

## 【申银万国期货】铝价下行风险累积，关注上方做空机会

### ——6 月份铝期货投资策略报告

2020 年 5 月 29 日

摘要：

分析师

王云飞 有色分析师  
 从业资格号：F3046858  
 投资咨询号：Z0014043  
 电话：021-5058 6341  
 邮箱：wangyunfei@sywgqh.com.cn

- 5 月铝价继续回升，但涨幅较 4 月明显收窄。在疫情初期引发的恐慌性抛售得到抑制后，全球资产价格整体企稳，铝价也触底回升。现阶段铝的消费恢复较好，且产能增长受前期低价和悲观预期影响受到明显抑制，短期铝锭或维持缺口，价格短期维持反弹概率大，但中期仍需警惕回落风险。
- 现阶段国内下游需求维持良好表现，国内社会库存持续下降，截至 5 月 29 日当周国内社会库存已经下降至 90 万吨附近，目前国内市场铝锭继续呈现缺口。现货方面，国内铝锭现货基差有所回落，截至 5 月 28 日已经上海地区铝锭升水在 120 元/吨，仍然相对较高，但较前期明显回落。
- 6 月铝整体基本面预计逐步转弱，价格或在冲高后出现回落。走势方面，短期走势继续震荡偏强对待，关注 13500-14000 元/吨附近压力，如果铝价突破 13500 元/吨压力建议空单入场。

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号  
 宝安大厦 8 楼  
 邮编：200122  
 电话：021 5058 8811  
 传真：021 5058 8822  
 网址：www.sywgqh.com.cn


 申银万国期货  
 宏观金融研究


申银万国期货研究

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
国内库存下降	趋弱	★★★
境外宽松政策	趋淡	★★
电解铝需求恢复	趋弱	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
行业利润恢复	趋强	★★
淡季逐步临近	趋强	★★★
综评：6 月份市场多空因素交织		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

## 目录

一、6月操作策略 .....	3
1、短线操作 .....	3
2、跨市对冲操作 .....	3
3、套期保值操作建议 .....	3
二、行情分析 .....	4
1、关键数据表（截至5月29日） .....	4
2、行业动态 .....	5
3、行情图解 .....	6
4、热点问题 .....	9
三、交易逻辑 .....	10
1、短线交易逻辑 .....	10
2、跨市场套利逻辑 .....	10
四、风险提示 .....	10

## 一、6 月操作策略

### 1、短线操作

5 月铝价继续回升，但涨幅较 4 月明显收窄。在疫情初期引发的恐慌性抛售得到抑制后，全球资产价格整体企稳，铝价也触底回升。现阶段铝的消费恢复较好，且产能增长受前期低价和悲观预期影响受到明显抑制，短期铝锭或维持缺口，价格短期维持反弹概率大，但中期仍需警惕回落风险。

操作上建议区间操作。目前价格多单减持，上方空间关注 13500-14000 元/吨附近做空机会。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	跟踪止损	仓位建议
卖出	13500-14000	14200	500-800 点止盈	无	30%

### 2、跨市对冲操作

5 月国内疫情继续控制，需求维持较好，国内外铝比价小幅走高。6 月市场需警惕国内消费出现淡季回落以及疫情对下游消费的消极影响再次出现。汇率方面，6 月汇率预计没有趋势性变化，人民币走势具有较大不确定性。基本面上看，短期国内消费虽然较好，但下行风险仍然较高，而境外疫情在经历了前期的高峰后逐步缓和，境外消费进一步恶化的可能性偏低，短期比价大幅向上空间不高，6 月可能出现回落。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	跟踪止损	仓位建议
区间操作	8.4	8.5	8.2	无	30%

### 3、套期保值操作建议

从目前铝价的走势出发，建议企业在保值中观望为主，如果价格上涨至 13500 元/吨以上可尝试做空，规避价格波动给企业经营带来的风险，关注技术支撑和库存变化。

## 二、行情分析

### 1、关键数据表（截至 5 月 29 日）

期货	期货结算价（连三） （元/吨）	LME03 （美元/吨）	比价	当月交割量 （吨）
	5 月 12830	5 月 1524.0	5 月 8.4186	4 月 90150
	4 月 12405	4 月 1498.0	4 月 8.2810	3 月 98050
现货	A00 铝（上海） （元/吨）	A00 铝（广东） （元/吨）	升贴水（上海月均） （元/吨）	LME(0-3) （美元/吨）
	5 月 13450	5 月 13590	5 月 120	5 月 -22.55
	4 月 12800	4 月 12990	4 月 70	4 月 -35.50
	铝土矿（广西） （元/吨）	氧化铝 （元/吨）	预焙阳极 （元/吨）	铝杆 （元/吨）
	5 月 280	5 月 2242	5 月 2760	5 月 14800
库存	社会库存 （万吨）	LME 库存 （吨）	上期所库存 （吨）	氧化铝港口库存 （万吨）
	5 月 89.3	5 月 1493075	5 月 322060	5 月 53.6
	4 月 120.4	4 月 1346200	4 月 410543	4 月 55.9
下游	铝材出口 （吨）	汽车产量 （万辆）	电动车	电动车（同比）
	3 月 518594	4 月 210.0	4 月 57354	4 月 -29.96%
	12 月 480000	3 月 146.1	3 月 38342	3 月 -61.78%
	空调 （万台）	洗衣机 （万台）	电冰箱 （万台）	房屋新开工面积 （万平方米/累计）
	4 月 1915.9	4 月 555.7	4 月 701.5	4 月 47767.62
	3 月 1940.3	3 月 640.0	3 月 726.6	3 月 28202.99

资料来源：Wind，申万期货研究所

## 2、行业动态

### ➤ IAI：北美 4 月铝产量同比增长 4.7%

5 月 22 日，国际铝业协会 (IAI) 近来公布的数据显示，4 月份北美原铝产量同比增长 4.7%，尽管新冠肺炎疫情导致需求持续疲软。北美原铝产量从 2019 年 4 月的 31.8 万吨增加至 2020 年 4 月的 33.3 万吨。4 月产量较 3 月产量相比下降 2.6%，但日产量仍为 1.1 万吨，环比持平。根据 IAI 数据，该地区 1-4 月铝产量较去年同期增长 4.3%，至 130 万吨。

IAI 表示，根据截至 2020 年 4 月的产量计算，美国原铝的年产量预计为 110 万吨，略低于 2019 年 4 月报告的 120 万吨。来自加拿大铝业协会的单独数据显示，加拿大原铝的年产量预估为 310 万吨，高于去年的 290 万吨。4 月全球产量稳定 IAI 数据显示，4 月全球铝产量从去年同期的 524 万吨微升至 526 万吨。据估计，中国 4 月铝产量紧随全球趋势，同比微增 0.7%，至 298 万吨。海湾合作委员会国家是全球第二大铝生产区，4 月铝产量预估为 48.3 万吨，同比增长 6.9%，但较 3 月下降 3.2%。

### ➤ 4 月中国铝冶炼产业景气指数为 17.8 环比回落 1.2 点

4 月，中国铝冶炼产业景气指数环比回落 1.2 点，降至 17.8，已处于“偏冷”区间下部。由中国铝冶炼产业景气信号灯可见，2020 年 4 月份，在构成产业景气指数的 10 个指标中，LME 铝结算价、铝冶炼投资总额、商品房销售面积、发电量、氧化铝产量、主营业务收入和铝材出口总量等 7 个指标继续处于“偏冷”区间；M2、电解铝产量和利润总额等 3 个指标位于“正常”区间。

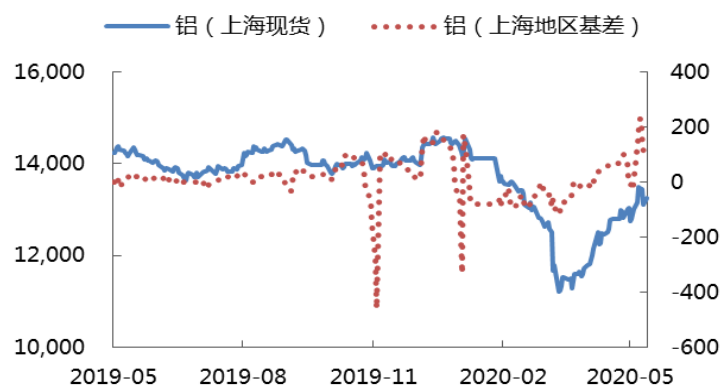
### ➤ 日本铝制品制造商 UACJ 因 COVID-19 的影响抑制国内铝产品的生产

据 Alcircle 报道，5 月 19 日日本铝制品制造商 UACJ 表示，自 2020 年 4 月以来受 Covid-19 疫情爆发影响，因铝产品需求下降 UACJ 已削减了国内工厂的产量。且由于国内装配厂停产，与汽车相关行业的需求在 20 年 5 月也明显减弱。UACJ 还减少了在泰国的挤压制品工厂的运营，以应对汽车行业的需求疲软，但在中国和东南亚的其它工厂仍保持正常运营。该公司早些时候决定在 6 月 20 日前退出印尼的一家铝型材企业。2020 年 5 月 18 日，UACJ 位于美国肯塔基州的汽车子公司 (UACJ Automotive Whitehall Industries) 业开始重新运营，该公司早前为应对 Covid-19 的流行情况于 3 月下旬暂时关闭。美国另一家子公司 Tri-Arrows Aluminium 运行正常。

### 3、行情图解

图 1：电解铝行情回顾（元/吨）

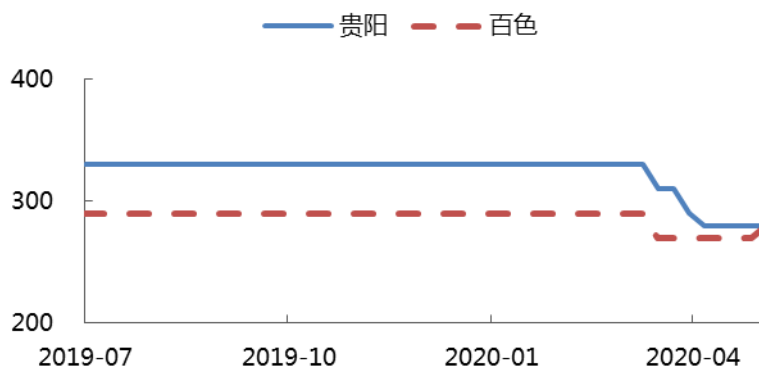
- 截至 5 月 26 日盘中，国内铝价在经历一轮盘整后有所上涨，现货基差高位回落，整体仍然维持较高水平。
- 由于短期需求明显恢复，现货商报价抬高，但消费的强劲在淡季来临后能否持续存疑，中期铝价面临下行风险。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：国产铝土矿价格（元/吨）

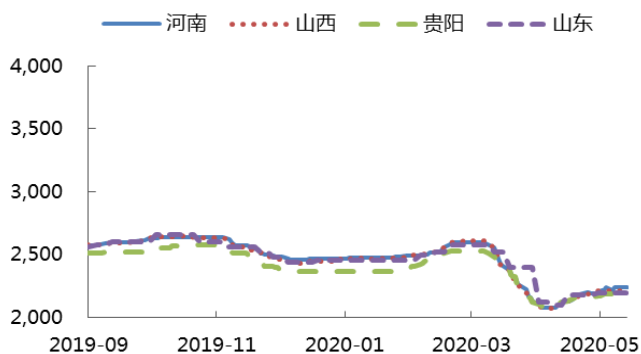
- 矿石方面，5 月主产区铝土矿价格有所抬升，主要受到下游铝价和氧化铝价格提升带动。国内氧化铝价格目前仍然维持相对低位，一定程度上限制了铝土矿的上升空间，矿石 6 月价格走势整体预计保持平稳，难以出现明显上涨。



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 5 月，国内氧化铝价格逐步持稳。此前受到铝价持续下跌的打压，国内氧化铝大面积亏损，开工进一步下降，但随着铝价的触底回升，氧化铝的价格也获得回升的空间，考虑其相对过剩的情况，后期氧化铝价格预计跟随电解铝价格震荡偏强，在铝价不出现大涨的情况下氧化铝价格难以持续走强。

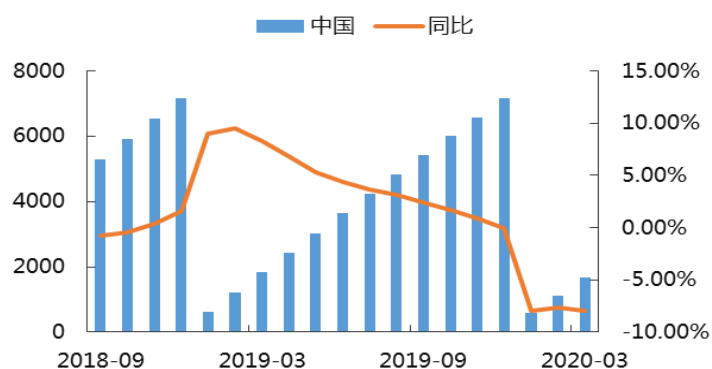
图 3：国产氧化铝价格（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：氧化铝产量（吨）

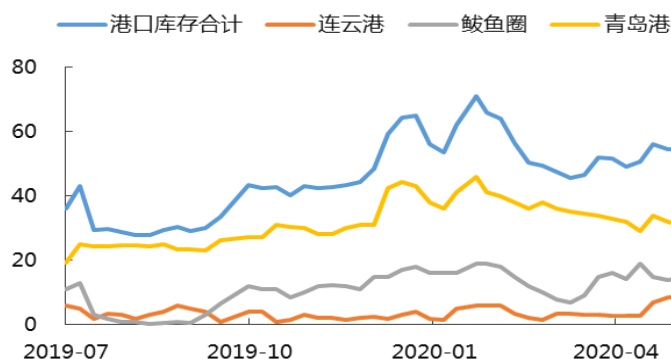
- ALD 数据显示：1-3 月国内氧化铝产量 1682.64 万吨，累计同比下降 7.92%。降幅较 2 月进一步扩大。
- 产能方面，截至 3 月国内氧化铝总产能较去年同期增长 3.07%。在疫情的干扰下增幅有所放缓。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：港口氧化铝库存（万吨）

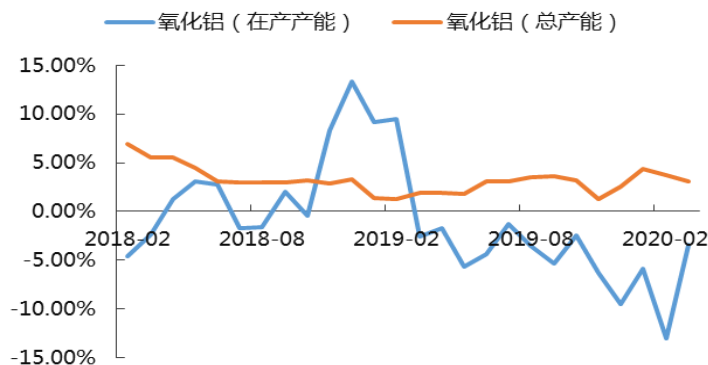
- 5 月国内主要港口氧化铝库存整体平稳。截至 5 月 22 日国内港口氧化铝库存在 53.6 万吨，较 4 月末的 55.9 万吨减少 2.3 万吨。主要来自鲅鱼圈港和青岛港库存的下降。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：氧化铝产能变化（%）

- 受低铝价和疫情导致原料运输不畅影响，今年一季度氧化铝开工波动较大，2 月大幅回落后 3 月降幅快速自 -13.03% 收窄至 -3.4%。
- 另一方面 3 月国内氧化铝总产能同比去年增长 3.07%，较 2 月增速进一步放缓。
- 进入 6 月随着铝价高位，氧化铝产量预计小幅回升，但目前其利润仍然承压，预计产能产量均不会出现太大变化。



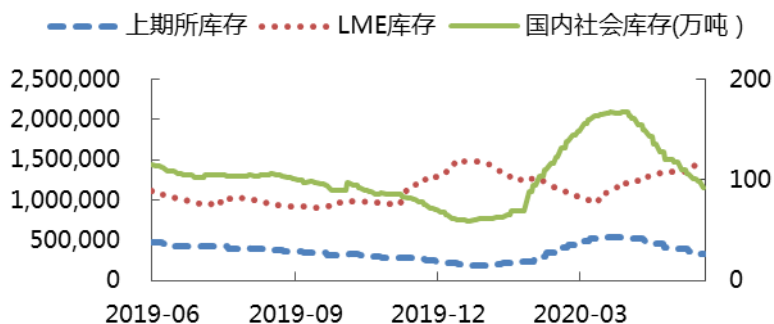
资料来源：Wind，申万期货研究所



图 7：铝库存（吨）

5 月国内铝锭库存持续下降，需求端继续维持强势表现。截至 5 月 29 日当周国内铝锭社会库存已经下降至 90 万吨附近。

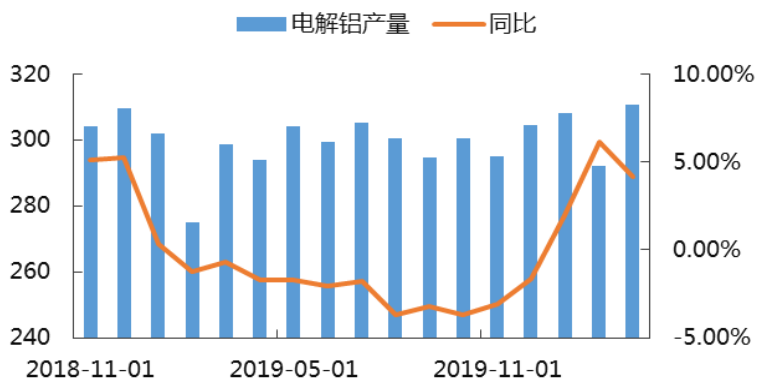
境外受消费低迷影响，LME 铝锭库存有所回升。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：电解铝产量（吨）

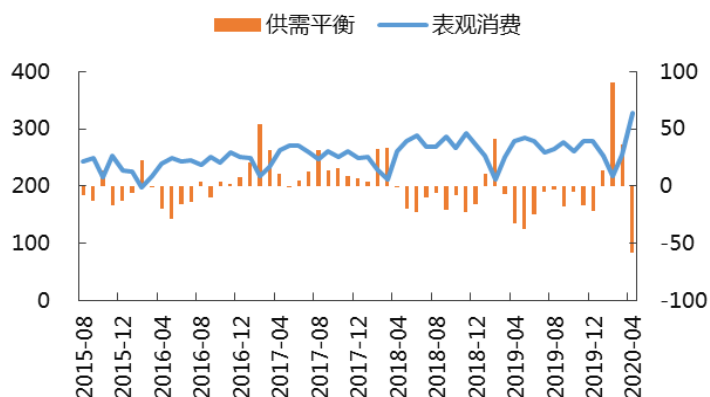
数据显示，3 月国内电解铝产量 310 万吨，同比增加 4.13%，增幅较 2 月的 6.16% 明显收窄。受疫情影响，预计 4、5 月产量增速继续放缓。但近期随着价格的回升和行业利润的修复，铝锭供应未来存在抬升的趋势。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：电解铝平衡（吨）

从平衡表上看，受库存大幅下降影响，铝锭 4 月呈现大幅短缺的情况。在需求回升的情况，中游的补库加剧了市场的短缺规模，也是对前期下跌时期抛货的回补，因此整体市场需求可能并没有数据呈现的那样好。后期随着淡季逐步来临和供应逐步增加，警惕供需再度回归过剩的情况。



资料来源：Wind，ALD，申万期货研究所



## 4、热点问题

### ➤ 下游需求恢复

现阶段国内下游需求维持良好表现，国内社会库存持续下降，截至 5 月 29 日当周国内社会库存已经下降至 90 万吨附近，目前国内市场铝锭继续呈现缺口。现货方面，国内铝锭现货基差有所回落，截至 5 月 28 日已经上海地区铝锭升水在 120 元/吨，仍然相对较高，但较前期明显回落。

短期来看，铝价存在进一步上冲的可能性，尤其是目前现货维持升水，库存仍在回落的情况下，但是随着淡季的临近以及境外生产的停滞，铝需求端未来依然面临着较大的压力。

### ➤ 供应或将回升

从成本上看，铝冶炼行业的利润已经完全修复，目前几乎实现全行业盈利的情况，与疫情爆发前的利润水平相当，主要得益于铝价的上涨和氧化铝价格的相对低位，随着消费的持续以及利润的改善，未来供应预计逐步增加，包括前期停产的部分产能以及原来计划投产的产能都有启动的可能，因此价格中长期依旧面对来自供应端的压力，但是在产量切实提升前，短期铝价可能会延续偏强走势。

### ➤ 全球经济压力

在疫情初期全球流动性趋紧的情况下，美联储果断出手释放天量流动性支撑市场，主要资产价格快速回升。除此以外，主要发达经济体的央行和政府还出台了大量的财政货币政策支持经济，短期对市场信心带来了极大的支撑。

从经济数据上看，美国第一季度实际 GDP 年化季率修正值下降 5%，降幅大于初值。美国商务部 4 月 29 日公布的数据显示，美国第一季度实际 GDP 年化季率初值下滑 4.8%，创下 2009 年以来最大季度跌幅，是自 2014 年第一季度 GDP 下滑 1.1% 以来首次出现负增长，也是自 2008 年第四季度金融危机最严重时期 GDP 下滑 8.4% 以来的最低水平。而素有欧洲经济发动机之称的德国，其经济今年可能会萎缩 6.6%。因大部分时间处于封锁中，第二季度经济将萎缩 12.4%。即使在封锁结束后，企业平均也需要 9 个月时间才恢复正常运行。因此境外发达经济体面临的经济下行压力依然较大，需求端改善预期不佳。

### 三、交易逻辑

#### 1、短线交易逻辑

5月铝价继续上涨，目前价格已经运行至正常水平。6月铝整体基本面预计逐步转弱，价格或在冲高后出现回落。走势方面，短期走势继续震荡偏强对待，关注13500-14000元/吨附近压力，如果铝价突破13500元/吨压力建议空单入场。

#### 2、跨市场套利逻辑

基本面上看，国内铝锭消费情况较好，后期持续改善的可能性不大，未来继续走强的情况难以持续。汇率方面近期人民币表现偏弱，考虑到外围不确定性较大，建议对汇率严格保值，不做方向性预测。综合来看建议套利方面在锁定汇率的前提下进行买LME卖国内的正套操作为主。

### 四、风险提示

针对上述交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

- 1、国内需求恢复超预期，境外疫情改善。
- 2、国内铝锭供应无法提升，短期供需维持平衡。

## 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。