国信期货有色（铝、氧化铝）1 月月报

铝、氧化铝

氧化铝供应干扰迭出 电解铝供需变化有限

2023 年 12 月 24 日

● 主要结论

展望后市，预计氧化铝上涨后在高位震荡，以震荡偏多思路对待。沪铝维持区间震荡，以震荡思路对待。

宏观方面，市场在近期经历了一段时间对降息预期的交易后，宏观面的乐观情绪或有所缓和，关注美联储官员的相关言论，以及海外各项宏观经济指标数据，短期内高利率将维持，对当下的需求仍有一定的抑制。国内方面，关注国内各项政策的落地效果，谨防宏观情绪波动风险。

基本面来看，氧化铝方面，展望 1 月，新产能在节前投产的可能性较小，在检修、矿石供应偏紧以及天气污染等诸多因素的限制之下，氧化铝供应端预计维持易减难增的状态。此外，几内亚燃料库爆炸事件增添了氧化铝供应端的隐患，目前当地矿石开采已逐渐受到直接影响，若事件持续发酵，几内亚境内铝土矿的开采、运输效率等进一受阻，将影响到国内矿石供应及氧化铝产能的运行，供应担忧情绪将在期价上有所体现。而进口氧化铝对整体供应的补充较为有限。需求端而言，电解铝产能运行暂时维持稳定，但在降雪影响运输及远期供应担忧的影响下，补库意愿预计有一定上升。矿石成本仍将保持坚挺，能源成本在冬季有抬升预期，氧化铝成本将是其价格的底部支撑。未来需要持续关注北方天气状况、环保政策及氧化铝产能运行情况，同时需要关注氧化铝的南北供需错配问题。市场多重利好题材叠加资金推动氧化铝冲高，警惕风控风险，预计氧化铝上涨后在高位震荡，以震荡偏多思路对待。

铝方面，受电力成本及氧化铝成本抬升影响，未来电解铝冶炼成本仍有上涨预期，而铝价上升空间较为有限，行业利润或进一步收窄。未来 1 月，供应端暂无产能投产或复产计划，预计维持现有供应水平，关注云南的天气及降水情况，不排除 2024 年一季度云南进行二次减产的可能，减产时点或出现于 2 月末。1 月，节前备货需求预计将逐渐体现，下游订单或出现阶段性回暖，而后将面临春节假期，需求将再度出现明显回落。另外，雨雪天气也将对货物运输以及下游开工率造成一定影响。在供应端短期内趋于稳定，下游节前备货需求提升的情况下，预计铝锭及铝棒都将维持去库状态，天气因素及进口铝锭的到货或使得去库速度在一定阶段内有所放缓，去库及低库存将对铝价有一定利多作用。此外，海外铝锭的流入或限制铝价的上涨空间。预计沪铝维持区间震荡，以震荡思路对待。

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。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

一、行情回顾

12 月以来，沪铝延续弱势，在 18300 元/吨-18500 元/吨区间震荡下探。月中，随着宏观情绪的转好以及低库存的支撑，沪铝企稳反弹，再度站上 19000 元/吨一线。

宏观方面，美联储 12 月维持利率不变，美联储主席鲍威尔的讲话“偏鸽”，使得市场开始交易降息预期，海外宏观情绪及市场风险偏好有所回暖。国内方面，中央经济工作会议强调，明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。月内，北京、上海两城出台文件优化调整地产政策，于 2024 年 1 月 1 日和 2023 年 12 月 15 日执行，涉及下调首、二套最低首付比例与房贷利率下限、优化普宅认定标准等多项举措。国内宏观情绪也有所提振。沪铝基本面变化不大，云南减产在月初基本结束，减产规模符合预期，此后，供应端的变动主要来自内蒙古 10 万吨产能的逐步投产，变化有限。需求端进入淡季后整体趋弱，电解铝库存持续去化，且速度略超预期，给予价格支撑。12 月前期，沪铝震荡偏弱，随后在宏观与基本面利多因素的共振下反弹。截至 12 月 22 日，沪铝主力合约收于 19165 元/吨，较 11 月 30 日上涨 3.14%。

图：沪铝主力合约日 K 线图

数据来源：博易云 国信期货

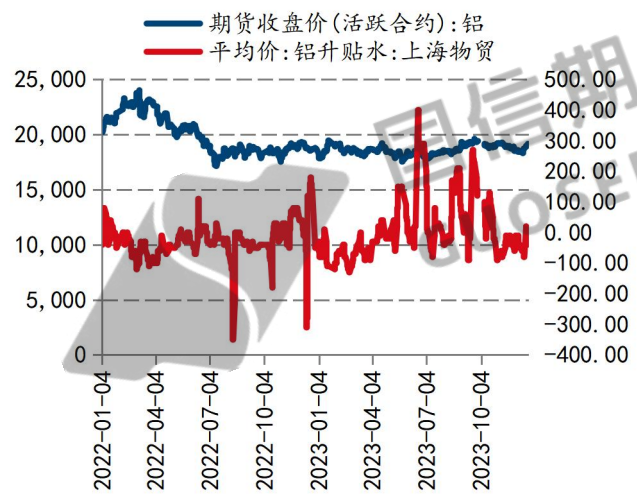
外盘铝价也在经历了两周震荡下跌，触及年内低位后反弹，表现弱于沪铝。截至 12 月 22 日，伦铝收于 2324 美元/吨，较 11 月 30 日上涨 5.93%。

图：伦铝（电子盘）日 K 线图

数据来源：博易云 国信期货

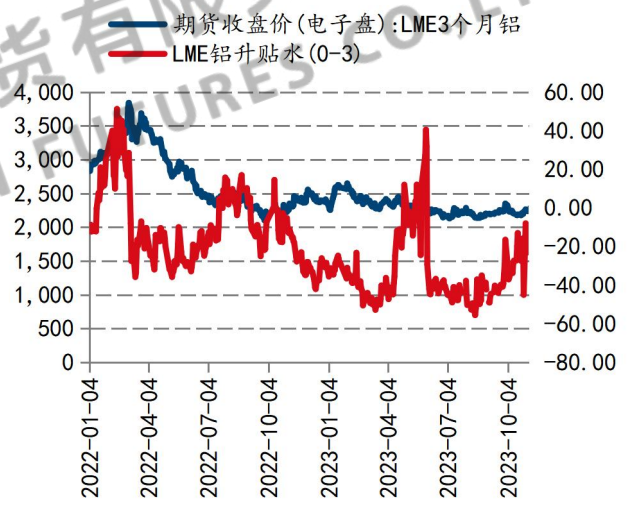
国内现货价格震荡走高，截至 2023 年 12 月 22 日，长江有色市场 A00 铝锭均价为 19130 元/吨。

图：沪铝价格走势与基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：伦铝价格走势与基差（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

12 月，氧化铝震荡偏弱后反弹，在供应端的多重干扰下，12 月 22 日主力合约触及涨停板，多个合约涨超 6%，价格重心抬升至 3100 元/吨一线。截至 12 月 22 日，氧化铝主力合约报收 3184 元/吨，较 11 月 30 日上涨 7.46%。

月内氧化铝现货市场观望情绪较重，现货均价持稳近半个月，随后，在降雪天气的影响下，下游补库意愿有所提升，现货市场成交回暖，带动现货均价上涨。氧化铝供应端仍面临着诸多干扰，月内检修不断，矿石供应偏紧问题长期存在，导致北方部分产能难以复产，此外，北方天气污染问题频繁出现，多地启动不同程度的重污染天气应急响应，虽未有直接造成产能减产的情况发生，但引发一定的供应担忧情绪。临近月末，我国最重要的铝土矿进口国几内亚突发燃料存储库爆炸事件，事件持续发酵，逐渐影响到当地铝土矿的开采，进一步推升担忧情绪。在供应端的诸多干扰之下，市场多重利好题材叠加资金推动氧化铝冲

高，主力合约于 12 月 22 日触及涨停板。需求端则在云南减产结束后趋于稳定。值得注意的是，氧化铝需求端的减少集中于西南地区，而供应端的减少及隐患主要位于北方产区，存在一定的区域错配。

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 12 月再度暂停加息 市场聚焦未来降息时点

美国 11 月未季调 CPI 年率 3.1%，为今年 6 月以来新低，符合市场预期，预期 3.10%，前值 3.20%。美国 11 月 PPI 同比增长 0.9%，预期增长 1%，前值增长 1.3%。11 月 PPI 环比持平，预期增长 0.1%，前值下降 0.5%。

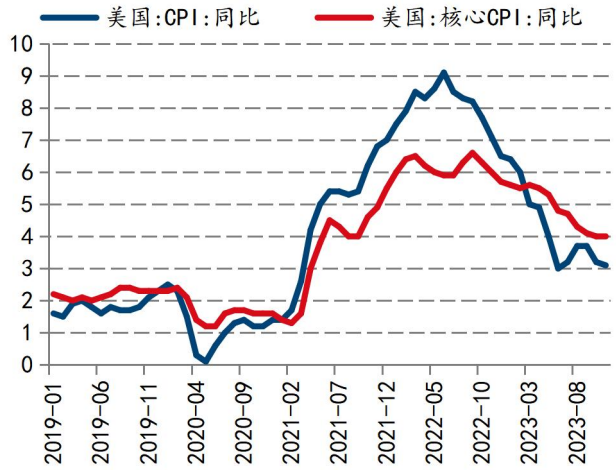
美联储联邦公开市场委员会发布 2023 年的最后一份利率决议，联邦基金利率区间继续维持在 5.25%-5.50%，符合市场预期。从点阵图来看，数据显示，FOMC 委员们对 2024 年的政策利率中位预期为 4.6%，隐含着明年降息 75 个基点的含义，稍稍超出预期。随后，根据 CME“美联储观察”工具，交易员们加大了对 2024 年降息的押注，降息 125 和 150 个基点的概率之和已经升至 60%。

鲍威尔在货币政策新闻发布会上的措辞表现出一定的鸽派立场。鲍威尔指出，美联储仍致力于将通货膨胀恢复到 2%的目标。他指出，委员会正在谨慎行事，不能明确排除目前加息的可能性。降息方面，降息已开始进入视野，决策者正在思考、讨论何时降息合适。即使没有出现经济衰退，美联储也愿意降息，且不会等到 2%通胀率再降息。经济方面，鲍威尔指出，现在几乎没有理由认为经济会陷入衰退，但不能排除明年出现意外事件，这种可能性总是存在的，而若出现经济衰退将严重影响降息决策。另外劳动力市场方面，鲍威尔称，劳动力市场正在变得更加平衡，薪资水平已经降温，尽管仍略高于与 2%通胀一致的水平，但整体劳动力市场形势是积极的。

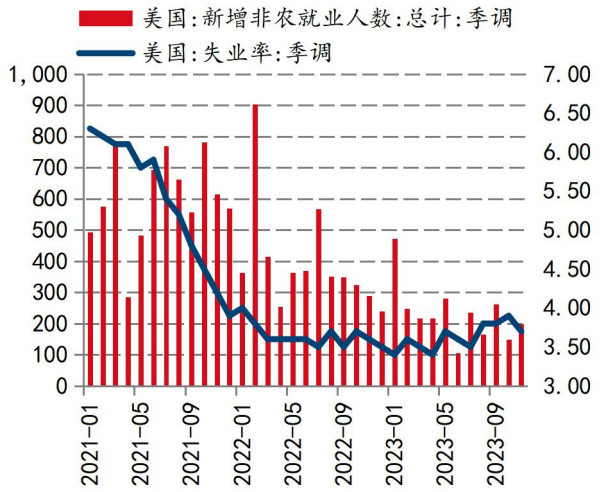
图：美国 CPI、核心 CPI 及 PPI 当月同比（%）

图：美国新增非农就业人数（千人）及失业率（%）

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.



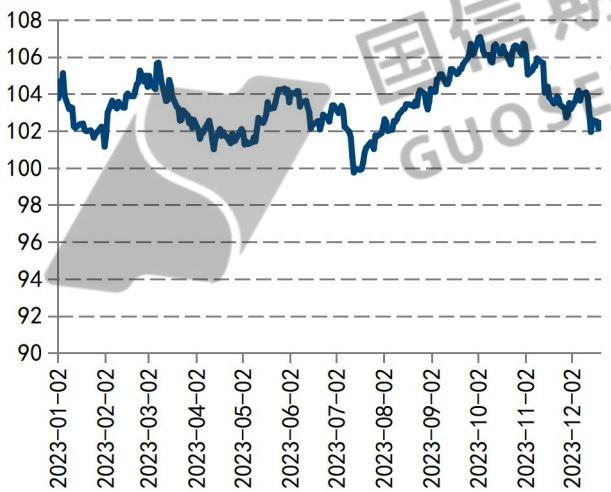
数据来源：Wind 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

截至 12 月 21 日，据 CME“美联储观察”：美联储明年 2 月维持利率在 5.25%-5.50%区间不变的概率为 85.5%，降息 25 个基点的概率为 14.5%。到明年 3 月维持利率不变的概率为 12.0%，累计降息 25 个基点的概率为 75.6%，累计降息 50 个基点的概率为 12.4%。

图：近月美元走势变化



数据来源：Wind 国信期货

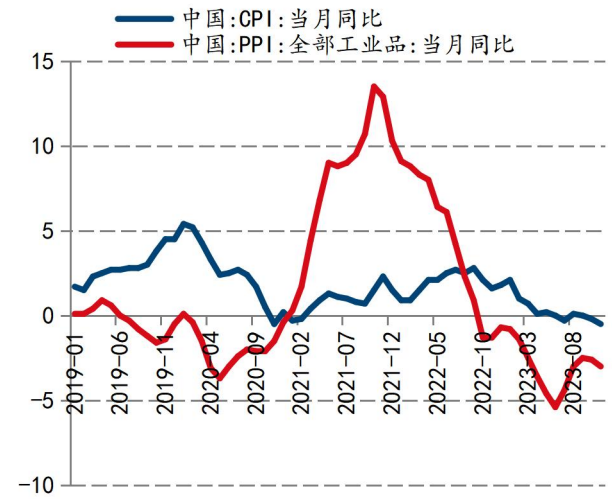
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

2. 中央经济工作会议召开

国内数据来看，根据国家统计局数据，11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%，比上月加快 2.0 个百分点；环比增长 0.87%。1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.3%，比 1-10 月份加快 0.2 个百分点。11 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点，制造业景气水平略有回落。

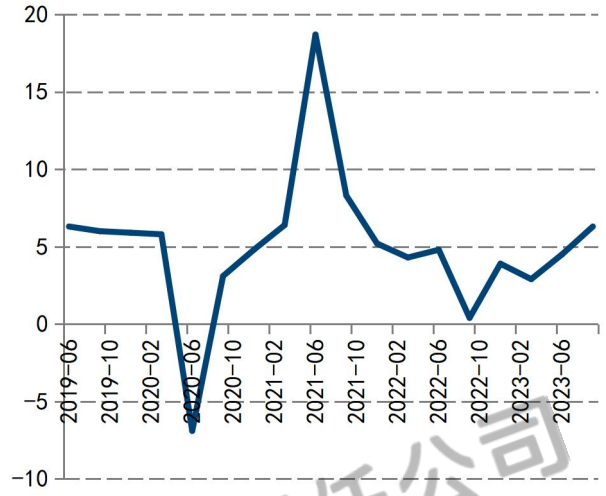
国家统计局数据显示，11 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点；环比下降 0.5%。11 月 PPI 同比下降 3%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点；环比由上月持平转为下降 0.3%。

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，2023 年 1-11 月，我国进出口总值 37.96 万亿元人民币，与去年同期（下同）持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。按美元计价，今年前 11 个月，我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。今年 11 月份，我国进出口 3.7 万亿元，增长 1.2%。其中，出口 2.1 万亿元，增长 1.7%；进口 1.6 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 4908.2 亿元，扩大 5.5%。按美元计价，今年 11 月份，我国进出口 5154.7 亿美元，与去年同期持平。其中，出口 2919.3 亿美元，增长 0.5%；进口 2235.4 亿美元，下降 0.6%；贸易顺差 683.9 亿美元，扩大 4%。

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行。就与铝终端消费较为密切的板块来看，本次会议指出要稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。房地产而言，会议指出要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。此外，会议也指出要积极稳妥推进碳达峰碳中和，加快打造绿色低碳供应链。持续深入打好蓝天、碧水、净土保卫战。完善生态产品价值实现机制。落实集体林权制度改革。加快建设新型能源体系，加强资源节约集约循环高效利用，提高能源资源安全保障能力。会议一定程度上提振了宏观政策预期，在宏观政策的指引下，铝产业链的终端消费，新能源汽车板块、光伏板块都将持续对铝需求起到拉动作用，房地产用铝需求也有一定回暖预期。

3. 关注各方政策对铝产业链影响

广西自然资源厅发布《关于严格铝土矿资源配置建立年度开采总量调控制度的通知》（征求意见稿）。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

其中提出，全区铝土矿年度开采总量不得超过全区已有采矿权设计年度生产规模之和，各铝土矿矿山年度开采总量不得超过设计年度生产规模。鼓励企业利用境外铝土矿资源，对使用进口铝土矿资源的企业在开采总量指标分配上予以倾斜支持。这意味着我国铝土矿资源的对外依赖度将进一步提高，特别是在部分新建氧化铝产能向广西聚集的趋势下，未来进口铝土矿资源的供应稳定性将很大程度上影响氧化铝产能的运行情况。

国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，其中提到，大力发展新能源和清洁能源。到 2025 年，非化石能源消费比重达 20%左右，电能占终端能源消费比重达 30%左右。持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求。其中提到，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目上马。新改扩建项目严格落实国家产业规划、产业政策、生态环境分区管控方案、规划环评、项目环评、节能审查、产能置换、重点污染物总量控制、污染物排放区域削减、碳排放达峰目标等相关要求，原则上采用清洁运输方式。涉及产能置换的项目，被置换产能及其配套设施关停后，新建项目方可投产。

三、铝市分析

（一） 氧化铝

1. 干扰因素迭出 氧化铝供应面临隐患

月内，氧化铝减产、复产并存，产能运行率震荡，整体来看，供应量变化不大。

据百川盈孚数据，截至 12 月 22 日，中国氧化铝建成产能为 10220 万吨，开工产能为 8335 万吨，开工率为 81.56%。

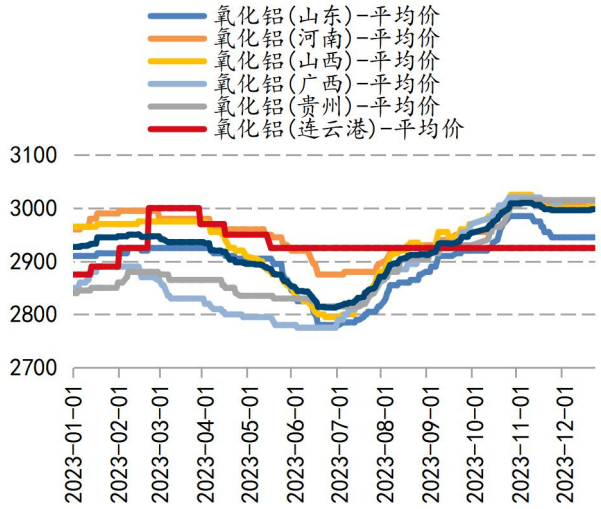
氧化铝供应端的扰动因素仍然较多。首先是持续已久的矿石供应偏紧问题，北方河南、山西等地的矿石供应不足问题短期内难以解决，三门峡地区仍未有正常开采的消息，导致部分产能难以复产。此外，12 月中旬，山西省内一煤矿发生意外事故，安全检查趋严下，部分矿山的开采活动受到限制，使得省内氧化铝产能出现一定压产风险。

其次是进入冬季采暖季后的天气污染问题，月内，北方山东、河南、河北等多地启动不同程度的重污染天气应急响应，虽然均暂未对氧化铝供应产生明显影响，但也在一定程度上阻碍了产能的复产。且基于历史经验来看，若污染加剧，可能会有相关通知及环保政策出台，出现氧化铝产能减产、减少焙烧量等情况，影响一段时间内的供应量。据百川盈孚获悉，河南地区某氧化铝企业受环保管控影响，12 月 12 日开始关停两台焙烧炉，15 日该企业恢复一台焙烧炉生产，另一台恢复时间待定。滨州地区也发布《关于启动重污染天气 II 级应急响应的通知》，预计于 2023 年 12 月 22 日至 2024 年 1 月 4 日期间当地氧化铝厂焙烧炉减产运行，涉及产能约 750 万吨/年。环保政策限制下，氧化铝产能运行在一定时间段内受到影响，且多影响到的是焙烧量，后期可追溯，因此长期来看，对整体供应的影响有限，但出于满足长单供应的需求，将会造成现货市场流通趋紧，从而推升现货价格。随着未来冬季温度降低，北方重污染天气或将有所持续，氧化铝产能正常运行面临潜在的风险。

另外则是受到产能检修的影响，12 月仍是氧化铝的集中检修期，月内，广西、山东等地均有氧化铝产能进行检修，影响短期内的焙烧量，检修时间基本在半个月左右，后逐渐恢复生产。

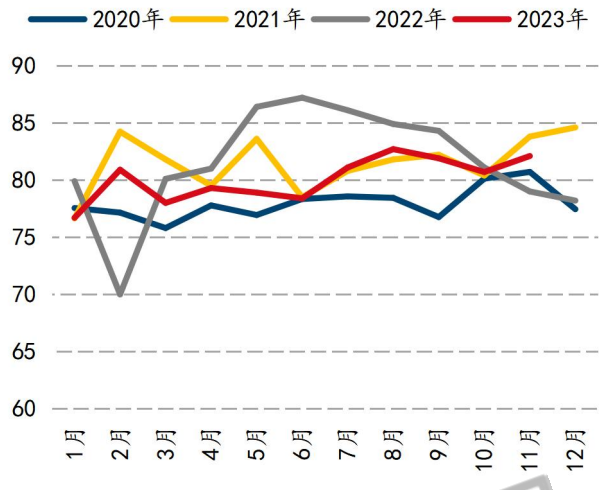
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

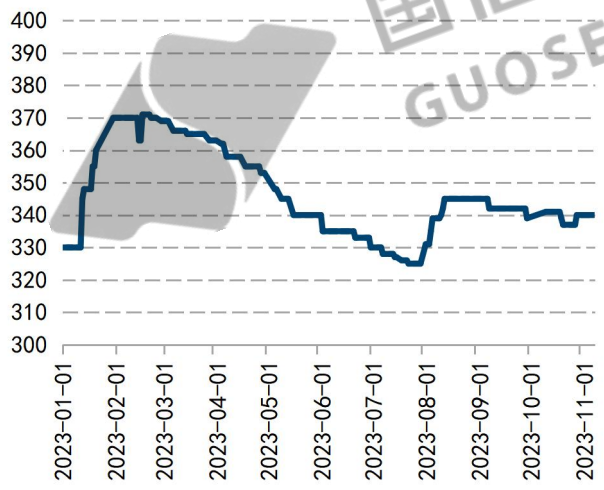
图：氧化铝产能利用率变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

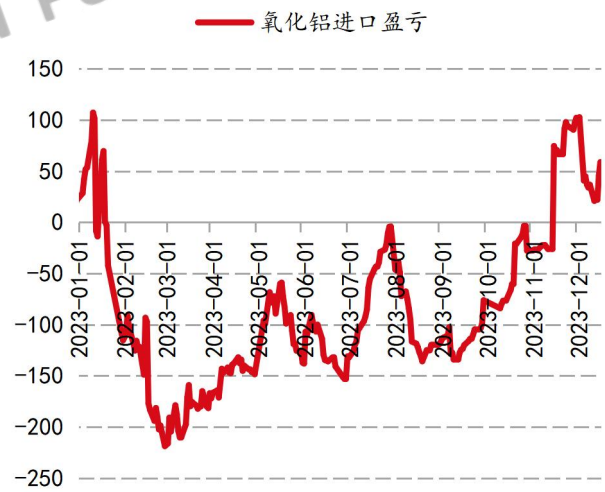
自 11 月起，氧化铝进口窗口逐渐打开后，陆续有海外氧化铝成交消息，预计未来将逐渐到港，对供应形成一定补充。进入 12 月，进口盈利窗口逐渐收窄后又有所走扩。

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：氧化铝进口盈亏（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

此外，临近月末，突发事件加大了氧化铝的供应风险。12 月 18 日，几内亚首都科纳克里一个燃料存储库发生剧烈爆炸，造成百余人死伤，几内亚过渡政府当天发表声明说，科纳克里除国防安全部门和医疗行业外，其余公共和私营部门工作人员都将保持居家状态，所有学校、加油站都将关闭。据了解，12 月 20 日星期三，几内亚在全国范围内恢复仅向居民供应柴油，继续维持对油罐车移动的限制。

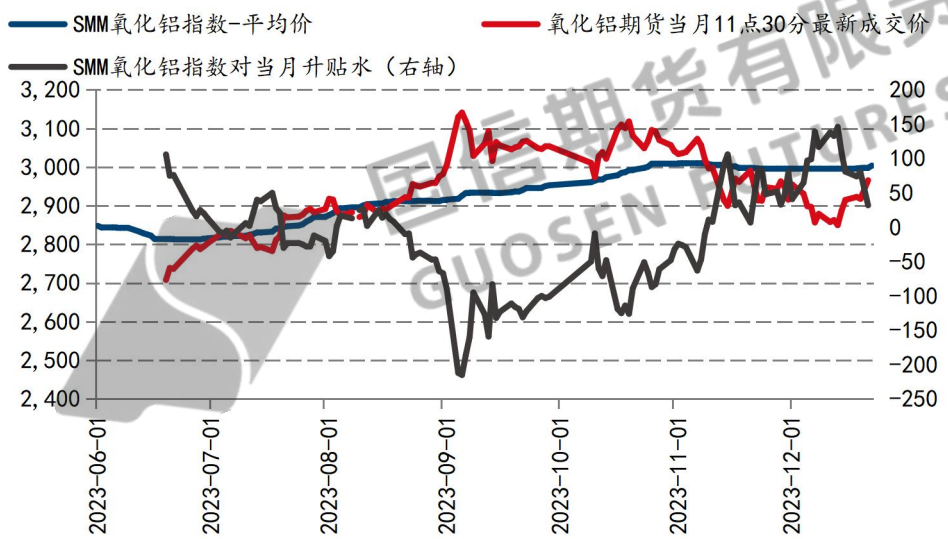
几内亚是我国最重要的铝土矿进口来源国，我国半数以上的进口铝土矿均来自几内亚，几内亚的铝土矿供应将对我国氧化铝产能运行情况产生较大影响。事件发生后的几日内，对铝土矿的开采及供应并未产

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD

生直接影响。据 Mysteel 调研了解，几内亚大型铝土矿山油料储备相对充足，所以短期内该事故对铝土矿石的内陆运输影响较小。另外，据 Mysteel 了解，我国企业签订的几内亚铝土矿长单多为 CIF 价格，因此，我国使用铝土矿的成本变动幅度预计较为有限。而 12 月 22 日起，事件的影响逐渐发酵。根据 SMM 及阿拉丁的最新调研，几内亚当地部分铝土矿山油库被征用，部分矿山已经降低运行产能，导致铝土矿产出受影响，矿石供应担忧情绪传导至氧化铝端，12 月 22 日，氧化铝期货主力合约盘中触及涨停板，价格得到较强支撑。另外，据阿拉丁获悉，柴油供给的中断主要影响矿山的开采和陆上运输，各矿企码头都有存货，海上装运暂时尚未受到影响，所以短期内到港中国的矿石并不会大幅减少，长单供应预计受到影响有限，而散货可能会暂停。这意味着，国内因国产矿供应偏紧而使用进口矿代替的氧化铝产能，其矿石紧缺程度可能进一步加剧。当下来看，几内亚铝土矿开采及供应已逐渐受到直接影响，影响的产能规模及持续时间暂时难以估量，未来需要持续关注事态发展、延续时间以及当地矿山开采情况，在此情况之下，氧化铝面临的潜在风险再度有所增加。矿端的干扰使得国内氧化铝期货价格在短期内得到支撑。

现货方面，月内，氧化铝现货价格变动幅度有限，主因现货市场观望情绪有所延续，市场活跃度较低，成交有限。月中以后，北方降雪天气对货物运输造成一定阻碍，下游补库意愿有所增加，市场逐渐出现升水成交，带动氧化铝现货均价回升。据 SMM 数据，截至 12 月 22 日，国产氧化铝均价为 3004 元/吨，较 11 月 30 日上涨 8 元/吨。未来，在供应端面临诸多隐患的情况下，预计氧化铝现货价格将进一步回升。

图：氧化铝期现价格走势（单位：元/吨）



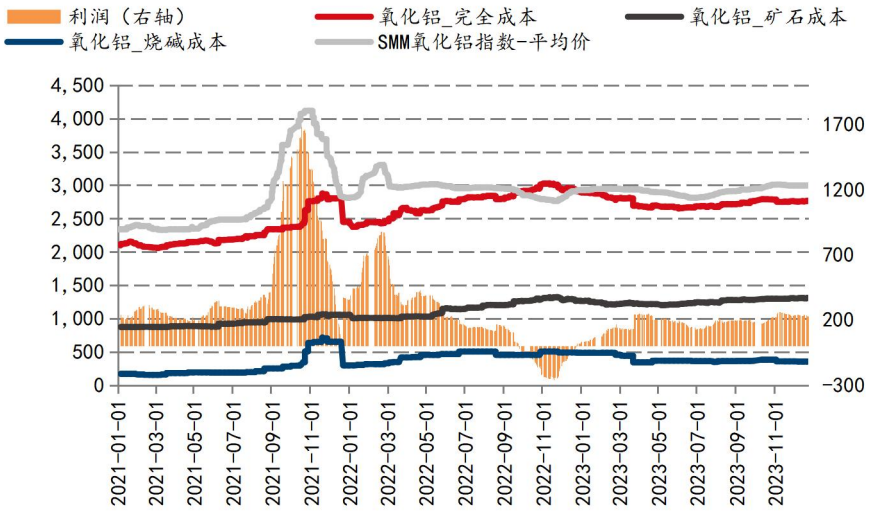
数据来源：SMM 国信期货

总体来看，在检修、矿石供应偏紧以及天气污染等诸多因素的限制之下，氧化铝开工率回升空间有限，氧化铝供应端整体变化不大，但各项干扰因素下，供应仍然面临潜在的减产风险。特别值得注意的是，干扰因素多出现于北方产区，供应或呈现出北紧南松的状况，此外，下游电解铝需求减量主要位于云南地区，而北方电解铝产能运行持稳，且内蒙古电解铝运行产能有一定增加，未来需要持续关注北方天气状况、环保政策及氧化铝产能运行情况，同时需要关注氧化铝的南北供需错配问题。1 月氧化铝供应有减少的可能。

2. 氧化铝成本变化有限 关注几内亚突发事件影响

成本端而言，近期氧化铝生产成本及行业利润基本持稳。未来，矿石成本仍将保持坚挺，能源成本在冬季有抬升预期，氧化铝成本将是其价格的底部支撑。

图：氧化铝成本及利润（单位：元/吨）

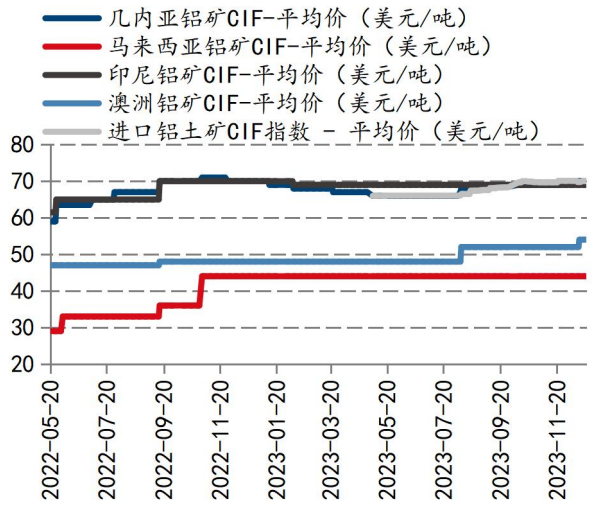


数据来源：SMM 国信期货

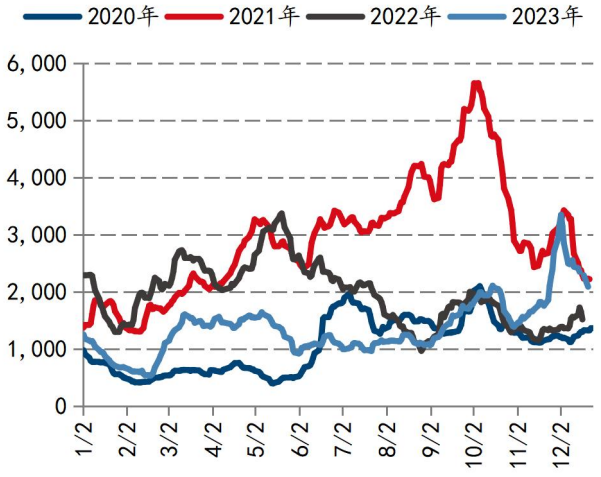
据 SMM 数据，11 月全国氧化铝加权平均完全成本 2719 元/吨，较 10 月全国氧化铝加权平均完全成本下降 35 元/吨，主因 11 月晋豫鲁地区主流氧化铝厂烧碱长单采购到厂价格大幅下调，较 10 月份下调约 430 元/吨。12 月 1-21 日，全国氧化铝加权平均完全成本约为 2760 元/吨，行业利润约为 236 元/吨。

铝土矿方面，进口矿石及国产矿石价格坚挺，部分地区有小幅上涨。其中，山西铝土矿均价及河南铝土矿均价月内均上涨 10 元/吨。主因北方产区矿石偏紧的问题依然未得到有效缓解。进口铝土矿则是受海运费的影响较大，月内铝土矿海运费（几内亚至中国）一度持续上涨，据阿拉丁数据，C3 航线租金一度上涨至约 31.6 美元/吨，几内亚至中国山东港口的 Cape 运费报价一度达到 33 美元/吨，海运费暴涨暂时阻碍了几内亚现货船只租运，一些报价和签单有所延迟。波罗的海运费指数也较前期明显走高，未来海运费的上涨将一定程度抬升进口矿成本。

图：进口矿石价格



图：波罗的海运费指数季节性变化



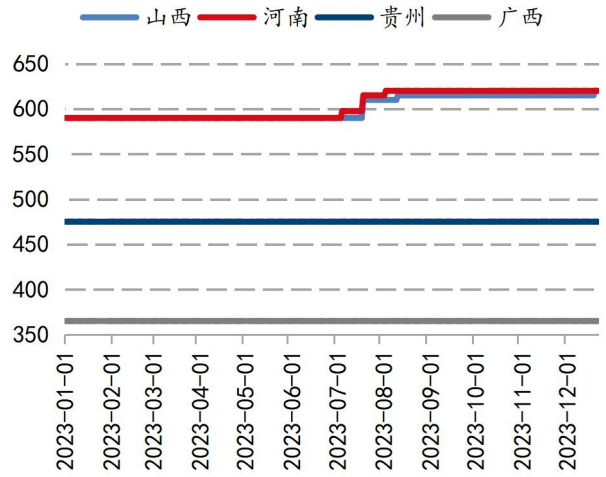
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

数据来源：SMM 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

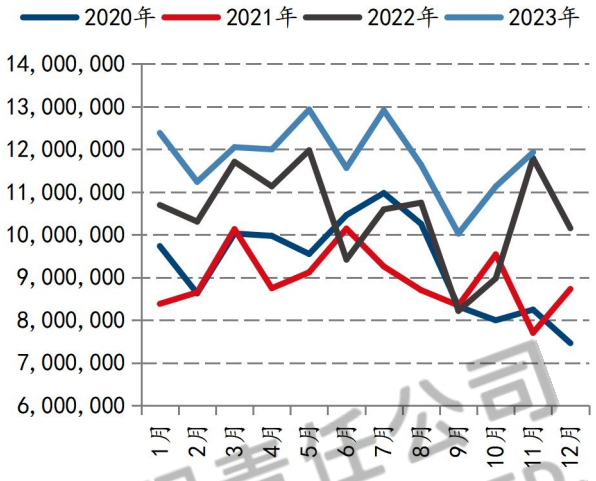
据 SMM 数据，12 月，国产铝土矿及进口铝土矿价格总体持稳，个别地区价格有上调，主要是贵州和澳矿价格稍有上涨。

图：国产矿石平均价格（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

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

烧碱方面，据 SMM 调研，山西、河南地区主流氧化铝厂相继下调 12 月份液碱长单采购价格。根据 SMM 的测算，此次液碱采购价格下调将使得山西地区氧化铝平均成本下移 7 元/吨，河南地区氧化铝平均成本下移 7 元/吨，此外，广西地区主流氧化铝厂 12 月份液碱长单采购价格较 11 月份持平，50%液碱送到价格执行 3300 元/吨左右（折百）。山东某大型氧化铝厂家下调液碱采购价格，32%离子膜碱采购出厂价在 730 元/吨(折百价约为 2281 元/吨)，较 11 月初持平。能源成本稍有走高，随着未来冬季温度进一步降低，能源成本仍有一定上涨空间。

总体来说，在各项原材料涨跌不一的情况下，氧化铝整体成本变化不大。未来，矿石成本仍将保持坚挺，能源成本在冬季有抬升预期，氧化铝成本将是其价格的底部支撑。

展望 1 月，新产能在节前投产的可能性较小，在检修、矿石供应偏紧以及天气污染等诸多因素的限制之下，氧化铝供应端预计维持易减难增的状态。此外，几内亚燃料库爆炸事件增添了氧化铝供应端的隐患，目前当地矿石开采已逐渐受到直接影响，若事件持续发酵，几内亚境内铝土矿的开采、运输效率等进一受阻，将影响到国内矿石供应及氧化铝产能的运行，供应担忧情绪将在期价上有所体现。需求端而言，电解铝产能运行暂时维持稳定，但在降雪影响运输及远期供应担忧的影响下，补库意愿预计有一定上升。未来需要持续关注北方天气状况、环保政策及氧化铝产能运行情况，同时需要关注氧化铝的南北供需错配问题。市场多重利好题材叠加资金推动氧化铝冲高，警惕风控风险，预计氧化铝上涨后在高位震荡，以震荡偏多思路对待。

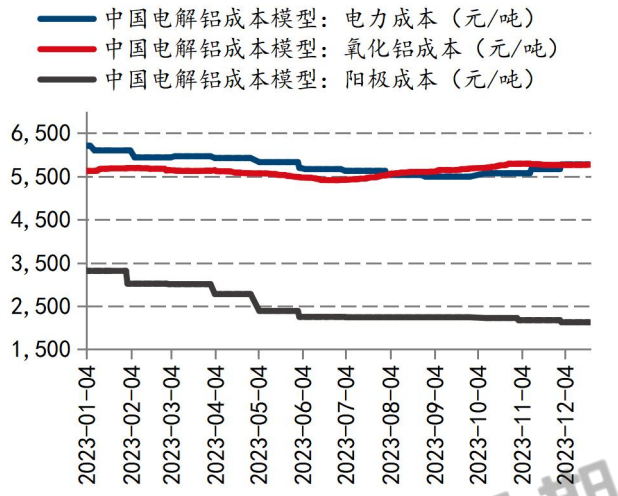
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

（二） 铝

1. 电力成本上涨 带动行业成本小幅上涨

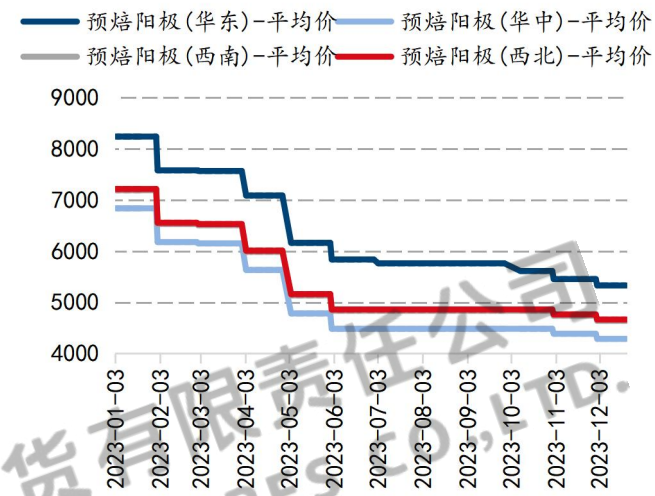
成本端，月内电解铝平均成本震荡上涨，正如我们此前预期，进入冬季及枯水季后，电解铝成本受到电力成本上涨的影响而有所抬升。未来，预计电解铝冶炼成本仍有一定上涨空间，关注氧化铝价格及电力成本变化。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



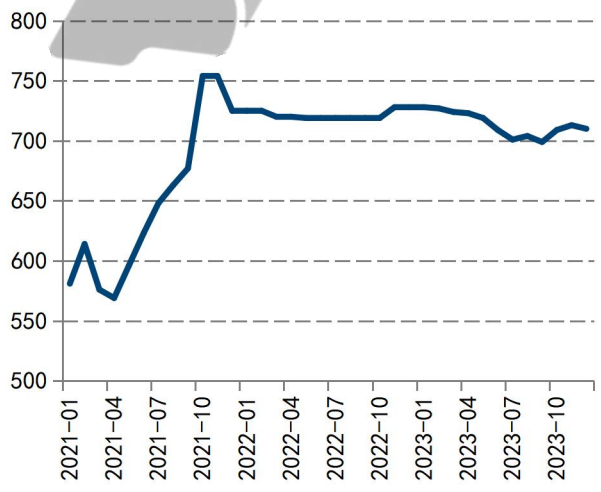
数据来源：SMM 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



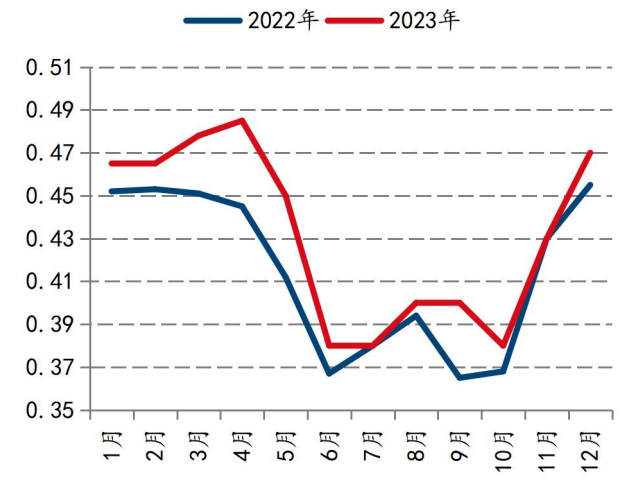
数据来源：SMM 国信期货

图：年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



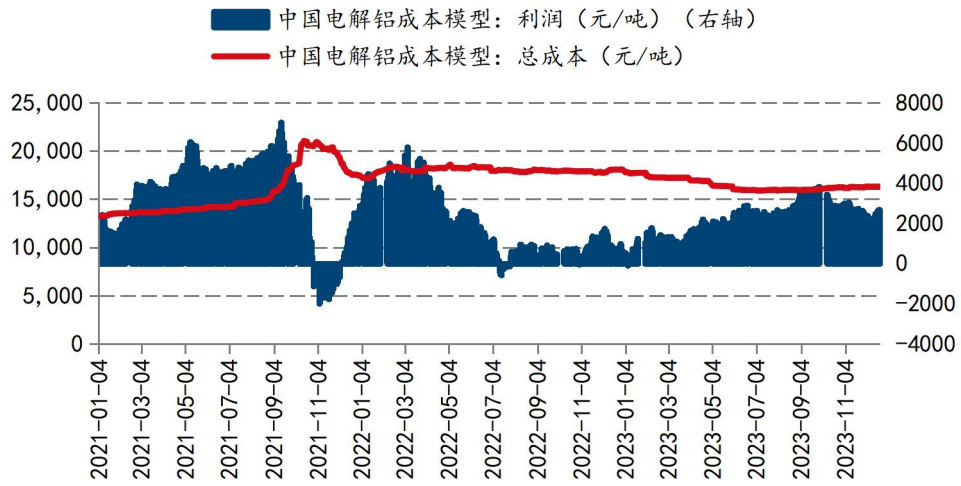
数据来源：南方电网 国信期货

据 SMM 数据，12 月 1 日-12 月 21 日，平均成本约为 16289 元/吨。受 11 月以来铝价弱势运行的影响，行业平均利润有所收窄，据 SMM 数据，12 月电解铝行业平均利润约为 2372 元/吨，而 11 月则为 2744 元/

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

吨左右，利润环比下降约 13.56%。但总体来说，利润仍然处于偏高水平。

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

具体来看，月内电解铝主要成本的变化。氧化铝成本持稳，氧化铝市场在供应面临诸多干扰以及需求较为稳定的情况下，市场多空博弈，观望情绪较重，使得现货市场成交有限，均价变幅较小。但月中北方降雪天气对货物运输造成了一定影响，降雪天气结束后，下游补库意愿稍有回升，氧化铝现货均价也在企稳后逐步回升。未来，氧化铝供应端面临诸多干扰，预计氧化铝成本或有上涨。

预焙阳极价格在持稳数月后，从 11 月开始价格走低，12 月再度小幅下跌，主要是受到下游电解铝减产影响，订单有所减少，并逐渐体现在价格上。

电力成本则是致使行业平均成本上涨的最主要原因。其中，水电价格上涨较为明显。12 月，云南正式进入枯水季，据南方电网数据，云南单度电价已上涨至 0.47 元，据 SMM 数据，12 月行业平均电价成本为 0.428 元/度。基于历史数据来看，预计未来云南水电价格仍有上涨空间。火电成本而言，动力煤价格走势震荡，月初，动力煤需求端未得到完全释放，且库存处于较高位，抑制煤炭价格。月中，北方多地迎来降雪天气，南方也迎来寒潮天气，大幅度降温，受此影响，露天矿停产停销较多，运输受限，供应有所收紧。另外，降温也提振了市场需求，电厂煤炭去库加快。在煤价震荡之下，月内火电成本变化有限，未来，随着降温维持，动力煤存在供应收紧，需求增加的预期，关注库存变化及电厂耗煤速度，预计动力煤价格维持震荡的概率较大。另外，北方部分地区出现电力缺口，目前暂未有电解铝产能受到影响，持续关注其对产能运行的影响。

总体来说，未来电解铝冶炼成本仍有上涨预期，铝价上升空间有限，行业利润或进一步收窄。

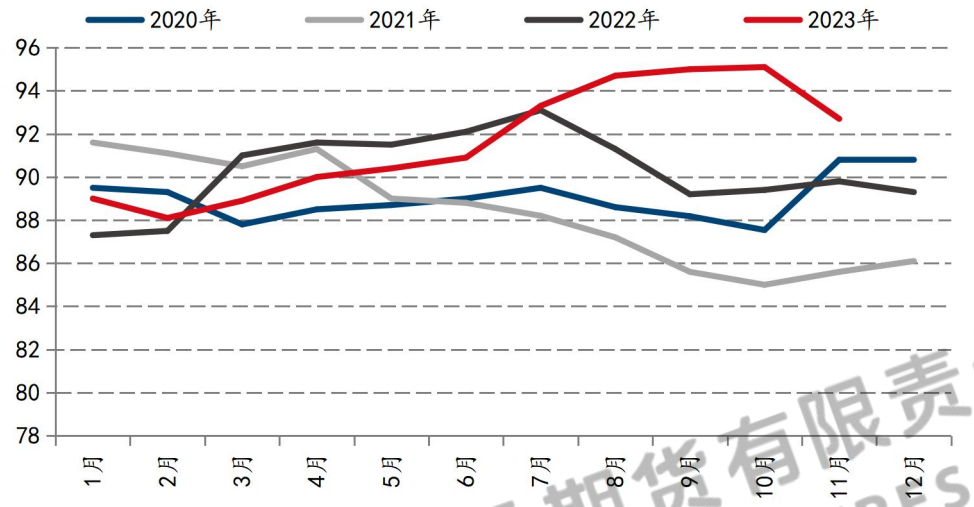
2. 云南减产如期结束 供应端暂时进入稳定期

整体来看，云南减产于 12 月初落下帷幕，月内供应端变动不大，总体趋于稳定，对价格的影响有限。未来 1 月，供应端暂无产能投产或复产计划，预计维持现有供应水平，关注云南的天气及降水情况，不排除 2024 年一季度云南进行二次减产的可能。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

云南的此轮减产在12月初基本结束，最终减产规模达到此前预期的115万吨，云南省内运行产能下降至449万吨，产能运行率回落至74.39%，受此影响，全行业产能运行率也下降明显。据SMM统计，2023年11月份(30天)国内电解铝产量约为348.8万吨，同比增长4.6%。11月份国内云南地区电解铝停槽减产，国内电解铝日均产量环比下滑1185吨至11.63万吨/天。减产结束后，供应端的变动主要来自内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司一期剩余10万吨产能的投产，根据最新消息，剩余10万吨产能已完成投产，12月电解铝产量及行业整体产能运行率预计将有环比回升。

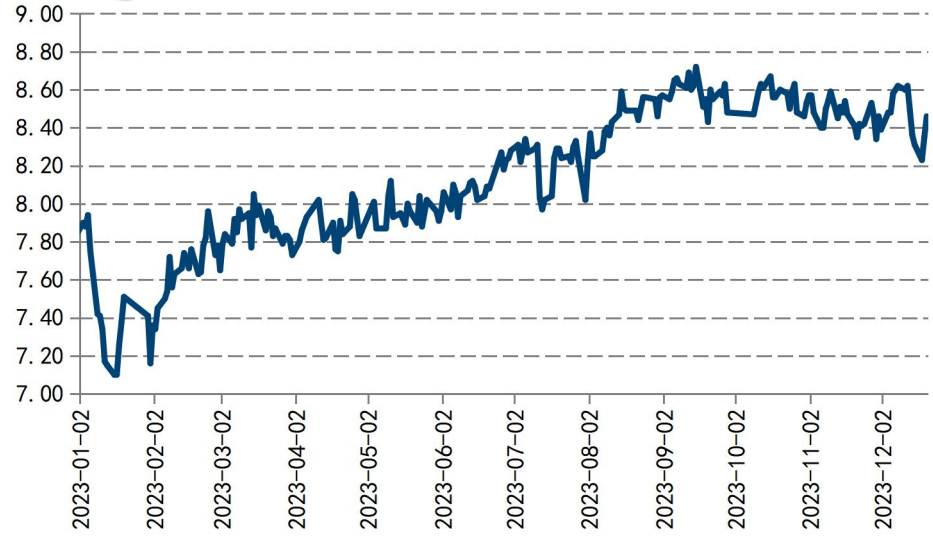
图：电解铝开工率季节性变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

月内，伦铝表现弱势，一度跌至年内最低点，铝价沪伦比维持在8.4上下，海外铝锭流入，对国内电解铝供应有所补给，但对国内铝价的影响有限。

图：铝价沪伦比值走势

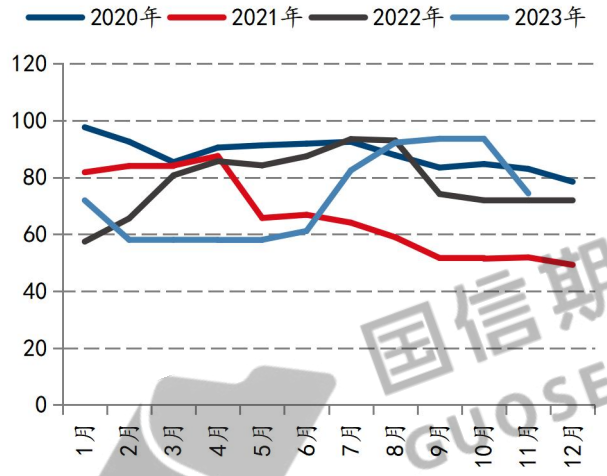


数据来源：SMM 国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

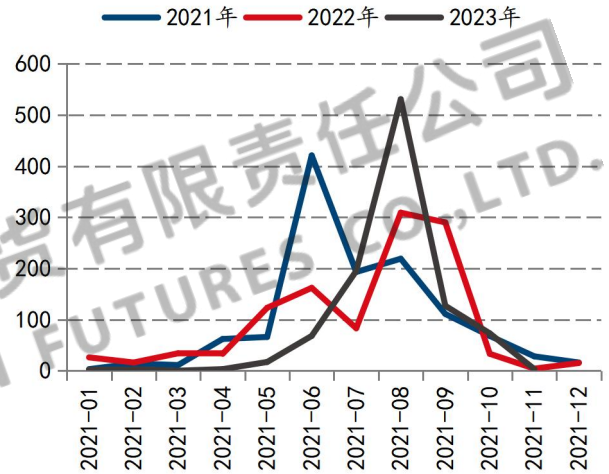
另外，云南减产结束后，目前暂无新的减产消息传出，但就云南的降水情况来看，并不排除未来二次减产的可能。月内，云南省农业农村厅办公室印发关于做好今冬明春抗旱减灾工作的通知，通知指出预计今年冬季区域性气象干旱，明年春旱和初夏干旱发生的概率极高。据气象部门监测，截至 12 月 6 日，全省平均降水 862.1 毫米，较常年同期偏少 191.1 毫米、偏少 18.1%，较去年同期偏少 110 毫米、偏少 11.3%，为 1961 年以来第 3 少年份。据气象部门预测，云南省冬季（2023 年 12 月—2024 年 2 月）降水滇西北东部、滇中北部、滇东北偏少 10%—20%，其余地区接近常年至偏多，气温滇西北西部偏低 0.5—1.0℃，其余地区接近常年至偏高；明春（2024 年 3—5 月）全省大部分地区降水接近常年至偏少，其中红河州和文山州偏少 20%—50%，气温接近常年至偏高，雨季开始期接近常年至稍偏晚。云南主要水电站所在的澜沧江及金山江流域今冬降水或少于往年，虽 2023 年丰水期蓄水较好，但仍存在一定隐患。根据历史经验，我们推测，二次减产可能会出现于 2024 年 2 月左右，也就意味着未来铝供应存有一定收紧预期。

图：云南电解铝产能开工率季节性变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

图：云南昆明降水量季节性变化（单位：毫米）



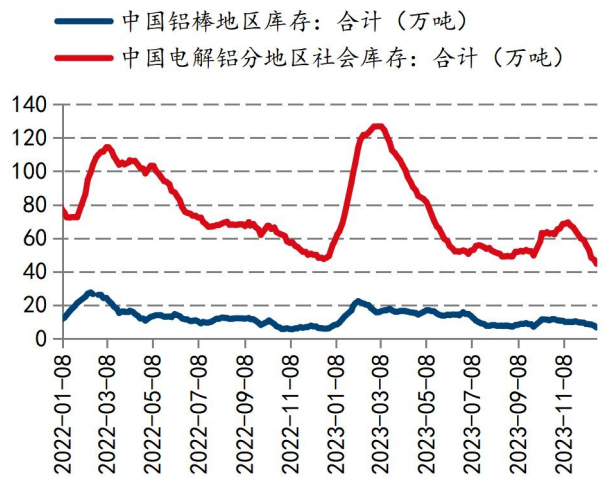
数据来源：SMM 国信期货

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

3. 去库速度略超预期 低库存给予铝价强支撑

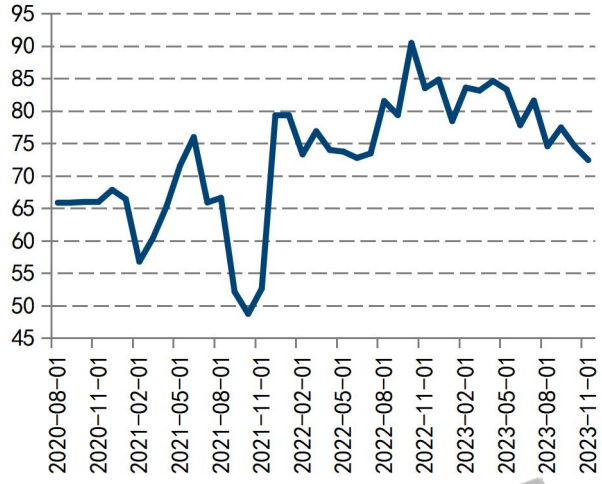
电解铝库存自 11 月中旬起持续去库，从接近 70 万吨再度去库回落至 45 万吨以下，去库速度略超预期，主因云南电解铝减产的影响逐渐有所体现。铝棒库存则是自 11 月底开始持续去库，库存自 10 万吨以上去库至近三年新低。据 SMM 数据，截至 12 月 21 日，电解铝库存为 44.6 万吨，较 11 月 30 日下降 15.2 万吨，6063 铝棒库存为 6.49 万吨，较 11 月 30 日下降 2.85 万吨。

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

分地区来看，河南地区需求较好，根据 Mysteel 的调研，主要是当地保交楼实击量的任务带动了铝型材等地产端用铝的需求，另外，铝板带箔加工企业废铝采购需求有所提升，而废铝供应偏紧，价格较高，近期价格走弱的铝锭起到了替代作用，由此增加了当地的铝锭需求。

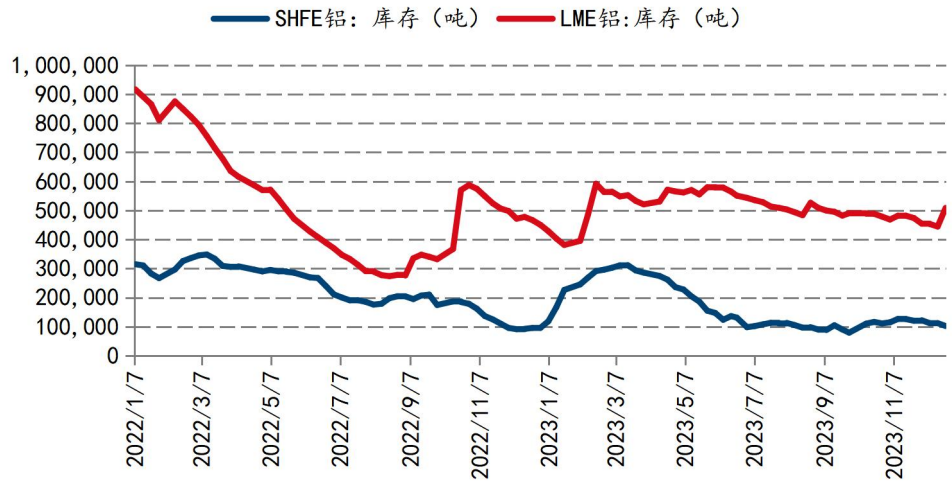
华东地区来看，无锡铝锭价格偏弱，一方面是由于存在一定的进口铝锭流入预期，另一方面，光伏用铝需求回落，使得当地需求表现不佳，部分出库量是作为山东地区的补充而流出。华南地区铝价相对较高，在云南减产影响下，入库量明显减少，受到铝棒加工费上升的影响，铝锭的替代作用逐渐显现，支撑起出库量。

造成铝锭去库速度较快的原因则可以从以下几方面来分析。首先，铝锭供应来看，铝水比虽然稍有回落，但铸锭量的增加仍然较为有限，且云南减产的影响逐渐显现，西南地区铸锭量显著减少。需求端来看，一方面，自市场对云南减产的因素有所消化后，铝价逐渐走弱，一定程度上刺激了下游低价备货的需求。另一方面，铝锭价格逐渐低于废铝价格，铝棒加工费偏高，使得加工厂商更愿意选择铝锭代替废铝和铝棒，也因此拉动了铝锭的去库。除此之外，进入冬季后，北方降雪天气在一定时间内影响道路货物运输，使得许多在途铝锭无法入库，到货量有所压制。铝价“内强外弱”之下，进口窗口维持阶段性打开状态，据 SMM 获悉，我国进口原铝多来源于俄罗斯联邦，且基本直接发往终端，对铝锭社会库存未造成直接影响，而其他来源的进口货源在途为主，短期内或难到达国内现货市场。因此，即使有进口铝流入的预期，也难以在短期内对铝锭库存形成明显的补充。受铝价走弱影响，下游采购及备货积极性有一定提高，对去库也有一定拉动作用。

交易所库存方面，截至 2023 年 12 月 22 日，沪铝库存为 102,112 吨，较 12 月 1 日下降 19774 吨，伦铝库存 508,650.00 吨，较 12 月 1 日增加 54275 吨。

图：交易所库存变化（单位：吨）

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.



数据来源：Wind 国信期货

展望 1 月，在供应端趋于稳定，下游节前备货需求提升的情况下，预计铝锭及铝棒都将维持去库状态，天气因素及进口铝锭的到货或使得去库速度在一定阶段内有所放缓，去库及低库存将对铝价有一定利多作用。

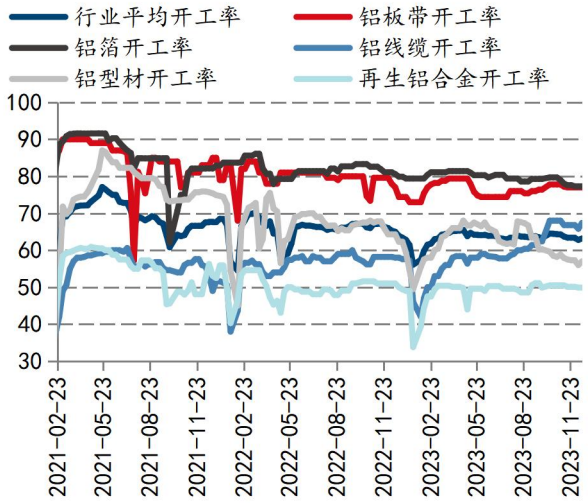
4.淡季需求韧性较强 节前备货订单或有阶段性回暖

需求端，12 月仍处于传统消费淡季，但临近月底，北方部分地区订单量有所回暖，出现“淡季不淡”的现象，刚需消费具有一定韧性。从国内下游铝加工龙头企业开工率来看，月内整体下游需求走弱，但部分板块在月中后开工率出现回暖，带动下游铝加工行业整体开工率稍有回升。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 63.1%，与去年同期相比下滑 0.8 个百分点。

分板块来看，月内，铝线缆板块及铝型材板块开工率稍有回升。年底赶工特高压订单，铝线缆龙头企业整体维持较高开工率。铝型材板块，一方面是受到工业型材，特别是汽车终端需求的支撑，同时，光伏型材企业中长单的生产也维持稳定。另外则是个别建筑型材需求的带动，近期，建筑幕墙订单回暖，主要受益于部分地区保交楼需求带动。整体建筑型材需求仍然表现欠佳。

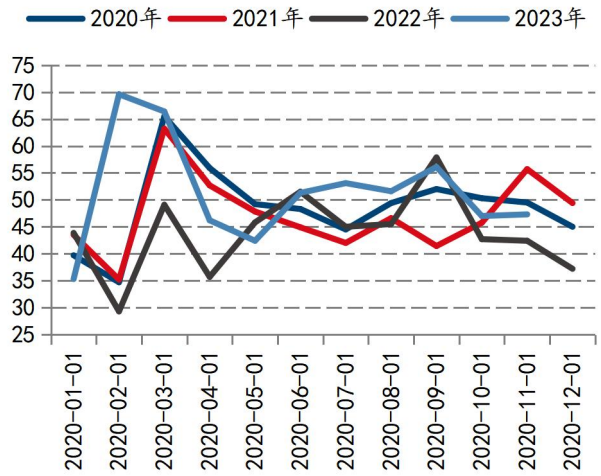
国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国铝加工行业月度 PMI（综合）季节性变化

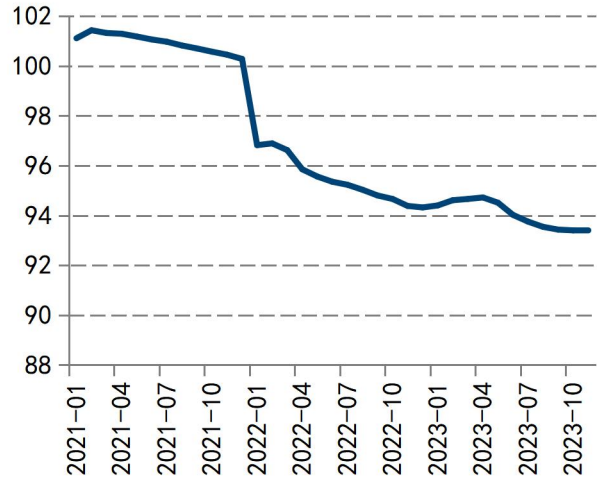


数据来源：SMM 国信期货

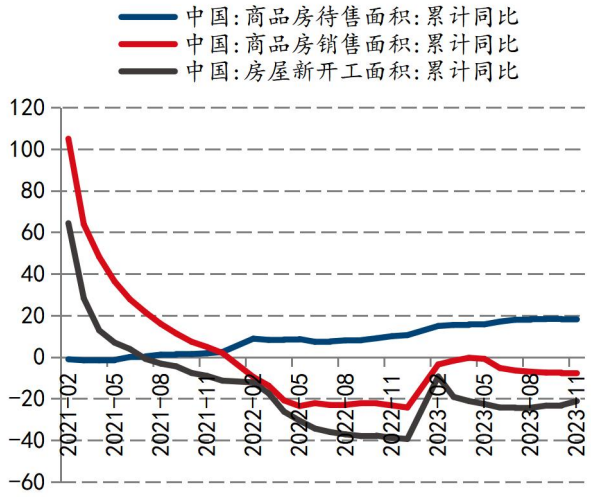
终端而言，房地产方面。据国家统计局数据，11 月份房地产开发景气指数由 10 月份的 93.40 回升至 93.42。房地产开发投资完成情况来看，1—11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%；其中，住宅投资 78852 亿元，下降 9.0%。1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 831345 万平方米，同比下降 7.2%。其中，住宅施工面积 585309 万平方米，下降 7.6%。房屋新开工面积 87456 万平方米，下降 21.2%。其中，住宅新开工面积 63737 万平方米，下降 21.5%。房屋竣工面积 65237 万平方米，增长 17.9%。其中，住宅竣工面积 47581 万平方米，增长 18.5%。部分数据有边际改善，整体投资积极性仍然较弱。房屋竣工面积继续增长，对房地产用铝需求有所支撑。商品房销售和待售情况来看，1—11 月份，商品房销售面积 100509 万平方米，同比下降 8.0%，其中住宅销售面积下降 7.3%。商品房销售额 105318 亿元，下降 5.2%，其中住宅销售额下降 4.3%。11 月末，商品房待售面积 65385 万平方米，同比增长 18.0%。其中，住宅待售面积增长 20.4%。商品房销售面积及销售额均连续几个月下跌，市场购房情绪仍较为低迷。房地产开发企业到位资金情况来看，1—11 月份，房地产开发企业到位资金 117044 亿元，同比下降 13.4%。整体来说，房地产仍在政策助推下缓慢复苏，未来将进一步改善，当前竣工端数据表现相对亮眼，支撑建筑用铝需求。

图：中国房地产景气指数

图：中国房地产缓慢恢复（%）



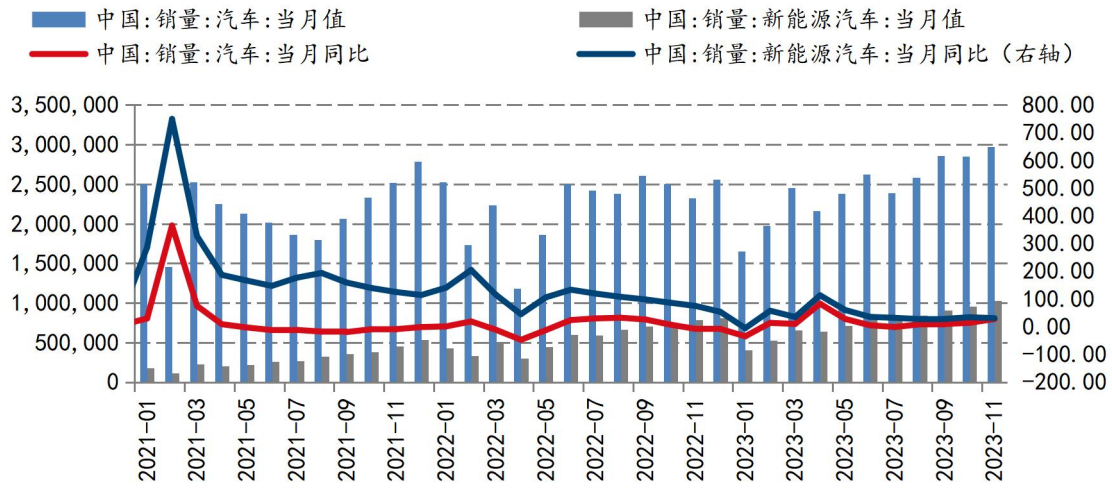
数据来源：Wind 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

汽车方面，据中国汽车工业协会统计分析，2023 年 1-11 月，汽车制造业工业增加值同比增长 12.3%，高于同期规模以上工业 8.0 个百分点。据中国汽车工业协会数据，2023 年 11 月，商用车产销分别完成 38.8 万辆和 36.6 万辆，环比分别增长 2.6%和 0.3%；同比分别增长 64.9%和 44.6%。2023 年 1-11 月，商用车产销分别完成 367.1 万辆和 366.6 万辆，同比分别增长 25.4%和 21.8%。2023 年 11 月，乘用车产销分别完成 270.5 万辆和 260.4 万辆，环比分别增长 7.6%和 4.7%，同比分别增长 25.6%和 25.3%。2023 年 11 月，新能源汽车产销分别完成 107.4 万辆和 102.6 万辆，同比分别增长 39.2%和 30%，市场占有率达到 34.5%。2023 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 842.6 万辆和 830.4 万辆，同比分别增长 34.5%和 36.7%，市场占有率达到 30.8%。2023 年 11 月，汽车出口 48.2 万辆，环比下降 1.1%，同比增长 46.3%。2023 年 1-11 月，汽车出口 441.2 万辆，同比增长 58.4%。新能源汽车出口 9.7 万辆，环比下降 21.8%，同比增长 1.6%。2023 年 1-11 月，新能源汽车出口 109.1 万辆，同比增长 83.5%。汽车消费，尤其是新能源汽车消费增长仍较为可观。据 SMM 调研，年底促销下，汽车型材、零部件等订单稍有增多，汽车消费对工业型材需求的支撑预计有所持续。另外，中汽协预计我国全年新能源汽车销量将达到 900 万辆，同比增长 30%左右，市场占有率达到约 40%。

图：中国汽车销量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

光伏板块，铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。结合上市公司数据及行业测算，每 GW 光伏组件的耗铝量为 0.6-1.1 万吨，每 GW 光伏电站所需光伏支架的用铝量约为 1.9 万吨。据国家能源局发布的 1-11 月份全国电力工业统计数据，截至 2023 年 11 月底，全国累计太阳能发电装机容量约 557.62GW，1-11 月新增装机规模为 163.88GW，11 月份新增规模约为 21.32GW。受到光伏装机旺季影响，每年 11-12 月为装机并网高峰，因而，11 月新增装机有较大增幅，预计 1 月光伏装机量或有下降。

2023 年 11 月份，我国光伏出口实现 29.32 亿美元，单月同比去年下降 23.2%，环比上月下降 5.1%。2023 年 11 月，我国光伏组件出口为 23.27 亿美元，整体光伏相关出口数据跌幅收窄，11 月光伏组件出口数量环比增长 7.53%。出口数量环比增长，则是受到了印度、巴西装机需求较高的带动，欧美进入冬季后装机迟缓，需求仍表现为下降，亚洲、南美和非洲的需求一定程度上填补了欧美的需求缺口。具体来看，据 SMM 获悉，印度前期因关税问题影响供应链，而受到组件价格下降影响，当地企业对进口组件价格的接受度变高，因此增加了组件进口，预计印度方面的需求或将持续至 2024 年一季度。

总体来说，正值淡季，12 月整体下游消费继续趋弱，但消费韧性对去库和铝价都有一定支撑，铝线缆及工业型材板块需求相对亮眼。展望 1 月，节前备货需求预计将逐渐体现，下游订单或出现阶段性回暖，而后将面临春节假期，需求将再度出现明显回落。另外，雨雪天气也将对货物运输以及下游开工率造成一定影响。

5.铝产业链进出口情况

铝产业链的进出口数据而言，据海关总署数据，中国 11 月铝矿砂及其精矿进口量为 1,193 万吨，同比增长 2.1%；1-11 月铝矿砂及其精矿进口量为 12,958 万吨，同比增加 12.5%。分国别看，11 月自几内亚进口 800.8 万吨，环比增加 13.05%，同比增加 10.03%；自澳大利亚进口 350.1 万吨，环比增加 2.3%，同比增加 23.45%

据海关总署统计，2023 年 11 月中国氧化铝出口 13.32 万吨，同比增加 55.88%；1-11 月累计出口 113.53 万吨，同比增加 19.48%。11 月中国氧化铝进口 12.9 万吨，同比下降 34.21%；1-11 月累计进口 155.96 万吨，同比下降 17.78%。11 月俄罗斯对国内氧化铝的需求依旧占据第一位，占比达到 97%。

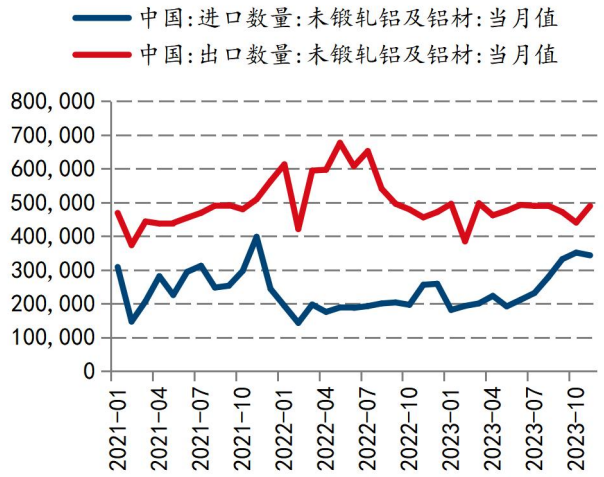
据海关数据显示，2023 年 11 月份国内原铝进口总量达 19.4 万吨，环比减少 10.3%，同比增加 75.6%，1-11 月份国内原铝累计进口总量为 136.7 万吨，同比增长 153%。2023 年 11 月份国内原铝出口总量约为 2.2 万吨，环比增长 3462%，同比增长 812%。11 月份国内原铝净进口总量约为 172 万吨，同比增长 59.2%，1-11 月国内原铝累计净进口量约为 123.2 万吨，同比增长 257%。

11 月份未锻轧铝及铝材进口量为 343,109 吨，同比增加 34.2%；1-11 月累计未锻轧铝及铝材进口量为 2,736,395 吨，同比增加 28.3%。中国 11 月未锻轧铝及铝材出口量为 489,594.6 吨，10 月为 440,257.7 吨。中国 1-11 月未锻轧铝及铝材出口量为 5,185,231.4 吨，同比减少 15.3%。

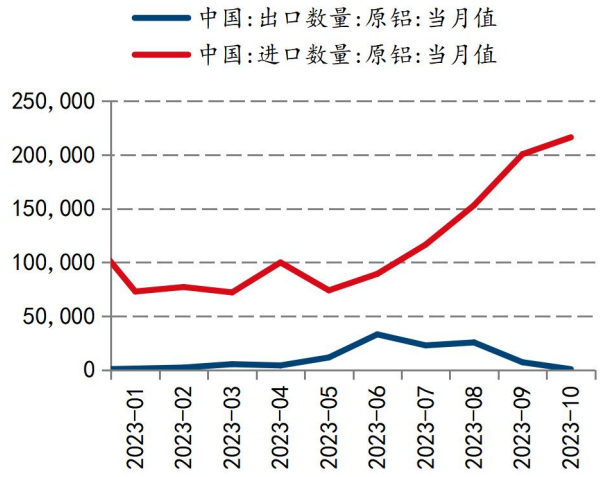
图：中国未锻轧铝及铝材进出口数量（单位：吨/月）

图：中国原铝进出口数量（单位：吨/月）

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.



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，预计氧化铝震荡偏强，以震荡偏多思路对待。沪铝维持区间震荡，以震荡思路对待。

宏观方面，市场在近期经历了一段时间对降息预期的交易后，宏观面的乐观情绪或有所缓和，关注美联储官员的相关言论，以及海外各项宏观经济指标数据，短期内高利率将维持，对当下的需求仍有一定的抑制。国内方面，关注国内各项政策的落地效果，谨防宏观情绪波动风险。

基本面来看，氧化铝方面，展望1月，新产能在节前投产的可能性较小，在检修、矿石供应偏紧以及天气污染等诸多因素的限制之下，氧化铝供应端预计维持易减难增的状态。此外，几内亚燃料库爆炸事件增添了氧化铝供应端的隐患，目前当地矿石开采已逐渐受到直接影响，若事件持续发酵，几内亚境内铝土矿的开采、运输效率等进一受阻，将影响到国内矿石供应及氧化铝产能的运行，供应担忧情绪将在期价上有所体现。而进口氧化铝对整体供应的补充较为有限。需求端而言，电解铝产能运行暂时维持稳定，但在降雪影响运输及远期供应担忧的影响下，补库意愿预计有一定上升。矿石成本仍将保持坚挺，能源成本在冬季有抬升预期，氧化铝成本将是其价格的底部支撑。未来需要持续关注北方天气状况、环保政策及氧化铝产能运行情况，同时需要关注氧化铝的南北供需错配问题。市场多重利好题材叠加资金推动氧化铝冲高，警惕风控风险，预计氧化铝上涨后在高位震荡，以震荡偏多思路对待。

铝方面，受电力成本及氧化铝成本抬升影响，未来电解铝冶炼成本仍有上涨预期，而铝价上升空间较为有限，行业利润或进一步收窄。未来1月，供应端暂无产能投产或复产计划，预计维持现有供应水平，关注云南的天气及降水情况，不排除2024年一季度云南进行二次减产的可能，减产时点或出现于2月末。1月，节前备货需求预计将逐渐体现，下游订单或出现阶段性回暖，而后将面临春节假期，需求将再度出现明显回落。另外，雨雪天气也将对货物运输以及下游开工率造成一定影响。在供应端短期内趋于稳定，下游节前备货需求提升的情况下，预计铝锭及铝棒都将维持去库状态，天气因素及进口铝锭的到货或使得去库速度在一定阶段内有所放缓，去库及低库存将对铝价有一定利多作用。此外，海外铝锭的流入或限制铝价的上涨空间。预计沪铝维持区间震荡，以震荡思路对待。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

风险提示：宏观金融风险；极端天气。

国信期货有限责任公司 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、引用资料和数据的客观与公正，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。