

# 美国降息时点渐行渐近背景下 沪铝价格重心或有所上移

## 报告摘要:

- **行情回顾:** 2024 年国内电解铝价格呈现先弱后强。美联储 3 月开启降息预期被市场逐步修正、国内下游需求趋弱推升电解铝社会库存量,使 1 月初至 2 月下旬沪铝价格震荡偏弱;后因美联储降息和放缓缩表预期、美国经济与就业表现强劲、传统消费旺季和经济刺激政策引导下游乐观需求预期,使 2 月底至 3 月底沪铝价格震荡偏强。
- **需求端:** 美联储降息和放缓缩表引导消费端“二次通胀”预期,美国经济与就业表现强劲、国内经济稳增长政策持续加码引导下游需求和出口乐观预期,但房地产和基建等领域需求难言乐观。
- **供给端:** 国内铝土矿供给偏紧支撑海内外铝土矿价格,晋豫铝土矿能否复产决定国内氧化铝供需紧平衡或趋松,云南旱情不影响近期 52 万吨电解铝产能复产但或搁置剩余 65 万吨电解铝产能复产。
- **2024 年氧化铝行情展望:** 倘若晋豫铝土矿恢复开采,即使云南剩余 65 万吨电解铝产能亦恢复生产,国内氧化铝供需预期或仍趋松,或使氧化铝价格重心有所下移;倘若晋豫铝土矿未能恢复开采,叠加云南剩余 65 万吨电解铝产能恢复生产,则国内氧化铝供需预期紧平衡,进口铝土矿价格或继续升高形成生产成本支撑,或使氧化铝价格重心有所上移。因此,预计 2024 年二季度中国氧化铝价格仍将具有较强的生产成本支撑,关注 3000-3200 附近支撑位及 3400-3500 附近压力位。
- **2024 年电解铝行情展望:** 美联储降息和放缓缩表引导消费端“二次通胀”预期,云南旱情不影响近期 52 万吨电解铝产能复产但或搁置剩余 65 万吨电解铝产能复产,下游需求渐趋回暖使国内电解铝社会库存量初现下降,或使沪铝价格仍存上涨空间,关注 19000-19200/19500 附近支撑位及 20500-21000 附近压力位,建议投资者以逢回落布局多单为主。
- **风险提示:** 美联储和欧洲央行降息时间、欧美经济增长放缓程度、中国经济增长复苏程度

分析师:王文虎(F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

## 相关研究

《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报

《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报  
《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报

《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报

《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报

《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经

《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界

《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界

《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报

《两大因素主导金价走势》, 期货日报

《有色 重心逐步下移》, 期货日报

《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报

《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

## 目录

一、2024 年一季度氧化铝和电解铝行情回顾.....	3
二、美联储降息和放缓缩表预期支撑有色金属价格 .....	4
(1) 美联储和欧洲央行降息时点渐行渐近 .....	4
(2) 美国经济增长强劲引导“软着陆”预期 .....	5
(3) 国内经济稳增长政策持续加码 .....	7
三、氧化铝供给预期趋松但电解铝供给预期趋紧 .....	13
(1) 国内铝土矿供给偏紧支撑海内外铝土矿价格 .....	13
(2) 高位生产利润和进口铝土矿补充支撑国内氧化铝复产 .....	13
(3) 进口窗口持续打开或使国内电解铝供需预期趋松 .....	15
四、国内外氧化铝与电解铝价差结构 .....	18
五、2024 年二季度氧化铝和电解铝行情展望 .....	19

## 一、2024 年一季度氧化铝和电解铝行情回顾

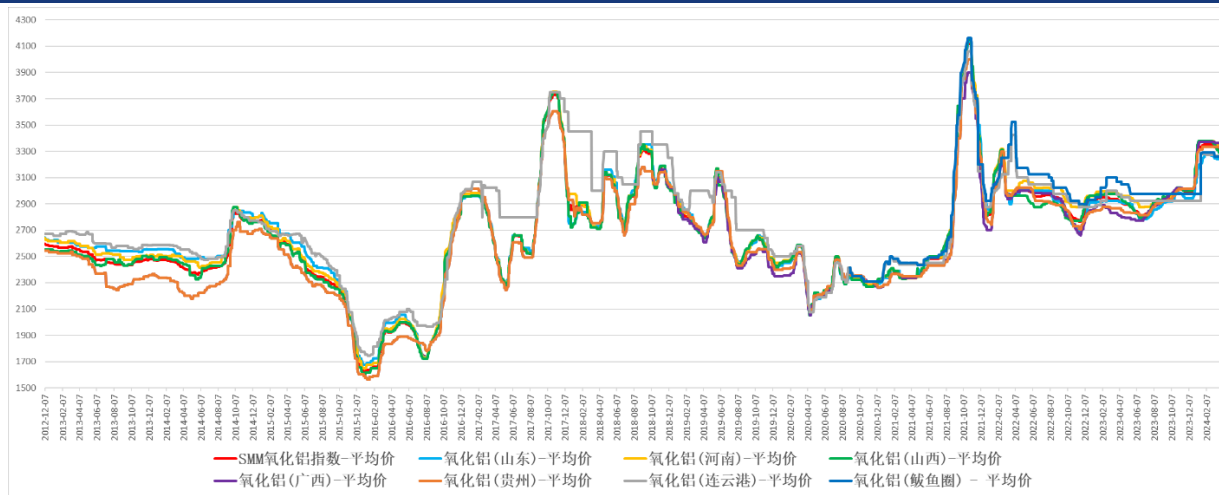
2024 年一季度国内氧化铝价格呈现先弱后强。云南电解铝产能因枯水期到来而减产 117 万吨，使国内氧化铝价格震荡下降；后因国内铝土矿供需预期偏紧、云南减停产电解铝产能复产 52 万吨，使氧化铝价格重心有所上移。截至 3 月 29 日，中国氧化铝期货收盘价为 3295 元/吨，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 3382 元/吨下跌 2.57%。具体而言，2024 年一季度氧化铝价格走势主要包括两个阶段：

第一阶段为 1 月初至 2 月中旬，云南电解铝产能因枯水期到来而减产 117 万吨，叠加传统消费淡季抑制下游需求量，使国内氧化铝价格震荡下降。

第二阶段为 2 月下旬至 3 月底，云南减停产的 117 万吨电解铝产能复产 52 万吨，叠加国内铝土矿迟迟未能恢复开采而供给偏紧，推升国产和进口铝土矿价格形成生产成本支撑，使国内氧化铝价格重心缓慢上移。

展望 2024 年二季度，晋豫铝土矿恢复开采或使氧化铝价格重心有所下移，晋豫铝土矿未能恢复开采或使氧化铝价格重心有所上移。

图 1：中国氧化铝现货价格



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

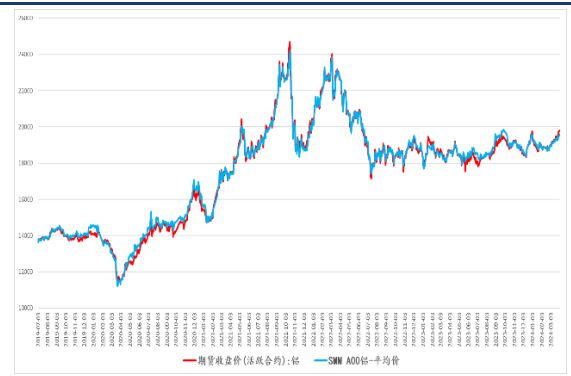
2024 年国内电解铝价格呈现先弱后强。美联储 3 月开启降息预期被市场逐步修正、国内下游需求趋弱推升电解铝社会库存量，使沪铝价格震荡偏弱；后因美联储降息和放缓缩表预期、美国经济与就业表现强劲、传统消费旺季和经济刺激政策引导下游乐观需求预期，使沪铝价格震荡偏强。截至 3 月 29 日，沪铝收盘价为 19710 元/吨，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 19505 元/吨上涨约 1.05%；LEM3 个月铝收盘价为 2335 美元/吨，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 2387.5 美元/吨下跌约 2.20%。具体而言，2024 年一季度沪铝价格走势主要分为以下两个阶段：

第一阶段 1 月初至 2 月下旬，美联储 3 月开启降息预期被市场逐步修正、国内下游需求趋弱推升电解铝社会库存量，使沪铝价格震荡偏弱。

第二阶段 2 月底至 3 月底，美联储降息和放缓缩表预期、美国财政部持续大规模发债、美国经济与就业表现强劲、传统消费旺季和经济刺激政策引导国内下游乐观需求预期，使沪铝价格震荡偏强。

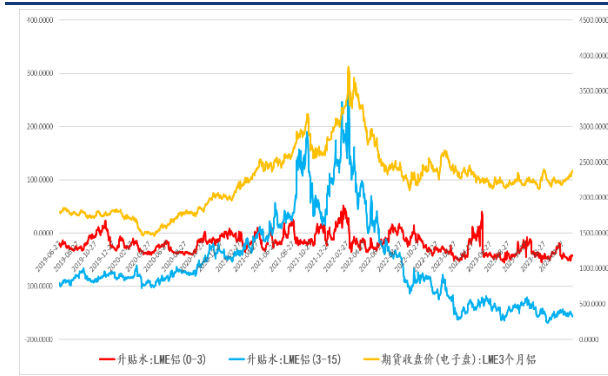
展望 2024 年二季度，美联储降息和放缓缩表引导“二次通胀”预期，云南旱情不影响近期 52 万吨电解铝产能复产但或搁置剩余 65 万吨电解铝产能复产，下游需求渐趋回暖使国内电解铝社会库存量初现下降，或使沪铝价格仍存上涨空间。

图 2：国内电解铝期货与现货价格



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

图 3：LME 3 个月电解铝价格及其月差



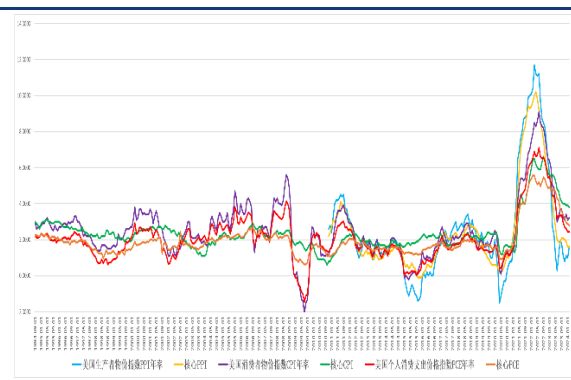
资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 二、美联储降息和放缓缩表预期支撑有色金属价格

### （1）美联储和欧洲央行降息时点渐行渐近

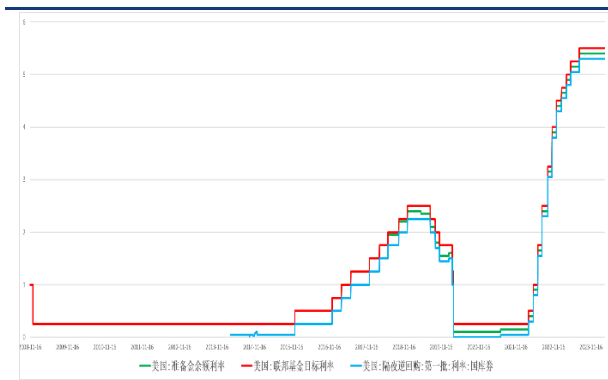
自 2023 年 6 月美国共和党与民主党解决债务上限问题以来，美国未偿公共债务规模增加超过 3.11 万亿美元至 34.58 万亿美元。考虑到美联储银行定期融资计划 BTFP 已于 3 月 11 日到期不续且必须几周内偿还，美国中小型银行仍然面临较重的商业地产债务违约风险，叠加美联储隔夜逆回购规模 3 月 27 日已经降至 8727 亿美元左右，那么未来美国财政部继续大量发债和美联储继续保持当前缩表速度，将使美联储银行准备金余额快速下降而引发金融市场流动性问题，那么下半年美联储仍有望开启降息并放缓缩表。

图 4：美国生产与消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 5：美国联邦基金目标利率

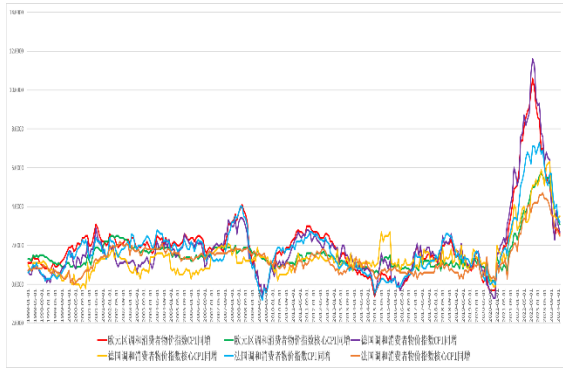


资料来源：WIND，宏源期货研究所

欧洲央行 3 月维持主要再融资利率为 4.5%，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划 (PEPP) 再投资。欧元区 2 月调和消费者物价指数 CPI 年率为 2.6% 低于前值但高于预期，欧元区与德法 3 月 Markit 制造业 PMI 分别为 45.7/41.6/45.8 均低于预期和前值，叠加欧洲央行行长拉加德表示夏季或降息一次、瑞士央行 3 月意外降息 25 个基点至 1.5%，市场预期欧洲央行 6 月开启降息且年内或降息 4

次。

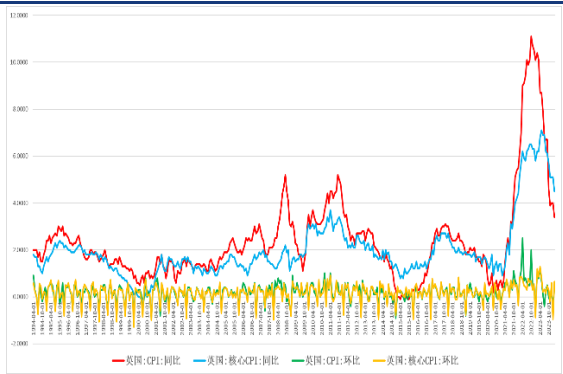
图 6：欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

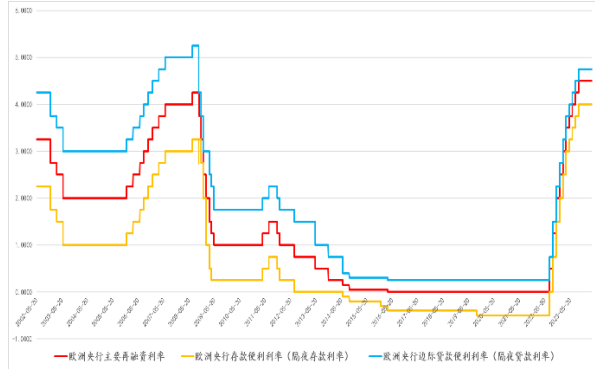
英国央行 3 月维持关键利率为 5.25%，贝利表示利率已处限制性区域但通胀仍处高位。英国 2 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率为 3.4% 和 4.5% 均低于预期和前值，叠加 3 月 Markit 制造业（服务业）PMI 为 49.9（53.4）高于预期和前值（低于预期和前值），使市场预期英国央行 6 或 8 月开启降息且年内或降息 3 次。

图 8：英国消费端通胀水平



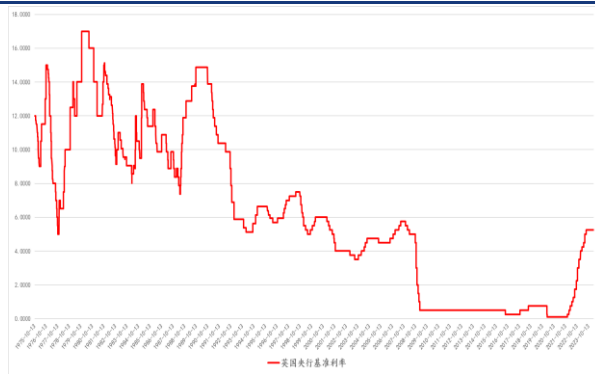
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 7：欧洲央行主要基准利率水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：英国央行基准利率



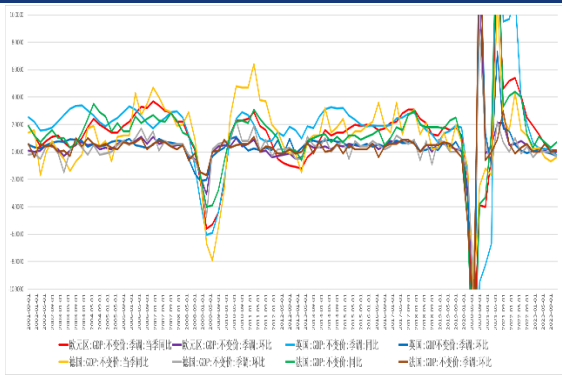
资料来源：WIND，宏源期货研究所

## （2）美国经济增长强劲引导“软着陆”预期

2023 年第四季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 3.2%，较首次预估数据下修 0.1 个百分点。美国商务部表示，主要反映了对私人库存投资等指标的下修，抵消了个人消费支出和非住宅类固定资产投资的增长。具体来看，去年第四季度，占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 3%，较此前数据上调 0.2 个百分点。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 2.4%，增幅上调 0.5 个百分点。当季，私人库存投资拖累经济 0.27 个百分点，而首次预估数据为提振经济增长 0.07 个百分点。商品和服务净出口提振经济增长 0.32 个百分点，较首次预估数据下调 0.11 个百分点。也就是说，个人消费支出、非住宅类固定资产投资以及州和地方政府支出提振了去年经济增长。



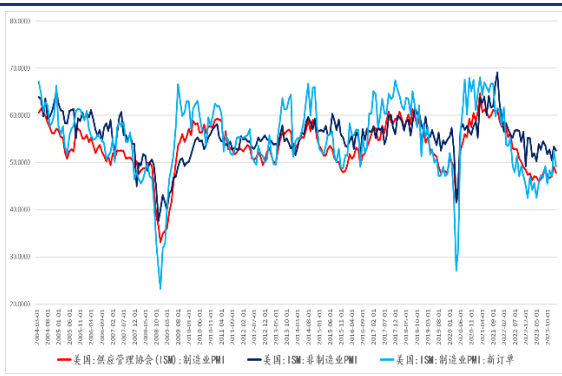
图 10：美国国内生产总值 GDP 及总收入 GDI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8，低于前值 49.1，也低于预期值 49.5，且继续处于荣枯线之下。具体而言，2 月 ISM 产出指数为 48.4，低于前值 50.4；2 月 ISM 就业指数为 45.9，也低于前值 47.1；2 月 ISM 新订单指数为 49.2，同样低于前值 52.5。但是美国 3 月 Markit 制造业（服务业）PMI 为 52.5（51.7）高于预期和前值（低于预期和前值），说明补库周期推动美国制造业和服务业逐步回暖。

图 12：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI

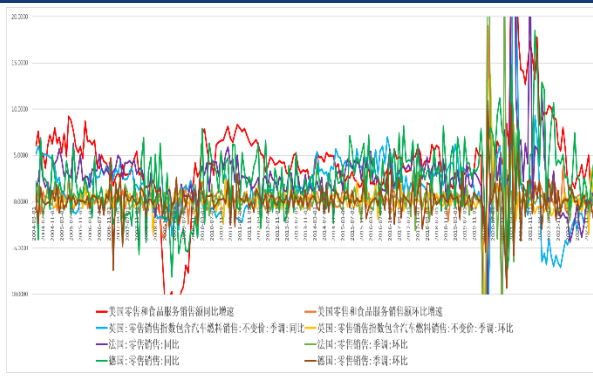


资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国 2 月份季调后非农就业人口增加 27.5 万人，显著高于市场预期的 20 万人。不过，劳工统计局将 2023 年 12 月份的数据从 33.3 万人下修至 29 万人；1 月份数据从 35.3 万人下修至 22.9 万人。经过这些修正后，12 月和 1 月新增就业人数合计较修正前减少 16.7 万人。美国 2 月失业率意外升至 3.9%，为 2022 年 1 月来新高，市场原先预计会维持在 3.7% 不变。就业参与率也维持在 62.5%，市场原本预期会升至 62.6%；U6 失业率上升 0.1 个百分点至 7.3%，平均每周工时如预期小幅升至 34.3。2 月平均时薪环比上涨 0.1%，同比涨幅为 4.3%，分别低于市场预期的 0.3% 和 4.4%。以上说明包括家庭调查在内的大多数其他劳动力市场指标都表明，劳动力市场的紧俏程度要轻得多，预计未来几个月的非农就业数据将越来越多地反映出这一点。

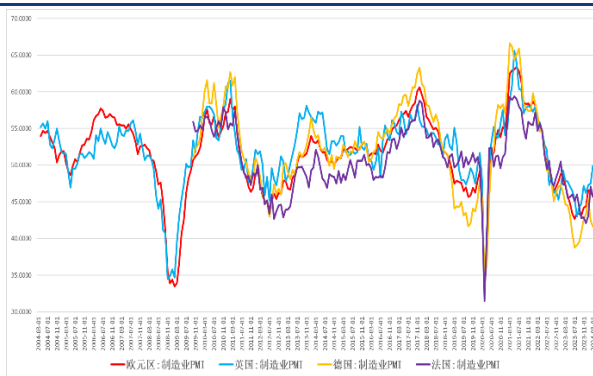
根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国 2 月成屋销售创一年新高，远超预期，主要受库存激增推动，2 月成屋库存创 2020 年以来同期新高。具体而言，美国 2 月成屋销售总数年化 438 万户，创最近一年新高，预期 395 万户，1 月前值 400 万户。2 月成屋销售环比大涨 9.5%，创 2023 年 2 月以来的最大月度涨幅，预期为环比下跌 1.3%，1 月前值为环比上涨 3.1%。2 月成屋销售同比下跌 3.3%。2 月成屋销售超过了媒体调查的所有经济学家的预测。截至 2 月底，有 107 万户待售房屋，同比大涨 10.3%。按照目前的销售速度计算，需要约 2.9 个月的时间消耗掉市场上的供应量，为约一年新低，低于 5 个月的库销比，表明虽然库存上涨，但由于销售火爆，市场供应仍紧张。当前美国房贷的成本仍是两年前的两倍，这令许多已经锁定低贷款利率的房主不愿出售房

图 11：欧元区及英德法国内生产总值 GDP 增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

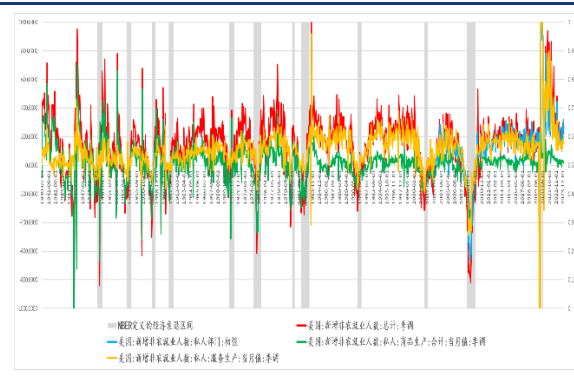
图 13：欧元区与英法德制造业与服务 PMI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

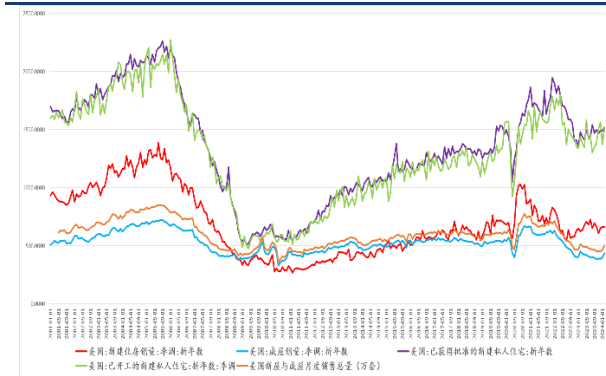
屋，因此市场上的房屋供应量低于正常水平。分析称，最新成屋销售数据表明，买卖双方正在适应较高的按揭贷款利率，美国房地产市场正在摆脱近年来的低迷。强劲的需求推动房价上涨。成屋售价中位数同比上涨 5.7% 至 38.45 万美元，这是自 1999 年有记录以来的任何 2 月份的最高水平。

图 14：美国新增非农就业人数



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 15：美国营建许可与新屋开工及新屋成屋销售



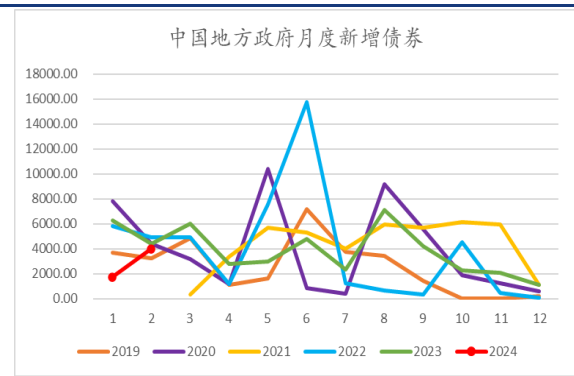
资料来源：WIND，宏源期货研究所

### （3）国内经济稳增长政策持续加码

2024 年一季度的国债与地方政府债发行额分别为 24500 亿和 15738.61 亿，说明今年一季度的国债发行大踏步的领先于地方债。近日公布的中央财政预算报表显示，政府性基金预算中，2024 年超长期特别国债收入预算数为 10000 亿元，支出预算数为 10000 亿元，其中中央本级支出暂安排 5000 亿元、对地方转移支付暂安排 5000 亿元。若今年特别国债在 7 月前发完，二季度的政府债供给压力在 6.02 万亿左右，预计 4、5、6 月的政府债发行规模分别为 1.95 万亿、1.86 万亿和 2.21 万亿，净融资压力或在 2.8 万亿。

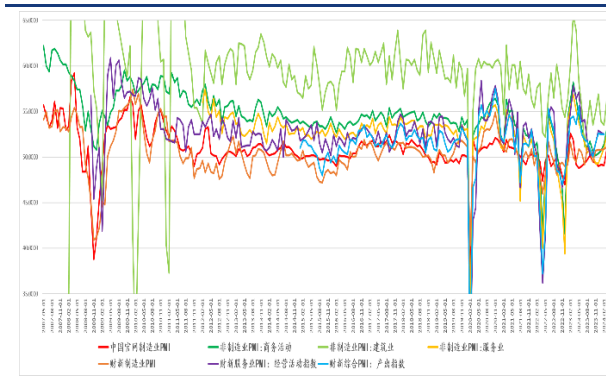
国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会 3 月 31 日发布的中国制造业采购经理指数（PMI）显示，3 月，制造业 PMI 达到 50.8%，连续 5 个月在 50% 以下运行后重返扩张区间。3 月，非制造业商务活动指数升至 53%，连续 4 个月上升，创 2023 年 7 月以来的新高。推进现代化产业体系建设、大规模设备更新和消费品以旧换新政策、推进高水平对外开放政策、发展低空经济等着眼于新质生产力的政策将为经济注入更强动力。经济自身的韧性也将继续发挥，消费市场进一步恢复向好，新动能平稳较快增长。

图 16：中国地方政府月度新增债券额



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 17：中国制造业与非制造业 PMI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

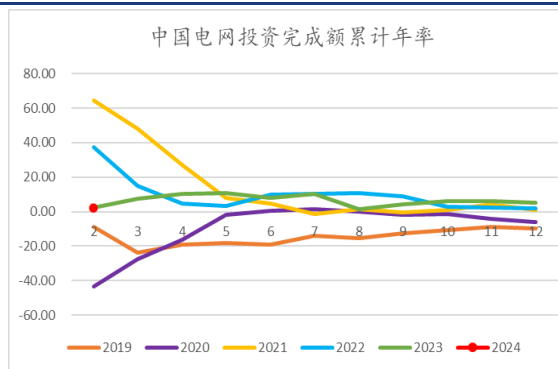
近日，国家电网公司对外透露，2024 年将继续加大数智化坚强电网的建设，促进能源绿色低碳转型，推动阿坝至成都东等特高压工程开工建设。围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网

互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元。预计 24-25 年特高压招标有望维持高位。随着“大基地”建设的稳步推动，“十四五”中期调规和“十五五”规划有望陆续出炉，电网投资有望保持高景气。

据国家发改委官网 3 月 18 日公告，《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》已于 2024 年 2 月 5 日第 9 次委务会议审议通过，自 2024 年 4 月 1 日起施行。将可再生能源发电项目的上网电量划分为保障性收购电量和市场交易电量。其中，保障性收购电量是指按照国家可再生能源消纳保障机制、比重目标等相关规定，应由电力市场相关成员承担收购义务的电量；市场交易电量是指通过市场化方式形成价格的电量，由售电企业和电力用户等电力市场相关成员共同承担收购责任。该文件改变了以往政策中可再生能源保障性收购电量“保量”、“保价”的描述，转为与国家可再生能源消纳保障机制关联。结合此前市场关于电网公司大概率放开 95%消纳红线的声音，该文件实际上实际弱化了全额保障性收购制度。

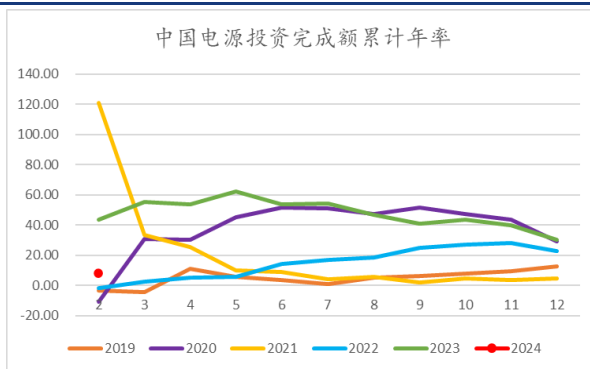
可再生能源电量收购价格，由全部政府定价转变为部分政府定价，其余部分通过市场化交易形成价格的重大机制转变，明确可再生能源发电项目上网电量中市场化交易电量价格通过市场化方式形成。电网企业不再是保障性收购电量的唯一责任主体，而是转变为电网企业、电力调度机构和电力交易机构等多元主体。

图 18：中国电网工程累计投资完成额年率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 19：中国电源工程累计投资完成额年率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

中国 1 和 2 月房地产开发企业房屋施工面积 666902 万平方米，同比下降 11.0%；房屋新开工面积 9429 万平方米，下降 29.7%；房屋竣工面积 10395 万平方米，下降 20.2%。1 和 2 月全国房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9.0%，其中，住宅投资 8823 亿元，下降 9.7%。房地产开发投资指标呈现低开态势，但总体风险可控，有两个积极信号需要关注：一是开发投资额同比跌幅有所收窄，这意味着去年开发投资萎缩的状态有所遏制，是供给端企稳的积极信号；二是房企竞争结构持续调整，目前有能力进行开发投资的企业更健康、财务能力更强。

图 20：中国房地产开发投资同比增速

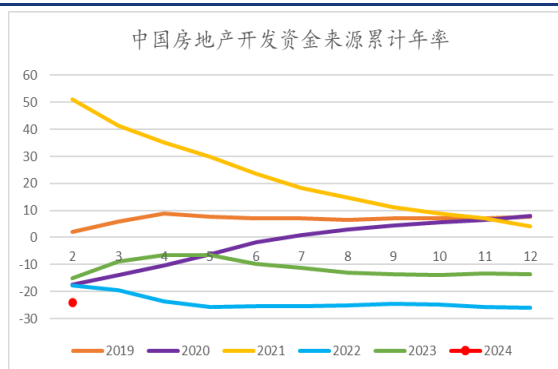
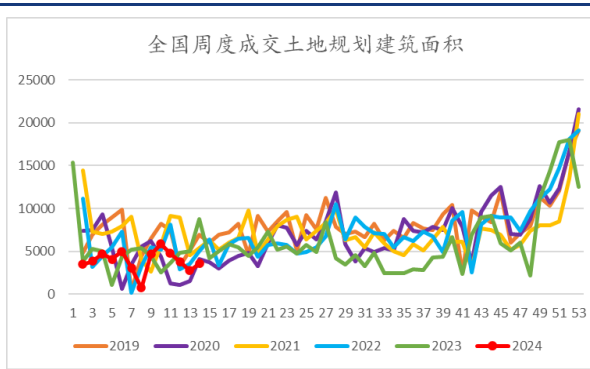


图 21：中国成交土地规划建筑面积

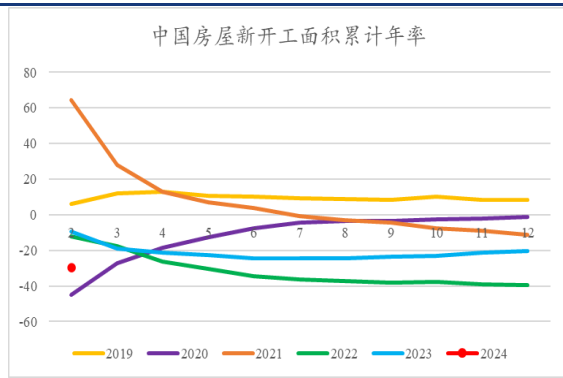




资料来源：WIND，宏源期货研究所

当前各地房地产融资协调机制加快建立，不少项目的资金正在到位，有望进一步修复企业和居民端的市场预期。3月以来核心城市政策效果持续显现，多个城市二手房成交已达去年下半年以来的高位，新房市场销售规模也在温和回升，比如近期杭州全面取消二手房限购政策，进一步提振了市场信心。

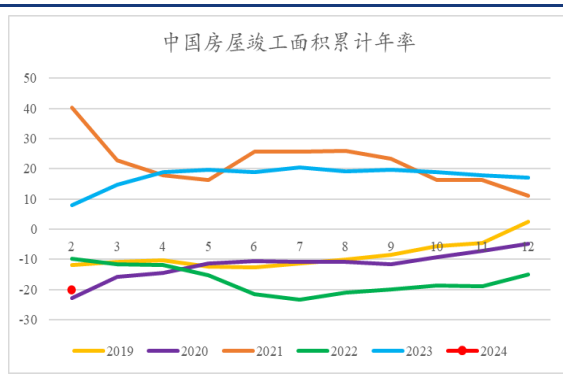
图 22：中国房地产新开工面积同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

新房销售相比去年同期下降主要源于两个原因，一是受疫情期间积压的购房需求集中释放的带动，去年年初新房销售持续保持较高规模，去年1—2月新房销售面积处于历史高位。二是今年春节期间假期长，居民出游热情较高，在一定程度上影响了住房需求的入市节奏。1和2月重点25城二手住宅成交面积同比下降13.1%，降幅明显低于新房。这说明二手房市场保持了一定的活跃度，由此可见购房需求仍在稳步释放，而二手房交易活跃，未来有望为新房市场提供更多置换改善需求。

图 24：中国房地产竣工面积同比增速



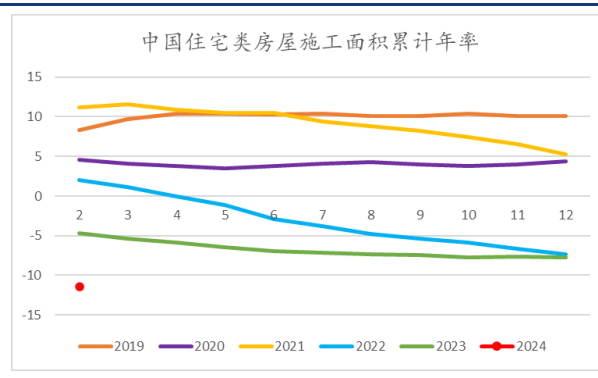
资料来源：WIND，宏源期货研究所

中国汽车工业协会发布数据，今年2月汽车产销量分别为150.6万辆和158.4万辆，环比分别下降37.5%和35.1%，同比分别下降25.9%和19.9%。同日，中国汽车流通协会发布2月份全国乘用车市场分析，称1月份的部分销量透支及春节后的价格战升温共同影响了2月份的销量走势，随着国家以旧换新政策的即将推出，市场淘汰更新和换购更新的消费潜力将逐步体现，预计3月份全国车市环比产销增长将较为迅猛。

图 26：中国汽车月度生产量同比增速

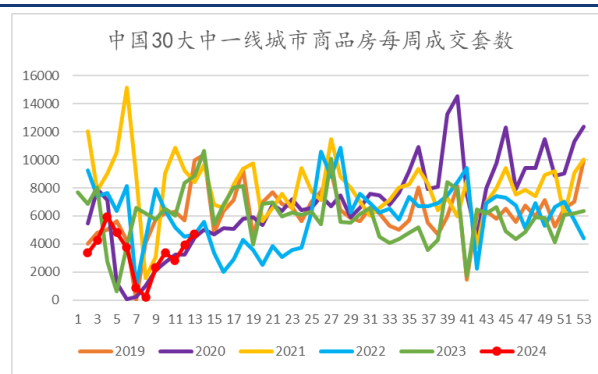
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 23：中国房地产施工面积同比增速



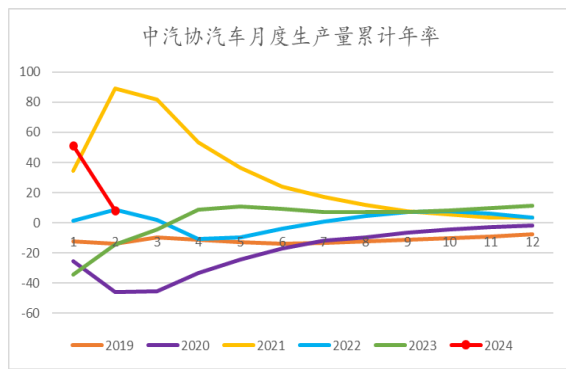
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 25：中国 30 座大中城市商品房销售量

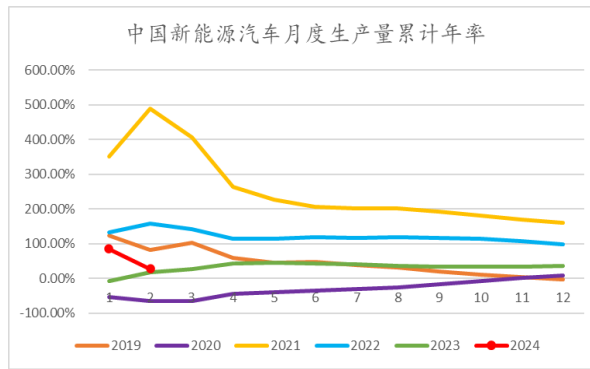


资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 27：中国新能源汽车月度生产量同比增速



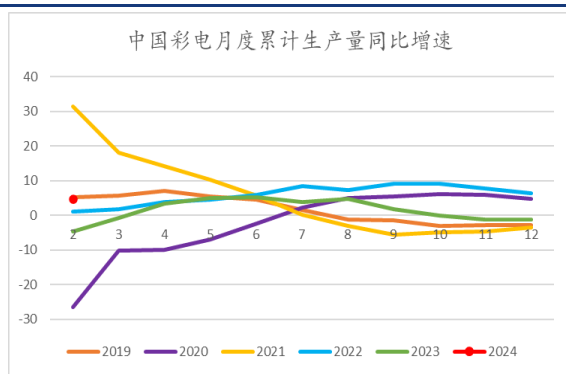
资料来源: WIND, 宏源期货研究所



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

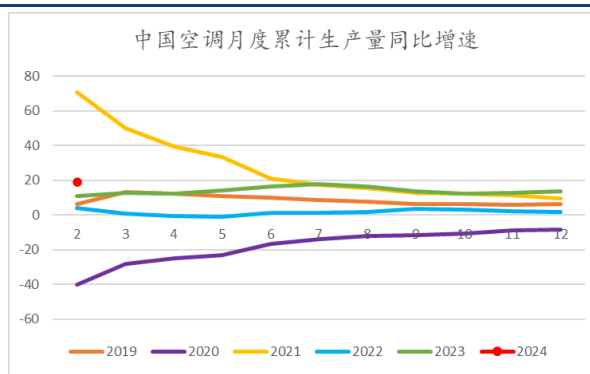
据产业在线最新发布的家用空调排产报告显示, 2024 年 4 月家用空调内销排产 1281 万台, 较去年同期内销实绩增长 20.9%, 5 月内销排产 1470 万台, 同比增长 16.3%, 6 月内销排产 1425 万台, 同比增长 13.5%。二季度整体排产来看, 较去年同期生产实绩有较大增长。对旺季高温天气及“以旧换新”政策的预期, 拔高了整体空调行业对于市场的期待。在高预期刺激下, 加之去年同期基数较低, 各企业生产备货计划表现出不同程度的激进增长; 此外在高涨的铜价刺激下, 部分企业发布涨价通知, 一定程度上也推动了经销商的提货打款速度。

图 28: 中国彩电月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 29: 中国空调月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

今年以来, 中国家电出口保持高景气。根据海关统计, 前两个月, 我国家用电器出口额达到 1019.7 亿元, 同比增长 24%。小家电出口趋势积极, 预计今年上半年小家电出口向好态势或延续。展望 2024 年, 外销仍为中国家电企业重要增长极, 依托技术、创新效率和海外本土化运作, 品类升级和份额提升有望延续。同时, 欧美市场补库存和新兴市场需求上升, 也有助于外销增长势头的延续。

图 30: 中国电冰箱月度生产量同比增速

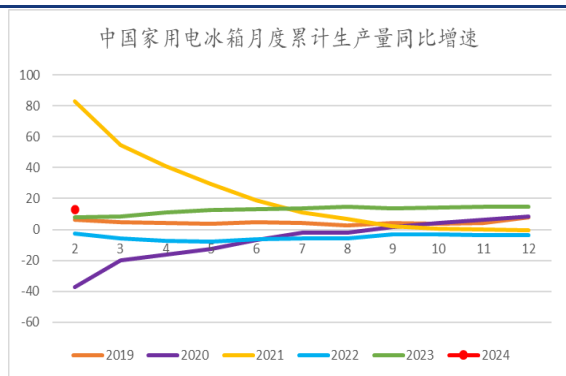
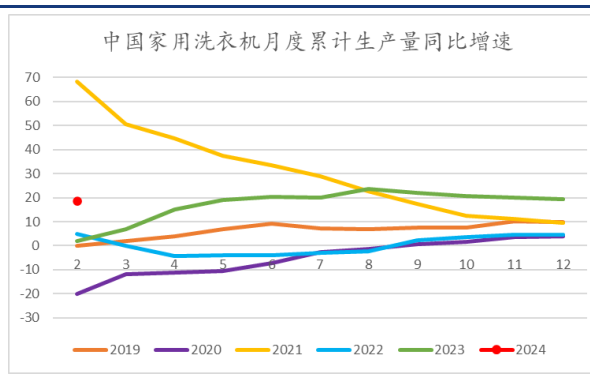


图 31: 中国洗衣机月度生产量同比增速

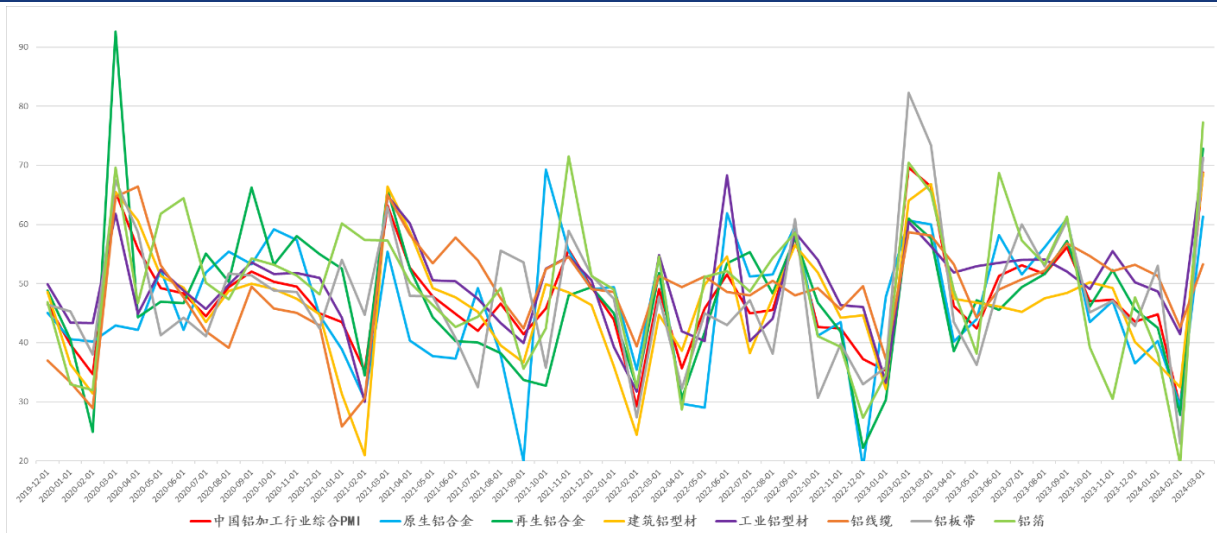


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

资料来源: WIND, 宏源期货研究所

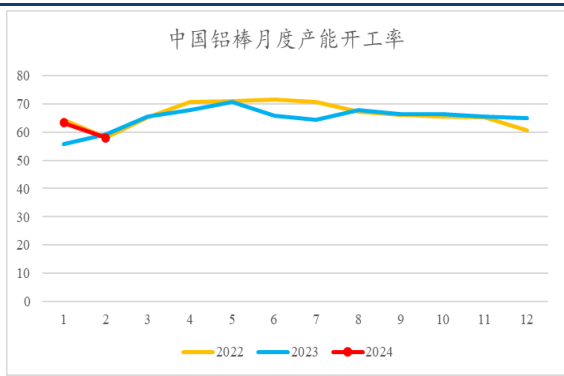
国内部分型号铝棒直发铝型材厂而现货供给偏紧但下游仍刚需采购为主, 使中国主流消费地铝棒出库量较上周减少, 中国各地区铝棒库存量较上周增加; 国内经济刺激政策和传统消费旺季来临使下游需求逐步恢复, 促中国铝下游行业龙头企业产能开工率较上周升高。

图 32: 中国铝加工行业月度 PMI



资料来源: WIND, SMM, 宏源期货研究所

图 33: 中国铝棒月度产能开工率



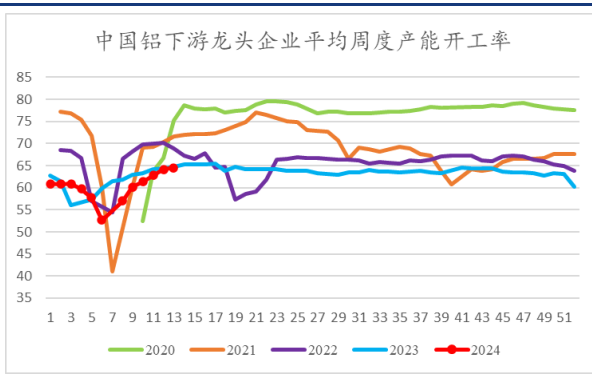
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

铝型材（城中村改造等工程推进促华东和华南新增订单好转，且因成本管控和资金优势而订单集中于龙头，光伏组件 4 月排产量较高拉动光伏型材订单增加，汽车型材终端需求仍待复苏使主机厂以消化库存为主）周度产能开工率仍处同期低位。

铝线缆（各省市电网订单逐步落地且预计 4 月订单提货量为 17.3 万吨环增 38.5%，但是铝杆采购成本上涨而多以刚需采购为主，陕北至安徽 800 千伏特高压直流输电工程已于 3 月 15 日开工建设）周度产能开工处于同期相对高位。

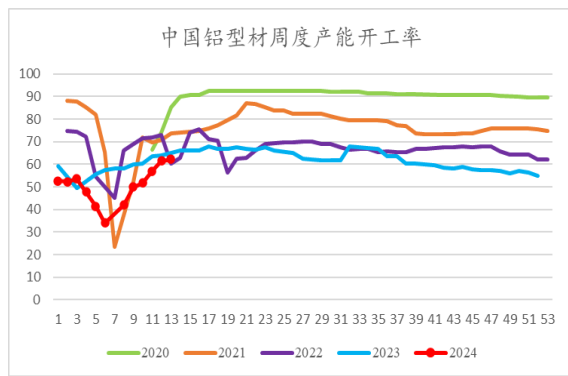
图 35: 中国铝型材周度产能开工率

图 34: 中国铝材企业周度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

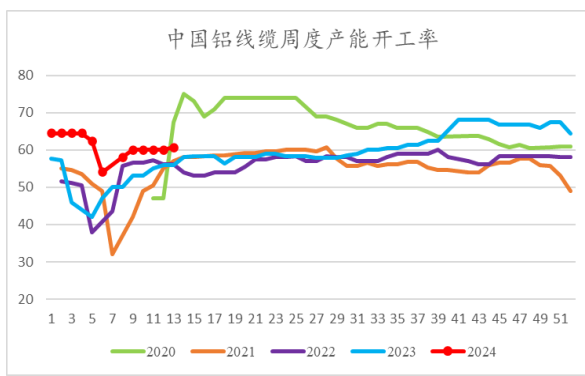
图 36: 中国铝线缆周度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

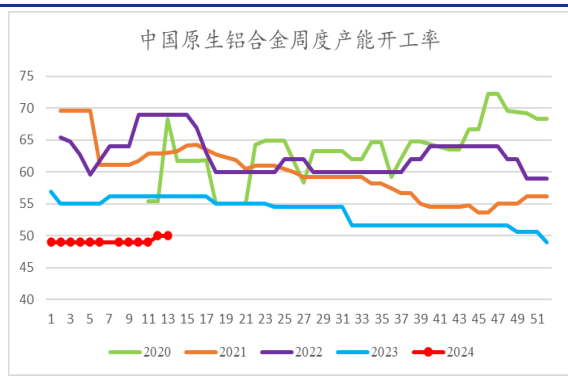
原生铝合金（大部分原生铝合金用于生产车轮毂等汽车零部件，下游需求疲弱但以加工费接近或低于成本维持市场份额，部分大型企业表示铝水合金化比例提升任务艰巨或年内增产原生铝合金）周度产能开工率仍处同期低位。

再生铝合金（铝价走高抑制下游采购意愿致再生铝厂及贸易商出货困难而成品库存压力增大，对4月订单仍存悲观预期）周度产能开工率处于同期高位。



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 37: 中国原生铝合金周度产能开工率

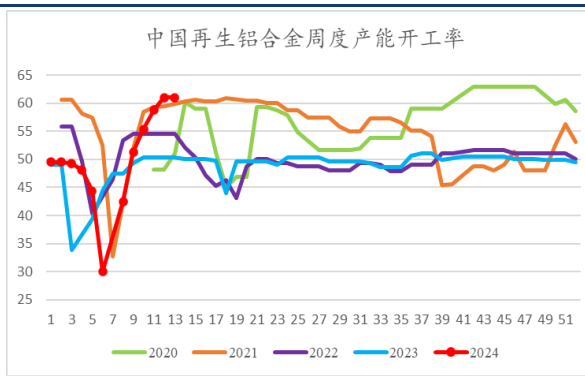


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

铝板带（传统消费旺季促建筑和包装等终端需求走强，短期上百万吨铝板带新建产能尚无集中投产预期）周度产能开工率处于同期低位。

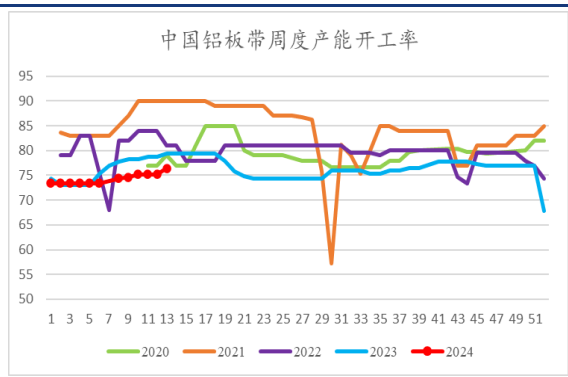
铝箔（传统消费旺季带动空调箔、电池箔和包装箔等产销量均有抬升，龙头企业在手订单相对充裕，但价格上涨抑制下游下单积极性）周度产能开工率处于同期低位。

图 38: 中国再生铝合金周度产能开工率



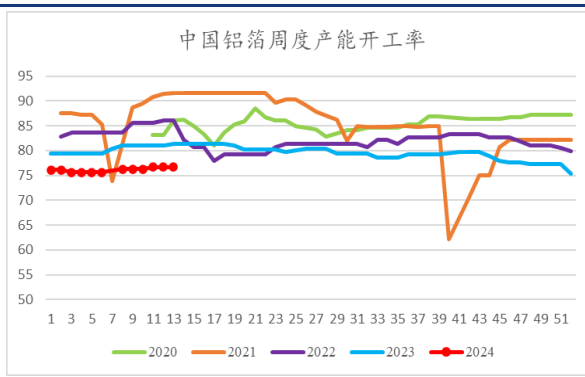
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 39: 中国铝板带周度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 40: 中国铝箔周度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

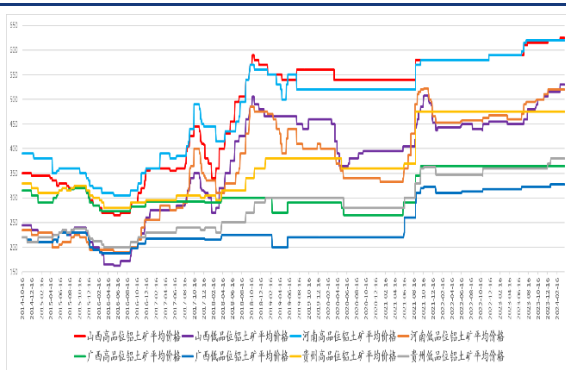


### 三、氧化铝供给预期趋松但电解铝供给预期趋紧

#### (1) 国内铝土矿供给偏紧支撑海内外铝土矿价格

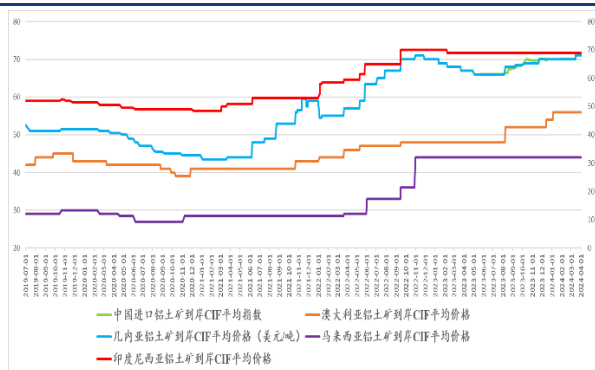
山西因 10 月下旬以来几次矿山事故而责令吕梁金明矿业和中国铝业杨家山铝矿停产整顿，叠加三门峡铝土矿因土地复垦要求而开采受限，使晋豫铝土矿供给偏紧而价格走高，促中国企业积极寻求进口铝土矿，使几内亚和澳洲铝土矿现货供给偏紧而以执行长单为主致价格上涨或持稳，但澳洲梅特罗矿业铝土矿供给或逐步恢复且几内亚铝土矿发运时间基本处于旱季，或使国内铝土矿二季度进口量明显增加。

图 41：各省国产铝土矿平均价格



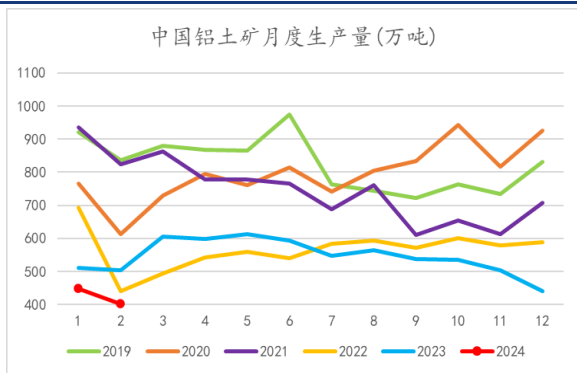
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 42：中国进口铝土矿平均价格



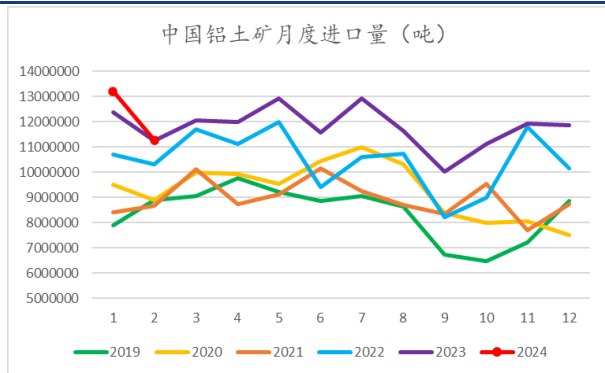
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 43：中国铝土矿月度生产量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 44：中国铝土矿月度进口量

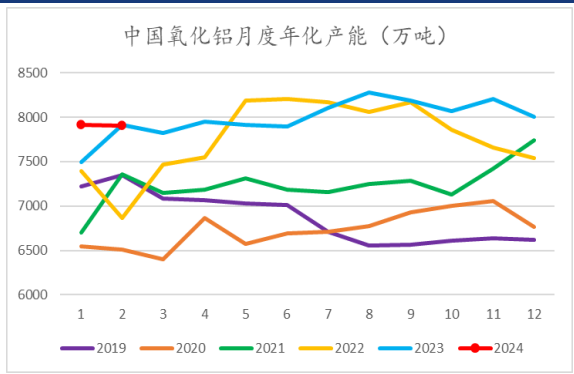


资料来源：SMM，宏源期货研究所

#### (2) 高位生产利润和进口铝土矿补充支撑国内氧化铝复产

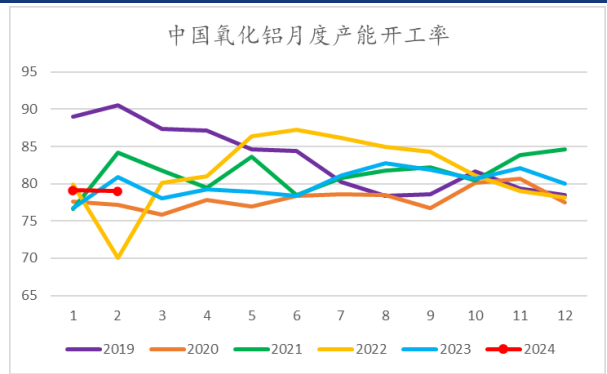
进口铝土矿补充推动晋豫氧化铝企业逐步复产，使中国氧化铝产能开工率较上周升高，或使中国氧化铝 4 月生产量环比增加，但是广西某氧化铝厂因铝土矿供给不足或让 50 万吨运行产能暂停生产 12 天，贵州某氧化铝厂计划 3 月 25 日常规检修 12 天且产量减半，山东某大型氧化铝厂技改使部分焙烧炉 3 月 15 日至 5 月 15 日轮流检修或影响 8 万吨生产量，氧化铝理论生产成本高于 2770 元/吨仍存支撑。

图 45：中国氧化铝月度年化运行产能



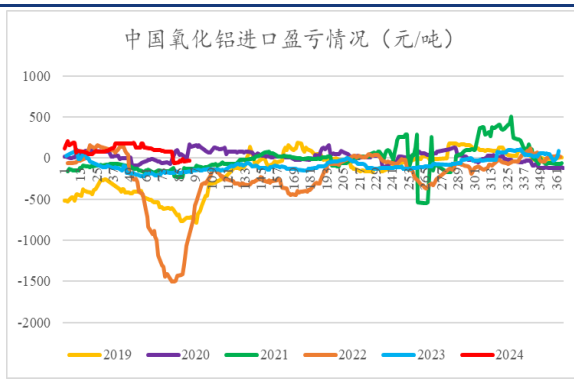
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 46：中国氧化铝月度产能开工率



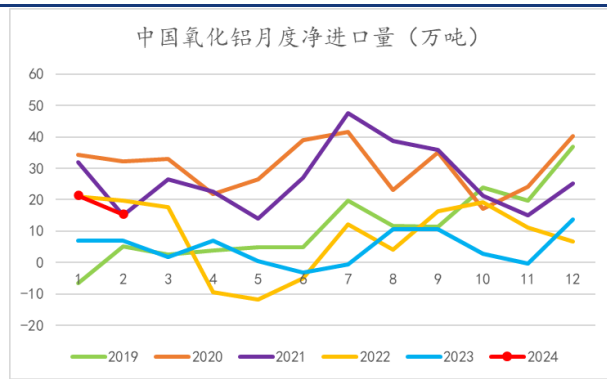
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 47：中国氧化铝进口盈亏情况



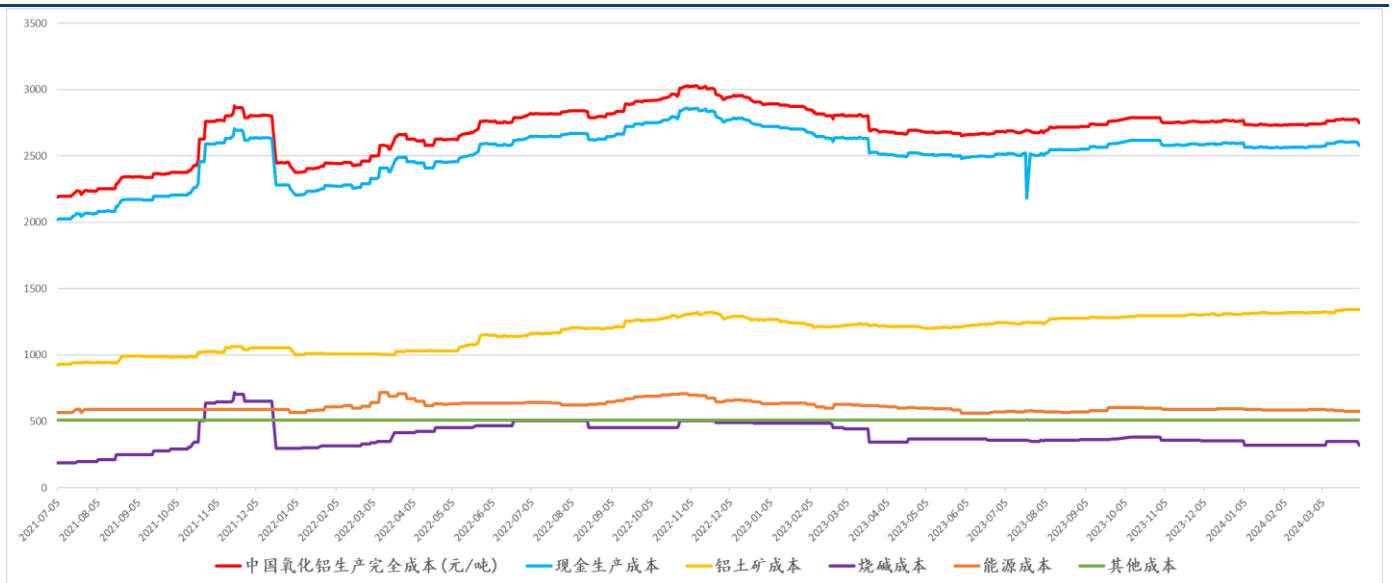
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 48：中国氧化铝月度进出口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 49：中国氧化铝日度生产成本



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 50：中国氧化铝供需平衡表

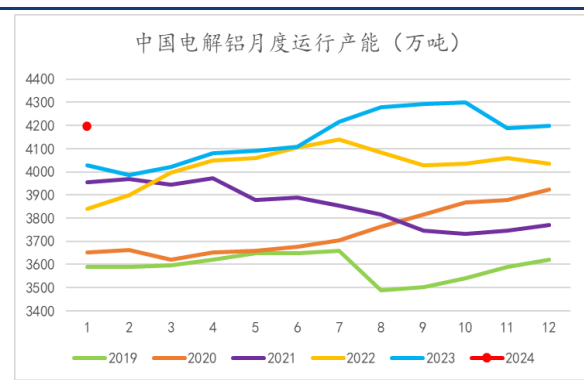
国内氧化铝供需平衡表（万吨）												
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
总生产量	687.95	643.56	692.19	682.19	704.93	682.19	704.93	704.93	682.19	704.93	675.62	679.45
进口量	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
出口量	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
总消费量	685.36	641.14	685.36	674.96	704.16	681.45	704.16	704.16	681.45	704.16	669.74	673.26
供需平衡	-2.41	-2.58	1.83	2.23	-4.23	-4.26	-4.23	-4.23	-4.26	-4.23	0.88	1.19

资料来源：SMM，宏源期货研究所

### （3）进口窗口持续打开或使国内电解铝供需预期趋松

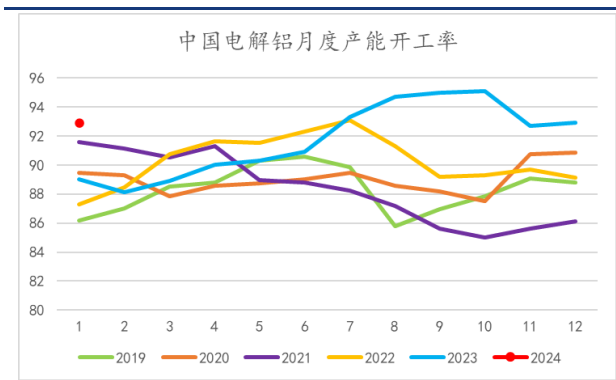
四川某铝厂 3 月 10 日开始停槽技改至 9 月或影响运行 6.5/建成 12.5 万吨产能，但是云南中等及以上旱情致 4 月降水减少二至五成虽不影响 52 万吨电解铝产能于 4 月中旬前复产但可能使剩余 65 万吨电解铝产能复产被搁置，叠加贵州安顺铝业因技改停产的 13 万吨产能或于 3 月底复产，内蒙古华云三期 42 万吨电解铝项目或于 5 月 15 日首台电解槽通电启动，国内电解铝理论加权平均完全成本为 16800 元/吨左右而利润可观提振生产积极性，或使国内电解铝 4 月生产量环比增加。

图 51：中国电解铝正在运行产能



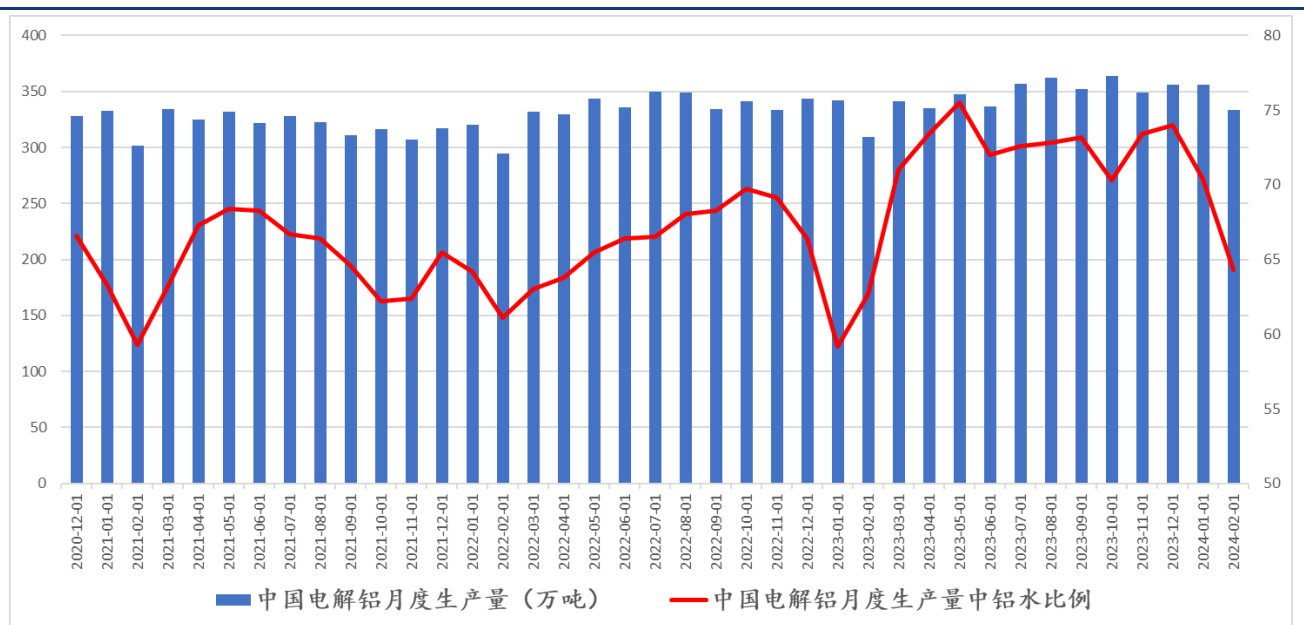
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 52：中国电解铝产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

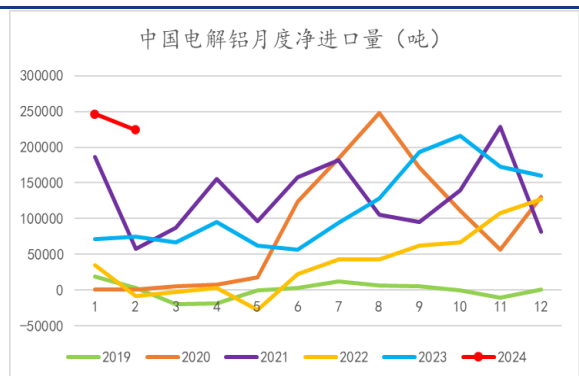
表 53：铝水占中国电解铝月度生产量比例



资料来源：SMM，宏源期货研究所

进口窗口关闭或限制中国电解铝进口量，使中国保税区电解铝周度库存量处于同期低位但或趋升。中国主要消费地铝锭出库量渐趋恢复正常波动，中国电解铝社会库存量初现下降拐点。

图 54：中国电解铝月度进出口量

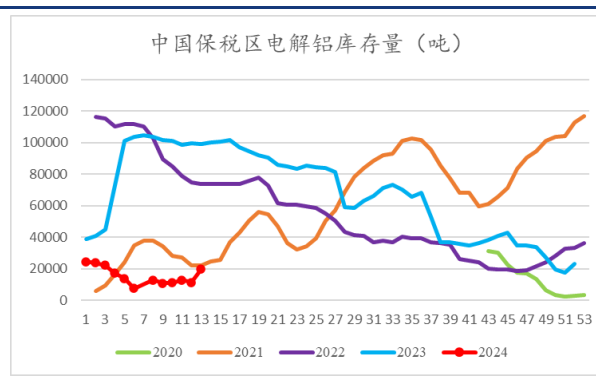


资料来源：SMM，宏源期货研究所

伦金所电解铝库存量处于同期相对低位。

大宗商品交易巨头嘉能可近期向伦敦金属交易所（LME）位于韩国光阳的注册仓库交付了大量俄罗斯原产铝。这一举动不仅揭示了俄罗斯铝在全球贸易中的尴尬处境，也反映了地缘政治紧张局势对大宗商品市场造成的深刻影响。嘉能可向 LME 光阳仓库交付的铝主要由俄罗斯铝业公司（Rusal）生产。作为中国以外全球最大的铝生产商，Rusal 面临着巨大的销售压力。由于买家在未来的合同中纷纷避开俄罗斯金属，该公司正努力处理大量积压的铝产品。这些铝最终流向了 LME 系统，成为消费者和生产商在缺乏其他选择时的最后手段。

图 55：中国保税区电解铝库存量



资料来源：SMM，宏源期货研究所



图 56：沪伦铝价比值及其近五年各分位数

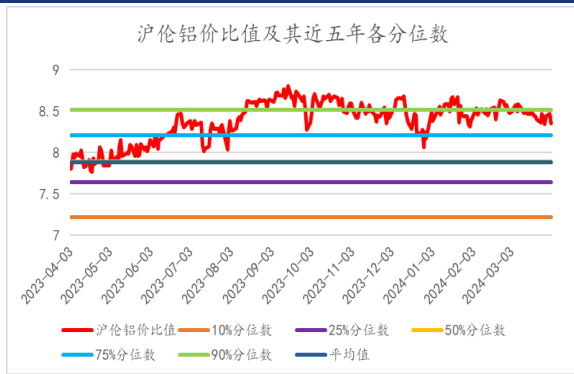


图 57：伦敦金属交易所电解铝库存量

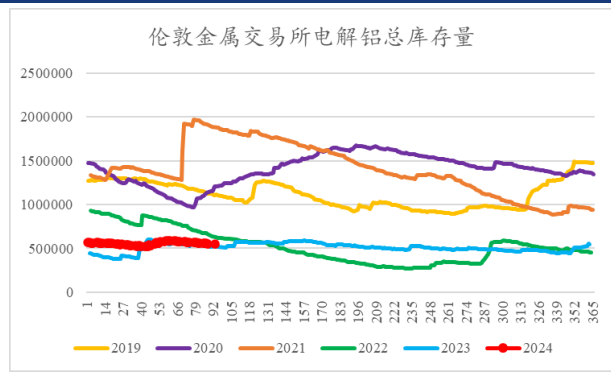


图 58：中国铝锭和铝棒周度社会总库存量

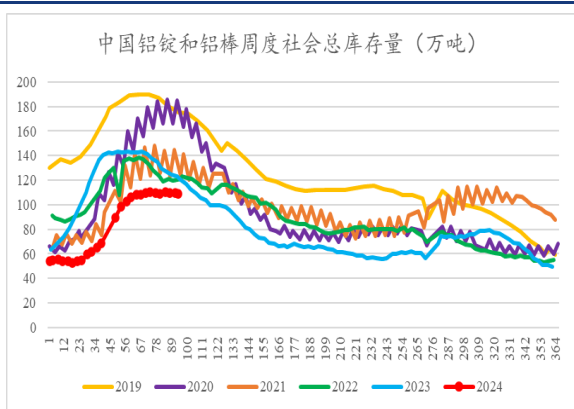


图 59：中国铝锭和铝棒周度总出库量

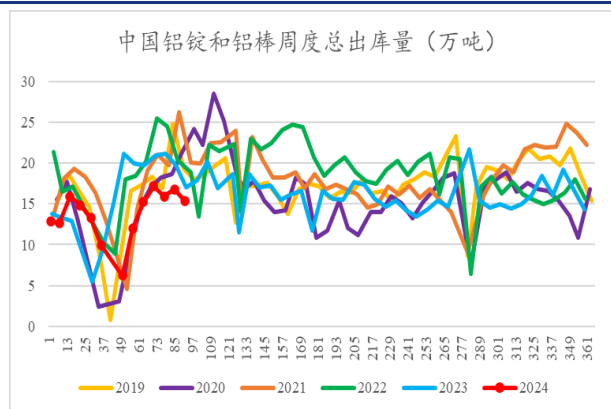


表 60：中国电解铝理论生产成本

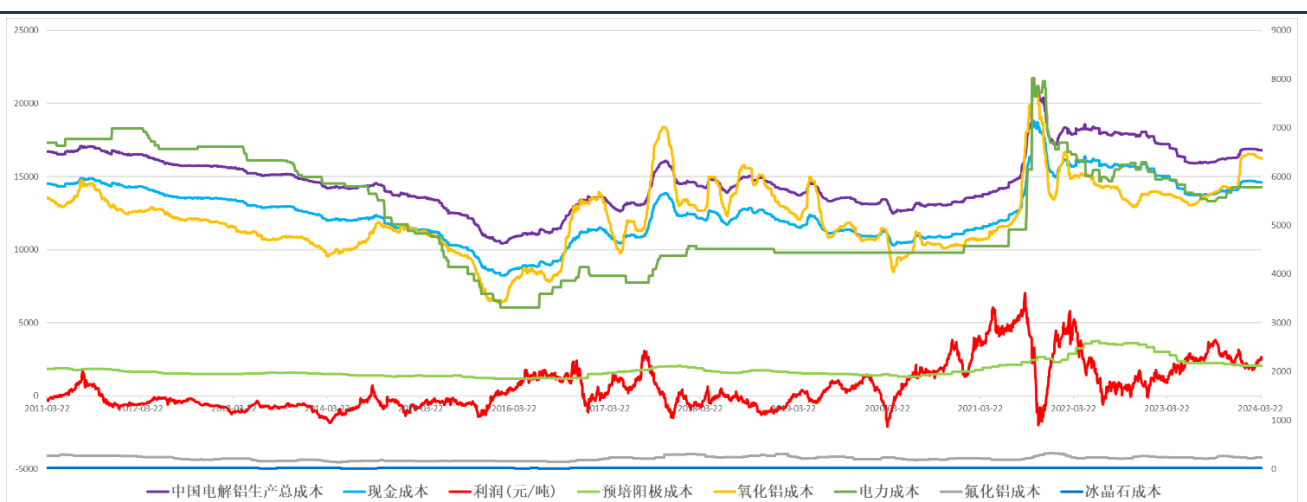


表 61：中国电解铝供需平衡表

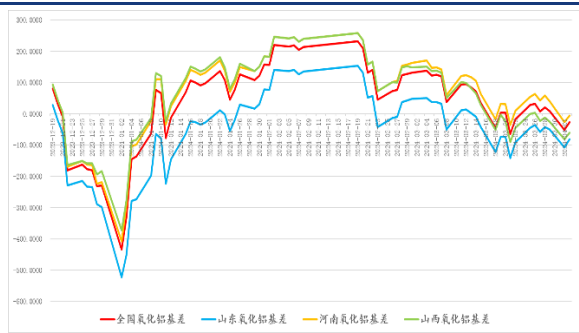
国内电解铝供需平衡表（万吨）												
分项/时间	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
总生产量	357.47	333.06	356.03	350.63	365.8	354	365.8	365.8	354	365.8	347.92	349.75
进口量	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
出口量	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
总消费量	359.6	298.7	362.7	366	381.3	366	375.1	376.65	367.5	378.2	369	372
供需平衡	3.87	40.36	-0.67	-9.37	-9.50	-6.00	-3.30	-4.85	-7.50	-6.40	-15.08	-16.25

资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 四、国内外氧化铝与电解铝价差结构

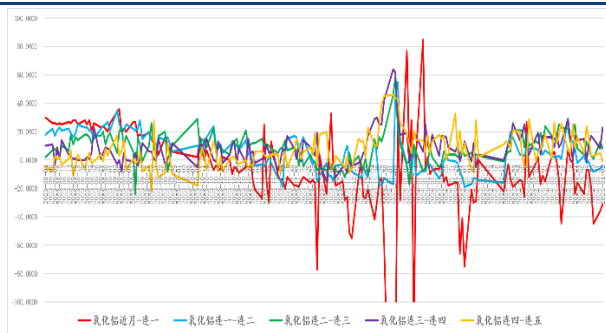
国内氧化铝基差和月差基本处于合理区间，电解铝基差和月差则处于相对低位，伦敦所 LME 铝近远月合约价差亦处于相对低位。

图 62：上期所氧化铝基差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

图 63：上期所氧化铝近远月合约价差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

图 64：上期所电解铝基差

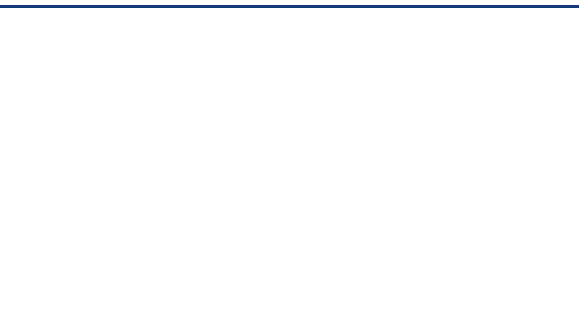
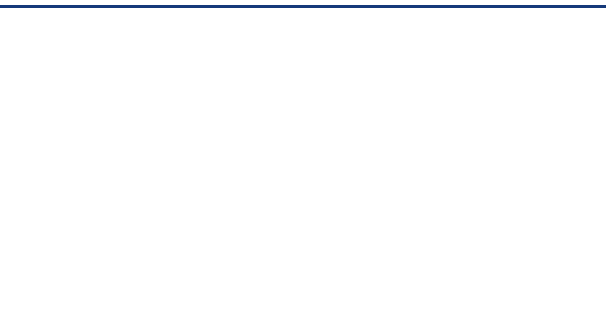
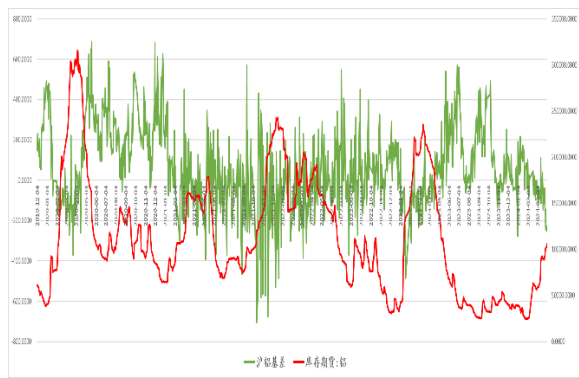
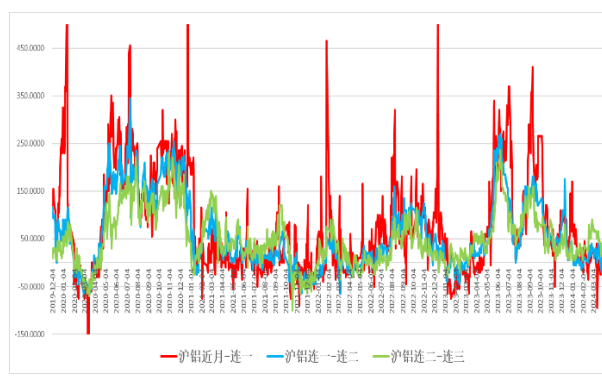


图 65：上期所电解铝近远月合约价差



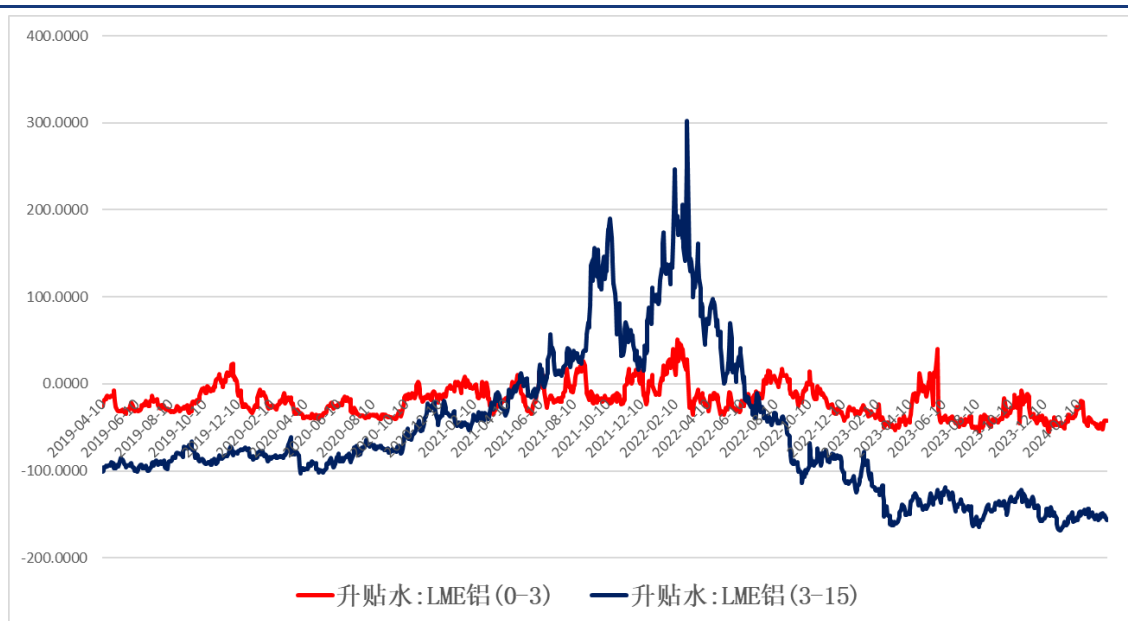


资料来源：上期所，宏源期货研究所



资料来源：上期所，宏源期货研究所

图 66：伦金所电解铝近远月合约价差



资料来源：LME，宏源期货研究所

## 五、2024 年二季度氧化铝和电解铝行情展望

中国与欧美经济增长前景及财政与货币政策对全球铝价走势具有重要影响，或使 2024 年全球氧化铝和电解铝价格走势如下所示：

(1) 2024 年二季度氧化铝价格走势或存以下情况：

倘若晋豫铝土矿恢复开采，即使云南剩余 65 万吨电解铝产能亦恢复生产，国内氧化铝供需预期或仍趋松，或使氧化铝价格重心有所下移；

倘若晋豫铝土矿未能恢复开采，叠加云南剩余 65 万吨电解铝产能恢复生产，则国内氧化铝供需预期紧平衡，进口铝土矿价格或继续升高形成生产成本支撑，或使氧化铝价格重心有所上移。

综上所述，预计 2024 年二季度中国氧化铝价格仍将具有较强的生产成本支撑，关注 3000-3200 附近支撑位及 3400-3500 附近压力位。

(2) 预计 2024 年二季度电解铝价格走势或分以下情况：

美联储降息和放缓缩表引导消费端“二次通胀”预期，云南旱情不影响近期 52 万吨电解铝产能复产但或搁置剩余 65 万吨电解铝产能复产，下游需求渐趋回暖使国内电解铝社会库存量初现下降，或使沪铝价格仍存上涨空间，关注 19000-19200/19500 附近支撑位及 20500-21000 附近压力位，建议投资者以逢回落布局多单为主。



**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：**王文虎**，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所有色与贵金属分析师。

