

2006-12-25  
王 峰

# 经济走势前高后低 期铝价格先扬后抑

——2006年铝市场回顾与2007年展望

王峰 北京中期上海营业部分析师

## 1、价格走势回顾

2006年，LME期铝的走势基本上可以分四个阶段：

第一阶段，1月份至5月11日止，期铝大致呈现单边上扬的走势。1月至2月初期间，受全球经济走势向好以及中国电解铝企业联合减产等因素影响，期铝一路上涨。2月初，美联储持续加息的措施给国际商品市场带来恐慌性抛盘，期铝大幅下挫。2月下旬至5月11日，期价止跌企稳后，在基金买盘和原铝消费旺盛的带动下重拾升势，并在5月11日创下历史最高纪录。

第二阶段，5月中旬至6月13日止，期铝呈现震荡下滑走势。这一阶段主要受到各国相继进入加息周期和美国经济增速放缓的影响，基金抛空商品市场转而追求低风险硬通货的美元。除此之外，国际市场氧化铝现货价格加快了下降的速度，生产成本的下降打开了铝价下跌的空间。

第三阶段，6月中旬至10月24日，期价呈现高位震荡走势。西方传统国家经济发展不平衡加剧，美国经济走势放缓迹象明显使得期价承压，西方原铝消费市场持续旺盛则支撑期价底部，期价进行了长达4个多月的区间盘整。

第四阶段，从10月25日开始，在欧洲地区原铝消费持续旺盛、库存持续下降以及基金温和逼仓的影响下，期价逐渐走出前期整理区间，多次试图发力上攻。但是由于宏观经济前景看淡，期铜等商品大幅下挫的背景下，落入新的波动区间。



资料来源：LME,北京中期

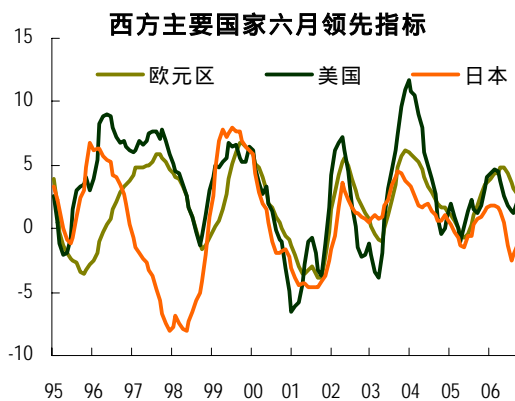
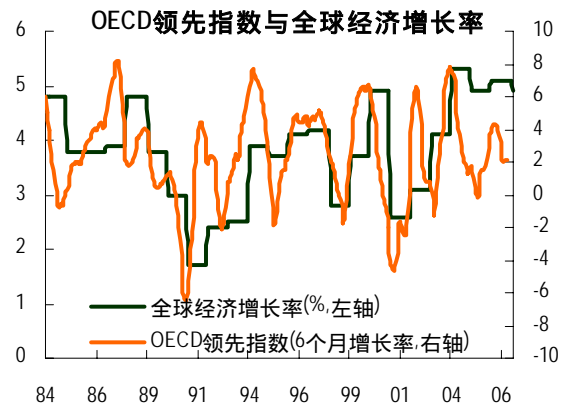
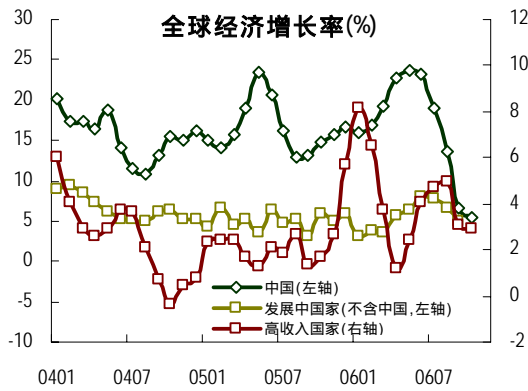
## 2、宏观经济分析

### 全球经济：经济周期再度轮回，未来走势趋于放缓

经过了近几年的强劲复苏后，2006 年全球经济依旧保持良好的增长势头。根据世界银行的预测，2006 年全球经济增长可以达到 3.9%，高于 2005 年的 3.5%。其中，发展中国家保持了快速的经济增长，平均增长率达到 7.0%，远高于发达国家的 3.1%。此外，2006 年全球经济增长在上半年的表现更为突出，前 6 个月全球工业生产增速达到 6.7%，高于 2005 年同期的 4.3%。2006 年下半年，全球经济增长出现了放缓迹象，尤其体现在传统发达国家。2006 年美国经济呈现出高开低走的态势，前 3 个季度的经济增长率分别为 5.6%、2.6%和 2%。在美联储连续十七次加息后，美国住宅投资支出大幅下滑、房地产市场持续降温，拖累整体经济的增长。欧元区经济在 2006 年的表现较为亮丽，前 3 个季度欧元区经济增长率达到 3.1%、3.8%和 2.1%，德、法等大国经济的强劲增长成为拉动区内经济的主要动力。2006 年日本经济增速相对平稳，但是经济增长的动力实现了转变，国内需求替代了出口和政府投资成为了经济增长的主要力量。作为全球经济中最有活力的部分，2006 年中国和其他主要发展中国家的经济仍然保持了较好的增长势头。

2006 年 OECD 领先指标在预测经济走势的表现不俗，在率先揭示美国经济未来走弱的同时，还反映出各国经济周期的差异。2006 年，美国和日本的 6 个月变化率自 2 月份以来持续下降，在 9 月份出现首度回升，而欧元区的此项指标自 5 月份开始下滑，目前仍无触底迹象，运行周期落后于美国。真是的经济事实告诉我们，美国房产和汽车市场自 2006 年 8 月份以来出现了大幅下滑，经济增长进一步放缓。当前欧元区仍旧沉浸在经济复苏之中，但是美国经济增长放缓的负面影响已经威胁到欧元区经济的未来，在美国消费需求走弱与美元加速贬值对国际经济贸易格局的冲击下，欧元区未来的经济走势值得忧虑。我们认为，在经历了几年的经济繁荣时期，世界经济很可能已经步入新一轮调整周期。预计在 2007 年的上半年，日本和欧洲地区的经济也将相继呈现出放缓迹象。在此期间美国有望赢得喘息的机会，但能否在此之前止住下滑值得关注。因为那个时候，美国经济未来的走势是步入衰退还是重振旗鼓早见分晓了。中国、印度和其他发展中国家的经济增长前景依然可观，但是增长速度也会相应放缓。

通过比较近年来的全球经济增长与 CRB 指数的关系很容易发现，国际商品价格走势与全球经济增长率有着很强的正向关系。细细想来，始自 2001 年的商品大牛市正是基于同期全球经济稳步走强的大背景，尤其是以中国、印度等发展中国家经济快速发展加快了对金属与能源等商品的需求增长，而同期国际商品市场的供应却存在相应的瓶颈问题，商品价格在资本流动性和基金买盘等推动下展开了波澜壮阔的大牛市。我们认为，决定商品价格的最根本因素是基于宏观经济背景下的供求关系，货币流动性问题、基金持仓行为会在一定程度将商品市场的波动放大，但是不会改变市场走势的周期与方向。作为各国政府经济冷热现象的调节工具，货币流动性不该发挥“矫枉过正”的功能；而基金能够成为商品市场的明星，在很大程度上归功于他们对宏观经济走势与商品供求关系等基本面的深入研究与准确把握。作为商品市场的普通投资者，关注资本流动性与基金动向可以更好地了解市场，但是不能本末倒置地放弃对供求关系的认识。基金不是庄家，但是对基金行为的过分夸大体现的却是散户心态。



资料来源：世界银行,OECD,路透

### 聚焦美国：经济放缓+美元贬值，国际商品市场承压

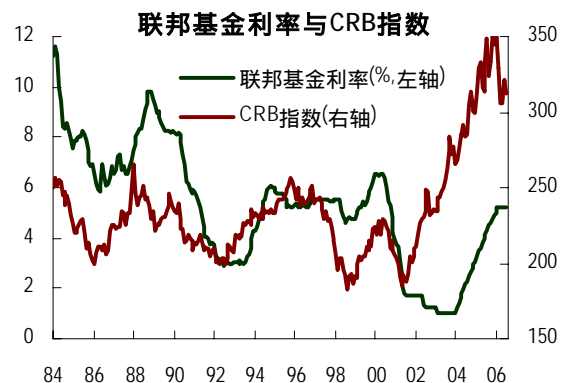
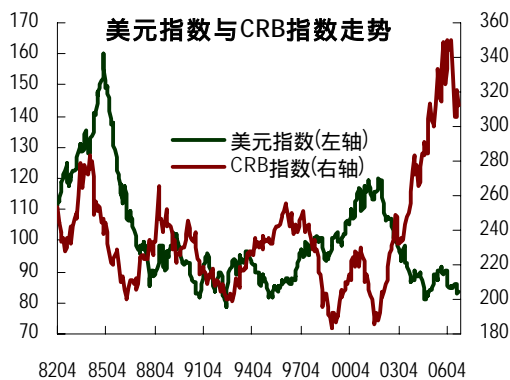
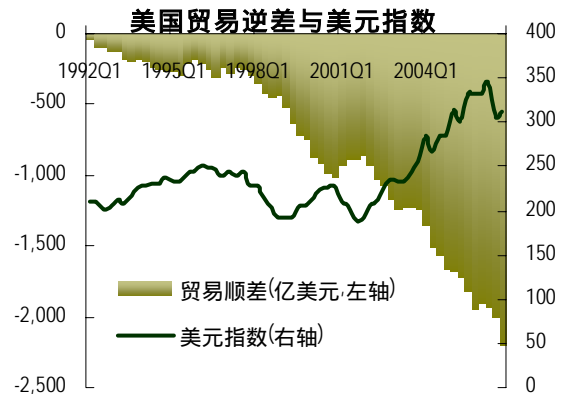
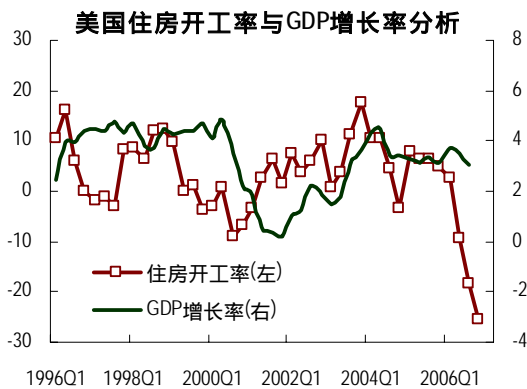
美联社在2006年12月20日选出了全年美国十大经济新闻。其中，美国住房市场急剧降温名列榜首，美联储停止加息位列第7。如果我们能够洞察上述两条信息的来龙去脉，也就可以对2006年的美国经济走势有了大致的了解。

自2001年9.11事件以来，美国经济在超低利率和大幅度减税等政策的刺激下走上强劲的复苏之路。与此同时，伴随着个人消费开支快速上升，通货膨胀开始抬头。随后，美联储毫不犹豫地着手通货膨胀的调控，先后17次提高联邦基金利率，使其由2004年6月30日以前的1%提高到2006年6月30日的5.25%。美联储持续加息行为直接影响了商业银行的短期贷款利率，直接抑制了消费与投资，进而影响了整体经济增长。终于在2006年8月初，美联储停止加息。但是，不断上升的美元利率使得美国住房市场的大幅降温成为必然。更为甚者，住房市场的降温已经逐渐向制造业和其它相关产业部门传导。在这种背景下，2006年美国经济增长高开低走就是自然了。

长期以来，美国个人消费开支约占美国GDP的2/3，是美国经济增长主要发动机。美国经济增长模式使得世界各国的商品进入美国市场，而美元作为支付手段被各国持有，然后美元作为投资资本通过购买美元资产回到美国，美国国际收支达到平衡。资本流入使美元能够保持相对强势，又会带来更大的贸易逆差，促使商品再流入美国，依次循环，构建了美国经济与其他国家经济的动态均衡模式。但是，近年来，由于美国贸易赤字持续扩张，美元偿还能力越来越受到国际市场的怀疑，美元存在被市场逐步减持的危险。在美联储连续加息时期，美元在美国巨额双赤字下能够避免大幅贬值。随着美元加息周期的结束，美元也毫不犹豫地重返贬值之路。

如此以来，在分析美国经济走势对国际商品市场影响的时候，我们不得不关注两个

问题，其一是美国经济增速放缓，其二是美元贬值。美国经济增速放缓使得国际商品价格承受压力，而美元贬值则在短期内使得以美元标价的国际商品价格走强。那么，如何看待这两者对国际商品市场的综合影响呢？当前，美国经济走缓已成不争的事实，而未来美元的具体走向存有很大变数。我们认为，如果未来美元没有出现大幅贬值，则商品价格走势基本上会追随全球经济趋势而走软。如果美元出现大幅贬值，则美元贬值促使商品价格走高的作用有可能超过经济走弱对商品价格的抑制影响。但是这并不使问题的全部，如果未来全球经济放缓的同时通货膨胀得不到缓解，届时各国经济硬着陆的可能性将大大增加，这种后果是长期以抑制通货膨胀作为首要目标的美联储不能容忍的。届时，美联储再度加息的行为仍有可能，美国经济增长的前景将更为不利。



资料来源：路透, Freelunch

### 中国经济：宏观调控成效持续显现，经济增长势头稳中趋缓

在“十一五”的开局之年，2006年我国的宏观经济运行总体呈现出先扬后抑的走势，整体上仍处于高速运行的轨道。2006年第1、2季度GDP增长加速，增速达到11.3%。随着一系列调控政策的实施，经济增长势头在第3季度开始放缓，增速回落至10.4%。2006年全年增速预计达到10.5%，有望创出1996年以来的年度GDP增速新高。

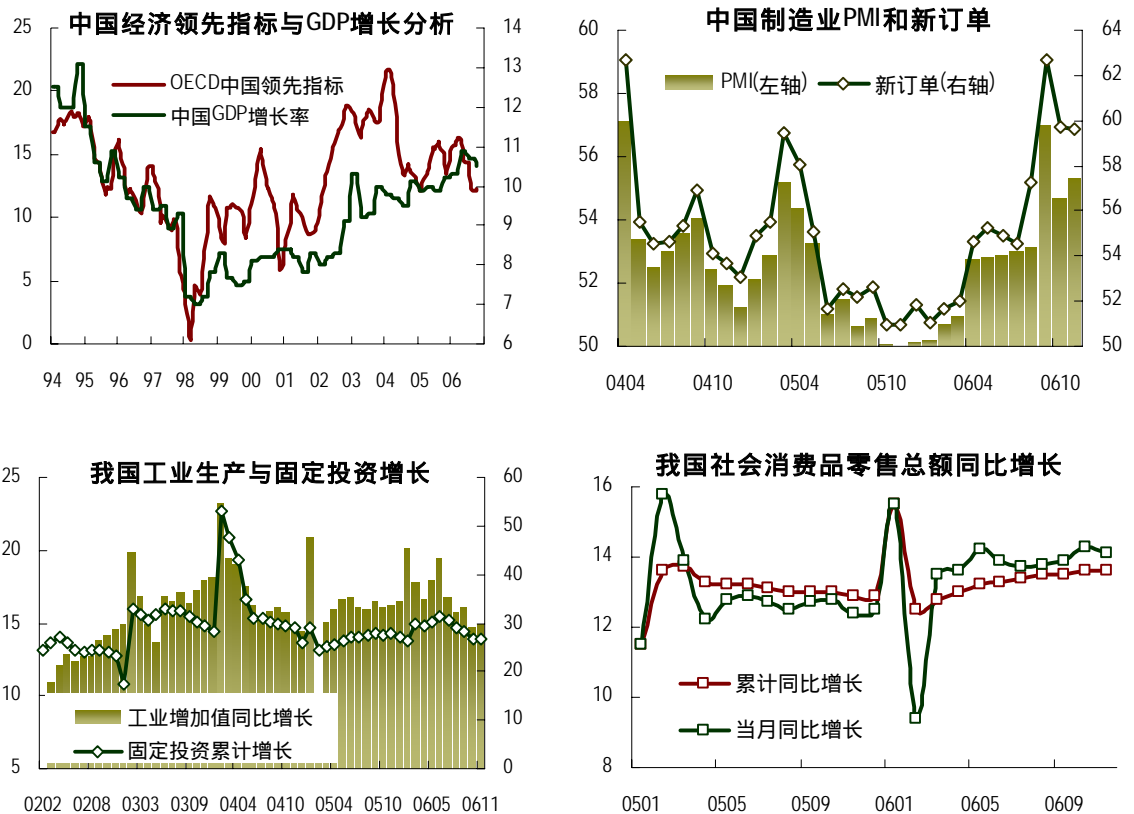
2006年固定资产投资快速增长，上半年同比增速达到30%左右，经济出现过热现象。随着政府宏观调控的深化，下半年固定投资出现持续的回落。最新的数据显示，2006年1-11月，城镇固定资产投资79312亿元，同比增长26.6%，比10月底回落0.2个百分点。当前，投资仍旧是我国经济增长的主要动力。2006年前3个季度，投资对GDP的贡献率达到49.9%。2006年，我国的消费增长稳步加快。最新的进度数据显示，我国前11个月实现社会消费品零售总额68911亿元，同比增长13.6%。2006年前3季度，消费对GDP的贡献率达到35.7%，与去年同期相比上升9.5个百分点。

经济先行指标方面，11月份中国制造业采购经理指数(PMI)数值为55.3%，比10月份



上升0.6个百分点。我国PMI指数自2005年1月起，已经连续23个月高于50%。作为判断未来经济形势的一个重要依据，11月份的PMI指数预示着我国未来经济增长仍将保持较高水平，出现深度回落的可能性较小。

展望 2007，我国经济预计将有小幅回落。从三大需求增长的情况看，未来我国投资增速将适度减慢，外贸增长面临的不确定性因素在逐步增大，而消费需求有望稳步增长。总体而言，消费上升的增长势头难以冲销投资和出口回落的影响，宏观经济增长放缓趋势将不会改变。近期国内权威机构发布的 2007 年经济增长率预测大多落入 9-9.5%区间，显示了人们对未来经济增长温和放缓的预期。



资料来源：国家统计局,路透,OECD

### 3、国际铝市运行分析

#### 消费与订单：欧洲复苏强劲，美国下降明显，日本乏善可陈

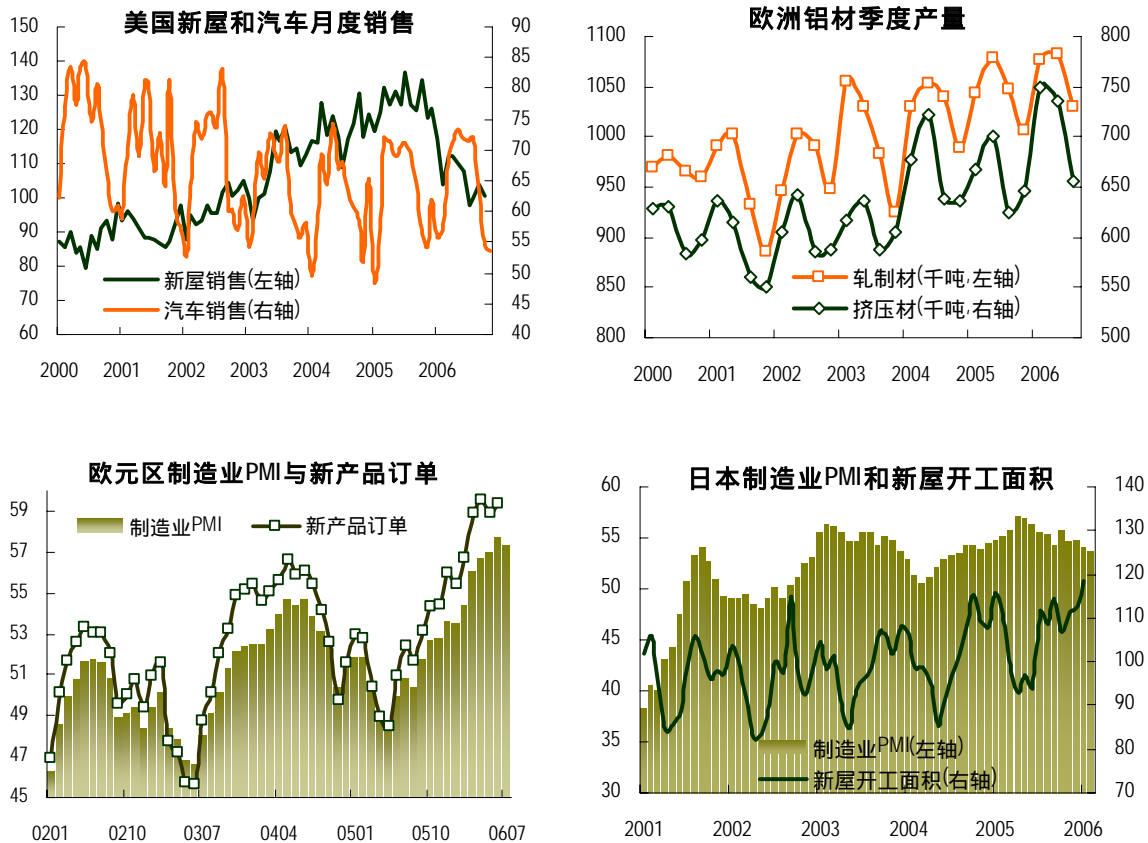
2006年，美国原铝消费市场呈现出高开低走的态势。根据美国铝业协会的统计，2006年5月份以前，北美地区铝产品订单数保持着24.6%的增长。随后，美国房产的快速降温削弱了原铝的消费。10月份美国新屋开工数同比下降了27.4%，连续第5个月大幅下滑。受此影响，北美铝产品订单数急剧下降，11月订单数(不包括罐料)同比下降10.7%。铝产品订单指数从4月份的140持续下降到11月份的104.1，为2003年12月以来的最低水平。其中，主要用于建筑领域的挤压产品市场降幅最大，挤压产品订单在11月份同比下降14.3%，连续3个月大幅下降。

2006年欧洲需求保持旺盛的增长势头。2006年前3个季度，欧洲地区铝材累计生产558.8万吨，同比增长3.33%。其中，挤压铝材累计生产214.2万吨，同比增长7.5%；轧制铝材累计生产318.8万吨，同比增长0.54%。订单方面，2006年欧洲地区挤压铝材和轧制铝材的订单稳步上扬，前3个季度分别上升9.3%和6.7%。欧洲铝业协会预测2006年西欧地区挤压铝材和轧制铝材的产量将同比上升4.1%和3.3%。

2006年，由于房产市场的复苏以及较好的汽车生产态势，日本一些行业的原铝需

求正在稳定增长。但由于日本 2006 年夏季气温比往常低，灌装饮料的消费受到影响，罐装市场对原铝的需求走弱。但是整体而言，目前原铝的实际需求保持健康态势，未来原铝消费有望继续增长。

近期，传统西方国家的原铝消费市场出现了不同的走势，美国进一步弱化，日本出现疲态，而欧洲则依旧呈现繁荣。原铝消费市场的不同走势体现了各国宏观经济走势的差异，密切关注各项原铝消费指标可以更好地理解宏观经济背景下的供求状况。



资料来源：路透,EEA,北京中期

### 升水与库存：地区升水涨中趋于分化，未来库存降中有望回升

2006 年，西方主要国家的原铝需求旺盛，现货升水高涨。下半年以来，各国经济走势步伐不一，不同地区的现货升水走势出现了明显的差异。

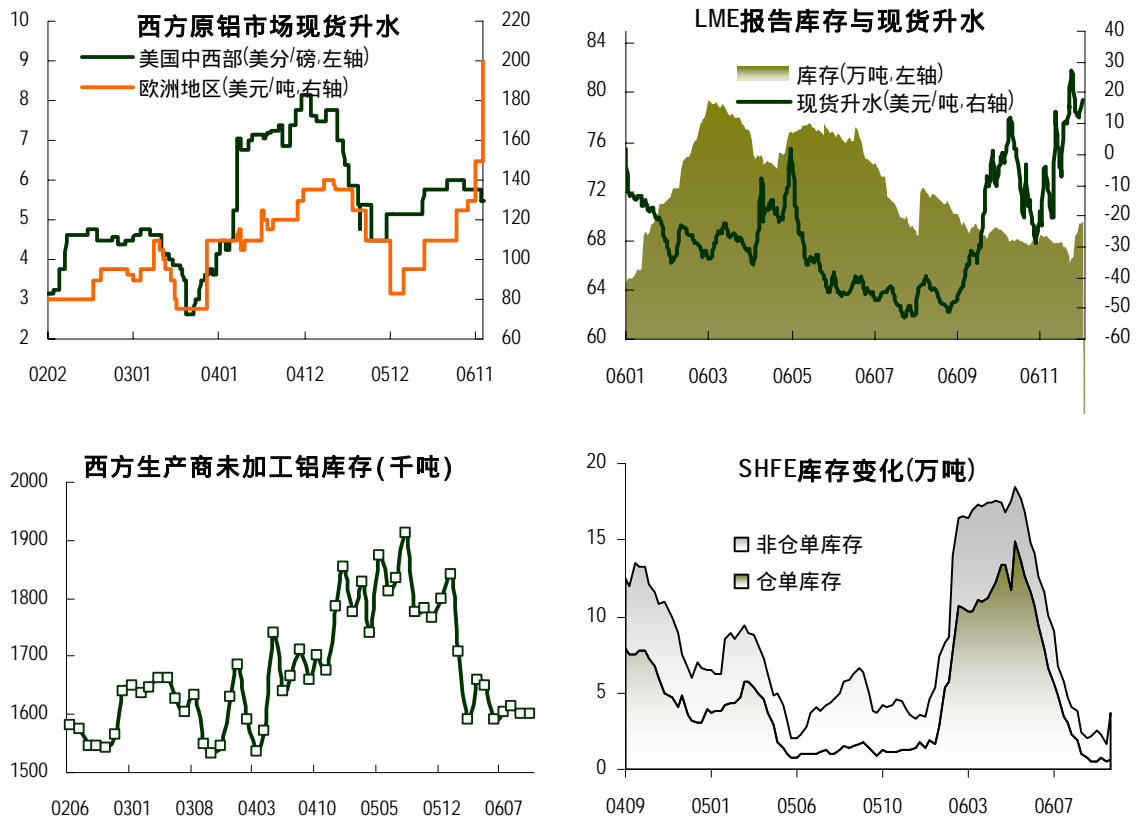
美国中西部地区的现货升水先扬后抑，地区升水由 2006 年 1 月份的 4.0 美分/磅一路上涨，10 月份已达 6.0 美分/磅。但是伴随着房产市场的急剧降温和消费商的清库行为，原铝需求大幅下滑，现货升水也逐步走低，11 月底已降到 4.5 美分/磅的水平。与此同时，市场交投相对清淡，买卖双方报价相差甚远，未来有进一步下滑的可能。2006 年，在经济复苏的背景下，欧洲地区的原铝升水保持强劲的上漲势头。2006 年 1 月份升水报价多在 95 美元/吨，随后稳步上扬。截至 11 月底，地区升水已经涨至 185-200 美元/吨区间。当前欧洲地区库存并未呈现回升迹象，现货市场依旧向好。2006 年初，日本地区的现货升水自去年底的 56 美元/吨下滑到 50 美元/吨左右。随后，原铝消费在经济复苏的带动下逐渐强劲，地区升水开始节节升高。日本第 2、3、4 季度铝锭升水依次落在 60-62 美元/吨、73-74 美元/吨和 82-84 美元/吨。当前，日本地区的原铝需求趋于疲软，2007 年第 1 季度地区升水有望下降到 75 美元/吨左右。

原铝库存方面，2006 年 LME 库存先升后降，现货升水的变化则先抑后扬，但是两者的走势并非完全一致。2006 年初，现货需求非常旺盛，但是伴随着大量注销仓单的撤销

和生产商清库行为，LME库存持续回升，一路由1月初的65万吨上升到3月中旬的80万吨。同期，现货升水由年初的升水结构逐步缩小到现货贴水25-30美元/吨。根据国际铝业协会(IAI)的统计，西方生产商未加工铝的库存由1月底的184万吨降到3月底的159万吨，验证了生产商清库的猜测，也为原铝消费旺盛提供了直接的佐证。

LME库存的回升，并不代表生产商有着低位补库的机会。当生产商停止清库行为的时候，LME库存持续下降就成为了必然。2006年下半年，LME库存开始呈现出稳步下降的态势，在2006年12月中旬库存降至68万吨。同期，现货升水延续了下降的趋势，在8月中旬一度降到贴水50美元/吨的水平。但是，随着生产商中止清库和LME库存的持续回落，现货升水逐渐回升，在12月中旬回到升水15-20美元/吨。根据IAI的统计，自2006年3月份以来，西方原铝生产商的未锻轧铝库存走势平平，稳定在160万吨的水平。这说明，在极低的库存保障下，生产商更多地从市场获取原铝，从而进一步抬高现货升水。综合来看，当前的国际市场原铝库存依旧处于较低的水平，库存下降的趋势并没有逆转，不过这种趋势呈现出放缓的迹象，未来生产商的补库行为将会十分缓慢。

实际上，西方不同地区贸易升水的变化更多的是各国宏观经济走势的微观反映，未来我们将关注的是贸易升水的未来趋势，关注美国的疲弱与欧洲的强劲的延续性。从目前来看，在全球经济走势放缓的背景下，西方地区贸易升水有望在未来整体回落。



资料来源：路透,LME,SHFE,IAI

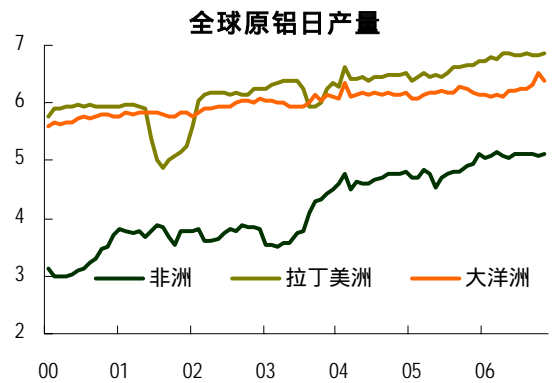
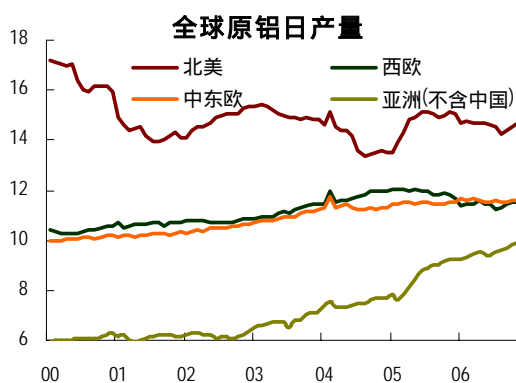
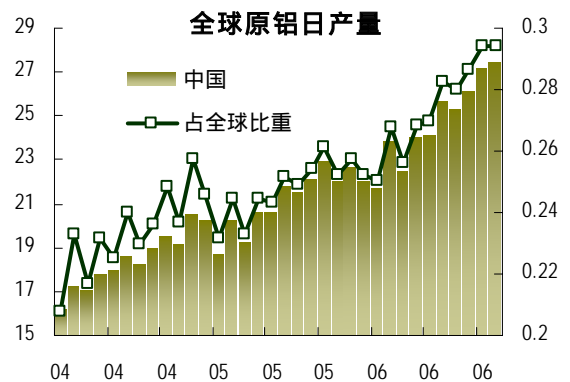
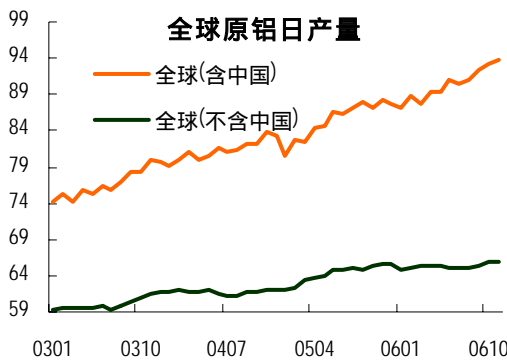
### 原铝供应：生产环境逐步改善，亚非拉带动新一轮回升

根据国际铝业协会 IAI 统计的数据，2006 年全球原铝产量(不包含中国)增长较为稳定，未来有着加速增长的空间。具体而言，上半年由于能源和氧化铝价格的居高不下，原铝生产环境较为严峻，西欧和北美的原铝产量呈现出下滑趋势。以西欧为例，该地区 2006 年 1-6 月的原铝累计产量 207.4 万吨，同比下降 4.7%。同期，亚洲、拉丁美洲和澳大利亚原铝生产并未受到能源的影响，产量增长较快，从而使得全球原铝累计产量(不含中国)在 2006 年上半年达到 1180.1 万吨，同比增长 2.9%。随着下半年能源与氧化铝价

格的大幅下挫,原铝生产利润得到极大的恢复,包括西欧和北美在内的原铝企业纷纷计划重启或者扩建产能。截至 2006 年 9 月份,全球原铝日产量扭转了自 2006 年 4 月份以来的下跌趋势,开始止跌回升。根据 IAI 的最新统计,2006 年 11 月份,全球原铝产量达到 203.9 万吨,折合日产量达到创记录的 6.58 万吨,未来增长势头有望加速。此间,中国的产量稳中有升。根据 10 月份的统计数据,包含中国的全球原铝产量 288.9 万吨,同比增长 5.87%,中国原铝日产量占全球总量的比重持续上升,达到 29.42%。

近年来,全球原铝生产格局发生着深刻的变化,作为传统的原铝生产地区,北美和西欧不时面临着电力供应问题,威胁到原铝的稳定生产。作为典型的能源密集型产业,原铝生产向世界上能源充足的地方转移成为必然的趋势。相当长的一段时间内,中国原铝产能的扩张很大程度上弥补了西方发达国家减产的影响。着眼未来,中国经济的发展模式决定了其作为国际市场原铝重要出口国的角色将逐渐削弱,而中东、俄罗斯和澳大利亚等能源成本更低的地区也就成为新的产能增长地区。

几个月前,针对原铝产能恢复的现象,对商品价格走势乐观的人们常常套用一句流行语:“面对日益下降的库存,尽管产能正在加速增长,甚至还听到了“得得”的马蹄声,但是一切都太晚。”2006 年中期以来,国际原铝生产企业正在经历着成本下降而收入增长的景气周期,随之而来的是全球各地产能重启与扩建的呼声。如今看来,产能增加的马蹄声更加清晰了。



资料来源:IAI,北京中期

**供求均衡:2006 年温和短缺尚在,2007 年轻微过剩可期**

综观 2006 年全球原铝市场,供应与需求大体上保持均衡。尽管少数的发展中国家出现了两位数的需求增长,但是原铝需求并没有出现致使全球范围内严重供应短缺的急



剧增长。当然，维持高位的铝价和可观的生产利润告诉我们，2006 年全球原铝市场存在着一定程度上的短缺。

考察国际权威研究机构的最新报告，他们对未来商品价格的走势存有分歧，但是对未来原铝供求关系发生转变的判断上有着共识，他们对 2006 年原铝供应短缺和 2007 年供应过剩的认识上是一致的。我们认同 Brook Hunt 的预测，2006 年全球原铝消费增长 7.1%，高于 6.1% 的供应增长率，全年供应短缺 35-40 万吨。

展望 2007 年，年初的原铝供应增长难以有着较大的想象空间，因为西方原铝供应集中增加大多集中在 2007 年 3 月份以后。而且，2007 年原铝供应的过剩也将是轻微的，即使存在 20-30 万吨的过剩对全球消费总量的影响也是微不足道的。我们更乐意将这种过剩的推测更多的意义是表明对未来供求格局转变的判断。

但是不管怎么说，在全球经济走势放缓的迹象日趋明朗的情况下，在判断未来全球原铝供求关系的问题上，“供应”逐渐取代了“需求”成为了市场关注的焦点，而这种注意力的转移自身在某种程度上就说明了市场大势的转移。

表：权威机构对全球原铝供求关系的判断

<i>Brook Hunt</i>	2005	2006F	y/y %	2007F	y/y %	2008F	y/y %
生产量(千吨)	31,929	33,877	6.1	36,564	7.9	38,603	5.6
消费量(千吨)	31,974	34,244	7.1	36,531	6.7	38,317	4.9
供求均衡(千吨)	-45	-367	/	33	/	286	/
<i>Barclays Capital</i>	2005	2006F	y/y %	2007F	y/y %	2008F	y/y %
生产量(千吨)	31,966	33,674	5.3	35,930	6.7	37,725	5.0
消费量(千吨)	31,947	33,810	5.8	35,684	5.5	37,423	4.9
供求均衡(千吨)	19	-136	/	246	/	302	/
<i>Goldman Sachs</i>	2005	2006F	y/y %	2007F	y/y %	2008F	y/y %
生产量(千吨)	32,070	33,630	4.9	35,690	6.1	38,910	9.0
消费量(千吨)	32,122	33,739	5.0	35,520	5.3	38,560	8.6
供求均衡(千吨)	-52	-109	/	170	/	350	/

资料来源：Brook Hunt, Barclays Capital, Goldman Sachs

#### 4、中国铝市运行分析

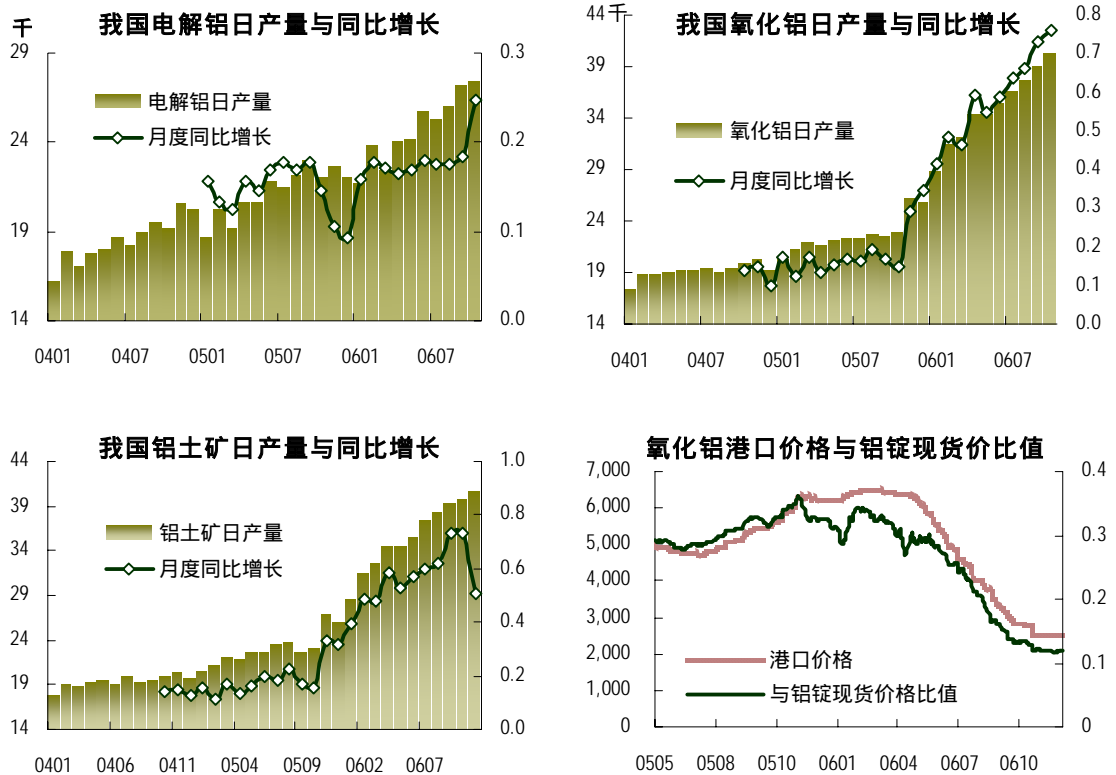
##### 供应:电解铝稳步增长收益可观，氧化铝急剧扩张量增价跌

2006年，我国电解铝产量呈现出稳定增长的势头，全年电解铝产量约为930万吨，同比增长20%左右。具体而言，我国部分电解铝厂在2005年底联合减产，使得2006年初的电解铝产量有所下滑。随着一些新增产能的陆续投产，使得减产行为更多地表现在供应增长的放缓。2006年3月份以后，我国电解铝的日产量增速回升到16%-18%的月度同比增长水平。随着国家宏观调控的不断深入，未来我国电解铝的新建产能越来越少，产量的增长更多的来自技术改造和闲置产能的重启。目前来看，我国电解铝闲置产能存量较多，大多在注入启动资金后很快就可以产生持续的经济效益，短期内产能的重启步伐有望加快。从数据上看，自8月份以来，我国电解铝产量呈现出加速上升的态势，10月份的日产量达到2.74万吨，折合年产超过1000万吨。

实际上，2006年中国铝行业的最大亮点并不在电解铝，氧化铝产能释放及其价格大幅下跌才是真正的行业明星。随着非中铝企业产能的不断释放，2006年我国氧化铝产量增势迅猛。自2005年11月以来，氧化铝产量的月度增速超过30%，远高于之前15%的平均水平。2006年我国氧化铝产量约为1300万吨，同比增长57%。2006年，我国铝土矿的生产同样呈现加速增长的态势，增速的拐点也与氧化铝的增长保持一致。自2005年11月以来，铝土矿产量的月度增速超过30%。伴随着氧化铝产能急剧释放的是价格的快速下滑，

港口完税价格由2006年4月初的6500元/吨一路下滑到如今的2500元/吨附近，失去行业垄断地位的中铝公司先后4次调低现货价格，由2006年8月初的5650元/吨下调至2400元/吨。国内非中铝企业更是充当了氧化铝降价的急先锋，他们低于主流供应商200元/吨左右的定价策略加速了价格下跌的速度。

我国铝行业发生的深刻变化反映出了市场力量。为了追逐高额的利润，非中铝企业打破了长期垄断的国内氧化铝市场，行业利润也被大大削平。为了抵制日益高涨的成本压力，部分电解铝企业联合减产，进而加速了行业利润恢复时期的到来。



资料来源：有色协会，路透，北京中期

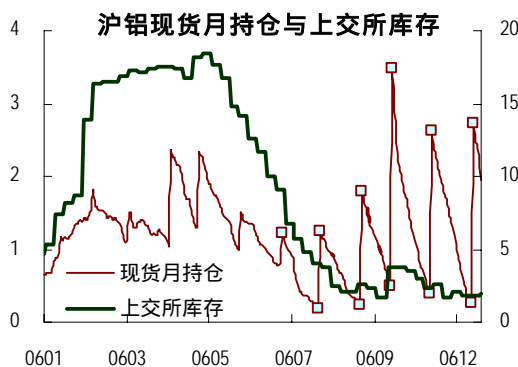
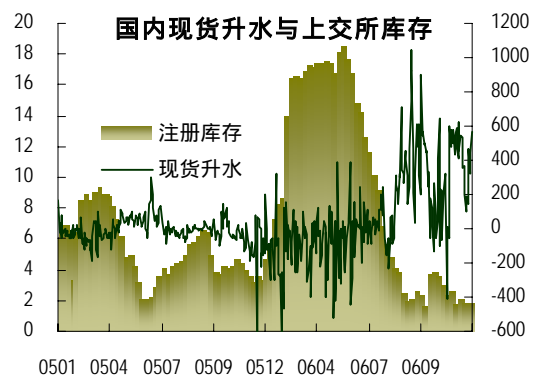
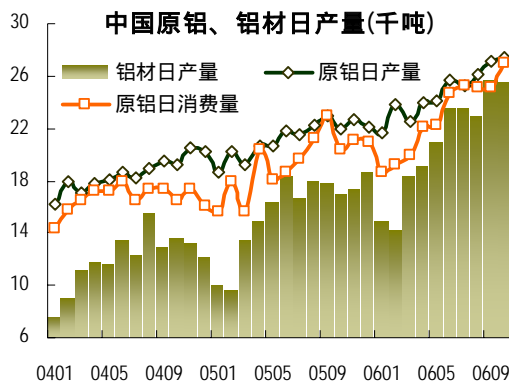
### 消费：铝材产量快速增长，低库存与现货升水持续存在

2006年，我国原铝消费保持了旺盛的增长势头，有色金属协会公布的10月份铝材产量达到79.24万吨，同比增长50.87%；2006年1-10月累计生产铝材645.29万吨，同比增长36.91%。当前拉动我国铝材产量快速增长的主要来自两个方面，其一是我国经济增长处于高速运行当中，原铝消费增长呈现加速上升的势头。其二是我国出口税收政策促使铝产品出口结构由原铝向铝材转变，铝材成为了铝产品出口的主要构成。在经济全球化背景下，我国铝行业正在承接国际产业转移的同时也实现着自身角色的转变，在经历了电解铝与氧化铝产能的扩张过程后，铝材产能的快速扩张成为了新的趋势和现实，从而促进我国原铝消费的持续快速增长。

2006年，原铝消费快速增长体现在市场价格方面，就是库存下降和现货升水高涨。从5月份下旬以来，国内原铝供应就呈现出阶段性的紧张，交易所库存由最高的18万吨开始逐步下降，现货升水结构也悄然形成。当时市场关注的焦点以利空因素为主线，期铝跟随着铜锌等品种震荡下跌。但是国内原铝消费旺盛的局面没有改变，铝库存不依不饶地一路走低，终于在8月中旬下降到2万吨的水平，现货紧张上升到了一个新的高度。此后，现货升水不断扩大，进而引领了后期国内期铝合约的走强。伴随着低库存的是沪铝合约持仓的稳定增长，尤其是现货月合约持仓兴趣下降缓慢。在交易所库存一降再降的背景下，逼仓行情也就成为市场的一个焦点。自8月份以来，每次合约换月后的

现货月持仓量折合实物数量往往高出交易所库存许多。随着交割日期的临近,库存并没有出现大幅增加,于是空头平仓成为了结头寸的主要途径。现货月持仓量往往在交割的最后时期才落入库存的保障范围。随着交割后部分库存被市场消化,市场再次回到之前的高持仓量低库存共存的局面,市场行情也就再次轮回。可以说,低库存与高现货升水成为了 2006 年期铝市场的最大亮点。

近年来,伴随着中国经济持续高速增长,中国对金属与能源等商品资源的需求增长加速。IMF 的统计显示,中国消耗了 2002-2005 年期间全球原铝消费增量的 48%,这一比重超过了中国对于全球经济增长的贡献率(29%,按照 p.p.p 调整)。由于中国正处于工业化建设时期,原铝消费增长的势头在很长时间内不会改变。在本轮商品牛市中,“中国因素”成为了多头买进的重要理由。那么“中国因素”能否支撑未来国际商品价格的持续走强呢?我们认为,在经济全球化的背景下,中国承接了国际范围内制造业的产业转移,在国际分工中扮演着世界加工厂的角色。中国在全球提供大量的制造业产品,也当然地为世界消耗着资源。2004 年中国 GDP 占全球 GDP 的比重为 3.5%,却生产了世界 7%的制造业产品。近年来中国经济取得快速的增长,贸易顺差发挥着重要的作用。在对商品资源的最终消费影响方面,当前“中国因素”的影响远远低于“美国因素”(如果有“美国因素”的话)。2007 年,在传统发达国家经济放缓的背景下,中国的经济增长也将受到相应的影响,而原铝消费增长的变化则是其中的一个行业的具体表现。



资料来源:国家统计局,SHFE,LME

**进出口：产品结构转变趋势明显，政策因素成为市场变数**

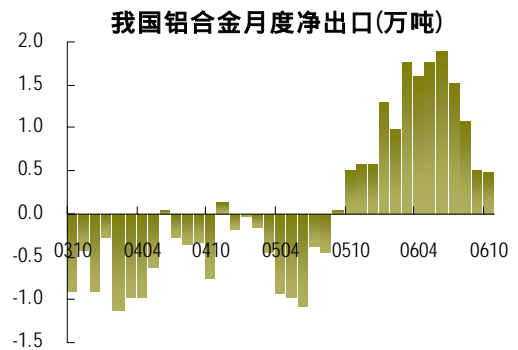
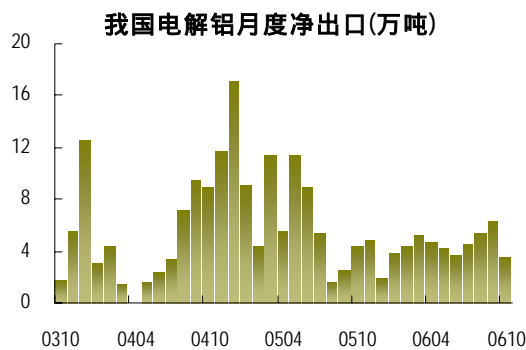
2006年，进出口贸易在调节国内外市场均衡方面发挥了显著作用，铝产品进口向上游集中、出口向下游转变的趋势进一步的加强。进口方面，伴随着氧化铝产能的急剧扩张，铝土矿进口增长迅猛。2006年10月份进口铝土矿141.07万吨，与9月份相比增加33.48万吨，1-10月累计同比增长4.12倍！同时，氧化铝进口增势放缓，1-10月累计进口氧化铝571.5万吨，同比下降0.66%。废铝进口受到前期政府的关税政策而增长缓慢，1-10月累计进口141.7吨，仅同比增长2.91%。出口方面，电解铝出口呈现下降趋势，1-10月份累计出口72.2万吨，同比下降27.31%。铝合金和铝材的出口大幅增长，1-10月两项累计同比增长分别为1.43倍和72.7%。净出口方面，铝产品的主体实现了由电解铝向铝合金和铝材的转变。以2006年10月为例，当月电解铝与铝材的净出口量在我国铝产品净出口总量的比重分别为20%与45%，呈现了此长彼消的变化。

表 2006年中国铝产品进出口统计(吨)

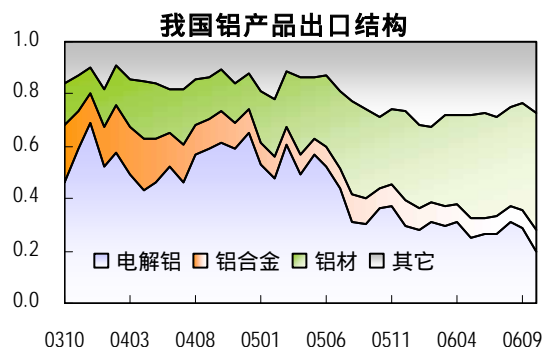
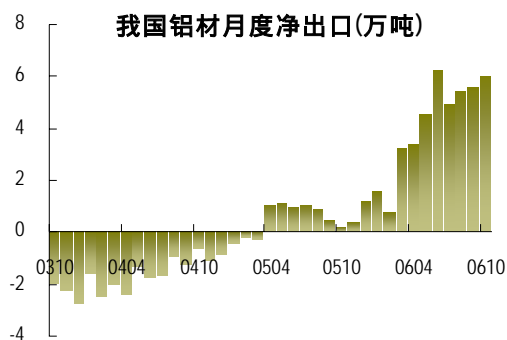
产品种类	进口			出口		
	10月	1-10月	累计同比%	10月	1-10月	累计同比%
原铝	12,735	264,311	-23.57	47,739	722,127	-27.31
铝合金	19,921	184,821	10.28	24,681	313,590	143.25
废铝	150,728	1,416,585	2.91	/	/	/
氧化铝	452,400	5,714,526	-0.66	/	/	/
铝土矿	1,410,678	8,022,232	412.97	/	/	/
各种铝材	49,394	416,724	8.04	109,307	974,513	72.7

资料来源：中国海关

回顾我国铝产品的进出口结构变化，除却国际产业转移的大背景下，政府宏观调控的烙印尤为深刻。先前电解铝出口的从无到有得益于政府“优先发展电解铝”的产业政策，后来出口的快速下滑则是由于政府有关税收政策的频繁出台，铝合金一度被视作“循环经济”产业得到政策扶持，而政府限制电解铝行业的一刀切政策又将再生铝行业打入冷宫，纵使后来得到平反，但是元气尚未恢复；铝型材倒是时下产业内正红的角色，但是能够火多久难以揣测。从道理上讲，如果出口电解铝遭受政策限制的话，那么对现有铝材产品出口采取鼓励性关税政策，无论从产品单位能耗、单位附加值、国家铝资源保有量乃至国家税收等诸多角度来讲都是站不住脚的。2007年关于铝产品的出口税收政策很有可能出现新的变化，预期未来再生铝行业有望得到相应的扶持，而铝材产品税则会进一步细化，那些低附加值的铝材生产和出口有望得到相应的调控。







资料来源：中国海关

### 供求均衡：2006 年相对均衡，2007 年温和过剩

2006 年国内原铝市场供应与需求大体上保持均衡。我们统计的数据表明，2006 年全年电解铝产量有望达到 920-930 万吨，同比增长 19.5%；全年电解铝净出口量约为 55 万吨，同比下降 23.1%；全年原铝表观消费量有望达到 870 万吨左右，同比增长 23.6%。考虑到 2006 年 1-10 月我国累计生产铝材达到 645.29 万吨，同比增长 36.91%。在此基础上，我们认为我国原铝消费在 2006 年能够取得 23.6% 的增长率是完全可能的。

展望 2007 年，供应方面，在当前可观的生产利润驱动下，未来电解铝产量将保持稳定的增长。我们估计 2007 年全年电解铝产量有望达到 1100 万吨，仍能保持 18.9% 的同比增长。进出口方面，未来铝产品出口向铝材等下游产业转化的趋势将会进一步加强，但是电解铝有望保持稳定的进出口规模，我们估计 2007 年全年电解铝净出口有望达到 45 万吨。消费方面，我们相信在中国经济持续快速增长的背景下，2007 年原铝消费有望保持 18% 左右的增长率，达到 1020-1030 万吨。总之，2007 年全年国内原铝市场有望实现 20-30 万吨的过剩。

表：对国内原铝供求关系的判断

	2005	2006F	y/y %	2007F	y/y %
生产量(万吨)	773.7	925	19.5	1,100	18.9
净出口量(万吨)	71.5	55	-23.1	50	-18.2
表观消费量 (万吨)	703.6	870	23.6	1025	18.0
供求均衡 (万吨)	-1.4	0	/	25	/

资料来源：北京中期

## 5、未来市场的展望

始自 2001 年以来的商品大牛市，是基于全球经济增长的宏观背景下，商品需求持续增长而供求相对滞后的供求失衡状况在价格上的表现。牛市的铸成来自于诸多方面的支撑，除却供求失衡的根本性因素，资本流动性过剩、基金持仓行为对价格上涨发挥着推波助澜的作用。展望未来，全球经济有望步入放缓的运行周期，而商品市场的供求关系也将因此发生改变。在全球经济整体实质性走弱之前，不同地区和不同行业的经济指标必将错乱复杂，短时期内商品供求关系角力只能是胜负轮换，商品市场的多空双方都没有足够的自信与能力改变价格的震荡格局。

LME 市场方面，我们对当前至 2007 年初期铝的走势表示乐观，期价有望在全球原铝消费整体依旧旺盛和原铝新增产能尚未集中投产之前震荡上扬，短期目标是向上突破 2850/2860 阻力位，随后是 2950/3000 一线。当然，留给多头拉高的时间并不会太长。

在全球经济走势放缓的背景下,原铝供应增长的步伐终究会追上需求,期铝很有可能在2007年中期展开深入回调。更远的的时间里,LME三月期铝周线有望在120周均线得到支撑,随后在2500-2800区间进行震荡整理。



资料来源：文华财经,北京中期

重要声明:本报告中的信息均来源于已公开的资料,我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,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归北京中期期货经纪有限公司所有。未获得北京中期期货经纪有限公司书面授权,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“北京中期期货经纪有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。