

### ● 主要结论

宏观方面，美联储加息进入尾声已是市场共识，未来的主要关注点在于降息的时点，根据市场主流观点以及美联储官员的相关言论来看，年内降息的可能性较小。而对于后续的加息决议，宏观经济指标数据还将被视为重要的依据。四季度，海外高利率还将维持，对需求有所抑制，关注宏观经济数据对加息决议以及市场风险偏好的影响。国内方面，政策的密集出台落地在一段时间内提振了市场信心和预期，未来四季度，除了利好政策进一步出台落地，同时也将是政策落地效果的重要观察期。

基本面来看，氧化铝方面，就未来的供应而言，国内增量较为有限，第四季度BDI指数多呈现上涨趋势，预计四季度进口氧化铝并不具备明显价格优势，进口氧化铝很难补给国内氧化铝供应，综合以上因素考量，预计四季度氧化铝供应环比小幅增长。需求端来看，下游需求端电解铝高产能运行率将至少维持到11月末云南逐渐转入枯水期，后期可能受到天气因素影响，产能运行受到影响。预计氧化铝供需偏紧的状态短期内将有所维持，中长期，尤其11月后有出现供过于求、南北供需错配的可能，此外，氧化铝建成产能已超过10000万吨，产能过剩的问题依然存在，因而氧化铝的上方价格将长期受到压制，氧化铝远期价格有下跌风险。四季度，在海运费上涨和汇率维持高位震荡的情况下，预计海外矿石成本也将维持在高位，有小幅上涨，未来氧化铝成本仍有抬升预期。此外，仓单注册开始后，需要持续关注仓单注册情况以及交割库库容的变化情况。

铝方面，四季度，氧化铝成本及电力成本预计走强，电解铝成本重心预计从低位回升。根据电解铝产能运行的特点，目前电解铝的高产能运行率将至少维持到11月末云南逐渐转入枯水期，后期供应端的风险点主要在于云南电解铝产能是否会受到枯水期影响而造成停产以及其他主产区的天气隐患。四季度前期，电解铝供应预计维持在高位，进口铝锭的流入对供应也有所补充，11月后，受天气影响，整体供应有收紧的预期。需求端将经历旺季向淡季的过渡，旺季效应和需求向好的预期在四季度初将有所延续，同时四季度也将是房地产利好政策落地的重要观察期，关注房地产行业对用铝需求的带动，注意防范预期差风险。库存预计短期内在低位震荡，对价格有所支撑，旺季结束后或出现明显拐点，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

综合以上因素，四季度，氧化铝供需偏紧的格局短期内还将维持，对价格有所支撑，短至中期或震荡偏强运行，在电解铝生产有干扰隐患以及氧化铝产能过剩的压制下，远期价格看空，预计氧化铝在2900元/吨-3100元/吨震荡。操作上，关注期现正套机会，震荡思路对待。沪铝在旺季需求预期以及低库存的支撑下，旺季结束前仍有一定上涨空间，11月后，供应端有扰动因素出现的预期，需求也将有所回落，价格或稍有下调并呈现震荡走势，总体来说，预计在18000元/吨-20000元/吨宽幅震荡。操作上，可逢低做多，短线操作。

风险提示：宏观金融风险；极端天气。

分析师助理：张嘉艺  
从业资格号：F03109217  
电话：021-55007766-6619  
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@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。

## 一、行情回顾

2023年以来，沪铝呈现箱体震荡。三季度沪铝经历了淡季向旺季的过渡，价格重心逐月明显抬升，于9月旺季前夕冲破19000元/吨压力位，并开启震荡偏强的走势。截至2023年9月22日，沪铝主力合约2310报收19610元/吨。

回顾三季度，宏观方面，美国通胀数据表明，美国通胀继续有所“降温”，美联储在7月和9月分别采取了加息25bp和暂停加息的举措，均符合市场预期，市场对于未来关注的焦点在于降息的时间节点，而根据美联储官员的相关言论，11-12月或还将有一次加息，年内降息的可能性较小。未来，宏观经济数据仍将起到重要的指引作用。国内方面，国内经济仍呈现出“弱复苏”的特点，在部分经济数据表现欠佳以及刺激政策的陆续出台落地的多空因素交织下，宏观情绪转换频繁。

基本面来看，三季度电解铝供应超预期复产，需求端则经历了淡旺季的转换。7月，沪铝市场表现较为平稳，并无新的矛盾点产生，市场交易政策出台预期，使得月内铝价抬升。沪铝基本面整体维持偏弱的格局，但供应端一度出现扰动，主因四川限电减产，短期内引发了担忧情绪，但由于减产规模较小，以及四川降水转好，干扰影响逐渐弱化。铝锭库存处于历史同期低位，对价格起到支撑。8月前三周，铝价围绕18400元/吨-18500元/吨区间震荡，8月22日冲高至18600元/吨一线后震荡，主因受整体工业品板块偏强，随之走高。月内，铝供应持续复产放量，至月末基本完成复产，需求端并未明显回升，在供给增加，需求较弱的情况下，铝锭库存拐点迟迟未现，铝棒在7月持续去库后8月起出现累库情况，整体库存均处于历史同期低位，一定程度上打击空头信心，而电解铝开工率达到历史高位，也难以给予沪铝上冲的动力。多空博弈之下，8月沪铝下有支撑，上有压制，表现较为抗跌。至9月末，电解铝产能运行率已达到历史新高，进入旺季后，需求有所回升，但不及旺季预期。供应增量有限，旺季需求有待兑现，叠加低库存，铝价在9月呈现震荡偏强的走势。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

三季度，外盘铝价宽幅震荡，表现弱于沪铝，截至9月22日，伦铝收于2251美元/吨，较二季度上涨4.41%。铝价仍然呈现出“内强外弱”的特点。

图：伦铝（电子盘）日K线图



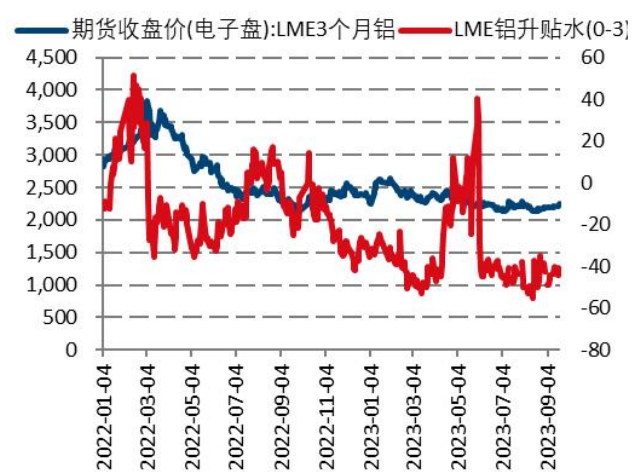
数据来源：博易云 国信期货

国内现货价格震荡走高，截至 2023 年 9 月 22 日，长江有色市场 A00 铝锭均价为 19740 元/吨。

图：沪铝价格走势与基差（单位：元/吨）



图：伦铝价格走势与基差（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

氧化铝期货自 6 月上市以来，在基本面的主导下呈现震荡偏强的走势。7 月，氧化铝期货价格震荡上行，月内，氧化铝基本面持续转向偏紧，供应端，北方河南产区及西南地区贵州等地因矿石不足或检修等原因减产，造成短时间内的供应波动，需求端则在电解铝的复产下持续走强，成为推升氧化铝价格的重要因素，现货价格持续走强，期货价格前后在 2800 元/吨一线及 2900 元/吨一线遇到上冲阻力。8 月，氧化铝期货价格延续震荡上行，氧化铝供应端时有产能检修情况出现，需求端随电解铝复产推进，持续有需求增量，在下游刚需以及潜在需求持续走强之下，氧化铝呈现出供需偏紧的格局，海内外现货价格延续上涨态势，带动期货价格震荡上行，8 月 21 日当周随板块表现偏强，上涨最为明显。9 月初，期货盘面价格一度冲高至 3200 元/吨以上，出现套利空间，短期内的冲高主要受到市场情绪的影响，而后逐渐回调至合理区间。截至 9 月 22 日，氧化铝主力合约 2311 报收 3069 元/吨，较 6 月上涨 9.14%。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

## 二、宏观热点追踪

### 1. 美联储加息进入尾声 年内降息可能性较低

在宏观经济数据的指引下，三季度，美联储在7月将基准利率上调 25 个基点至 5.25%-5.50%区间，达到 2001 年以来的最高水平，而后9月暂停加息。

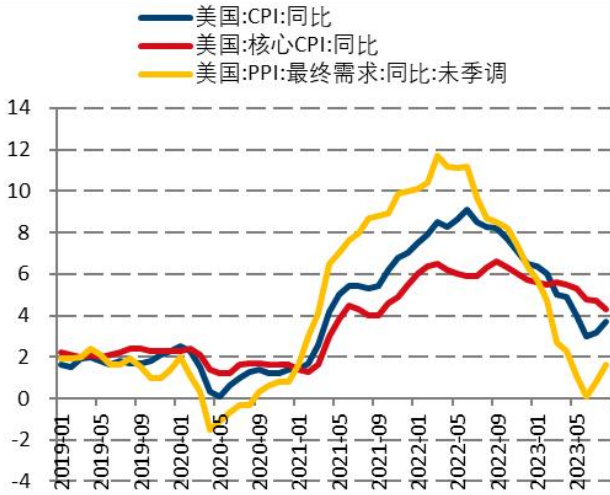
PPI 而言，美国 6 月 PPI 年率录得 0.1%，为 2020 年 8 月以来新低，预期 0.4%，前值 1.1%。7、8 月 PPI 数据均超预期上涨，美国 7 月 PPI 同比增长 0.8%，增幅高于预期 0.7%，8 月 PPI 同比增长 1.6%，也超过市场预期，创近一年以来最大涨幅。

从 CPI 数据来看，美国 6-7 月通胀显著降温，美国 6 月 CPI 同比升 3% 低于预期，创 2021 年 3 月以来最低，核心 CPI 同比涨 4.8%，低于预期和前值，创 2021 年 10 月以来最低；7 月 CPI 同比上涨 3.2%，低于预期 3.3%，7 月核心 CPI 同比上涨 4.7%，符合预期，低于前值 4.8%，创近两年新低。受到能源价格上涨影响，美国 8 月 CPI 同比增长 3.7%，略高于 3.6% 的市场预期，前值为 3.2%。8 月核心 CPI 同比增长 4.3%，与市场预期相同，前值为 4.7%。从整体趋势上来看，通胀有所回落，但绝对水平仍然较高，距离美联储 2% 的通胀目标依然有一定差距。

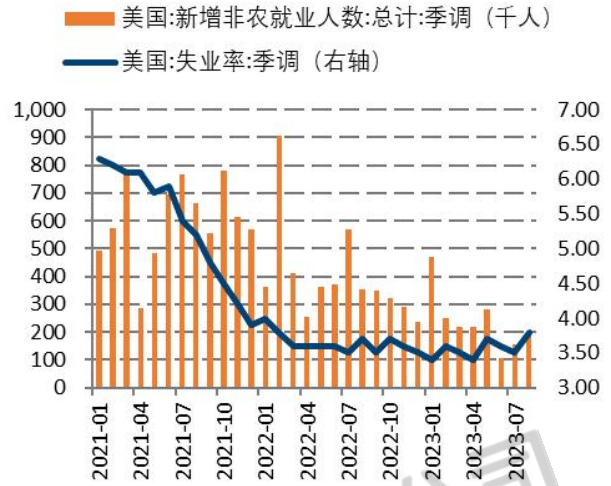
从美国劳动力市场来看，美国 6 月份非农业部门新增就业修正值为 18.5 万人，7 月非农就业岗位增加的修正值为 15.7 万人，8 月份非农业部门新增就业 18.7 万人。失业率方面，6 月失业率为 3.6%，环比下降 0.1 个百分点，7 月失业率录得 3.50%，8 月失业率为 3.8%，环比上升 0.3 个百分点，创近 18 个月以来的新高。6-8 月，就业岗位增加强劲，但远低于年初的水平，失业率保持在较低位。美联储主席表示，劳动力市场依然紧俏，但供需状况继续趋于平衡，并预测失业率中值将从 2023 年年底的 3.8% 上升到未来两

年的 4.1%。另外，9 月中，美国汽车工人联合会（UAW）宣布发起罢工，美国近 1.3 万名汽车工人停止了工作，多个汽车工厂陷入停滞的困境，其后续影响或对美国劳动力市场需求形成一定压力。

图：美国 CPI、核心 CPI 及 PPI 当月同比 (%)



图：美国新增非农就业人数 (千人) 及失业率 (%)



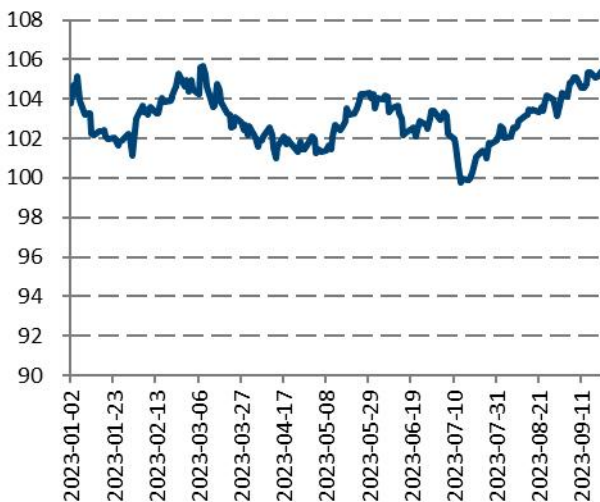
数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

9 月美联储如预期暂停加息，在会后的发布会上，美联储主席鲍威尔重申了控制通胀的决心，表示会维持利率在高位停留更长时间。另外，美联储释放了一定“鹰派”信号，联邦公开市场委员会多数成员认为，今年联邦基金利率目标区间或升到 5.5% 至 5.75% 之间，这预示着 2023 年 11-12 月或还将有一次加息。

美联储加息进入尾声已是市场共识，未来的主要关注点在于降息的时点，根据市场主流观点以及美联储官员的相关言论来看，年内降息的可能性较小。而对于后续的加息决议，宏观经济指标数据还将被视为重要的依据。四季度，海外高利率还将维持，对需求有所抑制，美元预计呈现震荡走势，关注宏观经济数据对加息决议以及市场风险偏好的影响。

图：近月美元走势变化



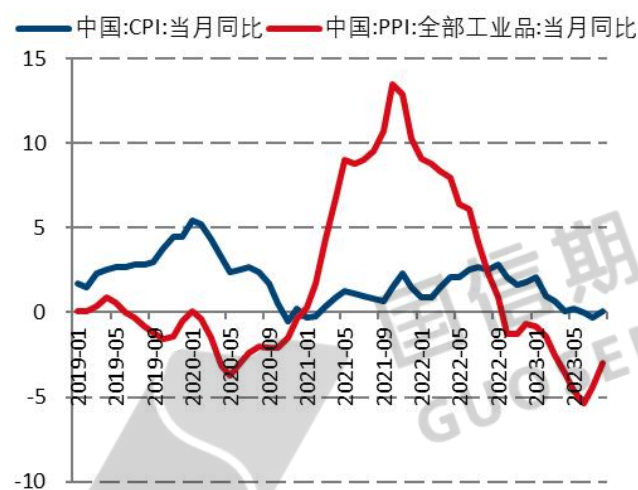
数据来源：Wind 国信期货

## 2. 中国经济延续“弱复苏”态势，宏观刺激政策提振预期信心

中国二季度 GDP 同比增 6.3%，GDP 同比增速上升主要受到去年同期低基数的提振，但增速不及预期。国家发改委表示，将围绕稳定大宗消费、促进汽车消费和电子产品消费等方面抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。根据国家统计局数据，2023 年 7 月 CPI 同比下降 0.3%，环比上涨 0.2%，为年内首次上涨，8 月份全国 CPI 同比上涨 0.1%，消费市场继续恢复，供求关系持续改善，CPI 环比涨幅略有扩大，同比由降转涨。据国家统计局数据，8 月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点；环比上涨 0.2%，今年以来首次转正。中国经济延续“弱复苏”的态势，四季度，在中秋、国庆等节假日的推动下，消费需求有望进一步好转，另外各方利好政策也将相继出台落地，整体需求有向好预期，市场主流观点预计后期 CPI 延续回升态势，PPI 降幅将进一步收窄。

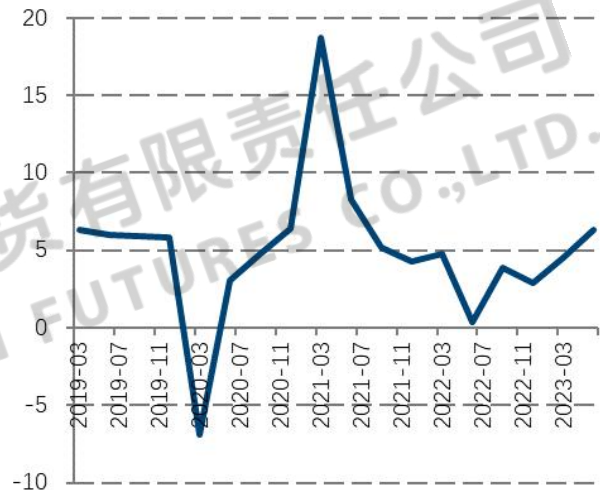
当前市场对国内出台各项刺激政策仍有一定乐观预期，未来，更多的政策组合拳或将出台落地，是重要的观察期，需要注意防范预期差带来的风险。

图：中国 CPI 及 PPI 当月同比变化 (%)



数据来源：Wind 国信期货

图：中国 GDP 当季同比 (%)



数据来源：Wind 国信期货

## 3. 中央政治局会议召开，定调下半年经济工作

中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，对于下半年经济工作，会议强调，“要着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。”

具体来看到与有色金属关系较密切的板块，针对房地产，本次会议强调，“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，这意味着政策将持续助力房地产行业复苏，并且政策将根据不同地区房地产行业面临的不同问题给予更精准有效的支持，从而能促进房地产行业健康、稳健发展。针对扩大内需，会议强调，“通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”，汽车消费也将受到政策的助推，此外，财政部也表示，延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的具体内容，明确新能源汽车车辆购置税减免政

策延长至 2027 年底，政策刺激新能源汽车的消费，宏观面对汽车消费的支持，未来将有效带动铝的需求边际增长。中央政治局会议为下半年的经济工作指明了方向，各方的政策预期给予了市场一定的对经济继续向好的信心。

#### 4. 1 年期间 LPR 年内第二次下调

8 月 15 日，中国人民银行发布公告称，为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，当日开展 2040 亿元公开市场逆回购操作和 4010 亿元中期借贷便利（MLF）操作。其中，公开市场逆回购操作中标利率下降 10 个基点，由此前的 1.9% 下降至 1.8%；MLF 中标利率下降 15 个基点，由此前的 2.65% 下降至 2.5%，这也是央行年内二度下调 1 年期 MLF 基准利率。由于 MLF 与 LPR 之间存在着一定联动性，随着 MLF 的下调，市场预测 LPR 报价也将随之下调。

2023 年 8 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 8 月 21 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。本轮 LPR 迎来非对称下降，1 年期 LPR 较上一期再下降 10 个基点，这是 LPR 近三个月来的第二次下降，也是年内的第二次下降，而 5 年期 LPR 并未跟随同步下调，整体来看，此次 LPR 的下调幅度不及市场预期。对此，市场主流观点认为，此次的下调措施主要是为缓解银行面临的利率约束，稳定商业银行净息差，增强商业银行支持实体经济的可持续性，同时，也将有助于化解地方债务风险。此次 5 年期 LPR 维持不变，意味着房贷利率并未出现变化，市场预测后期可能会有“调整优化房地产信贷政策”的针对性措施出台，存量房贷利率的下调落地也打开了一定空间，此外，专家认为，年内降息、降准也都仍有一定空间。整体来看，8 月 LPR 的非对称调降虽然不及市场预期，但是在权衡了多个目标后的较优解，仍然释放了积极信号，起到了提振市场信心的作用。

#### 5. 房地产利好政策密集出台 四季度观察落地效果

三季度中后期以来，房地产利好政策密集出台，提振了行业需求预期。据悉，8 月 30 日，广州、深圳两地率先落地执行首套房“认房不认贷”政策，随后，北京、上海全面跟进执行，力度超预期。目前已有成都、杭州、厦门、长沙、苏州等超 40 城跟进落实“认房不认贷”政策。此外，多地“因城施策”用好政策工具箱，南京、合肥、济南、青岛等 11 城全面取消限购政策，广州、天津、西安等 7 城优化限购政策。中原地产研究院数据显示，9 月以来，全国各地累计发布房地产调控政策高达 100 次。

政策的密集出台落地在一定时间内提振了市场信心和预期，未来四季度，除了利好政策进一步出台落地，同时也将是政策落地效果的重要观察期。对于铝板块来说，房地产行业的进一步向好将带动建筑用铝的需求，但从政策落地到需求传导有一定的时间差。整体来说，房地产行业在政策助推下，有一定的“强预期”，注意防范预期差风险。

### 三、铝市分析

#### （一）氧化铝

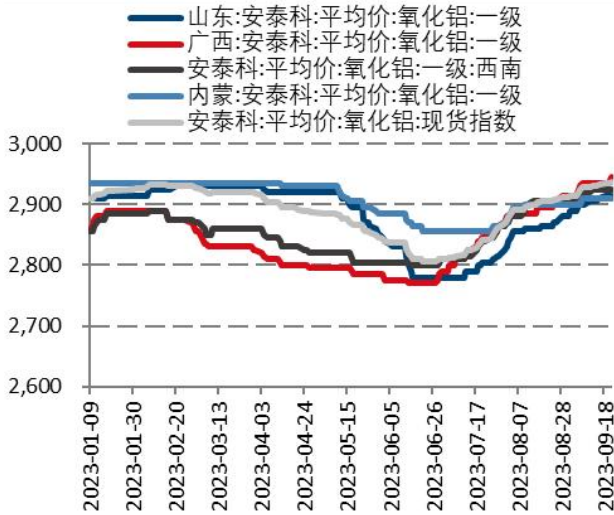
##### 1. 供需偏紧或转向小幅过剩

三季度，随着电解铝产能大规模复产，且复产速度超过预期，叠加 6 月中旬起北方产区因矿石供应偏紧压减产能，氧化铝逐渐转向供需偏紧的状态，并维持至今。



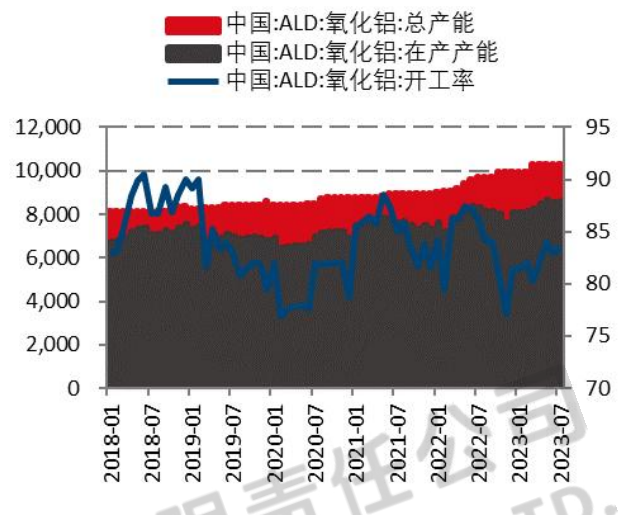
供应端，氧化铝产能复产及检修、停产并存，产能运行率维持在83%上下，据百川盈孚数据，截至9月7日，中国氧化铝建成产能为10220万吨，开工产能为8610万吨，开工率为84.25%。产能运行率处于历史较低水平，主因2023年上半年新投产产能集中释放，导致总产能增加，同时北方地区因矿石供应偏紧，部分产能被迫停产。

图：氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：不同地区氧化铝产能利用率（单位：万吨/年；%）

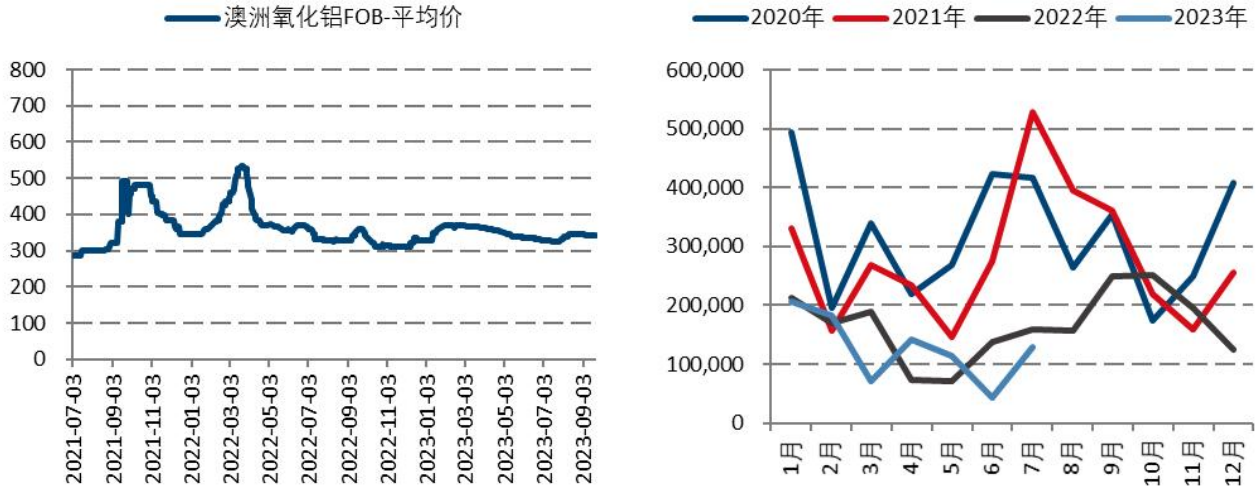


数据来源：Wind 国信期货

就未来的供应而言，新投产能在2023年上半年集中释放，第四季度供应端增量将主要来源于前期检修或停产产能的复产。数据显示，目前氧化铝行业利润约为200元/吨，处于较高水平，高利润可能会刺激生产商的生产意愿，从而增加供应量。但从现实情况来看，河南地区铝土矿供应偏紧的问题未得到缓解，西南地区的产能也因矿石供应问题复产受阻。海外矿在几内亚雨季结束后，11-12月进口量有回升预期，届时矿石紧缺的问题或有缓解。但在汇率影响下，海外矿成本较高，据了解，近期使用进口矿的沿海氧化铝厂成本达到2700-2750元/吨，内陆氧化铝厂成本在2900元/吨附近，叠加后期氧化铝价格有下跌的风险，因此前期因矿石不足和成本过高停产的非交割品牌生产商的实际复产意愿或许并不高，而交割品牌氧化铝厂，在有溢价的情况下，复产积极性会相对较高。另外，四季度氧化铝生产可能受到冬季采暖、环保政策等因素的影响，停产检修，造成短期内的供需偏紧，但影响的多是焙烧量，后续都可追溯，对四季度整体产量影响预计有限。

图：澳洲氧化铝 FOB 平均价（单位：美元/吨）

图：近年来氧化铝进口量变化（单位：吨）



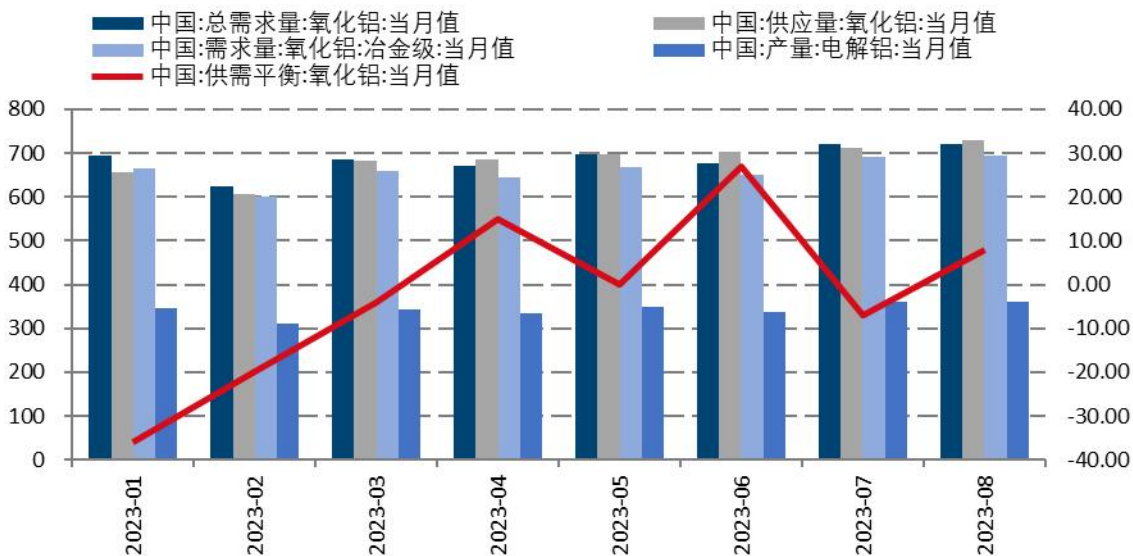
数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

进口氧化铝方面, 2023年以来, 氧化铝进口窗口一直处于关闭状态, 据百川盈孚数据, 截至9月18日, 澳铝FOB报价约为341美元/吨, 9月中旬, 海运费及汇率变化下, 海外氧化铝到港价格有所下降, 约为3060-3070元/吨, 内外价差稍有收窄。年内, 海外铝土矿价格预计较为坚挺, 四季度海运费及汇率的变动将成为影响进口氧化铝价格的重要因素, 而从历史数据来看, 第四季度BDI指数多呈现上涨趋势, 预计四季度进口氧化铝并不具备明显价格优势, 进口氧化铝很难补给国内氧化铝供应。综合以上因素考量, 预计四季度氧化铝供应环比小幅增长。

需求端来看, 下游需求端电解铝在产产能约为4269万吨, 产能运行率创历史新高, 未来云南预计还有15-30万吨的产能置换待释放, 以及四川小部分产能复产。根据电解铝产能运行的特点, 目前电解铝的高产能运行率将至少维持到11月末云南逐渐转入枯水期。这意味着氧化铝的需求在短期至中期将稳定维持在较高水平, 有小幅增量, 后期的风险点在于云南电解铝产能是否会受到枯水期影响而部分停产。预计氧化铝供需偏紧的状态短期内将有所维持, 中长期, 尤其11月后有出现供过于求、南北供需错配的可能,

图: 中国氧化铝供需 (单位: 万吨)



数据来源: Wind 国信期货

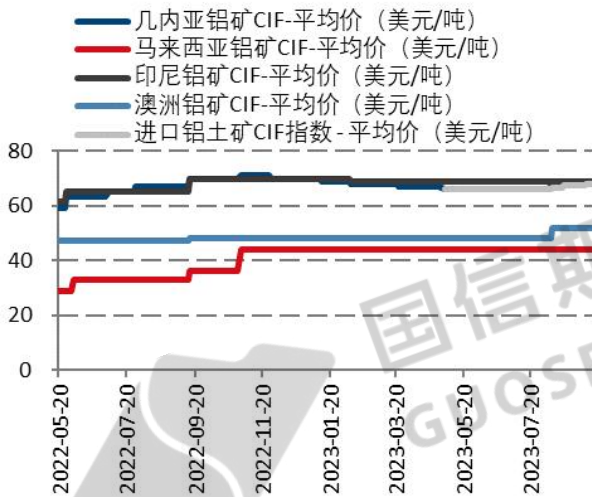
氧化铝远期价格有下跌风险。

此外，氧化铝建成产能已超过 10000 万吨，产能过剩的问题依然存在，氧化铝设备启停灵活，供应弹性较大，因而氧化铝的上方价格将长期受到压制。

## 2. 矿石价格坚挺 成本支撑较强

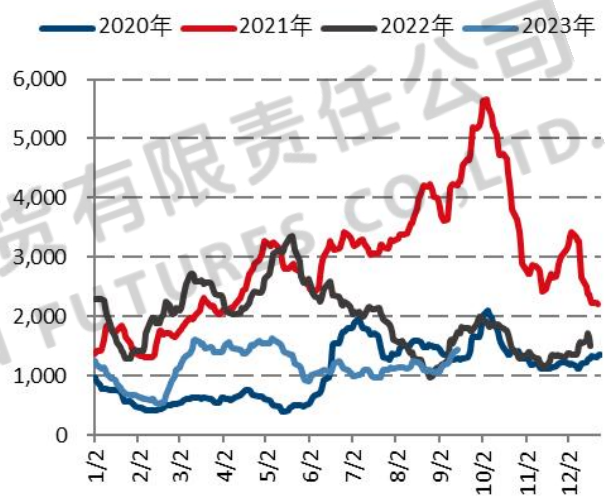
三季度氧化铝成本小幅抬升，主要是受到矿石成本上升的影响，能源成本与烧碱成本涨跌互现，对整体成本的影响较小。就四季度而言，国内矿石品位下降，供应偏紧已成常态，国产矿石价格预计维持坚挺。我国对进口矿石的依赖度逐年提高，受印尼禁矿令影响，2023 年起，我国铝土矿进口来源国结构发生了变化，印尼的比重显著下降，目前，几内亚和澳大利亚是我国最主要的铝土矿进口来源国。四季度，在海运费上涨和汇率维持高位震荡的情况下，预计海外矿石成本也将维持在高位，有小幅上涨。总体来说，未来氧化铝成本仍有抬升预期。

图：进口矿石价格



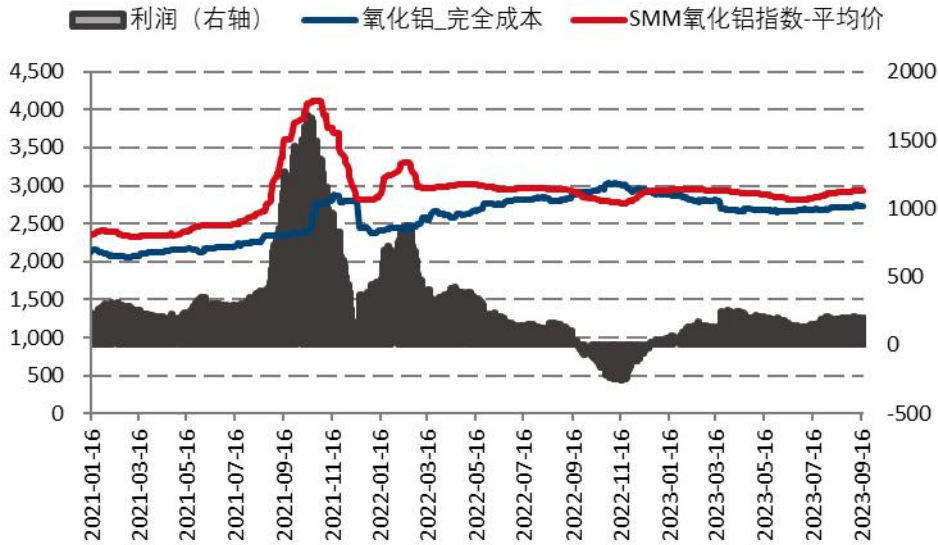
数据来源：SMM 国信期货

图：波罗的海运费指数季节性变化



数据来源：Wind 国信期货

图：中国氧化成本及利润 (单位：元/吨)

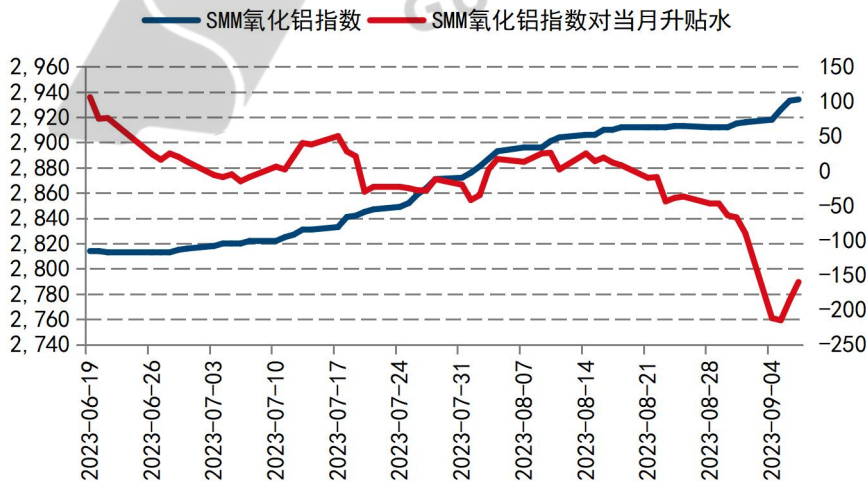


数据来源：SMM 国信期货

### 3. 氧化铝期现联动增强

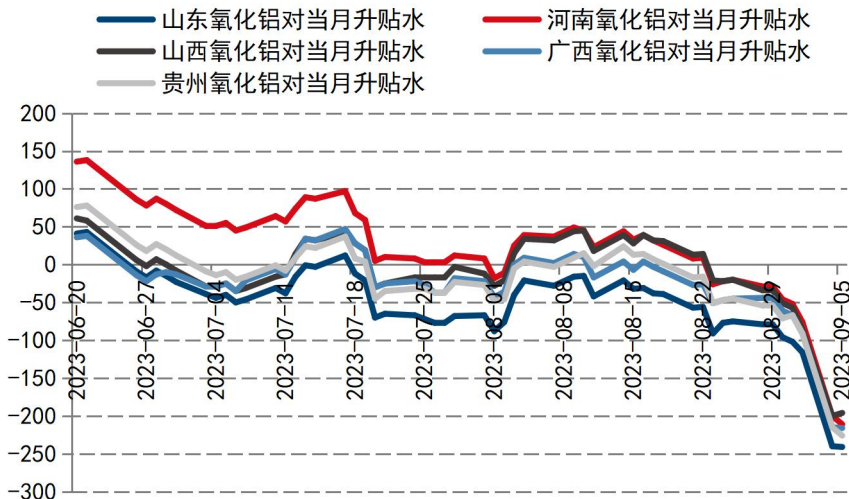
9月初，氧化铝期货价格一度飙升，而同一时间，现货价格涨势放缓，部分地区甚至出现现货价格下调的情况，期现货价格走势的背离，叠加地区间运费差异以及异地交割库设置的升贴水标准，使氧化铝的套利窗口一度开启。随着市场逐渐回归理性，现货价格在下游刚需回升以及套利需求的推升下上涨，套利机会的窗口也逐渐收窄。

图：氧化铝现货价格及升贴水（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：不同地区氧化铝升贴水（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

随着氧化铝期货的介入，以及套利窗口开启，氧化铝交割需求从无到有，带动了交割品牌氧化铝的需求。据阿拉丁（ALD）调研样本统计，套利窗口开启后，氧化铝周度成交量达到 10.3 万吨，为年内最高的周度成交量，其中 68% 流向套利机会明显的新疆区域。据百川盈孚数据，氧化铝期货盘面价格涨至高位后，相关贸易企业积极入场采购，由氧化铝厂发往交割库的订单增多，且多升水于网价。以 9 月 5 日市场成交情况为例，山东、山西地区成交共计 2.1 万吨氧化铝均流向新疆方向，成交价格在 3010-3060 元/吨，当日期货盘面最高价为 3168 元/吨，两地当日最低的现货成交价分别为 2860 元/吨和 2870 元/吨。9 月 14 日，氧化铝期货价格再度冲高至 3100 元/吨以上，市场再次传出由山西发往新疆交割库的现货成交消息。据了解，8 月底至 9 月初套利窗口打开后，截至 9 月 20 日仓单注册前，新疆的 15 万吨交割库库容，已占用一半以上。

值得注意的是，氧化铝期货上市后，对现货价格的影响逐渐显现。氧化铝是一种标准品，且下游需求较为集中且单一，因此长期以来，氧化铝的品牌差异并不会体现在价格上。而随着期货的介入，由于在氧化铝行业的长单贸易形式下，市场可流通的交割品牌氧化铝有限，较为紧缺，交割需求的产生使交割品牌氧化铝逐渐产生了溢价，而对于生产刚需的下游生产商来说，会去选择非交割品牌氧化铝，因此市场上出现了差别较大的成交价格，据第三方调研机构数据显示，北方地区交割品牌与非交割品牌之间的价差可以达到 150 元/吨。未来，在期货的干预下，氧化铝现货价格可能会进一步摆脱趋势性上涨或趋势性下跌的状态，价格波动更为频繁。

随着 11 月氧化铝的首次交割临近，9 月 20 日仓单注册开始，交割品牌氧化铝的需求和溢价或更加明显，在这样的情况下，氧化铝生产厂商或许会考虑将交割品用于现货流通，以获取溢价，而非交割品来交付长单，缺口通过在现货市场采购来补足。而价格相对较低的非交割品牌氧化铝，在刚需采购走强下，价格也将逐渐抬升。因此，若出现以上情况，氧化铝价格有望进一步抬升。此外，仓单注册开始后，需要持续关注仓单注册情况以及交割库库容的变化情况。

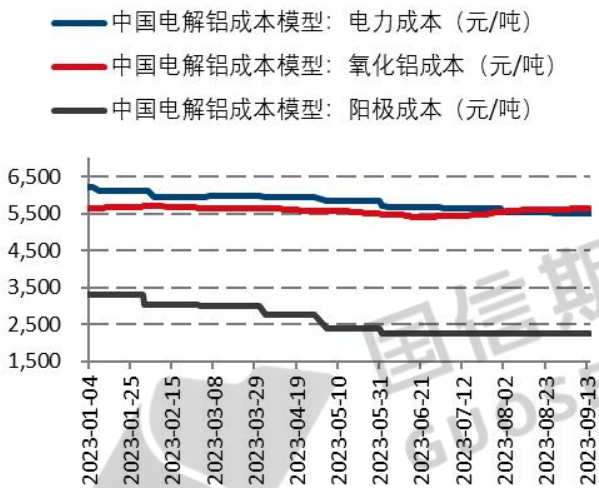
四季度而言，氧化铝供需偏紧的格局短期内还将维持，对价格有所支撑，在电解铝生产有干扰隐患以及产能过剩的压制下，远期价格看空。

## (二) 铝

### 1. 成本或从低位回升 行业利润偏高

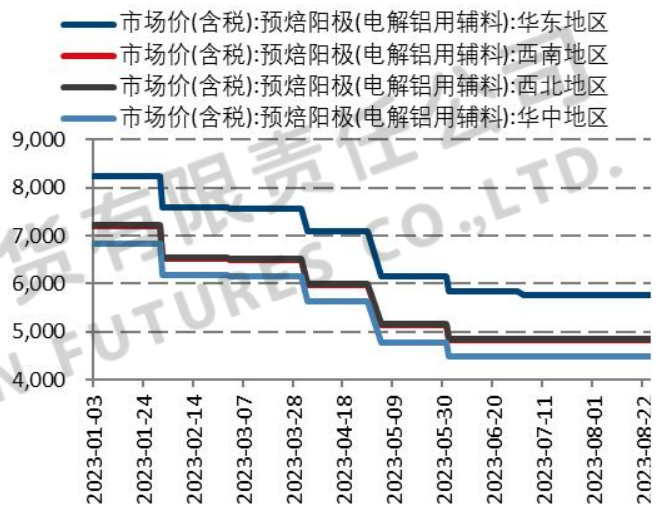
三季度电解铝冶炼成本重心继续稍有所下移，但9月末，冶炼成本已逐渐从低位有所回升，据SMM数据，目前电解铝完全成本约为15973元/吨，行业利润达到3000元/吨以上，处于较高盈利水平，高利润下，电解铝的供应预计也将稳定在较高水平。从原料成本来看，氧化铝价格虽然持续走高，但其涨幅不及电力成本的跌幅。电力成本而言，火电方面，三季度动力煤价格整体震荡偏弱，经历了夏季高温，居民用电需求回升，短时间带动动力煤价格有小幅抬头，而后再度回落，火电成本震荡偏弱。水电成本来看，三季度处于云南丰水期，执行丰水期电价，根据南方电网数据，三季度云南电价大约在0.38-0.4元/度，水电成本也处于全年较低水平。9月末成本有所回升，则主要是氧化铝成本及电力成本共同抬升所致，氧化铝价格持续走强，云南9月执行的电价较8月上升约0.02元/度。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

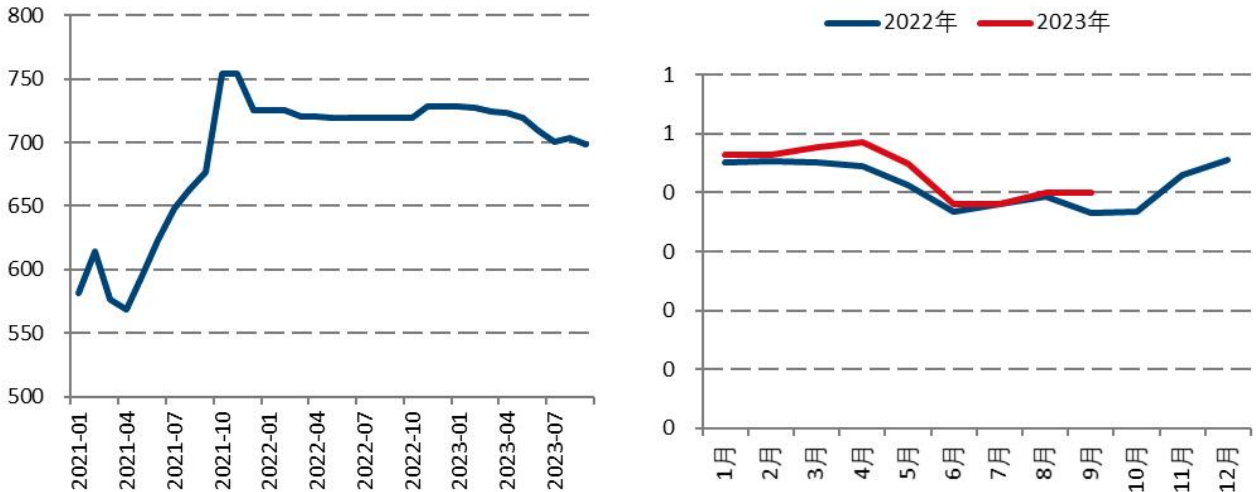
图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)（单位：元/吨）

图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：南方电网 国信期货

四季度，电解铝成本重心预计从低位回升。氧化铝维持供需偏紧的状态，现货价格有较强的支撑，氧化铝成本预计将继续上涨。电力成本方面，云南逐渐过渡到平水期和枯水期，第四季度电价将逐月抬升；随着冬季渐近，动力煤也将迎来需求旺季，需求回升下，动力煤价格也存在上涨预期。此外，2023年以来，电解铝成本重心不断下移，同时铝价有一定韧性，维持在17500元/吨以上，行业利润达到3000元/吨左右的历史较高水平。从利润角度来看，当前铝价偏高，未来有一定回调空间。

图：电解铝成本及利润变化



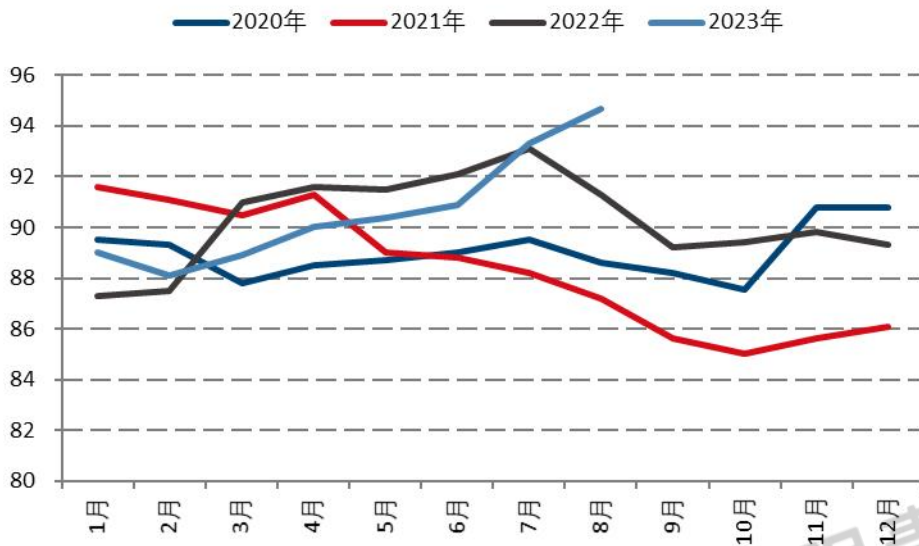
数据来源：SMM 国信期货

## 2. 产能运行率达新高 四季度云南产能恐再受影响

第三季度，电解铝供应端经历了云南的大规模复产，整体复产速度超过预期。云南复产于9月初基本结束，复产产能超过200万吨，电解铝整体在产产能达到4287.9万吨，产能运行率达到约95%，创历史新高。回顾云南自6月以来的复产情况，整体复产总量和进度超过市场预期。三季度云南进入丰水期以来，

持续降水，整体水量好于预期，且并未出现极端高温天气以造成电力供需矛盾，行业高利润的背景之下，云南复产推进顺畅。三季度供应端的减量主要来自山东和四川地区，前者由于规划内的产能置换而停产，后者则是受到地区内的重大赛事的影响，为电力保供而停产。

图：电解铝开工率变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

四季度而言，电解铝供应增量较为有限，而隐患因素较多。电解铝供应增量仅有置换至云南的30万吨产能指标带释放，以及四川的少量产能复产，整体供应增量较为有限。

供应端的隐患则在于云南的枯水季影响及其他主要产区的天气影响。云南将在11月进入平水期，而后逐渐转入枯水期，降水将显著减少，意味着水电的供应的稳定性将受到一定影响。从目前云南省份的主要水库水位情况来看，水位线高于去年同期，我们预计2023年四季度云南整体产能运行情况将好于2022年同期，四季度需要持续关注云南地区降水、气温及水库的蓄水情况。此外，2022年四季度，贵州地区曾因气温下降用电量急升，而出现“限电”导致电解铝产能被迫压减产能的情况，近年来极端天气频发，后续关注电解铝主产区天气因素对产能运行造成的影响。

除此之外，铝价“内强外弱”的特点在第三季度进一步强化，相比外盘铝价，在低库存及需求韧性的支撑下，内盘铝价表现更为易涨难跌，铝价沪伦比升高至8以上震荡，进口窗口打开，海外铝锭流入，补给国内电解铝供应量。就未来而言，美国通胀数据虽已有所回落，加息进入尾声，但2023年内降息希望渺茫，海外大概率维持高利率水平，对下游需求以及大宗商品的价格依旧有所压制，因而，未来伦铝弱于沪铝的局面或将维持，关注海外铝锭对国内铝锭市场的冲击。

图：铝价沪伦比值走势



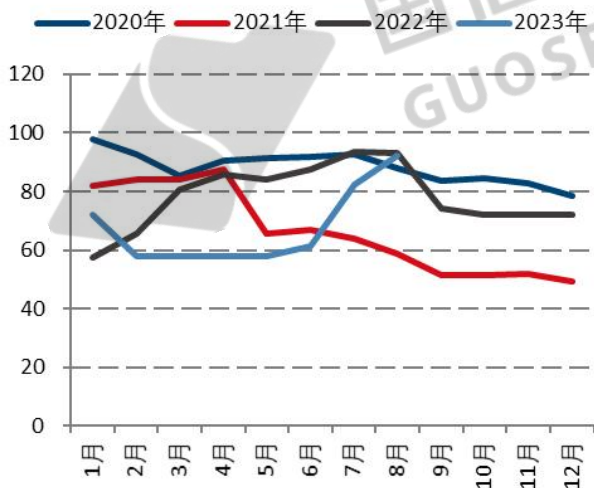


数据来源: Wind 国信期货

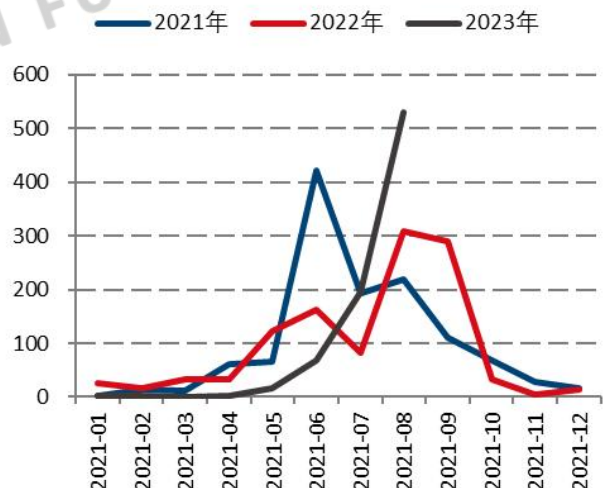
总体来说, 根据电解铝产能运行的特点, 目前电解铝的高产能运行率将至少维持到 11 月末云南逐渐转入枯水期, 后期供应端的风险点主要在于云南电解铝产能是否会受到枯水期影响而造成停产以及其他主产区的天气隐患。四季度前期, 电解铝供应预计维持在高位, 进口铝锭的流入对供应也有所补充, 11 月后, 受天气影响, 整体供应有收紧的预期。

图: 云南电解铝产能开工率季节性变化 (单位: %)

图: 云南昆明降水量季节性变化 (单位: 毫米)



数据来源: SMM 国信期货



数据来源: SMM 国信期货

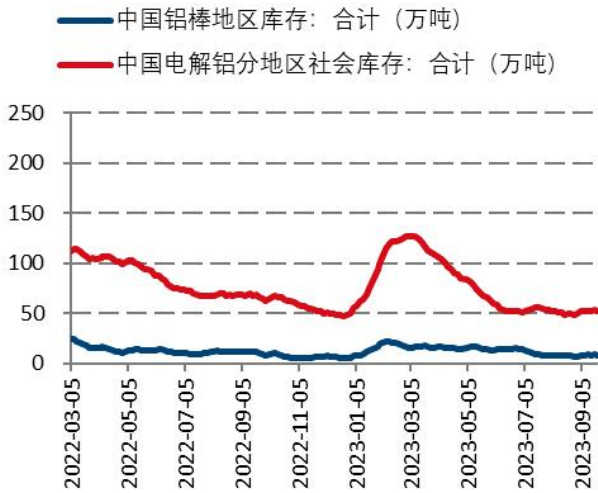
#### 4. 低库存及需求韧性构筑铝价抗跌性

三季度, 电解铝下游需求由传统淡季过渡至“金九”旺季, 前后两个阶段均呈现出“淡季不淡”和“旺季不旺”的特征。

从库存端来看, 三季度供应端持续放量, 但库存拐点迟迟未现。铝锭及铝棒去库、累库反复, 均未出现明确的趋势性去库或累库信号, 但整体库存均维持在历史同期低位, 对价格形成支撑。铝棒在 7 月持续

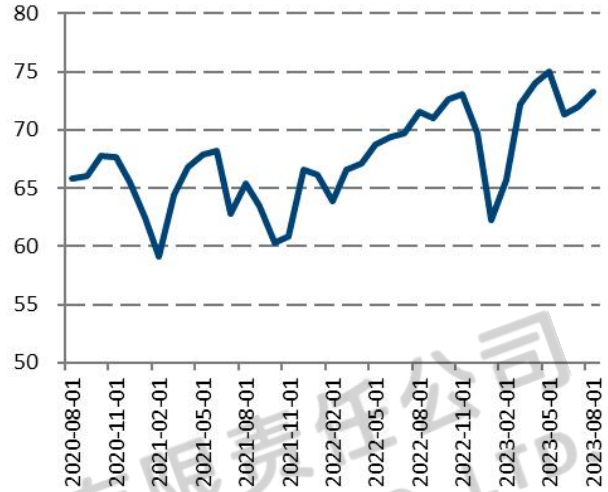
去库，但随着行业铝水比的上升，铝棒开工率提高，供给量增加，在8月后再度出现累库的情况。铝锭在7月也经历了小幅累库，但8月再度呈现出去库状态，库存一度下降至50万吨以下，直至9月出现累库，库存重回50万吨以上。据SMM数据，截至9月21日，SMM统计国内电解铝锭社会库存52.2万吨，仍继续位于近五年同期低位；SMM统计国内铝棒库存8.51万吨，仍处于近三年的同期低位，目前铝棒的社库水平与去年同期已有接近的趋势。

图：中国电解铝及铝棒社会库存



数据来源：SMM 国信期货

图：行业铝水比变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

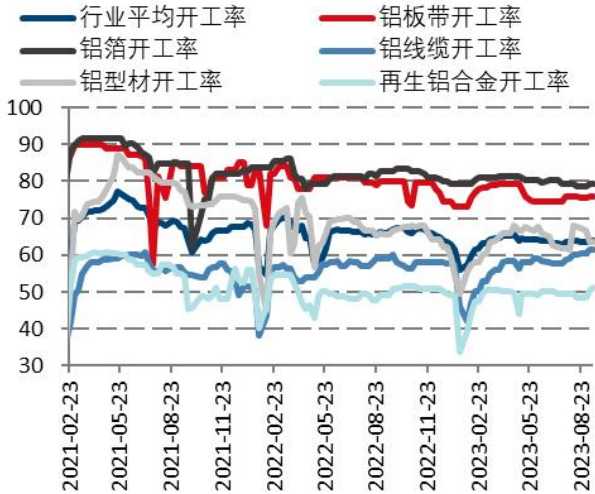
季度内铝锭及铝棒库存的上下波动，一方面是行业铝水比变化所致。三季度，随着铝棒加工费提高，华北、广西地区部分企业采取再度复产的动作，铝水比再度回升，铸锭量下降，导致铝锭及铝棒库存出现波动。另一方面，三季度各地极端天气、自然灾害频发，导致货物运输受阻，到货不畅，致使铝锭及铝棒相关仓库出现到库不足的问题，而铝锭及铝棒的出库量维持并出现阶段性的回暖，由此可见，库存状况并不能完全反映出下游需求情况，但低库存有效托地底了铝价，使铝价表现较为抗跌。

三季度末，铝锭及铝棒双双累库，若未来需求恢复不及旺季预期，库存端或延续小幅累库的状态，低库存对价格的利多作用将逐渐被削弱。

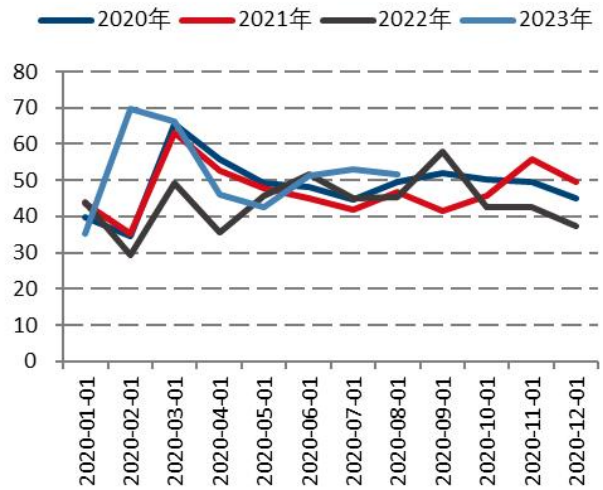
国内铝下游加工龙头企业开工率三季度先降再升，进入9月旺季持续小幅上涨后再度稍有回落，但均低于2022年同期，需求端由淡季转入旺季，同时呈现出“旺季不旺”的特征。据SMM数据，截至9月22日，本周国内铝下游加工龙头企业开工率环比上周小幅下调0.3个百分点至63.5%，与去年同期相比下降3.6个百分点。各板块间出现一定分化，铝型材板块的开工率对整体开工率变化的影响较大。分板块来看，除铝箔板块开工率季度内下降外，其他板块开工率均有小幅回升。铝线缆行业多按订单生产交货为主，开工率持续上涨。铝型材中，工业型材需求在光伏及汽车的支撑下，表现较为乐观，但建筑型材受房地产复苏缓慢的影响，需求不佳，随着三季度中后期以来，多项房地产利好政策的出台和落地，开工率及需求预期才有逐渐转好的迹象。在旺季效应下，十月旺季结束前，铝下游开工率还有一定回升的预期和空间，随着需求旺季结束，四季度后期，开工预计再度下滑。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）

图：中国铝加工行业月度PMI（综合）季节性变化



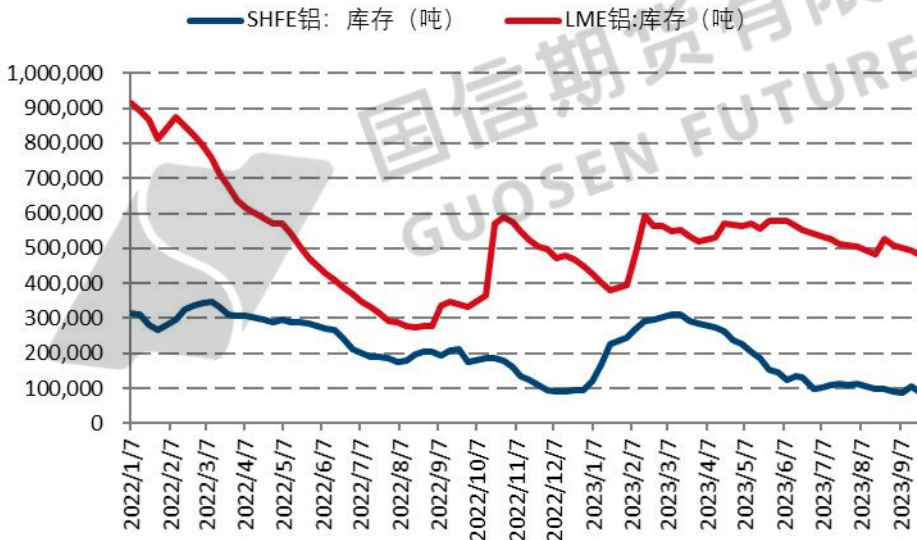
数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

交易所库存方面，截至 2023 年 9 月 22 日，沪铝库存为 90,293.00 吨，伦铝库存 482,300.00 吨，三季度内均呈现震荡下跌的走势。

图：交易所库存变化（单位：吨）

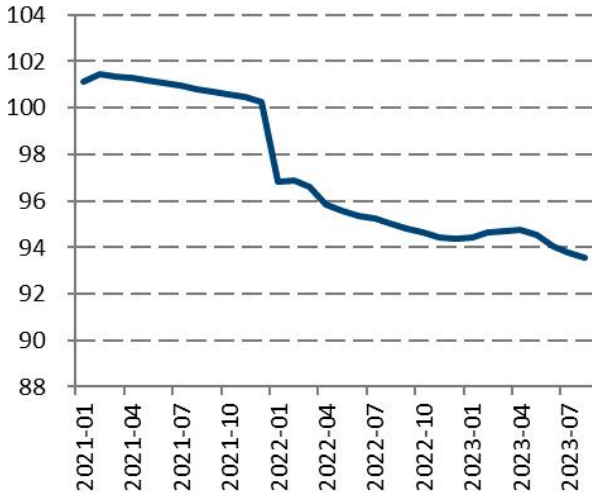


数据来源：Wind 国信期货

终端方面，聚焦于对铝需求占比较大的房地产行业，以及近年来增长动力较强的汽车行业。房地产方面，三季度，尤其 8-9 月以来，多项利好房地产的相关政策陆续出台落地，提振了市场信心。从数据来看，据国家统计局数据，1—8 月份，全国房地产开发投资 76900 亿元，同比下降 8.8%；1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 806415 万平方米，同比下降 7.1%。房屋新开工面积 63891 万平方米，下降 24.4%。房屋竣工面积 43726 万平方米，增长 19.2%，其中，住宅竣工面积 31775 万平方米，增长 19.5%。1—8 月份，商品房销售面积 73949 万平方米，同比下降 7.1%，其中住宅销售面积下降 5.5%。商品房销售额 78158 亿元，下降 3.2%，其中住宅销售额下降 1.5%。2023 年以来，房地产新开工面积同比持续下跌，商品房销售面积同比持续下跌，但竣工端持续好转，对铝的需求有一定支撑。随着“认房不认贷”等一系列利好政策的助推下，预计房地产行业将继续呈现缓慢复苏的态势，对铝需求的带动存在一定的时间滞后性，但预

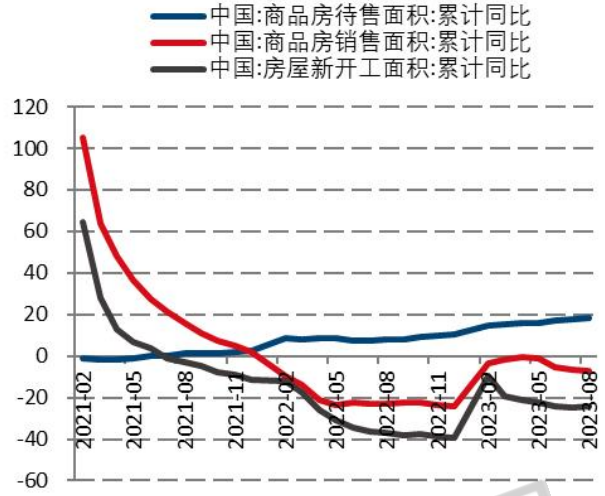
期乐观。因此，从房地产行业来看，四季度铝需求有一定的强预期逻辑存在。

图：中国房地产景气指数



数据来源：Wind 国信期货

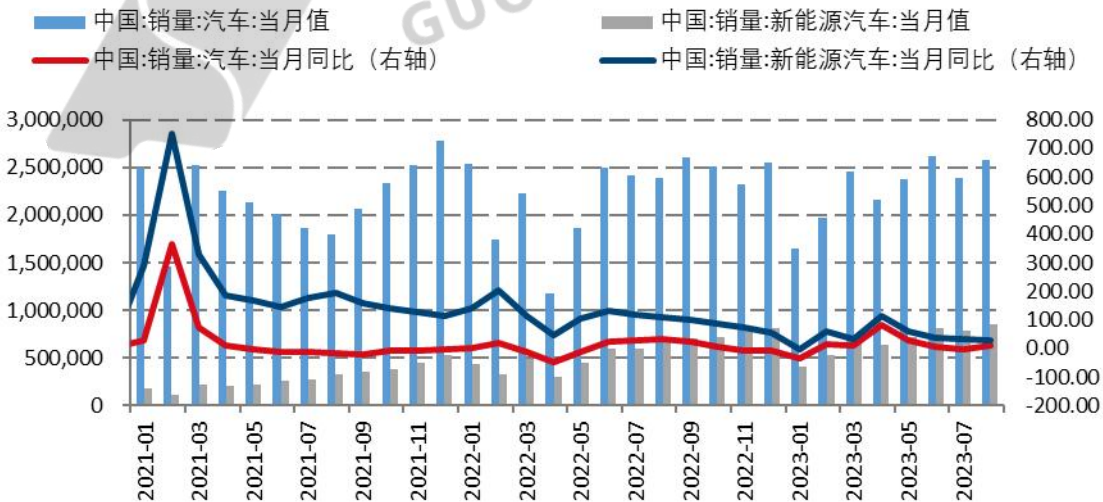
图：中国房地产缓慢恢复 (%)



数据来源：Wind 国信期货

汽车方面，中汽协发布数据显示，1-8月，中国汽车产销累计完成1822.5万辆和1821万辆，同比分别增长7.4%和8%，1-8月，新能源汽车产销量分别达543.4万辆和537.4万辆，同比分别增长36.9%和39.2%，市场占有率达29.5%，新能源汽车产销表现亮眼，增速虽有放缓，但总量仍增长可观，带动铝需求增加。9-10月是汽车销售旺季，且在各方刺激消费政策的推动下，四季度新能源汽车对铝需求的带动作用仍将持续。

图：中国汽车销量变化 (单位：万辆/月，%)



数据来源：Wind 国信期货

总体来说，四季度需求端将经历旺季向淡季的过渡，旺季效应和需求向好的预期在四季度初将有所延续，同时四季度也将是房地产利好政策落地的重要观察期，关注房地产行业对用铝需求的带动，注意防范预期差风险。库存预计短期内在低位震荡，对价格有所支撑，旺季结束后或出现明显拐点，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

## 6. 铝价“内强外弱” 进口窗口打开

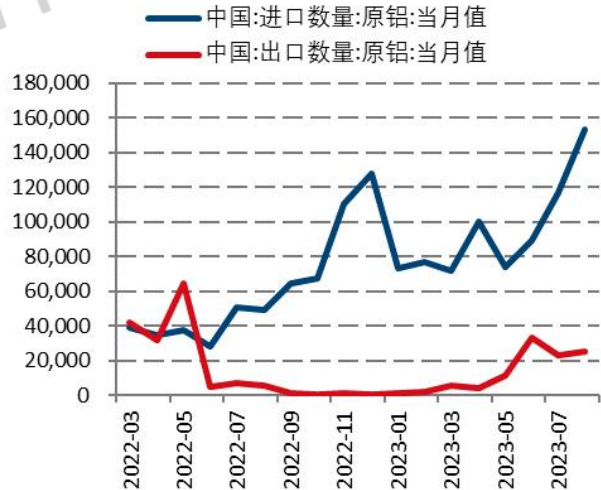
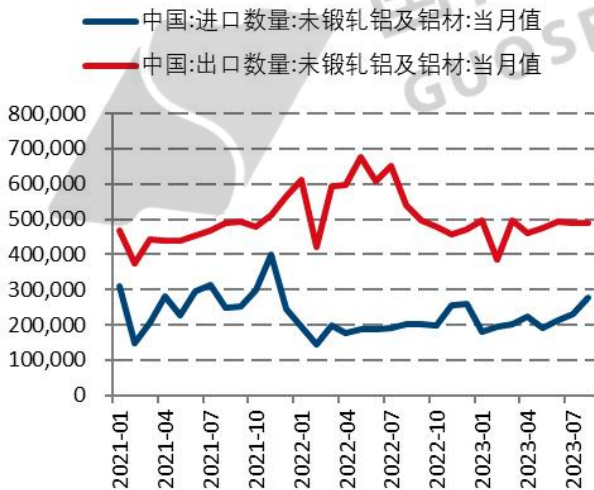
铝产业链的进出口数据而言,根据海关总署最新数据显示,8月份中国进口铝土矿1163万吨,环比减少9.9%,较去年同期增加8.8%。1-8月我国铝土矿进口总量同比增长11.9%至9670万吨,其中九成以上来自几内亚和澳大利亚。我国铝土矿的对外依赖度持续升高。

据海关总署数据显示,2023年8月中国氧化铝进口量为25.15万吨,环比增加94.56%,同比增加60.39%;中国氧化铝出口量为14.64万吨,环比增加9.07%,同比增长26.03%;氧化铝净进口量为10.5万吨,环比增加2200.96%,同比增加158.74%。2023年1-8月中国氧化铝累计进口量为114.02万吨,同比下降5.09%;2023年1-8月中国氧化铝累计出口量为84.48万吨,同比增加17.43%;2023年1-8月中国氧化铝累计净进口量为29.53万吨,同比下降38.7%。进口氧化铝主要来源于印尼和澳大利亚,近九成的出口量流向俄罗斯联邦。

海关总署数据显示,2023年8月,中国进口未锻轧铝及铝材27.86万吨,同比增长38.9%;1-8月累计进口171.05万吨,同比增长15.8%;8月中国出口未锻轧铝及铝材49.01万吨,同比下降9.2%;1-8月累计出口378.56万吨,同比下降19.4%。据海关数据显示,2023年8月,中国原铝总进口量达15.3万吨,环比增长31%,同比增长211%。8月中国原铝出口量达2.5万吨,环比增长12%,同比增长319%。8月中国原铝净进口量12.8万吨左右,环比增长36%,同比增长196%。1-8月份国内原铝净进口量约为65万吨,同比增长507%。铝价“内强外弱”之下,进口窗口打开,未来原铝进口量仍有增长的可能。

图:中国未锻轧铝及铝材进出口数量(单位:吨/月)

图:中国原铝进出口数量(单位:吨/月)



数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

## 四、后市展望

展望后市,四季度而言,氧化铝供需偏紧的格局短期内还将维持,对价格有所支撑,短至中期或震荡偏强运行,在电解铝生产有干扰隐患以及产能过剩的压制下,远期价格看空,预计氧化铝在2900元/吨-3100

元/吨震荡。沪铝在旺季需求预期以及低库存的支撑下，旺季结束前仍有一定上涨空间，11月后，供应端有扰动因素出现的预期，需求也将有所回落，价格或稍下调并呈现震荡走势，总体来说，沪铝预计宽幅震荡。

宏观方面，美联储加息进入尾声已是市场共识，未来的主要关注点在于降息的时点，根据市场主流观点以及美联储官员的相关言论来看，年内降息的可能性较小。而对于后续的加息决议，宏观经济指标数据还将被视为重要的依据。四季度，海外高利率还将维持，对需求有所抑制，关注宏观经济数据对加息决议以及市场风险偏好的影响。国内方面，政策的密集出台落地在一定时间内提振了市场信心和预期，未来四季度，除了利好政策进一步出台落地，同时也将是政策落地效果的重要观察期。对于铝板块来说，房地产行业的进一步向好将带动建筑用铝的需求，但从政策落地到需求传导有一定的时间差。

基本面来看，氧化铝方面，就未来的供应而言，新投产能在2023年上半年集中释放，第四季度供应端增量将主要来源于前期检修或停产产能的复产，在矿石供应偏紧、成本较高的情况下，增量较为有限，第四季度BDI指数多呈现上涨趋势，预计四季度进口氧化铝并不具备明显价格优势，进口氧化铝很难补给国内氧化铝供应，综合以上因素考量，预计四季度氧化铝供应环比小幅增长。需求端来看，下游需求端电解铝高产能运行率将至少维持到11月末云南逐渐转入枯水期。这意味着氧化铝的需求在短期至中期将稳定维持在较高水平，有小幅增量，后期的风险点在于云南电解铝产能是否会受到枯水期影响而部分停产。预计氧化铝供需偏紧的状态短期内将有所维持，中长期，尤其11月后有出现供过于求、南北供需错配的可能，此外，氧化铝建成产能已超过10000万吨，产能过剩的问题依然存在，因而氧化铝的上方价格将长期受到压制，氧化铝远期价格有下跌风险。四季度，在海运费上涨和汇率维持高位震荡的情况下，预计海外矿石成本也将维持在高位，有小幅上涨，未来氧化铝成本仍有抬升预期。此外，仓单注册开始后，需要持续关注仓单注册情况以及交割库库容的变化情况。

铝方面，四季度，氧化铝成本及电力成本预计走强，电解铝成本重心预计从低位回升。根据电解铝产能运行的特点，目前电解铝的高产能运行率将至少维持到11月末云南逐渐转入枯水期，后期供应端的风险点主要在于云南电解铝产能是否会受到枯水期影响而造成停产以及其他主产区的天气隐患。四季度前期，电解铝供应预计维持在高位，进口铝锭的流入对供应也有所补充，11月后，受天气影响，整体供应有收紧的预期。需求端将经历旺季向淡季的过渡，旺季效应和需求向好的预期在四季度初将有所延续，同时四季度也将是房地产利好政策落地的重要观察期，关注房地产行业对用铝需求的带动，注意防范预期差风险。库存预计短期内在低位震荡，对价格有所支撑，旺季结束后或出现明显拐点，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

综合以上因素，四季度，氧化铝供需偏紧的格局短期内还将维持，对价格有所支撑，短至中期或震荡偏强运行，在电解铝生产有干扰隐患以及氧化铝产能过剩的压制下，远期价格看空，预计氧化铝在2900元/吨-3100元/吨震荡。操作上，关注期现正套机会，震荡思路对待。沪铝在旺季需求预期以及低库存的支撑下，旺季结束前仍有一定上涨空间，11月后，供应端有扰动因素出现的预期，需求也将有所回落，价格或稍下调并呈现震荡走势，总体来说，预计在18000元/吨-20000元/吨宽幅震荡。操作上，可逢低做多，短线操作。

风险提示：宏观金融风险；极端天气。

#### 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。