



金融投资专业理财

供应限制需求增量，沪铝或将重心上移

瑞达期货研究院

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1780 号

研究员：蔡跃辉

期货从业资格号 F0251444

期货投资咨询从业证书号：Z0013101

助理研究员：

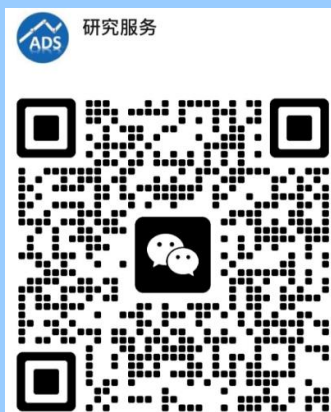
李秋荣 期货从业资格号 F03101823

王凯慧 期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



摘要

2023 年上半年沪铝期价维持宽幅震荡，美联储加息接近尾声预期及国内疫情管控措施全面放开，市场对国内经济恢复有较大的预期，强消费预期加上低位库存及云南省内电解铝厂减产落地、“金三银四”消费旺季，均提振铝价，然硅谷银行及瑞士信贷事件、利率期货市场飙升触发罕见熔断，使市场担忧全球银行危机正在酝酿，后美债务上限谈判陷入僵局，市场情绪紧绷，恐慌情绪蔓延，加上欧美经济体 PMI 数据显示制造业景气水平回落，沪铝期价承压，上半年以震荡为主。2023 年下半年氧化铝、沪铝期价以震荡上行为主：宏观面，非农报告意外爆冷，加上美国 CPI 数据降温程度曾超预期，市场预期美联储可能减少进一步加息的次数；国内两项金融政策得到延长加上政治局会议对经济提供持续稳定支持、央行超预期降息、中央财政将在今年四季度增发国债 1 万亿元的利好消息影响，积极消费政策频发，提振市场情绪，整体宏观氛围较暖，加上“金九银十”消费旺季、铝锭整体库存仍在低位、云南省考虑到枯水期跨度时间长及来年的工业用电需求量，省内四家电解铝企业减产等因素，电解铝期价走强，而氧化铝前期受到原料偏紧有所支撑期价走强，不过四季度在电解铝减产下需求走弱期价下滑。

2024 年，随着美联储加息的结束，高利率预计将有维持，中国经济增长预期仍存。2024 年铝土矿供应缺口仍存在；氧化铝新增项目集中或难逃产能过剩，不过铝土矿的供应偏紧将会对氧化铝产量形成限制，氧化铝或价格宽幅震荡。电解铝方面，供应端逼近峰值未来产量增速将放缓，云南减产后续仍将影响 2024 年上半年的国内电解铝供应，不过俄铝进口情况或将维持，但人民币贬值或有一部分限制，进口或较今年有回落。下游，房地产或仍是拖累项，光伏及新能源汽车板块预计仍将是铝需求增量的主要支撑，海外需求或逐渐回暖，但海外反倾销措施也将压制我国铝产品的出口，预计 2024 年铝需求整体小幅增长，2024 年沪铝期价重心或上移。

目录

第一部分：铝产业链市场行情回顾..... 2

 一、2023 年沪铝、氧化铝市场行情回顾..... 2

第二部分：铝产业链 2023 年回顾及 2024 年展望..... 3

 一、宏观基本面..... 3

 二、铝市供需体现..... 6

 1、全球铝市今年供应过剩..... 6

 2、铝两市库存低位..... 7

 三、铝市供应..... 9

 1、铝矿供应紧缺..... 9

 2、氧化铝或将产能过剩..... 10

 3、电解铝海外投产慢，国内产能临近天花板..... 12

 四、需求状况..... 14

 1、海外需求：欧美加息结束后需求或有恢复..... 14

 2、国内需求：中国需求或回升..... 15

 3、终端消费或持稳..... 18

 五、小结与 2024 年展望..... 21

免责声明..... 23

第一部分：铝产业链市场行情回顾

一、2023 年铝产业链市场行情回顾

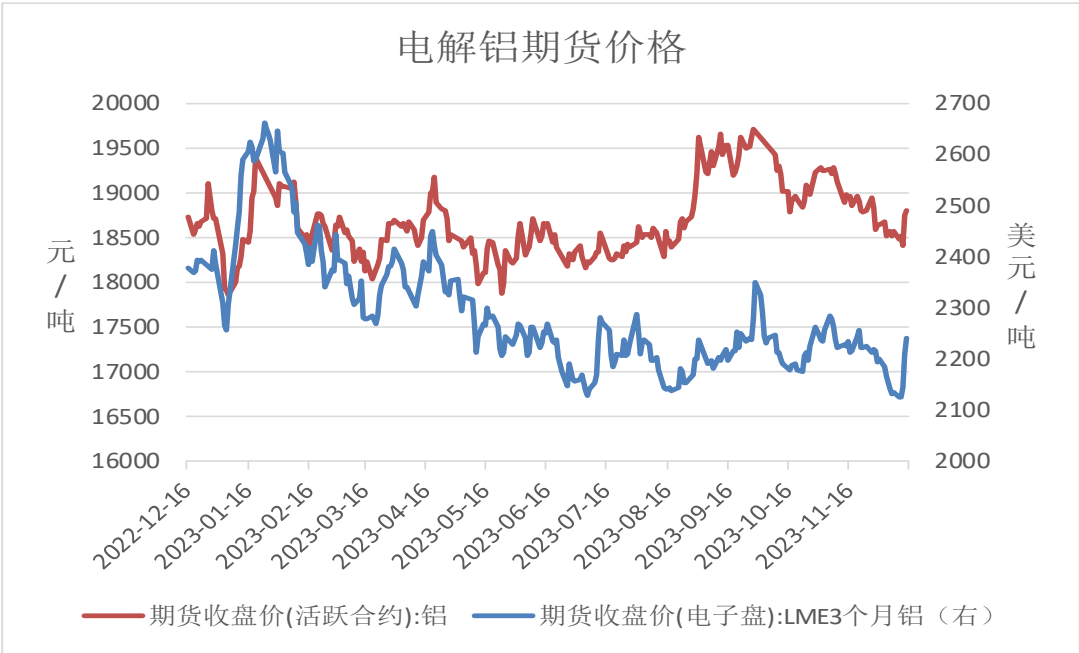
2023 年国内沪铝期价整体先抑后扬，但仍在前期宽幅震荡走势中运行，运行区间 19675-17455 元/吨，截止 12 月 19 日，年度涨跌幅未为+1.55%；从季度变化上看：上半年 1 月先扬后抑，3 月及 5 月沪铝期价震荡上行。

第一季度：1 月沪铝期价上行，宏观上，美国非农数据让美联储官员们对接下来的加息幅度考虑放缓，美元持续下挫；国内随着疫情防控积极优化，市场对未来消费预期向好，宏观上提振铝价，加上贵州省内电解铝企业实施三轮停槽减负荷，供应扰动再起，沪铝上行。硅谷银行在 3 月中旬时因其客户恐慌挤兑而陷入崩溃，随后，瑞士第二大银行瑞士信贷披露其财务报告中的“缺陷”，接二连三的事件表明流动性的恶化，使市场担忧全球银行危机正在酝酿，市场恐慌情绪加剧，沪铝期价震荡下行。3 月美联储公布加息 25bp 至 4.75%-5.0%，符合市场预期，会后鲍威尔的发言让市场看到了美联储本轮加息周期或已接近尾声的可能性，加上云南省内电解铝厂减产落地、“金三银四”消费旺季，下游表现持续向好，沪铝反弹。

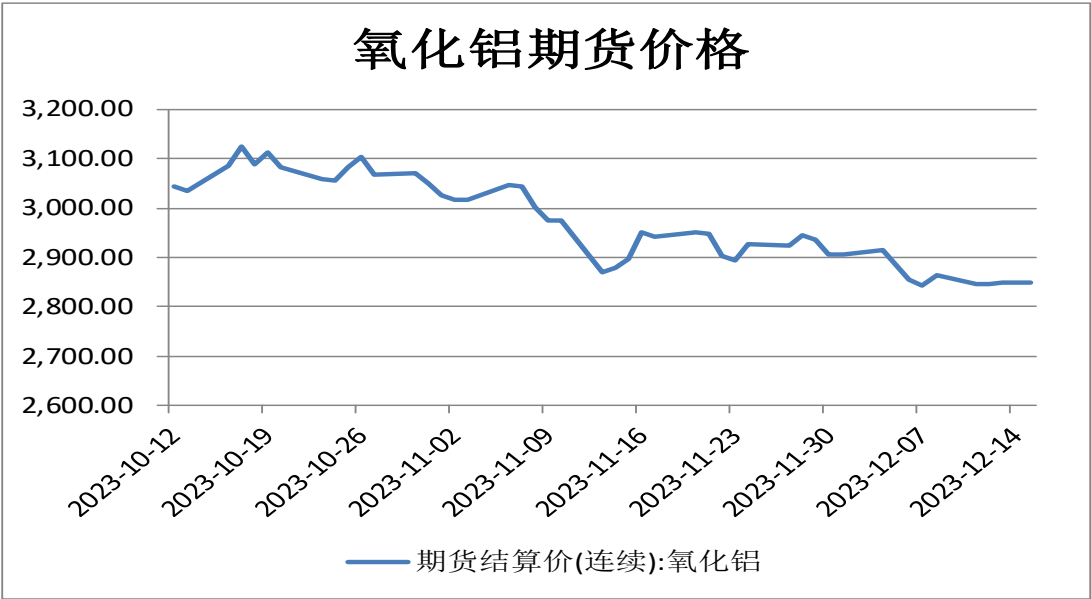
第二季度：4 月沪铝上行，宏观上，海外银行破产事件影响短暂消退；中国经济数据好于预期，市场情绪提振，加上下游处于“金三银四”消费旺季，下游表现持续向好，库存持续去化，沪铝走强。5 月份国内沪铝下行，宏观面，月内美债务上限谈判陷入僵局，市场情绪紧绷，恐慌情绪蔓延，大宗商品承压。基本面上，氧化铝及预焙阳极继续下跌，成本下探明显，电解铝成本端支撑减弱。后在美国债务违约风险消弭及美联储本轮加息周期中首次暂停加息、国内利好政策频发下，使得宏观面情绪修复，沪铝上行。

第三季度及第四季度，氧化铝、沪铝期价震荡上行，宏观面，市场预期美联储可能减少进一步加息的次数；国内两项金融政策得到延长加上政治局会议对经济提供持续稳定支持、央行超预期降息再次提振市场情绪，利好消费政策频发，整体宏观氛围较暖。基本面，国内铝土矿现货货源紧缺，国内氧化铝期现价差扩大带动期现贸易向好，支撑价格；电解铝规模复产结束后，仅转移的部分产能投产，电解铝供应增速收窄，下游方面，“金九银十”到来，沪铝期价上行。11 月份国内氧化铝、沪铝期价整体震荡下行，云南省省内四家电解铝企业减产，幅度不等（9%-40%），但“金九银十”旺季结束，需求端表现不及预期，“旺季不旺”既定，在年末传统淡季，需求端表现将持续转弱，拖累电解铝期价随之下行，而氧化铝在电解铝减产下需求走弱，价格同样走低，后在 12 月底美联储议息会议上连续暂

停加息且鲍威尔会后发言偏“鸽”，沪铝期价反弹，氧化铝期价震荡。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第二部分：铝产业链 2023 年回顾及 2024 年展望

一、宏观基本面

1. 国际机构均下调全球经济增速，但上调中国经济增长预期

经济合作与发展组织（OECD）发布的《全球经济展望报告》中，预测 2023 年全球经济

增长 2.9%，低于上次预测的 3.0%。中国经济预计将增长 5.2%，高于上次预测的 5.1%。报告指出，随着必要的货币政策紧缩、贸易疲软以及企业和消费者信心下降的影响日益显现，全球经济增长保持温和态势。预计 2023 年全球国内生产总值（GDP）增长率为 2.9%，2024 年放缓至 2.7%，2025 年略有改善，达到 3.0%。预计 2024 年至 2025 年，亚洲将与 2023 年一样继续贡献全球经济增长的大部分。报告预测，2023 年美国经济增长 2.4%，欧元区经济将增长 0.6%。经合组织秘书长科尔曼表示，全球经济继续面临低增长和高通胀的双重挑战，预计明年增长将温和放缓。通胀率已从去年的峰值回落，预计到 2025 年大多数经济体的通胀率将回到中央银行的目标水平。长期来看，政府债务将大幅增加，政府需加大力度重建财政空间，同时促进增长。

国际货币基金组织（IMF）最新一期《世界经济展望报告》预计，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%。2000 年至 2019 年全球经济增长平均水平为 3.8%。将 2023 年中国经济增长预测值上调至 5.4%，将 2024 年中国经济增长预测值上调至 4.6%。相较于其 10 月《世界经济展望》的预测，这两项数值均上调了 0.4 个百分点。“今年以来主要发达经济体通胀压力总体缓解，但仍普遍高于目标水平，主要发达经济体央行或在较长时间维持高利率环境。”《报告》称。

国际金融论坛（IFF）2023 年全球年会发布了《2023 年全球金融与发展报告》，报告预测由于全球大幅收紧货币政策以遏制通货膨胀，2023 年全球经济增长进一步放缓。俄乌冲突以及新冠肺炎疫情持续的负面影响也制约了经济复苏。2023 年全球经济预期增长 3.1%，低于 2022 年的 3.4%。对于 2024 年，在货币政策和金融状况继续收紧的情况下，全球经济增长预计将保持在 3.1% 的疲软水平，其中发达国家增长 1.3%，发展中经济体增长 4.3%。2024 年，由于紧缩的货币和金融状况继续抑制需求增长，加之疫情引发的供给侧瓶颈进一步缓解，全球通胀率预计将放缓至 5.8%，其中发达国家通胀率预计为 2.8%，发展中经济体通胀率预计为 7.8%。

总的来说，2023 年国内经济缓慢恢复，在稳增长政策逐步显效、经济指标持续改善的背景下，包括摩根大通、高盛、瑞银集团、德意志银行等多家国际金融机构竞相上调对中国经济增长的预期。对于上调今明两年中国经济增长预期的原因，IMF 称，一是受消费等因素提振，三季度中国经济增长表现强于预期；二是万亿国债等额外财政刺激政策落地，将有助于推动经济增长。国家统计局此前公布的数据显示，我国第三季度 GDP 同比增长 4.9%，前值 6.3%，预期 4.4%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

实际 GDP（年化）	2022	2023	2024	2025
美国	2.1	2.1	1.5	1.8
中国	3	5.4	4.6	4.1
英国	4.1	0.5	0.6	2
印度	7.2	6.3	6.3	6.3
日本	1	2	1	0.6
欧盟	3.6	0.7	1.5	2.1
新兴经济体	4.1	4	4	4.1
发达经济体	2.6	1.5	1.4	1.8
全球	3.5	3	2.9	3.2

图表来源：瑞达期货，国际货币基金组织（IMF）

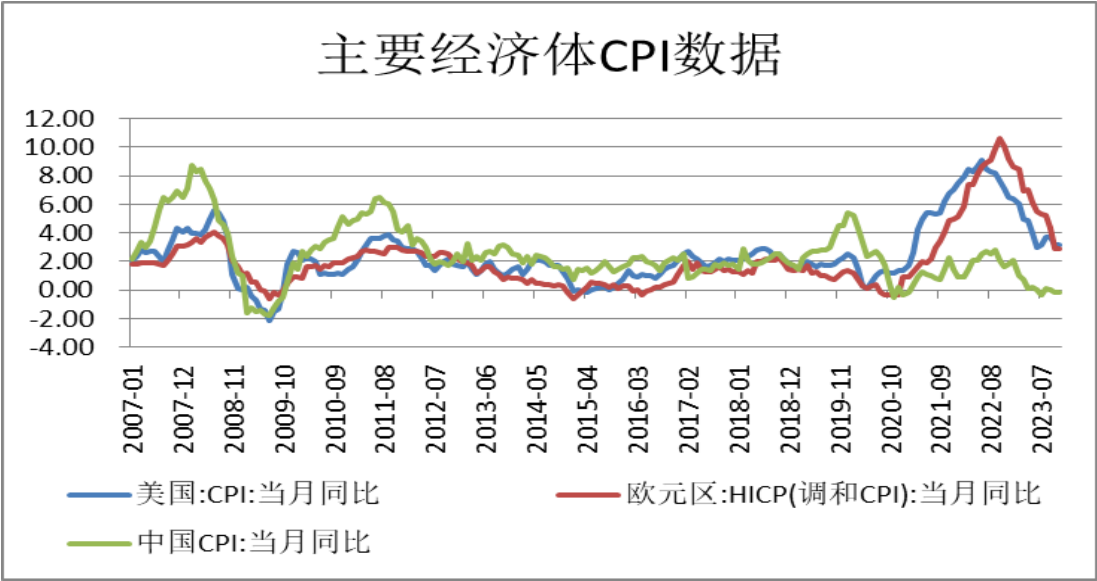
2. 海外加息暂缓

北京时间 2023 年 12 月 14 日，美联储公布 12 月利率决议，宣布本月暂停加息。自 2022 年 3 月开启加息周期以来，美联储已累计加息 11 次，目前，美国联邦基金利率目标区间维持在 5.25%~5.50%，这是美联储今年 9 月以来连续第三次维持这一利率区间不变，也是年内第四次按兵不动。通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下，美国 10 月 CPI 数据同比上涨 3.2%，低于预期的 3.3%及前值 3.7%；10 月核心 CPI 同比上涨 4%，同样低于预期及前值 4.1%；能源价格指数在 10 月下降 2.5%。核心通胀细分项中住房价格、保险及医疗等分项仍有所上涨，住房价格尚未显著回落也进一步阻扰了核心通胀的下滑。从整体通胀走势来看，先前致使通胀高企的主要因素皆有所好转，然而核心通胀在劳动力薪资增速保持于高位的情况下得到支撑，未来通胀水平若想维持放缓趋势或仍需劳动力市

场持续降温配合。往后看，在近期经济数据皆有所降温的情况下市场对美联储后继政策转向预期有所前置，当前 2024 年 5 月降息预期概率大幅提升并成为主流观点，隐含利率曲线随之下调。不过就业数据中薪资增速仍保有一定韧性，且下行速率不减反增，未来核心通胀若无法稳步回落市场或再次调整利率预期。

欧元区 11 月调和 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.9%显著回落。11 月核心调和 CPI 录得 3.6%，同样低于前值 4.2%。欧元区三季度 GDP 已进入萎缩区间，同时通胀水平持续回落，在经济显著走弱且通胀接近央行目标的情况下市场再次将欧洲央行降息节点预期前置，当前市场主流观点认为欧洲央行将于明年 4 月降息。

总的来说，2023 年 12 月美联储持续暂停加息，美联储加息周期结束是当下市场共识，接下来的矛盾点是降息时点的出现，但基于通胀粘性，海外高利率将在一段时间内有所维持，当前 2024 年 5 月美联储降息预期概率大幅提升并成为主流观点，海外宏观情绪波动加大。



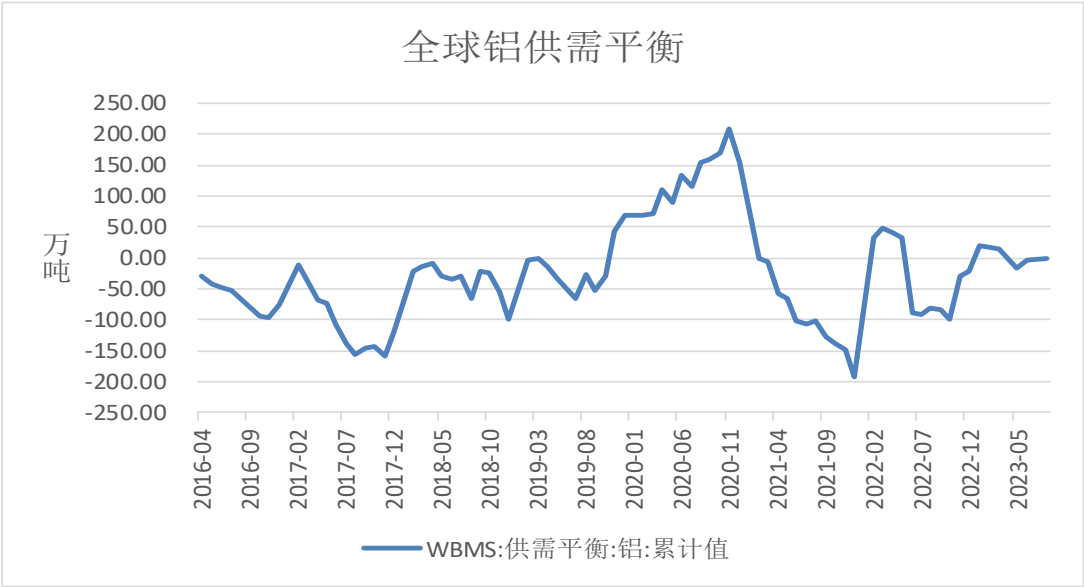
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、铝市供需体现

1、全球铝市今年供应过剩

世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示，2023 年 9 月，全球原铝产量为 577.27 万吨，消费量为 578.76 万吨，供应短缺 1.49 万吨。2023 年 1-9 月，全球原铝产量为 5180.58 万吨，消费量为 5084.16 万吨，供应过剩 96.42 万吨。

国际铝业协会（IAI）数据显示，2023 年 10 月份全球原铝产量为 611.6 万吨，去年同期为 588.6 万吨，前一个月修正值为 592.1 万吨。10 月原铝日均产量为 19.73 万吨，前一个月为 19.74 万吨。预计 10 月中国原铝产量为 365.0 万吨，前一个月修正值为 355.0 万吨。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、铝两市库存低位.

LME 铝库存方面，1 月库存持续下降，前期海外能源危机导致的铝厂大规模减产影响显现；在 2 月中旬时，伦铝库存因市场交易行为大增，刷新三个月的高位，但后续小幅增加的库存也从侧面反映了全球铝消费在当下仍处疲软，而后一直区间小幅震荡运行。2023 年海外能源危机缓解，不过电力成本仍有压力，前期减产产能暂未有大规模复产。截至 2023 年 12 月 15 日，LME 电解铝库存为 444625 吨。

截至 2023 年 12 月 15 日，上期所电解铝库存为 112002 吨；截至 2023 年 12 月 11 日，国内电解铝社会库存为 463000 吨。国内方面铝库存总体偏低，也是 2023 年支撑铝价的因素之一。

一季度持续累库，是 2023 年全年库存最高值，1 月春节长假来临，加上消费淡季铝下游消费大幅走弱，进入传统累库周期，且国内电解铝企业铸锭量增加，库存累库；假期结束各地在途铝锭陆续到货，加上下游消费尚在恢复，铝锭消费不及增速，加上 1-2 月份国内铸锭量增加，铝锭的社会库存累库增量明显；3 月消费旺季到来叠加国内宏观利好不断刺激及行业优惠政策出台，铝下游各加工板块订单均有回暖，开工率上行，迎来库存拐点，也是 2023 年全年库存高点的拐点。

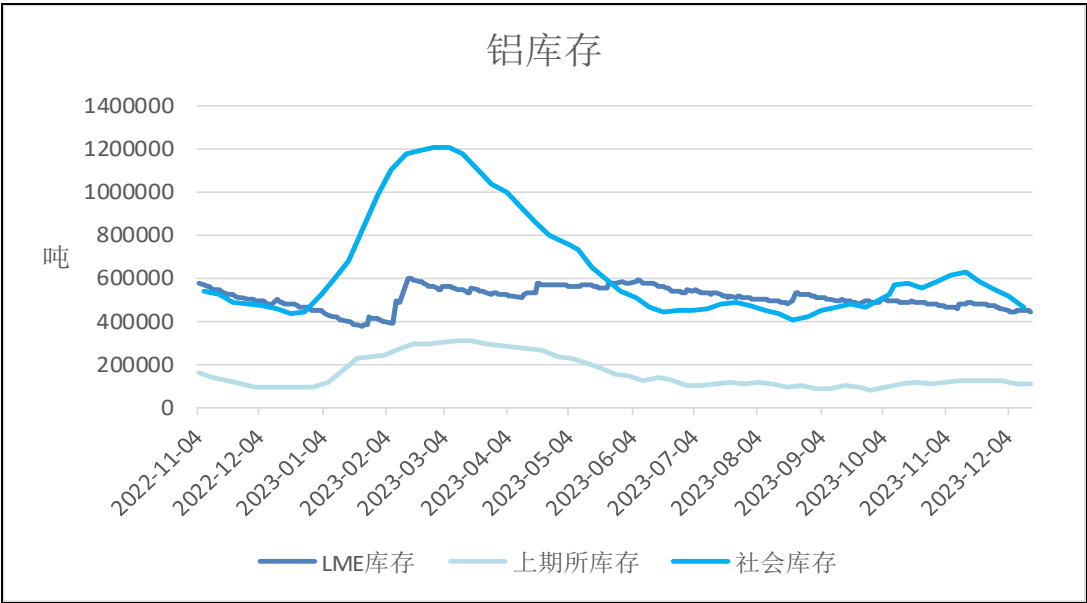
二季度时进入旺季，表现为持续去库，4 月国内电解铝供应受到限制加上铸锭比例低，

同时 4 月也延续了 3 月下游开工向好的局面，下游补库较积极，库存维持大幅去库状态；进入 5 月，国内铝水比例维持高位，五一假期铝锭到货量偏少也导致降库持续。直到 6 月时云南铝企开始顺利复产，铝锭行业开工率增加，及终端需求不及预期，社库小幅累库。

三季度时库存变化不大，7 月淡季，电解铝稍有累库后再小幅去库，到 8 月中旬前库存有所减少，云南地区复产后铝水比例仍在高位，铸锭量略有不足，而政策扶持各类消费及房地产力度加大加上临近旺季，实际消费量有所好转，带动库存下降。9 月进入传统消费旺季，但下游备库对需求改善并不明显，部分地区出库量不升反降。

四季度时，10 月节前铝价高位导致下游备货情绪不强，在假期电解铝产能维持生产下，节内前期转移货源及常规发货的集中到货下，库存增加且增幅明显强于往年同期，节后累库情况延续，虽铝价回调刺激节后交货需求，但下游需求表现疲弱，整体来说，“银十”消费旺季未能兑现，铝锭出库未有明显增量，库存累积。11 月初，虽云南地区再度减产，但减产影响对库存影响并不明显，现货市场维持弱势，不过累库幅度有所缓解。12 月，在年底备货需求强劲下库存持续下降。

展望 2024 年，2023 年铝锭库存为近五年低位，主因在铝水比率提高，铸锭量减少，前期三部门制定的《有色金属行业碳达峰实施方案》中明确要求到 2025 年，铝水直接合金化比例提高到 90%以上。SMM 测算 2023 年 11 月份国内铝水比例环比增长 3 个百分点至 73.4%左右，1-11 月份行业铸锭总量约为 1113.8 万吨，同比减少 10.4%。据此来看，铝水比率提高，铸锭量减少将持续，电解铝库存低位运行或持续，与下游需求的表现情况出现偏差，不过可交割的铝锭数量偏少，仍会对铝期价产生影响。



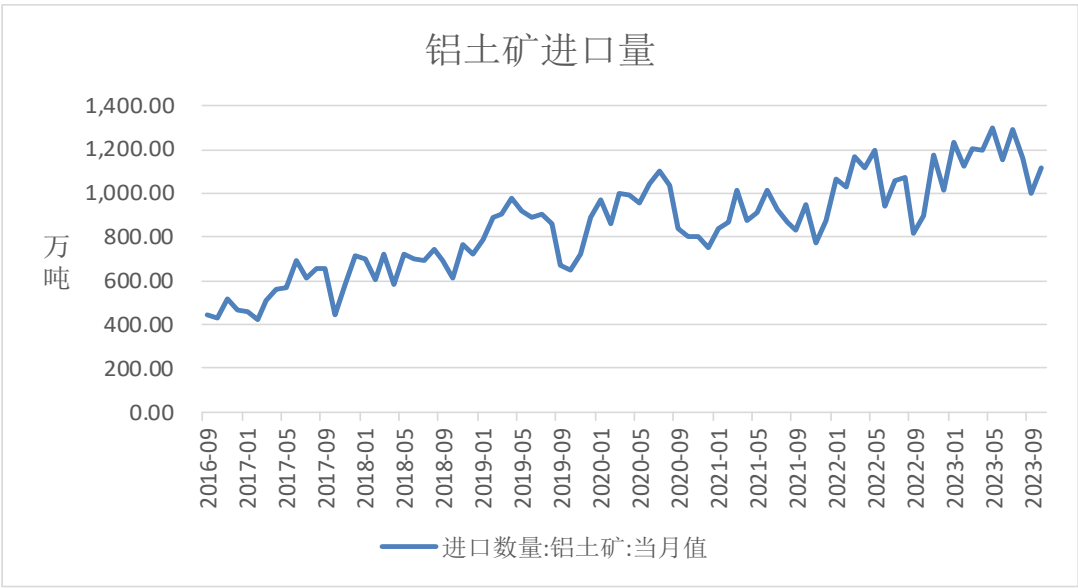
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

三、铝市供应

1、铝矿供应紧缺

铝土矿和氧化铝是原铝的上游原材料，我国的铝矿产地分布广泛，但大中型矿床占有储量多且矿山类型复杂，主要分布在内蒙古和云南，供应差异性比较大，由于矿石的不可再生性及国家对安全现象的管控，国家的环保及安全政策对矿山开采仍有长期限制，且逐年加强，加上矿山开采后复垦工作问题，整体上开工率处于低位，矿石产量和品位难见好转，中国是世界最大的氧化铝生产国，因此我国每年都需进口大量的铝土矿，目前我国铝土矿对外依存度约 60%。海关总署数据显示，2023 年 1-10 月，进口铝土矿 11771.43 万吨，同比增加 13.67%。

2023 年，受到 6 月 10 日正式实施的印尼禁矿政策的影响加上河南三门峡矿山停产，我国对其他国家特别是几内亚矿石的进口依赖度提高，不过雨季对几内亚铝土矿供应量的影响较大，几内亚每年 5-11 月为雨季，又以 7-8 月雨量最为集中，而该国到中国的进口运输船期平均在 40-45 天，即 8-10 月中国从几内亚进口铝土矿会有所减少，雨季影响慢慢减弱后，中国进口铝土矿有所增加。后市来看，受到印尼禁矿加上几内亚雨季及国内河南三门峡矿山目前仍未有恢复正常开采的影响，在国内需求强劲及国产矿供应短缺的情况下，国内从非主流来源国的铝矿进口需求急剧增加，非主流矿石供应国呈多元化趋势，但因非主流矿石进口量仍较少，加上多数非主流矿石价格高昂，生产成本高位，难以长期成为国内铝矿供应的主要来源，2024 年铝土矿供应缺口仍存在。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、氧化铝或将产能过剩

海外氧化铝产量方面，据 SMM 数据：2023 年，海外氧化铝市场部分地区氧化铝产能因焙烧、矿石等原因生产受限，俄铝位于乌克兰的 Nikolaev 氧化铝厂（建成产能 177 万吨）因政治因素维持关停状态，复产时间未知，据悉，俄铝计划将于 2028 年之前在俄罗斯境内新建一家年产 480 万吨的氧化铝厂。此外，近几年海外新投氧化铝项目产能预期可观，海外新投氧化铝产能主要集中在亚洲地区，印度氧化铝厂 Vedanta 计划扩建 300 万吨氧化铝产能，越南两家产能为 65 万吨的 Tan Rai 氧化铝厂和 Nhan 氧化铝厂短期内将维持满产状态。海外氧化铝市场供应端扰动频繁但新投氧化铝项目提供增量预期，而国内 2023 年及远期中氧化铝新投产产能将持续放量，国内对于海外的需求有下滑趋势。

国内氧化铝产量方面，SMM 数据显示，一季度产量下行，河南地区依旧受成本居高不下、运输效率下降、矿石采购难度不减等因素的搅扰，当地氧化铝厂维持压产状态；贵州地区某氧化铝厂因为当地限电等因素，去年 12 月和今年 1 月均属于停产状态；重庆地区主因当地天然气供应紧张，企业生产受到影响；云南地区电解铝因为限电问题减产 78.3 万吨，复产时间尚未可知。虽产量下行，但从 2 月氧化铝过剩格局已现，在氧化铝价格面临强压的背景下，高成本地区氧化铝产能暂不具备增产意愿，新投产产能投放进度亦有放缓迹象，一季度整体过剩 24.9 万吨，氧化铝价格承压。

二季度产量上行，主因 1 季度末开始，伴随烧碱等原材料价格的回调，氧化铝的利润有所恢复，刺激了部分厂家的复工复产；文丰氧化铝厂第四条生产线（120 万吨/年）顺利投产，5 月开工率将继续抬升。5 月鲁北化工的新投产产能（100 万吨/年）开始放量。6 月山东、广西、河北地区的新投产产能将逐步释放产量，贵州和重庆地区此前检修的产能也将重新恢复正常生产状态。

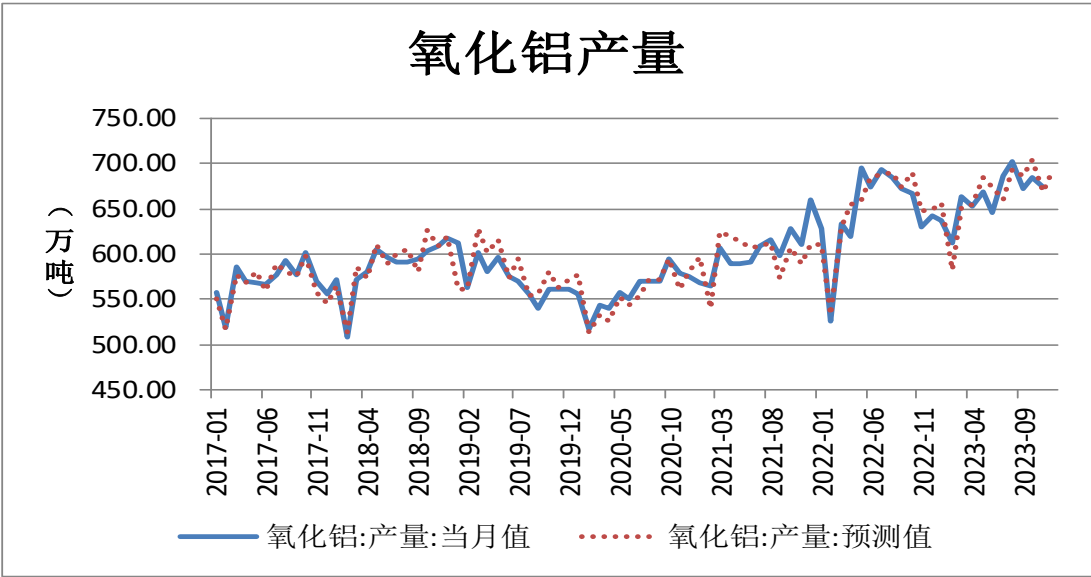
三季度产量仍保持上行，7 月部分新投产产能逐步放量，叠加广西地区部分企业于七月结束检修，逐步恢复生产，故产量有所抬升。8 月部分新投产产能及扩产产能陆续放量，叠加氧化铝行业利润较前期得到修复，部分企业提产意愿增长。9 月广西地区部分产能因矿石供应紧张处于停产状态，叠加山东、山西地区个别氧化铝厂因检修影响整体产能开工，故 9 月产量较 8 月有所下降。

四季度产量有所下滑，10 月广西地区部分产能因矿石供应紧张处于停产状态叠加个别企业于 10 月进行焙烧检修，山东地区个别氧化铝厂 10 月因当地减排限产政策影响整体开工，河南地区某氧化铝厂因矿石供应短缺减产。11 月氧化铝产量小幅增长，广西地区新投产产能放量缓慢，而云南部分企业有检修计划，河南、山西受矿石供应紧缺将持续限制部分

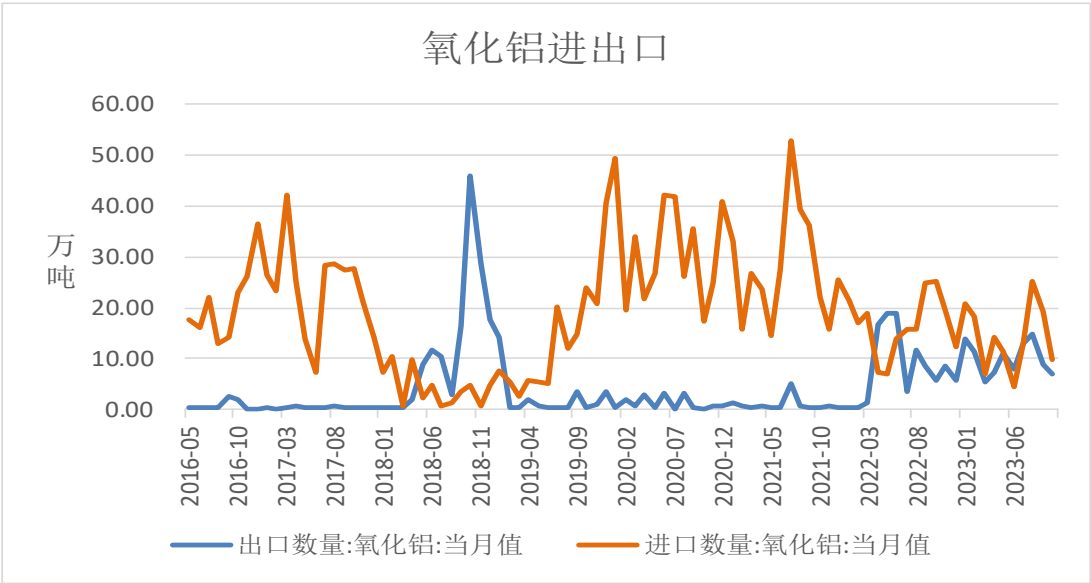
产能。

氧化铝进口方面，海关总署数据显示，1-10 月，氧化铝累计进口 143.03 万吨，同比减少 14.32%。由于国内氧化铝产量高位运行，供应压力增加下进口量下滑，年初开始氧化铝进口量持续下滑，直至 7 月时出现上涨，7 月时氧化铝在前期内强外弱影响下，贸易商进口积极性增强，加上国内企业在印尼投产的氧化铝产能顺利放量，企业在印尼直接生产氧化铝运输回国的情况增加，进口环比增量较大。8 月进口量持续增长，氧化铝在前期内强外弱影响下，叠加人民币对美元汇率较前期走强，氧化铝进口亏损逐步收窄，贸易商进口积极性增强，进口环比增量较大。而后进口回落，9 月国内氧化铝价格高位，利润逐步修复下企业稳产及高产，而需求端复产结束后暂无较大增量，氧化铝进口需求减少，直至 10 月氧化铝进口量持续下滑，此时段船期为 8 月中旬至 8 月底期间发运，那时国内氧化铝价格小涨，但上涨幅度不及西澳氧化铝涨幅，氧化铝进口窗口重回关闭状态，不过在 11 月中旬海内外氧化铝价格回落，西澳氧化铝 FOB 价格低于国内氧化铝价格，氧化铝进口窗口再次开启，直至年底氧化铝进口量或有增量，但 2023 年进口同比总的有所减少。

氧化铝新增项目投放或难逃产能过剩，2023 年新投产产能顺利放量，新建产能陆续投放，2024 年逐步趋于过剩，氧化铝 95%的消费用于电解铝，按照现有产能估算，海内外氧化铝产能已有过剩，加上近几年海外新投氧化铝项目产能预期可观，而电解铝产能限制，氧化铝产能过剩的压力长期存在将对价格形成压制，不过铝土矿的供应偏紧将会对氧化铝产量形成限制，氧化铝或价格宽幅震荡。



图表来源：iFinD、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

3、电解铝海外投产慢，国内产能临近天花板

海外电解铝产量方面，据 SMM 统计 2021 年到 2023 年为主，海外共计 127.6 万吨产能恢复生产，2023 年重启产能达 40.54 万吨。2023 年海外电解铝产能波动较小，2022 年年初欧洲因能源高企集中减产的产能在 2023 年电力供应并未得到有效的解决，企业多维持前期停减状态，仅法国敦克铝业复产 10.5 万吨至满产状态。其他的复产主要来自南美洲巴西、澳大利亚及加拿大的部分铝厂，海外复产及新增缓慢。

国内电解铝产量方面，据 SMM 统计数据显示，2023 年一季度国内电解铝运行产能回落，主因 12 月-1 月份贵州电力紧张，省内电解铝经过三轮限电减产，2 月底云南地区电解铝集中减产，企业集中抽铝水铸锭，行业产量并未跟随运行产能回落快速下降，3 月云南维持前期减产运行状态且贵州及四川等地复产产量贡献极小，3 月电解铝产量环比下降。

二季度产量上升，广西、贵州、四川等地复产产能较多，贵州等地产能转移等新增投产，国内铝厂仍维持较高铝水比例，且西北及西南地区有新增铝加工项目投产，国内铝水比例再创新高。

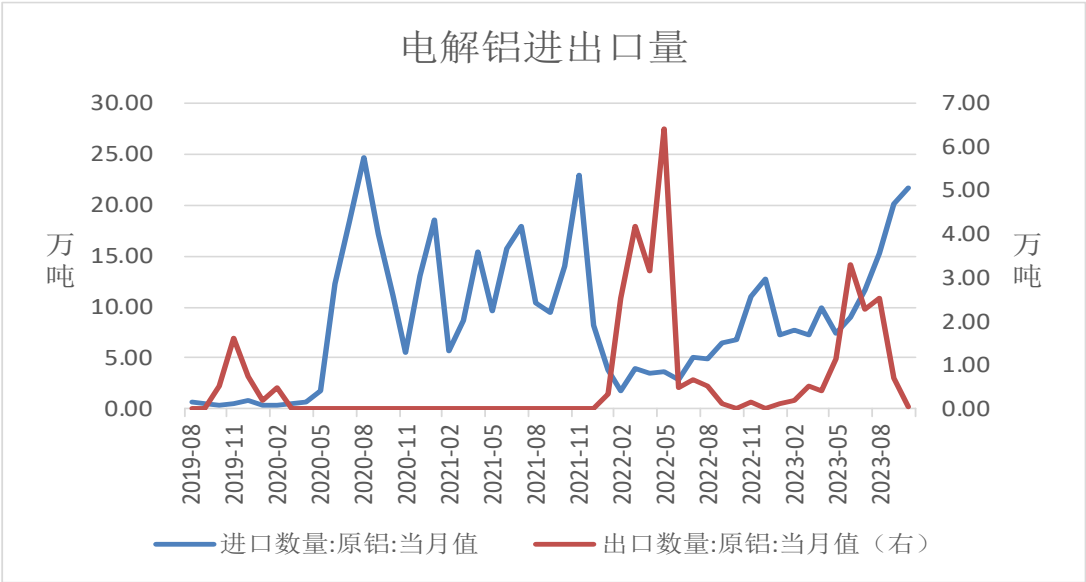
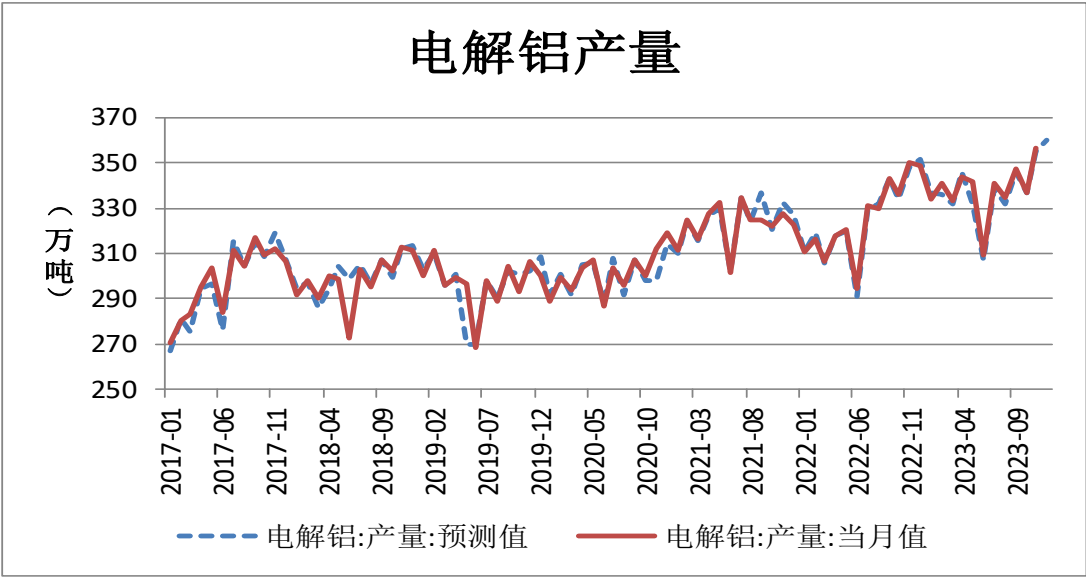
三季度产量仍保持上升，7 月国内运行产能大幅增加，主因云南地区增产明显，复产规模达 122 万吨左右，加上 6 月份的复产量，云南此次复产总规模达 148 万吨，且有 14 万吨转移产能的投产。8 月份，国内电解铝运行产能增速环比放缓，云南地区主流生产企业复产工作基本完成。9 月份，国内电解铝运行产能小幅增长，主因云南、贵州等部分产能转移项目的持续投产，部分企业出现小规模检修，其他地区产能变动不大。

四季度产量有所下滑，10 月份国内电解铝产能环比波动较小，仅四川等地有部分少量增产，另外青海部分企业有 1 万吨的常规检修。11 月月份国内电解铝运行产能环比回落，

云南地区电解铝企业再度因电力供应不足，被要求减产，按照第一轮通知的减产幅度测算，总减产规模约为 115 万吨。12 月份国内电解铝运行产能持稳运行为主。截止 11 月度，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4519 万吨，国内电解铝运行产能约为 4189 万吨左右，行业开工率环比下降 2.4 个百分点至 92.7%。SMM 预计 2023 年全年电解铝产量有望达 4150 万吨，同比增长 3.6%。

2023 年国内电解铝开工率向上修复行业高产，若国内产能触及 4500 万吨“天花板”，供应端逼近峰值未来产量增速将放缓。展望 2024 年，云南在 2023 年四季度减产落地，后续仍将影响 2024 年上半年的国内电解铝供应，西南地区水电供应仍存不确定性，据 SMM 统计：目前国内待复产产能主要分布在辽宁、云南、贵州、四川等地合计 129 万吨左右，但大部分不具备快速复产的条件，其他的产能多在建设或指标方面等问题闲置产能，目前电解铝行业盈利可观，企业多持稳生产为主，短期无主动减产的出现。

国内进出口方面，海关总署数据显示，2023 年 1-10 月电解铝累计进口 117.18 万吨，同比增加 173.62%；2023 年 1-10 月电解铝累计出口 11.3 万吨。此前报道：美国总统拜登签署声明，将从 3 月 10 日起对进口自俄罗斯的铝和铝制品征收 200%的进口关税，白宫表示，采取这一行动是为了保护其国内产业，可能会豁免其他对俄罗斯铝进口征收 200%关税的国家，对俄罗斯铝的关税将于 3 月 10 日生效，从 4 月 10 日起，使用俄罗斯铝制造的铝产品将受到影响。此次事件实质上意味着俄罗斯铝或很难进入美国市场，此部分也可进入亚洲市场，加上加拿大禁止进口所有俄罗斯进口铝和钢铁产品等因素，更多的俄罗斯铝及铝制品流入了中国。在此基础上，2023 年海外铝锭贸易格局发生变化，大量俄罗斯铝金属流入国内，自今年中旬左右，国内自俄罗斯联邦的原铝进口量持续增长，2023 年国内铝锭进口量大增。2024 年，俄铝进口情况或将维持，但人民币贬值或有一部分限制，进口或较今年有回落。

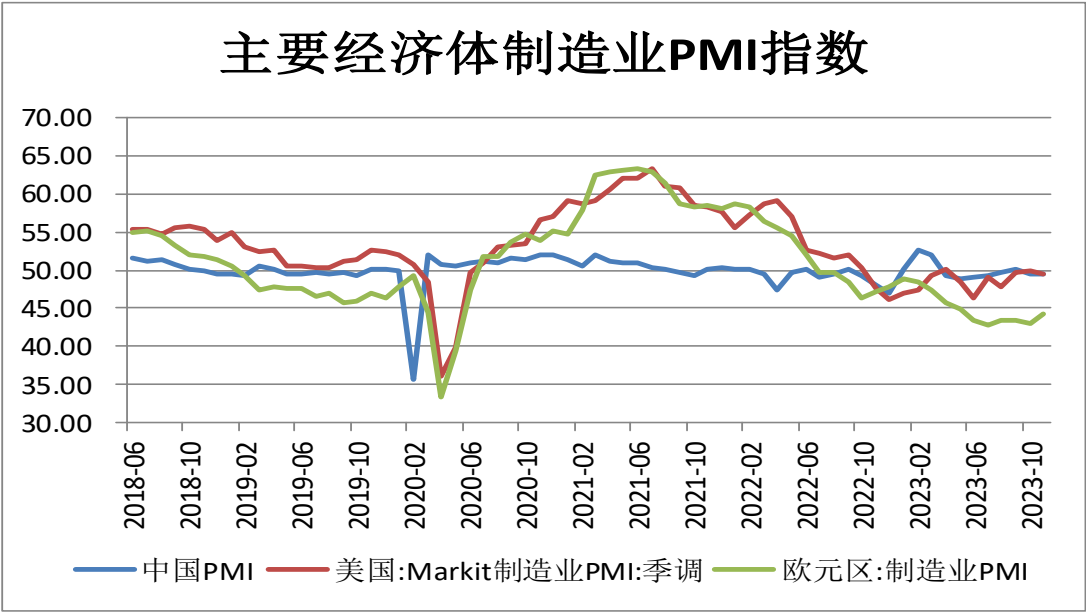


四、需求状况

1、海外需求：欧美加息结束后需求或有恢复

据中国物流与采购联合会发布，2023 年 11 月份全球制造业 PMI 为 48%，较上月小幅上升 0.2 个百分点，连续 14 个月运行在 50% 以下，全球经济弱势下行趋势没有改变。分区域看，亚洲制造业 PMI 稳定在 50% 以上；欧洲制造业 PMI 仍在 46% 左右的较低水平；美洲制造业 PMI 与非洲制造业 PMI 均在 50% 以下。数据变化显示，全球经济弱势波动特征没有改变，下行风险仍存。从全球货币政策环境看，由于美国和欧元区通胀压力有缓解迹象，市场对

继续加息的预期大幅下降，并对明年降息预期有所升温。如果宣布降息的央行有所增加，将有利于缓解全球经济的下行压力。短期看，全球经济仍存下行风险。地缘政治冲突，贸易摩擦的不确定对全球经济复苏的影响仍然存在。长期看，全球经济的止降趋稳仍依赖于在贸易环境的稳定恢复后，全球各国的内生恢复力度。全球经济稳定恢复将会伴随着如下特征：一是全球制造业进入补库存周期；二是各国居民实际购买力稳步回升；三是通胀压力明显缓解；四是全球产业链供应链韧性逐步提升。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2、国内需求：中国需求或回升

(1).落地见效并带动需求恢复仍需一定过程

中国铝需求占了全球消费的一半以上，全球铝市需求表现重点关注中国需求端变化。10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.6%。从累计增速看，1—10 月份，规上工业增加值增长 4.1%，较 1—9 月份加快 0.1 个百分点，今年以来呈逐月回升态势。短期看，考虑到去年最后两个月基数明显偏低，接下来两个月工业增加值同比增速会持续冲高，但工业生产实际增长状况还要看需求端强度，这主要取决于年底前稳增长政策的落地情况和执行效果，以及居民消费修复力度和房地产市场走向。展望未来，中央政治局会议后，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

(2).下游需求小幅增长

据 SMM 数据显示，2023 年 11 月国内铝加工行业综合 PMI 指数环比上升 0.3 个百分点至 47.3%，依然处于荣枯线以下。今年海外需求疲软，叠加消极政策频出，新增出口订单呈现下滑趋势。

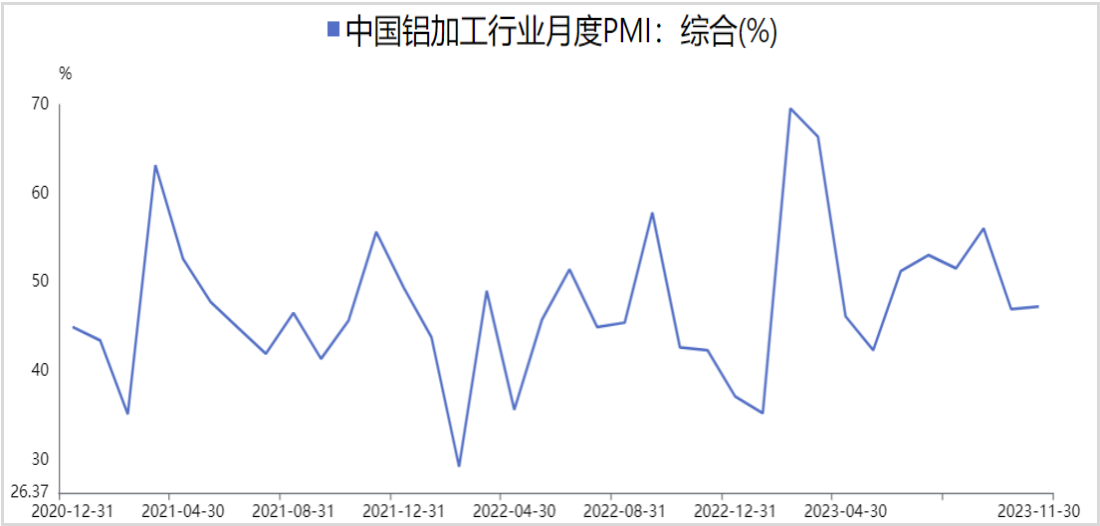
国家统计局数据显示，2023 年 1-10 月，铝材累计产量 5204.8 万吨，同比增加 5.7%。开工率方面，上半年：1 月下游加工企业一定程度上受到疫情影响，而后适逢春节假期，下游的订单和开工率下滑明显；2 月下游加工企业开工率有较大提升，政策端积极发力刺激消费；3、4 月消费旺季到来叠加国内宏观利好不断刺激及行业优惠政策出台，下游订单持续回暖，开工率上行，建筑型材相关终端的基建工程类、工业型材的光伏类订单、线缆行业的电网方面的订单均维持较好表现，部分企业订单在 4 月基本排满，建筑方面新增订单增量明显带动铝型材板块开工率走高，排产期达到 20 多天以上；5 月国内铝下游加工龙头企业开工率下跌，五一假期放假停产影响加上各板块需求不足、订单转弱等开工下行。

下半年，6-7 月国内铝下游加工企业在淡季效应下开工低迷，建筑型材订单低迷加上电网方面订单及出口下滑，步入 8 月仍处消费淡季，消费淡季下订单匮乏，成品库存积压，9 月国内铝下游加工龙头企业开工率上行，但增幅不及预期，主要受到高位铝价制约及建筑型材板块的拖累，房地产行业仍较低迷，政策利好作用落地仍需时间，同时铝价持续偏强震荡也对其他下游板块产生影响。10 月进入中秋国庆假期，整体开工率下降；节后铝下游开工率稳中小增，虽节后假期因素消退，加上旺季下线缆板块及铝板带及铝箔板块开工率均得到提升，但建筑型材板块开工率下行，订单不达预期，拖累整体开工率。11 月国内

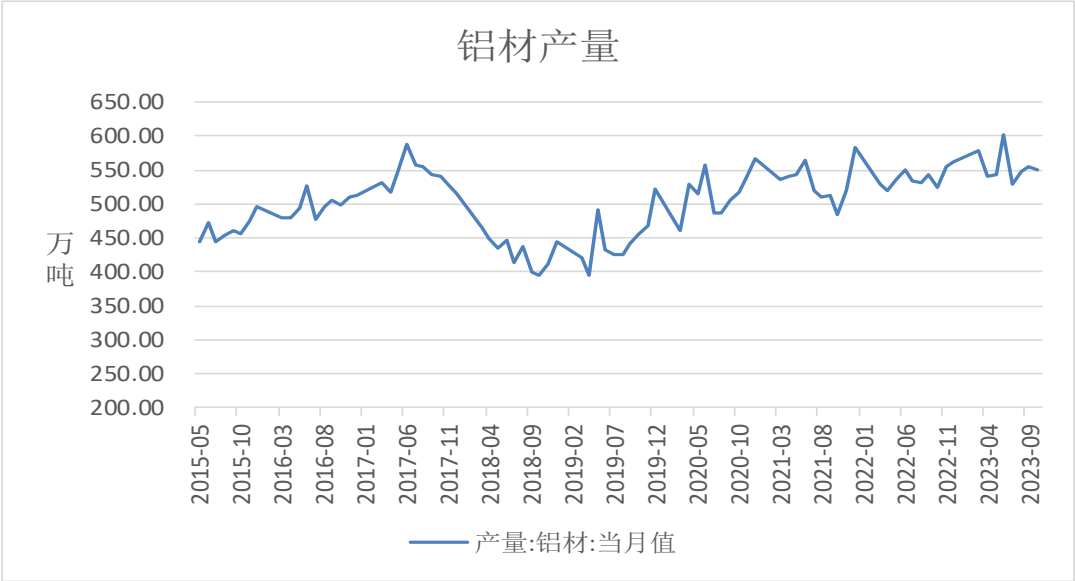
铝下游加工龙头企业开工率持稳，各版块开工率涨跌互现，建筑型材板块开工率下行仍拖累整体开工率，部分地区轨道交通订单小有增量，带动相关型材厂订单量与开工率回升，其余板块开工率相对稳定。

总的来看，建筑型材整体有所拖累，工业型材中光伏型材对整体型材行业的积极拉动作用显著，主要源于新能源板块的快速发展，下游需求量爆发式增长，带动光伏型材表现较强，新能源成为铝型材产量增长的重要驱动因素。

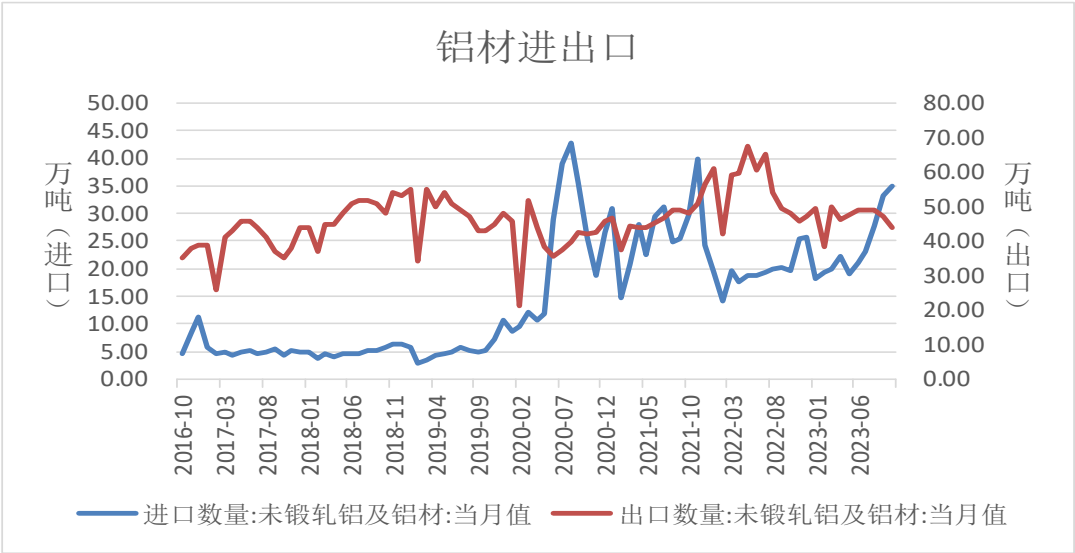
铝材进出口方面，海关总署数据显示，2023 年 1-10 月，铝材进口量 239.34 万吨，同比增加 27.5%；出口量 469.66 万吨，同比减少-17.1%。进口方面，自中国优化疫情防控措施后，中国的制造业活动迅速扩张，市场对中国经济持续复苏和工业金属需求逐渐改善的预期较强，而海外的高利率环境仍让市场感到担忧，对其需求保持怀疑态度，因此我国铝材进口在 2023 年表现较好。出口方面，海外持续激进加息步伐已放缓，市场也预计加息接近尾声，2024 年随着美联储加息周期或结束，需求有一定的复苏，在海外建筑业缓慢恢复的态势下，光伏型材出口增势较好，带动铝材出口有一定的改善，加上去年国内铝型材订单低迷，国内不少企业开始大力拓展海外订单，部分企业在东南亚及中东地区的订单明显增加，不过我国铝材出口在欧美地区汽车及航空用铝方面的占比较小、欧盟起征碳关税以及美国对中国在内等 10 个国家的铝型材发起双反调查，加上海外建筑业恢复不及预期，及海外通胀仍存，消费市场的复苏情况还待观察，未来对我国铝材需求或有限制，国内铝材出口或较 2023 年稍有回升。



图表来源：SMM、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

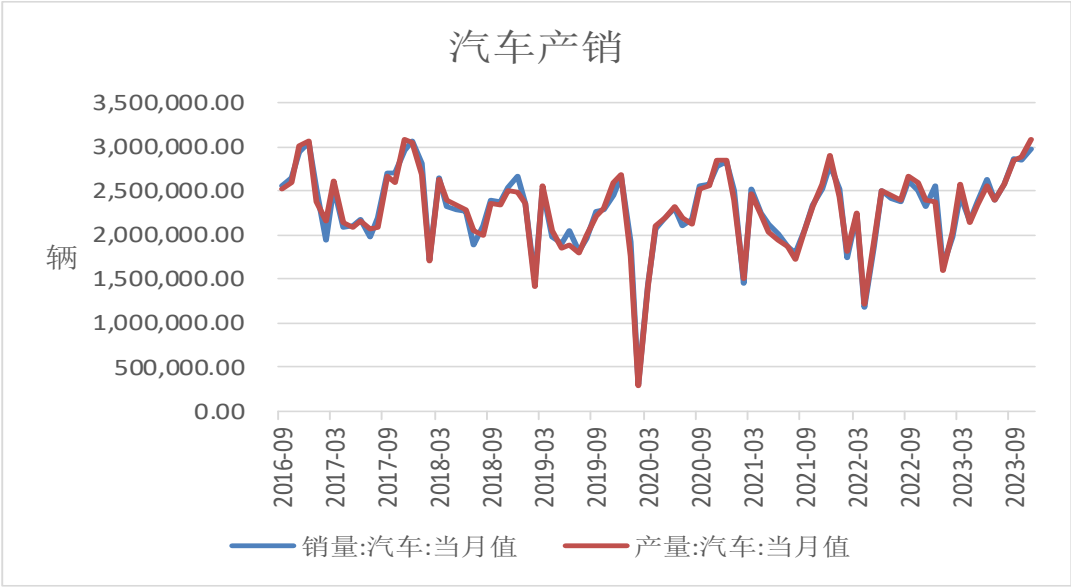


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

3、终端消费或持稳

中汽协数据显示，2023 年 11 月，中国汽车销售量为 2970122 辆，同比增加 27.6%；中国汽车产量为 3093182 辆，同比增加 29.65%。中国汽车工业协会数据显示，今年以来，我国经济持续恢复向好，特别是三季度以来，随着组合政策发力显效，主要经济指标企稳回升态势明显，经济运行中累积的积极因素在增多，市场预期稳定向好，为实现全年发展目标打下了坚实基础。进入金秋十月，多地车展与促销活动火热进行，各大车企新车型持续发布，进店客流显著增加进一步拉动汽车消费。继重迎“金九”旺季之后，10 月车市热度

继续，汽车销量与 9 月基本持平环比略降，同比较快增长，“银十”成色十足。其中，乘用车产销伴随消费回暖继续保持良好势头商用车产销在物流行业升温等因素拉动下展现增长态势，新能源汽车和汽车出口依然呈现较快增长。我们预计，伴随国家稳定经济增长的政策效应不断累积显现，加之地方购车补贴、促销活动等措施延续，以及年底翘尾效应，四季度需求将持续增长，汽车行业有望较好完成全年目标。2024 年汽车消费或仍是拉动工业经济增长的重要力量。

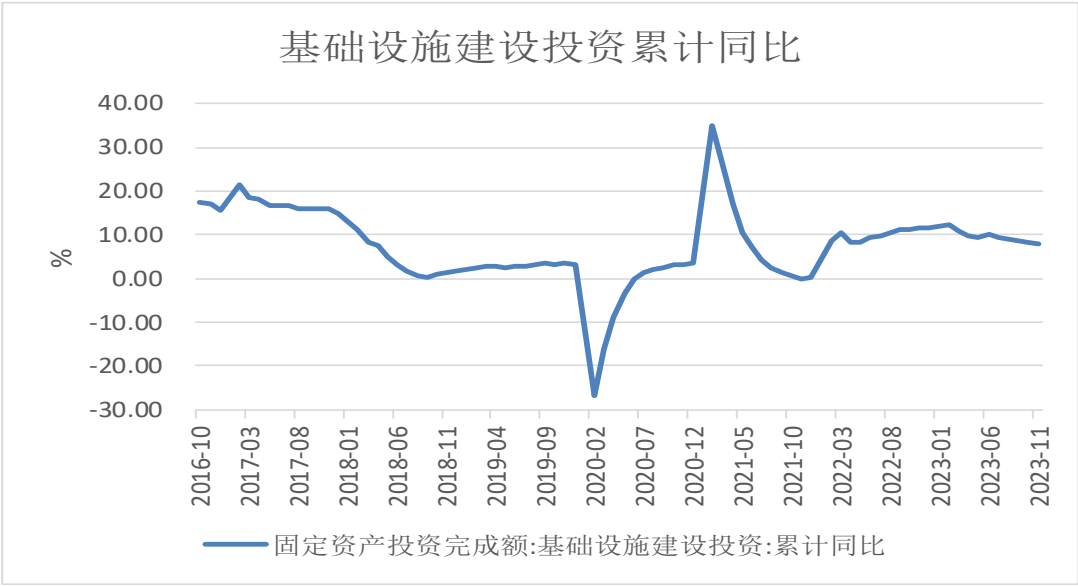


图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

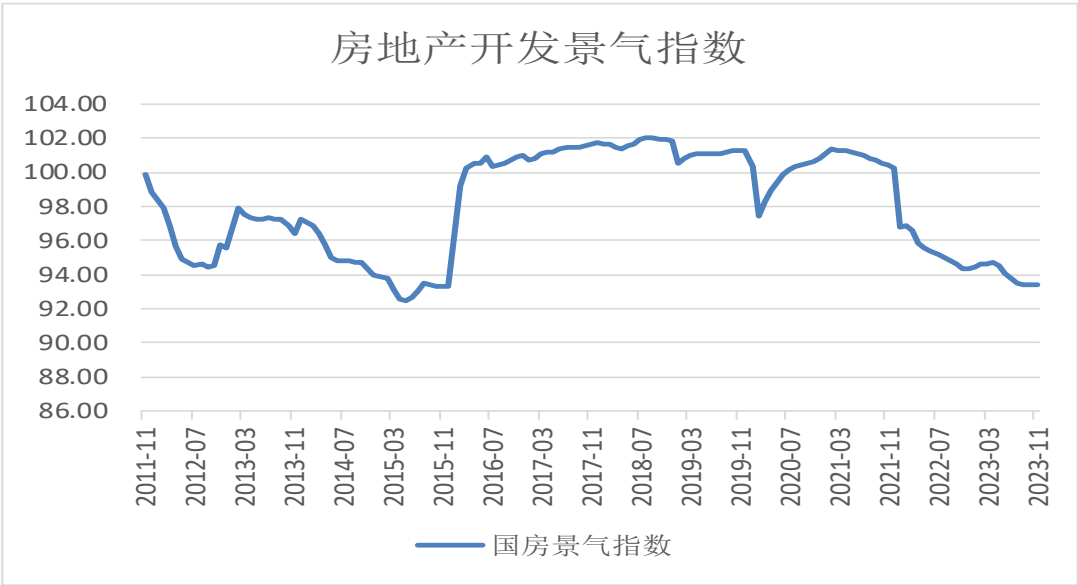
专项债的快速发行,为基建投资提供充裕的资金支持,在主要经济指标中,基建投资成为最大亮点。数据显示,2023 年 1-11 月,基础设施投资同比增加 7.9642%。随着专项资金逐步到位,新开工项目增加,基建项目落地加快,今年基建投资仍是稳经济的重要抓手,以专项债拉动基建投资及各地项目施工来看,今年基建投资增速仍将高增长,整体仍维持较高增速。不过在 6-7 月份基建投资增速有所放缓,地方政府专项债券发行同比放缓,且年初至今政策性银行并未筹集和使用新的专项基建债券,资金支持力度有所减弱,但在今年 8 月份全国地方政府债券发行规模创年内新高,而这主要是新增专项债券发行明显提速,中共中央政治局会议明确要求,要更好发挥政府投资带动作用,加快地方政府专项债券发行和使用,为了落实这一要求,财政部要求今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕,用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕,各地加快发债稳经济,8 月迎来年内发债高峰,新增专项债是带动扩大有效投资,稳定宏观经济的重要手段。在今年四季度中央财政将增发 2023 年国债 1 万亿元,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,灾后恢复重建和预防灾害的

建设大部分属于基建领域，这意味着大部分的增发国债将流向基建行业，市场均认为基建板块四季度将继续表现优秀。

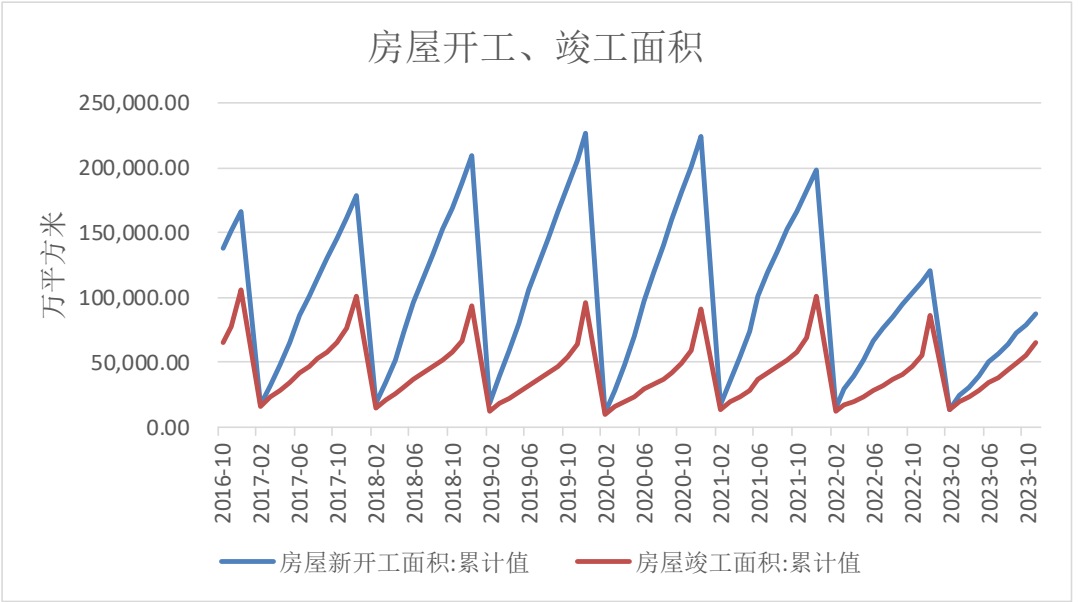
2023 年 11 月，房地产开发景气指数为 93.42，较上月增加 0.02，较去年同期减少 0.96。2023 年 1-11 月，房屋新开工面积为 87456 万平方米，同比减少 21.66%；房屋竣工面积为 65237 万平方米，同比增加 11.2%。随着国家降首付、利率，认房不认贷等政策利好政策密集出台，后市房地产市场或有好转，但政策落地仍需要一定时间，短期内或难见明显改变，8 月房地产销售、新开工面积等数据改善不大，9 月时利好政策延续，房地产新开工、竣工面积增加，市场情绪及气氛提振，但整体成交仍以修复为主。10 月房地产供需结构仍处于调整阶段，销售额不佳，房地产投资信心继续探底，房企投资意愿低位徘徊，在托底经济背景下，房地产优化政策还会持续推进，预计四季度需求会得到提振。2024 年，竣工端或在“保交楼”政策利好影响退去后走弱，房地产建筑行业用铝需求预计有小幅下降，或仍是整体需求端的拖累项。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

第三部分、小结与 2024 年展望

展望 2024 年，宏观上，2023 年以来主要发达经济体通胀压力总体缓解，但仍普遍高于目标水平，主要发达经济体央行或在较长时间维持高利率环境，国际机构均下调全球经济增长增速，但上调中国经济增长预期，主因在于受消费及财政刺激政策落地等因素提振，我国经济运行积极信号不断，中国经济增长表现强于预期。

供应端，受到印尼禁矿加上几内亚雨季及国内河南三门峡矿山目前仍未有恢复正常开

采的消息影响，在国内需求强劲及国产矿供应短缺的情况下，国内从非主流来源国的铝矿进口需求急剧增加，非主流矿石供应国呈多元化趋势，但因非主流矿石进口量仍较少，加上多数非主流矿石价格高昂，生产成本较高，难以长期成为国内铝矿供应的主要来源，2024 年铝土矿供应缺口仍存在。氧化铝新增项目投放或难逃产能过剩，2023 年新投产产能顺利放量，新建产能陆续投放，2024 年逐步趋于过剩，近几年海外新投氧化项目产能预期可观，而最大消费国中国电解铝产能限制，氧化铝产能过剩的压力长期存在将对价格形成压制，不过铝土矿的供应偏紧将会对氧化铝产量形成限制，氧化铝或宽幅震荡。2023 年国内电解铝开工率向上修复行业高产，若国内产能触及 4500 万吨“天花板”，供应端逼近峰值未来产量增速将放缓。展望 2024 年，云南在 2023 年四季度减产落地，后续仍将影响 2024 年上半年的国内电解铝供应，西南地区水电供应仍存不确定性，此前美国将对进口自俄罗斯的铝和铝制品征收 200%的进口关税，加上加拿大禁止进口所有俄罗斯进口铝和钢铁产品等因素，更多的俄罗斯铝及铝制品流入了中国，2024 年，俄铝进口情况或将维持，但人民币贬值或有一部分限制，进口或较今年有回落。

需求端：全球制造业 PMI 连续 14 个月运行在 50%以下，全球经济弱势下行趋势没有改变，下行风险仍存，不过随着海外加息结束，需求或有上升。国内方面，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。国内铝材出口方面，市场预计加息接近尾声，需求有一定的复苏，加上去年国内铝型材订单低迷，国内不少企业开始大力拓展海外订单，不过我国铝材出口在欧美地区汽车及航空用铝方面的占比较小、欧盟起征碳关税以及美国对中国在内等 10 个国家的铝型材发起双反调查，加上海外建筑业恢复不及预期，及海外通胀仍存，消费市场的复苏情况还待观察，未来对我国铝材需求或有限制，国内铝材出口或稍有回升。整体来说，预计 2024 年铝需求整体小幅增长。

库存上，2023 年铝锭库存为近五年低位，铝水比率提高，铸锭量减少将持续，电解铝库存低位运行或持续，与下游需求的表现情况出现偏差，不过可交割的铝锭数量偏少，仍会对铝期价有所支撑。

整体来说，2024 年，随着美联储加息的结束，高利率预计将有维持，中国经济增长预期仍存，2024 年铝土矿供应缺口仍存在。氧化铝新增项目集中或难逃产能过剩，过剩的压力长期存在将对氧化铝价格形成压制，不过铝土矿的供应偏紧将会对氧化铝产量形成限制，氧化铝或价格重心仍偏宽幅震荡。电解铝方面，若国内产能触及 4500 万吨“天花板”，供应端逼近峰值未来产量增速将放缓，云南在 2023 年四季度减产落地，后续仍将影响 2024 年上半年的国内电解铝供应，不过俄铝进口情况或将维持，但人民币贬值或有一部分限制，

进口或较今年有回落。下游，房地产或仍是拖累项，光伏及新能源汽车板块预计仍将是铝需求增量的主要支撑，海外需求或逐渐回暖，但海外反倾销措施也将压制我国铝产品的出口，预计 2024 年铝需求整体小幅增长。

在此基础上，虽然氧化铝短期供应扰动较多，但 2024 年氧化铝产能过剩的压力长期存在或导致期价宽幅运行，或在 2700-3800 元/吨运行。

电解铝在供应限制及需求增量下，期价易涨难跌，2024 年上半年仍受到云南水电影响供应维持收紧，加上“金三银四”需求旺季，期价或得支撑，下半年海外或能进入降息阶段，宏观预期好转或将带动铝价走强，不过需求仅小幅增长下，上涨空间或有限制，铝价或在 17000-22000 元/吨运行。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。