

制作：童长征

电话：021-68755980

1502-114-0596

邮箱：tcz@gwf.com.cn

沪铝上涨基础不牢， 未来存在回落空间

本期要点：

- 7月伊始，铝价继续环绕在15000元/吨，而LME价格亦是环绕在2000美元/吨附近游动，两市分别在7月22日，23日形成向上突破。铝价此次的上涨与欧洲银行压力测试不无紧密的联系。
- 房地产销售连续两个月出现同比负增长，开发资金来源同比增速也出现回落，房地产行业目前还未露出乐观的迹象，而汽车行业也难以对铝需求形成有力刺激。保障性住房对于铝价的需求也将仅仅只能是短期的；
- 铝价的上涨更加刺激了产能的进一步投放，也将减缓国内铝厂减产步伐。库存继续高企，对未来市场形成压力；
- 2009年中央全年的工作目标重点是保八，对于2010年来说，保经济增长的压力显然没有那么大。6月份出台GDP数据显示我国第二季度的经济增长仍旧保持在11.1%的高位。中央工作的重点为控制通货膨胀率在3%之内。
- 种种迹象都显示此次沪铝的上涨基础并不牢靠。未来还可能继续存在回落空间。

正文目录

● 7 月铝价向上形成突破，但涨幅有限	1
● 下游消费不容乐观	1
房地产“不加码，不放松”	1
汽车销售连续回落	3
● 电解铝行业内部分析	4
● 货币政策从方向上来看将保持从紧	7
● 总结及展望	9

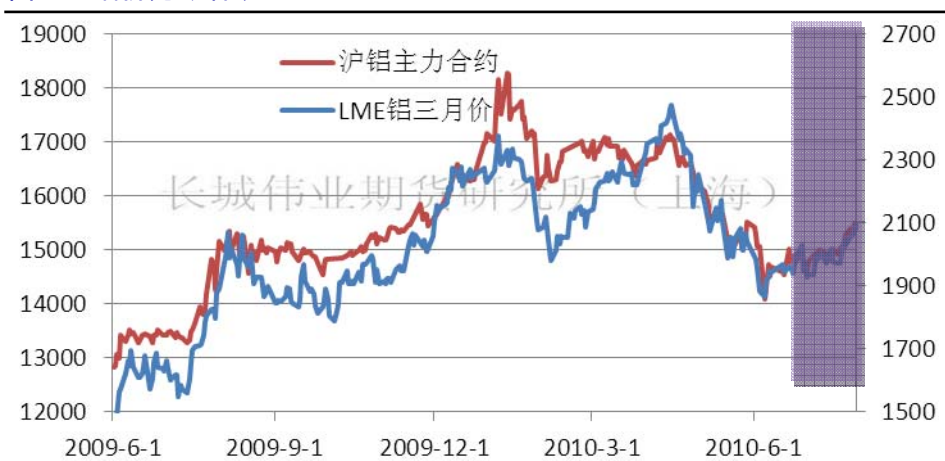
图目录

图 1：铝价先涨后跌（2009.6-2010.7）	1
图 2：房地产销售和开工面积保持增长（2000.2-2010.6）	1
图 3：竣工面积/销售面积降至 0.5646（2000.2-2010.6）	2
图 4：开发资金增长减缓（2000.2-2010.6）	3
图 5：汽车销售环比持续下降（2000.1-2010.6）	3
图 6：汽车销售同比下降与铝价下跌（2000.1-2010.6）	4
图 7：原铝产量继续上升（2007.1-2010.6）	4
图 8：氧化铝进口跌至历史低位（2007.1-2010.6）	5
图 9：钒土矿进口达到超出前期水平（2007.1-2010.6）	5
图 10：两市库存继续居高不下（2009.1-2010.6）	5
图 11：LME 库存变化出现异动（2007.1-2010.7）	6
图 12：铝价与库存的非同寻常的正向关系（2007.1-2010.7）	6
图 13：新增贷款得到有效控制（1999.11-2010.6）	7
图 14：货币增速连续下降（2000.1-2010.6）	8
图 15：CPI 增速逼近全年控制目标（2000.1-2010.6）	8
图 16：PPI 增速继续创出近期高位（2000.1-2010.6）	8
图 17：GDP 继续高速增长显示保经济增长压力相对减小（2000.1-2010.6）	9

- 7 月铝价向上形成突破，但涨幅有限

7 月伊始，铝价继续环绕在 15000 元/吨，而 LME 价格亦是环绕在 2000 美元/吨附近游动，两市分别在 7 月 22 日，23 日形成向上突破。铝价此次的上涨与欧洲银行压力测试不无紧密的联系。

图 1：铝价先涨后跌（2009. 6-2010. 7）



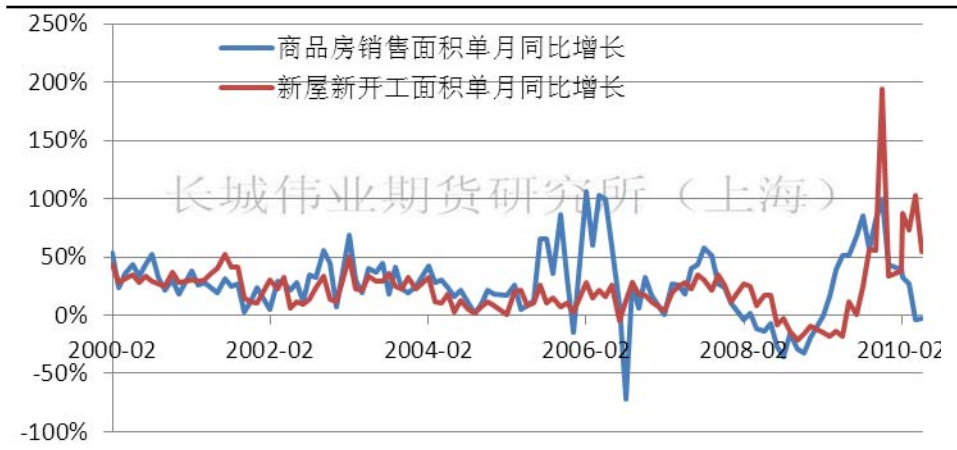
数据来源：汤姆森路透、长城伟业期货研究所（上海）

- 下游消费不容乐观

房地产“不加码，不放松”

在经历 4 月份中央的调控之后，房地产的成交量迅速回落，在其后的销售同比增长中得到了体现。5 月份的销售面积单月同比增长-3.44%，6 月的销售面积单月同比增长-2.68%。连续两月出现同比负增长。开工面积的单月同比增长仍保持在相对较高的位置，6 月份为 54.86%。但该数据相对销售面积单月同比增长具有一定的滞后性。

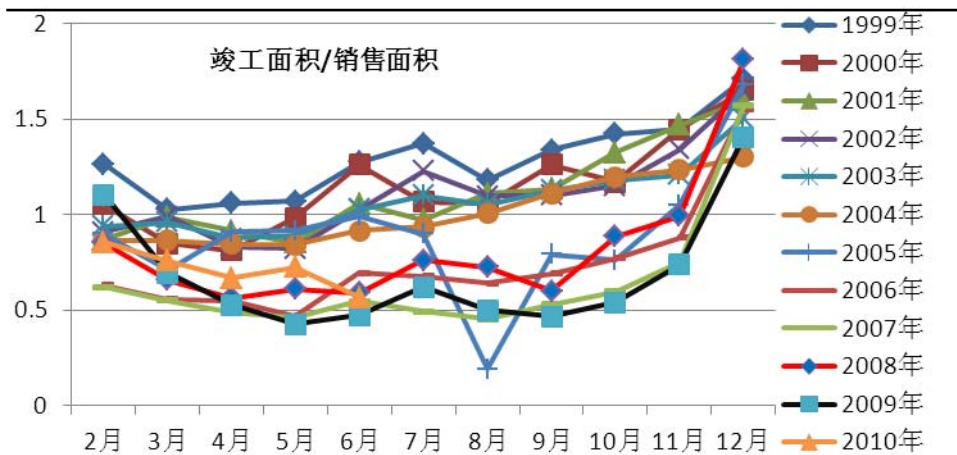
图 2：房地产销售和开工面积保持增长（2000. 2-2010. 6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

竣工面积/销售面积可以看出房地产行业内的供求情况。6 月的数据较 5 月回落，降至 0.5646，比去年同期的 0.4727 略高。但与往年同期相比，仍旧处于一个低谷。这表明尽管销售面积增长回落，但上游供应还是有所不足。尽管数据上与去年大致相当，但原因却有所不同。去年是销售面积增长太快导致该数字过低，而目前是两者双双增长不足引发。

图 3：竣工面积/销售面积降至 0.5646（2000.2-2010.6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

从政策层面考虑，中央可能有两方面顾虑：一方面出于民生考虑，中央必然要对房地产行业进行调控，这一点在 4 月份出台的政策上可以看得非常明显；另一方面由于房地产行业是中国经济增长的支柱产业，尤其是在欧洲出现债务危机，经济面临“二次探底”风险的时候，中央出台政策就不可能不更加警惕和小心。在未来房地产政策的调控上中央可能要更加谨小慎微。政府对于房地产的态度可能是“不加码，不放松”。

行业内部对于房地产政策的期待，有很大一部分是期待保障性住房，认为保障性住房的建设将给拉动下游的产业需求。但这里可能存在一个问题：保障性住房实际上发挥的仅仅是替代作用，它的出台仅仅是替代了商品房需求。如果仅仅是考虑实际需求而忽视投机需求的话，那么产生多少保障性住房需求，就有多少的商品房需求被取代。保障性住房的建设条件与商品房相比，又要受政策上的限制，一方面是面积要更小，另一方面装修条件也难以超越或者达到商品房的水平。那么基于上述理由，保障性住房对于下

游的需求很可能起到的是短暂的刺激作用，如果从长期来讲，下游的需求是将减少的。

从商品房的开发资金增长速度上可以看出目前的资金增长速度正在减缓，从图中铝价与之有较高的相关度。6 月份该数据降至 45.64%，仍是较高水平，但与之前的 50%以上的同比增长已经显露出回落的苗头。

图 4：开发资金增长减缓（2000.2-2010.6）



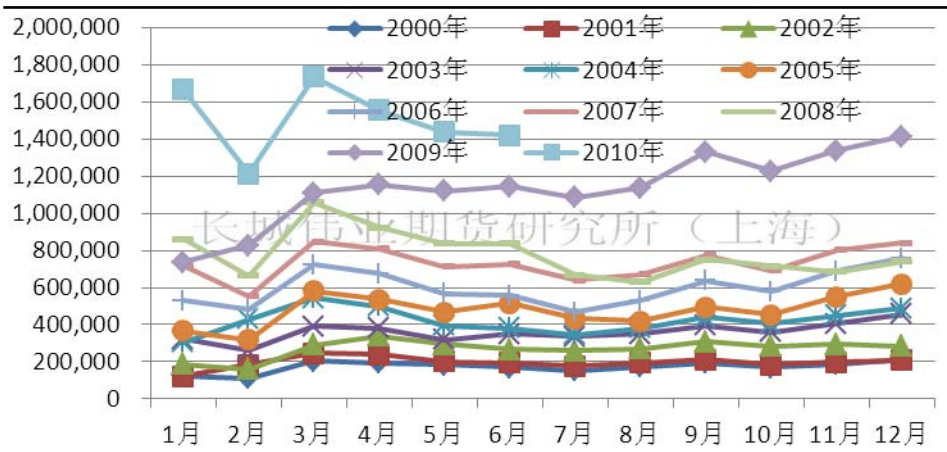
数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

汽车销售连续回落

2009 年乃至延至 2010 年 3 月，中国的汽车销售数据都一路走高。3 月的汽车销量达到了创纪录的 173.52 万辆。

但 4 月份该数据出现走疲，连续下降。这里一方面有季节性因素。历年来的规律都显示出 3 月是汽车销售的旺季，其后销量都将连续走低。但另一方面经销商库存不断增长的问题也逐渐暴露出来。根据汽车技术研究中心的数据，1-6 月汽车累计库存达到 129 万辆，库存周期亦由 2 月份的 41 天逐渐增长到 6 月份的 55 天，增加了 14 天。

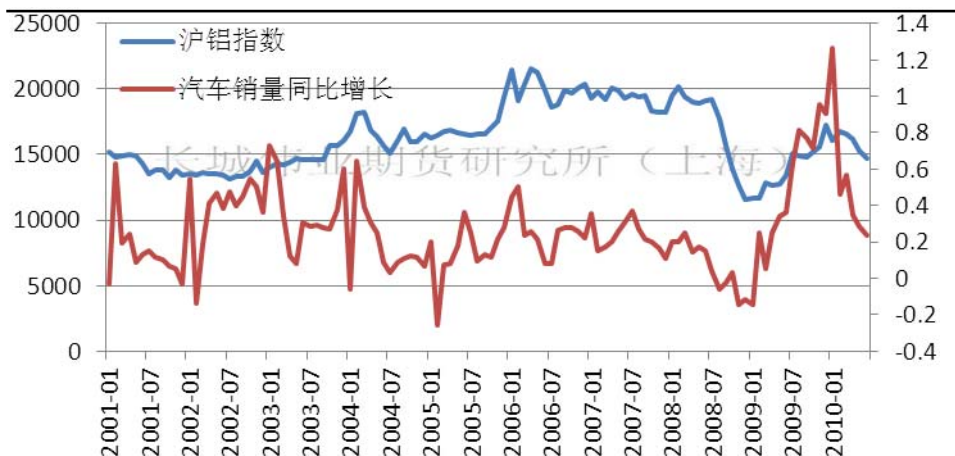
图 5：汽车销售环比持续下降（2000.1-2010.6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

交通行业用铝需求占据了铝需求当中的第二大比重。汽车行业销量的多少与铝价很显然存在着相对较强的正相关关系。销量同比增长的继续回落亦在暗示铝价未来可能难以乐观。

图 6：汽车销售同比下降与铝价下跌（2000.1-2010.6）

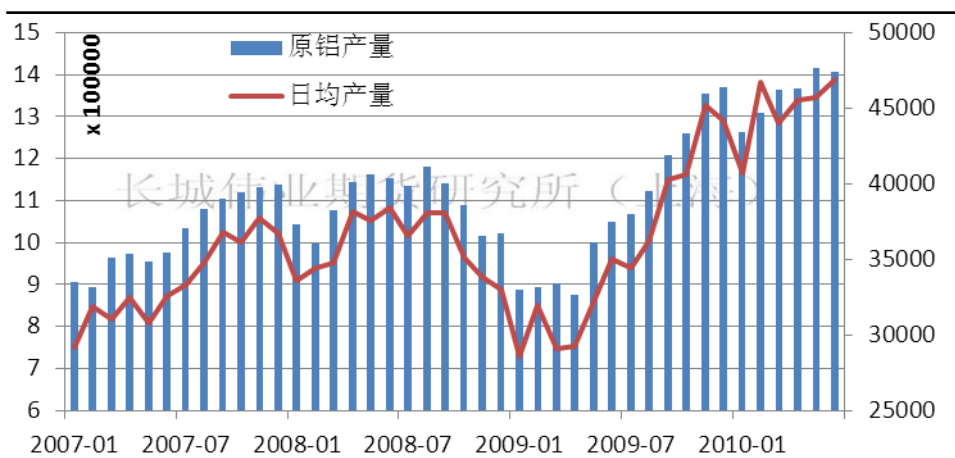


数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

● 电解铝行业内部分析

电解铝的供应长期以来都是供大于求，供应方面一直较为宽松，即便在国家出台各类政策对铝行业形成打压，但铝产量的增长却是坚定而又执着的。6 月份电解铝产量为 140.6 万吨，尽管总量略低于 5 月的 141.6 万吨，但从日均产量上看，依旧保持增长。

图 7：原铝产量继续上升（2007.1-2010.6）



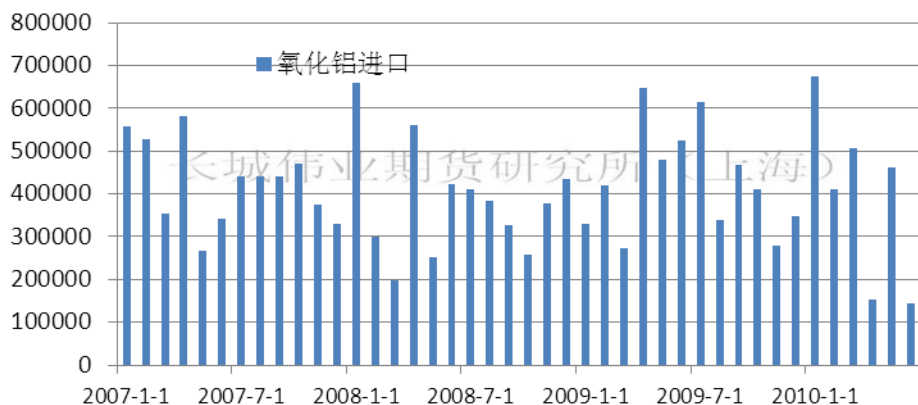
数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

6 月日均产量为 4.6866 万吨，与 5 月的 4.5677 万吨相比还继续有所增加。这表明尽

管前期河南计划减产数量达到 100 万吨以上，但一方面生产厂家在铝价上涨以后可能减缓减产步骤，另一方面西北地区的新建产能也在投产，两方面原因都造成 6 月的日均产量继续提高。

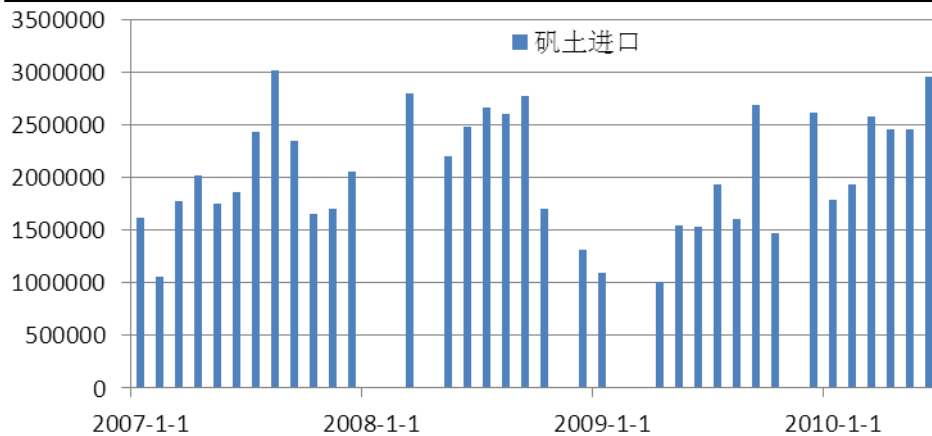
由于氧化铝国际定价模式可能面临调整，因此氧化铝的进口在 6 月份再度下降，但钒土矿进口的增加可能表明未来将加大氧化铝产量以对进口氧化铝实现替代。

图 8：氧化铝进口跌至历史低位（2007. 1-2010. 6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

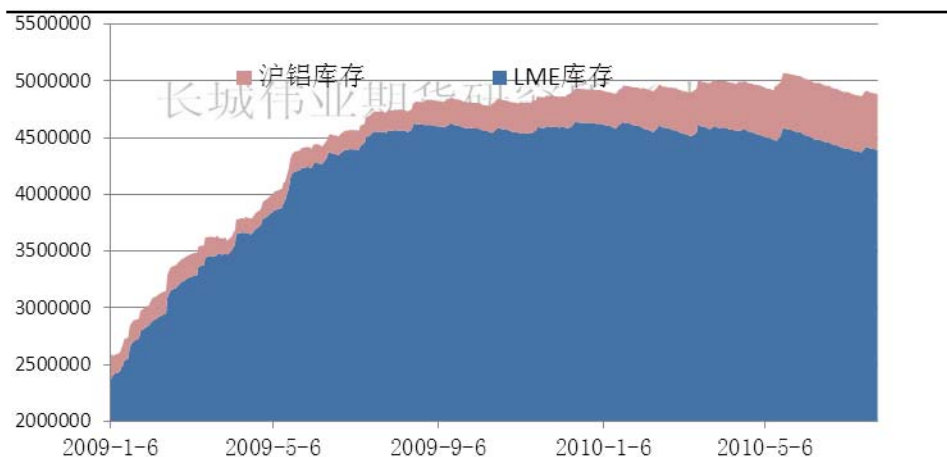
图 9：钒土矿进口达到超出前期水平（2007. 1-2010. 6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

LME 与沪铝的库存目前仍旧处于相对较高的位置，尽管前期有所回落。

图 10：两市库存继续居高不下（2009. 1-2010. 6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

巨大的库存需要足量的资金。2009 年铝价的上涨不在于需求超过供给形成短缺，而在于过剩流动性导致投资需求增加，拉动铝价上涨。

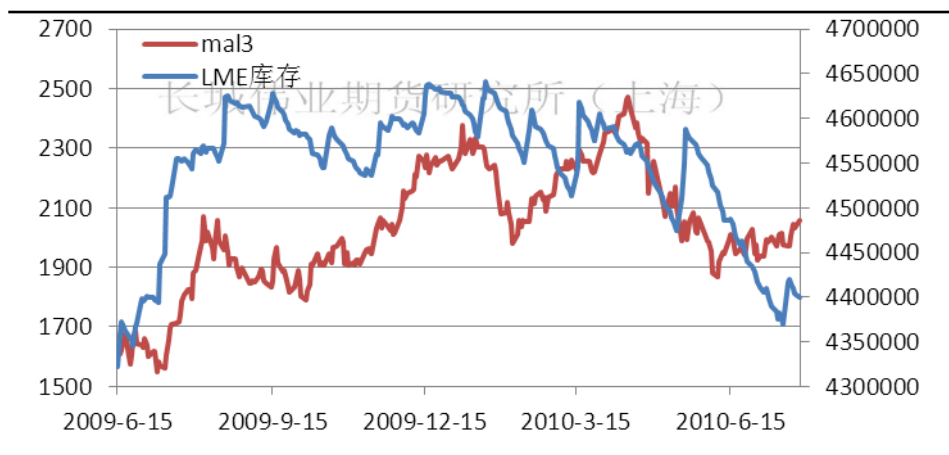
LME 现货交割日前的库存增长可以在一定程度上反映出这个趋势。6 月份这个数字重新上升至 52500 万吨。这表明存在大资金将过剩铝锁入交易所仓库。而这种力量将减缓铝价下跌的步伐。

图 11：LME 库存变化出现异动（2007.1-2010.7）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

图 12：铝价与库存的非同寻常的正向关系（2007.1-2010.7）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

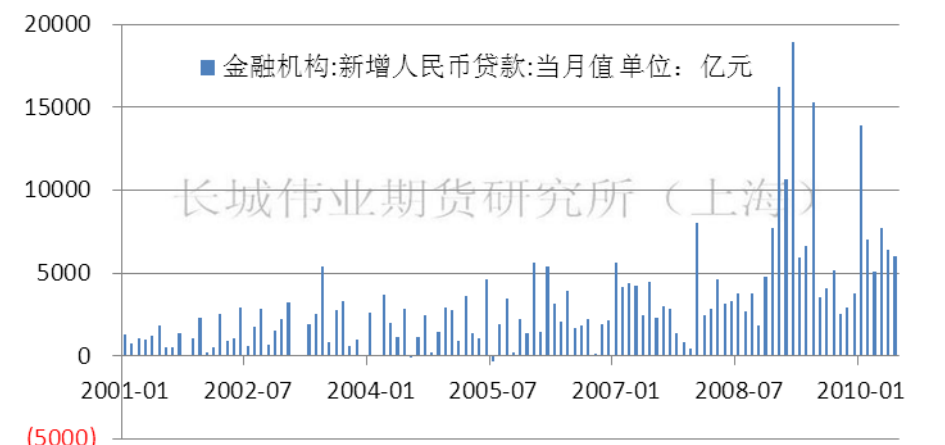
从上图可以更清楚的看到铝价与库存之间非同寻常的正向关系。当库存出现稳定性减少的时候，铝价亦开始出现下跌；而当库存止跌重新上升的时候，铝价也重露升势。铝价与库存当然不可能形成严格的正向关系。但库存的变化趋势却可以成为铝价变动走势的重要参考变量。在过去超过半年的时间内，LME 的库存维持在 450 万吨之上。而 6 月 10 日 LME 铝库存第一次下破 450 万吨已在预示未来库存减少将可能是大趋势。

● 货币政策从方向上来看将保持从紧

对于电解铝这样一个过剩的行业来说，资金的松紧度是一个非常重要的因素，。供求原理是价格的基本决定因素。但是对于供给和需求的定义可以和传统不同。资金通过库存这一中间变量可以灵活的调整供给和需求。当资金宽松的时候，由资金带来的投机需求将推动供求关系偏于紧张；而当资金紧张的时候，也会形成反向的效果。

从新增贷款的变动上可以清晰的看出 2010 年的波动要比 2009 年更小，也更为稳定。

图 13：新增贷款得到有效控制（1999.11-2010.6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

M1 与 M2 同比增长下降，到 6 月份为止，两者的同比增速分别降至 24.57% 和 18.45%。

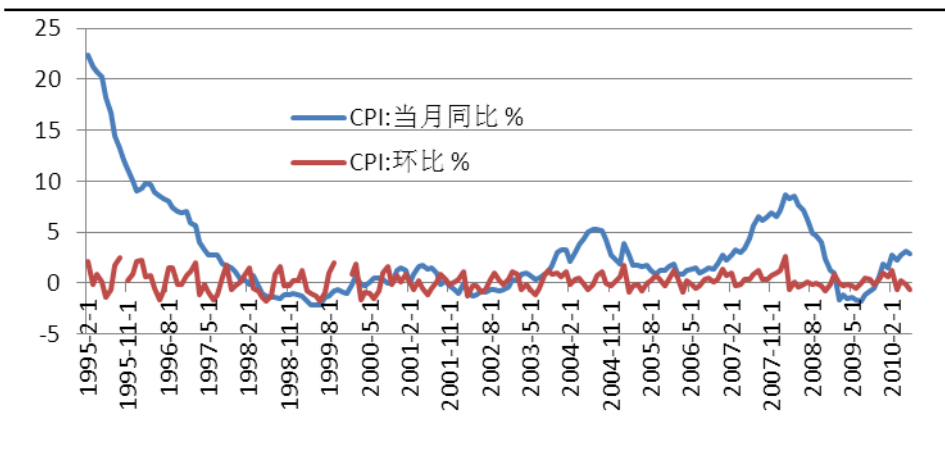
图 14：货币增速连续下降（2000.1-2010.6）



数据来源：WIND，长城伟业期货研究所（上海）

6 月份 CPI 同比增速为 2.9%，与全年通货膨胀率 3% 的目标大致相当。这样的情况下如果再继续释放流动性来刺激经济，对于全年控制 3% 的工作目标来说弊大于利。

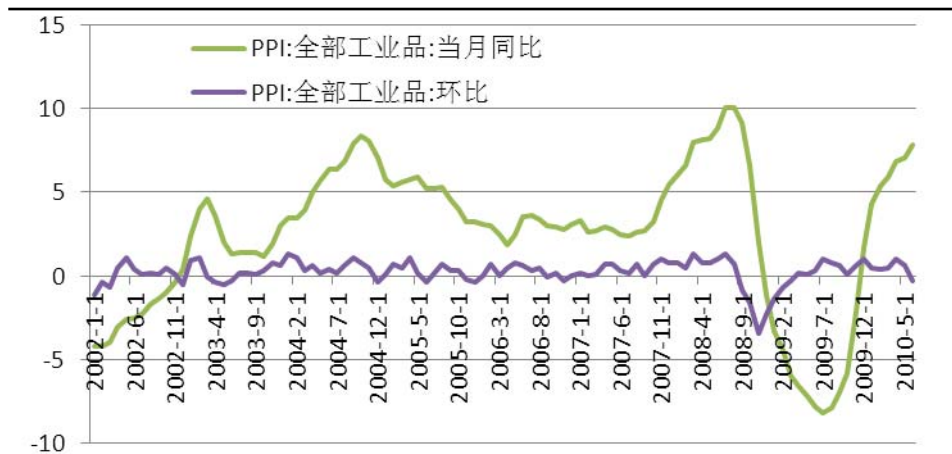
图 15：CPI 增速逼近全年控制目标（2000.1-2010.6）



数据来源：wind，长城伟业期货研究所（上海）

PPI 增速继续保持在高位，6 月份同比增速为 7.8%。PPI 指数具有向下传导至 CPI 的作用，高位的 PPI 增速显示控制通货膨胀的工作依然任重道远。

图 16：PPI 增速继续创出近期高位（2000.1-2010.6）



数据来源: wind, 长城伟业期货研究所 (上海)

2009 年中央全年的工作目标重点是保八, 对于 2010 年来说, 保经济增长的压力显然没有那么大。6 月份出台 GDP 数据显示我国第二季度的经济增长仍旧保持在 11.1% 的高位。中央工作的重点为控制通货膨胀率在 3% 之内。

图 17: GDP 继续高速增长显示保经济增长压力相对减小 (2000. 1-2010. 6)



数据来源: wind, 长城伟业期货研究所 (上海)

● 总结及展望

7 月份铝价的反弹与欧洲银行的压力测试有一定的相关性, 尽管突破时间要早于结果发布时间, 但由于压力测试结果早在投资者的预期当中, 因此行情提前发动亦不足为奇。

但压力测试的结果尽管令人满意, 但市场仍旧存在质疑。最重要的一点是欧洲银行监管委员会的测试标准并不严格, 首先它没有把国家信用违约作为一个可能发生的事实放进前提假设。另外一点是对于银行利润增长的假设过于美好, 忽视掉主权债务违约的风险, 而 6% 的核心资本充足率比例又显得过低。欧洲银行的压力测试更多的是一种作秀,

旨在提升市场信心。矛盾没有得到完美的解决。

此次沪铝的表现有两个很明显的特点：一个是从国内品种比较，沪铝涨势不如铜与锌。沪铜与沪锌此次都各自取得了 5% 以上的涨幅，但沪铝的涨幅还不到 4%；第二个是与外盘相比，LME 铝价取得了 7% 以上的涨幅。这两组数据显示沪铝的上涨很大程度上是被动拉涨的，这也可以从成交量数据上得到确认，伴随沪铝的上涨，成交量并没有与之配合显著增加。种种迹象都显示此次沪铝的上涨基础并不牢靠。未来还可能继续存在回落空间。

公司总部

广州市越秀区先烈中路 65 号东山广场东楼 11 层

电话：020-22371306 传真：020-87320789

北京营业部

北京市朝阳区北三环东路 28 号易亨大厦 12 层 1209 房

电话：010-64405616 传真：010-64405650

上海营业部

上海市浦东区松林路 300 号期货大厦 2403 室

电话：021-68401856 传真：021-68402758

深圳营业部

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心 1009

电话：0755-83774627 传真：0755-83774706

湛江营业部

湛江市开发区观海路 183 号荣基国际广场公寓 25 层 01-08 号房

电话：0759-2669108 传真：0759-2106021

东莞营业部

东莞市南城区胜和路华凯大厦 802B 室

电话：0769-22806930 传真：0769-22806929

佛山营业部

广东省佛山市祖庙路 33 号百花广场 24 楼 2408 室

电话：0757-83809098 传真：0757-83806983

郑州营业部

郑州市金水区未来大道 69 号未来公寓 602 室

电话：0371-65628001 传真：0371-65615467

南宁营业部

南宁市双拥路 36-1 号绿城画卷五楼

电话：0771-5570376 传真：0771-5570373

南京营业部

南京市中山东路 288 号新世纪广场 A 座 4703 室

电话：025-84671128 传真：025-84671123

石家庄营业部

石家庄市中山西路 188 号中华商务中心 A 座 1608 室

电话：0311-85519977 传真：0311-85519306

茂名营业部

茂名市光华南路 118 号润威商厦 1002 室

电话：0668-2707198 传真：0668-2707322

昆明营业部

昆明市人民中路 169 号移动通信大楼 15 层 B 座

电话：0871-5373933 传真：0871-5355199

青岛营业部

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 A 座 3 楼 3A

电话：0532-85029801 传真：0532-85029802

韶关营业部

韶关市北江路湾景中心 8A

电话：0751-8221949 传真：0751-8221948

中山营业部

中山市石岐区兴中道 6 号假日广场南塔 510 室

电话：0760-88863108 传真：0760-88863109

番禺营业部

广州市番禺区市桥镇繁华路 1 号友谊中心 1603 室

电话：020-84701499 传真：020-84701493

惠州营业部

惠州市新岸路 1 号世贸中心第 16 层 F

电话：0752-2055272 传真：0752-2055275

大连营业部

大连市大连商品交易所西区 367 房

电话：0411-84807367 传真：0411-84807267

贵阳营业部

贵阳市南明区都司路 62 号鸿灵一纽约纽约大厦 25 楼 5-6 号

电话：0851-5833569 传真：0851-5833570

深圳竹子林营业部

深圳市福田区竹子林紫竹七道 18 号中国经贸大厦 13 楼 AB

电话：0755-82790911 传真：0755-82537200

无锡营业部

无锡市中山路 343 号东方广场 I 栋 22 楼

电话：0510-82728358 传真：0510-82728913

珠海营业部

珠海市吉大海滨南路 47 号光大国际贸易中心 2309 室

电话：0756-3217877 传真：0756-3217881

武汉营业部

武汉市江汉区瑞通广场 B 座 10 层 1002 室

电话：027-85487455 传真：027-85487453

期货研究所

深圳电话：0755-82537429 传真：0755-82790793

上海电话：021-68402232 传真：021-68402232

免责声明:

本报告仅作参考之用。不管在何种情况下,本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的,所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的,但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许,不得以任何方式转载。

长城伟业期货研究所(上海)

上海浦电路 500 号期货大厦 2403 室

邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 6840 2232 FAX: (86-21) 6840 2232