

**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**

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

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

## 二季度有色与原油市场展望一

### 全球经济复苏存在重大风险 原油与有色的上行之路或将延后

**观点摘要：**
**宏观经济：**

整体来看，一方面，虽然从数据来看，当前全球经济复苏势头强劲，且全球疫情整体形势有所放缓，但随着欧洲疫情的恶化，特别是“疫苗民族主义”的持续蔓延、阿斯利康与辉瑞疫苗接连被曝出安全可靠性问题，使得欧洲疫苗接种进程放缓，进而拖累了全球经济的复苏进程。另一方面，虽然中美欧三大经济体持续货币宽松政策、中国与美国加大财政刺激力度，但受当前中美关系、中欧关系以及美俄关系的骤然紧张因素影响，全球经济的复苏进程将受到拖累，如果中美关系、中欧关系以及美俄关系持续升级恶化，则欧美经济将重新陷入衰退之中。

**原油：**

一方面，OPEC+的持续推进减产、中美欧三大经济体持续货币宽松政策、中国与美国加大财政刺激力度，全球原油的消费需求将呈现复苏之势，供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，虽然当前美国页岩油产量在严寒天气影响后缓步恢复，但在拜登的新能源政策影响以及原油开采成本上升、美国页岩油企业增加资本开支意愿较低的情况下，美国原油产量将难以恢复至 2019 年水平，此外，虽然 OPEC 持续推进减产，但伊朗以及非 OPEC 国家原油产量的增加均将对油价的上行构成压制。展望未来，乐观地看，如果在二季度欧洲疫情能得到有效控制、中美关系、中欧关系以及美俄关系的紧张形势能得到有效缓解，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，如果在二季度欧洲疫情未能得到有效控制、中美关系、中欧关系以及美俄关系的紧张形势未能得到有效缓解，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：**

虽然当前宏观面的由暖转冷使得有色金属价格整体出现回调，但从供需基本面来看，我们仍然看好在碳中和大背景下的铜价与铝价。

**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，在碳中和的背景下，新能源车的发展、电网向能源互联网升级均将为铜带来新的需求增长点；整体而言，供应端的持续收紧与需求端的持续增长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，在碳中和的大背景下，新能源车与光伏行业的发展将带动铝需求的增加；整体而言，供应增量的有限与需求端的增长将对铝价形成上涨支撑。

**关注点：**

1. 全球新冠肺炎疫情的进一步发展及疫苗注射进程；
2. 中美关系、中欧关系以及美俄关系是否进一步升级；
3. 中东局势是否进一步升级、OPEC 的政策是否会发生变化；
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) 全球经济复苏势头强劲，但存在重大的风险.....	3
(二) 疫苗问题频发将拖累全球经济复苏前景.....	4
1. 全球疫情增速虽有所放缓，但欧洲疫情有所恶化.....	4
2. 疫苗的安全有效性与接种速度将成为制约全球经济复苏的重要关键因素.....	7
(三) 中美欧的政策刺激对经济复苏的效果将呈现分化.....	11
1. 中国货币政策与财政政策将助力经济的可持续发展.....	11
2. 美国刺激政策的效果将被大大削弱.....	13
3. 欧元区将加快 PPEP 购债速度.....	17
二、 欧洲疫情恶化抑制短期需求回升 油价短期之内将宽幅震荡整理.....	18
(一) 供需：欧洲疫情恶化抑制全球消费的复苏，下半年全球消费或将好转.....	19
(二) OPEC 闲置产能创近年新高或将制约油价的上涨空间.....	23
(三) 美国原油产量难以回到疫情前水平.....	24
(四) 拜登的刺激法案将提升美国原油需求.....	26
(五) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	27
三、 碳中和大背景下，铜价与铝价在回调后仍将震荡上行.....	28
(一) 铜：供需错配下的铜价在回调后仍将震荡上行.....	29
1. 全球铜矿供给持续偏紧、供应干扰问题依然存在.....	29
2. 碳中和背景下的需求拉动.....	30
(二) 铝：碳中和背景下的供需再平衡.....	32
1. 碳中和背景下国内外新增产能均有限.....	32
2. 需求端：碳中和带来新增亮点.....	33
(三) 未来走势判断与交易策略.....	37
免责声明.....	39

## 一、全球经济复苏前景展望

### （一）全球经济复苏势头强劲，但存在重大的风险

联合国贸易和发展会议（贸发会议）18日发布《2020贸易和发展报告》更新版，预测今年全球经济增速将达4.7%，但经济规模仍难回疫情前水平。这一预期高于贸发会议去年9月预测的4.3%。不过报告同时预测，今年全球经济规模仍将比疫情前缩水逾10万亿美元，复苏前景存在“很大的不平衡性和不可预测性”。

贸发会议在报告中表示，去年第三季度，随着各国逐步解除防疫封锁，全球经济也开始复苏，但第二波疫情在第四季度就早早到来，严重打乱了全球的复苏步调，其中西欧地区所受到的影响尤其严重。从区域经济数据分析来看，东亚和拉美地区的情况略好于预期，而疫情对欧洲、印度和南非经济的影响则比此前预计的更加严重，此外，疫情对非洲公共卫生系统所造成的压力也低于预期。

贸发会议表示，全球增长疲软仍将持续一段时间，“即便按照最乐观的估计，复苏都无法在几年内填补去年的收益缺口。”该机构预计2021年全球经济增幅为4.7%，比去年年中的预测值略高0.6%。

报告指出，之所以上调预测，是因为预期新冠疫苗接种进展和大规模刺激计划有望推动消费支出增加。报告称：“2020年第三季度展开的全球复苏料将在2021年持续，尽管过程可能极为崎岖且前景难料。因为流行病学、政策和协调方面变数很多。”

贸发会议表示，这一“更加乐观的预测”有赖于以下三大要素的实现：“发达国家和中等收入国家改善疫苗接种和疫情控制；全球最大经济体迅速从经济援助政策向复苏政策转变；以及没有发生全球范围的严重金融危机。”

除贸发会议外，IMF亦上调全球经济发展增长预期，3月20日，IMF第一副总裁冈本杰夫（Geoffrey Okamoto）表示，4月初，该组织将更新1月份全球经济增长5.5%的预测，以反映美国额外的财政刺激支出。不过冈本表示，目前尚不清楚大流行将持续多久，发达经济体和新兴经济体获得疫苗的情况仍然非常不均衡，与此同时，发达经济体和新兴市场经济体之间的差距越来越大，自疫情爆发以来，预计将有9000万人跌破极端贫困线，因此总体前景仍“异常”不确定，新冠肺炎病毒变异的风险可能会破坏或推迟经济复苏的到来。

对于当前全球经济所存在重大风险，在3月17日IMF公布的最新一分研究报告中有所提及。

IFM在该报告中称，新冠疫情大大增强了优势企业的市场力量，这可能拖累中期增长并扼杀创新和投资。其研究显示，研究显示，市场支配力的关键指标正在上升，包括价格上涨超过边

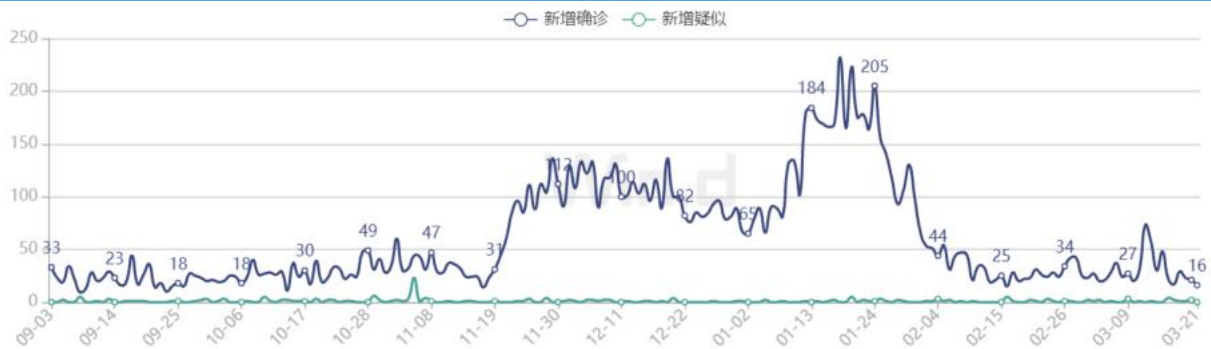
际成本，以及收入集中在某行业的四个最大参与者中，部分原因是由于疫情导致竞争减弱、破产增加。该报告没有列出具体的企业名称，而是将技术行业列为市场力量集中度最高的行业。在过去 20 年中，价格上涨幅度是整个经济领域的两倍。研究称，这些“扰乱市场”的企业在过去 20 年中取代了老牌企业，已经成为越来越占主导地位的市场力量，但如今并没有面临来自潜在市场颠覆者的竞争压力。

## （二）疫苗问题频发将拖累全球经济复苏前景

### 1. 全球疫情增速虽有所放缓，但欧洲疫情有所恶化

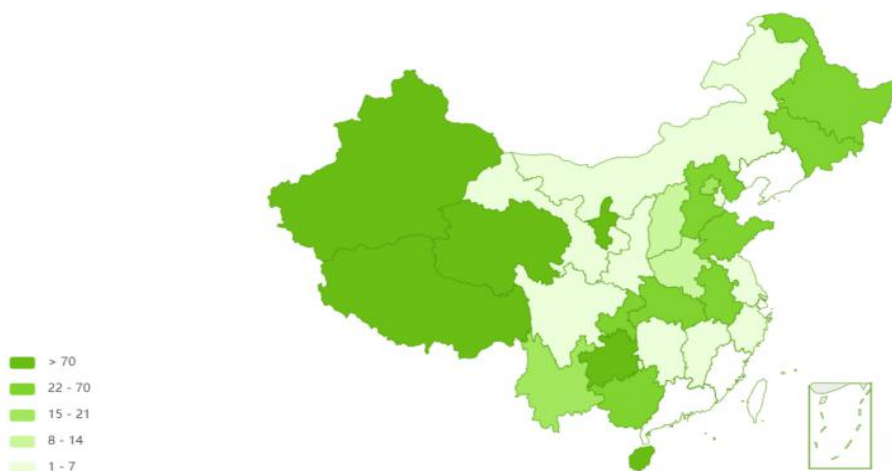
虽然自去年年底以来，受海外新冠病毒变异、气候变化及部分农村和偏远地区的防控筛查力度不足等原因，国内出现了新一轮的新冠疫情，但在国内各地严格的筛查与隔离防控措施下，日新增新冠肺炎确诊患者近来已经持续下降。

图 1：全国疫情新增趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

图 2：全国疫情无新增天数图



数据来源：WIND 新世纪期货



从全球来看，当前全球（除中国外）虽然累计确诊病例有 123,384,198 人，但日新增确诊病例数已较 1 月初时的高点（1 月 7 日 859208 人）呈显著下降之势，自 3 月以来，日均新增确诊人数维持在 40 万附近，截止 3 月 21 日，当前全球累计确诊病例为 123,384,198 人，较 2 月 28 日确诊人数增加 914,0973 人，每千万新增确诊人数时间已大幅放缓。

图 3：国外疫情新增趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

图 4：国外疫情累计趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

虽然从全球大数据来看，当前的疫情增速已经有所放缓，但根据世界卫生组织欧洲办事处 3 月 18 日发布的数据，欧洲地区新冠病毒新增感染病例已连续三周呈上升趋势，新增死亡病例数也高于去年同期。

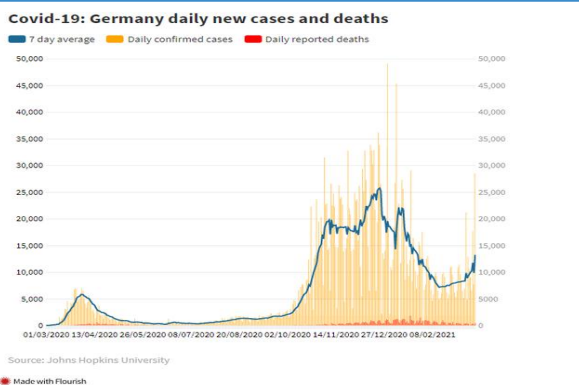
过去几周，欧洲多国疫情数据均出现反弹。此前在英国发现的新冠病毒变种广泛传播，兼具疫苗接种不利，或是欧洲疫情形势再度严峻的主因。

分国家来看，3 月 21 日周日，德国疾控机构公布的新增确诊人数和新增死亡人数分别为 13733 人、99 人，平均每十万人七日累计新增病例数则升至 104，已重回 1 月下旬的水平。

同样，法国的防疫压力也不可小觑。法国公共卫生部门公布的数据显示，截至3月21日周日，法国新冠肺炎确诊病例较前一日新增30581例。最近3天，该国累计确诊病例数量超过10万例。数据显示，法国当前新冠病毒检测呈阳性的比率为8%。

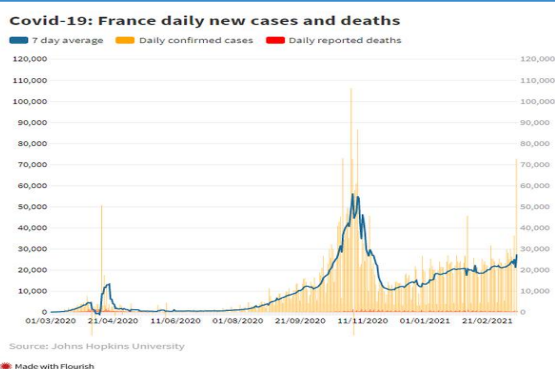
此外，意大利卫生部公布的数据显示，截至3月21日周日，意大利单日新增新冠肺炎确诊病例20159例，新增感染病例数量居高不下。波兰累计新冠肺炎感染人数已经超过200万例，近期每日新增确诊病例均达到2万例以上。

图 5： 德国新增病例趋势



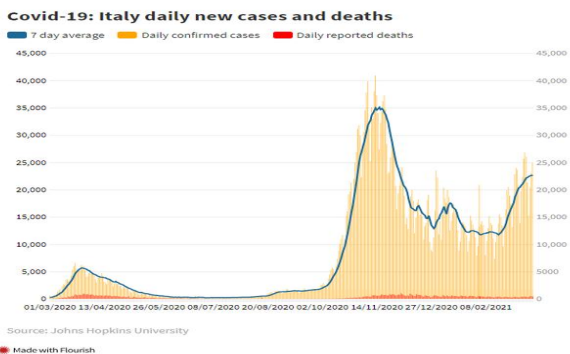
数据来源：CNBC 新世纪期货

图 6： 法国新增病例趋势



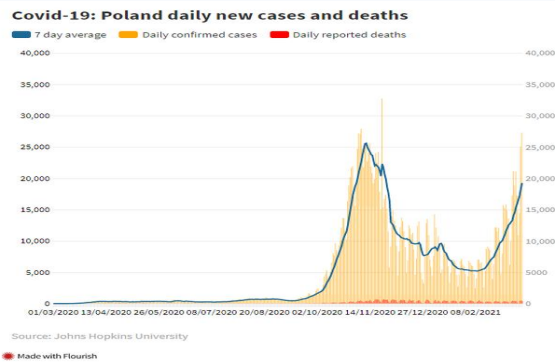
数据来源：CNBC 新世纪期货

图 7： 意大利新增病例趋势



数据来源：CNBC 新世纪期货

图 8： 波兰新增病例趋势



数据来源：CNBC 新世纪期货

面对当前的第三波疫情，欧洲诸国已开始陆续重启封锁措施，法国总理称该国进入第三波疫情的可能性越来越大，法国首都巴黎将进入为期一个月的封锁状态，全国另外15个地区也将于当地时间3月19日午夜起实施同样的封锁措施。意大利将罗马等半数以上地区划为“红色区域”、实施“封城”。

除法国与意大利外，德国、意大利、匈牙利、波兰、捷克等欧洲国家也已经进入新一轮封锁。德国总理默克尔在与16个州地方政府领导人举行会议讨论实施新的限制，希望将现有限制

措施的到期时间从3月28日延长至4月18日。

虽然欧洲第三波疫情爆发的成因主要是病毒变异所造成，但与此同时，阿斯利康疫苗的安全有效性受到质疑、欧洲诸国除英国外疫苗的供应不足则是欧洲本轮疫情迅速扩散的助推因素。

## 2. 疫苗的安全有效性与接种速度将成为制约全球经济复苏的重要关键因素

### 1) 国产疫苗相对海外疫苗更为安全有效

虽然我们在此前的报告中曾经提到：“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。”

不过从当前的情形来看，疫苗的安全有效性已经开始被质疑、各国疫苗接种速度块慢不一且暴露出来的问题较多，因此疫苗在助推经济复苏过程中所起的作用已经开始大打折扣。

近期，关于英国阿斯利康新冠疫苗与出现血栓是否存在关联，在欧洲已经吵得沸沸扬扬。虽然3月18日欧洲药监局(EMA)公布的研究结论却显示，英国阿斯利康的疫苗与接种者血栓风险上升没有联系，且没有证据证明某批次或者某厂生产的疫苗存在问题。与此同时，世卫组织的声明则认为，英国阿斯利康新冠疫苗的益处大于风险，仍推荐接种。但挪威、德国的2个研究小组独立发现，阿斯利康疫苗与血栓报告之间存在着潜在的联系。

为了打消民众的恐慌情绪，3月19日，英国首相约翰逊接种了第一剂阿斯利康疫苗，并公开表示，一点感觉都没有，呼吁民众尽快接种。但在3月20日，丹麦的2名卫生工作者在接种阿斯利康疫苗后出现严重不良反应：其中一人死亡，另1人出现血栓和脑出血的严重症状，正在医院接受治疗。

其实，在此之前，欧洲其他国家也多次出现类似病例。3月13日，挪威3名年龄在50岁以下的国民众接种阿斯利康疫苗后出现出血、血栓和血小板数值过低的症状；意大利至少已有3人在接种阿斯利康疫苗后因出现血凝块而死亡。接二连三的异常病例，一度导致阿斯利康疫苗的接种出现恐慌，包括德国、法国在内的18个欧洲国家一度暂停了该款疫苗的接种工作。

虽然欧洲药品管理局(EMA)与世卫组织先后表态，仍推荐人们接种阿斯利康疫苗，且在英国首相约翰逊、法国总理卡斯泰公开接种阿斯利康疫苗、德国总理默克尔也在记者招待会上力

挺阿斯利康疫苗之后，意大利、德国、法国和西班牙等国先后宣布，将分别于当地时间 3 月 19 日或下周开始恢复接种阿斯利康疫苗。但仍有部分欧洲国家持谨慎态度，挪威、丹麦、瑞典、芬兰等表示，仍需进一步研究，来判断是否恢复阿斯利康疫苗的接种工作。

除阿斯利康疫苗外，辉瑞疫苗也曾报告过相似案例。2021 年 1 月，意大利 S. Bortolo 医院报道了一例接种 mRNA 新冠疫苗后发生血栓的病例：一名 66 岁的女性接种第二针辉瑞 mRNA 疫苗后出现无法行走的疼痛症状，彩超诊断为深静脉血栓，治疗后缓解。

相对于阿斯利康疫苗与辉瑞疫苗的饱受争议，我国目前获得附条件批准上市的 4 款新冠疫苗：国药中生北京、国药中生武汉、科兴中维和康希诺腺病毒疫苗，依照国家药监局《预防用疫苗临床试验不良事件分级标准指导原则（2019 年版）》，不良反应发生率与以往大规模接种的疫苗基本相当，严重不良反应（3 级）比例很低，安全性可靠。

在此前的报告中我们曾提到过我国与国外疫苗的研发路径有所不同，我国的国药中生北京、国药中生武汉、科兴中维疫苗均采用的是灭活新冠疫苗，康希诺腺病毒疫苗则是采用了腺病毒疫苗路线，而阿斯利康疫苗与辉瑞疫苗使用的是 mRNA 疫苗技术，研发技术路线的不同决定了疫苗的安全性有所不同。

国药中生北京、国药中生武汉、科兴中维疫苗在临床试验与目前的接种过程中均未出现抗体依赖性增强效应（ADE）与疫苗增强性呼吸道疾病（VAERD）这两种灭活疫苗常见的不良反应。而康希诺腺病毒疫苗所使用的 5 型腺病毒是一个在人群中感染率很高的腺病毒。据统计，有 72% 的中国人、60~70% 的欧美人感染过该型腺病毒。大规模的天然感染产生了针对腺病毒的中和性抗体，产生了「预存免疫」问题，但同时也意味着，该型腺病毒的安全性更有保证。

相比之下，牛津-阿斯利康疫苗所使用的黑猩猩腺病毒毒株 Y25（之后也被称为 ChAdOx1）在人群的血清阳性率仅约 20%。暂时还不清楚接种后罕见的血栓案例是否与该病毒载体有关。

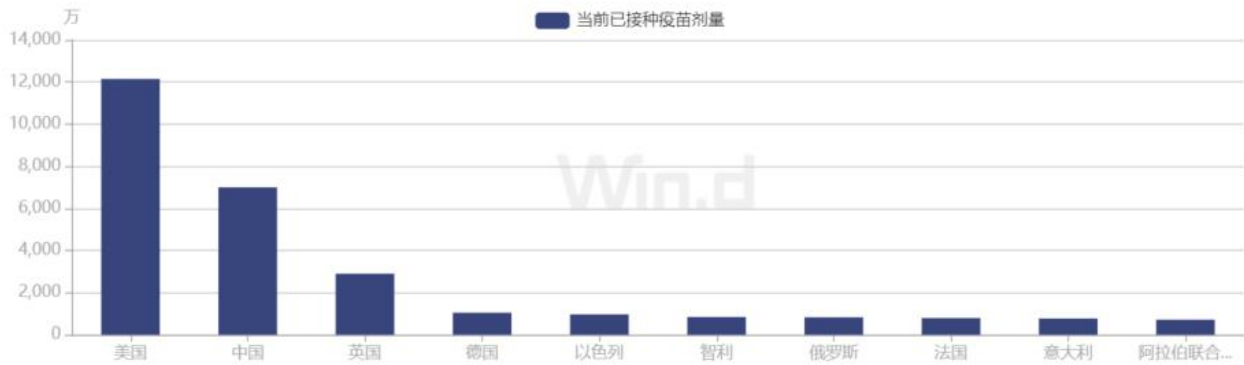
单从研发路线与临床试验及当前接种后的反应来看，我国的疫苗还是相对比较安全可靠的。

## 2) 海外疫苗接种过程中问题频发将延缓接种速度与制约经济复苏进程

虽然从当前已接种疫苗的数据来看，截至 3 月 20 日，美国以 1.2 亿多剂的接种量位居各国之首，中国以 7000 亿接种量紧随其后，但从接种比例来看，以色列以 111.91% 的比例位居全球之首。

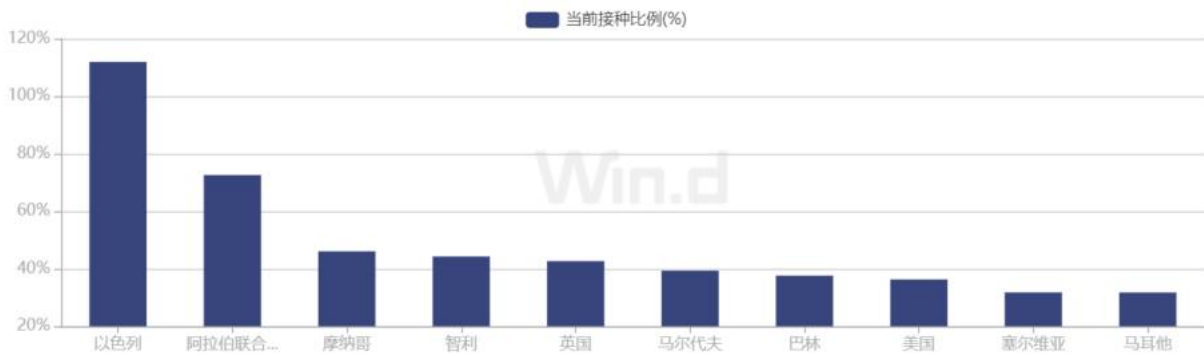


图 9：全球当前已接种剂量对比



数据来源：WIND 新世纪期货

图 10：全球当前已接种比例对比



数据来源：WIND 新世纪期货

从每日接种疫苗的速度来看，虽然各国速度不一，但整体来看，美国的接种速度相对较快，美国当前累计接种 1.2 亿万剂、每百人接种 35.4 剂，平均每天接种达 250 万剂，继续加速，当前接种速度最快的州阿拉斯加已有 18.9% 的人口完成疫苗接种（即接种两剂），几乎所有州完全接种人数占比均超过 10%。按照每天接种 200 万剂的速度，叠加确诊人数，夏天之前即可以实现 70% 的免疫人口覆盖目标。

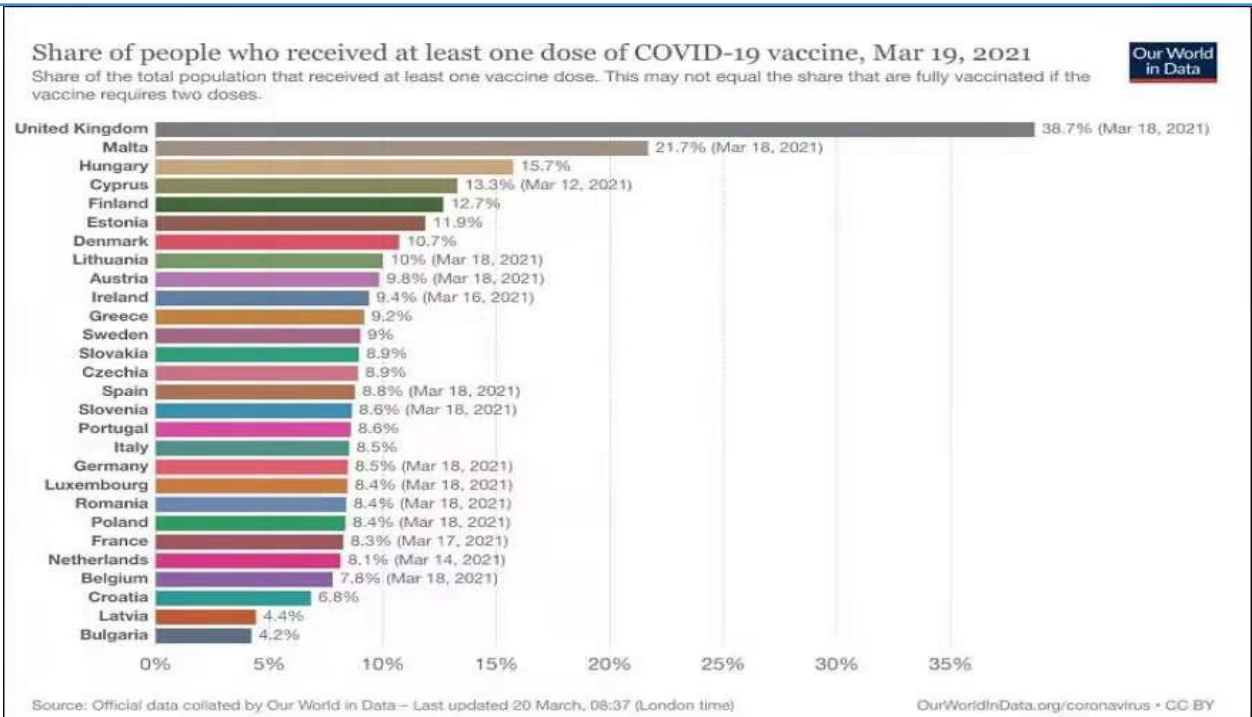
图 11: 全球主要国家每日接种疫苗数量对比



数据来源: WIND 新世纪期货

作为当前全球疫情的重点区域,欧洲的疫苗接种速度则是不容乐观。当地时间3月20日,英国卫生大臣汉考克宣布,英国现在已经有一半的成年人接种了疫苗,这是英国“一个巨大的胜利”。据欧洲新闻网报道,目前,英国已经为民众接种了2600多万剂阿斯利康新冠疫苗,疫苗接种运动将扩大到50岁以上的人群。截至3月18日,英国的新冠疫苗接种率居欧洲国家之首,达到38.7%,而欧洲大部分国家的疫苗接种率保持在10%以下。

图 12: 全球主要国家每日接种疫苗数量对比



数据来源: Our World in Data 新世纪期货

之所以英国与欧洲其他国家疫苗接种进度有如此之大的区别，其深层的原因是流行于西方发达国家中的“疫苗民族主义”作祟，此外，疫苗交付、分配问题频出、民众对于防疫措施的抵触情绪较强都是重要的影响因素。

对此，世卫组织总干事谭德塞表示，无法获得新冠疫苗仍是目前大多数国家面临的最大问题。欧盟委员会主席冯德莱恩于3月20日表示，按合约，阿斯利康应该在2021年第一季度为欧盟提供9000万剂疫苗，可是至今只交付了30%。如果英国阿斯利康制药公司不按照合同向欧盟提供疫苗，欧盟不排除禁止这一疫苗向欧盟成员国出口，并已向阿斯利康公司提交了一份“正式”投诉。面对供应紧张问题，阿斯利康表示，将在未来数月内将通过新冠肺炎疫苗实施计划供应2.3亿剂疫苗。

目前，一些欧盟国家已转向俄罗斯和中国，通过单方面采购来填补疫苗供应的缺口，但远水解不了近渴，就算中国与俄罗斯两国开足马力生产，在保障本国居民接种需求、合同执行顺序等情况下，提供给欧洲国家的疫苗最快也要等到二季度末三季度中旬，在这一时间段内，欧洲诸国的疫苗接种只能寄望于阿斯利康的加大生产或者美国放宽辉瑞疫苗的出口。

基于当前发达国家，特别是美国、欧盟、英国等国家自抗疫以来的“疫苗民族主义”表现，我们认为，当前欧洲疫苗的供应紧张形势大概率将持续至今年四季度，相比之前我们所预期的时间要延长了近半年，如果发达国家还是继续这种“吃相”，则将大大拖累全球经济的复苏进程。

### （三）中美欧的政策刺激对经济复苏的效果将呈现分化

#### 1. 中国货币政策与财政政策将助力经济的可持续发展

##### 1) 货币政策回归政策化

在此前的月报中，我们曾预计，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。

结合3月5日，国务院总理李克强在第十三届全国人民代表大会第四次会上所作的政府工作报告（下称“《报告》”）来看，货币政策方面，《报告》明确“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。”

在“两会”期间举行的发布会上，银保监会主席郭树清回应表示，“因为今年整个市场利率回升，估计贷款利率会有回升和调整。”但他强调，这并不是加息周期的开启，后续利率大概率将延续“自发式”回升，主因支持性政策退出以及经济、通胀运行态势，并非政策主导。

再看此次《报告》，相较于四季度《货币政策执行报告》提到的“巩固贷款实际利率下降成果”，《报告》说法转变为“推动实际贷款利率进一步降低”。由此看来，货币政策“转弯”的速度或许要慢于市场预期。

从推动实际贷款利率进一步降低来看，当前 LPR 已经成为银行贷款利率的定价基准，金融机构绝大部分新发放贷款已将 LPR 作为基准定价，即“贷款利率=LPR 报价+点差”。2020 年央行通过下调 LPR、压降点差的方式引导贷款利率下行。2019 年 8 月央行推进贷款利率市场化改革。改革后 LPR 参考 MLF，贷款利率则锚定 LPR。也就是说，央行通过调整 MLF 利率，可以影响贷款利率。但是当前 MLF 占银行负债的比重仍然较低，银行负债端六成以上都是存款，而 MLF 利率对存款利率的影响有限。

对比 2020 年与 2021 年的《报告》，我们发现，在今年的《报告》中，再贷款政策得到延续但没有再提降准、降息这两项工具。这也意味着，今年大概率不会通过降息来引导贷款利率的下降，而是通过“优化存款利率监管”降低银行负债成本，从而引导银行降低实际贷款利率。

从货币政策的“精准”来看，结构性货币政策将是今年的主要发力点，‘保’的重点是科技创新、绿色发展和小微企业。结构性工具均能减轻小微企业的负担，实质上也是向小微企业让利。比如中小银行的资金成本较高，通过央行再贷款支持普惠金融有助于降低中小银行资金成本，进而引导中小银行降低小微企业融资成本，更好地破解小微企业融资难、融资贵的问题。

去年两项直达实体的货币政策工具主要是支持小微，未来支持范围可能会拓宽。央行副行长刘国强曾撰文指出，下一步要设计和创新具有撬动作用的直达工具，比如健全农村金融服务体系，发展绿色金融，引导金融机构加大对小微企业、民营企业、三农、制造业的信贷支持。

## 2) 财政政策的可持续性与可操作性

在此前的月报中，我们曾预计，财政政策则将以“提质增效、更可持续”为主基调。

结合 3 月 5 日，国务院总理李克强在第十三届全国人民代表大会第四次会上所作的政府工作报告（下称“《报告》”）来看，财政政策方面，从广义赤字来看，今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，地方政府专项债券拟安排 3.65 万亿元，不再发行抗疫特别国债，建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，相比去年 3.6% 的赤字率+3.75 万亿元专项债+1 万亿元特别国债的组合，财政扩张力度减弱，但赤字率仍保持在 3% 以上，体现出政策的连续性，保就业、保民生、保市场主体仍是财政支持的主体。

在减税政策方面，强化对小微企业的税收优惠。小规模纳税人增值税起征点由月销售额 10 万元提高到 15 万元，对小微企业和个体户年应纳税所得额不足 100 万元的部分，在现行优惠政



策基础上，再减半征收所得税。

此外，在地方一般性转移支付方面，《报告》专门强调对地方一般性转移支付增长 7.8%，增幅明显高于去年，其中均衡性转移支付、县级基本财力保障机制、奖补资金等增幅均超过 10%。同时，中央财政直达资金从去年的 1.7 万亿元扩展到 2.8 万亿元。刘元春认为，总体来看，今年财政具有很强的可持续性和可操作性。

从改革视角出发，财政政策“更可持续”化的改革方向是扩大预算内财政支出，有序控制和减少不在预算内但事实上由地方政府主导的支出，尤其是非公益类支出。这样的调整可以减少政府的广义债务水平，改善财政的可持续性，同时也有利于金融体系的问题，减少各种金融乱象。

## 2. 美国刺激政策的效果将被大大削弱

### 1) 美联储议息会议上调经济预期并保持货币政策定力

北京时间 3 月 18 日周四，美联储公布货币政策委员会会议决议，将联邦基金利率维持在 0-0.25% 不变，将超额准备金率维持在 0.1% 不变，将贴现利率维持在 0.25% 不变，并将仍将继续当前每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的资产购买节奏，符合市场普遍预期。美联储申明重申，将维持资产购买不变，直至经济取得实质性进一步进展。新冠疫情仍将对经济构成巨大风险，经济发展路径将在很大程度上取决于疫情的进程，包括接种疫苗的进展。会后公布的利率点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2023 年，与去年 12 月的会议一致，但仍有 7 名委员预计 2023 年至少会加息一次，有 4 名委员预计 2022 年至少加息一次。此外，在本次发布的季度经济预测中，美联储上调了近三年美国经济增长及核心通胀的预期，下调了失业率预期，预计 2021 年、2022 年和 2023 年底的 GDP 增速中值分别为：6.5%、3.3% 和 2.2%；核心 PCE 通胀预期中值分别为 2.2%、2.0% 和 2.3%；失业率为别为 4.5%、3.9% 和 3.5%。

图 13： 美联储上调 21-22 年 GDP 增速预期

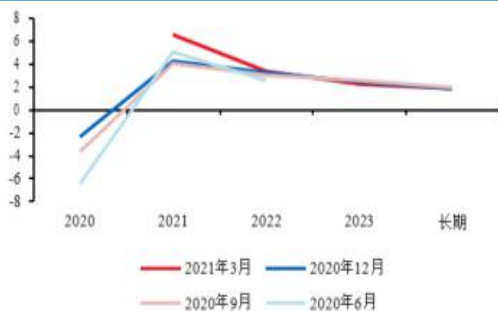
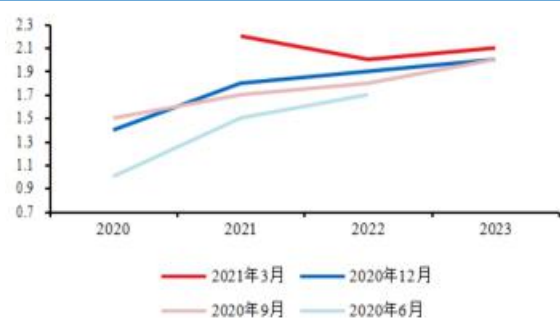


图 14： 美联储上调 21-23 年核心 PCE 预期



数据来源：美联储 新世纪期货

数据来源：美联储 新世纪期货

从此次美联储会议来看，一方面，美联储对今年经济较为乐观，对明后年依旧谨慎，即便如此，美联储仍向市场传递延续宽松的预期，未来的紧缩之路或将回归数据依赖；另一方面，与以往的“预防性”（pre-emptive）加息策略不同，采用以平均通胀目标制为核心的新货币政策框架后，美联储允许/鼓励通胀适度高于 2% 一段时间，以补偿过往低迷的通胀。联储主席鲍威尔表示经济复苏和财政刺激带来的一次性（one-time）和短暂（transient）的通胀压力，并不满足美联储的加息条件。此外，从购债规模与结构来看，规模上，鲍威尔表示经济修复仍需时日，美联储需要在调整计划前看到经济复苏的“实际进展”而不是“预期进展”。美联储将会在实际修改购债计划前发出前瞻指引，避免 2013 年的“缩减恐慌”重演。结构上，美联储并未通过扭曲操作（Operation Twist）来压低长端收益率，使得市场预期落空。

整体来看，在疫苗接种推进及新一轮财政援助法案落地的大背景下，美联储虽对经济复苏前景预期有显著改善，但仍按兵不动、维稳利率，不仅未因近期美债收益率波动升温而改变其政策方向，反而重申并强调了继续维持宽松的鸽派立场，甚至表示若经济复苏不及预期，还可能加码宽松，这反映出美联储对短期内经济能否实现实质性复苏仍然存在较大不确定性，但点阵图说明美联储内部对于收紧货币政策的时点有逐渐提前的趋势。

从前瞻性来看，虽然自去年暑期美国复工以来，美联储连续两次上调经济展望，但年内美联储仍将继续观察疫情及疫苗接种结果，以及下半年经济复苏和劳动力市场恢复情况，如若疫苗接种提前完成或拜登的基建方案在年内获得通过，则美联储的货币政策或将开始转向。此外，根据次贷危机时期的经验，缩减购债或将早于加息，我们预计在今年年底或明年年中，美联储将可能发出调整购债计划的前瞻性指引，并在美联储认为合适的时机开始实施。2023 年可能在疫情因素消退、经济复苏取得实质性进展的情况下出现首次加息。

## 2) 拜登的刺激计划虽获得通过，但后续落实仍存在较大的不确定性

美东时间 3 月 10 日，总额约 1.9 万亿美元的新财政刺激计划《美国救助法案》（American Rescue Plan Act of 2021，以下简称 ARP 法案）在美国国会两院投票通过。

虽然 APR 计划在国会参众两院获得了通过，但与此前广泛的跨党派支持不同，本轮刺激方案存在较大争议。民主党最终选择走“预算调解”途径，在简单多数规则下通过了法案。

对于 ARP 法案，一方面，随着疫苗接种和疫情缓解，市场担忧过度财政刺激将使经济过热从而大幅推高通胀和利率，打乱经济修复节奏；另一方面，在此之前的四轮补贴使美国政府杠杆率突破 100%，达到战后最高水平。国会预算办公室（CBO）预测在 2051 年政府杠杆率将翻

番，债务付息成本将占全年 GDP 的 8.2%，但刺激方案获得美国民众的广泛支持，民调显示 69% 的美国选民（84% 民主党，54% 共和党）支持该法案。

在拜登就任尚不足一月、执政思路尚未明朗、且在共和党与民主党分歧加大之际，民主党便强行动用预算和解法案通过了 ARP 法案。虽然这一举动一方面彰显了拜登提振美国经济的决心，但另一方面也相当程度上激化了与美国救助计划的质疑者、反对者（如美国前财长萨默斯）之间的矛盾。

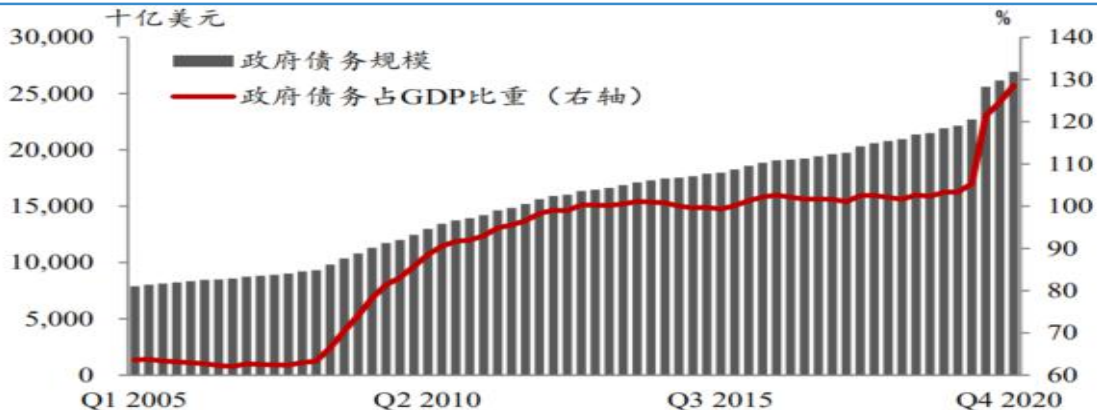
虽然 ARP 法案已在国会获得通过，但后续计划从编制到落地执行还需要国会和各州地方政府的支持，计划能否行之有效地在全地区推进尚存变数。

从 ARP 法案对经济的预期来看，IMF 的初步预测显示，周三通过的美国救济法案将在未来三年内使美国 GDP 增长 5% 至 6%，但要做出最终估计，还需要进行更多分析。此外，尽管美国 1.9 万亿美元的一揽子刺激计划将使美国对商品、货物和服务的需求增加，大多数国家应该从中受益。然而新兴市场和发展中经济体，尤其是那些金融脆弱、与美国贸易关系薄弱的经济体，应该准备采取或有政策，随时应对潜在的利率飙升。

对于当前的美国财政而言，空前的财政刺激带来颠覆式改变，美国财政政策框架发生调整。2020 年以来，美国以及其他主要经济体推行规模空前的财政扩张政策。在疫情冲击的危机时刻，周期性预算平衡的传统方针被彻底放弃，宏观经济政策步入财政主导、货币配合的时代。在这一政策组合下，财政政策目标在于支撑经济增长和金融稳定，短期内抗击疫情、应对衰退，中长期内支持需求与供给恢复，这需要更大规模的举债和公共投资。由此，财政可持续性的评估模式不得不随之转变。实际利率水平划时代下降，并将长期持续，为财政政策扩张提供了更大的空间，以债务占 GDP 比重作为赤字可持续的衡量标准不再适宜。

国际金融协会（IIF）统计显示，截至 2020 年第四季度，美国政府债务规模近 27 万亿美元，占 GDP 比重达 128.6%，为有统计以来最高水平。预计 2021 财年，在不增加其他可能支出的情形下，美国预算赤字将达 2.3 万亿美元。即使美国财政部表示部分支出可以通过增税抵消，但不可否认政府债务还将继续攀升。

图 15: 美国政府债务变化



数据来源: IIF 新世纪期货

根据美国国会预算办公室 (CBO) 最新预测, 美国政府净利息支出占 GDP 的比重将经历一个先降后升的过程, 预计 2031 年该比例将达 2.4%。实际利息净支出能否“如愿”控制在 2%, 取决于五个因素: 一是财政政策效率, 二是经济增长形势, 三是通胀水平, 四是政策走向, 五是美元国际地位。这五方面因素相互作用, 一旦形势逆转, 通胀持续抬升, 美元地位削弱, 实际利息成本失去控制, 美国政府债务压力将会激增。短期内, 美国出现财政危机与主权违约的可能性极低, 但从长期来看赤字与债务无休止膨胀终会达到“临界点”。特别是考虑固有的长期结构性问题, 美国经济增长趋势性放缓, 医疗、社会保障等支出趋势性增加, 财政压力将进一步加剧。根据 CBO 长期预算展望, 2051 年美国政府债务利息成本占 GDP 的比例将进一步攀升至 7%, 未来三十年美国政府债务的固有轨迹难以持续。

虽然 ARP 法案能进一步增强美国经济的复苏动力, 但对于不断高企的美国财政赤字而言则是雪上加霜, 因此, 为了平息公众的焦虑, 美国总统拜登和他的行政团队只能选择履行去年的竞选承诺, 即提高针对美国富人的税率。最近的数据还显示, 在美国基层民众还在因为疫情而挣扎的同时, 富裕阶层已经赚了不少钱, 这也增强了白宫要求他们为财政刺激计划支付更多费用的信心。

根据拜登政府的计划, 提高高收入阶层的所得税和资本利得税是必然的, 公司税和遗产税还有进一步修订的空间。由此产生的收入将用于应对基础设施老化、气候变暖以及儿童保育补贴和医疗费用不足等问题。因此, 政府和国会官员已经开始讨论今年可以突破哪些税收改革措施。

不过对于拜登政府的加税计划, 除了共和党的强烈反对之外, 经济学家也加入了反对行列并指出, 向年收入 40 万美元以上的人增税, 并不能用多种避税手段从超级富豪阶层挤出多少油



水，但大部分负担将由中小企业主承担，但正是这一群体为创造全社会最多的就业岗位做出了贡献。因此，一旦贸然加税，新改善的就业市场很可能会再遭挫折。

对于美国政府来说，目前迫切需要的是找到一个有针对性的手段，让“最富有的阶层”直接为经济刺激计划买单，而不是转嫁给中产阶级和底层阶级。因此，税制改革的重点可能在资本利得税领域。填补超级富豪可能用来逐一避税的漏洞，将是财政政策的下一个方向。

### 3. 欧元区将加快 PPEP 购债速度

北京时间 3 月 11 日，欧央行 3 月议息决定下个季度将显著加快紧急抗疫购债（PEPP）的购买速度；维持紧急抗疫购债计划（PEPP）总规模为 1.85 万亿欧元不变；继续执行资产购买计划（APP），每月净购入 200 亿欧元的资产、持续到欧央行准备开始加息之前；继续通过针对性长期再融资业务（TLTRO III）。

从欧央行议息会议来看，1) 欧央行重新阐述保持关键利率不变，即主要再融资操作利率维持在 0%、边际借贷便利利率维持 0.25% 水平和存款便利利率保持 -0.5% 不变；2) 欧央行明示“基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度 PEPP 的购债速度将比年初明显加快”，继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划），资产净购买周期至少延续至 2022 年 3 月，本息再投资时间至少持续到 2023 年底，若未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽；3) 继续以再融资操作提供充足流动性，用 TLTRO III（定向长期再融资三期）向银行提供有吸引力的资金；4) APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。这里的 APP 指的主要是 EAPP（拓展资产购买计划），包括 PSPP（公共部门采购计划）和 CSPP（企业部门采购计划），顾名思义，它们分别购买公共部门和企业部门的债券。

从会后发布会上拉加德的表态来看，一方面，其提到高频数据显示由于受到疫情和封锁措施的影响，欧元区实际 GDP 在 2021 年第一季度很可能继续萎缩，经济增长的中期风险更加均衡，短期下行风险仍存。欧央行修改了经济数据预测，在基准情形下（括号为 2020 年 12 月预测值），将 2021-2023 年实际 GDP 增速分别调整为 4.0%(3.9%)，4.1%(4.2%)，2.1%(2.1%)；将 2021-2023 年 HICP 同比增速分别调整为 1.5%(1.0%)，1.2%(1.1%)，1.4%(1.4%)；将 2021-2023 年失业率调整为 8.6%(9.3%)，8.1%(8.2%)，7.6%(7.5%)，总的来说对 2021 年的预测更为乐观，2022 年及以后经济预测基本不变。另一方面，其还提到到 2021 年底，HICP 同比增速可能触及 2%，通胀因素为德国暂时增值税征收的结束、油价回升、HICP 权重调整等技术性原因。与美联储表态类似，拉加德表示 2% 的高通胀是暂时的，通胀因素在明年将逐渐消退，

而较弱的需求、产出缺口、低工资压力以及欧元的升值等通缩因素将重新占据主导低位，因此货币政策仍需保持高度宽松。

图 16: 欧央行最新经济预测

(annual percentage changes, percentage of labour force)

	March 2021 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-6.9	6.4	4.5	2.2	-6.9	4.0	4.1	2.1	-6.9	2.0	2.2	2.5
HICP inflation	0.3	1.6	1.5	1.7	0.3	1.5	1.2	1.4	0.3	1.5	1.0	1.1
Unemployment rate	7.8	8.2	7.2	6.6	7.8	8.6	8.1	7.6	7.8	9.0	9.3	8.7
	December 2020 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-7.2	6.0	4.3	2.1	-7.3	3.9	4.2	2.1	-7.6	0.4	3.0	2.9
HICP inflation	0.2	1.1	1.3	1.5	0.2	1.0	1.1	1.4	0.2	0.7	0.6	0.8
Unemployment rate	7.9	8.8	7.5	6.9	8.0	9.3	8.2	7.5	8.1	10.3	9.9	9.4

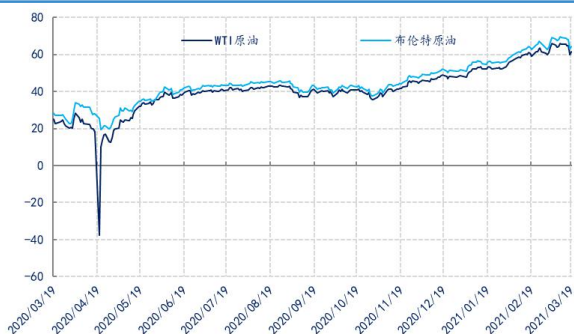
数据来源: 欧央行 新世纪期货

尽管欧央行的各种表态与美联储均相似（高通胀只是暂时性现象，利率上行源于经济复苏等），但其对实际利率上行的敏感度似乎更高。从 PPEP 的月购买量看欧央行在一月份后便开始重新加大购债力度，但是也仅仅与 9 月份时的中枢持平，因而实际利率的上升叠加欧央行扩表速度的收敛引起了金融市场的高度关注。2 月初以来欧元区“上游”金融条件的确有所收紧，具体体现为短端无风险利率与国债收益率的上行，期限利差走阔等，但近期 ECB 购债力度的回归使金融条件再度放松，且意大利国债收益率相比于德国要更加稳定，据此我们可以认为本轮欧元区利率上行基本与经济复苏挂钩，ECB 较低的购债中枢其实也没有让金融条件实质性收紧。此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，因此我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。短期内美国实际利率或保持震荡，欧央行的强势干预可能使美德实际利差继续走阔，美元升值动能仍存。

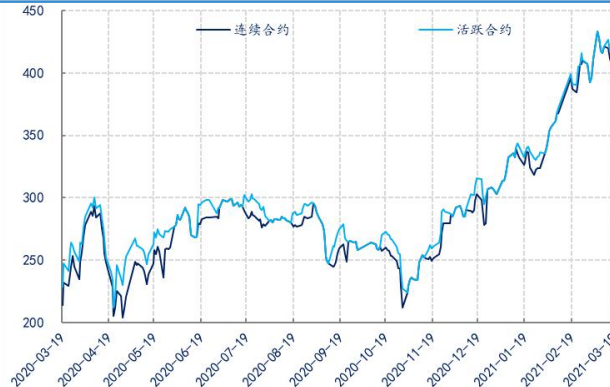
## 二、欧洲疫情恶化抑制短期需求回升 油价短期之内将宽幅震荡整理

回顾三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、OPEC 持续推进减产措施、中美欧三大经济体持续货币宽松政策、中国与美国加大财政刺激力度为原油价格提供上涨支撑，但在中国“两会”召开、欧洲疫情急剧恶化、欧洲 17 国一度暂停接种阿斯利

康疫苗、拜登计划向富人征税、OPEC 月报下调一季度全球原油需求增长预期等因素的影响下，国际原油价格自 3 月中旬起开启了下行之路，截至 2 月 22 日，美油与布油分别从月中最高的 65 美元与 69 美元附近跌至 60 美元与 63 美元附近，基本上回到了 2 月 26 日附近，而沪原油则是从月中最高的 450 元附近跌至 392 元附近，较 2 月 26 日时的 409 元还低 18 元。

**图 17: ICE 与 WTI 原油价格对比** 美元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

**图 18: INE 原油价格对比** 元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

## (一) 供需: 欧洲疫情恶化抑制全球消费的复苏, 下半年全球消费或将好转

### 1. 供应: OPEC 维持减产, 但非 OPEC 国家产量将有所增加

2020 年由于新冠疫情造成全球原油需求下滑, 因此 OPEC+ 组织积极减产支撑价格。同时四季度新冠疫情反弹, 考虑到疫情可能造成的需求阶段性减少, 因此 OPEC+ 组织决定从 2021 年 1 月开始减产规模缩小为 720 万桶/天而非 4 月决定的 770 万桶/天。2021 年沙特在 2-3 月份承诺额外减产 100 万桶/天, 同时 OPEC+ 组织每月召开会议决定下月产量政策, 且每月增产规模不超过 50 万桶/天。

3 月 4 日结束的 OPEC+ 会议结果好于市场预期, 此前市场普遍预期 OPEC+ 将决定增产 150 万桶/天 (沙特 4 月取消自愿减产 100 万桶/天, 其他产油国增产 50 万桶/天)。实际 OPEC+ 仅增产 15 万桶/天 (俄罗斯增产 13 万桶/天, 哈萨克斯坦增产 2 万桶/天), 沙特 100 万桶/天的自愿减产持续至 4 月底, 5 月份开始逐步退出自愿减产。OPEC+ 供给端的克制大幅好于市场预期, OPEC+ 应对新冠疫情仍然保持谨慎态度。原油市场再平衡去库的背景下, 我们看到 OPEC+ 供给端的克制将有利于再平衡的持续, 使库存更快地到达 5 年均值 (预计回归正常库存的时间点可能在 8 月底)。同时, OPEC+ 会议将于 4 月份再度开会以决定 5 月份的产量政策。

根据 OPEC 3 月月报中二手数据源显示, 2021 年 2 月, 沙特开始额外减产, OPEC 原油总产量 2485 万桶/天, 环比下降 65 万桶/天, 其中沙特产量环比下降 90 万桶/天。OPEC 减产国整体维持全额减产, 根据我们测算, OPEC 减产国 2 月减产执行率 124%。

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	Dec-20	Jan-21	Feb-21	2 月环比
<b>OPEC 减产 10 国</b>							
阿尔及利亚	106	18	88	86	86	87	1
安哥拉	153	26	127	117	117	112	-5
刚果	33	6	27	27	27	27	0
赤道几内亚	13	2	11	13	12	10	-2
加蓬	19	3	16	18	17	18	1
伊拉克	465	80	386	385	384	390	6
科威特	281	48	233	230	232	233	1
尼日利亚	183	31	152	142	134	149	15
沙特阿拉伯	1100	188	912	896	905	815	-90
阿联酋	317	54	263	258	261	261	0
<b>OPEC 减产 10 国合计</b>	<b>2668</b>	<b>456</b>	<b>2212</b>	<b>2171</b>	<b>2177</b>	<b>2102</b>	<b>-75</b>
伊朗				200	208	212	4
利比亚				122	116	119	3
委内瑞拉				43	49	52	3
<b>OPEC 总计</b>				<b>2536</b>	<b>2550</b>	<b>2485</b>	<b>-65</b>

数据来源: OPEC 月报, 新世纪期货

虽然 OPEC 仍在持续推进减产计划, 但在其最新的月报中上调了今年非 OPEC 国家的产量增长预期, 其预计 2021 年非 OPEC 国家原油产量 (含凝析油) 增加 95 万桶/天。其中, 加拿大、美国、挪威、巴西分别预计增加 30 万桶/天、16 万桶/天、15 万桶/天、14 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	%
<b>美洲</b>	25.77	26.59	23.55	24.10	24.63	24.72	-1.06	-4.10	24.52	24.51	25.50	26.13	25.17	0.45	1.83
<b>美国</b>	18.43	19.05	16.87	17.34	17.27	17.67	-0.81	-4.40	17.14	17.49	17.93	18.51	17.77	0.16	0.89
<b>欧洲</b>	3.71	4.03	3.88	3.77	3.87	3.89	0.18	4.83	4.01	3.95	3.97	4.17	4.03	0.14	3.53
<b>亚太地区</b>	0.52	0.53	0.54	0.54	0.52	0.53	0.01	1.61	0.54	0.53	0.54	0.53	0.53	0.00	-0.20
<b>OECD</b>	<b>30.01</b>	<b>31.16</b>	<b>27.97</b>	<b>28.41</b>	<b>29.02</b>	<b>29.14</b>	<b>-0.87</b>	<b>-2.90</b>	<b>29.07</b>	<b>28.99</b>	<b>30.01</b>	<b>30.82</b>	<b>29.73</b>	<b>0.59</b>	<b>2.02</b>
<b>中国</b>	4.04	4.13	4.12	4.13	4.08	4.12	0.07	1.76	4.16	4.13	4.13	4.18	4.15	0.03	0.82
<b>印度</b>	0.82	0.79	0.76	0.76	0.75	0.77	-0.06	-6.89	0.76	0.75	0.74	0.73	0.75	-0.02	-2.46
<b>亚洲其他国家</b>	2.69	2.61	2.47	2.46	2.46	2.50	-0.19	-7.09	2.47	2.46	2.46	2.45	2.46	-0.04	-1.49
<b>拉丁美洲</b>	6.09	6.35	5.83	6.14	5.91	6.06	-0.03	-0.51	6.03	6.31	6.32	6.51	6.30	0.24	3.97
<b>中东</b>	3.20	3.19	3.20	3.15	3.17	3.17	-0.03	-0.83	3.17	3.21	3.23	3.24	3.22	0.04	1.27
<b>非洲</b>	1.50	1.44	1.44	1.40	1.37	1.41	-0.08	-5.46	1.34	1.35	1.33	1.32	1.34	-0.08	-5.50
<b>欧洲</b>	14.80	14.95	13.41	12.85	13.27	13.62	-1.19	-8.02	13.40	13.62	13.78	13.87	13.67	0.05	0.39



俄罗斯	11.61	11.68	10.38	10.01	10.31	10.59	-1.02	-8.78	10.43	10.61	10.74	10.84	10.66	0.07	0.64
欧洲其他国家	3.19	3.28	3.03	2.84	2.96	3.03	-0.17	-5.23	2.97	3.01	3.03	3.03	3.01	-0.01	-0.48
非 OECD	33.14	33.46	31.22	30.89	31.01	31.64	-1.50	-4.53	31.35	31.83	32.00	32.31	31.88	0.23	0.74
非 OPEC	63.15	64.61	59.20	59.30	60.03	60.78	-2.37	-3.76	60.42	60.82	62.01	63.13	61.60	0.82	1.35
前一次预估	2.26	2.15	1.85	2.15	2.15	2.07	-0.19	-8.47	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	0.13	6.17
本次修正	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

数据来源: OPEC 月报 新世纪期货

## 2. 需求: OPEC 下调今年一季度全球原油需求增速预期, 但上调全年需求增速预期

OPEC 3 月报告显示, 需求方面, OPEC 3 月月报预计 2021 年全球经济增速 5.1%, 比上月增加 0.3%; 预计 2021 年全球原油需求同比增长 589 万桶/天, 较上月上调 10 万桶每天。其中, 预计 1Q21 全球原油需求同比下降 6 万桶/天, 2Q21-4Q21 全球原油需求同比上升 1254 万桶/天、623 万桶/天、478 万桶/天。OPEC 月报下调一季度全球原油需求增速预期主要是基于当前欧洲疫情的恶化。

表 3: 全球石油需求展望

单位: 百万桶

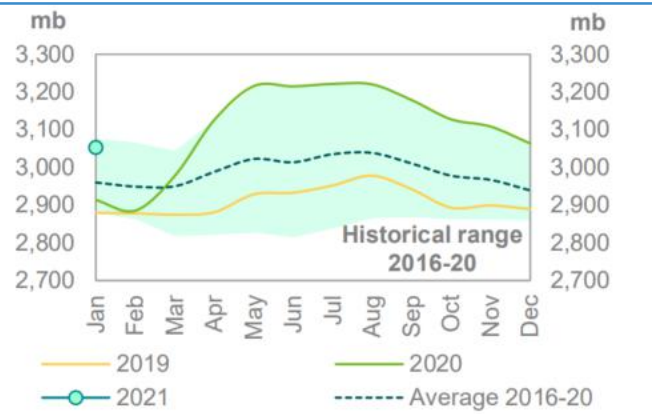
世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.65	24.35	20.01	22.72	23.04	22.53	-3.12	-12.17	23.85	24.55	24.34	24.12	24.22	1.69	7.51
美国	20.86	19.67	16.38	18.67	18.83	18.39	-2.47	-11.86	19.40	19.96	19.94	19.77	19.77	1.38	7.52
欧洲	14.25	13.35	11.03	12.85	12.50	12.44	-1.82	-12.74	12.15	13.01	13.55	13.63	13.09	0.66	5.29
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.69	7.42	7.10	-0.69	-8.83	7.30	7.18	7.17	7.64	7.32	0.22	3.13
OECD	47.69	45.44	37.58	42.26	42.97	42.07	-5.63	-11.80	43.30	44.74	45.07	45.39	44.64	2.57	6.11
中国	13.48	10.94	13.25	13.87	14.28	13.09	-0.39	-2.92	12.55	14.27	14.93	15.05	14.20	1.11	8.49
印度	4.91	4.84	3.58	4.01	5.15	4.40	-0.52	-10.54	4.96	4.56	4.83	5.61	4.99	0.60	13.60
亚洲其他国家	9.04	8.30	7.79	8.11	8.33	8.13	-0.91	-10.06	8.35	8.96	8.57	8.47	8.59	0.46	5.60
拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.20	6.12	6.01	-0.58	-8.83	6.13	6.27	6.46	6.40	6.32	0.31	5.08
中东	8.20	7.88	6.91	7.94	7.65	7.60	-0.60	-7.37	7.89	7.64	8.28	7.93	7.94	0.34	4.50
非洲	4.45	4.37	3.77	3.95	4.28	4.09	-0.35	-7.94	4.41	3.99	4.16	4.47	4.26	0.16	3.98
欧洲	5.61	5.21	4.58	4.85	5.35	5.00	-0.61	-10.88	5.43	5.17	5.14	5.60	5.34	0.34	6.77
俄罗斯	3.67	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
欧洲其他国家	2.00	1.78	1.54	1.65	1.92	1.72	-0.28	-13.92	1.86	1.81	1.77	2.02	1.87	0.14	8.37
非 OECD	52.29	47.65	45.49	48.94	51.16	48.32	-3.97	-7.59	49.74	50.87	52.36	53.52	51.63	3.31	6.86
全球	99.98	93.10	83.07	91.20	94.13	90.39	-9.60	-9.60	93.04	95.61	97.43	98.91	96.27	5.89	6.51
前一次预估	99.98	93.10	82.82	91.18	93.89	90.26	-9.72	-9.72	93.22	95.92	97.02	97.94	96.05	5.79	6.41
本次修正	0.00	0.00	0.25	0.02	0.24	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. 库存：经合组织的库存持续下滑

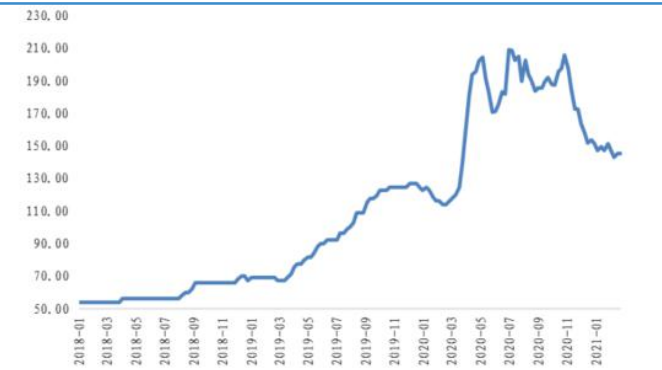
自 2020 年 4 月 OPEC+ 达成历史上最大规模的减产协议以来，经合组织的原油库存呈持续下滑之势，根据 OPEC 3 月月报来看，截止 2021 年 1 月，OECD 的原油商业库存为 3052 百万桶，环比回落 11.3 百万桶，较近五年的平均水平增加 92.2 百万桶，从消费天数来看，1 月原油库存可供消费 69.9 天，较 12 月环比回落 1.1 天，且较 20 年 1 月同期回落 0.2 天，但较近五年的平均水平高出 5.5 天。

图 19: OECD 原油商业库存对比



数据来源: OPEC 新世纪期货

图 20: 高成本的海上浮仓库存持续下滑



数据来源: Kpler 新世纪期货

### 4. 总供需：今年仍处于紧平衡之中

综合 OPEC 与 EIA 的报告来看，虽然受当前欧洲疫情恶化因素的影响，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
<b>供应 (百万桶/日)</b>															
<b>OECD</b>	32.93	29.42	29.97	30.74	30.43	31.13	31.78	32.15	32.28	32.62	32.95	33.47	30.76	31.38	32.83
美国 (50 个州)	20.22	17.58	18.30	18.28	17.76	18.77	19.24	19.46	19.57	20.07	20.52	20.84	18.60	18.81	20.25
加拿大	5.65	4.92	4.95	5.66	5.77	5.59	5.77	5.80	5.83	5.80	5.83	5.85	5.30	5.73	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	1.65	1.94	1.89	1.71
其他 OECD 国家	5.05	4.98	4.80	4.89	4.97	4.85	4.90	5.07	5.10	5.02	4.91	5.13	4.93	4.95	5.04
<b>非 OECD 国家</b>	67.79	63.00	60.95	62.04	62.96	65.30	67.24	67.33	67.06	68.57	68.99	68.82	63.43	65.72	68.37
OPEC	33.48	30.58	28.45	29.82	30.17	31.39	32.93	33.15	33.31	33.21	33.25	33.27	30.57	31.92	33.26
原油部分	28.28	25.64	23.61	24.88	25.13	26.34	27.78	27.97	27.99	27.99	27.99	27.99	25.59	26.81	27.99
其他	5.20	4.94	4.84	4.94	5.05	5.05	5.15	5.19	5.32	5.23	5.25	5.28	4.98	5.11	5.27

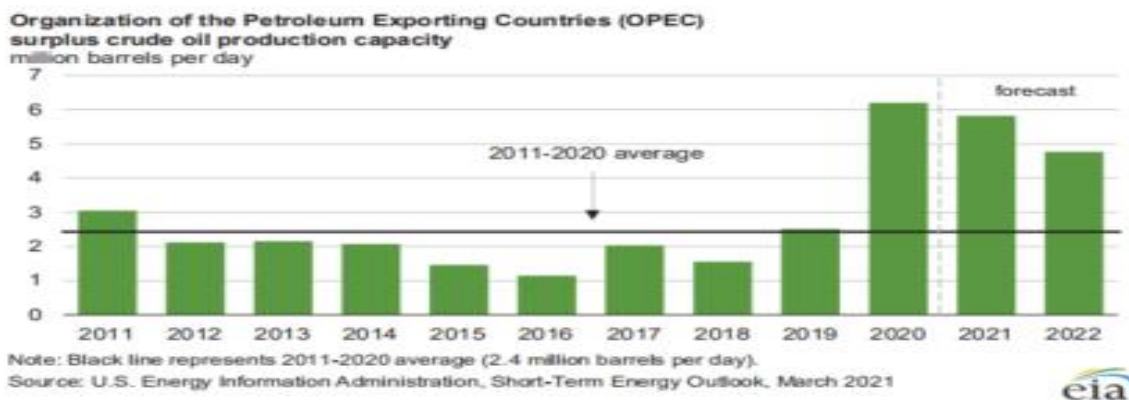
欧亚大陆	14.76	13.19	12.73	13.15	13.39	13.65	13.72	13.88	14.07	14.80	14.86	15.00	13.46	13.66	14.68
中国	4.96	4.91	4.95	4.90	4.95	4.96	4.96	5.00	4.95	4.98	4.98	5.03	4.93	4.97	4.99
其他非 OECD 国家	14.59	14.32	14.81	14.17	14.45	15.31	15.63	15.30	14.73	15.58	15.90	15.53	14.47	15.17	15.44
<b>全球总供应量</b>	<b>100.72</b>	<b>92.42</b>	<b>90.91</b>	<b>92.78</b>	<b>93.39</b>	<b>96.43</b>	<b>99.02</b>	<b>99.47</b>	<b>99.34</b>	<b>101.19</b>	<b>101.94</b>	<b>102.30</b>	<b>94.20</b>	<b>97.10</b>	<b>101.20</b>
<b>非 OPEC 供应量</b>	<b>67.24</b>	<b>61.85</b>	<b>62.46</b>	<b>62.96</b>	<b>63.22</b>	<b>65.04</b>	<b>66.09</b>	<b>66.32</b>	<b>66.03</b>	<b>67.98</b>	<b>68.70</b>	<b>69.03</b>	<b>63.62</b>	<b>65.18</b>	<b>67.94</b>
<b>需求 (百万桶/日)</b>															
<b>OECD</b>	<b>45.27</b>	<b>37.43</b>	<b>42.10</b>	<b>42.95</b>	<b>43.32</b>	<b>43.71</b>	<b>45.10</b>	<b>45.46</b>	<b>45.64</b>	<b>45.50</b>	<b>46.53</b>	<b>46.67</b>	<b>41.94</b>	<b>44.40</b>	<b>46.09</b>
美国 (50 个州)	19.33	16.08	18.36	18.71	18.72	19.37	19.98	20.02	20.07	20.56	20.81	20.69	18.12	19.53	20.53
美国本土	0.17	0.15	0.16	0.17	0.18	0.16	0.16	0.17	0.18	0.16	0.16	0.17	0.16	0.17	0.17
加拿大	2.33	1.88	2.16	2.10	2.17	2.17	2.27	2.27	2.28	2.23	2.33	2.32	2.12	2.22	2.29
欧洲	13.34	11.03	12.85	12.62	12.59	12.96	13.50	13.32	13.19	13.42	13.96	13.76	12.46	13.10	13.59
日本	3.69	2.89	3.03	3.44	3.55	2.97	3.07	3.40	3.63	2.98	3.06	3.38	3.26	3.24	3.26
其他 OECD 国家	6.41	5.41	5.55	5.93	6.12	6.09	6.12	6.28	6.29	6.15	6.20	6.36	5.82	6.15	6.25
<b>非 OECD 国家</b>	<b>49.79</b>	<b>47.52</b>	<b>51.15</b>	<b>52.47</b>	<b>51.87</b>	<b>53.33</b>	<b>53.51</b>	<b>53.66</b>	<b>54.15</b>	<b>55.44</b>	<b>55.60</b>	<b>55.75</b>	<b>50.24</b>	<b>53.10</b>	<b>55.24</b>
欧亚大陆	4.86	4.48	5.28	5.17	4.91	5.00	5.39	5.24	5.07	5.14	5.54	5.40	4.95	5.13	5.29
欧洲	0.71	0.69	0.71	0.72	0.71	0.72	0.73	0.73	0.74	0.74	0.75	0.76	0.71	0.72	0.75
中国	13.79	13.98	14.55	15.01	14.92	15.27	15.03	15.36	15.69	15.94	15.66	15.93	14.33	15.15	15.80
其他亚洲国家	13.16	11.64	12.60	13.61	13.70	14.01	13.59	13.96	14.51	14.72	14.30	14.72	12.75	13.81	14.56
其他非 OECD 国家	17.29	16.72	18.01	17.96	17.63	18.34	18.77	18.36	18.15	18.90	19.35	18.93	17.50	18.28	18.84
<b>全球总需求量</b>	<b>95.06</b>	<b>84.95</b>	<b>93.25</b>	<b>95.42</b>	<b>95.19</b>	<b>97.04</b>	<b>98.61</b>	<b>99.12</b>	<b>99.79</b>	<b>100.94</b>	<b>102.13</b>	<b>102.42</b>	<b>92.18</b>	<b>97.50</b>	<b>101.33</b>
<b>供需平衡 (百万桶/日)</b>															
美国 (50 个州)	-0.43	-1.68	0.49	0.89	0.93	-0.21	-0.07	0.41	0.05	-0.53	0.05	0.41	-0.18	0.26	0.00
其他 OECD 国家	-0.54	-1.15	0.06	0.62	0.29	0.25	-0.11	-0.25	0.13	0.09	0.04	-0.09	-0.25	0.04	0.04
其他	-4.69	-4.64	1.79	1.14	0.59	0.56	-0.23	-0.52	0.27	0.19	0.09	-0.20	-1.58	0.10	0.09
总供需	-5.66	-7.48	2.33	2.64	1.80	0.61	-0.41	-0.35	0.45	-0.25	0.18	0.12	-2.01	0.40	0.13
<b>期末商业库存 (百万桶/日)</b>															
美国	1,321	1,453	1,422	1,344	1,263	1,290	1,303	1,269	1,269	1,322	1,320	1,292	1,344	1,269	1,292
OECD	2,967	3,204	3,168	3,033	2,926	2,930	2,953	2,942	2,930	2,975	2,969	2,949	3,033	2,942	2,949

数据来源: EIA 月报 新世纪期货

## (二) OPEC 闲置产能创近年新高或将制约油价的上涨空间

根据 EIA 最新月报披露, 2020 年 OPEC 闲置产能达到 620 万桶/日, 创造近年记录, 大幅高于 2011-2020 年的平均值 (243 万桶/日)。EIA 预测, 2021 年和 2022 年 OPEC 闲置产能将分别达到 523 万桶/日和 417 万桶/日, 仍然大幅高于十年均值。如果未来减产协议松动, 减产国有足够能力释放出大量产能, 将成为油价上涨的制约因素。

图 21: OPEC 闲置产能高企



数据来源: EIA 新世纪期货

### (三) 美国原油产量难以回到疫情前水平

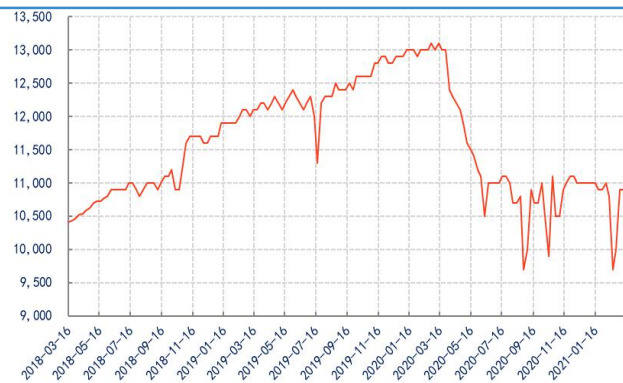
2020 年 2 月美国原油曾达到历史峰值 1,310 万桶/日, 在受到疫情及油价暴跌影响之后大部分时间产量回落至 1,000 万桶/日-1,100 万桶/日波动。目前由于受到寒潮影响, 美国产量距离峰值差距超过 300 万桶/日, 这意味着未来存在较大的恢复空间。

从北美油气企业的钻采活动来看, 尽管当前 300 台左右原油活跃钻机数已经回归到疫情前水平, 但是较 2017-2019 年平均 900 台左右的钻机水平依然有较大差距。结合库存井变化走势可以看到, 2021 年以来尽管完井数增加, 但是钻井数并未出现明显反弹, 因此库存井数持续下降。反映当前北美油气商更多聚焦在短期的生产运营活动上, 而对于长期原油生产活动并未表现出积极的意愿。综合来看, 我们预计北美油气生产商在 2021 年-2022 年油价回升背景下, 尽管产量会回升, 但是恢复到 2020 年初 1300 万桶/天仍需要较长时间。同时长期的产量增速已经出现了明确的拐点。

此外, 根据达拉斯联储在 2020 年 12 月的问卷调查, 在对 2021 年原油价格展望 WTI 价格为 49.8 美元/桶(布伦特在 55 美元/桶)时, 2021 年将大幅增加资本开支的页岩油企业比例为 18%, 小幅增加资本开支的比例为 32%。同时将减少资本开支的企业比例为 30%。

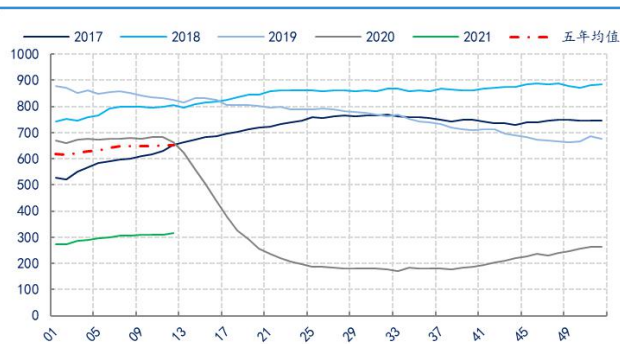


图 22: 美国原油产量 单位千桶



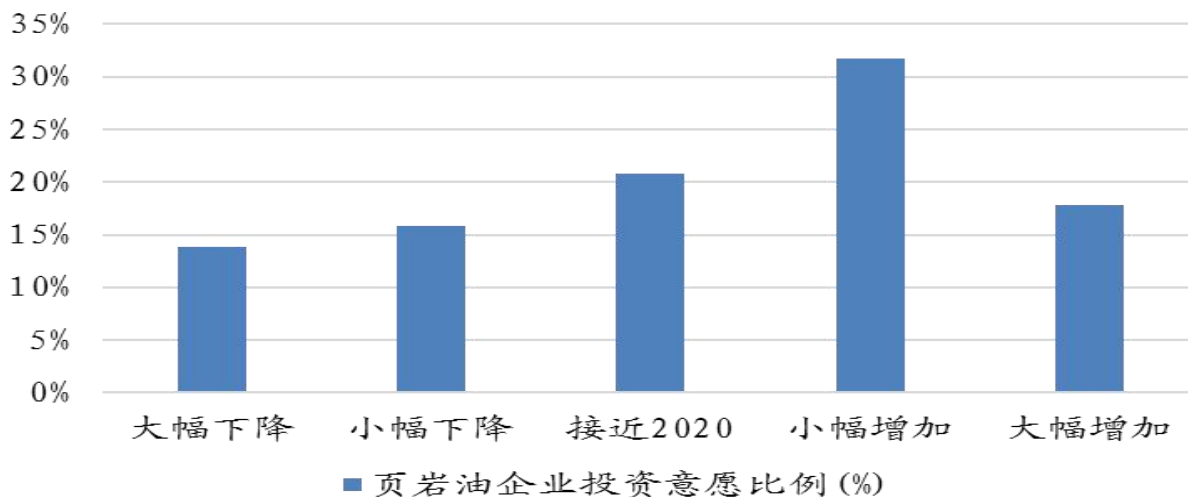
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 美国钻机数量



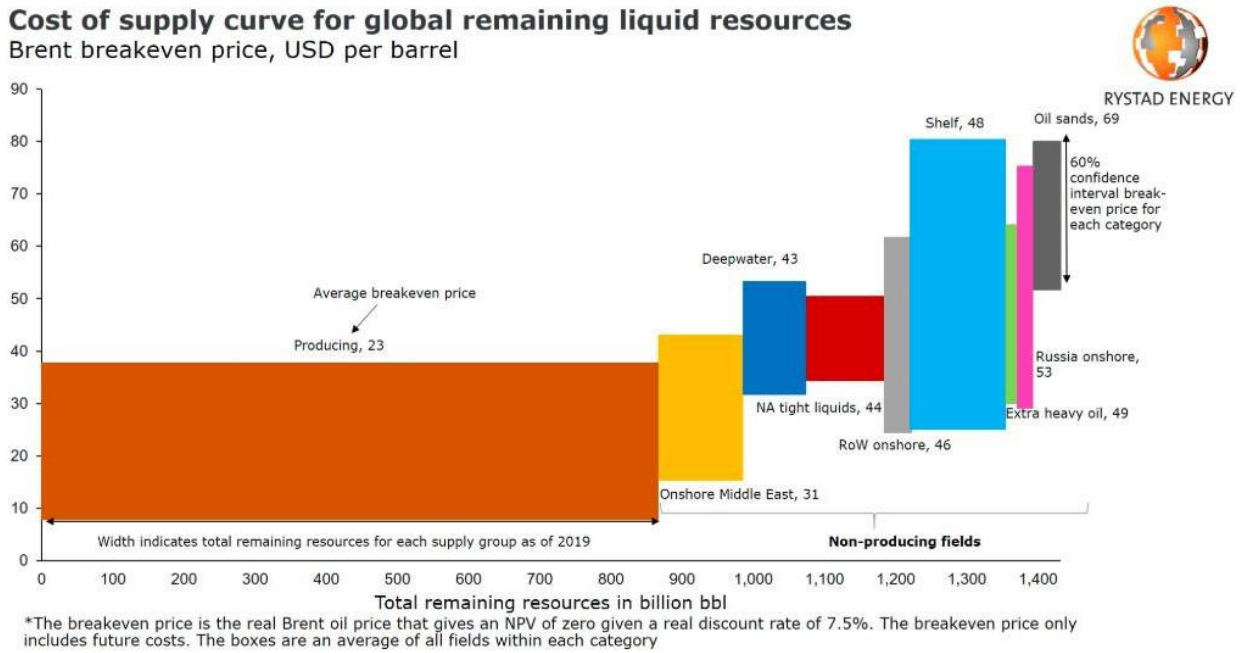
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 2021 年页岩油企业大规模增加资本开支意愿较低



数据来源: 达拉斯联储 新世纪期货

图 25: 2021 年全球原油成本曲线小幅抬升



数据来源: Rystand 新世纪期货

图 26: OPEC 预计 2021 年底前美国原油产量无法恢复至 2019 年水平

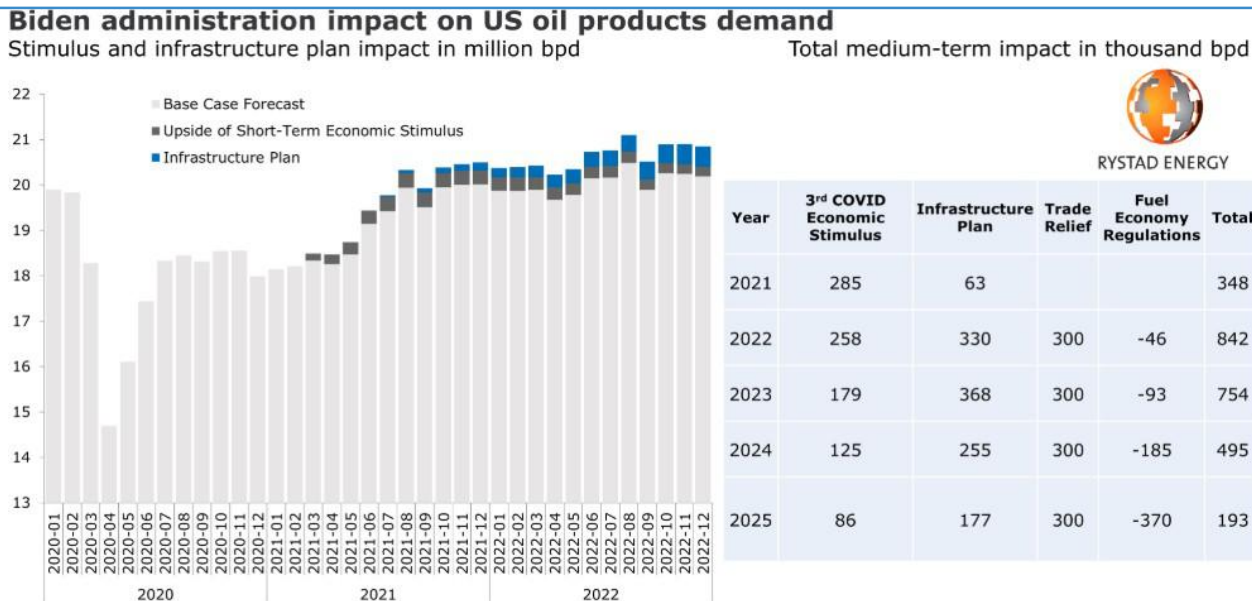


数据来源: OPEC 新世纪期货

#### (四) 拜登的刺激法案将提升美国原油需求

本月美国参众两院通过的 1.9 万亿美元的刺激法案（简称 ARP 法案），根据雷斯塔能源的预计，拜登这一疫情救助方案将使 2021 年的原油需求增加 35 万桶/天。

图 27: 拜登刺激法案增加原油需求



数据来源: Rystand 新世纪期货

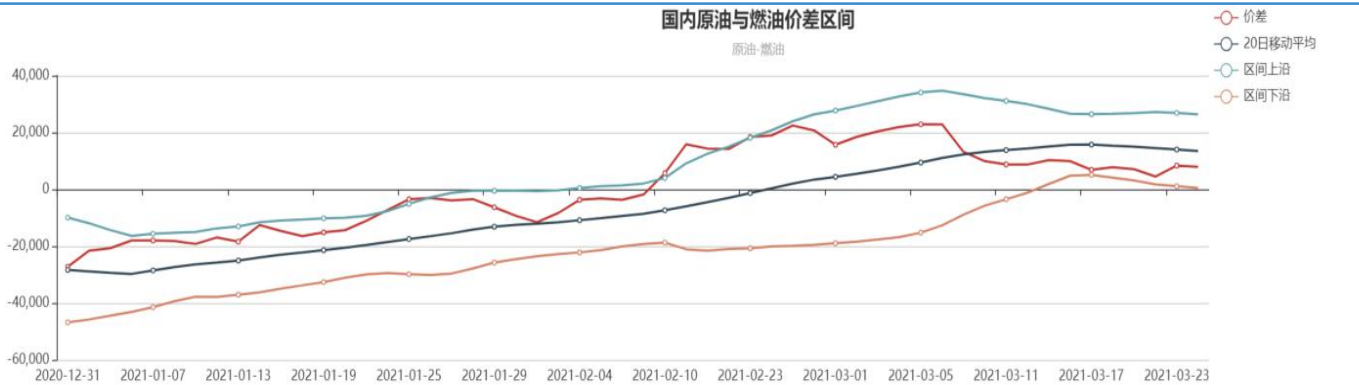
### (五) 未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，OPEC+的持续推进减产、中美欧三大经济体持续货币宽松政策策、中国与美国加大财政刺激力度，全球原油的消费需求将呈现复苏之势，供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，虽然当前美国页岩油产量在严寒天气影响后缓步恢复，但在拜登的新能源政策影响以及原油开采成本上升、美国页岩油企业增加资本开支意愿较低的情况下，美国原油产量将难以恢复至 2019 年水平，此外，虽然 OPEC 持续推进减产，但伊朗以及非 OPEC 国家原油产量的增加均将对油价的上行构成压制。除此之外，受当前中美关系、中欧关系以及美俄关系的骤然紧张因素影响，全球经济的复苏进程将受到拖累，如果中美关系、中欧关系以及美俄关系持续升级恶化，则欧美经济将重新陷入衰退之中，特别是当前欧洲正面临第三波疫情的影响，在疫苗短缺、欧洲诸国重启封锁措施的情况下，中欧关系的紧张升级或将导致 20 年底签署的《中欧投资协定》暂缓实施，如若此，则欧洲经济将受到重创并将大幅拖累全球经济的复苏，同时将拖累全球原油的消费需求前景。另外，如果中东局势进一步紧张升级，短期之内国际原油价格将有可能出现反弹，但反弹的高度与持续的时间长短则需要视情况而定。

从整体来看，我们认为虽然自 3 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，如果在二季度欧洲疫情能得到有效控制、中美关系、中欧关系以及美俄关系的紧张形势能得到有效缓解，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，如果在二季度欧洲疫情未能得到有效控制、中美关

系、中欧关系以及美俄关系的紧张形势未能得到有效缓解，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 28： 国内原油与燃料油价差区间**


数据来源：Wind 新世纪期货

### 三、碳中和大背景下，铜价与铝价在回调后仍将震荡上行

自 3 月初以来，我们看到，虽然有中美欧三大经济体持续货币宽松政策策、中国与美国加大财政刺激力度、南美智利与秘鲁发生罢工事件以及传统消费旺季来临的利好支撑，但在欧洲疫情恶化、美债收益率不断创新高、美元指数回升、美国政府意欲征税、中美关系、中欧关系以及美俄关系的骤然紧张因素的影响，内外盘铜与铝价格自 3 月中旬以来开始跌跌不休，截止 3 月 22 日，沪铜与沪铝收盘价分别较 2 月 26 日下跌 2%、上涨 1%。

**图 29： 内外铜走势对比**


数据来源：Wind 新世纪期货

**图 30： 内外铝走势对比**


数据来源：Wind 新世纪期货



(一) 铜：供需错配下的铜价在回调后仍将震荡上行

1. 全球铜矿供给持续偏紧、供应干扰问题依然存在

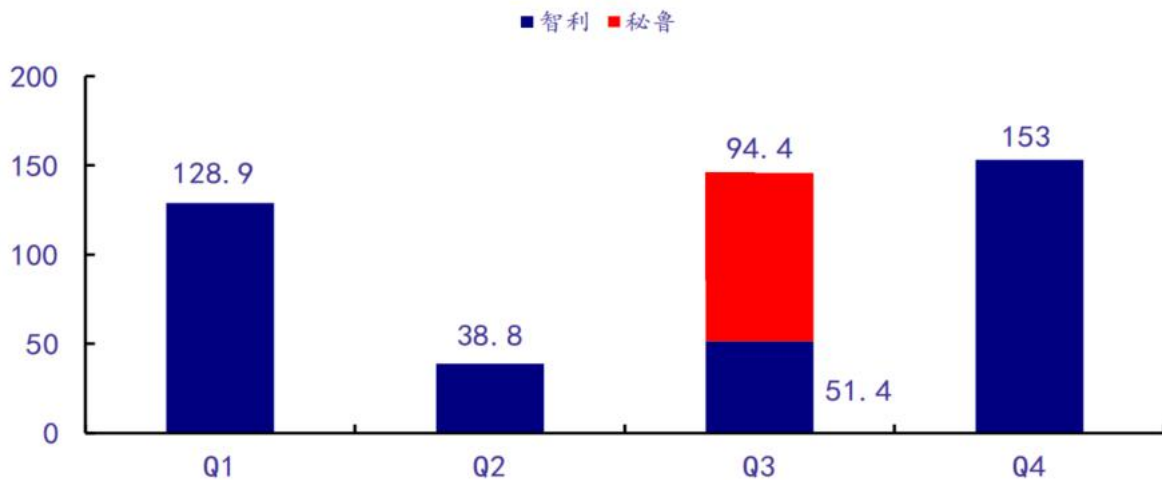
在之前的月报中，供应端方面，我们预计今年全球铜矿增量有 73 万吨；需求端方面，我们预计今年全球精铜消费量在 3.6%。整体来看，铜仍将面临供应紧张的局面。

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，虽然当前发达国家已开始接种疫苗，但在“疫苗民族主义”依然盛行、阿斯利康疫苗与辉瑞疫苗接连爆出安全可靠性的情况下，发达国家的接种速度已大幅放缓、叠加当前欧洲面临的第三波疫情、南非与英国的变异病毒仍在扩散，我们预计全球疫苗的紧张形势将持续至四季度，在此情况下，年内发展中国家的疫苗接种仍将难以全面覆盖。未来拉美、非洲等疫情严重的地区依然存在风险，而这也将会影响今年上述铜矿新增产量区域，在上述区域中的新建矿山能否顺利投产、新增产能能否顺利释放仍具有较大的不确定性，哪怕新建的矿山能顺利投产，但从建成投产到满产仍需一个产能爬坡的过程，因此在疫情与疫苗的双重因素影响下，今年铜矿供应仍将持续偏紧。

另一方面，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）。3 月初智利安托法加斯塔矿业公司旗下 Los Pelambres 矿工会成员在高涨的铜价下向资方提出更高的要求并选择了罢工。虽然当前铜价已呈高位回落之势，但仍处于相对高位的铜价增加了罢工的可能性并最终影响到矿山的生产。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。

图 31： 2021 年智利、秘鲁劳工合同到期的铜矿山产量

单位：万吨



数据来源：彭博 新世纪期货

## 2. 碳中和背景下的需求拉动

在之前的月报中，我们认为，在碳中和背景下，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。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。

2020 年 12 月 18 日闭幕的中央经济工作会议，将“做好碳达峰、碳中和工作”列为 2021 年的重点任务之一，我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和的目标也被再次强调。

2021 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在第十三届全国人民代表大会第四次会议上作政府工作报告（下称“《报告》”），《报告》提出，“扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。”

2021 年 3 月 15 日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平主持召开中央财经委员会第九次会议，会议强调，我国力争 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和，是党中央经过深思熟虑作出的重大战略决策，事关中华民族永续发展和构建人类命运共同体。要坚定不移贯彻新发展理念，坚持系统观念，处理好发展和减排、整体和局部、短期和中长期的关系，以经济社会发展全面绿色转型为引领，以能源绿色低碳发展是关键，加快形成节约资源和保护环境的产业结构、生产方式、生活方式、空间格局，坚定不移走生态优先、绿色低碳的高质量发展道路。要坚持全国统筹，强化顶层设计，发挥制度优势，压实各方责任，根据各地实际分类施策。要把节约能源资源放在首位，实行全面节约战略，倡导简约适度、绿色低碳生活方式。要坚持政府和市场两手发力，强化科技和制度创新，深化能源和相关领域改革，形成有效的激励约束机制。要加强国际交流合作，有效统筹国内国际能源资源。要加强风险识别和管控，处理好减污降碳和能源安全、产业链供应链安全、粮食安全、群众正常生活的关系。

此外，《报告》在介绍《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》时明确，落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，单位国内生产总值能耗和二氧化碳

碳排放分别降低 13.5%、18%。整体来看，“30•60 目标”背景下，未来关于节能减排的目标或将越来越严格、越来越具有约束性。未来数年，“碳达峰、碳中和”或将成为结构性政策出台的重要依据。

碳中和要求电力行业逐步向清洁能源转型，有望拉动电网投资，而我国电力用铜需求占比高达 48.5%，“碳中和”将带来新的精炼铜需求。

据国家电网官网，国家电网公司董事长辛保安出席世界经济论坛“达沃斯议程”对话会时表示，未来 5 年，国家电网公司将年均投入超过 700 亿美元，推动电网向能源互联网升级，促进能源清洁低碳转型，助力实现“碳达峰、碳中和”目标。

**表 5: 2018-2023E 我国光伏安装量与耗铜量测算**

年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
我国光伏安装量 (GW)	44.3	30.2	48.2	60.0	75.0	90.0
同比增长 (%)	-16.6%	-31.7%	59.5%	24.5%	25.0%	20.0%
我国光伏装机耗铜 (万吨)	17.7	12.1	19.3	24.0	30.0	36.0

资料来源: SOLARZOOM, 新世纪期货

国家电网向清洁低碳能源转型，有利于光伏安装量和风电装机容量的提升，我们测算 2021 年-2023 年我国光伏行业耗铜量有望达到 24 万吨，30 万吨和 36 万吨，风电领域耗铜量有望分别达到 14.9 万吨，19.1 万吨和 23.4 万吨。

**表 6: 2018-2023E 我国光伏安装量与耗铜量测算**

年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
我国风电安装量 (GW)	21.1	26.8	71.7	35	45	55
同比增长 (%)	7.5%	26.7%	167.5%	-51.2%	28.6%	22.2%
我国风电装机耗铜 (万吨)	9	11.4	30.5	14.9	19.1	23.4

资料来源: 中国风能协会, 国家能源局, 新世纪期货

此外，我国大力发展新能源汽车行业，符合减少二氧化碳排放的“碳中和”需求。截至 2021 年 1 月数据，我国新能源汽车产量已连续 3 月高于 19 万辆，我们测算 2021 年-2023 年我国新能源汽车耗铜量有望达到 16.4 万吨，21.4 万吨和 28 万吨，增速显著。我们认为未来全球新能源汽车销量有望加速上升，带来更大的精炼铜需求空间。

**表 7: 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

## （二）铝：碳中和背景下的供需再平衡

### 1. 碳中和背景下国内外新增产能均有限

在此前的月报中，我们预计，随着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。

从当前来看，国内电解铝产能即将达到产能天花板，未来增量有限。据百川盈孚统计，预计 2021 年国内电解铝最终可实现投产产能 291.5 万吨，预计年内还可投产 255.5 万吨。新增产能主要位于云南、广西、贵州等地，其中云南以其丰富的水电资源吸引了包括云铝股份、神火股份、中国宏桥以及云南其亚等企业纷纷进驻，而今年新投产能的释放也主要集中在云南。据 SMM，截至 3 月初，全国电解铝运行产能达 3968 万吨，有效建成产能规模 4354 万吨/年，全国电解铝企业开工率 91.1%。目前电解铝剩余指标主要集中在中铝、神火以及部分在建尚未建成的企业中，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。

表 8: 2021 年国内新增电解铝产能统计

单位：万吨

省份	企业	新产能	已投产	待开工	始投产时间	年内另在建且具备投产能	
						力新产能	预期年内还可投产
云南	云南宏泰新型材料	22	7	15	2021 年一季度	65	55
广西	广西德保百矿铝业	13	0	13	2021 年一季度	0	13
云南	云南神火铝业	24	24	0	2020 年 5 月	15	15
云南	云南云铝海鑫铝业	30	0	30	2021 年 4 月	0	30
四川	广元中孚高精铝材	0	0	0	2021 年 5 月	5	5
内蒙古	白音华煤电铝电分公司	38	0	38	2021 年三季度	0	38
贵州	贵州新仁登高新材料	0	0	0	2021 年三季度	25	25
广西	广西田林百矿铝业	0	0	0	2021 年待定	17.5	17.5
云南	云南其亚金属	5	5	0	2021 年待定	22	22
广西	广西华晟新材料有限公司	0	0	0	2021 年待定	25	25
贵州	贵州元豪铝业有限公司	0	0	0	2021 年待定	10	10



	总计	132	36	96		184.5	255.5
--	----	-----	----	----	--	-------	-------

数据来源：百川盈孚 新世纪期货

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 9: 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		

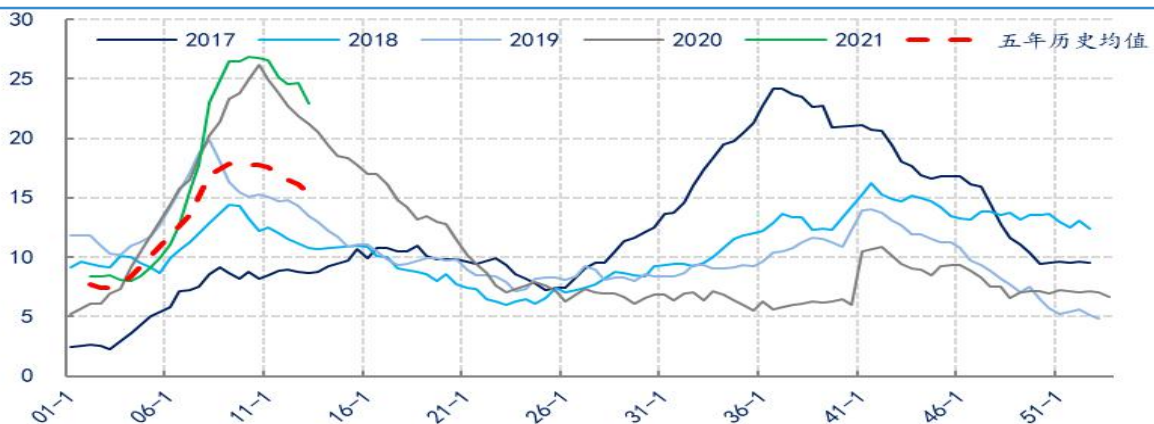
数据来源：SMM 新世纪期货

## 2. 需求端：碳中和带来新增亮点

### 1) 铝棒即将步入消费旺季

截止 3 月 22 日当周，国内铝棒社会库存为 22.9 万吨，较年内高点的 26.8 万吨（3 月 1 日）下降 3.9 万吨，降幅明显，表明国内铝棒即将迎来新一轮去库周期。铝棒的库存下降将带动上游电解铝的去库。

图 32： 铝棒即将进入消费旺季，去库迹象明显



数据来源：Wind 新世纪期货

## 2) 车身轻量化将提升铝的消费量

据 IAI 预测数据显示，2020 年传统燃油车、纯电动以及插电混动汽车的单车耗铝量为 136/158/198kg，2025 年相关汽车的单车耗铝量将增至 180/227/238kg，2030 年相关汽车的单车耗铝量将增至 223/284/265kg。碳中和所引致的汽车轻量化趋势将从单车铝密度提升和新能源汽车渗透率提升两个层面影响提高汽车行业铝消费量。假设全球新能源汽车销量从 2020 年的 312.5 万辆增长到 2025 年的 1359.22 万辆，则对应铝消费量将从 2020 年的 53.35 万吨增长到 2025 年的 313.22 万吨。

表 10: 全球新能源汽车铝消费量预测

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球销量 (万辆)	221.00	312.50	404.91	548.08	741.86	1,004.17	1,359.22
纯电动销量 (万辆)	150.28	212.50	275.34	372.69	504.47	682.84	924.27
插电混动销量 (万辆)	70.72	100.00	129.57	175.38	237.40	321.33	434.95
纯电动单车用铝量 (kg/辆)	143	158	173	188	202	215	227
插电混动单车用铝量 (kg/辆)	189	198	207	215	224	233	238
纯电动铝消费量 (万吨)	21.49	33.55	47.67	70.13	101.85	147.13	209.58
插电混动铝消费量 (万吨)	13.35	19.81	26.79	37.79	53.22	74.84	103.64
新能源汽车铝消费合计 (万吨)	34.85	53.35	74.46	107.92	155.08	221.97	313.22

数据来源: EV Sales, IEA, IAI 新世纪期货

## 3) 光伏构成电解铝未来需求的增长亮点

2020 年 9 月 22 日，习近平总书记在联合国大会中首次提到“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。

在 2020 年 12 月 12 日气候雄心峰会上，习近平主席在“30·60”碳目标的基础上，进一步提出了我国应对气候变化的几项总量指标：到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上，这些分别对应着碳排放强度、碳汇和新能源发展。

2021 年 2 月 22 日，国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，计划“到 2025 年，产业结构、能源结构、运输结构明显优化，绿色产业比重显著提升，基础设施绿色化水平、清洁生产水平持续提高，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配

置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量、碳排放强度明显降低，生态环境持续改善，市场导向的绿色技术创新体系更加完善，法律法规政策体系更加有效，绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系初步形成。到 2035 年，重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。”。

2021 年 3 月 1 日，国家电网公司发布“碳达峰、碳中和”行动方案，明确预计 2025、2030 年，非化石能源占一次能源消费比重将达到 20%、25%左右。到 2030 年，公司经营区风电、太阳能发电总装机容量将达到 10 亿千瓦以上，水电装机达到 2.8 亿千瓦，核电装机达到 8000 万千瓦。（习总书记明确 1200GW 以上，预计 200GW+可能会落实到其他电网企业）。

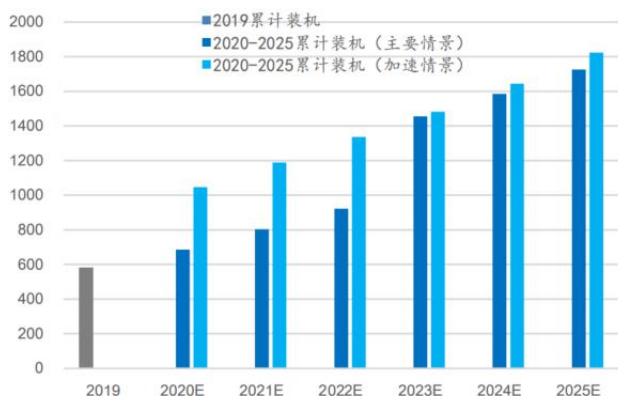
太阳能是一种可再生的无污染的新能源，挤压铝材是制造太阳能光伏组件最有竞争力的可选材料，电池板框架支柱、支撑杆、拉杆等都可以用铝合金制造，是铝型材应用的新市场。

铝型材在光伏领域主要产品在太阳能光伏边框和太阳能光伏支架等。太阳能光伏边框和支架主要起到固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度、便于运输和安装等作用，其性能将影响到太阳能电池组件的寿命。按照使用的原材料可将太阳能边框分为三类：铝型材边框、不锈钢边框、玻璃钢型材边框，由于铝型材具备重量轻、耐蚀性强、成形容易、强度高、易切削和加工、可回收等特点，目前在太阳能边框中应用为最为普遍。

根据中国光伏行业协会及工信部发布的《中国光伏产业发展路线图》描述，2018 年，市场上大部分电池组件使用的是铝边框，铝边框使用率高达 93.3%。我国是世界第一大太阳能电池和模组生产基地，未来光伏行业对铝材需求量的前景十分广阔。

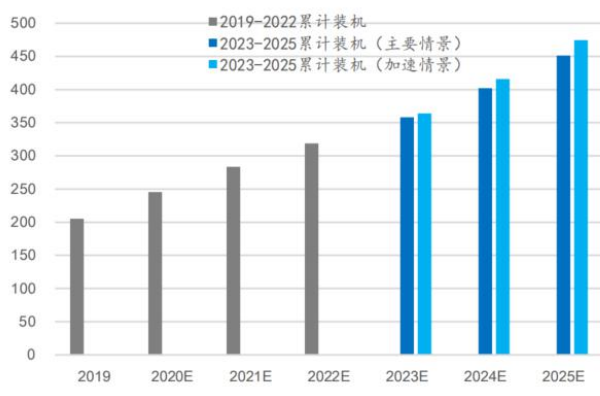
据 IRENA，2019 年全球光伏累计装机量为 580.16GW，中国光伏累计装机量为 205.07GW。根据 IEA 对年均新增装机量的预测，我们预测至 2025 年，全球光伏累计装机量（主要情景）约为 1725.11GW，2023-2025 年均复合增速 8.89%。加速情景下将达到约 1823.12GW，2023-2025 年均复合增速 10.91%。我们预测至 2025 年，中国光伏累计装机量（主要情景）约为 451.35GW，2023-2025 年均复合增速 12.28%。加速情景下将达到约 474.69GW，2023-2025 年均复合增速 14.18%。

图 33: 2019-2025 年全球光伏累计装机 (GW)



数据来源: IRENA IEA 新世纪期货

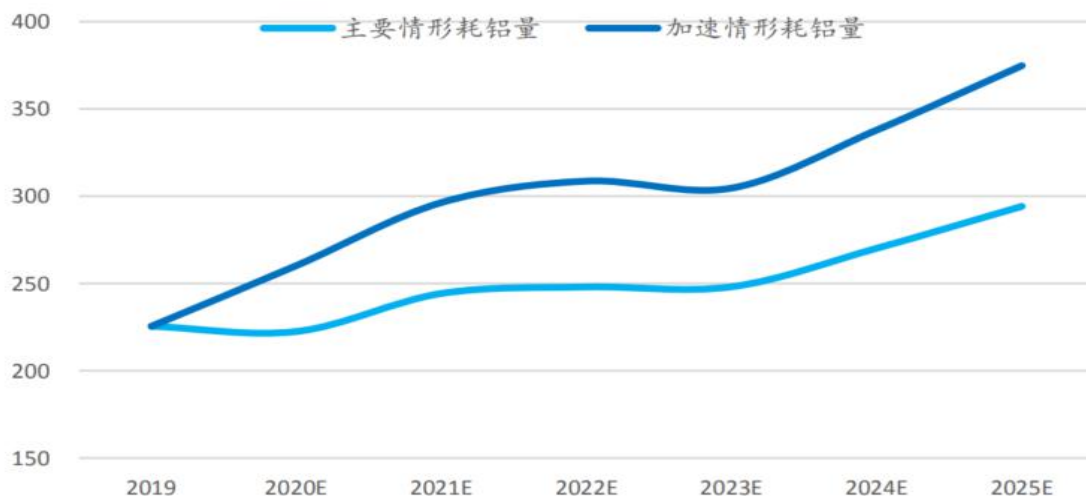
图 34: 2019-2025 年国内光伏累计装机 (GW)



数据来源: IRENA IEA 新世纪期货

按照光伏铝密度 2.09 万吨/GW 计算, 预计在主要情形下, 全球光伏耗铝量将从 2019 年 225.53 万吨增长至 2025 年的 294.22 万吨; 预计在加速情形下, 全球光伏耗铝量将从 2019 年的 225.53 万吨增长至 2025 年的 374.8 万吨。

图 35: 全球光伏行业耗铝量预测 (万吨)

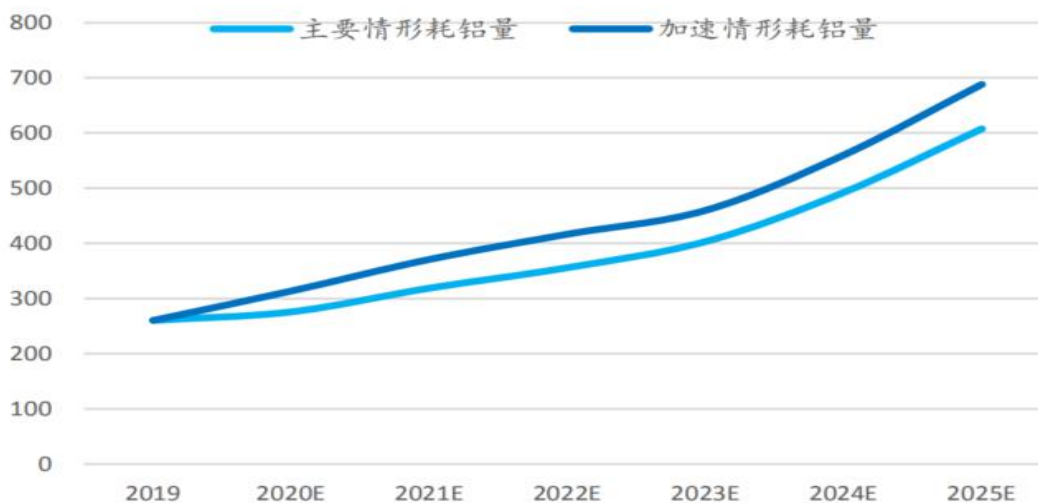


数据来源: IRENA IEA 安泰科 新世纪期货

加总新能源汽车行业和光伏行业未来铝需求预测, 我们预计在主要情形下, 全球光伏+新能源车铝消费量将从 2019 年的 260.38 万吨增长至 2025 年的 607.44 万吨; 预计在加速情形下, 全球光伏+新能源车铝消费量将从 2019 年的 260.38 万吨增长至 2025 年的 688.02 万吨。据 IAI 统计数据, 2020 年全球电解铝产量为 6529.6 万吨, 2025 年光伏+新能源车消费量占 2020 年产量比例将从目前的 4%提升至 9.3-10.54%。



图 36: 全球光伏行业耗铝量预测 (万吨)



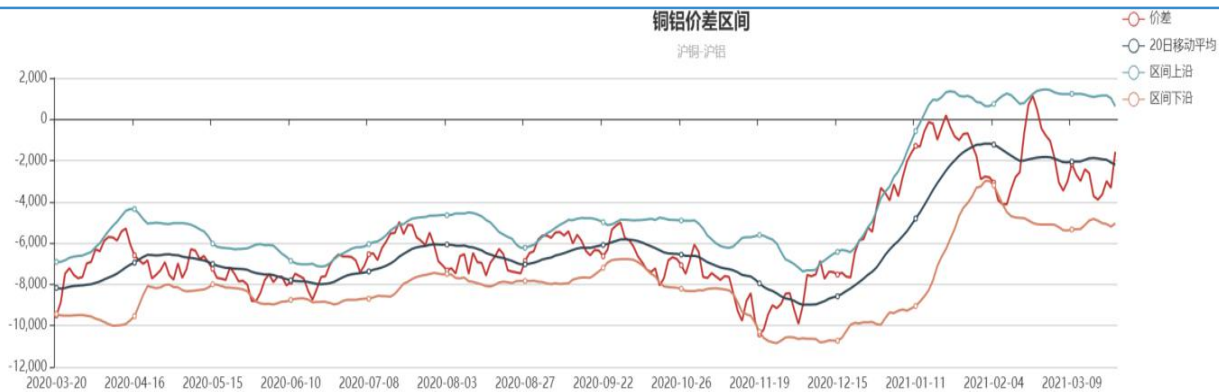
数据来源: IRENA IEA EVSales 安泰科 新世纪期货

### (三) 未来走势判断与交易策略

综上所述,我们认为,虽然有中美欧三大经济体持续货币宽松政策策、中国与美国加大财政刺激力度,但在欧洲疫情恶化、美国政府意欲征税、中美关系、中欧关系以及美俄关系的骤然紧张因素的影响下,全球宏观氛围短期之内由暖转冷,这将对包括有色金属在内的大宗商品价格形成较大的压制,进而使得大宗商品价格出现回调,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,在碳中和的背景下,新能源车的发展、电网向能源互联网升级均将为铜带来新的需求增长点;整体而言,供应端的持续收紧与需求端的持续增长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,在碳中和的大背景下,新能源车与光伏行业的发展将带动铝需求的增加;整体而言,供应增量的有限与需求端的增长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以观望为主,而从中长线来看,则可逢低少量逐步布局多单,从跨品种的套利交易策略来看,我们认为,虽然当前铜受宏观因素影响,跌幅大于铝,当前的多铝空铜策略可以谨慎持有,但未来如若宏观氛围回暖,则铜的涨幅仍将超过铝的涨幅,因此可以在宏观氛围转暖之际将多铝空铜策略转换为多铜空铝策略。

图 37: 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/>