

行业  
铝年报

日期  
2023 年 12 月 4 日



#### 有色金属研究团队

研究员：余菲菲  
021-60635729  
yufeifei@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3025190



供给向上触顶，下有补库支撑，铝市不  
悲观

## 近期研究报告

《内蒙古调整电价政策对电解铝行业影响分析》

2021-02-08

《抛储传闻冲击，沪铝盘中触及跌停》

2021-03-25

《备战氧化铝期货上市——山西吕梁氧化铝企业调研报告》

2021-04-07

## 观点摘要

- 宏观面，展望 2024 年，伴随通胀压力的放缓，发达经济体本轮加息周期基本宣告结束，我们在专题报告《美联储加息与铝价走势关系探讨》中详细分析加息后半段主要有色金属铜铝等走势规律，一般而言，加息尾声及后期，经济增速受到影响，经济体均呈现下滑趋势，金属价格则会重新回归供需主导逻辑，美元流动性变化对铝市的影响将削弱。未来市场交易重点将更多聚焦在海外高利率环境持续时间以及降息节奏和幅度的预期博弈之上。此外，明年市场对美国经济衰退的担忧依然存在，分歧点或集中在衰退的力度大小以及会否引发次生风险。那么当假设不发生风险的情况下经济实现“软着陆”，则市场情绪会相对缓和，铝价下跌可控；但如果明年发生较明显衰退或发生次生风险，市场对衰退的定价可能会很激烈，导致铝价出现较大跌幅。
- 值得一提的是，宏观周期角度，我们倾向于认为 2024 年铝市运行逻辑或更关注库存周期的变化。中美制造业库存周期有望从被动去库转向主动补库，进而提振对有色金属原材料的需求，对铝价形成有效支撑。因此倘若风险事件导致铝价下跌，亦或是给予投资者较好买点。
- 供应端，海外方面，欧洲生产线多老旧，且宏观情绪偏弱复产动力不足，短期无论复产以及新投均有限。国内方面，当前无论是建成产能、开工率等均处于历史峰值水平，后续边际增量有限，供应端干扰重点将聚焦云南水电供应情况，由于 2025 年之前云南省发电量增速将显著低于电解铝耗电量增速，电力供需的结构性矛盾持续深化，季节性限电限产或成常态，进而对国内供应端构成阶段性干扰。
- 需求端，海外高利率环境对经济活动形成抑制，拖累我国铝材出口需求，但加息渐进尾声，关注欧美制造业 PMI 拐点变化，后续需求不宜过度悲观。国内方面，房地产从政策底向市场底转换当中，后续关注政策刺激带来的推动作用，以及各类城市更新改造等政策刺激所带来的增量，以弥补“保交楼”逐步退出导致的竣工端下滑，支撑地产端用铝需求。除了传统领域，新能源领域继续保持高增长，汽车、光伏、特高压等持续为铝需求提供增量。
- 综合分析，2024 年预计我国电解铝供需总体处于紧平衡状态，小幅过剩 20 万吨，高铝水比例趋势下国内铝锭库存有望长期维持在偏低水平运行。在供应端触顶，而下方补库需求支撑的宏观背景下，我们

对明年铝市走势相对乐观，预计宽幅震荡，整体易涨难跌思路对待。

➤ 单边策略上，关注明年几个关键变化时点可能存在的交易机会：

1. 关注季节性累库预期差变化：因春节后到3月将迎来季节性累库高峰，可关注累库实际幅度和预期之间的差异；
  2. 关注云南端产能变化，如果一季度提前复产，则将施压铝价；如果和2023年一样在六月中旬后开始复产，则可能在二季度末对铝价产生压力；
  3. 关注美国降息时点以及经济如何“着陆”的影响：即当假设不发生风险的情况下经济实现“软着陆”，则市场情绪会相对缓和，铝价下跌可控；但如果发生较明显衰退或发生次生风险，铝价可能出现较大跌幅，但相应的也会给予市场较好买入机会。
- 跨市场套利方面，根据上文分析，我们倾向于认为2024年两市将延续内强外弱的格局，沪伦比高位运行为主，我们按照现货测算，建议可当进口亏损超过400元/吨以上可尝试跨市反向套利，即卖LME买沪铝，因虚盘套利，控制风险。

## 目录

一、行情回顾：矛盾博弈，震荡前行.....	5 -
二、供需分析之供应端.....	6 -
（一）、国内电解铝供应：产能触及“天花板”，关注云南地区供应扰动.....	6 -
1、产能产量高速释放，电解铝供应接近“触顶”.....	6 -
2、云南水电资源困扰：冬季二次减产概率偏低，季节性限电限产或成常态.....	8 -
（二）、海外电解铝供应：新投复产均有限，供给低增速.....	11 -
（三）、俄铝转入+沪伦比高企，原铝进口流入压力不减.....	13 -
三、供需分析之需求端.....	14 -
（一）、高利率环境抑制海外需求，铝材出口低迷.....	14 -
（二）、国内需求：传统消费领域平稳增长，新能源领域继续扩张.....	16 -
1、传统消费领域有望平稳增长.....	16 -
2024 需求最大变量-房地产：保交楼余温退出，城市更新改造或接力- 16 -	
地产或继续处于下行趋势，有可能限制价格上方的空间.....	16 -
2、特高压工程助力电力电子用铝需求保持高增长.....	18 -
3、新能源汽车进入市场化驱动阶段，后续增长韧性犹存.....	19 -
4、光伏发电装机规模保持快速增长趋势.....	21 -
四、铝水比例提高，铸锭量下滑，低库存或成常态.....	22 -
五、行情展望：供给向上触顶，下有补库支撑，铝市不悲观.....	24 -

## 一、行情回顾：矛盾博弈，震荡前行

2023 年，两市铝价均延续 2022 年下半年以来的震荡走势，维持区间运行格局。从幅度上来看，沪铝加权主要运行区间 17500-19500 元/吨，高低点振幅大约 11%，伦铝波动更为剧烈（2100-2700），高低点振幅逼近 30%，即沪铝相较伦铝呈现更为明显的双向波动特征；从强度上来看，国内铝市下半年表现偏强于上半年，且明显强于外盘，凸显出内强外弱的格局，若取 7 月至撰稿日收盘数据来测算，则剔除汇率因素后沪铝较伦铝走强幅度超过 5%，做多收益更显著。

今年以来，铝价走势持续震荡，本质原因在于供需面没有突出的矛盾，多空双方一直处于持续博弈当中。我们认为 2023 年沪铝市场主要在两种不同的矛盾当中博弈运行。上半年，尤其是一季度，市场主要矛盾集中在强预期和弱现实之间的矛盾；而到了下半年，市场主要矛盾转变为低库存和“弱需求”之间的矛盾。但此处所指的“弱需求”并非指铝终端实际消费疲弱，事实上今年无论是地产后周期竣工端，还是新能源领域，均表现十分强劲，“弱需求”对应的是海内外经济不断加大的下行压力。具体来看：

2023 年上半年，年初国内疫情解封，美联储加息预期降温，市场信心增强，强预期推动铝价最高至 19500 元/吨附近。但是强预期很快被弱现实所证伪，因春节前后铝锭季节性累库幅度超出预期，且去库拐点迟迟未现，铝价高位转跌。后随着“金三银四”传统旺季消费的开启，铝锭社库终于开始去化，低位铝价获得支撑并反弹。进入五月份，海外宏观扰动增强，市场围绕美国银行业危机、债务上限谈判陷入僵局和加息预期的博弈充分交易，该阶段宏观逻辑大于供需基本面逻辑，打压铝价持续下跌至年内最低 17385 元/吨。在这一系列问题得到解决之后，宏观悲观氛围开始缓解，铝价再度止跌开始温和上修。

进入 2023 年下半程，铝市场的主要矛盾转变为低库存和弱需求之间的矛盾。如果单看三季度，铝价走势可谓是单边上行，季度涨幅达到 11.4% 左右，居于有色金属前列。三季度适逢传统消费淡季，且云南地区处于丰水期，前期减产产能复产开始提速，**供增需减**的背景之下铝锭库存却在持续下滑，**从而对铝价形成底部支撑**。三季度末，随着国内宏观刺激政策不断推出，以及对“金九银十”传统旺季消费的乐观预期，铝价进一步上涨，直到国庆长假前夕指数创下年内高点 19620 元/吨。但长假归来，铝价高位难以为继，再度转跌，重回过去一年多来震荡区间，主要原因在于海内外宏观氛围再度转悲观，因加息预期升温以及巴以冲突等提升避险情绪，美元大涨以及美债收益率持续走强，导致风险资产承压，同时国内长假期间铝锭社库累积幅度超过预期，凸显旺季不旺特征，市场信心受到打击，铝价重回到震荡区间内，截至撰稿日 12 月初，沪铝指数已经跌至九月初上涨起点，再度考验 18500 元/吨关口支撑，继续演绎着低库存和弱需求之间的矛盾。



420天 叠加Lme综合\_铝3M(日线) 开盘:2202.00 最高:2220.00 最低:2199.50 收盘:2208.35 涨幅:0.92%

2022/04/01 2022/07/01 2022/10/10 2023/01/03 2023/04/03 2023/07/03 2023/10/25

24200 20000

2022年历史高点，有色市场多头情绪高涨

第二阶段：3月-7月，宏观、供需，多单和空打压价格持续下行  
高通胀压力持续，美联储正式开启加息周期，全球经济衰退预期增强  
低库存和强需求之间的矛盾逐步缓解，溢价不断压缩，溢价不再具备  
国内电解铝产能释放超预期，地产周期下行，疫情封控拖累需求

第三阶段：7月下旬至11月，两市价格和上修  
国内黄金现货走强，天气干旱，川渝地区先后限产  
库存持续低位，成本转坚，铝价止跌企稳

进入11月，随着通胀压力缓解，美联储逐步加息预期放缓  
国内流动性持续优化，地产政策刺激效应显现  
市场交易进一步回暖

沪伦比值持续修复至8附近，进口亏损收窄至2000元/吨以内

强预期与弱现实

低库存与弱需求

节后国内疫情解封，美联储加息进程提速，市场信心增强！  
春节后累库超预期转降，库存的拐点迟迟未现  
强预期，创现实”背离交易

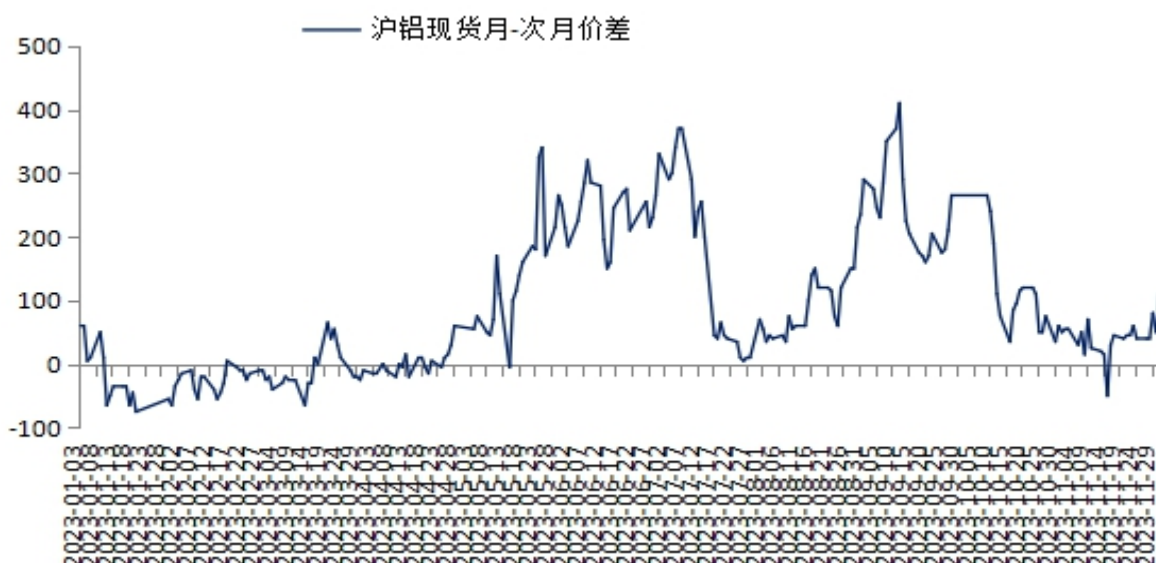
金三银四旺季开始，库存变化

美国银行并购机  
债券上限谈判陷入僵局  
加息预期  
宏观逻辑大于基本面逻辑

美元以及美债收益率持续走强  
巴以冲突导致市场避险情绪升温  
国庆长假后累库幅度超预期  
绝对高价位需求边际反馈效应显现

低库存和强需求之间的矛盾  
宏观原因回缩，美债上限谈判达成，加息进入尾声  
国内经济下行之下政策托底意愿增强  
传统淡季云贵两省，但库存下降  
下游产业陆续开工和订单仍未出现明显提升

图2：低库存支撑下今年多数时候呈现高升水和back结构（元/吨）



## 二、供需分析之供应端

(一)、国内电解铝供应：产能触及“天花板”，关注云南地区供应扰动

### 1、产能产量高速释放，电解铝供应接近“触顶”

我国是世界上最大的铝生产国和消费国，占比均超过一半以上。2017年电解

铝行业开始供给侧改革，通过一系列的淘汰和置换违规落后产能，最终将国内电解铝产能天花板限制在 4550 万吨左右。随着指标置换的不断完成，2020 年起国内电解铝产能产量逐步释放，2022 年首次突破 4000 万吨水平，刷新历史高点。2023 年在去年高水平上继续增长，根据上海有色网统计，今年 1-10 月国内电解铝累计产量达 3445.8 万吨，同比增长 3.5%，到 10 月底运行产能已经高达 4299 万吨，开工率约为 95.1%。

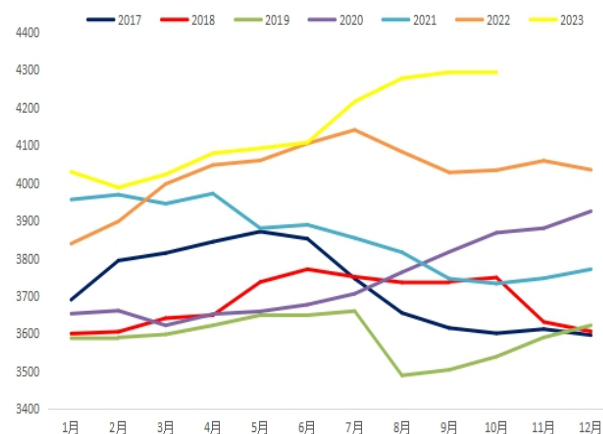
截至撰稿日 12 月初，国内电解铝建成产能约为 4519 万吨（包含部分已建成未投产及未退出产能），由于 11 月云南省因水电不足铝企再度减产约 115 万吨，导致当前运行产能已由 11 月的高点 4299 万吨降至 4180 万吨。预计 2023 年全年国内电解铝产量达到 4150 万吨，同比增长 3.57%。

图3：国内电解铝年度产量（万吨）



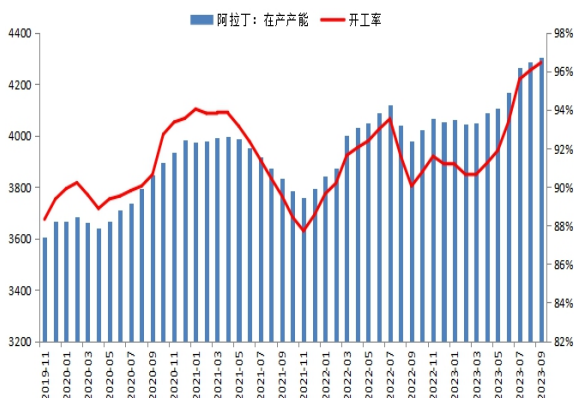
数据来源：阿拉丁，建信期货研究发展部

图4：2023年国内电解铝运行产能续刷近年高点（万吨）



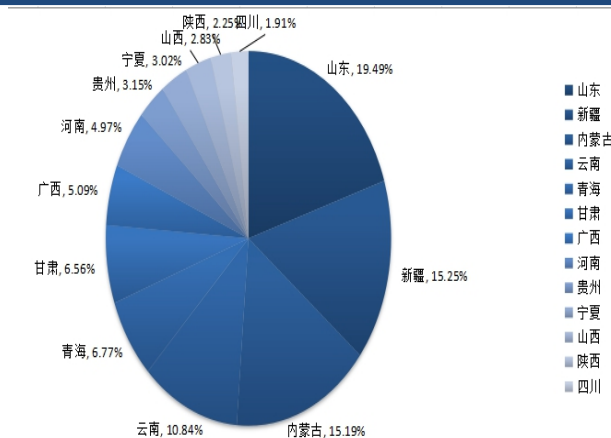
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图5：中国电解铝在产产能（万吨）



数据来源：阿拉丁，建信期货研究发展部

图6：国内电解铝分省产量占比



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

减产方面，11月初云南省内因进入枯水期，电力供应紧张趋势显现，当地工业用电不同程度的出现减产，其中省内电解铝企业相应能效管理，进入2023年冬季枯水期减产的环节中。截至11月末，省内四家电解铝企业基本完成减产工作，涉及总产能约为117万吨，基本符合11月初各个企业的反馈的管控通知要求，并未产生较大的调整。此次减产前云南铝企基本已经满产运行，总运行产能达到565万吨，减产后运行产能降至448万吨/年，月度影响铝锭产量估测约9.75万吨。

**表1：2023年11月初云南铝企减产情况汇总（万吨）**

省份	企业	建成产能	减产前运行产能	减产产能	备注
云南	A	305	305	61	截至11月末，基本停产到位，企业分厂停产幅度各有不同，复产时间等待政府及电力部门通知
	B	148	148	15	截至11月末，企业已经完成减产工作，其他产能转移项目暂缓，复产时间待定
	C	90	90	36	截至11月末，企业已经完成减产工作，复产时间等待政府及电力部门通知
	D	35	22	5	截至11月末，企业已经完成减产工作，复产时间等待政府及电力部门通知
	合计	578	565	117	

数据来源：SMM，新闻资料整理，建信期货研究发展部

## 2、云南水电资源困扰：冬季二次减产概率偏低，季节性限电限产或成常态

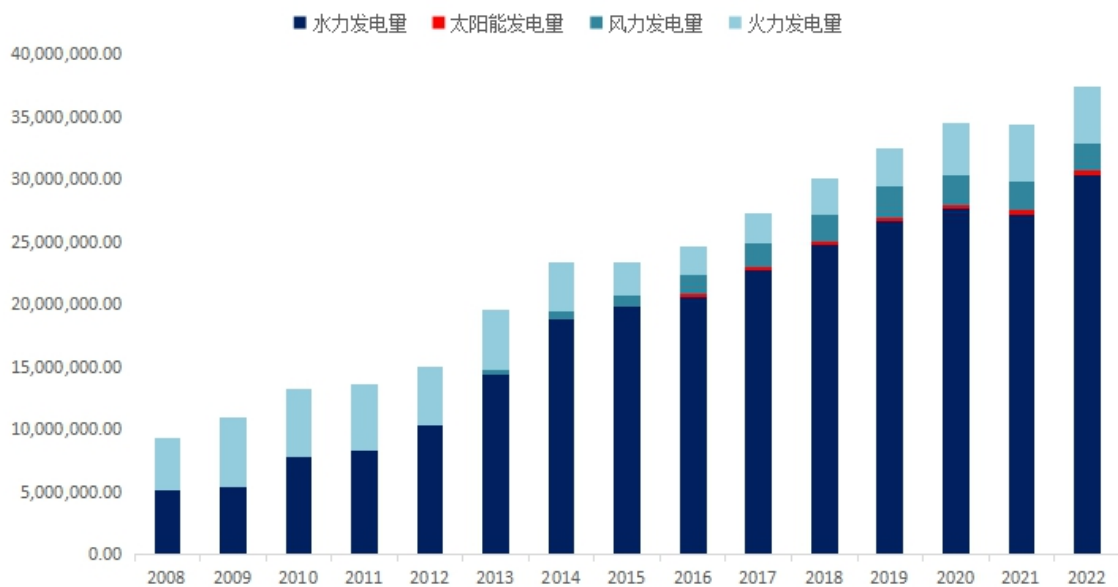
2022年云南省发电量为3747.94亿千瓦，同比增长9.13%；其中水力发电量3038.82亿千瓦，同比增长11.87%，占比81%；火力发电量459.14亿千瓦，同比增长1.54%，和2021年的452.17亿千瓦基本持平，占比12.25%。可见水电仍然是当前云南省的主要发电贡献力量，而火电和新能源贡献占比依旧较低。

短期来看，由于目前云南省已经进入枯水期，市场担忧铝企是否和2022/2023年度一样，在冬季面临二轮减产。当前云南省电解铝运行产能448万吨，较去年同期增长11%，若粗略估算，则从今年12月到明年6月丰枯期过渡期间省内发电量需同比增长11%以上才能维持当前电解铝运行产能水平。

2023年省内风光电及火电发电同比增长明显，预计年末至24年初的丰枯过渡期电力供应或有10%以上的增幅，从而减少当地工业用电的减少预期，再次减产可能性目前来看概率偏低。

**图7：云南省电力供应仍以水电为主**



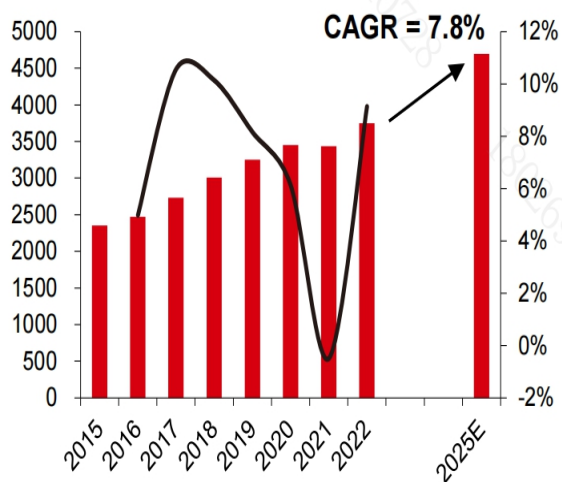


数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

### 长期来看,

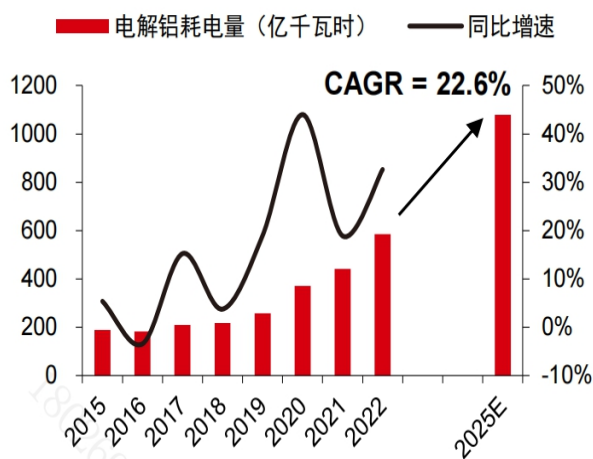
预计至 2025 年, 云南省发电量有望达到 4693.6 亿千瓦时, 2023-2025 年 CAGR 为 7.8%; 考虑到山东魏桥产能转移指标规划, 则云南省电解铝建成产能有望于 2025 年达到 800 万吨。假设铝电耗为 13500 千瓦时, 到 2025 年, 满产情况下, 云南省电解铝耗电量将达到 1080 亿千瓦时, 对应年均复合增长率为 22.6%。因此, 预计到 2025 年, 云南省发电量增速显著低于电解铝耗电量增速, 电力供需的结构性矛盾料将深化, 云南省电解铝限电限产或成常态。

图8: 云南省发电量及预测 (亿千瓦时)



数据来源: 建信期货研究发展部

图9: 云南省电解铝耗电量及预测 (亿千瓦时)



数据来源: 建信期货研究发展部

复产方面, 考虑冬季二次减产概率较低, 因此本来减产规模将较 2023 年年初减少大约 90 万吨。那么按照过往经验, 云南省本轮减产将持续至明年 6 月份后开

启复产，进一步我们分两种情形作出假设：

情形一，假设 24 年四季度枯水期再度减产，则该部分产能对 24 年运行产能影响较 23 年持平，24 年云南平均运行产能高出 23 年大约 90 万吨左右；

情形二，假设 24 年四季度枯水期意外不减产，则可能会增加明年全年供应端压力，即 24 年云南平均运行产能高出 23 年大约 120 万吨。

此外，根据上海有色调研，目前国内待复产产能主要分布在辽宁、云南、贵州、四川等地合计 129 万吨左右，但大部分不具备快速复产的条件，其他的产能多在建设或指标方面等问题闲置产能。目前电解铝行业盈利可观，企业多持稳生产为主，短期无主动减产的出现。

新增投产方面，2024 年新增投产预期大约 131 万吨，主要贡献地区将集中在内蒙古和青海，但多数属于产能置换，净增量仅 38 万吨左右。

**表2：2024年及远期国内电解铝新增投产情况梳理（万吨）**

企业名称	省份	新建及拟建年产能	开始投产时间	预计完成投产时间	2024 年投产产能预期	2025 年及远期投产产量	备注
青海海源绿能二期	青海	11	2022 年	2023 年	11	0	电解铝指标共 35 万吨，前期 24 万吨复产完毕，剩余 11 万吨正在建设中
内蒙古白音华一期	内蒙古	40	2022 年	2023 年	0	0	一期 40 万吨建成待投产，剩余 20 万吨预计 12 月可以满产运行
兴仁登高二期	贵州	25	2023 年	2023 年	0	1.4	分别拍到 10+13.6 万吨指标，投产 10 万吨完成，另外 13.6 万吨于 2023 年 4 月投完
中铝华昇	广西	80	在建	-		80	有指标 20 万吨，待投
内蒙古华云三期	内蒙古	42	待投	-	42	0	2023 年 3 月份开工建设，预计 2024 年上半年建成投产，有 17 万吨指标，其他 25 万吨需要减产包铝
云铝涌鑫二期	云南	50	待投	-	0	50	待投，有指标 11.97 万吨
内蒙古白音华二期	内蒙古	40	待投		0	40	待建设，尚无指标
广元启明星二期	四川	13	待投	2024 年	13	0	2021 年拍卖成交，公司后期要扩建至总产能 25 万吨，目前暂未投产
中铝青海产能扩建升级项目	青海	60	在建	2026 年	20	40	建设 60 万吨 600KA 电解铝厂区，建成之后停掉现有的 40 万吨，另外从云铝转移 10 万吨指标 尚有 10 万吨没有指标
霍煤鸿骏扎铝二期	内蒙古	35	待建	2025 年	35	0	有指标 35 万吨，计划 2024 年开始建设，2025 年投产
贵州双元铝业	贵州	10	在建	2025 年	10	0	产能转移项目（购得南山指标 10 万吨）
2024 年新增产能预					131		

期							
2025 年及 远期新增 产能预期						214.4	

数据来源：SMM，资料整理，建信期货研究发展部

综合上述分析，预计 2024 年电解铝新增产能范围大约 128-158 万吨。据此测算，2024 年电解铝年产量或至 4230-4260 万吨，同比增速最高可达 2.65%，低于 2023 年。

## （二）、海外电解铝供应：新投复产均有限，供给低增速

根据调研数据显示，自 2021 年四季度至 2023 年因能源危机导致的欧洲铝冶炼厂减产产能达 135.9 万吨。

表3:2021年至今欧洲地区铝冶炼厂减产情况（千吨）

国家	公司	冶炼厂	建成产能	已减产产能	煤炭	天然气	水电	核电	其他	可能继续减产预测
西班牙	Alcoa	San Ciprian	230	230	100	-	-	-	-	已全部停产
荷兰	Aloft Holdings	Aldel	150	150		100				已全部停产
斯洛伐克	Hydro Aluminium /ZSNP	Ziar nad Hronom	175	175	50	-		50		已全部停产
黑山	Uniprom	Podgorica	120	120	50	-	50			已全部停产
英国	Liberty House	Lochaber	48	48			100			已全部停产
德国	Trimet	Voerde	96	29	44	10	3	14	29	较少
德国	Trimet	Essen	170	85	44	10	3	14	29	较少
德国	Trimet	Hamburg	135	41	44	10	3	14	29	较少
德国	Kps Capital Partners	Neuss	230	75	44	10	3	14	29	较少
挪威	Alcoa	Lista	94	31			100			较少
挪威	Alcoa	Mosjoen	200	40			100			较少
挪威	Hydro Aluminium	Husnes	180	0			100			较少
挪威	Hydro Aluminium	Karmey	268	0			100			较少
法国	American Industrial Partners	Dunkerque	292	63				100		较少
冰岛	Century	Grundartangi	317	10			100			较少
罗马	Alro	Skatina	293	170	28	14	27	18	13	较少

尼亚									
斯洛文尼亚	Talum	Talum	115	92	33	-	33	33	较少
其他			2616				100		较少
合计			5729	1359					

数据来源：百川，上海有色，建信期货研究发展部

**海外复产产能方面**，各国政策差异对减复产进度产生一定影响。欧洲铝厂因能源危机减产产能恢复运行比例较低，仅法国敦刻尔克铝业在政府对能源密集型产业支持下已经于五月底恢复满产运行，复产产能 10.5 万吨。当前海外宏观情绪偏弱，复产或仍需等待需求强劲复苏，2024 年仅有少量产能计划复产，目前仅听闻美铝位于西班牙冶炼厂或有 23 万吨产能重启计划。

**海外新增产能方面**，2023 年国外新增产能规模 45 万吨，供给增量较小，且未来五年海外电解铝新增规模有限。根据统计，2023-2027 年国外电解铝新建产能约 524 万吨，且主要聚集在资源丰富的印尼地区。2024 年新增预计仅印尼华清产能爬坡（预计仅 25 万吨）。

综上分析，2024 年海外复产以及新投产合计大约 48 万吨，增速不及 2%，海外供给进入低增速水平。

表4：2023-2027海外电解铝新建产能情况（万吨/年）

国家	电解铝企业	2023-2027 总规划产能	已投产	备注
印尼	Tsingshan	100	25	项目分两期建设投产，一期 50 万吨，此前预计 2022 年 10 月份左右投产，目前推迟至 24 年底 25 年初投产 25 万吨。其他均在 2025 年之后
印尼	阿达罗能源	150	0	已于 2021 年底开工建设，年产 150 万吨的电解铝项目分三期建设，目前正在建设第一期（年产 50 万吨）电解铝项目，计划 2025 年第一季度投产
印尼	南山集团印尼宾坦项目	100	0	暂未投产
越南	THQT	45	0	暂未投产
印度	Vedanta	41.5	0	暂未投产
伊朗	Jajarm	3.7	0	暂未投产
伊朗	Salco Asalouyeh	30	0	暂未投产
俄罗斯	俄铝	42.8	20	计划 2024 年投产 10 万吨，2025 年投产 12.8 万吨，目前进展缓慢
阿联酋	EMAL	11	0	暂未投产
合计		524	45	

数据来源：SMM，资料整理，建信期货研究发展部

### （三）、俄铝转入+沪伦比高企，原铝进口流入压力不减

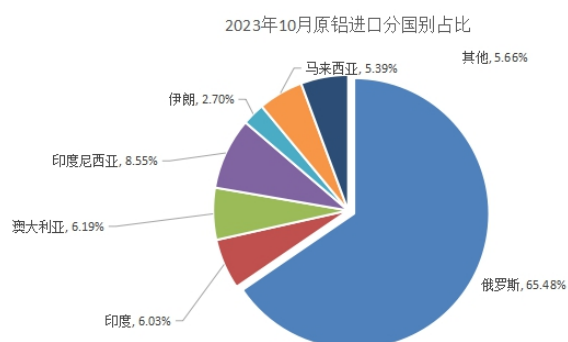
据中国海关总署数据公布，2022 年全年国内原铝累计进口总量为 66.8 万吨，累计出口总量为 19.6 万吨，累积净进口 47.2 万吨，较 2021 年同比下降 74%。2023 年 1-10 月原铝进口总量为 117.27 万吨，同比增长 172.92%；出口总量为 11.34 万吨，同比减少 41.19%；净进口总量达 105.92 万吨，同比增加 347.33%。预计 2023 年全年原铝净进口可达到 140 万吨，同比增加 296.6%。

今年以来，原铝进口流入压力显著高于去年，主要原因有两方面。

一方面，俄罗斯铝锭持续涌入：10 月来源于俄罗斯联邦的进口原铝环比减少 7.22%，主因 10 月中进口窗口关闭，部分成本相对较高的俄罗斯原铝来到中国没有盈利空间，但俄罗斯进口量占比依旧位居首位，高达 65.48%，较 9 月下降 10.67 个百分点。自 2023 年 5 月以来，中国来源于俄罗斯联邦的原铝进口量持续增长，预计该现象仍将持续至 2024 年。

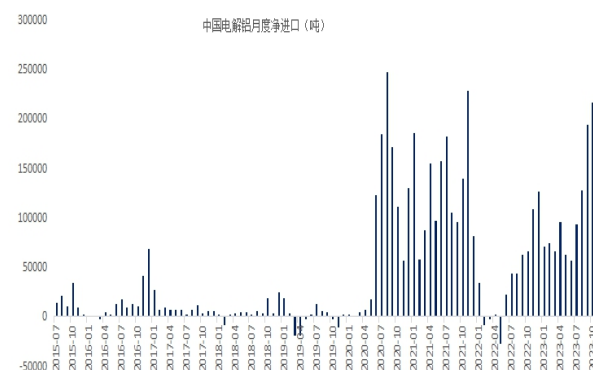
进口大幅增长的另一个主要原因则是今年沪伦比值整体处于高位运行，年内铝锭进口窗口多次开启。根据实时数据测算，今年 8 月中旬起铝锭进口亏损开始转为盈利，并持续至 10 月下旬。截至目前，铝锭进口窗口再度开启，预计内强外弱格局仍将延续，2024 年铝锭进口量或将保持偏高水平，预估可达到 120 万吨水平。

图10：2023年最新原铝进口分国别占比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

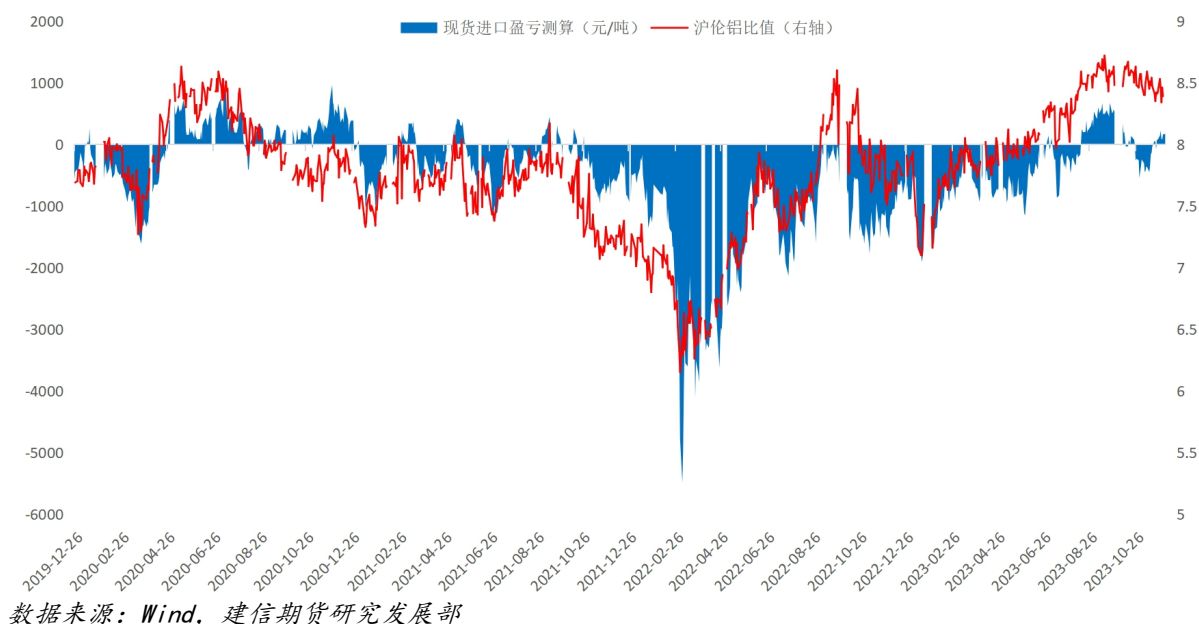
图11：国内电解铝月度净进口（吨）



数据来源：资料整理，建信期货研究发展部

图12：2023年铝锭进口窗口一度开启（元/吨）





### 三、供需分析之需求端

#### (一)、高利率环境抑制海外需求，铝材出口低迷

2022 年美元开启加息周期迄今已逐步进入尾声。10 月、11 月美国通胀数据显示压力持续放缓，市场的交易逻辑从对通胀担忧转为高利率持续时间以及对明年降息节奏和幅度的预期上来。由于财政补贴退坡，高利率环境抑制，市场对美国经济衰退的担忧依然存在分歧点在于衰退的力度以及会否引发次生风险。假设不发生风险的情况下经济“软着陆”，则市场情绪会相对缓和，铝价下跌可控；但如果明年发生较明显衰退或发生次生风险，市场对衰退的定价可能会很激烈，导致铝价出现较大跌幅。

领先指标来看,全球制造业 PMI 自 2022 年下行趋势明显且已跌至荣枯线以下,2023 年 11 月份全球制造业 PMI 为 49.3%,继续位于 50%荣枯线下方,但较 7 月份低点已经持续回暖,复苏之路仍显纠结。其中,欧元区制造业 PMI 为 44.2,较 7 月份低点回升 1.5 个百分点,美国供应管理协会制造业 PMI 为 49.4,较 6 月低点回升 3.1 个百分点,再度跌至 50 荣枯线以下。

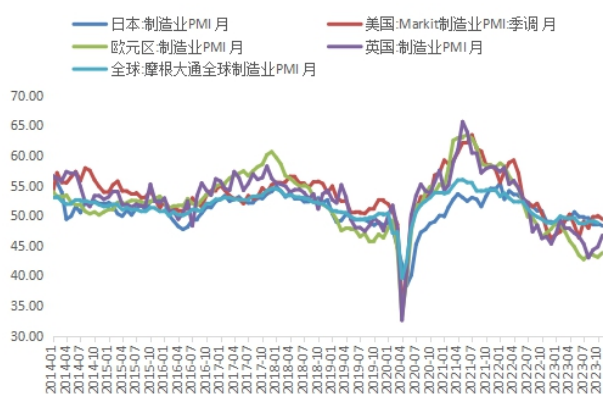
根据 IMF 于 2023 年 10 月发布的世界经济前瞻报告显示,全球经济增速将从 2022 年的 3.5%放缓至 2023 年的 3.0%和 2024 年的 2.9%,低于 3.8%的历史

(2000-2019 年)平均水平,且 2024 年的预测值较 7 月预计时下调了 0.1 个百分点。除了调低经济增速预期外,IMF 此次还强调了全球各经济体间经济增速的分化。报告认为,全球经济继续从新冠疫情、乌克兰危机等负面因素中缓慢复苏并

展现出韧性，但全球经济增长仍然缓慢且不均衡，各国分化趋势日益扩大，多个因素正在阻碍经济复苏。与新兴市场和发展中国家相比，发达经济体的放缓更加明显。

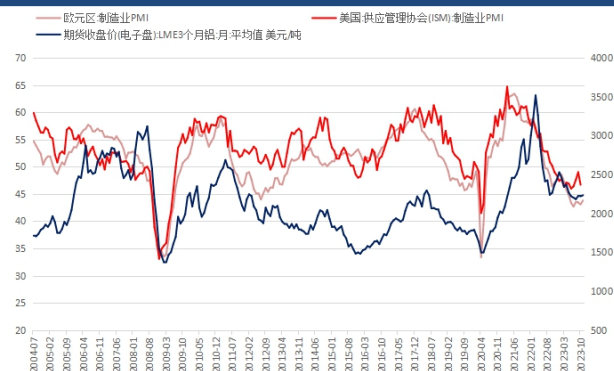
IMF 预计发达经济体的增速将从 2022 年的 2.6% 降至 2023 年的 1.5% 和 2024 年的 1.4%，其中，美国经济的增速势头强于预期，今明两年的经济增速预期分别为 2.1% 和 1.5%；但欧元区的经济增长弱于预期，预计今明两年将分别录得 0.7% 和 1.2% 的经济增速。对于新兴市场和发展中经济体，IMF 预计其增速将整体小幅放缓，从 2022 年的 4.1% 放缓至 2023 年和 2024 年的 4.0%，表现出的韧性强于预期。

图13：全球制造业PMI呈下行趋势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：欧美制造业PMI与铝价具备一定正相关性



数据来源：资料整理，建信期货研究发展部

### 欧美需求低迷+沪伦比值走高，对我国铝材出口形成抑制

2022 年全年我国未锻轧铝及铝材出口量 660.4 万吨，同比增长 17.5%，创历史新高。但 2023 年 1-10 月份国内未锻轧铝及铝材出口总量达 469.66 万吨，同比减少 17.2%。此前，美国对中国在内等 10 个国家的铝型材发起双反调查，使得国内厂家忧心忡忡，叠加海外市场需求疲弱以及海外宏观方面仍存在较大不确定性，国内未锻轧铝及铝材出口量呈现同比下滑的趋势，但考虑到年底海外铝材需求方的节前备货预期，预计 11-12 月份铝材出口量或呈现环比小幅增长预期。

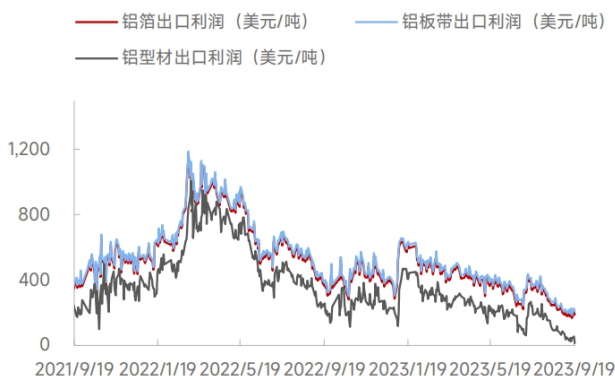
#### 限制政策升级

此外，临近年末，海外需求疲弱不改，同时欧美限制政策不断升级，可能也会对明年出口形成压力。例如欧盟起征碳关税以及 11 月 17 日美国国际贸易委员会投票决定继续对来自中国等多国铝型材产品进行调查，反补贴税初步裁定将于 2023 年 12 月 28 日前后做出，反倾销税初步裁定将于 2024 年 3 月 12 日前后做出。这些消极因素导致中国铝型材出口难度加大，但相较于国内庞大的需求市场，国外出口量的减少暂未对整体型材企业产生显著影响，不少国内铝型材加工企业也

已积极布局低碳赛道，大型企业海外建厂的脚步或将加快。

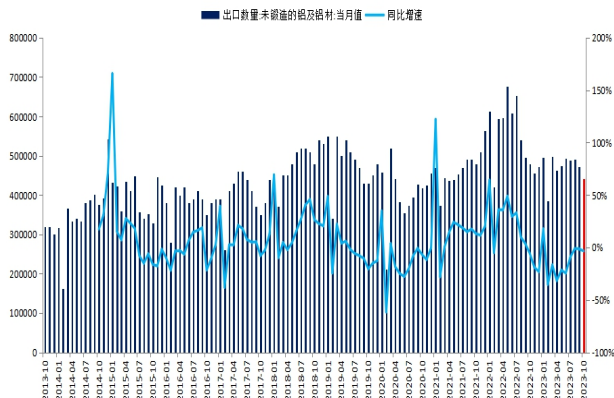
预计 2024 年铝材出口和 2023 年保持偏低水平。

图15：铝产品出口利润（美元/吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图16：我国未锻造铝及铝材出口（吨，%）



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## （二）、国内需求：传统消费领域平稳增长，新能源领域继续扩张

从终端消费结构来看，建筑、交通和电力占我国电解铝总需求的70%，其中建筑占比最高达31%，需求主要集中在房地产。其次是交通运输，占比23%左右，电子电力占比在17%左右。

### 1、传统消费领域有望平稳增长

**2024 需求最大变量-房地产：保交楼余温退出，城市更新改造或接力**

**地产或继续处于下行趋势，有可能限制价格上方的空间**

我国房地产销售面积、销售额及竣工面积自2021年2月以来持续下滑，2022年2月开始三项指标增速开始转负，而在保交楼政策基调之下，2023年以来地产端开始持续呈现出投资、销售、开工等数据低迷，但竣工数据回暖的格局。根据统计数据显示，2023年1—10月份，全国房地产开发投资累计同比下降9.3%，房屋新开工面积累计同比下降23.2%。但受益于2022年下半年保交楼政策，在此政策基调上，房企竣工意愿逆周期走强，1—10月房屋竣工面积同比增长19%，竣工面积同比增速连续第10个月维持正增长。

由于房地产行业用铝主要集中在房屋竣工阶段，涉及新建房屋门窗、铝模板以及幕墙装饰等，因此较好的竣工数据对建筑用铝需求起到了一定支撑作用。

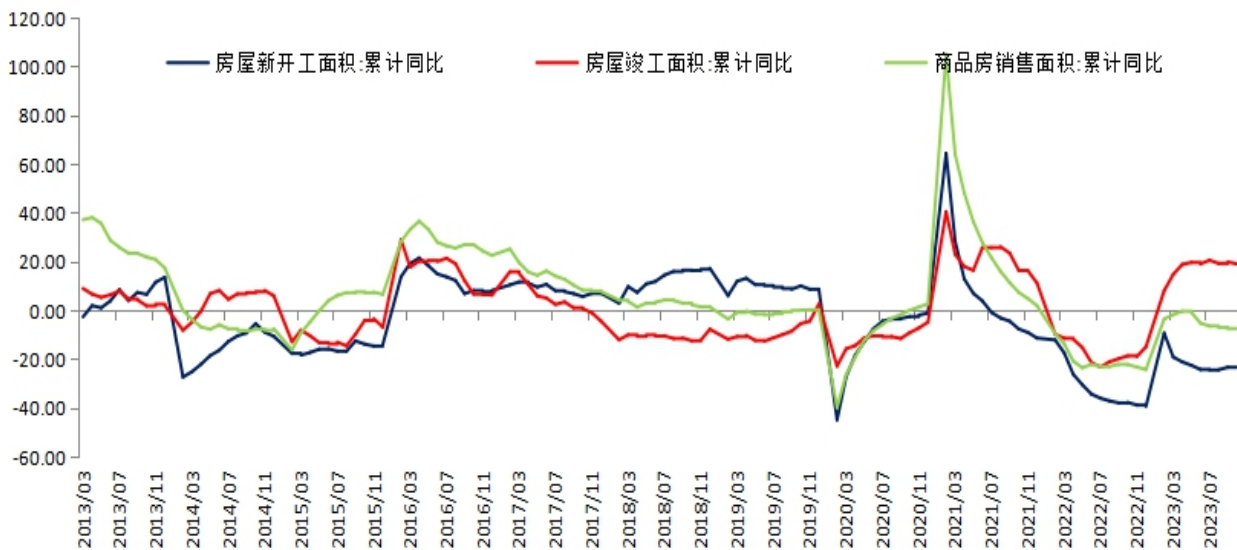
2023年尤其是下半年以来政策基调明确，地产端刺激政策频出。

【具体政策来看，2022年至今四次降准累积100BP，五次降息后5年期以上LPR累积下降45BP，2021年四季度到2023年二季度金融机构个人住房贷款平均利率下降了152BP，目前房贷平均利率为2008年四季度有统计记录以来最低值；2023年8月份中国央行与金监总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策

的通知》，首套与二套商业性个人住房贷款最低首付比例分别下调至 20% 和 30%，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为同期限 LPR 加点 20BP；其他方面，降低房地产交易环节税费、便利房地产交易环节、放松公积金提取条件、放松限售限贷限制、认房不认贷、全面放宽大城市落户条件、取消土拍限价、加大购房补贴等措施陆续出台，目前只有极少数特大城市还存在少量的限购政策。】

尽管刺激政策频出，但目前来看实际提振效果仍未显现，投资开工等数据继续下滑，我国房地产市场仍处于由政策底向市场底逐步转换的过程当中。

图17：我国房屋新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积累计同比增速%



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

#### 保交楼余温退出，关注城中村改造及相关刺激政策效果

展望 2024 年，随着保交楼政策余温逐步退出，市场普遍担心过去两年低迷的房屋新开工面积下滑会拖累明年竣工端表现。参考权威机构估测结果，其根据各年修正后的预测竣工值和理论竣工之间的差距，预计从 2018 年开始截止到 2023 年底积压竣工或约 10 亿平。对于 2024 年竣工，（参考正常地产项目竣工周期在 2-3 年，即积压竣工每年解决 1/2 或 1/3，如果保交楼进度不及预期，施工进度大幅拉长时才考虑 5 年竣工周期假设，积压竣工每年解决 1/5），则悲观情形下，2024 年预计修正后的预测竣工面积 15.1 亿平，同比下降 16.6%；中性情形下，2024 年预计修正后的预测竣工面积 16.4 亿平，同比下降 9.3%；乐观情形下，2024 年预计修正后的预测竣工面积 18.1 亿平，与 2023 年基本持平。

我们认为 2024 年铝需求关注焦点或从保交楼逐步切换至城中村改造等一系列“存量改造”支持政策上来。

今年 3 月起，国务院发布《2023 年政府工作报告》中提及实施城市更新行动，



改造城镇老旧小区 16.7 万个，惠及 2900 多万家庭，随后持续推出关于城中村改造、老旧小区改造等的指导意见，从政策梳理当中可以看出，未来城中村改造、老旧小区改造、城市更新将会遵循由“最旧”到“次旧”，由住宅到公共建筑和工业建筑再到城市建设全领域的改造顺序，城市“存量改造”需求有望加速释放，改造类项目将有望成为基建投资的重点发力环节。考虑到更新改造为主，依然能够拉动建筑用铝需求，比如建筑门窗铝合金等等，进而提高地产端用铝增量，弥补竣工端可能退出带来的减量。

表5：2023年以来城市更新改造相关政策梳理

时间	文件	部门	主要内容
2023年3月	《2023 年政府工作报告》	国务院	实施城市更新行动，改造城镇老旧小区 16.7 万个，惠及 2900 多万家庭
2023年4月	中共中央政治局会议	中共中央政治局	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023年7月	《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》	国务院	实施中要注重统筹新建增量与盘活存量，积极盘活城市低效和闲置资源，依法依规、因地制宜按需新建相关设施。要充分发挥市场机制作用，加强标准引导和政策支持，充分调动民间投资积极性，鼓励和吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护。
2023年7月	关于扎实推进2023年城镇老旧小区改造工作的通知	住建部	大力改造提升建成年代较早、失养失修失管、设施短板明显、居民改造意愿强烈的住宅小区（含单栋住宅楼），重点改造 2000 年底前建成需改造的城镇老旧小区。按照“实施一批、谋划一批、储备一批”原则，尽快自下而上研究确定 2024 年改造计划，于 2023 年启动居民意愿征询、项目立项审批、改造资金筹措等前期工作，鼓励具备条件的项目提前至 2023 年开工实施。
2023年7月	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	国务院	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。

数据来源：新闻资料整理，住建部等政府网站，建信期货研究发展部

总体而言，我们对于明年地产端用铝需求并不悲观，尽管新房竣工或会呈现周期性下滑，但政策大力支持下一系列城市更新改造接力而上，支撑地产端用铝需求，大概率能够和今年保持持平或者仅小幅下滑。

## 2、特高压工程助力电力电子用铝需求保持高增长

近年我国西部大力建设清洁能源，特高压电网作为新能源电力向东部输送的重要途径成为了国家新能源基建的重点建设方向。



在“十四五”期间，国家电网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，总投资达 3800 亿元，较“十三五”特高压投资额增长 35.7%。根据上海有色测算，特高压交流线路平均用铝量为 63.43 吨/公里，特高压直流线路用铝量为 55.17 吨/公里。我国“十四五”期间的特高压工程建设规模扩大，将成为电力电子用铝需求的关键增长点。

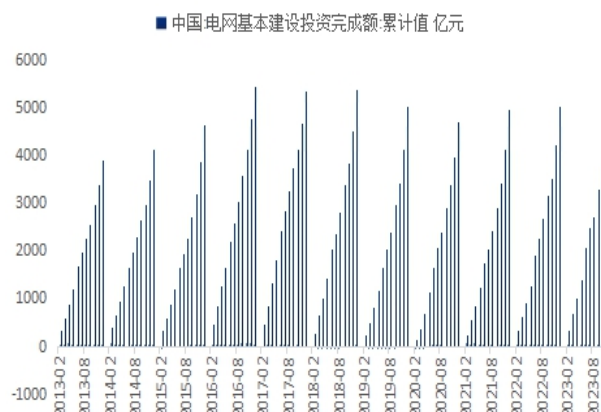
2023 年 1-10 月我国电网基本建设投资完成额累计 3731 亿元，同比增速 6.3%。根据当前趋势来看，预计 2024 年我国电源与电网投资将继续保持一定增速，用铝需求将延续高速增长。

图18：电网基础建设工程投资完成额同比



数据来源：国家电网，建信期货研究发展部

图19：电网基本建设投资完成额



数据来源：国家电网，建信期货研究发展部

### 3、新能源汽车进入市场化驱动阶段，后续增长韧性犹存

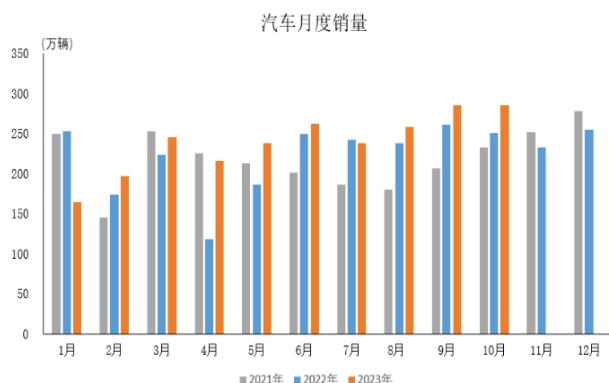
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出，到 2025 年我国新能源汽车销量占比达到 20%，到 2035 年我国新能源汽车销量占比达到 50%。而根据中汽协数据显示，2023 年 1-10 月，我国汽车产销分别完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆，同比分别增长 8%和 9.1%；我国新能源汽车产销分别完成 735.2 万辆和 728 万辆，同比分别增长 33.9%和 37.8%，市场占有率达到 30.4%。2023 年 10 月，新能源汽车继续保持较快增长，产销量再创新高。

现阶段我国已经提前三年完成新能源汽车 2025 年渗透率目标，2022 年全年国内新能源汽车产销同比分别增长 96.9%和 93.4%，接近翻倍，2023 年随着新能源车国补全面退坡，叠加渗透率处于相对高位，新能源车销量增速有所放缓，根据中汽协数据显示，2023 年 1-10 月，我国新能源汽车产销分别完成 735.2 万辆和 728 万辆，同比分别增长 33.9%和 37.8%。

在“双碳”战略的大背景下，未来我国新能源汽车渗透率目标有望超额完成。工信部原部长苗圩在 2023 第十八届中国汽车产业论坛表示，中国汽车市场总量和结构都在发生深刻变化，智能网联汽车产业发展将成为转型成功的标志，苗圩认为，新能源汽车对传统燃油汽车取代之势已经形成，原来制定的 2035 年新能源汽

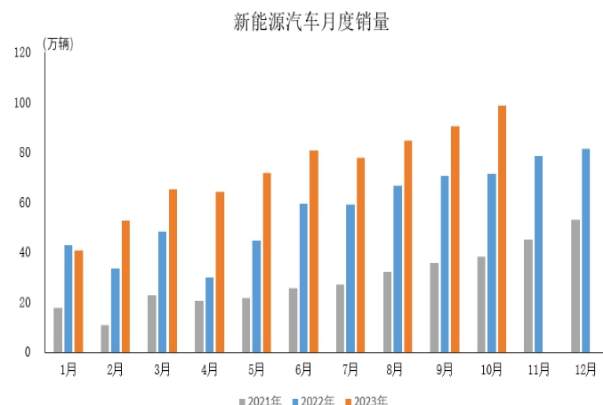
车超过 50% 的目标，很可能在 2025 年最晚到 2026 年就会提前实现。

图20：我国汽车月度销量及同比（万辆，%）



数据来源：中国汽车工业协会，建信期货研究发展部

图21：我国新能源汽车月度销量及同比（万辆，%）



数据来源：中国汽车工业协会，建信期货研究发展部

我们认为，2024 年国内新能源汽车增长仍然具备较强韧性，新能源车发展的大趋势并未改变、仍然是未来增速较快的行业之一。

今年以来，新能源汽车在无论在用户体验、实用性以及补能效率方面都有明显提升。一方面，以小鹏、华为为首的头部新能源车企积极推进“无图/轻地图”城市 NOA 方案，智能驾驶的用户体验和实用性预期将可大幅提升；另一方面，全域 800V 高压快充车型密集发布，通过搭载 4C+ 电池，预计充电 10-80% 时长有望压缩至 15 分钟以内，用户补能体验有望大幅改善。而在产品性能提升的背景下，车企定价方面并无过高溢价，低溢价策略的趋势下将更有助于提升消费者的接受度。

因此我们认为，尽管补贴政策全面退坡，但受益于新能源汽车产品性能提升以及低溢价策略，当前国内新能源车市场已逐步进入市场化驱动阶段，2024 年供给端新品持续释放有望进一步加速燃油车替代，支撑国内新能源车渗透率进一步向上，参考中汽协预测，我们预计 2024 年国内新能源车销量有望达到 1150 万辆，同比增长 20-25%。

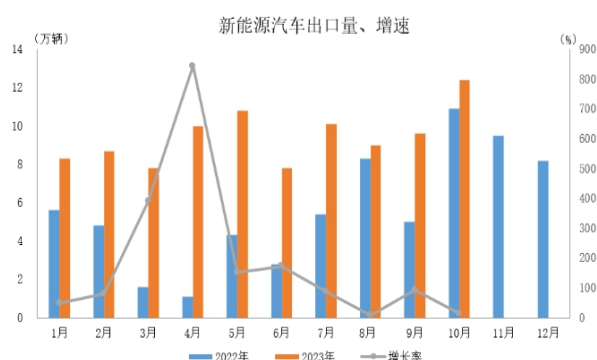
此外，新能源汽车出口数据表现亮眼，部分弥补国内增量不足

2023 年 10 月，新能源汽车出口 12.4 万辆，环比增长 29.3%，同比增长 12.8%。

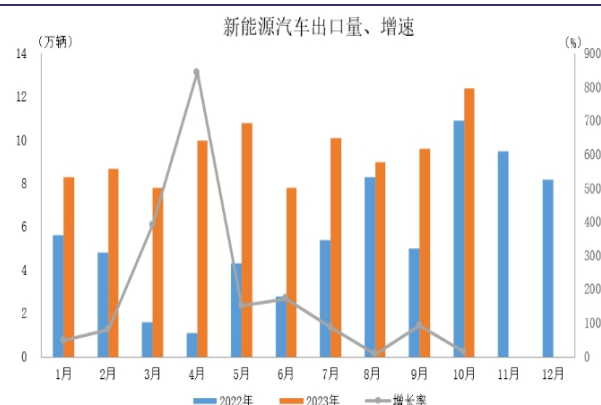
2023 年 1-10 月，新能源汽车出口 99.5 万辆，**同比增长 99.1%**。

图22：我国新能源汽车出口量及增速（万辆，%）

图23：我国新能源汽车出口量及增速（万辆，%）



数据来源：中国汽车工业协会，建信期货研究发展部



数据来源：中国汽车工业协会，建信期货研究发展部

同样，在轻量化趋势下，我国汽车单车用铝量持续增长。根据国际铝业协会在 2019 年发布的《中国汽车工业用铝评估报告（2016-2030）》，到 2025 年我国传统燃油汽车、纯电汽车、混合动力汽车的单车用铝量将分别达到 179.8kg、226.8kg、238.3kg，较 2018 年分别增长 51%、77%、33%，汽车单车用铝量仍有较大空间。

据此我们推算“十四五”期间新能源汽车对铝需求拉动情况，预计 2024 年国内新能源汽车用铝量可以达到 241.5 万吨，耗原铝量 120.75 万吨，耗原铝增量拉动 25.89 万吨。

表6：2023-2024年国内新能源汽车用铝量测算

	单位	2021	2022	增速	2023E	增速	2024E	增速
国内新能源汽车产量	万辆	352	705.8	96.90%	930	32%	1150	23.66%
国内单车用铝量	Kg/辆	178	191	-	204	-	210	-
海外单车用铝量	Kg/辆	214	230	-	245	-	260	-
国内新能源汽车用铝量（全铝）	万吨	62.66	134.81	-	189.72	-	241.5	-
耗原铝量	万吨	31.33	67.40	-	94.86	-	120.75	-
耗原铝增量	万吨		36.08		27.46		25.89	

数据来源：建信期货研究发展部

#### 4、光伏发电装机规模保持快速增长趋势

光伏用铝主要为光伏组件中的光伏边框和分布式光伏电站中的光伏支架。近年来我国光伏发电装机容量稳步增长，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》指出，到 2030 年，我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。

截至 2023 年 10 月，我国光伏发电累计装机容量已达 535.76GW，同比增长

147%，当年新增装机 171.32GW，远超市场年初预期水平。我国累计装机和新增装机容量持续保持全球第一，预计到年底全国光伏装机累计容量将达到 566GW，当年新增装机将达到 173.39GW。

预计 2024 年中国新增光伏发电装机规模可以达到 312GW 左右，则国内光伏耗原铝需求为 185.39 万吨，耗原铝增量需求大约为 82.39 万吨。

**表6：2024及远期光伏装机用铝量预测**

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国光伏装机量	GW	253.43	306.56	392.61	566.00	878.10
中国光伏新增装机量	GW		53.13	86.05	173.39	312.10
单位 GW 装机耗铝量 (全铝)	万吨	1.00	1.00	0.90	0.90	0.90
中国光伏装机总耗铝 量(全铝)	万吨		53.13	77.45	156.05	280.89
耗原铝量	万吨		35.07	51.11	102.99	185.39
耗原铝增量	万吨			16.05	51.88	82.39

数据来源：新闻整理，建信期货研究发展部

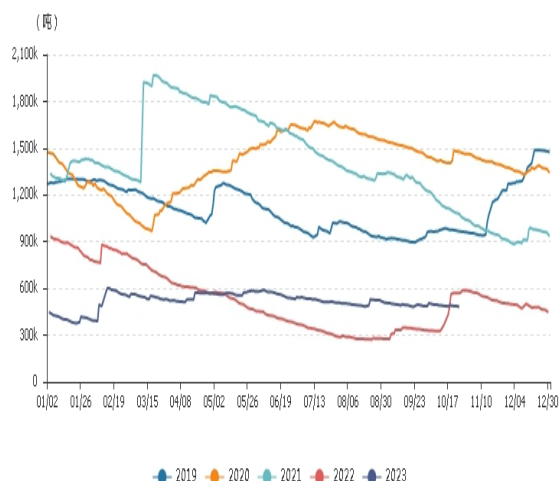
#### 四、铝水比例提高，铸锭量下滑，低库存或成常态

今年以来，工业品库存均处于历史低位水平。截至 11 月末，伦铝库存已经跌至 50 万吨附近，国内铝锭社会库存同样处于近年较低水平，三季度最低不足 50 万吨水平，国庆长假后出现较长一段时间累库，最高逼近 70 万吨，但随后开启快速去化，截至到 12 月底已经跌至 43 万吨，不断刷新年内低点。

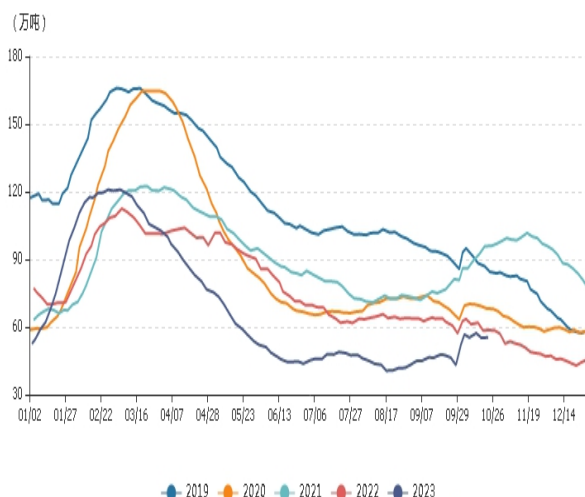
2022 年 11 月三部门印发《有色金属行业碳达峰实施方案》提出到 2025 年铝水直接合金化比例要提高到 90%以上，目前全国平均铝水比例达到 70%以上，由于铸锭比例不断下降，铝棒（铝合金）等中间品供应比例随之上升。2023 年 1-11 月铝棒产量达到 1411.4 万吨，增幅高达 16.7%。但即便铝水更多做成了铝棒，当前铝棒库存依然偏低。截至 11 月末，国内铝棒库存 10 万吨以下，综合而言均铝锭+铝棒库存均处于历史偏低水平。

**图24：LME铝库存历年走势对比**

**图25：国内铝锭库存季节性分析（万吨）**



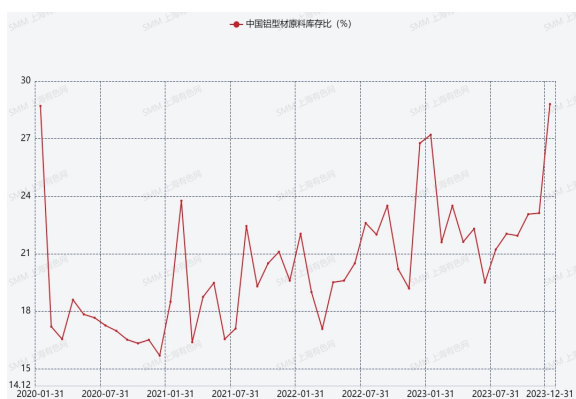
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

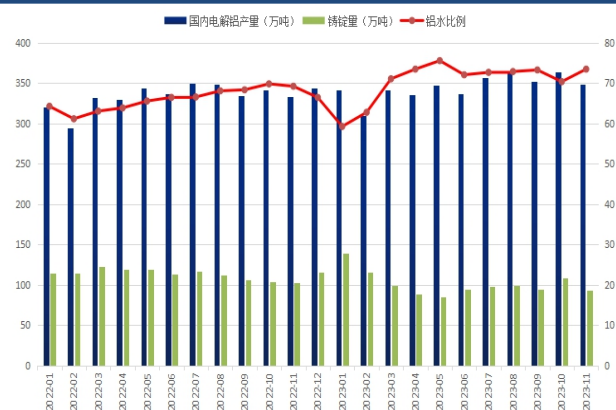
根据 SMM 铝水比例数据测算, 12 月份国内电解铝铸锭量同比减少 20%, 2023 年全年国内铸锭总量约为 1206 万吨, 同比减少 11.3%。

图24: 我国铝型材原料库存比 (%)



数据来源: SMM, 建信期货研究发展部

图25: 铝水比例高企, 铸锭量同比下降



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

我们分别对过去几十年来中美两国不同库存周期阶段两市铝价走势进行统计分析, 由此得出结论: 新一轮库存周期启动即进入被动去库时, 铝已经率先开启上涨势头, 这种涨势会一直持续到主动补库阶段, 也就是说铝价的上涨和经济开始上行需求开始增长的节奏更为一致。原因可能在于铝终端消费结构主要集中在地产、基建、汽车等传统制造业领域, 而这类领域往往也是推动库存周期变化的核心。

当前中美两国均已经处于 被动去库周期当中, 2024 年有望迎来补库共振周期的到来, 届时也会支撑铝价。



## 五、行情展望：供给向上触顶，下有补库支撑，铝市不悲观

宏观面，展望 2024 年，伴随通胀压力的放缓，发达经济体本轮加息周期基本宣告结束，我们在专题报告《美联储加息与铝价走势关系探讨》中详细分析加息后半段主要有色金属铜铝等走势规律，一般而言，加息尾声及后期，经济增速受到影响，经济体均呈现下滑趋势，金属价格则会重新回归供需主导逻辑，美元流动性变化对铝市的影响将削弱。**未来市场交易重点将更多聚焦在海外高利率环境持续时间以及降息节奏和幅度的预期博弈之上。**此外，明年市场对美国经济衰退的担忧依然存在，分歧点或集中在衰退的力度大小以及会否引发次生风险。那么当假设不发生风险的情况下经济实现“软着陆”，则市场情绪会相对缓和，铝价下跌可控；但如果明年发生较明显衰退或发生次生风险，市场对衰退的定价可能会很激烈，导致铝价出现较大跌幅。

值得一提的是，宏观周期角度，我们倾向于认为 2024 年铝市运行逻辑或更关注库存周期的变化。中美制造业库存周期有望从被动去库转向主动补库，进而提振对有色金属原材料的需求，对铝价形成有效支撑。因此倘若风险事件导致铝价下跌，亦或是给予投资者较好买点。

供应端，海外方面，欧洲生产线多老旧，且宏观情绪偏弱复产动力不足，短期无论复产以及新投均有限。国内方面，当前无论是建成产能、开工率等均处于历史峰值水平，后续边际增量有限，供应端干扰重点将聚焦云南水电供应情况，由于 2025 年之前云南省发电量增速将显著低于电解铝耗电量增速，电力供需的结构性矛盾持续深化，季节性限电限产或成常态，进而对国内供应端构成阶段性干扰。

需求端，海外高利率环境对经济活动形成抑制，拖累我国铝材出口需求，但加息渐进尾声，关注欧美制造业 PMI 拐点变化，后续需求不宜过度悲观。国内方面，房地产从政策底向市场底转换当中，后续关注政策刺激带来的推动作用，以及各类城市更新改造等政策刺激所带来的增量，以弥补“保交楼”逐步退出导致的竣工端下滑，支撑地产端用铝需求。除了传统领域，新能源领域继续保持高增长，汽车、光伏、特高压等持续为铝需求提供增量。

综合分析，2024 年预计我国电解铝供需总体处于紧平衡状态，小幅过剩 20 万吨，高铝水比例趋势下国内铝锭库存有望长期维持在偏低水平运行。在供应端触顶，而下方补库需求支撑的宏观背景下，我们对明年铝市走势相对乐观，预计宽幅震荡，整体易涨难跌思路对待，区间参考 17500-22500 元/吨。

表 7：中国电解铝供需平衡表（万吨）

	2021 年	同比增 速	2022 年	同比增 速	2023E 年	同比增 速	2024E	同比增速
产量	3850	3.72%	4007	4.08%	4150	3.57%	4260	2.65%
增量			157		143		110	
净进口	157.27	-	47.21	-	140	-	120	
抛储	21	-	0	-	0	-	0	
表观需求	4028.27	5.48%	4054.21	0.64%	4290	4.34%	4380	2.10%
实际需求（含出口）	4002	5.03%	4042	1.00%	4240	3.17%	4360	2.83%
平衡	26.27		12.21		50		20	

数据来源：建信期货研究发展部

交易策略上，关注明年几个关键变化时点可能存在的交易机会：

- 1、关注季节性累库预期差变化：因春节后到 3 月将迎来季节性累库高峰，可关注累库实际幅度和预期之间的差异；
- 2、关注云南端产能变化，如果一季度提前复产，则将施压铝价；如果和 2023 年一样在六月中旬后开始复产，则可能在二季度末对铝价产生压力；
- 3、关注美国降息时点以及经济如何“着陆”的影响：即当假设不发生风险的情况下经济实现“软着陆”，则市场情绪会相对缓和，铝价下跌可控；但如果发生较明显衰退或发生次生风险，铝价可能出现较大跌幅，但相应的也会给予市场较好买入机会。

**跨市场套利方面**，根据上文分析，我们倾向于认为 2024 年两市将延续内强外弱的格局，沪伦比高位运行为主，我们按照现货测算，建议可当进口亏损超过 400 元/吨以上可尝试跨市反向套利，即卖 LME 买沪铝，因虚盘套利，控制风险。

## 【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

## 免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

## 总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

## 深圳分公司

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211

电话:0755-83382269 邮编:518038

## 山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

## 广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

## 北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

## 福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

## 郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

## 宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

## 总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

## 西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

## 浙江分公司

地址:杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室

电话:0571-87777081 邮编:310003

## 上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

## 上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

## 泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

## 厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

## 成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

## 【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533

邮箱:service@ccbfutures.com

网址: <http://www.ccbfutures.com>