

主要结论

进入3月后，沪铝表现持续偏强，价格重心自18800元/吨缓步攀升至接近20000元/吨一线，并在4月8日，时隔近两年突破20000元/吨高位。截至4月8日收盘，沪铝主力合约上涨1.61%，收于20205元/吨。沪铝的此轮上行，是宏观与基本面利多共振下的结果。

展望后市，宏观政策面影响下的供应增量有限及需求预期走强，使得铝价长线来看有较强的价格支撑。基本面而言，海外铝价不具备价格优势，对供应端的补充有限，国内方面，随着丰水期到来，云南铝供应增加较为确定，但复产节奏的不确定或带来一定预期差风险。需求端的旺季效应仍在延续，而铝价的持续走高或对需求端的释放带来负反馈。供需总体维持在紧平衡状态。另外，铝水比提高之下，铝锭库存依然维持着历史同期的最低水平，未来需求旺季延续，铝锭库存预计将进入季节性去库阶段，进一步利多铝价。总体来说，短至中期，宏观与基本面的利多共振依然能够使得沪铝维持偏强的走势，但考虑到未来旺季渐近尾声，以及云南地区电解铝复产推进，沪铝的此轮上涨行情也逐渐来到中后段，上方空间有限，需要谨慎看待，压力位看向21000元/吨-22000元/吨。操作上，建议投资者谨防高位风险，前期重仓多单可适时获利了结，轻仓持有。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

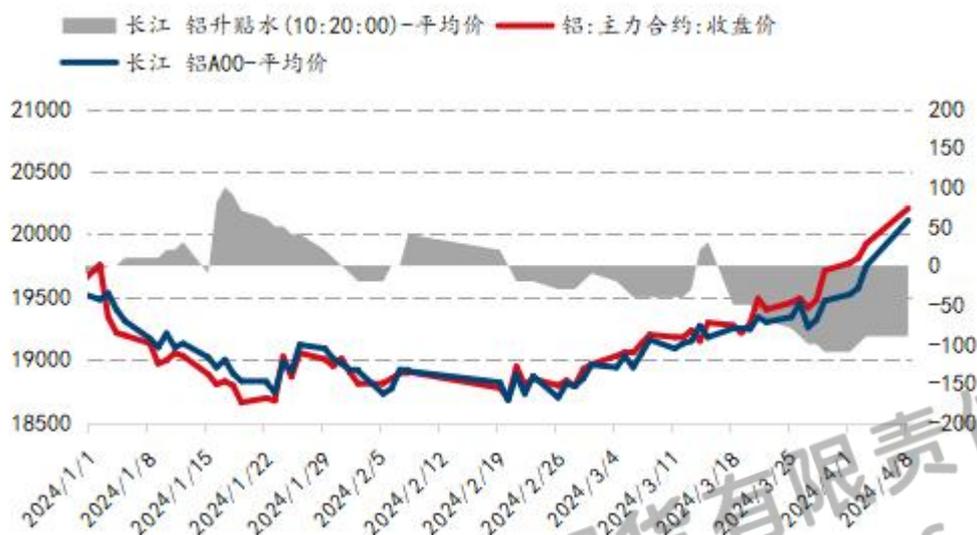
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

进入3月后，沪铝表现持续偏强，价格重心自18800元/吨缓步攀升至接近20000元/吨一线，并在4月8日，时隔近两年突破20000元/吨高位。截至4月8日收盘，沪铝主力合约上涨1.61%，收于20205元/吨。沪铝的此轮上行，是宏观与基本面利多共振下的结果。

图：沪铝期现价格走势（元/吨）



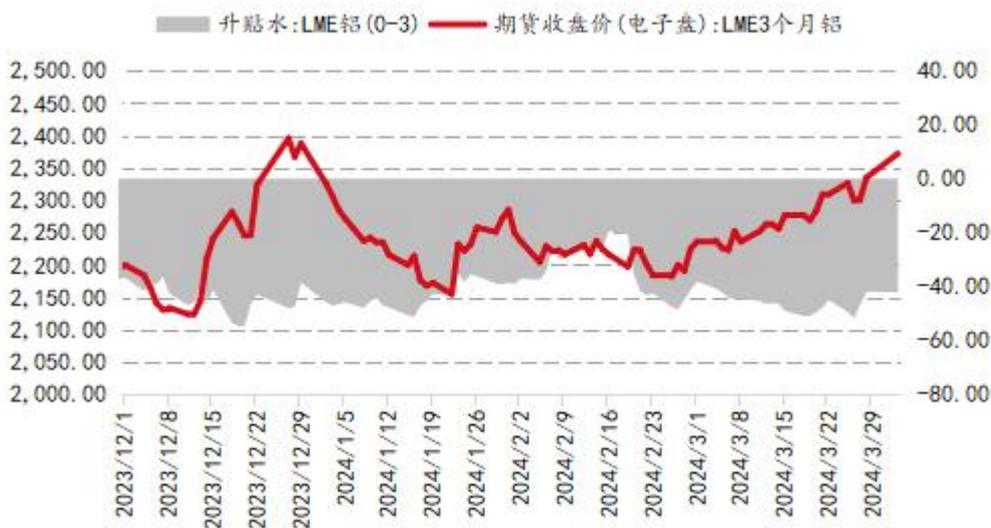
数据来源：SMM 国信期货

图：沪铝主力合约收盘价、持仓量及成交量变化（元/吨，手/日）



数据来源：Wind 国信期货

图：伦铝期现价走势（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

二、宏观政策面奠定铝价上扬基调

宏观政策面首先为铝价的上行奠定了基调。2024年3月，“两会”召开，根据2024年政府工作报告，2024年国内生产总值（GDP）预期目标增长5.0%左右。报告也指出，今年政策偏扩张，中央加杠杆、稳信心、稳地产是关键，强产业、防风险促改革主线延续。

具体看向惠及到铝消费的相关政策，房地产方面，住建部发布通知，各地继续加码松地产，包括继续发放购房补贴、购房消费券、公积金贷款优惠等。此外，今年全国将再改造5万个城镇老旧小区，建设一批完整社区。消费方面，商务部将推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新作为今年促消费的重点工作之一，发改委也提将实施工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等7个领域的设备更新，和实施汽车、家电、家居等耐用消费品以旧换新作为重点。未来，预期将有刺激房地产及新能源汽车、家电等消费的政策出台，从而带动铝的消费需求。

另一方面，铝的供应增量同样受到政策端的限制。电解铝作为高耗能产业，其4500万吨产能红线较为确定，供应刚性，增量较为有限。除此之外，2024年3月15日，生态环境部发布通知，面向社会就铝冶炼行业的《企业温室气体排放核算与报告指南》和《企业温室气体排放核查技术指南》公开征求意见。两份指南释放了明确的信号，即国内电解铝行业将继发电行业之后，成为第二个被纳入强制性碳市场的行业。这意味着未来更高耗能的电解铝产能将面临更大的成本压力及产能出清危机。

长线来看，宏观政策面影响下的供应增量有限及需求预期走强，使铝价获得较强的价格支撑。

三、基本面转强驱动铝价进一步抬升

回归到基本面，3月后沪铝基本面逐渐走强，是驱动铝价缓步走高的重要因素。

1. 氧化铝价格走弱 电解铝行业利润得到修复

成本方面，随着氧化铝复产后价格下行，电解铝冶炼成本有所下降，加之铝价逐渐走高，电解铝行业利润得到修复。据 SMM 数据，截至 3 月 31 日，3 月电解铝行业加权平均成本为 16827 元/吨，较 2 月下降 55 元/吨，较 2023 年 12 月上涨 531 元/吨。3 月铝价重心逐渐上移，而成本有所降低，截至 4 月 3 日，行业利润修复至 2900 元/吨附近。据 SMM 数据，截至 4 月 3 日，电解铝平均完全成本约为 16800 元/吨，行业平均利润回升至 2900 元/吨附近，利润修复一定程度上也提高了复产积极性。

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

使得电解铝成本回落的主要原因是氧化铝价格的走弱。进入 3 月后，氧化铝供应端来自环保与检修的干扰逐渐减少，在行业高利润的驱使下，氧化铝厂积极复产，尤其是北方地区，供应增加的预期走强，带动价格下行。但需要注意的是，目前国内铝土矿供应偏紧的问题仍未得到解决，部分氧化铝厂暂时使用进口矿石进行代替生产，其可持续性存疑，也存在生产成本提高的问题。此外，近期市场消息称几内亚因能源短缺问题计划强化停电措施以保障国家电力系统稳定，当前虽暂未对当地铝土矿的开采和发运造成影响，但后续当地矿山及港口是否也会受到能源问题影响仍有待评估，届时，原料端的成本压力或逐渐传导至中下游。

2. 云南复产节奏将主导未来供应端变化情况

供应方面，自 2023 年 11 月云南减产 115 万吨后，供应端一直维持稳定水平，直至 3 月出现变化。2024 年 1-2 月，铝产量基本维持稳定，3 月，在内蒙古意外事故余波影响之下，叠加重庆、贵州产能技改以及云南复产推进，此消彼长之下，供应端整体在产产能增加约 15 万吨。据百川盈孚数据，云南复产自 3 月中下旬开启，截至 4 月 3 日，已完成复产近 20 万吨，整体电解铝开工产能达 4218.10 万吨。据 SMM 统计，2024 年 3 月份（31 天）国内电解铝产量 355.5 万吨，同比增长 4.19%。3 月份国内电解铝行业日均产量环比持稳在 11.49 万吨附近。

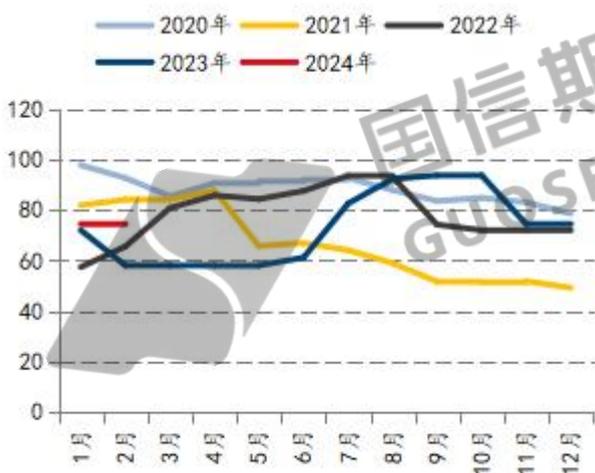
云南本轮规划复产为 52 万吨，考虑到近期云南西北地区虽有持续性降水，但省内大部分地区气温升

高，降水量偏少，后续水电供应是否能有稳定富余量以支持电解铝复产存在不确定性，或将影响云南本轮复产的节奏，以及未来 60 余万吨产能的释放。目前来看云南复产速度不及预期，后期二轮复产最早或于 5 月丰水期到来时开始释放。据百川盈孚统计，除云南的产能变动之外，2024 年二季度，山东及内蒙古地区预计将有约 75 万吨产能的减产，同样在二季度的 5 月，内蒙古地区将有 42 万吨产能将释放投产。海外供应而言，据 SMM 统计，3 月（31 天）海外电解铝产量为 252.9 万吨，同比小幅上涨约 0.1%。3 月海外电解铝平均产能利用率约为 87.5%，环比略降 0.1%，同比上涨 1.2%。而近期进口窗口再度回到关闭状态，价格劣势下对供应的补充有限。总体来说，未来铝供应端的变化还需主要聚焦于云南产能的变动，随着丰水期到来，云南铝供应增加较为确定，但复产节奏的不确定或带来一定预期差风险。

3. 旺季效应延续 铝价持续走强或抑制需求释放

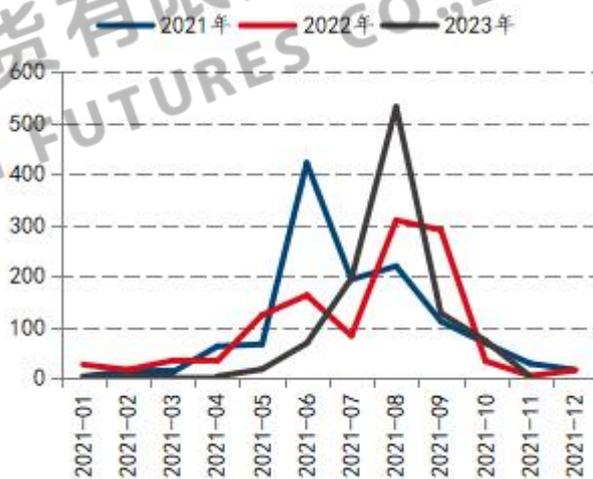
需求端的旺季效应仍在延续，据 SMM 数据，截至 4 月 3 日，国内铝下游加工龙头企业开工率环比上周下跌 0.5 个百分点至 64.0%，与去年同期相比下滑 1.2 个百分点。受到清明节假期影响开工率环比有所下滑，但自 3 月起，开工率整体呈现回暖态势，预计本周节后开工将延续回暖。据调研，部分铝板带箔企业反馈当前订单同比增加明显，出口订单也有所回暖，订单排产情况较为乐观。铝型材则是受到了工业型材

图：云南电解铝产能开工率季节性变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

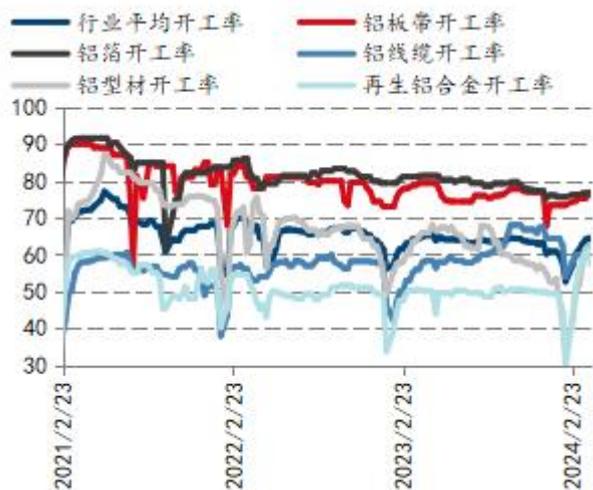
图：云南昆明降水量季节性变化（单位：毫米）



数据来源：SMM 国信期货

方面需求的支撑，在新能源汽车和光伏组件的需求支撑下，工业铝型材产量、订单均持续提升，弥补了建筑型材需求的疲软。但也需要注意到，目前部分下游铝加工板块已经出现因铝价高位，采购积极性有所下降的情况，未来若铝价持续走高，或抑制需求端的释放，因此对于需求端的利多预期不宜过分乐观。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

图：行业铝水比变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

4. 铝锭维持低库存 关注季节性去库情况

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）

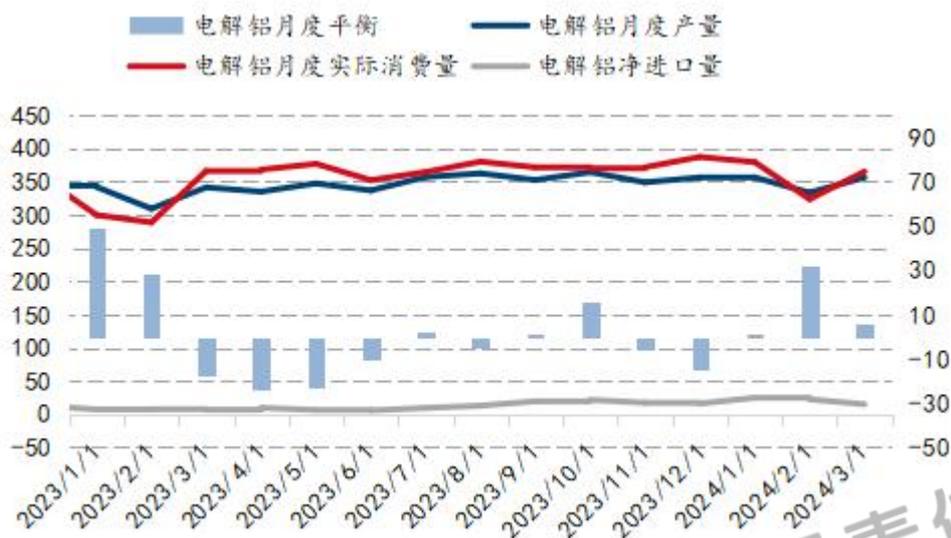


数据来源：SMM 国信期货

3月末，铝锭库存开始连续去库，拐点如期出现，使得铝价突破压力位。据SMM数据，截至4月8日，铝锭库存为86.3万吨，较4月3日增加1.6万吨，铝棒库存为24.9万吨，较4月3日增加0.97万吨。此前铝锭已出现连续去库，累库主要是受到清明节假期的影响。此外，在铝水比提高之下，铝锭库存依然维持着历史同期的最低水平，据SMM数据，3月行业铝水比例环比上涨9.6个百分点，同比上涨1.4个百

分点至73.88%左右。根据SMM铝水比例数据测算，3月份国内电解铝铸锭量同比减少6.16%至92.86万吨附近。铸锭量减少下铝锭库存量处于低位本就对铝价有较强支撑，未来需求旺季延续，铝锭库存预计将进入季节性去库阶段，进一步利多铝价。

图：中国电解铝月度供需平衡（单位：万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

从电解铝的月度供需状况来看，2-3月，电解铝的过剩量明显收紧，整体供需呈现紧平衡状态。基于历史数据，及当前供需两侧的预期发展情况来看，未来电解铝紧平衡的状态预计将有延续。

三、后市展望

综上所述，近期有色板块整体偏强，沪铝价格重心自3月起缓步上移，近期不断突破高位。此轮缓步的上涨行情主要得益于宏观及基本面的利多共振，并逐渐发展为短期市场的多头资金借势逼空行情。

展望后市，宏观政策面影响下的供应增量有限及需求预期走强，使得铝价长线来看有较强的价格支撑。基本面而言，海外铝价不具备价格优势，对供应端的补充有限，国内方面，随着丰水期到来，云南铝供应增加较为确定，但复产节奏的不确定或带来一定预期差风险。需求端的旺季效应仍在延续，而铝价的持续走高或对需求端的释放带来负反馈。供需总体维持在紧平衡状态。另外，铝水比提高之下，铝锭库存依然维持着历史同期的最低水平，未来需求旺季延续，铝锭库存预计将进入季节性去库阶段，进一步利多铝价。总体来说，短至中期，宏观与基本面的利多共振依然能够使得沪铝维持偏强的走势，但考虑到未来旺季渐近尾声，以及云南地区电解铝复产推进，沪铝的此轮上涨行情也逐渐来到中后段，上方空间有限，需要谨慎看待，压力位看向21000元/吨-22000元/吨。操作上，建议投资者谨防高位风险，前期重仓多单可适时获利了结，轻仓持有。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。