

● 主要结论

宏观方面，国际地缘政治争端再度升级，市场情绪敏感，易出现波动。11月加息决议将落地，目前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。海外高利率预计将维持，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，关注国内各项政策的落地效果。宏观面的波动或再度成为影响商品价格的主导因素，谨防波动风险。

基本面来看，氧化铝方面，未来11月，预计氧化铝成本稳中有升。供应端，短期内氧化铝供应端或将呈现出易减难增的状况，也更容易出现供需错配和市场现货流通偏紧的状况。此外，突发因素或引发市场对未来氧化铝供应不确定性的担忧，从而抬升氧化铝期货价格。而中至长期，随着雨季后几内亚矿石进口量的增长，矿石供应问题或稍有缓解，产能复产空间可能有所加大，随着后期被影响产能逐渐复产，整体四季度氧化铝供应量预计变化不大。11月，干扰电解铝产能运行的不确定因素较多，云南地区已出现减产约120万吨的消息，预计11月氧化铝需求将稍有走弱。

铝方面，受到氧化铝及电力成本上涨的影响，11月电解铝成本重心预计将进一步抬升。云南出现减产消息，预计影响120万吨产能，11月电解铝产能运行率将有下降，进口铝锭的流入仍将对供给有一定补充作用。另外，其他主产区的天气隐患和环保政策仍将是供应端的不稳定因素。考虑到电解铝产能关停的时间周期，减产对11月的铝产量影响较为有限，但会引发市场的预期交易和情绪波动，对铝价有一定利多作用。进入11月，旺季基本结束，二季度至三季度呈现出的“淡季不淡”及“旺季不旺”的特征，市场对后市需求持较为谨慎态度，预计需求将较10月有回落，但韧性仍在。关注特别国债的落地情况，注意防范预期差风险。库存对价格的支撑或将减弱，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

综合以上因素，预计氧化铝期货将在2900元/吨-3200元/吨区间震荡，以震荡思路对待，区间操作。预计沪铝在18700元/吨-19500元/吨震荡偏强，建议可逢低买入，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

进入10月，沪铝表现偏弱，价格重心下移至18900元/吨一线后震荡，伦铝震荡下行。截至10月27日收盘，沪铝主力合约报收18905元/吨，较9月下跌2.78%。铝价近期偏弱，主要是受到宏观及基本面利空共振的影响。

宏观方面，国际地缘政治使得宏观情绪表现出不稳定，市场避险情绪稍有提升，商品价格有不同程度的承压。另外，前期各项利好政策集中释放后，近期进入政策落地观察期，前期利好政策带来的利多情绪有所消化。10月下旬，特别国债的发行再度为市场注入信心，宏观情绪得以提振。基本面而言，10月电解铝供应继续稳定维持在较高水平，并有少量增量，另外进口铝锭对供应也有所补充。假期期间，铝锭库存累库多于往年同期，使得节后价格下调以消化库存，随后再度处于低位震荡中，并未出现明显的趋势性累库或去库迹象。铝下游需求体现出一定韧性，但旺季成色稍显不足，建筑型材的需求依旧不佳。10月下旬旺季逐渐进入尾声，下游铝加工行业开工稍有下滑。电解铝冶炼成本重心抬升，受10月铝价走弱影响，行业利润稍有收窄，但仍处于较高水平。月内，沪铝下调后震荡。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

10月，外盘铝价宽幅震荡，表现弱于沪铝，截至10月27日，伦铝收于2225.5美元/吨，较9月下跌5.28%。铝价仍然呈现出“内强外弱”的特点。

图：伦铝（电子盘）日K线图

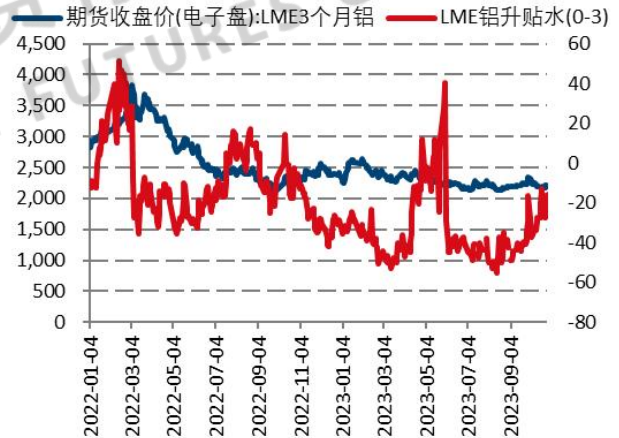
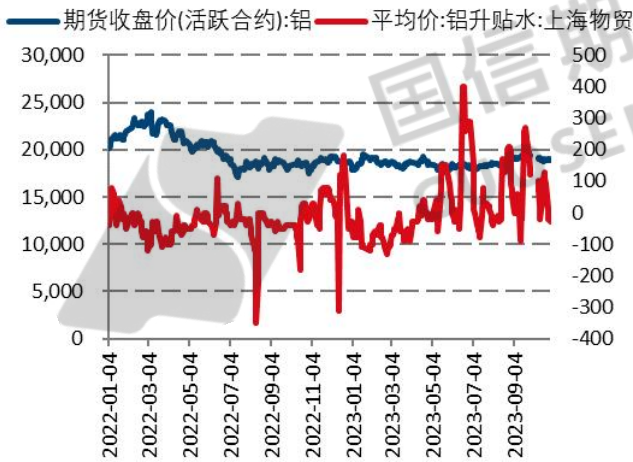


数据来源：博易云 国信期货

国内现货价格震荡走高，截至 2023 年 10 月 27 日，长江有色市场 A00 铝锭均价为 18860 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

10 月，氧化铝震荡偏强，截至 10 月 27 日，氧化铝主力合约报收 3082 元/吨，较 9 月上涨 0.59%。10 月以来，氧化铝供应端扰动频发，而需求端则保持强劲，且有小幅增量，现货流通偏紧进一步加剧，现货市场活跃度维持，价格涨势明显。在供应扰动以及现货价格的不断上涨下，氧化铝期价表现强势。随后，氧化铝供应端出现小幅修复，市场情绪有所退却，期价再度下调。整体供需偏紧以及现货价格的强势使得氧化铝期价有一定的偏强支撑。月内，氧化铝震荡偏强。

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 11 月或暂停加息 谨防宏观波动影响

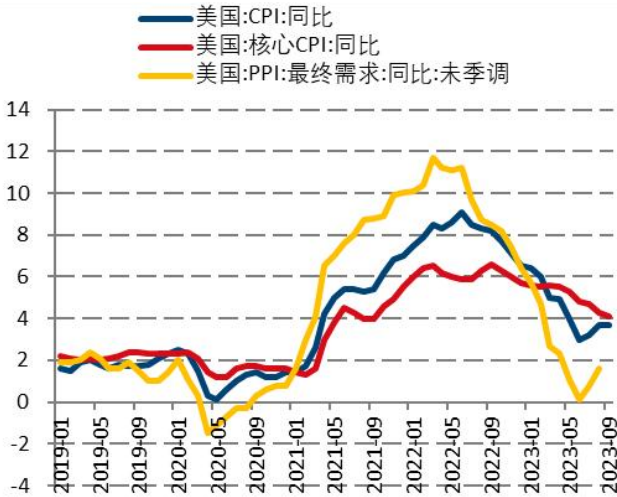
海外方面，双节假期期间，美国公布的 9 月美国非农就业人数录得增加 33.6 万，较预期大幅增长，数据公布后，市场预测美联储 11 月加息的概率上升，美元指数高位震荡，对商品价格形成压制。除此之外，国际地缘政治事件再度激起市场避险情绪，目前事件的影响仍有延续，预计未来仍将对宏观情绪以及金融市场风险偏好有一定影响。假期期间，海外宏观偏空，外盘承压。

从美国各项重要经济指标数据来看，美国劳工部数据显示，美国 9 月 PPI 同比增长 2.2%，大超预期的 1.6%，连续第三个月超预期上涨，为自 2023 年 4 月以来最大的同比增幅。PPI 环比上升 0.5%，也超过预期的 0.3%。美国 9 月 CPI 同比增长 3.7%，超过预期，前值为 3.7%；美国 9 月 CPI 环比增长 0.4%，预估为 0.3%，前值为 0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格，美国 9 月核心 CPI 同比增长 4.1%，为 2021 年 9 月以来最小涨幅，已连续六个月下降。CPI 数据公布后，美元一度走强，美联储年内再次加息的可能性升高。

另外，美国商务部 26 日公布的初始估算数据显示，今年第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算环比增长 4.9%，创近两年最快增速，预期升 4.3%，超出市场预期。

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（%）



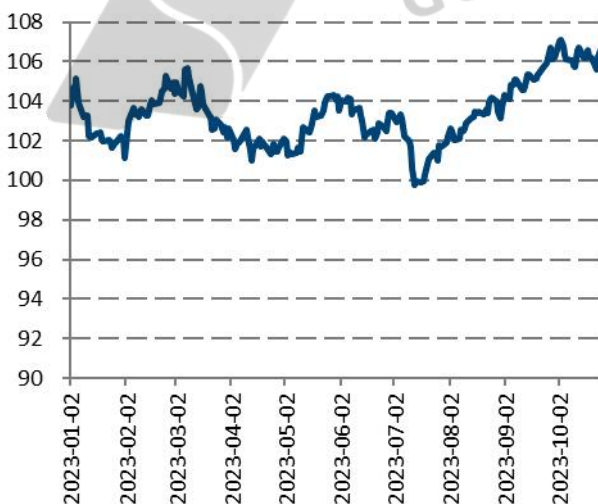
数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

月内公布的美联储9月FOMC会议纪要中指出,由于对经济、油价和金融市场的 uncertainty,在决定是否要进一步调整货币政策时,美联储官员打算采取谨慎的态度。会议纪要偏鸽,美联储官员对后续的加息路径存在一定分歧。另外,10月19日,美联储主席鲍威尔发表讲话,他表示最近出现了通胀降温的迹象,但同时警告称,该央行将“坚决”履行2%的通胀目标,如果美国经济增长升温,美联储将有可能进一步加息。鲍威尔本次讲话并未对未来加息政策明确表态,市场对鲍威尔讲话的解读也偏向谨慎。

截至10月27日,据CME“美联储观察”,美联储11月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为98.5%,加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为1.5%。到12月维持利率不变的概率为81.6%,累计加息25个基点概率为18.1%,累计加息50个基点概率为0.3%。市场认为11月美联储大概率将暂停加息。

图:近月美元走势变化



数据来源: Wind 国信期货

2. 国民经济持续向好发展 政策刺激下宏观情绪进一步提振

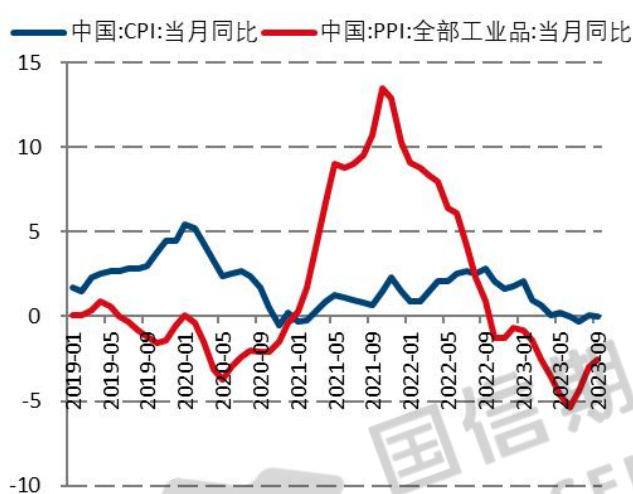
国内数据来看,根据国家统计局数据,1—9月份,全国规模以上工业企业实现利润总额54119.9亿元,

同比下降 9.0%，降幅比 1—8 月份收窄 2.7 个百分点。9 月份，规模以上工业企业实现利润同比增长 11.9%。根据国家统计局数据，中国 9 月制造业 PMI 升至 50.2，重返扩张区间，高于市场预期，创半年新高。

国家统计局 10 月 13 日发布数据显示，9 月全国 CPI 同比持平，环比上涨 0.2%。PPI 同比降幅比 8 月收窄 0.5 个百分点至 2.5%，环比上涨 0.4%。据国家统计局数据，我国前三季度 GDP 同比增长 5.2% 三季度同比增长 4.9%。9 月，规上工业增加值同比增长 4.5%，增速与 8 月持平。9 月，社零总额同比增长 5.5%，涨幅较 8 月扩大 0.9 个百分点。国家统计局表示，前三季度国民经济持续恢复向好。

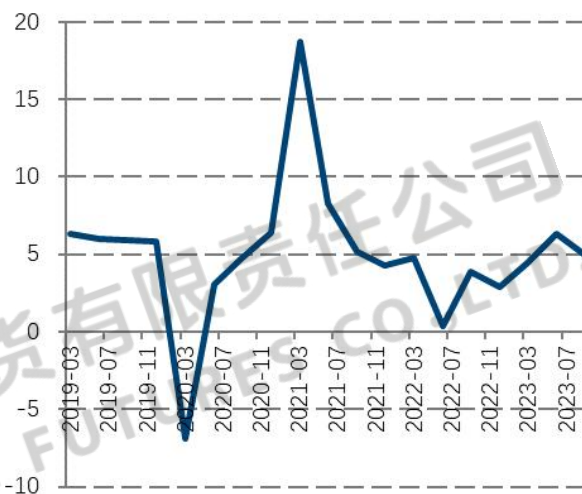
房地产方面，1-9 月，房屋新开工面积同比下降 23.4%，房屋竣工面积同比增长 19.8%。另外，月内碧桂园公告披露称，公司偿还海外债务的能力面临巨大挑战。

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

进出口方面，根据海关总署数据，前三季度，按美元计，进出口总值为 4.41 万亿美元，同比下降 6.4%。其中，出口同比下降 5.7%，进口同比下降 7.5%。至 9 月，按美元计，出口同比下降 6.2%，较 8 月的下降 8.8% 收窄 2.6 个百分点，较 7 月的下降 14.3% 收窄 8.1 个百分点；同时，9 月环比为上涨 5.0%。海外需求依旧表现不佳，但有趋势性恢复。

另外，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力，更好保障人民群众生命财产安全。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。基建等相关领域或有明显受益，利好政策使得市场情绪明显提振，预计特别国债的效果将在明年有所显现。

总体来说，8-9 月利好政策集中出台后，10 月进入政策的落地观察期，10 月前期，宏观利多情绪有所消化，而随后特别国债的发行再度使市场获得信心和一定乐观预期，国内经济延续缓慢向好复苏。

3. “碳关税”正式试运行 铝行业或迎来新变化

2023年10月1日，欧盟碳边境调节机制正式开始试运行。碳关税政策涵盖钢铁、铝、电力、水泥、化肥、氢共六类产品，将于2023-2025年试运行，2026年正式实行。试运行期间，对欧出口商仅承担申报责任，并不需要缴纳碳关税；过渡期结束后，进口商将需要为其进口产品的排放支付费用，同时欧盟会考虑是否扩大行业范围。即将实施的“碳关税”（CBAM）政策将进一步放大碳排放量差异在价格上的体现。欧盟CBAM机制的内容，是以欧盟自身碳定价体系确定的碳价值为基础，根据进口产品的实际碳排放量，扣除欧盟自身的碳配额比例，并扣减产品在出口国自身承担支付的碳排放义务后，再确定最终应清缴的碳排放义务。简单来说，其实质效果是使进口产品承担与欧盟产品一样的碳价成本。而欧盟给与的免费碳排放配额也将从2026年起逐步削减至完全取消。因此，对于我国电解铝行业来说，如何应对欧盟“碳关税”压力下电解铝生产的碳排放问题，将是未来的重中之重。长远来看，相关行业需要重点关注欧盟碳价、出口国碳价以及产品的碳含量。

从碳价来看，近期欧盟碳价大约为80-85欧元/吨，年初收盘价格曾一度突破100欧元/吨大关。据上海环境能源交易所发布的最新数据显示，截至10月25日，全国碳市场CEA挂牌协议收盘报价81.26元/吨，按近期汇率折合成欧元约为10.47欧元/吨，10月以来，碳价逐渐在80元/吨关口企稳。与2021年7月全国碳市场的开盘价48元/吨相比，目前涨幅已接近70%，预计未来碳价仍将进一步走高。

从碳价的价格走势来看，欧盟碳市场自正式运行以来，总体碳价的走势大幅向上，2023年7月以来出现震荡下行。而中国碳市场的碳价增速较为缓慢，欧洲碳价的涨幅明显高于中国，但2023年以来涨势明显加快，10月碳价与5月碳价相比，涨幅已达40%以上，但与欧盟碳价相比仍存在着较大差距，未来碳价之间巨大的差值将使得碳关税覆盖的产品出口至欧洲每吨将付出数目相当大的一笔关税。

当前我国碳市场建立还不完善，仅将电力行业纳入了全国碳市场，还未纳入铝，但随着我国碳市场的不断发展完善，以及欧盟“碳关税”的压力，铝被纳入碳市场或将是必然趋势。在这样的情况下，以清洁能源水电生产的铝，将在未来有更为明显的发展优势和潜力，或使我国电解铝行业格局发生一定变化

三、铝市分析

（一）氧化铝

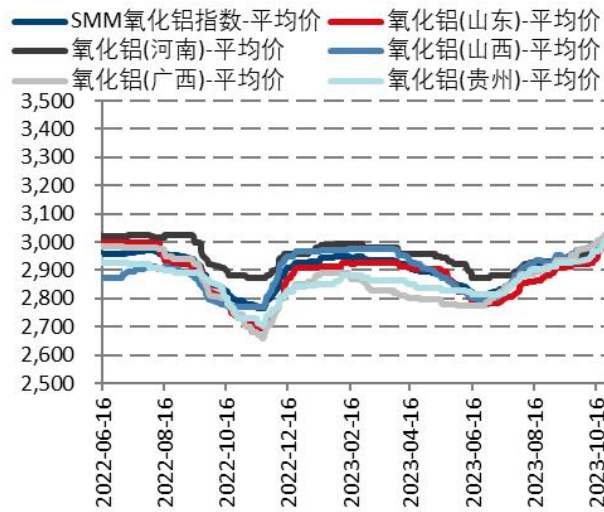
1. 供应端扰动频发 供需偏紧格局维持

10月以来，氧化铝供应端一直处于有增有减的状态，整体来看供应总量变化不大，较为稳定。各地区可能复产的产能面临着矿石供应偏紧、成本过高等问题，且行业利润的压缩或使得氧化铝厂的复产积极性有所下降。整体来说，未来供应端易减难增，且增量有限。

供应端的干扰因素在10月中旬集中出现，一度使得市场对氧化铝供应的担忧情绪上升，现货及期货价格均出现明显上涨。据Mysteel调研消息，由于受配套天然气公司临时碰管施工影响停气供应3-4天，西南地区某大型氧化铝厂月底将会被迫焙烧停产，预计影响焙烧量1.3wt/天。据悉，该企业长单比例较高，可对外销售的现货量相对有限。叠加广西地区部分产能减产，西南地区现货流通偏紧加剧。就北方产区而言，据Mysteel调研消息，10月15日18时至10月18日24时采取重污染天气橙色预警减排措施，山东区域部分氧化铝厂计划限产50%焙烧产能。而此前，河南的部分氧化铝产能因矿石开采受限导致的矿石供应偏紧而减产，据悉，河南三门峡矿区年内预计难以恢复正常开采，意味着河南的部分氧化铝产能将继续受到影响，难以复产。未来，北方逐渐进入供暖季，环保等因素或将对氧化铝产能的正常运行产生一定影响。另外，月内氧化铝供应有一定的修复。广西地区前期因降雨影响矿山开采以及产能检修导致的部分减

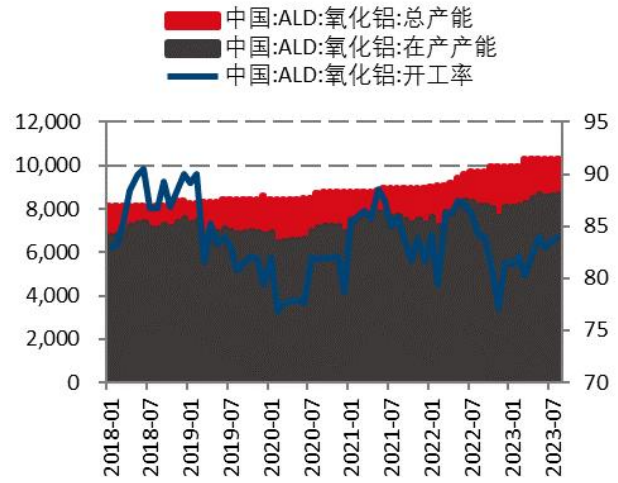
产，月内已逐步恢复生产。山西地区某氧化铝企业计划于10月底开始复产一条约100万吨产能的生产线。

图：氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝产能利用率（单位：万吨/年；%）

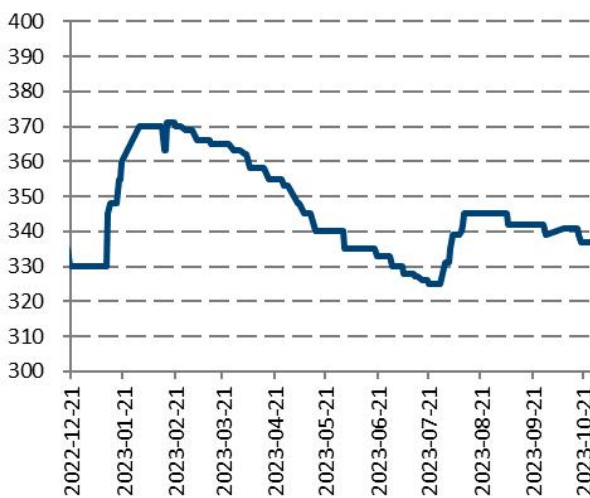


数据来源：Wind 国信期货

据 SMM 数据，截至 10 月 26 日，进口氧化铝价格为 337 美元/吨，月内下跌 4 美元/吨。进口氧化铝目前仍不具备价格优势，无法对国内氧化铝供应起到补充作用。但目前国产氧化铝价格涨势未止，内外价格有缩小的可能，关注此后海外氧化铝的流入机会及其后续对现货市场的冲击。

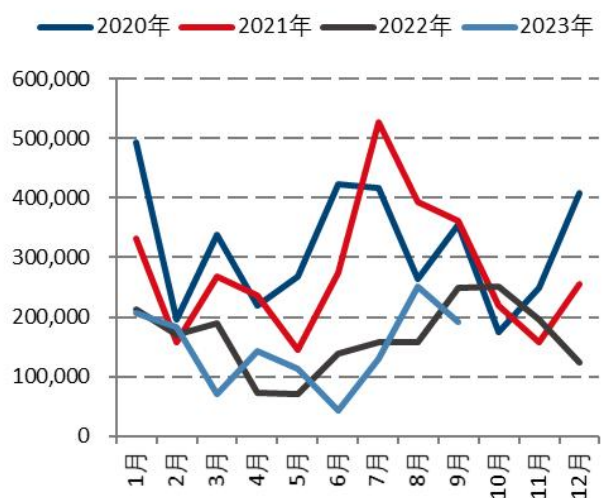
整体来看供应端，短期内氧化铝供应端或将呈现出易减难增的状况，也更容易出现供需错配和市场现货流通偏紧的状况。此外，突发因素或引发市场对未来氧化铝供应不确定性的担忧，从而抬升氧化铝期货价格。而中至长期，随着雨季后几内亚矿石进口量的增长，矿石供应问题或稍有缓解，产能复产空间可能有所加大，随着后期被影响产能逐渐复产，整体四季度氧化铝供应量预计变化不大。

图：澳洲氧化铝 FOB 平均价（单位：美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：近年来氧化铝进口量变化（单位：吨）



数据来源：Wind 国信期货

需求端而言，电解铝产能运行率维持在较高水平，且月内出现小幅增量，氧化铝需求端进一步走强，

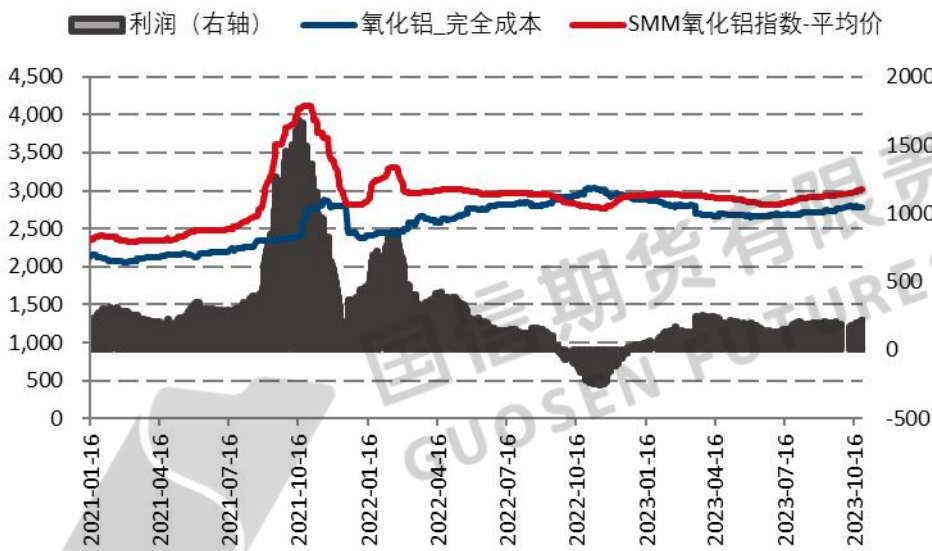
叠加供应端的干扰，一度使得现货流通偏紧的情况加剧。展望11月，干扰电解铝产能运行的不确定因素较多，云南地区已出现减产约120万吨的消息，预计11月氧化铝需求将稍有走弱。

现货方面，根据SMM数据，截至10月27日，氧化铝现货均价为3009元/吨。月内，氧化铝现货市场活跃度维持，尤其节后首周，下游补货需求明显提升，南北方市场均有成交产生，现货流通偏紧下，成交持续推升现货均价。现货价格的不断上涨，使得氧化铝期货获得一定上涨的支撑。而未来，随着部分地区需求有所减少，现货流通偏紧的情况或有所缓解，现货价格上涨面临压力。

2. 矿石偏紧仍未缓解 成本重心抬升

10月上旬，受到成本抬升的影响，行业利润稍有收窄，供应端产能复产积极性受到一定打击。成本的抬升使氧化铝现货及期货价格都获得一定支撑。未来11月，预计氧化铝成本稳中有升。

图：氧化铝成本及利润（单位：元/吨）

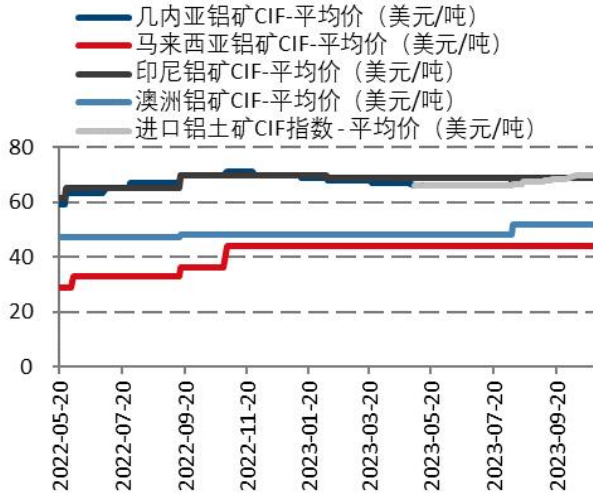


数据来源：SMM 国信期货

10月以来，氧化铝完全成本震荡上涨，重心上移，据SMM数据，截至10月26日，氧化铝完全成本约为2787.7元/吨，而现货价格涨势更为明显，使得行业利润在月初收窄后再度走阔，截至10月26日，氧化铝行业利润约为221.3元/吨。铝土矿成本和烧碱成本的上涨，是造成氧化铝成本上涨的主要原因。

图：进口矿石价格

图：波罗的海运费指数季节性变化



数据来源：SMM 国信期货

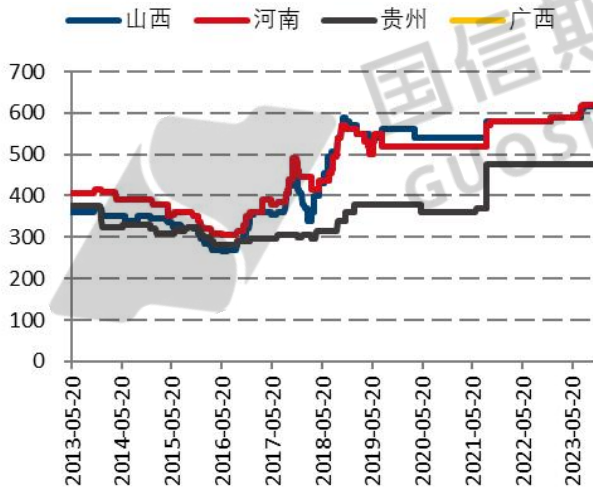


数据来源：Wind 国信期货

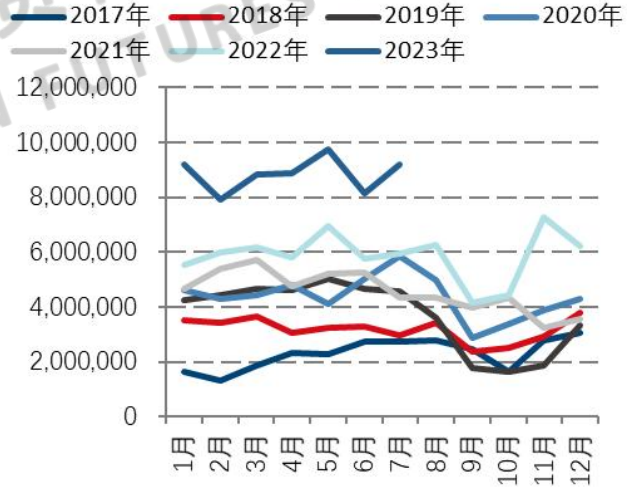
铝土矿成本的坚挺主要是由于当下的矿石供应偏紧造成的。据 SMM 数据，10 月，国产铝土矿及进口铝土矿价格均有所上涨，进口铝土矿 CIF 指数均价较 9 月上调 1.39 美元/吨，国产山西、河南矿石均价分别较 8 月同期上调 10 元/吨和 5 元/吨。

图：国产矿石平均价格（单位：元/吨）

图：几内亚铝土矿进口量季节性变化（单位：吨/月）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

国产矿方面，河南三门峡地区矿石因政策影响，开采受限，预计年内难以恢复正常开采。西南地区，广西因前期降雨影响，矿石开采也受到一定限制，供应出现短缺。进口矿方面，9-10月正值几内亚雨季，矿石开采和运输受到影响，中国自几内亚进口矿石数量处于全年较低水平。此外，印尼禁矿令带来的供应缺口无法完全通过几内亚矿石补足，近几月，中国从非主流国家进口的矿石数量增长明显，而国产矿因突发因素造成的矿石供应缺口，受到生产工艺和成本的影响，也无法完全通过进口矿进行弥补。总体来说，矿石供应偏紧的问题难以在短期内解决，矿石价格在高位坚挺。就 11 月而言，雨季结束后几内亚进口矿预计将有一定增量，但海运费也将有回升，北方产区矿石的短缺将有持续，整体来说，未来矿石成本预计

维持在高位。

烧碱方面，据 SMM 数据，山西、河南地区氧化铝厂相继上调 10 月份 32%液碱采购价格，经计算，此次液碱采购价格上调将使得山西地区氧化铝平均成本抬升 77 元/吨，河南地区氧化铝平均成本抬升 73 元/吨，广西地区氧化铝平均成本抬升 36 元/吨。

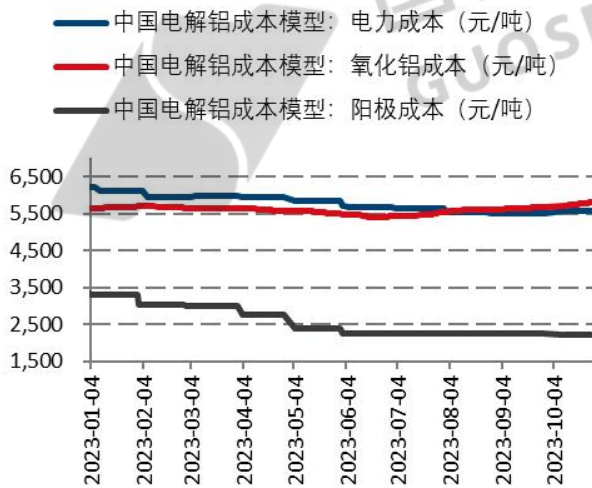
展望 11 月，进入冬季采暖季，氧化铝产能有受到环保等方面因素而产生产能运行受阻的可能性，增量主要来自前期检修产能的复产，总体来说，供应端易减难增，增量有限。而需求端，预计 11 月需求将稍有回落。氧化铝现货偏紧的状况将有缓解，现货价格上涨空间有限。另外，11 月氧化铝将进行上市以来的首次交割，需关注仓单的变化情况。长期而言，氧化铝价格仍受到产能过剩的压制，价格上方空间有限。预计氧化铝期货将在 2900 元/吨-3200 元/吨区间震荡，以震荡思路对待，区间操作。

（二） 铝

1. 电解铝成本重心抬升 行业利润仍较为可观

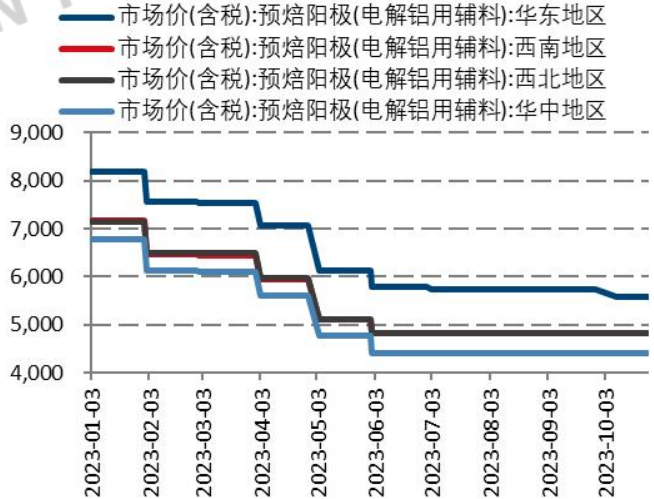
10 月以来，电解铝行业平均成本进一步从低位回升，据 SMM 数据，目前电解铝完全平均成本约为 16231 元/吨，行业平均利润达到 2700 元/吨左右，仍然处于较高盈利水平。行业盈利状况较好，各地电解铝产能运行稳定，产能运行率稳定在较高水平。从原料成本来看，10 月氧化铝价格持续走高，涨幅明显。电力成本而言，随着煤价抬升以及云南水电价格调整，10 月各地电力成本普遍上涨。预焙阳极价格持稳。氧化铝及电力成本的上涨，共同致使电解铝冶炼成本抬升。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

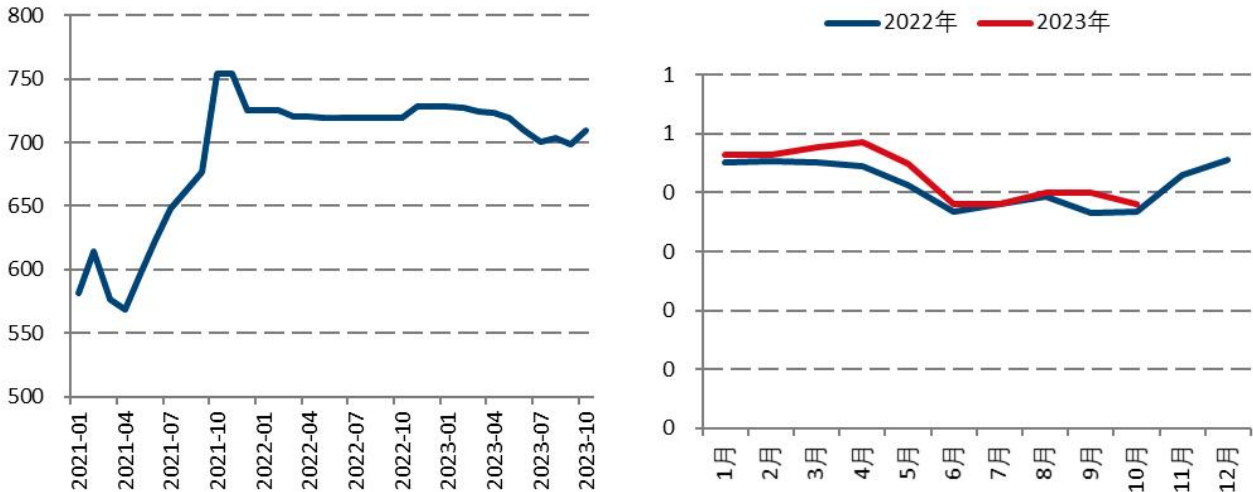
图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



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）

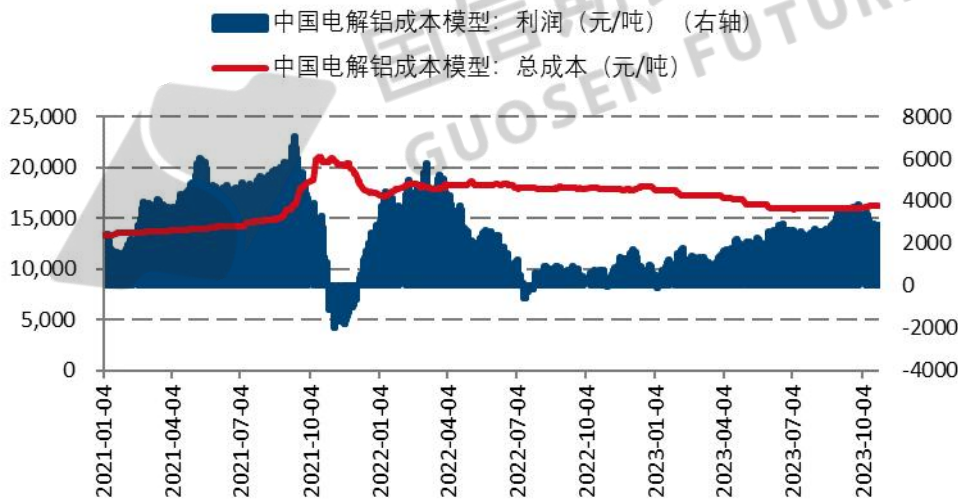


数据来源：Wind 国信期货

数据来源：南方电网 国信期货

就11月而言，电解铝成本重心预计将进一步抬升，主要是受到氧化铝及电力成本上涨的影响。氧化铝供需偏紧的状况预计在11月有所维持，现货价格仍有上涨空间。电力成本方面，进入冬季，煤炭消费将进入旺季，煤价预计稍有上涨，使得火电产能发电成本上升。11月，云南进入平水期，将采用平水期电价收费标准，电费上涨，水电产能电力成本也将走高。高利润水平下，铝价仍有一定回调空间。

图：电解铝成本及利润变化



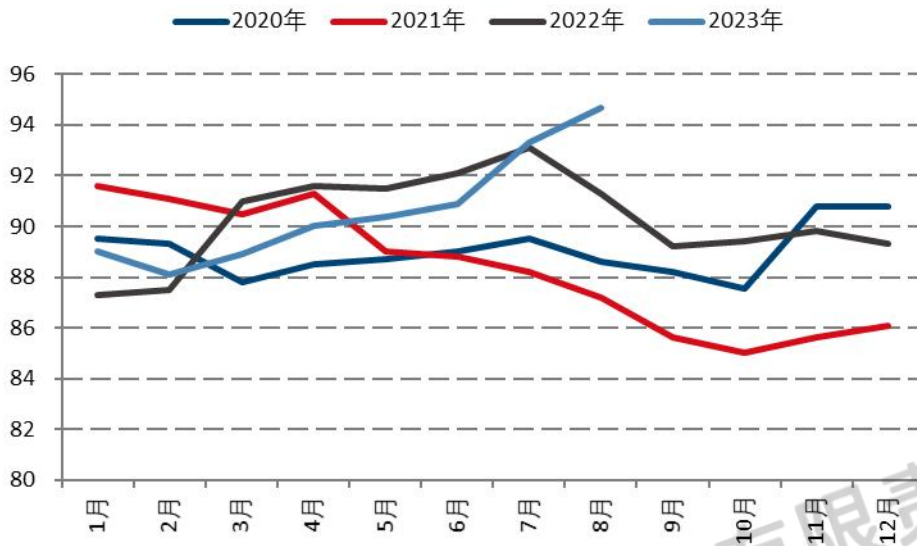
数据来源：SMM 国信期货

2. 云南水电产能减产 铝供应将从高位回落

10月，电解铝产能整体运行平稳，产能运行率稳定维持在高位，且云南及内蒙古还有少量新投产产能释放，供应进一步走强。对于11月，不确定因素仍在于云南的水电产能，以及各主产区的天气等情况，需要持续关注各产区的天气及用电情况。

据百川盈孚数据，截至 2023 年 10 月 26 日，中国电解铝开工产能为 4297.90 万吨。电解铝产能运行率维持在高位，内蒙古 20 万新投产能预计于 10 月底投产，预计增量将体现在 11 月的电解铝产量上。整体来看，10 月电解铝供应小幅增加，创历史新高。铝价沪伦比维持在 8.4 以上，海外铝锭流入，对国内电解铝供应有所补给。

图：电解铝开工率季节性变化（单位：%）



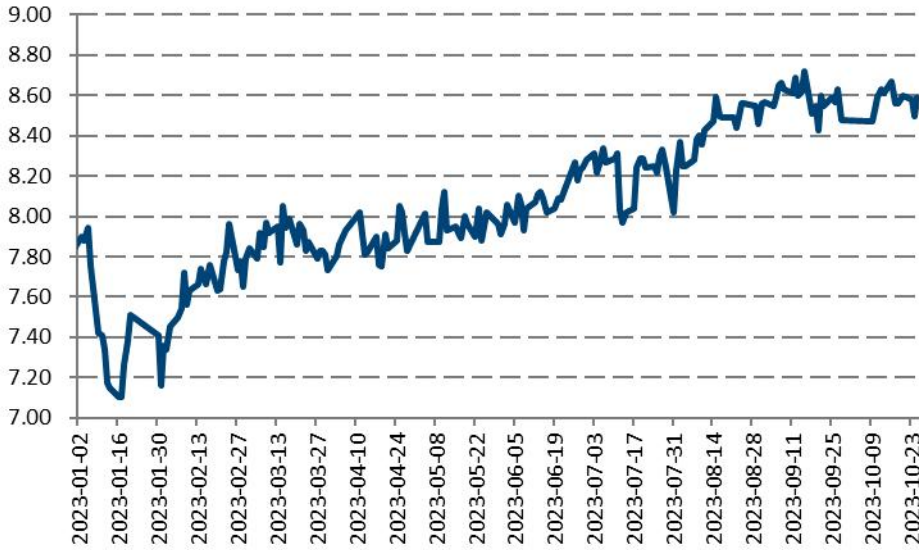
数据来源：SMM 国信期货

就 11 月来看，内蒙古 20 万吨产能释放后，预计年内不会再有新增电解铝产能，电解铝供应能力达到峰值，未来，电解铝供应增长有限，高利润之下，减产的可能性则需持续关注水电产能的运行情况。逐渐进入冬季，就历史经验来看，西南地区电解铝产能运行受到影响的可能性相对较大。以水电生产为主的云南及四川地区，11 月逐渐进入平水期，而后转向枯水期，水电供应稳定性或有下降，进而影响到电解铝产能的运行。

据 SMM 获悉，云南省相关部门及电解铝相关部门共同会议商讨枯水期行业用电情况，有消息人士透露考虑到枯水期跨度时间长及来年的工业用电需求量，省内电解铝企业有减产 22% 预期。未来各家电解铝厂将确定压产比例，并开始执行。以当前云南运行产能，以及 22% 的减产预期计算，预计将有约 120 万吨产能受到影响。未来需要追踪云南产能限产的落地情况，并持续关注云南地区降水、气温及水库的蓄水情况，是否会有更多的产能受到影响。

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。

图：铝价沪伦比值走势

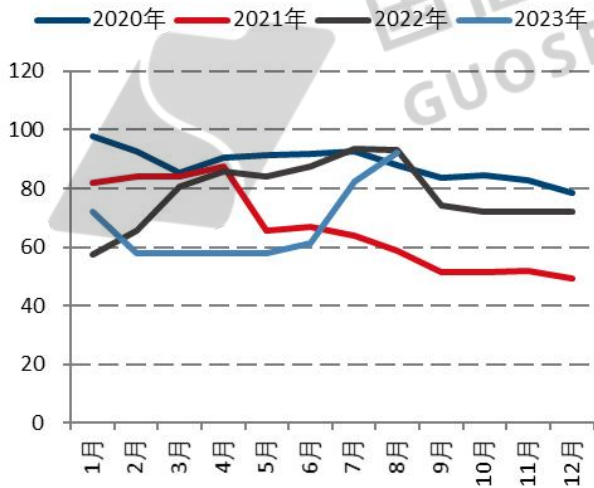


数据来源: Wind 国信期货

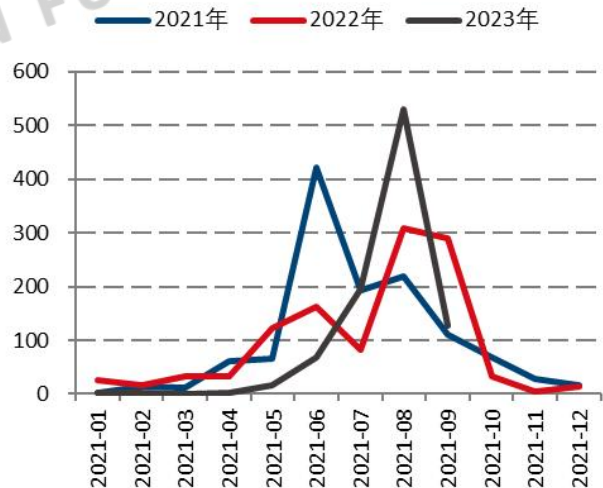
总体来说,云南出现减产消息,11月电解铝产能运行率将有下降,进口铝锭的流入仍将对供给有一定补充作用。另外,其他主产区的天气隐患和环保政策仍将是供应端的不稳定因素。考虑到电解铝产能关停的时间周期,减产对11月的铝产量影响较为有限,但会引发市场的预期交易和情绪波动,对铝价有一定利多作用。

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

3. 旺季向淡季过渡 未来需求将有回落

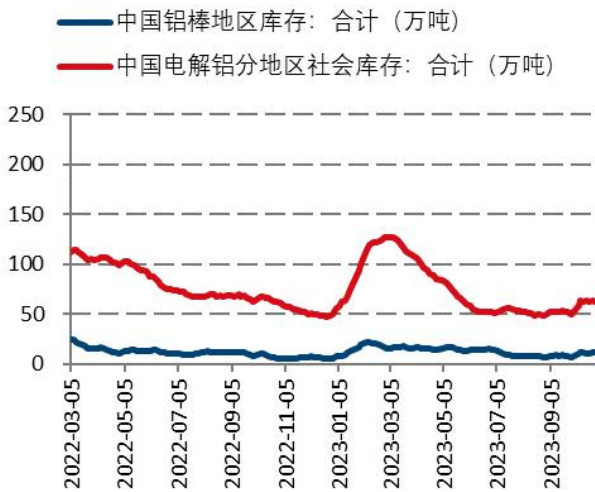
节后铝锭库存累库超过往年同期,而后随着下游集中补库需求的回升,再度出现去库,整体来看,月内铝锭库存延续低位震荡,铝棒库存则逐渐累库至较高位。11月,铝供应或从前期高位有所下滑,淡季到来,需求也将下滑,铝锭库存预计仍将维持一段时间的低位震荡,关注铝锭库存拐点的到来。

据 SMM 数据,截至 10 月 26 日, SMM 统计国内电解铝锭社会库存 62.3 万吨,仍继续位于近五年同期低

位；SMM 统计国内铝棒库存 11.36 万吨，接近三年的同期高位。从行业铝水比来看，据 SMM 最新数据，9 月行业铝水比约为 73%，稍有下降。节后铝锭累库明显，而需求稍有疲软，出库表现并不亮眼，但叠加运输不畅，入库量有限，铝锭库存在月内表现为在低位震荡。月内，广西某棒厂发生爆炸事件，由于北方铝棒货源的及时补充，且华南市场的铝棒货源已偏向宽松，意外事件对华南铝棒市场的影响已基本消化，后续可能会因安全事件，产生小范围内的铝棒减产情况。11 月逐渐进入铝消费淡季，铝去库压力将有加大。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（单位：%）



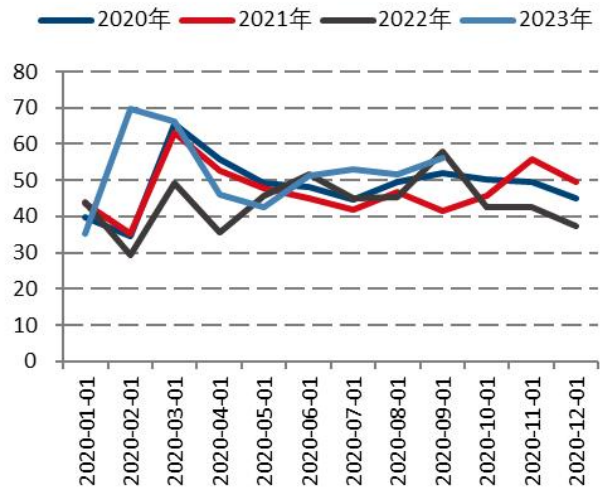
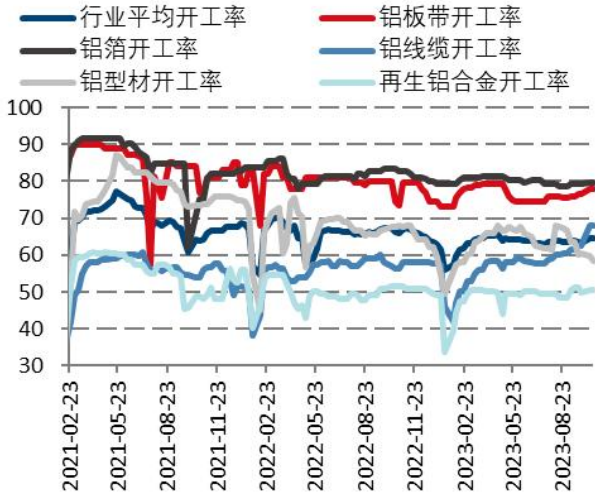
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从国内下游铝加工龙头企业开工率来看，月内整体下游需求稍有走弱。据 SMM 最新的国内下游龙头铝加工企业周度开工调研，国内铝下游加工龙头企业开工率为 64.3%，连续两周下降，与去年同期相比下滑 1.6 个百分点。而整体需求的走弱主要是铝型材板块中建筑型材的需求不佳所致。就 11 月而言，旺季逐渐转入淡季，整体需求预计有所下滑。其中，铝线缆板块需求相对乐观。据 SMM 了解，铝线缆市场大多数龙头企业订单排产计划已去到明年，少数企业排产到 11 月底，并且有企业反馈目前在调研是否准备新建产能，行业需求有一定增加的空间，持续追踪订单变化及项目招标情况。铝型材方面，受到房地产行业疲软影响，建筑型材需求预计依旧不佳，工业型材而言，汽车型材需求仍有一定支撑，光伏型材下游需求量或有下降。

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

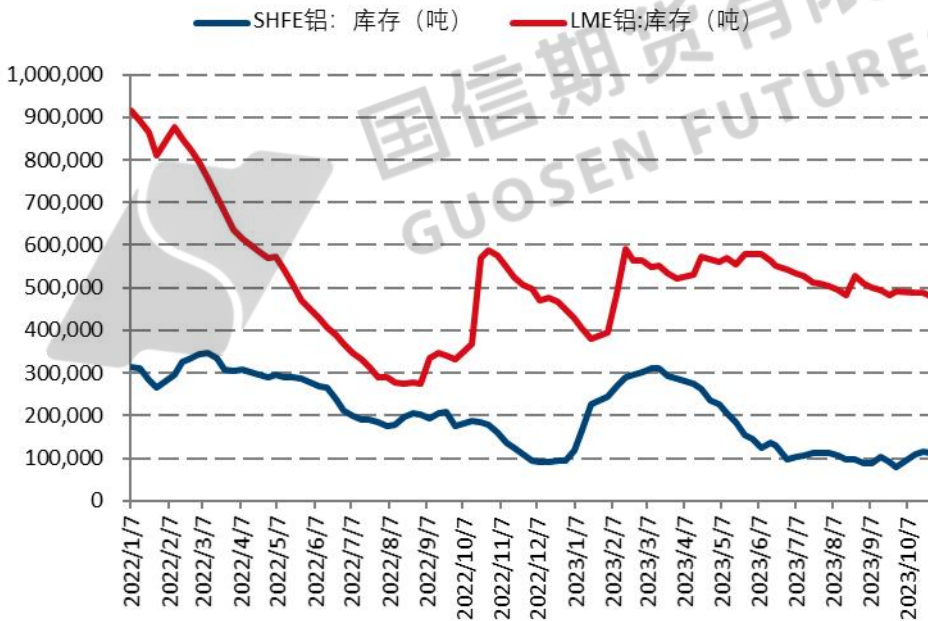


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

交易所库存方面，截至2023年10月27日，沪铝库存为111019吨，较9月有所上升，伦铝库存478725吨，较9月下降。

图：交易所库存变化（单位：吨）

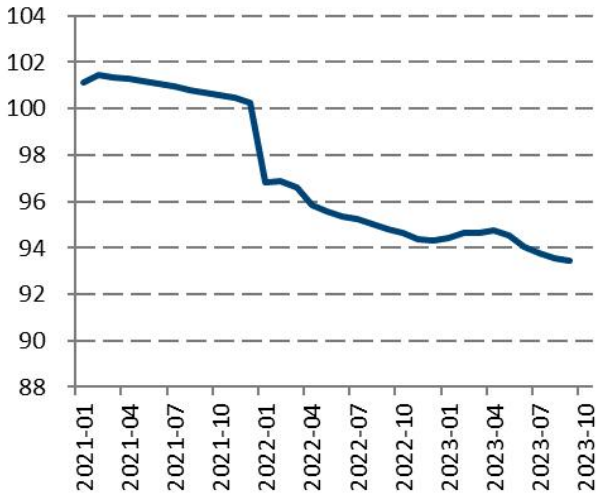


数据来源：Wind 国信期货

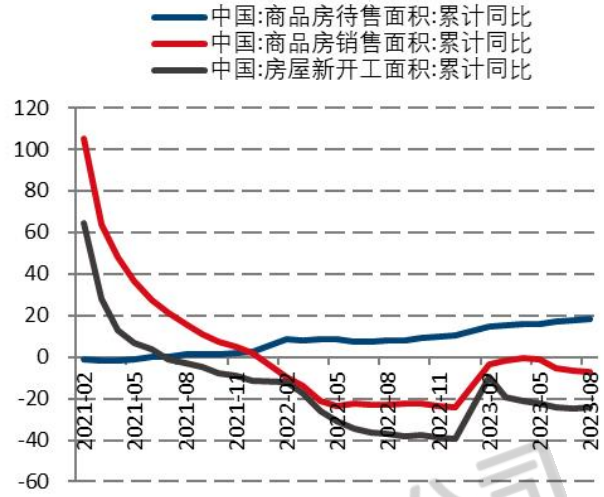
终端方面，房地产而言，据国家统计局数据，1—9月份，房地产开发企业房屋施工面积815688万平方米，同比下降7.1%。其中，住宅施工面积574250万平方米，下降7.4%。房屋新开工面积72123万平方米，下降23.4%。其中，住宅新开工面积52512万平方米，下降23.9%。房屋竣工面积48705万平方米，增长19.8%。其中，住宅竣工面积35319万平方米，增长20.1%。9月房地产开发景气指数再度走低至93.44。新开工数据表现依旧不佳。1—9月份，商品房销售面积84806万平方米，同比下降7.5%，其中住宅销售面积下降6.3%。商品房销售额89070亿元，下降4.6%，其中住宅销售额下降3.2%。“保交楼”政策对房地产的利好影响将逐渐减弱，9月竣工端仍有好转对铝需求有一定支撑，但未来也将随着时间推移有所减

弱。“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，短期内房地产行业对铝需求的带动有限。

图：中国房地产景气指数



图：中国房地产缓慢恢复 (%)

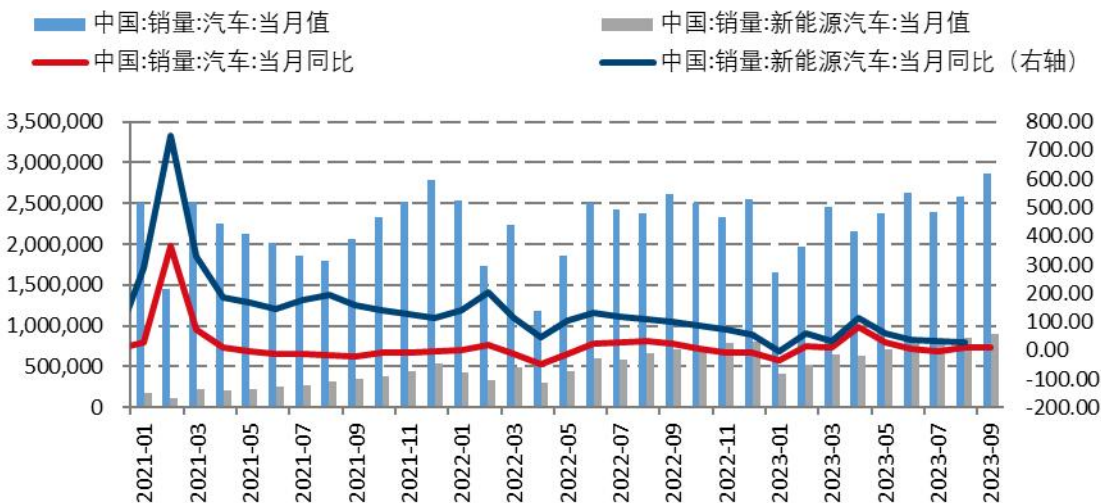


数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

汽车方面，中国汽车工业协会发布的数据显示，9月我国新能源汽车产销分别达到87.9万辆和90.4万辆，环比分别增长4.3%和6.8%，同比分别增长16.1%和27.7%，市场占有率达到31.6%，连续五个月占比超30%。据中汽协统计，9月汽车销量排名前十的车企合计实现销量246.6万辆，占当月汽车销售总量约86%。其中，新能源汽车的销售集中度提升尤为明显，9月单月新能源领域销售TOP10企业销量合计77.4万辆，市场份额较上年同期提升大约7个百分点。乘联会10月25日披露的最新数据显示，10月1日至22日，我国乘用车市场零售121.3万辆，较去年同期增长19%，较上月同期增长8%。其中，10月第三周全国乘用车市场日均零售6.0万辆，较去年同期增长11%。月内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，对铝的需求有支撑。未来11月，汽车销售旺季即将结束，对铝需求或有回落。

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，进入11月，旺季基本结束，二季度至三季度呈现出的“淡季不淡”及“旺季不旺”的特征，市场对后市需求持较为谨慎态度，预计需求将较10月有回落，但韧性仍在。关注特别国债的落地情况，注意防范预期差风险。库存对价格的支撑或将减弱，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

4. 铝产业链进出口情况

铝产业链的进出口数据而言，根据海关总署最新数据显示，9月份中国铝矿砂及其精矿进口量为1002万吨，同比增加23.1%；1-9月累计铝矿砂及其精矿进口量为10664万吨，同比增加12.8%。我国铝土矿的对外依赖度不断提高将是必然趋势。

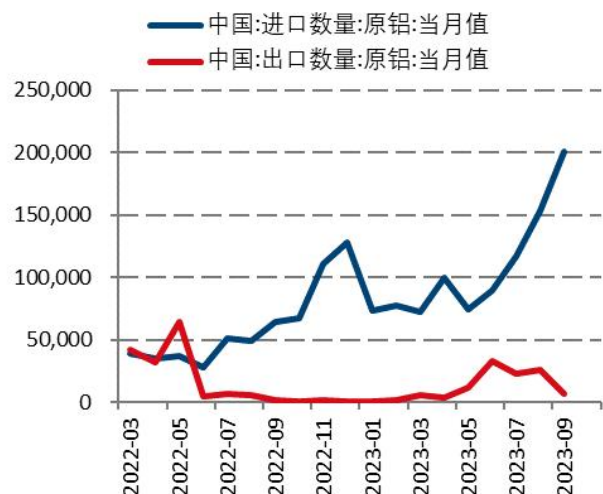
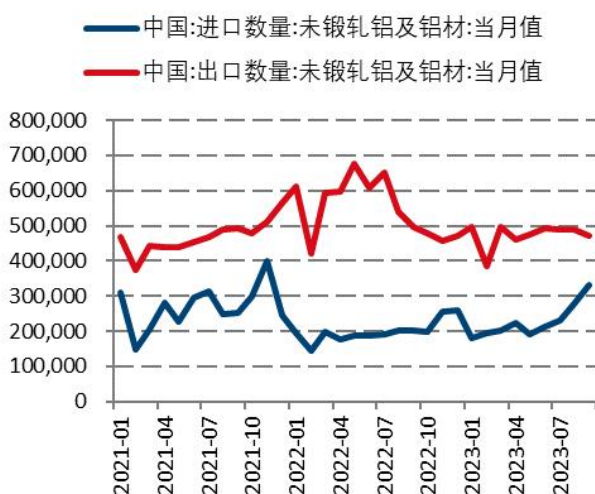
据海关总署数据显示，2023年9月中国氧化铝出口8.63万吨，环比下降41.07%，同比下降0.35%；9月中国氧化铝进口19.14万吨，环比下降23.9%，同比下降23.07%；氧化铝净进口量为10.51万吨，环比下降0.05%，同比下降35.2%。2023年1-9月累计进口133.16万吨，同比下降8.17%；2023年1-9月累计出口93.11万吨，同比增加15.52%；2023年1-9月中国氧化铝累计净进口量为40.04万吨，同比下降37.83%。进口氧化铝主要来源于澳大利亚、印尼和越南，约94%的出口量流向俄罗斯联邦。

据海关数据显示，2023年1-9月原铝进口总量为95.61万吨，同比增长163.93%；出口总量为11.29万吨，同比增减少41.31%；净进口总量达84.32万吨，同比增加496.16%。其中，2023年9月原铝进口总量为20.08万吨，同比增长210.38%，环比增长30.97%；出口总量为0.71万吨，同比增长266.49%，环比减少72.33%；净进口总量达19.37万吨，同比增加208.7%，环比增长51.58%。铝价“内强外弱”之下，进口窗口打开，原铝进口增长明显。

海关总署数据显示，2023年9月，中国出口未锻轧铝及铝材47.12万吨，同比下降4.9%；1-9月累计出口425.68万吨，同比下降18.0%。9月中国进口未锻轧铝及铝材33.17万吨，同比增长63.2%；1-9月累计进口204.22万吨，同比增长21.5%。出口与去年同期相比仍然较弱。

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，预计氧化铝期货将在 2900 元/吨-3200 元/吨区间震荡，以震荡思路对待，区间操作。预计沪铝在 18700 元/吨-19500 元/吨震荡，建议逢低做多。

宏观方面，国际地缘政治争端再度升级，市场情绪敏感，易出现波动。11 月加息决议将落地，目前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。海外高利率预计将维持，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，关注国内各项政策的落地效果。宏观面的波动或再度成为影响商品价格的主导因素，谨防波动风险。

基本面来看，氧化铝方面，未来 11 月，预计氧化铝成本稳中有升。供应端，短期内氧化铝供应端或将呈现出易减难增的状况，也更容易出现供需错配和市场现货流通偏紧的状况。此外，突发因素或引发市场对未来氧化铝供应不确定性的担忧，从而抬升氧化铝期货价格。而中至长期，随着雨季后几内亚矿石进口量的增长，矿石供应问题或稍有缓解，产能复产空间可能有所加大，随着后期受影响产能逐渐复产，整体四季度氧化铝供应量预计变化不大。11 月，干扰电解铝产能运行的不确定因素较多，云南地区已出现减产约 120 万吨的消息，预计 11 月氧化铝需求将稍有走弱。

铝方面，受到氧化铝及电力成本上涨的影响，11 月电解铝成本重心预计将进一步抬升。云南出现减产消息，预计影响 120 万吨产能，11 月电解铝产能运行率将有下降，进口铝锭的流入仍将对供给有一定补充作用。另外，其他主产区的天气隐患和环保政策仍将是供应端的不稳定因素。考虑到电解铝产能关停的时间周期，减产对 11 月的铝产量影响较为有限，但会引发市场的预期交易和情绪波动，对铝价有一定利多作用。进入 11 月，旺季基本结束，二季度至三季度呈现出的“淡季不淡”及“旺季不旺”的特征，市场对后市需求持较为谨慎态度，预计需求将较 10 月有回落，但韧性仍在。关注特别国债的落地情况，注意防范预期差风险。库存对价格的支撑或将减弱，关注行业铝水比变化和现货市场货物流向。

综合以上因素，展望 11 月，进入冬季采暖季，氧化铝产能有受到环保等方面因素而产生产能运行受阻的可能性，增量主要来自于前期检修产能的复产，总体来说，供应端易减难增，增量有限。而需求端，预计 11 月需求将稍有回落。氧化铝现货偏紧的状况将有缓解，现货价格上涨空间有限。另外，11 月氧化铝将进行上市以来的首次交割，需关注仓单的变化情况。长期而言，氧化铝价格仍受到产能过剩的压制，价格上方空间有限。预计氧化铝期货将在 2900 元/吨-3200 元/吨区间震荡，以震荡思路对待，区间操作。铝供应将有下滑，且供应干扰增多，整体供应将从高位回落。需求进入淡季，市场预期态度较为谨慎，预计需求有所回落但具有支撑。库存目前仍未有趋势性变化的迹象，但维持低库存或有一定压力，对价格的支撑将有减弱。预计沪铝在 18700 元/吨-19500 元/吨震荡，建议可逢低买入，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。