

有色组

电话：0571-85167251
邮编：310003
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

有色金属分析思路方法

有色金属分析体系以宏观面+产业面为主导，宏观判断方向，产业决定趋势。本篇报告重在分析影响长期铜铝价格波动的核心矛盾点，以及重要边际变量。

核心观点：

铜：需求偏弱，市场信心有待提振，铜价区间运行

国内经济复苏不及预期，进程曲折，需求较弱，鉴于地方政府债务压力将制约政策发力空间，后期政策利好预期偏向于提振消费举措，而非基建投资。目前市场处于政策向好预期与宏观偏弱现实的博弈状态，短期政策预期驱动占优。高层关于活跃资本市场，提振信心的表态刺激短期铜价反弹。海外方面，美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分后，将对浅衰退进行反应。美联储政策路径将沿着紧缩退坡（2022 年 12 月）—加息停止（2023 年三季度）—降息预期升温（2023 年底）的方向演绎，美元指数或逐渐走弱托底铜价，但海外高利率环境持久性，以及外部环境不确定性形成宏观上的压制。

8 月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏不如预期，一波多折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

8 月影响铜价的中观变量：铜矿产量增长传导至冶炼端供应增加（利空）；下游初级加工端开工率回落（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 60000-70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 60000 元/吨支撑，箱顶 70000 元/吨附近压力。

铝：供应分化，需求偏弱，震荡筑底

7 月国内铝土矿产量继续增长，进口铝土矿收缩，氧化铝、电解铝供应阶段偏紧。下游初级端开工率回落，终端需求较弱，境内铝库存累库。警惕需求不振导致的累库对铝价产生的承压。目前不同规模产能的电解铝厂对应成本区间在 16000-18000 元/吨，成本端对铝价支撑有所减弱。目前电解铝厂多数处于盈利状态。长期能源转型与碳中和背景下，铝价底部区间稳步抬升。

8 月影响铝价的中观变量：氧化铝供应增加，电解铝产量回升（利空）；下游初级加工端开工率因终端需求偏弱而回落（利空）；铝锭出现累库（利空）；终端需求新能源电力电网投资增速保持平稳，新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铝价在 16000-19000 元/吨箱体运行，关注箱底 16000 元/吨成本端支撑，箱顶 19000 元/吨附近压力。

风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大

铜：需求偏弱，市场信心有待提振，铜价区间运行

一、行情回顾

7月，中国经济复苏进程依旧曲折坎坷，经济数据仍处于探底过程中，市场信心不足，政策面呵护市场，有色金属区间运行。

图1 沪铜主力合约走势



资料来源：东方财富

图2 沪铝主力合约走势



资料来源：东方财富

图3 沪锌主力合约走势



资料来源：东方财富

图4 沪镍主力合约走势



资料来源：东方财富

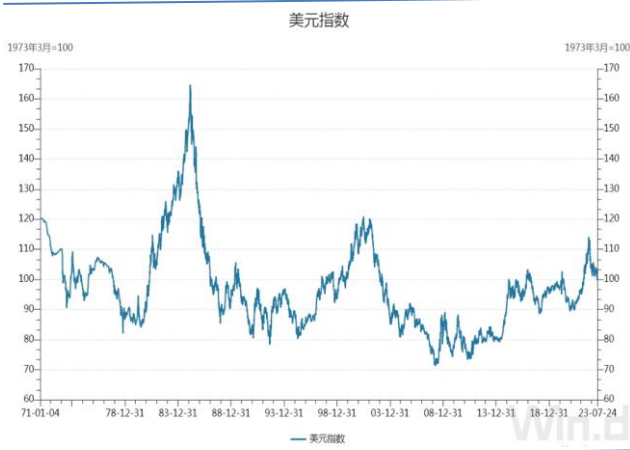
二、美国加息压力逐渐释放，中国经济需求疲软，信心有待恢复

(一)、美国经济数据回落，高利率环境仍将持续

美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分，对浅衰退反应正在进行。美国通胀数据回落，高利率环境还将持续，美国 10 年期-2 年期国债收益率依旧倒挂。7 月中旬申请失业金人数达 22.8 万人，较 6 月下旬回落 8000 人，显示出美国经济对吸纳就业方面具有一定韧性。6 月美国 CPI 已下降至 3%，继续回落。7 月密歇根大学消费者信心指数 72.6，较 6 月回升 8.2 个百分点，显示出美国经济的消费弹性依旧存在。后期关注美联储货币政策加息步伐对市场情绪影响，以及欧美经济衰退程度深浅。

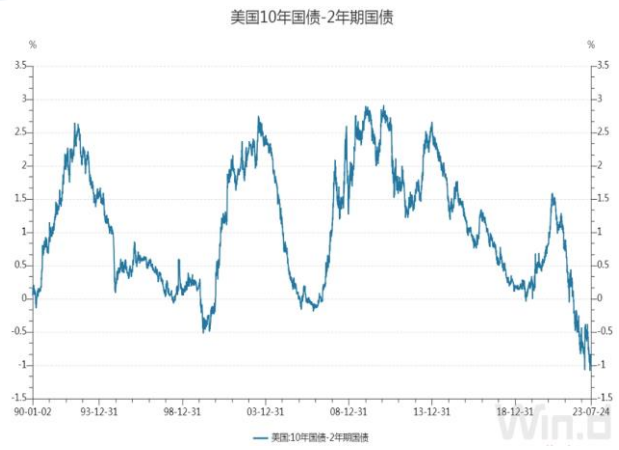
2023 年，根据美国通胀回落和就业数据变化，美联储货币政策或将沿着紧缩退坡（一季度）——停止加息（三季度）——降息预期升温（四季度）的路径演绎，对有色金属板块影响先抑后扬。

图 5 美元指数



数据来源：wind

图 6 美国 10 年期-2 年期国债收益率



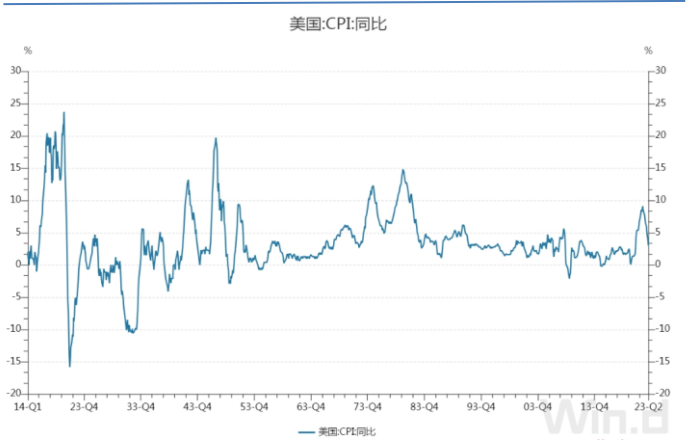
数据来源：wind

图 7 美国申请失业金人数



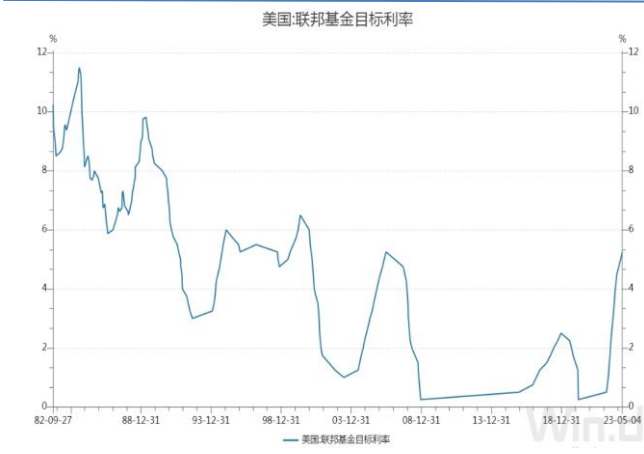
数据来源：wind

图 8 美国 CPI



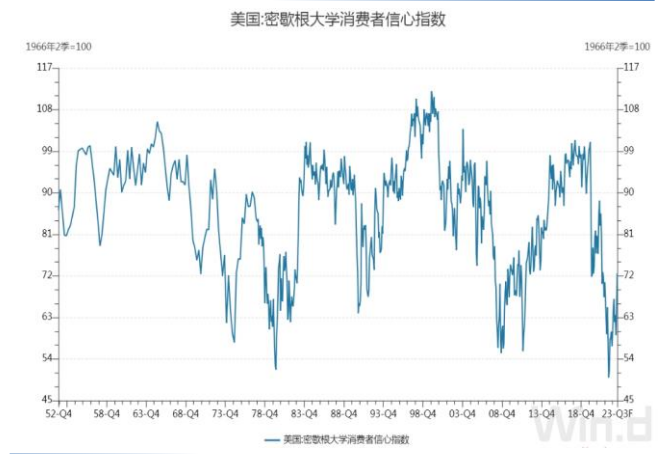
数据来源：wind

图 9 美国联邦基金目标利率



数据来源: wind

图 10 美国密歇根大学消费者信心指数



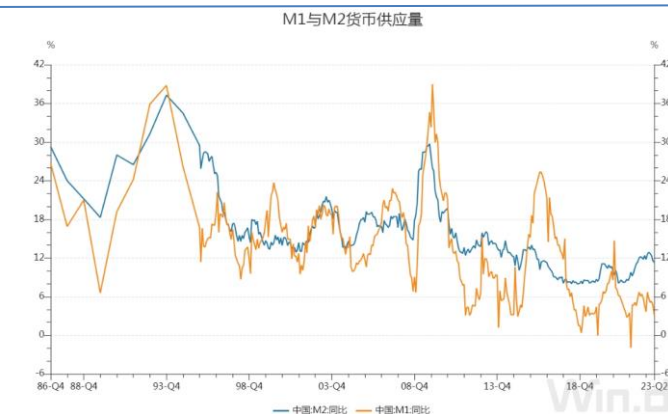
数据来源: wind

(二)、中国经济复苏曲折坎坷，市场信心有待提振

2023 年一季度国内经济逐步改善修复，但二季度经济数据不如预期，反映出中国经济复苏进程较为曲折，需求偏弱。整体上货币政策偏宽松，积极财政政策取向不变。2023 年 6 月 M2 同比增速 11.3%，较 5 月回落 0.3 个百分点；M1 同比增速 3.1%，较 5 月回落 1.6 个百分点。2023 年 6 月社融存量同比增速 9%，较 5 月回落 0.5 个百分点，反映出企业居民信贷需求偏弱。2023 年，外部环境压力或有一定干扰，国内宏观政策以“宽财政+稳货币+宽信用”组合为主。鉴于地方政府债务约束宏观政策发力空间，政策重心在于提振需求，而非刺激地产基建投资端。中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源领域需求稳步增长。

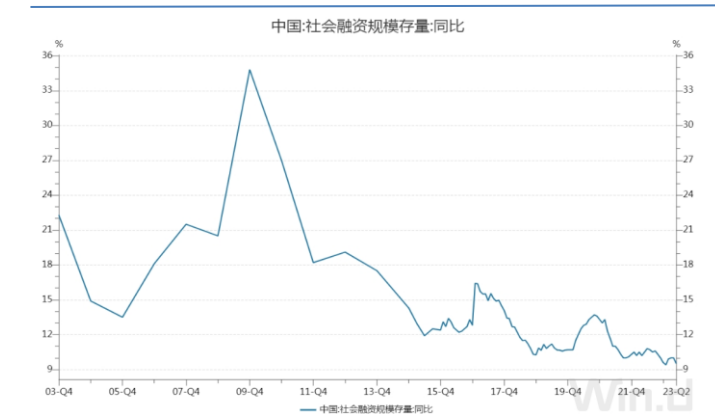
宏观层面，在一季度中国经济逐步改善后需求端又显疲态，6 月 CPI、PPI 处于回落状态，需求不足导致的通缩有所显现，后期关注国内政策举措对提振市场信心的效果。三季度海外市场需要注意欧美经济浅衰退对需求产生的负面影响，外需萎缩对有色金属影响偏空。2023 年下半年，美联储加息步伐放缓转向降息预期升温的过程中，美元逐渐走弱对有色金属价格或有偏正面影响。

图 11 M1 与 M2



数据来源: wind

图 12 社会融资规模存量增速



数据来源: wind

三、铜矿供应继续增加，进口铜矿加工费回升

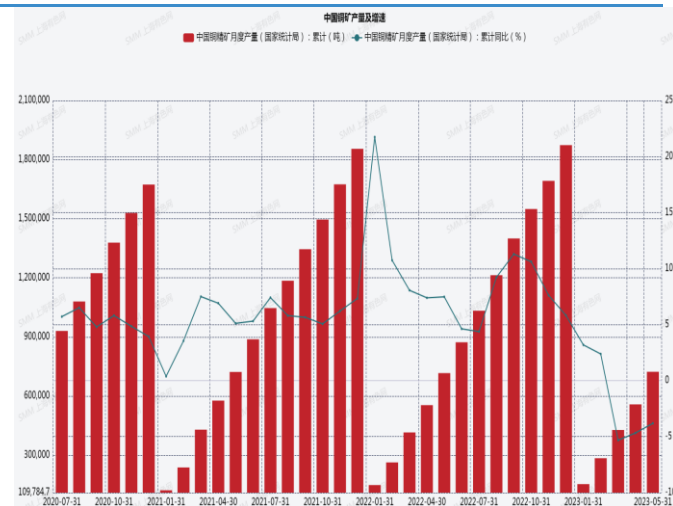
(一)、全球铜矿供应继续增长

2023年1-5月，中国铜矿产量72.3万吨，累计同比增长-3.81%，国内铜矿产量增速跌幅放缓。市场预期2023年较2022年增加6万吨左右，达到200万吨左右。2023年1-6月，中国进口铜矿1344万吨，累计同比增长7.6%。国内进口铜矿数量处于上升状态，进口增速回升。

海外铜矿主要关注智利和秘鲁，2023年1-5月，智利和秘鲁铜矿供应整体上增长。7月下旬，全球主要港口铜矿出港量小幅回落，或许与海外铜矿阶段干扰有关。国内主要港口铜矿入港量也出现下降，与海外铜矿供应阶段受阻影响。7月国内主要港口铜矿库存小幅回落，与下游原料采购小幅增加有关，预计8月港口铜矿库存水平还得看国内下游采购需求影响。

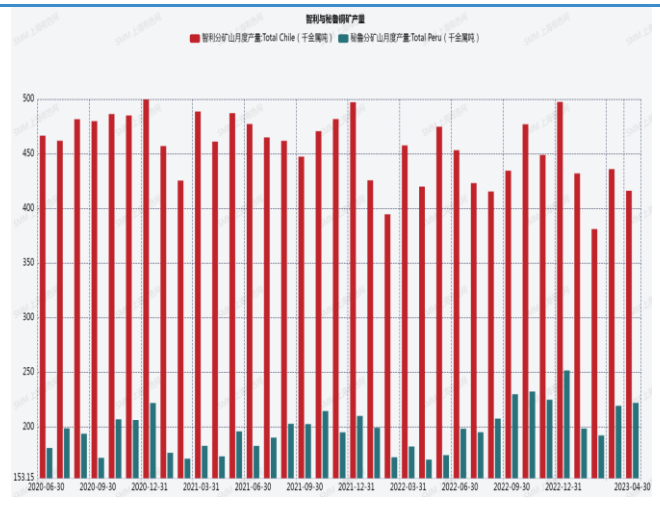
2023年7月下旬，进口铜矿加工费指数93美元/吨，较6月回升1.52个百分点，与智利、秘鲁、印尼铜矿产量增长有关。从较长周期看，2023年全球铜矿供应还是会较为充裕，加工费也随着铜矿供应增长而上升。据SMM报道，中国冶炼厂与Freeport敲定2023年铜矿长单加工费基准价为88美元/吨，较2022年增加23美元/吨，创2017年以来新高，显示出未来一年铜矿供应充裕，冶炼端产量将跟随矿产端产能增加。

图 13 中国铜矿产量及增速



数据来源：SMM

图 14 智利与秘鲁铜矿产量



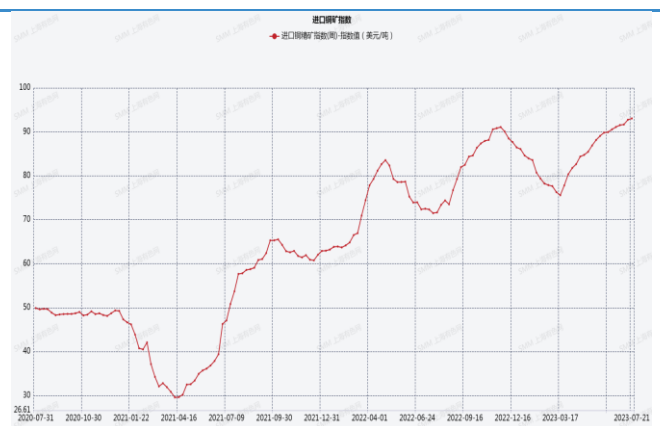
数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



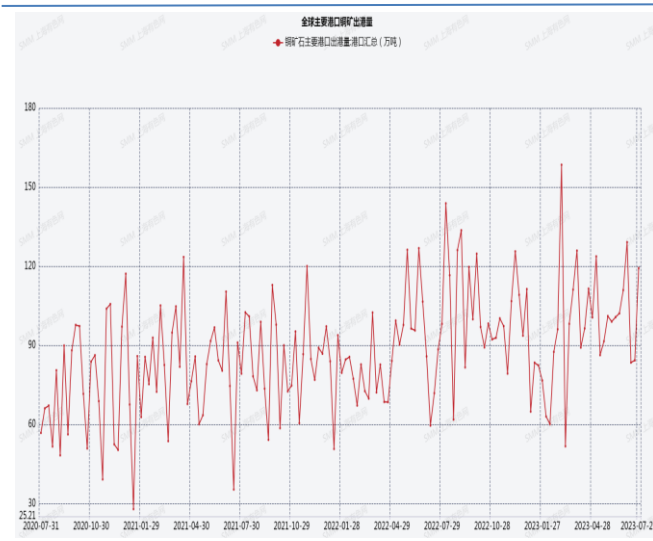
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿指数



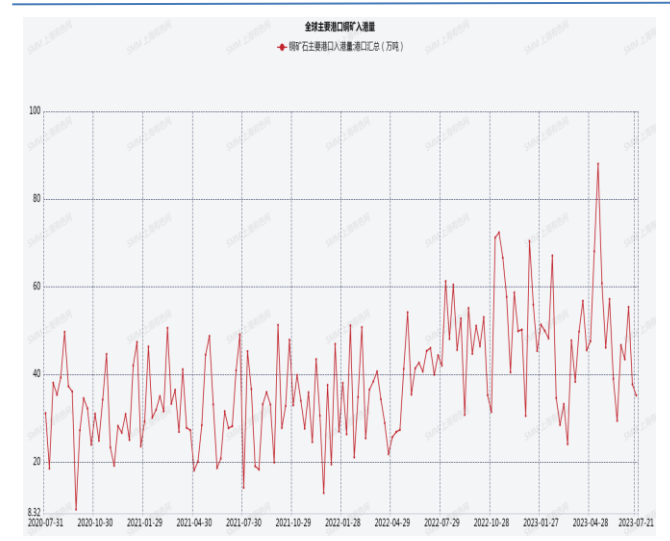
数据来源：SMM

图 17 全球主要港口铜矿出港量



数据来源：SMM

图 18 国内主要港口铜矿入港量



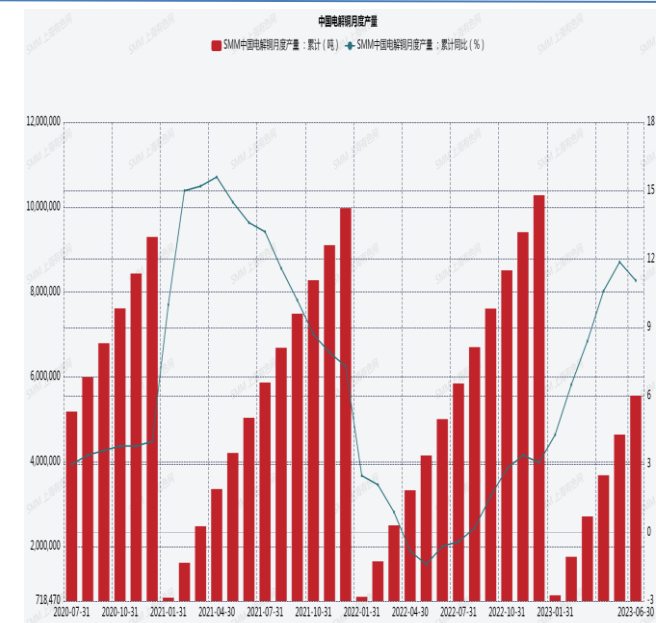
数据来源：SMM

(二)、国内电解铜供应继续增长，但夏季铜冶炼开工率或受高温限电影响回落

据 SMM 统计，2023 年 1-6 月中国电解铜产量 555.9 万吨，累计同比增长 11.06%，增速较 2022 年同期加快，显示出国内电解铜供应持续增长。1-6 月电解铜进口量 154.5 万吨，累计同比增长-12.73%，增速较 2022 年同期回落，或许与进口铜现货处于亏损状态有关。据 SMM 预测，2023 年中国精铜产量 1110 万吨，累计同比增长 2.8%。2023 年，中国净进口精铜 317 万吨，累计同比增长 10.94%，整体电解铜供应大概 1427 万吨，实际需求量 1412 万吨，供应剩余 15 万吨。2022 年，中国电解铜供应短缺 13 万吨左右，2023 年在矿产端增长带动下电解铜产量有明显增长。

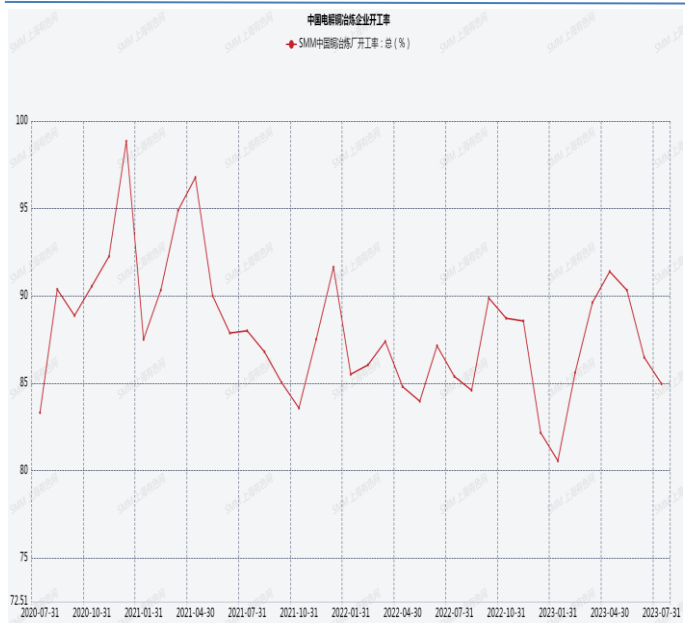
SMM 预计，2023 年 7 月铜冶炼厂整体开工率 84.98%，较 6 月回落 1.51 个百分点。2023 年 6 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 1379 元/吨、1256 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 5 月回升 191 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 5 月回升 62 元/吨。夏季国内铜冶炼端开工率或许受高温限电影响继续回落。

图 19 中国电解铜月度产量



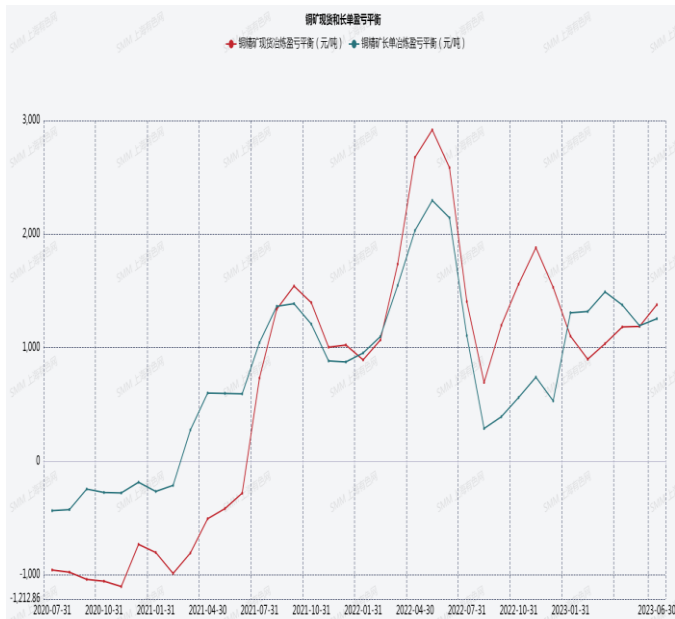
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



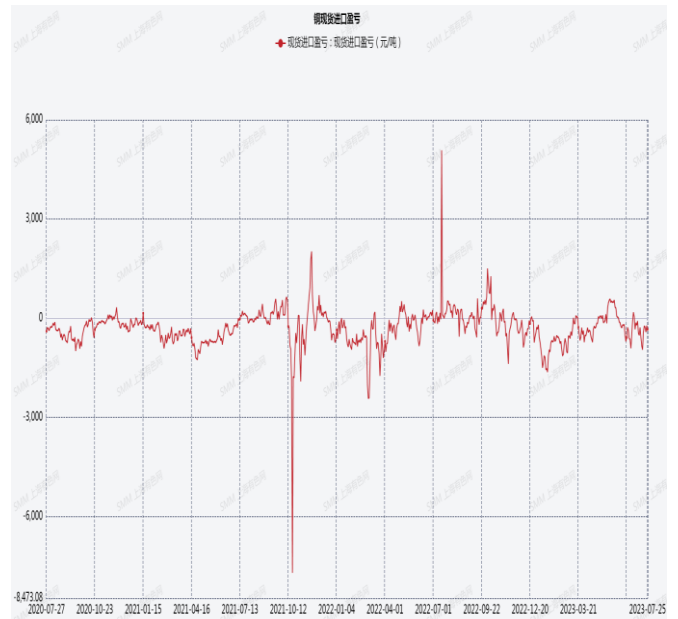
数据来源：SMM

图 21 铜矿现货和长单盈亏平衡



数据来源：SMM

图 22 铜现货进口盈亏

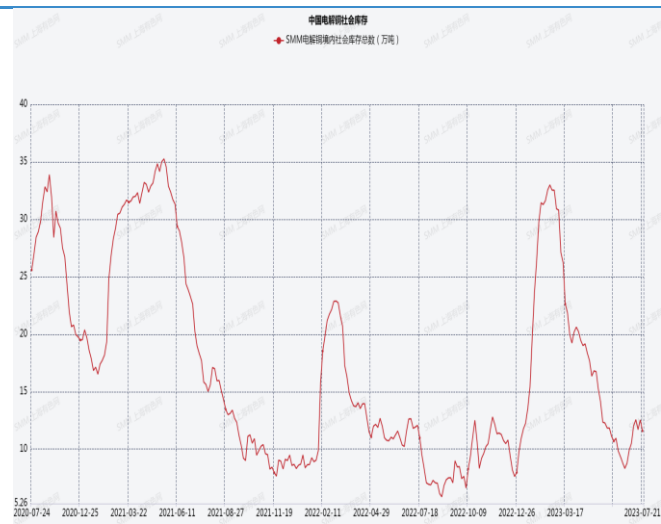


数据来源：SMM

(三)、需求偏弱，铜库存小幅累库

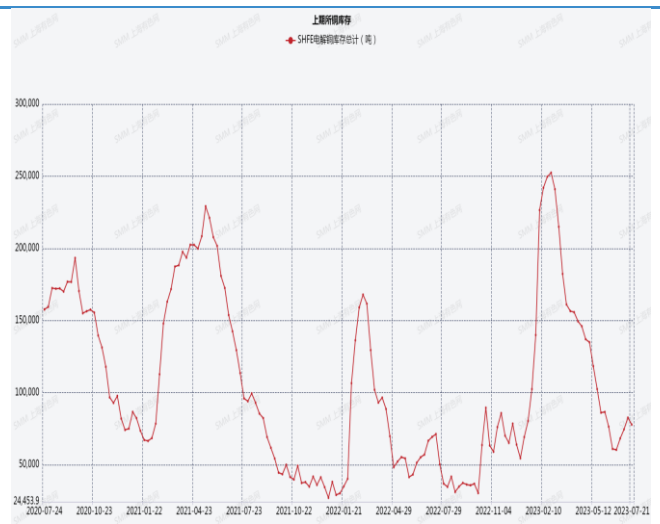
7月下旬，LME 铜库存 5.99 万吨，较 6 月下旬回落近 1.3 万吨。上期所铜库存 7.78 万吨，较 6 月下旬回升 9500 吨。中国电解铜社会库存 10.9 万吨，较 6 月下旬回升 1 万吨。据 SMM 资讯，7 月铜价高位运行，下游补货积极性反而在减弱，SMM1#电解铜升水回落。现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略，境内铜库存小幅累库。

图 23 中国电解铜社会库存



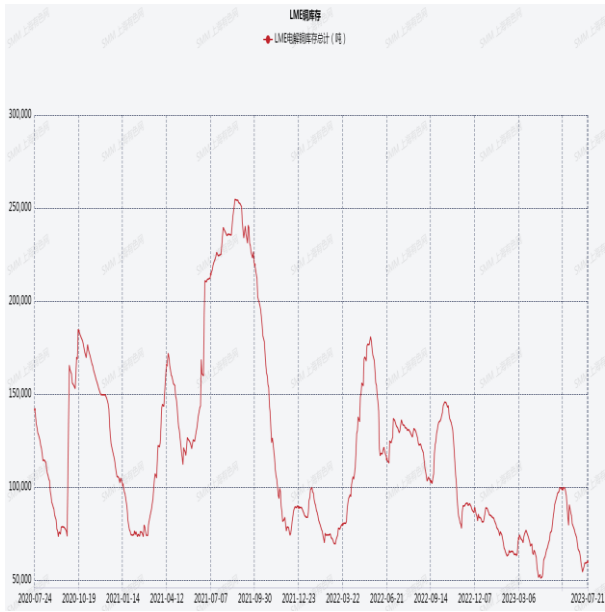
数据来源：SMM

图 24 上期所铜库存



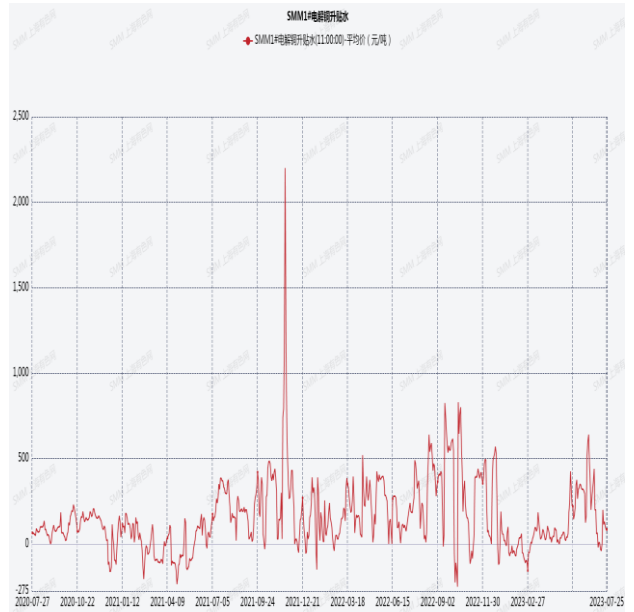
数据来源：SMM

图 25 LME 铜库存



数据来源：SMM

图 26 SMM#电解铜升贴水

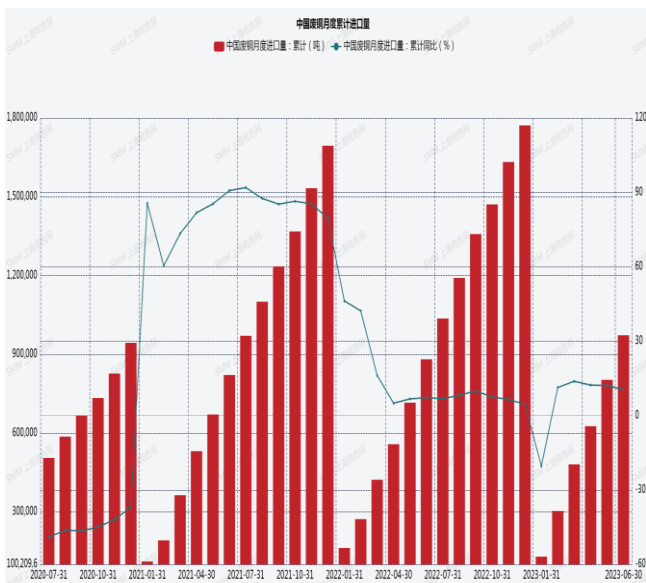


数据来源：SMM

(四)、7月精废铜价差回落，精铜价格上方有压力

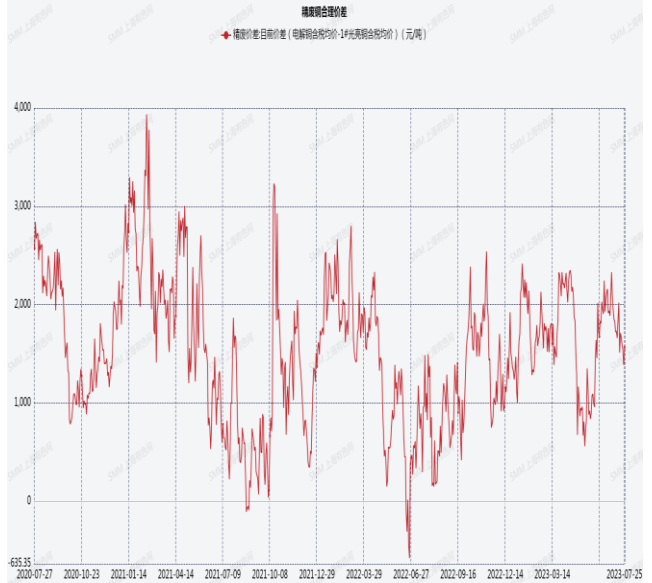
据 SMM 显示，2023 年 1-6 月，中国进口废铜 97.2 万吨，同比增长 10.38%，保持增长。现货市场方面，7 月下旬精废合理价差 1568 元/吨，精废价差回落，较 6 月回落近 500 元/吨。7 月精铜价格反弹至高位后回落，精废价差收窄，下游采购废铜意愿减弱。8 月若精铜价格冲高回落，精废价差或再度下降，下游对精铜采购或有所增加。

图 27 中国废铜月度累计进口量



数据来源：SMM

图 28 精废铜合理价差



数据来源：SMM

四、需求复苏曲折坎坷，终端需求亮点仍在电力电网基建与新能源

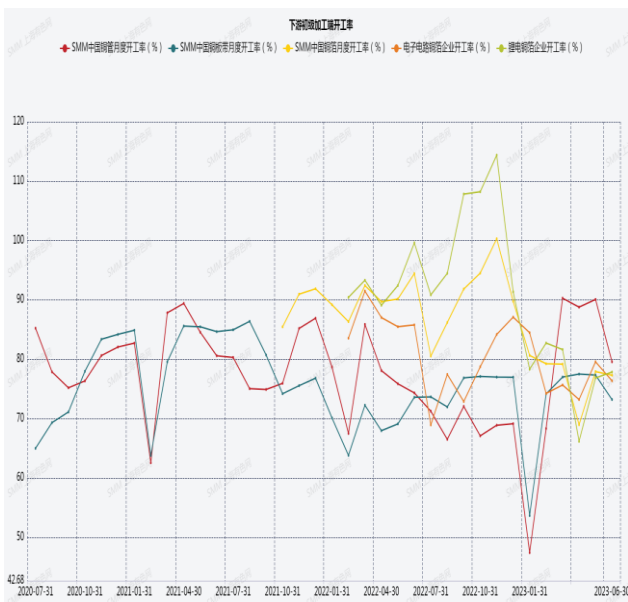
铜下游需求端主要集中在地产基建、汽车、电力等领域，鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产基建存在复苏预期，但期望值并不会太高，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和，经济结构转型背后也是传统领域需求萎缩和新兴领域需求扩张的切换过程。需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

(一)、受电力供应偏紧和需求较弱影响，6月下旬初级加工端开工率回落

夏季需求走弱，下游铜材加工企业开工率回落。2023年6月，铜材企业月度开工率72.55%，较5月回落6个百分点。6月电线电缆企业月度开工率84.5%，较5月回落5.1个百分点。漆包线企业月度开工率68.98%，较5月回落4个百分点。铜管企业月度开工率79.57%，较5月回落10.5个百分点。铜板带企业月度开工率73.21%，较5月回落4.1个百分点。铜箔企业月度开工率77.31%，较5月回落0.61个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率76.37%，较5月回落3.2个百分点。锂电铜箔企业开工率77.85%，较5月回升1个百分点。2023年6月，电解铜制杆企业开工率70.93%，较5月下旬回落5.5个百分点。再生铜制杆企业开工率46%，较5月下旬回升1.2个百分点。

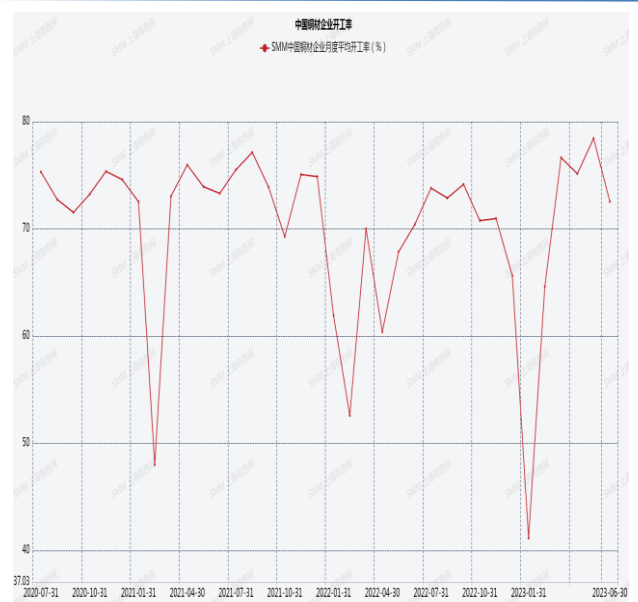
鉴于国内经济复苏曲折坎坷，终端需求偏弱，预计7-8月铜材初级加工端开工率或有不同程度地下滑。后期关注政策发力情况，若政策采取偏宽松加力的态势，铜材初级加工端领域开工率或维持偏高位水平。

图 29 下游初级加工端开工率



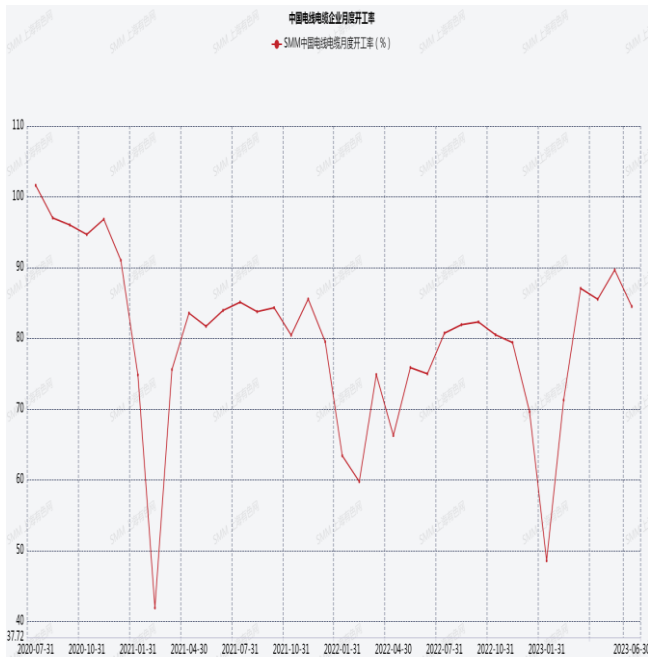
数据来源：SMM

图 30 中国铜材企业开工率



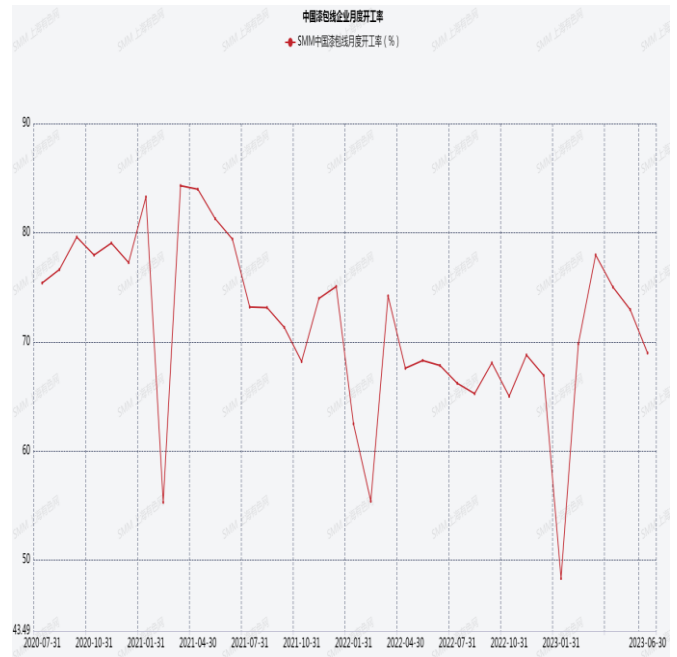
数据来源：SMM

图 31 中国电线电缆企业月度开工率



数据来源：SMM

图 32 中国漆包线企业月度开工率



数据来源：SMM

(二)、房地产好坏参半，终端需求亮点还看新能源增量

在碳达峰、碳中和背景下，传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型，预计到 2030 年，新能源发电量占比达 42%，2060 年新能源发电量占比达 80%。在发电结构转型过程中，电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。2023 年 1-6 月，电网投资完成额 2054 亿元，累计同比增速 7.8%。2023 年 1-6 月，电源投资完成额 3319 亿元，累计同比增速 53.8%。新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2023 年 1-6 月，中国新能源汽车产量 378.8 万辆，累计同比增速 42%，中国新能源汽车销量 374.7 万辆，累计同比增速 44%。目前新能源汽车渗透率 30%，未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。不仅在新能源汽车领域，在光伏、风电领域对铜增量需求拉动也较为明显。

图表 33 铜在新能源领域需求情况

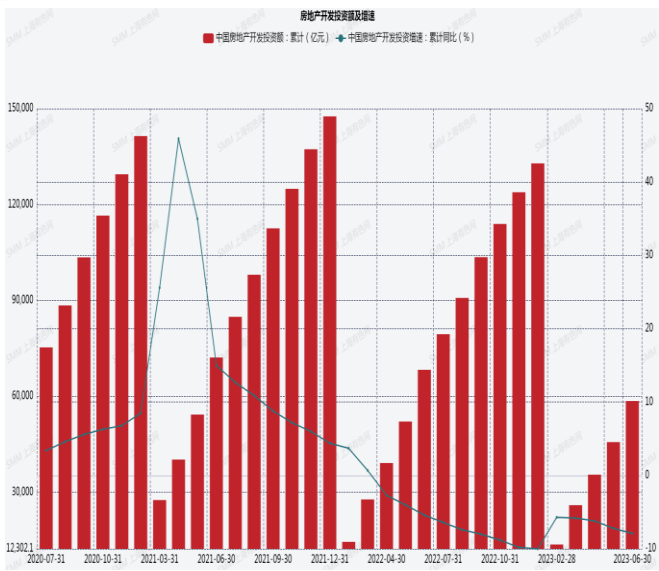
| 新能源应用领域 | 2021 年 | 2025 年 | 新能源不同领域中铜需求复合增速 |
|--------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------|
| 光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦 4 吨。 | 全球光伏新增装机量 170GW，耗铜量 69 万吨 | 全球光伏新增装机量 286GW，耗铜量 114.4 万吨 | 10.64% |
| 风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦 6 吨。 | 全球风电新增装机量 40GW，耗铜量 24 万吨 | 全球风电新增装机量 112GW，耗铜量 67.2 万吨 | 22.87% |
| 新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆 83 千克。 | 全球新能源汽车销量 625 万辆，耗铜量 51.88 万吨 | 全球新能源汽车销量 1800 万辆，耗铜量 149.4 万吨 | 23.56% |
| 合计耗铜量 | 144.88 万吨 | 331 万吨 | 17.97% |

资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

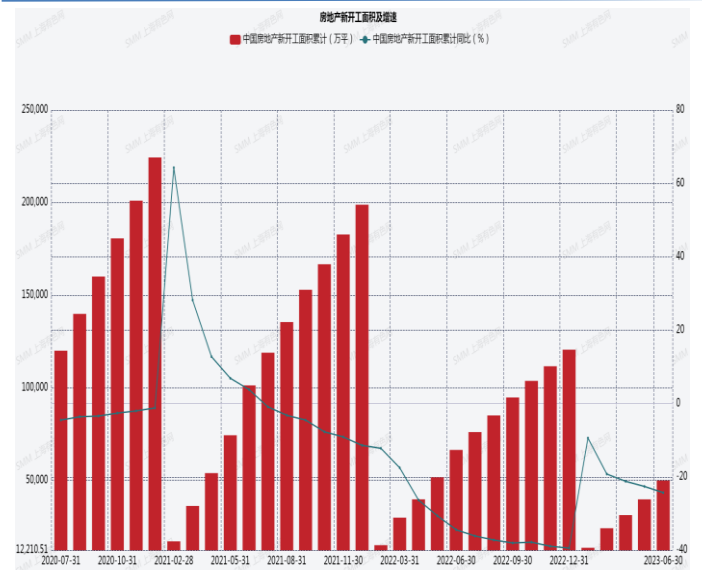
据 SMM 预测数据显示，2023 年，中国电力端耗铜量 686 万吨，家电耗铜量 203 万吨，交通运输耗铜量 193 万吨，建筑耗铜量 116 万吨，机械电子耗铜量 132 万吨，其他行业耗铜量 163 万吨，合计耗铜量 1493 万吨，较 2022 年增长 10.7%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里房地产受政策调控影响大，地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2023 年 1-6 月，房地产开发投资额 5.85 万亿元，累计同比增速-7.9%。2023 年 1-6 月，房地产新开工面积 4.9 万平方米，累计同比增速-24.3%；2023 年 1-6 月，房地产竣工面积 3.39 万平方米，累计同比增速 19%。2023 年 1-6 月，商品房销售面积 5.95 万平方米，累计同比增速-5.3%。目前，政策刺激地产竣工销售边际改善效果逐渐显现，增速跌幅趋于收窄，但新开工面积增速依旧下滑，目前房地产表现好坏参半。房地产开工指标持续走弱，一方面反映出房地产企业正处于供给出清，重塑市场竞争格局的过程中；另一方面，显示出房地产企业拿地投资谨慎，长期地产发展趋势已趋于下行。后期继续关注地产竣工销售改善的持续度。

图 34 房地产开发投资额及增速

图 35 房地产新开工面积增速



数据来源：SMM



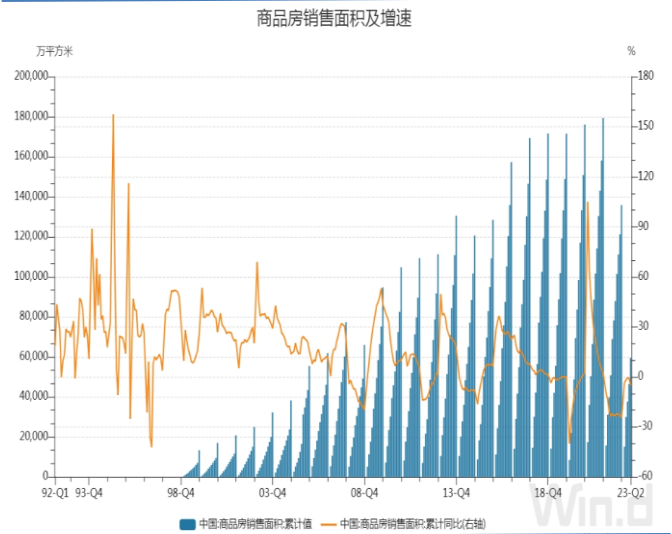
数据来源：SMM

图 35 房地产竣工面积及增速

图 36 商品房销售面积及增速

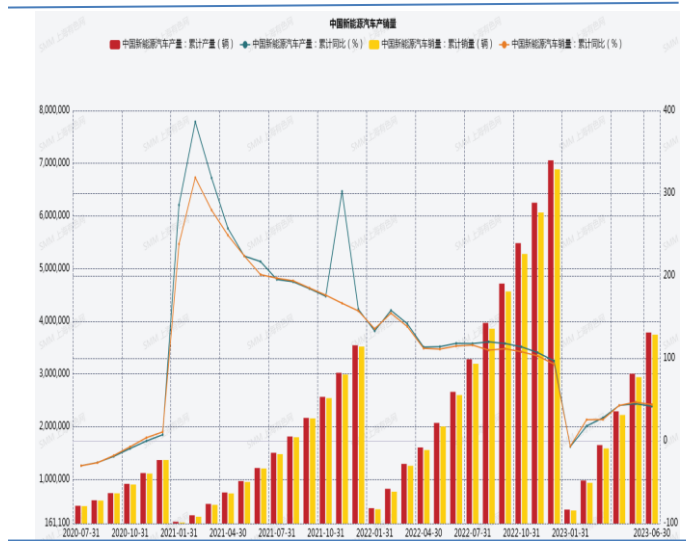


数据来源：SMM



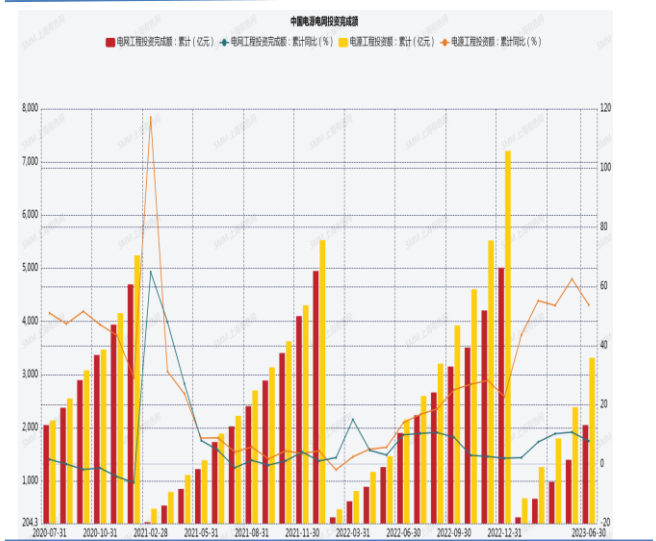
数据来源：wind

图 37 中国新能源汽车产销量



数据来源：SMM

图 38 中国电源电网投资完成额



数据来源：wind

五、展望—需求偏弱，市场信心有待提振，铜价区间运行

国内经济复苏不及预期，进程曲折，需求较弱，鉴于地方政府债务压力将制约政策发力空间，后期政策利好预期偏向于提振消费举措，而非基建投资。目前市场处于政策向好预期与宏观偏弱现实的博弈状态，短期政策预期驱动占优。高层关于活跃资本市场，提振信心的表态刺激短期铜价反弹。海外方面，美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分后，将对浅衰退进行反应。美联储政策路径将沿着紧缩退坡（2022 年 12 月）—加息停止（2023 年三季度）—降息预期升温（2023 年底）的方向演绎，美元指数或逐渐走弱托底铜价，但海外高利率环境持久性，以及外部环境不确定性形成宏观上的压制。

8 月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏不如预期，一波多折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

8 月影响铜价的中观变量：铜矿产量增长传导至冶炼端供应增加（利空）；下游初级加工端开工率回落（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 60000—70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 60000 元/吨支撑，箱顶 70000 元/吨附近压力。

铝：供应分化，需求偏弱，震荡筑底

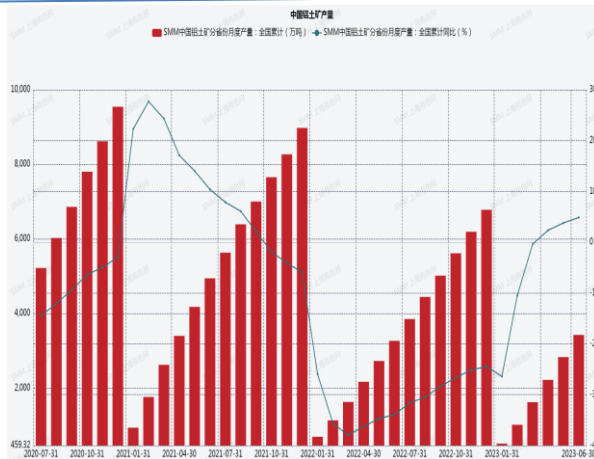
一、供给端：国内铝土矿产量增长，进口铝土矿回落，氧化铝产量阶段收缩，电解铝产量小幅回落

铝在地壳中含量较为丰富（7.45%），从供给端储量、产量角度看，不属于稀缺资源。近年来，铝供给弹性主要取决于环保限产压力，以及电力供应松紧，通过对供给端这两个关键变量进行持续跟踪，有利于分析判断铝产能产量释放与收缩对价格波动影响。

（一）、中国铝土矿产量增速继续回升，进口铝土矿环比回落

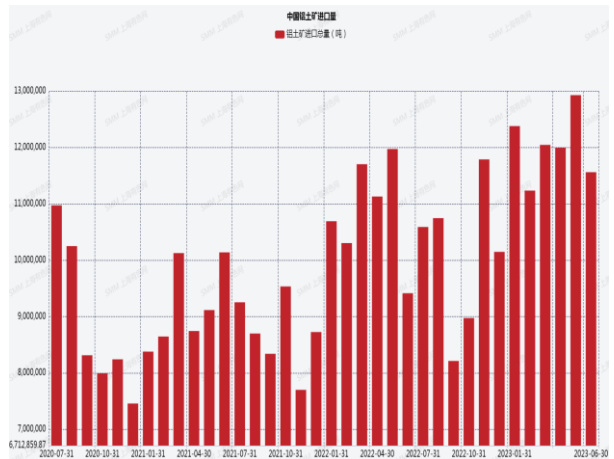
2023年1-6月，中国铝土矿产量3425.14万吨，同比增速4.86%，夏季关注电力供应阶段性偏紧影响。2023年1-6月中国铝土矿进口量7214.66万吨，与去年同期相比增长，但6月环比出现回落。2023年国内铝土矿开采还将继续受到环保限产、电力供应阶段性偏紧扰动，铝土矿产量在不同阶段会有所回落。在电力供应较为充足时，铝土矿产量供应会有阶段回升。

图1 中国铝土矿产量



数据来源：SMM

图2 中国铝土矿进口量



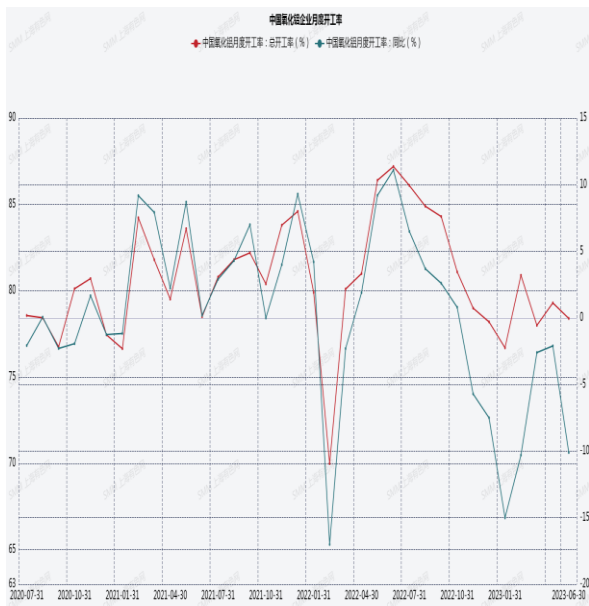
数据来源：SMM

（二）、国内氧化铝产量阶段收缩，电解铝产量小幅回落

据SMM数据，2023年6月中国氧化铝企业月度开工率78.4%，较4月回落0.9个百分点，但受部分地区氧化铝企业检修影响，月度开工率同比增速-10.1%，增速跌幅扩大。6月中国氧化铝产量646万吨，较5月回落22.2万吨。2023年6月氧化铝进口量4.38万吨，同比减少68.3%，环比减少61.5%。2023年1-6月累计进口75.9万吨，同比减少14.3%。2023年6月氧化铝出口量7.55万吨，同比减少60.1%，环比减少31.5%。2023年1-6月累计出口56.4万吨，同比减少0.5%。2023年5月全球氧化铝企业月度产量1121.3万吨，较4月回升45.7万吨。2023年5月全球氧化铝企业月度产量（除中国以外）产量同比增速-3.5%，增速跌幅收窄。

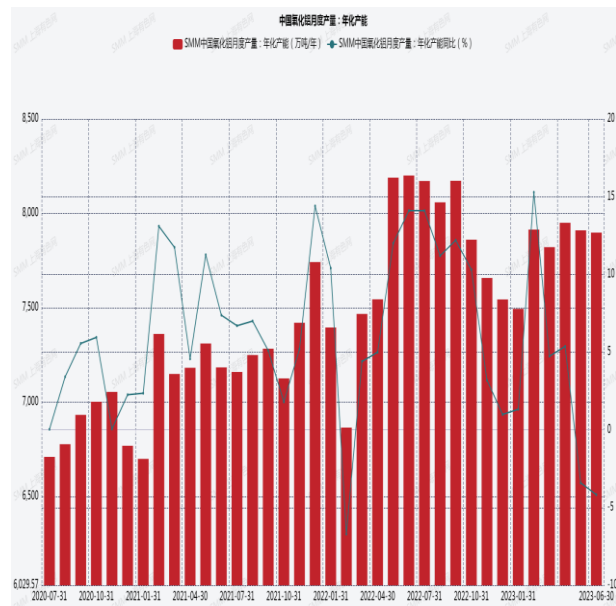
据SMM资讯，云南地区电解铝复产提速，预计八月底部分大企业能够满产，目前云南地区产量逐步爬坡，后续华南市场供应压力将逐步体现。2023年7月中国电解铝建成产能4519万吨，运行产能4185万吨，开工率92.5%，较6月回升1.6个百分点，显示出电解铝产能处于政策规定的天花板，凸显出中国电解铝供给刚性，产能继续向上空间有限。2023年6月中国电解铝月度产量347.2万吨，较5月回落11万吨，同比增速0.14%，增速放缓。2023年6月中国电解铝企业开工率90.9%，较5月回升0.5个百分点，月度开工率同比增速-1.2%，增速跌幅持平。7-8月关注夏季用电高峰对电解铝企业开工率产生的限制影响。2023年6月全球电解铝月度产量569.9万吨，较5月回落19万吨。全球电解铝企业月度产量（除中国以外）产量同比增速0.3%，增速放缓，预计后期海外电解铝产量供应会增加。

图3 中国氧化铝企业月度开工率



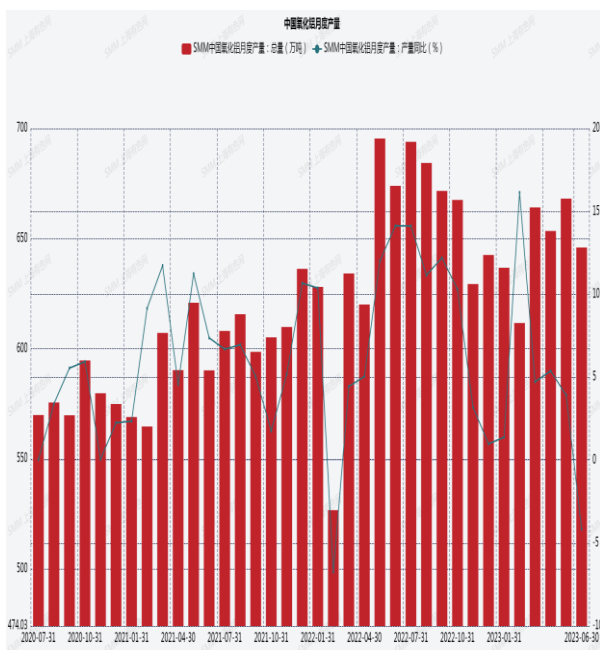
数据来源：SMM

图4 中国氧化铝月度产量：年化产能



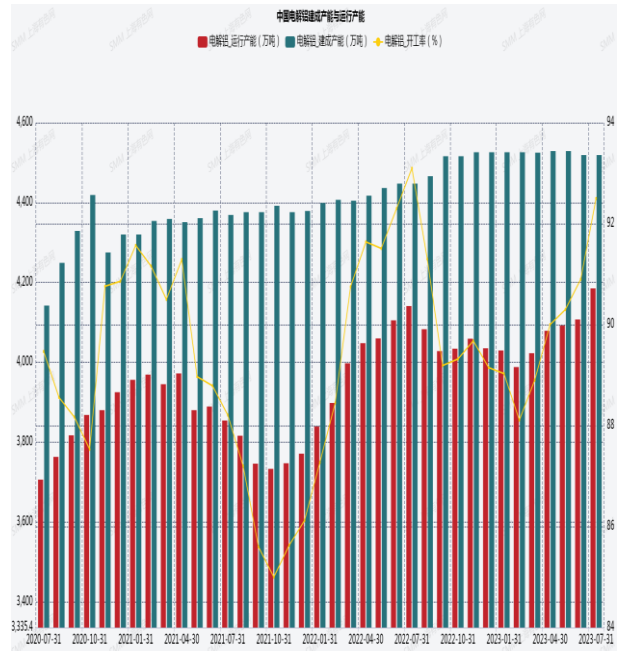
数据来源：SMM

图5 中国氧化铝月度产量



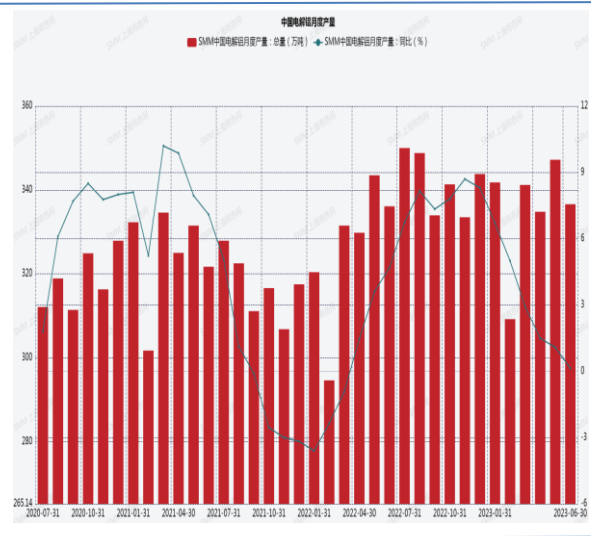
数据来源：SMM

图6 中国电解铝建成产能与运行产能



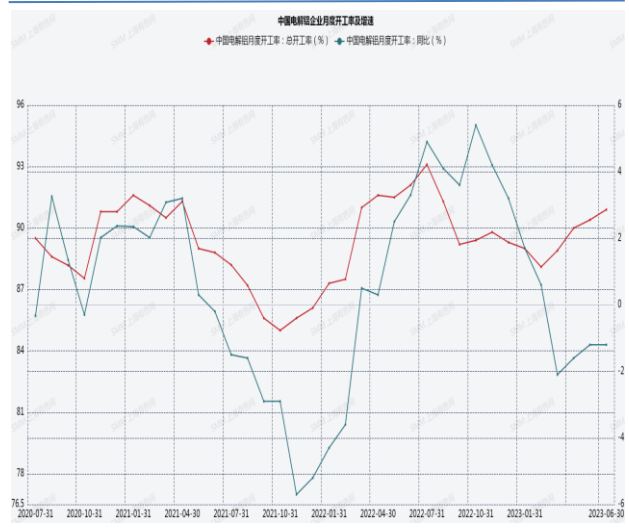
数据来源：SMM

图 7 中国电解铝月度产量



数据来源：SMM

图 8 中国电解铝企业月度开工率及增速



数据来源：SMM

二、成本端：原料成本下降，对铝价支撑力度下移

历史上，电解铝价格跌破成本后，当亏损幅度达 500 元-1000 元/吨，对应的是铝价的底部区域。成本端变化对每一轮铝价下跌后的支撑力度，可以作为参考。截至 2023 年 7 月下旬，中国电解铝成本 15946 元/吨附近，跌破去年 7 月中旬铝价跌至 17000 元/吨低点。目前原料价格下跌导致电解铝成本下移，成本端支撑减弱，国内多数电解铝企业处于盈利状态，但利润在下滑。

图表 9 电解铝成本模型测算

| 原料及其他费用 | 原料单耗 | 原料价格 | 原料成本 |
|------------------|-------------|------------|-------------|
| 氧化铝 | 1.925 吨 | 2845 元/吨 | 5477.35 元/吨 |
| 预焙阳极 | 0.45 吨 | 4985 元/吨 | 2243.25 元/吨 |
| 氟化铝 | 0.025 吨 | 9000 元/吨 | 225 元/吨 |
| 冰晶石 | 0.003 吨 | 7150 元/吨 | 21.45 元/吨 |
| 电力 | 0.417 元/kwh | 13500kwh/吨 | 5629.5 元/吨 |
| 人工费用 | —— | 150 元/吨 | 150 元/吨 |
| 维修费 | —— | 400 元/吨 | 400 元/吨 |
| 折旧费 | —— | 300 元/吨 | 300 元/吨 |
| 三项费用(管理、财务、营业费用) | —— | 1500 元/吨 | 1500 元/吨 |
| 合计 | —— | —— | 15946 元/吨 |

数据来源：SMM

图 10 中国电解铝成本利润模型



数据来源：SMM

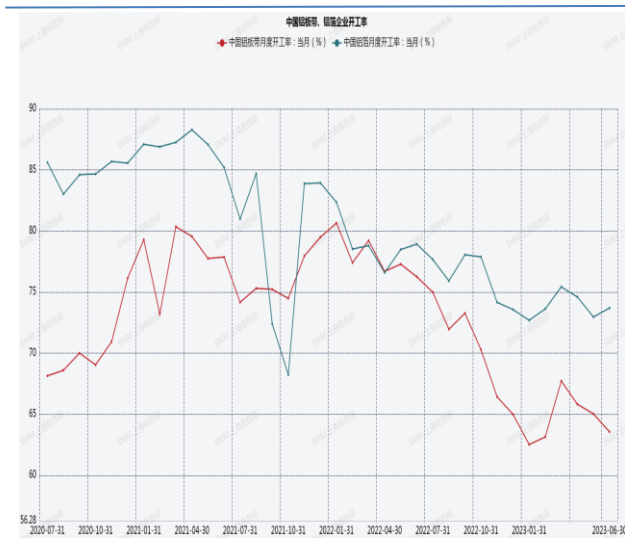
三、需求端：初级加工端开工率回落，终端需求偏弱

铝终端需求主要集中在建筑、交通运输、电力电子、机械设备、包装等领域，横跨传统与新兴行业，在中国经济发展方式转变，新旧能源结构转换的过程中，铝在新能源、航空航天等新兴行业的应用也越来越广阔。对需求端做分析时，必须考量这些新兴行业对铝增量需求拉动情况。据 SMM 预测，2023 年中国建筑用铝 940 万吨，交通用铝 805 万吨，电力电子用铝 620 万吨，机械设备用铝 290 万吨，耐用消费品用铝 350 万吨，包装用铝 435 万吨，其他用铝 110 万吨，合计 3550 万吨，较 2022 年增长 1.57%。新能源车、新能源电力基础设施、高端装备等新兴行业对传统领域需求替代不会一蹴而就，而是一个较为漫长的过程。

（一）、下游初级加工端开工率回落

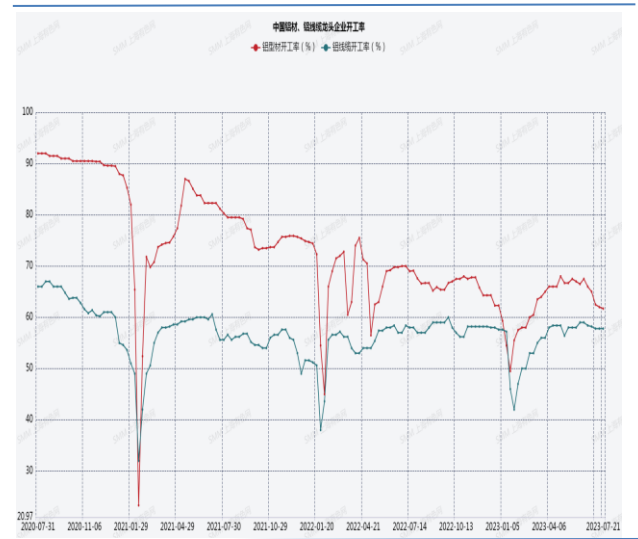
2023 年 7 月下旬，中国铝材龙头企业开工率 61.7%，较 6 月下旬回落 3.3 个百分点。铝线缆龙头企业开工率 57.8%，较 6 月下旬回落 0.4 个百分点。2023 年 6 月建筑型铝材开工率 45.5%，较 5 月回落 0.6 个百分点，与地产销售面积增速回落有关。2023 年 6 月工业型铝材开工率 55.1%，较 5 月回落 0.22 个百分点，受夏季高温限电，以及终端需求偏弱影响，预计 7-8 月处于小幅回落状态。2023 年 6 月铝板带企业开工率 63.57%，较 5 月回落 1.5 个百分点；6 月铝箔开工率 73.7%，较 5 月回升 0.8 个百分点。下游初级加工端开工率回落，与终端需求整体偏弱有关。未来铝箔在新能源电池负级集流体上的应用需求增量可以密切关注。预计 7-8 月，下游初级加工端开工率受高温限电和终端需求较弱影响出现回落。

图 11 中国铝板带、铝箔企业开工率



数据来源：SMM

图 12 中国铝材、铝线缆龙头企业开工率

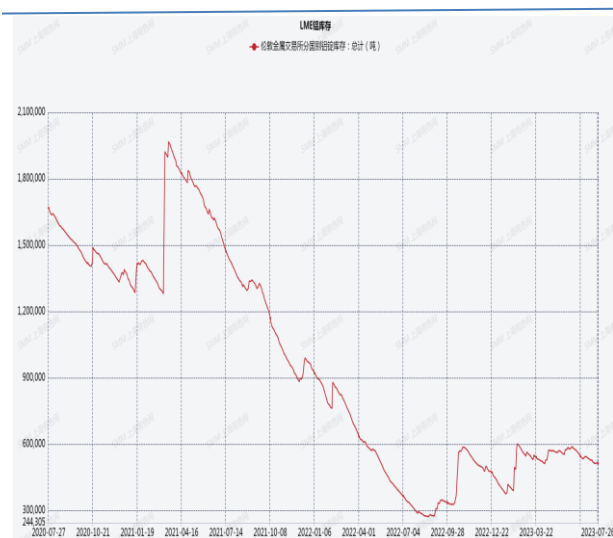


数据来源：SMM

(二)、终端需求偏弱，铝库存出现累库

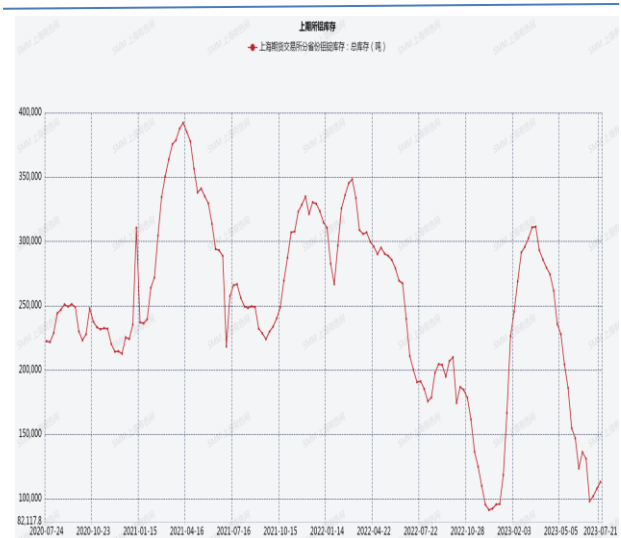
据 SMM 资讯，国内供应端产量增长，铝水转化比例逐月提涨，行业中间制品产量增加明显，后续若终端需求仍不及预期，不排除中间合金制品去库不畅，铝厂再度转产铝锭，铝锭库存恢复至去库放缓态势。但这种消费向上传导需要一段时间，5-6 月铝锭维持低库存且去库的状态，对铝价有一定的支撑作用。7-8 月需要警惕需求偏弱导致铝库存累库的情形出现。7 月下旬国内主流消费地电解铝库存 55.4 万吨，较 6 月下旬回升 3.2 万吨。LME 铝库存 51.3 万吨，较 6 月下旬回落 3 万吨。上期所铝库存 11.3 万吨，较 6 月下旬回升 1.5 万吨。7 月下旬中国电解铝库存/消费是 5.07 天，较 6 月下旬回升 0.32 天，显示出境内铝库存处于累库状态。后期继续关注下游加工端对上游原料采购力度，若需求持续不振，累库持续性会增强，届时对铝价承压也会显现。

图 13 LME 铝库存



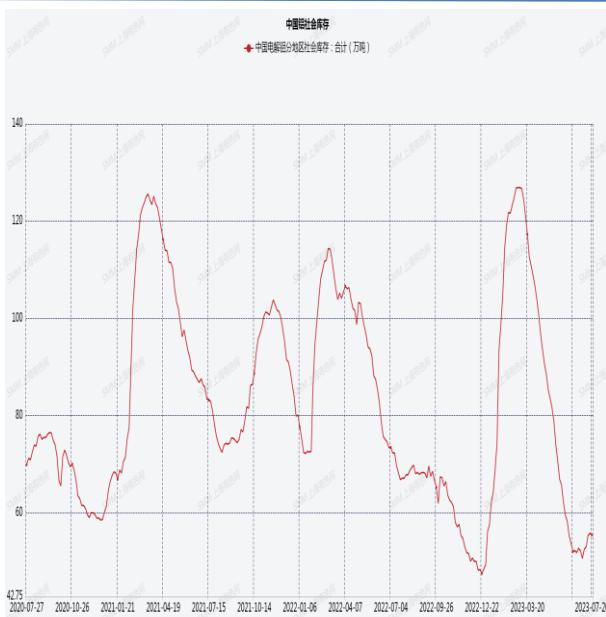
数据来源：SMM

图 14 上期所铝库存



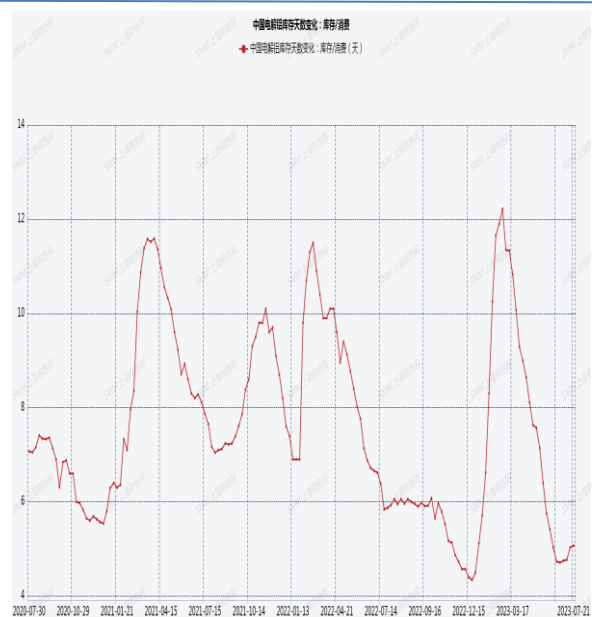
数据来源：SMM

图 15 中国电解铝社会库存



数据来源：SMM

图 16 中国电解铝库存天数变化：库存/消费

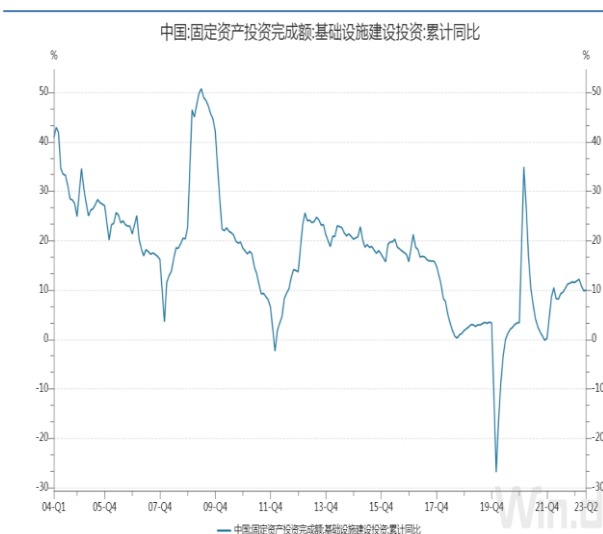


数据来源：SMM

(三)、基建保持平稳，地产存改善预期，后期关注政策发力情况

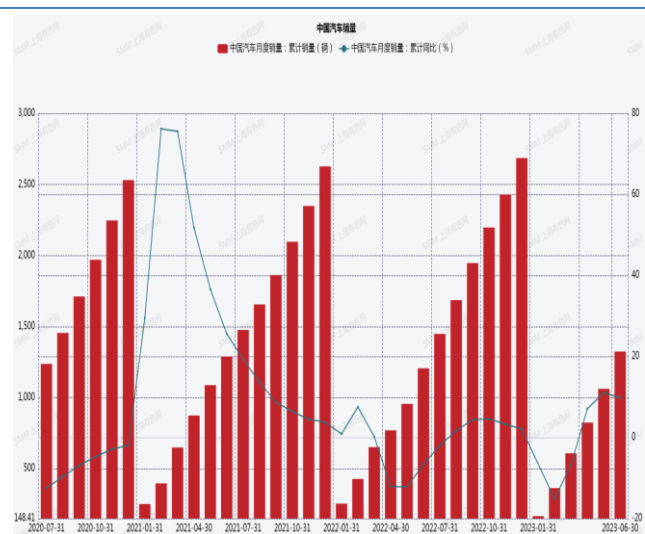
2023年1-6月，中国基建投资累计增速10.71%，较1-5月回升0.64个百分点，基建是托而不举，对经济的主要贡献是稳住基本盘。2023年基建投资增速或在9%-12%区间运行，整体上依旧是托底作用。随着政策层面对房地产保交楼的大力推进，预计2023年房地产竣工、销售等环节均会出现改善，有利于拉动工业金属材料需求。中国汽车销量保持平稳。后期继续关注政策发力稳定终端需求的力度。

图 17 中国基建投资增速



数据来源：wind

图 18 中国汽车销量



数据来源：SMM

四、展望—供应分化，需求偏弱，震荡筑底

7月国内铝土矿产量继续增长，进口铝土矿收缩，氧化铝、电解铝供应阶段偏紧。下游初级端开工率回落，终端需求较弱，境内铝库存累库。警惕需求不振导致的累库对铝价产生的承压。目前不同规模产能的电解铝厂对应成本区间在16000-18000元/吨，成本端对铝价支撑有所减弱。目前电解铝厂多数处于盈利状态。长期能源转型与碳中和背景下，铝价底部区间稳步抬升。

8月影响铝价的中观变量：氧化铝供应增加，电解铝产量回升（利空）；下游初级加工端开工率因终端需求偏弱而回落（利空）；铝锭出现累库（利空）；终端需求新能源电力电网投资增速保持平稳，新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铝价在16000-19000元/吨箱体运行，关注箱底16000元/吨成本端支撑，箱顶19000元/吨附近压力。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编： 310003

电话： 400-700-2828

网址： <http://www.zjncf.com.cn>