



## 铝价大幅回调后，能否重回强势？

### 报告要点：

由于本轮铝价回落并未大幅影响国内冶炼厂投产的积极性，因此即使考虑到进口的减少，供应压力仍偏大。Q1 约 4000 万吨的年化产能，已使得国内供应增速在 8%以上。所以，至少在 Q1 前，国内产业层面难有支撑铝价上涨的驱动因素。价格上涨预计更多来自于宏观层面，或者有色金属板块整体价格的上扬。

罗友，CFA  
金属研究员  
电话：0755-23982263  
邮箱：[luoy@wkqn.cn](mailto:luoy@wkqn.cn)

## 铝价大幅回调后，能否重回强势？

进入 2021 年开始，沪铝一改前期的强势表现，价格开始逐渐回落。从 12 月初的高位约 16780 元/吨最低回落至 14630 元/吨，跌幅约 12.8%。这一波铝价的大幅回调与 12 月国内库存开始累积相对应。2020 年 12 月五地社会库存上涨 2.1 万吨，较 11 月库存下降 9.7 万吨形成较为明显的对比。而在 2021 年 1 月至今，五地库存已上涨 6.8 万吨。

沪铝的大幅回落并未改变国内冶炼厂的高盈利状态，国内冶炼利润从最高约 4000 元/吨回落至 1750 元/吨。主要由于氧化铝价格变动不大，因此冶炼利润主要与沪铝价格变化相关。冶炼利润的高水平使得这一波铝价的回落并未影响到国内产能扩张的持续性。

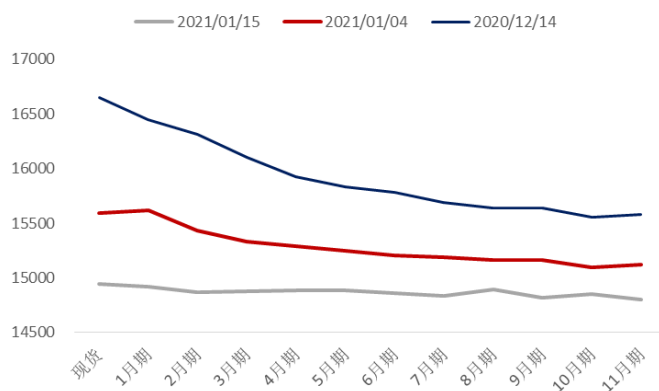
图 1：冶炼利润与铝价



数据来源：wind、五矿经易

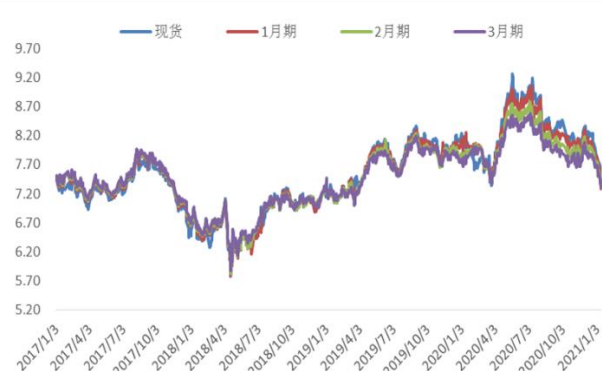
但是，这一波铝价回落使得 SHFE 期限结构以及国内外比价发生了根本改变。其中 SHFE 中 03-05 价差从 227 元/吨回落至 -15 元/吨，SHFE 结构随着国内库存的增加而逐渐走平。另外，现货沪伦比值从最高 8.3 回落至 7.6 附近。比值回落的最直接影响在于近月合约的进口窗口在持续打开约 7 个月后重回关闭状态。若比值能持续维持低位，则有利于减轻进口带来的供应压力。

图 2：SHFE 结构



数据来源：wind、五矿经易

图 3：沪伦比值



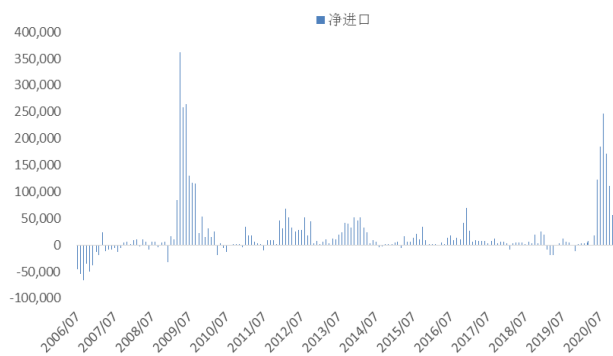
数据来源：wind、五矿经易

另外，近期五地社会库存回落，导致铝价企稳回升以及 SHFE 结构有重新转强的迹象，是否能重回前期的强势走势呢？首先，近期库存的回落一方面原因在于西北铝锭运输不畅导致入库减少。另一方面，国内疫情的发展使得下游加工厂采购原料的意愿加强，防止因为运输不畅导致的原材料短缺问题。

从供应的角度看，由于前期的下跌并未影响冶炼厂利润，因此预计 21Q1 国内产量仍处于平稳抬升阶段。比值回落造成的进口窗口关闭，使得铝锭进口压力减弱。原铝 12 月净进口 13 万吨，年化约 156 万吨的供应压力。而 2020 年国内净进口 106 万吨，仅次于 2009 年净进口 145 万吨。

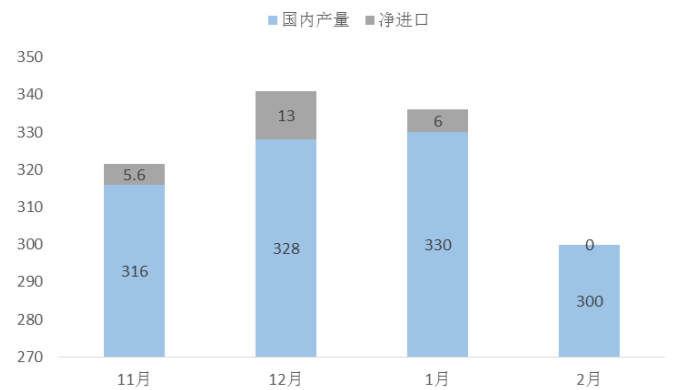
考虑到净进口后，国内的供应量 12 月最高 341 万吨/月，而 1 月国内产量仍在增加，预计进口量略有回落，合计约 336 万吨/月。而 2 月份考虑到天数较少，进口窗口关闭，则供应压力偏小。但总体上，我们预计 21Q1 国内年化产量（考虑净进口）仍在 4000 万吨附近，基本与 12 月的供应压力相当。换句话说，进口窗口关闭带来的影响会被国内产量的持续释放所抵消。

图 4：原铝进出口情况



数据来源：wind、五矿经易

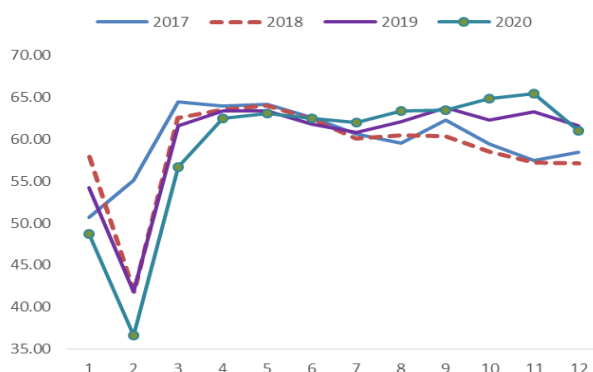
图 5：考虑到净进口后的供应量



数据来源：wind、五矿经易

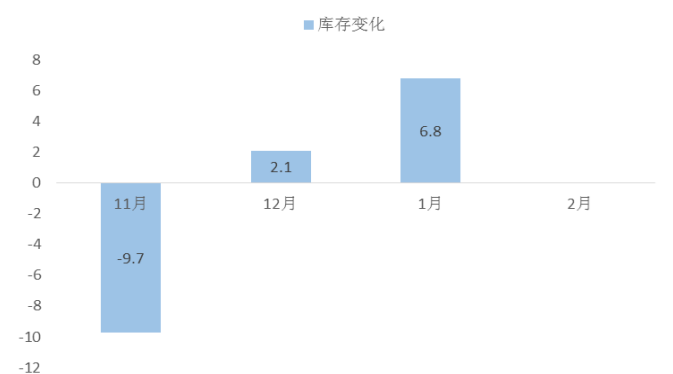
在供应相对稳定的情况下，国内库存的变化主要来自于需求。自 11 月开始，国内主要初级终端下游的开工率开始逐渐走弱，这也是为何 12 月国内开始累库的原因。随着农历新年的逐渐临近，下游开工率仍将进一步回落，因此我们预计国内累库存阶段仍将持续。

图 6：下游开工率加权



数据来源：SMM、五矿经易

图 7：库存变化



数据来源：SMM、五矿经易

国内疫情的发展给下游的开工周期带来较大不确定性，而延迟春节前后的开工时间将使得今年的节日效应显著下降，反映到库存上则是元宵节前累库效应的减弱以及后期开工旺季时去库效应的减弱。但累库效应的减弱并不改我们对于 Q1 国内库存的判断，我们预计春节后的累库仍将在 100 - 120 万吨以上。

由于本轮铝价回落并未大幅影响国内冶炼厂投产的积极性，因此即使考虑到进口的减少，供应压力仍偏大。Q1 约 4000 万吨的年化产能，已使得国内供应增速在 8%以上。所以，至少在 Q1 前，国内产业层面难有支撑铝价上涨的驱动因素。价格上涨预计更多来自于宏观层面，或者有色金属板块整体价格的上扬。

# 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（[research@wkqh.cn](mailto:research@wkqh.cn)），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿经易期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿经易期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿经易期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

## 五矿经易期货分支机构

### 深圳总部

深圳市福田区益田路6009号新世界中心48层  
电话：400-888-5398    0755-83753764  
传真：0755-82078340    0755-82078331

### 深圳营业部

深圳市福田区深南大道兴业银行大厦2103  
电话：0755-82771926  
传真：0755-82078331

### 上海分公司

上海市浦东新区浦东南路855号世界广场16楼E、F、D座  
电话：021-58784550  
传真：021-58784523

### 北京分公司

北京市海淀区首都体育馆南路6号3号楼12层1253室、1254室  
电话：010-68331355  
传真：010-68332068

### 上海松林路营业部

上海市浦东新区松林路357号22楼D-E座  
电话：021-68405160  
传真：021-68405231

### 北京广安路营业部

北京市丰台区广安路9号院6号楼408、409  
电话：010-6418532  
传真：010-64185842

### 广州营业部

地址：广东省广州市天河区珠江西路17号广晟国际大厦24 楼2407  
电话：020-29117582  
传真：020-29117581

### 天津营业部

天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广场2101-2102  
电话：022-87381178  
传真：022-87381912

### 成都锦江营业部

四川省成都市青羊区锦里东路2号宏达大厦11楼F座  
电话：028-86131072  
传真：028-86132775

### 重庆营业部

重庆市江北区江北城西大街25号平安财富中心11-1  
电话：023-67078086  
传真：023-67078396

### 郑州营业部

地址：郑州市郑东新区商都路南、心怡路西正岩大厦号楼4层407

### 南通营业部

江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室

电话：0371-65612583

传真：0371-53386955

#### **杭州营业部**

浙江省杭州市江干区万银大厦1408室

电话：0571-81969928

传真：0571-81969930

#### **济南营业部**

山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室

电话：0531-83192255

传真：0531-83192262

#### **大连营业部**

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2011号、2106B号

电话：0411-84800452

传真：0411-84806601

#### **西安营业部**

陕西省西安市新城区新科路1号新城科技产业园

电话：029-62662718

传真：029-62662700

#### **宁波营业部**

浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼12-2室

电话：0574-87330527

电话：0513-81026015

传真：0513-81026015

#### **浙江台州营业部**

浙江省台州市黄岩区劳动北路黄岩总商会大厦11层

电话：0576-89880996

传真：0576-89880987

#### **青岛营业部**

山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼409

电话：0532-85780820

传真：0532-85774997

#### **长春营业部**

吉林省长春市人民大街4111号兆丰国际11层1102室

电话：0431-89665686

传真：0431-82660077

#### **昆明营业部**

云南省昆明市盘龙区北京路与北辰大道交口西南角领域时代大厦A栋13层2室

电话：0871-63339750

传真：0871-63331782