



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

上方整数关口压制 海外铜铝反弹受阻

——国信期货有色(铜铝)周报



国信期货有限公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

铜铝：上方整数关口压制 海外铜铝反弹受阻

近期，海外基本金属经历连续仍未突破整数大关。随着中国新春假期临近，基本金属继续呈现传统基建投资提前发力之下的消费淡季不淡局面，同时国内外货币财政与产业政策的不同导向正重新促使全球产业链分化、海外订单回流和利润再分配博弈持续，随着近期国内外金融监管和政策态度逐步明晰，海外压制通胀国内稳增长调结构成为主旋律，产业链企业可能面对人民币汇率阶段性见顶导致海外订单竞争力提升的局面，此外考虑到国内地方加大对电解铝等“两高”行业企业的专项整治，预计在国内外政治和贸易形势仍然复杂多变的严峻形势下，需要警惕东南亚、南美及非洲等金属资源地区供应收紧威胁和市场情绪反转带动金融资本推波助澜下的反弹反抽，因铜铝价格反弹中弹性较强，目前正震荡以待积蓄进一步突破动力，预计短期铜铝将稳步下方支撑，冬去春来之时料有更多反弹动力，建议投机客户在市场动荡中勿重仓豪赌，加工企业以锁定利润套期保值为主，更多聚焦价差和比价机会，趋势投资者则抓大放小耐心聚焦市场企稳修复后的结构性反弹机会。

2020-2022：黑天鹅预警疲劳 灰犀牛风险临近 要如何应对？

21世纪没有稳定这回事。如果你想要稳定的身份、稳定的工作、稳定的价值观，那你就落伍了。

——“简史三部曲”
《人类简史》、《未来简史》与《今日简史》作者，
历史学家尤瓦尔·赫拉利

黑天鹅事件 /

形容小概率、难预测的突发风险



灰犀牛事件 /

形容大概率、可预测、波及范围大的风险



数据来源：网络

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

后疫情时代

“

新冠疫情引爆的全球经济危机，加剧百年罕见的国际乱局，当前随着全球社会制度意识形态对峙及大国经济科技创新军备竞赛导致的大动荡、大调整、大变革、大进步势不可挡。全球经济体系正处于二战以来最大的全球性冲击波后快速复苏恢复阶段。

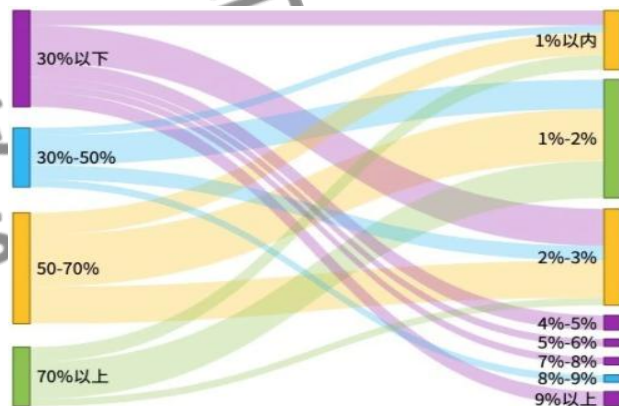
”

新冠预警疲劳：欧美坚持疫苗高接种控制死亡率稳定经济发展

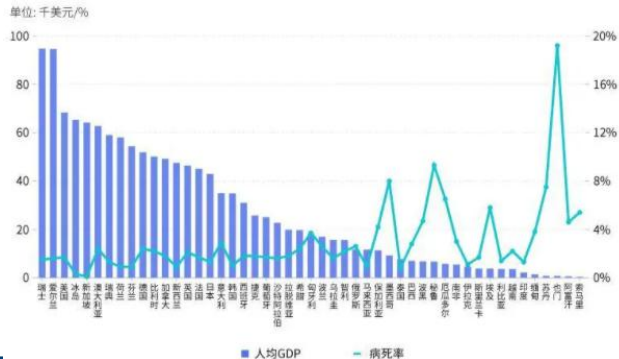
新冠疫苗接种是人类历史上最大范围和强度的接种，从最新接种覆盖情况来看，中国、美国及欧洲等主要经济体疫苗覆盖人口比例较高，而经济欠发达的东南亚、中亚、南美、非洲等地区接种工作起步较慢，目前欧美为首的海外地区不同程度恢复开放经济活动，同时进行加强针铺开来达到全民免疫，在病毒变异的免疫逃离尚未失控的前提下，全球新冠疫情风险处于相对可控。

从高中低收入地区与疫苗订单情况来看，目前人口数量仅12.4亿人的高收入经济体，已预定掉超过80亿剂疫苗，而排除中国以外的中低收入经济体，尚分配到不足80亿剂疫苗订单。在2022年全球疫苗产能扩张前，新兴市场疫苗短缺和防疫不足问题，仍然将是常态。而疫苗短缺，将使大部分新兴经济体的疫情演绎，依然取决于防疫措施的实施。因为防疫不利等因素，全球疫情仍在加速扩散导致全球经济复苏不均衡。

疫苗接种水平与新冠死亡率关系



经济发展水平与新冠死亡率关系



数据来源：Ourworldindata, 约翰霍普金斯大学，国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

反弹躺赢时代已终结，未来投资要知天时地利！

- 经济波动周期因素（危机、萧条、复苏、高涨）

- 金融货币和财政政策因素（利率和汇率）

- 自然因素（气候地理和疾病自然灾害）

- 政治因素（大国博弈局势与地缘政治）

- 投机和心理因素

- 基本面分析方法：

判断较长时期价格趋势

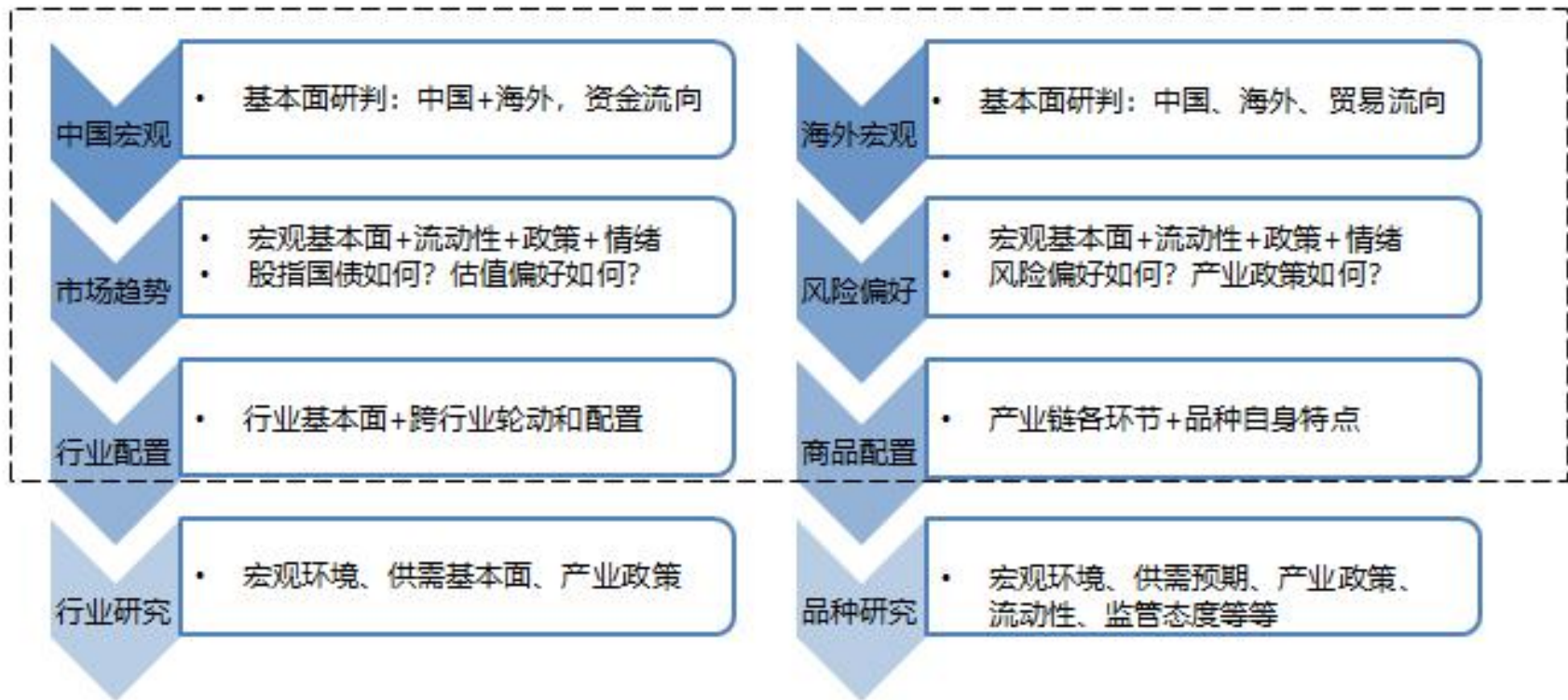
- 技术面分析方法：

判断较短时期价格趋势



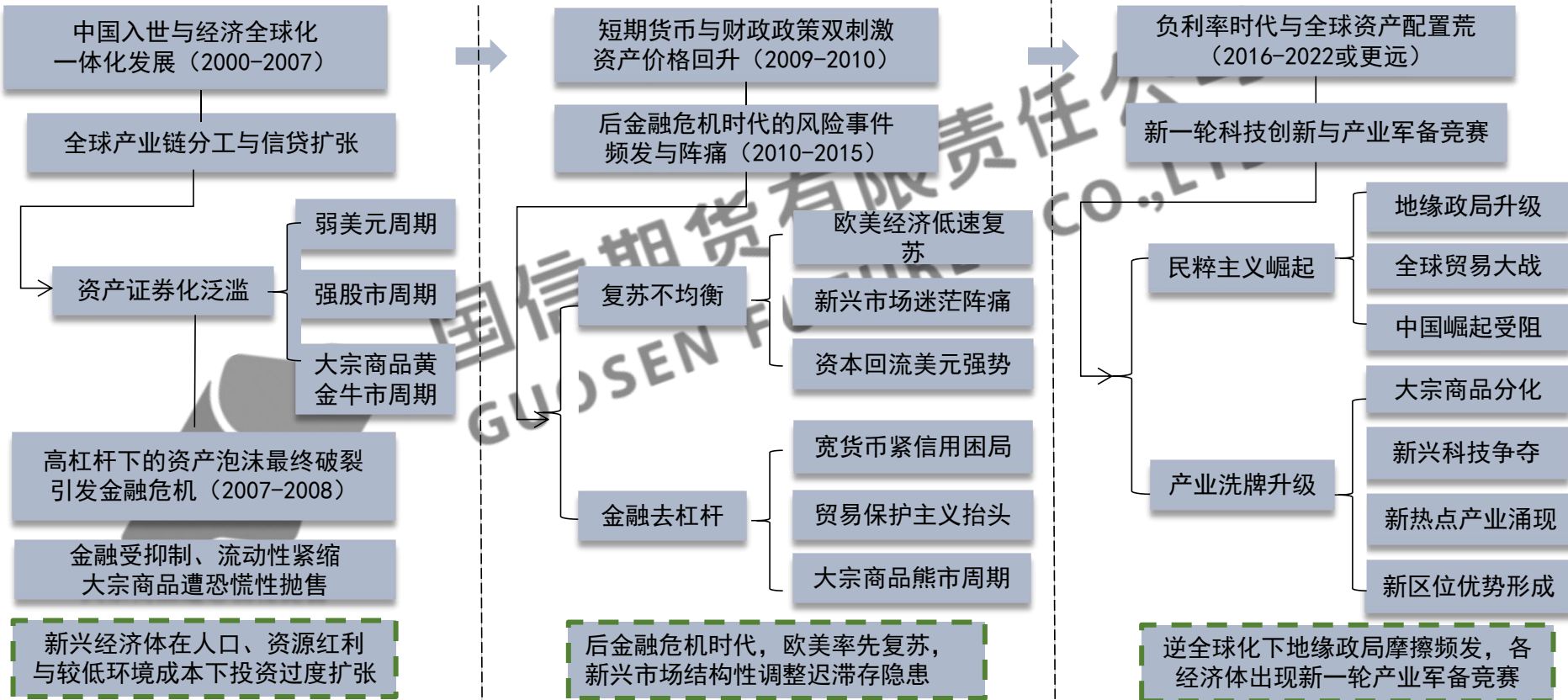
配图来自于网络

反弹躺赢时代已终结，未来投资要知天时地利！



配图来自于网络

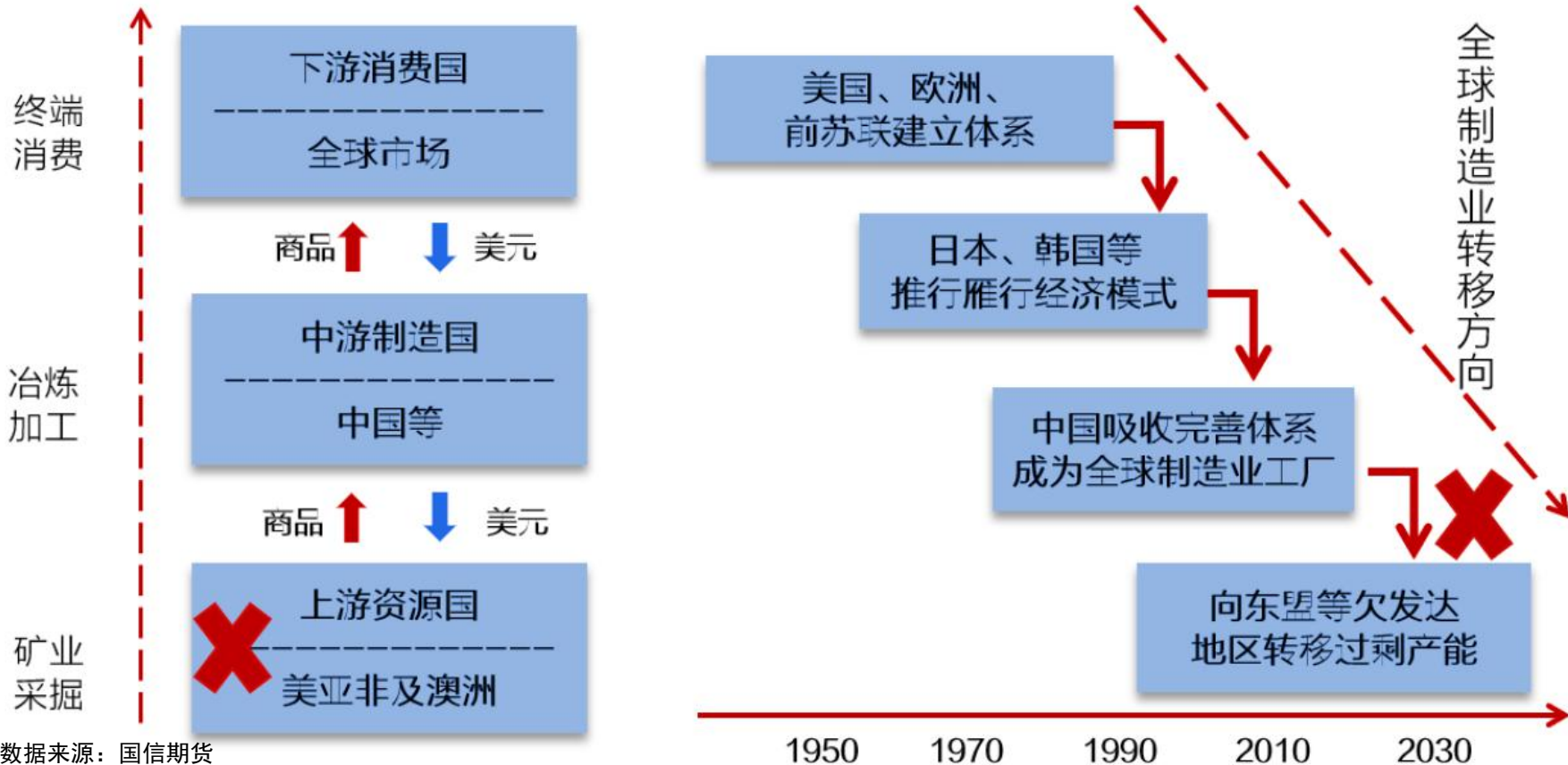
大势：大国博弈加剧，产业新赛道现“军备竞赛”



数据来源：国信期货研究咨询部整理

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

全球产业链环境失衡，疫情下不均衡复苏影响市场



数据来源：国信期货

全球产业链环境失衡，疫情下不均衡复苏影响市场



数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货

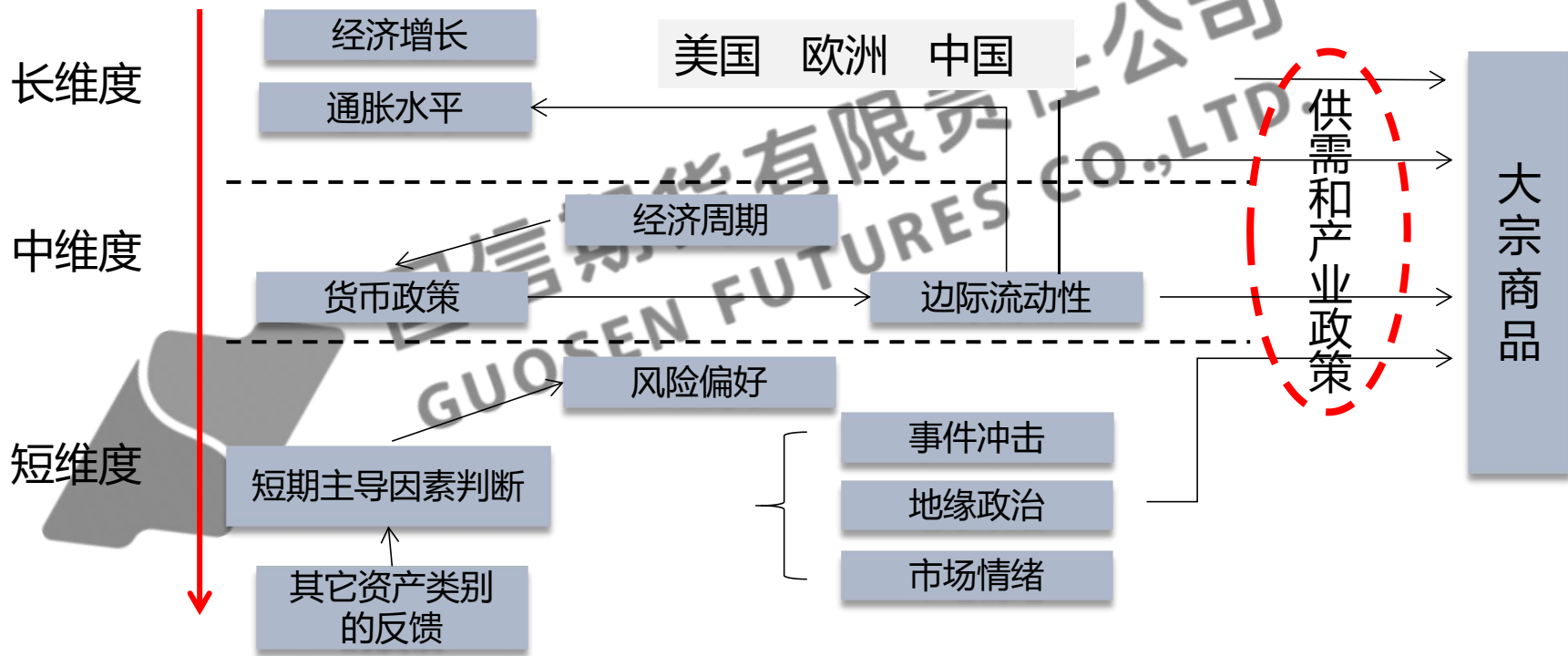
免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

大势：大国博弈加剧，产业新赛道现“军备竞赛”



图片来源：网络

身处行业的最优解是什么？宜放眼量，拥抱变化！



金融非直接经济晴雨表，更多是流动性晴雨表



金融非直接经济晴雨表，更多是流动性晴雨表

	范畴	参考指标	数据源	频率	关于资金流结构的变化
国际市场	资本市场 横向对比	标普500	①价格 ②总持仓 ③基金多空 ④商业多空 ⑤保值盘/基金盘	周	1、股市、债市、汇市，何为热点？ 2、债市：长短债资金热度，主导资产；避险情绪对商品的影响评估。 3、汇市：美元强弱；多空情况；美元趋势及澳元对商品市场的影响；
		2年、5年、10年期收益率		周	
		美元、欧元、日元、英镑、澳元		周	
	资本市场 对商品	CRB指数	1、价格日数据 2、联动性指标跟踪	周	1、选择对短期市场影响较大的参考指标。 2、对指标的利多利空作出评价，综合结论。
		道琼斯工业指数		周	
		美元		周	
		BDI指数		周	
		恐慌指数		周	
	商品市场	有色金属：铜 贵金属：黄金、白银 能源：原油 豆类：大豆、豆粕、豆油 谷物：玉米、小麦	①价格 ②总持仓 ③基金多空 ④商业多空 ⑤保值盘/基金盘	周	1、当期热点板块 2、板块轮动时间 3、板块内部运行特征 4、轮动投资策略

数据来源：国信期货

金融非直接经济晴雨表，更多是流动性晴雨表



范畴	参考指标	属性	数据源	频率	关于资金流结构的变化	
国际市场	商品市场	有色金属：铜	金属龙头	①价格 ②总持仓 ③基金多空 ④商业多空 ⑤保值/基金盘	周	1、资金强度 2、基金投机头寸态度 3、保值盘态度（季节性规律） 4、对其他市场影响
		贵金属：黄金、白银	商品市场避险及价值投资		周	1、资金强度及避险情绪 2、对比其他板块特征，界定避险与投机热情
		能源：原油	能源龙头及价值投资		周	1、基金多空结构 2、结合汇率、贵金属表现，分辨价值投资与商品属性
		豆类：大豆、豆粕、豆油	豆类结构；轮动及套利		周	1、豆类整体氛围 2、基金多空结构分析与对比 3、保值盘在大行情中的特征 4、资金轮动与结构性套利
		谷物：玉米、小麦	农产品避险及饲料行业		周	1、农产品避险氛围 2、豆粕、玉米与小麦的强弱对比

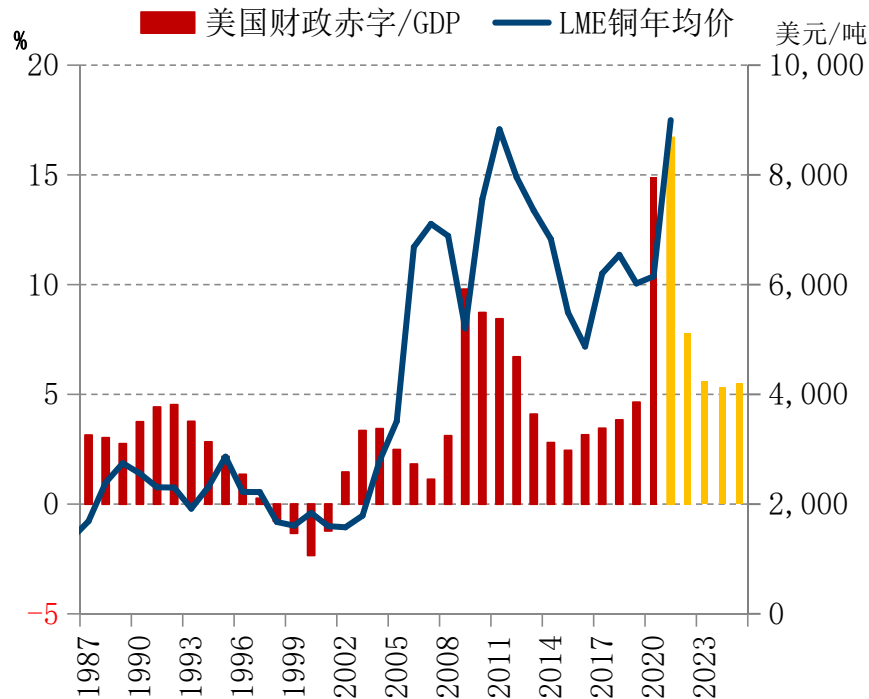
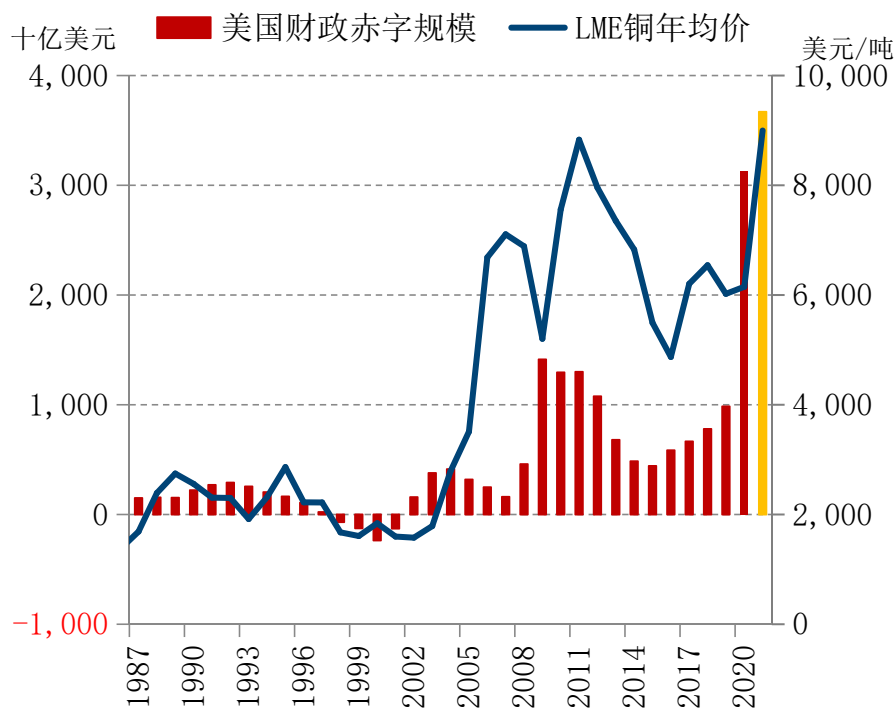
数据来源：国信期货

金融非直接经济晴雨表，更多是流动性晴雨表

	范畴	参考指标	数据源	频率	关于流动性的变化
流动性跟踪	供给端	基础货币投放与货币乘数	货币当局资产负债表	月/季	1、流动性整体趋势 2、现实购买力与潜在购买力的变化
		货币供应量	M0, M1, M2	月	
	融资端	直接融资	证券、期货、国债市场投资	月	1、实体企业融资偏好 2、资本市场与实体企业对比
		间接融资	新增人民币贷款	月	
	需求端	固定资产投资	固定资产投资完成额	月	1、货币供应与需求是否平衡 2、潜在购买力落实情况
		房地产投资	房地产投资完成额	月	
月度发布宏观数据跟踪体系		PMI、CPI、PPI等	——	月	1、短期影响 2、规律性总结

数据来源：国信期货

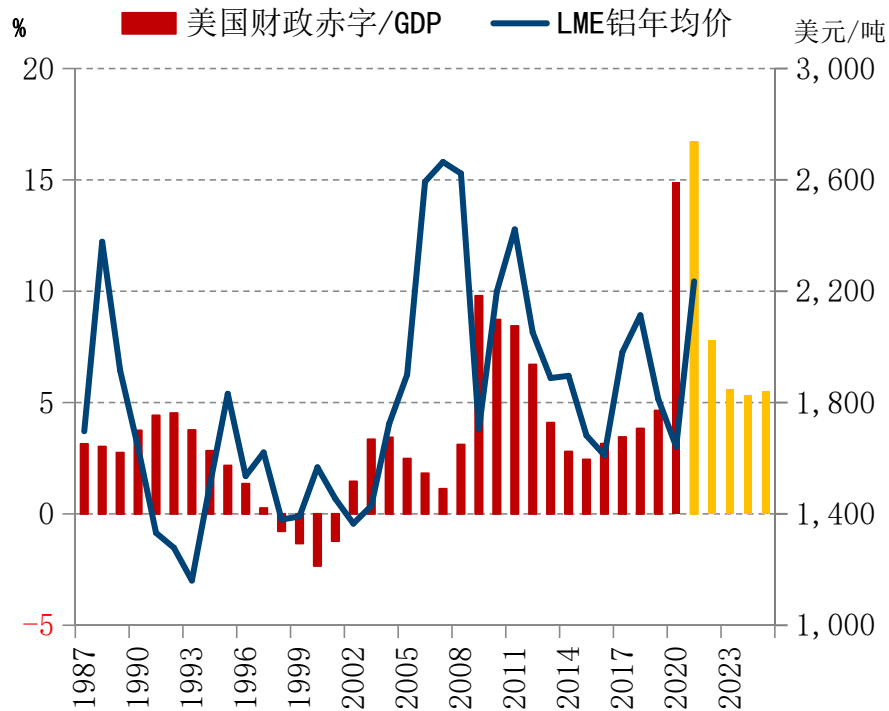
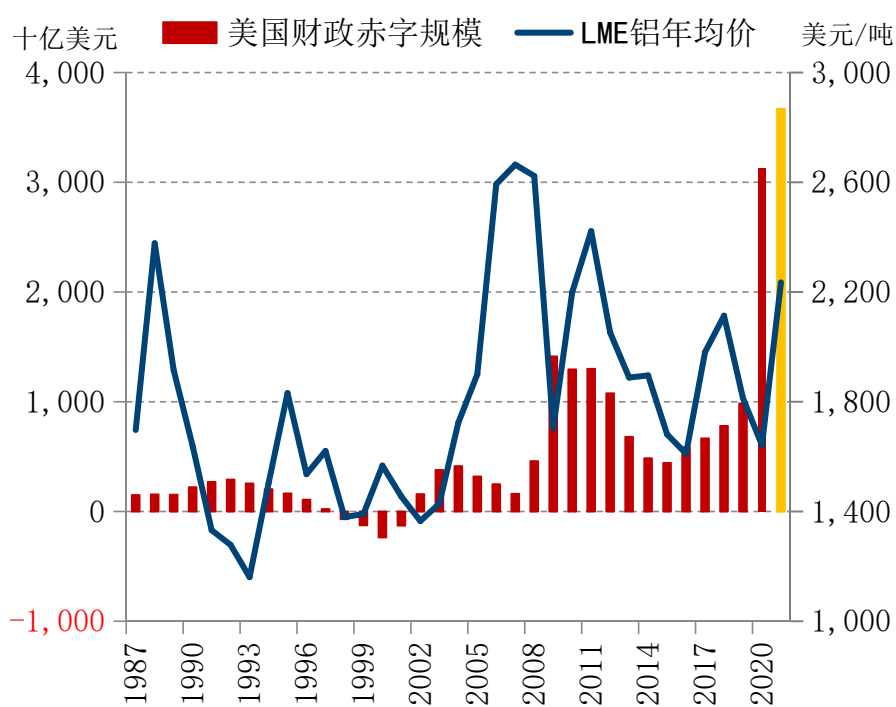
美国财政赤字与国际铜价呈现出显著正相关性



数据来源: WIND, Whitehouse, 国信期货

免责声明: 本报告以投资者教育为目的, 不构成任何投资建议。

美国财政赤字与国际铝价相关性显著不及铜价



数据来源：WIND，Whitehouse，国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

新技术的短期影响力常被高估，长期影响力被低估

新能源革命就在我们身边发生着！

根据国网能源研究院的测算，全球化石能源发电装机占总装机比重将从2019年的60%降至2050年约17%，

其中可再生能源发电装机2025年前后约比占50%，在2050年超过80%。

预计中国外发电装机总量在2030年

预计达到90GW，其中风电占比15%，

光伏发电占比30%；2050年全球发电

装机预计将达到近200GW，其中风电

占比25%，光伏发电占比50%。

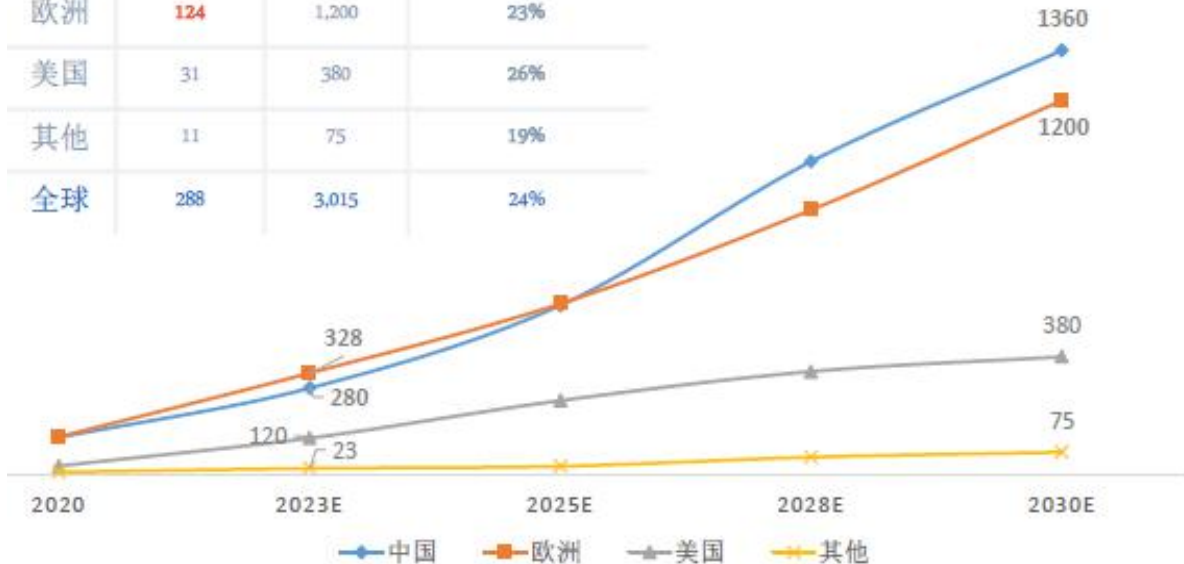


时间	2020		2025		2030		2050		2060	
	容量	占比	容量	占比	容量	占比	容量	占比	容量	占比
风电	2.8	13%	5.36	18%	8	21%	22	29%	25	31%
太阳能发电	2.5	11%	5.59	19%	10.25	27%	34.5	46%	38	47%
水电	3.7	17%	4.6	16%	5.54	15%	7.4	10%	7.6	9%
煤电	10.8	49%	11	37%	10.5	28%	3	4%	0	0%
气电	0.98	4%	1.52	5%	1.85	5%	3.3	4%	3.2	4%
核电	0.5	2%	0.72	2%	1.06	3%	2	3%	2.5	3%
生物质及其他	0.67	3%	0.65	2%	0.82	2%	1.7	2%	1.8	2%
燃氢机组	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	2	2%
合计	22.0		29.4		38.0		74.9		80.1	
清洁装机占比	43%		58%		68%		92%		96%	
储能	-	-	0.4	-	1.3	-	6	-	7.5	-

铜：“双碳”“双新”主线带来消费巨大潜力

2020-2030E全球新能源乘用车销量预测，单位：万辆

地区	2020	2030E	2020-2030E CAGR
中国	122	1,360	25%
欧洲	124	1,200	23%
美国	31	380	26%
其他	11	75	19%
全球	288	3,015	24%



中国

- 政府强有力推动下，成为全球最大的电动汽车市场，2020年全球市场份额超50%

欧洲¹⁾

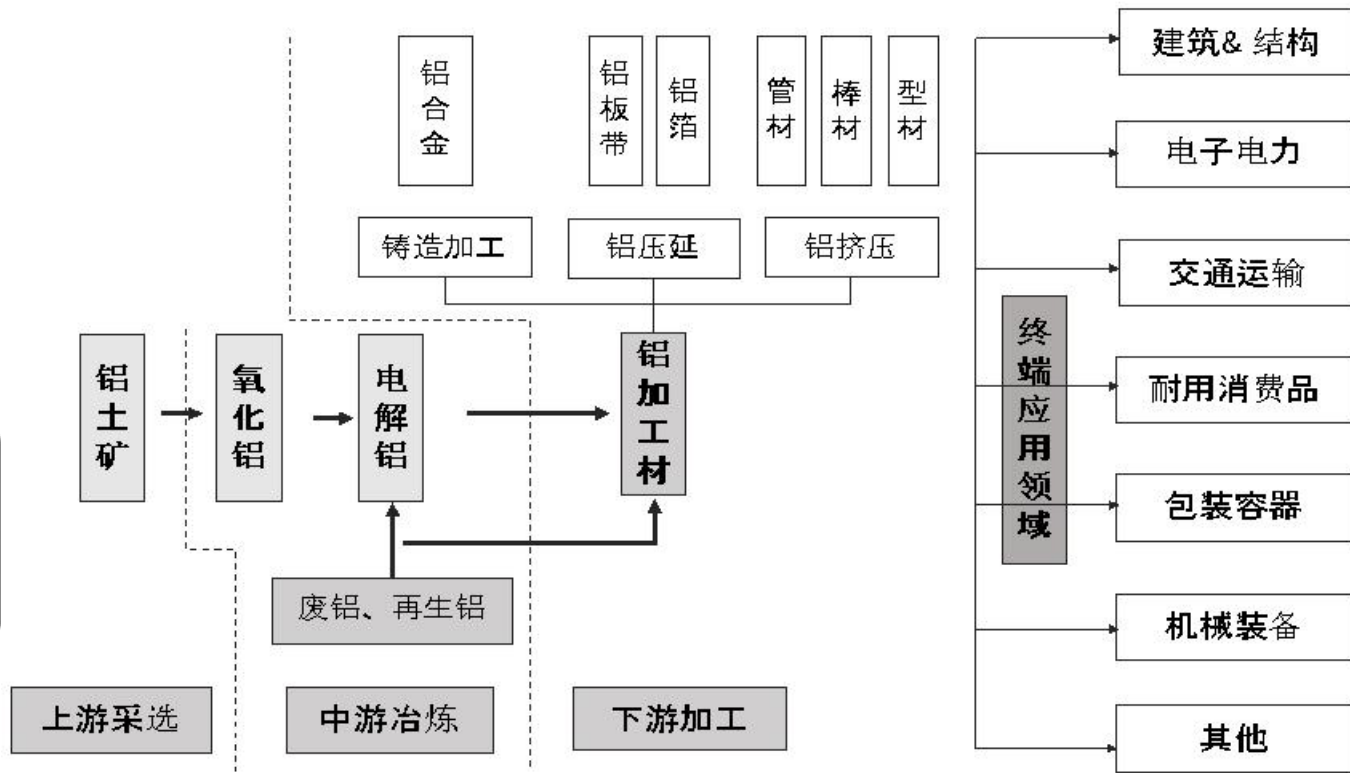
- 政府的推广因国而异；严格的排放法规、直接的消费者补贴、基础设施的完善等共同推动电动汽车的发展

美国

- 电动汽车创新枢纽，特斯拉已成为全球电动汽车市场的主导者

1) 欧洲：包括欧盟与欧洲自由贸易联盟

铝：技术成熟无瓶颈，产能转移铸结构性错配



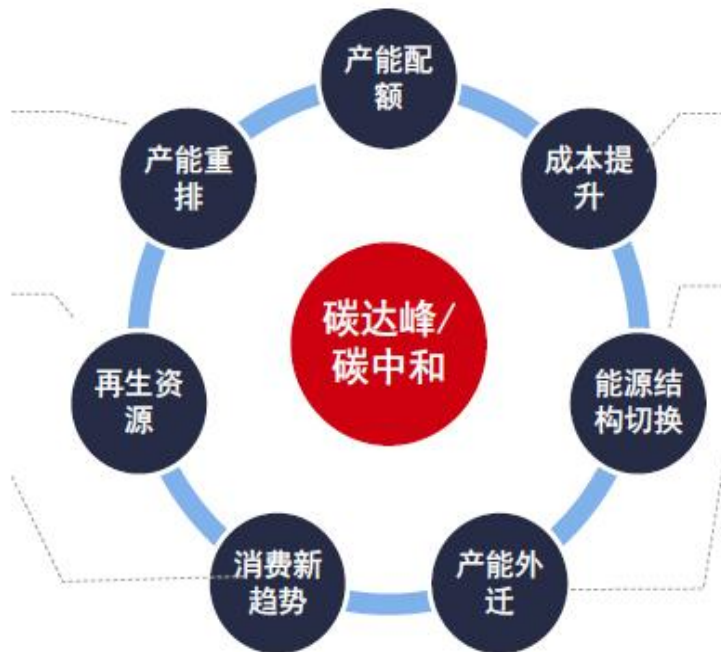
铝：双碳政策将推动中国电解铝产能再洗牌

产能限制越来越大，尤其新增自备电和使用火电的铝产能，能不批就不批

产能转移 往云南这种水利资源丰富的地区转移，产能分布重排

废铝等再生铝加快升级使用

消费新趋势：如以水电、太阳能等可再生能源为主的绿色能源铝产品更受消费市场青睐



碳排放交易成本或者未来的相关税赋成本提高，隐性成本增加

加快能源转换，如太阳能，风能等发电替换火电

可能导致部分国内电解铝产能向海外迁出

从“十四五”规划看我国铝产业发展趋势

从十四五规划来看，此前“十二五”新建产能向能源富集地区布局，“十三五”产能向清洁能源地区转移，而“十四五”电解铝布局调整将基本完成，产能天花板形成。“十四五”期间，中国铝消费也将发生转型，扩大铝应用的重点领域是交通运输和提高人民生活水平的的生活领域（公共设施等基建与汽车家电等）。扩大国内铝消费既是服务居民生活需要，也为国内积累了二次资源，同时也减少国际贸易摩擦，这是中国铝工业十四五规划的长期发展战略重要组成部分。



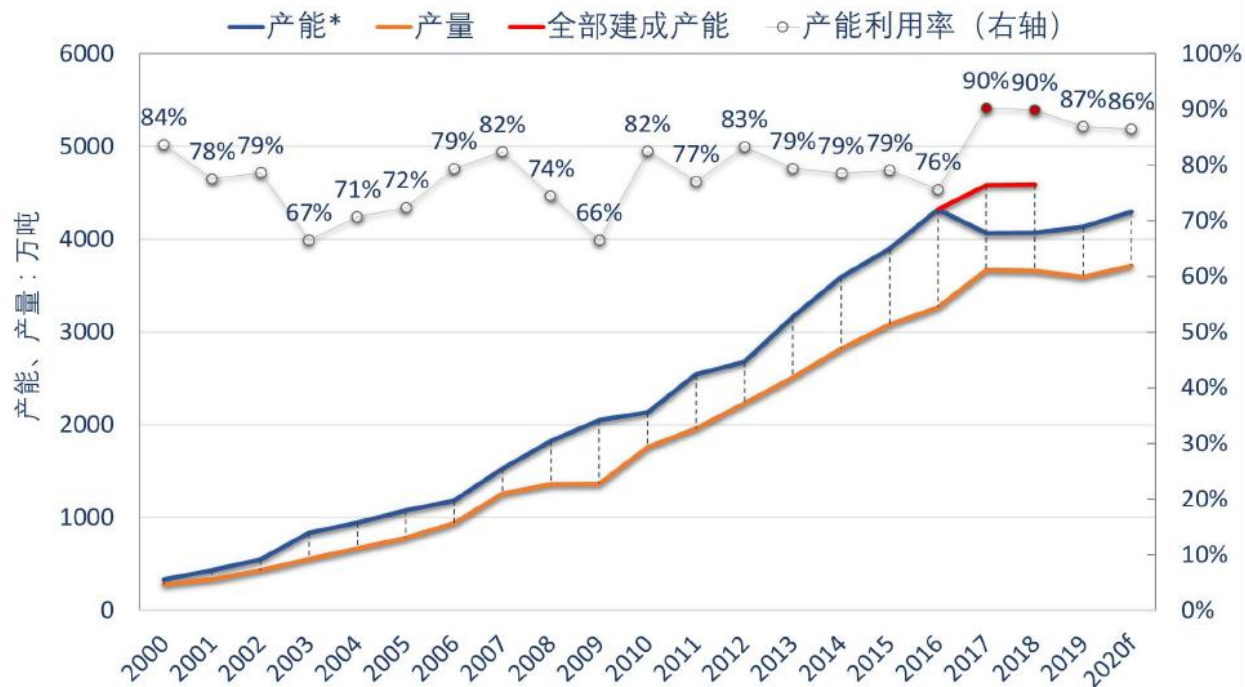
数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

从“十四五”规划看我国铝产业发展趋势

目前我国铝产业处于转型升级的关键期，经历多年快速扩展后，供给侧结构性改革强势推动电解铝产能天花板形成，解决了困扰行业多年的产能无序扩张问题；随着海外铝资源开发取得显著进展，有效保障国内铝产业运行安全；而我国技术进步成效显著，铝冶炼技术和能耗水平国际领先；中国一直是拉动全球铝消费的重要引擎，国内原铝消费即将进入平台期，但短板依然存在，复杂的国际政治经济形势和爆发式增长的贸易救济案件倒逼中国铝工业产业转型和消费升级。

中国电解铝产能变化

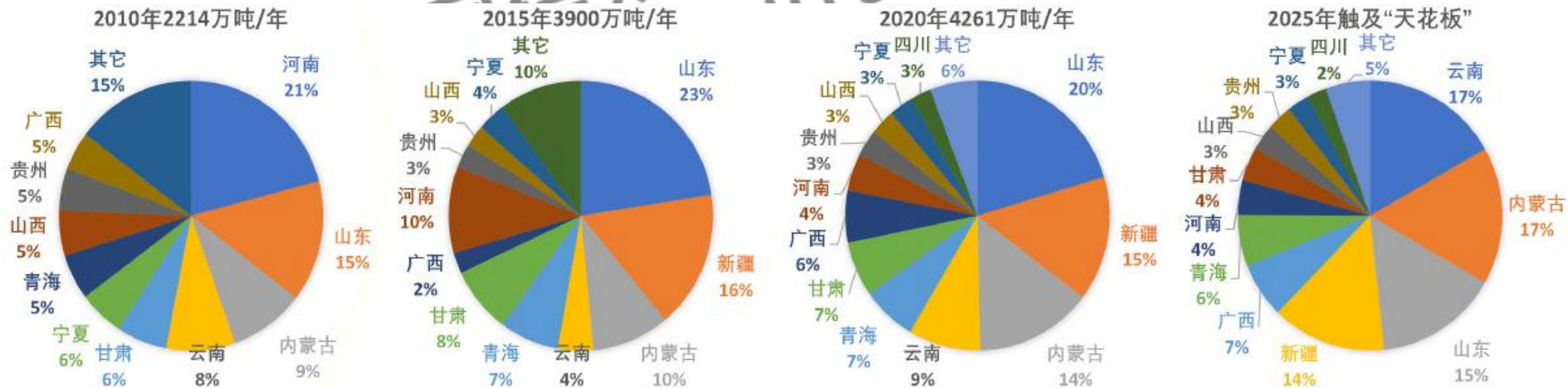


数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

从“十四五”规划看我国铝产业发展趋势

从十四五规划来看，此前“十二五”新建产能向能源富集地区布局，“十三五”产能向清洁能源地区转移，而“十四五”电解铝布局调整将基本完成，产能天花板形成。“十四五”期间，中国铝消费也将发生转型，扩大铝应用的重点领域是交通运输和提高人民生活水平的的生活领域（公共设施等基建与汽车家电等）。扩大国内铝消费既是服务居民生活需要，也为国内积累了二次资源，同时也减少国际贸易摩擦，这是中国铝工业十四五规划的长期发展战略重要组成部分。

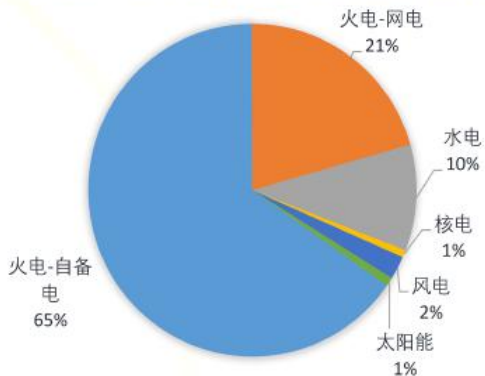


数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货研究咨询部

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

从“十四五”规划看我国铝产业发展趋势

2019年电解铝运行产能的能源结构分布



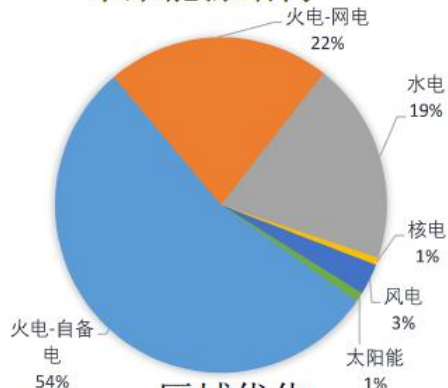
基于区域电网的发电结构测算

比例	火电	水电	核电	风电	太阳能
东北区域电网	78.5%	4.2%	6.7%	9.8%	0.9%
华北区域电网	89.9%	0.7%	0.0%	7.4%	2.1%
华东区域电网	82.3%	5.2%	9.0%	1.9%	1.5%
华中区域电网	50.8%	46.6%	0.0%	1.7%	1.0%
南方区域电网	49.1%	38.1%	9.1%	3.1%	0.6%
西北区域电网	71.9%	13.9%	0.0%	9.0%	5.2%
总计	71.0%	18.6%	3.9%	4.7%	1.8%

清洁能源

14%
24%

未来能源结构



区域优化

+

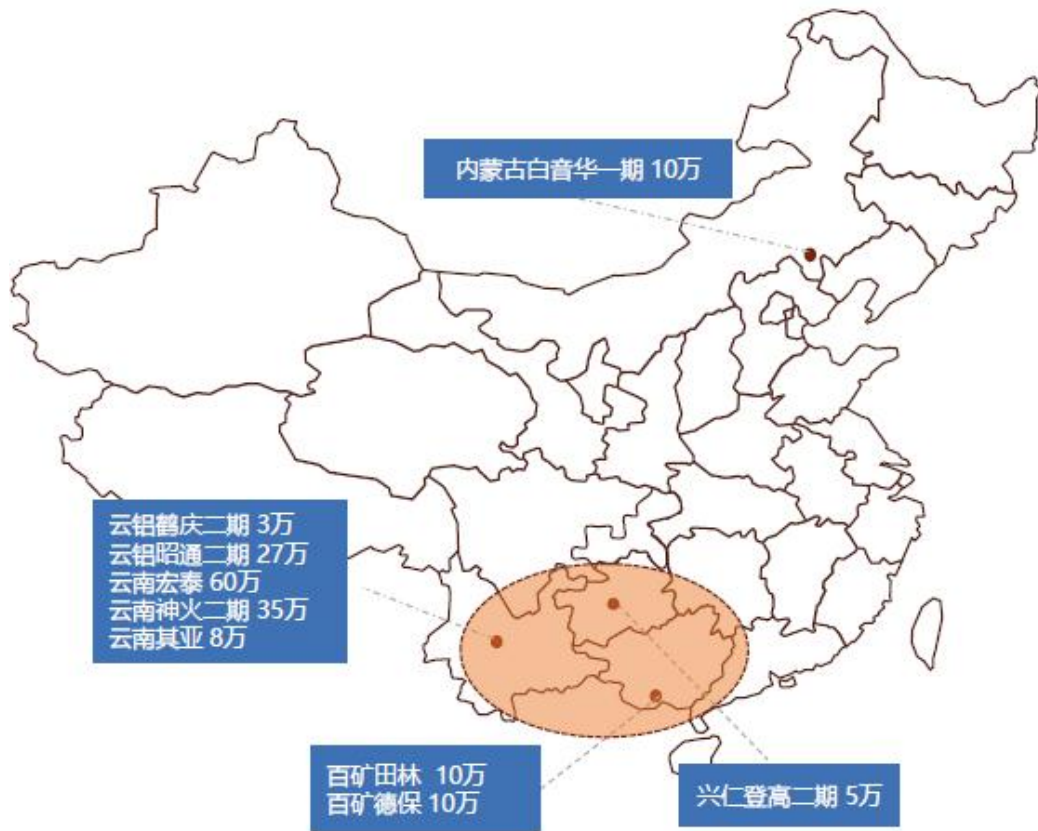
中国整体能源结构的改善



电解铝行业的能源结构优化更加明显

铝：双碳政策将推动中国电解铝产能再洗牌

2021年中国电解铝新增项目



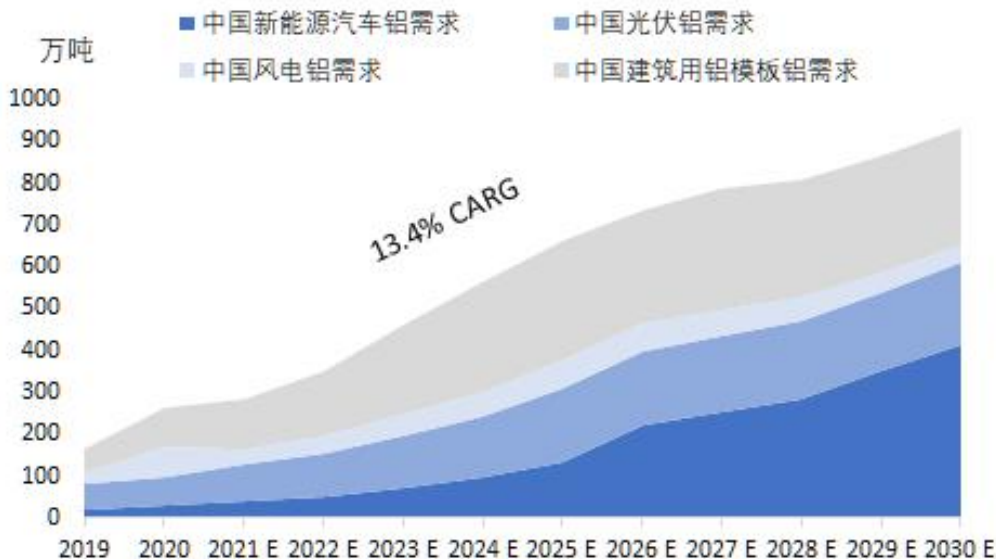
所属省份	相关企业	预计新增	投产时间	已投产产能	待投产产能
云南	云南神火	30	2021Q1	15	15
贵州	贵州元豪	10	2021Q4	0	10
四川	广元中孚	7	2021Q4	0	7
内蒙	创源金属	20	2021Q1	20	0
云南	云铝海鑫	25	2021Q2	0	25
云南	云南宏泰	65	2021Q2	15	50
云南	云南其亚	30	2021Q2	10	20
广西	百矿德保	10	2021Q2	0	10
广西	百矿田林	12.5	2021Q3	0	12.5
内蒙	白音华煤电	40	待定	0	40
广西	百矿隆林	10	待定	0	10
总计		259.5		60	199.5

数据来源：我的有色网

人们总是高估一个新技术新事物的短期影响力， 缺往往低估它的长期影响力

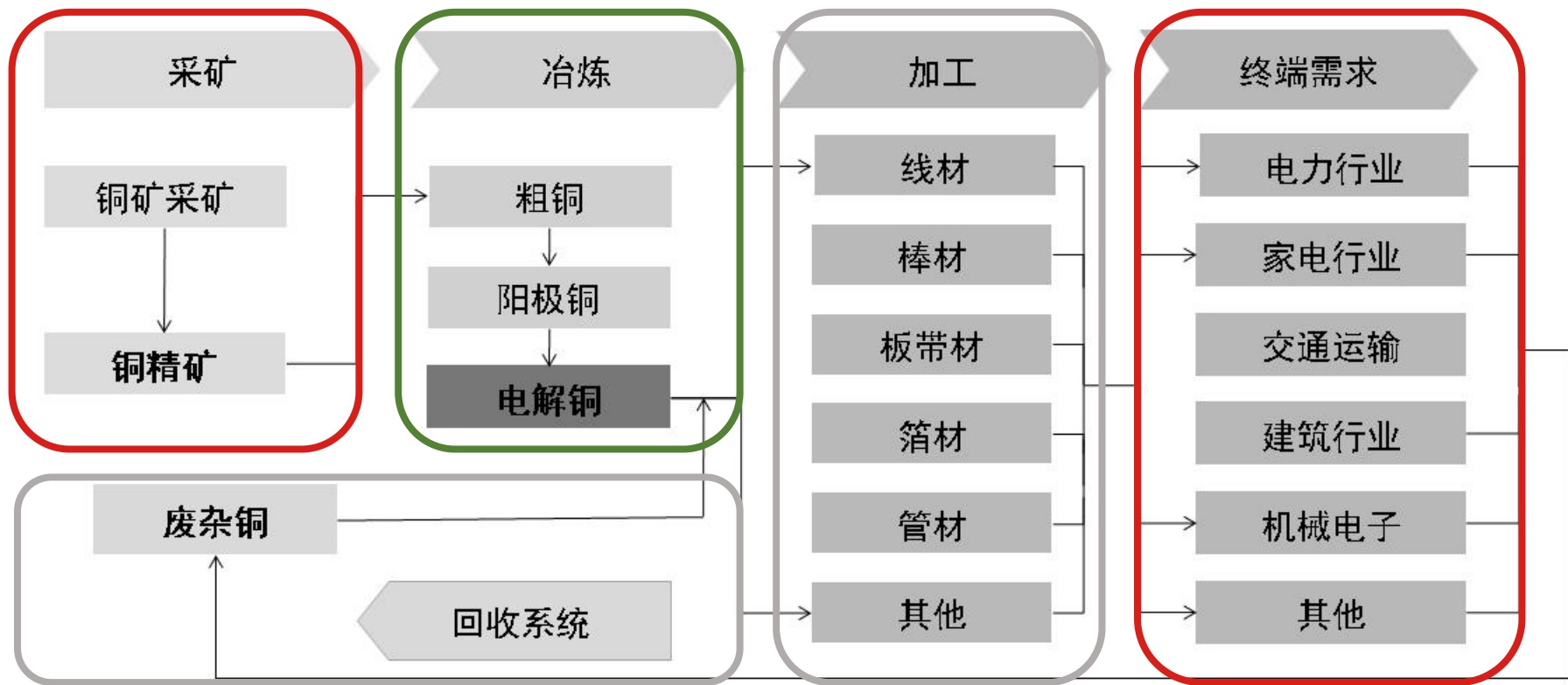
2020年原铝行业约占全球温室气体排放量的2.6%。铝生产产生的排放量中，约70%来自中国，尽管中国铝产量占全球总产量的57%。这反映了煤炭在中国作为铝冶炼和氧化铝精炼的能源的主导地位，煤炭占铝冶炼用能的85%，氧化铝精炼用能的87%。从开采到出厂的原材料供应链占原铝温室气体排放总量的22%，其中煤炭占氧化铝精炼能源供应的68%，考虑到生产一吨电解铝平均产出12吨碳排放，新能源革命革的是老旧供应结构，促的是新需求！

全球新能源汽车、光伏及风电铝需求在全球原铝需求占比飙升
预计未来十年将从5.7%增至2030年的19%，年均复合增长率13%



数据来源：全球能源互联网发展合作组织，钢联数据，国信期货

铜：产业链供需紧平衡，供应弹性远小于需求弹性

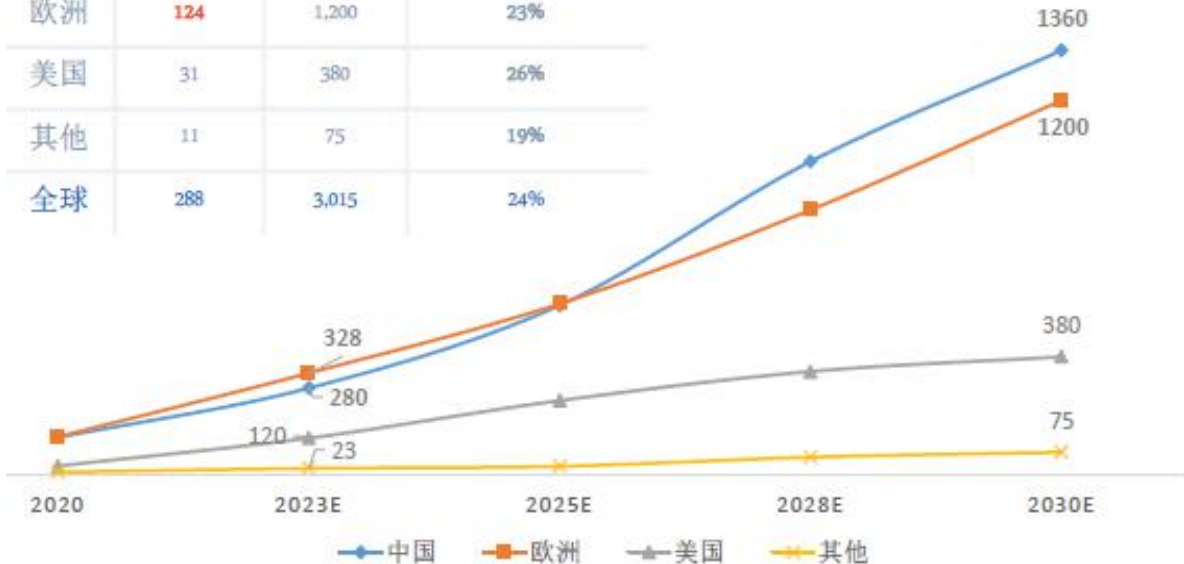


数据来源：SMM, 国信期货

铜：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力

2020-2030E全球新能源乘用车销量预测，单位：万辆

地区	2020	2030E	2020-2030E CAGR
中国	122	1,360	25%
欧洲	124	1,200	23%
美国	31	380	26%
其他	11	75	19%
全球	288	3,015	24%



中国



- 政府强有力推动下，成为全球最大的电动汽车市场，2020年全球市场份额超**50%**

欧洲¹⁾



- 政府的推广因国而异；严格的排放法规、直接的消费者补贴、基础设施的完善等共同推动电动汽车的发展

美国



- 电动汽车创新枢纽，特斯拉已成为全球电动汽车市场的主导者

1) 欧洲：包括欧盟与欧洲自由贸易联盟

铜：以工业化发达国家经验看中国铜消费达峰时点

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP (美元)	峰值消费量 (kt)	总人口	人均精铜消费 (kg)
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

数据来源：安泰科, 国信期货研究咨询部整理

铜：以工业化发达国家经验看中国铜消费达峰时点

梳理全球铜产业近十年来数据可以发现，占全球世界精炼铜消费近90%的15个国家或地区，已有11个在2010年前就出现了消费“峰值”，只有4个（中国、巴西、土耳其、西班牙）还未达到峰值拐点。参照先行工业化国家相关指标：1. 发达国家达到铜消费峰值时，平均77.6%；3. 第三产业增加值占国民生产总值的比例超过58%；4. 人均国民生产总值大多超过20000美元，平均达到29000美元；5. 人均电耗平均值超过8250kwh；6. 人均消费量超过10千克的金属，基本都是汽车、电子等较发达国家。

参照先行工业化国家的相关指标，结合中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均GDP和三产，参照先行工业化国家低值1.6万美元，峰值约2027年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过10kg的制造业发达国家均值76%，峰值约2030年达到；（3）三产占GDP比值，参照低值59%，峰值约2023年达到；（4）人均电耗，参照低值5834kwh，峰值约2024年达到。综合以上指标，中国铜消费峰值的保守预估时点在2025-2030年左右。

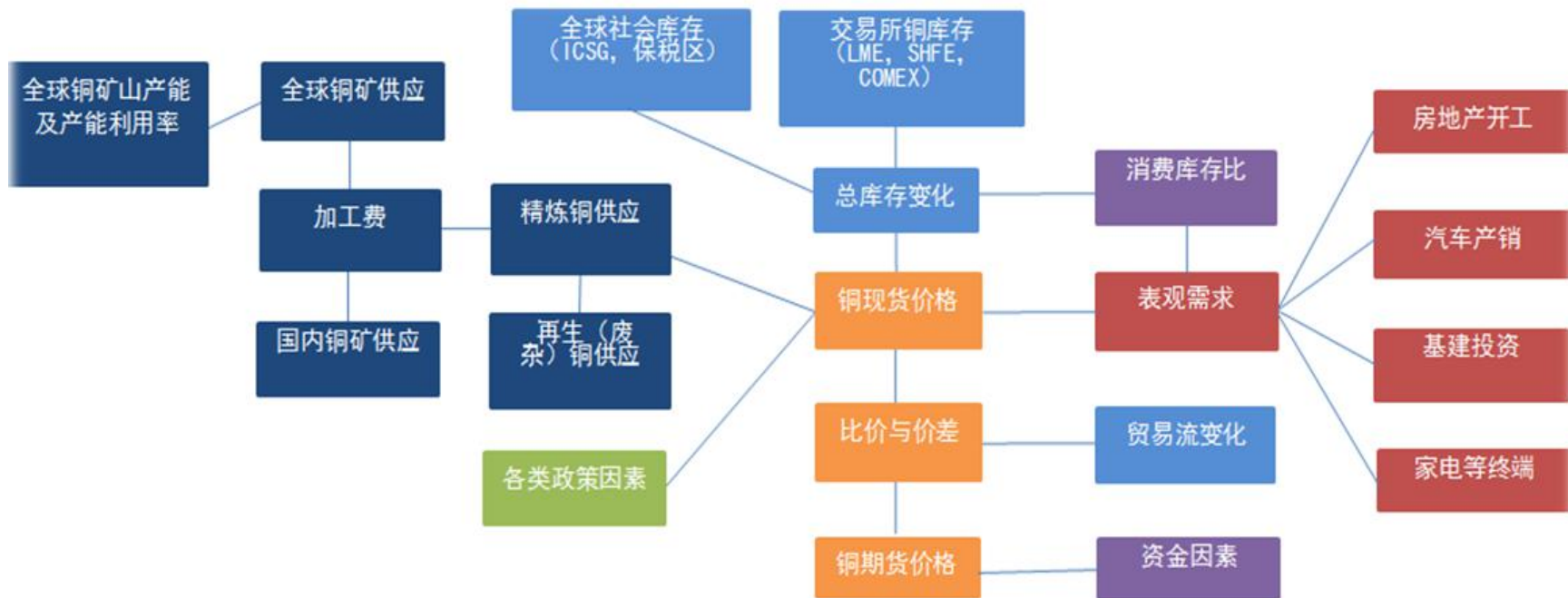
铜：以工业化发达国家经验看中国铜消费达峰时点

我国精铜消费已占世界半壁江山，铜产业链比较完整且规模庞大，但“资源-冶炼-加工”结构性矛盾突出，存在上游资源自给率不足及深加工及合金材料方面的短板，中国目前处于对上游资源渴求对下游技术依赖的局面。此外，我国精炼铜消费基数和单位GDP消费强度都很大。过去十年我国平均单位GDP消费强度是世界的3-4倍左右、是美国的8倍、印度4倍、智利2倍，虽然我国精炼铜消费尚未出现“峰值”，但单位GDP精炼铜消费强度已提前进入下降区域，当今中国的铜消费量处于不断上升但增速变缓的阶段，可以看到三个因素推动中国铜需求潜力：1、是房地产为代表的建筑、基建等固定资产投资；2、5G与新能源领域发展对铜消费提升的促进，2、全社会电气化对铜消费的提升。

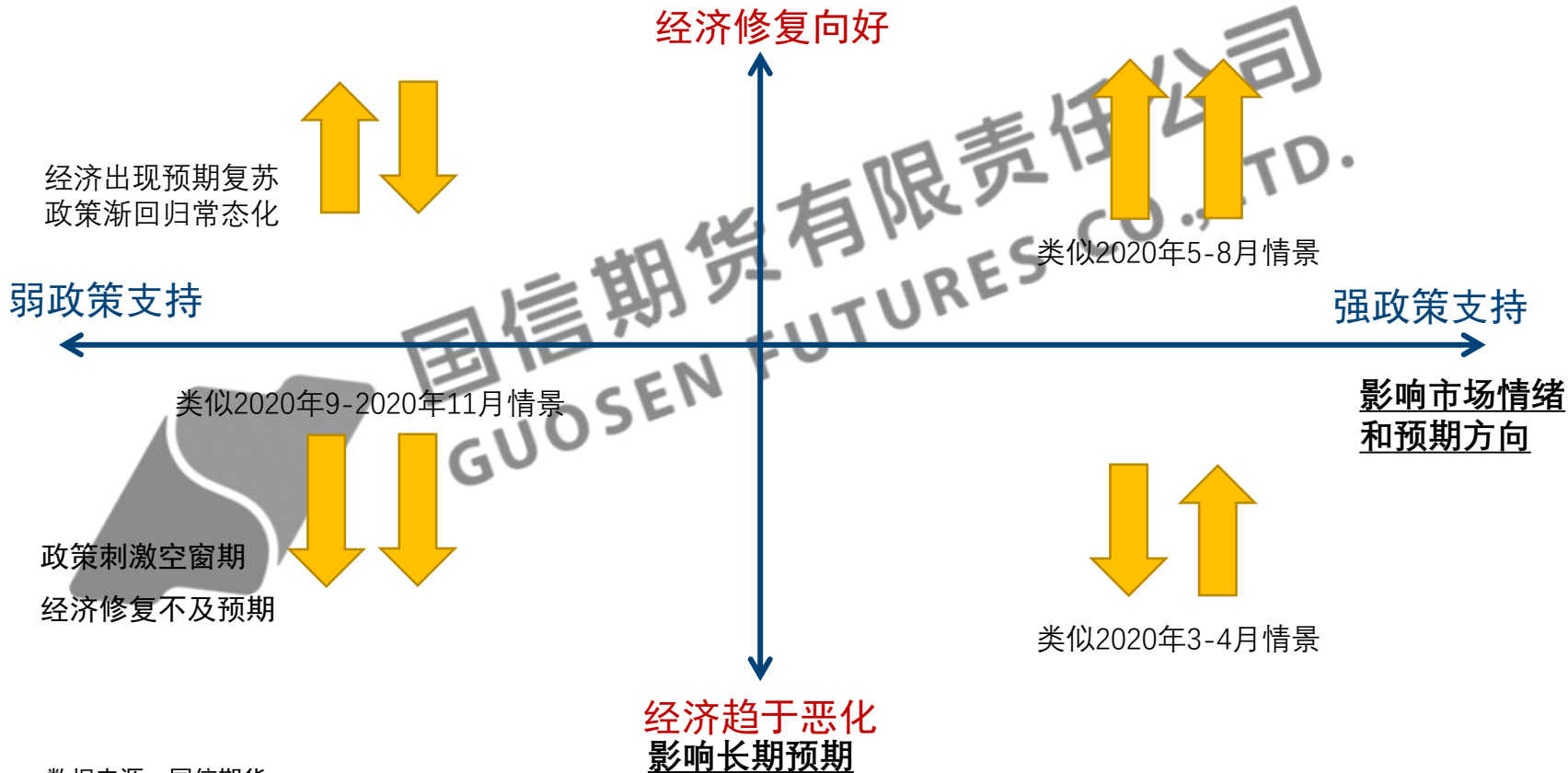
因此，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大，中西部、城乡发展极不平衡，要真正完成新型工业化、电气化和城镇化还有较长的路要走，可以说中国铜内需潜力较大。而铜价作为衡量全球经济复苏预期的重要晴雨表，其在2020-2021年群爱去货币政策宽松持续、经济增长自冻结中低位快速复苏的背景下，具备极强的价格上涨的空间和动力。

有色：金融赋能新赛道，铜铝弹性韧性正凸显

大宗商品是全球实体经济复苏的必备原料，同时也是金融机构在投资组合配置中重要的一部分，铜为首的商品2021年体现“顺周期板块稳定器”“抗货币超发”、“抗通货再膨胀”属性。



政策回摆短期大调整，资金偏好和预期差引发动荡



数据来源：国信期货

分析小结

- ✓ ——研究分析不是精确的科学，而更像是门评估的艺术，切忌以偏概全一叶障目；
- ✓ ——影响商品价格的因素纷繁复杂，但在各个阶段总是有些侧重点（宏观热点或政策焦点），要努力做到抓住这些重点或热点；
- ✓ ——经济分析对基本金属期货价格预测的意义在于把握经济周期（或者说经济的拐点），所以一旦经济趋势明朗以后，尽管经济指标本身也像价格一样出现一些波动，但只要大趋势没有改变，那么经济趋势也可能维持原状，所以要主要着眼于抓大放小，把握整体。
- ✓ ——任何时候都应考虑到价格走势与原来预计相反时应采取的措施；
- ✓ ——基本分析固然重要，但是更重要的是作出对价格影响的评估；然而，基本面的不确定必然存在，评估更多的是对概率的判断，没有绝对准确的预测；
- ✓ ——虚怀若谷，不争抢斗狠，我们都是市场的学生。



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

谢谢！

研究咨询部主管：顾冯达

从业资格号：F0262520

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn



重要免责声明

- 本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。
- 报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。
- 国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。