

### 累库周期将至，铝价运行中枢下移

走势评级：铝：看跌

报告日期：2023 年 6 月 27 日



孙伟东 有色首席分析师（铝、锡）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0014605

Tel: 8621-63325888

Email: weidong.sun@orientfutures.com

#### ★成本端：成本各项难言见底，电解铝成本考验万五支撑：

下半年国内电解铝成本端各个分项预计仍处于下跌通道当中，电解铝成本仍面临下行风险，我们预计阳极、动力煤以及氧化铝价格分别下跌 700 元、100 元以及 100 元，对应电解铝成本下行约 800 元/吨，下半年电解铝成本预计将考验 15000 元/吨支撑。

#### ★供给端：云南全面放开电解铝复产，供应压力陡增：

由于国内云南地区电力负荷放开，下半年国内电解铝供应压力较上半年明显加大。下半年云南省各铝厂理论上最大待投产数量为：云铝 125 万吨，神火 36 万吨，其亚 13 万吨，宏泰 26 万吨，总计 200 万吨。当然云南地区铝厂复产也面临一定阻力，其主要来自于四季度枯水期电力供应依然面临紧张的风险。

#### ★需求端：内需尚具韧性，警惕外需走弱及铝水比例下调：

下半年铝消费侧国内各终端领域预计仍可以维持一定韧性，其中光伏和基建领域将提供主要的消费增量。同时观察国内是否会出台相关经济政策以提振终端消费以及预期。外需方面随着主要经济体的进一步加息及高利率环境，预计国内铝材出口可能继续承压甚至恶化。综合来看我们预计全年国内铝消费增速约为 3.2%。除此之外，需要警惕铝材加工环节经营恶化带来的铝水比例下调可能给消费带来额外的下行风险。

#### ★投资建议：

随着云南的复产国内铝供给缺口将迅速抹平并逐步向过剩方向转化。我们预计从 7 月中下旬至 8 月开始，国内将进入一轮较长的累库周期。一旦铝锭累库发生，现货升水预计会明显回落，从而带动结构回归，结构对于铝价的支撑也将迅速减弱，此时铝价或将打开下跌空间。因此单边方面我们建议逢高做空沪铝远月合约，套利方面国内跨期建议铝锭累库拐点出现后适当参与跨期反套，内外盘正套逻辑上更顺一些不过总体还是以震荡思路对待。

#### ★风险提示：

国内经济刺激力度超预期，四季度云南电力紧张。

国内氧化铝现货价格走势



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，**见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 目录

1、成本端：成本各项难言见底，电解铝成本考验万五支撑.....	5
2、供给端：云南全面放开电解铝复产，供应压力陡增 .....	10
3、需求端：内需尚具韧性，警惕外需走弱及铝水比例下调.....	14
4、投资建议.....	17
5、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1: 国内石油焦价格走势 .....	5
图表 2: 国内预焙阳极价格走势 .....	5
图表 3: 国内港口动力煤价格 .....	6
图表 4: 国内电解铝企业加权电价 .....	6
图表 5: 国内铝土矿价格走势 .....	6
图表 6: 进口铝土矿价格走势 .....	6
图表 7: 国内铝土矿进口数量 .....	7
图表 8: 国内主要国家进口铝土矿数量 .....	7
图表 9: 国内氧化铝价格走势 .....	8
图表 10: 海外氧化铝价格走势 .....	8
图表 11: 国内氧化铝建成产能及开工率 .....	8
图表 12: 国内氧化铝产量 .....	8
图表 13: 下半年国内氧化铝待复产情况统计 .....	9
图表 14: 国内氧化铝远期新增产能统计 .....	9
图表 15: 国内电解铝运行产能变化 .....	10
图表 16: 国内电解铝产量变化 .....	10
图表 17: 国内电解铝成本及利润变化 .....	11
图表 18: 海外电解铝产量变化 .....	11
图表 19: 溪洛渡水库水位 .....	11
图表 20: 三峡水库水位 .....	11
图表 21: 1-5 月国内电解铝企业产能变动情况统计 .....	12
图表 22: 云南去年四季度以来电解铝企业减产情况统计 .....	13
图表 23: 下半年国内电解铝企业增复产计划统计 .....	13
图表 24: 下半年海外电解铝企业增复产计划统计 .....	14
图表 25: 国内电解铝表观消费累计同比 .....	14
图表 26: 国内房屋新开工及竣工面积累计同比 .....	14
图表 27: 国内三大白电产量累计同比 .....	15
图表 28: 国内光伏新增装机量累计同比 .....	15
图表 29: 国内汽车用铝消费量走势 .....	15
图表 30: 国内铝建筑型材企业开工率走势 .....	15
图表 31: 国内铝线缆企业开工率走势 .....	16
图表 32: 国内铝材出口量走势 .....	16

图表 33: 国内铝水比例走势.....	16
图表 34: 国内铝锭出库量走势 .....	16
图表 35: 国内电解铝社会库存 .....	18
图表 36: LME 铝库存 .....	18
图表 37: 国内原铝供需平衡表 .....	19
图表 38: 海外原铝供需平衡表 .....	19

### 1、成本端：成本各项难言见底，电解铝成本考验万五支撑

5月国内电解铝产能加权平均成本为16600元/吨左右，环比降低476元/吨，同比降低1814元/吨。5月行业平均利润为2227元/吨，环比增加148元/吨，同比下降301元/吨。全行业盈利能力较好，行业亏损产能仅占3.5%。

**预焙阳极：**6月份山东某大型铝厂预焙阳极招标基准价跌300元/吨，现汇价4225元/吨。年初以来，预焙阳极价格持续大跌，较年初跌幅达2700元/吨，折合电解铝成本下跌1300元。5月预焙阳极行业运行产能2103.7万吨，较上月增加44万吨，建成产能2985万吨，产能运行率为70.5%，环比上月增加1个百分点。出口大幅下降、电解铝需求增速不及预期以及成本坍塌是造成阳极大跌的主要原因，5月阳极行业平均亏损196元/吨，行业已经陷入较为严重的亏损。展望下半年，尽管随着行业亏损加剧行业供给过剩压力有望得到缓解，不过由于原料端石油焦港口库存过高，成本端可能仍存下行压力，预计预焙阳极价格仍有一定下行空间。我们预计下半年阳极价格会跌至3500元/吨左右，折合电解铝成本跌300元/吨左右。

图表1：国内石油焦价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：国内预焙阳极价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**电力：**5月份行业加权电价0.416元/度，环比降低0.009元/度。其中网电加权0.48元/度，自备电加权0.379元/度。动力煤价格大幅下降带动铝厂自备电成本快速下行。6月底港口动力煤价格为835元/吨与5月底价格基本持平。3季度随着夏季电厂日耗的增加，煤价或迎来一波维稳期。根据东证衍生品研究院动力煤分析师的观点，下半年煤供需基本面依然较差，后续煤价仍有下跌空间，或将带动铝成本下行，预计下半年煤价下方低点或在600-700元/吨，较上半年低点或仍有100元/吨下跌空间，对应电解铝成本下行300元/吨左右。

图表 3：国内港口动力煤价格



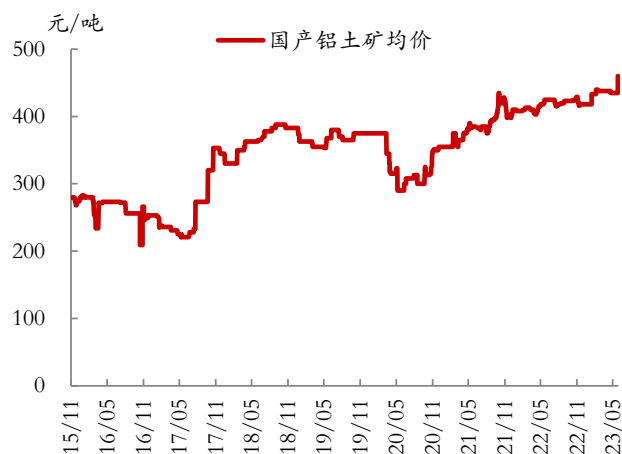
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 4：国内电解铝企业加权电价



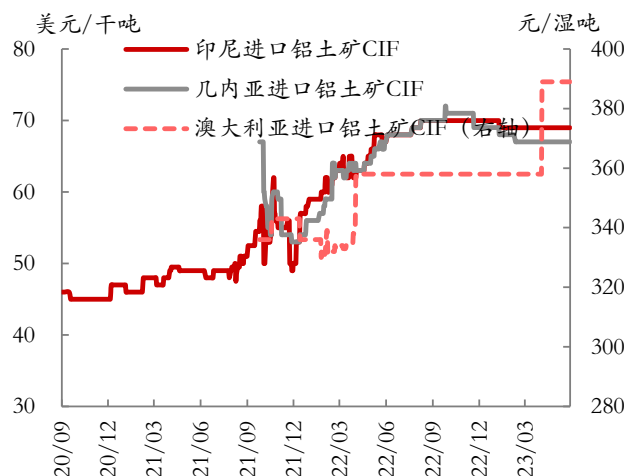
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 5：国内铝土矿价格走势



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 6：进口铝土矿价格走势

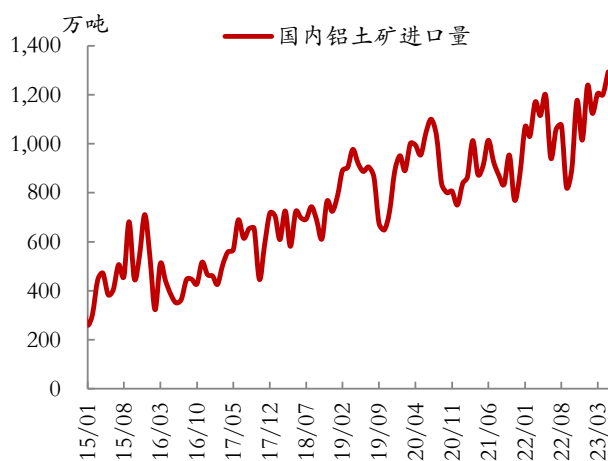


资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

**铝土矿及氧化铝：**原料端铝土矿价维持高位，6 月国产铝土矿均价 439 元/吨，较 5 月上涨 4 元/吨。北方进入雨季后，各地对矿山安环政策明显收紧，对全国矿石生产节奏造成一定影响，部分外包小型矿山基本处于停滞状态，从全国范围内来看供给依然偏紧，矿山挺价意愿较强，短期来看国内矿石价格将继续稳定在高位。6 月海外矿价变动不大仍维持在高位运行，几内亚、澳大利亚矿价均保持稳定。1-5 月国内铝土矿进口 6059 万

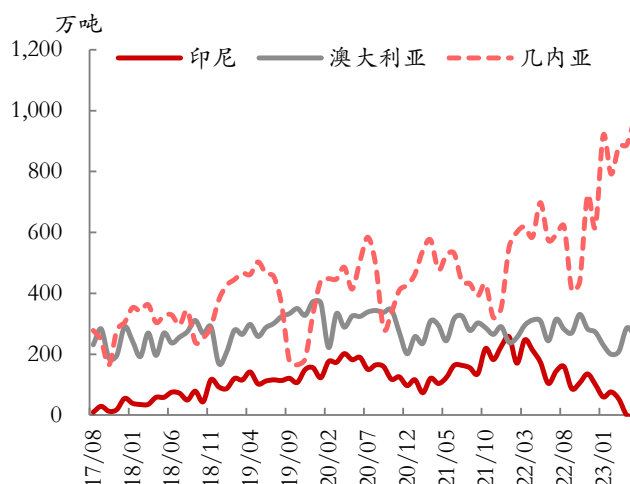
吨，同比+8.5%。几内亚矿山在雨季期间多以长单供应国内，量价相对稳定。4、5月印尼进口矿数量已经连续两个月归0，印尼政府正式决定从6月10日开始实施铝土矿出口禁令，并鼓励在印尼国内加工和提炼铝土矿。部分国内用户利用土耳其、黑山以及加纳矿掺配来替代部分印尼矿的缺口。预计下半年全球矿价以高位震荡运行为主。

图表7：国内铝土矿进口数量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表8：国内主要国家进口铝土矿数量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

5月国内冶金级氧化铝产量为668.2万吨，同比-3.9%，主要由于部分企业于五月集中检修，同时部分新投产产能进度缓慢，因此日均产量出现下滑。1-5月国内氧化铝产量为3234.4万吨，同比+4.2%。5月国内氧化铝企业运行产能为8250万吨，环比减少80万吨。5月国内氧化铝企业开工率为80.8%，环比降低0.8个百分点。6月国内氧化铝（山西地区）均价为2819元/吨，环比下降57.7元/吨，同比下降66元/吨。6月澳大利亚氧化铝FOB均价为337美元/吨，环比降低7美元/吨，同比下降27美元/吨。上半年国内氧化铝新增产能540万吨，新产能分布在山东、河北、广西以及贵州。下半年新增产能投产数量较上半年明显放缓。不过综合考虑新增以及待复产产能，目前行业仍有1000万吨左右的闲置产能，即便考虑到云南地区电解铝复产需求有所增加，但供应预计依然较为充裕，我们预计下半年氧化铝将继续震荡偏弱运行，价格运行区间为（2600，2800）元/吨，对应电解铝成本下移约200元/吨左右。

图表 9：国内氧化铝价格走势



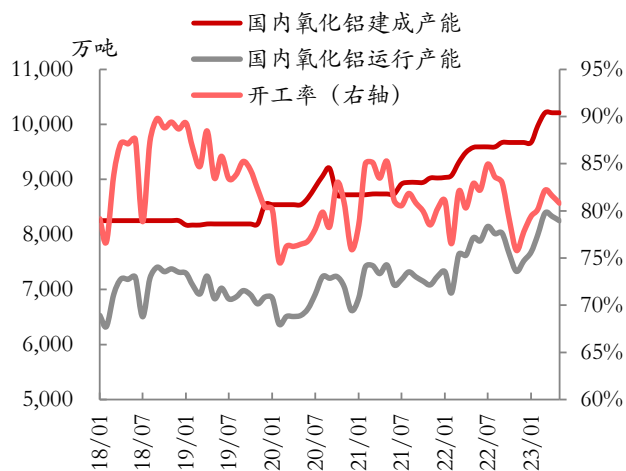
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：海外氧化铝价格走势



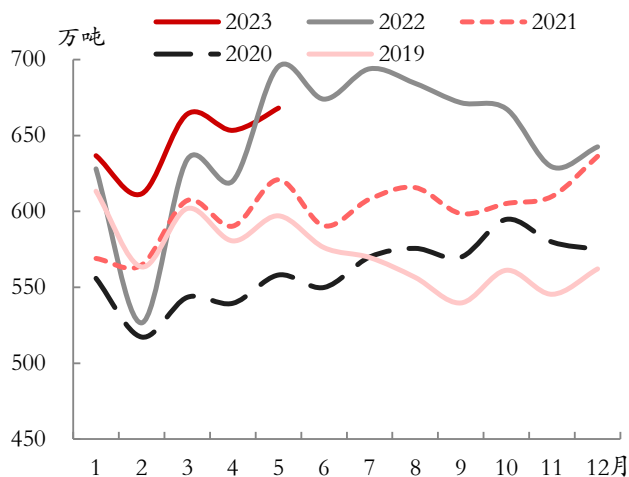
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 11：国内氧化铝建成产能及开工率



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 12：国内氧化铝产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院



图表 13：下半年国内氧化铝待复产情况统计

企业	建成产能	运行产能	复产规划
广西田东锦鑫化工有限公司	200	120	矿石及成本原因限制暂无满产计划
龙州新翔生态铝业有限公司	100	70	矿石限制暂无满产计划
贵州广铝铝业有限公司	90	50	矿石及成本原因限制暂无满产计划
贵州其亚铝业有限公司	140	60	矿石限制暂无满产计划
山西奥凯达化工有限公司	50	46	暂无满产计划
柳林县森泽煤铝有限责任公司	130	110	矿石限制暂无满产计划
山西孝义信发化工有限公司	320	270	运行维持相对高位，无满产计划
山西交口肥美信发铝业有限公司	280	180	运行维持相对高位，无满产计划
中铝兴华科技	90	35	矿石限制暂无满产计划
东方希望晋中化工有限公司	320	100	矿石及自身原因限制暂无满产计划
中铝矿业有限公司	200	140	矿石限制暂无满产计划
中铝中州铝业有限公司	280	150	矿石及成本原因限制暂无满产计划
洛阳香江万基铝业有限责任公司	140	80	矿石限制暂无满产计划
东方希望(三门峡)铝业有限公司	260	160	矿石限制暂无满产计划
三门峡义翔铝业有限公司	60	45	矿石及成本原因限制暂无满产计划
总计(万吨)	2660	1616	

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 14：国内氧化铝远期新增产能统计

项目名称	规划产能	投产时间	投产进度
山东鲁北海生生物有限公司	100	2023 年 5 月	受弱势行情影响多次延后投产，暂未满产
河北文丰新材料	240	2023 年 2 月、3 月	二期双线分别于一季度中下旬时期投产，现满产运行稳定
广西田东锦鑫化工有限公司	120	2023 年 4 月	受矿石供应及成本影响未满产运行
山西奥凯达化工有限公司	40	2023 年三季度	老旧产线改造，受资金限制多次延后，现计划于 2023 年三季度投产

广西广投北海绿色生态铝	200	2024 年下半年	项目已于年初开始建设，计划工期 18 个月
北海东方希望材料科技有限公司	240	2024-2025 年	
防城港中丝路新材料科技有限公司	240	规划拟建	

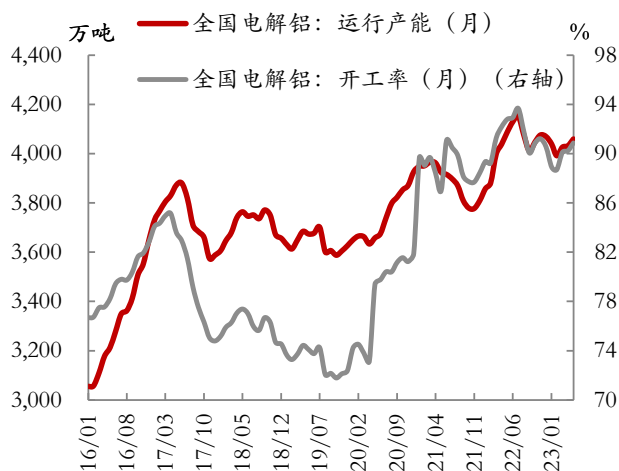
资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院（单位：万吨）

综合来看下半年国内电解铝成本端各个分项仍处于下跌通道当中，电解铝成本仍面临下行风险，我们预计阳极、动力煤以及氧化铝价格分别下跌 700 元、100 元以及 100 元，对应电解铝成本下行约 800 元/吨，下半年电解铝成本预计将考验 15000 元/吨支撑。

## 2、供给端：云南全面放开电解铝复产，供应压力陡增

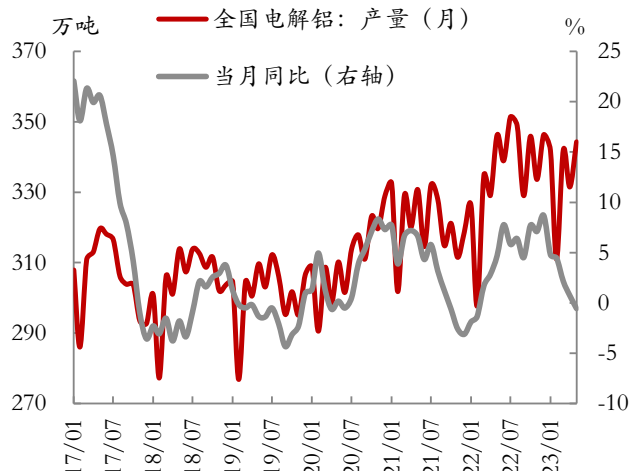
5 月国内电解铝产量为 344.3 万吨，同比-0.57%，1-5 月累计为 1670.7 万吨，同比+2.2%。  
 4 月海外电解铝产量为 231.3 万吨，同比-0.7%，1-4 月累计为 926 万吨，同比+0.3%。截至 6 月中旬国内电解铝运行产能为 4120 万吨，海外电解铝运行产能为 2857 万吨。

图表 15：国内电解铝运行产能变化



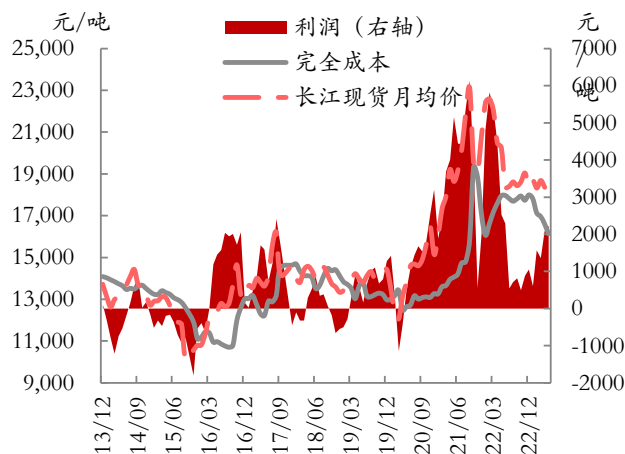
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 16：国内电解铝产量变化



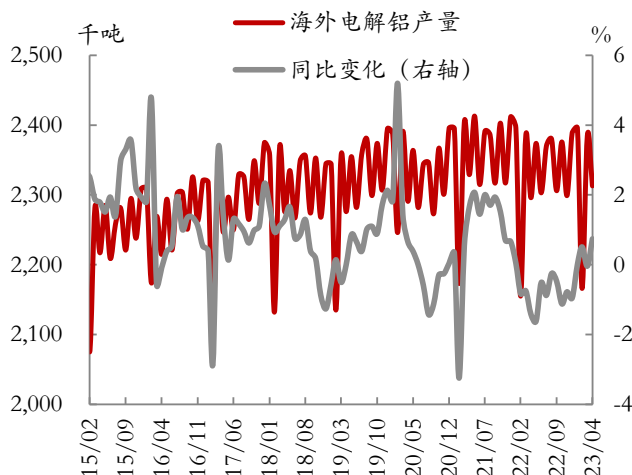
资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

图表 17: 国内电解铝成本及利润变化



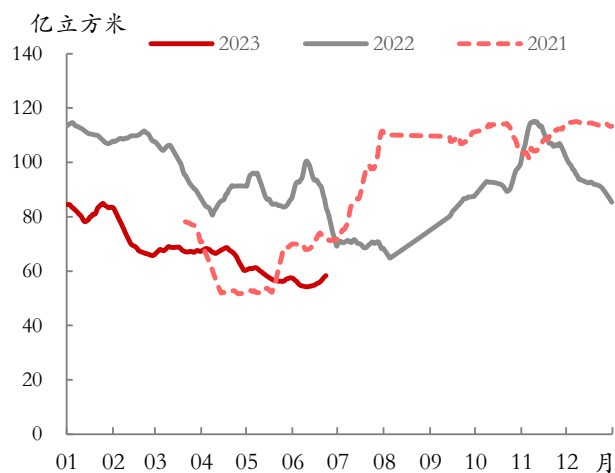
资料来源: 东证衍生品研究院

图表 18: 海外电解铝产量变化



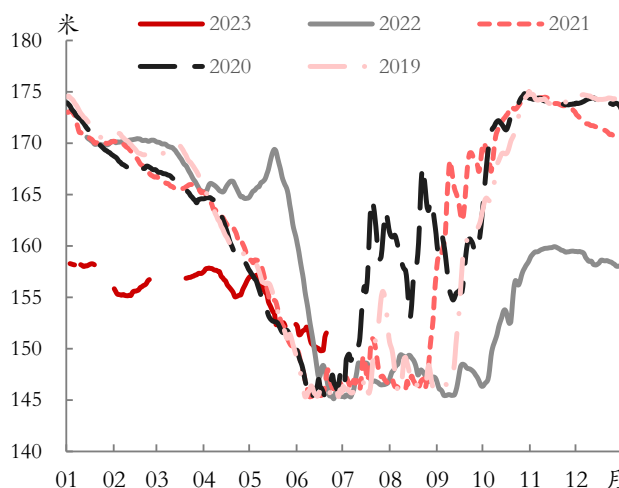
资料来源: IAI, 东证衍生品研究院

图表 19: 溪洛渡水库水位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 三峡水库水位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

1-5 月国内电解铝净增产 26 万吨, 其中累计减产数量 123 万吨, 累计增产数量 149 万吨。上半年电解铝减产集中于 1、2 月份西南地区, 由于电力供应问题贵州、云南产能出现压减。不过自 2 月开始除云南地区之外的铝厂陆续着手复产, 主要在贵州、广西、四川以及甘肃。总体来看, 由于西南地区电力紧张, 上半年国内电解铝供应压力偏小。

展望下半年, 由于云南地区全面放开电解铝行业用电负荷, 云南电解铝产能预计将逐

步回到市场。从去年四季度开始云南地区发生两轮减产，总计减产规模为 189 万吨。同时考虑到云南宏泰仍有一定指标可以用于新投，下半年云南省各铝厂理论上最大待投产数量为，云铝 125 万吨，神火 36 万吨，其亚 13 万吨，宏泰 26 万吨，总计 200 万吨（如果宏泰继续扩产，则需要山东对应停产）。目前来看云南地区全面放开电解铝负荷，主要有以下原因，第一汛期降水较好，第二政府 GDP 压力，第三由于今年中国经济增速不及预期电力外送压力降低。尽管 11 月枯水期后，铝厂仍面临一定的减产风险，目前电解槽重启费用仍然很高，但在电力进一步出现紧张情况之前，铝厂预计会持续推进复产，市场大概率也会按照接近 200 万吨左右的规模去交易。总体来看下半年国内电解铝供应压力较上半年明显加大。

图表 21：1-5 月国内电解铝企业产能变动情况统计

地区	企业	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
甘肃	中瑞铝业		15.2	-7		
内蒙古	白音华煤电			6		
贵州	元豪铝业	1.5		2	4.5	
贵州	贵州兴仁登高铝业	-3			7	11
贵州	贵州华仁新材料	-15	0.5	5.5	2	8
贵州	遵义铝业股份	-12	1	4	10	11
贵州	贵州省六盘水双元铝业	-4		2	5.5	1
贵州	贵州省安顺黄果树铝业	-4		2		-7
广西	广西来宾银海铝业		5	8	2	5
广西	广西百矿铝业		3	7		
四川	广元中孚高精铝材		2	5		
四川	广元市林丰铝电		2	5		
四川	广元弘昌晟铝业			3		
四川	阿坝铝厂	4	5	2	1	
云南	云南文山铝业		-4			
云南	云南海鑫铝业		-12			
云南	云南溢鑫铝业		-9			
云南	云铝存量产能		-21			
云南	云南其亚铝业		-8			
云南	云南神火铝业		-22			
河南	豫港龙泉铝业			2		
新疆	新疆天龙铝业			0.5		2
山东	南山铝业		-2		-7	
	总计（万吨）	-32.5	-44.3	47	25	31

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 22：云南去年四季度以来电解铝企业减产情况统计

企业	建成产能	减产前运行产能	第一波减产 产后产能	第一波减产 产产能	第二波减产 产后产能	第二波减产 产产能	累计减产 产能
云南铝业	305	305	226	-79	180	-46	-125
云南神火	90	90	76	-14	54	-22	-36
云南其亚	35	35	30	-5	22	-8	-13
云南宏泰	158	95	80	-15	80	0	-15
总计（万吨）	588	525	412	-113	336	-76	-189

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

图表 23：下半年国内电解铝企业增复产计划统计

地区	企业	增复产
内蒙古	白音华煤电	20
贵州	贵州华仁新材料	22
四川	四川启明星铝业	3.5
四川	眉山市博眉启明星铝业	3.5
云南	云南宏泰新型材料	25
云南	云南文山铝业	15
云南	云南海鑫铝业	33
云南	云南溢鑫铝业	16
云南	云铝存量产能	61
云南	云南其亚铝业	13
云南	云南神火铝业	36
总计（万吨）		248

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

海外方面，欧洲电解铝厂暂时没有大规模回到市场的计划，下半年仅巴西、俄罗斯、印尼、加拿大以及法国五家铝厂有增产计划，总计 32.5 万吨。海外电解铝下半年供应压力依然偏小。

总体来看，由于国内云南地区电力负荷放开，下半年全球电解铝供应压力较上半年明显加大，当然云南地区铝厂复产也面临一定阻力，其主要来自于四季度枯水期电力供应依然面临紧张的风险。

图表 24：下半年海外电解铝企业增复产计划统计

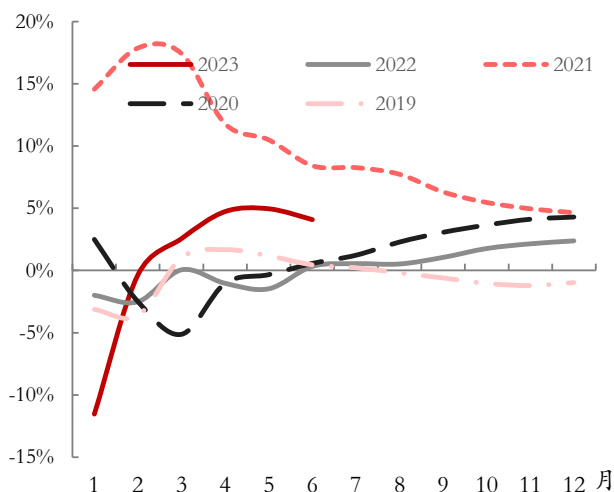
国家	企业	总计
巴西	Alcoa-Alumar	4.7
俄罗斯	Rusal-Taishet	9.4
印度尼西亚	华青铝业	8
加拿大	Rio Tinto-Kitimat	8
法国	Liberty House-Dunkerque	2.4
总计（万吨）		32.5

资料来源：爱择咨询，东证衍生品研究院

### 3、需求端：内需尚具韧性，警惕外需走弱及铝水比例下调

6月国内电解铝消费量约362.19万吨，同比+0.17%，增速较5月明显回落。1-6月消费量累计约2062万吨，累计同比+4.08%。上半年国内铝下游消费总体表现超出预期，从终端角度来看，房地产产业链总体景气度很低，但受到保交楼政策影响，竣工端消费具有一定韧性，令铝相关消费虽然承压但不至于大幅下滑；基建电缆领域上半年消费强度较高，起到较强的托底作用；汽车产销总量表现一般，但受到新能源车的拉动，总消费增速尚可；家电端表现稳中向好；光伏表现则持续超预期；出口方面，由于外需疲弱，出口下滑幅度超预期。从终端角度来看，上半年新能源与基建的增速较好，有效对冲了出口以及地产的疲软，整体需求侧表现出相对稳定的增长。

图表 25：国内电解铝表现消费累计同比



资料来源：东证衍生品研究院

图表 26：国内房屋新开工及竣工面积累计同比



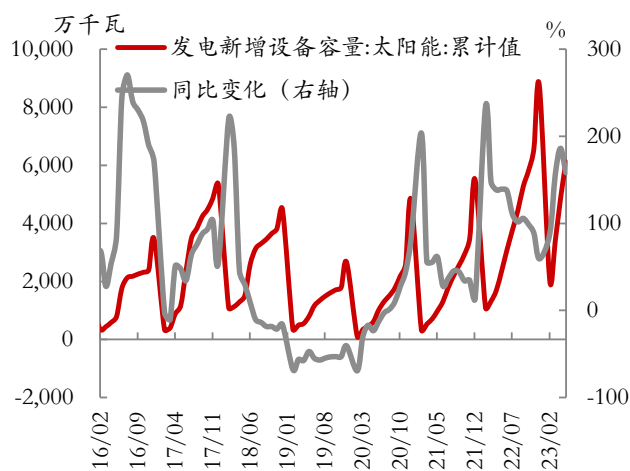
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 27: 国内三大白电产量累计同比



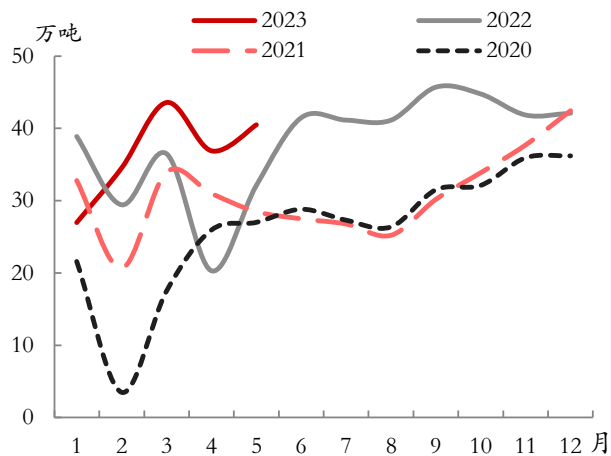
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 28: 国内光伏新增装机量累计同比



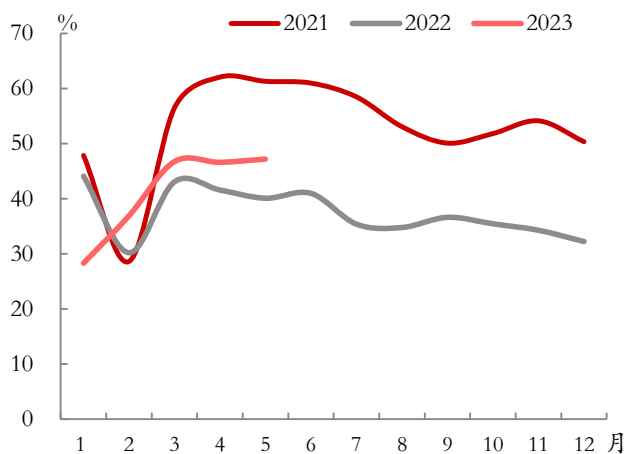
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 国内汽车用铝消费量走势



资料来源: 东证衍生品研究院

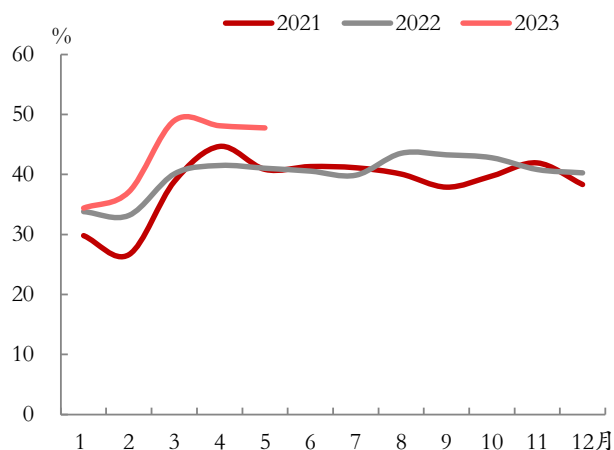
图表 30: 国内铝建筑型材企业开工率走势



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

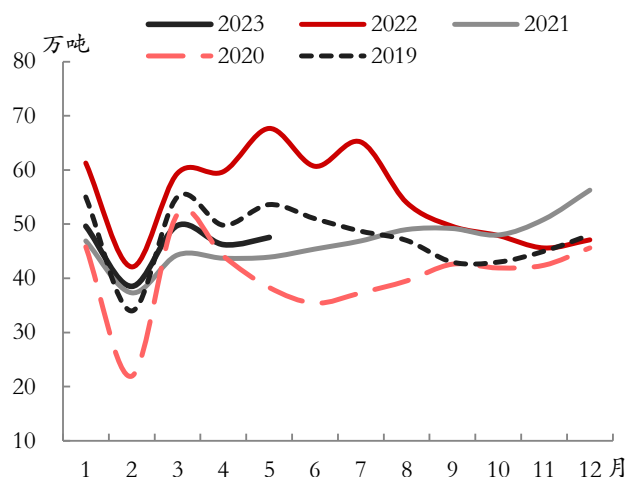


图表 31: 国内铝线缆企业开工率走势



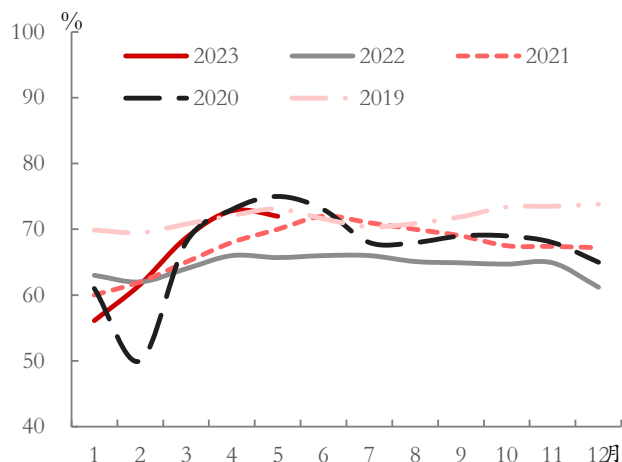
资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 32: 国内铝材出口量走势



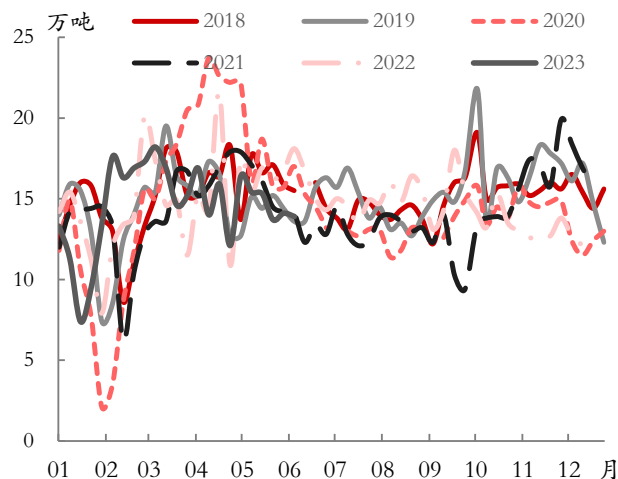
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 33: 国内铝水比例走势



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 34: 国内铝锭出库量走势



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

上半年国内铝表观消费超预期更重要的因素可能跟铝材环节产能迅速扩张有关, 据了解今年国内全部铝材新增产能可能超过400万吨。铝材产能大量扩张主要可能由以下几点原因, 第一最近几年各省政府持续推动铝水就地转化, 第二新能源相关铝材过去几年投资过于集中今年陆续投产, 第三再生铝项目受到各地方政府支持相关项目落地较多。在以上几点因素的共同作用下, 国内铝材产能迅速扩张。具体表现为今年上半年



铝水比例较去年明显增加，相应的铝锭铸锭量明显收缩，进一步加速了铝锭去库速度并放大的铝表观消费增速。如果看铝锭出库数据的话，表现则相对一般，这与终端实际消费一般的情况可以比对的。由于铝材加工产能扩张过快，而终端订单增速有限，因此铝材加工费承压。整个行业的开工率或者说铝水比例能维持多久是存疑的，短期铝水比例已经出现一定下滑的趋势，不过铝水比例的调降一般是比较缓慢的，因此短期铝材加工环节仍可以作为蓄水池承接铝元素供应。中期需要警惕铝材加工环节由于产能过剩而发生的负反馈，届时可能对铝消费造成较大负面影响。

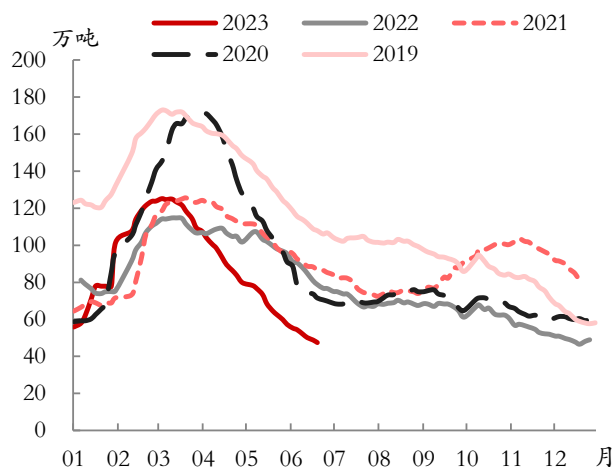
展望下半年消费侧国内各终端领域预计仍可以维持一定韧性，其中光伏和基建领域将提供主要的消费增量。不过更为关键的可能是观察国内是否会出台相关经济政策以提振终端消费以及预期。外需方面随着主要经济体的进一步加息及高利率环境，预计国内铝材出口可能继续承压甚至恶化。综合来看我们预计全年国内铝消费增速约为 3.2%。除此之外，需要警惕铝材加工环节经营恶化带来的铝水比例下调可能给消费带来的下行风险。

#### 4、投资建议

上半年铝价总体呈现震荡运行走势，震荡区间在万八至万九之间。价格下方支撑来自于库存持续超预期去化并且长期处于历史低位。而库存去化的驱动有两点，其一是供需偏紧，供给端西南地区由于电力不足而电解铝厂大规模减产并且推迟了复产节奏，另外需求虽然并不乐观但仍可以维持缓慢的增长；第二是由于铝材加工企业产能扩张迅速，铝水比例偏高铝锭铸锭量偏低。价格在万九上方始终难以有效突破，同样有两点驱动，其一是终端消费总体表现一般，下游难以承受过高的铝价，同时补库意愿偏低；其二是由于上半年电解铝成本快速下行，铝价虽然处于震荡区间，但行业利润已经处于历史相对高位，尽管目前利润并不决定行业供给，但市场在定价过程中也会把利润因素放入考量，这也对价格上方空间造成了一定限制。

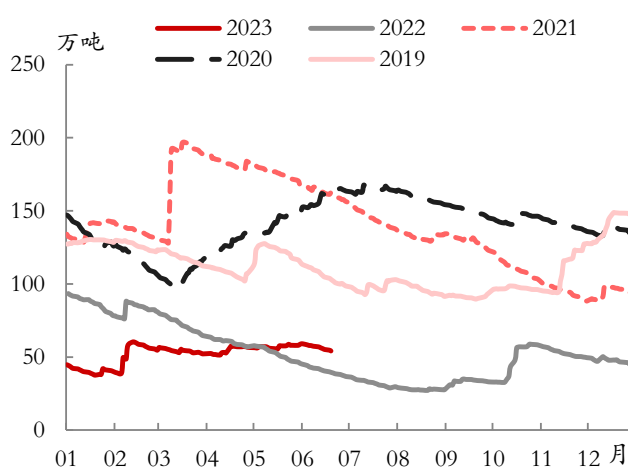
另外不得不提的则是低库存下带来的期现结构走强：从宏观、消费以及行业利润来看，铝价似乎高估，这给了部分产业以及资金做空或者保值的理由，但由于铝锭库存以及仓单很低，因此近月端空头缺乏交割能力，在这种背景下，正套或近月多头资金发力将结构拉到了很大的 back 形态，叠加现货端极高的升水，这种结构使得现货价格具有很强的韧性，同时对远月端价格也形成了某种程度上的支撑。从某种意义上而言，back 结构下多空的博弈，同样是支撑上半年铝价的重要原因。

图表 35: 国内电解铝社会库存



资料来源: 我的有色网, 东证衍生品研究院

图表 36: LME 铝库存



资料来源: LME, 东证衍生品研究院

展望下半年, 我们认为上半年铝价区间震荡的主要因素即将打破。主要来自两方面逻辑, 第一供需边际大概率逐步转弱, 从消费端来看转弱的压力更多来自于外需或者说铝材出口, 在高利率环境下海外主要经济体衰退难以避免, 在国内政策保持定力的情况下, 铝需求端面临一定走弱的压力。更大的压力其实来自于供给端, 云南全部放开电解铝复产规模后, 200 万吨的电解铝复产意味着达产后每个月近 20 万吨的产量增加, 国内下半年电解铝供应压力陡增。当然铝水比例偏高能在一定程度上延缓供需恶化的节奏, 但难以从根本上扭转, 甚至当铝材加工环节积累的矛盾爆发, 会进一步加速基本面的恶化, 这是我们最担心的情况。第二个打破铝价震荡运行局面的因素则来自于交易层面, 我们认为低库存带来的逼仓压力和目前的 bacl 结构是支撑铝价的重要因素。不过这一支撑可能即将打破, 我们预计从7月中下旬至8月开始, 国内将进入一轮较长的累库周期。一旦铝锭累库发生, 现货升水预计会明显回落, 从而带动结构回归, 结构对于铝价的支撑也迅速减弱, 此时铝价或将打开下跌空间。我们预计下半年国内铝价运行中枢将向 16500-17000 元/吨附近靠拢。投资建议方面, 单边方面我们建议逢高做空 AL2309 或其他远月合约。套利方面, 国内跨期正套适合交易时间已经所剩无几, 不过由于跨期反套操作风险较高, 因此建议等到库存拐点确认后适当参与。内外盘方面, 似乎仍没有特别大的趋势性行情, 仍然建议在进口窗口打开时布局内外正套, 而在进口亏损较大时布局内外反套, 理论上上半年内外反套逻辑更顺, 下半年正套可能更符合逻辑, 总体上还是以震荡思路对待。

如果从更长期的视野来观察国内电解铝的供需, 明年或将是供应接近产能天花板的一年。尽管国内电解铝合规产能天花板为 4500 万吨, 不过其中 100 多万吨产能指标暂时没有任何启动迹象, 因此如果今年云南复产完毕之后, 明年电解铝新增产能数量将十分有限。不过尽管产能接近天花板, 但从电解铝产量角度而言明年仍有一定增长空间,

因此产量天花板或将在 2025 年见到。

图表 37：国内原铝供需平衡表

单位：万吨	2023E	2022	2021	2020	2019
国内原铝产量	4164	4029	3850	3735	3617
国内产量同比	3.4%	4.6%	3.1%	3.3%	-1.2%
净进口	90	48	149	105	0
净抛储	0	0	28	0	0
国内原铝总供给	4254	4077	4027	3841	3616
供给同比增速	4.3%	1.2%	4.8%	6.2%	-1.4%
国内原铝需求量	4238	4108	4013	3835	3677
需求同比增速	3.2%	2.4%	5.8%	3.0%	-1.0%
国内供应-需求	16	-31	14	6	-61

资料来源：东证衍生品研究院

图表 38：海外原铝供需平衡表

单位：万吨	2023E	2022	2021	2020	2019
海外原铝产量	2852	2801	2836	2795	2786
海外产量同比	1.8%	-1.2%	1.5%	0.3%	0.4%
净出进口	90	48	149	105	0
海外原铝供给量	2762	2753	2687	2690	2786
供给同比增速	0.3%	2.4%	-0.1%	-3.5%	0.7%
海外原铝需求量	2956	2986	2916	2780	2921
需求同比增速	-1%	2.4%	4.9%	-4.8%	1.1%
海外供应-需求	-194	-185	-80	-90	-135

资料来源：东证衍生品研究院

## 5、风险提示

国内经济刺激力度超预期，四季度云南电力紧张。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)