

## 抛储不改铝价上行趋势，但左右交易节奏

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

由于抛储目的旨在抑制价格过快上涨而非拍熄价格，二季度铝价仍处于多头趋势中。在抛储时点、数量和方式未落定之前，去库仍是二季度铝市主旋律，进而给价格带来上行驱动。但是，上方遭遇抛储，交易心理，价格节奏及上行力度均受到一定抑制，总体交易难度增加。

### 摘要：

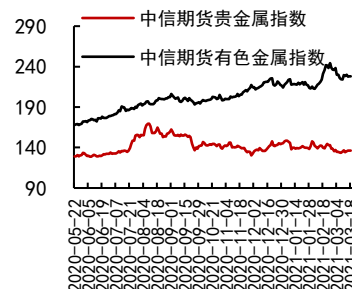
供应上，“双控” & “抛储”，供应总量存变数：产出方面，国内呈现供应干扰与复产同在的局面，“双控”不加码背景下，二季度电解铝产量为 988 万吨，同比增幅提升至 6.7%。供应的变量在于抛储，二季度若国储抛售数量在 20-30 万吨之间，挤出等量的原铝进口，国内总供应仍相对可控。但若分批抛储时间紧挨，且数量超出 50 万吨，则会对市场造成明显冲击。

消费上，内外消费均有看点，二季度需求前景不错。海外需求脉冲式上涨利于我国机电类产成品及初级铝材出口，国内经济动能强劲，房地产、光伏、汽车为铝消费提供增量，输变电缆需求略微减量。综合主要板块用铝需求，预计二季度消费量在 1028 万吨左右，同比增量约 20 万吨，同比增速约 2.0%，结转库存预计为 80 万吨（未计入抛储量）。

价格节奏上，抛储细节落地前，消费驱动价格向上，但抛储成悬挂在多头上方之剑，抑制价格上行节奏和力度。若第一批抛储数量在 20-30 万吨相对温和的范畴内，则维持铝价高点进入 18000-18500 元/吨的判断；若分批抛储时间间隔非常短且数量加剧，则会引发铝价价值重估，对应的支撑位和高点目标都面临下移。

**操作建议：**滚动短多为主，暂时放弃驱动不明晰的跨期及跨市操作，待抛储细节落定，一次性冲击完结后，再视市场承接力度进行中长线单边及结构操作。

**风险因素：**抛储数量大于预期；货币转向；供应干扰率上升



### 有色金属研究团队

研究员：  
郑琼香  
0755-83213347  
zhengqx@citicsf.com  
从业资格号：F0260068  
投资咨询号：Z0002147

覃静  
0755-83212747  
qinjing@citicsf.com  
从业资格号：F3050758  
投资咨询号：Z0013731

沈照明  
021-60812976  
shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

## 目 录

摘要： .....	1
一、一季度铝市场回顾：宏观与产业双击，铝价强势拉升 .....	5
二、二季度铝市场观点和核心逻辑 .....	6
三、原料供应充裕，氧化铝仍难起波澜 .....	7
3.1 国产铝土矿恢复至正常水平，进口数量略微下滑 .....	7
3.2 氧化铝供应过剩，价格维持弱势 .....	7
四、“双控” & “抛储”，供应存变数 .....	8
4.1 海外电解铝供应基本持平 .....	8
4.2 供应干扰与复产同在，供应仍保持高增长 .....	9
4.3 抛储对原铝进口有挤出效应，废铝进口数量恢复仍较慢 .....	10
五、海外复苏有看点，二季度消费保持增长 .....	11
5.1 1.9 万亿美元刺激下，仍有脉冲式需求释放 .....	12
5.2 国内经济动力强劲，用铝板块前景仍不错 .....	13
5.3 美联储主席转口风，我国货币由“灵活适度”转为稳健中性 .....	15
六、库存与结构 .....	16
七、供需平衡展望 .....	17
免责声明 .....	18

## 图目录

图表 1：一季度铝价强势上攻.....	6
图表 2：比值先升后降，2 月下旬进口窗口开始打开.....	6
图表 3：沪铝成交及持仓显著回升.....	6
图表 4：一季度美元低位回升，权益类资产释放回调压力.....	6
图表 5：（国产+进口）铝土矿保持平稳.....	7
图表 6：内外矿价格基本维持稳定.....	7
图表 7：全球氧化铝供应平衡情况.....	7
图表 8：国内氧化铝供应平衡情况.....	7
图表 9：国内外氧化铝价格.....	8
图表 10：氧化铝进口盈亏及进口数量.....	8
图表 11：国内氧化铝运行产能及开工率.....	8
图表 12：国内氧化铝行业生产利润.....	8
图表 13：全球电解铝产量.....	9
图表 14：海外电解铝产量.....	9
图表 15：2021 年白音华项目预计无法兑现.....	9
图表 16：2021 年国内电解铝减产、拟减产明细.....	10
图表 17：2021 年国内电解铝拟复产情况跟踪.....	10
图表 18：国内电解铝运行产能预估.....	10
图表 19：国内电解铝月度产出预估.....	10
图表 20：一季度原铝进口窗口一度打开.....	11
图表 21：3 月份原铝进口报关流入数量增加.....	11
图表 22：废铝及铝合金进口数量偏低.....	11
图表 23：国内精废铝价差.....	11
图表 24：国内电解铝表观消费.....	12
图表 25：国内电解铝库存季度变动.....	12
图表 26：全球主要经济制造业强劲复苏中.....	12
图表 27：海外单日疫苗接种数量提升.....	12
图表 28：美国房地产表现良好.....	13
图表 29：美国耐用品新增订单保持增长.....	13
图表 30：美国消费保持回升但工业回升缓慢.....	13
图表 31：我国家电出口强势增长.....	13
图表 32：房地产竣工周期逻辑不变.....	14
图表 33：光伏新增装机容量.....	14
图表 34：汽车消费较疫情前水平有所提升.....	14
图表 35：国家电网招标铝交货量折算.....	14
图表 36：国内家电生产增长提速.....	14
图表 37：未锻造铝材出口有所恢复.....	14
图表 38：美国联储银行负债持续增加.....	15
图表 39：美国通胀预期抬升.....	15
图表 40：我国社会融资增速见顶.....	15

图表 41：我国货币数据指标增速逐渐回落.....	15
图表 42：电解铝现货库存绝对高位偏低.....	16
图表 43：电解铝去库时间及数量一如往常.....	16
图表 44：沪铝短端价格受抛储不确定压制.....	16
图表 45：今年升水表现尚处偏弱阶段.....	16
图表 46：2021 年我国电解铝月度供需平衡表.....	17

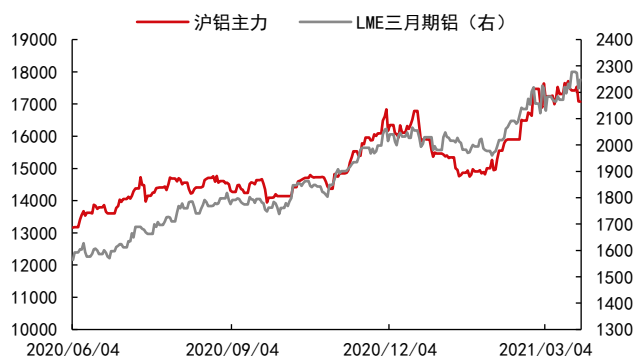
## 一、一季度铝市场回顾：宏观与产业双击，铝价强势拉升

一季度，铝价表现强势，价格上行的主要动力可以概括为：强宽松、低库存背景下，供应干扰率上升，资金积极的买入。先有 11 月份消费优异表现，叠加北方抗疫升级影响运输导致前期现货库存积累速度较慢，推动沪铝主力冲破“万五”、“万六”关口。随后 11 月进口窗口打开吸引货物在 12 月及 1 月流入国内，叠加消费季节性走弱，沪铝价格从“万六”回调至 14600-14800 元/吨区域。由于铝市在二季度存在阶段性缺口的一致性预期，14600-14800 元/吨的买入安全边际凸显，1 月 29 日夜盘资金抢跑入场布局多单，打破沪铝在底部的运行区间。

内蒙古于 2 月 4 日发布《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》，取消蒙西地区电解铝行业基本电费折算每千瓦时 3.39 分的电价优惠政策，同时对电厂征收政策性交叉补贴，蒙西、蒙东分别为每千瓦时 0.01 元、0.02 元（含税）。内蒙电力政策调整，提升该区域的电解铝成本 280 元/吨左右，但在行业利润普遍 3000+ 的背景下，不影响该地区的电解铝产出，但火电区域的电力政策调整，激发市场对绿色铝电标的青睐，铝市场展开了股期联动上涨的行情。2 月 24 日，内蒙古下达“双控”目标任务函，要求蒙东 3 家电解铝企业降低电流强度或通过停槽的形式进行减产，3 月 14 日包头下发一季度双控任务书，要求辖区内 3 家铝厂做减产。内蒙“双控”连续加码，燃起多头热情，沪铝放量上涨，主力合约直至“万八”。由于下游对高位铝价有抵抗情绪，铝价高位陷入震荡，3 月 23 日上午传出国储将抛储的消息冲击沪铝盘中一度跌停，悬而未决的抛储也成为了铝价上方的压力，改变着铝价行走路径。

纵观宏观环境及大类资产表现，2 月 5 日美国参议院通过 1.9 万亿财政刺激计划，积极的财政政策点燃消费预期，同时有美联储官员持续释放维持宽松的信号，大宗商品开启连续上涨的局面，LME 铜博士“十四连阳”探至 9617 美元/吨，创下 9 年来的价格高点，LME 铝亦逐渐脱离 1955 美元/吨底部，一路震荡上行最高探至 2289.5 美元/吨。商品价格持续上涨，叠加疫苗接种推进明晰经济复苏前景，通胀预期明显抬升，美国 10 年期国债收益率连续跳涨，美联储官员强调无需过多关心美债收益率，引发股债双杀的局面，风险厌恶情绪上升，波及大宗的多头情绪，外盘金属价格陷入高位震荡。铝内外比值看，2 月国内政策驱动价格沪铝上涨力度强于 LME，2 月下旬铝锭进口窗口开始打开，保税区铝锭开始报关流入，抛储对内盘价格构成压制，比值下行，进口窗口关闭。

图表 1：一季度铝价强势上攻 单位：元/吨，美元/吨



图表 2：比值先升后降，2 月下旬进口窗口开始打开

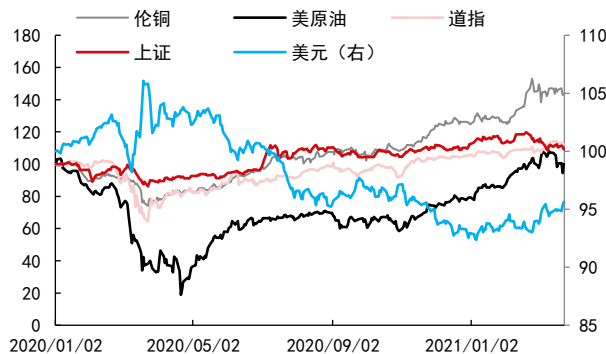
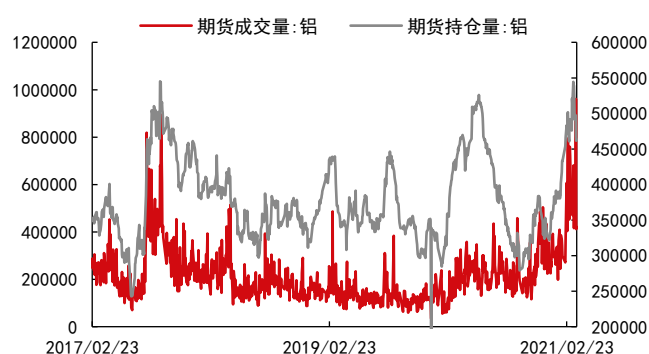


资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 3：沪铝成交及持仓显著回升

单位：手

图表 4：一季度美元低位回升，权益类资产释放回调压力



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 二、二季度铝市场观点和核心逻辑

在抛储时点、数量和方式未落定之前，去库仍是二季度铝市主旋律，进而给价格带来上行驱动。但是，上方遭遇抛储，交易心理，价格节奏及上行力度均受到一定抑制，总体交易难度增加：

供应上，国内呈现供应干扰与复产同在的局面，“双控”不加码背景下，二季度电解铝产量为 988 万吨，同比增幅提升至 6.7%。供应的变量在于抛储，二季度若国储抛售数量在 20-30 万吨之间，挤出等量的原铝进口，国内总供应仍相对可控。但若抛储数量超出 50 万吨，则会对市场造成明显冲击。

消费上，海外需求脉冲式上涨利于我国机电类产成品及初级铝材出口，国内经济动能强劲，房地产、光伏、汽车为铝消费提供增量，输变电缆需求略微减量。综合主要板块用铝需求，预计二季度消费量在 1028 万吨左右，同比增量约 20 万吨，同比增速约 2.0%，结转库存预计为 80 万吨（未计入抛储量）。

### 三、原料供应充裕，氧化铝仍难起波澜

#### 3.1 国产铝土矿恢复至正常水平，进口数量略微下滑

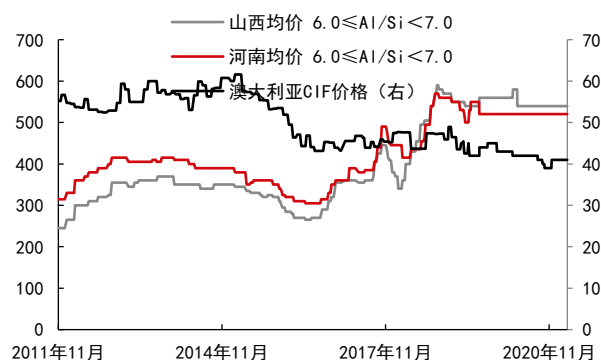
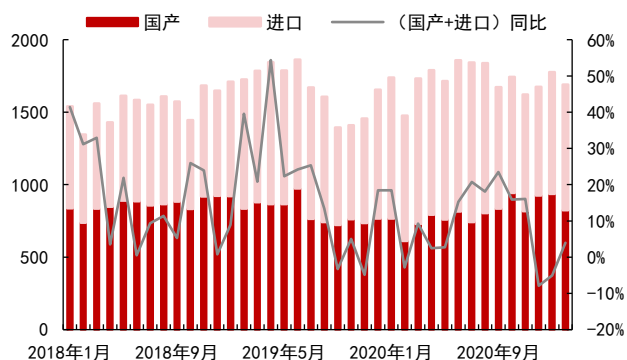
SMM、海关总署数据显示，2021 年 1-2 月我国铝土矿累计产出 1760.83 万吨，同比增长 27.7%，国产矿产出恢复至 2019 年同期水平。2021 年 1-2 月进口矿累计数量 1706 万吨，同比下滑 7%。2012 年 1-2 月铝土矿总供给 2104 万吨，同比轻微下降 0.8%。结合国内 1-2 月氧化铝产量看，同期供应的铝土矿略微出现缺口，即消化了部分铝土矿库存，二季度关注内外矿产量的季节性回升以及海运费上涨对外矿价格的推动。

图表 5：（国产+进口）铝土矿保持平稳

单位：万吨

图表 6：内外矿价格基本维持稳定

单位：元吨、美元/吨



资料来源：SMM 海关总署 中信期货研究部

#### 3.2 氧化铝供应过剩，价格维持弱势

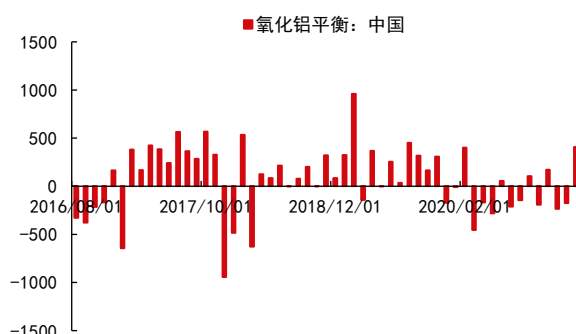
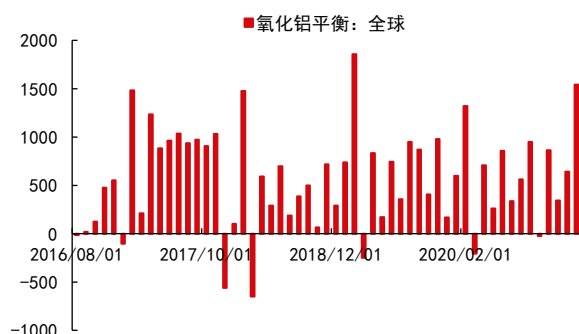
IAI 数据显示，1-2 月全球氧化铝处于过剩状态。分区域看，由 1 月海外过剩到 2 月国内外均出现过剩。二季度国内氧化铝的增量来自于部分关停产能的复产及前期新投放量，鉴于海外过剩及国内氧化铝开工率仍有提升的格局未能发生实质性改变，判断氧化铝维持弱势格局。

图表 7：全球氧化铝供应平衡情况

单位：千吨

图表 8：国内氧化铝供应平衡情况

单位：千吨



资料来源：IAI 中信期货研究部



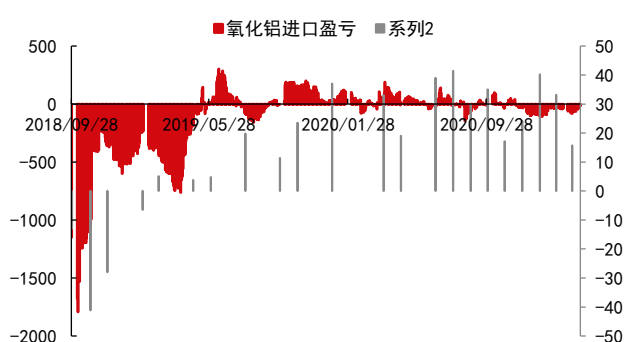
图表 9：国内外氧化铝价格

单位：元/吨，美元/吨



图表 10：氧化铝进口盈亏及进口数量

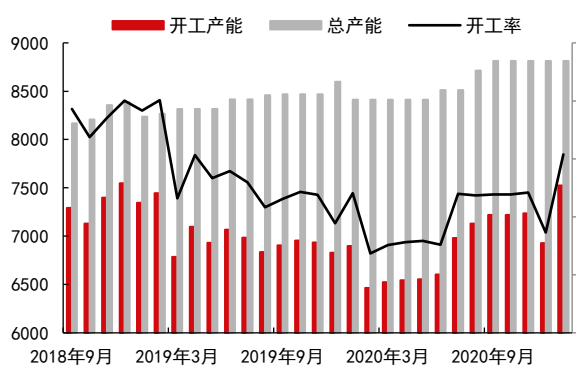
单位：元/吨，万吨



资料来源：SMM Wind 中信期货研究部

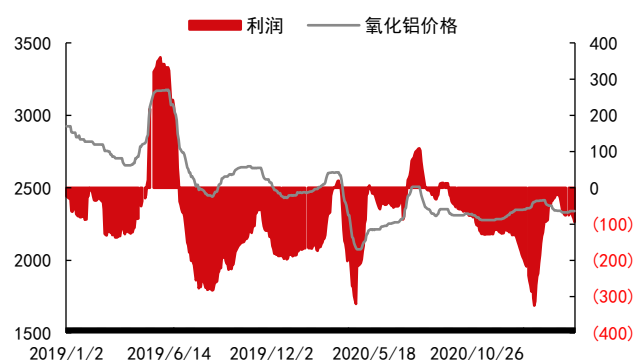
图表 11：国内氧化铝运行产能及开工率

单位：万吨，%



图表 12：国内氧化铝行业生产利润

单位：元/吨



资料来源：ALD Wind 中信期货研究部

## 四、“双控” & “抛储”，供应存变数

一方面是“碳达峰”背景下，内蒙古“双控”调电价加压产组合拳，具备一定的示范效应，供应干扰率上升。另一方面，国家为平抑铝价的过快上涨，拟启动抛储，构成了潜在的一次性供给冲击，抛储时点、数量、方式的不确定性，令供应陷入变数中。

### 4.1 海外电解铝供应基本持平

IAI 数据显示，全球 1-2 月份电解铝产量总计 1093 万吨，同比增长 3.0%。其中，海外电解铝供应 459.3 万吨，同比减少 3.1 万吨，与去年同期基本持平。LME 铝价上升至 2200 美元/吨，海外电解铝冶炼亦实现全面盈利，会刺激新增产能的释放速度，阿联酋环球铝业公司（EGA）初级计划在 6 月启动新建的 15 万吨电解铝产能。维持对海外电解铝供应小幅增长的判断。

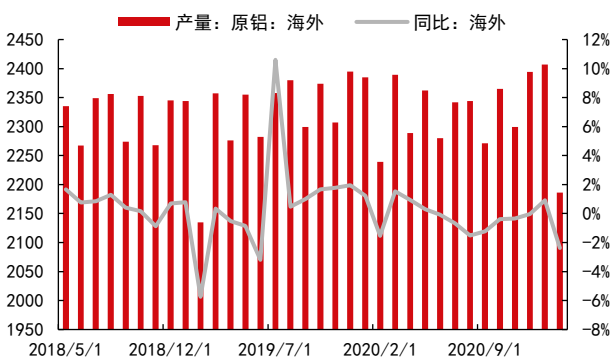
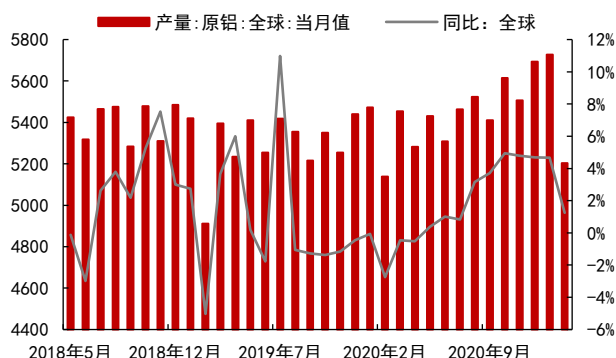


图表 13：全球电解铝产量

单位：千吨

图表 14：海外电解铝产量

单位：千吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

#### 4.2 供应干扰与复产同在，供应仍保持高增长

阿拉丁数据显示，1-2 月国内电解铝产量 637.03 万吨，同比增长 6.9%。内蒙古“双控”要求当地电解铝做出一定减产（见图表 16），同时，该地区原有的白音华项目的投产计划在 2021 年实现变得渺茫。重点关注内蒙地区一季度“双控”指标完成情况，若仍未完成，则不排除政策加码。另外，内蒙对电力政策的调整亦具备示范性，其余火电电解铝生产大省若跟进强化，无疑拉开火电与水电的成本差距，强化股期价格的联动。

由于电解铝行业利润居于 3000 元/吨上方，部分闲置的产能启动复产计划，涉及产能 43 万吨，均计划在二季度兑现。另外，新增投产方面，云南神火进度略快于预期，剩余的 15 万吨有望最快在 5、6 月份投产，云铝海鑫剩余的 25 万吨预计在 5 月份投产，云南魏桥时间取决于电力配套，预计上规模投入要到 6 月及其后，百矿德保项目已准备就绪，构成供应增量保障。

根据排产计划，预计二季度电解铝产量为 988 万吨，同比增幅提升至 6.7%。从日均产量上看，4-6 月日均产量由 10.82 万吨稳步爬坡至 10.90 万吨。在当前政策力度下，2021 年全年产出仍有望实现 3998 万吨，同比增长 7.6%。

图表 15：2021 年白音华项目预计无法兑现

单位：万吨

省份	公司	2021 年待投	备注
内蒙古	白音华	38	受“双控”影响推迟
内蒙古	创源金属	10	剩余 10 万吨开年继续投产，已达产
云南	神火集团	45	1、2 段已投，剩余 15 二季度投
云南	云铝海鑫	25	预计 5 月份投产
云南	魏桥铝电	50	超过 60 万吨产能需要山东关停置换，不计入增量
广西	百矿德保	13	二季度初有望释放
云南	云南其亚	8	一期一段的剩余的产能继续投放
小计		151	

资料来源：百川资讯 中信期货研究部

图表 16: 2021 年国内电解铝减产、拟减产明细

单位: 万吨

企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明
安顺市铝业	13	8.6	7	1.6	2021 年 1 月	0	0
内蒙古创源金属	80	80	73	7	2021 年 2 月	0	0
内蒙古锦联铝材	125	100	98	2	2021 年 2 月	2	0
东方希望包头稀土铝业	85	83	80.4	2.6	2021 年 3 月	0	0
包头铝业	55	55	53	2	2021 年 3 月	0	0
内蒙古霍煤鸿骏铝电	86	86	86	0	待定	0	4
总计				15.2		2	4

资料来源: 百川资讯 中信期货研究部

图表 17: 2021 年国内电解铝拟复产情况跟踪

单位: 万吨

企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
陕县恒康铝业	24	0	2021 年 4 月	24	24	24
河南豫港龙泉铝业	6	0	2021 年 3 月	6	6	6
山西兆丰铝电	10	0	2021 年二季度	10	10	10
山西朔州能源铝硅合金	3	0	2021 年二季度	3	3	3
总计	43	0		43	43	43

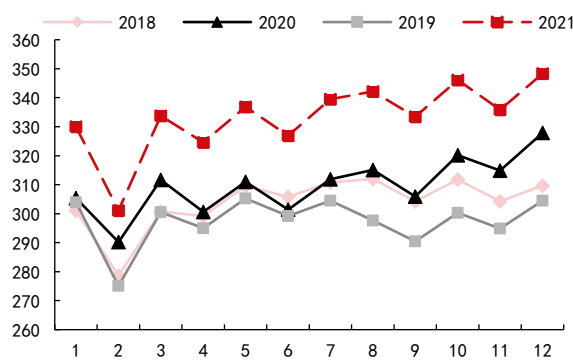
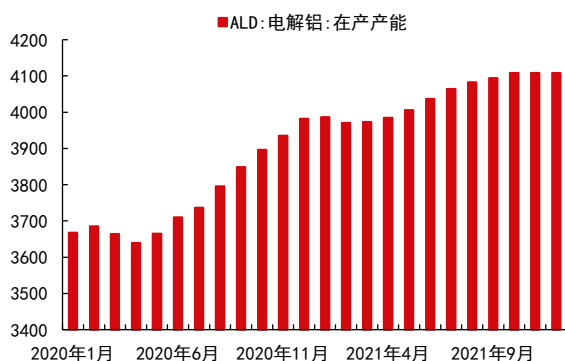
资料来源: 百川资讯 中信期货研究部

图表 18: 国内电解铝运行产能预估

单位: 万吨

图表 19: 国内电解铝月度产出预估

单位: 万吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

#### 4.3 抛储对原铝进口有挤出效应, 废铝进口数量恢复仍较慢

由于去年 11 月份进口窗口大幅打开, 船期到货的影响, 12 月及 1 月大量货物流入, 且保税区囤积了部分库存, 当 2 月下旬至 3 月中下旬进口窗口打开时, 保税区铝锭报关流入。1-2 月份分别进口原铝 18.64 万吨、5.76 万吨, 预计 3 月进口数量在 10 万吨左右, 一季度总计进口数量约 34 万吨。

当国储拟抛出储备原铝时, 原铝进口盈利窗口瞬间关闭, 抛储主要冲击的是现货市场及现货、期货短端的价格, 对进口货物的挤出效应是明显的。换言之,

若二季度国储抛售数量在 20-30 万吨之间，挤出等量的原铝进口，国内总供应仍相对可控，最终落脚到需求的承接情况。

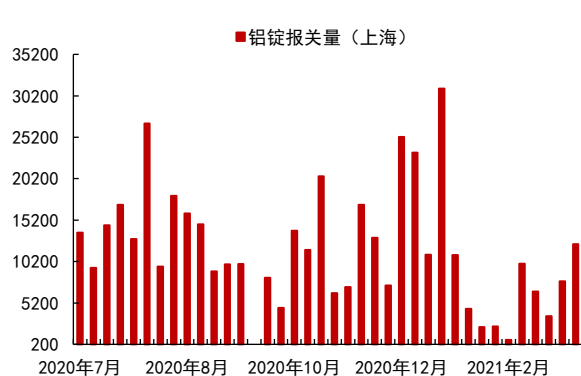
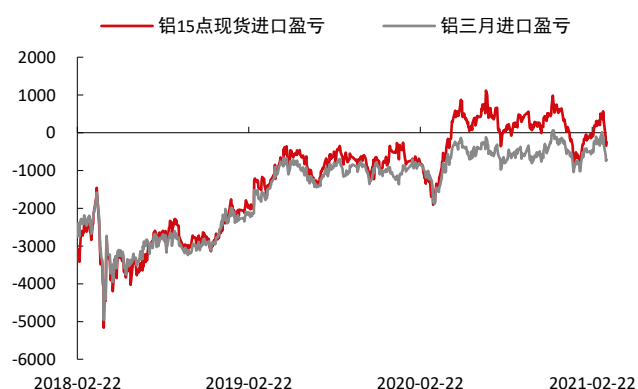
废铝及合金进口补充方面，海关数据显示，1-2 月国内进口废铝累计 10.7 万吨，同比下滑 12.2%；同期，国内进口铝合金累计 14.1 万吨，同比增加 18%；废铝+铝合金 1-2 月累计进口数量 24.81 万吨，基本与去年持平。从数量上看，再生铝进口恢复仍偏慢，从精废铝价差数据看，春节前一度出现价差过大，部分采购原铝补充消费的现象，但随着进口再生铝资源的回升和价差回归正常，原铝替代效应减弱。

图表 20：一季度原铝进口窗口一度打开

单位：元/吨

图表 21：3 月份原铝进口报关流入数量增加

单位：吨



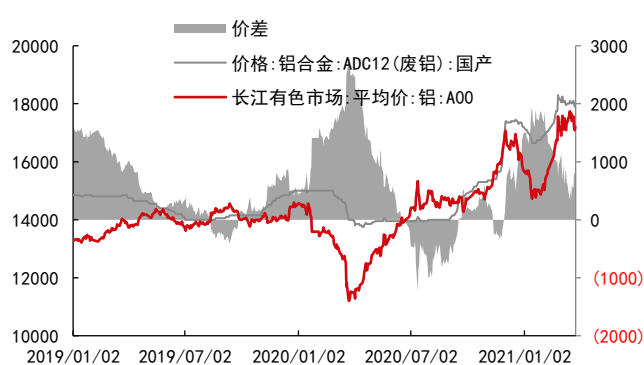
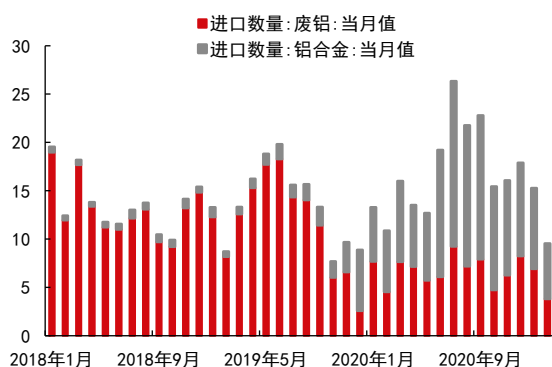
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 22：废铝及铝合金进口数量偏低

单位：万吨

图表 23：国内精废铝价差

单位：元/吨



资料来源：SMM Wind 中信期货研究部

## 五、海外复苏有看点，二季度消费保持增长

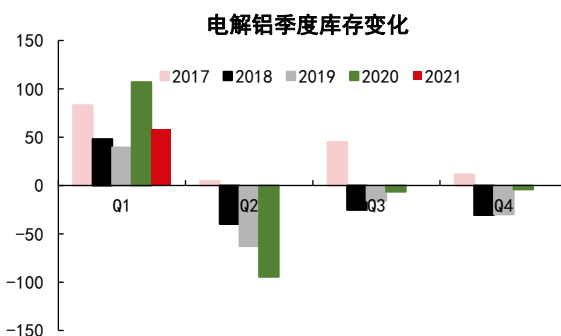
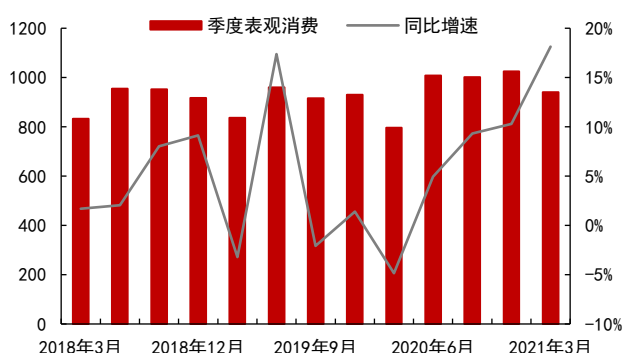
一季度，国内电解铝产出 965 万吨，净进口约 34 万吨，库存增加约 59 万吨，表观消费 940 万吨，同比增，18%。主要得益于出产成品出口维持强势和国内制造业需求良好，国内节前呈现淡季不淡的消费表现。

图表 24：国内电解铝表观消费

单位：万吨，%

图表 25：国内电解铝库存季度变动

单位：万吨



资料来源：SMM Wind 中信期货研究部

### 5.1 1.9 万亿美元刺激下，仍有脉冲式需求释放

美国总统于 3 月 12 日正式签署 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案，其中，约 3000 亿用于疫苗接种计划，遏制疫情；向受疫情冲击的美国家庭和工人提供救济，金额约为 11000 亿；约 3600 亿为州和地方政府提供资金；剩余 590 亿、560 亿分别用于中小企业和交通运输援助。最终版本的救济方案聚焦于居民部门。与上一次居民增加储蓄略微不同，疫苗接种顺利推进，经济复苏预期良好的背景下，居民开支的意愿增强，美国国内制造业强劲复苏，成屋销售及新屋开工数据良好，且耐用品订单仍保持增长，以保障国外的金属需求。

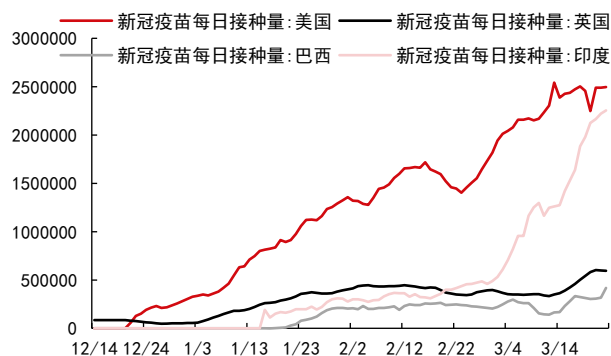
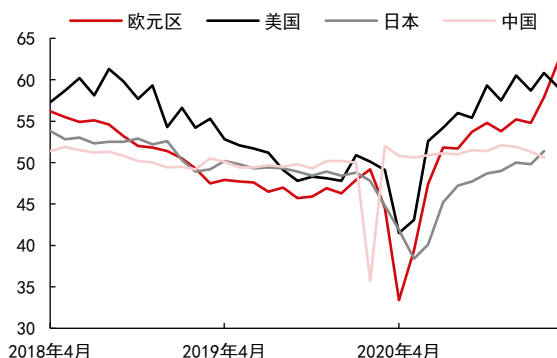
此外，美国及欧洲的工业产出仍未修复至疫情前水平，需求与供应的缺口需要通过向海外进口来满足，我国在 2020 年展现了优秀的供应链保障能力，并提升了在全球出口的市场份额占比。可以预见，海外供需缺口仍将带动我国耐用成品需求，即体现在我国工业品表观需求上。另外，我们注意到，拜登政府第二阶段的价值 3 万亿美元的基建刺激计划已在路上，预计最快在 3 月 31 日匹兹堡之行宣布，会对金属价格构成正门冲击。

图表 26：全球主要经济制造业强劲复苏中

单位：%

图表 27：海外单日疫苗接种数量提升

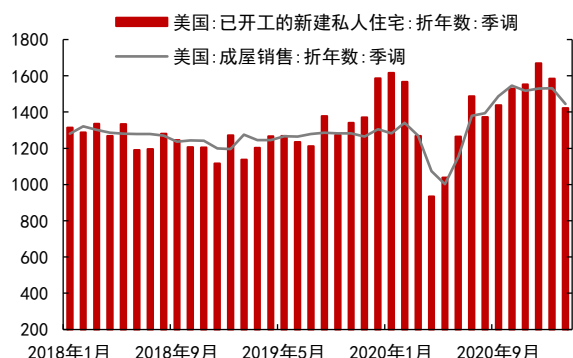
单位：剂



资料来源：Wind 中信期货研究部

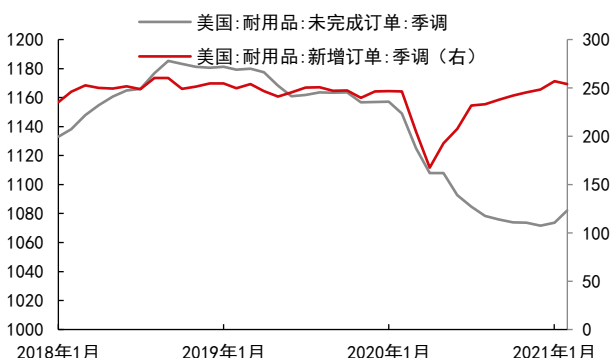
图表 28：美国房地产表现良好

单位：千套、万套



图表 29：美国耐用品新增订单保持增长

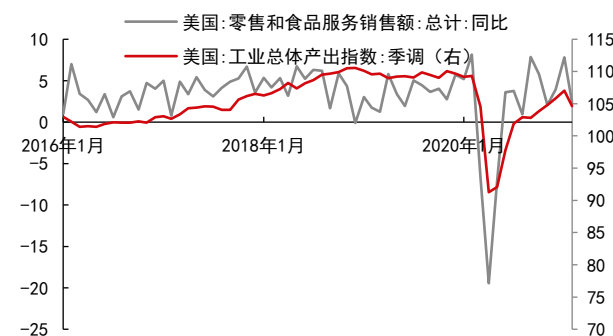
单位：十亿美元



资料来源：Wind 中信期货研究部

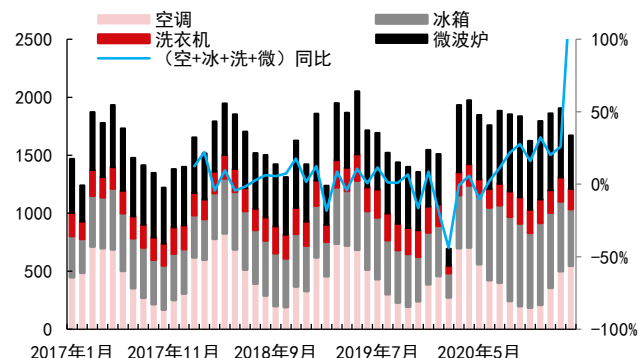
图表 30：美国消费保持回升但工业回升缓慢

单位：%



图表 31：我国家电出口强势增长

单位：万台



资料来源：Wind 中信期货研究部

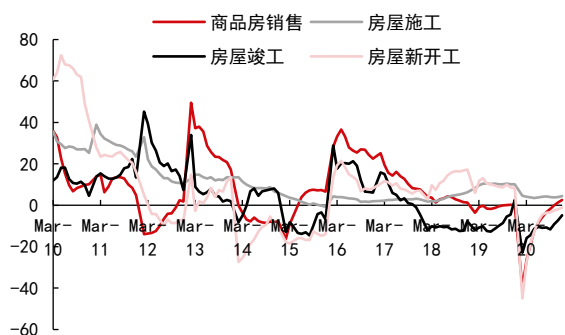
## 5.2 国内经济动力强劲，用铝板块前景仍不错

从国内工业增加值、第一工业用电同比增速及港口吞吐量、货运量等宏观指标看，剔除 2020 年疫情造成的数据扰动，与 2019 年同期相比均录得一定增长，显示我国经济动力强劲。

从主要用铝版块看，房地产向竣工传导的逻辑不变，竣工面积累计同比增幅向上，对应房地产后周期的 PVC、玻璃等品种价格表现强劲，侧面验证竣工周期逻辑。光伏版块是 2021 年用铝增量的主要来源之一，特别是“碳达峰”成为国家目标之后，清洁能源的安装使用占比迫在眉睫，尽管当前大宗原料价格的上涨推升了光伏组件成本，对光伏在建工程造价构成威胁，但总体保持增长的态势仍未改变。此外，汽车产销在政策推动下恢复情况较好，家电在出口和内销双驱动下产量增长提速。随着海外制造业修复以及内外铝价比值重心略下修，1-2 月未锻造铝材出口恢复至 84.2 万吨，且有进一步改善动能。高压输变电缆是今年唯一表现较弱的版块，原因在于对政策的依赖较强。结合中间铝材开工率及订单看，二季度国内消费前景维持向好的判断。

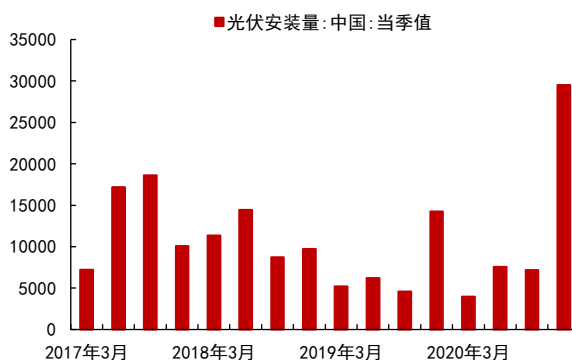
图表 32：房地产竣工周期逻辑不变

单位：%



图表 33：光伏新增装机容量

单位：兆瓦



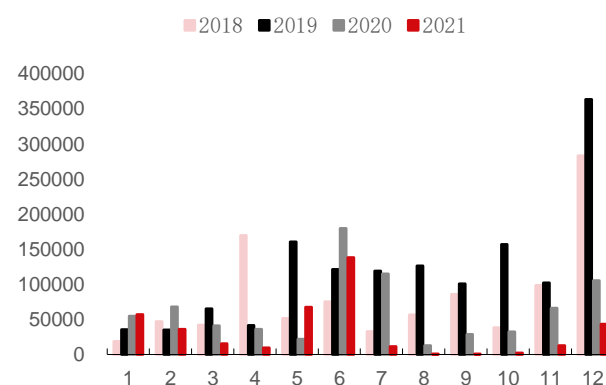
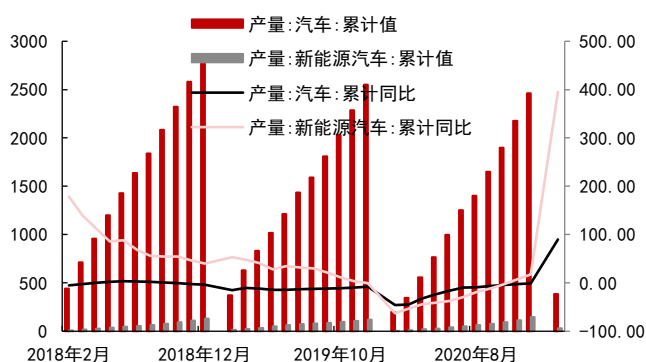
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 34：汽车消费较疫情前水平有所提升

单位：万辆，%

图表 35：国家电网招标铝交货量折算

单位：吨



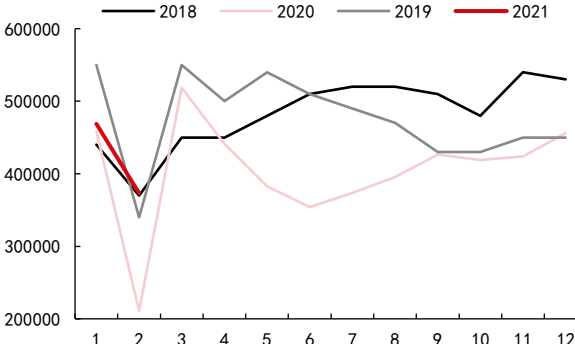
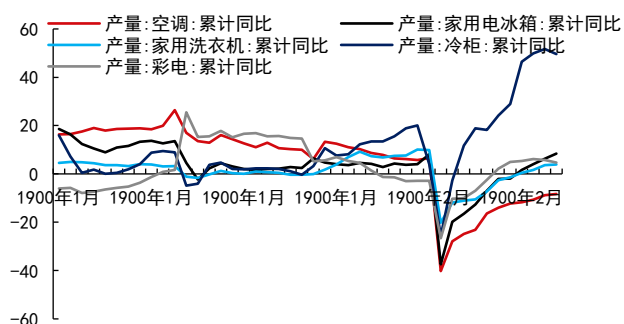
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 36：国内家电生产增长提速

单位：%

图表 37：未锻造铝材出口有所恢复

单位：吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

### 5.3 美联储主席转口风，我国货币由“灵活适度”转为稳健中性

当地时间 3 月 25 日，美联储主席在接受美国国家公共电台采访时称，随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量，并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。这是鲍威尔首次就减少资产购买的问题做明确表述。经济好转确认前，宽松货币政策仍延续，对大宗商品价格而言是有利的。

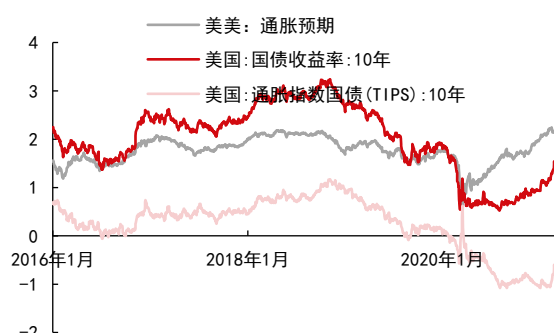
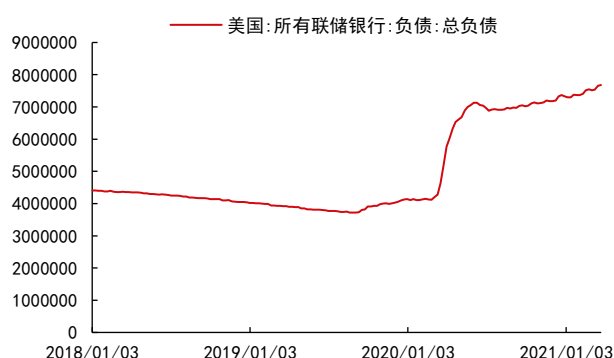
2021 年《政府工作报告》中确立了今年我国货币政策的总基调：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，与去年报告中的“灵活适度”相比，今年的货币政策表述更加强调“精准”。2020 年 11 月我国社融存量同比增幅回落，预示着信用扩张周期进入后半程。预计今年社融规模、M2 等数据指标的增速将逐渐回落。2021 年央行货币政策委员会一季度例会删除“不急转弯”这一去年央行经济工作会议以来的一贯表述，后期信贷可能将面临总量管理及结构优化。

图表 38：美国联储银行负债持续增加

单位：百万美元

图表 39：美国通胀预期抬升

单位：%



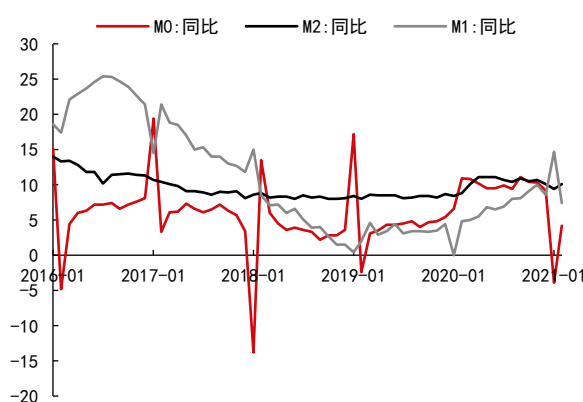
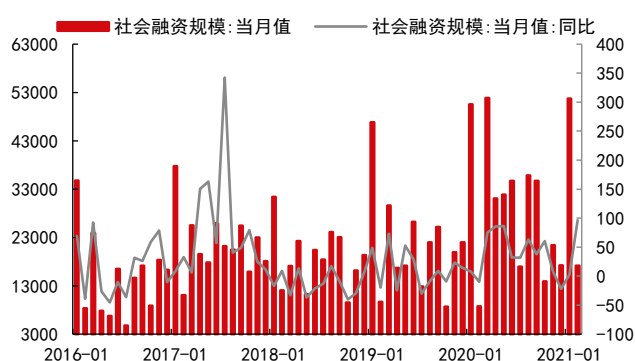
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 40：我国社会融资增速见顶

单位：%

图表 41：我国货币数据指标增速逐渐回落

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部



二季度，海外需求脉冲式上涨利于我国机电类产成品及初级铝材出口，国内经济动能强劲，房地产、光伏、汽车为铝消费提供增量，输变电缆需求略微减量。综合主要板块用铝需求，预计二季度消费量在 1028 万吨左右，同比增量约 20 万吨，同比增速约 2.0%，结转库存预计为 80 万吨（未计入抛储量）。

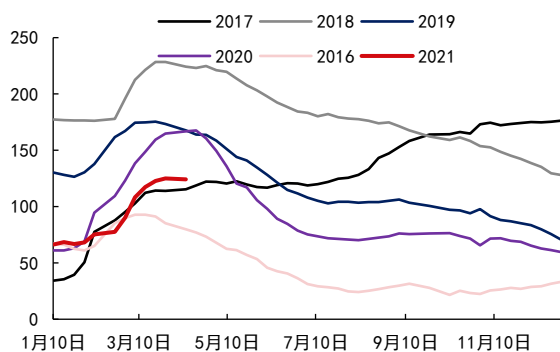
## 六、库存与结构

抛储传闻令铝价大幅回调激发下游补库，现货库存累积的高点基本锁定在 125 万吨，处于近年同期偏低水平。

尽管绝对低库存状态及去库预期的存在，天然利于沪铝反向市场结构，但是，在抛储传闻作用下，现货及短端价格受到明显抑制，back 结构被平缓。若抛储未兑现，back 有望在去库推动下重新走扩；或在抛储兑现的一次冲击后，从新起点出发。在抛储未落地前，结构的驱动不明晰。

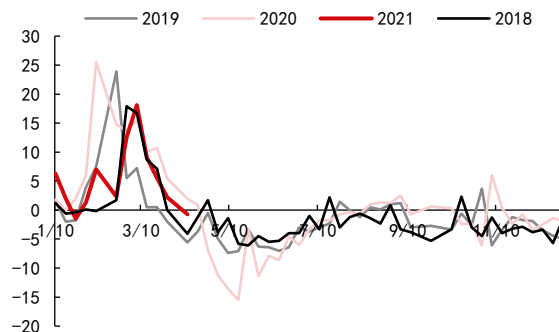
图表 42：电解铝现货库存绝对高位偏低

单位：万吨



图表 43：电解铝去库时间及数量一如往常

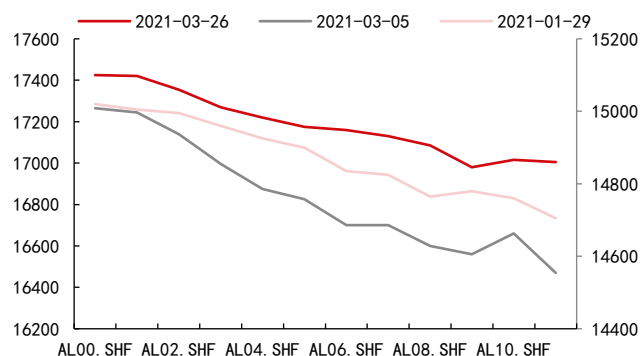
单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

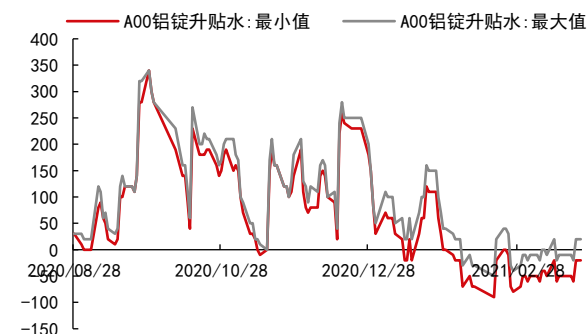
图表 44：沪铝短端价格受抛储不确定压制

单位：元/吨



图表 45：今年升水表现尚处偏弱阶段

单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 七、供需平衡展望

综合上述基本面分析，结合季节性因素将需求进行分拆，与供应制作平衡表，如下。二季度国内铝市呈现供需两旺格局，去库仍将继续（未将抛储量计入可见库存中）。

由于抛储目的旨在抑制价格过快上涨而非拍熄价格，2010 年的抛储对铝价也是一次性冲击未改变其向上趋势。若第一批抛储数量在 20-30 万吨相对温和的范畴内，则维持铝价高点进入 18000-18500 元/吨的判断；若第分批抛储时间间隔非常短且数量加剧，则会引发铝价价值重估，对应的支撑位和高点目标都面临下移。操作上，滚动短多为主，暂时放弃驱动不明晰的跨期及跨市操作，待抛储细节落定，对市场一次性冲击结束后，再行策略调整。

风险因素：抛储数量大于预期；货币转向；供应干扰率上升

图表 46: 2021 年我国电解铝月度供需平衡表

单位：万吨

	Q1	Q2	Q3	Q4	2021
产量	965	988	1015	1030	3999
增速	6.5%	8.2%	8.5%	6.5%	7.6%
进口	34	0	0	0	44
供应	999	988	1015	1030	4043
消费	940	1028	990	1010	3969
增速	18.1%	2.0%	-1.1%	-1.5%	3.8%
平衡	59	-40	30	20	74

资料来源：中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826