



2023年9月4日

## 低库存低仓单

## 铝价偏好

### 核心观点及策略

- 宏观方面，伴随8月底美国经济数据走弱美联储停止加息预期走高，市场暂时风险偏好回升，不过长期高利率维持预期未改，长线海外宏观仍有压力。国内处于经济偏弱+政策持续加力的格局，宏观外紧内松维持。基本面云南复产已至尾声产能上抬，产量紧随其后增长，供应压力可能仍然存在，但铝水比例较高，库存预计不会跟随供应大增，我们更看好库存维持相对低位。消费端光伏和新能源稳定增长，房地产在各项政策拉动下持续弱复苏，家电后续或拖累消费，整体消费短期偏好，长线有压力。整体，铝市场供需双增，鉴于铝水比例高入库少，短期旺季消费大概率环比小增，铝库存及仓单预计持续低位，铝价受其助益短期偏强，盘面Back格局可能进一步扩大。不过铝价上方空间和上行持续时间我们仍然看法较为谨慎。操作上回调介入为主，勿追高。
- 预计9月沪期铝主体运行区间在18500-19500元/吨，伦铝主体运行区间在2150-2300美元/吨。
- 策略建议：逢低做多，跨期正套
- 风险点：美联储持续鹰派、消费不及预期

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ 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.....	6
二、原料成本及利润分析.....	8
1、铝土矿.....	8
2、氧化铝.....	9
3、电解铝利润.....	10
三、电解铝供应分析.....	11
四、电解铝需求分析.....	13
1、铝加工.....	13
2、国内终端消费.....	13
3、铝材出口.....	14
五、行情展望.....	16

## 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 .....	5
图表 4 国内现货季节性升贴水.....	5
图表 5 欧、美、日 GDP 增速 .....	7
图表 6 中国 GDP 增速 .....	7
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.....	10
图表 10 进口铝土矿价格.....	10
图表 11 中国铝土矿进口季节性表现.....	10
图表 12 国内外氧化铝价格.....	10
图表 13 氧化铝进口季节性表现.....	11
图表 14 国产氧化铝产能产量.....	11
图表 15 氧化铝成本利润 .....	11
图表 16 电解铝成本利润趋势 .....	11
图表 17 中国电解铝产量.....	12
图表 18 全球（除中国）电解铝产量.....	12
图表 19 电解铝进口季节性图.....	12
图表 20 电解铝库存季节性变化.....	12
图表 21 铝棒库存季节性变化.....	13
图表 22 LME 库存 .....	13
图表 23 铝加工开工率.....	15
图表 24 房地产竣工施工同比增速.....	15
图表 25 新能源车销量.....	15
图表 26 中国洗衣机产量.....	15
图表 27 中国空调产量.....	15

---

图表 28 中国家用电冰箱产量.....	16
图表 29 中国光伏装机量.....	16
图表 30 电网基本建设投资完成额.....	16
图表 31 中国铝材出口季节性表现.....	16

## 一、行情回顾

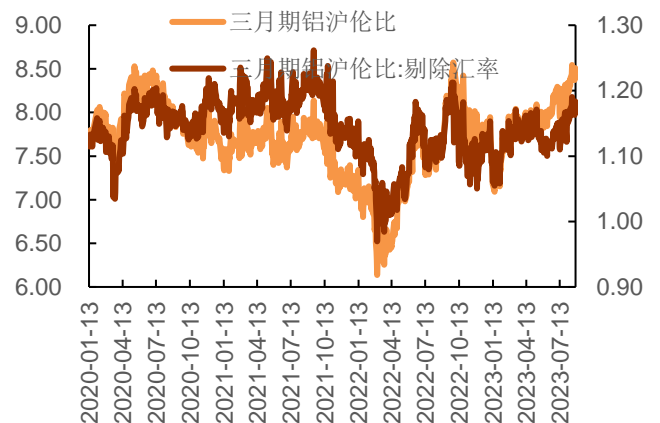
8月铝价依然保持窄幅震荡，不过震动区间较上个月稍有上抬，主力合约在18100-18800元/吨之间。国内政策暖风频吹，基本面铝锭库存展开缓慢连续三周多去库，基本面一度改善，铝价回升到18500元/吨附近震荡，月中宏观情绪拖累铝价短暂回落至18100元附近，但低库存及后续中国各种政策出台，促使铝价再度快速拉回，并在月末上冲近一年的震荡箱体上沿19000元/吨附近，月末报收18980元/吨，月内涨3.43%。海外美国通胀和非农数据好坏参半，市场对美联储鹰派预期有一定改变，但伴随美联储官员连续鹰派发言，市场预期重回谨慎，美指本月连续低位反弹，LME铝价受抑接连下行再次触及今年低点2115美元/吨，其后伴随美国偏弱经济数据，美联储预期暂时转好，铝价止跌震荡，不过反弹动力尚缺，相较国内LME铝价表现偏弱，月末报收2201.5美元/吨，跌3.82%。

8月人民币缘故沪伦铝比值继续小幅走高，在8-8.51之间，8月下旬进口窗口保持开启，月底进口盈利300元/吨附近。LME贴水本月一度扩大至-55.5美元/吨，月末收敛至-35美元/吨附近。国内现货较强由贴水30元一路上行至升水210元/吨。

图表 1 沪铝和 LME 走势

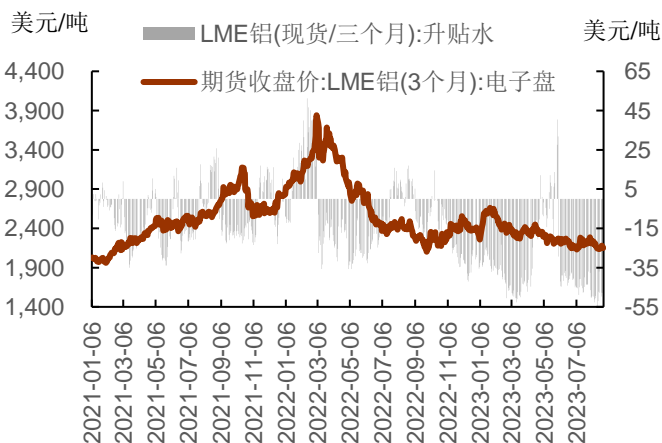


图表 2 沪伦铝比

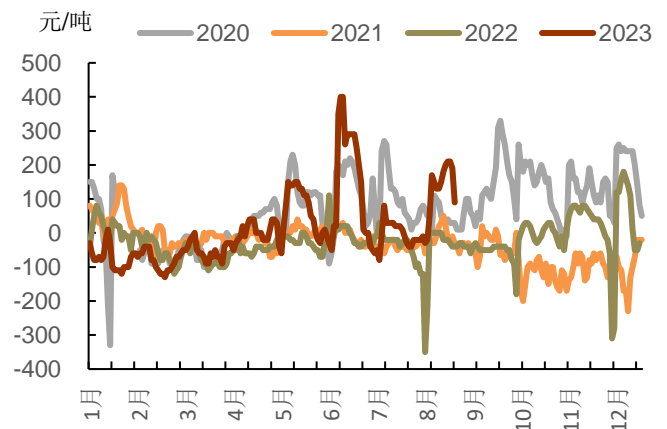


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

经济数据和消息方面，美国二季度美国国内生产总值（GDP）按年率计算增长2.1%，较首次预估数据下调了0.3个百分点。美国7月零售销售月率录得0.7%，超出市场预期的0.4%，为2023年1月以来最大增幅，实现连续四个月增长。美国7月ISM制造业PMI录得46.4%，低于市场预期值46.8%，前值46%，连续第九个月处于收缩区间。7月ISM服务业PMI小幅回落，下降52.7，但仍处于扩张水平。此外，惠誉评级（Fitch）近期将美国债务评级从AAA下调一级至AA+，以反映未来财政恶化。不过美债评级被下调，但预期影响有限。

劳动力和通胀方面，美国劳工统计局公布数据显示，8月季调后非农就业人口增加18.7万人，预期17万人，前值自18.7万人下修至15.7万人；失业率意外上升0.3个百分点至3.8%，创2022年2月以来新高，预期及前值均为3.5%。美国消费者价格指数（CPI）显示，7月份价格同比上升3.2%，受油价反弹的影响，比前值（6月CPI）3.0%有小幅回升，但略低于预期的3.3%。扣除能源及食品项目成本的核心CPI，7月同比上升4.7%，低于预期的4.8%，前值为4.8%。7月份PPI同比增长0.8%，环比增长0.3%。

非农及通胀数据都有喜有忧，8月就业数据意外降温，支持美联储采取“观望”态度，9月美联储暂停加息概率升至90%，不过年内降息概率下降，利率或维持高位。一是美国通胀仍具有较强的粘性，当前美国通胀水平明显高于美联储2%的长期目标，7月份CPI同比小幅上涨至3.2%，核心CPI同比虽有所下滑，但仍达4.7%，过早结束紧缩周期，通胀率可能将难以回归其通胀目标。二是美国主要经济数据表现较有任性，反映出当前美国经济恢复势头较好，经济软着陆概率提升，因此其降息意愿较低。

欧元区二季度GDP同比增长0.6%，环比增长0.3%。欧元区主要国家二季度GDP增速放缓，欧洲第一大经济体——德国二季度GDP同比跌幅为0.1，今年连续两个季度同比萎缩，整体经济放缓。欧元区7月综合PMI终值下调，服务业PMI由51.1下修至50.9。高通胀、高利率环境持续拖累欧元区经济表现，未来短期内经济放缓加剧。欧元区7月HICP同比初值为5.3%，核心HICP同比与上月保持不变。欧元区7月份通胀继续放缓，不过核心通胀率仍与上月持平，服务业通胀继续反弹。

### 2、国内

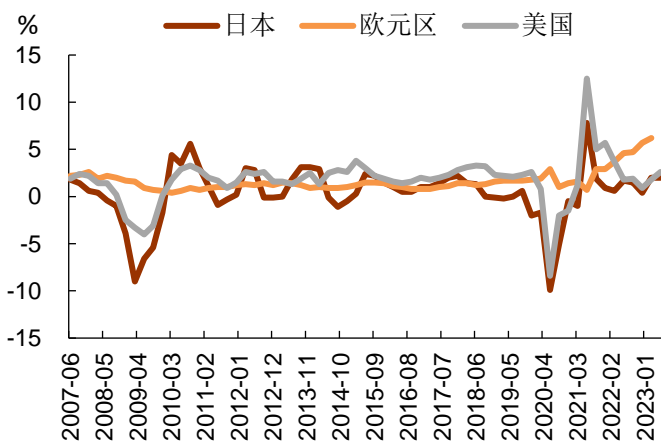
国内7月经济数据大多低于市场预期：7月规模以上工业增加值同比增长3.7%，预期值4.6%，前值4.4%。7月服务业生产指数同比录得5.7%，较上月下降1.1个百分点，剔除基数效应后，四年平均同比为4.37%，较前值下行0.9个百分点。1-7月全国固定资产投资同比增长3.4%，1-6月为3.8%。7月社会消费品零售总额当月同比2.5%，大幅不及预期的

5.3%。不过稍早公布的7月官方制造业PMI表现稍好4.93高于前值49。当前经济复苏力度仍然偏弱。背后是6月以来稳增长政策持续发力，但政策显效往往需要一段时间，当前经济运行仍在延续二季度以来的放缓势头。

进出口方面，中国7月出口（以美元计价）同比-14.5%，预期-13.2%，前值-12.4%；进口（以美元计价）同比-12.4%，预期-5.6%，前值-6.8%；贸易顺差为806亿美元，前值706亿美元。中国7月出口增速延续下行，可能是受到去年同期高基数的影响，当然也有外需不振的缘故。

消息面8月底政策利好不断：央行进行2040亿元7天逆回购，中标利率下调10个基点至1.9%；续作4010亿元1年期MLF，中标利率下调15个基点至2.5%。同时，央行将常备借贷便利利率（SLF）下调10个基点。随后又进行了LPR非对称降息，1年期LPR为3.45%，较上月下调10BP；5年期以上LPR为4.2%，较上月持平。平央行操作凸显了政策层对于稳地产、稳经济的决心。其后股市发布降印花税、收紧ipo、严控减持、融资加杠杆的利好措施。月末先后发布“认房不认贷”政策，及央行、国家金融监管总局重磅宣布房贷政策调整，降低存量房贷利率。伴随稳增长政策发力显效，8月消费、投资、工业生产增速等关键宏观数据有望改善。

图表 5 欧、美、日 GDP 增速

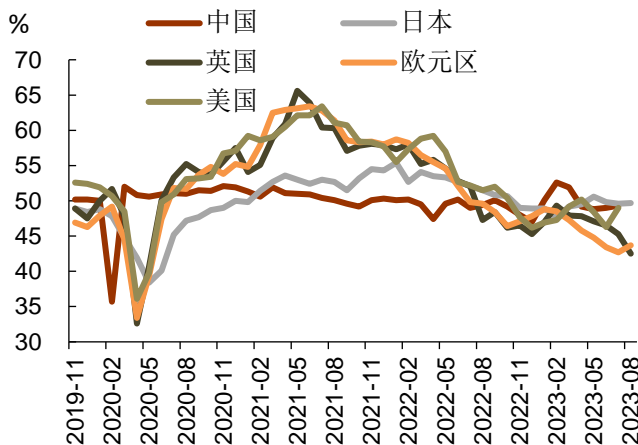


图表 6 中国 GDP 增速

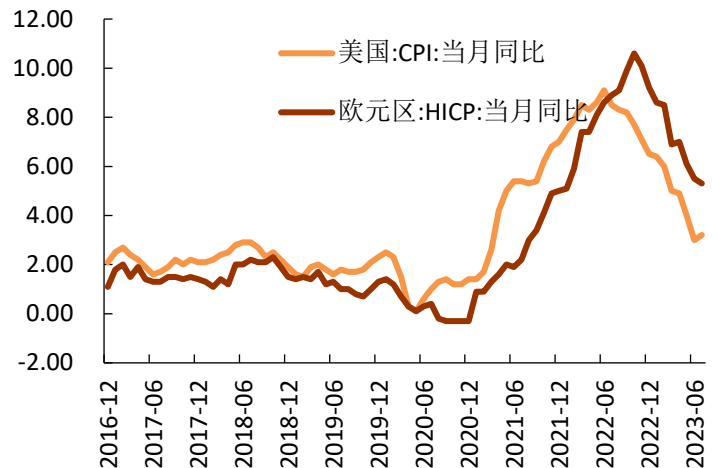


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

8 月晋豫两地矿价继续小涨，河南三门峡地区矿山停采状况并未改变，北方地区矿价上行动力较足，南方矿山开工稳定，供应未改。截止 8 月底山西地区铝硅比 5.0，氧化铝含量 60%的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价大约在 470-490 元/吨；河南地区铝硅比 5.0，氧化铝含量 60%的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 485-505 元/吨左右；贵州地区铝硅比 5.5，氧化铝含量 58%的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 330-390 元/吨；广西地区铝硅比 6.0，氧化铝含量 53%的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 315-330 元/吨。

后续矿价走势我们认为并不会长时间连续上行。因为首先消息免导致的情绪发酵经过一段时间目前已经比较平息；其次，国内氧化铝企业为保证生产的稳定性，逐渐开始技改生产线，将用矿重心转移到进口矿石；再次，国内矿品质下滑，本身国内氧化铝厂也有寻求进口矿石意愿。目前国内情绪已经逐步消化，替代正在逐步进行，未来国内矿价持续的大幅上行恐难实现。

进口矿石方面，国产矿石供应情况不佳，海外需求相对增长，进口随之走高。据中国海关总署，2023 年 7 月中国共进口铝土矿 1291.06 万吨，环比增加 11.66%，同比增加 21.90%。分国别看，本次自几内亚进口 918.6 万吨，环比增加 13.03%，同比增加 54.73%；自澳大利亚进口 331.03 万吨，环比增加 11.11%，同比增加 5.09%

综上，三门峡矿石保持停采，北方矿价预计保持高位，不过继续上行空间预计有限。进口矿在国内寻求进口补充需求及国内新投及复产氧化铝使用进口矿增加下，进口预计增加，进口矿价或有走高。



## 2、氧化铝

8月中国氧化铝价格继续缓步上行，从月初2873元/吨至月底涨到2900元/吨上方。一方面前期矿石因素导致的减产未能复产，另外还有部分氧化铝企业设备检修，供应受限；另一方面云南电解铝继续复产，需求小幅增加。

进出口方面，8月下旬国内氧化铝价格涨幅放缓，但海外氧化铝现货价格接连上调，让本身将要打开的进口窗口又重新回归亏损，加上人民币汇率破7.3，进口亏损进一步扩大至百元以上。目前国内氧化铝的利润逐步得到修复，企业高产意愿或将有所提升，届时国产氧化铝价格也将再度回调，进一步影响氧化铝进出口局势。据海关数据，2023年7月中国进口氧化铝约为12.93万吨，同比减少18.17%。出口氧化铝约为13.43万吨，同比上涨265.92%。预计8月进口氧化铝继续减少。

国内产量方面，有消息称晋豫地区矿石找到新的补充来源，预计9月将有大量氧化铝产能复产。数据显示，2023年7月中国氧化铝产量为695.2万吨，同比增加1.58%，平均日产22.43万吨，较2023年6月日产22.52万吨减少0.09万吨。7月氧化铝市场开工变化并不明显，整体供应小幅减少。7月氧化铝行业利润空间有所放宽，企业保有一定的生产积极性，多处于稳产状态。然而河南、贵州地区部分氧化铝企业受矿石供应偏紧影响压减产运行，氧化铝实际产量相较于6月减少。同时，在本月西南地区以及山东、山西地区个别氧化铝企业进行检修工作。综合导致氧化铝日产相较于6月减少。在氧化铝价格持续上行，行业利润空间放宽的行情下，生产企业稳产、高产意愿偏高。西南地区目前正在进行检修的部分氧化铝企业于8月初开始恢复至正常生产状态；后期北方个别氧化铝企业有部分产能存在复产以及投产计划，若得以顺利实现，氧化铝市场供应将有所增加。但局部地区受限于矿石供应偏紧的部分氧化铝企业预计短期内较难实现复产。因此预计2023年8月中国氧化铝行业日产较7月小幅增加，预计8月国产氧化铝产量约为705万吨。

成本端，2023年7月中国氧化铝行业含税完全成本平均值为2650.12元/吨，较2023年6月的2637.74元/吨上涨12.38元/吨，环比上涨0.47%，同比下跌4.84%。矿石方面，7月中国国产铝矾土市场价格重心先涨后跌。国产矿供应紧张程度加剧，导致晋豫两地氧化铝企业对于矿石采购心态更为积极，进而支撑矿石价格重心上行。但进入下旬，现货资源量较少，市场交易氛围冷清，进而导致价格重心略有回落。整体来看，7月国产矿石价格较6月小幅上涨。进口矿石市场价格波动有限，主要原因依旧围绕着可交易现货数量偏少，价格僵持运行；7月港口煤震荡冲高后回落。具体来看，上旬高温影响下，煤价上涨，到了中旬煤价上涨转为滞涨、涨跌互现状态，主要是需求提升有限。到了下旬，因产地安全检查及事故影响，供应有收缩，市场煤资源紧张，煤价稍有提振；月底，因发运成本持续倒挂，下游对高价煤产生抵触情绪，港口价格上涨动力不足。整体来看，7月港口煤价格较6月明显上涨；7月液碱市场依旧延续前期走势，市场需求表现一般，成交氛围偏向冷清，液碱价格承压运行。综合来看，7月氧化铝行业成本呈现小幅上涨趋势。

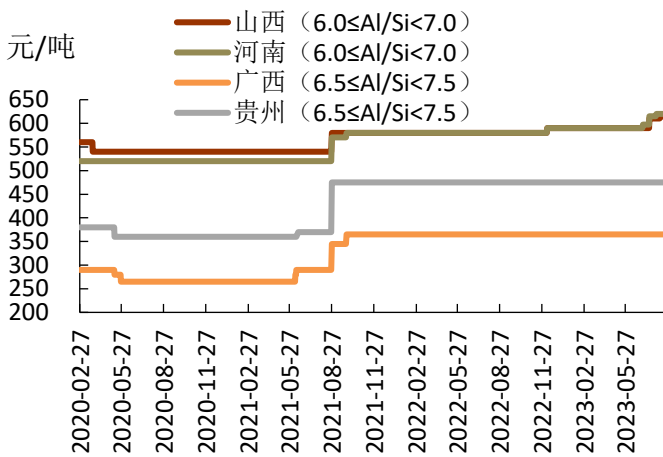
整体，国内氧化铝产量在此前检修产能复产之后预计有所回升，进口窗口延续关闭，进口补充有限。消费端云南复产已近尾声，消费增长空间所剩无几。在供应预期增加消费增量却减小的情况下，我们认为国内氧化铝价格已处于阶段性顶部附近，不过成本支撑及三门峡地区短期难复采的预期之下，氧化铝底部支撑也较为明显。

### 3、电解铝利润

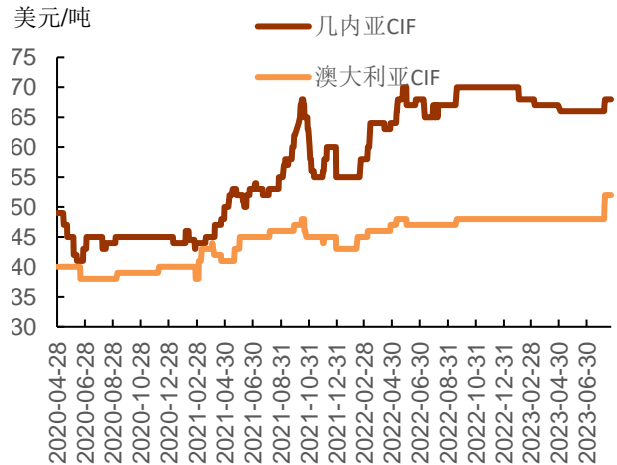
8 月份，中国电解铝行业理论平均完全成本 15815.41 元/吨，较上月-13.15 元/吨。原料端氧化铝小幅上行，电价、氟化铝、冰晶石等小跌。电解铝月度理论利润为 2738.12 元/吨，较上个月+330.35 元/吨。

我们认为 9 月份电解铝成本持稳。主要由于两大成本大头，氧化铝价格处于上涨尾声，电价因供应充足用电高峰已过难以上涨，因此 9 月份电解铝成本预计以稳为主。

图表 9 国产铝土矿价格

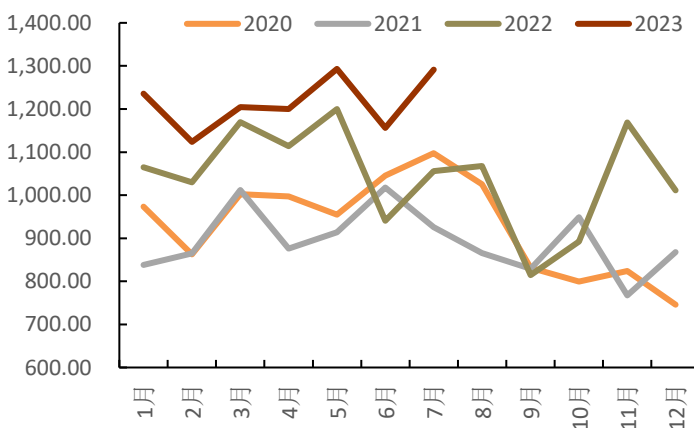


图表 10 进口铝土矿价格

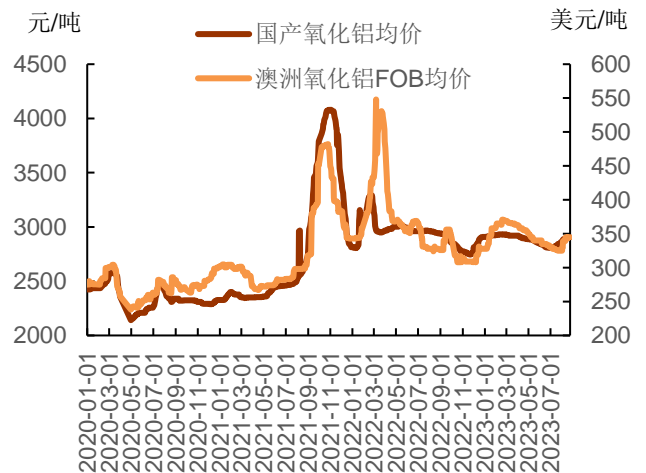


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铝土矿进口季节性表现

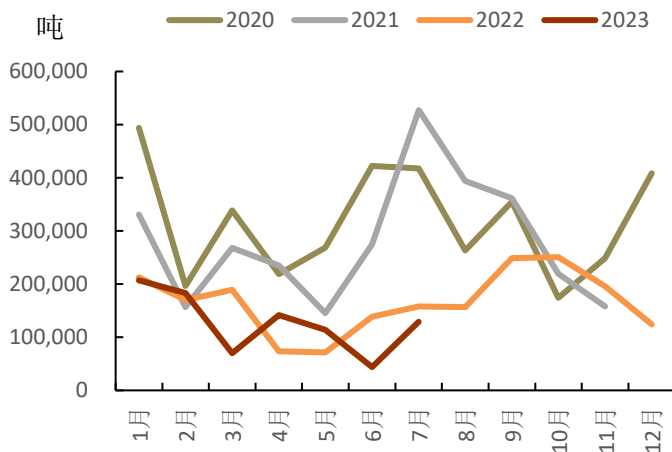


图表 12 国内外氧化铝价格

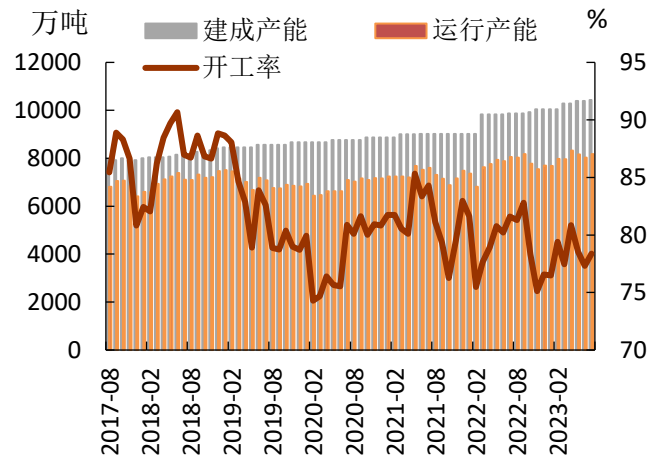


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 13 氧化铝进口季节性表现

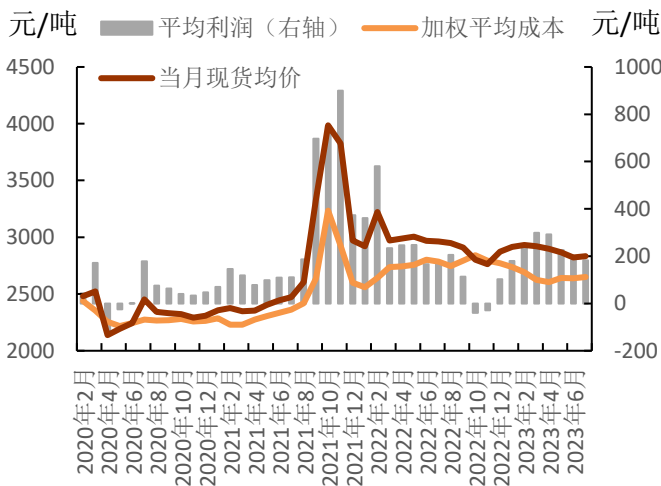


图表 14 国产氧化铝产能产量

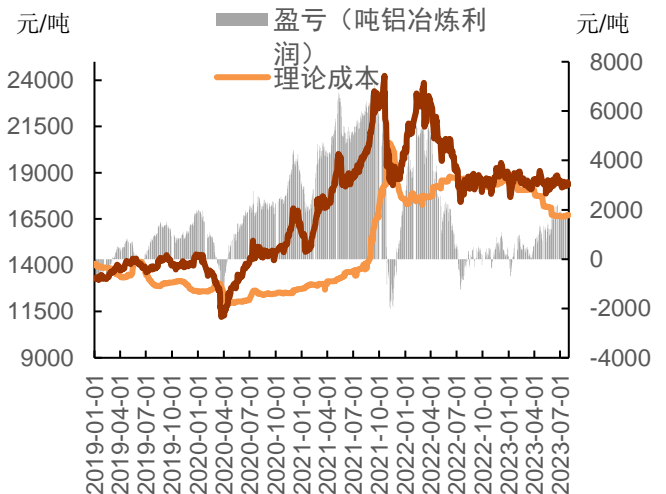


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 氧化铝成本利润



图表 16 电解铝成本利润趋势



资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

### 三、电解铝供应分析

百川盈孚统计，2023年6月中国原铝产量354.18万吨，平均日产11.43万吨，年化产量4170.18万吨，较2023年6月份日产11.19万吨增加0.24万吨。减产方面，山东地区产能转移减产，涉及30万吨产能；四川技改稍有减产量级不大。复产方面，云贵地区继续复产及新投，贵州开工率已达90%，云南预计8月下旬将完成复产计划，部分新投产能在9月上旬将释放完毕，至此当地复产加新投共计约235万吨。综合来说，目前电解铝行业建成产能4754.90万吨，开工产能4195.2万吨，开工率88.79%。据目前的增减产情况预估，2023年8月电解铝产量约358万吨，日化产量约11.55万吨，平均日产量继续增加。

海外，2023年7月全球（除中国）电解铝产量为240.3万吨，同比增加0.02%，环比增加3.22%，平均日产7.75万吨，较2023年6月日产7.76万吨，减少0.01万吨。截至2023年7月底，全球（除中国）电解铝建成产能为3564.9万吨，开工产能2914.6万吨，

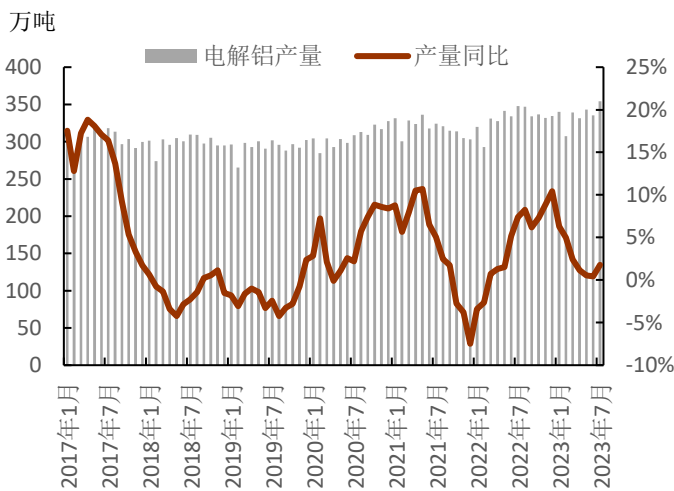
开工率为 78.95%。预计 2023 年 8 月全球（除中国）电解铝产量为 242 万吨。

库存方面，据 SMM，8 月底国内铝锭库存相对 7 月底减少 4.8 万吨至 49.3 万。铝棒库存 8 月底较上个月减少 0.42 万吨至 6.96 万吨。8 月铝锭社会库存已展开去库，目前库存处于同期较低水平。8 月底海外 LME 库存 51.7 万吨，环比上月底增加 1 万吨。

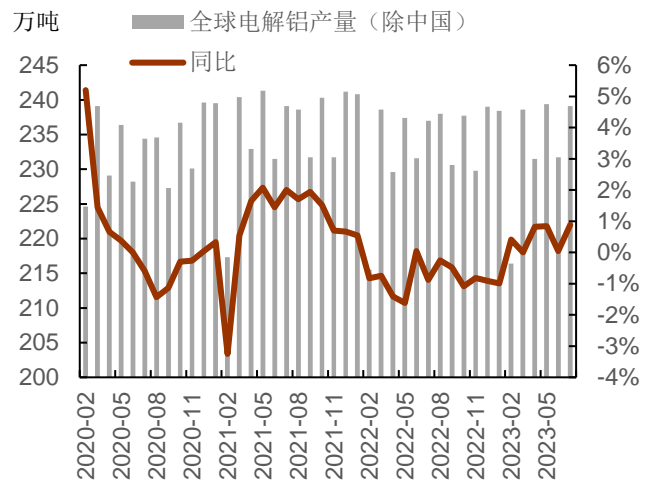
进出口 7 月环比大幅增长，从 8 月份进口窗口下半月打开情况来看，8 月进口预计仍保持较高水平。具体数据，2023 年 7 月中国原铝进口量 116569.017 吨，同比上涨 128.40%，环比上涨 30.41%。

总体供应端来看，时至 8 月底，云南复产已至尾声，后续产能增幅将大幅放缓。不过需要注意的是电解铝产能放量较产量增长还有 1-2 个月时间滞后，云南集中放量在 7 月份那么产量增长可能从 9 月开始有所显现，供应压力可能仍然存在。鉴于铝水比例高入库少，库存可能不会跟随产量增加上行。

图表 17 中国电解铝产量

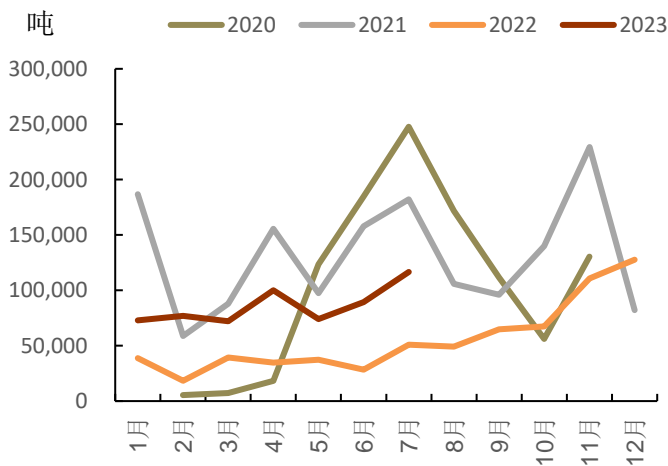


图表 18 全球（除中国）电解铝产量

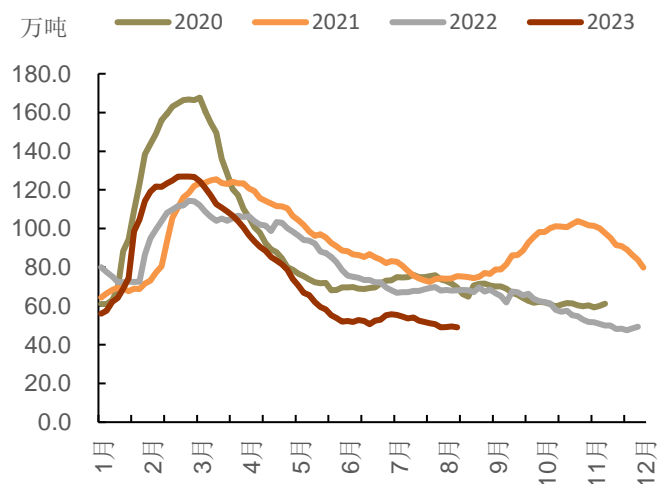


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 19 电解铝进口季节性图

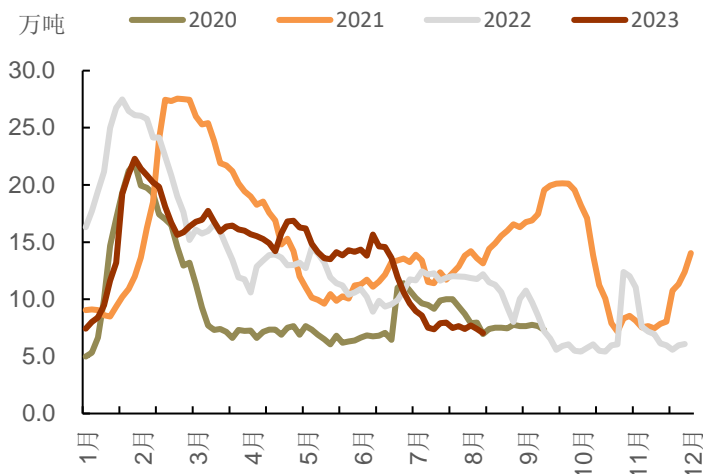


图表 20 电解铝库存季节性变化

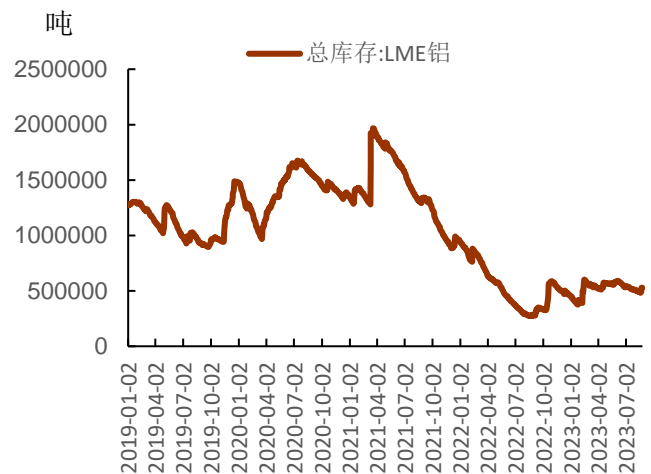


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 铝棒库存季节性变化



图表 22 LME 库存



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

## 四、电解铝需求分析

### 1、铝加工

7月铝加工各板块淡季不淡，开工率并未延续6月继续走低趋势。据SMM数据，建筑型材企业开工率45.3%，环比-0.2%；工业型材开工率55.9%，环比+0.8%；铝板带企业+0.76%至64.33%；铝箔板块+0.54%至74.25%；原生铝合金开工率+1.28%至44.44%；铝线缆+1.5%至43.9%。

光伏板块消费两眼带动铝工业型材板块开工，预计后续仍带动该板块继续上行。线缆今年铝线缆行业订单整体表现良好，淡季不淡，马上进入旺季开工率有望继续上行。铝板带箔板块出口及空调箔走弱预期影响下开工率持续回升的力度可能有所欠缺，其他板块预计跟随季节性变动，

### 2、国内终端消费

房地产方面，2023年1-7月全国房地产开发投资和销售数据，1-7月累计全国房地产开发投资67717亿元，同比下降8.5%；1-7月累计新开工面积56969万方，同比下降24.5%；1-7月累计竣工面积38405万方，同比增长20.5%；1-7月商品房销售面积66563万方，同比下降6.5%；1-7月销售金额70450亿元，同比下降1.5%；1-7月房地产企业开发到位资金78217亿元，同比下降11.2%。整体来说，销售、投资表现承压，竣工端增速较高，可能得益于低基数效应和保交楼推进。由于部分头部房企遭遇阶段性流动性压力，导致房企融资环境进一步承压，但政策定调、地方执行都有积极信号。距离7月下旬政治局会议过去一个多月，目前进入政策落地期，月末房地产“认房不认贷”政策，以及下调首套房贷利率等措施陆续出台，后续MLF利率下调15bp略超预期，预计LPR大概率跟进调整，房地产

市场修预计复波动式回暖。

汽车方面，据中汽协，7月汽车产销分别完成240.1万辆和238.7万辆，环比分别-6.2%和-9%，同比分别-2.2%和-1.4%。7月新能源汽车产销分别完成80.5万辆和78万辆，同比分别+30.6%和31.6%，市占率32.7%。1-7月新能源汽车产销分别完成459.1万辆和452.6万辆，同比分别增长40%和41.7%，新能源渗透率达到29%。受去年同期购置税刺激超高基数影响，汽车产销数据小幅下行，呈小幅季节性回落。8月终端仍延续此前促销力度，主流厂商开展新一轮降价促销，对车市支撑力度保持稳定，新能源车预计保持较好增速，根据乘联会预测，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%。目前运行状态与预测基本是吻合的。

白色家电方面，7月家用空产量2305.8万台，同比+43%。1-7月累计产量16348万台，同比+17.9%；7月家用冰箱产量849.5万台，同比+21%。1-7月累计5588.2万台，同比+13.8%。7月家用洗衣机727.4万台，同比增加5%。1-7月产量5641.4万台，同比增加19.9%。7月份产量数据空调表现最为优异，根据未来几个月排产来看，8月空调和冰箱发展尚乐观，9月份或只有空调还保持同比增长，不过增长幅度也大幅下滑，其他板块压力较大。

光伏方面，7月，我国新增太阳能发电装机容量18.74GW，同比增长178%。1-7月国内新增光伏装机97.2GW，同增158%。此前国务院迎峰度夏电力安全保供政策吹风会上，各部门领导对光伏风电发展及其对能源安全供应的贡献表达高度肯定，高层积极定调对光伏行业健康发展起重要作用。此外光伏产业本身组件成交价出现止跌趋势，部分央企招标项目持续，预计光伏延续较好发展。

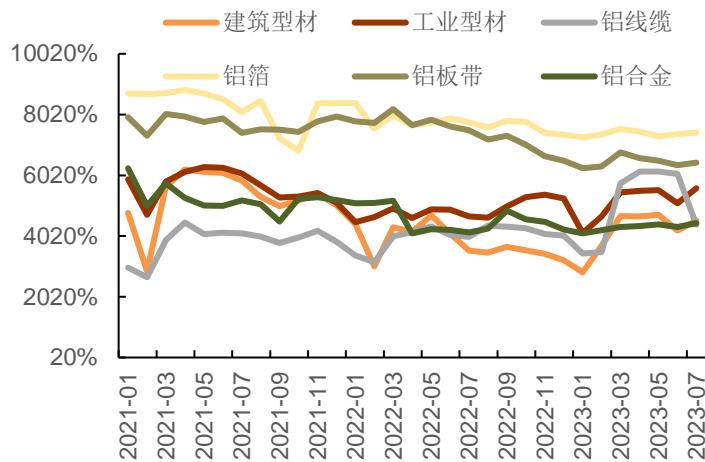
### 3、铝材出口

7月，我国出口铝材44.1万吨，环比增长1.0%，同比下降28.4%；1-7月，我国铝材累计出口306.0万吨，同比下降20.1%，降幅比1-6月扩大1.6个百分点。

海外铝材市场整体需求依然疲软，包装、建筑等主流消费市场仍未回暖，还在去库存过程中，使得我国铝材出口未见起色。

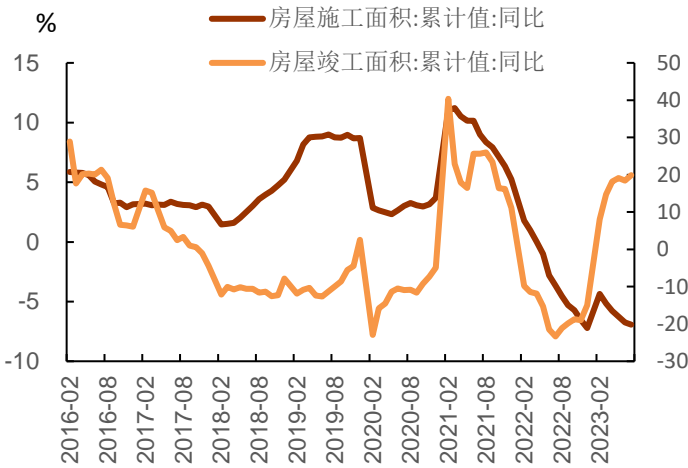


图表 23 铝加工开工率

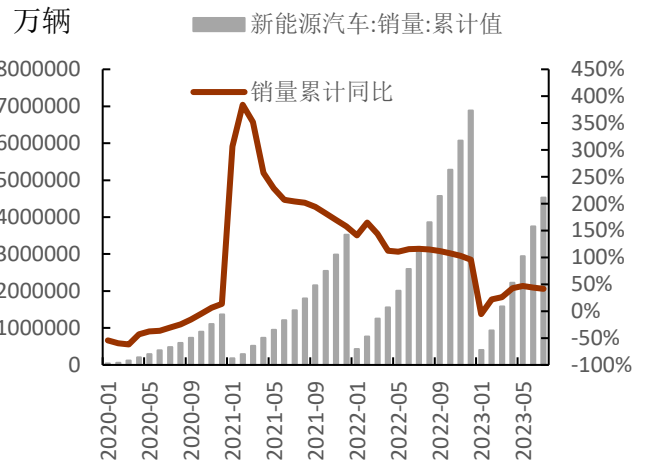


资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 24 房地产竣工施工同比增速

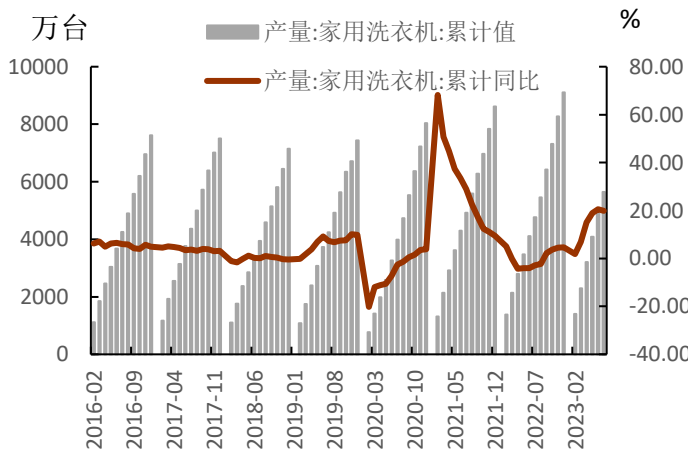


图表 25 新能源车销量

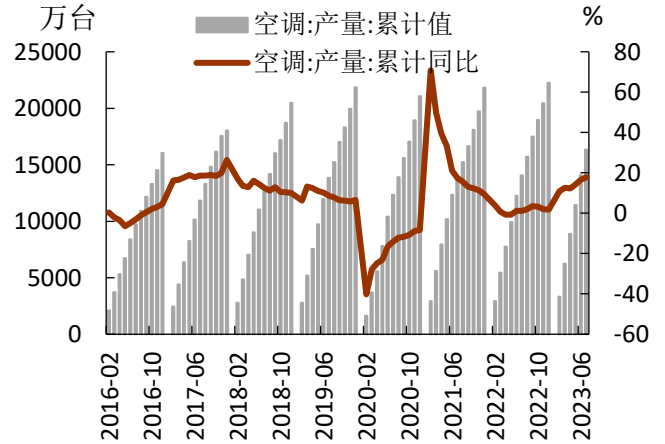


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 中国洗衣机产量

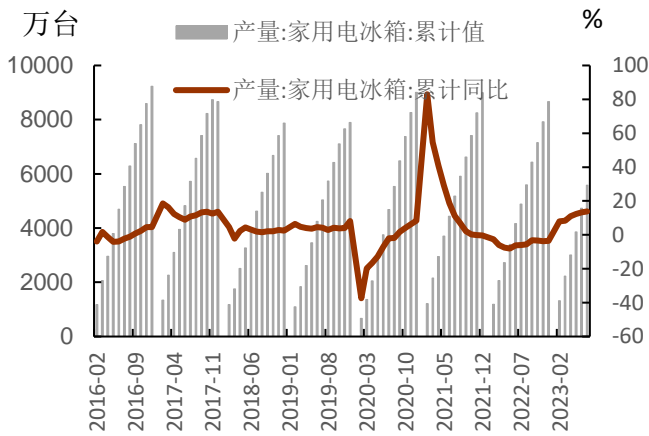


图表 27 中国空调产量

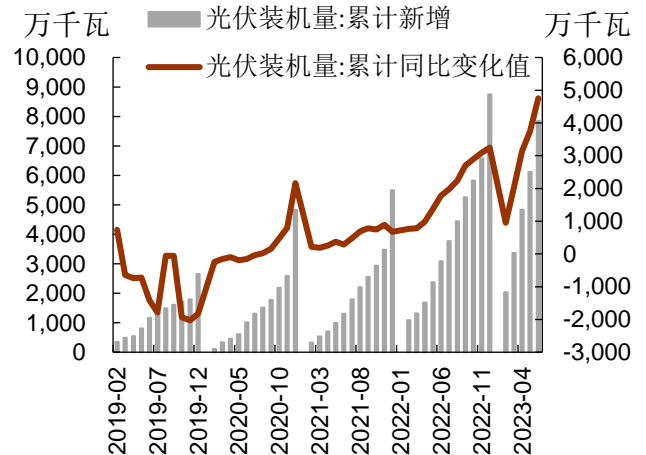


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 中国家用电冰箱产量

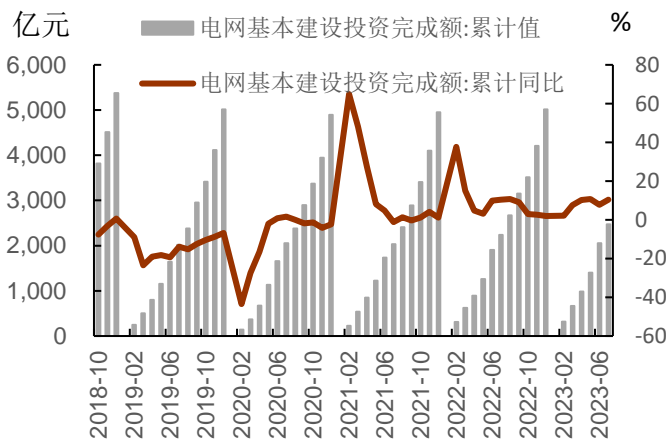


图表 29 中国光伏装机量

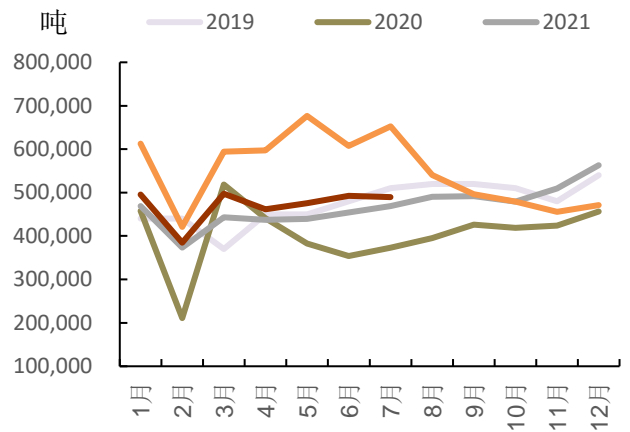


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 30 电网基本建设投资完成额



图表 31 中国铝材出口季节性表现



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 五、行情展望

宏观方面，伴随 8 月底美国经济数据走弱美联储停止加息预期走高，市场暂时风险偏好回升，不过长期高利率维持预期未改，长期海外宏观仍有压力。国内处于经济偏弱+政策持续加力的格局，宏观外紧内松维持。

供应方面，云南复产已至尾声，后续产能增幅将大幅放缓。不过需要注意的是电解铝产能放量较产量增长还有 1-2 个月时间滞后，云南集中放量在 7 月份那么产量增长可能从 9 月开始有所显现，供应压力可能仍然存在，但铝水比例较高，库存累库或有限。

需求方面，终端房地产竣工保持较好增长，在各项房地产政策和央行政策下短期预期仍保持较好，但开发投资及新屋数据继续加速下降，远期有压力；家电板块 9 月排产不同程度走弱；新能源车及光伏保持较好增速。整体消费短期预期偏好，长线有压力。

成本方面，8 月中国电解铝行业理论平均完全成本 15815.41 元/吨，较上月-13.15 元/吨。月度理论利润为 2738.12 元/吨，较上个月+330.35 元/吨。预计 9 月份电解铝成本持



稳。

综上，海外美联储高利率环境长时间维持整体环境压力不小，国内政策不断出台，氛围偏好。基本面云南复产已至尾声产能上抬，产量紧随其后增长，供应压力可能仍然存在，但铝水比例较高，库存不会跟随供应大增，我们更看好库存维持相对低位。消费端光伏和新能源稳定增长，房地产在各项政策拉动下持续弱复苏，家电后续或拖累消费，整体消费短期偏好，长线有压力。整体，铝市场供需双增，不过鉴于铝水比例高入库少，短期旺季消费大概率环比小增，铝库存及仓单预计持续低位，铝价受其助益短期偏强，盘面 Back 格局可能进一步扩大。不过铝价上方空间和上行持续时间我们仍然看法较为谨慎。操作上回调介入为主，切勿追高。

预计 9 月沪期铝主体运行区间在 18500-19500 元/吨，伦铝主体运行区间在 2150-2300 美元/吨。

风险点：美联储持续鹰派、消费不及预期

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67  
号 3 单元 17 层 4 号  
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 A906 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。