



## 美国大选逐渐明朗，对有色金属影响如何？

联系人 李婷、徐舟、黄蕾、吴晨曦  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

短期来看，拜登当选之后，市场对于宏观的担忧见底，资金重返风险资产，将会支撑有色金属价格的回升。随着宏观风险的大幅下降，我们认为未来市场焦点将再度转向各品种的供需基本面。中长期来看，需要关注新总统拜登上台以后对其对疫情的管控，和财政刺激的力度。

周末美国大选的结果已经逐渐明朗。美国总统候选人拜登率先获得 270 票的选举人票，宣布获得大选胜利并进行了获胜演讲。虽然特朗普表示不承认竞选结果，并希望最高法院法官仲裁违规计票和舞弊的情况，但目前来看，特朗普翻盘的机会渺茫。新总统拜登上台以后，对商品市场将产生怎样的影响？我们在此对有色金属及主要大大宗商品做出分析。

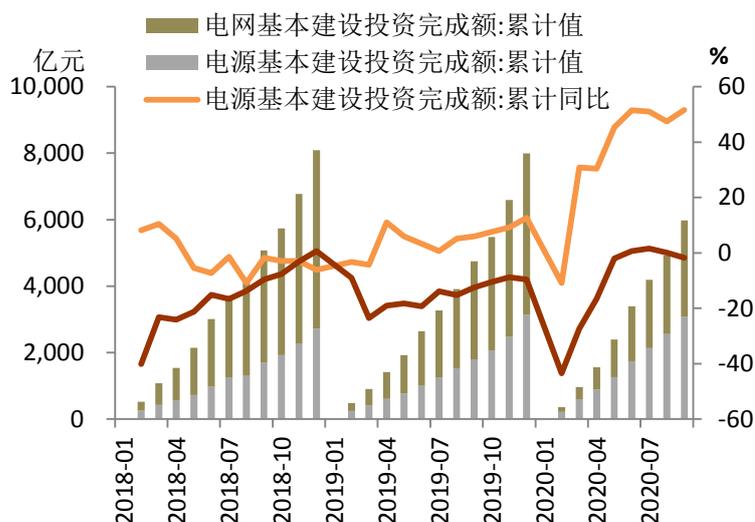
## 1、铜

短期来看，拜登胜选之后，市场对于宏观的担忧减低，资金重新返回风险资产，支撑了价格回升，也收复了此前的跌幅。中长期来看，由于拜登的政策和特朗普有多处不同，特别是关于防疫方面，拜登在明年任职之后将展开严格防疫措施；以及拜登将会采取规模庞大的经济刺激措施，未来可能会投入超过 2 万亿美金用于基础建设，包括交通运输、水利等方面有明确计划，这无疑会对铜需求产生较大的支撑，有利于铜价的上行。

随着宏观风险的大幅下降，我们认为未来市场焦点将再度转向供需基本面。我们依然维持此前的看好年底消费的观点，无论是基建消费还是终端领域消费都有向好的潜力。特别是国内的电力领域值得期待。按照往年经验来看，每年 11 和 12 月的电网投资将再度大幅增加。根据我们测算，今年四季度电网交货量将较三季度出现大幅增加，而且主要集中在 11 和 12 月份，因此未来电网投资对铜需求依然会有支撑。同时，国内电源投资增速依然维持高位，9 月份投资增速较 8 月份再次提升，考虑到光伏和风电依然是未来国家的重点基建项目，因此电源投资将继续保持高速增长。目前线缆企业对于 2021 年的订单持乐观态度，十四五期间对电力、基建投资值得期待，预计对于线缆耗铜量有拉动作用，后期铜市消费值得期待。

虽然目前市场依然处于差强人意的状态，现货市场成交状态并不火热，但整体库存依然处于低位，对现货升水又支撑作用。而后期电网订单将会逐渐体现，铜价仍有望在年底之前录得上涨行情。

图表 1 电网电源投资完成额



图表 2 国内铜库存状况



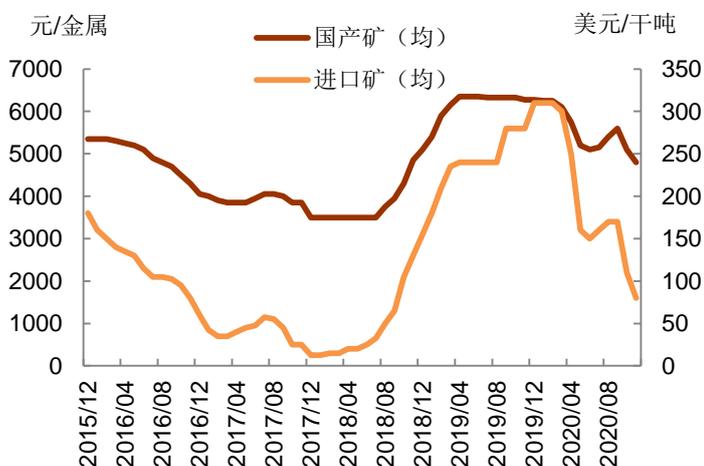
数据来源: Wind, 铜冠金源期货整

## 2、锌

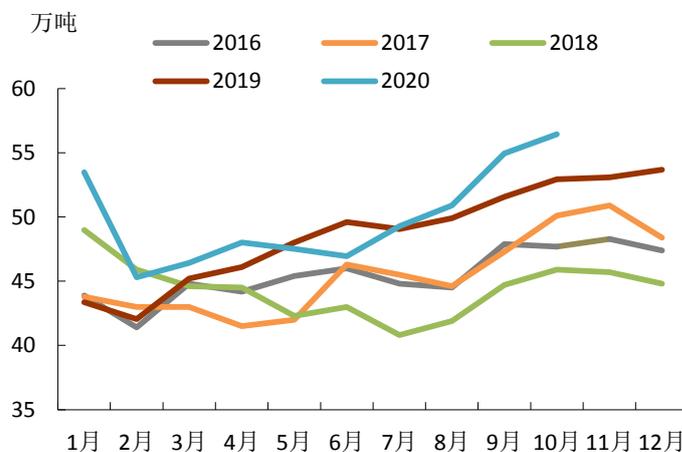
大选落地后，拜登将加快出台更大规模的财政刺激及基建建设，同时全球贸易紧张的氛围也有望缓和，这有利于改善市场风险偏好，加之通胀预期回升，弱美元预期则更强，将利好铅锌价格走势。基本面来看，今年上半年受疫情影响，海外矿山出现大幅减产及暂停新增项目，使得全年锌矿增量远低于年初预。从近期海外上市公司三季度报告来看，锌矿产量环比回升，部分矿山基本填平二季度减产量，同时多数矿山已满负生产，且部分扩建项目也已重启，矿端最紧张时刻已过，不过仍需关注海外疫情的反扑。国内9月进口矿有所下滑，且天气转冷，高纬度地区部分矿山减产，与此同时国内炼厂冬储需求较高，矿端供应较为紧张，国内外加工费连续两个月出现大幅回落。炼厂利润不断压缩，市场炒作炼厂减产，但从目前调研情况看，仅汉中及湖南花垣地区部分炼厂减产，故矿端紧缺尚未传导至冶炼端。下游冬季环保检查再起，短期拖累部分华北和华东镀锌企业生产，且压铸锌合金出口订单亦有所回落，消费端存季节性转弱风险，社会库存小幅累积。

整体来看，锌矿供应偏紧且现货高升水，使得锌价较为抗跌，但冶炼端未产生实质性影响且消费转淡，锌价亦缺乏向上动能，谨防市场乐观情绪释放后锌价高位回落。此外，后期需关注美国财政政策计划的执行力度及延续性，及贸易缓和和对锌下游产品出口的带动情况。

图表3 国内外锌加工费大幅回落



图表4 国内精炼锌产量



1、数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

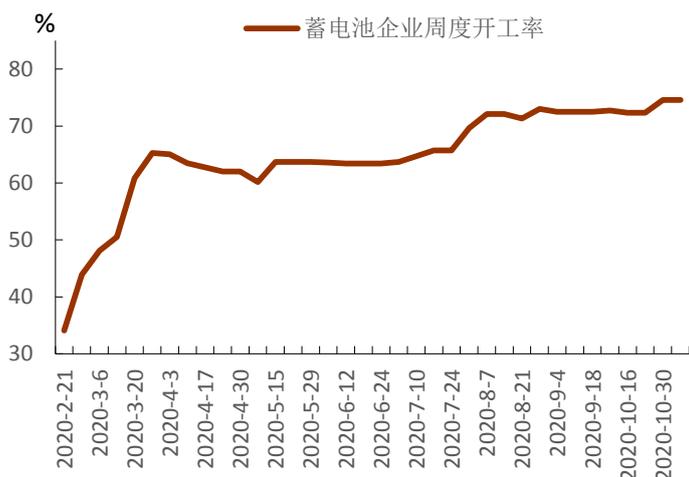
## 3、铅

对于铅而言，相对于其他基金属，金融属性相对较弱，价格走势更多受基本面指引。四季度国内炼厂积极冬储，铅矿供应总体偏紧，10月国内外铅矿加工费出现大幅下滑、11月加工费维稳。据调研目前原生炼厂原料备库充裕，且副产品白银收益丰厚，年末加工费变动未对生产造成明显影响，企业开工率相对稳定。而再生铅方面，因原料高企及企业利润亏损幅度扩大，自由10月中旬起，河南、安徽等地陆续出现再生铅冶炼企业减停产情况，对铅

价构成阶段性支撑。下游方面，铅蓄电池市场终端消费暂无较大变化，铅势低迷，经销商采购维持按需而定，不过储能电池受海外需求上升带动企业出口订单向好，后期汽车电池在行业旺季的带动下需求仍值得期待。

整体来看，再生铅减产短暂支撑铅价，但随着企业陆续复产支撑力度不断减弱，消费好坏参半，预计铅价下方空间有限。短期铅价或受美元走弱震荡偏强，后期或重回低位区间波动。

图表 5 蓄电池企业开工率



图表 6 10月再生铅减产情况 (万吨)

省份	企业名称	减/停产	影响再生铅产量 (吨/天)	持续时间
河南	安阳金隆	停产	100	10月中旬开始, 预计至11月7日
河南	鑫城动力源	停产	150	10月10日开始, 恢复时间待定
河南	佳亿	减产	35	10月15日开始, 恢复时间待定
河南	喻山	减产	100	10月中旬开始, 恢复时间待定
河南	金利	减产	250	10月28日开始, 恢复时间待定
江西	慎正合金	停产	/	10月20日开始, 预计持续至11月中旬
江西	代阳兴旺	减产	120	10月15日开始, 预计持续至11月中旬
江西	金洋	停产	200	10月27日开始, 预计至11月7日
江西	九江汇金	减产	120	10月22日开始, 恢复时间待定
广东	新生环保	减产	100	恢复时间待定
湖北	鑫茂	停产	300	9月中旬开始, 恢复时间待定
江苏	新泰兴	减产	250	10月12日开始, 恢复时间待定
内蒙古	荣润	停产	100	半个月
安徽	大华	减产	150	10月24日开始, 恢复时间待定
山西	亿鼎	减产	50	10月26日开始, 恢复时间待定
总计			2025	

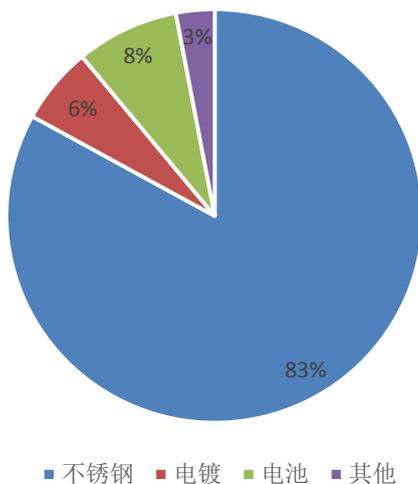
数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

#### 4、镍

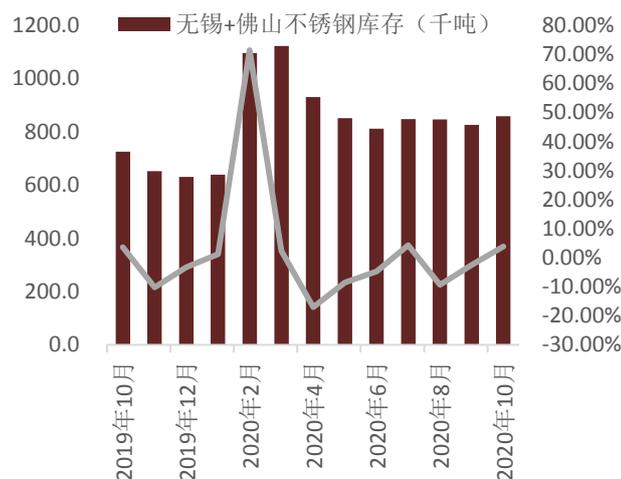
拜登胜选对于镍市场还有较大的影响，其政策方针和特朗普有较大不同，拜登政府在未来将会修正特朗普政府的防疫措施以及继续推行规模庞大的财政刺激政策，这些都有利于镍价的中长期走势。值得一提的是拜登对于新能源的重视，未来将重新加入巴黎气候协定，并确保美国未来实现 100% 的清洁能源经济，这对于镍的中长期需求来说也是重要支撑。但是短期来看，目前新能源占镍需求的比例并不大，不足 10%，不锈钢依然是国内镍需求的最大领域。但是从近期不锈钢市场的行情来看，市场成交一般，并且库存有堆积迹象，此外由于镍价处于高位，不锈钢生产原料也减少镍的使用，对于镍的需求来说更加不利。

未来国内还将面临印尼镍铁进口的大量冲击，中国和印尼的镍铁供应将超过不锈钢的需求水平，镍铁或将在未来出现供大于求的格局。因此我们认为未来两月镍价易跌难涨，但由于原料端镍矿成本支撑尚在，因此下方空间也暂时有限。整体来看，镍价在新高之后的回落，市场更可能转向震荡行情。

图表 7 中国镍需求分布



图表 8 国内不锈钢库存状况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货整理

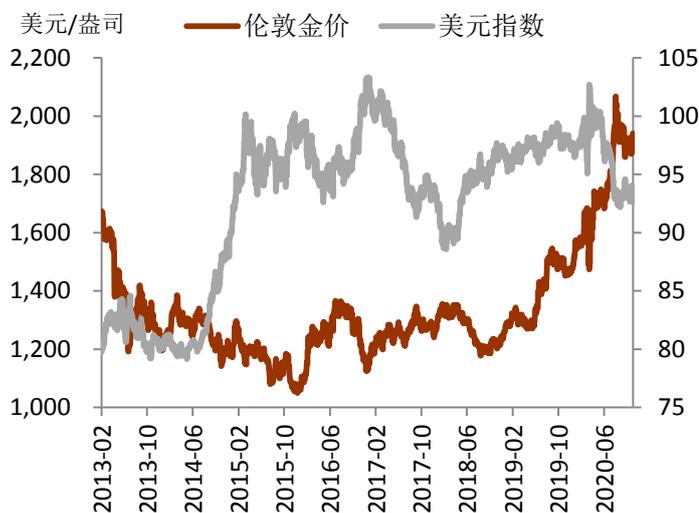
## 5、贵金属

新总统拜登上台以后, 需要关注的是对其对疫情的管控, 和财政刺激的力度。拜登曾表示上台后将会加大力度管控疫情, 此外还将尽快研发出疫苗。可以预见, 新总统的疫情管控效果将会好于特朗普。财政刺激方面, 此前民主党和共和党分别提出 2.2 万亿和 1.8 万亿美元的救济方案, 两党就金额谈判一直僵持不下。虽然拜登当选了总统, 但是以目前选情来看, 参议院仍将大概率会掌握在共和党手中, 财政刺激金额可能不会达到 2.2 万亿美元的高度。此外具体到财政政策来看, 拜登将通过投资科技、教育、基础设施来为经济增长增添动力。但是拜登欲将公司税从 21% 上调至 28%, 短期内这对美国经济的负面影响可能将大于财政刺激对经济的正面影响。我们认为, 短期贵金属价格将呈现高位震荡来消化美国大选的影响。

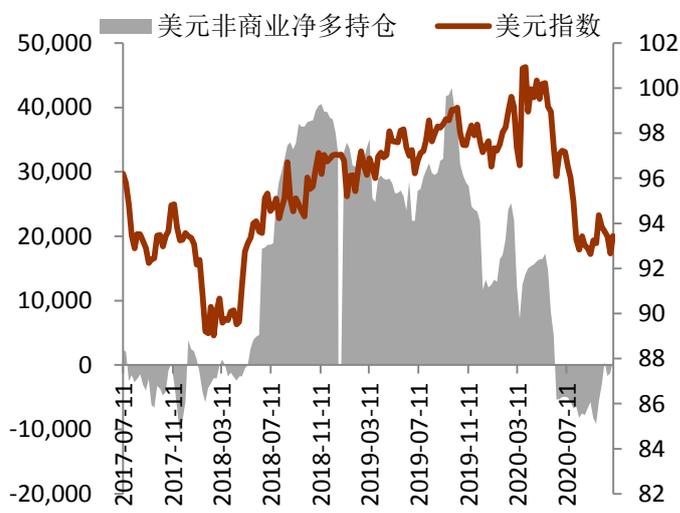
中长期来看, 贵金属价格的走势主要受到美元指数和美债收益率的影响。美元指数在大幅下挫之后, 近几个月都维持低位震荡。但从经济数据上来看, 2020 年三季度美国 GDP 环比折年率增长 33.1%, 创下 1947 年有记录以来的最高增幅, 美国三季度复苏强劲。最新公布的美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数 59.3, 重回两年高位, 反映近期疫情扩散对制造业的抑制并不明显。美国 10 月非农就业好于预期, 就业市场持续修复。美国经济数据的持续好转将支撑美元指数走强。但从美元指数期货的非商业持仓来看, 截至 CFTC 11 月 3 日的最新统计数据, 美元指数期货的非商业性净持仓已从前期持续三个多月的净仍为净持仓转变为净多持仓 741 张。说明近期资金在持续流出美元指数期货的空头。从资金流向的延续性来看, 预计资金会继续流入美元指数期货多头, 美元指数后期将可能出现反弹。再来看美债的实际收益率。10 年期的美国 TIPS 收益率从 8 月份开始就止跌回升。从最低的一1.2% 已经回升到 -0.8% 附近。因为一方面, 美国通胀预期减弱; 另一方面, 市场对经济复苏有比较积极预期, 风险情绪在回升。中长期来看, 拜登接任总统后, 预计后期美国将会有更科学的疫情应对政策以及财政刺激落地, 中美贸易对抗将趋于缓和, 从而风险资产将会有较好的表现, 对后期贵金

属的阶段性价走势利空。

图表 9 金价与美元指数负相关



图表 10 美元指数与美元指数净头寸变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

## 6、原油

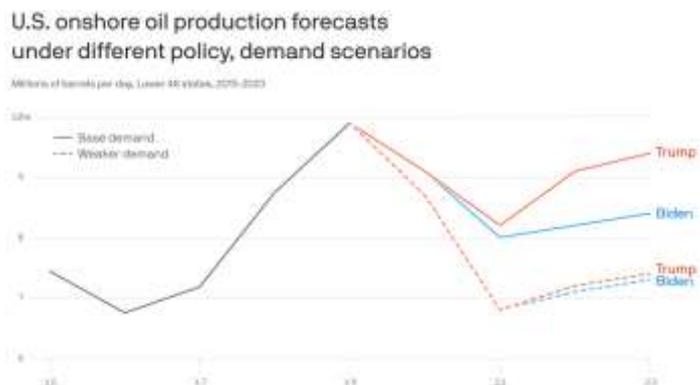
出身民主党的拜登更关心气候问题。拜登的上台将促进绿色投资、重组页岩油行业并重返《巴黎协定》，将气候和环境问题放在政治议程首位。以石油为主导能源时代很有可能从此慢慢终结，原油需求触顶后导致油价下跌。拜登此前曾承诺达成绿色协议，美国到 2050 年实现净零排放的目标，在财务方面，拜登曾承诺投资 1.7 万亿美元用于旨在消除美国经济中碳排放的项目，并且拜登还鼓励在太阳能和风能领域进行大规模投资，以提高能源部门的效率并增加清洁发电的采用。应对气候变化的斗争很可能成为拜登外交政策不可或缺的一部分，他已承诺加入《巴黎协定》，并且不允许其他国家“通过成为破坏环境公司的最爱来操纵系统”。

拜登还呼吁在全球范围内禁止对化石燃料的补贴，并支持全球清洁能源的出口和气候投资计划。重组页岩石油工业的努力可能不会导致禁止通过压裂法开采化石燃料。拜登争取签署新的绿色协议的能力在很大程度上取决于民主党在国会的席位，因为实施他的计划需要获得新的预算，而这又需要国会的批准。民主党此次没能赢下参议院，也成为拜登实施计划的一个掣肘所在。

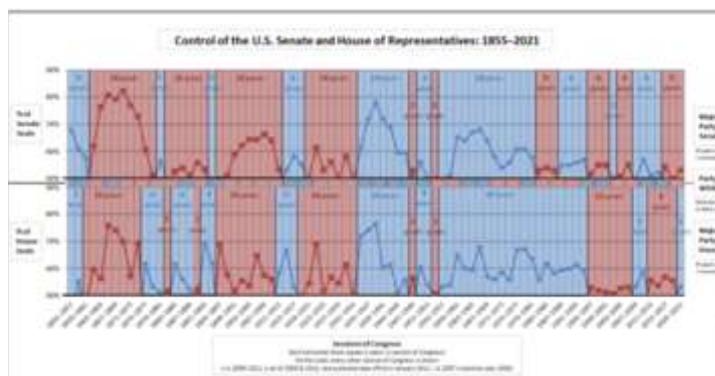
拜登可能禁止在联邦政府的土地上开采页岩油气。而页岩油气的重要产地——处在二叠纪盆地的新墨西哥州正好是联邦政府的土地。但是与此同时，拜登可能通过重返《巴黎协定》而降低长期原油需求，并且如果拜登上台后与伊朗关系缓和，伊朗重返哪怕是部分地重返国际原油市场，恐怕也会给原油供给带来巨大的冲击。但是，也要考虑到，建立绿色经济的过程中能源需求会不可避免地增加，这在短期依然能够为油价提供支撑。综上判断，拜登上台

后油价短期出于震荡，而长期不利油价。

图表 11 拜登与特朗普上台的不同情景下原油需求对比



图表 12 民主党没能控制国会



资料来源： Bloomberg, axios.com、维基百科铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。