

国信期货有色（铝）月报

铝

下探有底上方承压 沪铝预计震荡运行

2023年5月28日

● 主要结论

5月内外铝价震荡偏弱运行，内外盘铝价重心均有明显下移，月内铝价震荡走弱，主要是宏观与基本面的利空共振所导致。宏观情绪持续震荡偏空，月初美联储加息决议如期落地，银行风波再现，避险情绪再起，市场交易衰退预期。而此后海内外宏观数据的公布显示出美国通胀的粘性以及国内经济恢复的缓慢，宏观偏空情绪一度加重，造成周内内外铝价大幅下挫至近3个月的低点。基于宏观数据，美联储官员对后续加息的观点“鹰鸽不一”，而美国“债务上限”问题也迟迟未有定论，市场风险偏好再度承压。与此同时，月内基本面也出现转弱迹象，云南虽未开启复产，但整体供应有小幅增加，而需求端逐渐转入淡季，下游铝加工企业开工率略有下降，叠加行业铝水比提升后铝棒去库不畅，成本持续下行，基本面的利多因素较少。盘面上来看，资金情绪受到影响，月内部分空头资金涌入沪铝，5月24日夜沪铝再创新低，触及今年以来的低位17455元/吨，伦铝也一度跌至年内新低2190美元/吨。

展望后市，宏观经济形势扰动市场的投资偏好和情绪，波动较大，警惕风险。基本面而言，供应端，当前开工率处于较高位，未来在产能增量受云南天气影响较为不确定，但整体预计以增加为主。需求端，转入传统需求淡季，下游铝加工行业开工率将有下滑，总体呈现出供增需减的局面。另外，成本仍有一定下行空间，削弱底部支撑线。短期内利多因素不明显，基本面走弱。而铝价在5月两度触及年内低位，6月预计将有所回弹修复，后续，铝价的走势或更多受云南产能运行情况的影响，在云南复产情况不明朗的情况下，铝价下探有底，上方承压，需要持续关注云南的天气及来水状况，预计沪铝将在17000元/吨-18500元/吨区间震荡偏弱运行。操作上，建议可区间操作，逢高试空。

风险提示：宏观金融风险；云南来水好于预期。

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

5月内外铝价震荡偏弱运行，内外盘铝价重心均有明显下移。截至2023年5月26日，沪铝主力合约2307报收18185元/吨，较4月下跌约1.54%，截至5月26日下午收盘，伦铝报收2252美元/吨，较上月下跌约4.37%。

月内铝价震荡走弱，主要是宏观与基本面的利空共振所导致。宏观情绪持续震荡偏空，月初美联储加息决议如期落地，银行风波再现，避险情绪再起，市场交易衰退预期。而此后海内外宏观数据的公布显示出美国通胀的粘性以及国内经济恢复的缓慢，宏观偏空情绪一度加重，造成周内内外铝价大幅下挫至近3个月的低点。基于宏观数据，美联储官员对后续加息的观点“鹰鸽不一”，而美国“债务上限”问题也迟迟未有定论，市场风险偏好再度承压。与此同时，月内基本面也出现转弱迹象，云南虽未开启复产，但整体供应有小幅增加，而需求端逐渐转入淡季，下游铝加工企业开工率略有下降，叠加行业铝水比提升后铝棒去库不畅，成本持续下行，基本面的利多因素较少。盘面上来看，资金情绪受到影响，月内部分空头资金涌入沪铝，5月24日夜间沪铝再创新低，触及今年以来的低位17455元/吨，伦铝也一度跌至年内新低2190美元/吨。

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

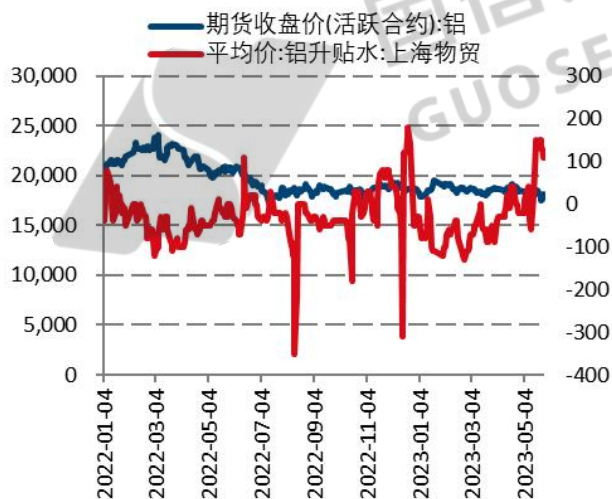


数据来源：博易云

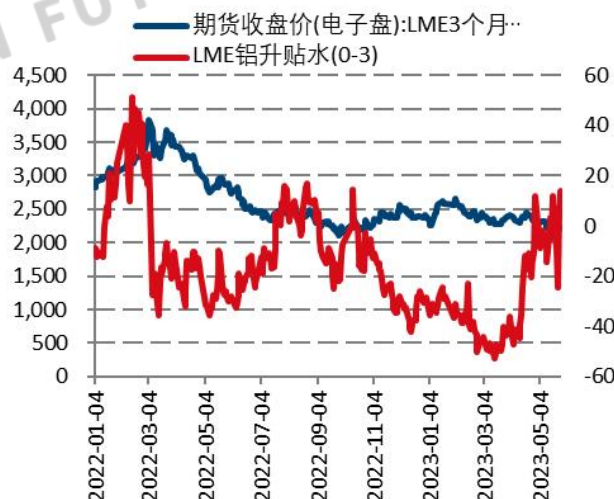
国内现货价格震荡走弱，截至2023年5月26日，长江有色市场A00铝锭均价为18160元/吨，月内基差震荡走高。现货市场成交平淡，下游需求有所降低，拿货谨慎。

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5月加息如期落地，而在宏观经济数据并不乐观的情况下，美联储官员对后续加息进程的观点“鹰鸽不一”，银行风波再起，“债务上限”问题迟迟未有定论，市场风险偏好一度承压，切换频繁。国内经济延续“弱复苏”态势，对经济恢复速度的预期也有所回落。我们预计，在经济衰退的叙事背景下，海外不确定因素较多，国内经济也将呈现平缓恢复，未来宏观仍将表现为震荡为主，对大宗商

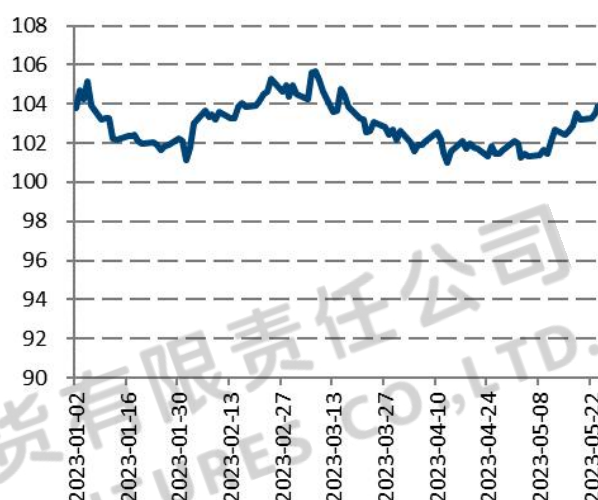
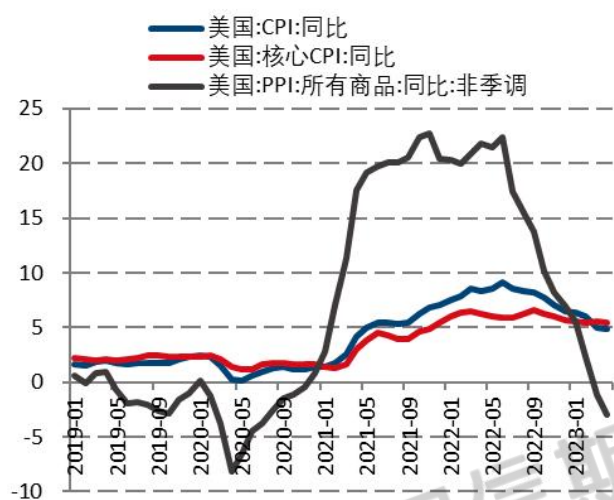
品价格造成较为明显的影响。

1. 美联储“鹰鸽不一”，货币政策仍处持续评估阶段

美联储在本月加息至 5%-5.25%，达到 16 年来的高点。5 月 4 日，美联储加息 25bp 的决议如期落地，这也是美联储自 2022 年 3 月份开启本轮加息周期以来第 10 次加息，累计加息幅度达到 500 个基点。另外，美联储在加息当日的最新政策声明中修改相关措辞，暗示或将暂停加息，但并未对此做出承诺。对于未来货币政策的走向，鲍威尔强调是否停止加息取决于数据，货币政策仍处于持续评估阶段，未来还需要观察更多数据，而 5 月后续美联储官员的相关言论也印证了这一点。

图：美国 CPI、核心 CPI 及 PPI 当月同比（%）

图：近月美元走势变化



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

从重要经济指标数据来看，美国一季度实际 GDP 环比升 1.1%，远不及市场预期。4 月美国制造业 PMI 录得 47.1%，预期 46.8，前值 46.3%，连续 6 个月处于收缩区间。美国劳工统计局公布，美国 4 月未季调 CPI 年率录得 4.9%，连续第 10 次下降，为 2021 年 4 月以来新低，低于市场预期的 5%。美国 4 月 PPI 年率录得 2.3%，低于市场预期的 2.4%，前值为 2.7%，创下 2021 年 1 月以来新低；环比增速在 3 月意外下滑 0.5% 后，4 月环比上涨 0.2%，核心 PPI 年率也有放缓。多方宏观数据显示出通胀虽有放缓，但仍处于高位水平，并且具有较高粘性，

对此，美联储官员“放鹰”，暗示如果高通胀粘性很高，那么在一定时间内利率需要保持在高水平。其他“鹰派”言论表示，6 月不加息并不意味着本轮加息周期的结束。而当地时间 5 月 19 日，美联储主席鲍威尔又传出了有望暂停加息的鸽派信号，称银行业的压力可能影响联储的利率路径，若源于银行业危机的信贷环境收紧导致经济放缓，美联储可能不必让利率升到原应有的高位。此外，美联储对于 6 月的加息也存在着分歧。时至 5 月底，美联储鹰派、鸽派意见参半，对于后续的加息各持一方，宏观情绪也随之波动。

当前，市场推测 6 月加息的概率已上升至约 53%，而此后美联储的货币政策走向较为不确定，在通胀粘性较强的情况之下，高利率或将维持，总体需求有所抑制，海外经济的衰退是大概率事件。

2. 海外金融事件波澜未止，市场风险偏好承压

五月初始，海外风险再起，美国第一共和银行被正式接管，银行业风波威胁再现。美国第一共和银行4月25日公布一季度末存款余额为1044.7亿美元，比2022年底下降41%，公布后第一共和银行股价大幅下跌。4月29日，FDIC宣布准备接管第一共和银行。5月1日，美国加州金融保护与创新部（DFPI）指定美国联邦存款保险公司作为第一共和银行的接管人，联邦存款保险公司接受摩根大通对第一共和银行的收购要约。除了承担所有存款，摩根大通同意购买第一共和银行几乎所有的资产。这是两个月内第三家倒闭的美国区域性银行，事件发生后，金融市场风险偏好再度承压，造成短期内的宏观情绪下行。另外，美国“债务上限”问题的谈判在月内一度陷入僵局，迟迟难有进展和最终定论，截至2023年5月16日，谈判仍未达成一致。高盛指出，如果债务上限没有提高，那么美国财政部将在6月初耗尽现金，无法偿还债务。

在衰退的叙事背景下，叠加接连不断的各类金融事件，海外宏观情绪波动较大，未来仍需要警惕波动及风险偏好的切换。

3. 中国经济延续“弱复苏”态势

就国内而言，中国经济正处于复苏的早期阶段，国内宏观经济预计将延续“弱复苏”态势。

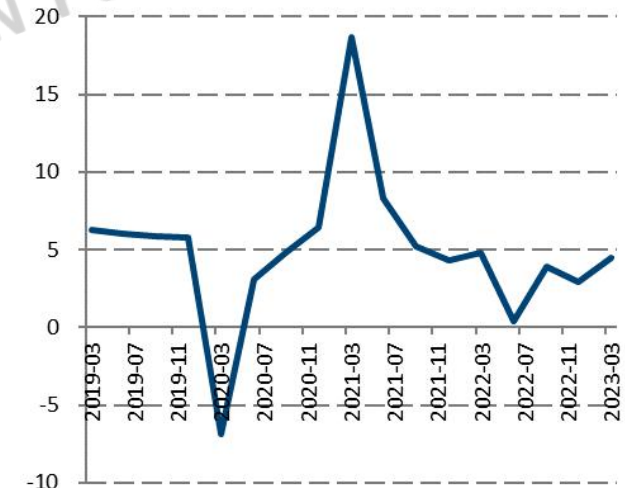
国家统计局发布数据显示，4月份，全国居民消费价格指数（CPI）环比下降0.1%，同比上涨0.1%，涨幅比3月回落0.6个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.5%，同比下降3.6%，4月份CPI和PPI同比涨幅继续放缓。数据发布后，市场对中国通胀偏低做出负面解读，叠加海外宏观偏空情绪共振，市场对全球大类资产交易衰退预期发酵，大宗商品内外价格一度承压下行。但后续国家统计局发言人表示，当前中国经济不存在通缩，下半年PPI有望逐步回升，国内宏观情绪随之有所好转。

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

进出口方面，中国海关总署公布的最新数据显示，4月中国进出口3.43万亿元（人民币，下同），同比增长8.9%，增速较3月回落6.6个百分点。其中，出口同比增长16.8%，环比下降6.4%；进口同比下降0.8%；贸易顺差6184.4亿元，扩大96.5%。4月进口数据较3月有所回落，内需稍有不足，呈平缓恢复态势，而出口数据连续两月偏强，

总体来说，国内经济延续“弱复苏”，对经济恢复的预期也较先前有所弱化，国内宏观情绪震荡。

4. 欧盟“碳关税”正式确立，国内绿电铝评价步伐加快

当地时间 2023 年 4 月 25 日上午（欧洲卢森堡时间），欧盟理事会投票通过了碳边境调节机制（CBAM），至此，“碳关税”政策走完整个立法程序，正式通过。就我国来说，当前我国碳排放交易市场虽暂未将铝纳入，但长期来看已有纳入的规划。据悉，中国有色金属工业协会绿色产品评价中心牵头编制的《绿电铝评价及交易实施细则（试行版）》已通过专家审查，将于 5 月中旬正式印发，绿电铝评价也将于 2023 年 6 月 20 日正式开启，绿电铝评价结果有望成为核减铝电解工序碳排放值的科学依据。而此前 4 月 25 日，近年来受到热议的欧盟“碳关税”也终于走完立法程序，正式确立，并将于 2026 年正式运行。

可以看到，内外碳排放压力之下，电解铝产能结构向水电为主的清洁能源转型仍是主推趋势，因而，即使水电铝有供应不稳定的短板，影响短期内的供应，但长期来说，水电铝产能的建设仍将进行。此次绿电铝评价的启动，预计也将对行业未来的产能规划产生一定影响。

三、铝市分析

1. 成本下行或将持续，探底有限

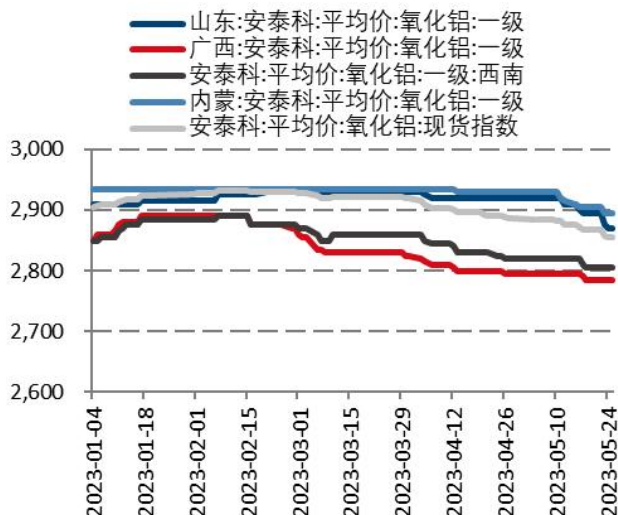
5 月，随着氧化铝及动力煤价格的下行，电解铝冶炼成本延续走低态势，行业有一定利润空间。后续，氧化铝供应过剩局面难改，仍有下跌空间；随着夏季气温升高，电煤需求有所好转，煤价预计将逐渐企稳；预焙阳极成本稍有反弹，但整体支撑较弱，价格有可能继续小幅下探。我们预计，未来 6 月，电解铝冶炼成本或将持续下行，但在部分原材料价格下跌有限的情况之下，预计成本探底有限。

整体来说，根据 Mysteel 的调研和测算，2023 年 4 月中国电解铝行业加权平均完全成本为 16603 元/吨，较上月下降 477 元/吨，全行业盈利 2104 元/吨，全行业理论盈利比重为 97%。5 月的行业完全成本预计在此基础上持平或有小幅降低。

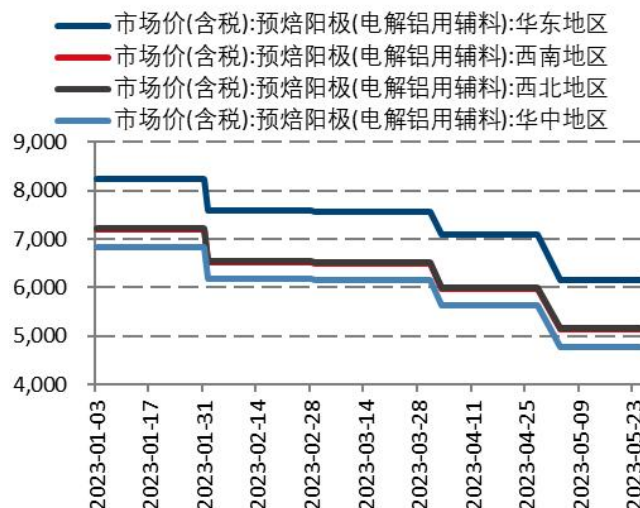
具体来看，氧化铝价格月内持续走低，截至 5 月 25 日，国产氧化铝均价约为 2851 元/吨，月内跌幅约为 1.2%。本月氧化铝现货交投维持低迷状态，偶有成交，成交价基本低于当地网价。5 月不同产区内存存在停产检修的情况，造成某一地区内氧化铝产量小幅降低，对氧化铝价格形成一定支撑。从整体供需上来看，月内氧化铝开工率维持在 83% 左右，持续累库中，而需求端电解铝产能小幅增加，但云南仍未开启复产，产能释放有限，对氧化铝的需求拉动较为有限，氧化铝仍处于供需过剩的局面。从行业利润来看，当前全行业利润为 116 元/吨左右，成本支撑价格下限。就未来氧化铝价格而言，氧化铝在产产能预计还有小幅提升，而需求端电解铝产能增量不确定性较大，短期内云南复产难度大，氧化铝过剩局面难改，若未来云南产能逐步开启复产，则会提振氧化铝的需求。总体来说，在供应过剩延续之下，预计 6 月氧化铝价格仍将处于下行通道，在矿石价格坚挺的支撑之下，探底有限。

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



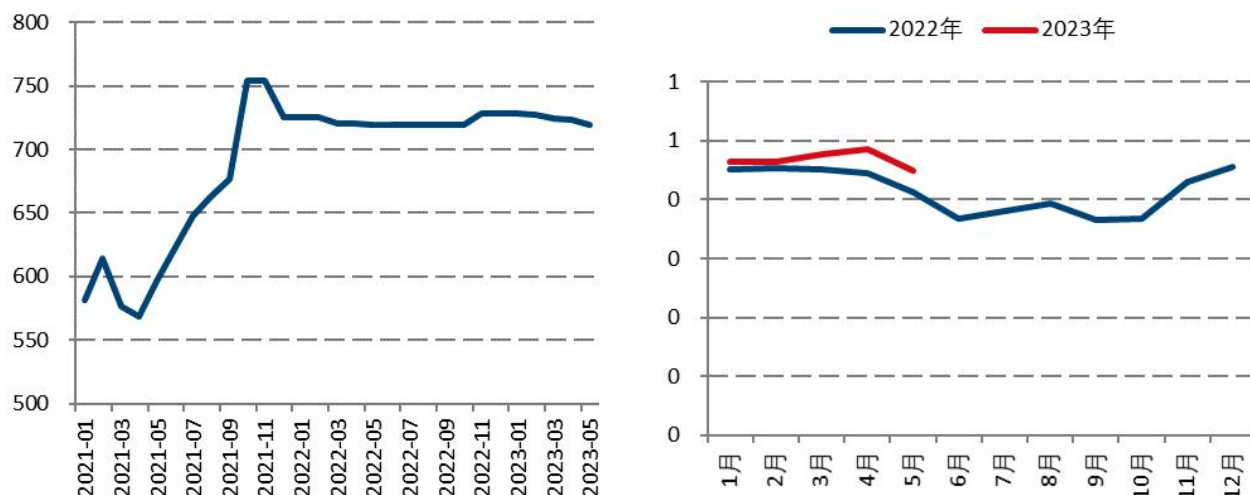
数据来源: Wind 国信期货

预焙阳极市场成交价格月内持稳, 现货均价持续下降。月内, 预焙阳极成小幅回暖, 石油焦以及煤沥青价格先跌后反弹, 但由于前期成本跌幅较大, 当前成本线的支撑仍然较弱。供应端, 月内部分企业设备停产检修, 整体供应持稳。需求端来看, 电解铝在产产能小幅增加, 对预焙阳极的需求增量有限, 按需采购为主。预计未来预焙阳极价格有可能继续小幅下探。

用电成本上, 火电方面, 5 月为动力煤需求淡季, 叠加月内动力煤库存较高, 大多数电厂长协煤充裕, 对现货采购需求不高, 动力煤市场整体交投较为冷清, 月初, 主要产区煤价企稳或有下调, 5 月下旬后, 受煤矿安全检查严格的影响, 部分地区供应稍有收紧, 主要产区坑口煤价格涨跌互现。随着夏季到来, 发电用煤有一定增长预期, 后续或将带动动力煤需求回升。当前来看, 动力煤价格仍有一定下降空间, 但较为有限, 自备电成本预计有小幅下降空间。

水电方面, 云南进入平水期电价执行期, 根据中国南方电网数据, 5 月云南工业用电电费下调至 0.45 元/度左右, 较 4 月下降约 0.03 元度, 用电成本下降。6 月, 云南进入丰水期, 电价较 5 月将再有所下调, 水电产能用电成本有望进一步走低。

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

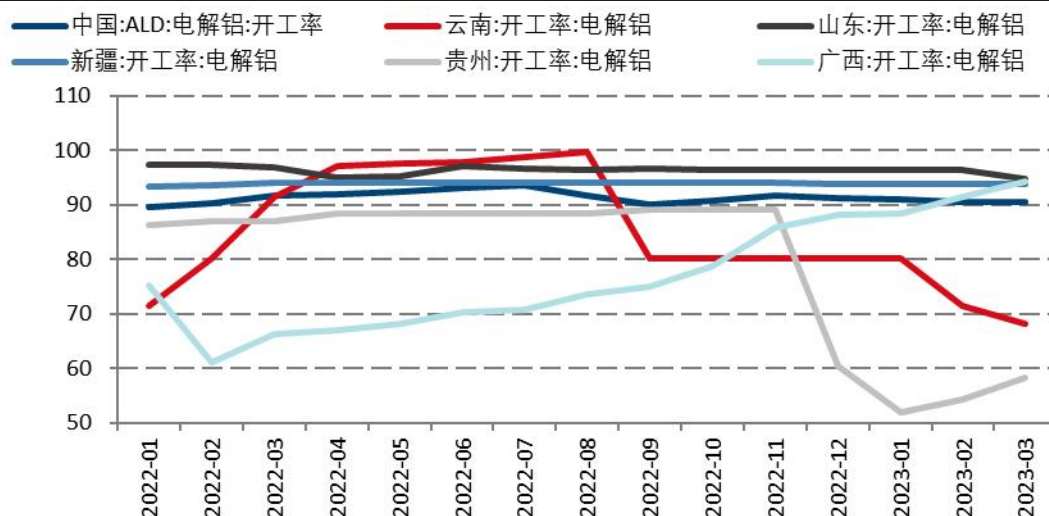
综合以上因素,未来6月,电解铝冶炼成本或将持续下行,但在部分原材料价格下跌有限的情况之下,预计成本探底有限。行业利润有进一步走阔的可能,刺激部分地区的复产积极性,但近期铝价处于较低位,在价格压制下利润空间或有挤压。

2. 在产产能持续小幅增加 厄尔尼诺或现加剧远期供应担忧

截至5月25日,全国电解铝在产产能约为4063万吨,较上月(4月20日)增加35万吨,主要增量来自于西南地区贵州、广西等地的产能复产,以及贵州小部分新产能投产。此外,贵州一铝厂因成本问题从复产转为停产,影响大致10万吨产能,但5月整体在产产能表现为净增加。

云南水电产能的运行情况仍是供应端的矛盾焦点以及市场炒作热点。总体来说,5月内云南在产产能并无变动,维持在万吨,开工率为%,究其原因,5月降水虽在短期内有转好,但仍不足以保障水电供应的稳定增加,铝厂复产的观望情绪较重,不愿贸然开启复产。

图: 电解铝开工率(单位:%)

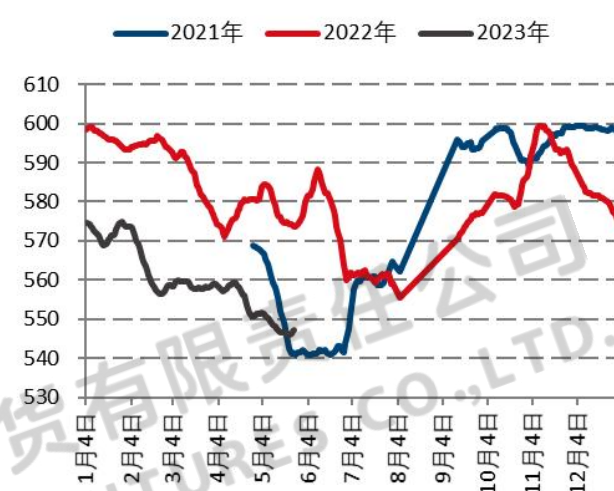
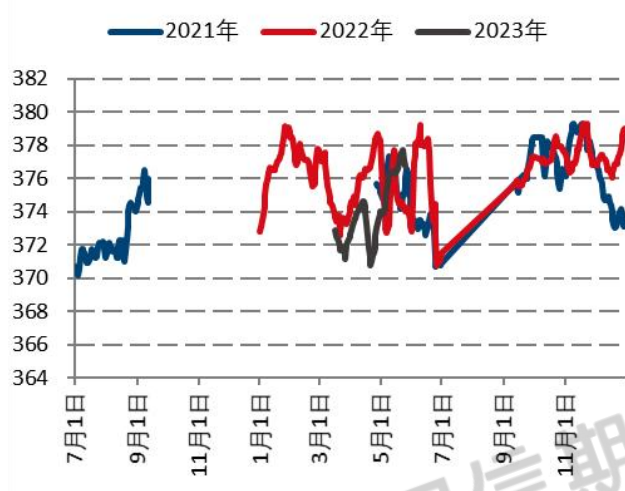


数据来源: Wind 国信期货

具体从云南的天气状况来看，5月，云南进入平水期，但高温干旱在5月初期持续，降水量及主要水库水位均低于历史同期。2023年5月10—15日云南全省迎来一波大范围降水，大部分地区出现中到大雨，局部地区有暴雨，这一轮降水具有一定持续性和雨量，给市场带来了一定复产预期，受此影响铝价一度小幅上扬。而从现实情况来看，此轮降水期间，全省温度稍降，但主要水库的水位线高度变动并不大，仍处于历史同期低位，溪洛渡水库水位线甚至略有降低，降水对水库的补给效果有限，无法给予水电稳定供应的保障。在此情况之下，云南省内铝厂均未传出复产消息，就SMM的调研结果来看，目前云南地区电解铝企业在产产能维持稳定运行，但就复产而言，铝企均未接到明确的复产通知。5月下旬，云南大部分地区转晴，气温逐渐升高，基本无有效降水，云南产能复产再度陷入僵局。

图：向家坝水库水位（单位：米）

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

云南产能复产的不确定性较大，我们预计，在前期接连两次的限电减产之下，铝厂考虑到启停成本，在供电无法得到有力保障之前，预计不会轻易复产。根据气象部门的监测，今年云南的雨季开启时间预计将晚于往年正常时间，因而，我们预测复产将在6月中或以后，丰水期正式来临，降水显著增加，水库水位回升至接近历史同期水平时开启，届时供应将逐渐转向宽松，利空铝价。

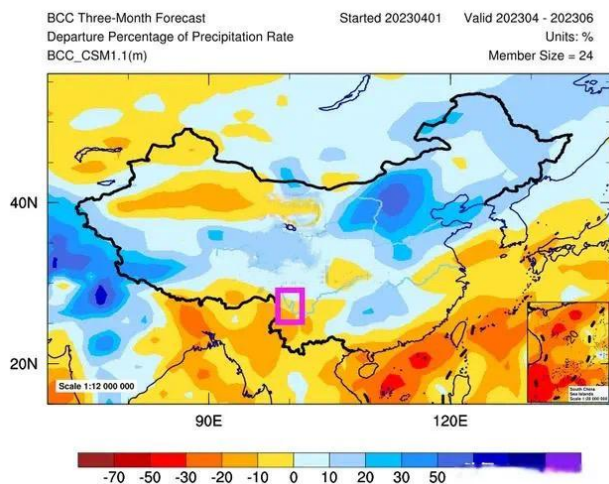
除此之外，根据专家预测，今年下半年出现厄尔尼诺现象的可能性较大，我国西南地区可能会出现晴天多降水少的天气，就往年数据来看，出现厄尔尼诺事件的年份，云南大部地区初夏降水偏少，这将会影响丰水期水库的蓄水，从而导致后续水电供应的紧张。厄尔尼诺现象出现的可能性也会加剧铝厂对产能稳定运行的担忧，打压其复产积极性，因此，云南开启复产后的速度也许不及预期，长期来看铝基本面仍有一定支撑。另外，温度持续升高，居民用电增加可能会加剧电力供需矛盾，据国家能源局和中国电力企业联合会预计，2023年正常气候情况下，夏季全国最高用电负荷约为13.7亿千瓦左右，比2022年增加8000万千瓦。如果出现长时段大范围极端高温天气，全国最高用电负荷可能比2022年增加近1亿千瓦，用电矛盾可能将有所缓解，但仍需要警惕用电紧张导致限电减产的潜在风险。

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

展望6月电解铝的供应,6月整体产能规划约为增加80万吨,其中绝大部分增量来自于云南的复产,而目前看来,复产开启的时间还不明朗,即便复产开启,产能释放速度也有可能不及预期,需要持续关注云南的天气及来水情况。整体来说,供应将呈小幅增长态势。

3. 淡季来临,需求转弱

旺季效应在5月稍有延续后逐渐转入淡季,铝锭维持去库,但铝棒去库稍有不畅,月内出现下游订单不足的情况。6月正式进入铝消费淡季,预计下游开工率将有所回落,需求减弱。

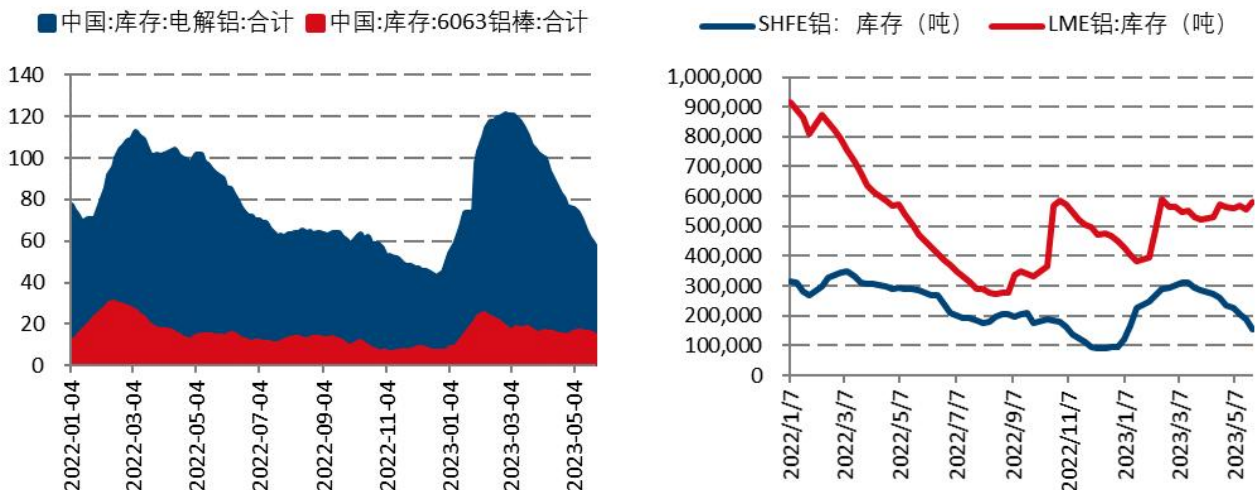
库存方面,电解铝社会库存在月内维持去库,截止5月25日,SMM统计国内电解铝锭社会库存65.7万吨,较上周四减少1.9万吨,较2022年5月历史同期库存下降27.3万吨,库存较4月(4月20日)下降27.48%,去库速度提升。由于行业铝水比不断提升至较高水平,铸锭量下降,铝锭入库量减少,铝锭去库状态对需求的参考价值稍有降低,需关注铝棒库存情况。铝棒库存节后小幅累库,库存于5月中下旬再度降低,去库表现不佳,反映出部分下游需求疲软。

受五一假期影响,下游龙头企业开工率5月初小幅下降,节后回升后再度下降。从细分板块来看,铝线缆及再生合金板块表现相对更佳,节后开工率回升并持稳,铝线缆方面,后续电网工程还将有推动,进而带动铝线缆订单增长。铝箔受海外需求低迷影响,开工率持续下滑。铝型材方面,工业型材需求好于建筑型材需求。就后市而言,下整体开工铝预计将有下滑,其中,铝线缆开工率可能会小幅增加或持稳。

交易所库存方面,截至2023年5月26日,沪铝库存为154,815.00吨,月内,沪铝库存持续走低,伦铝库存较4月有所增加。另外,据外媒报道,全球最大的金属交易商之一在伦敦金属交易所(LME)建立了大量铝库存,造成交易所库存受压,并使焦点转向非俄罗斯的供应上,存在一定逼仓风险。

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

终端需求方面, 房地产而言, 国家统计局发布数据, 1—4 月份, 房地产开发企业到位资金同比下降 6.4%; 商品房销售面积同比下降 0.4%, 全国房地产开发投资同比下降 6.2%; 全国房屋施工面积同比下降 5.6%, 较 1-3 月降幅扩大 0.4 个百分点。1-4 月, 全国房屋竣工面积为 2.4 亿平方米, 同比增长 18.8%, 较 1-3 月提升 4.1 个百分点。其中, 住宅竣工面积为 1.7 亿平方米, 同比增长 19.2%。房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 94.78。从数据来看, 只有竣工端数据表现相对较强, 整体房地产行业恢复缓慢, 对铝消费的增长拉动有限。

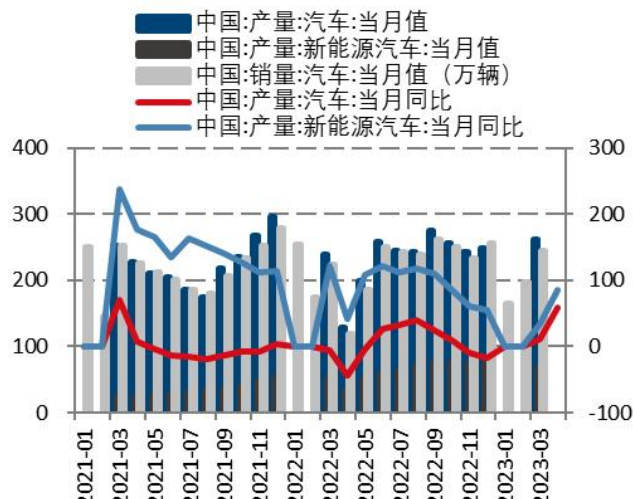
乘联会数据显示, 中国 4 月份零售乘用车销量较上月有所回升, 同比增长达 55.5%, 5 月狭义乘用车零售销量预计 173.0 万辆, 环比 6.6%, 同比增长 27.7%; 其中新能源零售销量预计 58.0 万辆, 环比增长 10.5%, 同比增长 60.9%, 渗透率 33.5%。

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

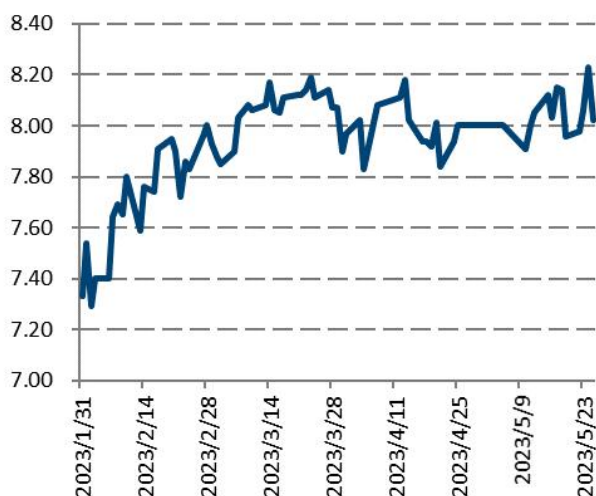


数据来源: Wind 国信期货

5. 铝价沪伦比仍居高位, 海外需求不佳

月内，铝价沪伦比基本位于 8 以上，进口窗口仍处于打开状态，铝价仍呈现出“内强外弱”的特点。

图：铝价沪伦比值走势

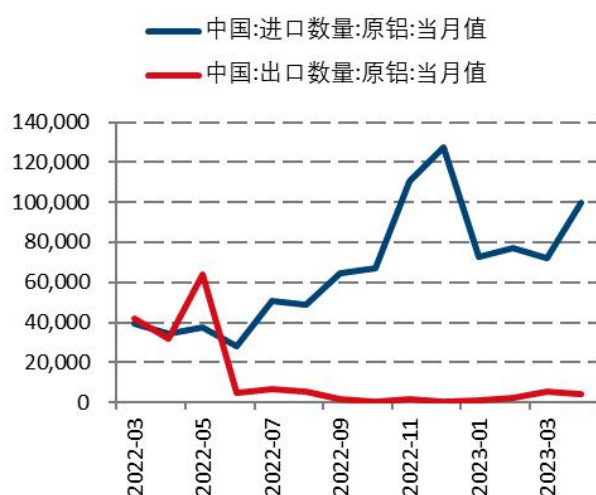
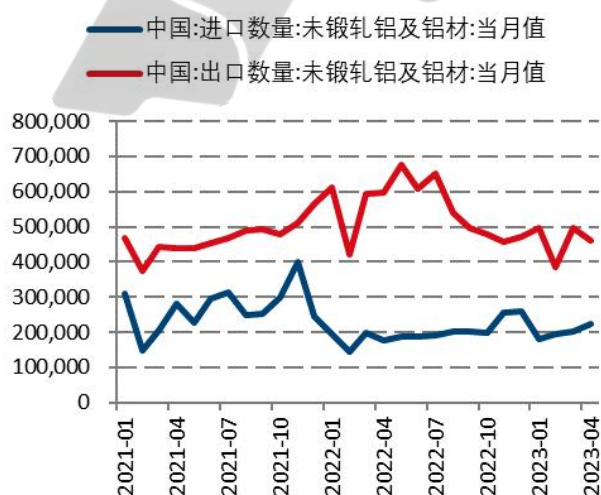


数据来源：Wind 国信期货

海关数据显示，2023 年 4 月国内原铝进口总量为 9.997 万吨，环比增加 38.7%，同比增长 186.6%，4 月份原铝出口总量 0.41 万吨，环比减少 22.2%，同比减少 87.2%。4 月国内原铝贸易表现为净进口 9.59 万吨，环比增长 43.5%，同比增长 3272%。2023 年 1-4 月原铝净进口总量达 30.9 万吨，同比增长 1069%，进口主要来自于俄罗斯。显示出海外需求疲软，国内铝需求的韧性。2023 年 4 月，中国进口未锻轧铝及铝材 22.28 万吨，同比增长 27.1%；1-4 月累计进口 79.76 万吨，同比增长 12.6%。

图：中国未锻轧铝及铝材进出口数量（单位：吨/月）

图：中国原铝进出口数量（单位：吨/月）



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，沪铝上方压力较大，预计在 17000 元/吨-18500 元/吨区间震荡偏弱运行。

宏观方面，美联储官员对 6 月加息的观点“鹰鸽”不一，目前市场推测 6 月加息的概率已上升至 53%，而无论停止加息还是继续加息，当前利率都将维持在较高水平，高利率下对衰退预期的交易将有所维持。当前宏观重要经济指标数据对美联储货币政策及市场情绪的影响，以及宏观情绪对大宗商品价格的影响仍然较大，不确定性因素较多，警惕市场风险偏好切换频繁的风险。国内经济将延续“弱复苏”的态势，而当前对经济恢复的预期有所弱化。总体来说，宏观震荡为主。

基本面上，成本端，氧化铝供应过剩局面难改，仍有下跌空间；随着夏季气温升高，电煤需求有所好转，煤价预计将逐渐企稳；预焙阳极成本稍有反弹，但整体支撑较弱，价格有可能继续小幅下探。我们预计，未来 6 月，电解铝冶炼成本或将持续下行，但在部分原材料价格下跌有限的情况之下，预计成本探底有限。供应端，6 月整体产能规划约为增加 80 万吨，其中绝大部分增量来自于云南的复产，而目前看来，复产开启的时间还不明朗，即便复产开启，产能释放速度也有可能不及预期，需要持续关注云南的天气及来水情况，整体来说，供应将呈小幅增长态势，利空铝价。需求端，6 月正式进入铝消费淡季，预计下游开工率将有所回落，需求减弱。库存方面，铝锭预计维持去库，但随着下游需求回落，行业铝水比预计将从高位回落，铸锭量提升，需关注铝锭及铝棒库存状态。

整体来说，宏观经济形势扰动市场的投资偏好和情绪，波动较大，警惕风险。基本面而言，供应端，当前开工率处于较高位，未来在产产能增量受云南天气影响较为不确定，但整体预计以增加为主。需求端，转入传统需求淡季，下游铝加工行业开工率将有下滑，总体呈现出供增需减的局面。另外，成本仍有一定下行空间，削弱底部支撑线。短期内利多因素不明显，基本面走弱。而铝价在 5 月两度触及年内低位，6 月预计将有所回弹修复，后续，铝价的走势或更多受云南产能运行情况的影响，在云南复产情况不明朗的情况下，铝价下探有底，上方承压，需要持续关注云南的天气及来水状况，预计沪铝将在 17000 元/吨-18500 元/吨区间震荡偏弱运行。操作上，建议可区间操作，逢高试空。

风险提示：宏观金融风险；云南来水好于预期。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，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他人士。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、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。