

● 主要结论

4月内外铝价震荡偏强运行，内盘铝价重心稍有上升。3月末受宏观情绪偏多影响，在外盘带动下沪铝短期内持续上行。月初OPEC+多国宣布石油减产，宏观转向，铝价承压震荡偏弱。随后海内外多项重要经济指标数据的公布对盘面造成一定影响，维持震荡。月中后，铝价走势逐渐回归基本面主导的局面，云南电解铝产能或将再度减产的消息传出，4月10日，限电减产落地于省内工业硅等高耗能产业，减产虽暂未涉及省内电解铝产能，但依旧引发了市场对未来可能减产的担忧。另外，青海发布电力负荷管理预案，对限电期间电解铝的限产标准作出了说明，出现了减产的可能，供应端扰动增加，叠加旺季需求仍有增长空间，库存维持去库，基本面较强，市场交易减产担忧，铝价连续几天走高并突破万九大关。但冶炼成本有所下移，现货市场畏高情绪抑制交投活跃度，以及需求增长弱于预期，使得万九上方显出压力，随后铝价震荡下调至19000元/吨以下。

展望后市，沪铝下有支撑，上方承压，价格重心或有上移，预计在18300-19500元/吨区间震荡运行。宏观方面，海外，美联储加息决议将于5月初落地，此后在衰退的叙事背景下，海外宏观仍然存在诸多不确定性因素，我们预计海外宏观对盘面的影响较为不确定，震荡概率较大，需要警惕风险。国内宏观整体表现为利好，4月末召开的政治局会议将定调政策的强度，利好的程度需关注政策的推进落地与整体内需的恢复程度，预计震荡偏强。供应端的扰动短期存在情绪预期的炒作，长期来看，若减产真实落地，供应偏紧，叠加需求仍在回升，维持去库，供需趋紧将进一步利多铝价。而成本下移削弱价格底部支撑，现货市场的畏高情绪及需求释放缓慢对铝价冲高形成压制。多空因素交织，预计沪铝在18300-19500元/吨区间震荡运行，操作上，建议短线操作。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

4月内外铝价震荡偏强运行，内盘铝价重心稍有上升。截至2023年4月21日，沪铝主力合约2306报收18890元/吨，较3月上涨约0.94%，伦铝报收2402.5美元/吨。

3月末受宏观情绪偏多影响，在外盘带动下沪铝短期内持续上行。月初OPEC+多国宣布石油减产，宏观转向，铝价承压震荡偏弱。随后海内外多项重要经济指标数据的公布对盘面造成一定影响，维持震荡。月中后，铝价走势逐渐回归基本面主导的局面，云南电解铝产能或将再度减产的消息传出，4月10日，限电减产落地于省内工业硅等高耗能产业，减产虽暂未涉及省内电解铝产能，但依旧引发了市场对未来可能减产的担忧。另外，青海发布电力负荷管理预案，对限电期间电解铝的限产标准作出了说明，出现了减产的可能，供应端扰动增加，叠加旺季需求仍有增长空间，库存维持去库，基本面较强，市场交易减产担忧，铝价连续几天走高并突破万九大关。但冶炼成本有所下移，现货市场畏高情绪抑制交投活跃度，以及需求增长弱于预期，使得万九上方显出压力，随后铝价震荡下调至19000元/吨以下。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云

图：伦铝（电子盘）日K线图

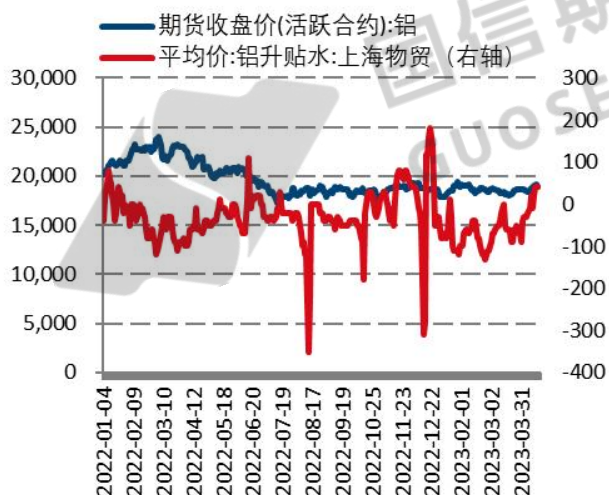


数据来源：博易云

国内现货价格震荡走强，截至2023年4月21日，长江有色市场A00铝锭均价为19020元/吨，月内由贴水转为升水。但现货市场在铝价走高的情况下，畏高情绪重，市场交投平淡，按需采购为主。

图：沪铝价格走势与基差（单位：元/吨）

图：伦铝价格走势与基差（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

二、宏观热点追踪

宏观方面，美联储加息决议将于5月初落地，此后在衰退的叙事背景下，海外宏观仍然存在诸多不确定性因素，我们预计海外宏观对盘面的影响较为不确定，震荡概率较大，需要警惕风险。国内宏观整体表现为利好，利好的程度需关注政策的推进落地与整体内需的恢复程度，预计震荡偏强。

1. 宏观多空交替，影响仍存

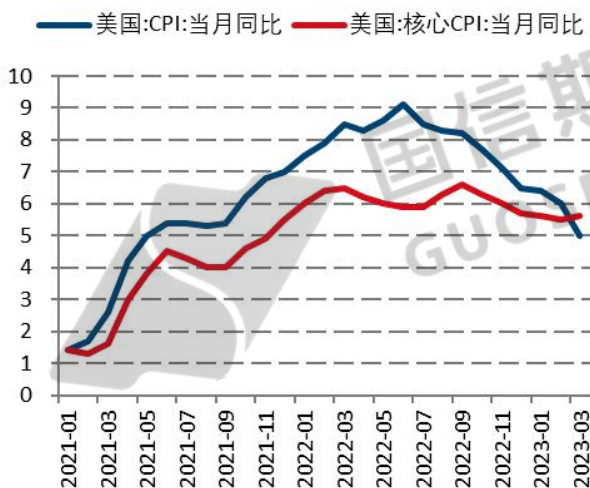
回顾4月，可以分为两条主线来看：突发事件 OPEC+ 多国宣布石油减产的影响，以及重要经济指标对宏观情绪的影响，整体来看主要逻辑还是市场对通胀预期的判断及情绪变化对价格的影响。具体来说，3月末开始市场对宽松预期的交易在4月稍有延续，4月2日 OPEC+ 多国宣布石油减产，市场对美国通胀的担忧又一次被激发，美元走强，偏空情绪对大宗商品价格形成压制。

4月海内外重要经济指标显示出当前宏观经济的特点表现为：海外通胀有所回落但仍具有韧性，国内经济整体温和恢复，但有结构上的不平衡，“强预期，弱现实”或有持续。整体来看，重要经济指标数据的公布会对宏观情绪有所影响，并反映在商品价格上，当前大宗商品价格受宏观影响还较为明显。

2. 美国通胀具有韧性

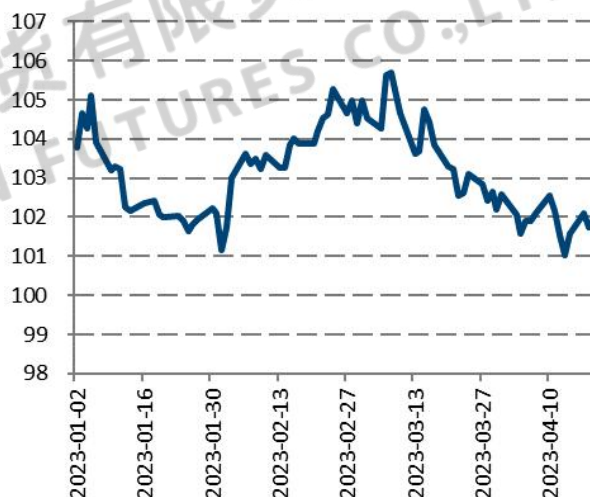
海外方面，美国3月ISM制造业指数降至46.3，非制造业PMI加速下滑至51.2，需求走弱和用工下降是美国制造业继续走弱的主要原因。3月CPI同比增长5%，低于预期，核心CPI同比5.5%，回落速度放缓，也略低于预期；3月PPI同比上涨2.7%，低于市场预期的3%，CPI和PPI均连续第九个月放缓。数据显示出美国的通胀在逐渐回落，但仍具有韧性，数据公布后，市场多方观点认为5月的加息将成为本轮最后一次加息，年内美国或将进入降息，但时间节点不定，市场对通胀放缓预期进行一定交易。而4月第三周，美联储官员再次发表鹰派言论，称5月加息后可能还有一次加息，美元再次有所反弹。

图：美国CPI及核心CPI当月同比（%）



数据来源：Wind 国信期货

图：近月美元走势变化



数据来源：Wind 国信期货

5月美联储将进行第三次议息会议，宏观情绪的脆弱性预计将进一步放大，并在会议前后有较为明显的震荡。受近期经济数据的小幅回落以及3月一系列银行危机爆发的影响，目前市场主流观点认为，此次5月预计加息25bp，并将是本轮加息周期中的最后一次加息，年内美国或许将开始降息，经济进入温和衰退状态。若推测落实，那么海外方面预计将会再一次出现一波对宽松预期的交易，利多外盘铝价的同时对国内铝市也有一定提振作用。总体来说，4月海外市场情绪对于通胀及货币政策的预期态度多变，震荡为主线，在诸多不确定性因素影响下，预计未来海外的震荡也将是主要趋势。

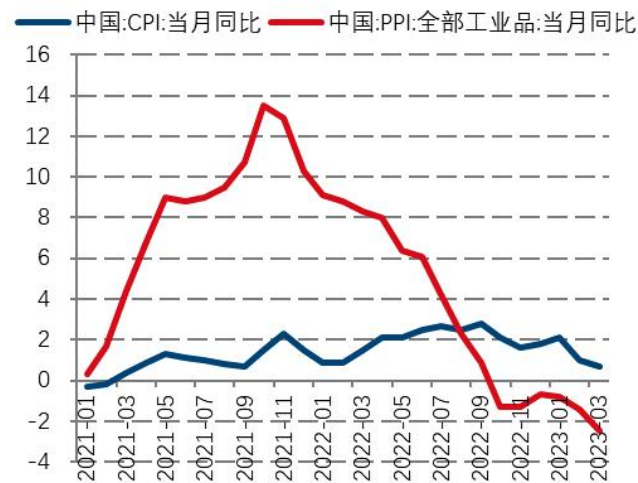
3. 中国经济整体向好，结构不平衡

国内方面，国家统计局数据显示，3月PPI同比下降2.5%，符合市场预期，3月CPI同比上涨0.7%，

低于市场预期，当前消费仍处于温和修复状态中。海关总署公布数据显示，按美元计价，3月当月，我国进出口总值5429.9亿美元，同比增7.4%。其中，出口3155.9亿美元，同比增14.8%；进口2274.0亿美元，同比下降1.4%；贸易顺差881.9亿美元，出口数据显著超过预期，大大提振海外对中国经济恢复的预期。

图：中国CPI及PPI当月同比变化（%）

图：中国GDP当季同比（%）



数据来源：Wind 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

此外，中国一季度GDP同比增长4.5%，高于预期，整体经济向好复苏，但具体来看存在结构上的不平衡，处于经济复苏的早期。结构上来看，受近年疫情影响，比起制造业，当下服务业的复苏更为显著，工业整体已经进入主动去库阶段。从与铝相关的行业情况来看，房地产数据差强人意，3月商品房销售面积单月同比-3.5%，新开工面积单月同比-29%，同比增速较1-2月份有明显回落，施工面积增速连续下降至-5.2%，竣工面积累计同比大幅改善至14.7%。3月汽车行业增速有所反弹，其中新能源车同比增速超过30%

总体来说，中国经济正处于复苏的早期阶段，整体向好，但结构上不平衡，“强预期，弱现实”或将持续。基于一季度的各项经济数据，4月底的政治局会议将再次定调，影响未来市场基本面，若政策较为积极，将形成较为明显的利多动力，若政策保持稳健或有所收紧，整体经济恢复或呈现震荡或缓速恢复的态势。

三、铝市分析

1. 成本重心或继续下移，削弱铝价底部支撑线

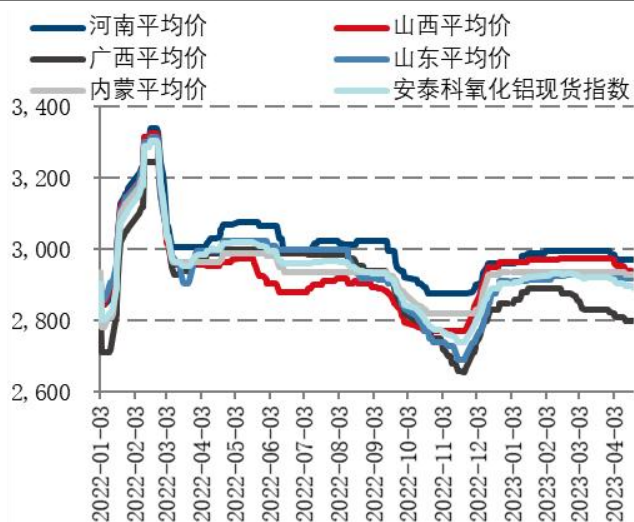
4月，电解铝冶炼成本重心在氧化铝及电力成本带动下又有小幅下移至16900-17000元/吨，随着氧化铝价格的进一步走低，和用电成本的下移，未来5月，电解铝冶炼成本预计仍有一定下移空间。

具体来看，氧化铝价格在月内持续走低，跌破2900元/吨至2800元/吨左右，现货市场交易表现平淡。氧化铝前期保持高产稳产状态，进入4月后仍有部分产能复产及新产能释放，截至4月20日，中国氧化铝建成产能为10170万吨，开工产能为8360万吨，开工率为82.20%。而就下游来说，云南电解铝减产，西南地区产能复产速度较慢，对氧化铝的需求增量较为有限，整体供应较为宽松。就5月，下游电解铝的

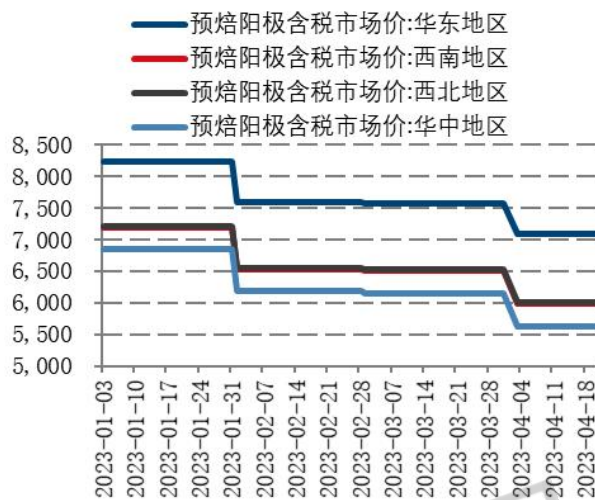
复产或许不及预期，甚至有进一步减产可能，氧化铝供给较强需求较弱，供需过剩的状态将持续，在5月难有改变，预计价格仍有下降空间。

图：氧化铝价格走势（单位：元/吨）

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

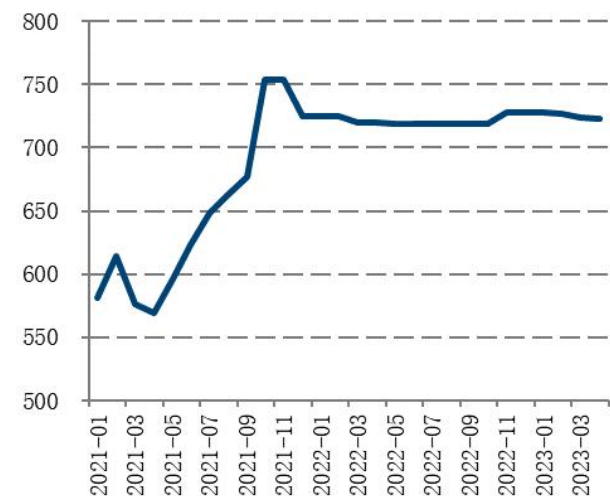


数据来源：Wind 国信期货

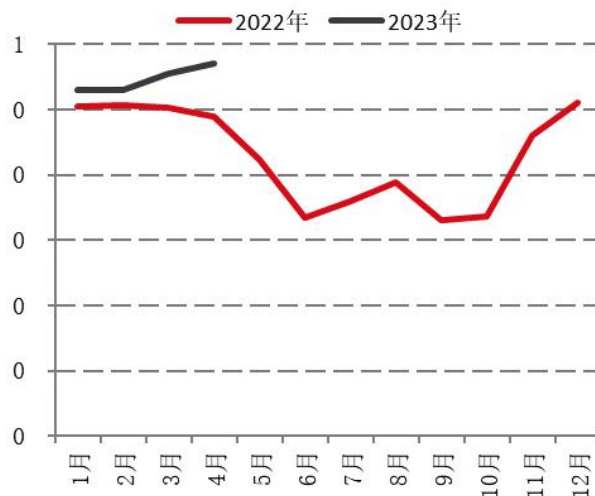
预焙阳极本月内价格企稳，执行长单为主。预焙阳极供应稳定，而电解铝在产能增量有限，且未来或有减产风险，对预焙阳极的需求偏弱。此外，预焙阳极的原料石油焦和煤沥青价格弱势运行，特别是煤沥青跌幅明显，利空预焙阳极价格。在供应稳定、需求疲弱、成本下移的多重因素叠加下，5月预焙阳极价格或有下降。

用电成本方面，火电来看，随着气温回升，煤炭消费进入淡季，秦皇岛港及周边港口主流动力煤（年度长协）月度平仓交货价格水平4月继续有小幅降低，动力煤市场均价4月内小幅下跌，部分主产区坑口煤下调价格，煤炭整体供应偏松，使用自备电生产的产能用电成本有所下降。就水电来看，云南4月执行丰水期电价，用电成本处于全年的较高水平。相比之下，火电产能的用电成本更低。

图：年度长协价：CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)（单位：元/吨） 图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：Wind 国信期货



数据来源：南方电网 国信期货

5月，云南进入平水期，电价较3-4月将会下调，根据南方电网数据，2022年5月工业用电价格约为0.4元/度左右，因此预计未来云南铝企的用电成本相较于3、4月会有下移。就煤价而言，目前主要产区供应较为充足，供应稳定，库存充裕，长协煤供应充足，现货成交情况一般。而随着煤炭消费进入淡季，整体需求有限，对价格的支撑较弱。未来煤价预计还有一定下行空间，使自备电用电成本有所降低。

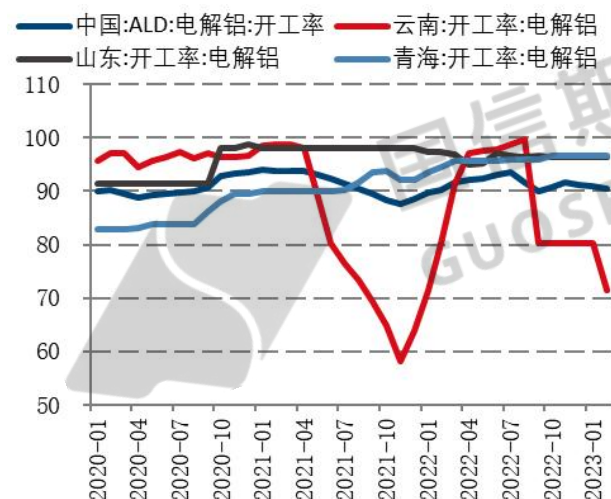
综合以上因素，电解铝冶炼成本在5月或将继续小幅下移，削弱铝价的底部支撑线。同时，若成本继续下行，利润空间预计有所扩大，刺激停产产能提高复产速度。

2. 在产产能重回4000万吨一线，扰动因素再度出现引发供应担忧

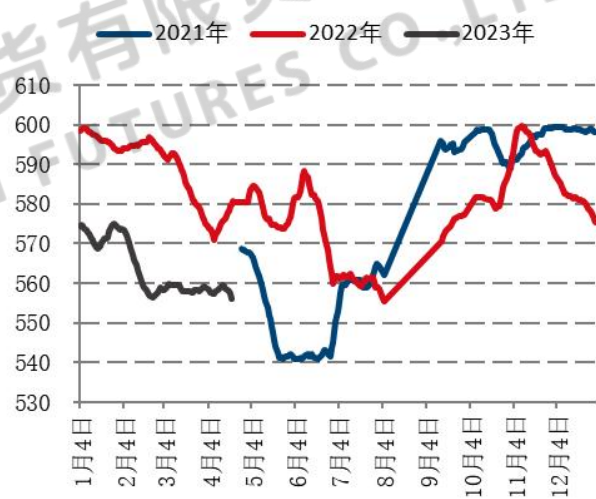
4月供应小幅增加的同时再现扰动因素，未来5月云南复产不甚乐观，且总体在产产能有一定下降风险，需持续关注云南来水情况及青海限产标准对产能运行的影响，供应端预计偏紧。

从总量上来看，截至2023年4月20日，中国电解铝开工产能4028万吨，开工率较3月增长约0.16%。增量主要来自西南地区四川、广西、贵州前期停产产能的复产。4月第一周，西南地区复产速度有所上升，云南2月减产带来的供应缺口逐渐被弥补，在产产能重回4000万吨以上，与2022年第四季度基本持平，但后续复产速度大幅回落，每周仅有1万-2万吨复产增量。

图：电解铝开工率（单位：%）



图：溪洛渡水库水位（单位：米）



数据来源：Wind 国信期货

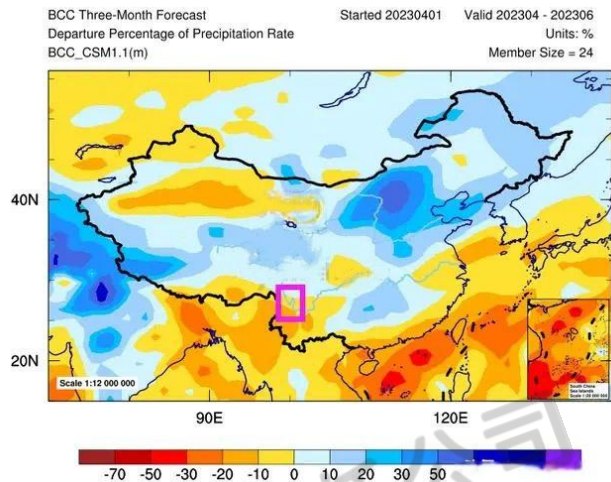
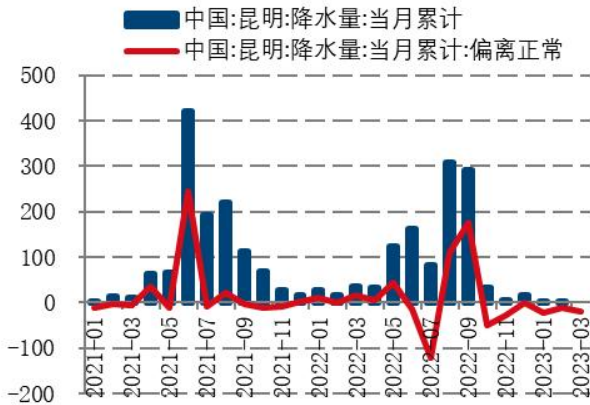
数据来源：Wind 国信期货

供应端的主要扰动因素仍在于云南。自2023年2月减产后，云南水电铝产能的扰动在4月再一次显现。首先从云南的电力供需来看，云南省能源局发布数据显示，2023年1—2月，全省规模以上发电量488亿千瓦时，同比增长8.4%，全社会用电量402.2亿千瓦时，同比增长16.3%，用电量增速明显高于发电量增速，电力供需格局趋紧。而3-4月来水情况仍然不佳，主要水库水位线变化不大，与历史同期相比处于低位。4月云南仍处于枯水期，大部分地区仍处于干旱状态，水电发力有限，整体电力供需格局偏紧的状态有所加重。4月初，市场传出云南电解铝或将再次减产的消息，一直未得到证实。而4月10日，云南压减负荷约50万千瓦执行到位，涉及领域包括铅锌、化肥、钢铁等行业，4月11日省内工业硅生产企业也已加大限电力度。虽目前暂未对电解铝提出减产要求，但云南发改委近期发布了电解铝企业能效管理规模的计算规则，涉及下游产业链延伸、电解槽槽型、安全等4个指标和加分项、扣分项，云南电解铝是否会再进一步减产，还有待观察。此前，云南已陆续压产达总产能的近四成，目前复产状况还不明朗，若云南

再度减产，叠加其他地区产能释放较为有限，铝的供应端将进一步偏紧。此外，西北地区，青海发布电力负荷管理预案，对限电期间电解铝的限产标准作出了说明，出现了减产的可能。云南及青海的减产若有落实，在产产能有再度跌破 4000 万吨的可能。

图：云南主要城市来水情况（单位：毫米）

图：4-6 月云南降水预测



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：气象部门公开数据 国信期货

就 5 月来说，规划释放产能有 40 万吨左右，其中近一半来自西南地区产能的复产，目前看来，预计产能释放速度不及预期。根据气象部门 4-6 月的降雨预测，云南省主要大型水力发电站所在地区降雨距往年均值为偏枯水平。当下，前期停产产能对未来复产的观望情绪浓重，在电力供应无法完全得到保证之前，复产意愿较低，接下来的 5 月将成为云南产能恢复的重要观察期。目前来看，受频繁压产影响，即使 5 月来水情况正常，云南的停产产能预计也将于 5 月末-6 月初，水电供应更为充裕时，开始复产。整体来说，供应端的扰动增加，消息面影响下产生的供应担忧对铝价有一定利多效果，同时需要警惕减产预期落空后的风险。

3. 旺季持续需求回暖，铝棒库存反复

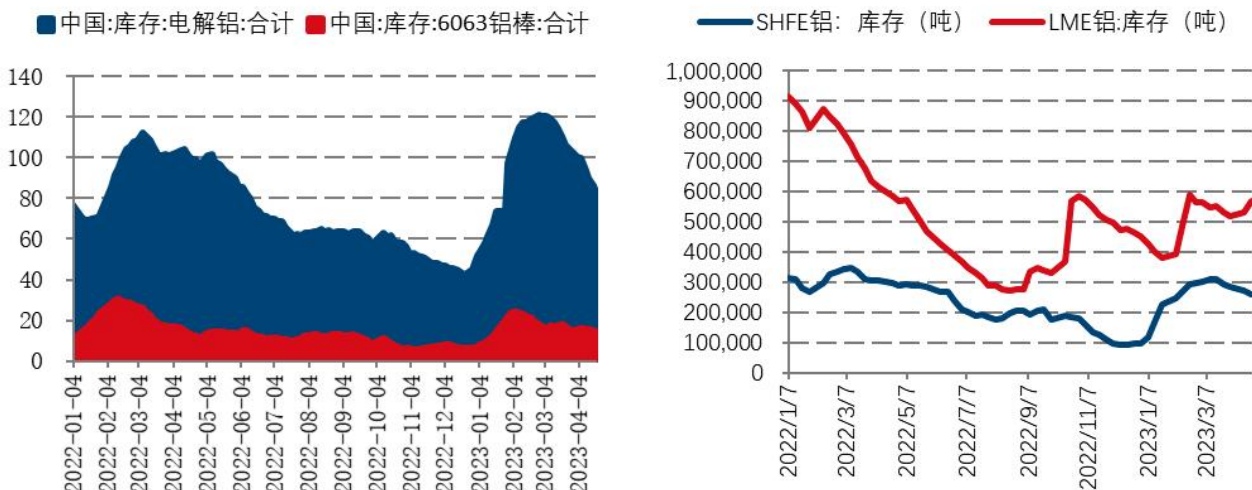
4 月仍处于传统旺季，下游需求提升，保持去库中。由于春节后开工普遍较晚，旺季效应预计在 5 月有所延续，加之政策端的出台与落地，下游需求预计仍有一定增长空间。

电解铝社会库存于 3 月第二周逐渐进入去库状态，在 4 月维持去库，受现货市场畏高情绪等因素影响，去库速度先慢后快，目前库存已低于历史同期水平，且差值逐渐拉大。截至 2023 年 4 月 20 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 90.6 万吨，较前一周库存下降 6.1 万吨，较 3 月库存下降 16.73%。铝锭去库的原因一方面是下游需求的恢复，另一方面是由于铝水比的提升，铝锭入库量有所下降，据 SMM 统计，行业铝水比例已高达 71%，月内铝棒产量及开工率整体持续提升，局部地区因订单减少有所减产，市场交易平淡，月内铝棒库存曾出现过增加的情况。

交易所库存方面，截至 2023 年 4 月 21 日，沪铝库存为 261644 吨，低于历史同期 3 万吨左右，LME 铝库存增加至 571400 吨，较 3 月增加 50500 吨，低于历史同期。

图：中国未锻轧铝及铝材进出口数量（单位：吨/月）

图：交易所库存变化（单位：吨）



数据来源: Wind 国信期货

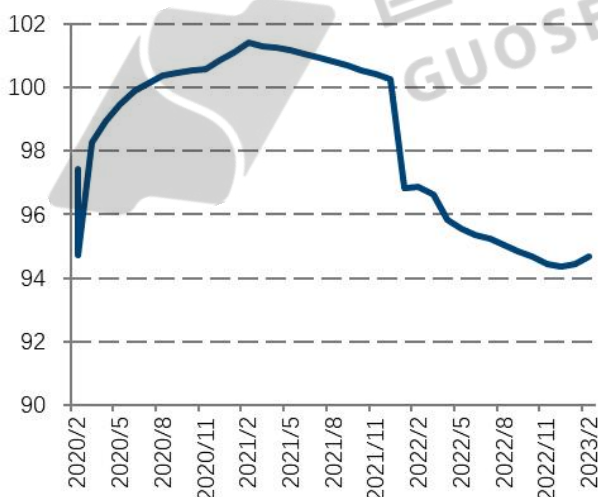
数据来源: Wind 国信期货

就下游铝加工相关产业,下游铝加工龙头企业开工率持续小幅上涨至 65.3%左右,但低于历史同期约 1%。铝板带箔产量及开工率整体小幅提升,铝线缆开工走强,铝型材开工增速放缓,处于旺季,下游开工及需求整体上升,但幅度有限,呈现出“旺季不旺”的特点。

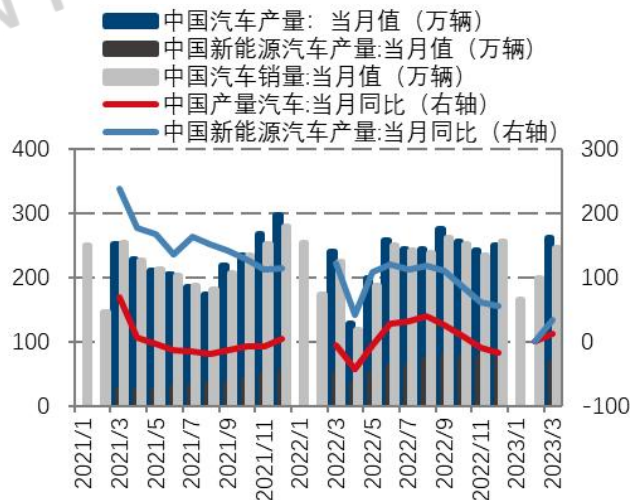
终端需求方面,3月房地产数据低于预期,汽车零售虽较 1-2月有所恢复,但与历史相比仍然较差,新能源汽车表现相对亮眼,多家新能源车企披露 3月销量持续回暖。

图: 中国房地产景气指数

图: 汽车产销变化 (单位: 万辆、%)



数据来源: Wind 国信期货



数据来源: Wind 国信期货

具体来说,3月商品房销售面积单月同比-3.5%,新开工面积单月同比-29%,同比增速较 1-2月份有明显回落,施工面积增速连续下降至-5.2%,房地产投资较差,竣工面积累计同比大幅改善至 14.7%。汽车方面,乘联会数据显示,3月乘用车零售环比为本世纪以来最弱,主要是由于消费不旺和市场价格混乱带来的观望气氛加重等综合因素影响,新能源乘用车销量环比增长超 20%。中汽协数据显示,3月,汽车产销分别完成 258.4 万辆和 245.1 万辆,环比分别增长 27.2%和 24%,同比分别增长 15.3%和 9.7%。此前消息面上,四部门鼓励加快推进公共交通工具电气化,推广家用新能源汽车,商务部也表态,将聚焦汽车、

家居等重点领域，积极推动出台一批促消费的政策措施，促进新能源汽车消费，畅通二手车流通，发展绿色智能家居消费，进一步释放大宗消费潜力。展望5月，新能源汽车预计还有一定增长空间，提振铝的需求。

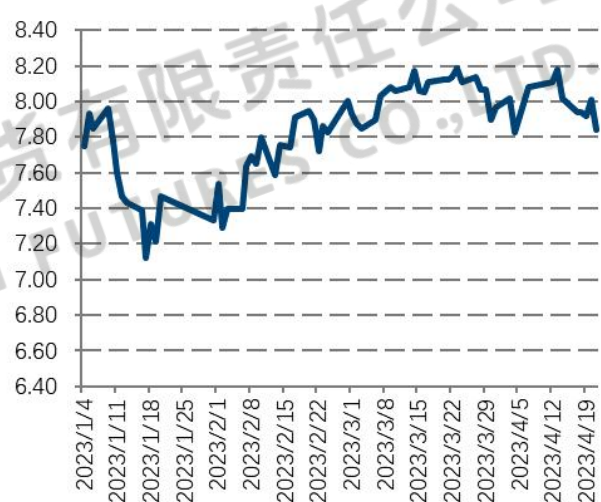
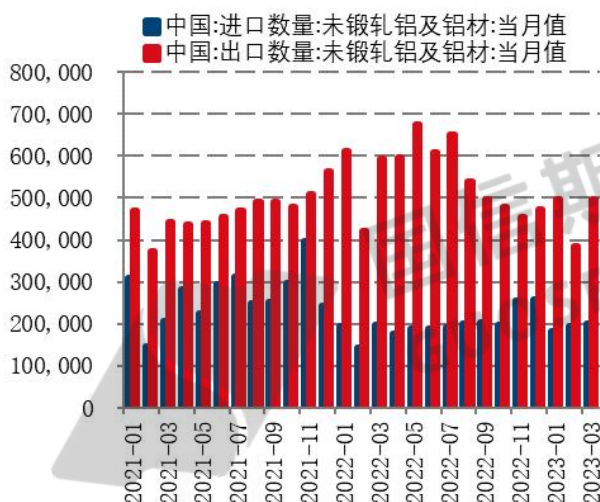
4. 铝价沪伦比仍居高位，出口疲软

铝价沪伦比月内在8上下波动，重心较3月稍有所下降，铝价仍然呈现“内强外弱”的特点，外盘铝价波动更大。在宏观情绪的影响之下，预计未来外盘铝价波动幅度仍将大于内盘铝价，国内供应扰动下，内盘铝价也有放大的可能，同时随着海外现货的流入，对国内铝价造成一定冲击，铝价沪伦比或有回落，进口窗口收窄。

铝价“内强外弱”自3月以来的延续使进口窗口打开。下游加工品进出口方面，3月中国进口未锻轧铝及铝材 20.05 万吨，同比增长 1.8%；1-3 月累计进口 57.48 万吨，同比增长 7.8%。2023 年 3 月，中国出口未锻轧铝及铝材 49.74 万吨，同比下降 16.3%；1-3 月累计出口 137.78 万吨，同比下降 15.4%。海外现货流入国内市场，对国内铝价也有一定抑制作用。

图：中国未锻轧铝及铝材进出口数量（单位：吨/月）

图：铝价沪伦比值走势



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

四、后市展望

展望后市，沪铝下有支撑，上方承压，价格重心或有上移，预计在 18300-19500 元/吨区间震荡运行。

宏观方面，海外，美联储加息决议将于5月初落地，此后在衰退的叙事背景下，海外宏观仍然存在诸多不确定性因素，我们预计海外宏观对盘面的影响较为不确定，震荡概率较大，需要警惕风险。国内宏观整体表现为利好，4月末召开的政治局会议将定调政策的强度，利好的程度需关注政策的推进落地与整体内需的恢复程度，预计震荡偏强。

基本上，成本端，随着氧化铝价格的进一步走低，和用电成本的下移，未来5月，电解铝冶炼成本

预计仍有一定下移空间，对铝价的底部支撑有所削弱。供应端，未来5月云南复产不甚乐观，且总体在产产能有一定下降风险，西南地区复产速度预计不及预期，需持续关注云南来水情况及青海限产标准对产能运行的影响，整体来说，供应端的扰动增加，消息面影响下产生的供应担忧对铝价有一定利多效果，同时需要警惕减产预期落空后的风险。需求端来看，旺季效应预计在5月有所延续，下游铝加工产业开工率还有一定提升空间，在政策推动下，终端房地产及新能源汽车的向好也会提振对铝的需求，同时需要注意5月中后，旺季进入尾声，需求有所下降。根据历史数据，5月铝库存将维持去库，而在当下行业铝水比较高的情况下，也需多关注铝棒的去库速度。在宏观情绪的影响之下，预计未来外盘铝价波动幅度仍将大于内盘铝价，国内供应扰动下，内盘铝价也有放大的可能，同时随着海外现货的流入，对国内铝价造成一定冲击，铝价沪伦比或有回落，进口窗口收窄。

整体来说，海外宏观对沪铝影响较为有限，对外盘铝价影响更为明显，国内宏观表现为震荡偏强。供应端的扰动短期存在情绪预期的炒作，长期来看，若减产真实落地，供应偏紧，叠加需求仍在回升，维持去库，供需趋紧将进一步利多铝价。而成本下移削弱价格底部支撑，现货市场的畏高情绪及需求释放缓慢对铝价冲高形成压制。多空因素交织，预计沪铝在18300-19500元/吨区间震荡运行，操作上，建议短线操作。

风险提示：宏观金融风险；云南丰水期提前，来水好于预期；需求不及预期。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

