

QE3 效用恐递减，沪铝迎来中期布空

9月初至今，基本金属已持续了近两周的反弹行情，铝市亦顺势上扬，尤其是外盘伦铝在连续11个交易日走强之后，已逼近6个月的记录高位2199.0美元/吨，9月至今的涨幅超过15.8%。与此同时，沪铝主力稍显温和，上涨了3.7%，在15700-15800略有横盘调整，但在美联储抛出QE3之后，沪铝重新发力，站上15990元/吨的3个月高点。然而，本周开始，伦铝反弹逐现乏力，沪铝亦连续三个交易日向下调整。

此轮反弹的动力，主要来自于近半个月来市场对宏观利好的积极反应，欧央行的购债计划，德国宪法法院通过ESM，再到美联储此次明确果断地推出QE3，这些都使得市场信心在短时间内得到了迅速的提升。与此同时，短期的技术指标也在一定程度上支撑着铝市的反弹，而基本上，9月的下游消费开始逐渐回暖，山东、广东等地型材厂的订单已进入传统旺季。因此，铝价短期内的反弹亦存在一定的内在基础，但是考虑到国内电解铝供应与库存的压力难消，且在当前价位，部分铝厂已小有盈利，从而吸引了近日套保盘的进入，这也会对铝价反弹的高度形成压制。

一、QE3 终落地，会否陷入“三而竭”的困境？

自2008年金融危机爆发至今，美国已启动了三轮量化宽松，分别是在2008年金融危机之后，2010年美国失业率高企之时，以及最近的这次，被评论家们质疑为是仅仅用来在“财政悬崖”到来之前安抚民心的防患之举。鉴于美联储QE的“一而再，再而三”，前面两次的量化宽松虽然确实对市场氛围与资产价格起到了正面的刺激作用，但是在真正改善就业和房地产方面乏善可陈，并且从前两轮QE期间的市场表现来看，已出现了边际效应的递减。那么，QE3是否会陷入“三而竭”的困境？

图表 1: 美联储三次量化宽松政策比较

	持续时间	具体内容	目标	市场表现（涨幅）
QE1	2009年3月-2010年3月	包括1.25万亿美元的抵押贷款支持证券、3000亿美元的美国国债和1750亿美元的机构证券。	为应对08年金融危机的残局，挽救美国银行业及整个金融体系。	道指53.7%，黄金18.3%，伦铝74.0%，沪铝主力43.8%
QE2	2010年11月-2011年6月	包括购买财政部发行的长期债券，每个月购买额为750亿(总计6000亿美元)，以及2500-3000亿美元“两房”MBS与机构中长期债券到期再购买美国国债。	第一轮QE结束之后，美国失业率仍然高企在9.5%以上，再加之希腊危机爆发，经济“二次探底”担忧弥漫，美联储为改善就业、提振经济再度出手宽松。	道指11.7%，黄金10.7%，伦铝7.5%，沪铝主力3.5%

QE3	2012年9月-未知	包括每月购买400亿美元的住房抵押贷款证券，延长超低利率至2015年中，现有扭曲操作维持不变。	固然有拉动经济、创造更多就业的动机，但是为避免今年底明年初的“财政悬崖”拖累美国经济重陷衰退，美联储此番QE未雨绸缪的意味更大。	QE3推出后两日，道指上涨2.0%，黄金2.2%，伦铝5.4%，沪铝主力0.6%
-----	------------	---	--	--

资料来源：公开资料，新湖期货研究所

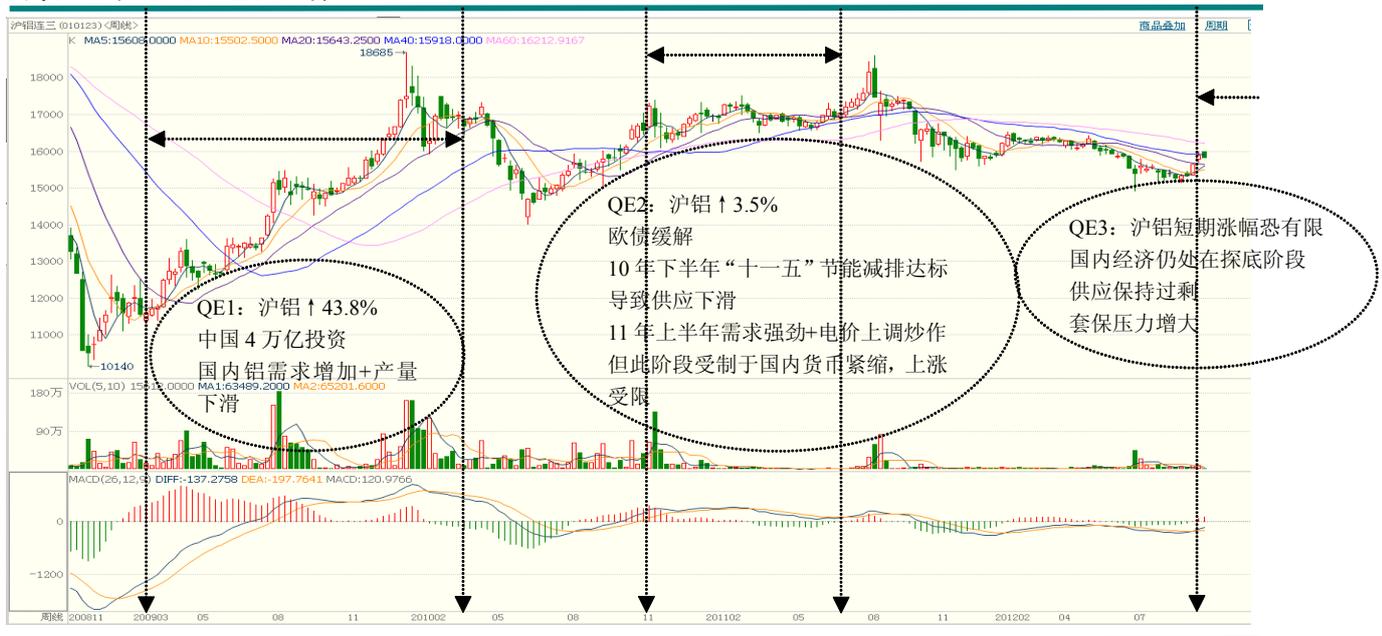
很明显，单从QE1到QE2的市场表现来看，股市、黄金、伦铝及沪铝的涨幅出现了递减。而观察两个量化宽松阶段的铝价走势，伦铝与沪铝整体上都保持了震荡上行的趋势，这符合货币宽松推高资产价格的一般规律。然而与前面两次QE相比较，我们发现，QE3并没有直接购买美国国债，而是将购债集中在了住房抵押贷款证券，这有助于美国房地产市场的中长期复苏，但是对流动性的影响，换言之，对资产价格的推高效应恐不及QE1和QE2。

更何況，本轮量化宽松原本就是在可推可不推的情况下推出的，因为当前的美国失业率并没有多糟糕，美国长期国债的收益率也已接近历史最低位，欧债危机与新兴市场经济增速的下滑，也早已经使得流动性回流，可以说，当下美国经济复苏的关键并不在于流动性。正如图表1所示，美联储推出QE3，很大程度上恐怕是在为今年底明年初站在“财政悬崖”边的美国经济，提前“保驾护航”，稳定民心的意义大过中短期内对经济的实质推动。

二、量化宽松要推高金属价格，仍需经济面配合

我们在比较了这三次QE期间的沪铝表现，以及所处的经济环境之后，对QE3能在多大程度推高金属价格的疑问更加加大。

图表2：沪铝连三历史走势



资料来源：文化财经，新湖期货研究所

具体分析来看，QE1时期：第一次量化宽松的规模最高，达到1.725万亿美元，市场

享受到的边际效用也最大，这期间伦铝上涨 74.0%，沪铝主力上涨 43.8%。尽管如此，但是 QE1 并不是推动金属上涨的唯一动力，事实上这一阶段，中国政府的 4 万亿投资也功不可没。这项刺激政策，确实对当时国内的汽车、家电及房地产等终端消费产生了极大的推动作用，直接导致的结果是，2009 年国内电解铝需求增速由 2008 年的 4.4% 上升到了 10.5%，而同期的产量则出现了小幅下滑，供需平衡从 2008 年的过剩 109 万吨扭转为，短缺 29 万吨。可见，国内政策的刺激与电解铝供需面的配合，也是 QE1 时期铝价飙升的重要原因。

QE2 时期：总规模缩减到了 9000 亿美元，这期间伦铝涨幅降至 7.5%，沪铝降至 3.5%，第二轮量化宽松的效用开始出现递减。这一阶段，欧债危机缓解，欧元反弹，美元走弱，当时市场对 QE2 的预期也得到兑现，但是中国进入了紧缩周期，使得沪铝涨势受到一定限制。不过，此阶段铝价依然保持上行的因素，除了 QE2 之外，仍然有来自经济环境与供需面的利好支撑。首先，2010 年下半年到 2011 年上半年，中国经济尚处在过热的时期；其次，2010 年下半年适逢中国“十一五”规划的收尾年，各产铝大省为完成节能减排指标，纷纷限电减产，导致当时国内的产量明显下滑，供需缺口接近 40 万吨；再次，2011 年上半年原铝消费高速增长，出口订单激增，以及电价上调等诸多利好，进一步助推了铝价的强势；最后，利比亚战乱、日本大地震等突发状况的出现，令原油与伦铝大幅走高，这也对当时的沪铝有所裨益。

QE3 时期：每月购买 400 亿美元住房抵押贷款证券，结束时间尚未知。流动性释放的规模，不管从形式上还是量上看，恐都不及前两次。并且，对这样一个“开放式”的 QE，持续时间不确定可能带来的一种情况就会是，美国失业率稳定走低，QE3 在相对前两次都要短的周期内结束。因此，我们对 QE3 本身的利好预期就不宜过于乐观。而更重要的原因是，目前中国经济仍处在探底的阶段，房地产、汽车、基建等终端消费没有出现明显起色，而 9、10 月短暂消费旺季，也难以轻易消化年初迄今积累的过剩供应。

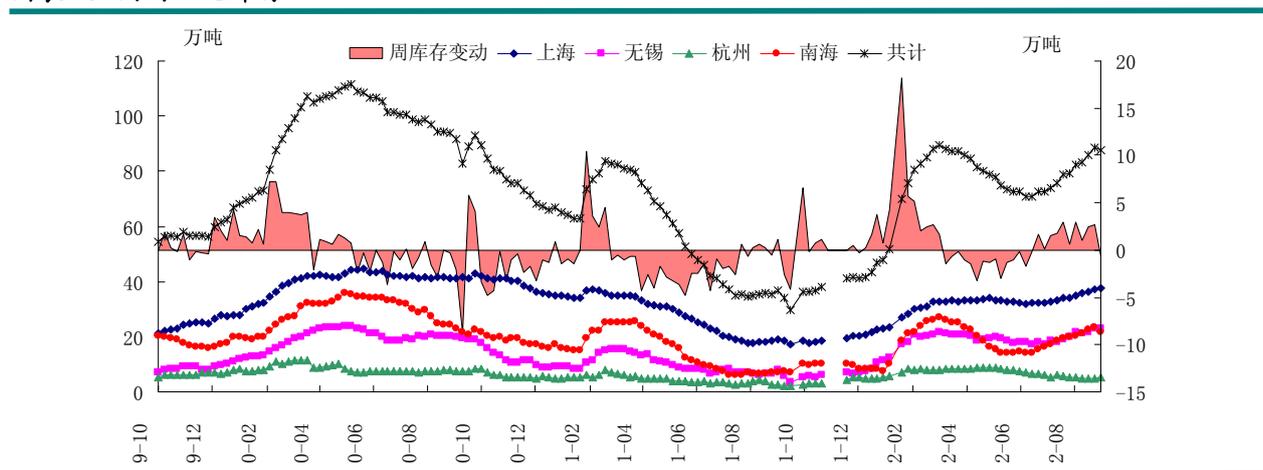
三、过剩压力犹重，短暂旺季难以抗衡

我们看到，自 9 月第 2 周以来，国内下游需求确实出现了回暖的迹象。根据我们与山东、广东等铝型材主要产区的贸易商沟通的情况，近期下游加工厂的产销正在进入旺季，部分铝型材厂家甚至加大了对挤压机的采购力度。而从与建筑型材密切相关的房地产来看，最新公布的 8 月房地产数据来看，商品房回暖之势更趋稳固，新开工也触底反弹。而我们了解到的甘肃、青海一带的铝厂，同样是从最近一周开始，自有库存明显下滑。此外，我们从跟踪的国内四地库存量来看，9 月 13 日当周该库存数出现了逾两个月以来的首次下降，至 87.7 万吨，降幅在 0.7 万吨。这其中，广东南海库存下降了 1.8 万吨，上海、无锡、杭州仍有微弱的增加。

尽管近期的需求面终于让我们看到了些许可喜的改善，但是当前供应与库存的压力依然较重，单从绝对量来看，国内四地库存规模仍处在半年来的高点，而与同期的消费相比

较，库存消费比也不低，自5月以来已连续3个月走高，高于去年同期，历史上处在中值水平。

图表 3: 国内四地库存



资料来源: SMM, 新湖期货研究所

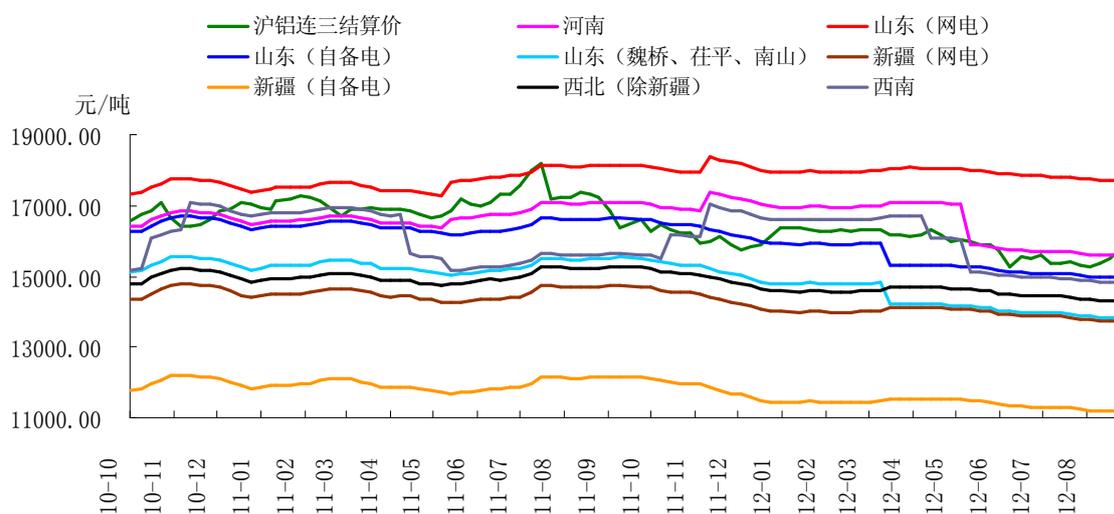
此外，国内铝厂仍然保持着满负荷生产。根据国家统计局9月公布的数据，8月电解铝产量达到了175.0万吨，创下历史新高，同比增加13.2%；前8个月累计产量1292.7万吨，同比增速也上升到10.1%，高于去年同期的8.4%。事实上，在9月这波反弹启动之前，河南等地的铝厂还处在大面积亏损，但当时的冶炼商也很少有减产，因为关停设备导致的亏损大过坚持生产。以一台288KA的电解槽（月产量60吨）为例，假设前期每吨亏损300元，一台槽子1个月的亏损在1.8万元（60*300）；但是关停一台槽子的费用损失高达30万元左右，这就意味着，如果不关停电解槽，铝厂可以坚持生产16个月，由此产生的亏损反而小于关停槽子的损失（16*1.8 < 30）。

再加上，6月各地进行了电价补贴，西南丰水期电价仍在持续，原料氧化铝价格又保持低位，而沪铝这波反弹已使得河南等地前期亏损的铝厂小有盈利，这些都使得国内铝厂未来减产的可能微乎其微，而西部地区特别是新疆拥有自备电的铝厂，亦会更加加快投产的步伐。面对未来一段时间供应强势的维持，单凭9、10月短暂消费旺季，当前的供需结构预计难以轻易扭转。

四、铝厂小有盈利，套保盘卖兴渐浓

根据我们持续跟踪并测算的电解铝成本数据，由于今年迄今电解铝冶炼所需的原料价格全线下移，现阶段国内铝厂的完全成本已经跌至近两年的低位，而9月铝价这波反弹，便使得河南等地前期亏损的冶炼厂终于扭亏转盈。由图表4，除使用网电的山东小部分铝厂外，使用自备电的山东铝厂（包括魏桥、荏平和南山）、西南铝厂、西北包括新疆在内的铝厂成本早就处在主力价格之下，9月第二周之后，河南铝厂也明显地缩小了亏损，并已有小幅盈利。

图表 4：国内电解铝厂完全成本与主力结算价的比较



资料来源：公开资料，新湖期货研究所

这就使得，手持现货的冶炼商开始心生卖保的意愿。事实上，我们从 9 月至今的多空持仓结构来看，排名前三位的净多席位仍然是中铝国贸、银河和先融，但其净多头寸已明显下滑；与此同时，净空席位则出现了较大的变化，目前前三位分别是中国国际、青铜峡和招商，其中青铜峡在上周五才刚刚进入，本周一继续增仓，而中国际的空单较前期也有明显的增持。在这些多空席位的背后，分布是中铝、中电投、云铝等国内电解铝巨头，而多头的削弱、空头的增持，或许也正告诉着市场，铝企卖保的动作已经悄然开启。

五、中期空单迎来布局机会

鉴于本轮量化宽松无论从量上还是购买形式上，对流动性与资金面的刺激作用都相对温和，同时又缺乏前面两次 QE 时来自国内政策和供需面的配合，即便中国政府再出台类似 4 万亿美元的财政刺激举措，例如近期发改委的 1 万亿投资项目，QE3 阶段的金属价格也难以完全复制此前的涨势。一方面，量上来看，很难再投入一个新的“4 万亿”；另一方面，近几年国内陆续爆出的地方债务危机、工业行业产能过剩等诸多问题，也会使得此轮投资能够产生的效益大打折扣。因此，QE3 对铝价的利好效应将边际递减。

而 9、10 月短暂的消费旺季固然能对铝价的下方形成支撑，但中期来看，至多消化掉此前累积的部分过剩，要彻底改变当前的供强虚弱格局并不容易。因此，短期基于旺季特征，在万六附近的高位震荡料能持续，但中期空单也将迎来布局的机会。

撰写：王蓉，新湖期货有色金属高级研究员

执业资格号：F0267664

电话：021-22155601

E-mail: wangrong@xhqh.net.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

新湖期货联络方式

公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际中心36楼
邮编：200070
电话：400-8888-398
传真：021-22155559

温州营业部

地址：温州市车站大道75号金鳞花苑2幢1101室
邮编：325000
电话：0577-88991588
传真：0577-88988180

台州营业部

地址：台州市椒江区市府大道557号万家灯火都市广场6楼
邮编：318000
电话：0576-88053555
传真：0576-89892901

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室
邮编：314000
电话：0573-82090662
传真：0573-82052419

北京营业部

地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦501室
邮编：100007
电话：010-64006876
传真：010-64006010

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室
邮编：110013
电话：024-31060016
传真：024-31060013

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2701房间
邮编：116023
电话：0411-84807691
传真：0411-84807519

郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室
邮编：450008
电话：0371-65613558
传真：0371-65612810

厦门营业部

地址：厦门市思明区厦禾路1032号中国外运大厦A座802
邮编：361000
电话：0592-5835135
传真：0592-5835135

西安营业部

地址：西安高新区高新一路2号国家开发银行大厦1105室
邮编：710075
电话：029-88377355
传真：029-88377322

福州营业部

地址：福州市鼓楼区水部街道五一北路129号榕城商贸中心十一楼02号
邮编：350001
电话：0591-87878217
传真：0591-83337962

青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1809室
邮编：266071
电话：0532-85796000
传真：0532-85790098

上海营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1801-04单元
邮编：200122
电话：021-61657295
传真：021-61657211

深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2405室
邮编：518035
电话：0755-23811813
传真：0755-23811800

海口营业部

地址：海口市国贸大道2号海南时代广场15层
邮编：570106
电话：0898-36627000
传真：0898-36627135

济南营业部

地址：济南市历下区历山路157号天鹅大厦601
邮编：250013
电话：0531-80973106
传真：0531-80973196

杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦2502
邮编：310000
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

重庆营业部

地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10-1
邮编：400003
电话：023-88518666
传真：023-88518951

长沙营业部

地址：长沙市天心区芙蓉中路二段新世纪大厦1701-1704
邮编：410015
电话：0731-82772266
传真：0731-82776031