

金融工程组

电话：0571-87923821
 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

二季度有色与原油市场展望——
 全球经济复苏存大重大风险，原油
 与有色的上行之路或将延后

2021-3-25

3 月有色与原油市场经济展望——
 量化宽松与财政刺激助力全球经济
 复苏 原油与有色上行之跌依然畅
 通

2021-2-25

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
 与有色上涨依然可期

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

5 月宏观、有色与原油市场展望一

全球经济复苏之路依然坎坷

原油与有色金属仍将震荡上行

观点摘要：
宏观经济：

整体来看，一方面，从数据来看，当前中美欧三大经济体的复苏形势将呈现分化之势，中美两国经济仍将持续向好，而欧洲经济则受疫情等因素的困扰或将于 2022 年恢复至疫情前水平。另一方面，虽然 IMF 上调全球经济增长前景预期，但指出，今年全球经济有三大风险需要关注：一是政策支持力度减退；二是经济超预期恢复带来的金融紧缩政策提前到来；三是全球范围内疫苗注射增长不及预期。

原油：

一方面，虽然 OPEC、EIA、IEA 三大机构上调全球原油消费前景预期，但在 OPEC 开始有限力度增产、沙特将逐步退出额外减产、非 OPEC 国家增产、伊朗原油将重返国际市场的情况下，全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，虽然当前欧洲疫情较 3 月初爆发时有所回落，且当前欧美正处于夏季出行的高峰，这对原油需求的复苏起到了一定的支撑，但在当前亚太地区（印度与日本）疫情反弹，特别是印度疫情已处于失控之际，市场的忧虑情绪再度重燃。此外，当前中东形势仍然错综复杂，战争阴云依然密布，而这些都将对国际原油价格形成影响。但展望未来，乐观地看，如果在二季度剩余的时期内，欧洲疫情持续回落、亚太地区疫情（印度与日本）得到有效控制、中东地区形势持续紧张，则国际原油价格将回升至 65-70 美元的价格区间，沪原油价格将在回调后站稳 400-420 元的价格区间；悲观地来看，如果在二季度剩余的时期内，欧洲疫情出现反弹、亚太地区疫情（印度与日本）持续高发、中东地区形势出现缓和，则国际原油价格将继续回落至 45-55 美元的价格区间，沪原油价格将继续回调至 330-350 元的价格区间。

有色金属：

在传统消费旺季叠加碳中和的大背景下，我们依然看好有色金属铜与铝价格的上涨之势。

铜：从供应端来看，虽然我们预期全球铜矿产量将有所增加，但在疫情、劳资谈判等因素的扰动下，2021 年全球的铜矿供应仍有较大的不确定性；从消费端来看，在当前步入消费旺季且叠加碳中和大背景的情况下，铜下游消费的企稳回升对铜价的拉升效用正在显现；整体而言，供应端的持续收紧与需求端的稳步复苏将对铜价形成上涨支撑。

铝：从供应端来看，受疫情与碳中和的影响，全球电解铝的新增产能将非常有限；从需求端来看，在当前步入消费旺季且叠加碳中和大背景的情况下，铝下游消费的企稳回升对铝价的拉升效用正在显现；整体而言，供应增量的有限与需求端的稳步复苏将对铝价形成上涨支撑。

关注点：

1. 全球新冠肺炎疫情的发展；
2. 中美欧三大经济体的经济前景；
3. 伊核谈判进展、OPEC 政策前景；
4. 铜与铝在传统消费旺季的消费前景。

目 录

一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 全球疫情依然严峻——亚洲多国疫情恶化，欧洲多国逐步取消疫情控制措施.....	3
(二) IMF 上调全球经济增长预期，但指出全球经济仍将面临三大风险.....	5
(三) 中美欧经济复苏将呈现分化之势.....	7
1. 中国经济实现“开门红”，全年经济将呈前高后低之势.....	7
2. 美国经济强劲复苏，但存在较大的不确定性.....	12
3. 欧元区经济或将于 2022 年恢复至疫情前水平.....	15
二、 三大国际机构上周全球原油需求前景 全球供应或将大幅增加 国际原油价格涨幅限.....	15
(一) 供需：OPEC 开始有限力度增长 三大机构上调全球原油消费需求前景.....	16
(二) 中东地区形势错综复杂为原油价格增添了不确定性.....	21
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	24
三、 碳中和叠加传统消费旺季，铜价与铝价仍将震荡上行.....	25
(一) 铜：消费旺季下的铜价仍将震荡上行.....	25
1. 供给端：全球铜矿供给持续偏紧、供应干扰问题依然存在.....	25
2. 需求端：消费旺季下铜需求的回升.....	26
(二) 铝：碳中和叠加消费旺季，铝价涨幅可期.....	28
1. 供给端：国内将限制新增产能 海外难以快速放量.....	28
2. 需求端：消费旺季对铝价的支撑效用显现.....	31
(三) 未来走势判断与交易策略.....	32
免责声明.....	33

一、全球经济复苏前景展望

(一) 全球疫情依然严峻——亚洲多国疫情恶化，欧洲多国逐步取消疫情控制措施

4月23日，世卫组织总干事谭德塞表示，世卫组织现在对印度的新冠肺炎确诊病例和死亡病例不断增多深感担忧，当地疫情状况复杂，印度各地区需采取不同的应对措施，印度政府已着手减少社交聚集并提高疫苗产量。谭德塞强调，印度疫情警示大家，必须利用所有工具，包括公共卫生措施、疫苗、诊断和治疗工具，以全面统一的方式抗击新冠病毒。

世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，印度新增病例激增对印度各地的影响并不完全一样，有一些地方疫情明显较为严重。此次病例激增受多个因素影响，包括人口流动性增加和变异病毒的出现。对印度这样的国家来说，很难实施并维持严格的封锁措施，需要找到减少人口流动性和人口聚集的方法。瑞安强调，控制疫情所需步骤是清晰的，但困难在于如何实施这些措施。

据印度卫生部官网24日公布的数据，印度新冠肺炎确诊病例升至16610481例。在过去24小时内，印度新增确诊病例346786例，再创疫情以来新高；新增死亡病例2624例，累计死亡189544例。

图 1：印度疫情新增趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

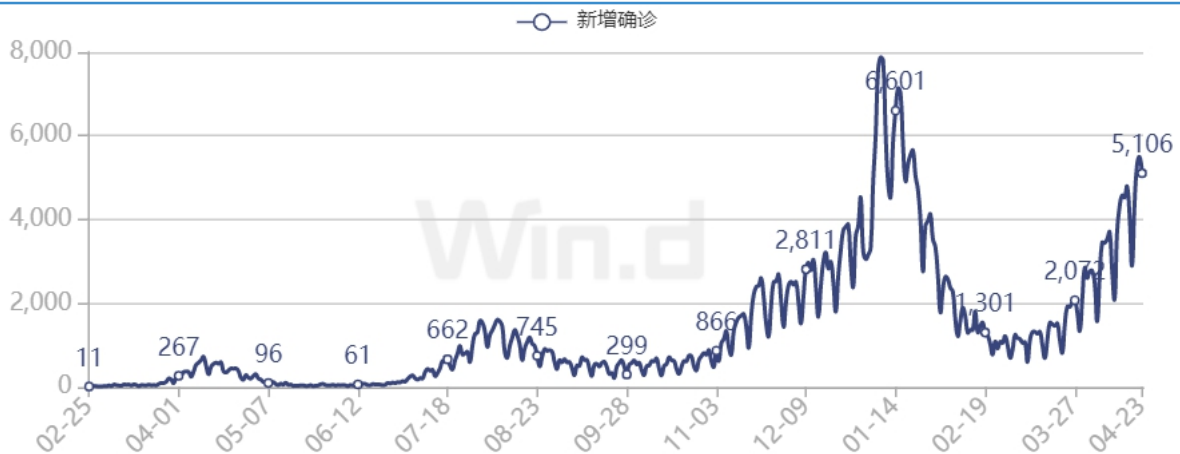
从印度疫情来看，新冠病毒的变异，特别是一种起源于印度的“双突变”变异，是病例激增的主要原因。科学家将其命名为 B. 1. 617，虽然这个新冠病毒变种去年就在印度被发现了，但直到现在才引发讨论。

B. 1. 617 由 E484Q 和 L452R 这两种变异病毒结合而成，美国加州变种里检测出了 E484Q, L452R 则存在于南非变种和巴西变种。位于新德里附近的阿育王大学物理学与生物学教授高塔马·梅

农解释说：“E484Q 和 L452R 让新冠病毒能够更好地附着于细胞从而更容易扩散。另外，最近的研究表明 L452R 对抗体的抵抗力更强。”

除印度之外，当前日本的疫情也呈上升之势，据日本 NHK 官网消息，截至 04 月 23 日 0:00，日本国内累计确诊 553037 名新冠病毒感染者，较前一日增加 5499 人，重症 805 人，死亡人数增加 42 人，累计死亡 9816 人。目前已有 491661 人治愈出院。

图 2：日本疫情新增趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

受新冠疫情影响而延期的东京奥运会 23 日迎来开幕倒计时 3 个月，不过由于疫情扩大和出现变异毒株，日本政府于当地时间 23 日宣布，向东京、大阪等 4 个都府县发布新冠疫情紧急事态宣言。这是继 2020 年 4 月和 2021 年 1 月之后，日本政府第三次发布紧急事态宣言。

虽然日本 3 月下旬全面解除实施两个多月的第二轮紧急状态，但大阪府等地近期疫情反弹严重，全国已有 10 个都府县的部分区域施行重点防疫举措。

除印度与日本之外，欧洲虽在疫情新增人数上开始有所回落，但仍处于相对较高的位置，不过近期有欧洲多国开始逐步放松了疫情的限制措施。

从疫情新增人数来看，欧洲 44 国截止 4 月 23 日，累计确诊病例从 3 月 31 日的 3971 万增至 4375 万，增加 404 万人，日新增确诊病例虽较 3 月 31 日下降 7 万人，但仍维持在 18 万人左右；而从欧洲六大国家来看，截止 4 月 23 日，法国累计确诊病例从 3 月 31 日的 464 万增至 544 万，增加了近 80 万人，单日新增病例维持在 3.2 万人左右；德国累计确诊病例从 283 万上升至 328 万，单日新增病例维持在 2.7 万人左右；意大利累计确诊病例从 358 万上升至 394 万，单日新增确诊病例在 1.5 万人左右；葡萄牙累计确诊病例从 82 万增至 83 万，单日新增确诊病例 600 人左右；英国累计确诊病例从 435 万增至 442 万，单日新增确诊病例 2800 人左右；西班牙

累计确诊病例从 333 万上升至 352 万，单日新增确诊病例虽在 1.2 万人附近，但 ICU 重症监护人数已经超过上一轮高点。

虽然当前欧洲 44 国日新增确诊病例较 3 月初第三轮疫情爆发时的有所回落，但整体来看，形势依然严峻，并没有达到可以放开限制标准的程度。

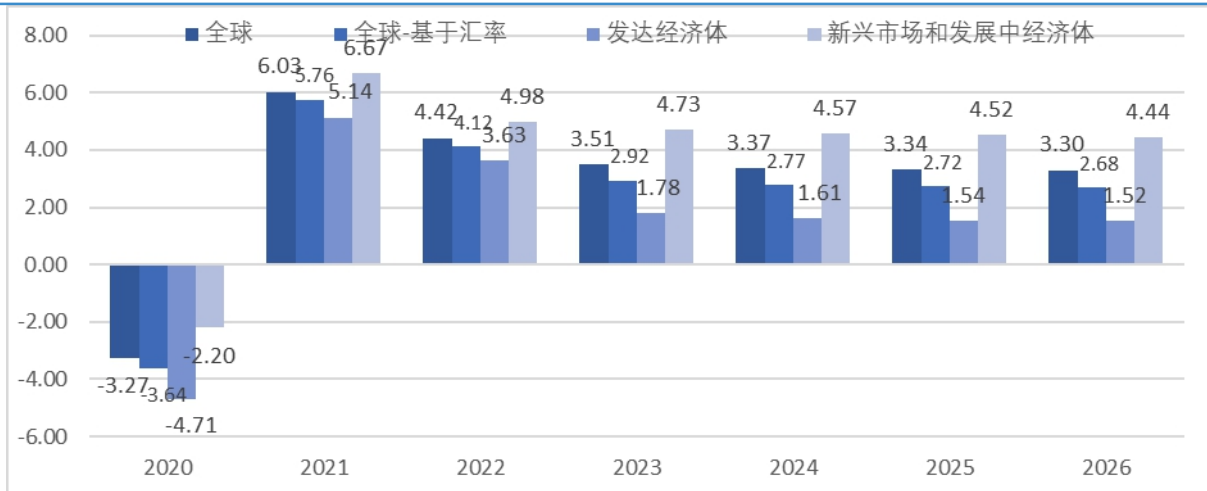
但就是在这样一个形势依然严峻的情况下，欧洲多国出于政治与经济拉动的考虑而开始放松了疫情的限制措施，其中法国总理卡斯泰 22 日宣布，政府将逐步解除部分疫情防控措施—自 4 月 26 日起，法国小学和幼儿园开学复课，政府正在制定严格的校园防疫准则，并将加强校园内新冠检测能力，自 5 月 3 日起政府将解除民众在宵禁时段以外的日常出行限制，宵禁措施将保持直至新命令下达为止；意大利总理德拉吉的内阁 21 日公布了一项具体路线图，准备从 4 月 26 日起放松新冠疫情管控措施—从 4 月 26 日起，意大利将恢复黄色疫情防控区，并允许黄色疫情防控区的人员自由出行，在黄色疫情防疫区，从 4 月 26 日起，餐馆、电影院、音乐厅、剧院重新开放，从 5 月 15 日起，黄色疫情防疫区购物市场和大型购物中心将重新开放，并开放户外游泳运动，6 月 1 日健身房重新开放，7 月 1 日起集市、会议、博览会、展销会、主题公园等也将对外开放。

综合来看，当前全球的疫情并未得到完全有效控制，虽然中美两国疫情控制取得了显著效果，经济亦出现强劲的复苏，但其他国家的疫情并不容乐观，特别是在发现“双突变”变异病毒的情况下，亚洲多国疫情出现激增—这将抑制亚洲经济的增速恢复，与此同时，欧洲多国在疫情并未完全得到有效控制的情况下逐步放松防疫措施，虽然放松疫情防疫措施将拉动经济的增长，但这种增长将会是昙花一现而不能提供持久动力，只有在疫情得到完全有效控制的情况下（像中国一样），经济才有可能呈现持续的增长。

（二）IMF 上调全球经济增长预期，但指出全球经济仍将面临三大风险

IMF（国际货币基金组织）在今年 4 月份发布的“春季版世界经济展望报告”中预估，2021 年全球经济有望实现 6%（较 1 月预测上调了 0.5 个百分点）的较大反弹。其中，发达经济体预计实际增长 5.1%，发展中国家的 2021 年经济增速更是可能高达 6.7%。

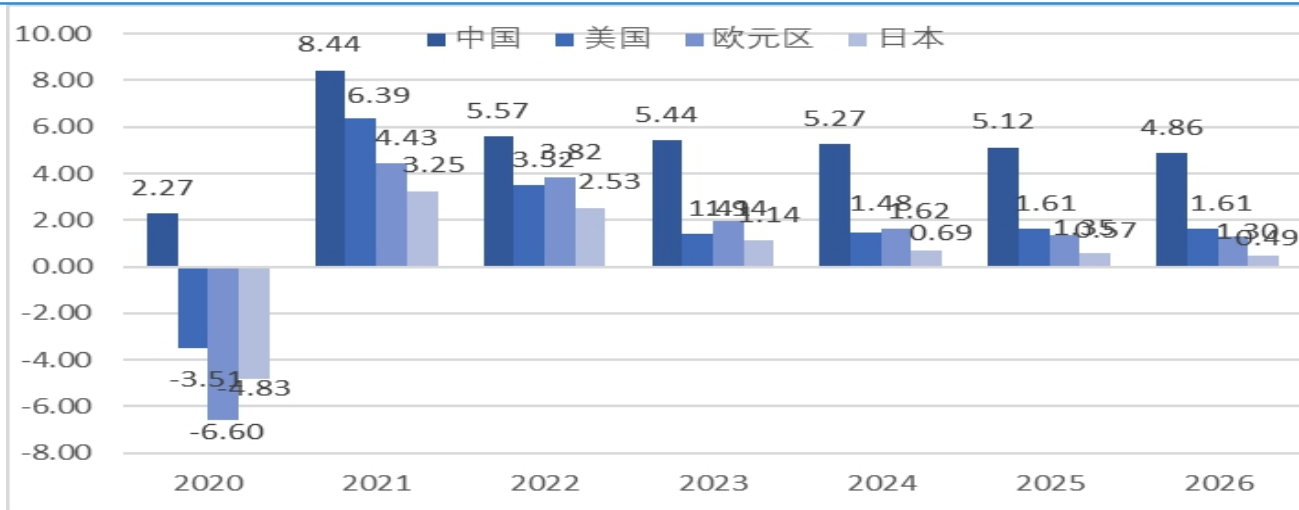
图 3：IMF 上调今明两年全球经济增长预期



数据来源：WIND 新世纪期货

IMF 在报告中指出，上调了 2021 年和 2022 年全球增长预测值，主要是因为发达经济体前景有所改善。特别是，美国经济今年预计增长 6.4%，相较之前的预测大幅上调了 1.3 个百分点。这使美国成为唯一一个将在 2022 年超过疫情前 GDP 预测水平的大型经济体。包括欧元区在内的其他发达经济体今年也将实现经济回升，但步伐要慢一些。在新兴市场和发展中经济体，中国今年预计将增长 8.4%。尽管中国经济已在 2020 年恢复到疫情之前的水平，但许多其他国家预计仅将到 2023 年才能回到疫情前水平。

图 4：IMF 上调全球主要经济体经济增速预期



数据来源：WIND 新世纪期货

在报告中，IMF 同时指出，一方面，由于各国复苏路径出现分化，很可能使国家间生活水平的差距较疫情前预期进一步扩大，相对于疫情前的预测，低收入国家、新兴市场 and 发达经济体

2020-2024 年平均每年的人均 GDP 损失预计分别为 5.7%、4.7%和 2.4%，这将导致减贫进展出现倒退，2020 年极度贫困人口将比疫情前预测值增加 9500 万人；另一方面，由于各国国内的复苏的不均衡，年轻人和低技能工人仍然受到了更严重的影响。由于危机加快了数字化和自动化经济转型，许多失去的工作岗位不太可能恢复，因此，劳动力需要在部门之间重新配置，而这一过程往往伴随着收入的重大损失。

此外，国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃 4 月 19 日在博鳌亚洲论坛 2021 年年会的一个分论坛上表示，今年全球经济有三大风险需要关注：一是政策支持力度减退；二是经济超预期恢复带来的金融紧缩政策提前到来；三是全球范围内疫苗注射增长不及预期。

（三）中美欧经济复苏将呈现分化之势

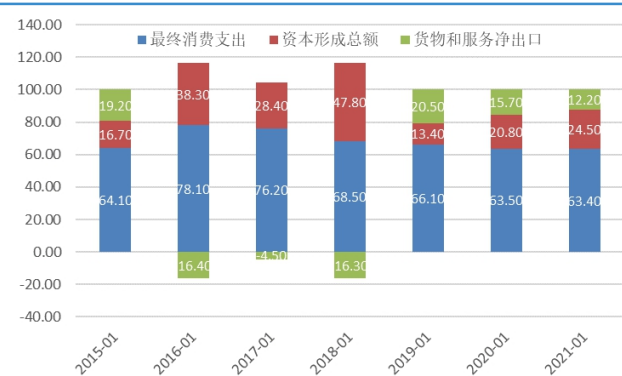
1. 中国经济实现“开门红”，全年经济将呈前高后低之势

国家统计局 16 日发布数据，初步核算，一季度国内生产总值 249310 亿元，同比增长 18.3%，环比增长 0.6%，相比 2019 年增长 10.3%，两年平均增长 5.0%，实现稳健开局。18.3%的增幅虽然略低于市场预期，但也创下历史新高。实现两位数高增长的原因主要是受到上年较低基数、员工就地过年工作日有所增加等不可比因素影响。

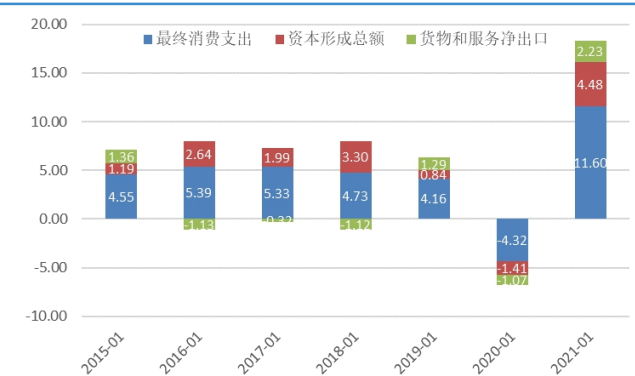
随着疫情影响的消退，消费复苏有起色，出口也不错，生产端也还保持活力。总体来看，当前经济复苏情况不错，受 2020 年 1 季度疫情对经济巨大冲击形成的基数效应，今年 1 季度延续了去年 3 季度以来的反弹态势。然而，从实际 GDP、投资、特别是消费等主要指标看，经济尚未回到疫情爆发前的长期增长路径，反弹力度并没有预期的那么大。与此同时，企业和地方政府债务风险逐步暴露，居民负债快速增加，推动了房地产销售的火爆行情。

1) 三驾马车呈现分化

从经济增长的三驾马车来看，主要特征是投资仍处于复苏阶段、出口反弹远超疫情前水平、消费反弹难掩疲弱。去年下半年消费对于 GDP 的累计贡献率一直是负的，同时资本形成的累计贡献率迅速反弹并远高于净出口，成为经济增长的主引擎。今年 1 季度消费重新成为经济增长的主要动力，投资、消费和净出口对于 GDP 的累计同比贡献率分别是 24.5%、63.4%和 12.2%，但消费的贡献率低于 2015 年以来同期水平；从三驾马车对于 GDP 的累计同比拉动率来看，则均高于 2015 年以来同期水平。

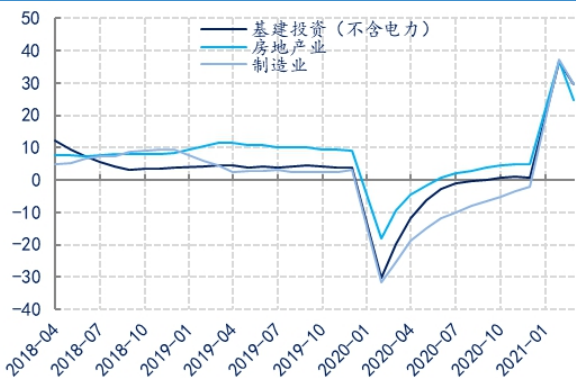
图 5： 三驾马车对于 GDP 累计同比的贡献率


数据来源：国家统计局 新世纪期货

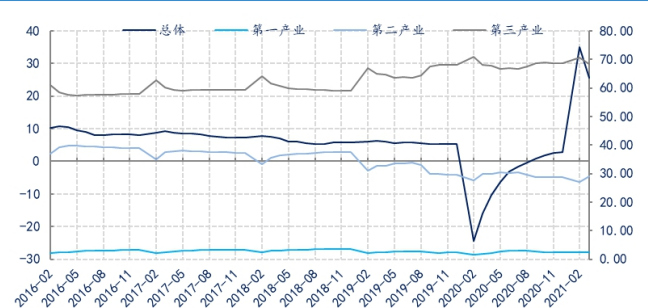
图 6： 三驾马车对于 GDP 累计同比的拉动率


数据来源：国家统计局 新世纪期货

投资仍处于复苏阶段。1 季度固定资产投资的两年平均增长率为-2.9%，分领域来看，基础设施投资两年平均增长 2.3%，制造业两年平均下降 2%，房地产开发投资两年平均增长高达 7.6%，房地产投资反弹明显更快。同时，房地产在固定资产投资中的占比进一步提高，1 季度达到 28.7%，为近二十年以来最高。从产业增速来看，虽然三个产业的投资增速都大大加快，分别为 45.9%、27.8%和 24.1%，但剔除一定高基数影响后，一、二、三产的两年平均增速分别是-0.96%、-8.31%和-0.41%，较疫情前的潜在增长水平仍有明显差距。因而三个产业仍处于复苏阶段。

图 7： 基建、制造业与房地产投资开发增速对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

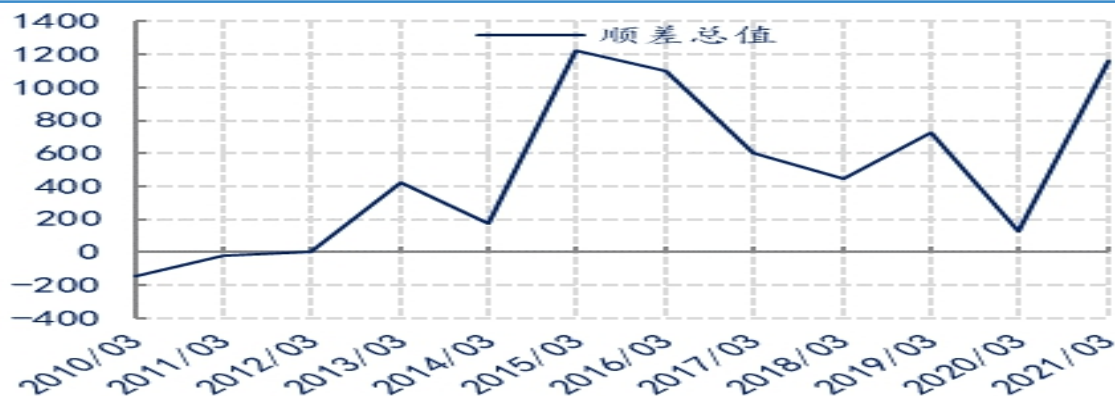
图 8： 三大产业投资增速对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

出口反弹远超疫情前水平。1 季度我国出口金额达到 7099 亿美元，同比增长 49%，较 2019 年 1 季度增长 28%，计算得到两年平均增长率为 13%，为 2018 年 4 月份以来最高。从我国对外贸易的全球区域分布来看，亚洲、欧洲和北美是我国最大的贸易伙伴，三个地区分别占我国出口贸易的 88%和进口贸易的 82%。其中，北美是最大的顺差来源地，欧洲其次，而亚洲是最大的逆差来源地。今年 1 季度中国对亚洲、欧洲、北美的两年平均增速分别达到 8.6%、13.3%和 10.3%，

同时进口的两年平均增速分别为 15.9%、17.9%和 21.7%，出口保持着较高增速，进口增速也大幅反弹，整体贸易格局回稳向好。1 季度中国贸易顺差高达 1163 亿美元，在历年同期中仅次于 2015 年。这意味着，一方面，净出口对增长的贡献将会有进一步提升，另一方面，巨额顺差也将对人民币汇率形成支撑。

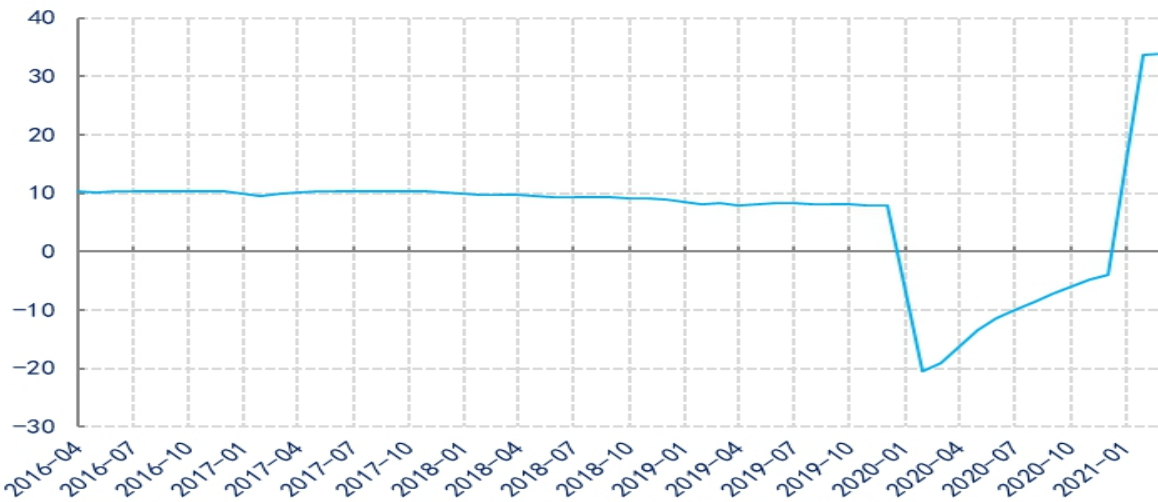
图 9：中国历年一季度贸易顺差总额对比



数据来源：海关总署 新世纪期货

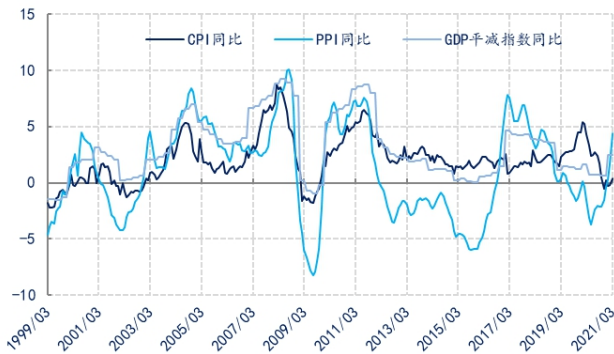
消费反弹难掩疲软。1 季度社会消费品零售总额累计同比增长 33.9%，较 2019 年 1 季度增长 7.6%，两年平均增速 3.7%，远不及疫情前的增速 8%。其中餐饮收入的两年平均增速仅为 -0.2%，餐饮收入修复仍然较慢。结合物价指标来看，1 季度扣除食品能源的核心 CPI、非食品 CPI、服务 CPI 乃至整个 CPI 均为负增长或零增长，这种情况在过去 20 年中只有 2009 年全球金融危机后出现过。在 PPI 中，生活资料 PPI 累计同比 -0.1%，耐用消费品 PPI 累计同比仅为 -1.7%。各项与消费相关的物价指标都呈现通货紧缩的态势，其背后是居民收入增长乏力。1 季度城镇人均可支配收入和支出的两年平均增速分别是 6.2%和 2.3%，与 2019 年 4 季度的同比增速 7.9%和 7.5%相比，居民收入修复不及疫情前水平，支出更甚。

图 10： 社会零售品销售总额同比对比



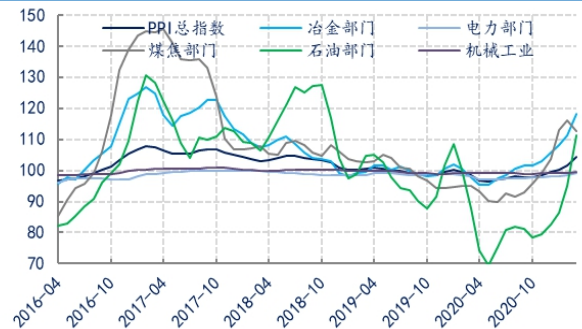
数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 11： CPI 与 PPI 及 GDP 平减指数同比对比



数据来源：国家统计局 新世纪期货

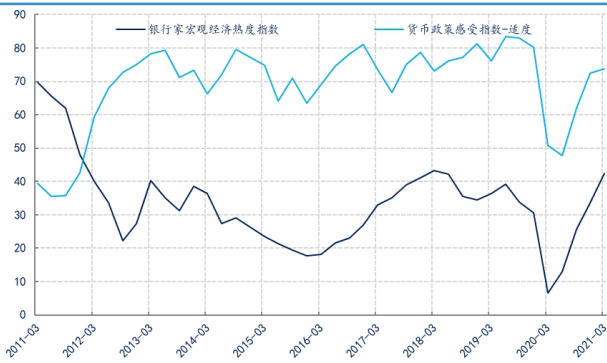
图 12： PPI 各工业部门指数对比



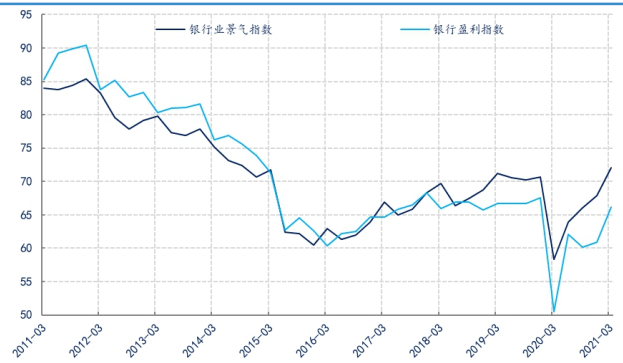
数据来源：国家统计局 新世纪期货

2) 工业企业持续稳步复苏将为我国经济的持续增长奠定基础

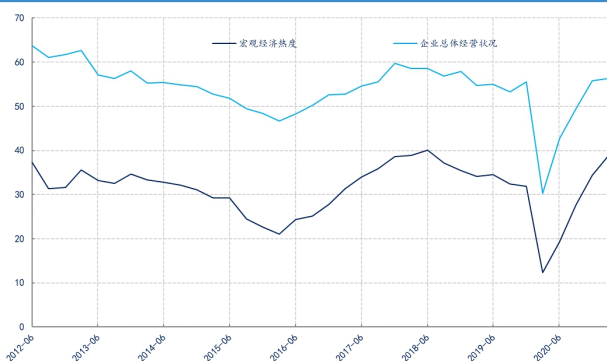
从央行公布的景气指数来看，一方面，从银行业的景气指数来看，自去年 2 季度以来，银行家宏观经济热度指数与货币政策感受指数（适度）、银行业景气指数及银行业盈利指数均已连续四个季度回升，其中宏观经济热度指数已高于疫情前（2019 年四季度）的水平，货币政策感受指数（适度）、银行业景气指数及银行业盈利指数已接近疫情前（2019 年四季度）的水平，银行业的复苏说明了我国实体经济的复苏态势稳步趋好；另一方面，从 5000 家工业企业景气指数来看，企业家宏观经济热度指数与企业经营状况指数、产品销售价格、国内订单、资金周转、销货款回笼等指数均已高于疫情前（2019 年四季度）的水平，而企业盈利状况虽在今年一季度受疫情影响而较去年四季度小幅回落，但对于后市，企业家均充满信心。

图 13: 银行家宏观经济热度指数与货币政策感受指数对比


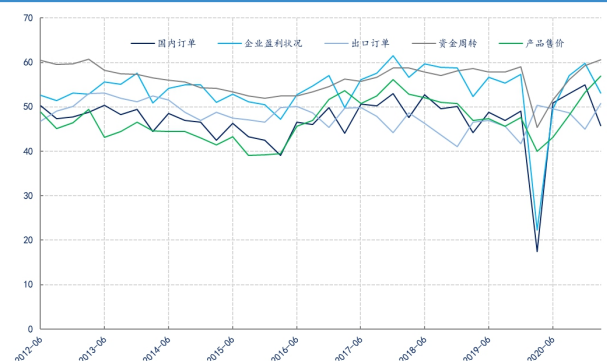
数据来源: 中国央行统计调查司 新世纪期货

图 14: 银行业景气指数与盈利指数对比


数据来源: 中国央行统计调查 新世纪期货

图 15: 企业家宏观经济热度指数与企业经营状况指数对比


数据来源: 中国央行统计调查司 新世纪期货

图 16: 工业企业景气扩展指数对比


数据来源: 中国央行统计调查 新世纪期货

3) 消费复苏态势依然向好, 这将为国内经济的持续稳步增长提供持续动能

根据消费者信心指数与央行的储户收入与物价扩散指数来看, 随着国内疫情的稳定控制, 国内消费者信心指数、预期指数及消费意愿指数均已回升至疫情前水平, 从消费意愿来看, 大额商品消费意愿、旅游意愿与购房意愿均回升至疫情前水平, 这表明国内的消费复苏态势良好。国内的消费复苏可以从今年清明假期期间, 全国铁路、公路、水路与民航旅客发送量同比增长 157.26%, 清明期间国内影院票房收入连创新高等方面得到印证, 与此同时, 根据 58 同城、安居客发布《2021 第一季度楼市总结》, 一季度新房月度访问热度上升, 购房者信心指数基本呈上涨趋势, 3 月份达 116.0; 二手房市场上, 一季度找房热度同比上涨 23.7%, 挂牌均价保持稳定。这一点亦可印证当前国内居民购房意愿的回升。

结合银行业、工业企业与居民消费的消费复苏态势、前文中所述的三驾马车对于经济增长的贡献率及拉动率来看, 我们认为, 虽然三驾马车呈现出分化之势, 但工业企业与居民消费的持续稳步复苏将为我国经济的持续增长奠定基础, 我们对于接下去三个季度的国内经济依然保持乐

观态度，整体而言，受去年以来的疫情以及去年二季度以来国内经济的高增长基数影响，我们认为今年国内经济将呈现前高后低之势。

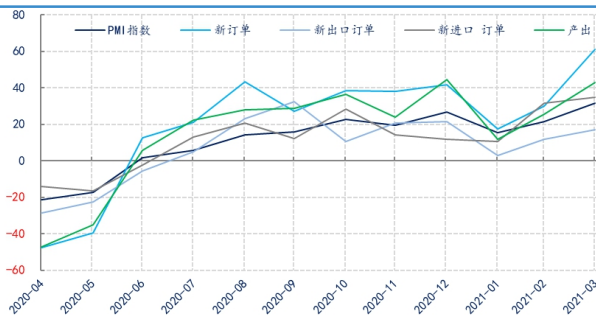
2. 美国经济强劲复苏，但存在较大的不确定性

随着当前美国日新增确诊人数自 1 月 8 日的年内高点 32.4857 万人回落至 4 月 24 日的 5.3949 万人，且已连续两个月维持在 10 万人下方、疫苗接种人数超 2.2 亿人且接种速度仍在不断加快，叠加美国拜登政府新的大规模经济刺激计划与大规模基建计划、美联储的持续货币宽松计划，美国经济的复苏动能愈发强劲。

1) 美国制造业复苏势头强劲

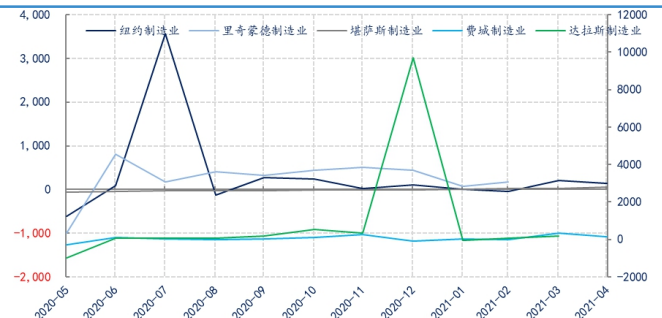
通过对美国 ISM 制造业 PMI 数据与各地方联储制造业指数、美国商务部制造业的对比来看，当前美国制造业复苏势头非常强劲，其中 ISM 的制造业新订单指数刷新年内的高点至 68，从各地方联储的数据来看，未来 6 个月制造业的订单预期仍呈增长态势；同样，从美国 ISM 服务业新订单与商务部耐用品新订单数据来看，当前美国的非制造业复苏态势亦非常强劲。

图 17: 美国制造业 PMI 指数对比



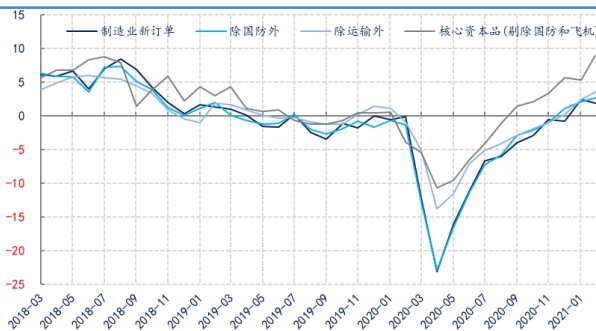
数据来源: ISM 新世纪期货

图 18: 美各地联储制造业新订单对比



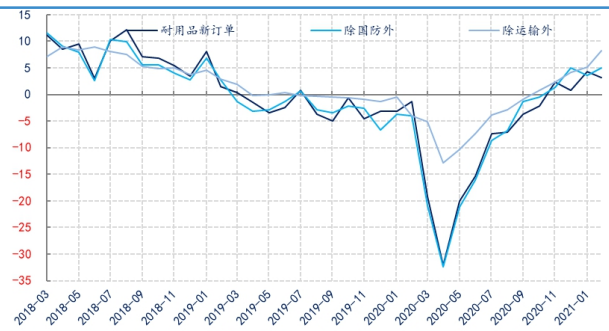
数据来源: 美国各地联储 新世纪期货

图 19: 美国制造业新订单同比对比



数据来源: 美国商务部 新世纪期货

图 20: 美国耐用品新订单同比对比

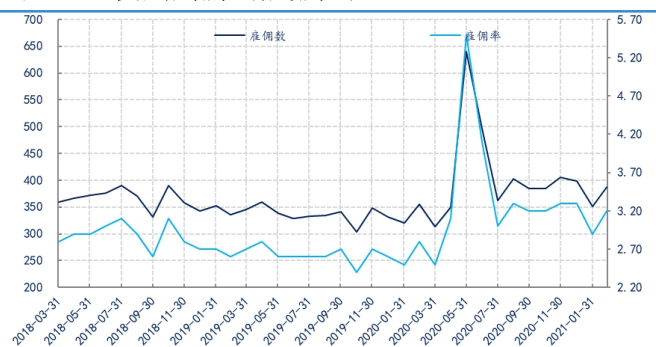


数据来源: 美国商务部 新世纪期货

2) 美国就业形势向好，带动个人消费的回升

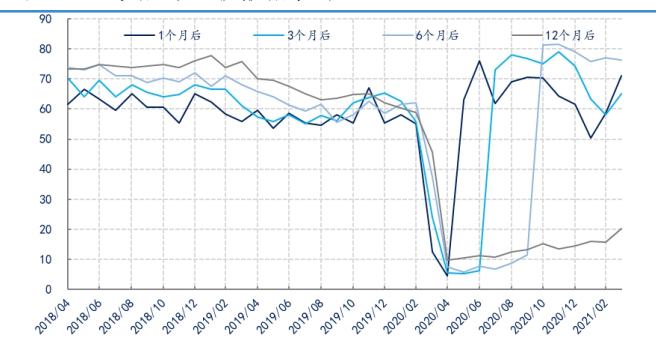
结合美国的非农就业数据、雇佣率及就业扩散指数来看，未来半年美国的就业增长仍将保持快速增长之势，随着就业市场的好转，美国的消费者信心指数亦同步出现回暖之势，其中美国密歇根大学 3 月消费者信心指数与预期指数分别环比回升 10.55% 与 12.73%，而随着消费者信心指数的回升，美国的消费信贷数据亦出现同步的回升，其中循环信贷同比回升 10.05%，增幅显著，与此同时，美国的个人消费支出指数同比回升 1.55%，其中核心个人消费支出同比增长 1.41%，截止 2021-4-17 当周美国红皮书商业零售销售同比增长 13.5%，这进一步验证了美国的消费复苏。

图 21： 美国雇佣数与雇佣率对比



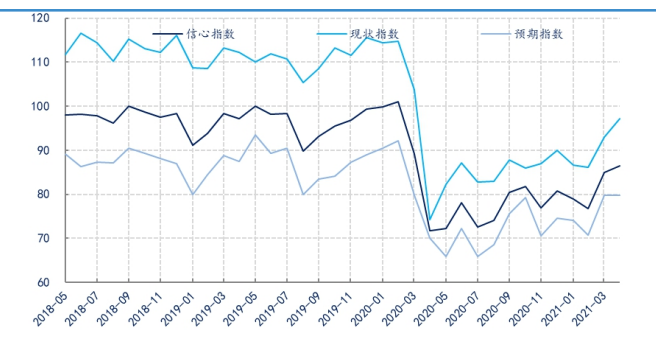
数据来源：美国劳工部 新世纪期货

图 22： 美国就业扩散指数对比



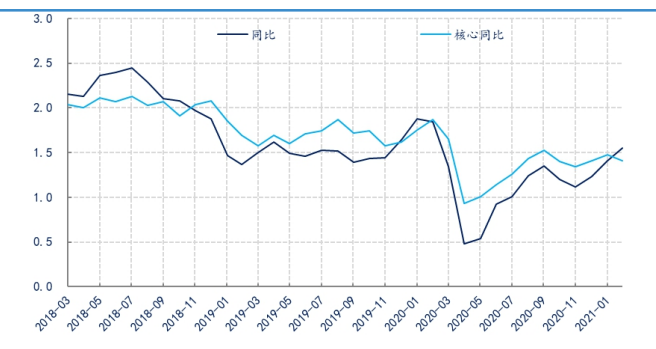
数据来源：美国劳工部 新世纪期货

图 23： 美国密歇根大学消费者信心指数对比



数据来源：美国密歇根大学 新世纪期货

图 24： 美国个人消费支出指数同比对比

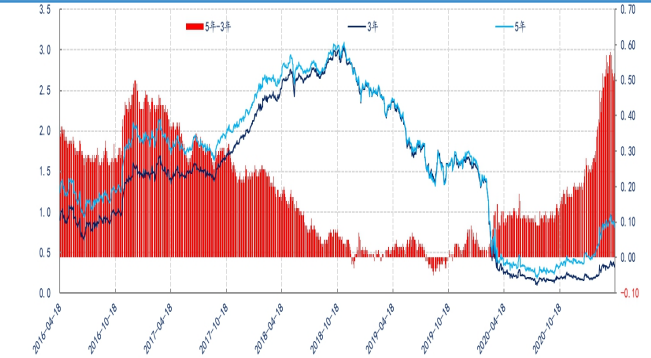


数据来源：美国商务部 新世纪期货

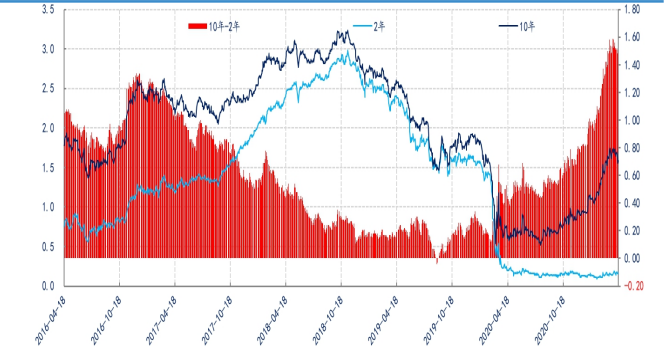
3) 美国通胀预期升温

随着美国经济的进一步复苏，市场预期美国的通胀将进一步的上升，这一点可以从 2 月中旬以来美国 10 年期国债收益率大幅飙升得到印证，而从美国国债的主要期限价差变化来看，我们预期美国 10 年期国债收益率仍将继续走高，或有可能达到 2%。从已公布的美国通胀数据来看，当前美国的 CPI 指数同比已高于美联储此前设定的 2% 的目标上限，但从近期美联储主席鲍

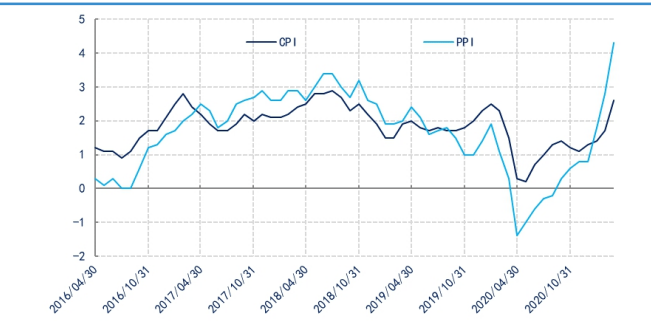
威尔的表态来看，美联储短期之内将容忍 CPI 超过 2%，且不会采取任何措施来打压 CPI，使之回到 2% 的目标值下方。对于美元指数而言，结合 IMF 的汇率有效指数与中美利差的变化来看，我们认为，未来三个月内随着美国经济的进一步复苏，美元指数将进一步走强。

图 25: 美国国债 5 年期与 3 年期收益率对比


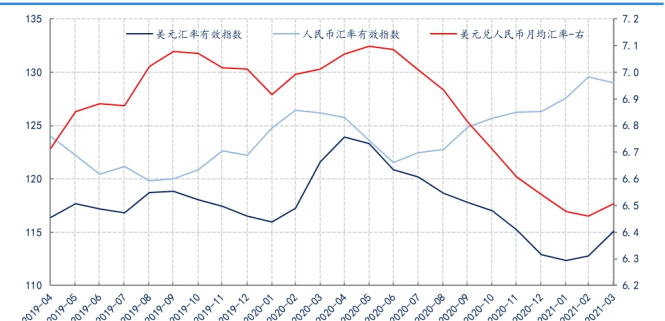
数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 美国国债 10 年期与 2 年期收益率对比


数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 美国 CPI 与 PPI 同比对比


数据来源: 美国劳工部 新世纪期货

图 28: 美元与人民币汇率有效指数对比


数据来源: Wind 新世纪期货

4) 拜登基建法案缩水与征税议案或将限制美国经济的复苏高度

虽然美国总统拜登在上任不足百日之际先后提出了 1.9 万亿美元的经济刺激法案与 2.3 万亿美元的基建法案，但这两个法案均存在着“无米可炊”与共和党反对的双重窘境。

虽然拜登所提的 1.9 万亿经济刺激计划最终在国会以微弱优势通过，这在一定程度上对美国短期的经济起到了提振作用，刺激了美国消费的短期复苏，但我们需要清醒地看到，当前美国财政部已经捉襟见肘，已无充足的弹药为拜登的刺激计划提供持续的支持，也正因为此，我们看到近期美国总统拜登、美财长耶伦、美联储主席鲍威尔多次出面发表讲话，为增税计划摇旗呐喊，以期国会能通过，虽然在美国国会参众两院中，民主党保持着微弱的优势，但拜登的增税计划连其的在的民主党内部都招致一片反对，就不要提共和党的一致反对了，基于此，我们认为拜登向大企业海外利润征税与向富人征收高达 43.4% 的资本利得税法案在国会获得通过

的可能性希望渺茫。

此外，在 4 月 23 日，美国国会共和党人提交了一份总额为 5680 亿美元的基建法案，以期替代美国总统拜登提出的总额为 2.3 万亿美元基础设施和就业法案，该法案时间较拜登此前的基建法案缩短一半至 5 年，资金更是缩水四分之三，对于此，拜登表示愿意就基建法案进行妥协。

基建法案的大幅缩水与征税法案的前途渺茫均将不利于美国经济的持续高速复苏，虽然我们对于今年美国经济的复苏形势持乐观态度，但就其复苏高度而言，我们保持谨慎乐观。

3. 欧元区经济或将于 2022 年恢复至疫情前水平

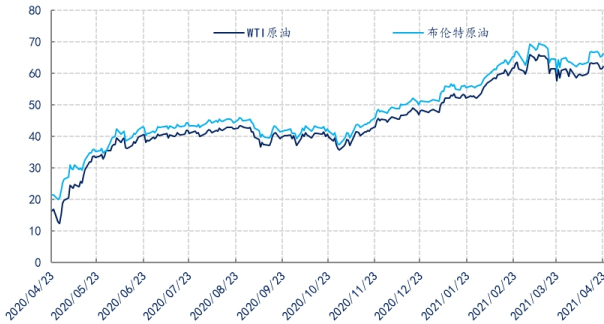
自 3 月初欧洲面临第三轮疫情爆发以来，虽然当前欧洲疫情日新增人数较 3 月初已有所回落，但仍不容乐观，先有疫苗分配不公的问题，而后又爆出疫苗安全可靠性问题，虽然有世卫组织与欧洲药监局及德、法、英三国首脑为阿斯利康疫苗背书，但随着独立研究小组的深入研究，注射阿斯利康疫苗后患脑血栓死亡的相关性被进一步验证，欧洲诸国开始暂缓阿斯利康疫苗的注射，与此同时，法国、德国、意大利等国均已于 3 月底重启封锁措施，这将使得欧洲疫情得以控制的时间大大延后，并将损及欧洲经济的复苏，这在近期公布的数据中已经得到了印证。

在今年 4 月份 IMF 发布的“春季版世界经济展望报告”中，IMF 基于对欧洲疫情的评估，将今年对欧盟的增长预测下调 0.2% 至 4.5%。IMF 同时指出，如果欧洲能在 2021 年夏季和 2022 年全年广泛提供疫苗，预计 2022 年欧洲的 GDP 增长将达到 3.9%，恢复到疫情爆发前的水平。

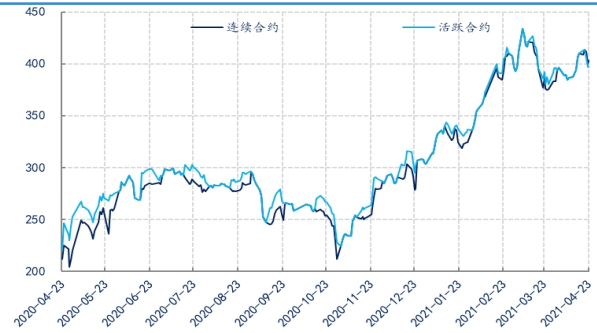
二、三大国际机构上周全球原油需求前景 全球供应或将大幅增加 国际原油价格涨幅限

回顾四月以来的国际原油价格走势，我们看到，虽然中东地缘政治持续紧张、中美经济强劲复苏、苏伊士运河受阻、三大机构悉数上调全球原油需求前景为原油价格提供上涨支撑，但在亚太地区疫情反弹回升、OPEC 决议有限力度增产、沙特将逐步撤回减产、美国或将放松对伊朗制裁使伊朗原油重回全球市场、美国从议院通过反垄断法案或将起诉 OPEC 等因素的影响下，

国际原油价格在经历了4月初的上涨后于4月中下旬起开启了下行之路，截至4月24日，美油与布油分别从月中最高的64美元与67美元附近跌至62美元与65美元附近，基本上回到了3月底附近的位置，而沪原油则是从月中最高的418元附近跌至399元附近，基本回到了3月底附近的位置。

图 29: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: INE 原油价格对比 元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 供需: OPEC 开始有限力度增长 三大机构上调全球原油消费需求前景

1. 供应: OPEC 开始有限力度增产, 伊朗原油或将回归全球市场

4月1日, OPEC+ 部长级会议决定于5-7月分别增产原油35万桶/日、35万桶/日和44.1万桶/日, 俄罗斯将在5-7月总计增加原油产量11.4万桶/日, 沙特将在5-7月逐步撤回100万桶/日的额外减产, 未来3个月OPEC+的日产量将总共增加约200万桶/日。与此前市场普遍预期相反, OPEC+增产暗示其对全球经济复苏和全球石油需求更为乐观的预期, 我们认为此次增产幅度仍无法覆盖全球石油产品需求增长幅度, 国际石油市场仍处于供需紧平衡状态。

根据OPEC 4月月报中二手数据源显示, 2021年3月, OPEC 原油总产量2504万桶/天, 环比增长21万桶/天, 产量增长主要来自伊朗和安哥拉。OPEC 减产国整体维持全额减产, 根据我们测算, OPEC 减产国3月减产执行率117%, 较2月略升1%。

表 1: OPEC 原油产量

单位: 万桶/日

国家	减产基准	协议减产量	减产有效产量		实际产量		
	Oct-18	2020年1-3月	2020年1-3月	Jan-21	Feb-21	Mar-21	3月环比
OPEC 减产 10 国							
阿尔及利亚	106	18	88	87	87	87	-1
安哥拉	153	26	127	116	112	116	4
刚果	33	6	27	27	27	27	0
赤道几内亚	13	2	11	12	10	11	1
加蓬	19	3	16	18	18	18	0
伊拉克	465	80	386	384	390	391	1

科威特	281	48	233	232	233	233	0
尼日利亚	183	31	152	133	149	148	-1
沙特阿拉伯	1100	188	912	908	815	809	-6
阿联酋	317	54	263	261	261	261	0
OPEC 减产 10 国合计	2668	456	2212	2178	2102	2101	-1
伊朗				210	212	230	18
利比亚				115	119	120	1
委内瑞拉				49	52	53	1
OPEC 总计				2552	2485	2504	21

数据来源：OPEC 月报，新世纪期货

虽然 OPEC 将开始有限力度的增产，但在其最新的月报中，其将非 OPEC 国家石油日均供应增加量较 3 月时的下调了 3 万桶至 90 万桶/天。其中，美国增量维持在 16 万桶/天，中国增量将在 4 万桶/天。

表 2: 全球非 OPEC 国家原油产量展望

单位：百万桶

世界石油产量	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.77	26.59	23.55	24.10	24.65	24.72	-1.05	-4.08	24.58	24.52	25.51	26.15	25.19	0.47	1.90
美国	18.43	19.05	16.81	17.34	17.30	17.62	-0.80	-4.35	17.15	17.50	17.94	18.52	17.78	0.16	0.90
欧洲	3.71	4.05	3.90	3.80	3.89	3.91	0.20	5.32	4.02	3.95	3.97	4.17	4.03	0.12	3.13
亚太地区	0.52	0.53	0.54	0.54	0.52	0.53	0.01	1.61	0.54	0.56	0.55	0.55	0.55	0.02	3.12
OECD	30.01	31.17	27.99	28.43	29.06	29.16	-0.84	-2.82	29.14	29.02	30.04	30.87	29.77	0.61	2.09
中国	4.04	4.13	4.12	4.13	4.08	4.12	0.07	1.76	4.21	4.13	4.13	4.18	4.16	0.04	1.07
印度	0.82	0.79	0.76	0.76	0.76	0.77	-0.06	-6.74	0.76	0.75	0.74	0.73	0.75	-0.02	-2.62
亚洲其他国家	2.69	2.61	2.47	2.46	2.50	2.51	-0.18	-6.70	2.45	2.46	2.47	2.46	2.46	-0.05	-2.00
拉丁美洲	6.09	6.35	5.83	6.14	5.91	6.06	-0.03	-0.51	6.01	6.31	6.32	6.51	6.29	0.23	3.87
中东	3.20	3.19	3.20	3.15	3.17	3.17	-0.03	-0.83	3.18	3.21	3.23	3.24	3.21	0.04	1.24
非洲	1.50	1.44	1.44	1.40	1.37	1.41	-0.08	-5.51	1.36	1.35	1.34	1.32	1.34	-0.07	-5.14
欧洲	11.61	11.68	10.38	10.01	10.31	10.59	-1.02	-8.78	10.47	10.59	10.67	10.67	10.60	0.01	0.09
俄罗斯	3.07	3.16	2.92	2.73	2.85	2.91	-0.16	-5.13	2.91	2.93	2.95	2.95	2.94	0.02	0.71
欧洲其他国家	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.12	0.00	-3.27	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	-0.01	-6.92
非 OECD	33.14	33.46	31.23	30.90	31.06	31.66	-1.49	-4.48	31.46	31.83	31.96	32.17	31.86	0.20	0.62
非 OPEC	65.42	66.77	61.07	61.48	62.27	62.89	-2.52	-3.86	62.79	63.06	64.19	65.23	63.83	0.93	1.48
前一次预估	65.41	66.76	61.05	61.45	62.17	62.85	-2.56	-3.92	62.62	63.02	64.21	65.33	63.80	0.95	1.51
本次修正	0.00	0.02	0.02	0.03	0.10	0.04	0.04	0.06	0.17	0.04	-0.01	-0.10	0.02	-0.02	-0.03

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

从当前全球原油供应的增量来看，除了 OPEC 的有限增产、沙特的逐步退出额外减产以及非 OPEC 国家的增产外，最大的变数就在于伊朗原油将于何时重返全球市场。

2021年3月底，中国外长王毅应邀访问中东六国。在伊朗，王毅外长代表中国与伊朗签署了为期25年的全面合作计划。据外媒报道，该计划价值4000亿美元，合作领域包括银行、电信、港口、铁路及其他数十项工程，在这25年间，伊朗将为中国提供价格优惠的原油作为回报。

从OPEC4月月报来看，当前伊朗的原油产量为230万桶/日，较2月增加18%，而从历史数据来看，在伊朗被极限制裁前的2005年7月，其最产量高达398.7万桶/日，当前产量仅为其高峰时期的57.6%，这表明伊朗原油产量增幅空间非常巨大，我们认为，在中国与伊朗签署为期25年的全面合作协议，且两国间的原油交易将以人民币作为结算货币后，伊朗原油产量或将逐步恢复增长。

此外，伊朗国家石油公司为防止因美元限制而失去国外客户，数月以来，一直有原油储存在亚洲市场的保税仓库中，这其中就包括伊朗国家石油公司把2000多万桶原油储存在大连的保税仓库中以决定卖给中国客户还是其它外国客户，这为伊朗得以继续出口石油提供了一个选择。而根据当前在维也纳举行的伊核谈判的进展来看，我们认为，美国或将逐步放开对伊朗的制裁限制，这或将为伊朗原油重近返国际市场奠定基础。

根据海关最新提供的数据，中国在去年第四季度购买了超103万吨伊朗原油，在过去的14个月中，伊朗已向中国市场运送了约1800万吨石油，交易量创历史新高。而据伊朗国家电视台（PressTV）在4月10日援引的报道指出，在伊朗石油持续运往中国市场的过程中，大多数交易都是以人民币进行的，以绕过美元限制。这说明，人民币在伊朗石油经贸中已发挥了作用。显然，伊朗石油并没有因为美元切断SWIFT支付体系而停止交易。

当前中国、俄罗斯、伊朗及欧洲为绕开或放弃美元结算石油方面均采取了一定的措施，其中欧洲已经开始构建基于欧元的支付体系，而中国则是通过以人民币计价的原油期货来扩大人民币原油交易服务，截止今年4月，人民币原油期货吸引了包括英国、瑞士、新加坡、阿联酋、澳大利亚、日本、泰国等23个国家的市场参与者，同时，还有68个国际经纪公司推出人民币原油交易服务，截至2020年底，交割库点由2019年底的9个增加到15个，交割库容由2020年初的355万方扩大至1190万方。此外，自2018年3月上市以来，原油期货累计成交量11319.66万手，2020年成交4158.58万手，增长312.93%，从规模来看，上海原油期货的成交量仅次于布伦特和美国WTI原油期货，成为全球第三大原油期货市场，这其中，国际投资者日均交易量占比约16%。

我们认为，随着人民币计价的原油期货已经取得全球前三的成绩，并在同一些国家（俄罗斯、安哥拉和伊朗等国）进行原油贸易时甚至已经开始部分使用人民币结算，已经走出以人民

币而不是美元支付进口原油的第一步，特别是中国和伊朗签署为期 25 年的全面合作协议，伊朗原油产量稳步增加并重返国际原油市场的日子已经不远了。

2. 需求：OPEC 持续上调全年需求的增速预期

与 3 月报告相比，OPEC 4 月报告则是延续了 3 月报告中上调全球原油消费前景的基调，在报告中，OPEC 将今年全球石油需求预期较 3 月预测上调日均 10 万桶，认为新冠疫情防控进展及多国经济刺激政策正推动世界经济持续复苏。根据报告，2021 年全球石油需求将达到日均 9650 万桶，较去年增加日均 600 万桶。今年下半年，世界经济复苏势头预计更加强劲，将提振石油需求。报告认为，随着各国推进新冠疫苗接种，疫情将逐步消退，经济发展制约因素将减少。此外，不少经济体推出规模空前的财政与货币政策，将推动经济复苏势头延续到今年下半年。不过，因欧洲疫情反复导致防控措施升级，以及非经合组织国家一季度石油需求疲软，欧佩克在最新报告中下调了今年上半年全球石油需求。欧佩克预计，如果新冠疫情在下半年得到有效控制，今年世界经济增速将由该组织此前预计的 5.1% 提高至 5.4%。

表 3: 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	25.65	24.35	20.01	22.72	23.15	22.56	-3.09	-12.06	23.84	24.45	24.54	24.58	24.36	1.80	7.98
美国	20.86	19.67	16.38	18.67	19.04	18.44	-2.42	-11.60	19.38	19.86	20.09	20.28	19.97	1.47	7.95
欧洲	14.25	13.34	11.03	12.85	12.56	12.45	-1.80	-12.64	12.12	12.71	13.59	13.74	13.05	0.60	4.81
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.69	7.34	7.08	-0.71	-9.11	7.39	7.18	7.17	7.55	7.32	0.24	3.45
OECD	47.69	45.44	37.58	42.27	43.05	42.09	-5.61	-11.75	43.34	44.34	45.30	45.87	44.73	2.64	6.28
中国	13.48	11.34	13.25	13.87	14.28	13.19	-0.29	-2.18	12.95	14.27	14.93	15.05	14.30	1.11	8.43
印度	4.91	4.84	3.58	4.01	5.15	4.40	-0.52	-10.54	4.94	4.56	4.83	5.61	4.99	0.59	13.48
亚洲其他国家	9.04	8.30	7.79	8.11	8.33	8.13	-0.91	-10.06	8.33	8.96	8.57	8.47	8.58	0.45	5.54
拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.20	6.12	6.01	-0.58	-8.83	6.15	6.19	6.46	6.40	6.30	0.29	4.79
中东	8.20	7.88	6.91	7.94	7.65	7.60	-0.60	-7.37	7.87	7.62	8.30	7.97	7.94	0.35	4.57
非洲	4.45	4.37	3.77	3.95	4.28	4.09	-0.35	-7.94	4.41	3.97	4.18	4.49	4.26	0.17	4.10
欧洲	3.61	3.44	3.04	3.20	3.43	3.28	-0.33	-9.20	3.57	3.37	3.37	3.58	3.47	0.19	5.93
俄罗斯	1.24	1.07	0.99	1.01	1.23	1.07	-0.16	-13.04	1.18	1.19	1.14	1.28	1.20	0.12	11.31
欧洲其他国家	0.76	0.71	0.55	0.64	0.69	0.65	-0.12	-15.33	0.69	0.62	0.68	0.74	0.68	0.04	5.44
非 OECD	52.29	48.05	45.49	48.94	51.16	48.42	-3.87	-7.40	50.09	50.75	52.45	53.58	51.73	3.31	6.83
全球	99.98	93.49	83.07	91.21	94.21	90.51	-9.48	-9.48	93.04	95.61	97.43	98.91	96.27	5.89	6.51
前一次预估	99.98	93.10	83.07	91.20	94.13	90.39	-9.60	-9.60	93.22	95.92	97.02	97.94	96.05	5.79	6.41
本次修正	0.00	0.40	0.00	0.00	0.08	0.12	0.12	0.12	-0.18	-0.31	0.40	0.97	0.22	0.10	0.10

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

3. 总供需：今年仍处于紧平衡之中

综合 OPEC 与 EIA 的报告来看，虽然受当前亚太地区疫情反弹、欧洲疫情依然严峻的影响，上半年全球原油消费将不尽人意，但从全年的角度来看，预期下半年全球原油的消费增速会回升，全年仍将维持紧平衡状态。

表 4: 全球石油供需及库存展望

	2020				2021				2022				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021	2022
供应（百万桶/日）															
OECD	33.02	29.52	30.05	30.86	30.37	30.64	31.49	31.94	32.19	32.51	32.79	33.32	30.86	31.12	32.71
美国（50 个州）	20.22	17.58	18.30	18.31	17.71	18.56	18.94	19.23	19.47	19.93	20.30	20.57	18.60	18.61	20.07
加拿大	5.65	4.92	4.95	5.64	5.75	5.27	5.76	5.79	5.83	5.80	5.83	5.85	5.29	5.65	5.83
墨西哥	2.00	1.94	1.91	1.90	1.93	1.92	1.87	1.82	1.78	1.73	1.69	1.71	1.94	1.89	1.73
其他 OECD 国家	5.15	5.08	4.89	5.01	4.98	4.88	4.92	5.10	5.11	5.04	4.96	5.19	5.03	4.97	5.08
非 OECD 国家	67.75	62.96	60.90	61.95	62.82	64.74	67.12	67.50	67.02	68.59	69.06	68.96	63.38	65.56	68.42
OPEC	33.48	30.58	28.45	29.82	30.18	30.91	32.84	33.36	33.42	33.28	33.32	33.35	30.57	31.83	33.34
原油部分	28.28	25.64	23.61	24.87	25.08	25.81	27.63	28.11	28.03	28.03	28.03	28.03	25.59	26.67	28.03
其他	5.20	4.94	4.84	4.95	5.10	5.10	5.20	5.25	5.38	5.25	5.29	5.32	4.98	5.16	5.31
欧亚大陆	14.73	13.17	12.71	13.13	13.38	13.61	13.69	13.86	14.04	14.79	14.84	14.99	13.43	13.63	14.67
中国	4.96	4.91	4.95	4.90	5.00	4.96	4.96	5.01	4.96	4.99	4.99	5.03	4.93	4.98	4.99
其他非 OECD 国家	14.58	14.30	14.80	14.11	14.27	15.26	15.64	15.28	14.60	15.54	15.91	15.59	14.44	15.12	15.41
全球总供应量	100.78	92.48	90.96	92.81	93.19	95.38	98.62	99.45	99.21	101.10	101.84	102.29	94.24	96.68	101.12
非 OPEC 供应量	67.29	61.90	62.51	62.99	63.02	64.47	65.78	66.09	65.80	67.82	68.53	68.93	63.67	64.85	67.78
需求（百万桶/日）															
OECD	45.27	37.43	42.11	42.83	43.16	43.53	44.98	45.63	45.47	45.23	46.20	46.33	41.91	44.33	45.81
美国（50 个州）	19.33	16.08	18.36	18.71	18.51	19.32	19.84	20.07	19.92	20.37	20.72	20.66	18.12	19.44	20.42
美国本土	0.17	0.15	0.16	0.17	0.20	0.18	0.18	0.19	0.20	0.18	0.19	0.20	0.16	0.19	0.19
加拿大	2.33	1.88	2.16	2.03	2.19	2.19	2.29	2.29	2.28	2.24	2.34	2.32	2.10	2.24	2.30
欧洲	13.34	11.03	12.85	12.55	12.58	12.86	13.50	13.36	13.16	13.34	13.74	13.44	12.44	13.08	13.42
日本	3.69	2.89	3.03	3.50	3.55	2.94	3.06	3.41	3.63	2.97	3.05	3.37	3.27	3.24	3.25
其他 OECD 国家	6.41	5.41	5.55	5.88	6.13	6.04	6.10	6.31	6.28	6.13	6.17	6.34	5.81	6.14	6.23
非 OECD 国家	50.03	47.35	51.11	52.49	52.10	53.31	53.73	54.16	54.43	55.71	55.86	56.01	50.25	53.34	55.51
欧亚大陆	4.86	4.48	5.28	5.17	4.92	5.01	5.40	5.26	5.09	5.16	5.57	5.43	4.95	5.15	5.31
欧洲	0.71	0.69	0.71	0.72	0.72	0.72	0.74	0.74	0.74	0.74	0.75	0.76	0.71	0.73	0.75
中国	13.79	13.98	14.55	15.01	14.95	15.33	15.07	15.40	15.71	15.97	15.68	15.95	14.33	15.19	15.83
其他亚洲国家	13.16	11.64	12.60	13.61	13.89	14.14	13.76	14.20	14.73	14.93	14.52	14.94	12.75	14.00	14.78
其他非 OECD 国家	17.53	16.55	17.98	17.99	17.61	18.11	18.77	18.56	18.16	18.90	19.35	18.94	17.51	18.27	18.84

全球总需求量	95.30	84.78	93.21	95.32	95.26	96.84	98.71	99.79	99.90	100.93	102.06	102.34	92.17	97.67	101.32
供需平衡 (百万桶/日)															
美国 (50 个州)	-0.43	-1.68	0.49	0.89	0.57	-0.11	-0.01	0.49	0.03	-0.53	0.05	0.43	-0.18	0.23	0.00
其他 OECD 国家	-0.51	-1.16	0.06	0.67	0.48	0.49	0.03	-0.05	0.21	0.11	0.05	-0.12	-0.23	0.24	0.06
其他	-4.55	-4.85	1.72	0.95	1.01	1.08	0.07	-0.10	0.44	0.25	0.12	-0.26	-1.67	0.51	0.13
总供需	-5.48	-7.70	2.26	2.51	2.07	1.46	0.09	0.34	0.69	-0.17	0.22	0.05	-2.08	0.98	0.20
期末商业库存 (百万桶/日)															
美国	1,321	1,453	1,422	1,344	1,293	1,316	1,323	1,282	1,283	1,335	1,333	1,304	1,344	1,282	1,304
OECD	2,964	3,202	3,166	3,026	2,932	2,909	2,913	2,877	2,859	2,901	2,894	2,876	3,026	2,877	2,876

数据来源: EIA 月报 新世纪期货

(二) 中东地区形势错综复杂为原油价格增添了不确定性

拜登政府上台两个多月, 美伊关系、伊核问题等热度再次升温; 跌跌撞撞近二十年, 伊核问题遭遇过“山穷水尽”, 也展现过“柳暗花明”; 如今美伊会谈难重启, 而中伊合作走向未来, 中东局势依然错综复杂, 这给油价增添了较多的不确定性。

中东地区战争阴云密布

4月6日, 在伊核谈判重启之际, 阿拉伯联合酋长国迪拜-伊朗国家电视台表示, 一艘伊朗货船遭到袭击, 该船被认为是准军事革命卫队的基地, 并在也门附近的红海中停泊了多年。伊朗先前表示, Saviz 号有助于伊朗在红海和 Bab el-Mandeb 海峡开展“反海盗”工作, 这里是国际航运的关键瓶颈。

伊朗船只“萨维兹号”(Saviz) 在红海遇袭的有关报道引发多方猜测。伊朗半官方的塔斯尼姆通讯社称萨维兹(Saviz) 船体上埋藏的炸药爆炸。

根据船舶追踪数据, 与国家有联系的伊朗伊斯兰共和国航运公司所有的 Saviz 于 2016 年底进入红海。此后的几年里, 它漂流了达尔拉克群岛, 达尔拉克群岛是附近的非洲国家厄立特里亚沿岸红海中的一连串岛屿。

美联社早些时候从沙特军方获得的简报材料显示, 该船上的人员身着迷彩服, 有典型的军装风格的, 并且能够将货物运送到也门海岸的小船。该简报材料还包括图片, 该图片显示了船上各种天线, 沙特政府认为, 商业货船上并不常见这种配置, 这表明该船可能在进行电子监视。其他图像还显示该船配有 50-口径机关枪。

在国家电视台的报道中, 一位船员援引了《纽约时报》的一篇报道称, 一位匿名的美国官员表示, 以色列告知美国它对这艘船进行了袭击。以色列总理本雅明·内塔尼亚胡(Benjamin

Netanyahu) 本月初在组建政府的过程当中, 在其利库德党的一场演讲中提到伊朗。内塔尼亚胡说: “我们绝不能回到与伊朗的核协议中, 因为核伊朗是对以色列国的生存威胁, 也是对整个世界安全的重大威胁。”

一波未平一波又起。

位于伊朗中部的纳坦兹核设施电力系统 11 日发生故障, 伊朗政府随后指责以色列发动了这次“破坏活动”。伊朗外交部发言人 Saeed Khatibzadeh 12 日在新闻发布会上表示, “各种消息来源都证实了以色列是袭击伊朗中部纳坦兹工厂电网的幕后黑手。他说, IR-1 离心机已经损坏, 但现在还无法确定受损程度。Khatibzadeh 没有提供进一步的袭击细节。该国外交部长扎里夫称, 伊朗将以“进一步推动核进展”的方式做出回应, 这一表态暗示在主要国家寻求削减伊朗核能力之际, 伊朗打算反其道而行之。

伊朗副外长阿拉格希 13 日说, 伊朗已将有关提高浓缩铀丰度的计划告知国际原子能机构。伊朗总统鲁哈尼 14 日在内阁会议上说, 伊朗将把浓缩铀丰度提高到 60%, 并启动更多 IR-6 离心机, 这些举措是对纳坦兹核设施遇袭事件的回应。16 日伊朗议会议长卡利巴夫说, 在该国纳坦兹核设施遭袭后, 伊朗当地时间 16 日开始提炼丰度高达 60% 的浓缩铀, 这是该国历史上的最高水平。伊朗原子能组织主席萨利希随后承认了伊方提炼 60% 丰度浓缩铀的举动。

伊核谈判举步维艰

自 4 月 6 日以来, 伊朗与来自美国、德国、法国、英国、俄罗斯和中国的外交官在维也纳已举行了两轮会谈, 虽然作为会议的协调人欧盟称会议取得了进展, 但从会谈实际推进来看, 进展依然缓慢。

回顾伊朗的核协定历程, 我们可以看到, 自内贾德时代伊朗高调公布核计划后, 国际社会一直试图用外交、和平手段解决伊朗核危机。

2005 年, 伊朗强硬派总统艾哈迈迪·内贾德公开强调伊朗有权研发核能, 并在 2006 年初宣布恢复铀浓缩活动。中美俄英法五个联合国安理会常任理事国, 与伊朗的重要贸易伙伴德国, 同年 6 月开始就解决伊朗核问题展开谈判。一个月后, 安理会通过要求伊朗停止铀浓缩活动的第一份决议, 之后四年, 逐步加大对伊朗的制裁。

2013 年 11 月, 伊朗和“5+1”国家(联合国“五常”+德国)达成翌年 1 月 20 日生效的《伊朗核问题临时协议》, 规定在 20 个月内就达成解决伊朗核问题全面协议展开谈判。

2015 年 7 月, 伊朗和“5+1”国家在维也纳达成俗称“伊朗核协议”的《联合全面行动计划》。规定“伊朗交出全部中等纯度和 98% 低纯度浓缩铀”, “交出约 2/3 离心机”等内容。

作为回报，当伊朗遵守协议内容时，国际社会解除对伊朗的制裁。

该协议于 2016 年 1 月实施。通过该协议，国际社会减少了对伊朗发展核武器的疑虑，缓和了地缘政治紧张局势；而伊朗得到了打破国际封锁、制裁和禁运的机会与改善国内经济、民生困境的喘息之机，其和平利用核能的主权国家权益也得到了原则上的保证。

在伊朗核协议正常运作时期，国际原子能机构几次定期核查、抽查都作出“协议被大体遵守”的结论。除以色列、沙特两个伊朗地缘政治死敌外，各方也普遍给出积极评价。

但这一平衡在 2018 年被打破——特朗普政府单方面宣布停止履约，随后恢复甚至强化了对伊单边制裁。作为回击，伊朗自 2019 年起也逐步停止履约。

2020 年 1 月，美国以“支持恐怖主义”为由，刺杀了伊朗革命卫队将领苏莱曼尼，导致伊朗在两天后宣布“完全不受核协定义务限制”。

拜登上台后，美伊间围绕伊朗核协定的紧张关系并未趋于缓和。

美方一再发出“不排除任何选项”的威胁，而伊朗也采取了一系列行动——今年 1 月宣布将浓缩铀上限提升至 20%，近日又宣布提升至 60%，不仅完全突破核协定限制，也大幅度接近武器级门槛。2 月 23 日，伊朗宣布停止自愿履行《不扩散核武器条约》附加议定书。

但“秀肌肉”仅是围绕伊朗核问题外交博弈的一个侧面，美伊双方事实上都在谋求“极限施压”，以争取对本方最有利的谈判态势和结果。

如今，随着“维也纳会谈”的开启，伊朗核问题再次成为国际关注焦点。积极去看，“间接会谈”并未破裂，新一轮会谈业已开始；消极去看，美伊双方还是在“各说各话”。

伊核谈判如此艰难，背后是美伊两国之间的不信任和对立。核心分歧在于伊朗是否会发展核武器，以及如何理解和保障伊朗和平利用核能的权利。从根源上讲，伊朗核协议危机是特朗普政府单边“退群”所引发的，伊朗方面在目前态势下很难退让。伊朗也有理由担心，一旦退却，美国及其盟友会否得寸进尺，在今后故伎重施。

自退出伊朗核协定以来，美国不仅未能如特朗普此前所保证的，通过此举“迫使伊朗接受更严厉的核协议条款”，并给中东局势降温。相反，还导致美国在中东利益受到更大威胁，伊朗也并未接受任何“城下之盟”。

从美国方面来看，当前拜登政府构成复杂，在许多内外政策上表现出分歧。一方面希望恢复因特朗普不断“极限施压占便宜”而破坏的国际关系；另一方面，又期待保住特朗普不惜破坏国际关系而占到的各种便宜。此外，不论美伊官方还是民间，互不信任的情绪都根深蒂固。拜登如果在争取重启伊朗核协定方面走得太远、太积极，很容易被共和党人、特朗普支持者、

极端亲以色列游说集团等扣上“妥协投降”、“背叛美国利益”等大帽子。

从伊朗方面来看，一方面，长期制裁已严重影响伊朗经济发展和社会稳定，打破国际孤立，回到伊朗核协定生效阶段态势，也符合其核心战略利益需要。另一方面，苏莱曼尼事件等事件在伊朗强硬派中激起更高涨反美情绪，要求“复仇”、“强硬”的压力始终高涨。4月11日，强硬派占多数的伊朗议会高调通过指控总统鲁哈尼“蔑视本国法律”的决议，参加投票的235名议员中，多达190人投赞成票。此外，伊朗6月将举行总统大选，已任满两届的鲁哈尼行将卸任。尽管他始终强调“对恢复核协定效力持积极态度”，强调“伊朗和平利用核能的承诺不变”，但一旦他任满走人，一切都具备更多不确定性。

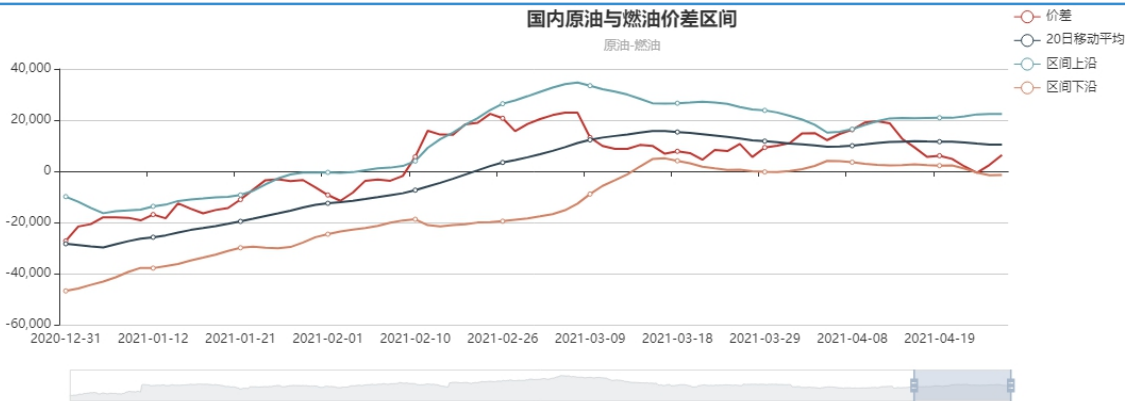
（三）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，虽然OPEC、EIA、IEA三大机构上调全球原油消费前景期期，但在OPEC开始有限力度增产、沙特将逐步退出额外减产、非OPEC国家增产、伊朗原油将重返国际市场的情况下，全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，虽然当前欧洲疫情较3月初爆发时有所回落，且当前欧美正处于夏季出行的高峰，这对原油需求的复苏起到了一定的支撑，但在当前亚太地区（印度与日本）疫情反弹，特别是印度疫情已处于失控之际，市场的忧虑情绪再度重燃。此外，当前中东形势仍然错综复杂，战争阴云依然密布，而这些都将对国际原油价格形成影响。

从整体来看，我们认为虽然自4月中旬以来国际原油价格呈现回调之势，但展望未来，乐观地看，如果在二季度剩余的时期内，欧洲疫情持续回落、亚太地区疫情（印度与日本）得到有效控制、中东地区形势持续紧张，则国际原油价格将回升至65-70美元的价格区间，沪原油价格将在回调后站稳400-420元的价格区间；悲观地来看，如果在二季度剩余的时期内，欧洲疫情出现反弹、亚太地区疫情（印度与日本）持续高发、中东地区形势出现缓和，则国际原油价格将继续回落至45-55美元的价格区间，沪原油价格将继续回调至330-350元的价格区间。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，从跨品种的套利交易策略来看，当前的多燃料油空原油的策略可继续持有。

图 31: 国内原油与燃料油价差区间

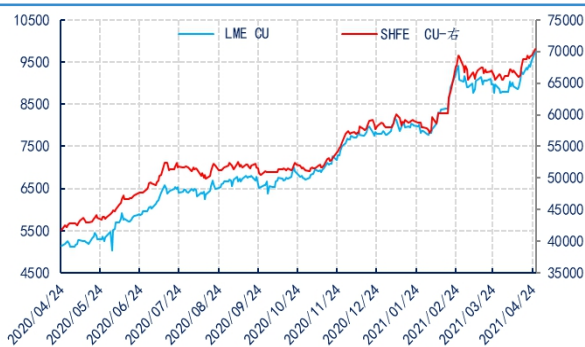


数据来源: Wind 新世纪期货

三、碳中和叠加传统消费旺季，铜价与铝价仍将震荡上行

自 4 月初以来，我们看到，虽然亚太地区（印度与日本）疫情出现反弹、美国拜登政府意向大企业的海外利润与富人征税、拜登的基建计划或将大幅缩水，但在中美经济数据回暖、欧洲疫情稳步回落、国内进入传统消费旺季等因素的共同影响下，内外盘铜与铝价格在经过 4 月初的短暂回调后开始稳步震荡上行，当前，沪铜与沪铝收盘价分别较 3 月 31 日上涨 10% 与 8%。

图 32: 内外铜走势对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 33: 内外铝走势对比



数据来源: Wind 新世纪期货

（一）铜：消费旺季下的铜价仍将震荡上行

1. 供给端：全球铜矿供给持续偏紧、供应干扰问题依然存在

在之前的季报中，供应端方面，我们预计今年全球铜矿增量有 73 万吨；需求端方面，我们预计今年全球精铜消费量在 3.6%。整体来看，铜仍将面临供应紧张的局面。

从当前来看，一方面，从今年全球铜矿新增的产量分布区域来看，主要分布于拉美、非洲等地区，在之前季报中，我们已对此作出了预警。而从本月的情况来看，亦验证了我们此前的判断：智利因疫情的反弹而采取了“封国”措施，与此同时，力拓/淡水河谷/俄镍 Q1 产量合

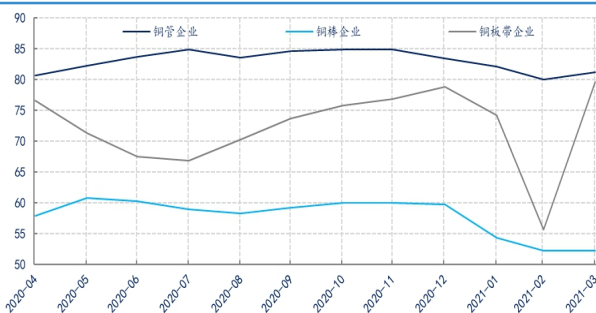
计同比下降 15.7%，且全球大型铜矿项目在二季度末开始投产，考虑 产能爬坡和运输船期，实际的产量贡献在三季度末才有体现，铜精矿在二三季度仍处于紧张状态。

另一方面，我们在此前的季报中提到 2021 年是全球铜矿山合同到期的大年，据彭博统计仅智利和秘鲁就总计有 466.5 万吨产量的铜矿山合同到期面临劳资谈判（如智利的 Chuquicamata、Escondida 等大型铜矿山，秘鲁的 Antamina、Cerro Verde 等大型铜矿）。从本月的情况来看，智利北部的智利 Escondida 铜矿工人将于 6 月开始新的劳动协议谈判，在当前铜价接近十年最高水平之际，即将迎来的薪资谈判可能会对铜供应构成新的威胁—如果管理层和工会谈判人员未能在该日期之前就新协议达成一致，该拥有 2,281 名会员的强大工会可能会举行罢工，进而会使得铜价进一步上涨。

2. 需求端：消费旺季下铜需求的回升

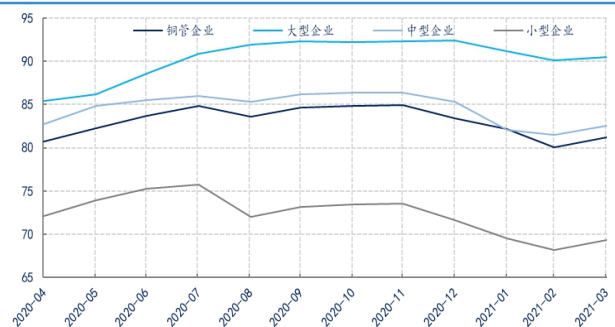
根据我的有色的调研数据来看，2021 年 3 月，国内铜管企业开工率较 2 月回升 1.1 个百分点至 81.2%，其中大型企业开工率回升 0.4 个百分点至 90.5%，中型企业开工率回升 1.1 个百分点至 82.6%，小型企业开工率回升 1.08 个百分点至 69.3%；同期，铜棒企业开工率与 2 月持平，其中大型企业开工率回升 4.4 个百分点至 64.5%，中型企业开工率回升 2.4 个百分点至 55.6%，小型企业开工率回升 2.95 个百分点至 43.1%；铜板带企业开工率大幅反弹 23.97 个百分点至 79.64%，其中大型企业开工率反弹 24.43 个百分点至 82.25%；中型企业开工率反弹 23.09 个百分点至 79.15%，小型企业开工率回升 24.3 个百分点至 77.53%。这表明，自进入传统消费旺季以来，国内下游的消费需求呈现企稳回升之势。

图 34：国内铜下游开工率呈现反弹回升之势

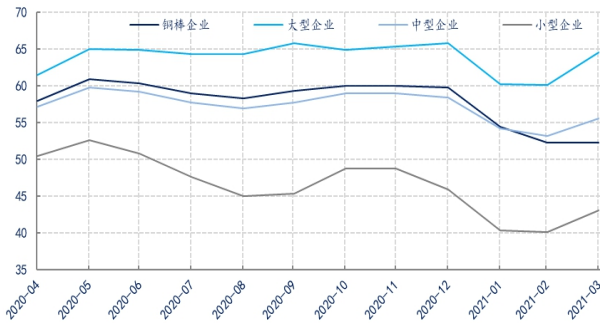


数据来源：我的有色 新世纪期货

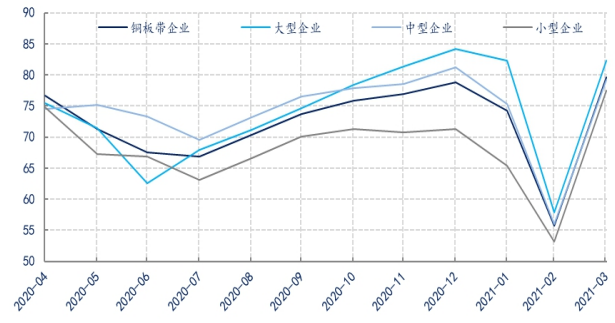
图 35：国内铜管企业开工率小幅回升



数据来源：我的有色 新世纪期货

图 36: 国内铜棒企业开工率基本持稳


数据来源: 我的有色 新世纪期货

图 37: 国内铜板带企业开工率大幅反弹


数据来源: 我的有色 新世纪期货

从终端数据来看, 亦验证了当前国内铜下游消费需求的回暖。其中, 中电联的数据显示, 一季度, 全国新增发电装机容量 2351 万千瓦, 同比增加 996 万千瓦。截至 3 月底, 全国全口径水电装机容量 3.7 亿千瓦、火电 12.6 亿千瓦、核电 5104 万千瓦、并网风电 2.9 亿千瓦、并网太阳能发电装机 2.6 亿千瓦。综合考虑国内外经济形势、上年低基数、电能替代等因素, 以及外部环境存在的不确定性, 预计 2021 年全社会用电量增速前高后低, 全年全社会用电量增长 7%–8%, 若夏季出现长时段大范围高温天气, 则全社会用电量增速将很可能突破 8%, 用电量增速将明显超过上年。从电网的角度来看, 发电机装机容量与社会用电量的增加均将拉动铜的消费。

此外, 根据中汽协的数据, 2021 年 3 月, 汽车产销环比和同比均呈较快增长, 分别达到 246.2 万辆和 252.6 万辆, 环比增长 63.9% 和 73.6%, 同比增长 71.6% 和 74.9%。1–3 月, 汽车产销 635.2 万辆和 648.4 万辆, 同比增长 81.7% 和 75.6%。其中, 3 月, 新能源汽车产销分别完成 21.6 万辆和 22.6 万辆, 同比分别增长 2.5 倍和 2.4 倍, 继续刷新当月历史产销记录。1–3 月, 新能源汽车产销分别完成 53.3 万辆和 51.5 万辆, 同比分别增长 3.2 倍和 2.8 倍。汽车产销同比的大幅增加, 特别是新能源车的产销大增均将对拉动铜的消费需求。

除电力与汽车行业消费稳步回升为铜价提供上涨动力外, 房地产市场的数据亦能验证国内铜下游需求的回暖。根据国家统计局的数据, 价格方面, 一季度, 百城新建住宅价格累计上涨 0.77%, 涨幅较去年同期扩大 0.59 个百分点, 但仍处近五年同期较低水平。各梯队城市新建住宅价格较去年同期均出现不同程度上涨, 其中一线及二线代表城市涨幅均小幅扩大, 三四线代表城市价格累计变化由跌转涨; 各区域中, 长三角新建住宅价格累计涨幅较去年同期有所扩大, 珠三角、京津冀、山东半岛价格累计变化均由跌转涨。成交方面, 受“就地过年”影响, 重点城市楼市淡季效应明显减弱, 一季度 50 城商品住宅成交规模达近五年最高水平, 其中一

线城市及东部热点二三线城市成交活跃度 更为突出。供应端，房企紧抓机遇积极推盘，重点城市一季度整体新增供应量创历史同期新高，但与需求相比，仍显不足，短期库存规模及去化时间均明显下行。

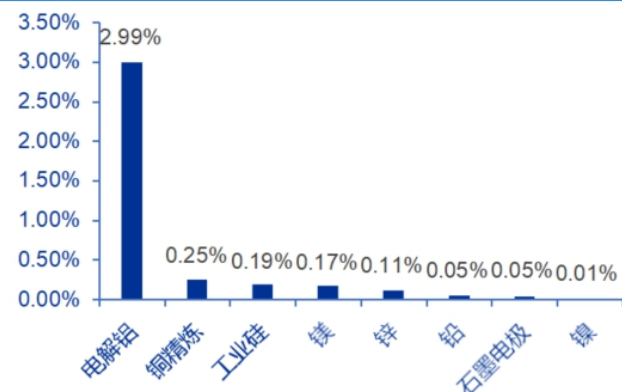
（二）铝：碳中和叠加消费旺季，铝价涨幅可期

1. 供给端：国内将限制新增产能 海外难以快速放量

在此前的季报中，我们预计，随着新投产能的逐步释放，国内电解铝行业建成产能将逐步达到 4400 万吨的产能天花板，未来新增产量有限。

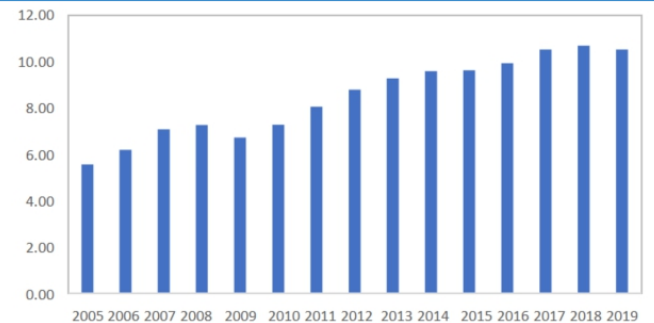
受碳中和、碳达峰政策影响最大的有色金属子行业非铝行业莫属。从全球的数据看，2005 年全球电解铝行业二氧化碳排放量 5.55 亿吨，2019 年全球电解铝行业二氧化碳排放量 10.52 亿吨，复合增速 4.35%。从国内数据来看，国内电解铝单吨碳排放为 12.22 吨二氧化碳当量，2020 年国内电解铝环节总碳排放为 4.13 亿吨二氧化碳当量，占国内总碳排放量的 2.99%，是国内有色金属中碳排放最大行业。

图 38：国内有色金属重点行业碳排放占比



数据来源：中国有色金属工业协会 新世纪期货

图 39：全球电解铝二氧化碳排放量（亿吨）



数据来源：IAI 新世纪期货

铝工业生产采用冰晶石—氧化铝融盐电解法。熔融冰晶石是溶剂，氧化铝作为溶质，以碳素体作为阳极，铝液作为阴极，通入强大的直流电后，在 950℃-970℃下，在电解槽内的两极上进行电化学反应。二氧化碳排放涉及能源消耗及阳极氧气与碳素体结合的直接排放。电解一吨铝耗电量约为 13500kwh，按 1 吨标准煤 2.66 吨二氧化碳，1kwh 电 306.4g 标准煤的折算方法，生产一吨电解铝的能源间接排放二氧化碳 11 吨。在直接排放时，按 $2Al_2O_3 \xrightarrow{C} 4Al + 3O_2 \uparrow$ ， $C + O_2 \xrightarrow{} CO_2$ 的方程式，每生产一吨电解铝直接排放 1.22 吨二氧化碳。综上，以火电为能源的电解铝单吨碳排放总量为 12.22 吨二氧化碳当量，以水电为能源的电解铝单吨碳排放总量为

1.22 吨二氧化碳当量。根据上海有色网统计 2020 年国内电解铝总产量为 3712 万吨，其中水电为能源的电解铝占比约 10%，则对应总计碳排放 4.13 亿吨，占国内碳排放总量的 2.99%。

2021 年 2 月 7 日，根据《中华人民共和国节约能源法》和国务院有关规定要求，国家发改委会同有关部门对各省（区、市）2019 年度能源消费总量和强度双控措施落实和目标完成情况进行了考核，内蒙古考核结果为“未完成”。为落实“双控”工作任务，内蒙古正在多举措严控能耗。

2021 年 2 月 24 日，内蒙古各市政府对电解铝企业下达压减能耗“双控”目标任务函，对电解铝企业一季度能耗消费总量进行压减。限产主要影响蒙东地区电解铝企业，蒙东 3 家企业通过降低电流强度或通过停槽的形式，总计划减产约 15 万吨。

对“十三五”未通过能评审查已投产的违规项目，即日起立即停产，涉及：包头市新恒丰能源有限公司 50 万吨轻金属材料加工项目及扩建 9 万吨原铝制备项目。对重点用能企业采取限能、限电措施，包头铝业在 5 号机组停产检修的基础上，继续减少用电 15,000 万千瓦时或当月减少能耗 4 万吨标煤。

截至 2021 年 4 月 1 日，2021 年中国电解铝减产规模 29.2 万吨，其中：已经减产 23.2 万吨，已确定待减产 2 万吨，或减产但未明确减产 4 万吨。

表 5:2021 年 2 月起内蒙地区电解铝企业减产统计

单位：万吨

企业（万吨）	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定减产	或减产但未明确	备注
内蒙创源金属	13	80	73	7	2021 年 2 月	0	0	因碳排放问题
内蒙锦联铝材	80	100	98	2	2021 年 2 月	2	0	因碳排放问题
东方希望包头稀土铝业	125	83	80.4	2.6	2021 年 3 月	0	0	因碳排放问题
包头铝业	85	55	53	2	2021 年 3 月	0	0	因碳排放问题
蒙泰新型铝合金材料	50	50	42	8	2021 年 3 月	0	0	碳排放+检修
霍煤鸿骏铝电	86	86	86	0	待定	0	4	碳排放问题，预计减产

数据来源：百川盈孚 新世纪期货

2017 年起，随着京津冀周边“2+26”城市采暖季限产政策的执行，包括山东、河南、山西在内的京津冀周边省份已经不适合发展电解铝产业，因此，内蒙承接了大量的电解铝产能转移项目。由于内蒙“双控”工作的推进，2021 年拟投产的白音华煤电有限公司 38 万吨电解铝项目处于延期投产的阶段，2021 年拟启动建设的华云新材料三期 42 万吨电解铝产能也存在延期启动的可能。与此同时，由于电网基础设施建设相对薄弱，云南拟投产的电解铝项目进度普遍延期 6 个月以上。

2020 年末，中国电解铝在产产能约 4,100 万吨，合规产能上限 4,500 万吨，剩余 400 万吨产能原定于 2021 年陆续投产。由于内蒙“双控”和云南电力问题，拟投产产能出现延期情

况。由于各个省都在出台针对高耗能行业的产业政策，如果每个省都严格控制电解铝行业的新增产能，未来可能存在拟投产产能无法通过指标转移落地的情况。2019 年四川某电解铝企业将 35 万吨电解铝指标转移至新疆，后来由于当地不予接收而被迫转至云南。因此，我们认为，在当前的产业政策下，电解铝行业的实际产能上限存在低于 4,500 万吨的可能。

从海外电解铝产量增量来看，我们在此前的季报中曾提到，2019-2021 年海外新投及复产产能为 183.1 万吨，其中 2021 年新投及复产产能为 120.9 万吨。

表 6: 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

不过，分地区来看，一方面，以欧美为代表的海外发达国家地区，虽是老牌电解铝产地，行业集中度较高，主要企业有俄铝、美铝、海德鲁等；但自 2019 年下半年以来，中国国内电解铝整体虽持续维持高盈利状态，但海外发达国家铝企盈利表现明显相对弱势，与此同时，就产能投放周期而言，相比于国内 1 年左右的电解铝产能投放时长来说，受制于工人效率、审批政策、环保政策严格等，海外发达地区电解铝产能投放周期往往长达 2-4 年；另一方面，虽然当前发展中地区国家电解铝产量占比全球比重相对较低，但在中国等外资涌入之下，也是市场未来重点关注的电解铝产能投放基地，尤其是资源端铝土矿储量丰富的印尼与几内亚等地区，不过，抛开不确定性的国家政治风险不谈，仅受制于产业配套体系差、电力配套成本高及投建效率较低等原因，海外发展中地区国家电解铝产能就缺乏性价比，快速投放并非朝夕可成。

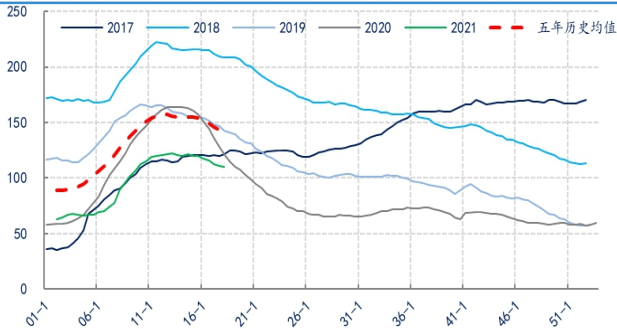
基于此，我们认为，虽然今年海外新投及复产产能为 120.9 万吨，但在当前全球疫情仍十分严峻，且发达地区国家的铝企盈利依然较弱的情况下，海外新投及复产产能或不及预期。

2. 需求端：消费旺季对铝价的支撑效用显现

1) 步入消费旺季，社会库存持续下滑

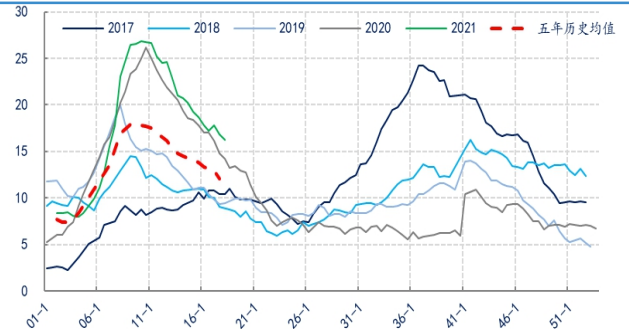
截止4月26日当周，国内电解铝社会库存为110万吨，较年内高点的122.3万吨（3月22日）下降12.3万吨，同期，国内铝棒社会库存为16.2万吨，较年内高点的26.8万吨（3月1日）下降10.6万吨，电解铝社会库存与铝棒社会库存均呈持续下降之势，这表明当前国内电解铝的下游消费已经回暖，这将对铝价形成利好支撑。

图 40：国内电解铝社会库存持续下滑



数据来源：Wind 新世纪期货

图 41：国内铝棒社会库存持续下滑

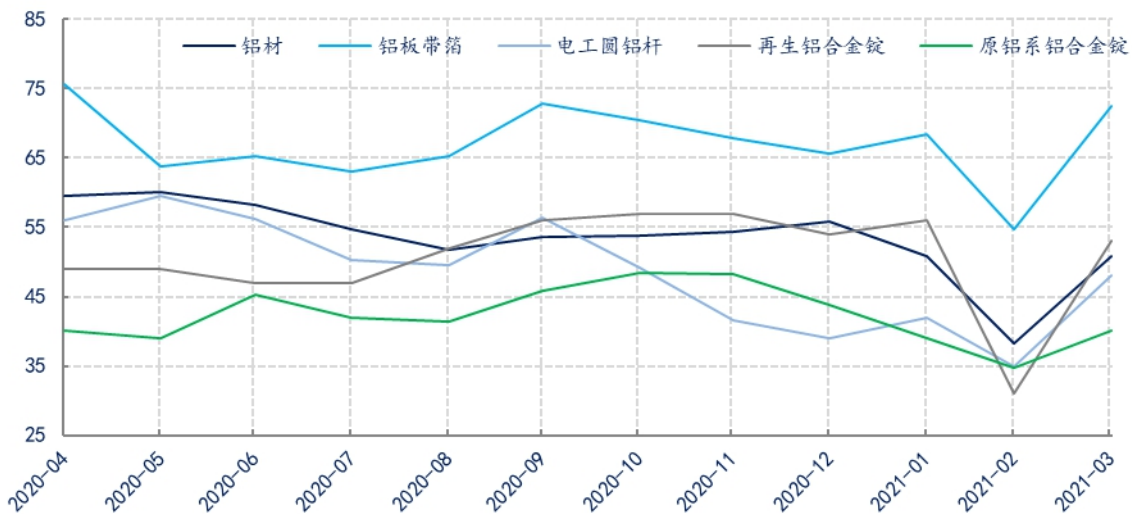


数据来源：Wind 新世纪期货

2) 铝材开工率大幅反弹回升

据我的有色的调研数据显不，截止3月，国内铝材开工率较2月回升12.6个百分点至50.92%，铝板带箔开工率回升17.75个百分点对72.42%，电工铝圆杆开工率回升13个百分点至48%，再生铝合金锭开工率回升22个百分点于53%，原铝铝合金锭开工率回升5.27个百分点至40.03%。综合来看，当前铝的下游开工率均呈现显著回升之势，这表明下游的消费需求呈现回暖之势。

图 42：国内铝材开工率均呈现显著回升之势



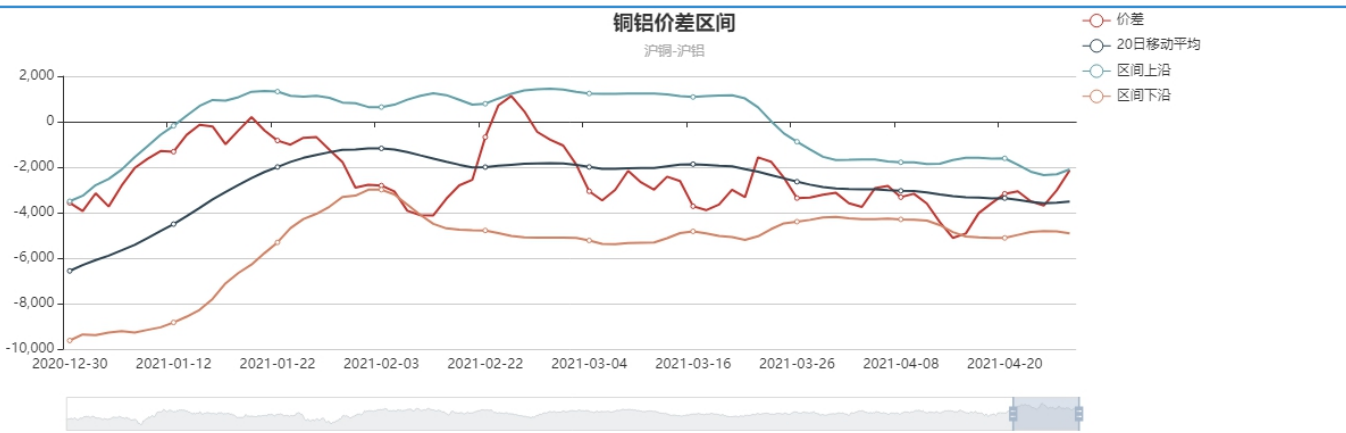
数据来源：我的有色 新世纪期货

（三）未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，虽然当前亚太地区（印度与日本）疫情有所反弹、欧洲疫情依然形势严峻、中美、中欧、美俄、俄欧关系依然持续紧张，但在中美两大经济体持续稳步复苏的影响下，有色金属价格将重新震荡回升；而从供需基本面来看，一方面，对于铜而言，从供应端来看，虽然我们预期全球铜矿产量将有所增加，但在疫情、劳资谈判等因素的扰动下，2021 年全球的铜矿供应仍有较大的不确定性；从消费端来看，在当前步入消费旺季且叠加碳中和大背景的情况下，铜下游消费的企稳回升对铜价的拉升效用正在显现；整体而言，供应端的持续收紧与需求端的稳步复苏将对铜价形成上涨支撑。另一方面，对于铝而言，从供应端来看，受疫情与碳中和的影响，全球电解铝的新增产能将非常有限；从需求端来看，在当前步入消费旺季且叠加碳中和大背景的情况下，铝下游消费的企稳回升对铝价的拉升效用正在显现；整体而言，供应增量的有限与需求端的稳步复苏将对铝价形成上涨支撑。

从单品种趋势交易策略来看，鉴于当前全球宏观氛围偏冷，我们建议铜与铝的短线与中线的多单可继续谨慎持有，从跨品种的套利交易策略来看，我们认为，多铜空铝策略可继续持有。

图 43： 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/>