

## 国信期货 2022 年投资策略报告

铜铝

后新冠危机时代 铜铝韧性料将凸显

2021 年 11 月 28 日

## ● 主要结论

2021 年以来，由于全球经济复苏结构性不同步的背景下，市场对于未来货币政策的分歧显著加剧，金融市场风格切换频繁，海外商品走强而国内持续调控降温推动有色市场外热内冷沪伦比值进一步走弱，同时由于中美在地缘政治、新冠溯源等一系列问题上关系紧张，且国内监管政策趋严趋紧要是加剧，政策风险推动金融市场风险偏好快速切换，以股市、债市及大宗商品为代表的大类资产价格波动率显著增加。

从商品市场来看，金融市场风险偏好的切换可能加剧全球稀缺资源的争夺，尤其是国内外资源不均衡的相关品种的供应链的脆弱性可能推动避险性补库，前期强势坚挺的新能源新基建碳中和等热点概念持续发酵维持偏强局面，同时有色低库存供应偏紧的态势难因抛储而全面逆转，在全球供应链的脆弱性推动产业补库背景下，在我们认为尚未构成全面宏观系统风险的前提下，铜铝为首的有色金属价格仍然具有较强结构性支撑。

从宏观大环境来看，2021 年美联储为首的欧美主要央行货币政策最宽松的时候可能已经过去，使得顺周期资产尤其是大宗工业品的良好环境有所削弱，考虑到全球部分地区疫情防控仍然严峻，且全球部分经济体已因通胀压力而开启加息，需警惕实体经济复苏不及预期及货币政策转向的“灰犀牛”带来的利空影响扩散，而备受关注的美联储最新暗示年内可能缩减债券购买规模，但强调疫情扰动下的全球经济不均衡复苏下维持支持政策，金融市场预计大起大落之后料将持稳走强。

展望 2022 年后市，随着中美等主要经济体不约而同加大新能源新基建等创新行业投入，叠加中国有色行业提出 2025 年提前实现碳达峰的目标，这使得与新能源新基建及碳达峰碳中和概念高度相关的有色金属板块预计将呈现估值由传统周期性重工业向高估值创新材料板块靠拢，预计金融市场投资偏好对有色金属等大宗商品板块较有利，预计 2022 年春季后有色价格仍以恢复震荡偏强态势为主，在不出现宏观系统风险的前提下，铜铝为首的有色金属价格仍具有较强结构性支持，短期铜价若能突破 75000 元/吨附近将朝向 80000 元/吨附近，短期铝价若能突破 23000 元/吨附近将朝向 26000 元/吨附近，更多聚焦铜等有色金属中长期趋势向上突破时的量能支持，建议相关产业强化生产利润套保操作，普通机构和投机者逢回调买入，注意控制仓位管控风险。

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、2021 年铜铝市场回顾

### 1. 铜铝：病毒与疫苗竞速赛，全球结构性分化

2021 年以来,由于全球经济复苏结构性不同步的背景下,市场对于未来货币政策的分歧显著加剧,金融市场风格切换频繁,海外商品走强而国内持续调控降温推动有色市场外热内冷沪伦比值进一步走弱,同时由于中美在地缘政治、新冠溯源等一系列问题上关系紧张,且国内监管政策趋严趋紧要是加剧,政策风险推动金融市场风险偏好快速切换,以股市、债市及大宗商品为代表的大类资产价格波动率显著增加。

从商品市场来看,金融市场风险偏好的切换可能加剧全球稀缺资源的争夺,尤其是国内外资源不均衡的相关品种的供应链的脆弱性可能推动避险性补库,前期强势坚挺的新能源新基建碳中和等热点概念持续发酵维持偏强局面,同时有色低库存供应偏紧的态势难因抛储而全面逆转,在全球供应链的脆弱性推动产业补库背景下,在我们认为尚未构成全面宏观系统系风险的前提下,铜铝为首的有色金属价格仍然具有较强结构性支撑。

特别是 2021 年年底,随着超级新冠病毒新变种的出现对全球特别是欧美市场带来巨大不确定性,短期金融市场整体避险情绪急剧升温,风险偏好显著下降。反映全球风险偏好的关键指标恐慌指数 VIX 大涨超 50%,海外股市、商品市场等金融资产的恐慌抛售,引发美股与商品市场内外联动,国内资产相对海外具有相对抗跌性,但传导链可能优先打压航空餐饮旅游等板块与原油金属等商品价格。立足当下,短期铜铝价格受抑制,主要因监管和巨大的外部不确定,金融机构多 cpi 空 ppi 的套利对冲交易预计还将持续,短期铜铝抗跌蛰伏以待市场不确定性逐步明朗,预计冬去春来后有更多机会,同时需要警惕东南亚、南美及非洲等金属资源主要出口地区不同程度出现供应收紧下,备受打压了市场情绪和金融资本的重整反抽,在全球尚未构成系统性风险的前提下,铜铝为首的供应金属仍具有较强支撑,建议投机客户勿重仓豪赌,加工企业以锁定利润套期保值为主,抓大放小耐心等待市场企稳修复后的结构性反弹机。

图：2021 年以来沪铜、沪铝期货呈现震荡上行态势





数据来源: Wind 国信期货

## 二、后疫情时代的全球变局

### 2. 疫情变局: 病毒与疫苗竞速赛, 全球结构性分化

2021 年以来, 中美欧等经济体在全球各国接种率中欧美发达国家维持遥遥领先的状态, 因此尽管欧美弱化了疫情防控下新增疫情反弹, 但由于疫苗储备和研发加强针进度较快, 新一轮新增潮的病死率控制在较低水平, 这意味着欧美为代表的地区与病毒共存态势持续, 但由于疫情管控能力尤其是疫苗储备的不均衡, 世界其他地区防疫形式不尽相同。

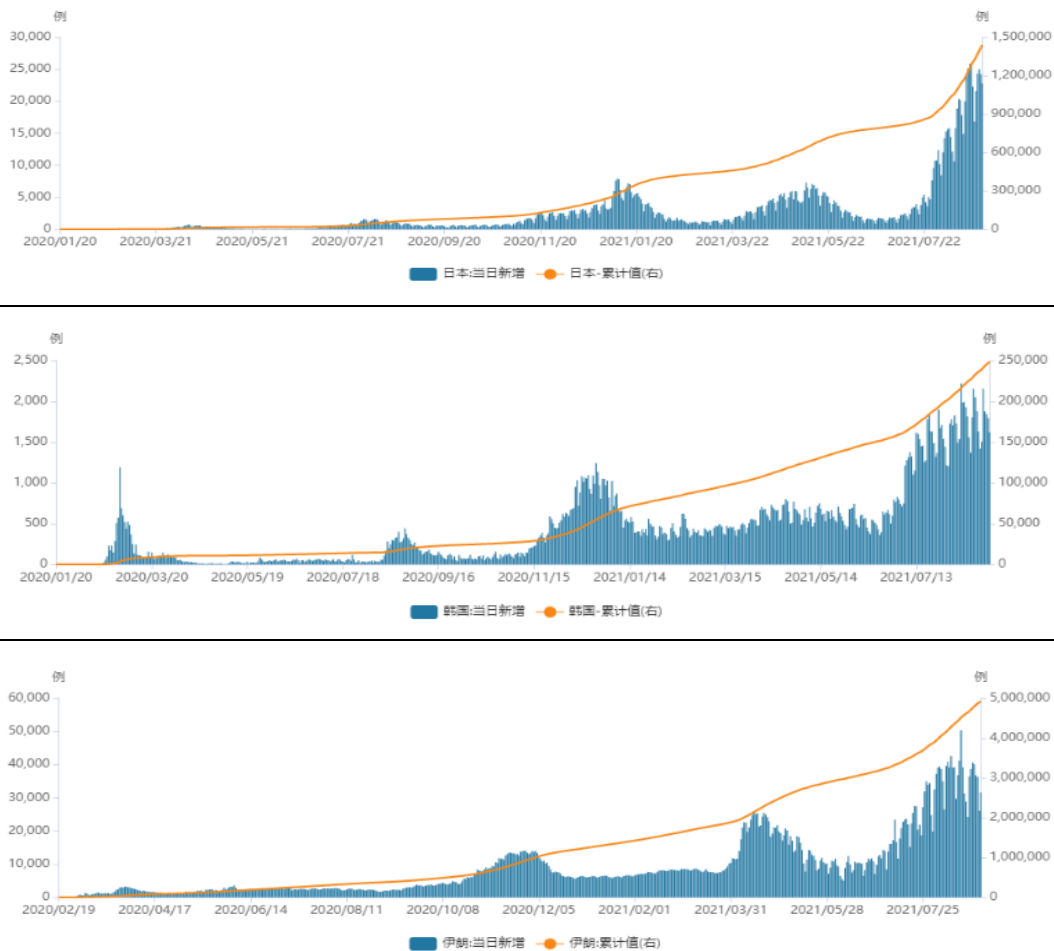
数据显示, 三季度以来英国超过六成的人口至少接种量完整疫苗, 美国则是一半, 欧盟则是四成左右, 但除中国以外的亚洲地区、南美及非洲地区疫苗接种率仍很低。目前, 全球疫情发酵呈现块状分布, 亚洲地区较为严重的是日韩印尼菲律宾等南亚国家及西亚地区的伊朗, 而欧洲地区疫情爆发以意大利和英国为代表的, 而北美地区美国新一轮疫情爆发仍有较大威胁, 但新一轮新增潮的病死率控制在较低水平。

需要注意的是, 从边际变化和中长期防控态势来看, 随着变异病毒的传播力和免疫突破能力突破, 欧美国家由于疫苗储备和研发加强针进度较快预计未来疫情趋缓的概率较大, 但部分国家和地区由于疫苗接种率低当地疫情仍在持续恶化, 令全球经济复苏和产业链的显著分化。

在病毒与疫苗竞速赛中, 随着当前全球疫情形势而变化的经济预期也呈现分化走势, 即欧美等发达经济体疫情好转经济稳步复苏, 而亚洲地区仍处于新一轮新冠病毒冲击下, 而这也势必对与东南亚地缘、贸易高度相关的中国造成较大影响。值得注意的是, 东南亚及非洲国家疫苗接种率普遍较低。目前亚洲和非洲地面面临的挑战是如何提高疫苗覆盖率, 但无论如何, 提高疫苗覆盖率就算不能让疫情“清零”, 也能有效保护弱势群体降低医院压力, 但东南亚及非洲地区在病毒与疫苗竞速中处于落后状态, 并形成对全球疫苗资源的持续挤兑, 有迹象显示亚洲地区这一轮疫情来势汹汹且尚未看到消退迹象, 期间可能带来新的更强的变异新冠病毒, 给全球防疫进程带来更为严峻挑战, 考虑到亚洲地区的人口基数, 疫情持续时间越长, 产生更多变异病毒、影响现有疫苗效力的可能性就越大。若变异病毒外溢持续, 全球走出疫情阴影的时间

将延后，同时变异病毒在亚洲地区的新一轮蔓延或导致全球经济出现新的结构性分化，对全球产业链分工构成持续冲击。

图：各地每日新增新冠确诊人数增长（自上而下以此为日本、韩国及伊朗）



数据来源：Wind 国信期货

### 3. 实体产业：大国博弈矛盾凸显，中国崛起产业转型

新冠疫情引爆的全球经济危机加剧全球百年未有的大变局，大国关系与治理体系重塑导致的动荡调整与变革进步势不可挡。恰逢全世界局势和思潮变化，海外经济和政治环境发生异变。在大宗商品领域，一方面是部分相对落后国家借资源和人口优势崛起，在一些领域成为推动产业发展的重要力量。尤其是东南亚国家与非洲、南美等地区为首的落后地区，其丰富的自然资源优势开始显现，但随着资源纠纷和平民主义抬头，大宗商品产业链上游出现供应扰动，其中以南美地区的铜锌锂、澳洲地区的铁矿石、东南亚的镍矿都出现供应扰动和成本大幅抬升。与此同时，欧美等发达国家借技术、金融、应用等体系性优势，推行“对华脱钩”和“制造业回流”以图占据先机，中国的强势崛起正遭遇欧美等国政治经济针对性的阻力。

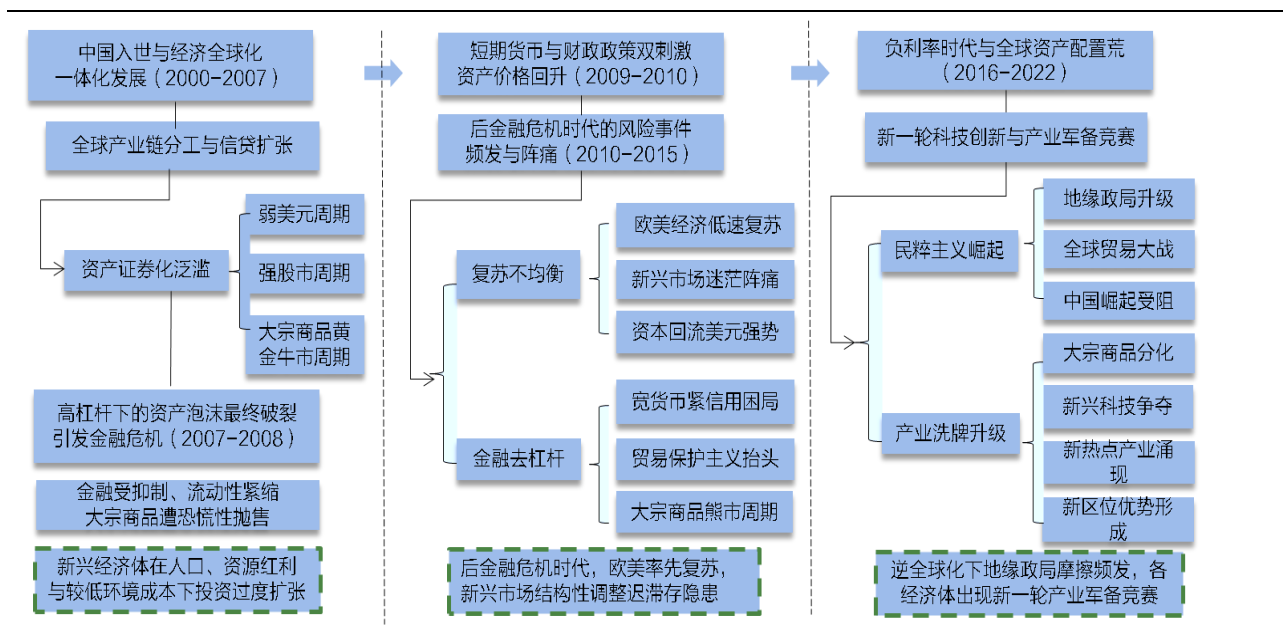
当前中国经济结构性转型持续面临五大威胁：资源自给率不足，经济增速下滑、加工产能过剩、地缘政治对抗、创新技术不足，同时制造业处于结构调整和转型升级时期。在本轮变局中，中国遭遇贸易与税务大战、地缘政治冲突加剧与产业洗牌转型升级的复杂局面，在世界各国开启新一轮科技创新与先进制造业军备竞赛的格局下中国有色金属为代表的实体行业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加



速产业升级节奏，在百年变局寻求突破机遇！中国乃至全球的定价权更多受到海外矿山供应的影响。中国为了满足自身庞大的工业化、城镇化需要，在全球有色等矿产资源的消费量占重高达 50%左右，对外依赖然而中国企业在全球有色产业链的优势主要集中在冶炼、加工环节，过去作为世界工厂，中国的冶炼加工产能严重过剩，但核心的瓶颈资源缺乏难解决这也导致中国中下游产业被迫要看海外市场的脸色。

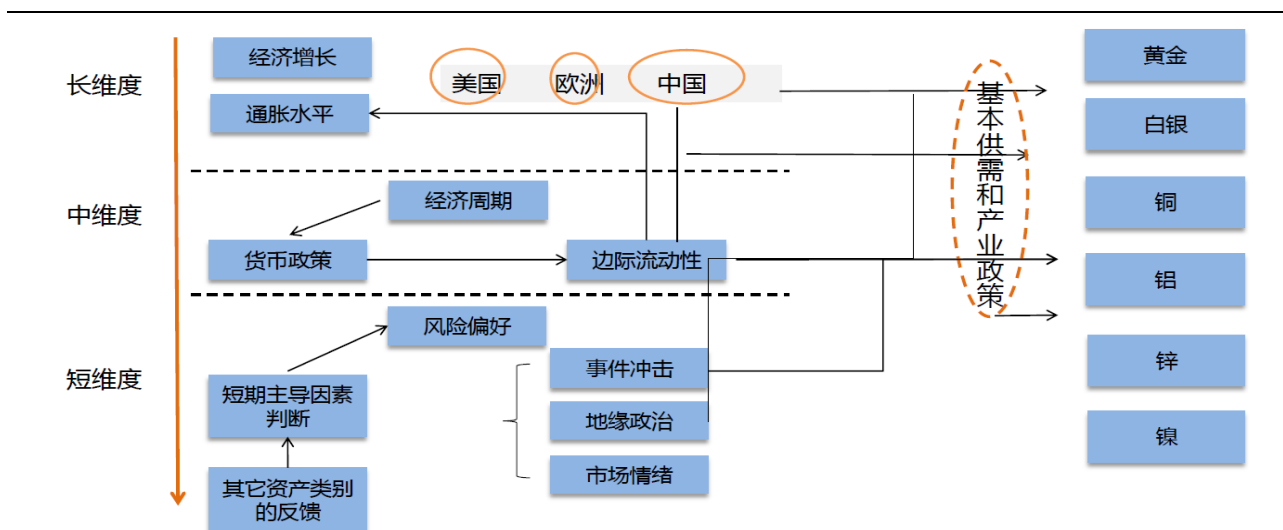
从宏观大环境来看，2021 年美联储为首的欧美主要央行货币政策最宽松的时候可能已经过去，使得顺周期资产尤其是大宗工业品的良好环境有所削弱，考虑到南美及南亚等地区疫情防控仍然严峻，且全球部分经济体已因通胀压力而开启加息，需警惕实体经济复苏不及预期及货币政策转向的”灰犀牛“带来的利空影响扩散，资产价格尤其股市及大宗商品价格波动将进一步加剧。就宏观政策大环境而言，随着中美等主要经济体不约而同加大新能源新基建等创新行业投入，叠加中国有色行业提出 2025 年提前实现碳拐点的目标，这使得与新能源新基建及碳拐点碳中和概念高度相关的有色金属板块预计将呈现估值由传统周期性重工业向高估值创新材料板块靠拢，预计金融市场投资偏好对有色金属等大宗商品板块较有利。

图：全球后疫情时代大国博弈加剧，经济科技领域全面竞赛，产业军备竞赛加剧



数据来源：国信期货整理

图：2021 年全球经济增长与通胀预期剧烈变化，流动性和风险偏好主导有色价格



数据来源：国信期货整理

#### 4. 流动性：美联储心口不一，年内缩减购债仍待谨慎观察

从宏观大环境来看，2021 年美联储为首的欧美主要央行货币政策最宽松的时候可能已经过去，使得顺周期资产尤其是大宗工业品的良好环境有所削弱，考虑到全球部分地区疫情防控仍然严峻，且全球部分经济体已因通胀压力而开启加息，需警惕实体经济复苏不及预期及货币政策转向的“灰犀牛”带来的利空影响扩散，而三季度备受关注的美联储释放“明硬实际鸽”信号，暗示 2021 年内可能缩减债券购买规模，但强调疫情扰动下的全球经济不均衡复苏下维持支持政策，金融市场在宏观政策预期大起大落中持稳走强。

图：2010-2021 年全球央行年会主题、美联储的相关表态与政策动向

年度	全球央行会议主题	美联储核心表态	美联储货币政策动向
2010	未来20年的宏观经济挑战	主席伯南克：美国经济复苏已放缓，将进行长期公开市场操作	2010年11月，美联储推出QE2。
2011	追求长期增长最大化	主席伯南克：需要采取措施解决失业问题	2011年9月，美联储推出扭曲操作。
2012	政策基石的变化	主席伯南克：不排除QE3的可能，但QE的门槛相对较高	2012年12月，美联储推出QE3。
2013	非常规货币政策的全球维度	主席伯南克即将卸任，缺席会议	2013年12月，美联储正式开始缩减每月购债规模100亿美元。
2014	重估劳动力市场动态	主席耶伦：若就业市场进展持续好于预期，加息将更快到来	2014年10月，美联储正式停止购债。
2015	通胀动态变化与货币政策	副主席费舍尔：为防止经济过热，美联储需在通胀达到2%目标前就加息。	2015年12月，美联储加息25bp。
2016	面向未来设计弹性货币政策框架	主席耶伦：预期美国经济温和扩张，加息可能性增加。	2016年12月，美联储加息25bp。
2017	让全球经济更有活力	主席耶伦：未提及货币政策	2017年12月，美联储加息25bp，年内共计3次加息。
2018	不断改变市场结构和对货币政策的影响	主席鲍威尔：肯定美国经济形势，渐进式加息是合理选择。	2018年9月和12月，美联储各加息25bp，年内共计加息4次。
2019	货币政策面临的挑战	主席鲍威尔：全球经济放缓叠加贸易不确定性，将采取适当措施维持经济扩张，整体偏鸽。	2019年7、9、10月，美联储三次降息。
2020	为未来10年启航：对货币政策的启示	主席鲍威尔：推出“灵活形式的平均通胀目标制”	2020年，美联储保持宽松的货币政策立场，对通胀容忍度提升
2021	不平衡经济中的宏观经济政策	主席鲍威尔演讲主题“经济前景”，表态年内可能缩减债券购买规模，但未明确具体时间点	继续吹风2021年内缩减购债规模的可能，观察四季度窗口期疫情对就业和通胀的影响。

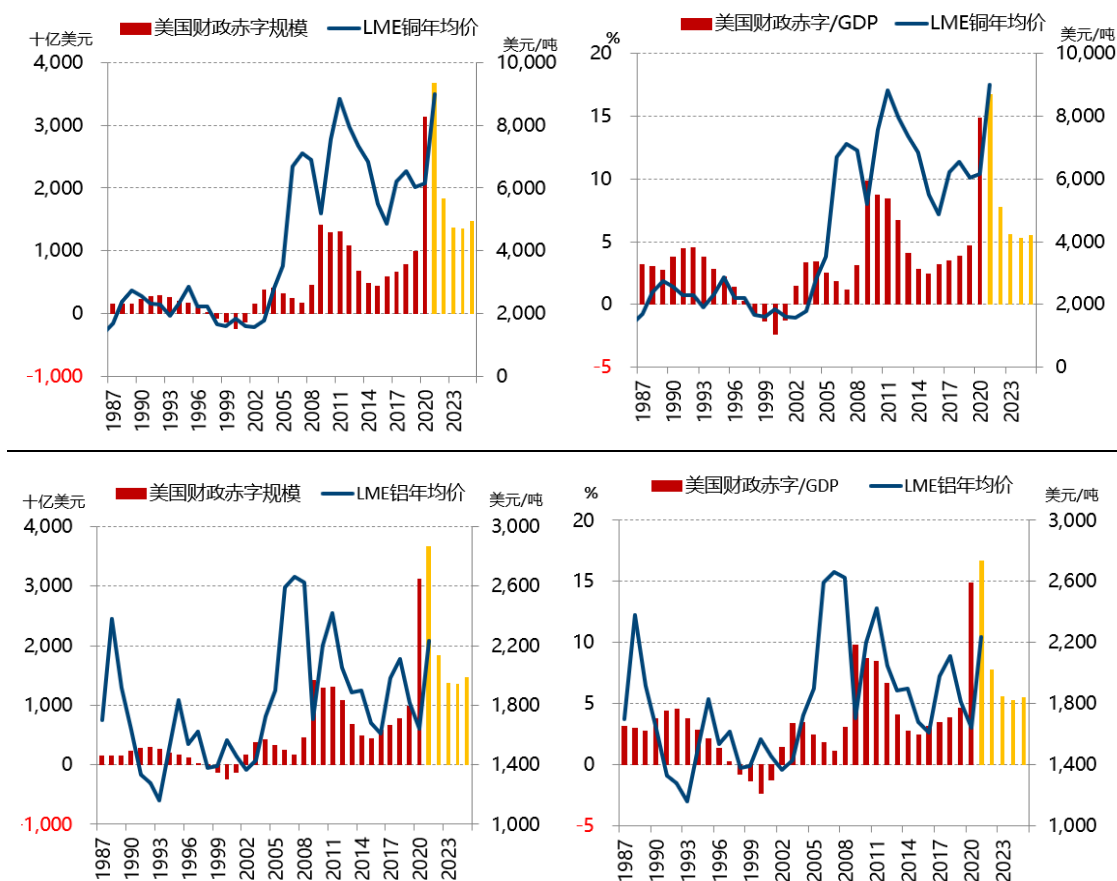
数据来源：国信期货整理

从最新一期的美联储会议纪要显示，美联储内部对于资产购买做了更多讨论，年内 taper 概率大幅提升。大多数与会者指出，如果经济发展如预期，今年年内开始 Taper 可能是合适的。此外还对未来资产购买缩减的具体方式做了讨论，大部分参与者认为同时降低美债和 MBS 的购买速度较好。实体经济表现上，部分与会者认为通胀目标已经取得“重大进展”未来几个月通胀仍会保持高位，而最大就业目标仍未实现但接近取得，复苏仍存在不均衡现象，可能需要更多观察。事实上，自 2021 年 6 月美联储议息会议提前给出了收紧宽松政策的明确预期以来，美联储正通过对市场一系列的评估观察确认美国疫情对经济的压制是否已缓和、美国就业会加速恢复是否有持续性，以及讨论下一阶段宽松政策逐步回归常态的依据是否充分，在这个观察确认的过程为了平抑市场太过于剧烈的反应，美联储还是提前释放预期的同时表明对经济的支持态度。用一句话中总结：美联储心口不一，确认考虑收紧宽松政策，但仍处于谨慎的观察期！

对此的影响来看，美联储上述表态对有色等大宗工业品宽松政策支持下的利好预期是由整体削弱，大宗商品 2020 年以来的“集体大水牛”行情在 2021 年中就结束，而考虑到有色供应弹性显著小于需求导致的结构性支持仍在，预计商品中期表现为整体趋势内部随着题材分化，有色仍具备结构性牛市潜力。另一方面，历史上没有一场金融危机是完全靠印钞放水来最终解决的，美国超级放水计划层出不穷的背后，

是用向全球狂征“美元铸币税”，以美元信用削弱来换取自身经济增长动力，这可能引发全球经济不平衡进一步加剧，而在新冠疫情威胁下全球不平衡复苏或最终为新一轮地缘和经济危机埋下隐患，而更多押注新能源新基建等绿色能源革命相关有色金属板块，凸显出资金投资避险过程中有色金属所具备“顺周期板块稳定器”“抗货币超发抗通胀”、“传统材料向新材料估值转换”等强势属性获得市场认可。

图：美国政府债务总额/GDP 推动铜铝铜在内有色等大类资产“水涨船高”



数据来源：WIND，国信期货整理

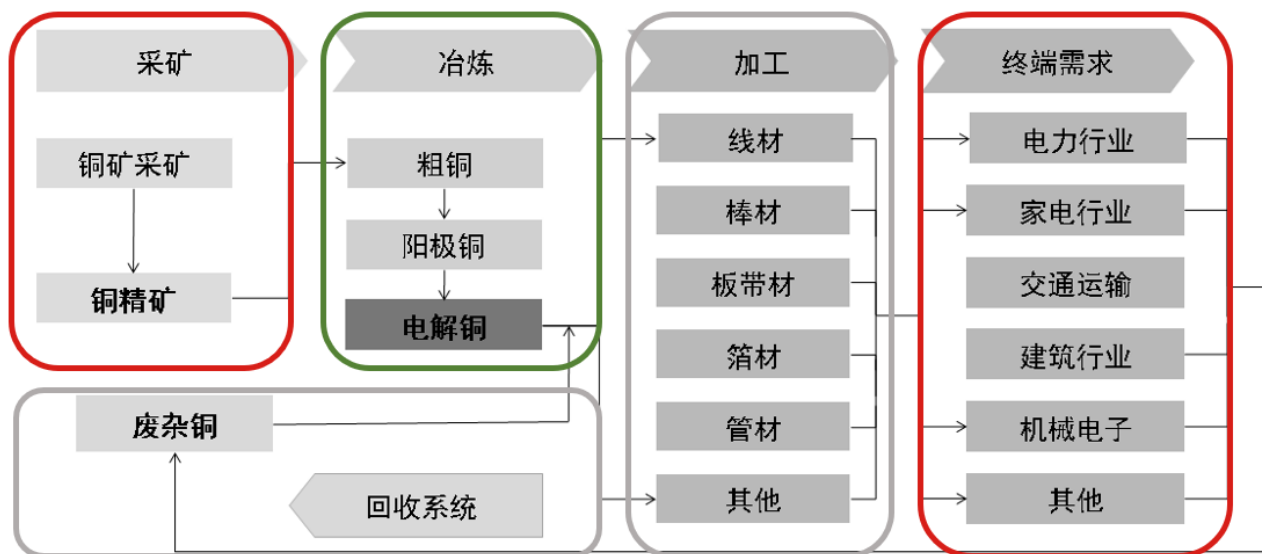
## ● 二、铜产业链分析展望

### 1. 自然资源:上游铜矿景气周期尾声，全球精矿紧俏持续

2021年以来，由于全球经济复苏结构性不同步的背景下，市场对于未来货币政策的分歧显著加剧，尤其是下半年金融市场风格切换频繁，海外商品走强而国内持续调控降温推动有色市场外热内冷沪伦比值进一步走弱，同时由于中美在地缘政治、新冠溯源等一系列问题上关系紧张，且国内监管政策趋严趋紧要是加剧，政策风险推动金融市场风险偏好快速切换，以股市、债市及大宗商品为代表的大类资产价格波动率显著增加。从商品市场来看，金融市场风险偏好的切换可能加剧全球稀缺资源的争夺，尤其是国内外资源不平衡的相关品种的供应链的脆弱性可能推动避险性补库，前期强势坚挺的新能源新基建碳中和等热点概念持续发酵维持偏强局面，同时有色低库存供应偏紧的态势难因抛储而全面逆转，在全球供应链的脆弱性凸显且尚未构成全面宏观系统风险的前提下，铜铝为首的有色价格仍具较强结构性支撑。



图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小于下游消费弹性



数据来源：WIND，国信期货

中国是世界排名第一的电解铜冶炼生产及消费大国，产业上游资源端对外依赖度高，2020 年全球铜矿山存供应瓶颈和较大扰动因素，且铜矿边际成本处于逐年抬升趋势，而冶炼端存在由于新扩建产能投放高峰再起，使得 2020-2021 年中国铜冶炼面临“吃不饱利很薄”的窘境，而铜产业链供应端的压力相比其他工业金属相对较小，铜冶炼产能过剩有助于市场利润向铜矿及铜加工行业转移。从需求弹性的角度来看，房地产、家电、交通和电子是国内铜消费最主要的领域，其中房地产带动铜消费主要表现在两个方面：一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等；二是新房装修带动空调等电器产品需求（电缆与家电的铜需求约占中国整体铜需求一半）。当前房地产调控压力犹在，使国内空调、汽车等产业增长乏力，但内需刺激政策蓄势待发，同时全球新冠疫情与金融市场极端波动影响铜消费前景。

从铜资源周期来看，世界铜矿资源分布不均，主要集中于智利、秘鲁等拉美地区，但未来 1 年全球主要产区能转化为新增供应的大型铜矿项目寥寥无几，同时正开采的部分大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，展望全年来看，全球铜精矿供应弹性较小，同时可预期的新增项目进展缓慢，而在原有矿山基础之上增产成通常需要至少 2-3 年左右，预计 2021 年全球铜矿紧张格局可以延续，这将制约精铜产量供给，令全球精铜供应弹性有限成为大概率事件。从铜矿山开发进程来看，大型矿业公司经营主要集中在勘探、采选环节；从资源勘探到采矿，这个过程可能需要很长的时间，在这期间项目需要大量的资本支出，而且只有在上述期间结束时公司才能指望现金流入。因此，大型矿山项目的开发具有一定的风险，需要大型矿业公司和多个矿业公司来联合完成。从中长期来看，2019-2020 全球铜矿新增供应量峰值已经过去，未来预估的新增供应量需要更高的铜价才会刺激项目的投资落地产生，而 2020 年全球铜矿产能增速下滑、品位下降、成本提升，新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，考虑到铜前期矿山产能投入高、投资周期长，使得铜矿短期难以快速增加产能。

2021 年全球铜精矿产量增速在 2020 年低基数效应下有望回升，预估增速在 6-7% 左右。但在铜需求方面，目前由于随着全球电气化的发展持续，而 2021 年的精铜表观消费增速预计在 6-8% 以上左右。预计在 2021 年在全球铜精矿供给弹性有限而需求潜力相对旺盛的背景下，2021 年全球精铜紧平衡持续，而全球在宏观流动性充裕、通胀预期抬头的背景下，铜市供应紧平衡将在货币因素影响下获得支撑。

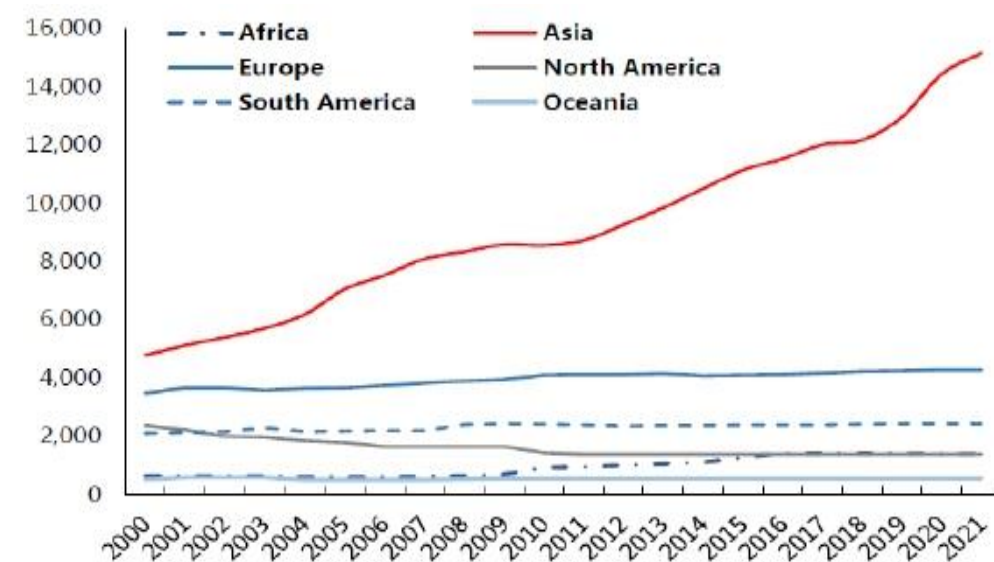
## 2. 冶炼加工：产能过剩利润薄冶炼满产动力不足



就全球铜供需而言，全球表观（三大交易所库存）铜库存仅全球一周的消费量，即使加上全球最大可跟踪隐形库存上海保税区铜库存也不足全球两周所需。根据国际铜业研究组织统计，全球铜矿产量分布：美洲占比 56%，亚洲占比 20%，非洲占比 11%，欧洲占比 9%，大洋洲占比 5%。而在全球铜需求分布：亚洲占比 72%，欧洲占比 16%，美洲占比 12%，非洲占比 1%，大洋洲占比 0.02%。2020 年以来新冠肺炎疫情对全球铜的供给和需求冲击较大，但由于供给主要地区的美洲、非洲疫情严峻，导致铜矿产量下滑，而需求主要地区亚洲疫情控制较好，尤其占全球铜需求近 50% 的中国地区疫情得到有效控制，需求端影响相对有限，导致事实上出现了新冠肺炎疫情对供给的冲击远大于需求的情况，这造成了市场的 2020 全年短缺。

2021 年全球最大的铜消费国中国仍处于冶炼产能扩张的高峰阶段，但因铜精矿自给率较低且铜矿产能增速大幅回升存在较大限制因素，预计中国铜精矿的供应缺口将继续扩大，进口铜精矿仍将是供应来源的主要渠道。从铜精矿进口量来看，今年 1-4 月中国铜矿砂及其精矿进口量累计为 788.28 万吨，同比增长 4.34%。其中 4 月份中国铜矿砂及其精矿进口量 192.14 万实物吨，同比下滑 4.82%，环比下滑 11.5%。

图：全球分地区铜精炼产能计划投放对比（单位：千金属吨/年）



数据来源：SMM, 国信期货整理

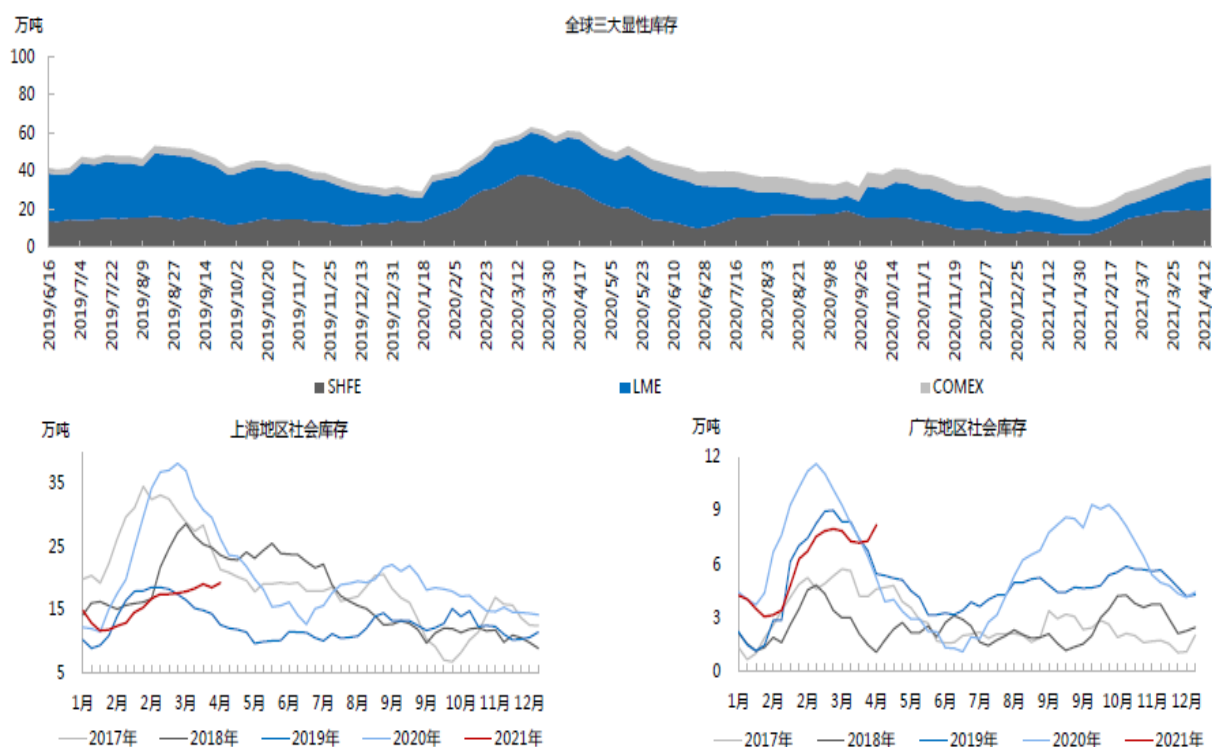
根据 ICSG 数据统计，新冠疫情在 2020 年导致全球铜矿产量同比下滑 1.8%，2020 年全球铜矿产量仅仅只有 2000 万吨，同比 2019 年下滑 1.8%，产量下降主要由于疫情导致矿山主产区生产运输受到影响另一家有色金属权威机构世界金属统计局数据显示，2021 全年铜供应缺口仍有缺口，主要因南美疫情持续扰动铜矿供应，而冶炼企业在疫情扰动和低利润双重压力下存在降低冶炼活动的动力。数据显示，2021 年国内铜冶炼厂检修集中在二季度，受二季度集中检修的影响，预计电解铜产量增速较一季度将放缓。从检修计划来看，二季度计划检修的冶炼厂达 13 家，多数中国冶炼企业将检修计划排在 5 月初，就全年而言，2022 年冶炼产能将迎来本轮扩产高峰尾部阶段。

数据显示，2021 年上半年国内铜精矿现货实际成交已低至 30 美元/吨左右，该价格水平甚至低于中国冶炼厂冶炼成本均值，使得中国冶炼厂将持续面临精矿加工费和副产品价格的利润压力，不排除部分小厂面临更大竞争困境。目前，铜市原料供应仍处于十分紧张局面，市场预期中的铜精矿加工费回升迟迟未出现，现货加工费迟迟难以突破 60 美元/吨关口，距离 2021 年铜精矿加工费长协价和部分铜冶炼商盈亏平衡点都有一定距离，2021 年全球铜精矿现货货源紧张仍将持续，由于基数效应 2021 年全球铜矿产量增幅将攀升至 7% 左右，全球铜精矿将呈现紧平衡，预计 2021 年中国电解铜产量增加 50 万吨至 980 万吨，增速

为 5.4%，原料供应瓶颈的缓和仍需依赖铜价趋势性上涨和全球铜精矿项目产量大规模释放才能满足需求。

事实上，在整体铜产业链原料供应中，铜精矿在精炼铜原料中的占比在 80%以上，而中国作为精炼铜产销头号大国，铜冶炼企业的原材料主要依赖国外进口，而近几年来中国冶炼产能却处于快速扩张阶段，此消彼长下使得进口铜精矿加工费低迷，中国冶炼企业持续面临“原料紧张利润微薄”的窘境。根据业内调研了解，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点一般位于 60 美元/吨左右，但 2020-2021 年铜精矿加工费持续位于该平衡点下方，仅仅以来副产品维持利润，对冶炼厂利润造成了较大的压力。

图：全球库存处于历史低位，累库较缓或将再度去库



数据来源：SMM，国信期货整理

就更长远的有色行业大格局来看，在当前百年罕见的历史变局中，中国遭遇地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，在世界各国开启新一轮科技创新与先进制造业军备竞赛的格局下，中国有色金属为代表的实体行业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，在百年变局寻求突破机遇，而抓牢海外供应和国内消费是重中之重。此外，近年来废铜进口政策趋严趋紧，使得铜供应受到一定扰动。由于废铜原料供给问题、环保压力、资金压力，国内中小型粗炼厂不断面临关停和减产问题，尤其是民营的中小型粗炼厂。另外，进口政策调整短期可能造成供应扰动，但中长期将可以基本满足废铜生产企业的需要，并一定程度影响铜精矿加工费和精废价差。2021 年全球铜精矿供应偏紧的大背景，废杂铜必然成为补充矿产铜产出缺口的重要来源，但近年来中国废杂铜进口受到越来越多的政策及配额限制，使得海外铜矿原料的紧俏程度加大，预计未来需要再生铜进口或地方支持政策需要有所变化，方能舒缓中国铜厂在资源对外依赖方面的困局。

### 3. 终端消费：下游行业待复苏期待行业再库存

中国是世界第一的铜消费国，贡献全球主要的铜消费增量，我国铜终端消费结构有别于全球。根据安

泰科的分类，电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域，占比高达 50%左右，其次是家电、交通、建筑和电子。电力类消费中约有 40%为建筑用电力电缆，中国铜需求和固定资产类投资完成额高度相关。

从铜的终端消费来看，随着全球主要发达国家复苏态势加强，尤其是欧美政府高调推动制造业回归，使得产业重拾高速扩张态势。根据著名国际机构 CRU 统计，2019-2023 年全球精炼铜消费量复合年均增长率预计在 2%的温和水平，其中占据近“半壁江山”的中国精炼铜消费量由于经济增长迈入转型升级期，一方面预计中国精炼铜需求增速中长期将逐步放缓（未来建筑领域用铜量将下滑，交通和机械等领域用铜将增长）；另一方面虽然中国第一大精炼铜消费国的地位依然不可撼动，但是中国精炼铜占全球消费量的比重将随之逐步滑落至 50%以下。同时，除中国以外的发展中国家随着工业经济加速发展对精炼铜需求的增长将表现更为显著，但不足以弥补中国需求增速下滑的影响。

房地产带动铜消费主要表现在两个方面，一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等；二是新房装修带动空调、洗衣机、冰箱、热水器等电器产品需求（电力电缆与家用电器两块合计铜需求约占中国整体铜需求一半）。当前国内空调、汽车等产业在经历了透支消费后增长乏力，尤其再叠加房地产调控压力显现，进一步影响消费端预期。在铜消费集中的电力领域，作为“十四五”规划开启之年，2021 年国内工业领域聚焦于能源结构变化，预计电网投资将整体维持平稳，难以有大的增长亮点，支撑铜消费的主要因素在于国内政策刺激扶持加大及铜价企稳后上下游持续去库存后的再库存需求。

根据先进工业化国家的发展经验，随着经济发展不同各国单位 GDP 能源和矿产的消费强度与人均 GDP、城市化率等指标暗合。目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长由农业转向以制造业为主。目前我国有色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，中国仍处于对“上游资源渴求、对下游技术依赖”的产业夹板中。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、区域发展不平衡，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。

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）也正在逐步形成过程中。过去十年，中国平均单位 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，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费尚未出现拐点且仍具潜力，2019-2020 年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。“工业化社会”阶段的资源消费有两个关键时点值得高度关注：1：人均 GDP6500~7500 美元。此点前，经济发展伴随单位 GDP 能耗的增加，第二产业消费快速增长，城市化率快速上升；此点后，往往城市化开始由快速转向中速，钢铁、水泥及有色消费增速开始减缓、消费强度渐走低。2：人均 GDP10000~12000 美元。此点后，城市化速率进入缓慢增长期，工业化进入成熟期，与此相对应的是人均一次能源和工业终端能源消费增速放缓、粗钢水泥消费呈零或负增长，人均有色资源消费增速减缓并陆续进入零增长，由于中国人口众多和区域不均衡，预计在该阶段所处时间较长。

图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力



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

参照先行工业化国家的相关指标，通过对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。

图：2021 年碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力



数据来源：SMM, 国信期货

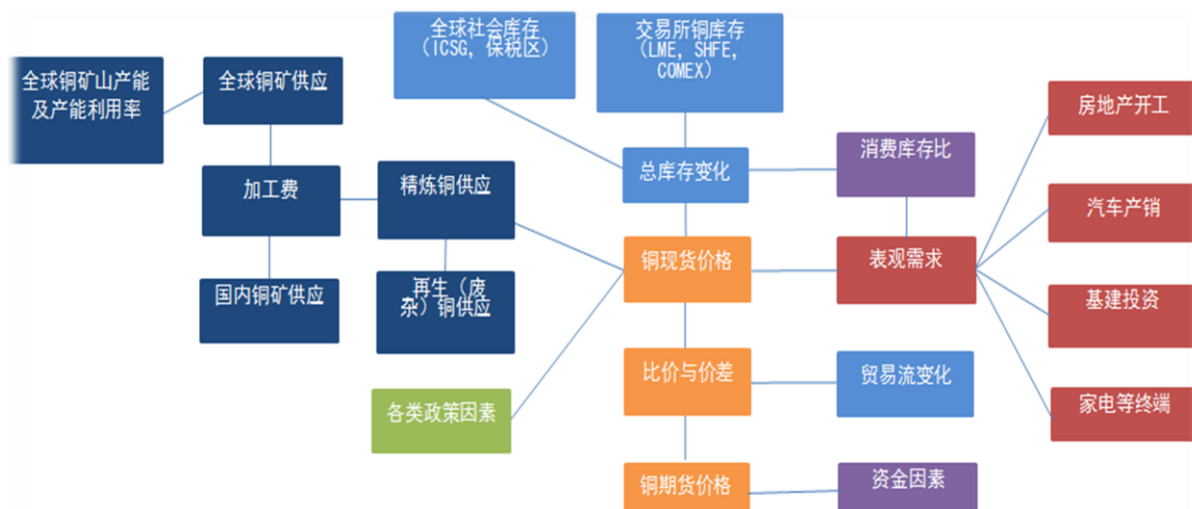
#### 4. 铜市展望：短期震荡聚焦风控，铜价仍具牛市潜力

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，2021 年金融市场在通货再通胀预期及新一轮变异新冠边度威胁下，更多资金更多押注新能源新基建等绿色能源革命相关有色金属板块，在多重利好共振中的铜铝为代表的有色金属价格震荡偏强，凸显出有色金属所具备“顺周期板块稳定器”“抗货币超发抗通胀”、“传统材料向新材料估值转换”等强势属性。



展望 2022 年后市，随着中美等主要经济体不约而同加大新能源新基建等创新行业投入，叠加中国有色行业提出 2025 年提前实现碳拐点的目标，这使得与新能源新基建及碳拐点碳中和概念高度相关的有色金属板块预计将呈现估值由传统周期性重工业向高估值创新材料板块靠拢，预计金融市场投资偏好对有色金属等大宗商品板块较有利，预计 2022 年二季度时候有色价格仍恢复震荡偏强态势为主，在不出现宏观系统风险的前提下，铜铝为首的有色金属价格仍具有较强结构性支持，若能突破将朝向 75000 元/吨关口，更多聚焦铜等有色金属中长期趋势向上突破时的量能支持，建议相关产业强化生产利润套保操作，普通机构和投机者逢回调买入，注意控制仓位管控风险。

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小于下游消费弹性



数据来源：国信期货整理

### 三、中国铝产业链分析展望

#### 1. 政策调控：节能减排控产量，国内铝过剩已扭转

2021 年下半年，国家发展改革委印发《关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，部署各地完善电解铝行业阶梯电价政策，推动电解铝行业持续提升能源利用效率、降低碳排放强度，服务经济社会绿色低碳循环发展。此次，发改委重点强调禁止电解铝行业实行优惠电价，鼓励电解铝企业提高风电、光伏等非水能源利用水平，减少化石能源消耗。

发改委上述通知和表态，是国家层面对我国电解铝产业多措并举推动转型升级发展的重要动作之一。从我国铝行业能耗结构来看，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%，因此平均生产一吨电解铝会产出 11-12 吨左右碳排放，不仅极大消耗不可再生的化石能源，还使得我国铝行业在面对 2025 年碳达峰提前完成的目标任务压力极大。

未来几年中国铝行业在能源结构调整方面的任务重时间紧，尤其考虑到欧美碳贸易关税政策已逐步临近，面对复杂的国际政治经济形势和爆发式增长的贸易救济案件，我国铝产业转型升级和节能减排是大势所趋也是必须面对的严峻考验。

从有色金属行业整体板块来看，面对新能源新基建领域需求爆发和“碳达峰、碳中和”目标下绿色能

源转型要求，未来我国有色金属的供应与需求增长将出现分化，大部分有色金属供应将面临限制，而与绿色能源革命有关的铜铝镍钴锂等有色品种的消费潜力将被进一步激发。作为有色金属行业碳排放最大的领域，铝行业在未来五年必将全面加快绿色低碳转型步伐。有效控制产能、优化能源结构、创新低碳技术、加大废铝利用是铝行业实现碳达峰的关键路径，利用碳排放交易机制等市场化手段也将对铝行业的绿色低碳可持续发展发挥重要作用。可以说发改委等多部委及各级政府加大对电解铝行业管理是意料之中，所措并举之下铝行业将迎来“减排控量、保价升级”的历史性转型发展时期。

图：2000 年以来中国电解铝规划产能及实际产量情况

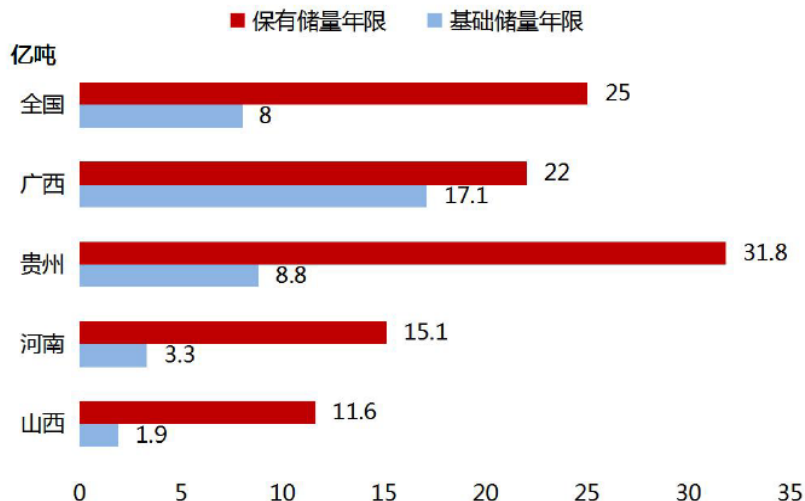


数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货整理

## 2. 铝土矿与氧化铝：海外依赖度较大，国内缺口以来进口弥补

我国作为全球铝产业链的产销大国，在上游铝土矿方面严重依赖海外资源进口不足。全球范围内，中国资源保障度最低，远远低于全球平均 102 年的铝土矿保障年限。目前我国已探明铝土矿储量虽不少，但占比只有全球的 3% 左右，人均储量更是全球平均水平的 1/10，且贫矿多富矿少，生产成本较高，深度开采之下，长久也会面对供应问题。数据显示，假设以中国全年电解铝产量 3600 万吨取整来作为估算基准，则相应上游需消耗铝土矿总量约 1.74 亿吨，其中预计我国进口铝土矿约 1 亿吨，进口资源依赖度近 6 成。

图：中国及分地区保有储量及基础储量年限对比



数据来源：宏桥集团，国信期货

2020-2021 年，新冠疫情对国内外铝土矿生产整体影响有限，但由于供应链扰动忧虑仍在，国内企业纷纷加大对海外铝土矿的大规模抢购囤积，我国进口铝土矿不进口来源国主要集中在几内亚、澳大利亚和印尼，这三个国家占我国铝土矿进口量约 97%，大量进口铝土矿冲击也使得国内铝土矿面临巨大冲击，国内矿石被迫大幅降价销售抢占市场份额，国内外铝矿石资源面临结构性竞争博弈，而非洲几内亚共和国就占到中国进口铝土矿总量的半壁江山。

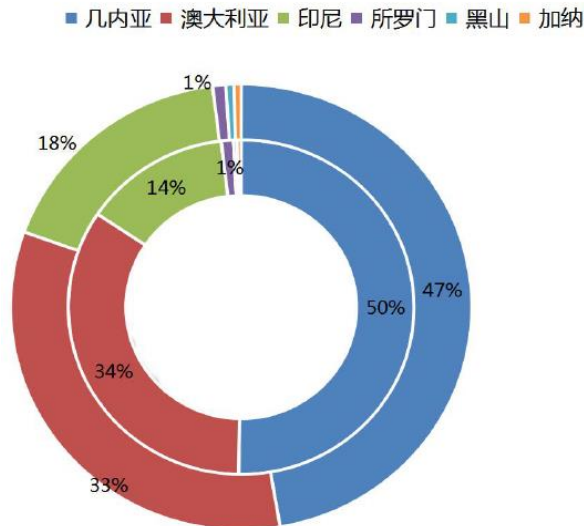
从国内铝土矿来看，目前国产主流矿石供应延续前期紧张局势并未有明显改善，尽管夏季我国南方地区雨季持续，不过广西矿石开采及运输和氧化铝生产未受太大冲击，当地仍延续其自采矿模式，因此少量的民采矿并不能过多影响市场走势，预计未来如无突发事件的影响，南方市场仍将保持稳定局势。整体而言，随着下游氧化铝价格短期打破平稳上行态势，预计国产矿石价格蠢蠢欲动上涨或面临压力，三季度国产铝矾土主要产地主流矿石价格将维持震荡平稳运行，供应方面山西地区仍表现为供应相对紧张，仍需河南地区资源给予补充，南方地区矿石市场维持稳定，预计难以发生变动。后市需更多关注部分氧化铝厂是否将低温产能改回高温产能从而使得进口矿消耗量下降，同时在氧化铝厂后期补充国产铝土矿原料库存后和开工积极性或有所恢复，2021 年氧化铝更多增产，将带动国内外铝土矿市场价格战压力加大。

从海外铝土矿来看，目前几内亚方面输送至中国的铝矾土数量位于 500 万吨以上，仍维持其半壁江山地位，从行业趋势来看海外供应整体充裕且长期增长态势较为明确。值得注意的是，当前进口铝土矿月度的千万吨级别高位进口量可能面临短期回落压力，因随着海外逐渐进入雨季结合各国船运至中国的运期来看，预计进口铝矾土数量将在 10 月跌至全年低位。同时，进口矿石供应量也需密切关注海外矿石主产地疫情情况，目前当地疫情尚未引起铝土矿生产端扰动，使得海外铝土矿资源供应运输较顺畅，重点聚焦以印尼和马来西亚为代表的东南亚地区、澳洲地州和非洲等地地区疫情加重的风险，同时进口矿石价格成本中海运费价格波动的影响较大，也会影响进口矿石竞争力。

从国内外铝土矿价格趋势和资源竞争来，当前铝土矿供应内紧外松之下，进口矿较国内明显更具性价比，当前中国疫情整体稳定且货物流正常运行，国内铝土矿供应占比明显回升，但考虑到以几内亚等为首海外铝土矿主产区物流、海运费仍有一定优势，因此国内铝企业仍持续外购铝土矿，大量进口铝土矿冲击也使得国内铝土矿面临巨大冲击，国内矿石为抢占市场份额提价收到抑制，国内外矿石资源面临价格战。目前海外铝土矿货源大量涌入中国市场推动进口矿占比达到近 6 成，同时整体上看海外上游铝土矿资源集中度较高，且铝土矿资源开发还有较大空间，未来预计将有充裕的海外铝矿石资源有意流入国内，则必将一定程度加大国内外铝矾土市场的价格竞争力度，目前限制国产和海外铝土矿直接价格战的因素主要

是生产工艺，因使用海外铝土矿的氧化铝厂主要以低温拜耳法为主，而消耗国产矿的氧化铝厂其生产工艺为高温拜耳法，但氧化铝厂有在高温线和低温线中有来回切换的情况，因此国内外矿石存在价格竞争，但两者价格波动的时点和空间存在不完全同步情况。

图：图：近年来海外铝土矿进口占比（内圈为 2019 年，外圈为 2020 年）



数据来源：SMM, 国信期货

2020-2021 年海外氧化铝供给呈现上升趋势，海外竞争加剧恐长期对国内产生压力

企业名称	建成产能	当前运行	高温拜耳法	低温拜耳法	烧结法	矿石库存
中铝山西新材料有限公司	270	150	40*2+50*1	40*2	10*6	联办矿供应
山西复晟铝业有限公司	100	100	100*1	/	/	20
孝义市兴安化工有限公司	280	180	70*3	70*1	/	15
山东东岳能源交口肥美铝业有限公司	280	0	90*2+100*1	/	/	100
孝义市田园化工有限公司	40	40	/	40*1	/	/
孝义市泰兴铝镁有限公司	40	40	10*1+30*1	/	/	5
柳林县森泽煤铝有限责任公司	120	120	60*2	/	/	自备矿山供应
山西奥凯达化工有限公司	40	40	10*1+30*1	/	/	20
山西孝义华庆铝业有限公司	35	35	45*1	/	/	自备矿山供应
山西信发化工有限公司	340	220	110*2+120*1	/	/	70
山西华兴铝业有限公司	220	100	60*2+100*1	/	/	未对市场收购
中铝集团山西交口兴华科技股份有限公司	90	70	/	35*1+55*1	/	/
东方希望晋中铝业有限公司	300	200	100*2	100*1	/	30
国家电投集团山西铝业有限公司	300	200	40*2	50*4	20*1	50
山西兆丰铝业有限公司	110	0	40*1+70*1	/	/	/
<b>山西省小计</b>	<b>2565</b>	<b>1495</b>		<b>580</b>		
中铝矿业有限公司	200	120	15*6+100*1	/	/	自备矿山供应
河南中美铝业有限公司	40	20	20*2	/	/	/
中铝中州铝业有限公司	280	280	/	30*2+35*2+50*1	/	/
开曼铝业（三门峡）有限公司	280	280	50*3	50*1	/	自备矿山供应
东方希望（三门峡）铝业有限公司	270	200	50*3	50*2	/	/
三门峡义翔铝业有限公司	55	20	10*1+45*1	/	/	/
洛阳香江万基铝业有限公司	140	80	40*1	40*1+60*1	/	自备矿山供应
河南有色汇源铝业有限公司	80	0	40*2	/	/	/
<b>河南省小计</b>	<b>1345</b>	<b>1000</b>		<b>530</b>		

数据来源：SMM, 国信期货

从国内外铝土矿价格趋势和资源竞争来看，当前铝土矿供应内紧外松之下，进口矿较国内明显更具性价比，当前中国疫情整体稳定且货物流运行，国内铝土矿供应占比明显回升，但考虑到以几内亚等为



首的海外铝土矿主产区物流、海运费仍有一定优势，因此国内铝企业仍持续外购铝土矿，大量进口铝土矿冲击也使得国内铝土矿面临巨大冲击，国内矿石为抢占市场份额提价收到抑制，国内外矿石资源面临价格战。目前海外铝土矿货源大量涌入中国市场推动进口矿占比达到近6成，同时整体上看海外上游铝土矿资源集中度较高，且铝土矿资源开发还有较大空间，未来预计将有充裕的海外铝矿石资源有意流入国内，则必将一定程度加大国内外铝矾土市场的价格竞争力度，目前限制国产和海外铝土矿直接价格战的因素主要是生产工艺，因使用海外铝土矿的氧化铝厂主要以低温拜耳法为主，而消耗国产矿的氧化铝厂其生产工艺为高温拜耳法，但氧化铝厂有在高温线和低温线中有来回切换的情况，因此国内外矿石存在价格竞争，但两者价格波动的时点和空间存在不完全同步情况。

从产业长远趋势发展看，我国作为全球铝产销第一大国地位稳固，但也存在较高的铝资源进口依赖，面对国内铝资源供应能力日益疲软的严峻形势，在海外抓牢铝土矿资源进口渠道已成为铝行业的普遍共识，近年来多家龙头企业带动行业布局海外资源，特别是大力开发东亚的印尼和非洲地区几内亚，目前几内亚共和国和印尼已成为我国铝土矿进口的排名第一和第三的资源供应地。同时考虑到海外进口铝土矿成本中的运费占比较高，随着海外铝土矿资源被越来越多发掘和利用，已有越来越多铝企将氧化铝厂直接搬到当地，预计未来我国氧化铝行业海外布局将进一步提高，进口资源将部分从海外铝土矿向进口氧化铝。

从国内氧化铝市场表现来看，此前由于氧化铝企业及贸易商方面持续积极炒作“噱头”烘托市场供应收紧的氛围，同时市场也出现个别做市行为在一定程度上也推动了氧化铝价格的快速上涨，但当市场实际成交价格回升至2400元/吨附近时，由于下游电解铝企业不接受上游炒作，仍保持其固有的按需采购模式，更多的以执行长单为主，因此压制氧化铝价格上涨，市场流通领域出现僵持，价格实质性支撑区间还有待市场真实成交验证。

图：2020-2021 年海外氧化铝供给呈现上升趋势，海外竞争加剧恐长期对国内产生压力

氧化铝厂	地区	国家	集团	原有产能 万吨/年	新建/复产产能 万吨/年	投产时间
PT Well Harvest Winning	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2021
PT Bintan	亚洲	印尼	南山	0	100	2020
Lanjigarh	亚洲	印度	韦丹塔	0	120	2020
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	50	2021
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	0	20	2021
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	100	65	2021
Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	128	100	2021
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021
<b>2020年合计</b>					<b>220</b>	
<b>2021年合计</b>					<b>435</b>	

数据来源：SMM, 国信期货

### 3 冶炼：吨铝利润料将回升，高铝价刺激复产及进口

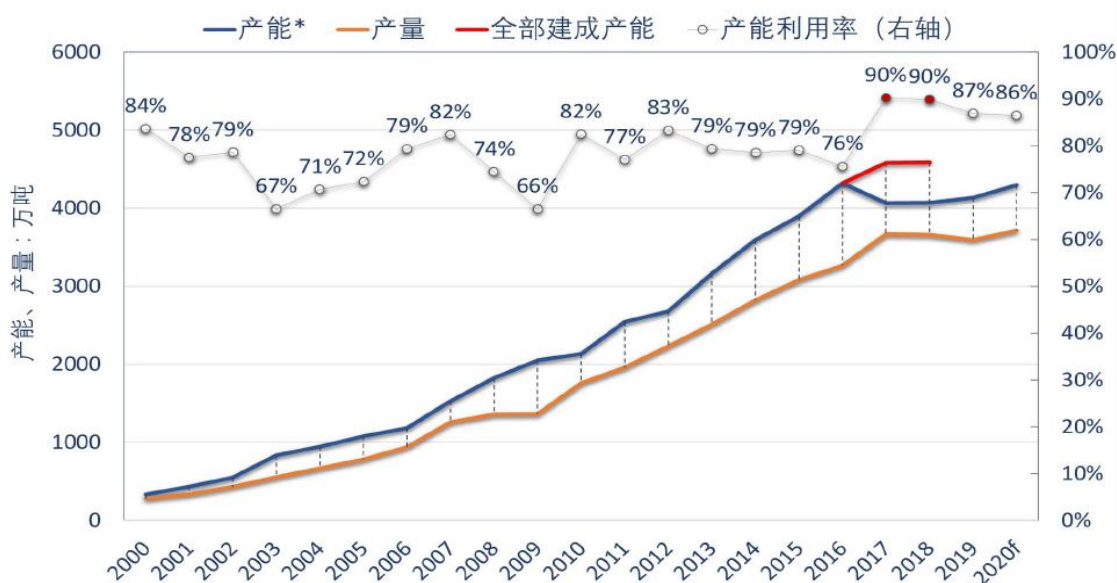
从十四五铝行业规划来看，此前“十二五”电解铝新建产能向能源富集地区布局，“十三五”产能向清洁能源地区转移，而“十四五”电解铝布局调整将基本完成，产能天花板形成。“十四五”期间，中国

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。

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。

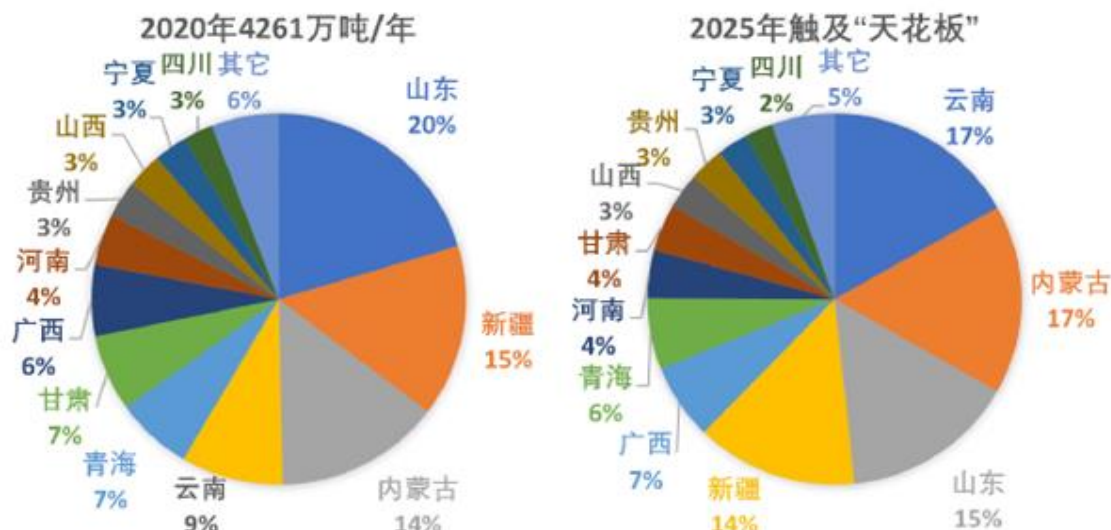
从吨铝成本利润测算来看，沪铝此轮反弹的启动时点是 20220 年 3 月末，彼时国内电解铝企业加权平均生产成本一度跌至在 12200 元/吨附近，全行业面临严重亏损局面，但进入 2021 年下半年以后，国内电解铝企业加权平均生产成本小幅仍不到 16000 元/吨，此时的铝冶炼行业加工利润可达到 6500 元/吨左右，行业盈利产能的几乎全部盈利，使得国内电解铝产能开工率明显提高，此前减产停产产能复产及新建产能投放的压力逐步增大，但电解铝生产利润空间在 2021 年底受到挤压，预计 2022 年吨铝利润料将回升。

图：2000 年以中国电解铝供应增速及产能开工率情况



数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货整理

图：十三五与十四五对比，中国电解铝产能分地区分布情况预估

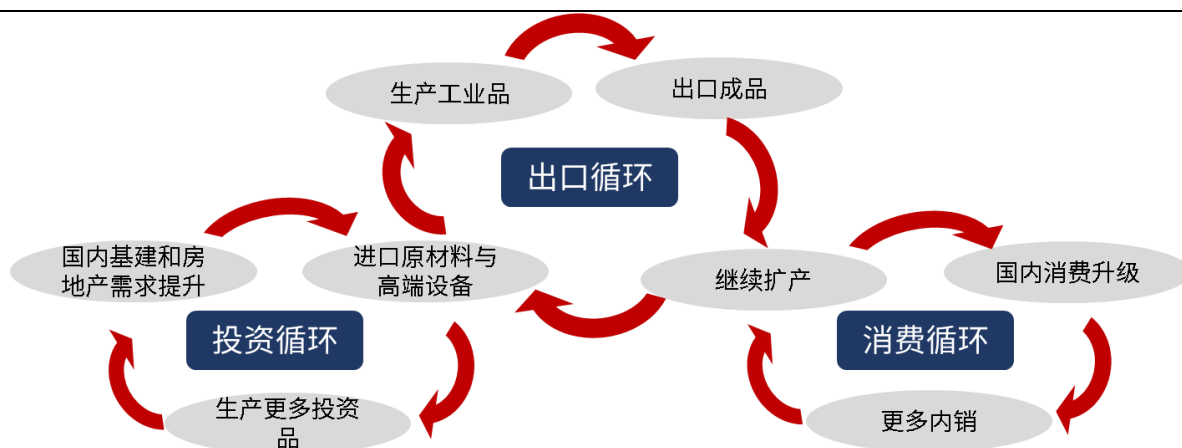


数据来源：中国有色金属工业协会，国信期货

#### 4. 消费：利润开工由强转弱，后续订单忧虑凸显

2021年以来，国内电解铝主要贸易和消费地区的社会库存持续震荡回升，尽管较年内社会库存显著回升，但累库幅度并不及预期，其中春节以来以无锡为代表的华东地区和佛山为代表的华南地区累库放缓，二季度库存变化存较大争议，后续持续关注库存对供需平衡的信号作用。整体来看，由于我国电解铝行业处于产能转移过程中，部分云南、内蒙古等省电解铝新增产能较计划放缓，导致中国电解铝供应压力被延后迟滞，叠加当前铝冶炼厂铸锭比仍处低位，铝锭短期结构性供需错配，导致行业冶炼加工利润持续处于历史高位。根据我国“十四五”铝产业布局规划来看，目前我国电解铝大规模产能调整在未来五年将基本完成，十四五期间电解铝产能天花板或将被严格锁死，而我国铝消费也将发生转型升级，重点领域将围绕新基建新能源领域潜能高增长而具备较高增长潜能，为我国铝行业转型升级创造机会。

图：2021年中国消费内循环增长潜力较大，出口循环复苏，投资循环持稳



数据来源：国信期货

事实上，在2021年后疫情时代复产复工过程中，新旧基建和行业补库需求复苏成为带动实体经济复苏的主要动力，但是随着传统消费旺季下游补货抢购潮转弱，需要关注各终端边际变化及消费换挡情况。从铝材出口来看，全球政治经济博弈对我国铝材出口消费影响不容忽视，按中国我国铝产量3600万吨取

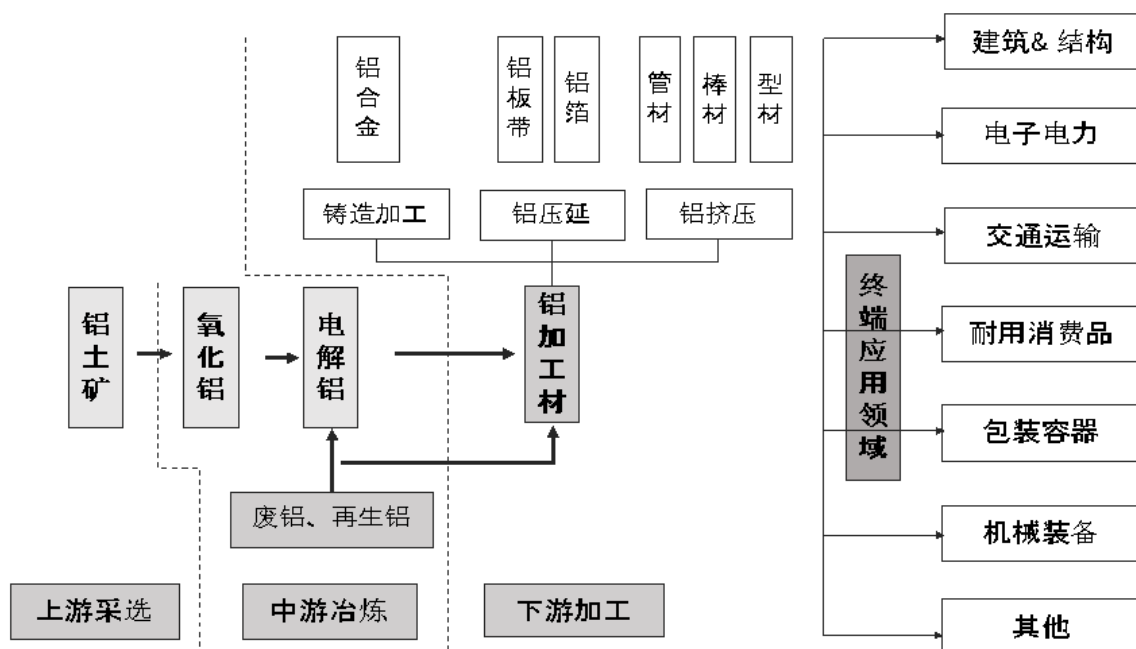
整估算，全占世界铝供给总量的 60%，同时国内铝真实需求约 3100 万吨，占全球铝需求 50%，供需占比的实际情况决定了我国需要大量出口铝材以依赖国际市场进行消费。2021 年以来，我国铝出口由于内外铝价差扩大受到持续抑制，预计 2021 年铝材出口将受到较大影响，部分被迫转向国内。

## 5. 后市展望：铝市供需错配，调整政策缓和矛盾

从铝基本面来看，2021 年国内铝价持续强势也引发进口窗口时有打开。而可预见的云南、内蒙古等省电解铝新增产能较计划放缓，中国电解铝逐渐加大的供应压力被迟滞，考虑到当前铝冶炼厂铸锭比仍处低位，铝锭短期仍存在结构性供需错配。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，2021 年金融市场在通货再膨胀预期及新一轮变异新冠边度威胁下，更多资金更多押注新能源新基建等绿色能源革命相关有色金属板块，在多重利好共振中的铜铝为代表的有色金属价格震荡偏强，凸显出有色金属所具备“顺周期板块稳定器”“抗货币超发抗通胀”、“传统材料向新材料估值转换”等强势属性。

展望 2022 年后市，随着中美等主要经济体不约而同加大新能源新基建等创新行业投入，叠加中国有色行业提出 2025 年提前实现碳拐点的目标，这使得与新能源新基建及碳拐点碳中和概念高度相关的有色金属板块预计将呈现估值由传统周期性重工业向高估值创新材料板块靠拢，预计金融市场投资偏好对有色金属等大宗商品板块较有利，预计 2022 年春季后有色价格仍以恢复震荡偏强态势为主，在不出现宏观系统风险的前提下，铜铝为首的有色金属价格仍具有较强结构性支持，短期铝价若能突破 23000 元/吨附近将朝向 26000 元/吨附近，更多聚焦铜等有色金属中长期趋势向上突破时的量能支持，建议相关产业强化生产利润套保操作，普通机构和投机者逢回调买入，注意控制仓位管控风险。

图：2020 年铝行业出现结构性错配，2021 年上半年类似情况或将持续



数据来源：国信期货整理



#### 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。