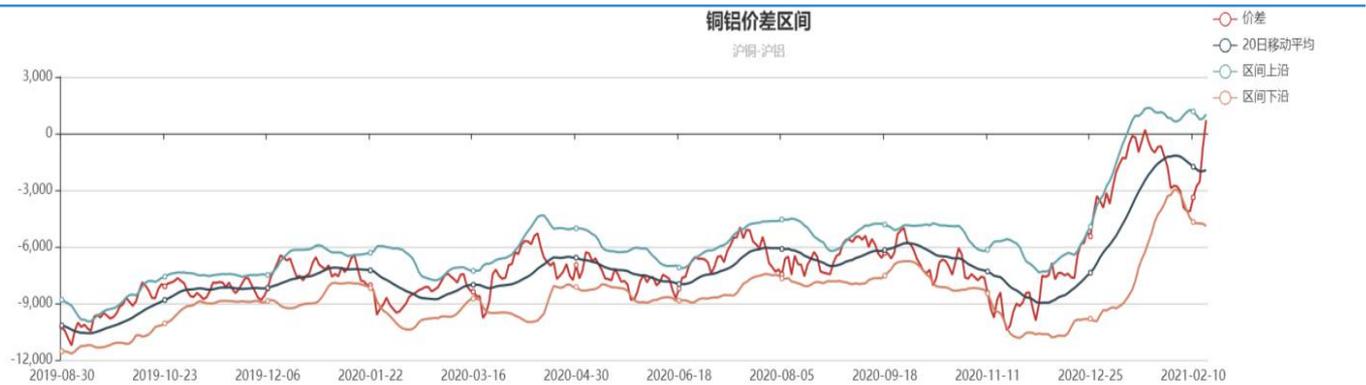
### (三) 未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，随着全球新冠新增确诊人数与新增死亡病例数的持续放缓、全球央行的持续量化宽松政策与各国的财政刺激政策为全球经济复苏托底，全球宏观氛围将持续转暖，而从供需基本面来看，一方面，对于铜而言，虽然我们预计今年全球铜矿产量将有所增加，但在短期之内全球铜矿供应紧张问题仍无法得到缓解，而这又将制约精铜产量，从下游的消费需求来看，随着疫情的缓解，海外经济将迎来复苏，这将带动海外铜消费需求，与此同时，国内铜的消费需求亦将有所回升，此外在碳中和的背景下，电动车用铜需求将迎来爆发式的增长，当前铜的供需紧张之势仍将持续，综合来看在全球宏观氛围持续转暖与铜供需紧张形势仍将持续的情况下，铜价仍将迎来震荡上行之势。另一方面，对于铝而言，我们认为，随着全球经济的进一步复苏、全球复工复产的稳步推进将使得在碳中和大背景下全球电动汽车用铝需求的进

一步增加，但今年全球铝新增产能有限且当前全球显性库存仍处于五年的历史同期低位水平，这将使得铝的供需从紧平衡状态转向短缺之势，这将对铝价形成进一步的上涨支撑。

从单品种趋势交易策略来看，我们建议铜与铝的多头仍可继续谨慎持有，从套利交易策略来看，我们建议铜与铝均以正套为主，从跨品种的套利交易策略来看，我们认为未来铜的涨幅仍将超过铝的涨幅，因此当前的多铜空铝策略仍可继续持有。

图 26： 沪铜与沪铝价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

## 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/>