

供需趋松铝价延续承压，关注累库节奏

2023 年 7 月 10 日星期一

摘要

成本端：上半年氧化铝价格持续弱势，预焙阳极大幅下滑，电力成本受煤炭下跌影响回落为主，整体成本重心下移。

供应端：上半年国内电解铝产能先减产后复产，高利润推动下整体产能产量小幅增长，截至 5 月上半年国内电解铝累计产量达 1674.2 万吨，累计同比增长 3.36%；进口稳定增加。

需求端：上半年铝材开工率年初逐步回升，但仍处历年偏低水平。终端看地产竣工在政策推动下存有韧性，汽车产销先抑后扬，电力和光伏保持较高增长，出口回落为主。

库存：上半年全球库存表现略有分化，LME 库存以增加为主。国内社会库存受减产和铝水比例高企等影响维持去库趋势，且绝对值处历史低位。

观点：电解铝方面，下半年供应压力主要集中在云南和贵州地区的复产，另外加工环节去库不畅倒逼退水铸锭增加，供应增加预期施压铝价。在需求端不出现超预期增长的情况下，预计库存快速去化将告一段落，下半年铝价以偏弱震荡为主。节奏上，7-8 月份云南地区复产产能逐步释放，而需求仍处淡季，库存转为累库，铝价承压运行为主；9 月-10 月旺季需求存回升预期或支撑铝价；四季度 11 月后需求再次转入淡季，但云南再次进入枯水期，供应端干扰预期增加彼时铝价的不确定性。操作上延续逢高沽空思路，避开近月；结构上跨期正套逻辑逐步消退，注意了结头寸，跨品种可关注多 A0 空 AL 的机会。关注电解铝复产节奏、库存变化和国内外政策。

氧化铝方面，下半年供需关系改善，一方面下游电解铝复产需求支撑，另一方面区域矿山复垦引起矿石紧张，价格坚挺，且秋冬季环

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 有色金属组

胡畔

有色金属研究员

hupan@htfutures.com

从业资格号：F3021849

投资咨询号：Z0014160

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

保限产或对供应存在影响，阶段性供减需增预期下氧化铝下方存在支撑。预计围绕成本一线震荡偏强运行，而中长期供需过剩格局不改，远期合约表现或仍弱于近月。

风险提示：需求超预期；复产不及预期

一、行情回顾

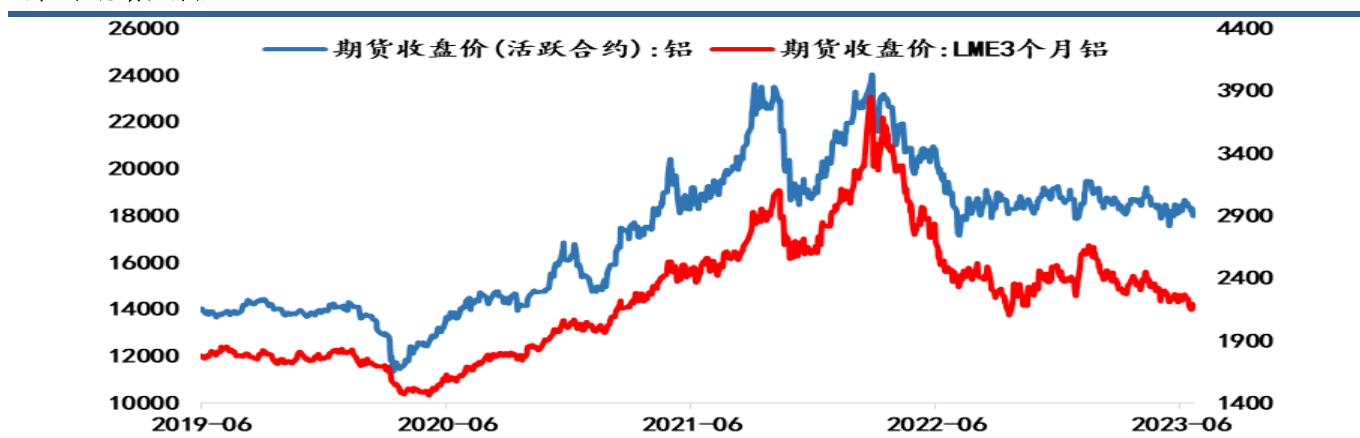
上半年以来，铝价在宏观和产业逻辑转换和相互博弈中维持宽幅震荡走势，整体宏观主导更为明显，伦铝表现弱于沪铝。

一季度铝价先涨后跌，1月份海外加息预期放缓，国内疫情政策调整需求好转预期增强叠加贵州地区减产加码，内外铝价无视累库周期持续反弹。2-3月份虽传出云南限电减产消息，但美联储加息预期再起强势美元持续压制铝价。

二季度铝锭进入去库阶段支撑铝价，随着宏观情绪好转铝价时隔两月在4月中旬再次触及万九位置，不过在海外银行和债务上限问题扰动和国内经济数据不佳的影响下，市场情绪再次转为悲观，与此同时产业层面供应减产逻辑逐步消退，需求淡季氛围升温，且成本重心明显下移，内外铝价在宏观和产业共同走弱下以震荡下跌为主。6月以来海外美联储暂停加息且国内政策刺激预期增强，再次推动铝价反弹，不过云南复产供应增加预期始终是上方压力。

截至6月30日收盘，沪铝主力合约收于18010元/吨，较年初下降690元，跌幅3.69%。伦铝先涨后跌，截至6月30日收于2156.00美元/吨，较年初下跌232.5美元，跌幅为9.73%。内外比值1月份下跌后续回升为主，截止6月30日沪伦比值（剔除汇率）为1.14，基本持平年初。上半年受铝锭库存结构性短缺和远期供应压力增加影响，沪铝月差维持深度back结构。

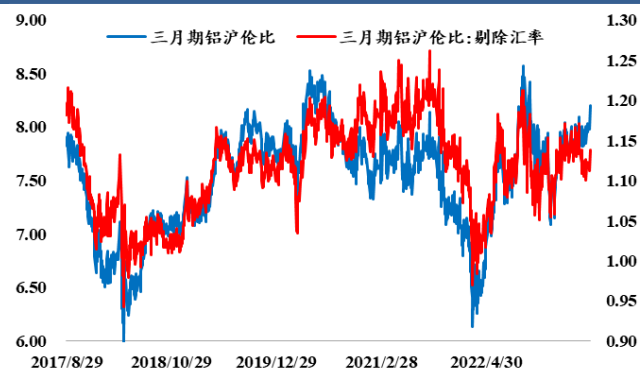
图：沪伦期铝价格



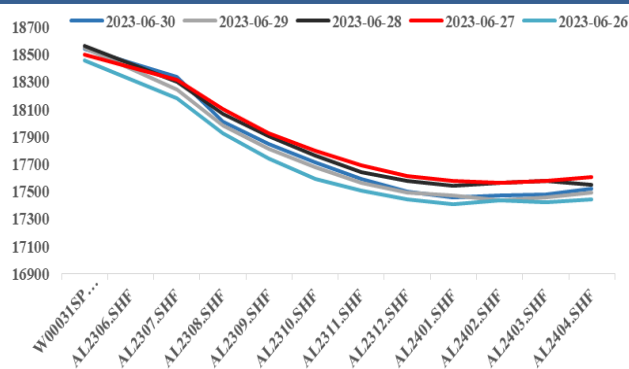
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：沪伦期铝比价

图：沪铝价差结构



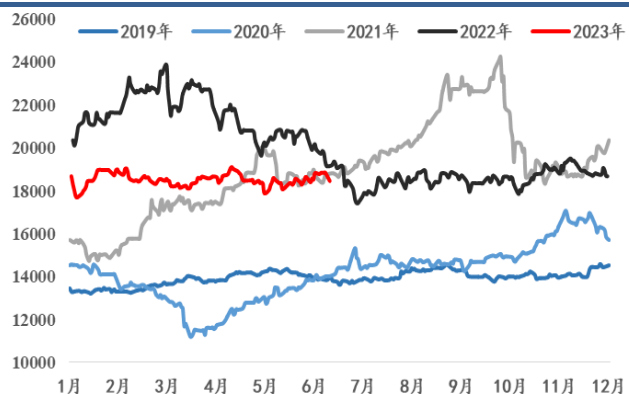
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

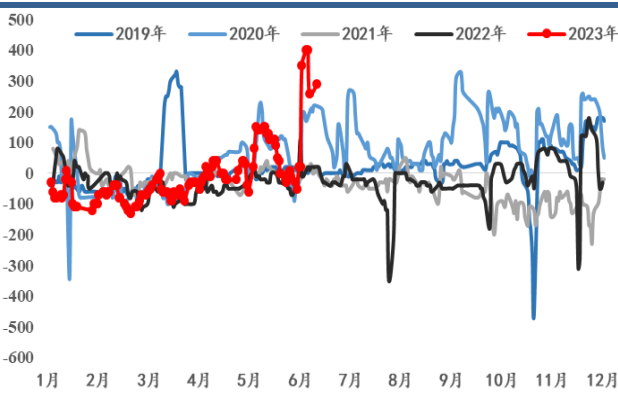
上半年国内现货价格震荡小幅下跌，截至6月26日长江有色A00铝锭价格为18460元/吨，较年初下跌220元/吨，跌幅1.18%。上海物贸升贴水较年初回升320元至升水290元/吨，下游刚需采购为主。海外方面，截至6月26日LME升贴水（0-3）贴水较年初回落2.5美元至贴水38美元/吨；LME（3-15）贴水回落8美元至贴水129美元/吨。美国中西部港口现货升水较年初回升35.9美元至468.4美元/吨，欧洲现货升水回升67.5美元至322.5美元/吨，日本港口现货升水涨21.7美元至106.7美元/吨。

图：长江有色A00铝价格 单位：元/吨



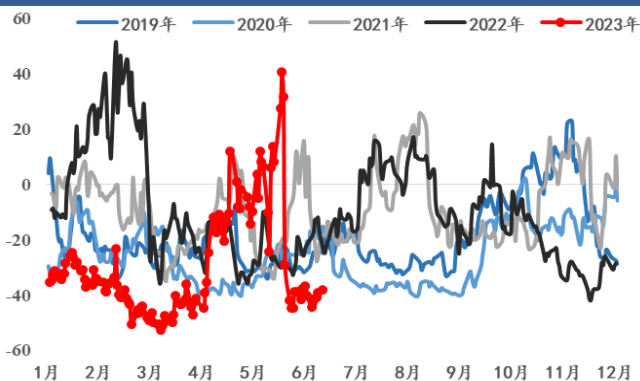
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：上海物贸升贴水 单位：元/吨



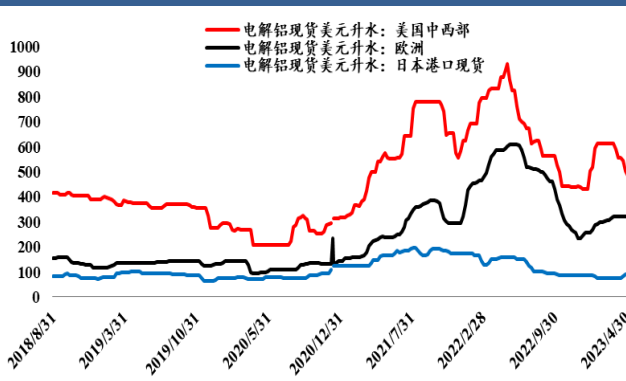
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：LME铝升贴水(0-3) 单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：海外港口现货升贴水 单位：美元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

二、成本端

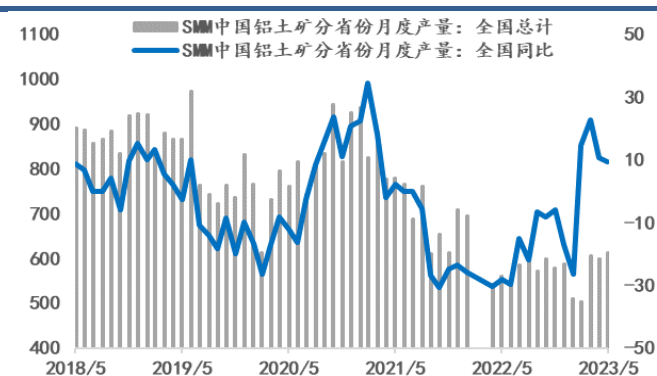
1、国产矿石价格持稳，进口结构改变

2023 年上半年以来铝土矿价格稳中略有下降。截至 6 月 26 日山西、河南、贵州地区高品位矿价格分别持平于年初的 590、590 和 475 元/吨，低品矿除贵州持平于 360 元/吨外，山西和河南地区分别下降 5 元、7.5 元至 450 和 460 元/吨。澳大利亚 CIF 价格较年初持平于 48 美元/吨。产量方面，上半年国产矿石陆续复工复产，不过整体增速较为有限。据 SMM 数据 5 月我国铝土矿产量 612.2 万吨，环比增加 2.3%，同比增加 9.34%；1-5 月产量 2830.94 万吨，累计同比增加 3.79%。

进口方面，据海关数据 5 月我国铝土矿进口 1293 万吨，同比增加 8%；1-5 月铝土矿进口总量 6059 万吨，同比增加 8.57%，进口依存度仍处高位。进口结构上看，受印尼政府 6 月 10 日起正式实施禁止铝土矿出口政策影响，印尼进口明显下降，市场上几无可流通的印尼矿石现货，几内亚成为目前中国最依赖的铝土矿进口大国，后续三季度受雨季影响进口量或有减少。

图：国内铝土矿月度产量

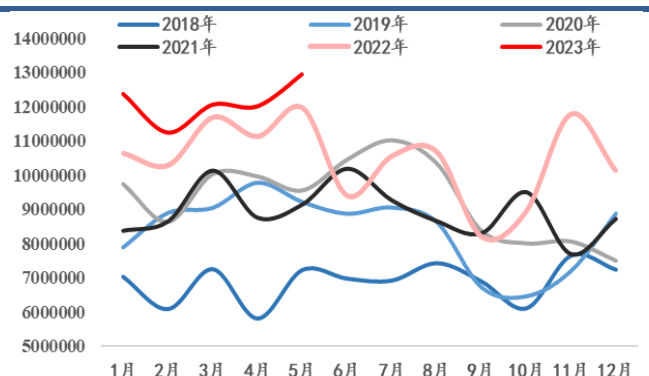
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝土矿进口量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、供增需减延续过剩，氧化铝价格承压

2023 年以来，国内氧化铝价格波幅较小但持续走弱，整体表现疲软。截至 6 月 20 日，山西、河南、贵州地区氧化铝价格分别为 2800 元/吨、2875 元/吨和 2815 元/吨，分别较年初价格下跌 165、90 和 25 元/吨，澳洲氧化铝 FOB 价格较年初上涨 5 美元/吨至 335 美元/吨。价格下行主因一方面供应持续增长，广西、河北和山东等地合计 360 万吨新投产产能施压，另一方面需求端电解铝产能存在限电减产情况，供需过剩格局下氧化铝价格承压。

上半年氧化铝产量维持增长，据 SMM 1-5 月国内冶金级氧化铝累计产量 3234 万吨，同比增长 4.18%；5 月单月产量 668.2 万吨，同比下降 3.93%，主因山西、河南、内蒙古等地区的部分高成本的氧化铝产能退出。截至 5 月我国氧化铝建成产能 10025 万吨，运行产能 7910 万吨，全国开工率为 78.9%。进口方面，今年进口量持续下降，1-5 月累计进口 71.56 万吨，同比下降 4.34%。整体上半年维持过剩格局，1-5 月过剩 34.7 万吨左右。后续看云南地区电解铝的复产计划和复产节奏是氧化铝价格的最大变量，若云南水电持续充足，当地电解铝厂有序复产，则利于氧化铝价格反弹，

但若复产不及预期，则氧化铝将继续被过剩的格局拖累。

图：国内氧化铝价格

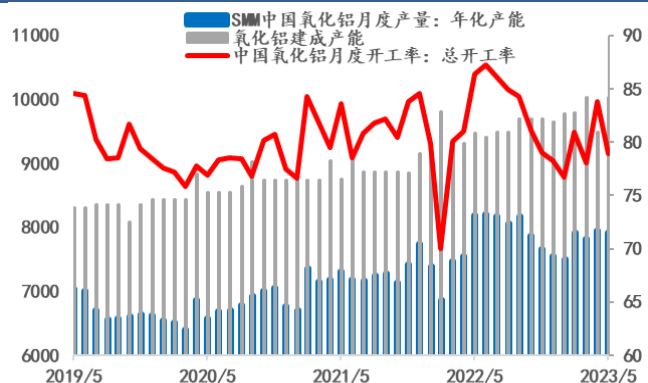
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝产量

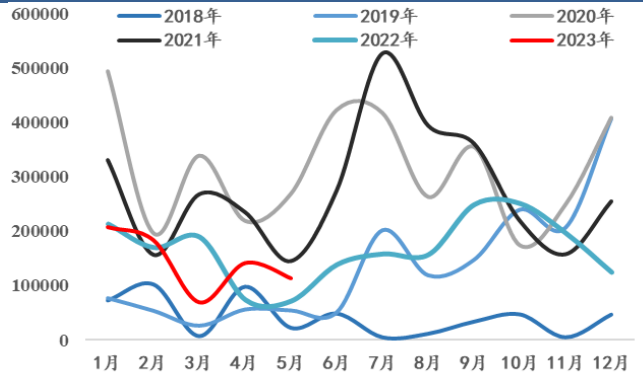
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：国内氧化铝进口量

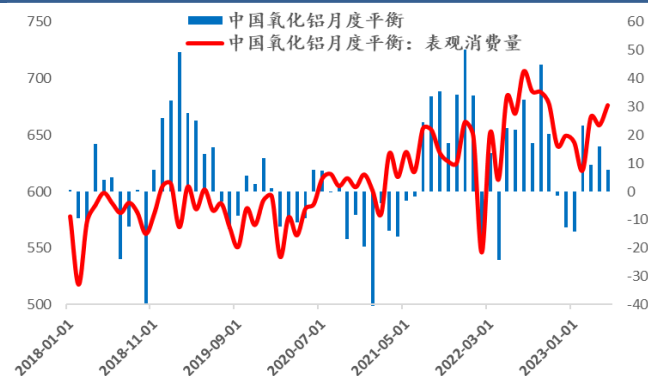
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：氧化铝月度平衡

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：2022-2023 年国内氧化铝新建产能及规划(E)

公司	地区	省份	城市	原有产能 万吨/年	新建产能 万吨/年	开始投产时间	2022 年	2023 年	2024年 及远期	当前进度
靖西天桂2	华南	广西	百色	0	85	2022年	85	0	0	2022 年1月初投产试运行,2022年5月出料
靖西天桂3	华南	广西	百色	0	85	2022年	85	0	0	2022 年7月投产全部完毕
博寨万州	西南	重庆	重庆	0	480	2022年	480	0	0	2022 年6月全部投产完毕
田东锦鑫2	西南	广西	田东	0	120	2022年	0	120	0	2021年7月底开始建设,2023年5月开始投产
河北文丰新材料	华北	河北	曹妃甸	0	480	2022年	240	240	0	一段120万吨于2022年一季度投产出料,二段120万吨2022年8月开始满产。三段120万吨于2023年1月底投产,四段120万吨计划2023年一季度投产
山西田园化工	华北	山西	孝义	40	40	2022年	40	0	0	扩产于2022年一季度投产,投产后总产能80万吨
山西奥凯达	华北	山西	孝义	50	40	2022年	40	0	0	扩产于2022年6月投产,投产后总产能90万吨
鲁北化工2	华东	山东	滨州	100	100	2022年	100	0	0	2022年9月开始建设完毕,2023年5月开始投产
鲁渝博创2	华东	山东	滨州	50	80	2022年	80	0	0	2022 年9月开始投产,预计11月开始出料。2023年1月已达满产
东方希望北海	西南	广西	北海	0	400	2023年或之后	0	0	400	环评通过,项目暂停
广投北海	华南	广西	北海	0	400	2023年或之后	0	0	400	环评通过。项目建设中
中铝防城港2	华南	广西	防城港	0	200	2023年或之后	0	0	200	计划2024年投产
赤峰启辉铝业发展有限公司氧化铝项目	华北	内蒙古	赤峰	0	650	2023年或之后	0	0	650	一段130万吨计划2024年一季度投产,二段130万吨计划2024年年中投产,另外 3 条线合计390万吨投产时间待定
其亚铝业	西南	贵州	黔东南州	0	60	2023年或之后	0	0	60	2019年12月17日政府和其亚签订项目协议,投产待定
甘肃嘉唐氧化铝项目	西北	甘肃	嘉峪关	0	600	2024年或之后	0	0	600	2023 年2月初举行了开工仪式,投产待定
防城港中丝路氧化铝项目	华南	广西	防城港	0	240	2024年或之后	0	0	240	项目建设中
2022年新增							1150			
2023年新增								360		
2024年及远期新增									2550	

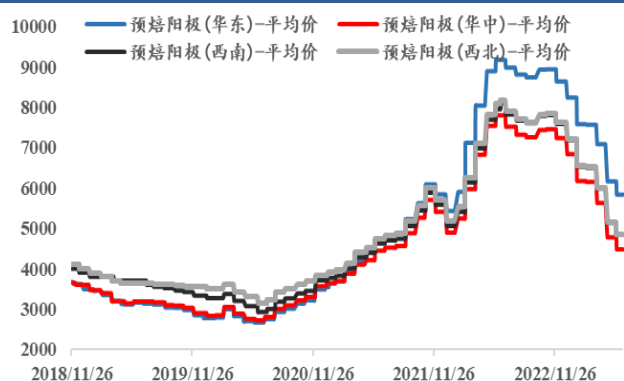
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

3. 辅料价格回落为主

上半年辅料预焙阳极价格呈现持续回调，主因成本端石油焦供应充足价格下跌和下游电解铝企

业产能受限需求不足。6月采购基准价再次环比下调300元/吨至4225元/吨。截止6月21日各地区预焙阳极价格在4482.50-5837.50元/吨，较年初下跌2755-2802.5元/吨。下半年电解铝复产需求有所好转，但石油焦暂无明显利好，预计预焙阳极价格稳中偏弱。冰晶石价格较年初小幅回落100元至7200元/吨，氟化铝回落1350元至9300元/吨。

图：预焙阳极价格 单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：冰晶石、氟化铝价格 单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

4. 电力成本延续回落

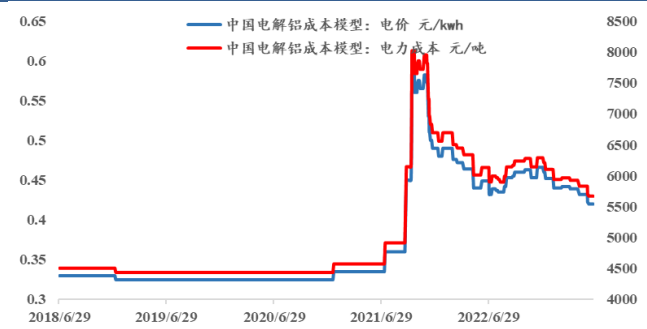
上半年动力煤供需转松，价格持续回落带动电力价格小幅回落，截至6月21日据SMM统计加权电价0.42元/kwh，较年初下降0.04元/kwh，电力成本较年初减少540元/吨至5670元/吨左右。后续三季度水电将进入丰水期定价，预计电价整体难以回升。

图：动力煤价格 单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：电力成本 单位：元/kwh, 元/吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

三、供应端

1、利润持续走扩，复产稳步推进下产量小幅增长

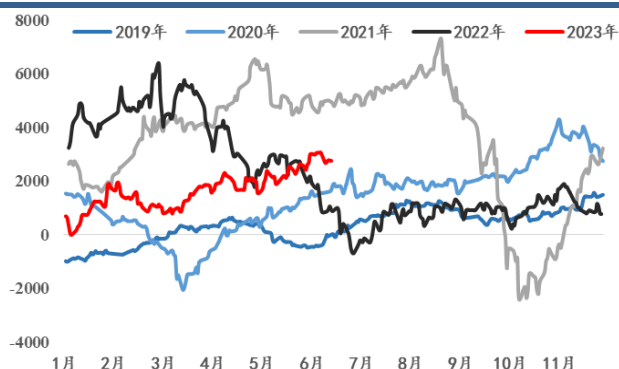
上半年受成本下移影响电解铝吨铝冶炼利润走扩，截至6月29日测算电解铝完全成本约为15790.4元/吨，吨铝利润约涨1985元至2749.6元/吨。较高的利润水平下复产稳步推进，整体产能呈现缓慢增加态势，开工率也在年初下跌后持续修复。截至6月初国内电解铝建成产能至4529万吨（包含已建成未投产的产能），电解铝运行产能4092.3万吨，全国电解铝开工率约为90.4%，较年初增长1.4%，比去年同期下降1.1%。从产量上看，上半年产量也维持小幅增长态势，2023年

5月（31天）国内电解铝产量347.2万吨，同比增长1.08%，日均产量环比增长404吨至11.20万吨左右；1-5月国内电解铝累计产量达1674.2万吨，累计同比增长3.36%。预计6月底国内电解铝运行产能或增长4115万吨附近，预计6月（30天）国内电解铝产量或337万吨附近，同比增长0.28%。

海外方面，据国际铝业协会（IAI）数据1-4月全球原铝产量累计同比增长0.2%至2258.2万吨，其中海外除中国外电解铝供应925.1万吨，累计同比增速回升至0.2%。欧洲前期停产产能仍未有复产迹象，产量增速缓慢。

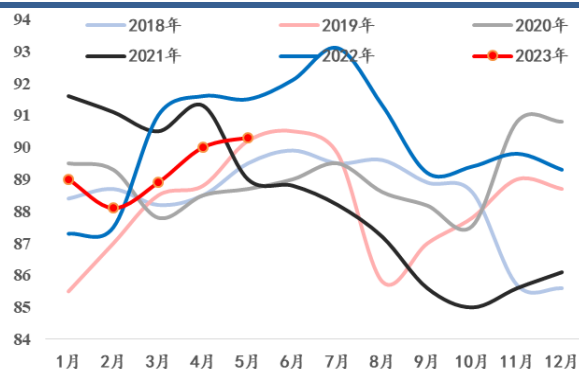
图：吨铝理论利润

单位：元/吨



数据来源：IFIND、SMM、海通期货投资咨询部

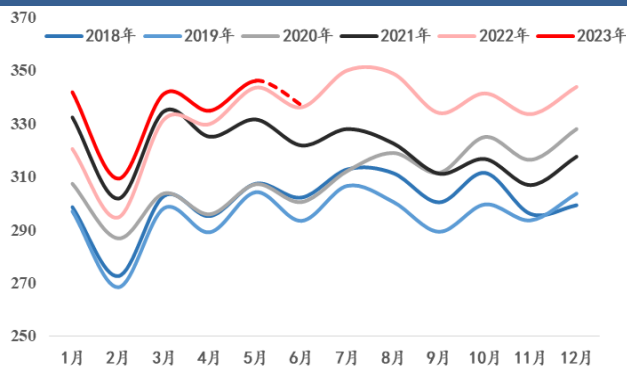
图：中国电解铝月度总开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：电解铝月度产量

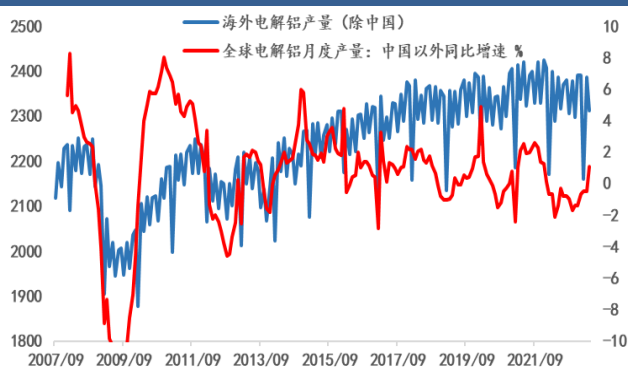
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：海外电解铝产量

单位：千吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、复产、新投和减产情况

上半年电解铝产能复产稳步推进，据SMM数据上半年截止5月份复产共计123.1万吨，主要集中在贵州、广西和四川地区，不过上半年因电力不足和产能退出原因，贵州、云南和山东等地存在减产126.9万吨。而新增产能据百川数据显示，上半年新增产能约37.7万吨，主要集中在甘肃、贵州和内蒙等地区，整体产能呈现缓慢增加态势。往后看，供应端下半年关注重点在西南地区复产节奏上。6月以来西南地区丰水期来水充足，云南地区已于6月17日全面放开管控的419.4万千瓦负荷管理规模，理论复产规模可覆盖前期减产的约200万吨产能，不过复产节奏和进度仍需持续

看来水情况，预计同时也要考虑 11 月份枯水期的电力情况，预计三季度供应或面临较大压力，不过四季度随着云南再次进入枯水期，不排除再次出现减产可能。另外下半年四川、贵州地区仍有待复产产能约为 20 万吨左右，内蒙古仍有 20 万吨待新增投产。整体供应压力较上半年增加，预计电解铝运行产能下半年峰值达到 4200 万吨以上，电解铝产量同比增加 3.2%至 4135.2 万吨附近。

表：2023 年上半年我国电解铝复产产能统计 单位：万吨

地区	总复产规模	已复产产能	预计年内还可复产
四川	3.5	1	2.5
	2.5	0	2.5
	7	7	0
	3	2	1
贵州	10	10	0
	30	14	16
	18	17	1
	4	2	2
	20.6	20.6	0
广西	18	18	0
	15	15	0
河南	11	11	0
山西	4.5	4.5	0
重庆	1	1	0
云南	128	0	128
	37	0	37
	30	0	30
	14.5	0	14.5
总计	357.6	123.1	234.5

数据来源：SMM、百川资讯、海通期货投资咨询部

表：2023 年上半年我国电解铝减产情况 单位：万吨

地区	建成产能	原运行产能	现运行产能	已减产产能	减产时间
贵州	50	40	31	9	2023年1月
	41	40	32	8	2023年1月
	15	13	8	5	2023年1月
	13.3	12	0	12	2023年1月
云南	35	30	25	5	2023年1月
	305	229	177	52	2023年2月
	90	72	53.6	18.4	2023年2月
	35	28	20.5	7.5	2023年2月
广西	30	30	25	5	2023年3月
山东	82	73	68	5	2023年3月减产5万吨，6月预计减产10万吨
总计				126.9	

数据来源：SMM、百川资讯、海通期货投资咨询部

图：2023 年国内已建成及拟投产情况(E)

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计
甘肃中瑞铝业	11.2	11.2	0	2023年1月	0	11.2
内蒙古白音华	26	6	20	2023年1月	20	26
云南宏泰新型材料	108	0	108	2023年二季度	0	0
贵州兴仁登高新材料	12.5	12.5	0	2023年二季度	12.5	25
贵州元豪铝业	10	8	0	2023年1月	0	8
贵州华仁新材料	10	0	10	2023年三季度	10	10
总计	177.7	37.7	138		42.5	80.2

数据来源：百川资讯、海通期货投资咨询部

3、进口同比增幅明显

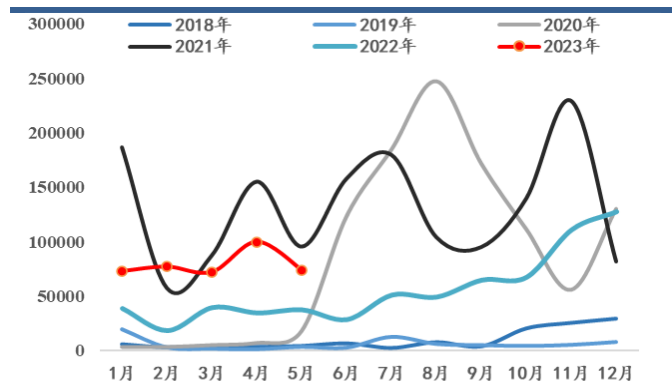
上半年我国原铝进口增幅明显，据海关数据 5 月我国原铝进口量 7.4 万吨，环比下降 25.94%，同比增长 98.46%；1-5 月我国原铝累计进口 39.61 万吨，累计同比增加 134.73%，其中约 92%来自俄罗斯；上半年累计净进口 37.15 万吨，同比增长 2787%。下半年在海外俄铝贸易结构变化的影响下，预计进口仍将维持增量，全年整体增量预计在 80-90 万吨附近。

图：中国电解铝月度进口量

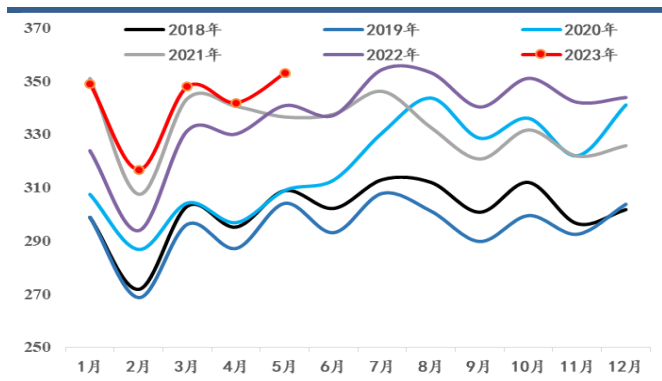
单位：吨

图：中国电解铝表观消费

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部



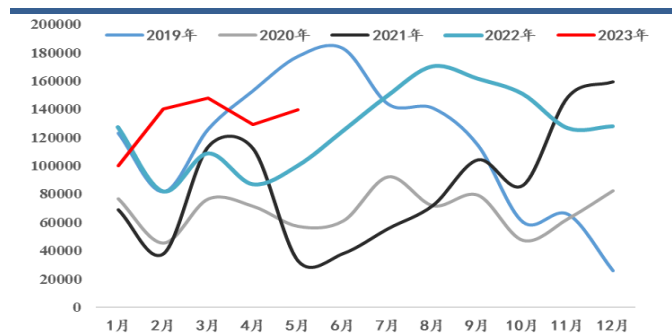
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

4. 废铝进口延续增长

上半年废铝价格较原铝表现坚挺，精废价差震荡小幅收窄，截止6月21日佛山破碎生铝精废价差2874元/吨，较年初收窄451元/吨；上海型材铝精废价差较上月收窄96元/吨至1753元/吨。进口维持增长，补充国内废铝供应，据海关数据我国5月废铝进13.96万吨，同比增长38.52%；1-5月累计进口65.87万吨，同比增长30.22%。后续6月进入淡季再生铝产业下游订单减少需求走弱，预计废铝进口有所回落。

图：国内废铝进口

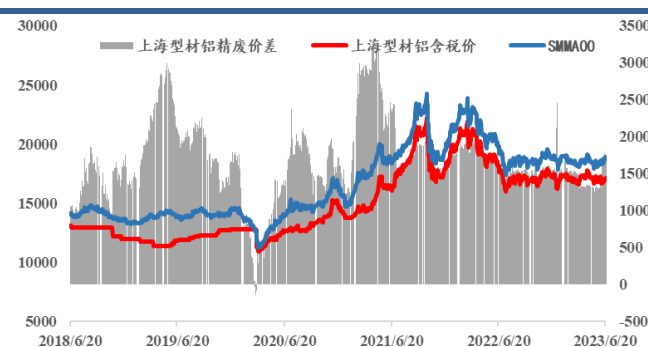
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：精废价差

单位：元/吨



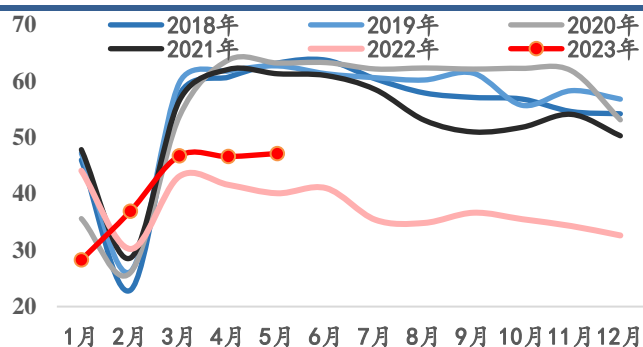
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

四、需求端

1、下游开工小幅回升但仍处历年偏低水平

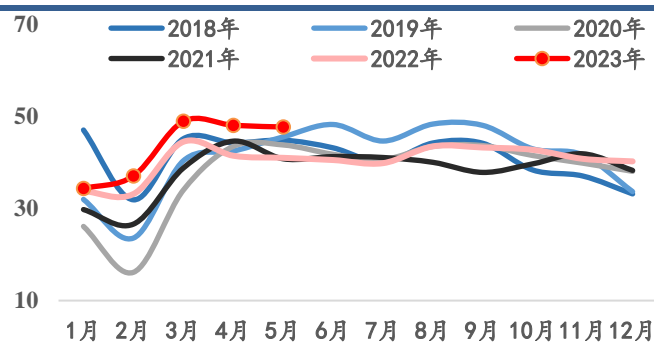
上半年铝材开工率在经历了年初低点后开始逐步回升，但在二季度5月份前后再次明显走弱，整体仍处历年偏低水平。其中铝线缆板块开工表现相对偏好，主因受到电网投资的影响，而铝板带和铝合金板块表现偏弱，建筑型材也处于偏低水平。后续看6-8月份是传统消费淡季，行业开工或继续维持偏弱，9-10月旺季或有一定提升，但整体下半年仍将维持偏低水平。

图：建筑铝型材月度开工率



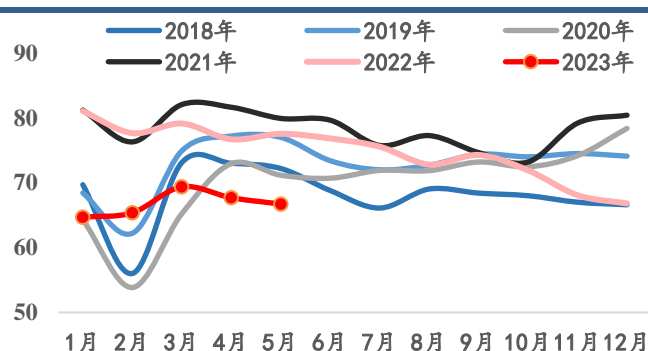
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝线缆月度开工率



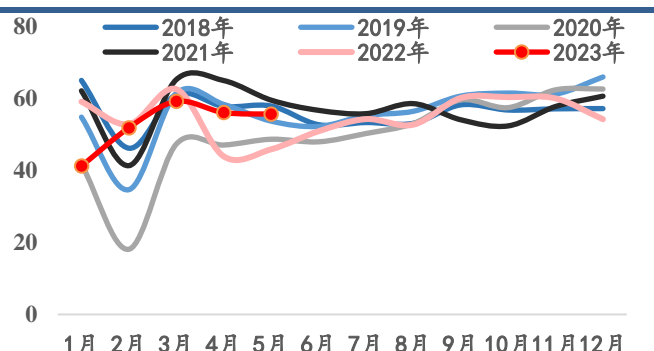
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝板带箔月度开工率



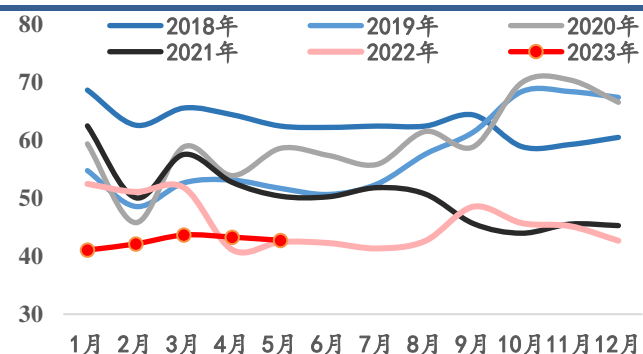
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：再生铝月度开工率



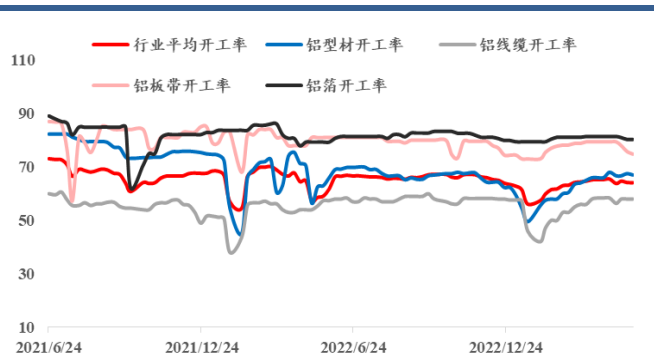
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：原生 A365 铝合金月度开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝材周度开工率



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

2、终端消费

上半年地产投资维持下降态势，整体仍处于调整期。2023 年 1-5 月全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%。1-5 月房屋新开工面积 39723 万平方米，同比下降 22.6%；房屋施工面积 779506 万平方米，同比下降 6.2%；房屋竣工面积 27826 万平方米，增长 19.6%。1-5 月商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%；销售金额 49787 亿元，同比增长 8.4%。1-5 月房地产开发企业到位资金 55958 亿元，同比下降 6.6%。5 月房地产开发景气指数 94.56，较上月回落 0.22。从数据看，地产销售降幅继续收窄，不过存在低基数原因，销售延续性有待观察。在保交楼政策的强力推动下，竣工面积同比增速存有韧性，但施工和新开工同比回落，显示出房企信心仍有待进一步

步恢复。

电力板块铝消费一部分集中在特高压电缆领域，另一部分集中在光伏领域。2023 年预计国家电网投资将超过 5200 亿元，再创历史新高。上半年电力投资持续增长，1-5 月国内电网基本建设投资完成额 1400 亿元，较去年同期增长 10.8%。1-5 月电源基本建设投资完成额 2389 亿元，同比增速高达 62.5%。预计 2023 年全年电网投资总额有望超 5400 亿，同比增速将达 8%，今年特高压项目仍处于建设高峰期继续带动铝线缆订单需求。

图：地产开工竣工同比



图：电网投资完成额

单位：亿元

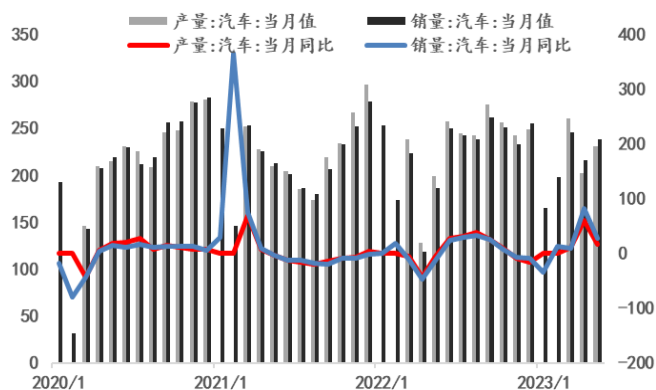


光伏方面上半年继续维持较高增速。1-5 月国内光伏累计新增装机 61.21GW 左右，同比增长约 158%；5 月单月新增装机 12.9GW，同比增长 160%。据中国光伏行业协会预测，2023 年国内光伏新增装机将达 95-120GW，全球新增装机 280-330GW，光伏新增装机快速增长继续贡献铝需求增量。

汽车是铝的重要消费终端，主要用于汽车车身、轮毂等方面。上半年汽车产销先抑后扬，年初受春节假期和燃油车购置税优惠退出的影响增速大幅下滑，而后在各地促销费政策下逐步回暖。5 月汽车产销分别完成 233.3 万辆和 238.2 万辆，环比分别增长 9.4%和 10.3%，同比分别增长 21.1%和 27.9%。1-5 月汽车产销分别完成 1068.7 万辆和 1061.7 万辆，同比均增长 11.1%。新能源汽车仍维持高增长，不过增速略有下滑，5 月新能源汽车产销分别完成 71.3 万辆和 71.7 万辆，同比分别增长 53%和 60.2%；1-5 月新能源汽车产销分别完成 300.5 万辆和 294 万辆，同比分别增长 45.1%和 46.8%，市场占有率达到 27.7%。

图：国内汽车月度产销

单位：万辆



图：国内新能源汽车月度产销

单位：万辆

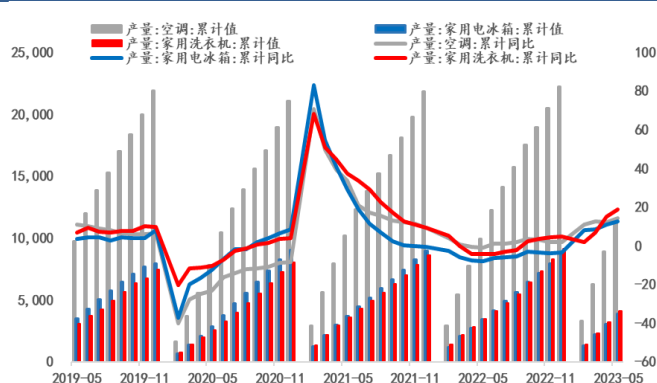


上半年家电消费略有回暖。1-5月空调产量11425.05万台，累计同比增长14.2%；洗衣机产量4082.49万台，同比增长18.9%；冰箱产量3857.95万台，同比增长12.4%。家电出口好转同比降幅收窄，1-5月空调出口2756万台，同比减少3.4%；冰箱出口2559万台，同比减少3.4%；洗衣机出口1085万台，同比增加37.1%。

出口方面，上半年铝材出口增速同比回落为主，主因一方面去年基数较高，同时海外消费相对较弱。据海关数据5月国内未锻轧铝及铝材出口47.5万吨，同比减少29.8%，环比增长2.94%；1-5月累计出口231.5万吨，累计同比下降20.2%。考虑到俄铝受限和海外煤铝设备问题，预计下半年铝材出口或有改善，但仍受制于海外消费水平。

图：家电月度产量

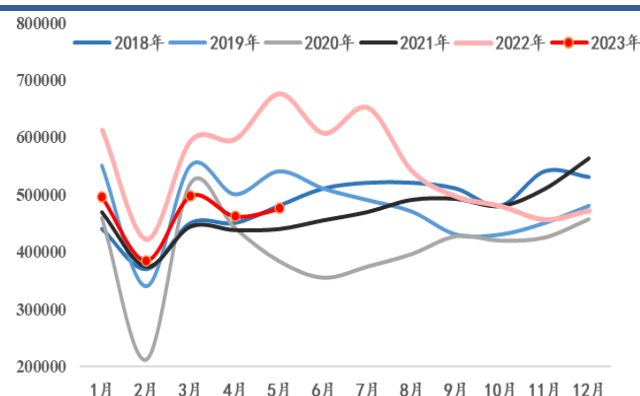
单位：万台



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：未锻轧铝及铝材出口

单位：吨



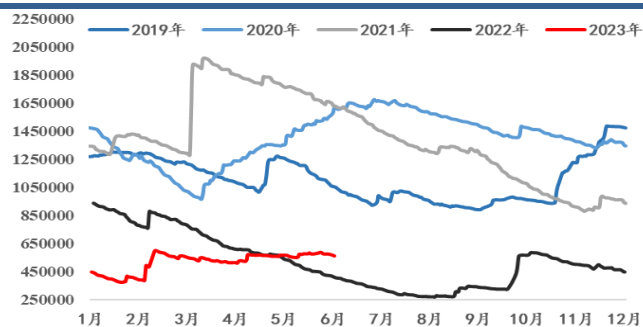
数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

五、库存

上半年全球库存表现略有分化，海外LME库存以增加为主，不过整体仍处偏低位置；SHFE库存则先增后减。国内电解铝社会库存自3月中旬确认拐点后开启持续去化趋势，目前绝对值已位于近五年历史同期低位。库存持续去化一方面因为3、4月份传统旺季需求存在韧性，另外铝水比例持续高企，5月以来已达到75.5%的高位，铸锭量减少也使得铝锭库存出现结构性下降。截至2023年6月29日国内电解铝锭社会库存52.2万吨，较2022年6月历史同期下降21.2万吨，不过铝棒库存处于历年高位显示出一定压力。后市看，随着云南复产逐步释放且淡季需求难以提供有效支撑，供需趋松下库存拐点将逐步显现。

图：LME 库存

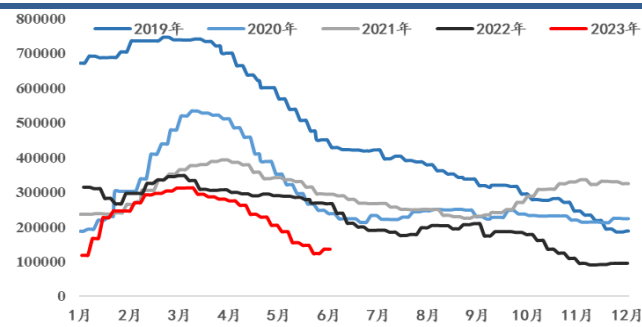
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：SHFE 库存

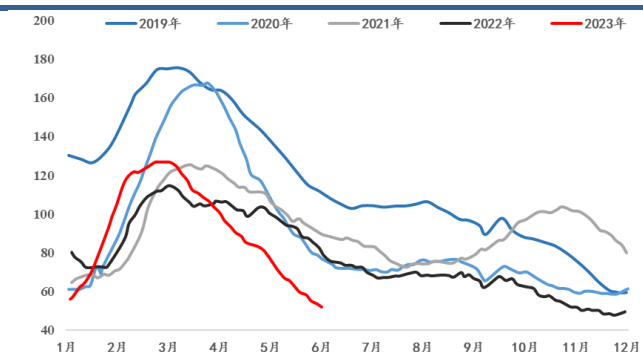
单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货投资咨询部

图：国内铝锭社会库存

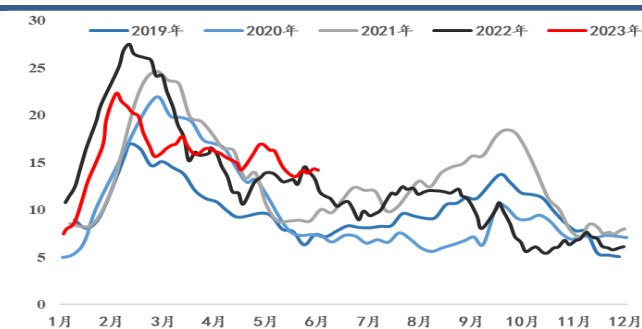
单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图：铝棒库存

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

六、总结与展望

上半年铝价在宏观和产业逻辑转换和博弈中维持震荡走势，下方的支撑来自国内铝锭社会库存的持续超预期低位去化，上方的压力则来自宏观扰动和云南复产。

展望后市，下半年宏观层面海外仍面临加息和衰退的困扰，国内存在政策预期但预计难以给出明显向上拉动。基本面上看，下半年电解铝供应压力主要集中在云南和贵州地区的复产，另外加工环节去库不畅倒逼退水铸锭增加，供应增加预期将给铝价和当前的 back 结构带来压力。而需求整体表现仍受制于政策预期，在需求不出现超预期增长的情况下，预计库存快速去化将告一段落，下半年铝价以偏弱震荡为主。节奏上，三季度初 7-8 月份云南地区复产产能逐步释放，而需求仍处淡季，库存转为累库，铝价承压运行为主。9 月-10 月存在旺季预期需求或有回升支撑铝价反弹，四季度 11 月后需求再次转入淡季，但云南地区再次进入枯水期，供应端干扰预期增加了彼时铝价的不确定性。操作上仍建议逢高沽空为主，跨期操作方面正套逻辑逐步消退，注意了结头寸。跨品种上，建议关注多氧化铝空电解铝的机会。关注电解铝复产节奏、库存变化和国内外政策。

氧化铝方面，下半年供需关系改善，一方面下游电解铝复产需求支撑，另一方面区域矿山复垦引起矿石紧张，价格坚挺，且秋冬季环保限产或对供应存在影响，阶段性供减需增预期下氧化铝下

方存在支撑。预计围绕成本一线震荡偏强运行，而中长期供需过剩格局不改，远期合约表现或仍弱于近月。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。