



2022年3月11日

# 俄罗斯对海外铝供应影响的不同情景推演

## ——“历史高价下的电解铝供需再平衡”系列报告（一）

✍ 王 蓉 投资咨询从业资格号：Z0002529   ✉ wangrong013179@gtjas.com  
✍ 张 航 （联系人）从业资格号：F3075829   ✉ zhanghang022595@gtjas.com

### 报告导读：

在伦铝已经创出历史记录新高至 4073.5 美元/吨之后，市场波动开始放大，国内甚至显著回调至此波俄乌局势升级前的价位，内外市场在此轮上涨行情中的分化进一步加剧。在这种“内弱外强”格局中，未来电解铝市场及其价格的走向究竟如何？在当前历史高价之下，海外及中国电解铝供需面又将迎来怎样的再平衡？这是我们此次《“历史高价下的电解铝供需再平衡”系列报告》想要去探讨的核心问题。

系列报告首篇将聚焦俄罗斯这一电解铝生产大国对海外铝市场的供应影响。我们的结论是，在俄乌事态尚未全面升级之前（以2月24日俄罗斯正式官宣对乌克兰东部地区发动军事行动，作为此次事件升级的时间节点），海外电解铝市场本身就处在现货供应偏紧的格局，显/隐性库存走低，现货及期限结构呈现近端强势，均验证了这一点（近日欧美现货升水仍在走高，但期限结构由 Back 转 Contango，不排除是因为 LME 市场流动性的干扰）。俄乌局势吃紧后，叠加原本低库存格局，俄罗斯去往欧美的贸易物流是否持续受限，将很大程度决定海外电解铝的区域性供应紧张是否进一步加剧。

分两种情景看：第一种情景下，海外承运、贸易、下游采购方在短时间内仍然对俄罗斯大宗业务采取规避的态度，实际物流效率下降，区域性供应吃紧仍存可能性；第二种情景下，如若俄乌局势缓和，俄罗斯相关铝产品——不管是电解铝对外的供应输出，还是海外氧化铝对其本国的供应输入都恢复正常，那么市场将重新回到俄乌事态升级之前的水平。

总结来看，就当前海外铝市场而言，无论是从俄罗斯铝锭对欧美供应的削减，还是通过天然气价格上涨引致欧洲铝厂能源成本抬升的角度，基于当前的评估，海外电解铝供给端所遭遇的冲击难言非常强烈，除非有更大规模的实质性减产发生。对应到价格上，在欧美对俄罗斯的制裁未放松之前，我们认为伦铝仍可守住 3300-4000 美元/吨区间，但是再往上走在短期来看难度偏大。如若制裁放松，伦铝或将再次回吐 3300 美元/吨以上的价格涨幅，但考虑海外市场的产需缺口，走出显著跌幅的可能性也不大，中期内仍有价格重心逐渐抬升的动力。换言之，基于当前俄乌局势，并不适宜给到伦铝极高的价格溢价，但受到海外铝基本面支撑，伦铝即使回调，也不应过度悲观。

(正文)

## 1. 海外电解铝市场现状：显/隐性库存走低，现货及期限结构均呈现近端强势

在俄乌事态尚未全面升级之前（以2月24日俄罗斯正式官宣对乌克兰东部地区发动军事行动，作为此次事件升级的时间节点），海外电解铝市场本身就处在现货供应偏紧的格局。

从库存看，截至3月上旬，LME铝仓单库存已经去化至历年及季节性同期的低位76万吨左右（折算库存消费比大约仅在0.6周），而非仓单库存同样在去年下降了127.9万吨（自2020年底的157.6万吨降至2021年底的29.7万吨），显示LME显性及隐性库存均在走低。如果参考市场外部资讯机构的预测数据，截至今年2季度末，全球市场隐性库存下降幅度有可能再达到130万吨左右。

与库存下降相对应的是，LME铝的期限结构与历史同期相比，在今年1季度迄今维持了更长时间的Back结构（在最近交易日转向Contango）。而欧美主流贸易地的铝锭现货Premium也续创历史新高，欧洲及美国铝锭现货升水均已超过2014年底的历史前高，这亦与欧美极低的铝锭仓单库存相吻合（截至3月初，欧美铝锭仓单库存均处在不足2万吨的低位）。

图 1: LME 铝仓单库存已经去化至历年及同期低位 76 万吨



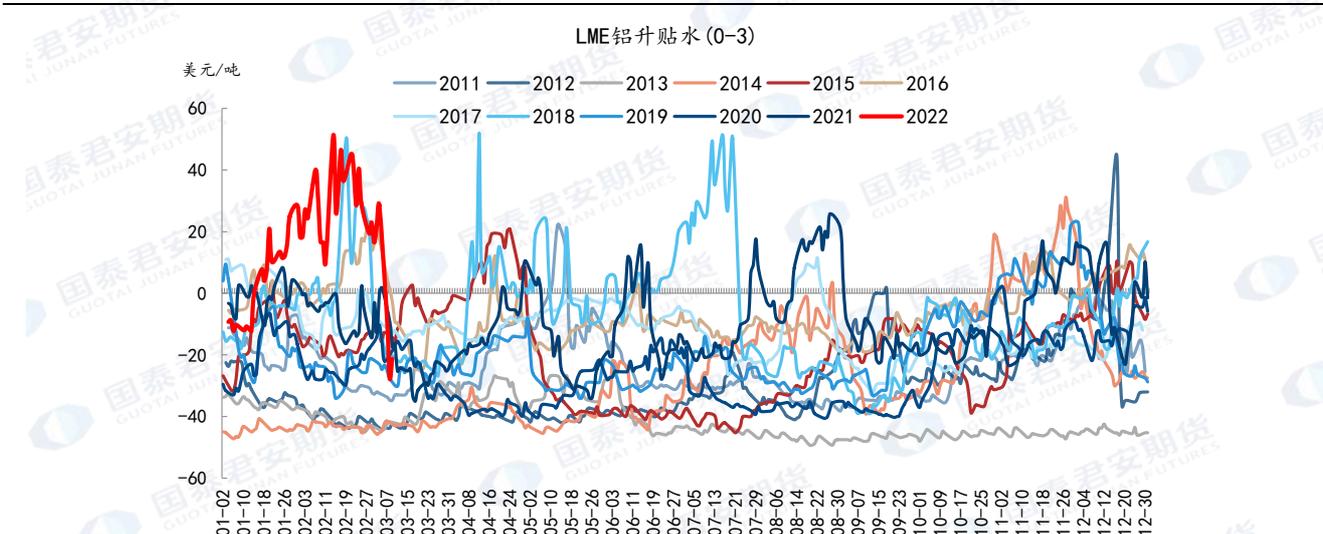
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 2: 2021 年 LME 铝非仓单库存全年下降 127.9 万吨

Region	Location	AL-2021.12	Location	AL-2020.12
Asia	Port Klang	79,862	Port Klang	710,037
Asia	Singapore	64,073	Johor	209,583
Asia	Rest of	67,404	Gwangyang	174,083
			Kaohsiung	113,267
			Singapore	80,156
			Rest of	38,440
<b>TOTAL ASIA</b>		<b>211,339</b>		<b>1,325,566</b>
Europe	Rotterdam	47,071	Rotterdam	50,934
Europe	Rest of	677	Vlissingen	34,328
			Rest of	0
<b>TOTAL Europe</b>		<b>47,748</b>		<b>85,262</b>
U.S.A.	U.S.A.	37,937	Detroit	143,239
			New Orleans	0
			Rest of	22,362
<b>TOTAL U.S.A.</b>		<b>37,937</b>		<b>165,601</b>
<b>GLOBAL TOTAL</b>		<b>297,024</b>		<b>1,576,429</b>

资料来源：LME 官网，国泰君安期货产业服务研究所

图 3: 与历史同期相比，今年 1 季度迄今 LME 铝 Cash-3M 期限结构维持了更长时间的 Back 结构，最近转 Contango



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：欧美主流贸易地现货 Premium 续创历史新高



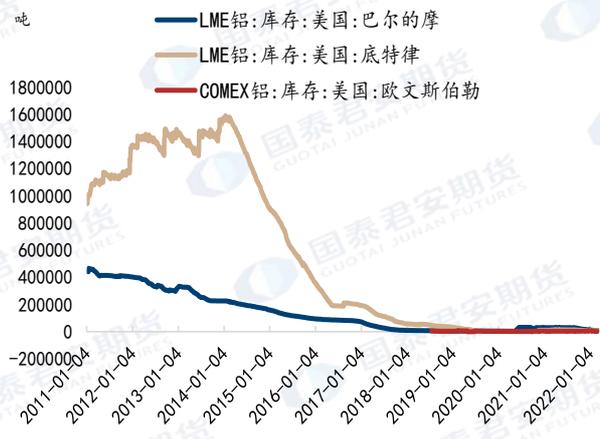
资料来源：Bloomberg, Fast Market, 国泰君安期货产业服务研究所

图 5：截至 3 月初，欧洲地区铝仓单库存仅在 1.9 万吨



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 6：截至 3 月初，美国地区铝仓单库存仅在 1.8 万吨



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

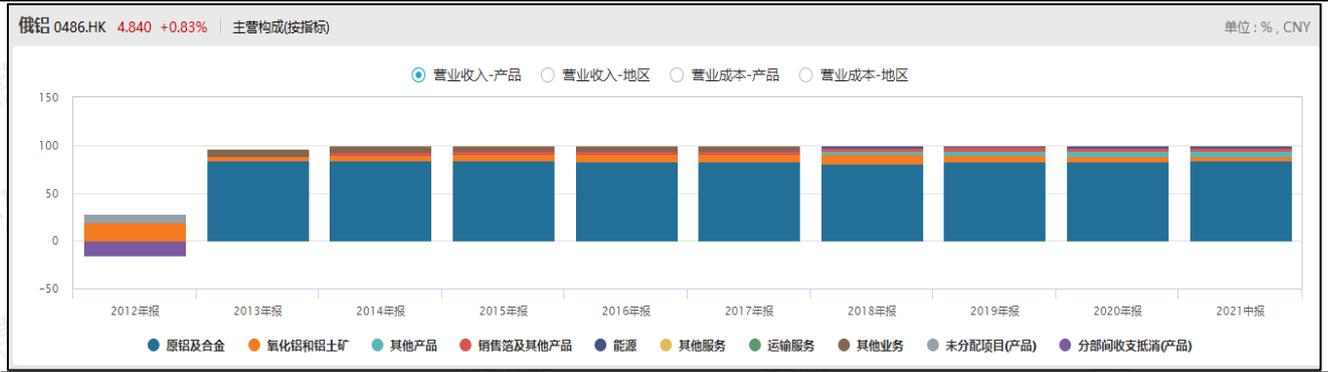
## 2. 情景一：俄罗斯去往欧美贸易持续受限，区域性供应吃紧仍存可能性

在海外低库存格局下，俄罗斯去往欧美的贸易物流是否持续受限，将很大程度决定海外电解铝的区域性供应紧张是否进一步加剧。我们分两种情景来讨论：第一种情景下，海外承运、贸易、下游采购方在短时间内仍然对俄罗斯大宗业务采取规避的态度，实际物流效率下降，供应紧张程度较此前更加剧；第二种情景下，俄罗斯供应快速恢复正常，市场重新回到俄乌局势升级前的状态。

### 2.1 俄罗斯电解铝对欧美直接的供应能力有多少？

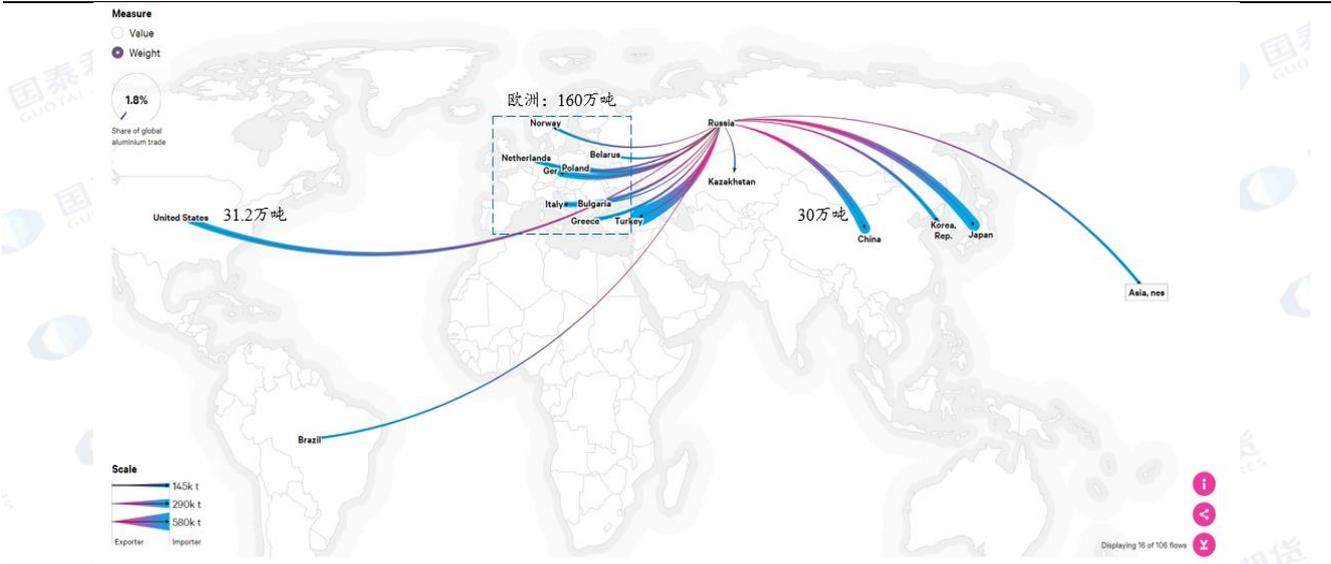
俄罗斯是除中国外全球第一大铝生产国，其电解铝产量在全球铝供给中占的比例不小。据统计，2021 年俄罗斯电解铝产量约 393.4 万吨，占全球铝供给的 5.8%，占除中国外铝供给的 13.6%。参考俄铝 2021 年报，其原铝及二级铝产品的年度销量为 390.4 万吨，其中内销俄罗斯以及俄铝内部消化约 95.7 万吨，外销量约 294.7 万吨。其中，外销往中国的量接近 30 万吨，剩余接近 265 万吨量销往欧洲、独联体、亚洲及美洲等地区，欧美占比接近 50%（按年度总销量）。若考虑俄罗斯的电解铝经独联体，再销往欧美，则该占比会更高。暂时只考虑直接销往欧美的电解铝数量，大约会在 190 万吨左右，月均 15.8 万吨。

图 7：根据 2021 年中报数据显示，俄铝主要产品为原铝及合金，收入占比达到 83.9%



资料来源：Wind 上市公司深度资料，国泰君安期货产业服务研究所（注：数据为占比数据）

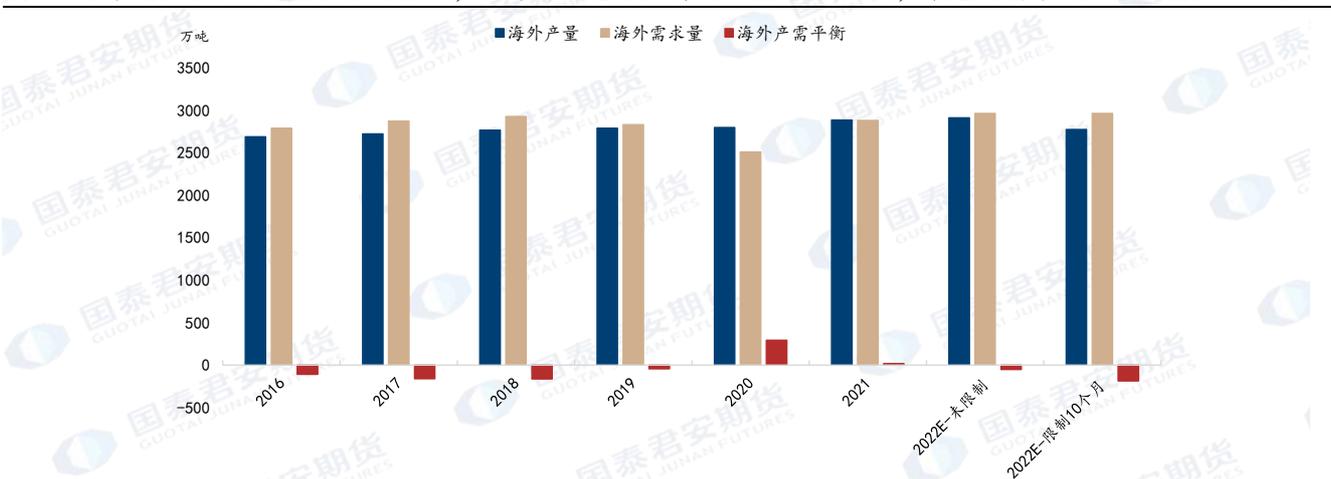
图 8：俄铝电解铝主要销售区域为欧洲、独联体、亚洲及美洲，销往欧美规模接近 190 万吨，占比接近 50%



资料来源：Wind 上市公司深度资料，国泰君安期货产业服务研究所（注：数据为占比数据）

若不考虑俄铝对欧美的这部分供应影响，我们预估今年全年海外存在约 52 万吨的产需缺口。在此基础上，如果按照最悲观的情形看，我们假设欧美对俄罗斯的贸易制裁长达 10 个月（即自 3 月至 12 月，亦参考了 2018 年美国名义上制裁俄铝的时长），此将减少俄罗斯对海外的铝锭供应约 158 万吨，这将令海外的产需缺口进一步扩大至 210 万吨。这种情形如果发生，将是极端性的缺口撕裂。

图 9：若未发生俄铝对海外供应的受限，今年海外基准供需缺口接近 52 万吨，最悲观情形缺口将扩大至 210 万吨



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

然而，当前欧美对俄罗斯工业金属的进口通道并没有实质性关闭，只是在承运、贸易、下游采购等实际操作层面，各方心照不宣地采取了短时间规避的态度，实际物流效率有所下降。而且也考虑到，海外目前通胀压力较大，供应链问题如果长时间持续，也是“伤敌一千、自损八百”的做法，并不可取。因此，我们倾向于认为就年度周期来看，俄罗斯对海外市场的供应削减并不大。只不过，阶段性而言，俄罗斯向欧美的运输物流下降，导致月均 15.8 万吨的铝锭供应输出效率下降，还是会使得短时间欧美供应上出现边际小幅吃紧，短期看的供应影响或在 20 万吨级别左右（按 2 个月时间长度估算，在年度周期内可恢复）。

## 2.2 油气价格上涨，抬升海外铝厂理论能源成本，但边际再放量减产的规模或已不大

俄乌事件在引致工业金属海外供应问题的同时，更严峻的影响是在能源市场，而欧洲铝厂电解生产所依赖的用电能源有部分就来自于天然气。然而，尽管海外天然气价格暴涨，会抬升铝厂理论能源成本，但边际再放量减产的规模或已不大，只是已减产产能的复产大概率延后。

自俄乌事态升级至今，欧洲五国电价（含英法德意西）及荷兰天然气期货已经上涨至超过去年 12 月的高点，如果按现实电力成本涨幅核算，欧洲电解铝企业成本上升巨大。基于电力价格折算，自 2 月下旬至今用电成本上升就可达 5200 美元/吨；而基于天然气价格折算，用电成本上升也可达 2250 美元/吨。如此去计算欧洲铝厂的利润情况，会发现铝厂利润转向了极大亏损，逼近去年 12 月的水平。但是非常值得注意的是，欧洲铝厂在经历去年 4 季度的减产之后，会受到此轮电力成本影响的产能基本已经关停减产。

图 10：自 2 月下旬至今，欧洲五国电价飙涨



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：自 2 月下旬至今，荷兰天然气期货价格亦飙涨



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：德国铝厂按即期电价成本核算的利润走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：欧洲铝厂按天然气价格折算的利润走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

根据我们跟踪统计的数据来看，自去年4季度至今，欧洲地区已有接近70万吨的产能减产，还在计划中的新增减产约5万吨。若按天然气发电占比来推算，后续可能再减产11.2万吨；按化石能源用电影响推算，后续可能再减产128.3万吨。然而，这只是理论上的推算，实际上去年4季度在利润大亏之下都没有减产的欧洲产能项目，本就享有几年前的电力长单合同，受此轮电力价格飙升的冲击较小。因此去年没有减产的项目，今年可能也难减产，预期边际上更大的减量或许并不现实。当然，已经减产的产能复产有延后的可能性。基于当前的复产预估，我们仍给出了今年海外市场0.9%的产量增速，如果完全无法复产，全年产量增速将下降至0.6%。

图 14：欧洲主要电解铝生产国自去年4季度至今已减产近70万吨

欧洲铝生产国	运行产能	已减产产能	计划减产产能	按化石能源用电影响后续可能减产产能	按天然气发电成本影响后续可能减产产能
挪威	142.0	0.0	0.0	0.0	0.0
冰岛	87.0	0.0	0.0	0.0	0.0
德国	54.0	6.8	0.0	47.2	4.0
法国	42.0	4.3	2.8	37.7	0.0
罗马尼亚	21.0	12.6	0.0	8.4	0.0
希腊	18.0	0.0	0.0	18.0	7.2
西班牙	18.0	18.0	0.0	0.0	0.0
斯洛伐克	17.5	7.0	0.0	10.5	0.0
瑞典	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0
荷兰	11.0	11.0	0.0	0.0	0.0
斯洛文尼亚	8.5	2.0	2.2	6.5	
黑山	7.5	7.5	0.0	0.0	
合计	438.5	69.2	5.0	128.3	11.2

资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：2022 年海外电解铝项目投产复产跟踪

海外项目	海外产量 (万吨)	备注
2021 Production	2888	数据来源CRU (Wood Mac 预测2898.8万吨, Goldman Sachs 预测2834.2万吨, JP Morgan 预测2889万吨)
Taishet-Rusal	27.8	一期产能42.85万吨 (总产能75万吨), 21年12月底完成一期的投产, 预计2022年投产34.8万吨 (达产), 2023年投产3.85万吨
Asalouyeh-Salco	11.2	伊朗地区南方铝业旗下Asalouyeh铝厂计划扩产, 预计2022年新增产能14万吨
Puerto Madrinn-Aluar	9.2	2020年4月该铝厂减产50%, 9月宣布计划复产, 假设2022年该铝厂将剩余产能完全复产
Samalaju-Press Metal	6.0	PRESS METAL在马来西亚民都鲁铝冶炼厂的三期产能32万吨, 于2021年10月中旬全面投产, 预计2022年达产
Alumar-Alcoa	5.4	2021年9月, 美铝宣布计划重启巴西的Alumar冶炼厂, 该冶炼厂产能26.8万吨, 投产时间自2022年Q4延后至2024年
Al Taweelah-EGA	5.0	三条产线扩建项目完成后将增加7.8万吨产能, 2021年7月底整体已完成80%
Tursunzade-Talco	5.0	塔吉克斯坦地区Tursunzade冶炼厂计划改扩建, 将产能提升至30万吨
Mt. Holly-Century Aluminum	5.0	于2021年Q1开始重启第二条生产线, 运行产能将由11.5万吨逐步提升至17万吨, 复产工作于2021年四季度完成
EMAL-EGA	4.0	阿联酋铝业计划扩产, 预计2022年新增产能5万吨
Portland-Alcoa	2.0	21年11月美铝宣布重启Portland铝厂3.5万吨产能, 将于2022年三季度投产, 重启完成后, 该铝厂开工率将提升至95%
Jajarm-Iralco	1.0	伊朗地区Iralco旗下的Jajarm计划扩产, 预计2022年新增产能1万吨
Tomago	-7.9	2021年8月据新闻报道, 因员工被隔离, 该澳大利亚冶炼厂或面临减产风险, 年产能59万吨
Talum	-2.0	总产能8.5万吨, 计划2022年产量减少50%
Slovalco-Hydro	-3.0	总产能17.5万吨, 2021年底前已减产20%, 2022年2月初再减产20%, 相当于再减产3.5万吨产能
Dunkerque-Rio Tinto	-5.7	总产能28.4万吨, 电力价格飙升迫使数刻尔克铝业减产15%, 后续或持续扩大至25%
Hamburg&Voerde-Trimet	-5.0	两家总产能22.5万吨, 2021年12月起减产30% (减产产能约7万吨)
KAP-Uniprom	-6.0	Uniprom在2021年12月30日前关闭黑山波德戈里察KAP铝冶炼厂(7.5万吨产能), 12月底关停
Slatina-Alro	-10.0	因能源和天然气等特殊情况下, 2022年该冶炼厂(21万吨产能)原铝的产量将减少60%
San Ciprian-Alcoa	-16.0	因能源价格飙升以及能源合同协议谈判等问题, 于2022年1月停产(18万吨产能), 预计关停2年时间
Albras-Hydro	-3.7	2月19日, 受电力故障影响, 海德鲁位于巴西的Albras铝厂一条产线停产, 涉及产能11万吨/年, 并计划于2022年Q2复产
Restart-Aldel	5.5	由于电价高企, Aldel铝业停产, 并计划停产至2022年初, 假设2022年二季度复产
Restart-Europe Smelters	8.1	考虑欧洲铝厂二季度开始复产, 至2022年中完全复产 (因当下能源成本高企, 假设减产产能有40%可复产), 复产时点后续需持续跟踪
Others	-10.0	包括其他因海外疫情、能源短缺以及资源品价格影响所扰动的产量增减
2022 Production	2913.9	2022年海外年产量增加接近26万吨, 产量同比增速0.9%

资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.3 俄铝存不存在电解铝减产可能？

无论是从俄罗斯铝锭对欧美供应的削减，还是通过天然气价格上涨引致欧洲铝厂能源成本抬升的角度，基于当前的评估来看，海外电解铝供给端所遭遇的冲击难言非常强烈，除非有更大规模的实质性减产发生，而未来俄铝是否有减产的可能性，这或许是海外供应的另一个重要关注点。

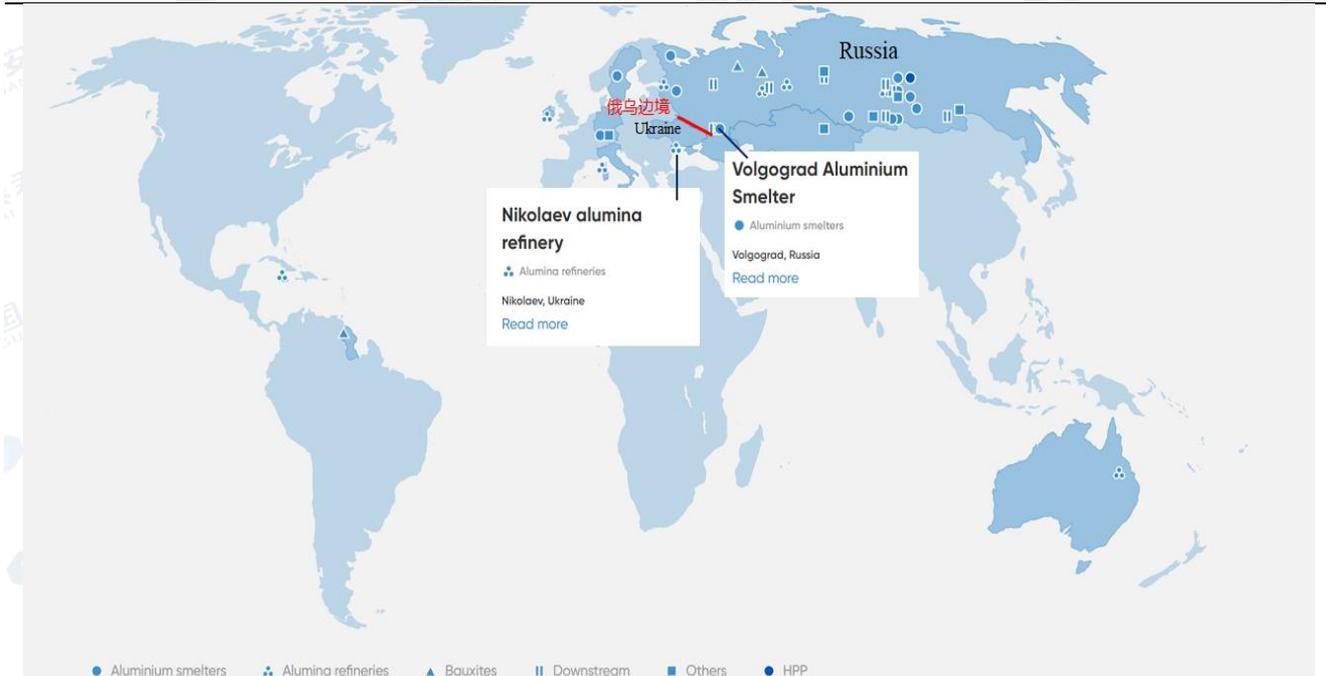
今年3月1日，俄铝在港交所发布公告称，由于黑海及周边地区不可避免的物流及交通挑战，不得不暂时关闭位于乌克兰 Nikolaev 地区的 Nikolaev 氧化铝精炼厂的生产。该厂拥有 176.9 万吨的氧化铝年生产能力（按 2021 年数据），可生产接近 90 万吨电解铝。从俄铝电解铝和氧化铝产能分布的情况来看，接近 97% 的电解铝产能位于俄罗斯本国，却只有 35% 的氧化铝产能在俄罗斯，剩余 65% 分布在爱尔兰、牙买加、几内亚和澳大利亚。

俄铝氧化铝产能仅有 35% 在俄境内，这也就放大了地缘政治变动所带来影响的可能性。按照 2020 年进口数据来看，俄罗斯需要从海外进口超过 460 万吨氧化铝，分别来自乌克兰（37%）、澳大利亚（30%）、爱尔兰（8%）、哈萨克斯坦（8%）、几内亚（7%）、牙买加（5%）等国。在俄铝关闭乌克兰 Nikolaev 氧化铝厂的情形下，俄铝将会产生约 176.9 万吨/年产量（即该乌克兰氧化铝厂年产量）的氧化铝缺口（2022 年度实际影响的供应量应小于该规模），而去年俄铝有接近 167.7 万吨的氧化铝过剩并外销，此过剩的氧化铝正好可以用来弥补缺口，补充氧化铝的原料供给。

然而，能够实现这一假设的前提是，俄铝在其他国家的氧化铝生产及运输不会因地缘政治冲突的影响而受限。在俄铝的境外氧化铝产地中，爱尔兰 Aughinish 氧化铝厂（铭牌产能 199 万吨，占境外比例约 31%，2021 年实际产量为 187.8 万吨）为俄铝境外最大的工厂，由于其位于欧洲，隶属于欧盟，不排除在地缘政治影响下生产运输受到限制的可能性。在俄铝关闭乌克兰氧化铝产能之后，就有消息称，俄铝或寻求其位于爱尔兰的氧化铝厂供货。但是根据彭博最新的消息显示，力拓计划暂停给俄铝爱尔兰的氧化铝厂运输铝土矿，并且同时计划暂停从爱尔兰氧化铝厂运出氧化铝给欧洲的冶炼厂。此外，俄铝还有一家位于澳大利亚的 QAL 氧化铝厂（俄铝持股约 20%），其主要股东——力拓也对可能的制裁发出警告。

固然从铝土矿资源禀赋以及氧化铝生产弹性来看，我们认为全球氧化铝供应出现长时间瓶颈的可能性并不大，但是阶段性出现供应吃紧，并推高氧化铝价格，却时有发生。在当前海外市场仍对俄罗斯大宗业务有所规避的阶段，即使俄罗斯周边除黑海外的运输通道畅通，也不能完全排除海外承运、贸易、下游采购意愿持续低迷的可能，导致实际供应效率下降。

图 16: 3 月 1 日俄铝发布公告称，暂停旗下乌克兰 Nikolaev 氧化铝精炼厂的生产，涉及 176.9 万吨产能



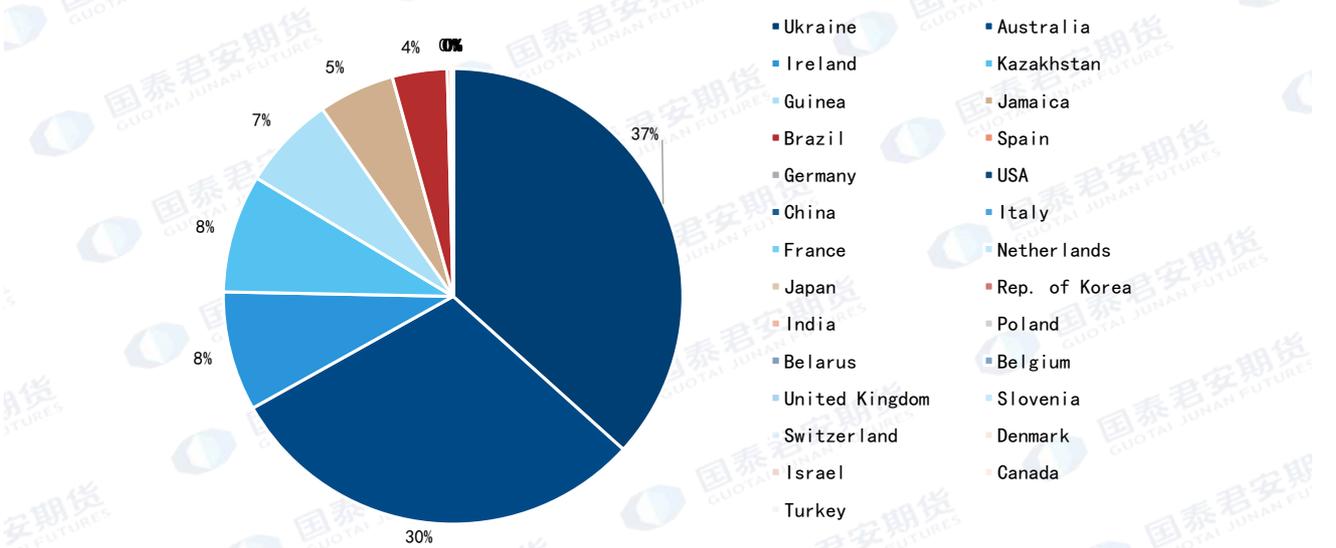
资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：俄铝接近 97% 的电解铝产能位于俄罗斯本国，却只有 35% 的氧化铝产能在俄罗斯



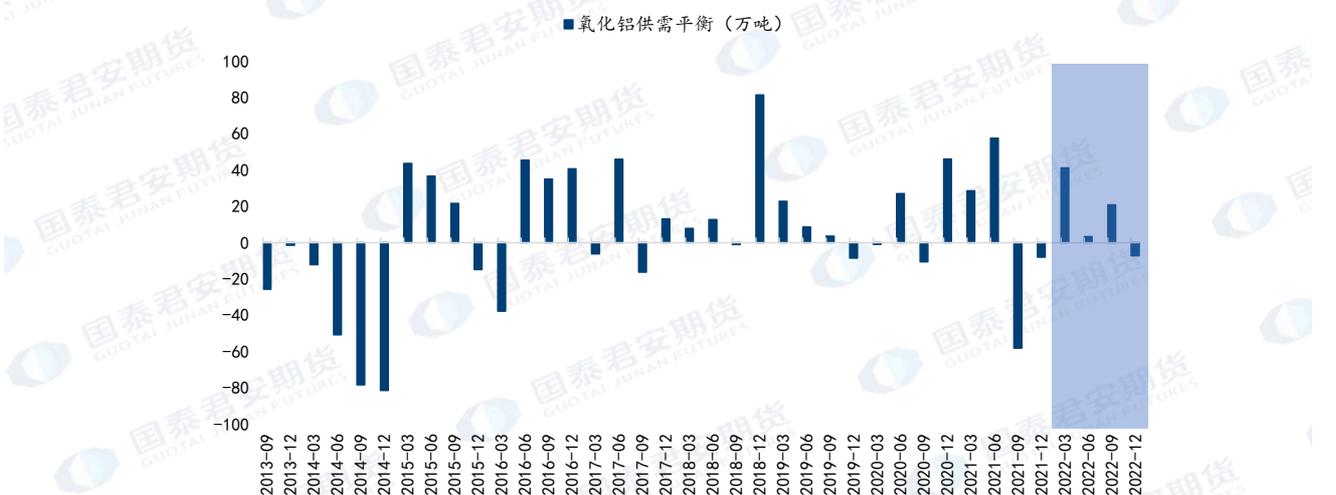
资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：俄罗斯进口氧化铝的来源国主要是乌克兰、澳大利亚、爱尔兰、哈萨克斯坦、几内亚、牙买加等国



资料来源：Comtrade，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：根据我们对海外氧化铝供需平衡的基准估算，2022 年或过剩接近 58 万吨，爱尔兰产能若关停，过剩将收窄



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

结合俄铝乌克兰氧化铝产能的关闭，我们对海外氧化铝供需平衡做了估算，2022年海外或过剩接近58万吨，仅占到全年消费量的1%左右，处在紧平衡格局。若再考虑俄铝爱尔兰氧化铝产能可能面临的减产，2022年海外过剩或收窄至14万吨。这意味着未来如果俄铝加大对海外市场的氧化铝采购，有可能会引致海外氧化铝价格继续抬升，近期澳洲FOB价格已经在走高。而中国地区也出现了国内氧化铝价格与氧化铝港口报价的显著倒挂，据悉已有不小规模的氧化铝计划在本月出口，这同样会对中国氧化铝价格形成支撑。

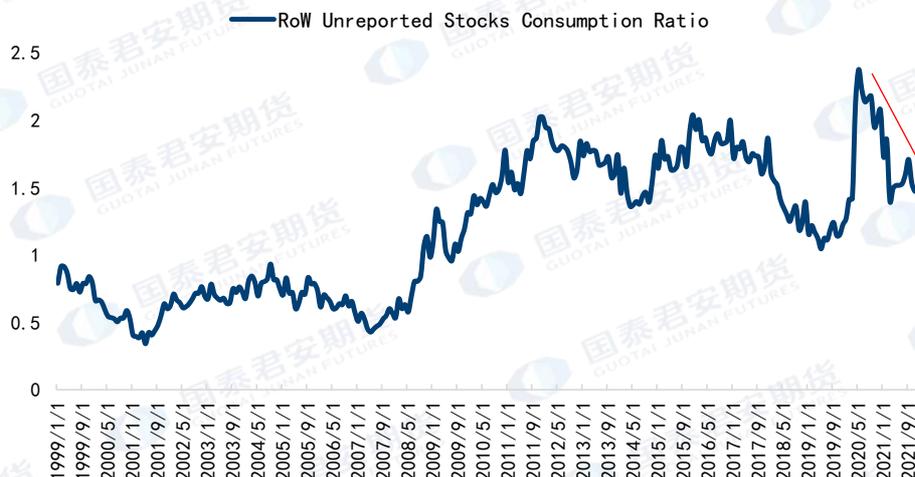
因此，即使俄铝电解铝的生产切实发生原材料断供的可能性目前来看并不大，但是氧化铝供应阶段性有吃紧的预期，全球氧化铝价格也会受此提振，电解铝价格的成本支撑（尤其是海外）可能有所抬升。

### 3. 情景二：俄罗斯铝产品供应恢复正常，市场回到事态升级前的状态

如若俄乌局势缓和，俄罗斯相关铝产品——不管是电解铝对外的供应输出，还是海外氧化铝对其本国的供应输入都恢复正常，那么市场将重新回到俄乌事态升级之前的水平，伦铝价格也会挤出此前的涨幅，但是跌回3300美元/吨一线之后，我们认为伦铝的估值或接近合理，后续可基于未来的供需缺口，再重新给到一定的上涨空间预期。

就当前海外电解铝市场而言，现货供应的紧张局面并没有发生逆转，库存及海外现货 premium 均未出现转势的迹象。从海外库存来看，市场也许会担心隐性库存的问题。但从隐性库存/消费比来看，在经历过2020年陡峭化的上升之后（疫情阶段下游加工消费停滞），目前已经回落至近十年偏低水平。即使是从海外下游制造业保有正常原料库存销售比的角度看，未来隐性库存显性化的压力也并不大，因此对于海外隐性库存问题，尚不足为惧。

图 20：从隐性库存/消费比来看，在经历过 2020 年陡峭化的上升之后，目前已经回落至近十年偏低水平



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

### 4. 结论：俄罗斯阶段性供应紧张犹在，海外铝价下方仍有支撑

在俄乌事态尚未全面升级之前（以2月24日俄罗斯正式官宣对乌克兰东部地区发动军事行动，作为此次事件升级的时间节点），海外电解铝市场本身就处在现货供应偏紧的格局，显/隐性库存走低，现货及期限结构呈现近端强势，均验证了这一点（近日欧美现货升水仍在走高，但期限结构由Back转Contango，不排除是因为LME市场流动性的干扰）。

俄乌局势吃紧后，叠加原本低库存格局，俄罗斯去往欧美的贸易物流是否持续受限，将很大程度决定海外电解铝的区域性供应紧张是否进一步加剧。我们分两种情景看：

**第一种情景下，海外承运、贸易、下游采购方在短时间内仍然对俄罗斯大宗业务采取规避的态度，实际物流效率下降，区域性供应吃紧仍存可能性——**

1、就年度周期来看，俄罗斯对海外市场的供应削减并不大，但阶段性而言，俄罗斯向欧美的运输物流下降，导致月均 15.8 万吨的铝锭供应输出效率下降，还是会使得短时间欧美供应上出现边际小幅吃紧；

2、俄乌事件在引致工业金属海外供应问题的同时，更严峻的影响是在能源市场，而欧洲铝厂电解生产所依赖的用电能源有部分就来自于天然气，然而尽管海外天然气价格暴涨会抬升铝厂理论能源成本，但欧洲铝厂在经历去年 4 季度的减产之后，会受到此轮电力成本影响的产能基本已经关停减产，边际再放量减产的规模或已不大，只是已减产产能的复产大概率延后；

3、比较重要的一点是，结合最新力拓对俄铝爱尔兰氧化铝厂的铝矿供应及运输限制，考虑到俄铝 65% 的氧化铝供应在海外，即使切实发生原材料断供导致俄铝发生减产的可能性不大，但是氧化铝阶段性有吃紧的预期，全球氧化铝价格也会受此提振，电解铝价格的成本支撑（尤其是海外）可能有所抬升。

**第二种情景下，如若俄乌局势缓和，俄罗斯相关铝产品——不管是电解铝对外的供应输出，还是海外氧化铝对其本国的供应输入都恢复正常，那么市场将重新回到俄乌事态升级之前的水平，伦铝价格也会挤出此前的涨幅，但是跌回 3300 美元/吨一线之后，我们认为伦铝的估值或接近合理，后续可基于未来的供需缺口，再重新给到一定的上涨空间预期。**

因此总结来看，就当前海外铝市场而言，无论是从俄罗斯铝锭对欧美供应的削减，还是通过天然气价格上涨引致欧洲铝厂能源成本抬升的角度，基于当前的评估，海外电解铝供给端所遭遇的冲击难言非常强烈，除非有更大规模的实质性减产发生。对应到价格上，在欧美对俄罗斯的制裁未放松之前，我们认为伦铝仍可守住 3300-4000 美元/吨区间，但是再往上走在短期来看难度偏大。如若制裁放松，伦铝或将再次回吐 3300 美元/吨以上的价格涨幅，但考虑海外市场的产需缺口，走出显著跌幅的可能性也不大，中期内仍有价格重心逐渐抬升的动力。换言之，基于当前俄乌局势，并不适宜给到伦铝极高的价格溢价，但受到海外铝基本面支撑，伦铝即使回调，也不应过度悲观。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521