

淡季价格承压 等待旺季卷土重来

核心提示:

贵金属板块展望:

当下全球主要经济体中,几乎所有国家均不同程度地采用了宽松的货币政策,在疫情没有得到彻底控制之前,各国的政策大方向不会发生改变,虽然近期美国经济数据较好,但由于其实施MMT后导致资产负债表大幅扩张,美元指数持续承压。此外,随着沙特近期自愿减产叠加市场预期原油需求修复,油价持续反弹,预计2021年上半年通胀预期仍将维持在较高的水平,利好贵金属价格。

预计贵金属价格在2021年上半年仍将保持相对偏强格局。其中白银受益于其相对更强的工业属性,表现或更为优异,金银比价进一步回落的概率较大。

有色整体板块方向:

1、基本上,我们认为2020年有色金属价格大幅反弹的主要原因是长短周期发生了共振。短周期来看,随着年初新冠疫情来袭,全球供应链被迫发生了“撕裂”,之后政府启动危机紧急模式放水续贷,导致有色金属需求前低后高,库存经历了前期大幅累库后又大幅去库。长周期来看,2012年全球经济增速放缓以后有色金属库存全面攀升,我国于2016年开始供给侧改革以出清多余产能,这也导致了2020年我国率先从疫情中恢复过来以后需求快速恢复但国内供应却跟不上,进一步加大了对外资源依赖,也加剧了国内全产业库存全面下滑的局面。

2、展望2021年,我们认为国内有色整体低库存高波动的状态将会延续,海外库存变动更多的要看疫苗效果以及海外经济恢复进展,目前仍有一定不确定性,虽然现在已进入到传统消费淡季之中,但可以很明显的发现今年许多品种累库速度非常缓慢,甚至个别品种至今都仍在去库,此后很有可能发生的一个情况是部分有色品种的累库量不及预期,同时随着Q2消费旺季的再度来临,可能会让本已处于历史低位的库存更加雪上加霜,对应的,我们可能看到价格在Q2再度强势拉升。

3、分品种来看,传统需求端大致趋同的情况下,新能源板块的快速发展可能持续地为一些品种如铜、镍带来较大的需求增量,供应端层面首先从海外资源依赖度以及干扰率的角度来看,2021年铜、镍的供给也存在较大不确定性,相对而言,铝、锌由于在疫情发生之前已处于新的产能投放的周期当中,只是由于疫情被暂时打断,目前市场对于2021年下半年产能继续投放抱有一定期待。

综上所述,2021年我们认为有色商品整体价格重心会继续上移,分品种看,我们更倾向于多配铜、镍。结构套利策略短期以买近抛远正套为主,内外比价上Q2反套的概率相对大一点,但后面更多取决于海外需求恢复情况,仍有一定不确定性。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 新能源&有色金属组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

李苏横

☎ 0755-23614607

✉ lisuheng@htfc.com

从业资格号: F3027812

投资咨询号: Z0014051

付志文

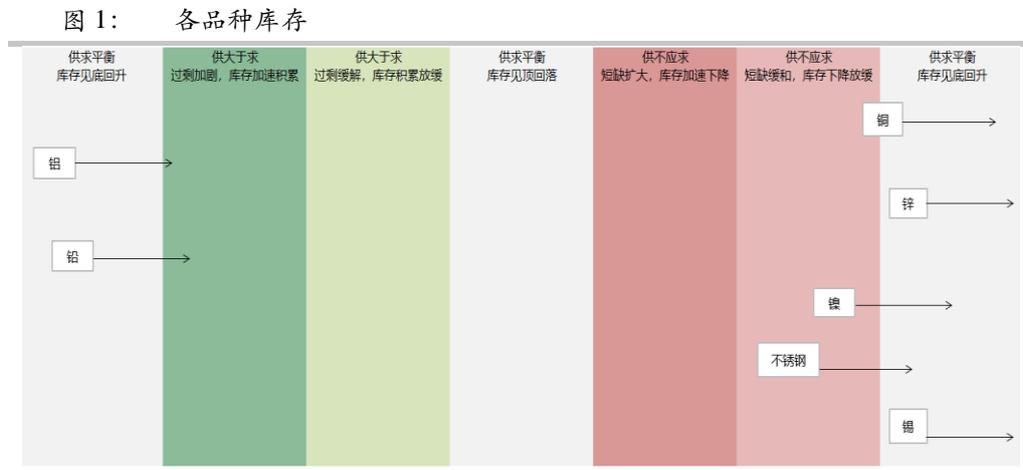
☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号: F3013713

投资咨询号: Z0014433

风险提示：疫情持续恶化、全球范围内债务危机爆发



数据来源：华泰期货研究院

根据各有色品种库存周期的情况来看，我们可以发现，随着工业品下游淡季来临，铝、锌、铅、锡等品种已经相继已经进入了“库存见底回升”的阶段，铜的淡季累库拐点也已临近，唯有镍、不锈钢仍处在去库阶段。

当然，市场随着 Q1 累库结束，Q2 旺季再度来临，个别品种可能由“库存见底回升”阶段再度被拉回“短缺扩大，库存加速下滑阶段”。

贵金属:

2021 年全球范围内低利率以及积极的财政与货币政策刺激的导向并不会立刻发生改变, 故此通胀上行是较大概率事件, 这对于贵金属而言依然是较为有利的因素。

图 2: 美国国债各期限收益率 单位: %

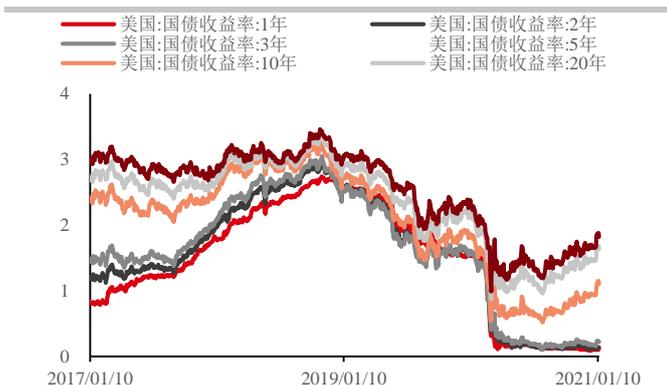
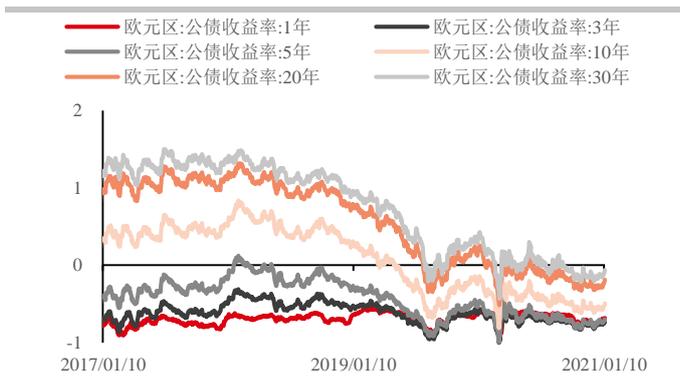


图 3: 欧洲公债各期限收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: Breakeven inflation rate 单位: %

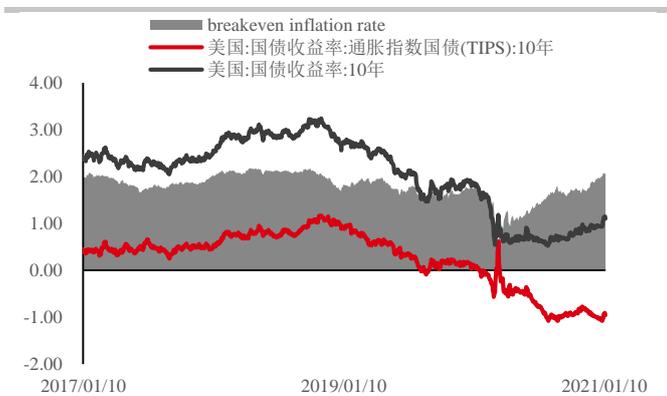


图 5: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 1: 贵金属逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
利率影响	↓	目前短期美债收益率由于受到货币政策影响仍然处于极低的位置, 但需要关注的是, 近期长期美债收益率预期由于财政刺激政策的推出而不断提升。
通胀影响	↑	1、美联储 MMT 政策不变。2、财政刺激政策落地的概率不断加大。3、市场预期 2021 年原油价格大概率反弹。Breakeven inflation rate 于 2020 年间走高 177 个 BP, 预计 2021 年上半年通胀预期仍将维持较高水平。

汇率影响	↑	MMT 导致美元指数持续承压。
避险情绪	中性	当下无论是反映信用风险的 TED spread 还是反映流动性风险的 Libor OIS spread 均处于与疫情前相同的位置。海外疫情已经基本 PRICE-IN, 国内疫情虽有反扑但仍然可控, VIX 指数尚无明显变化。
ETF 持仓	中性	自 2020 年 12 月以来, 黄金 ETF 持续流出的情况出现明显改变, 市场对于贵金属的关注度略有增加。
终端行业	↑	与白银相关的下游诸如电子元件, 以及光伏板块表现预计持续向好。
策略观点	↑	2021 年贵金属价格仍将维持相对偏强格局, 建议逢低买入。其中白银受益于其相对更强的工业属性, 表现或更为优异, 金银比价进一步回落的概率较大。

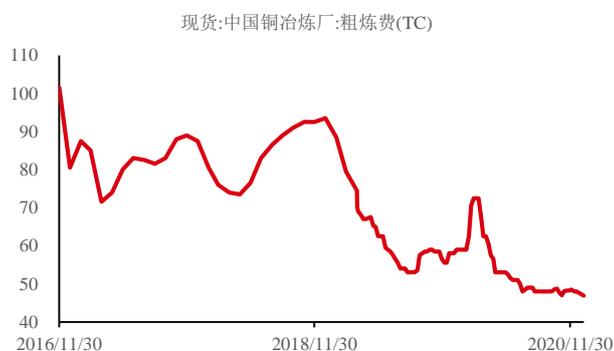
资料来源: 华泰期货研究院

铜:

2021 年在消费展望良好, 供应难言宽松, 而全球宽松货币政策导向又不会立刻出现改变的情况下, 对于铜价而言仍然维持相对偏乐观的展望。

图 6: TC 价格

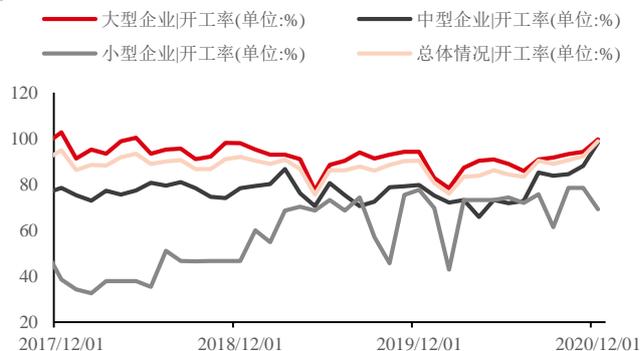
单位: 美元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

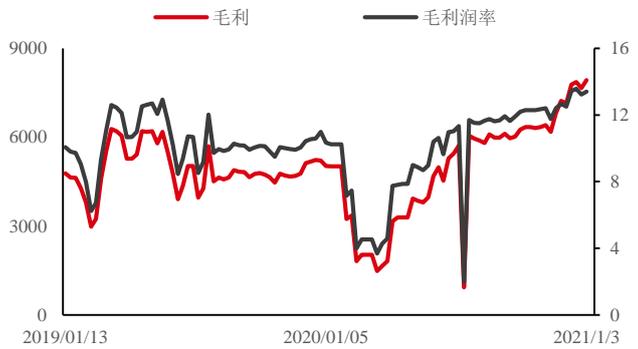
图 7: 炼厂开工率

单位: %



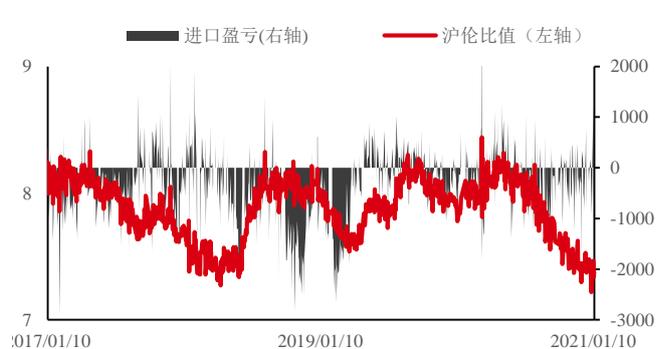
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 铜冶炼毛利 单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 9: 进口利润与沪伦比 单位: 元/吨 倍



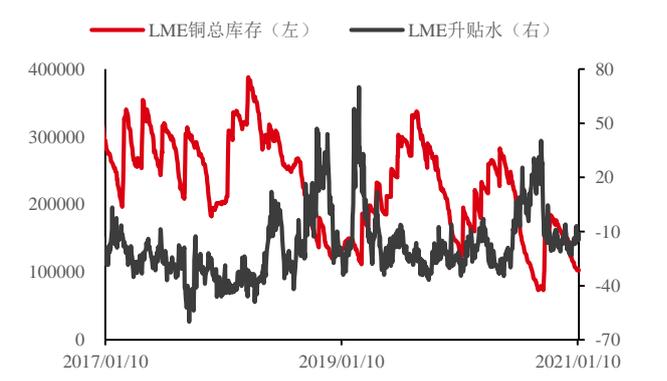
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 10: 国内库存与升贴水 单位: 吨 元/吨



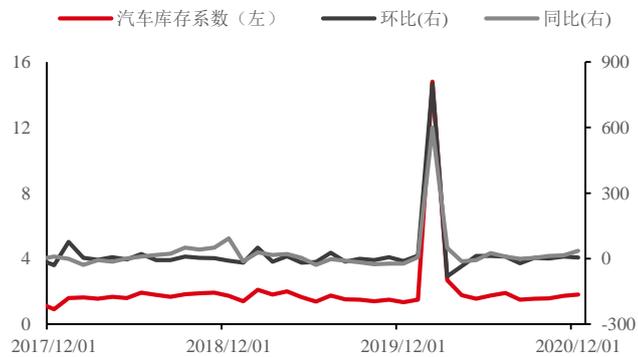
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 11: LME 库存及升贴水 单位: 吨 美元/吨



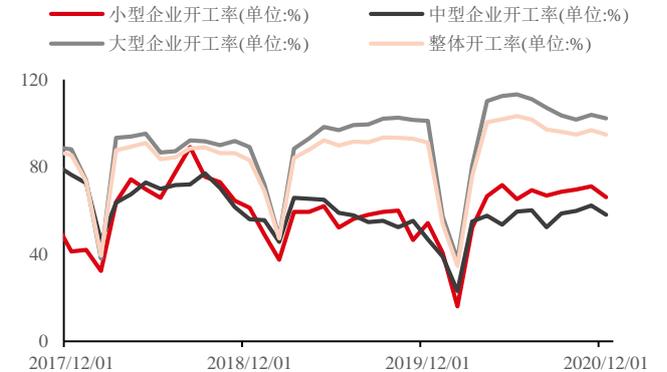
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 中国汽车库存系数及增速 单位: 点 %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13: 电线电缆开工率 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 2: 铜逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↑	1、2021 年新增产能投放有限。2、Q1 之后，南美洲将进入秋冬季节，海外供应干扰率可能再度攀升。3、2021 年长单 TC 价格 59.5 美元/吨，市场对未来精矿供应预期依然不乐观。4、低 TC 之下，冶炼利润持续受到压缩，炼厂减产预期大幅提升。
消费情况	↑	1、新能源车、光伏行业新增需求。2、国家可能继续收储。预计 2021 年中国方面整体铜消费增长仍有 3% 至 5% 的水平。
库存状况	↑	1、绝对库存处于历史低位。2、淡季累库大概率不及预期，Q2 继续再度面临去库压力。2021 年全年库存反弹难度较大。
基差变动	↑	持货商挺价情绪较强，每当盘面价格出现回落，市场升贴水报价迅速抬升。
利润水平	中性	虽然 TC 处于历史低位，但近期副产品硫酸价格大幅反弹，整体盈利改善。预计 2021 年全年冶炼利润仍处于低位。
宏观影响	中性	1、全球央行货币政策短期难以转变，通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险，需要警惕。
评价策略	↑	铜价在 2021 年上半年继续维持强势，长线看建议逢低买入。

资料来源：华泰期货研究院

铝:

2021 年春节后在去库预期下建议逢低维持买入操作，压力可能在下半年。重点关注新增产能投放情况。

图 14: 中国氧化铝产能 单位: 万吨



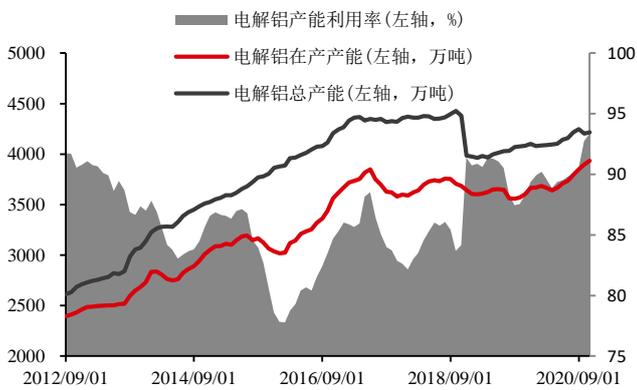
数据来源：Wind 阿拉丁 华泰期货研究院

图 15: 中国氧化铝产量 单位: 万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16: 中国电解铝产能 单位: 万吨



数据来源: ALD 华泰期货研究院

图 17: 中国电解铝产量 单位: 万吨



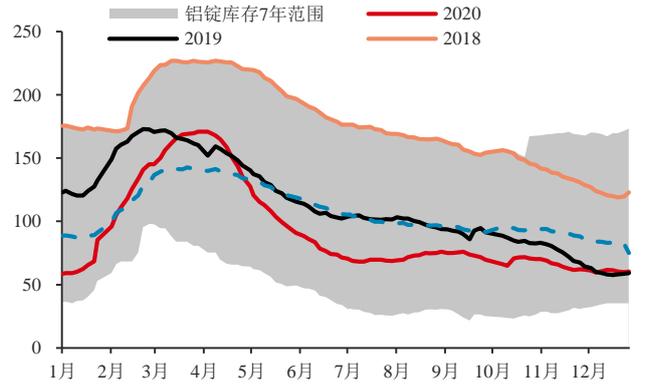
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 18: 电解铝利润曲线 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 19: 国内电解铝社会库存 单位: 万吨



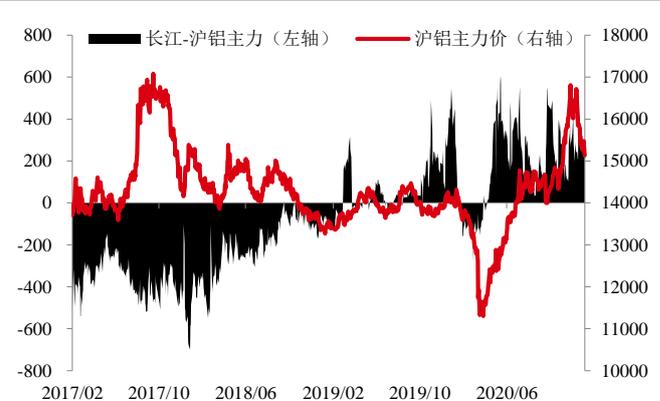
数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

图 20: 铝社会库存 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 21: 铝现货升贴水 单位: 元/吨



数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

表 3: 铝逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↓	1.高利润刺激下, 2021 年新投产能预计在 240 万吨左右, 产量同比增加 5% 附近; 2.进口量预计在 30-50 万吨水平。
消费情况	↑	1.2021 年上半年地产需求仍将表现较好, 全年汽车、家电、光伏和出口支持消费; 2.下半年面临地产消费周期性走弱。3.全年消费增速预计在 3.5%。
库存状况	中性	1.当前库存处于历史低位, 2021Q2 的去库将支撑价格表现。2.Q3-Q4 可能继续面临累库压力。
基差变动	中性	1.旺季低库存水平下贸易商挺升水意愿坚决; 2.淡季现货升水回落迅速。
利润水平	↓	1.利润高点在 2020 年底已触及, 春节前或将挤压。2.节后利润将进一步扩张, 全年利润维持相对高位。
宏观影响	中性	1、全球央行货币政策短期难以转变, 通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险, 需要警惕。
评价策略	↑	2021 年春节后在去库预期下建议逢低维持买入操作, 压力可能在下半年。重点关注新增产能投放情况。

资料来源: 华泰期货研究院

锌:

上半年供应仍紧, 逢低做多仍有较高胜率, 下半年供给端有较大不确定性, 观望为主。

图 22: 进口锌精矿 TC vs 锌价 单位: 美元/吨



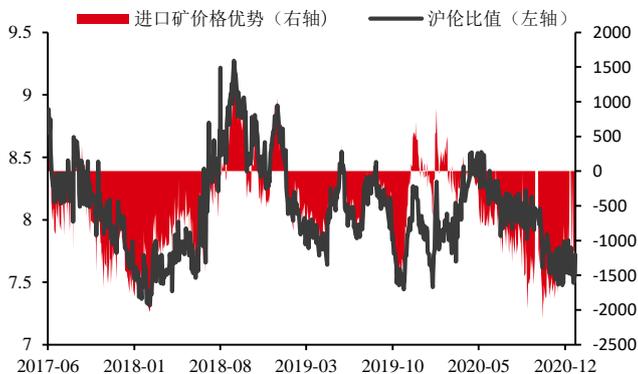
数据来源: 根据公开资料整理 华泰期货研究院

图 23: 全球锌精矿 TC 单位: 元/金属吨



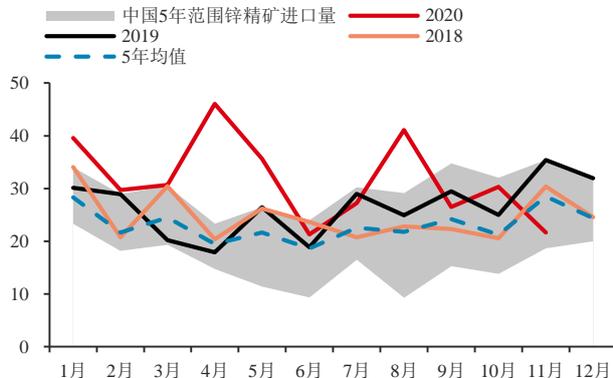
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 24: 中国锌矿进口盈亏 单位: 元/吨



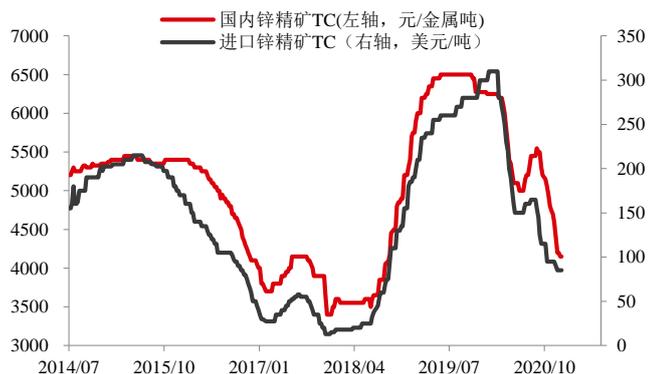
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 25: 中国锌矿进口量 单位: 万吨



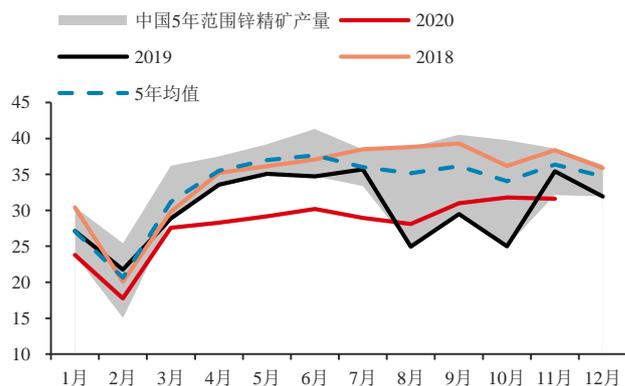
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 26: 中国锌冶炼厂加工利润 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 27: 中国精炼锌产量 单位: 万吨



数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 28: 镀锌企业开工率 单位: %

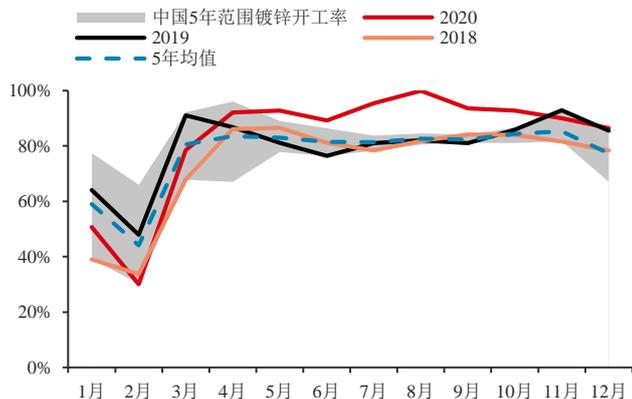
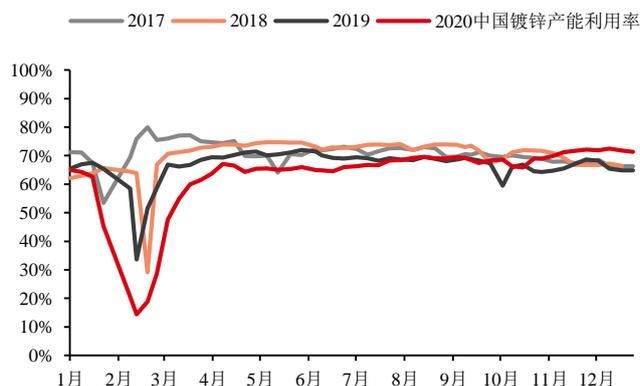
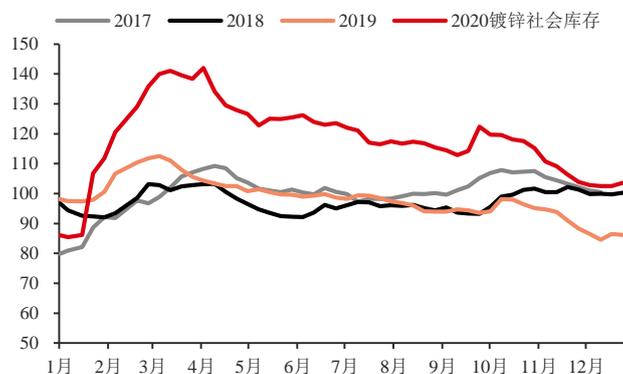


图 29: 镀锌企业产能利用率 单位: %



数据来源：SMM 华泰期货研究院

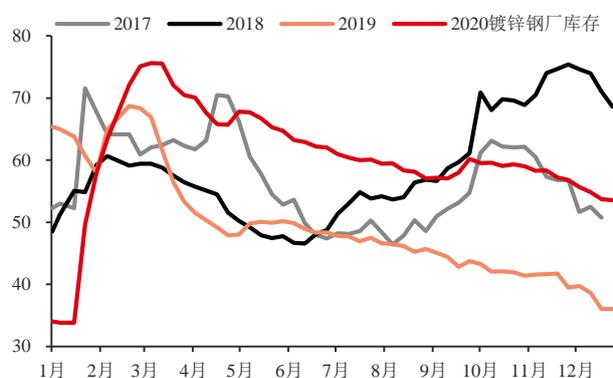
图 30： 国内镀锌社会库存 单位：万吨



数据来源：我的有色 华泰期货研究院

数据来源：我的有色 华泰期货研究院

图 31： 国内镀锌钢厂库存 单位：万吨



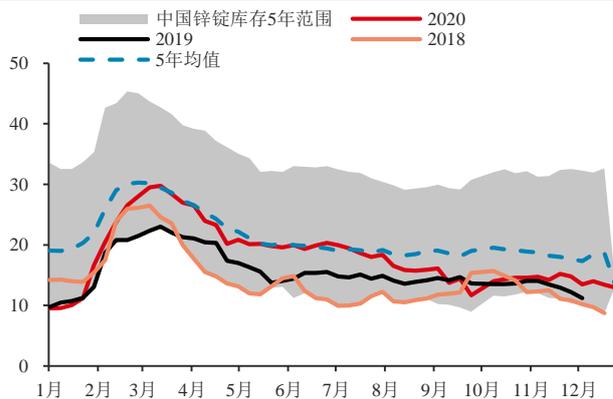
数据来源：我的有色 华泰期货研究院

图 32： 锌社会库存 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 33： 锌社会库存 单位：万吨



数据来源：我的有色 华泰期货研究院

表 4： 锌逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	中性	1.2021 年锌矿新增预期下调，短期原料供应紧俏，预计加工费持续下降；2.Q3 之后海外锌矿或出现结构性增量高峰期；3.目前冶炼厂受原料扰动影响较小，仍保持乐观增量。
消费情况	↑	2020 年下半年家电出口、汽车消费表现亮眼，2021 年上半年仍预期向好；2.初级加工厂产销快速恢复，预计 2021 年消费增速 1%-2%。
库存状况	↑	1.国内库存相对低位，LME 库存保持小幅持续去库状态；2.国内累库速度不及预期。
基差变动	↓	上海市场一货难求，升水快速走高，预计 1 月中旬后有所下调。

利润水平



TC 下调, 冶炼厂利润压缩至 300 元/吨附近, 预计 2021 年上半年仍将继续下跌。

宏观影响

中性

1、全球央行货币政策短期难以转变, 通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险, 需要警惕。

评价策略



上半年供应仍紧, 逢低做多仍有较高胜率, 下半年供给端有较大不确定性, 观望为主。

资料来源: 华泰期货研究院

铅:

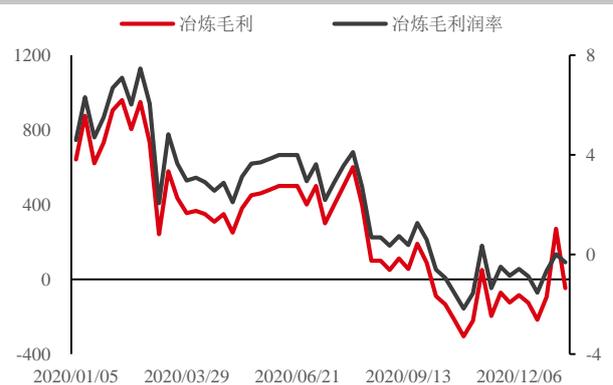
目前铅品种下游需求大多受到锂电池的冲击, 故此长期走势或很有太大转机, 但也不排除在铅酸蓄电池消费旺季之时, 出现一些季节性的反弹行情。

图 34: 再生铅企业开工率 单位: %



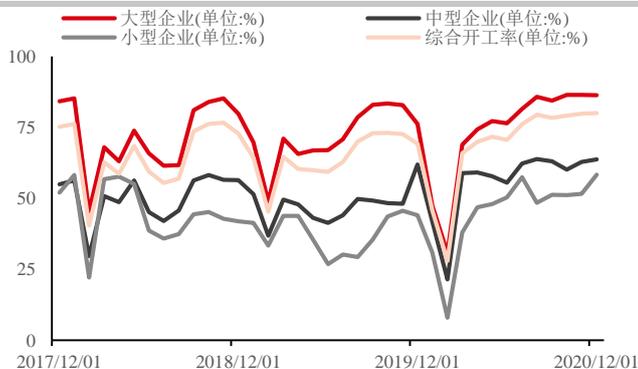
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 35: 再生铅冶炼毛利 单位: 元/吨



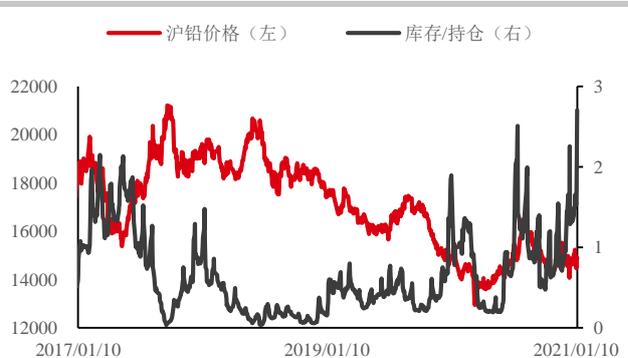
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 36: 蓄电池企业开工率 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 37: 库存与持仓比 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 5: 铅逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↓	2020 年铅供应产能持续增加, 预计 2021 年仍将延续。
消费情况	中性	2020 年消费端表现平平, 2021 年仍以存量替代为主, 整体缺乏亮点。
库存状况	↓	国内外库存均处于相对高位, 预计 2021 年很难发生大规模去库。
基差变动	中性	2020 年现货整体相对充裕, 现货升贴水基本在-100 到 300 之间波动, 预计 2021 年仍会延续。
利润水平	中性	再生铅厂利润目前整体处于盈亏平衡附近。
宏观影响	中性	1、全球央行货币政策短期难以转变, 通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险, 需要警惕。
评价策略	中性	除了需要避开旺季反弹以及环保事件之外, 建议逢高空为主。

资料来源: 华泰期货研究院

镍:

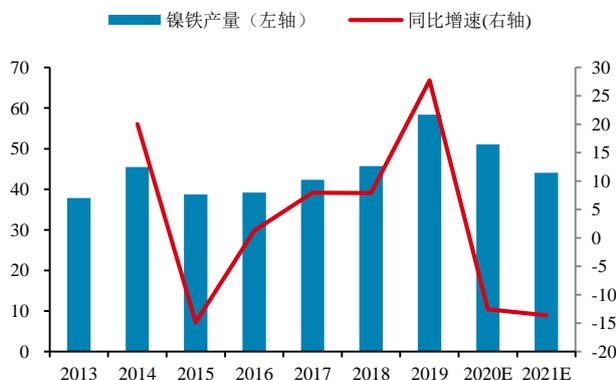
2021 年精炼镍供应持稳, 不锈钢中精炼镍需求恢复增长, 三元电池需求增速强劲, 现有的预期湿法产能供应增量无法满足三元电池消费增量, 该部分缺口将由镍豆补充, 从而支撑精炼镍消费。预计 2021 年精炼镍供应缺口扩大, 镍价长线看涨, 逢低买入。

图 38: 中国镍矿进口 单位: 万吨、%



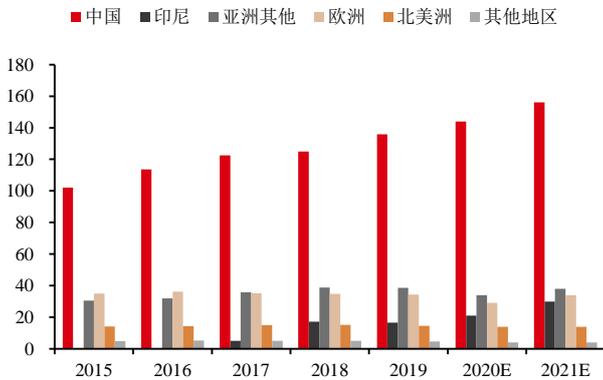
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 39: 中国镍铁产量 单位: 万镍吨、%



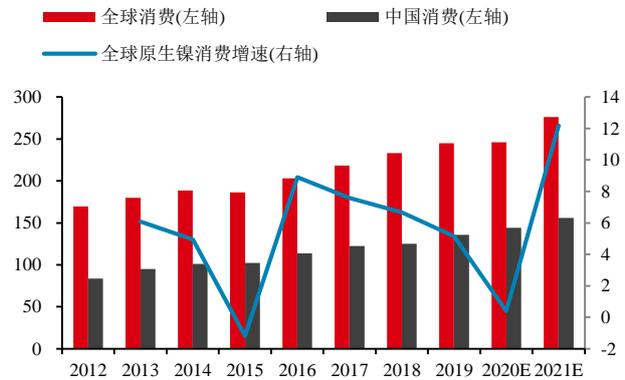
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 40: 全球原生镍消费 单位: 万镍吨



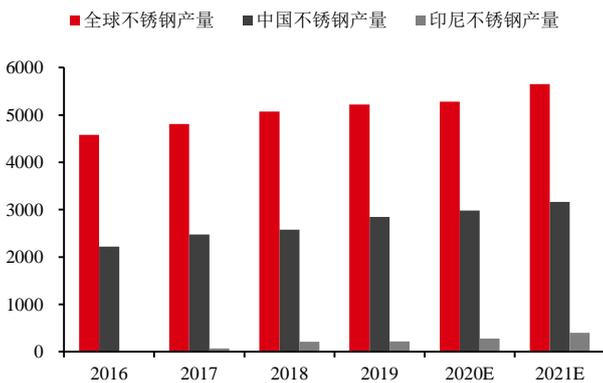
数据来源: 华泰期货研究院

图 41: 全球原生镍消费增速 单位: 万镍吨、%



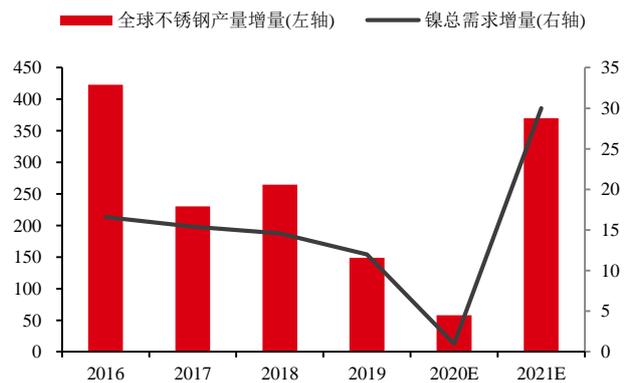
数据来源: 华泰期货研究院

图 42: 中国和全球不锈钢产量对比 单位: 万镍吨



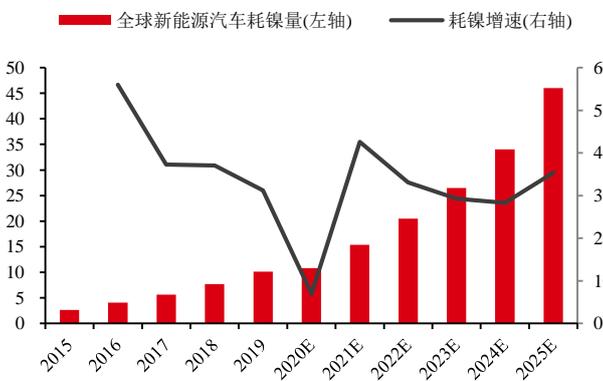
数据来源: Mysteel SMM ISSF 华泰期货研究院

图 43: 全球镍需求增量 单位: 万吨、万镍吨



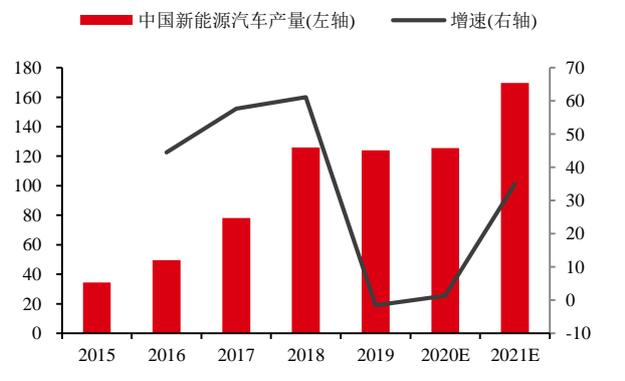
数据来源: ISSF 华泰期货研究院

图 44: 全球新能源汽车耗镍量 单位: 万镍吨、%



数据来源: 华泰期货研究院

图 45: 中国新能源汽车产量 单位: 万辆、%



数据来源: 中国汽车工业协会 华泰期货研究院

图 46: 全球精炼镍显性库存 单位: 美元/吨、吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 47: 中国镍现货库存 单位: 万吨



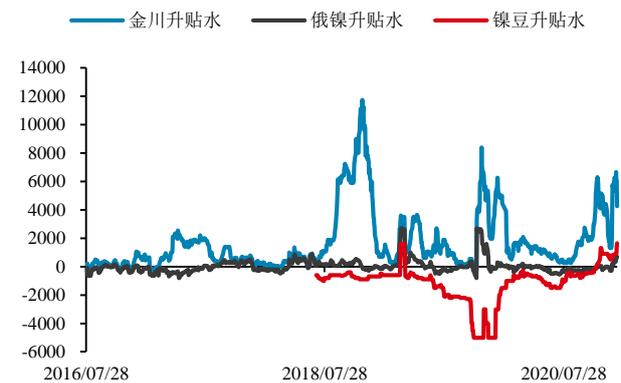
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 48: LME3 月镍价与现货升贴水 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 精炼镍现货升贴水 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 6: 镍逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	中性	2021 年全球精炼镍供应持稳, 传统镍生产商供应微幅增长, 上半年可能有湿法产能投产, 整体一级镍供应应小幅增长。
消费情况	↑	1、2020 年印尼高品位镍铁对精炼镍在不锈钢中的需求大幅挤出, 2021 年进一步挤出的空间已经很小。 2、2021 年中国和印尼不锈钢新增产能较大, 疫情影响消退后海外不锈钢需求复苏, 精炼镍在不锈钢中需求可能反而出现增长。3、2021 年中国和欧洲新能源汽车销量同时发力, 全球三元电池耗镍增量逐渐显著化, 可能对镍价形成有效推动力量。
库存状况	↑	精炼镍整体库存处于中游水平, 中国精炼镍库存处于低位, 2021 年预计全球镍豆库存会有明显去库。
基差变动	↑	精炼镍一改前期的长期现货贴水格局, 2020 年 Q4 以来现货长期处于升水状态, 预计 2021 年升水将继续走强。

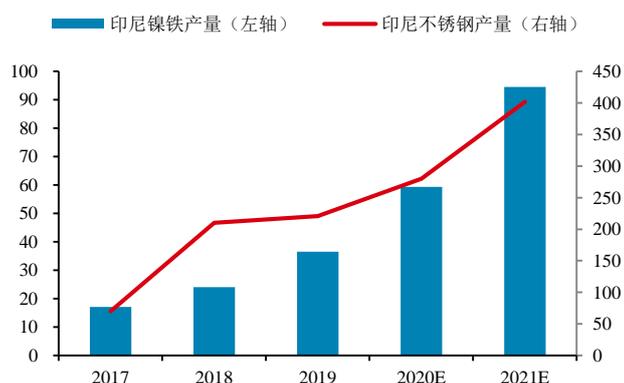
利润水平	↓	1.7 万美元上方，全球大部分镍企处于盈利状况，但因新增供应有限，需求表现较强，利润对价格影响可能相对有限。
成本水平	中性	精炼镍成本变化不明显。
宏观影响	中性	1、全球央行货币政策短期难以转变，通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险，需要警惕。
评价策略	↑	长线看涨，逢低买入。

资料来源：华泰期货研究院

不锈钢：

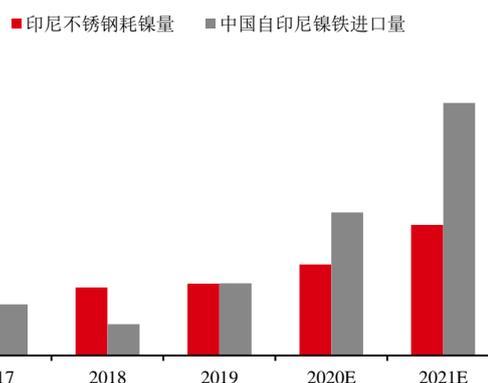
2021 年一季度中国镍铁大面积减产，全球镍铁总供应量下滑，镍铁价格仍有支撑，同时不锈钢供应压力暂未显现，不锈钢消费维持偏强态势，不锈钢价格或表现偏强。二季度后菲律宾雨季结束后，镍矿价格重心下移，叠加印尼镍铁增量后中国镍铁总供应量陡增，304 不锈钢成本明显下移，加之印尼不锈钢进口到中国的量增加，国内 304 不锈钢价格压力较大，二季度后不锈钢以逢高抛空思路对待。不过不锈钢具有低价可以刺激新消费点的特性，不可过度追低。

图 50： 印尼镍铁与不锈钢产量 单位：万镍吨、万吨



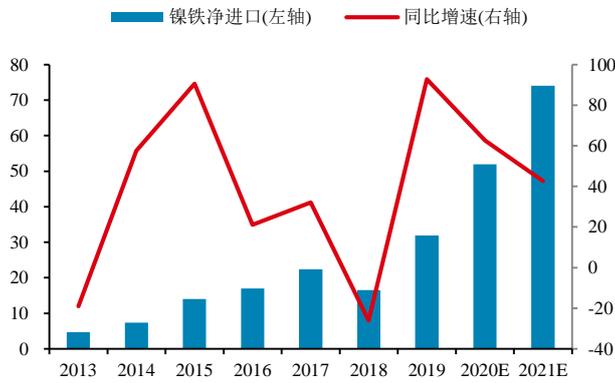
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 51： 印尼镍铁自用与出口量 单位：万镍吨



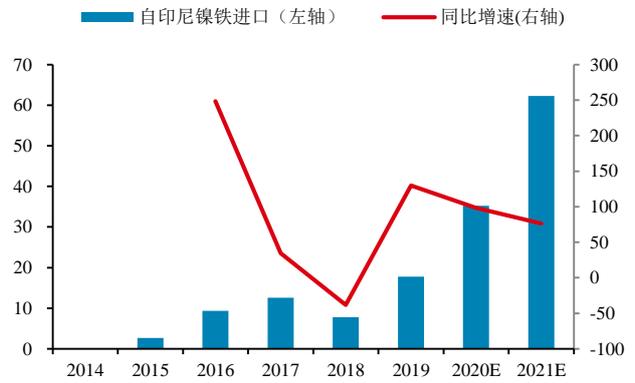
数据来源：SMM 中国海关 华泰期货研究院

图 52: 中国镍铁净进口量 单位: 万镍吨、%



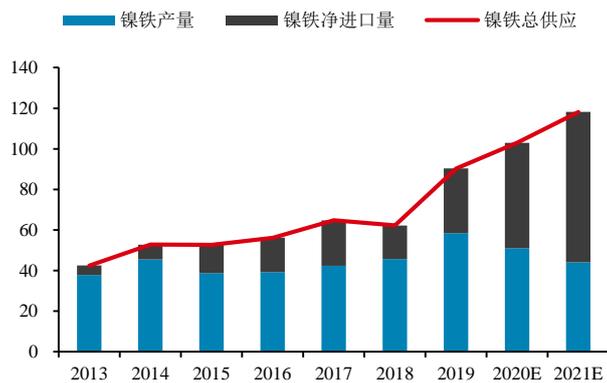
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 53: 中国自印尼镍铁进口 单位: 万镍吨、%



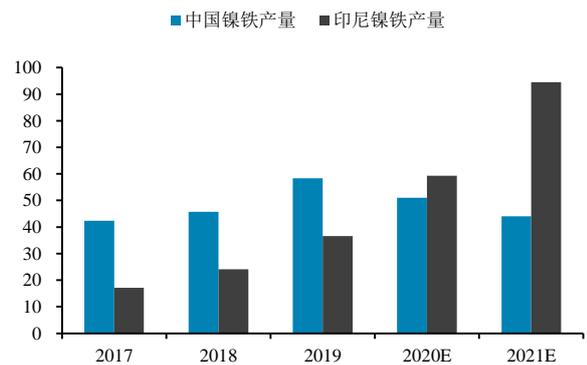
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 54: 中国镍铁总供应和分量 单位: 万镍吨



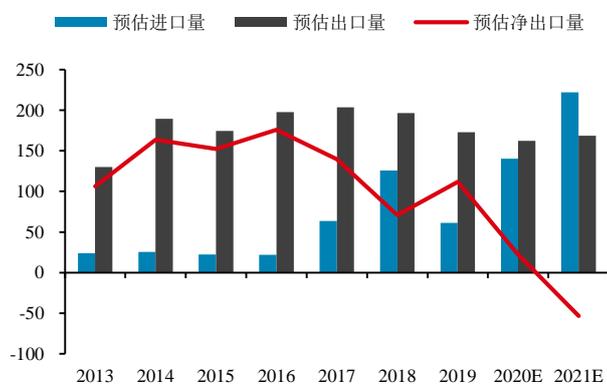
数据来源: SMM 中国海关 华泰期货研究院

图 55: 中国和印尼镍铁产量对比 单位: 万镍吨



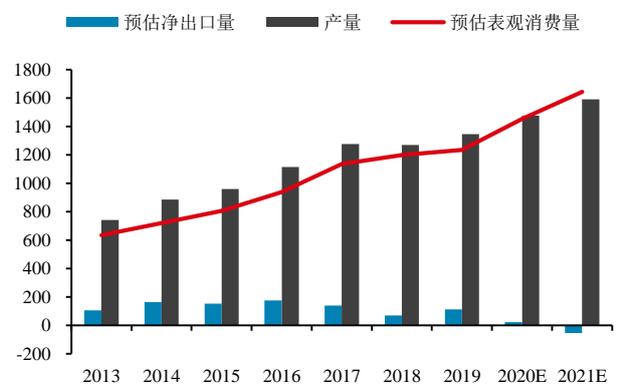
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 56: 中国 300 系不锈钢进出口量 单位: 万吨



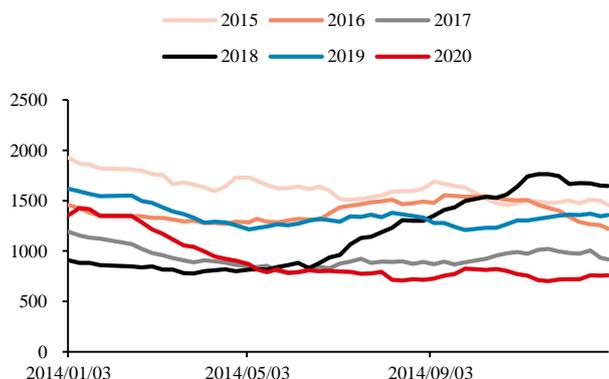
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 57: 中国 300 系不锈钢表观消费量 单位: 万吨



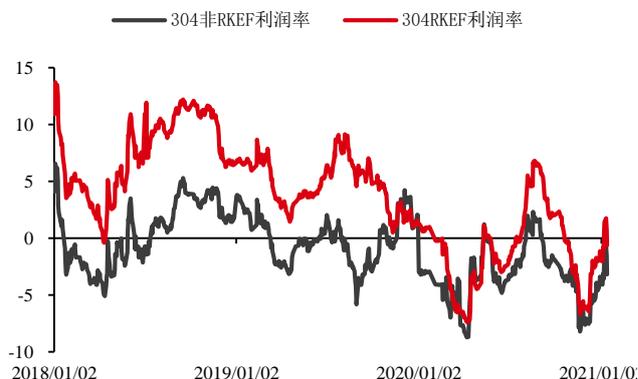
数据来源: Mmysteel 中国海关 华泰期货研究院

图 58: 中国镍矿港口库存季节图 单位: 万吨



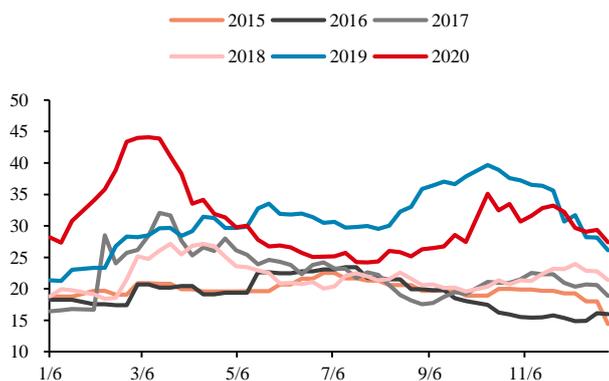
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 59: 304 不锈钢主流生产利润 单位: %



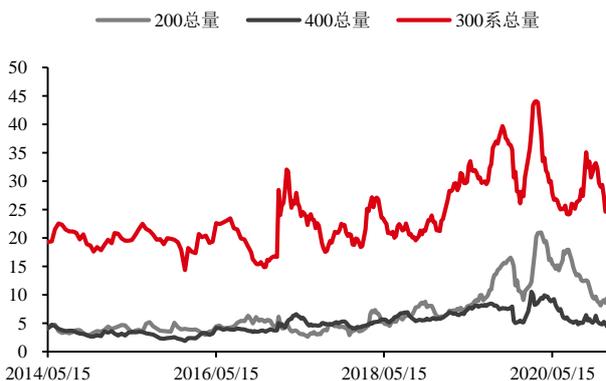
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 60: 中国 300 系不锈钢库存季节图 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 61: 中国不锈钢各系列库存 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

表 7: 不锈钢逻辑与观点

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↓	中国和印尼不锈钢新增产能压力较大, 2021 年中国 300 系不锈钢供应增幅预计在 13% 以上。
消费情况	↑	不锈钢消费长期向好, 交通运输、石化装备、环保材料等领域仍有亮点, 但 2021 年不锈钢消费增幅可能较 2020 年下半年有所转弱。
库存状况	中性	2021 年初 300 系不锈钢库存处于低位, 预计一季度不锈钢库存仍处于中低水平, 二季度后不锈钢可能会逐步出现累库。
基差变动	↑	不锈钢上市以来基差长期为正, 随着期货仓单上升, 基差可能小幅走强。
利润水平	中性	304 不锈钢长期处于盈亏边缘, 利润水平偏低。

成本水平		2021年印尼镍铁产能增幅进一步扩大，即便中国镍铁继续减产、印尼不锈钢本地消耗镍铁量提升，但2021年中国镍铁总供应量仍将明显过剩。2021年中国市场上印尼镍铁占据主流，镍铁价格重心下移，304不锈钢成本下降明显，不锈钢作为产能过剩行业，价格或随成本下行。一季度因中国镍铁减产，成本仍有一定支撑，二季度后镍铁供应压力渐增，成本或逐步下移。
宏观影响	中性	1、全球央行货币政策短期难以转变，通胀预期持续走强。2、疫情变化仍是一个潜在风险，需要警惕。
评价策略	先扬后抑	一季度谨慎偏多，二季度后逢高抛空。

资料来源：华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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。

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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。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。

本报告版权仅为本公司所有。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“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com