



2020.01

前路漫漫，步“铝”蹒跚

——2020 年铝期货行情展望及投资策略



投资咨询从业资格号：

王蓉

021-33038639

wangrong013179@gtjas.com

Z0002529

贺一堂（联系人）

021-33038623

heyitang020968@gtjas.com

从业资格号：F3053234

报告导读：

- ◆ **我们的观点：**展望 2020 年，电解铝供给端压力较大，对铝价的压制较为明显。原料端大概率将维持弱稳，对铝价的支撑力度也将有所削弱，而终端需求对电解铝消费的带动整体来看难言乐观。供需面上前路漫漫，铝价仍将“步履蹒跚”。
- ◆ **我们的逻辑：**2020 年的宏观面上，地产、基建等传统需求正在成为“慢变量”，与铝消费密切相关的四大终端行业对铝下游消费的提振作用将比较有限的同时也不会出现明显的拖累。从供应端来看，2020 年的新增电解铝产能投放进度或将逐步加快，1、2 季度将是投产的密集期，而氧化铝产能或将处于过剩阶段，从中期来看氧化铝价格或将继续承压偏弱，成本端来看对铝价的支撑力度不强。综合供需来看，2020 年供需增速均回升，且供给增加得更多，铝价总体持偏空的思路，很可能走出“偏弱-转强-转弱”的格局。
- ◆ **投资建议：**2020 年在铝的投资价值上，整体上我们更倾向于空头配置，不过阶段性的转势仍需高度关注。铝价趋势上的拐点往往依赖于库存变动方向上的转势，全年还需关注氧化铝、电解铝的投产节奏，根据实际投产进度以及预期差来适时地调整投资策略。在套利策略方面，我们倾向于做铝的内外正套。
- ◆ **风险点：**宏观面大幅走强；中美贸易谈判超预期转好；氧化铝受到事件性冲击而大涨。

作者简介：

王蓉：国泰君安期货有色及贵金属研究总监，高级研究员。浙江大学国际经济学学士，上海财经大学产业经济学硕士。拥有 9 年商品期货研究经验，主攻镍、白银、黄金、铝等品种。多年荣获上期所“有色金属优秀分析师”、“贵金属优秀分析师”、“产业服务优秀分析师”等奖项，及期货日报“最佳工业品分析师”等奖项。擅长供需分析，拥有较强的分析逻辑，始终坚持对产业链和数据库的精耕细作，致力于品种基本面自下而上与宏观面自上而下的研究构架，竭力在大宗价格研究中发现投资价值。

贺一堂：国泰君安期货产业服务研究所有色金属研究员，获上海交通大学理学学士学位、金融学第二学士学位、管理学博士学位，主要从事有色金属中铝、锡的研究，基于对宏观经济基本面、有色金属产业链基本面的相应分析，深入探究铝、锡产业链上下游基本面的供需矛盾点，不断完善所研究品种的产业链数据库、信息库，为市场提供客观、及时的行情分析与研判。

目录

1. 2019 年影响铝市场主要的运行逻辑梳理	4
1.1 整体价格走势回顾：内外走势分化，沪铝偏强，伦铝显疲弱	4
1.2 2019 年铝价的主要驱动逻辑：供应端的故事贯穿全年	5
2. 2020 年铝价主驱动逻辑的演变路径	7
2.1 原料端：受制于海内外氧化铝的过剩局面，整体呈现出弱势格局	7
2.1.1 进口矿目前供应充足，预计后期不会约束氧化铝生产	7
2.1.2 氧化铝过剩仍然会是市场的主基调	8
2.1.3 电力、阳极后期回落空间不大	11
2.2 电解铝的供给端：重回过剩格局，与氧化铝的产能错配依然存在	11
2.3 需求端：四大终端料将偏弱稳，明显转好转差的可能性都不大	13
2.3.1 2020 年四大终端或将偏弱稳	13
2.3.2 铝加工材消费尚可，转差可能性不大	16
2.4 2020 年供需平衡的预估：过剩格局或将是大概率事件	17
3. 对 2020 年铝价的整体判断及投资建议	19
3.1 铝价的预判及风险点提示	19
3.2 相应的投资建议及套利策略	19

图表 1：截至 2019 年 12 月 27 日，沪铝先后经历了两波上涨下跌，总体来看收涨，全年涨幅接近 3.84%

..... 4

图表 2：截至 2019 年 12 月 24 日，伦铝基本处于下跌通道中，表现较弱，全年下跌幅度接近 3.94%.. 4

图表 3：2019 年沪铝涨幅在内盘有色板块中仅次于镍，大于铜、锡、铅、锌..... 5

图表 4：2019 年长江铝价对沪铝近月平均升水 27 元/吨..... 5

图表 5：2019 年长江铝价对沪铝主力平均升水 54 元/吨..... 5

图表 6：电解铝运行产能明显压缩..... 6

图表 7：2019 年成本端驱动的故事仍在上演..... 6

图表 8：2019 年部分电解铝厂因事故而被动减产，8 月的魏桥和信发影响最大..... 6

图表 9：2019 年中美贸易摩擦对铝价影响不及前一年，左右铝价的还是落脚在了供给端..... 7

图表 10：国内矿价基本稳定，北方地区价格较坚挺..... 7

图表 11：国产矿产量持续回落..... 7

图表 12：2019 年上半年进口量维持在高位，下半年回落..... 8

图表 13：铝土矿进口以几、澳、印三国为主..... 8

图表 14：铝土矿进口的季节性不明显..... 8

图表 15：目前铝土矿港口库存仍较为充裕..... 8

图表 16：确定性较大的新增产能共计约 480 万吨..... 9

图表 17：当前各省的氧化铝企业处于小幅盈利的状况，不会对氧化铝的生产有太明显的抑制..... 9

图表 18：预计 2020 年 1 季度氧化铝供应压力最大..... 9

图表 19：氧化铝重新转为“内高于外”的格局..... 10

图表 20：海外氧化铝产量同比增长明显..... 10

图表 21：2019-2021 年海外氧化铝新增产能，主要集中在印尼..... 10

图表 22：当前进口量有明显增加，出口仅维持少量水平..... 10

图表 23：氧化铝进口盈利窗口接近打开..... 10

图表 24：2019 年部分铝企新增产能推迟投产，涉及延迟投放产能约 143 万吨，大部分延至 2020 年..... 11

图表 25：当前电解铝企业利润较为可观，后期将刺激铝企投产..... 12

图表 26：根据三家机构的统计，2020 年全国电解铝计划新增产能中值约在 250 万吨，主要集中在西南

地区和内蒙古..... 12

图表 27：2020 年比较确定的海外新增产能约在 90 万吨，主要在中东地区..... 13

图表 28: 根据排产计划估算, 国内氧化铝在 1 季度供应压力最大, 电解铝则出现在下半年	13
图表 29: 2018 年以来铝消费与商品房销售的相关度渐强	14
图表 30: 2019 年房地产成交情况低位持稳	14
图表 31: 2019 年基建投资增速继续低位持稳	14
图表 32: 专项债提前下达, 但政策显性约束不容忽视	14
图表 33: 汽车整体行业仍然低迷	15
图表 34: 电网投资摆脱负增长区间也比较困难	15
图表 35: 多元回归分析结果显示, 施工-新开工剪刀差与基建对电解铝需求的影响明显	15
图表 36: 铝型材企业开工率较 2018 年有所好转	16
图表 37: 铝型材价格维持区间震荡	16
图表 38: 2019 年 3-4 月铝棒有一波明显的回暖行情	16
图表 39: 季节性上看佛山地区铝棒加工费不亚于 2017 年	16
图表 40: 2019 年下半年我国铝材净出口下滑态势显现	17
图表 41: 出口至美国的铝制品有明显下滑	17
图表 42: 2019 年铝条及杆的出口较前一年由盈转亏, 日均亏损约在 926 元/吨	17
图表 43: 2019 年国内电解铝供需基本上维持负增长, 供应比需求更弱	18
图表 44: 2020 年国内电解铝市场大概率将呈现出过剩格局	18
图表 45: 伦铝短期下方支撑在前低 1710 附近, 上方阻力位参考下半年高点 1870	20
图表 46: 沪铝短期下方支撑在 13600 附近, 上方阻力位参考下半年次高点 14500 附近	20

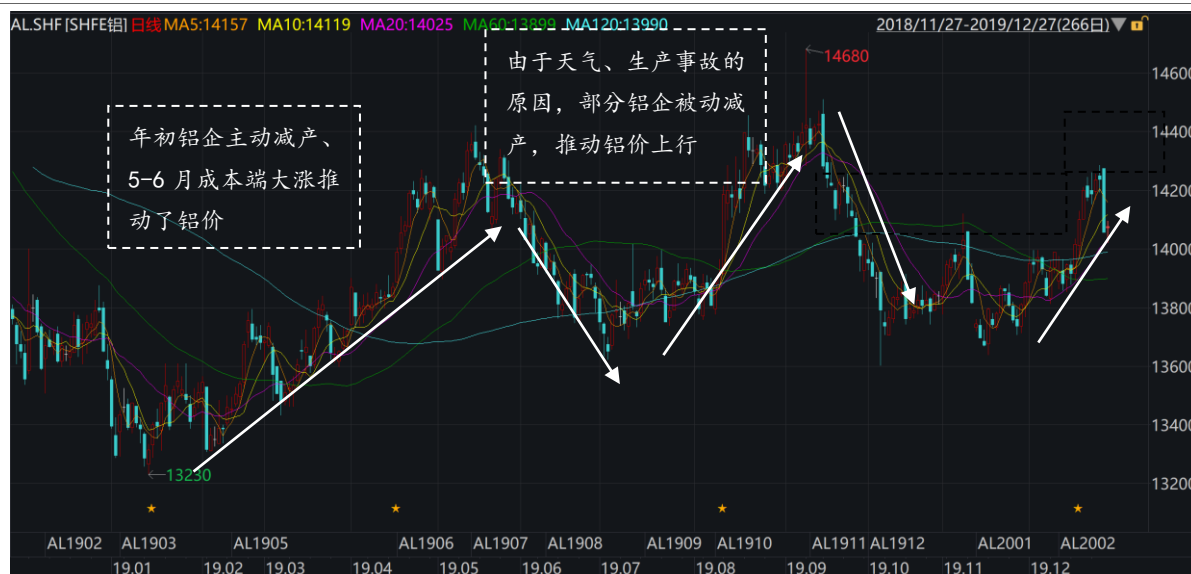
1. 2019 年影响铝市场主要的运行逻辑梳理

1.1 整体价格走势回顾：内外走势分化，沪铝偏强，伦铝显疲弱

2019 年国内外铝价走势有所分化，内强外弱的格局有所显现。沪铝年内先后经历了两波上涨下跌，年初的上涨主要受到 2018 年下半年铝企亏损致使高成本产能主动缩减，而 5、6 月份的上涨则是受到成本端的推动。相反的是，海外铝价没有特别突出的亮点，在海外经济下行压力的大背景下需求维持疲软态势，而成本端由于增产和复产活动价格下跌态势明显，因而伦铝全年基本是处于下行的通道中，年中不断探低。截至 2019 年 12 月 27 日，沪铝总体来看收涨，全年涨幅约在 3.84%，而截至 2019 年 12 月 24 日（圣诞假期休市），伦铝则基本处于下行态势中，全年跌幅约在 3.94%。

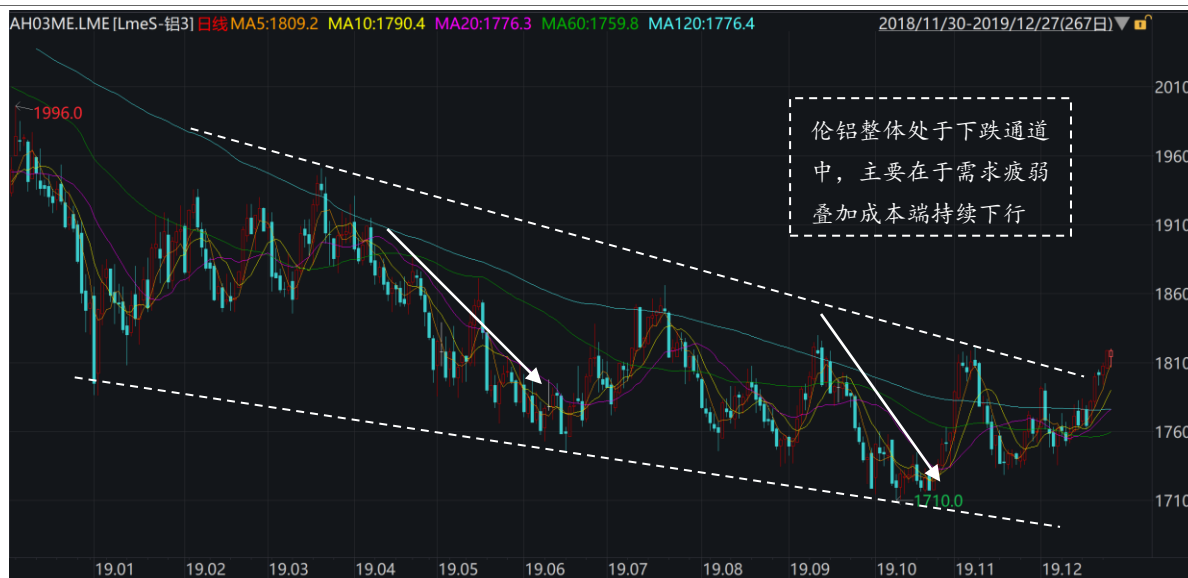
整个有色板块对比来看，国内铝价在板块内表现靠前，涨幅仅次于镍，表现好于铜、锌、锡、铅，而相比之下，伦铝在外盘有色金属板块居中，好于铅、锌、锡，差于镍、铜。

图表 1：截至 2019 年 12 月 27 日，沪铝先后经历了两波上涨下跌，总体来看收涨，全年涨幅接近 3.84%



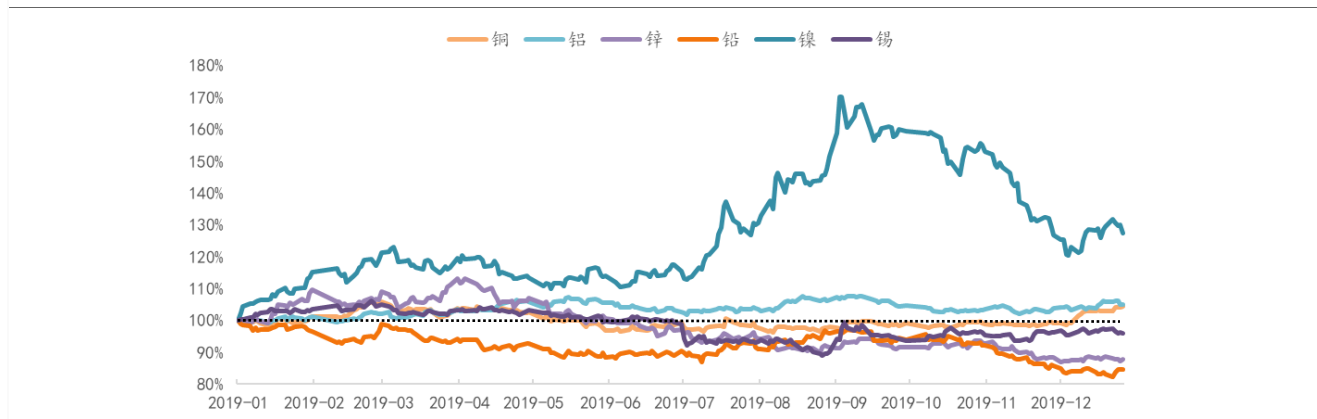
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所（注：全年涨跌幅以 2019 年 1 月 2 日开盘价为基准）

图表 2：截至 2019 年 12 月 24 日，伦铝基本处于下跌通道中，表现较弱，全年下跌幅度接近 3.94%



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所（注：全年涨跌幅以 2019 年 1 月 2 日开盘价为基准）

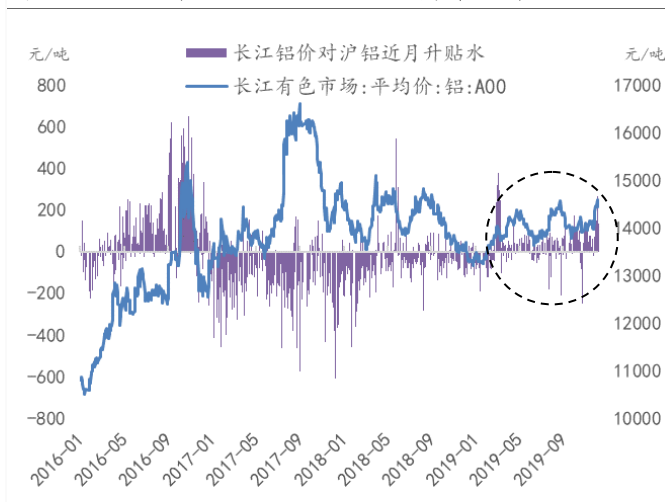
图表 3：2019 年沪铝涨幅在内盘有色板块中仅次于镍，大于铜、锡、铅、锌



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

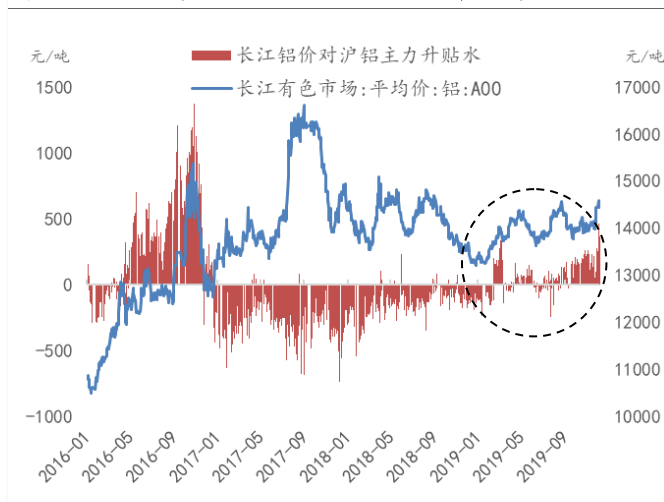
从现货价格来看，2019 年国内现货长江铝价全年整体来看收涨，截至 2019 年 12 月 27 日，长江有色市场 A00 铝价收在 14000 元/吨，全年上涨 8.57%，上涨幅度大于期货主力价格。长江现货铝价对沪铝近月全年大部分时间维持在升水状态，日均升水 27 元/吨，呈现出小 Back 结构；长江现货铝价对沪铝主力合约除年初、年中的部分时间外基本上亦维持在升水状态，日均升水 54 元/吨，亦呈现出 Back 结构。相比 2018 年，2019 年现货铝价对期货近月、主力合约的整体结构均有所转变，2018 年长江现货铝价对沪铝近月、主力均呈现出明显的 Contango 结构，长江现货铝价对沪铝近月日均贴水 53 元/吨，对主力日均贴水 137 元/吨。

图表 4：2019 年长江铝价对沪铝近月平均升水 27 元/吨



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：2019 年长江铝价对沪铝主力平均升水 54 元/吨



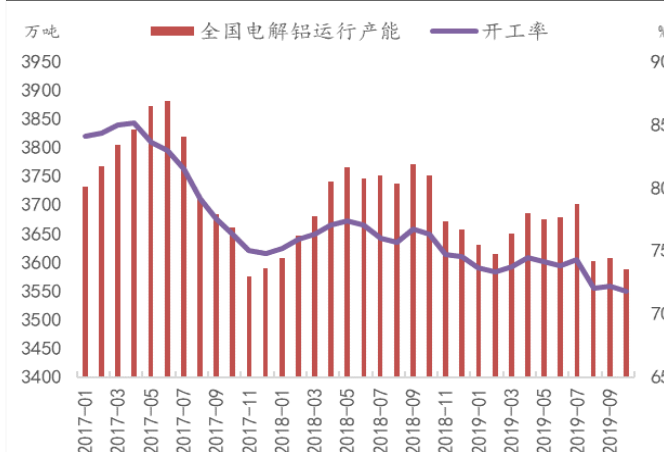
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 2019 年铝价的主要驱动逻辑：供应端的故事贯穿全年

在过去的 2019 年里，电解铝供应端的影响开始愈发显现出来。受到 2018 年下半年电解铝企业利润转差的影响，部分高成本产能不得不选择退出电解铝市场，全国的电解铝运行产能也有明显的回落，从 2018 年的 3750 万吨附近缩减至 2019 年初的 3610 万吨左右，基本上主动压缩了近 150 万吨的产能。与此同时，年初的氧化铝价格走势偏弱，成本端的下移给了电解铝企业喘息的机会。伴随着 3 月中旬开始下游消费端的转好，电解铝也开始了季节性的去库过程，铝价也就走出了温和上行的态势。

原料端氧化铝市场虽然比不了 2018 年的“多事之秋”，但山西交口、孝义的滤液泄露事件确实还是给 2019 年的市场增添了不小的波澜。山西交口、孝义两县的氧化铝企业较多，集中了山西省将近一半的产能，环保政策趋严使得当地多数氧化铝厂减停产，使得市场一度产生国内氧化铝供应短缺的预期，国内的氧化铝价格尤其是北方地区出现了明显的上涨，成本端不小的抬升也给了沪铝多头充分的信心。上半年的消费旺季下去库节奏也较往年略偏好，这也促成了年中铝价的重心已经较年初有了幅度不小的上移。

图表 6：电解铝运行产能明显压缩



资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 7：2019 年成本端驱动的故事仍在上演



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

供给端的故事还远远没有结束，8 月中旬相继有两起事故对电解铝市场引发了明显的冲击，一个是受到“利奇马”台风引发的洪涝影响而减产 80 万吨的山东魏桥，另一个是因电解槽漏液事故而减产 50 万吨的新疆信发，铝价也因此而两度冲高，震荡区间较前期有明显上移。除此之外，河南神火因突发火灾而提前关停准备转移的 23 万吨产能，广西信发因为电解槽短路事故于 6 月减产 8 万吨产能，四川阿坝铝厂、内蒙古包头新恒丰也分别因为洪水和生产事故原因而相继减产。据百川盈孚统计，截至 2019 年 11 月末全国减产或停产的电解铝产能为 285.8 万吨，而今年就因生产事故和天气原因等意外情况而被动减产的产能多达 188 万吨，占总减产产能的 2/3 左右，一系列超预期的减停产也从电解铝的供应端对铝价造成了不小的冲击。

图表 8：2019 年部分电解铝厂因事故而被动减产，8 月的魏桥和信发影响最大

电解铝厂	地点	减产时间	建成产能	减产前运行产能	减产后运行产能	减产原因
神火铝业	河南商丘	2019 年 5 月	90	23	0	火灾
广西信发	广西百色	2019 年 6 月	32	32	24	开关短路
山东魏桥	山东滨州	2019 年 8 月	660	660	580	台风引发洪涝
新疆信发	新疆昌吉州	2019 年 8 月	190	180	130	电解槽漏液
阿坝铝厂	四川阿坝州	2019 年 8 月	20	20	18	洪水
包头新恒丰	内蒙古包头	2019 年 9 月	25	25	0	电解槽短路
				被动减产产能合计	2019 年因事故被动减产的产能达 188 万吨	

资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

当然，除了产业链基本面的影响外，作为与宏观的联动性较为密切的品种，铝在 2019 年的表现与宏观大环境自然是密不可分的。2019 年有多次降准降息，全球普遍降息的大背景下我国的货币政策亦偏宽松，叠加 4 月初增值税率下调、6 月初地方政府专项债的投放等财政政策的刺激，逆周期调节在不断发力，铝价也受到明显的提振，这也部分解释了铝市“内强外弱”格局出现的原因。不过，2019 年铝价的大趋势还是落脚在供给端的演变上面，全年两波上涨下跌均可看作是氧化铝、电解铝供给情形变动的反映，趋势上与宏观的联动性有所下降。以中美贸易摩擦为例，2019 年 5 月 9 日，美方宣布对中方 2000 亿美元商品征收 25% 的关税，铝价虽然受到了一定程度的冲击，但由于成本端的抬升更为明显，后期仍然趋势性向上。类似的情形还出现在 8 月下旬，彼时美方宣布将提高对中方 5500 亿美元商品的关税税率，铝价有小幅回落，但 8 月中旬的铝厂意外减产的供给侧推动影响还在延续，冲淡了贸易摩擦的负面作用，大趋势上还是跟随着供给端的故事在走。

图表 9：2019 年中美贸易摩擦对铝价影响不及前一年，左右铝价的还是落脚在了供给端



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2. 2020 年铝价主驱动逻辑的演变路径

回顾 2019 年，电解铝市场更多地呈现出的一种供需双弱的格局，需求端增速为近年来首次转负，而供给比需求更弱，年内主动减产与被动减产交织，新增和复产产能进度不及预期，即便在利润可观的情况下也难以带动供给端的节奏。不过也正是得益于此，去库趋势才得以延续至年底，且库存去化的力度从季节性的角度看也不弱于常年。

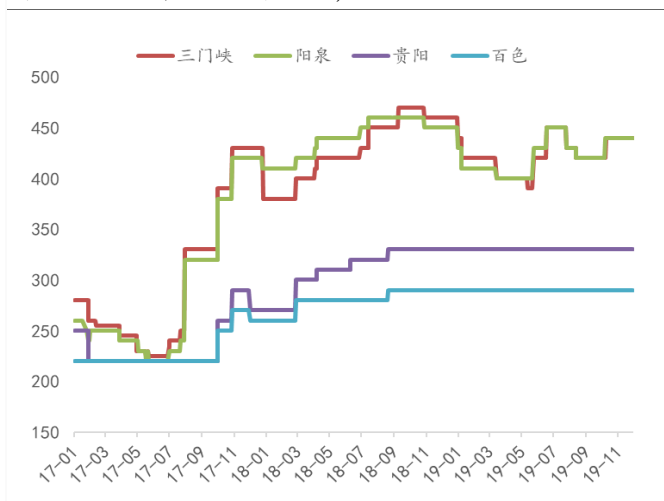
展望 2020 年，供给端的“福利”很可能将终结，延后的新增产能即将陆续推出，从当前的排产计划上来看下半年的压力较大，对铝价的压制也将较为明显。原料端的“精彩”故事很难讲还能否再度“上演”，在不考虑意外事故的前提下大概率将维持弱稳，对铝价的支撑力度也将有所削弱。而终端需求的几大板块正逐步演变成“慢变量”，对电解铝消费的带动整体来看难言乐观。供需面上前路漫漫，铝价仍将“步履蹒跚”。

2.1 原料端：受制于海内外氧化铝的过剩局面，整体呈现出弱势格局

2.1.1 进口矿目前供应充足，预计后期不会约束氧化铝生产

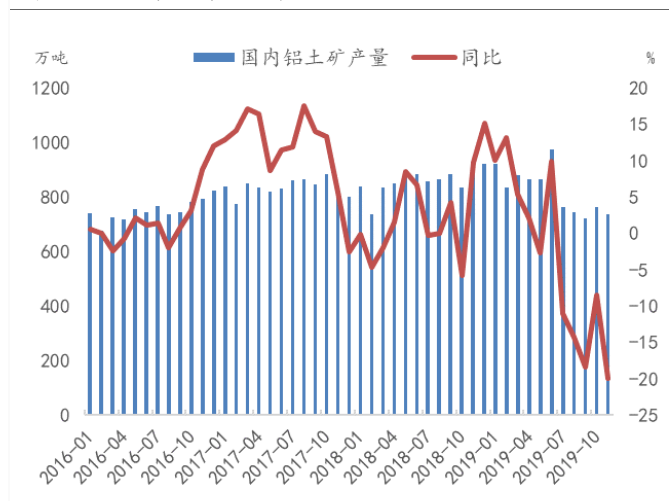
我们先往产业链上游回溯，研究矿石供应端情况以及未来的演变。矿石供应紧不紧，一看国内自产矿的供应情况，二看海外进口矿的补给情况。国内方面，由于北方地区的矿山环保政策趋严，露天矿山综合整治方案的出台使得铝土矿的开采受到了很大限制，预计 2020 年北方地区的铝土矿供应还是偏紧的。从南矿北运的角度看，目前贵州矿比河南矿便宜 110 元/吨左右，从贵州运矿到河南的费用大约在 200-210 元/吨，其实相比河南当地矿并没有很好的经济性，但由于资源可得和到货便利，西南铝土矿仍能对北方市场形成一定程度的补给。

图表 10：国内矿价基本稳定，北方地区价格较坚挺



资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

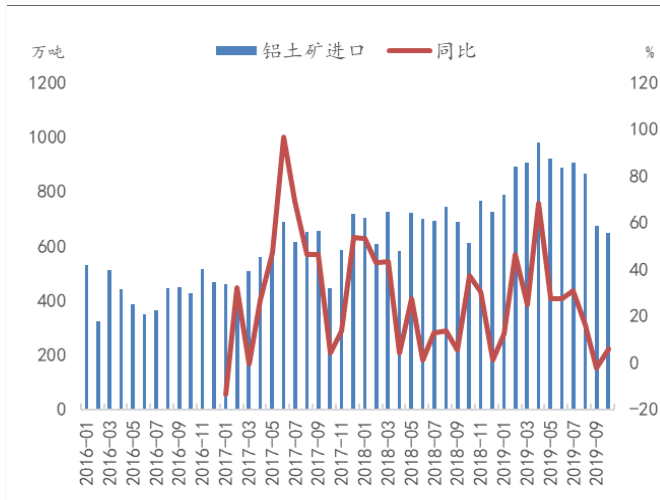
图表 11：国产矿产量持续回落



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

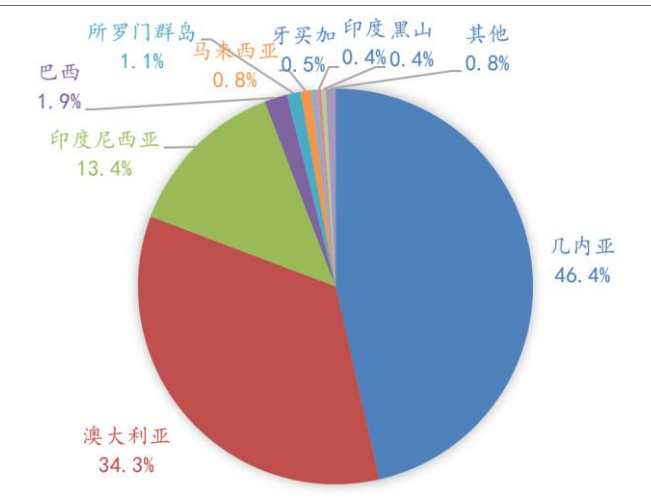
另一个重要的矿石补给在于进口，进口来源国仍然以几内亚、澳大利亚、印度尼西亚为主，自这三国的进口量基本上占总量的 90% 以上，近年来来自几内亚的铝土矿进口越来越多，澳洲的高温矿也较为受欢迎。铝土矿进口的季节性特征并不明显，这主要是由于几内亚与澳洲昆士兰州北部矿区的雨季基本相错，平滑了铝土矿进口量的季节性波动。目前铝土矿进口量仍有上升态势，即便 2020 年矿石进口量回落，由于目前铝土矿港口库存仍然维持在高位，短缺风险不大。因而，虽然北方地区自产矿的生产活动受到约束，但进口矿对国内的补给较为稳定，铝土矿未来短缺的可能性较小。

图表 12：2019 年上半年进口量维持在高位，下半年回落



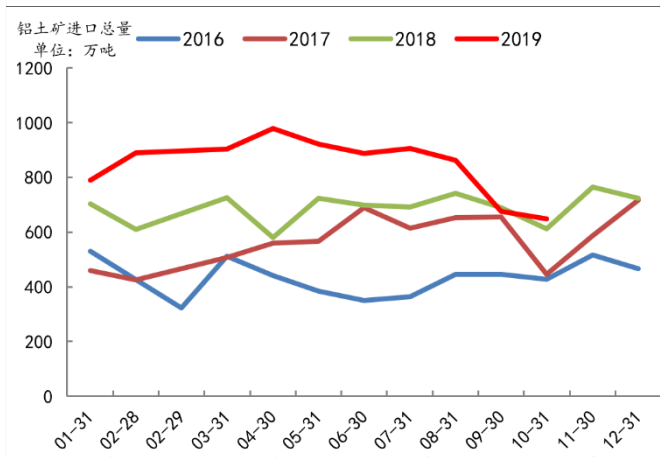
资料来源：海关总署，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 13：铝土矿进口以几、澳、印三国为主



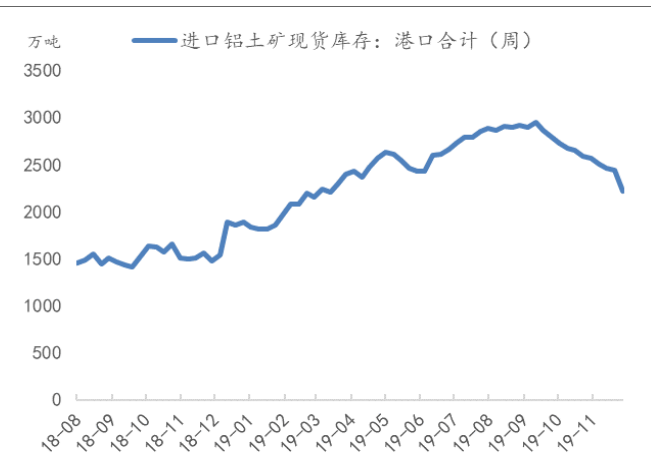
资料来源：海关总署，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 14：铝土矿进口的季节性不明显



资料来源：海关总署，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 15：目前铝土矿港口库存仍较为充裕



资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 氧化铝过剩仍然是市场的主基调

2019 年的氧化铝价格整体来看并不景气，除了 5 月份受山西氧化铝环保事件减产冲击下的大涨外，全年基本都处在弱势下行的节奏中。根据 SMM、钢联、安泰科统计的目前各氧化铝厂的排产计划来看，2020 年 1 季度氧化铝供给压力较大，确定性较大的新增产能主要是国电投遵义、靖西天桂、山东魏桥、华晟新材料，共计约 480 万吨。由于靖西天桂一期 80 万吨产能于 2019 年 11 月中旬试运行不久，二期新增产能有可能将延后，不过也基本能够于 2020 年内投出。

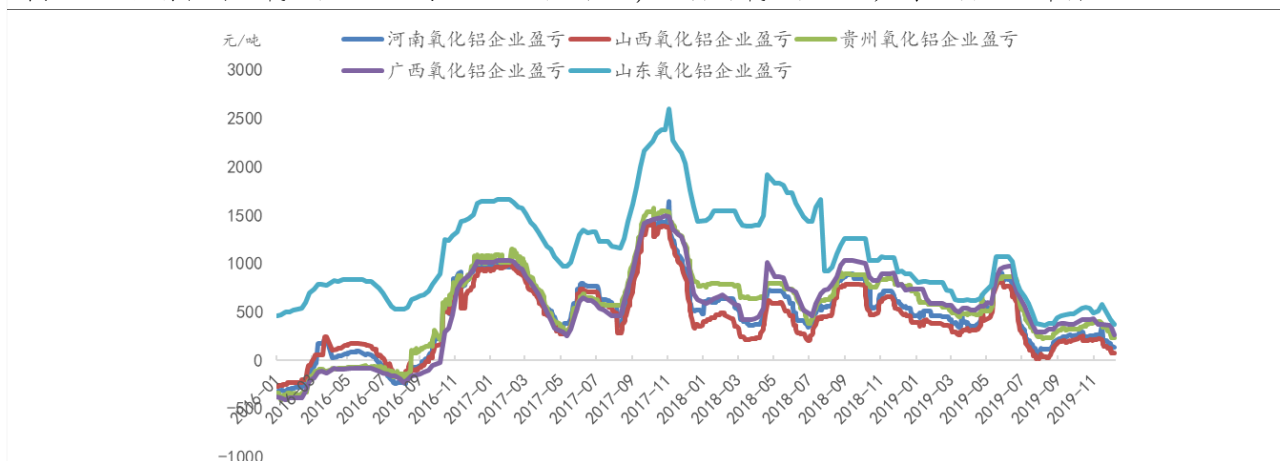
考虑到氧化铝企业较大的生产弹性，盈利情况对下一步的生产活动有明显的影响，而当前各省的氧化铝企业处于小幅盈利的状况，不会对该地区氧化铝的生产有太明显的抑制，因而我们预计 2020 年 1 季度各省氧化铝企业的新增产能是基本能够释放出来的。根据我们的供需平衡表测算显示，2020 年上半年氧化铝产能始终处于过剩阶段，1 季度的供应压力最大，从中期来看产能过剩背景下的氧化铝价格不会太乐观。在不考虑突发性事件冲击的情况下，氧化铝价格将继续承压偏弱。

图表 16：确定性较大的新增产能共计约 480 万吨（产能单位：万吨/年）

公司	新增产能 (SMM)	新增产能 (钢联)	新增产能 (安泰科)	备注 (SMM)	备注 (钢联)	备注 (安泰科)
山东齐星	40			2020 年 Q1		
国电投遵义	100	100	100	2020 年 Q2	2020 年满产	可能性较大
靖西天桂	90	80	80	2020 年 Q1	2020 年满产	可能性较大
贵州其亚	60			时间待定		
贵州广铝	70		70	2020 年 Q3		可能性较小
中铝防城港	200			2020 年 Q1		
山东魏桥	100	100		时间待定	二期满产	
华晟新材料		200	200		2020 年投产	可能性较大
强锦铝业			100			可能性较大
山西同德			100			可能性较小
合计	660	480	650	SMM 预计 2020 年 Q1 有 330 万吨，Q2 有 100 万吨，Q3 有 70 万吨；钢联预计 480 万吨投产确定性较大；安泰科预计 480 万吨投产可能性较大。		

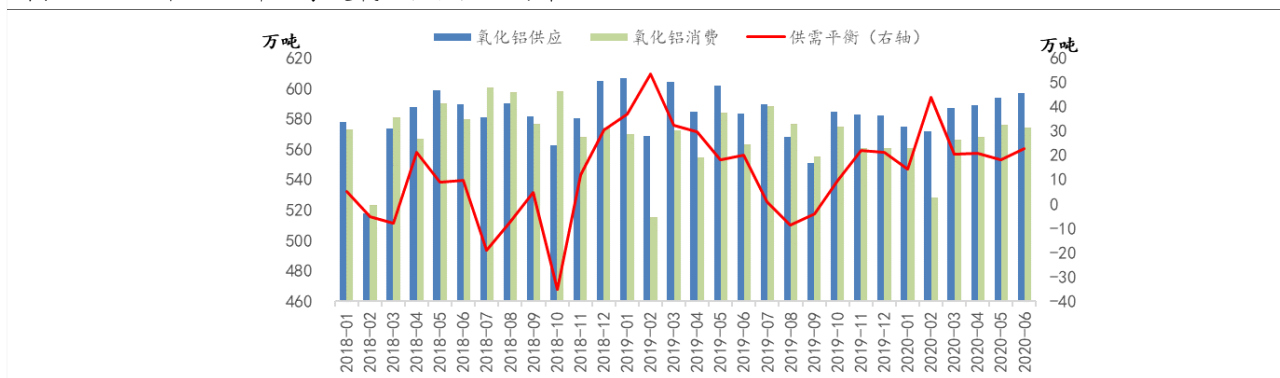
资料来源：SMM，钢联，安泰科，国泰君安期货产业服务研究所

图表 17：当前各省的氧化铝企业处于小幅盈利的状况，不会对氧化铝的生产有太明显的抑制



资料来源：Wind，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 18：预计 2020 年 1 季度氧化铝供应压力最大

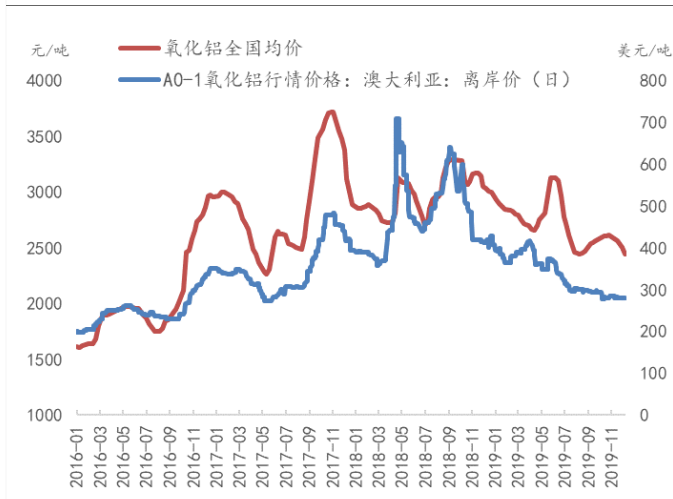


资料来源：阿拉丁，国泰君安期货产业服务研究所

再看到海外氧化铝的情况，2019 年大部分时间处于弱势下行的趋势中。其中，4 月份的转势向下主要在于阿联酋 EGA 下属的 Al Taweelah 氧化铝厂的 200 万吨新增产能投放，而 5 月中下旬海德鲁巴西 Alunorte 氧化铝厂的生产禁令获得当地法院的解除，供应过剩担忧加剧也一定程度上促成了海外氧化铝价格的逐步下

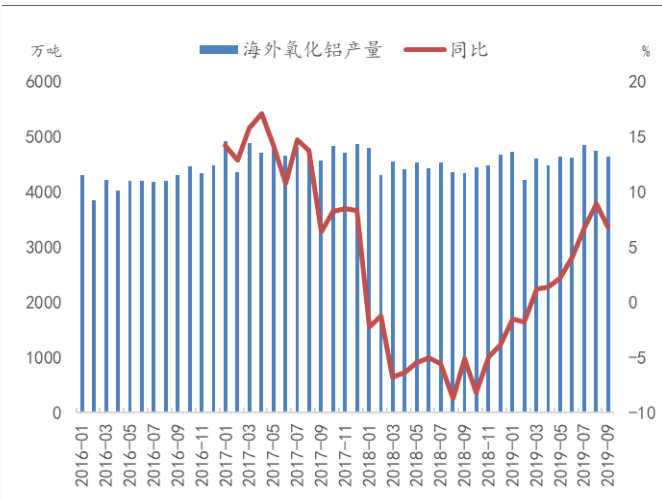
移态势。目前来看，海外氧化铝供给过剩的格局也基本确定，2020 年海外的氧化铝新增产能主要是在印尼，分别是 1 季度计划增产 100 万吨的宏发韦立和 4 季度计划投产 100 万吨的宾坦南山，且投产的可能性较大，而印度与伊朗的新增产能仍有不确定性。虽然 2020 年全年的海外氧化铝增量会明显小于 2019 年，但依旧是过剩格局。

图表 19：氧化铝重新转为“内高于外”的格局



资料来源：钢联资讯，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 20：海外氧化铝产量同比增长明显



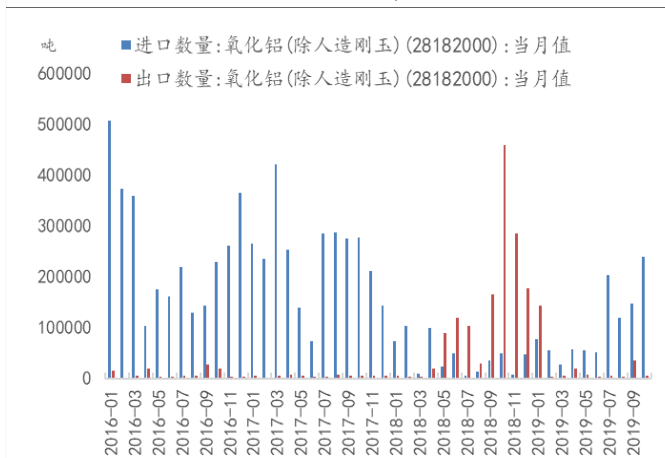
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 21：2019-2021 年海外氧化铝新增产能，主要集中在印尼（产能单位：万吨/年）

海外氧化铝厂	地区	国家	集团	原有产能	新建（复产）产能	投产时间及进度
Al Taweelah	亚洲	阿联酋	EGA	0	200	2019 年 4 月投产
Alunorte(复产)	南美洲	巴西	海德鲁	320	320	2019 年 5 月复产
Alpart	北美洲	牙买加	酒钢	100	65	2019 年 12 月投产
印尼宏发韦立	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2020 年 Q1 投产
PT Bintan	亚洲	印尼	南山	0	100	2020 年 Q4 投产
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	150	2020 年
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO		20	2020 年
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021 年
Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	127.5	100	2021 年
				2019 年合计	585	
				2020 年合计	370	

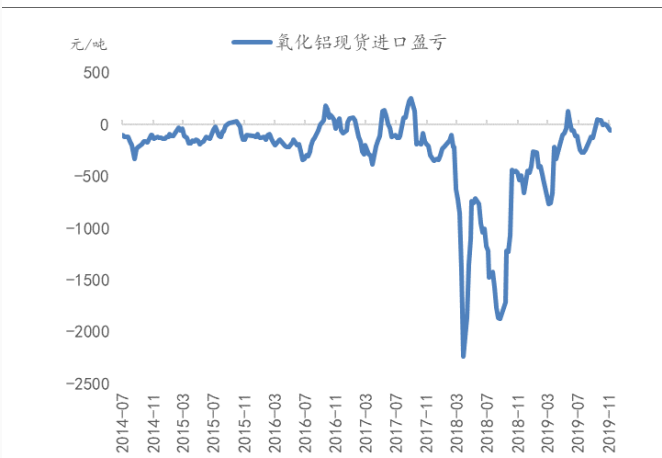
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 22：当前进口量有明显增加，出口仅维持少量水平



资料来源：海关总署，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 23：氧化铝进口盈利窗口接近打开



资料来源：钢联资讯，Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.3 电力、阳极后期回落空间不大

电解铝其他原料方面，主要是电力、预焙阳极，氟化铝和冰晶石的成本占比较小。电力方面，目前全国电解铝企业用电主要分为自备电和网电，据安泰科统计，目前全行业自备电产能占比约在 66%，后期将呈现下降趋势，主要因云南、四川等地的新建项目使用网电的比重较高。当前动力煤价格较为平稳，因而自备电价下降空间较为有限。网电方面，2019 年 9 月 26 日，国务院常务会议决定取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，基准价按各地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过 10%，下浮不超过 15%。虽然国家有意在政策上帮助企业降低电费，但转为市场化机制后，价格短期难以下跌，后期维稳的可能性较大。而预焙阳极方面，整个行业进入过剩格局，2019 年价格开始不断回落，目前逐步趋近于生产成本，预计后期回落空间不大。

从电解铝的各原料来看，受益于海外进口矿的供应较为稳定且港口矿石库存充裕，而氧化铝的新增产能集中在 2020 年 1 季度，海内外产能均过剩的大背景下氧化铝价格不会太乐观。与此同时，电力、预焙阳极维稳的可能性较大，综合来看未来一年原料端整体偏弱，对电解铝价格的支撑力度渐趋弱。

2.2 电解铝的供给端：重回过剩格局，与氧化铝的产能错配依然存在

2019 年电解铝的去库程度超出市场预期，从 3 月中旬一直持续到年底。库存去化的如此顺利，其实并不是由于消费情况有多好，而是在于供应节奏明显放缓，新增的量不断延后的同时事故性减产也此起彼伏。据统计，延迟投放的产能大多集中在广西、云南、内蒙古，2019 年初的部分电解铝企业计划新增 185.5 万吨，而实际仅新增了 51.5 万吨，预期差在 143 万吨的量，而这些延迟投放的量多数推迟到 2020 年的 1-3 季度。

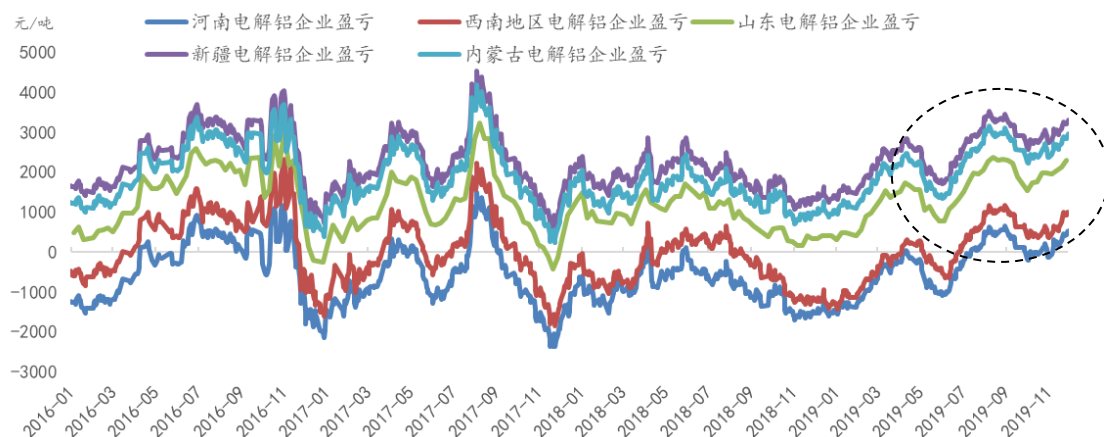
2019 年的电解铝企业盈利情况并不差，尤其是下半年以来，各地的盈利水平基本达到了近两年来的高位，那为何新增产能还是投不出来呢？其实，多数延迟投产的计划是在 2019 年的上半年做出的，彼时各地盈利情况并不算好，而下半年以来虽然盈利水平明显上升，但出于电解铝生产线的启动成本较高，企业很难立即决定投产，而是要等待利润稳定且持续之后再投。高利润对增产的刺激可能会迟到，但不会缺席，这也进一步说明了 2020 年的新增产能投出的概率在不断上升，甚至部分企业可能会将投产计划提前。因而我们预计，2020 年电解铝的投放进度将会快于 2019 年，产量和开工率上也将会有所回升。在电解铝的行业布局方面，新的布局方向以西南地区（云南、四川、广西）为主，内蒙地区为辅，这主要是因为云南、四川两省具有丰富的水电资源，广西有丰富的铝土矿资源和便利的港口，内蒙古则具有电价优势。

图表 24：2019 年部分电解铝企业新增产能推迟投产，涉及延迟投放的产能约 143 万吨，大部分延至 2020 年

电解铝企业	地区	2019 年初计划 新增产能	2019 年实际新增 产能	备注
内蒙古固阳	内蒙古	25	1	事故原因，新增产能延至 2020 年 Q1
百矿隆林	广西	20	0	原计划于 2019 年 H2，现延至 2020 年 Q1
百矿田林	广西	20	0	原计划于 2019 年 Q3，现延至 2020 年 Q1
百矿德保	广西	20	10	剩余 10 万吨延至 2020 年 Q1
云铝文山	云南	10	0	新增 50 万吨延至 2020 年 Q2
云南神火	云南	10	0	新增 50 万吨延至 2020 年 Q2
云南其亚	云南	5	0	新增 30 万吨延至 2020 年 Q2
内蒙古创源	内蒙古	35	28	剩余产能延至 2020 年 Q2
内蒙古白音华	内蒙古	10	0	新增 40 万吨延至 2020 年 Q3
山西中润	山西	30.5	12.5	剩余产能投产时间待定
包头华鑫隆	内蒙古	9	0	因指标纠纷，项目投产时间待定
合计		194.5	51.5	

资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 25：当前电解铝企业利润较为可观，后期将刺激铝企投产



资料来源：Wind，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 26：根据机构的统计，2020 年全国电解铝计划新增产能中值约在 250 万吨，主要集中在西南地区和内蒙古

电解铝企业	地区	新增产能 (SMM)	新增产能 (钢联)	新增产能 (安泰科)	备注(SMM)
内蒙古新恒丰	内蒙古	25	15	15	新增产能计划于 2020 年 Q1
内蒙古创源	内蒙古	42	20	20	新增产能计划于 2020 年 Q2
内蒙古白音华	内蒙古	40	10	5	新增产能计划于 2020 年 Q3
百矿隆林	广西	15	10	15	新增产能计划于 2020 年 Q1
百矿田林	广西	10	15		新增产能计划于 2020 年 Q1
百矿德保	广西	10	12		新增产能计划于 2020 年 Q1
云铝文山	云南	50			新增产能计划于 2020 年 Q2
云铝涌鑫(建水)	云南		20		
云铝海鑫(昭通)	云南	35	35	30	新增产能计划于 2020 年 Q2
云铝溢鑫(鹤庆)	云南	24	24	10	新增产能计划于 2020 年 Q1
云南神火	云南	30	30	30	新增产能计划于 2020 年 Q1
云南其亚	云南		30	10	
华江铝业	云南			10	
广元林丰	四川		15	15	
广元中孚	四川	20	10	10	新增产能计划于 2020 年 Q2
内蒙古蒙泰	内蒙古	10			投产时间待定
山西中润	山西	18			投产时间待定
内蒙古华云 2	内蒙古	5			拟建，无指标
2020 年合计		334	246	170	SMM 预计 2020 年 Q1 新增产能约 114 万吨，Q2 新增产能约 147 万吨，Q3 新增产能约 40 万吨

资料来源：SMM，钢联资讯，安泰科，国泰君安期货产业服务研究所

海外方面，2019 年上半年的电解铝产量同比有所回落，减量主要是在南美洲和欧洲，一方面在于巴西海德鲁旗下的 Albras 铝厂受当地环保问题影响未达产，另一方面西欧的部分冶炼厂也出现意外事故。不过，下半年随着 Albras 铝厂的复产，海外电解铝产量同比转正。对于 2020 年的海外情况，目前比较确定的是巴林铝业的 54 万吨扩建项目以及伊朗南方铝业的 20 万吨新增产能，海德鲁、齐力、韦丹塔也可能有新产能投出，预计 2020 年将有 90 万吨左右的产能增量。

图表 27：2020 年比较确定的海外新增产能约在 90 万吨，主要在中东地区

电解铝企业	国家	当前运行产能	2020 年新增产能	备注
巴林铝业	巴林	100	54	6 号线扩建项目于 2019 年 11 月 24 日正式落成
伊朗南方铝业	伊朗	10	20	新增产能于 2020 年逐渐达产
海德鲁 Husnes	挪威	9.45	9.45	正在升级的第二条生产线有望在上半年投产
齐力 Samalaju	马来西亚	32	32	新增产能预计 2020 年 10 月投产
韦丹塔 Jharsuguda	印度	135	40	正处于扩产阶段，达产时间待定
	合计	2020 年共新增 155.45 万吨，比较确定的产能约在 90 万吨左右		

资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图表 28：根据排产计划估算，国内氧化铝在 1 季度供应压力最大，电解铝则出现在下半年（单位：万吨）

	氧化铝		电解铝		2020 年氧化铝当季过剩量预计
	国内	海外	国内	海外	国内
2020 年 Q1	50	25	10	15	30
2020 年 Q2	50	25	20	20	10
2020 年 Q3	75	25	60	20	-45
2020 年 Q4	75	50	60	25	-45

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

总的来看，由于当前高利润水平的刺激，2020 年电解铝的新增产能投放的可能性较大，主要在西南地区 and 内蒙古布局，新增产能约在 250 万吨，而海外电解铝新增产能约在 90 万吨，主要集中在中东地区。在新增产能方面，氧化铝和电解铝的供应错配依然存在，根据海内外确定性较大的排产计划估算，国内氧化铝在 2020 年 1 季度供应压力最大，而电解铝的过剩情形则出现在下半年。

2.3 需求端：四大终端料将偏弱稳，明显转好转差的可能性都不大

我们认为，2020 年的电解铝需求端将维持弱稳，且很难走出明确的趋势性方向，这主要是因为一方面目前市场对未来经济周期的定位依然不明确，2020 年国内信用周期和库存周期继续处在 2019 年以来上下两难的中间地带，另一方面在于房地产、基建作为电解铝终端需求的最主要部分，正逐步演变为“慢变量”，继续呈现所谓的“韧性”，在驱动铝价时难以出现超预期的边际增量或者减量。（相关内容请参阅有色年报宏观篇）

2.3.1 2020 年四大终端或将偏弱稳

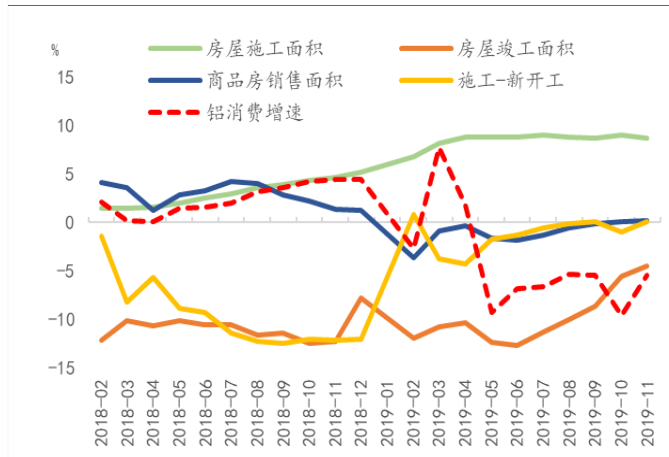
房地产作为建筑铝型材的主要应用领域，约占铝终端需求的 32%，是影响铝需求端的重要一环。2019 年的房地产市场可以说是喜忧参半，在影响铝需求更为明显的房屋建设中后段指标中，我们发现 2018 年初以来商品房销售面积增速与铝消费增速的相关性在增强，这某种程度上是由于施工的前段、中段及后段指标此消彼长，使得施工面积这一总量指标呈现出非常稳定的状态，而现房在房地产销售占比不断上升之后，商品房销售就更多地对应到封顶之后房屋建设后半段的铝建筑型材、铝合金门窗等下游铝材的消费上。

对于 2020 年商品房销售增速的走势，我们倾向于认为继续下降的空间不大，大概率将维持低位持稳的态势，这主要是因为商品房销售起落周期接近 3-4 年，而 2019 年 2 月也出现了最近这轮周期的低谷，周期上看商品房销售增速已经触底。这也同时说明，对于接下来的一年，地产对铝下游消费的提振作用将比较有限，但也不会出现明显的拖累。

基建是铝终端需求的另一块重要领域，涉及到铝线缆、轨道交通用铝等。2019 年我国的基建投资增速仍然是维持在低位，虽然企业中长期贷款、信托及委托贷款、地方政府专项债均有增量，但对基建的刺激效果

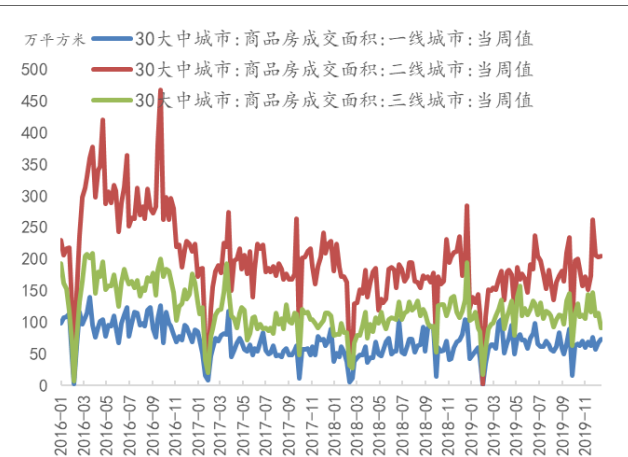
一般。当下市场主流观点仍较为看好 2020 年的基建，主要是因为 11 月底财政部提前下达新增的 1 万亿专项债，并要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目。不过值得注意的是，目前基建“项目先于资金”的政策显性约束仍在，叠加地方政府债务问题严峻背景下融资层面的隐性约束也在，因而 2020 年的基建投资增速大概率将维稳，难以有较大幅度的增量。

图表 29：2018 年以来铝消费与商品房销售的相关度渐强

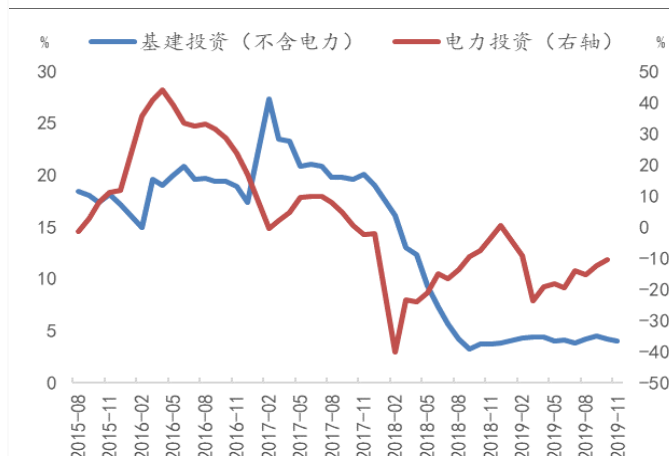


资料来源：Wind，阿拉丁，国泰君安期货产业服务研究所

图表 30：2019 年房地产成交情况低位持稳

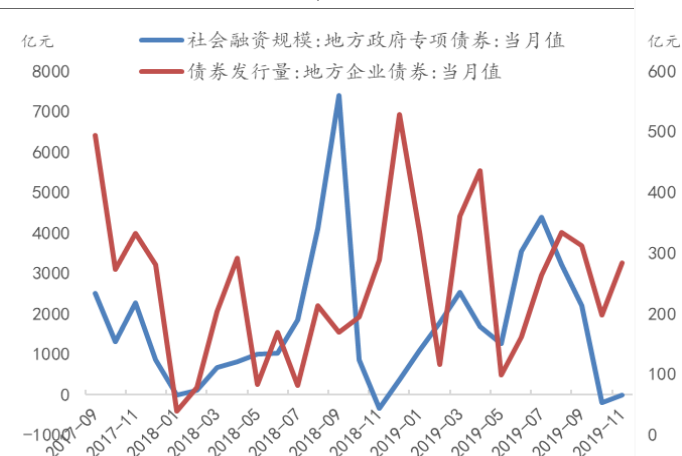


图表 31：2019 年基建投资增速继续低位持稳



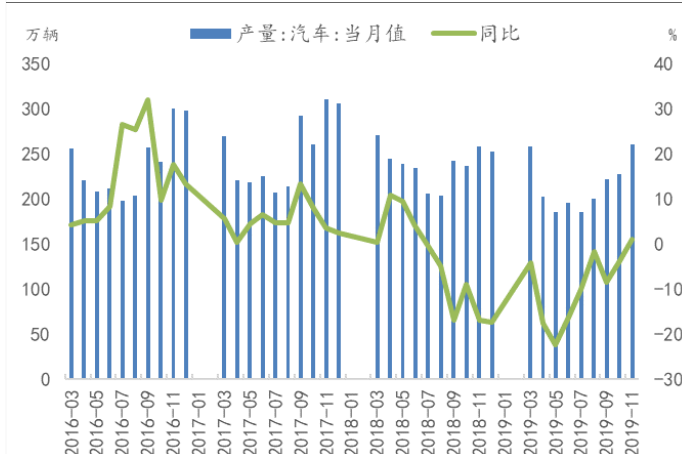
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 32：专项债提前下达，但政策显性约束不容忽视



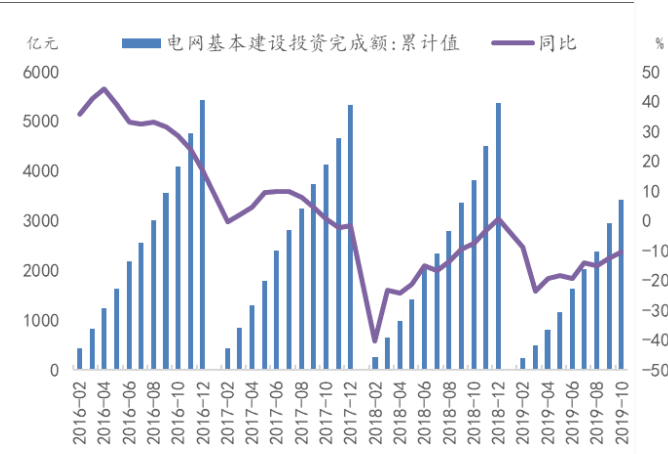
汽车和电力电缆也是铝终端消费的一部分，当前比较明显的一点是，汽车行业整体的疲弱态势基本上已经确立，产量同比去年已有明显的下滑，而此前市场一度认为发展前景广阔的新能源汽车行业也于 2019 年受阻，产量下滑严重。电力电网方面也是如此，不论是电网投资额度还是新增输电线路长度都较前几年有明显的回落，显示出电力行业对铝需求端的拉动力度在减弱。展望 2020 年，随着新能源行业补贴退坡延续，汽车行业料将难以有明显改善，而电网建设方面虽然有 5G 基地的热点在，摆脱负增长区间也比较困难，预计汽车和电力电网行业对铝消费的带动仍难言乐观。

图表 33：汽车整体行业仍然低迷



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 34：电网投资摆脱负增长区间也比较困难



为了考察地产、基建、汽车及电力电子四大板块对电解铝需求端的影响，我们构建如下模型：

$$demand_t = A \cdot real_estate_t^\alpha \cdot infrastructure_t^\beta \cdot automobile_t^\gamma \cdot electricity_t^\delta + \varepsilon$$

其中， $demand$ 为电解铝需求量， $real_estate$ 为房地产指标（商品房销售面积、房屋施工面积、房屋竣工面积）， $infrastructure$ 为基建投资（不含电力）， $automobile$ 为汽车产量， $electricity$ 为电网投资， A 为量纲调整系数， ε 为误差项， t 为时间下标， $\alpha, \beta, \gamma, \delta$ 分别为房地产、基建、汽车、电网四部分对应权重。上式可进一步调整为

$$\ln demand_t = \alpha \ln real_estate_t + \beta \ln infrastructure_t + \gamma \ln automobile_t + \delta \ln electricity_t + \varepsilon'$$

其中， $\ln demand$ 、 $\ln real_estate$ 、 $\ln infrastructure$ 、 $\ln automobile$ 、 $\ln electricity$ 分别为电解铝需求量增速、房地产指标（商品房销售面积、房屋施工面积、房屋竣工面积）增速、基建投资（不含电力）增速、汽车产量增速及电网投资增速。我们选取 2017-2019 年的数据作为样本，出于样本为非平衡面板数据的考虑，我们进一步运用 Stata 对数据做多元回归分析，将房地产各指标依次置入模型中，得到相应的回归结果。可以看出，选用施工-新开工增速剪刀差作为房地产指标时，模型的拟合优度最好，相应的基建、地产指标的系数最为显著，这也与事实上电解铝最重要的两大终端消费的认识相符。由此，我们可以得出

$$\ln demand_t = -0.69 \ln real_estate_t + 0.503 \ln infrastructure_t + 0.151 \ln automobile_t + 0.0251 \ln electricity_t - 5.145$$

根据我们对 2020 年主要终端需求未来发展趋势的预判，我们分别赋予基建投资、汽车、电网 4.5%、-2%、-8% 的增速，施工与新开工增速渐有收敛态势，我们对两者的剪刀差赋予 0% 的增速，通过回归模型计算得到 2020 年电解铝的需求增速预估值在 1.0%。

图表 35：多元回归分析结果显示，施工-新开工剪刀差与基建对电解铝需求的影响明显

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
基建	-0.0703	0.259	0.391	0.503***
	(0.283)	(0.207)	(0.313)	(0.175)
电力	0.0765	0.235**	0.248*	0.151
	(0.128)	(0.103)	(0.132)	(0.0888)
汽车	0.0428	-0.0679	0.0574	0.0251
	(0.124)	(0.128)	(0.138)	(0.101)
商品房销售面积	0.832**			
	(0.366)			
房屋施工面积		-1.040**		
		(0.380)		
房屋竣工面积			-0.0472	

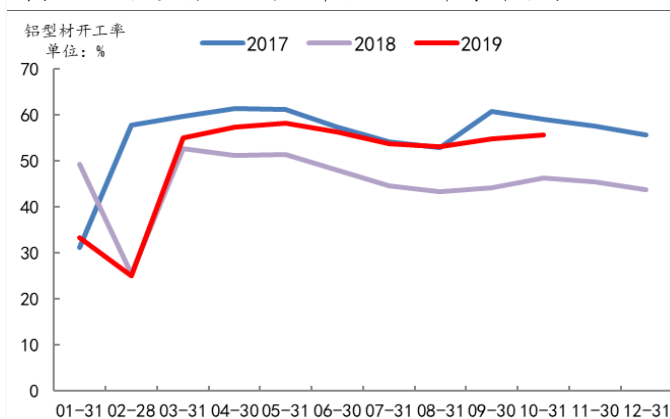
				(0.279)	
施工-新开工					-0.690***
					(0.155)
Constant	0.458	7.130*	0.891	-5.145	
	(3.355)	(3.809)	(4.994)	(3.076)	
Observations	28	28	28	28	
R-squared	0.706	0.728	0.640	0.807	

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：Standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1）

2.3.2 铝加工材消费尚可，转差可能性不大

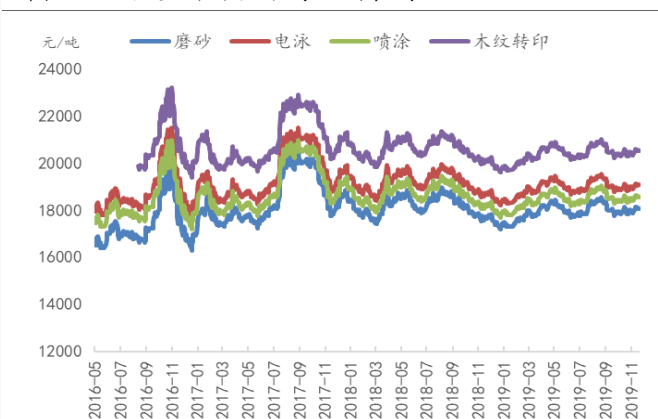
终端需求对电解铝的拉动还是会反映在下游各铝加工材的基本面上来，整体来看下游铝材的消费情况较理想，对电解铝消费有一定程度的正反馈。当前的铝下游各加工材消费有两个特征，一是下半年的季节性特征略有转淡，二是整体上的消费情况并不差，甚至是强于预期，铝棒产量和库存数据可以一定程度地反映出下游及终端的消费情况，且从价格的震荡态势也不能证实消费有转差迹象。我们预计 2020 年各铝加工材消费转差的可能性依然不大，价格上基本维持区间震荡的态势。

图表 36：铝型材企业开工率较 2018 年有所好转



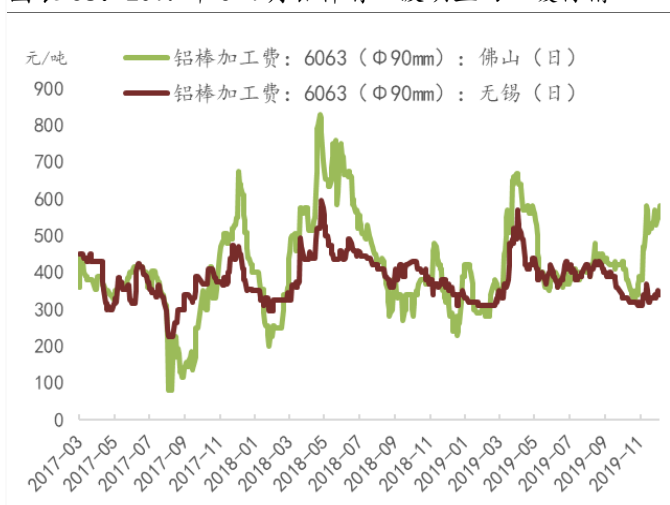
资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 37：铝型材价格维持区间震荡



资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 38：2019 年 3-4 月铝棒有一波明显的回暖行情



资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 39：季节性上看佛山地区铝棒加工费不亚于 2017 年



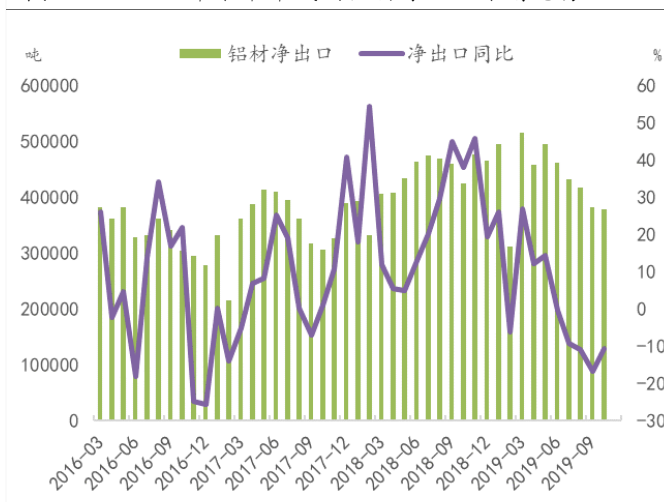
资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

由于我国铝产业链下游部分总体以出口为主，海外需求是下游各铝加工材很重要的组成部分。不过，2019 年的铝材出口情况并不理想，6 月开始净出口同比转负，且下半年以来降幅不断扩大。据海关总署最新的 2019

年10月进出口数据显示，我国铝材净出口37.9万吨，同比下降10.52%。铝材出口量的回落受到多个因素的综合影响，其一在于中美贸易摩擦在2019年年中一度陷入紧张局势，对出口至美国的铝制品数额有明显打压，其二在于虽然人民币贬值利好国内商品出口，但国内外铝价走势的明显分化使得内外比值不断走高，这也造成了各下游铝加工材出口盈利的全面回落，出口盈利相对较薄的铝条及杆于2019年转为亏损，对全年铝条及杆的出口活动带来负面冲击，其三在于2019年相继有多个国家对我国的铝加工材启动反倾销调查或是加征反倾销税，这其中也包括越南、印尼、墨西哥等主要出口对象国，这对我国的铝材出口活动有明显的冲击。

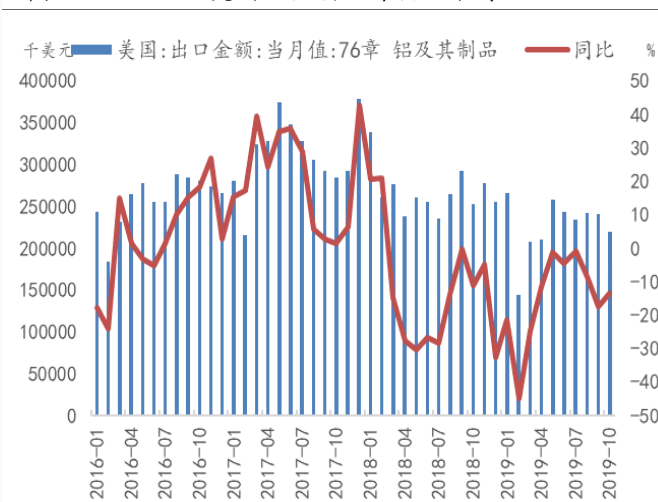
虽然中美第一阶段协议已于2019年12月13日达成，进一步加征关税的计划取消，但此前的关税比率仍将维持，后期对铝材及其他终端制品向美国的出口仍将受到拖累。不过，一旦2020年内外盘铝价走势有逐渐趋同的态势，内外比值将回落至此前的均衡水平附近，铝加工材的出口盈利水平也将会有所恢复，因而我们预计接下来下游铝加工材的出口量继续回落的空间不大。

图表 40：2019 年下半年我国铝材净出口下滑态势显现



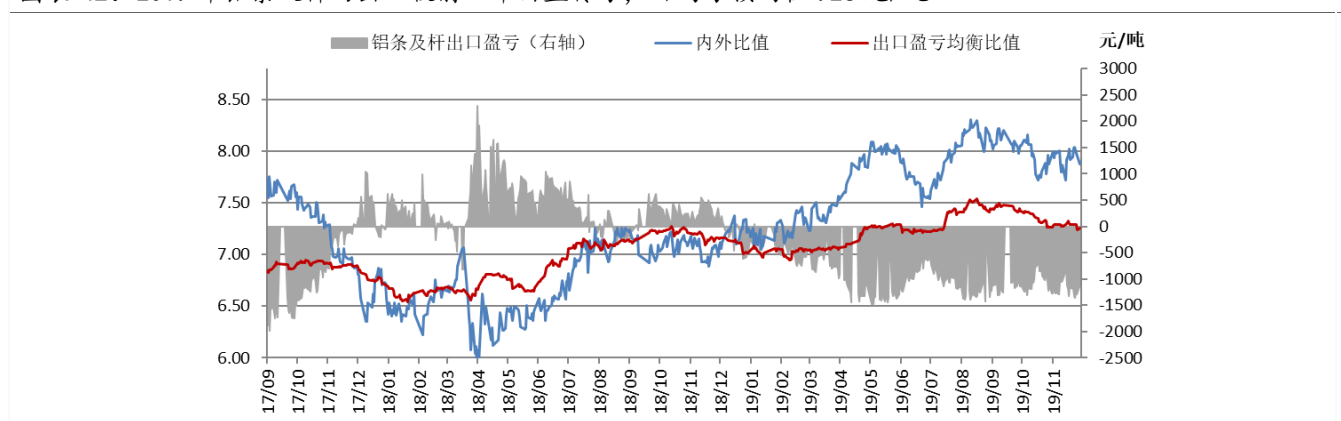
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 41：出口至美国的铝制品有明显下滑



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 42：2019 年铝条及杆的出口较前一年由盈转亏，日均亏损约在 926 元/吨



资料来源：Wind，Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

综合来看，四大电解铝终端需求中，房地产、基建正逐步演变为“慢变量”，在驱动铝价时难以出现超预期的边际增量或者减量。对于接下来的一年，地产对铝下游消费的提振作用将比较有限，但也不会出现明显的拖累；基建投资增速大概率将维稳，难以有较大幅度的增量；随着新能源行业补贴退坡延续，汽车行业料将难以有明显改善；电网建设方面虽然有5G基地的热点在，摆脱负增长区间也比较困难，对铝消费的带动仍难言乐观。铝加工材方面，预计2020年各铝加工材消费继续转差的可能性不大，价格上基本维持区间震荡的态势，铝材出口继续回落的空间也不大。

2.4 2020 年供需平衡的预估：过剩格局或将是大概率事件

2019 年国内电解铝市场呈现出的是供需双弱的格局，而相比于需求，供给收缩得更为明显，因而全年呈现出的是超预期去库的状态，当期的供应量还是存有缺口。值得注意的是，2019 年电解铝的需求量同比转负，根据安泰科的历史情况统计来看，出现这种情形还是近 30 年来的首次。2019 年前 11 个月，电解铝供应累计增速（自产+净进口）为-2.3%，消费累计增速在-1.9%，预计全年供应和消费增速分别在-2.3%和-2.0%，而 2018 年供应和消费累计增速分别在-0.8%和 4.5%，供需增速均较前一年有明显的下降。绝对量方面，2019 年电解铝供应总量为 3533 万吨，消费总量为 3593 万吨，供给缺口约为 60 万吨。

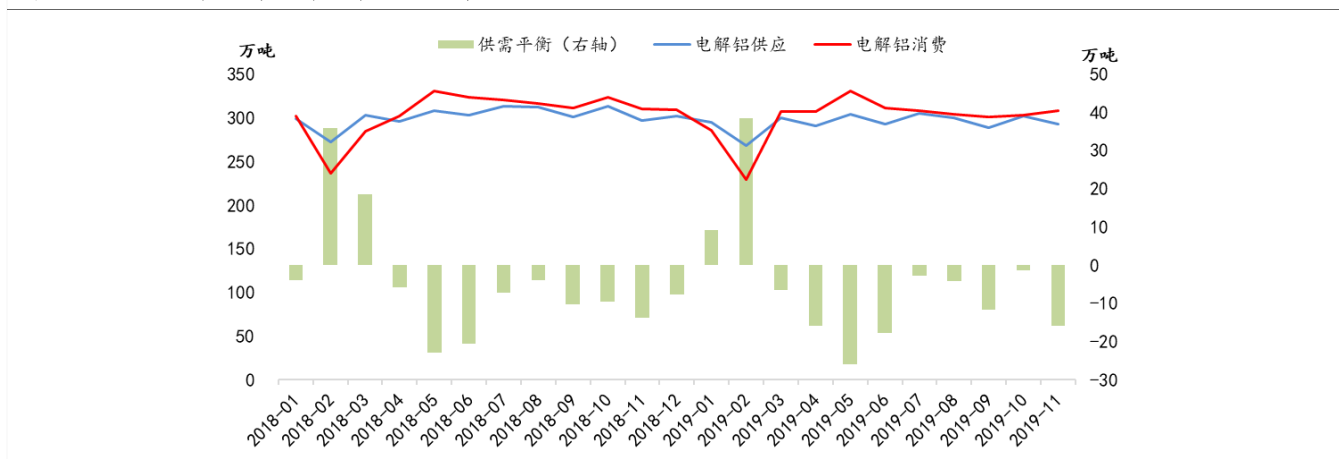
图表 43：2019 年国内电解铝供需基本上维持负增长，供应比需求更弱

日期	电解铝供应	供应累计增速	电解铝消费	消费累计增速	供需平衡
2019年11月	292.3	-2.3%	308.2	-1.9%	-15.9
2019年10月	301.4	-2.4%	302.8	-2.1%	-1.4
2019年9月	288.7	-2.2%	300.3	-1.6%	-11.6
2019年8月	299.9	-2.0%	304.0	-1.3%	-4.1
2019年7月	305.2	-1.7%	307.9	-1.0%	-2.7
2019年6月	293.0	-1.6%	310.9	-0.4%	-17.9
2019年5月	304.2	-1.2%	330.2	0.3%	-26
2019年4月	290.9	-1.2%	306.8	0.4%	-15.9
2019年3月	300.0	-1.1%	306.5	-0.1%	-6.5
2019年2月	268.0	-1.2%	229.6	-4.2%	38.4
2019年1月	295.0	-1.1%	285.9	-5.4%	9.1
2018年12月	301.7	-0.8%	309.4	4.5%	-7.7
2018年11月	296.2	-0.8%	310.1	4.5%	-13.9
2018年10月	313.3	-1.2%	322.9	4.2%	-9.6
2018年9月	300.7	-1.7%	310.9	3.6%	-10.2
2018年8月	311.9	-2.0%	315.8	3.2%	-3.9
2018年7月	312.9	-2.6%	320.1	2.0%	-7.2
2018年6月	302.6	-2.9%	323.1	1.6%	-20.5
2018年5月	307.7	-2.8%	330.6	1.5%	-22.9
2018年4月	295.5	-3.1%	301.4	0.1%	-5.9
2018年3月	303.0	-2.8%	284.6	0.2%	18.4
2018年2月	271.7	-3.3%	235.9	2.1%	35.8
2018年1月	298.2	-3.1%	302.2	2.7%	-4

资料来源：Wind，阿拉丁，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

展望 2020 年，我们认为国内电解铝市场大概率将呈现出过剩格局。其中，供应很可能转为增长，增速在 3.0-4.0%左右，绝对量大致在 3638-3674 万吨；而需求增速大概率落在 1.0%左右，绝对量大致在 3630 万吨附近。因而总的来看，2020 年电解铝将有 8-44 万吨的过剩量。据安泰科的预计，2020 年电解铝供应总量为 3723 万吨，消费总量为 3690 万吨，供给缺口约为 33 万吨。

图表 44：2020 年国内电解铝市场大概率将呈现出过剩格局



资料来源：Wind，阿拉丁，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

3. 对 2020 年铝价的整体判断及投资建议

3.1 铝价的预判及风险点提示

2020 年的宏观面上，我们认为，地产、基建等传统需求正在成为“慢变量”，这也将使得 2020 年国内信用周期和库存周期继续处在上下两难的中间地带。相比于中国宏观需求的平淡预期，而海外市场又变数丛生，全球金融市场波动率走高是大概率事件，这都会带来国内政策及经济层面未知的变局，并由此带来有色金属更高频次的预期差行情。

在这样的宏观环境下，我们认为终端需求将维持在低位持稳运行，与铝消费密切相关的四大终端行业中，地产对铝下游消费的提振作用将比较有限的同时也不会出现明显的拖累，基建投资增速大概率将维稳，难以有较大幅度的增量，汽车行业料将难以有明显改善，而电网建设方面虽然有 5G 基地的热点在，摆脱负增长区间也比较困难，终端需求对铝消费的带动仍难言乐观。我们预计 2020 年国内电解铝需求增速大概率落在 1.0% 左右，绝对量大致在 3630 万吨附近。

从供应端来看，2020 年的新增电解铝产能投放进度或将逐步加快，新增产能约在 250 万吨，1、2 季度将是投产的密集期，而海外电解铝新增产能约在 90 万吨。原料端方面，2020 年上半年的氧化铝产能或将处于过剩阶段，从中期来看氧化铝价格不会太乐观，或将继续承压偏弱，而电力、预焙阳极价格难有大涨，成本端来看对铝价的支撑力度不强，铝企利润可观也将刺激新增投产的进度。据此，我们预计 2020 年国内电解铝供应很可能转为增长，增速在 3.0-4.0% 左右，绝对量大致在 3638-3674 万吨。

综合供需来看，2020 年供需增速均回升，且供给增加得更多，我们认为国内电解铝市场大概率将呈现出过剩格局。其中，供应总量大致在 3638-3674 万吨，而需求总量大致在 3630 万吨附近，总的来看 2020 年电解铝将有 8-44 万吨的过剩量。

综上，我们对 2020 年铝价总体持偏空的思路，上半年原料端供给压力较大，铝价或维持弱势，年中很可能有一波向上行情，行情持续的时间依赖于去库的力度和节奏，而下半年累库的拐点值得关注，很可能成为行情走弱的导火索。总的来说，铝价很可能走出“偏弱-转强-转弱”的格局。

不过，由于海外市场未来的不确定性仍然不小，需持续关注如下风险点：

- 第一，国内逆周期调节政策持续发力，宏观面大幅走强；
- 第二，中美贸易谈判超预期转好，前期征税取消刺激出口；
- 第三，电解铝原料端受到事件性冲击而大涨，刺激铝价阶段性冲高。

3.2 相应的投资建议及套利策略

2020 年在铝的投资价值上，整体上我们更倾向于空头配置，不过阶段性的转势仍需高度关注。铝价趋势上的拐点往往依赖于库存变动方向上的转势，而 2 月底 3 月初往往是去库阶段的起点，这也为投资者提供了一个比较好的空头离场点，同时也是多头头寸的入场时机。全年还需关注氧化铝、电解铝的投产节奏，根据实际投产进度以及预期差来适时地调整投资策略。在套利策略方面，我们倾向于做铝的内外正套，2020 年的内外正套入场点应尽量同时满足以下两个条件：一是铝锭现货进口亏损幅度小于 300 元/吨或转成进口盈利；二是沪伦比触及套利区间上沿及以上。

图表 45：伦铝短期下方支撑在前低 1710 附近，上方阻力位参考下半年高点 1870



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 46：沪铝短期下方支撑在 13600 附近，上方阻力位参考下半年次高点 14500 附近



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**金融理财部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521