

有色金属半年度报告

宏观偏暖助力，供需仍紧驱动铝价走强

主要观点：

宏观方面，海外，美国通胀数据趋稳下行，经济数据仍偏坚挺，经济景气度多数仍在荣枯线上方，使得市场对美国软着陆预期持续抬升，降息方向较为确定，由此带来的降息导致美元走弱预期及需求稳步抬升预期利多有色金属价格，需要注意美联储多次表示要持续跟踪经济数据来决定利率水平，关注后续美国经济数据导致降息幅度或时间节点不及预期风险。国内，部分经济数据表现参差，但整体来看仍处于持续回升阶段，全年财政政策延续了温和扩张的基调，整体力度略超预期，政策托底预期持续存在，对工业品需求端及价格形成支撑。

供给端，海外几内亚矿石进口增加替代印尼铝矿石缺口后整体持稳，国内铝土矿端持续受到环保整治、矿山安全督查影响，产量下滑明显，氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内建成产能富余量较大，后续供需格局主要取决于国产矿端的复产规模，按照基准假设，三季度铝土矿复产带动氧化铝供应抬升带来氧化铝价格利空驱动。云南电解铝企业复产已接近尾声，目前国内电解铝运行产能已超 4320 万吨，结合检修及部分长期受限产能，运行产能已几乎没有增长空间。往下半年尤其四季度时间节点来看，云南再度进入枯水期，电解铝或再度受到产能压减，关注市场对减产或者减产预期的交易节奏。

需求端，地产板块，竣工端好转动能转弱，加之高基数影响，后续竣工端也将偏弱运行，建筑用铝需求承压；交通运输板块，汽车轻量化继续带动用铝需求，但海外受制于贸易保护主义，后续出口有回落压力；电力板块，特高压仍是电网工作重心，支撑传统电力板块用铝，光伏政策支撑仍在，装机延续大增带动用铝需求；铝材出口方面，海外消费回暖叠加补库需求，铝系出口有望延续超预期增长。铝下游需求整体韧性较强，对价格影响以支撑或利多为主。

综合来看，海外降息方向确认，经济数据仍偏坚挺，对商品价格偏利多，国内宏观情绪持稳。铝土矿端受限产影响持续偏紧，国内氧化铝建成产能富余量较

交易咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

有色金属研究团队

研究员：

衡焱

hengyan@cloudfutures.cn

从业资格号：F03104819

投资咨询号：Z0018179



大，后续供需格局主要取决于国产矿端的复产规模，电解铝企业复产接近尾声后续几乎没有增量空间，四季度枯水期或有减产出现，铝下游及终端整体韧性较强。预计氧化铝供需近紧远松，价格重心下移，注意交易节奏把控，若三季度铝土矿大规模复产，则氧化铝价格出现重大利空，反之，氧化铝价格持续受到支撑，氧化铝价格波动区间 3400-4200 元/吨；预计电解铝供需维持紧平衡，价格偏强运行，沪铝价格波动区间为 19800-23000 元/吨。

风险提示：欧美降息预期扰动、国内铝土矿复产不及预期、云南电解铝供给扰动。

正文目录

一、宏观	5
(一) 海外：经济韧性超预期，降息方向已确认	5
(二) 国内：经济数据延续弱复苏，宏观氛围偏稳	7
二、供应	8
(一) 国产矿复产不及预期，进口矿石依赖度加深	9
(二) 氧化铝供需暂仍偏紧，矿端决定后续格局	10
(三) 电解铝复产接近尾声，政策限制后续增量有限	11
1、受制于能源稳定产能扩张有限，海外电解铝产量增幅较小	11
2、二季度铝企复产推进，电力及产能天花板是长限制	12
三、需求	13
(一) 竣工端增速回落，建筑用铝需求承压	14
(二) 汽车轻量化带动铝需求，后续出口有回落压力	14
(三) 特高压用铝续增，新能源装机仍带动需求	15
1、特高压仍是电网工作重心，支撑传统电力板块用铝	15
2、光伏政策支撑仍在，装机延续大增带动用铝需求	16
(四) 海外消费回暖叠加补库，铝系出口超预期增长	17
四、库存	18
(一) 三大交易所铝期货库存	18
(二) 国内铝锭及铝棒现货库存	19
五、行情展望	20

图表目录

图表 1：美国 CPI (%)	6
图表 2：美国非农就业（万人）	6
图表 3：美国 PMI	7
图表 4：CME FEDWATCH TOOL	7
图表 5：欧元区 CPI (%)	7
图表 6：欧元区 PMI	7
图表 7：中国 CPI、PPI (%)	8
图表 8：中国制造业 PMI	8
图表 9：中国非制造业 PMI	8
图表 10：中国工业增加值、社消零售 (%)	8

图表 11: 全球铝土矿年度产量 (万吨)	9
图表 12: 各国铝土矿产量占比 (万吨)	9
图表 13: 中国铝土矿产量 (万吨)	10
图表 14: 中国铝土矿进口量 (万吨)	10
图表 15: 全球氧化铝产量 (万吨)	11
图表 16: 中国氧化铝产量 (万吨)	11
图表 17: 国内氧化铝产能及开工率 (万吨)	11
图表 18: 中国氧化铝进口量 (万吨)	11
图表 19: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热)	12
图表 20: 海外电解铝产量 (万吨)	12
图表 21: 中国电解铝产能及开工率 (万吨)	13
图表 22: 中国电解铝产量 (万吨)	13
图表 23: 中国电解铝进出口 (万吨)	13
图表 24: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)	13
图表 25: 房屋新开工面积 (万平米, %)	14
图表 26: 房屋竣工面积 (万平米, %)	14
图表 27: 中国汽车销量 (万辆)	15
图表 28: 汽车经销商库存预警指数	15
图表 29: 中国新能源汽车产量 (万辆)	15
图表 30: 中国新能源汽车销量 (万辆)	15
图表 31: 电网基本建设投资 (亿元)	16
图表 32: 电源基本建设投资 (亿元)	16
图表 33: 全球光伏装机容量 (GW)	17
图表 34: 中国光伏装机容量 (GW)	17
图表 35: 中国未锻轧铝及铝材累计出口 (万吨)	18
图表 36: 中国电解铝月度出口 (万吨)	18
图表 37: 三大交易所铝库存 (吨)	18
图表 38: LME 铝库存 (吨)	18
图表 39: 上期所铝库存 (吨)	19
图表 40: COMEX 铝库存 (吨)	19
图表 41: 国内铝锭现货 (含保税区) 库存 (万吨)	19
图表 42: 国内铝棒现货库存 (万吨)	19

一、宏观

宏观方面，海外，美国通胀数据趋稳下行，经济数据仍偏坚挺，经济景气度多数仍在荣枯线上方，使得市场对美国软着陆预期持续抬升，降息方向较为确定，由此带来的降息导致美元走弱预期及需求稳步抬升预期利多有色金属价格，需要注意美联储已经多次表示要持续跟踪经济数据来决定利率水平，因此要关注后续美国经济数据导致降息幅度或时间节点不及预期风险。国内，部分经济数据表现参差，但整体来看仍处于持续回升阶段，全年财政政策延续了温和扩张的基调，整体力度略超预期，政策托底预期持续存在，对工业品需求端及价格形成支撑。

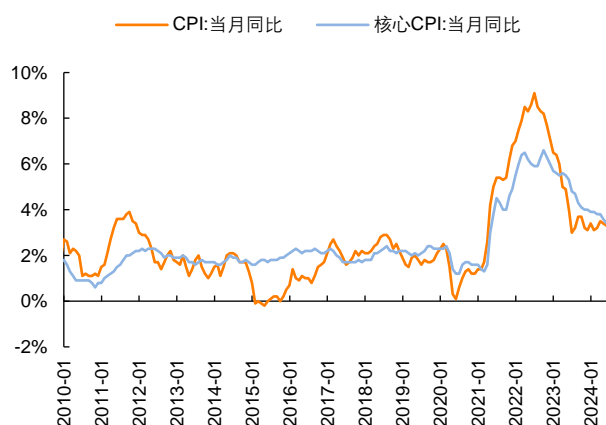
（一）海外：经济韧性超预期，降息方向已确认

海外方面，美国通胀数据趋稳下行，5月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨3.3%（前值3.4%），4月核心个人消费支出（PCE）价格指数同比增长2.75%（前值2.81%），两者均变现为稳中有降；6月密歇根大学1年通胀预期录得3.3%（前值3.3%），5年通胀预期录得3.1%（前值3%），基本持平前值及预期。美国就业市场表现仍相对强劲，5月非农新增就业27.2万大超预期，失业率意外上升4%，创2022年1月以来新高，平均时薪环比增速0.4%（市场预期0.3%），同比增速提速至4.1%（市场预期3.9%）。美国经济数据韧性十足，整体的经济景气度多数仍在荣枯线上方，5月ISM制造业PMI为48.7，Markit制造业PMI为51.7，制造业延续好转，5月ISM非制造业PMI为53.8，Markit服务业PMI为54.8，表明美国非制造业以较快速度扩张。通胀趋稳下行+经济数据仍偏坚挺的组合使得市场对美国软着陆预期持续抬升，由此带来的降息导致美元走弱预期及需求稳步抬升预期利多有色金属价格。欧洲通胀回落速度较快，5月欧元区调和CPI同比增长2.6%，核心CPI同比增长2.9%，已回落至偏低位置；经济景气度出现劈叉，制造业仍在荣枯线下方，但整体表现为回升态势，6月欧元区制造业PMI录得45.6，非制造业延续扩张态势，6月欧元区服务业PMI录得52.6，连续第五月处于荣枯线上方且高于前值，消费者信心指数录得-14，也处于持续好转通道；欧洲经济现状偏弱但正逐步改善，对有色金属价格影响多空并存，整体偏中性。

美元利率方面，美国联邦储备委员会当地时间6月12日公布最新利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.50%不变，符合市场预期。利率点阵图显示，预计2024

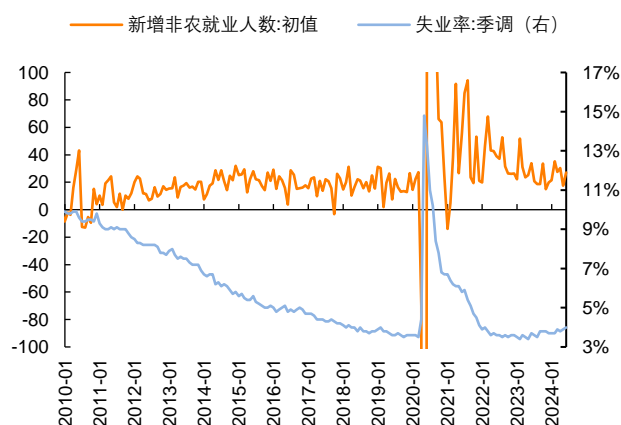
年年底的联邦基金利率为 5.1%，3 月料为 4.6%；预计 2025 年年底的联邦基金利率为 4.1%，3 月料为 3.9%；预计 2026 年年底的联邦基金利率为 3.1%，3 月料为 3.1%；预计长期联邦基金利率为 2.8%，3 月料为 2.6%。点阵图年内降息一次的节奏较市场预期略显鹰派，给商品价格带来短期回调压力，目前市场博弈的点更多在降息启动时间节点、年内降息次数及降息幅度，根据芝商所“Fedwatch Tool”工具，联邦基金利率期货定价显示，市场预期美联储 7 月继续维持利率水平 5.25%-5.5% 的概率为 89.7%，预期美联储 9 月降息 25BP 至 5%-5.25% 的概率为 59.5%，预期美联储 12 月降息 25BP 至 4.75%-5% 的概率为 44.7%。降息方向已基本确认，对商品价格中长期利多。此外，6 月议息会议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的预测并非一个计划，可以进行调整，必须让数据照亮前路，需要注意美联储已经多次表示要持续跟踪经济数据来决定利率水平，因此要关注后续美国经济数据导致降息幅度或时间节点不及预期风险。

图表 1：美国 CPI (%)



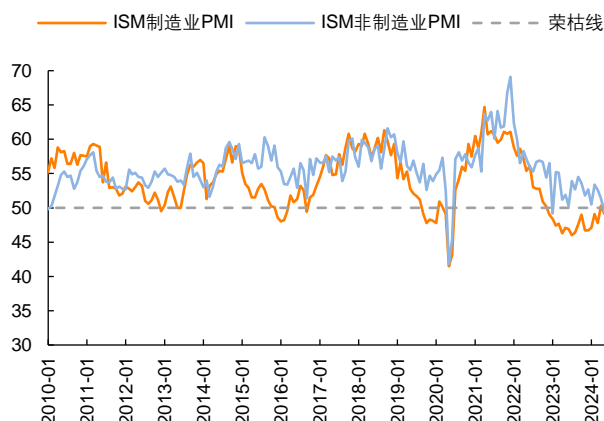
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 2：美国非农就业 (万人)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 3：美国 PMI



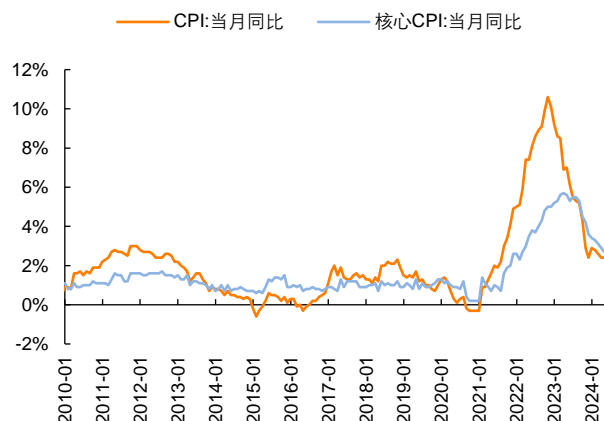
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 4：CME Fedwatch Tool

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
7/31/2024				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	59.5%	34.1%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	25.1%	50.6%	22.1%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	19.9%	44.7%	28.6%	5.1%
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.6%	34.7%	35.1%	14.5%	2.0%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.7%	8.6%	27.1%	35.0%	21.7%	6.4%	0.7%
4/30/2025	0.0%	0.3%	4.4%	17.4%	30.8%	28.6%	14.4%	3.7%	0.4%
6/18/2025	0.2%	2.9%	12.5%	25.8%	29.4%	19.7%	7.7%	1.6%	0.1%
7/30/2025	1.3%	6.8%	17.9%	27.3%	25.5%	14.8%	5.2%	1.0%	0.1%

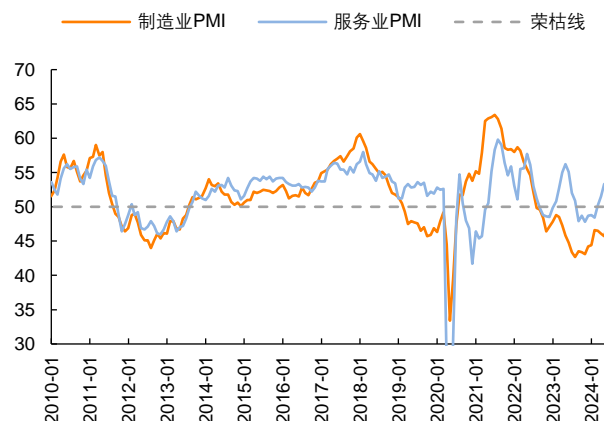
资料来源：CME 云财富期货交易咨询部

图表 5：欧元区 CPI (%)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 6：欧元区 PMI



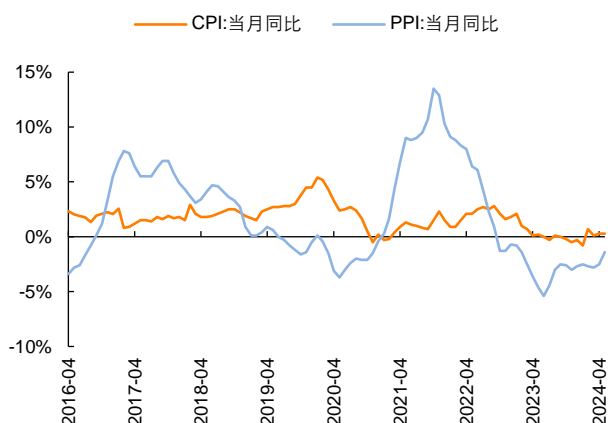
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

(二) 国内：经济数据延续弱复苏，宏观氛围偏稳

国内方面，部分经济数据表现参差，但整体来看仍处于持续回升阶段，5月官方制造业 PMI 录得 49.5，连续两个月扩张后重回荣枯线下方，官方非制造业 PMI 录得 50.5，高于前值及预期，连续五个月位于扩张区间，经济活动维持向好回升态势。反映终端需求和商品需求的 CPI 和 PPI 数据逐步好转，5月 CPI 数据同比继续增长，PPI 同比虽持续负值但降幅较持续收窄。3月，国内两会召开，财政政策方面，延续了温和扩张的基调，整体力度略超预期。一，赤字规模 4.06 万亿元,比上年年初预算增加 1800 亿元。二，拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元。三，发行专项用于国家重大战略实施

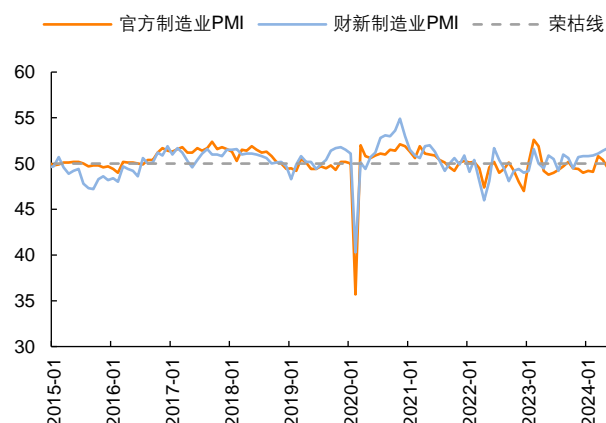
和重点领域安全能力建设的超长期特别国债 1 万亿。此外还需要注意的是，去年四季度发行、但预计实际使用大部分落在今年的 1 万亿增发国债。整体广义财政较去年明显加码，后续关注对工业品需求端拉动。

图表 7：中国 CPI、PPI (%)



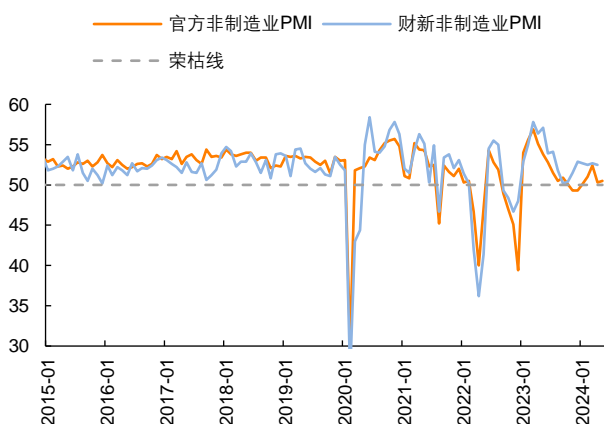
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 8：中国制造业 PMI



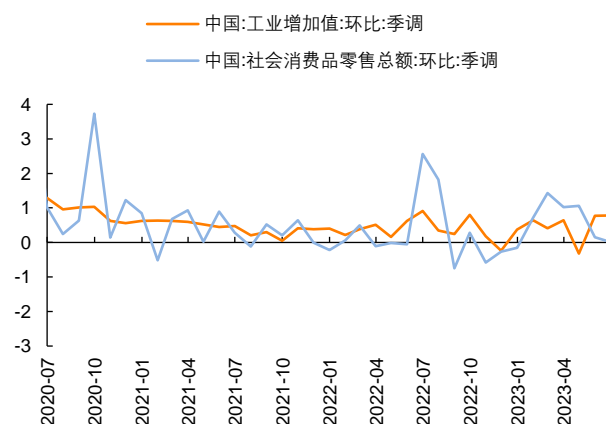
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 9：中国非制造业 PMI



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 10：中国工业增加值、社消零售 (%)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

二、供应

海外几内亚矿石进口增加替代印尼铝矿石缺口后整体持稳，国内铝土矿端持续受到环保整治、矿山安全督查影响，产量下滑明显，氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内建成产能富余量较大，后续供需格局主要取决于三季度国产矿端的规模复产，按照基准假设，铝土矿复产带动氧化铝供应抬升

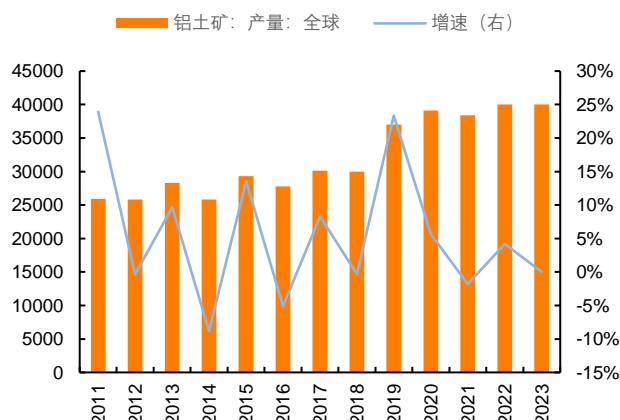
带来氧化铝价格利空驱动。云南电解铝企业复产已接近尾声，目前国内电解铝运行产能已超 4320 万吨，结合检修及部分长期受限产能，运行产能已几乎没有增长空间。往下半年尤其四季度时间节点来看，云南再度进入枯水期，电解铝或再度受到产能压减，关注市场对减产或者减产预期的交易节奏。

（一）国产矿复产不及预期，进口矿石依赖度加深

2023 年，国内铝土矿产量达到 6551.62 万吨，同比下降 3.38%，明显低于近年平均水平；进口铝土矿量为 14164.73 万吨，同比增加 13%，在总供应中的占比为 68.37%，各月进口量均为近五年同期最高位，国内铝土矿进口依赖度进一步走高。去年下半年以来，国内铝土矿持续受到环保整治、矿山安全督查影响，产量大幅下滑，今年 1-5 月份，中国铝土矿累计产量为 2275.77 万吨，同比下降 35.44%，矿端持续受限。年后市场对国内铝土矿复产预期较浓，但安全督查及生态治理审批严格背景下，河南、山西铝土矿复产进度始终不及预期，国产矿石持续紧张。2024 年国内铝土矿新投产能规划集中在下半年，鉴于近两年新投多数出现延迟，能否顺利投产还需持续观察。

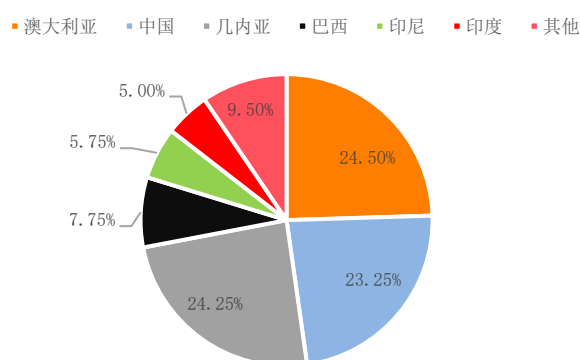
进口方面，印尼进口铝土矿受出口禁令影响从去年二季度开始停止进口，缺口由几内亚、巴西、土耳其和加纳等国填补，其中几内亚的矿石占比不断扩大，2023 年我国自几内亚进口铝土矿占全部进口矿比例接近 80%。

图表 11：全球铝土矿年度产量（万吨）



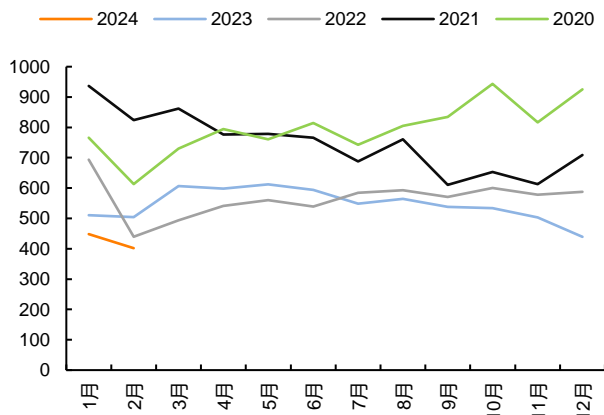
资料来源：Mysteel 云财富期货投资咨询部

图表 12：各国铝土矿产量占比（万吨）



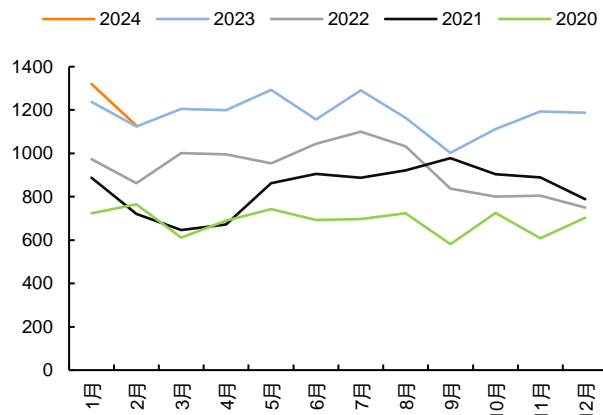
资料来源：Mysteel 云财富期货投资咨询部

图表 13：中国铝土矿产量（万吨）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 14：中国铝土矿进口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

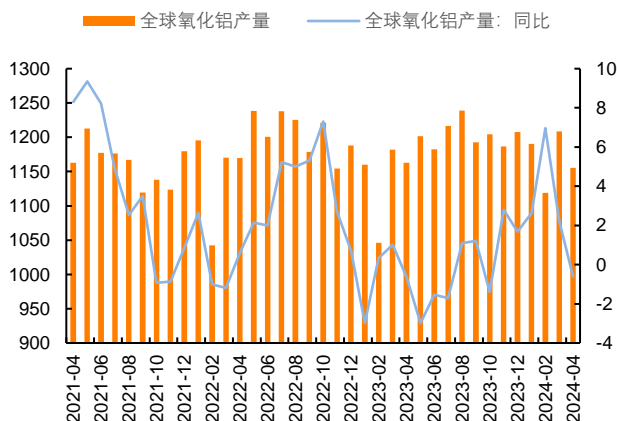
（二）氧化铝供需暂仍偏紧，矿端决定后续格局

截至 2024 年 6 月，国内氧化铝的建成产能达到 10342 万吨，海外建成产能为 7808 万吨。2024 年，国内规划的新建氧化铝产能不超过 400 万吨，海外在老挝和印度规划的新建产能为 250 万吨，整体新建产能提升不大。考虑到电解铝行业的产能天花板为 4500 万吨，冶金级氧化铝的需求上限约为 8700 万吨，因此国内氧化铝行业仍处于过剩状态。

2023 年 5 月，国内氧化铝产量为 698.9 万吨，同比增长 4.59%，经历四个月爬升后接近去年下半年产量水平，6 月下旬国内氧化铝运行产能为 8455 万吨，仍低于去年下半年 8600 万吨左右的产能水平，上半年限制运行产能的主要原因在于环保及矿端，一季度中部较多省份如河南、山东、河北出现重度污染天气预警，限制氧化铝企业产能，该部分限制普遍影响时间较短，中长期影响因素主要在铝土矿端，河南、山西两地矿山自去年三季度起逐步受限，氧化铝企业矿石原料始终紧张，目前氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，但当地矿山复产一再延迟，目前部分地区洞采矿逐步复产，但产量占比更大的露天矿因审批进度等问题迟迟未有明显增量。

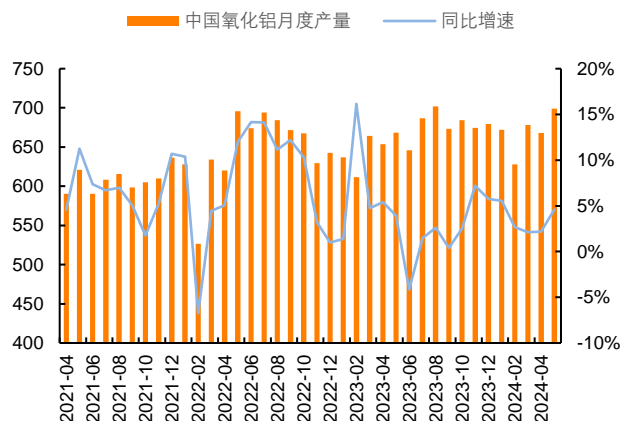
从平衡角度来看，云南电解铝企业复产已接近尾声，氧化铝需求已达到阶段性高位，短期供需暂仍偏紧，后续供需格局主要取决于三季度国产矿端的规模复产，按照基准假设，铝土矿复产带动氧化铝供应抬升带来氧化铝价格利空驱动。

图表 15：全球氧化铝产量（万吨）



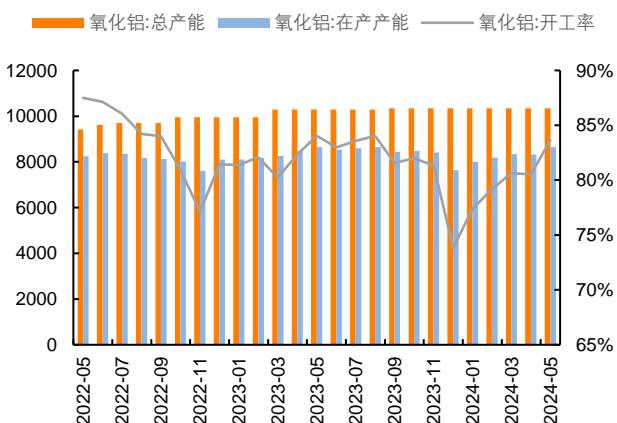
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 16：中国氧化铝产量（万吨）



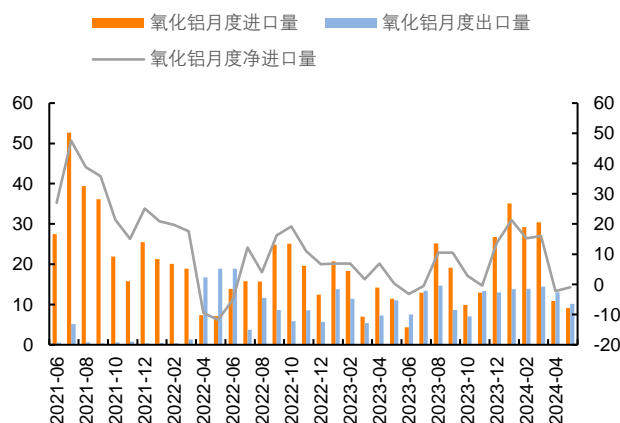
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 17：国内氧化铝产能及开工率（万吨）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 18：中国氧化铝进出口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

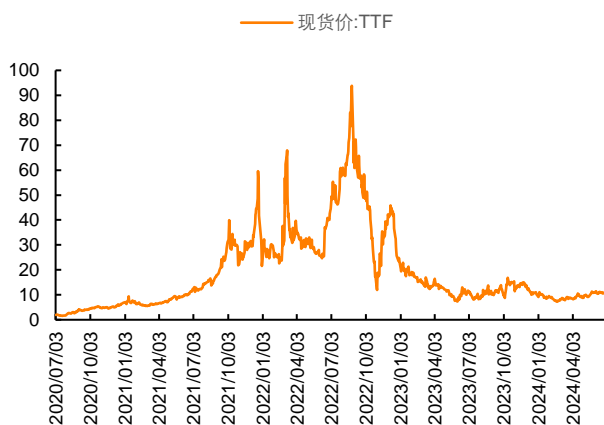
（三）电解铝复产接近尾声，政策限制后续增量有限

1、受制于能源稳定产能扩张有限，海外电解铝产量增幅较小

2023 年，全球电解铝产量总计达到 7058 万吨，同比增长 2.24%。其中，海外电解铝供应为 2891 万吨，同比增长 1.08%。地缘政治因素干扰了海外供应，特别是自 2022 年以来，受到欧洲高电价的影响，很多铝企纷纷减产，截至 2024 年 6 月，约有 192 万吨的海外电解铝产能被关闭。

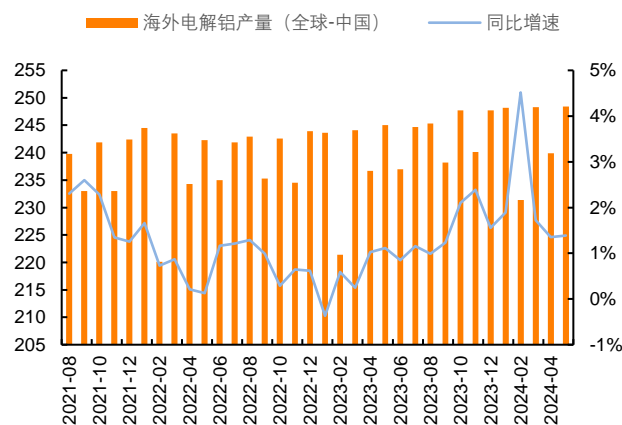
2024 年，海外电解铝新投产项目相对较少，待投和复产产能有限，预计全年海外电解铝产量的增速将约为 1.6%，欧洲电解铝行业在面临一系列挑战的情况下，产能的扩张相对保守。

图表 19：欧洲天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 20：海外电解铝产量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

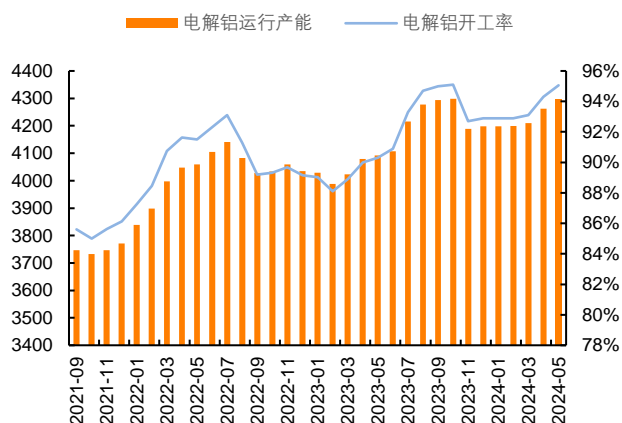
2、二季度铝企复产推进，电力及产能天花板是长限制制

2023 年，我国电解铝产量达到 4151.3 万吨，同比增加 3.59%。四季度，云南省内四家电解铝企业再次受到限电减产，减产幅度不等（9%-30%）。2024 年，国内具备投复产条件的电解铝产能规模约为 161 万吨，主要集中在贵州、内蒙古、云南地区。3 月 16 日云南铝企接到适当提升用电负荷的通知，释放 80 万千瓦负荷电力用于省内 52 万吨产能的电解铝复产，后续云南电力情况持续好转，对受限产能全部放开，截止 6 月下旬，云南神火和云南宏泰已完成复产，云铝剩余复产槽预计将于本月底前基本结束启动。

5 月 29 日，国务院发布《2024—2025 年节能降碳行动方案》，其中有色金属部分对铝做了重点限制，要求严格落实电解铝产能置换，到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24%以上，铝水直接合金化比例提高到 90%以上，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，可再生能源使用比例达到 25%以上，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。当前国内电解铝运行产能达到 4320 万吨，在国内电解铝 4500 万吨产能天花板之下，结合检修及部分长期受限产能，运行产能已几乎没有增长空间。往下半年尤其四季

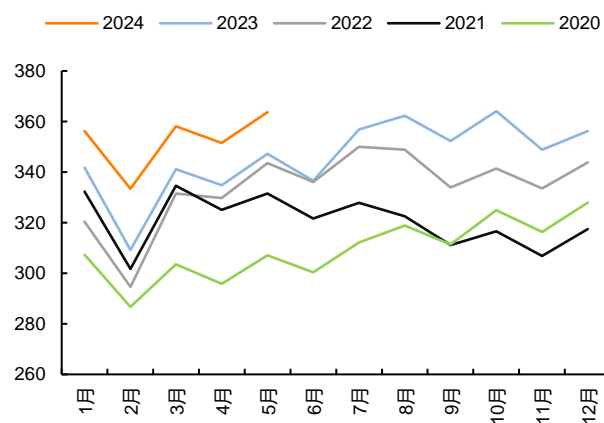
度时间节点来看，云南再度进入枯水期，电解铝或再度受到产能压减，关注市场对减产或者减产预期的交易节奏。

图表 21：中国电解铝产能及开工率（万吨）



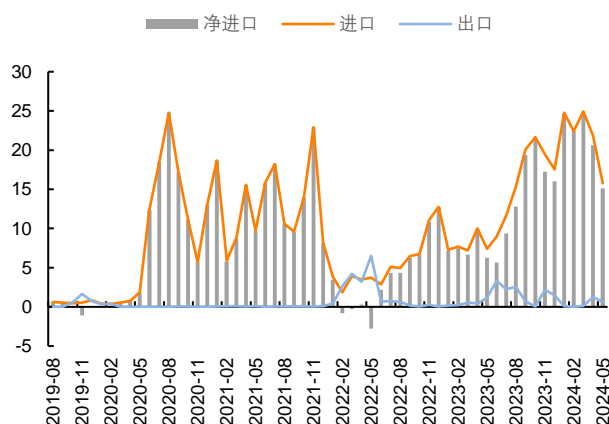
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 22：中国电解铝产量（万吨）



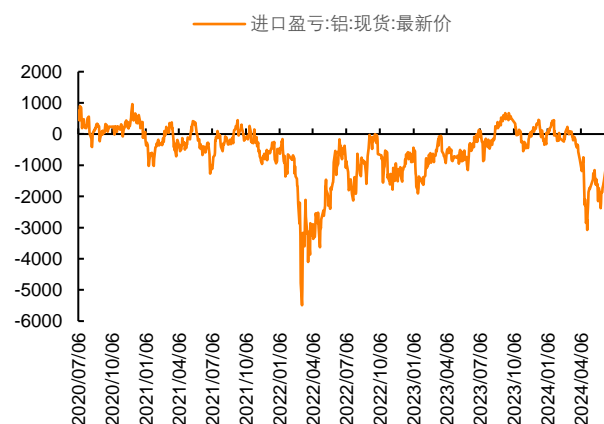
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 23：中国电解铝进出口（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 24：中国电解铝进口盈亏（元/吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

三、需求

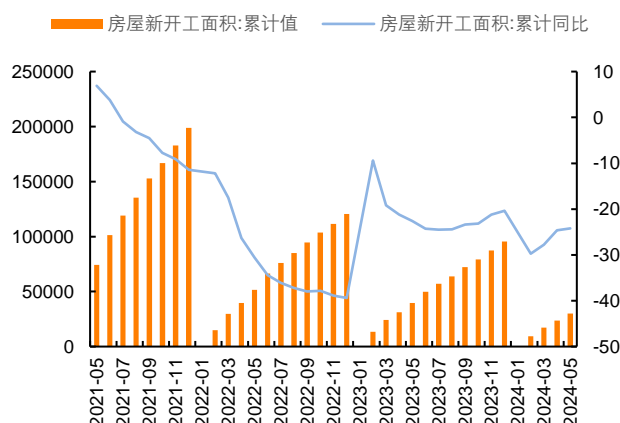
地产板块，竣工端好转动能转弱，加之高基数影响，后续竣工端也将偏弱运行，建筑用铝需求承压；交通运输板块，汽车轻量化继续带动用铝需求，但海外受制于贸易保护主义，后续出口有回落压力；电力板块，特高压仍是电网工作重心，支撑传统电力板块用铝，

光伏政策支撑仍在，装机延续大增带动用铝需求；铝材出口方面，海外消费回暖叠加补库需求，铝系出口有望延续超预期增长。

（一）竣工端增速回落，建筑用铝需求承压

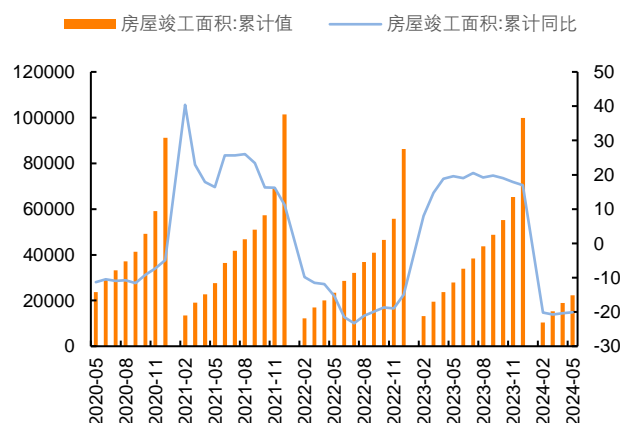
随着“适时调整优化房地产政策”新定调和首套房贷款“认房不用认贷”政策的落实，以及一线城市地产优化的进展和楼市政策的出台，房企将现金流向后端倾斜，优先保障存量项目的竣工交付，去年竣工端持续表现较好。但 2024 年，地产竣工端好转动能转弱，加之高基数影响，5 月全国房屋竣工面积为 22245 万平方米，同比下降 20.10%，预计后续竣工端也将偏弱运行，建筑用铝需求承压。

图表 25：房屋新开工面积（万平方米，%）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 26：房屋竣工面积（万平方米，%）



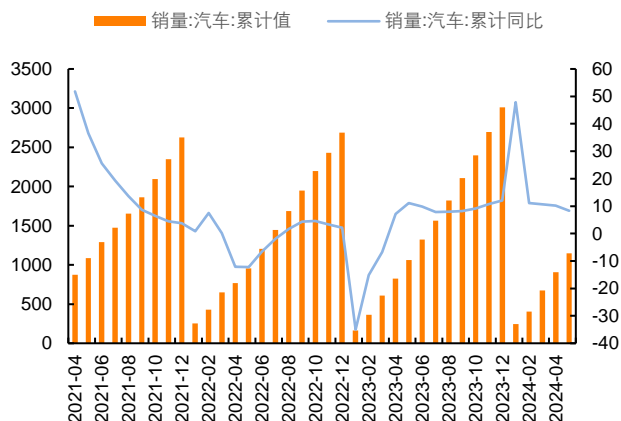
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（二）汽车轻量化带动铝需求，后续出口有回落压力

2023 年全年，国内汽车销量达到 3009.4 万辆，同比增长 12%。其中，新能源汽车产量为 944.83 万辆，同比增长 37.48%。2024 年 1-5 月，汽车行业延续高速增长态势，汽车销量 1149.6 万辆，同比增长 8.3%，新能源汽车销量 389.5 万辆，同比增长 32.48%。后续来看，国家推出《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，加之电动智能技术的推动将加速汽车产品替代燃油汽车的步伐，预计 2024 年燃油车产量将出现小幅下滑，而新能源车的产销继续向好发展，预计 2024 年汽车产量将维持在 2850 万辆，新能源乘

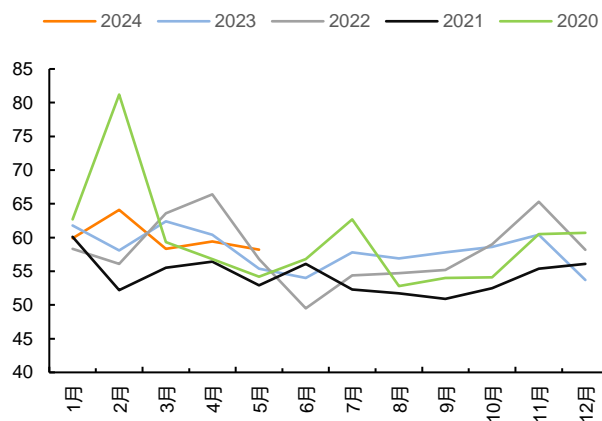
用车产量增速为 20% 左右，总产量将达到 1141 万辆。国内需求增量可期，但海外受制于贸易保护主义，汽车出口有回落压力。

图表 27：中国汽车销量（万辆）



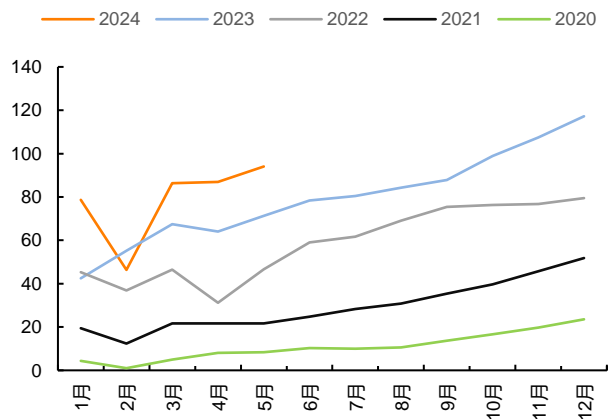
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 28：汽车经销商库存预警指数



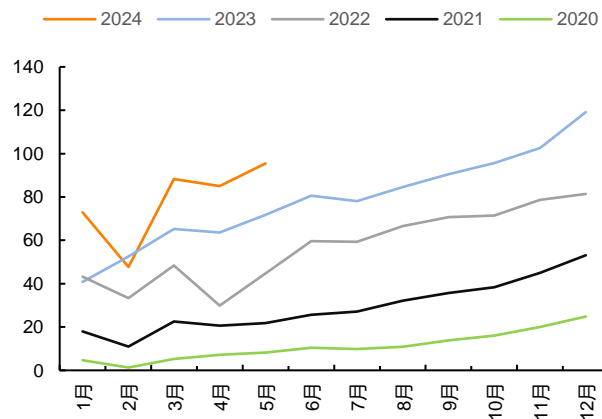
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 29：中国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 30：中国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

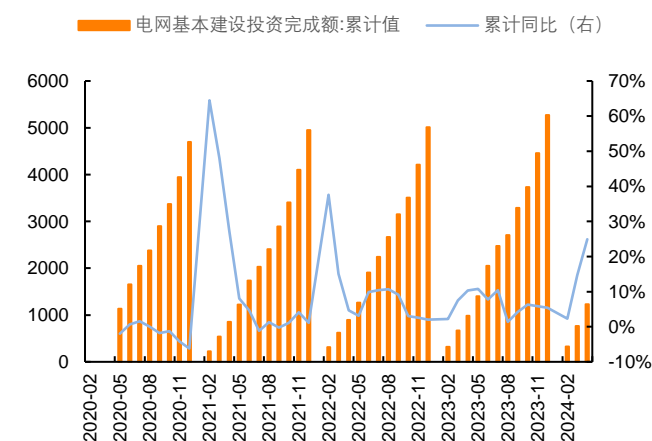
（三）特高压用铝续增，新能源装机仍带动需求

1、特高压仍是电网工作重心，支撑传统电力板块用铝

电网领域主要用铝场景为高压输变电的钢芯铝绞线，高压输变电项目需经国家规划审批，电网用铝消费受政策影响较大。2023 年 1-12 月，电网工程完成投资达 5275 亿元，

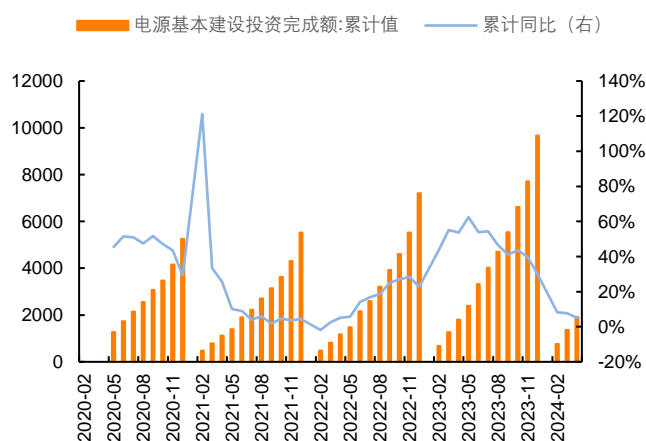
累计同比增速从 7 月的 10.4% 收窄至 5.4%。电源工程完成投资达 9675 亿元，累计同比增速高达 30.10%。近期，国家电网公司对外透露，围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元，低于去年的 5200 亿元目标，但国家电网一直把建设特高压工程作为工作重点，2024 年度特高压工程仍是重中之重。武汉至南昌、川渝等 6 条特高压交流工程有望在年内建成投运，陕北至安徽、阿坝至成都东等 8 条特高压工程在年内开工，国家电网还将推动数条特高压工程的核准工作，特高压项目的增长仍能带动传统电力板块用铝需求。

图表 31：电网基本建设投资（亿元）



资料来源：Wind 财富期货交易咨询部

图表 32：电源基本建设投资（亿元）



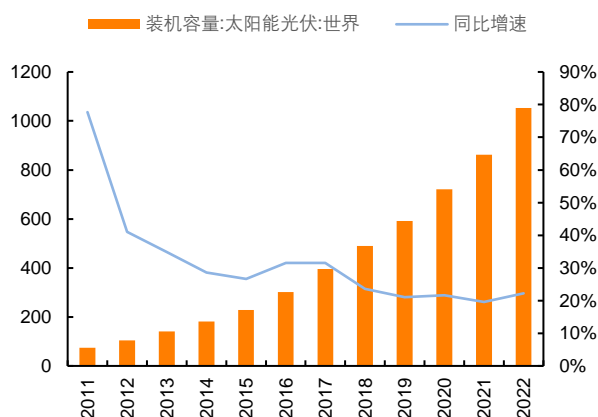
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

2、光伏政策支撑仍在，装机延续大增带动用铝需求

光伏行业用铝主要在铝边框及支架，铝边框是光伏组件重要辅材，铝支架也是光伏发电重要部件之一，用于支撑光伏组件。光伏支架以钢支架与铝合金支架为主，其中集中式装机用钢支架居多，铝支架主要应用于分布式装机中。根据最新的国家能源局数据，2023 年全年，光伏新增装机容量达到 216.02GW，同比增幅高达 147%。光伏作为新能源的代表，在实现“碳达峰”过程中至关重要，随着海外欧美电价的大幅波动和能源危机的持续发酵，各国积极引入和支持光伏发电。同时，成本下调以及硅料产能的释放为光伏下游装机规模的扩张提供了支撑。光伏行业整体供应相对宽松，伴随着原材料价格预计下降，将持续推动光伏市场需求，有望实现 2024 年国内光伏装机容量达到 200GW 的目标。

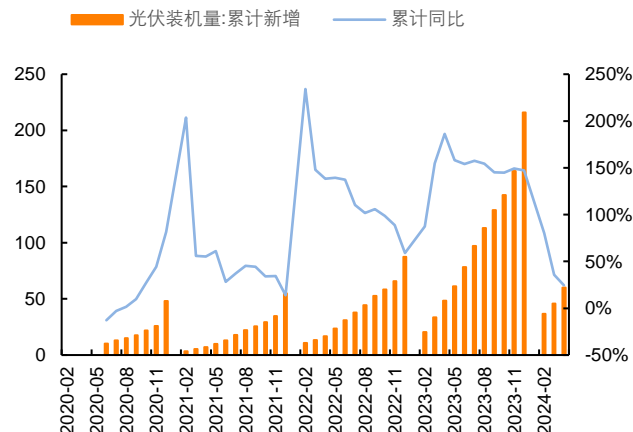
今年 1-4 月，国内光伏累计新增装机量为 60.11GW，同比增速 24.43%，增速较去年有明显回落，但绝对值水平仍处于高位，对铝需求增长仍有较大贡献。

图表 33：全球光伏装机容量（GW）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 34：中国光伏装机容量（GW）

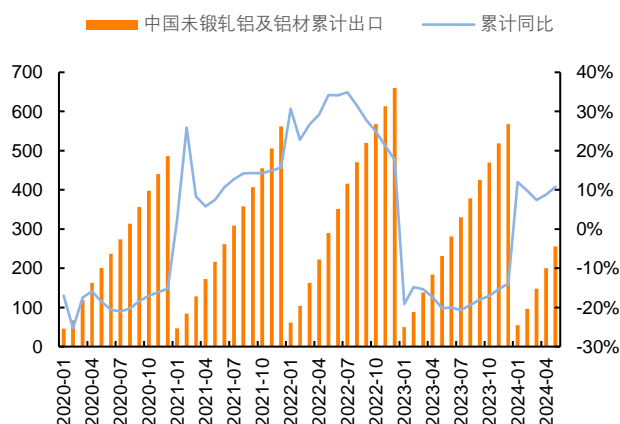


资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（四）海外消费回暖叠加补库，铝系出口超预期增长

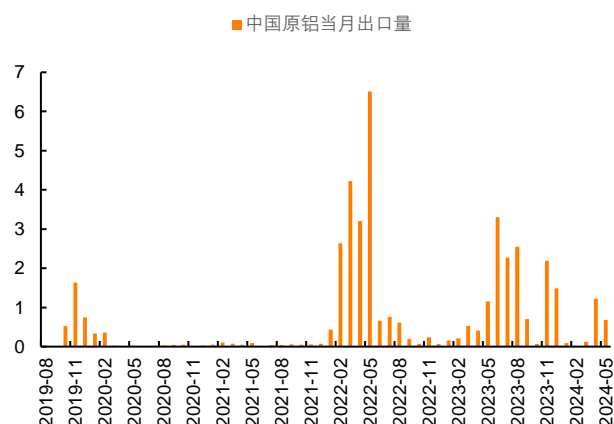
2023 年，随着欧美等国加息对全球实体经济的影响逐渐显现，大宗消费、零售和住房需求等方面受到抑制，导致国内出口同比明显下降。2023 年我国未锻轧铝及铝材出口量下滑 13.9%，降至 567.53 万吨，相较于 2022 年减少 93 万吨。进入 2024 年，美国经济表现相对坚挺，欧洲制造业收缩幅度下降，叠加美国企业补库需求启动，中国 1-5 月未锻轧铝及铝材累计出口 256 万吨，同比增长 10.8%，大幅超出预期，随着美国软着陆预期抬升，下半年消费端信心将继续回升，铝系产品出口有望延续增长。

图表 35：中国未锻轧铝及铝材累计出口（万吨）



资料来源：Wind 财富期货投资咨询部

图表 36：中国电解铝月度出口（万吨）



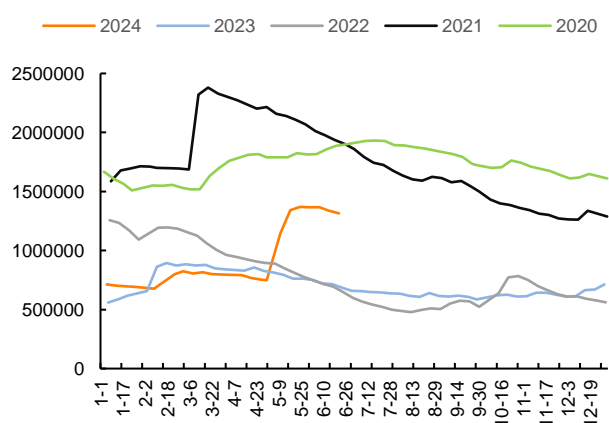
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

四、库存

（一）三大交易所铝期货库存

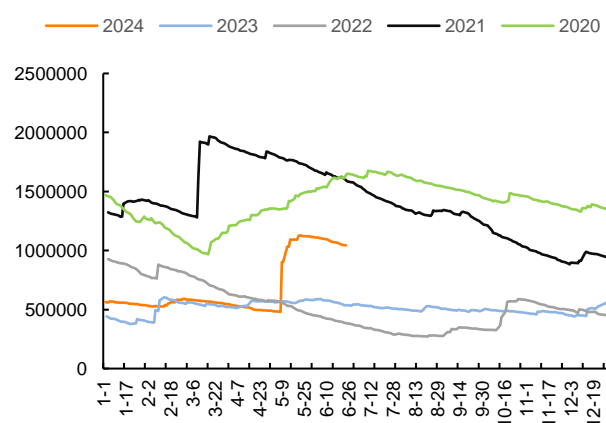
当前全球铝交易所库存处于近五年同期中位，截至 6 月下旬，上海、伦敦和纽约三大交易所铝期货库存合计 131.58 万吨，其中，LME 铝期货库存为 1049825 吨，上期所铝周度库存为 228739 吨，COMEX 铝库存为 37226 短吨。

图表 37：三大交易所铝库存（吨）



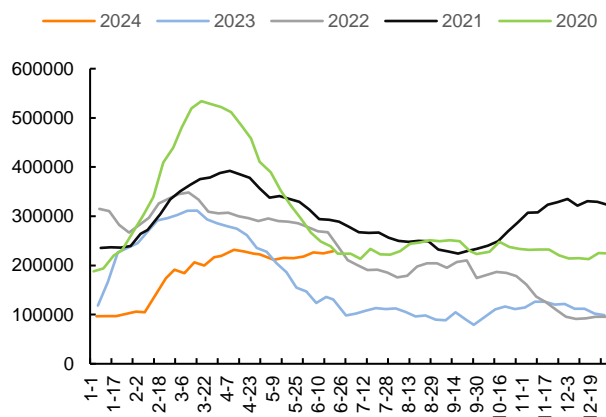
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 38：LME 铝库存（吨）



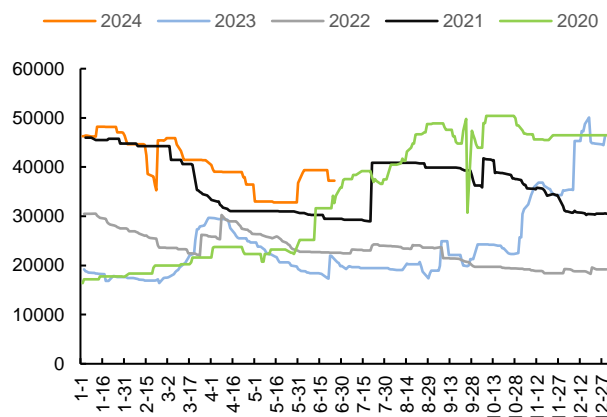
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 39: 上期所铝库存 (吨)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 40: COMEX 铝库存 (吨)

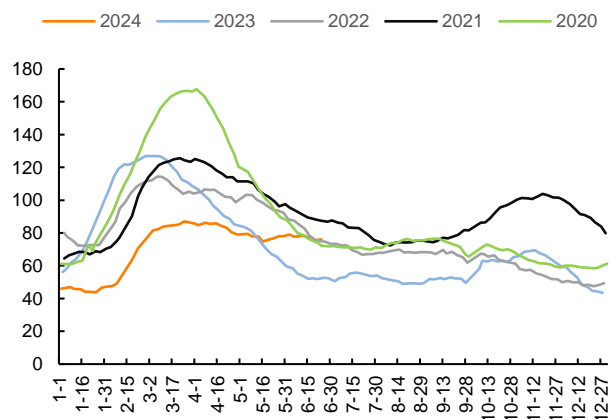


资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

(二) 国内铝锭及铝棒现货库存

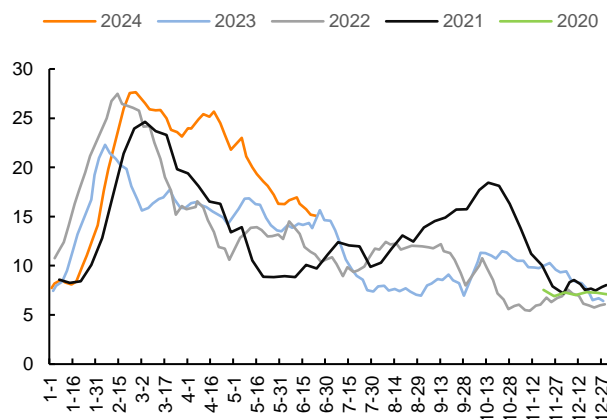
截至 6 月下旬, 全国铝锭社会库存 87.03 万吨, 全国铝棒社会库存 23.58 万吨。今年铝锭节后累库量稳居近年同期低位, 但 5-6 月由于铝价重心大幅抬升抑制需求且云南复产推升产量, 铝锭去库不畅, 目前库存水平处于近五年中位, 下半年预期缓慢小幅去库为主。铝棒库存已过季节性高点, 预计后续稳中略降。

图表 41: 国内铝锭现货 (含保税区) 库存 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货投资咨询部

图表 42: 国内铝棒现货库存 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货投资咨询部

五、行情展望

宏观方面，海外，美国通胀数据趋稳下行，经济数据仍偏坚挺，经济景气度多数仍在荣枯线上方，使得市场对美国软着陆预期持续抬升，降息方向较为确定，由此带来的降息导致美元走弱预期及需求稳步抬升预期利多有色金属价格，需要注意美联储多次表示要持续跟踪经济数据来决定利率水平，关注后续美国经济数据导致降息幅度或时间节点不及预期风险。国内，部分经济数据表现参差，但整体来看仍处于持续回升阶段，全年财政政策延续了温和扩张的基调，整体力度略超预期，政策托底预期持续存在，对工业品需求端及价格形成支撑。

供给端，海外几内亚矿石进口增加替代印尼铝矿石缺口后整体持稳，国内铝土矿端持续受到环保整治、矿山安全督查影响，产量下滑明显，氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内建成产能富余量较大，后续供需格局主要取决于国产矿端的复产规模，按照基准假设，三季度铝土矿复产带动氧化铝供应抬升带来氧化铝价格利空驱动。云南电解铝企业复产已接近尾声，目前国内电解铝运行产能已超 4320 万吨，结合检修及部分长期受限产能，运行产能已几乎没有增长空间。往下半年尤其四季度时间节点来看，云南再度进入枯水期，电解铝或再度受到产能压减，关注市场对减产或者减产预期的交易节奏。

需求端，地产板块，竣工端好转动能转弱，加之高基数影响，后续竣工端也将偏弱运行，建筑用铝需求承压；交通运输板块，汽车轻量化继续带动用铝需求，但海外受制于贸易保护主义，后续出口有回落压力；电力板块，特高压仍是电网工作重心，支撑传统电力板块用铝，光伏政策支撑仍在，装机延续大增带动用铝需求；铝材出口方面，海外消费回暖叠加补库需求，铝系出口有望延续超预期增长。铝下游需求整体韧性较强，对价格影响以支撑或利多为主。

综合来看，海外降息方向确认，经济数据仍偏坚挺，对商品价格偏利多，国内宏观情绪持稳。铝土矿端受限产影响持续偏紧，国内氧化铝建成产能富余量较大，后续供需格局主要取决于国产矿端的复产规模，电解铝企业复产接近尾声后续几乎没有增量空间，四季度枯水期或有减产出现，铝下游及终端整体韧性较强。预计氧化铝供需近紧远松，价格重心下移，注意交易节奏把控，若三季度铝土矿大规模复产，则氧化铝价格出现重大利空，

反之，氧化铝价格持续受到支撑，氧化铝价格波动区间 **3400-4200** 元/吨；预计电解铝供需维持紧平衡，价格偏强运行，沪铝价格波动区间为 **19800-23000** 元/吨。

风险提示：欧美降息预期扰动、国内铝土矿复产不及预期、云南电解铝供给扰动。

法律声明

■ 本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■ 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■ 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■ 本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301、302、303、304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区梅林街道梅亭社区广夏路 1 号创智云中心 A 栋 1905

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 88 号楷林 IFC 1 号楼 8 层 812、813 号