

2020-7-1

铝 | 半年度策略

供需双增，下半年铝市偏强运行

—— 长江期货 铝半年报

报告要点

◆ 氧化铝：供应紧平衡，价格有上升预期

据测算分析，我们预计氧化铝下半年内生供应缺口在 98 万吨，加上进口后供需平衡为过剩 62 万吨。全年内生供应缺口在 334 万吨，加上进口后供需平衡为微幅过剩 7.57。总体来讲，2020 年氧化铝供应维持紧平衡状态，价格有上升预期，但由于氧化铝潜在开工产能大，开工弹性大，上升的目标暂看至 2650-2750 元/吨一线、

◆ 电解铝：供需双强，价格偏强震荡

电解铝上半年供应过剩 14.5 万吨，过剩量主要集中在二三月份，二季度大幅转缺口。下半年，需求由二季度的集中爆发转向平稳。我们预计三季度电解铝月均需求为 307 万吨，月均供应为 310 万吨，月均供应过剩 3 万吨，四季度电解铝月均供应 317 万吨，月均需求 316 万吨，供应微幅过剩 1 万吨，从供需节奏上来看，四季度铝价表现或好于三季度。从全年来看，2020 年电解铝总供应 3695 万吨，总需求 3665 万吨，供给过剩 25.5 万吨，总体呈现紧平衡状态。同时，仓单低情况难以解决，挤仓行情反复发生，铝价仍将处于偏强局面。

◆ 操作建议

操作上，技术面，铝价上一周期（2015 年 12 月-2020 年 3 月）已走完，新的周期已开启，月线上呈现多头排列，操作思路应以逢低做多为主。在合约的配置上，可以多配置近月合约，少配置远月合约。理由是，近月合约在上涨时涨幅更大，但远月合约有开仓成本优势，再加上铝呈现 back 结构，对于近月多头移仓有优势。对于下游企业而言，主力跌至 13500-13700 一线，AL2101 跌至 13300-13500 一线具有买入保值及建立虚拟库存价值。

风险提示： 1. 消费保持不及预期；2. 冬季疫情再度爆发；3. 其他灾害。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员

 **吴灏德**

✧ 从业证号：F3034573

✧ 投资咨询编号：Z0014567

☎：(027) 65261549

✉：wuhd@cjfc.com.cn

一、2020 年上半年行情回顾

2020 年上半年铝价走势呈现标准的 V 型结构，具体行情可以分三段来看：

第一段：一月初至过年，铝价冲高回落。时值年前赶工和下游备货，铝锭现货供应紧张，现货维持升水状态，而上期所铝仓单最低只有 3.8 万吨，近月多单持仓量大，导致逼仓行情出现，1 月 15 日（最后交易日），AL2001 盘中甚至被拉至涨停，涨停价 15190 元/吨。1 月 16 日近月换至 AL2002，多单持仓量减少，且临近春节假期，市场预计春节累库将拖累节后铝价，多头主动出场，空头逢高布局，铝价开始高位回落。

第二段：年后开盘至三月末，铝价持续下跌。2 月 3 日全国期货交易恢复，铝价受疫情影响跳空低开，由于彼时新冠疫情确诊人数规模尚小，且国外尚未大范围传播，铝价还走出了几天的反弹行情。而后，随着国内新冠新增确诊病例数快速增长、国外疫情开始大肆蔓延、石油战导致油价跌至负值、美股跳水以及铝锭社会库存快速累积，铝价一路下行，AL2007 合约在 3 月 24 日最低打到 10565 元/吨，创 2016 年 1 月中旬以来新低。

第三段：四月初至今，铝价持续上涨。四月开始，宏观环境开始出现转机——全国疫情进入平稳状态，新增病例基本得到控制；全球央行开始放水，国内出了大量扶持政策。而产业方面，铝下游开始复工复产，电解铝企业因亏损减产，需增供减，铝锭社会库存开始去化。由此，铝价开始御风而上。

反观国外，伦铝表现则大幅弱于沪铝，主要因为海外疫情还未完全控制，需求恢复较国内更慢，伦铝库存也出现大幅增加。在内强外弱的格局下，六月份电解铝进口盈利罕见地由负转正，进口窗口一度打开。

图 1：2020 年上半年沪铝主力走势



数据来源：博易 长江期货有色产业服务中心

截至 7 月上旬，铝价仍然保持上涨姿态，期货价格已突破一万四大关，最高涨到 14860，甚至高于年前。为什么已经进入淡季，铝价还能有如此亮眼的表现？我们认为主要有以下三点原因：

首先，二三月份被新冠疫情压制的需求，累积到四五六月份集中释放，导致库存快速去化。往年一个月电解铝产量 290 万吨左右，需求量 290 万吨左右，供给和需求差不多匹配，而今年四五月份，一个月需求 330 到 340 万吨左右，产量只有 300 万吨左右，每个月有 30 至 40 万吨的供给缺口，电解铝社会库存从三月底的 171 万吨下降到目前的 70 万吨左右，两个半月减少了 100 万吨。这是价格上涨最主要的因素。

其次，上期所铝仓单维持低位给了市场逼仓的可能。去年十月份开始，上期所铝仓单降至十万吨以下，十二月底降到只有三万吨，因此去年四季度每个月临近交割期就会发生逼仓行情。今年一季度，仓单逐渐恢复至 30 万吨左右，但四月初又开始去化，到目前为止，上期所仓单仅剩 8.9 万吨，而 7 月份多单持仓量达到 5.7 万手，折合买交割需求约 29 万吨，远超过现有仓单量，因此软逼仓行情可能持续，在低仓单背景下，铝价易涨难跌。

最后，国内宏观经济持续好转，中国 6 月份官方制造业 PMI 报 50.9 高于预期和前值，显示中国的生产基本恢复，外需筑底回升，再加上央行不断宽松的货币政策，为市场经济活动提供充足流动性，支撑经济继续修复，这对铜、铝在内和基建、房地产相关的大宗商品起到提振作用。

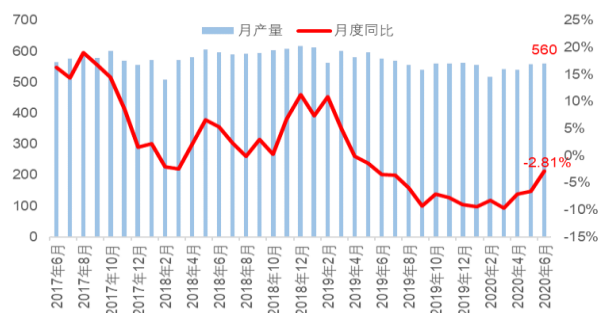
二、2020 年下半年铝市两大主线变化

线条一：氧化铝

1. 供应端

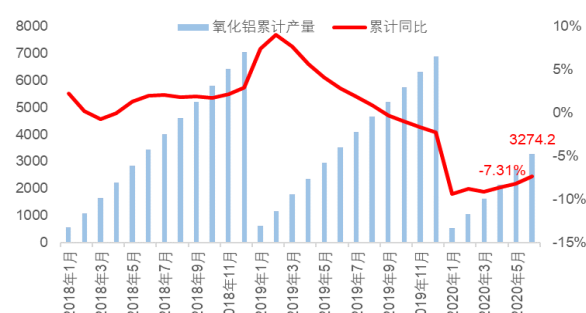
(1) 国内方面：2020 年 6 月份，我国冶金级氧化铝产量 560 万吨，同比减少 2.41%，同比降幅从 3 月起逐月收窄；1-6 月，中国冶金级氧化铝产量 3274 万吨，累计同比降低 7.31%，降幅缓慢收窄。上半年氧化铝产量减少主要受两个因素拖累，一是二三月份疫情期间，受运输受阻影响铝土矿和烧碱原料供应紧张，氧化铝厂减产，减产规模超过 600 万吨；二是三月中旬到四月中旬，氧化铝价格快速下跌（从 2600 左右跌至 2060 左右），生产利润从一吨赚 40 左右到一吨亏 400，部分氧化铝企业开始减产。

图 2：冶金级氧化铝月度产量及同比增速（万吨 %）



数据来源：Mymetal 长江期货有色产业服务中心

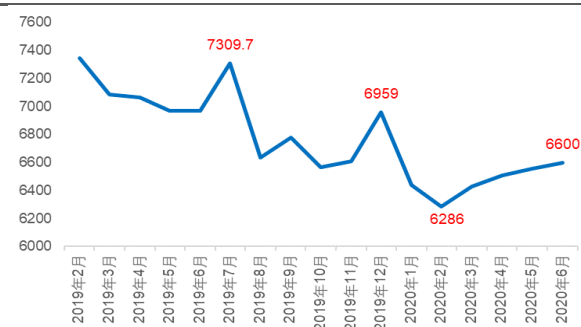
图 3：冶金级氧化铝累计产量及同比增速（万吨 %）



数据来源：Mymetal 长江期货有色产业服务中心

截至 6 月份, 我国冶金级氧化铝运行产能 6600 万吨, 环比 5 月提升 42 万吨, 环比去年同期减少 370 万吨。2020 年下半年计划投产产能共 510 万吨, 其中贵州国电投遵义 100 万吨项目 6 月开始投产, 广西中铝华晟 200 万吨项目预计 7 月份开始投产, 其余 210 万吨新增产能投产时间或集中在年末。我们预计下半年氧化铝平均月产量理想情况能达到 585 万吨, 下半年累计产量 3510 万吨, 预计 2020 年国内氧化铝累计产量 6714 万吨, 累计同比减少 105.5 万吨 (-1.53%)。

图 4: 冶金级氧化铝产能 (万吨)



数据来源: Mymetal 长江期货有色产业服务中心

图 5: 氧化铝计划新增产能 (万吨)

省份	企业	计划投产数量	计划投产时间
总计		510	
贵州	国电投遵义	100	2020年6月底
	贵州广铝	30	2020年4季度
	中铝华晟	200	2020年7月
广西	龙州新翔	100	2020年4季度
	靖西天桂	80	2020年4季度

数据来源: 阿拉丁 长江期货有色产业服务中心

(2) 海外方面: 2020 年 1-4 月全球除中国外氧化铝产量为 3024.1 万吨, 同比微增 0.7%。19 年下半年海德鲁 Alunorte 氧化铝项目 640 万吨产能全面复产后, 海外氧化铝供应再度陷入宽松格局, 澳大利亚 FOB 价格一路下行, 叠加疫情影响, 今年 4 月达到最低点 225 美元/吨。下半年氧化铝海外新增产能约 370 万吨, 主要来自印尼和伊朗。

2020 年 1-6 月, 我国累计进口氧化铝共 181.75 万吨, 比去年同期增长 148.75 万吨, 累计同比增长 450%。预计 7-12 月份将进口量累计将达到 160 万吨, 全年累计进口达到 342 万吨。总体来讲, 国内氧化铝供应偏紧, 海外氧化铝供应宽松, 氧化铝 16 将继续保持净流入。

2. 需求

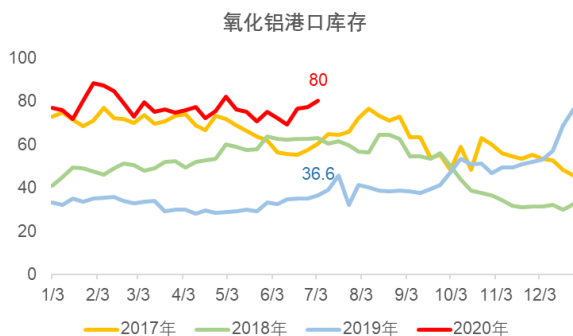
按照平均一吨氧化铝消耗 1.94 吨氧化铝计算, 上半年国内冶金级氧化铝需求共 3510 万吨。预计下半年电解铝累计产量 1860 万吨, 对冶金级氧化铝累计需求约 3608 万吨, 月均需求约 601 万吨。预计 2020 年全年冶金级氧化铝累计需求约 7118 万吨, 年需求同比 2019 年增长约 246 万吨, 月均需求 593 万吨, 月均需求同比 2019 年提升约 20 万吨。

3. 供需平衡

2020 年 1-6 月份, 国内冶金级氧化铝累计供应 3274 万吨, 累计需求 3510 万吨, 上半年内生氧化铝供应缺口共 236 万吨, 月均缺口为 39-40 万吨。上半年我国累计进口氧化铝 181.75 万吨, 加上外生氧化铝供应后, 2020 年上半年我国冶金级氧化铝供应缺口为 54.25 万吨, 月均缺口约 9 万吨。同时我们考虑

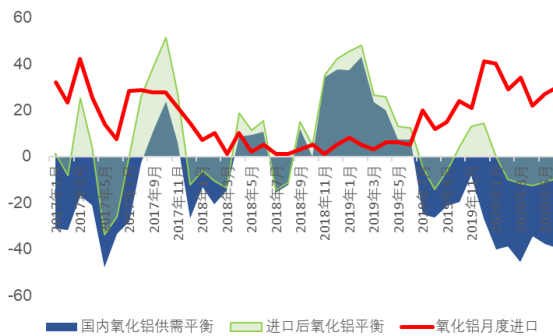
到今年我国港口氧化铝库存在 69-88 万吨区间内波动，所以总体来看，上半年氧化铝供应处在一种紧平衡状态。特别是五六月份电解铝新增产能投放进度加快后，月度氧化铝供应就会稍微更紧一些，这也解释了五月份以来，氧化铝价格从 2100 元/吨左右反弹至 2300 元/吨。

图 6：氧化铝港口库存（万吨）



数据来源：Mymetal 长江期货有色产业服务中心

图 7：氧化铝供需平衡（万吨）



数据来源：长江期货有色产业服务中心

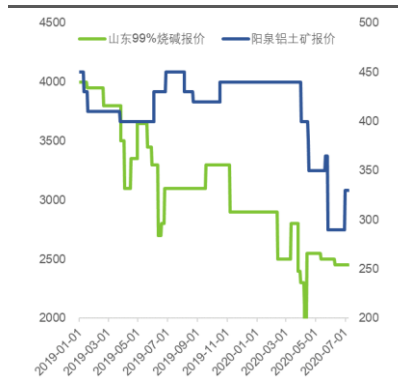
下半年我们预计国内冶金级氧化铝供应量约 3510 万吨，需求量约 3608 万吨，内生供应缺口为 188 万吨，内生供应月均缺口在 31.3 万吨。下半年我们预计氧化铝进口量总计约 160 万吨，算上外生供应后，下半年我国氧化铝供应缺口总计 28 万吨，月均缺口为 4.6 万吨。而港口氧化铝库存大概率将维持在 50 万吨以上，所以说如果后期供应端没有大的变故（如亏损减产、环保压产等），我国氧化铝供应压力应该不大。预计氧化铝价格在紧平衡背景下将缓慢爬升，但上方高度或有限，看到 2650-2750 元/吨一线。

4. 成本利润

氧化铝成本主要由三部分构成，一是原料成本，二是动力成本，三是人工财务成本，其中原料成本占大头，是主要变动项，动力和人工财务成本相对固定。在原料成本构成中，一吨氧化铝要用到 2.4 吨铝土矿和 0.15 吨烧碱（折百）以及 240 公斤石灰。

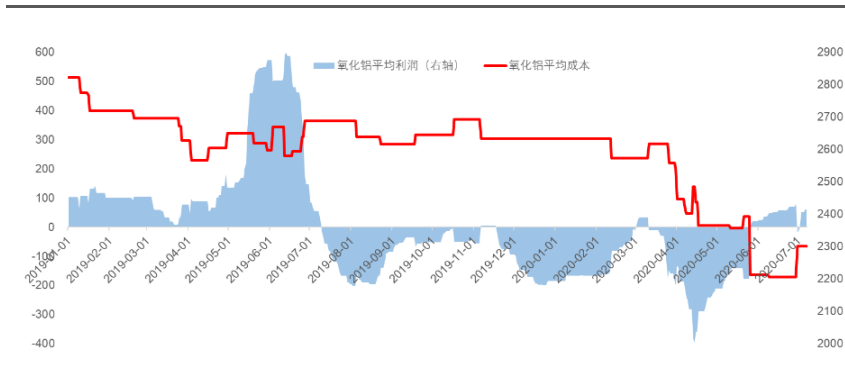
2020 年 1-5 月山西氧化铝生产基本处于亏损状态，6 月开始好转。亏损可以分为两段来看，一段是 1 月至 3 月底，这段时间氧化铝价格和铝土矿价格均保持稳定，山西阳泉铝土矿价格维持在 440 元/吨，山西氧化铝平均成本维持在 2600 元/吨，山西氧化铝价格维持在 2450 左右，一吨氧化铝稳定亏损 150 元，三月底氧化铝价格小幅上休至 2600 元/吨及以上，氧化铝生产小幅转盈利。第二段是 4 月初至 5 月中旬，4 月初开始氧化铝价格和铝土矿价格齐跌，但氧化铝比铝土矿跌得更快，故氧化铝生产再次转亏损，4 月中旬山西阳泉铝土矿 400 元/吨，一吨氧化铝成本 2485 元/吨，而当时氧化铝市场价已跌至 2085 元/吨，故一吨氧化铝亏损近 400 元。而从 4 月下旬开始，氧化铝价格开始止跌企稳，而铝土矿开始下跌，到 5 月下旬，山西阳泉铝土矿报价已跌至 290 元/吨，一吨氧化铝生产成本进 2210 元/吨，而彼时氧化铝价格已反弹至 2215 元/吨，一吨氧化铝已有 5 元的盈利。

图 8：铝土矿、烧碱价格



数据来源：Wind 长江期货

图 9：氧化铝成本及利润曲线



数据来源：Wind 长江期货有色产业服务中心

线条二：电解铝

1. 供应端

(1) 供应情况总览

从产量看，2020 年 6 月全国电解铝产量 309 万吨，同比增长 5.3%，上半年累计产量 1809 万吨，累计增长 3.4%。6 月日均产量 10.3 万吨，接近历史峰值。

从产能看，据安泰科统计，6 月底中国电解铝总产能 4153 万吨/年，同比增加 3%。运行产能 3691.4 万吨/年，同比增加 1%。2019-2020 年中国电解铝建成产能规模增长较快但运行产能增幅相对较小，主要原因是 2019 年 7 月之后出现了大规模的不可抗力因素减产，且有部分产能至今尚未恢复。同时 2020 年二三月份电解铝价格大跌，行业普遍亏损严重也导致了减产。

2020 年 1-6 月中国电解铝运行产能变化量为增加 77.4 万吨/年，其中新投产产能 73.5 万吨/年，复产 84 万吨/年，减产 80.1 万吨/年。从理想情况来看，下半年总产能将新增 75 万吨，到年末，建成产能达到 4240-4260 万吨，运行产能达到 3760-3780 万吨，电解铝月产量或达到 313-315 万吨。

图 10：2020 年产能投放节奏

项目	2019年	2020年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
云南神火		一系列1段15万吨					一系列2段15万吨		一系列剩余15万吨在建				
云南溢鑫	一期21万吨		二期3段9万吨				二期1、2段12万吨						
云南海鑫						二期1段10万吨							
云南文山						一期1段15万吨	一期2段15万吨						
云南其亚									剩余20万吨陆续通电投产				
云南宏泰									35万吨正在建设，预计今年部分通电投产				
广元中孚			一期1段12.5万吨				一期2段12.5万吨		从魏桥置换来203万吨，一期工程C系列预计8月份通电				
内蒙白音华									二期25万吨8月开始投				
									置换产能46.25万吨，8月底完成全部上部槽				
新增投产	21万吨	15万吨	21.5万吨	0	0	25万吨	54.5万吨		剩余 75万吨待投产，剩余265万吨在建				
运行产能	3612	3652	3660	3621	3621	3658	3691		预计年内达到3760-3780万吨				
建成产能	4081	4096	4118	4118	4118	4124	4153		预计年内达到4240-4260万吨				
开工率	88.51%	89.16%	88.88%	87.93%	87.93%	88.70%	88.88%		开工率维持在88.7%左右				

数据来源：阿拉丁、安泰科 长江期货有色产业服务中心

(2) 新增产能分析

新投产能自5月底开始显著增多,仅6月单月便增加29.5万吨。上半年的新投产能主要集中在云南、四川等西南地区,云铝溢鑫、云南神火、文山铝业、广元林丰是主要的产能贡献点。其中云铝溢鑫40万吨/年产能上半年全部达产,云南神火前两段30万吨/年产能7月初实现全部投产,文山铝业一期前两区上半年全部投产,广元林丰25万吨/年搬迁产能上半年全部投产。同时从新项目的跟踪情况来看,受行业高利润刺激以及地方政策推动,下半年电解铝项目投产将加速,尤其在三季度将表现更加集中,云南神火、文山铝业、云铝海鑫、宏泰铝业、云南其亚等云南新建企业将继续加快投产步伐,我们保守预计下半年实际新投产能或达到75万吨/年。

图 11: 2020 年新增产能投放情况

省份	企业	年内已投产	剩余将投产	计划新增产能累计	开始投产时间
总计		73.5	263	336.5	
云南	云南神火	15	30	45	2020年1月
云南	鹤庆溢鑫	21	0	21	2020年2月
四川	广元中孚	12.5	25	37.5	2020年2月
云南	云南文山	15	10	25	2020年5月
云南	云铝海鑫	10	25	35	2020年5月
山西	中铝华润	0	12.5	12.5	2020年8月
内蒙古	创源金属	0	32	32	2020年8月
云南	云南宏泰	0	36	36	2020年8月
云南	云南其亚	0	35	35	2020年10月
内蒙古	白音华煤电	0	20	20	2020年10月
广西	德保百矿	0	5	5	2020年10月
广西	田林百矿	0	12.5	12.5	待定
广西	隆林百矿	0	10	10	待定
贵州	兴仁登高	0	10	10	2020年12月

数据来源: 阿拉丁、安泰科、百川 长江期货有色产业服务中心

(2) 减增产能分析

上半年合计减产80.3万吨/年产能。从减产原因来看,因亏损而减产27万吨/年,因不可抗力而减产21万吨/年,因电解槽大修而减产31.1/年万吨。一季度铝价大跌导致全行业快速陷入大面积亏损境地,但因铝价下跌过急,加之2019年持续利润的支撑,铝厂因短暂亏损而主动减产的意愿并不强,而是多数选择在此期间进行电解槽的轮修工作,并非真正意义上的减产,对产量的影响并不明显。另外,上半年出现了一些因事故及恶劣天气因素导致的减产。近两年来,因事故导致的减产不断出现,多数电解铝企业开始加强技术和设备的管理工作。安泰科预计,在行业持续高利润的背景下,下半年很难再出现市场因素导致的减产。

图 12：2020 年减产产能投放情况

省份	企业	减产产能	减产原因
合计		80.1	
甘肃	东兴铝业	17	检修
广西	翔吉金属	4	不可抗力
辽宁	忠旺铝业	20	亏损
宁夏	青铝宁东	2	检修
青海	黄河鑫业	3	检修
青海	百河铝业	2	检修
山西	朔州能源	2.1	亏损检修
山西	华泽铝电	7	亏损检修
云南	云南铝业	3	检修
重庆	天泰铝业	10	不可抗力
重庆	国丰实业	5	设备
重庆	旗能电铝	5	检修

数据来源：阿拉丁、安泰科、百川 长江期货有色产业服务中心

(4) 复产产能分析

上半年合计复产 84 万吨/年，分布在每个月，这也说明复产更多取决于企业自身的盈亏情况。年初疫情爆发期间仍有部分企业积极恢复产能。而铝价反弹之后则复产数量更多。其中采暖季限产产能复产 10 万吨/年，2019 年因天气因素及事故导致的减产产能恢复了 46 万吨/年，2020 年上半年减产产能中有 28 万吨/年快速复产。（因部分企业采取轮换检修、停槽和启槽同步进行，因此在减产及复产中忽略这部分）。安泰科预计，随着铝价的高位运行，企业复产积极性较高，除企业内部进行产能置换而减产的产能外，其他因素导致的减产产能均有较高的复产可能性。

图 12：2020 年复产产能投放情况

省份	企业	减产产能	减产原因
合计		84	
甘肃	东兴铝业	14	检修完成后复产
河南	万基铝业	2	采暖季限产产能恢复
河南	豫港龙泉	3	采暖季限产产能恢复
河南	中孚实业	5	采暖季限产产能恢复
内蒙古	新恒丰能源	20	2019年因事故停产产能陆续恢复
宁夏	青铝宁东	2	检修完成后复产
青海	黄河鑫业	3	检修完成后复产
山东	山东魏桥	10	2019年因台风停产产能陆续恢复
新疆	新疆信发	16	2019年因事故停产产能陆续恢复
重庆	旗能电铝	3	不可抗力结束后恢复
重庆	国丰实业	3	设备事故解决后复产
重庆	天泰铝业	3	检修完成后复产

数据来源：阿拉丁、安泰科、百川 长江期货有色产业服务中心

2. 需求端

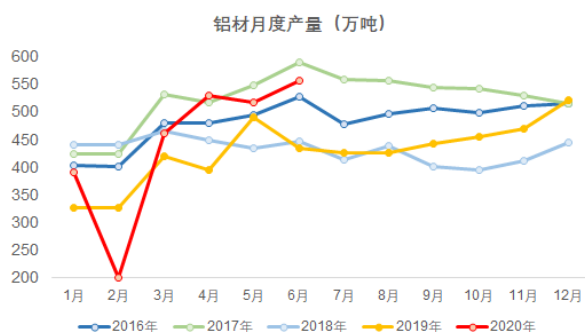
(1) 综述

疫情对国内经济造成极大冲击，但中国表现了超强的管理能力，使国内经济快速恢复，第二季货币宽松和各项产业刺激政策，铝内需消费快速回暖。虽 2、3 月份消费受打击较大，但后面的表现异常亮眼。首先是 4、5 月份月度需求量达到 330-340 万吨，超过正常水平 30-40 万吨，其次是往年 5 月中下旬开始铝型材行业已经进入淡季，订单减少明显，但今年的型材旺季一直持续到 7 月份，延长了 1.5-2 个月。我们预计上半年国内铝消费量为 1795 万吨，同比增加 2.6%。展望下半年，消费端有两个变化，一是下半年消费将继续增长，总量或达到 1870 万吨，同比增速达到 4.3%；二是下半年月度的消费不会再出现像 4、5 月份那样爆发的情况（这导致虽然月度铝供应量已经比较客观，但还是短缺），下半年铝的月度供需平衡将更加平稳。

(2) 铝加工表现

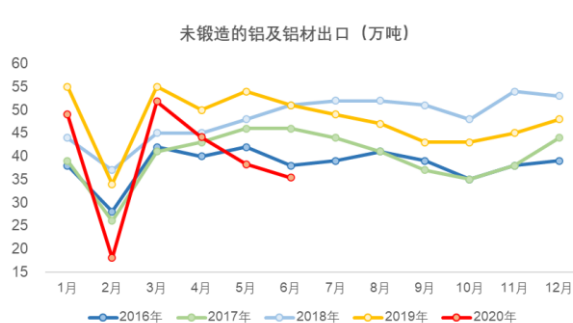
上半年铝加工行业（铝板单、铝杆、铝型材、铝合金）经历了大落大起，受疫情影响，二月份铝加工企业开工率均跌至历史最低水平，三月开始逐渐恢复，但在铝加工四大子板块中，表现最好的还是铝型材。2020 年 6 月全国铝材产量 556.5 万吨，月度同比增长 20.70%，上半年累计产量 2652.5 万吨，累计累计增长 10.9%。预计下半年铝材产量将达到 3100 万吨，累计同比增长 13.1%，2020 年全年铝材累计产量 5753 万吨，同比增加 12.1%。但是出口来看，今年铝材出口受中美关系和疫情在海外蔓延影响，今年铝材出口情况或成为近年来最低水平，不过铝材出口量非常少，因此影响相对较小。

图 13：铝材月度产量（万吨）



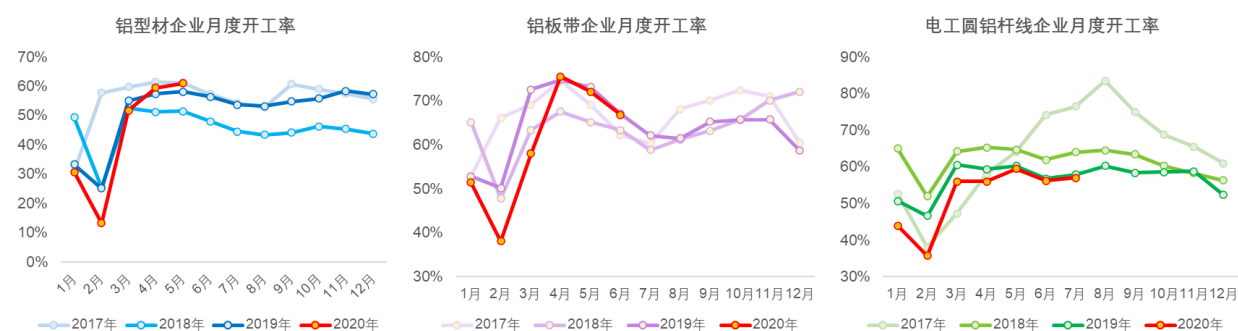
数据来源：统计局 长江期货有色产业服务中心

图 14：铝材月度出口（万吨）



数据来源：统计局 长江期货有色产业服务中心

图 15：铝加工行业开工情况

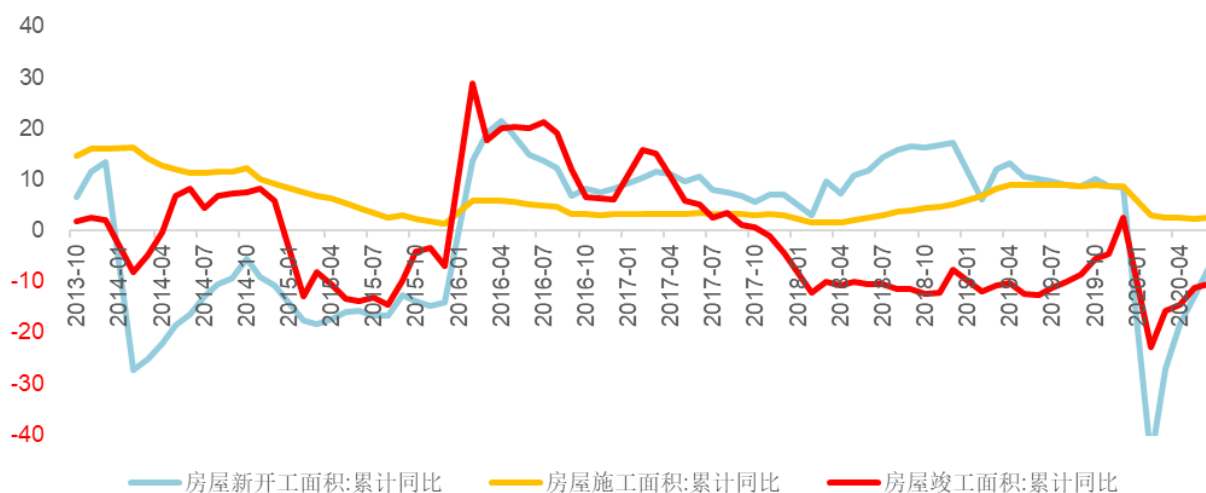


数据来源：Mymetal 长江期货有色产业服务中心

(2) 房地产表现

房地产板块用铝是铝下游消费中占比最大的一块。铝在房地产领域的引用主要是幕墙、铝合金门窗等，这些主要是在地产建设周期的后端，贴近竣工时间。但从 2017 年年中起，我国房屋竣工数据便与新开工形成了长达两年左右的背离，期间房屋新开工面积持续保持同比正增速，而竣工则进入下滑通道且持续处于负增速区间，直到 2019 年 6 月开始，竣工数据逐步回暖，并于年底实现竣工面积累计同比增长 2.6%，两年后重新录得正增速，新开工—竣工的传导周期开始修复。今年全国各地房地产施工直到 3 月底至 4 月初才开始大面积复工复产，湖北地区的地产开工更是推迟，直到 5 月房屋竣工面积当月同比录得 6.2%，重回增长区间。展望下半年，房地产行业仍将处于竣工修复周期中，带动铝消费，除贴近竣工端外，当前铝模板在房屋施工中的应用仍在发展，在房屋施工面积稳步增长的情况下，该部分铝消费同样保持增长。预计 2020 年下半年竣工同比增 5.3%。

图 16：房地产市场开工、施工、竣工指标

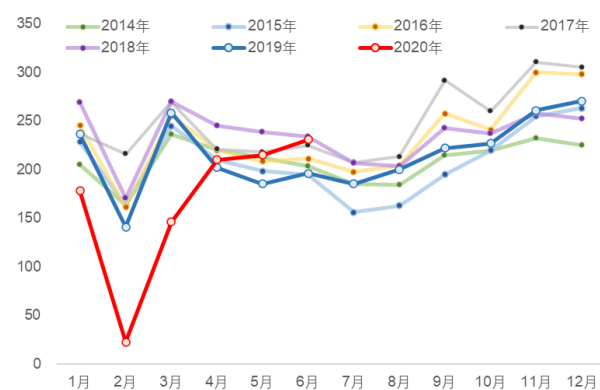


数据来源：Wind 长江期货有色产业服务中心

(3) 汽车表现

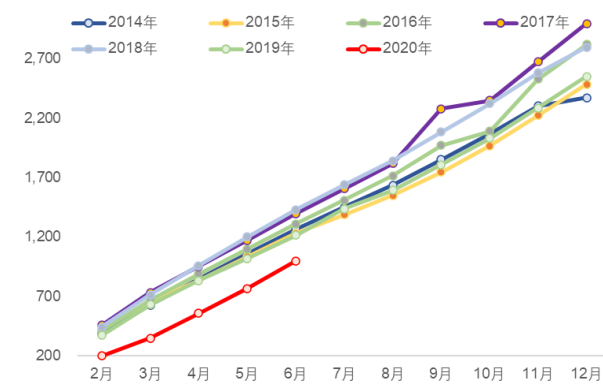
2019 年开始，汽车市场进入熊市，中汽协预计汽车销量的负增长将从 2019 年持续至 2021 年，到 2022 年才有可能转正复苏。2019 年年底，汽车销售曾出现一些复苏信号，叠加彼时低库存的情况，市场曾预计 2020 年汽车行业表现或有所反弹。但突入起来的疫情对汽车行业冲击非常明显，一季度汽车产销活动几乎停滞，汽车产销同比降幅高达 40% 以上。但随着疫情的控制以及经济的不断复苏，汽车销量快速修复，根据汽车工业协会统计，5 月及 6 月汽车产量当月同比增速分别为 18.2% 和 22.48%，销量当月同比增速分别为 14.48% 和 11.62%。

图 17：汽车月度产量历年对比（万量）



数据来源：统计局 长江期货有色产业服务中心

图 18：汽车月度累计产量（万量）

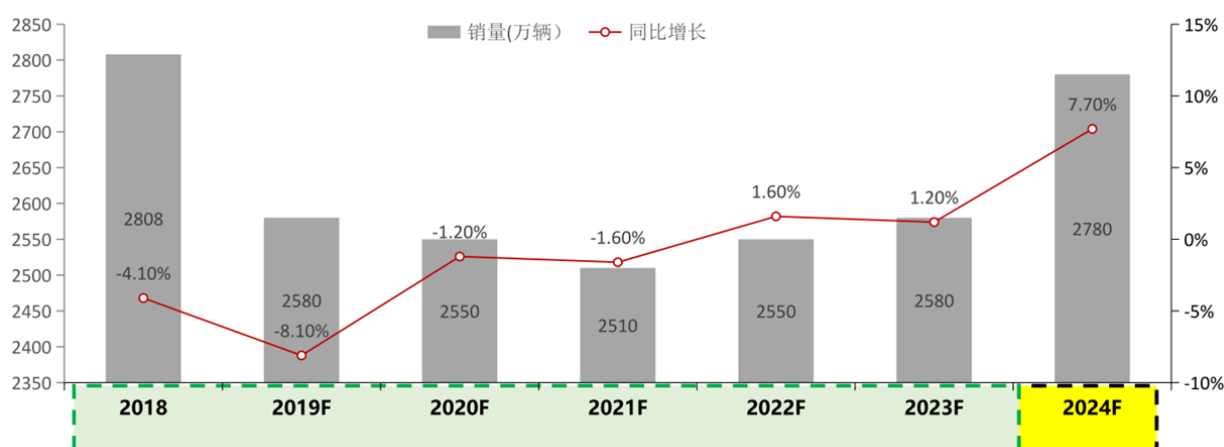


数据来源：统计局 长江期货有色产业服务中心

对于下半年汽车市场，一方面是多地政府出台了汽车消费刺激政策，另一方方面是中国经济大环境持续好转，这有利于汽车消费的回暖。但是今年个体消费者受疫情冲击不容忽视，国家失业率处于近年来最高水平，社会对汽车的消费难有亮眼表现，因此车市对铝的消费或仍是个拖累项。

图 19：2018-2024 年汽车市场销量预测

2018-2024 年汽车市场销量预测

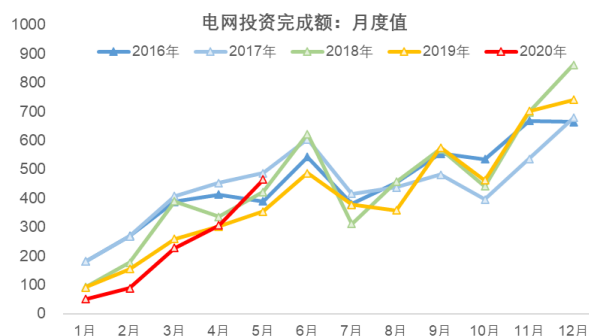


数据来源：中汽协 长江期货有色产业服务中心

(4) 电力电缆表现

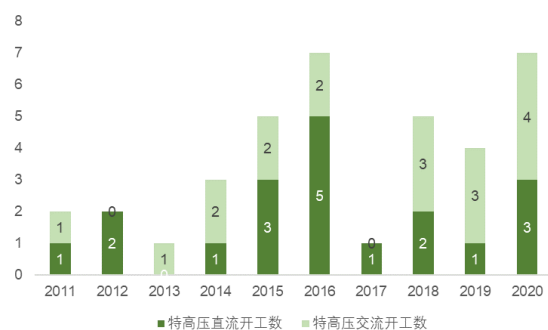
特高压，指的是 ± 800 千伏及以上的直流电和 1000 千伏及以上交流电的电压等级，因用到钢芯铝绞线，故构成铝下游消费的重要一环。2020 年电网投资有望超预期，特高压建设加速，根据国家电网公开数据统计，2020 年预计特高压交流和直流开工项目共计 7 条，项目数追平上一轮特高压集中建设期的 2016 年，因此预计今年特高压对铝消费将有带动作用。而由于疫情的原因，上半年国网对特高压钢芯铝绞线招标量有限，导致国内铝线缆开工率处于近年来低位。随着三季度电网采购开始恢复，预计特高压线缆的需求也将回暖，带动铝线缆消费的回升。

图 20：电网投资月度额-年度对比（亿元）



数据来源：统计局 长江期货有色产业服务中心

图 21：特高压项目数（个）



数据来源：国家电网 长江期货有色产业服务中心

3. 库存端

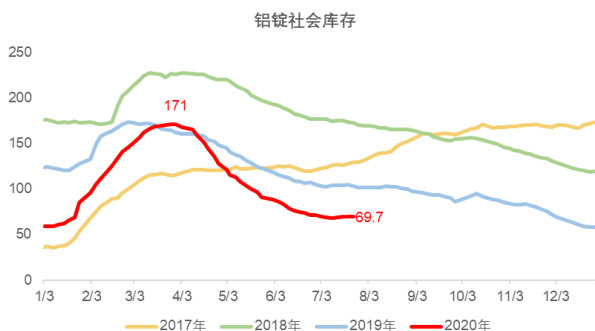
(1) 社会库存

上半年，铝锭社会库存呈现先走高后回落走势。年初社会库存为 58.7 万吨，而后不断累积，3 月 30 日达到年内最高值 171 万吨，所以 2020 年春节前后的库存累积量为 112.3 万吨，远超以往春节累库，这主要是因为疫情影响下游开工，消费有真空期。4 月份开始，库存由累积转为去化，截至 7 月 1 日，全国铝锭社会库存 69.8 万吨，相比年内峰值下降 101.2 万吨，去化量同样超过历史同期，主因消费延迟集中释放。

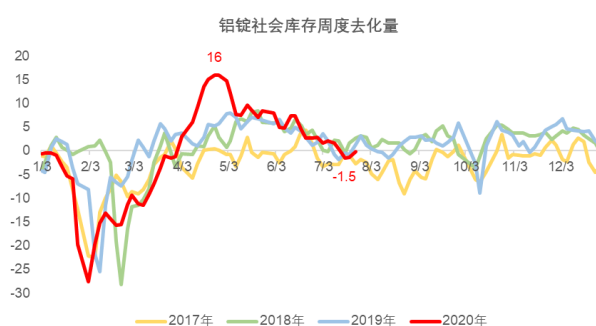
从历史规律可以看出，7 月份至 9 月中旬，铝锭社会库存周度去化量在 0 轴左右波动，这与铝的消费淡季有关。到了四季度，下游开始准备年前的订单，铝锭去化速度将重新恢复。预计三季度库存变动区间为 55-75 万吨，四季度库存或降至 50 万吨一下，低于历年同期，因此今年库存指标或始终是支撑项。

图 22：电网投资月度额-年度对比（亿元）

图 23：特高压项目数（个）



数据来源: Mymetal 长江期货有色产业服务中心



数据来源: Mymetal 长江期货有色产业服务中心

(2) 交易所库存

A. 上期所库存

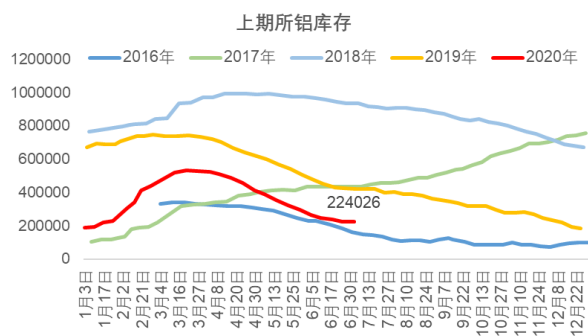
上半年上期所库存呈现先走高后回落走势，年初库存为 18.8 万吨，三月下旬库存峰值为 53.4 万吨，春节前后累积量为 34.5 万吨，超过同期水平。而后库存开始下降，截至 7 月 1 日，上期所铝锭库存为 22.4 万吨，环比年内峰值去化 31 万吨，和 2019 年相当。

B. LME 库存

上半年 LME 库存走势与上期所完全相反，年初库存为 147 万吨，三月下旬库存谷值为 96.7 万吨，累计减少 50.5 万吨。而后库存开始累积，截至 7 月 1 日，LME 铝锭库存为 163.8 万吨，环比年内谷值增加 67 万吨，超过往年同期。库存指标也解释了伦铝一直弱于沪铝的原因。

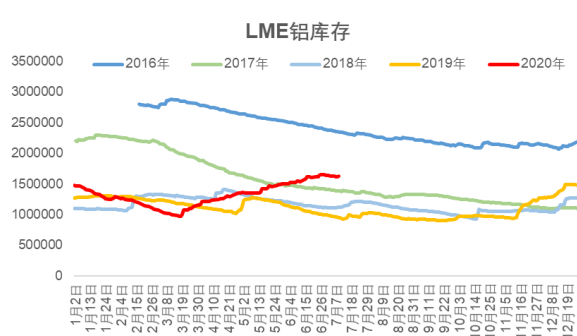
把两个交易所的库存结合来看，年初全球交易所库存为 165.8 万吨，三月下旬为 150.1 万吨，比年初累计减少 15.7 万吨，7 月 1 日为 186.2 万吨，相比三月下旬增加 36.1 万吨，相比年初增加 20.4 万吨。

图 24: 上期所铝库存 (万吨)



数据来源: Wind 长江期货有色产业服务中心

图 25: LME 铝库存 (万吨)



数据来源: Wind 长江期货有色产业服务中心

(3) 仓单及逼仓情况

从仓单情况来看，从 2019 年 3 月中旬开始，上期所铝仓单持续下降，八月份跌至 15 万吨以下，因此从 8 月份起，沪铝近月合约每每临近最后交易日总有一波大幅拉涨，挤仓行情经常上演。2019 年 12 月

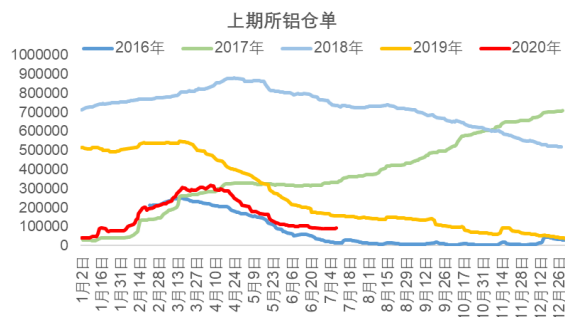
20 日，铝仓单仅有不到 5 万吨，达到历史极低水平。

今年年初至 4 月上旬，上期所仓单不算增加，恢复至 31.5 万吨，但是从 4 月中旬开始，仓单再度下降。从 5 月 20 日开始，仓单再度降至 15 万吨以下，在仓单数量少的影响下，期铝的远期曲线从过去的 contango 结构变为 backwardation 结构。目前来看反向结构将持续。

再看沪铝近月多头持仓与仓单比，我们用此指标来衡量逼仓可能性，经统计验证分析，当每个月的比值峰值（一般为换月后第一天）超过 2，市场就会发生逼仓行情。我们可以从图中发现，该比值的月度峰值在 2019 年 7 月第一次超过 2，到 12 月，峰值达到 6.8，表明逼仓可能性极大，果然 2020 年 1 月 15 日，沪铝近月合约甚至涨停。从今年的情况来看，五月份峰值开始超过 2，6 月份峰值达到 6.2，符合行情走势。7 月份峰值回落至 5.2，虽有所回落，但仍处于高位，预示铝价将出现回调，但回调幅度或有限。

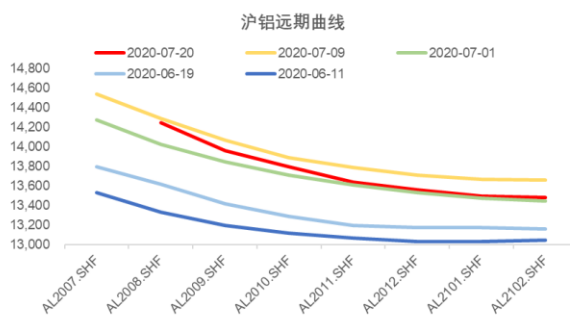
展望下半年，若仓单持续保持低位（我们认为大概率事件），铝价将易涨难跌，且远期曲线也将维持 back 结构。因此在配置沪铝时，尽量用逢低买入思路去操作，在合约的选择上，可以多配置近月合约，少配置远月合约。理由是，近月合约在上涨时涨幅更大，但远月合约有开仓成本优势，再加上铝呈现 back 结构，对于近月多头移仓有优势。

图 26：上期所铝仓单（万吨）



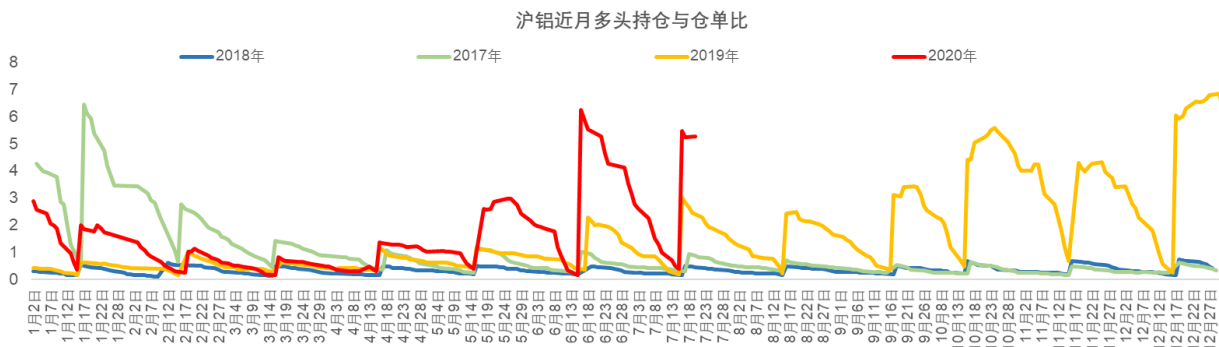
数据来源：Wind 长江期货有色产业服务中心

图 27：沪铝远期曲线



数据来源：Wind 长江期货有色产业服务中心

图 28：沪铝近月多头持仓与仓单比



数据来源：Wind 长江期货有色产业服务中心

三、铝市供需平衡总结及操作建议

图 29：2020 年氧化铝供需平衡

氧化铝供需平衡表	1月	2月	3月	4月	5月	6月	上半年累计	下半年累计	全年综合
国内氧化铝产量	555.9	517.3	543.4	539.5	558.1	560	3274.2	3510	6784.2
氧化铝进口量	40	29	34	21.9	26.9	30	181.8	160	341.8
氧化铝需求量	596.16	556.2	588.98	573.85	595.77	599.46	3510.43	3608	7118.43
内生氧化铝供需平衡	-40.3	-38.9	-45.6	-34.4	-37.7	-39.5	-236.23	-98.0	-334.23
进口后氧化铝供需平衡	-0.3	-9.9	-11.6	-12.5	-10.8	-9.5	-54.43	62.0	7.57
港口氧化铝库存（补充项）	76.8	88.2	72.8	75.7	72.1	77.4	77	70	73

数据来源：长江期货有色产业服务中心

图 30：2020 年电解铝供需平衡

电解铝供需平衡	1月	2月	3月	4月	5月	6月	上半年累计	下半年累计	全年综合
国内电解铝产量	307.3	286.7	303.6	295.8	307.1	309	1809.5	1886	3695.5
国内电解铝需求	310	200	280	340	340	325	1795	1870	3665
供需平衡	-2.7	86.7	23.6	-44.2	-32.9	-16	14.5	16	30.5

数据来源：长江期货有色产业服务中心

根据测算分析，我们预计氧化铝下半年内生供应缺口在 98 万吨，加上进口后供需平衡为过剩 62 万吨。全年内生供应缺口在 334 万吨，加上进口后供需平衡为微幅过剩 7.57。总体来讲，2020 年氧化铝供应维持紧平衡状态，价格有上升预期，但由于氧化铝潜在开工产能大，开工弹性大，上升的目标暂看至 2650-2750 元/吨一线。

电解铝上半年供应过剩 14.5 万吨，过剩量主要集中在二三月份，二季度大幅转缺口。下半年，需求由二季度的集中爆发转向平稳。我们预计三季度电解铝月均需求为 307 万吨，月均供应为 310 万吨，月均供应过剩 3 万吨，四季度电解铝月均供应 317 万吨，月均需求 316 万吨，供应微幅过剩 1 万吨，从供需节奏上来看，四季度铝价表现或好于三季度。从全年来看，2020 年电解铝总供应 3695 万吨，总需求 3665 万吨，供给过剩 25.5 万吨，总体呈现紧平衡状态。同时，仓单低情况难以解决，挤仓行情反复发生，铝价仍将处于偏强局面。

操作上，技术面，铝价上一周期（2015 年 12 月-2020 年 3 月）已走完，新的周期已开启，月线上呈现多头排列，操作思路应以逢低做多为主。在合约的配置上，可以多配置近月合约，少配置远月合约。理由是，近月合约在上涨时涨幅更大，但远月合约有开仓成本优势，再加上铝呈现 back 结构，对于近月多头移仓有优势。对于上游企业而言，主力合约在 15000 以上可以开始分批卖出保值；对于下游企业而言，主力跌至 13500-13700 一线，AL2101 跌至 13300-13500 一线具有买入保值及建立虚拟库存价值。

长江期货业务受理机构

上海分公司

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 801

Tel: 021-61683728

上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号 3 楼 A 座

Tel: 021-62893583

北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦首层 103 单元

Tel: 010-84683288

北京海淀区营业部

北京市海淀区中关村南大街 1 号北京友谊宾馆 20810 室

Tel: 010-63980248

广州分公司

广州市天河区天河路 242 号 1405 号房屋 (丰兴广场)

Tel: 020-38856849

成都营业部

成都市锦江区东大街芷泉段 6 号时代一号 2609

Tel: 028-86679150

长沙营业部

长沙市雨花区芙蓉中路二段 359 号佳天国际新城北栋 21B.E.H

Tel: 0731-85302657

福州营业部

福州市台江区鳌峰街道曙光路宇洋中央金座 15 层 07 室

Tel: 0591-87808303

延长营业部

陕西省延安市延长县翠屏大厦一楼沿街 2F003-02 号

Tel: 027-85861133

中原分公司

郑州市未来路 69 号未来大厦 A1911 室

Tel: 0371-65665722

客户服务中心

Tel: 027-85861133

027-95579

太原营业部

太原市小店区长风街华德中心广场 D 座 3 层 312 室

Tel: 0351-8721092

武汉分公司

湖北武汉市汉口解放大道国际大厦 A 座三楼

Tel: 027-85860928

江岸营业部

武汉市沿江大道 159 号时代广场 1 栋 8 层 3 室、4 室

Tel: 027-82798910

硚口营业部

武汉市硚口区解放大道 1007 号兴隆大厦第九层

Tel: 027-83310019

武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层

Tel: 027-85499321

黄石营业部

黄石市杭州西路 176 号磁湖汇众创空间 Z804

Tel: 0714-6351518

杭州营业部

浙江省杭州市江干区解东路 37 号财富金融中心 2 幢 1605 室

Tel: 0571-86009560

上海浦电路营业部

(上海) 上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 2004 室

Tel: 021-58351059

深圳分公司

深圳市福田区车公庙深南大道南侧杭钢富春商务大厦 1311

Tel: 0755-82835766

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 28 层 2801 号房间

Tel: 0411-84806350

研究咨询部 Tel: 027-65261365

研究员介绍

吴灏德，长江期货有色金属产业研究员，主要关注铝和镍，秉承“为投资者的资产保值增值”的使命，擅长将品种基本面和技术面结合对品种进行深入分析，对行情节奏有较准确的把握，能够为投资者提供丰富、可靠的单边及套利策略，也多次为大型生产企业设计套保方案。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。