

● 主要结论

美国关税政策正处于博弈的窗口阶段，政策的最终推行范围、影响程度仍存在诸多不确定性，预期差不断变化下，市场避险情绪以及价格波动性将维持在高位，但关税政策将导致的贸易成本增加、需求下降等负面影响较为确定，从而中长期对整体有色金属价格形成压制。考虑到国内“以旧换新”、新能源汽车补贴等产业政策托底及供应增速放缓、低库存周期将共同为铜铝等品种提供安全边际。就铝而言，供应瓶颈、需求旺季托底，以及库存去化，共同构成了铝价在现阶段宏观冲击下的抗跌性，并在宏观情绪修复的加持下，推动铝价反弹，但考虑到目前电解铝行业的高盈利水平，以及未来需求边际下滑的风险，基本面给予铝价的向上驱动力有限。

整体而言，中期来看，沪铝将再度进入震荡整理阶段，价格区间看向19000-21000 元/吨，把握恐慌情绪释放后的结构性机会，重点关注政策预期差与产业基本面变化信号。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

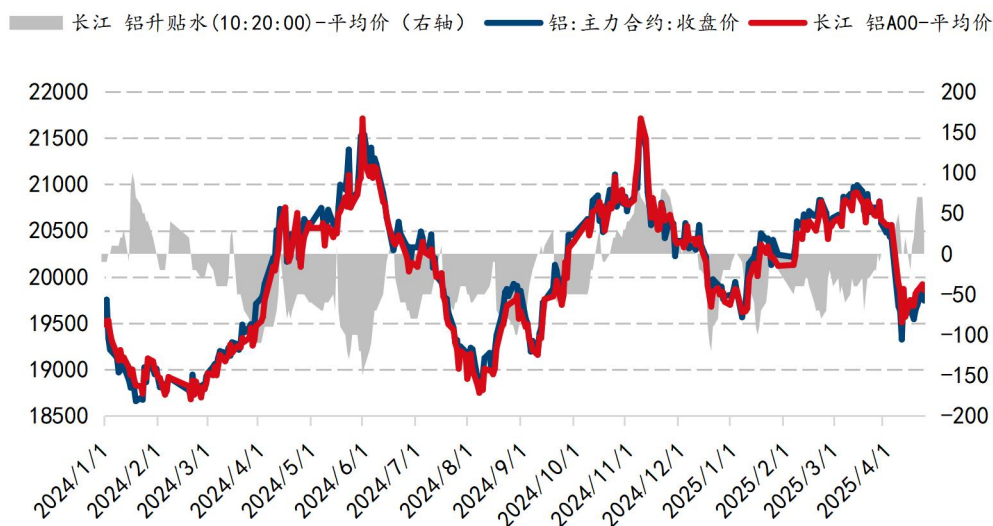
分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

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。

进入4月以来，特朗普对等关税政策的不断调整一直是大宗商品市场交易的逻辑主线。政策预期差之下，随着市场情绪由恐慌到修复的转变，有色市场也经历了大跌后反弹的过程。目前正处于各国就关税政策谈判的博弈阶段，于铝市而言，宏观情绪对于价格的剧烈冲击似乎暂告一段落，国内需求旺季、库存去化、政策托底的产业韧性与资源品长期稀缺性共同构筑起了铝价的抗跌性，在情绪修复的加持下，推动铝价重心回到19500-20000元/吨区间。

图：铝期、现货价格走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

一、关税政策多变 出口需求下降趋势较为确定

关税政策加码导致的全球需求下降和经济发展增速放缓担忧，是此轮商品价格出现暴跌的主要交易逻辑。特朗普此次系列关税政策影响范围广、幅度大，目前，正处于政策博弈的窗口期，各国采取了不同措施予以应对，其中，中美关税对峙持续升级，美国与欧盟的贸易谈判进展甚微，越南则向美国提出了免除关税的承诺。

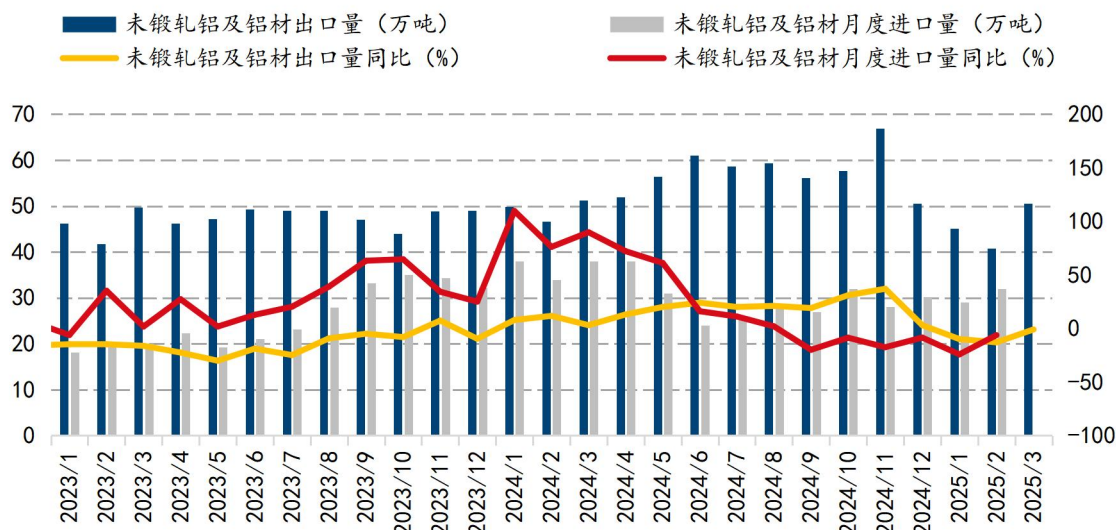
英国路透社报道称，当地时间4月17日，美国总统特朗普暗示，美中之间令市场震惊的针锋相对的关税上调可能结束，特朗普指出，当商品价格上涨到一定程度时，消费者的购买意愿将会下降。他强调，为了鼓励消费，他可能会选择降低税率，而不是继续提高关税。这一转变与前期不断调高对中国加征关税的强硬态度形成鲜明对比，再度为未来中美两国之间的关税政策增添了不确定性。

可以看到，未来各国会以何种政策反击，在博弈过程中特朗普的关税政策是否能够顺利推行，若再度出现国家间关税征收分化加剧的现象，将造成商品价格价差出现异动，进一步改变资源的贸易流向，形成地区间的不平衡。都将给予市场预期交易的机会，市场情绪反复将使得有色板块波动性持续维持在较高水平。

相较于其他国家，中国出口至美国的商品面临着更高的关税壁垒，且当前中美之间的关税政策对峙也逐渐进入“白热化”阶段，在诸多不确定性之中，我国未来出口需求的边际下滑较为确定。据中国海关统计，2024年，中国共出口铝及其制品991万吨，同比增长16.8%，创历史新高；出口总额395.6亿美元，同比增长13.3%。其中，对美国出口量78.8万吨，占比7.96%，出口金额42.32亿美元，占比10.7%，美

国仍然是中国铝及其制品出口的最大市场。并且，由于政策覆盖国家范围较为全面，除了直接对美出口需求受抑，诸如铝材等部分铝制品经由越南等第三国出口的转口贸易也将受到负面影响。叠加我国自2024年实施的取消铝材出口退税政策，未来出口需求仍将呈现弱势。海关总署最新数据显示，2025年3月，中国出口未锻轧铝及铝材50.6万吨；1-3月累计出口136.5万吨，同比下降7.6%，出口需求的下降将对外贸型企业产生较大影响，并使得国内铝材供应出现过剩，从而加大铝产业链下游企业的生产经营压力。短至中期来看，出口需求的减少不可避免，所造成的需求缺口或更多依靠内需来消化。

图：未锻轧铝及铝材出口量变化

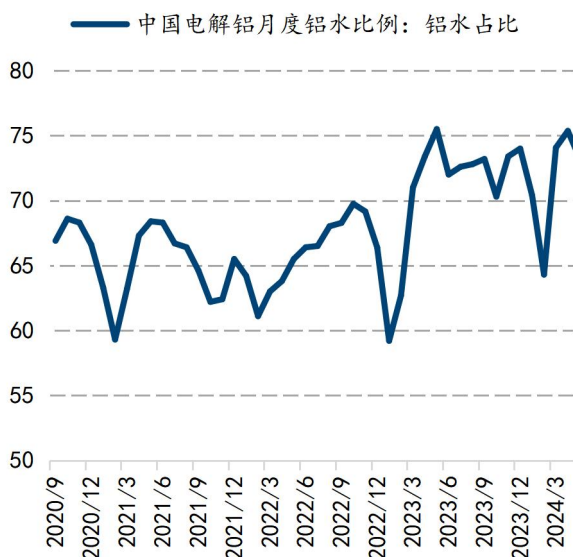


数据来源：海关总署、国信期货

二、沪铝抗跌性凸显

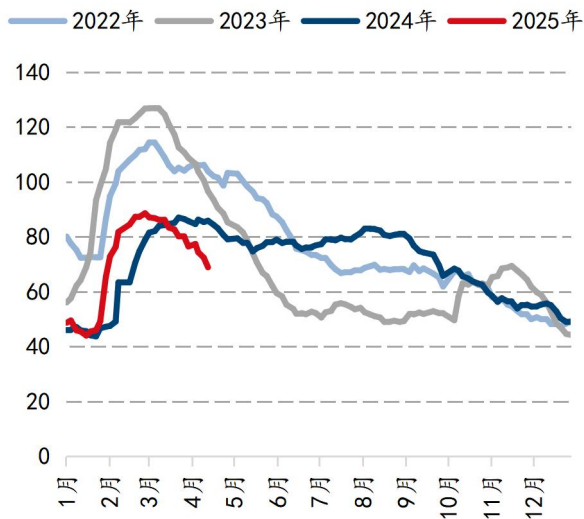
供应瓶颈、需求旺季托底，以及库存去化，共同构成了铝价在现阶段宏观冲击下的抗跌性。供应端4500万吨的产能供给约束长期对铝价形成支撑，且目前产能开工率已趋近峰值，供应增量有限。下游需求端则仍有旺季效应的延续，现货呈现出小幅升水的状态，终端电网建设及光伏抢装对用铝需求形成托底，“以旧换新”政策支持下，家电、汽车行业仍有一定的景气度，用铝需求得以维持。在旺季需求以及行业铝水比提升的共同作用下，铝锭库存仍处于季节性去库趋势中，据SMM数据，截至4月17日，铝锭库存为68.9万吨，较4月14日下降3.5万吨，处于近3年同期低位，铝棒库存为20.92万吨，较4月14日下降近1.72万吨，均持续去库，共同对铝价构成支撑。

图：行业铝水比变化（%）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）

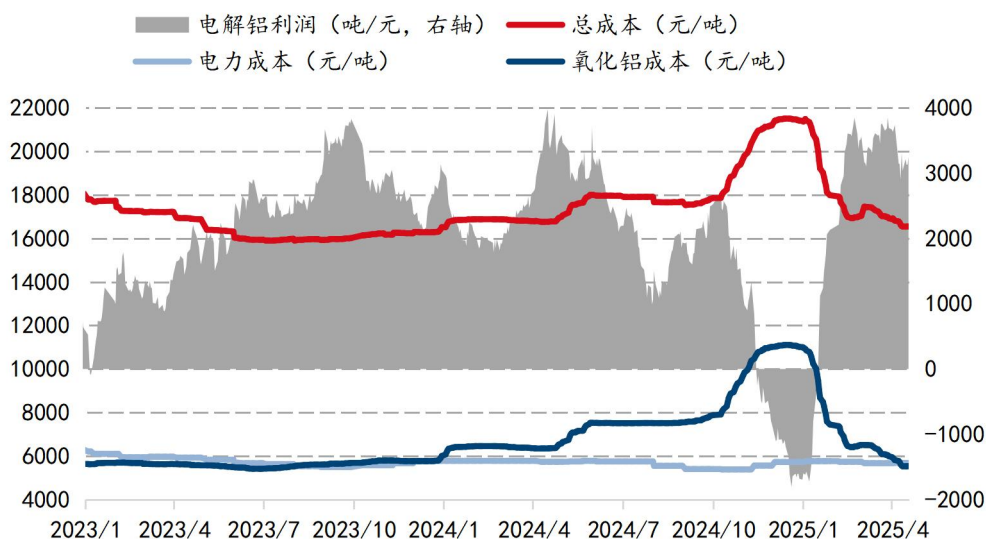


数据来源：SMM 国信期货

三、需求远忧渐起 警惕风险

但另一方面，考虑到目前电解铝冶炼成本随氧化铝价格的持续下行，已降至 16900 元/吨左右，行业平均利润 3100 元/吨左右，利润空间较大，因此从成本利润角度而言，铝价存在一定的下跌承受空间。

图：电解铝成本及利润变化

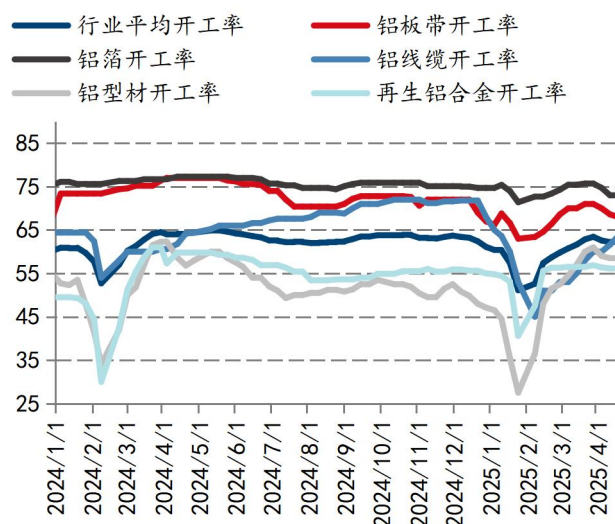


数据来源：SMM、国信期货

此外，目前部分下游已经出现开工率下跌的情况，未来将逐渐过渡至消费淡季。具体而言，光伏“抢

装潮”窗口期已经来到尾声，在需求提前透支的情况下，下半年光伏用铝需求将出现明显下滑。此外，新能源汽车及 3C 领域企业的订单也出现阶段性转弱迹象。叠加出口需求的弱势，未来需求侧存在边际下滑的风险，将使得铝价支撑有所减弱。

图：下游铝加工企业开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

四、后市展望

美国关税政策正处于博弈的窗口阶段，政策的最终推行范围、影响程度仍存在诸多不确定性，预期差不断变化下，市场避险情绪以及价格波动性将维持在高位，但关税政策将导致的贸易成本增加、需求下降等负面影响较为确定，从而中长期对整体有色金属价格形成压制。考虑到国内“以旧换新”、新能源汽车补贴等产业政策托底及供应增速放缓、低库存周期将共同为铜铝等品种提供安全边际。就铝而言，供应瓶颈、需求旺季托底，以及库存去化，共同构成了铝价在现阶段宏观冲击下的抗跌性，并在宏观情绪修复的加持下，推动铝价反弹，但考虑到目前电解铝行业的高盈利水平，以及未来需求边际下滑的风险，基本面给予铝价的向上驱动力有限。

整体而言，中期来看，沪铝将再度进入震荡整理阶段，价格区间看向 19000-21000 元/吨，把握恐慌情绪释放后的结构性机会，重点关注政策预期差与产业基本面变化信号。

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。