

2020-3-20

铝 | 保值策略

危中藏机，当前铝价下企业应对策略

—— 长江期货 铝 策略报

报告要点

◆ 铝价持续下跌，是风险亦是机会

从历史来看，铝价最低也就9千6，一万一以下的时间非常非常短。所以对于下游企业来说，在一万以下或接近一万一的时候开始建仓应该是战略性部署，因为后面几年可能铝都不会有这么低的价格了。你建的多，以后生产成本就比别的竞争对手低。而已经亏损的库存，等铝价上去之后或成本被摊薄以后用掉就好，不要过于担心。所以如果资金充裕，建议在铝价低位的时候多建仓（囤货）。

◆ 市场关心的三个问题

1. 铝价跌倒位了吗？

我认为没有。原因有三，一是本次跌幅较前两次差距还较大，二是海外疫情还在爆发阶段，三是国内还没有出现大规模电解铝产能阶段。

2. 铝价会跌破2015年的低点9620吗？

我认为概率较小。原因有二，一是这一次下跌之前铝产业链没有像前两次一样出现严重产能过剩，二是本轮周期中的上涨阶段涨幅没有前两次大，因此跌幅也可能相应缩小。

3. 历史行情的启示是什么？

第一，从长时间来看，行情是上下波动的，且具有一定周期性，不可能一直涨不跌，也不可能一直跌不涨，因此对于同样长期经营的企业来说，应该尽量在价格高位多卖货，在价格低位多囤货。

第二，价格处在在极高和极低位置的时间都很短，期货历史上铝价低于一万二的时间共7个月，低于一万一的时间共4个月，低于一万的时间共1个月。下游企业应该抓住历史机遇做好战略性库存布局。

◆ 操作建议：

我们对铝价的判断是，目前还有下跌空间，但由于铝价已经超跌，后期风险释放后铝价反弹概率大。对于下游采购企业来说，最好的策略就是等待铝价跌倒低位后进行采购。上游企业也应该在低位对之前的卖出保值仓位进行合理平仓止盈。

目前铝价正在探底的过程中，探底后，行情可能快速反弹。为了抓住机会，建议用铝企业尽早开设账户，熟悉操作，做好准备。

研究员

 吴灏德

◇ 从业证号：F3034573

◇ 投资咨询编号：Z0014567

☎：(027) 65261549

✉：wuhd@cjfc.com.cn

相关研究

《铝：利空因素主导下的弱势格局》

《铝：供给过剩无大改善，铝以区间操作为主》

《铝产业链开工情况及投资建议》

风险提示： 1. 海外疫情难以控制；2. 国际金融市场大幅波动；3. 新生或其他次生危机。

一、历史行情梳理

图一：沪铝主连 月线



数据来源：文华 长江期货有色产业服务中心

我们将沪铝从上市以来的行情按照上涨-下跌的大周期分为三段，其中最低点到下一个最高点为上涨阶段，最高点到下一个最低点为下跌阶段，用月线图为您呈现，数据采用沪铝主力连续。

第一段：2002年6月-2008年12月，共5年6个月

- **上涨阶段：2002年5月到2006年5月。**随着中国经济的崛起，铝价从12900涨到24830，上涨了11930元，涨幅达到92%。
- **下跌阶段：2006年6月到2008年12月。**铝价从24830跌到10125，下跌了14705元，这一段跌幅与上一段涨幅的比值为123%。

这一段下跌可以分成两个小阶段，**第一段**是2006年6月到2007年12月，铝价从24830跌至17320，表现为震荡下跌，主要因为06年氧化铝价格因大幅过剩下跌后铝厂利润大增，导致电解铝产能快速增长，2007年我国电解铝产量为1228.4万吨，同比增加33.8%。**第二段**是2008年1月到2008年12月，美国次贷危机变为全球金融危机，房地产市场和汽车市场严重萎缩，铝价8月开始跳水，5个月时间跌到历史次低位10125。

第二段：2009年1月-2015年11月，共7年

- **上涨阶段：2009年1月到2011年7月。**铝价从10125涨到18750，上涨了8445元，涨幅达到83%。铝价低迷导致铝厂自发减产，中国政府推出4万亿救市计划，刺激消费。
- **下跌阶段：2011年8月到2015年11月。**铝价从18570跌到历史最低位9620，下跌了8950元，这一段跌幅与上一段涨幅的比值为105%。国家大规模放水刺激了解铝产能快速发展，且产能从高成本地区向低成本地区转移，成本支撑下拓。

第三段：2015年12月-今，共4年4个月

- **上涨阶段：2015年12月到2017年9月。**铝价从9620涨到17250，上涨了7630元，涨幅达到79%。首先2015年12月有色金属协会召集行业骨干电解铝企业召开会议，产能占全国80%的14家知名铝企召开联合会议，联合减产并商讨收储事宜。接着，国家开始供给侧结构改革，大力整顿过剩低效产能。最后，2017年年中发布采暖季限产措施，进一步助推铝价。
- **下跌阶段：2017年10月至今。**铝价从17250跌到11275，下跌了5975元，这一段跌幅与上一段涨幅的比值为78%。首先供给侧改革效果较小，且秋冬采暖季限产政策执行力度不到位，铝价高位回落。接着，2018年中美开启贸易战，需求开始走上下坡路。最后，受新冠肺炎疫情影响，全球陷入停摆，国内外需求预期惨遭重创，截至报告期，疫情仍无好转迹象。

为方便对比，我们整理成下表供您参考。

图二：铝价历史上的三段周期对比

第一段	2002年6月-2008年12月，共5年6个月				
状态	起始时间-结束时间	持续时长	价格变化	变化幅度	主要逻辑
上涨阶段	2002年6月 → 2006年5月	3.9年/47个月	12900 → 24830	11930/92%	中国崛起
下跌阶段	2006年6月 → 2008年12月	2.5年/30个月	24830 → 10125	-14705/-123%	金融危机
第二段	2008年12月-2015年11月，共7年				
状态	起始时间-结束时间	持续时长	价格变化	变化幅度	主要逻辑
上涨阶段	2009年1月 → 2011年7月	2.5年/30个月	10125 → 18570	8445/83%	4万亿救市
下跌阶段	2011年7月 → 2015年11月	4.3年/52个月	18570 → 9620	-8950/-105%	产能过剩
第三段	2015年11月-今，共4年4个月				
状态	起始时间-结束时间	持续时长	价格变化	变化幅度	主要逻辑
上涨阶段	2015年12月 → 2017年9月	1.8年/21个月	9620 → 17250	7630/79%	供给侧改革
下跌阶段	2017年10月 → 2020年3月	2.4年/29个月	17250 → 11275	-5975/-78%	新冠疫情

数据来源：长江期货有色产业服务中心

梳理完历史行情，现在可以回答大家关注的三个问题：

1. 铝价跌倒位了吗？

我认为没有。有三点原因：第一，我们把三段下跌做对比，会发现前两段下跌幅度与上涨幅度的比值都超过了 100%，而到目前这一次下跌的幅度与前一段涨幅的比值只有 78%，相差还有点大，从数据的机械比较来看，还有下跌空间。第二，本次铝价大跌的主要原因全球疫情进入爆发式增长，而从目前来看，欧洲和美国的新增确诊人数都还处于继续向上爬坡的阶段，且开始有国家领导人感染，因此疫情对铝产业的影响没有结束。第三，前两段行情中的止跌企稳除了国家出台政策扶持外，还伴随着电解铝企业的大规模减产。在当前这一段中，国家已出台政策，但是减产力度还不够（截至报告期全国只有约 40 万吨的产能减产，远不如前两次），从资金操作的角度讲，还有向下打的空间。

2. 铝会跌破 2015 年的低点 9620 吗？

我认为概率较小。原因有两点：第一，前两次下跌前都出现供给端的产能过剩，2007 年是氧化铝供应过剩，2015 年是电解铝供应过剩，而本次下跌前供应处于紧平衡甚至现货有时还供不应求，春节累库前库存也是处于历史较低位置。且受疫情影响，目前国内的铝土矿氧化铝供应还是比较紧张，所以供应端的状况与前两次不太一样。第二，本次周期中上涨阶段的累计涨幅为 7630 点，比前两次都小，所以跌幅也可能比前两次要小。按 90% 的预期计算，本次下跌阶段的累计跌幅将达到 $(7630 \times 90\%) = 6900$ ，按此推算的底部可能在 $(17250 - 6900) = 10350$ ，与 2008 年的低点 (10125) 更为接近。

3. 历史行情的启示是什么？

第一，从长时间来看，行情是上下波动的，且具有一定周期性，不可能一直涨不跌，也不可能一直跌不涨，因此对于同样长期经营的企业来说，应该尽量在价格高位多卖货，在价格低位多囤货。第二，价格处在在极高和极低位置的时间都很短，期货历史上铝价低于一万二的时间共 7 个月，低于一万一的时间共 4 个月，低于一万的时间共 1 个月。下游企业应该抓住历史机遇做好战略性库存布局。

图三：铝价运行时间线



数据来源：博易大师 长江期货有色产业服务中心

二、当前行情分期

(一) 技术面分析

图四：沪铝主力 日线



数据来源：博易大师 长江期货有色产业服务中心

图五：沪铝主力 月线



数据来源：博易大师 长江期货有色产业服务中心

日线来看，主力合约跌到 11275 后出现小幅反弹，但反弹力度不足，因此不能下结论说已经出现止跌企稳信号，仍处于一轮下跌趋势之中。

月线来看，铝价跌破 1 万 2 一线重要支撑，下方空间打开，k 线形态上呈现加速下跌状态，没有出现止跌信号。

（二）基本面分析

1. 宏观面

国内方面，湖北省新增确诊病例全部清零后，省内开始组织有序复工，国内其他省市复工节奏加快。国家政策往工作、生活正常化引导，这对后期国内需求的恢复起到帮助作用。但仍需观察可能发生的境外输入病例及复阳病例给社会带来的不利影响。

国外方面，疫情非常不乐观，是主导行情可能继续下跌的主要利空项。截至报告期，全球新冠肺炎确诊病例已超过 66 万例，累计死亡 30652 例。美国确诊病例累计突破 12 万例，意大利死亡病例达 10023 例。参照中国的疫情发展阶段，目前欧洲、美国还在爬坡期，而美国爆发时间最晚，因此离好转的时间也可能最长，如果把新增确诊病例数用计量做趋势分析，可以粗略预测出欧洲现存确诊数的拐点可能再 4 月 10 日左右，美国的拐点可能在 4 月 15 日左右。

海外确诊病例持续增加一方面影响实体贸易，另一方面持续对金融市场构成打击。现在包括中国在内的多个国家开始实施入境限制，国际贸易行为收到阻碍，很多海外订单取消或推迟。虽然美联储打出的无限制释放流动性“王牌”对美股起到提振作用，但英首相的确诊导致美股再度大跌超 4%，后面随着疫情越来越严重，预计国际股市还将继续下探。这两方面都将对铝价形成拖累。因此拐点没有到来之前，铝价还有下跌空间。

2. 供给端

铝土矿方面，矿山并未完全复工，短期矿石开采量不足，国产矿供应仍较为紧张，但随着河南、山西地区氧化铝企业出现亏损，氧化铝厂可能二次减产，因此矿石可能小幅回调，目前山西、河南双六铝土矿报价 450 元/吨，广西 300 元/吨，贵州 330 元/吨。

氧化铝方面，之前氧化铝供不应求的局面出现逆转，因铝价大幅下跌后，中国电解铝企业处于全线亏损，部分企业开始减产或停产。氧化铝需求预期下降后，价格运行区间也从之前的 2500-2600 元/吨下降到 2200-2400 元/吨之间。

电解铝方面，按当前价格计算，国内大部分铝厂已亏损，目前甘肃、贵州及山西等地已出现铝厂减产或检修，涉及产能在 40-50 万吨之间，但考虑到产能减量规模尚不明显，预计短期内对铝价影响有限，关注后期其他铝厂

减产步伐。

3.需求端

目前市场货源供应非常充裕，虽然吃货商出货积极，但中间商采购意愿不强，下游按需采购。从采购心理来看，价格跌至当前位置，很多下游企业蠢蠢欲动，开始着手准备在现货或期货锁价，部分企业认为还有下跌空间。

分类来看下游加工企业生产情况：

铝板带箔表现回暖。随着房地产工地的开工和餐饮逐步的恢复，迎来了2020年以来铝板带箔加工行业的第一个小阳春，本周铝板、带、片加工企业，幕墙、滚涂等房地产相关产品订单小幅增多，由于铝锭价格低位运行，下游备货意愿增强，铝箔加工企业，食品包装方面的订单也小幅上涨，仍不及往年。预计4月份铝板带箔加工企业开工率在60%左右。

电工圆铝杆表现较好。各地铝杆企业订单均成交较好，铝杆厂家保持满负荷生产，订单基本排到4月底到5月份。

铝型材表现不理想。目前型材厂全国多数地区复工率均达到95%以上，湖北地区相关企业复工率也达到了40%-50%，但是开机率还是在50%-55%左右。型材企业外贸订单量一度下降，甚至出现出口订单毁单情况，单国内接单相对稳定。

4.库存端

截至3月20日，全国电解铝社会库存总量为166.8万吨，春节至今总共累库98万吨，而环比上周增加1.1万吨，周度增速大大降低。库存或在两周内迎来拐点。

5.成本端

目前国内预备阳极报价2900元/吨，氧化铝报价2380元/吨，电费以3毛4一度计算，全国电解铝理论生产成本是一吨12300元。

如果氧化铝跌到2008年时期的2000元/吨，预焙阳极跌至历史低值2500元/吨，电费在全国平均水平3毛4的基础上再加上国网现在降价5%，那么全国平均生产成本将降到一吨11000元左右。

在此基础上，按云南地区电费2毛6左右计算，成本是10135元/吨，按新疆地区电费1毛8计算，成本是9055元/吨。若将全国各地区产能对应的成本加权平均后，算得综合平均成本为10450元/吨（应该是底限）。

三、操作建议

首先需要明确的一点是,企业是会一直运转的,以后会一直有订单进来,不是说铝价跌下来就生产停止了。而从历史来看,铝价最低也就9千6,一万一以下的时间非常非常短。所以对于下游企业来说,在一万一以下或接近一万一的时候开始建仓应该是战略性部署,因为后面几年可能铝都不会有这么低的价格了。你建的多,以后生产成本就比别的竞争对手低。而已经亏损的库存,等铝价上去之后或成本被摊薄以后用掉就好,不要过于担心。所以如果资金充裕,建议在铝价低位的时候多建仓(囤货)。

我们对铝价的判断是,目前还有下跌空间,但由于铝价已经超跌,后期风险释放后铝价反弹概率大。对于下游采购企业来说,最好的策略就是等待铝价跌倒低位后进行采购。

目前铝价正在探底的过程中,探底后,行情可能快速反弹。为了抓住机会,建议尽早开设账户,熟悉操作,做好准备。

我们以要建2000吨(400手)的虚拟库存为预设,设计了一套交易策略,表1为建仓计划,表2为按此计划执行的建仓结果。

从表1来看,总体建仓思路为金字塔建仓法,即随着价格下跌逐步放大建仓的量,最低建仓价格按照15年最低价去预设,即9600。为了控制风险,不同价格区间建仓的价格间隔不同,11000以上200元一档,目前价位11500为起始建仓价位,底仓建5手,每下跌200点多建10手;10000至11000之间300元一档,每下跌300点多建15手。10000以下400元一档,跌倒9600时建105手(把整个400手建满)。可以看到,如果价格按预期跌倒9600,我们总共建仓400手,累计消耗建仓资金391.4万,账面浮亏136万,所谓企业应准备790万资金来执行这套计划。 $(391.4+136) * 150\% = 790$ 。

表1: 建仓计划

拟建仓价位	对应价位建仓手数	对应价位建仓累计投入资金	跌倒对应价位的账面浮亏
11500	5	46000	0
11300	15	181600	-10000
11100	25	403600	-35000
10900	40	752400	-85000
10600	55	1335400	-220000
10300	70	2056400	-437500
10000	85	2906400	-760000
9600	105	3914400	-1360000

表 2 展示了行情跌倒不同价位对应的已建仓手数, 折合吨数以及建仓的综合成本。比如价格跌倒预期中的 96000, 那么企业共建仓 2000 吨, 对应的综合成本是 10256 元/吨, 后期铝价反弹超过 10256 元/吨, 企业就开始赚钱。如果铝价跌倒 10300 就企稳了, 那么企业共减仓 1050 吨, 综合成本是 10688 元/吨, 后期铝价反弹超过 10688 元/吨, 企业就开始赚钱。

表 2: 按计划执行后的建仓结果

建仓价格	累计建仓手数	折合吨数	价格跌至此处的综合建仓成本
11500	5 手	25 吨	11500 元/吨
11300	20 手	100 吨	11350 元/吨
11100	45 手	225 吨	11211 元/吨
10900	85 手	425 吨	11065 元/吨
10600	140 手	700 吨	10882 元/吨
10300	210 手	1050 吨	10688 元/吨
10000	295 手	1475 吨	10490 元/吨
9600	400 手	2000 吨	10256 元/吨

长江期货业务受理机构

上海分公司

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 801
Tel: 021-61683728

上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号 3 楼 A 座
Tel: 021-62893583

北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦首层 103 单元
Tel: 010-84683288

北京海淀区营业部

北京市海淀区中关村南大街 1 号北京友谊宾馆 20810 室
Tel: 010-63980248

广州分公司

广州市天河区天河路 242 号 1405 号房屋 (丰兴广场)
Tel: 020-38856849

成都营业部

成都市锦江区东大街芷泉段 6 号时代一号 2609
Tel: 028-86679150

长沙营业部

长沙市雨花区芙蓉中路二段 359 号佳天国际新城北栋 21B.E.H
Tel: 0731-85302657

福州营业部

福州市台江区鳌峰街道曙光路宇洋中央金座 15 层 07 室
Tel: 0591-87808303

延长营业部

陕西省延安市延长县翠屏大厦一楼沿街 2F003-02 号
Tel: 027-85861133

中原分公司

郑州市未来路 69 号未来大厦 A1911 室
Tel: 0371-65665722

客户服务中心

Tel: 027-85861133

027-95579

太原营业部

太原市小店区长风街华德中心广场 D 座 3 层 312 室
Tel: 0351-8721092

武汉分公司

湖北武汉市汉口解放大道国际大厦 A 座三楼
Tel: 027-85860928

江岸营业部

武汉市沿江大道 159 号时代广场 1 栋 8 层 3 室、4 室
Tel: 027-82798910

硚口营业部

武汉市硚口区解放大道 1007 号兴隆大厦第九层
Tel: 027-83310019

武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层
Tel: 027-85499321

黄石营业部

黄石市杭州西路 176 号磁湖汇众创空间 Z804
Tel: 0714-6351518

杭州营业部

浙江省杭州市江干区解东路 37 号财富金融中心 2 幢 1605 室
Tel: 0571-86009560

上海浦电路营业部

(上海) 上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 2004 室
Tel: 021-58351059

深圳分公司

深圳市福田区车公庙深南大道南侧杭钢富春商务大厦 1311
Tel: 0755-82835766

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 28 层 2801 号房间
Tel: 0411-84806350

研究咨询部 Tel: 027-65261365

研究员介绍

吴灏德，长江期货有色金属产业研究员，主要关注铝和镍，秉承“为投资者的资产保值增值”的使命，擅长将品种基本面和技术面结合对品种进行深入分析，对行情节奏有较准确的把握，能够为投资者提供丰富、可靠的单边及套利策略，也多次为大型生产企业设计套保方案。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。