

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

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

2021年有色与原油市场展望一

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

观点摘要：

宏观经济：

2020年对于全球经济而言注定是个极其不平凡的一年，年初一场突如其来的新冠疫情打乱了全球经济自2019年四季度初现端倪的复苏进程，给整个世界经济蒙上了一层灰霾。展望即将到来的2021年，我们认为，随着疫苗的研发成功与投入使用，全球经济将步入复苏，但“疫苗民族主义”将使得全球经济的复苏呈：中国与西方发达国家经济将快速走出疫情阴影而步入复苏轨道，中低收入国家经济仍将受疫情影响而持续衰退直至2022年中才有可能恢复增长。

原油：

2020年油价总体呈“先深V，后震荡”的走势。展望2021年，我们认为，在基于疫苗在全球被广泛注射且疫情得到有效控制的前提下，全球原油供需仍将维持紧平衡态势，国际原油价格将维持在55-60美元之间；但如若欧美疫情在疫苗注射后仍没有得到有效的控制，则全球原油的消费需求则将由升转降，国际原油价格料将再次呈现回落；而如若在2021年1月20日美国总统特朗普离任前其发动对伊朗核设施进行军事打击活动引发中东战局，则国际原油价格将在大幅上涨至70-80美元附近。

有色金属：

2020年有色金属价格走势与原油大致类似。展望2021年，我们认为在明年“疫情常态化”的全球经济逐步复苏的大背景下，虽然“中国因素”仍将左右有色金属的价格走势，但与今年有所不同的是明年有色金属价格走势将更偏向于海外需求的复苏进程，因此需要关注海外“主动补库存”的周期变化，此外从变量方面考虑，我们认为，2021年对有色金属价格走势形成不确定的因素主要集中在疫情与宏观经济政策（货币政策与财政政策）及流动性是否宽松方面。

分品种来看，铜方面：全球供应端的低增长和偏低的库存使我们对伦铜持有中性偏乐观的看法；而国内供需将出现小幅的短缺使我们对沪铜持有更为乐观的看法。锌方面：2021年上半年锌价将在供应收紧与需求复苏的情况下呈震荡上行之势，而下半年则将在全球供需仍呈小幅过剩的情况下缓步震荡回落。

风险点：

1. 疫情的反复对全球经济复苏的影响；
2. 全球各大经济体的宏观政策（货币政策与财政政策）对经济复苏支持的可持续性；
3. 全球的货币流动性是否宽松；
4. 美国继任总统拜登在上台后的执政政策；
5. OPEC的减产执行力度与中东局势的变化；
6. 国内电网投资、基建与新基建的投资增速及新能源汽车的发展变化；

目 录

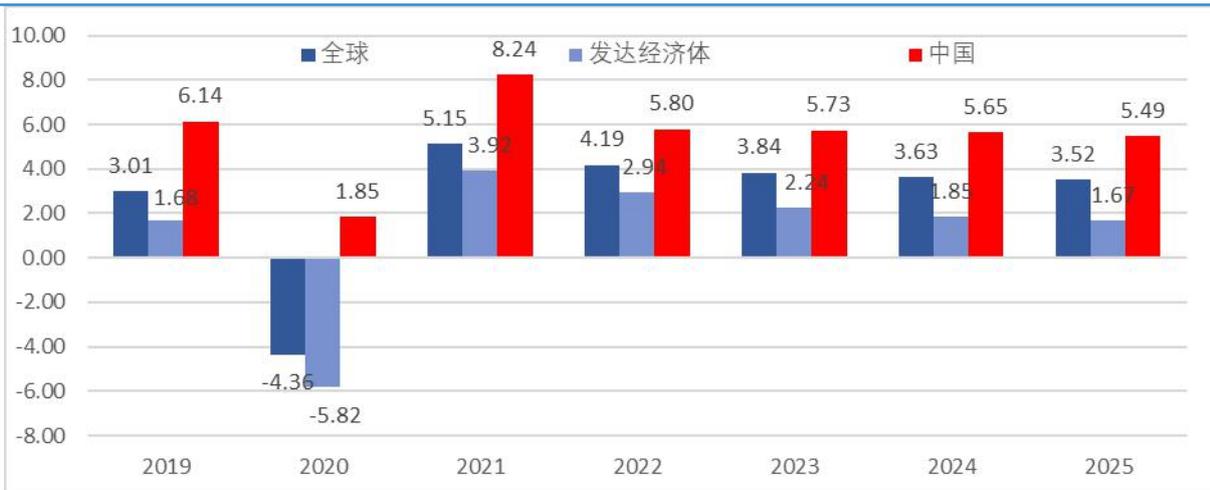
一、 复苏潮起，疫情潮落——全球经济将稳步复苏但不同步.....	3
(一) 2020 年回顾：新冠疫情突如其来，全球经济陷入萎缩但中国经济一枝独秀.....	3
(二) 疫苗研制成功与接种虽将有效遏制疫情的持续蔓延，但全球经济复苏将呈现分化.....	5
1. 疫苗供不应求局面已然形成.....	5
2. “疫苗民族主义”抬头或将影响全球经济复苏进程.....	6
(三) 政策支撑将持续为经济复苏保驾护航但力度将有所减弱.....	10
1. 美国：财政政策与货币政策将形成对冲.....	11
2. 欧洲：财政支持与货币宽松将形成互补.....	11
3. 中国：财政政策回归“稳杠杆”而货币政策面临逐步收紧.....	12
(四) 中国经济仍将领航全球经济.....	13
二、 原油：供需维持紧平衡，价格继续修复，中东局势不容忽视.....	14
(一) 2020 年国际原油价格回顾：新冠疫情导致史无前例的巨幅波动.....	14
(二) 供需：供需错配之势仍将延续，关键还要看疫情的控制情况.....	15
1. 供应：OPEC 维持限产、拜登新能源政策将抑制美国页岩油的复产.....	15
2. 需求：2021 年全球需求增幅将大幅增加但还要取决于疫苗的投放与疫情的控制程度.....	18
3. 总供需：2021 年全球原油整体仍将维持紧平衡状态.....	19
(三) 中东局势不容忽视.....	20
(四) 未来原油价格走势判断.....	21
三、 全球经济复苏不同步下的有色金属走势将有可能出现分化.....	21
(一) 逻辑框架：宏观定方向，基本面定差异，变量定变化.....	21
(二) 铜：基本面改善可期 铜价或将震荡上行.....	23
1. 2020 年回顾：新冠疫情成为左右铜价走势的主要因素.....	23
2. 铜矿产量增速或将进一步放缓.....	24
3. 全球铜冶炼产能过剩，增量主要来自我国.....	28
4. 再生铜供给：废铜短期将出现阶段性瓶颈.....	31
5. 铜消费：预计 2021 年全球铜消费将增长 2.8%，新能源将成新增长.....	31
6. 库存：处于历史低位，为铜价回升提供有力支撑.....	34
7. 供需平衡：全球紧平衡 国内或将小幅短缺 铜价将震荡上行.....	35
(三) 锌：供需矛盾转移但不改过剩之势，锌价将先扬后抑.....	37
1. 2020 年回顾：新冠疫情与矿端供应紧张成为今年锌价走势的主要影响因素.....	37
2. 2021 年锌矿供应紧张形势或将缓解.....	37
3. 锌矿的供应短缺问题将在 2021 年传导至冶炼端.....	41
4. 再生锌回收相对困难.....	42
5. 传统消费领域增速稳健.....	43
6. 供需平衡：全球小幅过 锌价将先扬后抑.....	43
免责声明.....	45
新世纪期货研究院.....	45

一、复苏潮起，疫情潮落——全球经济将稳步复苏但不同步

(一) 2020 年回顾：新冠疫情突如其来，全球经济陷入萎缩但中国经济一枝独秀

2020 年对于全球经济而言注定是个极其不平凡的一年，年初一场突如其来的新冠疫情打乱了全球经济自 2019 年四季度初现端倪的复苏进程，给整个世界经济蒙上了一层灰霾，行至年终多家国际机构却同时给中国经济打出了高分：国际货币基金组织表示中国经济将增长 1.9%，全球经济将萎缩 4.4%；世界银行表示，中国经济将增长 1.6%，全球经济将收缩 5.2%，中国成为全球唯一实现正增长的主要经济体。

图 1：IMF 全球经济增长预测



数据来源：IMF 新世纪期货

图 2：世界银行全球经济增长预测



数据来源：世界银行 新世纪期货

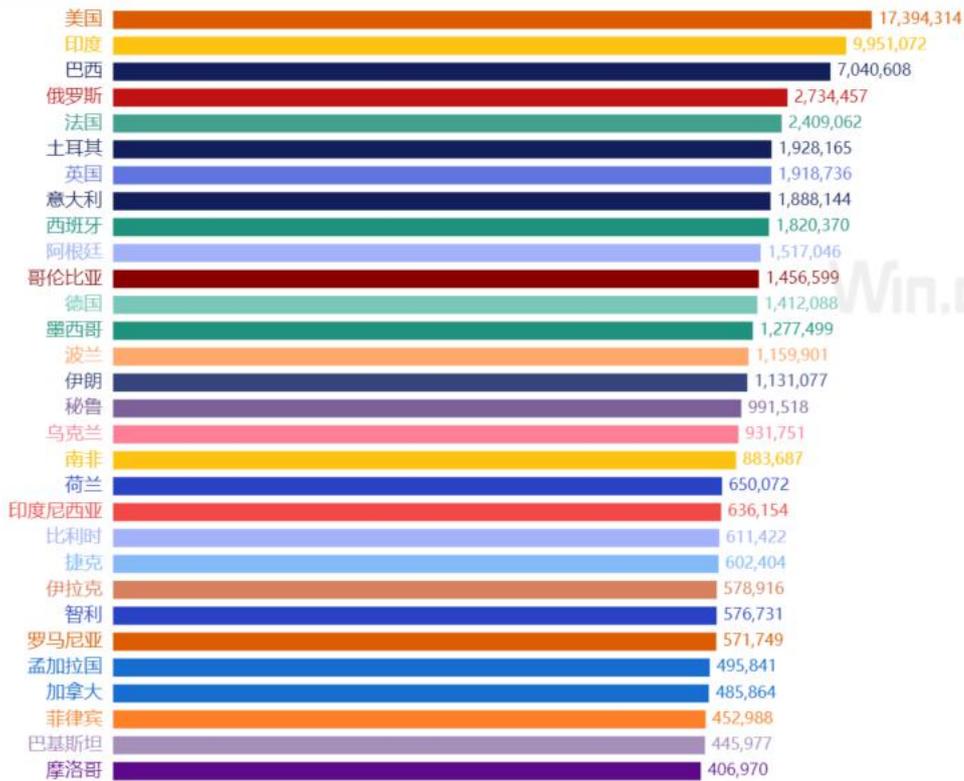
回望年初，当新冠疫情突如其来之时，唯有中国采取了强有力的措施，在以习近平同志为核心的党中央的坚强领导下，全国人民上下一心，团结一致，齐心抗疫，虽然一季度中国经济因防疫而采取封锁措施，导致整体经济遭受重创——GDP 增速创下有史以来的最低记录，但在习近平

总书记亲自部署、亲自指挥、全面统筹、把舵定向，坚持一手抓疫情防控、一手抓经济社会发展下，中国迅速控制住了疫情并使得经济重回正轨—中国经济自二季度以来呈企稳回升之势。反观欧美国家，在疫情初始阶段不加以重视还将疫情政治化以及“甩锅”给中国，结果延误了疫情最佳控制时机并使得经济一泻千里、疫情不断恶化，与此同时，部分亚太地区的国家虽然在疫情安始阶段与中国采取了同样的封锁措施，但经不住经济下行的压力，在疫情还未完全控制住的情况下放松管控，结果导致疫情的复发，经济再度受到重创。

根据国家统计局最新发布的2020年11月份国民经济运行数据，11月份国民经济继续保持恢复态势，“六稳”“六保”任务落实取得新成效。1至10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额50124亿元，同比增长0.7%，增速年内首次由负转正；1至10月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长0.3%，增速年内首次由负转正；其中，信息传输、软件和信息技术服务业营业收入增长13%；1至11月份，第三产业投资增长3.5%，比1至10月份加快0.5个百分点。民间投资增长0.2%，增速年内首次转正；11月份，社会消费品零售总额39514亿元，同比增长5%，比10月份加快0.7个百分点；环比增长1.31%；11月份，全国居民消费价格（CPI）同比下降0.5%，10月份为上涨0.5%；环比下降0.6%。1至11月份，全国居民消费价格同比上涨2.7%，涨幅比1至10月份回落0.3个百分点；11月份，猪肉下降12.5%，粮食上涨1.4%，鲜果上涨3.6%，鲜菜上涨8.6%。扣除食品和能源价格后的核心CPI上涨0.5%，涨幅与10月份持平；1至11月份，全国网上零售额105374亿元，同比增长11.5%，比1至10月份加快0.6个百分点；1至11月份，全国城镇新增就业1099万人，完成全年目标任务的122.1%。

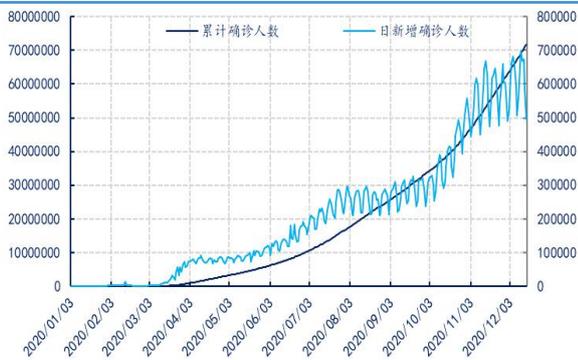
根据世界卫生组织的最新统计数据，截止2020年12月16日，全球已累计确诊73757164例，现有确诊20245811例，累计死亡1637354例。根据统计数据，当前美国是累计确诊病例和死亡病例最多的国家，累计确诊病例17143779例，累计死亡病例311608例。累计确诊病例较多的国家还有印度、巴西、俄罗斯和法国等，累计死亡病例较多的国家还有巴西、印度、墨西哥和英国等。此外，根据统计数据来看，全球确诊病例每超千万的用时在进一步缩短，与此同时，自11月以来全球累计新冠确诊病例数则在加速攀升，全球累计确诊病例10月19日超过4000万例，11月8日超过5000万例，11月25日超过6000万例，从4000万例升至5000万例用时20天，从5000万例升至6000万例用时17天，从6000万例升至7000万例用时16天。

图 3：全球各国新冠确诊病例人数对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 4：全球新冠累计确诊人数与日新增确诊病例对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 5：主要国家每日新增确诊人对比（7 日平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

(二) 疫苗研制成功与接种虽将有效遏制疫情的持续蔓延，但全球经济复苏将呈现分化

1. 疫苗供不应求局面已然形成

冬天来了，疫苗还远吗？

随着新冠肺炎疫情在全球进入冬季新一轮暴发，不少国家对疫苗的需求也逐渐进入“刚需”阶段。而此时关于疫苗的任何进展和分配，都无疑引发外界高度关注。

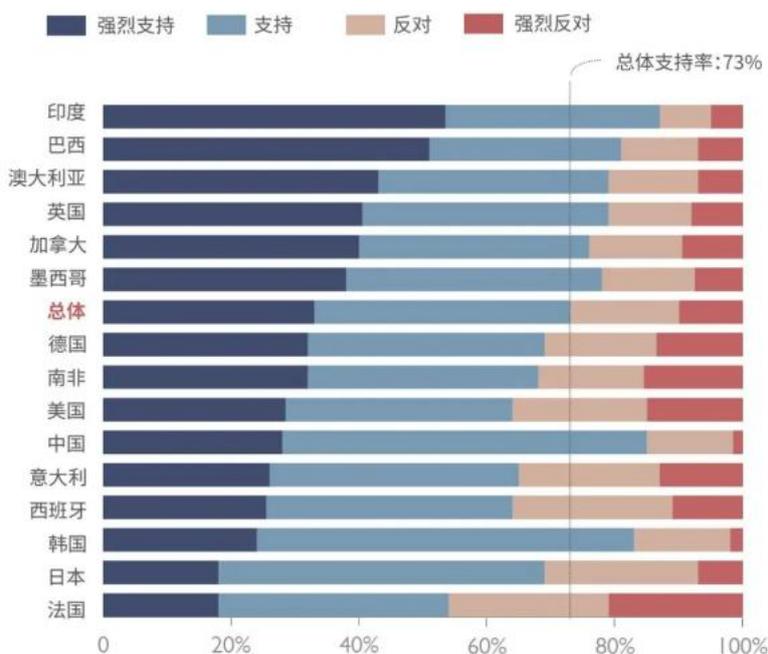
回首新冠疫情初期，口罩、防护服、医疗器械、食药等物的骤然短缺，曾让我们饱尝争夺

有限资源的恐慌，也认识到“物质丰足”背后的脆弱性。而当下，疫苗成为这场大流行的暴风眼。有专家指出，根据历史经验，疫苗分配策略的重要性不亚于疫苗本身（朱自强，刘伟，2020），随着疫苗研发的进展，一套公平、高效、科学的分配机制的建立迫在眉睫。

在一国、一地区之内，“谁先接种疫苗”的规则正经历着政治、经济、宗教、社会共识、舆论风向等因素的多面考量和多重博弈，“平等”的价值面临挑战和重估。国与国之间，有专家断言，如果没有公平合理的全球分配承诺，即便疫苗研发成功，“疫苗民族主义”或“本国优先”的分配方式也将使疫情的蔓延难以控制（Thomas J. Bollyky & Chad P. Bown，2020）。

据益普索世界经济论坛对中、美、英等 14 国的调查，疫苗注射的总体支持率达到了 73%，供不应求的局面已然形成。

图 6：居民总体支持接种疫苗，亚洲国家平均支持率大于欧美



数据来源：益普索世界经济论坛 新世纪期货

2. “疫苗民族主义”抬头或将影响全球经济复苏进程

根据公开数据，截至 12 月 2 日，全球在研疫苗共有 214 个。其中 51 个已进入临床研究（中国 14 个），进入 III 期临床的有 14 个（中国 6 个）。从当前全球各国批准接种的疫苗来看，主要是中国复星医药与美国辉瑞公司和 BioNTech 联合研发的 BNT162b2 疫苗、辉瑞公司的 COVID-19 疫苗与中国生物技术股份有限公司研发生产的新冠病毒灭活疫苗，虽然前二者的临床有效性达到了 95%，而后者的临床有效性达到了 86%，但三者分属于不同的技术路线，前二者均为采用 mRNA 疫苗技术，而后者采用的是灭活疫苗技术。虽然三者的技术路径与临床有效性有所

不同，但灭活疫苗只需要在 2 到 8 摄氏度的冰箱中保存且其稳定性长达三年，相比之下，辉瑞和莫德纳的疫苗则需要保存在工业化的冷冻环境中，因为它们的疫苗用的是遗传物质，解冻后会降解，这让运输和储存都更加困难。此外，灭活疫苗接种后产生的不良副作用往往更少。

表 1: 当前新冠疫苗研发进程追踪

COVID-19 疫苗研发进程														
制药企业	国家	研制阶段	研制进程							研制计划				
			Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	
BioNTech/Pfizer	欧洲/美国	III 期			I/II 期		III 期						申请紧急使用权	预计 2020 年底将提供 1 亿剂疫苗
Moderna/NIAID	美国	III 期				I/II 期	III 期						申请紧急使用权	预计 2020 年底将提供 2000 万剂疫苗
University of Oxford/AstraZeneca	英国	III 期		I/II 期		III 期					公布 III 期实验数据			预计 2020 年底将提供 3-4 亿剂疫苗
Sinovac	中国	III 期		I/II 期		中国政府批准	III 期							预计 2021 年实现全球供应
Wuhan Institute of Biological Products/Sinopharm	中国	III 期		I/II 期		中国政府批准	III 期							预计 2020 年底将提供 1 亿剂疫苗
Beijing Institute of Biological Products/Sinopharm	中国	III 期		I/II 期		中国解放军批准	III 期							
CanSino Biological/Beijing Institute of Biotech	中国	III 期		I/II 期		III 期								
Gamaleya Research Institute	俄罗斯	III 期				I 期		俄政府批准	III 期					预计 2020 年底将提供 1000 万剂疫苗，2021 年生产 5 亿
Janssen Pharmaceutica/Johnson & Johnson	美国/欧洲	III 期					I/II 期	III 期						
A U.S. Developer	美国	III 期			I/II 期			II 期	III 期				公布 III 期实验数据	
Curevac	欧洲	II 期				I 期		II 期			III/II 期			预计 12 月申请批准
Anhui Zhifei Longcom Biopharmaceutical/ Institute of Microbiology, Chinese Academy of Sciences	中国	II 期				I 期	II 期							预计 2020 年底将提供 1 亿剂疫苗
Institute of Medical Biology, Chinese Academy of Sciences	中国	I/II 期			I 期	II 期								
Inovio Pharmaceuticals/International Vaccine Institute	美国	I/II 期		I 期			I/II 期							
Osaka University/AnGes/Takara Bio	日本	I/II 期				I/II 期								

Bharat Biotech	印度	I/II 期	I/II 期	III 期	预计在 2021 上市
Kentucky Bioprocessing Inc	美国	I/II 期	I/II 期		
Arcturus/Duke-NUS	美国/新加坡	I/II 期	I/II 期		
Sanofi Pasteur/GSK	欧洲/英国	I/II 期	I/II 期	III 期	
Institute Pasteur/Themis/Univ. of Pittsburgh CVR/Merck Sharp & Dohme	美国/欧洲	I 期	I 期		

*虚线框为预计时间点

资料来源：WHO, Reuters, Bloomberg, The Milken Institute, 新世纪期货研究院

据英国汤森路透基金会网站报道，由乐施会、国际特赦组织和“全球正义正在行动”组织组成的人民疫苗联盟说，截至 11 月，占到全球人口 14%的富国购买了最有希望投产的疫苗总量的 53%。该联盟的报告表示，在宣布有效的三种新冠疫苗中，有两种疫苗的几乎所有现有份额——莫德纳公司和辉瑞/生物新技术公司的疫苗——都已被富国收购。

该联盟的报告还提到，尽管阿斯利康和牛津大学承诺向发展中国家人口提供 64%的份额，但到明年，这“充其量”只能覆盖世界人口的 18%。乐施会说，欧盟、美国、英国、加拿大、日本、瑞士、澳大利亚等收购了这些潜在疫苗份额的 53%，其中加拿大的购买量是其人口的五倍。美国政府向辉瑞公司下了 1 亿剂疫苗的初始订单，后续可能追加 5 亿剂；英国已向辉瑞预订 4000 万剂疫苗，足够为 2000 万人接种；欧盟签下 2 亿剂疫苗订单，预留 1 亿剂供加购；日本订购 1.2 亿剂。而根据美国媒体的报道，在世界范围内 67 个欠发达国家中，仅有 1/10 的人口有望在 2021 年底前接种新冠疫苗。

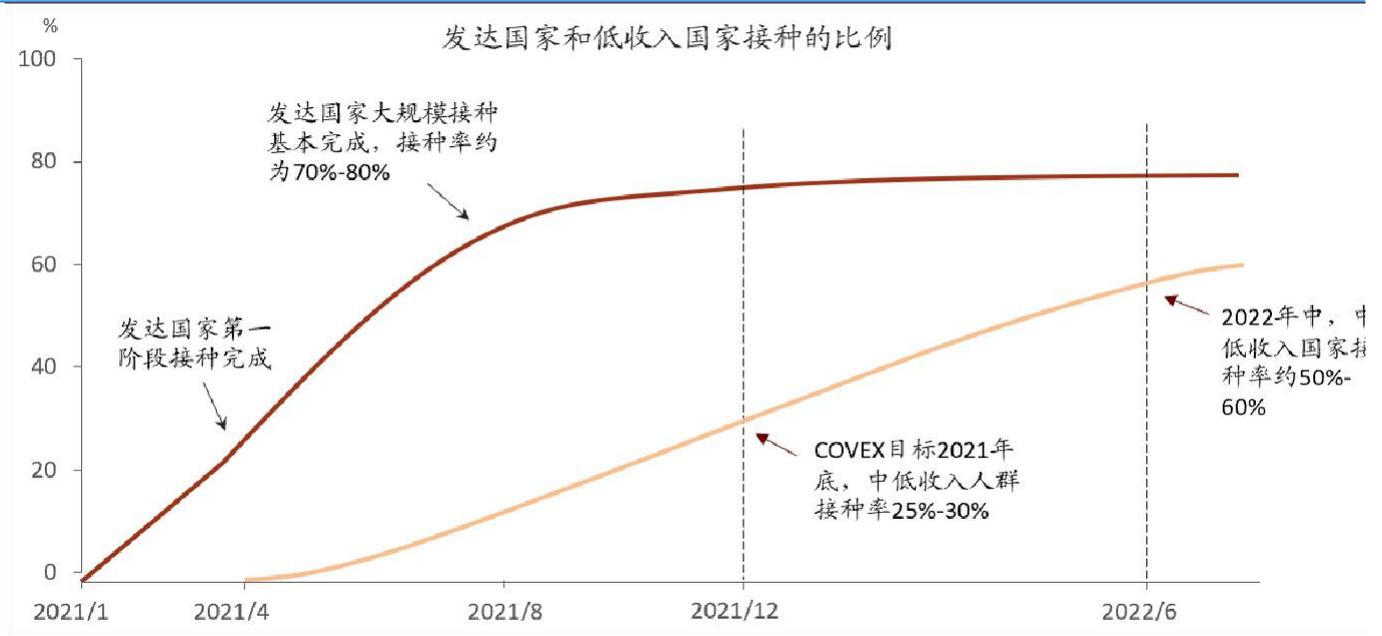
美国除了在国际市场大肆抢夺疫苗之外，白宫在 12 月初又通过了一项“疫苗美国优先”行政令，要求美国卫生部门确保该国疫苗供应商优先为美国人提供疫苗。对此，美国首席传染病专家福奇表示：“作为发达国家，美国有‘道德义务’确保新冠疫苗在世界各地得到公平分配。”不过就在美国食品药品监督管理局（FDA）于 12 月 12 日正式批准辉瑞公司研制的新冠疫苗投入“紧急使用”后，美国国内各路人马也纷纷加入这场疫苗抢夺战之中，而就在各路人马吵得不可开交时，多家美媒援引知情人士消息称，白宫高级官员将成为美国首批新冠疫苗接种者。

与欧美发达国家这副难看的“吃相”不同的是，当前中国的疫苗已在全球 123 个国家进行分发，虽然每个国家得到的疫苗数量有限，但这彰显了中国的大国担当与大国责任。根据媒体消息，预计年内国内将有 6 亿支新冠疫苗获批上市。

根据欧美流感疫苗接种的数据，美国 2019-2020 年度流感季疫苗接种速度峰值均值为单月接种全部人口的 21.4%，而英国为单月接种全部高危人群的 36.5%。这与英美近期公布目前新冠疫苗接种的预计速度也相吻合。美国 OWS 计划负责人 Moncef Slaoui 于 11 月 13 日称，今年 12 月将有 2000 万美国民众接种疫苗，之后每月能完成 2500 万至 3000 万人的接种。英国首相鲍里斯声称在 2021 年复活节之前（4 月 4 日），利用三个月时间完成全部高危和重点人群的接种。而据英国官员透露，英国国家医疗服务体系（NHS）高峰时刻有可能每天为最多达 100 万人接种疫苗。按照这一接种速度，考虑单人需要接种两剂新冠疫苗的情况，高收入国家预计 2021 年第 1 季度就能完成第一阶段重点人群接种任务，3 季度左右基本完成大规模接种。鉴于高收入国家的接种意愿在 59%-75%，美国的流感疫苗接种率高于 50%，而新冠肺炎的高死亡率会提高人们接种疫苗的比例，因此我们认为高收入国家新冠疫苗的最终接种率或在 70%左右。

与高收入国家疫苗接种时间线相比，中低收入国家完成大规模疫苗接种或将延至 2022 年。目前中低收入国家主要通过 COVAX 项目获取疫苗，按照该项目计划，到 2021 年底中低收入国家有 20%左右的人口将得到接种。尽管部分中低收入国家可以自行购买疫苗，但购买量仍然有限。如印尼已向我国科兴公司购买 4000 万支疫苗，并预计 2021 年 3 月份交付，但这只覆盖了印尼 7.6%的人口。中国预计 2021 年新冠疫苗产能为 13 亿支，如果这个产能变动不大，那么即便中国生产的疫苗全部供应给中低收入国家，也只能覆盖其约 10%的人口。中低收入国家至少需等至 2021 年 2 季度以后才可能成规模地开展疫苗接种，到年底实际接种率可能略高于 20%。不过从 2022 年下半年开始，随着高收入国家接种的完成，以及全球疫苗产量变得更为充裕，中低收入国家接种速度加快，预计到 2022 年中或有 50%-60%的接种率。

图 7：发达国家与中低收入国家接种疫苗时间轴



数据来源：Covex 新世纪期货

基于上述疫苗现状，我们预计，随着疫苗在发达国家和中国率先推出并逐步铺开接种，2021 年中美欧日四大主要经济体内生增长动能有望修复且复苏动能可能较为强劲，但鉴于发达国家在全球疫苗市场的疫抢导致大量发展中国家与欠发达国家无法及时接种疫苗的情况，全球经济的复苏将呈现分化格局，即中美欧日四大经济体的复苏强劲，而发展中国家复苏仍将处于停滞状态，欠发达国家仍将深陷衰退之中，全球经济的全面复苏至少要等到 2022 年的 6 月。

（三）政策支撑将持续为经济复苏保驾护航但力度将有所减弱

今年新冠疫情爆发以来，虽然在各国央行和政府以前所未有的货币和财政政策力度托底经济与金融市场下，全球经济正在从今年上半年的衰退深渊中缓步恢复。虽然从这场灾难中恢复的道路很可能漫长坎坷、充满不确定，但重要的是尽可能避免过早撤回财政和货币政策支持。

表 2: 各国央行与政府今年所采取的货币政策与财政政策对比

国家	货币政策	财政政策
美国	降息至 0-0.25%；无限量资产购买；6 月 16 日起通过二级市场企业信贷便利（SMCCF）购买合格公司债与 ETF	2.9 万亿美元刺激（GDP 的 15%）
中国	降准降息：央行四次逆回购累计投放 2.7 万亿元，MLF 和 1 年期 LPR 降 10bp，5 年期 LPR 降 5bp，央行定向中国 降准释放 5500 亿元资金；再贷款：向疫情防控重点企业提供 3000 亿专项再贷款，追加再贴现专用额度 5000 亿，下	地方债：提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中专项债 2900 亿元；信贷支持：为抗疫专项贷款提供财政贴息，确保企业实际融资成本低于 1.6%；减税降费： 中小微企业社保三项免征 5 个月，大型企业减半征收 3 个月，湖北可扩大免征范围至所

	调支农支小再贷款利率 0.25；存准考核：适当提高存款准备金考核容忍度	有企业。疫情防控期间采取支持性两部电价政策，降低企业用电成本。
欧盟	欧央行存款利率维持-0.5%；年底资产购买量增加 1200 亿欧元；紧急购买计划规模扩大至 1.35 万亿欧元	德国 1500 亿欧元刺激（GDP 的 4.5%）；法国 420 亿欧元刺激（GDP 的 1.9%）；意大利 750 亿欧元刺激（GDP 的 4.2%）；欧盟 7500 亿欧元“NextGeneration EU”财政刺激计划
日本	短端利率保持-0.1%，10 年国债利率保持 0%；无限量国债购买，REITs 和 ETF 购买量翻 1 倍，商业票据和企业债券购买量翻 2 倍，特别贷款计划规模上调至 110 万亿日元	234 万亿日元刺激（GDP 的 42%）
英国	降息至 0.1%；资产购买规模扩大至 7450 亿英镑	220 亿英镑刺激（GDP 的 6%）
加拿大	降息至 0.25%；每周购买 50 亿加元国债	2760 亿加元刺激（GDP 的 12%）

数据来源：Wind 新世纪期货

1. 美国：财政政策与货币政策将形成对冲

前结果显示，美国大选最可能的结果是拜登当选总统，而国会继续为分裂国会，即共和党继续掌控参议院，而民主党继续掌控众议院。这一情形下：

A 财政政策：2021 年财政“退坡”节奏存在较大不确定性。2021 年美国的财政政策不确定性相对较大。拜登政府希望通过较大规模的财政支出，同时通过加税来部分对冲支出增加带来的财政压力。这一方案如果能够得到顺利实施，美国 2021 年财政退坡将相对较慢。但共和党控制下的参议院可能对拜登政府的财政案形成较大限制，无论是支出还是税收方面的法案，均可能在规模上较小。如果是这样，美国的财政退坡可能偏快。

B 货币政策：美联储承担更多“托需求”重担。美联储后续重要任务是托需求。因而其政策节奏将随财政政策的节奏而相应变化而做出被动调整。基准情形下，如果最终是分裂国会（我们预计是大概率事件），财政退潮可能偏快。但与此同时，我们预计美联储的货币政策将相应对冲。美联储 2021 年有望继续执行当前 1200 亿美元每月的资产购买速度（800 亿美元国债，400 亿美元 MBS）；其可能在 2021 年末才讨论削减及退出 QE。如果财政方面分歧较大，导致退坡过快，我们认为美联储有加码宽松的可能。其手段包括加码资产购买以及将资产购买向长端偏移以更好压制长端利率等。

2. 欧洲：财政支持与货币宽松将形成互补

A 财政政策：鉴于欧洲 2020 年受到的疫情冲击较大，欧盟委员会对各国 2021 年财政纪律的要求依然相对宽松。各国因而将继续充分利用欧央行创造的低利率环境发行国债，维持较大赤字率。欧盟委员会近期的表态及其审阅的各国政府提交的 2021 财年立场显示，其对 2021 年

财政纪律的态度依然将相对宽松，尤其是对意大利、西班牙等财政困难国家。

B 货币政策：在今年 12 月会议上加码宽松符合我们此前的预期，而 2021 年以执行落地为主。从 12 月议息会议来看：1)PEPP 截止期延长至 2022 年 3 月。这意味着大概要相应增加 5000 亿欧元额度，即欧央行每月将购买超过 900 亿欧元的资产；2) 调整 TLTRO-III。首先是将 TLTRO-III 展期，从原计划的 2021 年 3 月结束延长至至少 2022 年 6 月。其次也是更重要的，将 TLTRO-III 的利率优惠截止期从 2021 年 6 月至少延长至 2022 年 6 月。此外本次会议决定在 2021 年 6 月至 12 月间增加三次（每季度一次）操作以满足银行的资金需求，与此同时银行的最大可借上限由合格贷款的 50% 上修至 55%。这些举措将更加有利于发挥 TLTRO-III 支持欧元区银行信贷扩张、从而支持经济需求扩张的重要作用。

3. 中国：财政政策回归“稳杠杆”而货币政策面临逐步收紧

A 财政政策：今年积极财政政策“加力提效”，预算赤字大幅提升的情况下，基建投资的回升幅度与市场预期产生背离。2020 年预算草案中，一般赤字相比 2019 年新增 1 万亿，并发行 1 万亿特别国债，地方专项债额度也提高了 1.6 万亿。广义财政赤字的提升幅度不可谓不大。但 1-10 月基建投资累计增速仅 3%，在近 5 年同期增速中，仅高于资管新规推出的 2018 年(0.9%)。当前种种迹象表明，2021 年宏观政策基调将重新回到“稳杠杆”上，对地方政府债务监管、地方专项债的规范使用，都有保持力度、甚至进一步加强的势头。做个估算：假设 2020 年名义 GDP 增速为 5%，2021 年名义 GDP 增速反弹至 10.5%，一般赤字下降到 3 万亿，调入资金和专项债都不退坡的情况下，2021 年广义赤字率将从 2020 年的 11% 左右下降到 8.2% 左右。因此，未来中国基建投资的上行动能，将更加有赖于城市群、都市圈建设等中长期红利释放，从而提升基础设施建设的内生需求，“十四五”规划提出“统筹推进基础设施建设”，也强调了顶层设计的重要地位。我们预计，在广义财政支出目标保持力度的前提下（财政政策不过度后撤），2021 年基建投资或将继续保持温和增长，预估增速在 4.1%。而在 12 月 18 日召开的中央经济工作会议上则明确提出了“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。”这表明 2021 年财政政策将与做好“六稳”“六保”工作相结合，一方面，政府该花的要花，特别是保障国家重大战略任务；另一方面，该省的要省，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。

B 货币政策：11 月 26 日发布的 2020 年三季度货币政策执行报告，对未来一段时间货币政策的方向提供了重要指引，其中提出：“把好货币供应总闸门”（银行间流动性的正常化），“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹

配”、“保持宏观杠杆率基本稳定”、以及“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”（社会融资的正常化）。整体来看，一方面，今年“货币政策+宏观审慎”双支柱框架写入《中国人民银行法》，因此今后货币政策没有必要“单脚走路”，大幅收紧去倒逼各领域去杠杆；另一方面，伴随再贷款再贴现工具的退出，2021年有可能会降准替换MLF。此外，按照2021年预测名义GDP10.5%和过去几年社融与名义GDP的关系，社融增速保持在13%以上才不会形成紧缩的信用条件。根据货币政策执行报告“同反映潜在产出的名义GDP基本匹配”，央行隐含的明年社融增速可能只有10%-10.5%。根据2017年以来月度社融增量预测，中性情境下2021年社融增速降至9.6%，极端乐观情境下降至12%，从而2021年要达到13%以上社融增速几乎不可能，宏观经济和资本市场面临收紧的货币政策环境是大概率。而在12月18日的中央经济工作会议上则明确提出了“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”这表明在应对疫情冲击宏观杠杆率阶段性上升背景下，2021年货币政策要着眼于处理好恢复经济和防范风险的关系。

（四）中国经济仍将领航全球经济

虽然当前中国的宏观经济运行已基本恢复正常，消费者、企业家对经济的信心均明显好转，但受全球疫情持续蔓延、大国政治经济博弈、国内经济改革走入深水区等多方面因素影响，国内经济仍面临诸多内外部不确定因素。展望2021年，虽然中国经济在十四五规划的开局之年仍存在一些不容忽视的风险点，但在国内消费需求持续改善、制造业投资稳步回升、房地产投资保持稳定、基建投资增速将加快、劳动力市场企稳回升、CPI与PPI的剪刀差将继续缩小、社融增速止跌回升、人民币汇率将维持平稳而不会过快升值的大趋势下，在基于对疫苗接种及对中美欧三大经济体货币政策与财政政策前景的预期基础上，我们认为2021年中国经济仍将继续领航全球经济，增速将继续高于欧元区与美国。

表 3: 中美欧三大经济体经济增长预测

	2019	2020E	2021E	2020				2021			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
环比（年化）											
中国	6.1	2.3	8.7	-10.0	11.7	2.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
美国	2.2	-3.6	5.2	-5.0	-31.4	33.1	3.2	5.5	7.0	4.2	3.0
欧元区	1.3	-7.2	5.2	-14.1	-39.5	6.1	-8.0	2.5	12.0	7.0	4.7

同比											
中国	6.1	2.1	9.0	-6.8	3.2	4.9	5.5	19.5	7.9	6.1	5.5
美国	2.2	-3.7	5.5	0.3	-9.0	-2.9	-2.7	-0.1	11.6	5.0	4.9
欧元区	1.3	-8.3	5.8	-3.3	-14.8	-4.3	-6.3	-2.1	14.2	3.1	6.5

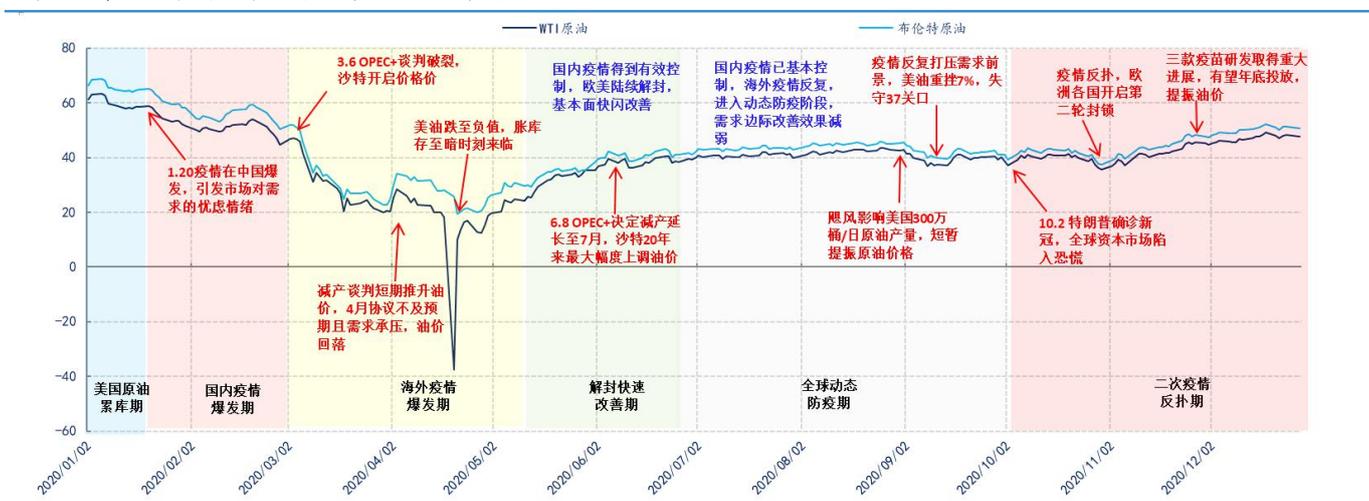
数据来源: Wind, Haver Analytics, 新世纪期货

二、原油：供需维持紧平衡，价格继续修复，中东局势不容忽视

(一) 2020 年国际原油价格回顾：新冠疫情导致史无前例的巨幅波动

2020 年油价总体呈“先深 V，后震荡”的走势。年初疫情全面发生前，布伦特原油价格最高超 65 美元/桶，而后伴随疫情在全球扩散，油价快速走低，疫情至暗时刻一度断崖式下跌至负值，创下了 WTI 期货上市历史以来的首个“负结算价”，但随着疫情得以控制，油价缓慢修复并长期震荡于 40 美元关口。至疫情后期，疫情的改善或恶化对油价的影响相较前期均已明显减弱，市场更关注基本面的修复情况，随疫苗研制利好频出，油价开始向沙特石油价格战前水平靠拢，若疫苗如期投放市场，则油价可能在需求复苏刺激下 2021 年油价有望抬升至 55-60 美元/桶。

图 8：年初以来国际原油价格所经历的六个阶段



数据来源: Wind 新世纪期货

通过对今年以来国际原油价格的复盘，如果以新冠疫情的演变为时间轴则可以分为六个阶段：

1) **第一阶段—1月初至1月下旬的美国原油累库期：**在此阶段，美国国内原油产量连续 3 周维持在 1300 万桶/日的纪录高位，油品库存持续攀升。虽中东紧张局势下伊拉克和利比亚两国的原油产量严重受限，对油价小幅支撑，但油市整体偏空。

2) **第二阶段—1月底至3月初的国内疫情爆发期：**随着武汉在1月底的正式封城以及全

国 30 多个省市启动重大突发公共卫生事件一级响应，国内经济被迫按下“暂停键”，由于中国作为全球最大的原油消费国，在国内经济按下“暂停键”后，市场忧虑情绪升温，与此同时由于疫情在中国以外地区开始快速蔓延从而导致了市场忧虑情绪的进一步升温，国际原油价格呈震荡下行之势。

3) **第三阶段—3月初至5月上旬的海外疫情爆发期:**受 OPEC+部长级会议上俄罗斯与 OPEC 的谈判破裂导致沙特打响价格战、进而使得阿联酋以及其他欧佩克产油国纷纷跟进加大产量的影响，国际原油价格进一步震荡下行，虽然 4 月 OPEC+达成了减产协议对短期的原油价格形成了支撑，但随着疫情在全球的加速蔓延，各国纷纷采取封锁措施以致全球石油需求出现断崖式下跌，进而引发美油深度跳水并创下了 WTI 期货上市历史以来的首个“负结算价”。

4) **第四阶段—5月中旬至6月中旬的解封快速改善期:**随着 5 月 OPEC+减产协议的正式实施以及中国逐步恢复正常生产，海外各国亦相继解除封锁，全球原油需求迎来复苏。与此同时 OPEC+同意将减产规模延长至 7 月底，而 5 月和 6 月未能百分百完成减产配额的国家，将在 7 月至 9 月额外减产作为弥补。此外，沙特提高了 7 月份原油出口的官方价格，为近 20 年来最大涨幅。此亦为原油价格的回升奠定了基础。

5) **第五阶段—6月下旬至9月底的全球动态防疫期:**随着各国疫情得到基本控制且各国经济数据开始有所好转，国际原油价格开始小幅回升，与此同时 8 月飓风季导致美国多达 300 万桶/日的原油产量关停推动了国际原油价格的进一步上涨。

6) **第六阶段:10月初至今的二次疫情反扑期:**10月初随着美国总统特朗普确诊新冠病毒，市场忧虑情绪再度升温，国际原油价格一度重挫，但随着特朗普迅速康复出院，叠加挪威油气公司罢工、飓风登陆等供给端利好支撑油价收回跌幅。而在 10 月底随着欧洲主要经济体重新采取全国性封锁和宵禁举措以应对感染新冠病例数的激增再度打击燃料需求复苏进程，虽然 11 月美国大选使得整体市场风险偏好降低，但自 11 月中下旬以来随着三款疫苗研发均相继取得重大突破、疫苗有效性得以验证以及进入 12 月欧美国家开始进行疫苗接种，油价持续震荡上行并回升至 3 月沙特俄罗斯石油价格战前的水平。

(二) 供需：供需错配之势仍将延续，关键还要看疫情的控制情况

1. 供应：OPEC 维持限产、拜登新能源政策将抑制美国页岩油的复产

1) 新限产协议将抑制产量快速反弹

12 月 4 日 OPEC+部长级会议上，OPEC+就 2021 年减产力度的协议达成一致：自 2021 年 1 月起，将减产量由 770 万桶/日缩小至 720 万桶/日，并从 2021 年 1 月起每月召开 OPEC+部长级会议，评估市场状况并据此进一步调整产量，每月调整不超过 50 万桶/日。根据原减产

计划，OPEC+将从2020年1月起将目前770万桶/日减产幅度缩小200万桶/日至570万桶/日，新协议对供给端形成利好，目前市场仍面临疫情二次发生及利比亚复产等风险因素，无法承受供给骤增的冲击。此次协议虽未达到市场关于推迟增产计划三个月的预期，但仍为需求的复苏提供一定缓冲空间，供给得以顺应需求趋势灵活调整，有助于油价修复上涨。

根据12月OPEC最新月报数据，11月OPEC原油产量为2510.9万桶/天，其中参与减产的10个OPEC国家产量为2161万桶/日，执行率为104%，与10月相同。在全球经济尚处于复苏的大背景下，OPEC产油国一改3月会议上增产抢占市场份额的激进情绪，通过督促产油国落实减产，达到提高油价和保住市场份额的目的。OPEC减产计划的达成及顺利实施对2020年油价形成“托底”作用。

表4: OPEC 11月减产执行率达104%

国家	以2018.10 为减产基准	5-7月减产目标 (减产约23%)	7月产量	减产履行率	8-12月减产目标 (减产约18%)	11月产量	减产履行率
阿尔及利亚	106	81.6	80.8	103%	86	85.6	102%
安哥拉	153	118	119	97%	125	117.9	125%
刚果	33	25	29	57%	27	28.2	80%
赤道几内亚	13	10	11	75%	10	10.4	87%
加蓬	19	14.4	18.6	9%	15	17.9	28%
伊拉克	465	359	375	85%	380	376.4	104%
科威特	281	217	216	102%	230	229.1	102%
尼日利亚	183	141	148	83%	150	147.2	108%
沙特阿拉伯	1100	849	842	103%	899	896.3	101%
阿联酋	317	245	253	89%	259	251.8	112%
OPEC 减产 10 国 合计	2,670	2,060	2,091	95%	2181	2,161	104%

数据来源：OPEC月报 新世纪期货

虽然当前OPEC中参与减产的10个国家在执行时各有不同，但整体减产执行率依然较好，这主要得益于沙特的主动减产以弥补其他产油国超产部分。就减产协议实施后的履约情况来看，OPEC+减产积极性好于以往，减产规模放宽后，履约率小幅提升，表明产油国在维持产量低水平上的主动性较强。沙特、科威特、阿联酋、安哥拉、尼日利亚、阿尔及利亚等国履约情况良好。此前减产不积极的伊拉克随着减产协议要求放宽而被动达成减产目标，虽然其11月减产达标，但其未来主动补充减产的预期大概率还会落空。

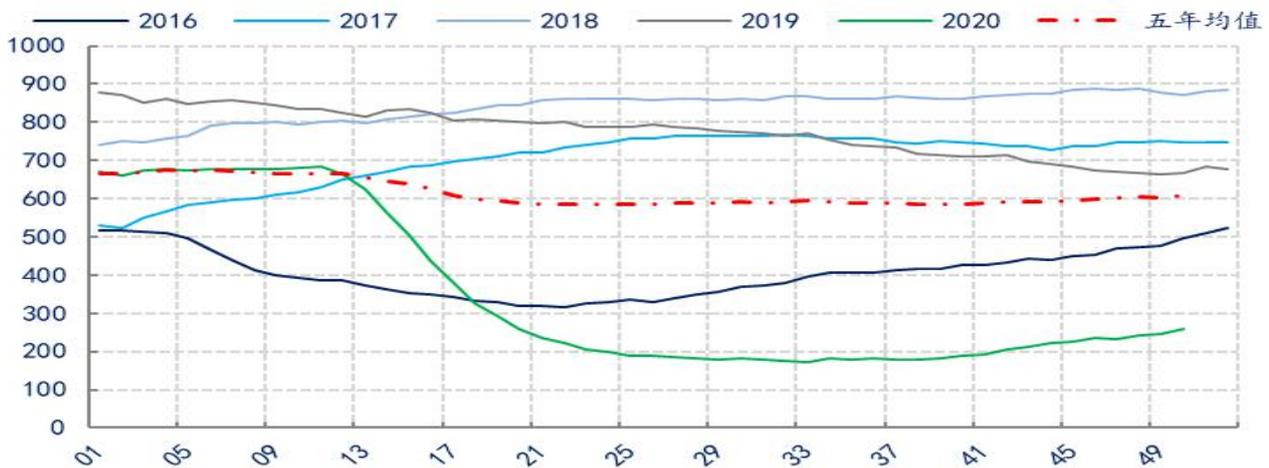
我们认为，OPEC+对通过执行减产以抬升油价有一致性决策，产油国主动维持高减产履约率，每月例会也保证了减产调节的灵活性和及时性，油价下行空间有限。

2) 拜登新能源政策将抑制美国页岩油复产

美国页岩油生产主要集中在 7 大油气区，其开采现金成本集中在 35-45 美元区间。页岩油生产商会根据油价快速反应，当油价长期低于开采现金成本时，页岩油生产商无法维持资本投入，导致开采计划大幅缩减。2020 年二季度，受低油价影响，上千家页岩油生产商在债务压力下面临破产，活跃钻机数创下自 2009 年的历史低位，被动减产约 200 万桶/日。当前油价已回升至盈亏平衡线，美国活跃钻机数量确实环比增长，但目前仍处于底部，在前期有企业破产的背景下，大规模复产仍需要更多时间的观察以及期待油价大幅上涨。

从钻机数量来看，虽然当前美国原油钻机数略有所回升，但仍处于五年历史同期的低位，这或将抑制美国页岩油产量的回升。

图 9：美国原油钻井机数量近期虽有回升但仍处于五年历史同期的低位



数据来源：Wind 新世纪期货

除成本限制外，美国当选总统拜登在其明年 1 月 20 日就任美国第 46 任总统后即将实施的清洁能源政策亦将是限制美国页岩油产量增加的另一个不容忽视的因素。拜登主张以清洁能源取代化石能源，计划重回巴黎气候协定，并意图淘汰水力压裂技术、阻止在联邦土地上发放新的钻探许可。拜登的上台将使美国石油勘探生产的阻力加大，未来可能通过一系列税收及监管政策提高石油生产成本，美国石油产量恢复往年水平难度较大。

3) 2021 年全球原油产量增幅主要来自于 OPEC 国家

综合 OPEC 与 EIA 的 12 月月报来看，预计 2021 年全球原油产量为 9742 万桶/日，较今年同比增长 3.36%，其中 2021 年全球非 OPEC 国家原油产量为 6352 万桶/日，较今年同比增长 1.36%，而 OPEC 国家 2021 年产量为 3253 万桶/日，较今年同比增长 6.38%。

表 5：全球非 OPEC 国家原油产量展望

单位：百万桶

世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%

美洲	25.77	26.59	23.55	24.07	24.60	24.70	-1.07	-4.15	24.530	24.71	25.39	26.22	25.22	0.52	2.09
美国	18.43	19.05	16.87	17.33	17.45	17.66	-0.77	-4.17	17.47	17.74	18.02	18.65	17.96	0.30	1.71
欧洲	3.71	4.03	3.87	3.77	3.88	3.89	0.18	4.85	3.99	3.94	3.98	4.17	4.02	0.13	3.45
亚太地区	0.52	0.53	0.54	0.54	0.55	0.54	0.01	2.72	0.54	0.51	0.52	0.51	0.52	-0.02	-3.27
OECD	30.00	31.16	27.96	28.38	29.03	29.13	-0.88	-2.92	29.06	29.16	29.89	30.90	29.76	0.63	2.17
中国	4.05	4.15	4.16	4.17	4.15	4.16	0.11	2.6	4.16	4.14	4.14	4.19	4.16	0.00	0.01
印度	0.83	0.80	0.77	0.78	0.77	0.78	-0.05	-5.71	0.76	0.76	0.75	0.74	0.75	-0.02	-2.96
亚洲其他国家	2.71	2.64	2.47	2.50	2.52	2.53	-0.18	-6.62	2.50	2.51	2.50	2.50	2.50	-0.03	-1.16
拉丁美洲	6.06	6.36	5.84	6.14	6.03	6.09	0.03	0.52	6.36	6.35	6.33	6.50	6.38	0.29	4.80
中东	3.2	3.19	3.18	3.13	3.13	3.16	-0.04	-1.24	3.20	3.24	3.25	3.26	3.24	0.08	2.47
非洲	1.53	1.49	1.48	1.45	1.4	1.46	-0.08	-4.94	1.38	1.40	1.38	1.36	1.38	-0.08	-5.44
欧洲	14.52	14.67	13.13	12.57	12.83	13.29	-1.23	-8.47	12.92	13.22	13.22	13.21	13.14	-0.15	-1.12
俄罗斯	11.44	11.57	10.27	9.84	10.07	10.39	-1.05	-9.2	10.05	10.30	10.30	10.30	10.24	-0.15	-1.42
欧洲其他国家	3.08	3.10	2.86	2.73	2.76	2.90	-0.18	-5.76	2.87	2.92	2.91	2.91	2.90	0.00	-0.07
非 OECD	32.90	33.29	31.01	30.74	30.83	31.47	-1.44	-4.36	31.28	31.61	31.57	31.76	31.56	0.09	0.29
非 OPEC	65.17	66.59	60.84	61.26	62.00	62.87	-2.50	-3.84	62.54	62.97	63.66	64.87	63.52	0.85	1.36
前一次预估	65.16	66.57	60.83	61.45	62.11	62.73	-2.43	-3.72	63.00	63.03	63.71	64.97	63.68	0.95	1.51
本次修正	0.01	0.01	0.01	-0.09	-0.10	-0.07	-0.08	-0.12	-0.46	-0.06	-0.05	-0.11	-0.17	-0.1	-0.16

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

2. 需求：2021 年全球需求增幅将大幅增加但还要取决于疫苗的投放与疫情的控制程度

虽然 OPEC 与 EIA 的 12 月报均显示 2021 年全球原油需求将较今年同比增加 6.25%–6.56%，其中中国需求增幅将在 5.6–8.6% 之间，美国需求增幅在 6.8–9% 之间，中美两国将继续引领全球原油消费的复苏，但我们认为，2021 年全球原油消费的实际增速或将取决于疫苗的投放以及全球疫情的控制程度（详见宏观部分）。如若发展中国家不能及时获得疫苗或者新冠病毒发生变异导致疫苗失效或者欧美发达国家在接种了疫苗后放松了警惕导致疫情的再度复发，则全球原油的消费增速将大打折扣。

表 6: 全球石油需求展望

单位：百万桶

世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth %	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth %		
美洲	25.70	24.34	20.03	22.91	24.30	22.90	-2.08	-10.90	24.30	24.88	23.94	24.77	24.48	1.58	6.88
美国	20.86	19.66	16.38	18.79	19.98	18.70	-2.16	-10.35	19.85	20.26	19.46	20.32	19.97	1.27	6.78
欧洲	14.25	13.35	10.98	12.84	12.03	12.30	-1.95	-13.70	12.35	13.46	13.44	12.71	13	0.69	5.64
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.74	7.23	7.06	-0.73	-9.33	7.60	7.28	7.21	7.45	7.38	0.3	4.55
OECD	47.75	45.44	37.56	42.49	43.56	42.27	-5.48	-11.48	44.26	45.61	44.59	44.93	44.86	2.59	6.13
中国	13.30	10.70	12.85	13.67	13.98	12.81	-0.49	-3.70	12.31	13.87	14.71	14.73	13.91	1.10	8.60
印度	4.84	4.77	3.51	3.94	4.34	4.14	-0.7	-14.52	4.89	4.19	4.75	4.99	4.71	0.57	13.69
亚洲其他国家	9.02	8.23	7.79	8.11	8.70	8.21	-0.82	-9.04	8.33	8.96	8.57	8.84	8.68	0.47	5.70

拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.20	6.08	6.00	-0.59	-8.98	6.21	6.27	6.41	6.31	6.30	0.30	5.00
中东	8.20	7.88	6.91	7.94	7.50	7.56	-0.64	-7.83	8.07	7.64	8.25	7.75	7.93	0.37	4.88
非洲	4.45	4.37	3.77	3.95	4.20	4.07	-0.37	-8.40	4.46	3.95	4.16	4.39	4.24	0.17	4.05
欧洲	5.61	5.21	4.58	4.85	5.11	4.94	-0.67	-11.96	5.43	5.17	5.14	5.35	5.28	0.34	6.85
俄罗斯	3.66	3.44	3.04	3.20	3.24	3.23	-0.38	-10.54	3.57	3.37	3.37	3.38	3.42	0.19	6.02
欧洲其他国家	2.00	1.78	1.54	1.65	1.87	1.77	-0.28	-14.53	1.86	1.87	1.77	1.97	1.85	0.14	8.43
非 OECD	52.02	47.27	45.02	48.67	49.91	47.73	-4.28	-8.25	49.71	50.06	51.98	52.36	51.04	3.31	6.93
全球	99.76	92.71	82.57	91.16	93.46	89.99	-9.77	-9.78	93.97	95.68	96.57	97.29	95.89	5.9	6.56
前一次预估	99.76	92.71	82.60	90.99	93.67	90.01	-9.75	-9.78	94.96	96.3	96.61	97.09	96.26	6.25	6.94
本次修正	0.00	0.03	-0.03	0.16	-0.20	-0.02	-0.02	-0.02	-1.00	-0.63	-0.04	0.2	-0.36	-0.35	-0.38

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

3. 总供需：2021 年全球原油整体仍将维持紧平衡状态

虽然综合 OPEC 与 EIA 的报告来看，2021 年全球原油的消费增速将高于供应量的增速，但从整体来看，仍将维持紧平衡状态。

表 7: 全球石油供需及库存展望

	2019				2020				2021				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	2020	2021
供应 (百万桶/日)															
OECD	31.06	31.32	31.48	32.76	32.90	29.42	29.87	30.33	30.90	30.95	31.21	31.69	31.66	30.63	31.19
美国 (50 个州)	18.87	19.35	19.45	20.20	20.22	17.58	18.30	18.23	18.37	18.64	18.82	19.06	19.47	18.58	18.72
加拿大	5.44	5.47	5.47	5.63	5.65	4.94	4.89	5.42	5.71	5.69	5.70	5.71	5.50	5.22	5.70
墨西哥	1.91	1.91	1.93	1.93	2.00	1.94	1.91	1.87	1.84	1.85	1.82	1.82	1.92	1.93	1.83
其他 OECD 国家	4.85	4.59	4.63	4.99	5.03	4.96	4.77	4.82	4.97	4.78	4.88	5.10	4.77	4.89	4.93
非 OECD 国家	69.21	69.09	68.62	68.87	67.79	63.03	61.04	62.67	63.56	65.96	67.58	67.76	68.95	63.62	66.23
OPEC	35.38	34.91	33.89	34.33	33.49	30.59	28.45	29.85	30.72	32.24	33.41	33.69	34.63	30.58	32.53
原油部分	29.94	29.47	28.66	29.02	28.28	25.64	23.61	24.95	25.68	27.27	28.45	28.73	29.27	25.61	27.54
其他	5.44	5.44	5.24	5.31	5.21	4.95	4.84	4.90	5.04	4.97	4.96	4.96	5.36	4.97	4.98
欧亚大陆	14.85	14.42	14.58	14.66	14.76	13.20	12.74	13.09	13.31	13.54	13.69	13.81	14.63	13.44	13.59
中国	4.89	4.92	4.89	4.88	4.94	4.90	4.95	4.96	4.95	4.99	5.00	5.05	4.89	4.94	5.00
其他非 OECD 国家	14.09	14.84	15.26	15.00	14.61	14.34	14.90	14.77	14.57	15.19	15.47	15.21	14.80	14.66	15.11
全球总供应量	100.28	100.42	100.10	101.63	100.69	92.45	90.91	93.00	94.46	96.91	98.79	99.45	100.61	94.25	97.42
非 OPEC 供应量	64.89	65.51	66.21	67.30	67.21	61.86	62.47	63.16	63.73	64.68	65.37	65.76	65.98	63.67	64.89
需求 (百万桶/日)															
OECD	47.51	46.94	48.07	47.69	45.24	37.37	42.20	43.51	44.13	44.04	45.39	45.75	47.55	42.08	44.83
美国 (50 个州)	20.36	20.46	20.72	20.63	19.33	16.08	18.36	18.85	19.30	19.61	20.03	20.21	20.54	18.16	19.79
美国本土	0.16	0.14	0.15	0.15	0.13	0.12	0.12	0.13	0.14	0.12	0.13	0.14	0.15	0.13	0.13
加拿大	2.30	2.31	2.57	2.49	2.33	1.88	2.15	2.24	2.24	2.21	2.34	2.33	2.42	2.15	2.28
欧洲	14.03	14.18	14.66	14.06	13.35	10.98	12.90	12.76	12.66	13.04	13.68	13.41	14.24	12.50	13.20

日本	4.05	3.39	3.43	3.74	3.69	2.89	3.01	3.36	3.63	2.99	3.07	3.38	3.65	3.24	3.27
其他 OECD 国家	6.61	6.46	6.54	6.62	6.42	5.43	5.66	6.17	6.16	6.07	6.13	6.28	6.56	5.92	6.16
非 OECD 国家	52.76	53.90	54.04	53.98	49.87	47.58	51.33	52.38	52.13	53.51	53.80	53.85	53.67	50.30	53.33
欧亚大陆	5.01	5.08	5.47	5.31	4.87	4.50	5.30	5.18	4.90	5.00	5.44	5.31	5.22	4.96	5.17
欧洲	0.75	0.75	0.76	0.77	0.71	0.69	0.72	0.72	0.72	0.72	0.73	0.74	0.76	0.71	0.73
中国	14.70	14.90	14.61	14.83	13.76	13.97	14.56	15.03	15.06	15.29	15.00	15.22	14.76	14.33	15.14
其他亚洲国家	13.97	14.15	13.76	14.11	13.25	11.72	12.71	13.54	13.90	14.18	13.82	14.18	14.00	12.81	14.02
其他非 OECD 国家	18.33	19.03	19.43	18.96	17.28	16.69	18.04	17.91	17.55	18.31	18.80	18.40	18.94	17.48	18.27
全球总需求量	100.28	100.84	102.10	101.68	95.11	84.94	93.53	95.89	96.26	97.56	99.19	99.61	101.23	92.38	98.16
供需平衡（百万桶/日）															
美国（50个州）	0.15	-0.60	0.06	0.29	-0.43	-1.68	0.49	1.16	0.29	-0.23	-0.05	0.44	-0.02	-0.11	0.11
其他 OECD 国家	-0.20	0.01	-0.16	0.39	-0.54	-1.15	0.18	0.55	0.49	0.27	0.14	-0.09	0.01	-0.24	0.20
其他	0.05	1.01	2.10	-0.63	-4.61	-4.67	1.95	1.17	1.02	0.60	0.31	-0.19	0.63	-1.52	0.43
总供需	0.00	0.42	2.00	0.05	-5.58	-7.51	2.62	2.88	1.80	0.64	0.41	0.16	0.62	-1.87	0.75
期末商业库存（百万桶/日）															
美国	1,245	1,304	1,298	1,282	1,321	1,453	1,422	1,322	1,304	1,332	1,339	1,301	1,282	1,322	1,301
OECD	2,864	2,922	2,931	2,879	2,967	3,204	3,156	3,006	2,943	2,946	2,940	2,910	2,879	3,006	2,910

数据来源：EIA 月报 新世纪期货

（三）中东局势不容忽视

今年以来中东局势三度陷入紧张形势：首先是年初特朗普亲自下令——美国猎杀了苏莱曼尼少将——伊朗革命卫队精锐部队“圣城旅”最高指挥官，结果，愤怒的伊朗也进行了猛烈报复，导弹袭击了伊拉克美军基地；第二次是 11 月在白宫椭圆形办公室，特朗普召集高官开了一次国防会议，想用导弹或网络对伊朗发动袭击，摧毁伊朗最主要的核设施——位于德黑兰北部 320 公里处的纳坦兹——但其这一大胆想法最终被劝住而未付诸实施；第三次则是在 12 月高级核科学家法赫里扎德惨遭暗杀，虽然美国与以色列极力否认参与了此次暗杀行动，但伊朗国内要求对美国与以色列地行复仇的呼声一浪高过一浪。

回顾历史，我们发现在历次中东局势紧张之际，国际原油价格均不同程度的出现了上涨，虽然当前美国与伊朗之间并未展开针锋相对的军事行动，但很多美国官员担心特朗普在离开白宫前很可能挑起一场对伊朗或其他对手战争——如若这样他就是战时总统，权力交接班则必然将延迟，即便最后还是交权给了拜登，也无法挽回特朗普这份最后的政治遗产且美国也无法回到伊朗核协议之中。

相对于特朗普可能采取的军事打击行动，伊朗政府发言人阿里·拉比埃 11 月时就如若被袭击发出了警告。他说：“任何针对伊朗的行动都肯定会面临毁灭性的回应。”如若伊朗遭到攻

击必然进行报复：攻击伊朗本土，那结果肯定是伊朗导弹反击；攻击伊朗盟友目标，别忘了，真主党、哈马斯、胡赛武装等等，应该也不会坐视不管，必然会主动向美国、以色列证明实力，也是一场血雨腥风啊。

当前的中东局势犹如一个被点着但还未爆炸的炸药桶，局势非常微妙，虽然当前表面上只涉及美国、伊朗与以色列三方，但潜在的关联方还包括沙特、俄罗斯、土耳其三国，一旦美国总统特朗普在离任前打开了战争这个“潘多拉魔盒”，除了美伊之间的军事动升级之外，特将加速备战，以色列则将配合美国对伊朗在中东地区的盟友继续实施越境打击，土耳其则会趁乱扩大在中东的版图，而在叙利亚驻扎有重兵的俄罗斯肯定也不会毫无动作。

如若中东战局重启，则全球原油的供应必将受此影响而出现大幅下滑，当前全球原油的供需平衡状态将再度回归到供需短缺状态，国际原油价格则将受此影响而一路飞涨，至于能涨到多少则要看战争的进程。

（四）未来原油价格走势判断

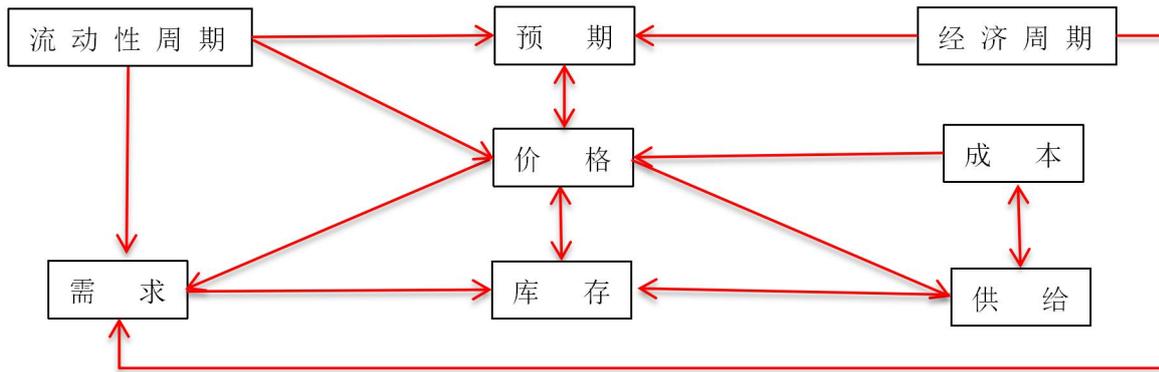
综上所述，虽然当前我们预计 2021 年全球原油的供需均将现出不同程度的增长，需求增速将高于供应增速，但这都是基于疫苗在全球被广泛注射且疫情得到有效控制的前提下，此外在这一基准假设条件下，2021 年全球原油供需仍将维持紧平衡态势，国际原油价格将维持在 55-60 美元之间；但如若欧美疫情在疫苗注射后仍没有得到有效的控制，则全球原油的消费需求则将由升转降，国际原油价格料将再次呈现回落；而如若在 2021 年 1 月 20 日美国总统特朗普离任前其发动对伊朗核设施进行军事打击活动引发中东战局，则国际原油价格将在大幅上涨至 70-80 美元附近。

三、全球经济复苏不同步下的有色金属走势将有可能出现分化

（一）逻辑框架：宏观定方向，基本面定差异，变量定变化

有色金属作为全球定价的大宗商品，其价格主要受全球宏观经济和全球基本面两大维度及流动性周期、经济周期、供给、需求、库存、成本六大变量共同决定。因此有色金属行业的研究框架可以简单概括为宏观定方向、基本面定差异、变量定变化。

图 10： 有色金属价格受宏观与基本面共同决定



资料来源 新世纪期货

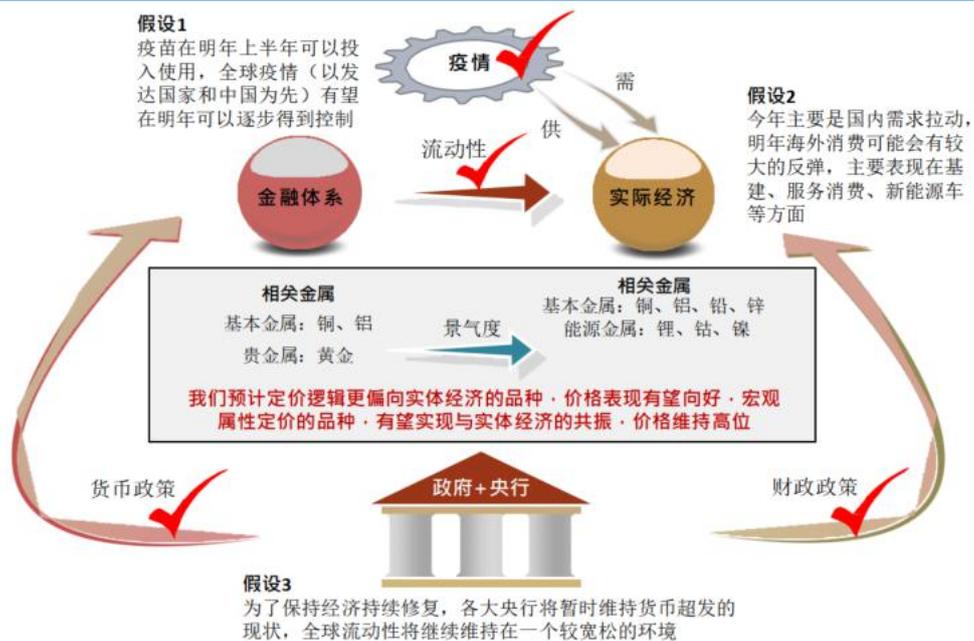
在明年“疫情常态化”的全球经济逐步复苏的大背景下，我们认为虽然“中国因素”仍将左右有色金属的价格走势，但与今年有所不同的是明年有色金属价格走势将更偏向于海外需求的复苏进程，因此需要关注海外“主动补库存”的周期变化，此外从变量方面考虑，我们认为，2021 年对有色金属价格走势形成不确定的因素主要集中于疫情与宏观经济政策（货币政策与财政政策）及流动性是否宽松方面。

图 11： 明年有色金属价格需关注海外“主动补库存”的变化



资料来源 中金公司 新世纪期货

图 12： 2021 年有色核心定价因素总结



资料来源 中金公司 新世纪期货

注：红色打勾处为预计 2021 年需关注的核心变量

由于各基本金属的供需基本面仍将继续呈现分化，因此在价格走势上亦将有所不同，我们预计，2021 年铜价或将延续震荡上行之势，而锌价则有可能出现震荡回落的态势。

（二）铜：基本面改善可期 铜价或将震荡上行

1. 2020 年回顾：新冠疫情成为左右铜价走势的主要因素

回顾 2020 年的铜价走势，我们看到今年铜价整体呈现先抑后扬之势，年初受突如其来的疫情影响，市场对于铜的需求预期快速崩塌，市场库存开始累积，伦铜从年初的 6188 美元下探至 3 月 19 日的 4371 美元，跌幅达到 29.4%，此后随着全球各国政府采用创历史新高的货币与财政刺激政策托底经济与金融市场以及国内疫情被有效控制，铜下游需求和需期开始回暖，再叠加南美铜矿供应冲击，伦铜价格稳步回升，自年内低点上涨至近期最高的 8028 美元，涨幅达到了 83.6%。

图 13: 2020 年铜价先抑后扬, 其波澜壮阔的走势主要是受新冠疫情的影响

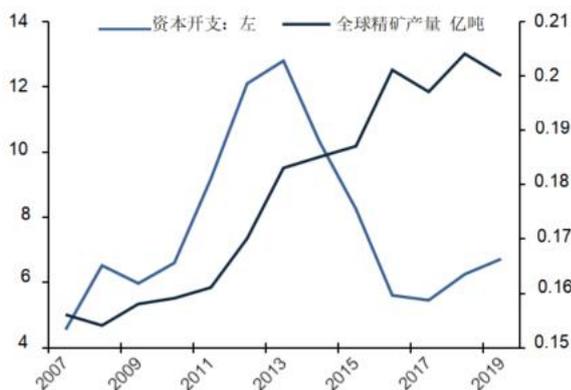


资料来源 新世纪期货

2. 铜矿产量增速或将进一步放缓

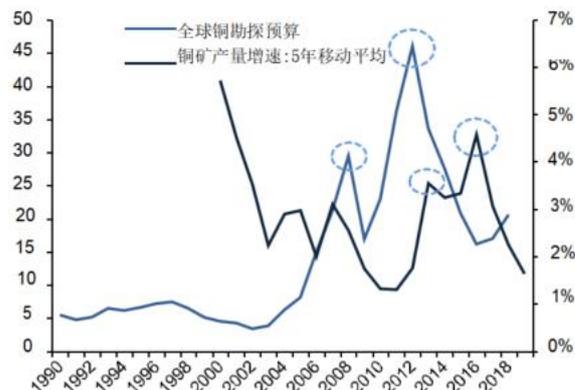
从工业金属价格运行周期看, 每一轮需求扩张带来价格周期, 随后上游启动资本开支周期, 带来新一轮产能释放周期。全球铜资源储量丰富, 但铜矿增产依赖于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出, 而矿山企业的资本开支受铜价影响, 具有较强的周期性。过去 20 年有两轮明显的铜矿开发投资热潮, 第一轮是以 2001 年中国加入 WTO 为起点, 叠加国内工业化、城市化进程, 中国经济上行周期带动需求扩张, 铜价格经历长达 7 年上行周期, 伴随价格上涨, 上游资本开支启动产能建设周期, 以全球铜矿资本开支为例, 2001-2008 年上半年价格上行周期带动上游资本开支, 第二轮是在 2009 年为起点, 各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策, 尤其是中国“四万亿”计划增加铜需求, 铜价于 2009-2011 年再度上行, 刺激上游增加资本开支, 从而使得 2013 年全球铜矿资本开支达到峰值, 其后随着铜价下行周期开启, 资本开支也随之进入收缩阶段。通常铜矿山从勘探开发到产出矿石有 5 年左右滞后期, 2008 年之前铜勘探投入增加, 对应铜矿产量增速在 2013 年达到顶点; 2012 年前后铜勘探投入高峰, 对应铜矿产量增速在 2016 年前后达到顶点。从铜矿产量绝对值来看, 上一轮铜矿开发热潮的顶点是在 2013 年左右, 对应铜矿产量在 2018 年达到高点。虽然 2017 年以来随着铜价反弹, 矿山企业资本开支增加, 但增量并不明显, 未来几年铜矿产量增量将持续受低资本开支影响。尤其是 2020 年上半年疫情对铜市场造成严重冲击, 标普发布的《2020 全球勘探趋势报告》预计今年铜勘探支出将减少约 40%。

图 14: 全球 69 家铜矿企业资本开支与产量对比



数据来源: UCSC 新世纪期货

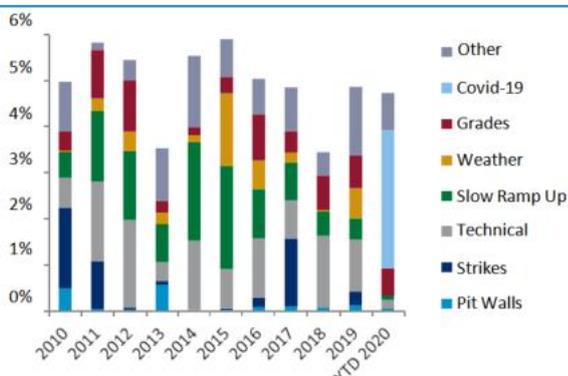
图 15: 全球铜矿勘探预算与铜精矿产量增速对比



数据来源: S&P Global、USGS、新世纪期货

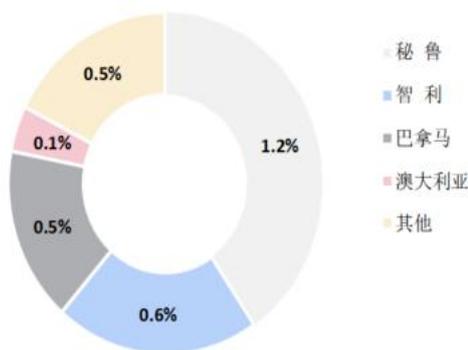
根据 Wood Mackenzie 统计, 今年前三季度全球受疫情影响铜矿减量至少 65 万吨, 其中智利、秘鲁两个主要产铜国就占 40 万吨。前三季度因疫情造成的矿山干扰率为 3.01%, 其他原因造成的干扰率为 1.7%, 如果按历史平均干扰率 5% 计算, 则仅剩 0.3% 的干扰率空间。由于疫情没能得到有效控制, 8 月份以来国外二次疫情爆发, 秘鲁、智利相继宣布进入新一轮的国家紧急状态, 可能导致在产项目和新投项目持续受到影响, 矿山干扰率可能进一步增加, 超过历史平均干扰率, 并影响今后两年的矿山投产进度。

图 16: 全球铜矿干扰情况



数据来源: Wood Mackenzie 新世纪期货

图 17: 新冠疫情对全球铜矿主产区供给的干扰情况



数据来源: Wood Mackenzie 新世纪期货

具体来看, 一方面, 今年铜矿新增项目相对较少, 根据年初的数据, 今年铜矿新增产能约 39.4 万吨, 再加上矿山老龄化减产影响, 今年产量处于供给周期低谷 (过去 20 年平均增速对应增量约 70 万吨); 不过根据我们对全球主要铜矿项目的梳理, 今年全球铜矿产量预计将增长约 12 万吨。另一方面, 受新冠疫情的影响, 今年上半年全球多个国家宣布进入紧急状态, 其中包括了哈萨克斯坦、秘鲁、智利、澳大利亚、塞尔维亚等重要铜矿产国。当前全球已有位于智利的 Codelco、泰克资源 QuebradaBlanca 二期, 位于秘鲁的自由港 CerroVerde 铜矿、五矿资源 LasBambas 铜矿、英美资源 LosBronces 及 Quellaveco 铜矿、PanAmerican 下属四

个矿区,位于蒙古的力拓 OyuTolgoi,位于加拿大的淡水河谷 Voisey's Bay 铜镍矿,上述 7 家公司的多个铜矿项目宣布减产及停产。综合来看,虽然今年全球铜矿产量预计将增长约 12 万吨,但在扣减新冠疫情扰动导致的减产量 47 万吨后预计今年铜矿产量将下降约 35 万吨,增速约 -1.7%,远低于近 20 年来全球铜矿 3.4% 的平均增速。而根据之前我们在宏观部分对于疫苗与疫情的展望,保守预计 2021 年矿产铜产量将增长 73 万吨。

表 8: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 9: 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	
Centinela	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

表 10: 受新冠疫情影响减产的铜矿项目

单位: 万吨

时间	地点	矿企	矿山	时长	状态	2019 年年产量
2020/3/17	秘鲁	自由港	CerroVerde	15 天	检修	46
2020/3/17	秘鲁	英美资源	Quellaveco	待定	放缓开发	-
2020/3/17	加拿大	淡水河谷	Voisey'sBay	4 周	减产	3
2020/3/17	蒙古	力拓	OyuTolgoi		减产	5
2020/3/19	秘鲁	五矿	Lasbambas	待定	减产	49
2020/3/19	智利	智利国家铜业	旗下所有项目	待定	减产	171
2020/3/19	智利	英美资源	LosBronces、ElSoldado	暂定到 3 月 31 日	减产	37
2020/3/19	智利	安托法加斯塔	LosPelambres	15 天	检修	38
2020/3/23	厄瓜多尔	铜陵有色	Mirador	待定	减产	-
2020/3/24	智利	JXNippon	Caserones	待定	减产	
2020/3/24	南非	所有矿企	所有矿企	21 天	暂停	8

数据来源: SMM 新世纪期货

从产量上看, 2020 年前三季度全球前十二大铜矿企业矿产铜产量 796.3 万吨, 同比下降 3%。由于美洲和非洲疫情形势严峻, 相关铜矿生产不及预期, 2020 年矿产铜产量指引普遍下调 6%-10%, 已累计超过 47 万吨产量下调, 约占全球铜矿产量 2%。

表 11: 全球前 12 大铜企矿产铜产量及增速

单位: 万吨

公司	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比变动	20 年产量指引调整
必和必拓	129.4	125.2	-3%	-2%
智利国家铜业	117.9	124.3	5%	
自由港	113.9	106.3	-7%	-11%
嘉能可	101.7	93.5	-8%	-6%
南方铜业	73.6	74.2	1%	
第一量子	49.8	57.5	16%	-9%
安托法加斯塔	58.1	54.1	-7%	-2%
英美资源	48.0	48.0	0%	维持不变
力拓	43.9	39.6	-10%	-10%
淡水河谷	29.1	26.7	-8%	-8%
五矿资源	33.8	27.1	-20%	下调, 幅度尚不确定
泰克	22.6	19.8	-13%	下调, 幅度尚不确定
总计	821.8	796.3	-3%	

数据来源: 各公司公告 新世纪期货

3. 全球铜冶炼产能过剩, 增量主要来自我国

全球铜冶炼产能相对过剩, 2017 年之前精炼开工率保持在 75%左右, 近几年全球铜消费增速下滑, 但全球尤其是中国的冶炼产能扩产速度并未放缓, 导致冶炼开工率下滑, 目前在 70%左右。这也导致冶炼企业对精矿的需求相对过大, 采购竞争激烈, 加工费谈判过程中处于劣势。总体来看, 铜冶炼产能长期过剩, 粗炼产能和精炼产能都不是瓶颈, TC/RC 会维持在偏低的水平。

图 18: 全球铜冶炼产能及开工率

单位: 万吨



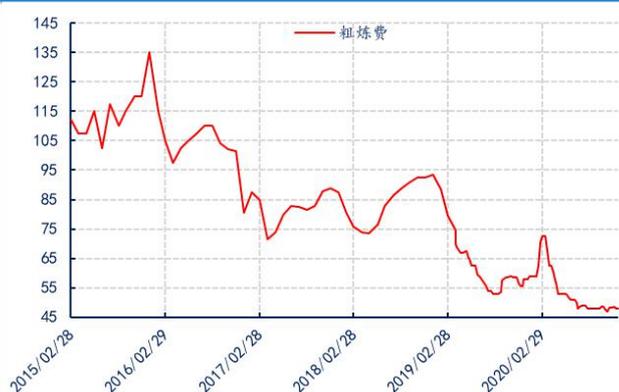
资料来源 Wood Mackenzie 新世纪期货

根据 ICSG 的数据, 假设 2020-2022 年全球原生精炼铜产量在全球矿产铜产量中的占比仍为 97.5%, 根据对未来三年全球矿产铜总产量的预测数据, 得到 2020-2022 年全球原生精炼铜

的预测产量分别为 1946.7、2042.4、2130.5 万吨。在假设原生精炼铜仍占全球精炼铜总产量的 83%的情况下，预计 2020-2022 年全球精炼铜的产量分别为 2318.4、2380.3、2470.2 万吨。

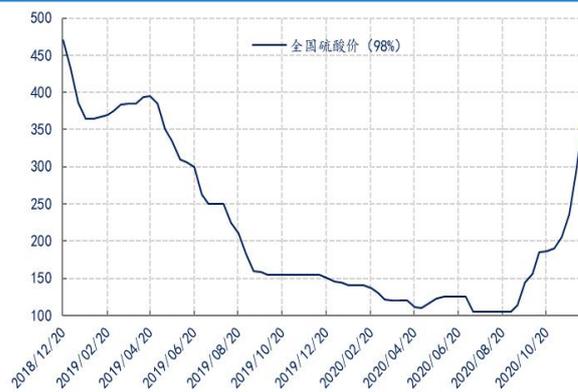
2020 年铜精矿年度长单冶炼加工费 TC 为 62 美元/吨（2019 年为 80.8 美元/吨），现货 TC 价格 2019 年也出现了明显的下降，2019 年年初铜精矿现货 TC 价格为 88.5 美元/吨，截止 2020 年 12 月已降至 48 美元/吨（同比下降 20%），加工费已降至行业平均成本附近。12 月 14 日，中国铜业、铜陵有色、江西铜业以及金川集团与自由港确定了 2021 年 TC 价格为 59.5 美元/吨，较 2020 年下降了 4%。此外铜冶炼副产品硫酸价格出现大幅下滑，目前国内硫酸均价为 364 元/吨，虽然较年初的 144.3 元/吨上涨了 152.25%，但较历史高位的 515 元仍下降 29.33%，铜冶炼企业盈利较年初有所回升。2019 年 Q3 以来，已有云南、山东等地 5 家以上铜冶炼厂相继停产减产，冶炼环节供给或将出现收缩。根据 SMM 的数据，预计今年国内电解铜产量为 925 万吨，同比增长 3.5。根据安泰科的数据，预计 2021 年国内电解铜将新增 52.5 万吨产能。

图 19: 铜 TC 价格变化 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 国内硫酸价格 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 预计今年国内电解铜产量为 925 万吨, 增速 3.5%



数据来源 SMM 新世纪期货

表 12: 2019-2020 年国内新增电解铜有效产能

单位: 万吨

投产时间	2019	2020	2021	2022	项目新增产能
西部矿业青海铜业	6	3			10
中原冶炼厂	3				15
中铝东南铜业	25	10			40
国投金城冶金	8				10
广西南国铜业	10	10	7.5		27.5
江西瑞昌西矿铜业		5	15		20
白银有色金属公司	8	10	2		20
新疆五鑫铜业		4	6		10
黑龙江紫金铜业	2	8	5		15
赤峰云铜一期	12	8			20
赤峰云铜二期	4	4			8
赤峰金剑铜业一期		2	3		5
赤峰金剑铜业二期				10	20
富邦铜业			3	2	5
大冶有色新港铜业		20	2	20	40
国兴铜业			2	6	8
中条山侯马冶炼厂			3	7	10
五矿湖南铜业二期			2	8	10
中原冶炼厂扩建			2	3	5

合计	-	78	64	52.5	56	298.5
----	---	----	----	------	----	-------

数据来源：安泰科 新世纪期货

4. 再生铜供给：废铜短期将出现阶段性瓶颈

再生铜作为全球精炼铜供给的重要组成部分，近十年来占比在 16%左右。根据 ICSG 数据，2019 年全球再生铜产量 409 万吨，同比下降 4%。其中，中国产量约 225 万吨，占比 55%。2019 年开始受中国废铜进口政策影响，低含铜品位的“七类”废铜被全面禁止进口，预计 2020 年全球再生铜产量继续保持下降。

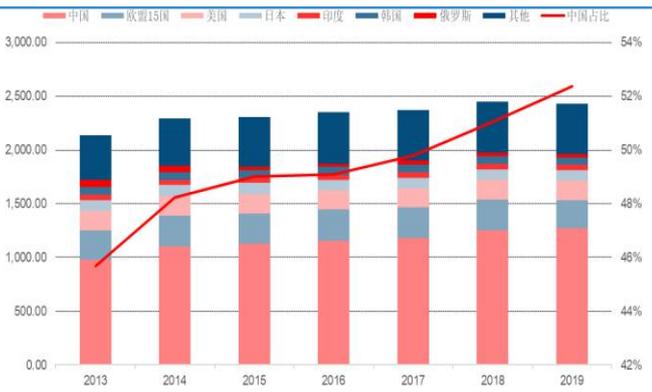
拆解产能转移需要时间，废料资源化标准尚在制定，预计 2020 年废铜供给出现实质性减少。中国禁废政策不断趋严，低品废铜将逐渐转移至东南亚等政策较为宽松的国家，中国回收拆解厂预计也将跟随转移至海外，将“七类”废铜拆解为“六类”后，再以粗铜形式流入中国。但是，产能转移需要一个过程，短时间内无法消化大量滞留中国以外的废铜原料，将压制中国再生铜供给量。按照“禁止洋垃圾入境”实施方案提出的目标，最晚至 2020 年底，固废将全面停止进口，2020 年“六类”废铜进口将大幅收紧。虽然固体废料资源化将弥补这一空缺，但废铜资源化的新政策仍在制定中，新旧标准执行存在空档期，2020 年进口废铜将会受到实质影响。根据安泰科数据，2020 年 1-9 月中国废铜原料进口 67 万吨，同比下降 38%。我们预计 2020 年中国废铜原料进口量减少 25 万吨，全球再生铜供给受影响下降 23 万吨，降幅 5.6% 至 386 万吨。

5. 铜消费：预计 2021 年全球铜消费将增长 2.8%，新能源将成新增长

根据 ICSG 数据，2019 年全球精炼铜消费量为 2428 万吨，同比下降 0.8%。从消费地区来看，中国是全球第一大铜消费国，2019 年铜消费 1272 万吨（占比 52%）；欧盟是第二大消费经济体，2019 年铜消费 259 万吨（占比 11%），同比下降 10%，是拖累全球铜需求下滑的主要地区；美国是第三大铜消费国，2019 年铜消费 184 万吨（占比 8%）。

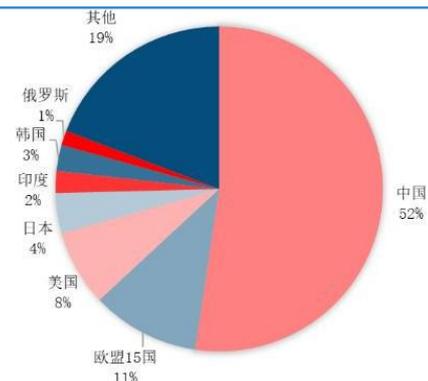
图 22： 全球精铜销量及增速

单位：万吨



数据来源：ICSG 新世纪期货

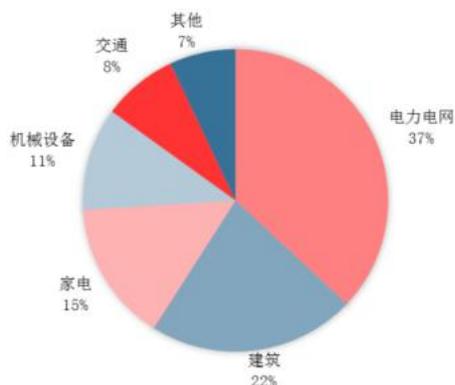
图 23： 2019 年全球精炼铜消费结构



数据来源：ICSG 新世纪期货

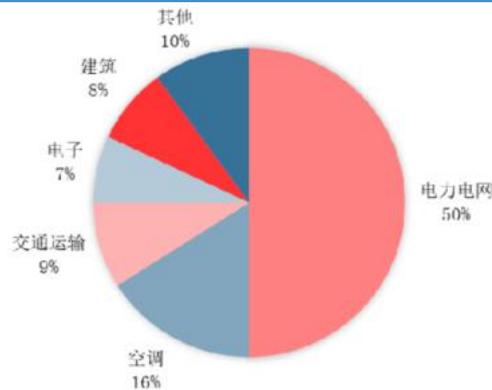
根据彭博数据，全球铜需求主要分布在电力电网（37%）、建筑（22%）、家电（15%）、机械设备（11%）、交通（8%）及其他（7%），全球需求中电力电网及建筑占比较大。中国铜需求主要分布在电力电网（50%）、空调（16%）、交通运输（9%）、电子（7%）、建筑（8%）和其他（10%）等方面，中国电力电网代表的基建需求对铜影响较大。

图 24: 全球铜下游消费结构



数据来源: 彭博 新世纪期货

图 25: 中国铜下游消费结构



数据来源: 彭博 新世纪期货

根据安泰科数据, 受疫情影响, 预计 2020 年前三季度全球铜消费量为 1691 万吨, 同比下降 4%, 预计全年铜消费下降 2%, 由此测算, 2020 年四季度全球铜消费量 1412 万吨, 同比增长 5%, 预计下半年铜供需平衡将会改善。由于中国及欧美国家陆续复工复产, 全球经济数据逐步回升, 加上各国央行推出的经济刺激计划, 货币基金组织 (IMF) 2020 年 10 月预计 2020-2021 年全球 GDP 同比增长-4.4%和 5.2%, 我们预计 2020-2021 年全球铜消费量分别增长-3.3%和 2.8%, 预计 2021 年全球精炼铜将会维持供需紧平衡的状态。

2021 年, 我们认为随着疫苗的逐渐落地, 欧美经济的复苏会拉动一部分铜消费的增长。但是, 当前中国精炼铜的消费全球占比高达 52%, 因而分析中国的下游行业对于把握全球精炼铜需求的边际变化显得尤为关键。2020 年我国下游行业中比较强劲的是电力领域的用铜, 尤其是风电领域。这主要还由于补贴政策即将退出导致风电抢装。陆上风电项目将于 2020 年底实现平价上网, 才能获取补贴, 而海上风电 2021 年后中央财政补贴将全部取消。此外, 为了对冲新冠肺炎疫情对于经济的冲击, 我国出台了一系列的货币财政政策, 拉动了铜的消费。对于 2021 年, 我们看好电网以及汽车领域对于铜的消耗。

1) 电网投资领域将保持稳定

2019 年, 由于电价调整和电改等因素影响, 电网输配电业务利润下滑使得国家电网对电网投资规模有所控制。国家电网 2019 年电网投资规模出现较为显著下滑, 全年电网投资 4473 亿元, 同比下降达到 8.52%。2020 年初, 国家电网在工作会议上计划 2020 年电网投资规模为 4080 亿元。此后, 国家电网换帅、疫情的出现发展等因素提升电网投资规模预期。国家电网已将 2020 年固定资产投资额计划调增至 4600 亿元, 其中电网投资约 4500 亿元, 较年初计划提升约 10.3%, 同比去年提升约 0.6%, 投资下滑预期得到逆转。2020 年初由于疫情出现短暂回落, 在国内疫情有效控制后迅速恢复。2020 年 3 月, 国家电网初步安排电网投资 4500 亿元, 较年初 4080 亿元明显提升, 投资预期发生逆转。据 Wind, 2020 年 1-11 月电网基建投资完成 3942 亿元, 同比下降 4.2%, 降幅较去年同期收窄 4.6 个百分点, 投资趋势改善。

图 26: 今年电网基建投资完成额降幅较去年同期有所收窄



数据来源 Wind 新世纪期货

随着国内疫情逐步得到控制，政府工作重点转向稳投资、稳经济。2020年3月，中共中央政治局召开会议，提出加快“新基建”建设进度，特高压、充电桩、数字基础设施建设均属于“新基建”的领域范畴。4月，国家电网召开的两次“新基建”工作领导小组会议中，提出了“加快特高压工程项目建设”、“加快研究推动新能源汽车充电桩建设”、“加快现代信息通信技术推广应用”、“加快新型数字基础设施建设”等相关表态，国家电网对特高压、充电桩、数字基础设施三大领域加快建设的态度明确。6月，国网公司发布“数字新基建”十大重点建设任务，涵盖能源互联网数字化、大数据中心、电力物联网、电力人工智能等前沿领域，并与华为、阿里、腾讯、百度等41家合作伙伴签署战略合作协议。

国网前董事长毛伟明表示“十四五”期间，电网及相关产业投资将超6万亿元，以电网投资和相关产业链投资1:1到1:2的比例测算，“十四五”期间电网投资将为2万亿到3万亿之间，年均4千亿到6千亿，电网整体投资仍将高位保持并小幅提升，新基建领域将会迎来结构性增长。

2) 新能源汽车将成为新的增长点

根据彭博数据，2019年全球汽车（乘用车+商用车）用铜量257万吨，其中新能源汽车用铜量20万吨，占比9%；由于纯电动新能源汽车单车用铜量为84公斤/辆，高于传统内燃机汽车单车用铜量的30公斤/辆，根据EVTank预测，预计2025年全球新能源汽车销量增长至1200万辆，预计随着新能源汽车市占率提升，汽车铜消费量未来5年有望保持的复合增长12%；预计到2025年全球汽车用铜量365万吨，其中新能源汽车铜用量107万吨，占比上升至35%，约占全球铜消费量4.2%。

表 13: 汽车用铜量测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车产量 (万辆)	70	133	158	194	291	378	505	665	958
混动汽车产量 (万辆)	39	61	53	43	70	110	157	197	239
燃料电池汽车产量 (万辆)	0	0	1	1	1	2	2	3	3

内燃机汽车产量（万辆）	8,590	8,473	8,149	6,276	6,753	7,031	7,280	7,453	7,581
乘用车产量总计（万辆）	8,700	8,667	8,361	6,450	7,018	7,436	7,825	8,150	8,433
电动车单车用铜量（公斤/量）	84	84	84	84	84	84	84	84	84
插电混动汽车单车用铜量（公斤/量）	61	61	61	61	61	61	61	61	61
燃料电池汽车单车用铜量（公斤/量）	30	30	30	30	30	30	30	30	30
内燃机汽车单车用铜量（公斤/量）	24	25	25	26	26	27	27	28	28
乘用车单车平均用铜量（公斤/量）	25	26	26	28	29	30	32	33	36
电动车铜消费量（万吨）	6	11	13	16	24	32	42	56	80
混动汽车铜消费量（万吨）	2	4	3	3	4	7	10	12	15
燃料电池汽车铜消费量（万吨）	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内燃机汽车铜消费量（万吨）	206	208	204	160	176	186	197	205	212
乘用车铜消费总量（万吨）	214	222	220	179	204	225	249	273	307
商用车铜消费总量（万吨）	39	41	42	31	39	47	50	54	58

数据来源：彭博 新世纪期货

6. 库存：处于历史低位，为铜价回升提供有力支撑

今年以来受新冠肺炎疫情影响，国内铜显性库存（SHFE+中国保税区库存）与海外铜显性库存（LME+COMEX）在去库与累库之间进行转换，截止 12 月 18 日当周，当前全球铜的显性库存（LME+COMEX+SHFE+中国保税区库存）维持在五年历史同期的低位水平，其中 SHFE 与 LME 库存均位于五年历史均值下方且均为五年历史同期的低位，COMEX 库存虽位于五年均值下方但高于 2019 年同期水平仅略低于 2016 年水平。

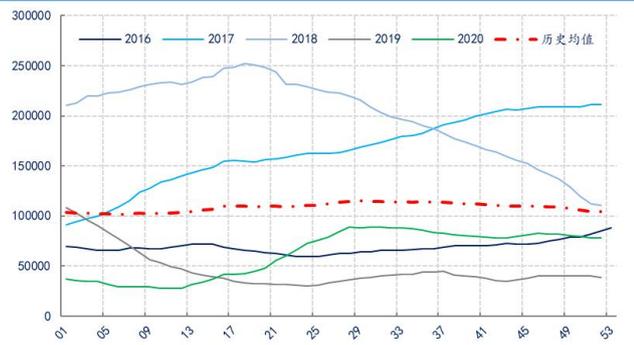
在明年“疫情常态化”的全球经济逐步复苏的大背景下，我们预计铜的消费将逐步回暖，而全球铜显性库存仍处于低位水平将为铜价的回升提供有力支撑。

图 27: 全球铜显性库存 (LME+COMEX+SHFE+上海保税区库存) 处于五年低位水平



数据来源: 新世纪期货

图 28: COMEX 铜季节性库存 单位: 吨



数据来源: 新世纪期货

图 29: LME 铜季节性库存 单位: 吨



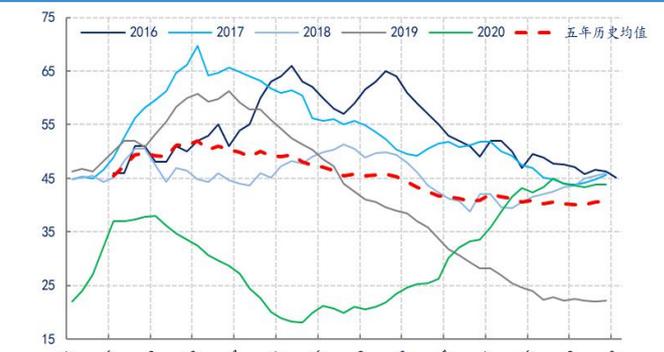
数据来源: 新世纪期货

图 30: SHFE 铜季节性库存 单位: 吨



数据来源: 新世纪期货

图 31: 上海保税区铜季节性库存 单位: 吨



数据来源: 新世纪期货

7. 供需平衡: 全球紧平衡 国内或将小幅短缺 铜价将震荡上行

综上所述, 我们认为, 2021 年铜矿供应有所放松, 相对于今年疫情较为严重且影响到供应

链的南美铜矿生产国，明年供应会有所恢复，而全球需求也只是小幅增长，主要是受益于欧美国家经济的进一步恢复。综合来看，全球供应端的低增长和偏低的库存使我们对铜持有中性偏乐观的看法；从国内的供需变化来看，虽然产量保持高增长，但进口量将会出现大幅的削减，这将使得总供应量出现下滑，在消费仍将保持稳定的情况下，明年国内的供需将出现小幅的短缺，这将对铜价的上涨形成利好支撑。

表 14: 全球铜供需平衡表

单位：千吨

	2019	同比	2020E	同比	2021E	同比	2022E	同比
铜矿产量	20920	0.7	20493	-2	21486	4.8	22509	4.8
粗铜产量	19654	0.5	19467	-0.9	20424	4.9	21305	4.3
精铜产量	23483	0	23184	-1.3	23803	2.7	24702	3.8
精铜消费量	23662	0.1	22874	-3.3	23523	2.8	24398	3.7
铜矿供需平衡	147		-100		100		150	
精铜供需平衡	-178		309		281		304	
精铜库存消费天数	63		70		73		75	

数据来源：Wood mackenzie, 新世纪期货

表 15: 国内铜供需平衡表

单位：千吨

	2017	2018	2019	2020E	2021E
铜矿					
产量	1,495	1,565	1,646	1,611	1,725
进口	4,412	5,052	5,356	5,244	5,482
出口	0	0	0	0	0
总供给	5,934	6,437	7,001	6,855	7,207
供需平衡	-27	181	0	0	0
精炼铜					
产量	8,268	8,625	9,037	9,229	9,591
增速	6%	4%	5%	2%	4%
消费	11,182	11,820	12,038	12,360	12,357
增速	3%	6%	2%	3%	0%
进口	3,237	3,735	3,520	4,081	2,991
出口	338	282	316	300	300
供需平衡	-15	259	202	650	-75

数据来源：Wood mackenzie, 新世纪期货

(三) 锌：供需矛盾转移但不改过剩之势，锌价将先扬后抑

1. 2020 年回顾：新冠疫情与矿端供应紧张成为今年锌价走势的主要影响因素

回顾 2020 年的锌价走势，我们看到今年锌价整体呈现先抑后扬之势，年初受突如其来的疫情影响，市场对于锌的需求预期快速崩塌，锌价跟随铜价跳水下探，此后虽然全球各国政府采用创历史新高的货币与财政刺激政策托底经济与金融市场以及国内疫情被有效控制，然而海外锌矿出现发货困难、冶炼厂精矿库存下降，这使得全球锌供应收紧，叠加锌下游需求和需期开始回暖，再叠加年末疫苗研发取得进展并被紧急投入使用，伦锌价格稳步回升。

图 32： 2020 年锌价先抑后扬，其走势主要是受新冠疫情与海外矿端供应收紧的影响



资料来源 新世纪期货

2. 2021 年锌矿供应紧张形势或将缓解

回顾过去 20 年锌精矿产量变动，可以看出全球锌精矿总体产出平稳，期间有三次明显的供应缩减：2008 年的金融危机导致 2009 年的全球锌矿产量同比回落 2.5%、2015 年的大宗商品熊市导致了 2016 年全球锌矿产量同比锐减 7.5%、2020 年的疫情直接导致今年全球锌矿产量减产 45 万吨。

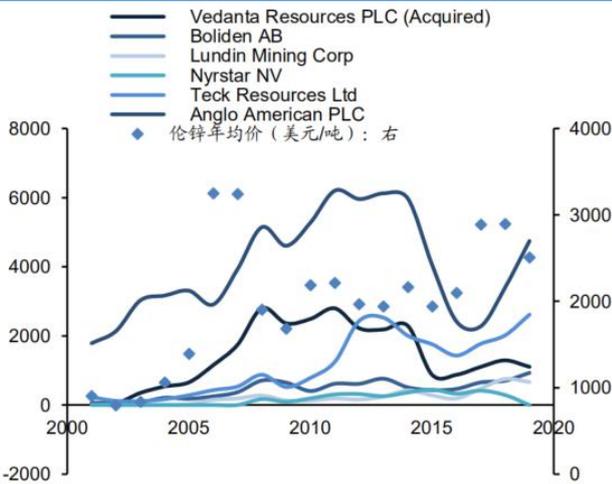
与此同时，回顾过去 20 年的锌矿企业资本开支变化，可以看到，锌矿供应锐减导致锌价的上涨，而锌价的上涨刺激了矿山企业扩大资本开支，而企业资本开支的扩大直接导致了锌精矿产量的增加。在过去 20 年的时间里，锌出现过三轮牛市，分别是 2005-2006 年、2008-2009 年、2016-2018 年，我们当前正处于 2016-2018 年锌价牛市带来的扩产周期，但此轮资本开支规模远小于 2009-2013 年，对应的精矿扩张规模也将小于上一轮。到 2023 年以后再度走到扩产周期的尾声，并且将伴随部分矿山因枯竭而关闭，全球锌精矿产量可能拐头向下。

图 33: 全球锌精矿产量变化



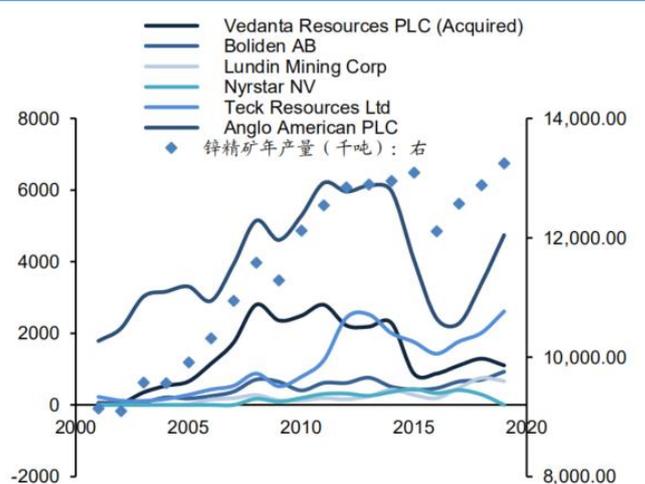
资料来源 彭博 新世纪期货

图 34: 锌价与矿山开支成本对比 单位: 百万美元



数据来源: 彭博 新世纪期货

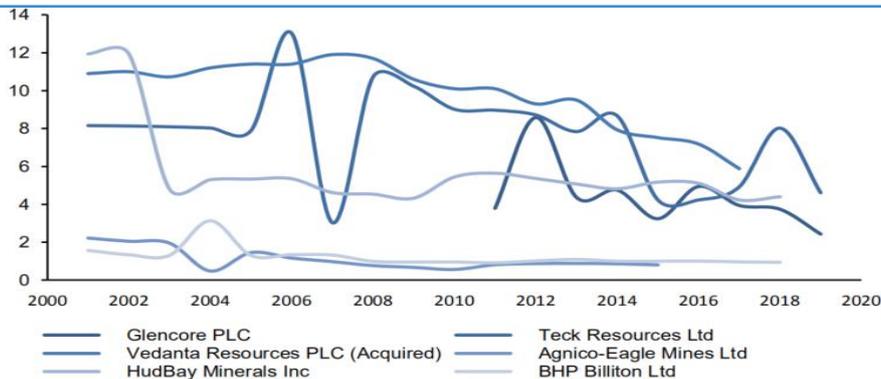
图 35: 锌精矿产量与矿山资本开支对比 单位: 百万美元



数据来源: 彭博 新世纪期货

此外从矿山的品位变化来看，如果没有大的找探矿成果，大部分企业的锌矿品位呈现趋势性下滑。

图 36: 全球部分锌矿企业锌矿品位



资料来源 彭博 新世纪期货

2020 年因疫情原因仅新增产能 18 万吨而减产量达到了 45 万吨，21 年预计新增产能锌矿 76 万吨，但细分来看，几无大矿山，且基本集中于南非、印度以及秘鲁等地，均处于医疗水平较差国家，疫情原因后续无法如期达产可能性较大。

表 16: 2020 年全球锌精矿新增产能统计

单位: 万吨

国家	矿山名称	所属公司	2020 年预计增减
澳大利亚	Mount Isa, McArthur River	Glencore	1.8
	Dugald River	MMG	-5
	Century	New Century	6
南非	Gamsberg (一期)	Vedanta	5
印度	Rampura Agucha	HZL	5
印度	Sindesar Khurd	HZL	1.5
印度	Zawar	HZL	2
印度	Rajpura Dariba	HZL	0.5
秘鲁	Antamina	Glencore	2
北美	Matagami, Kidd	Glencore	0.5
南美	Argentina, Bolivia, Peru	Glencore	1.5
美国	Red Dog	Teck	0.5
美国	Pend Oreille	Teck	-1
巴西	Vazante Morro, Agudo	Nexa	1
秘鲁	Cerro Lindo, El Porvenir, Atacocha	Nexa	-2
墨西哥	Veta Grande	Santacruz	-0.5
加拿大	Caribou	Trevali	-0.5
爱尔兰、瑞典	Tara, Garpenberg	Boliden	-0.3
哈萨克斯坦	Zhaimem	Glencore	-
葡萄牙	Neves-Corvo	Lundin Mining	0
合计			18

数据来源: 百川资讯, 新世纪期货

表 17: 2020 年因疫情直接造成的海外锌矿减产量 (按国家)

单位: 万吨

国家	锌精矿减产量
秘鲁	21.94
墨西哥	7.68
纳米比亚	4.6
玻利维亚	2.95
印度	2.8
西班牙	2.5

葡萄牙	2
加拿大	0.71
爱尔兰	0.2
合计	45.38

数据来源：SMM，新世纪期货

表 18: 未来三年全球锌矿山主要增量项目

单位：万吨

国家	矿山	2021 年增量	2022 年增量	2023 年增量
南非	Gamsberg	9.6	1.4	21.5
中国	荣达	0.5	3	0
印度	Rampura-Agucha	8	0	-2
葡萄牙	Neves Corvo	3.8	4.7	1.8
玻利维亚	San Cristobal	3.5	0	0
巴西	Aripuana	1	3.4	1.6
秘鲁	Carahuacra	3	0	0
	Cerro Lindo	2.5	0	0
	Chungar	2.1	0	0
	Iscaycruz	3.2	0	0
	San Vicente (SIMSA)	2.4	0	0
加拿大	Caribou	2.2	1	0
墨西哥	Penasquito	2.5	3.5	-2.2
	Rey de Plata	2.3	0	0
美国	Red Dog	3.5	0	0
澳大利亚	Century	5	0	0
	Woodlawn	2.6	1	0
哈萨克斯坦	Shalkiya	5.4	2	2
	Zhairem	11.5	1.5	2
俄罗斯	Rubtsovsky	1.5	2	0
小计		76.1	23.5	24.7

资料来源:Wood Mackenzie、新世纪期货

此外，从加工费的变化来看，疫情之前，全球锌精矿处于 2016 年以后的产能增长周期，市场普遍认为 2020 年锌精矿产能大幅扩张，预期扩张 8.2%。年初敲定的长协加工费充分反映了这种预期，签订的年度长协加工费达 299.75 美元/干吨，年初国产矿现货 TC 在 6000 元/吨以上，进口矿现货 TC 在 300 美元/干吨以上。然而 3 月份开始国外矿山受疫情或价格影响出现减产或发货困难，冶炼厂精矿库存下降，精矿供应紧张，加工费从高位回落。到今年年中国

内现货 TC 已降至 5000 元/金属吨，进口锌精矿现货 TC 也降至 160 美元/干吨。9 月份以后锌精矿供应再度紧张，加工费继续下滑，截至 12 月初，国产锌精矿现货 TC 降至 4200 元/吨，进口锌精矿现货 TC 降至 80 美元/干吨，充分反映了锌精矿供应紧张的局面。

图 37: 进口锌精矿加工费 单位: 美元/干吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 38: 国产锌精矿加工费 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

3. 锌矿的供应短缺问题将在 2021 年传导至冶炼端

虽然今年锌精矿供应出现短缺但并未传导到冶炼端，但从 2021 年的情况来看，情况有点不太乐观，一方面如上所述，2021 年全球锌矿产能将新增 76 万啊，今年矿端的供应紧张形势将在明年得到缓解；另一方面，从冶炼产能来看，2021 年全球的新增产能将主要集中于中国，但国内增量相对有限（仅为 19 万吨）且受矿石来源，投产具有较大的不确定性。因此明年的供应焦点将从今年的矿端转移至冶炼端。

表 19: 2021 年国内锌冶炼增量预估

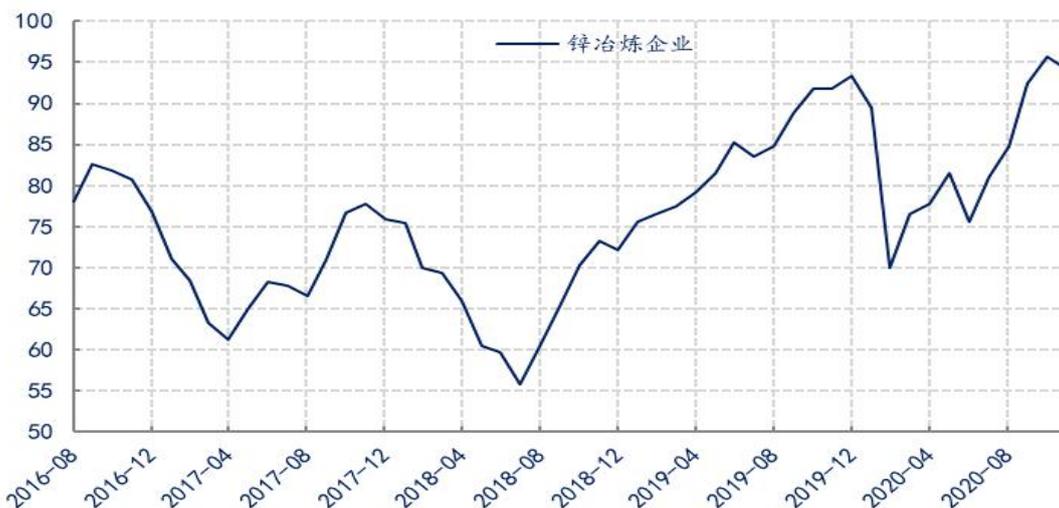
企业名称	新产能 (万吨/年)	2021 年预估增量	投产时间	备注
新疆紫金	10	9	2020	矿产锌
广西誉升	10	5	2021	矿产锌
青海中炬	8	3	2021	再生锌
广西永鑫	6	2	2021	再生锌
预计 2021 年增量		19		
祥云飞龙	15		2021	在建
河池南方	20		2022 年	
金利	15		不确定	立项
鑫联环保	10		不确定	募资
金利金铅	10		不确定	立项

资料来源: 安泰科、新世纪期货

此外，根据我的有色统计，目前国内锌冶炼企业的产能利用率已达到 90%以上，产能在 20 万吨以上的大型企业普遍满产或超产，制约冶炼企业开工的仍是矿石来源问题，当前冶炼企业

的原料库存普遍降至历史偏低位置。明年锌精矿增量补充完冶炼厂原料库存及社会库存后，锌过剩幅度将进一步缩小。

图 39: 国内锌冶炼企业产能利用率



资料来源 我的有色 新世纪期货

4. 再生锌回收相对困难

如下表所示，在所有基本金属中，锌的废旧金属回收应用占比是最低的。其他基本金属的废旧占比均在 30%以上，铅甚至高达 63%，而含锌废料占精炼金属比例仅 13%，主要原因是锌金属 60%应用于钢材镀锌，而镀锌层难以直接回收，导致再生锌回收率偏低，这也凸显了锌的稀缺性。

表 20: 废旧金属在金属供应中的占比

单位	矿供应	精炼供应	废旧用于精炼	废旧占精炼比例	废旧用于加工	废旧总应用	废旧总占比	
铅	kt	4601	12747	7987	63%	-	7987	63%
铝	kt	-	62940	-	-	30089	30089	32%
钨	Moz	7021	10237	3217	31%	-	3217	31%
镍	kt	2473	2413	-	-	1030	1030	30%
金	Moz	111464	153388	41865	27%	-	41865	27%
铂	Moz	6396	8456	2016	24%	-	2016	24%
银	Moz	846200	1015000	168800	17%	-	168800	17%
铜	kt	20678	23807	3548	15%	6060	9608	32%
锌	kt	12913	13699	1775	13%	-	1775	13%
钴	kt	108	118	10	8%	-	10	8%

资料来源:Citi Research、Wood Mackenzie、BGRIMM、新世纪期货

此外，含锌二次物料主要来源于国内市场（镀锌、压铸、钢铁及冶炼企业），部分含锌除

尘灰属于固体危废，具有处理资质的厂家才能处理，增加了含锌物料的回收难度。

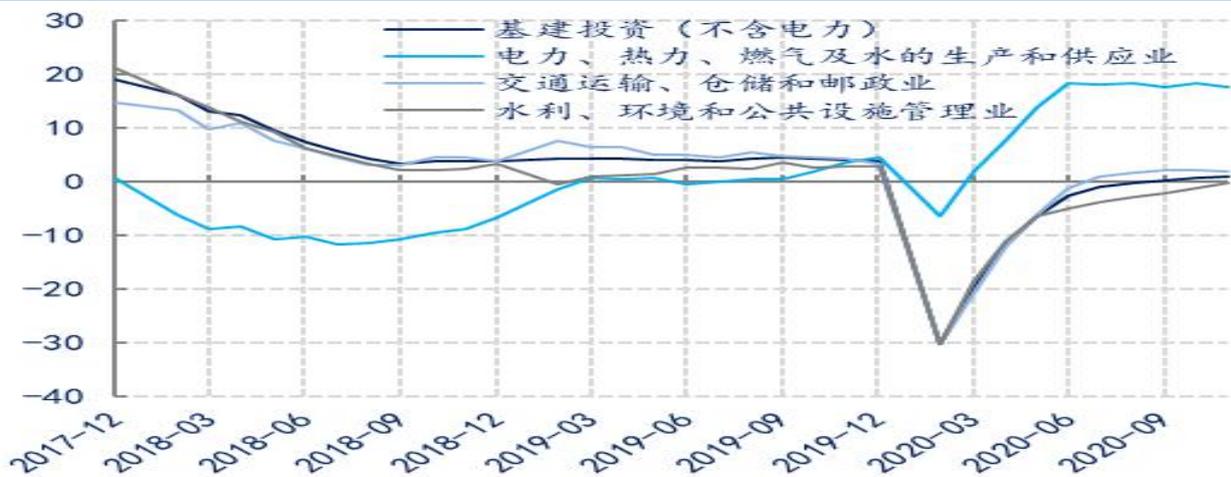
5. 传统消费领域增速稳健

由于锌的主要应用形态之一是镀锌，镀锌钢材广泛应用于基建、建筑、汽车和家电，所以锌消费与上述几个领域景气度密切相关。基础设施建设领域占我国锌消费 1/3，铁塔、电器设备、板房、钢结构、公路护栏、桥梁等需要大量镀锌管、板、线材和结构件。自 2000 年以来，中国对于基础建设和其他建筑的大量投资以及其作为世界制造业中心的崛起推动了全球锌消费量。

2020 年，即使受疫情影响，中国政府对国有企业的强力支持加上对中国出口产品需求的激增，推动制造业持续增长。中国制造业，汽车行业，基建行业以及再生能源业的复苏都带动了国内对锌的需求量。然而，世界其他地区的前景不确定因素较多，大多数产业的产出尚未恢复至疫情前水平。

从基建的角度来看，今年以来我国通过新基建、老基建等各种逆周期调控措施对冲疫情对经济的负面影响，铁路、公路、电网等领域固定资产投资增速实现正增长。从粗钢、水泥产量，以及工程机械产量高增速也可以印证基建板块的增长。

图 40： 国内基建领域固定资产投资增速



资料来源 Wind 新世纪期货

6. 供需平衡：全球小幅过 锌价将先扬后抑

综上所述，一方面，我们认为，2021 年全球锌矿的供应半由今年的短缺转为过剩，不过与此同时，今年矿端的供就紧张形势将在明年传导至冶炼端，导致精炼锌的供应出现收紧之势；另一方面，虽然我们预计 2021 年全球锌的供应将出现收紧之势，但从供需平衡来看，全球锌的供应仍将维持小幅过剩之势。整体而言，2021 年上半年锌价将在供应收紧与需求复苏的情况下呈震荡上行之势，而下半年则将在全球供需仍呈小幅过剩的情况下缓步震荡回落。

表 21: 全球锌市场供需平衡预测

单位: 千吨

	2019	2019	%	2020E	%	2021E	%	2022E	%
锌精矿产量	13250		2.8	12,586	-5	13,660	8.5	13,941	8.5
精炼锌产量	13356		0.9	13,856	3.7	14,049	1.4	14,079	1.4
精炼锌消费量	13923		-1.8	13,088	-6	13,537	3.4	13,855	3.4
锌精矿供需平衡	534			-505		488		756	
精炼锌供需平衡	-567			767		512		224	

数据来源: Wood mackenzie, 新世纪期货

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85106702

网址：<http://www.zjncf.com.cn>