

表需矛盾，铝市困局何解？

---2023 年下半年电解铝-氧化铝期货行情展望

王蓉 投资咨询从业资格号:Z0002529

wangrong013179@gtjas.com

报告导读：

2023 年上半年铝市的核心矛盾点是，表需偏强，但下游反馈不如表需强劲。这种劈叉的背后，考虑到下游开工的样本问题、下游长链条的更多备库及合金化趋势、精废替代为原铝提供的结构性增量需求、以及终端“新旧消费”对冲补位之后的正增速依然可观，我们更认可铝锭社库所体现的偏强表需。抑或可以相对确认的是，铝的需求侧相比去年同期应至少是一个温和复苏或弱复苏的格局，不应该看太悲观。

未来针对社库矛盾的破局，我们认为社库的表现依然重要，与此同时宏观预期的定位也将持续指引包括铝在内的有色乃至工业品板块。站在当下来看，下半年宏观预期边际走强的空间或更大，带来市场对于需求侧更多的信心，并配合低的社会库存，铝价依然有可能呈现更多逢低买的机会。

所以我们对下半年铝价的看法整体还是偏重心上行，阶段性的波段回调依然会有，节奏跟踪依然重要。比如 7-8 月份伴随云南复产，叠加消费淡季，铝价是否再迎回调，需要关注。如果下半年要走出趋势性非常强的上涨行情，铝市还是要凭借微观供需面比较尖锐的缺口矛盾，否则整体高度还会受限。而在目前年中不足 50 万吨的社库水平下，铝市边际定价的锚在于：

(1) 电解铝的供给侧：边际关注 7-8 月云南复产起量情况，当地电力供应增量能够匹配多少电解铝复产产能，恐还是需要一个动态跟踪和评估的过程，下半年及中长期趋势上我们仍倾向于把电解铝定性为供给的稳定性已经在趋向下降。

(2) 下半年原铝的供需平衡：当前我们更倾向在中位数情形基础上更偏乐观的可能，这主要是基于下半年云南水电的扰动，以及对于国内需求端边际依然存在同比增量的预期。基于当下的认知，今年下半年铝锭社库走高的高度可能也就在 70 万吨上下。

(3) 铝&氧化铝的利润分配：当前氧化铝并不具备产业上下游环节利润分配的争夺权，甚至在成本定价的大格局中，氧化铝价格不排除仍有承压空间的可能，这可能会带来电解铝利润的进一步增厚，但这并非做空铝价的充分条件。未来是否还要再做打铝厂利润的逻辑，该逻辑若要在供给端确实有配合，交易线条想要更有长时间的趋势性，那么仍需“看天吃饭”。

(4) LME 市场如何指引：单边让位于结构，全年及下半年供需矛盾目前看并不突出。今年海外产需大概率过剩，但幅度比较温和。结合中国市场的平衡（取中位数情况）来看，今年全球供需约短缺 63 万吨，占到全球供需规模的 1% 不到，整体呈现紧平衡格局。即便后续内外供需再调整，全球大概率或依然处在 7000 万吨量级的 ±1% 以内。

因此落地到下半年的铝价走势与投资展望上，伴随 7-8 月份库存的大概率抬升，沪铝不排除有一定阶段性回调的空间，但下半年价格深跌的基础也并不坚实，逢低依然存在向上修复的波段买入机会，同时结构性策略（偏向月间）仍可持续关注。

目录

1. 2023 年上半年铝市核心矛盾点：表需偏强，但下游反馈不如表需强劲	3
2. 表需矛盾何解：我们倾向于把电解铝终端需求侧定性为“弱复苏”	4
2.1 我们如何理解表需偏强与下游偏弱之间的劈叉？	4
2.2 矛盾破局：社库依然是症结所在，宏观预期亦关键	10
3. 站在年中不足 50 万吨的社库上，铝市边际定价的锚在哪里？	10
3.1 电解铝的供给侧：边际关注 7-8 月云南复产起量情况，下半年犹有扰动风险	10
3.2 下半年原铝的供需平衡如何：铝锭社库走高的高度可能也就在 70 万吨上下	13
3.3 铝&氧化铝的利润分配：氧化铝并不具备产业利润争夺权，电解铝打利润仍需“看天吃饭”	16
3.4 LME 市场如何指引：单边让位于结构，全年及下半年供需矛盾目前看并不突出	18
4. 2023 年中期铝价研判及投资展望：认可偏强表需，下半年仍存波段买入机会	20

1. 2023 年上半年铝市核心矛盾点：表需偏强，但下游反馈不如表需强劲

2023 年上半年，沪铝延续了自去年 8 月份以来的横盘格局，价格波动的中枢基本围绕在 18300-18400 元/吨，震荡区间的上下沿分布在 17500-19500 元/吨之间相对窄幅的运行空间内。截至 6 月 19 日，沪铝主力 2307 合约收在 18455 元/吨，较去年底主力合约收盘价 18700 元/吨，小幅收跌 1.3%。

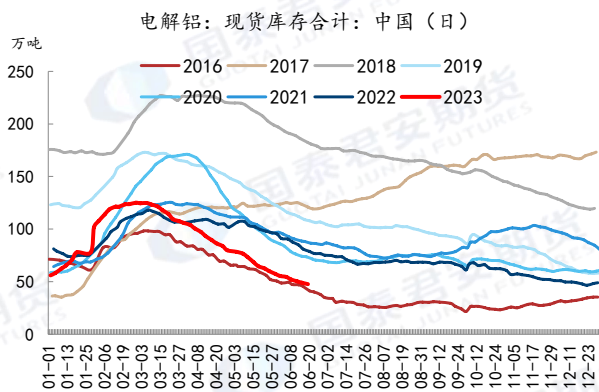
对于国内铝价已经持续将近 11 个月的盘整困局，我们认为背后的关键问题在于市场多空的分歧明显，而这其中核心的矛盾点又来自于铝锭社库所体现的偏强表需，与下游反馈之间的劈叉，造成了多空彼此长时间持续的对峙。在整个上半年，这一核心矛盾点始终未能有效解决的情况下，铝价陷入了上行无法打开有想象力的高度，下行亦受到低库存和 Back 期限结构的支撑，整体价格在短频快的逻辑切换中只能走出波段趋势。

图 1：自去年 8 月份至今，沪铝主力合约价格始终横亘在 17500-19500 区间附近做横盘，时至今日仍未破盘



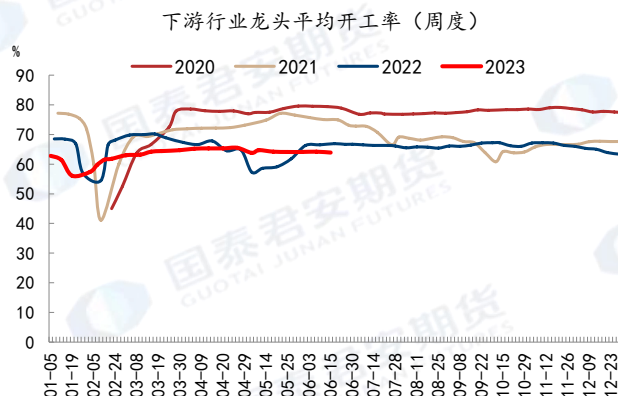
资料来源：文华财经，国泰君安期货研究

图 2：铝锭库存已经下降至 2016 年同期低点



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 3：下游龙头企业周度开工表现不佳



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

这本质上其实也意味着，今年迄今国内铝市场始终无法定位一条持续时间长、具有强趋势性的定价逻辑。而对比海外市场，我们也看到自去年8月份至今，伦铝同样陷入底部宽幅震荡格局，价格波动中枢在2300-2400美元/吨一线。有别于去年3月因为俄乌事件所导致的剧烈涨跌行情，今年LME市场亦陷入低库存和弱需求的拉锯中，单边方向缺乏尖锐的趋势性矛盾，凭借C-3期限结构的大幅波动，也仅能自我驱动兑现结构性的部分机会，而对单边价格走势并没有形成显著的冲击。

图4：伦铝自去年8月份至今亦陷入底部宽幅震荡格局，价格波动中枢在2300-2400美元/吨一线



资料来源：博弈大师，国泰君安期货研究

2. 表需矛盾何解：我们倾向于把电解铝终端需求侧定性为“弱复苏”

2.1 我们如何理解表需偏强与下游偏弱之间的劈叉？

根据最新截至2023年6月19日的铝锭社会库存数47.5万吨，反推今年1-6月国内电解铝表需的累计同比增速大约接近4.3%，显著高于去年同期表需同比增速0.2%。与此同时，下游铝加工材（加权）开工的同比增速月均在-3.7%，节奏上与表需增速的变动具有较好的同步和同向性。

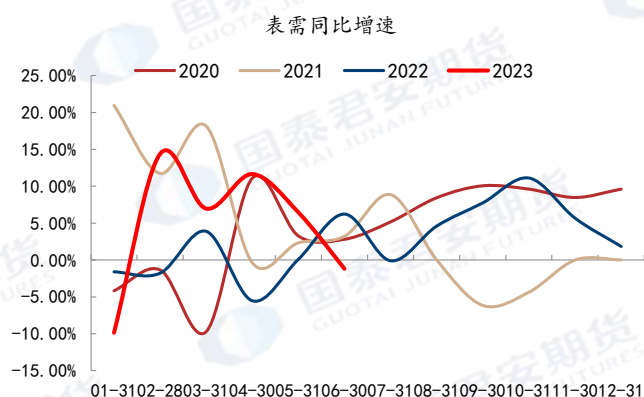
以下游加工材的开工作为对电解铝需求端的表征，明显呈现出下游偏弱与表需偏强的劈叉。对于这一矛盾点，我们认为有以下四个维度可以尝试去做解释，或者可以让这种表面上的劈叉得到一定程度的弥合。

第一，下游开工率的高低是否可以准确表征电解铝需求的强弱，这可能需要打个问号。下游的产能利用率本质上是产量除以产能的结果，下游实际的产量可以视为电解铝的真实消费，但在下游产能扩张的同时，即使产量依然有增长，也可能出现开工率的下降（产能扩张超过产量增量）。根据钢联数据，今年1-5月下游主要加工材（包括建筑及工业铝型材、铝板带箔、铝杆、再生及原生铝合金）产量的同比增速月均约在15.7%，铝棒产量增速月均接近16.5%，这个产量增速事实上非常乐观。

当然，今年结合下游反馈的情况，我们认为实际产量应该也达不到两位数的增长，考虑到铝下游加工材分布之广泛，市场资讯机构客观上并无法穷尽所有的数据采集样本，而且例如钢联也在每年动态调整或者扩充样本数，这会使得我们根据静态的下游产量数据做同比增速的测算，明显存在误差。

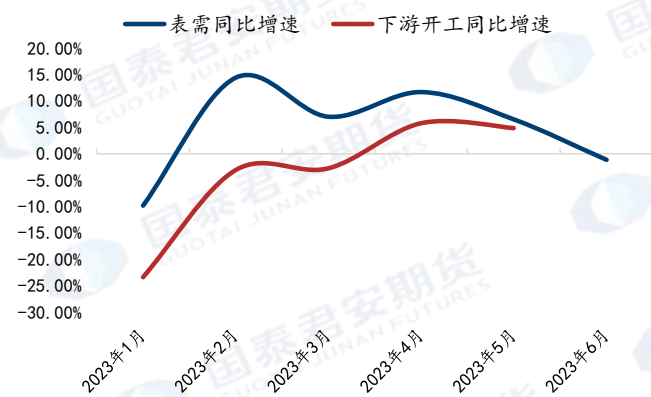
因此，我们倾向于认为今年迄今国内铝下游的需求表现，介于同比负增长的开工率和两位数增长的样本产量情况之间，没有那么多差，但是也说不上多强，同比或有温和增长。

图 5：上半年电解铝表需同比增速明显高于去年同期



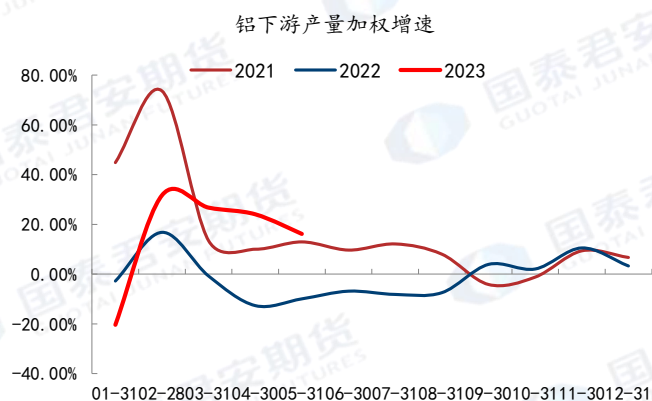
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 6：表需 VS 下游月度开工同比增速



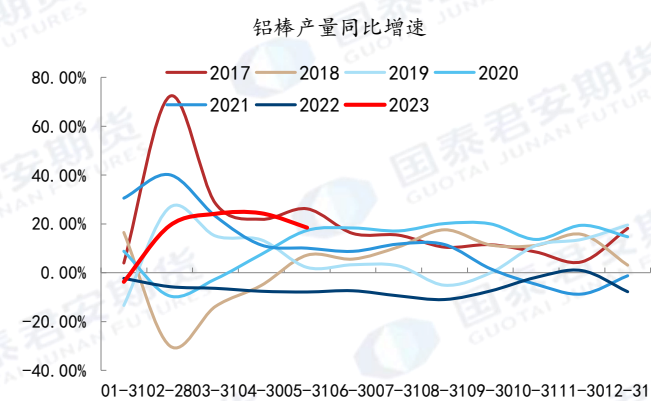
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 7：1-5 月下游铝加工材产量同比增速月均约在 15.7%



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 8：1-5 月铝棒产量同比增速月均接近 16.5%



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

第二，铝的下游结构是有色板块中下游链条延展比较长、初级到深度加工环节比较多、覆盖终端行业相对最为分散和广泛的一种结构，因此在伴随下游产能的一定扩产，以及更为重要的是——在众多纵向和横向的下游加工环节中，如果各环节都不同程度做了更多的原料备库，那么下游全产业链对电解铝库存的吸纳规模可能是不容小觑的。

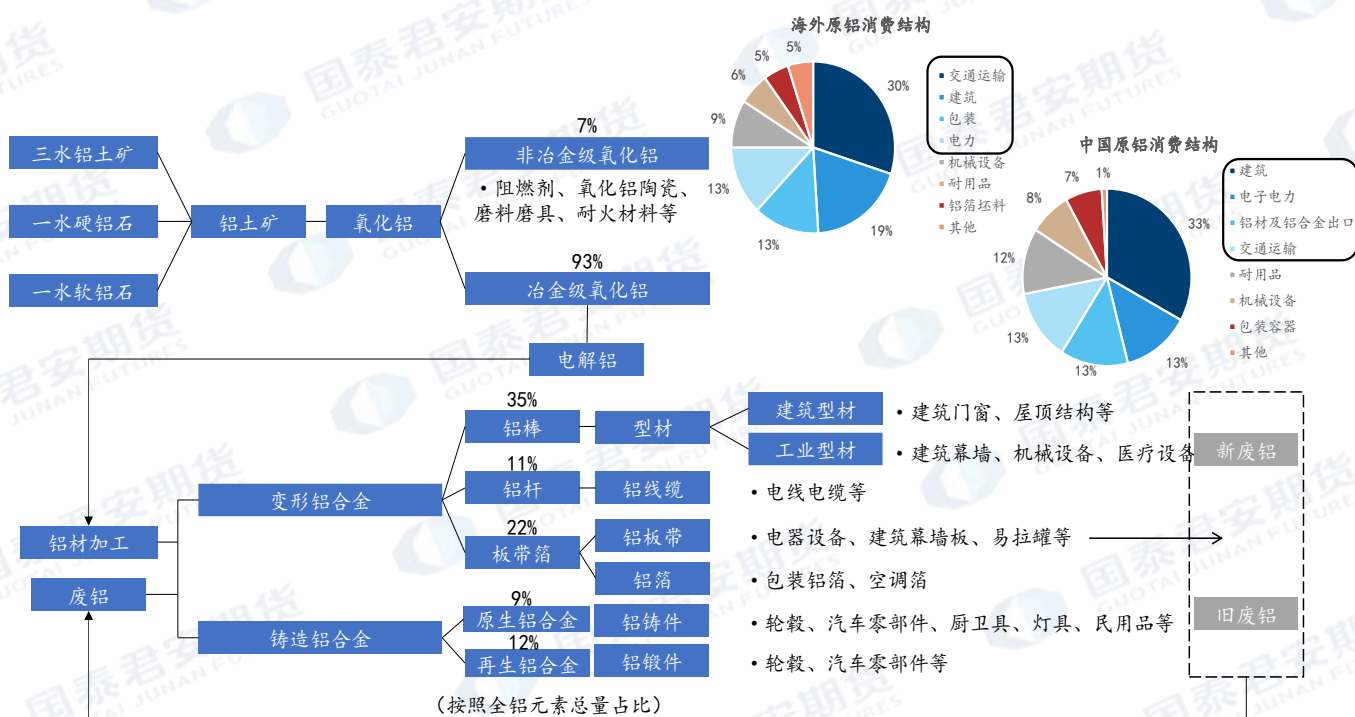
根据 SMM 给到的调研数据，今年迄今铝型材企业的原料库存比基本高于历年同期，铝板带箔原料库存比也在 2 季度迄今高于历年同期。下游对铝锭库存的更多吸纳，我们认为与去年 6 月佛山仓储事件之后导致的仓库信任危机有直接关系，这使得更多的电解铝直接厂对厂，而不再体现在显性的社会库存中，这也可以理解为是一种被动式的“补库”。

此外，近几年铝行业日益凸显的合金化，也使得作为显性形态存在的铝锭库存总量收缩。根据钢联数据显示，截至今年 5 月，国内铝水比例接近 72.0% 左右，最多使用铝液生产的铝棒绝对产量规模也上升至远高于历年同期的水平，达到 150 万吨级别，几乎占到电解铝当月产量的 43.6%。

铝行业的合金化，换言之电解铝更多以铝液的形态直接进入下游，做成合金加工材，这是铝下游产业格局

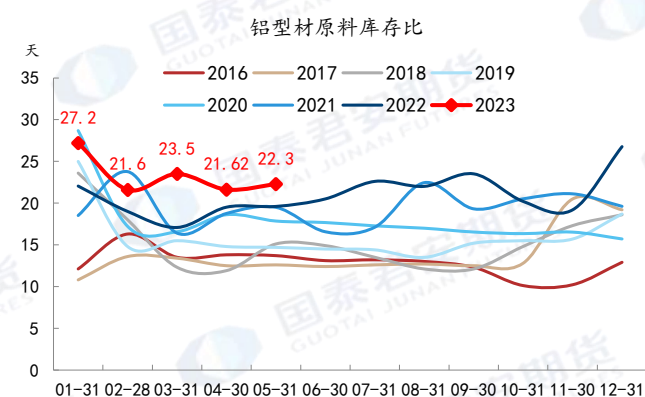
战略性的调整。这在产业传导逻辑上，是构成铝锭社库低水位的重要原因之一。但是我们认为如果终端需求确实极其糟糕，下游需求会有反噬，合金化也会遭遇阻力，供需过剩的体量终究会传导至电解铝环节，以铝锭这种固态的形态浮出水面。当然，鉴于铝下游产业链条的冗长，这种自终端对加工材及铝锭环节形成反噬的传导路径也会相对较慢。这可能也是令低库存继续存续的有利条件，不过我们仍倾向认为铝终端行业的需求不至于太悲观，结构分化比较明显，总量上犹有增量，这使得铝行业的合金化依然有总量需求的支撑。

图 9：电解铝全产业链结构图



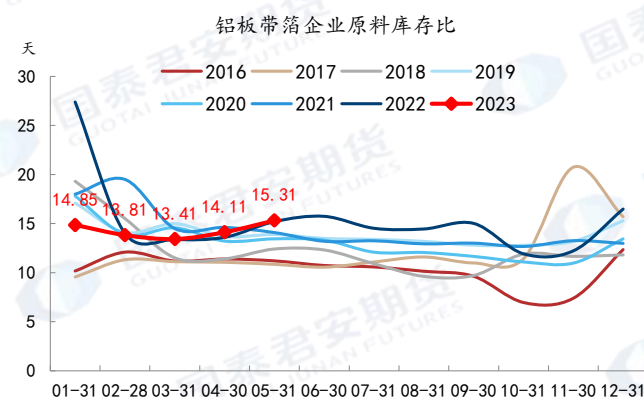
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 10：今年迄今铝型材原料库存比基本高于历年同期



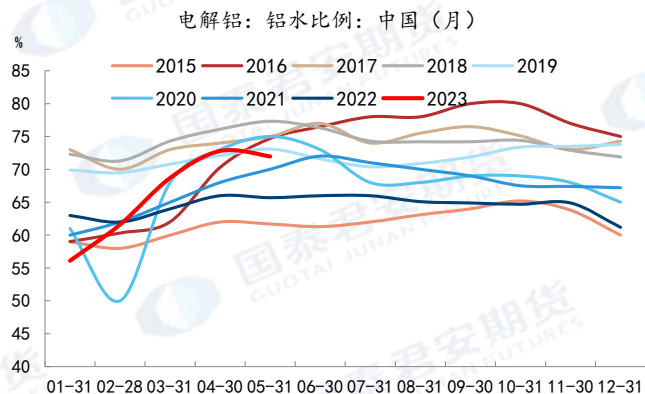
资料来源：国泰君安期货研究

图 11：铝板带箔原料库存比也在 2 季度迄今高于同期



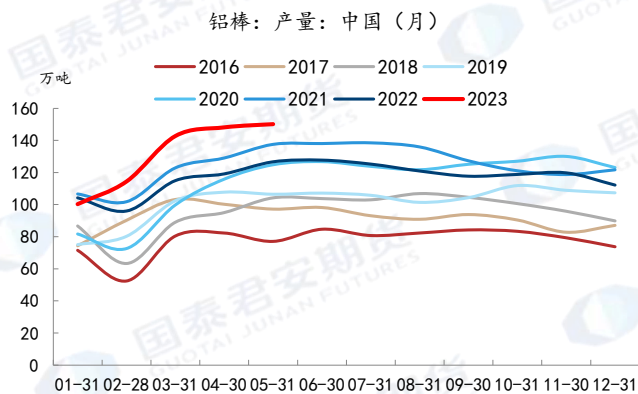
资料来源：国泰君安期货研究

图 12：今年迄今铝水比例明显高于去年同期



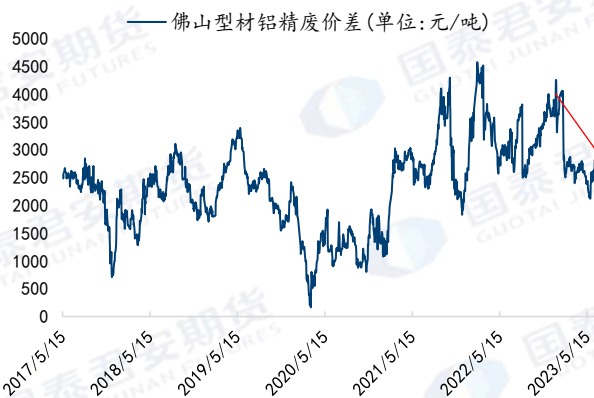
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 13：铝棒绝对产量上升至远高于历年同期的水平



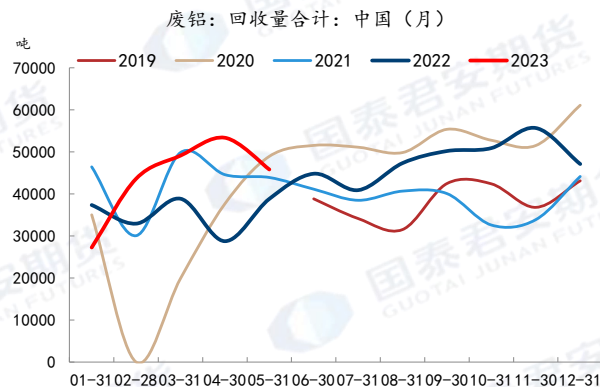
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 14：今年迄今佛山型材铝精废价差显著走低



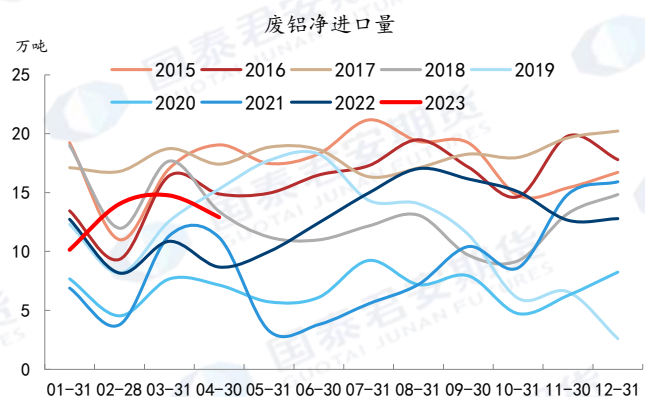
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 15：今年 1-5 月废铝回收量同比增加约 4.25 万吨



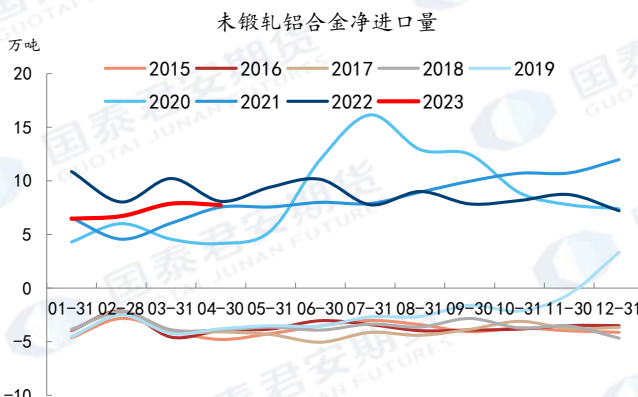
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 16：今年 1-4 月废铝净进口同比增加约 11.4 万吨



资料来源：中国海关，国泰君安期货研究

图 17：1-4 月未锻轧铝合金净进口同比减少 8.4 万吨

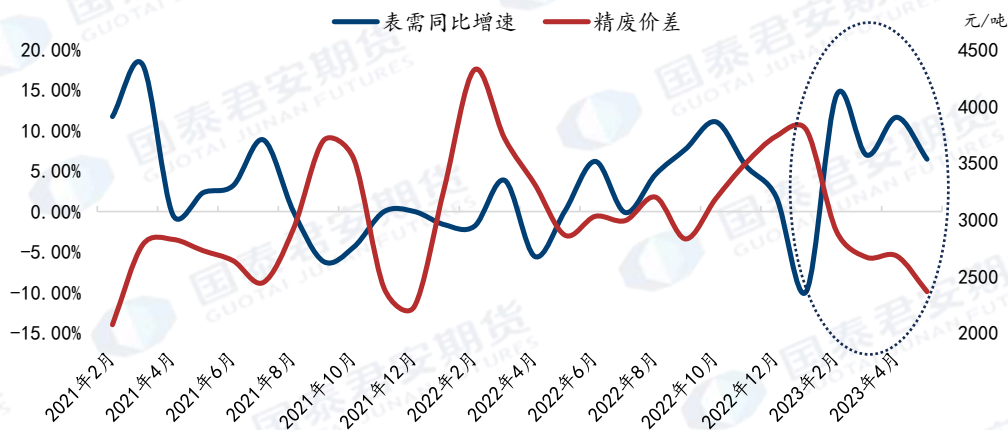


资料来源：国泰君安期货研究

第三，今年迄今精废替代或依然为原铝提供了增量需求，因此这种结构性的替代需求也支撑了原铝的表需。我们观察到自年初至今，佛山型材类的铝精废价差显著走低，这背后应是今年上半年废铝整体供应增量的

收缩导致。1-5月国内废铝回收量同比增加约4.25万吨，前4个月废铝净进口同比增加约11.4万吨，但同期的未锻轧铝合金净进口同比减少8.4万吨，合计上半年国内市场废铝供应增量大约在7-10万吨体量。而去年同期，废铝国内回收量、废铝净进口以及未锻轧铝合金净进口合计的供应增量大约在35万吨级别，今年迄今废铝供应量明显不及去年。这使得精废价差在持续走低的同时，下游加工材使用原铝的采购经济性在相对提升，原铝有可能获得了一定程度上对废铝的替代。

图 18：原铝表需同比增速与精废价差呈现一定负相关，今年尤其是 1 季度的负向程度比较强



资料来源：SMM，钢联，国泰君安期货研究

第四，我们自电解铝的终端消费行业，向上游原铝的需求增速做一定程度的反推。今年迄今国内原铝依然处在“新旧消费”对冲的格局中，在以房地产、出口铝材为代表的“旧消费”持续承压的同时，传统基建、新基建以及清洁能源领域相关的消费仍在持续托底原铝的需求侧。

根据我们“地基电”需求模型测算的结果显示，今年1-5月（可近似于视作上半年），国内原铝的“旧消费”增量约接近16万吨，对原铝上半年消费增速（2022年上半年消费量在1982万吨）的贡献达到0.8个百分点左右。主要的拖累项在房地产，传统基建、新基建（含5G、特高压、城际高铁与轨交等）均有增量。

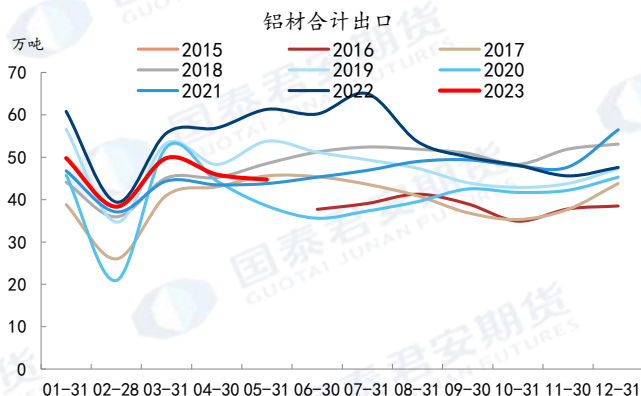
图 19：今年上半年，国内原铝的“旧消费”增量约接近 16 万吨

单位：万吨	铝								
	2020年H1消费量	2021年H1消费量	2021YTY	2022年H1消费量	消费变动	2022YTY	2023年H1消费量	消费变动	2023YTY
传统基建	141.6	151.2	6.8%	201.1	49.9	33.0%	263.5	62.5	31.1%
新基建									
5G基建	0.3	1.5	400.0%	2.5	1.0	66.7%	3.5	1.0	40.0%
特高压	23.4	19.4	-17.0%	20.1	0.6	3.3%	27.0	7.0	34.7%
城际高铁与城际轨交	12.8	13.9	9.0%	14.0	0.1	0.7%	14.5	0.5	3.6%
新基建合计	36.5	34.8	-4.5%	36.6	1.7	5.0%	45.0	8.5	23.2%
房地产投资	666.5	788.5	18.3%	756.9	-31.5	-4.0%	702.4	-54.5	-7.2%
“地基电”消费合计	844.5	974.5	15.4%	994.6	20.1	2.1%	1011.0	16.4	1.7%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

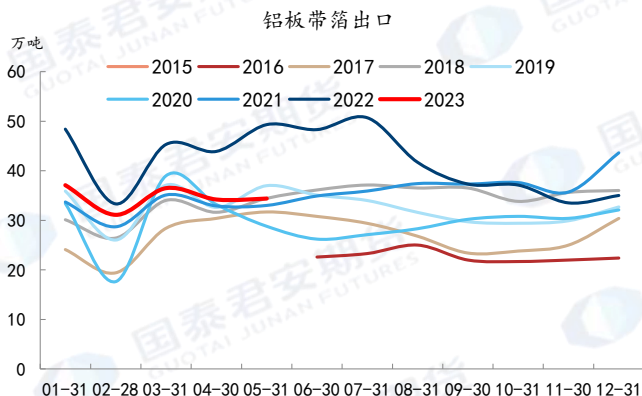
而在传统出口铝材及铝制品的需求上，构成了对原铝消费的一定减量。今年1-5月铝材（铝板带箔、铝型材、铝条杆、铝管等）出口增速累计-16.7%。这其中，在出口铝材中占比最大的铝板带箔同比下降21.2%，铝型材、铝条杆、铝管等略有增量。而更偏终端的铝制品，今年迄今的出口累计小增3.5%，增幅也不大。综合铝初级加工材和铝制品的出口数量来看，今年前5个月整体呈现同比的减量，大约减少42万吨（初级铝加工材减少45.7万吨，铝制品增加3.7万吨）。此外，原铝出口数量也同比大约减少9万吨，合计铝的出口需求今年迄今同比大约减少50万吨规模，这对上半年消费大约形成2.5个百分点的拖累。

图 20：今年 1-5 月铝材出口增速累计-16.7%



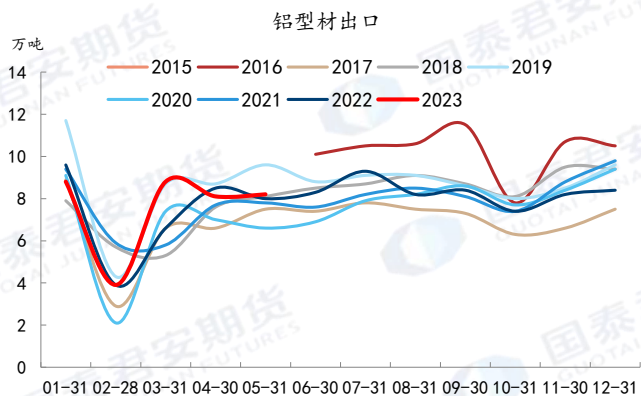
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 21：出口铝材占比最大的铝板带箔同比-21.2%



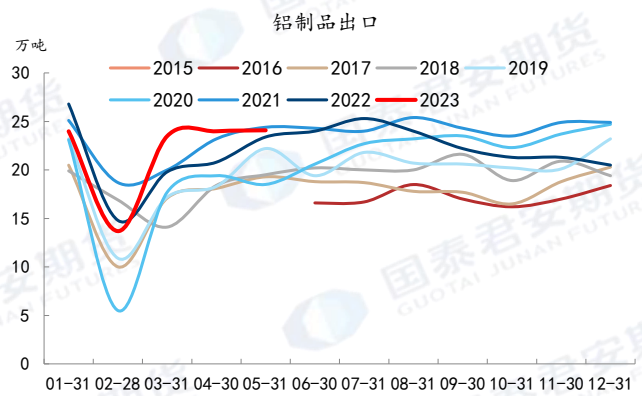
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 22：前 5 个月铝型材出口累计小增 3.0%



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 23：前 5 个月铝制品出口累计小增 3.5%



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

而在清洁能源领域相关的消费上，按照今年上半年全球光伏新增装机 167.0GW 估算，对应到国内原铝的需求量大约接近 101.2 万吨，相比去年同期 55.7 万吨（对应光伏新增装机 89.8GW）的水平，上半年光伏行业的原铝需求增量可接近 45.5 万吨，这会形成消费增速 2.3 个百分点的提振。此外，在汽车用铝轻量化及电动化的趋势中，按照今年上半年国内汽车累计产量约 1282 万辆，其中新能源汽车产销量约接近 372 万辆，对应到国内原铝的需求量大约接近 124.6 万吨，相比去年同期 107.0 万吨（对应汽车产量 1211.7 万辆，新能源汽车产销量约 259 万辆），上半年汽车行业的原铝需求增量可接近 17.6 万吨，这会形成消费增速 0.9 个百分点的提振。因此，在清洁能源领域相关的消费上，光伏叠加汽车对原铝需求的拉动上半年或可达到 3.2 个百分点。

由此，综合上文测算得到的“地基电”、出口以及清洁能源领域的行业消费表现，自电解铝的终端行业向原铝的需求增速做反推，或可达到 1.5 个（0.8-2.5+3.2）个百分点的正增速，且尚未考虑精废替代及其他消费的增长，至少说明原铝的需求增速应该同比为正。

因此，对于今年上半年铝市场所呈现出来的下游偏弱与表需偏强的劈叉，考虑到下游开工的样本问题、下游长链条的更多备库及合金化趋势、精废替代为原铝提供的结构性增量需求、以及终端“新旧消费”对冲补位之后的正增速依然可观，我们更认可铝锭社库所体现的偏强表需。抑或可以相对确认的是，铝的需求侧相比去年同期应至少是一个温和复苏或弱复苏的格局，不应该看太悲观。而部分产业调研反馈的信息，可能存在传统调研渠道及信源出现偏差的结构性问题。

2.2 矛盾破局：社库依然是症结所在，宏观预期亦关键

对于上半年铝市这一核心矛盾点，如果仔细做数据推敲，市场对原铝表需的方向应能形成一致预期，整体还是存在一定的正向增量。然而，多空资金之所以始终形成对峙局面，我们认为和市场风险偏好情绪有关，而这很大程度上又受到宏观预期起落的掣肘。特别是今年4-5月份，市场观点更多偏空，一度拖拽铝价自19200元/吨高点跌落至年内低点17455元/吨。不过，自5月底美国债务上限临近解决的时点，国内政策端的预期重新增强，以及外部政经气氛也得到改善之后，铝价跟随铜价一路反弹至最高18700元/吨附近。

此外，商品期货本质上还是预期的边际定价，今年迄今尽管原铝表需偏强，但不及年初市场给到的需求强预期，这就使得沪铝价格的上涨空间难以被有效打开，春节前最后一个交易日19500元/吨也就成为了迄今为止的阻力位。

因此，未来针对社库矛盾的破局，我们认为社库的表现表现依然重要，与此同时宏观预期的定位也将持续指引包括铝在内的有色乃至工业品板块。站在当下来看，我们对未来宏观的预期边际上而言中性偏乐观，毕竟市场刚经历过4-5月的宏观预期回调，整体预期水位已经明显低于今年年初，这可能就意味着下半年宏观预期边际走强的空间更大，就会带来市场对于需求侧更多的信心，并配合低的社会库存，铝价依然有可能呈现更多逢低买的机会。所以我们对下半年铝价的看法整体还是偏重心上行，阶段性的波段回调依然会有，节奏跟踪依然重要。比如7-8月份伴随云南复产，叠加消费淡季，铝价是否再迎回调，需要关注。如果下半年要走出趋势性非常强的上涨行情，铝市还是要凭借微观供需面比较尖锐的缺口矛盾，否则整体高度还会受限。而在目前年中不足50万吨的社库水平下，我们需要对短期的供需节奏及下半年趋势方向做进一步探讨，铝市边际定价的锚还在于电解铝的供给侧、下半年的供需平衡、产业链上下游的利润分配以及海外市场的指引。

3. 站在年中不足50万吨的社库上，铝市边际定价的锚在哪里？

3.1 电解铝的供给侧：边际关注7-8月云南复产起量情况，下半年犹有扰动风险

根据钢联6月上旬的调研数据显示，今年迄今国内减产产能约在172万吨/年，新投接近94万吨/年，复产可达283万吨/年，年内整体产能或可增加205万吨/年左右。6月下旬据SMM资讯显示，云南放开电力负荷管理，我们认为云南复产产能有可能进一步放量，导致年内产能增量实际上或超过205万吨。因此，7-8月云南复产起量情况非常关键，当然下半年西南产区再度进入平枯水期切换的时候，不排除供给侧再出减产扰动的风险。趋势上看，我们仍倾向于把电解铝定性为供给的稳定性已经在趋向下降，电力供应的扰动高频化。

图 24：截至 6 月数据，今年减产产能接近 172 万吨

省区	企业	2023年减产产能	备注
云南	-	-47	因电力供应紧张，自2月开始再度减产
	-	-17	因电力供应紧张，自3月开始再度减产
	-	-6	因电力供应紧张，自4月开始再度减产
贵州	-	-12.5	因电力供应紧张，2022年底开始减产，延续至2023年初
	-	-8	因电力供应紧张，2022年底开始减产，延续至2023年初
	-	-10.5	先因电力供应紧张减产，后因企业股权变动而全部停产
	-	-8	因电力供应紧张，2022年底开始减产，延续至2023年初
	-	-9	因电力供应紧张，2022年底开始减产，延续至2023年初
山东	-	-24	产能指标出售，交易产能停产
	-	-30	产能指标由山东转移至云南，陆续关停产能
合计		-172	

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 25：截至 6 月数据，今年新投产产能接近 94 万吨

省区	企业	2023年新投产产能	备注
云南	-	25	产能自山东转移至云南，因电力供应紧张投产速度较慢
	-	17	购买产能指标后，新产能加快投产
贵州	-	6.25	新产能建成投产
	-	3.5	购买产能指标后，新产能陆续投产
	-	10	购买产能指标后，新产能加快投产
广西	-	6	大型电解槽指标优化后投产
甘肃	-	11.2	购买产能指标后，新产能加快投产
内蒙古	-	15	因内部原因，新建项目缓慢投产
合计		93.95	

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 26：截至 6 月数据，今年复产产能接近 283 万吨

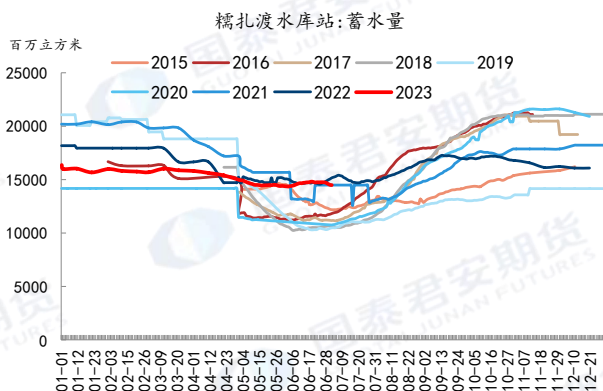
省区	企业	2023年复产产能	备注
云南	-	96	预计6月下旬开始，随着电力供应增多，前期减产产能陆续复产
	-	24	预计6月下旬开始，随着电力供应增多，前期减产产能陆续复产
	-	15	预计6月下旬开始，随着电力供应增多，前期减产产能陆续复产
贵州	-	30	2022年底减产产能，自2023年初开始陆续恢复
	-	9.5	2022年底减产产能，自2023年初开始陆续恢复
	-	9.5	2022年底减产产能，自2023年初开始陆续恢复
	-	29	2022年底减产产能，自2023年初开始陆续恢复
广西	-	19	技改停产产能持续恢复
	-	10	2022年停产产能陆续恢复至满产
四川	-	3.5	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展较慢
	-	3.5	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展较慢
	-	6	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展较慢
	-	11	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展较慢
	-	5	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展相对较快
	-	12	2022年三季度减产产能陆续恢复，进展相对较快
合计		283	

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

按照最新云南的电力供应政策来看，7-8 月云南多家铝厂的复产规模应比较可观。根据 SMM 于今年 6 月 19 日发布的资讯显示，云南省电力负荷管理中心及云南电力调度控制中心表示，为全力做好电力保障，支撑全省经济稳增长，公司科学研判当前电力供需形势，经省电力运行调度工作专班研究决定，自 6 月 17 日起，全面放开目前管控的 419.4 万千瓦负荷管理规模。在具体的工作安排上提到，协助电解铝企业制定启槽计划，做好电解铝企业负荷跟踪。存在电解铝用电负荷的相关供电单位要将建立“一企一策”跟踪机制，客户经理驻厂协助电解铝企业制定启槽计划，建立电解铝启槽日历，按日做好电解铝启槽跟踪，做到负荷与生产精准匹配。同时加强与电解铝企业协同，确保电解铝企业启槽过程安全、平稳、有序。

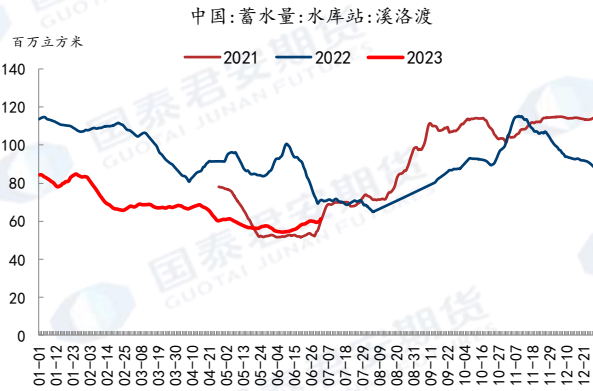
419.4 万千瓦负荷，粗略折算到用电度数，大约接近 367 亿度电，理论上完全可满足云南去年 4 季度及今年 2 月减产的产能全部复产，因此边际上来看，云南本轮复产的实际规模非常关键，当地电力供应增量能够匹配多少电解铝复产产能，恐还是需要一个动态跟踪和评估的过程。按照 6 月中旬至今云南电力供应情况显示，上游青藏高原及云南当地流域降水偏丰，来水充裕。云南澜沧江主要水电站糯扎渡、小湾当前水位及蓄水处于同期中偏高水平，日度出库流量亦处高位，发电能力偏强。但金沙江溪洛渡水电站最新水位及蓄水均处低位，其发电能力或不及往年同期。不过，云南五月份火电发电大增，一定程度在弥补水力发电的不足。

图 27：澜沧江主要水电站糯扎渡当前蓄水量中偏高



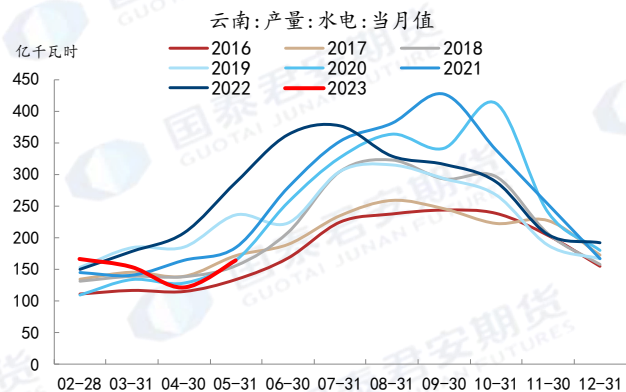
资料来源：Wind，云南水文水资源信息网，国泰君安期货研究

图 28：金沙江溪洛渡水电站最新蓄水处在偏低位



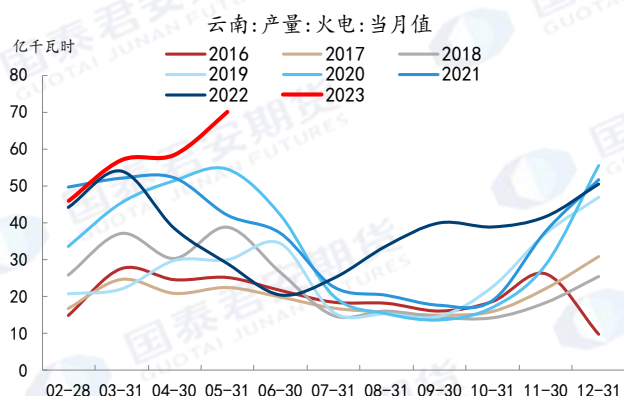
资料来源：钢联资讯，云南水文水资源信息网，国泰君安期货研究

图 29：云南发电 80%依赖水力，5 月水电环比上行



资料来源：Wind，国家统计局，国泰君安期货研究

图 30：5 月云南火电环比大增



资料来源：Wind，国家统计局，国泰君安期货研究

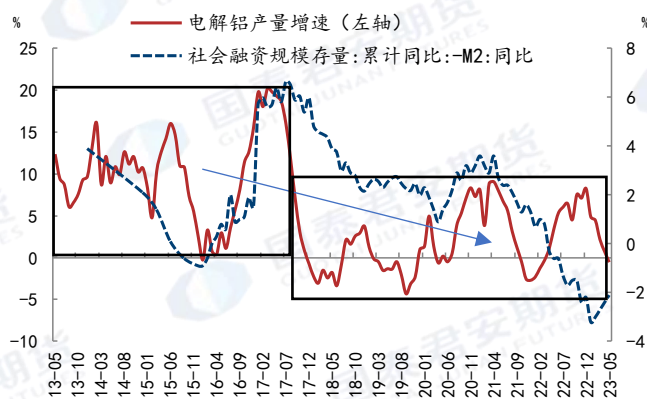
云南此轮实际复产的动态变化，会直接影响未来 2 个月国内的供需平衡及社库的表现，然而从更长趋势上看，我们依然坚持 2023 年报《铝：以退为进，底部行情可期》的观点：

中国电解铝产量增速的中枢，已经在 2017 年中后明显“下台阶”——归因于铝行业的供给侧改革，以及社融增速的趋势性下降，具有重资产属性的电解铝冶炼行业在全社会的信用扩张趋向降速的大环境中，亦难逆势而行。

而对于中国电解铝行业每隔 5 年左右所进行的产能大迁徙，考虑到近两年西南水电的供应扰动频繁发生，电解铝产能向以云南为代表的西南产区的转移已接近尾声。今年开年之初，中国电解铝产量迎来同比偏高增速，也仅是因为 2022 年同期的低基数所致，并非新投产产能项目的大放量。从今年新投产产能项目来看，国内电解铝的供给侧并无太多新增产能的压力。而云南尽管在目前的丰水期有一定的复产，但待到下半年平枯水期，仍有再度减产的可能，这使得整体全年的供给增量依然存在不确定性。

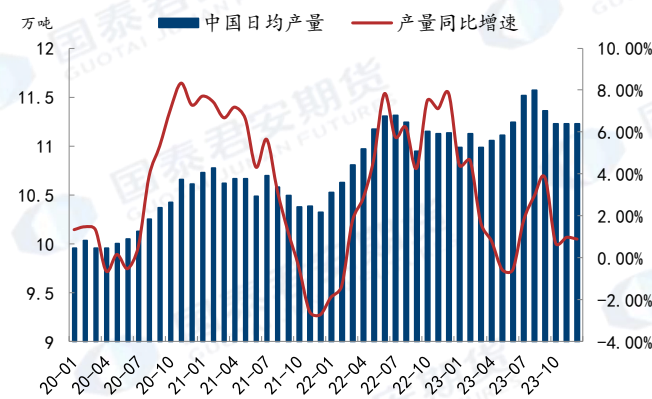
因此，今年国内电解铝整体产量增速我们给到 1.7-2.7% 区间（考虑云南在下半年的 9 月份开始是否再度减产），全年产量大约在 4095-4133 万吨，下半年产量规模可能在 2090-2128 万吨，整体产出水平并不高。

图 31：电解铝长趋势产量增速的中枢已经下台阶



资料来源：Wind，钢联，国泰君安期货研究

图 32：今年中国电解铝产量增速预估可能在 1.7-2.7%



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

3.2 下半年原铝的供需平衡如何：铝锭社库走高的高度可能也就在 70 万吨上下

在给到国内电解铝全年产量约 4095-4133 万吨、下半年产量约 2090-2128 万吨的基础上，我们重点对全年及下半年的需求侧做进一步的预估，以寻找下半年国内铝市可能存在的微观矛盾点。

基于电解铝主要的消费行业——传统“地基电”、出口以及清洁能源领域的表现，我们分别做拆解评估：

(1) 传统“地基电”行业：根据今年基建投资增速约 8.0%、地产投资增速约-5.4%估算，预计今年电解铝传统行业消费同比增量或接近 40 万吨级别，地产构成百万吨减量，但其他传统行业有较好对冲，对全年度原铝需求增速的贡献将达到 1 个百分点的提振（2022 年国内原铝总需求接近 4099 万吨）。其中，今年上半年的同比增量接近 16 万吨，下半年的同比增量或在 24 万吨左右，略高于上半年的增量。

(2) 出口需求：考虑到欧美工业生产及制造业需求依然偏弱，这依旧会拖累铝材及铝制品的出口，今年铝的出口需求同比减量预计达到百万吨规模（上半年减量接近 50 万吨），这对原铝需求增速的负向影响可能会在-2.4 个百分点左右，下半年减量或与上半年相当。

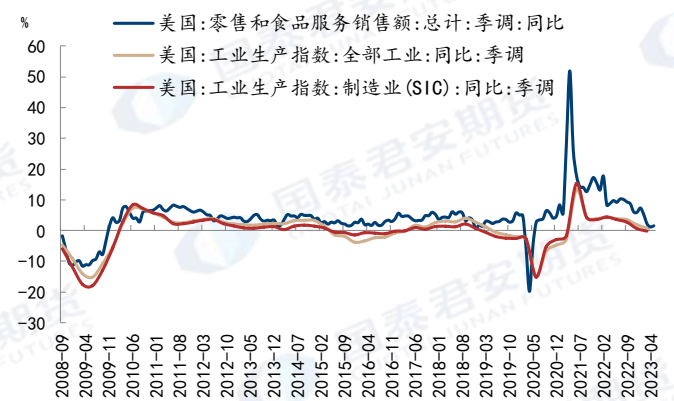
(3) 清洁能源领域：上半年国内光伏行业表现尤为强劲，预计全年来看同比用铝增量可达到 87.5 万吨，提振原铝需求增速接近 2.1 个百分点。汽车行业今年预计用铝需求同比增量接近 34.7 万吨，可贡献消费增速 0.8 个百分点左右。因此，清洁能源领域合计用铝需求，约可提供 2.9 个百分点的正向增速。上下半年的同比增量或基本相当，光伏用铝分别在 45.5、42.0 万吨，汽车用铝分别在 17.6、17.1 万吨。

图 33：预计今年电解铝传统行业消费同比增量或接近 40 万吨级别，贡献需求增速约 1 个百分点

单位：万吨	2022年消费量	2022H1消费量	2022H2消费量	2023年消费量	全年消费变动	2023YTY	2023H1消费量	2023H2消费量	2023H2消费同比变动
传统基建	481.9	201.1	280.9	611.4	129.4	26.9%	263.5	347.8	66.9
新建									
5G基建	5.0	2.5	2.5	7.0	2.0	40.0%	3.5	3.5	1.0
特高压	40.1	20.1	20.1	54.1	13.9	34.7%	27.0	27.0	7.0
城际高铁与城际轨交	28.0	14.0	14.0	29.0	1.0	3.6%	14.5	14.5	0.5
新建合计	73.1	36.6	36.6	90.1	16.9	23.2%	45.0	45.0	8.5
房地产投资	1968.6	756.9	1211.7	1862.3	-106.3	-5.4%	702.4	1159.9	-51.8
“地基电”消费合计	2523.7	994.6	1529.1	2563.7	40.0	1.6%	1011.0	1552.7	23.6

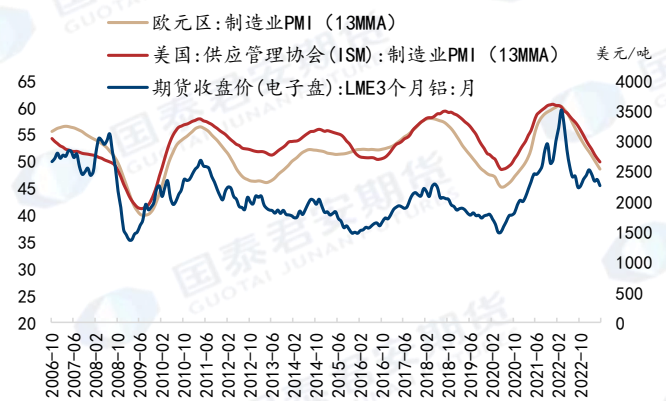
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 34：美国工业生产和消费端仍维持向下趋势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 35：欧美制造业 PMI 趋势走势仍向下



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 36：光伏用铝今年预计需求同比增量接近 87.5 万吨，可贡献消费增速 2.1 个百分点左右

铝板块	2018	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2	2023E	2023H1	2023H2
全球光伏装机容量 (GW)	482.9	583.9	709.7	843.1	1075.6	932.9	1075.6	1458.0	1242.6	1457.9
全球光伏新增装机容量 (GW)	93.3	101.0	125.8	133.4	232.5	89.8	142.7	382.4	167.0	215.3
全球光伏实际装机量 (GW, 按 1.2:1 容配比)	112.0	121.2	151.0	160.1	279.0	107.8	171.2	458.9	200.4	258.4
每GW用铝量 (全铝元素, 万吨)	1.10	1.00	1.00	0.95	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
用铝量 (全铝元素, 万吨)	123.2	121.2	151.0	152.1	251.1	97.0	154.1	413.0	180.4	232.6
全球原铝需求量 (万吨)	81.3	80.0	99.6	100.4	165.7	64.0	101.7	272.6	119.0	153.5
全球年度原铝需求变动 (万吨)		(1.4)	19.7	0.7	65.3			106.8	55.0	51.8
中国光伏装机容量 (GW)	176.4	202.9	251.1	306.0	401.2	336.9	393.4	542.5	473.4	542.5
中国光伏新增装机容量 (GW)	44.7	26.5	48.2	54.9	87.4	30.9	56.5	141.3	72.2	69.0
中国光伏实际装机量 (GW, 按 1.2:1 容配比)	53.7	31.8	57.8	65.9	104.9	37.1	67.8	169.6	86.7	82.8
中国出口光伏组件 (GW)	41.3	66.8	65.6	88.8	137.9	56.7	81.2	220.5	83.7	136.8
中国光伏生产能力 (GW)	95.0	98.6	123.4	154.7	242.7	93.8	149.0	390.0	170.4	219.6
中国光伏生产占全球总供应的比重	84.8%	81.4%	81.8%	96.6%	87.0%	87.0%	87.0%	85.0%	85.0%	85.0%
中国光伏供应能力同比增速 (yoy)		3.8%	25.2%	25.3%	56.9%	-61.4%	58.9%	60.7%	81.7%	47.4%
每GW用铝量 (全铝元素, 万吨)	1.10	1.00	1.00	0.95	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
用铝量 (全铝元素, 万吨)	104.5	98.6	123.4	146.9	218.5	84.4	134.1	351.0	153.3	197.7
中国原铝需求量 (万吨)	69.0	65.1	81.5	97.0	144.2	55.7	88.5	231.7	101.2	130.5
中国年度原铝需求变动 (万吨)		(3.9)	16.4	15.5	47.2			87.5	45.5	42.0

资料来源：国家能源局，IRENA，国泰君安期货研究

图 37：汽车用铝今年预计需求同比增量接近 34.7 万吨，可贡献消费增速 0.8 个百分点左右

	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2	2023E	2023H1	2023H2
中国汽车产量 (万辆)	2577	2531	2608	2702	1212	1490	2820	1282	1538
中国新能源汽车产量 (万辆)	121	137	352	688	259	429	860	372	488
中国新能源汽车渗透率	4.7%	5.4%	13.5%	25.5%	21.4%	28.8%	30.5%	29.0%	31.7%
中国传统汽车产量 (万辆)	2456	2394	2256	2014	953	1061	1960	910	1049
新能源汽车单车用铝量 (千克/辆)	147.70	161.99	170.88	189.74	189.74	189.74	202.89	202.89	202.89
传统汽车单车用铝量 (千克/辆)	136.40	148.26	160.50	172.98	172.98	172.98	190.70	190.70	190.70
新能源汽车用铝量 (万吨)	17.81	22.16	60.17	130.60	49.14	81.46	174.56	75.54	99.02
传统汽车用铝量 (万吨)	335.04	354.97	362.10	348.33	164.80	183.53	373.70	173.56	200.13
用铝量 (全铝元素, 万吨)	352.85	377.13	422.27	478.92	213.94	264.99	548.26	249.10	299.16
原铝需求量 (万吨)	176.43	188.57	211.13	239.46	106.97	132.49	274.13	124.55	149.58
原铝消费增量 (万吨)		6.9%	12.0%	13.4%			14.5%		
原铝消费增量 (万吨)		12.1	22.6	28.3			34.7	17.6	17.1

资料来源：中国汽车工业协会，国泰君安期货研究

综合以上行业需求评估，今年国内原铝需求增速可达 1.5 个百分点 (1-2.4+2.9)，如果再叠加精度替代，以及在部分领域铝对其他材料的替代性需求增长 (例如铝模板生产的扩张)，我们预计全年原铝的需求增速或可触及 2-3% 的正增速 (再叠加原铝替代及铝模板可能分别有 1 个百分点和 0.4 个百分点的增速贡献)。

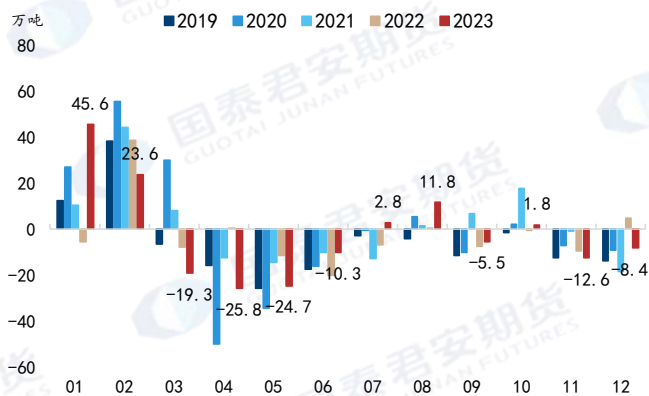
因此，在今年国内原铝的供需平衡上，我们可以做以下 3 条路径的情景假设：

第一条，比较乐观的情形下：按照供给增速 1.7% (云南下半年再度减产)、需求增速 3% 左右测算，全年国内电解铝产量约在 4095 万吨，需求量接近 4220 万吨，叠加净进口 100 万吨左右，年度供需平衡或呈现 25 万吨的缺口。此情形下，下半年铝锭社库将持续在 50 万吨以下，年底库存水位或下降至 35 万吨左右。

第二条，比较悲观的情形下：按照供给增速 2.7% (云南下半年不减产)、需求增速 2% 左右测算，全年国内电解铝产量约在 4133 万吨，需求量接近 4180 万吨，叠加净进口 100 万吨左右，年度供需平衡或呈现 50 万吨的过剩。此情形下，下半年铝锭社库将逐月快速攀升，年底库存水位或上升至 110 万吨左右。

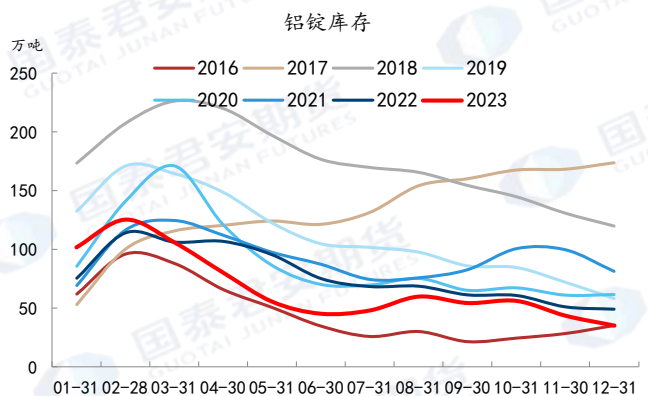
第三条，取乐观和悲观中位数的情形：按照供给增速 2.2%、需求增速 2.5% 左右测算，全年国内电解铝产量约在 4113 万吨，需求量接近 4200 万吨，叠加净进口 100 万吨左右，年度供需平衡或呈现 15 万吨的小幅过剩。此情形下，下半年铝锭社库在 7-8 月份有一定抬升，但后续直到年底，应大体稳定在 70 万吨级别。

图 38：供给增速 1.7%、需求增速 3%估算平衡（乐观）



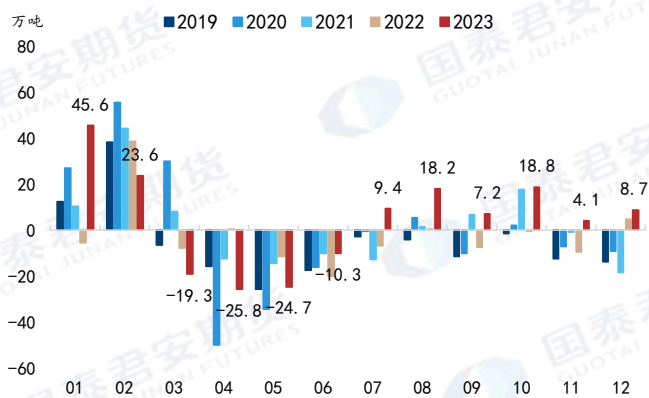
资料来源：国泰君安期货研究

图 39：乐观情形：下半年铝锭社库持续在 50 万吨以下



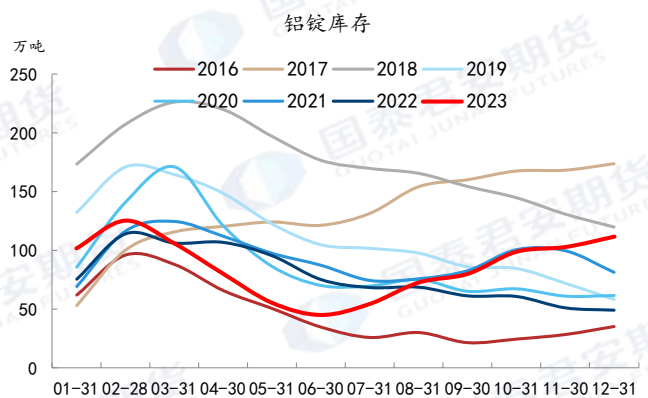
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 40：供给增速 2.7%、需求增速 2%估算平衡（悲观）



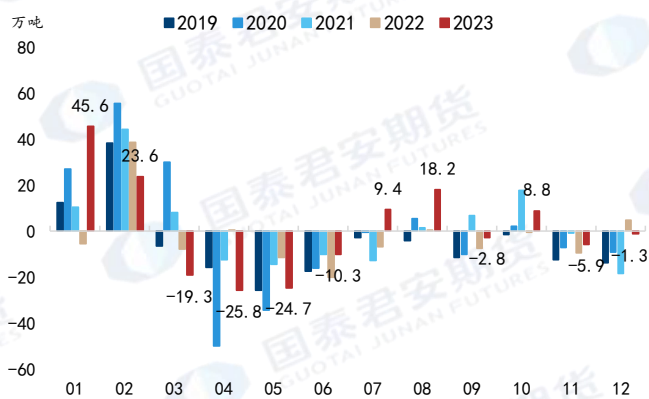
资料来源：国泰君安期货研究

图 41：悲观情形：下半年铝锭库存逐月快速攀高



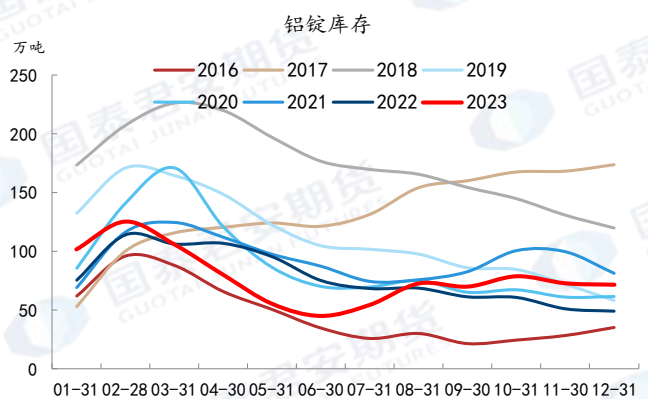
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 42：供给增速 2.2%、需求增速 2.5%估算平衡（中性）



资料来源：国泰君安期货研究

图 43：中性情形：7-8 月库存抬升，但后续持稳



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

考虑以上 3 种情形，当前我们更倾向在中位数情形基础上更偏乐观的可能，这主要是基于下半年云南水电的扰动，以及对于国内需求端边际依然存在同比增量的预期。因此基于当下的认知，今年下半年铝锭社库走高

的高度可能也就在 70 万吨上下。伴随 7-8 月份库存的抬升，沪铝不排除有一定阶段性回调的空间，但下半年价格深跌的基础也并不坚实，逢低依然存在向上修复的波段买入机会，同时结构性策略仍可持续关注。

3.3 铝&氧化铝的利润分配：氧化铝并不具备产业利润争夺权，电解铝打利润仍需“看天吃饭”

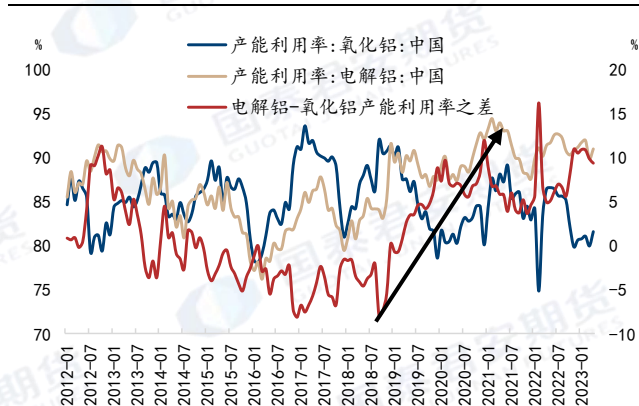
伴随氧化铝期货已正式于今年 6 月 19 日在上海期货交易所上市交易，尽管市场整体尚处在流动性培育的较早期阶段，但在上市第一周，市场部分资金已经在产业链上下游进行结构性套利，执行“多 A0 空 AL”的交易策略以做缩铝厂利润（契合上市前夕云南爆出电力管控放开的消息），给予氧化铝期货盘面一定的上行支撑。从过去半个月市场运行状态看，持仓及成交的起量比较超预期，河南矿山复垦的消息也给到了氧化铝进一步的推涨。不过长趋势看，氧化铝上行高度或仍存阻力。

而在期限结构上，上市之前我们对于 A02311 相对现货价格的期限结构判断为近高远低的 Back 结构，最核心的逻辑驱动在于：在电解铝和氧化铝利润分配的问题上，按照目前两个市场的供需平衡看，我们更倾向电解铝的利润会高过氧化铝，氧化铝中长期维持行业低利润的格局或更为合理，因此 A02311 的远期定价超过当前现货价格的可能性并不大。

从氧化铝的供需基本面看，供给侧——全球铝元素供应充裕叠加中国氧化铝行业并无产能限制，且内外市场均有扩产项目；而需求侧——下游电解铝行业存在政策性产能天花板制约，氧化铝的需求增速中枢已经进入下行通道，可见整体格局呈现比较明朗的供强需弱，因此氧化铝可被定性为产能过剩行业，具备高供应能力。在电解铝和氧化铝产能利用率的对比中，也能很明显发现电解铝与氧化铝产能利用率之差的走高，曾在历史阶段中（例如 2018-2021 年）对应了氧化铝利润向下游电解铝的让渡。这其实就意味着，氧化铝更低的产能利用率背后是提产的弹性更大，潜在的供应能力更强。

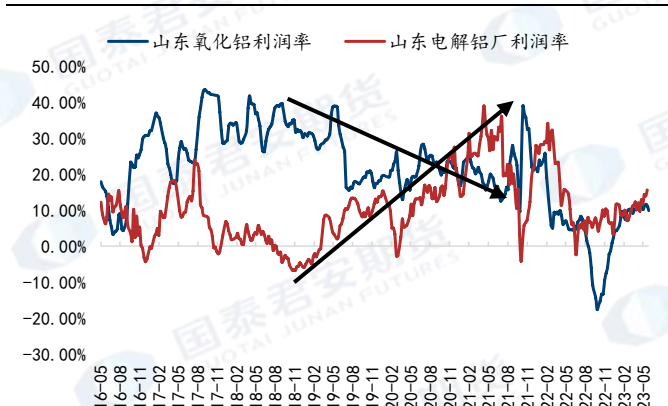
我们认为在中长期的时间范畴内，氧化铝并不具备产业上下游环节利润分配的争夺权，甚至在成本定价的大格局中，氧化铝价格不排除仍有承压空间的可能（例如受碱价拖累）。这可能会带来电解铝利润的进一步增厚，但这并非做空铝价的充分条件。未来是否还要再做打铝厂利润的逻辑，该逻辑若要在供给端确实有配合，交易线条想要更有长时间的趋势性，那么仍需“看天吃饭”——国内电解铝供给侧边际影响最显著的西南产区，基本处在非利润线性驱动型的供给调整中，供给的增量更多还是需要看当地来水及电力整体供给情况。

图 44：电解铝 VS 氧化铝产能利用率之差



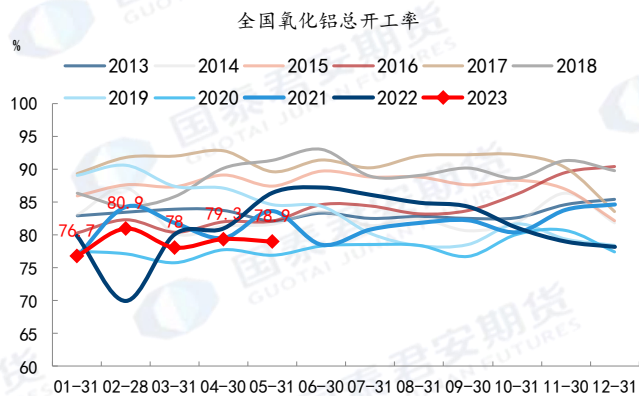
资料来源：Wind，阿拉丁，国泰君安期货研究

图 45：电解铝 VS 氧化铝利润率之差



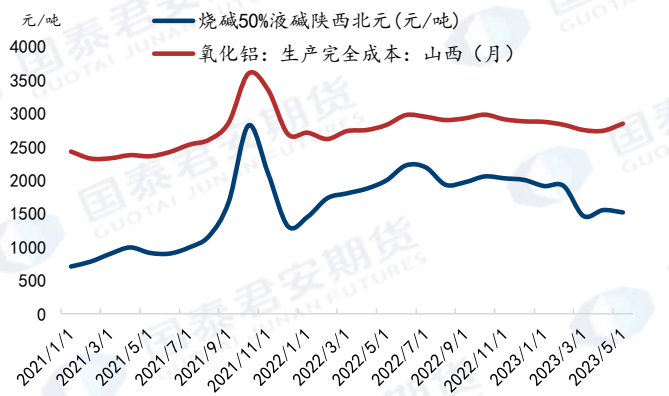
资料来源：钢联，SMM，国泰君安期货研究

图 46：今年迄今氧化铝开工基本处在历年同期偏低位



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 47：碱价与氧化铝完全成本走势比较一致



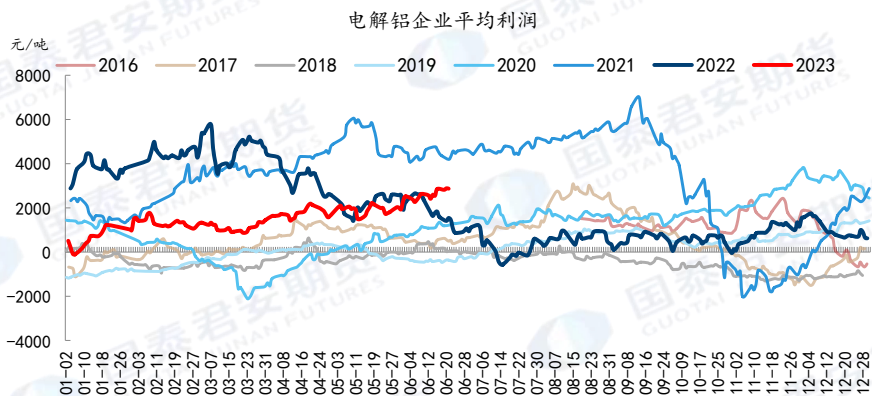
资料来源：国泰君安期货研究

图 48：今年国内氧化铝新增产能项目梳理，2023 年实际落地产能总规模或在 500-600 万吨，远期规划更大

省份	所属集团	企业	在建产能	2023年投产产能	总规划产能	已有产能	预期投产时间	备注
河北	文丰	河北文丰新材料有限公司	0	240	480	480	2023年一季度	截至二季度，第四条线120万吨产能已达产
山东	鲁北	山东鲁北海生生物有限公司(二期)	0	100	200	200	2023年二季度	新增100万吨产能已有产量产出
广西	锦江	广西田东锦鑫化工有限公司	120	120	210	90	2023年	扩建120万吨已建成但尚未投产
贵州	其亚	贵州其亚铝业有限公司	0	30	140	130	2023年	扩建30万吨产能已建成但尚未投产
内蒙古	其他	赤峰启辉铝业发展有限公司	130	130	130	0	2023年四季度	预计2023年四季度投产
山西	其他	山西奥凯达化工有限公司	0	40	90	90	2023年下半年	扩建产能40万吨已建成但尚未投产
广西	东方希望	北海东方希望材料科技有限公司	160	0	480	0	待定	该企业一条160万吨生产线正在建设中，总规划480万吨
广西	广投	广投北海临港循环经济产业园氧化铝项目	200	-	400	-	2024年及之后	一期工程200万吨产能将于2024年投产
广西	中铝	广西华昇新材料有限公司	200	-	400	200	2024年及之后	已经开始推进和部分招标工作
广西	锦江等	广西龙州新翔生态铝业有限公司	-	-	200	100	2024年及之后	一期工程100万吨于2021年投产
广西	东方希望	北海东方希望材料科技有限公司	-	-	480	-	2024年及之后	已通过备案
广西	吉利百矿	防城港市百沃铝业有限公司	-	-	480	-	2024年及之后	-
重庆	东方希望	重庆渝都铝业有限公司	-	-	320	-	2024年及之后	已通过环评
甘肃	其他	甘肃嘉唐氧化铝项目	240	-	600	-	2024年及之后	一期240万吨产能已经开始建设
总计			1050	660	4610	1290	-	-

资料来源：百川盈孚，钢联，国泰君安期货研究

图 49：截至 6 月下旬，国内电解铝厂平均利润在 2800 元/吨以上，处在历年同期偏高位置（仅次于 2021 年）



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

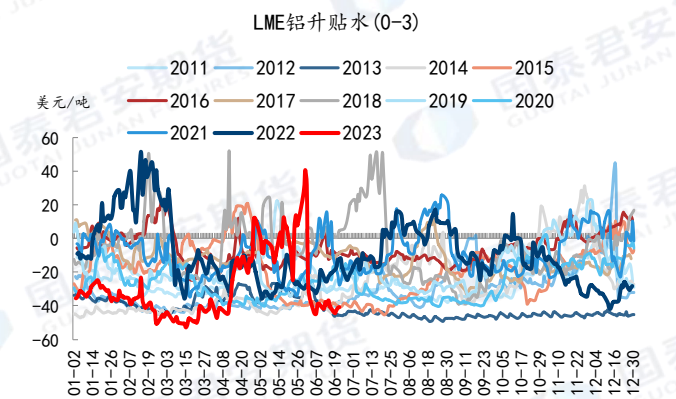
3.4 LME 市场如何指引：单边让位于结构，全年及下半年供需矛盾目前看并不突出

今年迄今观察海外 LME 铝市场，整体呈现单边让位于结构的格局，期限结构间的机会不断，但单边的走势却相对波澜不惊。C-3 结构之所以在过去半年波动较大（最深的 Contango 价差触及-52.75 美元/吨，最大的 Back 触及 40.5 美元/吨），我们认为和 LME 铝库存持续所处的历年同期偏低位，今年迄今波动亦较大的 LME 铝注销仓单占比，以及海外一度高集中度的仓单/Cash/次日持仓占比等均有关。海外市场之所以更多在期限结构间做文章，我们认为是欧美升息环境中，高资金成本与低显性库存下主要持货商的内生选择，当然今年迄今海外原铝供需面缺乏突出的单边矛盾点，亦是更底层的基本面逻辑。

欧美制造业 PMI 所表征的海外需求未见改善信号，美国中西部及欧洲鹿特丹的现货 Premium 早在上半年 1 季度触及高点后回落（且在俄罗斯金属供应输送削减的情况下）。而上海-欧洲/美东的运价与欧美制造业 PMI 的同向性亦显示，海外需求目前仍承压。因此，我们对于今年海外电解铝的需求增速给到-2.9%左右，结合海外的供给侧（通过对主要电解铝项目生产的调整情况梳理得到，全年或同比增加 1.0%左右），今年海外产需大概率过剩，但幅度比较温和。

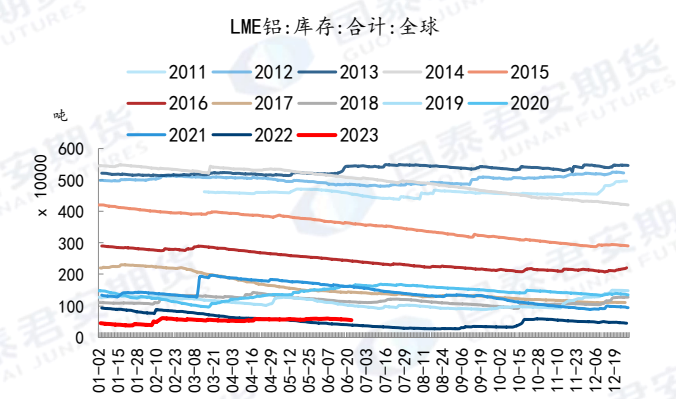
结合中国市场的平衡（取中位数情况）来看，今年全球供需约短缺 63 万吨，占到全球供需规模的 1%不到，整体呈现紧平衡格局。即便后续内外供需再调整，全球大概率或依然处在 7000 万吨量级的±1%以内。

图 50：LME 铝 C-3 结构阶段波动较大



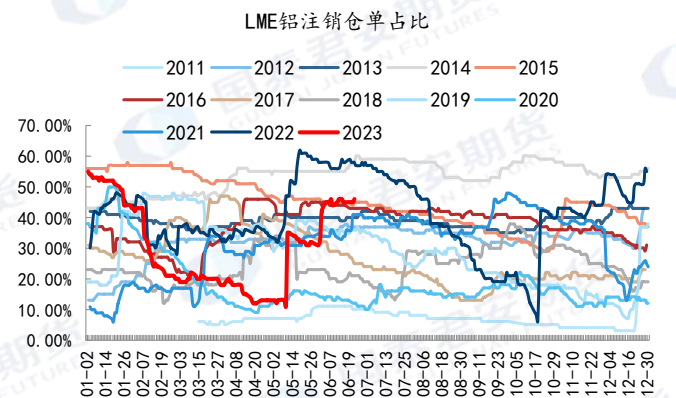
资料来源：Wind, LME, 国泰君安期货研究

图 51：LME 铝库存仍持续处在历年同期偏低位



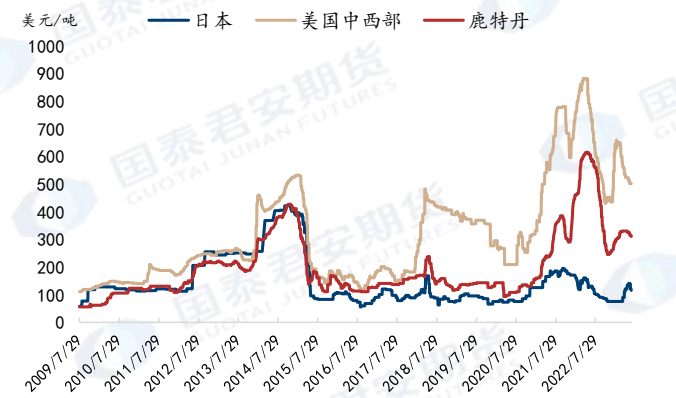
资料来源：Wind, LME, 国泰君安期货研究

图 52：LME 铝注销仓单占比今年迄今波动亦较大



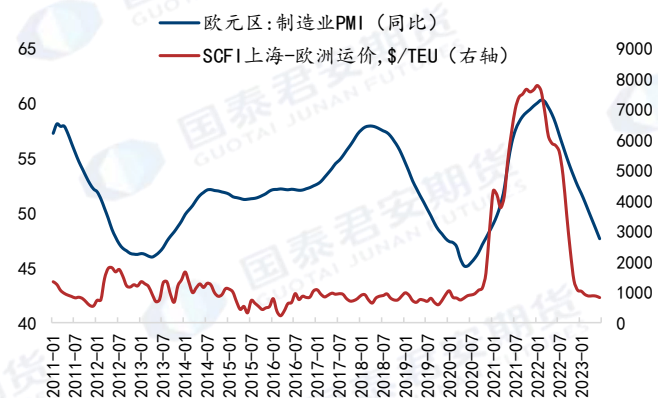
资料来源：Wind, LME, 国泰君安期货研究

图 53：欧美现货 Premium 在 1 季度触及高点后回落



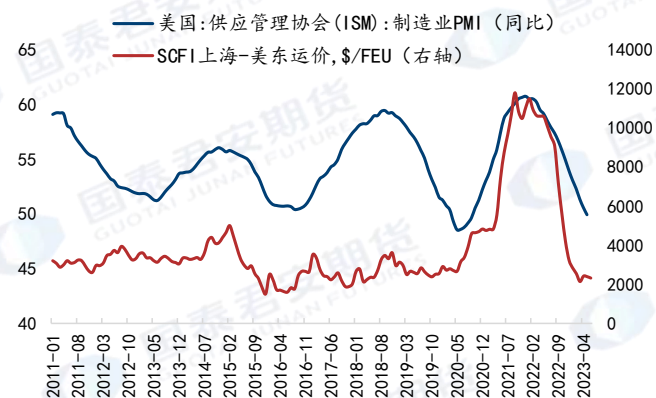
资料来源：Fastmarkets, 国泰君安期货研究

图 54：欧元区制造业 PMI 与 SCFI 上海-欧洲运价承压



资料来源：Clarkson，国泰君安期货研究

图 55：美国制造业 PMI 与 SCFI 上海-美东运价亦承压



资料来源：Clarkson，国泰君安期货研究

图 56：截至今年 6 月中旬，海外电解铝项目生产调整情况梳理得到，全年或同比增加 1.0% 左右

2022 Production	2862	
Huaqing-Tsingshan/Huafeng Group	18.0	华峰集团印尼华青铝业计划2023年投产电解铝产能，上半年率先落地25万吨，全年50万吨或可全部完成投产。
Taishet-UC Rusal	8.0	一期产能42.85万吨，自2021年12月底开始投产爬坡
Alumar-South32	12.8	South32的铝产量从2020-2021年度的不到100万吨/年增加到2022-24年度的123万吨/年（增加年产能约23万吨）。2022年报显示2023年Alumar冶炼厂将恢复满产。
Aluminium Dunkerque	1.6	法国最大的铝冶炼厂Aluminium Dunkerque（2021年产能约在29万吨）2022年9月减产22%，以应对不断飙升的能源价格。2023年1月已正式宣布复产，计划5月底恢复至满产运行。
Rheinwerk-Speira	-5.6	业务缩减
Talum-TALCO	-1.8	2023年初业务缩减
Mozal-South32	-4.3	2022年生产事故导致的运营问题
Ma'aden-Ma'aden/Alcoa JV	-8.0	运营问题，电解槽内衬大修
Portland-Portland JV	-7.2	固阳极问题，削减25%产出
Aluminio-CBA	-3.8	原材料质量低劣导致产量下降
Portland-Alcoa	-5.3	美铝3月15日宣布由于运营不稳定，波特兰铝冶炼厂将立即开始减产，产量将降至该厂每年35.8万吨总产能的约75%。
Karmoy, Husne-Norsk Hydro	-12.0	2022年年底起，海德鲁在挪威的Karmoy铝厂和Husnes铝厂暂时将其总产能削减11-13万吨。
其他	35.0	部分产区如伊朗南方铝业IMIDRO的Salco Asalouyeh产能扩张，及其他生产商产能利用率提升
2023 Production	2889	预计2023年同比增加1.0%

资料来源：上市公司财报，海外某知名资讯商，公开网站，国泰君安期货研究

图 57：预计今年全球供需约短缺 63 万吨，呈现紧平衡格局

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国产量	3275	3672	3659	3616	3733	3857	4025	4113
Yoy		12.1%	-0.4%	-1.2%	3.2%	3.3%	4.4%	2.2%
中国需求量	3330	3544	3720	3678	3837	3994	4099	4200
Yoy		6.4%	5.0%	-1.1%	4.3%	4.1%	2.6%	2.5%
中国供需平衡	-55	128	-61	-62	-104	-137	-74	-87
海外产量	2692	2724	2768	2792	2801	2881	2862	2889
Yoy		1.2%	1.6%	0.9%	0.3%	2.9%	-0.7%	0.9%
海外需求量	2795	2872	2890	2878	2640	2939	2952	2865
Yoy		2.8%	0.6%	-0.4%	-8.3%	11.3%	0.4%	-2.9%
海外供需平衡	-110	-163	-165	-45	291	16	-90	24
全球供给量	5967	6396	6427	6408	6534	6738	6887	7002
Yoy		7.2%	0.5%	-0.3%	2.0%	3.1%	2.2%	1.7%
全球需求量	6125	6416	6610	6556	6477	6933	7051	7065
Yoy		4.8%	3.0%	-0.8%	-1.2%	7.0%	1.7%	0.2%
全球供需平衡	-158	-20	-183	-148	57	-195	-164	-63

资料来源：国泰君安期货研究

4. 2023 年中期铝价研判及投资展望：认可偏强表需，下半年仍存波段买入机会

2023 年上半年铝市的核心矛盾点是，表需偏强，但下游反馈不如表需强劲。这种劈叉的背后，考虑到下游开工的样本问题、下游长链条的更多备库及合金化趋势、精废替代为原铝提供的结构性增量需求、以及终端“新旧消费”对冲补位之后的正增速依然可观，我们更认可铝锭社库所体现的偏强表需。抑或可以相对确认的是，铝的需求侧相比去年同期应至少是一个温和复苏或弱复苏的格局，不应该看太悲观。

未来针对社库矛盾的破局，我们认为社库的表现表现依然重要，与此同时宏观预期的定位也将持续指引包括铝在内的有色乃至工业品板块。站在当下来看，下半年宏观预期边际走强的空间或更大，带来市场对于需求侧更多的信心，并配合低的社会库存，铝价依然有可能呈现更多逢低买的机会。

所以我们对下半年铝价的看法整体还是偏重心上行，阶段性的波段回调依然会有，节奏跟踪依然重要。比如 7-8 月份伴随云南复产，叠加消费淡季，铝价是否再迎回调，需要关注。如果下半年要走出趋势性非常强的上涨行情，铝市还是要凭借微观供需面比较尖锐的缺口矛盾，否则整体高度还会受限。而在目前年中不足 50 万吨的社库水平下，铝市边际定价的锚在于：

(1) 电解铝的供给侧：边际关注 7-8 月云南复产起量情况，当地电力供应增量能够匹配多少电解铝复产产能，恐还是需要有一个动态跟踪和评估的过程，下半年及中长期趋势上我们仍倾向于把电解铝定性为供给的稳定性已经在趋向下降。

(2) 下半年原铝的供需平衡：当前我们更倾向在中位数情形基础上更偏乐观的可能，这主要是基于下半年云南水电的扰动，以及对于国内需求端边际依然存在同比增量的预期。基于当下的认知，今年下半年铝锭社库走高的高度可能也就在 70 万吨上下。

(3) 铝&氧化铝的利润分配：当前氧化铝并不具备产业上下游环节利润分配的争夺权，甚至在成本定价的大格局中，氧化铝价格不排除仍有承压空间的可能，这可能会带来电解铝利润的进一步增厚，但这并非做空铝价的充分条件。未来是否还要再做打铝厂利润的逻辑，该逻辑若要在供给端确实有配合，交易线条想要更有长时间的趋势性，那么仍需“看天吃饭”。

(4) LME 市场如何指引：单边让位于结构，全年及下半年供需矛盾目前看并不突出。今年海外产需大概率过剩，但幅度比较温和。结合中国市场的平衡（取中位数情况）来看，今年全球供需约短缺 63 万吨，占到全球供需规模的 1% 不到，整体呈现紧平衡格局。即便后续内外供需再调整，全球大概率或依然处在 7000 万吨量级的 ±1% 以内。

因此落地到下半年的铝价走势与投资展望上，伴随 7-8 月份库存的大概率抬升，沪铝不排除有一定阶段性回调的空间，但下半年价格深跌的基础也并不坚实，逢低依然存在向上修复的波段买入机会，同时结构性策略（偏向月间）仍可持续关注。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521