

● 主要结论

中东冲突爆发后，目前已经进入第四周，随着战事延续与局势恶化，市场对战争的计价逻辑已经发生深刻转变——从初期的情绪性冲击与风险溢价，逐步转向战争持久化所引发的通胀压力加剧与降息预期收敛甚至逆转。在这一计价逻辑切换的背景下，尽管铝的供应链受到直接冲击，但市场对战争长期化导致的全球需求放缓担忧，以及高利率环境的压制，使得金融属性重新夺回定价权，供给冲击暂时让位于宏观压制。

我们认为，铝价在此轮冲击中跟随宏观情绪走弱，但其基本面支撑并未瓦解。在宏观情绪企稳后，供应缺口有望被重新计价。

综合来看，在金融属性大于实体属性、海外因素大于国内因素的市场环境下，在宏观情绪未出现极端单边崩溃的前提下，铝价短期内暂难以形成趋势性单边行情，预计将呈现“上有顶、下有底”的震荡格局。下方支撑由已发生的减产、持续的风险溢价、海外紧张的现货升水以及国内库存去化共同构成，底部较为坚实；上方阻力则来自宏观流动性收紧、全球经济衰退担忧以及市场情绪恶化时的抛售压力。

整体而言，在防范宏观情绪带来短期剧烈波动的同时，聚焦于铝自身供应缺口的变化。认识到，铝供应硬缺口的现实并未改变，待宏观情绪企稳后，或具备更强的反弹弹性，23000元/吨附近或成为铝价的底部支撑，上方25000元/吨附近承压。同时，需密切关注霍尔木兹海峡局势、区域能源设施安全以及全球主要经济体的通胀与货币政策动向。策略上，建议靠近底部支撑可轻仓持有多单，以控制风险敞口，现阶段建议降低交易频率、控制仓位，长期逻辑则需待局势明朗后重估。

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。

中东冲突爆发至今已经进入第四周，随着战事延续与局势恶化，市场对战争的计价逻辑已经发生深刻转变——从初期的情绪性冲击与风险溢价，逐步转向战争持久化所引发的通胀压力加剧与降息预期收敛甚至逆转。在这一计价逻辑切换的背景下，尽管铝的供应链受到直接冲击，但市场对战争长期化导致的全球需求放缓担忧，以及高利率环境的压制，使得金融属性重新夺回定价权，供给冲击暂时让位于宏观压制。

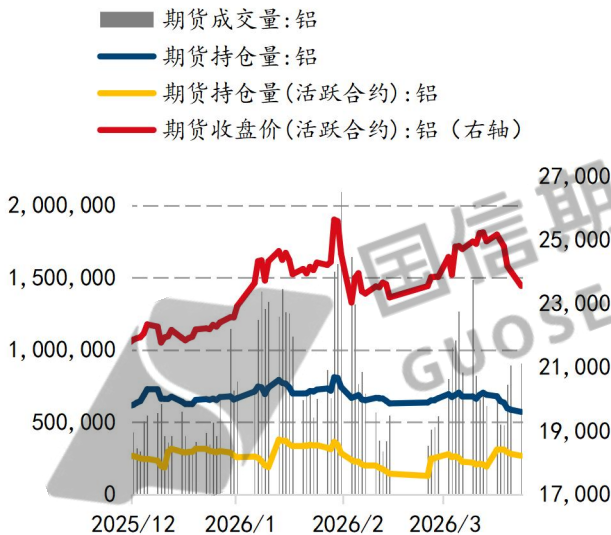
一、铝价的“过山车”行情：从共振上涨到独立冲高，再至随势回落

回顾 2026 年以来铝价的运行轨迹，可以清晰地看到市场核心矛盾与价格驱动逻辑的切换过程。

铝价重心自 2025 年 12 月底的 22500 元/吨附近稳步上行，至 1 月末触及 26185 元/吨的高点。这一轮上涨建立在多重利多因素的共振逻辑之上：美联储降息带来的宏观流动性宽松预期、供应链威胁下战略资源的重新定价，以及供应强约束与需求增长的长期叙事。

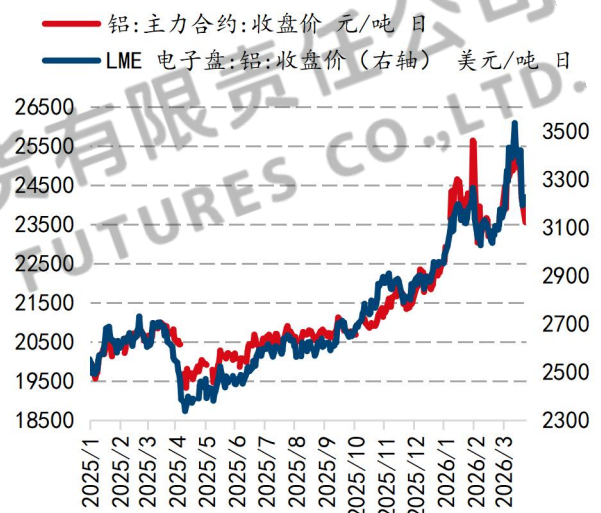
随后，特朗普提名新一任美联储主席候选人成为市场导火索事件，一度触发多头踩踏出逃。铝价在 1 月底至 2 月初挤出部分溢价，出现回调，此后围绕 23000 元/吨至 24000 元/吨区间震荡整理。

图：沪铝期货价格走势与持仓变化（手/日，元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：内外盘铝价走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

中东地缘冲突爆发后，铝价中枢再度回升至 24000 元/吨一线以上。在这一阶段，与有色板块内其他品种不同，铝的商品属性开始发挥主导作用，供应收紧的担忧推动其走出独立于板块的上涨行情。然而，随着油价大涨加剧通胀担忧，降息预期出现逆转，金融市场陷入泥沙俱下的局面，恐慌抛售情绪扩散引发流动性挤兑，铝价回探至 23000 元/吨一线。至此，中东冲突所引发的供应缺口带来的价格涨幅几乎被完全回吐。

随着战事延续，市场逐步对战争长期化所引发的宏观后果进行定价。通胀担忧加剧，降息预期逆转，宏观流动性收紧预期逐渐取代供应风险，成为主导市场的新变量。从整体市场交易逻辑来看，最大的变化在于：现阶段的下杀似乎已不再是短期的去杠杆或回撤避险，市场或正在滞涨预期下重新进行趋势性的方向选择。当然，随着中东局势持续变化，这一逻辑逆转是否会最终实现，目前仍有待观察。

从铝市盘面资金变化来看，多头减仓是此轮铝价下挫的主导力量。这意味着铝价的下跌更多是宏观避险情绪扩散下资金的获利了结与撤出，而非空头对基本面恶化的主动下注。其底层逻辑，在于市场普遍认同铝供应端已出现难以快速修复的硬缺口，即空头缺乏押注基本面恶化的信心。

我们认为，铝价在此轮冲击中跟随宏观情绪走弱，但其基本面支撑并未瓦解。在宏观情绪企稳后，供应缺口有望被重新计价。

二、现实减产已形成 铝供应仍暴露于风险中

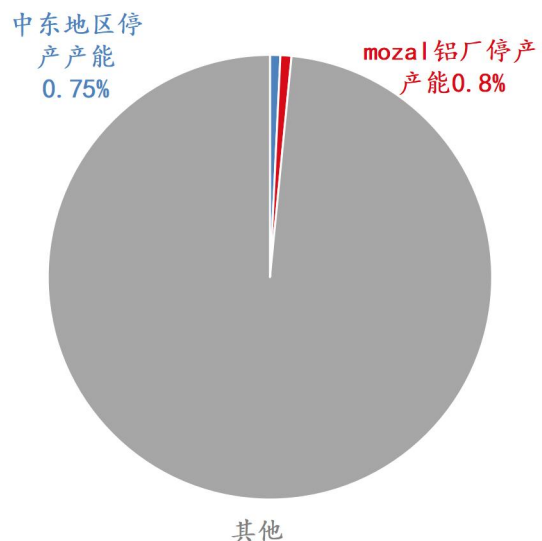
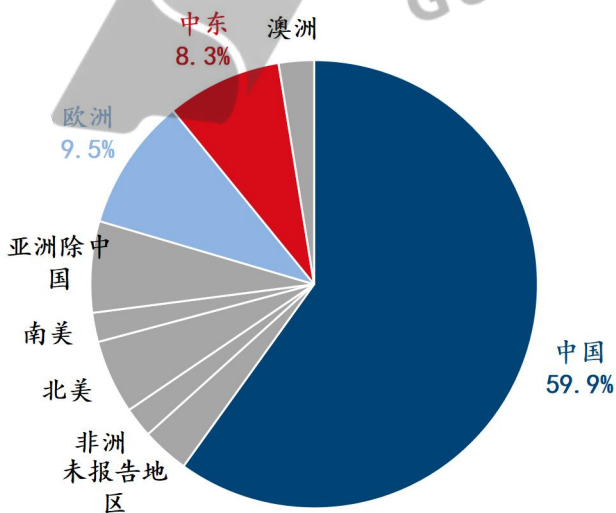
当前铝的供应危机已从“潜在风险”转化为持续性的“现实减产”，且目前而言，供应风险并没有被弱化，这是支撑铝价的核心因素。

我们持续强调，中东局势演变对于铝而言需要关注两个焦点：一是霍尔木兹海峡的通行状况，这决定了地区内电解铝生产原料的补给以及产成品的出口；二是区域电力供应的稳定性及成本，中东多国依赖天然气发电支撑高耗能的电解铝生产，地缘冲突若引发能源设施受损或气源中断，将实质性推升生产成本甚至导致减产。当前来看，这两大风险点均尚未出现实质性缓解，扰动预期持续存在，继续为铝价提供底部支撑。

截至目前，卡塔尔、巴林电解铝产能已确认停产的规模合计达到 55 万吨/年，分别因电力供应不稳定和原料氧化铝进口受阻而停产。其中，巴林铝业还表示如果未来有必要，公司会考虑再关停一条产线。虽然中东地区部分国家目前正试图通过其他陆上运输和波斯湾沿岸以外的港口进出口货物以缓解困境，但其探索过程的时间成本及运输成本均较大。即便能够通过其他运输途径解决当下的燃眉之急、降低减产风险，但由于电解铝产能设备关停后重启需要较长时间，也无法立即恢复前期已经停产的产能，因而这部分供应缺口具有持续性。

图：中东电解铝产量在全球中占比仅次于中国、欧洲（%）

图：近期停产产能在全球电解铝产能中占比（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

另一个不可忽视的因素在于电力供应的稳定性和成本问题。中东地区电解铝产能的电力供应主要依托于天然气，而天然气价格已在原油价格上涨的带动下有所上涨。更为严峻的是，战事升级后，能源设施也逐渐成为打击目标。卡塔尔能源公司最新披露，伊朗导弹袭击已造成其两条关键 LNG 生产线——第 4 与第 6 生产线遭到直接打击，合计年产能约 1280 万吨，占卡塔尔 LNG 出口总量的约 17%。相关设施的修复周期

预计需 3 至 5 年。在此背景下，该公司将“被迫”对部分长期 LNG 供应合同宣布不可抗力，持续时间或长达五年。这一事件折射出地区内能源供应设备面临的严峻风险。

三、供应缺口难弥补 海外现货升水不断走高

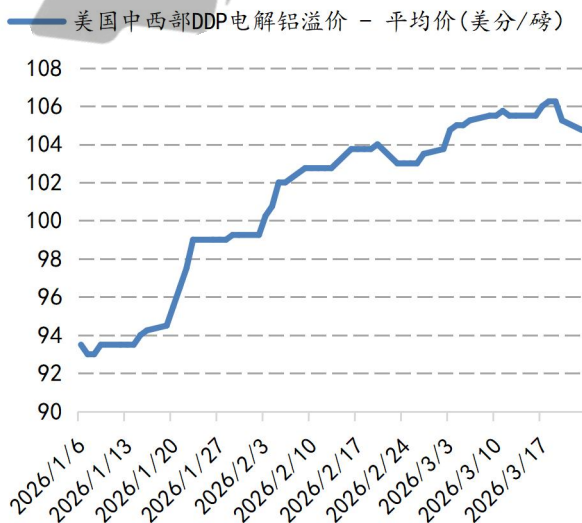
综合而言，当前中东地区明确停产的电解铝产能已达 55 万吨，叠加 Mozal 铝厂 58 万吨产能的停产，合计停产产能约占全球铝总产能的 1.4% 左右。由于相关产能的重启时间尚不明确，且即便条件具备，从关停到恢复生产亦需较长周期，因此这部分产能中断将形成持续性的供应缺口。

而从其他地区铝供应的边际变化来看，国内铝供应整体维持稳定，辽宁地区 30 万吨产能预计于 3 月下旬逐步复产，但带来的增量主要供给自用。海外供应增量而言，根据阿拉丁的数据和综合评估，由于最主要的增量地区印尼受制于电力供应体系的配套不足，项目推进面临制约，投产节奏较慢，新产能从投产到满负荷运行需要经历较长时间，2026 年海外电解铝的新增产能难以对全球供应形成显著补充。由此可见，当前形成的铝供应缺口难以通过其他地区的增量在短期内得到有效弥补。

从全球贸易角度看，中东电解铝出口中超过四成流向欧盟，是填补俄罗斯铝出口缺口的主力，随着中东地区电解铝产能停产，以及运输阻碍下无法出口形成有效供给，海外现货升水持续走高，进一步印证了供应收紧的现实，全球铝市场正处于铝供应趋紧的风险中。据 SMM 数据，截至 3 月 20 日，SMM 日本 MJP 铝锭现货升水录得 255 美元/吨，较 2 月底上涨 45.7%，当前部分市场参与者对二季度日本 MJP 到岸价升水报盘在 350-353 美元/吨左右，较一季度 195 美元/吨上涨约 80%；美国中西部 DDP 电解铝溢价录得 105.25 美分/磅，折 2110 美元/吨。截至 3 月 13 日，欧洲 P1020A 铝锭完税价升贴水录得 470 美元/吨，较 2 月底上涨约 27.0%，欧洲 P1020A 铝锭未完税价升贴水录得 375 美元/吨，较 2 月底上涨 27.2%。

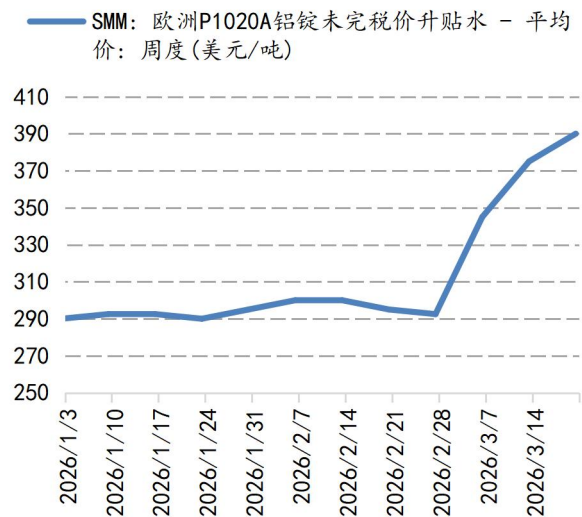
进出口数据方面，我国供应全球 50% 以上的电解铝，但仍是原铝净进口国。据海关总署数据显示，1-2 月累计国内原铝净进口量约为 36.7 万吨，同比增加 5.0%。随着海外供应持续收紧、区域价差扩大，我国原铝进口量后续预计将被迫降低，也将在一定程度上加剧国内市场的供应紧张感。

图：美国中西部电解铝溢价（美分/磅）



数据来源：SMM 国信期货

图：欧洲铝锭未完税价升贴水（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

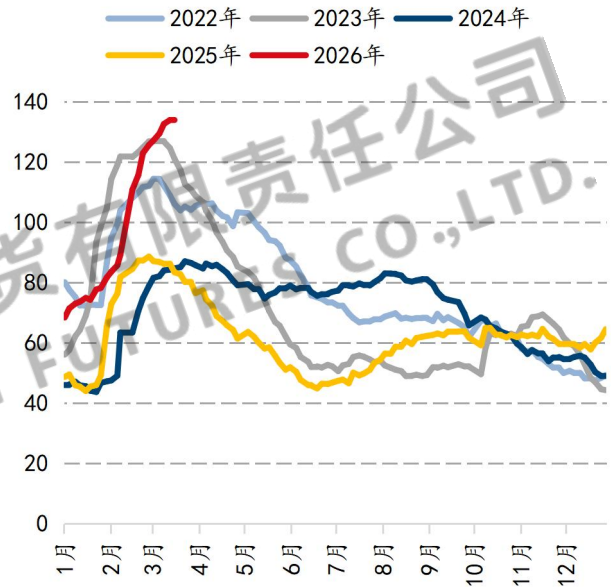
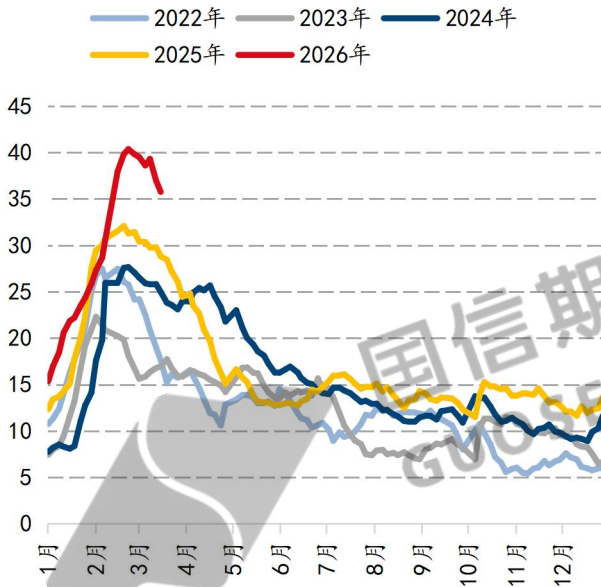
四、长期需求叙事承压，现实需求仍具韧性

需求叙事来看，降息预期逆转，全球经济衰退担忧修正了AI板块的增长预期，从而削弱了“AI叙事”下对铝远期需求的乐观预期。虽然AI需求故事出现裂痕、泡沫被戳破，但AI布局竞赛并未结束，只是对需求增速的驱动可能有所下滑。另一方面，中东局势再一次凸显出能源安全问题，市场目光将重新回到能源转型主题。铝作为能源转型的重要载体材料，其长期需求仍具备坚实的“托底安全垫”。

长期需求叙事虽有所承压，但能源转型的底层逻辑并未动摇，为需求提供了长期托底。而从现实层面看，需求端并未同步坍塌，且仍展现出韧性。现实产业层面来看，需求并不会在短期内快速消失，相反，价格回调反而刺激了下游的补库需求，据SMM数据，截至3月23日，铝锭库存为133.7万吨，较3月19日下降0.2万吨，国内铝锭库存已出现去库迹象，显示当前价格水平对实体买盘具备的吸引力。国内正处于传统消费旺季，下游铝加工企业开工持续回升中，未来铝锭库存将有望逐渐进入持续去库状态。

图：铝棒库存季节性变化（万吨）

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

五、后市展望：中东局势变化下的价格走势推演

中东局势的高度不确定性，将铝市场置于一个多空交织的复杂环境中。核心矛盾在于供应端的硬缺口与宏观流动性收紧预期之间的持续博弈。

供应端，铝的供应危机已经转化为现实的产量损失——已确认的近55万吨年产能停产规模、仍暴露于风险中的能源供应设施、进出口通道的阻碍，共同构成了当前铝价最核心的底部支撑逻辑。这部分地区性供应缺口在短期内无法通过其他渠道补充，且存在进一步放大的风险。

从宏观与需求端看，流动性收紧预期与增长叙事受挫构成了上方的压制力量。但实体需求并未坍塌，海外现货升水持续走高、国内库存出现去库，都表明需求端仍具备相当的韧性。

综合来看，在金融属性大于实体属性、海外因素大于国内因素的市场环境下，在宏观情绪未出现极端单边崩溃的前提下，铝价短期内暂难以形成趋势性单边行情，预计将呈现“上有顶、下有底”的震荡格局。下方支撑由已发生的减产、持续的风险溢价、海外紧张的现货升水以及国内库存去化共同构成，底部较为坚实；上方阻力则来自宏观流动性收紧、全球经济衰退担忧以及市场情绪恶化时的抛售压力。

在当前基本面与宏观面的博弈格局下，铝价未来走势的核心变量仍是局势的演变方向：

若局势缓和，贵金属及有色板块整体将迎来情绪修复。对铝而言，情绪修复初期可能带动价格反弹，但由于局势缓和意味着铝供应链风险降低，风险溢价将逐步回吐，反弹后上方压力将明显增大，涨幅受限，整体呈现先扬后抑的格局。

若局势进一步恶化且持久化，霍尔木兹海峡维持封锁状态，地区内更多能源供应设施遭到破坏，宏观偏空情绪及经济衰退交易将升级，从而进一步压制风险资产价格，铝价将跟随大盘下杀。但由于供应端硬缺口的坚实支撑，以及供应风险的加大，铝价将表现出显著的抗跌性，跌幅将远小于其他缺乏基本面支撑的品种。

整体而言，在防范宏观情绪带来短期剧烈波动的同时，聚焦于铝自身供应缺口的变化。认识到，铝供应硬缺口的现实并未改变，待宏观情绪企稳后，或具备更强的反弹弹性，23000元/吨附近或成为铝价的底部支撑，上方25000元/吨附近承压。同时，需密切关注霍尔木兹海峡局势、区域能源设施安全以及全球主要经济体的通胀与货币政策动向。策略上，建议靠近底部支撑可轻仓持有多单，以控制风险敞口，现阶段建议降低交易频率、控制仓位，长期逻辑则需待局势明朗后重估。



国信期货有限公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD

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。