



作者简介

陈薪伊，物产中大期货研究院有色新能源组组长。毕业于伦敦大学，获经济学硕士学位。曾在国际知名投行工作，在国内期现公司担任有色研究负责人，拥有丰富的有色期现研究及内外盘实战经验，熟悉有色品种上下游产业链。

期货从业资格：F03094252

投资咨询资格：Z0020042

电话：0571-87788888-8668

邮箱：chenxy14@wzgroup.cn



丁梦钦，物产中大期货研究院铝产业链分析师，金融硕士学位。专注于铝产业链相关品种的研究，对铝产业链有较深理解。

期货从业资格：F03130888

供需平衡拐点未至，氧化铝偏强运行

一、铝行情回顾

2024年三季度，有色板块先抑后扬，沪铝经历两拨下跌和上涨，6到8月宏观驱动减弱，沪铝回归基本面，在去库表现不畅叠加实际需求不及预期下铝价大幅回调；8月后美通胀数据表现良好，海外经济衰退担忧减弱，铝社库去库带动铝价走强，同时地缘政治紧张局势再度升温，为有色金属市场提供支撑；9月初铝锭去库进程再度受阻，美经济数据不佳市场情绪遇冷，沪铝弱势盘整，而在近期美联储降息落地，宏观面利多及基本面稳健支撑下，铝价重回偏强震荡运行。

氧化铝价格走势与铝基本一致，经历两拨回调期，但在供需平衡格局未改的情况下，价格下跌过程中氧化铝下方有支撑更加抗跌，价格上涨过程中氧化铝则弹性更大，氧化铝期货合约整体持仓呈上涨态势。基本面来看，国产矿山复产仍不及预期，进口量进一步上涨，下游需求刚性凸显，进口窗口保持关闭，国内氧化铝现货供应紧张，同时库存还是维持去库，近月氧化铝期货价格易涨难跌，期限维持Back结构。

图 1：沪铝、氧化铝主力合约走势 单位：元/吨

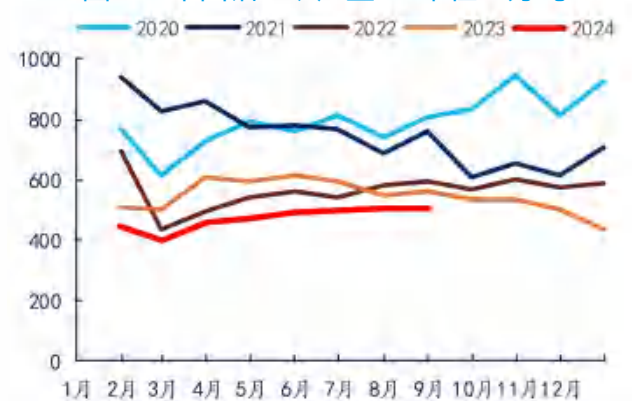


数据来源：SMM 物产中大期货研究院

二、铝市场基本面情况

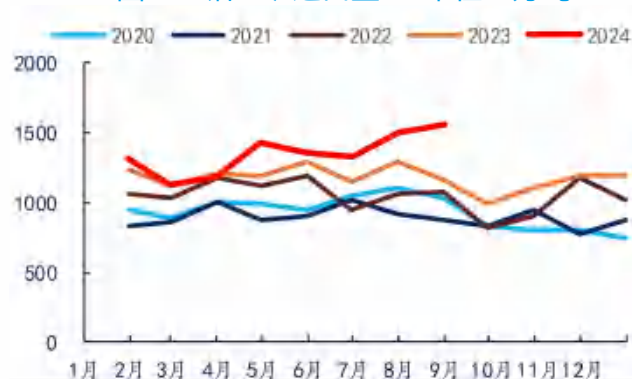
(一) 铝土矿：进口矿弥补国产矿产能，价格稳中有升

图 2：中国铝土矿产量 单位：万吨



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

图 3：铝土矿进口量 单位：万吨



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

铝土矿供需偏紧格局难改。四季度国产矿端仍难有增量。国产矿受到环保限产、安全检查和不可抗力等影响难以大规模复产，2024年1-8月，国内铝土矿产量为3789.53万吨，累计同比下降19.7%，整体产量处于历史同期低位。进口铝土矿供应同比大幅增长，但增量仍难以完全覆盖国产矿减量的供应缺口，进口铝土矿现货市场供应仍然紧张。四季度澳洲铝土矿供应增量有限，几内亚雨季扰动逐渐影响9、10月份铝土矿到港量。在铝土矿自几内亚进口占比进一步增加的情况下，几内亚供应扰动对我国影响更加显著，预计到几内亚出雨后，11月份左右进口量才会出现好转。

国内外矿价均稳中有升，几内亚雨季导致铝土矿供应减少，推升澳矿需求增加，三季度澳矿价格大幅上涨。在铝土矿供应紧张，进口矿需求高位下，预计四季度进口矿长协价格会进一步上调，而国产矿价格还是保持高位。

（二）氧化铝：四季度末或成为供需平衡转折点

图 4：氧化铝产量及开工率 单位：万吨/%



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

图 5：氧化铝成本利润 单位：元/吨



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

氧化铝利润高位下，氧化铝厂生产积极性高，运行产能高位，8月开工率达84.63%，三季度产量或达2132万吨，同比增加3.4%。但丰厚的氧化铝利润难以刺激出更多的产量增长，现货偏紧问题在三季度未能明显改善，同时投产进度缓慢、超负荷运作导致检修频率增加，供应端扰动风险增加。从后续的供应增量来看，四季度还有广西投产的100万吨产能和山东200万吨产能置换，但受原料影响，存在延后的可能。

目前进口矿产线接近满产运行，氧化铝生产产线技改仍在不断推进，从今年2月份开始，随着国产矿复产不及预期，山西、河南、广西、贵州四省都开始进行逐步推进国产矿生产线技改。截止到8月，山西技改510万吨，河南技改200万吨，广西技改50万吨，贵州技改40万吨。预计到11月份左右，几内亚进口量开始恢复，叠加氧化铝产线技改的不断推进，供应才能趋于改善，并逐步兑现投复产预期，氧化铝的供应短缺问题将得到缓解。

图 6：中国氧化铝进出口及进口盈亏



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

图 7：氧化铝总库存 单位：万吨



数据来源：钢联 物产中大期货研究院

海外氧化铝供应同样短缺，四季度大概率维持净出口格局。澳洲天然气供应短缺、牙买加飓风影响发运、印度氧化铝厂赤泥库外溢等事件持续推升海外氧化铝价格上涨，也为国内氧化铝价格提供了向上驱动。从4月份氧化铝贸易流向发生扭转以来，氧化铝维持净出口，进口窗口保持关闭，8月氧化铝净出口量为13.7万吨，环比增加80.22%，预计短期内海外氧化铝供应紧缺还是难以缓解，四季度出口量有增长空间。

氧化铝总库存、仓单量目前也处于低位。氧化铝厂长单交付压力较大，部分氧化铝厂不得不外购现货补充长单，氧化铝厂现货库存相对偏紧。同时进口窗口持续关闭，港口库存维持低位，氧化铝整体库存还是在历史同期低位。同时仓单在7、8月份大量到期注销后，目前亦维持低位，仓单压力大幅缓解。

图 8：氧化铝供需平衡表 单位：万吨

类别	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月E	10月E	11月E	12月E
中国氧化铝月度产量（冶金级）	672.0	628.1	678.2	667.9	698.9	684.2	717.3	722.0	710.0	726.0	708.0	730.0
电解铝消费量（电解铝产量*1.93）	687.5	643.3	691.1	678.4	701.9	685.7	710.8	712.2	699.2	714.1	692.5	706.8
氧化铝净进口（进口-出口）	21.3	15.3	16.0	-2.2	-1.0	-11.9	-7.6	-13.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
供需平衡	5.8	0.1	3.0	-12.7	-4.0	-13.5	-1.1	-3.9	0.8	1.9	5.5	13.2

数据来源：SMM 物产中大期货研究院

从供需变动的节奏来看，氧化铝供应偏紧因素在近两个月仍然存在，几内亚发运量的减少开始影响9、10月份的进口量，矿端受限导致新增投产有限，氧化铝产量难有大幅增长，同时在高利润驱动下，氧化铝厂高负荷运行，导致检修减产频发，整体产量增减并存，而下游电解铝运行产能高位，需求刚性凸显，库存仍然在历史同期低位。从供需平衡测算情况，我们认为在四季度初，还是氧化铝基本面的偏紧期，现货紧缺，多头占优，至少要看到氧化铝现货价格下跌、库存持续性拐头出现、新增投产落地，基本面才算得上是发生转向。预计到四季度末过剩节奏会加快，并且由于氧化铝自身总产能的过剩和供应集中度高，一旦供应基本面发生转向，需要警惕氧化铝价格的趋势性下跌。中长期来看，国内氧化铝产能过剩，新增投产较多，海外矿端偏宽松，我们还是维持偏空看法。

（三）电解铝：宏观利多叠加基本面良好，沪铝偏强运行

图 9：中国电解铝产量 单位：万吨

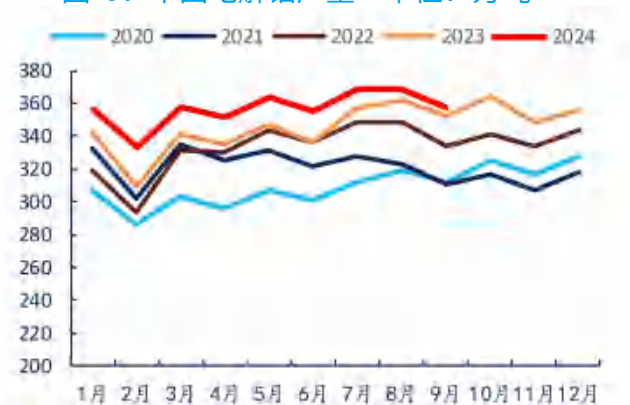


图 10：电解铝成本利润 单位：元/吨

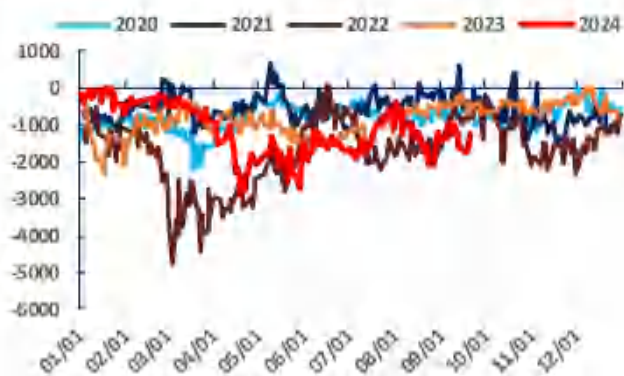


截至目前，电解铝运行产能在4348.33万吨/年，产能利用率高达96%。7月初，五部门印发《电解铝行业节能降碳专项行动计划》再次提出要求，通过实施节能降碳改造，电解铝行业2024年—2025年形成节能量约250万吨标准煤、减排二氧化碳约650万吨等。《计划》明确，行业可再生能源利用比例达到25%以上，再生铝产量达到1150万吨。铝水直接合金化比例达到90%以上。该任务进一步明确了国内电解铝4500万吨左右产能天花板，目前国内电解铝运行总产能已经接近产能天花板，在供给确定，需求增长的预期下电解铝行业利润或维持较好水平。

2024年四季度我国电解铝产能变动主要集中在新疆、贵州、四川等地区，新投产产能规模较为有限，预计还可投产产能约30万吨/年；未明确待减产5万吨/年；待复产34.5万吨/年。新增产能有限但复产产能显著提升，未来我国电解铝产量将呈现稳中有升的趋势，2024年四季度产量预计为1105.7万吨，同比增长2.81%。

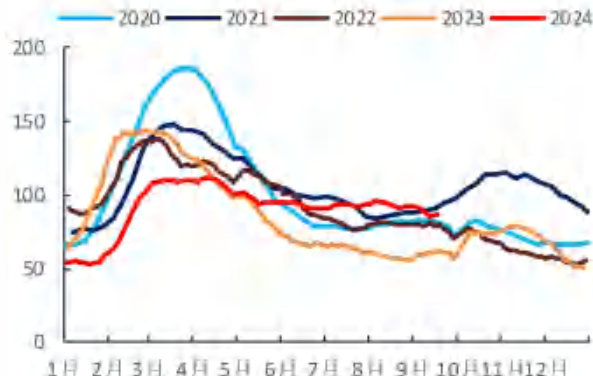
电解铝主要成本变动还是在氧化铝端，氧化铝现货价格高位震荡调整为主，四季度电解铝的氧化铝部分成本或小幅增加；电力、预焙阳极及其他辅料持稳为主。利润同样受到成本端的制约，受丰水期外购电价下调带动，云南地区理论利润上涨，而除云南外其他西南地区利润相对薄弱，在8月铝价回调过程中，贵州地区出现理论亏损，预计四季度加权利润维持在1500-2500元/吨。

图 11：中国电解铝进口盈亏 单位：元/吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 12：中国铝锭+铝棒库存 单位：万吨



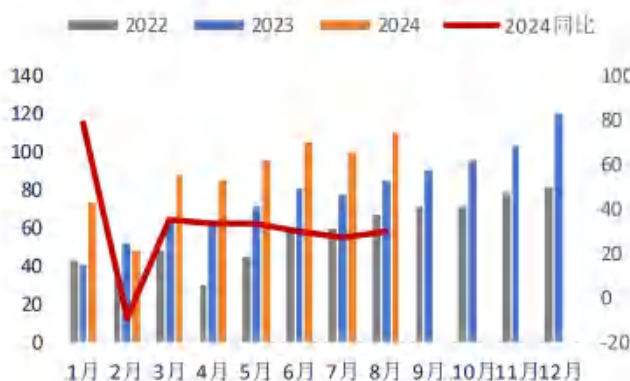
数据来源：SMM 物产中大期货研究院

进出口方面，电解铝进口窗口保持关闭，但还有部分原铝进口，主要原因是海外增加国内原铝销售的长单，在原铝进口窗口持续关闭的情况下，长单履约依旧会如期进入中国市场，但在内外套利不稳定的情况下，进口原铝难有增长。

库存方面，铝棒的整体去库表现要明显强于铝锭，铝棒库存维持整体下降趋势接近半年，铝锭受铝水比例回落、铸锭量上升同时下游需求疲软等影响在三季度去库表现不佳。而进入9月份，随着铝水比例回升，供应端压力不断释放，铝板带、工业型材需求率先回暖，供需两端持续发力，叠加进口窗口保持关闭，铝锭、铝棒库存有望在“金九银十”消费旺季带动下，保持较流畅的去库状态。从LME库存来看，自5月份俄铝大幅交仓以来，整体铝库存量呈下滑趋势，其中俄罗斯铝的注册仓单占比持续上升，海外市场需求也逐步回升。

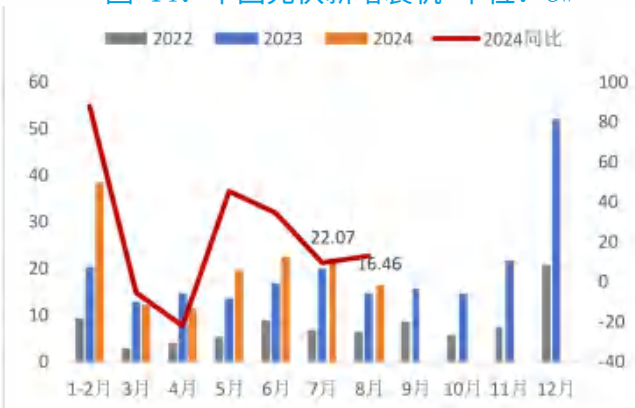
（四）终端需求：旺季需求等待兑现，铝材出口或有变数

图 13：中国新能源汽车销量 单位：万辆



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

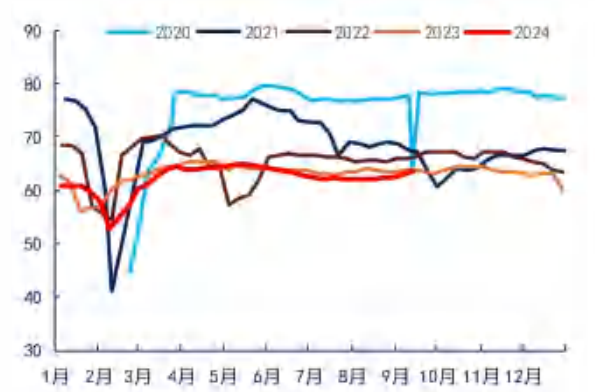
图 14：中国光伏新增装机 单位：GW



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

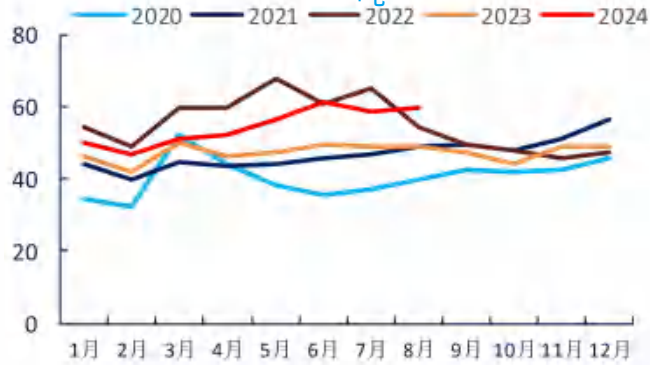
终端用铝需求增减并存，国内地产板块依旧较弱，用铝需求占比不断下降至21%左右，海外需求占比小幅下滑至15%左右。新能源汽车提振需求，国内以旧换新政策力度逐步显现，8月日均报废更新补贴申请量破万，新能源汽车表现强劲，推动汽车产销环比增长。1-8月，新能源汽车产销分别完成700.8万辆和703.7万辆，同比分别增长29%和30.9%。光伏板块新增装机不及预期，2024年8月中国光伏新增装机16.46GW，同比增加2.88%，环比减少21.81%。

图 15：铝下游龙头企业周度开工率 单位：%



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

图 16：未锻轧铝及铝材出口量 单位：万吨



数据来源：SMM 物产中大期货研究院

初端铝加工开工率不断好转，等待“金九银十”旺季需求兑现。交通运输及特高压用铝订单较为稳定，且光伏组件厂受前期招标项目拉动、排产有所增加，虽然同比增幅有限但边际维持好转，预计对用铝需求带来边际拉动。铝材出口表现良好。1-8月份累计出口量达435.2万吨，累计同比增加15.0%。目前外强内弱格局延续，进口窗口关闭，目前在手订单较好，铝材出口企业有较高利润。但当前全球铝贸易形势多变，贸易摩擦频发，4季度海外反倾销政策即将落地，短期海外终端维持多采举措，往后长期订单暂不明朗。

三、2024年四季度展望

宏观面上，美联储降息50bp，降息幅度略超市场预期，宏观情绪良好，有色金属普涨，短期利多基本兑现，关注后续降息路径以及经济数据变动，判断美国经济是否能实现软着陆。国务院新闻办公室近日举行新闻发布会，公布一系列政策，市场风险偏好得到大幅改善。降低存款准备金率和政策利率共同释放流动性，有望和财政持续发力一起形成组合拳支撑四季度经济。

氧化铝方面，我们认为目前还是氧化铝的强势期，国内政策超预期组合拳进一步点燃氧化铝多头情绪。国内外供应端都还存在扰动，国内氧化铝新增投产受到原料端的影响出不来，海外氧化铝厂减产频发，进口窗口关闭，现货流通紧缺，总库存还是在历史低位，铝厂存在一定补库需求，诸多因素推动氧化铝价格近期强势，四季度重点关注几内亚发运情况，矿端偏紧格局或将在11月底有所缓解，关注明年氧化铝新增投产情况。电解铝方面，供应量高位持稳，下游需求旺季带动和政策提振下不断好转，进口窗口保持关闭，整体供需矛盾不突出。

综上所述，目前铝产业链矛盾主要在氧化铝端，四季度氧化铝延续近强远弱的Back格局，氧化铝价格保持坚挺，氧化铝企业平均利润已处于历史高位，我们认为在当前供需格局以及宏观利多下氧化铝价格易涨难跌，受新增产能放量预期以及未来宏观风险扰动，我们建议氧化铝企业可在4100元/吨上方适量卖出套保；而沪铝在宏观利多和基本面支撑下偏强运行，下游需求好转，下方有90分位线成本支撑，预计沪铝在19000-22000元/吨区间震荡运行，反弹高度受宏观资金主导，但预计难以突破5月份22000元/吨高点，长期驱动看下游需求好转情况。风险上，则需要关注国内财政政策的跟进力度，以及全球资本市场风险偏好回暖的持续性。