

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>

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

观点摘要:

宏观经济:

整体来看,虽然当前美国总统大选的乱局正在逐渐平息、美国新冠疫苗利好频传、全球最大的自贸区成立使得市场乐观情绪高涨,但我们必须清醒地看到,当前全球(除中国外)新冠疫情依然十分严重,欧美疫情依然处于失控状态,虽然美国疫苗频传利好且将被紧急投入使用,但这种违背疫苗研发进程且缺少最终安全性数据的疫苗对疫情控制的有效性还不得而知,即使这些美国疫苗被 FDA 批准紧急投入使用,但离大规模普及还遥遥无期,一部分人接受注射疫苗并不能使得全球经济企稳复苏,特别是对于疫情失控的欧美国家而言,因此在全球疫情得到有效控制之前,全球经济仍将在衰退与复苏的边缘徘徊,且当前离特朗普交接政权还有一段时间,而这期间特朗普还会采取何种举措并对全球经济形成何种影响还是一个未知数。

原油:

虽然本月国际三大机构发布的月报在一定程度上对油价形成了利空压制,但随着宏观利好的促进(美国总统大选乱局逐步平息与美国新冠疫苗频传利好及全球最大自贸区成立)及基本面的利好(美国墨西哥湾沿岸原油供应中断、OPEC+ 推迟增产计划 3-6 个月、中东局势再次陷入紧张)原油价格呈震荡上行之势。对于后市,我们认为虽有明年拜登上台后将实施新能源政策对原油价格形成利空压制,但在当前中东局势依然紧张且三大国际机构报告虽下调明年需求但同比仍将大幅增长的情况下,原油价格短期之内仍将继续震荡上行。

有色金属:

虽然当前随着美国总统大选乱局的逐渐平息与美国新冠疫苗利好频传及全球最大的自贸区成立,市场乐观情绪高涨为铜价与铝价提供了上涨的宏观基础,但从各品种的供需基本面来看,铜虽然面临铜矿供应干扰,但从整体来看影响不大,与此同时,在国内精铜供应持续稳步增加与下游需求并未显著回暖的情况下,铜价持续上涨的空间有限;而铝虽然产能的稳步增加使得供需过剩局势进一步加剧,但当前 LME 与 SHFE 的库存及国内电解铝与铝棒社会库存均维持在今年的低位水平且下游需求维持稳定,铝价仍将延续震荡上行之势。

风险点:

1. 欧美新冠肺炎疫情的进一步发展;
2. 美国疫苗被紧急投入使用后的效果;
3. 美国政权的交接是否稳步推进;
4. 特朗普在离任前是否会继续采取危险举措;
5. 中东局势的变化;

相关报告

10 月有色与原油市场展望——

全球疫情卷土重来 铜与原油将承压下行

2020-10-30

四季度有色与原油市场展望——

全球疫情红色警报仍未解除 大宗商品价格难言乐观

2020-9-30

一、全球经济复苏向左 OR 向右

（一）疫情持续蔓延 VS 疫苗研发传来利好

我们在上一期 10 月月报中曾经提到“截止 2020-10-21 日，全球（除中国外）累计确诊人数已达到 41417363 人”。而截止 2020-11-19 日，全球（除中国外）累计确诊人数已达到 57133131 人，仅仅过了一个多月的时间，确诊人数就已增加 15715768 人，30 天的时间里日均新增 523858 人，全球累计病例数破千万的时间进一步缩短，这表明当前全球新冠疫情依然十分严峻，其中美国确诊人数已超千万至 12067785 人，稳居世界第一，而印度则以 9004325 人位居第二，不过二者差距从此前的 90 万人再度扩大到近 300 万人，这主要是受本月美国总统大选引发的美国街头暴力事件与游行示威活动不断的影响。

从当前美国疫情的发展来看，根据约翰斯·霍普金斯大学数据，美国 19 日报告了 187,833 例新增新冠肺炎确诊病例，这是美国单日新增病例首次超过 18.7 万例，再次打破纪录，也是连续第 16 天达到单日新增病例超过 100,000 例。美国仅仅用了三周时间，就将日均新增数从 10 万例拉到将近 20 万例，按照目前趋势发展，即使不再继续恶化，也仍会有额外 700 万美国人将于 2020 年底感染病毒。仅这部分额外新增人口就“大约相当于美国人口的 2%”。

在美国疫情失去控制之际，美国疾控中心当地时间 11 月 19 日呼吁国民放弃感恩节外出旅行计划。为此，《纽约时报》对 635 名流行病专家进行了非正式调查，绝大多数人表示，安全起见，没有计划与朋友聚餐；79% 的人表示，只准备与家人一起吃感恩节晚餐，或者完全不见面；仅有 21% 的人表示将与家人以外的人一起用餐。但是专业人士的建议并不被美国大众所认同。《新闻周刊》指出，由于疫情飙升，俄克拉荷马州 11 月 16 日才首次颁布口罩强制令，但也只是要求州政府雇员必须在办公场所佩戴。与此同时，该州一间拥有 1.3 万名会员的大教堂，却在社交媒体高调宣布，即将于 11 月 22 日举办大规模感恩节大餐，并号召教区内的人们“来和我们分享用餐，并带上你的邻居”。牛津大学布拉瓦尼克政府学院日前一项调查表明，美国疫情的严重性与各地方政府的防范措施直接相关，现在疫情最严重的地方，都是地方政府忽视持续抗疫，或一开始就没有执行措施的地方。

除美国与印度外，当前欧洲的疫情亦处于不断恶化的状态，欧洲已成为世界上受疫情影响最严重的地区之一。自新冠肺炎开始蔓延以来，欧洲大陆集中了全球 28% 的阳性病例以及 26% 的死亡病例。根据世卫组织的数据，欧洲每 17 秒就有 1 人死于新冠病毒。分国家来看，德国的病例数持续增加，意大利的患者人数已达到“临界水平”，奥地利改变策略并采取严格的封控措施，只有法国当局对疫情曲线的下降松了一口气，但建议保持预防措施，西班牙表现抢眼，过去 10 天病例数持续减少。虽然当前欧洲疫情不断恶化，但各国政府正试图加快经济复苏，对

于此，世卫组织特别代表戴维·纳巴罗指责欧洲各国政府没有在“控制第一波疫情之后，在夏季建立必要的基础设施”，这导致当前第二波疫情再次造成圣诞节前令人遗憾的封控。而且，如果它们现在不行动的话，“明年年初将出现第三波疫情”。

与疫情蔓延相对应的则是自11月中旬以来新冠疫苗研发取得进展的利好消息频频传来，在继美国药企辉瑞宣布其和德国生物技术公司BioNTech共同研发的疫苗在临床试验的最终数据分析中有效率达到95%之后，美国药企莫德纳也宣布其新冠疫苗三期试验有效性达到94.5%。

目前，全球有50多种疫苗进入临床试验阶段，其中12款疫苗进入了最后的第三阶段，包括4款由中国研制的疫苗。虽然新冠疫苗试验取得进展的消息令人鼓舞，但从临床试验到大规模的生产与推广注射还需要很长的一段时间，在这期间全球经济仍将承受每月过5000亿美元的损失。

虽然当前全球经济仍在缓慢复苏，包括中国、美国、日本和欧元区在内的多数经济体三季度的经济活动强于预期，但从密集接触型服务业的最新数据来看，在疫情持续蔓延的国家，经济复苏势头正在进一步的放缓。

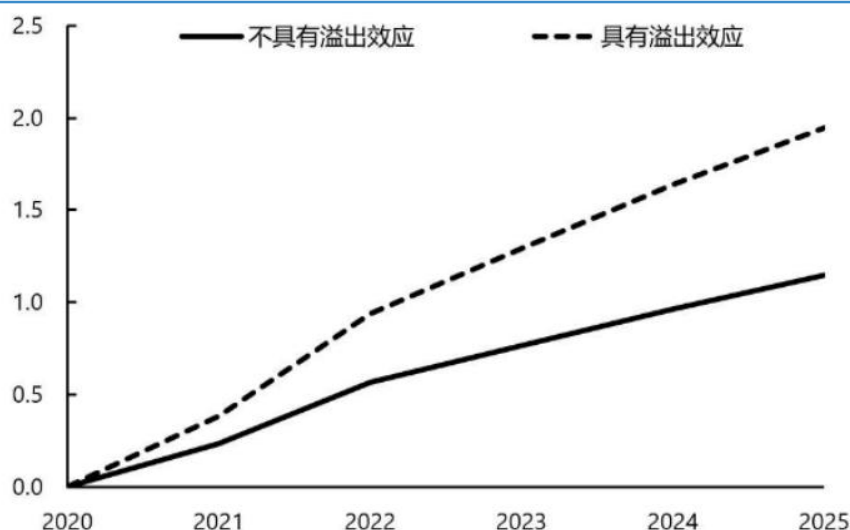
基于此，我们对未来的全球经济复苏设定了两种情形：

情形一，如果对疫情的控制快于预期或研发出更好的疗法，经济活动将更快恢复正常，从而限制经济创伤效应并提振经济增长。

情形二，如果新一轮暴发需要实施更严格的出行限制措施，或者疫苗和疗法的研发、生产和大范围分配被推迟，那么保持社交距离将延续更长时间。因此，经济增速将会放缓，公共债务水平上升，对经济长期潜在增长的创伤效应更严重——不妨设想长期失业给劳动者人力资本造成的损失。

根据IMF工作人员的一项全新研究显示，G20国家同步开展投资将带来大规模的潜在效益。如果财政空间较大的国家同步采取行动，在2021和2022年将基础设施支出与GDP之比分别提高0.5个和1个百分点，同时财政空间更为有限的经济体按上述比例的1/3进行投资，那么到2025年全球GDP将增长近2%。相比之下，如果投资活动不同步，预计全球GDP增长仅为不到1.2%。换言之，如果各国单独行动，实现相同的生长结果需要多支出2/3的资金。最重要的是，如果携手合作，我们能更有效地推动经济增长，促进就业，同时应对气候变化。

图 1：若各国同步开展基础设施投资能使全球 GDP 增长近 2%



数据来源：IMF 新世纪期货

（二）美国混乱的政局将使得控制疫情与经济复苏变得异常困难

1. 特朗普败选后一系列行为的破坏力不容忽视

美国大选基本尘埃落定。不出意外，拜登将于 2021 年 1 月 20 日宣誓就职成为美国第 46 任总统。虽然特朗普不会轻易承认失败，但他后续的努力改变选举结果的概率极低，特朗普和他的竞选团队此前在包括密歇根州在内的关键摇摆州提起了一系列诉讼，试图阻止对选举结果的认证，但其努力基本上没有成功。

在本月上旬美媒宣布拜登胜选之后，一些曾经紧紧追随特朗普政府的美国盟友便第一时间送去祝贺，加拿大总理特鲁多“拔得头筹”，随后法国总统马克龙、奥地利总统范德贝伦、奥地利总理库尔茨、欧洲理事会主席米歇尔、欧盟委员会主席冯德莱恩、欧洲议会议长萨索利等先后发表声明祝贺拜登。而特朗普所在的共和党，同样不乏跨党派祝贺拜登的同僚。例如共和党前总统小布什就大方恭贺拜登赢得总统大选，他还驳斥特朗普的选举舞弊指控。布什表示，特朗普有权要求重新计票和提出司法挑战，但是拜登的胜利是“显而易见”的。他说：“美国人民可以相信，这次选举从根本上是公平的，选举的公正性得到维护，其结果是明确的。”

而在是否承认败选一事上，特朗普也跟家人产生分歧。据美媒报道，特朗普长子小唐纳德和次子埃里克呼吁共和党人和支持者公开拒绝承认选举结果，与他们意见相左的是女婿兼首席顾问库什纳。此外，一度传出“第一夫人”梅拉尼娅私下建议特朗普“是时候接受败选了”的消息。

虽然特朗普拒绝承认选举结果以及来自白宫的持续阻挠—白宫发言人麦克纳尼接受采访谈及防疫措施时声称，“第二届特朗普政府”会做得更好、白宫预算办公室已知会联邦机构“继

续准备特朗普政府下一财年的预算方案”。此外，在 11 月 21 日举行的 G20 线上峰会，特朗普在发言时撂下了这样一句话：“很荣幸能和你们一块共事，我将在很长一段时间继续与你们共事。”使得各国领导人面面相觑，无言以对。而在此之前的 11 月 20 日，其在参加 APEC 第二十七次领导人非正式会议时拒绝像其他领导人那样在视频画面中使用此次 APEC 会议的官方背景而是使用带有美国总统标记的米黄色背景，其此举是利用这个机会展示其在任总统身份以为了国内政治利益。与此同时，美国总务管理局（GSA）直至 23 日才最终承认拜登胜选的做法使得拜登和他的团队在 23 日前无法接触联邦机构、无法获得资金帮助新政府招聘人员、也无法接触机密情报简报。

当前特朗普及其团队除了拒绝承认选举结果外，还是制定了一系列很可能不得不由拜登政府来应对的外交政策，如从阿富汗撤军、把更多的中国自然人和法人纳入制裁名单、对伊朗发动军事打击、认定胡塞武装为恐怖组织等，让拜登除了延续共和党政府的政策之外没有其他选择。

与此同时，特朗普开始了“清理门户”，被解职的包括国防部长埃斯珀，取代他的是全国反恐中心主任米勒，他也成为特朗普最后政治意志的执行者之一。他几乎在上任后立即宣布，美国将减少在伊拉克和阿富汗的驻军。除了埃斯珀之外，还有美国网络安全和基础设施安全局（CISA）局长克里斯托弗·克雷布斯，其因努力工作受到共和党和民主党两党的认可和称赞，日前他对记者表示 2020 年大选是美国“有史以来最安全的”大选、未发现干涉和舞弊的证据，显然同特朗普试图推翻大选结果的努力背道而驰。此外，美国国土安全部的两名官员（美国网络安全和基础设施安全局网络安全助理主任的布莱恩·威尔，和国土安全部国际事务助理部长瓦莱丽·博伊德）已被白宫强制辞退，中央情报局局长吉娜·哈斯佩尔目前的情况也如履薄冰。

2. 美国或面临“两个政府”的窘境

根据《华盛顿邮报》官网 11 月 11 日的报道：据多名不愿透露姓名的政府官员透露，白宫预算办公室已知会联邦机构“继续准备特朗普政府下一财年的预算方案”。

“白宫预算提案”一般在每年的 2 月份发布，这至少应是特朗普总统预定离开白宫两周之后了。白宫“年度预算提案”是白宫一项庞大的工程，它阐述了政府对开支和税收的建议。尽管许多提案后来被国会否决，但它是启动财政谈判的一个重要标志。这些预算涉及到每个联邦机构的投入并且经常伴随媒体闪电般的报道及国会听证会在 2 月份公布。特朗普政府正在制定的预算提案是从 2021 年 10 月 1 日到 2022 年 9 月 30 日的开支，而这一期间实际上早已是特朗普离任很久了。

“白宫预算提案”在很大程度上是一个象征性的文件，特别是在特朗普的领导下。国会中

民主党籍和共和党籍议员经常忽视政府的政策重点，而偏向自己的党派政策。曾在乔治·布什和奥巴马政府出任管理和预算办公室高级官员的尚特尔·博恩斯表示，在选举失败后，即将离任的政府在预算方面展开工作也是常见的，但通常情况下，随着白宫官员认识到他们的预算政策重点不会实现后，工作就会发生巨大变化。

特朗普此举不过是在向拜登团队示威，以显示自己绝不认输的态度。而特朗普的这道命令，也向外界传递了一个信号，那就是特朗普绝对不肯接受选举结果，也不会在明年1月份搬离白宫，拜登想要顺利接手政权，怕是要困难了。

此外，早在本次大选正式开始前，特朗普的一些采访实际上就已经显露了端倪。今年7月，当被外界问到是否会接受败选结果，选择直接离职时，特朗普就含糊其辞地回应称，他没有办法做出明确回应。现在来看，这一发言果然应验了。特朗普不仅不肯接受失败结果，还故意给拜登使了许多绊子，诸如切断外国领导人和拜登的通信、提前做好明年的预算案以及对五角大楼的官员展开大清洗等等。

而拜登方面也不甘示弱。民主党人、众议院议长佩洛西就曾犀利回应特朗普，表示如果特朗普赖在白宫不肯走的话，她不介意用烟熏走特朗普，或者请求军队的帮助。所以在明年1月份特朗普正式离任之际将有可能出现“两个政府”共同存在的情况。

3. 拜登上台后的防疫与经济复苏重任

虽然拜登赢得了美国的总统大选并将于2021年1月20日宣誓就职成为美国第46任总统，但其当务之急和优先事项是扭转特朗普政府的抗疫政策，这是他赢得选举的重要加分项。结合其家庭的不幸来看，挽救生命，保护亲人的重要性也有足够的权重。竞选期间，拜登就已经成立了抗击疫情工作小组，由专家和可能在政府中发挥领导作用的人组成。他们并不主张重新回到封锁状态，但主张在安全的前提下重新打开，主要举措包括：扩大检测和追踪范围；强制佩戴口罩；免费发放疫苗等。这些行动都需要国会批准物资，但从参议院多数党领袖麦康纳尔的发言来看，这是两党的共识。麦康纳尔表示，他希望在国会通过新的COVID-19救助措施。该措施包含了支持小企业、学校和医院的资金。他还表示州和地方政府的资金——这是民主党的一个主要优先事项——也可以包括在内，以及可能需要更多的资金用于测试、治疗以及疫苗的开发和分发。两党都认可，不完全消灭病毒，经济不可能真正复苏。

针对美国新冠疫情扩散和死亡率分布的一项最新研究发现，相比于一个州的老年居民比例、拥有大学学历的人口比例、经济的健康状况或医院重症监护病床的供应等指标，对疫情扩散差异最有解释力的指标是政治因素——州长是共和党人还是民主党人。医学上已有共识，佩戴口罩是最有效的防止病毒扩散的途径。美国有17个州不要求居民在出门时戴口罩，除了夏威夷以

外，其他州的州长都是共和党人。在 33 个要求戴口罩的州中，州长为共和党的州比州长为民主党的州平均晚 30 天实施这类规定。该研究的主要作者、华盛顿大学政治学家克里斯托弗·阿道夫说，研究结果反映出疫情防控政策带有浓厚的政治色彩，这与特朗普释放出的混淆信号有密切关系。拜登上台后，随着抗疫政策的转变，第三波扩散进程会受到抑制。这个过程中拜登政府大概率会重返 WHO，与包括中国在内的成员国协调共同抗疫工作内容，全球在这一领域内的合作，例如疫苗、药物、医疗物资供应链应当会远比特朗普时代更具建设性。

美国“当选总统”拜登于当地时间 23 日宣布一系列内阁成员名单，其中提名安东尼·布林肯(Antony Blinken)担任国务卿，马约卡斯(Alejandro Mayorkas)担任美国国土安全部部长，艾薇儿·海恩斯(Avril Haines)担任情报总监，杰克·沙利文(Jack Sullivan)将担任白宫国家安全顾问，托马斯-格林菲尔德(Linda Thomas-Greenfield)担任美国常驻联合国代表，前国务卿约翰·克里(John Kerry)担任总统气候特使，并将进入国家安全委员会，美联储前主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)担任美国财政部长。

虽然美联储前主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)被提名为下一任的美国财政部长，但她将面临两大难题：一是美联储与财政部的公开争端——11 月 20 日，美联储无奈表示，将按财政部要求退还五项紧急贷款工具中未使用的资金，这预示着美联储的部分抗疫紧急贷款工具可能必须在年底以前叫停，而耶伦执掌美联储的经验表明，她对美联储需要充足资金来支撑信贷的观点更加认同，近期她也曾多次表态称，提供财政支持对经济复苏至关重要；二是即将上任的耶伦在财政部的外汇稳定基金可动用金额不足 800 亿美元，而美国现任财长史蒂文·姆努钦将此前一轮刺激法案中未用完的 4550 亿美元资金(这笔钱包括姆努钦从美联储那里要来的 4,290 亿美元—美联储用于支持央行一些紧急贷款工具的未用完资金，以及财政部用于向企业直接贷款未用完的 260 亿美元)转入一个账户，继任者耶伦将需要获得国会授权才能使用这笔资金。

虽然我们预计随着拜登上台后美国抗疫政策的转变，美国经济或将缓步复苏，虽然当前美国国内的政治乱局已开始逐步化解，但拜登能否在明年 1 月 20 日顺利交接成为新一任的美国总统以及其提名的团队能否获得共和党掌控的参议院批准还存在较大的不确定性，因此美国的疫情控制与经济复苏仍有待进一步观察。

(三) 全球最大自贸区-RCEP 成立有助于拉动全球经济的复苏

2020 年 11 月 15 日，东盟十国和中国、日本、韩国、澳大利亚以及新西兰五国正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)，全球最大自贸区诞生，对中国乃至世界经济影响深远。

RCEP 由东盟十国(新加坡、印尼、马来西亚、泰国、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、菲律宾和越南)和其他五国(中国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰)组成。其涵盖地区经济规模约

25.6 万亿美元，约占全球经济体量 29.3%；区域内贸易额达 10.4 万亿美元，约占全球贸易总额 27.4%；辐射人口约 22.6 亿人，约占世界人口 30%。

2011 年东盟提出 RCEP 的构想。2012 年“10+6”国（包括印度）领导人发布《启动〈区域全面经济伙伴关系协定〉谈判的联合声明》。此后谈判经过 3 次领导人会议、19 次部长级会议，28 轮正式谈判。2019 年 11 月印度决定退出谈判。2020 年 11 月 15 日“10+5”国正式签署协定。

RCEP 整合并拓展了 15 国间多个自由贸易协定，削减了关税和非关税壁垒，统一了区域内规则，推动了亚太一体化发展。RCEP 核心在于增强货物贸易、服务贸易、投资以及人员流动方面的市场开放，尤其在关税上取得重大突破，给予“渐进式”零关税政策。

1) 货物贸易方面，RCEP 在关税和非关税措施上均有突破。RCEP 成员承诺通过立刻降税和十年内逐步降税方式，最终实现区域内 90%以上的货物贸易零关税。此外，RCEP 采取提供货物国民待遇、临时免税入境、取消农业出口补贴；以及全面取消数量限制、管理进口许可程序等非关税措施促进货物贸易自由化。RCEP 采用的区域累积的原产地规则，突出技术可行性、贸易便利性和商业友好性。

2) 服务贸易方面，15 个缔约方通过正面或负面清单模式均作出了高于各自“10+1”自贸协定水平的开放承诺。RCEP 成员国在金融、电信和专业服务领域做出更高水平的开放承诺。其中，中国服务贸易开放达最高水平，新增 22 个部门，并提高金融、法律、建筑、海运等 37 个部门的承诺水平；其他成员也在中方重点关注的建筑、医疗、房地产、金融、运输等服务部门进行高水平开放。

3) 投资方面，15 个缔约方均通过负面清单方式提高农、林、渔、采矿和制造业五个非服务业的投资开放水平。RCEP 涵盖包括投资保护、自由化、促进和便利化在内的投资领域四大支柱条款，确认了成员国在国民待遇、最惠国待遇、投资待遇等方面的义务。中国首次在自贸协定项下以负面清单形式对投资领域进行承诺，更好地完善国内准入前国民待遇加负面清单外商投资管理制度、锁定国内压缩外商投资负面清单改革成果、实现扩大外商投资市场准入。

4) 自然人临时移动方面，RCEP 各成员的承诺基本超越各成员已有自贸协定的承诺水平。各方承诺区域内各国的投资者、公司内部流动人员、合同服务提供者、随行配偶及家属等在符合条件的情况下，可获得一定居留期限，享受签证便利，开展各种贸易投资活动。RCEP 将承诺的临时流动人员适用范围扩展至服务提供者以外的投资者、随行配偶及家属等协定下所有可能跨境流动的自然人类别，超越了各成员的现有自贸协定实践中的承诺。

RCEP 将整合 RCEP 成员间规则与标准，促进彼此间贸易投资、深化产业链合作，打造亚洲经济新引擎，并助力世界经贸发展。

1) 整合规则标准，提升区域一体化。

RCEP 的基础是 4 个“10+1”协定，即此前东盟已经和中、日、韩、“澳+新”这 4 个团体分别签署了双边协定，但其中以“原产地规则”为代表的诸多条款都有差别。例如，一家越南公司的制造品，可能符合东盟-日本协定标准，但不一定符合东盟-韩国标准，意味着同样商品要想出口韩国可能得更换不同的零部件。RCEP 在规则标准上实现了“10+5”的统一，降低了贸易成本和风险。

此外，原产地规则常作为一些国家实施贸易保护的“武器”，规则统一后，类似贸易保护行为成本更大，各国贸易规则有望更加公平、合理、透明。

2) 形成产业链闭环，打造亚洲经济新引擎。

RCEP 协定成员占世界经济 30%，成员间经贸活动更活跃，将增大对世界经济的贡献。

具体来看，RCEP 网络自身能够形成良好的产业链闭环，中日韩有相较先进的技术，东盟国家有较廉价的劳动力，澳新两国有较丰富的自然资源等，叠加区位优势、物流成本较低，以及为相对欠发达成员设立了过渡保障机制，未来 RCEP 成员间生产联系进一步增强，促进区域供应链、价值链的深度融合和发展，并嵌入全球产业链中。

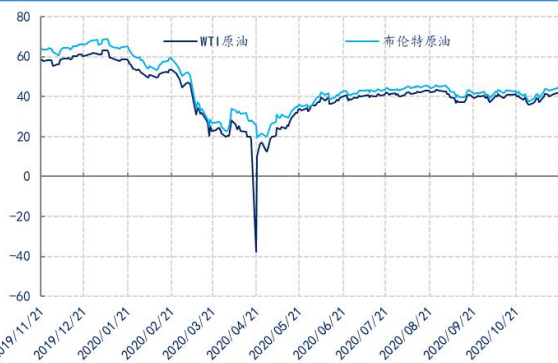
3) 塑造世界经济格局，为全球化铺路。

WTO 改革停滞背景下，RCEP 落地意味世界经济呈现以亚洲、欧洲和北美为核心的“三足鼎立”格局，阻止了全球贸易体系沦落至碎片化。未来 RCEP 等区域协定的成功经验可能助力 WTO 改革，为全球化奠定基础。

二、三大机构利空报告来袭 VS 美国疫苗利好消息不断 原油震荡走强

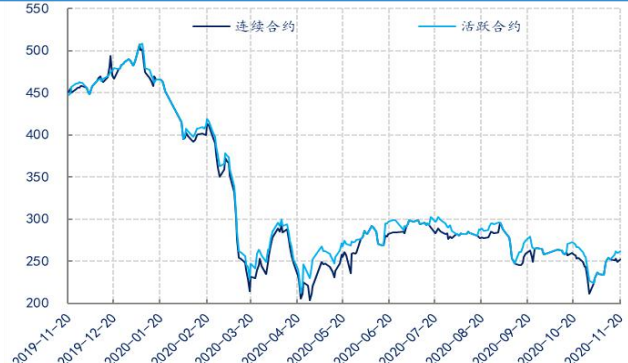
回顾十一月以来的国际原油价格走势，我们看到虽然本月国际三大机构发布的月报在一定程度上对油价形成了利空压制，但随着宏观利好的促进（美国总统大选乱局逐步平息与美国新冠疫苗频传利好及全球最大自贸区成立）及基本面的利好（美国墨西哥湾沿岸原油供应中断、OPEC+推迟增产计划 3-6 个月、中东局势再次陷入紧张）原油价格呈震荡上行之势。

图 2: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 3: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 三大国际机构利空报告来袭

本月 OPEC、EIA、IEA 三大国际能源机构发布的最新月报均增加了市场对于未来需求前景的忧虑情绪。

OPEC 月报将第四季度的石油需求预测下调 96 万桶/日,即使使用疫苗,2021 年疫情的影响仍将持续,预计 2020 年全球原油需求为 9001 万桶/日,前值为 9029 万桶,将 2021 年全球原油需求预测下调 60 万桶/日,石油需求复苏将受到严重阻碍,交通和工业燃料需求低迷将持续到 2021 年中期,预测 2021 年石油需求将增长 625 万桶/日(此前预测为 654 万桶/日),预测 2020 年世界石油需求将减少 975 万桶/日(之前的预测是减少 947 万桶/日)。OPEC 对于明年的需求预期中,全球原油需求将会增加 625 万桶/日,其中 OECD 国家需求将会增加 294 万桶/日,非 OECD 国家需求将会增加 331 万桶/日。中国和美国是全球需求最主要的增量,预计美国原油需求将会增加 134 万桶/日,中国原油需求将会增加 110 万桶/日,其他国家和地区需求虽有增长,但整体变动幅度并不是很大。

表 1:全球石油需求展望

单位:百万桶

世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.70	24.34	20.03	23.47	24.30	23.04	-2.66	-10.35	24.30	25.18	24.49	24.77	24.69	1.65	7.17
美国	20.86	19.66	16.38	19.32	19.96	18.84	-2.03	-9.77	19.85	20.56	19.99	20.32	20.18	1.34	7.13
欧洲	14.25	13.35	11.01	12.89	12.23	12.37	-1.88	-13.22	13.15	13.68	13.64	12.51	13.25	0.88	7.10
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.52	7.33	7.03	-0.76	-9.71	7.80	7.38	7.04	7.55	7.44	0.41	5.81
OECD	47.75	45.44	37.59	42.87	43.86	42.44	-5.30	-11.10	45.25	46.24	45.17	44.83	45.38	2.94	6.92
中国	13.30	10.70	12.85	12.97	13.58	12.53	-0.77	-5.79	12.31	13.87	14.40	14.63	13.81	1.10	8.67
印度	4.84	4.77	3.51	3.55	4.34	4.04	-0.80	-16.53	4.89	4.19	4.36	4.99	4.61	0.57	14.02
亚洲其他国家	9.02	8.23	7.79	8.33	8.70	8.26	-0.76	-8.42	8.33	8.96	8.79	8.84	8.73	0.47	5.66
拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.17	6.08	5.99	-0.60	-9.11	6.21	6.27	6.37	6.31	6.29	0.30	5.00
中东	8.20	7.88	6.91	7.88	7.50	7.54	-0.66	-8.00	8.07	7.64	8.19	7.75	7.91	0.37	4.89
非洲	4.45	4.37	3.77	3.97	4.20	4.08	-0.37	-8.32	4.46	3.95	4.17	4.39	4.24	0.17	4.05

新世纪期货有色与原油月报

欧洲	5.61	5.21	4.58	4.85	5.11	4.94	-0.67	-11.96	5.43	5.17	5.14	5.35	5.28	0.34	6.85
俄罗斯	3.67	3.44	3.04	3.20	3.24	3.23	-0.38	-10.54	3.57	3.37	3.37	3.38	3.42	0.19	6.02
欧洲其他国家	2.00	1.78	1.54	1.65	1.87	1.77	-0.29	-14.53	1.86	1.87	1.77	1.97	1.85	0.14	8.43
非 OECD	52.02	47.27	45.02	48.12	49.81	47.57	-4.45	-8.56	49.71	50.06	51.43	52.26	50.88	3.31	6.96
全球	99.76	92.71	82.60	90.99	93.67	90.01	-9.75	-9.78	94.96	96.30	96.61	97.09	96.26	6.25	6.94
前一次预估	99.76	92.68	82.58	90.99	94.86	90.29	-9.47	-9.49	95.43	96.98	96.60	98.28	96.84	6.54	7.25
本次修正	0.00	0.03	0.02	0.00	-1.19	-0.28	-0.28	-0.28	-0.47	-0.68	0.00	-1.19	-0.58	-0.30	-0.31

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

EIA 月报预计 2021 年美国原油需求增速为 169 万桶/日，此前预期为 174 万桶/日，下调 5 万桶/天；将 2021 年全球原油需求增速预期调整至 589 万桶/日，此前为 625 万桶/日，下调 36 万桶/天；将 2020 年全球原油需求增速预期调整至-861 万桶/日，此前为-862 万桶/日；在下调需求预期的同时 EIA 月报同样下调了明年的需求预期。EIA 将 21 年的布伦特价格预期从 47.07 下调至 46.59 美元，将 WTI 预期从 44.72 美元下调至 44.24 美元。从供需平衡表上来看，明年的 EIA 预计全年将会呈现出小幅的供应紧张，在部分月份仅仅维持供需平衡，在这种情况下，现货端很难推动期货端的上行，因此在需求没有较快增速的情况下，2021 年的原油价格有可能会维持宽幅的区间振荡。

表 2: 全球石油供需及库存展望

	2019				2020				2021				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	2020	2021
供应（百万桶/日）															
OECD	31.06	31.32	31.48	32.76	32.91	29.42	29.92	30.42	30.73	30.78	31.07	31.67	31.66	30.66	31.07
美国（50 个州）	18.87	19.35	19.45	20.20	20.22	17.58	18.39	18.35	18.40	18.61	18.80	19.07	19.47	18.64	18.72
加拿大	5.44	5.47	5.47	5.63	5.65	4.94	4.89	5.39	5.53	5.55	5.59	5.71	5.50	5.21	5.60
墨西哥	1.91	1.91	1.93	1.93	2.00	1.94	1.91	1.82	1.82	1.82	1.78	1.77	1.92	1.92	1.80
其他 OECD 国家	4.85	4.59	4.63	4.99	5.03	4.96	4.72	4.86	4.98	4.80	4.89	5.12	4.77	4.89	4.95
非 OECD 国家	69.21	69.09	68.62	68.87	67.78	63.03	61.12	63.15	65.54	67.22	68.30	68.19	68.95	63.76	67.32
OPEC	35.38	34.91	33.89	34.33	33.49	30.59	28.43	30.26	32.40	33.43	34.07	34.09	34.63	30.69	33.50
原油部分	29.94	29.47	28.66	29.02	28.28	25.64	23.61	25.36	27.36	28.46	29.11	29.13	29.27	25.71	28.52
其他	5.44	5.44	5.24	5.31	5.21	4.95	4.83	4.90	5.04	4.97	4.96	4.96	5.36	4.97	4.98
欧亚大陆	14.85	14.42	14.58	14.66	14.76	13.20	12.75	13.07	13.54	13.59	13.74	13.83	14.63	13.44	13.67
中国	4.89	4.92	4.89	4.88	4.94	4.90	4.95	4.99	4.95	4.99	5.00	5.05	4.89	4.94	5.00
其他非 OECD 国家	14.08	14.84	15.26	15.00	14.60	14.34	14.99	14.83	14.65	15.21	15.50	15.22	14.80	14.69	15.15
全球总供应量	100.28	100.42	100.10	101.63	100.68	92.45	91.04	93.57	96.27	98.00	99.37	99.86	100.61	94.42	98.39
非 OPEC 供应量	64.89	65.51	66.21	67.30	67.20	61.86	62.60	63.31	63.87	64.57	65.30	65.77	65.98	63.74	64.88
需求（百万桶/日）															
OECD	47.57	46.99	48.12	47.75	45.30	37.45	42.43	43.93	44.53	44.32	45.46	45.95	47.61	42.28	45.07

新世纪期货有色与原油月报

美国（50个州）	20.36	20.46	20.72	20.63	19.33	16.08	18.21	19.03	19.42	19.67	19.99	20.31	20.54	18.16	19.85
美国本土	0.22	0.19	0.20	0.21	0.20	0.17	0.18	0.19	0.20	0.18	0.18	0.19	0.20	0.18	0.19
加拿大	2.30	2.31	2.57	2.49	2.33	1.88	2.18	2.26	2.27	2.23	2.37	2.35	2.42	2.16	2.31
欧洲	14.03	14.18	14.66	14.06	13.34	11.01	13.07	12.89	12.84	13.20	13.73	13.44	14.24	12.58	13.30
日本	4.05	3.39	3.43	3.74	3.69	2.89	3.03	3.36	3.63	2.98	3.06	3.37	3.65	3.24	3.26
其他 OECD 国家	6.61	6.46	6.54	6.62	6.42	5.43	5.75	6.20	6.16	6.07	6.13	6.28	6.56	5.95	6.16
非 OECD 国家	53.00	54.13	54.28	54.23	50.09	47.90	51.65	52.82	52.52	53.92	54.20	54.25	53.91	50.62	53.73
欧亚大陆	5.27	5.32	5.72	5.57	5.07	4.69	5.50	5.40	5.10	5.22	5.63	5.49	5.47	5.17	5.36
欧洲	0.77	0.76	0.78	0.78	0.72	0.71	0.73	0.74	0.74	0.74	0.75	0.76	0.77	0.72	0.75
中国	14.45	14.65	14.37	14.58	13.52	13.74	14.33	14.90	15.00	15.22	14.95	15.19	14.51	14.13	15.09
其他亚洲国家	13.92	14.09	13.71	14.05	13.25	11.72	12.71	13.51	13.87	14.15	13.80	14.15	13.94	12.80	14.00
其他非 OECD 国家	18.59	19.31	19.70	19.24	17.52	17.04	18.38	18.27	17.81	18.58	19.06	18.67	19.21	17.81	18.53
全球总需求量	100.57	101.12	102.39	101.98	95.40	85.34	94.08	96.75	97.05	98.24	99.65	100.20	101.52	92.91	98.80
供需平衡（百万桶/日）															
美国（50个州）	0.15	-0.60	0.06	0.29	-0.43	-1.68	0.52	0.97	0.29	-0.24	-0.05	0.44	-0.02	-0.15	0.11
其他 OECD 国家	-0.20	0.01	-0.16	0.39	-0.54	-1.14	0.42	0.71	0.16	0.15	0.11	-0.03	0.01	-0.14	0.10
其他	0.35	1.29	2.39	-0.32	-4.32	-4.28	2.10	1.50	0.33	0.32	0.23	-0.07	0.93	-1.23	0.20
总供需	0.30	0.70	2.29	0.35	-5.29	-7.11	3.04	3.18	0.78	0.24	0.28	0.34	0.91	-1.52	0.41
期末商业库存（百万桶/日）															
美国	1,245	1,304	1,298	1,282	1,321	1,453	1,419	1,336	1,317	1,346	1,353	1,315	1,282	1,336	1,315
OECD	2,864	2,922	2,931	2,879	2,967	3,203	3,131	2,982	2,949	2,965	2,962	2,927	2,879	2,982	2,927

数据来源：EIA 月报 新世纪期货

图 4：WTI 与 NYMEX 原油价格预期



数据来源：EIA 月报 新世纪期货

IEA 报告中同样表达了对需求下滑的担忧，并且对于疫苗提振价格的行为 IEA 也泼了一盆冷水。IEA 表示，除非基本面因素有所改变，否则油市恢复平衡将进展缓慢，全球石油需求得到明年稍晚才有可能受到新冠疫苗问世的大幅提振，在疫苗没有彻底普及之前，原油价格依

然看不到大幅向上的条件。

（二）中东局势再陷紧张

11月12日，在白宫椭圆形办公室，特朗普召集高官开了一次国防会议，参加者包括副总统彭斯、新任代理国防部长米勒、参谋长联席会议主席米利等，会议的主题，是怎么对付伊朗。根据国际原子能报告，特朗普撕毁伊核协议后，伊朗作为反制，也在加快浓缩铀计划，现在伊朗的低浓缩铀已增至2442.9千克，远远高于当初核协议规定的300千克目标，特朗普很生气，没等官员们提出方案，他先抛出了自己的想法：要不，用导弹或网络对伊朗发动袭击，摧毁伊朗最主要的核设施，位于德黑兰北部320公里处的纳坦兹！美国官员大惊失色，蓬佩奥、米利等赶紧发言，认为一旦发动军事攻击，将引发严重后果。因为很简单，伊朗也会报复，也有大量导弹，那意味着美伊之间直接的冲突乃至战争。

好消息是：至少目前，特朗普应该是被劝住了，决定暂不对伊朗采取军事手段。

坏消息是：特朗普应该仍没有完全放弃战争念头，不对伊朗境内打击，但可能打击伊朗境外的目标（伊朗在伊拉克的盟友或者在叙利亚的真主党）。

今年年初也是这种第二选择，美国和伊朗差一点就打起来——当时也是在伊拉克，特朗普亲自下令，美国猎杀了苏莱曼尼少将——伊朗革命卫队精锐部队“圣城旅”最高指挥官。结果，愤怒的伊朗也进行了猛烈报复，导弹袭击了伊拉克美军基地。虽然袭击造成多名美国士兵受伤，但特朗普却忍住了，没有发动任何还击。不然，肯定是一场血雨腥风。

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

相对于特朗普可能采取的军事打击行动，伊朗政府发言人阿里·拉比埃就这种袭击发出了警告。他说：“任何针对伊朗的行动都肯定会面临毁灭性的回应。”

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

而就在美伊对峙之际，以色列18日对它所称的“广泛的叙利亚目标”和叙利亚境内的伊朗目标发动了空袭，这发出了一个信号，即尽管美国总统特朗普在选举中失败，以色列仍将奉行越境打击政策。虽然以色列经常袭击它所称的叙利亚境内与伊朗有关的目标且今年加强了此类打击，但18日的袭击目标比以往广泛得多，以色列军方也比过去更愿意透露细节，这表明以色

列显然希望就伊朗在叙利亚的参与发出公开讯息。

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

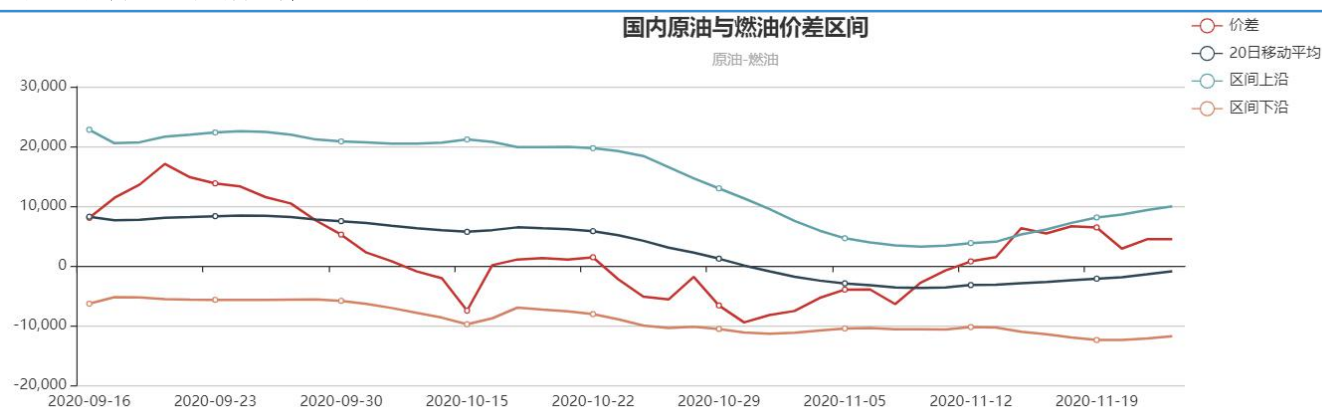
如若中东战局重启，则全球原油的供应必将受此影响而出现大幅下滑，当前全球原油的供需平衡状态将再度回归到供需短缺状态，国际原油价格则将受此影响而一路飞涨，至于能涨到多少则要看战争的进程。

（四）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，虽然三大国际机构最新的月报均在基于当前全球疫情失控（除中国外）的大背景下下调了明年全球原油需求预期并预期只有当疫苗全面普及之时才能对油价形成拉动与支撑效应，此外随着拜登的上台，其新能源政策亦将对原油价格形成利空影响，但我们认为，三大机构虽下调明年全球原油需求但仍将较今年同比出现大幅的回升（主要是今年基数太低）、美国疫苗将被紧急投入使用、中东战局的一触即发均将对油价形成利好支撑，而拜登的新能源政策虽将对原油价格形成利空压制，但这种利空并不会在其上台执政之初就会显现出来，因此综合来看，短期之内国际原油价格仍将呈现震荡上行的格局。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，而从跨品种的套利策略来看，当前多原油空燃油的套利策略仍可继续持有。

图 5：国内原油与燃料油价差区间



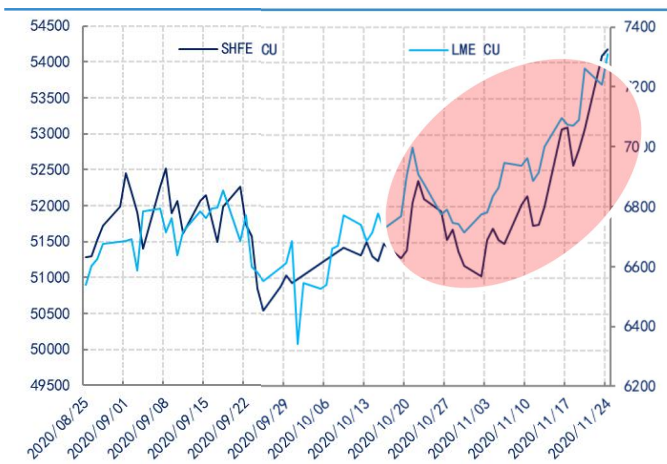
数据来源：Wind 新世纪期货

三、多因素共同助力铜铝价格震荡上行

自十一月以来，我们看到，在美国大选混战、美国疫苗利好消息不断、中美欧三大经济体

经济数据好坏不一、智利铜矿罢工、秘鲁政局动荡、铜加工费年度长协价谈判缓慢推进等多因素的影响下，内外盘铜价均呈现先抑后扬的格局。而内外盘铝价则在库存持续下滑、需求稳中有升及宏观利好不断刺激的影响下呈震荡上行之势。

图 6： 内外铜走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 7： 内外铝走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

（一）铜矿供应扰动持续 VS 下游消费仍未有所好转 铜价上涨空间有限

1. 智利铜矿罢工不断对铜价形成利好支撑

作为全球最大的铜矿生产国，智利铜矿从十月以来罢工事件频出，给全球铜矿的供应带来了较多的不确定因素。从罢工的铜矿来看，虽然分布于 Escondida、Candelaria、Collahuasi、El Teniente 与 Centinela 五家铜矿，但主要集中于 Candelaria 铜矿。从影响来看，当前仍处于罢工的 Candelaria 铜矿 2019 年产量仅为 11.14 万吨，而即将罢工的 Centinela 铜矿 2019 年产量为 27.66 万吨，二者罢工的影响量约为 8.5 万吨，这对于铜矿整体的供应量而言并没有太多的影响。

表 3: 10 月以来智利铜矿的罢工事件一览

铜矿	时间	进展
Candelaria	2020-10-5	智利 Candelaria 铜矿工会高层表示，工会拒绝了加拿大 Lundin Mining 公司给出的合同提案
	2020-10-8	智利 Candelaria 铜矿工会举行罢工
	2020-10-13	智利 Candelaria 铜矿工会负责人称，工会将于 14 日与资方重启谈判
	2020-10-19	智利 Candelaria 铜矿宣布将从 20 日开始暂停运营
	2020-11-2	智利 Candelaria 铜矿表示已向工会提交了一份新协议
	2020-11-4	智利 Candelaria 铜矿工会再次拒绝公司的合同并继续罢工
	2020-11-13	智利 Candelaria 铜矿向工会提出新的改进合同协议以期恢复生产
	2020-11-17	智利 Candelaria 铜矿工会再次拒绝公司的合同并继续罢工
	2020-10-9	智利 Escondida 铜矿工会主管表示，已拒绝了必和必拓在磋商中提出的最新劳工协议
	2020-10-13	智利 Escondida 铜矿监管方与运营商必和必拓决定将劳动合同谈判延长一天

	2020-10-15	智利 Escondida 铜矿工会拒绝必和必拓的最终协议，但双方同意将谈判持续至 16 日
	2020-10-16	智利 Escondida 铜矿工会宣布，劳资双方已就劳动合同达成协议。
Collahuasi	2020-10-13	智利 Collahuasi 铜矿工会主席宣布，劳资双方已就劳动合同达成协议。
El Teniente	2020-11-17	智利国家企业 Codelco 表示已与 El Teniente 工会达成薪资协议
Centinela	2020-11-17	Antofagasta 公司旗下 Centinela 铜矿工会负责人称，该工会准备就资方提出的薪资方案提出投票表决，但预计多数成员将拒绝该方案

数据来源：新闻统计 新世纪期货

2. 秘鲁政局动荡或将影响全球铜的供应

作为全球铜供应重要国家之一的秘鲁自 11 月以来的政局动荡亦使得市场对于秘鲁铜的供应忧虑情绪上升。

11 月 15 日，在爆发全国性抗议示威活动的压力下，秘鲁新总统梅里诺宣布辞职。梅里诺 11 月 10 日才在国会宣誓就任总统，上任不满一周。而 11 月 9 日，秘鲁前总统比斯卡拉刚刚因受到国会弹劾被解职。秘鲁国会 11 月 16 日举行全体会议，现年 76 岁的议员弗朗西斯科·萨加斯蒂，当选新一任国会主席。这意味着，他将按宪法程序接任秘鲁总统职务。

秘鲁出现这一幕的起因，是梅里诺的前任比斯卡拉受国会弹劾被迫下台。10 月份，秘鲁联合党指控比斯卡拉在 2014 年出任地方省长期间，涉嫌收受政府工程承包商贿赂款，因此不具备继续任职的道德品质。11 月 9 日，9 个反对派政党联手，在有 130 席议席的秘鲁国会对比斯卡拉是否涉嫌贪腐和抗疫不力进行投票表决，结果以 105 票赞成的结果，要求比斯卡拉下台。比斯卡拉本可通过上诉与国会继续抗衡，但最终选择了离职。其实，秘鲁国会与比斯卡拉之间关系紧张已持续了一年多。比斯卡拉上任后，推出了禁止已经定罪的官员再度竞选公职、限制议员的司法豁免权等一系列改革措施。这些反腐措施遭到秘鲁国会的抵制。去年 9 月，比斯卡拉宣布解散国会，但国会拒绝听从总统的命令，反而宣称比斯卡拉辞职，并任命了新总统。只是因为军队表态支持比斯卡拉，比斯卡拉才得以留任。今年 9 月，秘鲁国会再次因一桩人事案弹劾比斯卡拉，但当时未能过案。

与秘鲁国会不同，比斯卡拉因反腐在秘鲁民众中威望很高。9 月，秘鲁国会第一次弹劾比斯卡拉时，比斯卡拉的民意支持率仍高达 80%。所以，国会主席梅里诺接任总统，实际上是坐到了火药桶上。而梅里诺又是无党派人士，缺乏政治资源，成为“背锅侠”，匆忙辞职其实不难理解。

比斯卡拉和梅里诺都是因前总统被弹劾后才上任的，那么按计划明年 4 月秘鲁将举行新一轮大选，是不是就能终止“城头变幻大王旗”的混乱状态？但现在的问题是，这个大选周期中间出了太多变数。

虽然当前秘鲁的政局动荡还未传导至铜的产出供应上，但随着时间的推移，政局如若依然如此之乱则必将影响秘鲁铜的产出，继而对全球铜的供应产生影响。

3. 矿端干扰事件不断但总体供应降幅有限 国内精铜产量稳中有升

当前虽有智利铜矿罢工与秘鲁政局的动荡使得市场对于全球铜供应的忧虑情绪有所上升，但从总体来看，今年全球铜供应降幅有限。

一方面，智利矿业部长 Baldo Prokurica 称，今年铜平均价格约为 2.75 美元/磅，而到 2021 年，该商品的平均价格预计为 2.90 美元/磅。这一增长主要是由于人们对经济复苏的预期，即中国对铜的需求增加所致。另外，美元贬值的同时，铜库存也在下降，明年上半年人们接种新冠疫苗的概率也很大。智利铜业委员会 (Cochilco) 执行副总裁 Marco Riveros 预计今年铜市会有 26,000 吨的短缺；而到 2021 年将有 22 万吨的过剩。他表示，市场将在供求之间保持平衡，任何来自金属消费或生产预期的干扰都可能在市场平衡中产生相应的变动，因此，金属价格也会产生相应的变动。从智利铜业委员会 (Cochilco) 的数据来看，2020 年世界铜产量可能达到 2040 万吨，比 2019 年下降 1.2%，相当于减少 25.7 万吨。降幅最大的国家将是秘鲁，占-14.5%，澳大利亚为-7.5%，墨西哥为-4.5%。到 2021 年，世界铜产量预计将达到 2140 万吨，比 2020 年增加 4.9%，这意味着将增加 100 万吨。大约 70% 的产量将来自秘鲁 (31.5 万吨)，智利 (17.5 万吨)，美国 (11.2 万吨) 和中国 (8.2 万吨)。2020 年世界铜需求量将达到 2332 万吨，比 2019 年下降 2.5%，相当于减少了 60 万吨，分国家来看，除中国以外世界其他地区对铜的需求量将比 2019 年下降 8.1%，其中欧洲、美国、日本、印度、韩国、台湾均将受到重大打击，而中国需求将增长 2.6%。2021 年全球铜的需求将较今年增长 2.9% 至 2399 万吨。

表 4: 全球铜矿与精铜供需平衡表

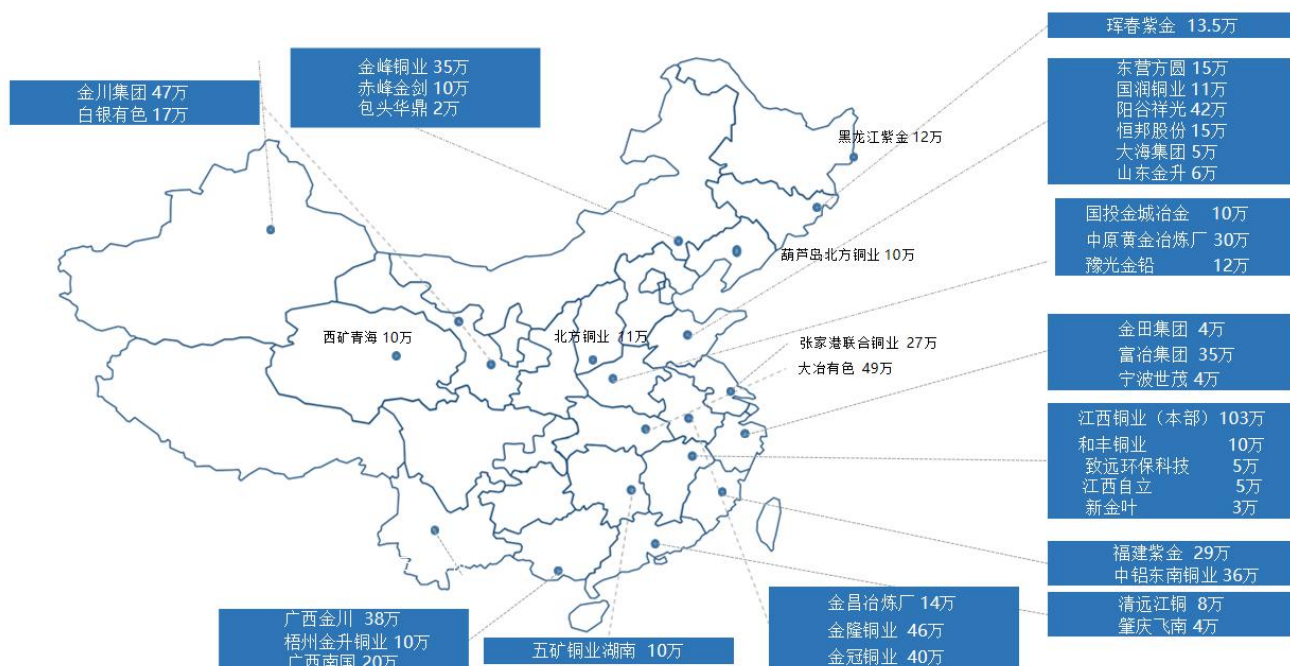
单位: 万吨

	2019		2020 E			2021 E		
	产量	同比	产量	增减	同比	产量	增减	同比
全球铜矿产量	2066.1	1.60%	2040.4	-25.7	-1.20%	2140.3	99.9	4.90%
全球精铜产量	2392.3	1.20%	2330	-62.4	-2.60%	2421.5	91.6	3.90%
全球精铜需求量	2392.5	1.00%	2332.5	-59.9	-2.50%	2399.5	66.9	2.90%
中国	1248.2	1.20%	1280.7	32.5	2.60%	1306.3	25.6	2.00%
世界其他地区	1144.3	0.70%	1051.9	-92.4	-8.10%	1093.2	41.3	3.90%
供需平衡	-2		-2.6			22		

数据来源: Cochilco 新世纪期货

另一方面，根据 SMM 的统计数据，2019 年中国电解铜产量为 894 万吨，增速 2.4%；2020 年预计增量在 31 万吨附近，增速 3.5%，整体呈现稳中有升格局。

图 8：预计今年国内电解铜产量为 925 万吨，增速 3.5%



数据来源 SMM 新世纪期货

4. 下游需求并未出现有效回升

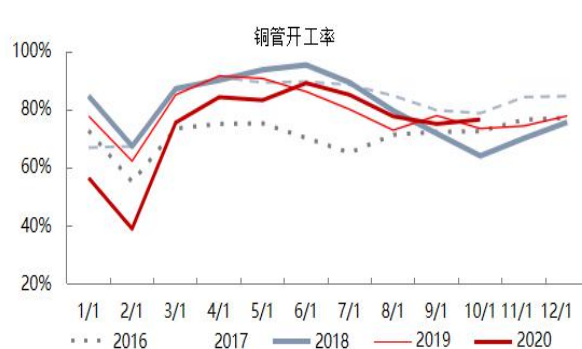
从下游终端需求变化来看，根据 SMM 数据，10 月电线电缆企业开工率为 94.68%，环比减少 1.35 个百分点，同比增加 1.42 个百分点，预计 11 月电线电缆企业开工率为 95.18%，环比增加 0.5 个百分点，同比上升 2.34 个百分点；10 月铜杆企业开工率为 71.29%，环比回升 0.37 个百分点，同比下滑 0.41 个百分点，预计 11 月铜杆企业开工率 73.23%，环比回升 1.94 个百分点，同比上升 5.11 个百分点；9 月铜板带箔企业开工率为 71.12%，环比回升 1.80 个百分点，同比上升 0.51 个百分点，预计 10 月铜板带箔企业开工率为 70.56%，环比回落 0.56 个百分点，同比上升 0.21 个百分点。整体来看，下游的需求并未出现显著回暖。

图 9： 线缆开工率



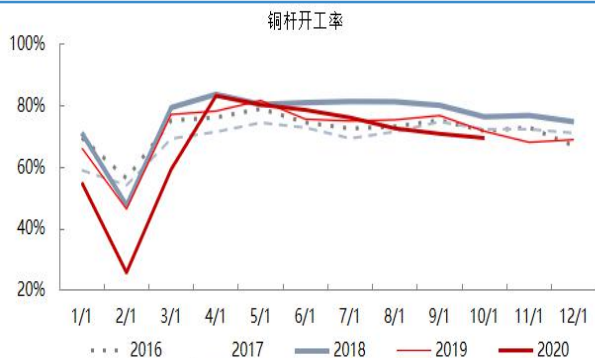
数据来源：SMM 新世纪期货

图 10： 铜管开工率



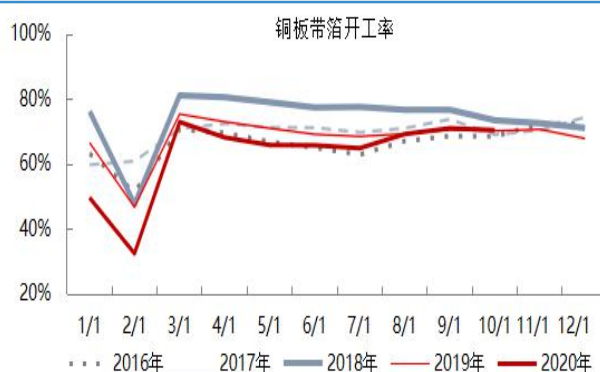
数据来源：SMM 新世纪期货

图 11: 铜杆开工率



数据来源: SMM 新世纪期货

图 12: 铜板带箔开工率



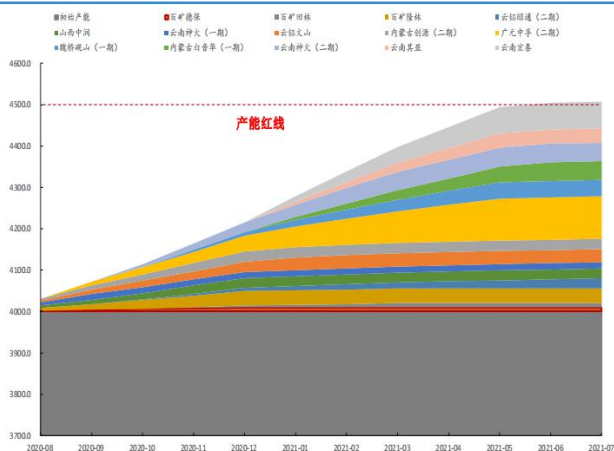
数据来源: SMM 新世纪期货

(二) 产能增加 VS 库存下降与需求趋稳 铝价仍将延续震荡上行之势

1. 新投产产能与复产产能近 440 万吨

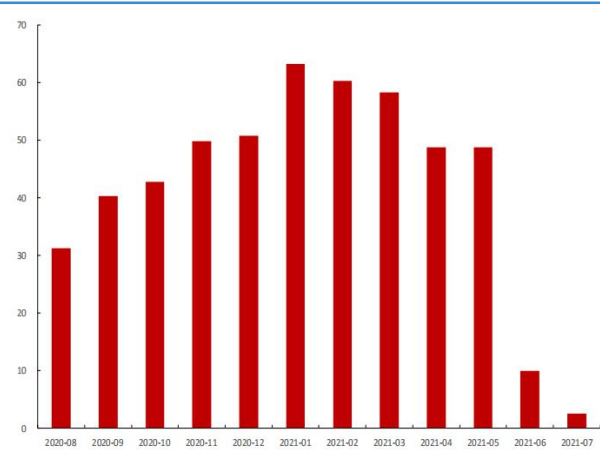
根据 SMM 的数据, 截至 2020 年 6 月, 国内电解铝有效产能 4115.5 万吨, 运行产能 3899.84 万吨/年。而截至 2020 年 11 月 12 日, 2020 年内建成已投产 195.5 万吨, 预计年内还可投产 75.5 万吨, 预计明年上半年国内电解铝有效产能有望达到 4400 万吨左右, 基本完成“合规产能”的建设。

图 13: 国内电解铝累计产能变动 (万吨)



数据来源: SMM 新世纪期货

图 14: 国内电解铝产能投放节奏



数据来源: SMM 新世纪期货

除新增投产产能外, 复产产能呈现缓慢增长之势, 截至 2020 年 11 月 12 日, 2020 年国内电解铝总复产规模 222.6 万吨, 其中已复产 153.8 万吨, 待复产 16.7 万吨, 预期年内还可复产 15.7 万吨, 预期年内最终实现复产累计 169.5 万吨。

表 5: 2020 年电解铝企业已复产与拟复产情况一览

单位: 万吨

省份	企业	总复产规模	已复产	开始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计	备注
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司	10	10	2020 年 4 月	0	0	10	5 月 18 日复产完成
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	15	15	2020 年 1 月	0	0	15	
四川	广元市博元铝业有限责任公司	4	4	2020 年 1 月	0	0	4	8 月完成复产
湖北	潜江市正泰华盛铝业电有限公司	3.4	2.3	2020 年 1 月	0	0	2.3	复产视市场情况
广西	广西信发铝业电有限公司	3.5	3.5	2020 年 2 月	0	0	3.5	复产视市场情况
河南	河南豫港龙康铝业电有限公司	6	5	2020 年 5 月	0	0	5	

新世纪期货有色与原油月报

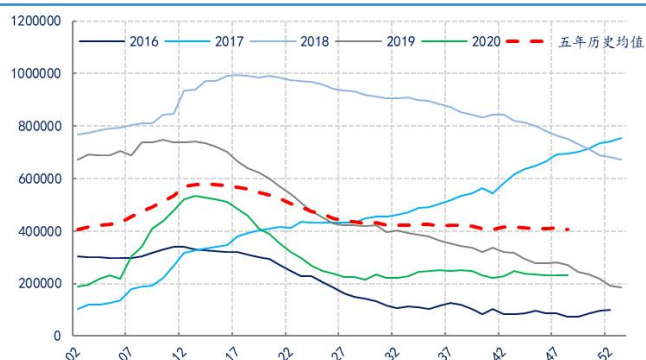
河南	河南万基铝业股份有限公司	8	5	2020 年 5 月	0	0	5	已复产，剩余产能视市场情况
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	3	3	2020 年 5 月	0	0	3	
云南	云南云铝集团	15	13	2020 年 5 月	0	0	13	5 月开始复产
重庆	重庆旗能电铝有限公司	2.9	1.9	2020 年 5 月	0	0	1.9	5 月开始复产，复产速度缓慢
重庆	重庆国丰实业有限公司	8	5.3	2020 年 6 月	2.7	1.7	7	6 月开始通电复产
重庆	重庆天泰铝业有限公司	10	9.5	2020 年 6 月	0	0	9.5	5 月下旬因雷击引发供电问题，目前正在复产
广西	广西翔吉有色金属有限公司	7.5	3.5	2020 年 7 月	4	4	7.5	7 月 30 日开始通电启槽
宁夏	宁夏宁创新材料科技有限公司	2	2	2020 年 7 月	0	0	2	
青海	青海佳韵铝业有限公司	1.3	0.8	2020 年 8 月	0	0	0.8	
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司	23	23	2020 年 8 月	0	0	23	8 月中下旬开始通电复产
甘肃	甘肃东兴铝业有限公司嘉峪关分公司	10	10	2020 年 8 月	0	0	10	
青海	青海百河铝业有限公司	17	7	2020 年 9 月	10	10	17	
新疆	新疆农六师铝业有限公司	30	30	2020 年 待定	0	0	30	复产视市场情况
辽宁	营口忠旺铝业有限公司	43	0	2020 年 待定	0	0	0	具体时间待定
	总计	222.6	153.8		16.7	15.7	169.5	

资料来源：百川资讯 新世纪期货

2. 国内外库存均维持低位水平

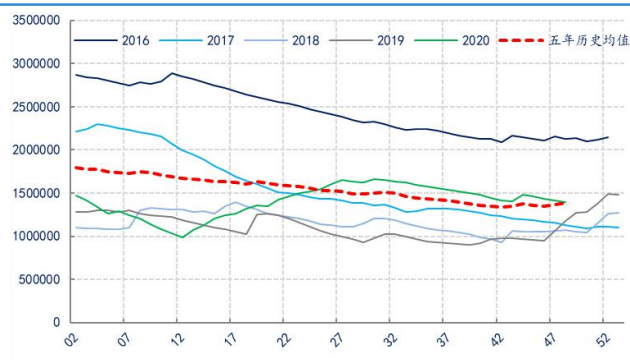
截止 11 月 20 日当周，SHFE 铝库存降至 23.2091 万吨，自 7 月以来一直在 21-24 万吨的区间范围内小幅波动，虽当前库存略高于 2016 年的同期水平，但仍低于五年均值并处于今年的低位水平区间范围。同期 LME 铝库存虽降至 139.9525 万吨，但与 SHFE 铝库存有所不同，当前 LME 铝库存虽低于 2016 年同期水平，但比 2017-2019 年的同期水平都高且位于五年历史均值水平附近，不过与 SHFE 铝库存类似的是当前 LME 铝库存也处于今年低位水平区间范围。

图 15: SHFE 铝历史季节性库存对比 单位：吨



数据来源：WIND 新世纪期货

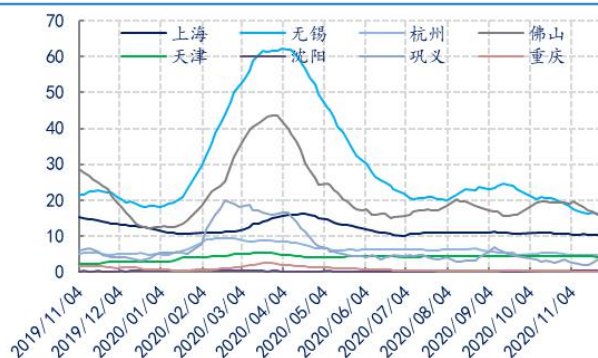
图 16: LME 铝历史季节性库存对比 单位：吨



数据来源：WIND 新世纪期货

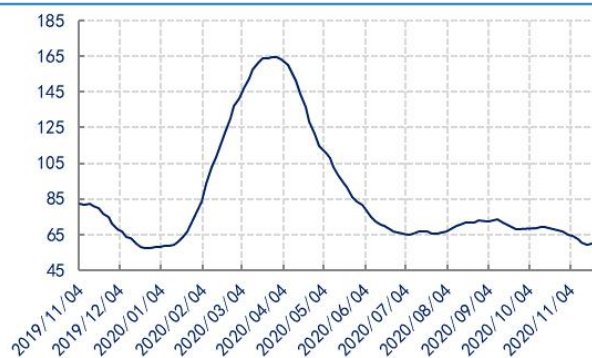
从国内电解铝与铝棒的社会库存来看，截止 11 月 23 日当周，上海、无锡、杭州、佛山、天津、沈阳、巩义、重庆八地电解铝总库存合计 59.7 万吨，较今年一季度末的 164.3 万吨高位已下降 104.6 万吨，去库效果显著。同期国内佛山、无锡、南昌三地铝棒社会库存合计 7.5 万吨，较今年 3 月初的 26.15 万吨高位已下降 18.65 万吨，去库效果显著。

图 17: 国内八地电解铝社会库存对比 单位: 万吨



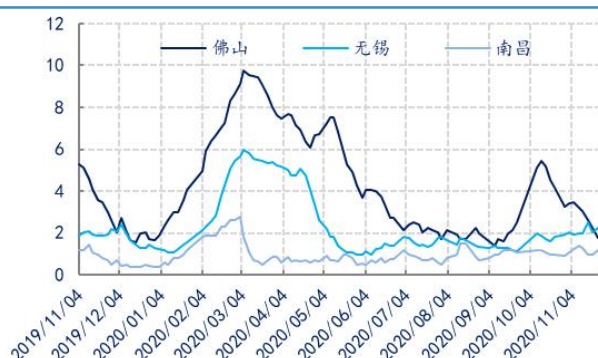
数据来源: WIND 新世纪期货

图 18: 国内电解铝社会总库存 单位: 万吨



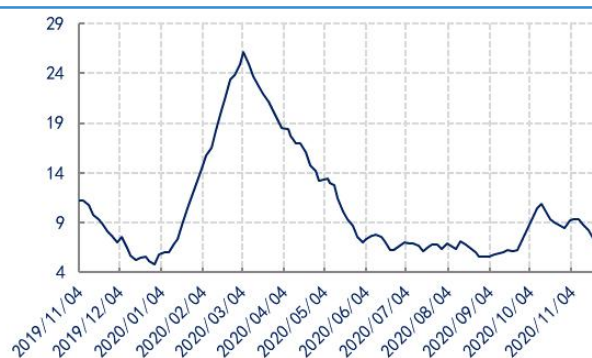
数据来源: WIND 新世纪期货

图 19: 国内三地铝棒社会库存对比 单位: 万吨



数据来源: WIND 新世纪期货

图 20: 国内铝棒社会总库存 单位: 万吨



数据来源: WIND 新世纪期货

3. 下游需求趋稳

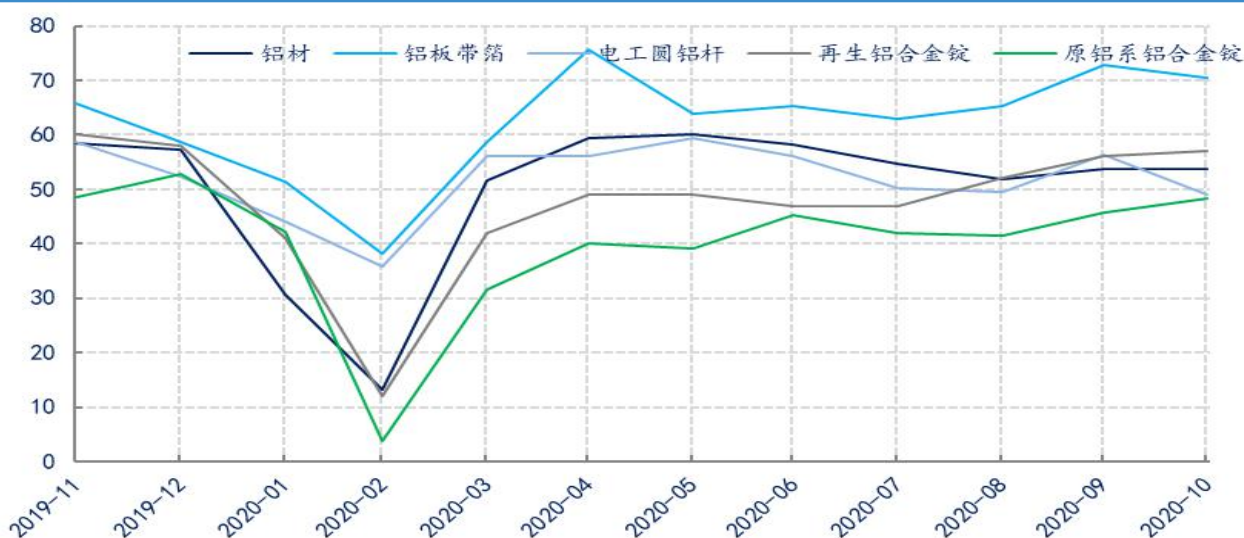
一方面, 根据我的有色网统计数据, 2020 年 10 月国内铝材开工率为 53.73%, 环比回升 0.08 个百分点, 其中除电工圆铝杆开工率环比回落 7.2 个百分点至 49.1%、铝板带箔开工率环比回落 2.33 个百分点外, 再生铝合金锭与原铝铝合金锭开工率环比均有所回升。

另一方面, 根据中汽协数据, 10 月国内汽车产销分别完成 255.2 万辆和 257.3 万辆, 环比分别增长 0.9% 和 0.1%, 同比分别增长 11.0% 和 12.5%。其中乘用车 10 月完成产销 208.4 万辆和 211.0 万辆, 环比分别增长 1.6% 和 0.8%, 同比分别增长 7.3% 和 9.3%; 商用车分别完成产销 46.8 万辆和 46.4 万辆, 环比分别下降 2.2% 和 2.8%, 同比分别增长 30.9% 和 30.1%。截至本月, 汽车产销已连续 7 个月呈现增长, 其中销量已连续 6 个月增速保持在 10% 以上。1-10 月, 汽车产销分别完成 1951.9 万辆和 1969.9 万辆, 同比分别下降 4.6% 和 4.7%, 降幅较 1-9 月份继续收窄 2.1 和 2.2 个百分点。10 月新能源汽车分别完成产销 16.7 万辆和 16 万辆, 同比分别增长 69.7% 和 104.5%。从细分能源类型来看, 纯电动汽车产销分别完成 14.1 万辆和 13.3 万辆, 同比分别增长 72.4% 和 115.4%; 插电式混合动力汽车产销分别完成 2.6 万

新世纪期货有色与原油月报

辆和 2.7 万辆，同比分别增长 56.7%和 63.7%；燃料电池汽车产销分别完成 77 辆和 79 辆，同比分别增长 1.3%和 4.0%。1-10 月新能源汽车产销分别完成 91.4 和 90.1 万辆，同比分别下降 9.2%和 7.1%，降幅较 1-9 月大幅收窄 9.5 和 10.6 个百分点。其中纯电动汽车产销均完成 71.9 万辆，同比分别下降 12.9%和 6.9%；插电式混合动力汽车产销分别完成 19.5 万辆和 18.1 万辆，产量同比增长 4.6%，销量同比下降 7.4%；燃料电池汽车产销分别完成 647 辆和 658 辆，同比分别下降 53.5%和 50.4%。汽车工业的稳步复苏，特别是新能源车的快速回升均带动铝型材的消费回暖，从而对铝价形成一定的支撑。

图 21： 国内铝材开工率持稳



数据来源：我的有色网 新世纪期货

图 22： 2018-2020 国内乘用车销量对比 单位：万辆



数据来源：WIND 新世纪期货

图 23： 2018-2020 国内新能源车销量对比 单位：辆



数据来源：WIND 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，虽然当前随着美国总统大选乱局的逐渐平息与美国新冠疫苗利好频

传及全球最大的自贸区成立，市场乐观情绪高涨为铜价与铝价提供了上涨的宏观基础，但从各品种的供需基本面来看，铜虽然面临铜矿供应干扰，但从整体来看影响不大，与此同时，在国内精铜供应持续稳步增加与下游需求并未显著回暖的情况下，铜价持续上涨的空间有限；而铝虽然产能的稳步增加使得供需过剩局势进一步加剧，但当前 LME 与 SHFE 的库存及国内电解铝与铝棒社会库存均维持在今年的低位水平且下游需求维持稳定，铝价仍将延续震荡上行之势。

从单品种套利交易策略来看，我们建议当前铜与铝仍以正套为主，从跨品种的套利交易策略来看，虽然当前多铜空铝的价差处于 20 日移动平均线附近，但如前所述，铜上行空间有限而铝仍将维持上行之势，我们建议可以择机介入多铜空铝的反向策略（多铝空铜的策略）。

图 24： 国内沪铜与沪铝价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

免责声明

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

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

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85106702

网址：<http://www.zjncf.com.cn>