



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



## 铝：延续宽幅震荡走势

成文日期：2023 年 3 月 28 日

徽商期货有限责任公司  
投资咨询业务资格：  
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所  
工业品部金属团队

陈晓波 工业品分析师  
从业资格号：F3039124  
投资咨询号：Z0014944

### 摘要

1. 一季度至今，沪铝期货主力合约整体呈现先扬后抑走势，整体依然在震荡区间内宽幅波动。

2. 国内铝供应端经历了减产后有所收缩，但产量增速依然为正，预计二季度将维持与一季度相当的供应水平。此外，由于海外供需格局走弱，进口窗口一旦打开则会对价格形成压力。需求端目前主要的逻辑还是消费恢复预期，具体恢复情况仍待持续跟踪。

3. 预计铝二季度仍以区间震荡为主，向上空间受海外价格疲弱、信用风险担忧、加息仍未结束等因素的限制，向下则受成本端支撑。

**风险提示：**海外宏观风险、减产出现变动

## 一、行情回顾

### (一) 期货盘面

一季度以来，沪铝期货主力合约整体呈现先扬后抑走势，整体依然在震荡区间内宽幅波动。1月初传统淡季需求疲软，但随着疫情防控政策优化，经济需求恢复预期强劲，铝价一路反弹，春节后云南限电减产传闻不断发酵，铝价持续走高。2月初铝锭库存呈累库状态，叠加煤炭价格下调，成本松动背景下铝价高位回调；2月下旬云南减产消息落地后，铝价曾小幅反弹，但下游需求恢复情况始终不佳。进入3月，海外银行业爆雷事件引发宏观环境边际转向，叠加沪铝持续维持高库存，铝价持续回调。截至3月28日，Al2305合约收于18690元/吨。

图1：沪铝期货主力合约走势



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

### (二) 基差与价差

现货方面，根据SMM数据，截至3月28日SMM A00铝锭价格为18400元/吨。一季度沪铝基差正负值频繁交替但多数处于贴水状态，基本处于合理区间。沪铝近远月处于back

结构且基本处于合理区间，主要由于云南等西南地区电解铝减停产影响的预期、近月处于淡季而远月消费相对偏乐观的预期。

图 2：近期铝基差走势

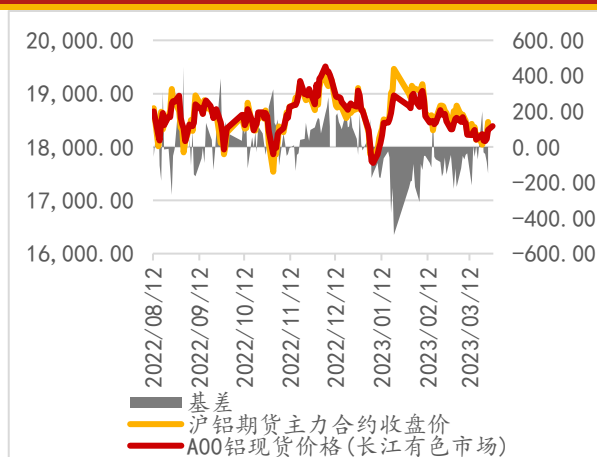
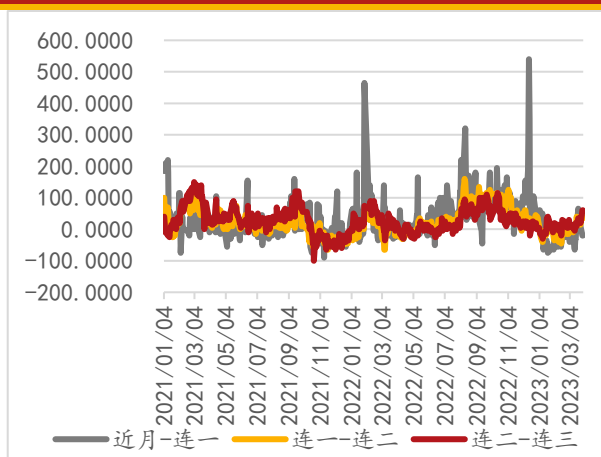


图 3：沪铝近远月结构



数据来源：iFind、徽商期货研究所

## 二、宏观及产业链分析

### （一）宏观环境

图 4：近期宏观扰动总结

时间	事件	对市场的影响
3月10日	硅谷银行在资产亏损情况下遭遇420亿美元规模挤兑，随后银行关闭，加州金融保护和创新局接管银行，FDIC成为其破产管理人	引发市场对于系统性风险的担忧
3月12日	美国财政部、美联储和FDIC宣布采取托底行动，为硅谷银行储户存款托底，13日期硅谷银行重启运营	市场持续受到担忧及避险情绪影响
3月14日	2月美国CPI环比增长0.4%，同比上涨6%。核心CPI环比上涨0.5%，同比涨幅为5.5%。	市场预期美联储将暂停加息来稳定银行业和金融市场情绪
3月15日	瑞士信贷财报出现重大缺陷，主要股东沙特国家银行拒绝援助，瑞士央行和该国金融监管机构称瑞信将在必要时获得流动性支持，瑞士信贷宣布从瑞士央行借款500亿瑞士法郎	恐慌情绪向欧洲银行业蔓延，市场避险情绪再度提升
3月19日	瑞银集团以30亿瑞士法郎收购瑞士信贷银行	政府和监管机构正下场托底流动性风险
3月19日	加拿大银行、英国银行、日本银行、欧洲央行、美联储和瑞士国家银行宣布采取协调行动，货币互换频率从周度改为日度	银行流动性潜在风险的政策预防手段，市场情绪可能短期趋向稳定

数据来源：公开信息、徽商期货研究所

SVB 银行、瑞信银行前后暴雷，引发市场对于银行流动性风险的担忧成为今年的第一个黑天鹅事件。瑞士监管保护了股权持有者的权益，而债权持有者的 AT1 债券权益被减计，不符合资本市场的一贯做法，让市场产生了恐慌。2 月美国通胀如期回落，但核心 CPI 涨幅



小幅扩大，通胀韧性尚未松动，通胀回落到 2% 的目标仍然有较远距离。近期银行业信用危机持续发酵，政府信用介入后，危机未进一步扩散，但美联储面临“抗通胀 VS 稳市场”的两难选择，CPI 同比读数回落也在一定程度上缓解了美联储的两难处境。美联储面临“物价稳定”显性政策目标和“金融稳定”隐性政策目标的取舍。在此背景下，3 月美联储加息 25bp，符合市场预期。

当前认为美联储加息周期将迎来终结言之尚早，美国政府已经着手兜底银行负债端，加息不存在掣肘；且美国通胀压力仍然偏大、通胀韧性较强，若停止加息美联储将“信用扫地”。因此短期内行情仍一定程度上受宏观情绪干扰，待宏观情绪淡化后市场将重归基本面。

图 5：美国 CPI、PPI 数据

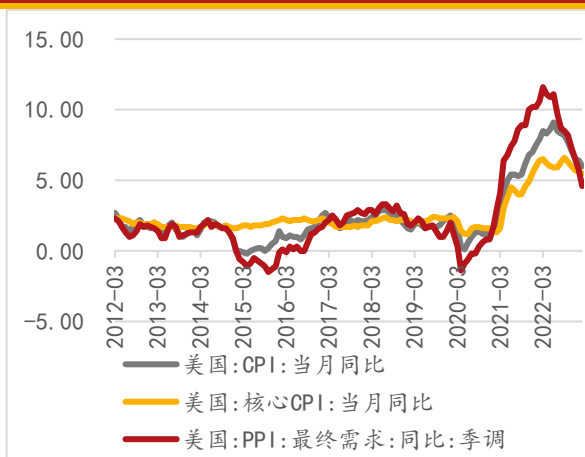
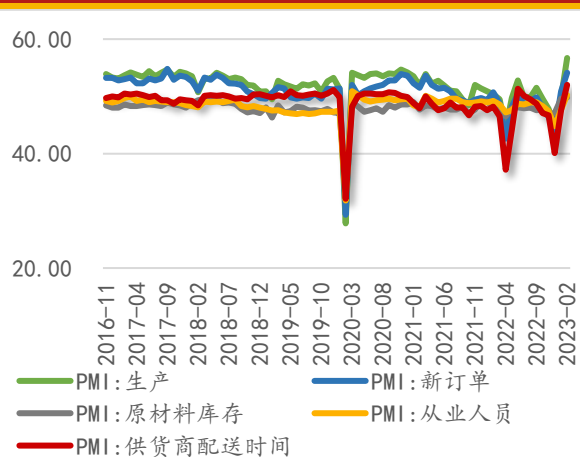


图 6：PMI 同比分项走势



数据来源：iFind、徽商期货研究所

国内方面，1-2 月经济数据表现稳中向好，社融、PMI 等数据连续两月恢复，政策端相对稳定，经济复苏态势延续，不过实际需求恢复情况仍有待观察，尤其是房地产数据及 PMI 的持续性。

## （二）供应端

### 1. 铝土矿

根据海关数据，1-2 月我国铝土矿进口总量同比增长 12.8% 至 2362 万吨，其中 96.5% 来自几内亚、澳大利亚和印尼这三大主要供应国。其中 1 月份几内亚铝土矿的进口量突破 900 万吨，创历史新高。由于印尼将在 6 月禁止铝土矿出口，我国从非主流来源国的进口量也呈现急剧增加的态势。1-2 月，我国从其他来源国共进口了 833 万吨铝土矿，同比增长

280%，包括土耳其 34.4 万吨、黑山 15.9 万吨、加纳 12.3 万吨、马来西亚 3.3 万吨和巴西 17.5 万吨。此外，巴西也在今年 2 月份重回中国市场，这是该国自 2019 年 10 月以来首次出口铝土矿至我国。

图 7：铝土矿主产国 CFR 价格

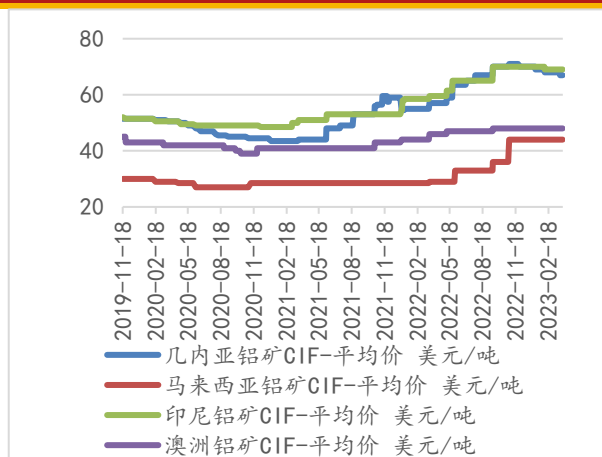
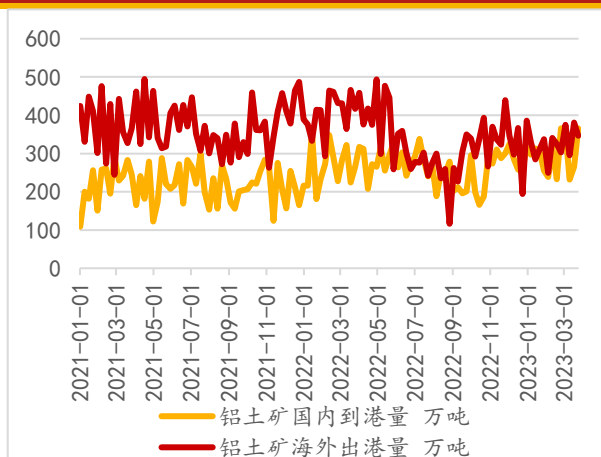


图 8：铝土矿国内到港及海外出港量



数据来源：SMM、徽商期货研究所

由于进口量大幅增长、国内需求相对保持旺盛以及国内铝土矿开采难度愈发增长，铝土矿 CFR 价格持续偏高位运行。不过目前来看铝土矿供应上不存在太大的缺口，供应节奏也相对稳定。

## 2. 氧化铝

图 9：氧化铝月度产量及同比

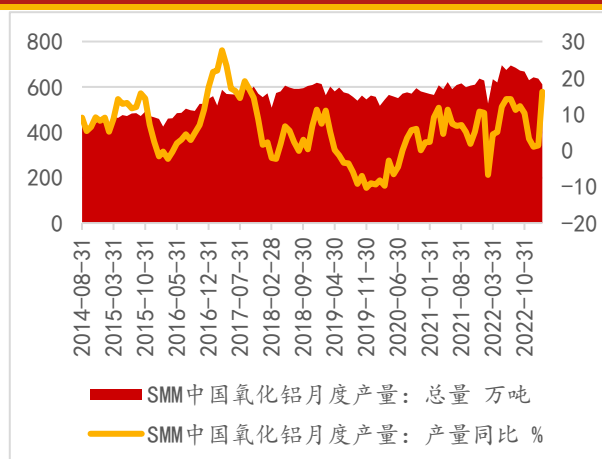
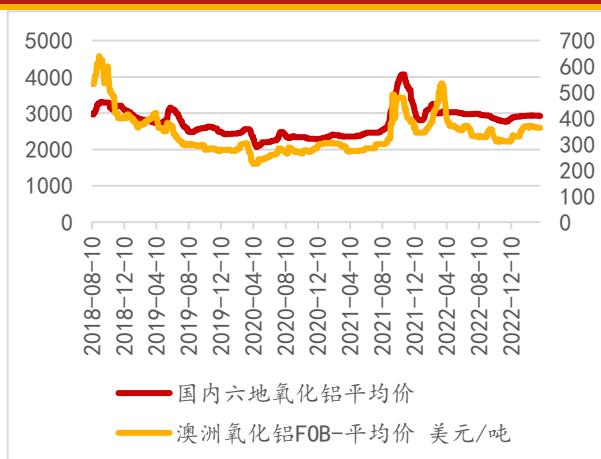


图 10：国内外氧化铝价格走势



数据来源：SMM、徽商期货研究所

根据国家统计局数据，1-2 月国内氧化铝产量 1298.8 万吨，同比增长 10.4%。其中，1-2 月山东和广西氧化铝产量同比增长 26.82% 和 19.05%，山西氧化铝产量下降 6.29%。SMM

统计口径下 1-2 月国内冶金级氧化铝产量 1248.5 万吨，截至 2 月底氧化铝开工率 80.9%，处于持续增长态势且明显高于季节性走势，预计 3 月国内冶金级氧化铝总产量约 651 万吨。

截至 3 月 28 日，SMM 氧化铝六地平均价为 2924 元/吨，一季度整体走势平稳，主要由于氧化铝过剩格局已较为明确。相比之下外盘价格出现了小幅增长，主要由于 1 月初美铝旗下位于澳大利亚的 Kwinana 氧化铝厂因天然气供应短缺将减产 30%，从而影响约 70 万吨/年的产能。

目前在氧化铝价格面临强压的背景下，高成本地区的厂家暂不具备增产意愿，新投产能的投放进度亦有放缓迹象。总体而言，氧化铝正处于供需从过剩走向再平衡格局中。

### 3. 电解铝

根据国家统计局数据，1-2 月电解铝产量 673.5 万吨，同比增长 7.5%。SMM 统计口径下 1-2 月国内电化铝产量 651 万吨，截至 2 月底氧化铝开工率 88.1%，处于小幅下降趋势但略高于季节性走势，预计 3 月国内电解铝总产量约 339 万吨。

此外，根据海关总署数据，1-2 月国内原铝进口总量为 149964.4 吨，累计同比增长 162.5%，其中 1 月份原铝进口总量为 72910.6 吨，同比增长 88%，2 月份原铝进口总量为 77053.8 吨，同比增长 320%。自去年俄铝被美国制裁以来，俄铝流入量明显增长。一季度以来海外需求疲软，伦铝走势相较国内更佳疲软，进口亏损大幅缩窄从而导致进口量明显增长。

图 11：电解铝月度产量及同比

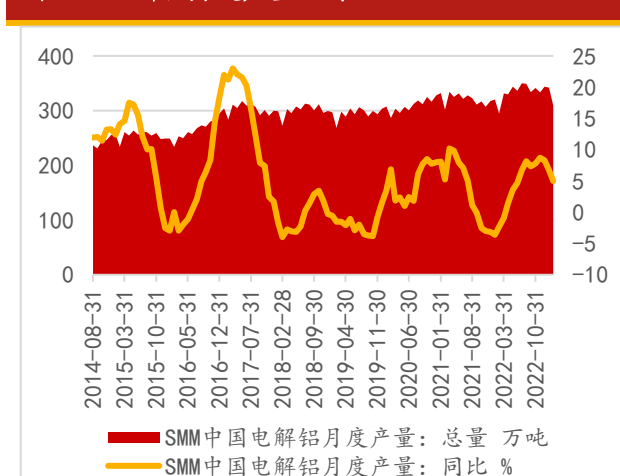
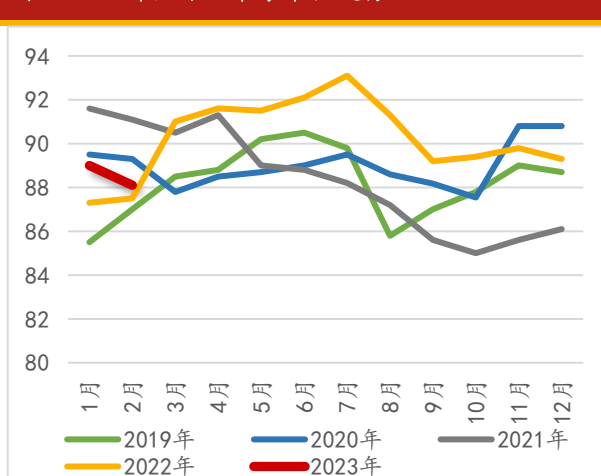


图 12：电解铝开工率季节性走势



数据来源：SMM、徽商期货研究所

总的来看，今年一季度电解铝供应较去年同期增长显著，主要由于去年同期因疫情导致广西等地的电解铝出现了减产。而进入 2 月以来云南等西南地区水电偏紧，区域内工业

面临能效管控，除文山某铝厂外，其他铝厂均有限产要求，减产总规模预计在 67-80 万吨左右。供应端减产预期已在价格内反映，如无额外减产，结合进口的情况来看电解铝供应压力长期来看仍存。

## (三) 库存端

图 13：电解铝社会库存

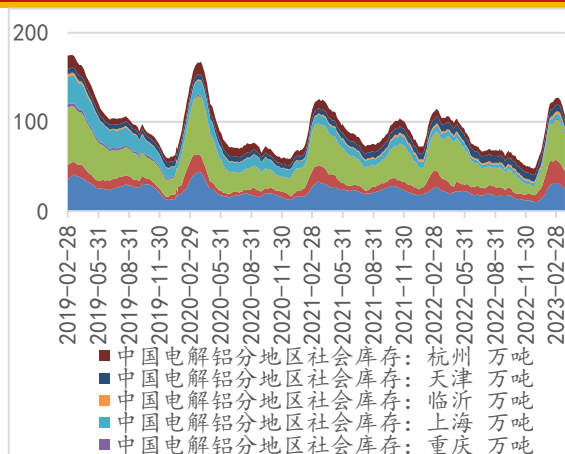
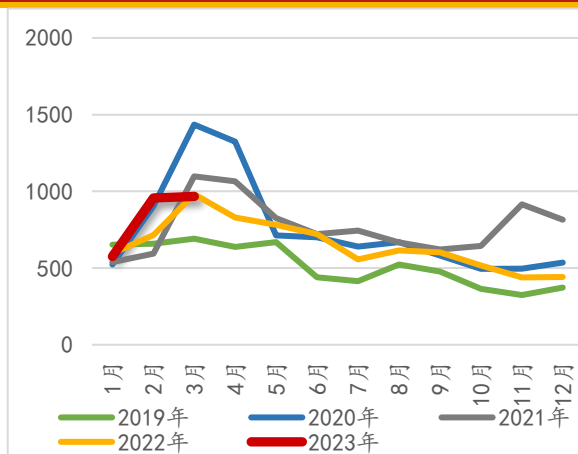


图 14：电解铝社会库存季节性走势



数据来源：SMM、徽商期货研究所

今年一季度电解铝社会库存累库明显，且高于除 2020 年外的年份（2020 年一季度由于疫情突发，可视为干扰项）。根据 SMM 数据，截至 3 月 27 日当周，国内电解铝社会库存为 110.8 万吨。由于下游开工率明显低于往年且供应增量明显，今年铝社会库存累库幅度较大。不过随着电解铝减产影响显现，到货减少，同时下游需求逐步恢复，库存拐点出现。预计后续随着旺季到来，仍将持续维持季节性去库走势。

## (四) 需求端

根据国家统计局数据，1-2 月全国铝材产量 871.9 万吨，同比下降 1.9%。主要由于今年春节相对较早，因此下游开工明显受限，且节后恢复较慢。目前铝的各个下游行业开工率仍在抬升，其中铝线缆、铝型材、再生铝合金恢复情况较好。

终端方面，房地产方面数据尚未好转，房屋施工面积、新开工面积、竣工面积及商品房销售面积等数据环比降幅环比缩窄；贷款明显好转，融资环境边际有所改善。但地产销售和土地成交未见实质性好转，房地产整体好转的预期离落地仍有较远距离。汽车产销数据则有明显的下滑，主要由于去年的购置税政策透支了今年的部分消费。预计后续消费整体上维持偏刚需走势。



图 15：铝下游各行业出口量

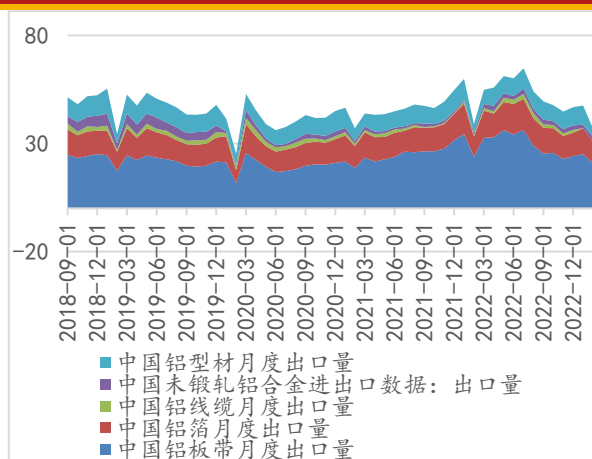


图 16：铝下游周度开工率



数据来源：SMM、徽商期货研究所

## （五）成本端

预焙阳极去年以来一直延续单边上涨行情，直到 7 月才出现拐点。预焙阳极基准价格今年以来继续大幅回调，根据 SMM 数据，截至 3 月 28 日西北预焙阳极平均价格 6530 元/吨，预焙阳极价格下跌主要由于其原材料石油焦价格不断下降导致。产量方面，1-2 月国内焙阳极产量 349.65 万吨，环比减少-0.25%，同比增加 3.59%，因此近期预焙阳极价格有转为平稳运行的迹象。

图 17：预焙阳极价格走势

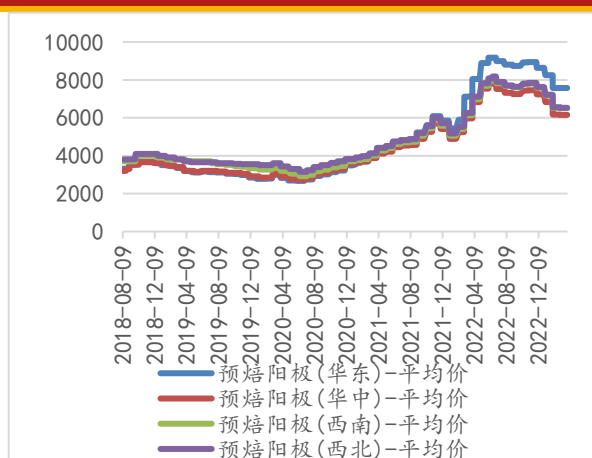
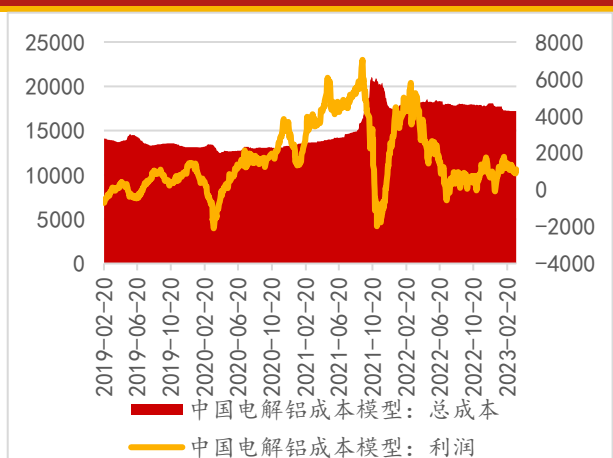


图 18：电解铝成本及利润



数据来源：SMM、徽商期货研究所

截至 3 月 28 日，国内电解铝加权平均生产成本 16545.79 元/吨（依据 11 省加权电价、安泰科氧化铝均价、Wind 预焙阳极、干法氟化铝、冰晶石均价计算），利润 2044.21 元/吨

(依据长江有色市场现货 A00 铝计算)。去年上半年国内电解铝利润一直较高,但随着原材料成本的上行及铝价回调,年初国内电解铝利润大幅缩减,1月中旬时利润曾降到 1000 以下,近期利润再度稳定在 1500-2000 的区间。

## 三、总结与展望

从宏观角度看,欧美银行业的暴雷带来的流动性风险的担忧,对商品市场形成了明显的扰动。后期来看,由于欧美主流监管机构快速介入,大规模的系统性风险发生概率相对较低,但宏观不确定性依然存在,需持续关注。

从基本面角度看,国内铝供应端经历了减产后有所收缩,但产量增速依然为正,预计二季度将维持与一季度相当的供应水平。此外,由于海外供需格局走弱,进口窗口一旦打开则会对价形成压力。需求端目前主要的逻辑还是消费恢复预期,具体恢复情况仍待持续跟踪。综合来看,预计铝二季度仍以区间震荡为主,向上空间受海外价格疲弱、信用风险担忧、加息仍未结束等因素的限制,向下则受成本端支撑。

## 【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

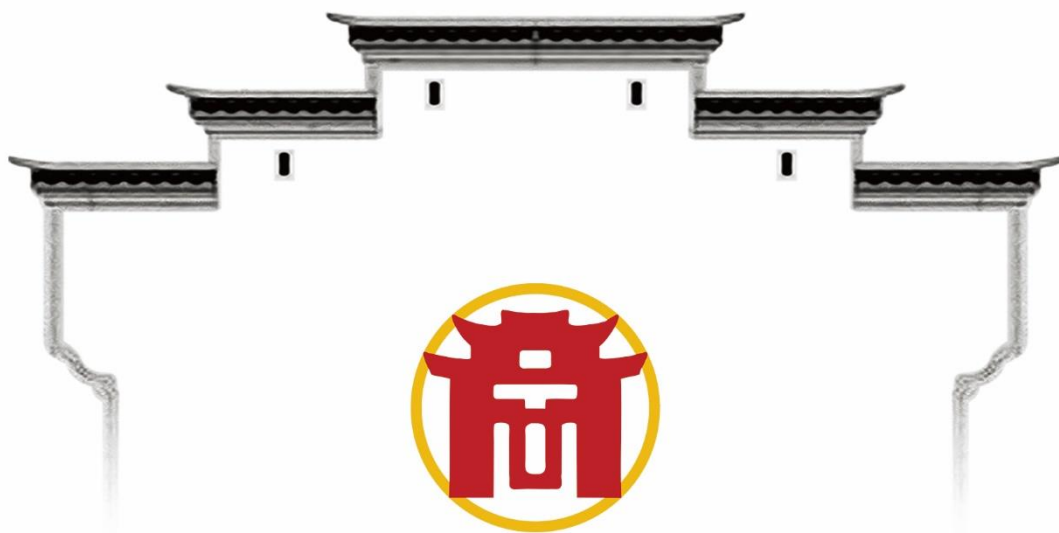
## 【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司  
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信