



作者：有色金属组 胡彬

执业编号：F0289497（从业） Z0011019（投资咨询）

联系方式：010-68576697 / hubin1@foundersc.com

成文时间：2020年7月24日星期五

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

2020 年金属铝白皮书

——盈亏轮回几时休 供给增量论需求

方正中期期货研究院 王骏 胡彬 李彦森 史家亮 黄岩

全市场情况（新年致辞）

摘要

2019 年全球政治和经济灰犀牛和黑天鹅事件不断。美国政府关门，美俄军备竞赛再现，英国脱欧，中东、委内瑞拉等地缘冲突不断，智利、玻利维亚等国持续动荡，美国再度制裁伊朗，特朗普对中、欧、日等多国发起贸易战，日韩贸易冲突也拉开帷幕。经济方面，美欧宏观经济数据持续疲弱，全球制造业危机持续，核心美债收益率倒挂，欧元区国债收益率创新低，世界三大组织下调全球经济增长预期，经济放缓担忧加剧，欧美主要经济体经济疲弱已成必然。政治经济不确定性加大，贸易壁垒愈发严重，美欧日经济增长动力依然不足的情况下，主要国家央行政策转向宽松。美联储连续 3 次降息；欧央行降息 10 基点，并准备重启量化宽松，推动 7000 亿欧元投资以刺激经济；英国放弃加息预期，保持现有利率不变，降息可能上升；澳洲、新西兰以及加拿大等诸多国家已经开展降息等逆周期调节，新兴市场也进行了不同程度的降息。我们认为，2020 年全球经济总体偏弱的态势将会延续，而宽松政策也将持续。但从时间节点上看，上半年或相对稳定。

2019 年国内经济总体呈现下行趋势，主动去库存受贸易冲突等外力影响而延长。产出端上游强于中游，制造业表现差但下半年有所，经济结构继续调整。需求中外需受到贸易冲突拖累，消费因汽车等结构性因素表现不佳。基建投资改善但幅度有限，基建资金仍受地方专项债额度等制约。房地产投资韧性明显，成为维持总需求稳定的重要一环。通胀分化严重，猪价拉高 CPI 但工业品价格拖累 PPI，二者剪刀差扩大。政策方面维持稳经济和“六稳”目标不变。货币政策从中性偏宽松转向完全中性再回到中性偏宽松，在多次的降准和“降息”等措施下，实体经济融资状况改善，广义社融增速企稳。财政政策继续宽松，减税降费等持续发力。总体上看稳经济的政策正在起效。展望 2020 年，房地产保持韧性、基建投资继续发力、外需状况边际改善情况下，我们认为上半年相对乐观，下半年仍需注意风险，尤其是房地产方面。产业中上游和中游制造业或表现更强。货币政策托底和需求的对冲管理是明年经济运行的主基调，预计可看到两次左右降准、降息。上半年通胀高企和库存周期转向将带动名义产出回升，预计经济呈现先强后弱走势。年内经济的风险从外需承压的幅度转向内需企稳的节奏。此外，上半年原油价格对国内通胀的潜在冲击风险需要警惕。

进入 2019 年，沪铝全年波动幅度再度收窄，在经历了 4 月以及 8 月的两波上涨后，盘面再度回落，只是重心有所上移。2018 年底铝价跌入谷底，彼时电解铝产能的批量关停都在之后随着价格反弹而慢慢恢复。叠加上宏观刺激措施以及成本氧化铝价格走低，电解铝行业算是重新获得了生机。此后 8 月份时天灾人祸又起，全年的新投产速度都慢于预期。从周期上来看，电解铝供给端在 2019 年经历了由松到紧的阶段，未来在新产能的虎视眈眈下将逐步向宽松迈进。未来 2020 年，需求端受制于大形势依然很难有亮点产生，只是笔者认为，有望给消费带来一定利好的应该是汽车行业。已经处于谷底的汽车产量在去库阶段完成后有望进入垒库阶段。另外消费品行业用铝以及特高压用铝会成为明年的增长点。整体来看，一直处于去库存周期的铝锭库存也将在 2020 年迎来由降转升的转折点。在无外力政策的干扰下，市场洪流将向持续过剩方向滚滚向前。经济发展的探底阶段，原材料价格难以独善其身，必然是跟随大势疲软。而铝能否在所有有色品种中第一个崛起，还要看需求端崛起的时间点。这一过程我们预计将是先抑后扬的走势。2020 年上半年，在上游氧化铝的价格也不再成为成本支撑后，电解铝的产能释放问题将决定铝价未来的走向。预计铝价在明年将呈现先抑后扬再下行的宽幅震荡行情，波动的主要区间为 13300-14200 之间。

第一部分 国际宏观形势及原铝主要消费国情况分析和展望

2019 年全球政治和经济灰犀牛和黑天鹅事件不断，美国联邦政府经历了历史上最长期限的关门事件，特朗普政府极端贸易政策盛行，对包括中国、欧洲和日本在内的多个国家和地区挑起并升级贸易争端，中美虽然有望签署第一阶段协议，但是不确定性因素依存；美俄军备竞赛迹象再现加剧政治动荡，经济制裁持续；英国脱欧进入关键期却风险不断，前首相梅姨遗憾辞职，新首相约翰逊虽然与欧盟达成脱欧协议，但是无法取得议会通过，被迫与 12 月 12 日提前进行大选，英国连续三次延迟脱欧，2020 年 1 月 31 日前协议脱欧可能性较大；中东、委内瑞拉等地缘冲突不断，白宫正式宣布结束对伊朗原油的豁免，美伊局势不断升级，以叙空袭持续，智利、玻利维亚等南美国家持续动荡；日韩经济制裁拉开帷幕，东亚局势再起波澜；全球汽车行业陷入衰退等。经济方面，美欧宏观经济数据持续疲弱，全球制造业危机持续，核心美债收益率从 5 月到 10 月持续倒挂，多数欧元区国家债券收益率创新低，世界三大组织多次下调全球经济增长预期，经济放缓担忧加剧，欧美主要经济体经济疲弱下滑态势已成必然。欧美主要经济体重启或边际转向量化宽松，美联储连续 3 次保险性降息；欧洲央行亦降息 10 个基点，并重启量化宽松措施，同时寻求推动 7000 亿欧元投资刺激经济；英国放弃加息预期，保持现有利率不变，甚至有降息的可能；澳洲、新西兰以及加拿大等诸多国家已经开展降息逆周期调节，新兴市场均进行了不同程度的降息。政治经济不确定性加大，贸易壁垒愈发严重，美欧日经济增长动力依然不足。

一、全球经济依然偏下行

2019 年受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突等因素影响，国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足韧性下降，经济放缓趋势愈发严重。全球经济面临的风险偏下行，联合国、经合组织和世界银行等相继下调全球经济预期，全球主要央行开启新一轮量化宽松之路。展望 2020 年，制造业危机、贸易局势、地缘政治以及欧债危机等将继续笼罩全球经济，全球共振性经济放缓趋势将会更加明显，预计 2020 年全球经济将会下降到 3.1% 以下，不排除降到 3% 以下的可能。

世界三大经济组织全球主要经济体经济预测												
GDP 预测 (同比)	IMF			世界银行			经合组织			欧盟		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
全球经济预测	3	3.4	3.6	2.9	2.8	2.8	2.9	3				
美国经济预测	2.4	2.1	1.7	2.5	1.7	1.6	2.3	2	2	2.3	1.8	1.6
中国经济预测	6.1	5.8	5.9	6.1	5.9	5.8	6.1	5.7	5.5			
欧元区经济预测	1.2	1.4	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
英国经济预期	1.2	1.4	1.5				1.2	1	1.2	1.3	1.4	1.4
日本经济预测	0.9	0.5	0.5	0.9	0.7	0.6	1	0.6	0.7	0.9	0.4	0.6
俄罗斯经济预测	1.1	1.9	2	1.6	3	4.2	0.9	1.6				
印度经济预测	6.1	7	7.4	7.5	7.5	7.5	5.9	6.3	6.2			
巴西经济预测	0.9	2	2.4	2.2	2.4	2.4	0.8	1.7	1.8			
南非经济预测	0.7	1.1	1.4	1.3	1.7	1.8	0.5	1.2	1.3			

图 1 世界三大经济组织关于全球主要经济体经济预测

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

世界主要投行经济预测															
GDP预测 (同比)	花旗集团			高盛			摩根			德银			摩根士丹利		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
全球经济预测				3.1	3.4	3.6	2.7	2.5	2.7	3.1	3.1	3.1			
美国经济预测	2.3	2	1.8	2.3	2.3	2.4	2.3	1.7	1.8				2.3	1.7	1.8
中国经济预测	6.2	5.8		6.1	5.8	5.7	6.1	5.9		6.2	5.9		6.1	6	5.9
欧元区经济预测	1.1	1.1					1.2	1.2		1.1	0.8		1.2	0.9	1.2
日本经济预测	1	0.3		0.9	0.4	0.8	0.9	0.4	0.6	0.8	0	1.1	0.9	0	0.7
GDP预测 (同比)	巴克莱银行			美银美林			瑞银集团			瑞士信贷			富国银行		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
全球经济预测				3.1	3.2	3.4	3	3	3.5	2.6	2.5		3	3	3.2
美国经济预测	2.3	1.8	1.9	2.3	1.7	1.7	2.3	1.2	2.1	2.3	2		2.3	1.8	2.2
中国经济预测	6.1	5.8		6.1	5.6	5.5	6.1	5.7	5.6	6.1	5.9		6.1	5.8	5.6
欧元区经济预测	1.2	1	1	1.2	1	1.1	1.1	0.8	1.2	1.1	1		1.1	1	1.4
日本经济预测	0.8	0.3	0.8	0.9	0.3	1.1	0.9	0.4	1.1	0.8	0.4		0.9	0.3	1

图 2 世界主要投行关于全球主要经济体经济预测

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

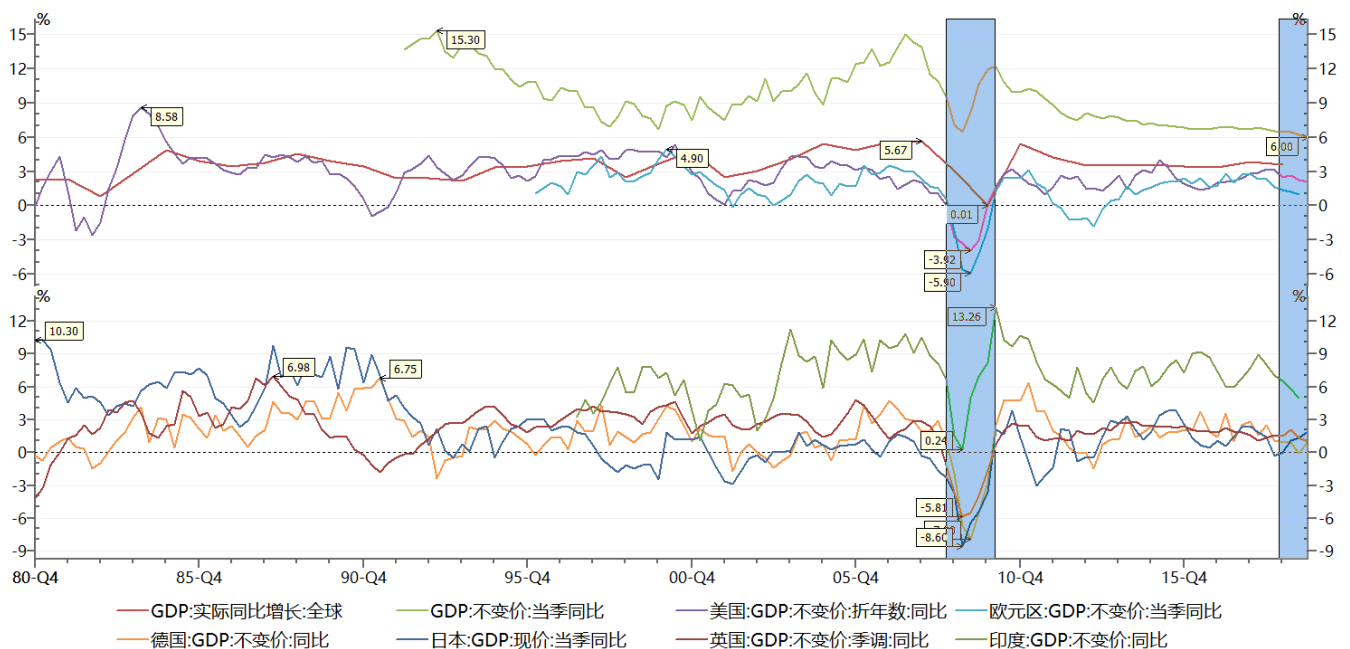


图 3 全球主要经济体经济走势

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

二、全球制造业危机持续

2019 年以来,全球贸易局势紧张导致需求不足,全球制造业陷入衰退或衰退边缘,制造业危机持续加重,并且逐步蔓延到服务业。摩根大通全球制造业数据显示,2019 年 10 月份全球制造业采购经理人指数 (PMI)为 49.8%,较 9 月上升 0.1 个百分点,同比下行 2.2 个百分点,持续 6 个月运行在 50%以下。分区域看,美洲和欧洲制造业 PMI 保持低位,同比下降明显;亚洲制造业 PMI 较上月继续下行;新兴市场国家,除了俄罗斯上升外,其他均不同程度下降,且下降幅度较大。分国家和地区来看,加拿大、德国、美元、欧元区和日本等发达国家制造业 PMI 下降幅度最大,新兴市场国家下行相对较小,巴西和土耳其则逆势上

涨。而制造业的疲弱逐步蔓延到服务业，特别是下降幅度偏大的发达国家服务业 PMI 下降更加明显，制造业和服务业 PMI 的疲弱表现使得经济失去增长动能，严重拖累经济增长。2020 年，在无新的增长点出现前，制造业危机将会持续，故全球经济增长依然疲弱。

2019年11月全球主要国家和地区制造业PMI指数					
国家	2019年11月	2019年10月	2018年11月	环比变动	同比变动
全球	50.3	49.8	52.0	0.5	-1.7
中国	50.2	49.3	50.0	0.9	0.2
美国	48.1	48.3	59.3	-0.2	-11.2
日本	48.9	48.4	52.2	0.5	-3.3
欧元区	46.9	45.9	51.8	1.0	-4.9
德国	44.1	42.1	51.8	2.0	-7.7
法国	51.7	50.7	50.8	1.0	0.9
意大利	47.6	47.7	48.6	-0.1	-1.0
荷兰	49.6	50.3	56.1	-0.7	-6.5
爱尔兰	49.7	50.7	55.4	-1.0	-5.7
希腊	54.1	53.5	54.0	0.6	0.1
西班牙	47.5	46.8	52.6	0.7	-5.1
奥地利	46.0	45.5	54.8	0.5	-8.8
英国	48.9	49.6	53.6	-0.7	-4.7
加拿大	58.4	51.8	57.3	6.6	1.1
俄罗斯	45.6	47.2	52.6	-1.6	-7.0
巴西	52.9	52.2	52.7	0.7	0.2
印度	51.2	50.6	54.0	0.6	-2.8
印度尼西亚	48.2	47.7	50.4	0.5	-2.2
韩国	49.4	48.4	48.6	1.0	0.8
越南	51.0	50.0	56.5	1.0	-5.5
土耳其	49.5	49.0	44.7	0.5	4.8
墨西哥	48.0	50.4	49.7	-2.4	-1.7
澳大利亚	48.1	51.6	51.3	-3.5	-3.2
波兰	46.7	45.6	49.5	1.1	-2.8

图 4 全球主要经济体制造业数据统计
资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

2019年11月全球主要国家和地区服务业PMI指数					
国家	2019年11月	2019年10月	2018年11月	环比变动	同比变动
全球	51.6	51.0	53.7	0.6	-2.1
中国	53.5	51.4	52.4	2.1	1.1
美国	53.9	54.7	60.7	-0.8	-6.8
日本	50.3	49.7	52.3	0.6	-2.0
欧元区	51.9	52.2	53.4	-0.3	-1.5
德国	51.7	51.6	53.3	0.1	-1.6
法国	52.2	52.9	55.1	-0.7	-2.9
意大利	50.4	52.2	50.3	-1.8	0.1
爱尔兰	53.7	50.6	57.1	3.1	-3.4
西班牙	53.2	52.7	54.0	0.5	-0.8
英国	49.3	50.0	50.4	-0.7	-1.1
俄罗斯	55.6	55.8	55.6	-0.2	0.0
巴西	50.9	51.2	51.3	-0.3	-0.4
印度	52.7	49.2	53.7	3.5	-1.0

图 5 全球主要经济体非制造业数据统计

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

三、美国经济下行风险依然偏大

特朗普政府经济政策与政治政策不确定性走强，宏观经济数据疲弱，核心收益率曲线持续倒挂释放经济衰退信号，世界三大经济组织和主要投行纷纷下调美国 2020 年经济预期，美联储更是连续三次保险性降息以避免经济的断崖式下滑。综合地缘政治和贸易冲突等外部环境以及内部经济下行风险，特朗普的对外经济政策传导回美国会出现一定的延后，美国 2020 年大选亦会加剧美国的动荡，美国 2020 年经济将会持续走弱，预计美国 2020 年经济增长将降到 1.7% 以内，不排除降到 1.5% 的可能。美联储继续降息 1-2 次以应对经济下行风险的可能性比较大。

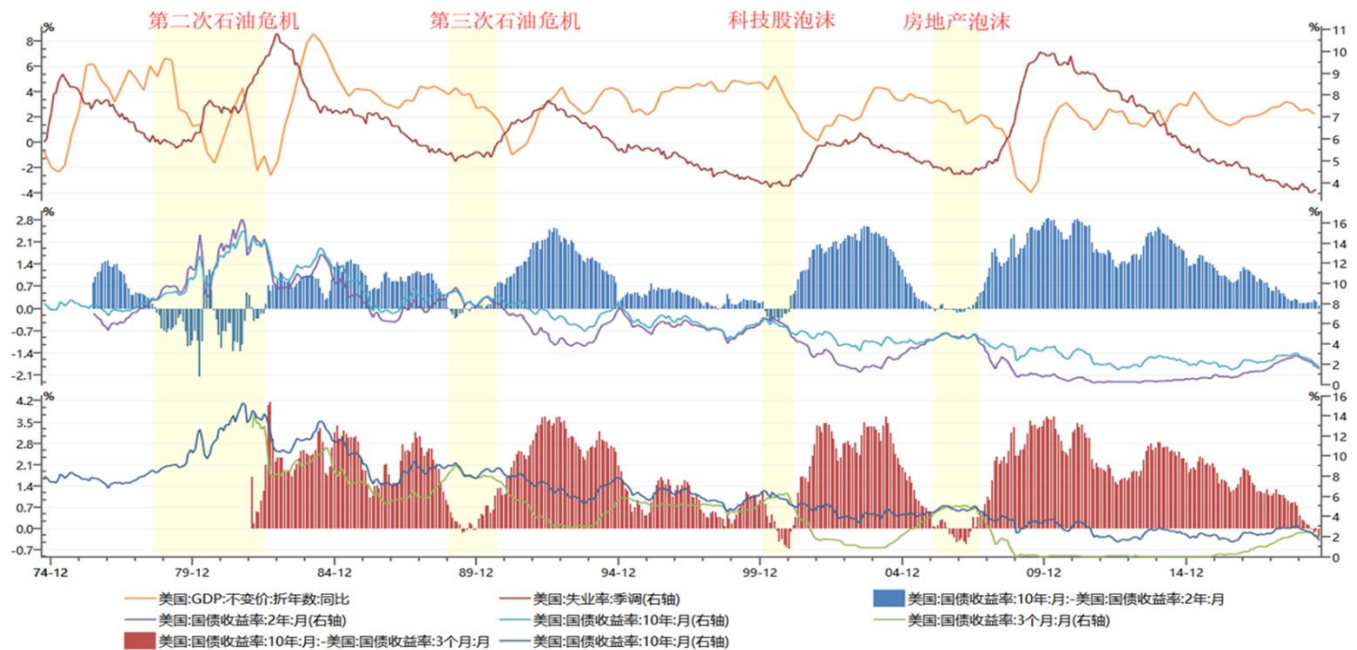


图 6 美国经济增长与核心收益率曲线倒挂
资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理



图 7 1967-2019 年美元指数长期走势分析
资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整

美国 10 月零售销售月率录得 0.3%，高于 0.2%的预期值和-0.3%的前值，继上月录得下滑后再次回升，因为基数偏高，零售销售同比仅录得 3.1%的增长，不及 4.07%的前值；核心零售销售环比升 0.2%，不及 0.4%的预期但是高于-0.1%的前值。美国 10 月工业产出环比录得-0.8%，不及-0.4%的预期值，工业总体产出指数同比仅录得-1.13%，衰退程度加深，并且产能利用率仅录得 76.7，供给端在停滞衰退的路上越走越

远。强劲的消费依然助力经济保持韧性，缓冲了贸易冲突和投资领域所遭遇的冲击，随着 11-12 月美国消费旺季的到来，零售数据有望继续增长，占据美国经济版图 70% 的消费项将进一步支撑经济。占据美国经济版图 11% 的工业低迷程度加深，供给端衰退程度持续加深，直接拖累美国经济。制造业危机持续，贸易争端导致外需不足，我们认为美国 4 季度 GDP 将会继续小幅下行，录得 1.7% 的可能性大。

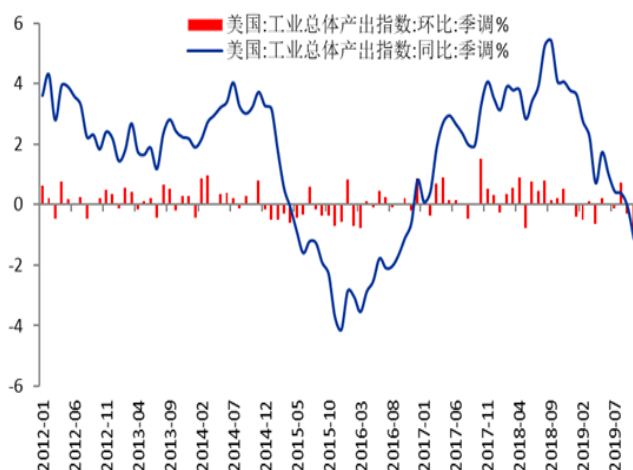


图 8 美国工业总体产出指数变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

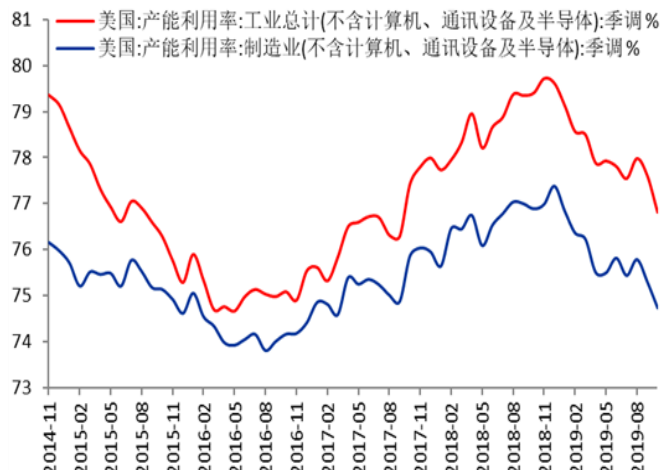


图 9 美国产能利用率变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

	项目	季调环比			3个月移动平均环比			同比		
		2019/10	2019/09	2018/10	2019/10	2019/09	2018/10	2019/10	2019/09	2018/10
工业总体	工业总体	-0.84%	-0.30%	0.22%	-0.14%	0.10%	0.39%	-1.13%	-0.07%	4.06%
最终产品和非工业物	最终产品和非工业物料	-0.73%	-0.26%	0.34%	-0.26%	-0.06%	0.32%	-1.63%	-0.57%	2.08%
消费品	消费品	-0.79%	-0.06%	0.15%	-0.36%	-0.10%	0.23%	-2.16%	-1.24%	1.42%
企业设备	企业设备	-0.58%	-1.10%	0.31%	-0.24%	-0.23%	0.69%	-2.47%	-1.59%	3.62%
建筑	建筑	-0.35%	-0.22%	0.40%	0.12%	0.01%	0.22%	1.09%	1.86%	2.11%
材料	材料	-0.97%	-0.36%	0.09%	0.02%	0.29%	0.46%	-0.55%	0.51%	6.39%
制造业	制造业	-0.63%	-0.51%	-0.08%	-0.18%	-0.09%	0.12%	-1.48%	-0.93%	2.04%
采矿业	采矿业	-0.68%	-0.78%	0.13%	0.37%	-0.15%	1.12%	2.70%	3.54%	14.09%
公用事业	公用事业	-2.57%	1.87%	2.57%	-0.46%	1.83%	1.16%	-4.11%	0.95%	4.61%

图 10 美国工业生产指数分项变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

四、欧元区经济略有下行

2019 年，欧洲政治经济不确定事件频发，内忧外患加大经济下行风险：外患方面，欧美汽车和农产品关税始终困扰美欧关系的同时，世贸组织争端解决机构同意正式授权美国根据世贸组织对“空客补贴案”的最新裁决使得双方再次加码关税制裁，欧洲进出口贸易持续受到打击；全球汽车行业陷入严重衰退，以汽车制造业为核心的欧洲制造业受到重创；中东局势动荡特别是美伊关系导致的原油价格波动亦影响欧洲经济。内忧方面，英国脱欧依然是欧洲最大的风险事件，前首相特蕾莎·梅无法有序脱欧遗憾辞职，约翰逊当选新任首相并与欧盟达成脱欧协议，但是却依然无法得到议会的通过，欧盟第三次允许延迟脱欧，英国将于 12 月 12 日进行大选，并承诺于 2020 年 1 月 31 日前达成脱欧协议；意大利经济虽摆脱技术性衰退

却陷入债务危机，随后政局持续动荡，经济依然处于技术性衰退的边缘；德国总理对接班人不满意，面对执政党动荡局面的加剧，默克尔准备留任至 2021 年任期结束，德国经济虽然避免了技术性衰退，但是依然疲弱，经济增长预期腰斩；全球制造业危机持续，欧元区制造业最为严重，陷入深度衰退中；多数欧洲国债收益率创新低，德国、法国、荷兰和瑞士等国家收益率更是降到零关口以下等。内忧外患的处境，再次加剧市场对欧洲经济放缓甚至局部出现衰退的担忧，欧洲央行再次降息，重启量化宽松政策以刺激经济回暖。

经济数据方面，2019 年以来，欧元区制造业数据持续疲弱，深度衰退，严重拖累经济，并且暂无好转的迹象；产出端亦陷入衰退，需求端虽有韧性，但是增长乏力，难以改变经济下行风险；失业率维持低位，随着经济数据的下行有触底反弹的迹象；进出口贸易则因全球贸易壁垒而受到打击；英国深陷脱欧泥潭，宏观数据均不同程度走弱；欧元区经济底部运行，2019 年前三季度 GDP 同比增长维持在 1.2% 左右，世界三大组织和主要投行亦纷纷下调欧元区经济，经合组织甚至将欧元区 2020 年经济预期下调为 1%，部分投行将欧元区经济预测下调为 0.8%。欧洲央行再次降息并且开启量化宽松应对经济下行风险。内忧外患使得欧元区经济及欧盟经济下行风险持续加大，我们认为 2020 年欧元区经济降到 1.1% 的可能性比较大，不排除降到 1% 以下的可能。

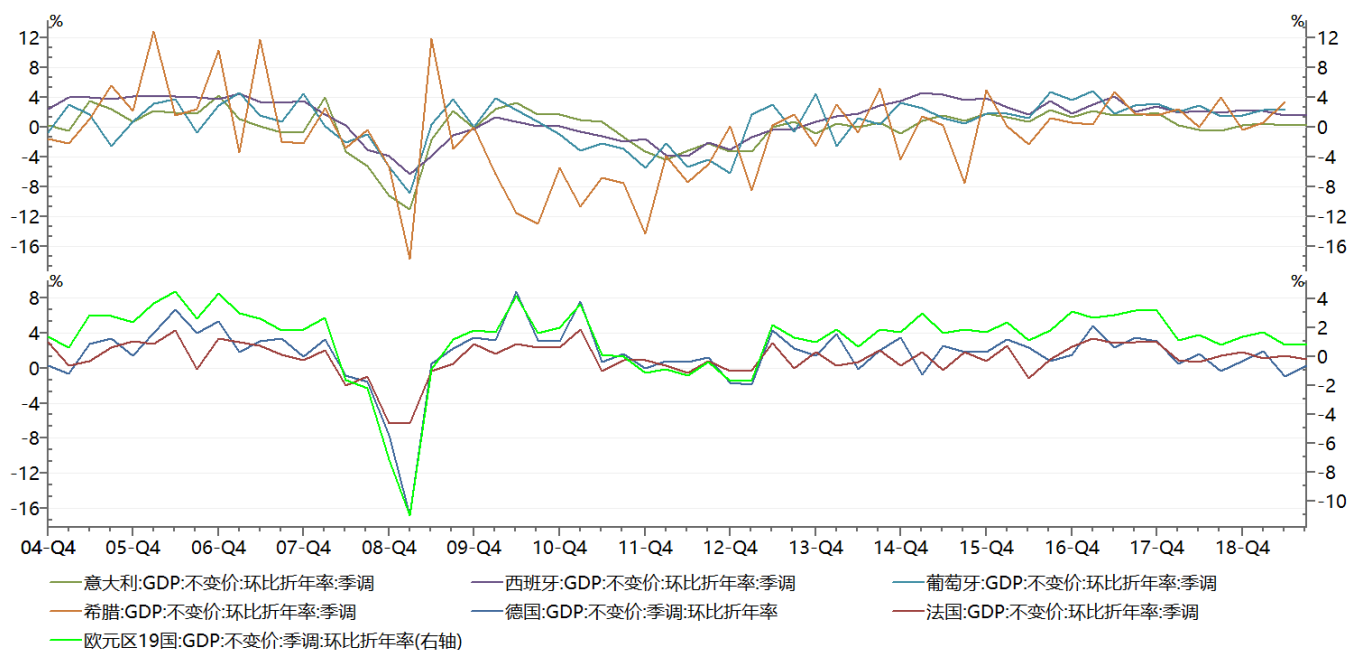


图 11 欧元区经济走势

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理



图 12 英国脱欧与英镑

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

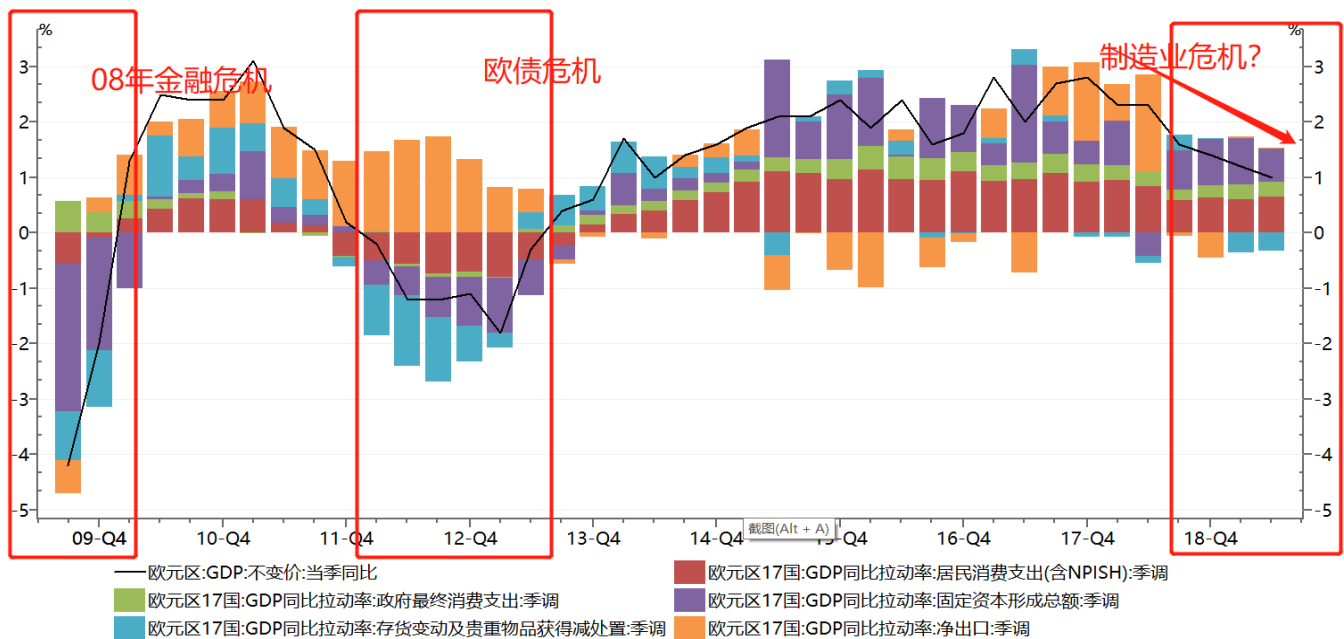


图 13 欧元区经济分项变动情况

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

五、印度经济持续下降, 央行连续五次降息

印度央行新任行长达斯上任后连续五次降息, 用以推动印度经济增长。在备受关注的 2019 年印度大选中, 印度现任总理莫迪所在的人民党领导的全国民主联盟最终赢得大选, 5 月 25 日, 印度总统科温德任命莫迪为新总理, 同时要求莫迪提名新一届联邦政府内阁成员。莫迪成功连任, 能够为增长前景不确定的印度经济提供政治稳定和政策连续性。未来, 印度经济还将面临改革的难题, 货币宽松政策的负面影响也

值得决策者关注。5月31日，特朗普宣布，美国政府将于6月5日正式取消给予印度的普惠制待遇，受此影响，价值约56亿美元的2900余种印度输美商品无法再享受美方此前提供的关税减免优惠。印度从6月16日起对二十余种美国商品征收报复性关税，以回击美国对印度加征关税及取消印度普惠制待遇的有关举措。贸易局势严重影响印度的进出口业务，造成需求不足。全球经济放缓导致的需求不足、收紧的国际金融环境以及日益上升的政治不确定性等灰犀牛和黑天鹅事件，都会对印度经济产生较大的负面影响。

6月6日，印度央行第三次降息，并将2019年GDP增加下调0.2%至7.2%。10月4日，印度央行宣布第五次降息，下调利率25个基点至5.15%，累积降息135个基点，使印度基准利率降至近10年来的最低水平，并将2020财年GDP增速预期从6.9%下调至6.1%。此前政府采取了一系列财政措施来刺激经济增长，包括出人意料地削减200亿美元的企业税。今年第二季度印度经济增速仅为5%，已连续第五个季度放缓，并创下6年来新低，印度央行下调利率以促进经济增速恢复，同时，通胀压力低迷也给央行降息提供了空间。然而印度本轮经济增速下滑主要原因是投资与消费需求不振，预计央行降息短时间难以刺激经济增长。

宏观数据方面，印度10月份的制造业录得50.6，勉强维持扩张态势，但是趋势性下滑趋势已成，预计四季度跌破荣枯线的可能性比较大；服务业PMI录得49.2，连续两个月低于荣枯线，制造业和服务业活动疲弱形势进一步加剧，印度经济增速动力依然不足。印度10月CPI升至4.62%，为2018年6月以来通胀数据首次在4%之上，印度不断走高的通胀压力主要是由食品和蔬菜价格推动的。央行设立的印度中期通胀目标为4%，超过4%的CPI数据显示，一方面，连续几个月，消费者物价指数不断高企，另一方面，印度经济增速仍处于不断下挫过程中。考虑到印度通胀的结构性因素，印度央行或将在通胀高企之时实施继续降息措施。印度本轮经济降速主要是由企业投资需求和个人消费需求不足引发的，而印度的非银行金融危机是这一切的触发点。在此情况下，仅靠央行的持续降息，并不能有效提振经济。

财政政策方面，自9月份以来，印度财政部已经实施了4轮经济刺激措施，这些措施包括建立2500亿卢比的住房建设基金、1.45万亿卢比的企业所得税减免以及出口担保政策。但印度财政部的刺激措施主要针对供给端，需求端的刺激较少。而引发印度此次经济持续萎缩的主要原因就是企业投资需求和个人消费需求的降低。为转变这一趋势，印度财政部在需求端着力的刺激政策将不可避免。印度政府难以采取更加积极的财政政策，高赤字、高债务的现状明显制约增加财政支出。印度政府企图通过扩大落后的基础设施投资提振经济高速增长，但政府一方面要偿还债务本息，另一方面要控制赤字率，用来投资基础设施的资金非常有限，莫迪政府承诺的经济目标可能难以实现，尤其是基建方面。能够稳住现在的经济水平对于印度而言已是非常艰难。

自印度2018年一季度经济增长有所回调后，印度经济增长呈现下降趋势，2019年一季度经济增速更是跌破6关口，降为5.83，二季度更是降为5%，并且呈现继续下跌态势，这也是印度央行连续多次降息的原因。预计印度经济将会继续底部运行，2020年或出现小幅回调。

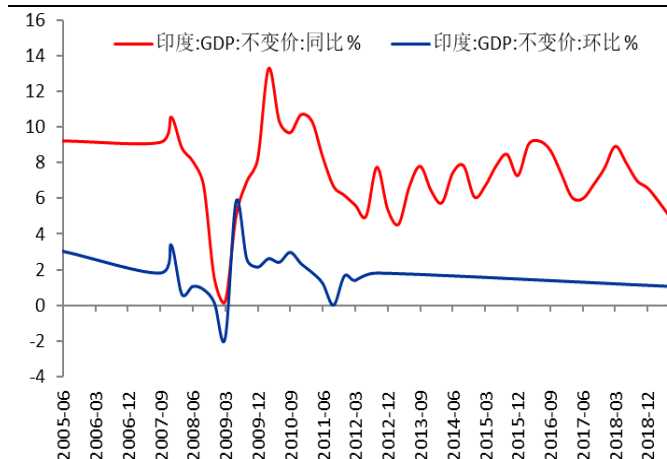


图 14 印度 GDP 变动

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

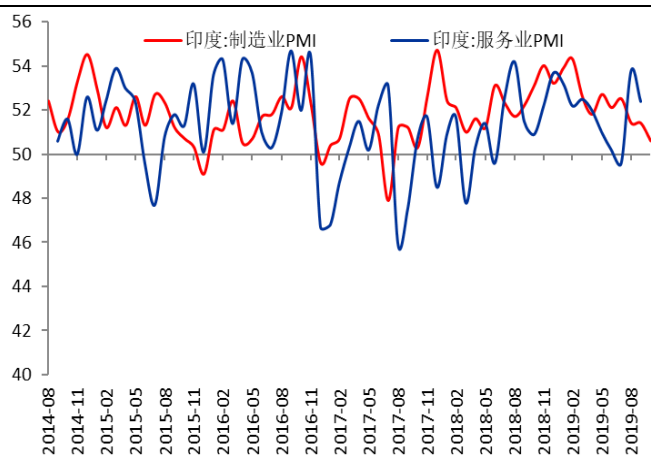


图 15 印度制造业、服务业 PMI 变动

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

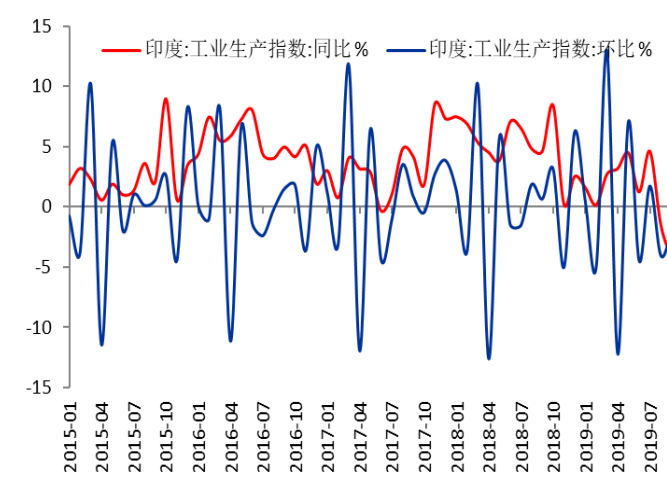


图 16 印度工业生产指数大幅下跌

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

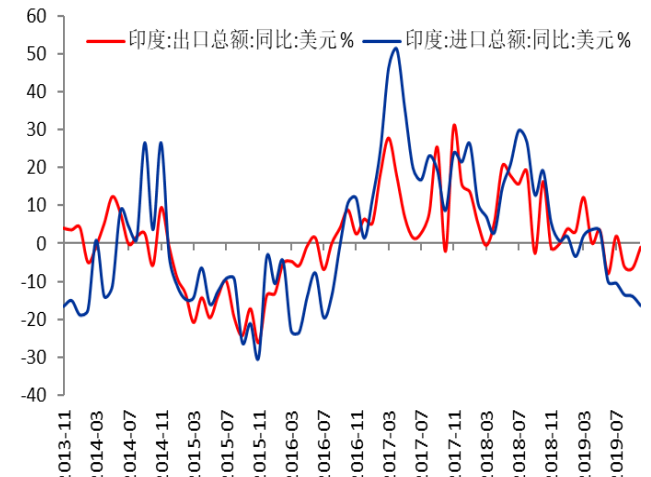


图 17 印度进、出口变动

资料来源: Bloomberg、方正中期研究院整理

六、巴西经济如期下降

巴西今年第一季度国内生产总值(GDP)环比下跌0.2%,为2016年第四季度以来首次下跌,同比4.19%,呈现下降趋势。从行业来看,家庭消费、服务业、政府支出和进口额有所增长,工业、农牧业、投资、民用建筑和出口均出现负增长。在工业方面,采矿业产值降幅最大。地理统计局分析人士表示,今年年初巴西淡水河谷公司铁矿废料矿坑堤坝溃坝事故产生的影响导致整个采矿业下滑。由于工业和服务业都有不同程度的增长,第二季度巴西GDP环比增长0.4%,这是2018年第三季度以来最强劲的季度增长,这得益于巴西政府积极推动经济改革,第二季度巴西经济避免了衰退,增长速度超出预期。由于国际贸易局势、阿根廷经济波动以及对全球经济衰退的担忧,外部情况的恶化给未来几个月带来了更多的不确定性。

最新数据显示,巴西10月制造业PMI报52.2,延续回升迹象,服务业PMI录得51.2,虽短暂跌破荣枯线,但是整体呈现上升趋势;9月,季调工业生产指数同比报0.57%,略高于前值,环比仅录得0.3%,

工业生产指数亦出现回升迹象；需求端，9月零售业物量指数同比大幅增加2.1%，远高于1.4%的前值，9月环比仅录得0.73，亦高于前值，需求亦有回升的迹象。

综合来看，巴西制造业稳定回升为经济提供动力，而供需两端的逐步转暖支撑巴西经济，预计巴西3-4季度GDP将会继续回升。世界三大经济组织虽下调了巴西经济预期，但是2020年经济预期依然较高，我们预计2020年，巴西经济将维持在1.8%左右。

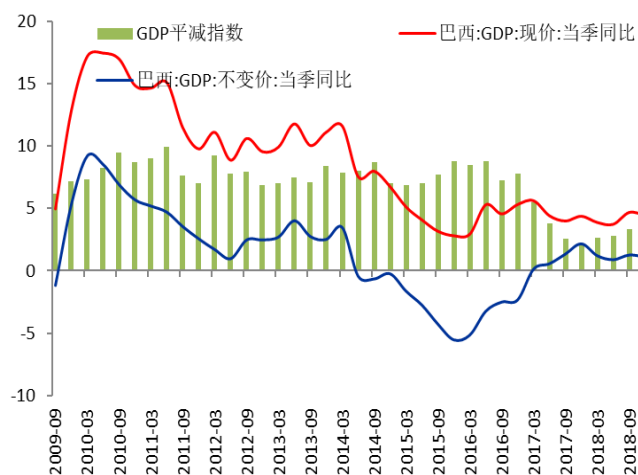


图 18 巴西 GDP 变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

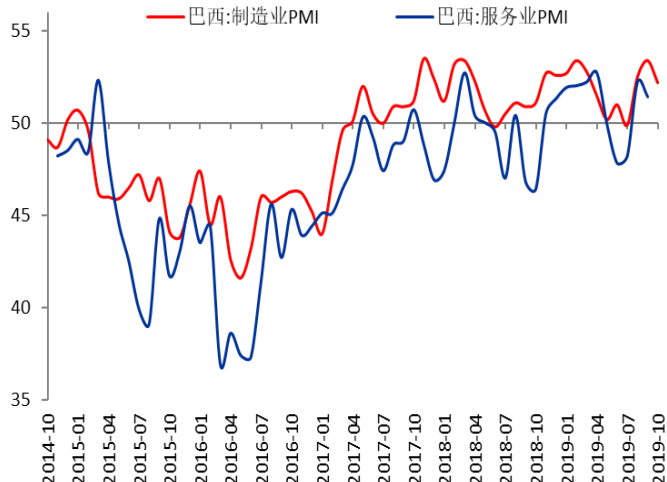


图 19 巴西制造业、服务业 PMI 变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

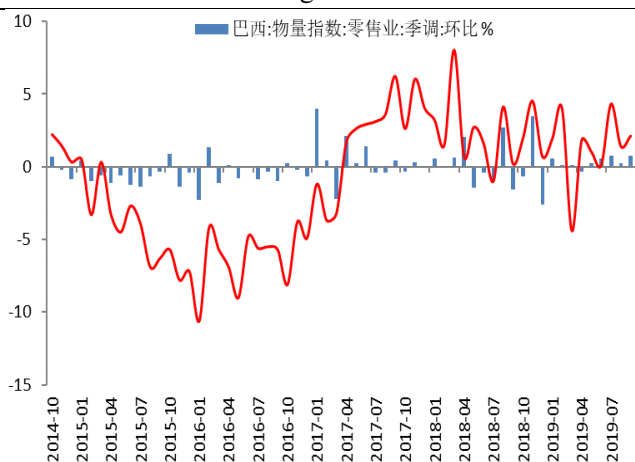


图 20 巴西零售业物量指数变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

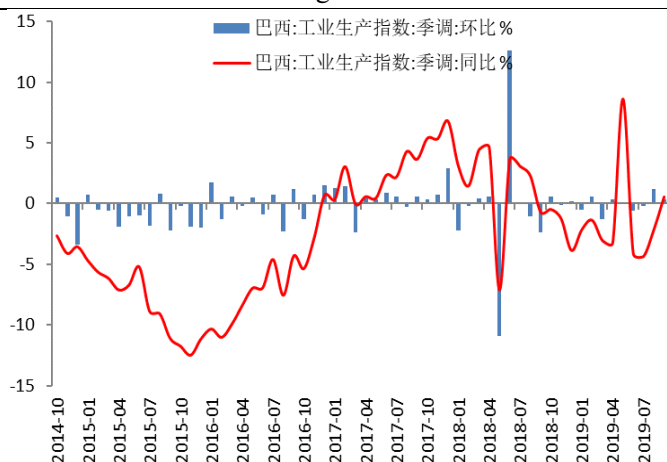


图 21 巴西工业生产指数变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

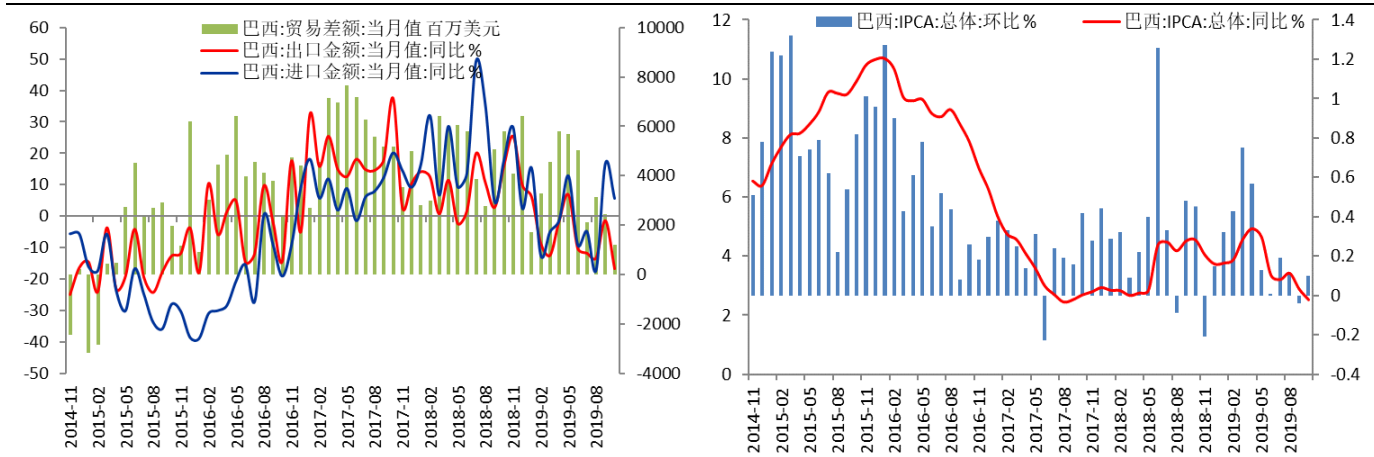


图 22 巴西贸易变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

图 23 巴西通胀水平变动

资料来源：Bloomberg、方正中期研究院整理

第二部分 2019 年我国宏观经济形势及 2020 年展望

2019 年国内经济总体呈现下行趋势，短期的主动去库存阶段多次受到贸易冲突等外力影响而延长。产出端中，上游采掘强于中游材料，中游制造业虽表现差但持续改善，经济结构调整的迹象明显。需求端中，外需受到贸易冲突拖累，且消费因汽车等结构性因素依然表现不佳。基建投资有所改善，但回升幅度有限，主要因资金受制于地方专项债额度等制约。房地产投资韧性明显超预期，这也是维持总需求基本稳定的重要一环。通胀分化严重，猪价拉高 CPI 但工业品价格拖累 PPI，二者剪刀差持续扩大。

政策层面虽有变化，但是稳经济和“六稳”的基本目标不变。货币政策从中性偏宽松转向完全中性再回到中性偏宽松，在多次的降准和“降息”等措施下，实体经济融资状况有一定改善，广义社融增速企稳回升。财政政策则在减税降费方面继续发力，降低企业所得税以及部分社保费率等。在金融部门继续去杠杆的同时，居民部门杠杆率维持上升，企业部门杠杆率止跌企稳。总体上看稳经济的政策正在起效。

展望 2020 年国内宏观经济，我们依然保持乐观看待，但下半年依然需要注意风险。需求端看，房地产在购地-开工-施工逻辑维持的情况下，仍有望维持一定韧性，但需要谨防销售下滑拖累投资，尤其是二季度竣工增加完成补库前后。基建投资仍需要关注地方债发行情况，乐观判断明年地方专项债额度扩大后，基建投资仍有继续回升的空间。中美贸易谈判取得进展的情况下，外需边际改善的可能性也上升。产出端上游和中游制造业或表现更强。货币政策托底和需求的对冲管理是明年经济运行的主基调，预计可看到两次左右降准、降息。上半年通胀高企和库存周期转向将带动名义产出回升，预计经济呈现先强后弱走势。年内经济的风险从外需承压的幅度转向内需企稳的节奏。此外，上半年原油价格对国内通胀的潜在冲击风险需要警惕。

一、贸易冲突打乱节奏 经济企稳时点推迟

总体来看 2019 年国内宏观经济呈现走弱态势，库存等短周期经济运行节奏因贸易冲突而改变，二季度经济企稳的高度受限、时间被推后，年内 GDP 增速呈现下移的态势。此外，经济结构变动明显，外需受到多重不确定性因素影响拖累经济的情况下，内需对经济重要性上升。而消费持续走弱的情况下，投资是内需的主要支撑。基建投资从年初开始温和增长，地产投资的韧性则超预期。名义产出大幅调整主要是受到价格因素的打击，实际产出延续温和调整态势。上述逻辑导致的实际产出和价格水平-名义产出-收入与利润螺旋下降，压制企业利润增速出现明显回落。但价格水平下降的逻辑明年将会弱化，库存周期则带动名义产出以及实际产出回升，外生动力上看则是房地产保持一定韧性的情况下，基建乏力和外需修复。因此我们认为 2020 年上半年国内宏观经济状况将有一定的改善。未来的风险仍是在房地产和外需方面。

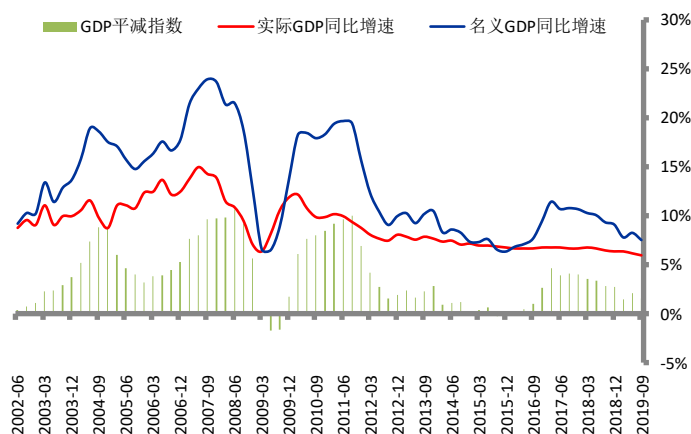


图 24 实际 GDP 增速低位保持平稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

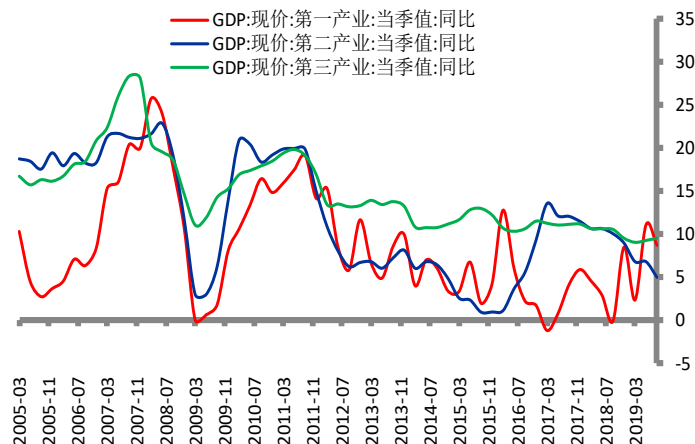


图 25 第一、二、三产业名义 GDP 增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

在此我们依然强调库存周期的逻辑。通过观察制造业 PMI 可以发现，2018 年下半年开始的主动去库存阶段在今年一季度曾有短暂的好转，下游净需求指标出现一定的回升。但是随着中美贸易冲突从二季度开始加剧，这一回升的进程被打乱。其中美贸易冲突在三季度再度影响了库存周期触底的节奏。随着中美贸易冲突在四季度开始缓和。库存周期将重新回到被动去库存阶段。这和下游净需求好转，以及 PPI 即将出现的修复相互呼应。我们的基本假设是中美第一阶段贸易协议达成，外生因素将加速周期内生动力的释放，并形成外需修复预期和实质性的边际改善，并且这一改善至少在上半年是对经济有一定利好作用的。

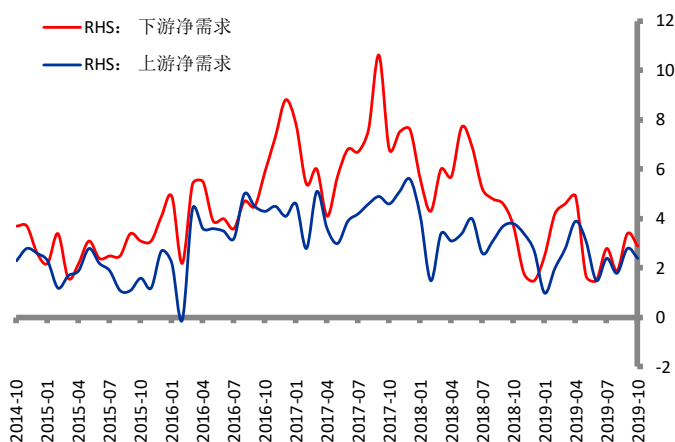


图 26 短期库存周期变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

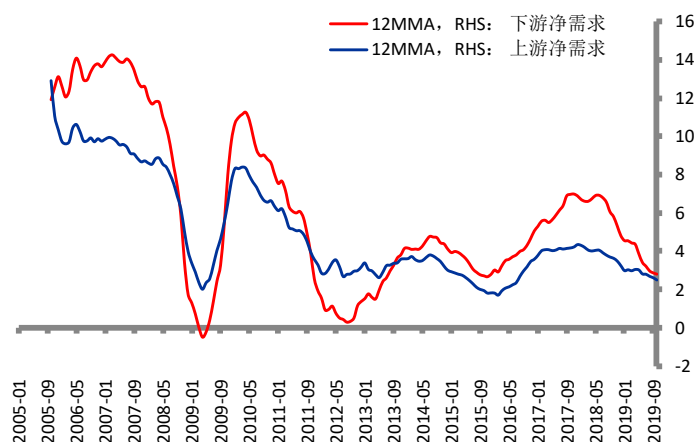


图 27 中长期需求接近底部
数据来源：Wind、方正中期研究院

（一） GDP 明显回落 供给收缩难持续

产出端来看，前三季度中国实际 GDP 分别同比增长 6.4%、6.2%、6.0%，增速呈现不断下调的态势。至三季度名义 GDP 增速则下降至 7.57%，一季度 GDP 平减指数曾低至 1.44%。我们预计四季度名义 GDP 将呈现好转的态势，并且明年上半年名义 GDP 将有进一步的走高，尤其是二季度。但实际 GDP 大概率仍呈现前高后低走势。从支出法角度看，虽然 2019 年净出口对经济的直接贡献上升，但这并非外需走强的标志，而是消费需求等表现更弱所致。

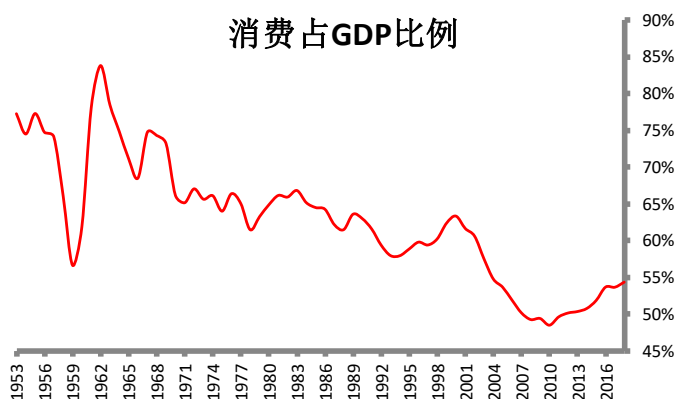


图 28 支出法 GDP 中消费所占比例
数据来源：Wind、方正中期研究院

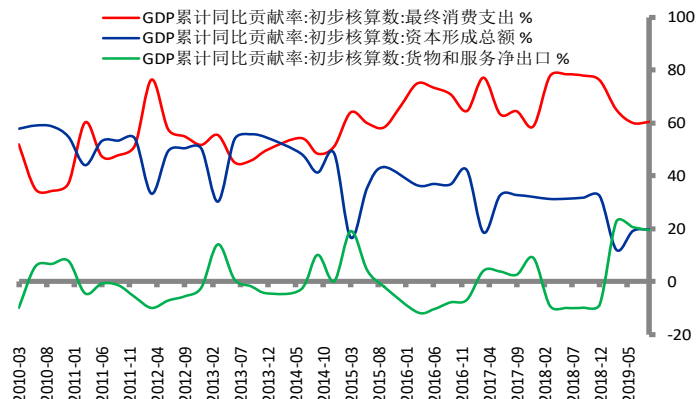


图 29 消费、投资、外贸所占 GDP 比例
数据来源：Wind、方正中期研究院

工业产出方面，虽然二季度受到政策带来的“减税套利”和贸易形势改善曾出现反弹，但总体工业增加值为代表的产出增速仍呈现下降趋势。分行业看黑色、有色、非金属下游等产业链表现相对较好，电气制造、基建相关也有一定表现。化工和石油相对偏弱，电子制造表现不及2018年，专用和通用设备制造业也持续走弱。此外，汽车制造基本上全年呈现负增长。可以看出，工业方面呈现明显的采掘业强于制造业，原材料强于加工组装的特征。从这一点上也可以明显的看到贸易冲突影响的影子。

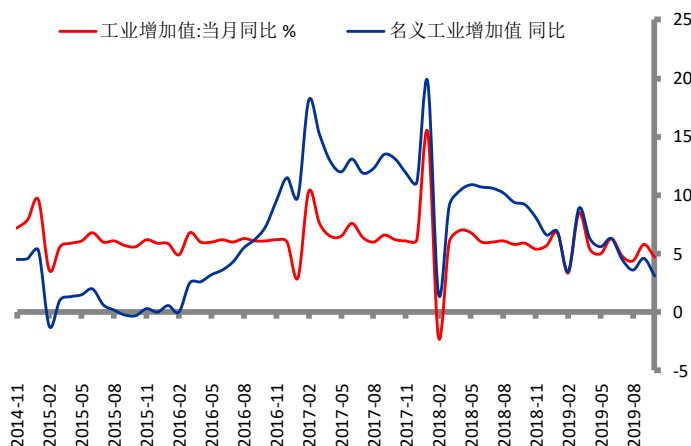


图 30 中国工业增加值同比增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

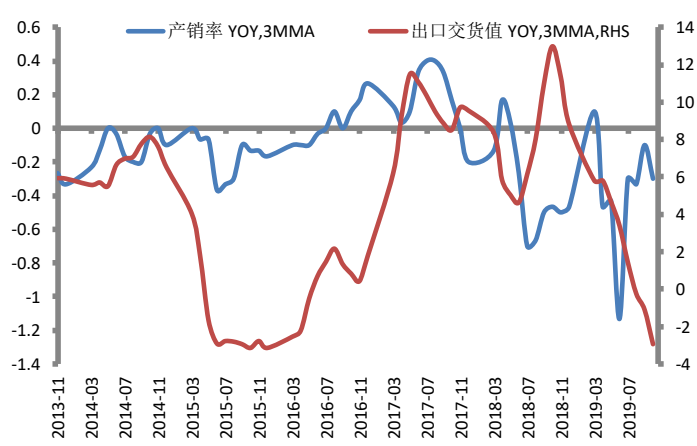


图 31 产销率和出口交货值
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二） 地产韧性支撑投资 基建有待继续发力

投资需求方面，城镇固定资产投资完成额和民间固定资产投资均呈现下降趋势，但其中结构有一定变动。房地产投资持续在10%以上的增速，表现出超预期的韧性，是投资增速缓慢下行而非断崖式下跌的主要原因。基建投资一改2018年大幅下降的态势，一季度出现一定反弹之后，基本维持稳定的增速。制造业投资在贸易冲突不断加剧的情况下，年初开始出现大幅回落，但从二季度开始基本稳定。

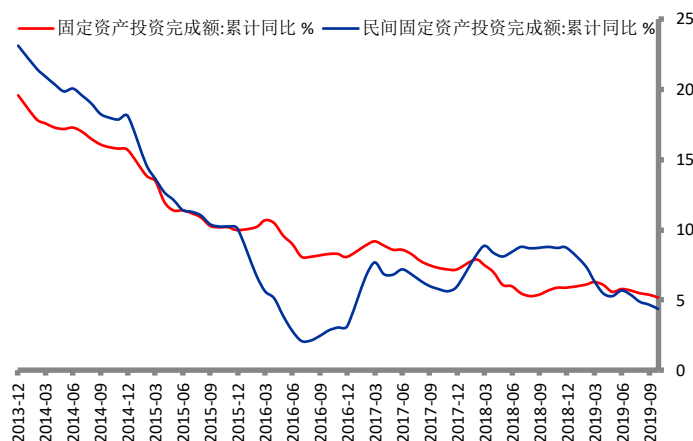


图 32 固定资产投资和民间固定资产投资增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

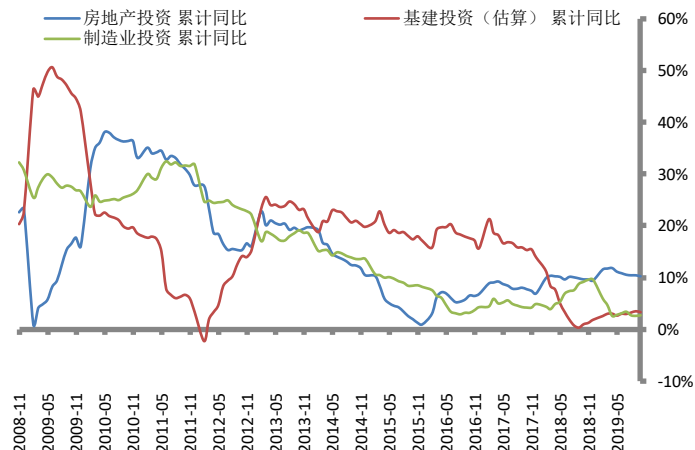


图 33 三大投资累计同比增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

具体来看房地产投资。作为年内支持经济增长的最主要因素，表现出超预期的韧性。房地产施工增速全年基本保持在 9%附近。较高的房屋施工增速一定程度上成为保持房地产投资增速的主要因素。而三季度开始房地产企业购置土地面积开始改善，四季度开始施工面积出现明显上升，这都表明房地产企业补库存的动力增强。从资金的角度看，房地产企业销售期房比例的增加，加速了回款和资金流转，对购置土地和开工形成支持。虽然广义库销比在待售房屋面积拖累下依然下降，但狭义库销比维持上升趋势，且二季度开始加速上升。房企补库存的动力依旧存在且正在加速形成。

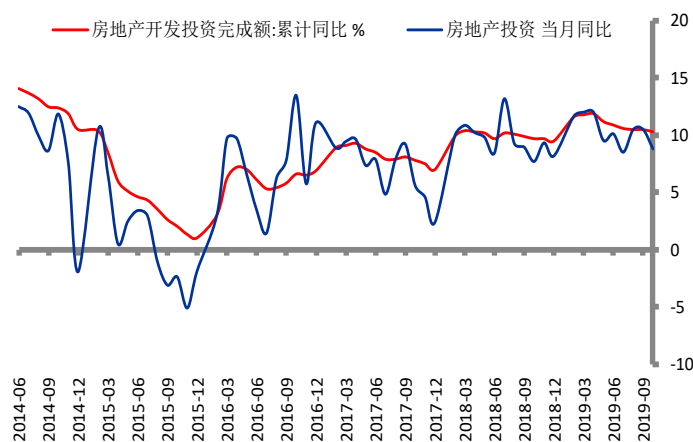


图 34 房地产投资增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

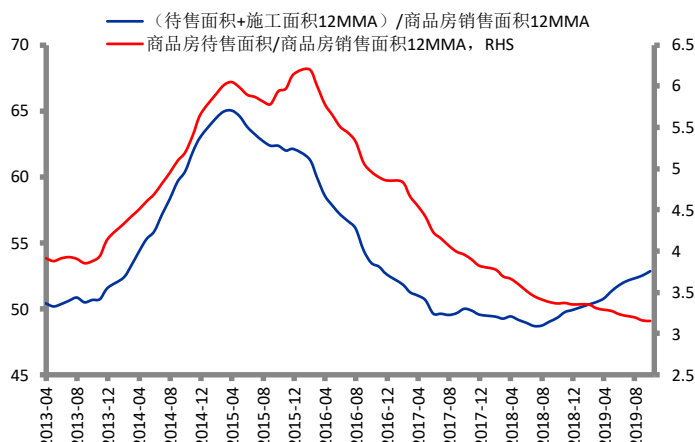


图 35 广义库销比持续回升
数据来源：Wind、方正中期研究院

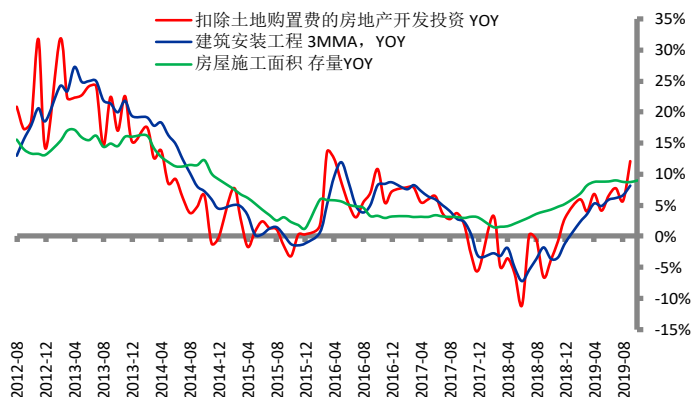


图 36 房屋施工、建安工程房地产投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

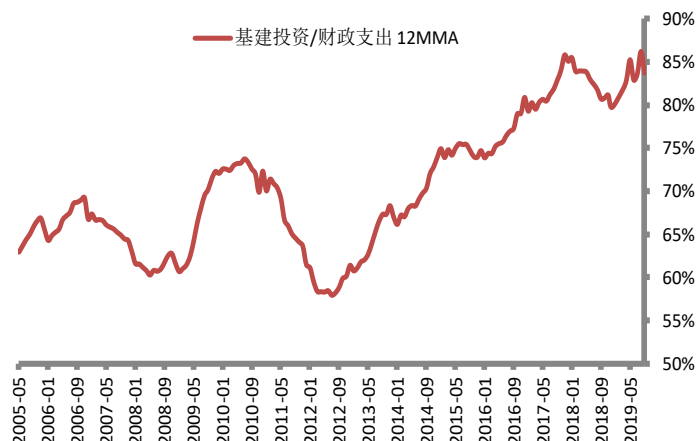


图 37 财政对基建投入重新上升
数据来源：Wind、方正中期研究院

但我们仍强调，目前房地产企业在银行信用受限、表外渠道受阻的窘境之下，高度依赖销售回款和购房贷款，事实上这也是此前房地产行业流动性持续收缩的原因。随着调控政策的深化，人口结构的变迁，以及居民杠杆率持续刷新纪录等，房地产市场有价无量的长期格局或已经形成，未来销售增速的大趋势仍将是持续放慢。因此年初以来销售改善整个行业的流动性的模式不可持续。而短期来看，一旦销售走弱、土地购置回落、地产竣工加速等迹象出现，房屋施工下降对投资需求的负面影响必将显现，这一风险仍将是 2020 年需求端的主要风险之一。

基建是另一个支撑投资需求的重要因素。基建投资增速曾在 2018 年出现明显回落之后，今年年初出现一定反弹，二季度开始再度转向平稳增长，总体来看稍弱于预期。我们依然强调基建的逻辑是“短期看资金、长期看项目”。随着地方债年内发行额度已经释放完毕，后期地方债提前下达的节奏将决定基建投资的走势，明年地方债额度将决定下一步基建投资的方向。我们认为在明年经济前高后低的基本假设下，下半年基建将有一定发力空间。此外受短期经济偏弱的影响，今年年末和明年年初基建仍是对冲经济走弱的主要手段。而长期来看，基建投资空间已经减小。未来主要发力点除部分高铁线路外，主要是支线铁路、公路和城市轨交、城市地下管网等。

（三） 消费增速修复有利于经济企稳

消费增速年内持续走弱，但截至 10 月社消增速的降幅较不及去年同期，名义社消则保持更高增速。随着股票市场反弹和 P2P 爆仓潮的结束，居民部门资产负债表进入修复阶段。而 2018 年四季度和今年二季度的减税是减缓消费增速降幅的另一因素。短期来看，消费增速继续下降主要是基于减税之后基数抬高的因素，未来存在改善的可能性，对经济的负面拖累也将逐步减小。从分项上看，2018 年以来汽车消费的走弱仍是拖累今年消费总体表现的主要因素，在阶段性调整完成之后，持续下降的空间有限。此外一旦未来房地产竣工增速逐步回升，在新房屋装修等需求带动下，有理由看到家电、家具、建材等商品消费增速回升。并且 5G 升级换代影响之下，电子消费品也将是另一个消费的亮点。但需要强调的是，明年消费企稳可能更多的是对之前的修复，从产出-就业-收入-消费的逻辑来看，在收入没有明显回升的情况下，消费增速短期内出现大幅上升的可能性不大。另外猪价大幅上涨或其他消费品形成挤压。而从长期来看，无论是高杠杆率还是人口增速的回落，对消费增速都有不利影响。因此我们认为消费增速可能持稳，对经济产生一定支持，但是持续大幅回升可能性不大。

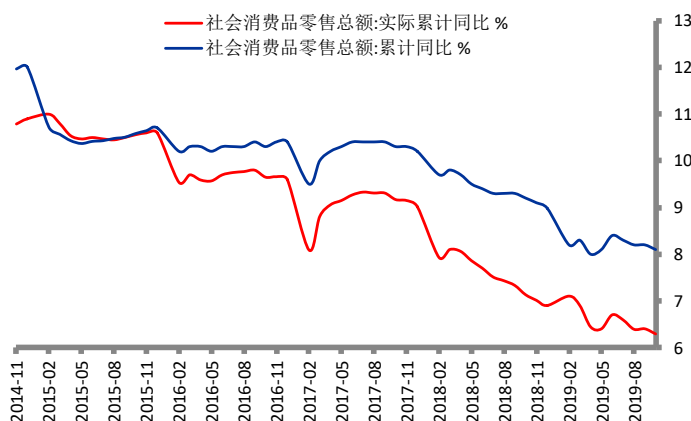


图 38 社消累计同比增速
数据来源: Wind、方正中期研究院

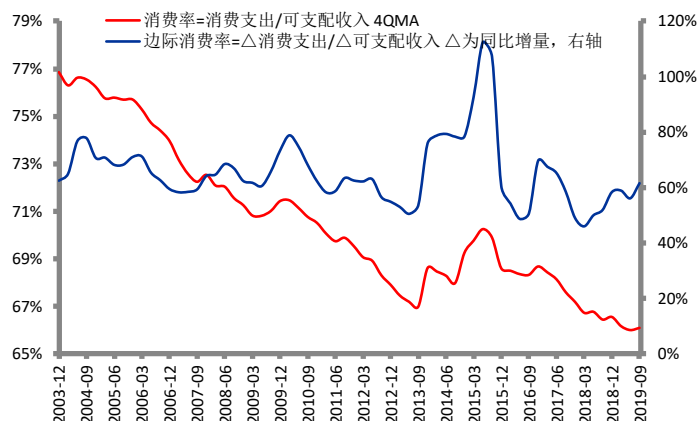


图 39 居民消费倾向下降，边际消费倾向下降不明显
数据来源: Wind、方正中期研究院

(四) 外需短期改善 长期看中美谈判

虽然由于统计方法的问题，净出口对 GDP 增长的贡献上升，但不可否认的是外需依然是今年宏观经济所面临的最主要风险。出口增速今年以来基本上位于负增长区间内，进口增速则在零增长上下波动，“衰退式”贸易逆差则并未出现预期中的回落，较 2018 年有明显增长。对美出口是拖累总出口的主要因素，这毫无疑问是贸易冲突带来的负面影响。从节奏上看，下半年以来对美出口和顺差明显弱于季节性表现。同时，中美贸易冲突对全球经济产生明显拖累，这加速了 2018 年以来的全球经济下行压力，从实际需求角度对外贸形成拖累。虽然年内人民币汇率出现几次贬值，但贬值幅度和持续时间不足，对出口实际影响有限。我们认为，短期来看中美贸易冲突的缓和为出口修复带来空间，在中美签订第一阶段协议，停止扩大贸易冲突的中性预期下，边际修复将逐步出现，出口增速难以进一步调整，尤其是明年下半年出口增速或出现一定幅度的回升。但全球经济的继续走弱或抵消部分基数作用，因此出口增速回升幅度将有限。

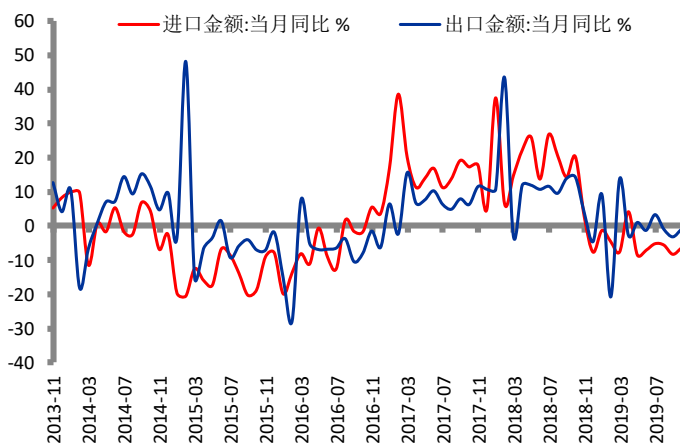


图 40 美元计价进出口增速维持低位
数据来源: Wind、方正中期研究院

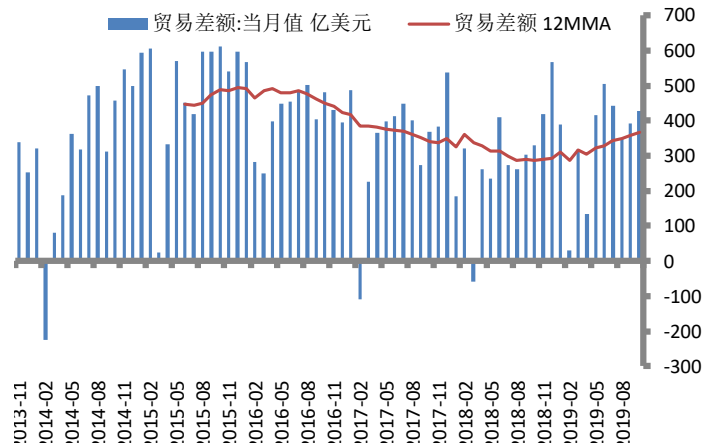
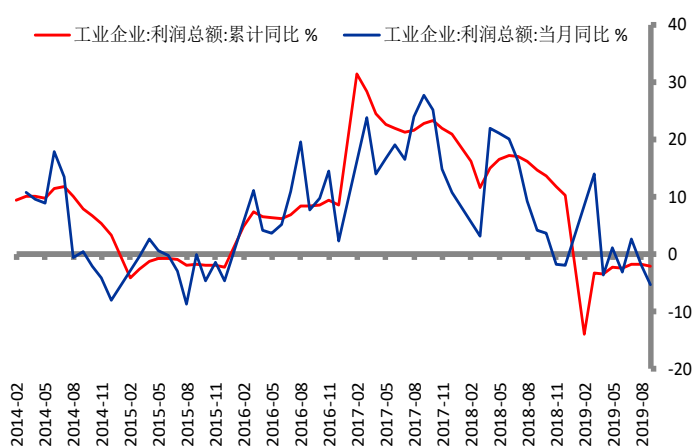


图 41 贸易差额总体水平强于 2018 年
数据来源: Wind、方正中期研究院

（五） 企业利润增速触底

工业企业利润增速今年回落明显，累计同比增速出现持续的负增长。与工业增加值类似的是，非金属开采、黑色金属开采行业等上游行业，铁路基建相关以及电气制造等中游行业表现较好。专用设备和通用设备制造业利润逐步回落。有色行业利润也呈现中游强于上游的情况。不同的是黑色中游的冶炼加工利润明显负增长，石油化工行业也有类似情况。这主要是下游需求不振叠加上游原材料价格刚性所导致。此外汽车制造业利润明显负增长，也和汽车行业从消费到产出总体调整表现一致。我们认为，大宗原材料价格的回升将加剧利润流向上游行业，这对中游原材料行业利润将产生持续压制直至价格传导完成。需求复苏则可能对中游制造业有一定利好影响，因此行业利润的差异将会继续存在。预计总体利润将有所改善，主导原材料行业和制造业利润回升的分别是价格和产出因素。



二、警惕结构性通胀与油价上行

2019 年通胀的逻辑主要是 CPI-PPI 溢价的走高，消费通胀在一季度猪价和油价、二季度果蔬价格，下半年猪价的带动下持续攀高，虽然核心通胀保持稳定。工业品通缩则是宏观经济持续走弱的另一个缩影。GDP 平减指数二季度走高后三季度再回落。我们认为，明年通胀逻辑将从 CPI 冲高、PPI 回落，转向 CPI 高位持稳、PPI 低位反弹，剪刀差进一步上行的动能减小，尤其是下半年。主要风险在于猪价上行的溢出效应，以及国际油价异动导致的“猪油价格共振”带来 CPI 再超预期上升，这一风险尤其在上半年需要注意。而新涨价因素不明确情况下，PPI 修复的高度有限，节奏主要靠基数决定，一季度和三季度或是相对高位。

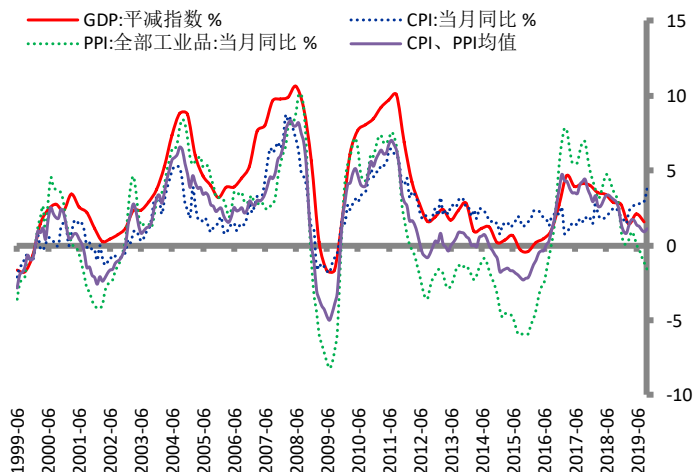


图 43 GDP 平减指数与 PPI、CPI 关系
数据来源：Wind、方正中期研究院

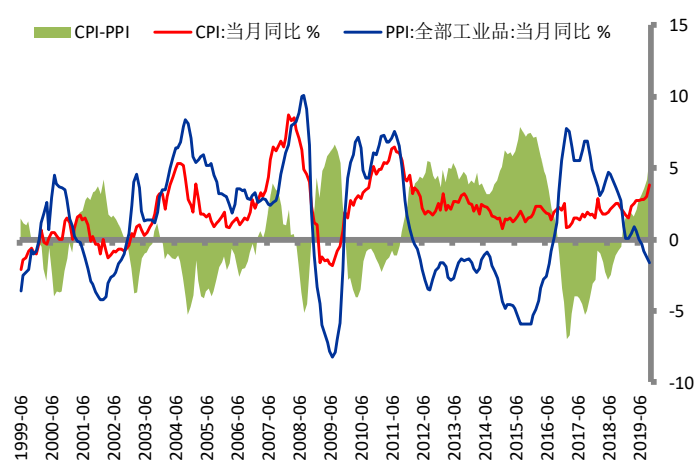


图 44 CPI-PPI 或继续上升，但逻辑面临变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、虚拟经济边际好转 实体融资有所改善

虚拟经济层面基本维持稳定，上半年表现相对更好。央行维持流动性稳定，非银整体依然收缩，影子银行规模下降但降幅收窄。同时金融系统对实体经济的支持增强，社融和贷款等指标明显强于去年，企业部门融资环境改善，融资成本也有一定下降，尤其是上半年。我们预期在央行中性偏宽松的政策下，融资需求的满足将支持经济企稳。

在央行货币政策从宽松转向中性，之后重回宽松的进程中，流动性基本保持稳定。央行在三季度出现一定程度的缩表，但是主要为对冲降准等推升乘数的货币政策。而不断置换和新作 MLF、TMLF 以及逆回购，显示出央行对流动性的呵护。但储备货币除二季度在“包商银行”信用事件前后有所增长之外，基本保持平稳态势，商业银行对金融系统缩表，主要是对非银金融缩表拖累；对实体经济扩表增速加快集中在企业部门，与企业融资数据相互印证，但受到对政府和居民部门扩表增速放慢影响，对实体经济整体扩表速度下降。影子银行体系规模继续延续最近三年的回落态势，但回落的速度在逐步减缓。

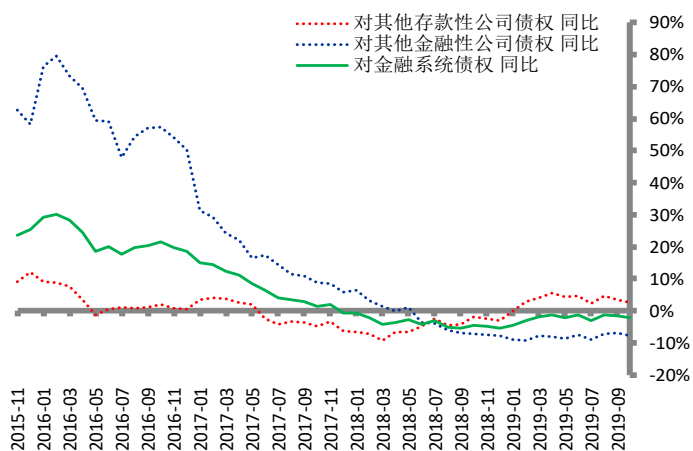


图 45 对金融缩表主要是受非银拖累

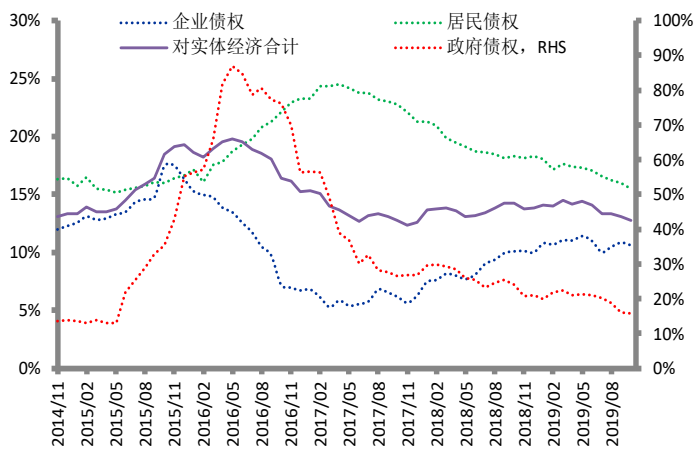


图 46 对实体经济扩表减速主要是政府和居民拖累

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

金融系统流动性保持平稳，叠加信用融资渠道的疏通，实体经济的融资环境得到明显改善，无论是表内贷款还是社会融资均出现回升。并且今年贷款季末冲量的特征更为明显，一定程度上也显示出银行系统急于向实体经济释放流动性。贷款同比增速受高基数影响二季度出现“下台阶”，但社融存量增速止住下行趋势，M2 增速保持平稳，与央行强调的符合名义 GDP 增速一致。广义社融和广义流动性增速回落态势结束之后，上半年出现小幅回升。上述迹象均表明，实体经济的融资环境已经出现明显改善。

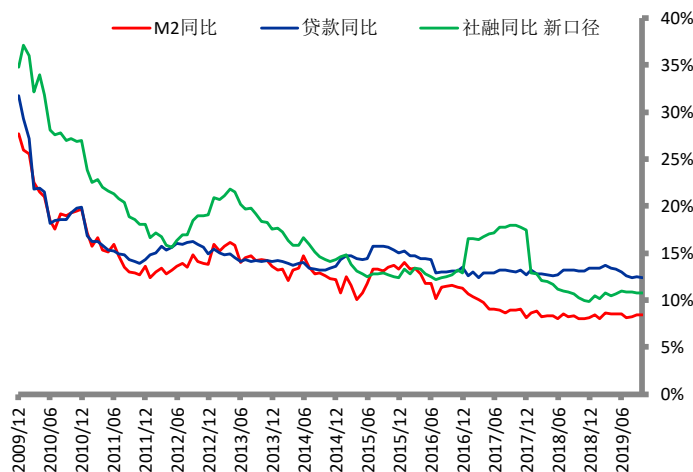


图 47 M2、贷款存量、社融存量比较

数据来源：Wind、方正中期研究院

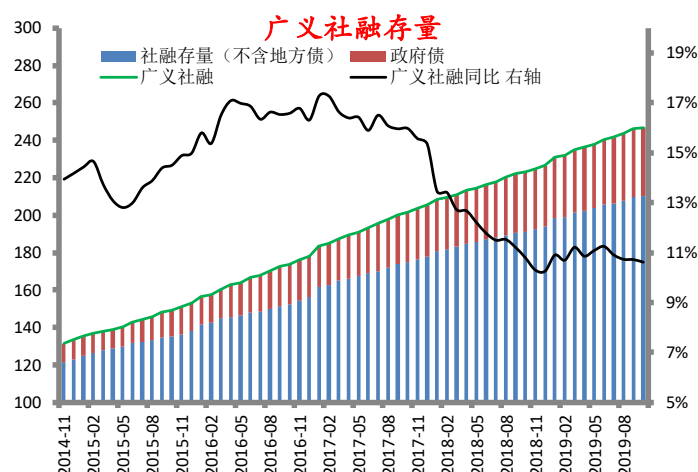


图 48 广义社融存量同比增速

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、货币政策反复纠结 财政政策继续显效

今年货币政策经历了从中性偏宽松转向完全中性再回到中性偏宽松的过程，经济走弱、通胀变动、汇率变动导致货币政策难度上升。定向政策为主精准调控的同时，完成两次降准、LPR 报价改革、降低 LPR 利率和逆回购利率等。虽然信用风险事件不断爆发，但总体流动性和金融秩序依然平稳。两会之后财政政策大幅发力，减税降费的效果逐步显现，地方专项债对基建的支持也有望提升。

货币政策角度看，年内央行的态度经历了从中性偏宽松到完全中性再回到中性偏宽松的转变。1 月 4 日央行宣布全面降准 1%，9 月 16 日央行宣布全面降准 0.5%和定向降准 1%。在降准之外，央行对利率形成机制进行改革，将 LPR 定价机制调整为“公开市场操作利率加点”的方式，同时增设 5 年期以上品种。这令 LPR 利率重新锚定至 MLF 利率，增强了央行货币政策对下游贷款利率的直接引导，降低企业实际融资成本同时也使利率形成机制更加市场化。此后在 8 月 20 日和 9 月 20 日，新机制下的 LPR 由于商行加点减少而分别降低 5BP，11 月 5 日央行降低 MLF 利率预计也将引导 LPR 下降 5BP。同时央行于 11 月 18 日调降短端逆回购利率 5BP。央行在一季度和二季度例会和货币政策报告中重提“把好货币供给总闸门”，但是三季度货币政策报告再度删除“闸门”的字眼，意味着央行完成重回中性偏宽松的政策方向，预计 2020 年可能仍有两次左右降息和降准。此外，债券信用违约事件不断出现，信用风险暴露增加的情况，包括包商银行等金融机构暴发风险等，也令年内货币政策聚焦于防控风险。央行对流动性的呵护依然存在，整体货币金融环境稳定，流动性保持充裕，利率没有明显走升的态势。

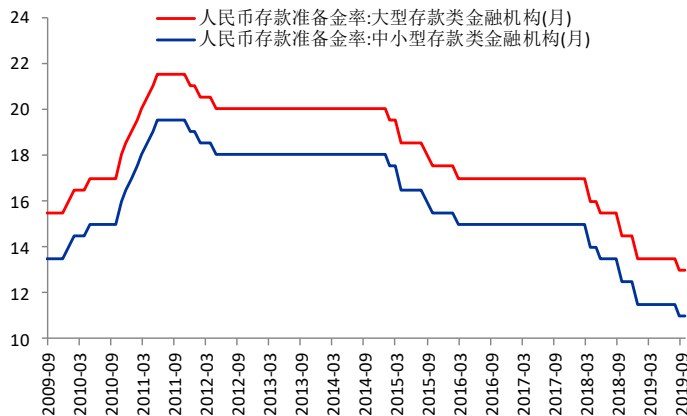


图 49 央行 1 月和 9 月合计降准 1.5%

数据来源：Wind、方正中期研究院

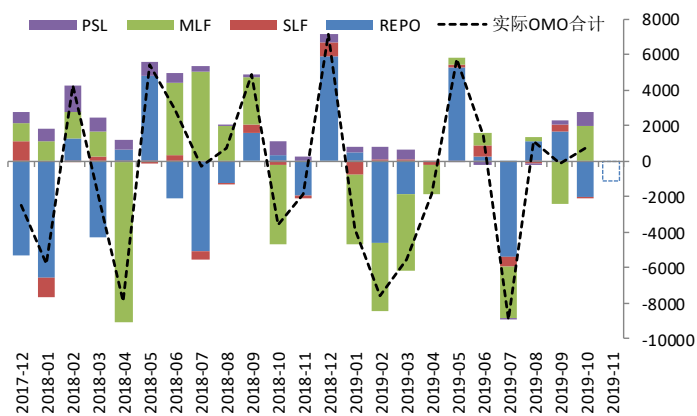


图 50 央行 OMO 操作情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

今年 3 月两会上，国务院《政府工作报告》继续淡化对经济增速的追求，维持物价平稳的目标，通过减税、降费和改革等措施促进经济发展。决策层宣布将增值税税率从 16%、10%、6% 下调至 13%、9%、6%，降幅超预期。此外进一步扩大财政赤字，增加地方专项债发行，从负债端解决资金来源问题。而从地方债发行的情况看，截至 2019 年 7 月，地方专项债发行速度明显超过往年，但这也暴露出地方债额度不足等问题，虽然 2019 年 2.15 万亿的额度较 2017 年和 2018 年的 8000 亿元和 1.39 万亿元已经有明显上升。8 月开始地方债发行速度明显放慢，截至 10 月央行口径下的新增地方债约为 21457 亿元，基本完成了 2.15 万亿年内额度目标。因此目前一般判断决策层年内还将会提前下达明年的新增地方债额度。而从债务上限的角度看，截至 9 月地方政府专项债务余额约为 95165 亿元，地方专项债务上限为 107685 亿元，剩余的地方专项债潜在额度约为 12520 亿元。预计四季度地方专项债提前下达之后，仍有较大的发行空间，这将主要对基建形成较为明显的支持。

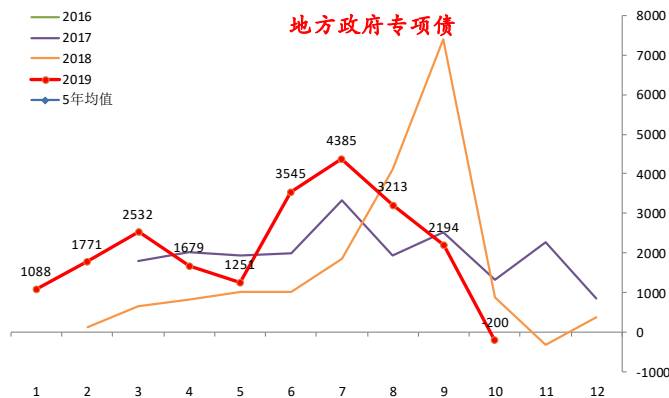


图 51 央行口径下年内地方专项债发行情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、中美贸易风险仍存 汇率大幅波动难免

贸易冲突依然是今年影响国内经济运行节奏的最主要影响因素之一。从年内中美贸易冲突的进程来看，一季度、四季度中美贸易谈判有一定进展，同时人民币汇率明显走升。而在 4、5 月和 8、9 月，中美贸易

冲突明显激化，人民币汇率也大幅走弱。我们认为，中美贸易谈判即使达成第一阶段协议，未来难免产生新的矛盾，中美政治风险长期化存在，汇率的大幅波动也不可避免。

（一） 中美贸易冲突转向长期化

今年年内中美贸易团队举行多轮谈判。1月开始双方谈判团队接触频繁，且市场对中美达成贸易协议的乐观预期也持续升温。但从3月开始，双方的谈判再次面临不确定性，3月底和4月初中美双方的团队将再次接触后，开始出现双方领导人见面的时间从4月推迟到6月的消息，谈判进程出现放慢的迹象，但市场对此反应不大，贸易风险暂时离开市场的关注焦点。此时市场普遍认为中美贸易谈判已经进入协议条款拟订的阶段，4月底和5月初双方团队进一步接触之后，双方领导人可能在5月底前后会面，最迟在6月28日G20会议上将会最终签署该协议。

但在5月初美国突然宣布将对中国出口至美国的2000亿美元商品关税从此前的10%提升至25%，并在随后执行。并且美国列出了超过3000亿美元的清单，威胁中国将此清单中的商品加税25%。中国随后宣布了相应的加税措施予以反制。同时美国宣布对中国企业华为进行制裁，虽然随后美国宣布华为有3个月期限不受禁令影响，但谷歌、ARM等重要商业合作伙伴已经或者准备将停止向华为供货。美国还宣布可能将对华为之外的另外5家中国企业发起制裁。

6月中旬特朗普突然致电中方希望重启谈判，双方领导人决定在6月底的G20会议上进行进一步的沟通。从6月底中美两国领导人在G20会议上见面之后，中美贸易谈判再度重启。但之后的谈判进程进展缓慢，8月初特朗普再度宣布将于9月1日对中国3000亿美元商品征收10%关税，中国暂停购买美国农产品，双方谈判形势再度恶化。8月13日，特朗普宣布对部分中国商品加税时间推迟至12月15日，其中主要是电子产品。8月23日中国宣布对750亿美元美国商品加税，美国则宣布对2500亿美元中国商品关税10月1日起从25%上调至30%，剩余3000亿美元中国商品中9月1日加税的将面临15%的关税而非原先的10%。

9月开始中美双方对抗再度缓和，双方互免部分新征关税，同时工作团队开始接触，美国将10月开始的新征关税暂时推迟至10月15日。10月中旬双方终于达成阶段性协议，中国同意每年购买400-500亿美元美国农产品，同意部分知识产权措施，在金融服务和汇率相关方面让步。美国则取消10月15日的上调关税，并同意在下一阶段谈判讨论取消华为等中国科技企业制裁。随后双方曾一度准备在11月的G20会议上签署协议，但是随着G20会议的取消，中美贸易冲突缓和的窗口期再度关闭。至11月中旬，中美双方再次出现分歧，主要涉及中国购买美国农产品的具体数量，以及美国是否承诺未来逐步降低已经加征的关税。12月开始，中美双方谈判进度突然加快，月底前已经达成初步协议并等待签署。

总体来看，我们仍强调中美双方达成的协议只是阶段性协议，未来美国特朗普政府很可能在继续寻找更多借口来对抗中国。双方的竞争关系并没有消除，这种竞争已是长期存在的重大风险之一。逆全球化的忧虑未来仍会存在，这是一个政治、经济双种因素相互交替影响之下的长期的系统性问题，对此我们不敢妄加判断。但在此过程中双方的博弈，贸易、金融乃至经济受到的影响将会反复出现，防范相关风险仍然是第一位。

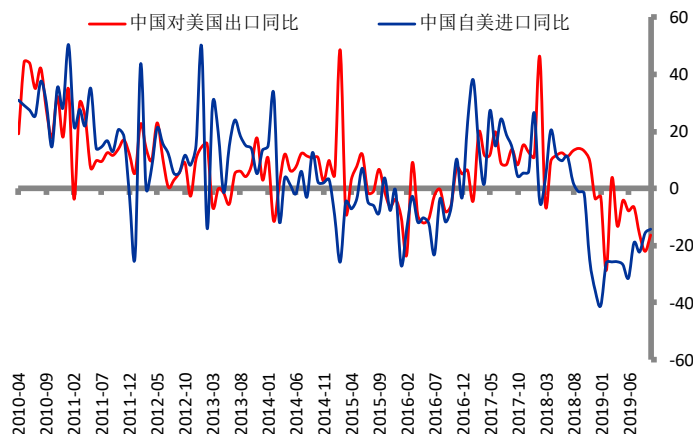


图 52 美国受到贸易冲突损害更多（中国公布数据）
数据来源：Wind、方正中期研究院

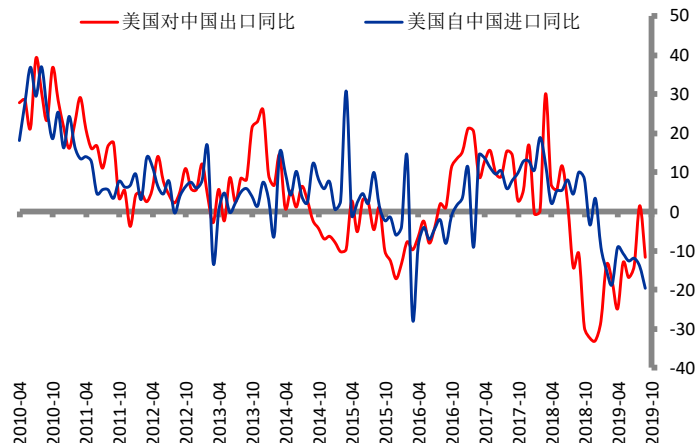


图 53 美国受到贸易冲突损害更多（美国公布数据）
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二） 汇率波动风险仍不可忽视

年内人民币汇率出现一定波动，主要受到中美贸易冲突的影响。一季度、四季度中美贸易谈判取得进展的情况下人民币汇率明显走升；4、5月和8、9月中美贸易冲突激化的情况下，人民币汇率大幅走弱。实际上，无论银行结售汇、银行外币存贷款、涉外收付款，还是外汇储备、外汇占款均无明显变动。可以说，年内汇率走势的影响因素主要在于风险事件，而非基本面预期差的波动，因此对未来汇率变动判断的难度也有所增加。但基于长期基本面和利差逻辑来看，美元兑 7.2 的位置或成为阶段性低点，除非 2020 年中美贸易冲突情况重新恶化至对 3000 亿美元中国商品征税幅度再调高的地步，否则该位置难以突破，宽幅震荡的格局已经形成。

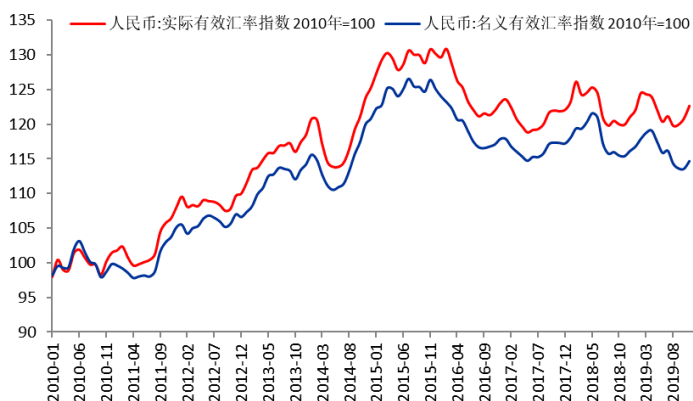


图 54 人民币汇率指数变动趋势
数据来源：Wind、方正中期研究院

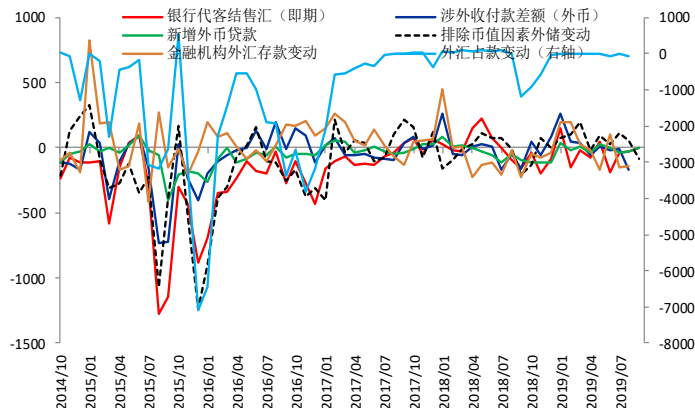


图 55 主要外币流动性数据变动无明显异常

第三部分 2019 年原铝市场走势回顾

一、铝价 2019 年持续宽幅震荡

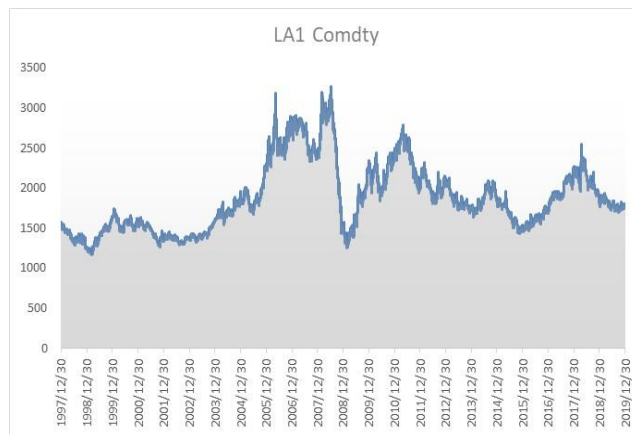


图 1-1 伦铝期货连续合约结算价走势图



图 1-2 沪铝期货连续合约结算价走势图

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

从九十年代开始，铝价就在以较为温和的态势震荡并且价格重心有所抬升。只有在 2005 年以后，铝价波动幅度才有所加大。2005 年-2008 年，由于原油价格的高涨带来了一系列影响，基本金属价格也随之水涨船高。到了 2008 年金融危机爆发，铝价又随其他大宗商品一起断崖式下跌。此后经济刺激措施逐步生效，铝价又开始新一轮的爬升。再往后看，全球经济的复苏和衰退基本上是和铝价呈正相关的。而随着全球政治经济形势的复杂多变，近年以来铝价的波动变化就更为复杂了。

中期来看，近 10 年沪铝走势可以分为四个部分：2008 年经济危机以后到 2011 年的价格恢复期，此间价格从谷底开始一路反弹。宏观经济导向是这一阶段的主要逻辑；第二阶段是 2011 年底开始到 2015 年底的这 4 年时间，期间铝价一路下行并且创出近十年新低，这一期间主要是供需错配的价值规律所致。低门槛大量涌入的中小型冶炼铝制造商成了价格持续下跌的元凶；第三阶段是 2016 年至今的价格恢复期，在价格周期规律作用下铝价开始震荡反弹。叠加近两年的供给侧改革去产能，铝价迎来了迅猛发展的恢复期，但是供需矛盾随着价格的上涨进一步发挥作用，第四阶段是从 2017 年底开始，铝价又进入了一个宽幅震荡的波动期。

沪铝期货合约 2018-2019 年走势图：



图 1-3 沪铝期货连续合约结算价走势图

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

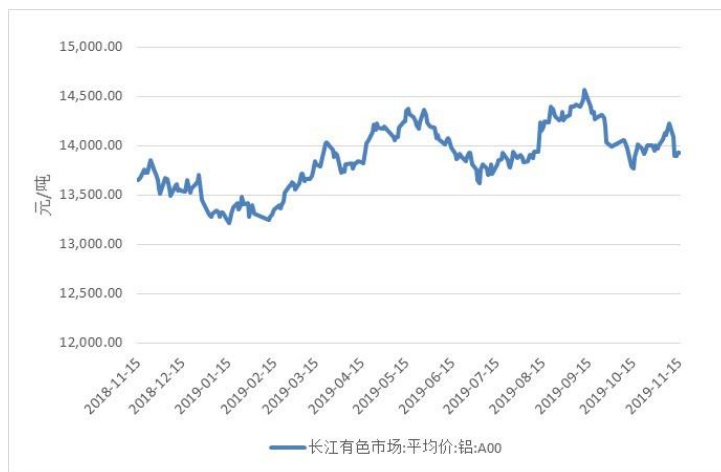


图 1-4 长江有色金属铝锭现货价格走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

如果说 2018 年沪铝是宽幅震荡行情的话，那么 2019 年沪铝就是窄幅震荡波动。盘面运行的驱动逻辑有很多相似之处，但是震荡幅度却进一步收窄。2019 年年初，沪铝价格经历了谷底。由于 2018 年产能增长以及消费疲软叠加成本端氧化铝价格下跌，沪铝经历了一大波价格下行行情，最后的结果是以行业大面积亏损，许多企业主动被动关闭部分产能收尾。

而后，随着价格触底后产量的下降，以及宏观刺激措施的发力，铝价开始呈现震荡反弹的态势。另外，本来 2019 预计投产的新产能释放不及预期，使得社会库存也呈现下降趋势。二季度开始，成本端氧化价格大幅升高，为铝价提供了强有力的支撑。之后在原铝下游铝加工进入淡季后，价格开始回落，彼时的氧化铝价格也重新回归下行通道。再叠加上中美贸易关系的一波三折，铝价再度回落。

如果没有三季度肆虐我国东部沿海的台风“利奇马”以及新疆的铝厂事故，那么 2019 年的夏天应该是一个平静的季节。但是天灾人祸给这个夏天带来了非常不平静的行情，大幅冲高后回落成为了行情走势的必然。另外此前行业普遍看好的九十月份旺季需求也基本落空，市场再次回到人人看空的日子。

二、2019 年伦铝走势震荡下行



图 1-5 伦铝三月连续合约日线走势图

资料来源：文华财经，方正中期研究院整理

同沪铝一样，2019 年伦铝也维持全年震荡整理的行情，但是从 4 月份开始，伦铝走势基本就与沪铝产生了较大背离，这种状况直到 5 月份才有所好转，沪铝伦铝整体走势开始基本保持同向，但是与沪铝持续保持着较大价差，并且至今没有明显收窄的迹象。这与国外海德鲁的复产以及全球范围内的需求萎缩息息相关。

三、中国经济增长继续承压



图 1-6 美元指数周线走势

资料来源：文华财经，方正中期研究院整理

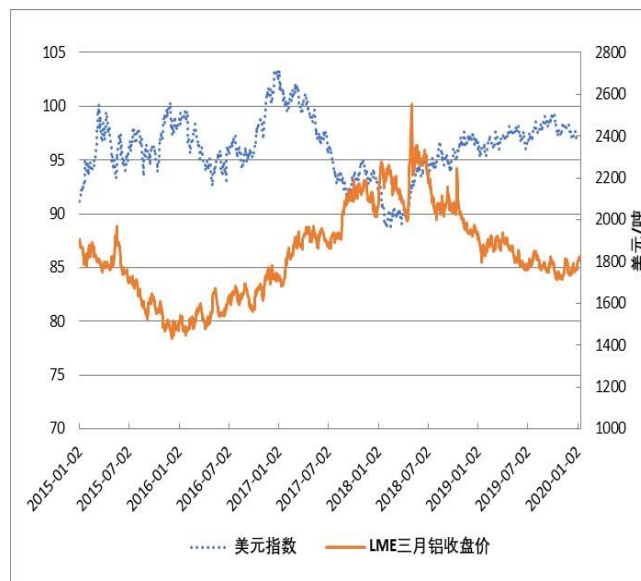


图 1-7 美元指数与伦铝收盘价走势比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

中国经济在 2019 年呈现整体回落的态势。目前我国处于高速增长末期的中速增长期，增速减弱的动力换挡期。增长较快行业占增长比重较低，增速慢以及调整中的产业比重大，两相对冲，不足以支撑整体的经济增速。2020 年还将是 L 型的这一竖，在寻找 L 的横。我国处于寻找中速增长平台也差不多 10 个年头了，目前呈现出微观分化（行业分化、地区分化）、新旧动力转换的新格局。

综合来看，房地产是周期之母。目前房地产继续严控，产业转型升级，政策偏向刺激内需（但没有对房地产政策松绑）。如果 L 能站稳，也许会持续 5-10 年甚至更长时间（中速增长平台中，5% 以上就算高速了），目前国际机构普遍预期明年 GDP5.7-6 之间。我国目前持续淡化房地产政策，地产投资持续走弱，中国房地产已经告别高速增长期。其中最明显的是家庭套数比上涨，现在接近 1.06-1.07，而日本和美国市场这一数字达到 1.15 时房地产市场开始回落。可见我国增量已经见顶，目前是在靠存量维持。

预计 2020 年各项宏观指标要好于 19 年：宏去杠杆在接近尾声；中美贸易谈判可能较好的预期；明年是战略规划收官之年，明年经济增长不能低于 6%，一季度有可能低于 6。因此要达到翻两番的目标，经济刺激力度有可能更大。

第四部分 全球原铝供应偏紧

一、铝土矿产量呈上升趋势

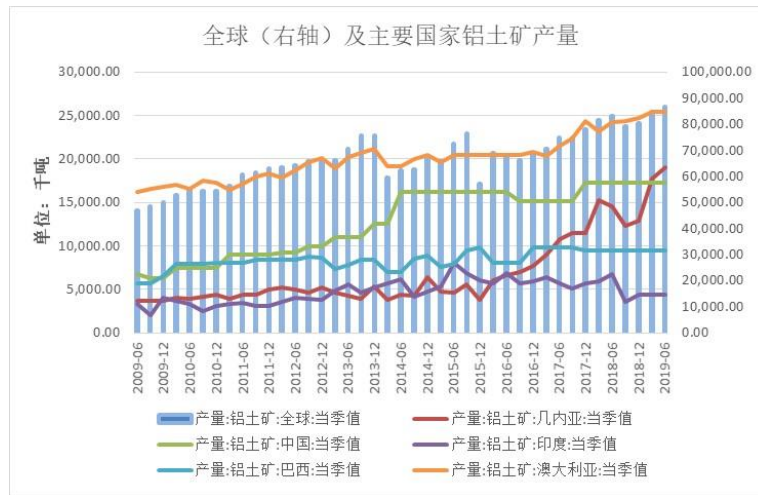


图 2-1 全球及主要国家铝土矿产量走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

根据世界金属统计局（WBMS）的数据来看，全球范围 2019 年铝土矿产量继续增长，较之 2018 年基本保持同样增速。分国别看，铝土矿主要产地中几内亚的增量是最明显的，其次是澳大利亚也保持着增长的态势。但是中国、巴西及印度产量保持稳定，基本没有增长的势头了。未来随着全球铝土矿需求的进一步增加，可能的增量也就在几内亚以及澳大利亚了。尤其是几内亚目前虽然由于基础设施落后而产量绝对值不是最高，但其矿产品味高、生产成本低，随着技术的进步，必然会给市场带来大量高品位低价格的铝土矿资源。

二、全球氧化铝产量有所增长



图 2-2 全球及主要国家铝土矿产量走势

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

2018 年氧化铝的供应问题可以说是牵动着全球铝市场的神经。在经历了 2017 年产量下滑供应偏紧后，2018 年基本维持了较为平稳的态势，但是局部的停产罢工等因素所带来的紧缺预期却是数度发酵。进入 2019 年以后，随着海德鲁的全面复产，全球氧化铝供应量大幅上涨，氧化铝价格也是一落千丈。根据国际铝业协会的数据来看，2019 年氧化铝产量截至到 8 月份的月平均产量是 1135 万吨，比 2018 年全年的月平均产量增长了 48.1 万吨。

三、新兴发展中国家成为全球原铝消费增长动力

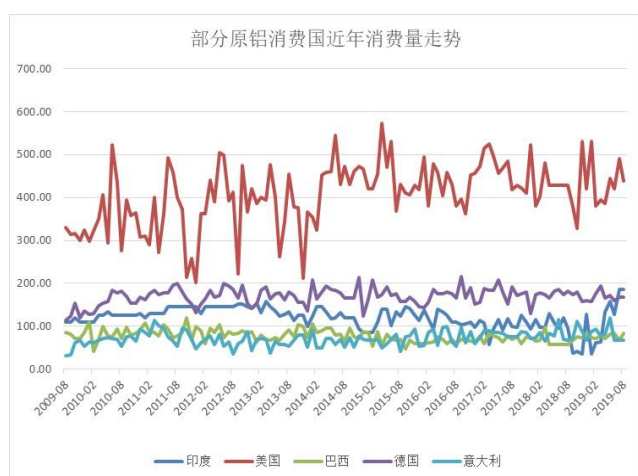


图 2-3 部分原铝消费国近年消费量走势

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

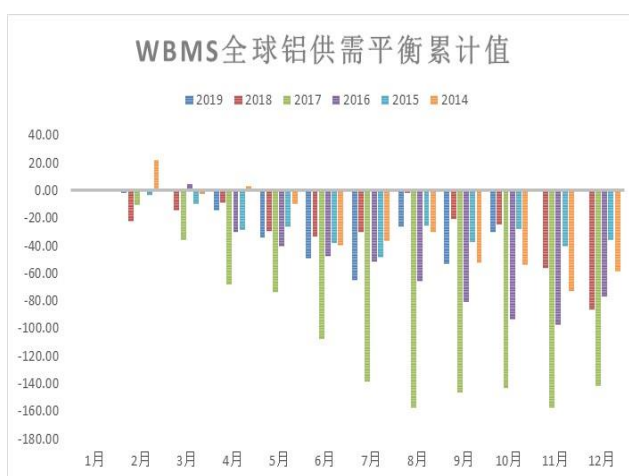


图 2-4 全球铝供需平衡年度比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

整体上看，全球原铝消费依然呈现小幅增长的局面。传统原铝消费大国的消费量在 2019 年表现并不理想，反而是新兴发展中国家的原铝消费成为全球消费亮点，比如印度和巴西。在 WBMS 的全球铝供需平衡统计中，从 2016 到 2019 年以来，全球原铝整体供应依然处于短缺状态，而我国则与之形成鲜明对比，产能过剩依然长期存在。

第五部分 我国原铝供给端现状及走势

一、铝土矿进口料将持续增长

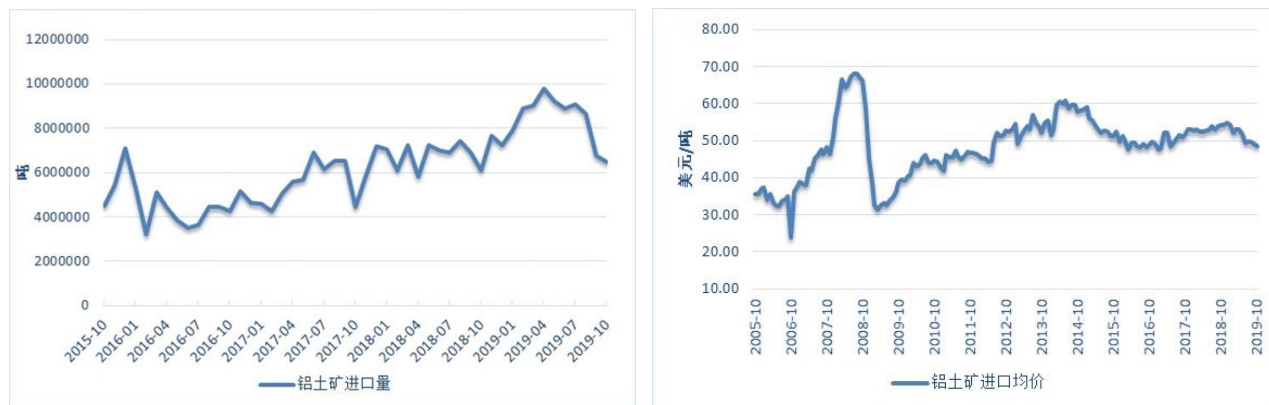


图 3-1 近年我国铝土矿月度进口量走势图

3-2 近年我国铝土矿月度进口均价走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

据最新的海关数据显示，2019 年 10 月我国进口铝土矿共计 647.84 万吨，环比续降 3.97%，同比减少 6.01%；1-10 月份我国共进口铝土矿 8462.12 万吨，较去年同期增加 24.7%。

分国别看，9 月进口向我国铝土矿量最大的国家依次为澳大利亚、几内亚和印度尼西亚，且 9 月份环比降幅主要体现在几内亚的减量。分国别看，10 月进口向我国铝土矿量最大的国家依次为澳大利亚、几内亚和印度尼西亚，进口自几内亚的总量环比仍录降幅。

其中，进口自几内亚环比减量明显，主因有二。第一，几内亚 7 月开始进入雨季，矿石开采量下降抑制出口，对比过去 3 年数据，几内亚铝土矿进口量均自 7 月开始表现回落，并于 11 月份恢复增长；第二，几内亚当地矿企有工人罢工情况，一定程度上减慢了企业的矿石开采效率，但影响量较为有限，且目前罢工问题已经得到解决。

从全年的情况来看，铝土矿进口量依然是呈现增长的局面，虽然 8 月和 9 月的数据环比下滑较多。但是随着需求量的增长，以及国内铝土矿供给缺口的不断扩大，未来四季度以及 2020 年，铝土矿还将呈现增长的局面。另外值得注意的是，铝土矿的进口均价今年以来一直呈现持续走低的态势，未来随着几内亚等主产区的产量不断增加，铝土矿的价格将延续弱势，届时进口量还将进一步增长。

二、氧化铝价格预计将弱势震荡

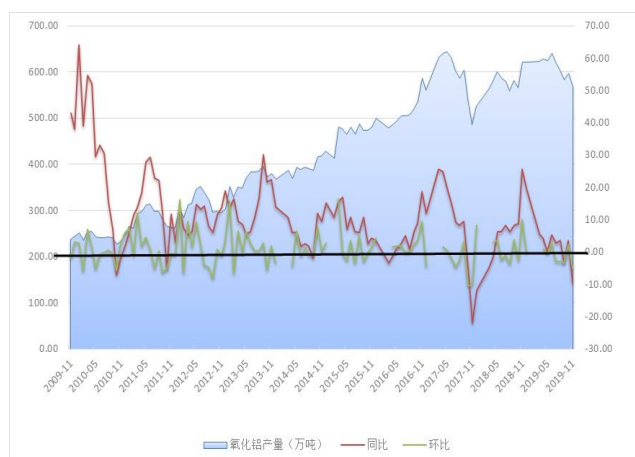


图 3-3 近年我国氧化铝产量以及同比环比走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 3-4 我国氧化铝月度进口量

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 3-5 我国氧化铝月度进口均价

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

跟据国家统计局最新数据显示，2019 年 11 月全国氧化铝产量 567.1 万吨，低于 10 月份的 596.8 万吨，同比下降 9.7%；1-11 月产量为 6649.0 万吨，去年同期为 6627.8 万吨，累计减少 0.7%。据上海有色网的调研称，增量主要来自山西、河南氧化铝厂新增产能的释放和超产，以及贵州、山西个别氧化铝厂矿石紧张问题的缓解和生产线检修的结束；减量主要来自 a. 山西氧化铝厂电厂和焙烧炉的检修，b. 环保组进驻贵州检查影响了个别企业的产量同时贵州个别厂家矿石紧张问题仍未缓解，c. 河南郑州地区氧化铝厂由于橙色预警天气而被限产，d. 山东地区氧化铝产能被限产。

2019年以来，氧化铝行业又有了新变化，之前较为紧俏供应量开始逐渐放大。随着海德鲁的复产，全球范围氧化铝供应开始逐渐宽松。此前转为净出口的我国氧化铝行业也受其影响进口窗口打开，国外价格逐渐降低的氧化铝开始进入国内市场抢占份额，因此氧化铝价格也是持续走低的状态。未来2020年，随着电解铝产能的释放，预计氧化铝需求还有增长空间，但是上游成本端矿石价格的下降也制约其价格的上涨空间，因此2020年氧化铝价格预计将呈现低位震荡的走势。

三、原铝进口增加铝材出口减少

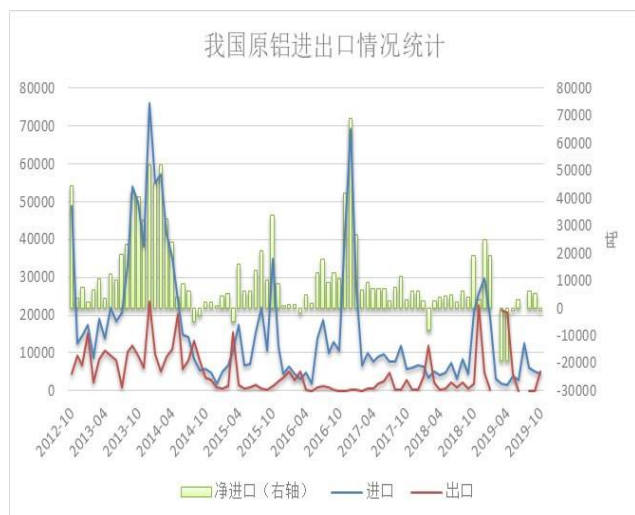


图 3-6 我国原铝进出口走势及比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 3-7 我国未锻造的铝及铝材出口量月走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

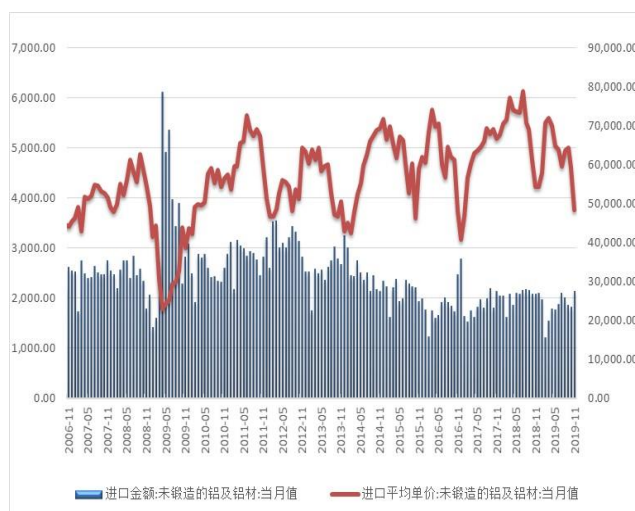


图 3-8 我国进口铝材的进口金额和平均价

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

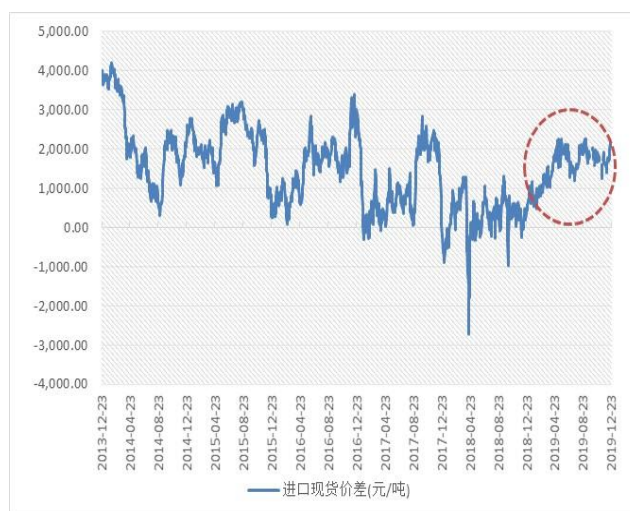


图 3-9 铝材进口现货价差走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

2018 年随着国外铝价持续走弱，内外价差逐渐收窄并趋于 0，这一情况也使得原铝进口量逐步缩减。但是进入 2019 年，铝价渐渐演变为外弱内强的格局，进口窗口也再次被打开。原铝也开始继续此前的净进口局面，另外进口均价也有所收窄。

出口方面，中美贸易摩擦以及各国对我国铝材行业的“双反”调查对我铝材出口带来了较大影响。据海关总署最新数据显示，中国 2019 年 10 月铝出口量环比减少 0.9%，至 2 月以来低点；同比降幅为 10.6%。中国 10 月未锻轧铝及铝材出口量为 43.1 万吨，因 8 月两个大型冶炼厂产出中断仍在持续。1-10 月出口总量 480.1 万吨，同比增加 1.4%。

纵观全年，2-4 月内外价差持续扩大，我国进口原铝数量也在持续上升；到了三季度，价差有所收窄叠加其他影响因素，铝材出口量开始环比大幅下滑。随着铝材出口贸易形势的不断严峻，2020 年的铝材出口前景依然不容乐观。

四、原铝产量料将持续增长



图 3-10 原铝产量以及同比环比月度走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 3-10 铝合金产量以及同比环比月度走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

据最新数据显示，中国 2019 年 11 月原铝（电解铝）产量为 290 万吨，同比下滑 3.2%；1-11 月总产量为 3,213 万吨，同比下滑 0.6%。预计全年产量 3575 万吨，同比下滑 2%，尽管统计的 2018 年产量为 3649 万吨，同比下滑 0.08%，但是考虑到数据统计的误差问题，所以认为 2019 年将是我国电解铝出现真正意义上的负增长的年份。这种负增长的状况是从今年下半年开始的，8 月又受到台风及事故的影响，原铝产量继续在同比萎缩的状况中挣扎。铝合金产量则形成鲜明对比，2019 年以来一直是持续上升的状态，尤其是三季度开始，合金产量就一直持续较高水平。原铝产量收窄，铝合金产量增加，这也印证了原铝目前的去库存走势在持续进行中。



图 3-11 我国电解铝在产产能以及总产能比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 3-12 我国电解铝开工率走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	30	0	30	2019年待定	0	0	0	在建
广西	广西苏源投资股份有限公司	10	10	0	2019年3月	0	0	10	二系列10万吨7月4日已完成投产
广西	广西德保百矿铝业有限公司	10	10	0	2019年2月	10	0	10	二系列10万吨已完成投产
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	0	10	2019年待定	10	10	10	一系列10万吨2018年已完成投产，二系列投产时间待定
广西	广西隆林百矿铝业有限公司	0	0	0	2019年待定	20	0	0	在建，预计2019年投产可能性较小
贵州	贵州兴仁鑫源新材料有限公司	12.5	12.5	0	2019年8月	0	0	12.5	二段12.5万吨产能8月1日开始投产，9月下旬完成
内蒙古	内蒙古创源金属有限公司	28	28	0	2019年1月	40	10	38	一期40万吨已完成投产，二期40万吨预计2019年末开始投产
内蒙古	鄂尔多斯市蒙泰新型合金材料有限责任公司	25	25	0	2019年7月	0	0	25	二期7月19日开始投产，10月20日完成投产
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司	25	25	0	2019年10月	0	0	25	二期10月15日开始投产，12月9日投产完毕
内蒙古	内蒙古锦联铝材有限公司	35	0	35	2019年待定	0	10	10	锦宁10万吨指标转至锦联
陕西	陕西美鑫产业投资有限公司	27.3	27.3	0	2019年1月	0	0	27.3	剩余8万吨7月16日开始投产，8月20日完成
山西	山西中铝华海有限公司	10	10	0	2019年7月	0	0	10	7月19日完成二段12.5万吨产能投产
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司	13.75	13.75	0	2019年9月	0	0	13.75	2019年10月20日
云南	鹤庆鑫鑫铝业有限公司	20	20	0	2019年3月	0	0	20	一阶段10万吨3月5日开始投产，二段10万6月5日完成投产
云南	云南云海铝业有限责任公司	20	20	0	2019年3月	0	0	20	12月31日通电投产
云南	云南神火铝业有限责任公司	25	0	45	2019年12月	0	0	0	2019年11月29日通电投产
四川	广元中孚高精铝材有限公司	25	0	25	2019年11月	0	0	0	
总计		346.55	201.55	145		80	30	231.55	

百川盈孚数据：截至2019年12月26日，2019年中国电解铝已建成且待投产的新产能346.55万吨，已投产201.55万吨，新产能待投产145万吨，年内另在建且具备投产能力新产能80万吨，预期年内还可投产30万吨，预期年度最终实现累计231.55万吨。

表 3-1 中国电解铝已建成新产能 2019 年拟投产、在建产能可投产明细

资料来源：百川资讯

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计	备注
甘肃	甘肃东兴铝业有限公司陇西分公司	10	10	2019年8月	0	0	10	
甘肃	甘肃东兴铝业有限公司嘉峪关分公司	9	9	2019年6月	0	0	9	
山东	魏桥铝电(集团)	54	54	2019年7月	0	0	54	已完全复产
甘肃	甘肃连城铝业有限公司	40	0	2019年待定	40	待定	待定	取决于电价实施期限
青海	青海百河铝业有限公司	25	6	2019年11月	19	2	8	11月末开始通电复产，预计12月末复产完成
青海	青海西部水电有限公司	15	13	2019年9月	2	2	15	剩余5万吨产能12月初开始通电复产
广西	广西信发铝电有限公司	3.3	1.8	2019年8月	1.5	1.5	3.3	已通电复产
新疆	新疆农六师铝业有限公司	50	11	2019年9月	39	39	50	逐步开始复产
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司	25	0	2019年12月	25	0	0	12月下旬开始启动复产，预计2020年2月末完成复产
四川	阿坝铝厂	2.3	2.3	2019年10月	0	0	2.3	已完全复产
四川	四川广元启明星铝业有限责任公司	7	0	2019年12月	7	0	0	12月24日开始通电投产
总计		240.6	107.1		133.5	44.5	151.6	

百川盈孚数据：截至2019年12月26日，2019年中国电解铝总复产规模涉240.6万吨，已复产107.1万吨，待复产133.5万吨。

表 3-2 中国电解铝已复产、拟复产明细
资料来源：百川资讯，方正中期研究院整理

单位：万吨

2019年中国电解铝减产、拟减产明细 (E)

省份	企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	备注
内蒙古	霍煤集团通顺铝业股份有限公司	17.6	11.5	0	11.5	2019年2月	0	0	2月20日开始减产，2月28日全部关停
山东	山东华宇铝业公司	20	9	0	9	2019年1月	0	0	亏损减产
山西	山西华圣铝业公司	22	19	0	19	2019年1月	0	0	亏损减产，指标转至鹤庆
山西	中铝山西新材料有限公司	43	43	35	8	2019年1月	0	0	就电价问题与政府协商
河南	河南永登铝业公司(阳城)分公司	7.8	5.2	0	5.2	2019年2月	0	0	亏损全部关停
福建	福建省南平铝业公司	15	12.3	7.5	7.5	2019年2月	0	0	
河南	焦作万方铝业股份有限公司	43	43	36	7	2019年2月	0	0	关停网电部分产能
河南	河南神火(集团)有限公司	90	21	0	21	2019年5月	0	0	5月26日突发火灾，暂时全停
广西	广西信发铝业公司	32	32	28.7	3.3	2019年6月	0	0	开关短路
辽宁	营口忠旺铝业公司	43	43	0	43	2019年7月	0	0	
宁夏	中宁锦宁铝镁新材料有限公司	30	29	19	10	2019年8月	0	0	
四川	阿坝铝厂	20	20	17.7	2.3	2019年8月	0	0	泥石流影响供电
山东	山东魏桥铝业公司	922	610	554	56	2019年8月	0	0	台风影响生产
新疆	新疆农六师铝业公司	190	172	122	50	2019年8月	0	0	电解槽漏液
内蒙古	包头市新恒丰能源有限公司	50	25	0	25	2019年9月	0	0	电解槽短路
河南	河南万基铝业股份有限公司	60	54	50	4	2019年11月	0	0	采暖减产
河南	伊川电力集团豫港龙泉铝业公司	60	60	54	6	2019年11月	0	0	采暖减产
贵州	贵州省安顺市铝业公司	13	10	8	2	2019年11月	0	0	电价过高
中国总计					289.8		0	0	

百川盈孚数据：截至2019年12月26日，2019年中国电解铝已减产289.8万吨，已确定待减产量为0万吨，或减产但未明确数量为0万吨。

表 3-3 中国电解铝减产、拟减产明细
资料来源：百川资讯，方正中期研究院整理

据百川资讯的统计，截至2019年12月30日，中国电解铝有效产能4672.1万吨，开工3598万吨，开工率77.01%；2019年中国电解铝已减产289.8万吨，已确定待减产量为0万吨，或减产但未明确数量为0万吨；2019年中国电解铝总复产规模涉240.6万吨，已复产107.1万吨，待复产133.5万吨；2019年中国电解铝已建成且待投产的新产能346.55万吨，已投产201.55万吨，新产能待投产145万吨，年内另在建且具备投产能力新产能80万吨，预期年内还可投产30万吨，预期年度最终实现累计231.55万吨。

从2019年的情况来看，电解铝总产能在经历了去年年底的较大幅度调整后一直保持着稳中有升的态势。开工率也是在春节季节性因素过去后，开始持续小幅上涨。从目前最新的数据来看，电解铝的新增产能释放有所放缓，此前停产的置换产能复产也在一再推迟，年内产量激增的可能性不大，产能压力大概率会延迟到明年开始逐步释放，预计未来2020年电解铝产能增加的压力将进一步加大。

五、国内去库存速度开始放缓

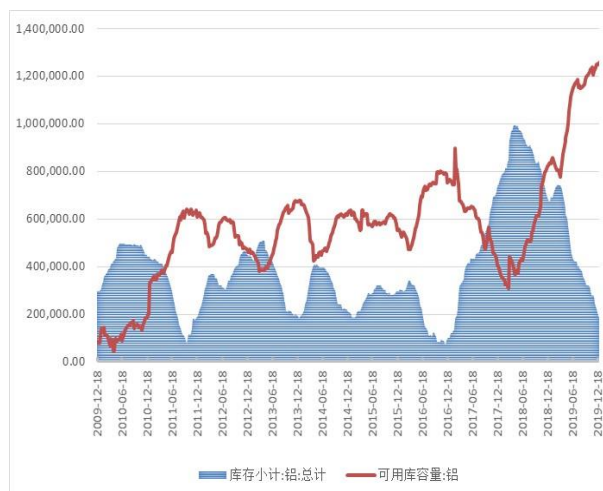


图 3-13 沪铝库存以及可用库容量走势比较

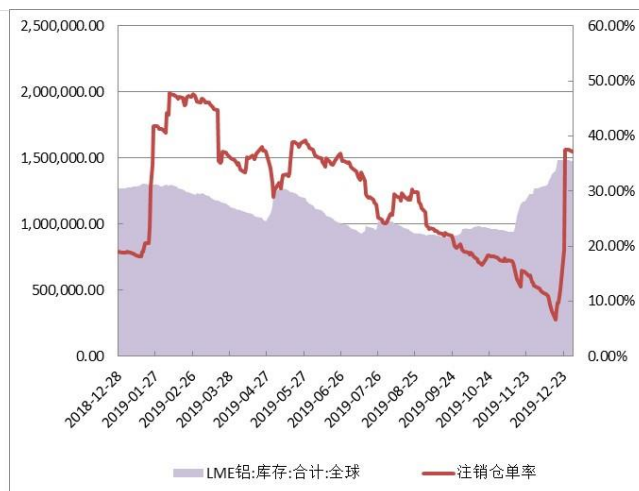


图 3-14 伦铝全球库存合计以及注销仓单率走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

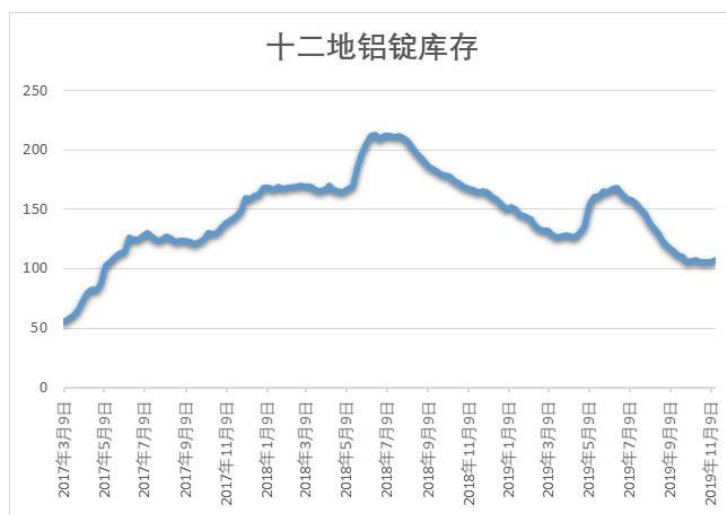


图 3-15 全国十二地铝锭现货库存走势

资料来源：百川资讯，方正中期研究院整理

今年以来，铝锭继续去库存行情，并且在春节后库存下降速度加快。沪铝以及社会铝锭库存基本维持相同趋势，直到近期下降速度才有所放缓，但是去库存周期依然在继续。伦铝库存则是在4月底开始出现了一波上涨之后，才又开始了去库存的进程的，至到11月中旬突然大幅增仓。彼时价格也是随着伦铝库存上涨开始持续走弱，开启了与国内沪铝相背离的行情。从目前情况来看，伦铝注销仓单数量大增而库存上涨；而国内铝锭由于原铝生产结构性变化以及供应增速不及预期继续呈

现库存下降的趋势，但是在年底收货即将完成时降速有所放缓，并且随时可能会在明年进入累库阶段。

第六部分 我国原铝下游消费情况及预测

一、房地产铝材需求量不宜过分悲观

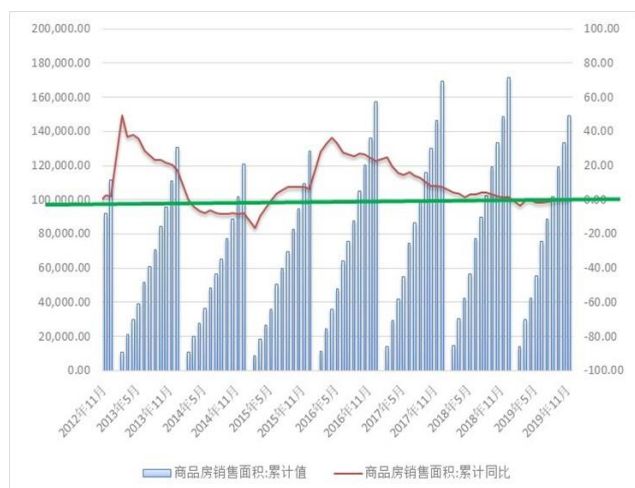


图 4-1 我国商品房销售面积累计值及累计同比

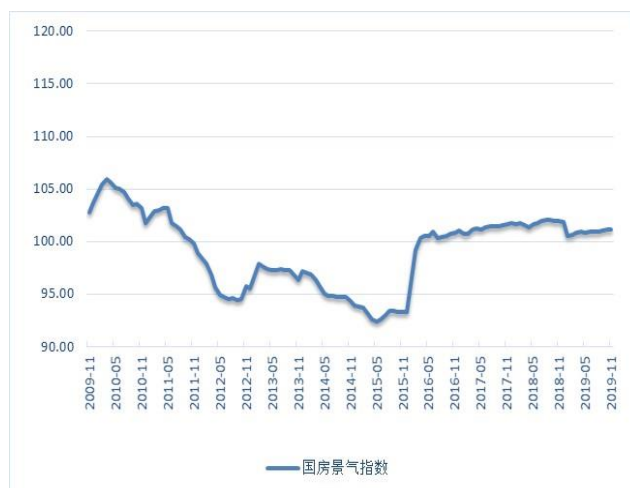


图 4-2 近年国房景气指数走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

据国家统计局最新数据显示，2019 年 1-11 月份，商品房销售面积 148905 万平方米，增速今年以来第二次为正，同比增长 0.2%，增速比 1-10 月份加快 0.1 个百分点。其中，住宅销售面积增长 1.6%，办公楼销售面积下降 11.9%，商业营业用房销售面积下降 14.1%。商品房销售额 139006 亿元，增长 7.3%，增速持平。其中，住宅销售额增长 10.7%，办公楼销售额下降 11.3%，商业营业用房销售额下降 13.5%。

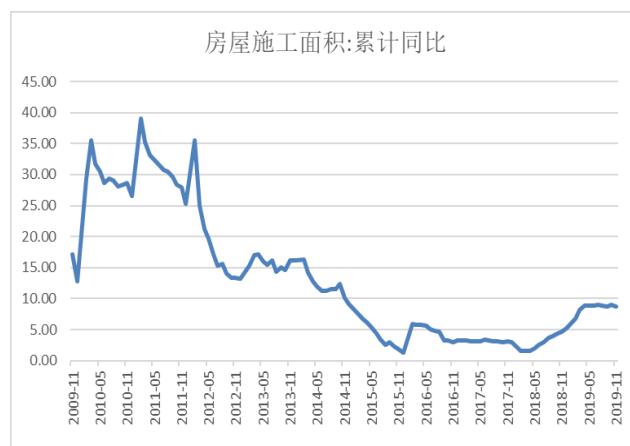
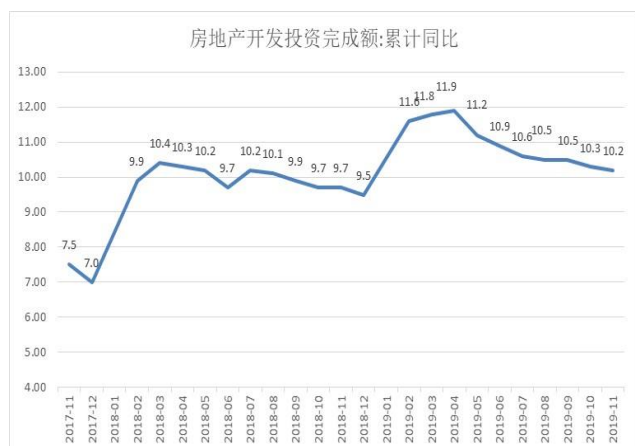


图 4-3 我国房地产开发投资完成额累计值同比走势 图 4-4 我国近年房屋施工面积累计同比走势

资料来源: Wind 资讯, 方正中期研究院整理

资料来源: Wind 资讯, 方正中期研究院整理

国家统计局发布的数据显示, 2019 年 11 月份, 房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 101.16, 比 10 月份提高 0.02 点, 达到今年最高点。从房地产开发投资完成的情况来看, 2019 年 1-11 月份, 全国房地产开发投资 121265 亿元, 同比增长 10.2%, 增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。其中, 住宅投资 89232 亿元, 增长 14.4%, 增速回落 0.2 个百分点。

进入 2019 年, 房地产开发投资进入了降速期。房地产市场的不景气开始成为了人们谈论的话题, 开发投资完成额的下滑以及销售面积的 2015 年以来首次同比减少, 都一再昭示着广大建筑型材料制造商今年有多么不景气。但是有一点我们需要关注的是在建房屋, 也就是房屋施工面积的同比上涨。一般按照房屋施工周期来讲 1-2 年完工, 而铝材的消费主要集中在完工之前, 也就是说明年以及后年会是房屋大量完工的时点, 届时对于铝加工型材来讲将形成较大利好。因此, 我们不必过分悲观, 整体上铝材消费还将维持并呈现小幅增长的态势。

二、汽车行业衰退或将触底并小幅反弹



图 4-5 我国汽车产量月度值及月同比走势

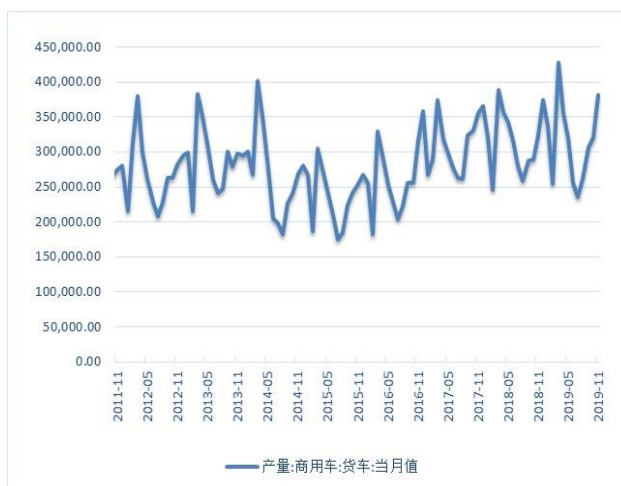


图 4-6 我国商用货车月度产量走势

资料来源: Wind 资讯, 方正中期研究院整理

资料来源: Wind 资讯, 方正中期研究院整理

根据中国汽车工业协会的最新统计数据来看, 2019 年 11 月, 我国汽车产销总体好于上月。当月汽车产销 259.3 万辆和 245.7 万辆, 产量同比增长 3.8%, 销量同比下降 3.6%, 降幅比上月继续收窄。今年 1-11 月, 我国汽车产销分别完成 2303.8 万辆和 2311 万辆, 产销量分别同比下降 9% 和 9.1%, 产销量降幅比 1-10 月分别收窄 1.4 和 0.6 个百分点。

从 11 月产销数据完成情况看, 中国汽车产销量继续回升, 但回升的幅度仍较小。其中乘用车市场消费需求没有明显改善, 商用车在各地加快更新淘汰及投资拉动等因素的影响下, 10 月继续保持

较好的增长势头。随着国内汽车消费的各项刺激措施，消费动能将有所改善，为四季度市场需求改善带来积极因素。预计四季度，汽车产销将有望继续小幅回暖。并且未来 2020 年汽车市场有望整体触底回升，将会成为铝下游需求中的亮点。

三、家电制造触底并强势反弹

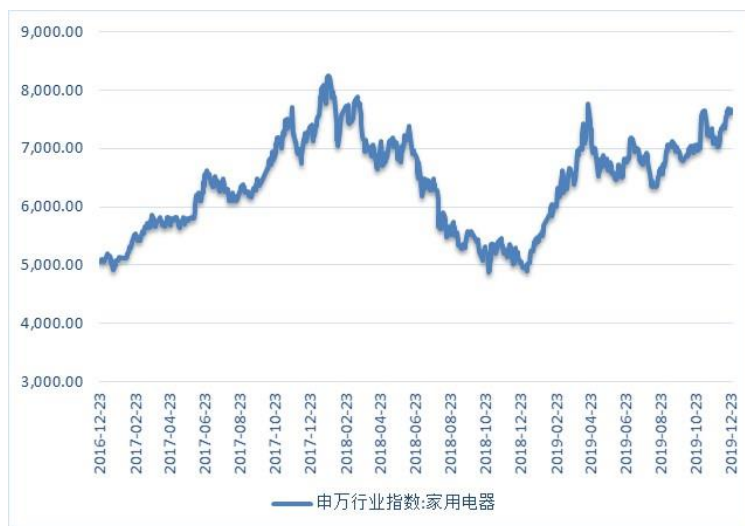


图 4-7 申万家用电器行业指数走势图

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

从家用电器行业指数的走势中，我们可以看出。在经历了 2017 年的迅猛增长后，2018 年全年持续下降，经济疲软所带来的消费能力减弱在家电消费上体现得尤为突出。但是进入 2019 年以后，家电行业指数就大幅回升，并且全年保持在一个较高的水平波动。这也说明目前除了新增住房购买以外，家电置换也大量促进了家电行业在 2019 年的发展。未来，我们认为随着在建住房的完工，对于家电行业还将形成一定利好支撑。

四、再生铝进口量同比大增



请务必阅读最后重要事项

图 4-8 我国废铝月度进口量及进口金额

图 4-10 我国废铝进口量及进口金额累计同比走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 4-9 我国河北地区废铝线平均价走势

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

最新数据显示，中国 10 月废铝进口量为 6.024 万吨，较去年同期下滑 34.69%，较前月下滑 47.32%。其中，美国是最大供应国，当月中国从美国进口废铝 1.91 万吨，同比下滑 27.92%，环比下滑 31.17%。马来西亚紧随其次，中国 10 月从马来西亚进口废铝 5,860 吨，同比增加近 200%。

今年以来废铝价格不像原铝那样波动明显，而是一直持续较为坚挺的状态，即便是原铝供应大量增加的同时，废铝的需求依然较好。另外，虽然我国一直在限制废铝进口，但实际上的进口量依然非常可观。对于未来 2020 年来说，进口废铝存在较大不确定性，近期公布的明年废铝第一批进口批文，环比增幅高达 2698.3%，在 20 天后这批废铝进入国内市场，将会对再生铝合金价格形成冲击。

第七部分 铝下游加工行业分析及预测

一、铝板带箔企业情况分析

二、铝型材企业情况分析

三、铝线缆企业情况分析

四、铝合金企业情况分析

第八部分 供需平衡、季节性、波动率及持仓分析

供需平衡表(单位: 万吨)	产量	进口量	出口量	消费量	供需平衡
2020E	624.74	63.04	47.77	549.34	90.67
2019E	610.61	38.87	4.50	552.77	92.21
2019年10月	596.80	23.97	0.42	556.23	64.12
2019年9月	583.30	14.78	3.43	559.70	34.95
2019年8月	604.30	11.95	0.36	573.79	42.10
2019年7月	622.20	20.22	0.44	575.91	66.06
2019年6月	641.40	5.14	0.38	573.79	72.38
2019年5月	624.30	5.51	0.75	574.18	54.88
2019年4月	627.60	5.68	1.88	562.79	68.61
2019年3月	623.00	2.72	0.44	555.84	69.43
2018年12月	620.90	4.78	17.74	588.65	19.29
2018年11月	622.30	0.60	28.56	544.26	50.08

表 5-1 氧化铝供需平衡表

资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 方正中期研究院整理

供需平衡表(单位: 万吨)	产量	进口量	出口量	消费量	供需平衡
2020E	284.63	4.80	43.30	299.64	-15.01
2019E	286.41	4.80	43.20	299.64	-13.23
2019年10月	288.20	4.80	43.10	299.64	-11.44
2019年9月	290.00	4.80	43.00	299.64	-9.64
2019年8月	297.30	5.21	47.00	299.64	-2.34
2019年7月	298.40	5.84	49.00	299.64	-1.24
2019年6月	297.30	4.87	51.00	302.42	-5.12
2019年5月	297.50	4.50	54.00	306.93	-9.43
2019年4月	291.60	4.21	50.00	295.59	-3.99
2019年3月	288.00	3.54	55.00	281.94	6.06
2018年12月	305.00	6.42	53.00	277.40	27.60
2018年11月	282.00	6.33	54.00	287.07	-5.07
2018年10月	272.00	5.64	48.00	271.51	0.49

表 5-2 金属铝供需平衡表

资料来源：Wind 资讯，Bloomberg，方正中期研究院整理

2018 年氧化铝进出口的显著变化是平衡表中的亮点，由于国外供应紧张而造成的价格居高不下大大的刺激了氧化铝的出口行情，国内虽然也趋于紧张，但是价格涨幅比之国外还是较小的。因此从另一个角度也加剧了国内氧化铝的供应紧张。由于海德鲁智力氧化铝厂的一半产能复产失败，未来四季度和 2019 年这种短缺状况仍然难以缓解。在这种情况下，未来 2020 年氧化铝供需平衡料将向供大于求的方向进一步倾斜。

对于原铝来说，不断释放的产能与消费低速增长之间的矛盾越来越大，供应大于需求将是未来一段时间的趋势所在。四季度供暖季错峰限产力度不及预期，更是进一步使这种不平衡的加剧，未来如果没有大面积停产发生，原铝供应将维持偏松状态。

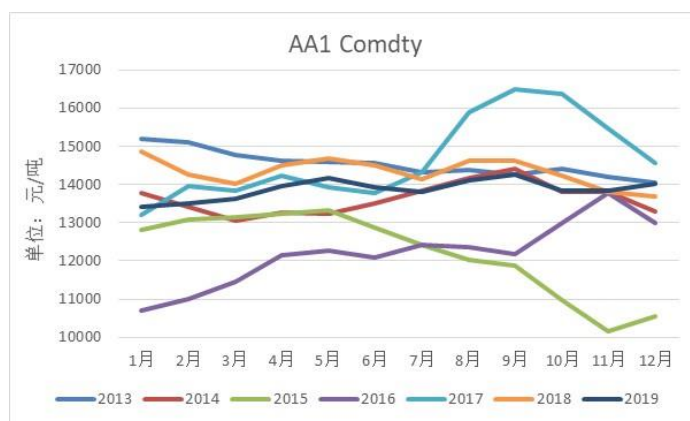


图 7-1 沪铝指数近 6 年季节性分析

资料来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

总体来看，沪铝价格走势季节性规律不强，这与其合约连续性有关。从近六年的价格变化规律中我们可以发现，二季度和三季度末是沪铝价格比较强势的时点。彼时原铝下游需求也正好是旺季来临，不论建筑用铝消费还是汽车用铝消费都是最好的季节。可以肯定的是，虽然季节性规律在近几年逐渐背淡化，出现旺季不旺、淡季不淡的行情，但是长期来看依然有跟随需求旺季价格上涨的趋势存在。

	沪铝指数				
	1个月	3个月	6个月	1年	5年
涨跌幅	-0.53%	2.38%	2.94%	-5.35%	16.57%
波动率(年化)	6.75%	7.76%	8.09%	8.46%	45.06%
振幅	3.56%	7.20%	7.24%	11.66%	14.89%
日均沉淀资金(亿)	40.57	37.58	36.26	36.00	37.08

表 7-1 沪铝指数波动率及涨跌幅变化

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 7-2 沪铝持仓量和成交量长期比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理



图 7-3 沪铝月度成交额长期比较

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

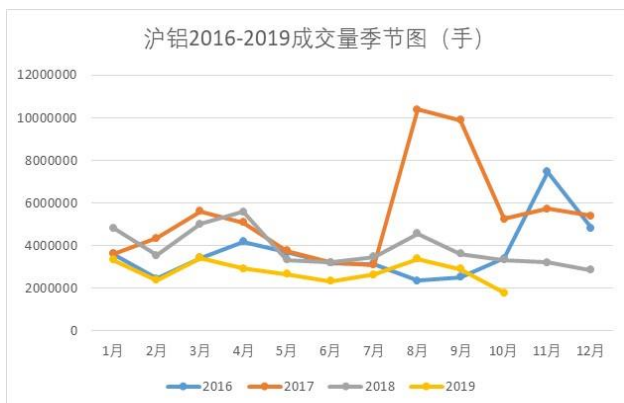


图 7-4 沪铝 2016-2019 成交量季节图

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

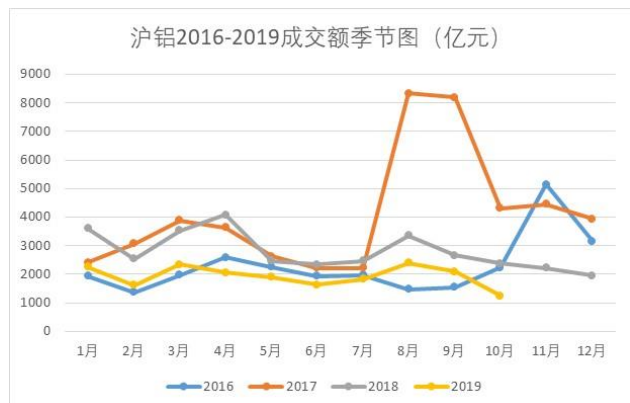


图 7-5 沪铝 2016-2019 成交额季节图

资料来源：Wind 资讯，方正中期研究院整理

从沪铝的波动率情况来看，呈现出明显的波动率下降趋势，越是近几年波动率约有所收窄。近一年的年度涨跌幅更是仅为百分之八左右。从中期维度来看，沪铝近五年变化相对较小，但是从长期维度来看，沪铝上一个十年也就是 2000-2010 年波动幅度还是相对较大的。

从资金变化情况来看，2015 年的四季度是个较为明显的分水岭。彼时铝价大幅上涨，资金关注度明显提升，不管是成交量还是持仓量都较之前有了质的飞跃。这种情况到了 2017 年三季度达到顶

峰，此后铝价也开始了下行并且维持窄幅震荡整理走势。这也说明国内期货交易者的特点：买涨不买跌，在股票市场交易规则的长期影响下，期货市场也呈现出上涨趋势中资金大量涌入的特点。

第九部分 技术分析



图 6-1 沪铝主连周 K 线图

资料来源：文华财经，方正中期研究院整理

2020 年预计铝有五个预警价位，我们推荐在这些点位的附近进行博弈：

- 1、价位上限：15000 元/吨位置，传统大的压力位，强压力，突破需要基本面+情绪的极强共振，达到难度较大，极好的卖保位置。
- 2、价位偏高：14500 元/吨位置，预计年内将出现多次试探，如果达到是阶段性上涨行情的上限，这个位置是核心注意的卖出保值的位置。
- 3、价位中性：14200 元/吨位置，这个位置的上下毛边极多，预计将是后续反复争夺的价位，

4、价位偏低：13700 元/吨位置，阶段性反复争夺位置，在股票和铜整体不达预期的情况下能达到，预计是阶段性情绪谷底，到位置轻仓尝试，若有筑底迹象再加多头仓位。如果出现超预期的增值税降税，那么这个位置的重要性将大大提升。

5、价位下限：13300 元/吨位置及以下，目前看这个价位较难达到，2018 年最低点，市场情绪彻底崩盘/中美贸易关系谈崩/全球共振性衰退，在 2020 年下半年美国大选结果前后观测。预计将是阶段性下跌行情的底部，可能在 2019 年 4 季度出现。

整体来看，我们认为 2020 年铝价波动区间与 2019 年区间持平，不过是从波动率收敛到波动率放大的过程，如果一季度出现新一轮的增值税减税降费的话，多头上攻行情会提前出现，全年观测重点是 14500 元/吨和 13700 元/吨两个关键支撑是否有效。整体来看我们认为 2020 年上半年铝价会相对偏高，但下半年外围宏观风险增加的情况下铝价不排除出现大幅下挫的可能性。

第十部分 企业套期保值分析及操作建议

一、期货套期保值

套期保值是指在现货市场上买入（或卖出）一定量铝材现货的同时，在期货市场上卖出（或买入）与现货市场数量相当但方向相反的铝期货合约，以一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损，从而达到规避价格波动风险的目的。例如企业担心未来铝材价格的上涨会导致其生产利润的下降，就采用在期货市场上买入相应数量的铝期货合约的方式进行保值，规避现货价格波动的风险，等到要正式销售现货时选择实物交割或者对冲平仓以达到保值的目的。对平高电气这样的大型企业来说，套期保值是一项系统工程，涉及采购、销售、生产管理、企业管理、财务、审计、内控等多个部门，必须打造一套适用有效的管控体系。

放眼全球，世界 500 强企业中，近 98%的企业都在使用期货市场为企业服务。中国的期货市场经历 20 多年来的发展至今，在价格发现、风险管理、促进资源优化配置等功能在实体经济领域已经得到越来越广泛的应用。现如今，企业不做期货才是最大的投机。企业打造核心竞争力，市场风险管理能力的提升是一个重要维度，而套期保值是提升市场风险管理能力的重要手段。

二、套期保值的操作方式

交割式：是指企业在期货上建立头寸，在期货合约到期时利用实物交割的方式实现平仓。此种方式通常在期货价格向不利方向发展的情况下，企业通过实际货物的交割实现预定保值目的。

平仓式：是指企业在期货上建立头寸，在期货合约到期时通过对冲方式了结合约，不进行现货的买卖。在期货价格朝企业所持头寸有利的方向发展时，通过期货对冲平仓操作即可达到保值目的，省去了实物交割的麻烦。

三、套期保值范围

为规避市场价格波动给公司经营带来的风险，可以针对公司未来原料生产、原料采购、产品销售等业务环节情况进行风险敞口的分析。

套期保值范围将针对公司原料外购、原料生产、原料库存、产品销售中所涉及的钢材品种，通过期货交易所相对应的期货品种进行套期保值操作。

四、套期保值总量

（一）、各类具体品种的套期保值总量限定在公司原料生产总量、原料外购总量、产品销售总量范围内。

（二）、各品种的套期保值操作总量不得超出本方案限定的总量范围。

（三）、套期保值工作小组在制定具体项目品种的套期保值方案时应根据实际情况，建立分步定量、分步实施、优化操作计划，使企业的套期保值效果达到最优状态。

五、套期保值业务中管理

（一）、公司成立套期保值领导小组、套期保值工作小组、套期保值监管小组，全面管理公司的套期保值业务。

（二）、套期保值领导小组由总经理负责，是公司套期保值业务的最高决策机构和管理机构。套期保值工作小组是公司总体套期保值策略的实施机构，具体负责套期保值业务的执行。套期保值监管小组对公司套期保值业务进行风险控制和稽核监督。

（三）、各具体项目下的套期保值方案由套期保值工作小组在本方案的范围内负责制定，并由交易部具体执行操作，风险控制部进行监控和监督。

（四）、公司的各项套期保值业务结算部均应按照套期保值会计处理方式方式进行财务处理。

（五）、原料外购部门、销售部门、生产部门等应及时向套期保值工作小组汇报采购合同订立、点价、原材料到货、产量、库存、销售等情况的详细信息。以保证套期保值工作小组在进行套期保值业务中的科学性和有效性。

（六）、公司对套期保值工作小组的工作将结合期货和现货，以是否达到预期套期保值的效果进行总体评价。

最后，如果企业觉得建立专门工作组有难度，也可以服务外包，用投资咨询的方式与我司签订投资咨询合同，然后由我司来指导每次的保值操作，但是不能代客下单。

六、企业经营面临的风险

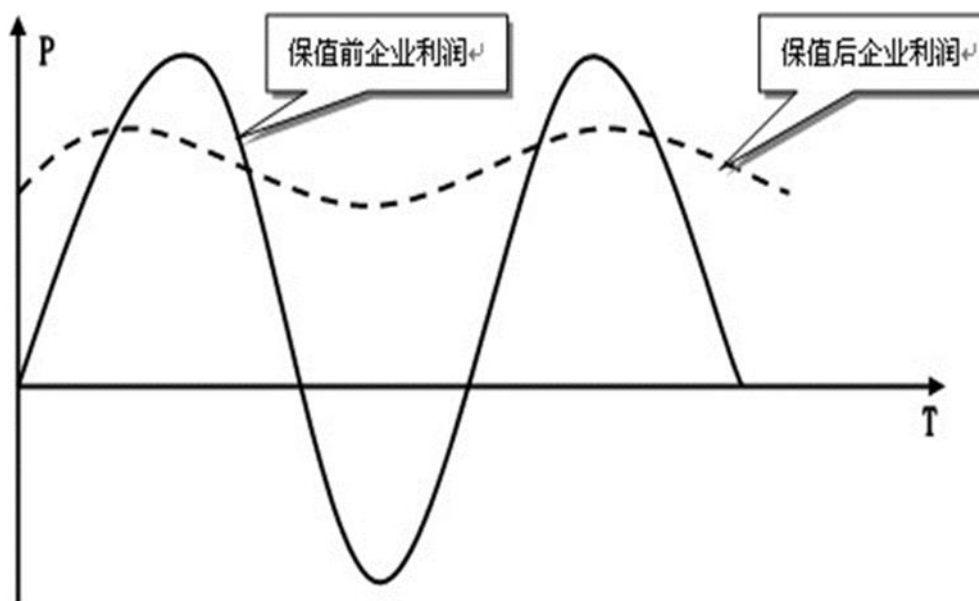


企业的生产成本相对稳定，经营的主要风险来自于以下方面：

- （1） 原料市场价格走高时，对利润造成的冲击；
- （2） 下游需求不旺，销售不畅时，产生超额库存形成的风险；
- （3） 运输成本走高对成本的冲击；
- （4） 货款回收困难，尤其是“先货后款”客户的回款问题，对企业现金流形成冲击。

对于平高电气而言，由于原材料采购周期以及价格的不断变化。当铝材价格上涨时，生产成本增高，由于无法直接把成本转嫁到产品售价上，利润空间势必被压缩。因此，在加工费用一定的情况下，铝材价格就成为了决定生产成本的关键因素。当采购价格上涨时，期货价格同步上行。此时，企业需要在需求产生时提前在盘面做买入保值以锁定采购成本。

七、企业参与套期保值所能达到的效果



传统套期保值，是指一个企业在期货市场上建立与现货市场相反的头寸，利用期货市场与现货市场同向变动的特性，对冲现货价格波动的风险，获得稳定的生产利润。套期保值将生产过程中的原料和产品可能遭遇到的意外价格风险转嫁给投机者，付出的代价是占用一定的资金成本，和放弃价格有利于自己时候可能带来的超额利润。核心目的就是通过期货市场降低生产经营的风险，平滑生产利润。

八、企业选择沪铝期货合约进行套保的可行性

交易品种	铝
交易单位	5吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	5元/吨
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±3%
合约交割月份	1~12月
交易时间	上午9:00 - 11:30，下午1:30 - 3:00和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约交割月份的15日（遇法定假日顺延）
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	标准品：铝锭，符合国标GB/T1196-2008AL99.70规定，其中铝含量不低于99.70%。 替代品：1、铝锭，符合国标GB/T1196-2008 AL99.85，AL99.90规定。2、铝锭，符合P1020A标准。
交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的5%
交割方式	实物交割
交易代码	AL
上市交易所	上海期货交易所

对于原铝加工企业，可以选择通过上海期货交易所的铝期货进行操作。铝期货于 1992 年 5 月 28 日在上海期货交易所上市，运行至今已经有 26 年历史，是国内期货市场非常成熟的期货品种，其充足的期货市场流动性为套保提供了可能性。目前期货市场上，沪铝整体持仓超过 100 万手（5 吨/手），成交量最高时高达几百万手；

	铝期货连续合约结算价	长江有色金属A00铝平均价
铝期货连续合约结算价	1	
长江有色金属A00铝平均价	0.998322774	1

通过对长江有色金属 A00 铝报价价格与铝期货进行量化相关性分析，二者相关系数高达 0.99，属于高度显著相关。通过 granger 因果关系检验可知，铝期货价格是现货价格变化的原因。换句话讲，铝期货价格的变动，会导致现货价格的变动，而现货价格的变化不一定导致期货价格的变动。通过动力煤期货的套期保值操作，可以规避铝材现货价格变动的风

险。通过 OLS 线性回归方法，我们可以得出铝最优套保比率为 0.864，不妨采用 1:1 的近似套保比率。

九、历史价格中铝期货套保案例分析

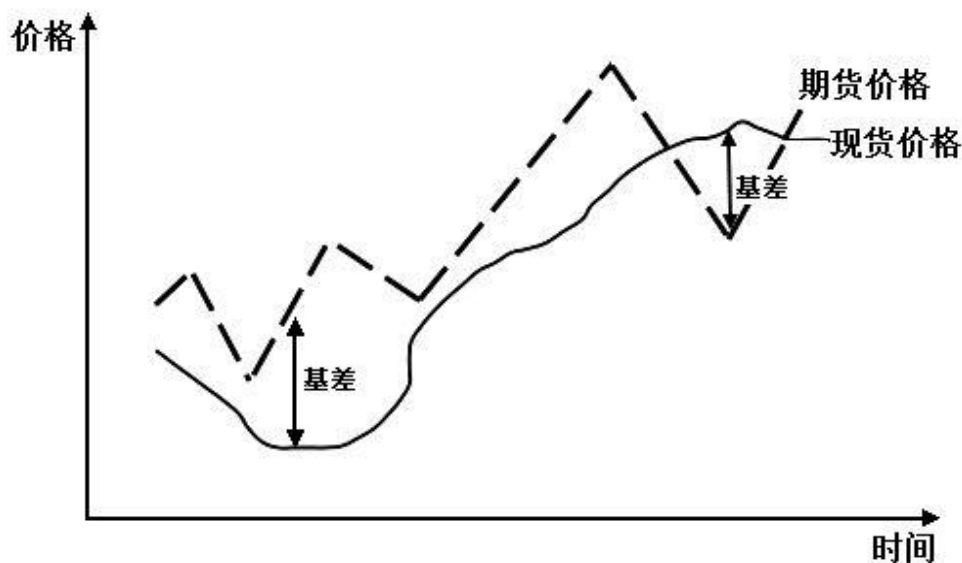
近十年铝现货、期货价格走势比较：



从 2015 年底到 2017 年底，铝价经历了一整波上涨行情。若企业在此期间不间断的利用期货盘面进行原材料采购保值，将为企业带来额外的收益以填补原料采购费用上涨的亏损。我们以 2017 年 7 月的铝价为例，当月长江有色金属铝平均价从 13850 元/吨上涨到 14140 元/吨，期货对应连续合约结算价从 13845 元/吨上涨到 14285 元/吨。如果企业 7 月底在盘面买入套保 50 手锁定 8 月采购计划 250 吨的话，尽管 8 月采购价格已经上涨每吨 290 元，总计 72500 元；但从期货盘面盈利每吨 440 元，总计 110000 元。

十、利用基差确定套保时机

（一）、基差对套期保值效果的影响



基差=现货价格-期货价格。套期保值实质是将价格波动风险转化为基差波动风险，从而熨平利润曲线。对于卖出期货保值而言，当基差走强时对企业有利，可以对冲现货下跌风险甚至获得额外收益。对过基差图的实时分析，可以选择在对企业有利的位置进行套期保值入场与平仓，使企业有所为有所不为。

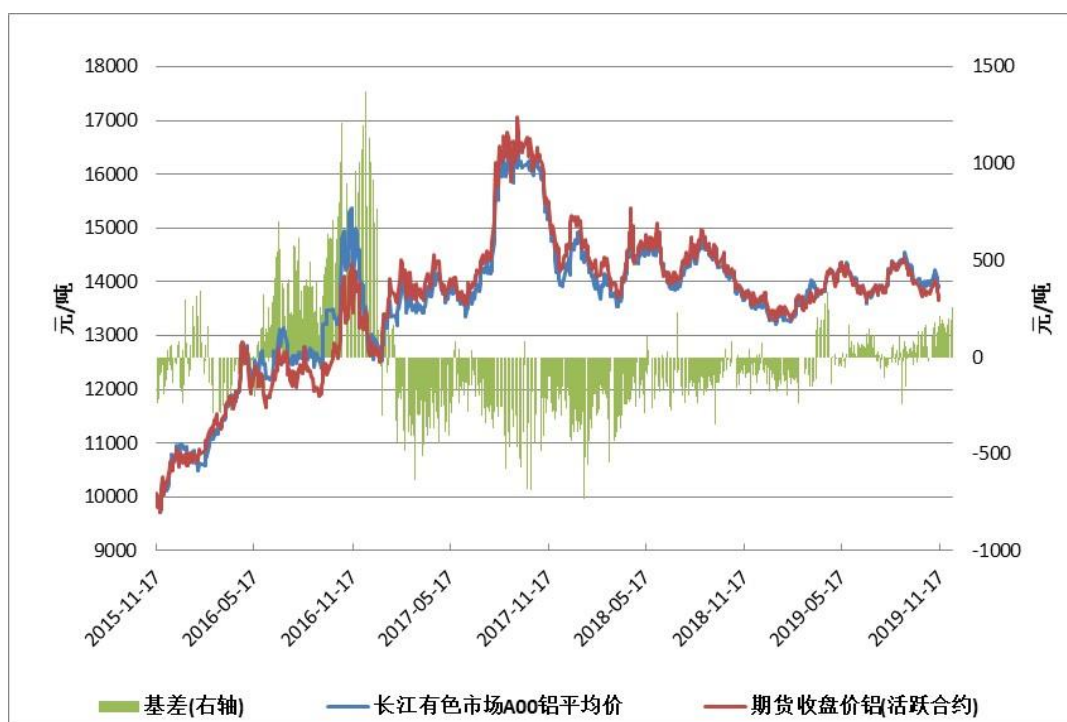
表 3-1：基差变化对套保效果的影响

	基差不变	基差走强			基差走弱		
		正向市场	反向市场	正向市场转为反向市场	正向市场	反向市场	反向市场转为正向市场
	P1=P2	P1<P2 P1<0 P2<0	P1<P2 P1>0 P2>0	P1<P2 P1<0 P2>0	P1>P2 P1<0 P2<0	P1>P2 P1>0 P2>0	P1>P2 P1>0 P2<0
卖套期保值	全部规避风险	全部规避风险，甚至额外赢余			部分规避风险，有净亏损		
买套期保值	全部规避风险	部分规避风险，有净亏损			全部规避风险，甚至额外赢余		

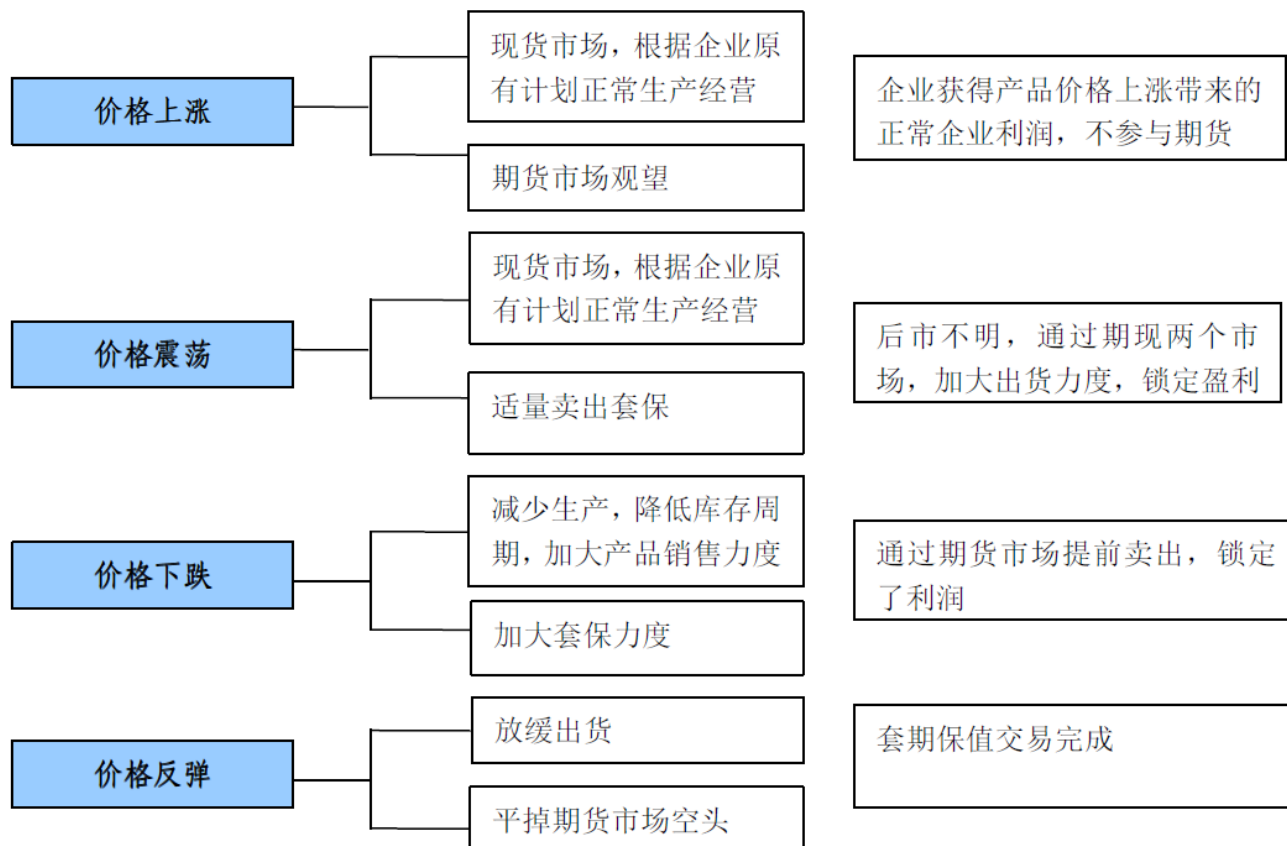
（注：基差期初 P1，期末 P2 正向市场是指现货价格低于期货价格或近期月份合约价格低于远期月份合约价格，基差为负值；反向市场是指现货价格高于期货价格或近期月份合约价格高于远期月份合约价格，基差为正值。）

（二）、利用基差图确定套期保值时机

如果说判断现货价格和期货价格的未来走势需要考虑复杂的因素，那么利用基差这个工具，可以为套保时机提供较为直观、清晰和简单的判断。绘制 2015-2019 年期间铝的基差图我们可以看到，在今年以前铝现货常年大概率贴水期货，因此基差主要运行区间在 $[-500, 0]$ 之间。但是进入 2019 年后，这种状况有所改变，铝现货开始长期升水于期货，基差主要运行区间在 $[0, 300]$ 之间。从基差最终为 0 的规律上讲，当基差绝对值明显偏大时，基差有收敛需求。



十一、套期保值需注意的一些事项



近期煤炭市场会维持一段时间反弹，但疲软的宏观环境以及庞大的库存将压制煤炭价格的反弹高度。对于煤炭生产企业来讲，可以利用价格反弹时机在现货市场加紧出货，坐享原料、库存产品增值的收益，无需在期货市场卖出套保。而在看到未来价格有大概率下跌风险，期货市场出现滞涨或上涨停顿迹象时，就需要选择在期货市场对冲风险，锁定价格重新下跌时带给资产价值大幅波动的风险。

价差选取原则：即通过观察期现价差的变动情况，来选择是否建仓，当期现价差超出合理的区间时，卖方套保者，可以在期货上建仓，在合约到期日进行交割平仓，由于卖出价格与买入成本已知，企业通过此种操作可达到预期套保效果。

趋势操作原则：对生产商企业来说，趋势明显的逆势行情中，企业可通过在期货上建立头寸，通过期货盈利，弥补价格下跌过猛，给现货销售带来的亏损。此种状况期货头寸数量应与现货销售数量相符。

长期头寸保护原则：通常情况下市场价格波动是不可预期的，面对随时变化的市场风险，企业从长期经营角度考虑，有必要随着生产计划的执行，在期货上建立适当保护头寸，防止现货价格朝不利方向发展带来过大的损失。此种情况，期货头寸数量一般少于现货销售数量。

套保并非投机：企业进行套期保值是以锁定产品价格波动风险为目的，企业要根据自己的生产规模设计合理的套期保值头寸，同时，不能随意将套保头寸转为投机头寸。

利用期货发现价格的功能指导生产：期货市场具有价格发现的功能，企业应在市场价格上涨阶段增加对产品生产和销售，在价格处于下跌阶段，增加原料采购力度，通过期货市场的信息，指导和调节企业的生产和经营。

规范企业套期保值的财务处理：业务的套期保值业务应该按照相关的财务处理制度要求，建立相关的套期工具，一方面有利于企业多套期保值的效果评估，另一方面有利于降低企业的税收支出。

十二、套期保值的风险控制

（一）基差风险

当期货价格和现货价格的变动不完全一致时，会产生基差风险，影响套保效果。若想规避基差风险，需要建立与期现货市场联动的基差数据库，从而选择较好的入场位置，占据有利地形，此外还可以对出场位置进行有效把握，做到有效的止盈止损。

（二）政策风险

由于企业套保管理决策机制失灵以及决策失误给企业造成损失的是决策风险。对于政策风险的规避，企业应做到对行情客观冷静，灵活应对行情的变化，在行情不利时应及时对套保方案和策略进行调整。

（三）资金风险

资金风险即现金流风险，体现在期货头寸发生浮动亏损时，企业被要求追加保证金，如企业资金链紧张或亏损过大而不能及时补足，导致头寸被强平，从而使这个套保归于失败。这种风险是完全可以规避的，需要企业做好资金管理，控制仓位，并且在资金的调拨使用上做到流程简明，通道顺畅。在套期保值业务的操作过程中，对风险度进行实时监控。

（四）操作风险

因为不完善的风险控制系统、内部工作流程、员工职业道德问题及外部事件导致交易过程发生损失。规避操作风险最好的方法，是对相关业务人员进行操作前培训，并进行模拟操作，熟悉错单处理的应急处理方法。

第十一部分 后市展望

进入 2019 年，沪铝全年波动幅度再度收窄，在经历了 4 月以及 8 月的两波上涨后，盘面再度回落，只是重心有所上移。2018 年底铝价跌入谷底，彼时电解铝产能的批量关停都在之后随着价格反弹而慢慢恢复。叠加上宏观刺激措施以及成本氧化铝价格走低，电解铝行业算是重新获得了生机。此后 8 月份时天灾人祸又起，全年的新投产速度都慢于预期。从周期上来看，电解铝供给端在 2019 年经历了由松到紧的阶段，未来在新产能的虎视眈眈下将逐步向宽松迈进。

而需求端，在面临经济调整期的宏观大背景下，也一如预期般疲软低迷。中美贸易的你来我往；“金九银十”的基本落空；铝材出口的处处掣肘；房地产行业销售以及新开工的下滑；汽车行业的长期低迷。这些无一例外都在弱化电解铝下游消费端的消纳能力。未来 2020 年，需求端受制于大形势依然很难有亮点产生，只是笔者认为，有望给消费带来一定利好的应该是汽车行业。已经处于谷底的汽车产量在去库阶段完成后有望进入垒库阶段。另外消费品行业用铝以及特高压用铝会成为明年的增长点。

整体来看，一直处于去库存周期的铝锭库存也将在 2020 年迎来由降转升的转折点。在无外力政策的干扰下，市场洪流将向持续过剩方向滚滚向前。经济发展的探底阶段，原材料价格难以独善其身，必然是跟随大势疲软。而铝能否在所有有色品种中第一个崛起，还要看需求端崛起的时间点。这一过程我们预计将是先抑后扬的走势。2020 年上半年，在上游氧化铝的价格也不再成为成本支撑后，电解铝的产能释放问题将决定铝价未来的走向。预计铝价在明年将呈现先抑后扬再下行的宽幅震荡行情，波动的主要区间为 13300-14200 之间。

另外，明年上期所铝期权品种有可能要上市，届时企业可以根据对盘面价格的判断而选用安全系数更高、资金占用率更低的铝期权来进行风险对冲操作。例如看涨时可以买入沪铝看涨期权或者提前高位布局卖出看跌期权。而对于库存较高的企业，可减少库存量，按需采购，或考虑卖出看涨期权，以减少持仓成本。

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路 48 号新联写字楼 4 层

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
