



2024年7月5日

前途是光明的

道路是曲折的

核心观点及策略

- 氧化铝：2024下半年氧化铝焦点在供应端恢复的时间节点和恢复数量，预计矿端及氧化铝三季度供应仍然偏紧，四季度有望放松。氧化铝期货走势看好三季度震荡，四季度承压走势。下方空间需要看国产氧化铝供应宽松程度，如果铝土矿供应充足下半年氧化铝将回归利润定价逻辑，氧化铝价格下方将回归至晋豫两地成本微利附近。
- 电解铝：宏观面美联储虽未降息但因市场二季度的大幅抢跑交易降息预期，实际的美联储宽松交易已过半程，下半年美联储降息对铝价的助力相较二季度小，且不排除届时买预期卖事实的可能。基本面供应刚性消费任性，供需格局偏好，价格整体看好偏强走势，节奏上需要注意季节性消费淡季七八月铝价修复的阶段修正，及降息靴子落地对行情的负反馈。
- 氧化铝主体运行区间在3300-4000元/吨；沪期铝主体运行区间在19700-22000元/吨；伦铝主体运行区间在2450-2800美元/吨。
- 策略：单边，氧化铝三季度震荡思路，四季度逢高抛空为主。电解铝逢低做多为主；跨品种套利，三季度多氧化铝空电解铝，四季度空氧化铝多电解铝。
- 风险点：美国年内不降息、国内政策落地低于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555108

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555108

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、行情回顾.....	5
二、宏观.....	6
1、海外.....	6
2、国内.....	7
三、氧化铝.....	9
1、国产矿略有放松，进口矿使用比例上升.....	9
2、矿端供应充足与否决定下半年氧化铝是否回归利润定价逻辑.....	10
3、氧化铝供应四季度有望宽松.....	10
4、现货及库存.....	10
5、观点.....	11
四、电解铝供应.....	14
1、国内电解铝运行产能已达年内高峰附近，四季度仍有减产预期.....	14
2、未来几年的电解铝新增产能集中在海外，但增速较慢.....	15
五、电解铝消费.....	18
1、国内房地产拖累，新能源继续发力，铝消费增速或有回落.....	18
2、海外关注欧美数据中心、AI 需求增长及印度等新兴国家消费潜力.....	19
六、电解铝库存与平衡.....	23
七、行情展望.....	24

图表目录

图表 1 沪铝和 LME 走势	5
图表 2 沪伦铝比.....	5
图表 3 LME 升贴水	6
图表 4 氧化铝期货价格走势.....	6
图表 5 氧化铝现货升贴水.....	6
图表 6 氧化铝现货升贴水.....	6
图表 7 欧、美 GDP 增速.....	8
图表 8 中国 GDP 增速.....	8
图表 9 欧美通胀表现.....	8
图表 10 美国非农.....	8
图表 11 中国固定资产投资累计同比.....	8
图表 12 中国社会消费品零售总额同比.....	8
图表 13 中国全国规模以上工业增加值同比.....	9
图表 14 2024 年下半年全国氧化铝在停产产能预计复产情况（单位：万吨）	11
图表 15 2024 年下半年全国氧化铝预计新投产能（单位：万吨）	11
图表 16 国产铝土矿价格.....	12
图表 17 进口铝土矿价格.....	12
图表 18 中国铝土矿进口.....	12
图表 19 进口矿使用比例（分地区）	12
图表 20 氧化铝进口.....	12
图表 21 氧化铝出口.....	12
图表 22 国产氧化铝产量.....	13
图表 23 氧化铝成本利润.....	13
图表 24 国内外氧化铝价格.....	13
图表 25 烧碱价格.....	13
图表 26 动力煤价格.....	13
图表 27 氧化铝现货价格.....	13
图表 28 氧化铝交易所库存.....	14

图表 28 2024 年上半年电解铝行业变动情况（单位：万吨）	15
图表 29 2024 年下半年电解铝行业运行情况预测（单位：万吨）	15
图表 30 未来电解铝产能变动规划（单位：万吨）	16
图表 31 近两年海外电解铝计划新投产产能（单位：万吨）	16
图表 32 中国电解铝产量.....	17
图表 33 中国电解铝产能及预期.....	17
图表 34 中国近年铝锭进口量.....	17
图表 35 进口俄铝所占比例.....	17
图表 36 全球（除中国）电解铝产量.....	17
图表 37 中国房地产施工、竣工面积.....	21
图表 38 房地产新屋开工、开发投资.....	21
图表 39 中国新能源汽车销量.....	21
图表 40 中国新能源车.....	21
图表 41 中国光伏装机量.....	21
图表 42 中国洗衣机产量.....	21
图表 43 中国空调产量.....	22
图表 44 中国家电冰箱产量.....	22
图表 45 电网投资完成额.....	22
图表 46 美国房屋销售表现.....	22
图表 47 欧元区建筑业 PMI.....	22
图表 48 美国汽车销量.....	22
图表 49 欧洲乘用车注册量同比.....	23
图表 50 欧元区新能源汽车销量.....	23
图表 51 印度制造业 PMI.....	23
图表 52 美欧、印度光伏装机表现.....	23
图表 53 铝锭社会库存.....	24
图表 54 铝棒社会库存.....	24
图表 55 2024 年中国电解铝供需平衡表（单位：万吨）	24
图表 56 近年全球电解铝供需平衡表（单位：万吨）	24

一、行情回顾

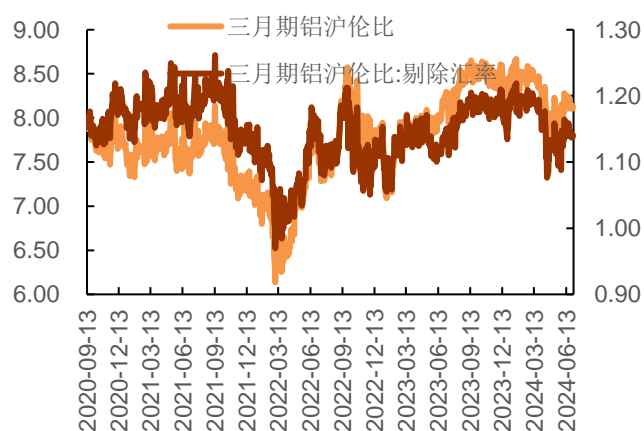
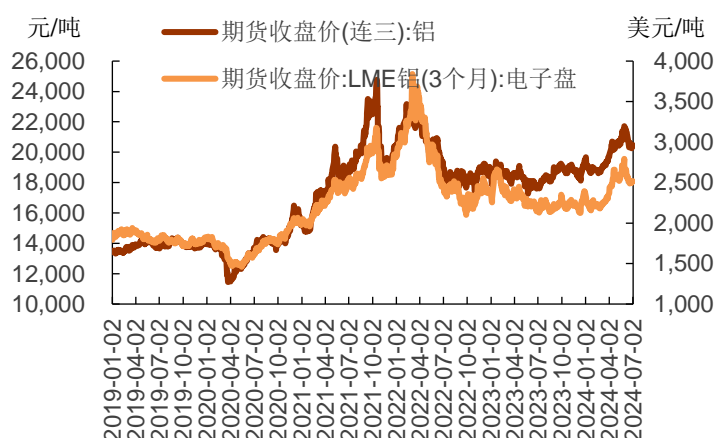
氧化铝方面，2024 年初，几内亚油库爆炸余威未了，又添国内北方冬季采暖限产，几重叠加影响下，氧化铝开年一度涨停，冲至 3758 元/吨，但 3300 元/吨上方高位并未成功站稳，伴随冬季限产过去，及 3 月份国产矿复产预期，氧化铝价格回落震荡。进入二季度，宏观环境转暖，氧化铝被动跟随，价格小幅试探上行，直至澳大利亚昆士兰两家氧化铝厂宣布三方合同不可抗力，进口氧化铝预期骤然趋紧，同时国内矿石仍然迟迟未能复采，国内氧化铝供应紧缺预期迅速走高，氧化铝快速上行至 4259 元/吨，此时氧化铝企业理论平均利润达 1500 元/吨左右。高利润刺激下企业复工意愿强，国内出现部分复产，供应紧缺情况有所缓解，氧化铝价格有所回落，至 3800 元/吨一线。

电解铝方面，2024 年上半年铝价走出一波较好涨势，一季度由于春节后铝锭社会库存累库幅度不及预期，支持沪铝始终运行于前期震荡区间的上半部分 18500-19000 元/吨之间。二季度事件频出，首先美联储降息预期升温，市场抢跑降息预期，宏观情绪快速转暖，以铜为代表的有色金属集体走强，沪铝跟随破位，突破连续了近两年的震荡区间上沿压力强势站上两万关口。紧接着美国宣布禁止俄罗斯金属在 LME 仓库交割，国内沪铝日内大幅冲高至 21300 元/吨，但消息对国内利多有限，沪铝冲高之后快速回落。铝价再次冲高由于成本端氧化铝大涨，以及国内节能降碳行动方案对氧化铝和电解铝耗能再发文，引发长周期供给端控制担忧，沪铝再创近期新高 22073 元/吨。进入 6 月宏观氛围转冷，基本面供应增加需求转淡，沪铝逐步高位下修。

海外 LME 铝价上半年呈前弱后强走势，宏观面美联储降息预期走高及俄罗斯金属禁止 LME 交割消息对伦铝拉涨都相对国内强势，伦铝 4 月中日内大幅冲高 2728 美元/吨，但当时未能站稳，日内出现回落，同时 LME 现货升水也近两年罕见地从贴水 40 美元快速至升水 30 美元，市场多头氛围浓厚。尽管 5 月中 LME 铝仓单库存大增超 80%，伦铝仍然凭借宏观利好及澳洲氧化铝减产消息再创新高 2799 美元/吨，直至进入 6 月伦铝展开回落。

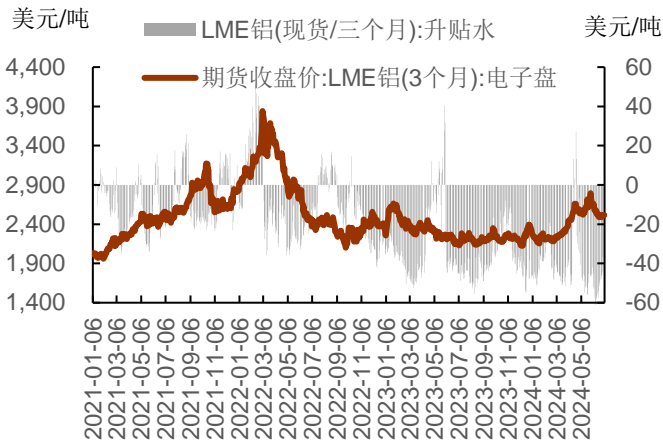
图表 1 沪铝和 LME 走势

图表 2 沪伦铝比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 LME 升贴水

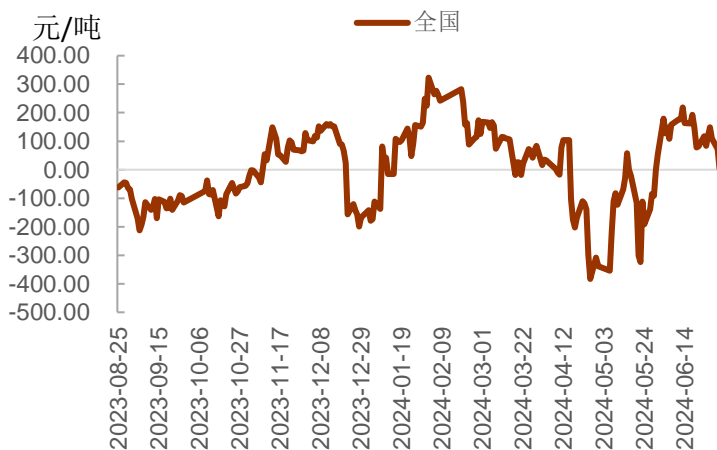


图表 4 氧化铝期货价格走势

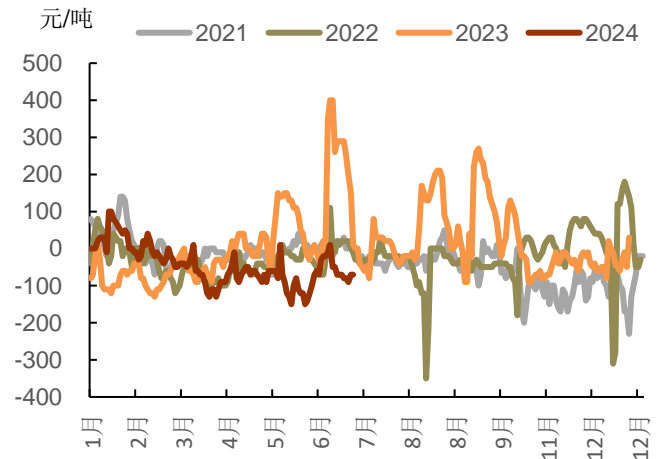


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 氧化铝现货升贴水



图表 6 氧化铝现货升贴水



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外

2024 上半年市场不断抢跑交易美联储降息预期，导致美国经济数据尤其是商品价格及就业数据皆表现出较强韧性，反过来良好的经济数据又推迟降息时间节点，以至于降息预期来回也摇摆，从二季度年内降息两到三次，最快 6 月份降息，到刚刚举办的 6 月美联储议息会议显示预计年内降息一次，且时间节点推迟至年底。

就业方面，最近一次的美国 5 月非农就业人数达到 27.5 万，超过了彭博社调查中所有 77 个组织和机构的预测值。且平均时薪环比大幅反弹，尽管失业率意外上行至 4.0%，更多来自于摩擦性失业，而非就业市场趋势性走弱的结果。此前 5 月的金融宽松条件带来了经济及就业形势再度走强，薪资高增同时支撑了经济韧性与通胀粘性，目前就业市场供不应求的现状仍难发生根本性改变，薪资高增对经济韧性与通胀粘性的支撑暂时仍然比较强。

通胀方面，5月美国通胀数据不及预期。CPI同比增速放缓至3.3%低于预期的3.4%，环比持平低于预期的0.1%；核心CPI同比增速放缓至3.4%低于预期3.5%，环比增速0.2%低于预期的0.3%。5月通胀数据的走弱很大程度上来自于4月经济金融形势转弱的滞后影响，由于5-6月经济金融形势已经再度转暖，通胀动能仍有可能发生反弹。整体基于薪资高增和股楼双牛的居民消费动能大概率仍将延续，继续对通胀粘性构成支撑。

另外下半年，美国将步入大选年的关键时期，这将给经济前景增添一些不确定性。一方面，由于两党候选人的政策主张差异较大，企业为了规避潜在的政策变动，可能暂缓招聘和投资扩张的决策。另一方面，消费者在对未来前景缺乏把握的情况下，也可能倾向于保持观望，减少开支。大选不确定性也可能加剧资本市场波动，风险偏好在一定程度上受到抑制，经济扩张的势头受到阻力。

欧元区方面，欧洲中央银行（ECB）于2024年6月初宣布了自2019年以来的首次降息，将三大关键利率下调25个基点，存款利率降至3.75%。目前市场预计ECB将在9月和12月再分别降息25个基点。通胀方面，欧元区通胀控制相对美国较好，从2023年9月的4.3%下降至2024年5月的2.6%，同时经济下行也相较美国快速，欧元区一季度GDP环比增长了0.3%。最初欧盟委员会在2023年11月的报告中预计欧元区2024年GDP将增长1.2%。但欧元区经济实际增长缓慢在2024年2月的经济预测中，欧盟委员会下调了这一预期，将欧元区2024年的经济增长率修正为0.8%。整体欧元区2024年经济保持增长但预计增速较低，通胀有望进一步下降接近目标水平，需关注外部需求、地缘政治等风险因素。

2、国内

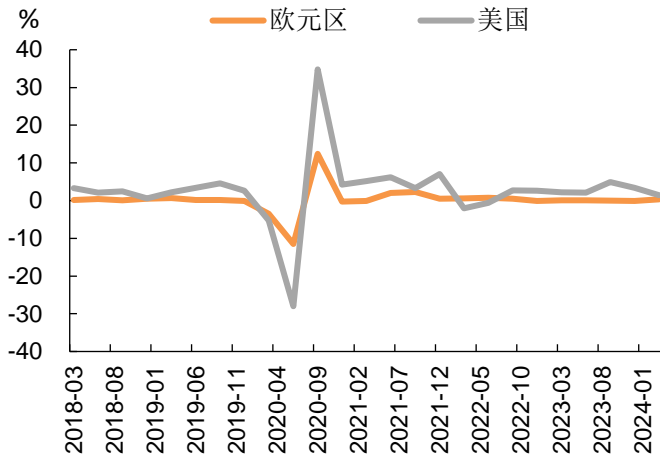
国内一季度GDP增速在5.3%，目前普遍预计二季度将继续上行，为年内高点。下半年中国经济增速预计将在5%左右波动，全年增速有望达到5.1%至5.2%。投资方面，1-5月份，全国固定资产投资同比增长4.0%，其中基础设施投资增长5.7%，制造业投资增长9.6%，但房地产开发投资下降10.1%。民间投资增长0.1%，扣除房地产开发投资后增长6.9%。这表明制造业投资保持强韧性，但基建投资降温、地产投资低迷，整体投资动能继续放缓。消费方面，1-5月份，社会消费品零售总额同比增长4.1%，其中5月份同比增长3.7%，较上月提高1.4个百分点，表明消费市场在逐步回暖。工业与制造业方面，1-5月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，工业生产保持较快增长。但5月份规上工业增加值同比增长5.6%，较上月有所回落，显示出工业生产边际放缓的趋势。

三中全会和政治局会议即将召开，新一轮以经济体制改革为核心的全面深化改革再次开启，虽然会议整体都将会是聚焦长期改革，对于短期经济拉动有限，但对于市场信心体征有较大助益。

整体来看，上半年，中国经济已经呈现出回升向好的趋势，但面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。下半年，随着一系列稳增长政策的实施和改革开放的深化，消费品零售依旧焕新动能显现，基建发挥稳定效果，加上出口海外弱补库情况下，经济增速预计仍

能保持稳定。

图表 7 欧、美 GDP 增速

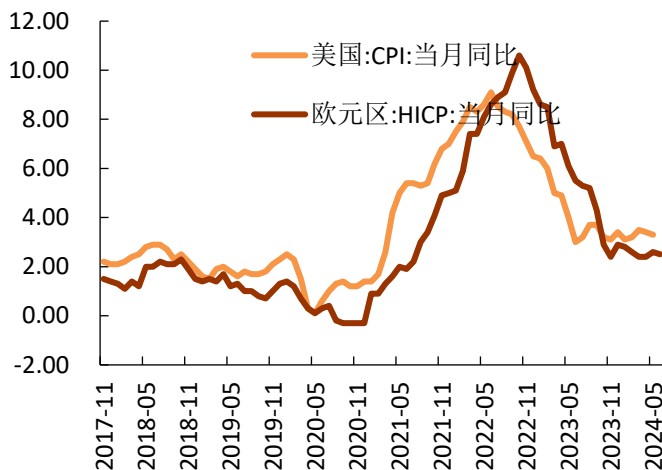


图表 8 中国 GDP 增速

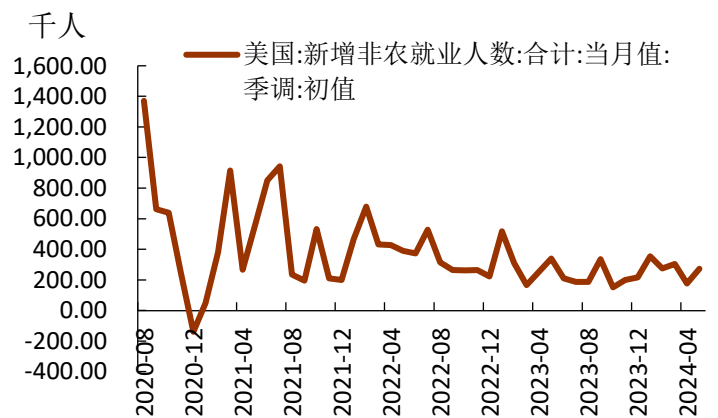


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 欧美通胀表现

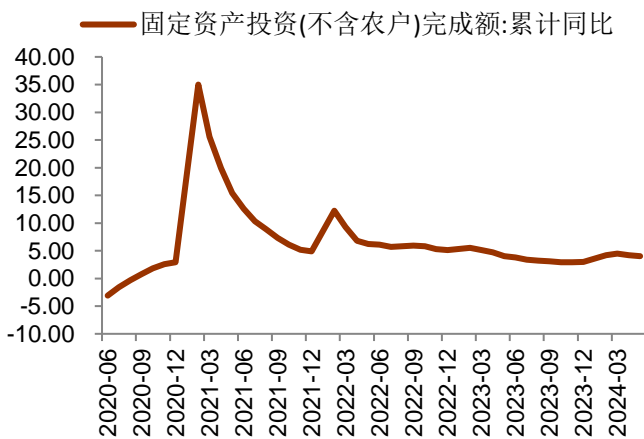


图表 10 美国非农

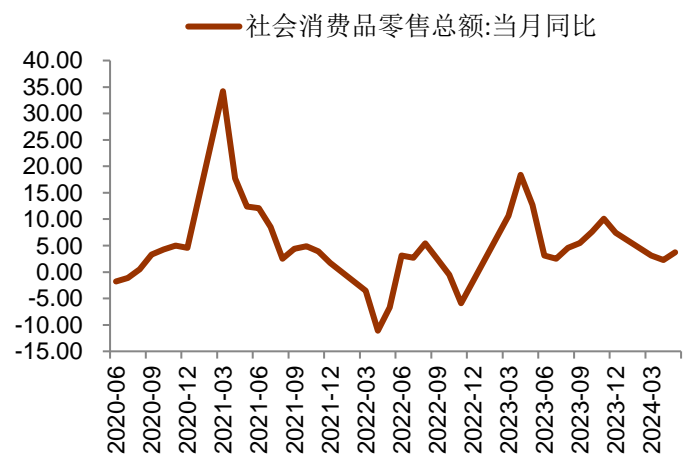


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 中国固定资产投资累计同比

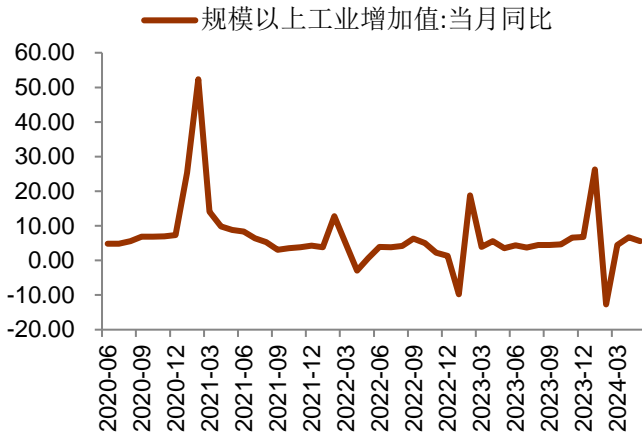


图表 12 中国社会消费品零售总额同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 中国全国规模以上工业增加值同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、氧化铝

1、国产矿略有放松，进口矿使用比例上升

2023 年中晋豫两地铝土矿限采一直持续至今，市场预期的 2024 年 3 月之后及 6 月之后的复产全部落空，国产矿日益趋紧，矿价接连走高。截至 6 月底，山西铝土矿较年初涨 60 元/吨至 560 元/吨，河南较年初涨 50 元/吨至 580 元/吨，广西较年初涨 40 元/吨至 410 元/吨，贵州较年初涨 40 元/吨至 480 元/吨。

矿端供应来看，国产矿供应因产量统计缺乏数据，我们从国产矿消费倒推国产矿供应。2024 年 1-5 月国产矿消费量 3058.1 万吨，同比减少 7.36%。晋豫两地国产矿停产对国产矿供应在上半年有不小影响，国内氧化铝厂减产及使用进口矿增加。据海关数据 1-5 月中国铝土矿进口 6411.18 万吨，同比增加 5.85%。根据统计数据测算，全国进口矿使用比例从 2023 年底的 60%左右小幅提高至 63%。进口矿比例提升主要集中在山西和河南地区，其中河南近半年提升了 6%-8%，山西进口矿比例提升 3%-5%。其他地区保持稳定，内蒙古和贵州全部国产矿，山东全部进口矿，广西保持在 30%左右的进口矿比例。

下半年矿端供应预期上，国产矿方面，6 月初山西及河南地区个别企业得到相关部门批复同意复产，不过矿山复采手续流程相对繁琐，矿石实际复采增量释放有限。后续的大批矿山仍然受限于手续申请、政策管控等因素，预计产量释放仍存在一定难度，全年国产矿产量预计有 5%-7%的减量。进口矿方面，几内亚新增矿山项目投产，以及国产氧化铝企业对于进口矿需求有一定提升，2024 年进口矿大概跟随提升，预计进口矿增幅在 10%-13%。

综合以上，预计 2024 年下半年矿端整体由紧转一定量的宽松，其中几内亚雨季时矿端或有阶段性紧缺。矿石价格方面，进口矿考虑海运费持续高位，且地缘趋势原因，中国进口矿即时报价预计高位运行。国产矿偏紧贯穿全年，国产矿价格高位运行，但因部分矿山放松，价格不会过快走高。

2、矿端供应充足与否决定下半年氧化铝是否回归利润定价逻辑

2024 年 5 月氧化铝全国加权平均成本 2832.77 元/吨，平均利润 917.68 元/吨。2024 年的 1-4 月氧化铝的全国加权平均利润也都维持在 500 元/吨上方，是近五年来较高的利润水平。主要是国内矿石端制约，海外氧化铝供应端扰动，共同影响的供应平衡转紧所致。

因为氧化铝建成产能严重过剩，且氧化铝厂停产复产容易等特点，长久以来氧化铝都是利润定价逻辑，近几年常规理论微薄，平均利润基本在 100-300 元/吨上下，今年的矿端扰动打破这一常规。下半年氧化铝能否回归利润定价逻辑，还需看氧化铝供应充足与否。

前文我们分析，国产铝土矿我们看好有一定放松，但比较有限，进口氧化铝阶段性紧缺但全年宽松。因此氧化铝三季度我们仍然认为大概率受制于矿石偏紧，将保持相对较好的 500 元/吨利润，四季度慢慢承压回落至。成本端矿石及动力煤持续坚挺高位运行，液碱稳定，总体成本有继续走高空间，年底平均成本预计到 2900-3100 元/吨。

3、氧化铝供应四季度有望宽松

2024 年 1-5 月国产氧化铝产量 3412.1 万吨，同比增加 4.24%，增速较去年放缓，上半年国内氧化铝厂开工产能瓶颈未能突破。下半年产能变动主要有，新增产能：重庆赛博集团九龙万博 60 万，广西防城港二期 200 万吨，复产计划：内蒙古致轩、山西晋中希望等。这些都是有条件投复产的产能，但是投产顺利与否仍受限于矿石，鉴于三季度矿石仍然紧张四季度将有一定放松的判断，氧化铝供应预计在三季度仍然偏紧，四季度预期宽松。

海外氧化铝下半年新增主要是印度 Vedanta 二期 150 万吨计划投产，但可能今年无法如期全部投产，复产主要是澳洲此前减产的 90 万吨，其官方预计 9 月份复产。海外氧化铝下半年有一定增量预期，但是比较有限。预计海外氧化铝供应也将呈现三季度紧张，四季度有放松情况，因此进口短时间仍将关闭，四季度或年底观察是否有机会打开。2024 年 1-5 月份氧化铝进口 114.7 万吨，同比增加 60.33%，净进口累计 49.73 万吨，同比增加 111%。

4、现货及库存

2024 年上半年氧化铝货源紧张的又一原因是氧化铝期货的蓄水池作用显现。期货价格较现货灵敏，4 月初氧化铝期货大幅上行但现货跟涨较慢，现货形成较大贴水，期限套利空间出现，现货交仓增加，期货仓单库存不断增加，现货市场一度货源难觅，价格跟随上行，直至 6 月底。此时，上期所仓单库存最高至 24 万吨上方，较年内库存地点增加近 20 万吨。

目前氧化铝期货回落，现货被动跟随，期现套利空间收窄至无明显利润，仓单开始逐步流出市场。按照 6 月初最后一批仓单入库，三个月仓单有消息来看，最晚 9 月初，仓单库存将集中流入现货市场。

5、观点

2024 下半年氧化铝焦点在供应端恢复的时间节点和恢复数量，从国产矿四季度有望宽松，国内氧化铝厂新增产能投产进度及 9 月澳洲力拓氧化铝厂复产计划来看，氧化铝三季度供应仍然偏紧，四季度有望放松。氧化铝期货走势看好三季度震荡，四季度承压走势。下方空间需要看国产氧化铝供应宽松程度，如果铝土矿供应充足下半年氧化铝将回归利润定价逻辑，氧化铝价格下方将回归至晋豫两地成本微利附近，3100-3300 元/吨附近。

图表 14 2024 年下半年全国氧化铝在停产产能预计复产情况（单位：万吨）

地区	在停产产能	三季度	四季度	备注
河南	160	0	0	地方矿石开采能力不足，原料供应不稳定。
贵州	190	10	20	地方合法矿山整治，矿石开采受限，矿山复垦批复手续繁琐。
山东	290	90	0	检修产能近期可能恢复，其余产能不具备生产能力。
山西	430	100	0	矿山整治趋紧，铝土矿开采难度增加，赤泥库批复困难，原材料跨区域保供。
广西	150	40	60	雨季影响当地矿石供应，焙烧炉检修频繁。
合计	1220	240	80	

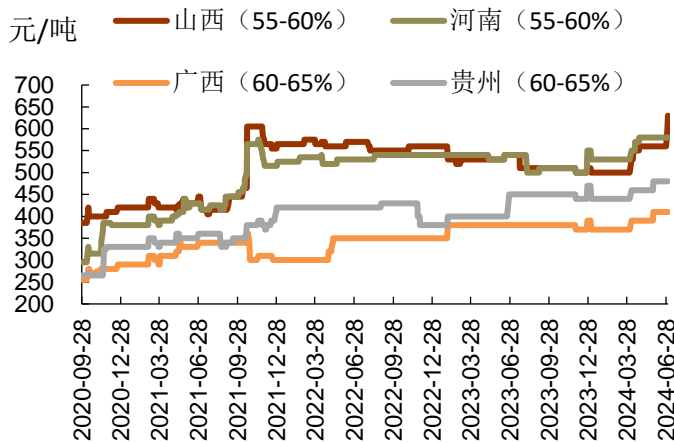
资料来源：Mysteel，铜冠金源期货

图表 15 2024 年下半年全国氧化铝预计新投产产能（单位：万吨）

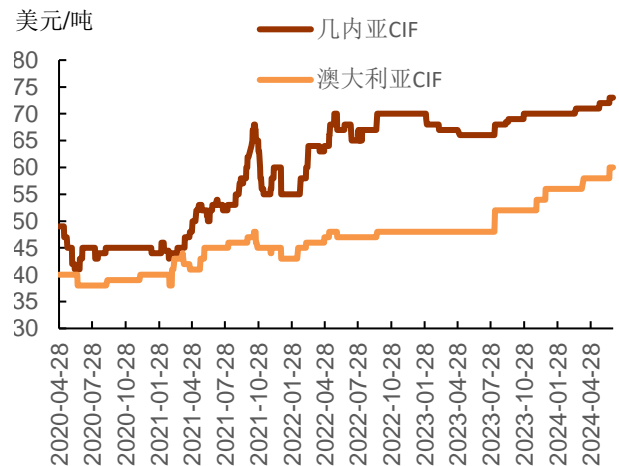
地区	涉及产能	三季度	四季度	备注
内蒙古	100	50	0	预计七月初出产品。
山东	200	0	200	集团内部产能置换。
广西	100	0	100	实际进展不及前期预期，顺利的话可能在年底投产。
重庆	60	60	0	天然气供应不稳定，投产进度不及市场预期，分月缓慢提产。
合计	460	110	300	

资料来源：Mysteel，铜冠金源期货

图表 16 国产铝土矿价格

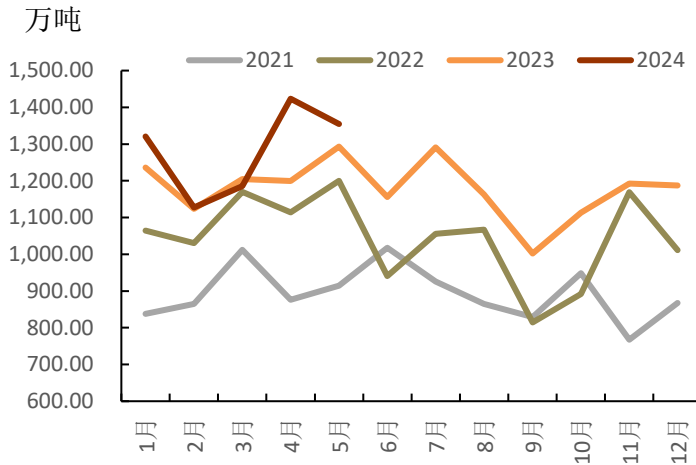


图表 17 进口铝土矿价格

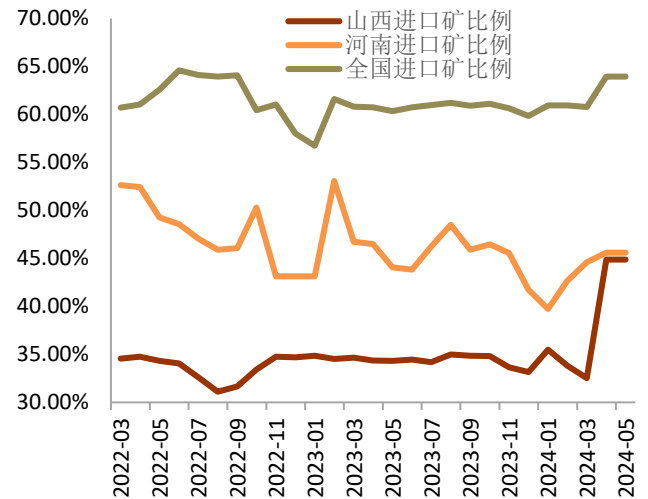


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 18 中国铝土矿进口

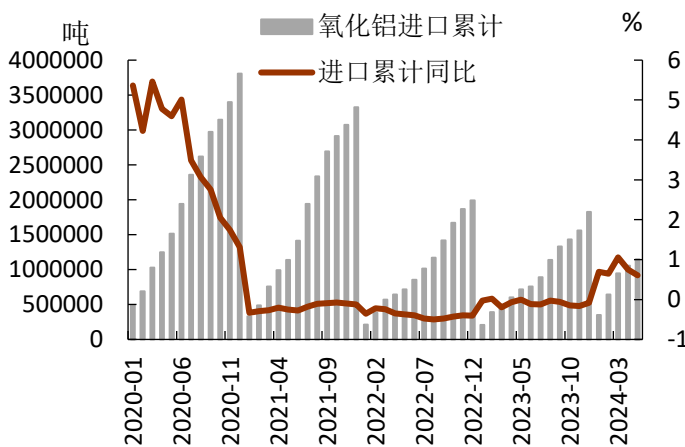


图表 19 进口矿使用比例（分地区）

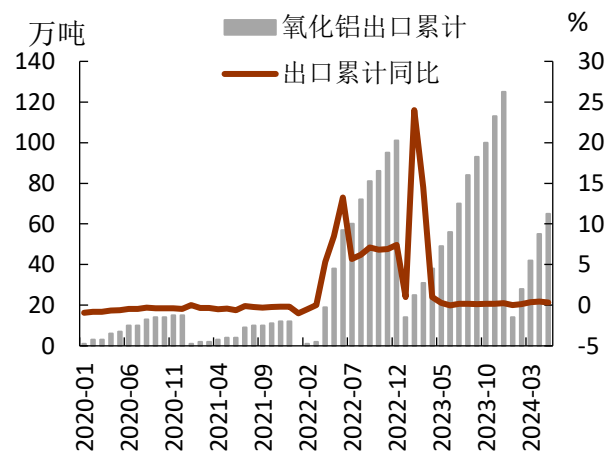


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 氧化铝进口

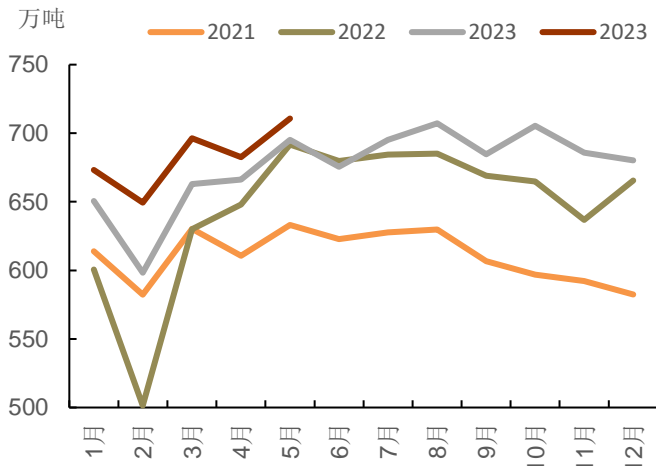


图表 21 氧化铝出口



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 国产氧化铝产量



图表 23 氧化铝成本利润

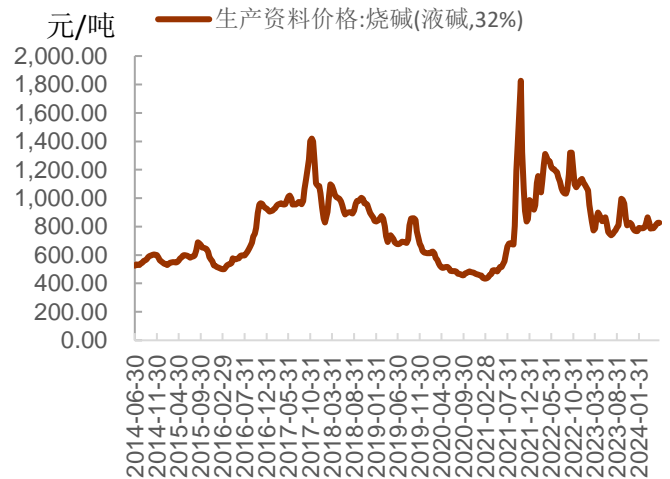


资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 24 国内外氧化铝价格

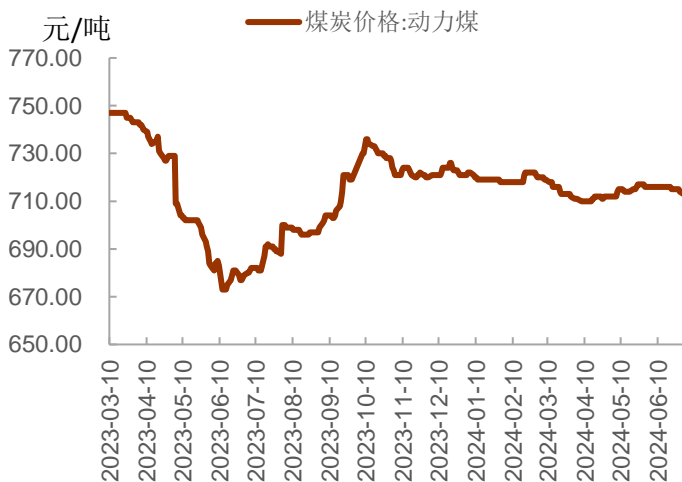


图表 25 烧碱价格



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 动力煤价格

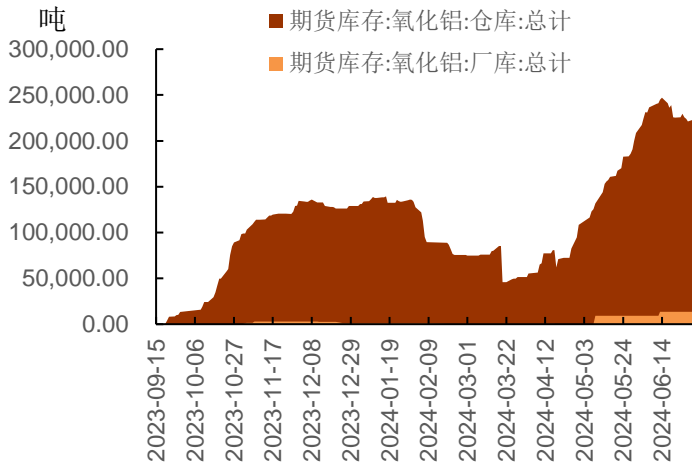


图表 27 氧化铝现货价格



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 氧化铝交易所库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、电解铝供应

1、国内电解铝运行产能已达年内高峰附近，四季度仍有减产预期

2024 年全年最大的产能增量是云南的 115 万吨复产及内蒙古 17 万吨新增产能。截止 6 月底云南复产和内蒙古新增都已至尾声，预计 7 月份国内电解铝产能即将达到年内产能高点 4330 万吨附近，剩下下半年计划新增产能变动绝大多数为置换产能，对电解铝供应的绝对量没有太大影响。四季度云南或仍会有枯水期限电影响，产能有回落可能。有产能表现预计全年电解铝产量 4278 万吨，增幅 3.46%。

进口方面，2024 年 1-5 月电解铝累计进口 109.8 万，增幅 177%。净进口 107.7 万，增幅 190%。上半年进口窗口上时间大幅开启加上俄铝长单供应，进口猛增。4 月份开始进口窗口持续关闭，进口减少。未来俄铝制裁延续，海外复产较少较缓慢的情况下，预计 LME 强于国内预计将延续，因此下半年进口除俄铝仍保持一定量的流入，其他国家进口预计较上半年减少，全年净进口预估在 180 万吨，增幅 29%。

综上，国内 2024 年全年供应总量产能+净进口预计在 4458 万吨，增幅 4.3%。

还需要注意到，2024 年 5 月 29 日国务院印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》中提到，到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%。目前电解铝行业能耗标杆是 13000kw/t，据 SMM 数据到 2023 年底行业铝液交流电耗低于标杆水平的产能或在 1200 多万吨附近，而 2025 年国内能效标杆产能需要达到 1360 万吨附近，仍有 160 万吨需要在一年多的时间里达到标杆范围。完成相关的目标是一个持续化过程，短期不会引起供需端发生较大的变化。但长期，电解铝产能天花板临近，产量增速放缓，未来消费预期仍有增量的情况下也容易引发市场对于未来铝市场供应紧张上的思考，且行业高耗能的属性，未来电解铝纳入碳交易等相关政策变动都将引起对这个行业产能稳定性及成本上的波动。

2、未来几年的电解铝新增产能集中在海外，但增速较慢

2024 年上半年海外电解铝产能增长为主，减产较少。减量只有非洲 Mozal 冶炼厂进行短期设备升级改造，影响了部分产能。产能增长主要是南美 Alumar 冶炼厂，2022 年 4 月开启了非常缓慢的复产之旅，截止 2024 年 5 月其产能利用率恢复至约 69%，还有 14 万吨产能待复产。俄罗斯 Taishet 冶炼厂的复产。美铝位于美国的沃里克（Warrick）电解铝厂在第一季度完成了一条 5.4 万吨生产线的重启。美铝计划启动西班牙的 San Ciprian 铝厂 22 万吨产能，进度缓慢 2024 年 1 季度复产了 6%。以及产能增长大户印尼华青铝业冶炼厂自 2023 年开始运营，2024 年已投产 50 万吨。2024 年 1-5 月全球海外的电解铝产能为 3594.9 万吨，累计产量 1216.6 万吨，累计同比+2%。

2024 年下半年重点关注印度 BALCO/KORBA 规划三季度即将投产的 50 万吨项目及俄罗斯 Taishet 计划新增 15 万吨。加上上半年已经新投的，2024 全年海外产能预计新投合计 90 万吨。复产方面，2024 年下半年有计划复产的企业不多，主要是西班牙 San Ciprian 的 10 万吨电解铝，trialt 位于德国和法国的合计 16 万吨，合计 26 万吨产能。整体，海外 2024 年产能预计最大增量在 116 万吨，我们预计全年产量 2955 万吨，同比+2.2%。

总结全球供应来看，2024 年国内外产能增速预计都将非常低，全球产量供应约 7090 万吨，增速 2.02%。

把投产周期拉长看，海外计划新增项目还有 664.5 万吨待投，但是投产速度非常缓慢，其中有 140.2 万吨预计 2025 年新投，剩下的都规划在 2026-2027 甚至更长时间，预计每年的电解铝供应平均增速在 2% 以内，中国增速则更低，未来全球电解铝的供应压力不大。

图表 28 2024 年上半年电解铝行业变动情况（单位：万吨）

省份	企业	产能变化
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	-1.2
河南	河南万基铝业股份有限公司	4
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司 内蒙古华云新材料有限公司	13
四川	四川启明星铝业有限责任公司	-6.5
云南	全省企业	99.5
总计		108.8

资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 29 2024 年下半年电解铝行业运行情况预测（单位：万吨）

省份	企业	未来待复产产能	备注
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	技改后预计 2024 年 8 月左右复产
贵州	安顺市铝业有限公司	13	复产时间不定
总计		25.5	

资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 30 未来电解铝产能变动规划（单位：万吨）

省份	企业	待投产产能	备注
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限公司	20	产能置换
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	25	产能置换
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	50	产能置换
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	预计主要投产时间集中于 2025 年
新疆	新疆农六师铝业有限公司淮东项目	55	产能置换
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	产能置换
云南	云南宏合新型材料有限公司	待定	
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10	预计 2025 年产能释放
总计		248	

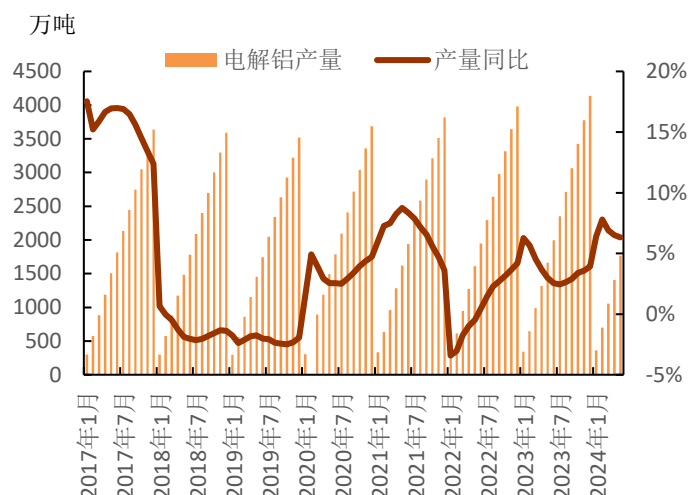
资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 31 近两年海外电解铝计划新投产产能（单位：万吨）

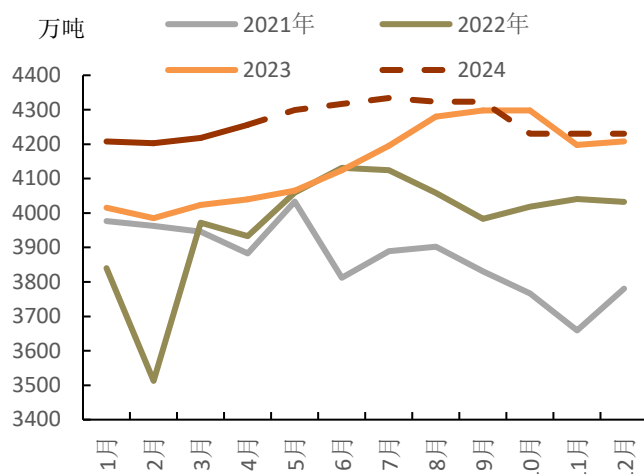
国家	铝厂	计划产能	2024 年	2025 年	备注
印尼	Tsingshan	100	25		已投 50 万吨，剩下产能预计 2026 年再投
印尼	Balco (vedanta)	62			
印尼	阿达罗能源	150		50	
印尼	PT BAI (南山集团)	100			规划中
印尼	Inalum	25		25	
伊朗	Jajarm	3.7			暂未投产
伊朗	Salco Asalouyeh	30		30	
马来西亚	大马关丹项目 (赛博集团)	100			进度缓慢，24 年预计不会投产
俄罗斯	Taishet	42.8	15	20.2	
阿联酋	EMAL	11			暂未投产
埃及	Metalco	60			
印度	BALCO/KORBA	50	50		计划 24 年 Q3 投产 40 万
越南	达农	45		15	规划中尚未
合计		779.5	90	140.2	

资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 32 中国电解铝产量

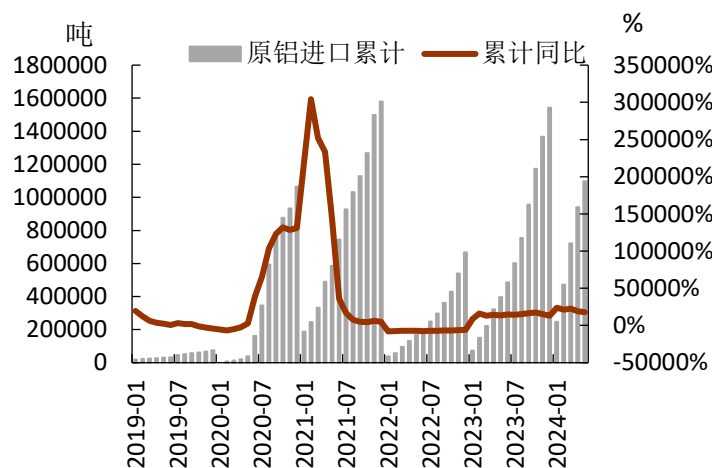


图表 33 中国电解铝产能及预期

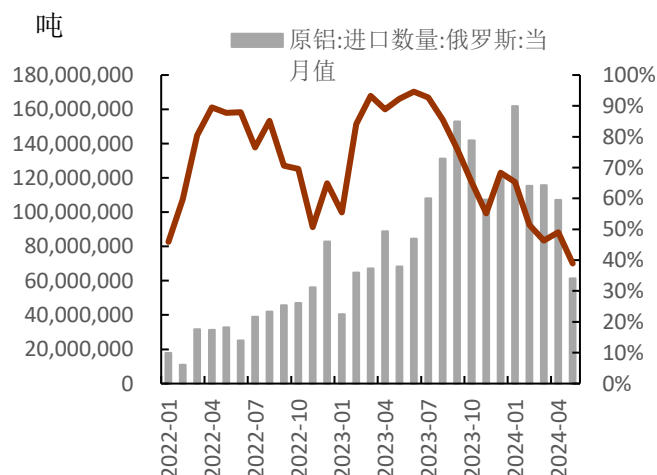


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 34 中国近年铝锭进口量

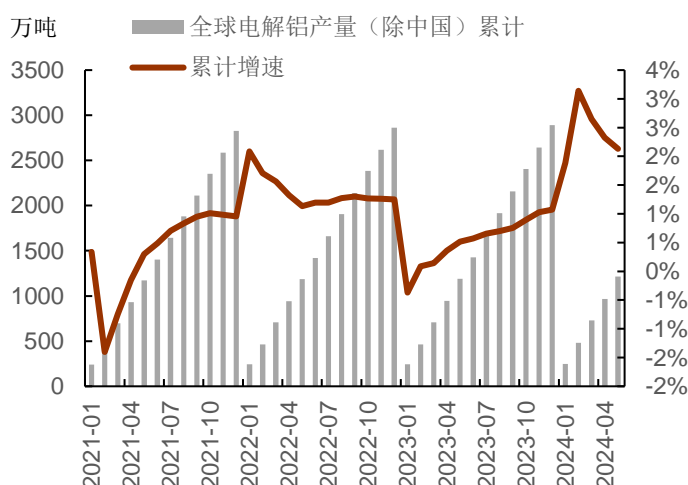


图表 35 进口俄铝所占比例



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 全球（除中国）电解铝产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、电解铝消费

1、国内房地产拖累，新能源继续发力，铝消费增速或有回落

房地产方面，在 2024 年初我们对今年房地产竣工端已有下滑预期，预期时间在下半年，但实际上竣工同比转负较预期来的更早，2 月份竣工累计同比转-21.12%。不过 2024 年上半年房地产市场先后出台多项政策，包括年初推出城市层面房地产贷款融资协调机制，也称“项目白名单”机制，截至 3 月末已有约 2000 个项目获得授信额度达 5000 亿元，其中已落地投放资金超 1500 亿元。其后 4 月政治局会议提出“消化存量和优化增量”，5 月建立 3000 亿元保障性住房再贷款机制，收储新房现房用于增加保障性住房供给，回流资金也有助于“保交楼”目标达成，与此同时各地陆续开展“以旧换新”的小规模收储尝试。之后是 5 月 17 日央行等多部门出台地产去库存政策“组合拳”，到 6 月底上海，广州，深圳、最后北京也都跟进出台了一系列楼市松绑组合拳。当下来看有效提振了楼市成交量，但对房价的提振效果却尚未显现。在房地产融资协调机制作用下，部分历史停缓工项目或恢复开工并陆续竣工，或对竣工数据有一定的阶段性支撑，但难以改变竣工回落周期的主线，预计后续季度竣工同比将维持低位震荡的趋势，看好 24 年全年同比-19%，直至 25 年预计负增速较 24 年略有收窄。对 2024 年房地产铝消费预期我们稍下调至全年用铝环比减少 55-65 万吨。

汽车方面，跟据汽车工业协会数据 2024 年 1-5 月新能源产销分别增长 30.65%、32.48%。出口累计同比+23.7%至 50.3 万辆。考虑到中央以旧换新补贴拉动作用逐步显现、各地方跟进发布购车优惠（地方与中央补贴可叠加、部分地区放宽置换要求）、以及头部车企推动技术降本保持市场高景气度，预计 2024 年下半年新能源汽车消费仍保持较好增速。但是出口方面有一定风险，欧盟反补贴关税初裁结果出炉，可能影响电动车短期出口前景。长期而言，中国车企将加速海外建厂的节奏以规避关税带来的阻碍。欧盟预计将在 2024 年 10-11 月发布最终调查结果，我们认为中欧双方仍有机会在最终结果发布前就关税问题进行进一步磋商。传统汽车方面，2024 年 1-5 月传统汽车销量 1149.6 万辆，同比增长 8.28%，上半年增速下滑，但整体仍在正增长。中汽协预计，2024 年中国汽车市场总销量将达到 3100 万辆，其中新能源汽车销量将达到 1150 万辆；汽车出口量将达到 550 万辆。我们预计汽车行业铝量预计增加 50-60 万吨。

光伏方面，2024 年 1-5 月，国内光伏新增装机 79.15GW，同比+29.31%。在去年同期高基数基础上，今年前五各月国内光伏新增装机量保持增长趋势，但同比增速有所放缓。去年底我们对今年光伏装机新增增速做了下调，主要因为电网消纳问题，不少省份出台分布光伏“红区暂停备案”等政策，一些省份的分时电价限制分布式及户用光伏的发展，以及收益模式问题，对光伏装机 2024 年增长有所下调。目前来看上半年除此前我所预期的问题之外，光伏产业链价格下行也一定程度拖累装机速度，不过伴随产业链价格企稳，5 月光伏装机已有起色，预计下半年装机较上半年稍好。根据光伏业协会预计 2024 年我国光伏装

机在 190~220GW，我国光伏应用市场将继续维持高位平台，用铝增量在 10-30 万吨。

电力方面，2024 年 1-5 月电网基本建设投资完成额 1703 亿元同比增加 21.6%。电网工程建设整体呈现向好趋势，且略超预期。加上二季度铜价飞涨创新高，铝价涨势稍缓，线缆方面铝线缆经济优势凸显，二季度铝线缆订单较好。加上 6 月初国家能源局发布了《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》此次通知将进一步促进消纳问题的解决，以及加快配套电网建设的提速。此次《通知》有望进一步加快促进消纳问题的解决。另一方面，此次《通知》提出要加快推进新能源配套电网建设，因此我们认为配套电网投资或有望提速。铝在电力方面的消费预期我们较年初有所上调，全年用铝量估计增加 20-35 万吨。

白色家电方面，因其此前与地产周期强相关，年初我们预计白电 2024 年将遇到一定阻力，但上半年看白电消费尤其是空调产销持续表现较好，另外冰洗空三大白电出口亦有强韧性。下半年从白电三季度排产周期及四季度欧美降息周期及弱补库周期考虑，白色家电我们更倾向保持稳定增长，用铝量增加 50-10 万吨。

2、海外关注欧美数据中心、AI 需求增长及印度等新兴国家消费潜力

美国，从房屋销售数据看，美国房地产呈波折前行态势，2024 年 1 月美国房产销售总数年化达到 400 万套，环比上涨 3.1%，为近一年来最大涨幅。然而，随后的几个月中，销量有所波动，特别是 4 月和 5 月，销量分别下降了 1.9%和 0.7%。我们认为伴随年底美国降息来临，经济复苏，就业市场改善，房地产市场将稳步改善，但是恢复周期较强，年内仍缓慢复苏为主。汽车方面，根据 Marklines，2024 年 1-5 月美国汽车市场累计销量达到 650.45 万辆，累计同比增长 0.5%，总体增长势头平稳。1-5 月新能源汽车累计销量达到 59.55 万辆，累计同比增长 15.4%，渗透率达到，约 9%。据预测，2024 年美国新能源车销量有望达到 170 万辆，同比增长 15%。光伏市场，海外数据相对滞后，一季度美国光伏装机新增 5.84GW，同比增长 156.9%。EIA 预计 2024 年全年新增光伏装机规模将维持在 36GW 左右。这表明 2024 年下半年，美国光伏市场仍有望保持稳定的增长态势。

欧元区，房地产方面，从 6 月的 ECB 议息会议上欧央行下调基准利率，市场对 ECB 年内利率水平的预期在月内维持在 2 次左右，在利率下降和温和经济复苏预期的推动下，欧洲房地产市场开始展现出筑底迹象，欧元区建筑业 PMI2024 年 1 月新低 41.3 之后企稳在 42 上方。根据第一太平戴维斯(Savills)的研究显示，2024 年整个欧洲的房地产投资活动可能将反弹大约 20%。汽车方面，2024 年 1-5 月欧洲九国新能源车累计销量为 84.56 万辆，同比+2%。相比国内新能源车销量增幅，欧美需求相对弱，不过整体在波动中保持正增长。光伏方面，由于一季度欧洲部分经销商提前出货以消化库存，部分光伏项目装机积极性在二季度初可能出现短暂回落，不过全年来看，根据欧洲太阳能协会的中性情境预测，欧盟 27 国在 2024 年的光伏新增装机将增长 11%。

此外因互联网、金融、电信等行业的快速发展，对数据存储和处理需求的持续增长，

加上人工智能与实体经济的深度融合不断加快，我们也比较关注数据中心和人工智能板块崛起带来的电力板块用铝突飞猛进可能性。根据最新数据，2023 年全球数据中心的用电量达 2500 亿千瓦时，占全球总用电量的 1.3%。可见数据中心在全球能源消费中的高位。市场预计到 2025 年，其中的人工智能将占据数据中心用电量的 20%左右。随着 AI 技术的进一步普及和应用深化，其对电力的需求将会持续增长。与数据中心和 AI 崛起用电不断高增的矛盾点是：欧美地区的电力供应却日益相对紧张。美国主要表现出的是电力设备老化、电力需求增长与能源结构性转型对美国电力系统的冲击，美国电网面临安全和稳定性问题，亟待升级改造；欧洲则主要受到核电和水电供应不足的困扰，新能源装机的增加为电力供应提供了一定的保障，但并不稳定。截至 2022 年底，全球有 8000 个数据中心，其中约 33%位于美国，16%位于欧洲，近 10%位于中国。预计未来欧美及中国的数据中心的发展及用电量将快速增长，而数据中心及人工智能发展的电力需求与当下短缺的电力供应矛盾待解决，看好未来电网升级改造展开带来的新的用铝亮点。

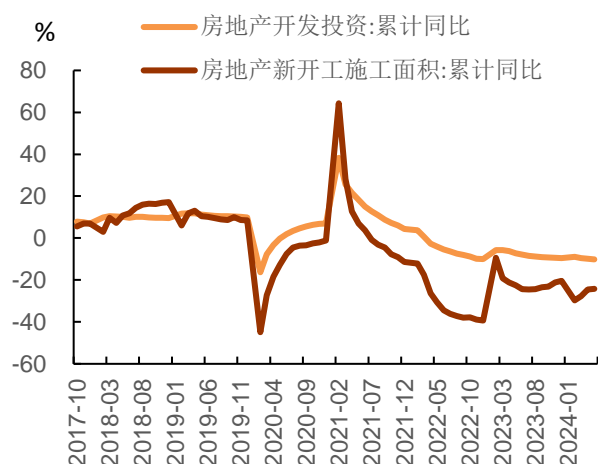
其他国家值得关注的是印度经济增长及铝消费表现，其呈现低基数高增速特征。2024 年一季度，印度实际 GDP 初值同比增长 7.8%，其中，制造业增加值增长 8.9%，电气水供应业增加值增长 7.7%，建筑业增加值增长 8.7%。印度目前的人均铝消费量仅为 3 公斤，远低于中国的 31.7 公斤和世界其他地区的平均消费量 12 公斤，但出于当下印度对于基础设施建设、电动汽车行业发展及城市化进程需求考虑，印度人均消费量有望大幅增加。另一个印度铝消费增速较快的点是光伏，印度在 2024 年第一季度新增光伏装机量超过 10GW，同比增长近 400%，环比增长 414%，创下历史新高。据统计，截至 2024 年第一季度末，印度规划安装的大型光伏项目装机容量为 143.3GW，另有 93.1GW 的光伏项目正在招标和待售。根据印度投资信息和信用评级机构（ICRA）的预测，2025 财年印度国内对铝等有色金属的需求预计将增长 10%。这一增长率明显高于全球约 2%的预期需求增长。

整体海外欧美市场上半年表现出一定复苏迹象，但是复苏之路仍有一定反复。从当下欧元区率先降息及美国经济韧性表现上看，预计欧美下半年消费保持至小幅超过上半年表现。此外新兴国家印度的铝消费增速可观，且具有长期性，尤其光伏消费发展亮眼，其铝消费值得期待。整体 2024 年海外铝消费增速我们给到一个 2.2%左右的预期。长期关注全球数据中心及人工智能带来的电力板块消费增长。

图表 37 中国房地产施工、竣工面积

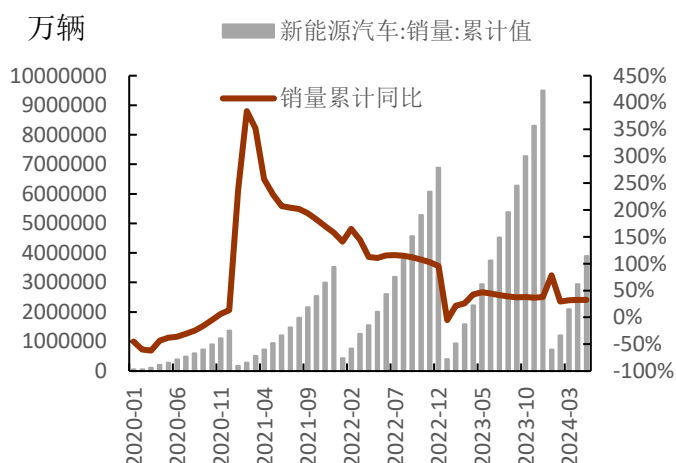


图表 38 房地产新屋开工、开发投资

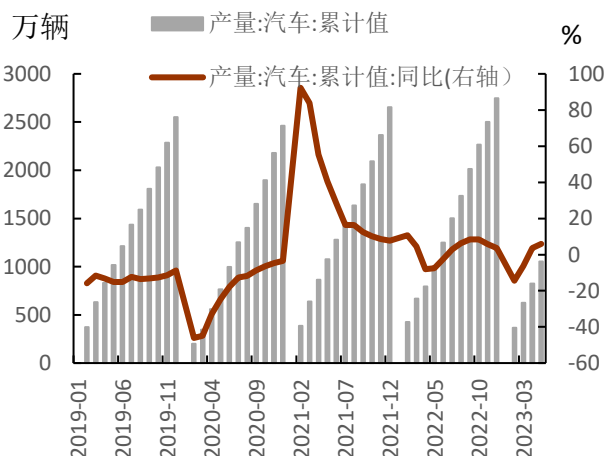


资料来源：我的有色，iFinD，铜冠金源期货

图表 39 中国新能源汽车销量

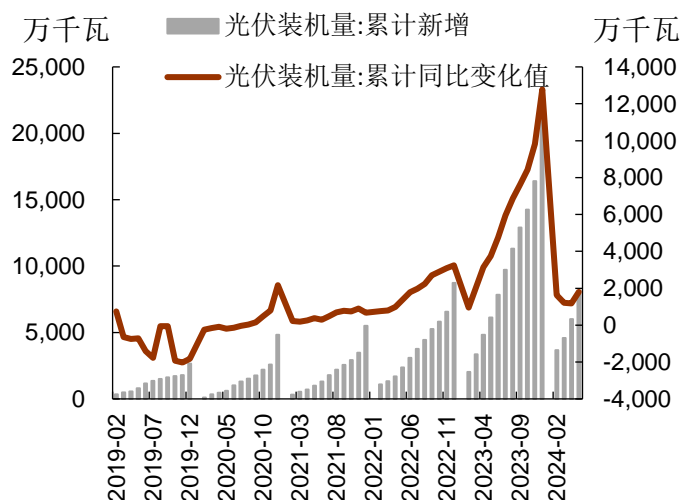


图表 40 中国新能源车

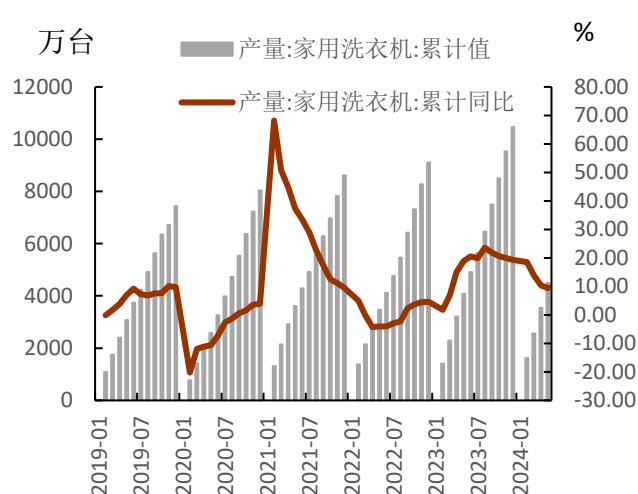


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 41 中国光伏装机量

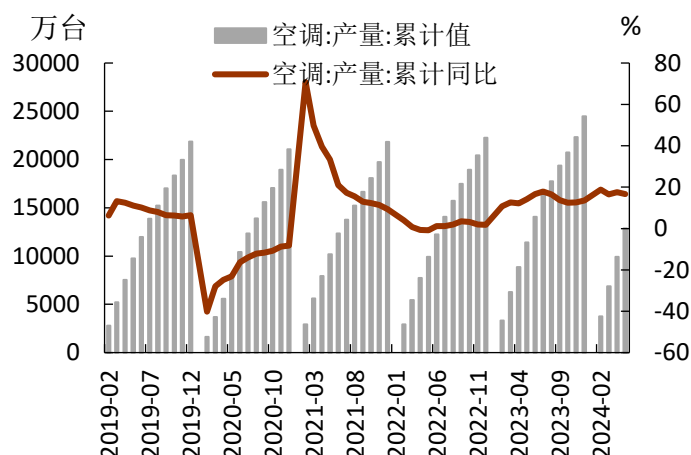


图表 42 中国洗衣机产量

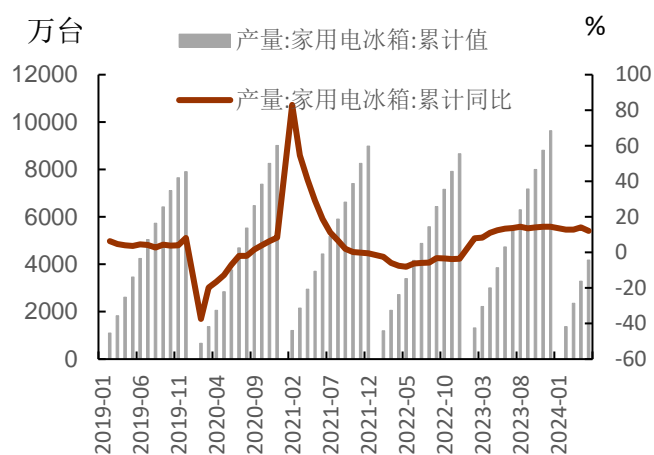


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 43 中国空调产量

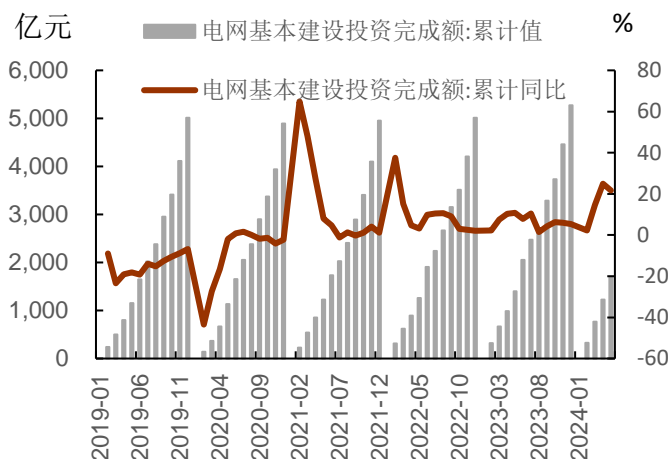


图表 44 中国家用电冰箱产量

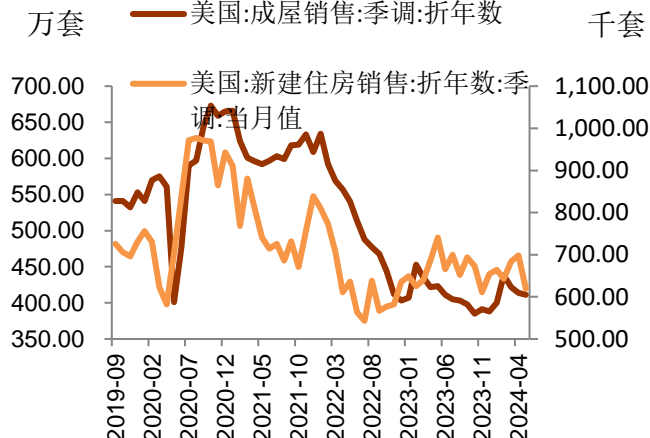


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 45 电网投资完成额

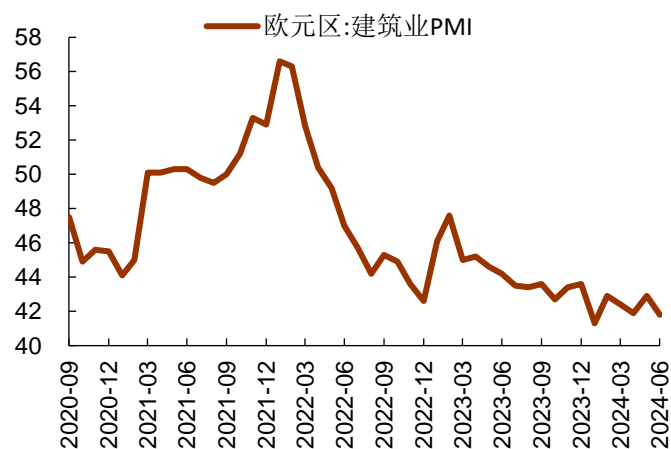


图表 46 美国房屋销售表现

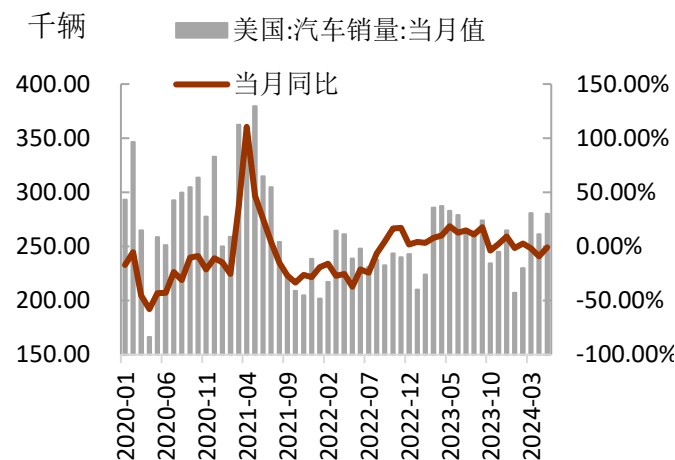


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 47 欧元区建筑业 PMI



图表 48 美国汽车销量

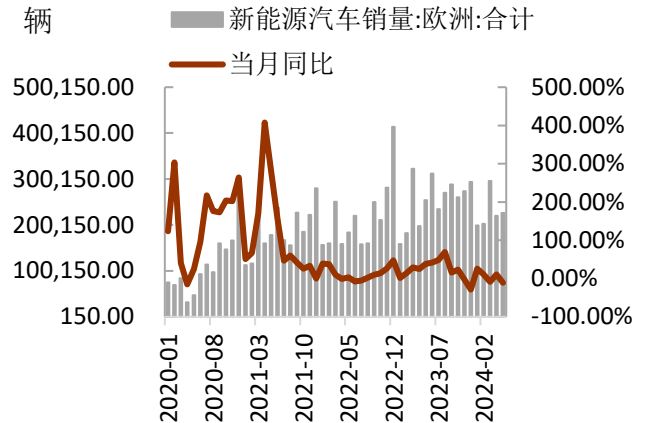


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 49 欧洲乘用车注册量同比

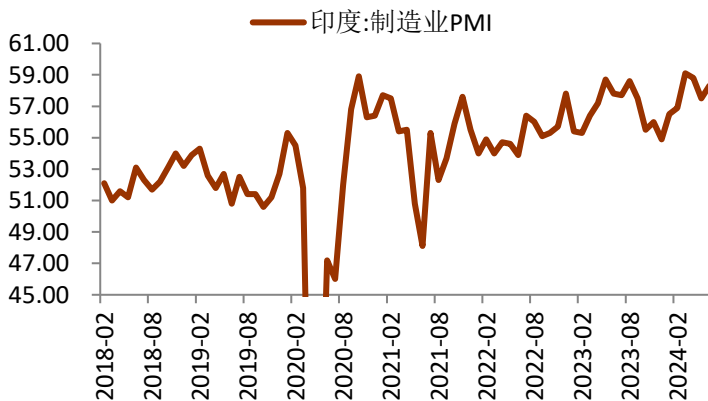


图表 50 欧元区新能源汽车销量

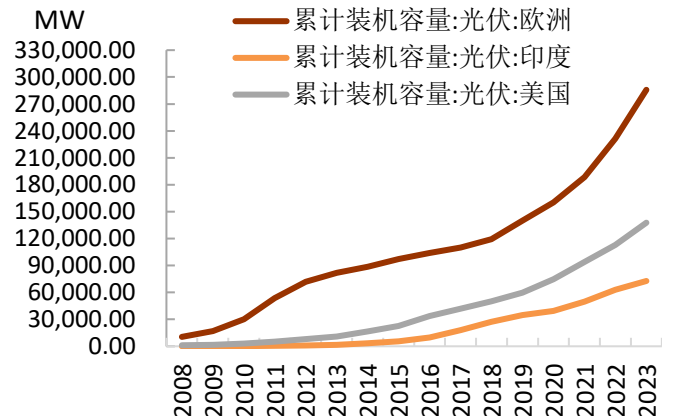


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 51 印度制造业 PMI



图表 52 美欧、印度光伏装机表现



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

六、电解铝库存与平衡

2024 年上半年铝锭社会库存仍保持相对低位，尤其二季度铝锭表需强劲，社会库存一度处于极低水平，但伴随铝价非理性走高，限制部分消费，铝锭去库不畅，逐步展开累库，铝锭社会库存逐步失去同比低位优势。

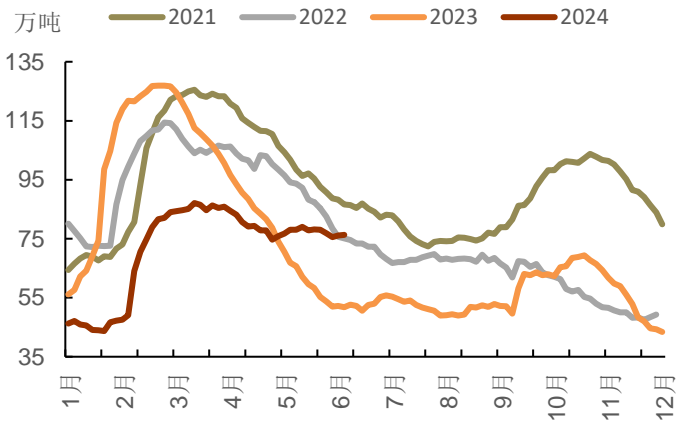
下半年来看，出于供应端国内电解铝产能已抵达年内高点附近，后续的新增非常有限，终端消费较有韧性，以及铝水比例延续高位附近的几个点的综合考量之下，我们看好铝锭社会库存逢季节性淡季有少量累库，但整体仍保持在低位附近。预计七八月淡季铝锭社会库存累库至 80-85 万吨，四季度回落至 60 万吨附近。

平衡上，国内供应（产量+净进口）预计 4458 万吨，增幅 4.31%，消费增幅 1.93%。国内供应小幅过剩 18 万吨。全球供应 7233.5 万吨，增幅 2.95%，消费增幅 2.9%。全球紧缺 6.5 万吨。

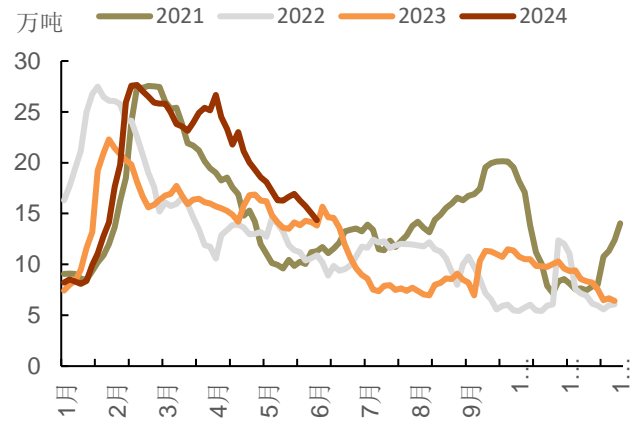
在当下的时间点上我们判断 2024 年全球电解铝供需平衡偏紧，对铝价提供的支撑由于但是向上的动能比较有限。不过也需要考虑市场交易时间周期更长的供应增速缓慢，而消

费保持一定增速，造成的缺口扩大逻辑，只要未来消费不被证伪，从平衡来说对铝价都是比较利多的存在。

图表 53 铝锭社会库存



图表 54 铝棒社会库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 55 2024 年中国电解铝供需平衡表（单位：万吨）

日期	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2024 合计	2024 年增速
运行产能	4203	4317	4323	4230	4323	
产量	1054	1068	1090	1066	4278	3.46%
净进口	72	40	32	36	180	29.42%
总供给	1126	1108	1122	1102	4458	4.31%
消费	1026	1150	1122	1150	4440	1.93%

资料来源：百川盈孚、SMM、铜冠金源期货

图表 56 近年全球电解铝供需平衡表（单位：万吨）

时间	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2021 年增速	2022 年增速	2023 年增速	2024 年 E 增速
产量	6799.2	6784.6	7026.2	7233.5	1.29%	-0.21%	3.56%	2.95%
消费	6852.0	6852.0	7036.0	7240.0	4.48%	0.00%	2.69%	2.90%
过剩量	-52.8	-67.4	-9.8	-6.5				

资料来源：IAI、铜冠金源期货

七、行情展望

氧化铝：2024 下半年氧化铝焦点在供应端恢复的时间节点和恢复数量，从国产矿四季度有望宽松，国内氧化铝厂新增产能投产进度及 9 月澳洲力拓氧化铝厂复产计划来看，氧化铝三季度供应仍然偏紧，四季度有望放松。氧化铝期货走势看好三季度震荡，四季度承压走势。下方空间需要看国产氧化铝供应宽松程度，如果铝土矿供应充足下半年氧化铝将回归利润定价逻辑，氧化铝价格下方将回归至晋豫两地成本微利附近。

电解铝：宏观面美联储虽未降息，但因市场二季度的大幅抢跑交易降息预期，实际的美联储宽松已过半程，预计下半年美联储降息对铝价的助力相较二季度小，且不排除届时

买预期卖事实的可能。基本面国内外下半年供应增量都非常有限，尤其国内已临近天花板产能，四季度云南仍有减产可能，整体供应压力较小。消费端，国内地产拖累，新能源继续发力，铝消费看好保持正增长，海外需求当下弱复苏，未来欧美数据中心及 AI、印度整体的高速发展或成为未来消费亮点。整体去看铝价在供应刚性、消费韧性支持下，供需格局偏好，价格也看好呈现相对偏强走势，节奏上需要注意基本面季节性消费淡季七八月铝价修复的阶段性修正，及宏观面靴子落地对行情的负反馈。

价格判断：氧化铝主体运行区间在 3300-4000 元/吨；沪期铝主体运行区间在 19700-22000 元/吨；伦铝主体运行区间在 2450-2800 美元/吨。

策略：单边，氧化铝三季度震荡思路，四季度逢高抛空为主。电解铝逢低做多；跨品种套利，三季度多氧化铝空电解铝，四季度空氧化铝多电解铝。

风险点：美国短暂降息之后转加息、国内政策落地低于预期

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。