



2024年1月5日

情绪修复后基本面主导

铝价回前期震荡区间

核心观点及策略

- 宏观面美联储降息预期反复，国内经济恢复表现曲折，宏观面引导较有限。基本面成本端，1月初氧化铝期货大幅上涨拉动电解铝上冲破近一年半新高，虽因市场有一定利多消息导致，但如此暴涨更多因素为情绪导致，后续情绪修正之后氧化铝价格有修复需求，电解铝价格亦将回到供需面主导逻辑。供需面，电解铝上月有新增产能投产，供应小幅增加，消费端季节性淡季加深，供需呈增需减格局，社会库存后续累库大概率延续。铝价预计仍回到前期震荡区间。
- 预计1月沪期铝主体运行区间在18500-19800元/吨，伦铝主体运行区间在2250-2350美元/吨。
- 策略建议：压力区域逢高做空
- 风险点：美联储超鹰派、供应端再出现减产

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.....	7
1、铝土矿.....	7
2、氧化铝.....	8
3、电解铝利润.....	9
三、电解铝供应分析.....	10
四、电解铝需求分析.....	12
1、铝加工.....	12
2、国内终端消费.....	12
3、铝材出口.....	13
五、行情展望.....	15

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.....	7
图表 8 欧美 CPI 当月同比.....	7
图表 9 国产铝土矿价格.....	9
图表 10 进口铝土矿价格.....	9
图表 11 中国铝土矿进口季节性表现.....	9
图表 12 国内外氧化铝价格.....	9
图表 13 氧化铝进口季节性表现.....	10
图表 14 国产氧化铝产能产量.....	10
图表 15 氧化铝成本利润	10
图表 16 电解铝成本利润趋势	10
图表 17 中国电解铝产量.....	11
图表 18 全球（除中国）电解铝产量.....	11
图表 19 电解铝进口季节性图.....	11
图表 20 电解铝库存季节性变化.....	11
图表 21 铝棒库存季节性变化.....	12
图表 22 LME 库存	12
图表 23 铝加工开工率.....	13
图表 24 房地产竣工施工同比增速.....	14
图表 25 新能源车销量.....	14
图表 26 中国洗衣机产量.....	14
图表 27 中国空调产量.....	14

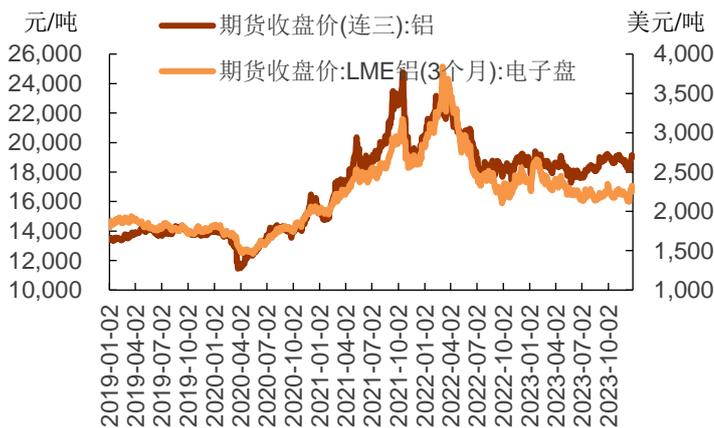
图表 28 中国家用电冰箱产量.....	14
图表 29 中国光伏装机量.....	14
图表 30 电网基本建设投资完成额.....	15
图表 31 中国铝材出口季节性表现.....	15

一、行情回顾

12月铝价走势前低后高，月初市场焦点转移至消费淡季，未来供需格局预期偏弱上，铝价重心下移，承压18500元/吨震荡，低点至18275元/吨。不过铝价低点引发部分下游逢低备货，消费阶段性转暖，12月中下旬，铝锭社会库存接连大幅去库，加上宏观环境转暖，铝价大步反弹至万九附近，月底几内亚油库爆炸引发矿端供应紧缺情绪，助推铝价快速攀升至19395元/吨高位，但涨势未能延续，最终月底保持万九上方震荡，月末报收19505元/吨，涨5.04%。伦铝月初一场疲弱，一度下行创年内新低2109美元/吨，不过伴随美联储利率决议超预期鸽派表态，伦铝快速反弹，回升至前期震荡区间上沿2300美元/吨附近震荡，月末报收2387.5美元/吨，涨8.82%。

12月下旬沪伦铝比值下修至8.2附近，随即打开了一个多月的进口窗口关闭。LME贴水近期延续低位45-55美元/吨。国内现货月中短暂升水之后快速转至贴水，并伴随单边铝价拉涨，现货跟随不及，贴水一路扩大月末至-60元/吨。

图表 1 沪铝和 LME 走势

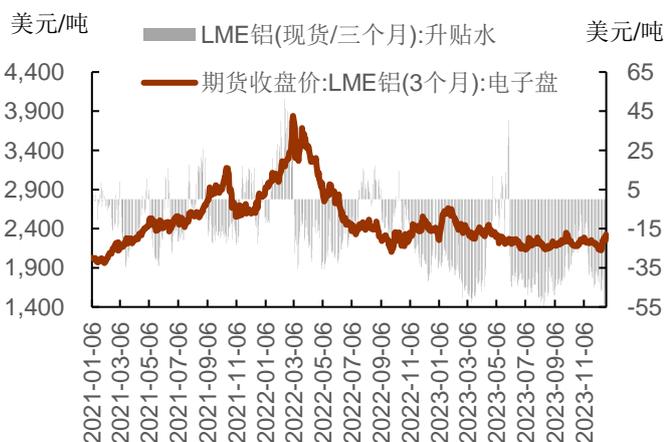


图表 2 沪伦铝比

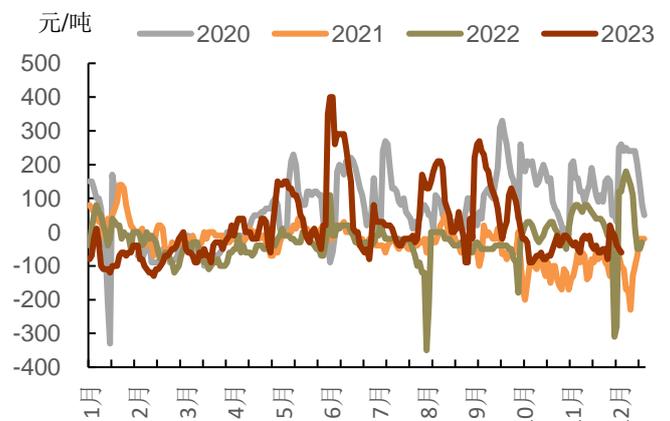


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

美联储 12 月议息会议利率保持不变。鲍威尔强调，美联储致力于实现充分的货币政策离场限制性是为了随着时间推移将通持续将至 2%，并保持政策的限制性直到确信通胀正走向这一目标。点阵图显示，本轮加息周期或已结束，同时按时明年可能降息 3 次。美联储态度大幅转鸽。不过议息会议之后的美联储官员发言接连偏鹰，一定程度上修市场对美联储过度乐观预期。

经济数据和消息方面，经济数据方面，美国 11 月新增非农就业人数回升至 19.9 万人 11 月 CPI 同比增速如期回落至 3.1%，环比增速 0.1%，前值 0。PPI 同比增速为 0.9%，前值为 1.2%。11 月零售销售额环比增速意外转正为 0.3%，前值为-0.2%；12 月 Markit 服务业 PMI 超预期回升至 51.3 前值 50.8。制造业 PMI 偏弱 48.2 前值 49.4。。

欧元区三季度 GDP 同比增速下调至 0%，初值为 0.1%；三季度 GDP 环比增速为-0.1%，持平于初值。11 月 HICP 同比超预期回落至 2.4%，核心 HICP 同比回落至 3.6%。1 月制造业 PMI 终值上修至 44.2，但仍连续 17 个月处于荣枯线以下。11 月服务业 PMI 终值上修至 48.7，预期和初值为 48.2，但仍连续 4 个月处于荣枯线以下。欧央行高利率政策的效果持续显现，令经济持续降温。欧英央行态度未跟随美国转向。。

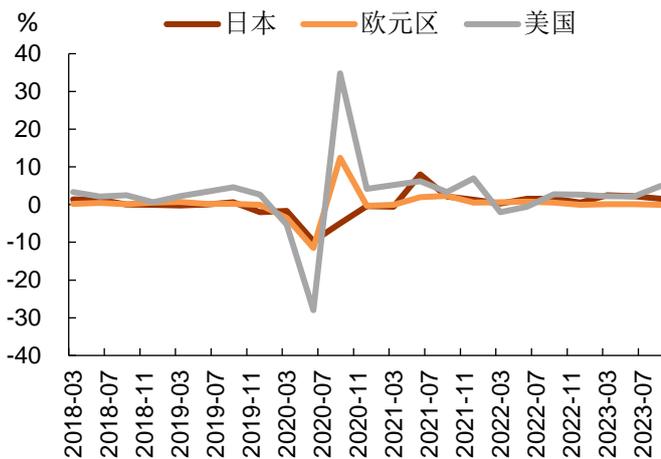
2、国内

11 月国内社融新增 2.45 万亿元，同比多增 4663 亿元，政府债券融资占比最大。11 月官方制造业 PMI 50.7，重回荣枯线上方，前值 49.5，预测值 49.3。11 月社会消费品零售总额同比+10.1%前值 7.6%。1-11 月全国固定资产投资累计同比增长 2.9%，前值 2.9%。首次持平未回落。11 月工业增加值同比增长 6.6%，较上月提升 2 个百分点。

消息面，12 月 12 日，中央经济工作会议结束，会议延续了上周政治局会议的基调，传递的核心思想是，重视稳经济的诉求，确保政策真正落到实处，同时为未来政策留出空间，不再依靠大规模刺激。

整体，11 月经济数据来看，当前仍面临内需不足的问题，经济仍需政策加码巩固经济修复基础，中央经济工作会议定调相对积极，预计明年的财政政策积极。

图表 5 欧、美、日 GDP 增速

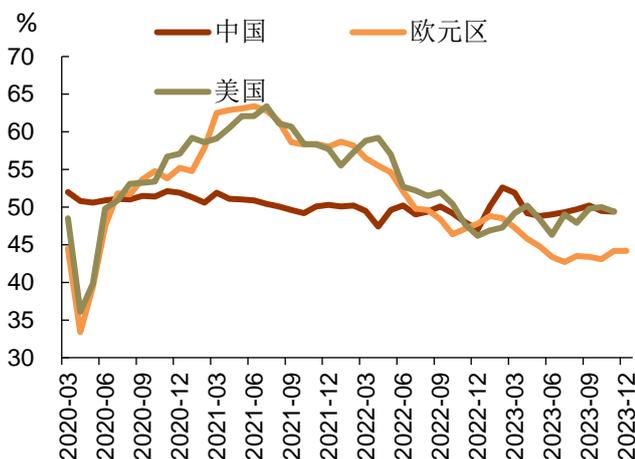


图表 6 中国 GDP 增速

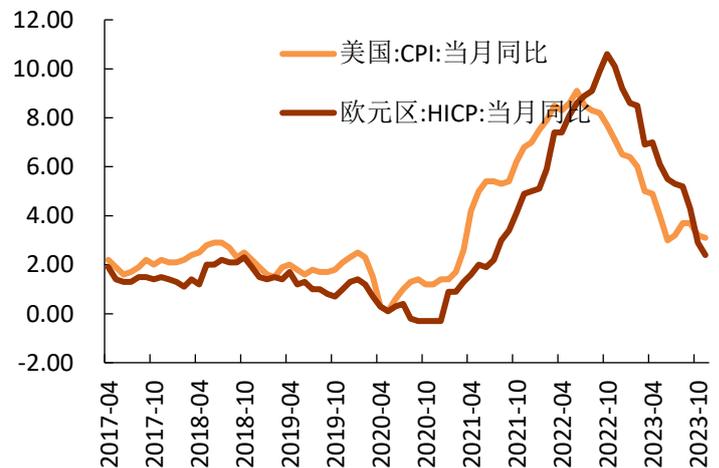


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

12 月国产矿石供应短缺，国内尤其北方矿价上涨。晋豫两地仍受政策面管控、降温天气等因素影响，矿山开工低位，市场现货资源流通量紧张，继续支撑矿石价格高位坚挺运行；南方地区暂无过多消息传出，延续其固有稳定局面运行。

截止 12 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自提成交价大约在 500-530 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 500-540 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 340-400 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。

进口矿石方面，12月下旬几内亚油库发生爆炸，矿企柴油供应情况存在不确定性，或影响部分进口矿石发运。据中国海关总署，2023年11月中国进口铝矾土总量约为1192.8万吨，较2022年同期增加1.17%。1-11月中国铝土矿进口累计12977.9万吨，同比增加12%。

后续价格判断上，国内北方地区国产矿产量再度明显下降，矿石供应存在较明显的缺口。但进口矿本身偏紧加上几内亚事件影响，未来1-2个月到港货源预计进一步减少，其他非主流来源国进口矿石虽有增量，但仍然无法彻底覆盖国内对于进口矿的总需求，整体矿石现货供应呈现紧缺状态，矿价仍有上涨动力。

2、氧化铝

12月氧化铝企业因矿短缺及环保因素不断有企业减产检修，整体氧化铝开工率下降。且山西等地矿石紧张地区不排除继续减产可能，氧化铝供应减少预期高。整个月氧化铝价格高位持稳，月底国产氧化铝均价至3010元/吨，较月初涨10元/吨。

进出口方面，据海关数据，2023年11月中国出口氧化铝13.32万吨，2023年1-11月累计出口113.48万吨；2023年11月进口12.90万吨，环比增加30.30%，同比减少34.22%。2023年1-11月累计进口155.86万吨，同比减少17.83%；11月氧化铝净进口-0.42万吨，2023年1-11月累计净进口42.49万吨。照目前海运费及进口氧化铝价格测算，12月氧化铝进口窗口长时间开启，氧化铝进口流入预计增多。

国内产量方面，百川盈孚统计，2023年11月中国氧化铝产量为685.8万吨，同比增加7.71%，平均日产22.86万吨，较2023年10月日产22.75万吨增加0.11万吨。目前南北方地区均有氧化铝企业受矿石供应偏紧及设备检修等问题影响处于压减产状态。加上采暖季不排除后期发布相关环保政策致使北方地区氧化铝厂开工下滑。预计2023年12月中国氧化铝行业日产较11月减少，预计12月中国国产氧化铝产量约为704万吨。

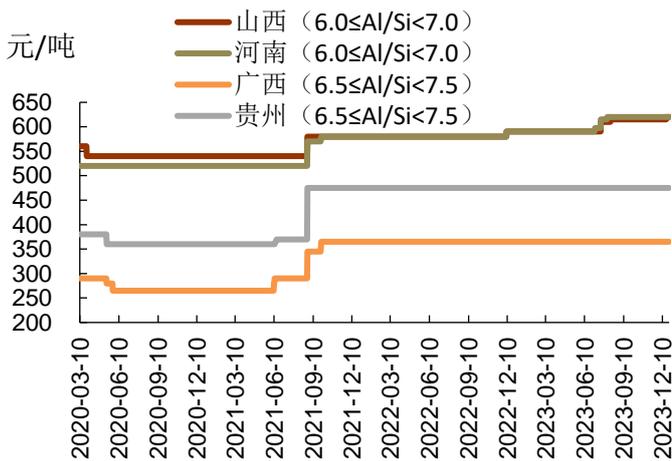
成本端，2023年11月中国氧化铝行业含税完全成本平均值为2685.91元/吨，较2023年10月的2724.51元/吨下跌38.61元/吨，环比下跌1.42%，同比下跌3.80%。矿石价格居高不下运行；液碱11月中国液碱市场价格先降后涨，但因整体需求表现一般，后期价格涨幅有限，因此11月均价对比10月明显下行；动力煤方面，11月港口煤市场情绪前期转暖，后期趋弱，市场整体活跃度不高，因此港口煤价格虽有上涨，但幅度较小。综合来看，11月氧化铝企业用碱成本下降，带动中国氧化铝行业成本重心下移。

后续我们认为，国产矿紧缺及进口几内亚矿事件仍有不确定性，加上环保因素本月可能继续干扰供应，氧化铝产能还将受影响，新产能投放速度或有放缓。供应端支持下，氧化铝价格预计偏好。氧化铝期货主力合约运行3200-3800元/吨。

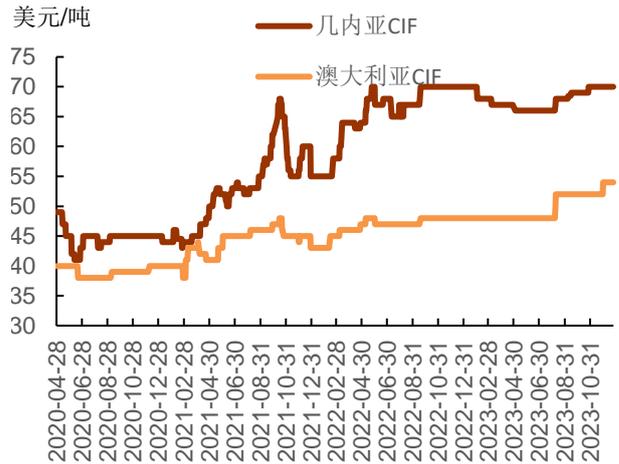
3、电解铝利润

12 月份，中国电解铝行业理论平均完全成本 16009.68 元/吨，较上月-75.94 元/吨。原料端预焙阳极、氟化铝、冰晶石等下行，电价、氧化铝均价持平。电解铝月度理论利润为 2696.79 元/吨，较上个月-189.41 元/吨。2024 年 1 月份电解铝成本或稳中稍涨。主要由于氧化铝及电价或有走强。

图表 9 国产铝土矿价格

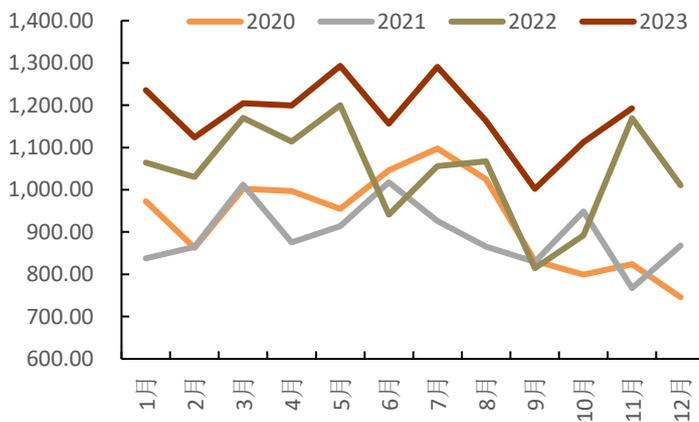


图表 10 进口铝土矿价格

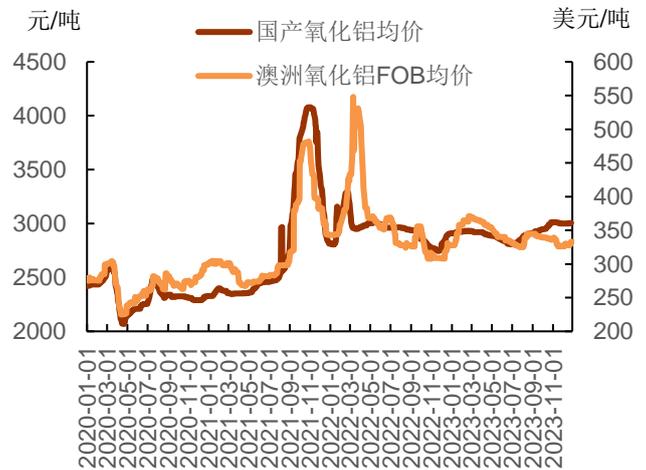


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铝土矿进口季节性表现

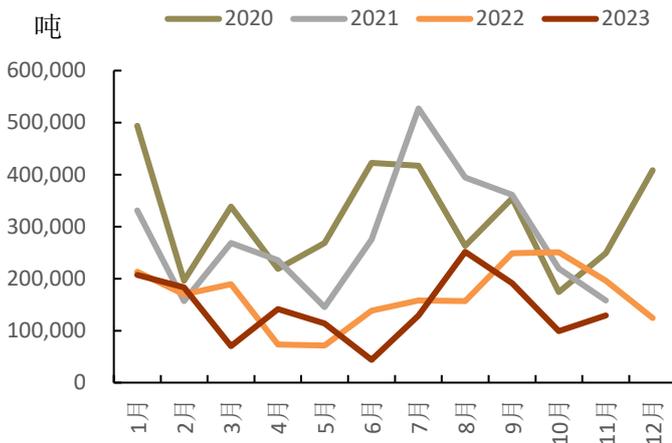


图表 12 国内外氧化铝价格

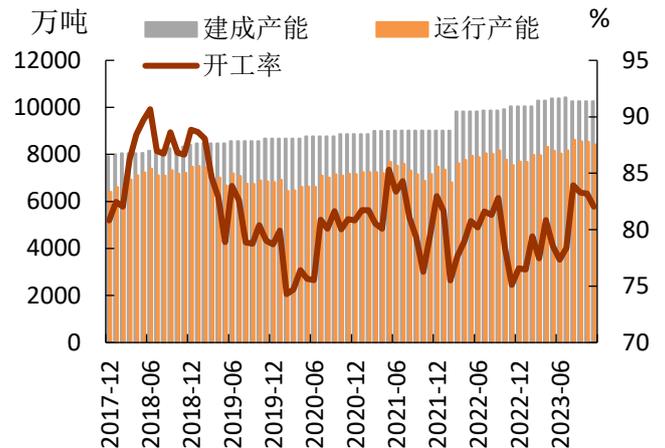


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 13 氧化铝进口季节性表现

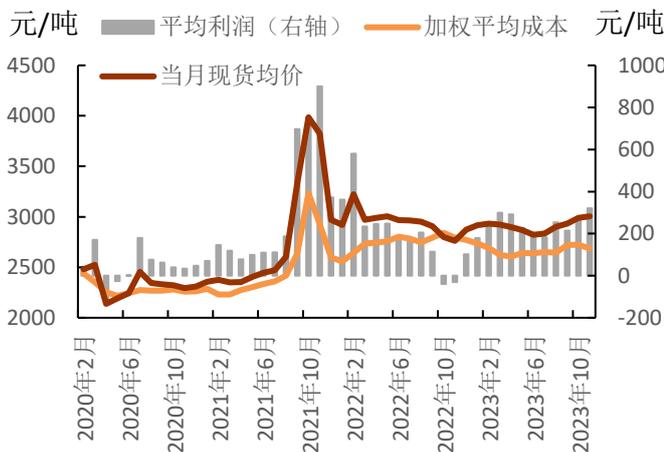


图表 14 国产氧化铝产能产量

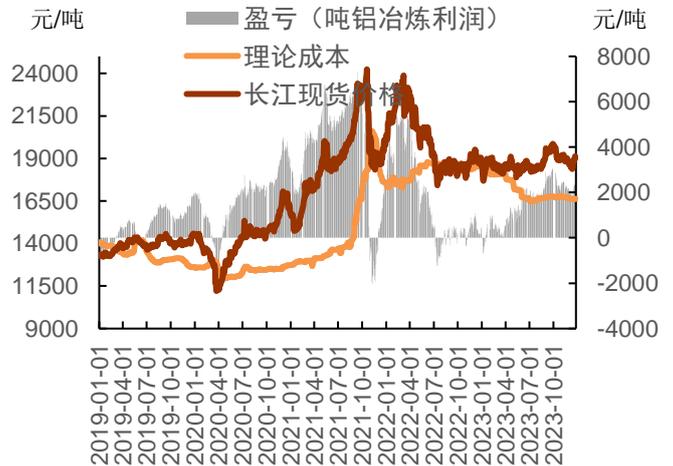


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

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 11 月中国电解铝行业建成产能 4724.90 万吨，开工产能 4197.40 万吨，开工率 88.84%，产量为 349.9 万吨。1-11 月累计 3775.06 万吨，增幅 3.58%。

11 月内蒙古某电解铝厂释放新投产产能，本月处于匀速投产中，计划 12 月中旬左右释放完毕。减产方面，电力短缺原因，云南地区电解铝企业再次限电减产，政府要求省内企业在开工产能的基础上减产 7%-40%不等，月末云南电解铝企业反馈，要求减产的产能已全部减产完毕，影响开工产能 112.5 万吨。预计 12 月电解铝产量约 358 万吨。

海外，2023 年 11 月全球（除中国）氧化铝产量为 492.4 万吨，同比减少 1.83%，环比减少 1.64%，平均日产 16.41 万吨，较 2023 年 10 月日产 16.15 万吨，增加 0.26 万吨。截至 2023 年 11 月底，全球（除中国）氧化铝建成产能为 8475 万吨，开工产能 6620 万吨，开工率为 78.11%。预计 2023 年 12 月全球（除中国）氧化铝产量为 508 万吨。

12月铝锭社会库存连续大幅去库，月底铝锭库存已至近五年同期以来低位。据SMM，12月底国内铝锭库存相对11月底减少17.5万吨至44.3万。铝棒库存12月底较上个月减少2.91为6.68万吨。12月底海外LME库存50.8万吨，环比上月底增加4.9万吨。

进口方面，进口窗口打开加上俄铝长单正常流入，11月保持较大进口量。具海关数据，2023年11月中国原铝（包含含铝量<99.95%的未锻轧非合金铝及含铝量≥99.95%的未锻轧非合金铝）进口量194301.994吨，同比增加75.56%，环比减少10.31%。1-11月份国内原铝累计进口总量为136.7万吨，同比增长153%。

后续供应端来看，12月中内项目顺利投产完毕，产能小幅增加。进口窗口月底关闭，进口流入环比或有减少，总体供应有小幅增量。考虑到铝水比例继续走高，市场铝锭供应增量预计比较有限。

图表 17 中国电解铝产量

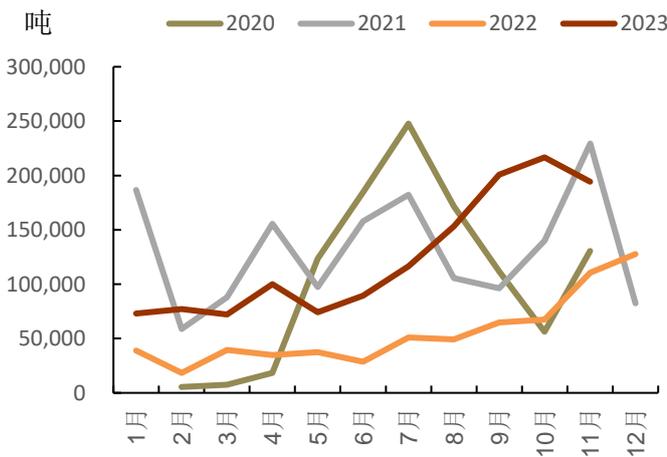


图表 18 全球（除中国）电解铝产量

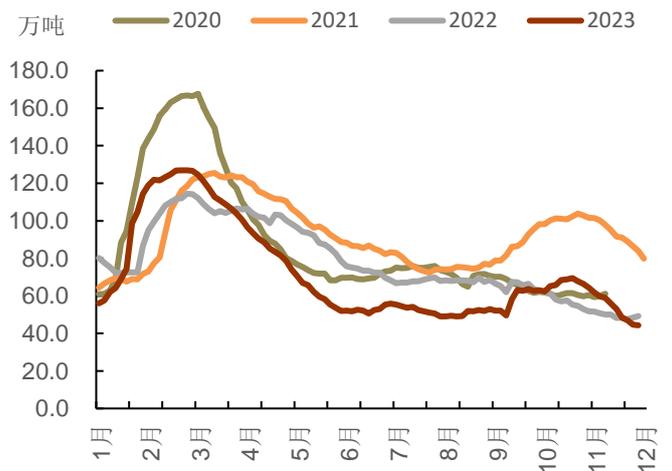


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 19 电解铝进口季节性图

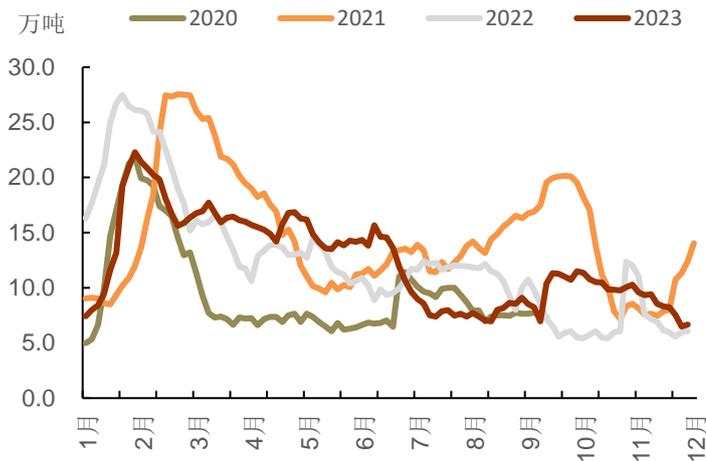


图表 20 电解铝库存季节性变化

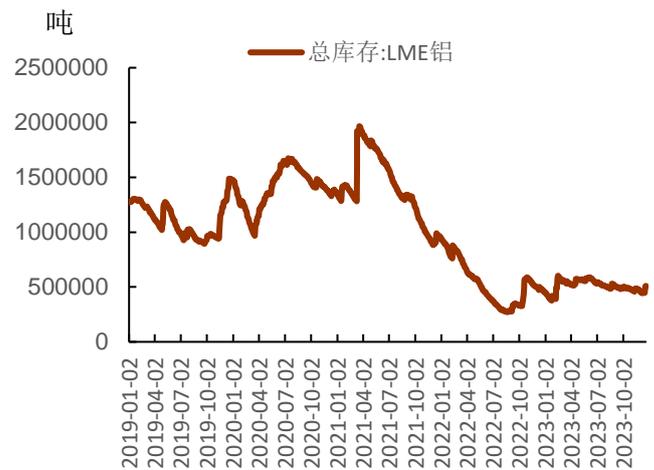


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

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

11 月铝加工开工率整体走淡，工业型材板块在光伏及年底汽车板块消费带动下开工较好。据 SMM 数据，建筑型材企业开工率 43%，环比-3.99%；工业型材开工率 55%，环比+0.47%；铝板带箔开工率环比-0.63%至 71.42%；原生铝合金开工率-2%至 45.67%；铝线缆-0.98%至 49.6%。

12 月份除汽车型材尚可维系稳中向好趋势外，建筑、光伏型材在年底回款或需求走弱影响下开工继续下调；原生及再生合金板块则分别在销量惨淡、库存压力显现及原料短缺拖累下开工率走跌；线缆板块则因北方气温下降施工有延缓预期，开工率亦被迫下调。后续临近春节市场需求愈发清淡，铝下游开工率预计继续走弱。

2、国内终端消费

房地产方面，房地产销售面积累计降幅扩大，销售额降幅扩大，受销售端影响，11 月房地产开发投资完成额同比负增 10.56%，带动 1-11 房地产开发投资完成额降幅走扩；整体房地产市场投资销售数据同比降幅有所扩大，市场仍处于持续调整阶段。受低基数影响，11 月新开工面积和施工面积同比增速回正，但绝对水平仍处历史低位，累计同比仍负。竣工面积增速环比季节性大幅提升，累计同比增速下降。消息面，继广州、深圳下调二套房首付比例、房贷利率下限后，12 月 14 日，北京和上海同时宣布放松普通住宅标准，并下调首付比例和房贷利率下限。中国人民银行、金融监管总局、中国证监会，三部门联合召开金融机构座谈会，会议明确，将一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。中央经济工作会议提出“积极稳妥化解房地产风险”。向市场传递积极信号。

汽车方面，11月，汽车产销分别完成309.3万辆和297万辆，同比分别增长29.4%和27.4%，环比分别增长7%和4.1%。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%，新能源渗透率达到30.8%；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%，渗透率达到34.5%，较去年同期上升0.77%。12月车市热度延续，工信部发布《减免税目录》进一步提高对新能源免税车型的技术要求，促进行业高质量发展。车企陆续出台官方限时权益，促进消费者需求年底释放，汽车产销有望超预期完成全年预测目标。

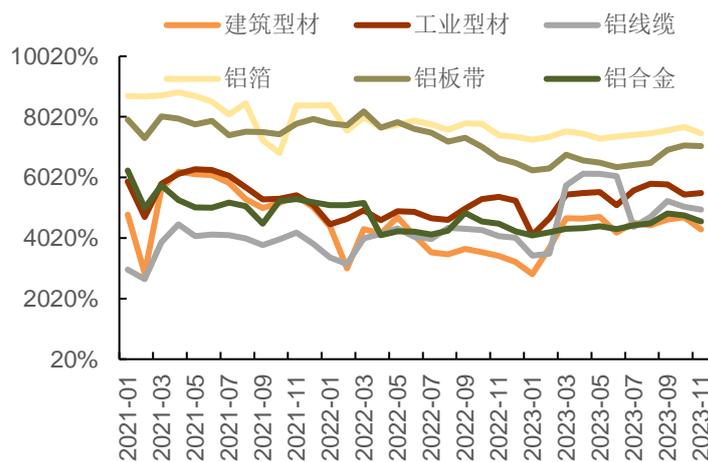
白色家电方面，23年11月家空销售1067万台，同比+9.9%，其中内销出货523万台，同比+3.5%，出口544万台，同比+16.8%。洗衣机销售748.3万台，同比+9.9%，其中出口350万台，同比+46.18%。冰箱销售783.6万台，同比+26.06%，其中出口371.2万台，同比+62.4%。消费逐步复苏，家电内销有望延续平稳增长；伴随海外补库周期开启，家电外销表现持续向好。

光伏方面，1-11月国内新增光伏装机163.88GW，同比增149%，光伏装机超年内总预期。受益于年底抢装潮及硅料供给进入释放期，月度装机在连续3个月负增长后首次环比转正，后续装机有望延续高景气。

3、铝材出口

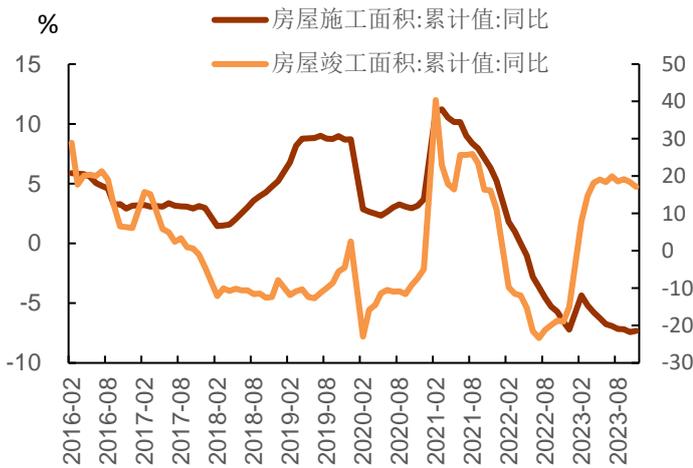
11月中国出口未锻轧铝及铝材48.9万吨，同比+7.5%，环比+11.2%；1-11月累计出口518.5万吨，同比-15.3%。2023年铝材出口环比首次转正，主要受海外节前备货影响，国内未锻轧铝及铝材出口量有所回暖，预计12月份铝材出口量将延续增长趋势。

图表 23 铝加工开工率

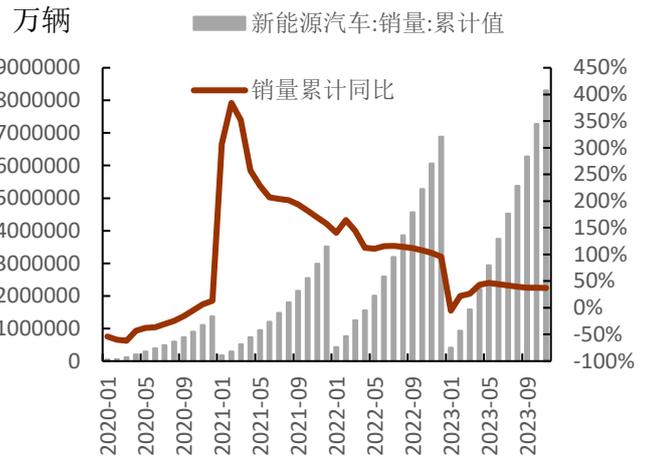


资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 24 房地产竣工施工同比增速

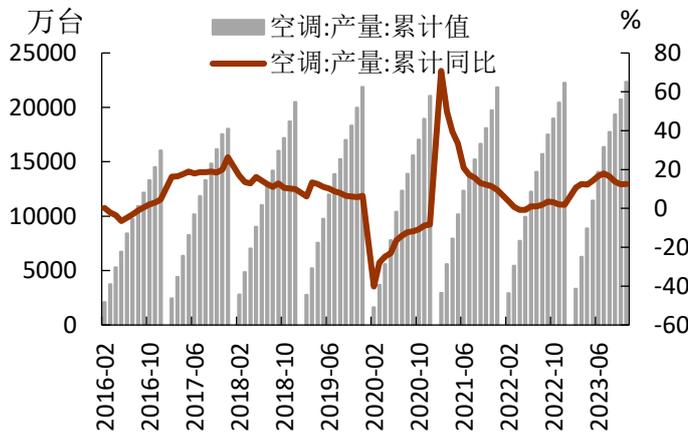


图表 25 新能源车销量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 中国空调产量

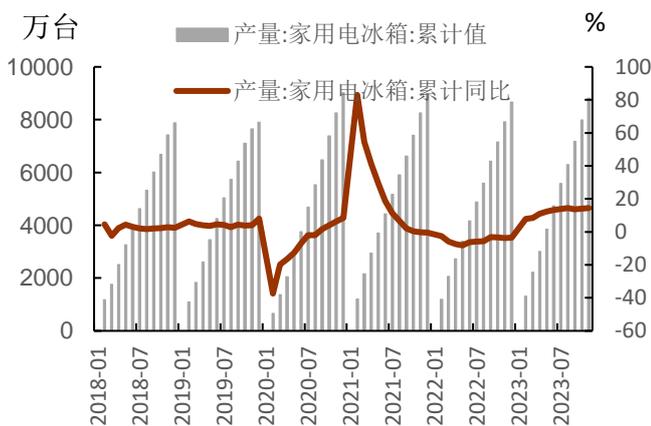


图表 27 中国洗衣机产量

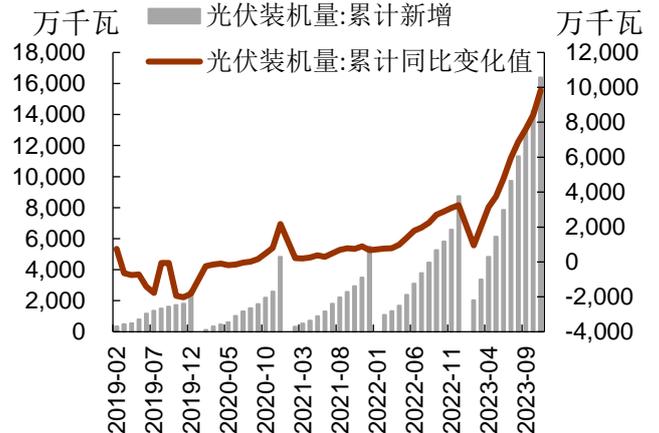


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 中国家用电冰箱产量



图表 29 中国光伏装机量

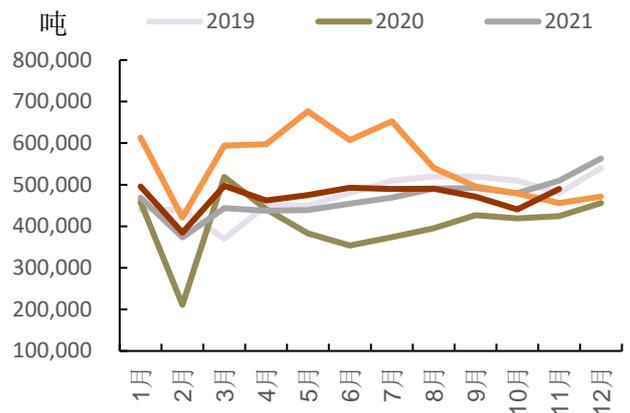


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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, 美联储利率决议维持利率不变, 并在新的经济预测中暗示过去两年来美国历史性的货币紧缩政策已经结束, 讨论降息的问题开始“进入视野”。不过议息会议之后的美联储官员发言接连偏鹰, 一定程度上修市场对美联储过度乐观预期。国内 11 月经济数据好坏参半, 显示当前仍面临内需不足的问题, 经济仍需政策加码巩固经济修复基础。

供应方面, 12 月中内项目顺利投产完毕, 产能小幅增加。进口窗口月底关闭, 进口流入环比或有减少, 总体供应有小幅增量。

需求方面, 终端竣工面积增速环比季节性大幅提升, 累计同比增速下降, 有不少房地产政策陆续出台, 但对未来预期上暂未见明显改善, 季节性淡季来临, 房地产市场预计消费阶段性转弱。新能源车、光伏及家电保持较好消费表现

成本方面, 12 月中国电解铝行业理论平均完全成本 16009.68 元/吨, 理论利润为 2696.79 元/吨。氧化铝因缺矿减产, 价格走高, 预计短时矿紧难改, 氧化铝价格延续较强表现, 成本或进一步走高。

综上, 美联储降息预期反复, 国内经济恢复表现曲折, 宏观面引导较有限。基本面成本端, 1 月初氧化铝期货大幅上涨拉动电解铝上冲破近一年半新高, 虽因市场有一定利多消息导致, 但如此暴涨更多因素为情绪导致, 后续情绪修正之后氧化铝价格有修复需求, 电解铝价格亦将回到供需面主导逻辑。供需面, 电解铝上月有新增产能投产, 供应小幅增加, 消费端季节性淡季加深, 供需呈增需减格局, 社会库存后续累库大概率延续。铝价预计仍回到前期震荡区间。

预计 1 月沪期铝主体运行区间在 18500-19800 元/吨, 伦铝主体运行区间在 2250-2350 美元/吨。

风险点: 美联储超鹰派、供应端再出现减产

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）
传真：021-68550055

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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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

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

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

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

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。

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。