

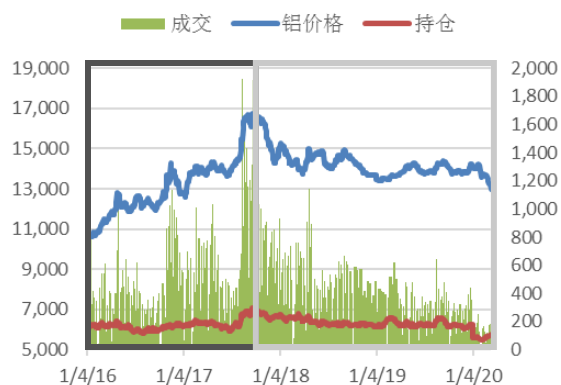
铝走势复盘

--杜少伦

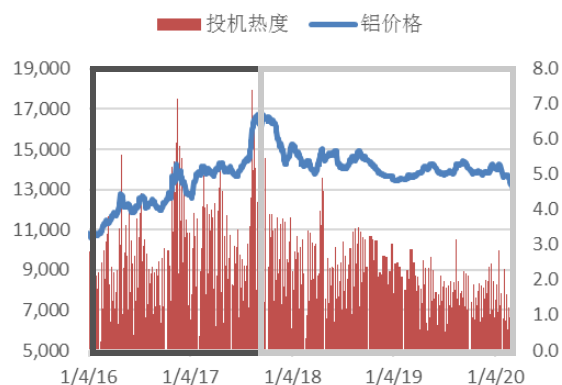
2020-03-09

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

铝作为目前消费量最大的有色金属广泛应用在建筑和运输领域，造房子和车子基本都需要使用铝作为模型。铝不同于铜，在工业领域的应用远不如铜，但是在民用领域铝的消费量就十分稳定并且用量个巨大。从这一点上来讲，铝也是能够很好地反映通胀的基本金属，需求端也就是下游产业主要来自建筑和运输，这里我也将使用地产指数，汽车生产指数和铝合金指数来代表铝的需求市场预期。这里我们重点从市场的角度来回顾铝价走势，不需要过分强调不同时期的基本面情况，因为最终进本面的因素会在价格中的到反应。下面从交易的角度复盘铝的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：铝盘面交易价格，交易量和持仓量，铝盘面远期价格和近期价格的对比，铝交易所库存情况，铝对比铜走势强弱，铝和铝对应产业链股票估值情况，同时考虑铝和十年期国债的对比走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



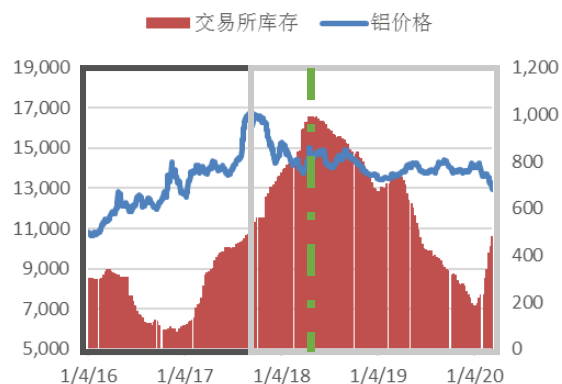
图一、铝价格和持仓成交



图三、铝价格和投机热度



图二、铝价格和展期收益



图四、铝价格和交易所库存

从上图可以看到，铝的走势和铜基本一致，但是相比较于铜，铝的走势更加缓和，波动幅度明显较小。整体来看，从 2016 年反弹开始铝经历了一波上升走势之后开始弱势震荡长达两年半。铝始终有一个反弹之后的价格平台 13,500 左右作为支撑，这两年的下跌途中也始终没有击穿。按照趋势划分，铝有两段趋势行情，第一阶段上行（深色框线）第二阶段下行（浅色框线）。第一阶段的上行行情中铝的涨势比较温和，从最低点 11,000 涨到了最高点 17,000 中间经历了一年半的时间，同时趋势上来看比较完整，没有过度的回调一直保持小碎步缓慢上行。在第一阶段中，2016 年初开始铝的库存开始骤降，同时伴随盘面远期明显贴水，并且持续增强，说明铝的触底反弹完全不像是铜那样预期拉动对通货膨胀的重新定价，而是实打实的现实拉动预期，消费抬高导致短期缺货的行情。第一轮快速上涨一直持续到远期贴水过度甚至达到了年化-30%的远期展期收益率，这时候盘面才意识到现货炒作过度，远期价格已经不在跟随了。于是，随着投机热度达到峰值，铝的合约换月后远期贴水结构坍塌，第一轮上涨行情宣告暂停。之后远期彻底变成了升水结构同时库存再度开始积累。但是伴随着库存上行和升水的盘面，铝的投机热度反而有增无减，当时的投机者可能错误的把绿的升水结构和当时还存在的通胀预期结合起来，认为还可以造就一波预期拉动现实的上涨。但是随着交易所库存不断积累，现货商疯狂甩货，投机者最终热情熄火退出做多头寸。铝价格在 17 年 10 月份达到了最近几年的价格峰值，当时伴随的是极大地投机热情和加速上升的交易所库存，同时这一时期的远期结构非常平稳。一般情况下来讲投机者大量入场之后都会导致远期结构开始改变，有时候放大有时候坍塌，但是这一次远期结构十分平静没有一点波澜。大部分原因可能是投机者看到不断积累的库存，开始逐渐怀疑这一次对预期的炒作。最终行情在 17 年 11 月形成了阶段性头部。第二阶段铝就开始了弱势震荡，形成头部之后看到价格首先破位下跌，同时交易所库存还在不断积累连续创出近几年新高，对应的是投机热情快速熄火，和波澜不惊的远期价格曲线。铝就这样保持着升水结构回调到了 14,000 左右并维持区间震荡 13,000 到 15,000 长达三年。铝在达到峰值之后的这一波下跌其实是个比较规范的库存行情。铝价格的跌幅和速度基本符合库存上涨的速度，这种行情的特点就是投机热情消减，盘面价格基本被贸易商左右，库存抛售引起价格下跌。同样的，在库存拐点出现了以后价格也开始筑底止跌，并在维持一段时间震荡之后出现了十分熟悉的套路：远期价格坍塌，曲线变成了远期倒挂。市场对近期的现货供给开始觉得偏紧张。这就是为什么在 19 年末期铝出现了低库存+倒挂曲线+低投机热情的盘面表现。市场普遍认为价格已经基本到位，盘整区间被认可，贸易商停滞抛售，同时近期价格开始走强。对比当时的有色金属市场，铝的走势在 19 年末期是最强势的。但是，在第二阶段的末期，也就是 2020 年开始之后，盘面开始转变，之前保守的贸易商开始再次甩货，远期倒挂曲线随之坍塌，盘面行情再次回到了库存左右走势的阶段，这一时期像极了 17 年末期铝的库存行情那样呈现出：远期升水+低投机热度+积累库存的环境。可以预计之后的走势还将被库存左右一段时间直到出现了一个确认的库存拐点之后贸易商放弃抛售，投机者才敢入场。

下面我们再从铝的宏观相关性和铝产业链预期指数相关性来回顾铝这几年的盘面走势。



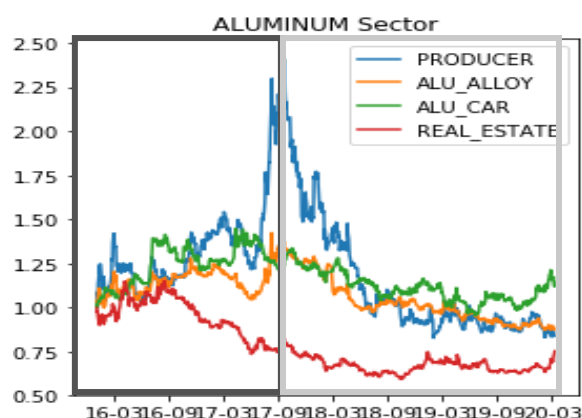
图五、铝和十债对比



图七、铝和铝股票指数对比



图六、铝和铜对比



图八、铝产业链股票指数对比

铝对宏观变量的反应要比铜温和很多，主要原因是铝的需求端弹性没有铜大，同时作为地壳中最丰富的有色金属，铝供给端长期充足，价格始终受到上沿供给充足和下沿需求稳定的约束。涨跌幅度和波动率都更小一些。但是这不妨碍铝的通胀属性，可以看到铝和铜的走势相关性非常大，趋势上来讲是协同的，同时铝对十债变化的反应也是符合对抗通胀的基本逻辑的。只是铝的拐点相比较于通胀预期来的更早一点，可以作为领先指标。从图五可以看到，铝率先完成了柱头然后反转，紧接着才是国债完成反转。再看图六，铝的反弹和下跌也都稍微领先于铜的反应。从第一阶段反弹开始，铝已经明确进入了反弹多头趋势，但是当时的铜还在底部徘徊，直到国债确定下跌之后，铜一口气补回了所有没来得及的涨幅。同这种行情属于对通胀预期的在定价行情，但是对比来看，铝的行情就是需求拉动的上涨行情。主要的特点和不同之处我之前已经讨论过了。同样的在应对债券上行，通胀预期消失甚至开始看空通胀的时候铝的反应也都要更加坚挺，还是因为铝的上行阶段是实实在在的基本面改善推动的。同样的反应也出现在铝的股票指数里面，第一波铝的上行中股票指数上涨更加凶猛，很大程度上其实是股票指数拉动了商品的上涨，这同样说明了市场预期铝的生产企业开始盈利好转市场需求增大导致的重新定价。对比于当时的铜价上涨就没有这样的特点。再看铝产业链股票指数，在率爆发式上涨过程中，铝合金和汽车行业指数都走强，特别是汽车行业指数在上涨初期走势十分强势，之后铝的生产商开始跟随，铝合金生产企业也开始跟随。这种全产业链的联动性充分说明了铝的第一波拉升是有基本面支持的上涨。之后铝的生产商彻底疲软，同时铝合金企业也完全进入空头，铝的行情宣告结束。到现在为止，铝生

产商和铝合金企业指数都没有明显起色，相比于 16 年反弹开始时候平均下跌了 10%，再看铝的商品价格目前价位比较反弹初期的 11,000 高出了 20%，同时债券价格隐含的通胀率相比较 2016 年初更低，加上铝目前的库存再次走高，短期压力增大。长期来看需要等待产业链指数恢复信心同时库存抛售结束。