

宏观面与基本面共振，有色金属大爆发

长安期货有限公司

2021 年 02 月

宏观面与基本面共振，有色金属大爆发

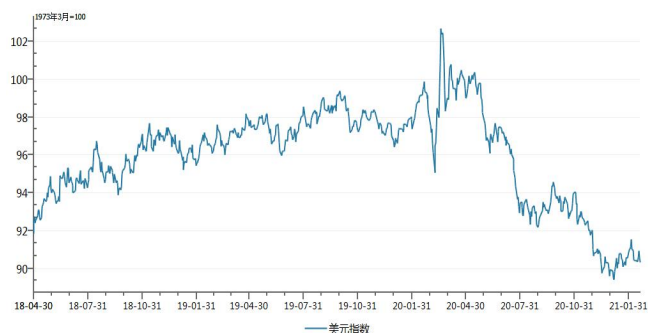
近期有色金属涨幅较大，铜价涨至近十年高位，镍价也达到了上市以来的最高水平，金融属性仍占据主导，流动性宽裕、经济复苏促进周期性行业爆发；基本面供应偏紧，需求前景乐观也发挥了较大的提振效果。

一、全球经济复苏及通胀抬头

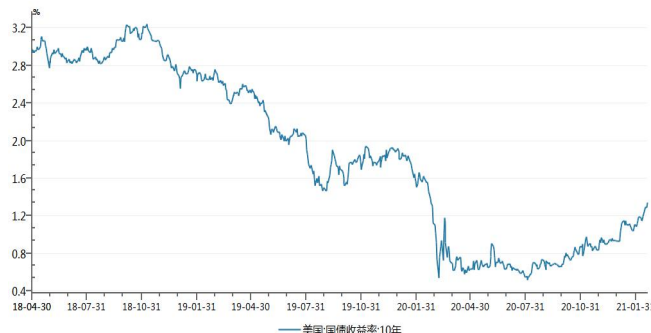
随着疫苗逐渐普及，全球经济复苏，IMF 预计 2021 年全球经济增速将达到 5.5%，其中发达国家为 4.3%，发展中国家将达到 6.3%。全球央行货币政策仍以宽松为主，暂时未见明显转向。美国 1.9 万亿美元刺激计划推进顺利，预计将在 3 月中旬落地。全球经济复苏共振下，海内外需求将得到提振。美元指数低位运行，对于有色金属也有较强的带动。

	Year over Year				Difference from October	
	Estimate		Projections		2020 WEO Projections 1/	
	2019	2020	2021	2022	2021	2022
World Output	2.8	-3.5	5.5	4.2	0.3	0.0
Advanced Economies	1.6	-4.9	4.3	3.1	0.4	0.2
United States	2.2	-3.4	5.1	2.5	2.0	-0.4
Euro Area	1.3	-7.2	4.2	3.6	-1.0	0.5
Germany	0.6	-5.4	3.5	3.1	-0.7	0.0
France	1.5	-9.0	5.5	4.1	-0.5	1.2
Italy	0.3	-9.2	3.0	3.6	-2.2	1.0
Spain	2.0	-11.1	5.9	4.7	-1.3	0.2
Japan	0.3	-5.1	3.1	2.4	0.8	0.7
United Kingdom	1.4	-10.0	4.5	5.0	-1.4	1.8
Canada	1.9	-5.5	3.6	4.1	-1.6	0.7
Other Advanced Economies 3/	1.8	-2.5	3.6	3.1	0.0	0.0
Emerging Market and Developing Economies	3.6	-2.4	6.3	5.0	0.3	-0.1
Emerging and Developing Asia	5.4	-1.1	8.3	5.9	0.3	-0.4
China	6.0	2.3	8.1	5.6	-0.1	-0.2
India 4/	4.2	-8.0	11.5	6.8	2.7	-1.2

随着宽松政策的实施，通胀预期持续升温，10 年期美债收益率大幅走高，截止 2 月 19 日攀升至 1.34%。一方面，通胀升温后，实物资产（尤其是有色金属、以金融属性最强的铜）具备抵御通胀的功能，促进有色金属需求；另一方面，通胀抬头后，市场担忧货币政策将会转向，从目前情况来看，美联储对于短期通胀抬头尚有容忍，不会急于调整政策方向，国内方面，2 月 20 日央行公布了 2021 年首次 LPR 报价，连续 10 个月保持不变，反映出货币政策中性的态度。因此，短期政策没有明显转向，还是通胀带来价格上涨为主的逻辑。

图 1：美元指数走势


资料来源：WIND，长安期货

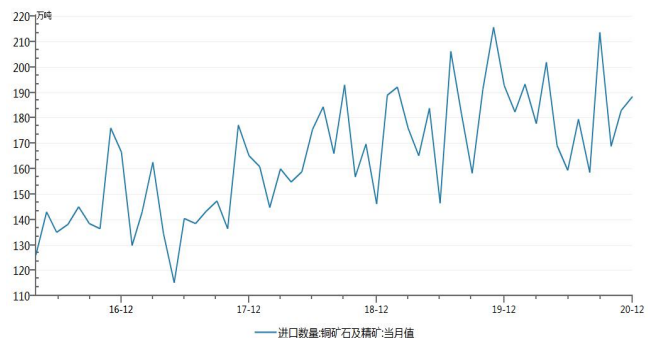
图 2：十年期美债收益率


资料来源：WIND，长安期货

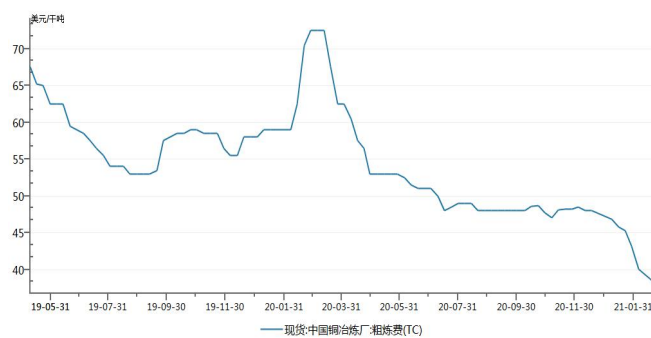
二、供应偏紧需求预期强

（一）矿端供应偏紧

2020 年受疫情冲击，海外矿山生产频受干扰，国内矿端供应多依赖进口。2020 年铜矿加工费持续低位，2021 年年初再度下滑，截止 2 月 19 日为 38.5 美元/干吨，也反映出矿端供应紧缺之势。虽然 2021 年是铜矿扩产周期，但多集中于下半年，短期供应偏紧之势或延续。

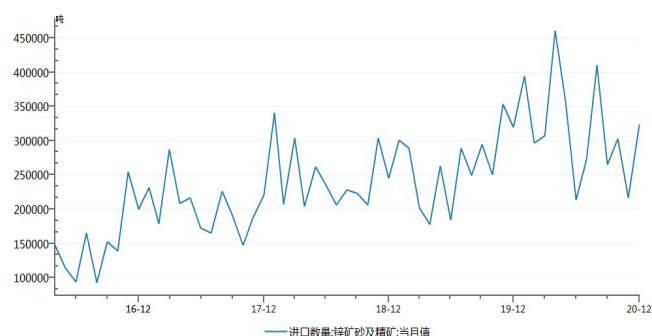
图 3：铜矿石及精矿进口量


资料来源：WIND，长安期货

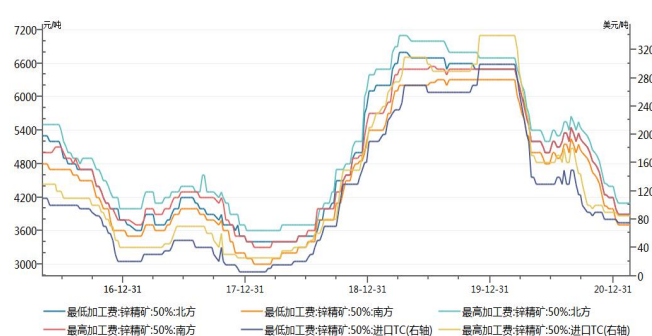
图 4：中国铜冶炼厂粗炼费


资料来源：WIND，长安期货

锌矿供应也呈现紧张之势。2020 年锌精矿加工费大幅下降，今年年初基本持稳，截止 2 月 19 日南方地区加工费在 3700-3900 元/吨，北方地区加工费在 3900-4100 元/吨，进口加工费降至 80 美元/吨左右，短期供应偏紧态势或难缓解。

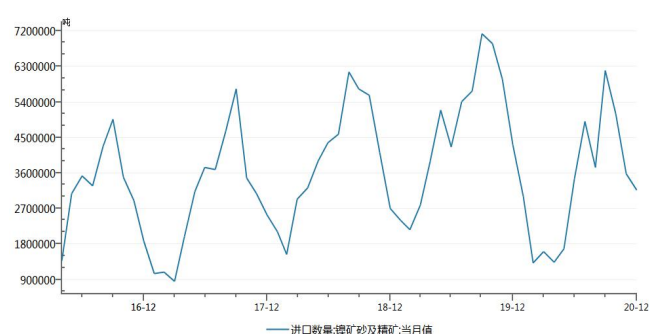
图 5：锌矿砂及精矿进口量


资料来源：WIND，长安期货

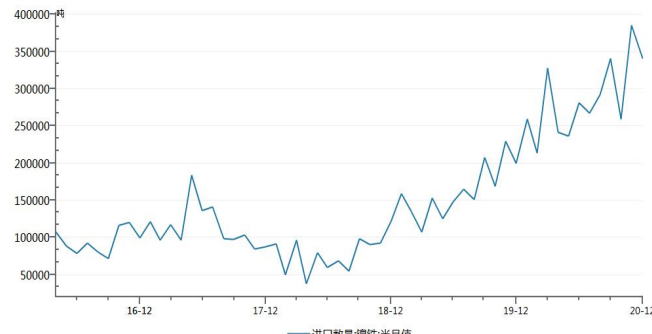
图 6：锌精矿加工费


资料来源：WIND，长安期货

为了鼓励当地镍产业链发展，2020 年印尼彻底禁止镍矿出口，我国自印尼进口镍矿骤降，主要从菲律宾进口。印尼镍铁产业发展迅速，投产速度明显加快，2020 年中镍铁产量已经超过中国。我国镍铁进口量大幅增长，弥补镍矿供应不足。中期来看，印尼镍铁投产速度加快仍是镍价面临的重大压力。

图 7：镍矿砂及精矿进口量


资料来源：WIND，长安期货

图 8：进口镍铁数量


资料来源：WIND，长安期货

（二）库存处于低位

2020 年 11 月后上期所沪铜和 LME 铜库存持续下移，至今年 2 月初已降至历史低位，2 月中旬后 LME 铜库存基本平稳，维持在 7.5 万吨左右，上期所铜库存进入传统累库阶段，2 月 19 日库存为 11.28 万吨，较节前有明显上升。

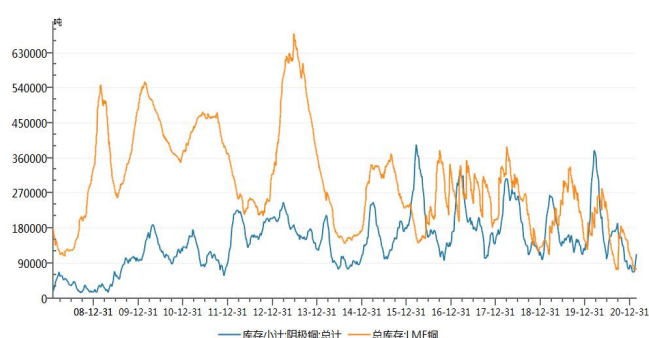
2020 年 LME 锌库存有大幅抬升，2021 年 1 月底连续两天集中交仓引起库存再度增长，截止 2 月 19 日为 27.65 万吨，库存水平不算太高，但相对低位也有明显提升。上期所锌库存自今年 1 月开始有快速增长之势，最低水平为 2.86 万吨，截止 2 月 19 日为 10.19 万吨，脱离低位。

LME 镍库存和上期所镍库存整体变动不大，截止 2 月 19 日上期所镍库存为 1.33 万吨，

LME 镍库存为 24.95 万吨。镍的最大下游消费为不锈钢，其生产用镍铁较多，直接用纯度较高的电解镍少，因此电解镍库存水平对价格影响力度比较有限，但是若上期所镍库存处于极低水平时，容易产生逼仓风险，对盘面价格也会有明显的带动。

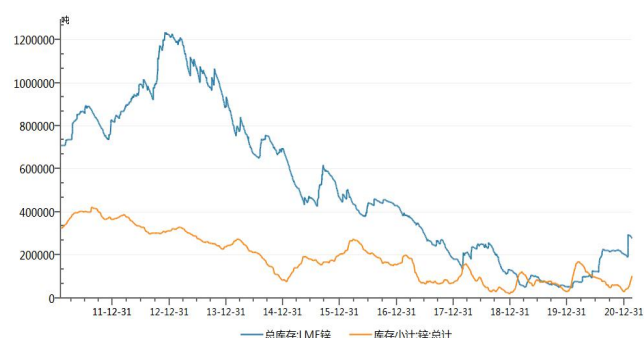
锡是有色金属里小品种，平时成交量和持仓量都不大，关注度比较低，而近期在全球供应短缺忧虑升温下，锡价涨幅较大。从库存情况来看，LME 锡库存在 2 月中旬仅为 790 吨，处于极低水平上，上期所锡库存还算正常，截止 2 月 19 日为 7401 吨。后市，随着焊料下游行业强劲反弹，半导体、光伏、5G 等行业利好支撑，以及供应端难以快速补足，锡价或仍有进一步上涨空间。

图 9：铜库存变动



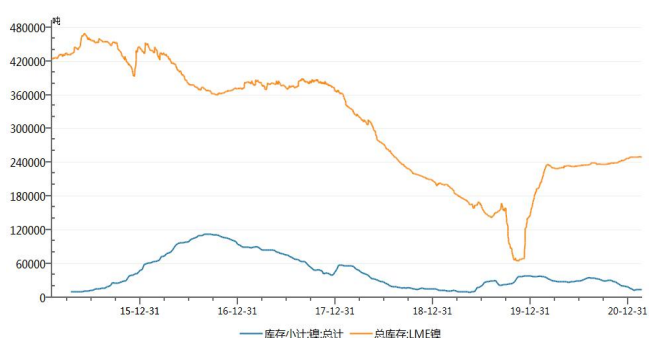
资料来源：WIND，长安期货

图 10：锌库存变动



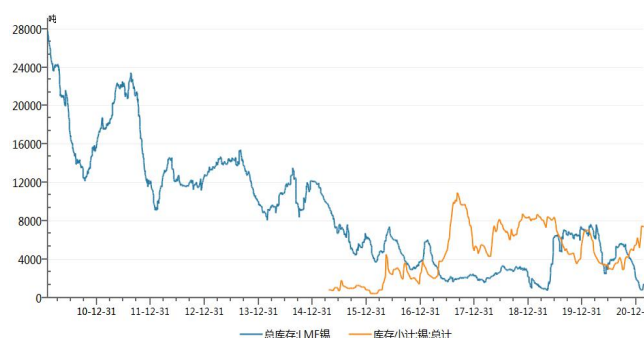
资料来源：WIND，长安期货

图 11：镍库存变动



资料来源：WIND，长安期货

图 12：锡库存变动



资料来源：WIND，长安期货

(三) 需求预期乐观

由于就地过年政策实施，节后需求恢复预期乐观，同时海外疫情得控后需求也将释放，市场预期普遍乐观。铜金融属性最强，对宏观环境反映也最剧烈；铝的紧缺程度不及铜，但高端家居及轻量化需求前景较好；镍除了受到金融属性的带动外，相对于最大的传统下游不

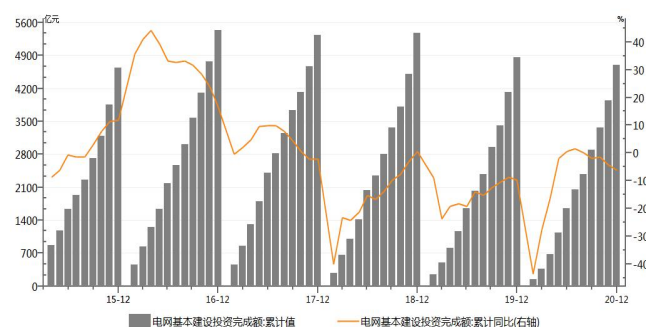
请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

锈钢的“平平无奇”外，新能源汽车电池可谓火极一时，除了特斯拉频繁表达对镍的强烈需求外，连小米都加入造车行列；锌目前的强势得益于全球经济复苏及对节后需求的乐观预期，海外库存不算太低，国内库存也逐渐累积，整体涨幅不及铜。

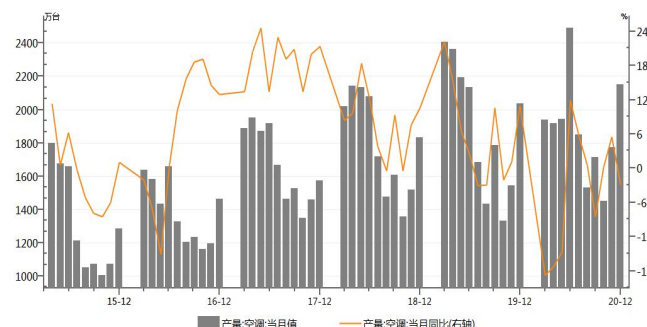
铜最大的下游需求是电线电缆，电网投资高峰已过，难有亮点。家电是有色金属重要的消费领域，疫情过后，家电行业快速恢复，随着海外疫情逐渐得到控制，全球经济复苏共振，制造业迎来发展良机，家电行业仍有进一步发展空间，从而对于铜、铝、锌的需求也有带动。房地产和基建也是有色金属终端消费领域，三四月或迎来赶工小高峰，从黑色系商品近期走势来看，相较于有色略显弱势，基建和房地产总体还是以稳为主。除了家电外，汽车行业也算是疫情以来表现较好者，一改疫情前颓势，增长率实现由负转正，2021年1月新能源汽车产销分别完成19.4万辆和17.9万辆，同比分别增长285.8%和238.5%。

图 13：电网基本建设投资完成额



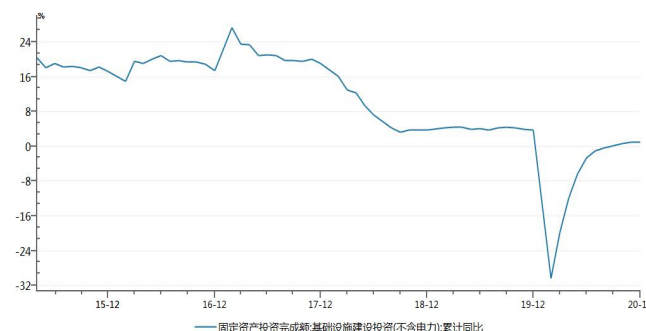
资料来源：WIND，长安期货

图 14：空调产量



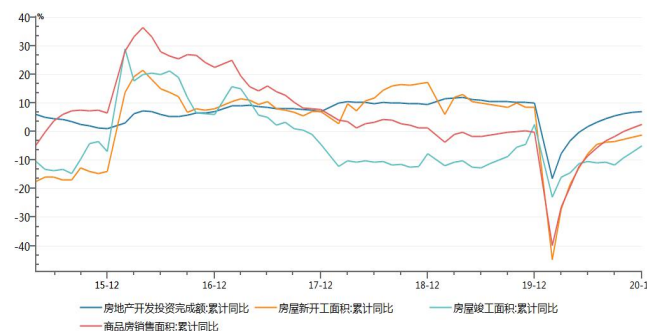
资料来源：WIND，长安期货

图 15：基础设施建设投资累计同比

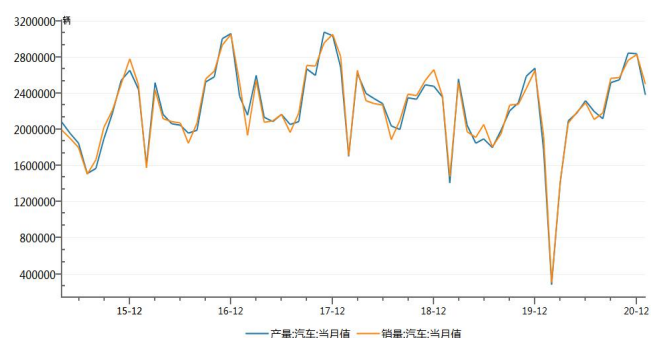


资料来源：WIND，长安期货

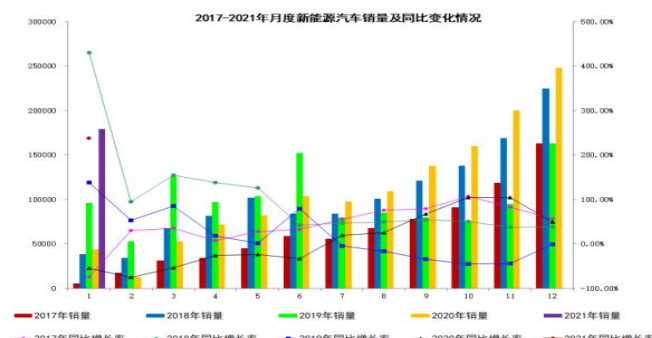
图 16：房地产开发投资



资料来源：WIND，长安期货

图 17：汽车产销量


资料来源：WIND，长安期货

图 18：新能源汽车销量


资料来源：WIND，长安期货

三、总结与展望

近期有色金属整体大幅攀升，表现亮眼，铜价升至近十年高位，镍价也接近上市以来的高点。一方面，金融属性仍占据主导作用，疫苗逐渐普及，美国 1.9 万亿美元刺激计划稳步推进，各国较为宽松的货币政策尚未有明显转向，美元指数维持弱势，全球经济处于复苏共振期，市场风险偏好情绪较高，大宗商品整体表现较强；另外，原油价格也不断抬升，长期美债收益率上行，国内国债期货价格也有明显下滑，通胀抬头，实物资产（尤其是有色金属，以金融属性最强的铜为主）抵御通胀的功能尽显。另一方面，也离不开基本面的强势带动。我国有色金属矿端供应多依赖进口，2020 年受疫情拖累，海外矿山生产受到干扰，国内冶炼企业加工费（以铜、锌为主）持续维持低位，供应多呈现偏紧态势；最重要的是库存处于绝对低位（以铜、锡、镍为主），又遇到全球经济复苏带动的企业补库，使得价格易涨难跌。同时，对于春节过后的需求预期乐观，且有“金三银四”临近，总体利多多于利空。

站在当前重要时间节点，有色金属整体涨幅较大，后市需重点关注以下几方面：（1）货币政策的倾向，尤其是美联储对于通胀升温的态度。（2）一季度是有色金属传统累库阶段，今年过年较晚，累库略有后移，关注库存累积进度。（3）对于需求端的预期普遍乐观，关注预期能否兑现。**整体上维持偏多思路，切忌盲目乐观，关注货币政策变动以及实际经济表现情况。操作上，以顺势操作为主，期货上做多安全边际不高，不宜过分追涨，可考虑搭配期权组合。**仅供参考。

长安期货有限公司

屈亚娟（Z0013882）

2021 年 2 月 22 日

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。