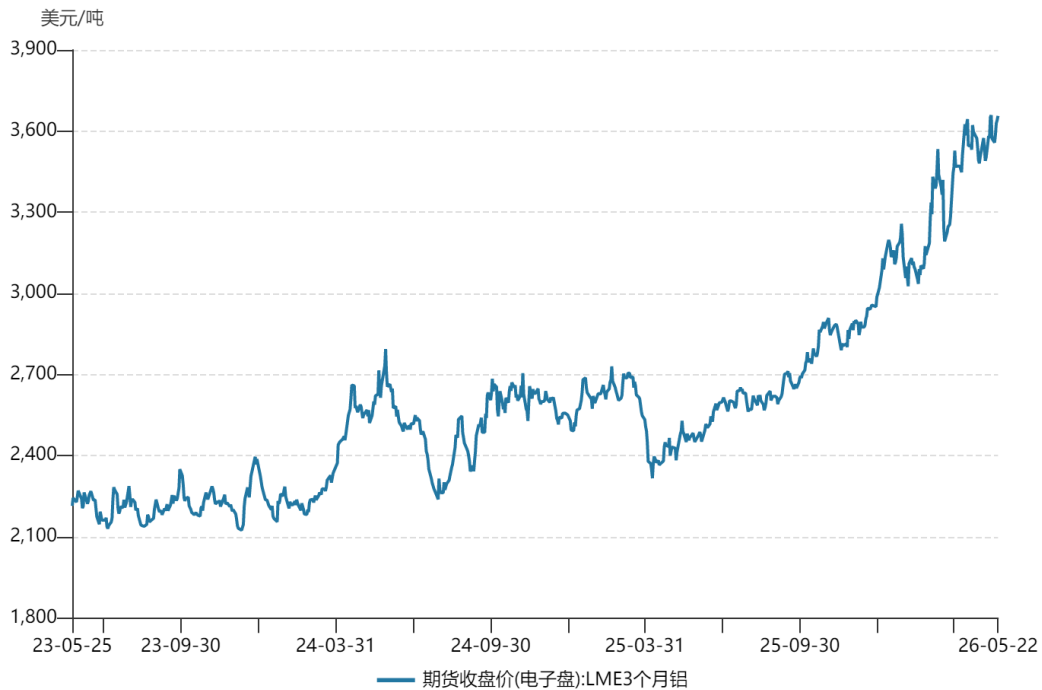


铝：海外供给收紧，国内库存维持高位

五矿有色 蔡子龙



数据来源：Wind

4 月内外盘铝价震荡走高后有所回落，月末收盘价均低于月初。LME 铝 Cash 合约月初结算价为 3583.5 美元/吨，月末收于 3525.5 美元/吨，月末较月初下跌 1.6%，报告期内最低价为 3494.5 美元/吨，最高价为 3685 美元/吨，全月均价为 3600.6 美元/吨，月均价环比上涨 6.8%，同比上涨 51.2%；国内华东铝锭现货月初价格为 24600 元/吨，月末收于 24390 元/吨，较月初下跌 0.9%，报告期内最高价为 25160 元/吨，最低价为 24390 元/吨，全月均价为 24666 元/吨，月均价环比上涨 1.1%，同比上涨 23.6%。

一、海外供给收紧，国内库存维持高位

宏观情绪方面，4 月市场继续围绕中东冲突引发的供应冲击与全球通胀压力展开激烈博弈。海外方面，因地缘冲突持续，阿联酋环球铝业、巴林铝业相继宣布停产，卡塔尔铝

业因天然气断供减产，铝价上行预期不断走高；同时，地缘冲突推高国际油价，WTI 原油价格 4 月一度突破 112 美元/桶，月末收于 105 美元/桶附近，能源成本中枢上移引发美国通胀担忧。4 月美国 CPI 同比上涨 3.8%，PCE 同比上涨 3.5%。通胀数据超预期导致市场对美联储降息预期大幅回撤，3 月降息概率归零，6 月降息定价也出现明显调整。国内方面，4 月国内宏观数据呈现“总量回暖、结构分化”特征。CPI 同比上涨 1.2%，PPI 同比降幅显著收窄并趋近转正，表面看物价水平回升，实则主要由服务项修复及输入性成本推动主导，有色金属相关下游产业消费并未出现显著复苏。

供应端，高铝价下运行产能仍维持高位，铝水比例增幅低于预期。据上海有色网数据，4 月底中国电解铝运行产能 4528 万吨，同比增长 3.1%，环比增长 0.4%，建成产能 4621 万吨，当月电解铝开工率 98.0%。同时，4 月铝水比例小幅上行，当月铝水占比较上月提升 1.7 个百分点至 75.3%，整体表现小幅低于月初预期，核心拖累来自铝型材订单走弱超预期。

消费端，韧性延续但边际动能放缓。据 SMM 数据显示，4 月预测日均表观原铝消费为 13.0 万吨，环比下降 1.0%，同比上升 2.4%。**铝板带**行业开工率为 74.1%，环比上升 1.3 个百分点，同比上升 6.9 个百分点，系罐料包装、储能需求强劲延续及出口回暖拉动。**铝箔**行业开工率为 77.1%，环比上升 3.5 个百分点，同比上升 6.6 个百分点，由包装箔、电池箔、空调箔等需求拉动。**铝型材**行业中，建筑型材开工率为 41.1%，环比下跌 1.9 个百分点，4 月建筑工程订单持续偏弱，地产新开工、竣工面积同比下滑，工程端复苏不及预

期；工业型材企业开工率为 56.5%，环比上升 0.5 个百分点，汽车、电力等工业型材订单持稳，对整体开工提供刚性支撑。**铝线缆**行业开工率为 56.5%，环比回落 2.1 个百分点，当前成品库存已处于充足水平，而匹配订单尚未批量落地，因此企业主动调控生产节奏，行业开工率小幅回落。

库存端，累库压力较大。据 SMM 数据显示，4 月底国内铝锭库存继续累库至 143.2 万吨，较 3 月底再增加 5.9 万吨。4 月下半月国内铝价高位回落，带动节前铝锭出库走强、4 月最后一周大幅去库，但整体来看今年整个传统消费旺季均未出现去库拐点，国内基本面压力可见一斑。

行业成本利润方面，电解铝冶炼利润继续小幅上涨。具体来看，根据上海有色网数据，氧化铝现货价格再度走弱，氧化铝部分成本有所下降；预焙阳极价格上涨，导致该部分成本在吨铝生产中上涨约 300 元。4 月国内电解铝加权平均完全成本为 16510.2 元/吨，较前月上涨 173 元/吨；成本小幅上涨同时，铝均价较前月仍旧维持上涨态势，只是边际涨幅有所放缓，行业理论加权平均盈利增长至 8155 元/吨，利润空间再度小幅提高。

二、展望后市，地缘风险溢价高悬，需警惕局势缓和与国内基本面较差叠加导致的下行压力

展望后续市场，**宏观情绪方面**，海外铝价已充分验证当前的核心矛盾在于地缘政治溢价的可持续性。回溯年初以来的行情，美伊紧张局势持续升级所催生的避险与供应中断预期，叠加全球流动性环境尚处宽松尾部，吸引了大量投机资金涌入铝市场。这种定价结构的脆弱性在于，它高度依赖于地缘风险不发生实质性缓和。当前市场已进入高度敏感状态，

多头头寸拥挤、对利多信息趋于钝化，而对任何局势缓和的信号则极度敏感。一旦美伊谈判出现突破性进展、停火信号浮现，或战争风险溢价的叙事根基松动，铝价将面临一场由投机性多头集中平仓驱动的“挤泡沫”过程，其表现形式将是快速且剧烈的下挫，而非缓慢回调。

基本面上，供应端，中东地缘冲突持续发酵，霍尔木兹海峡封锁导致该地区超 200 万吨电解铝产能受影响，全球铝市供需缺口已实质性形成，LME 库存降至 34 万吨附近的历史低位，海外现货升水维持高位。需求端，结构性分化特征明显。传统消费旺季进入尾声，下游加工行业开工率边际趋弱，高铝价对下游采购形成持续压制，企业备货意愿偏低，多以刚需采购为主，导致国内铝锭社会库存去库进程缓慢。当前国内铝锭社会库存仍处 140 万吨以上的历史同期高位，虽累库幅度较前期收窄，但去库拐点尚未明确出现。值得注意的是国内铝材出口成为重要亮点，4 月未锻轧铝及铝材出口量达 59.8 万吨，同比增长 15.4%，创 17 个月新高，主要流向东南亚、拉美等新兴市场。

综上所述，当前地缘政治风险溢价已处于高位，国内传统消费旺季也已过去，铝价未来将面临更大的下行风险。当前未锻轧铝及铝材出口成为消费中较为亮眼的环节，只有在出口持续放量带动国内社会库存走出明确拐点，且海外地缘政治风险未出现明显回落的条件下，国内铝价方能打开上行空间。