



2020.05.20

## 瓜熟需待蒂落时

近期报告：

### ——铝内外正套需等待基本面驱动落地


**王蓉**

021-33038639

wangrong013179@gtjas.com

投资咨询资格 Z0002529

**贺一堂（联系人）**

021-33038623

heyitang020968@gtjas.com

F3053234



**重要提示：**报告表述内容不构成投资建议。

#### 【报告要点】

##### 策略观点：

虽然从统计意义上来看铝内外正套策略的机会已经显现，但基本面上的驱动还没有得到确认，目前还不宜盲目入场，需持续关注国内外电解铝的去库幅度变化。

##### 策略逻辑：

从统计套利上来看，当前已经给出了内外正套的安全边际。除汇后的沪伦比明显超出统计套利的区间上沿，铝现货进口盈利已经维持了一段时间，后期渐有回落态势；从基本面的驱动上来看，后期国内供应压力上升、需求难以持续，与此同时海外需求很可能将面临边际上的转暖，伦铝现货价格也跌至俄铝的现金成本线，这些都为铝内外正套策略提供了基本面逻辑的支撑，不过当前基本面的驱动还未落地，正套入场点很可能在5月底6月初；从内外期限结构上来看，当前国内 back 和海外的 contango 均不利于正套头寸移仓，操作上还是以远月合约为主。

##### 风险应对：

- 1、国内需求端继续超预期偏强，铝价连续大涨，应预设策略的止盈止损点位，一旦行情触及则需考虑及时平仓；
- 2、海外复工复产明显不及预期，疫情形势转差再度冲击伦铝盘面，亦需考虑及时止损。

我们在5月9日的“周末夜话”中提到了铝内外正套策略，这一方面是基于对后期铝内强外弱格局转向的基本面预期，另一方面是考虑到进口盈利及沪伦比已经升至比较高的水平，后期回落的态势已愈发明显。我们认为，虽然从统计意义上来看铝内外正套策略的机会已经显现，但基本面上的驱动还没有得到确认，目前还不宜盲目入场，需持续关注国内外电解铝的去库幅度变化。

## 1. 铝内外正套策略基本面逻辑分析

跨市套利操作往往是基于对不同市场同一品种走势分化的预期，这种预期离不开各市场基本上所表现出来的差异性。对于铝这一品种，我们认为国内当下所表现出的强势消费难以持续，后期有转势的风险；而海外铝的利空因素基本出尽，存在边际上转好的预期。基于未来国内外铝基本面的差异，我们认为在基本面驱动得到确认后，铝的内外正套策略有较大的盈利空间。

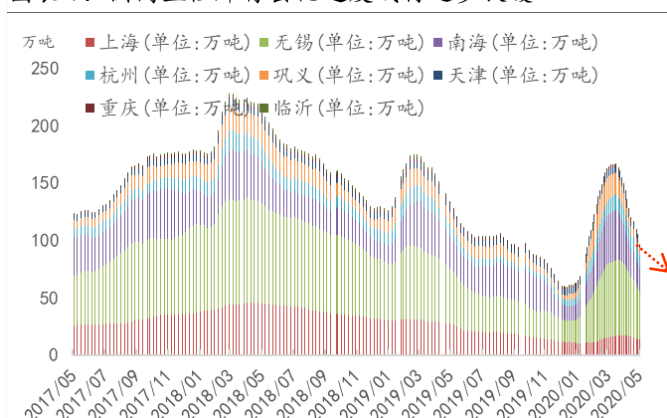
### 1.1 沪铝：强势消费背后存隐忧，后期走势不容乐观

铝在今年3月海内外宏观氛围转差背景下随整个有色板块大跌之后，4月一开始便开启了消费旺季的运行模式。虽然旺季来得比常年晚一至两周的时间，但态势一点也不比往年差，甚至消费情况远超市场此前的预期。4月当月铝锭去库量高达50万吨，主要流转地的周度出库量也是创下近年来同期的新高。不过，在需求端亮眼的背后，国内铝基本面有几点隐忧值得注意，这很可能为后期走弱埋下伏笔。

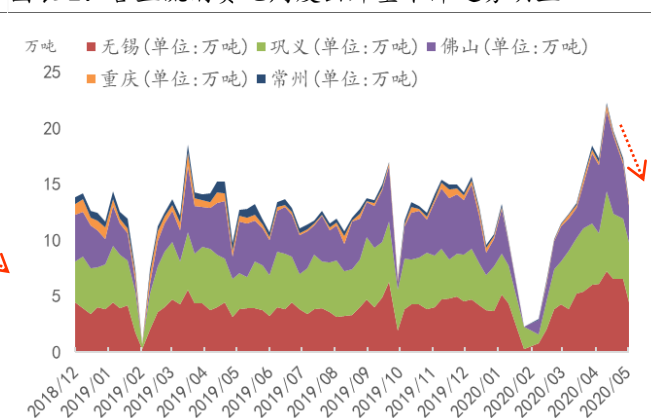
#### 隐忧一：贸易商囤货提振短期消费，却“透支”了后期的实质性需求

4月以来铝锭出库量明显提升，除了下游建筑、医疗板块转好带动之下的铝型材、铝板带箔的消费提升外，很重要的一点是贸易商大量囤货、外部资本入场采购、大户收货交单等给铝锭的消费带来了不小的拉动。而这些提前采购的囤货行为的确能够提振短期的需求面，但是也在“透支”五、六月份的需求。需求前置已经在近期的相关指标上有所体现，从4月下旬开始国内主流消费地的铝锭周度出库量已经开始有明显回落。考虑到囤货行为仅仅是阶段性的消费前置，其他条件不变的情况下并不会改变一段较长时期的消费总量，因而我们可以通过对比去年与今年的铝锭出库量来做大致预测。可以看出，今年3月初以来12周的铝锭出库量相比去年同期高出36万吨，假定今年3-6月的铝锭消费总量较去年没有出现大幅增长（这是考虑到上半年淡旺季的4个月时间里，疫情影响下终端需求情况大概率不会比去年好），5月下旬开始的铝锭出库量很可能会经历一轮较去年同期有明显减量的过程（至少是周度6万吨的同比减量），这将对后期铝价造成明显施压。

图表1：国内显性库存去化速度或将逐步放缓



图表2：各主流消费地周度出库量下降趋势明显



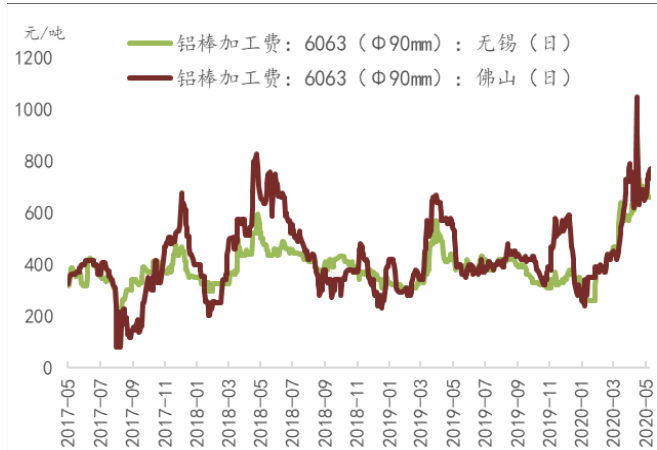
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

#### 隐忧二：铝棒高加工费刺激下棒厂扩产，但后期的下游订单并不乐观

4月初开始，各地的铝棒加工费一路攀升，华南地区尤其明显，佛山的铝棒加工费一度升至1000元/吨以上。火热的铝棒市场一方面是由于下游建筑、医疗板块转好，华南地区的建材企业基本接近满产状态，另一方面部分地区铝棒市场可流通货源偏紧，4月上中旬部分铝棒厂及贸易商持货惜售、限量销售。不过从全国铝棒产量可以看出，铝棒的供应量并不缺，3、4月开工率不断提升，产量也创下新高。前期市场上所表现出的供不应求状态很可能只是区域性、阶段性的供需不匹配，随着型材厂及贸易商的采购活动降温，新增订

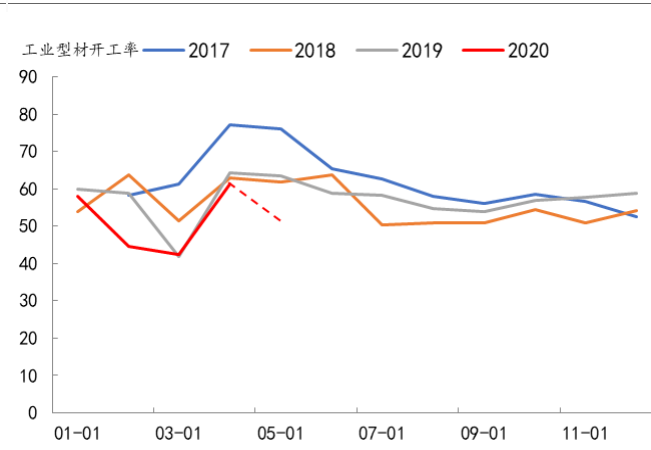
单量也在趋于常态。据资讯机构的调研情况显示，五一节后已有部分北方铝棒厂反映订单大幅下滑，多数加工企业排单期在6月及之后的新增订单存担忧。从SMM公布的主流消费地周度铝棒出库量数据可以看出，今年3月初以来的12周铝棒出库量较去年同期已经有5.21万吨的减量，铝棒市场供增需降的态势已愈发明显，后期或将迫使棒厂减产进而降低对铝锭的需求量。

图表3：佛山铝棒加工费一度冲高，后期仍偏强

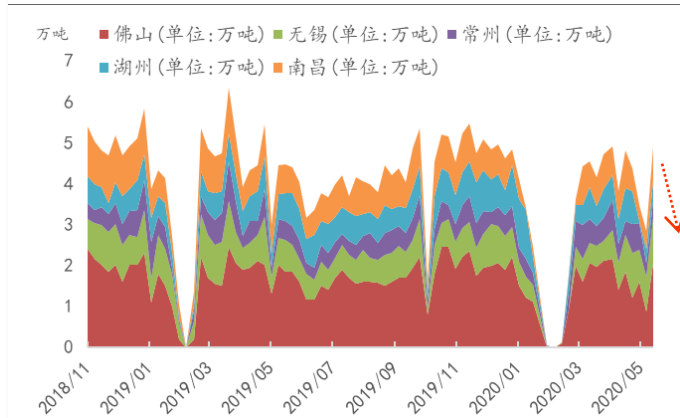


资料来源：上海钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图表4：工业型材开工率或将于5月开始有所下滑

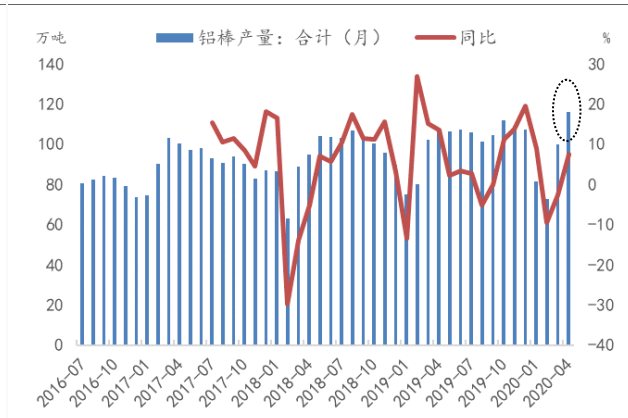


图表5：主流消费地铝棒周度出库量或将下滑



资料来源：上海钢联，国泰君安期货产业服务研究所

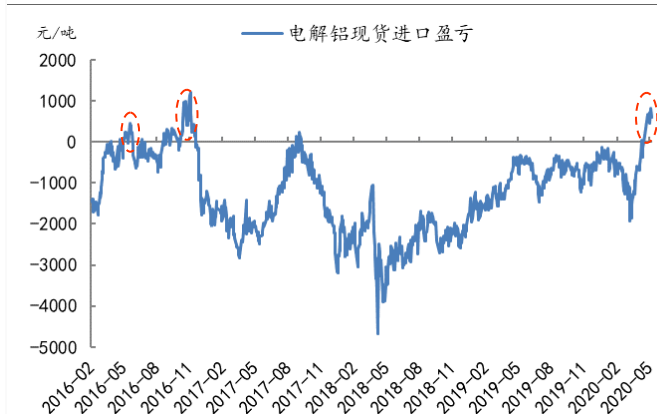
图表6：前期高加工费刺激下的扩产难以持续



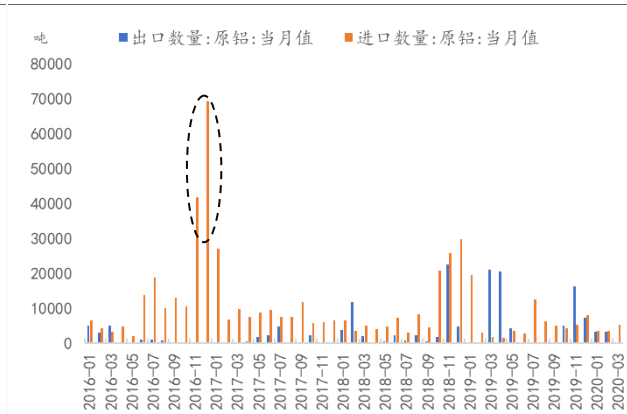
### 隐忧三：电解铝的进口量增加，增加后期国内的供应压力

从4月初开始，铝内强外弱的分化格局比较明显，国内铝受需求端带动不断走强，而伦铝则处于低位震荡态势，上周五再次下探接近前低。沪伦比不断攀升使得电解铝现货进口窗口于4月底打开，盈利水平一度扩大至700元/吨，沪铝主力合约也有200元/吨以上的盈利。一般情况下，我国电解铝进出口的量都不大，进口及出口规模都不及国内产量的1%，而一旦铝锭进口有明显的盈利，就会有海外铝锭流向国内，对短期的供应格局造成冲击。考虑到俄铝（2019年我国自俄罗斯的电解铝进口量占到近三成）经满洲里进口至国内大概需要20天到一个月的时间，因而供应冲击基本上要滞后半个月以上。进口冲击的时滞性也可以从2016年的情形中找到验证，彼时的电解铝现货进口窗口于2016年9月打开，而进口量的大幅增长则是出现在11-12月。考虑到本轮进口窗口打开是在4月底，那么进口量的增加则很可能出现在6-7月，虽然目前还看不到海外铝锭的冲击，但后期（6月初开始）电解铝的供应压力还是不容忽视的。

图表 7：铝现货进口盈利窗口鲜有打开



图表 8：进口大增出现在 2016 年的 11-12 月



资料来源：wind, Bloomberg, 海关总署, 国泰君安期货产业服务研究所

#### 隐忧四：西南地区新增产能投放节奏恢复，叠加部分检修产能将复产，后续供应端压力不容小觑

随着 4 月初铝价探底回升叠加氧化铝维持一段时间的下跌，铝企的盈利水平开始逐步改善，4 月中旬全国产能加权后的铝企利润重新站上盈亏平衡线，截至 5 月 11 日的铝企完全盈利水平已超过 1000 元/吨，高成本地区的盈利也能达到 300-500 元/吨。在短期铝价偏强运行的情况下，前期因亏损而提前检修的部分企业有复产的动力。据了解，东兴铝业、云南铝业、重庆国丰、黄河鑫业等近期已经在逐步复产，山西、贵州、内蒙古等地的部分铝企也有复产的计划，前期减产落地的 57 万吨产能中，当前已在复产以及计划复产的产能约有 45 万吨，后期复产产能进一步扩大几成定局。

更为关键的是，受益于铝价的不断回暖，西南地区新增产能的投放节奏较此前有所恢复，产能释放也将在后期有明显提速。今年 1 季度仅有广元中孚一期一段的 12.5 万吨达产，云南神火一期一段的 15 万吨完全达产是在 5 月份，6 月则大概率会有广元中孚一期二段、云铝溢鑫共计 33.5 万吨产能落地，供给压力在 2 季度后半段逐渐释放出来。再考虑到 4 月底开启的铝锭进口盈利窗口到目前为止仍维持着较高的盈利水平（详见前文“隐忧三”部分），后续国内铝供应端的压力着实不容小觑。

图表 9：前期减产的铝企有很大概率复产，当前已在复产以及计划复产的产能约有 45 万吨

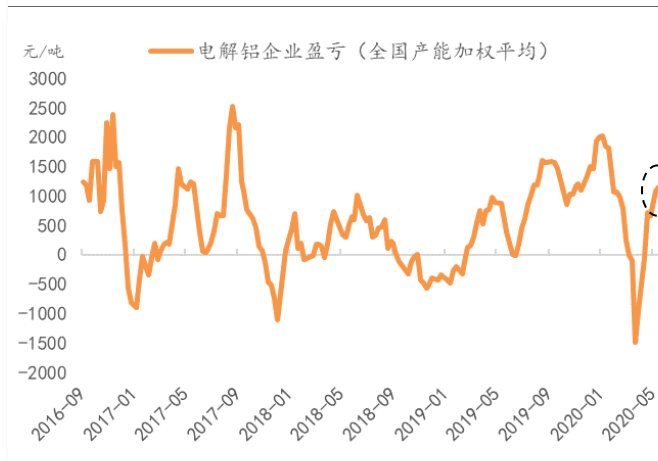
电解铝企业	已减产产能	待减产产能	减产时间	备注
朔州能源铝硅合金	2.6	0	2020 年 02 月	检修，后期复产视市场情况而定
六盘水双元铝业	3	0	2020 年 03 月	检修，后期复产视市场情况而定
东兴嘉峪关	9	8	2020 年 03 月	检修，近期有复产
东兴陇西	1.2	0	2020 年 03 月	检修，近期有复产
重庆国丰	7.2	0	2020 年 03 月	变压器短路，全停，近期有复产
中铝山西	7	0	2020 年 03 月	到 4 月上旬完成减产，近期有复产
中铝连城	0.27	0	2020 年 03 月	检修 5 台槽
宁创新材料	2.9	0	2020 年 03 月	停槽检修
重庆旗能	1.3	0.7	2020 年 03 月	检修 25 台槽
启明星铝业	0.8	0	2020 年 04 月	暂时检修 10 台 300KA 电解槽
青海佳韵	1.3	0	2020 年 04 月	检修 20 台电解槽
黄河鑫业	4	0	2020 年 03 月	3 月下旬开始检修，近期有复产
河南万基	1	0	2020 年 04 月	检修 300KA 电解槽
重庆天泰	0.5	0	2020 年 04 月	检修 30 台电解槽
华仁新材料	0.3	0	2020 年 04 月	检修 4 台电解槽
青海百河	1	0	2020 年 04 月	检修 15 台 240KA 电解槽
云铝集团	8	0	2020 年 04 月	检修，近期有复产
锦联铝材	3	0	2020 年 04 月	检修，后期复产视市场情况而定
营口鑫泰	3	20	2020 年 04 月	4 月 15 日起减产，已减产 3 万吨



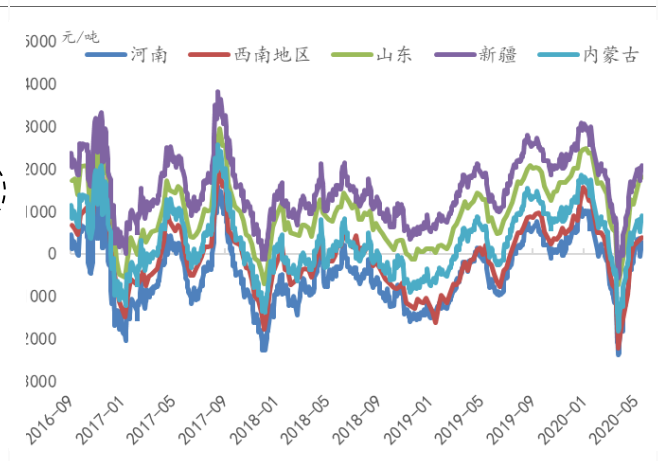
	合计	57.37	28.7	前期减产落地的 57 万吨产能中，近期有复产动作的在 36 万吨附近，后期很可能复产的在 9 万吨附近，后期复产产能进一步扩大几成定局
--	----	-------	------	---

资料来源：百川资讯，SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 10：铝企平均盈利已升至 1000 元/吨以上



图表 11：当前高成本地区盈利情况也明显转好



资料来源：wind，上海钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图表 12：西南地区新投产能在积极稳步推进，6 月或将有 33.5 万吨产能达产

电解铝厂	地区	年内计划新增产能	最新进展
广元中孚	四川	25	一期一段 12.5 万吨于 2019 年 11 月 29 日通电，2020 年 1 月全部达产，二期二段 12.5 万吨预计 2020 年 6 月达产
云南神火（一期）	云南	30	2 月 22 日正式启动，3 月 11 日产出铝锭成品，5 月一期一段 15 万吨全部达产
云铝溢鑫	云南	21	二期三段于 2 月 6 日通电投产，四段于 4 月 23 日通电，预计 6 月中上旬全部达产
云铝文山	云南	25	4 月 24 日一区 62 台电解槽筑炉施工任务全部完成，5 月 5 日一区电解槽顺利通电，第二段电解槽制安工作正在进行
云南宏泰	云南	50	一期工程 C 系列计划于今年 8 月份通电试运行
云南其亚	云南	35	在建中，预计年内部分通电投产
内蒙古白音华	内蒙古	20	3 月 30 日复工，大概率要 2021 年才能投产
	合计	206	这 7 家铝企计划新增产能中，大概率可于今年达产的主要是前 4 家，5 月已达产 27.5 万吨，6 月新增达产 33.5 万吨

资料来源：阿拉丁，SMM，国泰君安期货产业服务研究所（新增产能计划及最新动态更新至 2020 年 5 月 20 日）

综合来看，国内铝价偏强运行看似是下游需求的强劲支撑，实则有多处隐忧很可能触发后期铝价的转势。需求面上，下游投机性囤货拉动了出库量，提振了短期的需求面，但在一定程度上透支了中长期的实质性需求，且铝棒市场供增需降的态势已愈发明显，后期棒厂或将降低对铝锭的采购量。供应端上，西南地区新增产能投放节奏恢复，叠加部分检修产能将复产，且原铝及铝合金锭的进口量在不断增加，后期国内的供应压力愈发增大。因而铝价短期偏强态势难以持续，5 月底 6 月初很可能转向弱势格局。

图表 13：修正后的供需平衡表显示，6 月份供应压力愈发显现出来

		2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
1. 矿端	1.1 国内铝土矿产量	765.9	613.1	730.1	700.0	760.0	730.0
(单位:万吨)	1.2 铝土矿进口量	920.4	920.4	1000.6	990.0	1000.0	995.0
	1.3 铝土矿总供应量	1686.3	1533.5	1730.7	1690.0	1760.0	1725.0
2. 精炼端	2.1 国内冶金级氧化铝产量	555.9	517.3	543.4	539.5	552.7	530.0

(单位:万吨)	2.2 氧化铝净进口量	35	24	33	35	28	23.5
	2.3 冶金级氧化铝总供应量	589.1	550.5	576.4	574.5	580.7	553.5
3. 冶炼端	3.1 国内电解铝产量	307.3	286.7	303.6	295.8	307.0	295.9
(单位:万吨)	—主要变量: 云南神火	/	/	0.5	1	1.25	1.25
	—主要变量: 云南文山	/	/	/	/	/	/
	—主要变量: 云铝溢鑫(鹤庆)	/	/	/	/	/	/
	—主要变量: 广元中孚	1	1	1	1	1	1
	3.2 电解铝进口量	0.19	0.19	0.54	0.5	0.4	0.4
	3.3 电解铝总供给量	307.5	286.9	304.1	296.3	307.4	296.3
4. 需求端	4.1 国内电解铝需求量	287.3	231.1	274.1	346.5	337.1	303.6
(单位:万吨)	—主要部分: 房地产(型材、合金)	114.9	92.4	109.6	138.6	134.8	121.5
	—主要部分: 交通运输(合金)	71.8	57.8	68.5	86.6	84.3	75.9
	—主要部分: 包装(铝箔及其他)	17.2	13.9	16.4	20.8	20.2	18.2
	—主要部分: 电力(铝线缆)	43.1	34.7	41.1	52.0	50.6	45.5
	—其他	40.2	32.4	38.4	48.5	47.2	42.5
	4.2 电解铝出口量	0.18	0.18	0.02	0.1	0.08	0.08
	4.3 电解铝总需求量	287.5	231.3	274.1	346.6	332.3	300.4
5. 供需平衡	氧化铝供需平衡	-0.9	0.0	-6.5	6.6	-8.7	-14.6
(单位:万吨)	电解铝供需平衡	20	55.6	30	-50.3	-29.8	-7.4
	国内电解铝社会库存	85.3	140.9	170.9	120.6	90.8	83.4

资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 伦铝: 很可能迎来需求端的边际性修复, 趋势上转暖还需等待

本轮疫情冲击的修复方面, 国内明显先于海外。国内的各宏观经济指标(制造业 PMI、固定资产投资、社会消费品零售等)在 2 月份达到最差, 3 月开始逐步有明显修复; 相比之下, 海外的宏观经济及就业指标在 4 月份还在探低, 美国 4 月非农就业人数创下 70 年以来的最差水平, 而从频度较高的周度初请失业金、续请失业金人数上, 到目前为止仍未能看到转好的趋势, 市场对本周即将公布的欧美各国 5 月制造业 PMI 初值也没有太好的预期。

虽然说海外疫情形势仍然非常严峻, 美国、俄罗斯、印度、巴西等国家确诊人数还在大幅上升, 但部分国家已经开始为重振经济逐步地复工复产, 也有国家开始解除边境封锁, 部分海外车企也开始宣布重启的计划。从欧美各国股市自 4 月以来开始连续反弹也能一定程度上看到市场对后期复工复产的预期, 需求端边际上的转好也能够为海外低迷的铝价带来止跌回稳的支撑。

图表 14: 部分国家的复工复产政策逐步落地, 为重振经济创造条件

国家	政策开始时间	政策内容
英国	2020.5.13	复工复产将大致分三步走: 自 5 月 13 日起, “积极鼓励”无法居家办公的人员返回工作岗位, 食品加工、建筑、制造、物流、科研等行业将率先复工; 最早自 6 月 1 日起, 商店逐步恢复营业; 最早自 7 月 4 日起, 酒店餐饮等行业可以复工。
意大利	2020.5.4	公园、办公楼、工厂与建筑工地自 5 月 4 日起重新开放或复工, 全国的酒吧和餐馆也将重新开业; 自 5 月 18 日起, 零售商店、博物馆、教堂、文化场所与图书馆也将被允许重新开门, 体育团队也可以开始集体训练。
瑞士	2020.4.27	分三阶段解除防疫封锁: 第一阶段从 4 月 27 日开始, 具体措施包括重新开放一些非必需的行业, 如理发业与牙科诊所等, 此外食品店与园艺中心也已开放; 第二阶段则于 5 月 11 日开始, 义务教育阶段的学校已重新开学, 所有的销售食品以外商品的商店和市场也在同日复工, 博物馆与书店当天也恢复开放; 第三阶段定于 6 月 8 日开始, 届时高中与大学将重新开学, 对娱乐和文化活动的限制也可能取消。
美国	2020.5.15	纽约州中部和北部、芬格湖群等五个区域满足了经济重启第一阶段的七项指标, 于 5

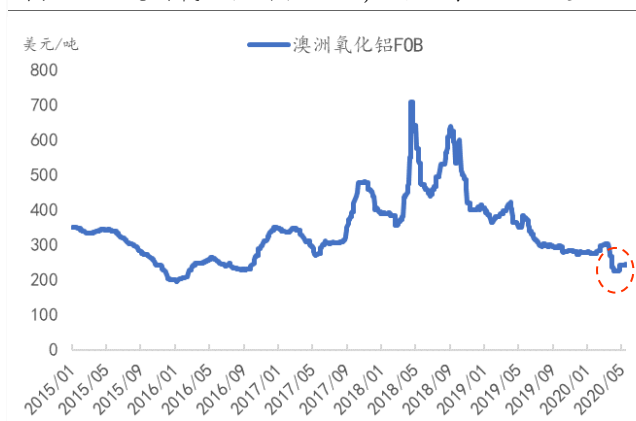
(纽约州)

月 15 日开启第一阶段的经济重启；纽约市等几个没有达到经济重启指标的地区将继续实施居家令至 5 月 28 日。

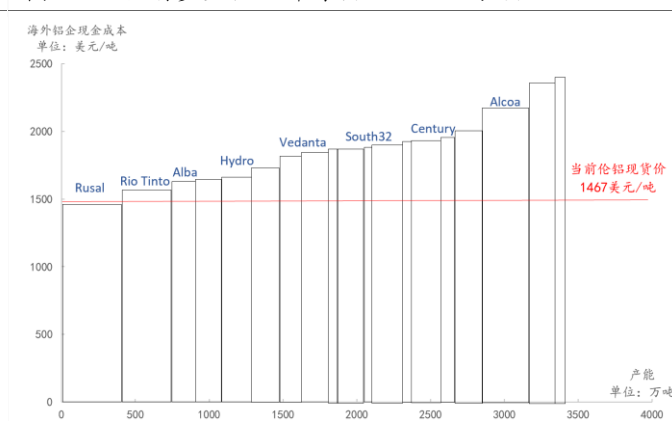
资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

伦铝价格在 1 季度的连续跌落使得多数海外铝企都先后出现了明显的现金亏损，截至 5 月 18 日的伦铝现货价格在 1467 美元/吨，已经跌破了当前绝大多数铝企的现金成本线，仅有俄铝还有微薄的盈利。从俄铝历史现金盈亏可以看到，3 月以来基本都维持在 100 美元/吨以内的盈利水平，偶有小幅亏损，俄铝的财务状况已经有较差表现，更不用说力拓、海德鲁、美铝等企业了，后期增产复产的节奏和量上都会受影响。从 1 季度海外主要铝企公布的全年生产计划来看，除了巴林铝业的第 6 条产线继续贡献增量外，其余铝企基本没有增量，美铝还下调了 2020 年的电解铝发运量预估值并关停了 Intalco 冶炼厂，此前海德鲁也推迟了 Husnes 冶炼厂的复产，多数铝企出现现金亏损的背景下进一步的减产动作很可能还会看得到。另外，近期欧洲鹿特丹铝锭的 Premium 渐有企稳回升态势，成本端澳洲氧化铝 FOB 成交价近期也有小幅回暖，这对外盘铝价还是有一定的支撑。总的来看，伦铝价格一方面寄希望于复工复产带来的需求的边际转暖，另一方面也依赖于海外电解铝供应上的实质性缩减。

图表 15：澳洲氧化铝价格止跌，近日有小幅回暖

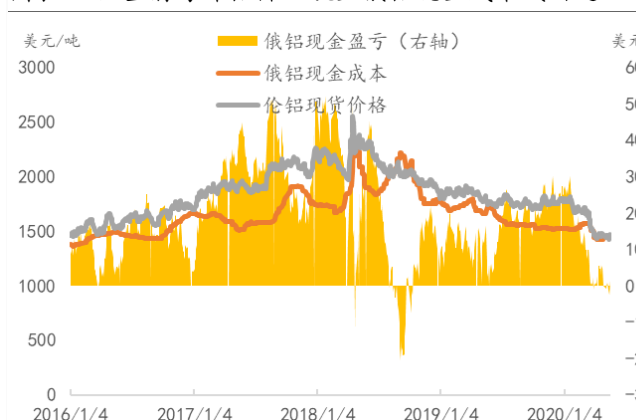


图表 16：当前多数铝企都有明显的现金亏损

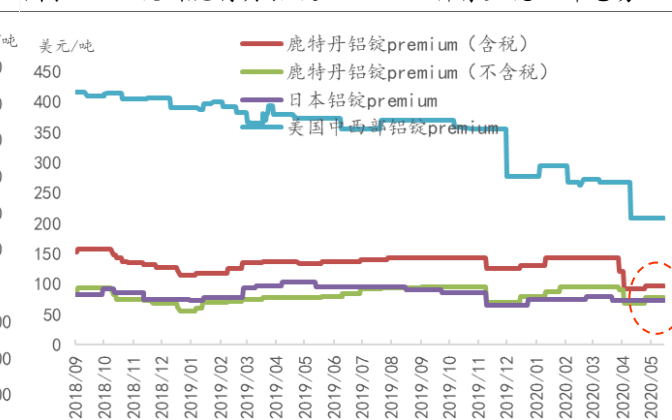


资料来源：wind，上海钢联，各公司财报，国泰君安期货产业服务研究所

图表 17：当前海外铝价已跌至俄铝现金成本线附近



图表 18：欧洲鹿特丹铝锭 Premium 渐有企稳回升态势



资料来源：wind，Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图表 19：海外主要铝企 2020 年的电解铝产量增量主要在巴林铝业的 18 万吨，部分铝企已有减产动作

海外铝企	2020 年 Q1 产量	产量同比	备注
力拓	78.3	-2%	维持此前的产量预估水平 310-330 万吨
美铝	56.4	5%	Intalco 冶炼厂逐步关停，美铝下调 2020 年发运量预估至 290-300 万吨，较去年基本持平
俄铝	94	1.30%	瑞典冶炼厂减产，其余冶炼厂未受影响
海德鲁	52.8	9%	疫情对下游挤压、压延企业的影响较大，对中上

				游影响有限；推迟 Husnes 冶炼厂的复产
	South32	24.5	1.24%	未调整此前对 2020 年的产量预估，维持 1.12% 的产量增速
	巴林	38.8	43%	增产在于 6 号线的达产，为未来海外电解铝产量主要增长点，同比去年增长 18 万吨
	世纪铝业	20.29	-1.74%	
	合计	365.09		海外主要铝企中，相比于去年的增量主要在巴林铝业的 18 万吨，其余各铝企 2020 年产量预估基本与 2019 年持平

资料来源：各公司财报，国泰君安期货产业服务研究所

图表 20：2020 年基本上维持过剩格局，铝价转好还有赖于需求面边际上的回暖以及后期的供应缩减

	2020 年 Q1	2020 年 Q2	2020 年 Q3	2020 年 Q4
海外电解铝供应	698	706	714	714
海外电解铝需求	731	681	694	686
供需平衡	-33	25	20	28

资料来源：国际铝业协会，国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 铝内外正套策略统计逻辑分析

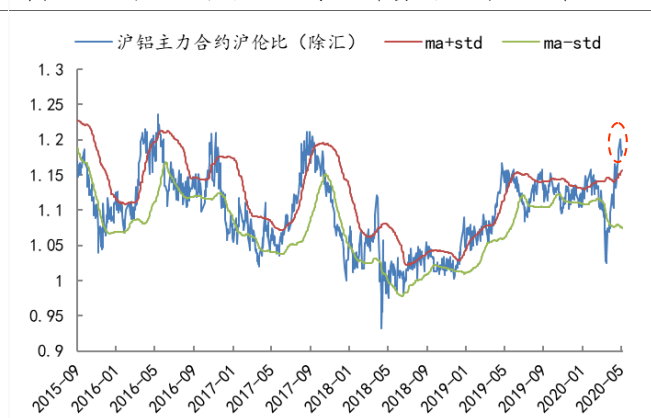
不论是从沪伦比值还是从电解铝进口盈亏水平来看，铝内外正套都有着较强的统计逻辑支撑。当前主力合约的沪伦比已接近 8.7，创下近年来的最高水平；除汇后的主力合约沪伦比也升至 1.26，明显高于统计套利区间上沿，渐有回落态势。而比较有指引意义的是电解铝现货进口盈亏这一指标，从历史上看，盈利窗口鲜有打开，即便有盈利也难以维持较长时间。当前现货进口盈利已经有 700 元/吨以上，因而从统计意义上来看铝的内外正套有着较大的安全边际。

从内外期限结构上来看，当前国内 back 和海外的 contango 均不利于正套头寸移仓。国内的 back 幅度较前期有明显扩大，近端一度达到 300 元/吨，不利于沪铝空头头寸的移仓；伦铝的现货贴水幅度也较大，多头移仓亦受阻。因而，铝内外正套策略在合约选择上还是以远月合约为主，一方面远端 back 幅度较小，另一方面国内的近端合约存在挤仓的风险。

图表 21：主力合约沪伦比升至近年来高位



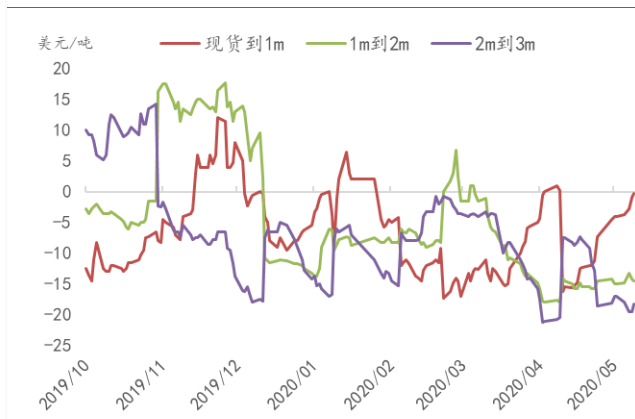
图表 22：除汇后沪伦比位于统计套利区间上沿外



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

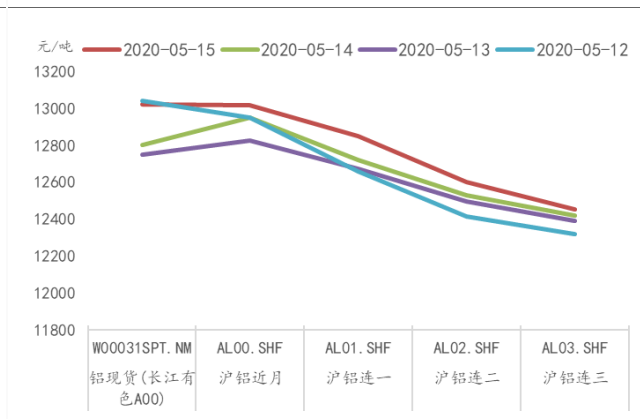


图表 23: 伦铝维持在 contango 结构



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 24: 沪铝近端 back 结构较前期有所扩大



综合上文基本面及统计套利分析来看, 我们认为当前铝内外正套的策略如下:

- 1、我们认为铝内外正套的基本面驱动暂时还未落地, 很可能要等到 5 月底 6 月初;
- 2、沪伦比及除汇后的沪伦比均处于统计套利区间上沿以上, 电解铝现货进口盈利水平较高, 后期的回归态势渐显;
- 3、从内外期限结构上来看, 当前国内 back 和海外的 contango 均不利于正套头寸移仓, 策略在合约选择上还是以远月合约为主。

### 3. 结论及风险应对: 铝内外正套还需基本面驱动落地, 入场点很可能在 5 月底 6 月初

国内铝基本面对多隐忧很可能触发后期铝价的转势: 下游投机性囤货一定程度上透支了中长期的实质性需求; 铝棒市场供增需降的态势已愈发明显, 后期棒厂或将降低对铝锭的采购量; 西南地区新增产能投放节奏恢复, 叠加部分检修产能将复产; 原铝的进口量在不断增加, 后期国内的供应压力愈发增大。海外铝价一方面寄希望于复工复产带来的需求的边际转暖, 另一方面也依赖于海外电解铝供应上的实质性缩减。综合国内外铝基本面来看, 后期国内供应压力上升、需求难以持续, 与此同时海外需求很可能将面临边际上的转暖, 伦铝现货价格也跌至俄铝的现金成本线附近, 这些都为铝内外正套策略提供了基本面逻辑的支撑。不过当前基本面的驱动还未落地, 正套入场点很可能在 5 月底 6 月初。具体操作上, 内外正套推荐选远月合约 (07 或 08 合约), 入场点的把握主要看国内外去库幅度变化, 如果伦铝维持万吨以上的周度去库幅度, 国内周度去库幅度下滑至 5 万吨以下, 且趋势上得到确认的话, 基本可以考虑正套入场。

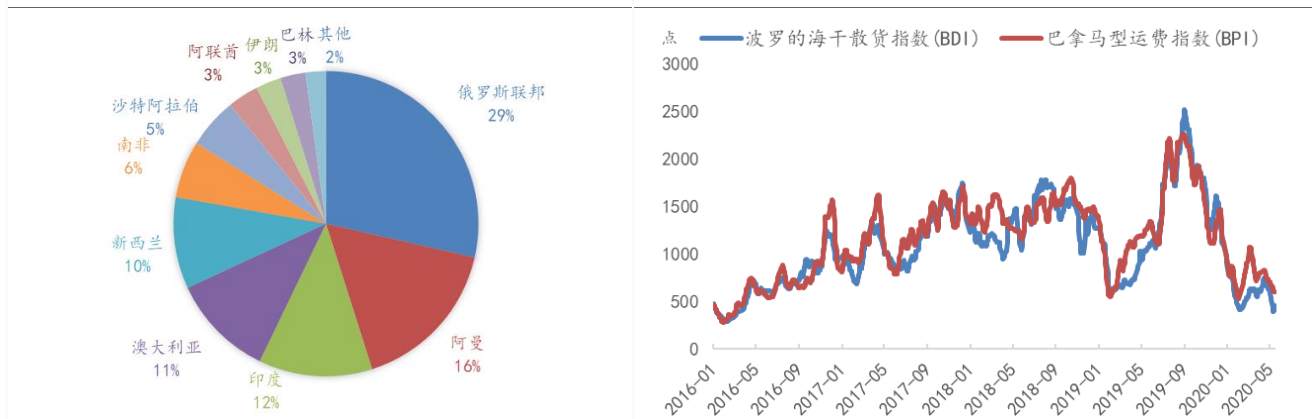
统计逻辑分析来看, 不论是从沪伦比值还是从电解铝进口盈亏水平来看, 铝内外正套都有着较强的统计逻辑支撑。当前主力合约的沪伦比、除汇后的主力合约沪伦比均明显高于统计套利区间上沿, 电解铝现货进口盈利水平较高, 后期渐有回落态势。从内外期限结构上来看, 当前国内 back 和海外的 contango 均不利于正套头寸移仓, 策略在合约选择上还是以远月合约为主。

另外, 做内外正套还需要实物进口的配合, 也就需要考察当前电解铝的进口通道是否畅通。以 2019 年的电解铝进口情况来看, 来源国主要是俄罗斯 (占比 29%)、中东各国 (阿曼、沙特、阿联酋、伊朗、巴林共占比 30%)、印度 (占比 12%) 等。从当前各国的港口管制政策来看, 除了印度再次延长封锁继续影响港口的发运量外, 其余各国对货物运输暂没有明显的政策限制, 俄铝经满洲里口岸运至国内的陆路通道也基本无碍。不过从波罗的海干散货指数来看, 当前海上货物运输仍较为低迷, 恢复至正常运营情况还需要一段时间。因而在确保货物运输通道畅通之前, 铝内外正套策略的实施还需谨慎。

针对以上套利策略, 主要的风险点及应对措施是:

- 1、国内需求端继续超预期偏强, 铝价连续大涨, 应预设策略的止盈止损点位, 一旦行情触及则需考虑及时平仓;
- 2、海外复工复产明显不及预期, 疫情形势转差再度冲击伦铝盘面, 亦需考虑及时止损。

图表 25：2019 年我国电解铝主要进口自俄罗斯及中东 图表 26：波罗的海干散货指数还处在低位



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 27：主要电解铝进口来源国港口管制情况

国家	2019 年电解铝进口量占比	港口管制的相关政策内容
俄罗斯	29%	5 月 11 日俄罗斯宣布解除已执行六周的全国性封锁。目前俄罗斯到中国的通商口岸（满洲里、黑河、绥芬河）对货物运输暂无政策限制。
阿曼	16%	阿曼主要港口（索哈、萨拉拉）对海运货物没有政策限制。
印度	12%	印度于 3 月 25 日开始实施全国封锁措施，后经两次延长至 5 月 17 日。17 日下午印度内政部指出全国封锁再延长两周至 5 月 31 日。据港口官员称，印度港口吞吐量在 5 月份可能恢复到 70-75% 的水平，至少需要 3 到 4 个月的时间才能完全恢复到疫情发生前的水平。
沙特阿拉伯	5%	沙特各主要港口允许接收集装箱和所有类型的货船，进出口程序继续在完全符合卫生部规定的卫生和安全措施及保护准则的情况下进行。

资料来源：公开资料，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**国际业务部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**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