

## 国信期货半年策略报告

## 铜铝

## 商品转入危机模式 铜铝动荡中仍有韧性

2022年06月26日

## ● 主要结论

6月以来有色金属在内大宗周期品新一轮暴跌主要归因于宏观风险偏好回落与供需不及预期的共振，尤其是近期在大国博弈与地缘问题刺激海外通胀失控之下，欧美央行被迫激进加息引发经济衰退风险，市场风险偏好和流动性急剧收缩，引发股债汇及商品等风险资产遭遇冲击，有色板块整体难逆势而为，下半年或面临更大波动风险。

从有色板块来说，海外滞涨忧虑甚至欧美局部经济衰退风险加大背景下，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而对于有色等大宗商品市场而言，滞涨周期的前期阶段由于通胀上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对于需求主导型的商品将承压，而有色金属板块各品种正面临相同宏观因素下的内外短周期错配与强弱分化。

就下半年有色铜铝而言，尽管行业供应压力预计不大，且国内疫情影响减弱后消费仍有部分修复空间，支撑主要来自国内外市场的低库存下刚性需求潜力，但上方受到金融市场风险偏好不稳的极大限制，需要警惕短期部分品种价格双向波动加强风险，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，注意风控与资金管理。建议有色加工企业以锁定利润套期保值为主，勿切追涨杀跌，注意资金管理和风控。

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、全球宏观热点跟踪分析

### 1. 牛市见顶？周期趋势浩浩荡荡

2022年即将过半，国际大类资产价格却在6月份频现崩盘式下跌行情，前有欧美日澳印金融市场惊现股债汇“三杀”，后有能源黑色有色等商品接连“跳水”，其中有色金属板块跌至年内新低水平，板块领跌的锡镍已较年内高点腰斩，“铜博士”也罕见暴跌引发系统性风险忧虑，为何上半年一度强势的大宗商品急剧下跌？下半年有色金属行情如何演绎？

事实上，6月以来有色金属在内大宗周期品新一轮暴跌主要归因于宏观风险偏好回落与供需不及预期的共振，尤其是近期在大国博弈与地缘问题刺激海外通胀失控之下，欧美央行被迫激进加息引发经济衰退风险，市场风险偏好和流动性急剧收缩，引发股债汇及商品等风险资产遭遇冲击，有色板块整体难逆势而为，下半年或面临更大波动风险。

2022年1-6月，有色在内大宗周期品整体呈现先涨后跌的‘倒V型’走势，其中1-3月有色板块快速冲高，尤其是在2月底及3月份俄乌冲突爆发的前期阶段保障，因欧美对俄相关制裁螺旋式升级，引发全球金融贸易物流体系全面冲击与区域资源品断供威胁，以能源、金属、农产品为代表的大宗资源品价格全面飙升，各国对战略性资源的保障性需求飙升与全球实体产业的供应链不稳诱发‘资源焦虑症’。

然而，二季度4-6月全球市场却是峰回路转，因欧美经济在能源危机与通胀失控压力下，经济陷入滞胀甚至衰退的威胁不断加大，而中国则遭遇新冠疫情冻结区域经济贸易，全球金融资产在多重利空因素的共同推动下高位回落，大类资产的整体波动进一步加大，包括有色金属在内的风险资产遭遇抛售压力。

从宏观大环境来看，2022年上半年，海外市场正处于21世纪以来最大规模和强度的‘加息潮’中，今年仅前6月全球近70个主要国家和地区的央行及金管局上调基准利率，面对美联储更激进加息的行动和表态，英国欧盟和瑞士在内更多经济体跟进，无疑验证了海外加息潮已形成更大更猛烈态势，需要警惕‘加息潮’外溢带来的冲击，欧美央行因地缘政治等问题持续误判通胀，引发当前货币政策决策进退失据，预计下半年海外货币政策和市场流动性加速收紧将成定局，经济滞胀乃至局部衰退的“灰犀牛”风险加大，风险资产风险偏好收紧高位回撤压力较大。

图：2022年以来全球经济增长与通胀预期剧烈变化，多因素叠加影响大宗商品产业链



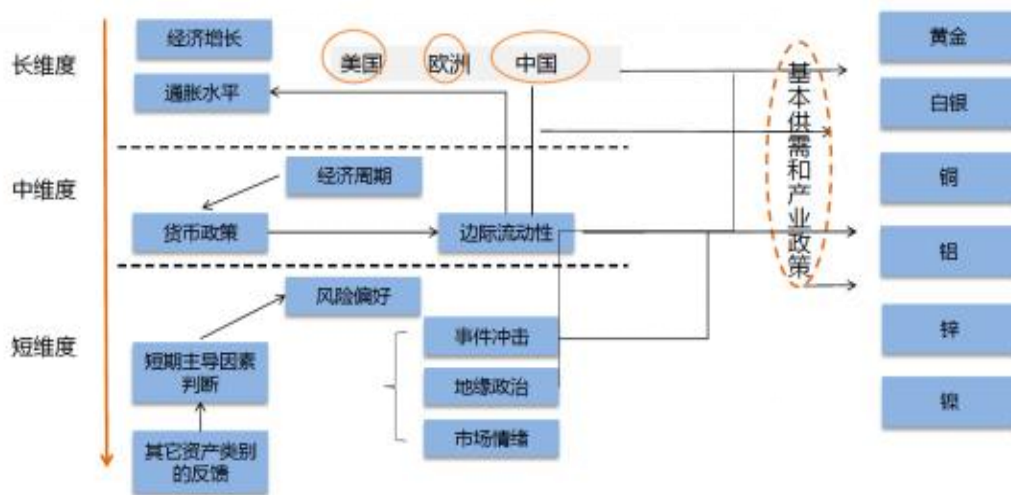
数据来源：国信期货整理

根据 CME “美联储观察工具”显示，截至六月下旬美联储在 7 月加息 75 个基点的概率达 82%，到 9 月份期间累计加息 125 至 150 个基点的概率达到 88% 以上，这意味着金融市场全面重估了美联储激进加息的可能后，几乎完全认定了美联储在未来一个季度就会加息 125-150 个基点，一旦未来通胀降幅低于美联储预期，不排除未来美国的利率目标上限或将进一步提高。

事实上，欧美通胀失控和美联储应对失措也佐证了市场对滞胀甚至衰退的忧虑，而回顾海外历次加息潮可以发现，美联储为首的海外央行其实主要往往受制于体制机制和本国经济发展的立场，并不能完全避免金融危机的发生，例如在互联网泡沫和 2008 年次贷危机前两年，美联储都处于抑制通胀而快速加息，这推动市场流动性大幅收缩，进而刺破海外股市和地产在内风险资产泡沫，而目前欧美的通胀数据正处于近四十年来最高水平，海外经济陷入滞胀的风险已明显提高，美联储被迫强化加息周期对海外风险资产和实体经济增长的冲击不容小觑。

从宏观高频预警指标来看，2022 年 6 月海外信贷市场出现 2020 年以来最明显的衰退风险信号，尤其衡量风险的一个重要指标 MarkitiTraxx 信用违约互换指数和欧美垃圾债收益率在二季度尤其是 6 月份大幅飙升，目前海外信贷市场正显示出两年多来最糟糕的紧张迹象，其中美国垃圾债券的息差及其对冲成本在 6 月中旬出现了两年来的最大涨幅，目前美国垃圾债利差自 2020 年以来首次突破 500 个基点，欧洲垃圾债违约保险成本也飙升至 2020 年 11 月以来的最高水平，亚洲（日本除外）投资级美元债券的违约保险成本也达到 2020 年 4 月以来的最高水平，海外信用违约成本的飙升反映出海外信贷投资者越来越担心。随着失控的通胀迫使美联储进一步推高借贷成本，更多企业将更难展期现有债务或出售新债券，海外央行激进加息导致经济大幅收缩的风险以及部分地区的新冠疫情冲击正显著加大海外市场违约风险。

图：2022 年以来全球经济增长与通胀预期剧烈变化，多因素叠加影响大宗商品产业链



数据来源：国信期货整理、

随着海外加息步伐越发激进，海外滞胀忧虑甚至欧美市场局部经济衰退风险加大，目前金融市场定价已明显转向危机模式，因一旦海外滞胀和衰退到来，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而黄金以及债券等避险资产偏向于上涨，汇率则呈现非美货币贬值，尤其是与资源出口挂钩的新兴市场汇率或面临先坚挺后贬值的压力。对于有色等大宗商品市场而言，滞胀周期的前期阶段由于通胀上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对于需求主导型的商品将承压，投资者应及时做好应对风险的思想准备。



## 2. 疫情加剧供应链脆弱性，有色产业聚焦供需恢复

2022 年二季度以来，由于奥密克戎毒株多个亚型的大范围加速传播，国内和海外正在面临新一轮新冠肺炎疫情的威胁，国内疫情呈现点多、面广且持续时间长的特点，对我国包括有色金属在内实体产业的开工效能、物流成本、供需平衡和交易活跃度等都产生不同程度的影响。上半年，新冠疫情对国内有色等实体产业影响已不亚于 2020 年疫情暴发起始阶段带来的损害，我国实体产业供需经贸和物流冲击待修复。

本轮疫情主要集中散发在长三角和珠三角等主要铜消费区域，封城、封控措施导致产业链、供应链的中断，更是雪上加霜。其中，非封控区的大型企业得益于稳定的长单和关停企业的订单转接，表现相对较好，基本能够维持同期水平，但是也要额外承担约 5 倍左右的物流成本，其余绝大部分企业明显感受到订单受抑下滑、原料购买不畅、物流效率较低等诸多方面的生产经营压力；封控区的企业由于运输不通则根本无法保证正常生产运营，采售和用工等都受到了较严格管控，部分地区甚至持续处于停滞状态。

此外，截至 6 月，有色加工行业运营状态虽有一定好转，但产能的释放和下游的需求之间仍然无法在短时间内合理匹配，就国内供应方面，有色生产冶炼企业尽管面对新一轮疫情影响相对可控，国内有色显性库存春节后累库不及历史同期水平随后又持续去库，冶炼厂在上半年疫情防控期间基本能够确保正常的生产经营状态，但原料和产成品进出口贸易和国内物流影响更甚于生产企业单纯人员团队上防疫的冲击。

以铜为例，2022 年上半年，尽管南美等主要铜精矿供应地一季度由于季节性干旱和品位下降导致的产量出现下滑，但国内个别冶炼厂检修和停产的情况也为原料需求释放出了一定空间，加之废铜和粗铜的进口仍保持增长状态，原料的供应暂未受到影响。但是，俄乌冲突催化大宗商品价格的普遍上涨，导致的企业生产成本上升和国内防疫防控导致的港口和陆运物流受阻，成为供应端在疫情防控期间面对的最大挑战。

就国内需求方面来看，本轮疫情对直接面对终端的下游加工行业影响较大，行业产能利用率普遍出现明显下降尤其是多地因疫情需要而陆续采取的封城措施，区域严防外溢而采取协同防控手段已波及多个铜产业链上的重要生产地区，尤其 4-5 月份，华东、华南地区的产销和运输出现间歇性停摆情况有色产业在运输严重受限的情况下产需明显乏力。就铜产业为例，4-5 月由于原料成本高企、需求扰动冲击、物流受阻等多种不利因素几乎全部进入有色加工这一环节，使本就利润率较低的有色加工行业苦不堪言。

从安泰科调研统计数据看，2022 年上半年，国内精铜产量原本在一季度同比仍有 1.28% 的增长，其中 3 月受冶炼企业检修和停产影响同比下降 2.35%，环比下降 1.62%，但进入二季度以来，由于 4 月受企业检修的相对集中、复产产能的延迟，环比继续出现回落，5-6 月随着产业链复工复产的持续推进以及复产产能的恢复，产量将开始回升，但有些原计划 4 月检修的冶炼企业，由于用工不足问题将会出现被动地推迟检修期，届时将对产量的回升幅度带来限制。尽管为了平衡各方面冲击带来的影响，铜等有色现货市场也曾出现过调整升贴水以促进需求端的采购积极性，但效果并不明显，且后续国内有色贸易受华南华东仓储虚假仓单和涉嫌重复质押而陷入新一轮交投低迷状态

综合来看，新一轮奥密克戎疫情对于国内有色金属产业的整体影响较大，但预计随着 6 月份后疫情的稳步受控，以及政策推动的复工复产节奏加快，市场信心恢复增强，产业链、供应链将逐渐得到修复。值得注意的是，本轮疫情对经济和很多地区铜产业的影响已经达到 2020 年爆发的起始阶段损害程度，但后期恢复的速度和全产业的协同能力或将较之前全国性的推动复工复产略显缓慢，主要是由于疫情经过两年多的发展演变，全球的状态已经发生了明显分化，“报复性消费”和“订单回流”的拉动力明显减弱，同时国内各地防疫措施的不同和管控时间上的差异，协同一体化恢复的脚步也将为之艰难。

## 二、铜市趋势分析展望

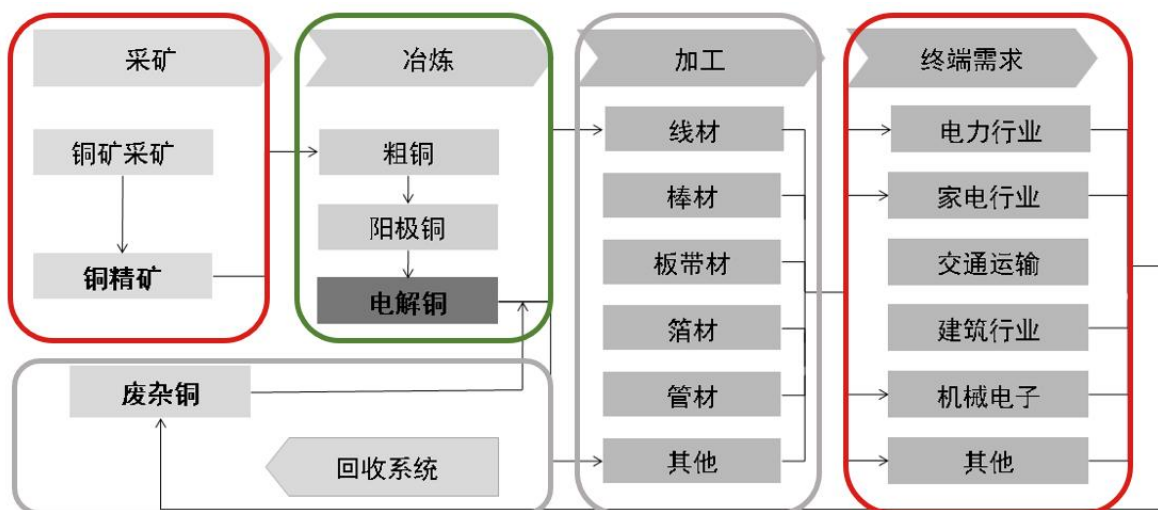
### 1. 自然资源：全球精矿紧缺缓和 然矿山供应扰动较大

从有色板块来看，海外滞涨忧虑甚至欧美局部经济衰退风险加大背景下，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而对于有色等大宗商品市场而言，滞涨周期的前期阶段由于通胀上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对于需求主导型的商品将承压，而有色金属板块各品种正面临相同宏观因素下的内外短周期错配与强弱分化。

对于国内而言，考虑到目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长仍以实体工业为主，而我国有色产业链比较完整且规模庞大，仍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，因此我国有色工业体系要完成新型工业化转型升级还有较大空间和潜力，预计我国有色金属消费强度预计在2025-2030年左右达到高峰，中国若坚持“以我为主以稳为主”的政策趋势，进一步稳住内需基本盘，将有助于有色产业在内实体市场企稳，有色金属板块内铜铝具有较强内需抗跌韧性。

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，近年来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2020-2022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。

图：铜上游供应仍扰动颇大，使得中游冶炼过剩产能冲击受限，而下游消费弹性将是维稳发力点



数据来源：WIND，国信期货

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 2022 年全球铜矿偏紧张格局可以延续，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，2019-2021 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 2022 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。

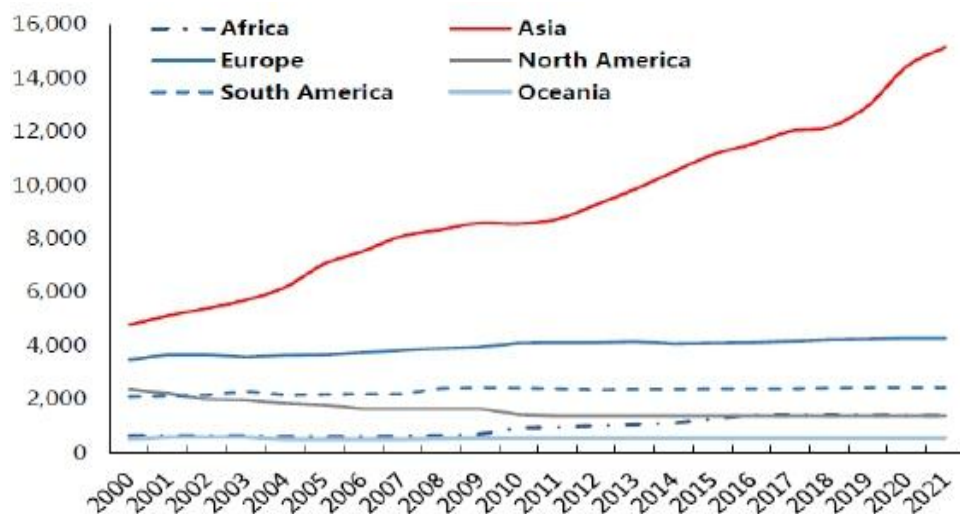
## 2. 冶炼加工：过剩产能开工却不足 全球精铜库存过低

就全球铜供需而言，全球表观（三大交易所库存）铜库存不足全球数天的消费量，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%。

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，而 2022 年铜精矿加工费尽管恢复至该平衡点上方，但副产品利润下滑，对冶炼厂利润释放也造成了较大的限制。

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。

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

此外，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求，并一定程度影响铜精矿加工费和精废价差。2022 年全球铜精矿供应紧平衡的大背景，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和地方支持政策放松方能舒缓中国铜精矿资源对外依赖过高的困局。

### 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，2020-2023 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）。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，考虑到我国目前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大升级潜力。

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。

2019-2022 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、消费强度逐渐走低。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呈负增长，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。

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：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

数据来源：SMM，国信期货

图：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：波动加大聚焦风控，铜博士压力中有韧性

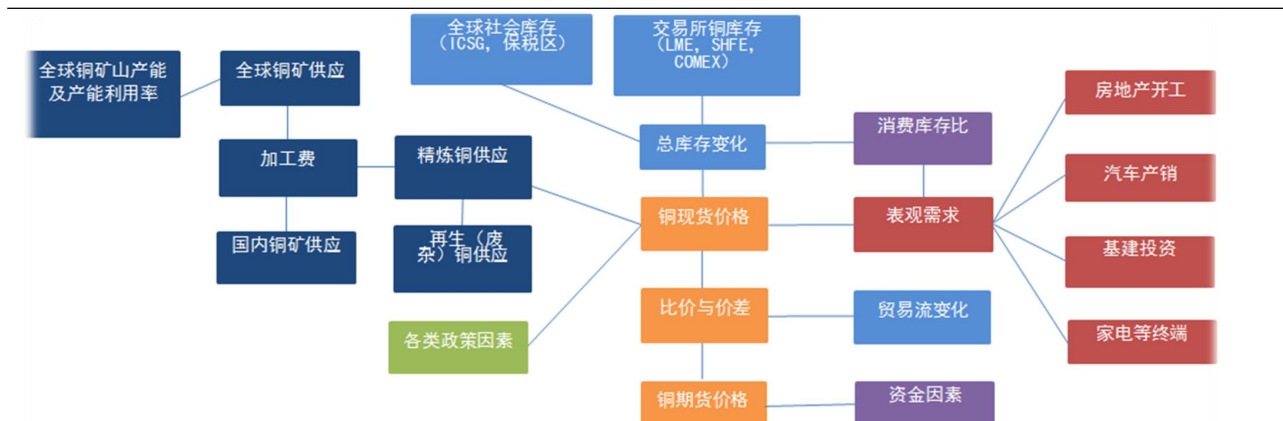
近阶段，美联储激进加息的外溢效应正在影响大类资产价格海外多国金融市场惊现股债汇“三杀”，大宗商品也整体承压，因当前全球经济正面临更多黑天鹅和灰犀牛风险冲击之下，短期金融市场更多转向危机模式定价，股市、债市及大宗商品处于一个“多云转暴雨的盛夏”，目前金融市场正直面欧美滞胀和经济硬着陆威胁，在此背景下各主要经济体相关政策调整面临极大考验，可能引发大类资产波动持续剧烈，而

请务必阅读正文之后的免责条款部分以信为本点石成金



有色等大宗商品预计下半年料将波动加大，尽管年中时点有色行业供应压力预计不大，且国内疫情影响减弱后消费仍有部分修复空间，支撑主要来自国内外市场的低库存下刚性需求潜力，但上方受到金融市场风险偏好不稳的极大限制，需要警惕短期部分品种价格双向波动加强风险，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，注意风控与资金管理。建议有色加工企业以锁定利润套期保值为主，勿切追涨杀跌，注意资金管理和风控。

图：铜上游供应仍扰动颇大，使得中游冶炼过剩产能冲击受限，而下游消费弹性将是维稳发力点



数据来源：国信期货整理

### 三、铝市趋势分析展望

#### 1. 地缘乱局冲击全球分工，海外铝供需贸易面临重整

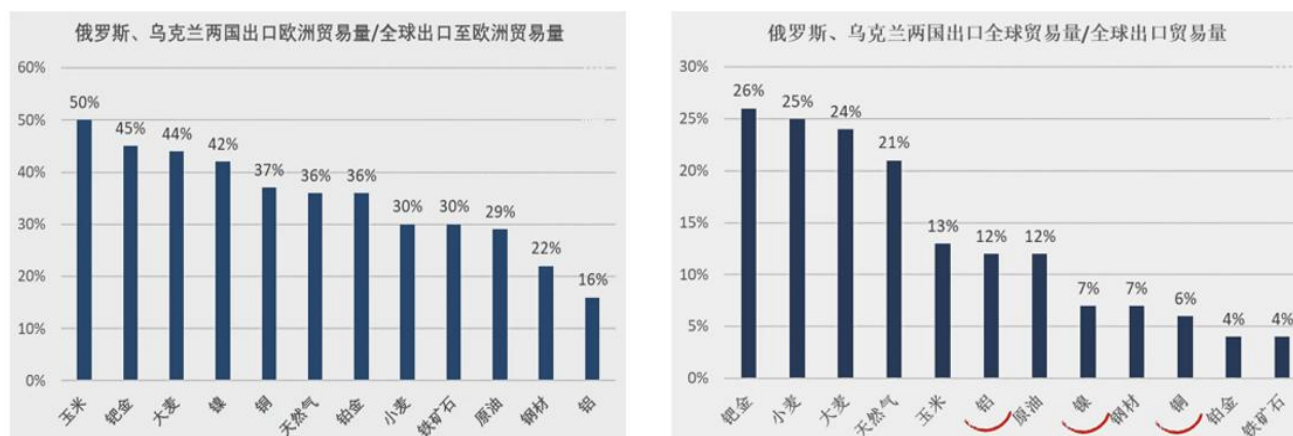
从地缘政治上看，2022年3月至今，随着俄乌乱局持续不断螺旋式恶化，在欧美俄政治经贸不稳定局势下全球资产价格经历“恐慌避险、预期缓和、观望不安、再恐怖避险”多轮循环，全球资本市场情绪不稳，资产价格尤其是大宗商品价格波动剧烈，上述情况正是百年变局叠加国际乱局下大宗商品自我调节能力失灵下的“应激性反应”，地缘政治持续也带来全球经济衰退的系统性风险。

俄乌冲突后欧洲能源危机恶化，电力成本高企，电解铝减产。即使欧洲未停产的铝厂其与电力公司有季度、半年或者年度以上的长单也难以抵御电价攀升，因随着长协电费逐渐上涨后续欧洲电解铝减产规模可能进一步扩大。欧洲占全球电解铝产量的11%，俄罗斯占欧洲电解铝产量近半。欧洲地区乱局已成现实，地缘政治持续刺激各国纷纷强化大宗资源品保障和储备，然而短期难以一蹴而就，也带来全球经济下滑风险，加剧全球变局下大国关系重塑带来的产业经贸关系的动荡调整与变革。

据IAI数据，2021年欧洲电解铝产量为746.8万吨，占全球电解铝产量比重为11%，其中西欧和中欧电解铝产量为332.9万吨（占全球产量5%），俄罗斯和东欧电解铝产量为413.9万吨（占全球产量6%）。而据俄铝公告，2021年原铝产量376.4万吨，占全球原铝产量的5.6%，铝增值产品约41%出口欧洲。

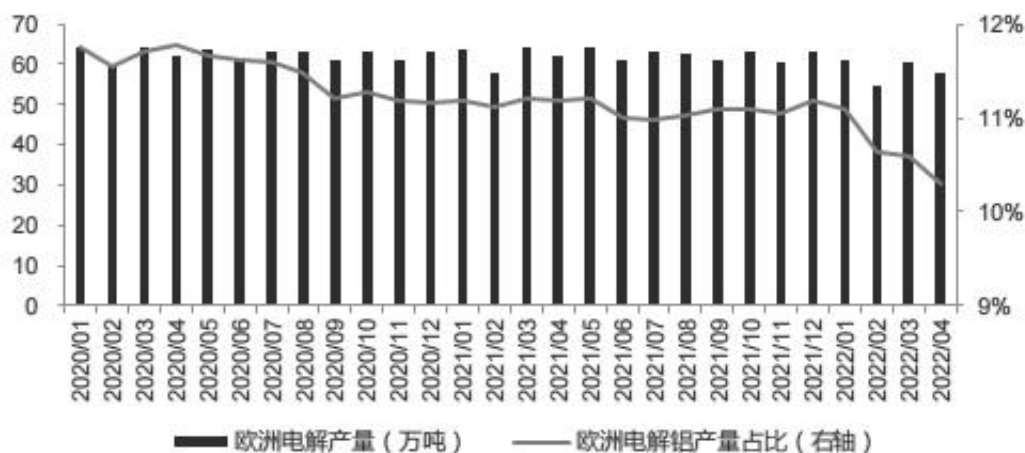
近阶段，欧美多国铝企业、航运企业、港口均宣称停止与俄罗斯业务来往，俄铝产品出口受阻，加剧海外电解铝短缺。美国铝业宣布将停止向俄罗斯公司出售产品，并停止从俄罗斯采购原材料；挪威海德鲁决定不再与俄罗斯签订新合同，直到另行通知；澳洲政府禁止向俄罗斯出口氧化铝及铝土矿，在澳大利亚的制裁生效期间，力拓正式将俄铝排除在了该工厂的管理和生产之外，预计影响俄铝近20%的氧化铝需求。

图：俄乌局势从乱局到战局，地缘冲击对全球电解铝产量影响范围不容小觑



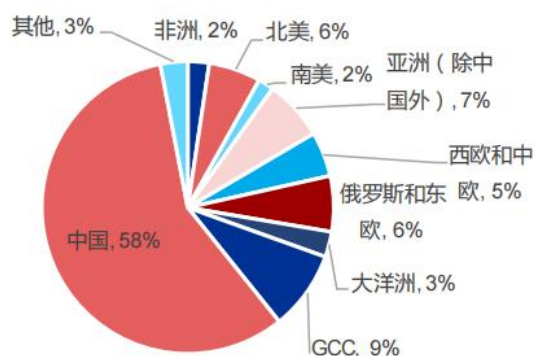
数据来源：国信期货整理

图：俄乌局势从乱局到战局，地缘冲击对全球电解铝产量影响范围不容小觑



数据来源：IAI，国信期货整理

图：俄乌局势从乱局到战局，地缘冲击对全球电解铝产量影响范围不容小觑



数据来源：IAI，国信期货整理

随着欧美制裁不断升级，欧美还禁止俄罗斯和俄企经营的船只进入欧盟港口，同时还禁止俄罗斯和白俄罗斯的公路运输公司在欧洲经营，欧美制裁正迫使全球铝贸易和供需发生巨变，俄铝产业链和出口受限、欧美铝生产亏损库存降低、中国铝供需则更多外部不确定性。数据显示，2022年二季度以来，LME铝库存不断创新低，目前降至43万吨，为十多年以来新低。LME铝库存的下降与欧盟制裁俄罗斯有较大关系。由于目前俄罗斯船运公司被禁止向欧洲港口发运，阻碍俄罗斯金属等商品向欧盟流入，使得俄罗斯生产的铝不得不向亚洲地区发运，表现为库存由欧洲向亚洲转移。同时，制裁也造成了全球海运运力阶段性下降，海运费上涨，运输周期拉长，这都造成在途货物增加，LME铝显性库存下降，扰动铝市供需变得更为脆弱。

## 2. 国内铝仓库质押“爆雷”，铝锭交割库和贸易遭冲击

5月底6月初，一则涉及重复质押的有色仓单爆雷消息发酵在业内引发巨震：“5月31日，广东佛山中金圣源仓储管理有限公司因爆出货物重复质押问题，引发货主集体提货挤兑，目前警方和相关监管机构已介入，据称涉事仓库有色现货达数十万吨以上，涉及金额超十亿元人民币，上述事件涉及上海有色贸易公司与业内多家有色贸易商及风险管理子公司的铝锭质押融资业务，后发现华东华南多个仓库均有重复质押的问题，多家铝锭交割库和现货贸易产业链受到该爆雷事件冲击，部分有色仓库已处于封控状态”。

从目前了解的情况看，上海巨伊国际贸易有限公司、上海海石榕实业有限公司等融资方，联合仓储公司将库存铝锭重复制作仓单，并向大型国企、民企、外企的贸易公司进行了重复融资诈骗，据悉事件还在持续发酵中，铝锭重复质押事件涉及企业达20多家，以及上海南储、浙江康运、宁波九龙等数家交割仓库，货值高达数十亿元，多个资金方将面临较大损失。

为何几家看似名不见经传的贸易公司，可以骗倒这么多知名企业和正规机构？“其中可能有几点原因，一是融资方是有色圈里特别资深的一批人，有些是从中铝系出来的，还有些在铝市场里做的量一直都很大、名气很大，交易对手会相对信任；二是因为这批人体量大，他们在仓库的话语权很重，仓库很多时候要求着他们，为违规操作提供了可能，据我所知有仓库是在跟这次出事的融资方合作以后才有了铝的业务；三是融资方对行业熟悉，利用了一些漏洞，他们对交易对手的风控习惯非常清楚，这次出事的都是交割库又不是标准仓单，就是因为行业里默认交割库的信用更高。”上海某贸易公司负责人指出。

该事件背后是贸易链条中的几个融资方疑似买通了多家交割仓库，联手进行重复质押诈骗，对行业造成了十分恶劣的影响，包括现货贸易量短期骤降，预计整个仓储和贸易生态圈或将重构行业或面临洗牌。值得一提的还有，本次事发的融资性贸易业务恐将面临大规模审查，国企和金融机构托盘业务或大幅压缩。

近年来大宗商品现货圈因严重超额重复质押（或虚假质押）爆雷的行业负面事件数量少但影响大，典型案例有2012年“钢贸商危机”和2014年“青岛港事件”，事件中不仅有爆雷企业因涉嫌犯罪被公安机关立案处罚，还导致大量贸易商和金融机构损失巨大，进而引发行业重新洗牌和信用危机，因此近年来部分单一爆雷事件及时偶有发生，大宗商品现货圈和金融机构往往在事件爆发前低调协商以控制影响减少各方损失，而此次各方进行公开维权报案意味着涉事各方已陷入“两败俱伤，定责追损”的被动局面，负面影响会在警方和相关监管介入后外溢向全行业同类业务。

当前，市场仍在聚焦有色现货行业内同类重复质押业务的风险敞口底数，若涉爆雷涉及企业及仓库范围扩大或涉及更多现货仓储和贸易商，则短期区域贸易和供应遭遇的冲击将被进一步放大，市场需要更长时间来谨慎评估事件风险后才能逐步恢复正常业务往来，爆雷事件后可重点观察现货升水波动，若现货升贴水短期承压而后逐步回升，可视为市场信心恢复的重要参考指标，因相关下游企业在事件负面冲击后往往会按需采购或撑价格大回调后抄底补库，当下事件范围尚不清晰，产业套保应聚焦基差异动的风险。



图：有色仓库质押“爆雷”，铝锭交割库和贸易遭冲击



数据来源：网络信息整理

### 3. 疫情冻结贸易物流，中国铝供需有待解冻

2022 年上半年以来，国内铝供需平衡有所改善，尤其是云南、青海等地部分电解铝小幅复产，整体国内供应量缓慢抬升，而需求端与中国疫情导致国内经济下行压力加大、需求下滑有着直接的关系。目前，疫情对电解铝生产的直接影响相对有限，因此 2022 年以来电解铝生产呈现快速恢复的态势。

从中国电解铝主要原料氧化铝来看，2022 年 1-5 月份国内氧化铝累计产量达 3104.6 万吨，同比增加 5.2%。5 月（31 天）中国氧化铝冶金级氧化铝 695.5 万吨，冶金级日均产量 22.44 万吨，环比增加 12.16%，同比增长 12.02%。分地区看，山东地区产量 226.8 万吨，环比增长 11%；山西地区产量 171.9 万吨，环比增长 3%；河南地区产量 83.4 万吨，环比增长 5%；广西地区产量 105.7 万吨，环比增长 9%；据了解，年中时点各地氧化铝产量均表现增长。其中重庆和河北由于新投产产能释放，产量环比暴增。从三季度开始，国内更大体量的新增氧化铝数量将会流入市场，5 月估算氧化铝净进口负 15 万吨，月内将过剩 19.3 万吨，氧化铝基本面由短缺扭转为过剩，基本面的改变也导致了氧化铝价格开始回调。后续新投产产能投产速度加快且体量庞大，氧化铝远期基本面将保持过剩，氧化铝价格若出现持续压力。

从中国电解铝产能开工和实际产量来看，今年 1-5 月国内累计电解铝产量达 1619.9 万吨，累计同比减少 0.39%，2022 年 5 月（31 天）中国电解铝产 343.5 万吨，同比增加 3.6%，日均产量环比增长 800 吨至 11.08 万吨，环比增幅放缓，同比增长 0.39 万吨；5 月份国内电解铝供应端增减并存，运行产能小幅抬升，其中云南、山东等地因产能置换及检修等原因减少 25.2 万吨，月内供应增量主要体现在云南、广西及河南部分企业小幅复产及新增投产，涉及产能 40.8 万吨。

截至 6 月初，SMM 统计全国电解铝运行产能达 4059.8 万吨，国内有效建成产能规模 4436.5 万吨，全国电解铝开工率约为 91.5%。月内西北等地铝水转换比例提高，5 月铝水比例录得 65.5%，环比增长 0.8 个百分点。进入 6 月，甘肃、广西、云南、四川等地依然有部分产能有望投复产，就目前国内电力及政策方面预计 6 月份供应端减产的可能性不大，故 6 月份国内电解铝运行产能继续维持抬升状态，预计到 6 月底国内电解铝运行产能达 4076 万吨附近，6 月国内电解铝产量有望达 334 万吨，同比增长 3.7% 左右。

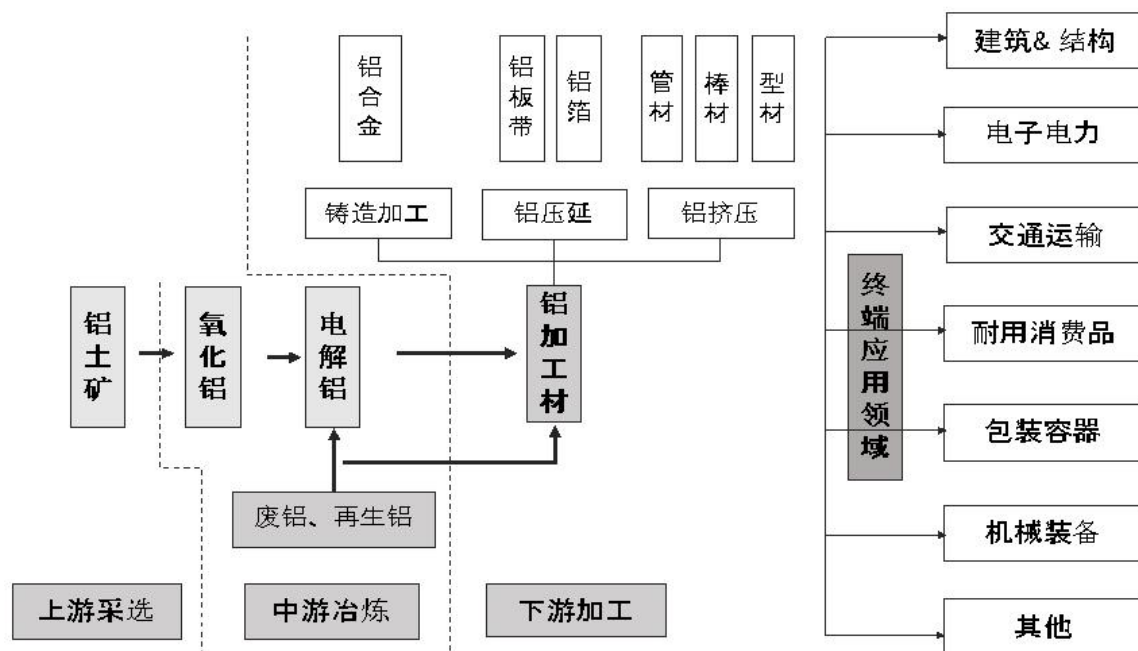
从中国铝锭社会库存变化来看，截至6月16日，上海有色网统计国内电解铝社会库存78.5万吨，较5月末库存下降13.8万吨。分地区看，降库地区仍主要为无锡，佛山，上海地区。仓库事件的影响仍在，部分货源存在仓库转移的情况，且叠加本周铝价降至2万元/吨附近，现货贸易市场成交活跃，下游拿货积极，也带动部分去库。巩义地区受仓库影响较小，但下游有采购需求释放，库存周度小降0.4万吨。整体来看，6月份以来下游复工，开工率提升，需求环比恢复；且本周价格低位后下游拿货增加，且叠加仓库货物转移的影响，电解铝库存处于持续去库状态。

从中国铝需求端复苏调研情况来看，5月份国内疫情引起的运输不畅问题虽然有缓解，但对终端需求提振仍表现不佳，建筑型材及铝板带箔等主流消费端开工均不及预期，且因为上海等地区的疫情导致部分企业的海外订单也出现了小幅萎缩，国内铝社会库存5月份先增后减，降幅不足7万吨，远低于去年月度降库14万吨的量，且因型材等板块需求不足，铝棒呈现小累库的状态，进入6月份，上海全面复工复产，且国内一揽子刺激政策即将落地，汽车及新能源电力方面用铝或有极好的提升，叠加仓单质押事件对现货库存的影响，预计6月份国内电解铝库存维持去库状态，铝棒库存短期或难以大幅去库，内需亟待提振。

#### 4. 铝市展望：金融属性削弱资本暂观望，下半年铝供需韧性犹在

下半年，尽管年中时点有色行业供应压力预计不大，且国内疫情影响减弱后消费仍有部分修复空间，然而当前全球经济正面临更多黑天鹅和灰犀牛风险冲击之下，短期金融市场更多转向危机模式定价，股市、债市及大宗商品处于一个“多云转暴雨的盛夏”，目前金融市场正直面欧美滞胀和经济硬着陆威胁，在此背景下各主要经济体相关政策调整面临极大考验，可能引发大类资产波动持续剧烈，而有色等大宗商品预计下半年料将波动加大，当前有色主要支撑主要来自国内外市场的低库存下刚性需求潜力，但上方受到金融市场风险偏好不稳的极大限制，需要警惕短期部分品种价格双向波动加强风险，建议投机客户在市场动荡中勿重仓豪赌，建议有色加工企业以锁定利润套期保值为主，勿切追涨杀跌，注意资金管理和风控。

图：2020-2021 年铝行业出现结构性错配，2022 年类似情况仍存在，但程度明显缓和



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。