



## 海外炒作消退，沪铝或将重回弱勢

景琦

研究员

期货执业证书编号: F3022599

[Jingqi@dxqh.net](mailto:Jingqi@dxqh.net)

### 观点要点:

- 1、俄铝事件持续发酵，LME 铝上演过山车行情，同时带动上游氧化铝价格飙升。
- 2、受制于基本面压制，国内铝价跟涨相当有限：新增产能及复产产能陆续投放，未来供应压力依然巨大；铝锭库存拐点迟迟未现，反映需求并没有想象中乐观。
- 3、从比价看，人民币汇率对沪伦比值存在支撑。
- 4、从成本上看，未来铝价下行压力加剧：海外炒作氛围消退，氧化铝下行压力加剧，从而带动成本下行，最终压制铝价。

### 总结

海外炒作氛围逐渐褪去，LME 铝波动收窄，氧化铝面临较大的回调压力，从而从成本端带动铝价下行。但沪铝下降空间相对有限，沪伦比在 6.3 附近或将受到较强支撑。

点位：LME：2200-2300；AL1806：13900-14400

### 风险点:

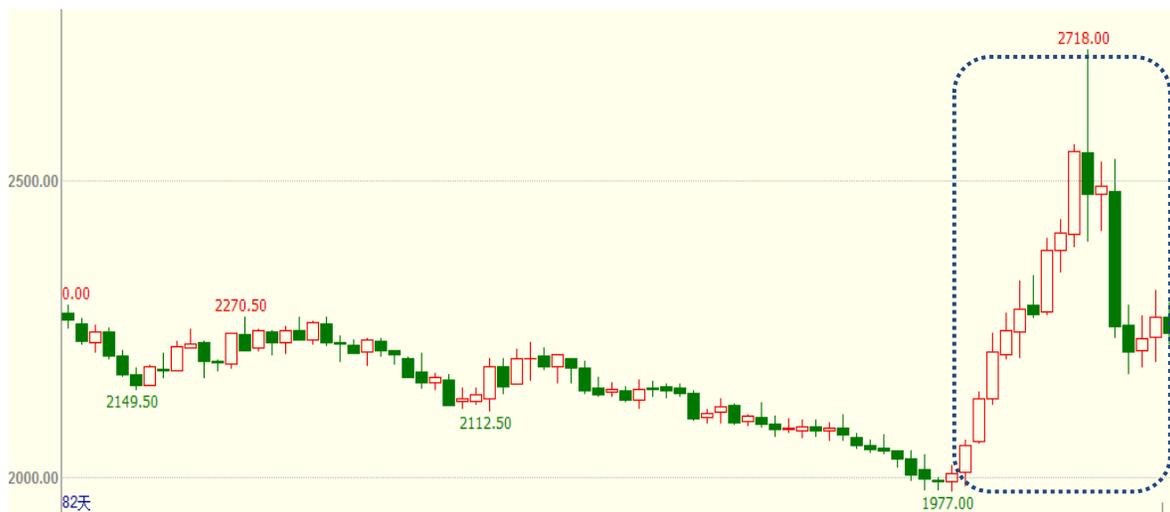
LME 铝大幅上涨；

国内氧化铝大幅上涨；

铝锭社会库存持续下降。

四月份外盘铝价走势可谓波澜壮阔，在俄铝事件的持续发酵中，LME 铝上演过山车行情。从4月6日美出台制裁方案开始 LME 铝开启暴走模式，4月19日 LME 铝盘中最高达 2718，创 2012 年以来新高，较 4月5日收盘 2007 上涨 711 美元/吨，十个交易日最高涨幅 35.4%；而 4月23日美表示放松对俄制裁之后，铝价直线回落，当日跌幅 9.42%。截止 4月26日收盘，LME 铝报收 2270 美元/吨，较前高的 2718 美元/吨下跌 19.7%。

图 1：美制裁俄铝，LME 铝上演过山车行情



来源：文华财经, 东兴期货研发中心

## 一、俄铝事件经过

4月6日，美国发布对俄制裁决定，制裁对象涉及 7 名俄罗斯商业领导人及其拥有或控制的 12 家企业、17 名俄罗斯高级官员、一家俄罗斯国有武器进出口企业及其下属银行，其中包括俄罗斯铝业公司(简称“俄铝”)及俄铝总裁 Oleg Deripaska。受制裁的个人和实体在美境内的资产将被冻结，美国公民将被禁止与其交易，非美公民与其交易也可能受到制裁。受此影响，9日 LME 铝收涨 3.82%，俄铝港股收跌 50.43%；

4月10日，嘉能可 CEO 宣布退出俄铝董事会。同时嘉能可表示将致力于遵守所有制裁决定，采取必要措施降低俄铝被制裁对其业务造成的风险；

4月10日，LME 公告自 4月17日起，俄铝铝锭将不能在 LME 仓库交仓，除非货主能证明不会违反美国制裁的行为。COMEX 公告，限制俄铝铝锭担保和交割；

4月12日，嘉能可宣称与俄铝相关合同遭遇不可抗力；同时俄铝宣告部分氧化铝订单遭遇不可抗力因素未能履约；

4月12日，俄罗斯财长表示将向俄铝提供短期流动性及其他志愿，但未有计划购买俄铝股份，也没有购买俄铝锭作为国家储备；

4月17日，LME通知所有会员单位：客户与俄铝交易必须分离到一个单独账户，与俄铝之间交易的利润将会转入一个冻结账户；

4月17日，LME铝库存增5.2万至141.24万吨，此前LME宣称将在4月17日以后限制俄铝交仓；

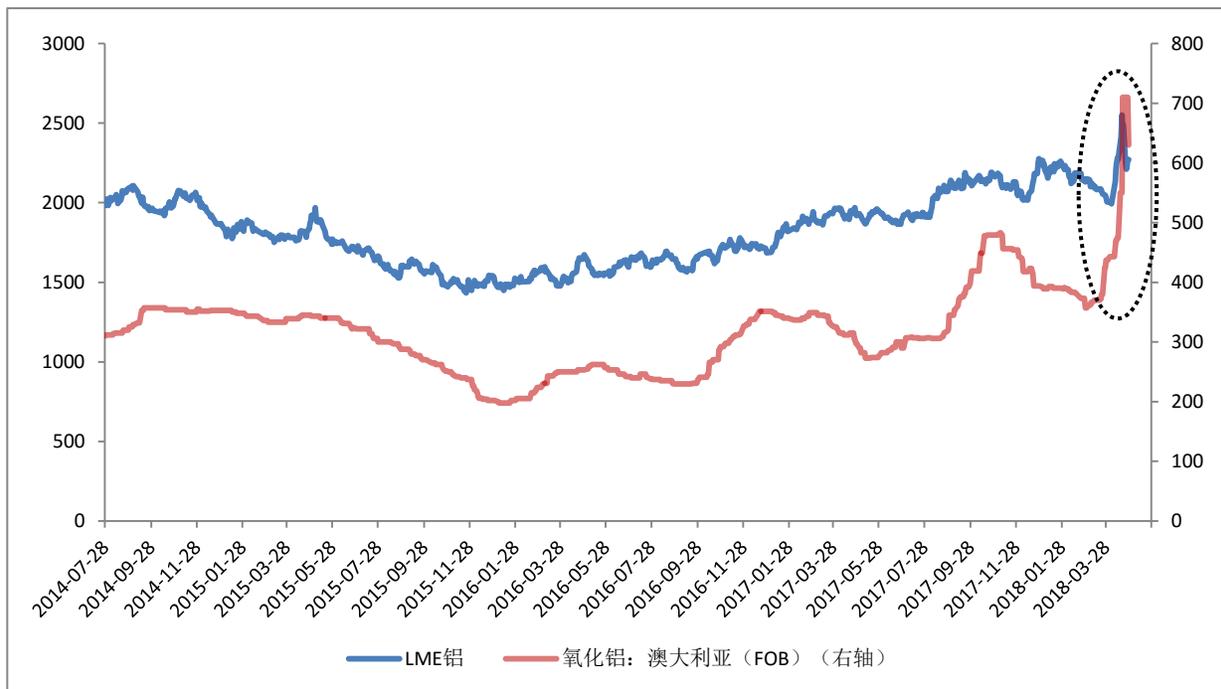
4月23日，美财政部表示：如果Oleg Deripaska放弃对俄铝的控股权，美国可能放松对俄铝的制裁。受此消息影响，LME铝跳水近10%，LME镍跳水近6%。

4月28日，俄铝表示将变革其董事会和管理层，以此期望得到美制裁豁免；同时Oleg Djeripaska同意将俄铝的股权持有量减少至50%以下，并将辞去董事会职务。

据俄铝年报，2017年俄铝电解铝产量370.7万吨，销量395.5万吨，系全球第二大、除中国以外最大的铝供应商，其销售结构中，欧洲市场占比45%，美国占比19%。此次美制裁俄铝，最严重的后果是将俄铝全部限制在美元体系之外，俄铝最有可能流入中国市场，这就意味着海外将减少370万吨/年的铝供应量，这相当于全球7%的供应量，相当于海外15%的供应量。这对本来就处于短缺的海外市场来说，影响无疑是巨大的。因此俄铝事件的任何动态都会引起铝价剧烈波动。

随着俄铝事件继续发酵，上游氧化铝亦成为市场操作焦点。叠加之前截止巴西海德鲁氧化铝减产事件，近期国际氧化铝也呈现井喷之势。4月20日澳大利亚氧化铝FOB报价710美元/吨，较之前一周475美元/吨上涨235美元/吨，涨幅接近于50%，远高于同期LME铝涨幅，而巴西氧化铝FOB更是成交于800美元/吨。

图2：LME铝上行带动海外氧化铝飙升



来源：wind, 东兴期货研发中心

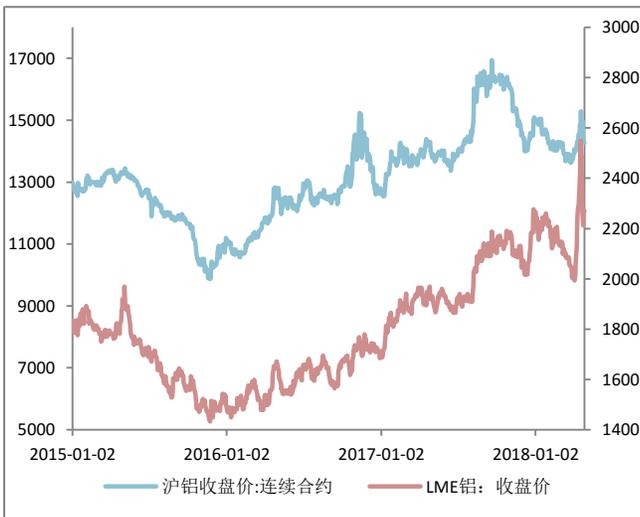
## 二、受制于基本面压制，国内铝价跟涨相对有限

在外盘波澜壮丽的涨势中，沪铝跟涨相当有限。LME 铝最高涨 30% 以上，而同期沪铝指数涨幅仅为 8%。且当美放松对俄制裁以后，沪铝迅速走低，基本回到暴涨之前的价格。究其原因，主要源于国内羸弱的基本面。

产量方面，据 SMM 统计，2018 年第一季度我国电解铝产量 873.7 万吨，同比下降 2.8%。产量虽然有所下降，但未来供应压力依然巨大，主要在于采暖季结束后复产以及新增产能逐步释放。从 2018 年年初至今，铝价围绕成本上下窄幅波动，利润空间压缩造成铝企投产意愿下降。据 SMM 统计，2017-2018 年采暖季实际减产产能 101 万吨，而截至四月初复产产能不足 30 万吨，待复产产能超过 50 万吨。而新增产能方面，据 SMM 统计，2018 年第一季度新增产能 105 万吨，这部分产能尚未体现在产量上，而 2018 年尚有 304 万吨的在建产能。因此未来供应压力依然巨大，第二季度以后单月产量或将长时间维持在 300 万吨以上的水平。

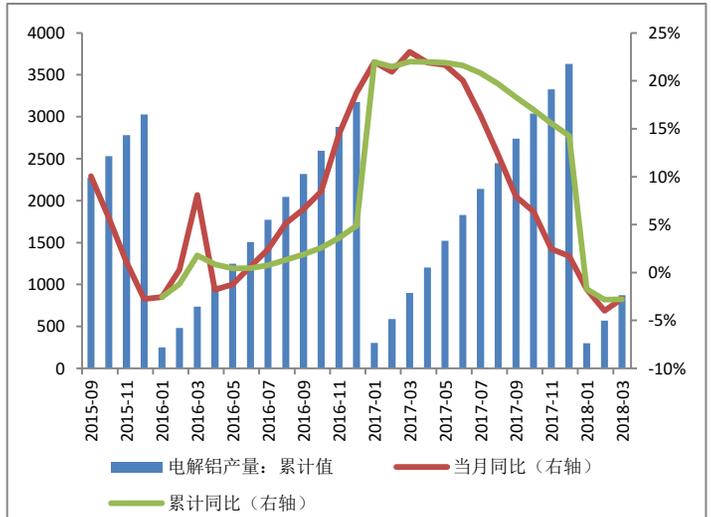
沪铝跟涨有限的另一因素在于目前电解铝高库存。自 2016 年第四季度开始，国内电解铝库存开启了长达 18 个月的累库周期。截至 4 月 19 日，全国主要地区电解铝社会库存 221 万吨，较去年年底的 176 万增加约 45 万吨；同期上期所铝库存 99.3 万吨，较去年年底增加了近 24 万吨。虽然电解铝在第一季度累库有其季节性因素，但 2018 年累库速度过快以及截止四月底电解铝库存拐点迟迟未现，引发市场对于铝消费高增速的质疑。近些年，电解铝消费维持着 7%-8% 的高增速。市场预期在产量下降的同时，需求惯性增长，电解铝高库存或在 3-4 月份出现拐点。但目前电解铝高库存毫无明显下降的迹象，拐点遥遥无期，反映实际需求并没有想象中的乐观。

图 3：沪铝跟涨相当有限



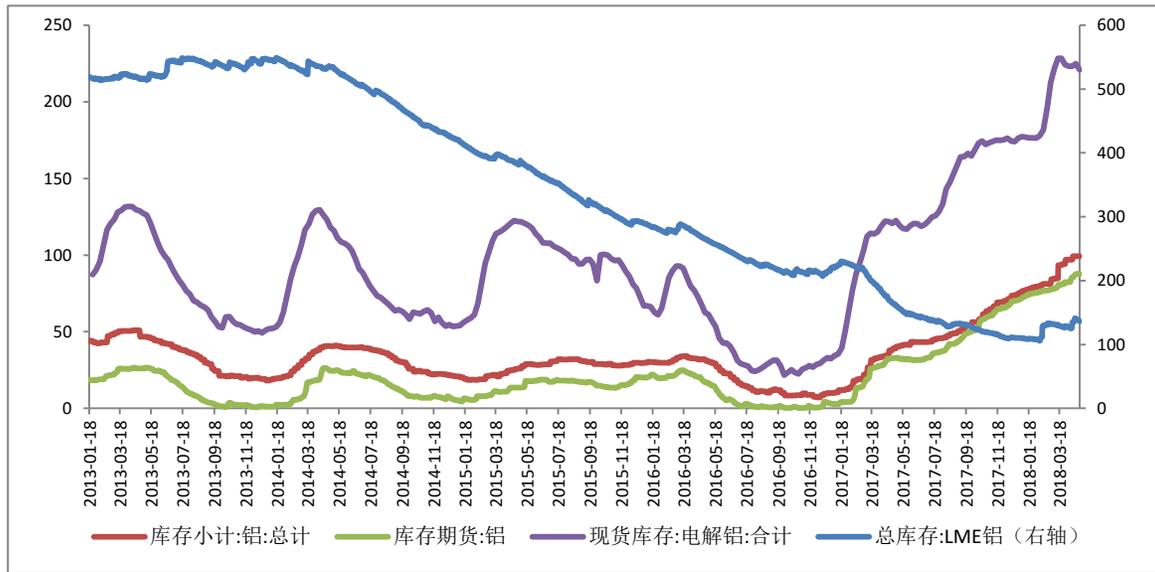
来源：wind, 东兴期货研发中心

图 4：2018 年国内电解铝产量有所降低



来源：SMM, 东兴期货研发中心

图 5：铝锭库存拐点遥遥无期



来源：wind, 东兴期货研发中心

### 三、海外风云褪去，铝价将何去何从

目前海外风波仍在，俄铝事件尚未盖棺定论，但目前市场趋于稳定，铝价波动暂稳。未来铝价走势如何，我们可以从沪伦比以及成本角度探讨未来铝价运行规律。

从比值角度看，人民币汇率对沪伦比值存在支撑。

从历史上沪伦比与人民币汇率，以及铝锭进出口利润来看。沪伦比运行区间始终位于人民币汇率以及进口盈利比值之间。从铝锭进口角度来看，由于电解铝海外短缺而国内过剩的格局一直存在，沪伦比上行打出进口利润使海外铝锭进入国内市场的可能性并不高，因此铝锭进口窗口或为沪伦比值上限。而出口方面，目前我国对铝锭与下游铝产品出口征收 15% 关税，为鼓励高附加值铝产品出口，给与一些初级下游产品上 13% 的出口退税，因此下游铝产品综合税率约为 2%。但近些年来，国内铝锭伪装成下游产品骗取出口退税，在国外重新熔铸成铝锭的情况时有发生。因此若沪伦比值低于人民币汇率，变相出口利润走高，将导致国内大量铝锭流入国外，这与国家鼓励下游高附加值铝产品出口的初衷相悖。同时从成本的角度看，国内能源成本普遍高于海外，而电解铝有“固态电”的别称，国内铝价理应高于国外。因此，沪伦比值持续下破人民币汇率的概率并不高。

从目前来看，俄铝事件使外盘铝价飙升，导致沪铝比值短暂下穿人民币汇率，但突发事件驱动，并无基本面支撑。目前沪伦比值回升至 6.47，而人民币中间价 6.34。在人民币汇率不发生明显波动的情况下，我们认为未来沪伦比值继续下降的空间不大，人民币汇率对沪伦比值支撑依然有效。而从俄铝事件本身来说，目前事件发展趋于缓和，铝价波动降低，LME 铝或难以突破前高。因此，从沪伦比角度看，若 LME 铝价企稳，沪伦比将对沪铝价格形成一定支撑；若 LME 铝价走低，沪铝价格也将大概率跟跌。

图 6: 人民币汇率支撑沪伦比值



来源: wind, 东兴期货研发中心

从电解铝成本角度看铝价，短期电解铝成本上行不可持续。

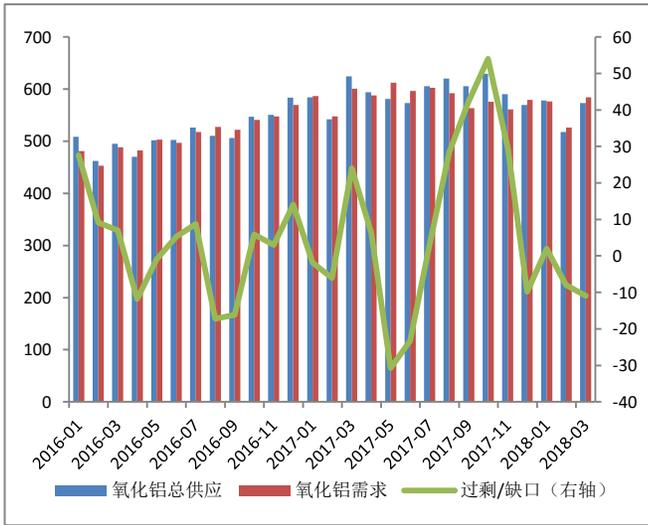
近期 LME 铝飙升叠加巴西海德鲁减产事件，海外氧化铝强势爆发并带动国内氧化铝上行，澳大利亚氧化铝 FOB 从俄铝事件爆发之前的 443 美元/吨涨至最高的 710 美元/吨，涨幅 60.2%；山东氧化铝从 2730 元/吨涨至最高的 3240 元/吨，涨幅 18.6%，涨幅远高于同期国内铝价涨幅。但回归基本面本身，我们认为国内氧化铝上行基础并不牢靠。首先，从供需格局上来讲，国内氧化铝供应并不短缺。据 SMM 统计，2018 年一季度国内氧化铝产量 1651.9 万吨，净进口 16 万吨，需求量 1686 万吨，缺口约 18 万吨。但 2017 年下半年国内氧化铝基本处于过剩状态，18 万吨的缺口并不大。且缺口存在主要源于采暖季限产，2017-2018 采暖季对电解铝实际限产 100 万吨左右，而对氧化铝实际限产超过 400 万吨，限产造成了约 200 万吨的产能缺口。但氧化铝产能复产成本远低于电解铝，这就意味着采暖季结束后，氧化铝缺口能被迅速填平。从库存的角度看，采暖季期间氧化铝供应也没有出现明显缺口。截止 4 月 20 日国内主要港口氧化铝库存 52.5 万吨，较 2017 年 11 月中旬的 54.4 万吨相比，下降 1.9 万吨，降幅并不明显。其次，从上下游博弈的角度来看，在下游利润不断压缩甚至亏损的情况下，对上游涨价的抵触情绪更为浓厚。从 2018 年开始，铝价基本在成本线上下波动，铝企利润微薄甚至亏损。在这样的情况下，上游氧化铝持续涨价的基础并不牢靠。因此，目前氧化铝高位运行缺乏基本面支撑。同时海外事件炒作趋于缓和，氧化铝下行压力加剧。

预焙阳极下行压力依然巨大。目前在铝企利润微弱的情况下，打压上游意愿相当强烈。4 月份山东魏桥将预焙阳极采购价下调 300 元/吨，连续下调 4 个月。从自身基本面上看，预焙阳极供应过剩，铝厂库存高企，预焙阳极仍然有一定的下行空间。

总体来看，电解铝成本上移源于氧化铝大幅攀升。但从基本面角度看，氧化铝

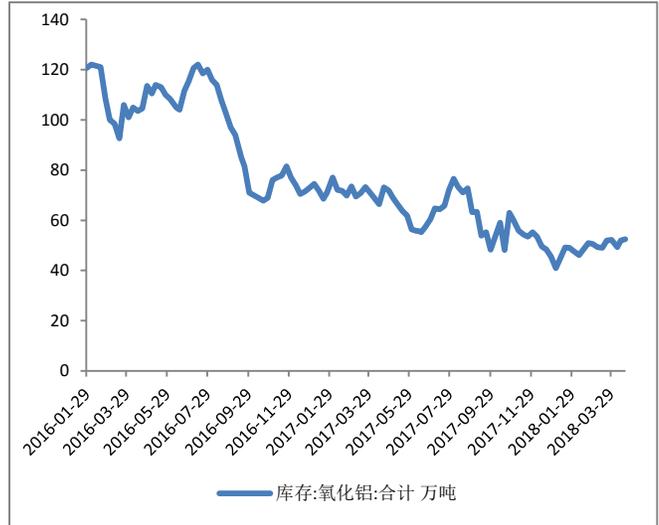
高位的基础并不牢靠，海外风险退却之后氧化铝或将迅速下行。其他方面，预焙阳极下行压力依然巨大，动力煤处于消费淡季，电解铝成本上行缺乏支撑。因此，从成本角度看，成本下行或将带动铝价走弱。

图 7：2017-2018 采暖季氧化铝供应缺口并不大



来源：SMM, 东兴期货研发中心

图 8：采暖季限产对氧化铝库存影响较小



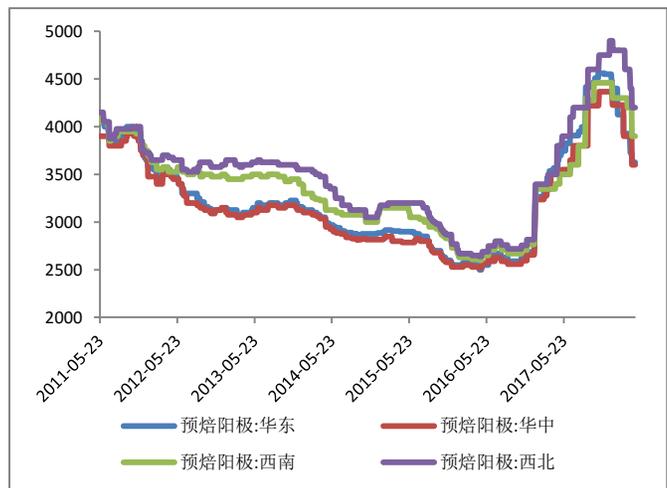
来源：wind, 东兴期货研发中心

图 9：铝企利润收窄带动氧化铝价格下行



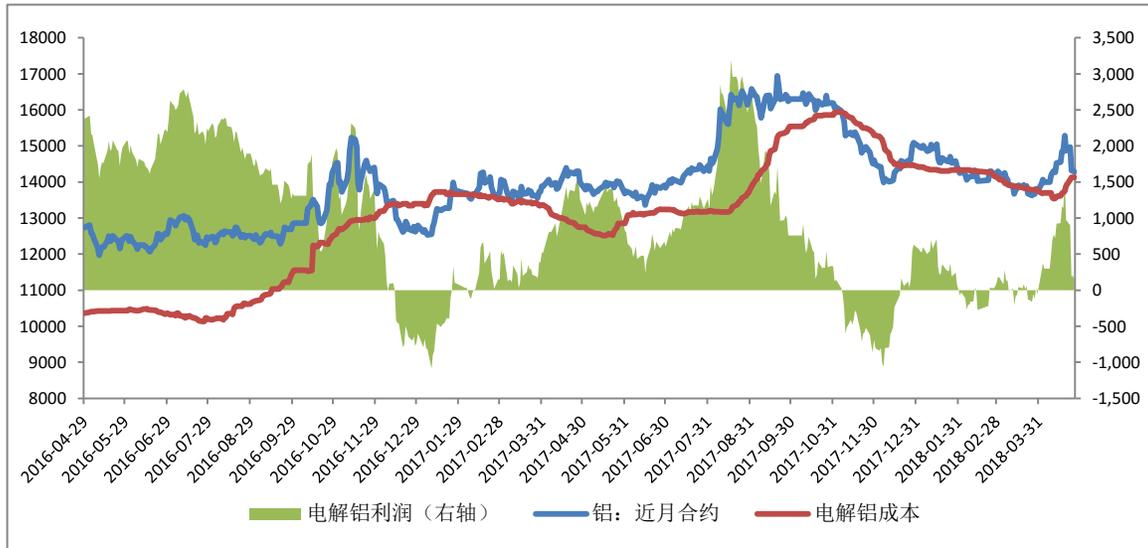
来源：wind, 东兴期货研发中心

图 10：2018 年预焙阳极价格一路下行



来源：wind, 东兴期货研发中心

图 11：电解铝成本上行缺乏基本面支撑



来源：wind, 东兴期货研发中心

总结，从比值角度看，人民币汇率对沪伦比支撑依然有效，从而对沪铝形成一定支撑。但从成本角度看，目前电解铝成本上行的基础并不牢靠。而从目前来看，海外炒作气氛逐渐褪去，铝价波动收窄，氧化铝下行压力加剧。因此，我们认为短期沪铝将大概率承压下行，但下降空间相对有限，沪伦比在 6.3 附近或将受到较强支撑。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。