

铝需求未来确定转弱

板块 有色金属

建议空铝：



前海期货有限公司
投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com

从业资格号：F3056946

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

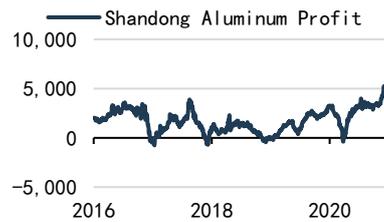
报告摘要

- 铝：海外疫情推升近端需求超过供给，推升价格。2021 需求分流，供给增加，供需缺口将逐步缩窄直至反转为过剩。建议未来空铝。
- 铜：金融需求推升铜价，盯住中美十年国债利差。驱动复杂，暂时不建议做长期交易。
 - 铝：供需缺口缩窄确定性极高
 - 铜：融资铜主导需求

Aluminum demand is set to fall

Sector Nonferrous

Short Aluminum:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Rohee Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3056946

Analyst: Xiaofan Huang

Tel: 021-68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

Abstract

- Aluminum: Covid-19 overseas break drives temporary demand exceeds supply, pushing up prices. While in 2021 demand will diverge and supply will increase, reversing the gap. We recommend to short aluminum in the future.
- Copper: Financial demand is driving copper up. Investor should focus on the 10 years rate gap of China and the United States government bonds. With the drives complex, we do not recommend long-term trading at the time.
- Aluminum: The certainty of supply and demand gap reversal is worth the bet.
- Copper: Financial driver is the key.

一、中美经济时钟差异显著

（一）中国信用拐点已至

信用主要指标是社会融资，一般社融和 M2 的剪刀差是有色金属的领先指标。2020 年 11 月的社融和社融-M2 数据均出现拐头，同时该指标处在历史的经验顶部区间，大概率这一轮信用的拐点已经出现了，也就是说目前已经进入紧货币，紧信用的过热阶段，预计商品将阶段跑赢股指，同时债券可能正在做底。

图 1 信用已经收紧



数据来源：Wind，前海期货

从 09-11 年的经验来看，铜的价格顶部晚于信用拐点，出现在 2011 年 1 月，但早于货币的拐点。在 2011 年，货币的拐点出现在 2011 年 6 月份。从 12 月中央经济工作会议上的表述来看，货币政策的进一步收紧为时尚早，这意味着紧货币周期远未结束。

图 2 货币尚未达到拐点


数据来源：Wind，前海期货

（二）美国财政政策边际变化更大

1 财政刺激导致消费脉冲

由于严重的贫富分化，传统货币政策效用已经乏善可陈，美国不得不采用更加激进的财政政策，目前财政政策对于大宗商品的影响远大于货币政策。

在应对疫情的第一个刺激计划(CARES ACT)中，总金额为 2 万亿美元，其中 3000 亿为直接现金支付，2600 亿为额外的失业补助。对于个人的一次性支付，CARES ACT 一次性给成人支付 1200 美元，儿童为 500 美元。新法案成人和儿童均为 600 美元。周度支付也继承了减量的趋势，从每周 600 美元降为 300 美元，淡出时间计划为 2021 年 3 月底。

表 1 美国疫情刺激计划

法案	总量(万亿)	一次性支付(美元)		周度支付	
		成人	儿童	额度	淡出时间
CARES ACT	2	1200	500	600	2020/7/31
新法案	0.9	600	600	300	2021/3/31

数据来源：前海期货

中低收入人群的消费偏好显著强于中高收入人群。CARES ACT 初始的 600

美元周支付金额合时薪 15 美元，已经远远高于大多数美国州最低时薪规定。这释放大量的被压抑的消费需求。这些都是对于实体经济的需求。由于欧美制造业产业链受疫情影响较大，这部分需求很大程度上由中国承接，这就解释了为什么海外的家电等传统实体经济需求反弹比国内快。

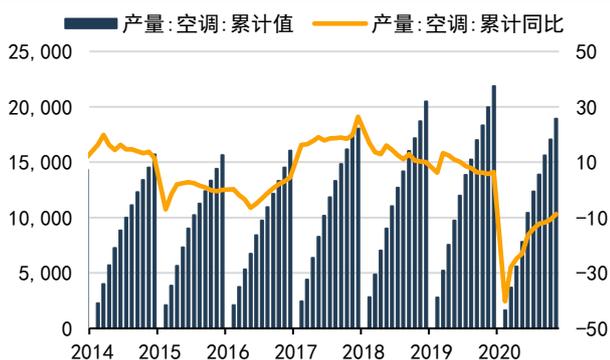
图 3 机电产品出口增速快于内生消费



数据来源：Wind，前海期货

在具体的影响有色需求的行业上，空调或许最为明显。

图 4 空调产量复苏较为迟缓



数据来源：Wind，前海期货

图 5 出口显著拉动总需求



数据来源：Wind，前海期货

从上图可以看到，出口增速显著高于总产量。同样的情况在冰箱上也能看到。这都将阶段推高中国的商品需求，具体表现为对应家电、集装箱等产业的商品，比如金属、塑料等。

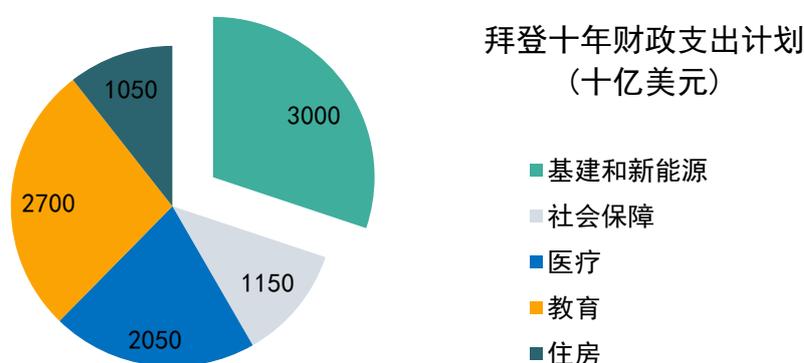
2 拜登百日新政或将聚焦新能源

拜登新能源政策的整体目标是确保美国实现 100%清洁能源经济并在 2050 年前达到净零碳排放，并通过一系列短期和长期政策目标去实现这一目标。

美国国会大概率保持共和党控制参议院，民主党控制众议院。过于激进的财政政策是无法通过参议院表决的。目前的资本开支计划仍有不确定性。拜登新政内所有对于税法的改进都会遭受巨大的阻力，相对的，资本开支计划阻力较小，也有谈判的余地。

Clean Energy 是拜登的标志性政策，能创造大量就业，链条长，具备拉动美国制造业的潜力。并没有显著侵占传统能源供应商的利益，预计遭受的阻力会比较小。且由于光伏已经具备成本优势，市场接受程度高，政策倾斜只需锦上添花。

图 6 新能源将是拜登的标志性法案



数据来源: Wind, 前海期货

预计拜登新政比较利好的行业有光伏、储能、电动车。落实到商品中，比较利好硅、锂、铜、银。中美经济周期上呈现明显的错周期，中国已经进入过热期，而欧美仍然在复苏期。对于传统商品的需求，由于疫情影响了财政政策和欧美产业链，所以导致呈现脉冲状。当明年欧美的货币创造拐点到来时，有色金属可能也将迎来拐点。

二、铝：推荐需求减弱后做空

（一）短期供需缺口导致近端价格坚挺

在铝的终端消费行业中，建筑和结构占我国铝消费的 30%，交运占比 11.4%。疫情以来，铝棒需求率先恢复，它对应的终端需求是铝合金门窗等。在 4 月后，随着农民工的复工，铝棒去库顺畅。房地产后周期的延续了年前的强劲走势，开始显著复苏。目前下游仍然呈现房地产迅速回暖，其他行业亦步亦趋的特点。

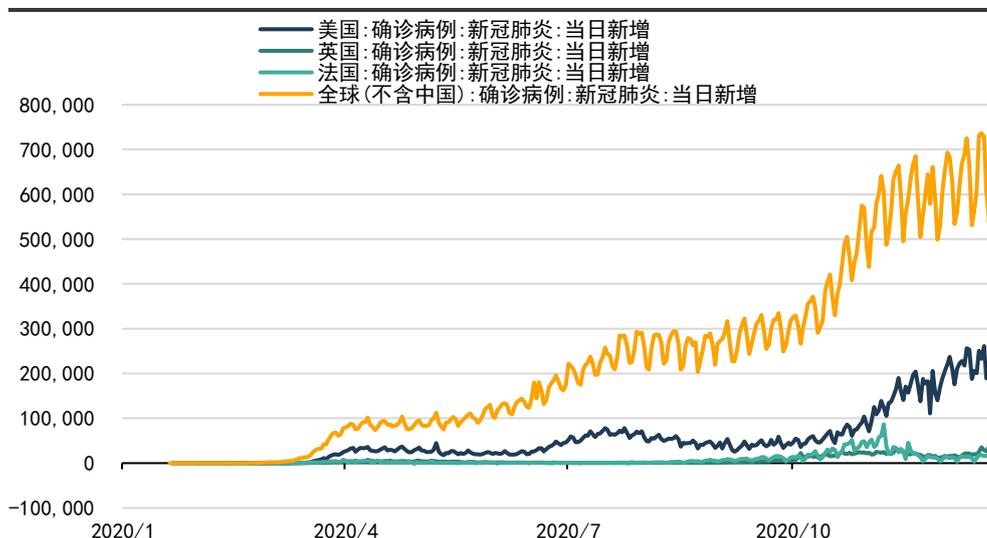
表 2 铝下游消费

铝下游消费行业		占比
建筑	铝塑管	30%
	机构件	
	铝合金门窗，铝板幕墙	
电力	高压输电线路（电缆约占电力行业的 75%-85%）	15%
铝材及铝合金出口	铝材	13%
	铝合金	
耐用品消费	厨卫	12%
交运	汽车	11%
	飞机	
包装	易拉罐	10%
机械设备	机械设备制造	6%
其他	电子等	3%

数据来源：阿拉丁，前海期货

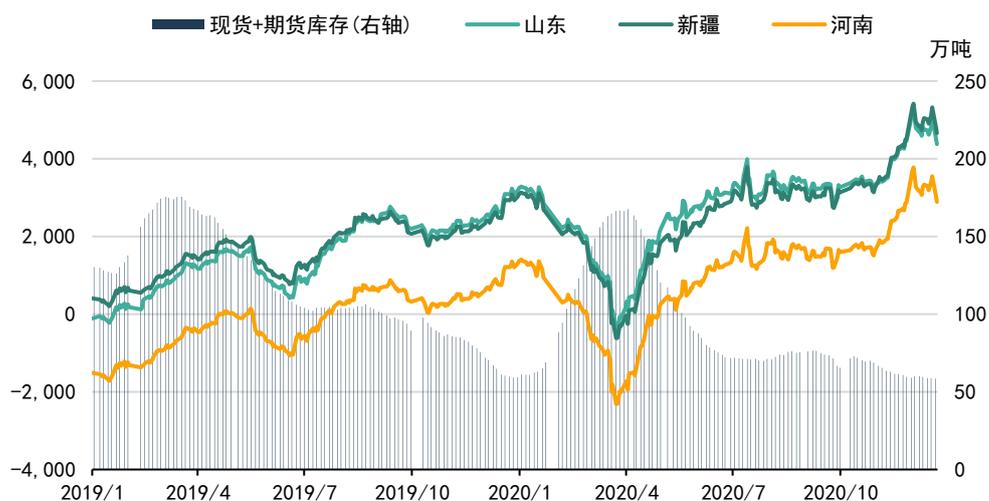
在 10 月后，随着北半球入冬，欧美疫情再次爆发。

图 7 欧美疫情在 10 月后二次爆发



数据来源：Wind，前海期货

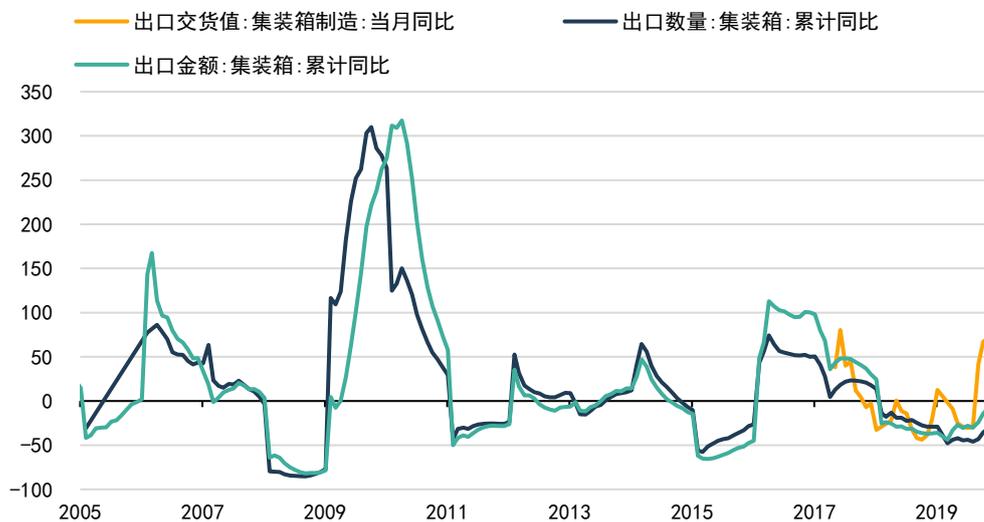
图 8 盘面利润在 10 月后大幅上涨



数据来源: Wind, 前海期货

可以看到, 在 10 月后, 随着欧美疫情再次爆发, 但消费需求旺盛, 在出口拉动下, 电解铝利润再上台阶, 利润水平已经达到 5 年内最高水平, 表明目前供需存在明显缺口。

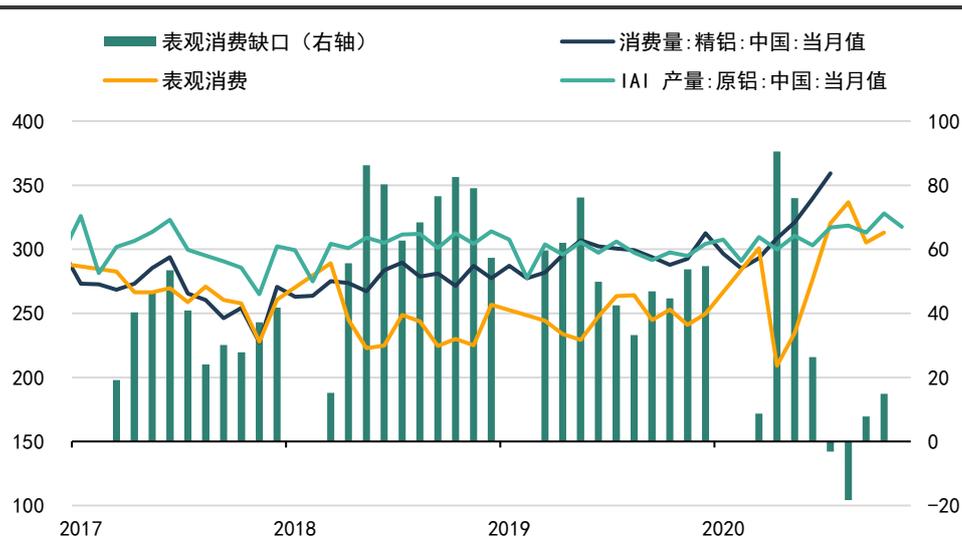
图 9 集装箱需求代表出口旺盛, 仍在增长



数据来源: Wind, 前海期货

需求旺盛可以在集装箱需求上得到佐证。集装箱运输成本的飙升推动了铝和铝合金市场 12 月份价格的大幅上涨, 原因是疫情导致的需求和供应的迅速变化导致亚洲出现了严重的集装箱短缺。运费成本也推高了下游的 ADC12 铝合金现货市场的价格。

图 10 表观消费缺口已经开始收缩



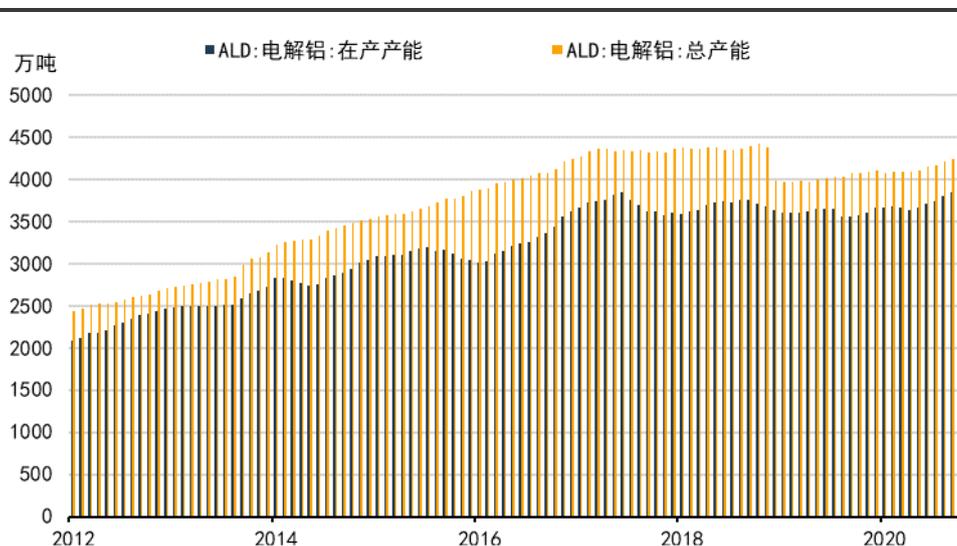
数据来源：Wind，前海期货

表观消费缺口已经开始收窄。SMM 预计 2021 年新增产能约为 316 万吨，约为 8% 的增量，已经超过了目前消费同比增速和产量同比增速之差（约为 10%）。2021 年铝价大概率将在某个时点出现拐点。

（二）供需缺口会随着疫情退潮而弥合甚至反转

随着疫情逐渐消散，刺激政策将在 3 月底完全淡出。由于供给将被动的被搁置在高位，届时电解铝利润会有较大幅度的回归。

图 11 产能突破 3500 万吨平台



数据来源：Wind，前海期货

电解铝在产产能在今年突破了 3750 万吨的平台，高企的利润将刺激更多产能在 2021 年达产。

图 12 利润处在历史极值



数据来源：Wind，前海期货

山东电解铝利润在疫情期间曾被击穿。随着欧美财政货币政策放水，大量实体需求涌现，电解铝行业顺利的将产能瓶颈转换成利润。这一趋势在 10 月后明显提速。在 7-10 月，山东电解铝吨利润保持在 3000 元/吨。在 10 月后，开始上升至 5000 元/吨附近。这是近 5 年来的高点。可以预见的是，如此高的利润，一旦供需瓶颈消退，是无法保持的。

我们推荐对铝做买近卖远的操作，其中卖远可以逐渐加码，视疫情而定。

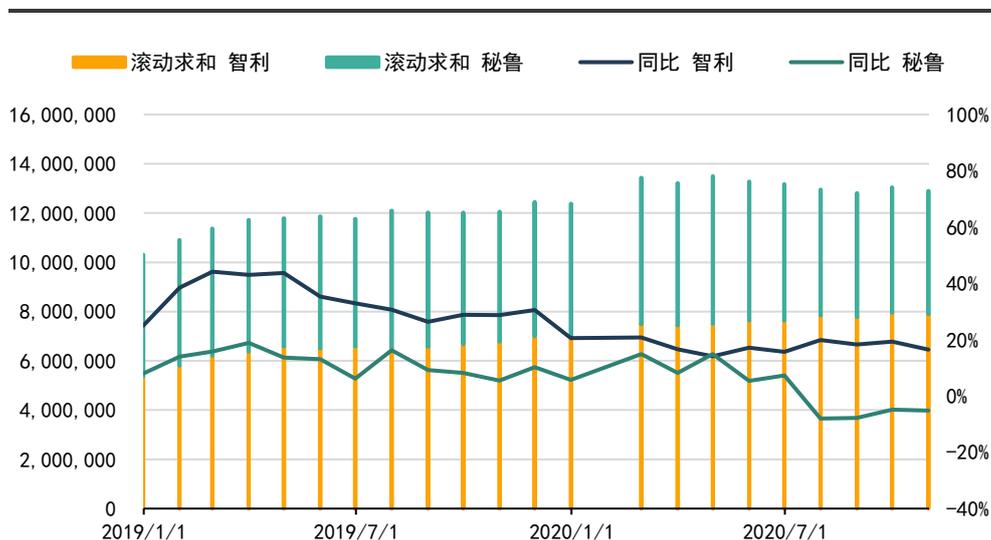
三、铜：实体供需驱动趋弱，融资需求主导，暂无明显趋势

（一）供给扰动趋弱，需求脉冲退坡

疫情对于铜产业链的扰动包括供给侧和需求侧两方面。在供给侧，在 2020 年年中，南美洲进入冬季，矿的扰动以罢工形式表现出来。智利和秘鲁都遭受到了减产。随着南美冬季结束，智利疫情控制的较好。9 月份，智利铜矿委员会报告称，全球最大的铜矿开采公司 Codelco 的产量同比增长 9.6%，达到 159,200 吨。尽管为减缓冠状病毒的传播实施了限制措施，但该公司今年 1 月

至9月的产量仍增长了2.9%。必和必拓旗下的Escondida铜矿是世界上最大的铜矿，其产量同比下降6%，至9.41万吨。尽管如此，今年1月至9月，该矿的产量仍增长了2.4%。

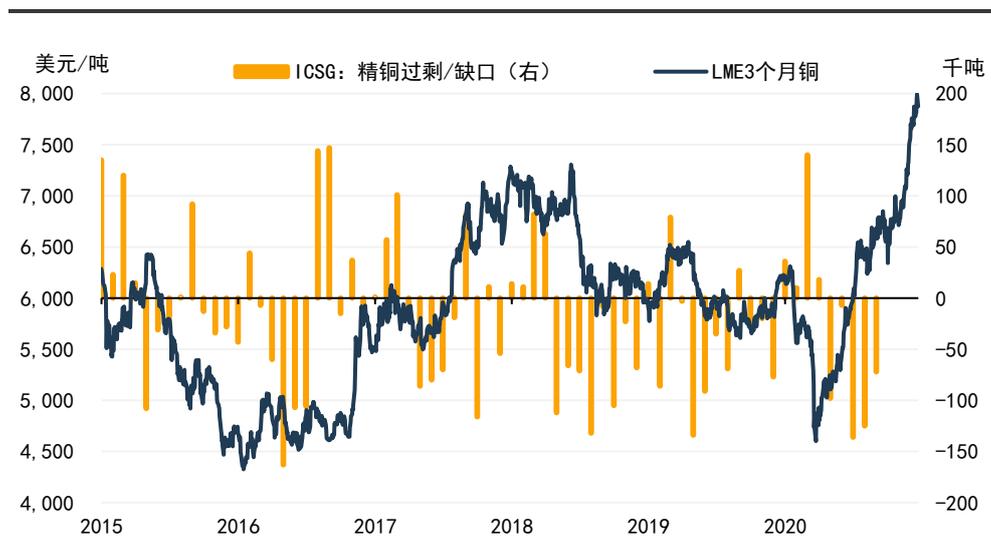
图 13 南美铜矿扰动在下半年显著降低



数据来源：S&P Global，前海期货

在需求方面，中国并没有采用大规模拉动基建的方式来刺激经济。电力投资更多集中在电源端，对于铜消费拉动有限，来自实体的需求比较弱。从ICSG供需缺口上可以看到，在7月份，实体铜需求已经转弱。

图 14 供需缺口已经在收窄



数据来源：Wind，前海期货

（二）融资需求主导，盯住美元

铜需求更多体现在融资铜方面。全球显性库存约为 80 万吨，其中超过一半在上海保税区。我们发现，保税区铜库存和中国美国十年期国债利差有较强的相关性。当利差较高时，可以通过美元融资，购入铜，转运至中国，套取利差。

图 15 利差驱动融资铜需求



数据来源: Wind, 前海期货

目前，中美利差仍处在 5 年历史高点且看不到反转迹象。铜的驱动因素比较复杂，除了供需，还要考虑金融属性，需要考虑中美债券，不如直接考虑国债期货。但在利差走弱前，金融属性仍将推升铜价。

三、建议做空铝

我们认为目前铜铝两个品种主要驱动因素有着显著差别。对于铝，驱动明确，建议在未来做空。对于铜，金融属性占据上风，在中美利差反转之前，供不应求的局面难以得到缓解。驱动复杂，建议观望为主。

（一）风险提示

疫苗推进超预期。中国货币政策提前收紧。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfc.net>