

透视商品周期，看好下游高质量发展驱动

能源及有色行业2025下半年投资策略

证券分析师：张季恺 执业证书编号：S0630521110001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

联系人：陈伟业 邮箱：cwy@longone.com.cn

2025年7月23日



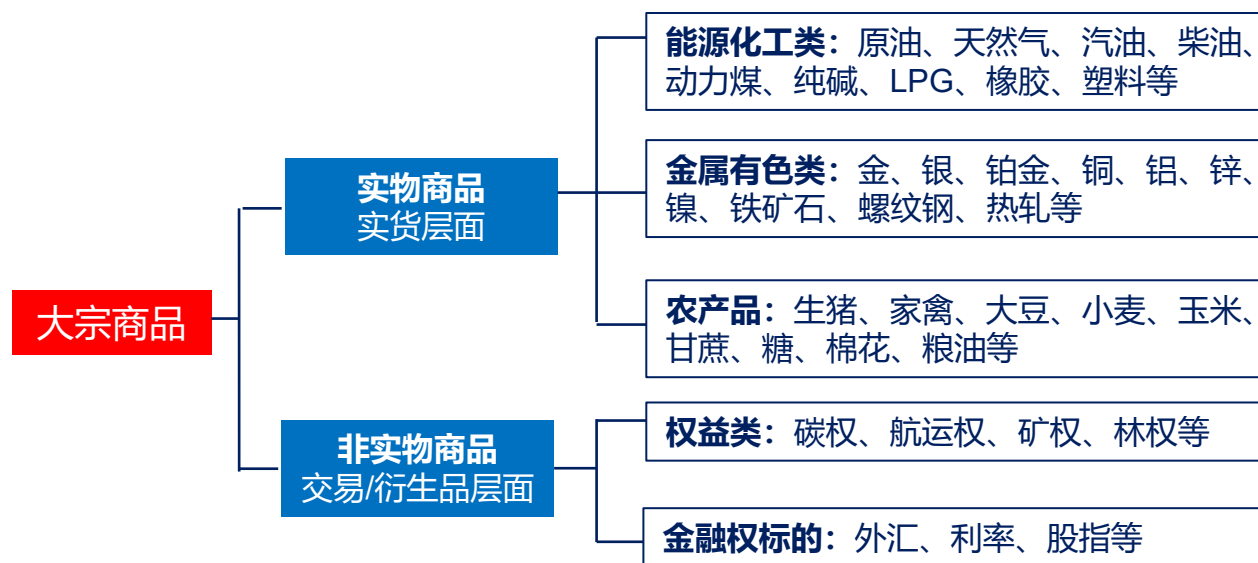
CONTENTS

- 一、商品与经济周期**
- 二、能源成本有望改善**
- 三、铝业下游需求切换**
- 四、铜需求稳定向好**
- 五、投资建议**
- 六、风险提示**

大宗商品的组成，以及复杂性

- 大宗商品的复杂性：产品种类多，既有商品属性也有金融属性。
- 大宗商品的产业链：从上游基础原料、中游中间原料、下游的产成品，每个环节的供需都不一样。
- 商品的副产品：既有同涨同跌的现象，也有副产品供需失衡，同一产业链中的不同产品走势分化的现象。
- 大宗商品的先行性与滞后性：不同商品对于经济周期的反应提前和滞后程度不同。
- 大宗商品的不可抗力：如油价受地缘政治影响较大，农产品受天气影响较大。
- 大宗商品的定价公式，合约货与现货：企业的原料采购多以合约货绑定，价格公式可以与成本、现货、下游产品等挂钩。
- 历史上的主要大宗商品仍表现出价格的趋同性，且走势与经济周期的关联性较强。

主要大宗商品分类

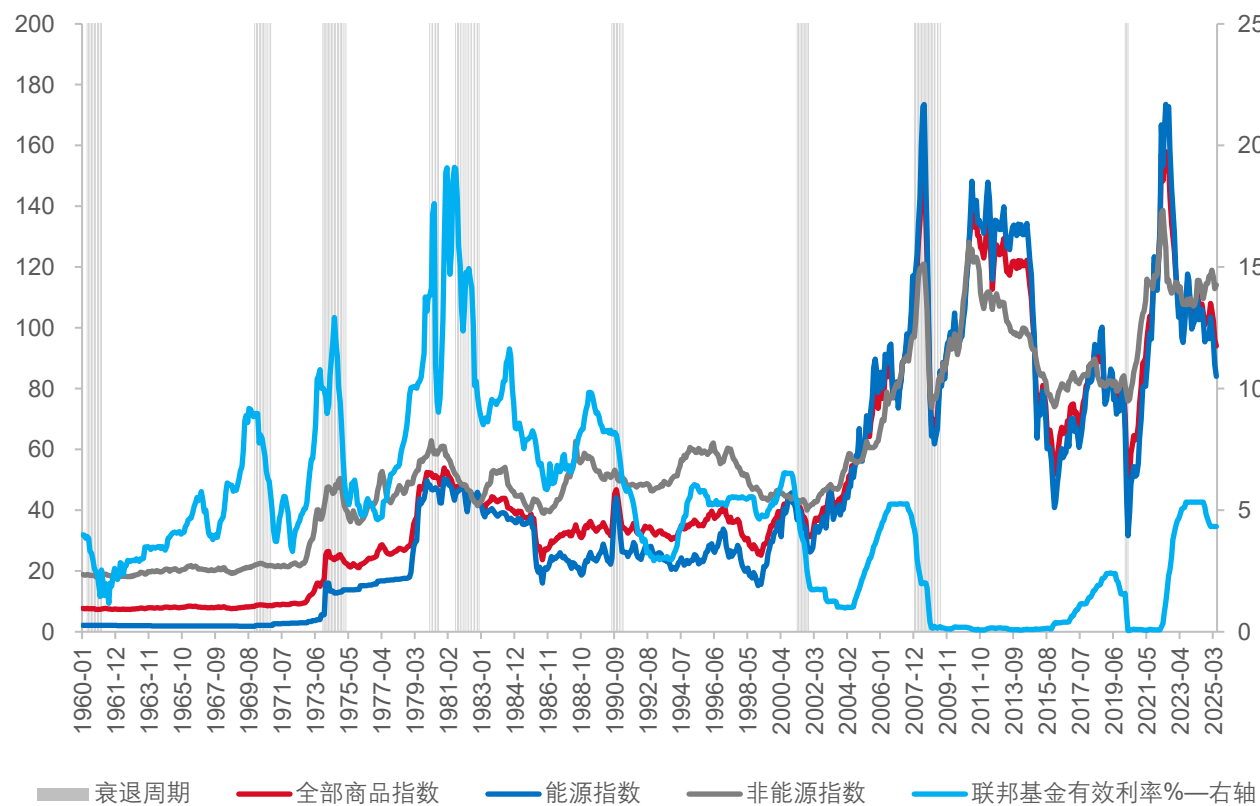


资料来源：Wind，东海证券研究所

以大宗商品为主线，洞察经济周期

- 美联储自1954年起经历了13次完整的加息周期，动因主要有经济过热、通货膨胀和纯粹货币政策冲击三种。其中：油价影响经济增长和通胀，制约着美联储的货币政策决策，而美联储货币政策的松紧又会影响美国和全球经济增长，并且驱动美元对产油国货币汇率变动，引发石油价格调整。
- 回溯1980年-2023年的9轮加息周期，平均每轮加息9.2次，平均加息周期15个月，平均每轮加息幅度为386个基点。
- 美国衰退定义：1945年以来，NBER统计的衰退共有13次。2000年以来美国共出现过三次衰退。第一次（2001.03-2001.11），持续8个月；第二次（2007.12-2009.06），持续18个月；第三次（2020.02-2020.04），持续2个月。
- 商品价格在经济拐点、政策拐点的过程中均有重大变化，双方互为因果。

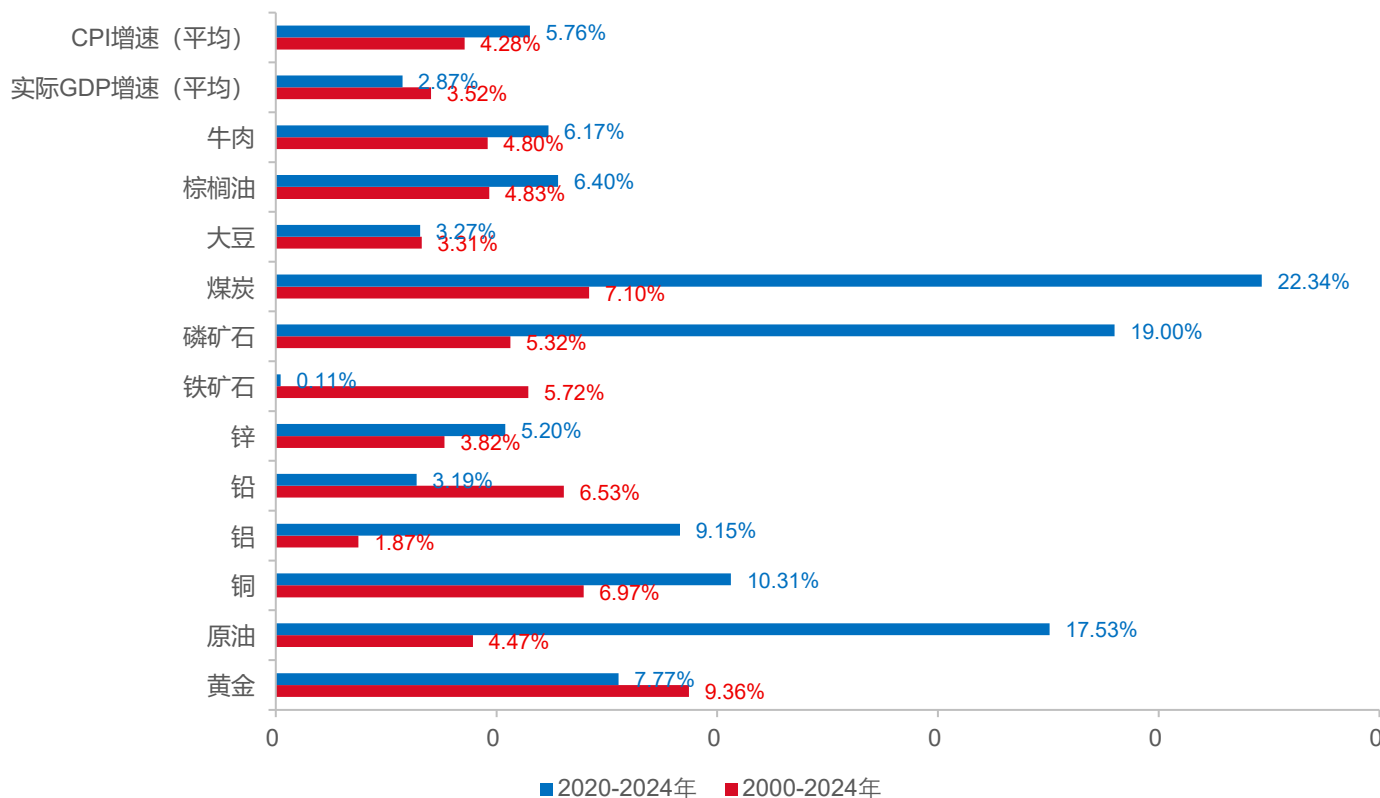
商品与美联储目标利率



资料来源：Wind，World Bank，东海证券研究所

大宗商品的稀缺、成长与周期属性

不同商品的价格复合增速CAGR与全球GDP、通胀

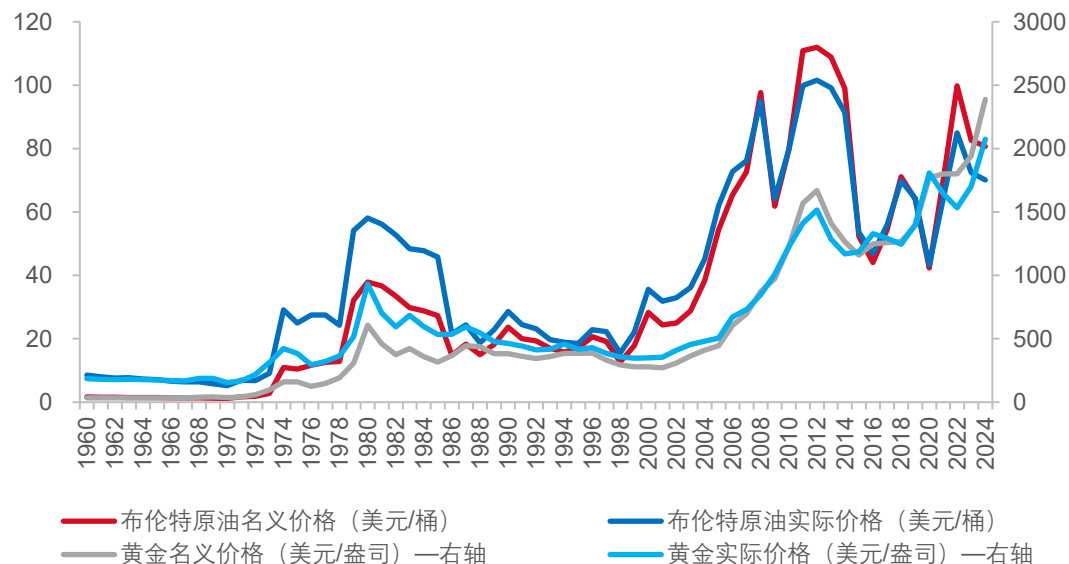


- 黄金具有长期增值保值的功能，长短期的价格表现均跑赢全球GDP和通胀。
- 2020-2024年间，由于俄乌冲突、新能源汽车行业拉动，全球主要资源品价格上涨，如原油、煤炭、磷矿、铜、铝等价格CAGR远高于2020-2024年间平均。
- 铁矿石的周期属性明显，由于房地产放缓，在2020-2024年间的价格CAGR远低于2000-2024年间。
- 农产品的中长期价格CAGR温和，略高于经济增速；考虑到通胀因素，农产品的实际价格涨幅较温和，甚至部分时期出现下跌，远低于名义涨幅。

不同商品的历史价格走势分化，贵金属明显占优

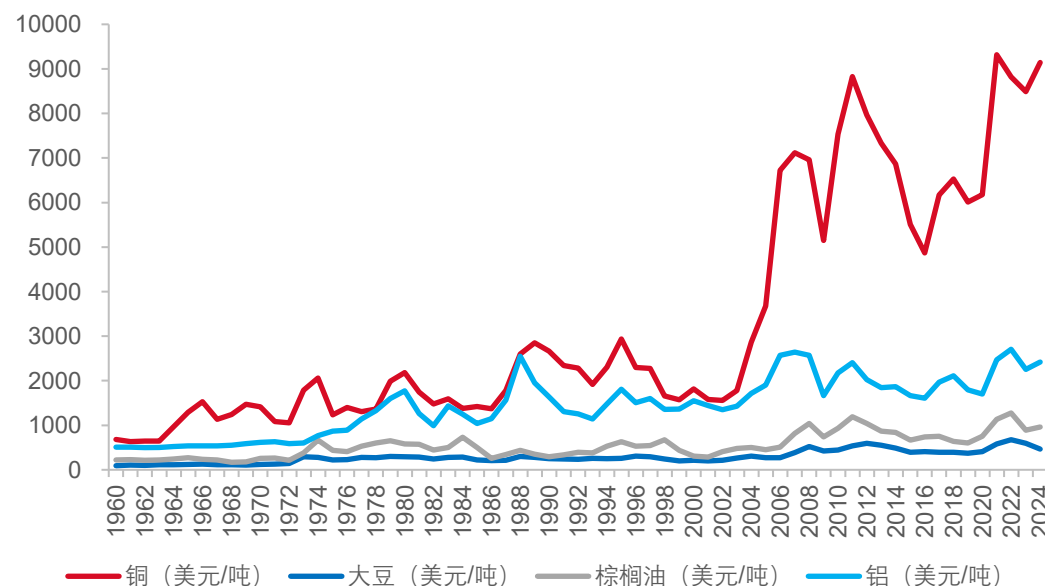
- 以商品的名义价格（未经通货膨胀调整）历史走势，贵金属>饮料>食品>能源>木材。1960-2024年间，以名义价格计算，黄金、原油、铜、大豆的价格上涨倍数分别为67.7、48.3、13.5、5倍；2000-2024年间，黄金、原油、铜、大豆的价格上涨倍数分别为8.6、2.8、5.0、2.2倍。
- 平均而言，大宗商品几乎有三分之二的时间处于同一周期阶段，突显出显著的同步性。工业大宗商品由于对全球宏观经济发展的敏感性，表现出更高的周期波动。相比之下，农产品表现出较低的同步性。

黄金与原油的价格走势



资料来源：World Bank，东海证券研究所

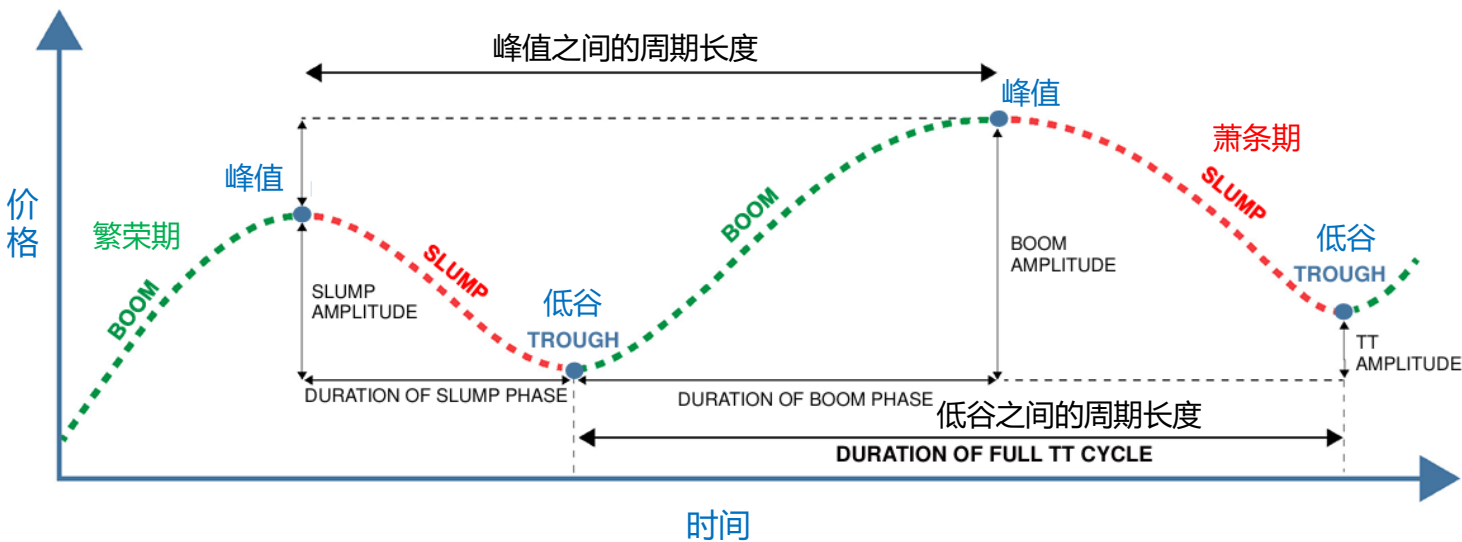
工业品与农产品的价格走势



资料来源：World Bank，东海证券研究所

大宗商品的周期属性

大宗商品的周期



资料来源：World Bank，东海证券研究所

实际商品价格在过去55年中一直受到重大波动的影响，这些价格具有重复周期的特点，并经历了七个低谷和七个高峰几个确定的低谷，特别是1975年，1986年，1999年和2020年，恰逢全球衰退或经济放缓时期。

根据Worldbank《Commodity Markets Outlook》

- 在分析的27种大宗商品中，价格周期在过去55年中平均出现了14个转折点——相当于平均每四年发生一次变化。
- 衰退往往比繁荣持续的时间长得多，平均持续时间分别为52个月和38个月，而繁荣和衰退的幅度大致相似，表明价格波动是对称的。
- 1970年至1985年期间，周期主要受到商品供应冲击，特别是能源市场冲击的影响，导致频繁和严重的波动。
- 从1986年到2001年这段时期的特点是更稳定，在技术进步和市场自由化的推动下，周期更长，这促进了生产力和贸易。
- 从2002年起，大宗商品价格波动大幅上升，导致周期更短、更剧烈。
- 自2020年以来，大宗商品价格行为偏离了历史模式，周期更加频繁和不对称。各阶段的持续时间几乎缩短了一半，平均不到25个月。

商品周期与经济周期

- 美国国家经济研究局（NBER），峰值是指各种经济指标达到最高水平的月份，随后经济活动显著下降。同样，当一个月的经济活动从最低点并开始持续上升时，这个月就被指定为低谷。相较于商品周期，经济周期的上行阶段时长远高于下行阶段。

商品周期与经济周期



资料来源：World Bank，东海证券研究所

商品周期与经济周期

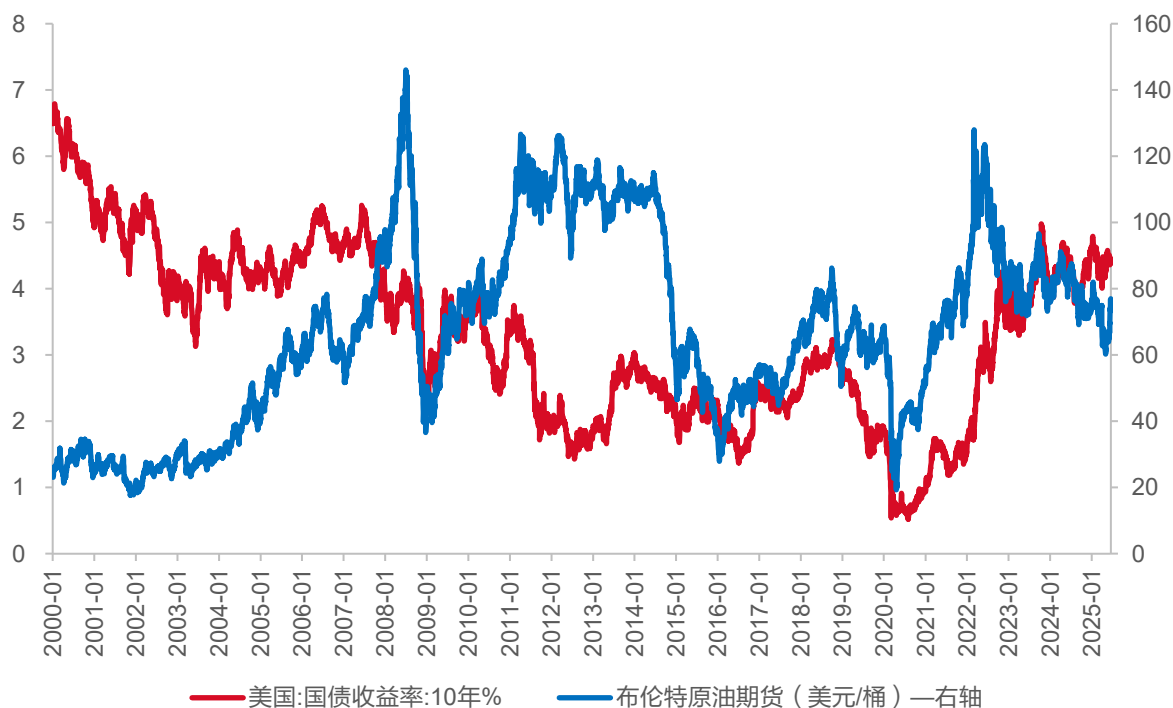
商品周期	繁荣/扩张（月）	萧条/衰退（月）	峰值-峰值（月）	低谷-低谷（月）
1970-1985年	31.3	56.6	87.5	91
1986-2001年	46.7	55.7	108.2	103.1
2002-2024年	34.6	45.7	75.9	71.9

经济周期（衰退）	繁荣/扩张（月）	萧条/衰退（月）	峰值-峰值（月）	低谷-低谷（月）
1969年12月-1970年11月	106	11	116	117
1973年11月-1975年3月	36	16	47	52
1980年1月-1980年7月	58	6	74	64
1981年7月-1982年11月	12	16	18	28
1990年7月-1991年3月	92	8	108	100
2001年3月-2001年11月	120	8	128	128
2007年12月-2009年6月	73	18	81	91
2020年2月-2020年4月	128	2	146	130

资料来源：NBER，World Bank，东海证券研究所

如何判断商品拐点，以原油为例，透视与美债利率关系

油价与美债利率的关系



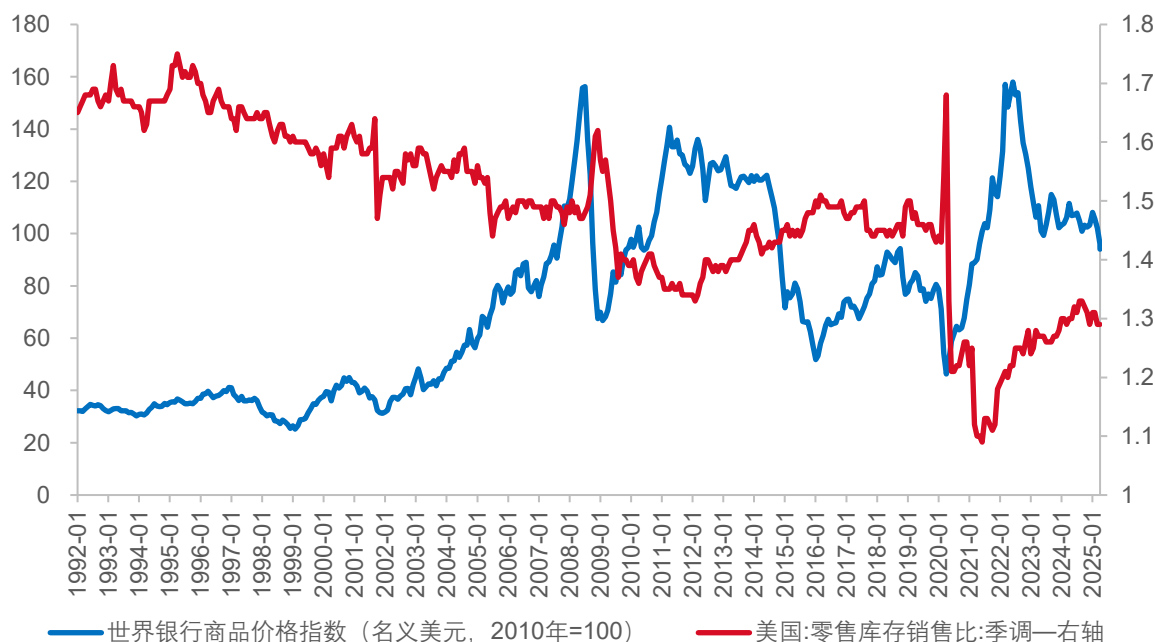
油价与美债利率的关系：

- 以10年期美债利率为例，可以拆分为：未来实际短期利率、通胀预期和期限溢价。通常情况下，美联储结束加息后，通胀趋势确认下行，10年期美债收益率将大概率进入下行周期；在经济危机期间，美债通常被视为“避险资产”，且因为流动性好，往往推高债券价格，收益率下行。
- 10年美债收益率与国际油价走势正相关性较大，但是在面对经济下行风险时，美债收益率的趋势反应提前于油价。
- 油价高企，但是经济走弱时，市场风险偏好下降，美债具备避险功能，收益率下行，与油价反向。
- 油价高位回落，但是经济基本面良好的情况下，美债仍走高，与油价背离。2014-2015年间，美债收益率整体与油价波动趋势一致。美债收益率或提前反应了经济预期，但是油价的波动更大。

商品的库存周期与价格

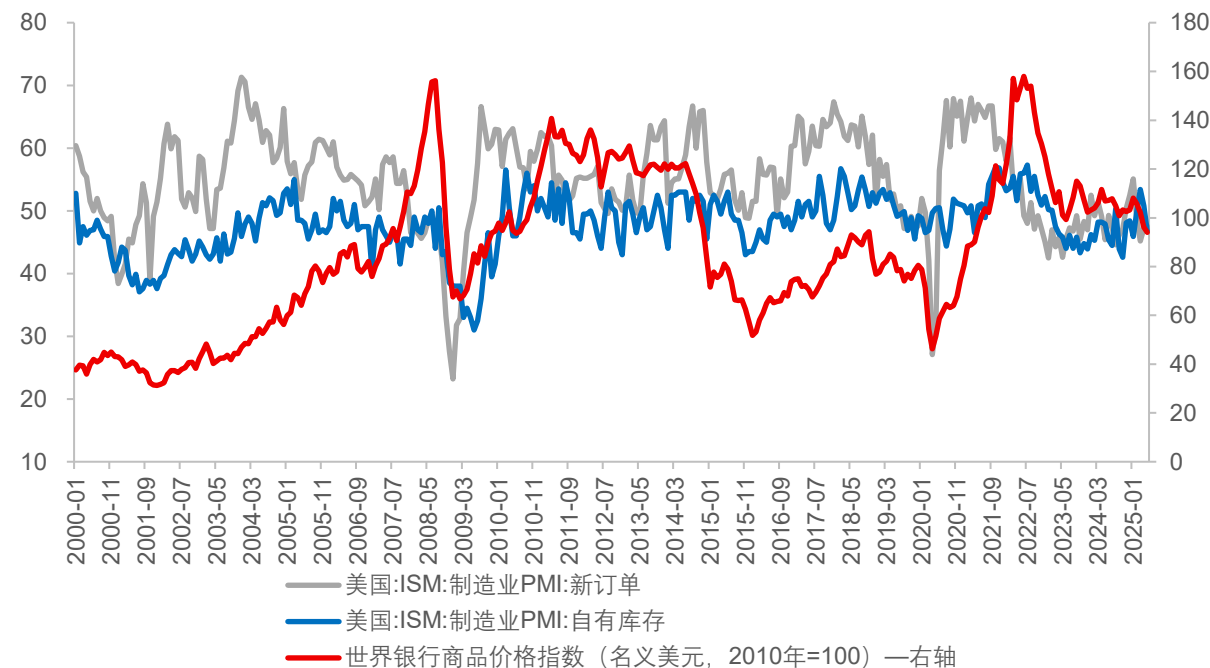
- 库存周期分为：主动补库存（需求预期乐观）、被动补库存（需求不及预期）、主动去库存（需求下滑）、被动去库存（需求恢复）四个过程。
- 价格的历史趋势，库存销售比与价格走势反向；制造业PMI新订单向上，自有库存低位，拉高商品价格（补库存）；PMI新订单向下，自有库存高位，商品价格下跌（去库存）。如库存指数<45%+新订单>55%，预示供不应求。

商品库存与价格指数



资料来源：Wind，World Bank，东海证券研究所

制造业库存PMI（%）与价格指数



资料来源：Wind，World Bank，东海证券研究所



CONTENTS

一、商品与经济周期

二、能源成本有望改善

三、铝业下游需求切换

四、铜需求稳定向好

五、投资建议

六、风险提示

2022年以来的国际油价走势，触及高位后窄幅震荡下行

- 2022年以来，地缘政治冲突加大，美国页岩保持资本开支纪律，OPEC+实际增产远低于配额增长。俄罗斯受制裁或影响长期原油产量。2023年，沙特、俄罗斯及其他主要OPEC+主要产油国联合减产，对油价形成了有力的支撑。而随着委内瑞拉、伊拉克实际产量的反弹、美国页岩油强势增产、全球石油消费预期下调，油价进入震荡区间。

- 2024年在OPEC+联合减产、全球经济恢复、美国低库存等背景下，原油价格仍然维持相对强势。而进入2025年后，地缘冲突持续、美国再次挑起贸易战，预期原油消费下行，叠加OPEC+加速恢复生产，油价震荡下行。

2022年以来国际油价波动

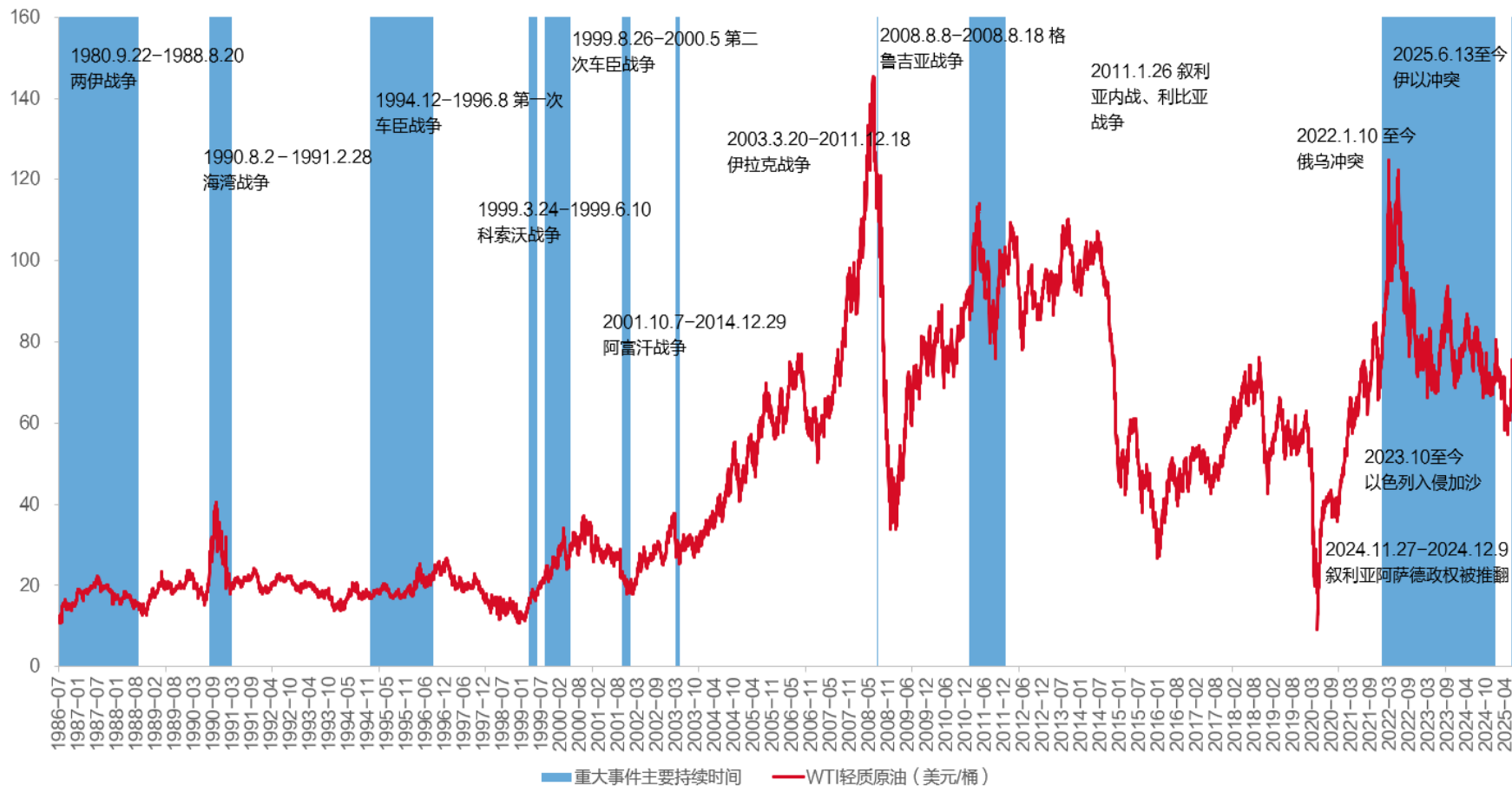


资料来源：Wind，东海证券研究所

近四次石油危机及重大冲突的影响

- 复盘过去40年以来的战争冲突与油价变动，油价短期受到事件性干扰，但是长期仍取决于供需平衡。
- 历史上，几次石油危机带来的巨大影响往往都以同国际宏观经济产生共振为前提。

近40年来国际油价受地缘政治影响

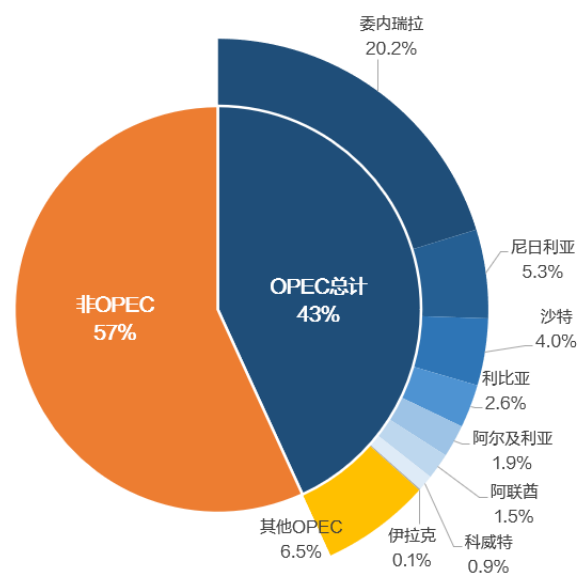


资料来源：Wind，东海证券研究所

近四次石油危机及重大冲突的影响

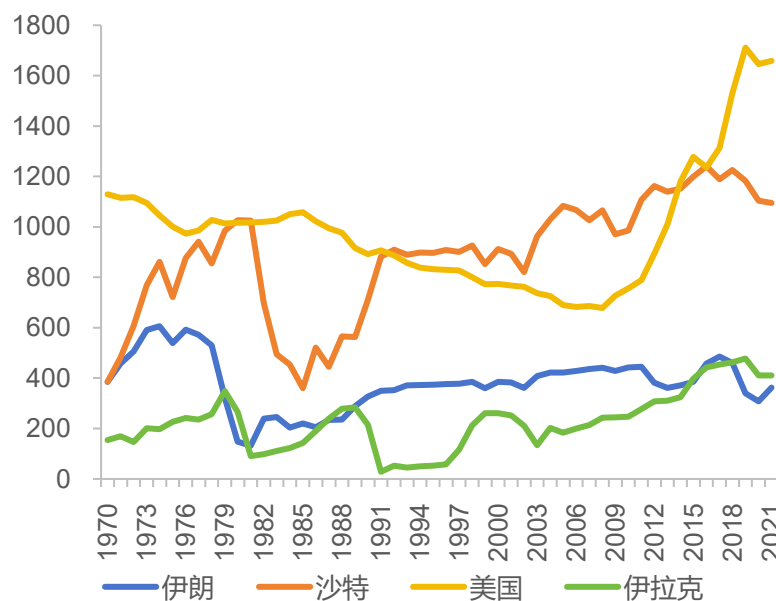
- **第一次石油危机永久地抬高了油价中枢：**1973年以前，由于“七姐妹”的垄断地位，原油价格被长期压制；同期，1973年中期，美国工业品批发价格已以每年10%以上的速度上涨，且包括石油在内的许多主要工业品供应及工业产能极度短缺。欧佩克国家采用黄金而不是美元来定价石油，随着布雷顿森林体系瓦解，金价在20世纪70年代末升至每盎司455美元。
- **第二次石油危机同美联储货币宽松共振：**石油快速增长的需求主要来源于全球经济增长，也来自预防性需求的急剧增加。到1978年初，美联储一直保持高度宽松的货币政策立场，使能源价格上涨转化为更普遍的通胀，并持续上升。

1972年美国石油进口结构



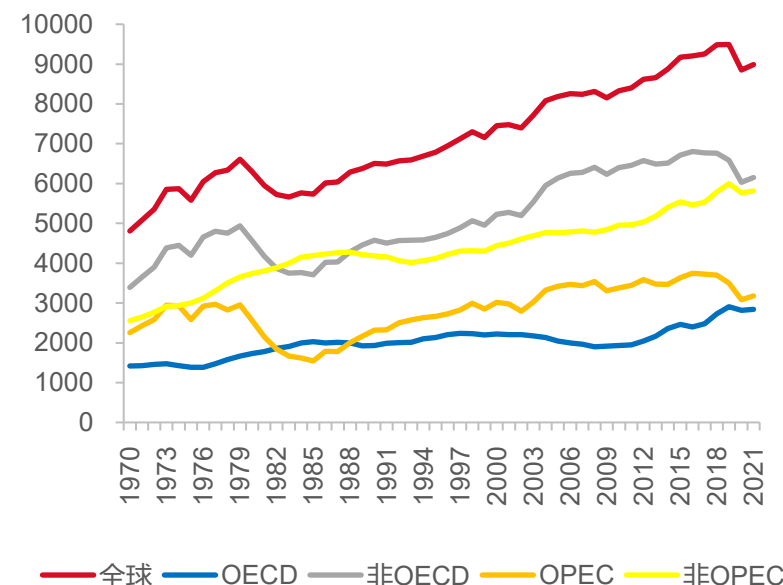
资料来源：EIA，东海证券研究所

部分产油国产油情况（万桶/天）



资料来源：BP能源统计，东海证券研究所

主要产油组织产油情况（万桶/天）

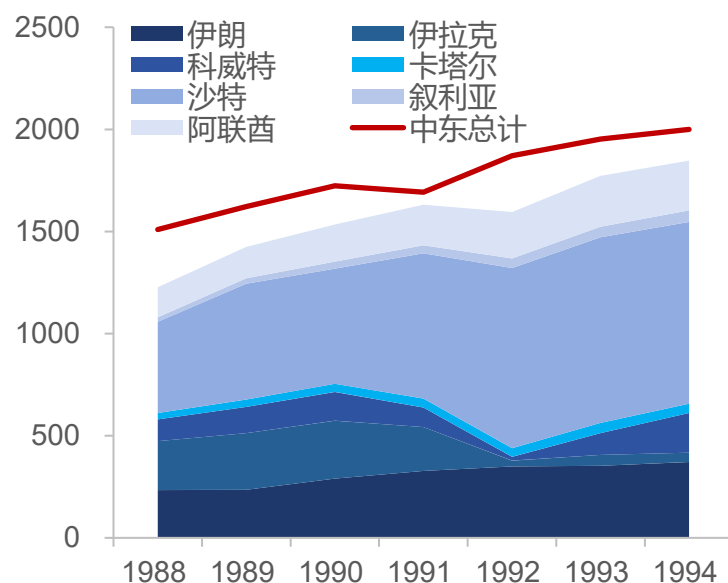


资料来源：BP能源统计，东海证券研究所

近四次石油危机及重大冲突的影响

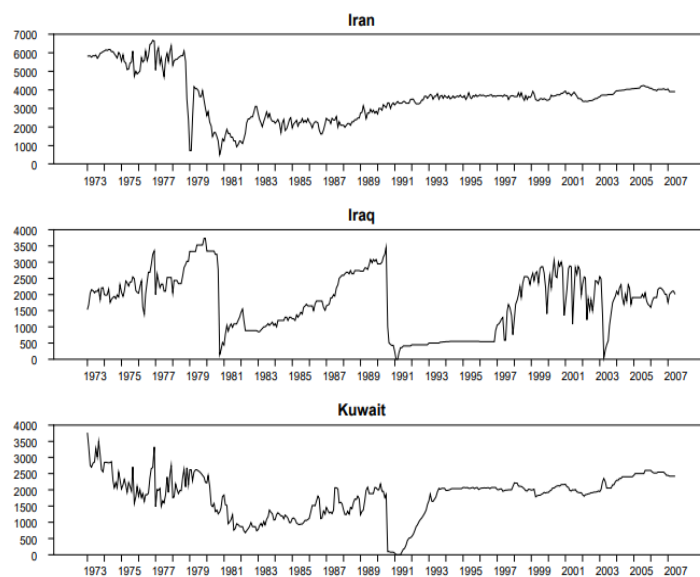
- **第三次石油危机影响较弱**：1990年7月伊拉克前总统萨达姆提倡欧佩克提高油价，以协助伊拉克及其他成员国支付债务的利息。8月2日，伊拉克突袭科威特，一举掌握了全球20%的原油产量，并意图进一步染指沙特阿拉伯。
- **2007石油危机，主要由供需驱动**：2005年到2007年之间，全球石油产量未能增长，其主要原因为包括沙特在内的部分主要产油国有意调整产量以稳定价格。尽管供应停滞不前，需求却在强劲增长。2007年中国的石油消费比2005年增加了87万桶/天。由于产量并没有增长，价格的上升压缩了其他地区的需求。

中东国家配合美国进行增产（万桶/天）



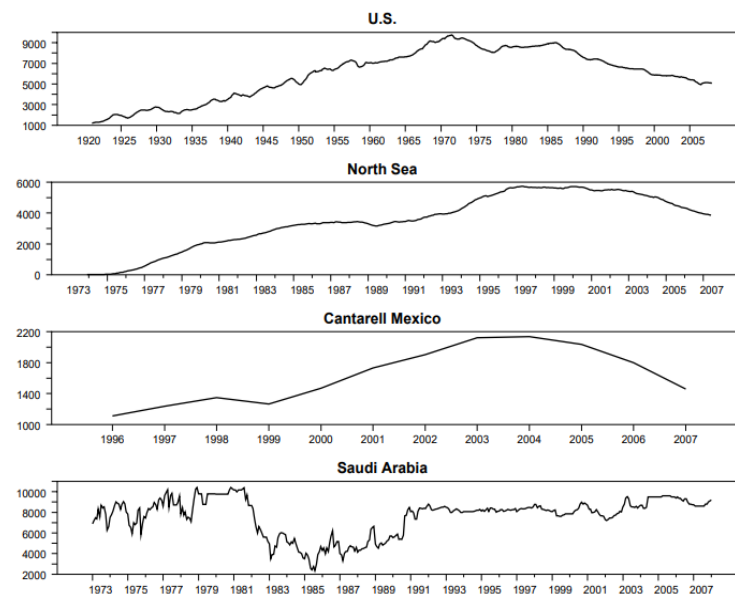
资料来源：BP能源统计，东海证券研究所

部分主要产油区域月度产量一（千桶/天）



资料来源：EIA，东海证券研究所

部分主要产油区域月度产量二（千桶/天）



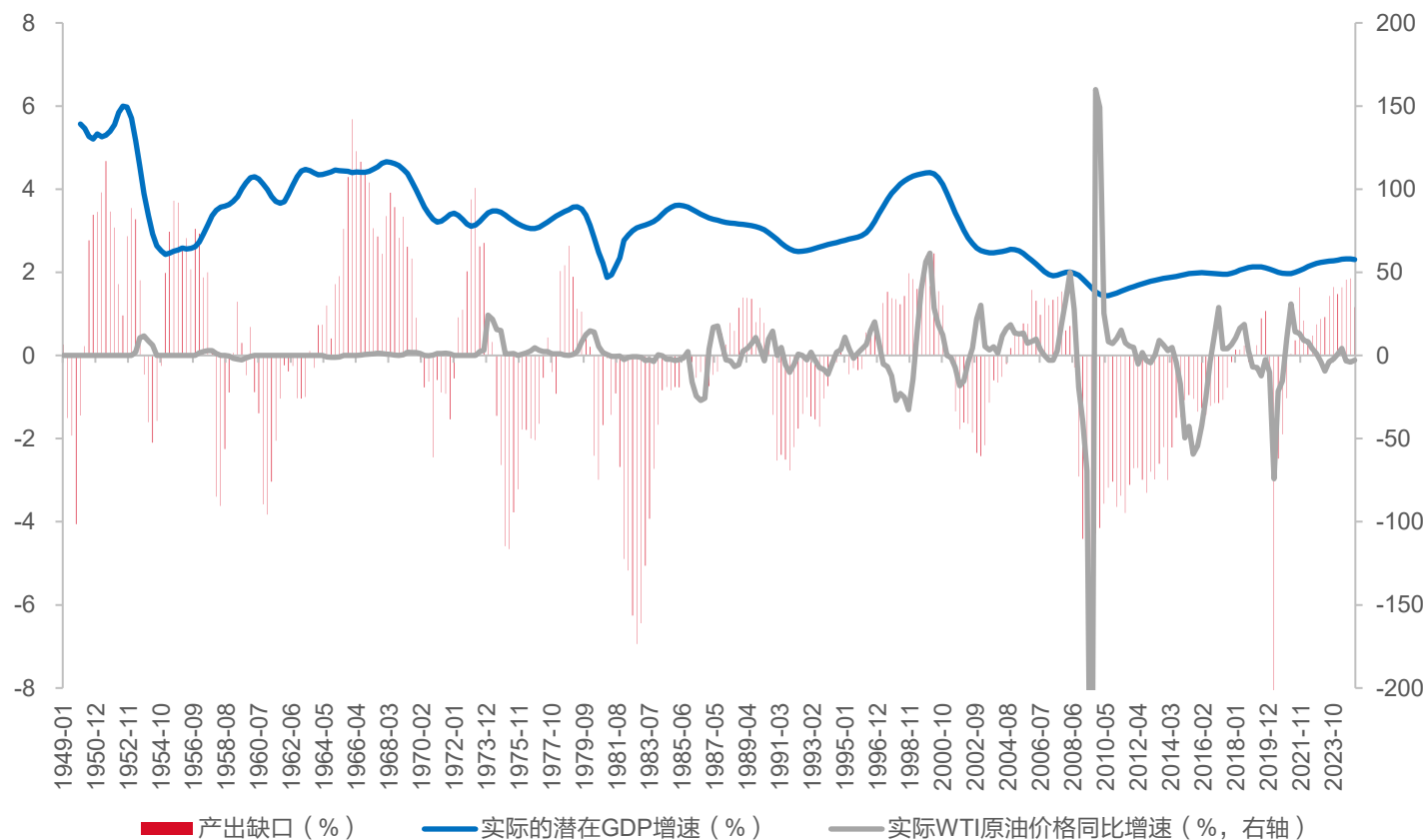
资料来源：EIA，东海证券研究所

近四次石油危机及重大冲突的影响

- 需求侧拉动对于油价的影响明显大于供给侧：1998年亚洲金融危机爆发，全球经济增长从前一年的4.18%减速至2.5%，全球石油需求增速下降至0.5%，布伦特原油区间最大跌幅61%；2001年互联网泡沫破裂，叠加“911”事件，全球原油需求增长连续低于1%，而2000年OPEC增产4.32%，2001年9月到11月期间，布伦特原油最大的跌幅超过40%。

- 过去很多次油价波动与产油国发生地缘政治扰动的时机相符，但产量减少并不是油价上涨的主因，经济增长引起的需求侧冲击才是油价上升的主要动力。受需求端影响飙升后，油价是否能在更长时间保持在更高的中枢水平上，取决于经济的潜在增速是否上抬。若经济以高于潜在增速的速度增长，石油价格和产量都会阶段性上升。

WTI原油价格同比变化、美国潜在经济增速、产出缺口（%）

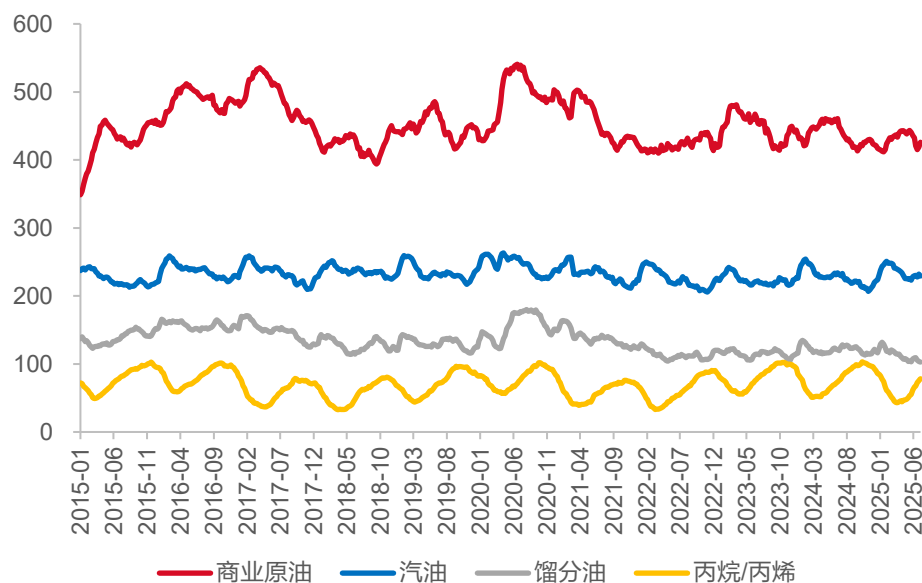


资料来源：Wind，东海证券研究所

原油供需基本面：美国及OECD的商业库存

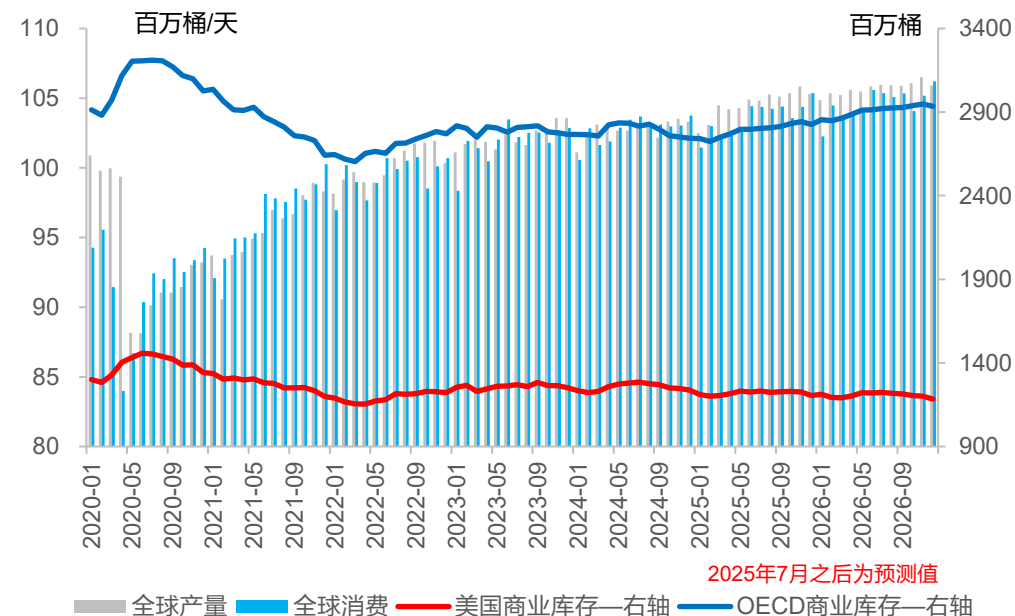
- 至2025年7月11日当周，美国原油商业库存4.22亿桶，较去年同期减少1806万桶，库存比五年同期平均水平低7.98%左右；汽油库存2.33亿桶，较去年同期减少13万桶；馏分油库存1.07亿桶，较去年同期减少2110万桶。
- 至2025年6月，OECD的原油及液体商业库存为27.96亿桶，较去年同期减少3762万桶。

美国原油及成品油库存（百万桶）



资料来源：EIA，东海证券研究所

石油及液体产品供需及库存

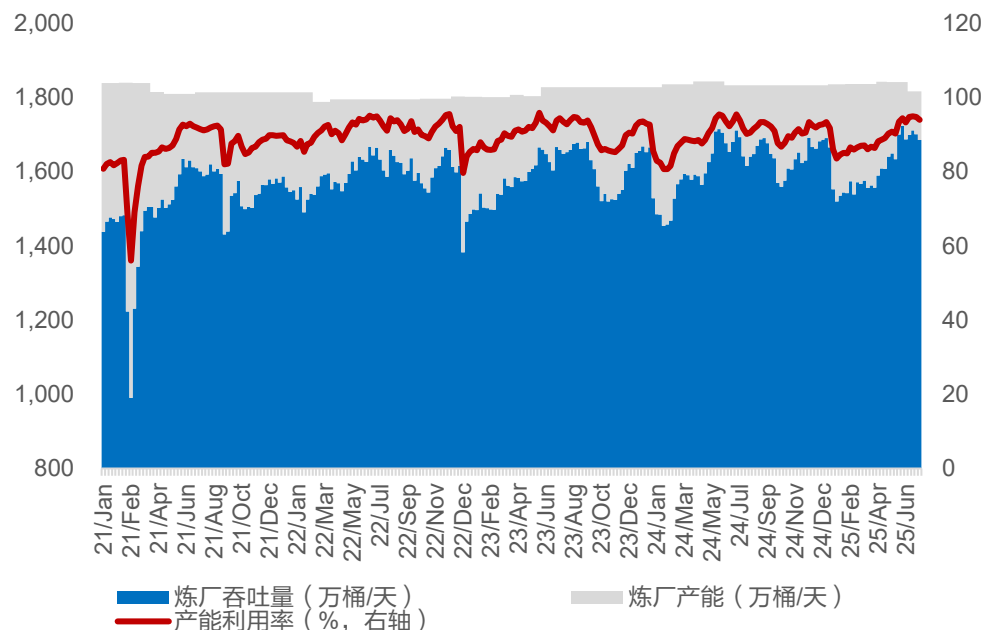


资料来源：EIA，东海证券研究所

原油供需基本面：炼厂开工及进出口

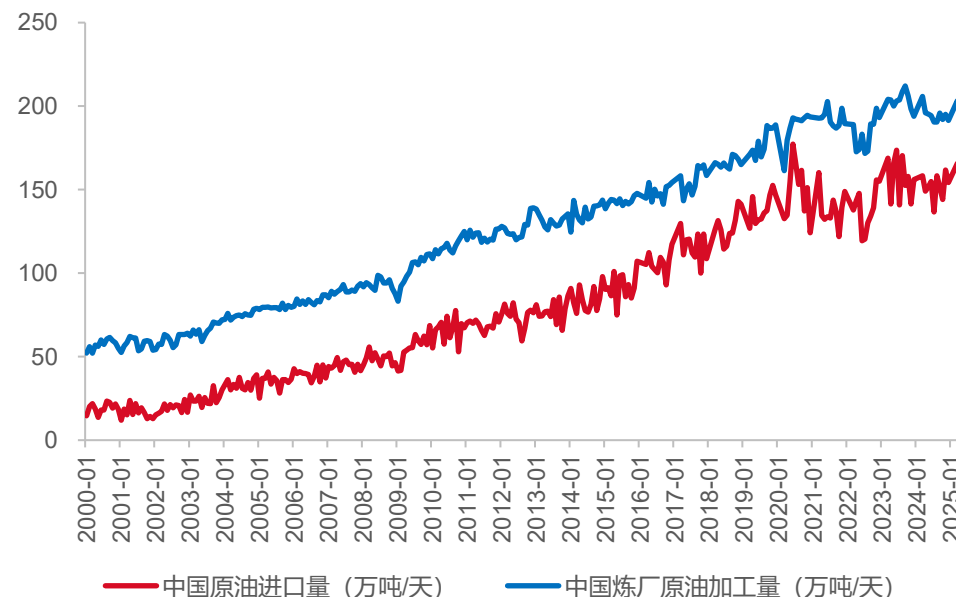
- 2025年7月上旬，美国炼厂加工量较上月改善，至7月11日为1684.9万桶/天，开工率为94%；2024年同期炼厂加工量为1692.8万桶/天。
- 2025年6月，我国规上工业原油加工量6224万吨，同比增加6.7%。根据海关总署，6月份，我国进口原油4989万吨，同比增长7.4%。2024全年，国内进口原油5.53亿吨，同比下降1.9%，规上工业原油加工量7.08亿吨，同比下降1.6%。

美国炼厂原油加工量及开工率



资料来源：EIA，东海证券研究所

中国原油进口及炼厂加工量



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

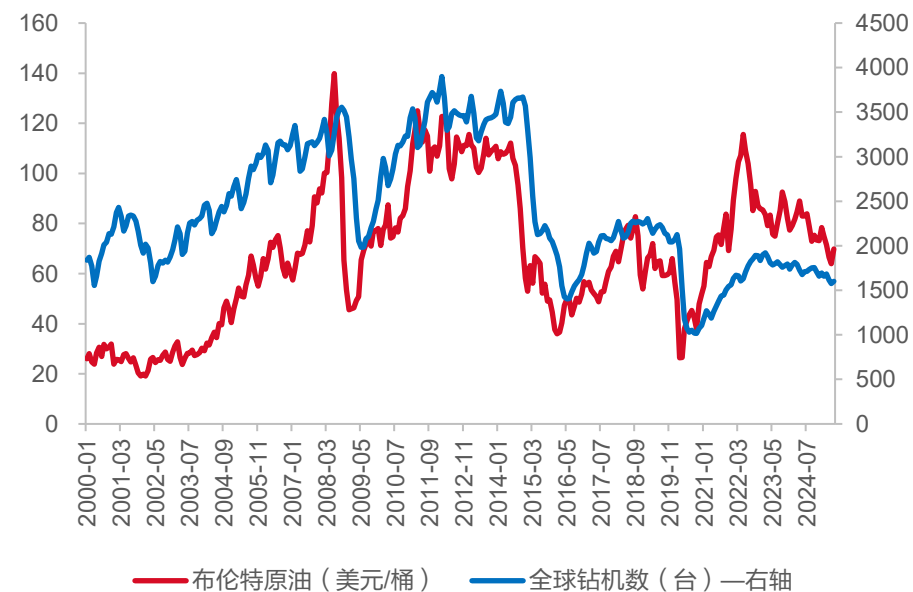
原油供需基本面：原油产量与采油钻机数

- 美国原油产量基本保持稳定，至2025年7月4日当周，美国原油产量1339万桶/天，较去年同期增加8.5万桶/天。
- 至2025年7月11日，美国钻机数537台，较去年同期减少47台；其中采油钻机数424台，较去年同期减少54台。

美国原油产量及采油钻机数



油价与全球钻机数



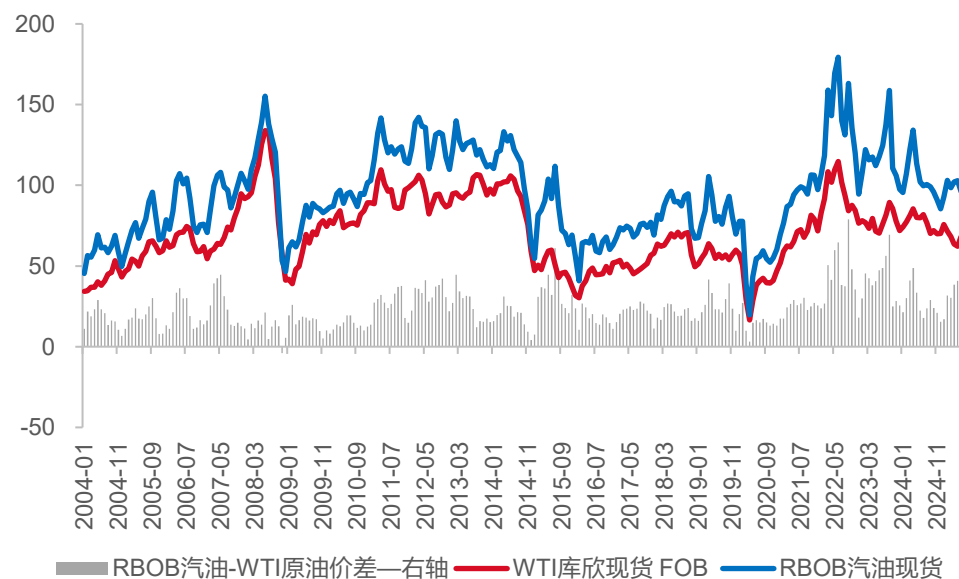
资料来源：EIA, Baker Hughes, 东海证券研究所

资料来源：钢联数据、Wind, 东海证券研究所

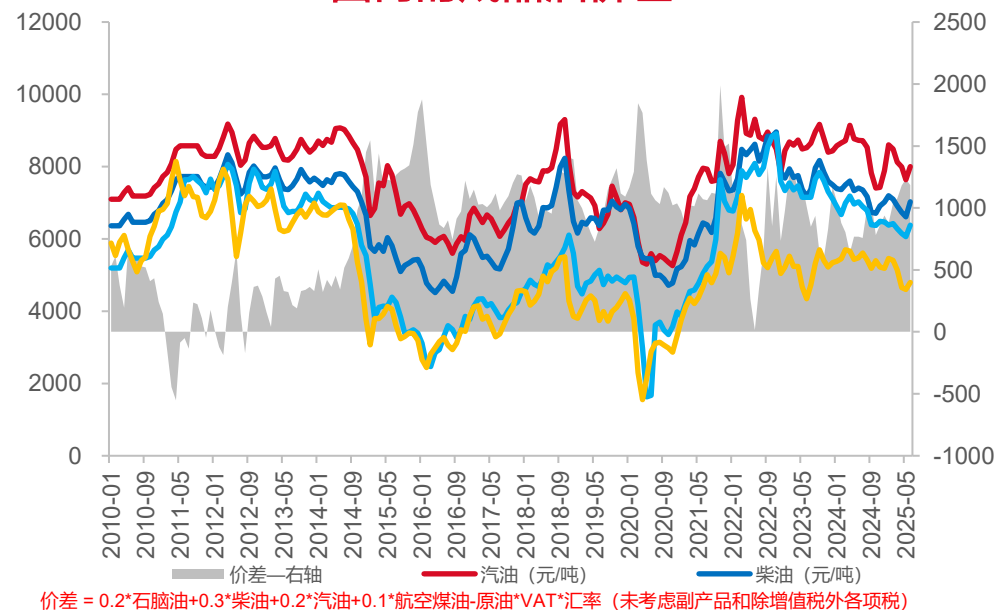
原油供需基本面：成品油价差改善

- 2025年6月美国RBOB汽油-WTI库欣现货价差为27.93美元/桶，较上月显著下降，目前低于2022-2024年平均37.4美元/桶，但仍高于过去20年的历史平均23.6美元/桶。
- 2025年6月，国内成品油价差略跌至1183元/吨，高于去年同期，且略高于2023年同期水平。

美国汽油与原油现货价差（美元/桶）



国内的成品油价差



资料来源：EIA，东海证券研究所

资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

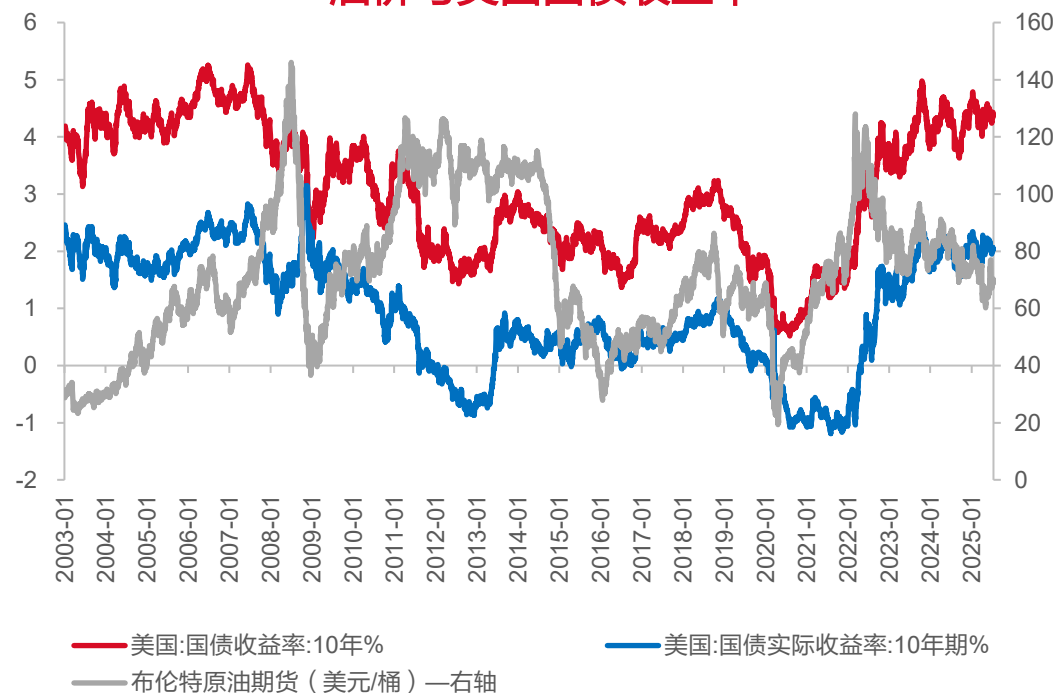
油价与利率

- 美联储自1954年起经历了13次完整的加息周期。1948年以来，NBER统计的衰退共有13次，而技术性衰退有11次；其判定的衰退起始日期往往领先于技术性衰退的判定。自20世纪80年代以来，美联储历次加息中，仅1995年加息未出现衰退。
- 截至2025年7月11日美国10年期国债收益率约4.43%，基本维持震荡运行。市场押注美联储7月继续暂停降息，美债收益率或将继续在该位置维持震荡。

油价与衰退周期、美联邦基金利率



油价与美国国债收益率



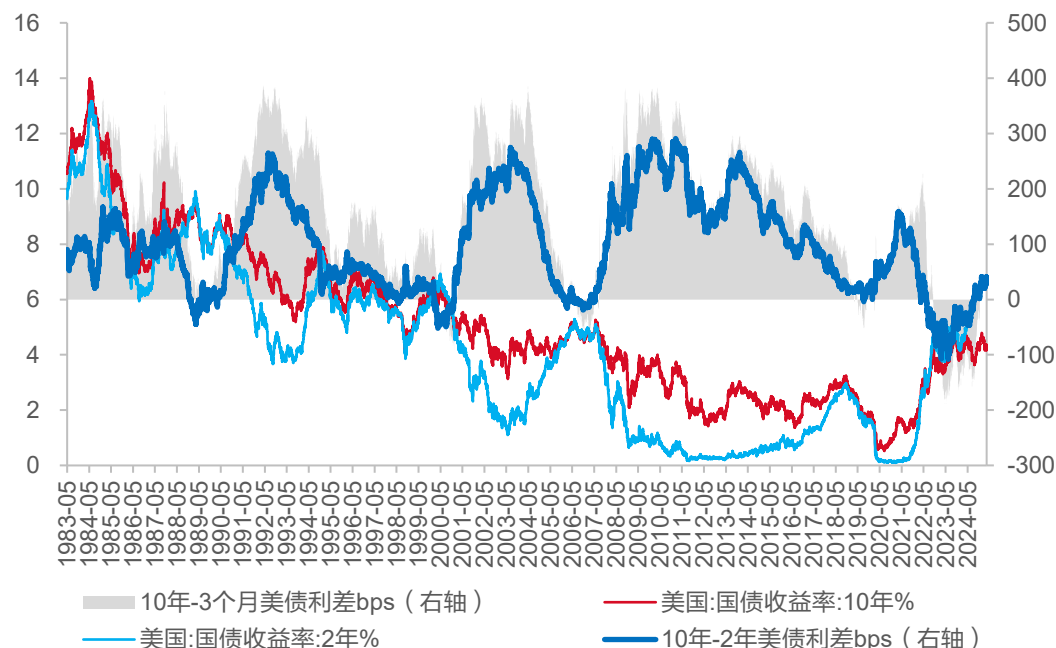
资料来源: Wind, 东海证券研究所

资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价与美债收益率曲线

- 历次美国经济衰退前均伴随10年-2年美债利差的明显倒挂，倒挂指标平均领先时间为17个月左右。短端利率通常主要受到美联储货币政策的影响，而长端利率则由宏观经济、通胀水平、流动性溢价等因素对供求关系的共同影响。
- 目前美国2年期国债和10年期国债收益率曲线倒挂现象自2022年7月初持续至2024年8月末，目前已经基本结束倒挂，2024年11月底12月初再次出现利差收紧趋势，2025年1月重回30基点以上，但截至目前与3个月期美债出现倒挂，说明市场降息预期较低。

美债长短期收益率曲线



资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价与美债期限利差



资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价与美元指数、汇率

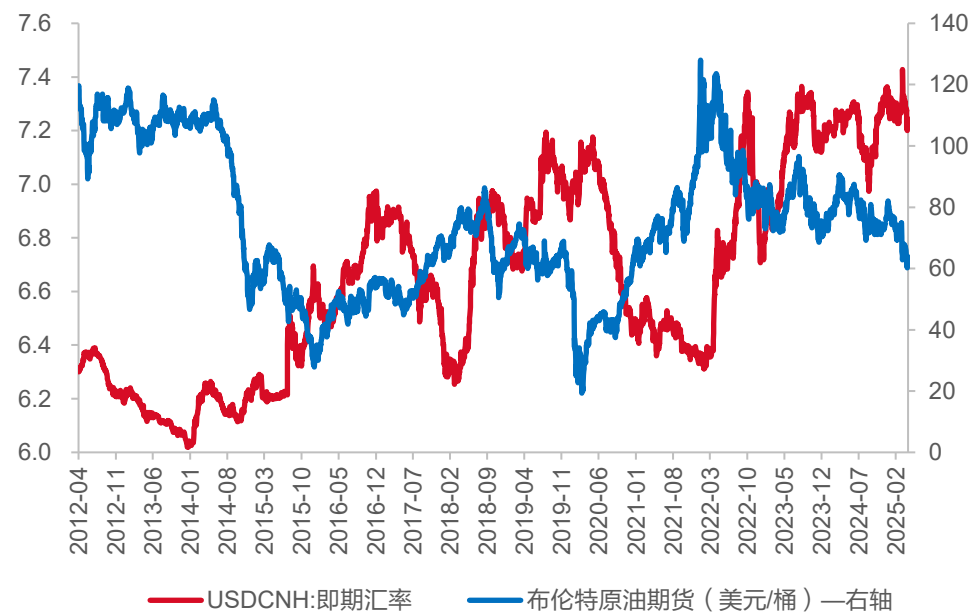
- 6-7月美元指数延续下行，截至7月14日收于98.11，较去年同期下降5.9%。
- 6-7月离岸人民币相对美元基本持平，截至7月16日收于7.18，较去年同期升值1.5%。

油价与美元指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

汇率与原油价格

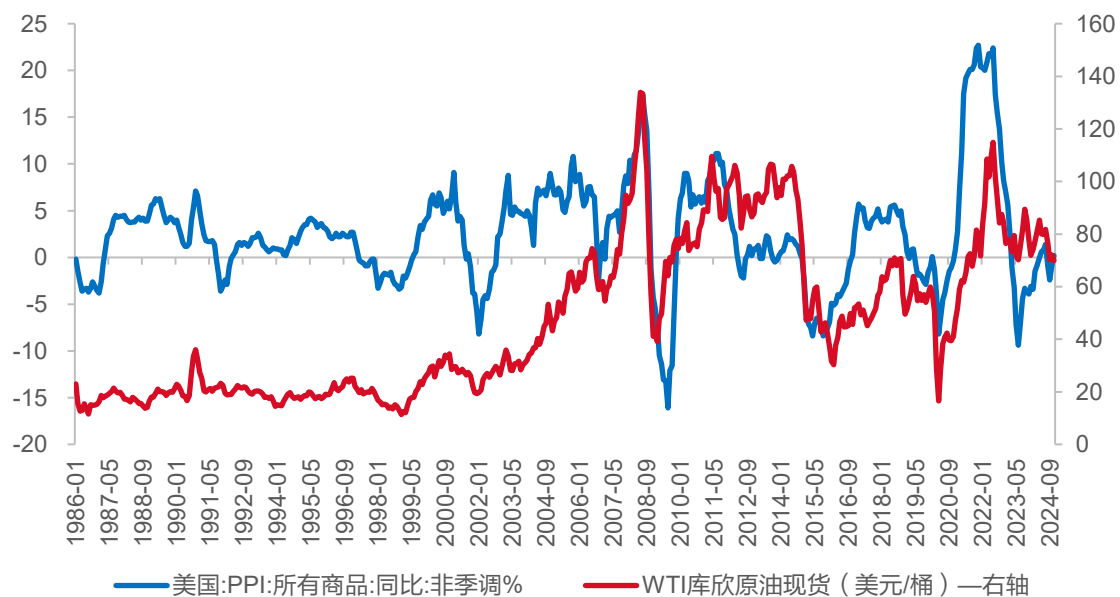


资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与通胀

- 6月美国CPI同比上涨2.7%，前值2.4%，低于市场预期。由于特朗普政府高举关税“大棒”，国内通胀压力加剧，美联储主席鲍威尔维持鹰派，市场预期美联储6月将继续暂停降息。
- 美国6月PPI（所有商品，非季调）同比上升1.7%，涨幅仍高于美联储设定的2%长期通胀目标。美国5月PCE物价指数同比增长2.34%，前值2.20%。IMF、EIA下调美国经济增长预期，预计此后特朗普的关税政策将在未来几个月提高进口商品的价格。

油价与美国PPI



资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与美国CPI、PCE



资料来源：Wind，东海证券研究所

权威机构最新预测及观点

机构	预测日期	油价预测	供应	需求
EIA	July. 08, 2025	布伦特现货2025年预计全年平均69美元/桶，2026年预计全年平均58美元/桶。	2025-2026年全球原油及液体产量分别增加180、110万桶/天。	2025-2026年全球液体需求分别增长80、110万桶/天。
IEA	July. 11, 2025		2025-2026年全球原油及液体产量分别增加210、130万桶/天。	2025-2026年石油需求增长70、72万桶/天。
OPEC	July. 15, 2025		2025-2026年非DoC液体及DoC的NGL供应分别增加90万桶/天。	2025-2026年全球石油需求分别增加130万桶/天。
OIES	Jun. 19, 2025	布伦特原油2025年预期70美元/桶，2026年预计为67美元/桶。	2025年石油市场将实现平衡，2026年则过剩28万桶/天。2025-2026年全球供应增长分别为150、130万桶/天。	2025-2026年全球石油需求增长分别为110、100万桶/天。
Rystad Energy	Jun. 03, 2025	预测2025年第二季度平均布伦特油价为66美元/桶，第四季度为69美元/桶，2025年油价平均为70美元/桶。		2025-2026年全球石油需求增长分别为70、83万桶/天。

资料来源：EIA，IEA，OPEC，OIES，Rystad，东海证券研究所

原油价格影响因素及预测

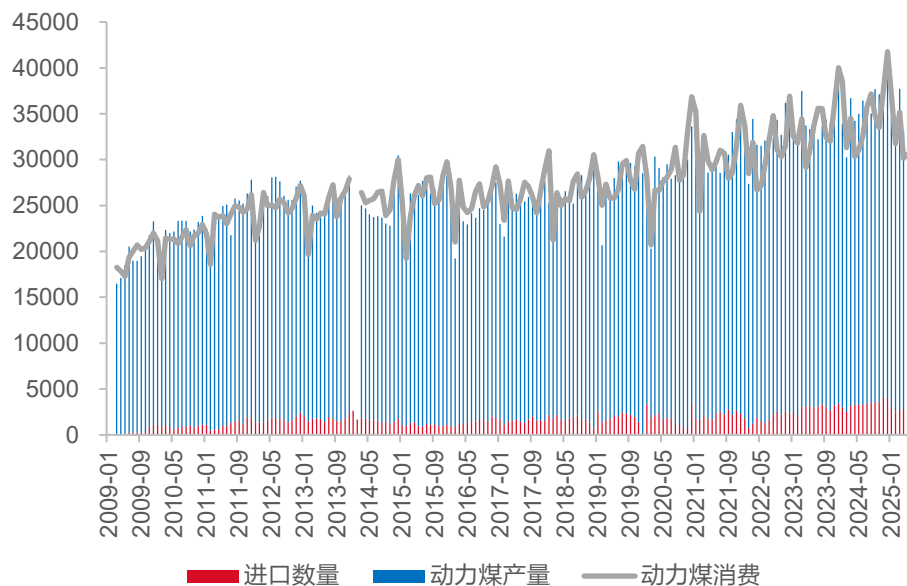
指标	展望	油价影响
油价判断	2025年6月布伦特原油急剧下跌，月底收于66.74美元/桶左右。OPEC+此前实施自愿减产的八国将在8月增产54.8万桶/天。美联储2025年8月继续暂停降息符合预期，随着cpi高于预期，预计降息将会继续推迟。综合来看，伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在60~90美元/桶区间震荡运行。	
全球石油供应	OPEC+此前实施自愿减产的八国将在8月增产54.8万桶/天，360万桶/天的减产将维持至2026年末。	--
全球经济（石油需求）	美国炼厂7月加工量环比改善，但低于去年同期，商业原油库存环比有所修复但低于去年同期。我国原油消费同比转增，但进口改善，2025年6月，我国规上工业原油加工同比增加6.7%。根据海关总署，6月份，我国进口原油同比增长7.4%。	+
经济周期（利率/美元指数等）	截至2025年7月11日美国10年期国债收益率约4.43%。市场押注美联储九月降息25bp。	--
通胀压力CPI、PPI等	美国6月PPI（所有商品，非季调）同比上升1.7%，涨幅仍高于美联储设定的2%长期通胀目标。美国5月PCE物价指数同比增长2.34%，前值2.20%。IMF、EIA下调美国经济增长预期，预计此后特朗普的关税政策将在未来几个月提高进口商品的价格。	--
地缘政治	中东地缘政治预计继续恶化、全球贸易摩擦或将升级。	+++
新发现油田/剩余产能	圭亚那Yellowtail级原油预计将在第三季度上市，API为36.5，硫含量为0.25%。	--
钻机数及库存井	至2025年7月11日，美国钻机数537台，较去年同期减少47台；其中采油钻机数424台，较去年同期减少54台。	--
炼油加工量	2025年7月上旬，美国炼厂加工量较上月改善，至7月11日为1684.9万桶/天，开工率为94%；2025年6月，我国规上工业原油加工同比增加6.7%。	++
全球库存	至2025年7月11日当周，美国原油商业库存4.22亿桶，较去年同期减少1806万桶，库存比五年同期平均水平低7.98%左右；汽油库存2.33亿桶，较去年同期减少13万桶；馏分油库存1.07亿桶，较去年同期减少2110万桶。	++
原油下游利润：RBOB-WTI价差等	美国RBOB汽油期货-WTI原油期货价差较显著下降，但仍高于20年的历史平均水平，国内成品油价差较上月继续走高并好于去年同期。	-
制造业PMI指数	2025年6月，我国制造业PMI为49.7，比上月改善0.2个百分点。美国 6月ISM制造业PMI指数49.0，维持上月萎缩趋势。	-
相关能源（天然气/煤炭等）	预计2025年三季度HenryHub现货价格均价约为3.40美元/百万英热单位，较6月预测下调16%。预期未来一年价格将上涨，HenryHub价格今年均价近3.70美元/百万英热单位，明年达4.40美元/百万英热单位。	++
期货结构/区域间套利	远月价格贴水，backwardation结构。	-

资料来源：Wind，EIA，IEA，OPEC，东海证券研究所

动力煤：供需维持稳定

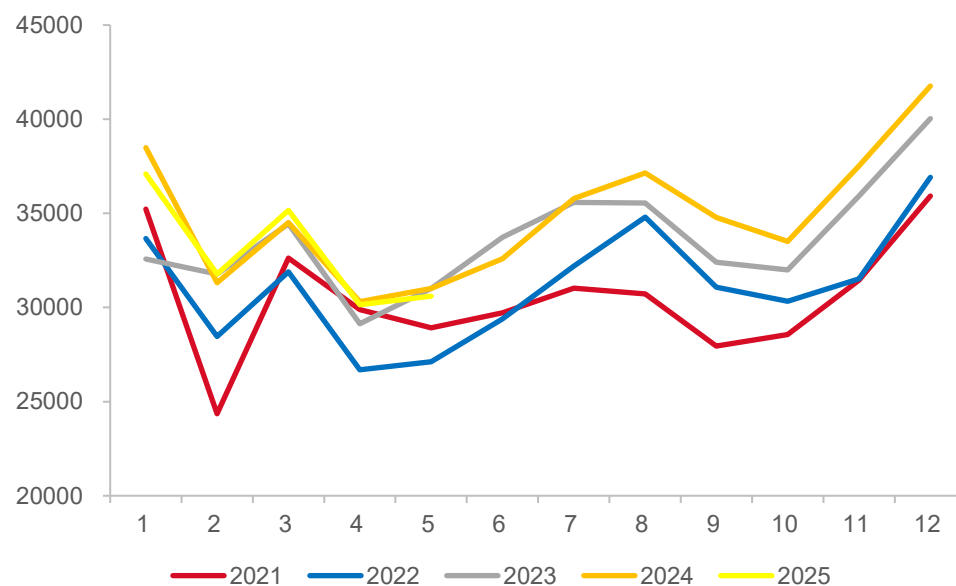
- 动力煤产需基本维持稳定，国内煤矿开工预计恢复至高位，进入迎峰度夏阶段，但长协煤及进口煤共同补充，动力煤供需格局相对宽松。
- 从需求方面来看，今年以来我国动力煤需求维持高位，但未有大幅波动。

动力煤产需（万吨）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

动力煤需求季节性分析（万吨）

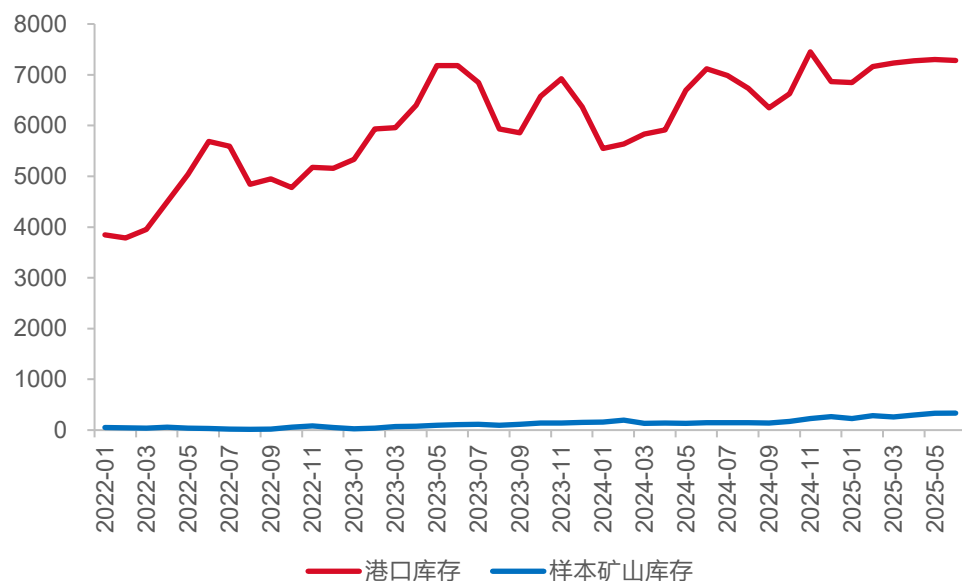


资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

动力煤：旺季价格反弹空间有限

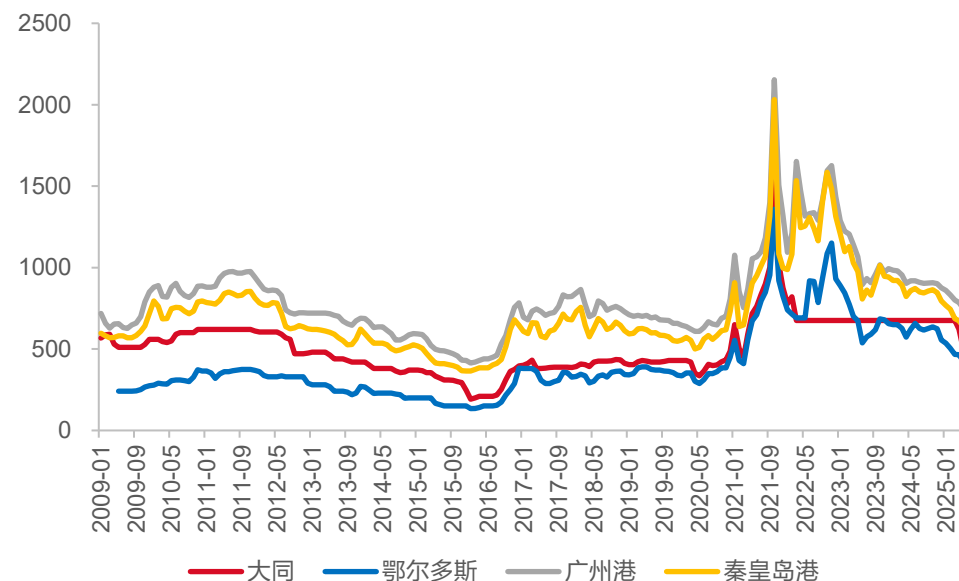
- 库存方面，港口库存相对充足且接近高位，下游企业基本以少量按需买货为主，煤矿整体出货情况不佳，部分煤矿报价上行，但下游采购力度有限，对后续煤价涨势或持续性形成压制。
- 2021年以来，动力煤价在宏观调控下进入下行区间，目前已接近2020年的低位，进入七月未见明显抬价，短期来看反弹空间有限，后续或将持续维持低位。

动力煤库存（万吨）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

动力煤价格（元/吨，Q>5500）

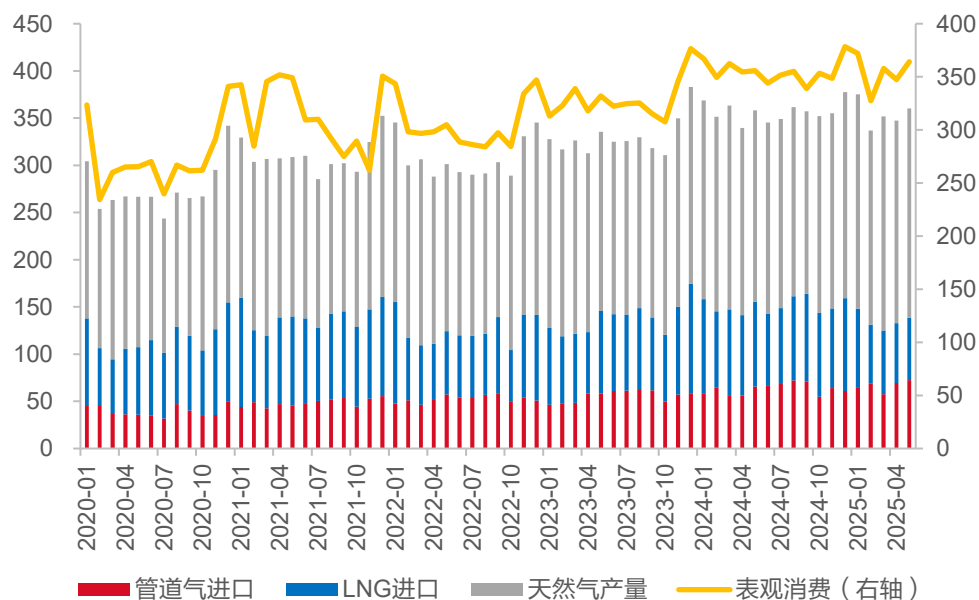


资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

天然气：国内库存走高

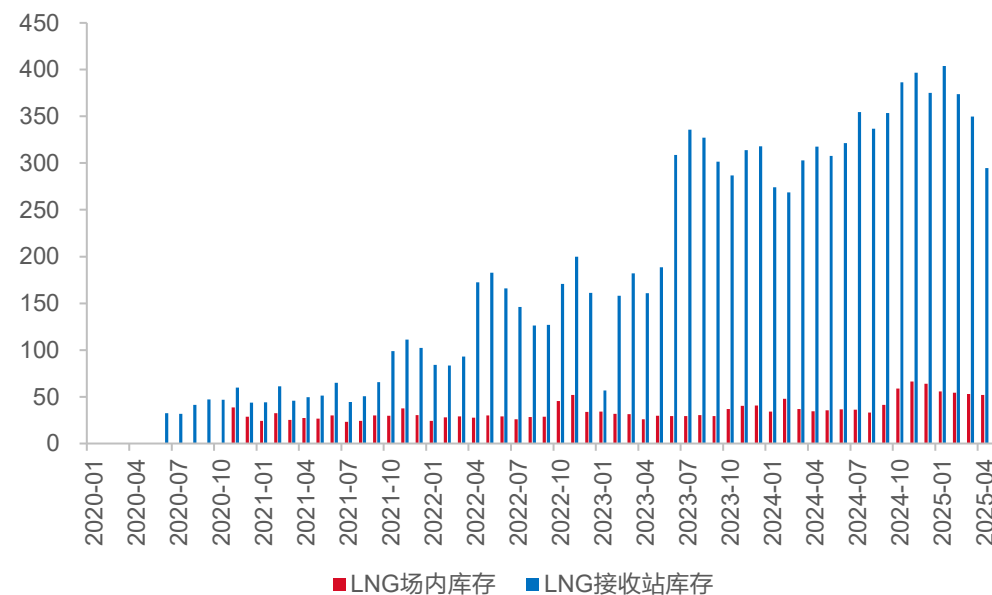
- 今年以来，国内天然气需求与2024年同期基本持平，累积同比减少1.1%，维持在近五年较高水平。1-5月，国内生产受去年高需求带动，维持增长态势，产量累积同比增长6%，LNG进口受海外市场扰动累积同比减少23.4%，管道气进口则同比增10.7%。
- 6月份进口LNG经济性优势较低，接收站出货不佳，带动库存走高，国内呈现供过于求状态，继而带动液厂库存同步走高。

国内天然气供需（亿立方米）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

国内LNG库存（万吨）

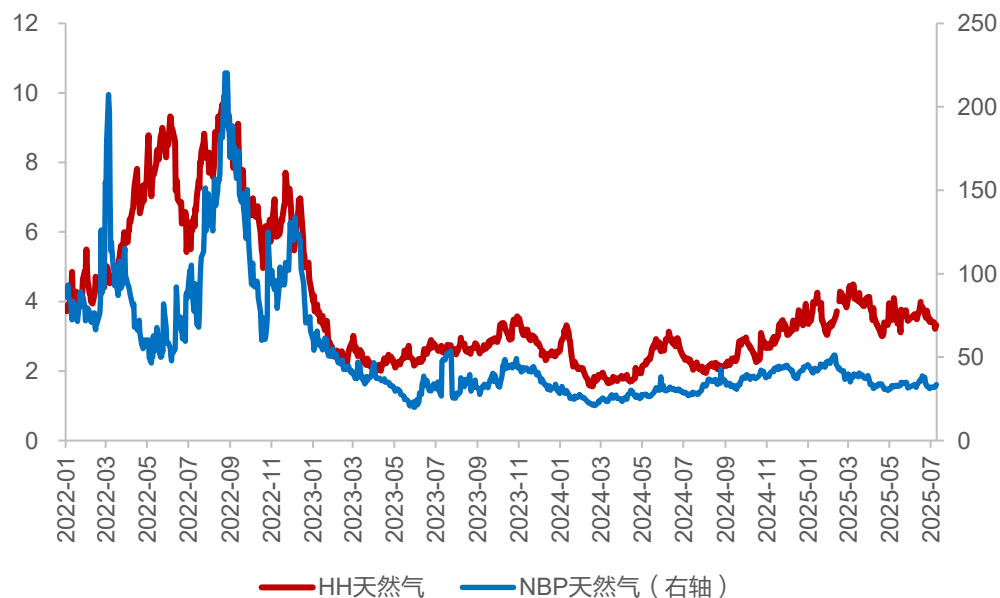


资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

天然气：国际LNG价格有望回落

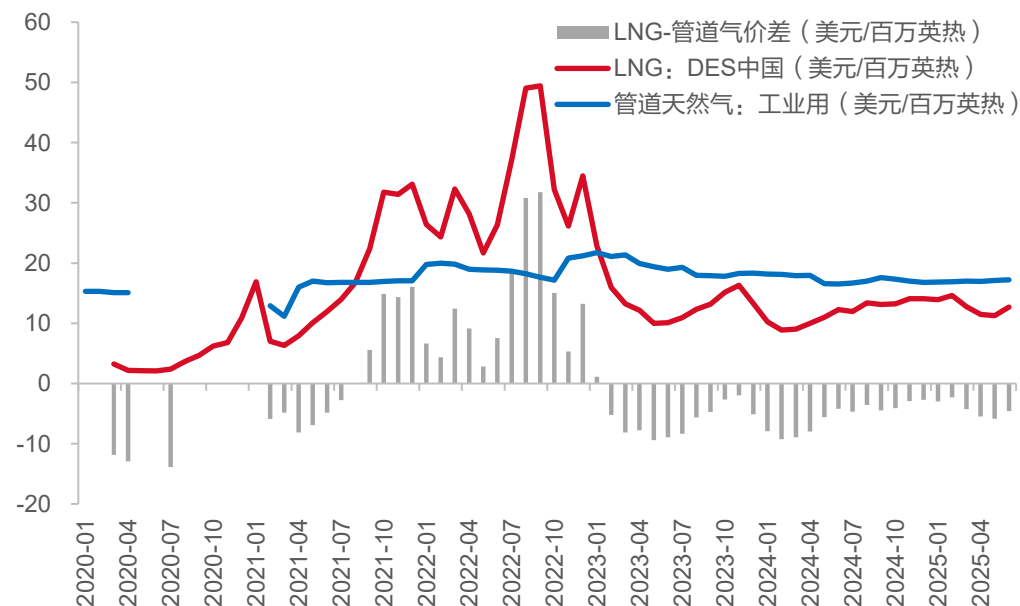
- 受美国冬季极寒天气影响，一季度美国天然气价格抬升，继而影响国际LNG价格；6月份，受伊以冲突影响，霍尔木兹海峡通达性存疑，市场对供应端产生担忧，引发天然气市场的巨幅波动。24号之后，随着地缘政治风险消退，市场基本面承压下行；由于欧盟决定采用灵活LNG储量目标，预计今年累库压力将减轻，后续LNG价格有望回落。
- 尽管东北亚大面积高温天气刺激下游消费需求，但当前主消费地区国内库存较为充足。国内管道气价格维持稳定，LNG-管道气价差有所收窄。由于管道气价格与12个月前原油价格挂钩，后续天然气价格有望缓慢回落。

国际天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

国内天然气价格（美元/百万英热）

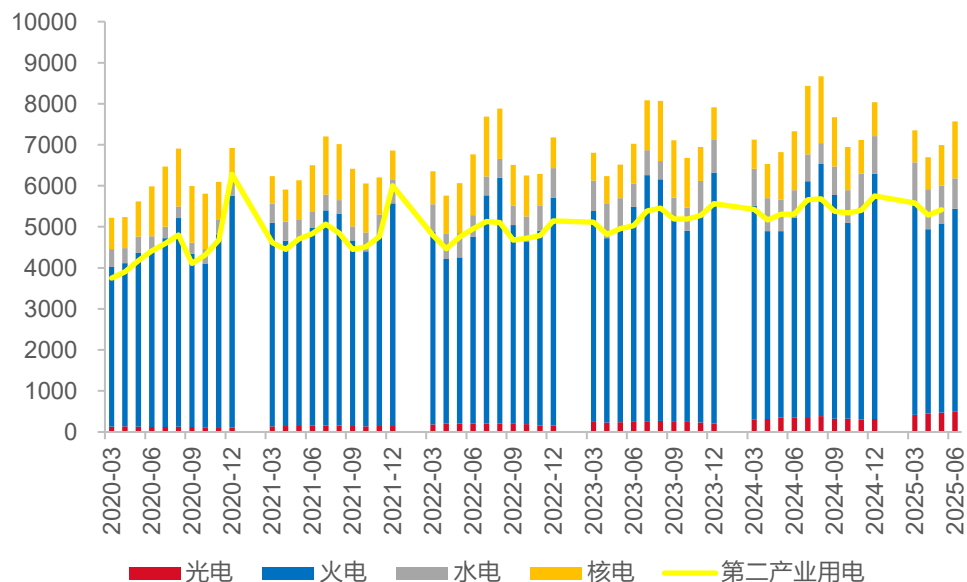


资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

电力：供应充足，反弹空间有限

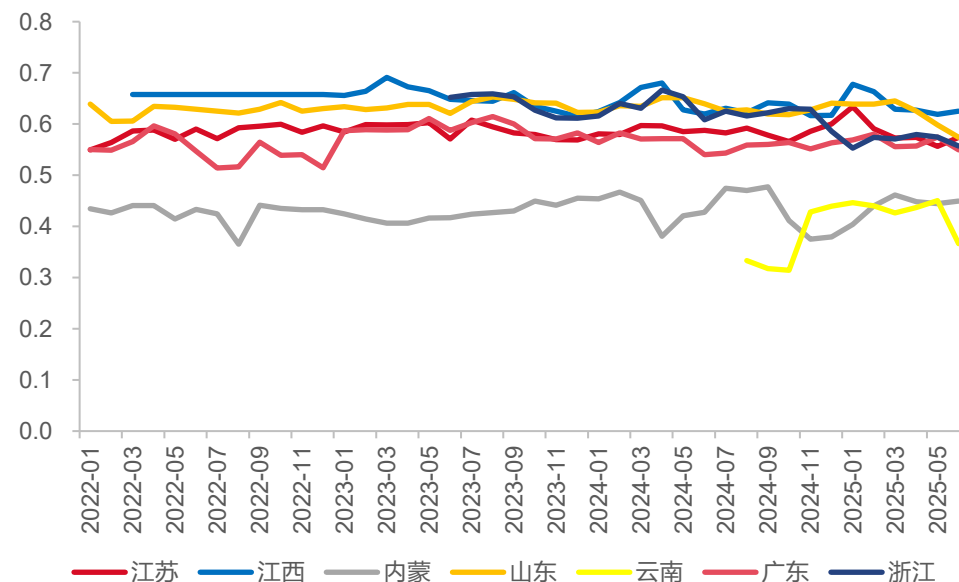
- 进入2025年以来，国内全社会发电量稳定每月同比增长约3%左右，第二产业用电量单月同比增速基本与发电量一致。
- 工业用电价方面，国内已基本进入用电高峰期，7月江苏集中竞价大幅反弹，已回升至5月的平均水平，基本反映了电力需求增长的预期。但考虑到电力供应较为充足，且成本端稳定低位，我们认为电价反弹空间有限。

全社会发电量（亿瓦时）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

国内工业用电价（元/度，以220kv及以上计）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所



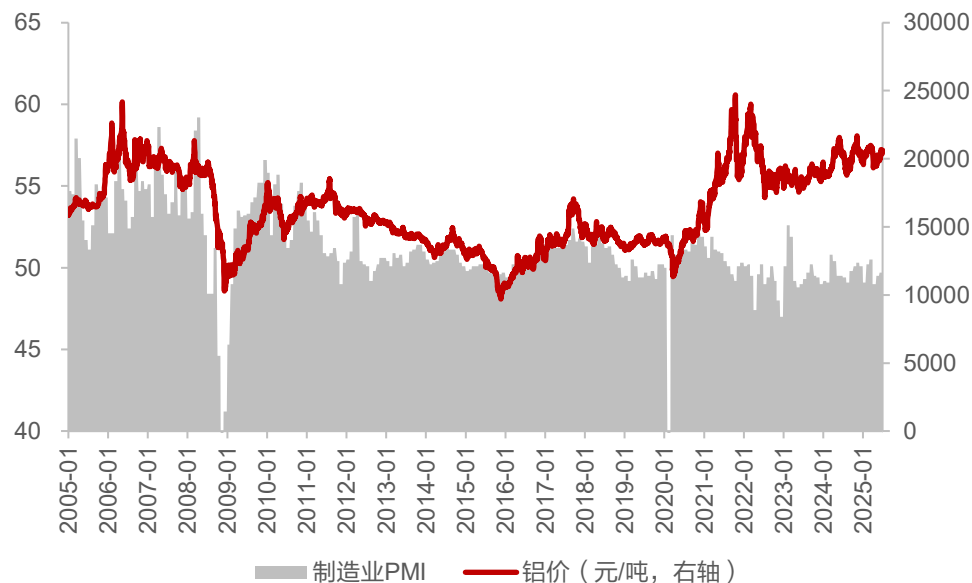
CONTENTS

- 一、商品与经济周期
- 二、能源成本有望改善
- 三、铝业下游需求切换
- 四、铜需求稳定向好
- 五、投资建议
- 六、风险提示

金属铝是宏观经济的指标器

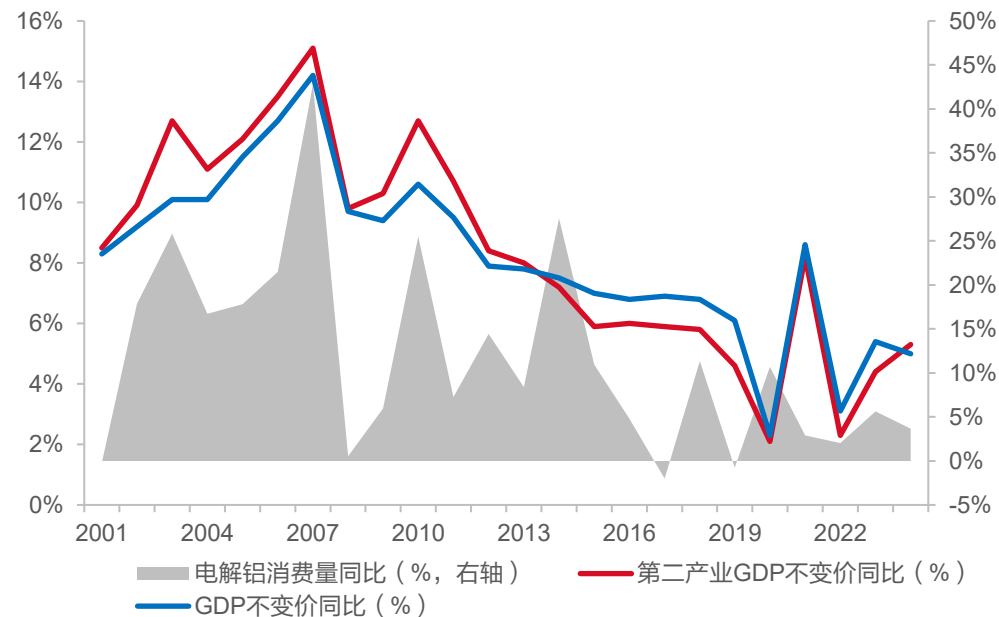
- 电解铝在制造业应用范围最广，因此采用制造业PMI与上海SHFE铝价进行对比分析。可以看到铝价与PMI指数高度相关，价格波动领先PMI一个月左右。但2021年能耗双控导致多地限电减产，供应偏紧推升铝价最高至24695元/吨，经历调整后铝价中枢呈上升趋势。
- 我国电解铝消费量与GDP总量相关度较高，国民经济发展趋势与电解铝消费水平高度相关。尽管房地产投资有所降低，但同时汽车、航空航天等高端制造业对铝的需求增加，因此在此阶段，GDP总额变化趋势与电解铝消费增速相关度更大。

国内制造业PMI与SHFE铝价



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

国内GDP和电解铝消费增速

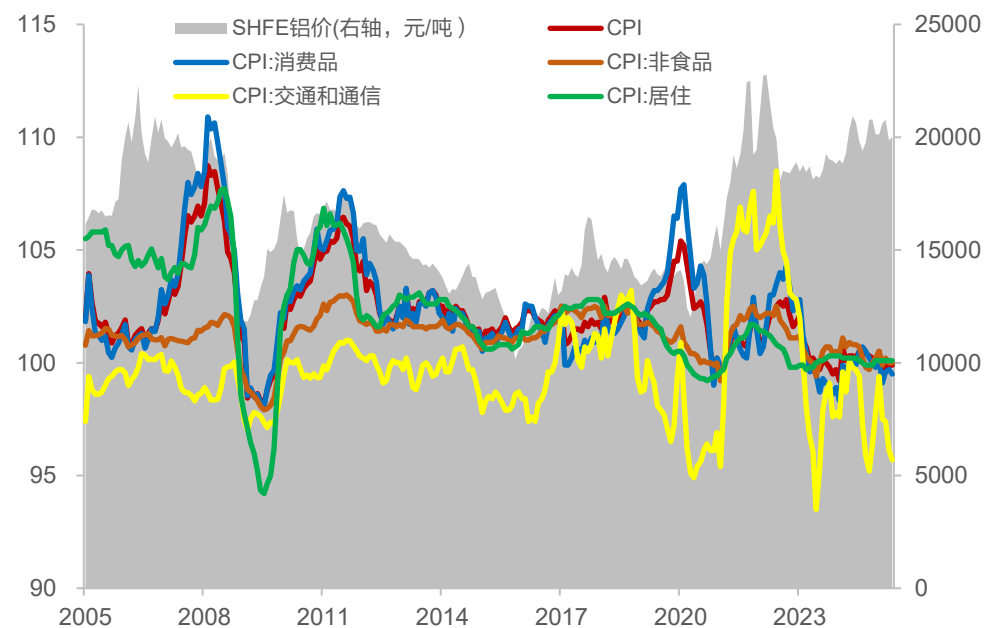


资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

铝价与CPI和库存关系

- 在CPI的分类项中，SHFE铝价与交通和通讯CPI、居住CPI的相关程度较高，主要原因是金属铝下游最终用户集中在交通，建筑和家电领域，因此相关程度高于其他行业。
- 2009-2014全球高库存时期，铝价处于相对平稳的状态。2014年后库存大幅变化将带动铝价呈现相对反向波动。同时库存决定价格波动幅度，供需变化决定价格波动方向。LME铝库存在2009年-2013年间处于高位，超过400万吨，当期波动率约为96302.38；2022年至2024，铝库存处于历史低位，一度跌破100万吨，波动率约为121141.4，波动水平明显高于高库存时期。

国内CPI与SHFE铝价



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

LME铝价及库存

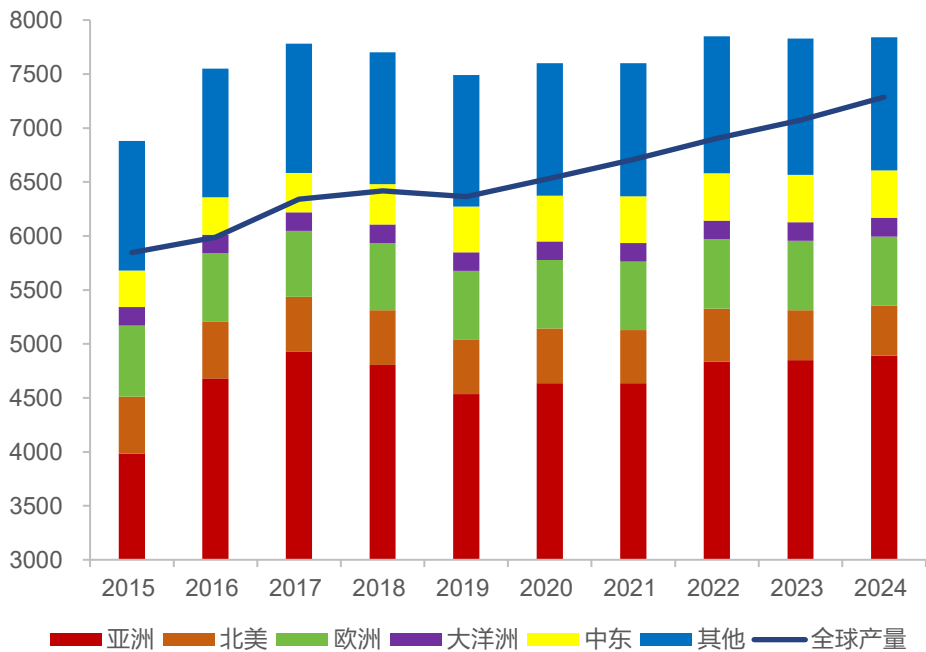


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

全球新增产能低迷

- 由于电解铝工艺特性，对于供电稳定性、生产持续性要求较高，断电对生产影响极大，一旦停产则需要约两个月才能复产，国内供电基建有较大优势。
- 近年来，全球电解铝产能增长基本陷入困境，海外高昂的投资成本、较差电网稳定性以及国内产能限顶为主要原因。尽管多家企业远期规划了一定新增产能，但截至2027年可预计的新增产能十分有限。

全球冶铝产能及产量（万吨）



近年全球新增电解铝产能

项目名称	地区	所属集团/公司	2024年	2025年	2026年	2027年
华青铝业	印尼苏拉威西	华峰集团+青山实业	50万吨	剩余50万吨筹备		
阿达罗电解铝厂	印尼北加里曼丹	Adaro能源+宁波力勤		50万吨(四季度)		100万吨(规划中)
南山铝业印尼项目	印尼廖内群岛	南山铝业			40万吨	60万吨(远期规划中)
Dak Nong	越南	Tran Hong Quan Trading Ltd		15万吨	15万吨	30万吨(规划中)
Taishet	俄罗斯	UC Rusal (俄铝)	42.85万吨			
华通安哥拉实业	安哥拉	河北华通线缆		12万吨(四季度)		40万吨(规划中)
Arvida AP60	加拿大	Rio Tinto			16万吨(置换产能)	
美国电解铝厂	美国俄克拉荷马	阿联酋全球铝业+索通			建设启动	60万吨(2029)

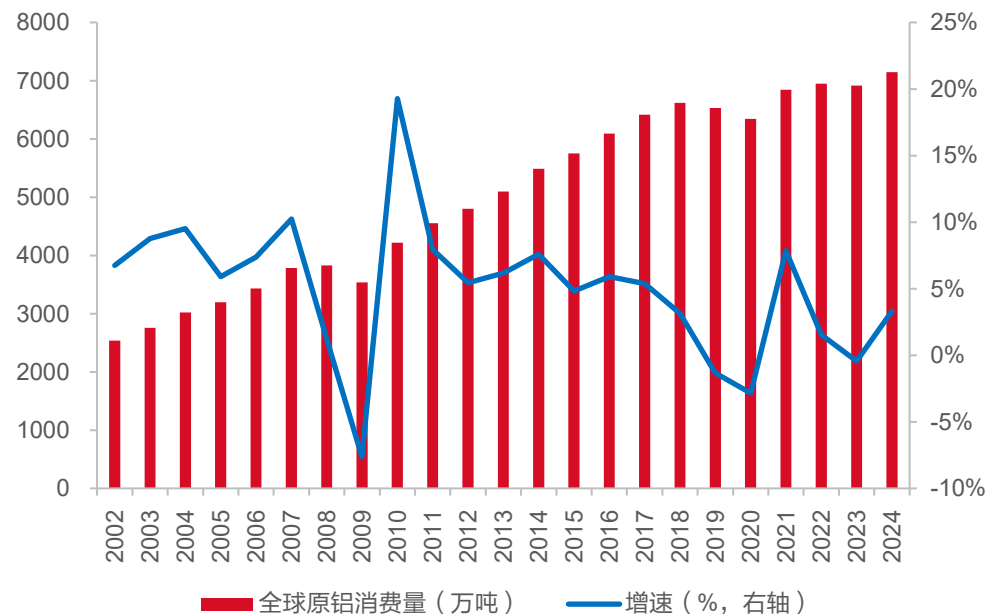
资料来源：彭博数据，东海证券研究所

资料来源：彭博数据，东海证券研究所

金属铝消费稳定增长

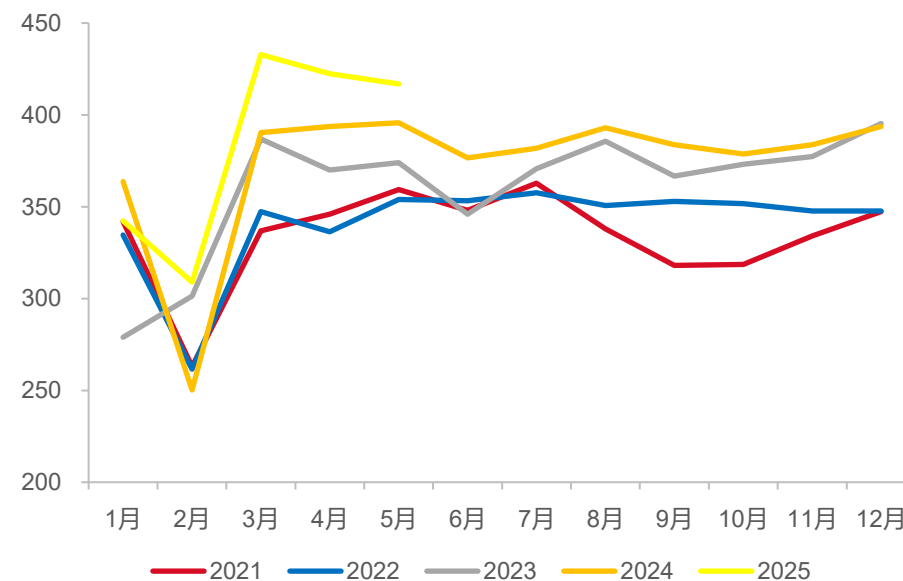
- 尽管金属铝产能近年增长陷入停滞，全球消费维持较为稳定的增长。2021~2024年全球原铝消费增速呈现出触底反弹的趋势，主要由于前期需求报复性修复后全球经济面临停滞，去年部分经济体呈现复苏迹象。
- 国内电解铝需求今年以来明显好于往年同期，尽管出口退税政策取消，但长期复苏趋势不变。

全球原铝消费



资料来源：钢联数据、WBMS、AAC，东海证券研究所

国内电解铝消费（万吨）

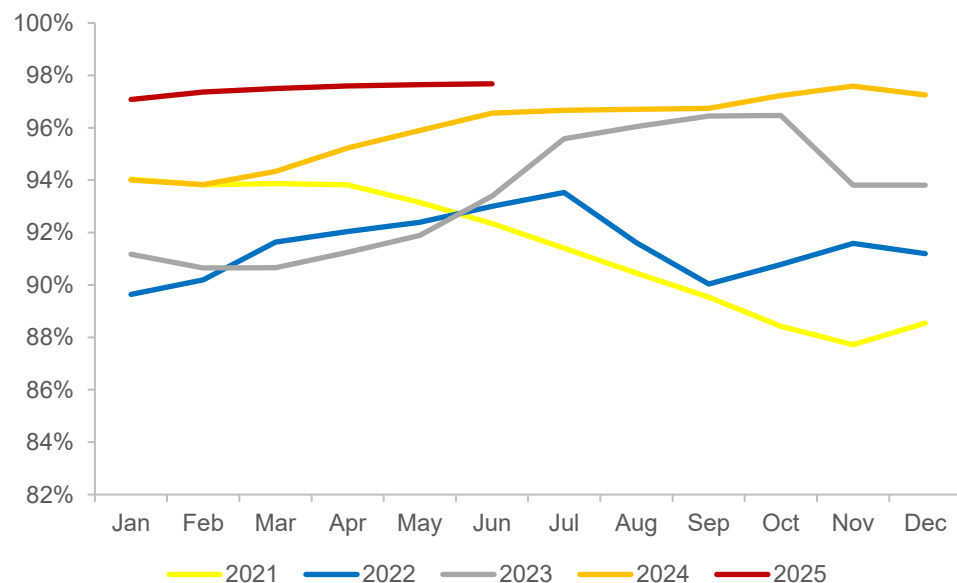


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内开工率维持高位

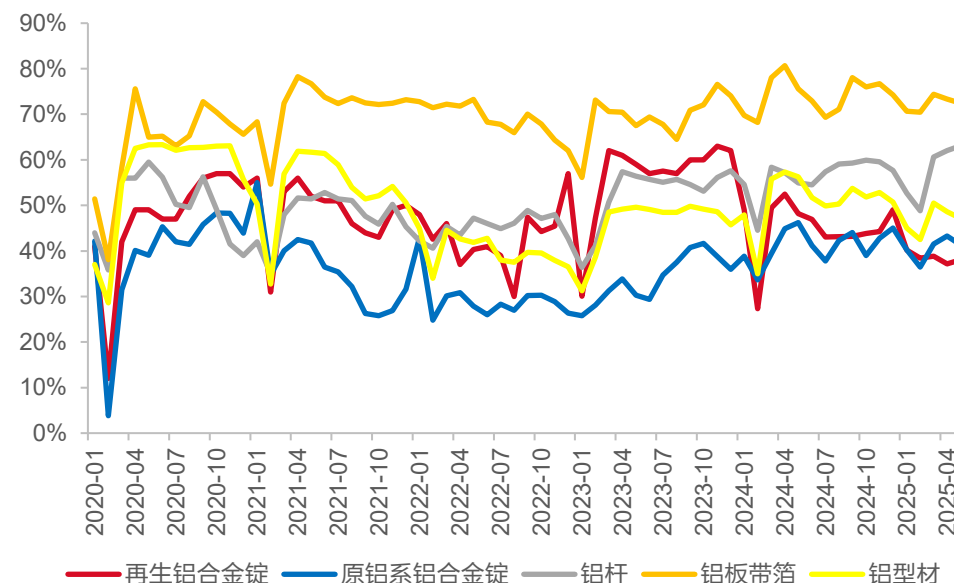
- 从开工率来看，国内电解铝今年以来维持高位，显示下游需求良好。
- 铝材方面，除再生铝合金外，开工率较上年都有较为明显的改善，其中铝杆和铝板带箔的开工增长较为明显。

国内电解铝开工率



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内各项铝材开工率



资料来源：钢联数据、彭博数据，东海证券研究所

国内铝土矿供应维持稳定

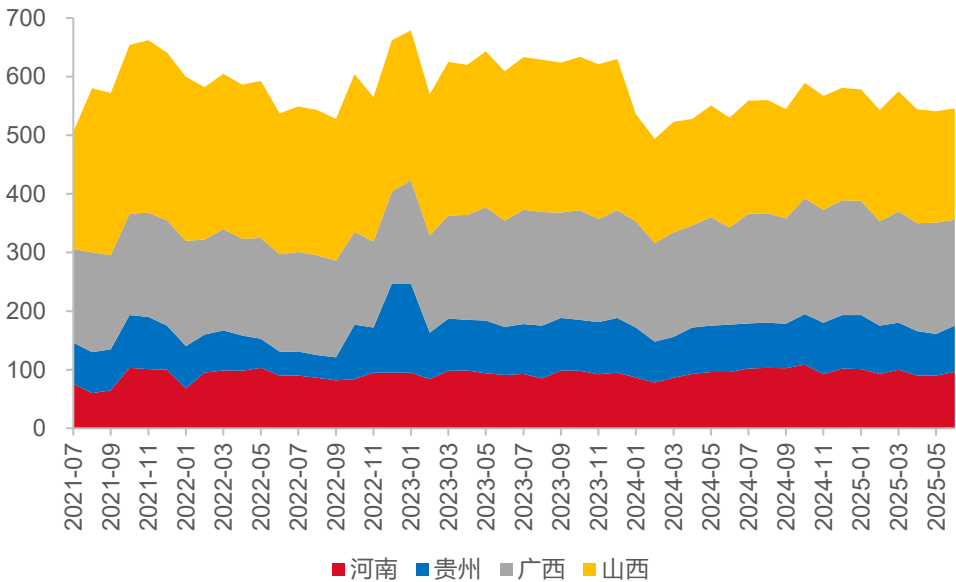
- 我国铝土矿与氧化铝产能相对落后，优质矿山大多分布在澳大利亚、几内亚等国家和地区，矿山几乎被海外大型铝矿公司持有。中国铝矿储备水平与海外地区差距较大，近年来中国铝业等大型铝业公司均在收购海外铝矿，积极提升自有矿产储备水平。
- 我国铝土矿主要生产集中在山西、河南、贵州、广西，其余省份产量较低。今年以来国内铝土矿主要省份维持增产，其中河南、广西1~6月产量同比增长6.3%。

我国铝业公司近年海外矿山投资

地点	矿山	收购公司	铝矿年产量 (万吨)	时间
几内亚	博法铝矿	中国铝业	1200	2020年
	西芒杜	魏桥、烟台港集团、中国铝业	5000	2019年
	本土矿业	天山铝业	>600	2024年
印度尼西亚	世界化学铝业60%所有权	中信集团	-	2021年
	婆罗州氧化铝	中铝集团	100	2020年
澳大利亚	兖煤澳洲	兖矿能源	-	2018年-2023年
	Darling Range	中铝集团	90	-

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内主要铝土矿权益生产省份（万吨）

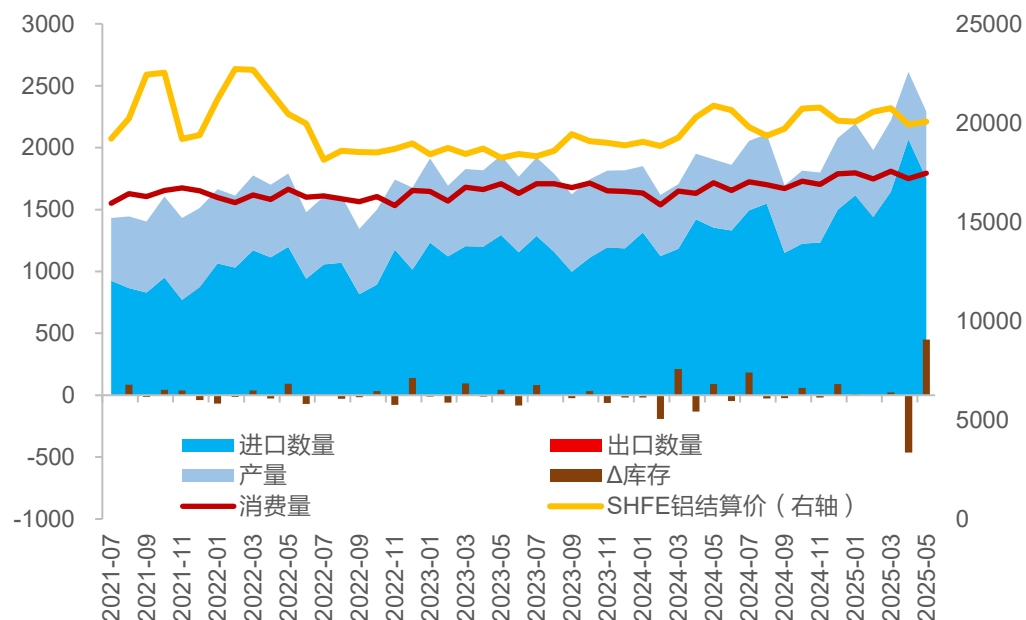


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内处于周期去库存阶段

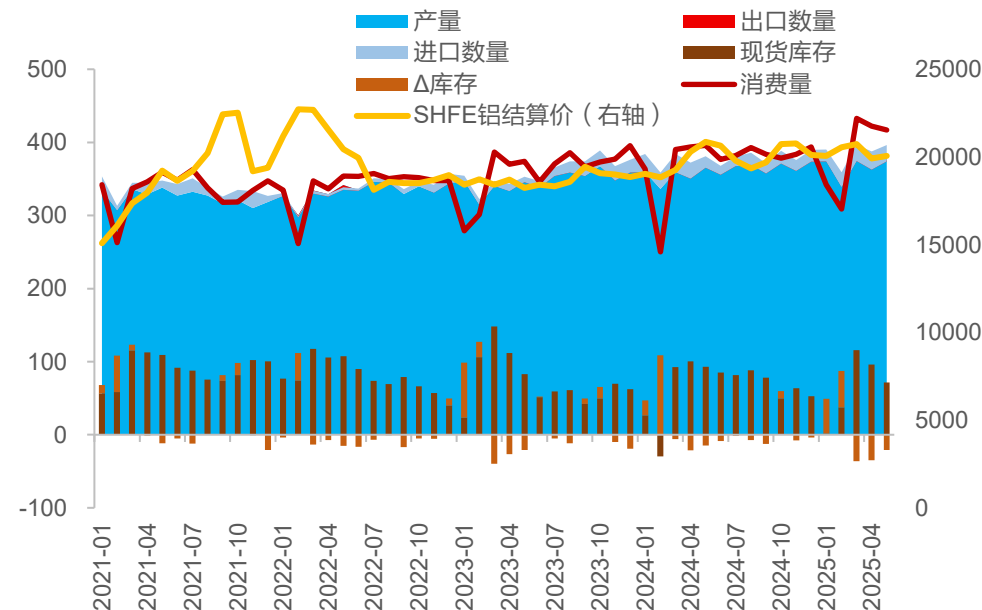
- 受益于铝价中枢上移，国内铝土矿库存波动显著增加，且库存呈下行趋势，截至今年6月底，43家样本企业铝土矿库存为1777.29万吨，较上年同期减少7.8%。
- 电解铝方面，国内库存也处于需求的旺盛阶段，排除季节性的库存减少，单月库存皆低于近五年同期水平，截至今年6月底，国内电解铝现货库存量为47万吨，较上年同期减少38.5%。

国内铝土矿供需平衡（万吨，元/吨）



资料来源：钢联数据、Wind，东海证券研究所

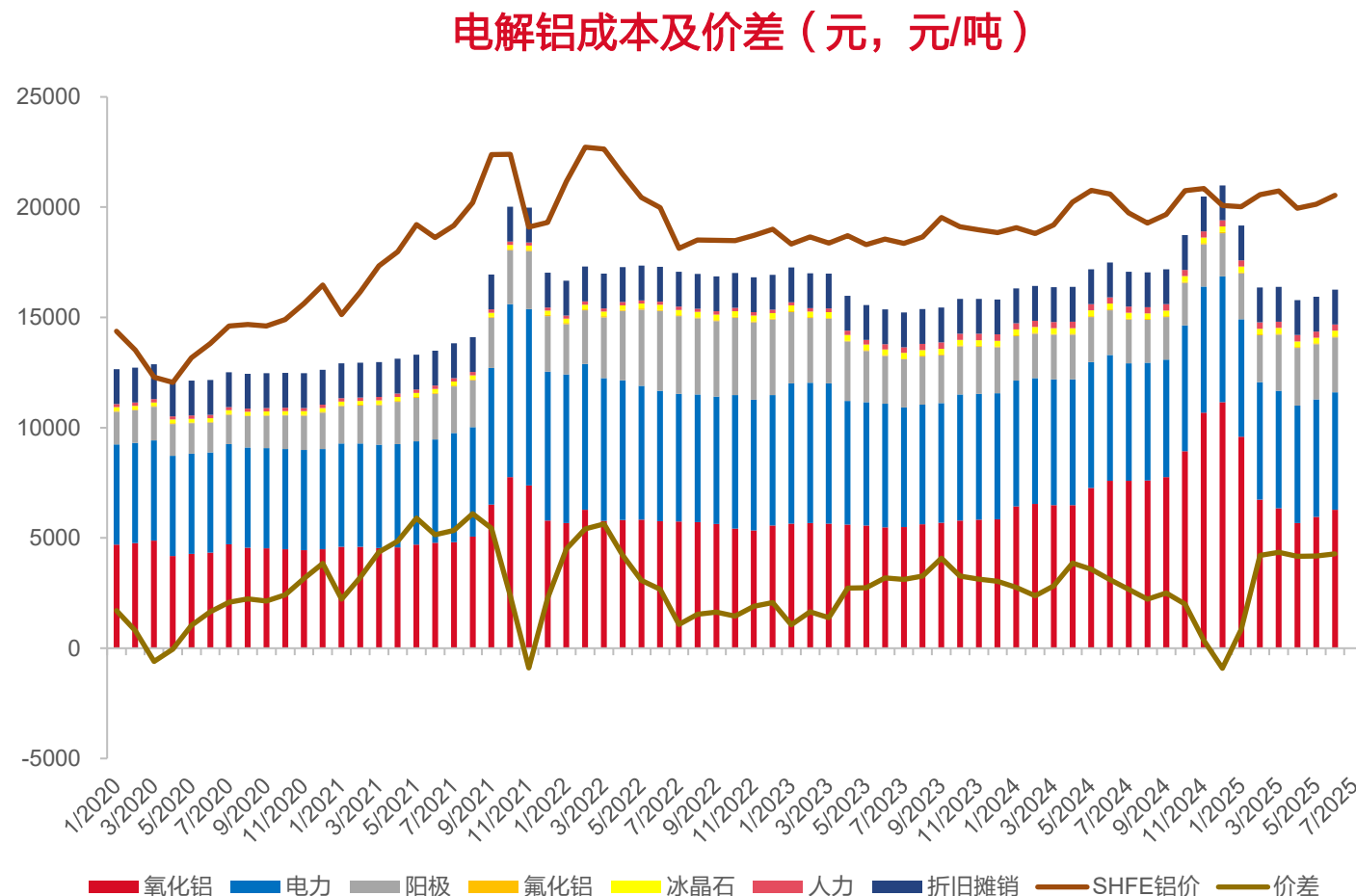
国内电解铝供需平衡（万吨，元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内电解铝利润维持高位

- 2024年末至2025年初，国内铝土矿供需出现一定错配，导致氧化铝价格飙升，进而导致电解铝利润出现巨大波动。由于几内亚收回矿权，尽管当前收回多为“僵尸矿”，但远期忧虑仍在，或将永久抬升氧化铝、电解铝价格中枢。
- 其他成本环节方面，氟化铝价格在年初冲高后进入下行区间，目前处于中部偏高区间；而预焙阳极6月以来有所反弹，主要受油价影响石油焦价格抬升继而抬升预焙阳极价格，后续有望回落。
- 叠加电力成本下移，预计电解铝利润有望维持较高位置。

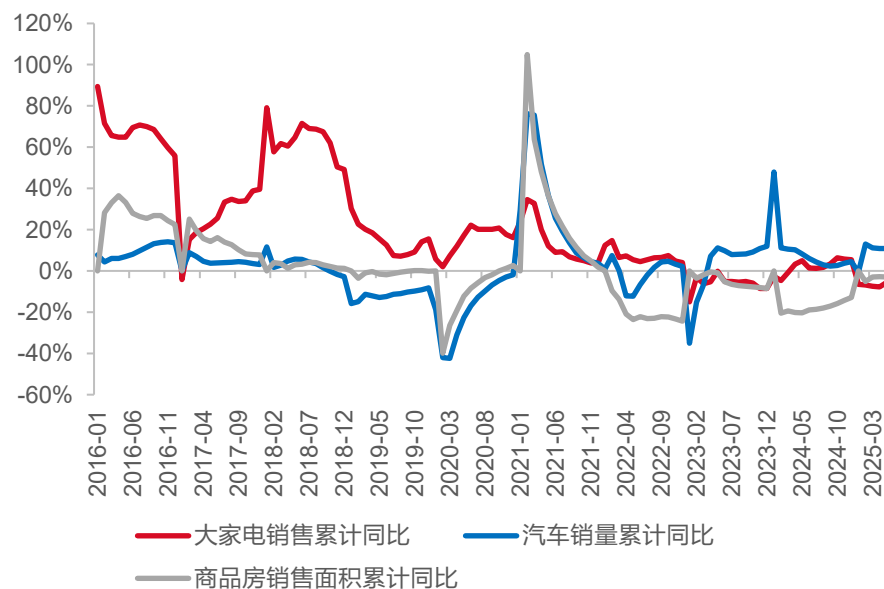


资料来源：彭博数据、Wind，东海证券研究所

下游需求新旧切换

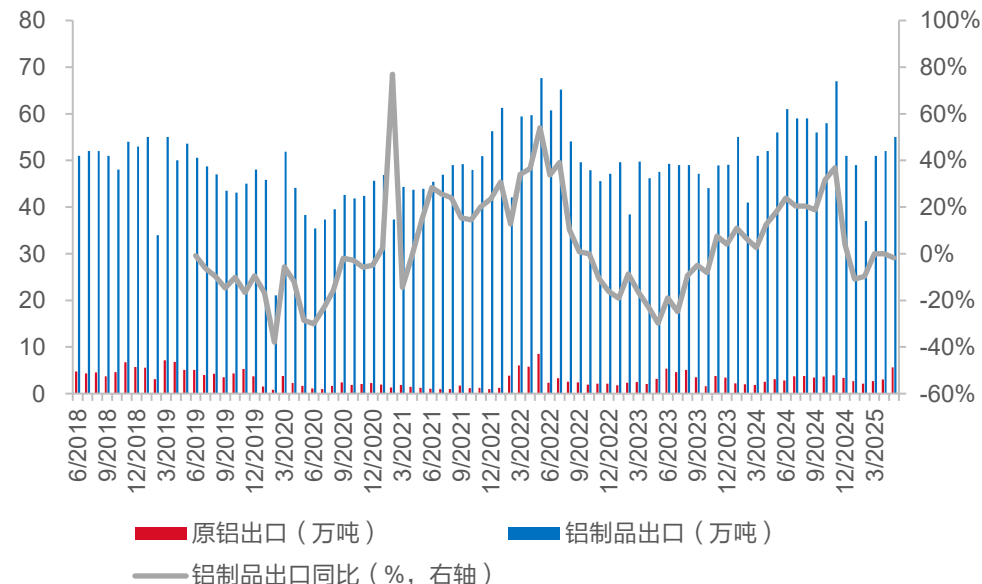
- 2024年12月1日起，我国全面取消铝板带、铝箔等24类铝材的出口退税（原退税率约13%）。政策公布后，企业为避免税负增加，在2024年11月集中“抢出口”，导致当月铝材出口量创历史新高，这一行为提前消耗了2025年初的订单，造成1-2月需求空窗期。出口退税取消的冲击在Q1集中释放，伴随3月后价格机制重构完成及海外库存消化，Q2起出口有望逐步企稳。
- 房地产用铝主要施工过程中的施工、竣工阶段，涉及铝模板、门窗、幕墙等。同时房地产行业也影响着汽车、家电等行业，可以看到房地产与汽车、家电周期存在一致性，意味着多种铝产品需求易产生共振。2018年左右家电周期背离主要原因则是自身迭代、渠道更迭、下沉市场发力需求共振。

房地产销售与汽车、家电销售周期



资料来源：Wind，东海证券研究所

我国铝制品出口情况

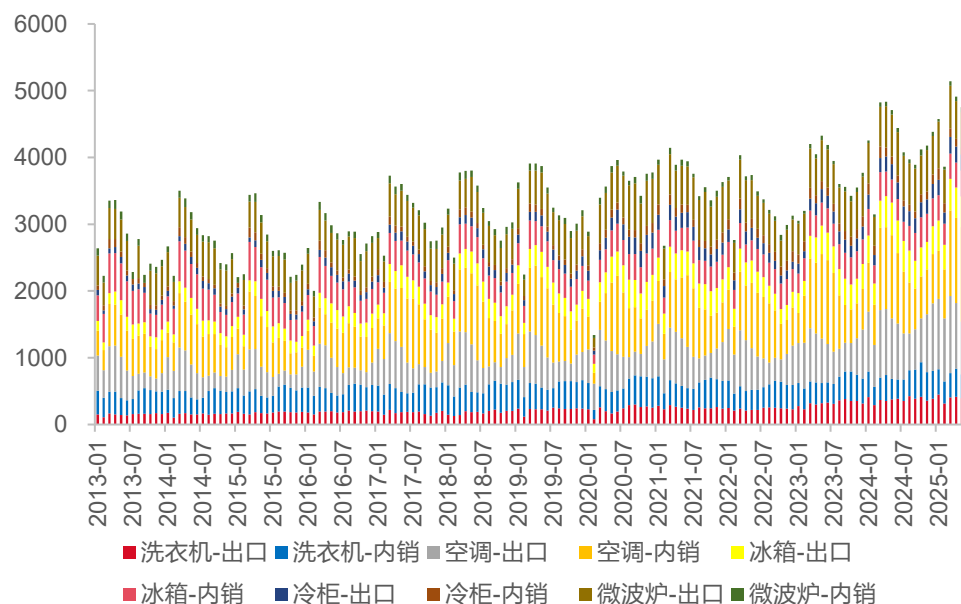


资料来源：彭博数据，东海证券研究所

下游需求新旧切换

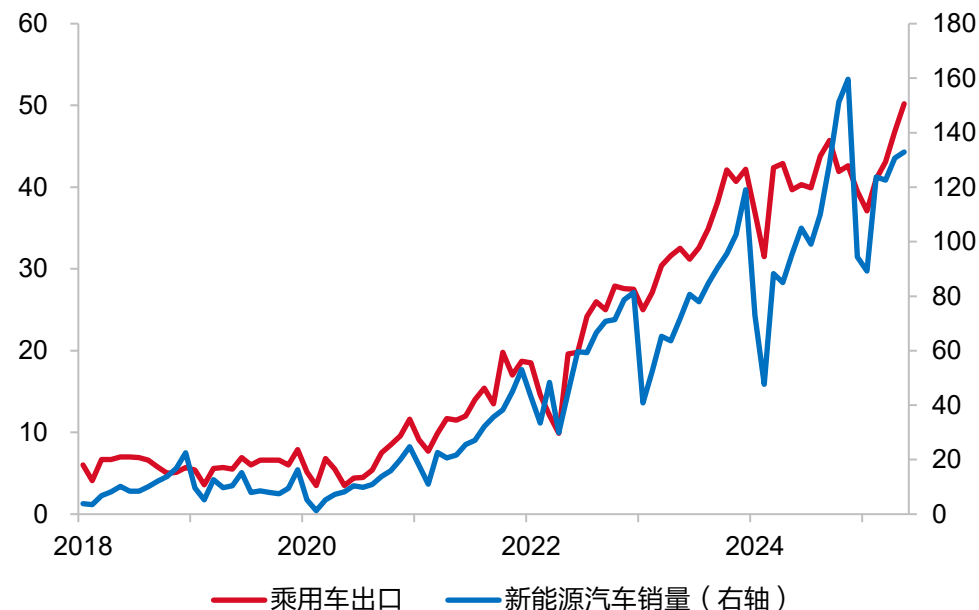
- 尽管地产低迷继而导致地产用铝维持低位，但车辆用铝方面提供新的支撑。我国乘用车出口数量和新能源车销售量维持增长，尽管一定程度上受到欧盟、美国贸易冲突影响，我国6月乘用车及新能源车出口同比增速依然分别达到25%、27%。
- 白电出口方面，我国维持稳定增长。尽管2024年我国白电产量增速总体下滑，但出口端增速始终保持同比较为稳定的增速，而今年5月空调和微波炉出口下滑是抢出口透支需求、高关税压制、原料成本高企、欧美市场疲软共同作用的结果，但是内需方面提供了较强的支撑，随着海外市场去库存调整到位后，白电需求有望维持高增。

我国白电销售情况（万台）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国汽车出口（万辆）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所



CONTENTS

- 一、商品与经济周期
- 二、能源成本有望改善
- 三、铝业下游需求切换
- 四、铜需求稳定向好**
- 五、投资建议
- 六、风险提示

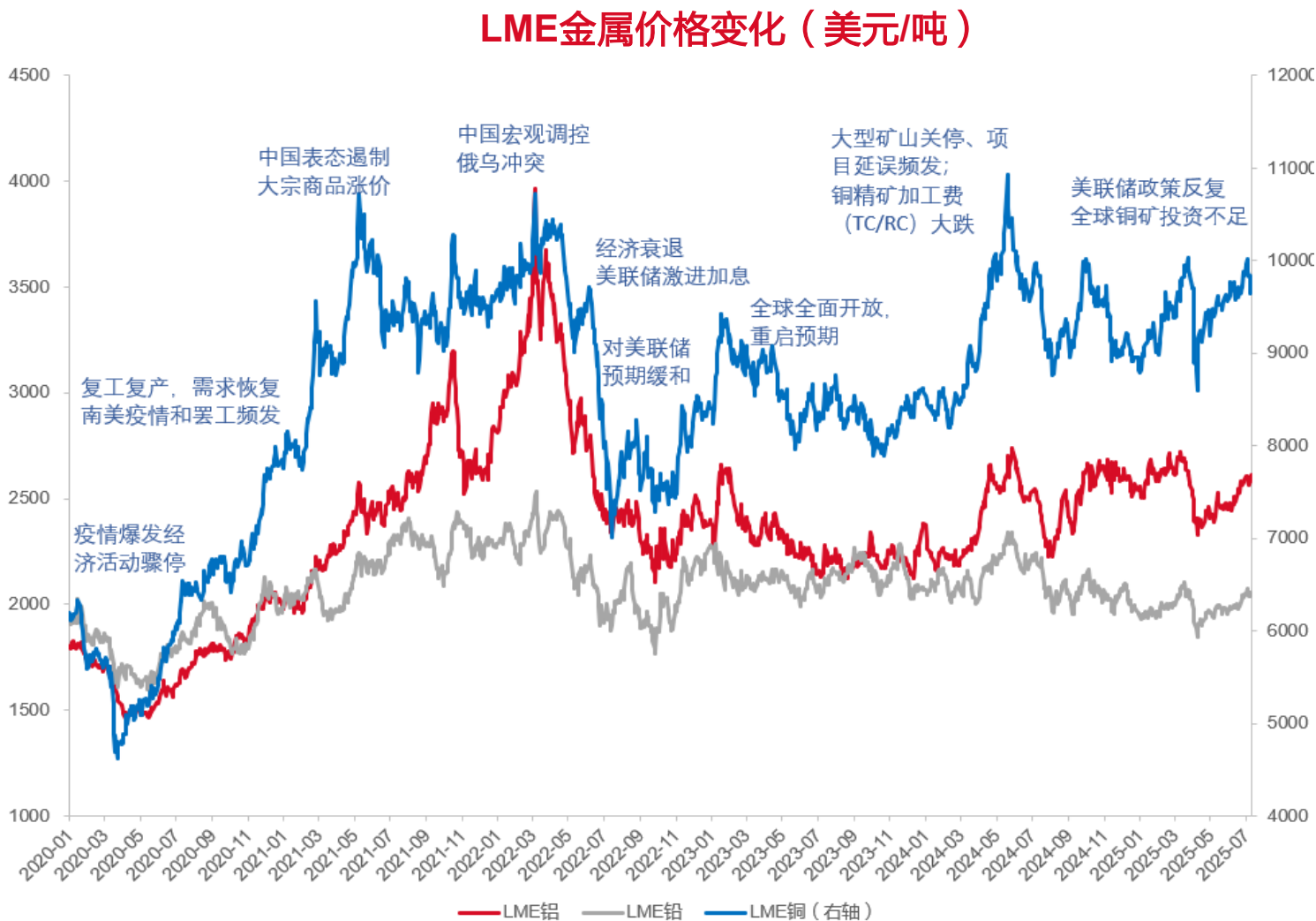
金属铜价格影响因素及预测

指标	未来展望	铜价影响
铜价判断预测	LME铜价自2022年高点回落后，于2024年基本维持在每吨9500–10500美元区间震荡，2025年伴随美联储利率政策变化以及对铜进口征收关税，铜价持续走高。仍需观望美国关税最终方案及其执行细节，LME铜价格承压。受能源转型与绿色科技驱动，铜价格预计 \$9500–12000/吨区间	
铜矿供应情况	2024年秘鲁计划继续提升铜矿产量，全球铜市场产能初步过剩。尽管短期供过于求，长期看因矿山品位下降与勘探不足，未来将出现结构性供应不足。自由港等铜业公司计划持续全球扩产	--
宏观需求	2024年全球铜的主要需求依旧集中在电力基础设施，铜在输变电系统中不可替代，是核心导电材料。未来预计新能源汽车、储能系统和风电光伏需求将持续提升	+
经济周期	美联储降息暂停，利率于2025上半年保持在4.25–4.50%，美元指数持续震荡，美国PMI数据位于荣枯线之上，制造与服务业均维持温和扩张。	+
通货膨胀和消费指数	2024年至今，中美CPI同比均呈现上升趋势，美国核心CPI增速较快，中国通缩压力明显，说明当前消费与需求仍偏弱。	-
地缘经济政治	俄乌冲突、中东冲突仍在持续，中美贸易竞争继续，全球紧张局势并未缓解	+
矿区变化	智利 La Farola 铜金矿项目获批、赞比亚铜矿计划扩产、澳大利亚 Olympic Dam 目标至2030年代中期年产达65万吨；智利 Cerro Colorado 铜矿关闭	-
冶炼精炼水平	2025年上半年中国生产电解铜总量为662.76万吨，较2024上半年增产13%	-
全球库存水平	2024年全球铜库存约为74.1万吨，同比增加15.1%，预计2025年同比下降61.3%；2024年5月以来全球电解铜库存同比增加，但今年4月与去年持平。	+
下游需求	中国下游需求依旧是以电气设备为主，交通生产方面需求增速缓慢，美国主要是以楼房建造和设备为主要下游需求，需求增速减慢。	-

资料来源：Wind，钢联数据，同花顺，彭博数据，东海证券研究所

2020年以来的国际铜、铝、铅价格走势

- 2020-2021年，有色金属因全球范围内疫情爆发导致的贸易和供给中断，基本均经历下跌到上涨的波动趋势。
- 2021年后，在金属市场回暖后，全球铜、铝行业出现部分原矿产量未达预期或因环境和矿山品位问题被迫减产停产。
- 2022年开始，美联储进入加息周期，宏观调整使财政紧缩预期加剧，有色金属不断承压。金属价格处于震荡波动周期。
- 2024年后，全球经济活动变暖，供给端紧缺的问题逐步改善，金属价格持续回升。
- 2024年5月后美联储利率政策反复。全球铜矿投资不足伴随环境限制持续存在。



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

美联储基金有效利率和铜价变化趋势负相关

LME铜价与美联储利率

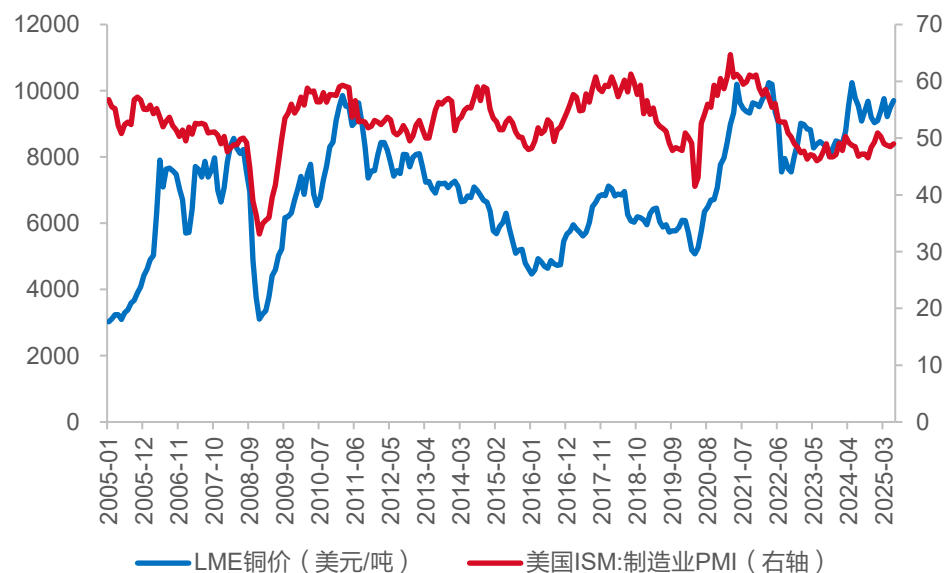


- 2014-2020年，LME铜价相对平稳，震荡波动。美联储联邦利率缓慢上升，相关性并不明显。
- 2020-2021年末，铜价由于全球范围内的贸易中断和多种影响叠加，价格飙升，美联储联邦利率处于低位。
- 2022-2025年中，铜价回调下跌，与此同时，美联储联邦利率经过多轮加息降息处于历史高位。
- 总体而言，在历史价格利率波动中美联储联邦利率和铜价变化几乎呈现高度的负相关性。

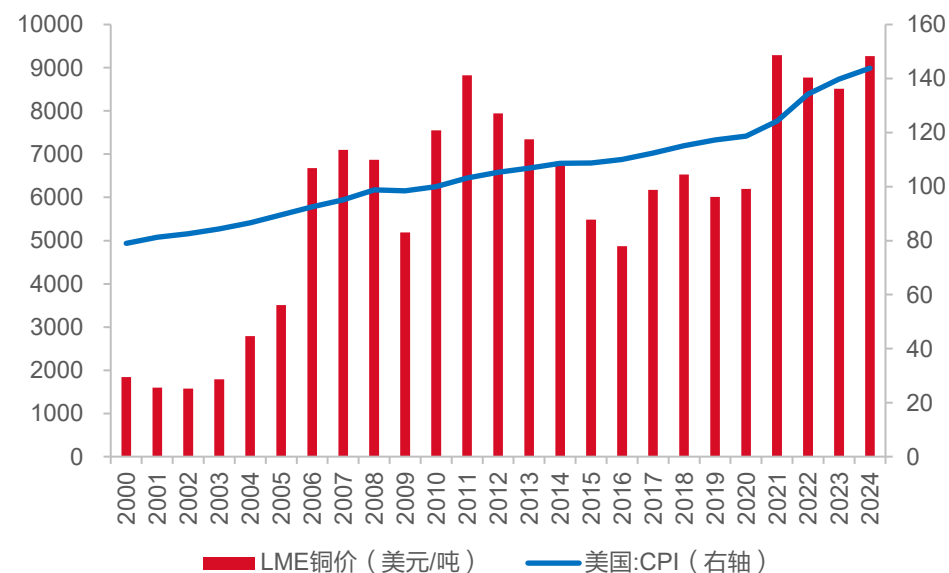
美国PMI等宏观消费指数和铜价变化相关度高

- 美国制造业PMI指数相对同步与铜价变化，国内PMI指数略领先于铜价变化，趋势大体一致。截至2025年6月底，美国PMI指数为49，LME三个月合约铜价为9702.21美元/吨。
- 近年来，美国消费者价格指数变化率和消费者信心指数与国际铜价相关度增强。但在2023年后出现了部分负相关变化趋势。

美国PMI和铜价格变化



美国CPI和铜价变化



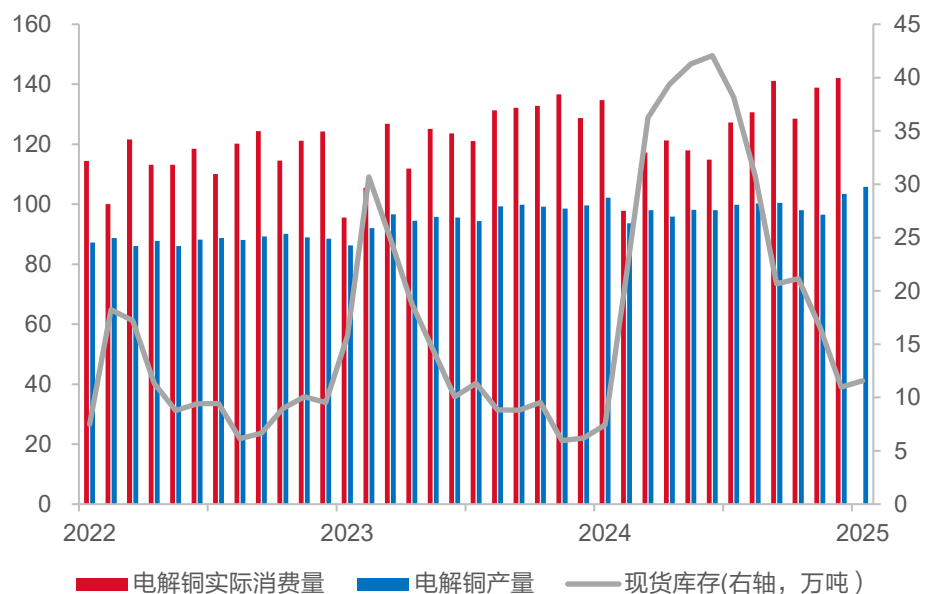
资料来源：钢联数据、彭博数据，东海证券研究所

资料来源：钢联数据、彭博数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：国内铜供需及全球消费库存

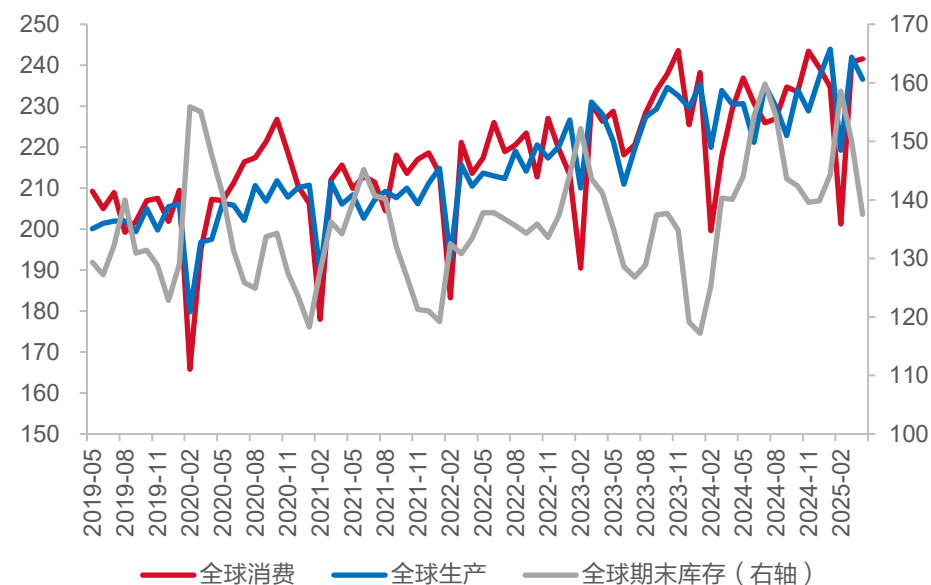
- 2025年6月，我国电解铜当月期末库存约为14.27万吨，电解铜现货库存自2025年起持续走低，较今年2月跌幅已超过58%，一定程度上增加我国电解铜市场价格的不稳定性。6月电解铜产量为114.79万吨，5月消费量为135.69万吨，生产消费水平均稳步缓慢上升，我国电解铜消费缺口依然存在。
- 至2025年4月，全球电解铜期末库存为137.5万吨，环比下跌8.3%，同比减少1.9%。全球电解铜4月消费量为241.56万吨，环比增幅约为0.3%。

国内铜矿供需及电解铜消费和库存量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

全球电解铜产量消费及库存（万吨）

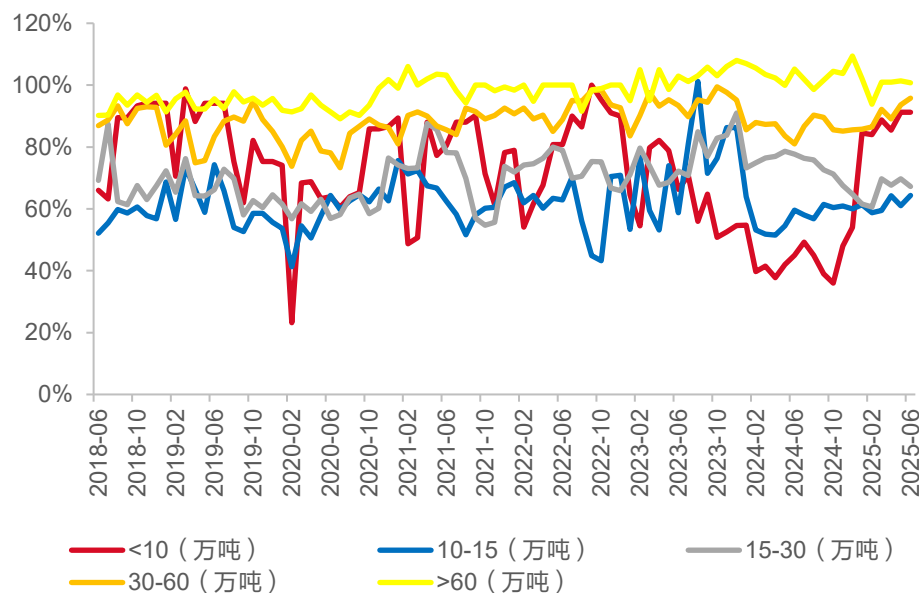


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：炼厂开工及产能利用

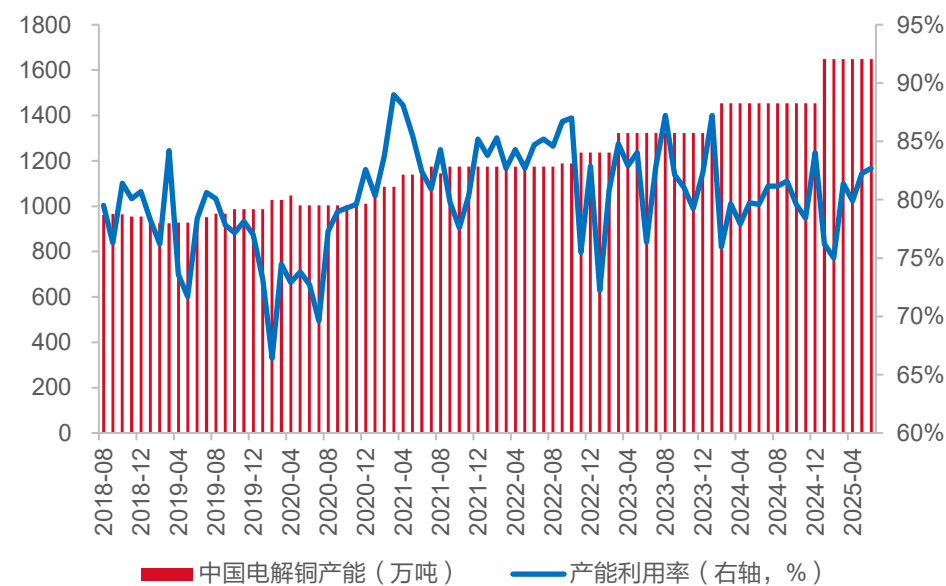
- 2025年6月，我国月产能60万吨以上的铜加工企业平均产能利用率在101%，与上个月基本持平。我国金属铜冶炼行业产能利用率和产能呈现相对正比关系，月产能10万吨以下的开工率为91%，较去年同期明显改善。
- 2025年6月，我国电解铜产能为1648万吨，较上月同期基本维持稳定。我国电解铜产能利用率目前为83%，整体产能利用率较上个月环比上升。

我国不同产能产能利用率（%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内电解铜产能和产能利用率（万吨，%）

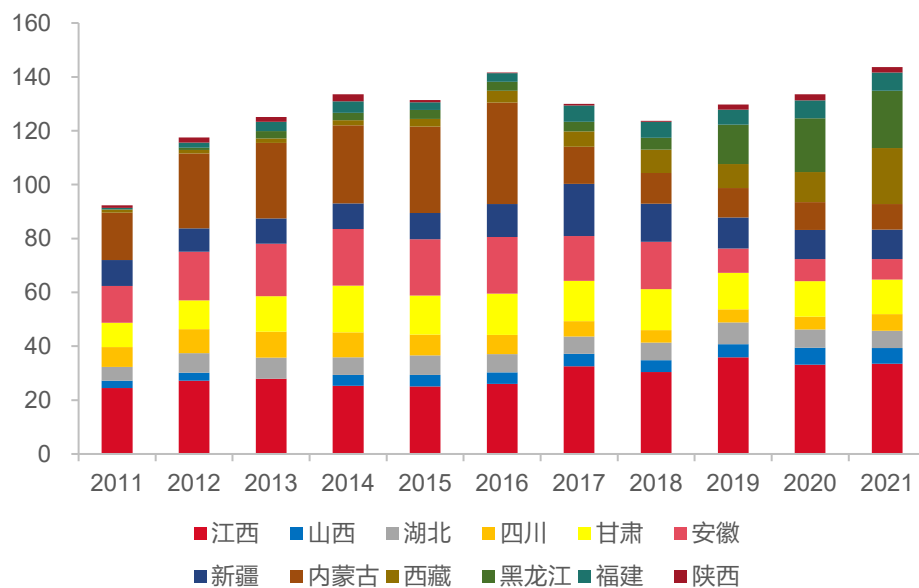


资料来源：国家统计局、钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：国内铜资源相对集中，精炼水平提升

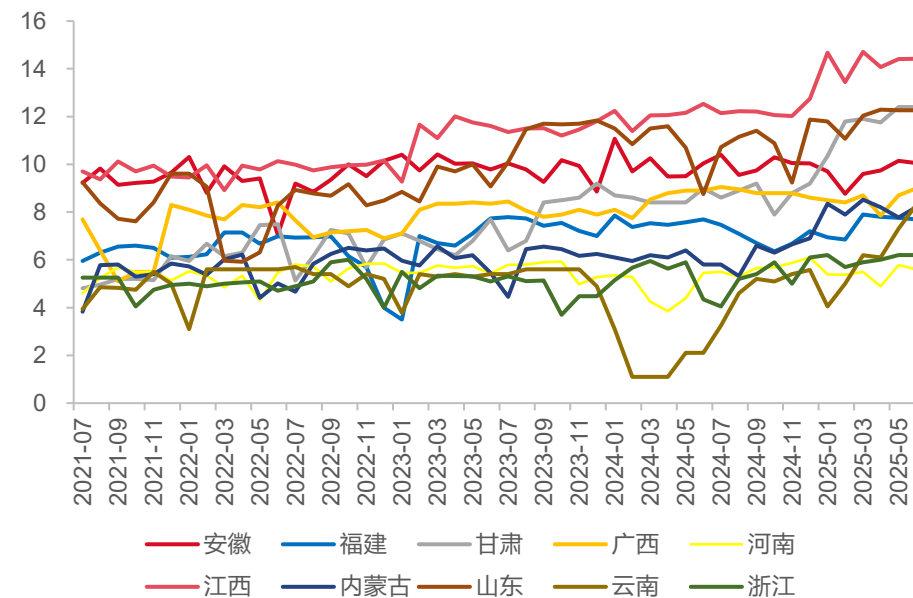
- 我国铜矿最主要产地是江西、黑龙江、云南、西藏等省份，大多出自国内重点大型矿山持股公司。
- 至2025年6月，我国电解铜产量分布较为集中，多数省份均有冶炼能力，其中江西省产量约为14.42万吨，山东和甘肃产量均超10万吨/月。山东、云南、浙江电解铜产量增幅较明显。

国内重点省份铜精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内个省份电解铜产量（万吨）

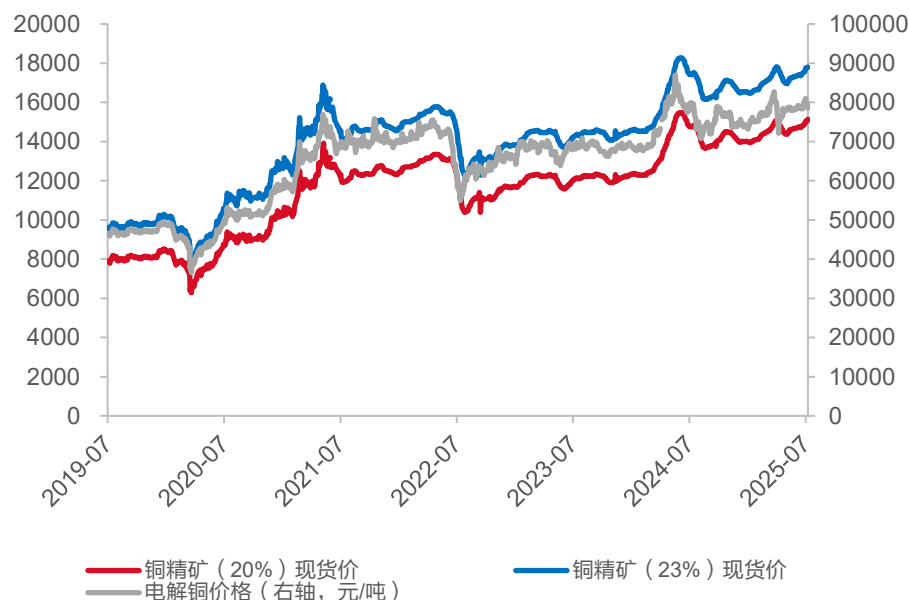


资料来源：国家统计局、钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：主要产品价格

- 2025年7月10日国内铜精矿20%和23%现货价格分别为15131元/千吨和17802元/千吨，7月电解铜价格略有下跌但仍在75000元/吨以上的高位，较2019年同期价格增长68.77%。
- 2025年7月，国内主营铜产品价格大多维持稳定。黄铜带价格已跌破60000元/吨，低氧铜杆价格降至80000元/吨以下。

铜精矿和电解铜价格（元/千吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铜产品价格（元/吨）

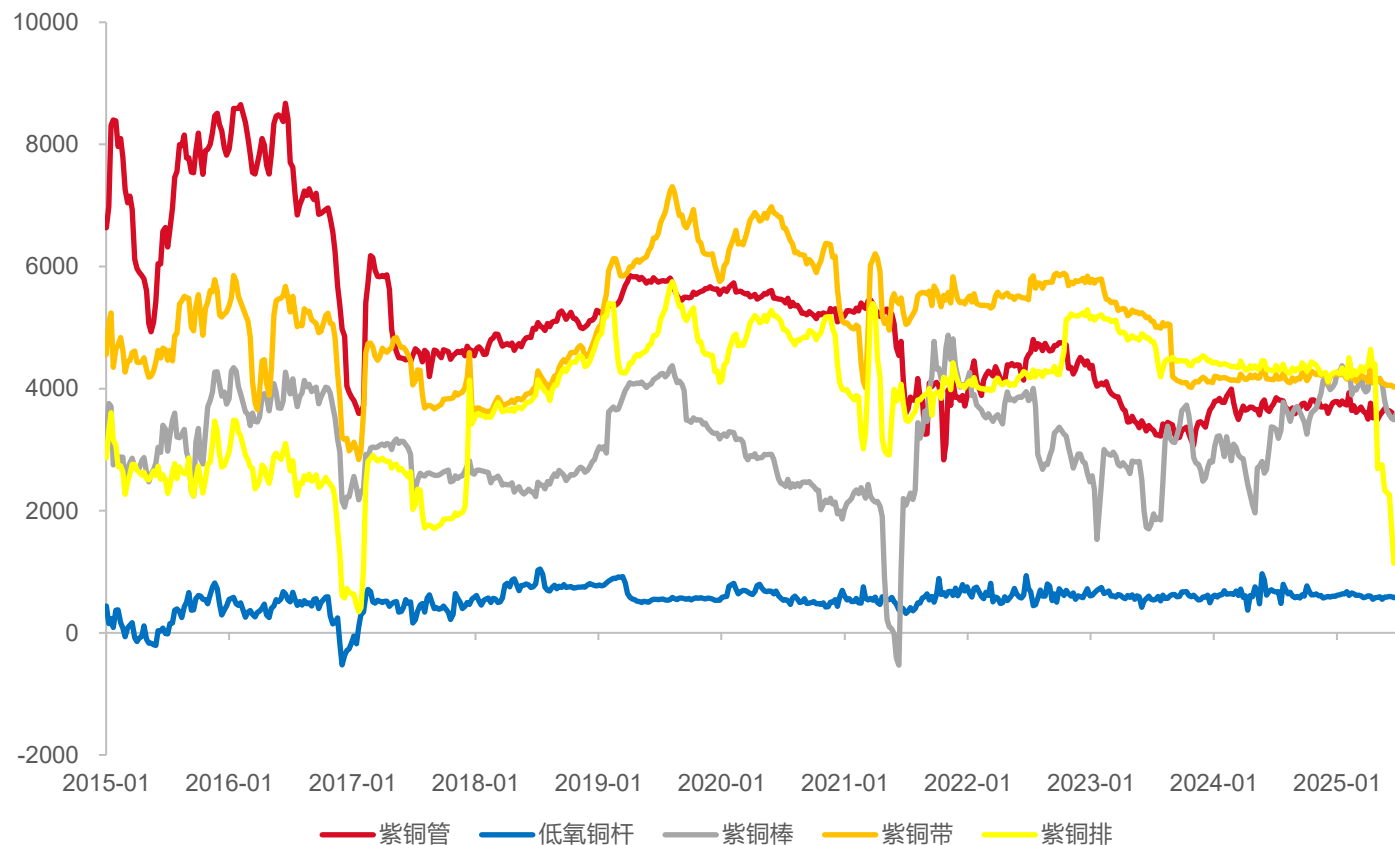


资料来源：iFinD、Wind，东海证券研究所

铜产品价差维持稳定

- 整体价差呈现喇叭形缩减趋势，但变化幅度整体较小。
- 2023年底开始铜棒与电解铜价差增幅较为明显，利润空间较大，至2025年6月底紫铜棒和电解铜价差约为3472元/吨，较2023年持续缩减。
- 低氧铜杆和紫铜排价差持续缩小，铜杆价差同比跌幅约为11%。
- 紫铜棒与其他产品相比出现较高增速，虽然今年以来价差持续走低，加工盈利空间缩减，但是较2024年同比还是增长19%。

铜主要产品与电解铜价差（元/吨）

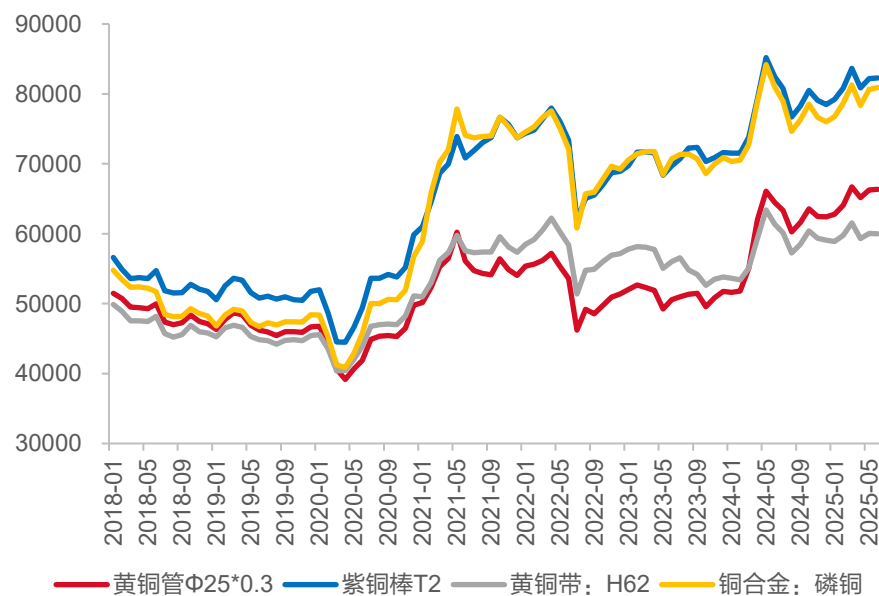


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铜制品价格波动趋势类似，产量差异走低

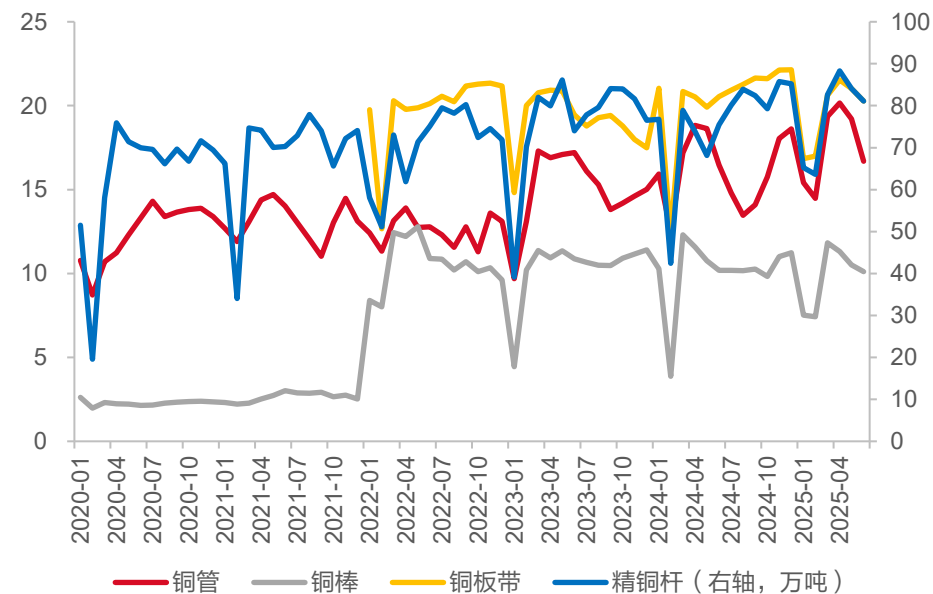
- 2025年6月，铜制品价格大多维持稳定，铜杆、铜带、铜合金等价格变化较上月同期变化不大，但5月几乎所有铜产品价格均出现较大幅度的提升。
- 下游主要产品在2025年6月产量均出现不同程度下跌，且跌幅明显。铜管6月产量16.69万吨，环比下跌13%，其余三种产品产量下滑约4%，但今年3月铜产品产量当月暴涨，主要原因系电力电缆与建筑、新能源订单激增。

主要产品价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

下游产量变化（万吨）

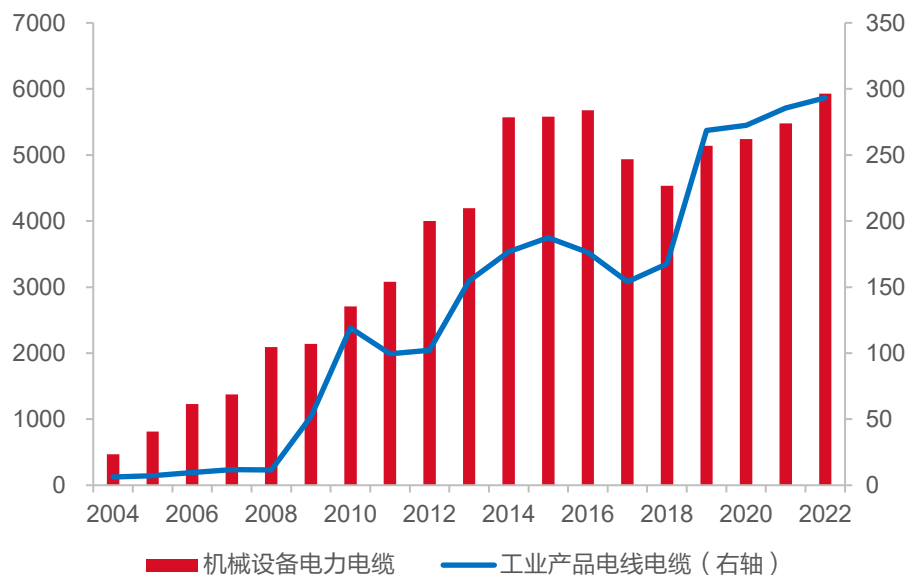


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国电线电缆需求旺盛，依旧自产为主

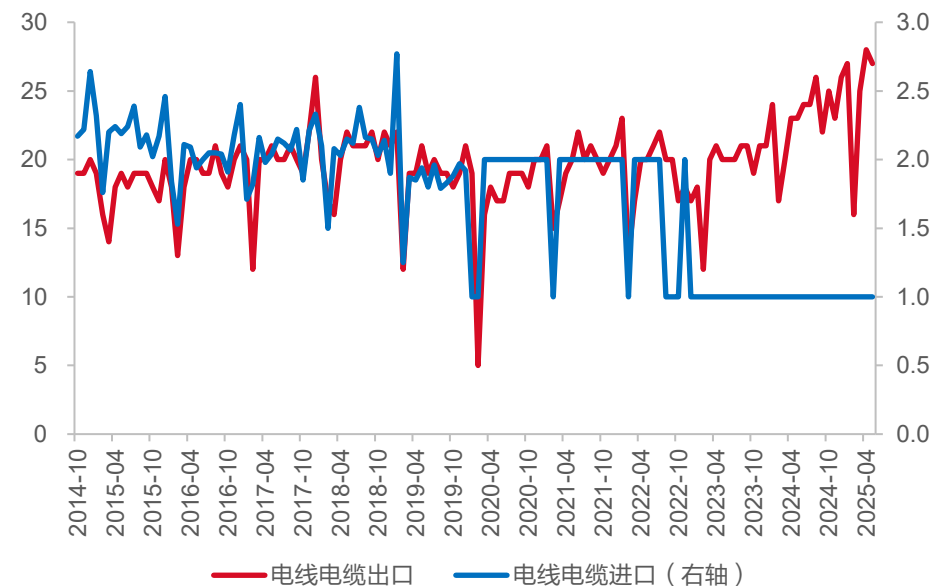
- 截至2022年，我国机械设备电力电缆产量达到了5927万千米。2016-2018年我国以房地产为例的部分传统行业对电线电缆需求下滑，新开工项目减少直接影响的电线电缆需求，2018年后，电线电缆需求持续扩大。
- 至2025年5月，我国机电产品：电线电缆出口数额约为27万吨，同比增加17%，进口数量为1万吨。国内电线电缆需求主要依靠自给生产，对外依赖程度较低，未来需求预计持续旺盛。

国内生产电线电缆（万千米）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

机电产品：电线电缆进出口（万吨）

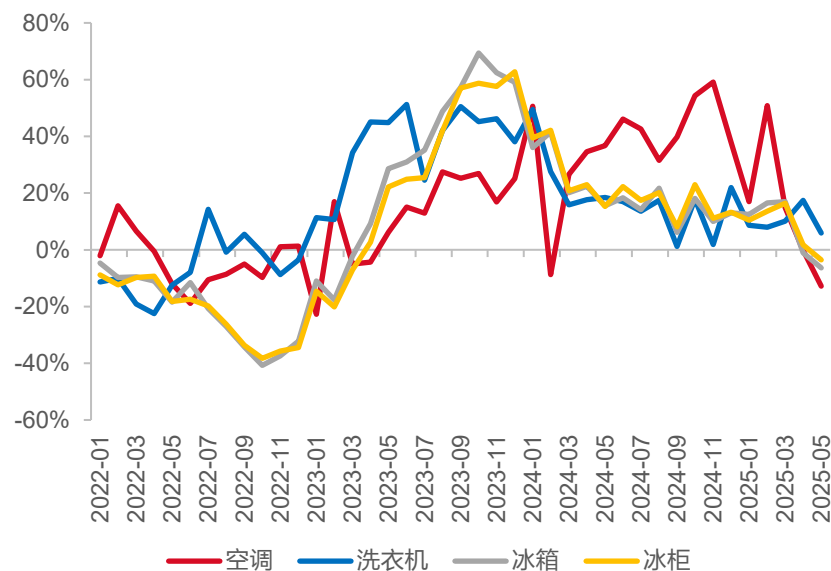


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内精炼铜主要用于电力和电器

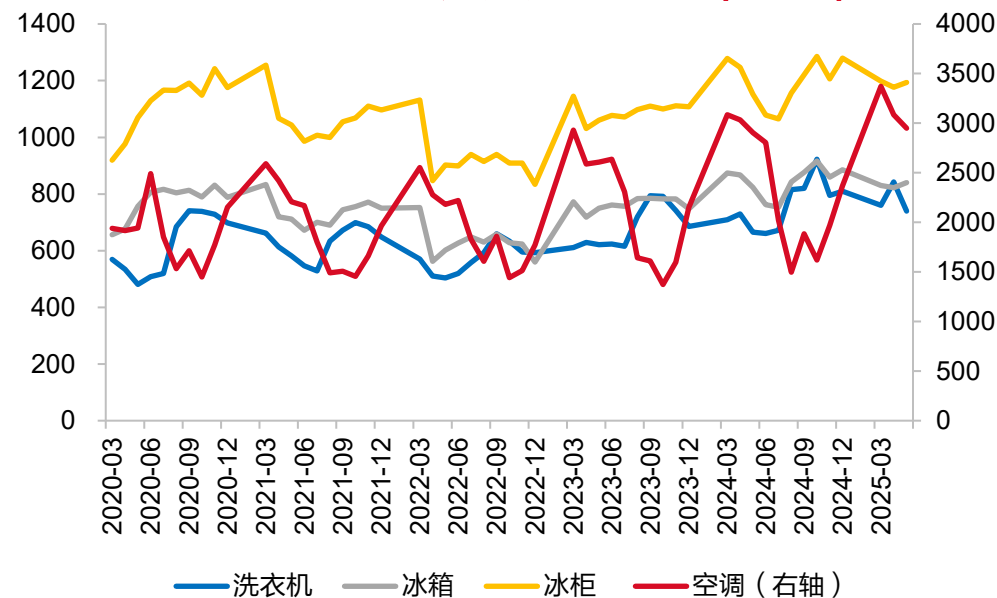
- 国内精炼铜最终用户依旧是以电力、电器为主，2025年5月空调生产需求量为2948万台，同比增加13.1%，增速较快。洗衣机，冰箱等同比增速均在10%以上，较2024年生产能力有较大增幅。
- 家用电器下游产品中，出口需求量最大的是空调和冰柜。在所有电器产品中，空调季节波动性最高，2025年5月空调出口790.88万台，同比下降13%，除洗衣机外，其他产品基本都存在不同程度的下滑。

国内金属铜行业需求出口同比变化（%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

电器下游最终用户产量变化（万台）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所



CONTENTS

- 一、商品与经济周期
- 二、能源成本有望改善
- 三、铝业下游需求切换
- 四、铜需求稳定向好
- 五、投资建议**
- 六、风险提示

商品与经济周期：看好下游高质量发展驱动

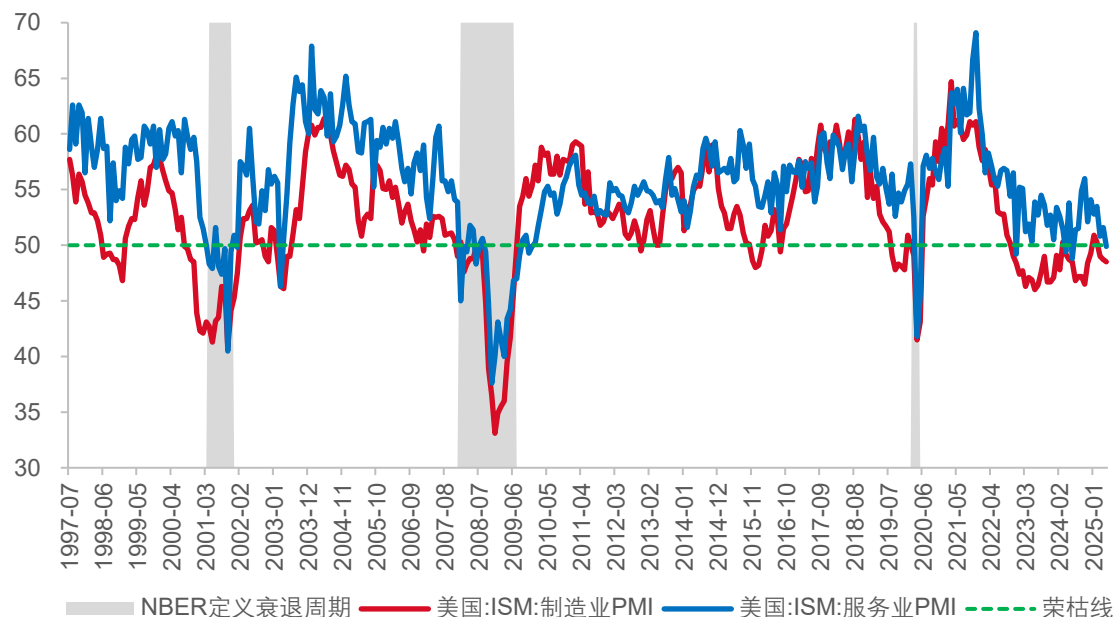
核心观点：

- **经济周期：**海外尤其是美国的通胀压力较大，抑制大宗商品的价格；中美周期差虽然存在分化，但都已经进入降息周期。从经济周期的角度，虽然美联储降息仍存推迟的可能性，但是利率向下的方向不变；商品价格及通胀仍然是影响决策的重要因素，从历史经验复盘，商品价格拐点与美债利率拐点趋同的可能性较大。目前仍然是商品周期下行的阶段，但是底部空间不大。
- **库存周期：**库存去化及补库存力度均较弱，国内在2024年进入主动补库，但补库存时间较短，2024年下半年小幅去库存，目前仍在去库存与补库存的中间阶段。2024年下半年至今，美国补库及去库存趋势皆不明显；2025年上半年，因关税政策预期，美国有小幅补库存迹象。
- **商品供需：**在需求疲软的背景下，OPEC+仍有可能继续扩大产量，但是考虑到上游资本开支不足，原油的下行空间有限，长期或仍将紧缺。金属价格存下行压力，但是预计铜、铝相对表现较好；相比之下，贵金属价格指数在2024年创下历史新高后，预计今年仍将上行。
- **未来展望：**相对于商品投资，权益市场更看重业绩的持续性。商品价格上涨初期，企业通常会优先修复资产负债表，而当商品触及高点，后回落至合理位置时，企业进入盈利的最佳空间。根据世界银行对27种大宗商品分析，过去55年中衰退往往比繁荣持续的时间长得多，平均持续时间分别为52个月和38个月，而繁荣和衰退的幅度大致相似，表明价格波动是对称的。“反内卷”带动龙头企业盈利提升，对于实物工作量、基础原料的减少、中间品及成品价格的传导仍有待观察。我们认为本轮周期的投资逻辑在于行业龙头对商品价格的把控能力，进入长期盈利修复并带来估值溢价的提升，看好有色、石化等化工行业龙头。

PMI：转向服务消费，商品或仍然承压

- 2022至今，美国服务业PMI高于制造业PMI，服务业在2021年11月达到最高的69.1%后开始回落，至2025年5月服务业PMI已经低于荣枯线。
- 中国的2025年6月份制造业采购经理指数（PMI）为49.7%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平改善；6月服务业PMI为50.1%，环比下降0.1个百分点，高于荣枯线。

美国制造业与服务业PMI（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

中国PMI变化（%）

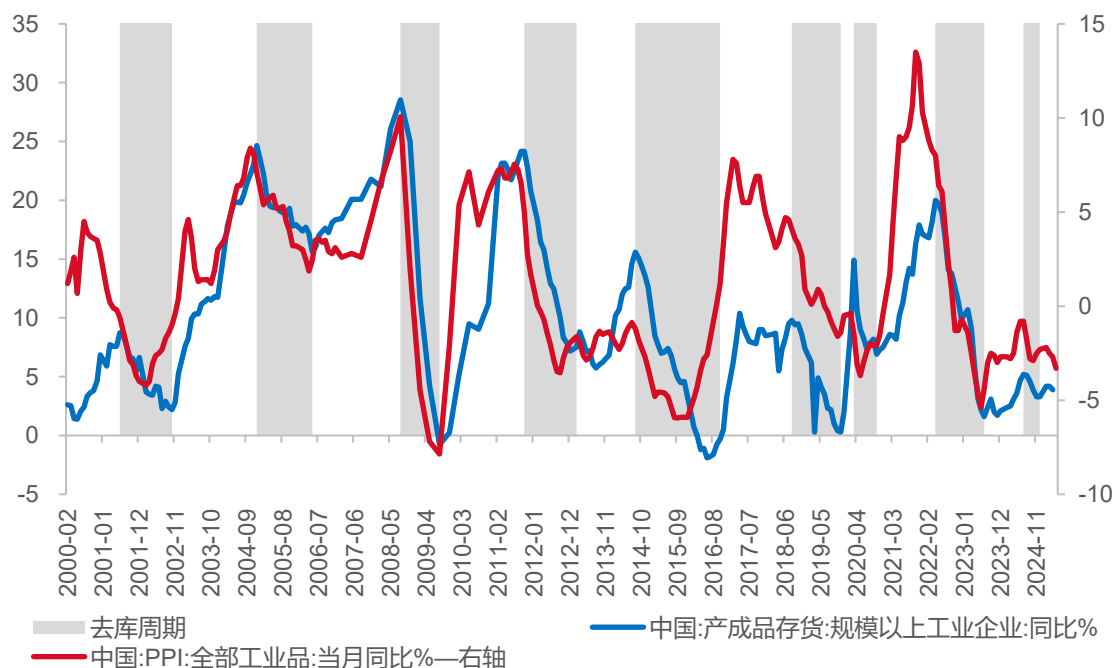


资料来源：Wind，东海证券研究所

商品周期：库存去化及补库存力度均较弱

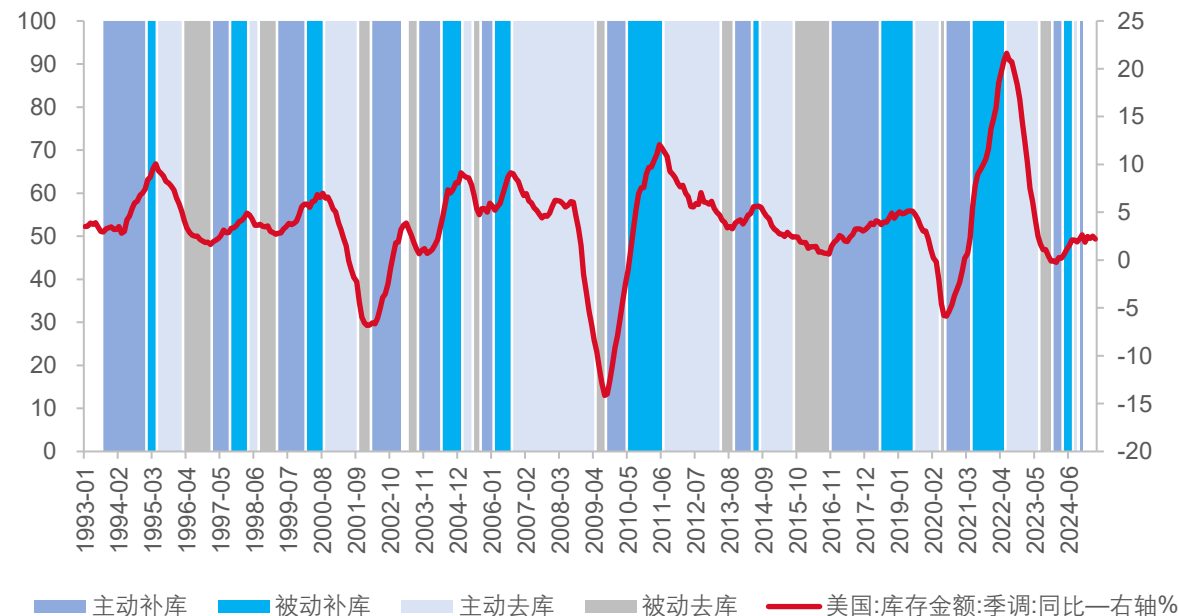
- 复盘2010年以来的国内4轮完整去库周期。当前我国本轮自2022年4月开启的去库周期已持续近20个月，于2023年Q4结束去库，2024年进入主动补库，但补库存时间较短；2024年下半年小幅去库存。
- 美国本轮主动补库时长较弱。2023年11月-2024年3月为主动补库阶段，持续时间仅有5个月，而美国过往10轮库存周期中，主动补库的平均时长为10.5个月。2024年下半年至今，美国补库及去库存趋势皆不明显。

中国的库存周期



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国的库存金额同比

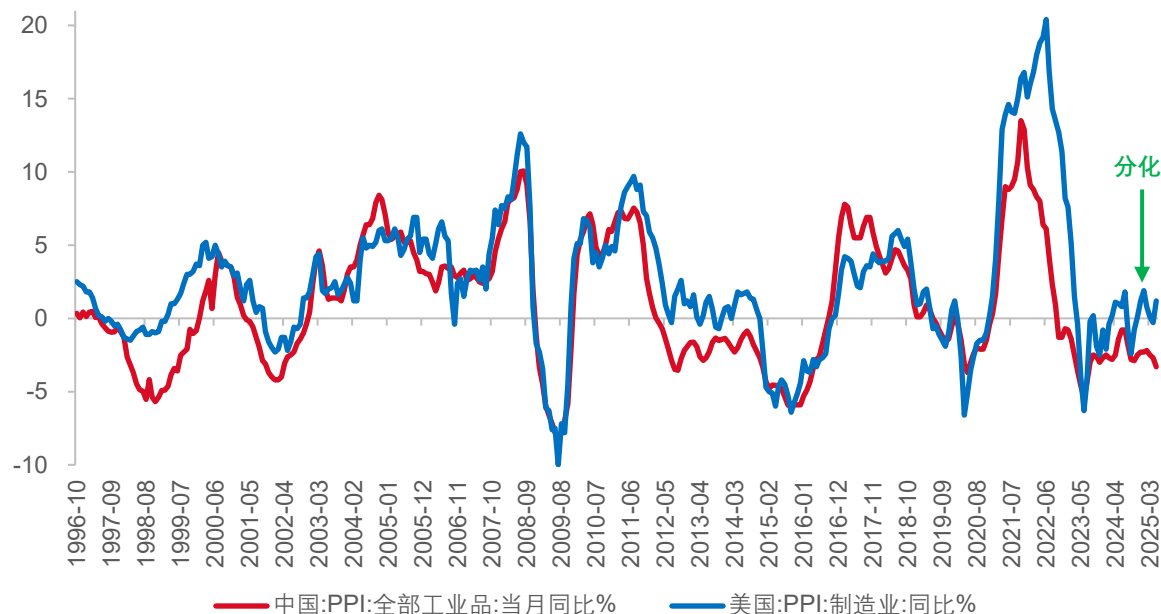


资料来源：Wind，东海证券研究所

PPI与工业企业利润，中美周期的分化

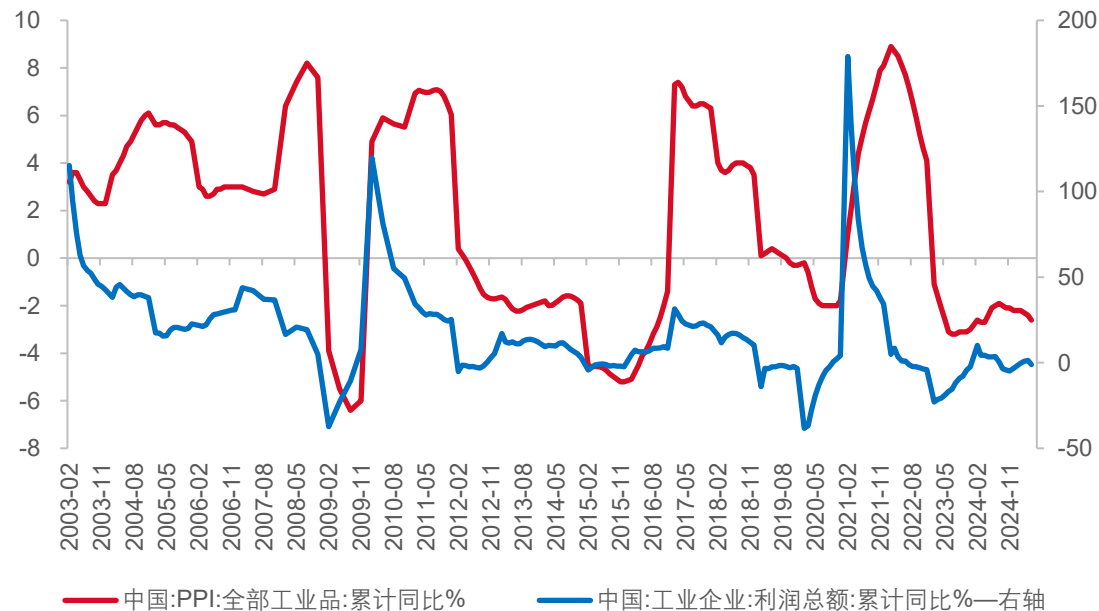
- 2024年10月起，中美PPI走势分化；国内PPI同比仍为负，且有扩大趋势；美国逐渐转正。
- PPI与工业企业利润相关。2025年1-5月份，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降2.6%，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降1.1%。

中美的PPI走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内PPI与工业企业利润关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

美联储进入降息周期，利好国内权益市场

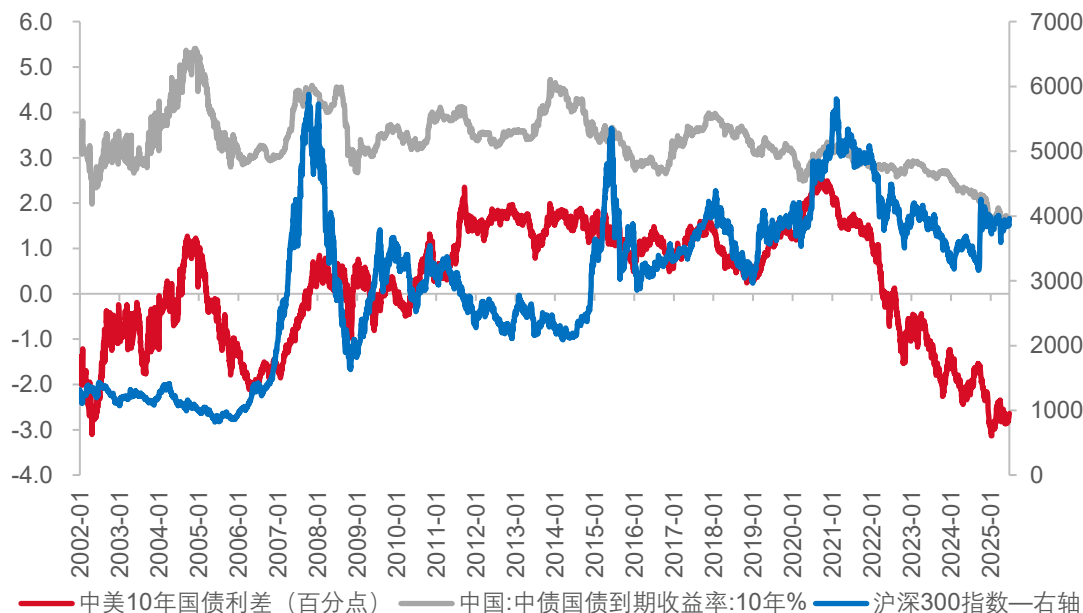
- 加息引发债券价格下跌，债券收益率上升。2022年3月以来，美联储经过11次加息；自2024年9月以来，美联储进入降息周期；从名义利率角度，中国相对低利率。
- 10年期国债收益率，资产定价的锚。目前处于经济复苏初期阶段，市场资金面宽松，股债均有望走强；但中美息差仍存，美国如为实现其通胀目标，美债有望走强（利率下行）。中美利差缩小，缓解外汇压力，利好国内权益资产。

美债利率与股指



资料来源: Wind, 东海证券研究所

中债-美债利率差与沪深300



资料来源: Wind, 东海证券研究所

结论与投资建议：贸易或将修复，看好石化超跌标的

核心观点：

- **利率、汇率：**特朗普关税政策出台后，美债收益率快速下跌，市场对经济增长放缓的预期增加。利率债避险需求上升，另一方面，出口对经济的支撑将削弱，国内稳增长压力加大，货币政策宽松预期升温，有利于提升利率债配置需求。中美互加关税直接冲击贸易顺差，人民币汇率阶段性承压较为明显。但大幅单边贬值风险可控，短期测试7.3关口。
- **商品：**贸易战冲击下短期看空商品，但同时考虑成本端改善，我国石化产业链完善，仍具有成本竞争优势。
- **权益：**看好国内消费复苏（往性价比方向）、自主可控产业链。

推荐：

- **海洋油气开采稳步增长：**预计海洋油服行业将会维持稳定的资本开支，国内持续增储上产。看好整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如**海油工程、中海油服、博迈科**等。
- **炼化一体化成本优势，欧洲产能逐步出清：**看好加氢裂化能力强，从炼油-PX-PTA-产业链一体化标的，如**恒力石化、荣盛石化、桐昆股份**等。
- **具备成本比较优势：**乙烷进口利空有望修复，利好前期国内超跌标的，如**卫星化学、万华化学**，及天然气相关标的，如**新奥股份、九丰能源**。
- **贸易或将修复，利好石油需求修复：**预计油价下半年价格触底后有望修复，利好具有上游资源的标的，如**中国石油、中国海油**等。

结论与投资建议：看好上游资源丰富、矿业储备稳定标的

推荐：

- **金属价格回暖，原矿资源重要性突显：**预计金属铝价年内回升，利好我国矿产资源丰富标的，如**天山铝业**等。
- **部分有色金属消费回暖：**1月铜价迎来短期回升，但下游需求收缩趋势仍或持续，国际龙头矿业公司开采资本开支难以转变趋势，国内原矿短缺现状仍将继续，建议持续关注持股海外矿山具备成本优势的矿业公司，如**中国铝业、紫金矿业**等。
- **下游电解精炼铝行业需求旺盛：**电解铝金属需求持续增长，铝锭等产品和原矿价差无明显变化，仍存在套利生产空间，建议关注如**新疆众和、云铝股份**等。
- **一体化产业链生产，具备成本优势：**金属铜价格短期反弹，具有一体化产业链的多产品公司盈利空间扩大，如**云南铜业、江西铜业、铜陵有色**等。



CONTENTS

- 一、商品与经济周期
- 二、能源成本有望改善
- 三、铝业下游需求切换
- 四、铜需求稳定向好
- 五、投资建议
- 六、风险提示**

风险提示

- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，加息预期推迟引发需求、汇率波动等风险。
- **海外需求下跌，影响产品出口的风险。**中国始终保持着贸易顺差，出口也向高端装置制造方向发展。但是欧美等主要发达经济体仍然存在着衰退的风险，从而影响到海外市场的需求，进而导致我国出口受阻。
- **国际地缘政治影响。**地缘政治扰动或导致大宗商品生产贸易受阻或需求激增，进而引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行、基本面大幅波动等风险。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究