

## 铝-蓄势已发，继续做多

### 观点概述

3月铝价高位强势横盘。目前多空矛盾交织。

宏观面来看，经济复苏加海外宽松继续，而铝价是复苏的受益者，因此价格受到支撑。国内货币层面流动性边际收紧，海外宽松依旧，但美元长期贬值后有阶段性反弹的需求，且美债收益率高位，打压基本金属价格。

供应端利润仍然高企刺激产能投放，但产能投放受内蒙干扰，削弱年内过剩量级。因此短期受到抛储疑云干扰，但这毕竟是短期因素，中期来讲碳中和对铝的供应影响不容小觑，仍是主要矛盾。

成本端，原材料自身本处于供应宽松的格局，因此氧化铝价格不具备大幅上涨的条件。但是电价上升将必然发生，加权成本将大幅提高，对铝价有支撑。

消费方面3月份之后消费旺季将再度回归，去库预期也将对市场形成支撑。

总体来看，近期供需两旺。环保，能耗，双炭目标对铝行业形成硬约束。且国外流动性宽松不变继续提振市场情绪。铝价仍然较难下跌。可以在小横盘下沿做多，突破上沿继续加仓做多。主力合约压力位在18500-19000，站稳可继续做多至20500。

### 风险关注

无

研究员：何燕艳

邮箱：hey@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85333633

从业资格号：F0210791

投资咨询资格号：Z0000751

2021.3.18

## 逻辑阐述

### 一、宏观定调：经济复苏加速，欧美宽松持续，但美债利率飙升产生一些负面影响

随着欧美国家疫苗接种推进顺利，全球新冠疫情增速高峰已经过去，抗疫封锁逐渐缓和。2020 年 12 月后，二次疫情的影响逐渐消退，以欧美为代表的发达经济体经济活动出现了较为强劲的复苏。体现为工业生产的产能利用率上升以及就业水平的提升。但与疫情前水平比较，仍有修复空间。

从美联储近期表态来看，近期货币政策出现拐点的可能性不大。财政政策方面，美国 5.7 万亿美元的经济刺激规模，占去年美国名义 GDP 的 27%，刺激力度远超 2009 年次贷危机时期；国内政策持续正常化，银保监会称：“今年整个市场利率在回升，估计贷款的利率也会有回升”。货币正常化此前已有迹象，不会突然收紧。然而从边际上看，后续无论国内国外，政策工具耗尽的风险不断升温，继续边际宽松后面已经余地不大了。中美关系主基调仍以竞争对抗格局为主，中美对峙具有长期性和日益严峻性。

且近期十年期国债收益率持续攀升，市场加息预期提升，风险资产价格普遍承压。

### 二、成本

#### 1. 氧化铝价格低位，但电价提高，利润仍高位

2021 年 3 月，由于海运费大涨造成进口货源的冲击减弱，部分炼厂转而寻求国内货源一定程度利好国内氧化铝价格，但内蒙的减产同样对需求有负面作用。原材料自身本处于供应宽松的格局，供需矛盾仍未有明显突出点，价格继续维持低位；电力方面，自备电价格，跟随煤炭价格波动，同时自备电产能比例下降，对电力成本影响有所减弱；网电价格，不同省/区有降有升，整体影响不大。

图 1 国内氧化铝月度产量

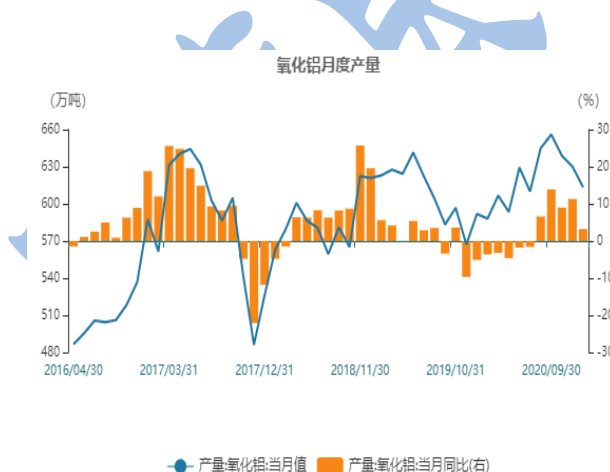
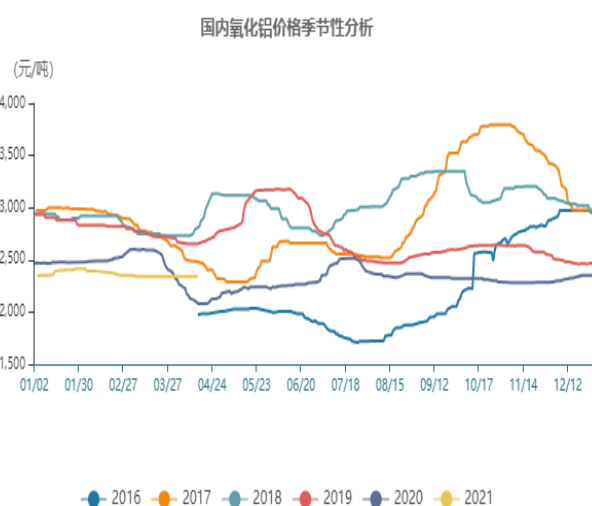


图 2 国内氧化铝价格走势



数据来源:Wind

氧化铝价格低位，且氧化铝在成本中的比重占到 45%。预焙阳极供需平衡，价格维持高位震荡；因此在此成本低位，而价格上涨之下电解铝的利润创历史新高。因此除非行政干扰持续，从电价铝厂自身

的意愿来说，还是有扩产的动能存在的。事实证明，二季度也将迎来产能投放高峰。

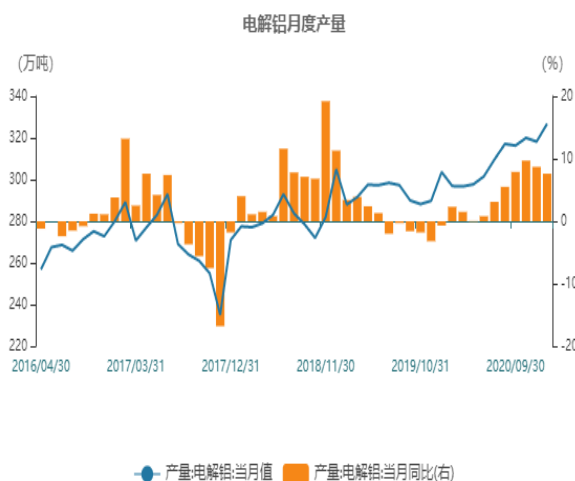
### 三、供需

#### （一）产能投放受内蒙干扰，削弱年内过剩量级

在 2020 年四季度较大规模的投产后，1-2 月我国新建产能投放速度放缓，受到建设进度以及假期因素等影响，根据阿拉丁统计，1-2 月运行产能仅增加 10 万吨，主要由云南地区贡献。进入三月，高利润刺激生产积极性，产量重回正增长，云铝海鑫、宏泰铝业等新建产能继续投放，此外陕县恒康铝业将 3 月初进行复产。产能开工率保持 90%以上，截至 2021 年 3 月底，中国电解铝建成产能 4365 万吨/年，运行产能 3925 万吨/年。

尽管 3 月开始国内新建产能投放速度加快，但 2 月底蒙东地区因能耗双控问题对该区域内电解铝厂要求压产，目前两家已经停槽，剩余一家有计划停槽，总计影响产能 19 万吨左右。除当期影响外，原计划于三季度投产的白音华项目预计年内投产进度会被推后，因此将供应干扰考虑之后，全年国内供需平衡过剩量将减少。需持续关注内蒙其他地区冶炼厂是否会受到同样的影响。

图 3 中国电解铝产出影响小



数据来源：Wind

图 4 中国电解铝利润



数据来源：Wind

#### （二）抛储疑云干扰市场

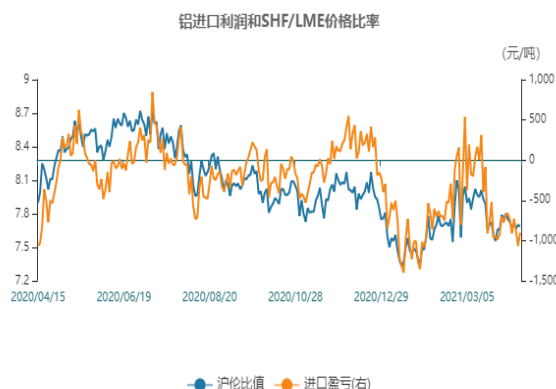
3 月 23 日，传闻国储抛储 40 万到 50 万吨，铝价一度跌停，而后传闻未经证实，铝价收回一半跌幅。抛储传闻再度引发供应干扰，与内蒙限产不同的是，抛储为短期效应，短期投放到市场的铝锭会使得二季度去库之势变为累库，削弱旺季去库低库存的逻辑，对高价形成压制，但传闻尚未构成事实，建议谨慎对待。

#### （三）进口预计仍然偏强

内外比值有所回落，进口盈利空间有所收窄，但窗口仍在开启；海关总署公布 1-2 月未锻造铝及铝材出口量分别为 46.9 万吨、37.3 万吨，累计同比增加 25.9%；进口量分别为 30.8 万吨、14.7 万吨，累计同比增加 50.4%；进口的大幅主要由于去年年底原铝进口窗口仍在开启，进口量增加；

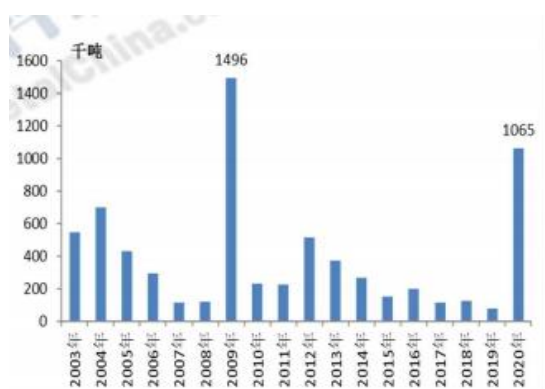
考虑从二月底进口窗口再度开启，持续时间近一个月，因此 3-4 月 进口预期仍强。但是后续来说，内外铝价同步上涨，高比值难以持续，进口将持续回落。

图 5 沪伦比值和进口盈亏



数据来源：Wind

图 6 原铝进口



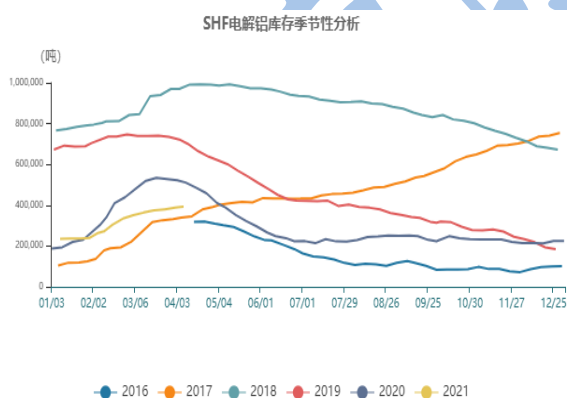
数据来源：Wind

#### （四）中国电解铝消费

##### 1. LME 库存大幅交仓

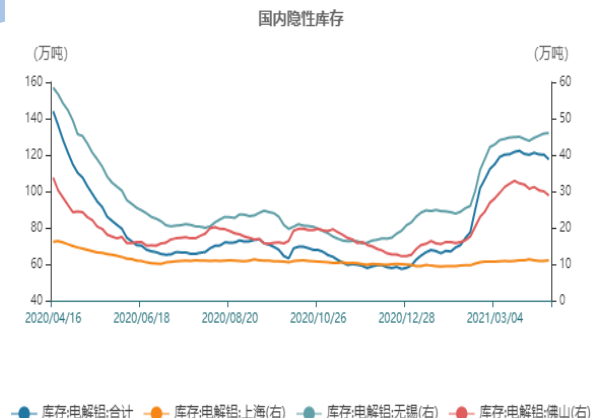
截至 4 月 15 日，国内主要地区铝锭显性库存为 156.82 万吨左右，仍然较去年 3 月 20 日左右的 217.6 万吨高位下降约 28%。其中上期所铝锭库存为 39.22 万吨，从图上可以看出，累库幅度不及预期的。且随着旺季到来，应该会出现库存由上向下的拐点。国外库存则是持续上升，去库逻辑已经不在。需要持续关注这一动向。

图 7 SHF 电解铝库存



数据来源：Wind

图 8 国内隐性库存



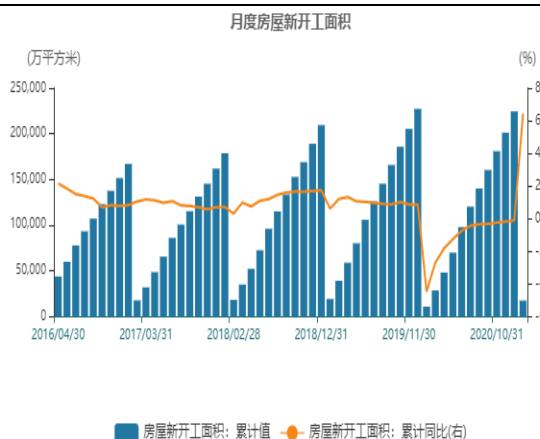
数据来源：Wind

##### 2. 地产消费

2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%。其中，住宅施工面积 542503 万平方米，增长 11.2%。房屋新开工面积为 17,036.94 万平方米，累计同比增加 64.3%；房屋竣工面积为 13,524.97 万平方米，累计同比增加 40.4%；数据较好主要是由于基数较低导致，但显示目前

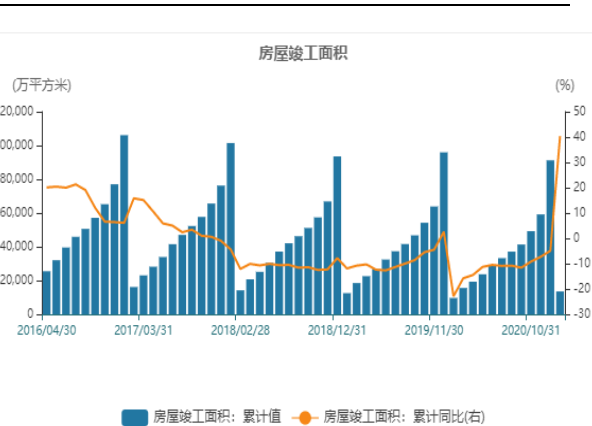
仍是加速复苏。

图 9 月度房屋新开工面积



数据来源：Wind

图 10 房屋竣工面积



数据来源：Wind

### 3. 电网数据

截止至 2020 年 12 月，电网基本建设投资完成额累计值为 4,699 亿元，累计同比下降 6.2%。前期为累计同比下降 4.2%，增幅趋缓，显示后劲不足。

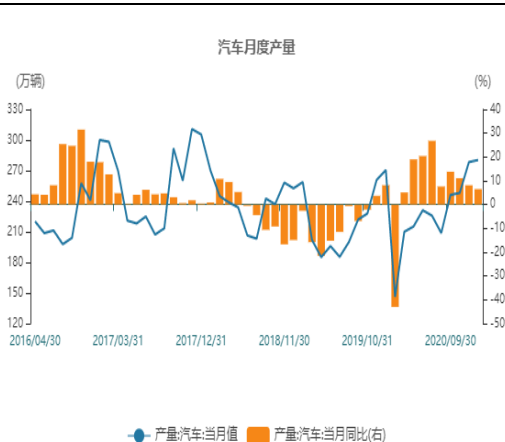
### 4. 汽车和家电产量

2021 年 1-2 月全国汽车产销分别完成 389.0 万辆和 395.8 万辆，同比分别增长 88.9%和 76.2%。与 2019 年同期相比，产销量均增长 9%。2 月当月汽车产量为 280.4 万辆，当月同比增加 6.5%。产量复苏进一步强化，提振需求预期。

图 11 电网投资



图 12 汽车产量





数据来源：Wind

数据来源：Wind

## 5. 铝材出口大涨

海关总署公布 1-2 月未锻造铝及铝材出口量分别为 46.9 万吨、37.3 万吨，累计同比增加 25.9%；

## 6. 需求总结

总体而言，铝市场终端行业数据继续上升，尽管高铝价对铝下游加工企业开工有一定的影响，使得铝材开工率有所下降，但总体仍保持高位，三四月份旺季到来，需求应该能维持一定的增速。

表 3 中国铝供需平衡表

	2019 年	2020Q1E	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1f
产量	3593	905.3	908.9	943.9	972	967
净进口量	-0.1	0.5	14.9	60.5	22	5
供应量	3593	905.8	923.8	1004.4	994	972
消费量	3662	701	1097	1011	1025	946
市场平衡	-69	204	-173.2	-6.6	-31	26

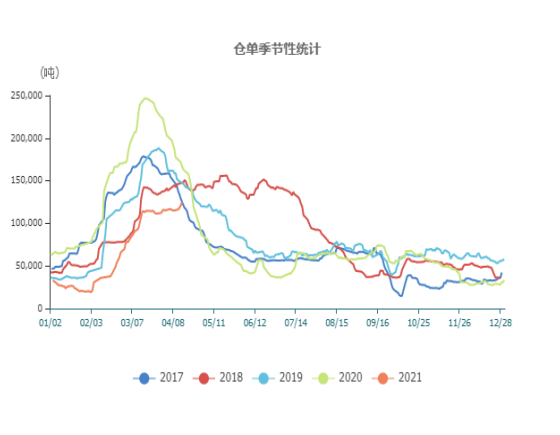
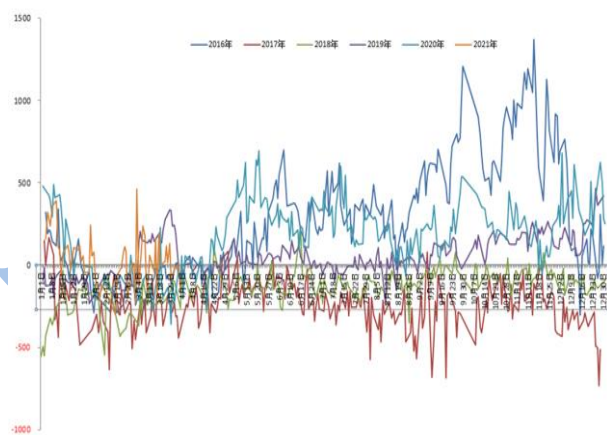
数据来源：安泰科

## 四、基差

基差没能维持强势。仓单数量仍然偏低，因此在结构没改变之前，价格或能维持高位强势。

图 13 国内电解铝基差

图 14 国内仓单数量



数据来源：Wind

数据来源：Wind

## 五、季节性旺季即将到来

对于基本金属来讲，一般三四月份又是旺季，价格易涨难跌。七八月份是季节性消费淡季，价格容易停顿或拐头向下，九十月份迎来金九银十，而四季度对于铝来说则也是旺季，一二月份则因为过节开工下滑价格比较平淡。因此可能较难大幅下跌。

## 六、总结

3月铝价高位强势横盘。目前多空矛盾交织。

宏观面来看，经济复苏加海外宽松继续，而铝价是复苏的受益者，因此价格受到支撑。国内货币层面流动性边际收紧，海外宽松依旧，但美元长期贬值后有阶段性反弹的需求，且美债收益率高位，打压基本金属价格。

供应端利润仍然高企刺激产能投放，但产能投放受内蒙干扰，削弱年内过剩量级。

因此短期受到抛储疑云干扰，但这毕竟是短期因素，中期来讲碳中和对铝的供应影响不容小觑，仍是主要矛盾。

成本端，原材料自身处于供应宽松的格局，因此氧化铝价格不具备大幅上涨的条件。但是电价上升将必然发生，加权成本将大幅提高，对铝价有支撑。

消费方面3月份之后消费旺季将再度回归，去库预期也将对市场形成支撑。

总体来看，近期供需两旺。环保，能耗，双炭目标对铝行业形成硬约束。且国外流动性宽松不变继续提振市场情绪。铝价仍然较难下跌。可以在小横盘下沿做多，突破上沿继续加仓做多。主力合约压力位在18500-19000，站稳可继续做多至20500。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具备期货投资咨询的业务资格。