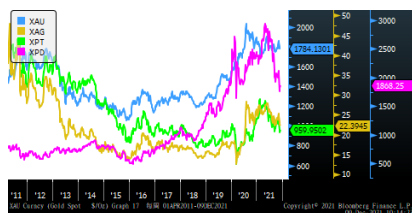
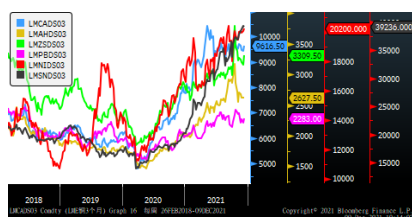


2021年12月21日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

金属价格表现：



数据来源：彭博，金瑞期货整理

金瑞期货研究所

撰写人：周维刚

周维刚（F3083421，Z008342）

电话：0755-88601339

邮箱：zhouweigang@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

核心观点：

- **全球经济非均衡复苏。**2022年新冠疫情将逐步常态化，经济生活回归，刺激政策退坡，经济增速降速换挡。以美国为首的发达经济体的整体表现仍将强于新兴市场国家和欠发达地区。中国“稳”经济政策基调下有望实现5.5%的经济增速，交易“内循环”“中国造”和“消费中国货”仍有机可寻。
- **供需剪刀差收敛。**供给端缓慢恢复（新兴经济体疫情影响）和需求端快速爆发（发达经济体超级量宽）间剪刀差，即供应链缺口矛盾逐步收敛，一方面刺激政策的退出在需求端“退热”和疫情常态化后有效供给的恢复修复供需差。另一方面，劳动市场及物流链的修复保障了供给方和需求方的国际分工体系顺利运转。
- **全球将迈入信用收缩周期，**我们认为随着全球供应链的修复，疫情的常态化，全球通胀环比改善，美联储的被动加息压力缓解，经济恢复健康状况成为影响联储加息节奏的关键因子。同时随着美国的加息，新兴市场货币贬值风险以及主权债务风险成为宏观重要风险事项。
- **绿色经济是主要增长点，**也是主要国家和企业要抢占高地，伴随绿色经济而产生的绿色经济红利或者“绿色溢价”将成为投资的主线。以新能源汽车、光伏、风能为代表的绿色能源“热”催生绿色商品红利。
- **2022年影响商品价格走势主逻辑：两个反转和两个延续，**即信用周期反转和供需缺口反转，和经济恢复延续和市场热点延续。前者从金融端和供给端施压商品价格，后者从需求侧支持价格。
- **有色策略及建议：随“行”就“势”，**紧贴行业及产品基本面，顺应信用收缩大“势”。年度品种表现上锡铝>锌铜>镍>铅，而贵金属仍跟随美联储加息预期而波动。H1宏观波动（需求担忧、高通胀）与低库存（产出限制、能源电力危机）仍是交易重心，价格大概率上维持高位震荡走势，H2关注信用收缩和供需收敛逻辑下的做空机会。

目录

第一部分 2022 年宏观运行逻辑	6
一、新冠疫情常态化趋势	6
1.1 全球第四波疫情冲击	6
1.2 疫情的演绎	7
二、供需缺口收敛	8
2.1 供需差修复，库存回升	8
2.2 就业市场改善	10
2.3 航运效率提升助力成本下降	11
三、美联储带动全球迈入信用收缩周期	12
3.1 相比 Taper，美联储加息更显谨慎	12
3.2 高通胀有望二季度缓和	13
3.3 美联储收紧流动性，新兴市场货币面临贬值风险	14
四、全球经济非均衡复苏	15
五、拥抱绿色低碳经济	18
六、宏观总结	20
第二部分 有色策略	22
一、铜年度交易策略	23
1.1 2021 年铜主要运行逻辑	23
1.2 2022 年铜逻辑梳理	24
1.3 结论与建议	25
二、铝年度交易策略	26
2.1 2021 年铝行情大年，其交易逻辑分为三个阶段	26
2.2 2022 年逻辑展望	27
2.3 操作建议	29
三、镍年度交易策略	30
3.1 2021 年镍产业逻辑	30
3.2 2022 年镍逻辑展望	31
3.2 操作建议	32

四、锡年度策略	33
4.1 极低的库存水平	33
4.2 供给增量有限（见上表）	34
4.3 需求增量集中在半导体和光伏领域	34
4.4 全球平衡	35
五、铅年度策略	35
5.1 2021 年铅主要运行逻辑	35
5.2 2022 年供需逻辑展望	36
5.3 操作建议	37
六、锌年度策略	38
6.1 2021 年锌市逻辑	38
6.2 2022 年展逻辑展望	39
6.3 操作建议	39
七、贵金属交易策略	40
7.1 2021 年贵金属逻辑梳理	40
7.2 2022 年贵金属逻辑展望	41
7.3 白银工业需求有惊喜	43
7.4 操作建议	43
八、有色策略建议	44
8.1 2022 年影响商品价格走势主逻辑：两个反转和两个延续	44
8.2 有色策略配置	45

图表目录

图表 1: WHO 新冠确诊病例	6
图表 2: 不同变异毒株的疫情波动	6
图表 3: 新冠疫苗接种量 (7 日平均)	7
图表 4: 每百人疫苗接种量	7
图表 5: 全球制造业 PMI 产出与新订单指数收敛	9
图表 6: 美国制造业供需差缩窄	9
图表 7: 分类别看制造商和批发商库存已恢复	9
图表 8: 美国库存同比回升	9
图表 9: 美私人部门支出回落	10
图表 10: 美国经济指标转弱	10
图表 11: 美国职位空缺率高企, 劳动力紧缺	11
图表 12: 美就业市场改善	11
图表 13: CCFI 欧美航运指数大概率见顶	11
图表 14: BDI 指数较年中高点大幅回落	11
图表 15: 欧洲天然气 (USD/MMBtu)	12
图表 16: 动力煤价格 (USD/MT)	12
图表 17: 主要经济体 CPI 与 PPI 维持高位	13
图表 18: 主要经济体 M1 和 M2 大幅回落	13
图表 19: 美国季调 CPI 与核心 CPI	13
图表 20: 美 CPI 分项	13
图表 21: 近一年金砖国家+南非货币市场表现	14
图表 22: 中美利差与人民币	15
图表 23: 美国与主要国家利差结构 (10 年期国债)	15
图表 24: 发达经济体 PPI-CPI 剪刀差	16
图表 25: 其它主要国家 PPI-CPI 剪刀差	16
图表 26: 主要国家和地区花旗经济惊喜指数	17
图表 27: 主要经济体 GDP 表现	17
图表 28: IMF 全球主要国家和地区经济增速预测	18
图表 29: 全球电动车销量预估 (万辆)	19
图表 30: 电动车渗透率	19
图表 31: 全球光伏装机 (GW)	20
图表 32: 2021 年沪铜价格表现	23
图表 33: 全球矿平衡&TC	24
图表 34: 秘鲁铜矿产量	24
图表 35: 全球新增用铜结构	25
图表 36: 新领域对铜增量贡献	25
图表 37: 2021 两市铝年价表现	26

图表 38: 沪铝与动力煤期货结算价.....	26
图表 39: 2022 年国内氧化铝新投项目 (万吨)	27
图表 40: 国内氧化铝运行产能及开工率	27
图表 41: Wood 全球铝消费增速.....	29
图表 42: 电解铝进口比值.....	29
图表 43: 中国新能源汽车销量 (万辆)	30
图表 44: 全球不锈钢产量 (万吨)	30
图表 45: LME 镍库存 (万吨)	30
图表 46: 国内社会库存 (钢联: 万吨)	30
图表 47: 矿价和海运成本上升 (美元)	31
图表 48: 不锈钢市场价格表现.....	31
图表 49: 印尼年度镍铁产能与产量 (万金属吨)	32
图表 50: 镍铁不锈钢需求缺口测算 (万吨)	32
图表 51: LME Cash-3M 升贴水 (美元/吨)	32
图表 52: 沪镍 1-3 月月差 (元/吨)	32
图表 53: 电解镍净进口 (万吨)	33
图表 54: 镍进口盈亏及除汇比.....	33
图表 55: 全球锡季度平衡展望 (万吨)	33
图表 56: 全球锡库存可用天数.....	33
图表 57: 海外锡增量汇总.....	34
图表 58: 锡年度供需平衡表.....	35
图表 59: 铅 TC.....	36
图表 60: 铅净出口 (万吨)	36
图表 61: 铅年度供需平衡表.....	37
图表 62: 国内冶炼厂产出受限 (万吨)	38
图表 63: 境内外库存走低 (万吨)	38
图表 64: 锌年度供需平衡表.....	40
图表 65: 黄金价格逻辑.....	41
图表 66: 黄金价格与美元指数.....	41
图表 67: 08 金融危机 QE 进程中黄金价格表现.....	42
图表 68: 黄金价格与疫情波动同频.....	42
图表 69: 美债表现.....	43
图表 70: 黄金价格与美 10 年期国债.....	43
图表 71: 金银比价.....	43
图表 72: 光伏用白银展望 (百万盎司)	43

第一部分 2022 年宏观运行逻辑

自 2020 年初新冠疫情爆发以来，全球经济处在新冠疫情的阴影之中，这两年宏观上先后经历了疫情大恐慌，全球主要经济体史诗级量宽救市，供应链受重创，物流成本陡增，能源电力短缺危机，全球大通胀等重要事项。2022 年全球经济前景如何？新冠疫情如何演绎？中国经济能否企稳？高通胀是否持续等？2022 年宏观逻辑上我们将从新冠疫情常态化，供需缺口收敛，信用收缩，经济非均衡复苏，绿色经济红利等方面进行宏观逻辑分析。

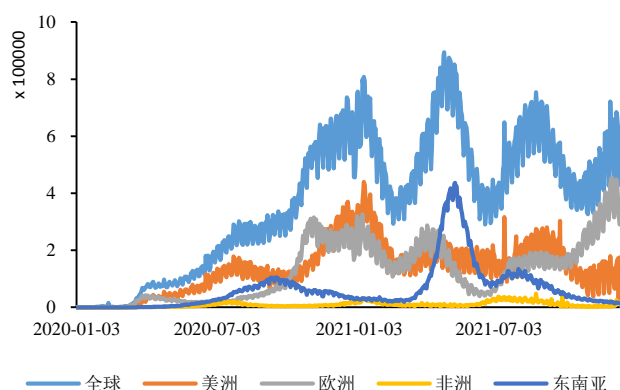
一、新冠疫情常态化趋势

1.1 全球第四波疫情冲击

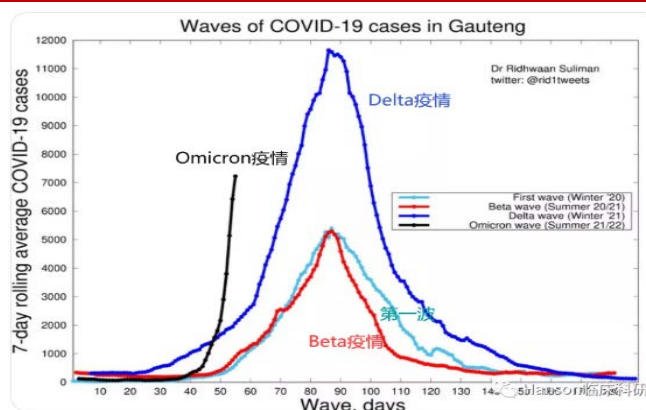
自 2020 年春季爆发以来，全球新冠疫情经历了三波周期：第一波自 2020 年的春季起，在亚洲、美洲、欧洲疫情轮番推动下，于 2020 年底达到峰值；第二波主要由印度 Delta 病毒推动，自 2021 年 2 月起亚洲新冠病例激增并带动全球疫情，在 2021 年 4 月到 5 月全球新增病例达到峰值；第三波从 2021 年 6 月底开始，美国受 Delta 病毒冲击，全球新增病例在 2021 年 8 月到 9 月的东京夏季奥运会和夏季残奥会期间快速上升并达到峰值。

从 10 月起疫情进入第四波上升期。从全球新增病例的分布看，第四波疫情主要发生在欧洲。不仅欧洲核心国家（德国、法国、意大利、西班牙、英国和俄罗斯）的新增病例快速上升，欧洲边缘国家的疫情似乎更加严重，特别是 11 月底南非变异毒株奥密克戎（Omicron）再次掀起巨浪，其更强的传染性，既造成南非新冠疫情的快速恶化，也导致了广泛的恐慌。从目前已有的数据显示，Omicron 突变株的传染性更强、并很可能存在免疫逃逸，但相对来说症状不像其他毒株那么严重，截止 12 月 3 日，全球已经有 38 个国家和地区相继发现奥密克戎变异毒株。

图表 1：WHO 新冠确诊病例



图表 2：不同变异毒株的疫情波动



数据来源: wind, 金瑞期货

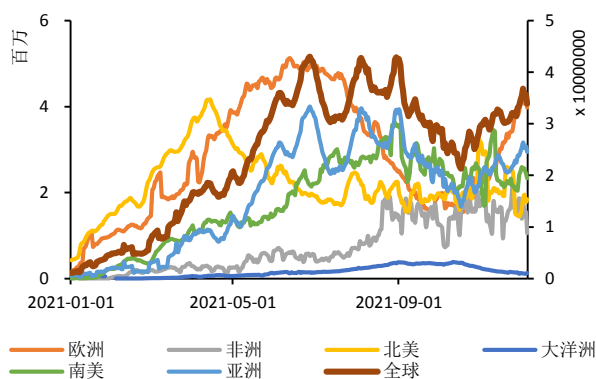
数据来源: 推特@rid1tweets, 金瑞期货

1.2 疫情的演绎

疫情的波动近两年已经严重影响全球的经济活动,随着疫苗的有序推进,抗击新冠经验的累积以及药物方面的改善,疫情的边际影响逐步减弱。对于当前形势下对疫情的演绎判断,主要集中在两点,一是奥密克戎的发展路径,二是明年一季度北京冬奥会会否引发疫情严重化,至于 2022 年国庆前后的亚运会,我们认为只要冬奥会接受了疫情的考验,亚运会疫情防控就不是问题了。

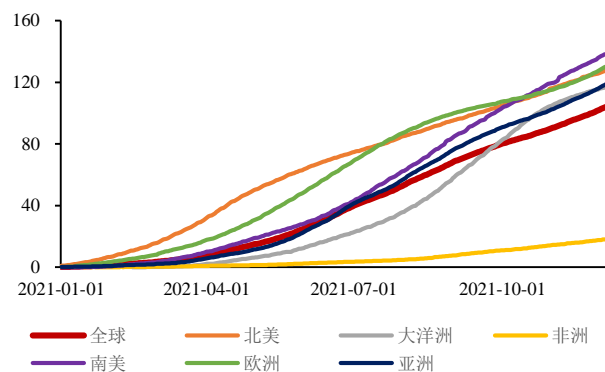
对于疫情的演绎我们是相对偏乐观的,公开信息显示奥密克戎虽传播速度较快,但病人的症状较轻,同时医院的入住率也并没有太高。而且经历前两年疫情的压力测试后,只要不发生医疗挤兑的情况下,疫情边际上仍是可控的,即使会局部性爆发,但其对经济生活、物流链的影响在减弱。但服务业务、零售、航空等消费端仍会受限疫情的波动,需要较长的恢复周期。至于 2022 年一季度冬奥会的疫情防控可能会是一个短期重点不确定性因素,但我们依然相信中国对疫情的防控执行力,即使会有疫情波动,也会控制在一定的范围内。

图表 3: 新冠疫苗接种量 (7 日平均)



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 4: 每百人疫苗接种量



数据来源: wind, 金瑞期货

按目前全球的新冠疫苗接种速度和百人接种量看,非洲及欠发达地区疫情接种情况堪忧,后期这些国家的经济恢复或者面临的形势较为波折,主要经济体的疫情防控及疫苗推进都在有序进行。特别是对抗疫情的经验提升以及新药物研发的推进,相信顺利通过寒冬检验后疫情对经济、对政策端的不确定性影响将减弱。人类对抗病毒正所谓“古今多少次,都付笑谈中”,经验的累积+正确的防控措施+医疗创新是战胜新冠的法宝,新冠病毒如历史上所有致病病毒一样最终常态化与人类社会共存。

二、供需缺口收敛

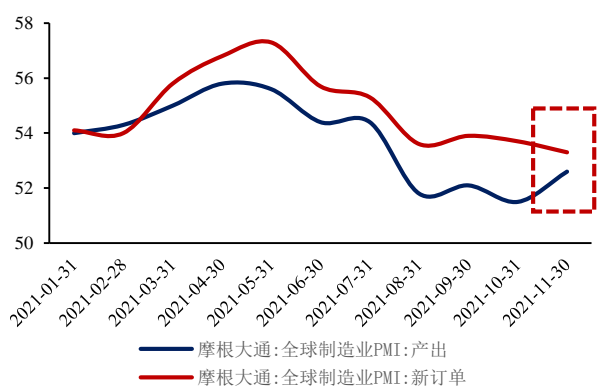
供给端缓慢恢复（新兴经济体疫情影响）和需求者快速爆发（发达经济体超级量宽）间剪刀差是 2021 年年中以来的矛盾主线。2020 年疫情爆发之后，得益于拜登政府两轮大规模财政刺激，美国带领发达经济体的整体表现强于新兴市场，成为全球需求的主要增量；而得益于前期防疫较为谨慎，以亚洲为代表的新兴市场则成为全球生产的主要提供者。2021 年年中以来，在德尔塔变种毒株的冲击下，医疗资源优势下发达市场和新兴市场经济表现进一步分化：一方面，美欧等发达经济体在医疗资源优势 and 刺激政策下，需求保持强势；另一方面，供应链上游国家如亚洲新兴经济体受疫情困扰，产业开工率不足。同时疫情造成物流效率低下，港口拥堵，劳动参与率下降问题，加剧全球供需矛盾。

2021 年大部分时间供应修复受阻，主要有几点原因。一是物流不畅下交付周期长，导致产业补库不及预期。海运阻塞严重，集装箱价格高企，主要与中美及中欧贸易量大幅增长有关。中国疫情控制有效，相比之下以东南亚各国为代表的其他重要制造业国家产业链尚未恢复，因此欧美对中国的依赖度显著提升，导致中美、中欧航线阻塞，集装箱调运失衡。而进入四季度，供给端的影响因子逐步改善，供需差值修复，劳动市场参与率提升，国际海运费用降低，能源价格环比回落。

2.1 供需差修复，库存回升

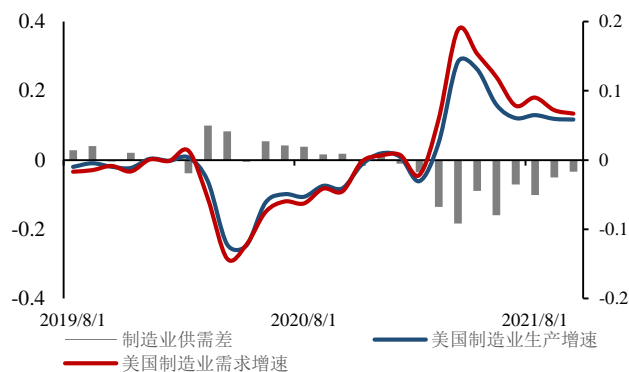
我们用摩根大通全球制造业 PMI 产出指数来代表供给端恢复情况，用制造业 PMI 新订单指数来表征需求，从两个分析指标看至 2021 年一季度末开始，新订单指数一直高于产出指数，表征着以美国为代表发达经济体在量化宽松下需求快速释放，而供给端（新兴经济体）在疫情干扰下恢复较慢。

图表 5: 全球制造业 PMI 产出与新订单指数收敛



数据来源: iFinD, 金瑞期货

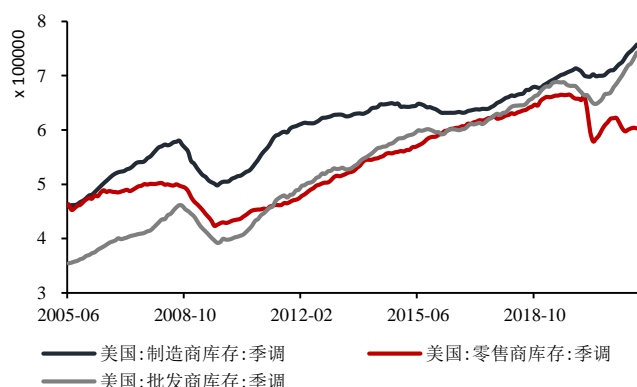
图表 6: 美国制造业供需差缩窄



数据来源: iFinD, 金瑞期货

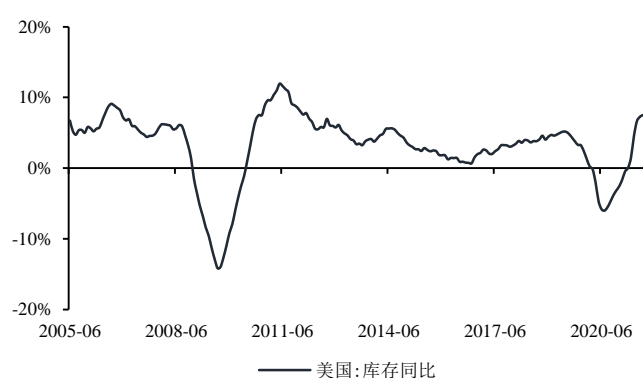
美国是本轮经济复苏的火车头,其产出缺口以及库存状况代表着全球的供应链恢复情况,当前美国的库存水平已然恢复,其中制造商库存以及批发端库存有一定的累积,零售端库存水平相对偏低,这或许与前期港口拥堵,物流不畅等原因有一定的关系。随着全球供应效率提升,东南亚疫情的缓解,全球供应端有望继续爬坡,而需求端随着刺激政策退坡,耐用品订单需求转弱,私人部门支出下滑,宏观经济指标同比转弱,需求整体预计会下滑一个台阶,届时供需缺口弥合更有可能由补库周期进入累库周期,特别是物流效率提升后,全球在途货物集中到货对供给端的潜在冲击。供给恢复而需求走弱预期下,供需缺口收敛。

图表 7: 分类别看制造商和批发商库存已恢复



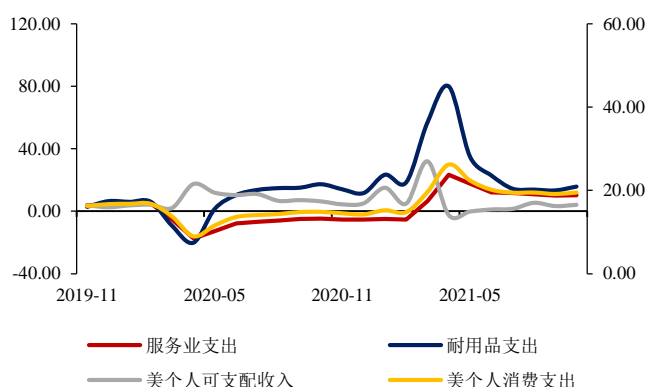
数据来源: wind, 金瑞期货

图表 8: 美国库存同比回升



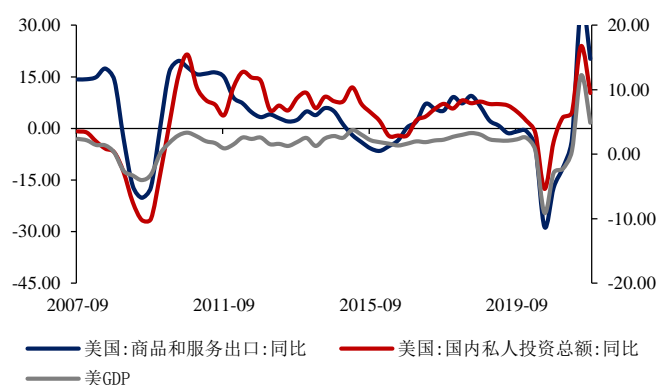
数据来源: wind, 金瑞期货

图表 9：美私人部门支出回落



数据来源：wind，金瑞期货

图表 10：美国经济指标转弱



数据来源：wind，金瑞期货

2.2 就业市场改善

2021 年劳动力紧缺也是影响正常库存回补重要因子。美国就业市场目前劳动力紧缺问题仍突出,职位空缺率高企,截止 11 月失业率降低到 4.2%,劳动力参与力微升到 61.8%,家庭调查显示就业人数增加 114 万人,其中 25-54 岁减女性劳动参与率升至疫情爆发以来的最高,但从非农就业人数仍低于疫情前水平。

美国劳动参与率低一方面疫情反复使得劳动力人口担忧健康问题,学历偏低、接触型岗位空缺率更高。分类别看,私人部门中服务生产类新增非农就业人数显著低于正常水平即是重要佐证。另一方面此前的现金财政补贴不利于失业人口回归工作岗位。为应对疫情,美国本次通过财政补贴发放现金补助,让失业的劳动力人口有一定收入来源,返工动力有限。

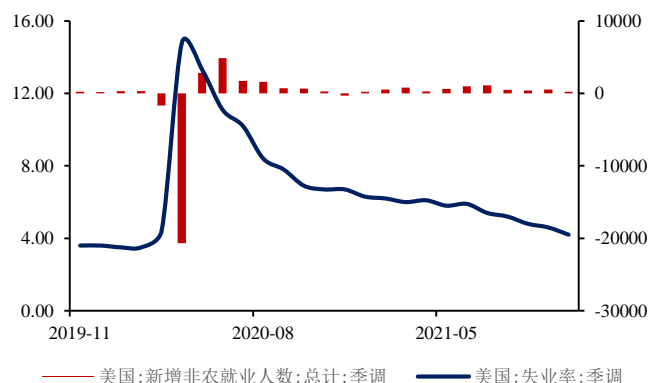
但随着疫情影响的边际转弱,补贴退坡,劳动市场参与率预计会被动提升,同时工资水平的上涨以及物价高企也会刺激劳工市场的改善。而劳动力特别是初级劳动市场的改善有利于供应链和物流体系的恢复,助力于供给端的改善,同时也一定程度上缓解通胀压力。

图表 11: 美国职位空缺率高企, 劳动力紧缺



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 12: 美就业市场改善



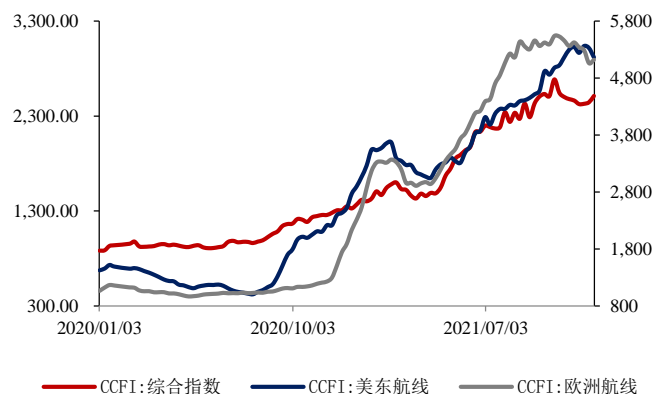
数据来源: wind, 金瑞期货

2.3 航运效率提升助力成本下降

海运阻塞严重, 集装箱价格高企, 亚洲望欧美海运价格快速提升, 海运价格走高成为 PPI 重要推手。海运价格抬升主要与中美及中欧贸易量大幅增长有关, 中国疫情控制有效, 相比之下以东南亚各国为代表的其他重要制造业国家产业链尚未恢复, 导致中美、中欧航线阻塞, 且全球集装箱调运失衡, 往往出现满载而来, 返程无货的情况。另外疫情引发装卸货时间周期拉长, 以及海运劳动力短缺问题使得物流效率低下。

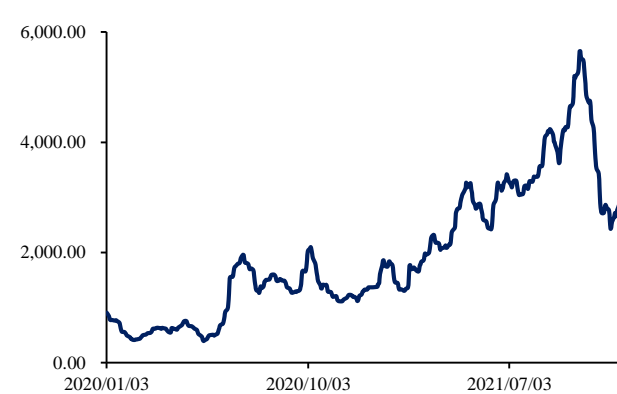
随着四季度美国拜登政府强力疏通港口拥堵货物, 减少货物积压时间。主要经济体联合对能源价格施压, 从成本端减压, 使得海域价格回落, 效率提升。虽然短期南非变异毒株奥密克戎快速传播对海运的恢复产生一定的干扰, 但趋势不能逆转航运恢复的趋势。全球物流效率的提升, 加快供给修复节奏, 也间接的缓解通胀压力。

图表 13: CCFI 欧美航运指数大概率见顶



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 14: BDI 指数较年中高点大幅回落



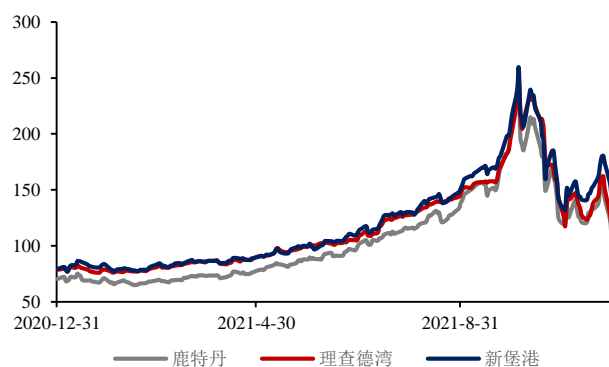
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 15: 欧洲天然气 (USD/MMBtu)



数据来源: 彭博, 金瑞期货

图表 16: 动力煤价格 (USD/MT)



数据来源: iFinD, 金瑞期货

三、美联储带动全球迈入信用收缩周期

3.1 相比 Taper, 美联储加息更显谨慎

12 月美联储利息会议决议内容上: 美联储宣布将加速削减购债 (Taper), 符合市场预期。对通胀等表述上删除通胀是“暂时性”的措辞, 同时大幅上调对通胀的预测。点阵图预期的 2022 年加息次数从 1 次增加至 3 次, 顺应了市场预期但超联储过往路径规划, 一定程度是说明联储态度上“转鹰”。我们认为, 美联储对通胀表述上的转变也是对当前高通胀数据的压力释放, “防通胀”已成为联储与市场的共识, 联储政策方向的关注点从劳动市场转向通胀。在加息节奏上当前的主要不确定性仍然是疫情, 新型变异毒株的实际影响力以及疫情对疫苗的检验仍未结束, 待疫情形势明朗化后美联储更能坚定紧缩信心。对于通胀数据上认为后面几个月的环比数据更重要, 环比若改善也会改变联储实际紧缩的节奏。整体讲 2022 年美联储正式带领全球迈入信用收缩周期。

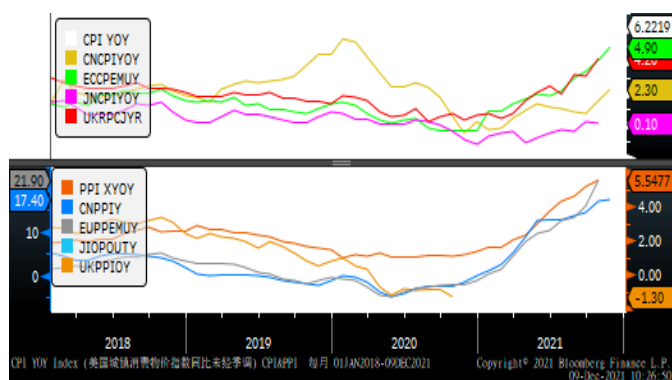
我们认为, Taper 和加息是两码事, 前者是逐渐停止放水的问题, 后者是要不要抽水的问题。Taper 是应对持续高通胀压力的一种被动回应, 而当通胀预期回落时, 被动压力缓解后加息节奏由通胀、经济表现以及疫情共同决定。如前面两部分我们所分析, 首先疫情在经历本轮寒冬检验 (特别是奥密克戎对市场影响减弱以及北京冬奥会疫情良好控制的预期下) 后将回归常态化, 疫情波动选项对加息节奏的参考权重降低。其次通胀方面, 基于供需缺口收敛的预期, 能源价格已然走低, OECD+维持原有的增产计划, 则在政治压力下原油再次走高的概率降低, 能源价格压力缓解叠加供需缺口修复则预期是走弱的,

即使 H1 有低基数效应，但环比上若持续改善，则高通胀逻辑自然也会弱化。因此决定加息节奏关键变量就落在经济实际表现上，也即受疫情严重影响的服务业、零售、终端消费领域的实际恢复，和劳动参与率的提升方面。所以联储首次加息的节点选择相对谨慎，但一旦扣动加息扳机后加息步伐较快，我们认为比较合理的时间节点 H2 下半段。

3.2 高通胀有望二季度缓和

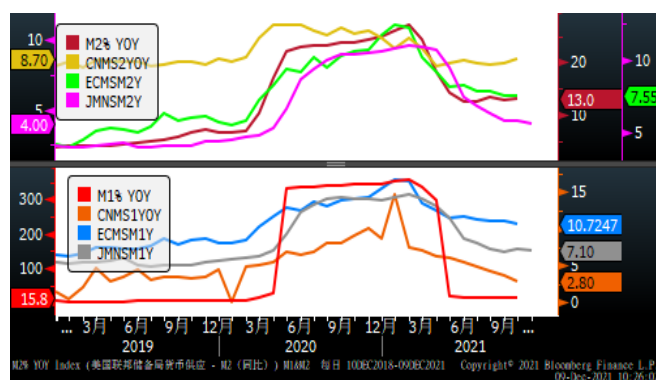
2022 我们整体认为通胀较 2021 年 H2 缓和，具体表现为前高后低，一季度通胀数据维持高位，一方面是当前 PPI 为代表的原料价格仍处于高位，另一方面低基数效应下通胀会抬高，而从环比数据应该会是逐季缓和。因此我们认为 PPI 和 CPI 一季度后环比转负概率较大，衡量通胀是否恶化应该更关注环比数据。

图表 17：主要经济体 CPI 与 PPI 维持高位



数据来源：彭博，金瑞期货

图表 18：主要经济体 M1 和 M2 大幅回落



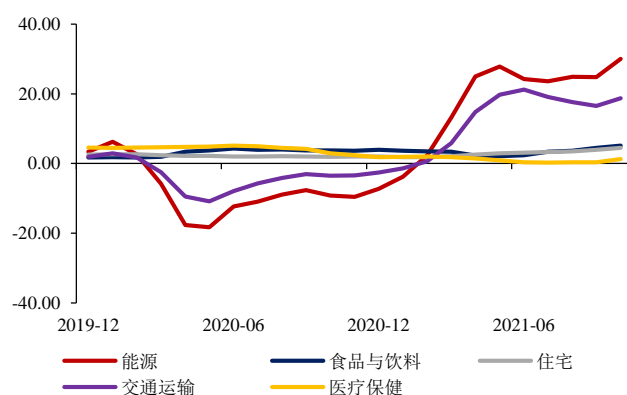
数据来源：彭博，金瑞期货

图表 19：美国季调 CPI 与核心 CPI



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 20：美 CPI 分项



数据来源：iFinD，金瑞期货

从美国 CPI 分项指标看，推动价格上涨的主要因素是能源价格和交通运输成本，而食品、住宅和医疗相对温和，而能源和物流成本可能主要与疫情对供应链和劳动市场的冲击所致。正如上文分析，随着疫情的常态化，供需缺口收敛和劳动市场改善，全球供应链体系修复后价格将从新回落，通胀压力缓解，这也是联储官员一直认为通胀是暂时性的主要原因。Taper 落地后，市场流动性由放向收过度，流动性泛滥对通胀的推动作用减弱，而低基数效应只是一个计算方法问题。因此影响通胀走势的关键因子还是疫情对供应链修复的影响，疫情缓和并常态化则通胀预期缓和，因此我们认为 2022 年剔除一季度低基数效应影响为，整体通胀恶化的概率较低，乐观预期下二季度通胀走低，到三季度后半段开始 PPI 可能进入负值区间，CPI 也将回落历史正常波动区间。

3.3 美联储收紧流动性，新兴市场货币面临贬值风险

历史经验表明，美联储加息周期，美元与非美货币（主要是新兴市场货币）利差收窄，资金回流美国，美元阶段性表现强势同时美债收益率抬升。而随着 2021 年年中开始对美联储收紧流动性的预期发酵，新兴市场货币已然开始走弱，美元指数也从年初 90 以下回升到 96 附近。无疑 2022 年新兴市场货币贬值风险以及主权债务风险是市场面临的重要宏观风险之一。

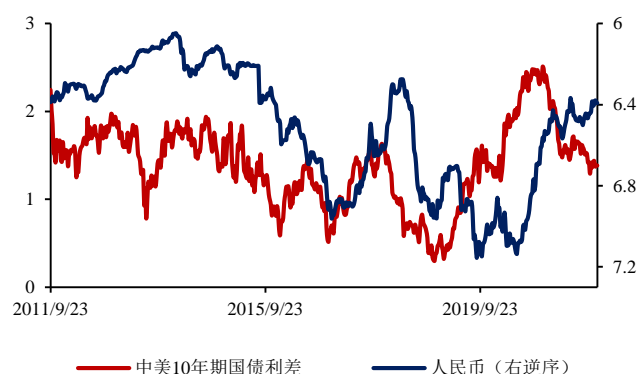
图表 21：近一年金砖国家+南非货币市场表现



数据来源：彭博，金瑞期货

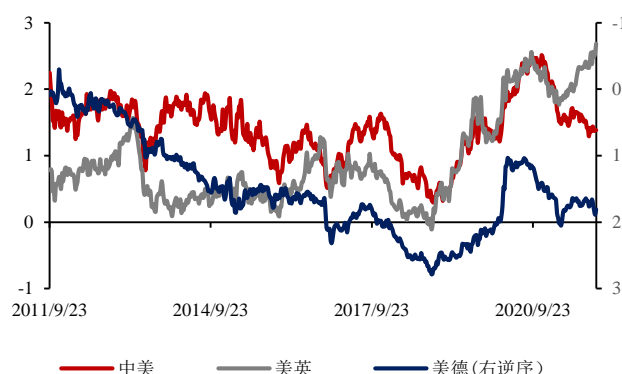
2021 年人民币市场的表现异常强势，国内疫情控制较好，海外资金流入国内市场是一方面，中国强劲的基本面以及国力提升是另一方面，同时也与人民币国际化，缓冲部分输入性通胀有关。展望 2022 年，随着外需的减弱，出口退坡风险增加，同时国内的宽松预期与美联储的收紧预期使得中美利差缩窄，人民币贬值压力较大。预计人民币在本轮升值到【6.0,6.3】支撑区间后随着美国进入加息周期人民币将从回【6.4,6.6】波动中枢。

图表 22：中美利差与人民币



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 23：美国与主要国家利差结构（10 年期国债）

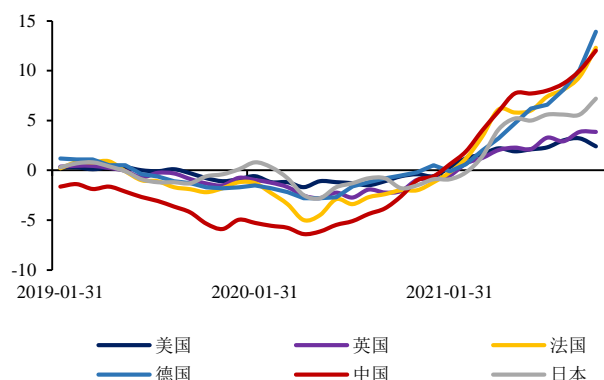


数据来源：iFinD，金瑞期货

四、全球经济非均衡复苏

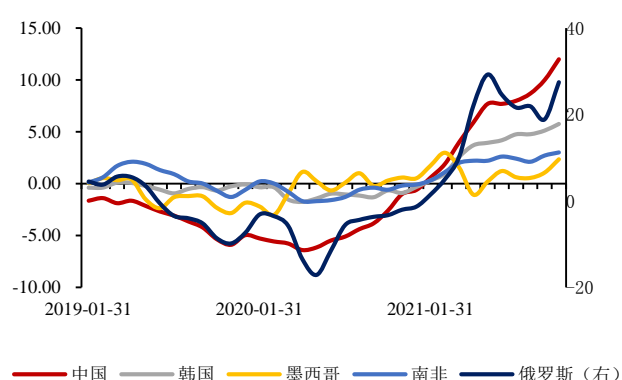
由于疫情冲击和各国经济状况、财政货币政策力度的差异，疫情以来各国经济呈现出不均等复苏的特征。疫情对经济冲击同时发生于供给侧和需求侧，在经济全球化时代，供给侧的冲击是全球性的，而需求侧复苏情况存在区域性的差异。当前全球正经历第四波疫情冲击，欧洲饱受疫情困难，南非变异毒株奥密克戎在全球逐渐散播开，中国虽及亚洲儒家文化区域基于良好的控制手段暂稳，但 2022 年一季度的冬奥会存在着较大不确定性。我们从主要经济体 PPI 与 CPI 的剪刀差来分析各国当前的经济复苏情况。

图表 24: 发达经济体 PPI-CPI 剪刀差



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 25: 其它主要国家 PPI-CPI 剪刀差



数据来源: iFinD, 金瑞期货

整体看全球主要经济体 PPI-CPI 剪刀差整体在 2021 年由负转正并迅速创几十年新高, 主要体现为 Delta 病毒迅速蔓延以来的区域性疫情冲击对各国的供应链冲击和需求恢复情况, 总体表现为三种经济体特征。

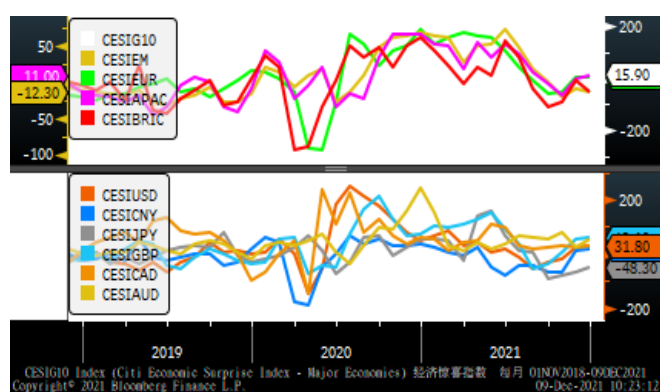
- 高 PPI 与低 CPI 剪刀差较大型, 主要以第四波疫情冲击地为代表的欧洲大陆、俄罗斯等, 其中高 PPI 是全球供应链与本地供应链撕裂共同结果, 而低 CPI 代表着区域内需求端恢复较慢。中国表面上属于该类型, 实际上是需求端受国内偏紧政策以及政府挤压房地产对需求的抑制作用。
- PPI 和 CPI 双高型, 主要以美国英国为代表, 而墨西哥受美国带动也表现为双高特征。该类型国家除供给端受疫情影响为, 需求端得益于超级宽松政策刺激, 需求快速恢复, 整体经济恢复情况快于其它国家。
- PPI 和 CPI 上涨幅度相对温和, 一是资源型国家对外输出资源类产品但国内需求较弱。二是新兴市场及不发达地区国家, 由于医疗资源和疫苗劣势而深受疫情影响, 输入性通胀较严重。而日本基于人口老龄化多年来一直处于通缩之中, 本轮全球通胀也对其有一定的拉动作用。

在疫情多轮冲击下, 全球供应链从原料、生产端、再到物流运输、最后到消费者各个环节不同程度受创伤。而需求端基于疫情、防疫政策以及经济刺激力度不同, 各经济体也表现迥异, 而这种差异化复苏结构在新一轮疫情冲击下更加分化。

在发达经济体和新兴市场之间, 前者的总需求会恢复较快, 而后者由于疫苗接种覆盖率较低、财政货币政策掣肘较多, 经济复苏步伐较缓; 在发达经济体之间, 由于欧洲是第

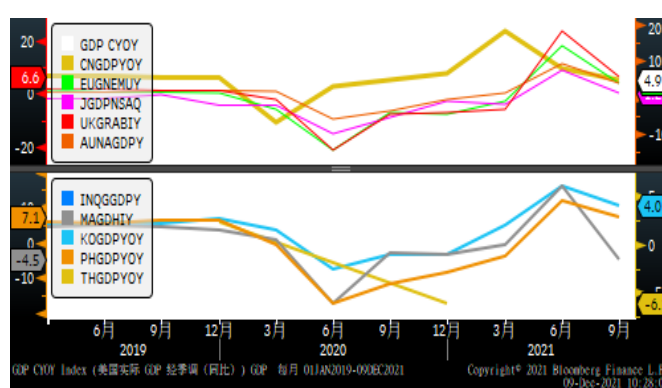
四波疫情的中心地区，复苏步伐较其他发达经济体、特别是美国更为缓慢，而美国的复苏步伐会异常快。由于复苏步伐的差异，美联储 2022 年的进入加息周期，将对其他国家复苏形成冲击，若加息前置，将制约包括中国在内的其他主要经济体可能采取的宽松货币政策、特别是降息政策，但受影响最大的将是复苏进程较慢和对美元流动性依赖较大的新兴和发展中经济体；同时加息还会造成全球资产配置方向的重大调整。届时美元及美债走强，贵金属和大宗商品承压，能源和大宗商品输出国家、经常账户逆差国家货币有贬值风险，甚至引发新兴市场国家主权债务风险。

图表 26：主要国家和地区花旗经济惊喜指数



数据来源：彭博，金瑞期货

图表 27：主要经济体 GDP 表现



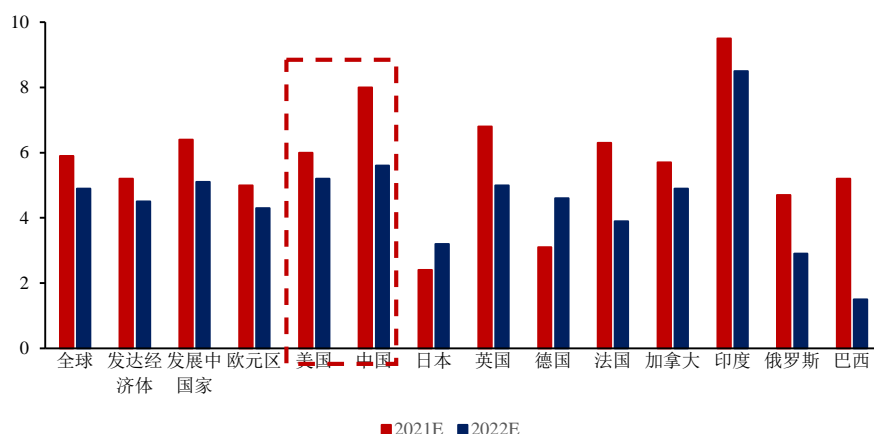
数据来源：彭博，金瑞期货

2022 年中国有望加强逆周期调节力度，经济增速无忧。首先按 IMF 的经济增速指引，中美两国 2022 年经济增速差值 20 年来最小（上一次差值最小是 98 年洪灾），按美国 2022 年 5.2% 经济增速指引，中国在政治上应该保持略高于 5% 增速的动力。其次从我国客观实际看，投资端下半年拖累经济下滑的地产已经边际好转，基建以及建安投资是稳经济重要手段，整个基建地产板块环比改善，财政支出增加。再次外需在境外经济保持韧性以及境外供应链恢复缓慢、全球贸易环境边际改下的条件下 2022 年有望延续 2021 年的“热度”，出口市场虽转弱但下滑力度有限。而新兴领域里面我国在新能源、5G 以及特殊设备领域的领先优势正释放行业红利。

12 月 6 日中央政治局会议其核心思想一个字“稳”，政策已正式转向，全力稳增长。几个重点表述：突出稳字当头；重提“六稳、六保”；“保持经济运行在合理区间”；“扩内需、促消费、扩投资”放在明年重点工作之首；“保障房建设”放在地产政策之首。会议认为今年“实现了十四五良好开局(经济结构转型，压缩地产的条件下仍能维持高增长)”，并要求明年“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”，预示稳增长仍是硬要求，明年两会仍很可能量化目标。因此我们认为：预计 2022 年 GDP

目标增速 5.5%左右较为合理（高于美国的 5%左右），底线应是 5%以上或者不低于美国。

图表 28：IMF 全球主要国家和地区经济增速预测



数据来源：IMF, 金瑞期货

五、拥抱绿色低碳经济

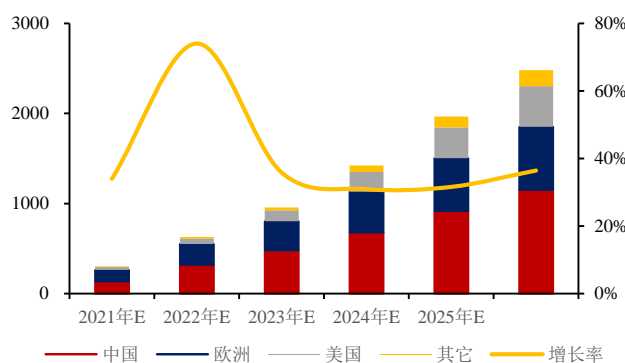
2020 年全球新型冠状病毒肺炎大爆发以来，全球经济受重创，生产力与生产关系面临重建，全球经济面临失去的两年，而随着主要经济体的史诗级量宽救市，经济逐步恢复，其中工业复苏进度快于服务业，经济细分领域除了服务、零售、航空等受疫情重创行业仍处于艰难爬坡阶段外，其它行业已基本恢复。在整个工业体系中，绿色经济无疑成为后疫情时代的一条靓丽风景线。

发展绿色经济是实现双碳目标的重要手段，主要经济体竞相发布了雄心勃勃的绿色经济计划。习主席在《联合国气候变化框架公约》第二十六次缔约大会上致词强调，中国将坚持走生态优先、绿色低碳发展道路，加快构建绿色低碳循环发展的经济体系，持续推动产业结构调整，坚决遏制高耗能、高排放项目盲目发展，加快推进能源绿色低碳转型，大力发展可再生能源，规划建设大型风电光伏基地项目。在中国发布了《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030 年前碳达峰行动方案》基础上，还将陆续各行业及各领域具体行动方案，形成碳达峰、碳中和“1+N”政策体系。中国双碳目标虽然公布晚于欧美，但在执行力度上已然处于世界前列，特别是最近两年在新能源领域所取得成绩为未来十年中国与欧美竞争取得先机。

新能源作为绿色经济的重要组成部分,也是未来大国博弈的关键领域,新能源汽车、光伏、风电等迈入快速发展通道。其中新能源汽车至 2020 年 H2 大爆发以来,2021 年更是取得 100%以上的增速,展望五年新能源汽车有望取得 35%以上的符合增加率。据国际能源署(IEA)报告保守预计 2021 年全球光伏新增装机 156.1GW,至 2026 年可再生能源在全球电力容量增幅中的占比将达到近 95%,仅太阳能光伏占比就会超过一半。光伏装机总量将从今年的约 894GW 增至 2026 年的 1.826TW。

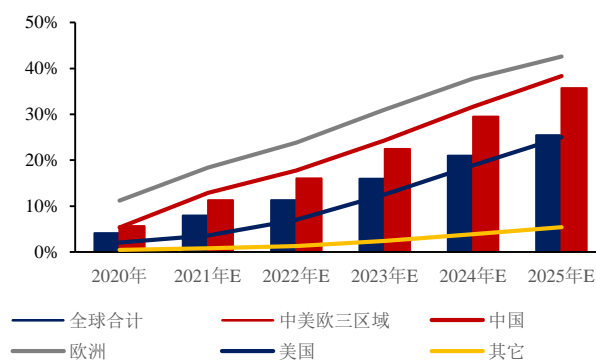
据中信证券预计 2021/22/25 年全球光伏新增装机望达 160/210/350GW,未来 5-10 年 CAGR 有望维持 20%-25%;预计中国“十四五”期间光伏年均装机需求或达 75GW,“十五五”期间年均装机需求或达 100GW 左右(2021-2030 年均约 86GW),其中光伏和风能按 1:1 估算。据生意社预计十四五期间风电年均新增装机中枢为 50-65GW。预计分预计 2021 年国内新增风电装机 40GW,2025 年新增 80-90GW,年均复合增速超过 20%。

图表 29: 全球电动车销量预估(万辆)



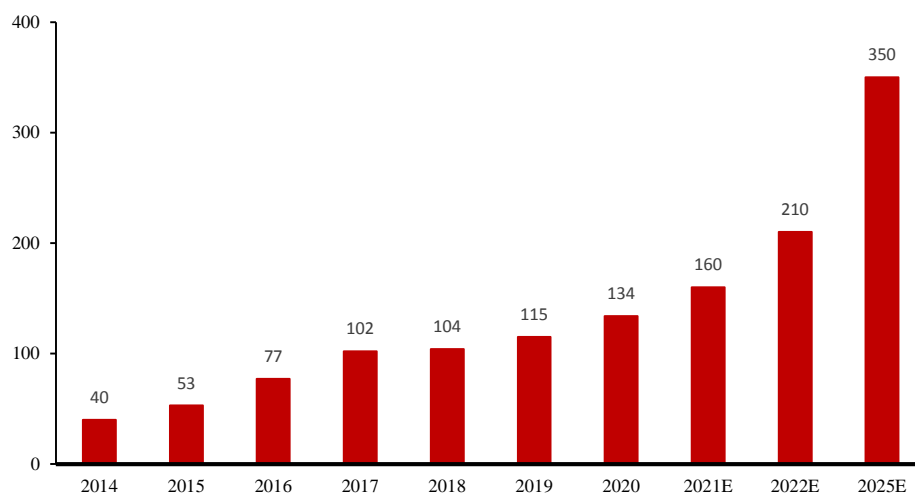
数据来源: 金瑞期货整理

图表 30: 电动车渗透率



数据来源: 金瑞期货整理

图表 31：全球光伏装机（GW）



数据来源：金瑞期货整理

绿色经济无疑是未来五到十年全球经济主要增长点，也是主要国家和企业要抢占高地，伴随绿色经济而产生的绿色经济红利或者“绿色溢价”将成为投资的主线。对标商品方面，部分能耗较高的传统产业，比如钢铁、电解铝等将产能受限，行业供给端曲线陡峭，供给端弹性大幅减弱；同时能源革命会驱动部分品种的需求大幅扩张，比如锂、镍、钴、铜等品种，绿色经济必然会催生绿色商品红利。

六、宏观总结

- 全球正经受第四波疫情冲击，南非变异毒株奥密克戎快速传播为疫情防控增加变数，从目前疫情的影响和市场数据反馈分析，本轮疫情对全球经济生活的影响有限。随着抗击疫情经验的累积，疫苗接种率的提升和治疗手段的改进疫情边际影响转弱，新冠肺炎将逐步常态化，关键点在于冬奥会能否成功控制疫情。
- 2021 年宏观逻辑主线为供给端缓慢恢复（新兴经济体疫情影响）和需求端快速爆发（发达经济体超级量宽）间剪刀差，即供应链缺口矛盾。而当前供需缺口正在逐步收敛，一方面刺激政策的退出在需求端“退热”和疫情常态化后有效供给的恢复使得供需时间错配矛盾修复。另一方面，劳动市场及物流链的修复保障了供给方和需求方的国际分工体系顺利运转。
- 随着美联储的加息全球迈入信用收缩周期，我们认为随着全球供应链的修复，疫情的常态化，全球通胀环比改善，美联储的被动加息压力缓解，经济恢复健康状

况成为联储加息节奏的关键因子。同时随着美国的加息，新兴市场货币贬值风险以及主权债务风险成为宏观重要风险事项。

- 全球经济非均衡恢复将持续，以美国为首的发达经济体的整体表现仍将强于新兴市场国家和欠发达地区。中国“稳”经济成为 2022 年的首要任务，“稳出口、扩内需、促消费、扩投资”是主要抓手，基于中国工业体系完备、外需市场韧性、财政有空间，我们认为 2022 年中国经济有实现 5.5% 的经济增速。交易“内循环”“中国造”和“消费中国货”仍有机可寻。
- 绿色经济无疑是未来五到十年全球经济主要增长点，也是主要国家和企业要抢占高地，伴随绿色经济而产生的绿色经济红利或者“绿色溢价”将成为投资的主线。以新能源汽车、光伏、风能为代表的绿色能源“热”催生绿色商品红利。

主要风险点：

- ✦ 疫情控制不及预期，主要风险在于预期失控后是否会再次引发医疗挤兑风险以及经济封闭现象。
- ✦ 大国政治风险，意识形态之争风险，主要体现在西方国家与中俄、美伊等。
- ✦ 美国加息走强引发的新兴市场以及欠发达国家的货币贬值、主权债务危机等。
- ✦ 政策风险，主要经济体贸易政策、产业政策转变等。
- ✦ 地区冲突、民主运动、自然灾害等不可抗力事件影响

第二部分 有色策略

2021 年市场交易的逻辑主线在于供给端缓慢恢复（新兴经济体疫情影响）和需求端快速爆发（发达经济体超级量宽）间的供需缺口迟迟难于收敛。供给侧逻辑主要体现在疫情对供应链体系的破坏，包括区域性经济封闭、物流效率低下、劳动市场恢复缓慢等，需求端由于大规模量宽救市引发需求非对称性复苏，主要经济体房地产上行、美国耐用品补库、制造业领先服务业复苏等。而“双碳”经济更是在助推供需缺口拉大，一方面高能耗高碳排放产业产出受抑制（如中国能耗双控、产能限制），另一方面大力发展绿色经济催生绿色投资需求（新能源汽车的持续超预期表现）。因此对于 2021 年商品及服务价格的快速上涨是产出缺口和绿色溢价共同结构。

2021 年下半年一个重要的经济表现形式在于“滞胀”，其特征表现为，一是 PPI 的“胀”和“CPI”的滞，即 PPI 与 CPI 剪刀差持续扩大（见图 24/25）；二是发达经济体的“胀”与新兴市场及欠发达地区的“滞”，表现为全球经济体非均衡复苏；三是海外的“胀”和国内的“滞”，在商品上表现为外强内弱。其中中国的“滞”除了房地产受抑制需求下滑外，人口老龄化趋势在根本上拖累实际需求。

展望 2022 年，刺激政策有序退出引发需求减弱与供给侧逐步恢复的供需缺口收敛压缩产业利润，美联储加息周期在金融端施压资产价格。因此对于大宗特别是工业品，信用收缩、供需结构转变决定其趋势逻辑，工业品价格整体承压。价格变化节奏上，基于我们对 2022 年全球经济韧性强特别是中国能“稳”住形势，通胀压力环比改善，美联储加息节点延后（就业市场和服务业恢复是关键）的整体宏观判断，我们认为需求端下滑力度有限，主要价格压力在于 H2 下半段美国加息周期的开启。分板块看，首先能源端基于供给约束的缓解，政治民生压力，价格下修的动力大于上行驱动；黑色由于国内地产的走弱大概率上震荡走弱；而有色金属基本面各异，供给弹性和需求前景决定其表现分化。

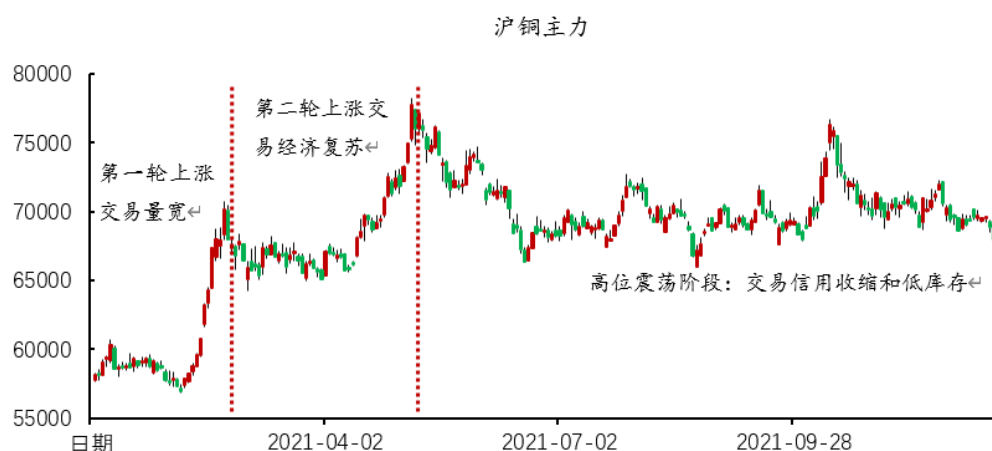
各品种表现上，低库存和 Back 结构（LME 市场）是当前商品的主要特征，也是价格的重要支撑。其中锡由于长期矿业支出偏低，供给难有放量空间，而需求端受益于新能源和电子工业的复苏，供需缺口难缓解，价格将继续表现强势。铝的高能耗特性，在双碳目标约束下供给缺乏弹性，其需求端的表现决定其价格空间。铜（矿端）和锌（冶炼端）主要在于供给端恢复进度，其关键因子在库存和 TC 变化节奏。镍短期需求端有支撑，中长期随着印尼产能的释放而表现过剩，操作上仍表现为做“镍”不易、不好拿“镍”。而铅长期需求前景较为悲观，供给端再生逐步放量给予长期价格压力，节奏上以产业利润为交易核心。

一、铜年度交易策略

1.1 2021 年铜主要运行逻辑

- **经济复苏逻辑**，2021 年初疫情发酵，主要经济体相继推出量宽政策，而中国的就地过年政策使得一季度经济预期较好，价格快速上涨。二季度由于第一波疫情冲击结束，随着温度的回暖以及疫苗的跟进，全球在一片经济乐观恢复前景的预期下，推升资产价格，而供给端恢复较为缓慢的工业金属更成为资金的宠儿。
- **供给扰动和低库存逻辑**，供给侧受多方面影响而缓慢恢复，首先区域性疫情爆发本身影响矿端和冶炼产出；其次中国的能耗双控以及电力短缺，限制冶炼厂的有效产出；再次全球物流阻塞、海运成本飙升造成从原料到产品端在途库存累积，生产端到需求端的传导效率低下加剧供需错配矛盾；最后疫情和运输对废铜的影响。供给端持续做减法，而需求端基于刺激政策和产业补库而快速复苏，供需缺口下全球显性库存持续去化，伦敦、保税区、及国内显性库存皆处于极低位置。低库存和逼 Back 行情反复演绎。
- **信用收缩逻辑**，随着疫苗的推进和疫情边际影响减弱，供给恢复和需求爆发带动供需剪刀差走阔，上游原料端产出缺口推动全球 PPI 迅速抬升，H2 在 PPI 带动下全球进入高通胀阶段。全球“滞胀”风险提升加大市场对货币政策转向的担忧，而现实高通胀数据与美联储的暧昧行为加大市场波动，市场交易节奏在 Taper 与加息预期之间切换。

图表 32：2021 年沪铜价格表现

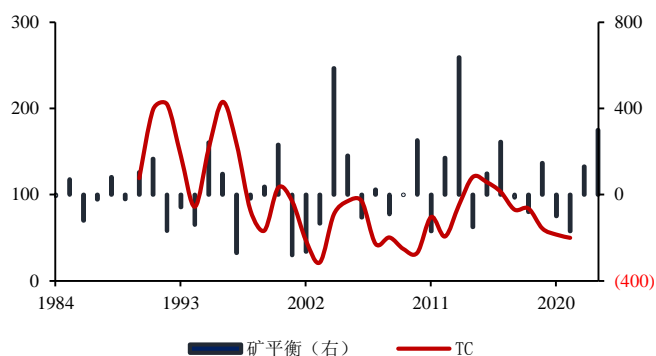


数据来源：金瑞期货整理

1.2 2022 年铜逻辑梳理

- 宏观上信用收缩，12 月美联储利息会议美联储宣布将加速削减购债 (Taper)，符合市场预期。对通胀等表述上删除通胀是“暂时性”的措辞，同时大幅上调对通胀的预测。点阵图预期的 2022 年加息次数从 1 次增加至 3 次，顺应了市场预期但超联储过往路径规划，一定程度是说明联储态度上“转鹰”。Taper 节奏加快也好加息从 1 次增加到 3 次也罢都是美联储对高通胀和市场预期的一种呼应，也算是就加息与市场进行沟通。不论加息节奏如何，**美联储 2022 年带领全球进入信用收缩周期，风险资产及外汇市场皆会随着转变运行逻辑，而对于铜市场信用收缩无疑会拖累价格。**
- 供给逐步恢复，矿端由平衡转为小幅过剩。2022 年随着疫情对经济生活影响的减弱，原料供给和物流效率皆有不同程度恢复。首先矿端，据我们跟踪全球主要矿山开支活动、财务报表和公司动向，2022 年复产、改扩建爬坡产能如紫金、Freeport 等企业合计贡献超 100 万吨级矿增量。冶炼端增量主要集中在国内，国内 2022 年新增产能如大冶、中条山等和复产产能合计贡献超 50 万吨，加上国外炼厂新增产能，预期整个电铜增量 3%-3.5%。铜矿略有过剩，预期 TC 大概率上环比上行。

图表 33：全球矿平衡&TC



数据来源：iFinD, 金瑞期货整理

图表 34：秘鲁铜矿产量

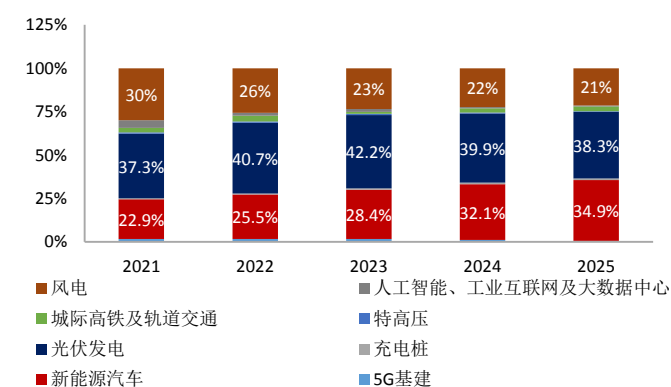


数据来源：iFinD, 金瑞期货整理

- 需求端面临刺激政策退坡、新旧动能切换、经济增速换挡等因子影响。2022 年全球经济从 2021 年的快速复苏进入到局部复苏阶段，同时刺激政策逐步退出，全球经济增速下滑。国内市场看，由于政府对地产的限制，预计 22 年地产以及周边需求如家电等对铜需求形成拖累；而新基建、绿色经济领域（新能源汽车、

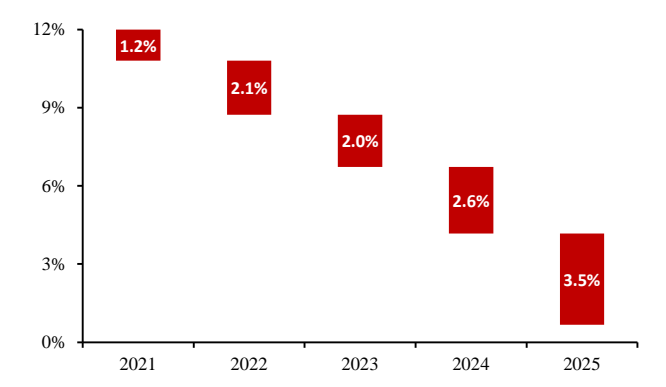
光伏、风电)、以及受疫情影响的电子半导体行业将会成为需求重要的支撑点, 预计国内对铜需求约 1.5%左右增速。海外方面虽刺激政策退坡, 但欧洲以及一带一路国家仍在恢复的道路上, 海外方面经济修复带来约 3 个百分点左右的增量, 结合全球我们测算铜预计将带来 2%左右的需求增量。

图表 35: 全球新增用铜结构



数据来源: iFinD, 金瑞期货整理

图表 36: 新领域对铜增量贡献



数据来源: iFinD, 金瑞期货整理

- 隐性库存冲击平衡表, 在 2022 年供给平衡表上, 生产和消费端大致持平, 表现形式上会根据产量恢复进度以及季节性需求带来库存的增减。而据我们测算 2021 年因疫情、物流等因素影响的部分在途库存集中释放或许会成为冲击平衡表因子的重要变量。

1.3 结论与建议

2022 年基于宏观层面刺激政策退坡, 流动性收紧, 经济降速换挡的判断, 铜价重心将下修。而铜当前的低库存和供给端缓慢恢复使得短期内仍处于现货偏紧状态, 在库存拐点未出现前, 铜价仍将表现为高位震荡和 Back 市场结构。预计 2022 年全年铜价表现为前高后低价格重心逐步下移, 伦铜核心价格区间预计【7300, 9700】美元/吨, 沪铜核心价格区间预计为【55000, 72000】元/吨。长周期看, 铜产出上行空间有限, 而绿色经济以及新型领域的增量需求将支持价格走强。

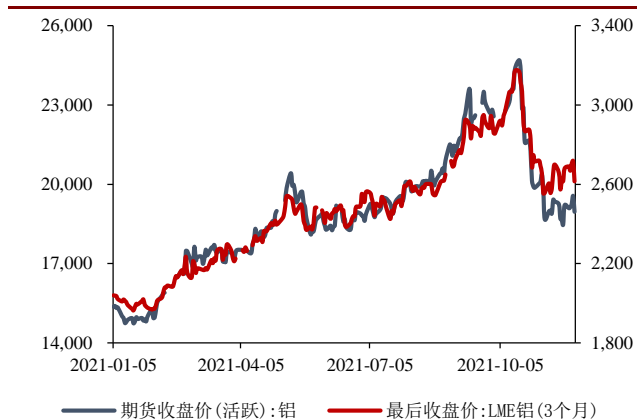
操作层面 H1 前半段大概率上仍走低库存价格支撑逻辑, 以高位震荡思路操作, 同时结构上走跨期正套逻辑。下半年市场早信用收缩逻辑下交易宏观走弱逻辑, 价格将逐步走低。跨市方面, 由于中国对铜的大量进口需求以及铜的金融属性, 跨市交易仍围绕进口窗口打开到亏损 2%左右区间正反套操作。

二、铝年度交易策略

2.1 2021 年铝行情大年，其交易逻辑分为三个阶段

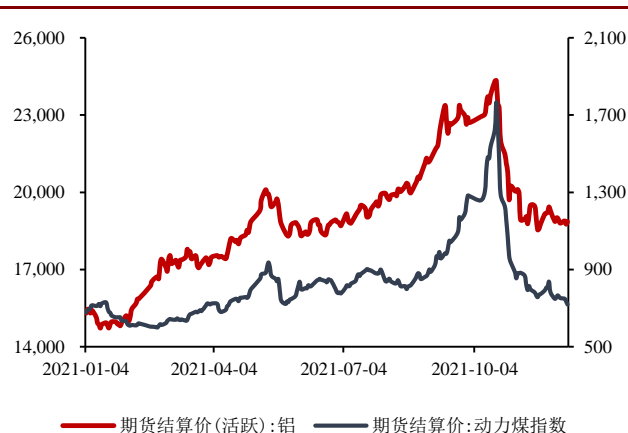
- **第一阶段，双刺激下经济恢复逻辑**，2021 年初全球第一波疫情冲击结束，在主要经济体史诗级宽松政策刺激下，经济恢复逻辑点亮市场信心，尤其是春节期间国内的就地过年政策使得一季度经济表现超预期，同时疫情新增病例快速回落，靓丽的经济恢复数据+良好的预期推升价格到上冲 20000 元/吨位置。
- **第二阶段，供给限制逻辑**，电力紧张、能耗双控政策和物流效率低下等影响供给恢复速度因子成为市场交易点。5 月下旬云南降水不足而导致电力供应紧张，电铝企业降负运行，同时新增投产项目延后。二季度国家为实现双碳目标实行严格能耗双控政策，叠加部分电力紧张问题产出加大产出限制力度，截至 9 月底，各地区累计减产产能超 300 万吨。同时海外市场因疫情引发运力紧张，物流费用暴涨，货物流效率降低，欧洲爆发能源电力危机助推供给悲观预期，沪铝主力也一路飙升超过 24000 元/吨。
- **第三阶段，成本坍塌逻辑**，四季度初国家为了稳定电力成本，国家强力调通煤炭等能源价格，电解铝成本大幅走低，叠加地产调控经济转悲观，铝价回落至 18000-19000 元/吨成本支撑区间波动。

图表 37：2021 两市铝年价表现



资料来源: iFind, 金瑞期货

图表 38：沪铝与动力煤期货结算价

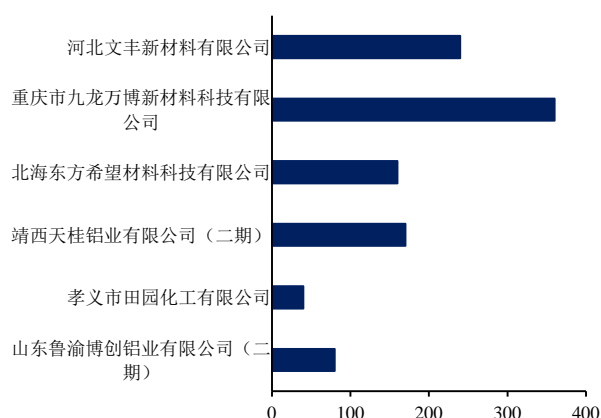


资料来源: iFind, 金瑞期货

2.2 2022 年逻辑展望

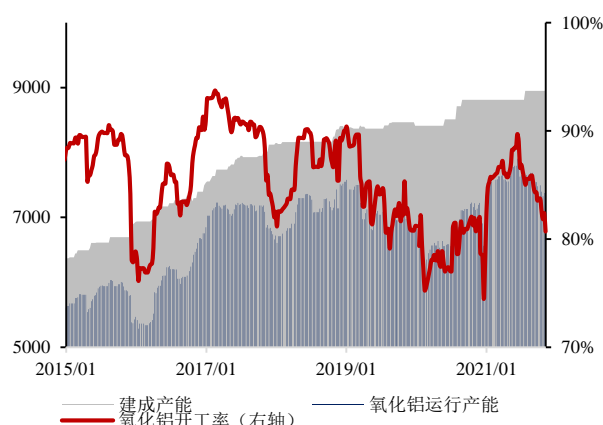
- **“双碳”背景下有效供给弹性低，全球供给增量有限。**一方面国内“双碳”目标和“十四五单位 GDP”能耗指标下，高能耗产业产出受限，电解铝作为能耗大户，且能耗大省产能集中度较高，潜在的产出受限概率高，而新增及复产产能又集中在云南、广西等高能耗省份，因此预计 2022 年国内电铝产量难有大幅增长空间。据我们测算 2022 年产能将在目前运行产能基础上增加 296 万吨，国储按暂不抛售铝锭储备计算国内产量增量预计 0.5%-1%之间。另一方面海外电铝产能，除复产产能外，新增产能 22 年 60 万吨左右，到 2023 年接近 160 万吨略有放量，预计全球电铝供给增量 2%-2.5%左右。
- **电解铝成本稳中有降，**首先能源端按《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》指导意见 2022 年动力煤的价格波动区间【550,750】，且按目前的产量进度，22 年动力煤大概率上供给过剩，煤炭价格预计逐步回落指导价格区间，则电力成本端电铝稳中有降。其次氧化铝新增释放加剧氧化铝过剩忧虑，据百川数据，2022 年国内新增产能预计达 1050 万吨，届时氧化铝在产产能或达到 8575 万吨。海外新增项目方面，明年新增产能主要在印尼，总共计划投产 465 万吨。因此氧化铝全球新增及复产产能超 1500 万吨的前提下，电铝实际产量增长有限，氧化铝过剩程度加剧，而铝土矿供给相对稳定，则氧化铝价格回落的概率大于上行概率。最后辅料价格以及运输成本有望回落，因此电解铝成本难有增长空间。

图表 39：2022 年国内氧化铝新投项目（万吨）



资料来源：iFind，金瑞期货

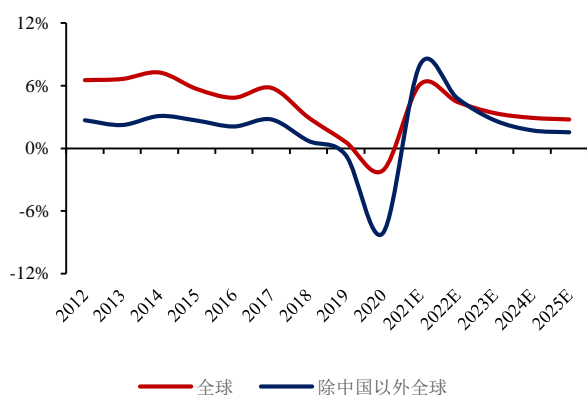
图表 40：国内氧化铝运行产能及开工率



资料来源：iFind，金瑞期货

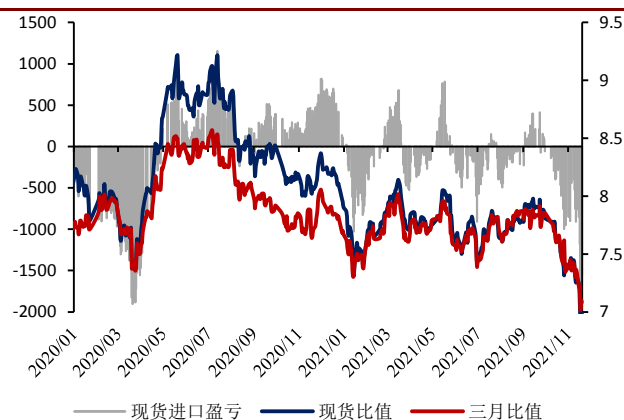
- **需求稳步抬升，绿色经济领域是亮点。**国内坚持“房住不炒”原则，地产端当前定义为稳经济重要手段，政策上难有大幅放松的空间，但环比数据上 2022 年较 21 年 H2 有所改善。基于 2021 年上半年高基数，22 年地产按-5%计算拖累铝消费 1.5%-2%左右，但基建和旧改方面能部分的对冲传统地产的下滑，因此整个基建和大地产合计铝消费减少 50 万吨左右。汽车及轨道交通领域，新能源按 160 万辆燃油车按 150 万辆增量计算合计铝消费增量 35 万吨左右，轨道建设按 10 万吨增量消费计算，则整体汽车轨道交通对铝增量消费 45 万吨左右。光伏国内增 20GW 海外增 40GW 计算保守估计对铝消费增量 35+万吨。电线电缆特高压领域增 30 万吨左右，其它领域消费增量 10-20 万吨。铝材出口方面虽有出口退税减免之忧，但海外经济复苏特别是欧洲和“一带一路”会承接美国方面需求动能，预计铝材出口方面较 2021 年只增不减，这里按持平计算。整体国内消费增量 70-90 万吨增量约合 2%。
- **海外需求是价格最大变量，**新冠疫情爆发以来海外“直升机撒钱”救市模式下，需求快速恢复，而海外供给有限情况下的海外供需剪刀差扩大引发商品价格暴涨。而国内基于良好的预期控制以及谨慎救市的经济行为使得国内基本表现相对温和。其最终结构外需强劲、国际物流资源紧张、价格外强内弱。对于 2022 年铝市场我们依然认为境外供需主导价格节奏，海外需求层面预计 2022 年欧洲需求增量会承接美国因刺激政策退坡而造成的需求下滑，非洲、拉美、东亚等市场疫情缓和后会取得较大的同比增速。按咨询机构伍德麦肯兹给出的需求指引，全球 2022 年需求增量 4.5%，除中国以外增量 4.8%，虽然该机构给予中国 4.2%对的乐观数据，若中国按 2%增速计算，中性判断全球铝消费增速 3%-3.5%。供给增量按 2%-2.5%计算，部分在途库存对冲后全球供需缺口 40-80 万吨。同时海外能源电力价格高企，成本端海外电力成本回落空间不及国内，因此海外铝去库预期叠加成本支撑下，LME 铝价格下跌修复后再次走强的概率较大。

图表 41: Wood 全球铝消费增速



资料来源: Wood, 金瑞期货

图表 42: 电解铝进口比值



资料来源: iFind, 金瑞期货

- **进出口市场,国内电解铝进口和铝材出口将持续**,铝材出口方面由于欧洲以及“一带一路”经济复苏,外需市场依旧维持旺盛需求,若税收政策不变铝材出口仍会保持正增长,中性假设下铝材维持 2021 年出口规模。进口方面,国内由于 1 季度春节假期季节性累库,二三季度预计供给缺口较大,按供需产量增速推算,年度铝锭进口需求超百万吨。因此进口需求预期下,国内价格将围绕进口盈亏比值跟随外盘波动。

2.3 操作建议

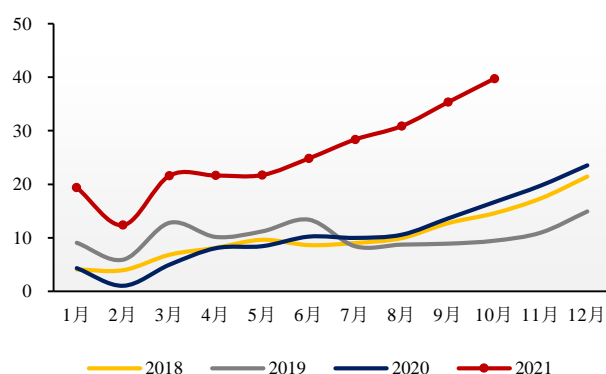
操作层面,基于全球供需缺口去库预期,价格波动中枢将上移,一季度在国内季节性累库以及疫情波动冲击下价格在预期在【2400, 2700】美元/吨波动下沿区间震荡筑底,二三季度随着需求释放,价格将再次走强测试前高 3200 美元/吨位置,而沪市价格将围绕进口盈亏平衡比值附近跟随境外价格波动。交易上铝仍然属于逢低多配品种;跨市操作上二三季度走反套逻辑,可择机布局反套头寸(注意 LME 移仓风险);月差方面,一季度后国内去库逻辑下,月差走强的概率较大,可择机布局月差正套或者交易基差走强逻辑。

三、镍年度交易策略

3.1 2021 年镍产业逻辑

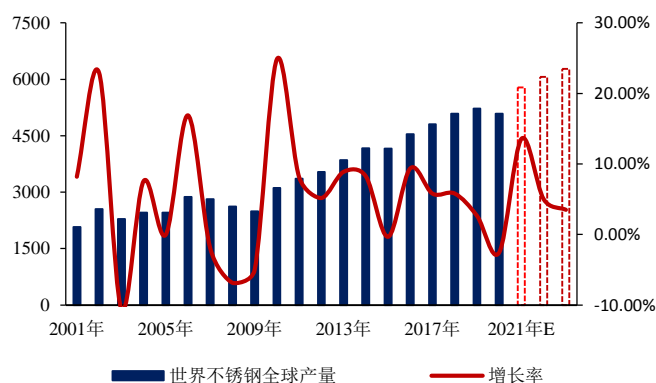
供给爬坡、需求旺盛、资源偏紧和库存走低至镍市 2021 年表现特征，从镍矿到镍铁、镍板到镍豆、从中间品到硫酸镍产业链资源皆相对偏紧。首先三元材料对硫酸镍的强劲需求，带动硫酸价格走强，硫酸镍在高利润（镍豆）刺激下产能增加，镍豆需求大幅提升，三季度末硫酸镍的镍豆自溶需求超万吨，境外原厂镍豆以及 LME 仓库镍豆大幅流入中国。而上游矿端菲律宾受疫情干扰，供给不及预期，加上二三季度全球物流资源紧张，海运费成倍增加，镍矿价格快速抬升，从成本端推升镍铁价格，从而形成对一级镍的价格支撑。特别是三季度末国内能耗双控下，镍铁产能受限供给收缩，镍铁实现了对一级镍升水的强势表现，更是强劲支撑镍价。

图表 43：中国新能源汽车销量（万辆）



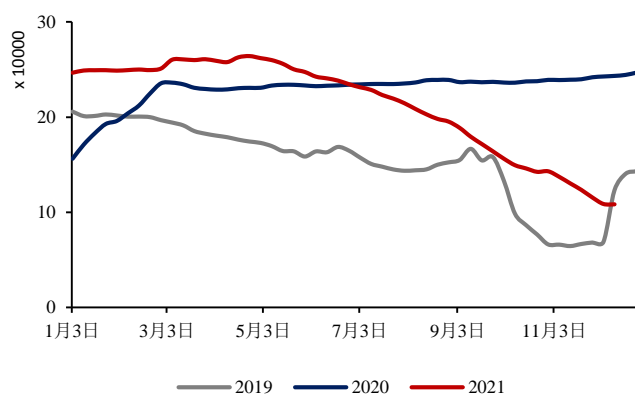
数据来源：中汽协，金瑞期货

图表 44：全球不锈钢产量（万吨）



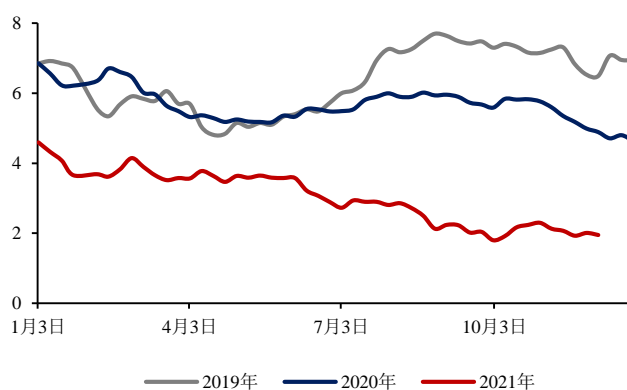
数据来源：ISSF，金瑞期货

图表 45：LME 镍库存（万吨）



数据来源：iFind，金瑞期货

图表 46：国内社会库存（钢联：万吨）



数据来源：Mysteel，金瑞期货

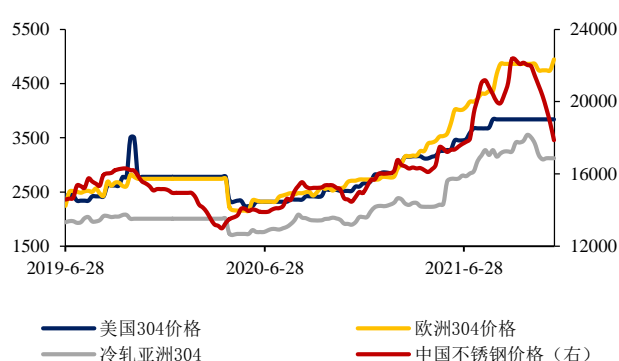
因此整个 2021 年镍矿、镍铁、一级镍和硫酸镍在产业链正反馈定价逻辑中价格逐级抬升。其中一季度前半段在经济复苏和新能源预期逻辑下价格快速冲高；三月青山高冰镍项目公布后市场迅速走低，新能源需求给予价格底部支撑；五一后海外不锈钢价格快速飙升，带动原料镍铁、镍矿几个走高，从而推升镍价走强；三季度末能耗双控下，不锈钢产业供需双弱，而新能源的旺盛需求支撑镍价高位震荡。

图表 47：矿价和海运成本上升（美元）



数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 48：不锈钢市场价格表现



数据来源：Mysteel，金瑞期货

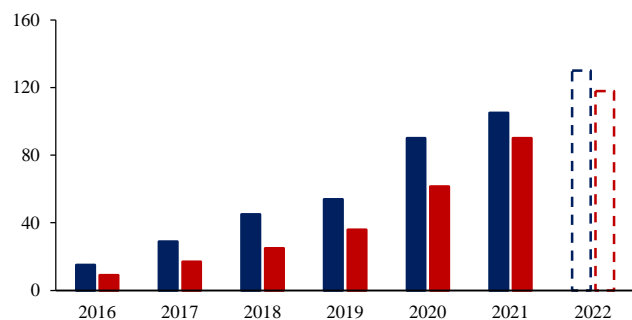
3.2 2022 年镍逻辑展望

2022 年随着印尼镍铁及新能源项目的相继投产，镍金属资源由偏紧转为过剩，价格传导逻辑上应该是随着镍铁供给增加，镍价价格先行下跌，进而在预期作用下带动一级镍走弱，同时镍铁和镍的走弱施压镍矿，矿价回落，因此镍铁风向成为 2022 年镍价方向驱动的主要因子。新产能投产方面据我们测算当印尼镍铁产量上 10 万金属吨/月时能实现镍铁与不锈钢的需求平衡，超过 12 万金属吨后镍铁向新能源净输出。按印尼镍铁产能投产进度，乐观预计下 2022 年二季度末基本能实现镍铁供需平衡，三季度能实现镍铁向新能源的净输出。

价格表现上 2022 年一季度虽然印尼新增项目爬坡但全球镍供给整体维持偏紧态势，库存仍将保持去化或者维持在全球极低的库存水平。而镍价将基于短期供给偏紧的的强现实而维持在【18000,21000】美元/吨高位震荡，两市升贴水将维持高 BACK 结构。二季度随着库存拐点的出现价格逐步回落，下半年市场价格波动中枢有望下探，伦镍在【15000,18000】美元/吨中枢区间波动，相应沪市一季度在【135000,160000】元/吨区间波动而后价格回落至【120000,140000】中枢区间波动。因此 2022 年价格展望上，库

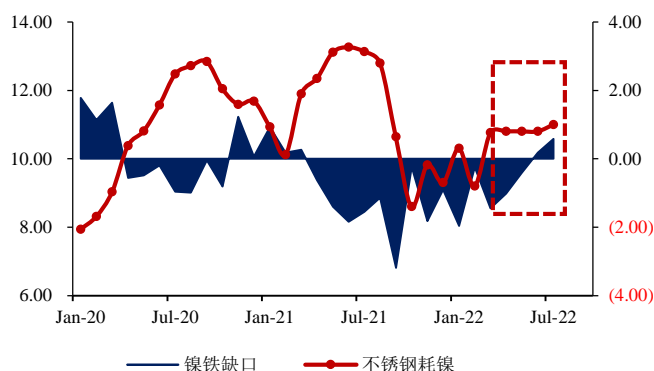
存拐点出现前保持高位震荡和 **Back** 市场结构，而随着镍铁价格重心的下移，成本支撑力度减弱后，镍价中枢将逐步下移，Back 结构将随着库存的环比改善而缩窄。H2 随着镍金属兑现过剩，价格将进一步走低至新的平衡中枢，整体上价格将表现为前高后低。

图表 49：印尼年度镍铁产能与产量（万金属吨）



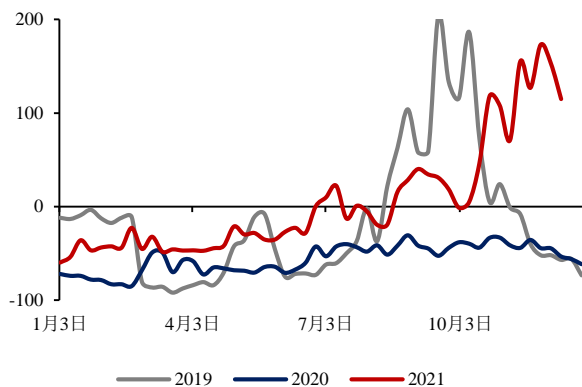
数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 50：镍铁不锈钢需求缺口测算（万吨）



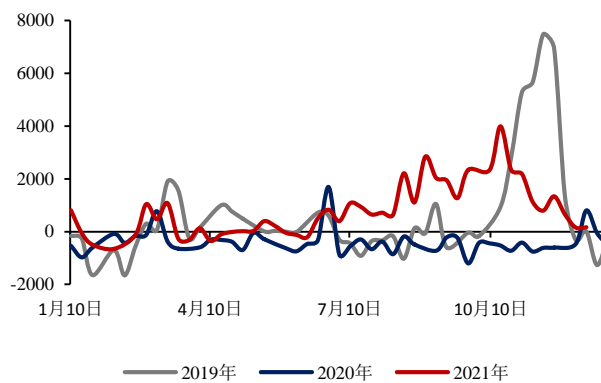
数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 51：LME Cash-3M 升贴水（美元/吨）



数据来源：彭博，金瑞期货

图表 52：沪镍 1-3 月月差（元/吨）



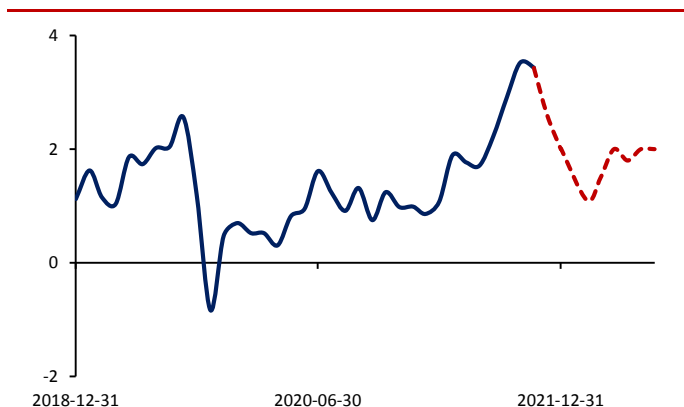
数据来源：iFinD，金瑞期货

3.2 操作建议

交易层面，上半年库存拐点出现前仍交易低库存和资源偏紧逻辑，趋势上围绕伦敦【18000,21000】美元/吨，沪市【135000,160000】元/吨进行区间交易，空头持仓成本较大择时较为关键。二季度后半段根据印尼镍铁产量数据以及库存数据确定是否逢高布局空头，H2 以空头交易思路为主。

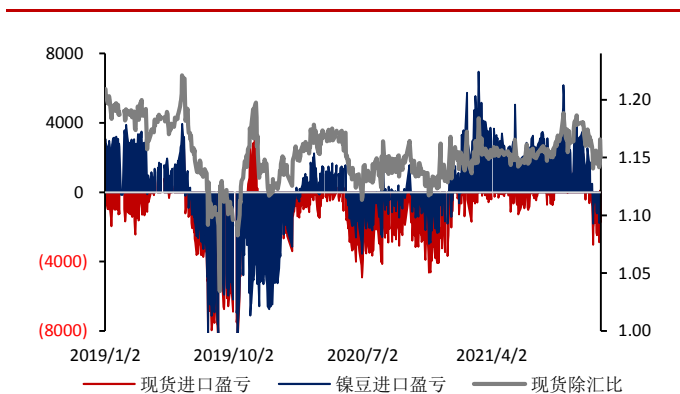
结构方面，基于 H1 库存仍将去化或者维持偏低的判断，Back 结构持续，择机跨期正套为主。跨市方面由于国内进口需求较大，预期进口利润在【-2%,0.5%】区间波动，可围绕该区间波动操作。

图表 53: 电解镍净进口 (万吨)



数据来源 Mysteel, 金瑞期货

图表 54: 镍进口盈亏及除汇比



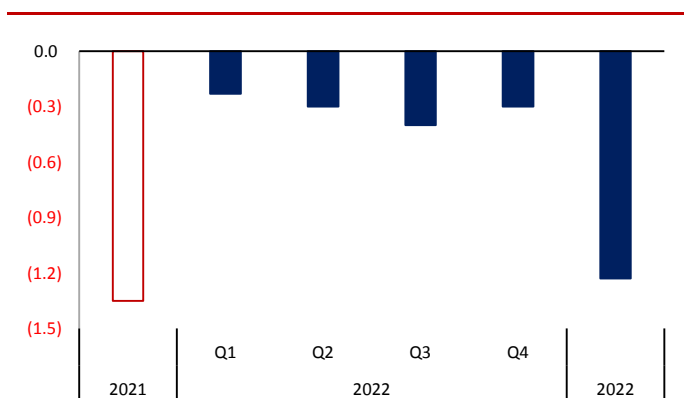
数据来源: iFinD, 金瑞期货

四、锡年度策略

4.1 极低的库存水平

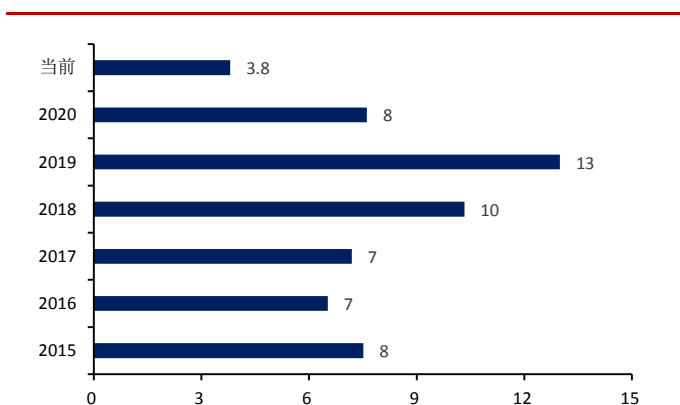
2021 年，锡价由于需求的快速恢复而供给端受疫情、物流、双控及电力紧缺等因子影响产出严重受限，供需缺口拉长，库存大幅去化，价格持续上涨，至 2020 年疫情低点以来上涨 3 倍有余，而当前全球锡的低库存、高价格以及高 Back 结构仍难以缓解。

图表 55: 全球锡季度平衡展望 (万吨)



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 56: 全球锡库存可用天数



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图 57: 海外锡增量汇总

海外锡矿增量汇总									
		Q4 21		H2 21		Year 21		Year 22	
国家	公司	产量(E):	同比	产量(E):	同比	产量(E):	同比	产量(E):	同比
刚果金	Alphamin	2917	19	5500	84	10523	204	12500	1977
秘鲁和巴西	Minsur	8200	-620	17790	590	34100	6242	35580	1480
澳大利亚	Metals X	2640	641	5028	703	8650	852	10500	1850
上市公司口径小计1		40		1377		7298		5307	
玻利维亚		5269	402	10630	1784	19917	5226	20000	83
印尼			4000		8000	72000	6000	76000	4000
缅甸			-3000		-5500	29500	-2000	30000	500
库存调节			1500		5500		5500		3500
国家口径小计2		2902		9784		14726		8083	
合计		2942		11161		22024		13390	

数据来源: 金瑞期货

4.2 供给增量有限 (见上表)

2021 年由于部分疫情缓解, 选矿厂技术升级和高价激励生产积极性等原因, 全球锡矿产出有了较大的修复, 上市公司和主要国家产量同比增加约 1.34 万吨。根据我们对主要生产国情况和重点上市公司财报进行了跟踪分析, 2022 年海外厂商如 Minsur、Metals X 因为技术改进和品味回升带来的增量, 缅甸因潜在的劳动力修复带来的增量以及印尼因价格激励带来的产量修复等等。预计 2022 年整体锡矿产量增长 1.3 万吨左右, 其中上市公司贡献约 5000 吨, 其他重点主产国增量约 8000 吨 (主要来自印尼和缅甸,)。矿端看海内外并无重大锡矿项目投产, 2023 年若 Syrymbet 投产顺利, 则可望带来 1 万吨/年的产能增量。2024 年及以后的潜在项目较多, 但目前尚存在较大不确定性。简而言之, 新矿投产无法解决短期内锡矿紧缺的问题。

4.3 需求增量集中在半导体和光伏领域

2021 年, 受到全球经济复苏和欧美居家办公等趋势的拉动, 锡终端消费需求增长强劲, 家电、消费电子和光伏等版块均有较快增长, 根据我们的计算, 2021 年全球用锡行业终端消费同比增长将近 10%。对比供应端 4%-5% 的修复, 加上物流效率低下, 拉大供需剪刀差, 加速全球去库。

展望 2022 年, 基于光伏大年的预期, 全球光伏装机增量超 60GW, 预计光伏带动 4500-5000 吨锡增量需求。而半导体行业由于随着疫情的恢复, “缺芯” 问题缓解, 全球半导体行业有望迎来 8%-10% 的增速, 采用 ITA 给出的传统汽车单车耗锡量约 0.35 千克的估计, 我们认为 2022 年汽车行业带来的锡增量需求将达到约 2000-2500 吨。加上其他领域需求复苏, 我们给予 2022 年全球锡 1.22 万吨的需求增量约合增 3.4%。

4.4 全球平衡

根据我们测算，2022 年锡全球供给增量 1.33 万吨至 36.28 万吨，需求增 1.22 万吨至 37.12 万吨，供需缺口 0.84 万吨。而国内市场由于冶炼厂产量稳定以及国内地产下滑对经济的拖累，国内有望延续大幅净出口的趋势，全年预期锡锭出口 5600 万吨左右。

图表 58：锡年度供需平衡表

2021/12/14	2019年	2020年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021(f)	2022(f)
全球								
产量	35.40	33.10	8.70	8.75	8.50	9.00	34.95	36.28
消费量	35.00	33.60	8.90	9.20	8.80	9.00	35.90	37.12
供需平衡	0.40	-0.50	-0.20	-0.45	-0.30	0.00	-0.95	-0.84
中国								
产量	16.66	16.00	4.20	4.40	4.00	4.20	16.80	17.40
消费量	16.50	17.40	3.90	4.30	3.80	4.20	16.20	16.43
进口	0.36	1.85	0.25	0.07	0.02	0.20	0.54	0.40
出口	0.61	0.45	0.22	0.63	0.40	0.15	1.40	0.96
供需平衡	-0.10	0.00	0.33	-0.46	-0.18	0.05	-0.26	0.41

数据来源：同花顺 IFinD，金瑞期货

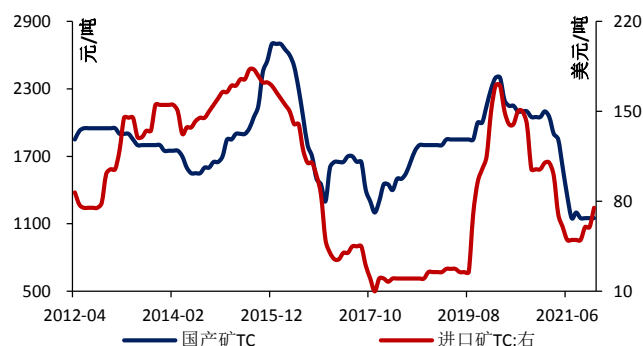
交易建议：基于供给短期的判断，维持锡价格强势的判断，结构上内外 Back 结构持续。

五、铅年度策略

5.1 2021 年铅主要运行逻辑

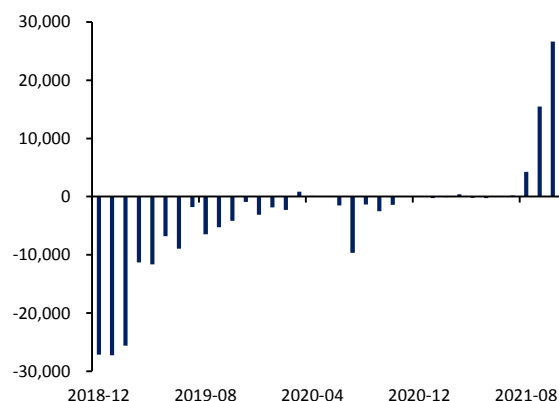
- “矿紧锭松” 主因疫情影响矿的产出，同时海运物流不畅，叠加欧洲能源危机助推，铅精矿市场整体偏紧，铅精矿加工费至 2020 年中拐头后持续下降并维持较低水平。锭松主要体现在中国再生铅产量释放后，全球锭有效供给增加，而需求端汽车受“缺芯”和新能源挤出效应影响而走弱，整体偏过剩。
- 铅锭“内松外紧”，一是国内再生产能释放，原生因副产品利润高而维持较高的开工率，同时国内现货深度贴水期货，现货交仓积极性较高，使得国内库存快速累积最高超 20 万吨。而海外市场因需求恢复进度快于供给，且欧洲能源电力价格高企引发部分企业减产，加上疫情影响物流和再生产，则海外供需缺口拉大表现为伦铅大幅去库，伦铅转 Back 结构。
- 国内累库和海外去库的最终结果为，铅进口亏损快速拉大到有出口利润，国内现货市场输出铅锭约 9 万吨到海外市场。

图表 59: 铅 TC



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 60: 铅净出口 (万吨)



数据来源: iFinD, 金瑞期货

5.2 2022 年供需逻辑展望

- **矿端逐步恢复, 尤其是海外市场。**根据国际铅锌研究小组数据, 2021 年 1-8 月全球铅精矿产量增幅 4.5%, 与此同时, 国内产量增长仅 1.6%, 海外增长 6.6%, 海外矿山成为增产主力。而 2022 年海外矿端有望进一步改善, 一是现有产能的进一步恢复, 另外矿山高利润下新增产能释放, **我们预计 2022 年新增产量 10 万吨左右** (如嘉能可的 Zhairem 财报披露即将投产, HZL 将有多个矿山项目进行技改扩产等), 冶炼厂 TC 有望回升。
- **再生铅继续放量, 贡献大部分增量部分。**2021 年前 8 个月全球再生铅增速超过 12%, 成为铅市场增产的主要力量, 虽然海外市场再生铅产出受疫情抑制, 但国内再生铅大量提升较快, 2021 年再生增量贡献约 20 万吨左右。2022 再生预计在 21 年基础上产量有望更进一步 (原料约束与利润是关键), 一方面国内 2022 年仍有部分再生投产, 另一方面还是疫情缓和后再生供给恢复。预计 2022 年全球铅市场供应增 2% 左右 (按原生持平测算)。
- **需求端此消彼长, 需求难有增长空间。**首先新能源汽车的崛起对燃油汽车的替代效应, 2022 年预计新能源汽车继续维持 50% 以上的产量增速; 其次国内的通信基站使用锂电梯次替代, 两大板块合计拖累铅 2 个点左右消费。电动自行车消费虽仍能维持正增长, 但也面临锂电替代问题, 海外出口市场将继续贡献铅消费增量部分。预期全球 2022 年铅消费增幅 0.5%-1%, 国内铅消费按 1% 的增速计算。

- 平衡上看,供给增加和需求逐步萎缩是铅市场主要矛盾,供给过剩是大概率事件,但过剩程度方面主要还是在于再生产量,再生市场生产弹性较大,当前原料瓶颈问题不突出的前提下,利润决定供给波动。中性预期下,2022 年铅市场约 1%的过剩量级。

图表 61: 铅年度供需平衡表

(万吨)	2019	2020	2021					2022				
			Q1	Q2	Q3	Q4	Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
中国产量	496	501.0	124	128	135	133	520	127	129	140	136	532
同比		1.0%	18.1%	-1.5%	8.9%	-6.3%	3.8%	2.4%	0.8%	3.7%	2.3%	2.3%
消费量	498	499.8	123	122	130	136	511	121	123	139	135	518
同比/%		0.3%	18.1%	-4.7%	2.7%	-3.5%	2.2%	-1.6%	0.8%	6.9%	-0.7%	1.4%
净进口	8	1.9	0.0	0.0	-2	-2	-4	-2	-2	-1	0	-5
供需平衡	6	3.1	1	6	3	-5	5	4	4	0	1	9
海外供应	715	677	181	177	175	176	709	183	180	179	176	718
同比		-5.3%	5.8%	9.9%	1.7%	1.7%	4.7%	1.1%	1.7%	2.3%	0.0%	1.3%
消费量	718	677	183	182	178	176	719	185	184	179	174	722
同比		-5.7%	7.6%	13.8%	5.3%	-1.1%	6.2%	1.1%	1.1%	0.6%	-1.1%	0.4%
供需平衡	-3	-2	-2	-5	-1	2	-6	0	-2	1	2	1
全球供应	1,219	1178	305	305	310	309	1,229	310	309	319	312	1,250
同比		-3.4%	10.5%	4.8%	4.7%	-1.9%	4.3%	1.6%	1.3%	2.9%	1.0%	1.7%
消费量	1,216	1177	306	304	308	312	1,230	306	307	318	309	1,240
同比		-3.3%	11.6%	5.6%	4.2%	-2.2%	4.5%	0.0%	1.0%	3.2%	-1.0%	0.8%
供需平衡	3	1	-1	1	2	-3	-1	4	2	1	3	10

数据来源: 同花顺 IFind, 金瑞期货

5.3 操作建议

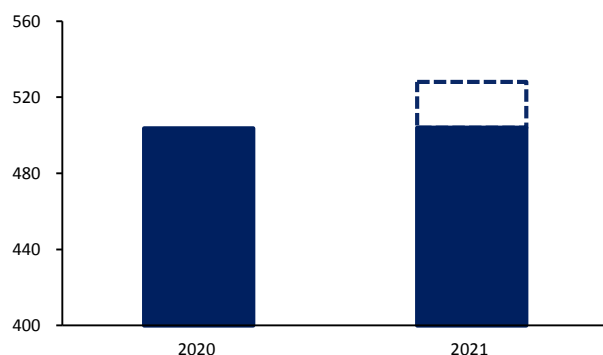
铅供给过剩的基础预期下,铅市场应逢高空配。节奏上,基于再生铅供给弹性大,所以操作上围绕再生利润或者原生再生价差进行波段操作。绝对价格方面趋势上震荡向下,波动核心区间预计【13000,16000】,伦铅待境外库存累积后有望回落到 2000 美元下方。结构上,国内由于再生对现货市场的持续冲击,远月升水结构将持续,而伦铅在库存累积铅仍大概率上未 Back 结构。跨市方面,基于国内过剩矛盾更突出的判断,需国内市场向海外输出铅锭,预期 2022 年 H1 有一定量级的铅锭出口海外,待海外库存累积后,内外价格同时走弱,届时铅出口比值将会围绕矿进口窗口打开到锭出口有利润之间进行波动。

六、锌年度策略

6.1 2021 年锌市逻辑

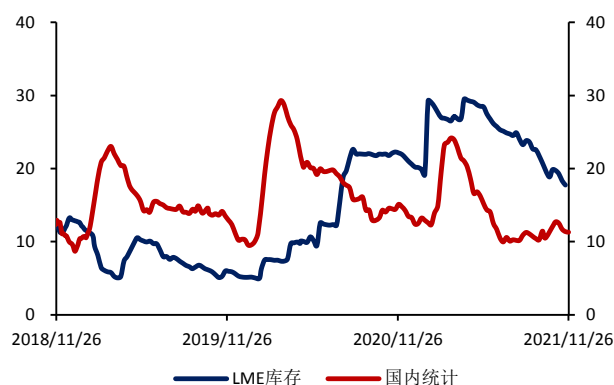
- 预期与现实的剪刀差，2021 年伊始，鉴于锌资源正处于“平衡向着过剩”的切换中，且供应端（矿）包含丰厚的利润，锌在上半年很长一段时间作为空配品种，其价格表现高位横盘不温不火。H2 随着时间的推移，产出数据上无论是矿端还是锭实际增量不及预期（年初预计 35 万吨左右，实际兑现 12 万），预期的累库变成去库。
- 供给端故事不断，首先矿端是疫情以及国内环保政策影响，增产情况不及预期，TC 走低，影响部分炼厂产出。其次国内缺电及能耗双控对产出的限制，特别是二三季度，国内产出限制影响 17 万吨左右锌供给。欧洲能源电力危机，大型冶炼厂如新星公司、嘉能可等先后宣布减产，欧洲能源危机影响超过 5 万吨产量损失。虽有国储抛锌补库市场货源，但需求强势表现下，锌相对偏紧。
- 表观需求强劲，2021 年的平衡看，增量上锭增 12 万吨国储抛储 18 万吨，而实际显性库存仍接近两位数的去库量级。消费端的拆分情况看，在锌的最大消费领域镀锌市场，全球生产端表现强劲，国内镀锌出口大增，同时海外镀锌产出同比录得高增长，表明经济复苏对锌需求的较大推动作用。

图表 62：国内冶炼厂产出受限（万吨）



数据来源：金瑞期货整理

图表 63：境内外库存走低（万吨）



数据来源：iFind，金瑞期货

6.2 2022 年展逻辑展望

- **锌矿增量逐步兑现**, 一是新增项目的投产, 二是 21 年延后及改扩建和爬产产能, 主要增量境外集中在墨西哥、秘鲁、哈萨克斯坦、俄罗斯等过, 国内主要是厂坝、大脑坡; 其次, 金东矿业、花垣县继续整合等少量增量中性预计 2022 年整体矿供给增 40 万吨左右 (疫情干扰存在不确定性)。
- **变量在冶炼端**, 排除非生产环节因素, 全球冶炼产能不存在瓶颈问题。冶炼端变量主要在“双碳”和能源电力问题对产出的干扰, 其中中国基于“双碳”目标对冶炼端开工的限制预计仍将持续, 特别是春节后的冬奥会和国庆前后的亚运会, 以及有色产能集中在高能耗省份等问题会成为制约冶炼产能开工主要变量。海外焦点仍然在西欧的能源成本高的问题, 虽然预计 2022 年能源电力问题逐步缓解, 但 H1 高企的能源价格会制约冶炼产能开工以及减产产能的复产, 同时明年其它国家如印度等会否存在问题仍是未知数。因此 2022 年冶炼端关键因子海外在能源端, 国内主要在“双碳”, 预计铎的产出增量不及矿增量, TC 大概率上会回升。
- **消费端亮点仍是海外市场**, 国内消费端地产下滑是整个工业品的拖累项, 但基建、绿色经济领域、出口市场等增量需求预计能与地产下滑形成对冲。而海外经济仍在爬坡阶段, 同时海外镀锌产业仍未恢复到疫情前水平, 预计海外锌贡献主要的全球增量需求, 全球锌整体消费增幅 1% 左右。
- **锌进口需求缩窄**, 由于国内市场消费端受地产拖累, 消费整体表现偏弱; 供给端的主要变量在“双控”, 2022 年国内锌铎市场供需皆受抑制。国内平衡看, 矿进口需求量仍然较大, 但铎进口需求最近几年成逐年下滑态势, 除去长单进口后零星进口需求有限, 因此进口盈亏方面上边界大概率在关税优惠国进口盈利, 而进口亏损下边际理论上在出口窗口附近, 重点关注矿进口大幅亏损后炼厂行为, 节奏上可能会根据国内季节性需求以及国内实际产出受限情况波动。

6.3 操作建议

基于对明年供给侧产出继续受“双碳”和能源干扰的判断, 平衡上矿端偏宽松, TC 有回升空间, 铎产出受限, 需求海外市场和新兴领域有支撑, 全年锌维持紧平衡状态, 绝对价格上铎受整个宏观和有色板块氛围带动。由于当前价格已经计价产出受限因子, 因此任何产出限制放松事件或许会成为价格承压的触发因子, 价格平衡未打破前以高位震荡思路操作。升贴水方面, 由于低库存和供给整体偏紧, 近月表现稍强, 择机正套逻辑支撑更强。跨市方面, 由于国内铎缺口收窄, 进口窗口开启后正套的安全边际更高, 但需注意国内低库存逼仓风险 (抛储是风险)。

图表 64: 锌年度供需平衡表

万吨	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
境外矿产量	785	823	823	788	836	866	874
境内矿产量	403	398	421	415	423	430	440
-境外锌锭产量	734	750	732	736	738	744	750
-境内锌锭产量	615	599	640	656	668	686	700
+全球再生锌调整量	(135)	(145)	(150)	(162)	(168)	(173)	(173)
锌精矿平衡	(26)	17	22	(27)	21	39	37
国储抛备	18						
全球锌锭消费	1396	1391	1397	1358	1434	1441	1448
-中国消费	695	680	703	713	750	737	744
-海外消费	701	711	694	645	684	704	704
精炼锌锭平衡	(37)	(28)	0	34	(9)	(10)	2

数据来源: iFinD, 金瑞期货

七、贵金属交易策略

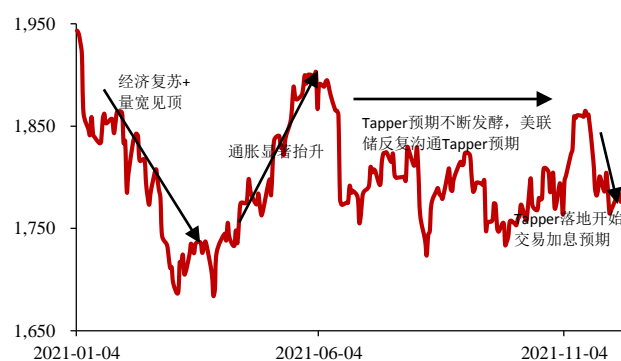
7.1 2021 年贵金属逻辑梳理

2021 年贵金属全年呈现出高位震荡态势, 行情逻辑主要在“疫情波动”、“Taper 和加息预期”、“通胀”之间切换, 其中疫情波动是主线, 而 Taper、加息预期和通胀逻辑是表现形式。具体节奏上 (以黄金为例):

- 经济复苏+量宽见顶逻辑, 1-3 月贵金属因为境外经济强劲复苏, 市场风险偏好显著抬升, 政策端交易“量宽见顶”的利好出尽逻辑, 贵金属价格自年初 1950 美元/盎司高位超跌回落至 1700 美元/盎司下方。
- 疫情波动+通胀逻辑, 3-6 月全球经历第二波疫情冲击, 同时通胀水平显著抬升, 在通胀和因疫情反复而延长量宽时间的预期下, 贵金属修正前期过于悲观预期, 黄金价格回升至 1900 附近美元/盎司。
- 信用收缩+类滞胀逻辑, 6 月后美联储开始就 Taper 问题与市场反复沟通, 贵金属价格在 Taper 预期与滞胀间博弈, 陷入 1750-1850 美元/盎司区间的反复震荡。直至 10 月宣布 Taper 落地, 市场显示交易 Taper 靴子落地的利空出尽, 小幅上行。而后全球高通胀数据下, 提前加息预期又起, 贵金属顺势回落。比较明显的

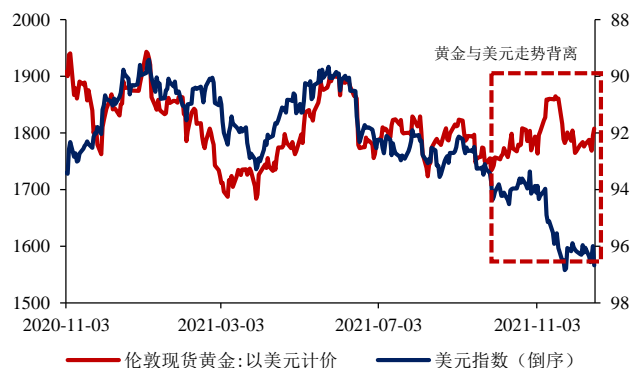
是 10 月后黄金价格与美元指数走势背离，黄金价格走通胀逻辑，美元走欧洲疫情和信用收缩逻辑。

图表 65：黄金价格逻辑



数据来源：iFinD，金瑞期货整理

图表 66：黄金价格与美元指数



数据来源：iFinD，金瑞期货

7.2 2022 年贵金属逻辑展望

- **信用收缩是 2022 年贵金属价格主逻辑**，12 月利息会议上美联储宣布将加速 Taper，大幅上调对通胀的预测。点阵图预期的 2022 年加息次数从 1 次增加至 3 次，顺应了市场预期但超联储过往路径规划，一定程度是说明联储态度上“转鹰”。我们认为，美联储对通胀表述上的转变也是对当前高通胀数据的压力释放，“防通胀”已成为联储与市场的共识，联储政策方向的关注点从劳动市场转向通胀。在加息节奏上当前的主要不确定性仍然来自疫情，新型变异毒株的实际影响力以及疫情对疫苗的检验仍未结束，待疫情形势明朗化后美联储更能坚定紧缩信心。对于通胀数据上认为后面几个月的环比数据更重要，环比若改善也会改变联储实际紧缩的节奏。整体讲 2022 年美联储正式带领全球迈入信用收缩周期，而信用收缩，实际利率抬升，贵金属价格将承压。

对标 08 年经济危机美联储的货币政策路径，在美联储信用收缩过程中，紧缩预期和市场沟通阶段贵金属价格大幅下跌，而进入加息周期后利空出尽价格企稳反弹。因此我们认为，本轮量宽退出美联储已经与市场进行充分沟通，Taper 加速和加息 2-3 次已被市场交易，后期的关键点主要在何时开始以及次数问题。若加息时间节点延后或者次数不及预期，则美联储实际表现更鸽派，贵金属价格将相对乐观。而左右当前美联储加息节奏的关键因子是美国经济恢复进度，在就业和通胀数据都能满足加息条件的前提下，唯有疫情的发展仍是未知变量，所

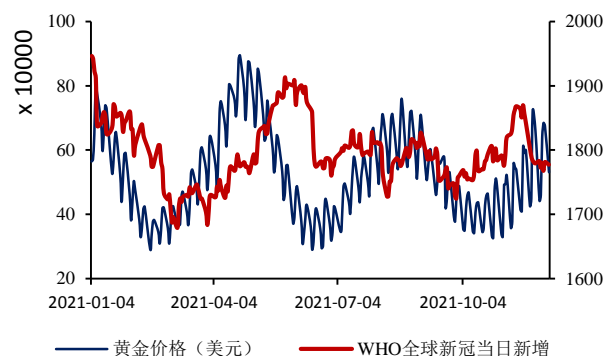
以疫情演绎才是美联储当前货币政策的关键点，疫情决定经济复苏进度，经济数据表现驱动加息预期波动，而加息节奏左右贵金属价格涨跌。

图表 67: 08 金融危机 QE 进程中黄金价格表现



数据来源: iFinD, 金瑞期货整理

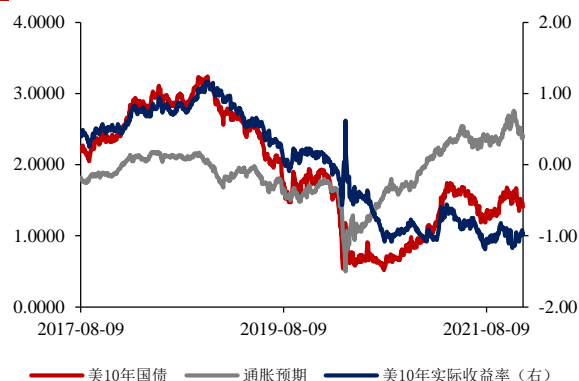
图表 68: 黄金价格与疫情波动同频



数据来源: iFinD, 金瑞期货

- **疫情演绎是关键变量**，对比黄金价格走势与疫情波动发现，疫情的每一轮价格冲击都会带来贵金属价格的波动。主因疫情波动改变全球经济复苏路径，从而引发加息预期的改变。对于 2022 年的疫情我们在宏观第一节已经充分分析，随着疫苗的推进、医疗资源的改善以及抗疫经验的累积，新冠疫情演绎将常态化，而关键时间节点在北京冬奥会，若冬奥会有疫情能有效控制住，那么大概率 3 月美联储利息会议上对加息路径描述会更加清晰。
- 美元和美债是表现形式，信用收缩周期美债收益率将抬升，而综合美国财政状况以及利息支付压力，美债收益率大幅上涨的概率较低；同时美联储的 QE 的退出，基建计划以及财政悬崖的发债需求又推动收益率的上行。因此对于美债我们认为大周期上当前处于美债低收益率周期，2022 年将跟随加息节奏向长期波动中枢 2% 靠近。美元方面，当前美元的强势是对欧洲正处于第四轮疫情冲击的金融端反应，虽然美联储加息周期美元将保持强势，但债务扩张周期有事美元走强的阻碍，所以随着欧洲经济复苏美元后期仍将处于【90,100】的震荡区间。

图表 69: 美债表现



数据来源: iFinD, 金瑞期货整理

图表 70: 黄金价格与美 10 年期国债



数据来源: iFinD, 金瑞期货

7.3 白银工业需求有惊喜

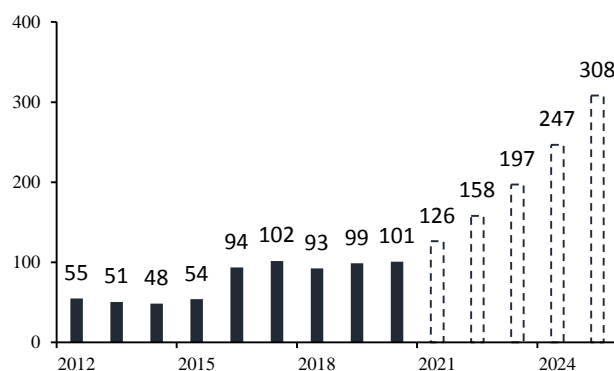
在白银的工业需求中，光伏需求无疑是近几年最大的增长点，目前看光伏用量占工业用量比例 20% 左右（占白银需求 10% 左右），但未来高增长性预期下，用量占比可能显著提升。历史上有类似情形，2015 年光伏发展较快，光伏领域用银从工业用量占比 10% 激增至 20% 附近。综合当前全球对光伏、风能等新能源的扶持利润，我们中性预期下，光伏用银将带来每年在 25%-30% 消费增速，带动白银消费量增速每年 3-4%。因此随着新能源的崛起以及 5G 电子行业复苏，白银工业需求或许会成为价格的新驱动。

图表 71: 金银比价



数据来源: 彭博, 金瑞期货整理

图表 72: 光伏用白银展望 (百万盎司)



数据来源: iFinD, 金瑞期货

7.4 操作建议

基于对 2022 年美联储将引领全球进入信用收缩周期的判断，趋势上贵金属价格

将承压，价格演绎上将表现为震荡走低。但由于疫情的演绎决定加息节奏，同时市场对 Taper 加快以及加息 2-3 次已有充分的预期，因此任何延缓加息进程的事件或逻辑因子都可能成为贵金属价格反弹的驱动。操作建议上，在美联储未宣布首次加息时点前以逢高抛空为主，加息节奏明确后根据通胀及疫情因子控制多空节奏；白银工业需求或许成为价格新驱动，交易上可在通胀拐点确立后尝试做空金银比。

八、有色策略建议

8.1 2022 年影响商品价格走势主逻辑：两个反转和两个延续

□ 两个反转：信用周期反转和供需缺口反转

- **信用周期反转：**信用端从超级量宽转向信用收缩周期，伴随着美元美债走强，实际利率抬升，风险资产估值转变。
- **供需缺口反转：**从修复供需剪刀差到供给平衡甚至过剩转变，商品价格驱动由供给侧限制切换到需求表现。

□ 两个延续：经济恢复延续和市场热点延续

- **经济恢复延续，**但结构上欧洲和一带一路会承接美国经济复苏动能，服务业追赶制造业。
- **市场热点延续，**双碳和绿色经济热度会持续，“内循环”“中国造”和“消费中国货”热点持续。

信用收缩和供需差修复分别从金融端和供给端施压商品价格，而经济恢复的延续以及基于双碳目标的绿色经济热和“交易中国”会从需求侧支持价格。对标有色金属，基于商品本身的供需矛盾决定其价格强弱表现。其中锡由于长期矿业支出偏低，供给难有放量空间，而需求端受益于新能源和电子工业的复苏，供需缺口难缓解，价格将继续表现强势。铝的高能耗特性，在双碳目标约束下供给缺乏弹性，其需求端的表现决定其价格空间。铜和锌主要在于供给端恢复进度（铜矿端，锌冶炼端），其关键因子在库存和 TC 变化节奏。镍短期需求端有支撑，中长期随着印尼产能的释放而表现过剩，中长期价格承压。而铅长期需求前景悲观，供给端再生逐步放量给予长期价格压力，节奏上以产业利润为交易核心。贵金属在信用收缩背景下将震荡走弱，而白银在光伏等新兴领域的工业需求抬升有望走出独立价格行情。

8.2 有色策略配置

年度品种表现上锡铝>锌铜>镍>铅，而贵金属仍跟随美联储加息预期而波动。交易层面，H1 宏观波动（需求担忧、高通胀）与低库存（产出限制、能源电力危机）仍是交易重点，价格大概率上维持高位震荡走势，关注疫情演绎、经济数据的环比变化来评估货币政策的变化节奏，H2 关注信用收缩和供需收敛逻辑下的做空机会。配置上我们长期看好铝多配和铅空配；中短期持有铜和锌多配观点；镍空配需求库存累积或印尼镍铁产量上一个台阶；贵金属美联储加息计划明确前可逢高空。

风险提示与说明

- ✦ 疫情控制不及预期，主要风险在于预期失控后会否再次引发医疗挤兑风险以及经济封闭现象。
- ✦ 大国政治风险，意识形态之争风险，主要体现在西方国家与中俄、美伊等。
- ✦ 美国加息走强引发的新兴市场以及欠发达国家的货币贬值、主权债务危机等。
- ✦ 政策风险，主要经济体贸易政策、产业政策转变等。
- ✦ 地区冲突、民主运动、自然灾害等不可抗力事件影响。
- ✦ 供给端可能面临因物流堵塞而滞留在途货物或隐性库存集中释放改变对价格和平衡的预期。

特别说明的地方是本策略报告认为，疫情的演绎逻辑才是影响宏观和产业变化的关键，疫情不仅影响经济复苏的进度而且还左右政策方向，同时疫情也阻碍供需缺口收敛进度。另外本文对宏观分析的有些观点借鉴了部分宏观首席的观点和方法论，如“中国经济增速不能低于美国经济增长”的政治正确观点，“用 PPI-CPI 剪刀差来分析主要经济体非均衡复苏”的方法。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900