

“治胀”下的铝途

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1号

【产业服务总部 | 有色中心】

研究员：吴灏德 执业编号:F3034573 投资咨询号:Z0014567

2021-12-10 广州

目录

1

滞胀和治胀

2

有色金属周期特点

3

治胀下的铝途

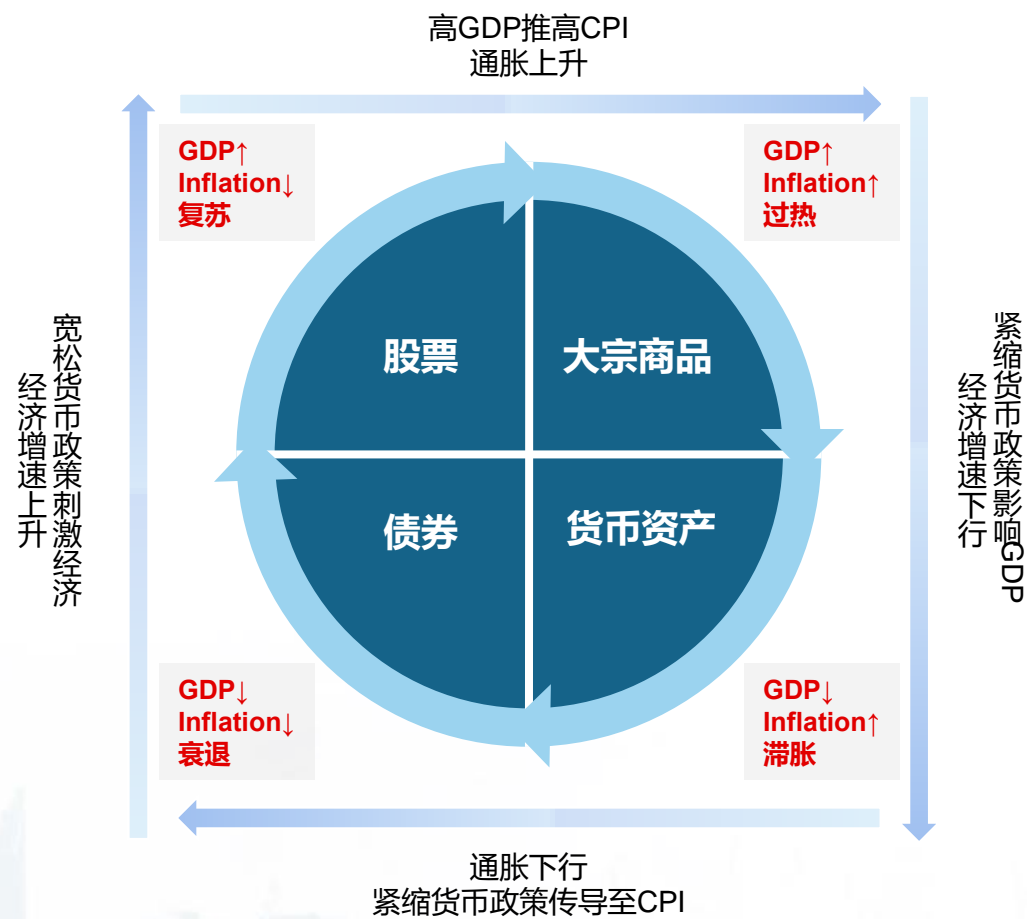
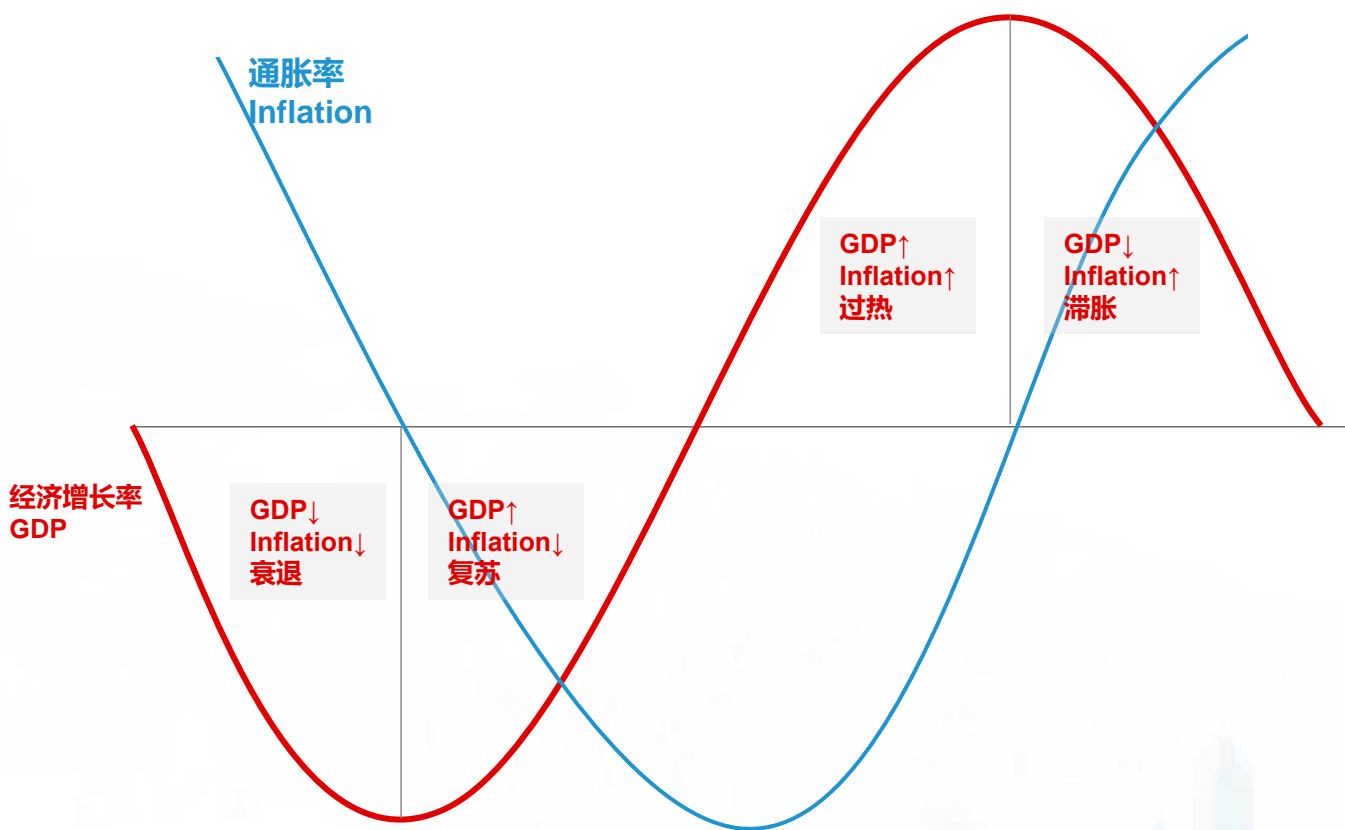
4

风格切换下铝产业应对策略

1

滞胀和治胀

01 通胀和滞胀



通胀

表现：物价的普遍上涨

成因：“通货膨胀在任何时候、任何地点都是一种货币现象。”

——通货膨胀的货币数量论

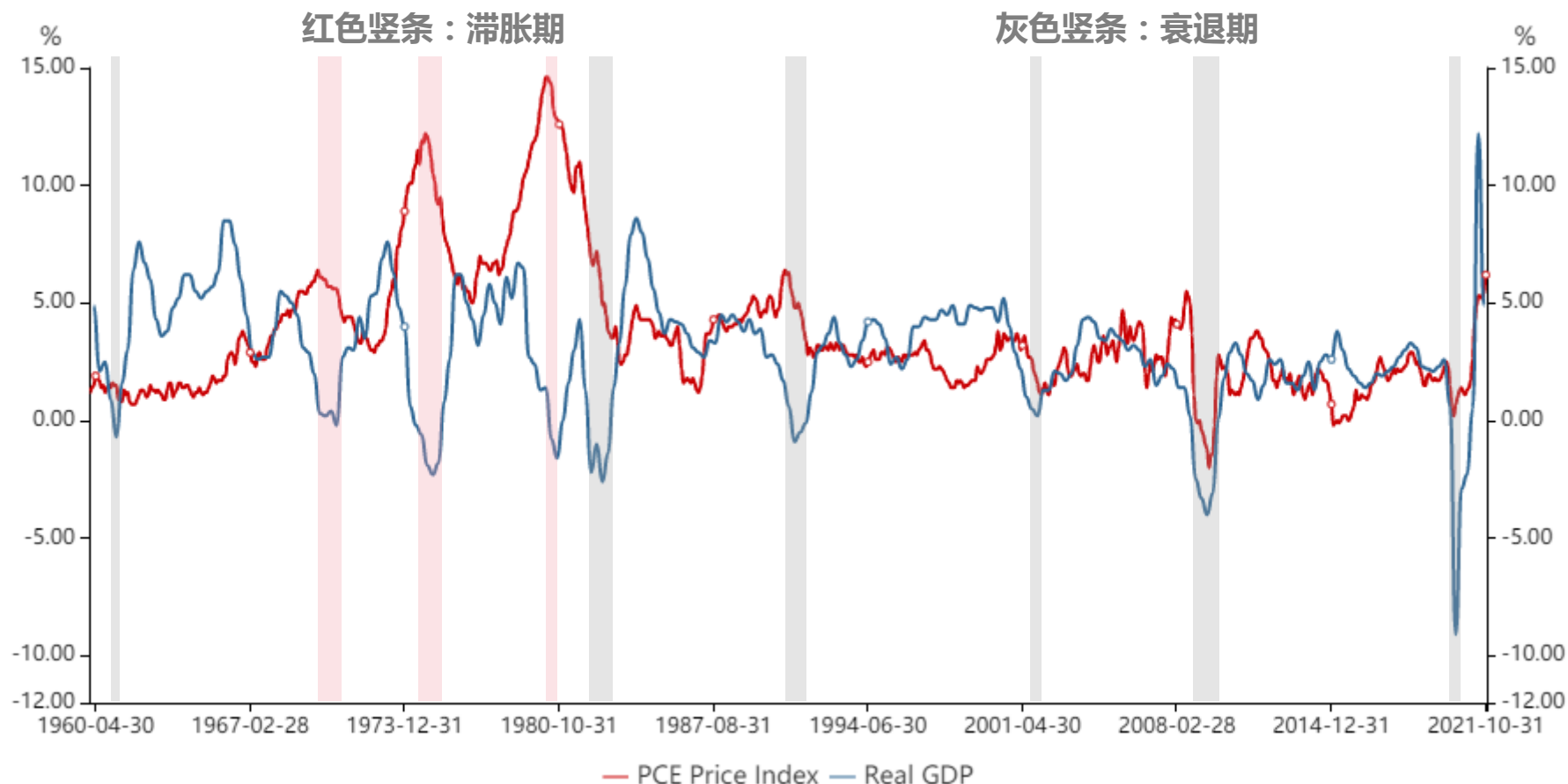
1976年诺贝尔奖得主Milton Friedman

滞胀

表现：经济停滞+通货膨胀

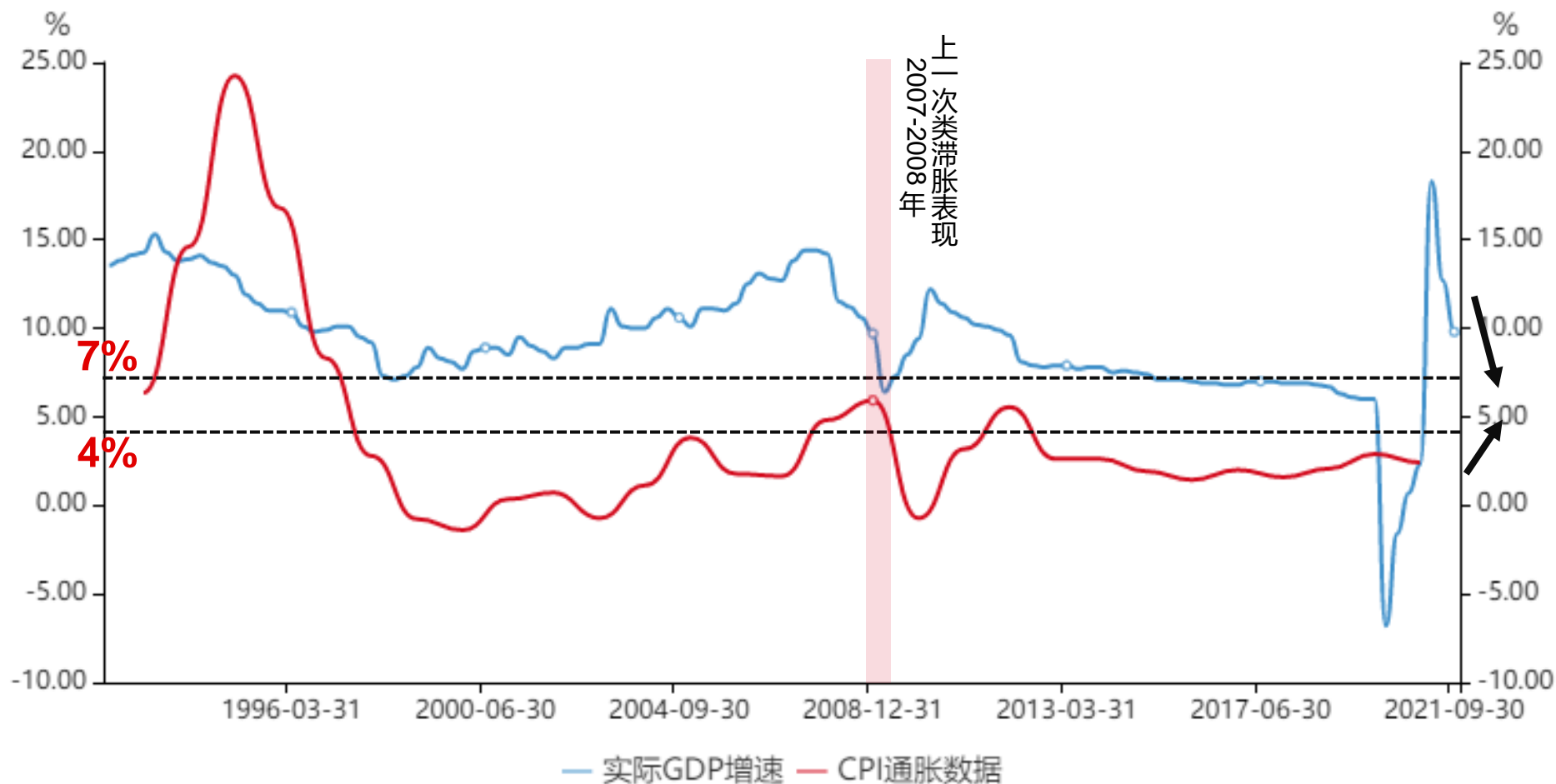
定义：只要在相当长时期内，通货膨胀严重，实际经济增长率很低，失业率高企，则可以定义为滞胀期。

通胀之下，少数受益，多数受损；滞胀之下，无完卵。



1960年起美国一共有9次NBER所定义的经济衰退，但实际上只有1971-1984年的那一段时间能被称为“滞胀”，再叠加PCE通胀率4%+和失业率6%+的指标，只有红色阴影的时间段算的上“滞胀”。

30年来中国GDP真实增速和CPI通胀数据对比



统计局：经济看起来好像出现了一些滞胀的表象，但这是一种阶段性的状况

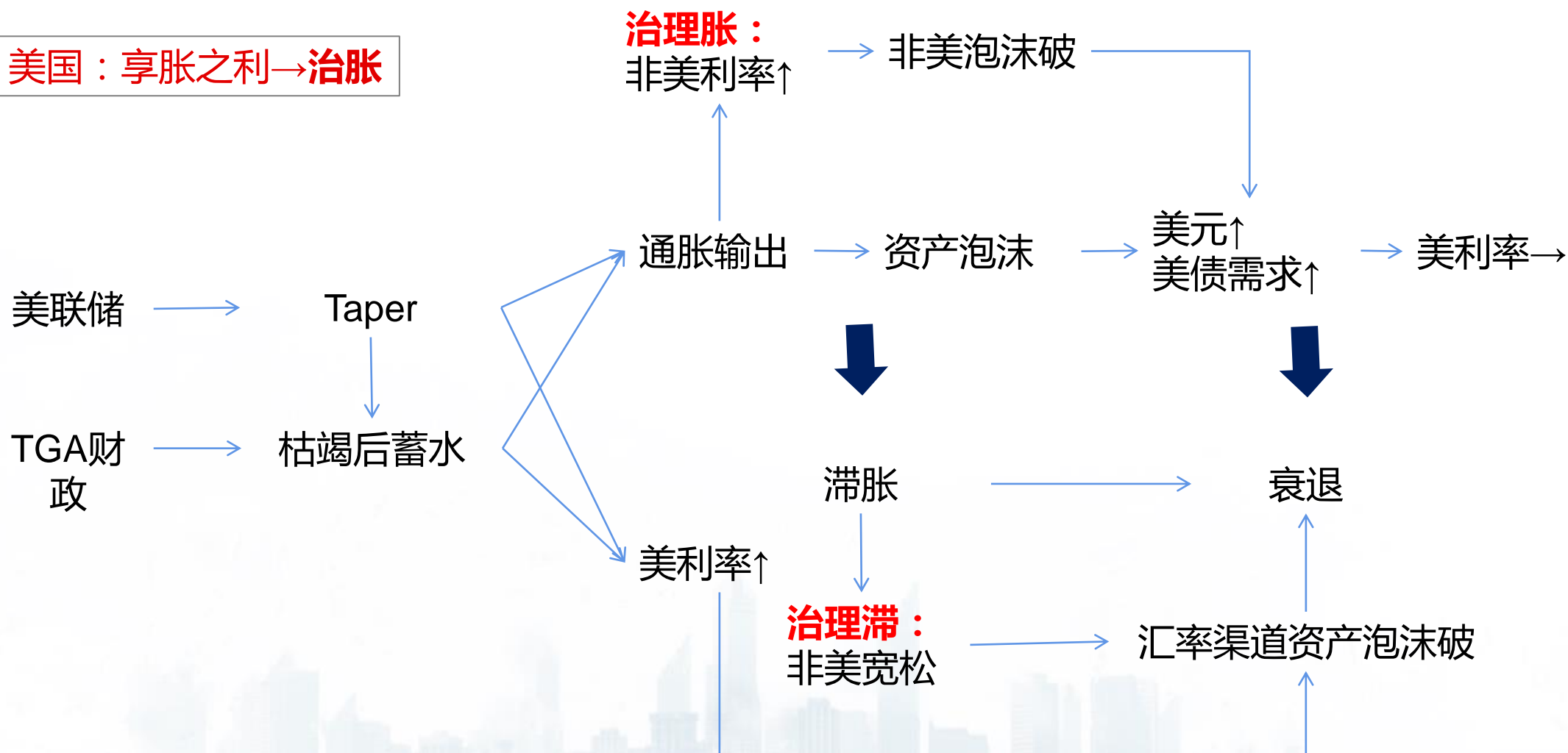
11月15日，在国务院新闻办举行的10月份国民经济运行情况新闻发布会上，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖表示，由于受到三季度疫情和汛情等因素的冲击，经济增速有所放缓，同时国际大宗商品价格的上涨带来的输入性影响和国内部分能源、原材料产品的供给偏紧，也造成了工业生产者出厂价格涨幅扩大，看起来好像出现了一些滞胀的表象。但是这种情况是受到短期冲击因素造成的，是一种阶段性的状况。

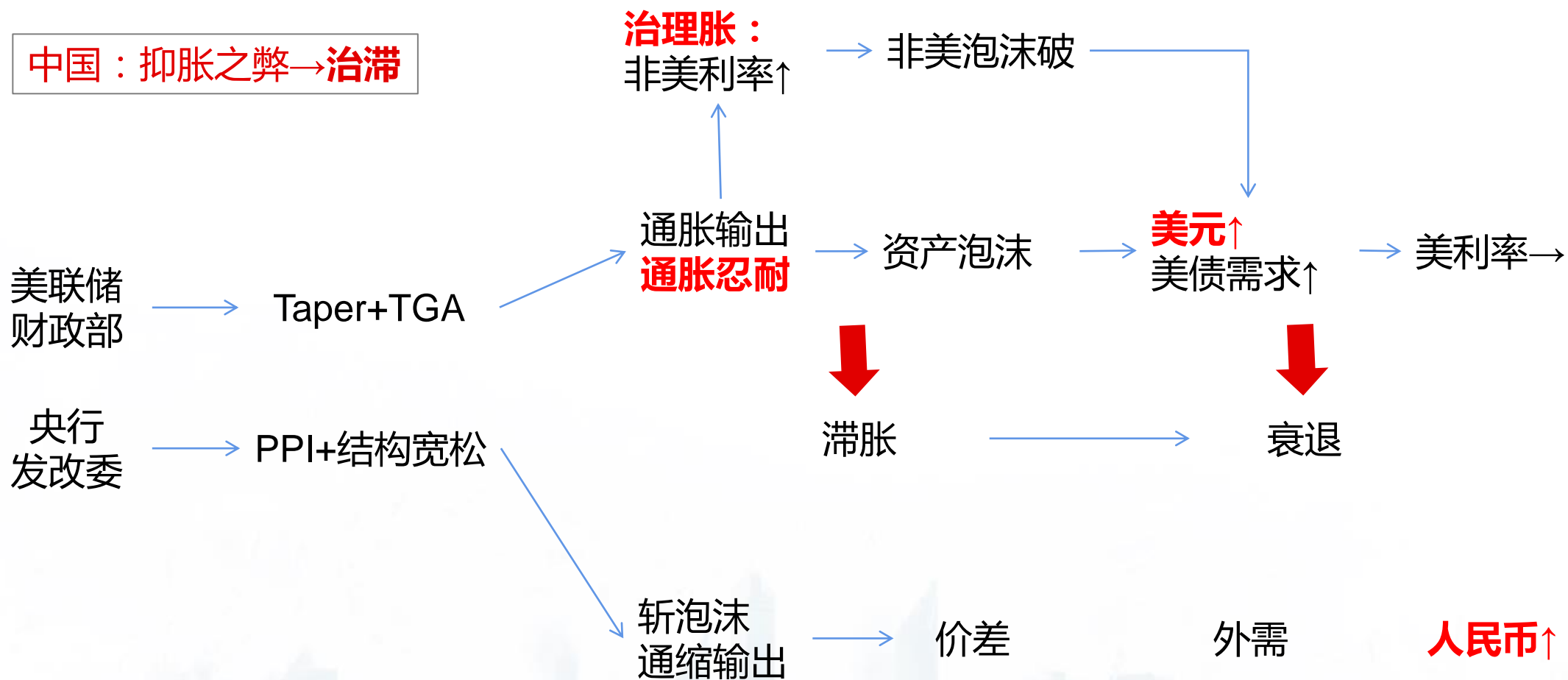
付凌晖表示，从经济增长来看，随着制约经济的短期因素的逐步减弱，经济恢复态势是在逐步显现。从10月份主要指标情况来看，生产和需求主要指标的两年平均增速，多数是有所回升的。同时，市场保供稳价的力度在加大，部分能源产品供给偏紧的状况也在逐步得到改善，这些都有利于经济的稳定增长。

美国过度消费+中国过剩产能 → 分裂下的全球经济



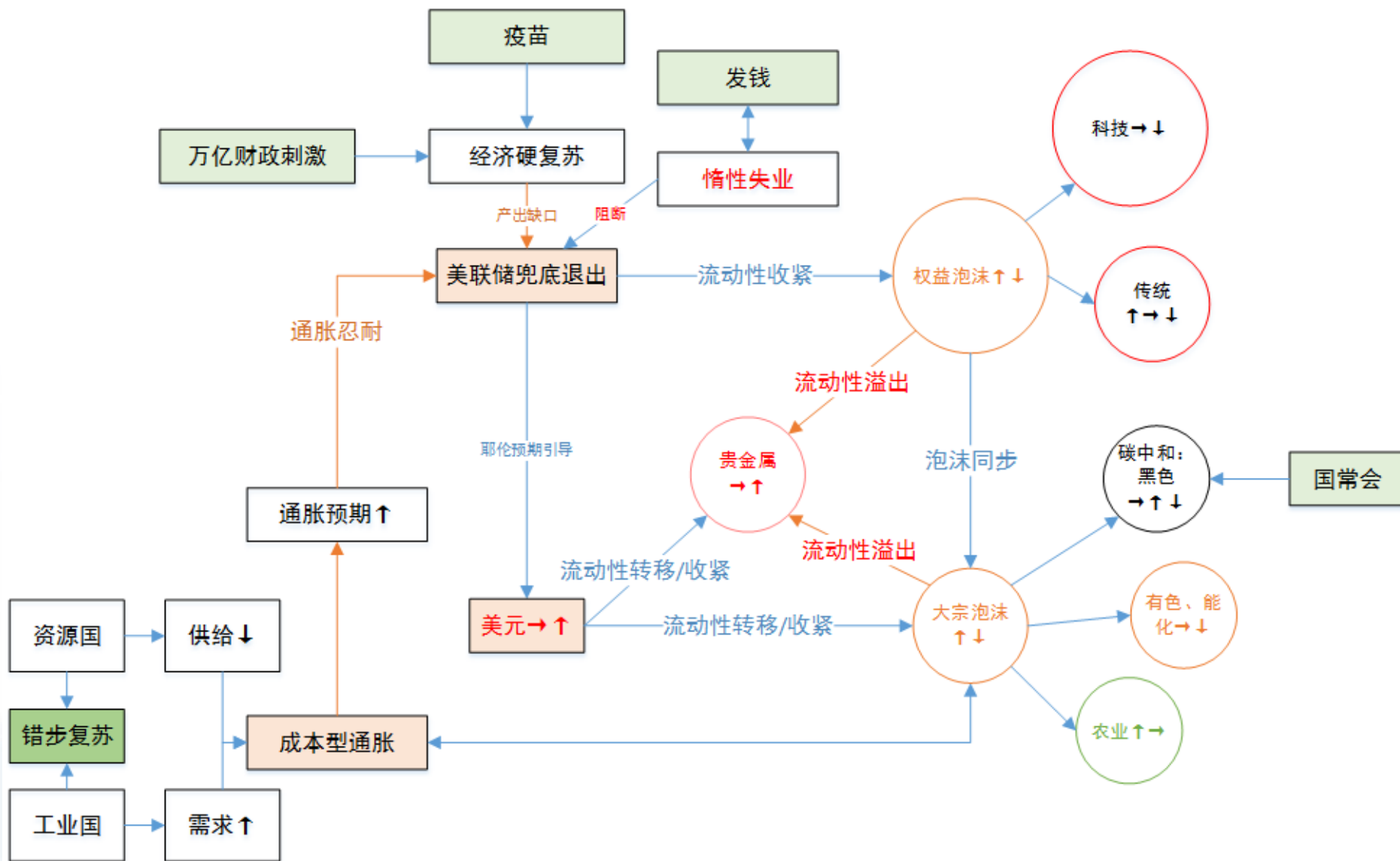
美国：享胀之利→治胀





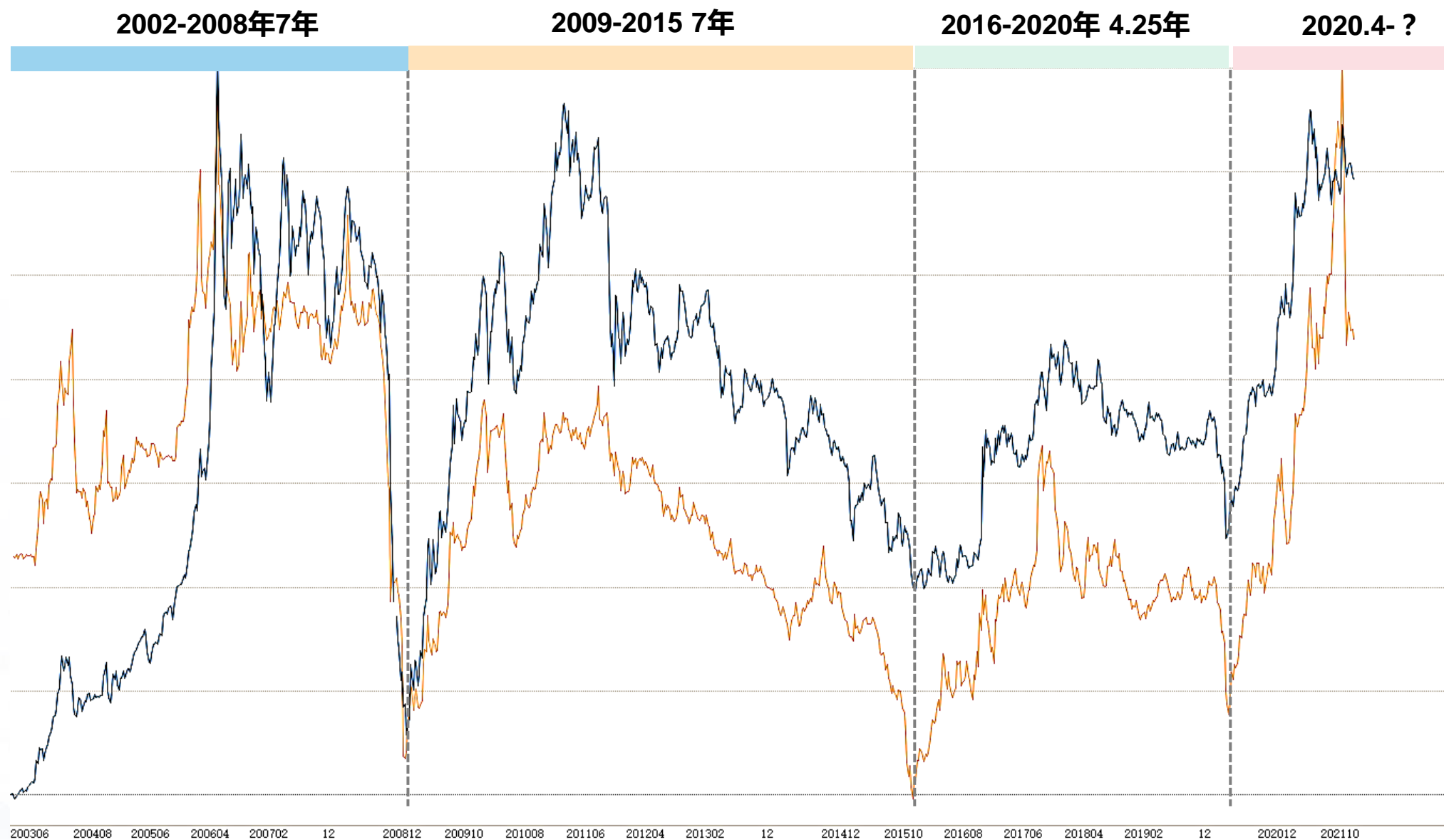
→复苏恢复的分化之中

利率高位：固收还需要时间



2

有色金属周期特点



周期	行情	持续时间	主要逻辑
周期一 7年 2002.1-2008.12	上涨 2002.1-2006.5	5年5个月	互联网泡沫破灭后美国降息、中国崛起
	下跌 2006.6-2008.12	2年7个月	次贷危机、欧债危机
周期二 7年 2009.1-2015.12	上涨 2009.1-2011.7	2年7个月	美国QE、中国4万亿
	下跌 2011.8-2015.12	4年5个月	美国退出QE、中国增速放缓、产能过剩
周期三 4.25年 2016.1-2020.3	上涨 2016.1-2017.12	2年	特朗普上台、供给侧改革
	下跌 2018.1-2020.3	2年3个月	贸易战、新冠疫情
新周期 2020.4- ?	上涨 2020.4- 2021.10	1年6个月	美国QE、中国双碳、限电政策
	下跌 ?-?	?	美国退出QE、全球经济增速放缓

内松

国务院总理李克强近日会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃。李克强表示，面对复杂环境和新的下行压力，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展，实施稳定的宏观政策，继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，运用多种货币工具，**适时降准**，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。

外紧

11月30日，鲍威尔在国会听证会中承认，尽管他预计明年通胀将“显著”减弱，但将价格压力描述为“暂时”已不再恰当。“目前美国经济非常强劲，通胀压力很大。”鲍威尔称，因此，考虑**提前数月结束缩减资产购买规模**是恰当的，预计联邦公开市场委员会(FOMC)将在12月14日和15日举行的下一次货币政策会议上讨论加快缩减购债规模的问题。

海外

- 海外疫情恢复慢于国内，支撑中国出口韧性。
- 美国CPI增速已达31年来最高，其港口船舶等待数量、退出劳动力市场人数皆创历史新高，供应链缓解仍有待时日。
- 联储已放弃通胀是“暂时性”的提法，预计退出量宽和加息进程将加快。

内需

- 预计2022年地产、基建、制造业投资增速为2%、4.5%、5%，地产投资增速明显回落，基建和制造业有所改善。
- 2022年房地产投资下行趋势依然明显，但销售复合增速的降幅已连续2个月收窄。
- 土木工程新订单持续扩张，石油沥青装置开工率环比强于过往季节规律，预示基建蓄势发力。
- 疫苗普及有望使疫情在2022年得到缓解，预计消费好于今年但低于疫情前，增速5.5%左右。

价格

- **PPI**：保供稳价叠加需求下滑，驱动PPI筑顶回落。
- **CPI**：上游价格虽回落，但向CPI传导未停歇，CPI向上。
- **有色**：新能源需求及铜、铝低库存等因素仍将支撑有色价格韧性。
- **黑色**：电厂存煤量达到历史高位，粗钢产量前期已得以压降，年末限产压力有所缓解。地产下行加之施工淡季，黑色系价格趋弱。
- **原油**：疫情复发下全球出行再生波折，原油短期供需双弱。

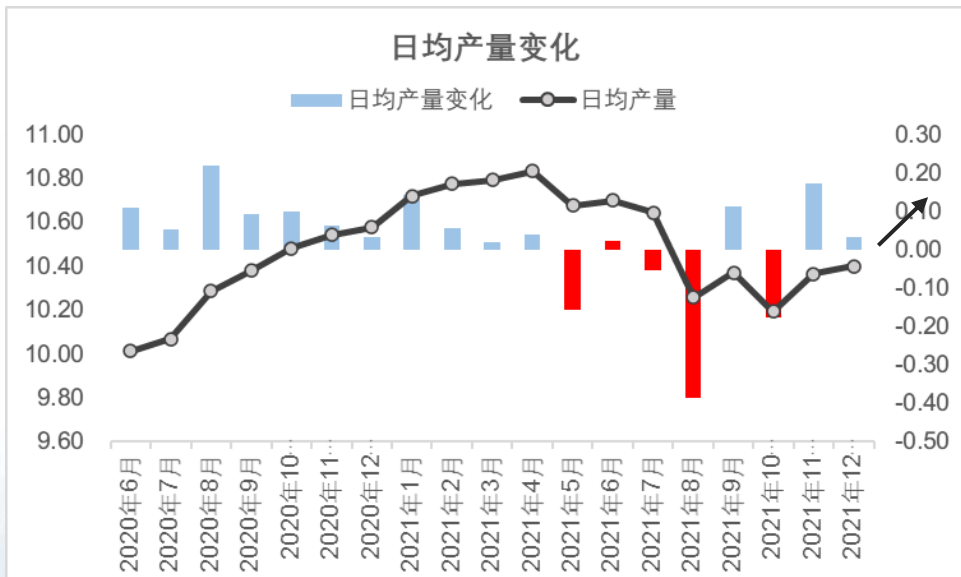
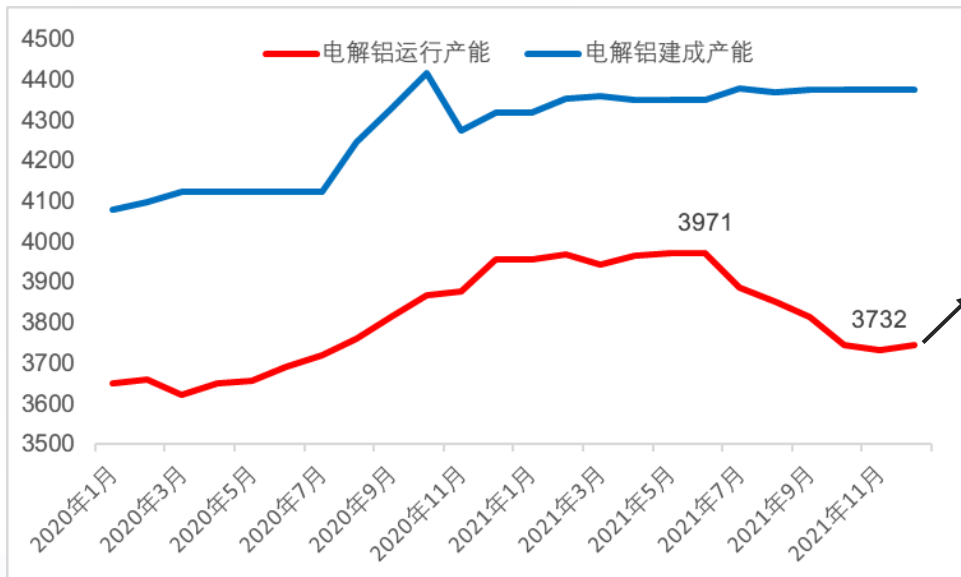
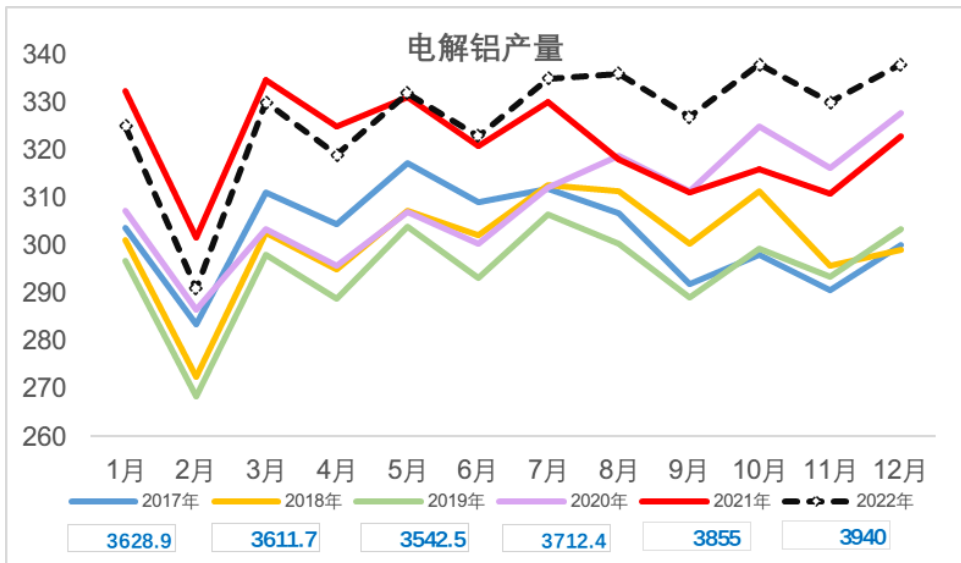
3

治胀下的铝途

01

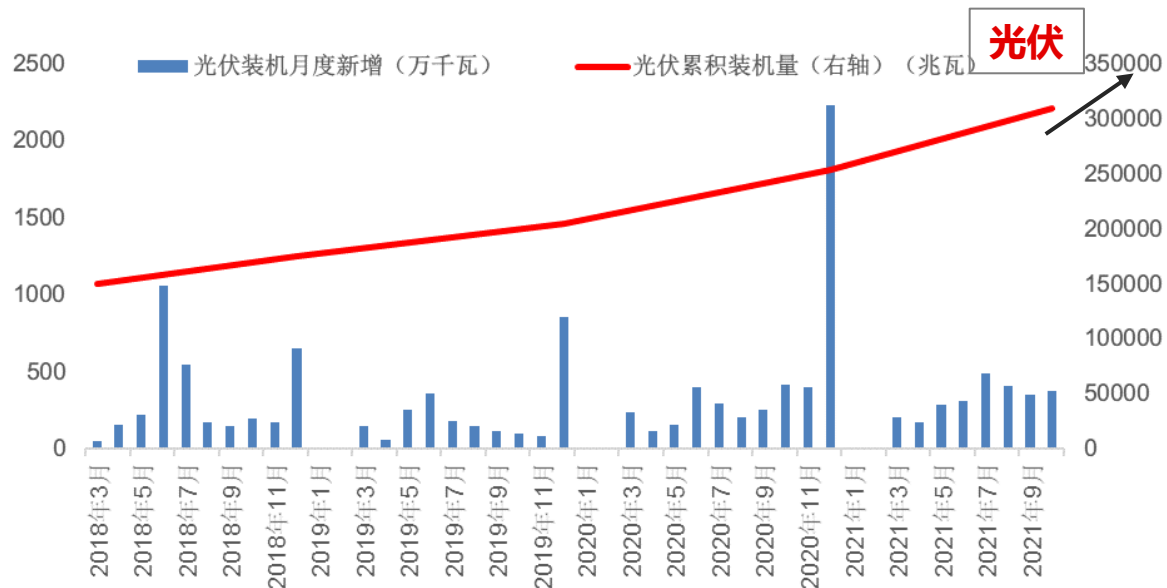
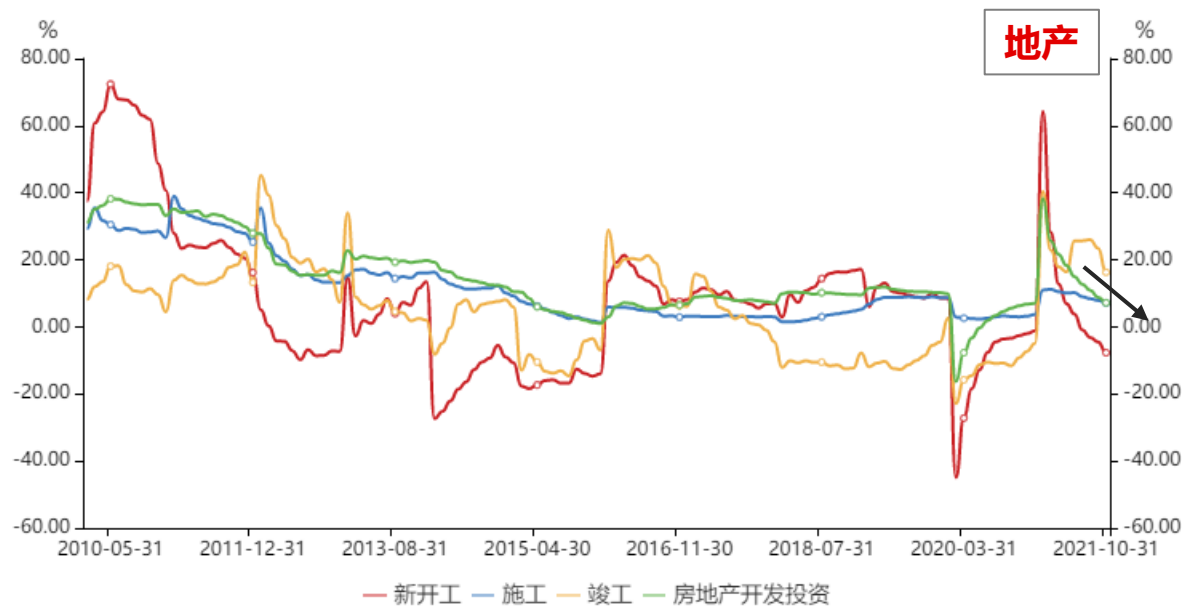
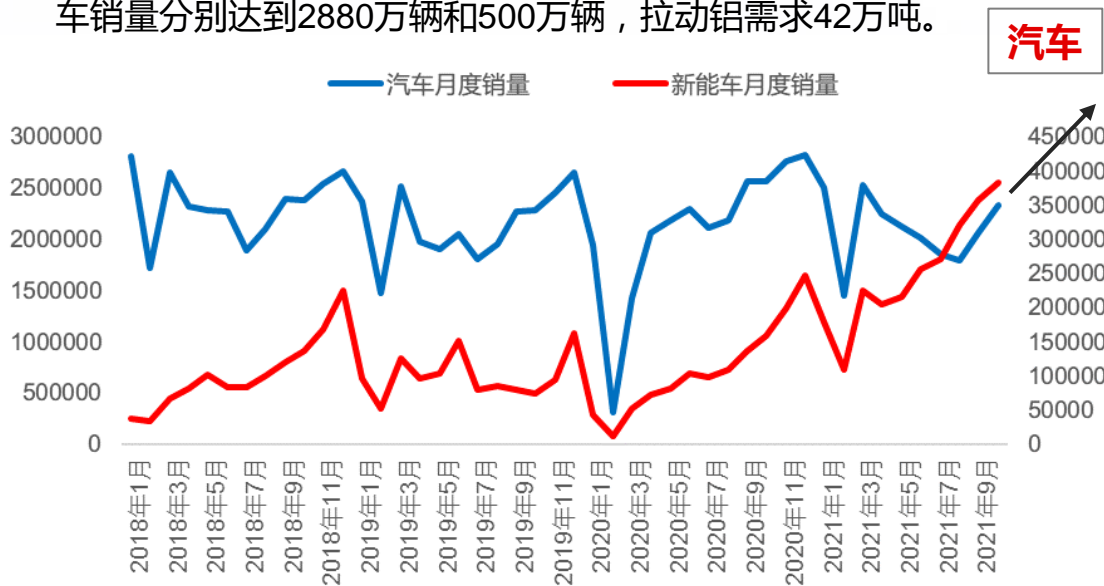
供应端：逐渐恢复，增速偏低

- 2021年全年产量预计3855万吨，同比增长3.83%，受能耗双控及限电影响，全年产能损失240万吨，其中内蒙损失35万吨，云南损失110万吨，广西损失49万吨。
- 预计2022年产量3940万吨，同比增长2.21%，增量主要由新增产和复产贡献。新增产能主要集中在云南和广西，其中云南待投产产能42万吨，广西待投产产能50万吨，但受能耗双控影响，产能恢复或较慢，因此全年产量呈现前低后高走势。



02 需求端：增速放缓，板块分化

- 2021年全年消费量预计3980万吨，同比增长4.2%，其中地产、出口、光伏贡献主要增量。受地产下行和全球经济增速放缓拖累，预计2022年消费增速降至2%，全年消费总量为4055万吨。
- **【地产】**虽然按揭贷投放加速、开发贷滞后跟进，但商品房销售可能要到明年二季度企稳，投资则要到下半年，地产对整体经济拖累最差的时候还未到，也许在明年一季度。新开工大幅下降，但竣工迟于新开工一年半到两年，后端用铝仍存支撑。
- **【光伏】**十四五期间光伏每年新增装机达70-90GW，每年对铝需求拉动20-25万吨，五年一共110-120万吨左右。
- **【汽车】**芯片问题逐步解决+新能源车普及，预计2022年传统汽车和新能源车销量分别达到2880万辆和500万辆，拉动铝需求42万吨。



电解铝成本：13500KVA电+1.95吨氧化铝+0.48吨预焙阳极+0.05吨冰晶石+0.025吨氟化铝

- 发一度电需要消耗370克标准煤，截至目前5500大卡电煤沿海价格1000元/吨，相当于发电成本3毛7，按发电价4毛5一度（上浮20%），氧化铝价格3300元/吨计算，目前吨铝成本17000元左右。
- 2022年，电煤基准价定在700元/吨，市场均价预估800元/吨左右，发电成本3毛，上浮20%为3毛6，氧化铝跌至2800元/吨，吨铝生产成本降至14800元。按电价4毛（上浮30%），氧化铝价格3000元/吨计算，吨铝生产成本降至15600元。



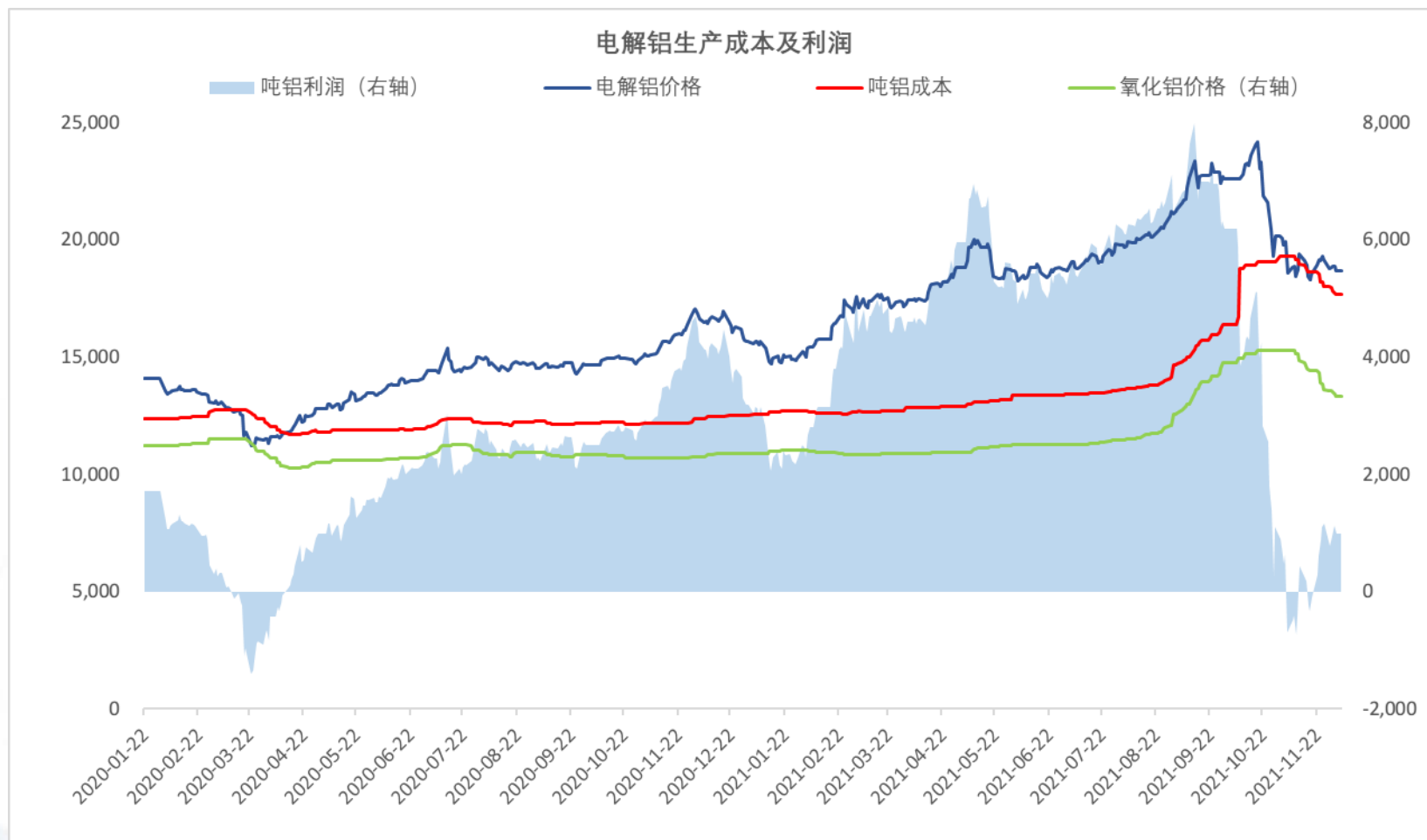


4

风格切换下铝产业应对策略

1.期货市场资金总量已突破1.2万亿元，比2020年末增长44.5%。其中，投资者机构化趋势明显。市场主体变多后，市场博弈不再以产业上下游为主，铝定价权分散。

2.2021年宏观面因素影响超过产业面，具体表现在通胀超预期、碳中和超预期、限电超预期、政策调控手段的选择超预期，铝价波动率大幅升高，靠普通的分析判断难以准确把握行情。





上游铝企

- **期货**：预计全年均价在19000以上，因此20000以上可以尝试参与保值，21000以上加大保值力度。月均价出货模式下，日均大幅高于月均时可保值。
- **期权**：卖出22000看涨期权，如果被行权，相当于按照22000价格做空，如果没有被行权，赚取权利金，适合震荡偏弱行情，大幅下跌则保护效果不佳。

中游贸易商

- **操作思路**：整体操作思路偏空，体现在谨慎持货，择机出货（或做空），与21年囤货+做多模式不同。
- **月均对月均**：减少月均采购量，从市场零买供给下游，日均高于月均先卖。
- **零单对月均**：日均低于月均采购，或卖出行权价高于月均价的看涨期权。

下游加工商

- **一季度**：鉴于国家政策托底和消费预期边际改善，加上18000附近存在支撑，春季行情仍然可以期待，建议年前逢低备货，应对可能阶段性上涨的开春旺季行情。
- **2022**：旺季过后减小保值量，若日均大幅低于月均，可逢低采购。鉴于铝价中枢上移，若下半年行情跌至15000-16000之间，可期货建立虚拟库存，为未来生产备货。

长江期货有色产业服务中心

长江期货有色产业服务中心是一支专为有色金属企业提供优质成熟需求解决方案的专业队伍，目前中心涉足行业包括黄金、铜、铝、铅、镍、不锈钢、锡，企业类型涉及上游矿山、冶炼厂，中游大中小型贸易商及仓储，下游加工企业。中心成立以来依托扎实的研究功底、丰富的实操经验、一流的职业素养，为一大批有色金属企业保利增收贡献力量，获得了市场的认可与好评。

在期现货结合愈加紧密的今天，有色产业服务中心愿秉承“专业为先，客户至上”的使命，为客户提供一对一专项服务，与有色金属企业共同成长。

市场研判专业报告



产业调研一手资讯

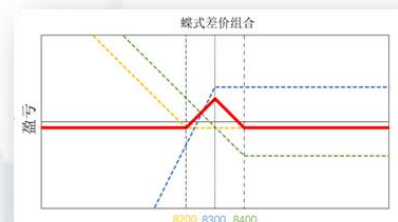


行情交流操作指导



仓单交割质押融资

套保期现期权设计



产业沟通资源对接





声明



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作任何保证，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，投资者据此作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、刊发的，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利。



联系我们



长江证券股份有限公司

Add/湖北省武汉市新华路特8号长江证券大厦
Tel/95579或4008888999

长江期货股份有限公司

Add/湖北省武汉市武昌区中北路9号长城汇
T2写字楼第27、28楼
Tel/027-85861133

长江证券承销保荐有限公司

Add/上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇
广场一座28层
Tel/021-61118978

长江成长资本投资有限公司

Add/湖北省武汉市新华路特8号长江证券大厦
19楼
Tel/027-65796532

长江证券（上海）资产管理有限公司

Add/上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇
广场一座27层
Tel/4001166866

长江证券创新投资（湖北）有限公司

Add/湖北省武汉市新华路特8号长江证券大厦
19楼
Tel/027-65799822

长江证券国际金融集团有限公司

Add/香港中环大道中183号中远大厦1908室
Tel/852-28230333

长信基金管理有限责任公司

Add/上海市浦东新区银城中路68号时代金
融中心9层
Tel/4007005566

THANKS 感谢倾听

长江期货股份有限公司

Add/湖北省武汉市武昌区中北路9号长城汇T2写字楼第27、28楼

Tel/027-85861133

汇聚财智
共享成长