



2023年7月6日

宏观和基本面嬗变下

铝价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观海外高利率压力预期长时间维持，而高利率长期维持下势必影响海外经济增长和消费表现，但四季度年底或有国内外转变期待。供应端，下半年国内供应端变量主要在云南复产节奏，根据9月厄尔尼诺预期和主要水库需水量不高的情况预计，云南大概率分批复产，全年产量增幅3.2%。消费端房地产继续拖累整体消费增量，传统汽车及家电预计保持稳定或温和增长，新能源车、电网光伏板块仍然是较亮眼的铝需求增速，国内全年消费增速较去年小幅下滑至1.95%。海外消费整体弱势。铝阶段性供应过剩预计在三季度逐步显现，铝价届时承压运行为主。不过云南复产节奏复产量不确定性较强，三季度铝锭成本亦有一定支撑，铝价下行空间或有限。四季度还需观察国内外宏观变化，铝价不排除年底翘尾行情。
- 预计铝价走势节奏为：三季度弱势，四季度震荡偏强。沪期铝主体运行区间在16500-18500元/吨，伦铝主体运行区间在2050-2300美元/吨。
- 策略建议：三季度高空思路、四季度区间震荡操作
- 风险因素：美联储超预期转鸽、国内外电解铝减产

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

| | |
|------------------|----|
| 一、行情回顾..... | 5 |
| 二、宏观..... | 6 |
| 1、海外..... | 6 |
| 2、国内..... | 7 |
| 二、原料成本及利润分析..... | 8 |
| 1、铝土矿..... | 8 |
| 2、氧化铝..... | 9 |
| 3、预焙阳极及其他辅料..... | 10 |
| 4、电解铝利润..... | 10 |
| 三、电解铝供应分析..... | 13 |
| 四、电解铝需求分析..... | 16 |
| 1、铝加工..... | 16 |
| 2、国内终端消费..... | 16 |
| 3、铝材出口..... | 17 |
| 5、海外铝消费..... | 17 |
| 五、平衡..... | 20 |
| 六、行情展望..... | 21 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1 沪铝和 LME 走势 | 5 |
| 图表 2 沪伦铝比..... | 5 |
| 图表 3 LME 升贴水 | 6 |
| 图表 4 国内现货季节性升贴水..... | 6 |
| 图表 5 欧、美、日 GDP 增速 | 8 |
| 图表 6 中国 GDP 增速..... | 8 |
| 图表 7 全球主要国家制造业表现..... | 8 |
| 图表 8 欧美 CPI 当月同比..... | 8 |
| 图表 9 国产铝土矿价格..... | 11 |
| 图表 10 进口铝土矿价格..... | 11 |
| 图表 11 中国铝土矿进口..... | 11 |
| 图表 12 进口铝土矿占比变化（内圈 2022 年外圈 2023 年） | 11 |
| 图表 13 氧化铝进口..... | 12 |
| 图表 14 氧化铝出口..... | 12 |
| 图表 15 国产氧化铝产能产量..... | 12 |
| 图表 16 氧化铝成本利润..... | 12 |
| 图表 17 国内外氧化铝价格..... | 12 |
| 图表 18 预焙阳极价格..... | 12 |
| 图表 19 动力煤价格..... | 13 |
| 图表 20 电解铝成本利润趋势..... | 13 |
| 图表 21 2023 年下半年中国电解铝成本测算 | 13 |
| 图表 22 2023 年下半年中国电解铝产能变动（万吨） | 14 |
| 图表 23 中国电解铝产量..... | 15 |
| 图表 24 中国电解铝产能及预期..... | 15 |
| 图表 25 中国铝锭进口量..... | 15 |
| 图表 26 进口中俄铝所占比例..... | 15 |
| 图表 27 全球（除中国）电解铝产量..... | 15 |
| 图表 28 电解铝库存季节性变化..... | 15 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 29 铝棒库存季节性变化..... | 16 |
| 图表 30 LME 库存 | 16 |
| 图表 31 铝加工开工率..... | 18 |
| 图表 32 中国房地产施工、竣工面积..... | 18 |
| 图表 33 房地产新屋开工、开发投资..... | 18 |
| 图表 34 中国汽车产量..... | 18 |
| 图表 35 中国新能源车销量..... | 19 |
| 图表 36 中国洗衣机产量..... | 19 |
| 图表 37 中国空调产量..... | 19 |
| 图表 38 中国家用电冰箱产量..... | 19 |
| 图表 39 电网投资完成额..... | 19 |
| 图表 40 中国光伏装机量..... | 19 |
| 图表 41 铝材出口..... | 20 |
| 图表 42 欧美房地产表现..... | 20 |
| 图表 43 欧美汽车表现..... | 20 |
| 图表 44 2023 年下半年中国电解铝供需平衡表..... | 20 |
| 图表 45 近年全球电解铝供需平衡表..... | 21 |

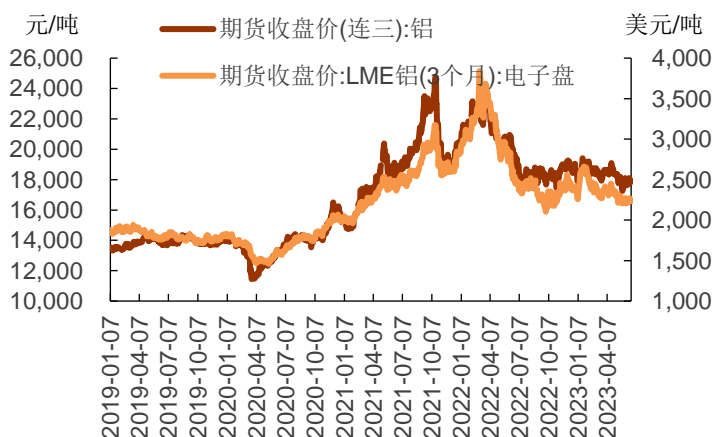
一、行情回顾

今年上半年铝价仍未走出区间震荡格局。1月初市场对国家政策刺激预期高涨，加上从去年底开始不断出台的房地产政策，市场对来年消费回升信心十足，铝价1月份走出一波单边上行走势，从万八附近一路上扬破万九高至19445元/吨，在强势期待中1月份开年这一波成为铝价上半年的高点。其后市场期待的政策并未太多超预期，且实际落地上带动的消费上行也比较有限，铝价缓慢震荡回落至万八附近再度回升至区间震荡格局中。但四月底五月初国内各项经济数据见顶回落，消费复苏预期证伪，市场信心大受打击，沪铝大跌险破震荡区间，低至17500元/吨，其后凭借低库存低仓单的支持，铝价吃力回升至万八附近震荡。

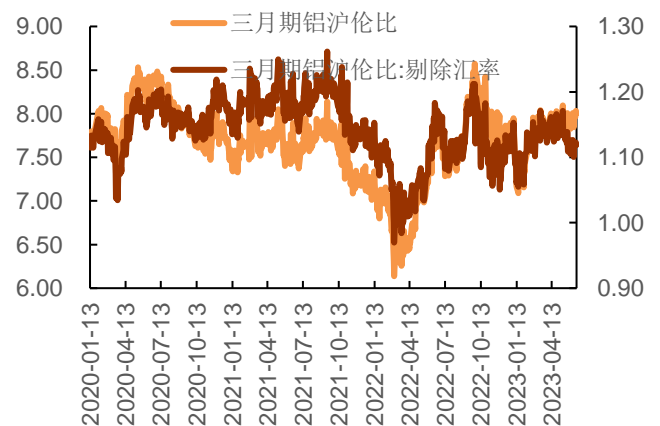
海外LME较国内波动稍小，亦同样呈现前强后弱表现。开年1月份海外美国通胀回落，美联储加息鸽派预期走强，美指回落，及美国经济数据表现出较强韧性，避免其经济硬着陆的一系列较好预期之下，伦铝一路反弹至2679.5美元/吨，但上行之路并未延续太久，美国通胀数据反复，美联储态度转变，市场对美联储高利率长时间维持预期走高，并且对年内降息预期走低，伦铝受抑自年内高点回落。屋漏偏逢连夜雨的是，欧美银行接连暴雷，暴露高利率对金融业影响，恐慌情绪抬升，虽然银行危机并未扩散，不过对于银行危机的担忧无法消散，市场情绪始终承压，伦铝震荡回落至2200美元/吨附近，直至6月中始终围绕此位置展开震荡。

沪伦铝比值年初稍低在7.8以下，二季度开始持续在7.8-8之间。二季度相对海外较抗跌，进口亏损二季度基本在-300至-900元区间。现货升水方面，海外年初宏观及消费皆弱势，伦铝现货贴水连创新高至-52.75美元/吨。直至5月份伦铝止跌，海外库存持续低位徘徊，伴随LME注销仓单抬升，伦铝升水一度快速上行至40.5美元/吨，但不是消费主导的现货升水，稳定性弱势，高升水昙花一现，立即回落至-35美元附近。国内现货上半年绝大部分时间保持贴水，且较往年同期弱势，5月份，铝锭库存连续下行出现软逼仓行情，现货升水走高至百元上方。

图表 1 沪铝和 LME 走势

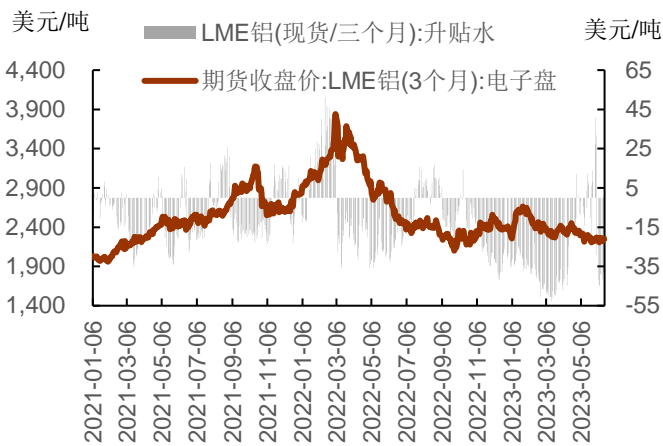


图表 2 沪伦铝比

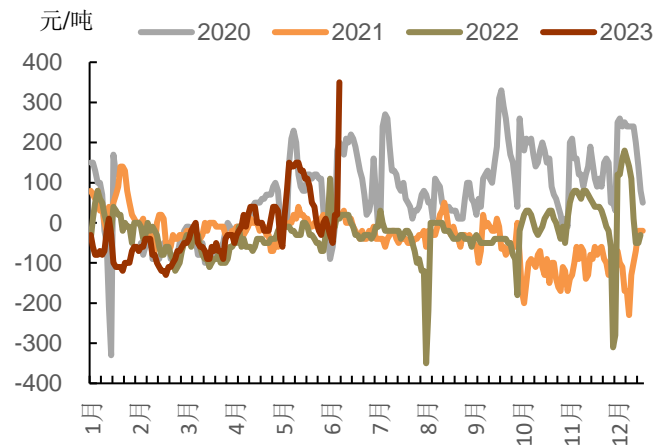


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 LME 升贴水



图表 4 国内现货季节性升贴水



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外

美联储今年 6 月如期暂停加息，但对于后续的降息预期与此前有较大变化。年初及二季度开始时市场对年底降息预期较强，但伴随美联储一系列态度及通胀表现，市场对年内降息预期逐步下行，并且对年内重启加息预期也有所升高。最近一次 5 月美国 CPI 同比上升 4.1%，有较大幅度的回落且回落幅度小幅超出市场预期。在去年高基数的基础上，未来 1-2 个月 CPI 或将有较大幅度回落。而核心通胀虽然同比也有所下滑，录得 5.3%，但仍高于预期的 5.2%，说明核心通胀仍有一定粘性。就业方面 5 月美国新增非农就业人数 33.9 万，大超市场预期的 19.5 万，且 3-4 月数据均被大幅上修，指向供需缺口仍在持续驱动就业高增。美国劳动力市场仍显示出较强韧性，同时薪资增速保持较高位置，短期内依然会给通胀造成压力。未来美联储仍将依据经济数据来进行决策，未来的 7 月和 9 月决议或存一定程度的预期差。

经济数据表现上，一季度美国 GDP 环比折年率终值，由此前公布的 1.1% 上修至 1.3%。美国零售销售超预期增长，5 月零售同比增长 0.3%。美国 5 月 ISM 非制造业指数降至 50.3，低于预期 52.4，创 2023 年新低，其中商业活动和订单下滑，物价支付指标创三年新低。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.5，不及预期的 50，也低于前值的 50.2，创三个月新低，重回 50 荣枯线下方。美国 4 月新屋销售为 68.3 万户，创 2022 年 4 月以来最高，主因新屋降价与成屋库存不足，但也反映出地产韧性。美国 4 月耐用品订单量超预期上升，环比增长 1.1%，预期为下降 1%。整体目前看，美国经济尚有韧性，年底有一定软着陆概率。

银行业危机问题，今年 3 月初硅谷银行首先暴雷，其后欧美多家银行倒闭，影响目前来看没有扩大，不过只要货币维持紧缩，欧美中小银行的问题可能还没有结束或将一直面临慢慢“失血”过程，一些中小银行可能还会有风险暴露。银行危机将成为后续影响海外

市场的一条持续性避险交易线索。

欧元区方面，6月欧洲央行公布新一轮利率决议，继续加息25个基点，符合市场预期，同时欧洲央行上调CPI增速预期并下调GDP增速预期，预计欧央行在下半年或还有两次加息。不过最新数据显示，2023年1季度欧元区实际GDP环比折年率录得-0.4%，已经连续两个季度为负。这意味着欧元区经济已经进入“技术性衰退”。此外欧元区5月PMI数据进一步分化，服务业的强劲增长与制造业产出的急剧下降形成鲜明对比，凸显出复苏的不均衡。5月23日公布的欧元区5月Markit制造业PMI为44.6，不及预期的46，前值为45.8，创36个月新低；5月服务业PMI初值为55.9，高于预期值55.5，低于前值56.2，为近两个月新低。未来，受金融条件收缩的影响，欧元区经济仍有进一步走弱的可能。

2、国内

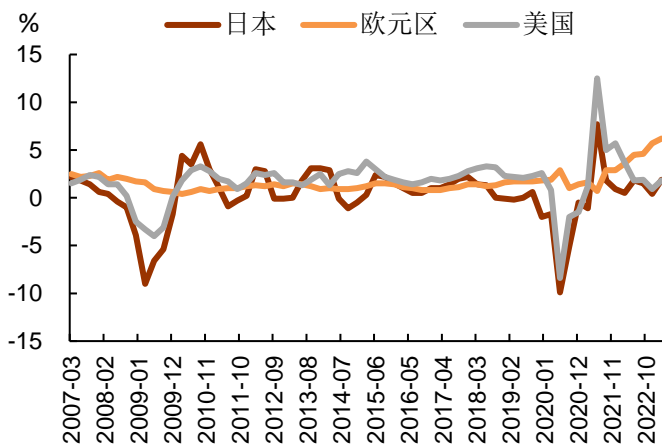
在2022年底中国防疫政策放开，以及去年底和今年初房地产接连政策出台，中国经济在年初走出一波强势预期，并也确实在今年一季度迎来较强开局。一季度GDP增速远超预期达4.5%，其中第三产业加速增长，消费增长显著恢复对GDP的带动作用突出；3月零售增速更是在沉寂已久之后首次突破两位数，制造业PMI超快速回升。不过也可以看到在恢复如火如荼的一季度仍然复苏不均衡：工业增长呈现乏力迹象，房地产投资持续收缩拖累总体需求。在此阶段，除了1月及2月初，因对今年政策预期较高市场表现出高热情和高信心之后，市场对经济数据反应平平，市场信心表现不足。

在疫情消退抑制的总需求被释放之后，防疫政策松动推动经济作用显著消退，4月份开始实体经济数据集体回落，2023年1-4月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降20.6%。制造业景气度持续收缩，5月制造业PMI继续下探至48.8%，需求不足导致新订单和新出口订单指数再度回落至48.3%和47.2%。外需整体走弱，5月美元计价的出口同比下降7.5%。同时居民超额储蓄向投资和消费的转化进程缓慢，4月住户定期存款占比上升至71.1%。随着4-5月低基数阶段的影响逐渐减退，6月以后经济数据环比的走弱将呈现至同比数据之上，政策发力的重要性相应提升。

在处于年中这个时点时，央行在金融支持实体经济和促进高质量发展工作座谈会中重新提及“加强逆周期调节”后，6月13日7天逆回购利率便应声下调至1.90%，较前降低10BP。紧随其后央行MLF（中期借贷便利）操作利率下行10个基点，符合市场普遍预期，亦传递出明确的政策预期，在当下时点则是明确的稳增长信号。随着降息释放的稳增长信号出现，地方债发行预计加快，三季度可能再度面临结构性流动性短缺，那么降准时点就更为重要。在6月以后经济同比增速下行压力加大的情况下，央行可能提前降准配合稳增长，因此下半年流动性环境预计保持宽松。

目前4-5月份可见国内各项经济数据都在筑底阶段，后续仍然存在经济回升预期，不过后续的经济复苏将更多依赖经济内生动力，复苏过程可能比较缓慢，也需要政策配合扩大需求。下半年经济表现，相比一季度高期待和强反弹不同，四季度可能缓慢转好。

图表 5 欧、美、日 GDP 增速

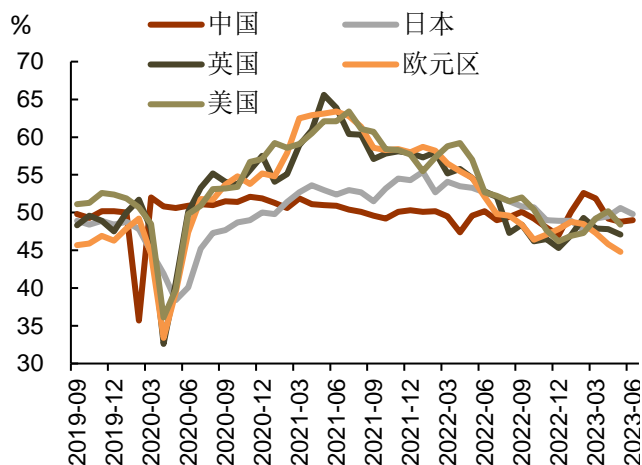


图表 6 中国 GDP 增速

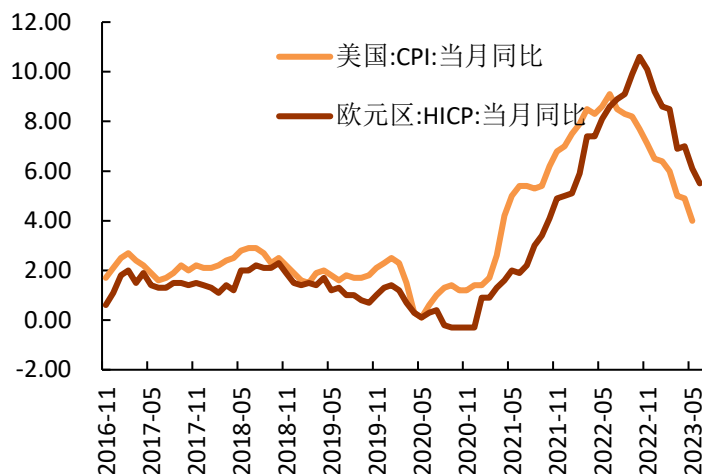


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 全球主要国家制造业表现



图表 8 欧美 CPI 当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、原料成本及利润分析

1、铝土矿

2023 年上半年国产铝土矿价格基本维持平稳运行，虽然氧化铝市场利润微薄但市场报价坚挺。主要国产矿石仍然没有摆脱环保督察、矿山整顿等因素影响，国产矿石开采整体受到较多制约，尤其 4 月份北方地区发生煤矿事故，矿山安全检查有所加强，供应阶段性略有收紧，整体国内矿价稳定中有一定温和抬升意向。

进口矿石方面，因 2023 年运费下降和中国氧化铝生产商利润微薄，进口铝土矿价格上半年价格小幅下行为主，到 6 月底几内亚铝土矿 CIF 报 66 美元/吨，澳大利亚 CIF 报 48 美元/吨。进口量方面，据海关总署统计，2023 年 1-5 月中国进口铝矾土约为 6056.81 万吨，同比增加 8.58%，处于近几年进口铝土矿量较多位置。2022 年底印尼宣布于 2023 年 6 月禁

止铝土矿出口，2023 年一季度因尚有出口配额依然有部分印尼铝土矿进口，但四月份开始印尼进口为 0，对印尼进口依赖也由 2022 年进口占比 15.22% 回落至今年的 3.11%。不过铝土矿资源目前储量尚丰富，虽然印尼禁矿出口，但我国进口矿增加了例如几内亚、土耳其、加纳等地的铝土矿，进口资源得到较好补充，暂时对铝土矿冲击不大。不过需要关注到我国进口铝土矿几内亚占比由 2022 年的 56%，到今年 1-5 月份走高至 73.6%，如果几内亚禁矿可能会对国内铝供应造成较大影响。

对下半年铝土矿价格预期上，2023 年，国产矿主产区有新矿山项目立项审批，但考虑手续审批过程繁琐，短期来看出矿仍需一定时间；同时也有前期停采矿山积极申请复采消息传出，不过这些增量要体现还需时间。长时间笼罩的仍然是环保督察不放松政策，其中 6 月底河南地区下令整改铝土矿山，主要影响三门峡地区，当地铝矾土矿山基本全部停采。国内铝土矿可能有阶段性供应紧张，抬升国产铝土矿价格，另外也可能导致进口依赖上升。进口方面，印尼禁矿已然实施，后续能否放开尚未知。几内亚是国内主要进口国家，近期几内亚雨季已经开始，部分矿山出矿受限，伴随港口装船滞期的问题，我们认为中国在三季度中末段的进口数量将周期性减少，进口铝土矿价格三季度或有一定抬升，四季度高位持稳。

2、氧化铝

2023 年 1-6 月份国产氧化铝价格以缓步下跌为主，仅在 1 月初跟随电解铝价格短暂反弹至 2900 元/吨上方，之后一直小碎步下行，到 6 月底氧化铝均价至 2800 元/吨附近。主要今年氧化铝不断有新产能投产，下游电解铝相较去年还有减产，供应过剩明显。此外，成本端烧碱、能源价格同步下行，成本支撑下行，氧化铝价格上半年阴跌不止。进口氧化铝价格在海运费下行及海外供应过剩的情况下今年上半年也基本上呈现同步小幅走低走势。

产能产量方面，国内 1-5 月氧化铝累计产量 3350.5 万吨，同比增加 2.3%。到 5 月底氧化铝建成产能 10385 万吨，运行产能 8156 万吨，开工率 78.54%，最近三年氧化铝产能扩张快速，产能过剩，开工产能较不足，基本都在 80% 附近。2023 年 1-5 月国内氧化铝产能已增加 340 万吨，下半年国内氧化铝新投资项目较少，扩能速度进入减速阶段。

海外 1-5 月氧化铝产量累计 1163.5 万吨，同比增加 0.14%。海外氧化铝上半年产量稳定。海外新增产能增长主要集中在印度。其中韦丹塔（Vedanta）Lanjigarh 氧化铝 300 万吨扩建项目一期 150 万吨/年计划在 2023 年上半年投产，但因该企业对进口铝土矿依赖度高，原料供应和成本因素有一定影响扩建项目的进展。除此之外，印度 Hindalco 铝业 Utkal 氧化铝厂 35 万吨/年扩建项目和 Anrak 厂 75 万吨/年产能也有望在 2023 年实现投产。需求端，海外新增电解铝产能有限，仅有印尼华青 50 万吨新建项目以及印度约 50 万吨扩建项目，受成本、需求等因素的影响进展缓慢。南美洲电解铝复产进度也慢于预期。海外新投产量和投产速度相对较慢。

对下半年氧化铝供应预期上，国内氧化铝产能高增速将有一定放缓，但鉴于高产能情

况，预计国内供应仍然充足，海外氧化铝保持上半年的缓慢增量，整体全球下半年氧化铝供应充足格局不改。

氧化铝进出口方面，根据中国海关总署公布数据显示，2023年1-5月中国氧化铝进口量71.56万吨，同比减少0.15%。1-5月出口累计49万吨，同比增加25.95%。国内氧化铝价格较海外低，今年氧化铝进口窗口鲜少开启，进口量下滑，出口在俄铝刚需下保持较好增长。下半年在此前投产的氧化铝产出增量情况下预计价格优势仍然保持，国内进口较少，同时出口稳定的状态。

氧化铝成本利润方面，根据百川盈孚数据，今年上半年氧化铝利润始终维持在200-300元附近，也是近几年常规利润表现，到5月份氧化铝加权平均成本为2641.7元/吨。下半年成本利润预期上，铝土矿国内偏紧，几内亚雨季价格强势或者小涨，烧碱在6月份有止跌迹象，不过供应还是比较宽松的格局，可能未来还有下行空间。能源方面，夏季用电高峰，动力煤或有阶段性止跌反弹。整体成本大头矿端和能源端都比较坚挺，氧化铝成本可能在2550-2700元附近难再大幅走低。

下半年价格预期上，氧化铝过剩格局长期维持，决定氧化铝利润将长期保持在200-300元。暂时看成本下半年有稳中强势的预期，成本及合理利润预期下，氧化铝价格下半年或围绕2750-3000元/吨震荡。

3、预焙阳极及其他辅料

动力煤方面，2023年上半年煤炭价格单边下行，因国内保供政策依然延续，产量不断增长，煤炭供应紧张局面大为缓解，过激能源危机告一段落，全球煤炭需求疲软，进口利润打开，澳煤进口恢复，进口量大涨，而消费缺乏，煤价持续下行。时至6月底煤价止跌，今年夏天潜在的高温干旱天气有增加对煤炭需求的可能，煤价或有支撑，但夏季过后，煤炭可能仍将延续累库。对电价下半年预计夏季价格较挺，四季度稍有回落。

2023年1-6月预焙阳极呈现高位回落走势，从8240元/吨至6月底5837.5元/吨，一来成本大头石油焦走弱，二来国内外电解铝需求皆有走弱。目前至6月底石油焦价格企稳，国内云南开始复产，需求增加，但海外订单后续仍然可能延续弱势，预计预焙阳极价格可能有所企稳，但反弹动力可能不足。

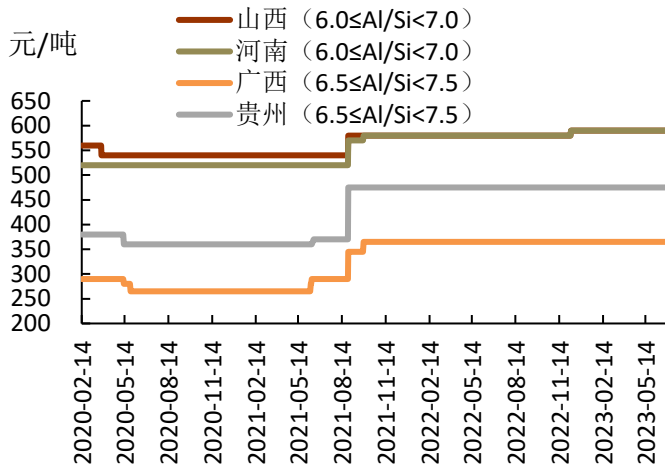
4、电解铝利润

2023年以来电解铝大部分时间维持1500元/吨左右的较高利润，产能天花板限制及西南电力因素，并未让电解铝像以往一样高利润激发大投产，从而打压利润。向后较长周期去看，天花板产能限制之下，供应受高利润刺激而大增情况将不复存在，未来在消费稳定情况下，电解铝产业合理利润或被重新定义，可能是目前的千元附近。

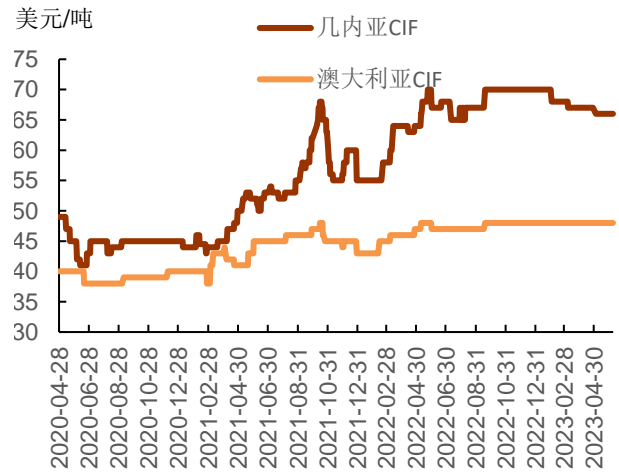
下半年电解铝成本预期上，从此前我们对电解铝成本几大重要组成部分后续走势预期

来看，首先氧化铝弱稳下方空间有限；其次电力夏季稳定，冬季回落；再次预焙阳极企稳的判断，测算下来，电解铝成本夏季稳定预计在 16000-16500 元/吨，四季度可能小幅下行至 15500-16000 元/吨附近。

图表 9 国产铝土矿价格

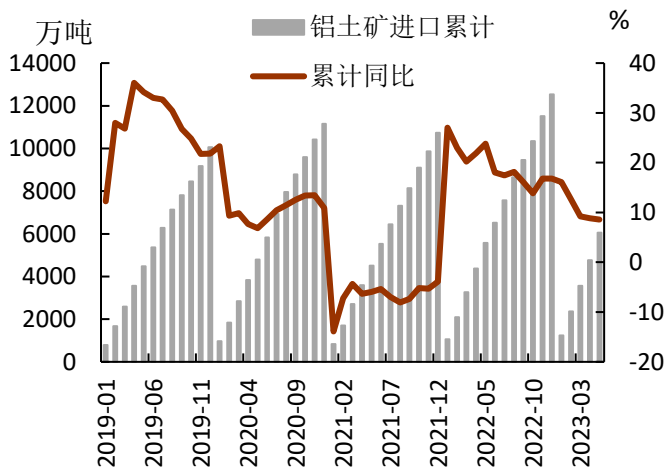


图表 10 进口铝土矿价格

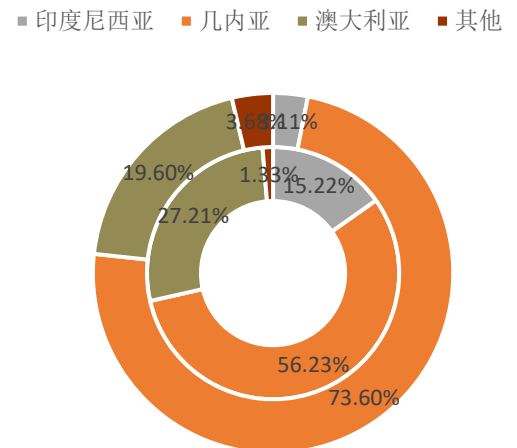


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铝土矿进口

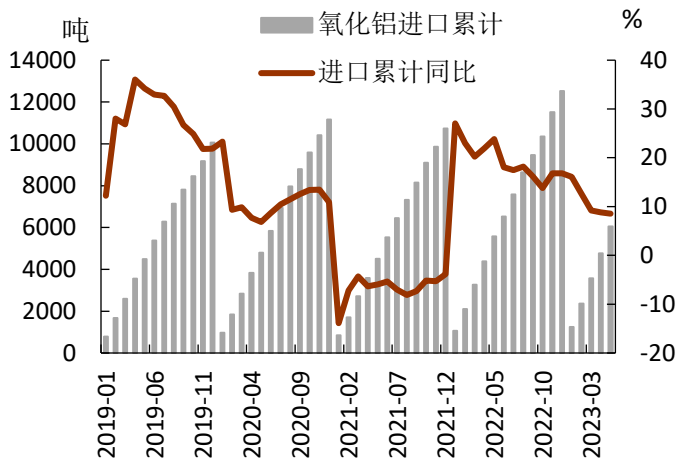


图表 12 进口铝土矿占比变化（内圈 2022 年外圈 2023 年）

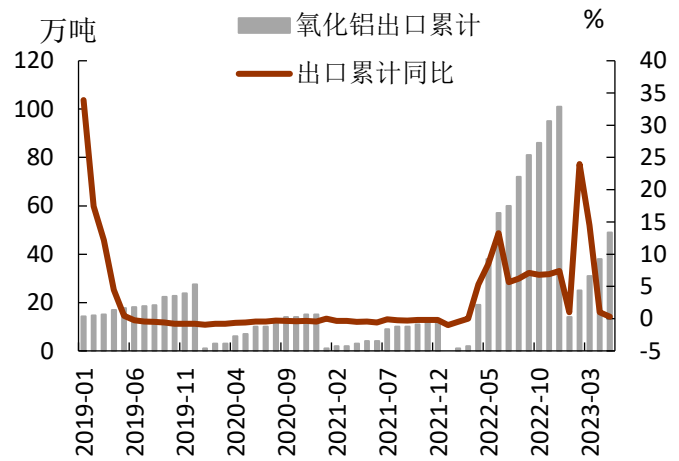


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 氧化铝进口

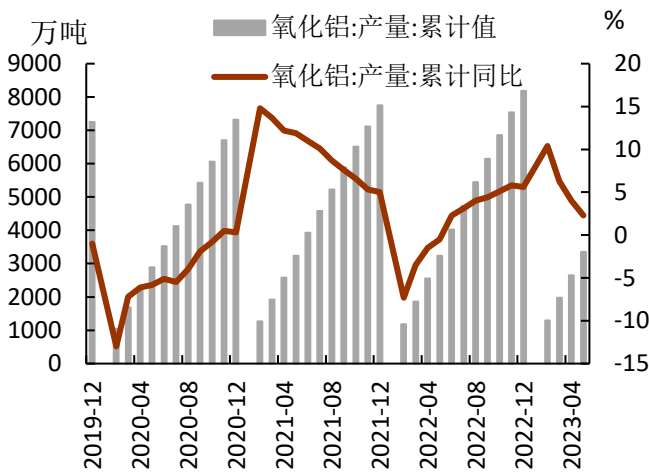


图表 14 氧化铝出口

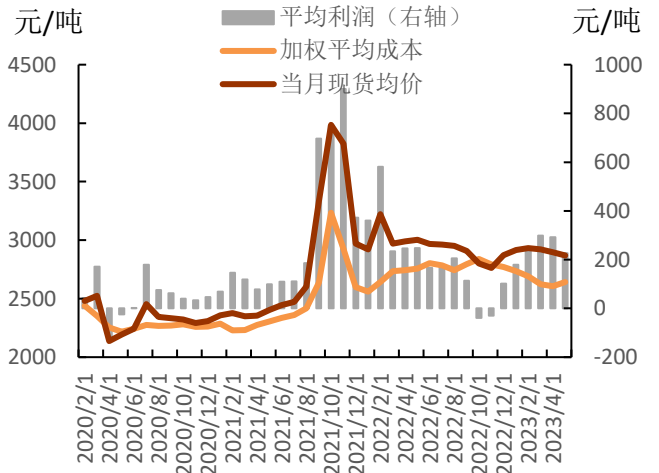


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 国产氧化铝产能产量

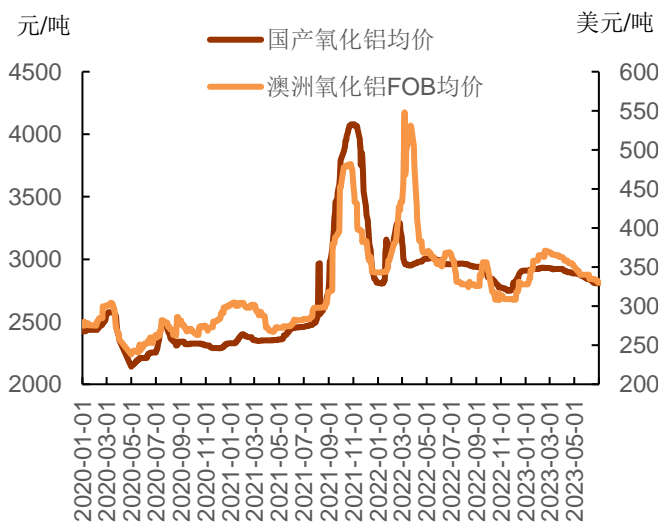


图表 16 氧化铝成本利润

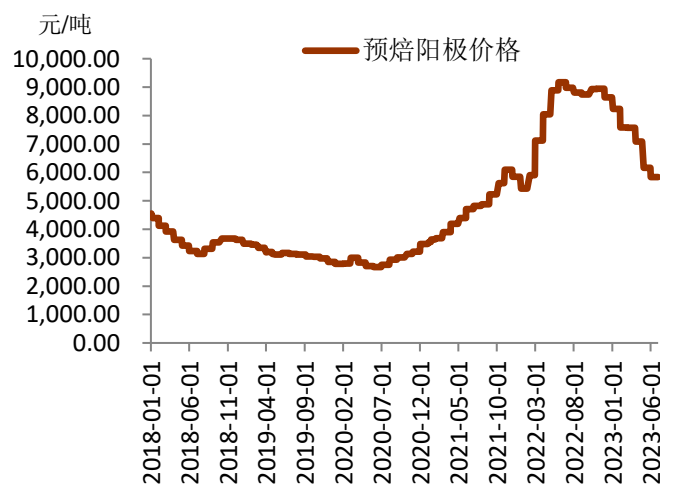


资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 17 国内外氧化铝价格

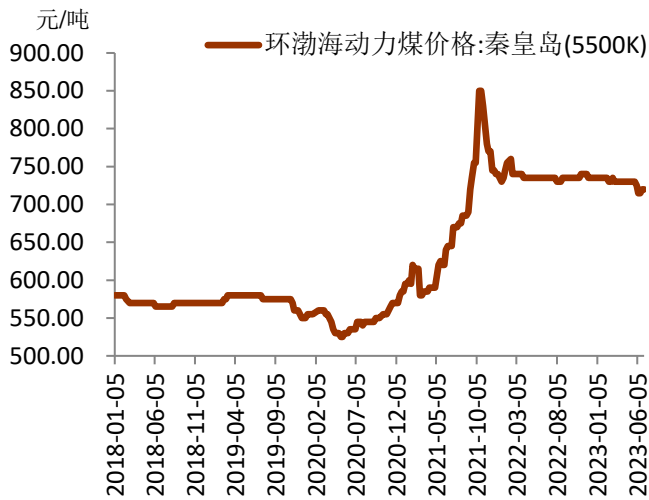


图表 18 预焙阳极价格

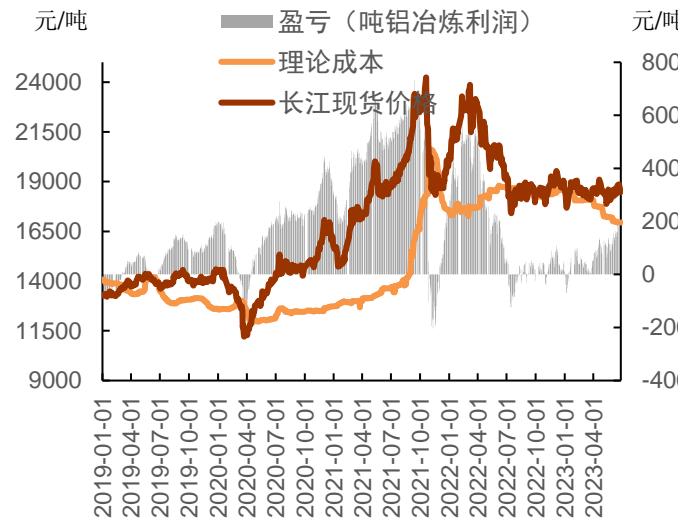


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 动力煤价格



图表 20 电解铝成本利润趋势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 2023 年下半年中国电解铝成本测算

| 项目 | 预期一 | 预期二 | 预期三 | 预期四 |
|----------|---------|---------|--------|---------|
| 合并电价 | 0.46 | 0.45 | 0.44 | 0.43 |
| 电力系数 | 13500 | 13500 | 13500 | 13500 |
| 电力成本 | 6210 | 6075 | 5940 | 5805 |
| 氧化铝价格 | 2800 | 2800 | 2750 | 2700 |
| 氧化铝消耗系数 | 1.93 | 1.93 | 1.93 | 1.93 |
| 氧化铝成本 | 5404 | 5404 | 5307.5 | 5211 |
| 预焙阳极价格 | 6300 | 6000 | 6000 | 5500 |
| 预焙阳极消耗系数 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| 氟化盐价格 | 9300 | 9300 | 9300 | 9300 |
| 氟化盐消耗系数 | 0.025 | 0.025 | 0.025 | 0.025 |
| 冰晶石价格 | 7200 | 7200 | 7200 | 7200 |
| 冰晶石消耗系数 | 0.005 | 0.005 | 0.005 | 0.005 |
| 现金成本 | 14717.5 | 14447.5 | 14216 | 13759.5 |
| 人工加折旧 | 1800 | 1800 | 1800 | 1800 |
| 完全成本 | 16517.5 | 16247.5 | 16016 | 15559.5 |

资料来源：SMM，铜冠金源期货

三、电解铝供应分析

2023 年 1-5 月国内铝锭产量稳步增加，据百川盈孚数据 1-5 月国内电解铝产量 1660.94 万吨，同比增加 3%。经过上半年复产，贵州、四川、广西大部分产能已经逐步复产，预计到 6 月底这三个地区待复产产能不超过 10 万吨。下半年的新增产能集中在内蒙古白音华项目预计 20 万吨，下半年的复产产能也是下半年主要的产能变动集中在云南的 200 万吨复产。6 月下旬，云南降雨量增加，已有部分产能开始复产。

对后续云南下半年复产预期上，我们倾向云南分批复产。因为今年主要发电厂蓄水量

不高，以及秋季厄尔尼诺预期较浓，可能秋季重新发生缺电。电解铝生产工艺区别于其他行业，装置稳定运行很重要的条件是电力的稳定，因此在电力恢复不稳的情况企业复产规模不会还跟去年一样迅速集体复产，大概率分批复产。我们给到云南年内复产一般的规模则全年全国最大产能将至 4230 万吨左右，年化产量预计 4107 万吨，较去年+3.2%。

进出口方面，2023 年 1-5 月我国进口铝锭大增 134.73%至 39.6 万吨。净进口 37.15 万吨，今年进口窗口鲜少开启，但乌俄冲突毫无平息迹象，对欧美对俄铝制裁更加严重，俄铝流入国内明显增多，今年几乎上半年月均流入国内 6-7 万吨。从目前的地缘情况看，未来俄铝进口高流入还将持续一段时间。预计月均进口量相较上半年持平，全年流入进口约 47 万吨，环比+72%。

海外产量今年较去年几乎保持平稳，1-5 月全球（除中国）电解铝产量为 1163.9 万吨，同比增加 0.17%，截至 2023 年 5 月底，全球（除中国）电解铝建成产能为 3564.9 万吨，开工产能 2802.1 万吨，开工率为 78.60%。上半年海外没有较大的减产，亦没有复产产能，较去年稳定。华青铝业 5 月份投产，产能 25 万吨，今年预计投产 50 万吨。此外下半年没有电解铝投产消息。照此预计，海外电解铝全年产量预计 2826 万吨，增幅 0.75%。

照此推演，2023 年全球电解铝今年产量在 6934.66 万吨，较去年+2.21%。

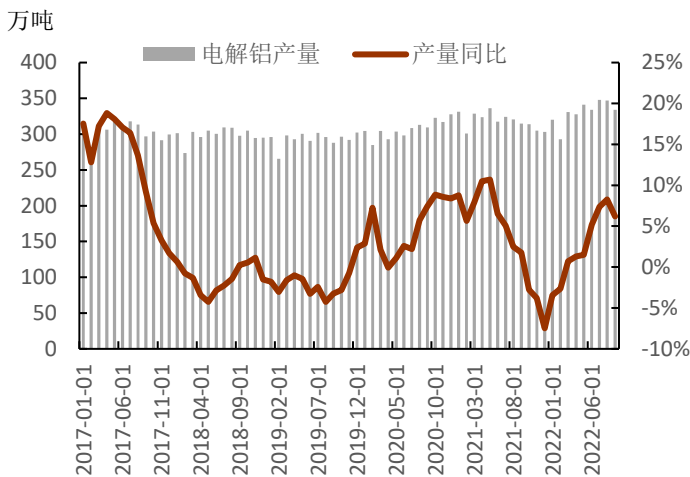
库存方面，截止 6 月底中国铝锭社会库存 47.2 万吨，较年初减少 8.7 万吨，较去年同期减少 27.9 万吨。今年铝锭库存为近几年同期新低，主要由于今年铝水比例较高一度达历史新高点 75%，铸锭下降，另外去年 4 月份仓库质押事件导致铝锭入库较少也是较重要原因，并未消费较好导致的铝锭低库存，从铝棒库存数据可以看到很好印证，铝棒库存 6 月底再 16.55 万吨处于同期较高水平。后续，伴随传统淡季来临，消费走弱，铝棒开工下降铝水比例提升，预计铝锭将展开累库。累库节奏我们预计七八月淡季小幅累库，累库高点预计在 70-80 万吨，九十月重新去库，直至年底回归累库节奏。海外库存表现稳定今年基本库存保持在 55 万吨附近波动，与海外稳定的产能产量表现一致。预计下半年亦不会有太大变动。

图表 22 2023 年下半年中国电解铝产能变动（万吨）

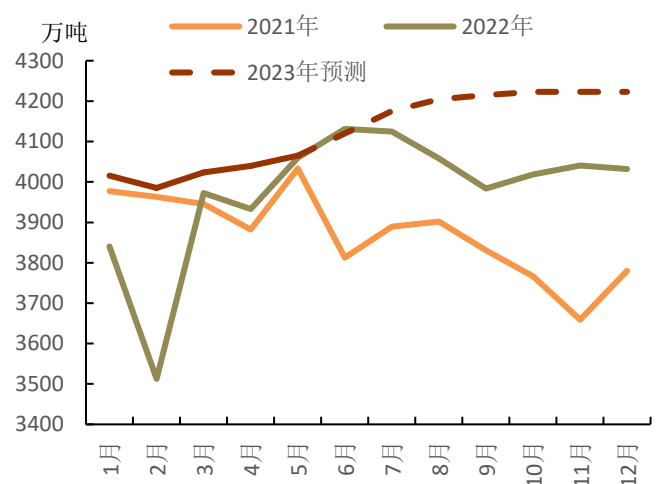
| 省份 | 变动 | 备注 |
|-------|-------|----------------------|
| 贵州 | 25 | 贵州年初减产的产能 预计在年中逐步复产 |
| 四川 | 5 | 省内仅剩余少量产能 待复产，预计年中完成 |
| 广西 | 0 | 省内基本完成复产 |
| 云南 | 0-200 | 按照去年运行最大值 测算 |
| 内蒙古 | 20 | 白音华项目一期 |
| 贵州 | 1 | 元豪剩余量 |
| 四川 | 13 | 广元启明星二期 |
| 山东-贵州 | 20 | 增减并存 |
| 合计：万吨 | | 63-263 |

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 23 中国电解铝产量

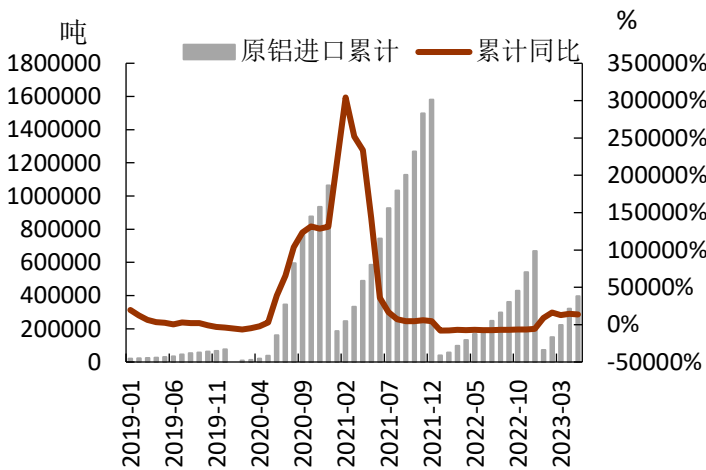


图表 24 中国电解铝产能及预期

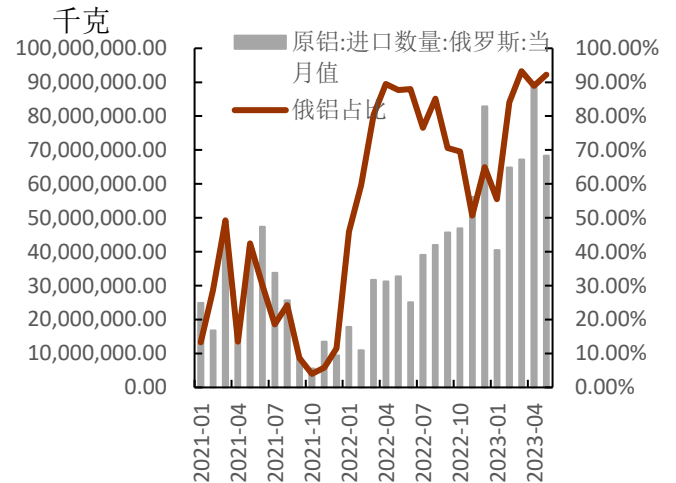


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 25 中国铝锭进口量



图表 26 进口俄铝所占比例

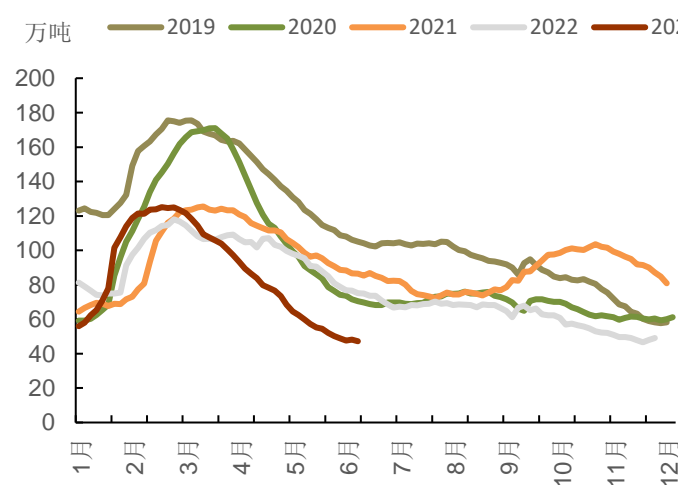


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 27 全球（除中国）电解铝产量



图表 28 电解铝库存季节性变化



资料来源：我的有色，铜冠金源期货

图表 29 铝棒库存季节性变化

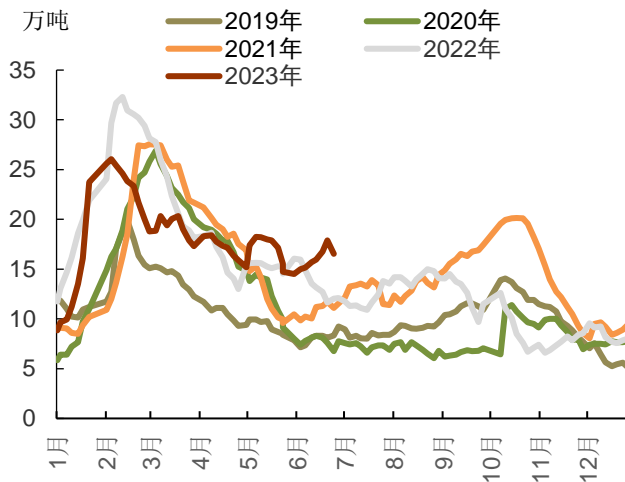
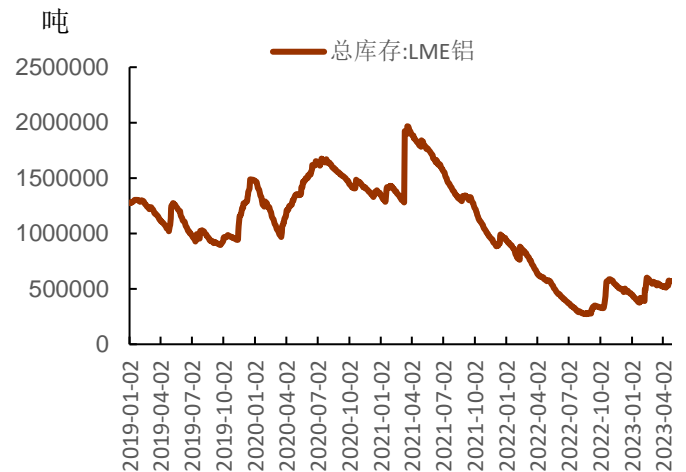


图 30 LME 库存



资料来源：我的有色，铜冠金源期货

四、电解铝需求分析

1、铝加工

2023 年上半年铝加工开工经过二季度持续回升之后 5 月出现上行乏力症状，6 月开始有进入淡季表现，到 6 月底，高频的周度铝加工开工率回落至 63.9%。目前市场淡季氛围愈发浓厚，订单不足下铝加工各版块开工率均存走弱预期，七八开工难言乐观，预计继续下调为主。

2、国内终端消费

房地产方面，1-5 月房地产新开工面积累计同比下降 22.6%，施工面积同比下降 6.26%，竣工面积同比增长 19.11%。商品房销售面积同比下降 0.4%，商品房销售额累计同比增长 8.8%。高竣工和低新屋开工形成巨大落差，且高竣工低销售意味着库存增加。另外 1-5 月房地产开发投资额相比 1-4 月增速继续恶化为-7.2%，成为经济复苏的主要拖累项；1-5 月新开工面积跌幅也在持续扩大，显示开发商拿地开工积极性不足，供给扩张能力并未恢复。受土地成交持续下行及销售复苏再度放缓影响，新开工和房地产开发投资或仍将延续弱势。综合感觉房地产冷意重现。房地产这个用铝消费大头预计今年将继续拖累铝消费增速。

汽车方面，根据中汽协数据显示，1-5 月汽车销量 294 万辆，同比+46.78%；产量 300.5 万辆，同比+45.1%。自 2022 年底国补退坡政策后，新能源车企迅速赶产，导致提前透支了今年的产量，高企的库存仍处于消化阶段。随着库存的进一步消化，叠加车市价格战的热度逐渐衰退，消费者观望的情绪有所削减，逐渐回归理性消费情绪，因此预计汽车整体产销回归稳步增长状态。乘联会预测，2023 年中国新能源乘用车销量为 850 万辆，年度新能源车渗透率有望达到 36%。去年新能源车 688.7 万，如果今年达成预期，全年用铝量增加

25万吨。传统汽车1-5月累计产销分别为1053.91万辆，1061.7万辆，增幅5.99%，11.11%。

传统汽车一季度经历萎靡负增长后二季度保持稳步上行。国家层面针对汽车行业的政策指引频出，旨在进一步稳定和扩大汽车消费，下半年乘用车市场或表现稳步小升，不过也需要关注5月汽车经销商综合库存系数为1.74，环比上升15.2%，同比上升1.2%，处于历史较高水平，经销商端仍存在库存压力。

白色家电方面，1-5月空调产量累计11425.05万台，同比+14.2%；洗衣机1-5月产量累计4082.49万台，同比+18.9%；彩电1-5月产量7706.73万台，累计+4.9%。去年底今年初房地产小阳春带动家电市场已有一定作用显现，按照家电落后竣工端4-6个月看，从竣工数据看4月份竣工数据仍然不错，预计家电还有2-4个月向好消费保持，海外全球需求萎缩市场仍有些低迷。家电板块铝消费预计持平或微幅增长。

1-5月电网投资完成额累计同比+10.8%，前五个月招标完成额比较好。2023年国家电网投资计划为5200亿元，相比去年增加4%。整体国网全年有增量预期，分布至月份可能会有差异。

光伏方面，1-5月光伏新增装机61.21GW，较去年同期增长158%。根据中国光伏行业协会2023年我国光伏装机预期95-120GW，相比2022年有8.7-37.3%的增量，用铝量增加4.9-19.8万吨。

综上，终端消费方面房地产继续拖累整体消费增量，传统汽车及家电预计保持稳定或温和增长，新能源车、电网光伏板块仍然是较亮眼的铝需求增速。

3、铝材出口

今年上半年我国铝材出口始终保持较弱，1-5月铝材累计出口2315001万吨，同比-20.2%。下半年欧美市场中包装、建筑、耐用消费品等领域依旧低迷，制造商和批发商处于去库周期，海外市场整体需求尚现触底反弹，预计仍对我国铝材出口形成压制。

5、海外铝消费

海外消费我们亦从铝消费两大板块房屋和汽车两大类去看。首先如前文所述欧元区进入技术性衰退，消费弱势基调被奠定。其次从欧美信贷表现看，欧元区银行信贷同比增速非常疲弱，美国银行信贷同比相对欧元区稍好，今年美国信贷有一定修复，因此表现在消费上有较大差距。

从房地产表现上，欧洲建筑业PMI疲弱异常，去年初开启大幅下行，并在欧元区加息之后，增速跌至负增长，一直保持至今，显示欧元区建筑业仍在筑底阶段。美国房屋销售、新屋开工、营建许等一系列一度好转，美国房地产消费仍有一定韧性。汽车方面看，欧美汽车消费较去年都有一定程度改善，但从欧洲商用车注册量看，欧元区回升较低，几度仍然处于负增长区间，相较之下从美国工业生产指数汽车来看，基本保持在正增长区间，不

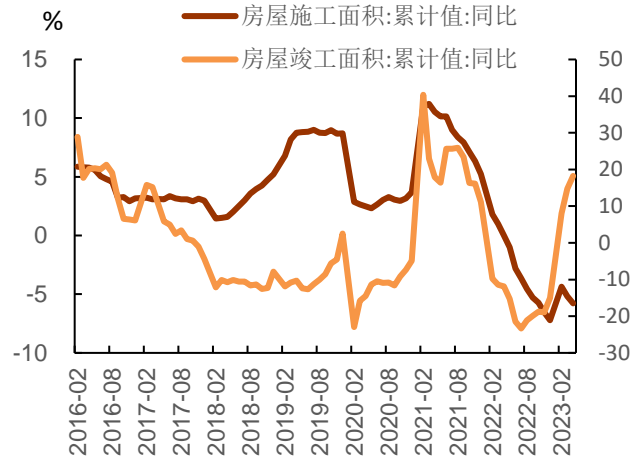
过较去年略低。

整体看海外消费尚处于相对弱势中，美国相比欧元区消费更具韧性，海外铝消费我们更倾向于较去年小降或者持平。

图表 31 铝加工开工率



图表 32 中国房地产施工、竣工面积

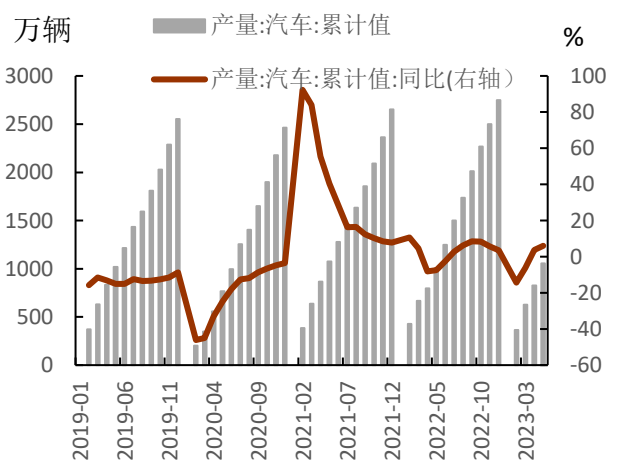


资料来源：我的有色，iFinD，铜冠金源期货

图表 33 房地产新屋开工、开发投资

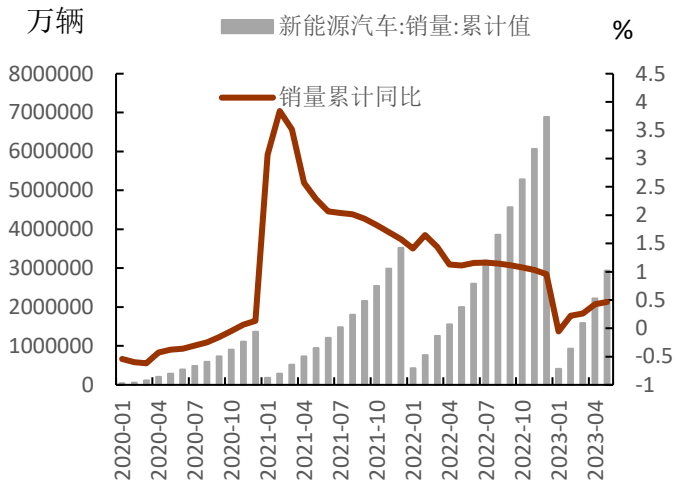


图表 34 中国汽车产量

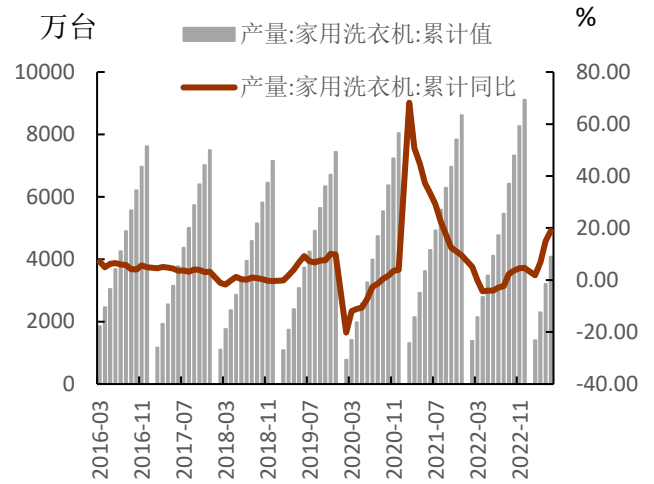


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 中国新能源车销量

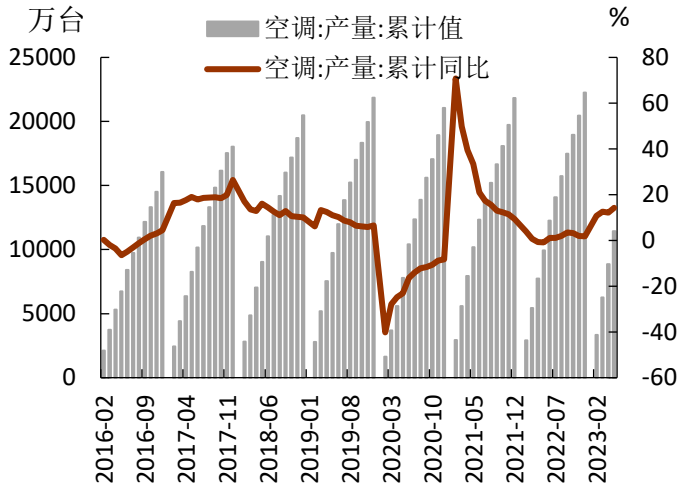


图表 36 中国洗衣机产量

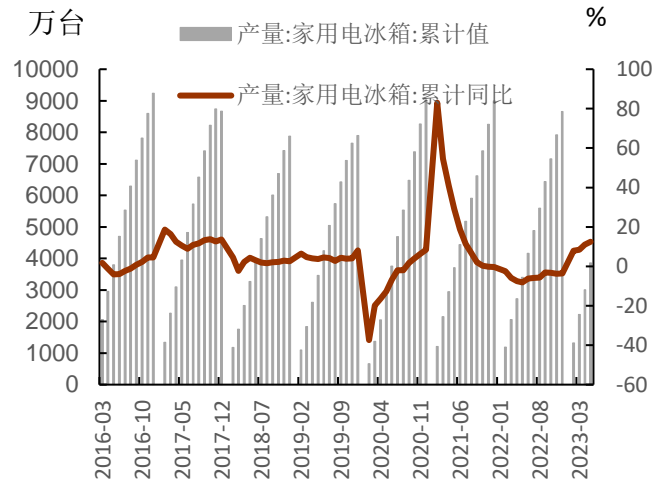


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 中国空调产量

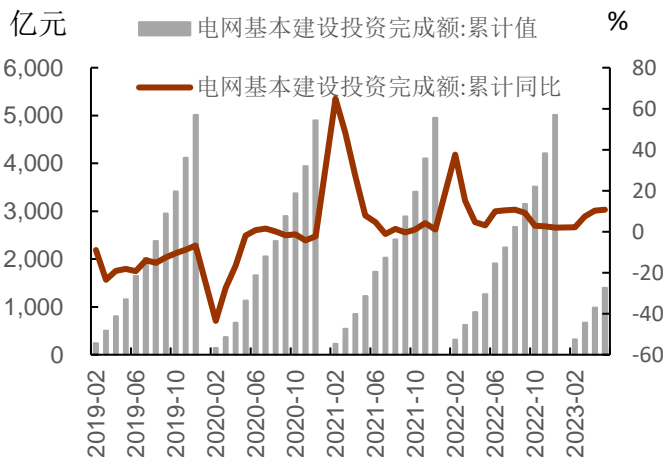


图表 38 中国家用电冰箱产量

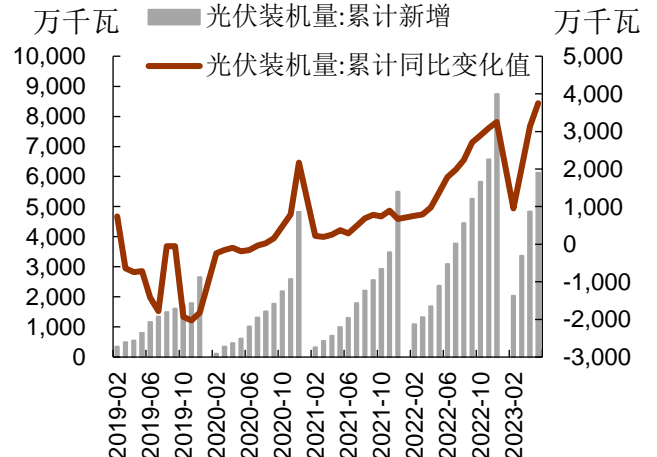


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 39 电网投资完成额

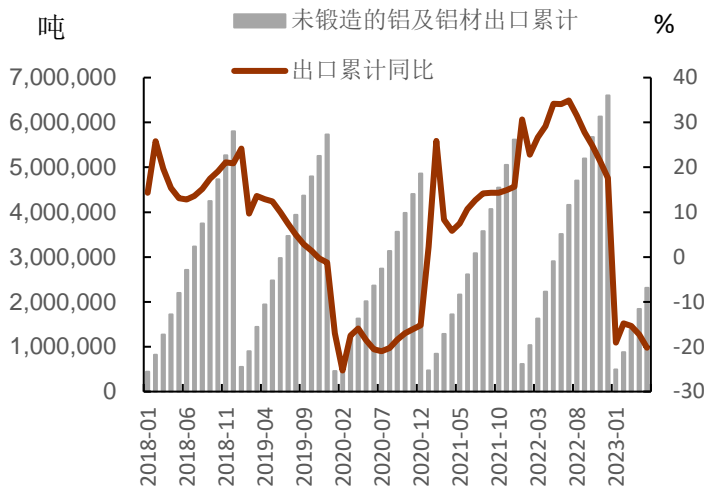


图表 40 中国光伏装机量

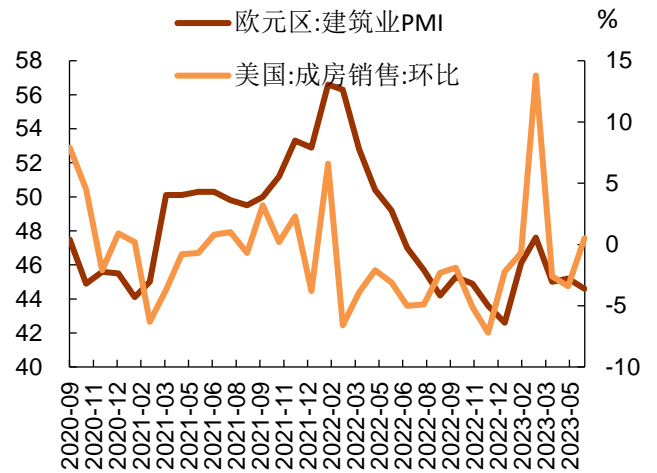


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 41 铝材出口

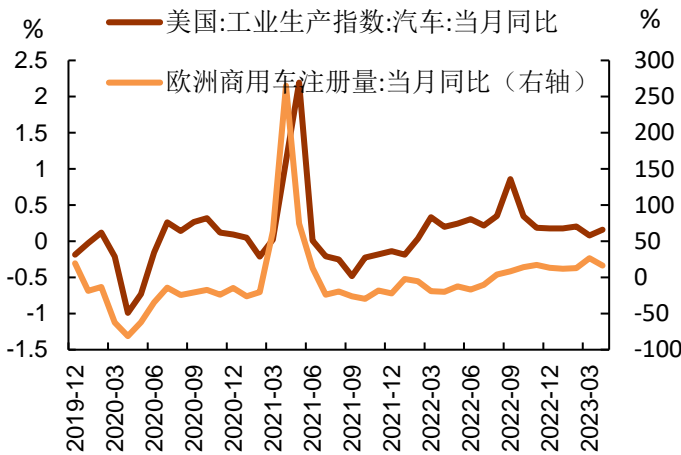


图表 42 欧美房地产表现



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 43 欧美汽车表现



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

五、平衡

图表 44 2023 年下半年中国电解铝供需平衡表

| 2023 年国内供需平衡预期 | | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 日期 | Q1 | Q2E | Q3E | Q4E | 2023 合计 | 2023 增速预期 |
| 运行产能 | 4023.5 | 4100 | 4215 | 4223 | | |
| 产量 | 987.00 | 1010.96 | 1050.00 | 1060.00 | 4107.96 | 3.24% |
| 净进口 | 21.3 | 20 | 20 | 20 | 81.3 | 72.25% |
| 总供给 | 1008.30 | 1030.96 | 1070.00 | 1080.00 | 4189.26 | 4.05% |
| 消费 | 908.30 | 1080 | 1050 | 1100 | 4138.3 | 1.95% |

资料来源: 铜冠金源期货

图表 45 近年全球电解铝供需平衡表

| 近年全球供需平衡预期 | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 时间 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 E | 2020 年 增速 | 2021 年增 速 | 2022 年 增速 | 2023 年 E 增速 |
| 产量 | 6712.5 | 6799.2 | 6784.60 | 6934.66 | 7.43% | 1.29% | -0.21% | 2.21% |
| 消费 | 6557.9 | 6852 | 6865 | 6944.3 | 6.12% | 4.48% | 0.19% | 1.16% |
| 过剩量 | 154.60 | -52.80 | -80.4 | -9.64 | | | | |

资料来源：铜冠金源期货

六、行情展望

宏观方面，海外美联储无论是从通胀端还是就业端在四季度前都难以看到决定性的降息信号。而高利率长期维持下势必影响海外经济增长和消费表现。此外银行危机将成为后续影响海外市场的一条持续性避险线条。国内 4-5 月份可见各经济数据都在筑底阶段，后续仍然存在经济回升预期，不过后续的经济复苏将更多依赖经济内生动力，复苏过程可能比较缓慢，也需要政策配合扩大需求。下半年经济表现，相比一季度高期待和强反弹不同，四季度可能缓慢转好。整体宏观海外高利率压力预期长时间维持，但四季度年底或有国内外转变期待。

供应方面，下半年国内供应端变量主要在云南复产节奏，根据 9 月厄尔尼诺预期和主要水库需水量不高的情况预计，云南大概率分批复产，国内下半年产能最高 4230 万吨，产量 4107 万吨，增幅 3.2%。海外产量稳定，年内增 0.75%。

需求方面，房地产继续拖累整体消费增量，传统汽车及家电预计保持稳定或温和增长，新能源车、电网光伏板块仍然是较亮眼的铝需求增速，国内全年消费增速较去年小幅下滑至 1.95%。海外消费整体弱势，不过也存在相对强弱，美强欧洲弱，整体海外消费稳定或者微增。

成本方面，夏季动力煤止跌成本或持稳 16000-16500 元/吨附近，四季度还需关注动力煤氧化铝走向，成本或有小幅下行。

综上，云南展开复产，加上季节性淡季，以及铝水比例大概率下降，铝阶段性供应过剩预计逐步显现，铝价三季度承压运行为主。不过云南复产节奏复产量不确定性较强，三季度铝锭成本亦有一定支撑，铝价下行空间或有限。四季度还需观察国内外宏观变化，铝价不排除年底翘尾行情。

预计铝价三季度弱势，四季度震荡偏强，沪期铝主体运行区间在 16500-18500 元/吨，伦铝主体运行区间在 2050-2300 美元/吨。

风险点：美联储超预期停止加息、国内外电解铝意外减产

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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状况。