

国信期货有色（铝、氧化铝）2024 年 11 月月报

铝、氧化铝

氧化铝供需偏紧短期难有缓解 电解铝将再迎消费淡季

2024 年 10 月 25 日

● 主要结论

展望后市，氧化铝近月合约仍存在软逼仓风险，维持近强远弱的结构，可关注合约月差变化带来的机会。沪铝预计呈现震荡走势，关注宏观情绪与基本面的共振，建议以震荡思路对待。

宏观方面，美国大选结果将于 11 月 5 日揭晓，结果将影响美国未来财政政策的走向，从而进一步影响到市场风险偏好以及资产的选择，届时，市场或作出方向性抉择。此外，美联储 11 月大概率将继续降息，市场流动性得到一定释放，关注最终降息幅度，以及美联储官员对于后续降息路径的指引。宏观面的不确定性将加大市场阶段性的波动。

考虑到 9 月美联储即将降息，市场流动性得到一定释放，且恰逢铝等基本金属的需求旺季，市场资金或有望聚焦于工业金属商品市场，关注资金面对于大类资产的抉择，警惕市场资金风险偏好的多

变性传导至商品价格带来的波动性。

基本上，就氧化铝而言，海外氧化铝供应偏紧难有缓解，新产能多集中于 2025 年，海外氧化铝价格有较强支撑。国内方面，氧化铝有约 200 万吨产能待释放，关注其投产情况，另外几内亚雨季结束，铝土矿发运量逐渐恢复正常，也将为国内产能复产及产能释放提供保障。需求方面，今年云南枯水季对当地电解铝产能影响预计较小，电解铝产能运行率有望保持高位，叠加长单压力以及补库需求，整体需求端预计保持强劲。总体而言，随着供应端产能的释放，氧化铝供需将从偏紧逐渐转向平衡，关注供应端产能释放情况。整体来说，氧化铝较强的供需基本面短期内难以出现扭转，对其期、现价格的高位运行提供了支撑，多头资金也借此题材进一步推动价格上涨，近月合约仍存在软逼仓风险。随着未来氧化铝供应量的增加，偏紧格局将逐渐转向平衡，引导市场价格回归。考虑到交易所此前已经进行了调整交易手续费、保证金比例和涨跌停板幅度等措施后，01 合约出现大幅增仓，建议近月合约持仓可移仓至近月，持续关注监管方动向，注意控制风险。

电解铝方面，氧化铝价格短期内预计在高位震荡，且随着北方采暖季到来，煤炭需求转好，以及云南枯水季水电价格提高，电解铝冶炼成本预计有一定上涨，抬升铝价的底部支撑。供应方面，云南今年枯水季减产的概率大大降低，11 月有望维持目前较高的产能运行率，供应端处于偏松状态。需求方面，11 月将再度转入铝传统消费淡季，下游需求将有所回落，但考虑到近几月行业铝水比持续提高，铸锭量减少，铝锭库存或仍将维持一段时间的去库，关注库存端的动态变化。预计沪铝呈现震荡走势，关注宏观情绪与基本面的共振，建议以震荡思路对待。

风险提示：宏观金融风险；极端天气；矿端突发事件。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合法渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

1. 沪铝月内震荡偏强

10月以来，铝价处于宏观定价为主，供需基本面支撑托底的格局之中，在基本面与宏观情绪的阶段性利多共振推动下，呈现出震荡偏强的走势，月内一度上破21000元/吨的关键压力位。

从整体宏观环境来看，9月底至10月初，金融市场及房地产市场多项利好政策出台，宏观市场信心明显恢复，资金风险偏好也有所好转，商品市场随之反弹，沪铝在板块带动，及消费旺季延续，宏观与基本面的利多共振下，价格重心抬高至20500元/吨附近。随后，国内宏观利多情绪有所消化，市场预期修正。海外方面的诸多不确定性也进一步显现，美联储11月继续大幅降息的可能性下降，地缘争端不断，美国大选的风向也再次发生变化。在海内外宏观情绪多变之下，沪铝继续冲高受阻，成本及供需的支撑限制价格的下方空间，沪铝价格在20000元/吨-21000元/吨区间高位震荡调整。

月内，沪铝整体呈现震荡偏强的走势，价格重心有所抬升，截至10月25日收盘，沪铝主力合约收于20760元/吨，较9月30日上涨1.22%。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

图：伦铝（电子盘）日K线图



数据来源：博易云 国信期货

外盘铝价震荡偏强，截至 10 月 25 日下午收盘，暂报 2603.5 美元/吨。国内现货价格震荡走高，截至 2024 年 10 月 25 日，长江有色市场 A00 铝锭均价 20820 元/吨，较 9 月 30 日上涨 440 元/吨。

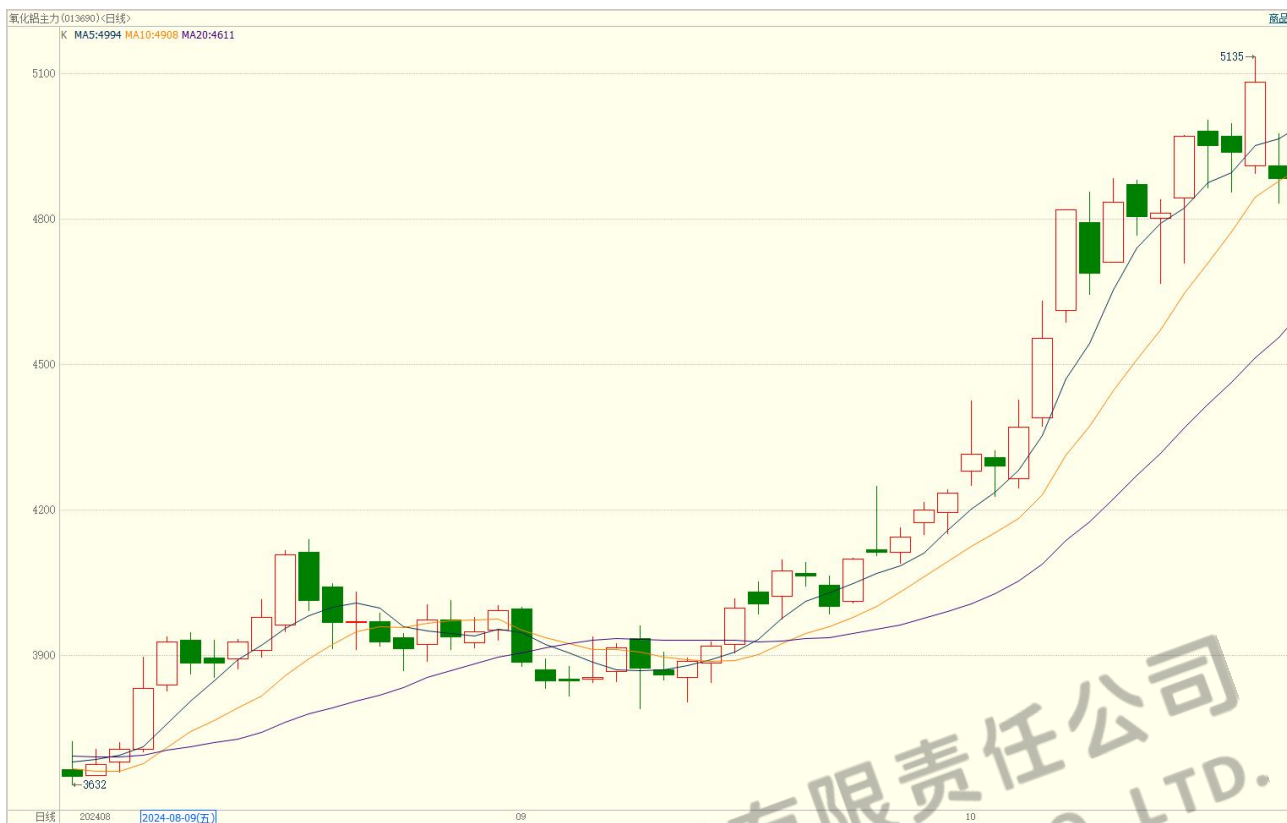
2. 氧化铝期价屡破新高

10 月以来，氧化铝震荡上涨，特别是 10 月中旬以后，基本面利多题材的出现，推动氧化铝期货的价格和持仓双双突破新高，使得氧化铝出现了较为迅猛的涨势。

总体来看，宏观利多情绪的烘托为辅，基本面利多焦点的不断出现为主，盘面持仓量上涨，共同致使期价获得较强的上涨动力。一方面是氧化铝自身短期供需错配的矛盾爆发，近期国内外氧化铝原料端的不稳定，而下游电解铝四季度在环保及水电等因素的减产预期削弱，导致氧化铝端短期供需形成错配，基本面走强预期的矛盾持续成为市场炒作的焦点；另一方面，中美货币政策宽松刺激，流动性涌入商品推动资金推波助澜氧化铝挤仓。近期国内外金融市场流动性利好政策不断叠加，在市场流动性宽松而投资风险偏好丰富的切换背景下，大宗商品市场受到更多资金关注，氧化铝期货作为大宗商品偏上游环节基本面错配品种出现资金涌入，显示出氧化铝期货盘面的多头信心强化，逐渐出现近月挤仓的情况，加剧短期内氧化铝持仓扩大且涨幅扩大。期间，上期所出台了提高交易手续费、提高保证金以及扩板等措施，一定程度上抑制了多头情绪，促使市场情绪回归平稳。

截至 10 月 25 日收盘，氧化铝主力合约 2501 收于 4884 元/吨，较 9 月 30 日上涨 15.35%。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

二、宏观热点追踪

1. 美联储 11 月降息或较为谨慎 关注美国大选结果

美联储 9 月开启降息，且降息 50bp 的降息幅度一定程度上超过了市场预期，此后，市场也一度定价美联储 11 月或再度降息 50 个基点。但随着美国通胀数据的公布，市场对于 11 月的降息预期也发生了变化。美国劳工统计局公布数据显示，美国 9 月 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.5% 有所放缓，但超出预期值 2.3%，为 2021 年 2 月以来最低水平，主要是由于能源价格下降；环比上涨 0.2%，持平前值，超出预期值 0.1%；美国 9 月核心 CPI（剔除波动较大的食品和能源成本）同比上涨 3.3%，小幅超出预期和前值 3.2%；环比上涨 0.3%，略高于预期 0.2%，持平于前值，为 3 月份以来的最高水平。通胀数据超过预期，打压了市场关于美联储 11 月降息 50 个基点的预期，交易员加大了美联储 11 月降息 25 基点的押注，美联储 11 月再度大幅宽松的预期落空。

北京时间 10 月 15 日凌晨，美联储理事沃勒发表讲话称，未来降息需要“更加谨慎”。沃勒暗示，未来降息幅度将小于 9 月份的大幅降息。同日，2026 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席尼尔·卡什卡利也在一次演讲中表示，鉴于 2% 的通胀目标即将实现，美联储可能在接下来的几个季度内进一步适度降息。

根据芝加哥商品交易所（CME）的预测工具“美联储观察”最新预测结果显示，到今年 11 月，美联储有 93% 的可能性降息 25 个基点，到 12 月，又有很大可能降息 50 个基点。

此外，10 月以来，美国选民的支持度变化也引发了关注。月内的民意调查显示，支持主要政党的选民逐渐发生流失，使得大选结果的不确定性再度增加。美国大选结果将于 11 月 5 日揭晓，结果将影响美国

未来财政政策的走向，从而进一步影响到市场风险偏好以及资产的选择。

2. 宏观利好政策密集出台 市场情绪明显转暖

国内数据来看，国家统计局初步核算，前三季度国内生产总值949746亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%。分产业看，第一产业增加值57733亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值361362亿元，增长5.4%；第三产业增加值530651亿元，增长4.7%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。从环比看，三季度国内生产总值增长0.9%。

根据国家统计局数据，9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月上升0.7个百分点，创近5个月新高。9月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得49.3，重回荣枯线以下，较8月下降1.1个百分点，并创下2023年8月以来的最低值。

国家统计局10月13日公布数据显示，2024年9月，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点，环比持平，增长不及预期。1—9月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。9月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.8%，环比下降0.6%，同比降幅较上个月扩大，低于市场预期。

国家统计局数据显示，9月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，比上月加快0.9个百分点（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.59%。1—9月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%。其中，十种有色金属664万吨，增长2.2%；乙烯267万吨，下降1.3%；汽车283.9万辆，下降1.0%，其中新能源汽车130.8万辆，增长48.5%；发电量8024亿千瓦时，增长6.0%；原油加工量5873万吨，下降5.4%。9月份，规上工业发电量8024亿千瓦时，同比增长6.0%，增速比8月份加快0.2个百分点；规上工业日均发电267.5亿千瓦时。1—9月份，规上工业发电量70560亿千瓦时，同比增长5.4%。

进出口方面，根据海关总署数据，9月份我国出口商品3037亿美元，增速为2.4%（前值8.7%），低于市场预期的5.9%增速，9月出口增速有所回落。进口2220亿美元，增速0.3%（前值0.5%），进口增速平稳。贸易顺差817.1亿美元（前值910.2亿美元）。具体来看，机电产品出口同比增长3%，其中汽车包括底盘出口增速25.7%（前值32.7%）、集成电路6.3%（前值18.2%）、家用电器4.5%（前值12%）和通用机械设备2.9%（前值11.3%），但增速均有放缓；汽车零配件出口增速-2.2%（前值6.4%）和手机出口增速-5.2%（前值17%），增速均由正转负。

9月底至10月初，国内宏观利好政策密集出台，有力提振了市场乐观情绪，对金融市场形成显著利好。中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率和政策利率，自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。从9月27日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%。

9月29日，金融管理部门此前宣布的一揽子房地产金融举措落地，其中包括批量调整存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付比例、完善商业性个人住房贷款利率定价机制、延长部分房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款有关要求等举措。

中国人民银行行长9月24日在国新办发布会上表示，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将提升机构的资金获取能力和股票增持能力，计划互换便利首期操作规模

5000 亿元，未来可视情况扩大规模。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票，首期额度是 3000 亿元。

10 月 17 日，国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况。住房城乡建设部部长倪虹在发布会上表示，将通过货币化安置方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造。同时，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至 4 万亿元，城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。为房地产止跌回稳创造良好条件

国内金融市场流动性利好政策不断叠加，在市场流动性宽松而投资风险偏好丰富切换背景下，大宗商品市场也逐渐受到更多资金关注。整体来看，国民经济平稳运行，政策端利好也逐渐释放，月初国内宏观情绪明显转好，时至 10 月中旬后，乐观情绪有所消化，转向温和为主。

三、铝市分析

(一) 氧化铝

1. 几内亚铝土矿出口受限，助推市场多头情绪

月内，氧化铝依旧呈现减产、复产并存的状态，月内周度开工率反复。至月末，整体产能开工率与上月基本持平。据 SMM 数据，截至 10 月 24 日，氧化铝周度开工率约为 83.81%，较 9 月最后一周下跌近 0.5%。其中，山西、河南地区产能开工率依然偏低。就 11 月来看，几内亚雨季结束，矿石发运量逐渐恢复，将助推产能复产，另外，四季度有约 200 万吨产能待释放，关注其投产情况。

国家统计局数据显示，中国 7 月氧化铝产量为 720.5 万吨，同比增长 3.9%；1-7 月氧化铝产量为 4852.8 万吨，同比增长 2.2%。国家统计局发布报告显示，2024 年 9 月中国氧化铝产量为 731.1 万吨，同比增加 3.3%，环比则终结连增势头出现回落。主因各地产能频繁出现检修减产，北方产能也受制于矿石，产能释放有限。就 10 月而言，SMM 调研显示，仍然存在因技改、检修等因素减产的情况，但山东某氧化铝厂新增产能投产，河北某氧化铝厂、广西某氧化铝厂检修结束恢复正常生产，预计 10 月国内日均氧化铝产量将小幅回升。

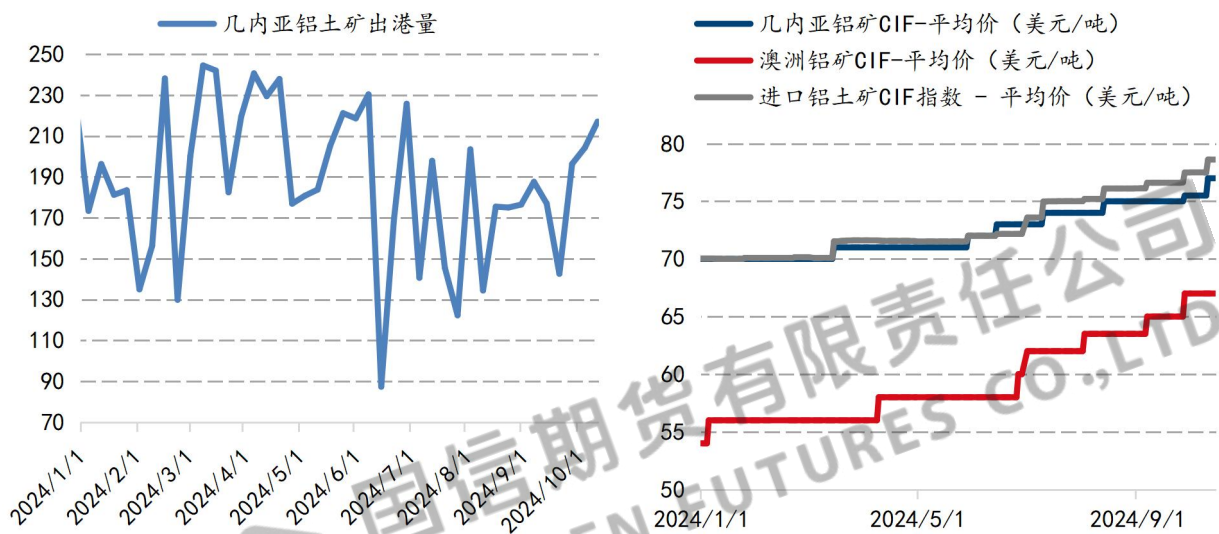
整体来看，铝土矿的偏紧依旧限制氧化铝的供应增量，矿端的扰动因素更是市场多头聚焦的炒作题材。月中，几内亚铝土矿出口受阻消息的传出，是推动氧化铝期价强势上涨的重要原因。阿联酋环球铝业公司发布新闻稿称，几内亚已下令停止几内亚博凯矿的铝土矿出口，其子公司几内亚氧化铝公司的铝土矿出口已被海关暂停。据 SMM 获悉，涉及的企业铝土矿年产能约为 1400 万吨左右，每月运往中国约 50 万吨。据了解，此次铝土矿出口受限，主要是由于当地政府欲向企业增加航道使用费等费用，且涉及一定历史费用的追溯，目前正处于政府与企业的协商阶段，因而在协商未果前，相关企业的矿石出口不得不停止。据悉，以往类似情况往往以政府与企业协商达成增收一定费用结束，影响铝土矿出口的持续时间通常在一个月左右，若后续协商达成，铝土矿的价格及用矿成本预计都将有一定抬升。就其对国内氧化铝产能的影响来看，氧化铝厂多以签订长单为主，且备有一个月以上的原料库存，因此，短期来说，即使该企业的矿石发运量减少，国内氧化铝厂仍可以凭借其他长单以及原料储备来应对缺口，影响有限。

但另一方面，消息的传播对于市场情绪产生了显著影响。几内亚雨季渐近尾声，市场对于矿石发运量

逐渐恢复正常有一定预期，据 SMM 数据，9 月 27 日和 10 月 4 日，几内亚主要港口铝土矿周度出港总量分别为 196.32 万吨、204.22 万吨，连续两周回升，而阿联酋环球铝业的声明或再度改变市场情绪，使得原料供应担忧情绪蔓延。原料供应担忧情绪推动氧化铝期、现价格均出现大幅上涨，氧化铝主力合约在 10 月 11 日夜间接大幅上涨超 6%，触及上市新高，铝土矿市场也已经出现 80 美元/吨以上的较高报价。就历史经验来看，增收费用所影响到的企业范围有扩大的可能，并且，若协商时间有所持续，对于铝土矿发运量及国内氧化铝产能运行的影响也将逐渐扩大。目前事件对于几内亚铝土矿出口量的实质影响仍有待进一步评估，短期内情绪性影响更为主导，未来仍需持续关注事态发展动向，尤其密切关注近几周几内亚铝土矿发运量变化，以及协商时间的持续性。

图：几内亚主要港口铝土矿出港量变化（万吨/周）

图：进口铝土矿价格变化



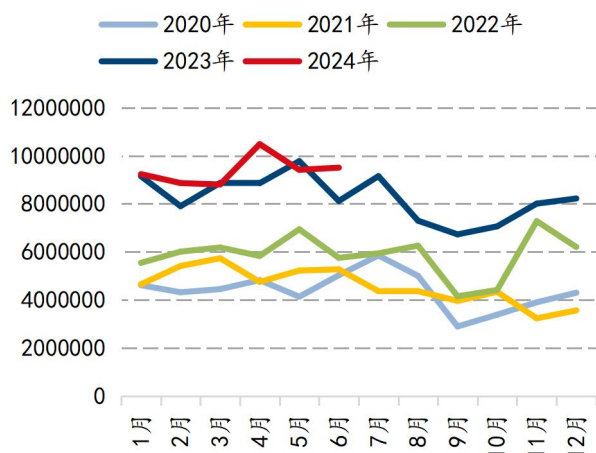
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

据中国海关总署，2024 年 9 月中国进口铝土矿 1155.36 万吨，环比减少 25.68%，同比增加 15.82%。分国别看，自几内亚进口 669.26 万吨，环比减少 39.18%，同比减少 0.51%；自澳大利亚进口 405.11 万吨，环比增加 11.68%，同比增加 52.84%；自土耳其进口 33.68 万吨，自老挝进口 22.12 万吨，自科特迪瓦进口 9.48 万吨自黑山进口 8.36 万吨，自巴西进口 5.01 万吨，自马来西亚进口 2.32 万吨。再关注到其他地区铝土矿的供应情况，前期市场传出印尼将放宽铝土矿出口政策的消费并无新进展，年内或印尼政策预计不会出现变化，国内矿山复产进度依旧缓慢，并无明显增量，且进入四季度后，大气污染防治等环保措施或密集出台，不排除对露天矿开采产生影响的可能。因此，总体来看，铝土矿供应问题依然限制着氧化铝的增量，是市场多头的主要炒作焦点，几内亚雨季结束后矿石发运量增加的乐观预期，也随着出口受限消息的传出被逐渐打破，氧化铝生产成本也将受到矿石价格上涨的影响有所抬升，共同构成氧化铝价格上涨的推力。

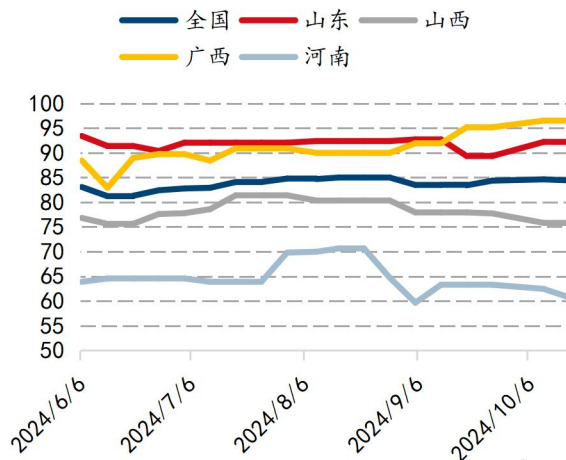
从国内外氧化铝的供需情况来看，海外氧化铝供应情况依旧不容乐观。国内供应数据方面，据 SMM 数据，截至 10 月 24 日，全国氧化铝周度开工率为 83.81%，较 9 月小幅下降，主要产区开工率涨跌互现。调研了解，前期西南地区检修的部分产能已经陆续复产，涉及产能约 105 万吨/年，北方也有部分新投产产能释放，涉及产能约 100 万吨/年，预计月底或者下月初出量。12 日河南焦作地区再发重污染天气橙色预警，区域内氧化铝企业暂停一台焙烧炉，日产减少 1500 吨。复产带来的新增产量多用于交付长单，市场散货较少，现货市场流通依然偏紧。

图：几内亚铝土矿进口量变化（吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

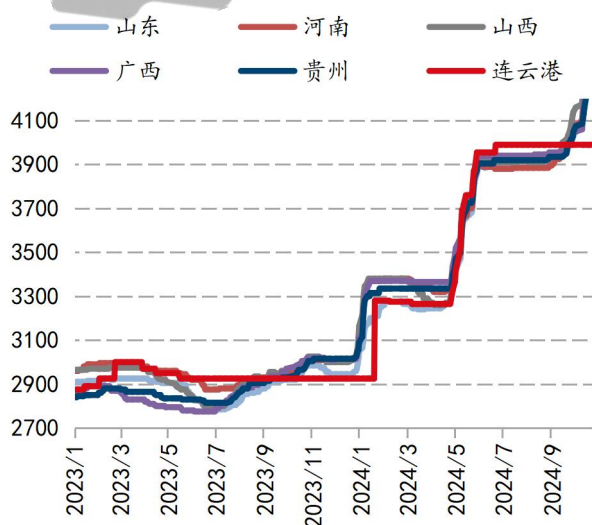
图：周度氧化铝产能开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

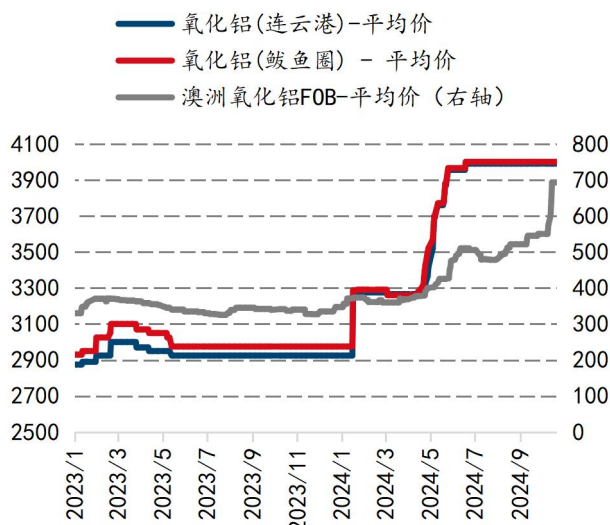
海外方面，根据阿拉丁调研了解，印度尼西亚曼帕瓦氧化铝厂一期新增 100 万吨冶金级氧化铝的生产能力，在 9 月底投产，项目投产后预计将在 2024 年 9 月至 2025 年 2 月进入初步调试阶段，调试阶段实现 6 万吨氧化铝的生产目标。现阶段，海外氧化铝供应并无显著新增量。10 月以来，氧化铝海外市场成交价格连创新高，至 10 月 25 日，最新成交价格已经达到 730 美元/吨，进口亏损持续扩大，出口窗口的打开，也加剧了国内氧化铝供需偏紧的情况。

图：不同地区氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：澳洲氧化铝 FOB 平均价（单位：美元/吨）



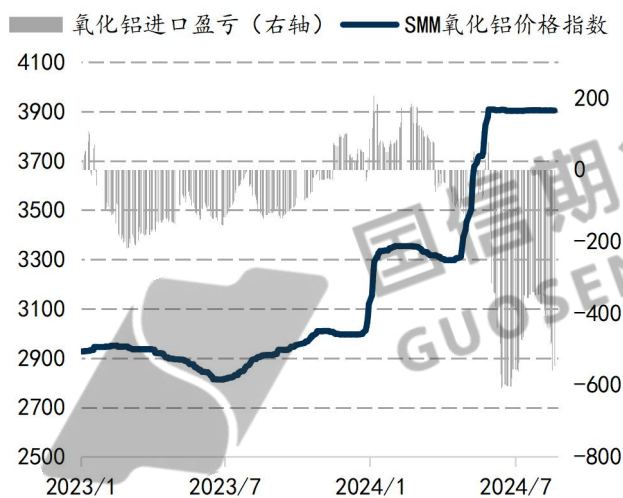
数据来源：SMM 国信期货

据海关总署数据显示，2024 年 9 月中国氧化铝进口 3.7 万吨，环比增加 489.0%，同比下降 80.6%；9 月中国氧化铝出口 13.5 万吨，环比下降 5.6%，同比增加 56.7%；氧化铝净出口量为 9.8 万吨，环比下降 28.4%，同比下降 193.4%。另外，2024 年 1-9 月累计进口 129.9 万吨，同比下降 2.4%；2024 年 1-9 月累计出口 123.6 万吨，同比增长 32.7%；2024 年 1-9 月中国氧化铝累计净进口量为 6.3 万吨，同比下降 84.2%。在 2024 年以来中国国内氧化铝同比需求大增的背景下，出口量的同比增长加剧了市场对于氧化铝供应偏紧的担忧，海外氧化铝的偏紧及价格走高，也助力抬升了国产氧化铝的底部价格。若后续海外氧化铝价格进一步打开上方空间，出口利润扩大，国内氧化铝将有更多出口动力，从而使得国内氧化铝供应进一步趋紧。

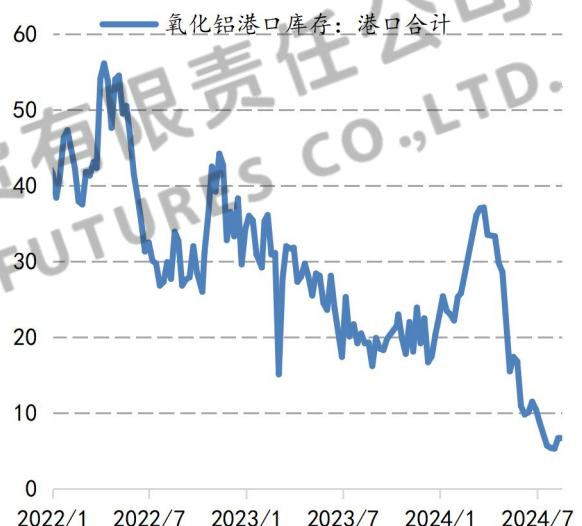
据 SMM 数据，截至 10 月 25 日，氧化铝港口库存为 4.3 万吨，目前仍处于近 4 年最低水平。受海外氧化铝价格偏高影响，近几月海外成交有限，进口量下降，港口库存回升乏力。

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）

图：氧化铝港口库存（吨）

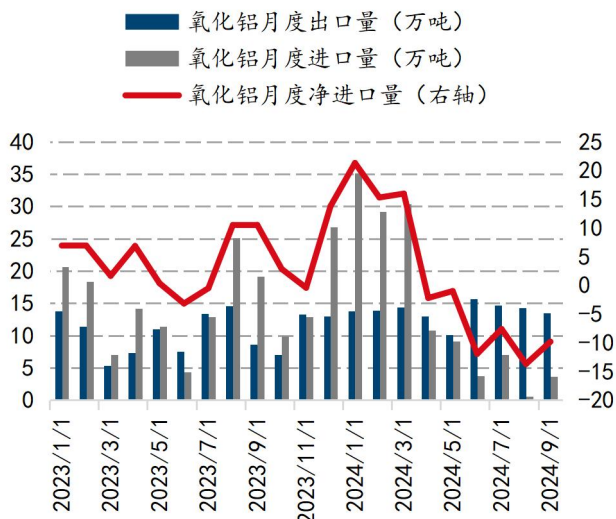


数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

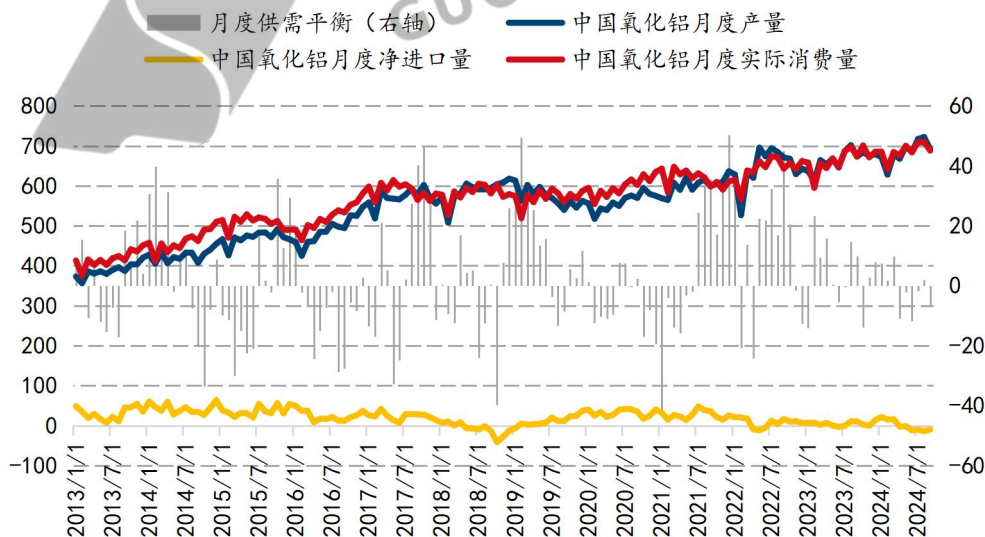
图：氧化铝进出口量变化（单位：万吨/月）



数据来源: SMM 国信期货

需求端而言, 下游电解铝厂产能运行率稳定在高位, 且 9-10 月四川及贵州铝厂的复产再度带来新增需求量, 铝厂原料库存仍在低位, 氧化铝刚需支撑较强。在供弱需强之下, 现货市场询价活跃, 各主要产区报价涨幅均明显扩大, 升水成交带动现货均价上行, 据 SMM 数据, 截至 10 月 25 日, 氧化铝现货均价已上涨至 4850 元/吨, 较 9 月 30 日上涨 758 元/吨, 抬升了期价的价格中心, 但受制于市场散货有限, 现货成交订单的量均较少。

图: 氧化铝供需平衡



数据来源: SMM 国信期货

远期来看, 四季度, 国内仍有 200 万吨左右氧化铝产能待释放, 主要位于广西及山东地区, 而矿石供

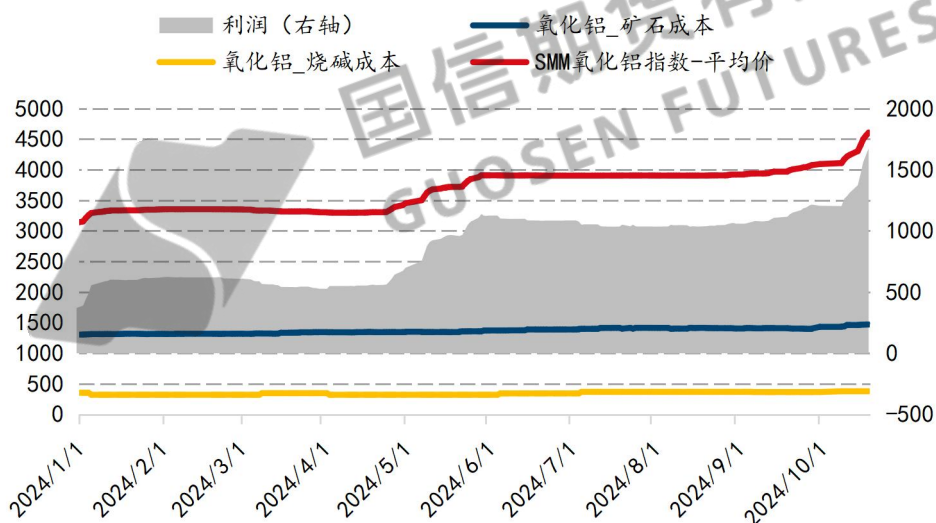
应情况以及环保政策或影响到产能的释放进度，供应端关注广西及山东新产能的释放情况，以及四季度后频繁检修、环保政策造成产能停产等导致的阶段性减产，就四季度而言，供需错配的情况预计有所持续，氧化铝供应的脆弱性仍较为突出。据了解今年云南秋冬枯水季减产可能较小，也就意味着未来11-12月电解铝产能运行率或仍将稳定维持在高位，且随着部分技改产能的复产，运行率有望进一步提升，带来新增氧化铝需求量，拉动氧化铝价格。总体而言，短至中期，国内氧化铝供需偏紧的状况难以扭转，基本面对氧化铝有强支撑。

2. 产业链利润分配转移，氧化铝维持高盈利能力

从成本利润，以及产业链利润分配的角度看，氧化铝环节保持着较高的盈利能力，电解铝环节利润受到明显挤压。从2024年的价格走势来看，氧化铝成本利润定价显然已经有所失效，高利润水平将继续促使氧化铝厂积极投产、复产，但价格将更多受到现货供应不足，供应增量受限的支撑。

10月，氧化铝平均完全成本有所上涨，而月内氧化铝现货价格涨幅更为迅猛，因而在成本虽有抬升的情况下，行业利润进一步扩大。据SMM数据，截至10月18日，氧化铝10月平均完全成本约为2927元/吨，较9月上涨56元/吨，行业平均利润扩大至1417元/吨左右，较9月上涨超过300元/吨左右。

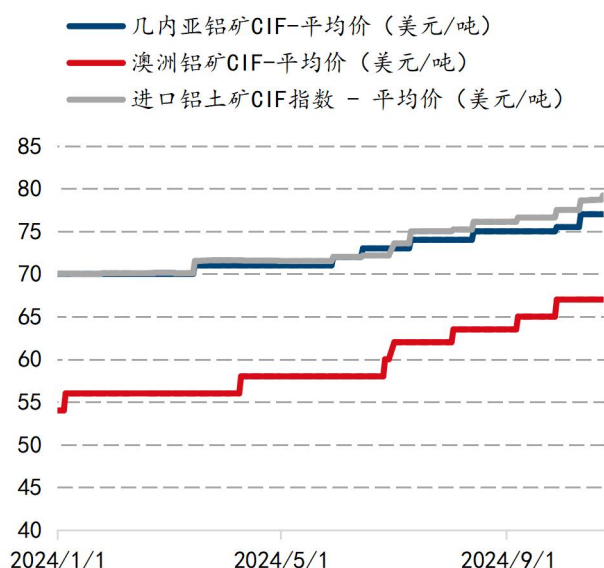
图：氧化铝成本及利润（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

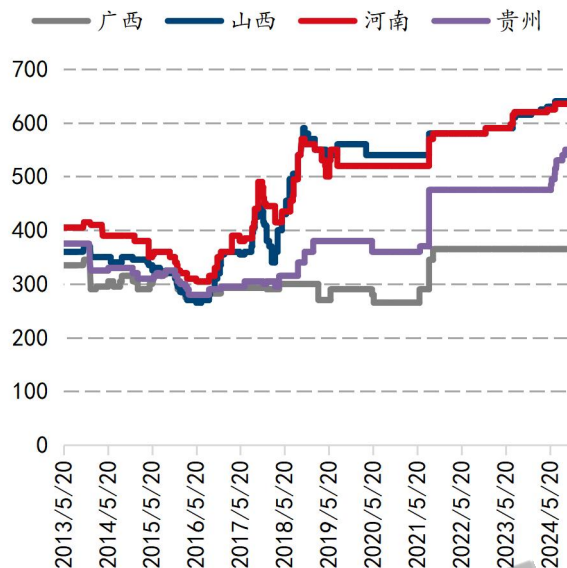
具体来看，月内氧化铝各主要成本均有上涨，带动成本上行。其中，用矿成本上涨最为明显，据SMM数据，月内用矿成本上涨30元/吨至1467元/吨。

图：进口铝土矿价格



数据来源：SMM 国信期货

图：国内铝土矿价格（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

矿石成本延续上涨，但涨幅收窄。进口矿石价格来看，月内澳大利亚及几内亚铝土矿 CIF 价格与 9 月相比均有小幅上涨，几内亚铝土矿 CIF 均价为 77 美元/吨，较 9 月上涨 2 美元/吨，澳大利亚铝土矿 CIF 均价为 67 美元/吨，较 9 月上涨 2 美元/吨。月内国内铝土矿价格与上月持平。

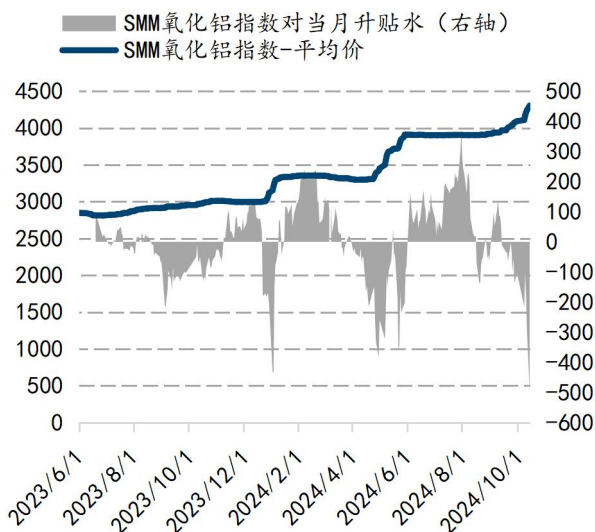
就未来成本变化而言，北方进入冬季采暖季，煤炭需求将逐渐回升，能源成本或有小幅上涨空间。矿石方面，国内矿山复产依旧缓慢，暂未有大规模复产的消息，国产矿石价格坚挺。几内亚雨季结束后发运量将有回升，但考虑到此前限制个别企业出口矿石事件的后续影响，以及国内氧化铝厂的较高需求，进口矿石价格或稳中小增。整体来看，氧化铝成本上涨至 3000 元/吨附近，现货价格居高难下，行业利润有望继续维持在 1000 元/吨左右的较高水平。

3. 期现价格涨幅均明显扩大 出现期现套利空间

10 月以来，虽然有一定复产和产能释放，但边际增量多用于补交此前拖欠的长单，现货市场依然有限，而下游需求则呈现出多元化，氧化铝整体供需偏紧格局未有缓解，各地多现订单量较小的升水成交，带动现货均价不断上行。据 SMM 数据，截至 10 月 25 日，氧化铝现货均价为 4850 元/吨，较 9 月 30 日（4092 元/吨）上涨 758 元/吨，涨幅明显扩大。

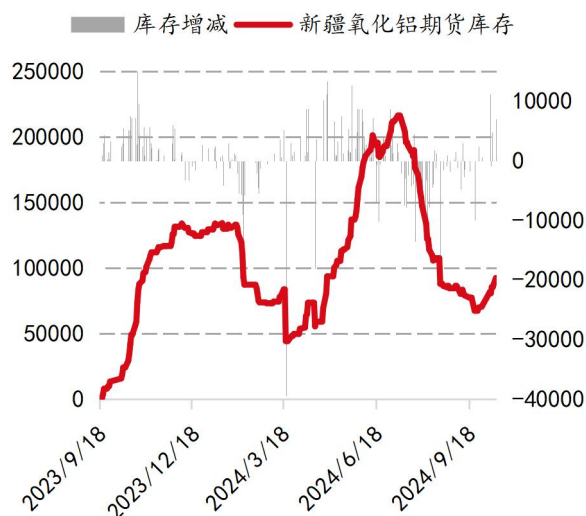
月内，氧化铝盘面利润一度扩大至 1600 元/吨以上的较高水平，趋近历史利润高值，可以认为期价已经出现了一定的超涨。据 SMM 数据，近期山西、河南至新疆运费约为 250-260 元/吨，山东至新疆运费为 300 元/吨以上。以 10 月 14 日氧化铝主力合约收盘价为 4818 元/吨，14 日 SMM 氧化铝现货均价为 4304 元/吨，叠加新疆交割仓库的 380 元/吨升水设置，理论上已经出现了期现套利空间。但由于当前市场现货较为有限，符合交割标准的交割品更为稀少，因而市场现货采购难度较大，且会产生一定溢价，据市场调研反映，出于期现套利目的入市采购的难度较大。而若市场情绪及资金能推动氧化铝期价进一步走高，套利空间仍较为可观，或提高市场对于现货价格的接受度，不排除高价采购现货进行期现套利的可能，将进一步加剧现货市场的偏紧程度。

图：氧化铝现货价格及升贴水变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：新疆氧化铝仓库库存变化（吨）



数据来源：SMM 国信期货

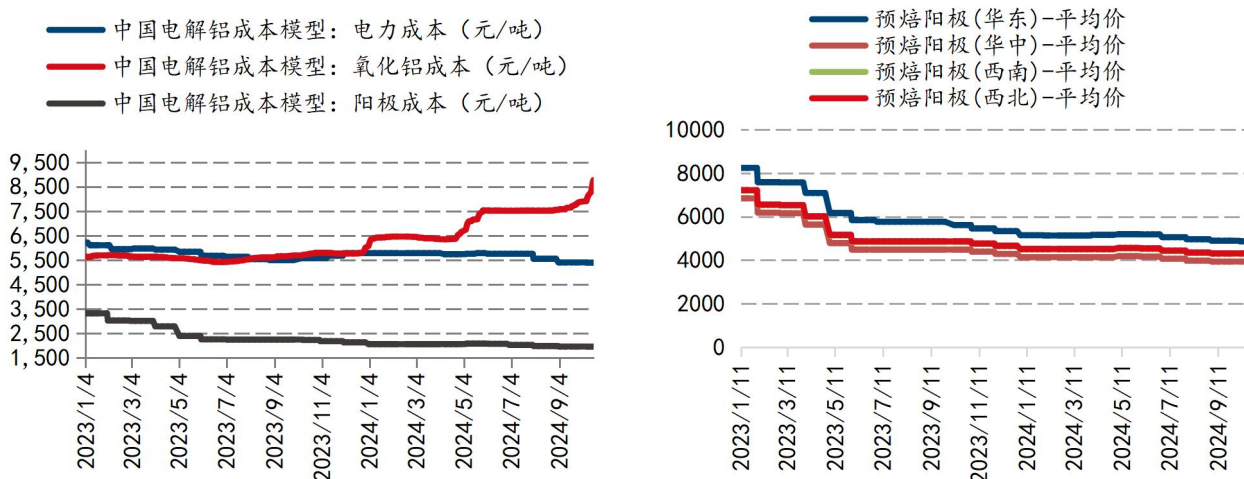
（二） 铝

1. 氧化铝推升电解铝冶炼成本 铝价高位震荡修复行业利润

10月电解铝成本明显上涨，主要是受到氧化铝价格不断走高的影响，电力成本及阳极成本均有小幅下降。10月以来，铝价保持在20000元/吨以上，震荡运行，价格涨幅超过成本涨幅，使得10月平均利润水平有所修复。展望11月，氧化铝价格居高难下，且电力成本将随着云南枯水季以及北方采暖季的到来有所上涨，整体成本或有上行。11月旺季结束，铝价存在下调空间，在成本预期抬升之下，行业利润或再度下跌。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）

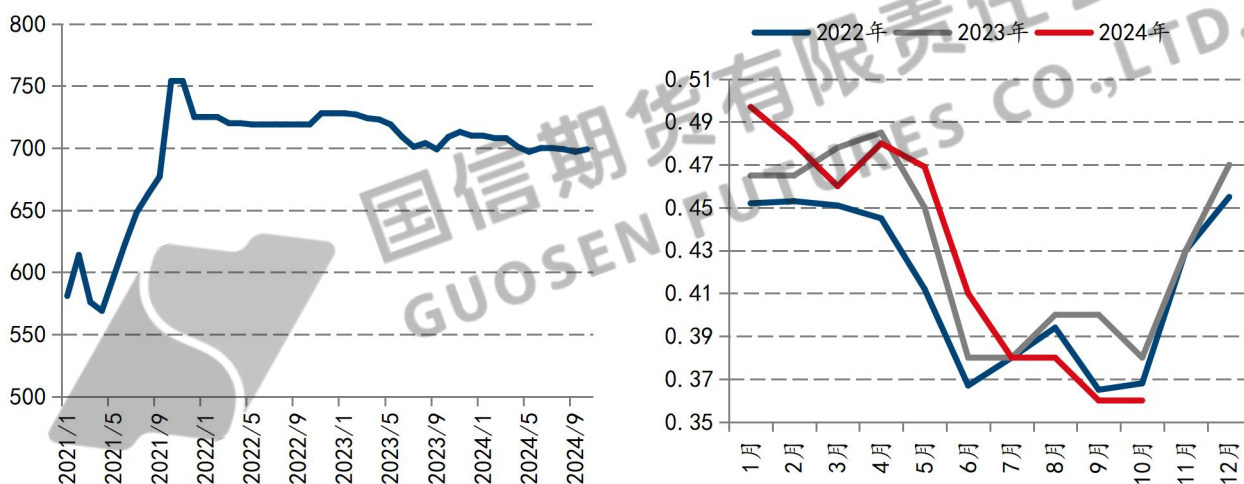
图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500) (单位：元/吨) 图：云南基准电价 (含税) 季节性变化 (单位：元/度)

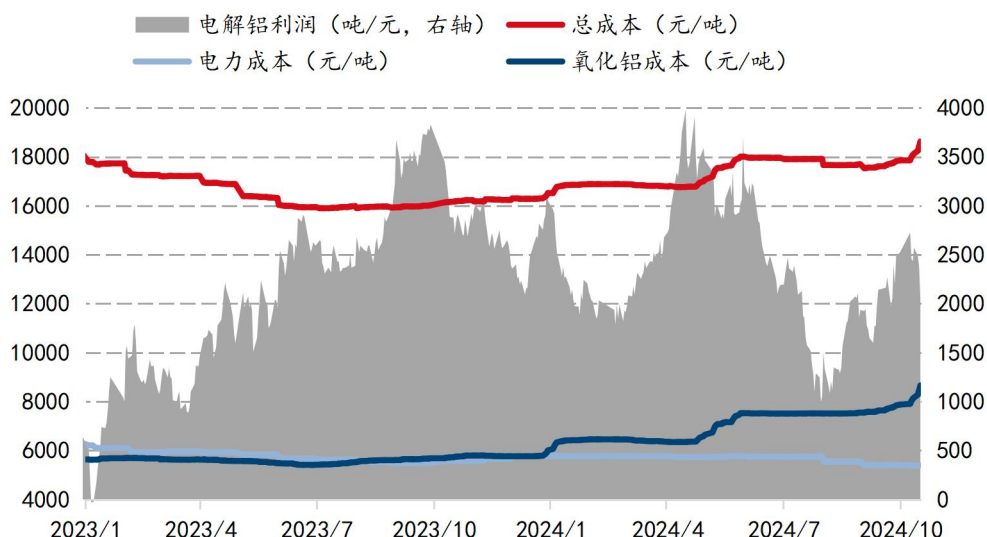


数据来源：Wind 国信期货

数据来源：南方电网 国信期货

据 SMM 数据，截至 10 月 17 日，10 月电解铝行业平均成本为 18264 元/吨，较 9 月上涨约 600 元/吨。10 月铝价整体处于高位区间震荡，行业平均利润修复至 2390 元/吨附近，较 9 月平均利润上涨近 400 元/吨。

图：电解铝成本及利润变化



数据来源: SMM 国信期货

具体来看, 电力成本方面, 据 SMM 数据, 10 月行业平均电价成本为 0.39 元/度, 较 9 月下降 0.01 元/度, 平均电力成本下降 14 元/吨左右至 5386 元/吨。水电价格持平, 据南方电网数据, 10 月云南水电价格与 9 月持平于 0.36 元/度, 但较去年同期低 0.02 元/度。火电方面, 10 月秦皇岛动力煤年度长协价为 699 元/吨, 较 9 月上涨 2 元/吨。据 SMM 数据, 截至 10 月 17 日, 氧化铝成本上涨至 8769 元/吨, 较 9 月底上涨近 1000 元/吨, 是使得电解铝冶炼成本大幅上行的主要原因。

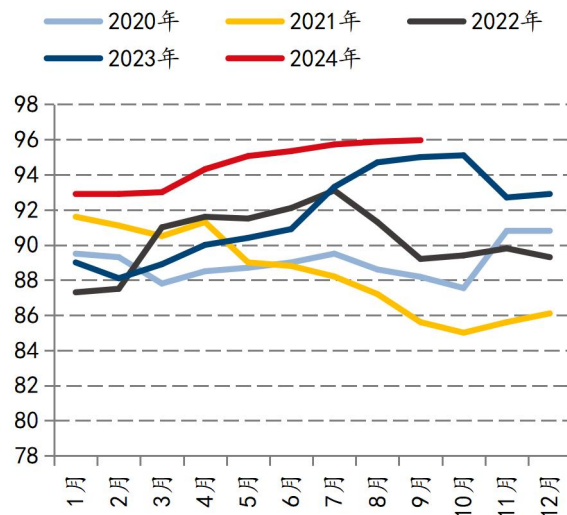
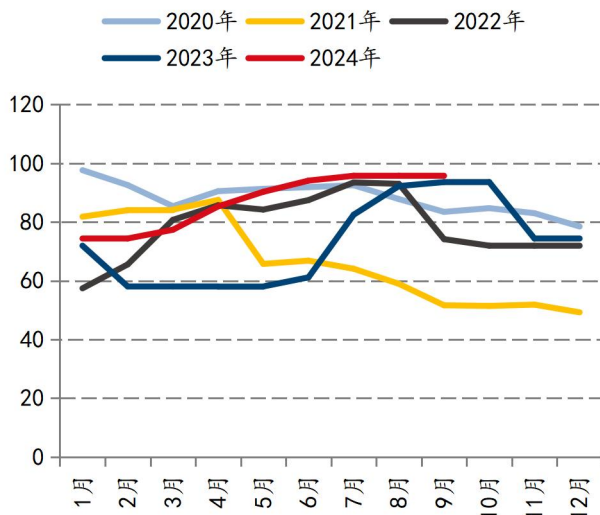
就 11 月而言, 云南进入平水期, 从历史数据来看, 水电价格将逐渐回升, 水电成本将有小幅上涨。火电方面, 11 月北方逐渐进入集中采暖季, 用煤需求将有回升, 动力煤价格或摆脱弱势, 抬升火电成本。氧化铝预计居高难下, 电解铝成本的强力支撑, 并有望带动成本涨幅扩大。整体来看, 电解铝冶炼成本将有上行, 11 月旺季结束, 铝价存在下调空间, 在成本预期抬升之下, 行业利润或再度下跌。

2. 供应仍有边际增量 未来高产能运行率预计维持

国家统计局最新数据显示, 中国 9 月原铝(电解铝)产量为 365 万吨, 同比增长 1.2%。1-9 月原铝产量为 3256 万吨, 同比增长 4.6%。据 SMM 数据, 9 月铝水比例环比持续回升 0.7 个百分点, 同比回升 0.6 个百分点至 73.76%左右。后期关注新疆置换产能的释放, 10 月铝产量或再有增加。

图: 云南电解铝产能开工率季节性变化 (单位: %)

图: 电解铝开工率季节性变化 (单位: %)



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

今年云南汛期降水情况较好，推动电解铝产能顺畅复产。据悉，今年5月进入汛期后，旱涝急转，全省已累计遭遇8次强降雨过程，局部地区强降雨多发频发，短时强降水站次较多年平均偏多24.3%，强降雨来势凶猛，单点性强，危险性大，导致洪涝灾害多次发生，全省19条河流23个水文（位）站出现27场次超警戒水位洪水，其中，9站次水位超过保证水位。进入夏季用电高峰期后，云南水电供应能力也较为稳定且充沛，得以保障云南电解铝产能以较高的产能运行率稳定生产。据了解，目前来看，云南今年枯水期减产的概率大大下降，云南电解铝产能运行率有望维持在现有较高水平，这意味着今年枯水季期间，国内电解铝供应量将显著高于2023年同期，供应或出现过剩。

海外方面，据外媒8月20日的报道，因电力持续短缺，新西兰Tiwai Point电解铝厂被迫再次减产。TiwaiPoint电解铝厂为进一步缓解新西兰国家电网的能源危机，再次削减了20MW的电力消耗。此前在7月下旬，该工厂已按照要求削减了185MW的电力消耗，以应对冬季水位下降带来的电力供应短缺问题。至此，该厂释放的总计205MW电力将节约全国4.4%的能源消耗。目前，Tiwai Point工厂的年产能约为34.5万吨，此次电力削减预计将导致铝产量减少约12.5万吨。Tiwai Point工厂的年产能约占海外产能不足1%，对整体供应的实际影响较为有限，但可能从比价和市场情绪层面造成外盘铝价的短暂上行，并限制海内外氧化铝的价格。

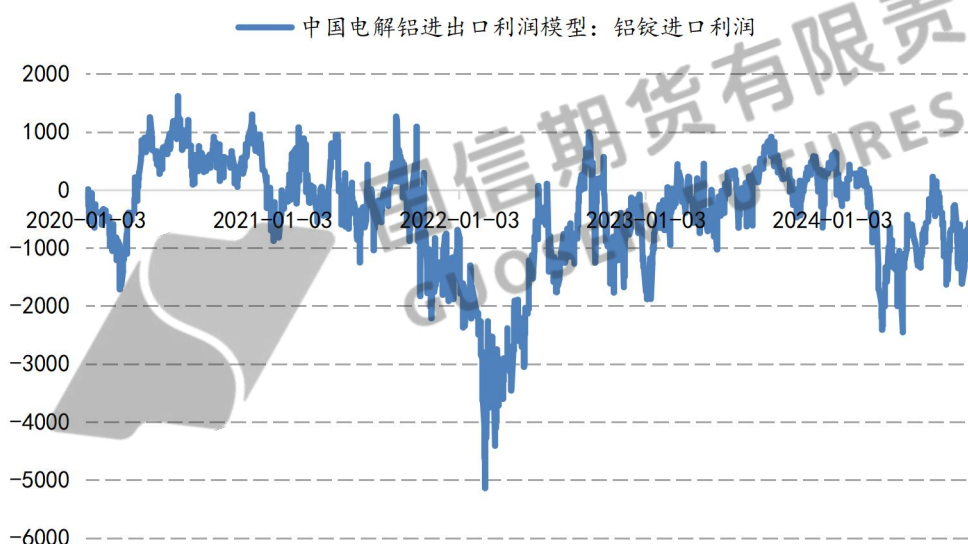
月内外盘铝价也处于震荡区间，截至10月21日，铝价沪伦比维持在8附近，原铝进口窗口仍维持关闭状态，进口亏损有所收窄。

图：铝价沪伦比值走势



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭进口利润



数据来源：SMM 国信期货

据海关总署数据显示，2024 年 9 月份国内原铝进口量约为 13.7 万吨，环比减少 16%，同比减少 31.7%。1-9 月份国内原铝累计进口总量约 164.9 万吨，同比增长 72.5%。据海关总署数据显示，2024 年 9 月国内原铝出口量约为 1.14 万吨，环比减少 23%，同比增加 62.7%。1-9 月份原铝累计出口总量约为 7.36 万吨同比减少 34.8%左右。2024 年 9 月份国内原铝净进口约为 12.6 万吨，环比减少 15.3%，同比减少 35.2%。

3. 需求旺季铝水比回升 铝锭延续季节性去库

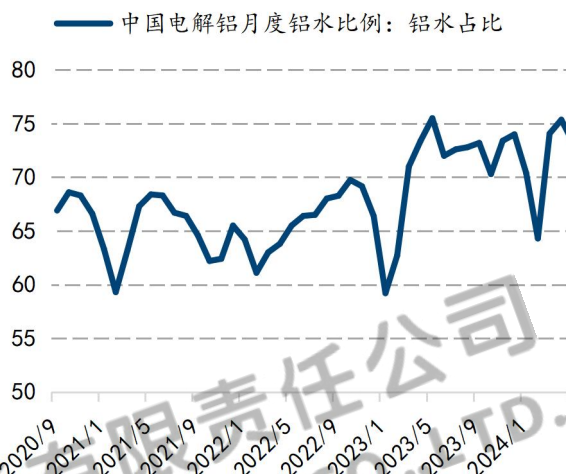
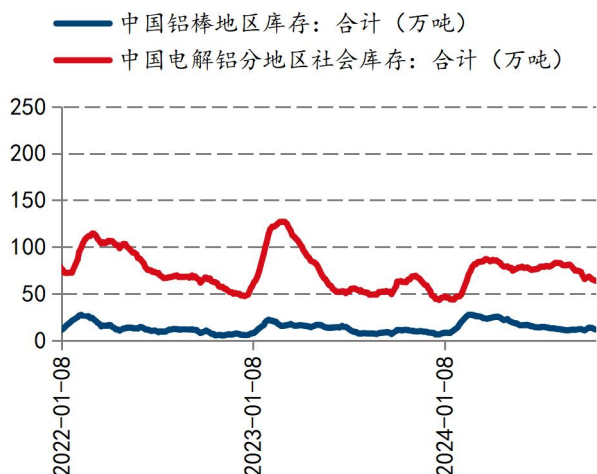
月内，铝锭及铝棒在十一假期后出现累库，但随后一周内，再度转入持续性去库状态。截至 10 月 21

日，铝锭及铝棒库存水平均已接近往年同期，9-10月去库速度可观，为基本面提供一定支撑。

据SMM数据，截至10月21日，国内电解铝锭社会总库存63.8万吨，较9月30日下降2万吨，铝锭库存已从此前远高于同期库存水平的状态中摆脱，接近2023年同期库存水平。去库速度有所加快，一方面是旺季需求回暖的带动，另一方面，行业铝水比提高，铸锭量减少，也有力带动了铝锭去库。截至10月21日，铝棒库存为11.78万吨，较9月30日增加0.88万吨。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（单位：%）

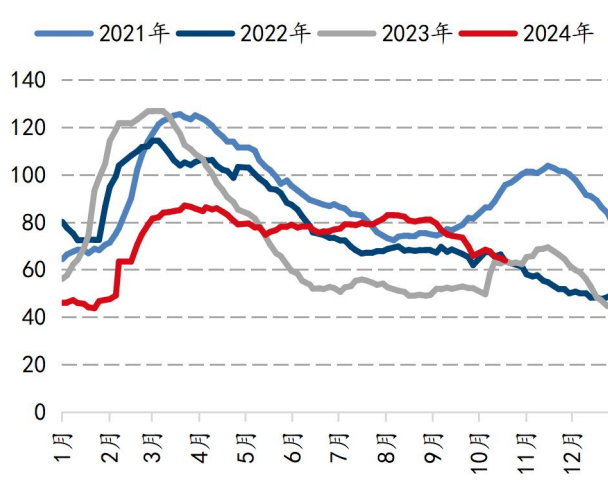
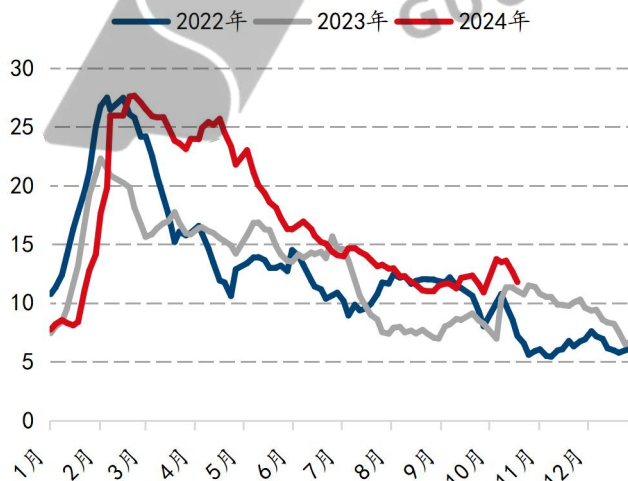


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）

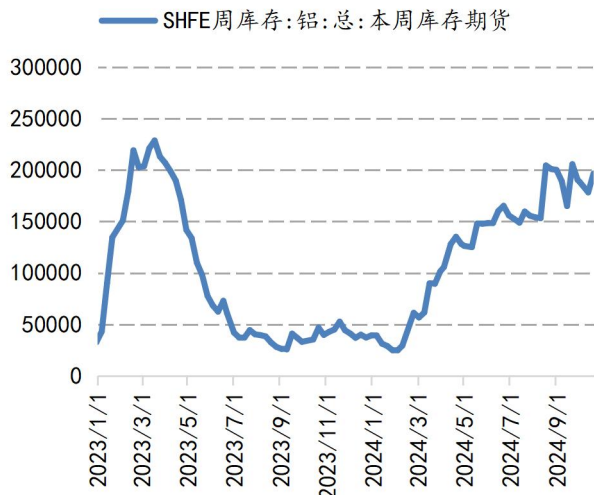


数据来源：SMM 国信期货

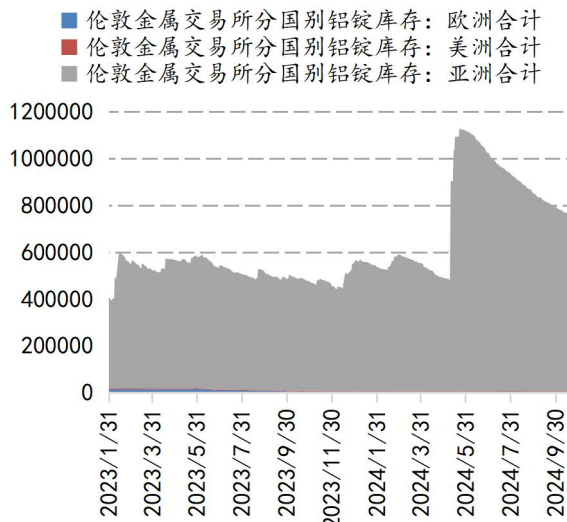
数据来源：SMM 国信期货

图：上海期货交易所库存变化（单位：吨/周）

图：LME 库存变化（单位：吨/日）



数据来源: SMM 国信期货



数据来源: SMM 国信期货

交易所库存方面,截至10月25日,上期所仓单库存为177385吨,较9月30日减少10756吨,LME铝库存为748700吨,较9月30日减少44250吨。

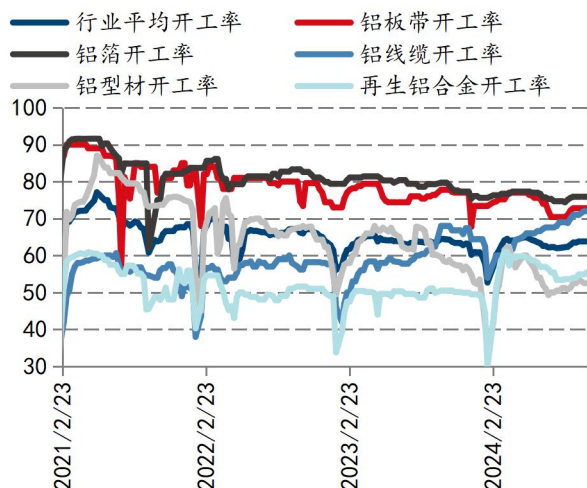
4.10月旺季延续 未来下游需求或有回落

10月下游整体延续消费旺季氛围,各板块开工率均有小幅回升。

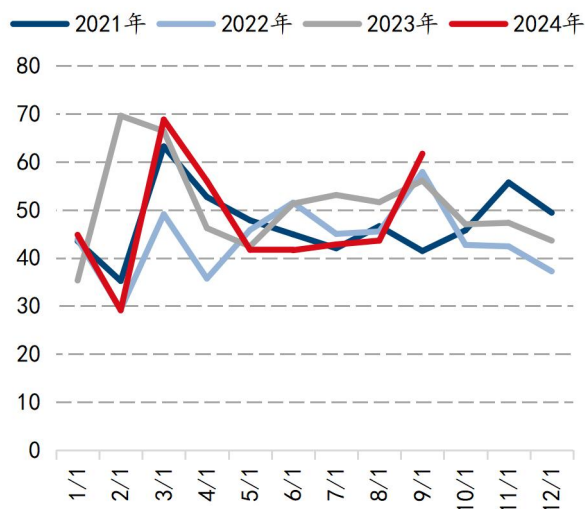
据SMM数据,截至10月25日,国内铝下游加工龙头企业开工率为63.8%。受十一假期影响,节后下游开工率持稳,随后再度快速回到回暖状态,至10月末,开工率小幅下降0.1%。据SMM数据显示,2024年9月国内铝加工行业综合PMI指数录得61.7%,环比增长18.1个百分点,自5月以来首次重回荣枯线以上。

图:铝下游加工各板块开工率(单位:%)

图:中国铝加工行业月度PMI(综合)季节性变化



数据来源：SMM 国信期货

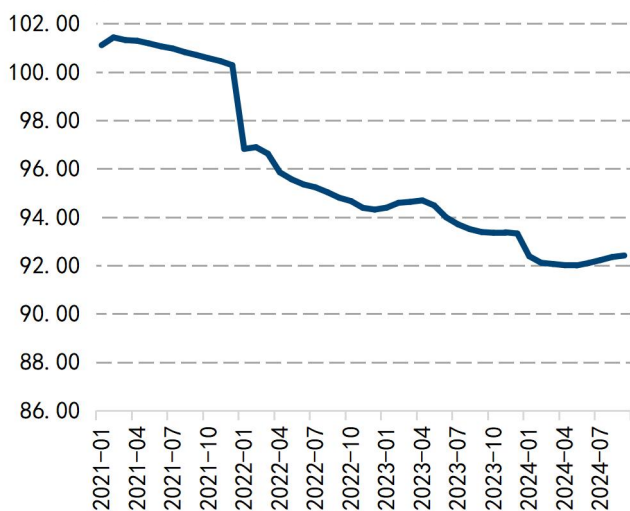


数据来源：SMM 国信期货

终端而言，房地产方面，9月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为92.41，较8月上漲0.06，连续三个月上漲。国家统计局数据显示，1—9月份，房地产开发企业房屋施工面积715968万平方米，同比下降12.2%。其中，住宅施工面积501051万平方米，下降12.7%。房屋新开工面积56051万平方米，下降22.2%。其中，住宅新开工面积40745万平方米，下降22.4%。房屋竣工面积36816万平方米，下降24.4%。其中，住宅竣工面积26871万平方米，下降23.9%。1—9月份，新建商品房销售面积70284万平方米，同比下降17.1%，其中住宅销售面积下降19.2%。新建商品房销售额68880亿元，下降22.7%，其中住宅销售额下降24.0%。

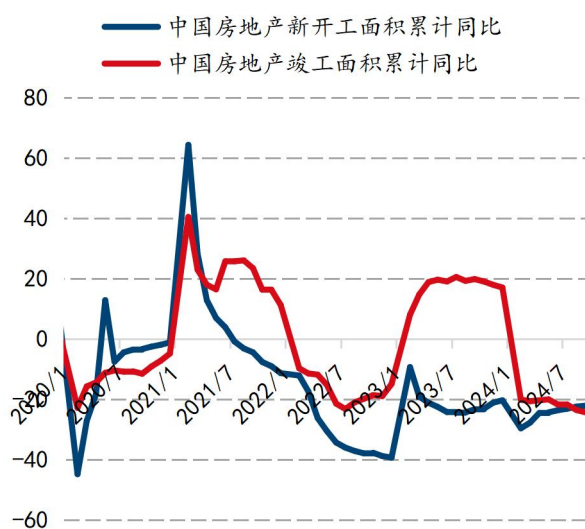
建筑用铝80%集中于房地产竣工端，从竣工端数据来看，竣工面积持续下降，新开工同比数据也维持负值，地产端用铝需求依旧维持疲软。

图：中国房地产景气指数



数据来源：Wind 国信期货

图：中国房地产缓慢恢复（%）



数据来源：Wind 国信期货

以旧换新政策的推动下, 10月假期期间白色家电消费显著增长, 放大了旺季效应, 白电排查情况较好, 对铝需求有一定带动作用。根据商务部数据, 国庆假期前三天, 全国有104.6万名消费者购买以旧换新8大类家电产品154.6万台, 销售额达到73.6亿元, 其中, 排名前三的家电品类为空调、电冰箱、电脑。据苏宁数据显示, 十一期间苏宁全国门店客流同比提升超200%, 以旧换新订单同比增长132%。根据产业在线数据, 10月白电合计排产量达到2863万台, 较2023年同期生产实绩增长13.4%, 增速环比明显回升。分品类看, 据产业在线数据, 2024年9月家用空调产量1221万台, 同比+26.00%, 销量1,213万台, 同比+21.39%, 其中内销610万台, 同比+7.43%, 出口602万台, 同比+39.80%, 期末库存1,485万台, 同比-11.15%。10月空调内/外销排产较去年同期内/外销量增长5.2%/51.0%, 合计排产1177万台/+23.9%。10月冰箱内/外销排产较去年同期内/外销量增长3.7%/14.2%, 合计排产850万台/+8.6%。10月洗衣机内/外销排产较去年同期内/外销量增长5.8%/5.0%, 合计排产836万台/+5.6%。随着以旧换新政策持续推进, 未来白电消费将受到一定支撑, 从而进一步支撑对于铝的消费需求。

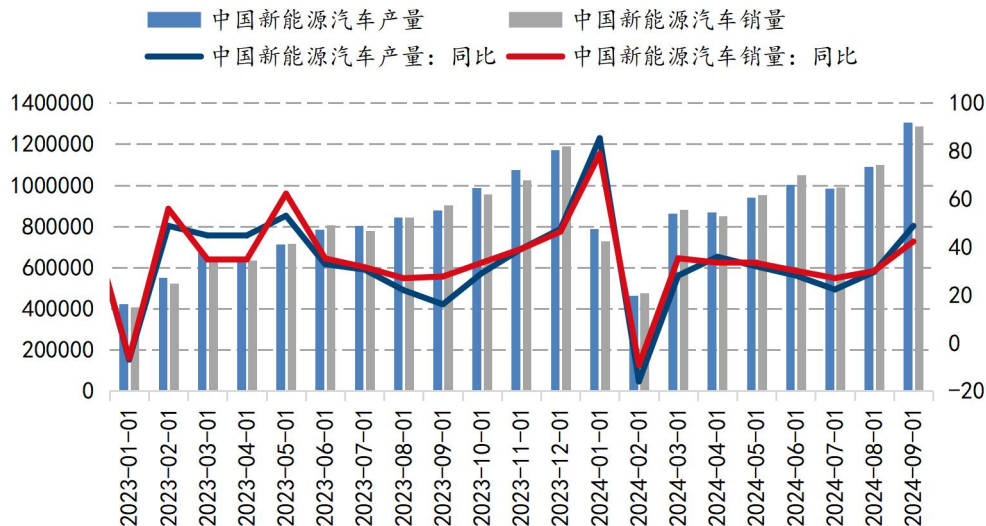
汽车方面, 据中国汽车工业协会分析, 2024年9月, 汽车出口同比环比双增长。2024年9月, 乘用车出口45.7万辆, 环比增长4.5%, 同比增长20%。2024年1-9月, 乘用车出口363.3万辆, 同比增长28%。2024年9月, 新能源汽车出口11.1万辆, 环比增长0.9%, 同比增长15.6%。2024年1-9月, 新能源汽车出口92.8万辆, 同比增长12.5%。据中国汽车工业协会统计分析, 2024年1-9月, 汽车销量排名前十位的企业(集团)共销售1824.1万辆, 占汽车销售总量的84.6%。据中国汽车工业协会分析, 2024年9月, 新能源汽车月度产销创历史新高。2024年9月, 新能源汽车产销分别完成130.7万辆和128.7万辆, 同比分别增长48.8%和42.3%。2024年1-9月, 新能源汽车产销分别完成831.6万辆和832万辆, 同比分别增长31.7%和32.5%。

根据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会数据, 预计10月份狭义乘用车零售约220万辆, 同比增长8.2%, 环比增长4.3%; 新能源车零售预计可达115万辆, 环比增长2.4%, 渗透率达到52.3%。

在“以旧换新”等促进消费政策的推动下, 汽车消费潜力进一步释放, 特别是新能源汽车消费量表现亮眼。数据显示, 自7月份以来, 新能源汽车在国内零售市场的渗透率连续三个月突破50%, 在9月份更是达到53.3%。未来11月, 汽车终端消费仍值得期待, 对铝需求支撑较强。

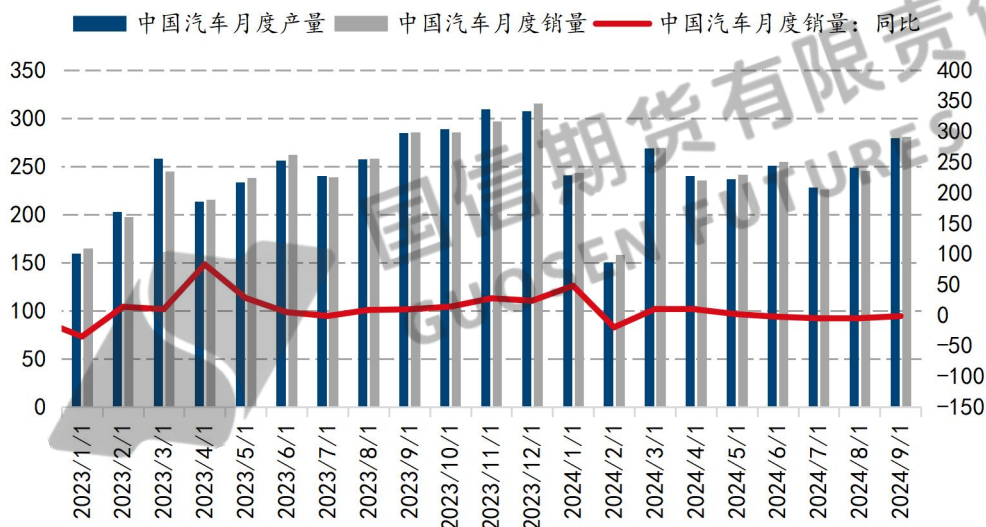
整体来看, 汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑, 一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外, 据中汽协预测, 今年我国汽车总销量将超过3100万辆, 同比增长在3%以上; 其中乘用车销量达2680万辆, 同比增长3%; 商用车销量达420万辆, 新能源车销量有望达1150万辆, 总体汽车出口量有望达到550万辆。2024年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

图: 中国汽车销量变化(单位: 辆/月, %)



数据来源: Wind 国信期货

图: 中国汽车产量变化 (单位: 万辆/月, %)



数据来源: Wind 国信期货

光伏板块, 3月, 国家发展和改革委员会发布关于2023年国民经济和社会发展计划执行情况与2024年国民经济和社会发展计划草案的报告, 报告中指出, “加快推进大型风电光伏基地建设和主要流域水风光一体化开发建设; 推动分布式能源开发利用; 积极发展户用分布式光伏”等。可以看到, 从政策支持的角度, 光伏发电仍有进一步发展的潜力和空间。据中国光伏协会数据, 2023年全国新增光伏并网装机容量216.88GW。累计光伏并网装机容量超过600GW, 新增和累计装机容量均为全球第一。预计2024年光伏新增装机量将超过200GW, 累计装机有望超过810GW。但整体增速预计不及2023年。

据国家能源局发布的最新数据, 截至9月底, 全国累计发电装机容量约31.6亿千瓦, 同比增长14.1%。其中, 太阳能发电装机容量约7.7亿千瓦, 同比增长48.3%; 风电装机容量约4.8亿千瓦, 同比增长19.8%。9月光伏新增装机20.89GW, 增速环比转正。截至2024年9月底, 光伏装机容量7.7亿千瓦, 同比+48.3%。2024年1-9月, 国内光伏新增装机160.88GW, 同比+25%。2024年9月, 国内光伏新增装机20.89GW, 同

比+32%，环比+27%。

长线来看，国家能源局要求 2024 年将持续优化调整能源结构，大力提升新能源安全可靠替代水平，加快推进能源绿色低碳转型。其中，要求全年全国风电光伏新增装机 2 亿千瓦左右，较去年目标提升了 25%。铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。结合上市公司数据及行业测算，每 GW 光伏组件的耗铝量为 0.6-1.1 万吨，每 GW 光伏电站所需光伏支架的用铝量约为 1.9 万吨。2024 年光伏新增装机需求仍将带动铝需求增长。

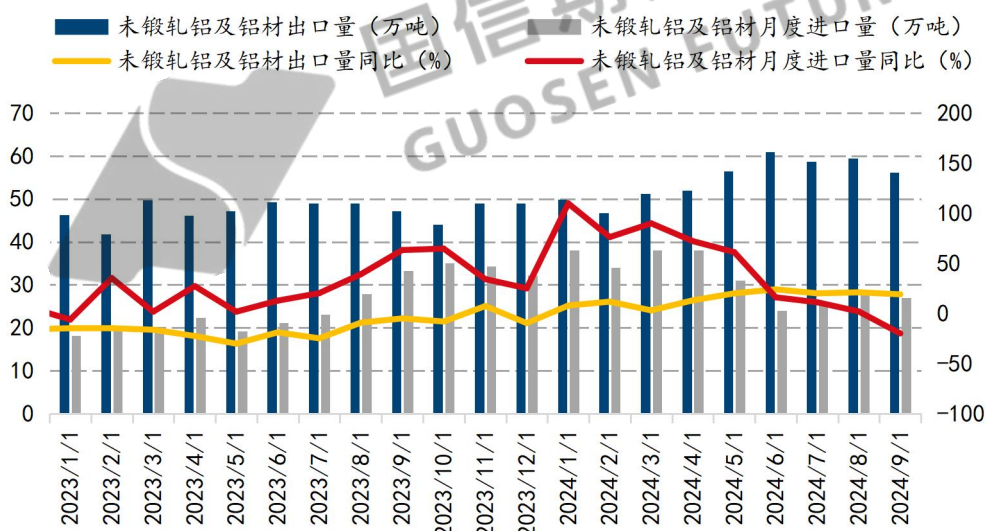
整体而言，旺季特征在 10 月仍有延续，但在 10 月末，下游开工率出现回落迹象。未来 11 月即将过渡至铝传统消费淡季，需求端有回落空间，关注行业铝水比变化，以及各板块订单情况。

5.9 月铝材出口同比增长

出口方面，据海关总署最新数据显示：2024 年 9 月全国未锻轧铝及铝材出口量 56.2 万吨，环比减少 5.4%，同比增加 19.2%；1-9 月份累计出口量达 491.3 万吨，累计同比增加 15.5%。根据海关总署最新数据显示，9 月份中国铝型材进口量为 2429 吨，环比减少 28.45%，同比减少 11.08%，9 月份中国铝型材出口量为 9.43 万吨，环比减少 4.86%，同比增加 3.91%。

前期 8-9 月海外多国对于中国铝材以及相关终端产品加征关税的政策出台，观望情绪削弱了市场补库意愿，考虑到部分政策将在 10 月逐步落地，预计 10 月后的铝材出口情况将继续受到负面影响。

图：中国未锻轧铝及铝材月度进口量、出口量变化



数据来源：SMM 国信期货

四、后市展望

展望后市，氧化铝近月合约仍存在软逼仓风险，维持近强远弱的结构，可关注合约月差变化带来的机会。沪铝预计呈现震荡走势，关注宏观情绪与基本面的共振，建议以震荡思路对待。

宏观方面，美国大选结果将于11月5日揭晓，结果将影响美国未来财政政策的走向，从而进一步影响到市场风险偏好以及资产的选择，届时，市场或作出方向性抉择。此外，美联储11月大概率将继续降息，市场流动性得到一定释放，关注最终降息幅度，以及美联储官员对于后续降息路径的指引。宏观面的不确定性将加大市场阶段性的波动。

考虑到9月美联储即将降息，市场流动性得到一定释放，且适逢铝等基本金属的需求旺季，市场资金或有望聚焦于工业金属商品市场，关注资金面对于大类资产的抉择，警惕市场资金风险偏好的多变性传导至商品价格带来的波动性。

基本上，就氧化铝而言，海外氧化铝供应偏紧难有缓解，新产能多集中于2025年，海外氧化铝价格有较强支撑。国内方面，氧化铝有约200万吨产能待释放，关注其投产情况，另外几内亚雨季结束，铝土矿发运量逐渐恢复正常，也将为国内产能复产及产能释放提供保障。需求方面，今年云南枯水季对当地电解铝产能影响预计较小，电解铝产能运行率有望保持高位，叠加长单压力以及补库需求，整体需求端预计保持强劲。总体而言，随着供应端产能的释放，氧化铝供需将从偏紧逐渐转向平衡，关注供应端产能释放情况。整体来说，氧化铝较强的供需基本面短期内难以出现扭转，对其期、现价格的高位运行提供了支撑，多头资金也借此题材进一步推动价格上涨，近月合约仍存在软逼仓风险。随着未来氧化铝供应量的增加，偏紧格局将逐渐转向平衡，引导市场价格回归。考虑到交易所此前已经进行了调整交易手续费、保证金比例和涨跌停板幅度等措施后，01合约出现大幅增仓，建议近月合约持仓可移仓至远月，持续关注监管方动向，注意控制风险。

电解铝方面，氧化铝价格短期内预计在高位震荡，且随着北方采暖季到来，煤炭需求转好，以及云南枯水季水电价格提高，电解铝冶炼成本预计有一定上涨，抬升铝价的底部支撑。供应方面，云南今年枯水季减产的概率大大降低，11月有望维持目前较高的产能运行率，供应端处于偏松状态。需求方面，11月将再度转入铝传统消费淡季，下游需求将有所回落，但考虑到近几月行业铝水比持续提高，铸锭量减少，铝锭库存或仍将维持一段时间的去库，关注库存端的动态变化。预计沪铝呈现震荡走势，关注宏观情绪与基本面的共振，建议以震荡思路对待。

风险提示：宏观金融风险；极端天气；矿端突发事件。

国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。