

# 预期过剩，期待复苏

国投安信期货 2023 年铝年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

# 目录

1. 铝市连续三年经历大幅波动行情 3
2. 美联储货币政策和衰退交易将成为 2023 年交易主线之一 4
3. 能源危机影响钝化 地缘局势仍需关注 5
4. 我国电解铝供应维持低增速 7
  - 4.1 电解铝运行产能恢复增长 产量维持偏低增速 7
  - 4.2 能耗双控弱化 水电问题仍存隐忧 9
  - 4.3 2023 年电解铝新投量偏低 产量继续增长 11
  - 4.4 净进口大幅回落 2023 年或可维持 12
5. 政策支持加码 需求复苏可期 13
  - 5.1 2022 年消费低速增长 新能源需求旺盛 13
  - 5.2 政策频繁出台 地产有望脱离“至暗时刻” 16
  - 5.3 光伏将是明年铝消费最大增量来源 18
  - 5.4 新能源汽车延续爆发式增长 19
  - 5.5 2023 年铝材出口将大幅回落 20
  - 5.6 2023 年政策助力经济复苏 铝消费比今年乐观 21
6. 电解铝成本仍有下沉空间 22
  - 6.1 氧化铝刚性过剩 价格反转艰难 22
  - 6.2 电力成本高企 动力煤存回落空间 23
  - 6.3 2023 年电解铝成本稳中有降 24
7. 2023 年展望 25

## 刘冬博

### 高级分析师

从业资格证号：F3062795

投资咨询号：Z0015311

#### 个人简介：

先后就职于有色金属工业协会下属知名资讯机构、铝产业背景期货公司及风险管理子公司。十年以上有色金属相关从业经验，主要从事铝产业研究及自营投资业务。现为国投安信期货研究院铝及黄金研究员。

## 摘要

摘要一：2023 年美联储货币政策持续性和欧美经济是否走向衰退仍是重要交易主线，目前宏观影响偏负面，负反馈尚未结束。

摘要二：2023 年国内外供应修复，节奏存在不确定性，海外消费大概率走弱，供需平衡从短缺转向小幅过剩。

摘要三：地产支持政策频出，疫情防控措施出现重大拐点，新能源继续爆发式增长，国内消费存在较大想象空间，落实到实际需求还需要时间，等待逐步验证，存在超预期复苏可能。

摘要四：随着国内外能源价格回落，电解铝成本重心有下移空间，但受到各方政策因素制约，成本下降速度缓慢。

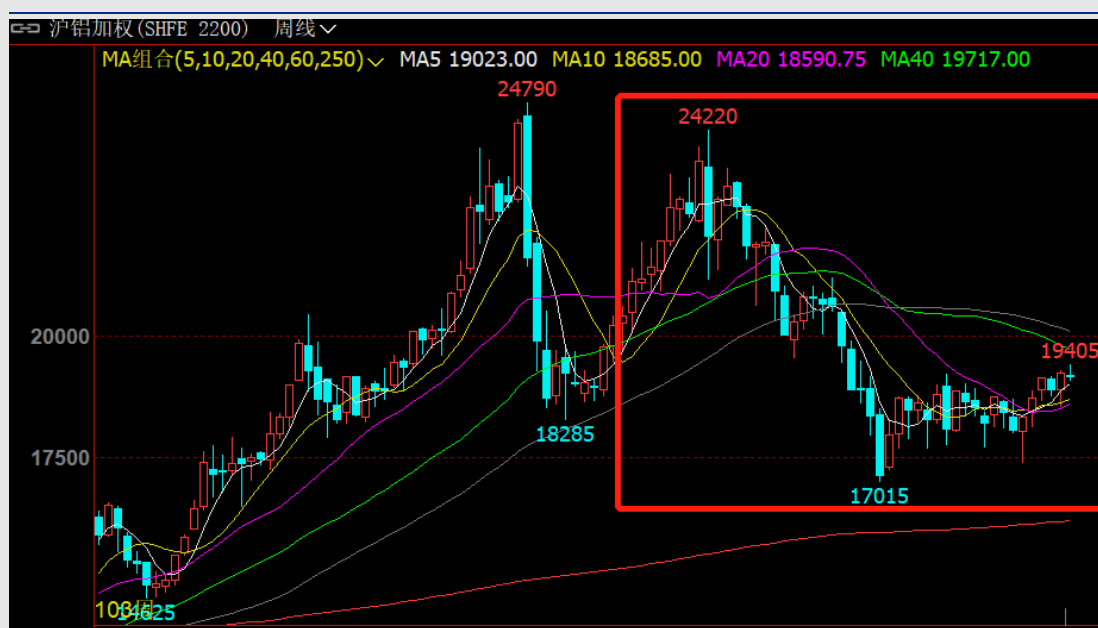
摘要五：2023 年预计沪铝延续宽幅震荡行情，价格运行区间 16000 元-21000 元，核心区间 17500-19500 元，倾向于前低后高。

## 1. 铝市连续三年经历大幅波动行情

2022 年，沪铝总体先扬后抑，虽然七月以来行情波澜不惊，但全年来看延续了前两年惊涛骇浪的行情，年内波动再次超过 7000 元。美联储货币政策主导金融市场走势，逆全球化背景下俄乌冲突带来的能源危机和制裁风险加剧波动，国内经济复苏和疫情管控间的矛盾令预期不断反复。

年初海外能源价格暴涨带来大规模减产，国内供应基数低，库存季节性累库低于预期，而二月俄乌冲突再度加剧能源危机，俄铝制裁担忧再起，将铝价推升至年内高点 24000 元以上。3 月开始，美联储进入加息周期，启动四十年来最激进加息引发衰退担忧，有色金属二季度经历了整体大幅回落，伦铝腰斩，沪铝跌幅超过 25%。7 月之后，随着宏观预期的充分交易，沪铝陷入长达四个月的窄幅震荡行情。尽管供应端再度出现超预期减产，但消费的疲软和疫情的发酵难以给市场足够的信心。截止 12 月初，沪铝较年初上涨约 24%，前十一月主力合约均价 20000 元，同比上涨 5.9%。

图 1：2022 年沪铝延续宽幅震荡



资料来源：文华财经

## 2. 美联储货币政策和衰退交易将成为 2023 年交易主线之一

2022 年全球央行货币政策紧缩程度创下了 21 世纪以来的新纪录，上百家央行中超过一半在加息。美国连续四次加息 75 个基点为上世纪八十年代以来最激进的紧缩政策，联邦基金利率目标范围达到了 3.75%-4%，而目标利率预期在 5% 附近，意味着至少还将有 3 次加息。

“美联储观察”显示 12 月 FOMC 会议加息 50 个基点概率超过 80%，2023 年一季度还将有两次 25 个基点的加息。

美联储货币政策框架重点关注的是通胀和就业，每一次数据的发布均将带来预期的变化从而引发市场的波动。数据与预期不符的情况频繁出现加剧了行情变化的随机性和短期的交易难度。目前美国正处于高通胀率和低失业率情境中，给与美联储较大的操作空间。

从美联储内部对于货币政策态度来看，近期鲍威尔讲话认为放缓加息时间到来，但终端利率水平可能高于此前预期。截止发稿，美联储即将召开 12 月的议息会议，此次会议上将大概率放缓加息节奏至 50 个基点，点阵图等释放的信号也将为 2023 年行情奠定基础。

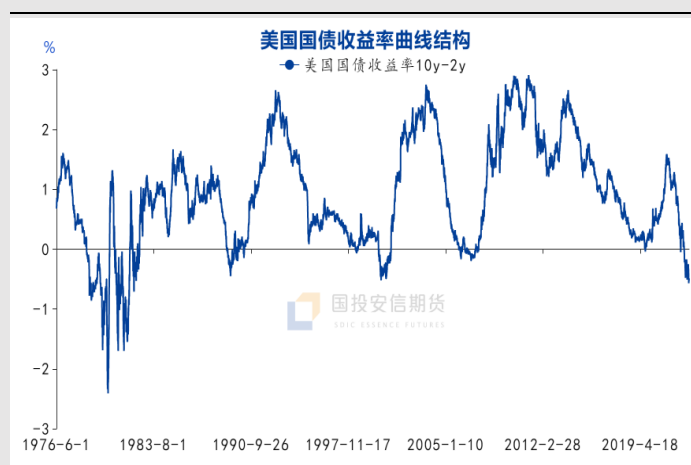
回顾上一轮加息周期，2015 年 12 月美联储结束了七年零利率，开启加息周期，直到 2018 年 12 月共加息 9 次。目前美联储需要面对更高的债务压力，更高的通胀，左右为难之下加息持续性存在不确定性，终点利率可能更高，时间持续更加持久。

衰退将成为 2023 年全球宏观、政策和资产配置的一条逻辑主线。美国劳动力市场吃紧以及面对逆全球化下的供应链挑战，美联储持续收紧货币将加剧经济下行风险。在美国加息周期背景下，长期处于低利率、高杠杆的欧盟、英国、日本等发达经济体面临着极大的压力。

美国国债收益率曲线倒挂往往被看作美国衰退的信号，在加息周期中短端利率会跟随加息推进上行，而长端利率反映市场对经济前景的预期，对未来经济预期悲观引发长端利率的上升速度慢于短端利率。1980 年以来美国利率曲线共经历的 6 次期限利率倒挂，分别在 1980 年、

1989 年、1998 年、2000 年、2006 年、2019 年，美国国家经济研究局(NBER)认定的衰退分别为 1981 年、1990 年、2001 年、2007 年、2020 年。每一轮利差倒挂均会带来加息进程的终止和降息周期的开启，衰退期间有色金属表现普遍较差。目前美债收益率倒挂程度已经达到上世纪八十年代以来的最大，衰退成为大概率事件，预计铝价存在阶段性下跌可能。

图 2：美国国债收益率预示衰退风险



资料来源：Wind，国投安信期货

图 3：衰退期间铝价表现较差

NBER衰退周期与铝价表现（收盘价）						
起始时间	持续月数	起始铝价	末期铝价	跌幅	低谷铝价	跌幅
1990. 7	8	1555	1445	-7%	1437	-8%
2001. 3	8	1564	1279	-18%	1279	-18%
2007. 12	18	2459	1440	-41%	1288	-48%
2020. 2	2	1686	1526	-9%	1526	-9%

资料来源：Wind，国投安信期货

### 3. 能源危机影响钝化 地缘局势仍需关注

2021 年起全球能源危机对电解铝行业影响巨大，海外出现大规模减产，今年俄乌冲突加剧了能源矛盾，电力价格维持在近年高位，海外电解铝减产继续扩大。2021 年四季度至今欧洲减产规模在 125 万吨左右，不过 80%减产发生在今年一季度之前，能源价格影响明显钝化，目前未减产企业基本均具备电力长单或对冲手段保护，对能源价格变化不敏感，可继续减产产能有限。

此外下半年以来，欧洲各国加快天然气进口，储气量已高于目标，基本能够满足今冬需求。天然价格较高位已经腰斩，欧洲多国电价相应回落，不过相较过去几年依然偏高。

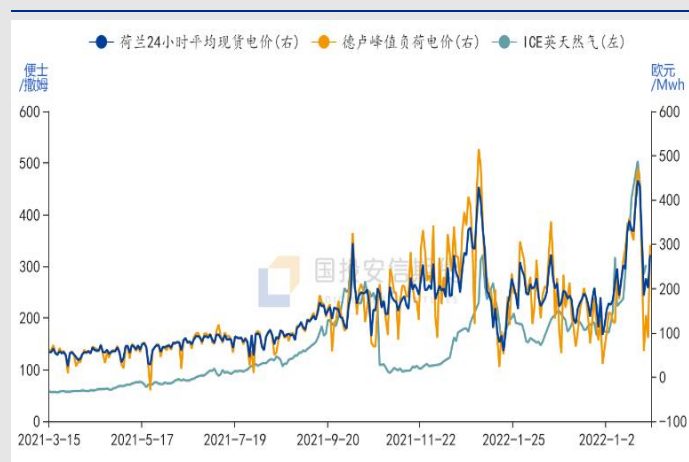


图 4：2021 年四季度以来海外减产近 200 万吨

欧洲	原运行产能	减产	其他地区	企业	减产
法国	43	11	美国	世纪铝业Hawesville	25
德国	55	23		美国铝业warrick	5.4
斯洛伐克	17.4	17.4	莫桑比克	South32	29
黑山	6	6	加纳	Valco	8
荷兰	12	7.2	合计		67.4
罗马尼亚	26.5	16			
西班牙	23	23			
斯洛文尼亚	8.5	6.7			
希腊	18.2	0			
挪威	142	15			
冰岛	90	0			
瑞典	13	0			
英国	5	0			
意大利	14.5	0			
波斯尼亚	9	0			
合计	483	125.3			

资料来源：国投安信期货整理

图 5：海外电费略有回落 但仍偏高



资料来源：Bloomberg、国投安信期货

2023 年，海外电解铝企业增产项目预计能落地的产能不到 70 万吨，进度缓慢，待复产量较大，但复产没有时间表，近两年减产的产能预计超过半数不能顺利复产。根据机构预计，2022 年海外产量 2880 万吨左右，与去年基本持平，消费约 2890 万吨，增速 0.5%。加上原铝向中国少量出口，全年海外短缺 40 万吨左右，LME 库存从年初 90 万吨降至 50 万吨，年中一度低至 30 万吨的二十一世纪以来最低水平。

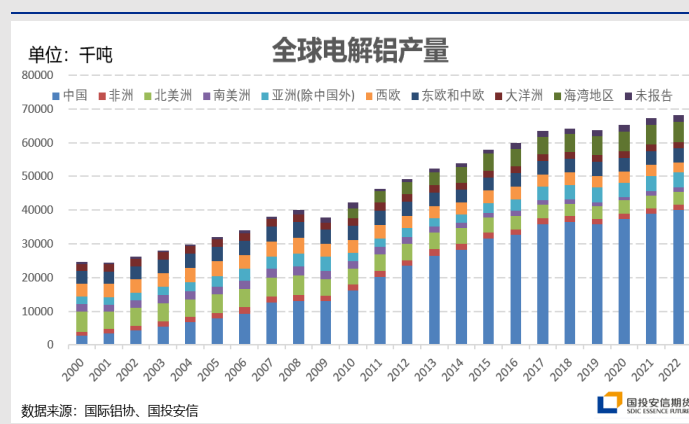
2023 年预计海外产量增速 1-2%，需求可能出现负增长，海外平衡转向小幅过剩。

图 6：2023 年海外新增产能不高

2023年海外计划增产产能			
国家	企业	工厂	产能
俄罗斯	俄铝	Taishet	20
印尼	华峰青山	华青铝业	25
阿联酋	EGA	Al Taweelah	8
印度	Vedanta	Jharsuguda	15
合计			68

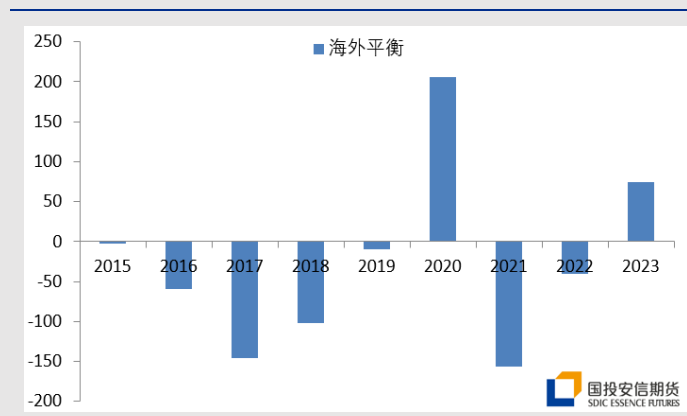
资料来源：国投安信期货

图 7：全球电解铝低速增长



资料来源：国际铝协、国投安信期货

图 8：2023 年海外转向过剩



资料来源：国投安信期货

图 9：LME 铝库存处于二十一世纪低位水平



资料来源：Wind、国投安信期货

今年 2 月俄乌冲突爆发，多家贸易商宣布终止与俄罗斯厂商交易。9 月末伦敦金属交易所（LME）发布了一份关于俄罗斯金属的讨论文件，就是否对俄罗斯金属在 LME 市场交易采取制裁措施征求市场意见。11 月 LME 考虑大部分市场参与者仍计划在 2023 年继续采购俄罗斯金属，决定不对俄罗斯金属采取限制措施，不过会监控仓库中俄罗斯金属的流动情况，从 2023 年 1 月起定期发布报告，详细说明 LME 仓库中的俄罗斯金属的百分比。全球低库存状态下，一大风险平稳落地，但美国政府一直在考虑包括对俄罗斯铝实施制裁或征收关税在内的选项，因此 2023 年美国对俄罗斯的态度仍将成为影响市场的 X 因素，警惕 2018 年美国对俄制裁事件再度发生。

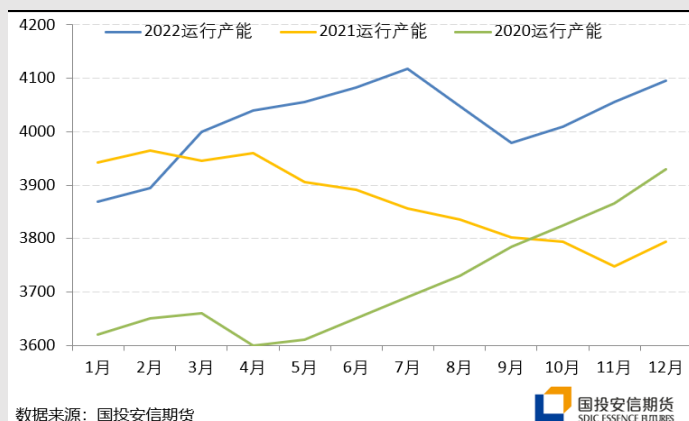
## 4. 我国电解铝供应维持低增速

### 4.1 电解铝运行产能恢复增长 产量维持偏低增速

2022 年我国电解铝建成产能接近 4450 万吨，预计年底运行产能 4070 万吨，开工率约 91.5%。因产能受到电力等因素影响，全年产量增速不及预期，预计产量约 4000 万吨，同比增长 3.75%。

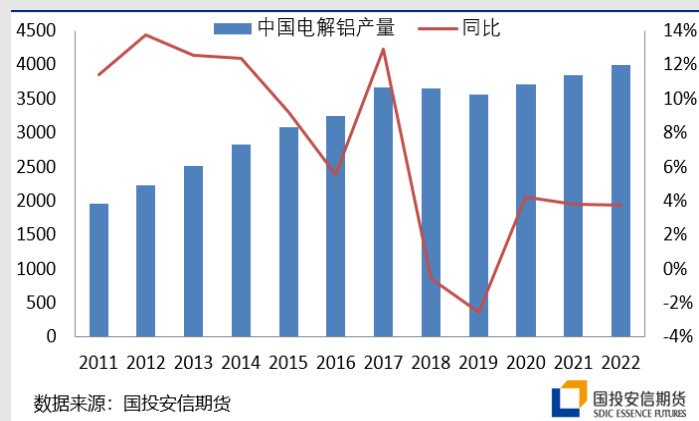


图 10: 电解铝运行产能接近 4100 万吨



资料来源: 国投安信期货

图 11: 电解铝产量增速与去年持平



资料来源: 国投安信期货

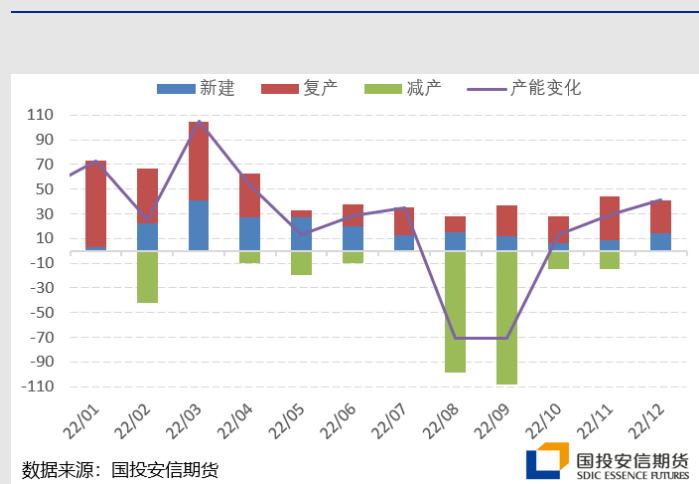
2022 年, 我国电解铝运行产能增加约 277 万吨, 年内峰值在 7 月的 4130 万吨。预计全年我国电解铝累计新投产产能约 204 万吨, 复产 382 万吨, 减产 209 万吨。新投产产能主要集中在云南、广西、内蒙; 减产主要来自云南、四川的水电不足减产, 以及其他事故、亏损、产能置换的减产; 各地复产贯穿全年, 主要集中在一季度云南的快速复产。

图 12: 电解铝运行产能接近 4100 万吨

地区	新投	复产	减产	产能变化
内蒙古	25	21		46
云南	133	155	123	165
广西	30	53	42	41
山西		19		19
贵州	4	14		18
青海		15		15
甘肃	12	37		49
山东			35	-35
四川		68	99	-31
河南			10	-10
合计	204	382	309	277

资料来源: 国投安信期货

图 13: 电解铝产量增速与去年持平



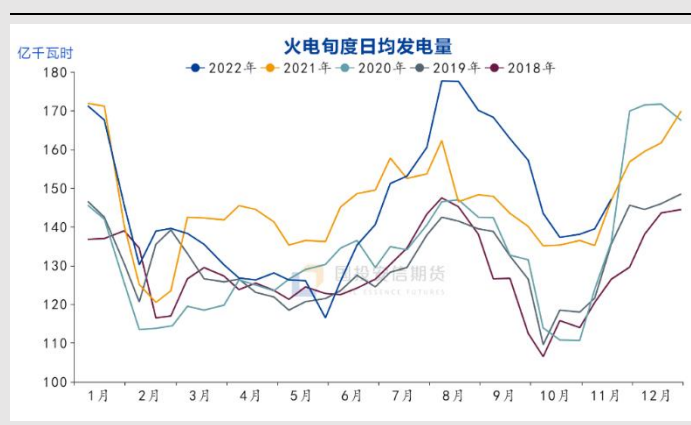
资料来源: 国投安信期货

## 4.2 能耗双控弱化 水电问题仍存隐忧

2021 年能耗双控和缺煤限电成为电解铝一大主线。云南、内蒙古、青海、陕西等地相继出台关于能耗双控的限产文件，涉及到的多数电解铝企业均实施了减产，罕见电荒令超过 20 个省实施了有序用电加剧了减产规模。2021 年 12 月中央经济工作会议上提出要正确认识和把握碳达峰碳中和，提出传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上，防止简单层层分解。此次会议定调“先立后破”不能运动式减碳，煤炭保供也是重中之重，因此 2022 年无论能耗双控还是缺煤问题都没有出现，电解铝产能将进入修复式增长，但是清洁能源看天吃饭问题再度显现，未来供应仍将存在不确定性。

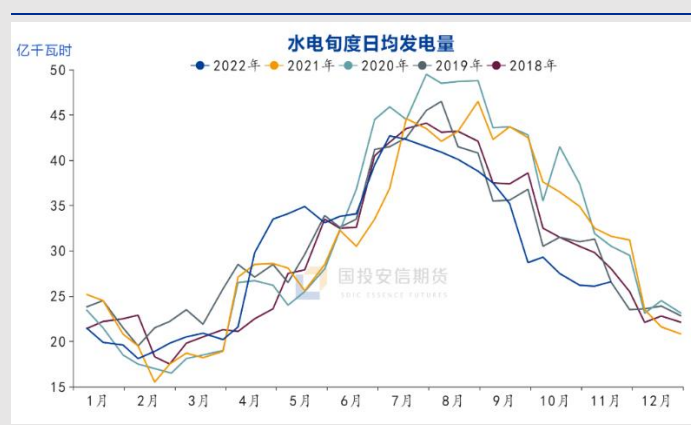
2022 年以来，面对全球能源价格持续高位震荡，多部门提前谋划，有效应对能源市场波动。前三季度，我国原煤日均产量保持在 1200 万吨以上，同比增长 11.2%。国家统计局数据显示，1-10 月份，全国绝对发电量 69576 亿千瓦时，同比增长 2.2%。火力绝对发电能量同比增长 0.8%，发电量同比逐渐有负转正；而水电则正好相反，1-10 月水电同比增长 2.2%，但 8、9、10 月单月同比降幅达到 11%、30%、17.7%。

图 14：火电发电量逐渐增加



资料来源：Wind、国投安信期货

图 15：水电发电量三季度起大幅回落



资料来源：Wind、国投安信期货

2022 年夏天全国出现持续高温，电力保供形势严峻，全国水电发电排名前两位的四川和

云南均遇到了缺电情况。

据报道四川最大用电负荷同比增加 25%，但 7 月水电来水偏枯四成，8 月水电来水偏枯达五成，水库水电站蓄水严重不足，四川不得不启动三级保供电调控措施，全力保障民生用电，对工业企业进行限电，造成当地电解铝企业全部停产。

云南电解铝连续两年出现大规模减产，2022 年减产比例再次超过 20%。云南水电装机量占比超过 70%，水利发电量占比 80%，而丰水期水力发电占比可达到 90%，且超半数电力外送，降水少直接造成电力短缺。

当年云南印发了《云南省绿色铝产业发展三年行动（2022—2024 年）》和《关于支持绿色铝产业发展的政策措施》，规划中重点提到了电力问题，提出推动绿色铝产业布局、能源发展、电网建设协同规划，加快建设“风光水储”多能互补基地，完善配套能源基础设施，加快推进天星、柳井、圭山、耀州等 500 千伏输变电工程及网架加强工程等电网配套供电工程建设。每年初省级主管部门组织云南电网公司等对当年度电力供需形势进行分析预判，确定当年电解铝行业可用电量，按可运行产能平均后按月预分配到各电解铝生产企业。在预分配基础上，滚动优化电解铝项目用电安排，统筹研判和加强水电发电不确定性和电解铝项目用电特性的匹配。确需在高峰负荷采取需求侧管理措施时，原则上先行压减技术水平低、能效水平低、污染排放高、产业链条短的电解铝项目用电负荷。对铝产业链度电产值排名靠前或铝加工发展势头良好、项目落地迅速、可以快速投产见效的园区，优先保障园区内电解铝项目用电。采取合理措施仍然无法解决电解铝项目电力供需缺口时，对铝产业链度电产值排名末位的园区内的电解铝项目先行压减用电负荷，对铝产业链度电产值排名靠后、铝合金化率不高、铝加工项目落地不足的园区内的电解铝项目，采取一段时期内相对均衡降低用电负荷的方式轮停，切实增加可调节电力规模。从政府规划内容可以看出，未来三年依然存在水电不足压减用电负荷的可能性。

近两年涉及四川云南投产电量最大的金沙江流域乌东德和白鹤滩水电站新增电量基本外送江浙广东一带，四川云南留存量很低，水电增量预期非常有限。

其他电力占比相对较低，但新能源光伏发电正在实现跨越式增长。2022 年 7 月云南省能源局印发《云南省 2022 年新能源建设方案通知》，明确 2022 年云南全省加快推动开工新能源项目 355 个，装机 3201 万千瓦，其中光伏装机 3165 万千瓦。确保年度开发新能源规模 1500 万千瓦以上，并要求光伏项目应在 2023 年 6 月具备投产条件。如果按计划推进明年可能增加光伏发电量 100 亿千瓦时左右。

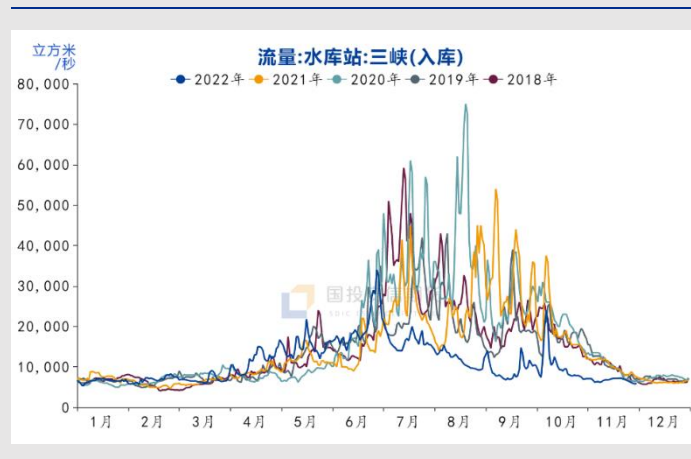
十四五期间，魏桥仍有超过 300 万吨产能计划向云南转移，云铝等企业亦有扩建项目待投，仅电解铝行业增加用电就超过了 400 亿千瓦时，再加上硅等行业用量，电力需求大增。2023 年云南新增发电可承载不足 100 万吨电解铝新增量，云南宏泰 203 万吨绿色电解铝项目全部落地难度很高，一旦出现来水偏枯问题，则云南产能变数依然很大。

图 16：水电不足造成西南大规模减产

	企业	建成产能	运行产能	减产产能
四川	广元启明星	12	12	12
	博眉启明星	12.5	12.5	12.5
	四川启明星	12.5	12.5	12.5
	阿坝铝厂	20	20	20
	广元中孚	50	42	42
云南	云铝	313	310	80
	魏桥	108	95	18
	其亚	35	35	7
	神火	90	90	18
合计		653	629	222

资料来源：国投安信期货

图 17：三峡水库出入库均处于近年最低水平



资料来源：Wind、国投安信期货

### 4.3 2023 年电解铝新投量偏低 产量继续增长

2022年底我国电解铝运行产能接近4100万吨，南方枯水期水电供应恐难支持大规模复

产，2023年复产将集中在二季度开始。

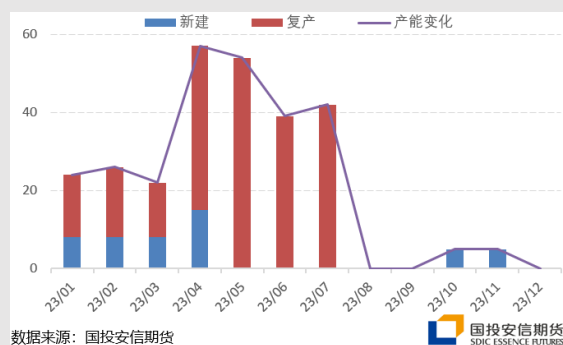
目前我国电解铝部分规划产能如云铝扩建项目、广西中铝华晟、内蒙古华云等项目还未开工建设或缺少指标，短期难以落地。刨除魏桥产能置换外，2023年落地概率较大的产能约60万吨，待复产产能约215万吨。顺利的情况下预计2023年电解铝运行产能峰值将超过4300万吨，电解铝产量可达4200万吨，同比增长5%，但电力供应问题的困扰将依然存在，全年增量恐仍将不及预期。

图 18：2023 年可增产能约 270 万吨

2023年新投			2023年复产	
省份	企业	合计	省份	合计
贵州	元豪	10	云南	120
	登高	10	四川	40
内蒙古	白音华	20	广西	40
甘肃	中瑞	10	河南	10
青海	绿源	10	山东	5
合计		60	合计	215

资料来源：国投安信期货

图 19：投复产主要在上半年



资料来源：国投安信期货

#### 4.4 净进口大幅回落 2023 年或可维持

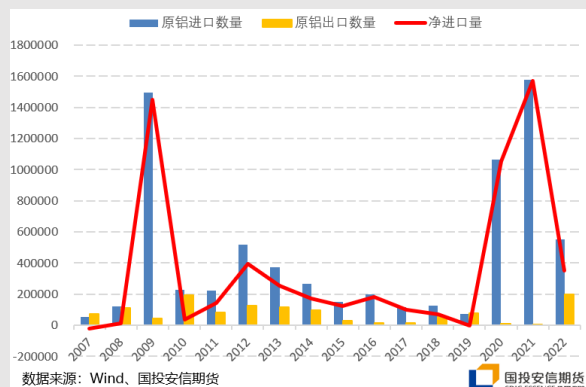
2022 年 1-10 月份我国原铝累计进口 42.97 万吨，同比下降 66%，累计出口 19.29 万吨，同比增长 3277%，净进口 23.68 万吨，较 2021 年同期下降 103 万吨接近 82%。

2022 年俄乌冲突改变了电解铝贸易流向，因多个国家和地区对俄罗斯进行制裁，俄铝产品大量出口至中国，而欧洲大幅减产以及减少俄罗斯流入后，开启从中国进口的窗口，导致中国出口大幅增长，上半年一度出现净出口情况，近六成流向欧洲。

2023 年海外存衰退风险，国内缓慢复苏，预计我国仍将呈现净进口状态，净进口量或维

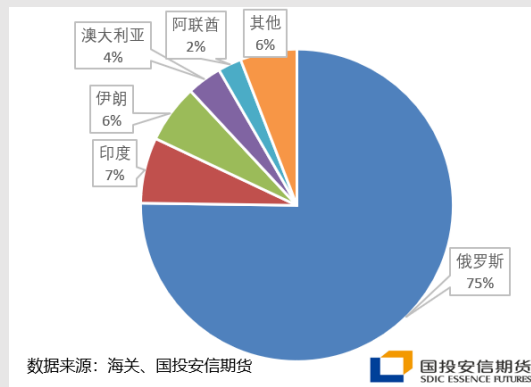
持在 2022 年水平。

图 20：原铝净进口大幅回落



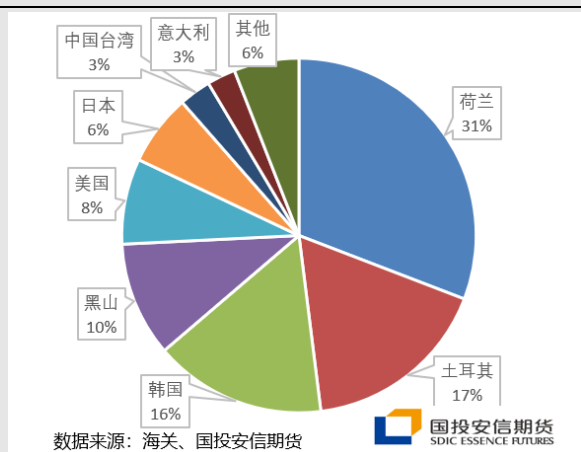
资料来源：海关、国投安信期货

图 21：俄罗斯成最大进口来源



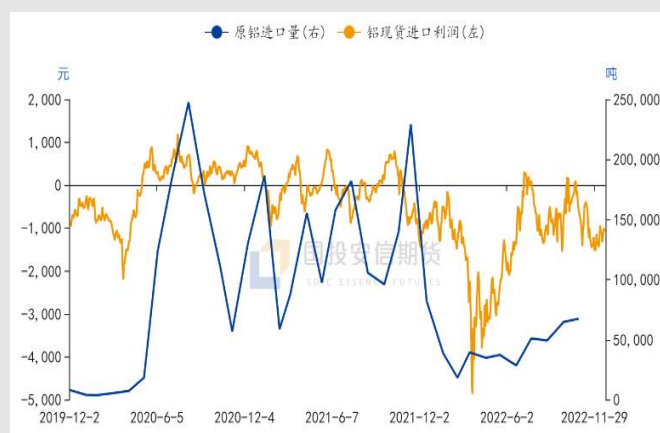
资料来源：海关、国投安信期货

图 22：出口主要流向欧洲



资料来源：海关、国投安信期货

图 23：进口盈亏对进口量产生直接影响



资料来源：海关、国投安信期货

## 5. 政策支持加码 需求复苏可期

### 5.1 2022 年消费低速增长 新能源需求旺盛

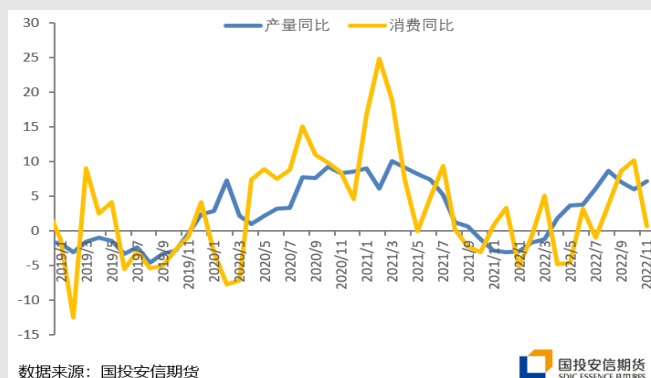
2021 年三季度起随着国内房地产进入寒冬，国内铝需求回落，下游开工率回到偏低水平。

2022 年新能源需求和铝材出口需求旺盛支撑消费恢复增长，疫情防控 and 地产乏力带来负反馈，四季度随着保交楼等地产政策推进，需求修复。铝仍处于传统消费回落与新兴消费起步的



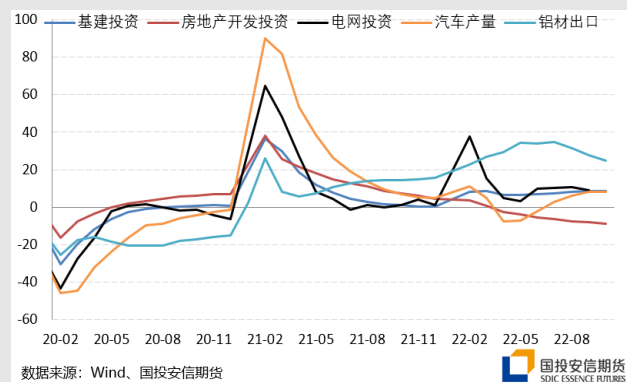
换挡期，预计 2022 年我国铝消费量约 4060 万吨，同比增长 1.5%。

图 24：下半年铝消费恢复正增长



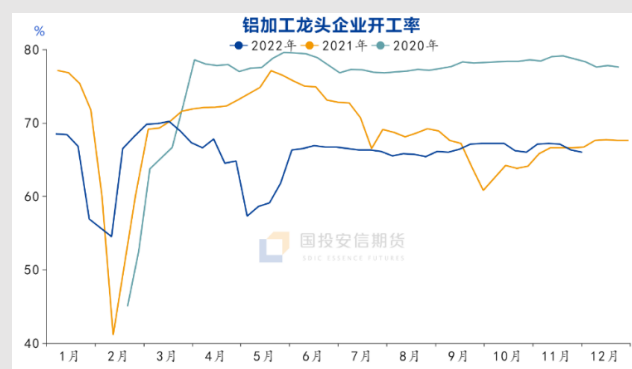
资料来源：国投安信期货

图 25：除地产外终端表现向好



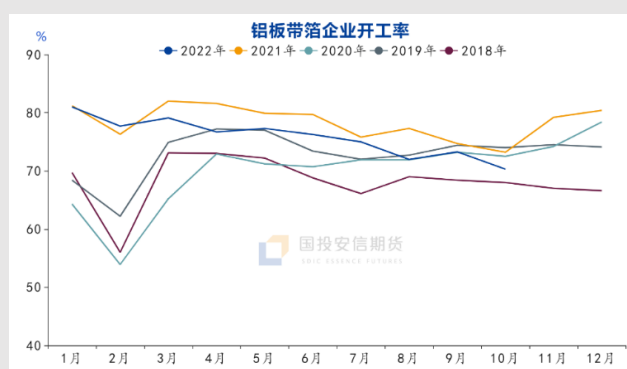
资料来源：Wind、国投安信期货

图 26：铝加工龙头企业开工率



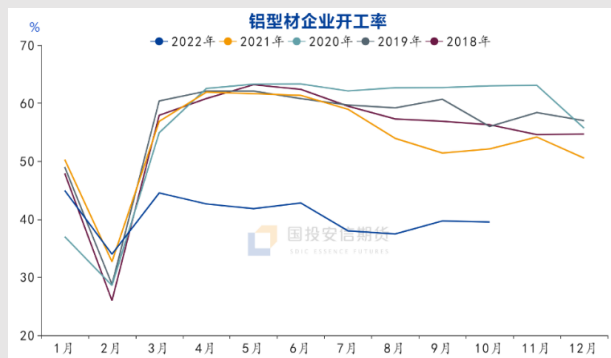
资料来源：SMM、国投安信期货

图 27：铝板带箔企业开工率



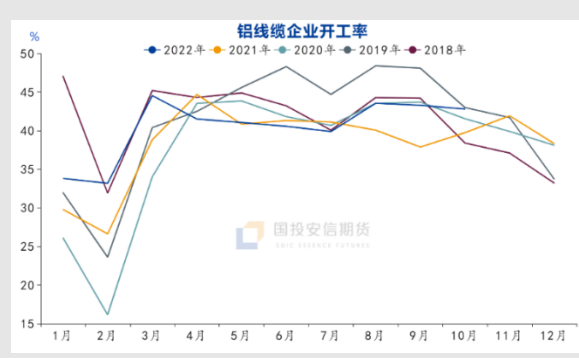
资料来源：SMM、国投安信期货

图 28：铝型材企业开工率



资料来源：SMM、国投安信期货

图 29：铝线缆企业开工率

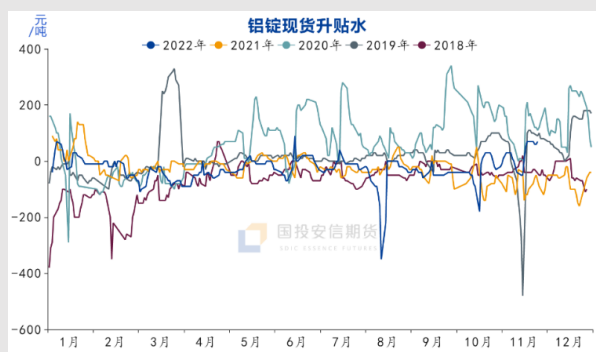


资料来源：SMM、国投安信期货

从直观的库存和现货表现上来看，供应受限之下铝锭铝棒库存均处于近年来最低水平，疫情封控措施阶段性影响发运，铝锭铝棒入库量和出库量均低于往年同期，铝锭小幅升水，铝棒加工费极低。从下游开工、现货反馈和进出库数据来看，消费并未表现出明显向好，政策频繁出台的效果仍需要时间来兑现。

此外需要注意，目前我国铝水比例在 70%附近略高于往年，根据今年发布的《有色金属行业碳达峰实施方案》，到 2025 年铝水直接合金化比例要提高到 90%以上，意味着在当前国内电解铝产量中仅 10%左右可用于铝锭交割的情况下，未来会进一步压缩，铝锭库存特别是上期所仓单或将长期处于偏低水平，警惕挤仓行情出现。

图 30：铝锭现货升贴水偏中性



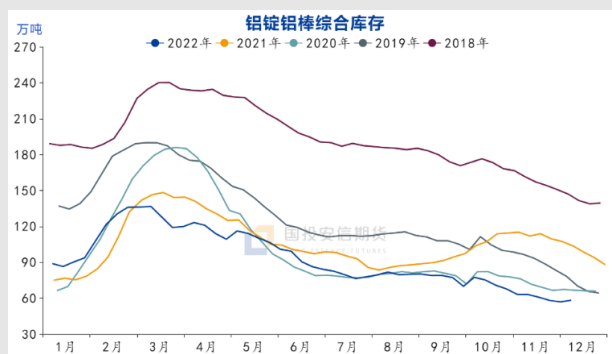
资料来源：SMM、国投安信期货

图 31：铝棒加工费跌至极低水平



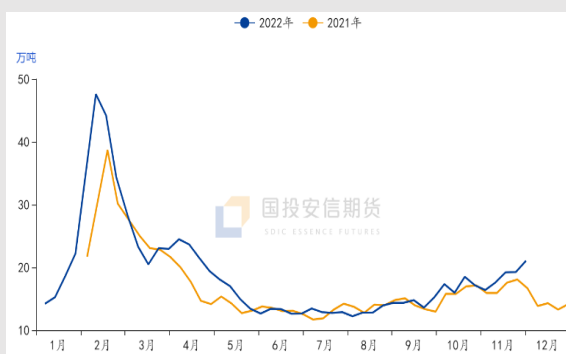
资料来源：SMM、国投安信期货

图 32：铝社会库存处于近年低位



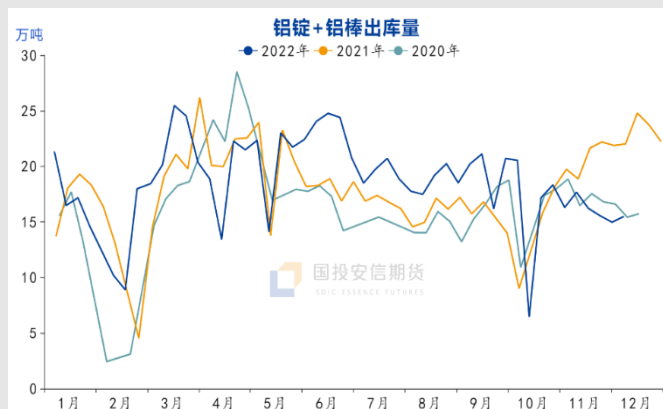
资料来源：SMM、国投安信期货

图 33：厂内库存略高于去年



资料来源：我的有色、国投安信期货

图 34：年末出库量偏低



资料来源：SMM、国投安信期货

图 35：沪铝维持 Back 结构



资料来源：国投安信期货

## 5.2 政策频繁出台 地产有望脱离“至暗时刻”

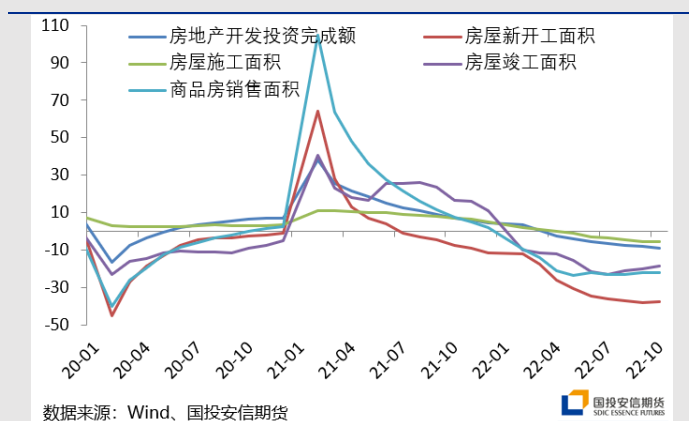
2021 年开始，受到住房不炒、“三条红线”、房地产贷款集中度管理制度、房地产税酝酿推出等因素影响，房地产各指标快速恶化，出现硬着陆风险，多家头部地产商出现资金问题，部分金融机构对民企融资一刀切。2022 年 1-10 月房地产开发同比下降 8.8%，新开工、施工、竣工、销售下降幅度分别为 37.8%、5.7%、18.7%、22.3%。四季度竣工数据受到保交楼政策的加持环比出现一定改善，但总体处于寻底状态。

图 36：房地产前端依然疲软 竣工略有改善

	新开工当月同比	施工当月同比	竣工当月同比	销售当月同比	新开工累计同比	施工累计同比	竣工累计同比	销售累计同比
2022-10	-35.1%	-32.6%	-9.4%	-23.2%	-37.8%	-5.7%	-18.7%	-22.3%
2022-09	-44.4%	-43.2%	-6.0%	-16.2%	-38.0%	-5.3%	-19.9%	-22.2%
2022-08	-45.7%	-47.8%	-2.5%	-22.6%	-37.2%	-4.5%	-21.1%	-23.0%
2022-07	-45.4%	-44.3%	-36.0%	-28.9%	-36.1%	-3.7%	-23.3%	-23.1%
2022-06	-45.1%	-48.1%	-40.7%	-18.3%	-34.4%	-2.8%	-21.5%	-22.2%
2022-05	-41.8%	-39.7%	-31.3%	-31.8%	-30.6%	-1.0%	-15.3%	-23.6%
2022-04	-44.2%	-38.7%	-14.2%	-39.0%	-26.3%	0.0%	-11.9%	-20.9%
2022-03	-22.2%	-21.5%	-15.5%	-17.7%	-17.5%	1.0%	-11.5%	-13.8%
2022-02	-11.3%	22.3%	14.8%	3.2%	-12.2%	1.8%	-9.8%	-9.6%

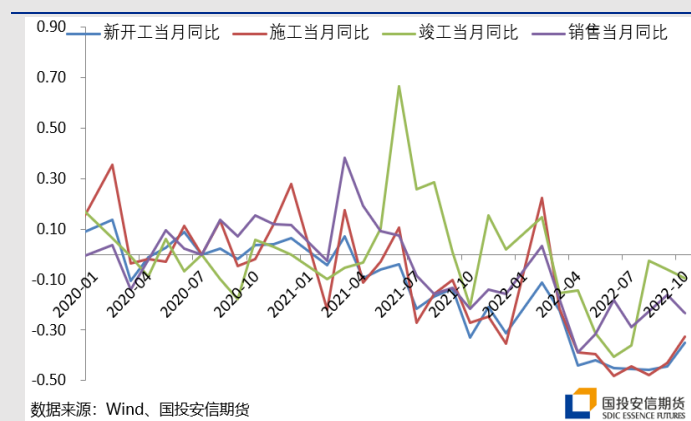
资料来源：Wind、国投安信期货

图 37：地产累计同比深度负值



资料来源：Wind、国投安信期货

图 38：月度同比降幅有所改善



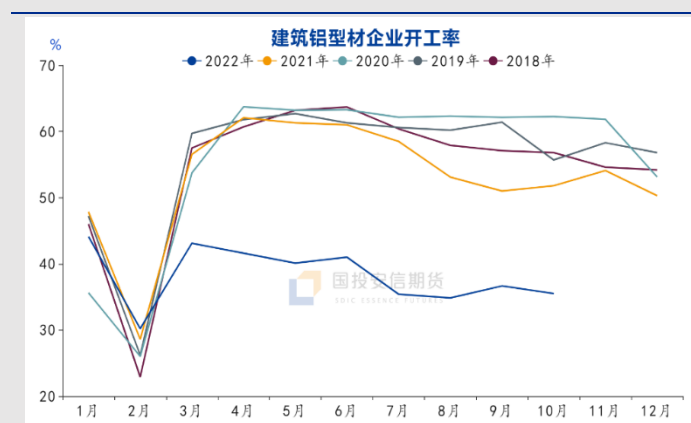
资料来源：Wind、国投安信期货

图 39：30 大中城市商品房成交疲软



资料来源：Wind、国投安信期货

图 40：建筑铝型材开工率低



资料来源：SMM、国投安信期货

11 月 1 日，交易商协会、中房协联合中债增进公司召集 21 家民营房企召开座谈会，明确中债增进公司将继续加大对民营房企发债的支持力度，推进十余家房企的增信发债。

11 月 11 日，央行、银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，在房地产信贷投放、“保交楼”金融支持、风险处置、保护金融消费者权益、阶段性调整金融政策等方面做出了 16 条明确要求。

11 月 14 日，中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、人民银行办公厅等三部门联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，对商业银行出具保函

置换预售监管资金相关要求，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展提出了 12 条要求。

11 月 21 日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。此后中国银行、农业银行、工商银行、建设银行等多家银行陆续对外发布信息与房企签署全面战略合作协议，向优质房企提供万亿级授信额度。

11 月 28 日，证监会以答记者问形式对外发布 5 项措施，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

随着相关部门银行信贷支持、债券融资帮扶和股权融资松绑“三支箭”政策陆续出台，对房地产市场意义非凡。多管齐下支持房地产，将有效促进行业信心的恢复，叠加疫情防控逐步优化，预计 2023 年房地产市场将会得到修复。房地产企业流动性恢复将促使竣工提速，近几年积累的后端消费潜力依然存在，但疫情带来的房地产需求中枢水平下降依然带来压力，等待市场逐步印证。2023 年来看铝在房地产领域消费大概率转负为正。

### 5.3 光伏将是明年铝消费最大增量来源

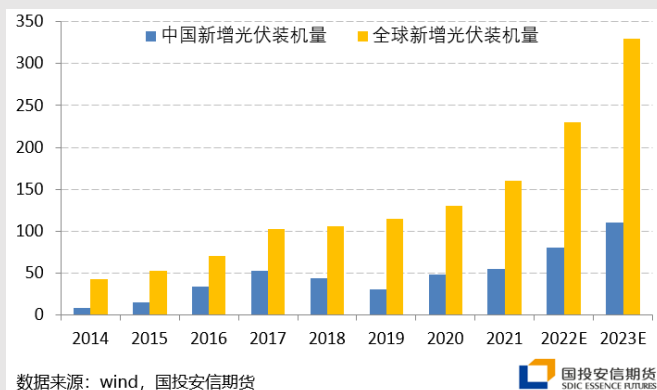
国家能源局数据显示 1-10 月国内光伏新增装机容量 58.24GW，同比增长 99%。往年新增装机量会在最后两月数据上集中体现，全年装机量可超过 80GW，同比增长接近 50%。预计 2023 年装机量将超过 110GW，同比增长 40%左右。光伏协会数据显示分布式光伏装机占比从去年 50%进一步提升至三分之二，用铝量也相应进一步提升。

2021 年我国光伏组件出口量首次超百吉瓦，增长 25%。2021 年 1-10 月光伏组件出口量 132.2GW，大幅增长 61%。国内和出口一共增加铝用量预计超过 80 万吨。

目前全球光伏应用市场迅猛发展，2022 年全球新增装机可达 230GW，预计 2023 年超过 330GW。国内光伏领域新增用铝量接近百万吨。

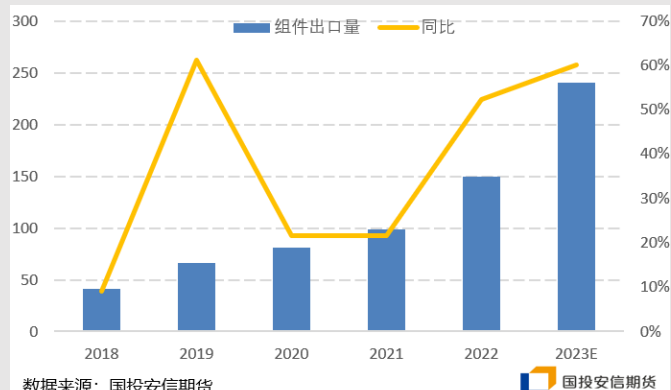


图 41：光伏装机维持快速增长



资料来源：Wind、国投安信期货

图 42：光伏组件出口量快速上升



资料来源：Wind、国投安信期货

## 5.4 新能源汽车延续爆发式增长

中国汽车工业协会数据显示，2022 年 1-10 月我国汽车产销分别完成 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比分别增长 7.9%和 4.6%。其中新能源汽车产销分别完成 548.5 万辆和 528.0 万辆，同比均增长 1.1 倍，渗透率接近 25%。

今年两项重要政策提振汽车需求：5 月 23 日，国务院常务会议召开，进一步部署稳经济一揽子措施，其中提出对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车减半征收车购税。数据显示 6-10 月 2.0 升及以下排量乘用车销量约 652.3 万辆，与政策实施前的 1-5 月份相比增长 20.6%。有消息称，该政策将在 2023 年延续，不过尚未得到确认。

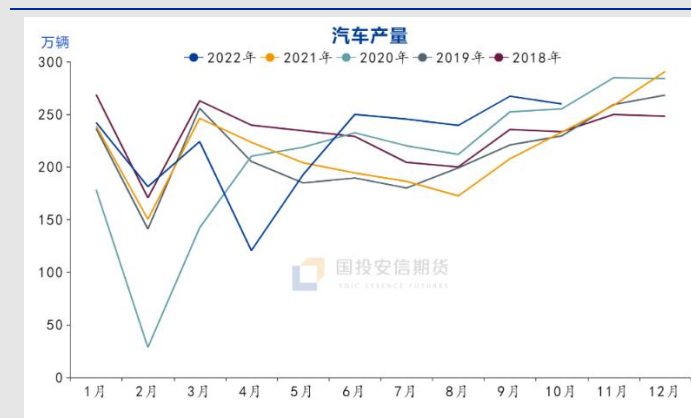
此外，2022 年 9 月财政部、税务总局、工业和信息化部发布公告，将 2014 年开始实施的新能源汽车实施免征车辆购置税政策再度延续到 2023 年 12 月 31 日。

2022 年 10 月新能源汽车渗透率超过 30%，较去年同期实现翻倍。新能源汽车的爆发式增长已经启动，2022 年全年产量有望达到 690 万辆，同比增长 94%。减掉传统汽车约 10% 的减量，预计 2022 年汽车行业用铝量增长超过 40 万吨。2023 年新能源汽车产量有望达到 900-1000 万辆，传统汽车继续下降，全年铝消费增量有望维持 40 万吨以上，其中原铝增量



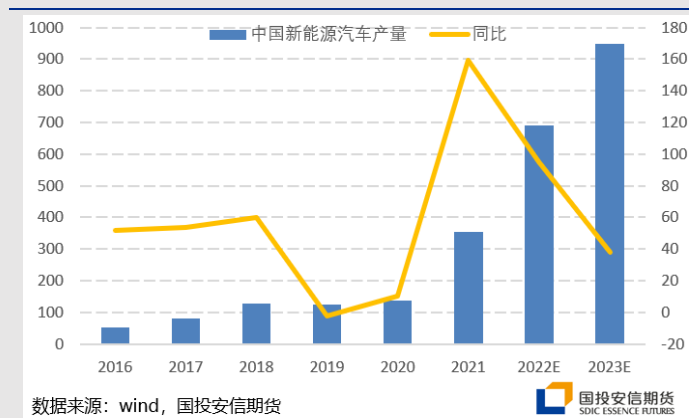
约 20 万吨。

图 43：汽车产量恢复正增长



资料来源：Wind、国投安信期货

图 44：新能源汽车延续爆发式增长势头

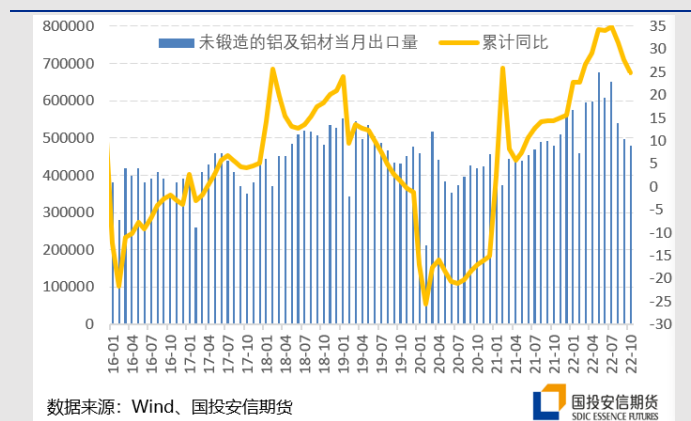


资料来源：Wind、国投安信期货

## 5.5 2023 年铝材出口将大幅回落

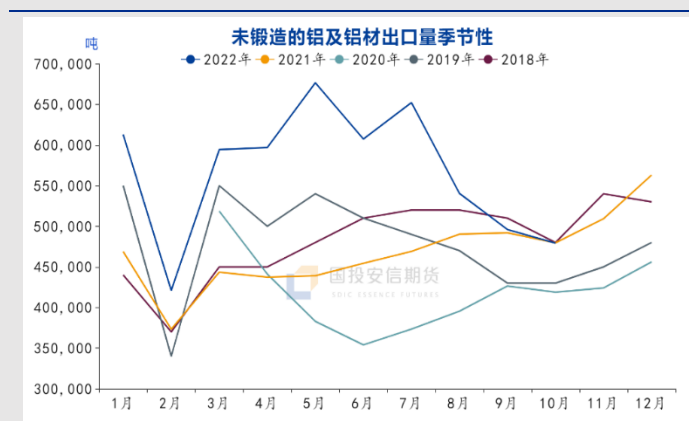
海关数据显示 2022 年 1-10 月我国累计出口未锻造铝及铝材 567.2 万吨，同比增长 24.9%，2021 年同期为增长 14.3%。5 月单月出口 67.7 万吨刷新历史记录，此后随着海外加息需求放缓，出口连续下降至 10 月 47.9 万吨，较峰值下降近 30%。目前海外现货升贴水持续回落，出口利润下降。2023 年欧美地区均存在衰退风险，即使月均出口能够维持在 10 月的 48 万吨水平，出口也将下降超过 10%，约 80 万吨左右。

图 45：2022 年铝材出口大幅增长



资料来源：海关、国投安信期货

图 46：月度出口持续回落



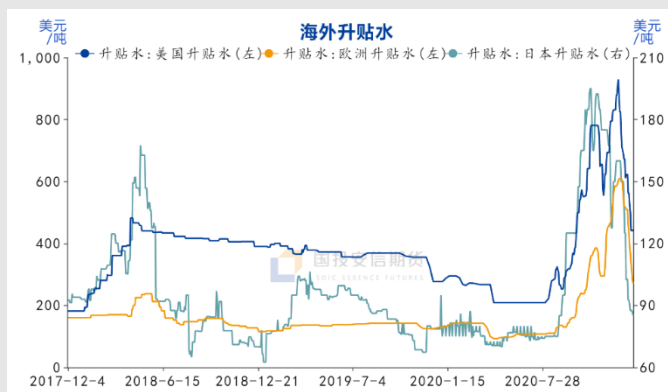
资料来源：海关、国投安信期货

图 47：铝材出口利润下降



资料来源：SMM、国投安信期货

图 48：海外升贴水大幅回落



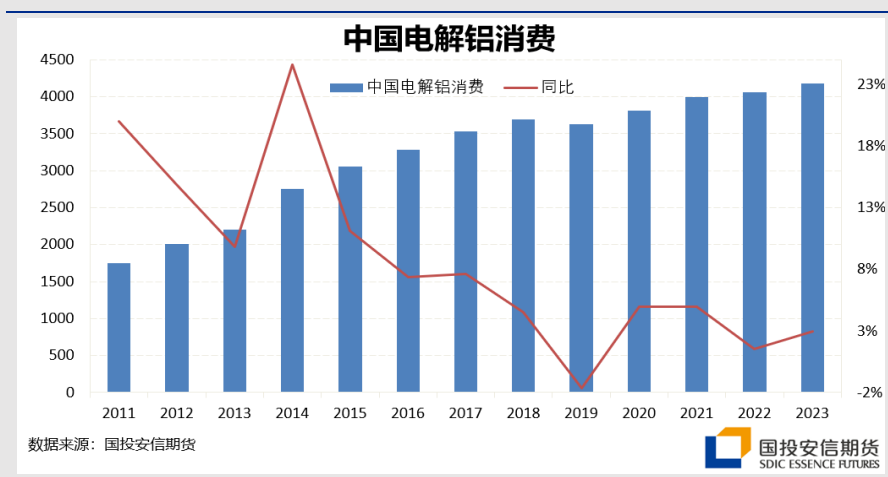
资料来源：SMM、国投安信期货

## 5.6 2023 年政策助力经济复苏 铝消费比今年乐观

2023 年尽管海外经济体承受较大压力，但国内在政策加持下有望迎来复苏。

12 月出央行再次降准，这对于明年的房地产基建等是利好的信号，在稳增长背景下政策会继续发力。特别是处于寒冬的房地产已经出现了一定程度的纠偏，房地产全面下滑态势有望得以遏制。2023 年我国 GDP 将高于 2022 年，铝消费除了铝材出口外，各领域不同程度增长，预计总体在 2022 年 4060 万吨基础上增长 3%至 4180 万吨。

图 49：预计 2023 年铝消费增长 3%



资料来源：国投安信期货

## 6. 电解铝成本仍有下沉空间

### 6.1 氧化铝刚性过剩 价格反转艰难

2022 年，国内氧化铝价格低迷，长期运行在行业成本线之下，连续多年的刚性过剩问题再度突显，且由于长时间价格波动极低，缺少可操作空间，市场活跃度下降。

图 50：氧化铝价格持续承压



资料来源：SMM、国投安信期货

图 51：行业陷入大规模亏损



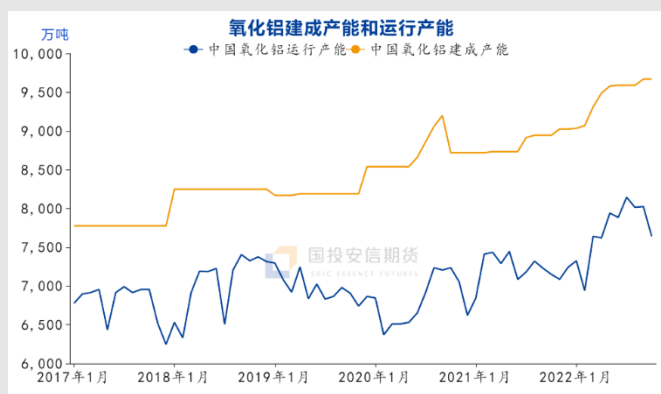
资料来源：我的有色、国投安信期货

2022 年国内氧化铝新投产产能近千万吨，在行业建成产能逐渐逼近亿吨的情况下，运行产能不足 8000 万吨。市场阶段性短缺建立在大量产能闲置的情况下，现有产能已能够满足未来电解铝生产需求。但目前在建拟建项目高达 3000 万吨以上，行业困局短期难以逆转。在《十四五原材料工业发展规划》、《中共中央国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》、《有色金属行业碳达峰实施方案》等多个重要文件中均提到限制氧化铝无序扩张，后续能否出台实际执行层面的政策值得关注。

在没有政策介入的情况下，国内氧化铝市场过剩格局需依靠自主供给淘汰来修正，氧化铝依然处于行业阵痛期。产能大量向沿海转移，内陆老旧产能面临淘汰。氧化铝市场特性使得价格的涨跌均难以背离成本太长时间，预计 2023 年氧化铝价格多数时间仍将围绕在北方氧化铝成本附近。氧化铝成本要素与全球能源价格相关，2022 年有回落空间，氧化铝重心有继续向

下可能。

图 52：氧化铝维持低开工状态



资料来源：国投安信期货

图 53：产能规划量巨大

地区	企业	2022	2023	2024及之后
广西	靖西天桂	170		
	华晟			200
	广投			400
	东方希望			400
	田东锦鑫		120	
	龙州新翔			100
	防城港百沃			240
河北	文丰	240	240	
山东	鲁北海生	100		
	鲁渝博创	80		
山西	田园化工	40		
重庆	博赛	360		
	渝都			320
内蒙古	赤峰启辉			650
江苏	连云港启程			400
	连云港赣榆			400
合计		990	360	3110

资料来源：国投安信期货

上游铝土矿存在国内资源保障程度低的问题，每年进口铝土矿破亿吨，且集中在几内亚、澳大利亚和印尼三国，一旦来源国政策出现变化，可能给价格带来突然的波动，尤其是印尼可能存在的禁矿风险。

此外酝酿多年的氧化铝期货明年有机会完成上市，届时市场活跃度、氧化铝定价机制以及价格运行规律可能会发生变化。

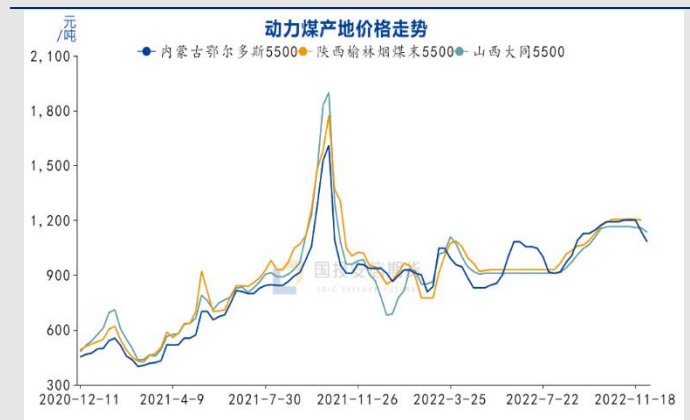
## 6.2 电力成本高企 动力煤存回落空间

目前产地动力煤价格仍在千元以上，明显高于过去几年水平。在国家保供稳价背景下，煤价难以长期维持在高位水平，未来价格重心大概率下移。2023 年预计自备电成本将有所回落，铝厂平均电价有望回落，但是由于电价政策改革，降幅或有限。

去年发改委印发《国家发展改革委关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，按铝液综合交流电耗对电解铝行业阶梯电价进行分档，自 2023 年起，分档标准调整为铝液综合交流电耗每吨 13450 千瓦时（不含脱硫电耗）。电解铝企业铝液综合交流电耗不高于分档标准的，

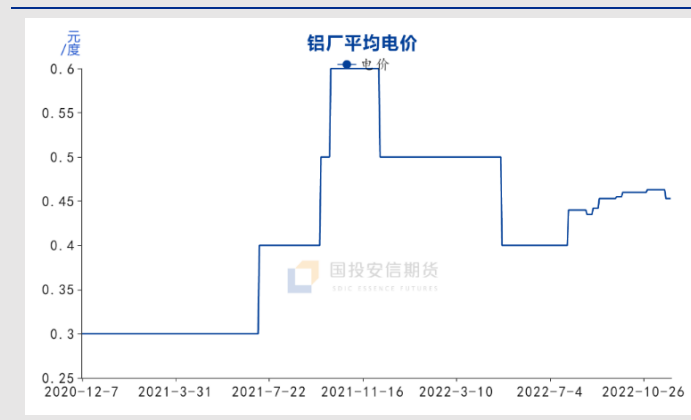
铝液生产用电量不加价；高于分档标准的，每超过 20 千瓦时加价 0.01 元。部分电解铝企业 2023 年面临加价。

图 54：煤炭产地价格处于偏高水平



资料来源：我的有色、国投安信期货

图 55：铝厂电价较去年同期有所回落

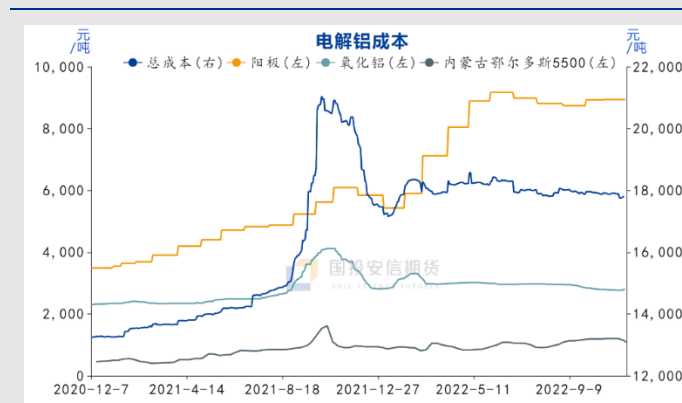


资料来源：Wind、国投安信期货

## 6.3 2023 年电解铝成本稳中有降

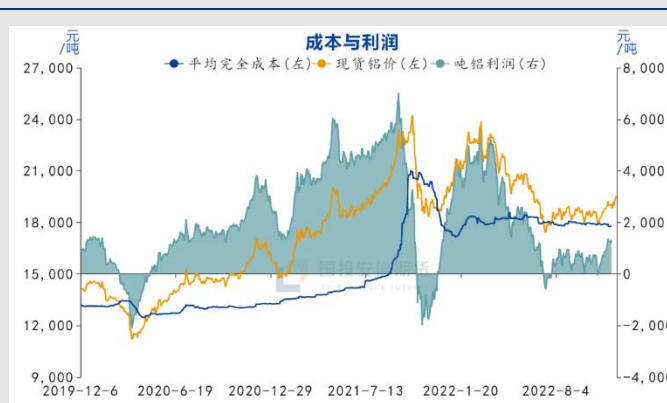
2020 年至 2021 年前三季度电解铝企业均维持很高的利润水平，最高时超过 6000 元。2021 年电解铝平均利润约 3400 元/吨为历史最高水平。2022 年截止 11 月底平均利润为 2040 元，7 月以来仅 500 元，高成本区域一度现金成本亏损。

图 56：电解铝成本处于偏高水平



资料来源：SMM、国投安信期货

图 57：电解铝企业平均小幅盈利



资料来源：SMM、国投安信期货

2023 年，氧化铝、阳极、动力煤价格均存在回调空间，但优惠电价取消、碳交易、能源

结构调整、技术改造等成本增加项令电解铝成本坍塌速度缓慢，预计全年电解铝完全平均成本在 15000–18000 元间波动。

## 7. 2023 年展望

2023 年，欧美经济面临衰退风险，美联储在高通胀压力下货币收紧政策延续，美元和美债收益率延续筑顶阶段可能继续对全球大宗商品带来利空，同时国内处于铝消费淡季以及疫情防控措施逐步放开的混沌阶段，沪铝依然可能回测下方支撑，岁末年初阶段建议适当加大卖保比例。

全年来看，国内外铝市场从 2022 年的短缺转向小幅过剩，供应增长势头确立，节奏存在不确定性。国内地产和疫情政策带来极大的消费想象空间，这两项近两年最受国民关注的事件均处于重要拐点阶段，政策效果一旦显现，市场情绪、信心 and 实际消费均不排除出现超预期的情况，二季度之后铝价行情可期。预计 2023 年全年铝价延续近三年的宽幅震荡，沪铝运行区间 16000–21000 元，核心区间在 17500–19500 元，倾向于前低后高，单边确定性较弱，把握低库存时期的结构性机会。

图 58：预计 2023 年国内小幅过剩

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
产量	3560	3710	3850	4000	4200
净进口	-2	110	142	30	30
消费	3630	3800	4000	4060	4180
抛储	-	-	28	-	-
平衡	-72	20	14	-30	50

资料来源：国投安信期货

风险提示：地缘政局变化、全球经济超预期等。



## 【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

### 国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

