

# 多重因素推高铝价 盘整上行大势所趋

## 内容摘要

1. 目前国内期货市场铝价 15500 元距离 15150 元成本线不到 20%, 而铜与锌价格都超过成本价格近 50%, 沪铝依然保持着相当的补涨空间。
2. 库存方面: 我们并不必过于担心不断创下新高的国内铝库存; 国内铝库存与期货铝价一直保持着同步向上的步伐; 我们基本上可以得出一个结论: 中国经济持续快速发展, 铝消费处于旺盛状况, 全球铝价的长期趋势就是上涨, 在一定的库存量以内, 中国库存不断增加表明国内需求的强劲。
3. 基本面方面, 有色金属中短期我们依然认为铝是基本金属中基本面相对较差的品种之一, 但是这并不表示铝在任何时候都会比其他金属差, 在全球资金充裕, 而其他金属价格大幅上涨后, 铝凭借其低风险, 需求弹性大等特性很有可能引来部分炒作资金的流入, 货币因素依然支撑金属价格的上涨; 由于全球主要国家的低利率和量化宽松政策的持续, 全球的流动性依然充裕, 同时考虑到美元过供应以及作为基础货币地位受到威胁, 贬值继续, 这都量使得基本金属短期内依然值得看好。

五矿海勤有色金属研究小组 王健

北京市海淀区西三环北路 89 号中国外文大厦 A 座 909 室, 邮编: 100089

电话: 010-88820508-857

## 一 行情回顾

11 月份以来，伴随着北方较往年提前降雪天气因素，电价水价天然气等一系列能源价格上涨推动市场对于通货膨胀预期升温因素影响，一些列宏观数据如美国第三季度 GDP 增长 3.5% 好于预期 3.2%，国内外期铝价均在经历了月初盘整上升的状况后，出现一定程度的价格重心上移过程，尤其进入 11 月下旬来不断创下 2009 年反弹行情的高点，月末受到中东地区债务危机引发的市场的恐慌性因素影响，LME 铝市与沪铝市场均出现了一定程度的回调。

图 1：伦敦（LME）3 月铝走势日线图（截至 11 月 30 日）



来源：文华财经

国际市场中，伦铝在美元指数不断创下年内新低的刺激下，出现了一波上涨行情，价格重心再次回归至 2000 美元上方；伦铝 3 月期铝价格 11 月初开盘于 1906.5 美元，最高上扬至 2096.1 美元，最低跌至 1882 美元低位。截至 11 月 30 日，伦铝价格报收于 2065 美元，较 10 月底价格上涨 161 美元，涨幅为 8.46%。

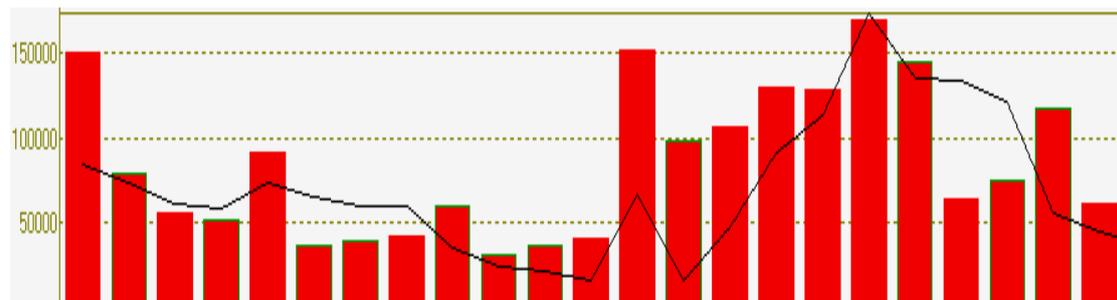
图 2：沪铝指数走势日线图（截至 11 月 30 日）



来源：文华财经

国内期货市场中，沪铝在宏观面继续转好以及外围伦铝持续上涨及国内有色金属交易品种上涨带动下，沪铝价格不断创下年内新高，震荡重心在经历了 2008 年经济危机一年后再次回到 15000 元上方，沪铝期铝价格指数 11 月初开盘于 15054 元，最高上扬至 15846 元，最低跌至 15053 元低位。截至 11 月 30 日，期货市场沪铝指数价格报收于 15604 元，较 10 月底价格上涨 388 元，涨幅为 2.55%。

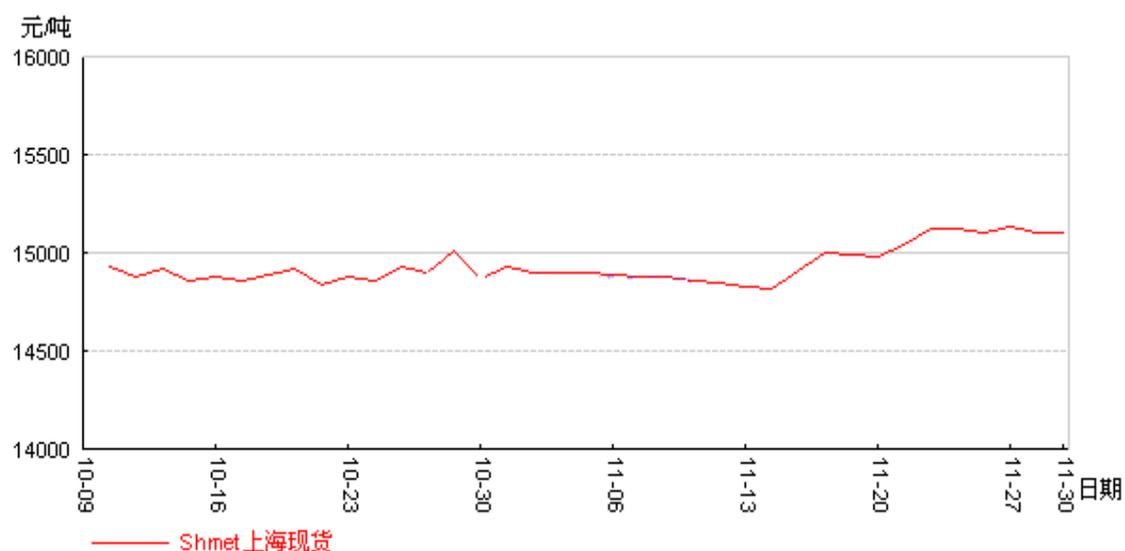
图 3：沪铝成交量 持仓量变化情况（2009-10-29 ----- 2009-11-30）



来源：文华财经

不过从整个沪铝市场十一月份的成交量与持仓量来说，相对于十月份持仓量与成交量大起大落，沪铝的成交整体偏于稳定，市场整体趋于做多思维；成交量较十月份上涨 27.1 万手至 170 万手，持仓量微减 0.9 万至 24.8 万，沪铝的关注程度较有色金属其它两种品种，铜，锌受市场关注度依然较为清淡。

图 4：上海现货铝价走势图（2009-10-09 ----- 2009-11-30）



来源：上海金属网

源引至上海金属网《11 月铝现货市场报告》报道，上海地区现货铝价在 14820 元/吨 - 15180 元/吨之间震荡，现货市场中铝价受到各国经济回暖、美元贬值、原油上涨等因素支撑，

但是对于需求的忧虑以及产能过剩的压制，铝价的涨幅不大，一定程度上是跟随现货铜价被动跟涨。上海地区现货市场中，虽然下游厂家接货依然谨慎，不过市场逐步接受 15100 元/吨现货铝价，买盘有所增加，但是由于受到现货铝价对于期货铝价贴水依然处于阶段性历史高位的因素，贸易商出货意愿有限，整体市况成交较为清淡。

现货市场中，10 月份的工业用电价上调 2.8 分钱也相对应的对现货铝价造成了一定冲击；由于在电解铝的过程中需要耗损大量的电力。按照吨铝耗电 14500 度交流电耗计算，电解铝成本将上涨 400 元/吨，按照现货 15000 元/吨计算，电解铝公司依然处于盈利状态，但是由于考虑到电解铝行业处于充分竞争的行业，在全行业都盈利的条件下，且供需过剩的背景下，成本上涨对于铝价的推动作用有限。

## 二 基本面分析

### ● 原铝供需状况

国际铝业协会（IAI）最新公布，09 年 1-10 月份除中国外全球原铝产量为 195.06 万吨，同比减少 9.02%，减少幅度较 1-9 月份的 8.93% 变化幅度不为明显；10 月份单月产量为 196.6 万吨，环比 9 月份产量大幅增加；从日均产量上看，世界原铝产量连续第三个月出现微幅增加状态，在 8 月份日均产量为 6.31 万吨，年内首次止住了连续 6 个月的跌势后，10 月原铝日均产量微涨 0.02 万吨至 6.34 万吨。

上半年原铝产量：

表 1：2009 年 10 月份世界原铝产量报告

单位：千吨

时间	非洲	北美	拉美	亚洲	西欧	中东欧	大洋洲	总计	日均
2006 年	1864	5333	2493	3493	4182	4230	2274	23869	65.4
2007 年	1815	5642	2558	3717	4305	4460	2315	24812	68
2008 年	1715	5783	2660	3923	4618	4658	2297	25654	70.1
1-10 2008	1423	4856	2219	3275	3868	3879	1922	21442	70.3
1-10 2009	1394	3980	2097	3647	3120	3433	1835	19506	64.2
2009-2	124	386	196	330	318	330	169	1853	66.2
2009-3	139	415	219	371	331	360	186	2021	65.2
2009-4	135	396	207	359	309	334	181	1921	64
2009-5	141	403	211	374	315	342	187	1973	63.4
2009-6	140	380	207	361	299	331	181	1899	63.1
2009-7	144	389	211	373	306	340	187	1948	62.8
2009-8	144	387	212	377	306	341	188	1955	63.1
2009-9	140	376	204	366	296	333	182	1897	63.2
2009-10	146	393	211	380	302	346	188	1966	63.4

数据来源：国际铝协 IAI，五矿海勤研发部

国内原铝 10 月份增加产量明显强于外围原铝市场，中国 10 月份原铝的产量依然继续保持着强劲增长的势头，目前原铝产量已经是连续六个月的环比上涨；据国家统计局公布的报告显示，中国原铝 10 月产量为 126 万吨，较 9 月份 120.72 万吨，环比保持了 4.3% 的增幅，同时自 2008 年年底金融危机以来中国原铝单月产量继 9 月份首次突破 120 万吨后，10 月份原铝产量再次站于 120 万吨上方。产量的进一步放大的最为直接的因素继续受到为在前期市场铝价不断上行刺激下，中国铝行业闲置产能的重启；伴随着期货现货市场铝价的节节高升，铝冶炼加工企业保持利润已经成为必然，这就决定了后市铝产量有望进一步创下新高。

图 5：中国原铝产量及供应量



数据来源：国家统计局，五矿海勤研发部

据中国海关公布的统计数据显示，10 月份我国进口原铝 2.59 万吨，较 9 月份 11.7 万吨的进口量，环比 8 大减 9.11 万吨，但较 2008 年同期相比仍增长了 148.79%；同时 1-10 月份我国累计进口原铝 139.69 万吨，同比增长幅度为 1273.51%。

图 6：中国原铝进口及出口量

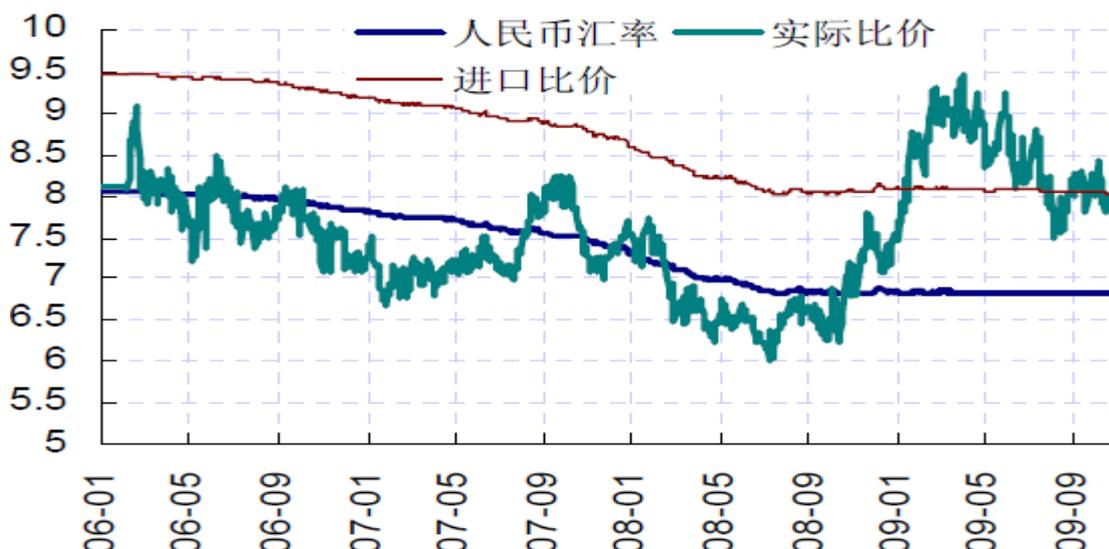


数据来源：国家统计局，五矿海勤研发部

反观我国的原铝出口量却愈发低迷，09 年 1-10 月出口总计为 15106 吨，同比减少 79.03%；其中 10 月份出口 3175 吨，较 9 月份 2255 吨出现一定程度的升高迹象。

综上所述,通过结合国际铝业协会 IAI 最新公布的 1-10 月份除中国在外世界原铝 1950.6 万吨的产量，以及中国国家统计局 1-10 月份原铝产量为 1027.06 万吨，我们可以看到中国原铝产量占到全球产量比重约为 34.49%，较上 9 月份占比 33%略有提升，一定程度上反映了中国闲置产能释放对于市场的冲击。

图 7：铝进出口比价

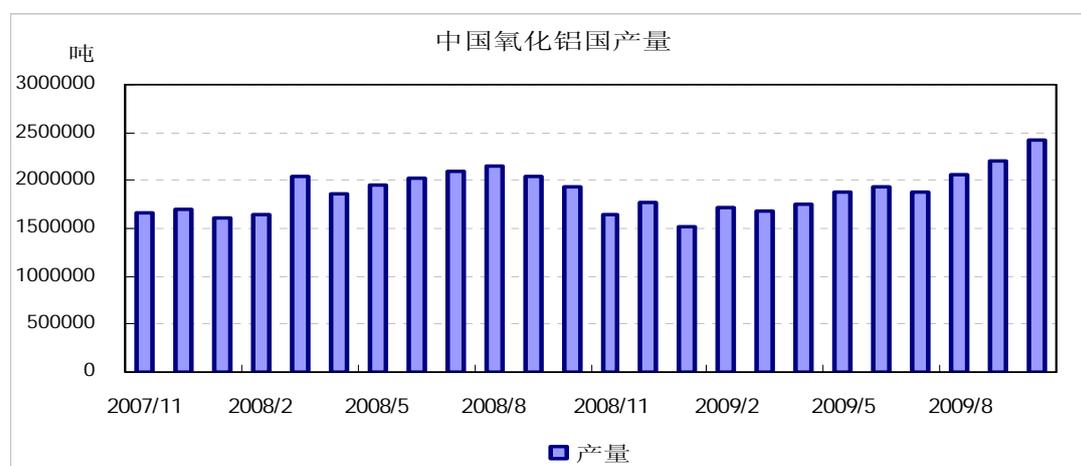


数据来源：五矿海勤研发部

在铝进出口方面，11 月份，沪铝与伦铝的比价基本处于一个止跌企稳的状态，截至至 11 月底，沪铝与伦铝比价基本位于 7.59 – 8 这一窄幅区间震荡，均位于进口盈亏平衡点 8 一线的下方，这就致使原铝的进口处于比较不利的状态，国内外铝市套利交易依然较难展开。

● 上下游行业基本状况

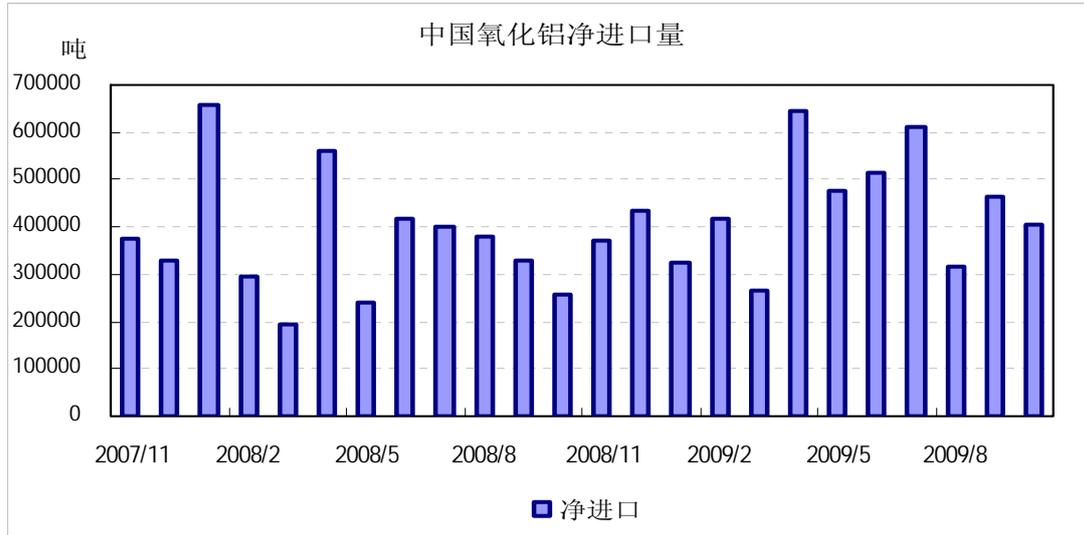
图 8：中国氧化铝产量



数据来源：国家统计局，五矿海勤研发部

下游的需求变化进一步拉高市场对铝上游产品氧化铝的需求，国内氧化铝的产量进一步有所增长，10月份中国氧化铝产量为241.74万吨，创下近两年来氧化铝产量的新高，较9月份的产量大涨9.3%，1-10月份累计总产量为1901.76万吨，同比减少2.0%，但是较1-8月份减少6.6%，1-9月份减少4.9%来说，总产量降幅进一步收窄。

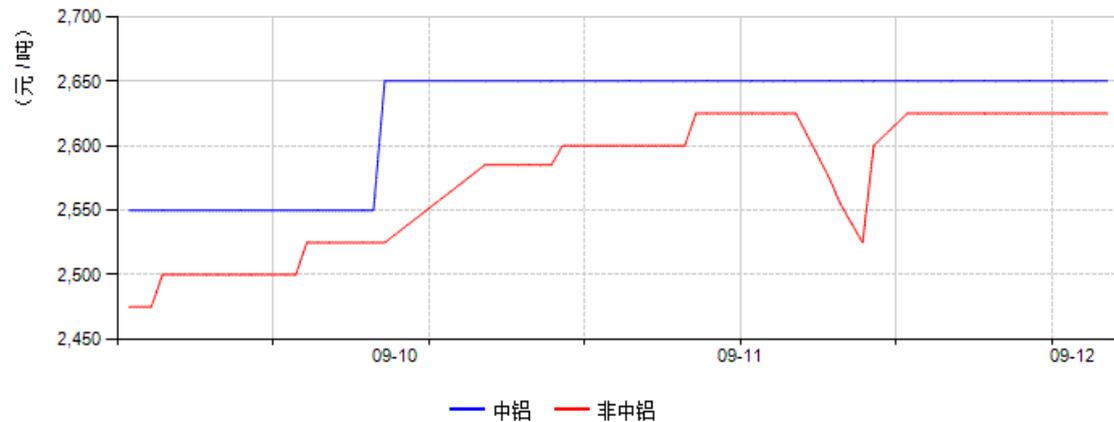
图9：中国氧化铝净进口量



数据来源：中国海关，五矿海勤研发部

中国海关公布的数据显示，2009年1-10月份，中国共进口氧化铝451.1万吨，同比增长了19.54%，10月份氧化铝进口量较9月的46.07万吨有所减少，为41.11万吨，但是同比2008年10月份增长依然强劲，涨幅为59%。

图10：中国氧化铝价格走势（2009.9-2009.12.01）



数据来源：上海有色金属网

如果按照1吨原铝需要1.95吨氧化铝来折算，则1-10月份我国原铝总产量为1027.06万吨，对应需要氧化铝2002.767万吨，而实际上中国氧化铝总体供应量为2346.4305万吨，

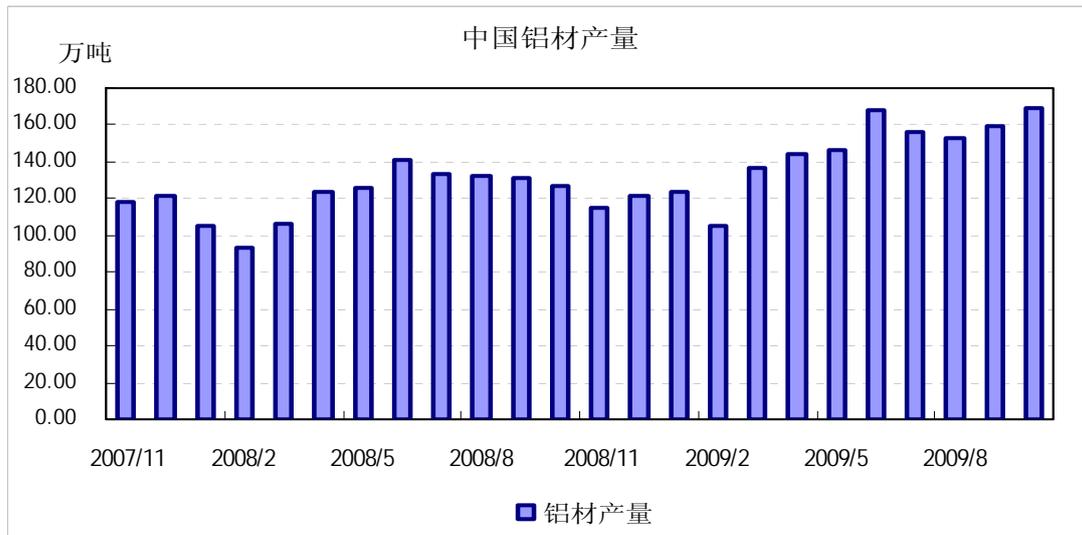
因此我们推算前 10 个月中国氧化铝供应过剩达到 343.6635 万吨，较 1-10 月份预估过剩总体供应量 297.56 万吨，1-10 月估算过剩 262.83 万吨来说，过剩水平继续有所放大。

不过目前来说正在重新复产的冶炼企业开始囤积氧化铝以供复产需要；在原铝企业不断复产的情形下，对于氧化铝的需求必将逐渐增加，潜在需求的旺盛也必将致氧化铝价格提升预期的出现。

作为中国铝行业的旗子，中国铝业在原有基础上的 2400 元/吨提升至 2700 元/吨。在这种氧化铝，原铝产量过剩的背景下，中铝氧化铝提价而原铝压制价格的做法有种利用价格手段打击高成本铝厂的意味。

我们粗略测算，以 2700 元/吨氧化铝，在工业用电上调 2 分钱后 0.42 元/度电价以及 2800 元/吨碳阳极计算，电解铝的现金生产成本应该保持在 14000 元/吨，再加上企业的三费（财务管理 销售费用）和固定资产折旧费，铝价需要 15150 元/吨这样才能够达到盈亏平衡。

图 11：中国铝材产量



数据来源：国家统计局，五矿海勤研发部

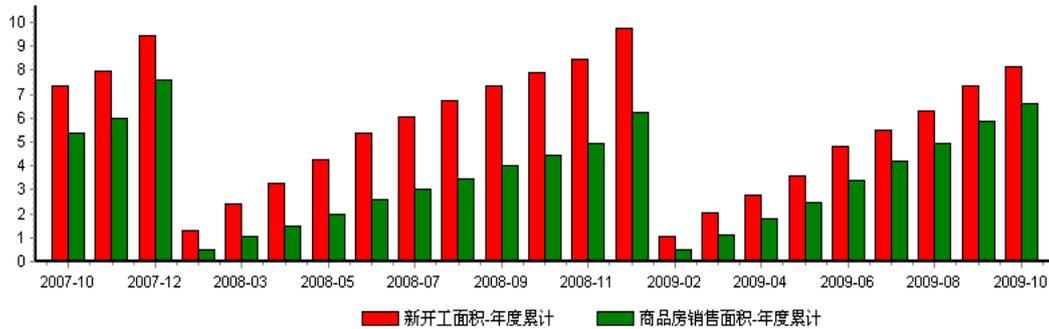
作为原铝下游产品的典型代表铝材的产量在经历了 8 月份放缓后，持续增长，10 月份铝材产量为 163.72 万吨，较先前 9 月份的 159.39 万吨，8 月份 152.53 万吨的产量有所上升；再次创下 2009 年铝材产量的第二高位。

● 铝消耗重点行业分析

作为用铝大户的两个行业：房地产和汽车行业，一直以来对铝的产量，价格变化有着深远的影响。

## 1. 房地产行业

图 12：中国房地产销售面积和新开工面积同比变化图（2006.9– 2009.10）



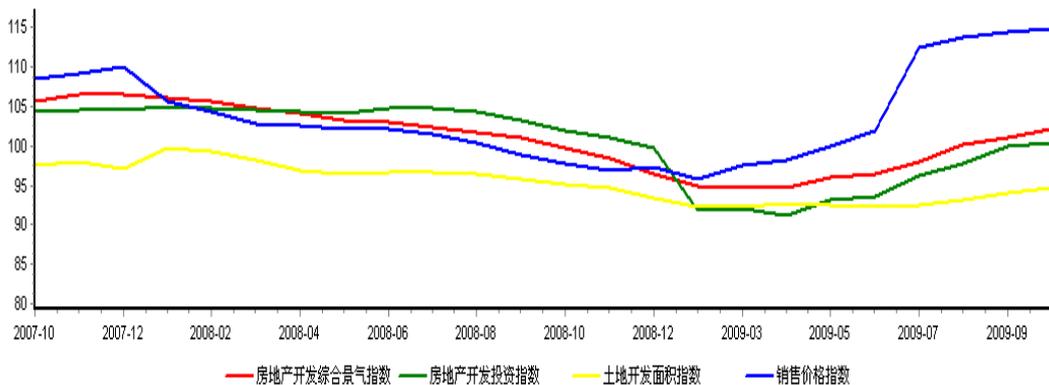
数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND, 五矿海勤研发部

商品房成交回暖带动了整个行业稳步回升，前 10 个月全国商品房销售面积达 6.64 亿平方米，同比增长 48.40%；同时全国房地产新开工面积受到十月份十一长假因素影响，有所下降，不过依然保持着 2009 年来的月度阶段性高位，10 月份全国新开工面积达到 0.82 亿平方米，较 9 月份的 1.01 亿平方米，有所下降；同时累计新开工面积达到 8.14 亿平方米，同比去年 1-10 月份在经历了前 9 个月的负增长后 2009 年年内首次出现大幅正增长，同比增幅为 3.30%。

我们认为由于 08 年下半年房地产新开工持续负增长，大量房地产项目停工，多个城市可售房源在 09 年增加有限，而火爆的市场成交造成可售房源持续减少，形成了一定程度的供求不平衡，这种供求关系很难在 4 季度得到扭转，开发商 6 月份之后复工项目可能到明年 1 季度才能形成有效供给；历史经验告诉我们这些新开工项目施工高潮应在第二、第三年，因此这些项目后继建设规模很大，这也就决定了今年第 4 季度新屋开工面积必将为必将为铝的消费提供有力支撑。

图 13： 房地产开发景气指数与景气预期指数



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND, 五矿海勤研发部

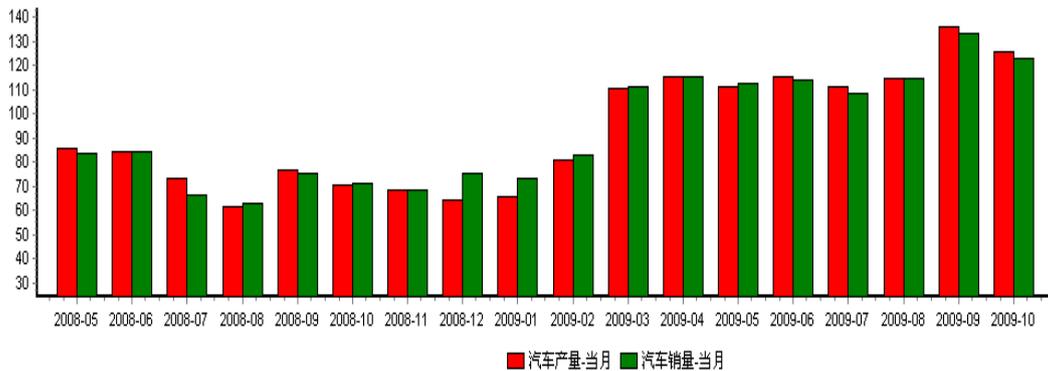
同时，作为铝消费的预期指标之一的国房景气指数，从 2008 年 9 月份跌破景气 100 以来的 12 个月又重新回到景气 100 之上，截至 2009 年 10 月，国房景气指数从 3 月份的最低值 94.74 继续回升，连续 3 个月收于 100 之上，10 月份为 102.03；我们相信随着前期销售面积不停的转化为实际的开工面积，一定程度上会加速对于包括铝在内相关金属的需求。

不过中长期来看，火热的房地产行情中依然存在着一丝隐患：房地产行业在经历了 09 年上半年火热增长势头后，不断推高的房地产价格开始引发市场担忧；本轮房地产行情与国家在本轮经济危机过程中采取的宽松货币政策，加大基础设施投资的决策有着必然联系；各地畸高的房价与相对较低的收入水平已经在市场上导致了资产泡沫的出现。

## 2. 汽车行业

作为中国现阶段拉动内需的重要工具，汽车行业日益受到国家政策的扶持；中国政府从 2008 年下半年开始制定了一系列刺激汽车行业的政策，从一定程度上推动了汽车行业的发展。

图 14：中国汽车产量、销量数据



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，五矿海勤研发部

2009 年 10 月份，我国的汽车产销量较 9 月份汽车产量 136.2 万辆有所回落至 126.05 万辆，但是依然处于历史产量第二高位。1-10 月份合计总产量达到 1087.32 万辆，同比增幅高达 36.23%；中国汽车产量进入 1000 万辆生产大国。

产量的增加也是伴随着同期销售量的增长，1-10 月份我国汽车销售数量为 1089.14 万辆，同比增长了 37.71%，10 月份的销量也创下了 2009 年来的历史以来的第二高位为 133.14 万辆。值得关注的一点是汽车的销售数量比汽车产量多出 1.82 万量，这主要是因为 2009 年年初期汽车工业受到金融危机冲击，部分企业减产所致，随着汽车行业供销两旺的局面出现，这一现象将在 2009 年底得以根本性解决。

我们坚信这种产销两旺的局面以及市场对于推崇节能环保轻型汽车的需求必将刺激对金属铝的需求，从而为铝价提供有力的价格支撑。值得关注的一点是，国家刺激汽车消费政

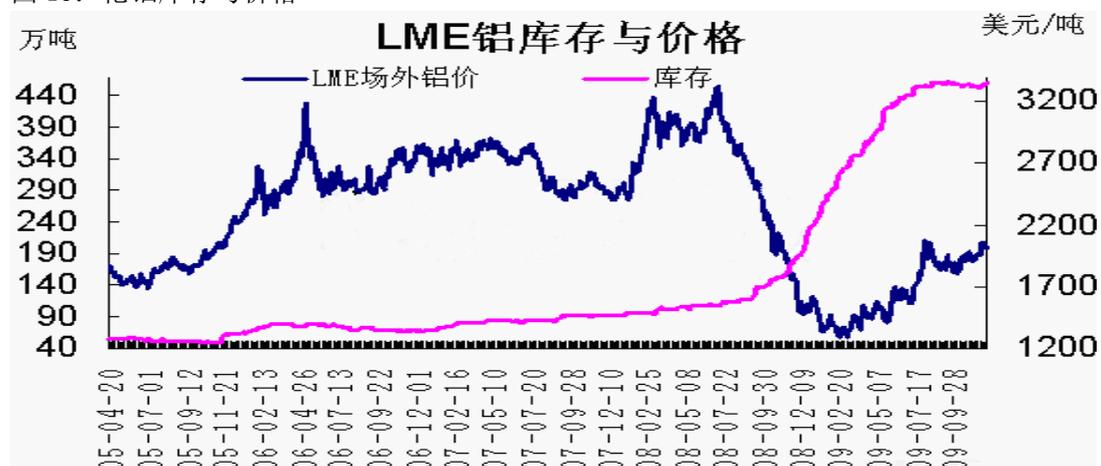
策：小排量汽车购置税减免存在着今年年底到期后退出市场的不确定性，粗略估算平均一辆汽车通过购置税减免可以带来约为 4000 元/辆的减少；但是我们不排除在年底之前，正是由于这种未来政策的不确定因素进一步推动汽车市场的进一步繁荣，因为很多消费者需要在此项政策退出之前，购置新车。不过鉴于当前经济复苏正处于起步阶段，通过汽车拉动内需增长在中国仅仅处于初级阶段，我们坚信国家从发展宏观经济的大局出现，必将将汽车相关优惠保持下去，至少在外围经济环境并无大的好转情形下。

### 三 其他潜在因素影响

在当前全球经济复苏基调基本确立的前提下，对于铝价抛开供需面来说存在几点值得关注：库存因素，美元价格走势以及刺激本轮经济增长的宽松货币与财政政策引发的通货膨胀预期值得关注。

#### 1. LME 库存出现减少迹象 沪铝库存依然处于高位

图 15：伦铝库存与价格



数据来源：五矿海勤研发部，文华财经

11 月份 LME 铝锭库存基本上处于历史性阶段高位震荡调整状态中运行；截至 11 月 30 日，伦敦铝锭库存位于 459.94 万吨，总体上比 10 月底增加了 7 万多吨。

图 16：沪铝库存与价格



数据来源：五矿海勤研发部，文华财经

截至11月27日，上海期货交易所的铝库存也是连续多周上涨，目前总量为27.04万吨，较11月底25.7万吨，再次创出历史新高，我们认为库存的上升主要因素源自中国铝企业的不断开工复产行为，因为中国市场中基本面的需求至少来说现阶段是火爆的；同时考虑到中国市场中铝产量占到30%的世界产量，而中国原铝库存也仅仅是LME铝库存的6%。

同时，通过历史数据上观察，库存高企并不会延缓价格上涨的时点，早在1993年，前苏联解体导致铝锭大量流向西方国家，阿姆斯特丹港口的铝锭库存大幅增加，但是随后世界经济的复苏发展，铝价却与库存出现了同期反转。图16也体现出国内铝库存与期货铝价一直保持着同步向上的步伐。我们基本上可以得出一个结论：中国经济持续快速发展，铝消费处于旺盛状况，全球铝价的长期趋势就是上涨，在一定的库存量以内，中国库存不断增加表明国内需求的强劲。

## 2. 美元价格走势对于铝价的影响

图 17：美元指数日线图（截至 09. 11. 30）

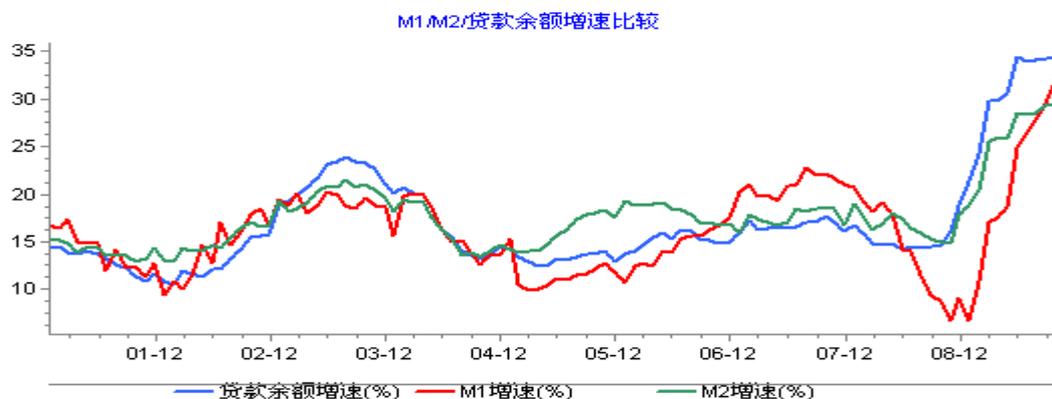


数据来源：文华财经

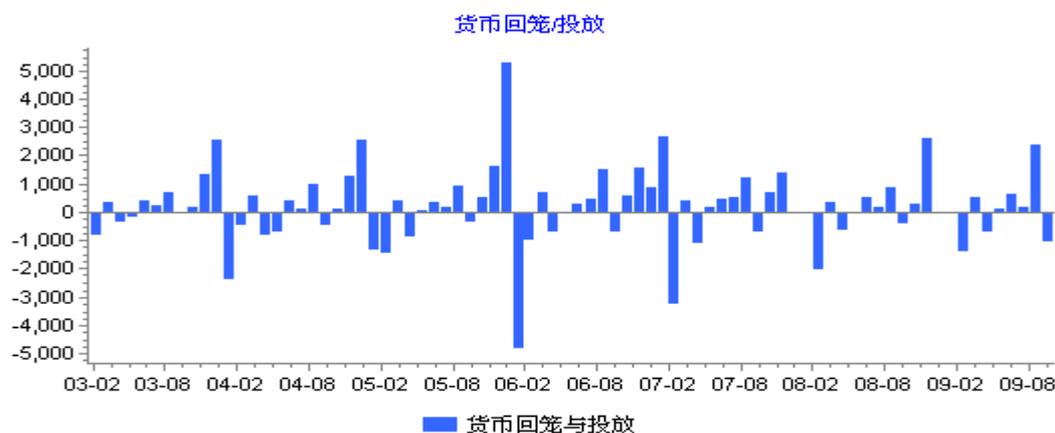
11 月份美元指数未改前期弱势状况，月底虽然受到迪拜债务危机因素使得美国股市及欧洲股市受到一定程度冲击，避险资金流向美元促使美元出现短暂反弹后，不过由于美国政府依然奉行着高赤字的财政政策，全国医疗改革资金短缺严重，以及通过再次扩大出口作为经济增长点的政策来说，美元走弱已成必然；技术图形上观察，美元依然受到各条均线系统强力压制；这点来说，国际上以美元计价的铝价也必然受到强力支撑，不过我们也应该注意到一点，美元距离历史性低位 70 关口空间有限，投资者依托美元刺激铝价格大涨的可能性已经出现疲软迹象。

## 2. 中国财政与货币政策以及通货膨胀预期影响

### ● 财政与货币政策：



数据来源：Wind资讯



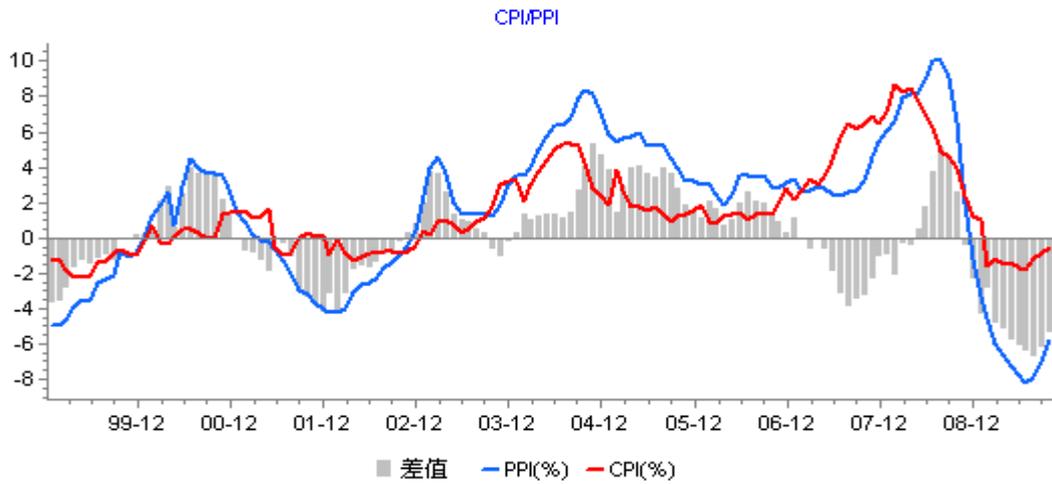
数据来源：Wind资讯

截至10月末，广义货币供应量（M2）余额为58.62万亿元，同比保持了29.42%的增速，环比增加0.12%。狭义货币供应量余额（M1）为20.75万亿，同比增速32.03%，环比2.53%。流通中现金（M0）余额为3.57%，同比增长14.09%，1-10月份净投放现金1511亿元，同比多投放314亿元；M1增长势头高于M0、M2，表明经济活跃度增加，金融市场流动性依然处于一个充裕的状况之中。在资金充裕的市场中，资本市场也就必然处于相对充裕的状况，也也就决定了中国的股票市场，期货市场不差钱。

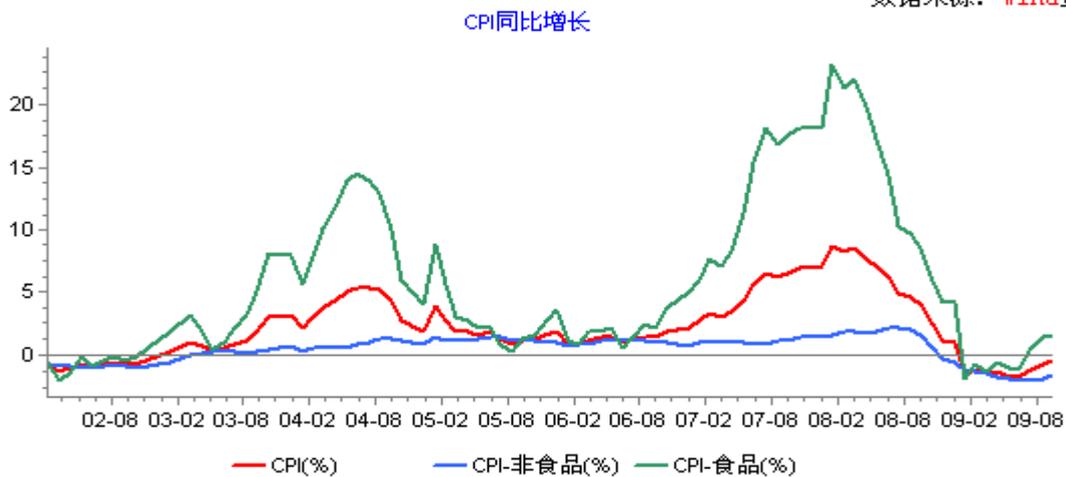
截至10月末，银行数据显示市场资金有所回笼，10月份新增人民币信贷2530亿元，明显低于先前预期的3000亿元。这主要受到接近年末，各家商业银行基本上已经超额完成2009年的信贷任务，同时为了控制风险，一定程度上提高风险准备金所致；对于资本市场来说，这种负面消息的影响也仅仅是局部性心理因素的影响；中国宽松货币政策的推出依然需要时日，暂时性的回笼货币也正是为了来年继续宽松货币政策打下基础。

● 通货膨胀预期:

图 19: 消费品价格 (CPI) /工业品价格 (PPI) 指数



数据来源: Wind资讯



数据来源: Wind资讯

10 月份以来, 消费品价格指数 CPI 同比降幅继续迅速收窄, 环比上升趋势有所放缓, 由于受到 10 月份国家发改委日前上调全国非民用电价, 以及原油价格, 水价等一系列关系国计民生价格, 我们预计未来 CPI 依然存在上调空间; 但是由于受到在 CPI 的八类构成中, 电价所占比重小, 而且此番电力调价仅仅适用于非居民用电部分, 因此, CPI 图 18 中观察升幅空间有限; 但是作为工业产品价格指数 PPI 来说, 受到工业用电价格上调将导致工业企业生产成本增加因素影响, PPI 出现了较大幅度的拉升。

在依然宽松的货币政策大范围下, 企业生产成本的增加势必将成本转嫁给下游消费者, CPI 后市转正走强也仅仅是时间问题; CPI 的转正势必会加强避险资金进入有色金属, 房地产, 黄金等行业寻求机会, 从而为铝价的上行继续提供依托。

## 四 后市展望

图 19：沪铝合约 1003 走势图



数据来源：文华财经

有色金属中短期我们依然认为铝是基本金属中基本面相对较差的品种之一，但是这并不表示铝在任何时候都会比其他金属差，在全球资金充裕，而其他金属价格大幅上涨后，铝凭借其低风险，需求弹性大等特性很有可能引来部分炒作资金的流入，货币因素依然支撑金属价格的上涨；由于全球主要国家的低利率和量化宽松政策的持续，全球的流动性依然充裕，同时考虑到美元过量供应以及作为基础货币地位受到威胁，贬值继续，这都使得基本金属短期内依然值得看好。目前国内期货市场铝价 15500 元距离 15150 元成本线不到 20%，而铜与锌价格都超过成本价格近 50%，沪铝的上行空间依然存在。

盘面上来说，沪铝图表技术走势显示，今年前四个阶梯形成的过程少则一个月，多则三个月，是一个上遇阻力、下寻支撑的过程，是盘整图形形态由雏形到形成的过程，是短期均线由发散到粘合的过程。盘整-破位-再盘整-再破位，循环往复，伴随消费增加和经济回升的预期，铜锌价格已然进入到 2006-2008 年度的历史高位，现正在该区域的低位波动；铝价与他们并肩也正在年度高位打造着第五阶梯。

阶梯式盘升与上涨趋势的根本区别在于，前者阶段盘出个阶梯形态的时长超过后者上升通道内的整理，而一旦破位爆发力强。所以即便在构建阶梯阶段采用震荡思维，头脑中也不好离开价格下一个运动的方向，更何况价格停留低位的时长远少于高位呢？从技术原理上讲，一步一个脚印的盘升本身不易生出暴跌，如果能见到伦铝盘中的大幅下滑倒真是买入良机，尤其企业现货经营锁定成本的买期保值，在盘升行情未结束前更要按既定方针办。

**分析员简介：五矿海勤期货有限公司有色金属高级研究员，专注品种铝，英国纽卡斯尔大学金融分析专业硕士；长期从事铝及相关产品的上下游行业研究，同时进行有色金属市场开发，客户指导工作；通过对于铝行业基本面的研究，具备了一定的认知和把握；技术面，是约翰墨菲趋势投资分析的忠实簇拥；定期在《中国有色金属》《99 期货》等相关网站发表市场评论。**