

沪铝月报 2022.5：悲观预期过后，底部支撑尚在

2022年4月27日

报告联系人

信达期货有色团队

0571-28132578

核心观点

国内疫情、西方经济制裁叠加国外通胀，市场交易偏弱的经济预期，资金偏向谨慎。国内突发疫情对电解铝市场的供需产生较大的冲击，使得消费持续低迷。同时海外通胀压力高企，倒逼其采取紧缩的货币政策，拖累经济复苏进程。加之西方经济制裁正在激烈博弈，市场产生经济衰退的悲观预期。

等悲观情绪散去，需求为主，成本为辅的基本面有望支撑沪铝小幅反弹。作为一个偏产业逻辑的品种，行情最终仍要回归产业层面。各地积极的复工复产使得季节性需求的回补提上日程，且系列政策密集出台也为上半年的需求提供了偏强的支撑。预焙阳极、氧化铝和电价等冶炼成本均处于历史高位，由于铝厂利润过高，目前成本支撑尚不明显。

我们认为目前市场上交易的逻辑主要在资金面，但供需基本面在修复。市场的悲观情绪主要来源于对未来经济的悲观预期，近期疫情与通胀严重拖累了全球经济复苏的步伐。供需修复的逻辑暂未体现在盘面上，待需求逐渐回补进来叠加成本的支撑效应，我们认为铝价还有小幅反弹的空间。

观点：预计五月份沪铝高位震荡，后期有望小幅反弹

操作策略：节前多单止损离场，观望为主

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

浙江省杭州市萧山区宁围街道

利一路188号天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

一、基本面分析：现实弱，预期尚可

1. 供给：国内复产仍未减速，供给偏松

从成本端来看，2022年3月份铝土矿进口量处于历史同期最高位，并在持续的拉涨中，而氧化铝的进口量则相对较小，而且三月份环比下降6%，可能受俄乌冲突影响比较大。从电解铝产量来看，2022年2月份电解铝产量累计同比增长处于较低位，电解铝产量较往年同期变化不明显。其实从今年投产计划也可以看出，目前云南等地仍处于快速的复产当中，据百川数据，总复产规模367.2万吨，已复产217万吨，待复产151万吨，预期年内还可复产139.7万吨。国内的供应矛盾短期并不明显。

图1. 氧化铝产量累计值及同比

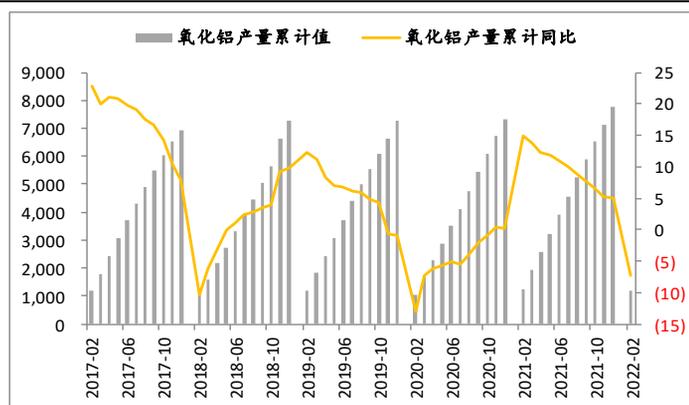
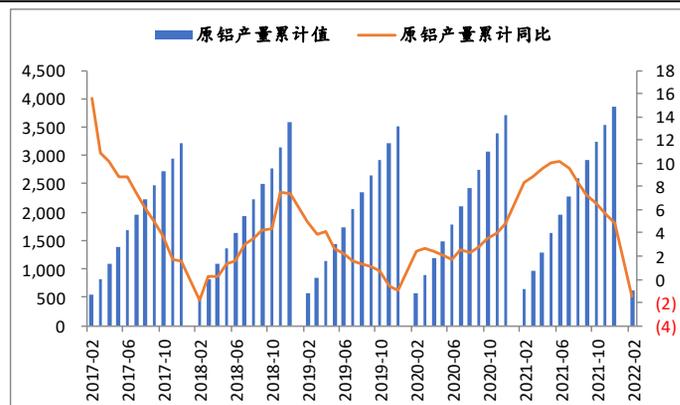


图2. 电解铝产量累计值及同比



数据来源：wind，信达期货研究所

图3. 铝土矿进口数量季节图

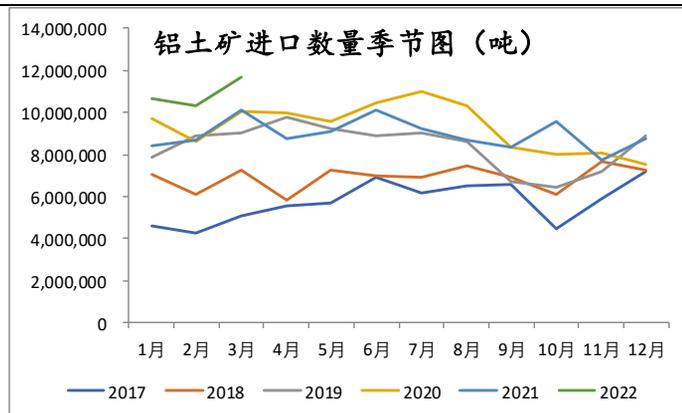
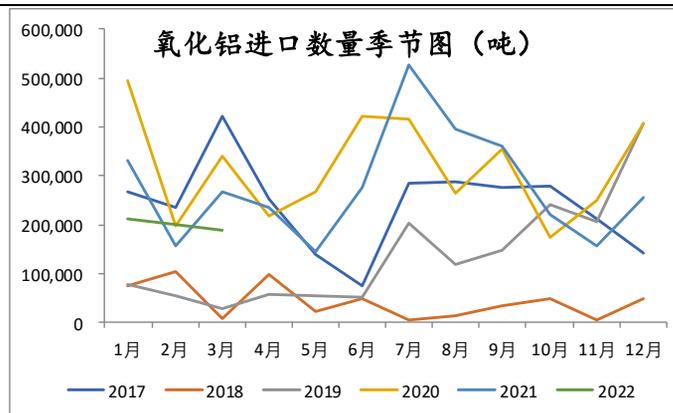
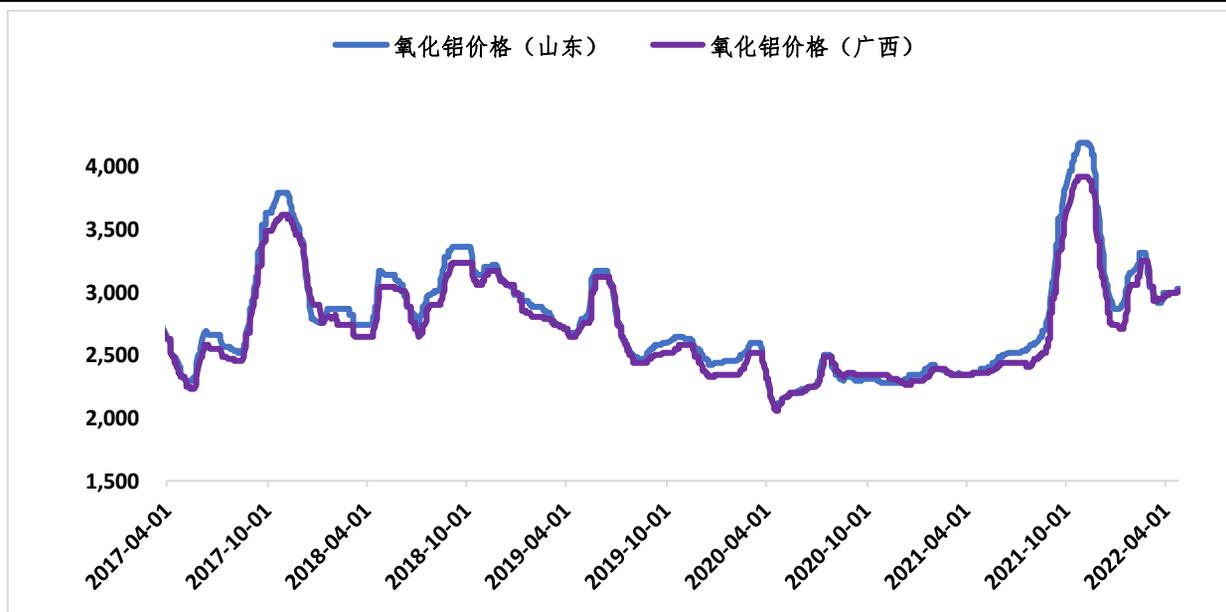


图4. 氧化铝进口数量季节图



数据来源：wind，信达期货研究所

图 5. 国内氧化铝价格（元/吨）



数据来源：wind，信达期货研究所

从成本端来看，国内氧化铝的价格再次站上 3000 元/吨，明显拉涨。预焙阳极价格更是从 5427.5 元/吨拉涨至 8042.5 元/吨，贡献了 1300 多元的成本支撑。最重要部分在于电价，去年一度强调的电价管控尚未落地，但今年初的时候不少省份已经开始提出实行电价管控政策，一旦发力则对成本起到重要支撑。短期看，由于现下铝厂利润偏高，成本效应尚不凸显。

国外的供应矛盾相对突出一些。一方面是欧洲直接的供应减少，主要体现在俄铝受到制裁，我们计算发现，俄罗斯本土的铝土矿足以支撑本土氧化铝的生产，不需要俄铝在海外的产量支持，因此铝土矿的制裁影响甚微。但俄罗斯有大约 20%的氧化铝依赖澳大利亚，通过计算发现，俄乌开战之后，俄铝位于乌克兰的近 170 万吨产量停产了，加上澳大利亚 74 万吨氧化铝受到制裁，预计俄罗斯本土氧化铝的缺口在 120-394 万吨区间，折算电解铝缺口在 62.5-205 万吨。另一方面，随着海外制裁俄罗斯的天然气，欧洲铝企将面临高额的生产成本，出现扩大减产的可能。加之，如果欧洲决定直接禁止从俄罗斯进口电解铝，电解铝将进一步短缺。若不考虑欧洲铝厂因本轮能源危机可能产生的减产份额，我们预计因经济制裁所导致的海外电解铝供应缺口在 269.5-328 万吨区间。



图 6. 经济制裁下的海外电解铝缺口测算

经济制裁下海外电解铝缺口量化		
铝土矿端	全球储量(吨)	28000000000
	俄罗斯储量(吨)	200000000
	俄罗斯储量占比	0.71%
	俄罗斯储量占全球0.71%的比重, 储量很少	
	全球矿产量(万吨)	6800
	俄罗斯本土铝土矿产量(万吨)	567
	俄罗斯矿产量占比	8.3%
俄罗斯铝业铝土矿产量(1500万吨)分布		俄罗斯本土: 567万吨 (37.8%) 几内亚: 747万吨 (49.8%) 牙买加: 186万吨 (12.4%)
俄罗斯铝业铝土矿产量一共1500万吨, 约有60%在境外(几内亚、牙买加), 本土567万吨的铝土矿可以满足电解铝的生产, 海外的制裁无影响。		
电解铝端	全球电解铝产量(万吨)	6734.3万吨
	欧洲金属产量(万吨)	746.8万吨
	俄罗斯本土电解铝产量(万吨)	364
	俄罗斯电解铝占全球产量比重	5.41%
	俄罗斯电解铝占欧洲产量比重	48.74%
俄罗斯电解铝出口贸易量占比		本土消费: 27% 出口欧洲: 41% 出口亚洲: 24% 出口美洲: 8%
1. 俄罗斯电解铝年产量364万吨, 占全球比重5.41%, 占欧洲比重48%, 对欧洲出口占比达到41%, 是欧洲电解铝主要供应国。		
氧化铝端	全球氧化铝产量(万吨)	13812.2万吨
	俄罗斯氧化铝产量(万吨)	830万吨
	俄罗斯氧化铝占全球产量比重	0.022443926
	俄罗斯铝业氧化铝产量分布	
1. 俄铝氧化铝厂约有63%的产量分布境外, 分布在爱尔兰、牙买加、乌克兰、几内亚和澳大利亚。俄罗斯境内电解铝产量为364万吨, 折算需氧化铝699万吨, 而俄罗斯本土氧化铝约305万吨, 需从境外的俄铝厂运输394万吨氧化铝到国内。 2. 目前, 乌克兰177万吨已停, 澳大利亚74万吨已禁止, 一共减少251万吨。牙买加、爱尔兰、几内亚的俄铝尚未受到制裁, 这几国氧化铝产量一共274万吨, 因此俄罗斯境内氧化铝缺口为394-274=120万吨。		
电解铝缺口	1. 若其他国家的俄铝未被制裁, 则氧化铝最大缺口为120万吨, 折算电解铝产量62.5万吨 2. 若其他国家的俄铝受到制裁, 则氧化铝最大缺口394万吨, 折算电解铝产量205万吨 从氧化铝端制裁看, 电解铝缺口范围在62.5-205万吨 俄铝电解铝产量一共376万吨, 海外产能12万吨, 若海外电解铝受到制裁, 则电解铝缺口范围74.5-217万吨	
	1. 假设以上氧化铝制裁成立, 欧洲尚未禁止进口俄铝, 俄罗斯出口到欧洲的占比为41%, 则出口到欧洲的电解铝缺口30.5-89万吨。 2. 若欧洲禁止进口俄铝, 则电解铝缺口在149万吨 叠加前期能源危机欧洲铝厂减产90万吨左右, 欧洲电解铝缺口至少在269.5-328万吨区间内(尚未计算欧洲铝厂因本轮能源危机可能产生的减产份额)	

数据来源: 阿拉丁, wind, 信达期货研究所测算

就国内来说, 供应短期偏宽松, 成本支撑尚未凸显, 产业矛盾不突出; 就国外而言, 成本与供应同时发力, 受经济制裁影响, 海外铝企供应直接短缺。受天然气短缺影响, 生产成本高涨, 进一步推动电解铝短缺, 但需注意, 目前英国已经同意在六月份之前采用卢布结算天然气, 后续若对于天然气依赖度更高且电解铝产量更高的德国和法国向天然气能源低头将对 LME 铝产生较强的压制作用。

2. 需求: 需求回补的预期偏强

三月份下旬以来, 对于国内的有色金属来说本应是进入季节性旺季, 可由于突如其来的疫情四溢使得多数地区停工停产, 物流受到严重的影响。上海对于电解铝市场而言属于重要的物流枢纽, 近一个月的疫情管控使得全国铝市场的物流网络近乎中断, 严重影响供需。当下随着疫情的逐渐管控, 上海、吉林等地

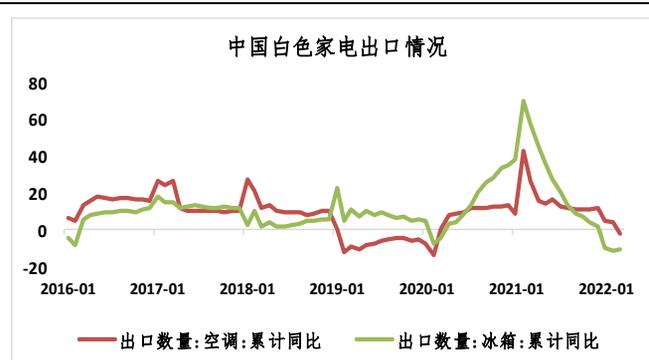
积极推出复工复产。上海地区重点企业已有 70% 实现复产，吉林复工率更是高达 96.3%，全国货运物流恢复平稳。

另一方面，之前酝酿了很久的政策也开始密集的出台，货币政策方面主要集中于依靠降准实现流动性宽松，从去年年底开始已经陆续提出了多次降准降息政策；房产方面则有较多的城市开始提出降低首付比率来拉动房产消费；新能源板块更是出台了《“十四五”新型储能发展实施方案》等专门的方案予以支持；近期，发改委提出再次完善家电下乡活动。近日，国家更是强调要在上半年将大头的政策落地，凡此种种均可以看出当下政策的托底决心。

图 7. 未锻造的铝及铝材出口数量累计值及累计同比



图 8. 中国白色家电出口情况



数据来源：wind，信达期货研究所

从 1-3 月份的终端需求表现来看，仍然是处于淡季之中，白色家电的出口、空调电冰箱等产量同比以及房地产竣工面积同比均处于下行区间，仅有新能源需求仍处于高位并有回暖的迹象。一方面是由于国内本就处于季节性淡季中，另一方面由于三月下旬的疫情拖累了需求，使得季节性需求延后了。

图 9. 铝下游需求当月同比变动情况

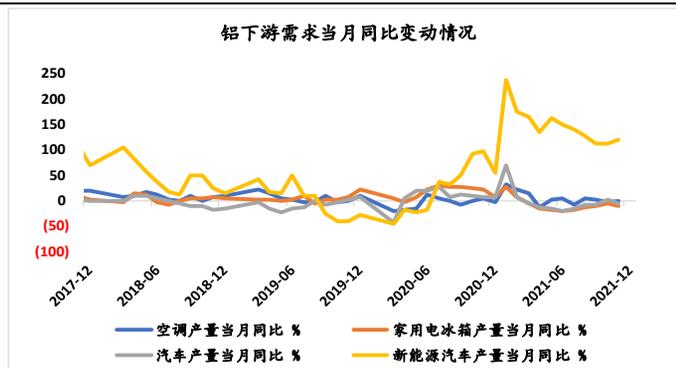
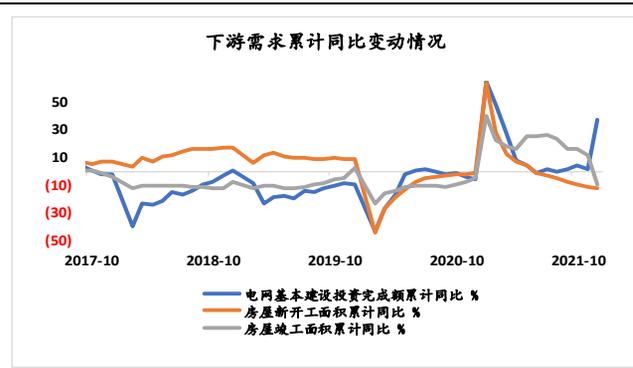


图 10. 铝下游需求当月同比变动情况



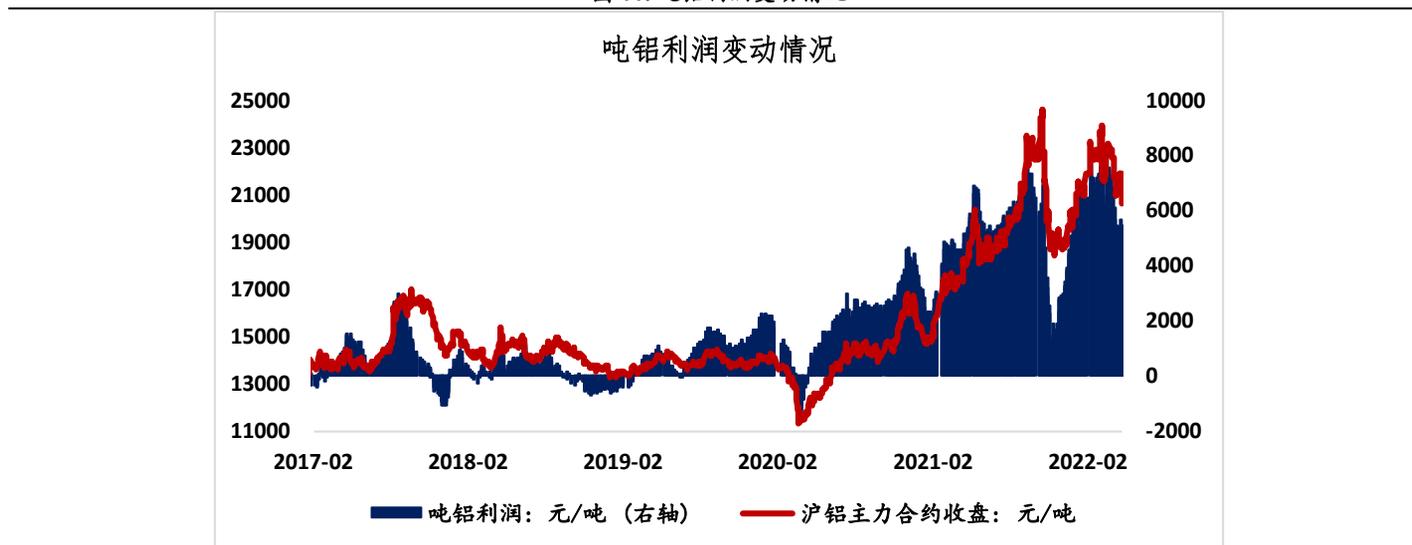
数据来源：wind，信达期货研究所

三月份之后，国内逐渐迈出季节性淡季，需求朝着较好的方向发展。而且年初国内陆续有城市开始布局地产类的宽松政策，近期更是印发了《“十四五”新型储能发展实施方案》，随后又原则上同意《北部

湾城市群建设“十四五”实施方案》，政策的密集出台更是给了市场对于需求的美好预期，今年需求总体仍有托底。

3. 利润：铝厂利润可观

图 11. 吨铝利润变动情况



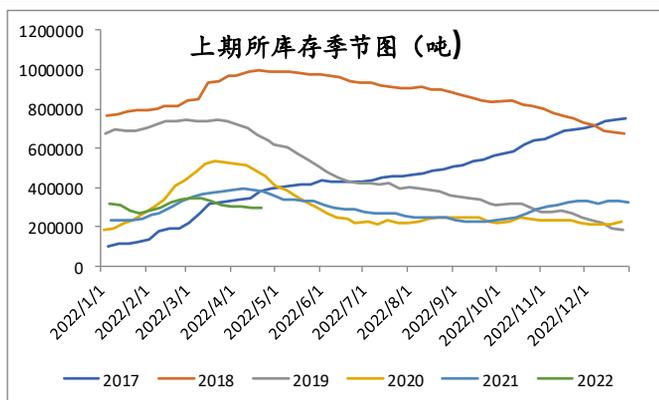
国内来看，高额的利润水平下，铝厂复产积极性较高，供应仍偏宽松，依赖需求发力。现下疫情对需求的拖累尚未淡化，季节性需求仍未兑现。高额的利润支撑下，成本上行的支撑并不凸显，国内基本面矛盾尚不突出。但对于未来需求的回补预期偏强。而国外方面供应与成本的支撑预期也有所减弱，主要受英国已经同意采用卢布结算天然气影响，市场预期未来德国、法国可能相继妥协，而由于海外的高通胀倒逼其采用紧缩的货币政策，需求的预期并不好。总体来看，国内属于弱预期、强现实，海外属于强现实，弱预期。

二、市场结构分析：社会库存再度去库，内外价差仍然高企

1. 库存：社会库存逆季节性累库后，再度进入去库周期

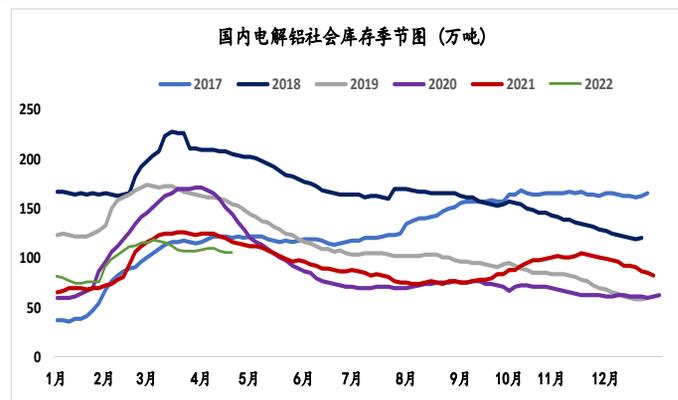
电解铝的社会库存与上期所库存很好的体现了当下的供需强弱关系。从上期所仓单库存来看，4月份转为季节性去库，库存较上月下降 4.19%。社会库存处于低位盘整状态，4月库存较上月下降 1.87%。总体来看，电解铝的库存自前期逆季节性累库后再次进入去库区间，从库存的角度看，目前国内的供需基本面还是相对乐观的。

图 12. 上期所库存季节图



数据来源：wind，信达期货研究所

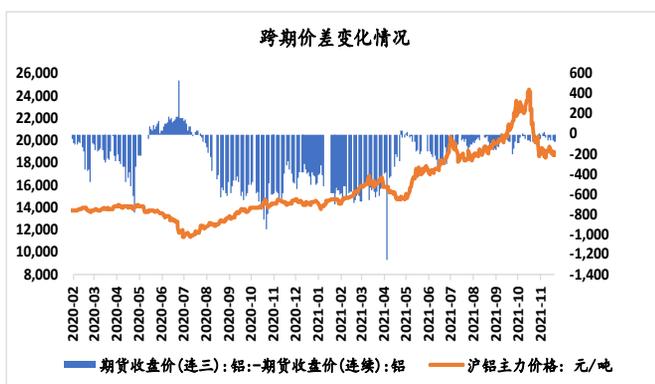
图 13. 国内电解铝社会库存



2. 跨期价差较小，进口亏损处于历史绝对高位

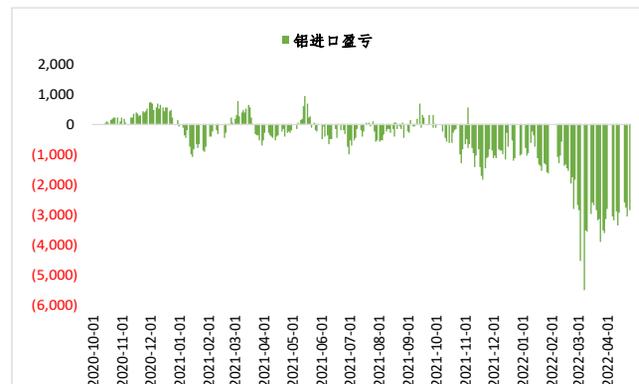
跨期价差处于较低水平，近远月价差逐渐回调，期货价格持续回调。从进口盈亏的数据来看，自 2021 年 10 月以来，电解铝进口亏损持续并且不断扩大，近期曾达到 5539.85 元/吨。进口亏损的持续扩大表明，当下电解铝内外盘的价差较大，企业进口成本逐渐抬升，高成本逐渐抑制进口需求。因此，目前一些贸易商开始等待出口套利机会。

图 14. 跨期价差变动情况



数据来源：wind，信达期货研究所

图 15. 进口盈亏变动情况



四月份上期所库存与社会库存去库幅度缩小，主要受前期疫情影响，库存持续一段时间呈累库状态；进口盈利窗口持续关闭，且进口亏损维持高位运行，进口需求减弱。我们认为需等到进口盈利窗口打开后，关注顺物流的内外盘套利机会。

三、技术分析

底部支撑不断下探，短期空头趋势显现，沪铝偏弱运行。

图 16. 沪铝 2206 日 K 线



数据来源: wind, 信达期货研究所

四、后市展望

国内疫情、西方经济制裁叠加国外通胀，市场交易偏弱的经济预期，资金偏向谨慎。国内突发疫情对电解铝市场的供需产生较大的冲击，使得消费持续低迷。同时海通胀压力高企，倒逼其采取紧缩的货币政策，拖累经济复苏进程。加之经济制裁仍在激烈的博弈当中，市场产生经济衰退的悲观预期。

等悲观情绪散去，需求为主，成本为辅的基本面有望支撑沪铝小幅反弹。作为一个偏产业逻辑的品种，行情最终仍要回归产业层面。各地积极的复工复产使得季节性需求的回补提上日程，且系列政策密集出台也为上半年的需求提供了偏强的支撑。预焙阳极、氧化铝和电价等冶炼成本均处于历史高位，由于铝厂利润过高，目前成本支撑尚不明显。

我们认为目前市场上交易的逻辑主要在资金面，但供需基本面在修复。市场的悲观情绪主要来源于对未来经济的悲观预期，近期疫情与通胀严重拖累了全球经济复苏的步伐。供需修复的逻辑暂未体现在盘面上，待需求逐渐回补进来叠加成本的支撑效应，我们认为铝价还有小幅反弹的空间。

关注点：经济制裁、国内疫情、全球经济复苏情况

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料,信达期货有限公司力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险,入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司,系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》,浙江省工商行政管理局核准登记注册(统一社会信用代码:913300001000226378),由信达证券股份有限公司全资控股,注册资本5亿元人民币,是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位,为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位,为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部