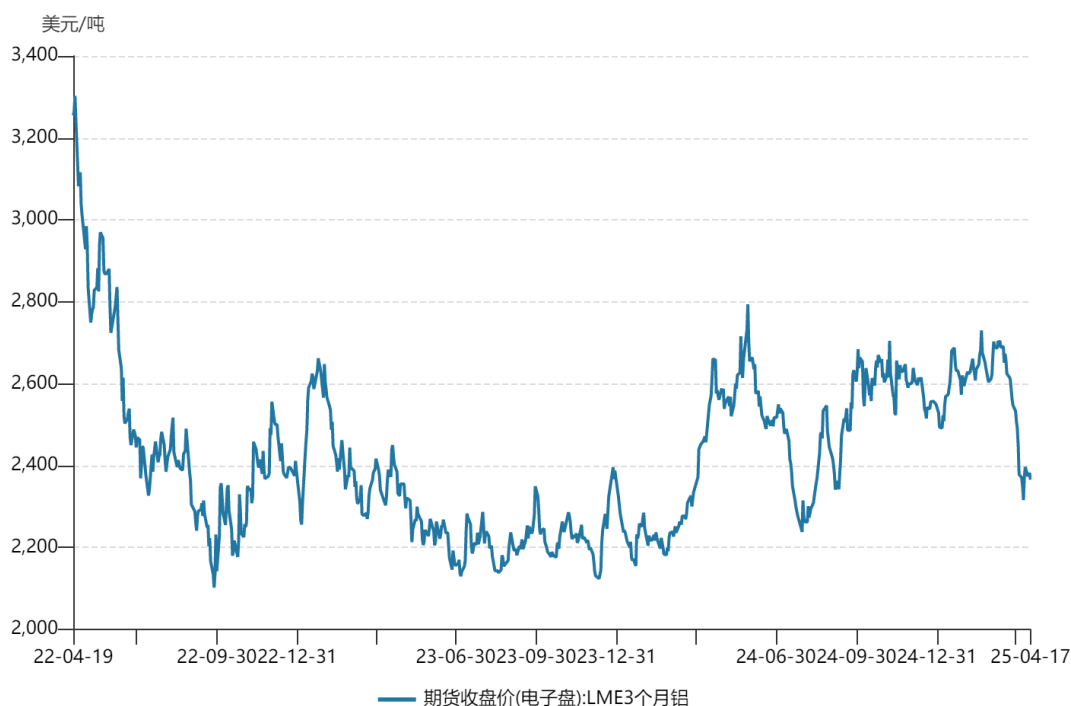


铝市场：交易主线从“胀”到“滞”

五矿有色 蔡子龙



数据来源：Wind

3月海外铝价走高后连续阴跌，国内铝价震荡后在月末收于低点。LME铝现货月初结算价2624美元/吨，月末收于最低点2518.5美元/吨，月末较月初下跌4.2%，报告期内最高价为2737美元/吨，全月均价2657美元/吨，月均价环比基本持平，同比上涨19.6%；国内华东铝锭现货月初价格为20630元/吨，月末收于20560元/吨，较月初下跌0.3%，报告期内最高价为20910元/吨，最低价为20550元/吨，全月均价20733元/吨，月均价环比上涨1.1%，同比上涨8.0%。

一、基本面改善符合旺季预期，交易主线明显切换

宏观情绪上，交易主线从“胀”切换到“滞”，叠加欧美经济数据羸弱引发衰退担忧。国内方面，政府工作报告发布，主要预期目标国内生产总值增长5%，反映出对总量的要求以及对经济工作的坚定信心；人民银行将择机降准降息，

实行适度宽松的货币政策，货币政策基调 14 年来首次出现转变。海外方面，欧美各类信心指数不及前值及预期，其中美国消费者信心数据已逾两年低点；联储 4 月开始降低缩表规模，暗含对经济下行担忧；关税预期方面，报告期中上旬市场以通胀为交易主线，推升外盘铝价，中下旬开始以衰退为主线，市场避险情绪提升明显，叠加经济数据表现不佳共同对铝价形成向下压力。

供应端，复产产能有所体现。据 SMM，报告期国内电解铝行业开工率环比增加，截至 3 月末，国内电解铝建成产能约 4581 万吨/年，运行产能约 4388 万吨/年。根据五矿铝业数据库，3 月产量 375 万吨，平均日产量环比上涨 0.6%，同比增长 4.2%。进口供应方面，受 3 月下旬海外价格连续回落影响，内外比价走阔，有利于原铝进口，3 月中国进口未锻轧铝及铝材 34 万吨，环比增长 6.3%，同比下降 10.6%。

消费端，“金三银四”旺季下数据改善明显。3 月日均表观消费 13 万吨，环比上涨 11.7%，同比上涨 7.0%。据 SMM 数据，**铝板带**行业开工率为 69.6%，同比上升 0.01 个百分点，环比上升 7.7 个百分点，在消费旺季下呈现复苏态势。**铝箔**行业开工率为 76.6%，环比上升 11.6 个百分点，同比上升 8.5 个百分点，以旧换新政策对家电及新能源汽车领域推动明显，带动钎焊箔、电池箔等产品需求。**铝型材**行业开工率为 51.5%，环比上升 9.0 个百分点，其中，建筑型材在传统民用住宅开工、竣工负增长和政府基建订单新增的对冲下持稳，开工率维持在 32.3%；工业型材企业开工率 57.5%，环比上升 4.8 个百分点。**铝线缆**行业开工率 52.9%，环比增长 5.6 个百分点，同比增长 0.5 个百分点，一季度电网订单络

绎不绝，行业开工率进入上升通道。

库存端，3月拐点出现，去库趋势亮眼。据 SMM 数据，今年国内铝锭去库拐点确认为 3 月 3 日，年内高点暂时出现于 88.6 万吨，3 月 31 日报 80.0 万吨，新疆方面发运不足，为现货升贴水提供了较为有力的支撑。

行业成本利润方面，氧化铝跌幅收窄，预焙阳极价格大幅提升，电解铝成本止跌，利润增幅放缓。具体来看，电价、氟化铝价格相比前月基本持平；预焙阳极部分成本较前月上涨 426 元；氧化铝部分成本较前月下降 378 元。根据五矿铝业数据库，3 月国内电解铝加权平均完全成本 17117 元/吨，较前月上升 64 元/吨，加权平均现金成本 15824 元/吨；得益于铝均价的上涨，行业理论加权平均盈利 3616 元/吨，利润较前月上涨 152 元/吨，理论盈利产能占比 100%。

二、展望后市，关税系统性风险持续存在，基本面边际推升作用将减弱

展望 2025 年 4 月下旬后的市场：

宏观上，在关税政策遭到较为广泛的抵制与批评后，其风险正被部分商品豁免、与部分国家开启谈判等因素缓释，商品市场在冲击后开始止跌回升，但市场后又转向美债抛售，再度引发流动性风险担忧，中长期来看关税政策引发衰退的担忧持续存在，大概率对金属价格形成压制；国内方面，尽管近期经济数据表现稳中有进，但中美贸易摩擦不断升级，利空明显，市场资金多数持避险情绪。

基本面上，当前行业利润与供应端运行产能均在高位，叠加进口货源补充，供应端较为宽松，对现货支撑有限；需求端，全球贸易争端或对外需形成严重冲击，同时“金三银

四”传统旺季即将进入尾声，内需托底力度将有所减弱，预计对行业开工形成拖累；成本方面，氧化铝现货价格跌速放缓，叠加预焙阳极价格上升将对铝价形成有力支撑。

综上所述，关税对商品市场的系统性干扰或将长期存在，后续需关注市场整体情绪变化，基本面受旺季即将结束影响或转为价格表现拖累项，但当前供需整体仍旧平稳，库存维持去化趋势，基本面影响更多由边际变化所致。