

## 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

四季度原油与有色市场展望——疫情使全球经济增速进一步放缓 供需矛盾将支撑油价与铝价上行

2021-9-26

9 月原油与有色市场展望——美联储上内或将启动 Taper, 供给扰动持续将支撑油铜与铜价上行

2021-8-24

8 月原油与有色市场展望——全球经济复苏或因疫情而放缓 需求依然向好 原油与铜价仍将震荡上行

2021-7-26

三季度宏观与能源市场展望——中国经济动能高位回落 Taper 渐行渐近 需求增加 VS 伊核谈判僵局 原油仍将震荡上行

2021-6-27

6 月宏观与能源市场展望——印度疫情对全球经济冲击有限 中美经济仍将错峰复苏 原油仍将震荡上行 沥表或将回归弱势

2021-5-28

## 11 月原油与有色市场展望一

疫情未见好转 多国自我“松绑” 经济前景堪忧  
全球能源危机点燃大宗商品上行之路

## 观点摘要:

## 宏观经济:

整体来看,一方面,随着冬季的到来,全球的疫情呈现出一轮反弹之势,但受此前欧美国家的示范效应,亚太地区的多数国家在基于经济下行的压力下自 10 月初以来无奈自我“松绑”纷纷解除边境限制并取消了隔离要求,接下来,世界即将迎来感恩节、圣诞节、新年等连续假期,大量人员流动和聚集在所难免,将成为全球疫情防控最大的挑战;另一方面,随着全球疫情的反弹、供应链的持续紧张、通胀的加速以及粮食和燃料价格攀升、全球能源危机的持续蔓延,全球经济前景将出现危险的分化之势。

## 原油:

综合来看,一方面,随着新兴市场国家重新开放经济后,原油需求已经显示出强劲的复苏迹象,尤其是近期亚太地区的买家以高溢价采购原油,此外,当前北半球能源危机的持续使得取暖油替代天然气的需求大幅增加,叠加当前极寒天气开始笼罩东北亚地区,取暖油需求增幅明显,进而使得全球原油供需愈发紧张;另一方面,虽然美国白宫施压 OPEC 进高增产量,但 OPEC 依然维持原定增产步伐—沙特拒绝,叠加安哥拉与尼日利亚由于投资不足的维护问题导致产量难以有效提升、美国页岩油产量短期内难以有效增加,俄罗斯虽然增产,但杯水车薪,无法有效缓解全球供应短缺之势。

从整体来看,我们认为,在供应增幅远低于需求增幅、伊核谈判仍处于僵持的情况下,至年底,全球原油供需矛盾仍将无法化解,国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

## 铝:

综合来看,一方面,从供应端来看,在碳中和背景下,国内矿端与精炼端供应受制于各地限电限产细则的落地而存在收缩预期,而从海外来看,在继 Nystar 欧洲三工厂锌减产 50%后,嘉能可宣布旗下欧洲炼厂错峰生产,这使得市场对于精锌供应收紧的预期进一步加强;另一方面,从下游来看,在锌价大幅上涨之际,下游畏高慎买,终端订单有所回落,整体需求有所下降,下游成品库存高企。整体而言,在供应进一步收紧的情况下,锌价仍将维持震荡上行之势。

从整体来看,锌价虽短期之内出现回调,但从中长期来看仍将继续稳步震荡上行。

## 关注点:

1. 新冠疫情在全球的扩散程度;
2. 中美欧三大经济体的经济前景;
3. OPEC+会议、中东局势变化;
4. 全球能源危机的发展;
5. 海外锌冶炼厂的减产与国内限电限产的影响。

## 目 录

一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 随着冬季的到来, 全球疫情出现了一轮反弹.....	错误! 未定义书签。
(二) 疫情使得不同国家的经济前景出现分化 中美贸易战仍将持续.....	4
1. IMF 基于疫情下调全球经济前景预期.....	4
2. 中美贸易战仍将持续.....	6
二、全球能源危机持续 OPEC 拒绝增产 油价维持震荡上行.....	8
(一) 欧洲天然气价格快速上行引发能源危机, 原油对于天然气的逆替代需求大幅增加.....	9
(二) OPEC+拒绝美国增产要求, 维持原定增产计划, 三大机构上调供需缺口.....	12
(三) 原油期限 Backwards 结构并持续深化.....	13
(四) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	14
三、海外能源危机与国内限电限产助力锌价快速上涨.....	14
(一) 海外能源危机导致减产并有进一步扩大风险.....	15
1. Nystar 与嘉能可宣布减产.....	15
2. 在能源危机影响下其他厂商可能跟进减产.....	15
(二) 矿端供应依然偏紧, 供需前景或将随时转向.....	16
1. TC 加工费持稳于低位, 矿端供应依然紧张.....	16
2. 供需平衡或是可能发生转变.....	16
(三) 未来走势判断与交易策略.....	17
免责声明.....	18

## 一、全球经济复苏前景展望

### (一) 随着冬季的到来，全球疫情出现了一轮反弹

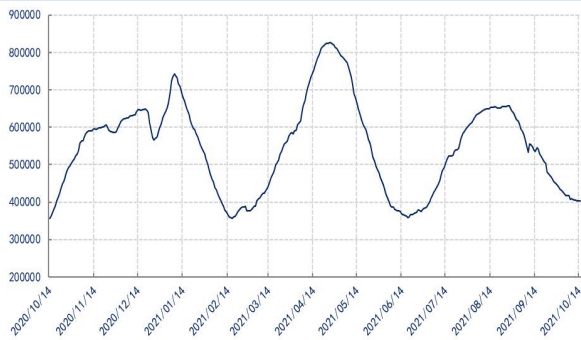
截止 2021-10-19 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 24197 万人，累计死亡超 491 万人。从国内与海外的对比来看，截止 2021-10-19 日，国内现有确诊病例 2362 例（含台湾），其中本土确诊病例 1925 例（含台湾 1755 例），境外输入 437 例；全球现有确诊 2216 万人，分国家来看，当前确诊人数超 10 万的国家中，美国 954 万人，西班牙 475 万人，英国 141 万人，俄罗斯 77 万人，土耳其 50 万人，墨西哥 35 万人，伊朗 34 万人，秘鲁 27 万人，乌克兰 26 万，巴西 22 万人，印度 19 万人，波兰 19 万人，德国 13 万人，泰国 11 万人，挪威 11 万人；相对而言，当前国内疫情防控形势较海外国家略胜一筹。

从全球疫情形势来看，截止 2021-10-19 日，全球日新增确诊 325875 病例，呈缓步回落之势，较此前 8 月中旬的 75 万例回落回落了近 60%，但分国家与地区来看，形势依然不容乐观，特别是在欧美地区。

当前欧洲的日新增确诊病例有所抬头—世界卫生组织 (WHO) 官员在 20 日的新闻发布会上表示，欧洲的新冠肺炎病例连续第三周增加，在过去的一周内，欧洲新冠感染人数共计 130 万人，比前一周增加了 7%，是世界卫生组织成员国六个地区中唯一感染人数不断上升的地区，主要是捷克、匈牙利和波兰的疫情激增，此外，当地时间 10 月 20 日，英国卫生大臣萨吉德·贾维德主持政府新闻发布会时表示，英国今年冬天新冠肺炎日增确诊病例可能达到 10 万例，每天住院的人数将达到 1000 人。与此同时，在罗马尼亚，每 5 分钟就有 1 人死于新冠肺炎，殡仪馆棺材即将用完；近期，波兰每周感染人数几乎翻倍增长；保加利亚、捷克、匈牙利等国的感染人数都在激增。

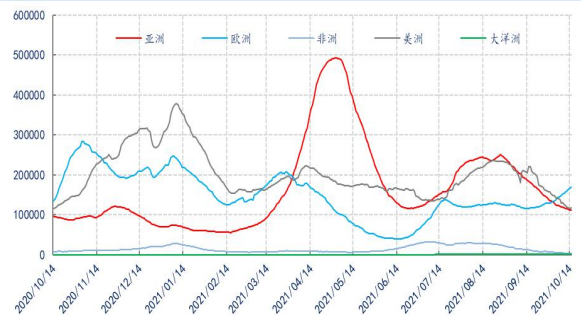
美国虽然日新增确诊病例有所回落，但中西部和东北部多州的新增新冠肺炎确诊病例仍呈上升趋势，以犹他州为例，由于疫情持续恶化，单日新增死亡病例数和住院病例数都逼近疫情暴发以来的高点，据外媒报道，犹他州全州范围内 94% 的重症监护床位已被占用，此前犹他州部分医院就已经因病床和医护人员的短缺，决定暂停“几乎所有手术”，与此同时，美国红十字会近日公开表示，由于新冠肺炎疫情导致全美各地医院住院患者激增，美国血液库存急剧下降，血液供应已经下降到令人担忧的水平。

图 1：全球新增确诊病例逐步回落（七日移动平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2：欧洲近期新增确诊病例有所反弹（七日移动平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

面对英国的疫情激增，BBC 分析指出，英国的疫苗接种时间点领先世界，而这或许是英国当前感染人数激增的重要原因之一，有研究指出，在接种新冠疫苗 5-6 个月后，疫苗在预防感染方面的保护力将大幅下降。此前，柳叶刀披露的数据显示，民众在第 2 剂辉瑞疫苗接种 2 周后，辉瑞疫苗对德尔塔变异毒株的保护率下降到 79%；完全接种疫苗 5 个月后，预防感染新冠病毒的有效率降至 47%。因此，英国对疫苗“加强针”的接种需求非常迫切。截止目前，英国已有超过 400 万人接种了疫苗“加强针”，但仍有大约 50% 符合条件的人尚未接种。

在当前全球疫情仍未取得有效好转的情况下，在此前欧美国家的示范效应下，亚太地区的多数国家在基于经济下行的压力下自 10 月初以来无奈自我“松绑”——纷纷解除边境限制并取消了隔离要求，虽然疫苗接种率的上升使得更多所谓的“新冠零容忍”国家加入到放弃彻底消灭病毒的战略、重新开放经济的行列之中，更具传染性的德尔塔变异病毒使病毒遏制机制的效力降低。接下来，世界即将迎来感恩节、圣诞节、新年等连续假期，大量人员流动和聚集在所难免，将成为全球疫情防疫最大的挑战。

## （二）疫情使得不同国家的经济前景出现分化 中美贸易战仍将持续

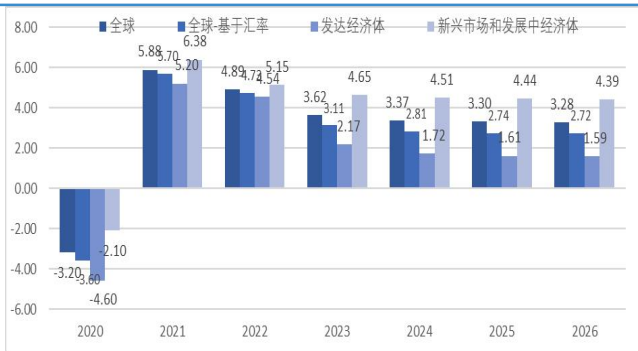
### 1. IMF 基于疫情下调全球经济前景预期

国际货币基金组织（IMF）在 10 月 12 日发布的最新一期《世界经济展望》中称，现预计今年世界经济增长 5.9%，比 7 月预期下调 0.1 个百分点，2020 年为萎缩 3.1%。该组织同时将 2022 年预期维持在 4.9% 不变。

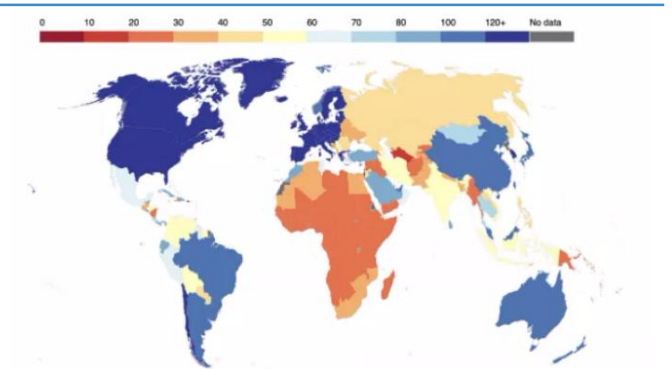
IMF 警告称，经济增长面临的威胁有所增加，包括德尔塔变异毒株、供应链紧张、通胀加速以及粮食和燃料价格攀升。总体数据还掩盖了一些国家预测的大幅下调，尤其是疫苗资源仍然有限的低收入国家。

IMF 在报告中称，不同国家的经济前景呈现出危险的分化趋势，发达经济体的总产出预计将

在 2022 年恢复至疫情前的趋势水平，在 2024 年超出疫情前趋势水平 0.9%。相反，到 2024 年，新兴市场和发展中经济体（不包括中国）的总产出预计仍将比疫情前的预测值低 5.5%，意味着这些国家在提高生活水平方面的进展将出现更严重的倒退。IMF 指出，这种分化是由“疫苗的鸿沟”和政策支持的巨大差异导致的。在发达经济体，超过 60%的人口已经完成疫苗接种，并且一些人正在接种加强针，但是，低收入国家仍有约 90%的人口没有接种疫苗。此外，尽管新兴和发展中经济体的产出缺口更大，但由于融资环境趋紧，加之通胀预期变动风险增大，它们正在更快取消政策支持。

**图 3：全球经济复苏依然存在差距**


数据来源：IMF 新世纪期货

**图 4：疫苗供给不足将使得全球 GDP 大幅减少**


来源：IMF 工作人员的计算。  
 注释：有效疫苗供给 = 2 \* 剂数 / 人口。强生和康希诺的疫苗剂数乘以 2，以便与双剂疫苗相一致。数据截至 2021 年 10 月 6 日。

数据来源：IMF 新世纪期货

图 5：IMF 下调全球经济增速预期

### 《世界经济展望》最新增速预测

(实际GDP, 年百分比变化)	预测值		
	2020	2021	2022
<b>世界产出</b>	<b>-3.1</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>
<b>发达经济体</b>	<b>-4.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>
美国	-3.4	6.0	5.2
欧元区	-6.3	5.0	4.3
德国	-4.6	3.1	4.6
法国	-8.0	6.3	3.9
意大利	-8.9	5.8	4.2
西班牙	-10.8	5.7	6.4
日本	-4.6	2.4	3.2
英国	-9.8	6.8	5.0
加拿大	-5.3	5.7	4.9
其他发达经济体	-1.9	4.6	3.7
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>-2.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.1</b>
<b>亚洲新兴市场和发展中经济体</b>	<b>-0.8</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>
中国	2.3	8.0	5.6
印度	-7.3	9.5	8.5
东盟五国	-3.4	2.9	5.8
<b>欧洲新兴市场和发展中经济体</b>	<b>-2.0</b>	<b>6.0</b>	<b>3.6</b>
俄罗斯	-3.0	4.7	2.9
<b>拉丁美洲和加勒比</b>	<b>-7.0</b>	<b>6.3</b>	<b>3.0</b>
巴西	-4.1	5.2	1.5
墨西哥	-8.3	6.2	4.0
<b>中东和中亚</b>	<b>-2.8</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>
沙特阿拉伯	-4.1	2.8	4.8
<b>撒哈拉以南非洲</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>
尼日利亚	-1.8	2.6	2.7
南非	-6.4	5.0	2.2
备忘项			
<b>新兴市场和中等收入经济体</b>	<b>-2.3</b>	<b>6.7</b>	<b>5.1</b>
<b>低收入发展中国家</b>	<b>0.1</b>	<b>3.0</b>	<b>5.3</b>

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，2021年10月。

注释：印度的数据和预测值是按财年列示的，财年2020/2021从2020年4月开始。在2021年10月《世界经济展望》中，基于日历年，印度2021年的增速预测值为8.3%，2022年为9.6%。

数据来源：IMF 新世纪期货

## 2. 中美贸易战仍将持续

近期，随着拜登政府宣布新的对华贸易政策和双方高层频频互动，中美关系总体气氛有所

改善。

美国贸易代表戴琪 10 月 4 日在美国战略与国际研究中心（CSIS）发表演讲时称，要以新的方式处理与中国的贸易关系，并公布了四项对华贸易具体措施：一是评估中国在第一阶段经贸协议的表现；二是遵循美国经济利益，启动有针对性的关税排除程序；三是继续关注中国所谓“以国家为中心的非市场贸易行为”，不排除采取单方面贸易措施，包括启动“301 条款调查”和加征新的关税等措施保持对华施压；四是美国将与盟友一起打造所谓 21 世纪的公平贸易规则，推动市场经济和民主政体在竞争中力争上游。

白宫高级别官员 3 日专门就美对华贸易政策立场举行电话吹风会指出，拜登政府反对上届政府的做法，因为其无论从美国国内还是对盟友均未能建立起优势。“他们的做法有时是混乱的，包括伤害美国经济的某些领域，而不是解决美国面临的战略问题。”这名官员还表示，拜登认为美中经济关系远不止关税和贸易，美方在实施有效战略时需要考虑经济关系的各个方面。而这也正是美方在过去几个月中评估对华贸易政策的侧重点。

美国全国制造商协会首席执行官杰伊·蒂蒙斯(Jay Timmons)4 日就戴琪的讲话发表声明称，美中两国需要一种“全新、全面和务实”方式来处理双边经贸关系。该协会乐见美国政府寻求关税豁免举措，加强美中官员直接接触等做法。

美国消费技术协会主席加里·夏皮罗当天发表声明说，拜登政府应当结束这些伤害美国企业和消费者的关税。自贸易争端爆发以来，美国民众已额外承担 900 多亿美元的关税成本。此前，约 30 个有影响力的美国商业团体曾于 8 月写信敦促拜登政府削减对华商品加征的关税，称关税增加美国民众和企业负担，拖累美国经济增长。

对于此，中国外交部发言人华春莹日前表示，中美经贸关系的本质是互利共赢，打贸易战只会带来双输。中方一贯坚定维护以世贸组织为核心的多边贸易体系，坚定按照国际贸易规则办事。希望美方切实尊重市场经济原则和国际经贸规则，同中方一道努力，推动中美经贸关系健康稳定发展。

时隔半年，拜登政府首次宣布对华贸易政策，不仅是对前期对华贸易政策的全面评估，某种意义上也是对特朗普对华贸易政策失败的一次“纠偏”。事实上，美国战略界已越来越多地意识到，须建立一个新的遏制中国力量的贸易政策和战略框架，转变贸易政策的目的是为了更好地对抗中国。如戴琪所言，就是“随着中美经济关系的变化，我们捍卫利益的策略也必须改变”。戴琪提出的“再挂钩”“持久共存”等说法，正是在这一背景下做出的调整。

特朗普政府 2018 年发动全面对华贸易战，试图一举压垮中国，改变中国的基本经济政策，

甚至迫使中国修改基本经济制度，而恰是这些制度和政策成就了中国经济的高速增长，重塑了中国民生，也推动了中国的快速崛起。

而从戴琪的讲话来看，美国新贸易政策并未吸取特朗普政府的教训，不去真正的反思，反而变本加厉，继承并发展了特朗普的对华遏制策略。其实质是在寻求对话的同时保持对华施压态势，并将力量集中于与中国在核心领域谋求竞争甚至对抗。新的对华贸易政策以及中美经贸对话重启，并非真正意义上的转圜，反而是美既不想完全放弃对华经济利益，更要腾出手来强化对华战略制衡的策略选择。

从美国新贸易策略上来看，拜登政府不仅延续了特朗普政府对华遏制的政策基调，更由特朗普政府时期的单边孤立主义向推动形成多边结盟体系的战略转变：即以竞争战略为总纲，以对抗加接触为两手，以三“C”战略——竞争、合作和对抗——为策略，以同盟战略、多边体系、价值观外交作为对华战略的“三大支柱”，在价值观统一战线、科技主导权，以及在多边经贸规则锁定问题上，协调对华立场。

此外，戴琪所说的“再挂钩”也是有针对性的，在非关键领域，美国不会放弃利益，而在关键核心的科技领域，将进一步加大对中国高科技遏制的程度，产业链调整与国家安全进一步挂钩。

## 二、全球能源危机持续 OPEC 拒绝增产 油价维持震荡上行

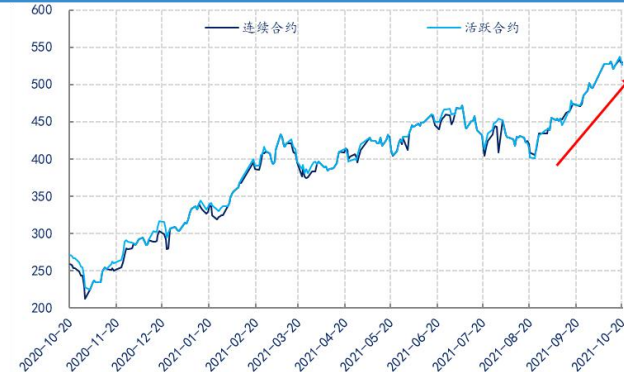
回顾 10 月以来的国际原油价格走势，我们看到，在北半球能源危机进一步加剧、OPEC 维持原定增产步骤并拒绝美国增产要求、亚太地区需求大增、美国战略原油储备投放不及预期伊核谈判仍陷于僵局等因素的影响下，国际原油价格自十月月以来呈现持续震荡上行之势。

图 6： ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源：Wind 新世纪期货

图 7： INE 原油价格对比 元/桶



数据来源：Wind 新世纪期货



(一) 欧洲天然气价格快速上行引发能源危机，原油对于天然气的逆替代需求大幅增加

2021 年年初以来，在供给短缺推动下，以英国为代表的欧洲天然气价格快速上行，较年初约上涨了 4 倍。由于能源供应问题难以快速解决，叠加 2021 年 8 月亚马尔-欧洲天然气管道发生火灾，欧洲天然气短缺局面愈演愈烈。而随着北半球逐步进入寒冬季节，作为欧美发电的“燃料”之一的天然气价格的上涨，大幅推升了欧美国家的发电成本，从当前欧美的电力价格指数与平均电价来看，欧洲的德国、法国、西班牙的电价指数同比均呈现上扬之势，其中西班牙电价指数同比涨幅接近 44%，而从美国的电价来看，总电价较去年同期上涨 3.86%，其中居民电价同比上涨 4.91%，工业电价同比上涨 5.02%。

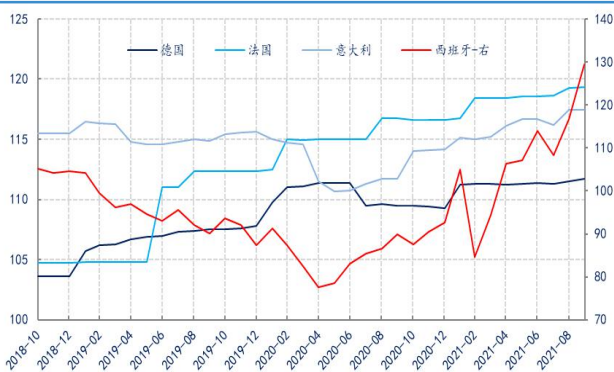
图 8：全球天然气价格大幅上涨

美元/百万英热



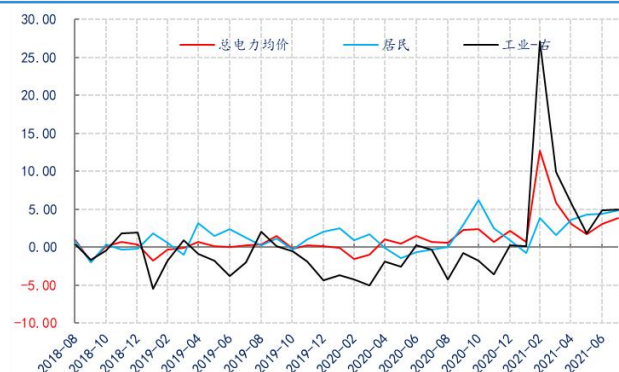
数据来源：钢联 新世纪期货

图 9：欧洲电力价格指数对比



数据来源：钢联 新世纪期货

图 10：美国电力价格同比对比



数据来源：Wind 新世纪期货

从本次能源危机来看，导火索是极端天气，根源在于传统能源行业产能弹性大幅下滑。疫情爆发后，原油、天然气等传统能源开采行业出现企业破产潮，产能一度跌至冰点。虽然疫后需求端逐步回暖，但出于对改善现金流的渴望，以及全球主要经济体纷纷加快推进能源转型，这些传统能源开采企业的资本开支持续低企，导致天然气、原油等传统能源品的产能弹性被大幅压缩。伴随着极端天气严重拖累绿色能源发电、引发对传统能源的发电需求激增，天然气等供需缺口大幅走扩，价格飙涨。而这，最终推升欧美电价、触发了电力危机。

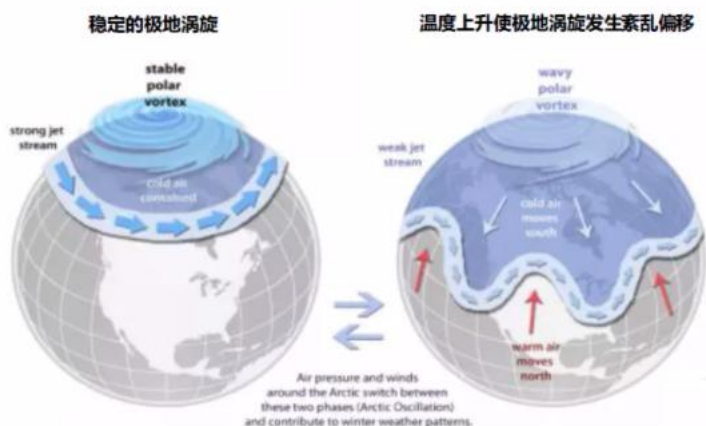
从极端天气来看，欧洲方面，2020年冬季，欧洲经历冷冬，气象观测数据显示2020年12月-2021年5月期间，俄罗斯、英国各月最高温度较往年同期平均温度要低2-5度左右。冷冬影响社会取暖需求上升，与此同时，由于产能处于收缩状态，供给跟不上，导致欧洲能源库存消耗明显。

与欧洲一样，美国今年也遇到了极端天气的干扰，年初美国遭遇了百年未遇的极寒天气，受此拖累，美国德州电力系统出现大范围瘫痪，电价大幅上涨，居民及企业遭遇停电，随着气温的回暖、电力系统的修复，德州电力危机得以解除，电价回落到正常水平。

除了极寒天气的影响之外，自年初以来，欧美元地区还遭受到了干旱天气的影响，从而使得欧美国家的风电与水电缺位，最终使得欧美国家对于火电的替代需求大幅增加，但在供给弹性严重受限的情况下，天然气、原油价格及煤炭价格形成共振大涨，并反过来传导到了电力价格端。

联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）2014年公布的第五次全球气候评估报告显示，自20世纪80年代以来，全球平均温度上升速度加快，地球正在升温。气象学研究进一步揭示，随着地球温度的上升，北极地区气候循环形成的极地涡旋圈，会受温度上升影响而变得更加不稳定，出现极地涡旋向南偏移侵扰，从而更加容易形成超强极寒天气。极端天气加剧将会使位于北温带的经济体（全球主要经济体大多位于北温带）频繁遭遇冷冬，冬季取暖需求增加，全球能源需求易上难下。

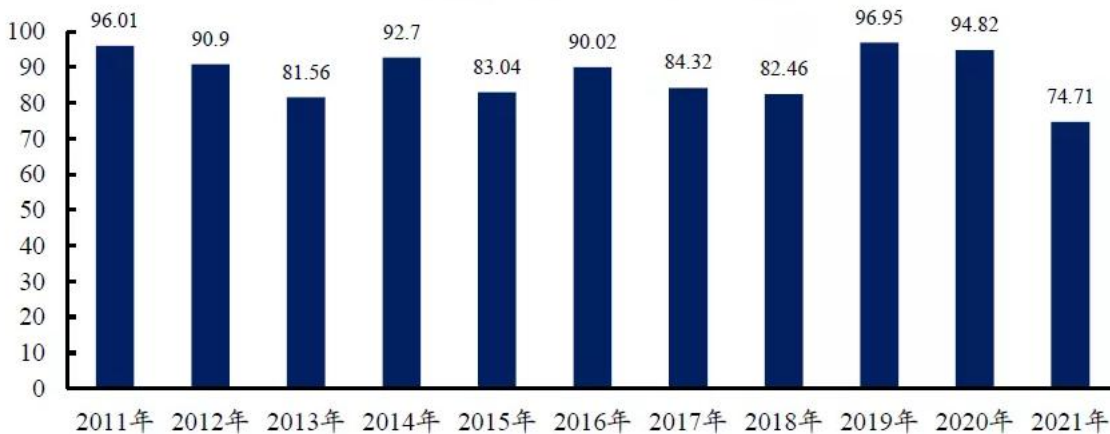
图 11： 极端天气加剧将使得北半球频繁遭遇冷冬



数据来源： 美国国家海洋与大气管理局, 新世纪期货

从欧洲天然气库存数据看，2020 年-2021 年之交的冬季，欧洲天然气库存出现明显消耗，至 2021 年 5 月底库存水平明显低于过往两年。不同于 2019 年库存消耗后经历快速回补，2021 年 5 月以来，欧洲天然气库存虽然也有回补，但库存快速消耗形成的约 400Twh 的缺口，一直没有回补修复。从欧洲天然气基础设施负荷情况看，2021 年 9 月底，欧洲天然气储存设施的负荷水平仅为 74.7%，为 2011 年最低水平，而在疫情之前的 2019 年这一数值高达 97%。

图 12： 欧洲天然气储存设施负荷水平达到十年最低



数据来源： Gas Infrastructure Europe, 新世纪期货

此外，随着俄罗斯北溪 2 号线的投产，俄罗斯、美国、欧洲的能源博弈加剧。当前俄罗斯对欧洲主要有三条天然气管道，分别为：北溪 1 号、亚马尔-欧洲管道、联盟线。2020 年后，这三条输气管道的输气量出现明显下滑，并且一直未回到前期水平。叠加 2021 年 8 月初，亚马尔-欧洲管道发生火灾，导致俄罗斯对欧洲的天然气输气供应雪上加霜。从稳定性而言，这三条

管道中，只有北溪 1 号线未经过陆地国家，因此较为稳定。而其余两条管道由于经过的陆地国家（如乌克兰、捷克等）多为地缘政治动荡区域，其供应稳定性容易受到政治因素影响。北溪二号线虽然近期已经完工，但受美国持续制裁以及各方政治博弈等影响，后续对欧盟天然气供给能力仍存在较大变数。此外，俄罗斯 LNG 出口量约 65%来自全球最北的亚马尔 LNG 项目，外运须经北极圈内的萨贝塔港装船，其中 83%运往欧洲，13%运往亚洲；第二大 LNG 出口设施位于远东地区萨哈林岛的普里戈罗德诺耶，约占总出口量的 33.6%，主要运往日本、韩国和我国台湾；冬季极寒天气影响下，两大出口地港口运输能力受制于破冰型 LNG 船队运力。

从原油与天然气的替代关系来看，天然气价格与原油在一定程度上属于竞争能源。天然气作为一种过渡能源，需求保持较高增长，并对原油起到替代作用。当原油经济性更高时，会出现逆替代问题。在工业领域，拥有燃气和燃油两套装路工业用户，当燃油经济性更强的时候，企业改用燃油装路，停用燃气装路。在车用领域，“油改气”经济性不再，汽车、与重卡将选用石油。在当前同热值下，在欧洲原油已经更具经济性，此外叠加当前欧洲天然气的供应短缺，原油的替代需求已大幅上升，10 月 20 日，沙特能源部长萨勒曼王子称，从天然气转向石油的用户可能带来 50-60 万桶/日的需求。

从本轮能源危机来看，其最大的特征是一次能源（原油、天然气、煤炭等）危机与二次能源（电力、热力等）危机形成的共振，在当前全球主要经济体纷纷加速推进“碳中和”与“碳达峰”的进程中，传统能源行业在企业资本开支意愿不断减少之际，产能的持续下滑之势已不可避免，与此同时，伴随着极端恶劣天气使得绿色新能源供给不稳定，引发市场对传统新能源发电需求的激增，这将使得一次能源的供需缺口进一步扩大，进而使得价格飙升并触发二次能源危机。

## （二） OPEC+拒绝美国增产要求，维持原定增产计划，三大机构上调供需缺口

OPEC +10 月 4 日会议拒绝了美国增加增产力度的要求，确定 OPEC+在 11 月将维持原计划的 40 万桶/日的增产计划，未扩大规模。

而从本月三大机构——OPE、EIA、IEA 发布的月报来看，受到飓风艾达影响，三大机构继续下修非 OPEC 供应增长预测，同时 IEA 上修了今年需求增长预估，虽然 OPEC 与 EIA 对天然气替代需求的预估增长相对保守，但总体来看，三大机构三四季度的平衡标缺口均有所放大，意味着库存去化速度快于预期。

**需求方面：**EIA 预计对 2021 年需求增长预估为 506 万桶/日，较上月上修 10 万桶/日，

其中亚洲上修抵消了美国小幅下修。OPEC 预计 2021 年需求增长预估为 581 万桶/日，较上月预测下修 14 万桶/日，主要是下修了今年上半年中国和印度的需求增长。IEA 预计 2021 年需求增长预估为 553 万桶/日，较上月预测上修 30 万桶/日，主要来自天然气替代需求。

**非 OPEC 供应方面：**EIA 预计 2021 非 OPEC 供应同比增加 67 万桶/日，较上月预测下修 23 万桶/日，主要因为飓风艾达影响了美国供应以及拉美供应。EIA 预计 2021 年美国液体总供应同比下降 3 万桶/日，预计 2022 年同比增加 145 万桶/日。OPEC 预计 2021 非 OPEC 供应增加 66 万桶/日，较上月预测下修 26 万桶/日，同样是因为飓风艾达影响了美国供应增长。IEA 对 2021 年非 OPEC 供应预计同比增加 62 万桶/日，较上月预测下修 6 万桶/日，主要是美国与巴西产量继续下修。

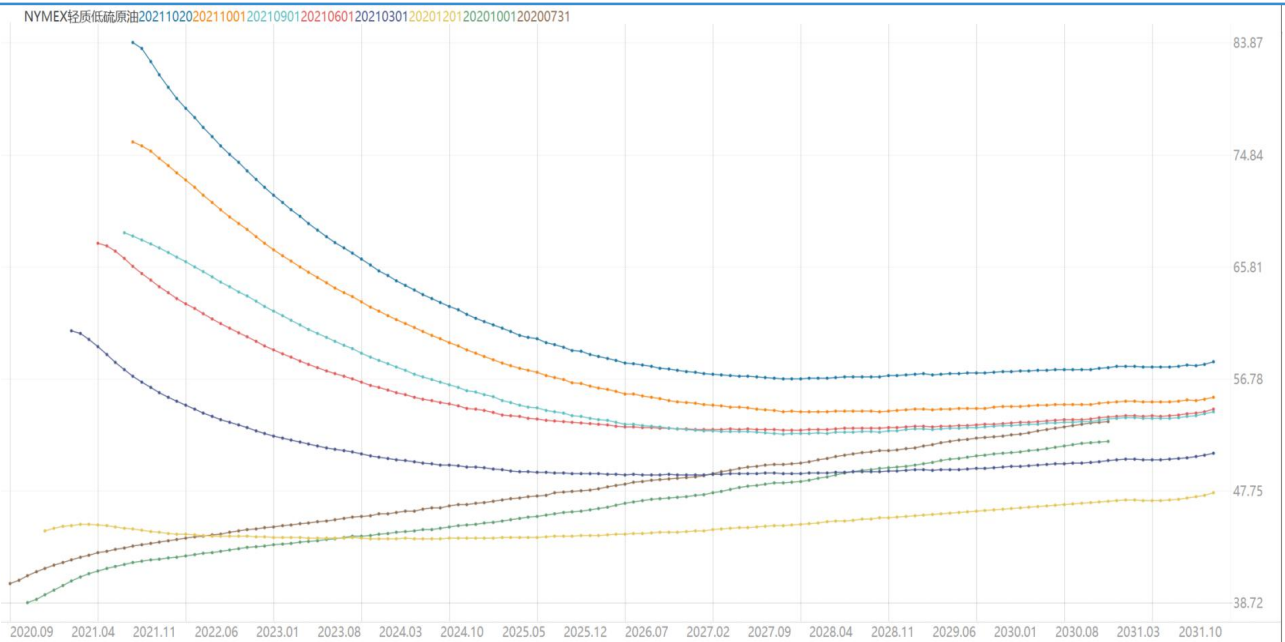
**OPEC 产量方面：**EIA 口径 9 月 OPEC 产量环比增加 38 万桶/日至 2716 万桶/日，增产来自沙特、尼日利亚与安哥拉。OPEC 口径 9 月 OPEC 产量环比增加 49 万桶/日至 2733 万桶/日，主要增产来自沙特，尼日利亚和伊拉克。IEA 口径 9 月 OPEC 产量环比增加 34 万桶/日至 26715 万桶/日，OPEC 整体合规率为 118%较上月不变，增产来自沙特和伊拉克。

总体而言，EIA 对 2021 年 C00 预估为 2798 万桶/日，较上月上修了 33 万桶/日，根据 EIA 平衡表，一到四季度供需差值为-190 万桶/日、-190 万桶/日、-190 万桶/日、-80 万桶/日，三四季度的缺口较上月月报显著扩大。OPEC 对 2021 年 C00 预估为 2779 万桶/日，较上月上修 13 万桶/日，一到四季度 C00 为 2520、2700、2960、2940 万桶/日，二季度下修，三四季度明显上修。IEA 对 2021 年 C00 预估为 2742 万桶/日，较上月上修 24 万桶/日，一到四季度 C00 为 2630、2650、2830、2850 万桶/日，三四季度显著上修。

### （三）原油期限 Backwards 结构并持续深化

2020 年 7 月底至今，原油期限结构由 Contango 结构转变成 Backwards 结构，下凸深度持续加深。Contango 结构和 Backwards 结构是两种常见的期货结构，Contango 是近月合约的价格低于远月合约的价格，期货合约从近到远价格呈现出由低到高的排列状态；Backwards 是近月合约的价格高于远月合约的价格，期货合约从近到远价格呈现出由高到低的排列状态。当 Backwards 结构下凸深度越深，表明市场对未来原油价格的预期谨慎。期限结构 Backwards 深化，也进一步验证近端价格存在下行风险。综上，若无其他利好支撑，原油价格近端价格存在一定风险。

图 13: 原油期限结构持续深化



数据来源: Wind, 新世纪期货

#### (四) 未来原油价格走势判断与交易策略

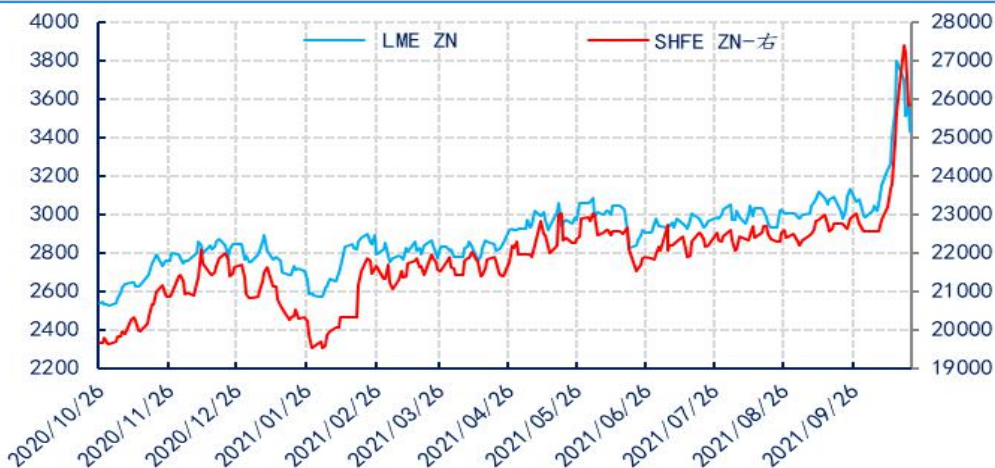
综合来看,一方面,随着新兴市场国家重新开放经济后,原油需求已经显示出强劲的复苏迹象,尤其是近期亚太地区的买家以高溢价采购原油,此外,当前北半球能源危机的持续使得取暖油替代天然气的需求大幅增加,叠加当前极寒天气开始笼罩东北亚地区,取暖油需求增幅明显,进而使得全球原油供需愈发紧张;另一方面,虽然美国白宫施压 OPEC 进高增产量,但 OPEC 依然维持原定增产步伐—沙特拒绝,叠加安哥拉与尼日利亚由于投资不足的维护问题导致产量难以有效提升、美国页岩油产量短期内难以有效增加,俄罗斯虽然增产,但杯水车薪,无法有效缓解全球供应短缺之势。

从整体来看,我们认为,在供应增幅远低于需求增幅、伊核谈判仍处于僵持的情况下,至年底,全球原油供需矛盾仍将无法化解,国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

### 三、海外能源危机与国内限电限产助力锌价快速上涨

自十月以来,在国内各地能耗双控与限电限产举措升级与 Nystar 及嘉能可受能源危机影响而减产的共同影响下,全球精炼锌的产能收缩预期不断增强,内外盘的锌价稳步上扬。

图 14： 内外盘锌价走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

## （一）海外能源危机导致减产并有进一步扩大风险

### 1. Nystar 与嘉能可宣布减产

本月中旬，Nystar 官宣减产，其位于法国 Auby、比利时 Balen、荷兰 Budel 三处共 70 万吨的产能的冶炼厂年内将减产 50%，折合四季度将减少约 7 万吨的供应。Nyrstar 属于托克集团 (Trafigura Group) 旗下，是世界上最大的锌金属生产商之一。据了解，其三家冶炼厂产量所占份额超过全球 5%，减产 50% 相当于影响全球锌产量 2.5% 水平。

同样在本月中旬，嘉能可发言人表示，嘉能可正在监测其欧洲锌冶炼厂的情况，并“调整产量”以减少白天尖峰电价时段的风险敞口，同时更广泛地评估应对欧洲电力危机影响的方案。减产范围包括西班牙、德国和意大利的三家冶炼厂。三座冶炼厂 2020 年精炼锌产量为 78.7 万吨，2021 年上半年精炼锌产量为 39.8 万吨。

### 2. 在能源危机影响下其他厂商可能跟进减产

自 10 月以来，随着全球能源危机的愈演愈烈，一次能源的供应愈发紧张。从全球精炼锌产能的分布来看，欧洲锌冶炼产能约 223 万吨，约占全球总产能的 16.3%。天然气发电占欧洲电力结构比例较大，约占 23%，仅次于核电 26%。今年以来天然气价格大幅上涨，带动欧洲电价飙升。生产 1 吨锌耗电约 3500 度，而今年锌精矿加工费一直处于低位，即使考虑“二八分成”，锌冶炼利润也并不丰厚，飙升的电费迫使冶炼厂减产。

当前欧洲的锌冶炼厂中除了托克旗下的 Nystar 三家锌冶炼厂减产 50%、嘉能可旗下三家冶炼厂的错峰生产外，还包括泰克的 30 万吨产能与 Boliden 约 50 万吨的冶炼产能，Boliden 产能主要分布于北欧，电力成本压力相对较小，但泰克的产能集中于英国，随着能源危机的持续，

其仍有减产风险。

除了欧洲地区外，亚太地区也存在减产的风险，主要来自印度的韦丹塔约 70 万吨产能，根据印度中央电力局的数据，印度 135 家火电厂中有 16 家煤炭库存已经下降为 0，另外有超过 80 的电厂煤炭库存不足一周，其中一半以上的库存不够使用 3 天。

## （二）矿端供应依然偏紧，供需前景或将随时转向

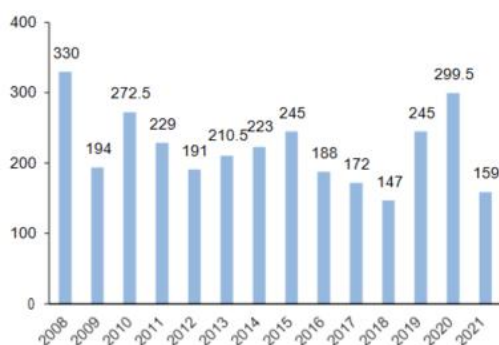
### 1. TC 加工费持稳于低位，矿端供应依然紧张

2021 年 4 月初，泰克资源与高丽亚铅签订锌精矿年度长单 TC 为 159 美元/吨，比 2020 年下降 140.5 美元/吨，表明对今年锌精矿供应预期仍然偏紧。

从国内不前的锌矿加工费来看，截至 9 月末，国内锌矿加工费已从去年同期的 5150 元/吨降至 3900 元/吨，降幅达到了 25%，与此同时，进口锌矿加工费从去年同期的 130 美元/吨降至 80 美元/吨，降幅达到了 39%，表明锌矿的供应边际依然紧张。

图 15： 锌精矿长单加工费

美元/吨



数据来源：SMM 新世纪期货

图 16： 国内锌精矿与进口锌精矿加工费对比



数据来源：Wind 新世纪期货

### 2. 供需平衡或是可能发生转变

从当前机构给出的供需平衡表来看，多数呈过剩态势，这主要是基于对未来锌精矿过剩的预期，但从精炼锌的角度来看，供应端的扰动或需求端的超预期都可能使平衡表从过剩转向短缺，特别是在当前海外炼厂因能源危机而减产、国内炼厂受限电限产的影响而减产的情况下，精炼锌供应的缩量将存在较大的变数，此外，受国内基建投资速度回升的影响，精炼锌的需求将呈现回升之势，在供应缩量与需求增加的情况下，锌价仍有可能继续上行。



表 1: 锌精矿供需平衡表

单位: 千吨

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
精矿产量	12487	13167	13590	13726
增速	-3.10%	5.4%	3.2%	1.0%
锌精矿供需平衡	-427	235	366	309
锌金属产量	13731	13938	14303	14557
增速	2.50%	1.5%	2.6%	1.8%
锌金属消费	13228	13755	14073	14344
增速	-4.60%	4.0%	2.3%	1.9%
供需平衡	503	183	230	213

数据来源: Wood Mackenzie, 新世纪期货

### (三) 未来走势判断与交易策略

综合来看, 我们认为, 一方面, 从供应端来看, 在碳中和大背景下, 国内矿端与精炼端供应受制于各地限电限产细则的落地而存在收缩预期, 而从海外来看, 在继 Nystar 欧洲三工厂锌减产 50% 后, 嘉能可宣布旗下欧洲炼厂错峰生产, 这使得市场对于精锌供应收紧的预期进一步加强; 另一方面, 从下游来看, 在锌价大幅上涨之际, 下游畏高慎买, 终端订单有所回落, 整体需求有所下降, 下游成品库存高企。整体而言, 在供应进一步收紧的情况下, 锌价仍将维持震荡上行之势。

## 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/>