

**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**

11月原油与有色市场展望——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这路

2021-10-22

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从与铜价上行

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

## 12月原油与有色市场展望一

### 全球疫情再度恶化 高通胀仍将如影随形 供需矛盾持续 原油与铜价中线依旧看涨

**观点摘要：**
**宏观经济：**

整体来看，一方面，由于欧美国家在疫情还未得到有效控制的情况下就放开了疫情的管制措施，进而使得疫情反弹，其中欧洲已经成为了当前全球疫情的震中，叠加近期禽流感疫情在亚太与欧洲的爆发，这将对本已非常脆弱的全球经济再次形成负面影响；另一方面，虽然中美欧三大央行货币政策进一步分化，但全球的高通胀仍将持续，并不会因为各国央行货币政策的转变而有所收敛。

**原油：**

综合来看，虽然在 OPEC+拒绝增产并表示全球油市将转为过剩状态、美国要求亚洲盟国释放石油储备、全球石油需求复苏态势放缓等因素的影响下，市场预期发生逆转，但在 OPEC+坚持缓步增产、美国石油产量远未恢复疫情前水平、中国需求依然保持稳健、德国暂停北溪 2 号管道审查程序导致石油逆向替代需求增加的情况下，我们认为，当前定论全球油市供应过剩状态为时尚早，油价虽短期出现回落，但我们依然持续看好中长期的油价。

**铜：**

综合来看，一方面，从供应端来看，国内方面，随着交易所库存与保税区库存的持续下滑、海关控制开票导致带票货源异常紧张，叠加炼厂的减少与出口增加，国内精铜市场整体供应依然偏紧，海外方面，虽 LME 的高升水吸引仓单回流，进而使得挤仓风险大大缓解，但当前 LME 库存仍位于五年历史同期的低位，供应依然持续收紧，此外短期铜矿山生产的基本问题更多地来自于自然因素和物流紧张所带来的结构性紧张；另一方面，虽当前精铜供应的紧张开始传导至废铜端，刺激了废铜的需求，但随着进入 12 月的消费淡季，下游整体需求或将转弱，叠加库存或将累库，铜价整体反弹高度或将受限。不过，从下游电网这块来看，随着国家电网与南方电网将在十四五期间投资 3 万亿，平均每年 6000 亿，较十三五期间提高 30%，虽然短期之内，铜价在进入传统消费淡季后涨幅有限，但从中长期来看，特别是从电网需求来看，铜价中长期依然看涨。

**关注点：**

1. 新冠疫情与禽流感在全球的流行情况；
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. LME 库存的持续去化与国内下游的需求前景。

## 目 录

一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 欧洲成为全球新冠疫情震中，禽流感开始在欧亚多国出现.....	3
(二) 全球央行货币政策或将进一步分化.....	4
1. 欧美央行货币收紧政策已箭在弦上，高通胀压力仍将继续.....	4
2. 中国央行下一阶段货币政策仍将稳字当头，强调“以我为主”.....	7
二、 OPEC 维持稳步增产 VS 美国联合盟友抛储 国际油价冲高回落.....	8
(一) OPEC+维持稳步增产决定 成员国产执行率上升 四季度需求被下调.....	9
1. OPEC+会议维持稳步增产决定，拒绝美国大幅增产的要求.....	9
2. OPEC+ 10月减产执行率上升至121%.....	9
3. OPEC 下调全球四季度原油需求预期.....	10
(二) 拜登四处拉盟友抛售战略石油储备 要求 FTC 追查油企哄抬价格.....	11
1. 油价高企影响民主党选情，拜登欲抛售战略石油储备.....	11
2. 拜登要求盟友共同抛储，但 OPEC 态度依然强硬.....	12
3. 拜登继续“甩锅”美国油企，要求 FTC 介入调查.....	13
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	14
三、 全球显性库存持续下滑 国内下游开工率稳步提升.....	14
(一) 全球供应持续偏紧.....	15
1. 全球显性库存显著回落.....	15
2. 智利大选或将决定全球三分之一的铜供应.....	17
3. 智利国家铜业公司上调 2022 年中国买家铜升水.....	18
(二) 需求边际改善，下游开工率有所回升.....	18
1. 国内电网投资加速，电网对铜的需求将进一步增加.....	18
2. 限电解除，下游开工率显著回升.....	19
(三) 未来走势判断与交易策略.....	20
免责声明.....	21

## 一、全球经济复苏前景展望

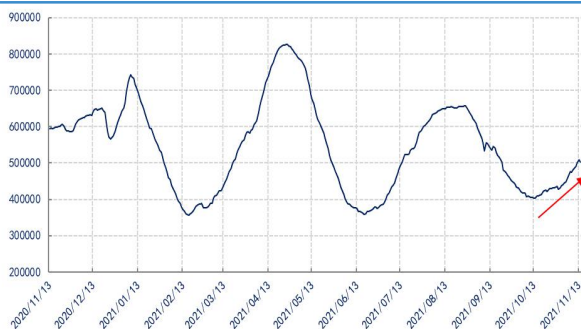
### (一) 欧洲成为全球新冠疫情震中，禽流感开始在欧亚多国出现

截止 2021-10-17 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 25535 万人，累计死亡超 512 万人。

从全球疫情形势来看，截止 2021-10-17 日，全球日新增确诊 584044 病例，七日移动平均新增 496587 病例，呈回升态势，分国家与地区来看，欧美地区新增病例大幅反弹，特别是欧洲地区当前已成为全球新冠疫情的震中一日新增确诊病例超 30 万，七日移动平均新增确诊病例近 25 万，单周确认突破 200 万例，全球疫情的形势非常严峻。

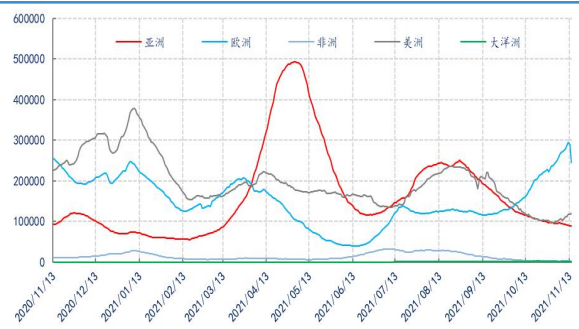
从国内来看，当前自 10 月开始爆发的此轮疫情已波及全国 21 个省份，根据国这卫健委的通报，一方面，黑龙江黑河、河北石家庄、四川成都等地疫情平稳，已趋于控制。辽宁大连、北京、河南郑州、江西上饶、云南德宏等局部地区的疫情仍需关注；另一方面，陕西、内蒙古、甘肃、青海、宁夏、湖北、湖南、山东、江苏、浙江、贵州、重庆等省（区、市）的疫情基本在一个潜伏期得到控制。虽然当前国内疫情已基本得到控制，但随着冬季来临、气温降低，新冠肺炎疫情与流感等呼吸道传染病叠加流行的风险增加。

图 1：全球新增确诊病例呈现反弹(七日移动平均)



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2：欧洲成为全球疫情的中心（七日移动平均）



数据来源：Wind 新世纪期货

虽然此前欧美国家放开了疫情的管制措施，但随着近期疫情的反弹回升，部分国家再度重启疫情封锁措施。11 月 12 日，荷兰首相吕特宣布，从 11 月 13 日开始实行为期三周的部分封锁，这是西欧国家自夏季以来实施的首个封锁措施。与此同时，世界卫生组织（WHO）秘书长谭德塞则表示，当前欧洲正面临再度采取限制措施遏止传播的压力。

虽然 11 月 8 日，美国边境按计划再度开放，结束了长达 18 个月的旅行限制，但随着近期疫情的反弹回升，已有多位美国专家预测，随着冬季的到来，美国很有可能会面临新一波疫情的袭击。美国华盛顿大学卫生计量与统计研究所所长克里斯托弗·默里此前也表示，和去年冬

天相比，人们现在越来越放松警惕，目前口罩使用率大幅下降，而这无疑也将加剧今冬新增确诊病例的攀升。

虽然当前全球的防疫重心仍在新冠疫情上，但近期欧洲部分国家及日本、韩国出现了禽流感疫情，大量家禽被扑杀，同样引发市场的关注。

据央视财经，11月13日，韩国农林畜产食品部表示，在韩国全罗南道罗州市又有一家养鸭场检测出高致病性禽流感病毒。短短一周之内，韩国接连发生了三起禽流感疫情，引发社会的高度重视。不少韩国民众担忧，禽流感疫情极有可能已在全国范围内快速蔓延，必将会影响鸡蛋和鸡、鸭等禽肉的市场供应，导致相关食品的零售价格大幅上涨。目前，韩国已将禽流感危机警报级别上调至最高级“严重”，并表示将加强对全国家禽养殖场的监控力度，严防禽流感再次扩散。

日本农林水产省11月10日宣布，该国北部秋田县横手市的一个养鸡场出现高致病性禽流感疫情，超过14万只鸡须被扑杀。据日本媒体报道，秋田县的禽流感疫情由H5N8亚型禽流感病毒引发。随后时隔3天，日本农林水产省11月13日宣布，其南部鹿儿岛县出水市的一家养鸡场出现高致病性禽流感疫情，该养鸡场饲养的约4万只鸡将全被扑杀。这是本次禽流感流行季内日本第二次出现禽流感疫情。

英国连日来暴发多起高致病性H5N1禽流感疫情。英国政府首席兽医官克里斯蒂娜·米德尔米斯13日确认，兰开郡一家农场是最新的疫情发生地，此处农场位于普雷斯顿市附近的萨尔威克。此前，英国政府部门11月8日确认，英格兰中部沃里克郡一家小型禽类养殖场暴发H5N1禽流感疫情，当地所有禽鸟随即被扑杀。此外，据英国广播公司报道，埃塞克斯郡滨海弗林顿一处动物保护区和伍斯特郡一家野鸟救助中心近日也暴发H5N1禽流感疫情，但当地政府方面没有透露详情。

随着冬季来临、鸟类迁徙，过去数周，欧洲多国出现禽流感疫情，除英国外，还有法国、德国、意大利、荷兰和丹麦等。

虽然禽流感疫情多发生在每年的候鸟迁徙时，但现在禽流感疫苗相对已完善，从现在的情况来看，英国、日本、韩国等地的禽流感疫情并没有对我国造成影响。

## （二）全球央行货币政策或将进一步分化

### 1. 欧美央行货币收紧政策已箭在弦上，高通胀压力仍将继续

美国时间11月3日，美联储召开议息会议，在维持联邦基金目标利率0%-0.25%区间不变的同时决定将于11月晚些时候启动缩债计划—每月减少购债150亿美元（100亿美债和50亿



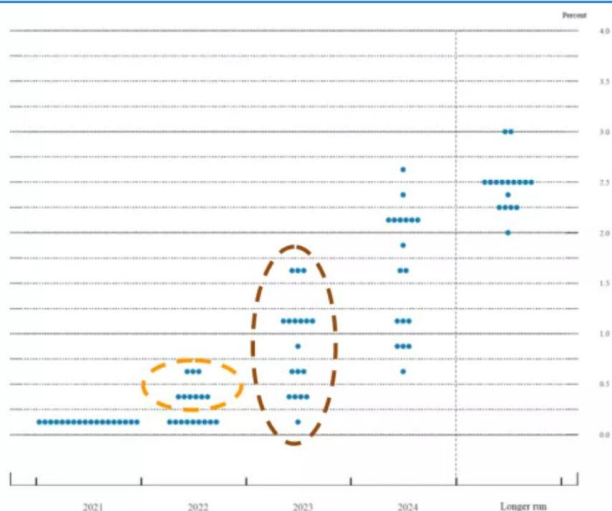
MBS)。鲍威尔则强调缩减购债计划将在 2022 年年中结束，准备根据经济情况调整债券购买步伐；重申现在还不是加息的时候，缩减购债的时机对加息没有直接信号意义，但必要时将对通胀采取行动。

随着美联储 Taper 落地，美联储正式开始逐步退出疫情时期的非常规经济支持政策。按照当前美联储设定的速度，目前 1200 亿美元的资产购买总额将在明年 6 月结束。由于美联储围绕 Taper 的启动计划已经对市场进行了充分的沟通和前瞻指引，市场已经充分消化了美联储将在今年开启缩减购债规模的预期，因此对市场的影响有限，这点在我们之前的四季度季报中均已提到。但相对而言，市场和美联储对通胀和加息的看法依然存在分歧：

1) **美联储仍认为当前的高通胀是“暂时性”因素。**根据美国劳工部的数据，10 月美国 CPI 季调环比上涨 0.9%，较上月大幅度提升 0.5 个百分点，非季调同比涨幅达到 6.2%。核心 CPI 环比上涨 0.6%，较上月提升 0.4 个百分点，同比上涨 4.6%。CPI 和核心 CPI 同比涨幅均创 2000 年以来新高。美联储对于高通胀的表述从 9 月时的“通胀反映了暂时性因素”转变为 11 月时的“通胀反映了预计是暂时性的因素”，在“暂时性因素”之前增加了“预计”一词，虽美联储对于通胀的立场并未改变，但实际上其对通胀暂时性的立场有所松动，主要基于未来通胀的不确定性增大。鲍威尔也表示，如果需要针对通胀采取行动，美联储不会迟疑不决。这意味着未来如果通胀高压持续，美联储对通胀的态度随时可能转变，并相应改变政策路线。

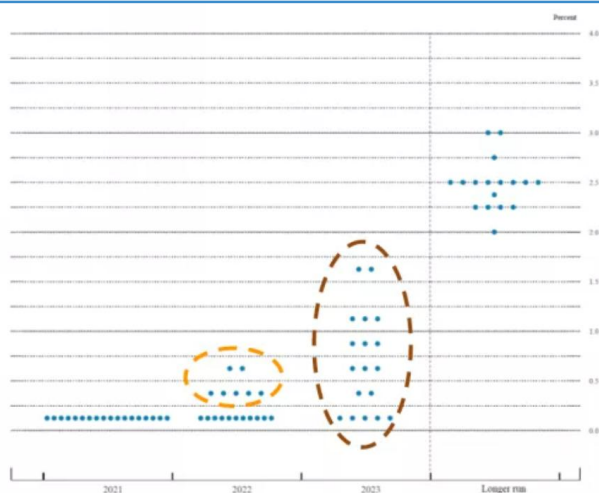
2) **市场对于美联储加息的预期快于美联储预期。**虽然根据此前 9 月美联储的议息会议的利率点阵图，美联储预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位（增加 2 位）。整体来看，目前美联储有 9 位委员预计将在 2022 年加息，17 位委员预计将在 2023 年加息，至 2024 年共加息 6-7 次。但从当前美国国债收益率来看，随着近期美国 10 年期与 2 年期国债收益率的大幅上升，一方面，表明美联储对经济前景的乐观预期提振了市场对经济恢复的信心，但同时也令市场对通胀的预期有所加强；另一方面，则反映了投资者对由美联储控制的短期利率的预期。我们认为，虽然 11 月议息会议中没有新的经济预测与点阵图，但从当前美国国债 10 年期与 2 年期收益率的回升及美联储官员的“预热”来看，在 12 月的会议中，点阵图或将出现前移，加息或将出现在明年三季度末四季度初。

图 3：美联储 9 月点阵图



数据来源：美联储 新世纪期货

图 4：美联储 6 月点阵图



数据来源：美联储 新世纪期货

图 5：美国 CPI10 月涨幅创下新高



数据来源：Wind 新世纪期货

图 6：美 10 年期与 2 年期国债均大幅反弹回升



数据来源：Wind 新世纪期货

除美国外，目前欧洲央行也坚持“通胀暂时论”，但我们认为在供需矛盾无法快速修复的情况下，高通胀状态很可能会持续较长时间。高通胀下，越来越多的国家开始进入紧缩周期。

新兴经济体中，俄罗斯、墨西哥，巴西和智利已开始上调关键利率。发达国家中，韩国、挪威以及新西兰也陆续开始加息。此前，英国央行总裁安德鲁·贝利表示，如果通胀压力持续存在，英国央行将“不得不采取行动”。这一表态令市场预期英国央行最早将于 11 月开始升息。然而 11 月 4 日货币政策会议后，英国央行意外未加息。

从 10 月底欧央行的议息会议来看，一方面，其前瞻指引没有变化，符合市场预期，即利率将保持在目前或更低的水平，直到通胀率持续的远高于 2%；这也意味着欧央行增强了对通胀的容忍度，允许通胀高于 2% 一段时间；另一方面，欧央行表示，资产购买计划（APP）将继续以每月 200 亿欧元的速度进行，而紧急抗疫购债计划（PEPP）规模在 1.85 万亿欧元不变，至少

到 2022 年 3 月底。

而根据 ECB 数据，截至 9 月累计购债规模达 1.4 万亿欧元，购债进度上升至 76.4%；其中，8 月和 9 月购债节奏较二季度有所放缓。此外，欧央行强调将根据市场情况灵活地购买 PEPP，可能不会被全额使用；同时，欧央行理事会认为，适当地降低购债速度也可以维持有利的融资条件，我们认为，四季度购债速度或将继续放缓。

与此同时，欧洲央行行长拉加德在议息会议后新闻发布会中强调，市场对加息的押注与央行前瞻指引不符；放缓 PEPP 计划的购买速度并不是缩债，有充分的理由相信 PEPP 将在明年 3 月份结束；加息条件尚不满足。

与美联储类似，目前欧洲央行也坚持“通胀暂时论”，但从欧盟统计局公布的数据来看，10 月欧元区 HICP(调和 CPI)同比上涨 4.1%，创 2008 年 7 月以来的新高，一方面，或与能源价格的持续高企有关，另一方面，或与经济活动的进一步修复有关。

## 2. 中国央行下一阶段货币政策仍将稳字当头，强调“以我为主”

11 月 19 日，人民银行发布 2021 年第三季度中国货币政策执行报告。对于下一阶段主要政策思路，报告指出，要加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务。

从本次货币政策报告最核心的变化来看，删掉“管好货币总闸门”，增加“增强信贷总量增长的稳定性”，意味着经济下行压力增大情况下，货币政策的基调偏向于宽松，而且更加注重于“稳信用”，后续货币政策宽松的可能性被打开，当然宽松的节奏和时间仍需相机抉择。

对下一阶段货币政策的表述是，“保持货币政策稳定性，稳定市场预期”，还增加了一句“推动经济稳定恢复，努力完成今年经济发展主要目标任务”。而二季度货币政策执行报告中“增强前瞻性、有效性，既有力支持实体经济，又坚决不搞‘大水漫灌’，以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复”的内容，都没有再出现。而今年在低基数作用下，只要四季度经济不出现大的冲击，应比三季度出现“小回温”（两年平均增速意义上），全年完成年初设定的 GDP 6%目标并无压力，而城镇新增就业目标 10 月已提前完成。

目前，货币政策可能处于等待中央经济工作会议定调、观察美联储货币政策“出牌”的变化、并处于通胀上行压力掣肘下的“观察期”。在碳减排支持工具落地后，短期内应不会再出现传统的降准降息操作，而是以落实再贷款政策工具为主。本次报告亦强调了再贷款政策工具

的使用，包括：3000 亿元支小再贷款、2000 亿元支持区域协调发展再贷款、2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、以及继续实施两项直达工具的延期工作。与此一贯，在引导金融机构加大支持的领域也只提到“中小微企业、绿色发展等”，没提“科技创新”和“制造业”，当然这两项大多内涵在了中小微企业当中。

近期主要发达经济体货币政策开始调整。今年 6 月以来，美联储收紧货币政策的信号逐渐明朗，欧央行也吹风将放缓购债速度。美联储 11 月议息会议决定将于当月开始缩减购债，市场预期可能于 2022 年年中结束购债。联邦基金利率期货市场反映的 2022 年加息预期达 2 次。欧央行 9 月份表示将于今年四季度放缓抗疫紧急购债计划（PEPP）下的购债速度。

在本次报告中专门阐述“发达经济体货币政策调整及应对”，表明海外货币政策的外溢性已经成为央行关注的重点。专栏分析认为，由于我国经济的韧性、正常的货币政策空间、汇率吸收外部冲击能力增强、人民币资产吸引力增强，发达经济体政策调整对我影响有限。后续应对发达经济货币政策调整的主要原则：一是“以我为主”，二是增强人民币汇率弹性，三是深化金融双向开放，增强人民币资产吸引力。

总体来看，三季度货币政策执行报告体现了中期更趋宽松的政策取向，以及短期“以稳为主”的政策状态。“增强信贷总量增长的稳定性”成为目前货币政策发力的重点，四季度货币政策或仍将以结构性发力为主，等待中央经济工作会议定调、观察美联储货币政策出牌的快慢变化，把政策子弹更多留待明年通胀上行压力减弱之时。

## 二、OPEC 维持稳步增产 VS 美国联合盟友抛储 国际油价冲高回落

回顾 11 月以来的国际原油价格走势，我们看到，虽然 OPEC+11 月会议维持稳步增产举措且减产执行率上升、叠加 OPEC 产油国拒绝美国及其盟友的增产要求，国际油价在月初呈现震荡上行之势，但随着全球疫情的再度反弹，欧美成为疫情的震中，OPEC 与 IEA 下调全球原油需求前景、EIA 下调美国汽油价格预期、美国联合日本、韩国、印度进行抛储等因素的影响下，国际原油价格从高位震荡回落。

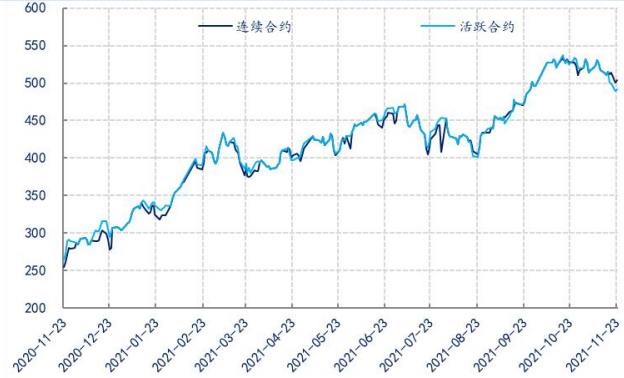


图 7: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

## (一) OPEC+维持稳步增产决定 成员国产执行率上升 四季度需求被下调

### 1. OPEC+会议维持稳步增产决定, 拒绝美国大幅增产的要求

OPEC+在 11 月初的简短会议上宣布维持既定增产计划不变, 即继续执行从 12 月起将石油产量再提高 40 万桶/日的计划, 未理会主要能源消费国要求加大增产幅度的呼声。

OPEC+拒绝大幅增产可能导致其与一些主要石油消费国关系不睦。但 OPEC+部长们强调他们做出了正确的决定, 称石油需求仍然受到新冠疫情的阻碍。俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克在会后的新闻发布会上表示, 俄罗斯观察到欧洲 10 月石油消费下降, “这说明全球石油需求仍然受到德尔塔变异毒株的压力, 意味着渐进式增产策略是正确的”。沙特能源大臣阿卜杜勒阿齐兹亲王表示, 产油国担心增产过快, 担心在抗击疫情和经济复苏的过程中再次遭遇挫折。并预计, 由于消费放缓, 石油库存将在 2021 年底和 2022 年初出现“巨大”增长。同时, 阿塞拜疆能源部长表示, OPEC+的决定基于市场深度的分析; OPEC+的决定完全反映了市场状况。此外, 阿联酋石油部长表示, OPEC+预计明年第一季度将出现石油过剩; OPEC+ 40 万桶/日的增产将使我们平稳进入第一季度; OPEC+的目标是维持市场供需平衡, 而不是维持具体价格。

### 2. OPEC+ 10 月减产执行率上升至 121%

根据 OPEC 11 月月报中二手数据源显示, 2021 年 10 月, OPEC 原油总产量 2745 万桶/天, 环比增长 22 万桶/天, 产量增长主要来自沙特。OPEC 减产国整体继续维持严格减产, 根据我们测算, OPEC 减产国 10 月减产执行率 121%。

表 1: OPEC 原油产量

单位: 万桶/日

国家	减产基准			实际产量	
	Oct-18	Aug-21	Sep-21	Oct-21	10 月环比
<b>OPEC 减产 10 国</b>					
阿尔及利亚	106	92	93	94	1

安哥拉	153	112	113	112	0
刚果	33	25	26	27	2
赤道几内亚	13	10	10	9	-1
加蓬	19	18	20	18	-2
伊拉克	465	406	414	415	1
科威特	281	244	247	250	3
尼日利亚	183	130	140	135	-5
沙特阿拉伯	1100	954	965	976	11
阿联酋	317	277	279	283	4
<b>OPEC 减产 10 国合计</b>	<b>2668</b>	<b>2267</b>	<b>2306</b>	<b>2320</b>	<b>14</b>
伊朗		247	249	250	1
利比亚		115	115	116	2
委内瑞拉		53	53	59	6
<b>OPEC 总计</b>		<b>2683</b>	<b>2724</b>	<b>2745</b>	<b>22</b>

数据来源：OPEC 月报，新世纪期货

### 3. OPEC 下调全球四季度原油需求预期

OPEC 11 月月报预计 2021 年全球经济增速 5.6%，与上月保持一致。预计 2021 年全球原油需求同比增长 565 万桶/天，比上月减少 16 万桶/天。其中，因能源价格上涨，OPEC 下调 4Q21 原油需求预期，预计 4Q21 全球原油需求 9949 万桶/天，较上月下调 33 万桶/天。OPEC 预计 2022 年原油需求同比增长 415 万桶/天，与上月保持一致。OPEC 11 月月报预计 2021 年对 OPEC 原油需求为 2765 万桶/天。

表 2: 全球非 OPEC 国家原油需求展望

单位: 百万桶

世界石油需求	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	Growth	%
<b>美洲</b>	22.44	22.73	24.33	24.99	24.46	24.14	1.70	7.56	24.04	25.42	26.02	25.27	25.20	1.06	4.38
美国	18.35	18.65	20.21	20.38	20.20	19.87	1.52	8.28	19.69	21.07	21.35	20.92	20.76	0.90	4.52
欧洲	12.44	11.91	12.61	13.71	13.59	12.96	0.53	4.24	12.55	13.28	14.35	14.10	13.58	0.61	4.74
亚太地区	7.14	7.67	7.04	7.15	7.57	7.36	0.22	3.03	7.91	7.22	7.28	7.68	7.52	0.17	2.27
<b>OECD</b>	<b>42.02</b>	<b>42.30</b>	<b>43.98</b>	<b>45.85</b>	<b>45.63</b>	<b>44.46</b>	<b>2.44</b>	<b>5.81</b>	<b>44.50</b>	<b>45.92</b>	<b>47.64</b>	<b>47.05</b>	<b>46.30</b>	<b>1.84</b>	<b>4.13</b>
中国	13.36	13.29	14.55	14.47	15.11	14.36	0.99	7.42	14.14	15.44	14.95	15.55	15.02	0.66	4.63
印度	4.51	4.94	4.50	4.67	5.52	4.91	0.40	8.86	5.40	4.90	5.05	5.84	5.30	0.39	7.96
亚洲其他国家	8.13	8.36	8.98	8.49	8.62	8.61	0.48	5.93	9.05	9.59	9.07	8.95	9.16	0.55	6.39
拉丁美洲	6.01	6.15	6.16	6.54	6.40	6.31	0.30	5.02	6.38	6.33	6.69	6.56	6.49	0.18	2.81
中东	7.55	7.95	7.77	8.24	7.97	7.99	0.44	5.84	8.29	8.01	8.49	8.20	8.25	0.26	3.31

非洲	4.06	4.35	4.06	4.16	4.44	4.25	0.19	4.66	4.53	4.19	4.28	4.57	4.39	0.14	3.29
俄罗斯	3.37	3.57	3.42	3.61	3.74	3.58	0.22	6.44	3.67	3.47	3.66	3.79	3.65	0.07	1.82
其他欧亚国家	1.07	1.18	1.24	1.14	1.28	1.21	0.14	12.70	1.25	1.29	1.17	1.32	1.26	0.05	3.72
其他欧洲国家	0.70	0.78	0.72	0.73	0.79	0.75	0.06	8.29	0.80	0.73	0.74	0.81	0.77	0.02	2.18
非 OECD	48.76	50.57	51.41	52.04	53.87	51.98	3.22	6.59	53.51	53.96	54.11	55.58	54.29	2.31	4.45
全球	90.79	92.87	95.38	97.89	99.49	96.44	5.65	6.23	98.02	99.88	101.75	102.63	100.59	4.15	4.31
前一次预估	90.79	92.77	95.36	98.33	99.82	96.60	5.82	6.41	97.95	99.88	102.16	102.93	100.76	4.15	4.30
本次修正	0.00	0.10	0.02	-0.44	-0.33	-0.16	-0.16	-0.18	0.07	-0.01	-0.41	-0.30	-0.16	0.00	0.01

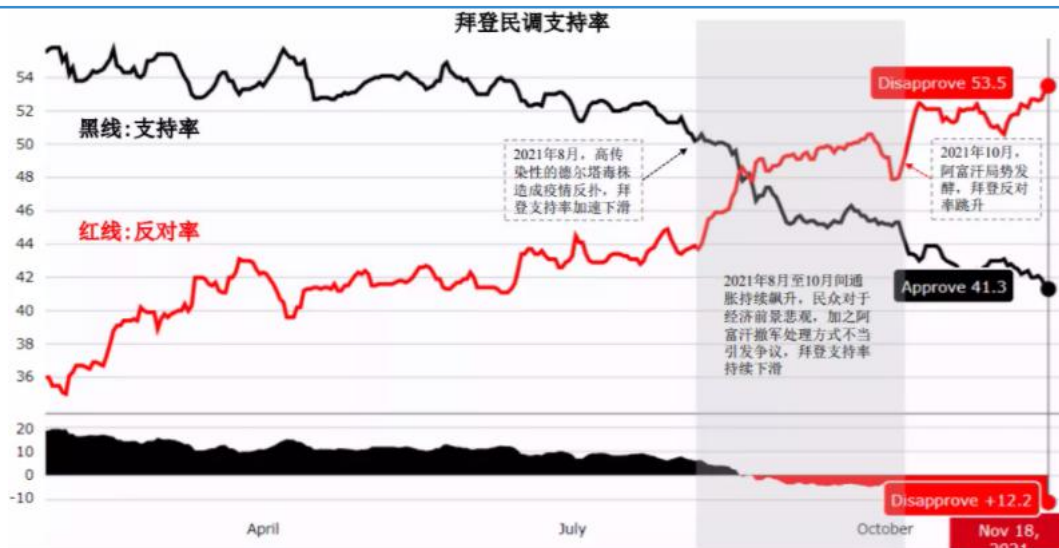
数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

## （二）拜登四处拉盟友抛售战略石油储备 要求 FTC 追查油企哄抬价格

### 1. 油价高企影响民主党选情，拜登欲抛售战略石油储备

面对不断上涨的油价，美国民众对政府也表现出愈发的不满意——拜登的支持率大幅跳水，11月已跌至不足42%，其中有色人种的支持率下滑尤其严重。在这样的背景下，弗吉尼亚州共和党人扬金赢得州长选举。而弗吉尼亚州和新泽西州是美国少数在总统大选次年举行州长选举的州。两州的州长选情，被舆论视为美国2022年中期选举的选情“风向标”。美国民众对拜登的不满，已经影响到了中期选举。与美国历任总统相比，拜登的民调支持率仅高于特朗普，并且与其他总统的差距逐渐扩大。中期选举民调，共和党的支持率已于2021年11月超越民主党。历任总统所在政党在国会中期选举中大多遭遇败选魔咒，2022年民主党在国会的多数党地位凶多吉少。

图 9：拜登支持率持续下滑



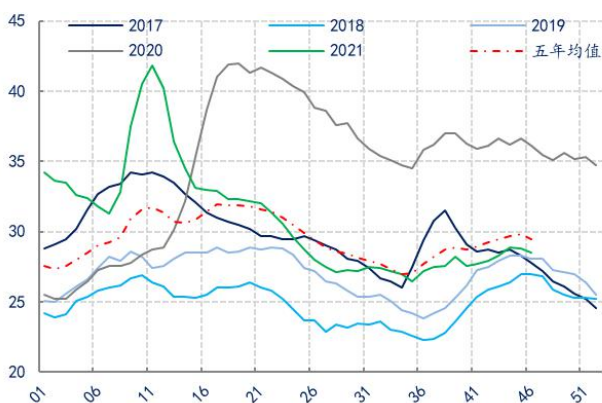
数据来源：RealClearPolitics, 新世纪期货

由于拜登代表的民主党一贯是反对传统能源开采的，积极推动碳中和等，所以美国民众就认为原油价格高企，是拜登对原油等传统能源限制政策导致。

而对于拜登而言，也知道原油及其导致的高通胀挑战，已经影响其选民的支持率。因此，他也多次喊话 OPEC+，特别是沙特，但现在沙特已多次拒绝美国的增产要求。

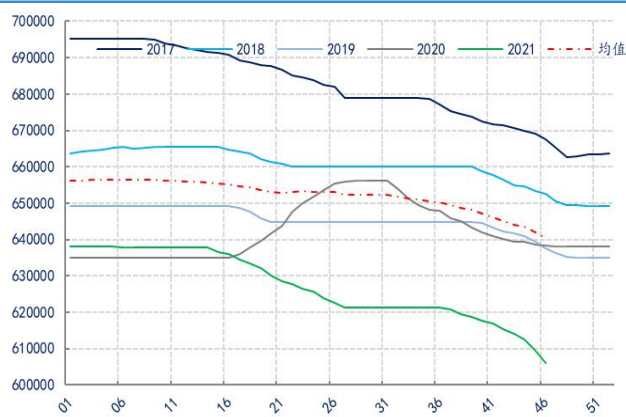
虽然当前美国有 6.2 亿桶的战略石油储备，但在当前短期原油供应依然偏紧的状态下，一方面美国的战略石油储备已处于 2003 年 9 月初以来的低位水平，且为最近五年历史同期的低位，并呈继续下行之势；另一方面，当前美国的原油可用天数忆降至 28.5 天，为去年 3 月中旬以来的低位水平并低于五年历史同期均值。

图 10： 美国原油可供应天数已降至五年均值下方



数据来源：Wind 新世纪期货

图 11： 美国战略石油储备呈持续下降之势



数据来源：Wind 新世纪期货

根据历史经验：1990 年以来美国历次主要大规模抛售战略石油 6 次，除了 2017 年之外，其余 5 次都有效压制原油价格，美国本土基准的 WTI 价格下跌幅度在 22-44%。因此假如美国真的抛售战略原油储备，的确会对原油价格构成不小压力。

## 2. 拜登要求盟友共同抛储，但 OPEC 态度依然强硬

在美国总统拜登多次喊话 OPEC+，特别是沙特，但效果不佳后，拜登除了考虑动用美国自己的石油战略储备来平抑油价之外，还四处拉盟友—日本、韩国、印度等国共同抛售石油储备。

虽然日本的石油储备法不允许因为价格高企就释放储备，但目前政府和私营部门持有的储备都超过了法律的最低要求。根据日本石油天然气金属矿产资源机构 (JOGMEC) 的数据，截至 9 月底，包括炼油厂在内的日本民营企业持有约 1.75 亿桶原油和石油产品，作为战略石油储备的一部分，相当于 145 天的日常石油消耗量，远远高于法律规定的最低 90 天。

在美国总统拜登宣布释放 5000 万桶战略石油储备之际，印度宣布从储备中释放 500 万桶原



油，日本方面计划释放 420 万桶石油储备，英国将从储备中释放 150 万桶石油；虽然韩国还未决定释放战略石油储备的数量与时间，但这将是一个与其他国家协调的步骤。

虽然美国宣布释放 5000 万桶战略石油储备，但其中 3200 万桶石油释放将在未来几个月进行交易，国会已批准的 1800 万桶战略石油储备销售则将加速进行。而释放的 3200 万桶战略石油储备将在 2022 年、2023 年、2024 年回补。由于美国释放的这 5000 万桶战略石油储备是分批进行的，对市场产生影响的仅为加速销售的 1800 万桶，且跟进国家释放的战略石油储备量更少，整体效果低于市场预期。

不过，欧佩克的态度显得罕见的强硬，只要美国施压大家抛储，欧佩克就拒绝增产。OPEC+ 表示，根据目前的市场状况，从其最大客户的库存中释放数百万桶石油是不合理的，该组织下星期开会时可能不得不重新考虑增加石油产量的计划。

### 3. 拜登继续“甩锅”美国油企，要求 FTC 介入调查

除了喊话 OPEC、进行战略抛售之外，拜登也持续甩锅给美国原油开采企业，指责其操纵油价。拜登认为，这么高的油价，石油巨头反而回购，其中可能存在“潜在非法行为”。11 月 17 日，拜登向美国联邦贸易委员会（FTC）发信，敦促该机构：立即动用所有工具，赶紧查！

拜登在给 FTC 的信中称，粗制汽油是美国消费者在加油站买到汽油的主要成分，零售端汽油价格也通常与粗制汽油走势一致。但上个月粗制汽油降价至少 5%，加油站出售的汽油同期却涨了 3%，“两者之间无法解释的巨大差距远高于疫情前的平均水平”。

尽管没有给出任何切实证据，这份信坚称“有越来越多的证据表明石油和天然气公司存在反消费者行为”，在油气公司成本下降的同时，加油站的零售汽油价格仍然很高，这令美国人因反竞争或潜在的非法行为而为汽油支付了更多费用。

据美国汽车协会 AAA 统计，周三全美每加仑汽油的平均价格为 3.41 美元，高于一个月前的 3.31 美元和一年前的 2.12 美元，维持 2014 年以来高位。今年春季，美国汽油价格在五年来首次突破每加仑 3 美元，此后一直稳步上升，11 月中旬的均价较上年同期涨逾 60%，参与推动 10 月美国 CPI 消费者通胀同比大涨 6.2% 至 31 年来最高。

不过，拜登并不是美国两党中首个要求调查油价的总统，在其之前的 2006 年 4 月，在当年 11 月的国会中期选举之前，共和党籍总统小布什也曾指示美国司法部、FTC 和能源部大力执行与哄抬汽油价格相关的法律，呼吁各州检察长追查非法欺诈行为。

### （三）未来原油价格走势判断与交易策略

综合来看，一方面，从供应端来看，虽然 OPEC 表示，随着疫情后经济复苏的失速，全球石油市场最快将于下月从供应不足变为供应过剩的状态，这一展望意味着 OPEC 仅以温和步伐增产是合理的，但却改变了市场对于全球油市供需前景的预期，此外，IEA 在月报中表示，原油产量将自 2020 年 1 月以来首次达到 8000 万桶/日，随着石油产量的恢复，油价涨势即将结束，但市场忽略了其前提条件—美国石油产量要到 2022 年底才能恢复到疫情之前的水平，叠加美国与其盟友抛储的整体效果低于市场预期、近期美军与伊朗发生军事摩擦导致月底的伊核谈判前景不容乐观等因素，全球原油供应仍将维持紧平衡；另一方面，从需求端来看，虽然当前欧洲在放开疫情管制后再度成为全球疫情的震中，部分国家再度采取管制措施，叠加禽流感疫情在亚太地区与欧洲地区的扩散，全球原油的消费需求复苏态势或将放缓，但在当前德国暂停北溪 2 号管道审批的情况下，欧洲天然气供应的再度短缺将使得石油逆向替代需求大幅增加，进而使得全球石油总需求仍将呈现增长之势。综合来看，虽然在 OPEC+拒绝增产并表示全球油市将将转为过剩状态、美国要求亚洲盟国释放石油储备、全球石油需求复苏态势放缓等因素的影响下，市场预期发生逆转，但在 OPEC+坚持缓步增产、美国石油产量远未恢复疫情前水平、中国需求依然保持稳健、德国暂停北溪 2 号管道审查程序导致石油逆向替代需求增加的情况下，我们认为，当前定论全球油市供应过剩状态为时尚早，油价虽短期出现回落，但我们依然持续看好中长期的油价。

## 三、全球显性库存持续下滑 国内下游开工率稳步提升

自十一月以来，在全球显性库存进一步去化、LME 铜升水高位回落、欧洲能源危机持续、加拿大洪灾导致运输受阻、智利总统大选、国家发改委正在研究制定有色行业碳达峰碳中和实施方案、国内房企融资环境回暖、楼市企稳、市场信心恢复、下游加工企业开工率回升、国际原油价格冲高回落等因素的影响下，内外铜价呈现宽幅区间震荡整理态势。

图 12: 内外盘铜价走势对比



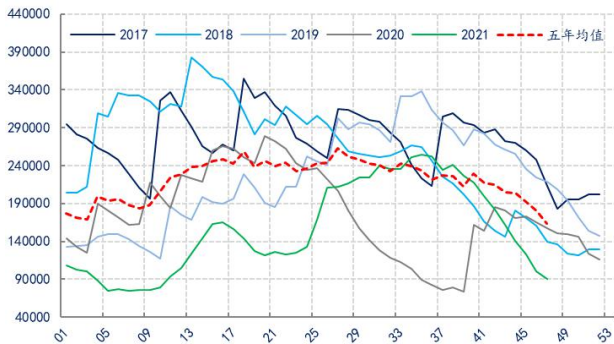
数据来源: Wind 新世纪期货

### (一) 全球供应持续偏紧

#### 1. 全球显性库存显著回落

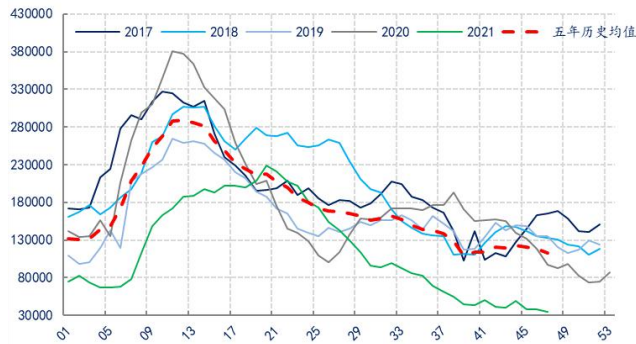
自 9 月以来, 全球显性库存呈显著的去库之势, 截止 11 月 19 日当周, 全球三大交易所库存 (LME、COMEX、SHFE) 铜库存与上海保税区铜库存合计为 34.4931 万吨, 较 8 月 20 日当周的 69.7248 万吨去库近 51%, 其中大部分去库存来自 LME, 降幅近 65%, 其次是 SHFE, 降幅近 61%, 上海保税区库存降幅近 52%, 而 COMEX 库存则增长近 22%。

图 13: LME 铜季节性库存对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: SHFE 铜季节性库存对比



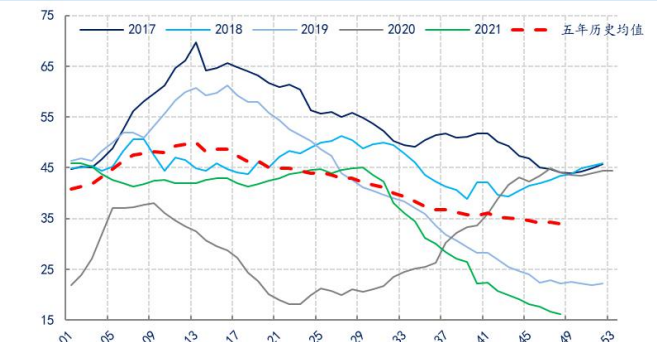
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: COMEX 铜季节性库存对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 上海保税区铜季节性库存对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 全球铜显性库存季节性对比



数据来源: Wind, 新世纪期货

在全球显性库存不断下滑的过程中，LME 铜现货对 3 月电子盘升水至 1103.5 美元/吨，创下历史新高。之后，由于国内多地限电停产，以及房地产市场降温，加之美联储收紧流动性，铜价回到前期振荡平台。截止当前，LME 铜现货对 3 月电子盘升水仍在 100 美元之上，远高于五年均值水平（-6 美元），由此可见，当前全示铜的供应依然紧张，但已较最紧张的时候有所缓和。



图 18: LME 铜现货对 3 月电子盘升贴水情况

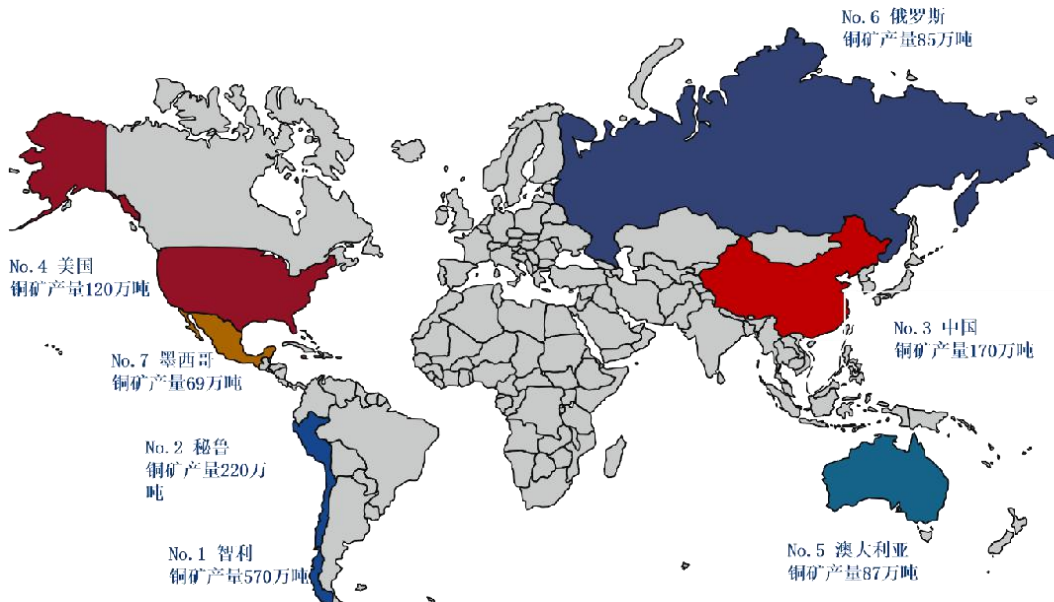


数据来源: Wind, 新世纪期货

## 2. 智利大选或将决定全球三分之一的铜供应

智利是世界最大铜生产国，也是已探明锂储量最大的国家。根据 ICSG 数据，2020 年全球铜矿产量 2053 万吨，其中智利铜矿产量为 570 万吨（27.8%），资源优势较为明显。

图 19: LME 铜现货对 3 月电子盘升贴水情况



数据来源: ICSG, 新世纪期货

当地时间 11 月 21 日，智利人前往投票站参加一场高度两极分化的总统选举，一方是极右翼保守派候选人，另一方则为左翼的年轻前学生领袖，这是智利 1990 年以来大选胶着最极端的

一次。

与此同时，智利正在起草一部新宪法，以代替奥古斯托·皮诺切特军政期间批准的宪法，这意味着智利政府对水、矿产和社区权力的规定更为严格。

35 岁的前学生领袖加布里埃尔·鲍里克（Gabriel Boric）竞选纲领是承诺带来一个社会平等、尊重妇女和生态良好的智利。当谈到矿业时，这位年龄为 35 岁的候选人表示将强化国家对矿业的控制，并要提高权利金。

而极右翼候选人何塞·安东尼奥·卡斯特（José Antonio Kast）是一位年龄为 55 岁的律师、天主教徒和 9 个孩子的父亲，他一直强调要增加私营部门在国家铜业公司（Codelco）的投资，并且要调整矿权法。其经常被比作巴西总统博索纳罗或美国前总统特朗普。他经常赞扬皮诺切特留下的遗产，并承诺将采取措施扩大外国投资。

大选的结果将决定备受争议的矿税改革法案，将智利的 3/1 铜产量置于危险之中，根据提案，权利金税率将基于产量而不是利润征收，如果铜价在 4 美元/磅以上，其税率可上调为 75%。不过据智利矿业协会透露，智利大多数私有矿企都同政府签订过税稳定协议，有效期至 2023 年。

代表矿企的智利全国矿业协会主席迭戈·赫尔南德斯（Diego Hernández）认为，21 日的大选结果将带来“投资枯竭”期。他表示，这将延迟新增铜产量和锂产量的可供性，无法满足未来增长的需求。

### 3. 智利国家铜业公司上调 2022 年中国买家铜升水

11 月 1 日，全球最大铜矿商智利国家铜业公司（Codelco）向中国客户供应的 2022 年铜升水敲定为每吨 105 美元。该水平较今年的每吨 88 美元上涨 19.3%。该水平较今年的每吨 88 美元上涨 19.3%。而 Codelco 10 月向欧洲客户提供的现货铜升水为每吨 128 美元，为 2015 年以来的最高水平，较 2021 年上涨逾 20%。其向一家韩国客户提供的铜升水为每吨 100 美元，同比上涨约 20%。

Codelco 向亚洲与欧洲客户大幅上调铜升水意味着明年全球铜的供应将比今年更为紧张。

## （二）需求边际改善，下游开工率有所回升

### 1. 国内电网投资加速，电网对铜的需求将进一步增加

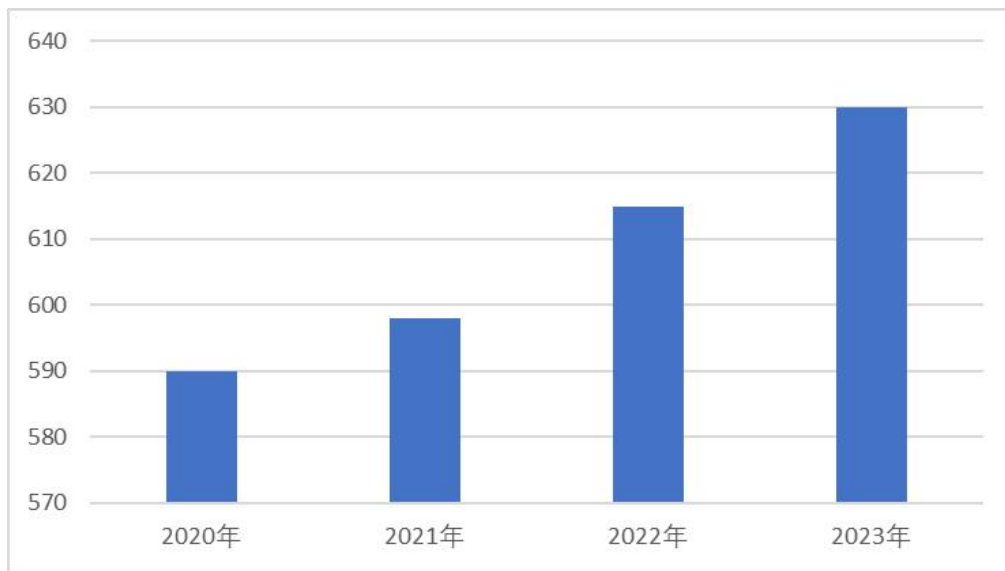
近日，南方电网公司印发《南方电网“十四五”电网发展规划》提出，“十四五”期间，

南方电网建设将规划投资约 6700 亿元。据机构初步测算，南网“十四五”电网投资规模较“十三五”增速在 20%以上，超出预期。

此前，国家电网公布计划“十四五”期间投入 3500 亿美元（约合 2.23 万亿元），推进电网转型升级。这意味着，国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元，若算上两大电网巨头之外的部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计近 3 万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元、“十二五”期间的 2 万亿元。

根据 SMM 的预估，随着电网投资的增速，电网对于铜的需求将从 2020 年的 590 万吨上升至 2023 年的 630 吨，增幅较为明显。

图 20： 国家电网对铜的需求预估



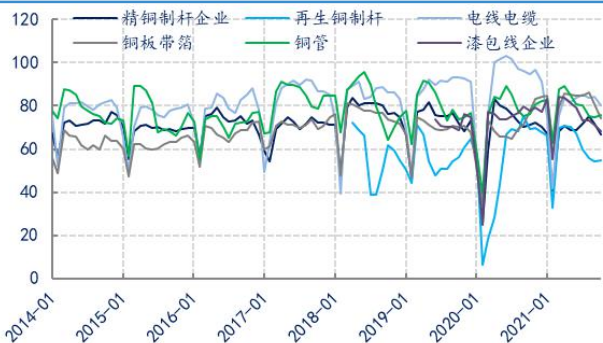
数据来源： SMM, 新世纪期货

## 2. 限电解除，下游开工率显著回升

进入 11 月，国内主流下游加工产能集中地区限电几乎完全解除，根据 SMM 的调研数据，下游加工企业开工率呈回升之势，预计 11 月的开工率将呈现显著回升。临近年末，在各地专项债提速增效情形下，基建投资力度或有所增强。

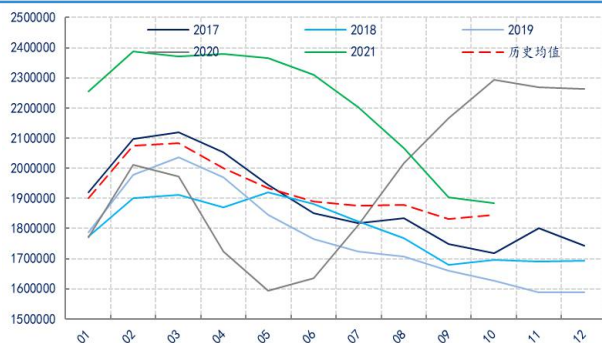
此外，根据 SMM 的数据，截止 10 月，虽然包括冶炼厂库存与消费商库存在内的国内总库存已从年内高位的 238 万吨降至 188.5 万吨，但随着下游企业开工率的回升，估计 11 月库存或将进一步回落至 180 万吨附近。

图 21: 11 月下游开工率或将显著回升



数据来源: SMM 新世纪期货

图 22: 11 月国内铜总库存或将进一步回落



数据来源: SMM 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,国内方面,随着交易所库存与保税区库存的持续下滑、海关控制开票导致带票货源异常紧张,叠加炼厂的减少与出口增加,国内精铜市场整体供应依然偏紧,海外方面,虽 LME 的高升水吸引仓单回流,进而使得挤仓风险大大缓解,但当前 LME 库存仍位于五年历史同期的低位,供应依然持续收紧,此外短期铜矿山生产的基本问题更多地来自于自然因素和物流紧张所带来的结构性紧张;另一方面,虽当前精铜供应的紧张开始传导至废铜端,刺激了废铜的需求,但随着进入 12 月的消费淡季,下游整体需求或将转弱,叠加库存或将累库,铜价整体反弹高度或将受限。不过,从下游电网这块来看,随着国家电网与南方电网将在十四五期间投资 3 万亿,平均每年 6000 亿,较十三五期间提高 30%,虽然短期之内,铜价在进入传统消费淡季后涨幅有限,但从中长期来看,特别是从电网需求来看,铜价中长期依然看涨。



## 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/>