



2024年3月4日

## 关注消费复苏

### 电解铝预期偏好

#### 核心观点及策略

- 氧化铝：当下氧化铝行业利润好，氧化铝厂复产意愿较高，伴随氧化铝逐步复产，其价格压力将逐步增大。不过短期国内矿偏紧状态未改，氧化铝还不具备大规模复产条件，期价看好区间震荡。重点关注3月底及二季度晋豫两地前期因矿石紧缺减产的氧化铝企业复产动向，这两地展开复产后，氧化铝价格才会有阶段性下移。
- 电解铝：供应端云南复产未见风声，未来一段时间产能大概率将保持稳定，消费因终端表现尚可及国内宽松政策，金三银四消费旺季预期仍存，社会库存累库速度低于往年同期且库存绝对值也低于往年同期。铝价支撑明显，上方空间还需等待消费复苏兑现，当前大环境制约下，预计消费复弱复苏为主，上方空间受限，我们看好3月铝价震荡偏强。
- 预计3月沪期铝主力运行18500-19700元/吨；  
伦铝主体运行区间2150-2350美元/吨；  
氧化铝期货主力运行3100-3140元/吨。
- 策略建议：电解铝单边逢低做多、跨期正套、氧化铝观望
- 风险点：美联储超鹰派、消费超预期萎缩

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

☎ 021-68555105

✉ 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.....	6
二、氧化铝市场分析.....	7
1、铝土矿.....	7
2、氧化铝供应.....	8
3、氧化铝库存及现货.....	8
4、氧化铝成本利润.....	8
5、氧化铝观点.....	8
三、电解铝市场分析.....	10
1、电解铝供应.....	10
2、电解铝库存.....	11
3、电解铝现货.....	11
4、电解铝成本利润.....	11
四、消费分析.....	13
1、铝加工.....	13
2、国内终端消费.....	13
3、铝材出口.....	14
五、行情展望.....	16

## 图表目录

图表 1 氧化铝期货价格走势.....	5
图表 2 氧化铝期货月差.....	5
图表 3 国内外期铝价格.....	5
图表 4 沪伦铝比.....	5
图表 5 欧、美、日 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 GDP 增速.....	7
图表 7 全球主要国家制造业表现.....	7
图表 8 欧美 CPI 当月同比.....	7
图表 9 国产铝土矿价格.....	9
图表 10 进口铝土矿价格.....	9
图表 11 中国铝土矿进口季节性表现.....	9
图表 12 国内外氧化铝现货价格.....	9
图表 13 氧化铝现货均价升贴水.....	9
图表 14 国产氧化铝产能产量.....	9
图表 15 氧化铝进口季节性表现.....	10
图表 16 氧化铝库存.....	10
图表 17 氧化铝成本利润.....	10
图表 18 中国电解铝产量.....	12
图表 19 全球（除中国）电解铝产量.....	12
图表 20 电解铝进口季节性图.....	12
图表 21 电解铝库存季节性变化.....	12
图表 22 铝棒库存季节性变化.....	12
图表 23 LME 库存.....	12
图表 24 上期所铝锭仓单库存.....	13
图表 25 国内现货季节性升贴水.....	13
图表 26 LME 升贴水.....	13
图表 27 国内电解铝成本利润.....	13

---

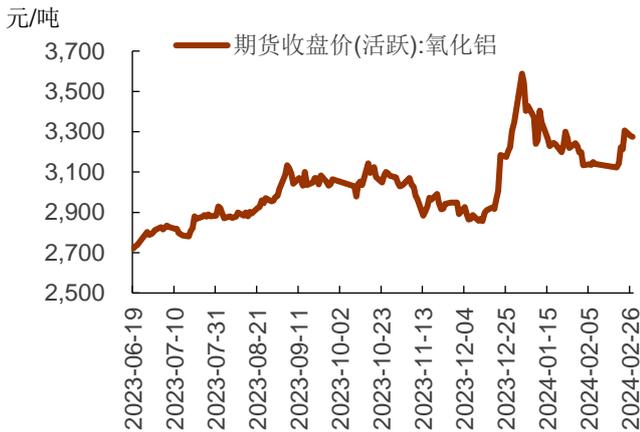
图表 28 铝加工开工率.....	14
图表 29 房地产竣工施工同比增速.....	15
图表 30 新能源车销量.....	15
图表 31 中国空调产量.....	15
图表 32 中国洗衣机产量.....	15
图表 33 中国家用电冰箱产量.....	15
图表 34 中国光伏装机量.....	15
图表 35 电网基本建设投资完成额.....	16
图表 36 中国铝材出口季节性表现.....	16

## 一、行情回顾

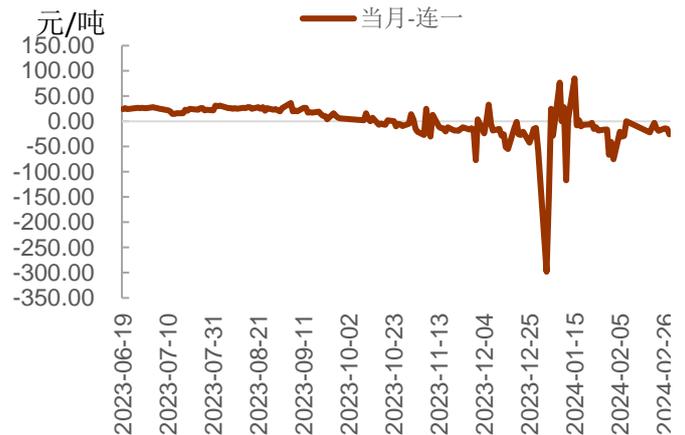
氧化铝期货方面，2月初氧化铝市场交投较清淡，期价重心小幅走低至3114元/吨，下方遇到技术指标60日均线支撑，随即展开震荡。节后归来，几内亚有消息称几内亚工会运动计划从2024年2月26日星期一开始在全国范围内进行无限大罢工，进口铝土矿扰动情绪陡升，氧化铝反弹冲高至3333元/吨，但其后几内亚方面消息称，罢工并未影响铝土矿部门，多头情绪消散，价格又回落至3250元/吨附近震荡。期货结构近月呈Contango结构，远月Back结构。

沪铝期货方面，市场持续在消费走弱及供应扰动消息双重冲击中来回拉锯，铝价始终处于窄幅波动中，整个2月沪铝上方高点未有效突破19000元/吨压力，同时下方未跌出18700元/吨一线，月末报收19080元/吨，月度跌0.31%。伦铝2月重心整体微幅下移，2月初伦铝尚能处于2250美元/吨附近，其后美就业及通胀皆超预期，美联储降息预期持续升温，美指走高，伦铝承压震荡回落，月末报收2225美元/吨，跌2.63%。2月沪伦铝比值较上月上行至8.5附近，进口窗口整个2月都呈打开状态。

图表 1 氧化铝期货价格走势

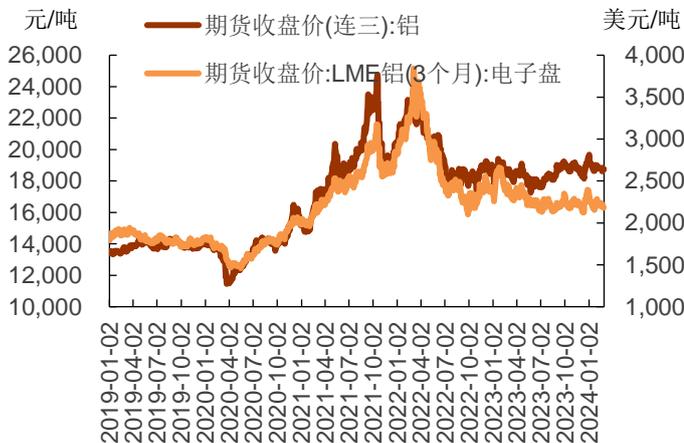


图表 2 氧化铝期货月差

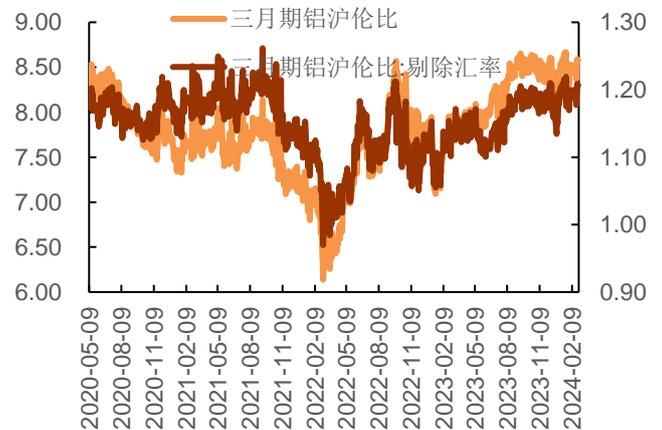


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 国内外期铝价格



图表 4 沪伦铝比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观

### 1、海外

美国 2024 年 1 月新增非农就业人数超预期高达 35.3 万人，近两个月美国就业市场意外出现升温迹象，表明美国就业市场的韧性不容低估。同时美国 1 月核心 CPI 同比增速持平于 3.9%，CPI 同比增速回落至 3.1%，均高于市场预期，引发市场降息预期大幅修正。美联储 1 月会议纪要基本维持 2 月以来的政策基调，谨慎对待降息，仍较关注通胀风险。会议纪要公布后，市场降息预期仍受打击，CME 数据显示，3 月降息概率仍然维持在 6.5%，而 5 月和 6 月降息预期分别下降 7.5 和 8.2 个百分点，全年降息超过 3 次的概率由 60.1% 下降至 50.1%。

欧央行会议纪要显示，决策者对通胀前景更加乐观，但认为讨论降息为时尚早。经济数据方面，欧元区 2 月制造业 PMI 从 1 月的 46.6 滑落至 46.1，逊于预期值 47，显示欧元区制造业的低迷在本月进一步加深，自 2022 年 7 月以来，欧元区制造业 PMI 一直低于 50；服务业则从 48.5 跃升至 50，远超预期值 48.8，结束持续 6 个月的萎缩。

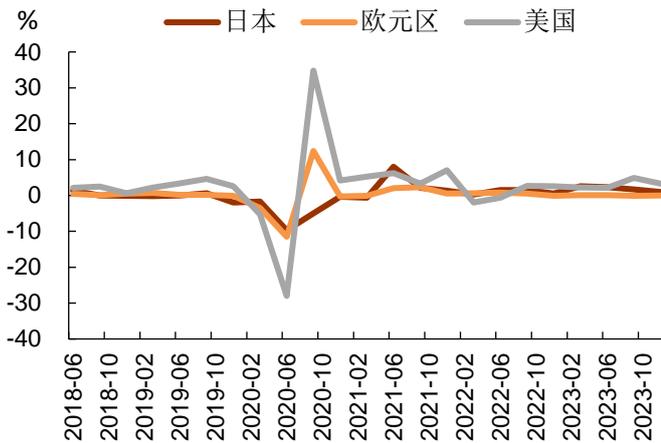
### 2、国内

2024 年 1 月 CPI 同比收缩 0.8 个百分点，跌幅较上月扩大 0.5 个百分点；1 月 PPI 同比跌幅收窄 0.2 个百分点至 -2.5%，PPI 环比跌幅收窄 0.1 个百分点至 -0.2%。CPI 同比跌幅扩大，PPI 同、环比跌幅略收窄。1 月 M2 同比增长 8.7%，前值 9.7%，M1 同比增长 5.9%，前值 1.3%，M1 和 M2 剪刀差明显改善。2024 年 2 月份，制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点。官方非制造业 PMI 51.4，比上个月上升 0.7 个百分点。

消息面，央行宣布 1 年期 LPR 持平于 3.45%，5 年期 LPR 超预期下调 25BP 至 3.95%、降幅为历史最高。5 年期 LPR 超预期下调，进一步释放稳增长信号、缓解存量债务压力等。

整体，开年以来，政策环境较为积极。货币政策 5 年期以上 LPR 下调 25BP。产业政策推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。房地产全力支持房地产在建项目融资和建设交付。接下来积极政策有望继续发力稳增长，重点关注积极政策的力度和规模。

图表 5 欧、美、日 GDP 增速

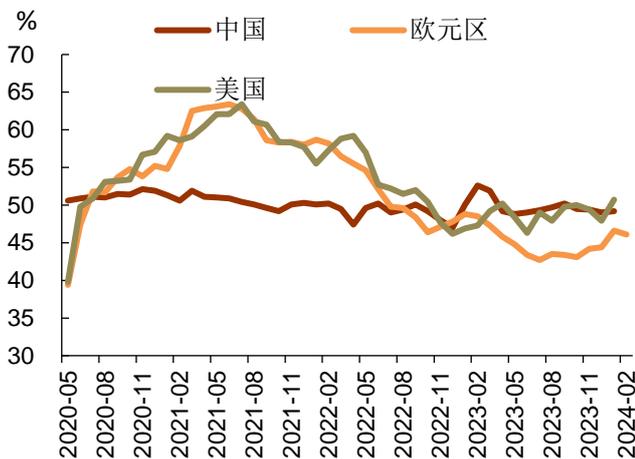


图表 6 中国 GDP 增速

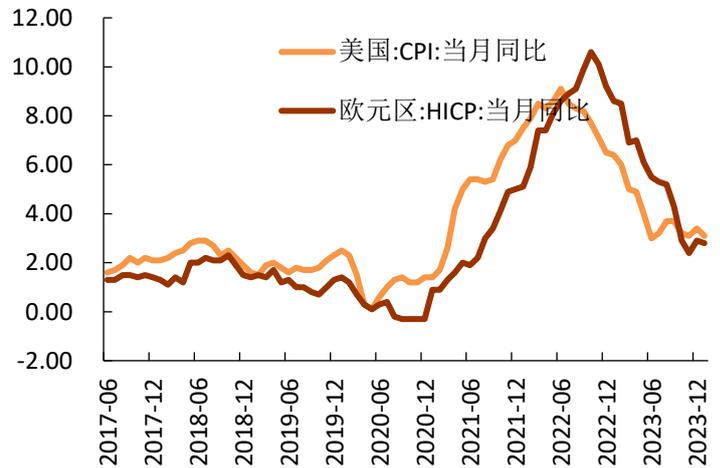


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 全球主要国家制造业表现



图表 8 欧美 CPI 当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、氧化铝市场分析

### 1、铝土矿

2 月国产铝矾土市场价格基本稳定。北方矿山供应依旧偏紧，南方春节之后个别矿山复采，市场流通量稍有增加，多数矿山目前仍在走相关复采流程，增量暂时不大。截止 2 月底山西地区含铝 55-60%铝土矿价格在 500 元/吨；河南地区 55-60%铝土矿 530 元/吨；贵州 60-65%铝土矿 370 元/吨；广西地区 60-65%铝土矿 440 元/吨。

进口矿石方面，2 月消息面较多，不过影响暂时看来都较有限。一是新政府即将成立需关注新政府对铝土矿出口政策是否调整。二是几内亚发生集体罢工消息，后续发现罢工暂未影响到当地铝土矿部门，进口矿担忧情绪缓解。三来加纳政府提案禁止铝土矿出口，需关注进展，2023 年我国进口加纳铝土矿 100 万吨左右，占进口总量将近 1%。

后续价格判断上，国内矿端短期供应紧张局面大概率仍将继续，矿价仍保持坚挺，或小涨。进口矿石方面，几内亚方面接连有消息传出，市场氛围相对活跃价格预计高位运行。

## 2、氧化铝供应

2024年1月中国氧化铝产量为673.1万吨，同比增加3.46%，平均日产21.72万吨，较2023年12月日产21.95万吨减少0.23万吨。1月中国国产氧化铝市场矿石供应偏紧依旧是限制氧化铝企业生产的主要因素。

2月底西南有氧化铝厂执行检修，其他产能变动不大，其他山西、河南等前期因缺矿至停产的氧化铝企业仍未复产，可能需等3月中下旬之后在看变化，因此预计2月份氧化铝产量基本稳定，3月份产量有望增加。截止2月底国内氧化铝开工产能4207.8万吨，开工率88.87%。

进口方面，2月底进口澳铝FOB报价364美元/吨，较1月底跌6美元/吨。海运费及汇率小幅波动，折合人民币进口氧化铝具优势，整个2月进口窗口都呈开启状态。

## 3、氧化铝库存及现货

氧化铝期货交易所库存2月份小幅下行，到2月底氧化铝仓单7.54万吨，其中新疆库存7.39万吨，距上期所指定新疆地区总交割库容25万吨差17.61万吨。全国厂库合计600吨。据百川盈孚调研显示，供给端氧化铝库存、需求端氧化铝存量均有所增加，电解铝企业春节留有一定库存以维持正常生产，加上大雪运输不畅，交易所入库较少。

春节之后的氧化铝期货一度强势，但现货市场交投始终清淡，跟涨期货不及，春节之后现货升水大趋势呈回落走势，现货全活均价相比期货当月从月中升水250元/吨左右至月底升水110元/吨附近。

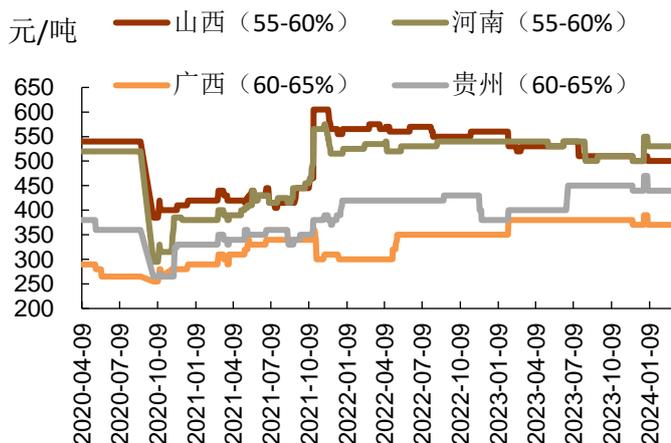
## 4、氧化铝成本利润

百川盈孚统计，2024年1月中国氧化铝行业含税完全成本平均值为2768.89元/吨，较2023年12月的2733.22元/吨上涨35.67元/吨，环比上涨1.31%，同比上涨1.18%。矿石及液碱1月份都有不同程度涨幅，动力煤平稳。但因氧化铝价格上行也较快，当前氧化铝平均利润达500元/吨左右，是近两年来较高利润，企业复产动力比较足。

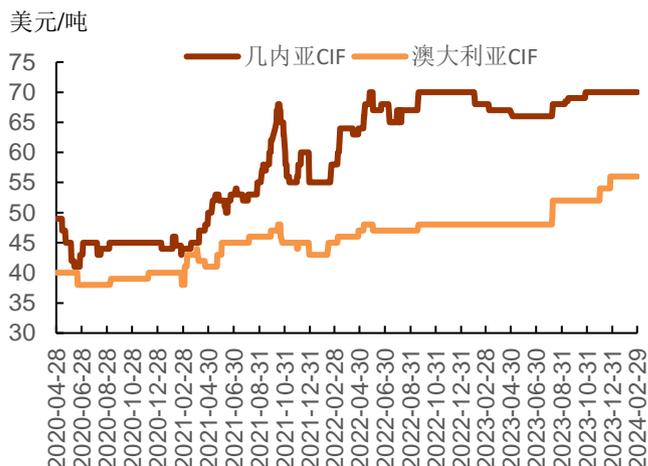
## 5、氧化铝观点

当下氧化铝行业利润较高，氧化铝厂复产意愿较高，价格压力将逐步增大。重点关注3月底及二季度晋豫两地前期因矿石紧缺减产的氧化铝企业复产动向，这两地展开复产，氧化铝价格将有阶段性下移。

图表 9 国产铝土矿价格

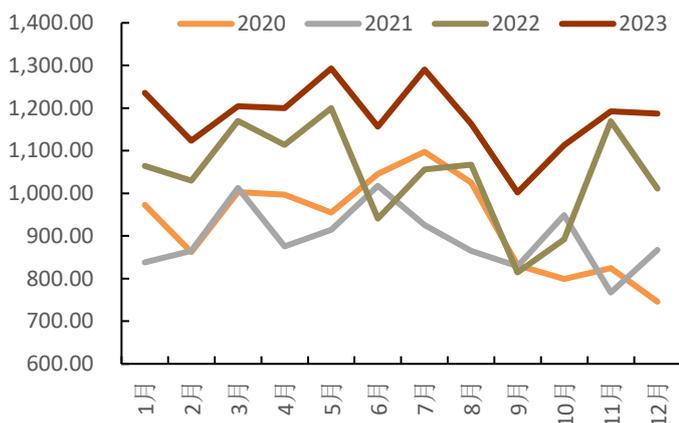


图表 10 进口铝土矿价格

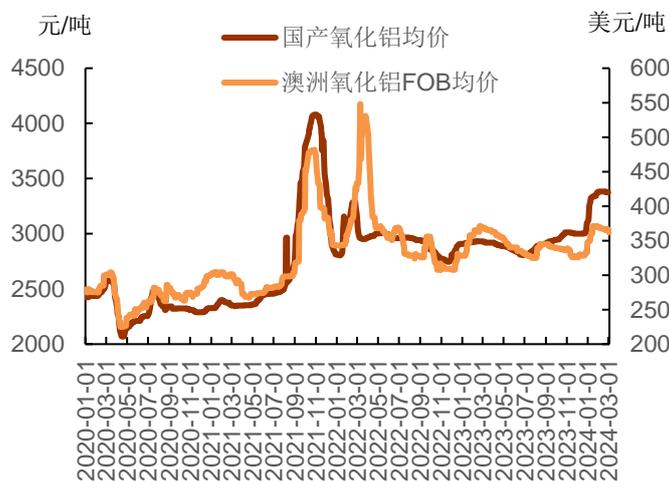


资料来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 中国铝土矿进口季节性表现

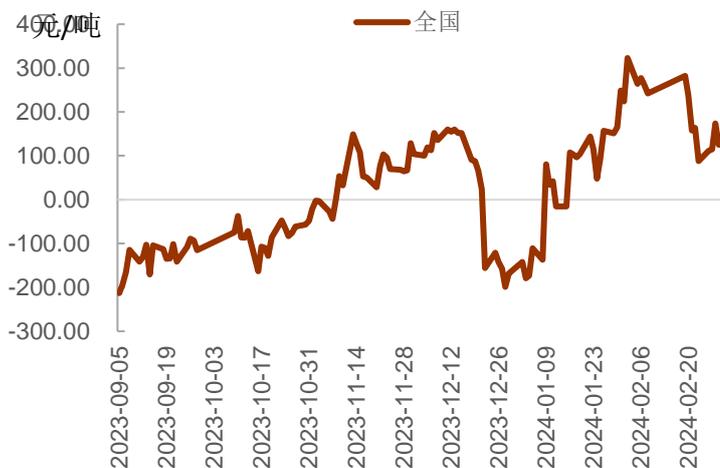


图表 12 国内外氧化铝现货价格

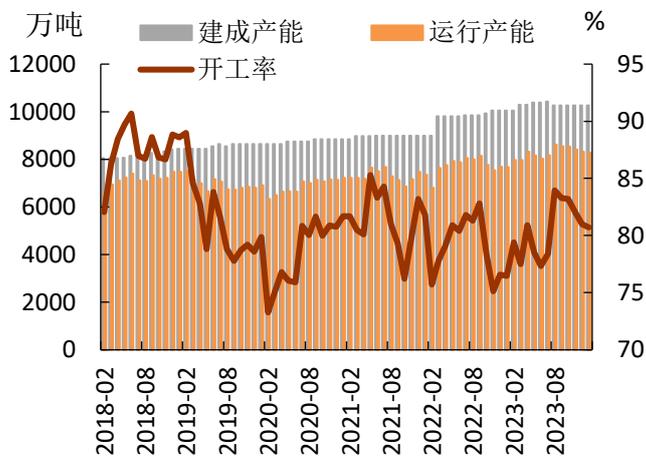


资料来源：百川盈孚, iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 氧化铝现货均价升贴水

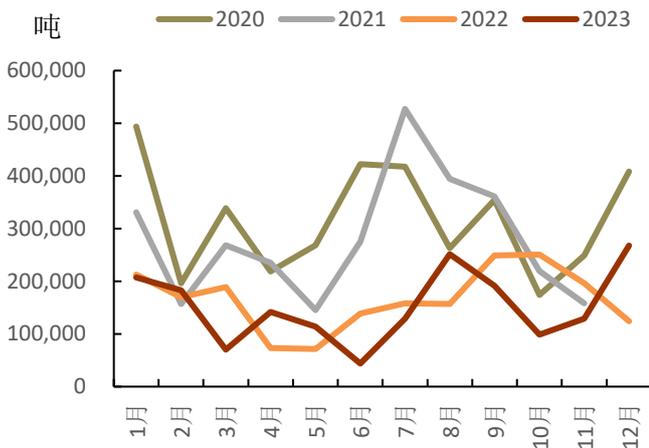


图表 14 国产氧化铝产能产量

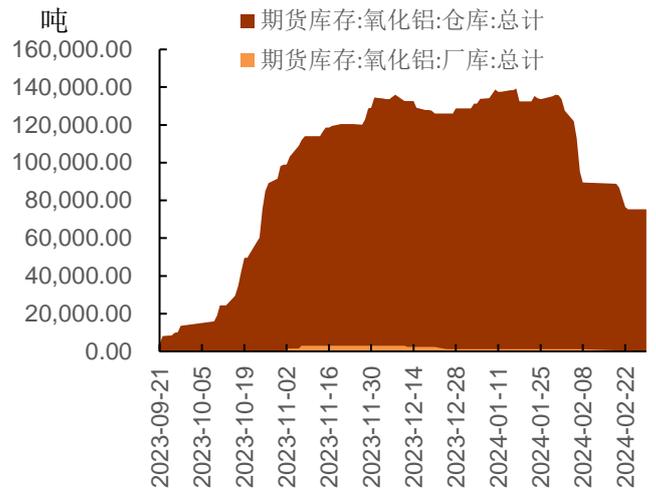


资料来源：百川盈孚, iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 氧化铝进口季节性表现

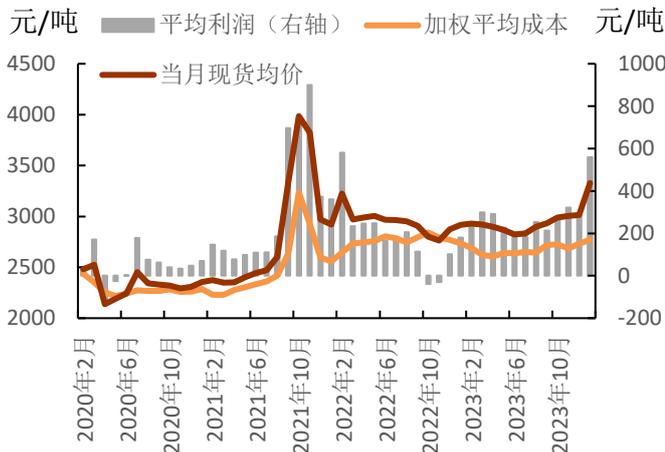


图表 16 氧化铝库存



资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 17 氧化铝成本利润



资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

### 三、电解铝市场分析

#### 1、电解铝供应

百川盈孚统计，2024年1月中国原铝产量为361.88万吨，平均日产11.67万吨，年化产量4272.52万吨；较2023年12月份日产11.68万吨减少0.01万吨，基本持平。

2月份内蒙古包头有电解铝企业发生断电有几少量产能受影响，其他暂无减产情况，也无复产、新投产产能释放，行业开工产能基本稳定。据了解，云南电解铝企业均持谨慎态度，或暂时无法复产。据目前的增减产情况预估，2024年2月电解铝产量约336万吨。

海外，2024年1月全球（除中国）电解铝产量为245.9万吨，同比增加1.19%，环比增加0.33%，平均日产7.9万吨，较2023年12月日产基本维持不变。截至2024年1月底，

全球（除中国）电解铝建成产能为 3594.9 万吨，开工产能 2872.9 万吨，开工率为 79.92%。预计 2024 年 2 月全球（除中国）电解铝产量为 231 万吨。

进口方面，春节因素 1 月进口数据暂未发布，我们预计 1 月进口窗口虽未开启，但俄铝长单流入，进口预计仍有 5-7 万吨左右。2 月整个月进口窗口开启，进口流入或进一步增多。

## 2、电解铝库存

到 2 月底电解铝社会库存 78.9 万吨，明显低于往年同期水平。春节期间电解铝累库量及春节后两周的累库量，也低于同期春节期间累库水平，照此情况预计，这波电解铝社会库存累高点在 80-90 万吨。2 月底铝棒社会库存 27.05 万吨，春节期间累库幅度较大，但 2 月底已经率先展开去库，相较去年春节之后去库时间提前一周。

上期所电解铝库存仓单截止 2 月底为 5.78 万吨，春节后累库幅度也不大，最高到 6.3 万吨。整体仓单库存仍在低位徘徊。LME 铝库存自 2 月初持续累库，到月底至 59.2 万高点，是最近两年库存高点附近。

## 3、电解铝现货

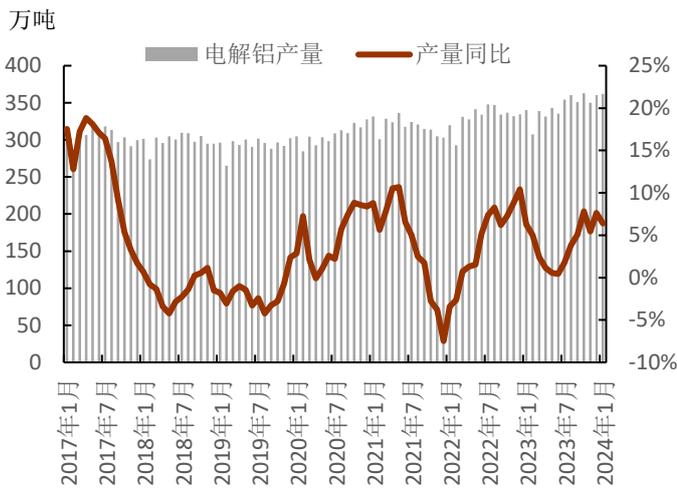
国内现货市场货源充裕，下游对消费复苏不确定较强，无论春节前备货还是节后的补货意愿都比较平淡，基本按需采购为主。不过低库存支持下，电解铝现货升水虽有季节性回落，但是幅度有限，最低对当月贴水 30 元/吨左右。

LME 市场伴随库存走高现货三个月贴水走阔，月底至 44.9 美元/吨。

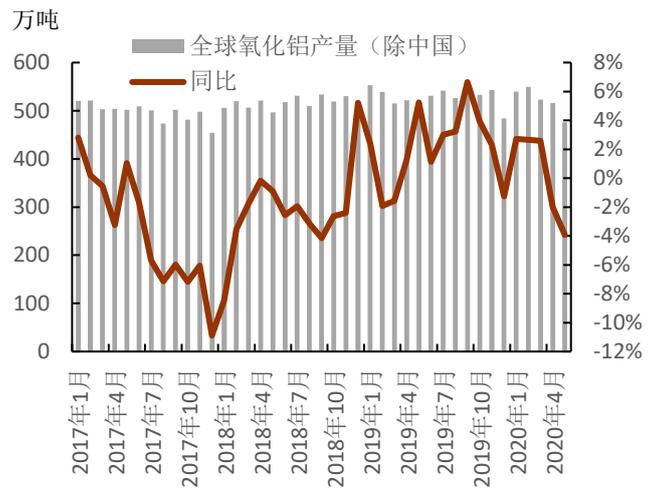
## 4、电解铝成本利润

2 月份，中国电解铝行业理论平均完全成本 16772.46 元/吨，较上月+170.89 元/吨。月度理论利润为 2048.2 元/吨，较上个月-425.68 元/吨。

图表 18 中国电解铝产量

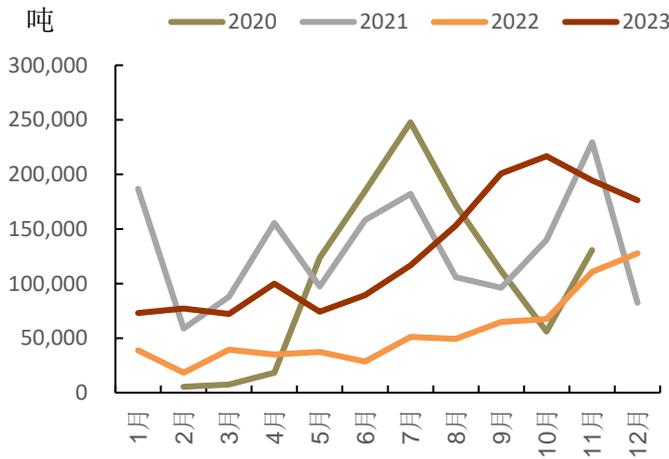


图表 19 全球（除中国）电解铝产量

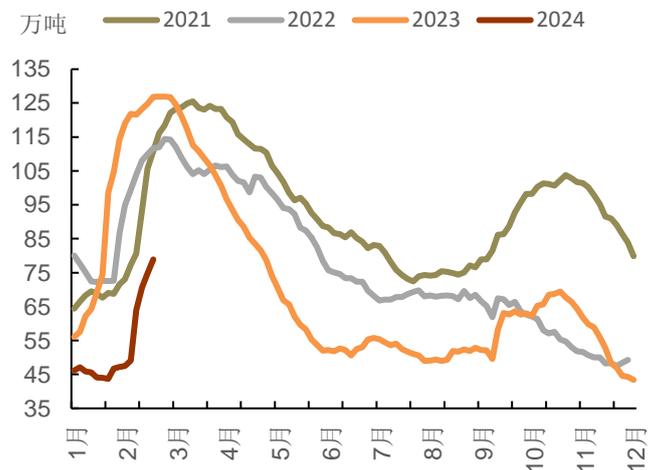


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 20 电解铝进口季节性图

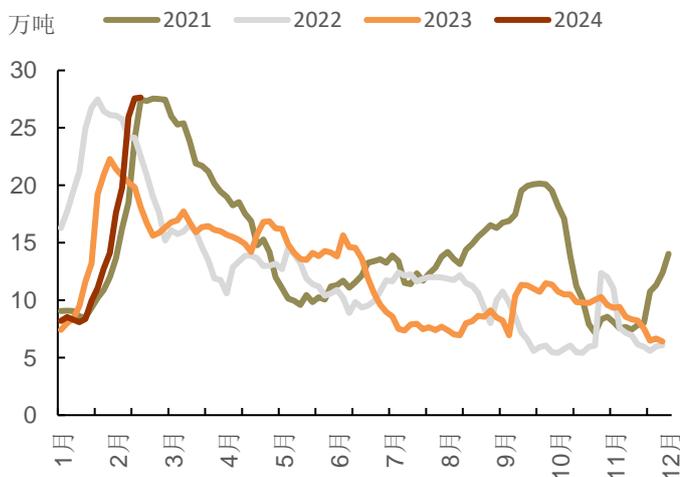


图表 21 电解铝库存季节性变化



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 铝棒库存季节性变化



图表 23 LME 库存



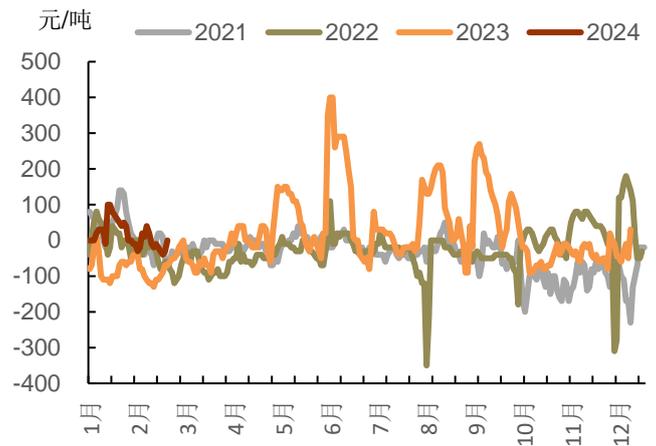
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 24 上期所铝锭仓单库存

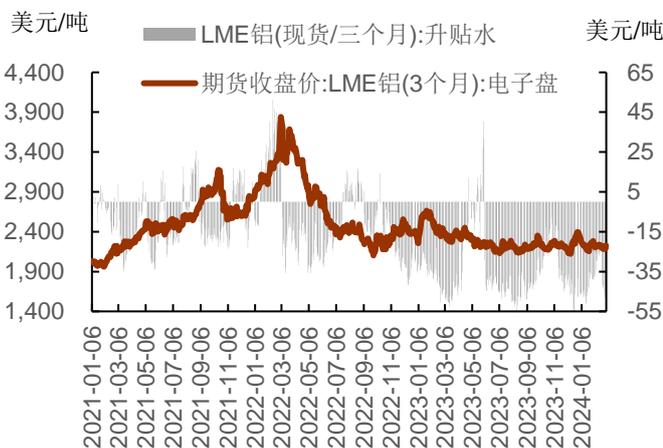


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 国内现货季节性升贴水

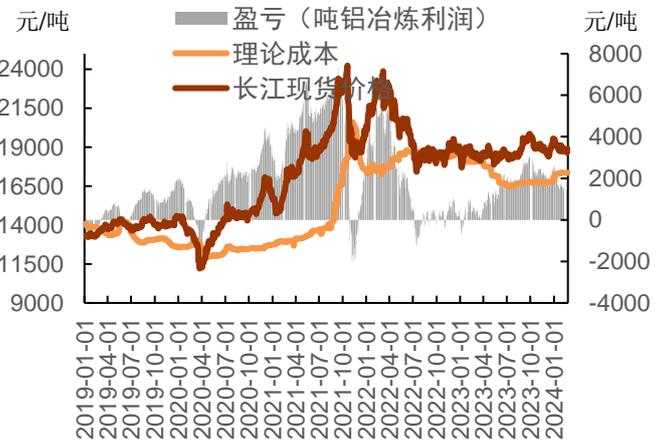


图表 26 LME 升贴水



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国内电解铝成本利润



## 四、消费分析

### 1、铝加工

1 月铝加工开工率大部分板块继续走淡，其中建筑型材企业开工率 43.39%，环比-0.71%；工业型材开工率 53%，环比-0.05%；铝板带开工率环比-3.62%至 64.63%；铝箔开工率 67.66%，环比-5.47%；原生铝合金开工率+2.09%至 41.78%；铝线缆-1.36%至 49.19%。

2 月铝加工企业基本进入春节假期放假停产阶段，仅部分大型企业维持生产，产量较往常下降。节后下游需求暂未完全恢复叠加传统淡季影响，铝加工行业普遍认为终端需求恢复要到 3 月份。

### 2、国内终端消费

房地产方面，1 月房地产投资、开竣工等数据暂未出，从高频 30 成房屋销售数据看，

春节假期及春节后一周的商品房销售面积累计同比降幅扩大，居民购房意愿偏弱。不过政策面本月有：5年期 LPR 下调 25BP，及房地产融资协调机制持续落地。5 年期以上 LPR 调降，有助于降低购房成本，改善市场销售。金融持续支持地产，促进行业平稳发展，房地产融资协调机制持续落地，对纳入协调机制的项目积极支持。政策偏暖，加上竣工端暂时正增长短时房地产消费预计稳定。

新能源车方面，2024 年 1 月我国新能源汽车产销量分别为 78.7 万辆和 72.9 万辆，同比分别增长 85.3%和 78.8%，环比分别下降 32.9%和 38.8%，销量渗透率达 29.9%。乘联会预计，2 月新能源零售预计 38.0 万辆左右，环比-43.0%，渗透率约 33.0%。今年 2 月春节因素有效产销时间很短，2 月车市销量将会处于年内绝对谷底期，属于正常现象。

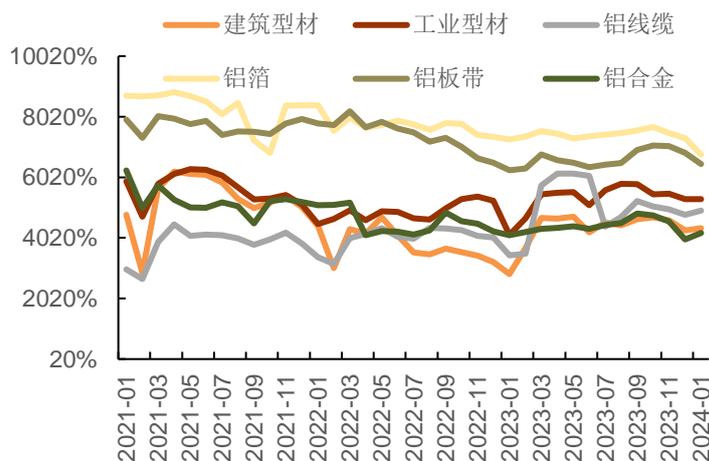
白色家电方面，根据产业在线数据白电排产计划看，2 月份排产同比都有较大幅回落，主要受到春节错位影响，整体一季度来看排产，同比仍较好。其中家用空调保持增长，冰箱持平，洗衣机压力稍大。

光伏方面，1-12 月，国内光伏新增装机 216GW，同比+147%。全年远超之前预期。当前光伏产业链价格整体企稳，价格处于偏底部位置，终端观望情绪有望逐渐消除。大方向上看，2024 年光伏饱和，装机高增速可能有压力，但欧洲装机需求较好，组件出口改善，光伏消费增速不能继续增加，但增速仍然预计是正增长，在 17%。

### 3、铝材出口

12 月国内未锻轧铝及铝材出口 49.1 万吨，同比增长 4%，环比增长 0.2%。1-12 月累计出口 305.9 万吨，同比下降 13.9%。2024 年美国下半年大概率进入降息周期，欧洲探底缓慢复苏，海外需求有望稳中小增，铝材出口或有提升。

图表 28 铝加工开工率

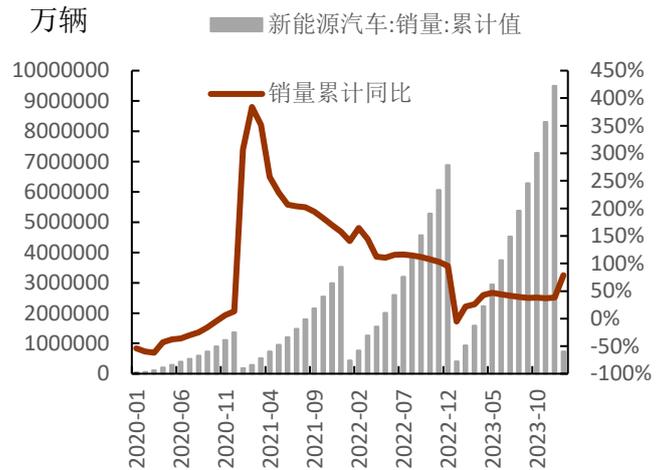


资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 29 房地产竣工施工同比增速

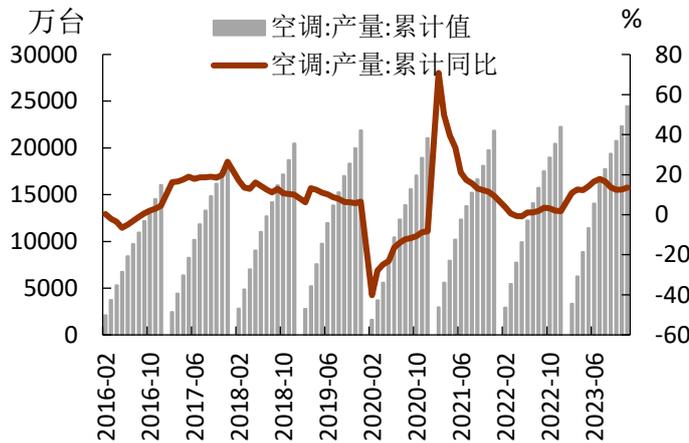


图表 30 新能源车销量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 中国空调产量

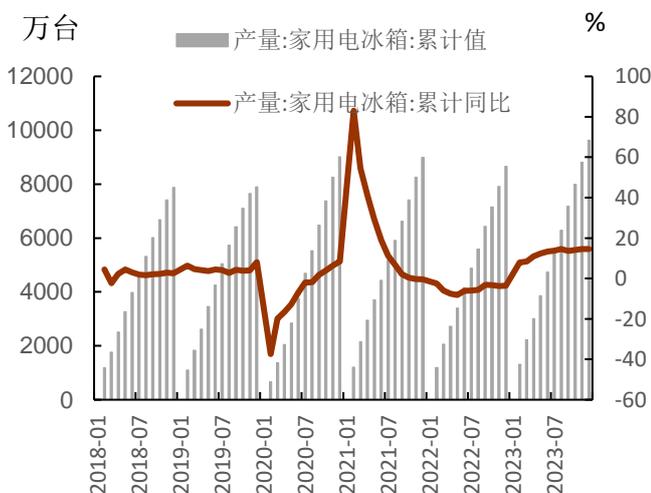


图表 32 中国洗衣机产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 33 中国家用电冰箱产量

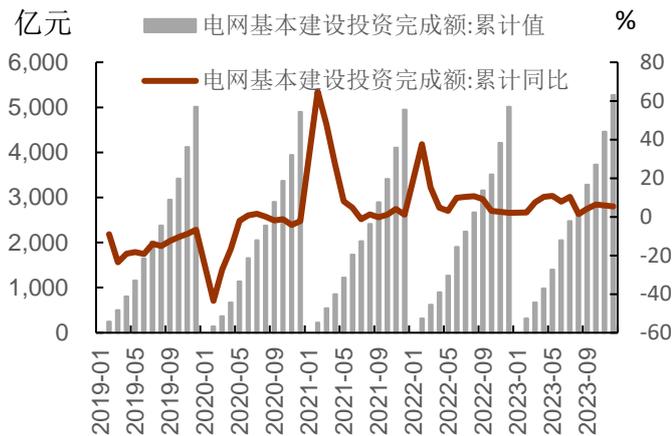


图表 34 中国光伏装机量

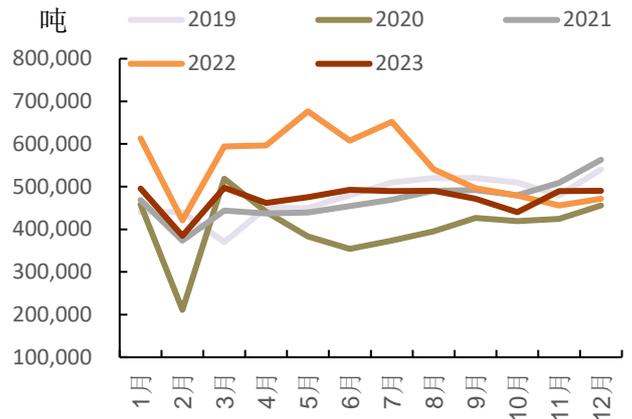


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 电网基本建设投资完成额



图表 36 中国铝材出口季节性表现



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 五、行情展望

宏观方面，海外通胀水平尽管逐步从高位回落并趋稳，但是仍处于较高水平；经济数据整体向好，不过短期内会有反复，美联储官员态度转鹰，降息周期的开启或需要等待更长时间。国内开年以来的政策环境较为积极，后续重点关注政策的规模和力度。

氧化铝方面，当下氧化铝行业利润好，氧化铝厂复产意愿较高，伴随氧化铝逐步复产，其价格压力将逐步增大。不过短期国内矿偏紧状态未改，氧化铝还不具备大规模复产条件，期价看好保持区间震荡。重点关注 3 月底及二季度晋豫两地前期因矿石紧缺减产的氧化铝企业复产动向，这两地展开复产后，氧化铝价格才会有阶段性下移。

电解铝方面，供应端云南复产未见风声，未来一段时间产能大概率将保持稳定，消费因终端表现尚可及国内宽松政策，旺季预期仍存。加上社会库存累库速度低于往年同期且库存绝对值也低于往年同期。铝价支撑明显，上方空间还需等待消费复苏兑现，当前大环境制约下，预计消费复弱复苏为主，铝价空间受限，我们看好 3 月铝价震荡偏强。

风险点：美联储超鹰派、消费超预期萎缩

**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。