

# 回调不改上行趋势，沪铝逢低建仓

## 摘要

沪铝如期站上 17000 的高位，与我们前期的报告基本一致，具体内容详见《上行动能仍待发酵，沪铝多头策略表现依旧可期》。由于周四电解铝社会库存超预期上升，沪铝在周四日盘大跌近 4%，大跌后许多投资者担心沪铝价格是否出现了反转。我们认为沪铝牛市格局未改，回调并不改变上行趋势，原因在于电解铝需求强势并未被证伪，而产能供给增长路径较为确定，库存短期难以出现累积。叠加沪铝交易并不拥挤，持仓量离前期高位仍有一定距离，价格难以出现踩踏式下跌，预计此次回调点位不会超过 1500 点，建议主力合约在 15500-16000 元/吨逢低建仓。

策略建议：沪铝持多头思路，价格回调后可介入沪铝主力合约多单。

风险提示：库存超预期累积

## 1. 铝价创新高的原因主要在于需求超预期

今年铝价在年初受到新冠疫情冲击后走出了酣畅淋漓的触底反弹之势，价格在不断创年内高位。总体而言，4 月份后的上涨可以分为两个阶段，第一阶段为供给收缩下的价格修复，当时铝价跌破成本线，电解铝企业纷纷减产，叠加各国采取宽松的货币政策，铝价一路修复性上涨；第二轮为需求超预期的拉动型上涨，由于 2020 年电解铝产能投放较多，市场普遍认为四季度电解铝市场将会出现过剩，可是行至四季度，终端需求较为强势，社会库存不断下降至 60 万吨以下，沪铝价格在需求拉动下创造了 17000 元/吨的高位。

图 1 电解铝价格回顾



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

## 需求好的验证 1：库存持续下降

截至 11 月 30 日，电解铝社会库存为 59 万吨，已经稳稳地位于 60 万吨下方，相较历史值也是处于较低的位置。进入 11 月份后，电解铝社会库存下降加快，库存下降曲线走陡，11 月库存总体下降了 9.8 万吨。在供给增加的情况下，库存却还大幅下降，侧面印证终端消费较好。从历史经验来看，我们预计这一趋势将一直延续到今年年末，社会库存有望降到 55 万吨以下。

图 2 电解铝周度去库好于预期

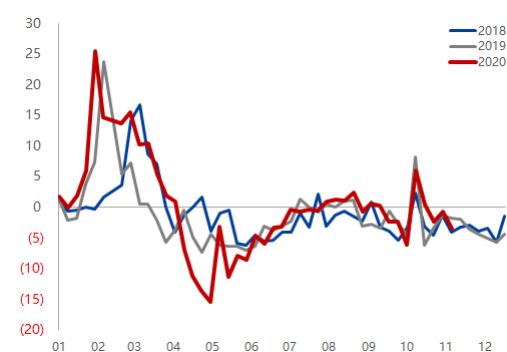
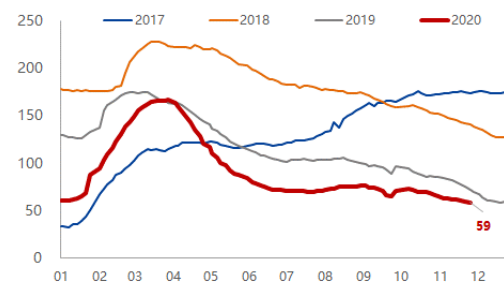


图 3 电解铝社会库存处于历史低位



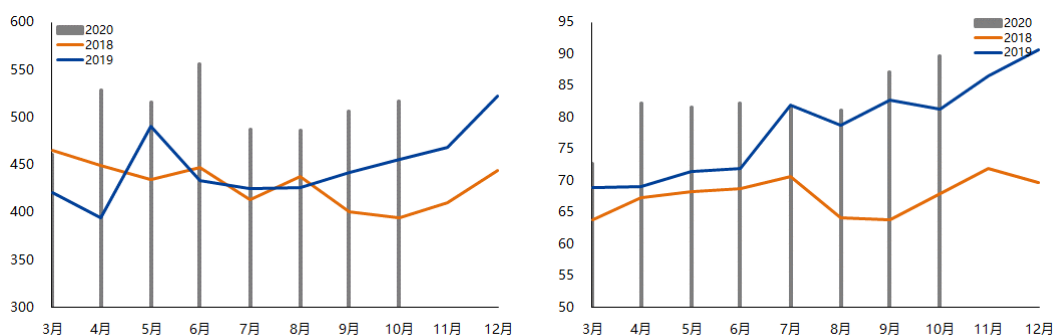
数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

## 需求好的验证 2：铝材产量不断提升

今年以来，铝材和铝合金的需求明显超过往年。根据最新数据，2020 年 10 月铝材产量为 516.9 万吨，铝合金产量为 89.7 万吨，相比去年都增加 10% 以上，更是大幅超过 2018 年。从铝材开工率来看，铝板带箔、铝线材以及铝型材的开工率皆在不断上升，并且基本都稳定于 50% 以上，预计向上仍有上升空间。目前铝棒库存仅为 7 万吨，处于历史 25 分位数左右，补库空间依然较大。

图 4 铝材产量高于往年

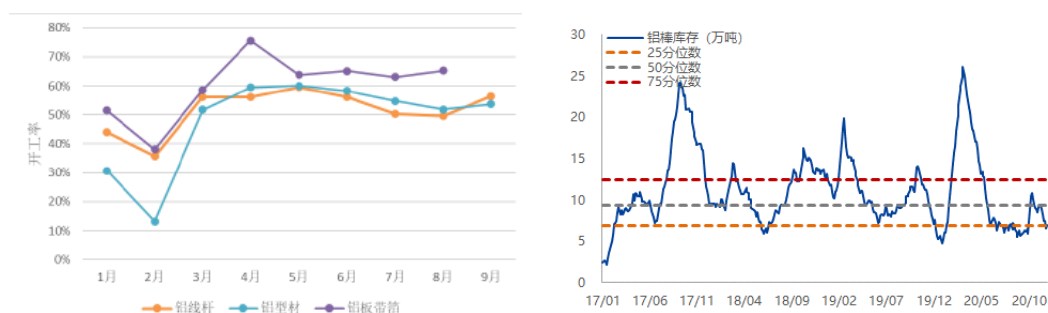
图 5 铝合金需求旺盛



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 6 铝材开工率

图 7 铝棒库存处于低位



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

### 需求好的验证 3:终端消费较好

电解铝终端需求主要包括建筑与汽车，今年以来，国内建筑需求表现出较强韧性，房地产投资在疫情影响下仍然早早回归正值。10 月份房地产数据超预期，一定程度上消除了市场对于房地产下行的担忧，预示着地产用铝短期内将维持强势。商品房销售面积在经历了 9 月份的低迷后 10 月份逆势回升，10 月份商品房销售面积为 1.62 亿平方米，当月同比增速为 15.27%，远超 9 月份的 7.25%。而房屋竣工面积当月同比增速在经历了 4 个月的低迷后返回正值，地产后周期仍然值得期待。房屋新开工面积累计值仍然是到达了 18 亿平方米，同比是从 -3.4% 缩窄到了 -2.6%。

汽车产销也连续 6 个月处于正增长区间。截至 2020 年 10 月，汽车当月产量为 248.1 万辆，同比大幅增长 11.1%；汽车累计产量为 1897.9 万辆，较去年同比仅下降 4.1%，同比负增速进一步缩窄。而汽车库存仅为 98.1 万辆，在历史当中位于 30 分位数左右，汽车库存压力不高。通过中国汽车工业协会根据行

业内 11 家重点企业上报的数据显示，11 月上旬 11 家重点企业汽车产量完成 74.4 万辆，同比增长 12.5%。以此推断 11 月份汽车产销数据大概会在 250 万辆以上。

图 8 电解铝终端需求

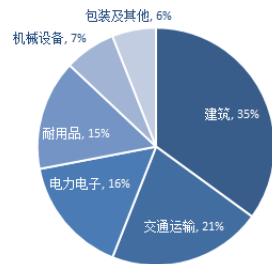
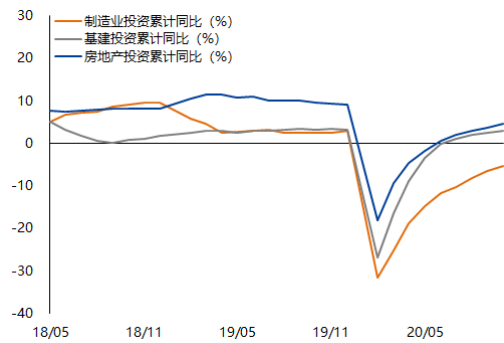


图 9 房地产开发投资保持较强韧性



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 10 房屋新开工、竣工继续回升

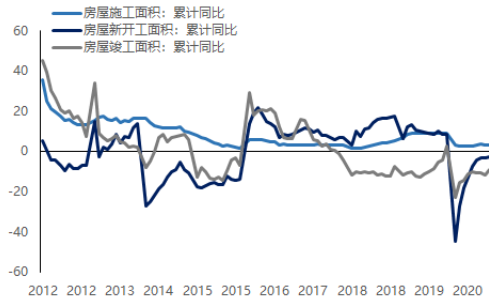
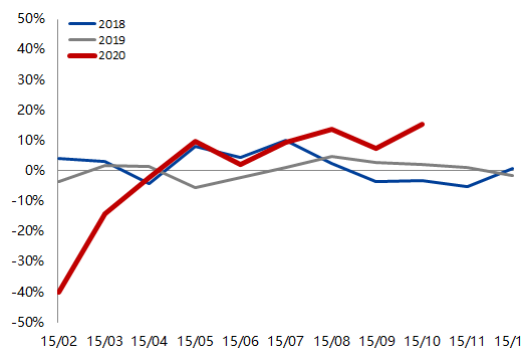


图 11 商品房销售面积延续强势



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 12 汽车产量大幅回升

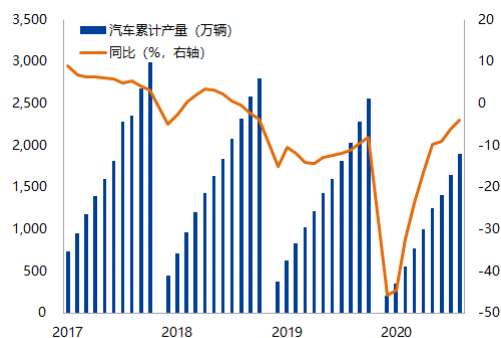


图 13 汽车库存在历史当中不算高



## 2. 供给增长压力较小

自今年4月份起，沪铝价差便呈现back结构，主要在于市场对于电解铝产能投放形成一致预期，认为今年电解铝库存在产能不断增长的情况下将累积。从今年四季度的产能落实情况来看，今年电解铝产能的确是在一直增长。根据阿拉丁统计，目前中国电解铝建成产能规模为4246万吨，在产产能为3851.6万吨，开工率为90.71%。

不过在经过2016-2017年供给侧改革后，电解铝产能天花板已定，大约在4500万吨左右，后续电解铝产能增长路径较为确定，总产能应该不会超过4500万吨。由于内外比价的原因，电解铝进口量自今年6月份以来明显增多，月度进口量基本维持在30万吨以上，8月份更是达到了42.95万吨。截至2020年9月，电解铝累计进口量为181.17万吨，而2019年这个数字仅为41.43万吨，2018年这个数字也仅为41.25万吨。相当于今年单单8月份的进口量就比往年一年还多。随着国内电解铝进口套利空间逐渐消失，后续进口量很难超过前期高点，国内电解铝高供给难以持续。

图 14 电解铝产量显著上升

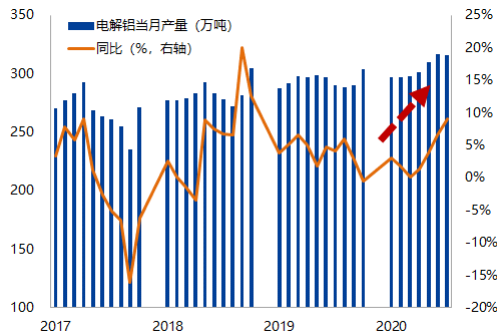
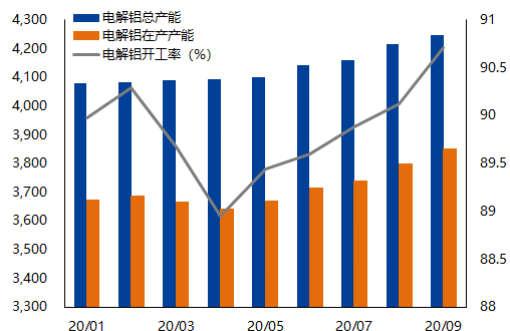


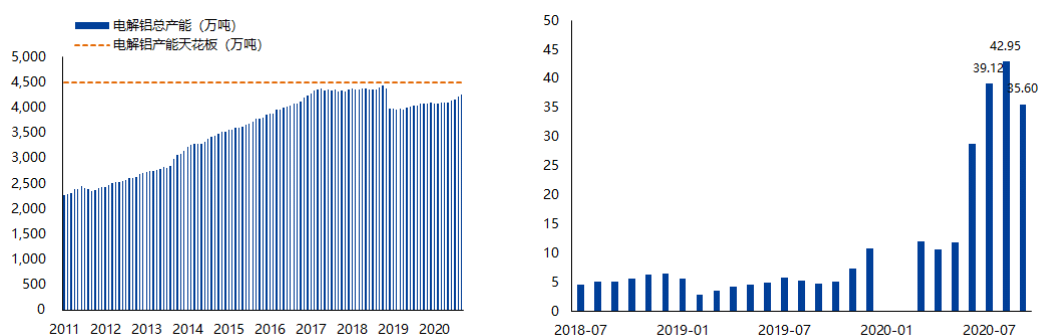
图 15 电解铝产能与开工率齐增



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 16 电解铝产能天花板已定

图 17 电解铝进口量将趋于下行



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

### 3. 需求上升潜力较大

市场普遍认为拜登将采取更加宽松的货币政策与财政政策，预计会对电解铝潜在需求造成更大想象空间。拜登主张通过投资拉动美国的经济增长并创造更多的就业机会，并且提出一项 4 年期的 2 万亿美元的《气候与基建计划》，主要投向基础设施、清洁能源，科技（包括 5G）、教育、社会保障等领域。就规模而言，拜登相比共和党会以更大的财政政策规模扶持经济。而且拜登有意提名耶伦成为新一任的财政部部长，耶伦对财政政策与货币政策都持积极态度，决策风格上表现较为鸽派，上任后会积极通过财政政策来解决美国经济问题。反映到价格上，拜登当选美国总统后市场风险偏好明显提升，铜铝等风险资产皆出现明显上移。

随着拜登的上台，全球贸易环境预计将会显著改善，由于拜登预计将采取更稳定的外交政策，中美贸易摩擦大概率将得到缓和，国内出口高景气度有望延续。由于海外疫情“宅经济”以及国内产品出口替代的影响，5 月份以来国内出口保持着较高的景气度，中国 10 月出口金额增速达到了 11.4%。后续随着海外疫情的改善，出口高增速将由出口替代拉动改为海外需求恢复拉动，电解铝出口需求有望超预期。

图 18 拜登当选后财政政策将更为积极

财政政策领域	拜登	特朗普
税收	加税	减税
能源	绿色经济	能源独立
医保	扩大医保开支	缩减医保开支
对华政策	贸易自由主义	贸易保护主义
基础设施建设：	支持扩大基础设施建设，主要领域为绿色基建	支持扩大基础设施建设，主要领域为5G基建
规模	推出2万亿美元的《气候与基建计划》	推出1万亿美元的《基建建设刺激计划》
具体支出	修缮铁路、高速公路、桥梁：3000亿美元 学校现代化更新：1000亿美元 水利工程的超大型改造项目计划投资：400亿美元 港口、水路、陆路等货运基础设施：35亿美元/年 农村网路建设：200亿美元 贫困地区通勤道路：100亿美元 贫困城市经济刺激：100亿美元/年 发展智慧城市：10亿美元	主要资金用于道路、桥梁、港口、车站翻新、5G建设及农村网路建设等项目，具体安排未公布。

数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 19 风险资产纷纷上行

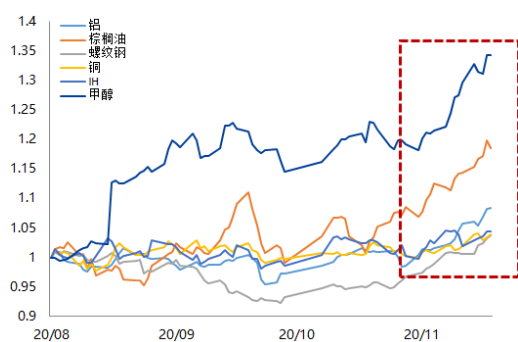


图 20 国内出口需求强劲



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 21 进口盈利逐渐下降

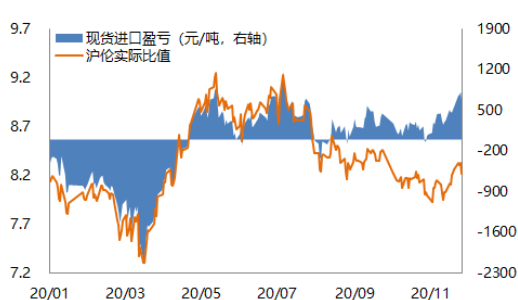
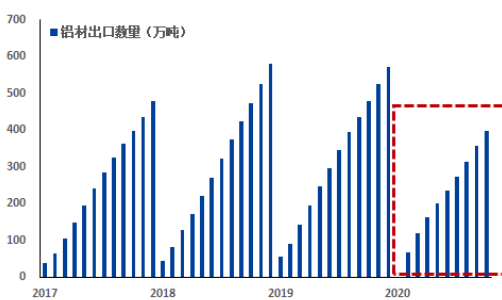


图 22 铝材后续出口将会提高



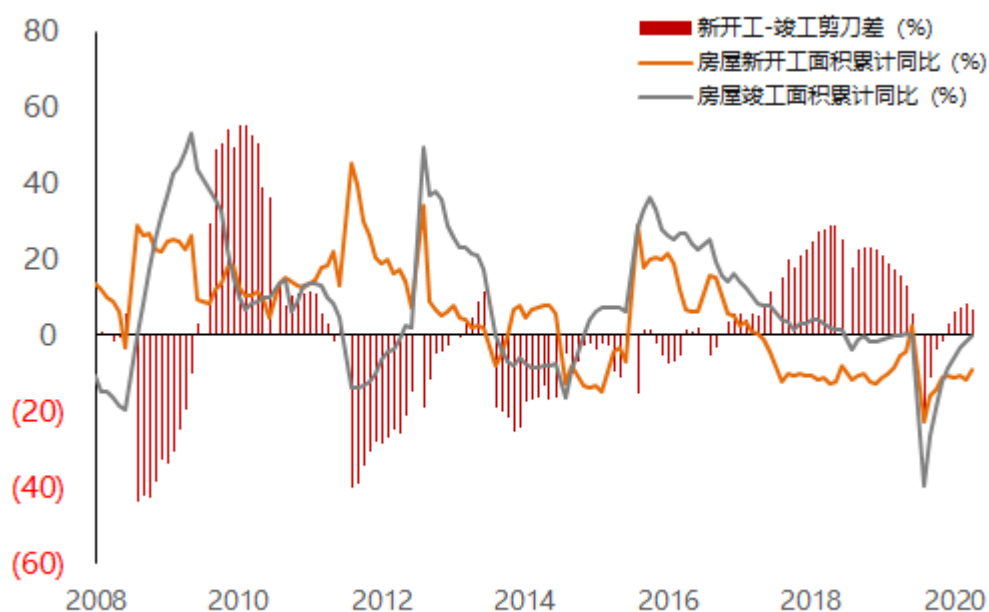
数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

出于对房地产融资三条红线的担忧，市场普遍对建筑用铝需求表示担忧。我们认为建筑用铝需求短期不会迅速下滑，在前几年较为激进的拿地策略下，房企土地库存较高，这足以支撑房地产新开工维持 1-2 个季度的高增速。而且竣工链



在经过前几年的低迷后在 2021 年有望得到增长，2021 年房屋竣工面积增速预计将回到 10%以上，建筑用铝需求有望超预期。

图 23 持续看好房地产竣工链



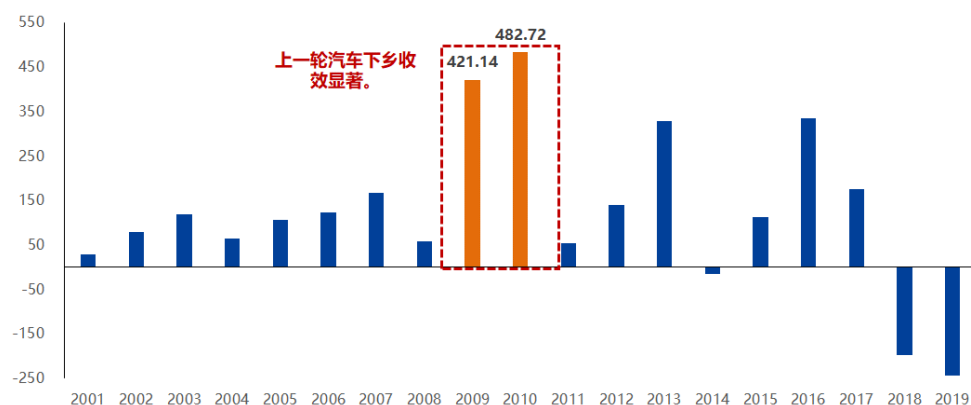
数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

国常会近期宣布将开启新一轮汽车下乡刺激政策，汽车用铝可能将会形成第三个需求超预期。通过回溯历史发现，上次汽车下乡还要追溯到 2009 年与 2010 年。在财政补贴下，2009 年和 2010 年汽车产量都环比增长了接近 500 万辆。当时铝价受汽车产量增长的影响也是处于上升通道。近几年起汽车产量增速逐渐放缓，2018 年产量更是环比出现了下降，2019 年产量下降了接近 250 万辆。在经过了 3 年的消化后，目前汽车库存已经处于历史低位。此次政策刺激不一定能达到上次的刺激效果，但是预计也会对汽车产销产生较大提振，很有可能形成需求的第三个超预期。

总体而言，市场对于四季度需求是否会继续向好存有疑问。基于以上的分析，我们认为四季度需求依然会较好。表现在电解铝出口在国外需求恢复后改善，建筑用铝在新开工向上的情况下不会下行，汽车产销在政策刺激下将持续改善，形成电解铝消费的三个超预期。

图 24 新一轮汽车下乡来临





数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

#### 4. 对比 2017，现阶段铝价有何异同？

现阶段铝价已经上行至 17000 元/吨上方，市场很容易将现在的电解铝市场与 2017 年电解铝供给侧改革进行对比。相比于 2017 年，现阶段电解铝有何异同呢？

不同于 2017 年电解铝行业受供给侧改革影响较大，现阶段电解铝的上涨主要由需求驱动。虽然 2017 年电解铝总产能已经到达了 4321 万吨，但是在产产能却偏低，很多产能被整改或者被关停，电解铝企业实际开工率仅为 82.86%。而现阶段电解铝总产能达到了 4246 万吨，虽然不及 2017 年，但是开工率却达到了 90.71%，远高于 2017 年的 82.86%，这使得 2020 年的电解铝产量实际是远大于 2017 年的。拿 10 月份举例，2020 年 10 月份的电解铝产量为 320 万吨，相较于 2017 年 10 月份的 255 万吨增长了接近 25%。反映到需求上，2017 年 11 月份电解铝表观消费量约为 250 万吨，而 2020 年 11 月份表观消费量达到了 330 万吨。库存方面，2017 年社会库存高达 175 万吨，在经过了三年的去库存后，2020 年社会库存仅为 59 万吨，企业补库意愿充足。从现阶段的需求来看，电解铝去库还将继续，这为铝价提供了较大的支撑。

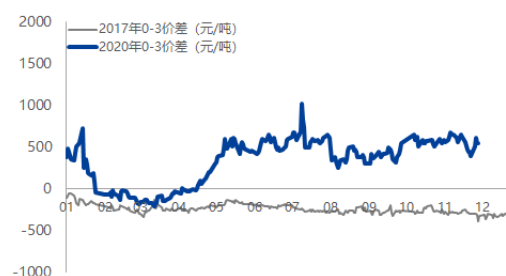
经过了供给侧改革后，电解铝行业集中度进一步提升，上游电解铝企业议价能力增强。行业出清后电解铝行业运行更为健康，这使得目前的高利润可以持续。相比于 2017 年，目前大部分铝企的利润在 3500 元/吨以上。价差方面，2017 年电解铝总体呈现 contango 局面，原因主要在于市场对于电解铝产能压减存在一定预期，市场对于远期合约价格更为看好。不过这个预期都被之后魏桥电解铝产能豁免而扭转，电解铝价格从此进入了接近 3 年的下行通道。2020 年情况正好相反，电解铝价差总体呈现 back 结构，市场对于电解铝产能投放心存疑虑，对于远月价格一直不太看好。不够库存一直未得到累积，远月合约也是不停地通

过上涨来向近月合约形成收敛。对于后市，我们仍然十分看好需求端的爆发，因为需求不可能无缘无故消失，并且需求就是一个自我强化的过程。当经营企业看到需求恢复后，会自动开始补库，进而强化需求，我们对于四季度的需求依然看好。

图 25 2017 与 2020 主要指标对比

	2017	2020
电解铝产量 (万吨)	255	320
电解铝总产能 (万吨)	4426	4321
电解铝在产产能 (万吨)	3622	3852
电解铝库存 (万吨)	175	59
电解铝行业成本(元/吨)	15500	12500
电解铝企业利润(元/吨)	1500	>3500
沪铝指数持仓量 (双边, 万手)	100	76

图 26 价差对比



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 27 电解铝总计产能对比

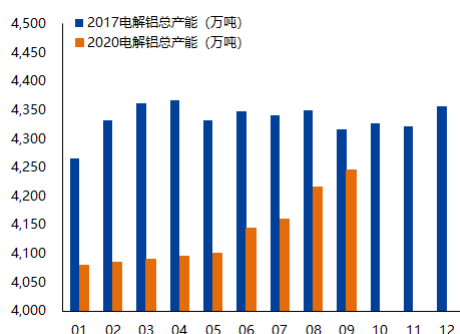
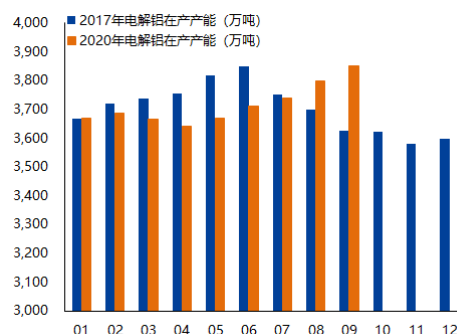


图 28 电解铝在产产能对比



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

## 5. 铝价上涨潜力大，下游消费企业建议做好套期保值

在经过 2016-2017 的供给侧改革后，电解铝产能天花板已定，后续增长压力不大。而电解铝需求潜力较大，房地产短期不会下行，汽车用铝在政策刺激下趋于改善，而出口在沪伦比值回归下有望上行。叠加美国货币政策延续宽松，美元指数长期将趋向于下行。美元指数与铝价是天然的负相关关系，美元指数下行将有助于铝价上涨。我们认为此次回调并未形成反转，价格在经过修整后仍然有上行的动力，建议投资者在 15500-16000 元/吨之间建立沪铝多单，下游消费

企业建议买入套期保值以对冲价格上行的风险。

图 29 美元指数倾向于下行

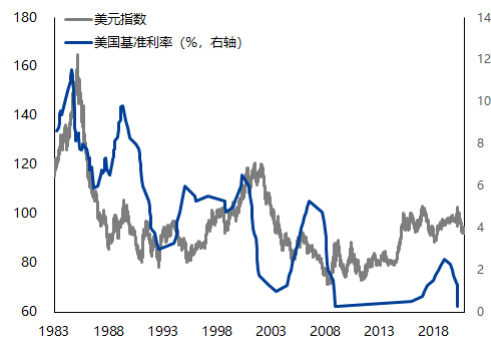
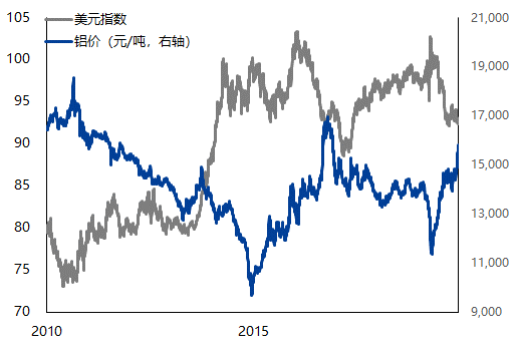


图 30 美元指数与铝价呈反向关系



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

图 31 沪铝价格波动加大

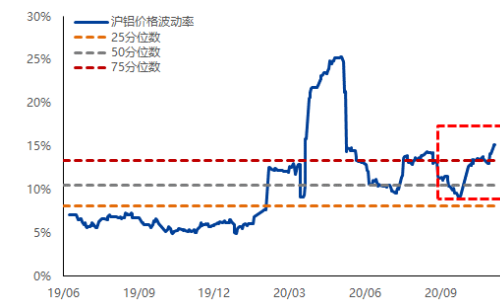


图 32 沪铝交易并不拥挤



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部