

铝及氧化铝 05 月报

2024 年 4 月 28 日

电解铝供需两旺 氧化铝供不应求

第一部分 摘要

研究员：师富广

期货从业证号：

F03090947

投资咨询从业证号：

Z0019859

联系方式：

✉:shifuguang_qh@chinastoc
k.com.cn

4 月份电解铝和氧化铝均呈现出上涨的走势，涨幅上面氧化铝后来居上更胜一筹。

电解铝方面，4 月份价格上涨的核心驱动在于宏微观产生共振，宏观上交易欧美的补库周期与国内的大规模设备更新，微观上需求端的旺盛弥补了供应的大量增长，虽然地产竣工在节后开年不畅，但是制造业领域表现的非常激进，尤其是在两会后“以旧换新”政策加持下，主动备货的氛围助推了旺季的表现，即便是在高产量、高进口的补充下，铝元素库存（铝锭、铝棒及厂库）数据维持中性偏低的水平，需求表现出较强的韧性。

氧化铝方面，基本面持续维持供不应求有缺口的状态，但是此前因预期内陆地区复产叠加下游企业主动去库而价格震荡徘徊，但是后来云南电解铝提前复产带来需求利多，叠加山西河南内陆矿迟迟未能复产，期现套利者又锁定了大量流通货源，上游利用下游低库存刚性补库的时候惜售挺价，价格开始一路上行。

展望 5 月，电解铝方面，宏观向好和需求乐观的逻辑支撑铝价上涨，但是伴随美国“滞涨”的经济形势以及高价对需求的负反馈逐渐体现，随时都或将迎来负反馈调整，但是铝本身供需偏紧的大逻辑支持铝价维持强势，仍可维持低买的操作。预计 5 月份铝价仍然维持上扬的趋势，预计 5 月份沪铝震荡区间在 19600~22000 之间波动，LME 铝在 2400~2800 美元之间波动，操作上继续维持低买的操作，做好动态止盈。

氧化铝方面，需求领先供应端修复，期现套利助力现货紧张，供应端受矿石制约迟迟不能满产/复产，进口矿增量有限内陆地区补充困难，导致产业基本面存在缺口，这是氧化铝当前的底层逻辑，基本面存在较强的支撑；截至 4 月底来看，多头的逻辑还在持续，而且电解铝利润较厚且对氧化铝的采购是刚需，对价格只能被动接受。所以建议继续维持多头思路，背靠前支撑位 3550 元/吨一带做多，因为当前已经进入到氧化铝历史

高估值区域，行情波动或将异常激烈。

第二部分 氧化铝供不应求 但估值进入高价区域

一、氧化铝供不应求 价格一路上行

近期氧化铝期现价格联动上涨，期货更是发挥价格发现的功能提前领涨；

从3月开始，氧化铝就开始面临需求端电解铝提前开始复产，但是内陆矿迟迟不能复产导致供应端增长艰难，从而导致供需错配产生了缺口；初始市场需求方和贸易商也担心内陆矿会复工复产，所以对氧化铝价格畏高，下游铝厂主动去库打压价格，贸易商看空积极配合。但是进入4月份，内陆矿山迟迟未能复产，下游也有了补库的需求，而供应端在临时采用进口矿复产后，也面临生产不能稳定的痛苦。上游开始惜售，下游钢需采购，价格一路上涨。

图1：氧化铝复盘



数据来源：银河期货、IFIND

二、原料紧张是根源

主要分为两部分，国产矿石的紧张和海外矿石并未像想象中的富裕。

(一) 国产矿维持紧张 还得看山西

首先，两会之后内陆矿山的复产并未如想象中及时复产，煤矿矿难以及环保整改使得山西矿山的复产被延迟。河南三门峡地区铝土矿山自从 23 年 5 月份环保治理后处于关停的状态，山西矿山在 23 年 11 月份陆续的矿难后要么被关停整改。但是 3 月初两会结束后，铝土矿的复产工作并未如期恢复，并且还新增了复产的手续。截至 4 月底，矿山多数提交了复工手续，而且仍然没有明确的复产时间表。

市场预期从两会后到四月初再到 5 月底，不断地后推，不断地落空。目前山西矿 58/5 的含税价格超报价达到 650 元/吨以上，而且有价无市，河南的 58/5 的含税价格也在 650 元/吨。

据阿拉丁（ALD）了解，吕梁地区主要矿山仍在安全整顿过程中。督察组仍进驻在当地，尤其对孝义地区的非煤矿山督察保持高频节奏。目前孝义、交口等地露天矿开采极其有限，孝义当地主要氧化铝企业月度 10 余万吨民采矿多来自长治、忻州等地，供应有限而且分配形势严峻。市场传言督察组将在 5 月中下旬完成本轮督察，但后期矿山整顿后的验收效率仍有待观察，据悉需要至少九部门联合签字验收，包括地上建筑的住建部门验收等。乐观预期，五月底左右如果在当地相关部门的大力推动下，部分矿山通过验收，国产增量矿石的供应预计将在 6 月中旬出现，氧化铝产量的相对提高预计在 6 月中下旬

图2：国内铝土矿产量季节性

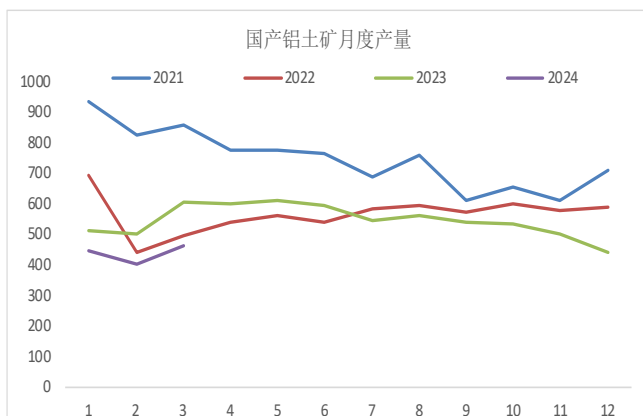
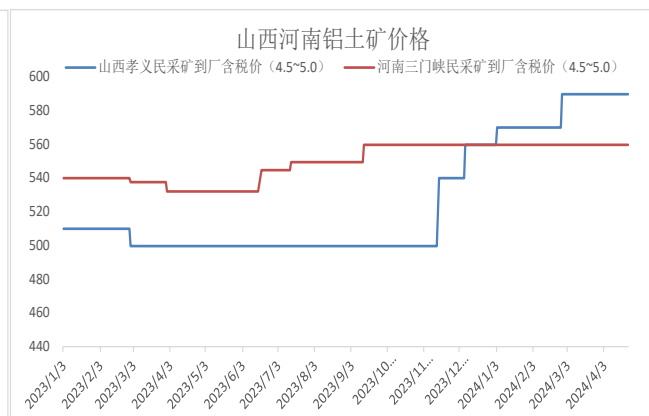


图3：铝土矿价格



数据来源：银河期货、IFIND

根据 SMM 数据：2024 年 1-3 月份，国内铝土矿产量约 1310.66 万吨，累计同比减

少 19.12%；其中山西河南地区 1-3 月份累计产量 450 万吨，累计同比减少 33.72%；

（二）进口矿增量有限

根据海关数据，2024 年 Q1 净进口铝矾土 3634 万吨，累计同比增长 1.96%，增量约 70 万吨，可供约 25 万吨氧化铝生产使用，折算年产能约 100 万吨氧化铝，相比国产矿的缺失，仍然显得捉襟见肘。

其中，一季度中国进口几内亚铝土矿 2699.8 万吨，同比增长 4.3%，进口澳大利亚铝土矿 796.7 万吨，同比增长 24.6%。同期中国进口铝土矿的来源国还不断扩大，其中 3 月中国进口土耳其铝土矿 13.5 万吨、加纳铝土矿 12.3 万吨、科特迪瓦铝土矿 9.1 万吨、巴西铝土矿 14.7 万吨、老挝铝土矿 6.4 万吨。

其实，进口几内亚矿的规模远不及去年预期，去年在几内亚油库爆炸之前，市场预期今年几内亚出货量增加 1000~1500 万吨。

此外，2023 年初，印尼禁矿后，很大程度对冲掉了几内亚矿的增量。而正常年份，2022 年进口印尼矿约 1900 万吨，占当年总进口的 15%。

从交易的结构来看，进口矿多为长单贸易，可供临单的本就有限，而且内陆地区原本对进口矿的使用一开始只是临时方案，预期内陆地区会恢复，但是内陆地区迟迟未能复产，所以导致进口矿的采购也较为临时，所以相对也比较紧张，只有大型集团化企业才能够得到保供。

图4：矿石进口量季节图

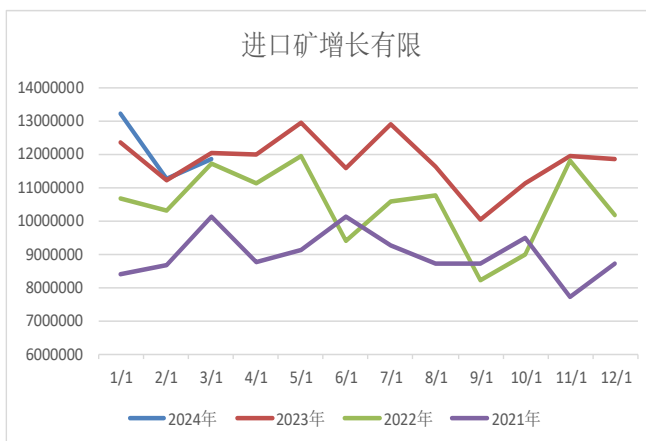
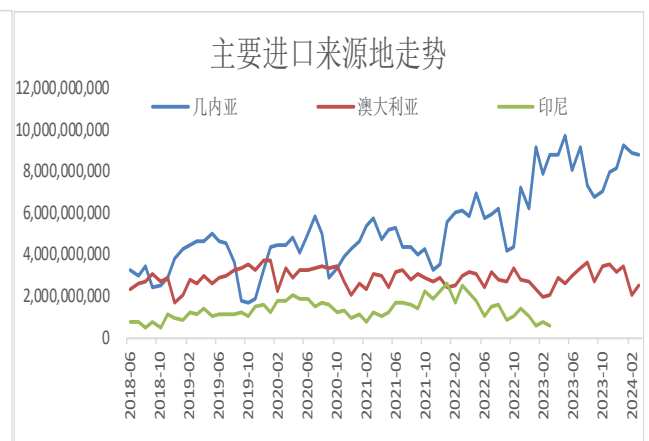


图5：主要地区矿石进口量



数据来源：WIND/阿拉丁

三、氧化铝供应稳定增长 但还是缺

（一）内陆地区临时使用进口矿来提高产量

根据 SMM 数据，2024 年 Q1 氧化铝产量 1978 万吨左右，较去年同期 1914 万吨小幅增长约 3%；主要是年后山西地区增加了进口矿的使用，2 月山西的铝土矿进口量已经达到 270 万吨，相比于去年 11 月增加了 160 万吨，连续三个月增长。

据阿拉丁反馈，有的氧化铝厂阶段性全部使用进口矿，有的则作为配矿使用。然而问题是，进口矿的供应量也并非连续性，所以进口矿国产矿交替使用、掺配使用成为常态，其带来的另一个问题是，氧化铝的质量生产不稳定，在一定程度上，进口矿的使用量是有限度的。河南氧化铝生产自去年 6 月三门峡矿山停产以来，有 3 成左右的矿石来自于山西，山西矿山的停产，进一步打击了部分河南氧化铝厂的生产，直到部分进口矿的使用增加，运行产能才有所恢复。

积极生产的背后是当前的高利润使然。

3 月全国氧化铝加权平均完全成本为 2742 元/吨，环比上升 11 元/吨，同比增 119 元/吨，以当月国产现货加权月均价 3302 元/吨算，氧化铝行业平均盈利 560 元/吨。晋豫地区氧化铝加权完全成本 2932 元/吨左右，环比上升 32 元/吨，考虑长单结算价格，以 3 月份国产现货加权月均价 3302 元/吨下浮 30 元左右来算，晋豫区域氧化铝企业盈利 340 元/吨。

山西地区氧化铝加权完全成本 2879 元/吨左右，环比增 37 元左右；河南地区氧化铝加权完全成本 3044 元/吨左右，环比增 26 元左右；山东地区氧化铝加权完全成本 2655 元/吨左右，环比降低 3 元左右；广西地区氧化铝加权完全成本 2582 元/吨左右，环比增加 15 元左右。。

图6: 氧化铝生产利润

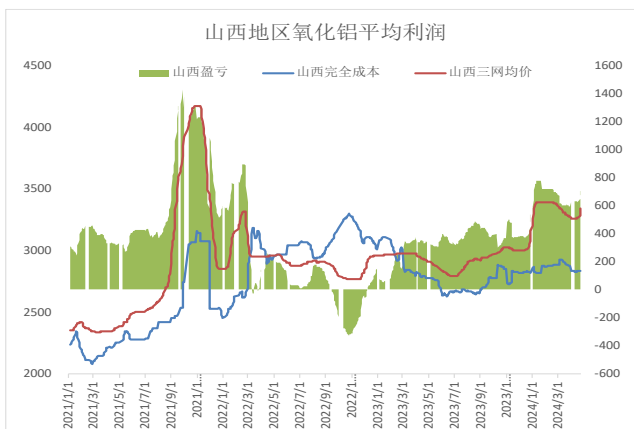
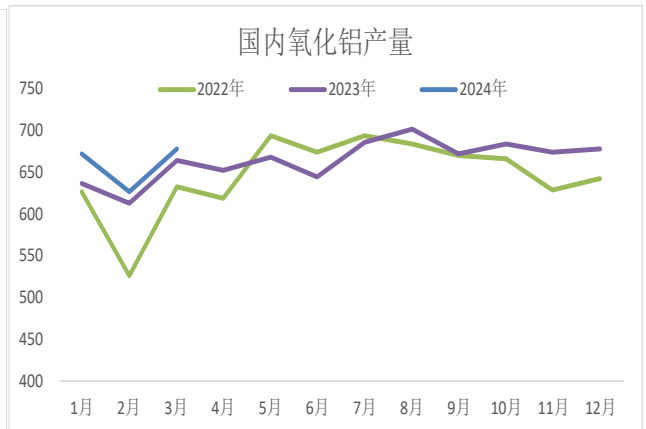


图7: 氧化铝产量



数据来源：阿拉丁、银河期货

(二) 氧化铝进口补充

由于国内缺口较大，进口窗口持续开启，从而实现进口的补充，国内氧化铝紧张程度趋于缓解。由于现货价格在4月前偏低，但是期货价格较高，盘面进口利润较高，目前已经有海外的氧化铝在国内注册仓单，据了解青岛港约3万吨左右，3月份现货进口窗口的关闭或将导致4月份进口的减少。

据中国海关，2024年3月中国出口氧化铝14.41万吨，2024年1-3月累计出口42.16万吨；2024年3月进口30.38万吨，同比增加334%。2024年1-3月累计进口94.73万吨，同比增加105.85%；2024年1-3月累计净进口52.57万吨，累计同比增加239.36%。

图8: 氧化铝净进口

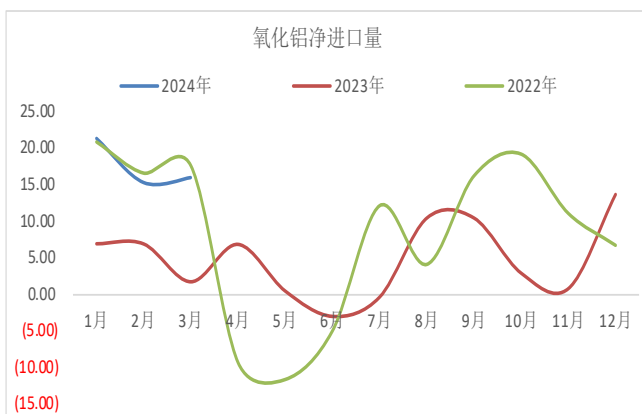


图9: 氧化铝进口利润



数据来源：阿拉丁、SMM

综上所述，考虑进口后，2024年Q1氧化铝总供应在2030.8万吨，较去年一季度同

期 1928 万吨增长了 5.32%。

四、需求提前改善 供需产生缺口

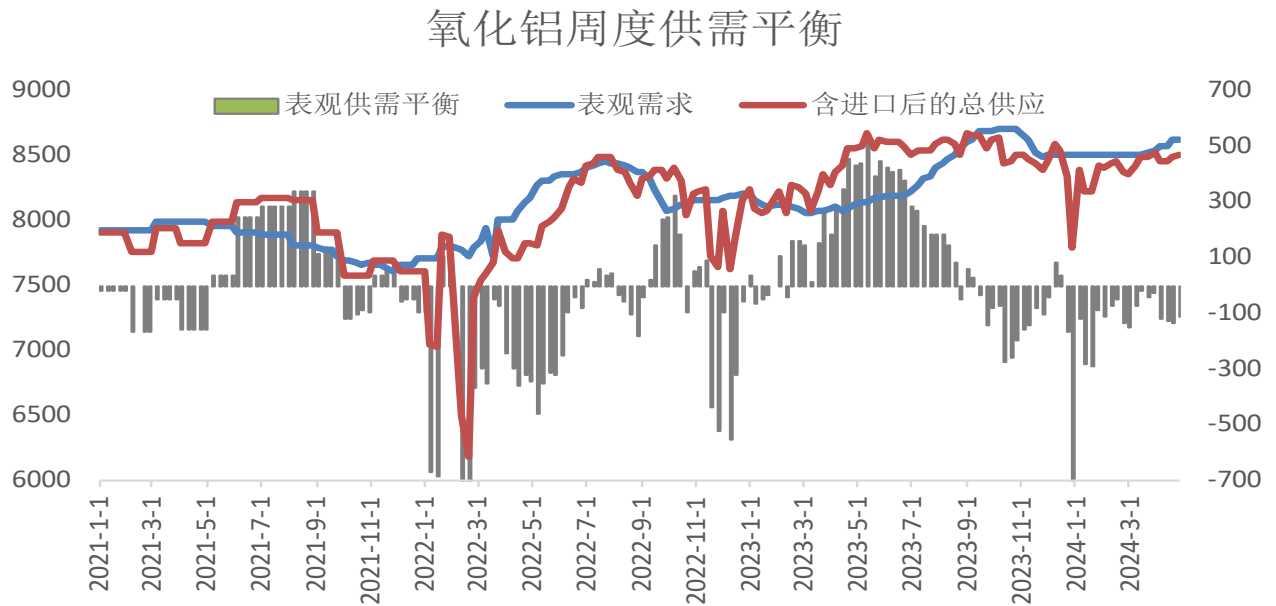
氧化铝需求端在 3 月份超预期的改善，一方面是云南地区提前复产，带来的新的增量；另一方面是期货领先上涨后，期现正套的贸易商锁定大量货源导致不能流动。

（一）电解铝提前复产带来需求前置

云南省外送电力量有所下降，且省内风、光等电力补充较好，省内电力出现富余，云南省政府及相关部门鼓励工业用电，3 月初经过省内专班会议决定，省内释放 80 万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，折合电解铝年化产能 52 万吨左右，结合部分铝厂新起槽的需求，短期内备货氛围尚可。截至 4 月底，云南电解铝行业运行产能恢复至 530 万吨以上，累计复产 70 万吨左右。按照样本企业的反馈，根据修槽和复产计划，剩余产能或在 5 月中上旬继续启动，6 月中旬左右先后达产满产。

同期国内电解铝产量同样高速增长，尤其是 3 月底云南电解铝的提前复产将供需再度拉紧。24 年 3 月份国内电解铝产量 358 万吨左右，当月同比增加 5%，1-3 月份累计产量 1047.7 万吨，累计同比增长 5.59%；但是我们要注意的，只是看数据是滞后的，因为电解铝在 3 月底大规模复产是要在 3 月前提前备货的，实际上的需求增速是远高于产量增速的

图10: 供需平衡图



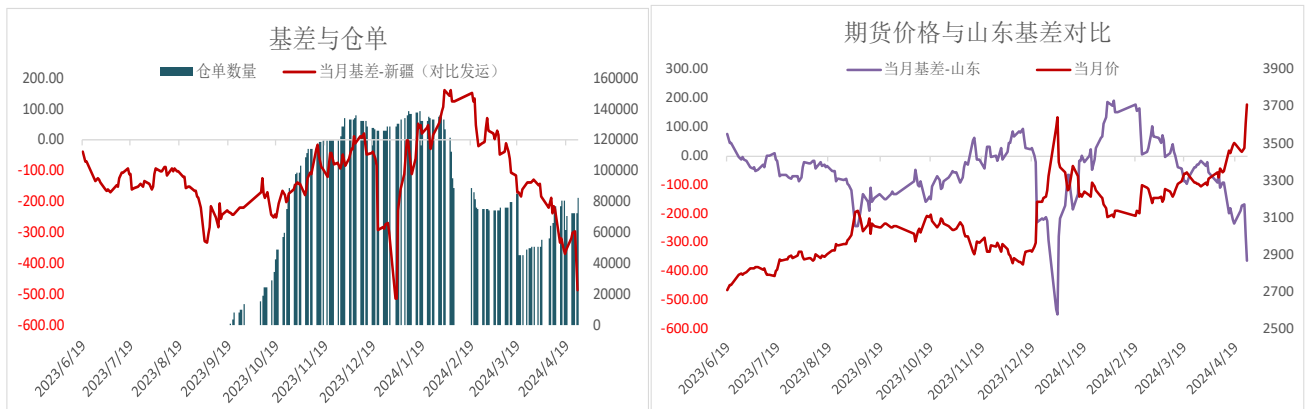
（二）期现正套锁定大量仓单

自从3月下旬以来，由于期货始终升水现货，所以大量的期现套利入场锁定了较多的现货，导致这部分货物不能进入流通环节，短期形成异类购买力来支撑现货的紧张，导致市场上可流通的现货更加紧张！大量的期现套利使得氧化铝厂超卖了仓单货后，可交的长单货减少，从而也减少了现货市场的销售，加剧了紧张程度。

但是，仓单的存在，尤其是氧化铝仓单的存在起到了增大行情波动的效果。这部分现货在成交初期是利多的因素，跟盘成交进一步带动网价上调价格，但是在后期供需转宽松后又是打压价格的因素，会导致行情波动的加大，起到推波助澜的作用。

图11: 仓单变动与基差

图12: 新疆仓单对比发运成本的基差



数据来源: IFIND、SMM

五、交易策略

一方面,需求领先供应端修复,期现套利助力现货紧张,供应端受矿石制约迟迟不能满产/复产,进口矿增量有限内陆地区补充困难,导致产业基本面存在缺口,这是氧化铝当前的底层逻辑,基本面存在较强的支撑;另一方面,有色板块的资金轮动,整个市场处于乐观的氛围,这也是多头的驱动之一;近期海内外交仓利润很好,所以现货被动跟涨,所以现货价格涨跌也受期货的影响。

那么截至4月底来看,多头的逻辑还在持续,现货市场氛围助力期货走强,产业基本面缺口暂时无法证伪,而且电解铝利润较厚且对氧化铝的采购是刚需,对价格只能被动接受。

单边:所以建议继续维持多头思路,背靠前支撑位3550元/吨一带做多,因为当前已经进入到氧化铝历史高估值区域,行情波动或将异常激烈,所以也要注意各种关于山西矿复产的消息。

风险点或者行情拐点需要注意点:有色金属价格共振回落;山西矿4月底5月初如期复产(督导组5月底离开山西);现货不涨了,期货回归收敛基差;

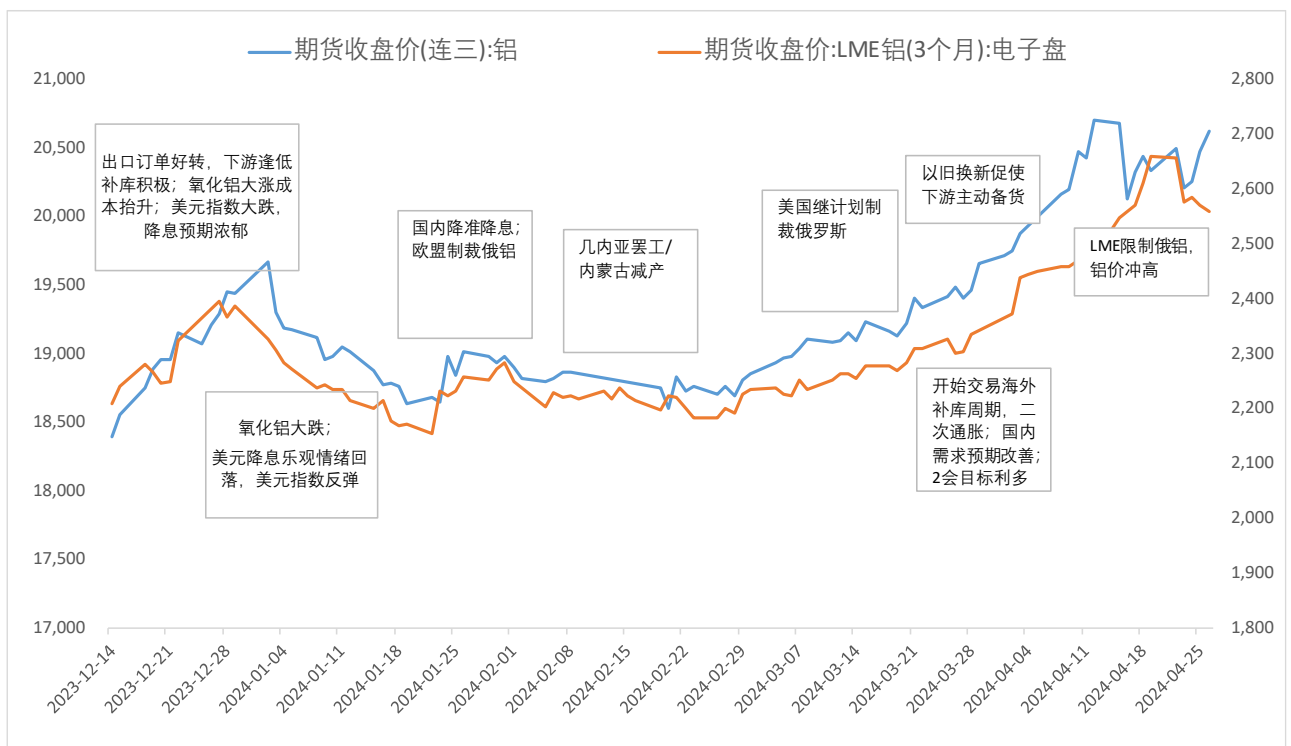
套利:期现套利仍可大量入场,买现货抛期货进行交割。

第三部分 电解铝供需两旺

一、铝价维持强势

4月份价格上涨的核心驱动在于宏微观产生共振，宏观上交易欧美的补库周期与国内的大规模设备更新，微观上需求端的旺盛弥补了供应的大量增长，虽然地产竣工在节后开年不畅，但是制造业领域表现的非常激进，尤其是在两会后“以旧换新”政策加持下，主动备货的氛围助推了旺季的表现，即便是在高产量、高进口的补充下，铝元素库存（铝锭、铝棒及厂库）数据维持中性偏低的水平，需求表现出较强的韧性。

图12. 电解铝核心逻辑复盘



数据来源：银河期货、IFIND

二、供应端大幅增加

(一) 云南提前复产

上文在氧化铝部分分析到云南地区提前复产，本部分不再赘述。截至4月底，云南电解铝行业运行产能恢复至530万吨以上，累计复产70万吨左右，根据修槽和复产计划，剩余产能或在5月中上旬继续启动，6月中旬左右先后达产满产。此外，内蒙古华

云三期计划在5月中旬通电出铝水，新建产能42万吨，但是由于指标需要从包铝置换，净新增产能17万吨；扎铝二期以及贵州六盘水、新疆农六师等在建设之中，24年投产的概率较小；而减复产方面，启明星在3月份停产6.5万吨后进行升级改造，预计在7月份全部复产13万吨，贵州安顺铝业也在近期陆续投产13万吨，但是由于资金紧张，前期或将投产小规模运行，后面边修边复产。

具体情况如下表：

表3 未来电解铝产能变动情况

国内	冶炼厂	建成产能	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度合计	备注
新增	中铝华云三期	78					5	10	15	12					42	计划5月中旬投产
	云南魏桥红河	93						20							20	目前仍不确定，暂时预估先投产20万吨（反正都是置换，不会新增）
	新疆农六师	190												20	20	效率较快，3月份招标阴极、基建、电厂还处于施工状态，暂时预估24年底
复产	云南中铝	310			5	20	20	20							65	还得修槽子，拖累了进度
	云南神火	90				21	15								36	
	云南其亚	35				5	3								8	后续不一定复产
	云南宏泰	158				10									10	后续是否置换，先暂时观望
	贵州安顺	13.3					6			6					12	边修边投，目前靠谱的是能复产一半产能，剩余一半缺少资金；
	四川博盾启明星	13							13						13	检修，7月份复产
减产	四川博盾启明星				-7										-7	检修，7月份复产
	内蒙古包铝								-25						-25	置换，停产
	山东魏桥						-20								-20	置换，停产
合计			0	0	-2	56	49	30	3	18	0	0	0	20	174	

数据来源：阿拉丁

图13 云南发电量累计同比

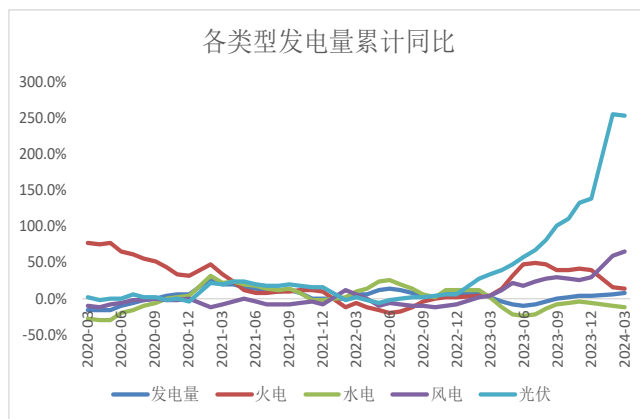
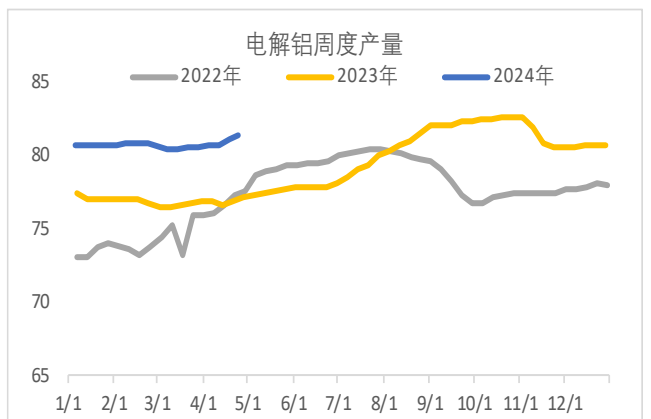


图14 电解铝周度产量走势图



数据来源：阿拉丁、MYsteel

（二）进口大量涌入

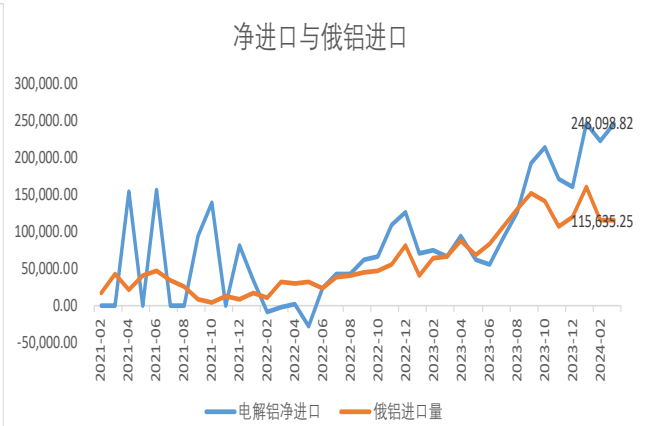
据海关数据显示，3月份国内原铝净进口量24.82万吨左右，同比增长271.5%。2024年1-3月份，国内原铝进口总量达72.13万吨，累计同比增加224.84%；3月份来源于俄罗斯的进口原铝总量约为11.56万吨，占总进口量的46.37%，同比增加72.01%；1-3月份累计进口俄铝39.28万吨，累计同比增长128%；进口多的主要因素

在于一方面俄铝的长期稳定进口，另一方面在于此前 12 月份-2 月份期间打开的进口窗口货源陆续的到位。

图15: 电解铝进口利润



图16: 电解铝净进口



数据来源: 银河期货、Wind 资讯、IAI

(三) 供应大幅增长

24 年 3 月份国内电解铝产量 358 万吨左右, 当月同比增加 5%, 1-3 月份累计产量 1047.7 万吨, 累计同比增长 5.59%; 考虑进口后, 3 月份总供应 382.91 万吨, 当月同比增长 10.07%, **1-3 月国内原铝累计总供应 1119.59 万吨, 累计同比增长 10.47%**。

受国内产量高增长的影响, 24 年 3 月全球原铝产量同比增长 3.5%, 至 607.3 万吨, 1-3 月累计产量 1780.2 万吨, 累计同比增长 4.11%;

图17: 电解铝总供应

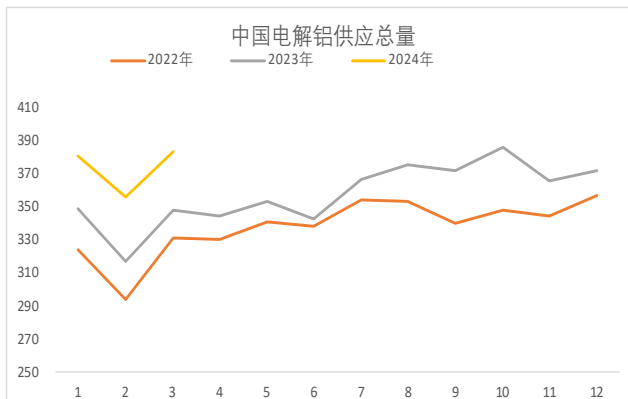
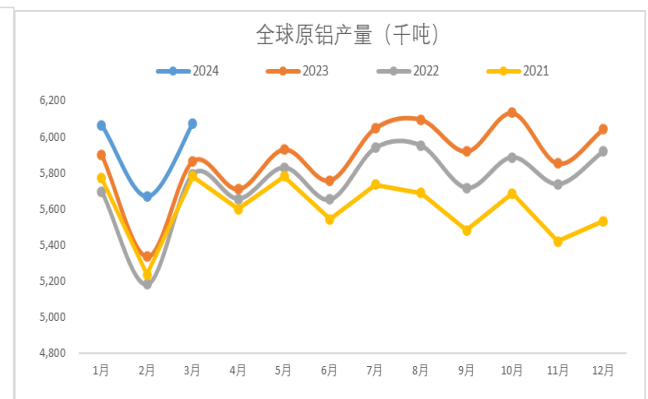


图18: 全球铝产量



数据来源: 银河期货、SMM

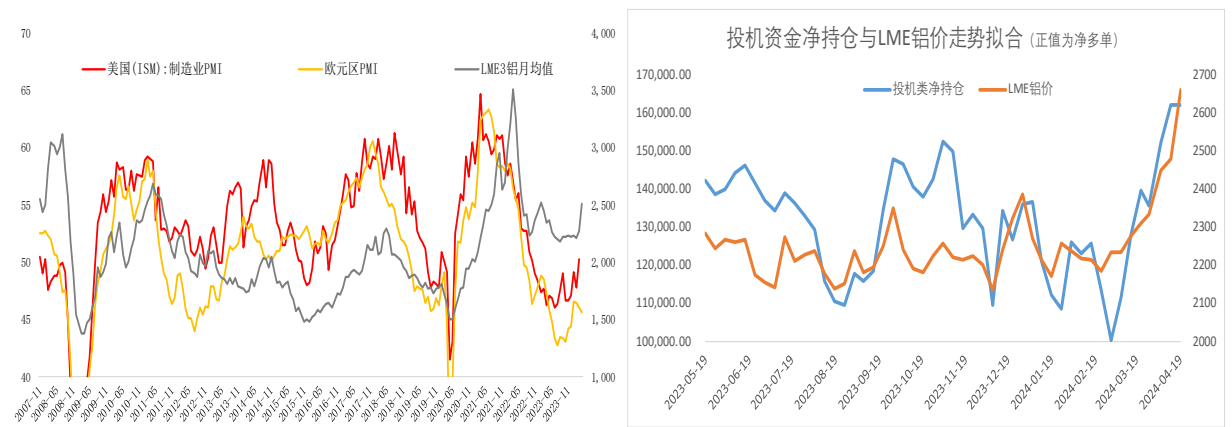
三、宏观与需求

(一) 宏观底层逻辑的切换

宏观市场的底层逻辑从去年的欧美衰退逐渐演变为交易欧美的补库周期，从交易降息预期转至交易二次通胀，从而参考的锚也从十年期国债收益率转变为海外的 PMI 指数。而国内方面，制造业大规模更新换旧引发了市场对财政政策积极的期待，叠加有色金属板块的共振，资金层面的推波助澜也起到了助涨的效果，如下图，投机资金的净多单与 LME 铝价走势基本一致。

图19：欧美制造业PMI指数与铝价

图20：LME投机资金净持仓与LME铝价走势



数据来源：银河期货、SMM、IFIND

但是近期宏观数据也有一定程度的走弱，近期公布的海外宏观经济数据也逐渐力有不逮，尤其是4月份欧美制造业 PMI 指数再度回落，Q1 经济数据和3月的通胀仍然居高不下，美联储降息预期一推再推正在逐渐的量变，再未来的某一个时间节点形成质变。

(二) 初级加工略有负反馈

伴随铝价的上涨，加工厂整体表现的较为抵触，部分行业的开工率略有下降或者延迟点价，但是近期临近五一长假备货期，开工率又略有好转，所以库存数据表现整体较好。

截至4月25日，全国电解铝库存84.1万吨，较3月28日减少6.7万吨；铝棒库存减少0.9万吨至23.9万吨；LME库存；49.42万吨，较3月28日减少6万吨。

图21: 沪铝社会库存 (锭棒合计)

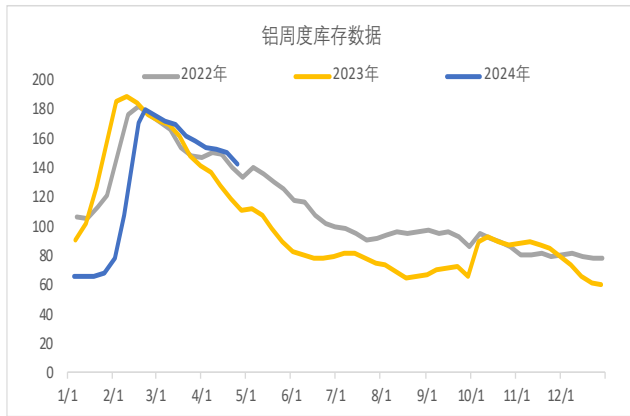
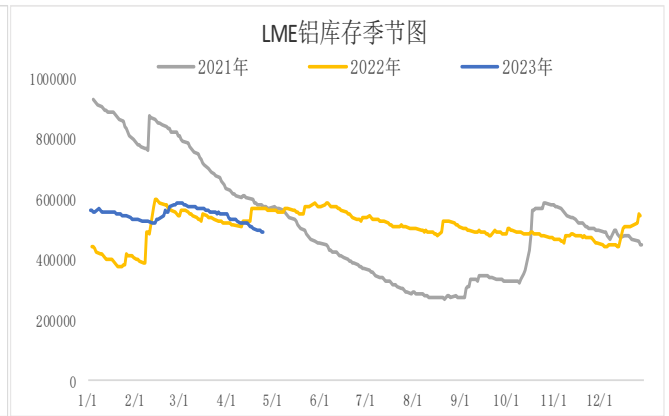
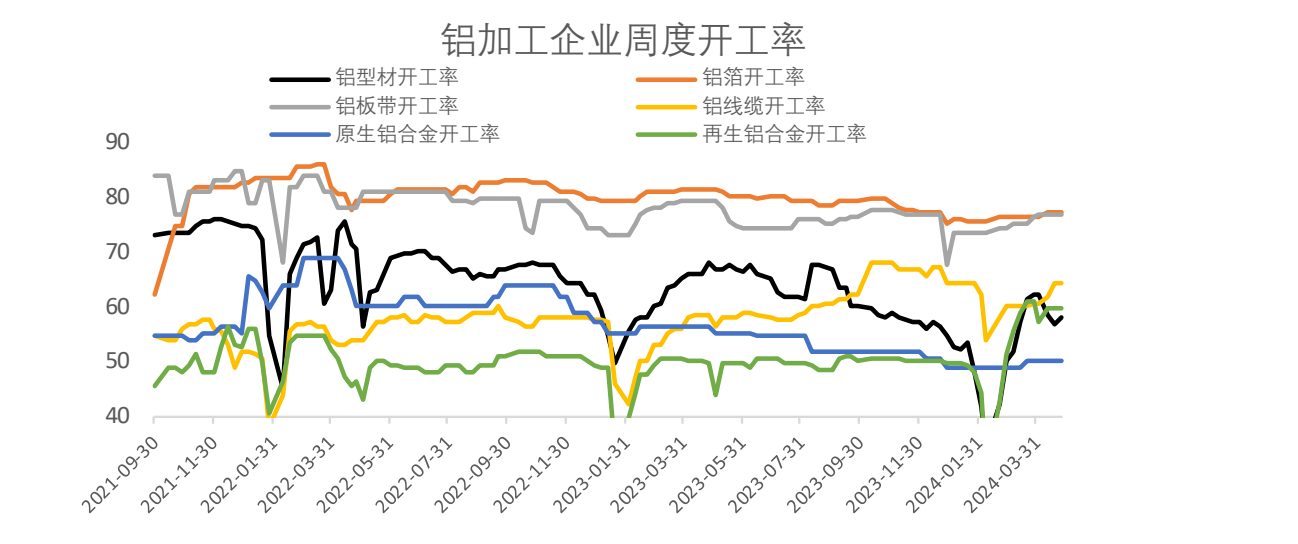


图22: LME铝库存



数据来源: 银河期货、SMM、IFIND

图23: 中游加工企业开工率



数据来源: 银河期货、SMM、IFIND

(三) 需求表现仍具有韧性

市场对电解铝的需求一直存在担忧, 从担忧地产下滑带动消费走弱到担忧出口受阻等, 市场持续存在分歧。但是目前来看, 除了地产需求有较弱的担忧外, 其他行业的表现均维持不错的情况 (如下表 4), 而且这种乐观的情况根据 5 月份的排产数据来看还在维持, 但是也有一点对高价负反馈的迹象。

表4 电解铝需求表观测算

终端数据	消费系数	分项	2021年同比	2022年同比	2023年同比	2023年1-3月累计同比	2024年1-2月累计同比	2024年1-3月累计同比
房地产	0.15	房地产竣工面积: 当月值	11.2	-15.0	17.0	14.7	-20.2	-20.7
	0.1	房地产开发投资总额	4.4	-10.0	-9.6	-5.8	-9.0	-9.5
电力	0.05	太阳能组件产量增速	42.1	61	64.0	36.0	15.0	29.0
	0.08	电圆工铝杆产量	0.28	-1.94	20.3	2.0	38.9	33.0
交通运输	0.1	中汽协乘用车产量	3.4	3.4	11.6	-4.3	8.1	6.2
	0.08	中汽协新能源汽车产量	190	101.5	33.7	26.1	27.3	26.5
耐用消费品	0.15	空调产量数据	9.4	1.8	13.5	12.6	18.8	16.5
消费包装	0.07	零售-饮料	20.4	5.3	3.2	1.8	6.9	6.5
机械设备	0.07	固定资产投资-制造业	13.5	9.1	6.5	7.0	9.4	9.9
初级材料出口	0.15	未锻轧铝及铝材	15.7	17.6	-13.9	-15.4	9.8	7.4
估算总消费增速	1				10.89	5.44	8.36	7.51

数据来源：银河期货、WIND、SMM

(四) 新能源需求维持韧性

1、光伏装机走弱 组件产量还在高位

3月份光伏装机出现大幅负增长。今年1至2月，国内光伏新增装机达36.72GW，同比增幅80%。但到了3月，这一数字仅为9.02GW，同比下滑32.2%。值得注意的是，这也是近几年国内光伏新增装机持续高增长以来，首次出现单月新增装机量同比下滑的现象；

中国光伏行业协会咨询专家吕锦标认为，一季度本身是行业的传统淡季，但是去年一季度新增装机量快速增长与上一年很多项目实现结转，而今年一季度就没有结转项目。吕锦标分析，今年一季度下游需求出现了两个变量，一是，大型地面电站指标未下达，上一年度的项目都已经并网，没有结转；二是，传统区域的分布式项目开始面临消纳“红线”，影响装机积极性。“去年3月增长也有一个原因是，组件价格落到1.8元/W以下之后，推动了分布式光伏的装机”。

但是对于上游组件及电池而言，目前市场还处于逆势扩张阶段，大集团的产量还在不断地上扬来挤占市场，产量仍然处于增长阶段，从而带来用铝量的增长。光伏用铝主要应用在组件边框以及装机的部分支架上，所以对铝影响最大的主要看组件产量和装机数据，而装机用的支架目前并无确切的比重数据，钢材用量最多，部分分布式采用铝合金支架。目前1GW组件用铝0.65万吨，24年1-3月份组件的产量同比增加29%，增长28.2GW，带来铝消费增量18万吨；装机方面，1-3月份累计装机较23年同期增加

12.08GW，按照 1GW1.2 万吨的耗铝量估算，按照 40%的分布式比例估算，大概带来了铝 5.8 万吨的消费增量；所以 Q1 仅光伏就带来了至少 23.8 万吨的铝消费增量。

图24 国内组件产量

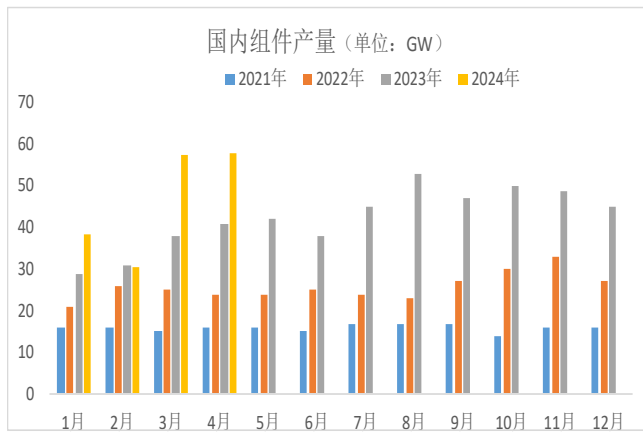
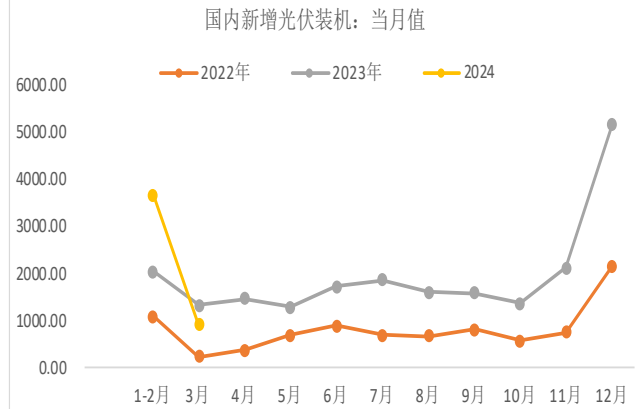


图25: 国内装机情况



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

2、新能源汽车“内卷”加剧 降价刺激市场

1-3 月份汽车产销较为积极，3 月产销分别完成 268.7 万辆和 269.4 万辆，同比分别增长 4%和 9.9%；1~3 月累计产销量分别为 660.6 万辆和 672 万辆，同比分别增长 6.4%和 10.6%。新能源车 3 月产销分别完成 86.3 万辆和 88.3 万辆，同比分别增长 28.1%和 35.3%，市占率 32.8%；1~3 月累计产销量分别为 211.5 万辆和 209 万辆，同比分别增长 28.2%和 31.8%，市占率 31.1%。

但是进入 4 月以后，汽车零售数据出现大幅的下滑，而批发数据也呈现出前高后低的走势。据乘联会数据，4 月 1-21 日，乘用车市场零售 85.2 万辆，同比去年同期下降 12%，较上月同期下降 2%。北京车展、以旧换新政策，引发市场观望情绪延续，对 4 月车市带来消费后移效应。

图26: 汽车产量数据

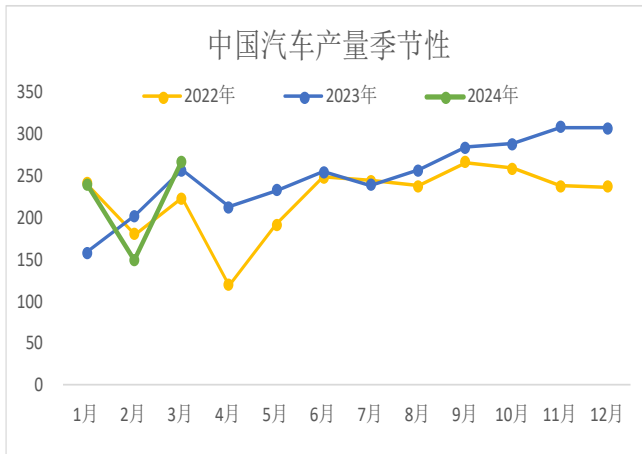
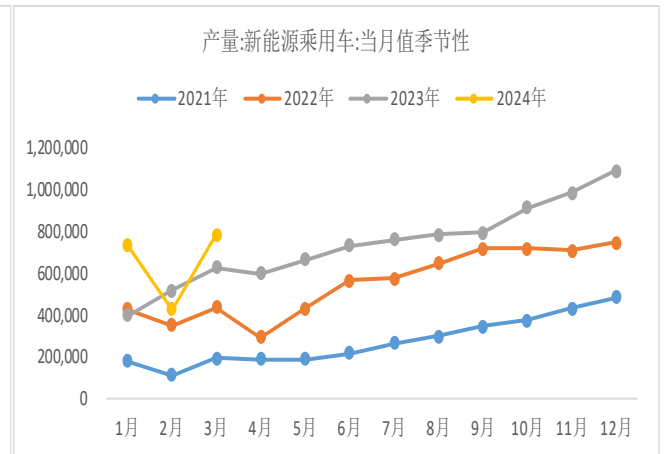


图27: 新能源汽车产量数据



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

3、电力领域高速增长

线缆方面今年表现持续的乐观,一方面在于电力领域铝代铜的比例逐渐提高,尤其是光伏、汽车行业电线用铝逐渐成熟,当铜铝比大于3的时候很容易触发替代,在叠加这几个行业例如特高压、新能源电网升级、变压继电器等电力设备、基建建设、电缆出口等领域表现积极,具体到用铝量上,根据钢联统计,2024年1-3月份电圆工铝杆产量97.11万吨,累计同比增长了33%;

图28: 电工铝杆产量维持高位

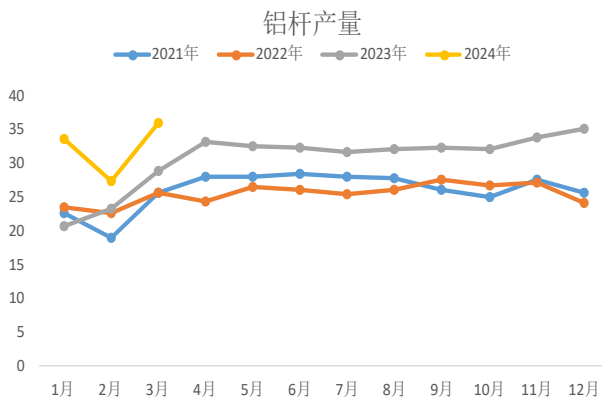


图29: 特高压下半年开始发力



数据来源: 银河期货、Wind 资讯

（五）传统行业表现分化

1、地产竣工开局不利

根据国家统计局数据，2024 年前三个月，房地产投资开发增速下降 9.5%，降幅比二月份扩大了 0.5 个百分点。这意味着开发商目前投资意愿和投资实力都在下降，施工面积降幅为 11.1%，较 2 月份增加了 0.1 个百分点，土地购置费下降了 6.5%，降幅扩大 0.6 个百分点。更深层次的原因是房企的两个资金通道没有恢复造血能力，销售回款和贷款融资进一步收窄，销售金额降幅为 27.6%，开发资金来源同比下降 26%。

1-3 月份，新建商品房销售面积 22668 万平方米，同比下降 19.4%，其中住宅销售面积下降 23.4%。新建商品房销售额 21355 亿元，下降 27.6%，其中住宅销售额下降 30.7%。从统计局公布 70 个大中城市房价指数来看，新房市场 58 个城市价格下降，下降城市个数较年初增加了 10 个。二手房市场价格下跌更为明显，今年以来，70 个大中城市连续 3 个月全部下跌，且下跌的幅度从年初的 4.45% 扩大到当前的 5.9%。

2023 年建筑业住宅类竣工面积累计同比增速-10.1%，Q1 累计同比增速-6.82%；房地产类 2023 年累计同比竣工 17%，Q1 累计同比-20.7%；地产的萎靡还在持续，各地的限购政策鼓励消费也还在加码，现在一线城市也几乎彻底放开首套房限购。

图30： 房地产开发投资完成额当月值及累计同比

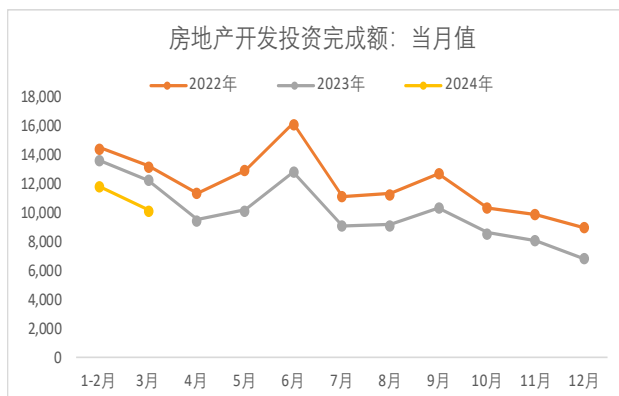
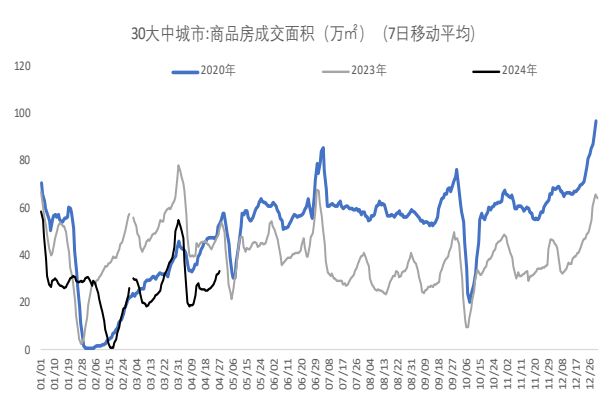


图31： 三十大中城市房屋成交面积7日移动平均值



数据来源：银河期货、Wind 资讯

图32: 新开工面积当月值

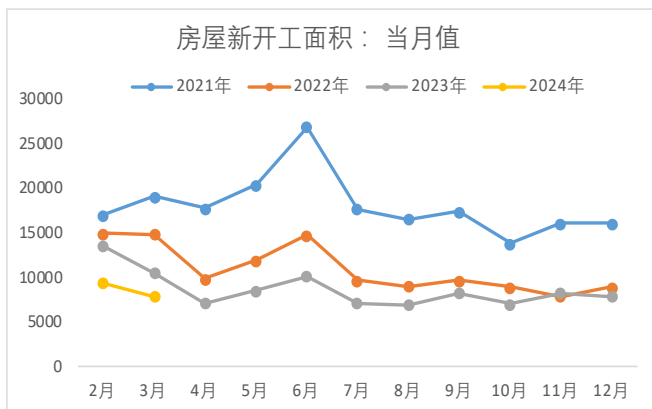
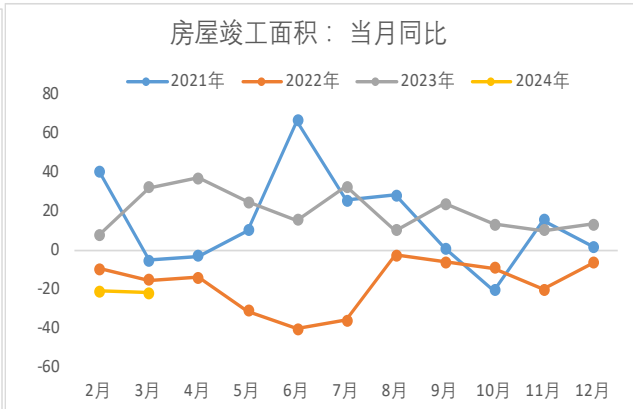


图33: 竣工面积当月同比



数据来源：银河期货、Wind 资讯

2、家电维修乐观 但也暗含弱势

自3月上旬国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》以来，各地关于“家电产品以旧换新”的具体实施方案也陆续出台。本轮以旧换新总体思路强调以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴，支持家电企业对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。

据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024年5月空冰洗排产总量合计为3775万台，较去年同期生产实绩增长15.2%，行业依旧整体保持高速增长。分产品来看，5月份家用空调排产2277万台，较去年同期实绩增长19.4%；冰箱排产850万台，较上年同期生产实绩增长13.4%；洗衣机排产648万台，较上年同期生产实绩增长4.3%。

原材料成本上涨的压力促进了渠道提前提货打款，进而推动了排产高涨。

但是，涨价也使得部分负反馈逐渐显现：5-7月空调内销排产整体较前期计划有小幅下调，一方面是因为部分企业外销订单增多，优先保障外销订单的前提下，存在被动减产的情况；另一方面，内销终端市场并未起色，前期受原材料上涨以及家电以旧换新政策推动的备货热情，使得行业库存上涨处于新的高位，经销商也反馈提货面临很大压力，不排除厂家有“借坡下驴”的趋势，主动下调排产计划。此外，也有考虑到当前原材料处于相对高点，适当减产以缓解成本压力。

图34 产业在线排产信息

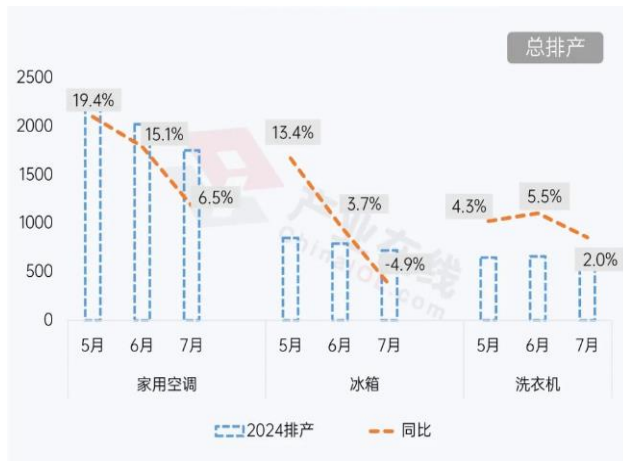
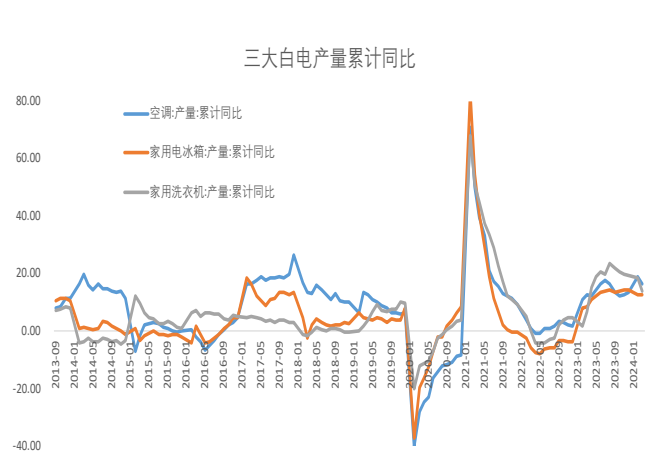


图35 白色家电累计产量同比



数据来源：产业在线公众号/WIND

(六) 外部环境恶化 出口尚未受影响

美英禁令或促使俄罗斯金属更多的流入国内，而美国欲对中国钢铝产品加征关税则令国内钢铝产品出口受阻，双重影响下外强内弱的格局进一步加重；美国总统拜登4月17日以“不公平竞争”为由，敦促将对中国钢铁和铝的关税提高两倍，消息称美国总统拜登呼吁对部分中国钢铁和铝产品征收25%的新关税。目前的钢铁和铝产品的平均关税为7.5%。此外，还要与墨西哥等其他国家合作，预防中国的转口贸易。还要对中国的造船、海事和物流领域展开调查。海关统计数据显，2023年国内铝材出口美国总量为24.14万吨，占国内铝材出口比例为4.57%。2023年国内铝制品出口美国总量为41.78万吨，占国内铝制品出口比例为14.86%。

当地时间4月22日，墨西哥总统洛佩斯签署法令，针对钢、铝、纺织品、服装、鞋类、木材、塑料及其制品等544项商品征收5%至50%的临时进口关税。该法令4月23日生效，有效期两年。此次法令共涉及19个铝产品海关编码，涵盖未锻轧铝、铝材及铝制品等类别中的部分产品，关税为20-35%。

另有消息称，2024年4月24日，美国当地的多家光伏公司作为申请人，已正式向美国商务部、美国国际贸易委员会提交申请，要求对原产于柬埔寨、马来西亚、泰国、越南的电池片发起反倾销和反补贴调查。在上述地区投资的中方光伏公司众多。

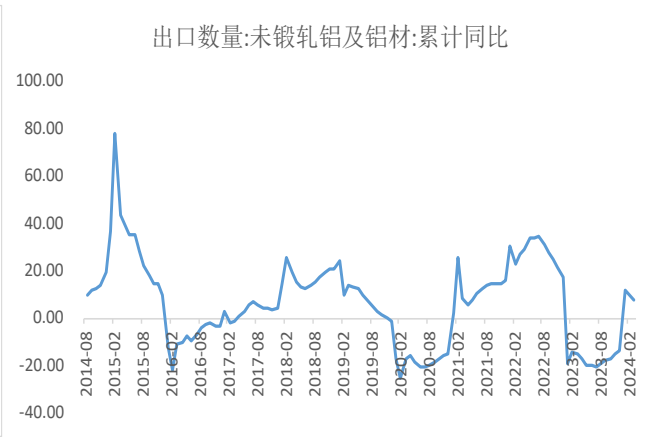
但是短期来看，尚未传导至出口数据上，反而由于内外盘比值的因素，出口利润持

续放大，预计后期出口数据仍将保持积极，尤其是当前铝相对偏紧的时候，提高关税的后果更容易被购买方承担。

图36 铝板带出口利润



图37 铝材出口



数据来源：IFIND /smm

未锻轧铝及铝材方面：2024年3月全国未锻轧铝及铝材出口量51.2万吨，同比增加2.9%；1-3月份累计出口量达147.8万吨，累计同比增加7.4%。受近期内外价差呈现外强内弱的态势，国内铝材出口持续好转，铝型材、铝板带、铝箔以及铝合金企业均表示目前在手出口订单同比正增长。随着下游需求回暖，预计4月出口量继续保持正增长的趋势。

铝制品方面：2024年3月份铝制品出口28.11万吨，当月同比-6.87%，主要是由于春节靠后以及去年3月份疫情后补出口基数高的因素，但是从Q1来看，累计出口了90.61万吨，累计同比增加15.91%。

四、 交易策略

(一) 平衡表展望

由于今年以来海外开启了小幅的补库周期，提振了海外的消费，上调海外的消费增速至1.5%（此前预计在0），基于对当前国内的旺盛需求及以旧换新政策的预估，上调2024年国内总综合消费的增速至3%左右（此前预计在2.5%）全球电解铝短缺约44万吨左右。

表5：内外平衡表展望

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
全球产量	6416.2	6382.9	6524	6739	6869	7038	7184.0	7284	7359	7434
全球需求	6541	6516.8	6343	6897.7	6886.7	7058	7228	7389	7537	7658
全球平衡	-124.8	-133.9	181	-158.7	-17.7	-21	-44	-105	-178	-224
海外产量	2768	2793	2800	2887	2878	2894	2914.0	2984.0	3059.0	3134.0
海外需求	2931	2836	2512	2883	2850	2770	2812	2840	2896	2925
海外净出口	-65	-24	98	157	39	140	140	180	192	248
海外平衡	-97.8	-18.9	190.4	-152.2	-10.7	-16	-38	-36	-29	-39
中国产量	3648	3589.5	3724	3852	3991	4143.5	4270	4300.00	4300.00	4300.00
中国需求	3716.7	3699	3822	4054	4040	4288	4416.64	4549.1392	4640.122	4732.92442
净进口+抛储	7	0	105.4	186.42	47.72	140	140	180	192	248
中国平衡	-61.7	-109.5	7.4	-15.58	-1.28	-5	-7	-69	-148	-185

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E	2027E
产量增速	-0.52%	2.21%	3.30%	1.93%	2.45%	2.08%	1.39%	1.03%	1.02%
产量增量	(33.30)	141.10	215.00	130.00	168.5	146.5	70.0	75.0	75.0
海外产量增量	25.2	6.6	87.0	(9.0)	16.0	20.0	70.0	75.0	75.0
海外产量增速	0.91%	0.24%	3.11%	-0.31%	0.56%	0.69%	2.40%	2.51%	2.45%
国内产量增量	(58.50)	134.50	128.00	139.00	152.50	126.50	0.00	0.00	0.00
国内产量增速	-1.60%	3.75%	3.44%	3.61%	3.82%	3.05%	0.70%	0.00%	0.00%
需求增量	-113	-201	603	-47	168	170	161	148	122
需求增速	-0.37%	-2.67%	8.75%	-0.16%	2.49%	2.41%	2.22%	2.00%	1.62%
国外需求增量	-95	-324	371	-33	-80	42	28	57	29
国外需求增速	-3.24%	-11.42%	14.77%	-1.14%	-2.81%	1.50%	1.00%	2.00%	1.00%
国内需求增量	-18	123	232	-14	248	129	132	91	93
国内需求增速	-0.48%	3.33%	6.07%	-0.35%	6.14%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%

数据来源：银河期货

（二）电解铝交易策略

1、单边方面

宏观向好和需求乐观的逻辑支撑铝价上涨，但是伴随美国“滞涨”的经济形势以及高价对需求的负反馈逐渐体现，随时都或将迎来负反馈调整，但是铝本身供需偏紧的大逻辑支持铝价维持强势，仍可维持低买的操作。预计5月份铝价仍然维持上扬的趋势，预计5月份沪铝震荡区间在19600~22000之间波动，LME铝在2400~2800美元之间波动，操作上继续维持低买的操作，做好动态止盈。

套利方面，可以考虑现货贴水收敛带来的期现正套的机会以及实物铝材出口套利的机会；期权方面，企业可利用熊市价差策略来替代期货保护库存，同样也使得企业享受价格上涨的收益。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

Floor 31/33 , IFC Tower, 8 Jianguomenwai Street, Beijing, P.R. China

上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

28th Floor, No. 501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

公司网址：www.yhqh.com.cn