

2019



中華商務網
ChinaCCMI.com
China Commodity Marketplace

中华商务网 2019 年大宗商品 年度分析报告系列 铝产品篇

分析师：鄂蕾

2019 年 12 月

地址：北京市朝阳区高碑店古家具一条街 1616 号甲 1

电话：86-10-13426072320

传真：86-10-85725399

网址：www.chinaccm.cn



中華商務網
ChinaCCM.com
China Commodity Marketplace

2019年大宗商品年度分析报告系列之铝产品篇

2019 年铝市场形势分析 与 2020 年预测

2019 年 12 月



中華商務網
ChinaCCM.com
China Commodity Marketplace

目录

前言.....	4
一、 2019 年铝市场走势的回顾.....	4
1. 铝价 2019 年持续宽幅震荡.....	4
2. 2019 年伦铝走势震荡下行.....	5
3. 中国经济增长继续承压.....	5
二、 全球原铝供应偏紧.....	6
1. 铝土矿产量呈上升趋势.....	6
2. 全球氧化铝产量有所增长.....	6
3. 新兴发展中国家成为全球原铝消费增长动力.....	7
三、 我国原铝供给端现状及走势.....	7
1. 铝土矿进口料将持续增长.....	7
2. 氧化铝价格预计将弱势震荡.....	7
3. 原铝进口增加铝材出口减少.....	8
四、 原铝产量料将持续增长.....	8
五、 国内去库存速度开始放缓.....	9
六、 2020 年影响铝价走势因素.....	9
1. 美联储降息影响美元趋势----影响国际铝价走势.....	9
2. 2020 年贸易紧张局势-----没有产生实质影响.....	10
2020 年铝市场的运行展望.....	10

前言

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。

一. 2019 年铝市场走势的回顾

1. 铝价 2019 年持续宽幅震荡

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。叠加近两年来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。

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。

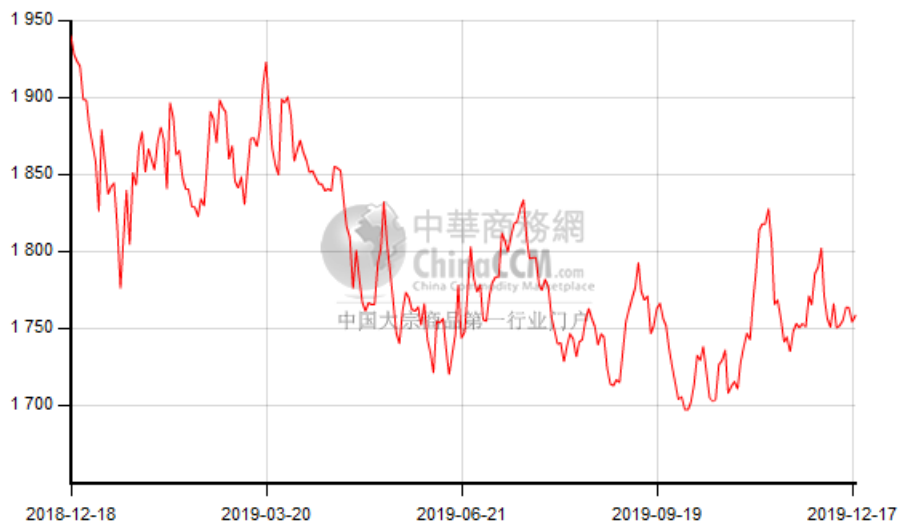
而后，随着价格触底后产量的下降，以及宏观刺激措施的发力，铝价开始呈现震荡反弹的态势。另外，本来 2019 年预计投产的新产能释放不及预期，使得社会库存也呈现下降趋势。二季度开始，成本端氧化铝价格大幅升高，为铝价提供了强有力的支撑。之后在原铝下游铝加工进入淡季后，价格开始回落，彼时的氧化铝价格也重新回归下行通道。再叠加中美贸易关系的一波三折，铝价再度回落。

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月份旺季需求也基本落空，市场再次回到人人看空的日子。

图 1：伦敦铝价格走势

中华商务网



2. 2019 年伦铝走势震荡下行

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。

3. 中国经济增长继续承压

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 GDP 5.7-6 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。

中国人口趋势在 2010、2015、2031 年形成三个拐点，人口红利逐渐弱化。目前的情况是我国中低端制造业转出去，扩大内需，往高增值产业转型。从近年中美贸易摩擦的情况来看，中美经济的相对变化开始有利于中国。我国本次逆周期尚未高于内生需求同比，是最为克制的一次。贸易摩擦改变不了美国贸易逆差的发展历程。现在来看，中国经济下行最快时期已经过去，18 年对于失速的担心是的。而美国经济则刚刚开始准备迎接下行，18 年是美国经济创新高的时候。从全球角度来说，整体呈现出政府债务高、利率低、弱需求的特点。全球经济进入颠簸时期，贸易摩擦频繁。价值之锚在漂移，行业也在洗牌（技术升级、区块链、人工智能等）。

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。

表 1：中国电解铝供需平衡表

	2017	2018E	2019E
电解铝产量	3632	3628	3828
净进口量	10	-5	-10
表观消费量	3642	3623	3818
实际消费量	3498	3641	3769
供需平衡	144	-18	49

二、全球原铝供应偏紧

1. 铝土矿产量呈上升趋势

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。

电解铝行业大部分时间处于成本倒挂状态，部分企业亏损严重，甚至不得不减产、停产，使得 2018 年电解铝产量增速锐减。中国工信部发布电解铝产能置换需在 18 年底之前完成，同时不在新增电解铝产能，电解铝产能投放压力基本在 2018 年已基本释放。预计 2019 年中国将不在新增电解铝产能，基本可以保证国内市场铝产量稳定。

2. 全球氧化铝产量有所增长

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。

3. 新兴发展中国家成为全球原铝消费增长动力

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。

三. 我国原铝供给端现状及走势

原铝的产业链从上游来看并不长，从铝土矿的开采到氧化铝的冶炼，最后到电解铝的生产。这三个重要环节构成了原铝的上游产业链。而从铝土矿的储量来看，虽然我国铝土矿储量并不低，但是品味不好，因此依然常年依赖进口。另外供给侧改革以及新增产能的释放也为原铝上游产业链带来了巨大影响。

1. 铝土矿进口料将持续增长

据最新的海关数据显示，2019年9月我国进口铝土矿共计674.95万吨，环比减少21.86%，环比减少2.08%；1-9月份我国共进口铝土矿7813.25万吨，较去年同期增加26.79%。

分国别看，9月进口向我国铝土矿量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。9月进口自澳大利亚333.29万吨，环比小涨2.93%，同比增加7.15%；进口自几内亚178.64万吨，环比大减50.89%，同比减少25.30%；进口自印尼121.2万吨，环比增加6.93%，同比增加54.32%。进口自巴西28.76万吨，所罗门10.22万吨，牙买加2.83万吨，圭亚那0.01万吨。

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。

2. 氧化铝价格预计将弱势震荡

跟据国家统计局最新数据显示，2019年9月全国氧化铝产量583.3万吨，同比下滑3.4%；1-9月总产量5559.2万吨，同比上升4.7%。据上海有色网的调研称，9月其中冶金级氧化铝产量539.8万吨，冶金级日均产量18.0万吨。9月环比增量主要来自兴安化工、山西华庆、中铝中州、内蒙古蒙西等企业；环比减量方面，

主要来自三门峡希望、国电投山西等企业。部分企业因价格下跌及国庆环保限产并未如期恢复生产，个别企业由于国内矿石紧张未恢复满产。

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。

3. 原铝进口增加铝材出口减少

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

据最新数据显示，中国2019年10月原铝(电解铝)产量为288万吨，同比下滑1.8%；1-10月总产量为2924万吨，同比增加0.7%。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。

据统计，截至2019年11月14日，中国电解铝有效产能4824万吨，开工3562.5万吨，开工率73.85%；截至2019年11月14日，2019年中国电解铝已减产277.8万吨，已确定待减产量为0万吨，或减产但未明确数量为0万吨；截至2019年11月14日，2019年中国电解铝待复产规模涉240.6万吨，已复产86.3万吨，待复产137.3万吨；截至2019年11月14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184.55万吨，新产能待投产162

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 62 万吨，预期年度最终实现累计 241.55 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

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，国内铝锭由于原铝生产结构性变化继续呈现库存下降的趋势，但是下半年由于宏观形势不佳需求放缓，较大的影响了库存下降速度，并且随时可能会在明年进入累库阶段。

六. 2020 年影响铝价走势因素

1. 美联储降息影响美元趋势----影响国际铝价走势

美联储降息 25 基点，7 月美联储议息会议于北京时间 8 月 1 日凌晨结束，如市场预期一样，联邦基金利率目标区间下调 25 基点至 2%-2.25%，委员会最终以 8:2 的票数通过这项决定，并且决定终止缩表计划。之后鲍威尔发表言论称此次降息不是长降息周期的开启，只是单纯的预防式降息，此举旨在防范下行风险。鲍威尔鹰派言论发布后，标普 500 指数下跌 1.1%，跌破 3000 关口。美元指数也是连续飙升，已经接近 99 的高位。

此次降息很大一部分是应对全球经济下行的风险，自从进入 2019 年以来，美国制造业 PMI 接连下滑，从年初最高的 54.9 降到现在的 50，已经接近荣枯线下方。如果制造业 PMI 一旦跌破荣枯线，则预示着美国的制造业将进入萎缩期。疲弱的 PMI 数据预示着美国企业之后会考虑节约开支，从而导致投资、消费和就业的下降。与美国疲弱 PMI 相对应的是，欧元区 PMI 也不尽如人意，欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 46.4，大幅不及预期的 47.6，这已是欧元区制造业 PMI 连续第 6 个月低于荣枯线。美国和欧元区 PMI 同步向下，显示全球经济增长放缓，迫使美联储不得不做出降息举动。

而此次降息幅度并未给市场带来惊喜，宏观氛围相较之前未出现显著性改善，市场对于经济下行以及全球贸易局势动荡的担忧丝毫未减。在风险偏好偏低的背景下，电解铝价格预计会受到一定压制。

2. 2020 年贸易紧张局势-----没有产生实质影响

2019 年中美贸易紧张局势并没有对中国的铝出口贸易造成实质影响，预计明年铝价大体仍保持在较为稳定的区间，交通是未来铝消费的有力支撑点。

2020 年铝市场的运行展望

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。