

# 宏观产业博弈

## 铝价波动加剧

国投安信期货 2020 年度半年报

SDIC ESSENCE FUTURES

## 2.宏观产业博弈 铝价波动加剧

### 2.1 沪铝走势 V 型反转

2020 年，当百年不遇的大变局中突发百年不遇的疫情，全球经济陷入 1929 年大萧条时期之后最严重的衰退。金融市场动荡局面不言而喻，美股连续熔断、流动性危机下大类资产无差别暴跌、VIX 恐慌指数突破历史新高、负油价等等“活久见”行情接踵而来。然而随着全球主要经济体货币宽松和财政刺激的快速推出，后疫情时期的反弹同样气势如虹。

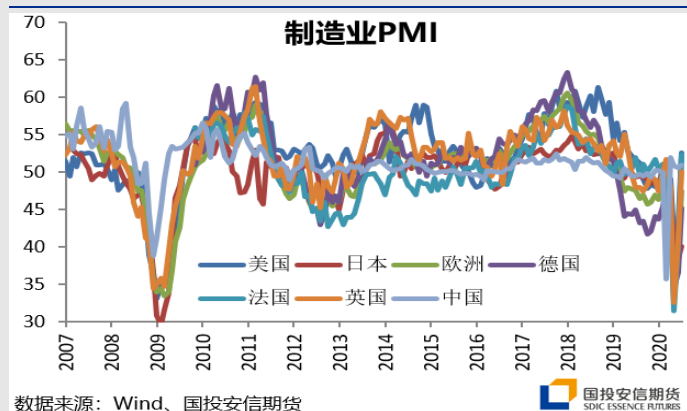
从铝市场来看，铝价从 14000 元下跌至 11000 元再反弹至 15000 元，巨大的 V 型反转超出预期。全球经济数据的大幅改善，宏观情绪高涨，风险偏好修复，流动性从紧张转向充裕，资金配置需求和资本做市力量开始主导市场走向。叠加铝产业基本面自身快速修复，供应增速放缓，内销火热带动强力去库，现货紧张挤仓行情回归，宏观与产业共振之下，铝市场完成大逆转，和金融属性更强的铜一起成为上半年表现最强的有色金属品种。

图 1：沪铝 V 型反转



资料来源：文华财经，国投安信期货

图 2：全球制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源：Wind，国投安信期货

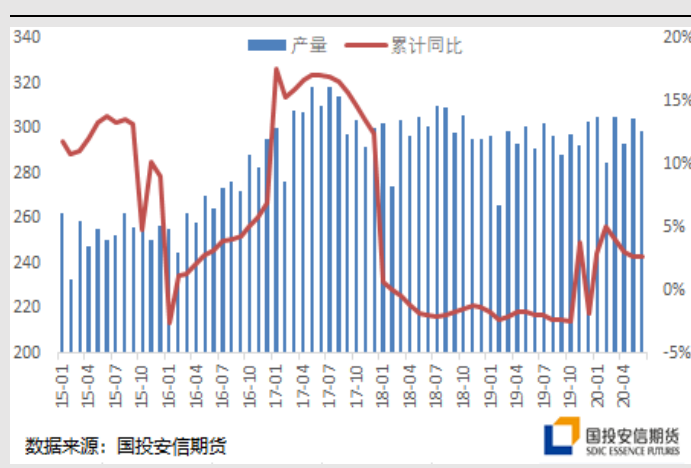
### 2.2 下半年供应增长确定性强

#### 2.2.1 上半年疫情抑制产能增量

上半年，我国电解铝产量约 1800 万吨，同比增长约 2.3%。由于疫情的发生，新增及复

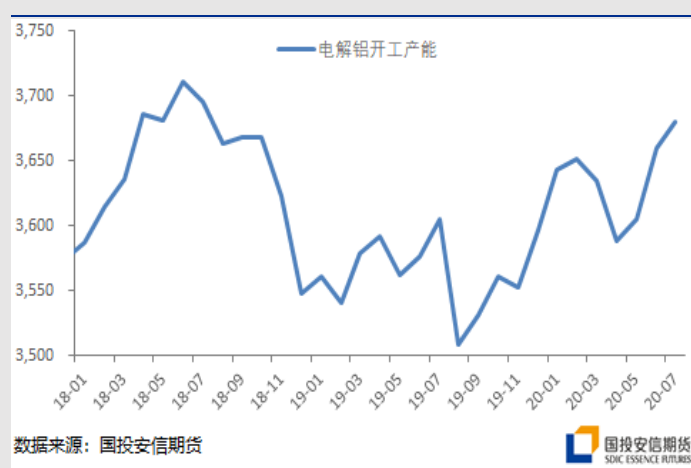
产产能投放普遍推迟，上半年新投产产能仅 76 万吨左右。同时近 80 万吨产能由于亏损或检修需求而关停，产能快速投放预期受到了抑制，3 月份国内电解铝运行产能从春节前 3650 万吨下降至 3590 万吨。二季度随着经济的恢复，产能开始恢复，截止 6 月底，运行产能回升至 3680 万吨附近。

图 3：上半年产量同比增长 2.3%



资料来源：国投安信期货

图 4：运行产能逐步抬升



资料来源：国投安信期货

## 2.2.2 下半年新增产能投放加速

随着铝价大涨，铝厂利润大幅修复，吨铝平均利润超 2000 元，市场新投及复产产能有提速迹象。目前前期因事故、采暖季、检修及亏损关停的产能开始复产，河南万基、豫港龙泉、重庆旗能、国丰等复产将陆续完成，已复产产能基本抵消了年内的减产。新增方面，四川广元中孚一期、云铝溢鑫已经达产，云南神火、文山项目加速投产。下半年预计仍有超过 200 万吨产能投放，其中三季度有望投产的产能包括云铝海鑫、广元中孚二期、其亚。云南仍是主要产能增量主要地区，云南神火 90 万吨产能以及魏桥置换的 203 万吨能够实现多少量存在不确定性，不排除超出预期可能。

以当前情景进行推演，预计国内运行产能有望逐渐向 3900 万吨爬升，全年电解铝产量预计达到 3680 万吨，同比增长 3.4%。其中大量新产能集中于三季度末至四季度投放，将对明

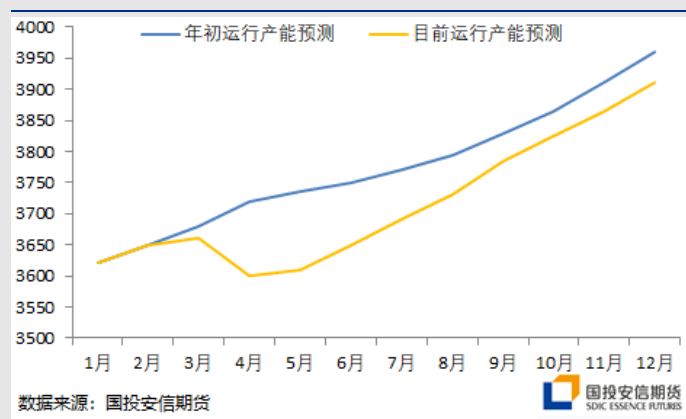
年一季度市场造成极大压力。

图 5：下半年新投产产能超过 200 万吨

| 省份  | 企业    | Q1   | Q2   | Q3 | Q4  | 合计  |
|-----|-------|------|------|----|-----|-----|
| 广西  | 德保百矿  |      |      |    | 10  | 10  |
|     | 田林百矿  |      |      |    | 10  | 10  |
|     | 隆林百矿  |      |      |    | 10  | 10  |
| 四川  | 广元中孚  | 12.5 | 12.5 | 10 | 15  | 50  |
| 内蒙古 | 内蒙古创源 |      |      | 15 | 15  | 30  |
|     | 白音华   |      |      |    | 10  | 10  |
| 云南  | 鹤庆溢鑫  | 11   | 10   |    |     | 21  |
|     | 昭通海鑫  |      |      | 15 | 15  | 30  |
|     | 神火    | 10   | 10   | 10 | 15  | 45  |
|     | 其亚    |      |      | 5  | 15  | 20  |
|     | 魏桥    |      |      |    | 20  | 20  |
| 山西  | 文山    |      | 10   | 15 |     | 25  |
|     | 中铝华润  |      |      |    | 15  | 15  |
|     |       | 33.5 | 42.5 | 70 | 150 | 296 |

资料来源：国投安信期货

图 6：运行产能有望突破 3900 万吨



资料来源：国投安信期货

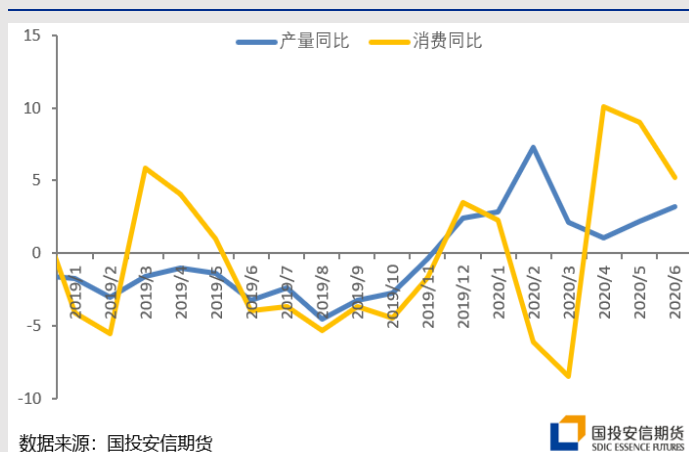
## 2.3 全年消费并不乐观

### 2.3.1 内销火爆带动强劲去库

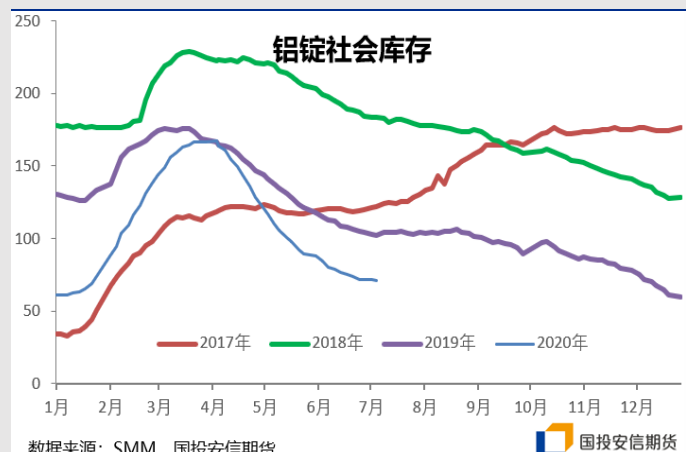
铝消费在一季度断崖式下滑后快速修复，4 月表观消费同比增幅接近 10%，上半年总体表观消费取得 0.5% 左右增长。疫情期间订单积压，前期订单后置。铝价暴跌至近年低点后，下游囤铝锭，终端囤铝材，后期订单前置，非铝行业投机资金也有介入囤货现象。此外，废铝供应短缺，原铝对废铝的替代在 3、4 月尤为明显，每月影响量超过 20 万吨。而疫情之后，随着加工厂的复产以及铝棒加工费大幅拉升，铝锭铸锭量下降同样造成了铝锭货源的减少。多重因素影响之下，铝行业库存快速下降，二季度显性库存去库超过 100 万吨。

图 7：消费快速恢复

图 8：铝锭库存下降近百万吨



资料来源：国投安信期货



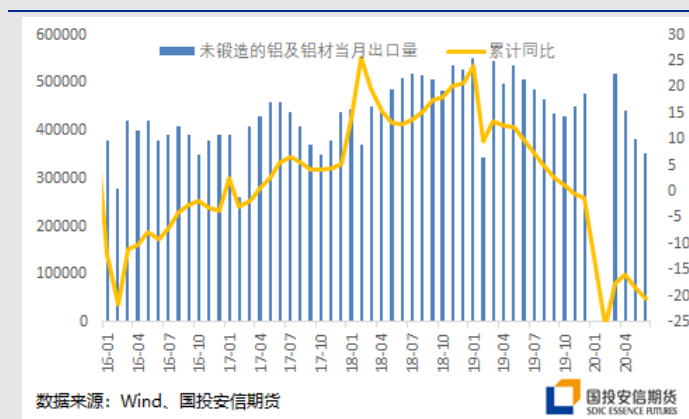
资料来源：SMM，国投安信期货

## 2.3.2 进出口逆转成最大拖累

海外疫情严重影响外需，内强外弱使得沪伦比值达到近年高位 8.5 以上。进口窗口打开已超过两个月，6 月起进口量预计明显增加。同时出口利润持续下降，6 月末锻轧铝及铝材出口量仅 35 万吨，连续三个月回落，同比下降 30%。

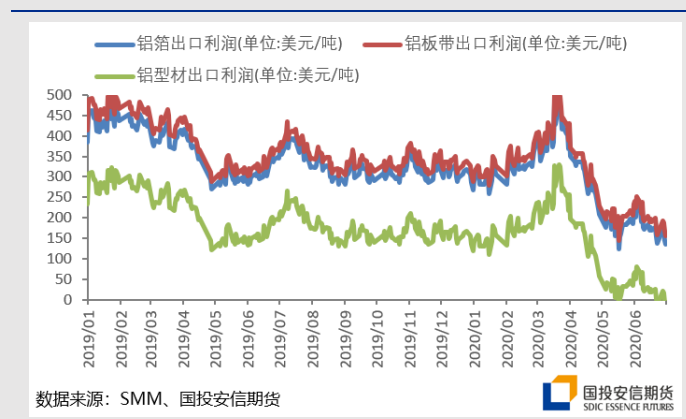
在海外疫情短期难以有效控制的背景下，海外需求三季度降幅仍将接近 15%。参考 2016 年进口窗口打开时情况，下半年月均出口量恐不足 40 万吨，全年出口同比下滑可能超过 15%，成为铝消费最大拖累项，多个国家及地区对中国铝产品反倾销也将加大出口阻碍。

图 9：出口量连续三个月下降



资料来源：Wind、国投安信期货

图 10：出口利润严重受损



资料来源：Wind、国投安信期货

### 2.3.3 全年消费恐难正增长

2020 年疫情背景下，国内经济仍以“六稳六保”为主线。经过疫情洗礼后的国内铝消费虽然韧性十足，但是全年实现正增长难度很大，二季度内销的火爆存在对下半年消费的透支，废铝替代、投机囤货等因素均在逐渐消失。房地产竣工周期对铝需求的拉动仍是今年铝终端消费最大甚至可能是唯一的亮点。汽车二季度数据亮眼，但纵观全年汽车产量 10%以上下滑难以逆转，疫情后汽车行业复苏快于多数行业，下半年产业刺激政策或难以向汽车领域倾斜。新能源汽车铝消费基数低，更难有明显贡献。汽车和出口将是今年铝消费最大的减量。

在国内 GDP 增速显著放缓，海外消费恢复缓慢的背景下，预计今年铝消费量约 3610 万吨，同比下降 0.5%。

## 2.4 交割货源稀缺 资本力量不容忽视

由于铝交割品牌铝锭占比低，2019 年四季度开始，市场大户做市行为增强，铝市场频繁出现挤仓行情。目前上期所仓单库存仅 10 万吨，以近两月沪铝合约持仓与仓单比值来看风险度，目前仍维持在较高水平，存在继续发生挤仓的基础，市场可交割货源有限，大户控货做市能力强，未来仍将持续影响市场。

图 11：上期所仓单历史低位

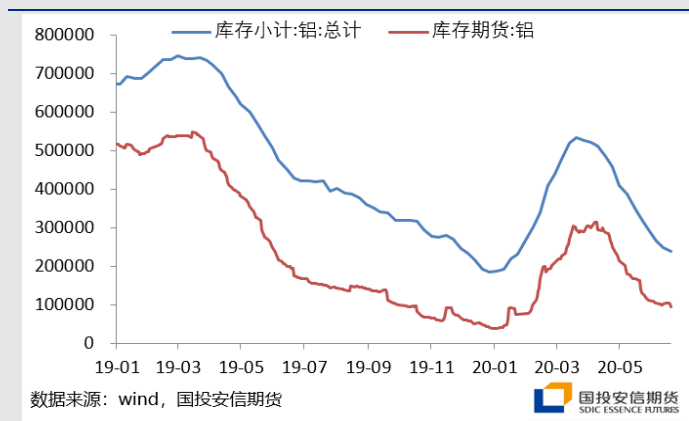
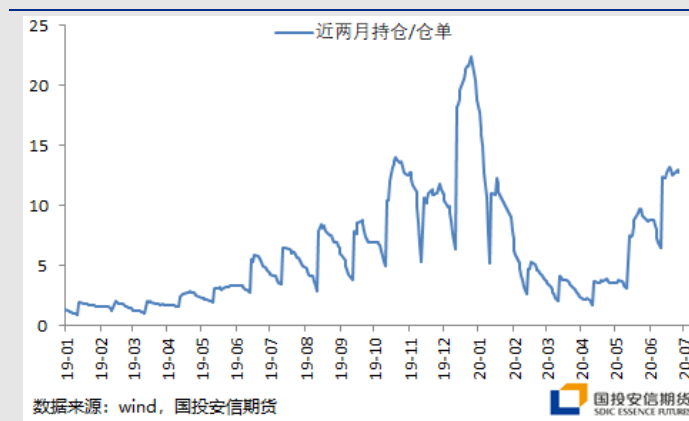


图 12：挤仓风险度维持高位



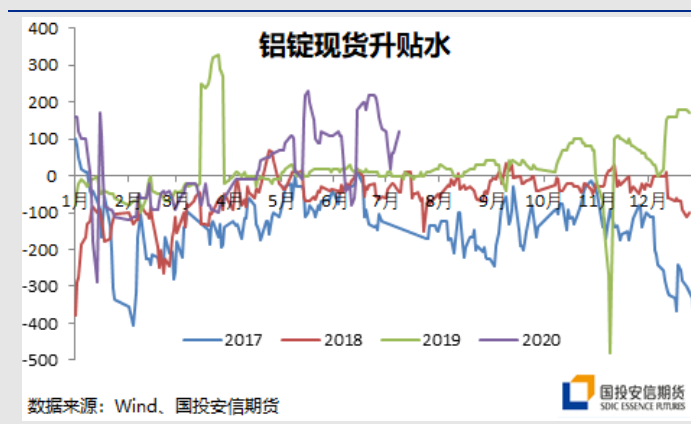
资料来源: Wind、国投安信期货

资料来源: Wind、国投安信期货

## 2.5 铝价波动加剧 下半年宽幅震荡

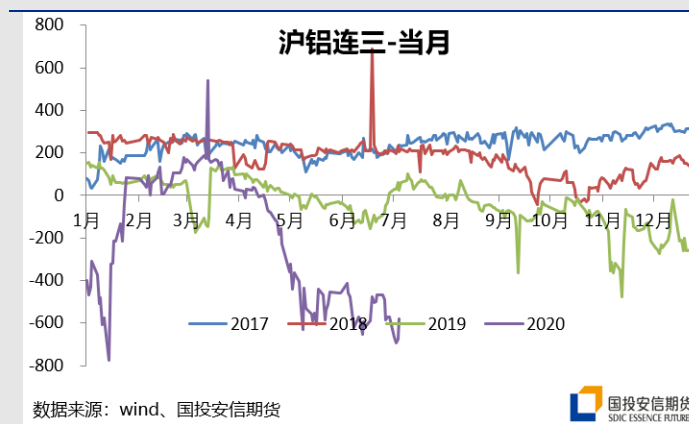
短期来看, 现阶段宏观主导力强, 政策推动经济复苏, 风险偏好抬升, 流动性充裕, 沪铝获得支撑。当前深度 Back 结构下建议顺势而为, 现货适当转换成虚拟库存, 等待结构变化后再考虑策略方向切换。市场在年末及明年一季度压力更大, 因此在下一个旺季择机布局空单可能更加合适。

图 13: 现货持续升水



资料来源: Wind、国投安信期货

图 14: 沪铝深度 Back

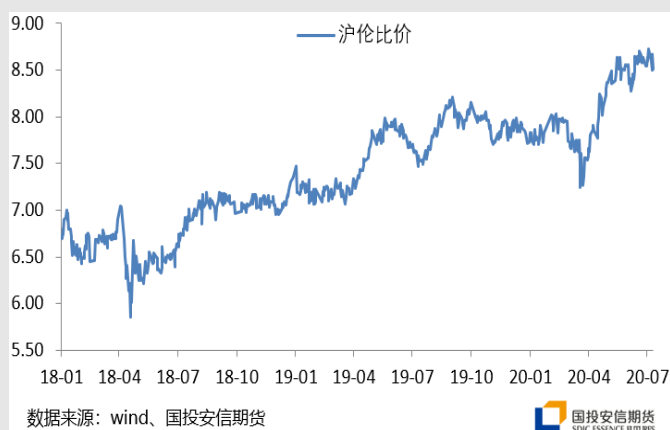


资料来源: Wind、国投安信期货

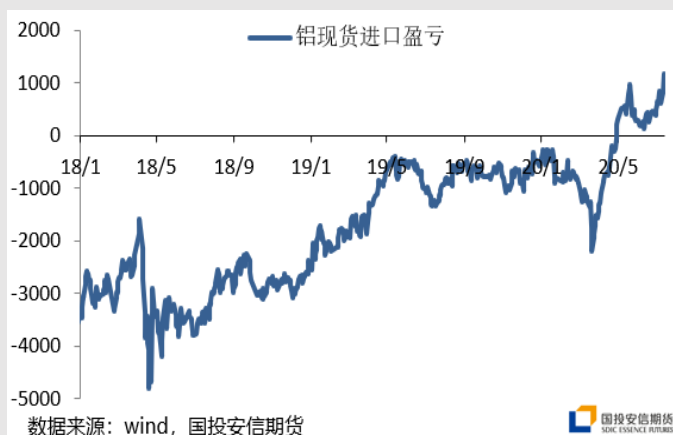
从内外套利方面来看, 国内外疫情发展进程不同, 近期内强外弱使得沪伦比刷新近年来高位, 现货进口窗口已经持续打开超过 2 个月时间, 内外正套安全边际高。但无论是内盘的深度 Back 还是外盘的 Contango 结构均对移仓不利, 谨慎选择进场时机, 注意仓位控制。

图 15: 沪伦比值持续高位

图 16: 进口窗口打开



资料来源: Wind、国投安信期货



资料来源: 国投安信期货

总体来看, 2020 年是载入史册的一年, 全球政治经济前景仍存较大不确定性, 宏观情绪摇摆将加大市场波动。下半年铝市场基本面有转弱趋势, 短缺逐渐转向过剩, 年末库存回升至 100 万吨之上, 但低仓单状态有望延续, 资金配置和资本做市力量不容小觑。预计下半年在宏观情绪和资金推动下铝价中枢较上半年上移, 基本面压力同样存在, 总体表现宽幅震荡, 仍以近三年核心运行区间 13000-15000 元/吨为主。

|     | 2019年 | 1月  | 2月  | 3月  | 4月  | 5月  | 6月  | 2020年 | 同比    |
|-----|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|-------|
| 产量  | 3560  | 307 | 287 | 304 | 296 | 307 | 300 | 3680  | 3.4%  |
| 净进口 | -2    | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 1   | 2   | 4   | 20    | -     |
| 消费  | 3630  | 280 | 200 | 275 | 350 | 340 | 323 | 3610  | -0.5% |
| 平衡  | -72   | 27  | 87  | 30  | -53 | -31 | -19 | 90    | -     |