

# 双向波动已久 铝价后市如何

据分析人士介绍,2022年7月中旬至今,国内外铝价维持振荡运行已逾一年之久。其中,沪铝加权主要运行区间在17500—19500元/吨,振幅在10%左右,伦铝振幅则接近30%,沪铝相较伦铝呈现更为明显的双向波动特征。国内市场,7月,铝价继续在“强预期”和“弱现实”的矛盾中振荡运行。8月,实体经济支持力度加大,地产端稳增长政策仍可期,静待国内政策发力。国外市场,美国7月零售数据表明经济韧性偏强,叠加油价回升引发二次通胀担忧,预计明年降息时点从3月延后至5月,年内加息预期再度升温。综上所述,国内外政策均处于观察期,在低库存以及旺季将至下游消费存在韧性的带动下,铝价底部有较强支撑。

&gt;&gt;&gt; 深度分析

■ 余菲菲

## “金九银十”将至 价格有冲高动能

### 宏观端

#### 美元短期干扰加剧 长线压力基本解除

1988年至今,美联储共经历了五轮加息周期,分别是1988—1989年、1994—1995年、1999—2000年、2004—2006年和2015—2018年。过去这五轮加息周期都是在美联储经历了降息操作之后,通胀出现抬头迹象或者已经有明显趋势的背景下开启的。加息的目的主要是为了控制通胀,加息周期短则11个月,长则3年,平均周期大约一年半。一般来说,如果预计通胀将进入下行轨道,美联储就会开始放缓加息脚步直到停止加息,过去这五轮加息周期结束至开启降息的政策真空期最长为14个月,最短仅1个月,平均周期大约半年。

美联储加息周期	周期时长	加息次数	加息总幅度	加息后利率	开始降息时点	政策真空期
1988年3月—1989年5月	14个月	6	3.31个百分点	9.81%	1989年6月	1个月
1994年2月—1995年2月	12个月	7	3个百分点	6%	1995年7月	5个月
1999年6月—2000年5月	11个月	6	1.75个百分点	6.5%	2001年1月	8个月
2004年6月—2006年7月	24个月	17	4.25个百分点	5.25%	2007年9月	14个月
2015年12月—2018年12月	36个月	9	2.25个百分点	2.5%	2019年8月	8个月

表为1988年以来美联储五轮加息周期回顾

2022年美联储开启新一轮加息周期,截至今年7月,美联储已经将联邦基金目标利率从0—0.25%提升至目前的5%—5.25%。机构普遍预测7月是美联储最后一次加息,但随着美国公布7月零售销售数据超预期,以及近期原油价格回升引发二次通胀担忧,年内继续加息预期再度升温。根据美联储点阵图以及CME美联储利率观测工具分析,合理预期2023年目标利率高点应该在5%左右,本轮加息基本结束,美元对有色金属的长线压力基本解除。对此我们也回顾了过去五轮加息周期中伦铜和伦铝的表现,并根据以往规律推测出2023年美联储加息尾声伦铝可能的走势规律,以期给予投资者一定的参考。

根据我们的复盘结果,总结了以下两点规律:

铜铝作为大宗商品、工业基础原材料,兼具金融属性和商品属性,但铜的金融属性更强于铝,尤其是在以宏观为主导的走势中,铜价和美元、原油的走势更具相关性。相对而言,铝的金融属性弱于铜,在宏观主导的背景下,上张下跌幅度没有铜明显。

第一,在美联储过去五轮加息周期中,伦铜在加息期内均呈现出上涨趋势,最低时涨幅24.65%,最高时涨幅则高达176.28%;伦铝则仅有四次呈现出上涨趋势,且历次涨幅均远逊于伦铜,最高时涨幅也仅50.06%。

第二,在美联储加息周期结束后的一年,伦铜和伦铝的走势均不具有明显规律性,主要原因在于加息结束后美国经济增速受到影响,经济体均呈现下滑趋势,而金属价格在加息结束后重新回归供需主导逻辑,所以呈现出各自不同的波动性。

### 供给侧

#### 企业复产节奏加快 电解铝产能创新高

进入丰水期之后,云南地区供电预期较为乐观,省内放开电解铝企业用电负荷。与此同时,自去年下半年以来,受益于电价成本、氧化铝、预焙

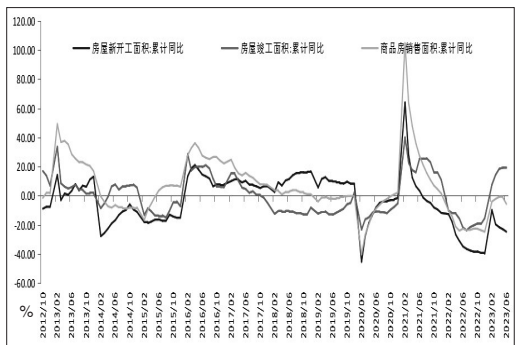
阳极等原料辅料价格下行带动,行业完全成本持续走低,尽管铝价窄幅波动,但二季度国内电解铝企业盈利空间仍明显走扩。截至目前,行业平均完全成本15500元/吨,平均盈利2800元/吨,同比增幅高达260%。

在高利润和水电充裕的支撑下,云南铝企复产节奏加快。根据上海有色调研,截至目前,云南省内多数电解铝企业已经基本完成复产,只有部分产能是新增转移产能待投产以及个别厂剩余待复产产能,涉及总复产规模达181万吨。此外,四川7月停产企业暂未复产,企业计划电解槽升级,预计短期难以复产。截至8月28日,国内电解铝运行产能已经增长至4267万吨,较7月初增长51万吨左右,处于历史高位,预计到8月底国内电解铝运行产能将在4270万吨附近,继续创历史新高。

### 需求侧

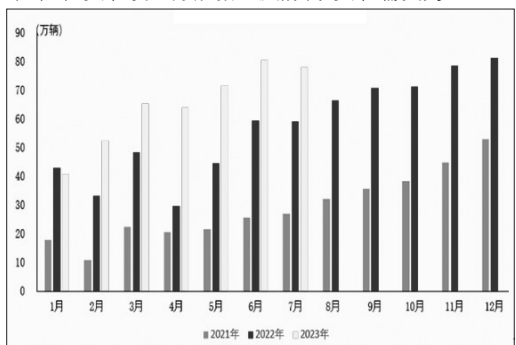
#### 建筑用铝消费提高 新能源仍提供增量

从终端消费结构来看,建筑、交通和电力占我国电解铝总需求的70%。其中,建筑占比高达31%,需求主要集中在地产端,然后是交通运输,占比23%左右,电子电力占比在17%左右。

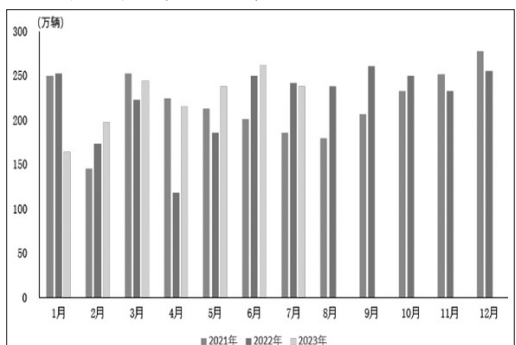


图为我国房屋新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积累计同比增速

从地产市场来看,数据显示,1—7月,我国商品房销售面积6.66亿平方米,同比下降6.5%;房屋新开工面积为5.7亿平方米,同比下降24.5%;房屋竣工面积为3.84亿平方米,同比上升20.5%。当前地产销售不佳,头部企业拿地谨慎,短期新开工规模难有改善。不过,铝主要用于地产后周期阶段,庞大的开发规模以及地方政府和开发企业积极的保交付动作推动竣工面积保持快速增长。考虑到下半年政策暖风频吹,建议静待政策端发力。



图为我国新能源汽车月度销量



图为我国汽车月度销量

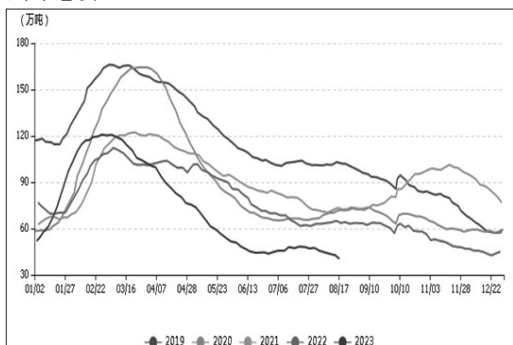
此外,今年7月,《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》审议通过。然而,与上轮“棚改”政策不同,本轮城中村改造侧重更新改造,且因涉及土地所有权问题,改造周期较长,最重要的一点,此次以房票安置为主,新增建房需求较少,而“棚改”是以货币化安置为主,极大提振了新增购房需求。我们认为,本轮城中村改造对地产需求的提振力度比较缓和,远不及“棚改”,但考虑到更新改造为主,依然能够拉动建筑用铝需求,提高地产端用铝增量。

新能源汽车方面,数据显示,1—7月,汽车产销分别完成1565万辆和1562.6万辆,同比分别增长7.4%和7.9%,累计产销增速较1—6月均回落1.9个百分点;新能源汽车产销分别完成459.1万辆和452.6万辆,同比分别增长40%和41.7%。7月,在去年同期高基数的影响下,叠加传统车市淡季,产销节奏有所放缓,整体市场表现相对平淡,环比同比均有所下滑,但新能源汽车和汽车出口仍延续良好发展态势。随着多款优质新品陆续推出和交付,以及“金九银十”将至,预计新能源车以及传统汽车产销同环比有望持续修复,在新能源车高渗透率的背景下,这对铝消费产生持续拉动。

### 库存端

#### 库存处于偏低水平 价格底部存在支持

截至8月17日,国内电解铝锭社会库存报49万吨,周度续降2.1万吨,较去年同期下降19万吨,位于近5年同期低位。LME库存报48.86万吨,自6月初达到58万吨阶段性高点之后也维持去库态势。



图为我国铝锭库存季节性走势

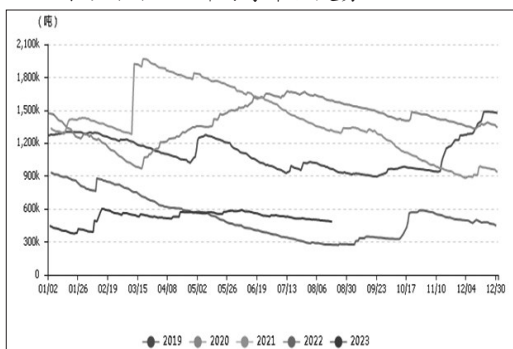


图 of LME 铝库存季节性走势

2022年11月,相关部门印发《有色金属行业碳达峰实施方案》。其中提出,到2025年铝水直接合金化比例要提高到90%以上。目前,全国平均铝水比例达到70%,铸锭比例不断下降,铝棒(铝合金)等中间品供应比例随之上升。因此,对铝产品显性库存需综合铝锭以及铝棒等。截至8月17日,国内铝棒库存7.40万吨,周度减少0.09万吨,位于近3年的同期低位。铝锭和铝棒库存均处于历史偏低水平,尽管西南地区基本完成复产,消费淡季下铝棒转产铝锭的负反馈也在发生,但库存并未明显回升,“金九银十”旺季即将来临,若库存持续处于低水平,则铝价有进一步冲高动能。

(作者单位:建信期货)



分析人士:

## 旺季支撑沪铝上行

■ 记者 郑泉

近期,铝现货价格创下4月以来的新高,得益于强劲的现货表现,沪铝期货走势也振荡上行。市场人士表示,随着“金九银十”传统旺季来临,沪铝价格将继续振荡上行格局。

光大期货有色研究总监展大鹏告诉期货日报记者,此前国内释放促进消费的信号带动宏观预期不断回温,在社会库存去化的支撑下,铝现货升水不断走高。同时,随着欧美PMI数据不及预期,美元指数反弹使得有色金属板块受到一定抑制。在多空因素博弈的背景下,铝价呈现振荡格局。

“目前宏观情绪中性偏弱。国外方面,前期欧美二季度经济表现好于预期,即便美联储偏鹰派的表态,但加息已接近尾声,美国就业状况强劲,经济衰退预期大幅减弱。国内方面,利好政策频出使得商品市场风险偏好出现回暖。”中泰期货有色分析师彭定桂表示,虽然近期欧美制造业活动下降,国内市场情绪有所减弱,但铝价整体上还是由基本面驱动。

从基本面的来看,供需边际双向改善预期有进一步落实。据东海期货分析师杜杨、贾利军介绍,受国内环保、矿山安检和几内亚持续至10月的雨季影响,当前国内铝土矿产量偏紧,价格高位振荡,进口铝土矿发运量季节性减少,铝土矿供应总体偏紧。叠加8月中下旬山东、西南区域约300万吨/年的氧化铝厂进行为期8—15天检修,氧化铝价格持续冲高,供需维持紧平衡。当前,在云南电解铝厂复产的带动下,全国电解铝产能开工率达95%,但由于9—10月云南降水量存在减少的可能,电解铝运行产能或逐步回落,产量或环比下降。不过,由于俄铝市场战略布局转向中国,加之进口窗口持续打开,铝锭进口量预计将长期维持在高位。

“进入‘金九银十’的传统旺季后,国内对地产销售、汽车和家具等产品消费的提振,将带动铝型材需求恢复,铝下游需求边际有望好转。”杜杨、贾利军表示,受海外圣诞节假期的需求拉动,铝制品出口量或存在环比改善。不过,考虑到欧美国家仍处于去库周期中,海外需求旺季带来的需求改善幅度预计有限。

展望后市,彭定桂认为,宏观情绪上,国外经济衰退逻辑暂时不是主导因素,重点仍需观察基本面和现货成交表现。9—10月,铝市消费预期平稳向好,企业复产接近尾声,库存预计变化不大,低库存结构性短缺问题仍然存在,无锡市场铝锭供应仍将偏少,现货升水大概率将持续,对铝价仍然有较强的支撑,预计铝价延续振荡偏强局面。不过,高升水和高价格呈负相关,铝价上涨过快,将引发贸易商积极变现,打压升水回落。同时,下游补货需求也与铝价呈负相关,市场信心不足,过高的价格也可能引发短暂的需求坍塌,进而引发价格快速调整。

杜杨、贾利军提示,单边价格方面,进入9月后,沪铝价格预计以振荡上行为主,运行区间为18400—19200元/吨。月差方面,旺季带动铝锭社会库存去化和现货升水抬升,Back结构扩大的概率较大,可开立正向套利。

在展大鹏看来,今年铝价单边趋势性不强、波动性减弱,整体以区间盘整为主。供需双向回暖,且内强外弱的宏观环境主导重心向内转移。国内供给端稳增长释放相对明确,需求增量仍待验证,社库整体累积不及预期。虽然低库存、强预期叠加成本端氧化铝反弹节奏均给予铝价一定上行支撑,但整体供需格局难有过高期待,随着前期利好因素消化,边际过剩压力将逐步显现,铝价的偏强节奏转为阶段性弱势振荡。“后市要重点关注库存消化后市场的表现,尤其看需求强预期能否兑现。下游加工订单关注‘金九银十’周期下的复苏力量,终端改善关注国家对地产政策的推动,同时警惕国外宏观情绪阶段性影响,以及供给增量落地对后续价格的施压。