

2024年铝展望

供需偏紧，铝价运行区间缓慢抬升

➤ 宏观

中美财政周期错位，货币政策趋松，偏多铝价

➤ 中观

供给压减，需求有支撑，供需偏紧，偏多铝价

➤ 交易

运行区间缓慢抬升

核心观点—供需偏紧，运行区间缓慢抬升



宏观面：2024年，外部环境改善主要在于美国通胀回落，美元利率见顶回落，美元流动性边际放松，对铝价影响偏正面。内部环境改善主要在于中央政府开始加杠杆，托底稳经济。不确定性在于国内经济复苏进程较为曲折，需求偏弱的改善程度。

产业面：2024年铝土矿供应增速较低，电解铝产能受政策制约，供给端偏紧。需求端基建表现或好于地产，亮点主要集中在新能源电网电力投资和新能源汽车产业链。

长期铝价趋势：长期能源转型与碳中和背景下，供给增速小于需求放缓增速，供给收缩力度决定铝价弹性空间，底部区间稳步抬升。

2024年影响铝价的宏观变量：中国经济触底+海外美元流动性转向宽松（利多）；宏观政策利好持续发力，提振信心（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）。

2024年影响铝价的中观变量：供给端继续收缩（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；基建增速平稳回升（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产投资、竣工、销售不及预期（利空）。

交易面：在供需偏紧预期下，17000-20000元/吨宽幅区间震荡，关注箱底17000-18000元/吨支撑，箱顶19000-20000元/吨附近压力。

宏观面主要矛盾：中美财政周期错位，美国财政收缩，中国财政扩张



2024年，美国财政支出受大选、FAR法案等因素影响将出现收缩，货币政策为对冲经济下行压力，将逐渐转为宽松，利率高位回落，美元指数趋弱。美元利率见顶回落，流动性改善有利于科技、医药等成长板块。财政支出收缩导致经济下行压力增加，偏空于有色金属资源板块。

2024年，中国继续调整优化中央与地方政府之间的债务结构，即中央政府加杠杆，发行国债，提高财政赤字率，缓解地方债务压力，托底稳经济。地方政府一方面发行特殊再融资债券置换存量债务，另一方面严控新增债务规模，避免债务过度增加。宽松货币政策会继续降准降息，配合降低债务成本。中国宏观政策以积极扩张财政政策为主导，宽松货币政策协调配合。

	政策组合差异	经济表现	资产表现
美国	宽货币+紧财政	小幅下行探底	成长板块强于周期资源
中国	宽货币+宽财政	向上弱修复	成长板块较强，有色金属偏弱区间运行



数据来源：中金公司

美国财政赤字缩减对商品类资产影响偏空

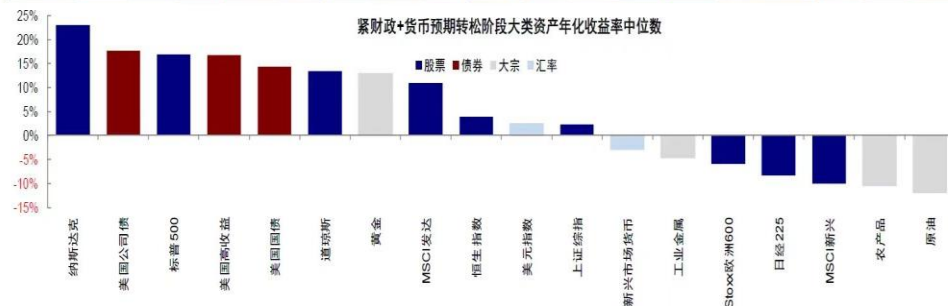


据中金公司资料显示，2024年美国财政赤字预估1.66万亿美元，低于2023年的1.7万亿美元。2024年美国宏观政策以“紧财政+货币转松预期”为主，历史上此阶段，科技医药等成长类板块表现（经济偏弱，无风险利率下行，成长类估值溢价）偏强于大宗商品（经济偏弱承压需求，收入放缓，顺周期偏调整，商品弱势）。从历史经验看，2024年有色金属上方空间有限。



数据来源：中金公司

紧财政+货币 预期转松	全球股市									债券			大宗商品				汇率	
	标普500	纳斯达克	道琼斯	Stoxx欧洲600	日经225	上证综指	恒生指数	MSCI发达	MSCI新兴	美国国债	美国公司债	美国高收益	工业金属	原油	农产品	黄金	美元指数	新兴市场货币
Sep-1985至Oct-1986	28.3%	24.8%	33.8%	N/A	38.5%	N/A	47.9%	54.6%	N/A	20.7%	20.8%	N/A	0.2%	-46.7%	6.5%	29.4%	-19.4%	N/A
Aug-1990至Aug-1991	26.0%	41.6%	19.5%	13.4%	-7.4%	N/A	35.7%	10.6%	29.5%	14.8%	16.5%	23.1%	-20.7%	-27.3%	-10.6%	-14.9%	8.9%	N/A
Mar-1992至Oct-1992	-0.4%	-14.9%	-4.2%	-17.4%	-24.5%	212.0%	22.2%	0.5%	-24.4%	20.4%	21.1%	15.5%	-3.9%	31.3%	-22.8%	6.2%	-18.5%	N/A
Apr-1997至Jan-1998	35.3%	33.6%	25.2%	32.0%	-20.5%	-4.0%	-36.3%	18.3%	-36.5%	17.0%	18.7%	18.4%	-17.9%	-19.1%	-16.8%	-25.1%	6.0%	N/A
May-2000至Apr-2001	-12.1%	-42.1%	1.9%	-13.3%	-20.2%	23.7%	-11.7%	-15.8%	-25.7%	12.6%	14.8%	1.2%	-5.3%	-4.7%	-24.9%	-4.7%	5.4%	-10.9%
Jul-2002至Jun-2003	18.0%	32.8%	11.6%	-6.0%	-7.1%	-6.1%	0.9%	14.6%	14.6%	12.7%	21.0%	30.3%	8.8%	17.5%	-2.8%	19.7%	-15.0%	5.4%
Sep-2009至Dec-2010	15.8%	21.2%	15.3%	13.8%	0.1%	-0.1%	6.8%	11.1%	18.6%	3.3%	7.8%	16.7%	31.8%	29.5%	40.2%	30.3%	3.8%	3.5%
Nov-2016至Mar-2020	-6.2%	0.9%	-12.3%	-11.0%	-9.4%	4.7%	-6.0%	-8.3%	-10.0%	13.9%	6.7%	-3.8%	-14.6%	-52.0%	-10.2%	23.6%	1.1%	-9.3%
中位数（80年代以来）	16.9%	23.0%	13.5%	-6.0%	-8.4%	2.3%	3.8%	10.9%	-10.0%	14.4%	17.6%	16.7%	-4.6%	-11.9%	-10.4%	12.9%	2.4%	-2.9%



数据来源：中金公司

历史上美国加息周期后，伴随着经济衰退周期



此轮美国经济衰退周期在2023年财政超预期的扩张影响下，时间上有所推迟。2024年美国财政支出收缩，或导致美国经济进入浅衰退，但衰退程度不深，幅度不大，持续时间或许也不会太长，时间上对铝价偏负面影响有待观察。

加息周期	NBER 衰退周期	加息期间		加息之后	
		GDP	通胀	GDP	通胀
第一轮	1983 年 3 月-1984 年 8 月	无实质衰退	上行	高位	下行
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 5 月	1990 年 7 月至 1991 年 3 月	高位	上行	下行
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	1997 年 7 月-1999 年初	高位	上行	下行
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	2001 年 3 月至 2001 年 11 月	高位	上行	下行
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	2007 年 12 月至 2009 年 6 月	下行	上行	下行
第六轮	2015 年 12 月-2018 年 12 月	2020 年 2 月至 2020 年 4 月	上行	上行	下行
第七轮	2022 年 3 月至今	尚未确认	下行	上行	

数据来源：wind、华泰证券

历史上加息周期见顶，衰退周期见底



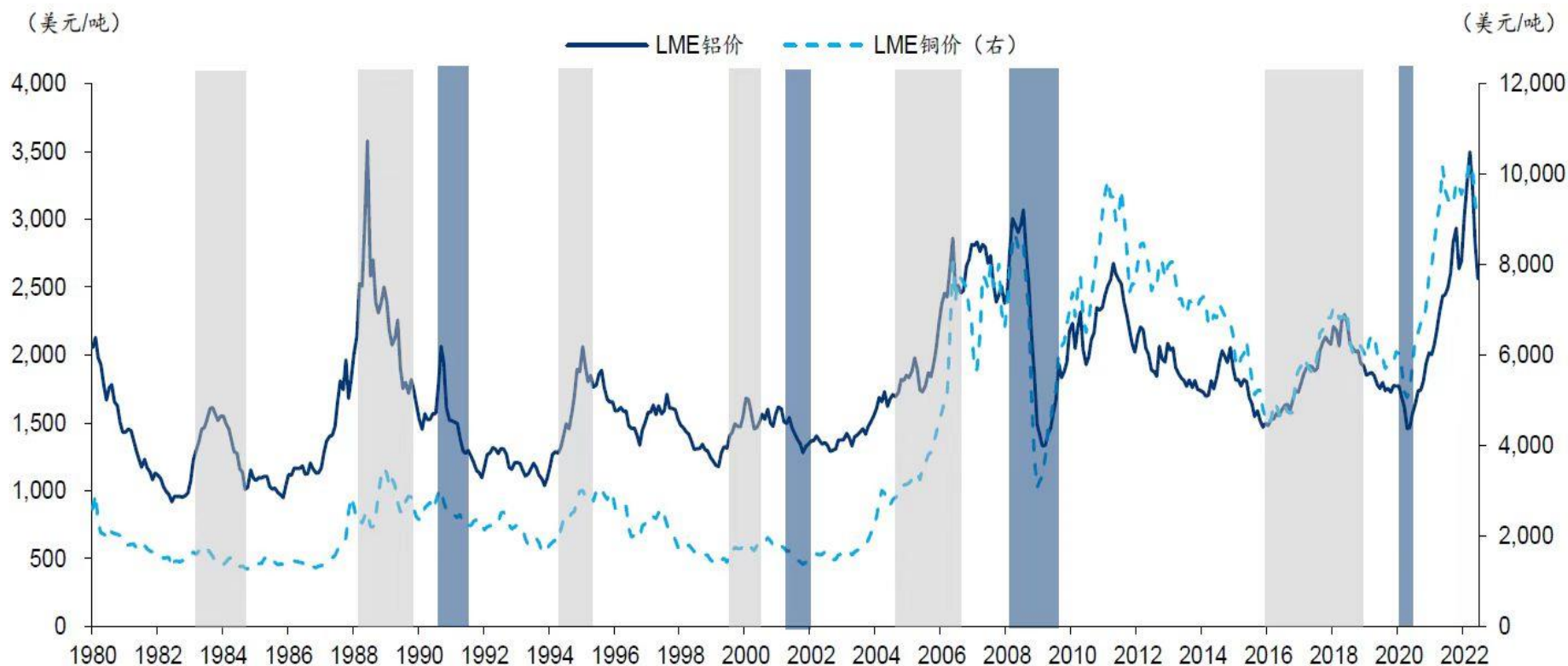
	加息周期	铝价见顶时间	铜价见顶时间	十年期美债利率	美元指数
第一轮	1983 年 3 月-1984 年 8 月	1983 年 9 月	1983 年 5 月	快速上行	快速上行
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 5 月	1988 年 6 月	1988 年 12 月	震荡下行	震荡上行
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	1995 年 1 月	1995 年 7 月	快速上行	下行
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	2000 年 1 月	2000 年 1 月	震荡上行	震荡上行
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	2006 年 5 月	2006 年 5 月	震荡上行	震荡
第六轮	2015 年 12 月-2018 年 12 月	2018 年 5 月	2018 年 1 月	震荡上行	震荡
第七轮	2022 年 3 月至今	2022 年 3 月	2022 年 3 月	快速上行	快速上行

数据来源：wind、华泰证券

	铝价 (美元/吨)			铜价 (美元/吨)		
	加息后低点	衰退后低点	变化幅度	加息后低点	衰退后低点	变化幅度
第一轮	1012.1	950.4	-6.10%	1273	1303.2	2.37%
第二轮	1454.28	1097.55	-24.53%	2360.16	2139.23	-9.36%
第三轮	1336.34	1181.59	-11.58%	1941.45	1378.35	-29.00%
第四轮	1457.14	1282.5	-11.99%	1678.75	1377.28	-17.96%
第五轮	2459.93	1330.2	-45.93%	5669.659	3314.725	-41.54%
第六轮	1925.96	1459.93	-24.20%	5709.44	5057.97	-11.41%

数据来源：wind、华泰证券

加息周期里，铜铝价格上涨次数多；衰退周期里，铜铝价格趋于下跌



数据来源：wind、华泰证券

根据历史规律，铜铝价格仍处于下降通道



LME铜在加息周期和衰退周期

	加息周期	NBER 衰退周期	价格回撤幅度			回撤时间	
			加息期间	衰退期	加息+衰退	加息期间	衰退期
第一轮	1983 年 3 月-1984 年 8 月	无实质衰退	27.90%	14.86%	26.19%	17 个月	17 个月
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 5 月	1990 年 7 月至 1991 年 3 月	32.55%	29.43%	38.86%	13 个月	16 个月
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	1997 年 7 月-1999 年初	36.88%	47.24%	55.19%	14 个月	21 个月
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	2001 年 3 月至 2001 年 11 月	8.96%	29.75%	25.31%	3 个月	13 个月
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	2007 年 12 月至 2009 年 6 月	29.53%	61.83%	58.80%	8 个月	10 个月
第六轮	2015 年 12 月-2018 年 12 月	2020 年 2 月至 2020 年 4 月	19.20%	16.77%	28.42%	19 个月	4 个月
第七轮	2022 年 3 月至今	尚未确认	26.25%	-	-	4 个月	-

数据来源: wind、华泰证券

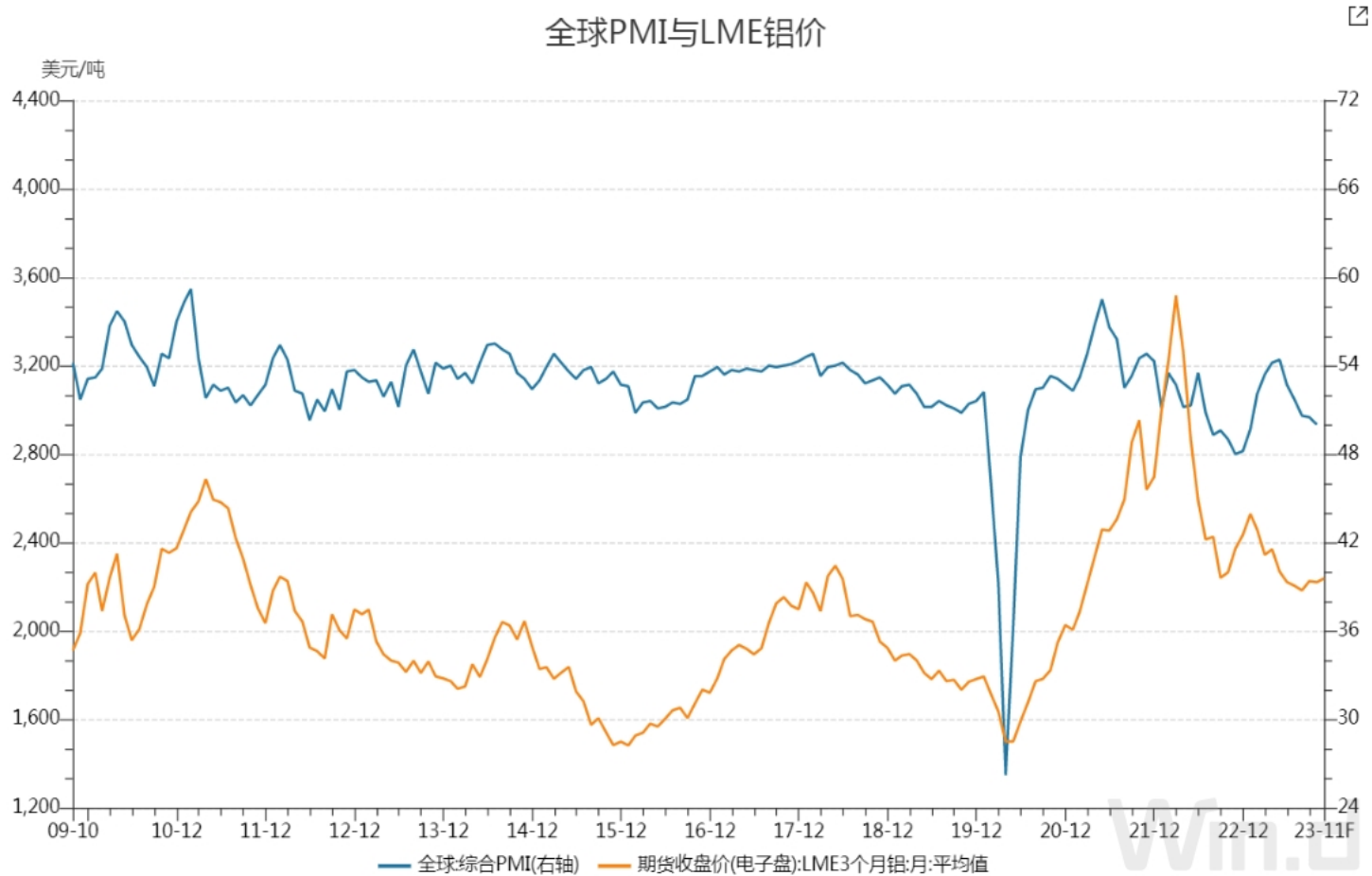
LME铝在加息周期和衰退周期

	加息周期	NBER 衰退周期	价格回撤幅度			回撤时间	
			加息期间	衰退期	加息+衰退	加息期间	衰退期
第一轮	1983 年 3 月-1984 年 8 月	无实质衰退	37.28%	17.49%	41.10%	12 个月	12 个月
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 5 月	1990 年 7 月至 1991 年 3 月	59.35%	46.89%	69.32%	8 个月	15 个月
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	1997 年 7 月-1999 年初	35.15%	30.92%	42.66%	21 个月	19 个月
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	2001 年 3 月至 2001 年 11 月	13.28%	20.62%	23.67%	3 个月	9 个月
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	2007 年 12 月至 2009 年 6 月	14.03%	56.69%	53.51%	3 个月	7 个月
第六轮	2015 年 12 月-2018 年 12 月	2020 年 2 月至 2020 年 4 月	24.95%	17.74%	36.52%	17 个月	5 个月
第七轮	2022 年 3 月至今	尚未确认	31.16%	-	-	4 个月	-

数据来源: wind、华泰证券

铝价与全球经济走势呈现正相关

全球经济景气度变化对铝价走势影响很大，经济趋势向上时，铝价向上偏强运行。经济趋势向下时，铝价向下弱势运行。

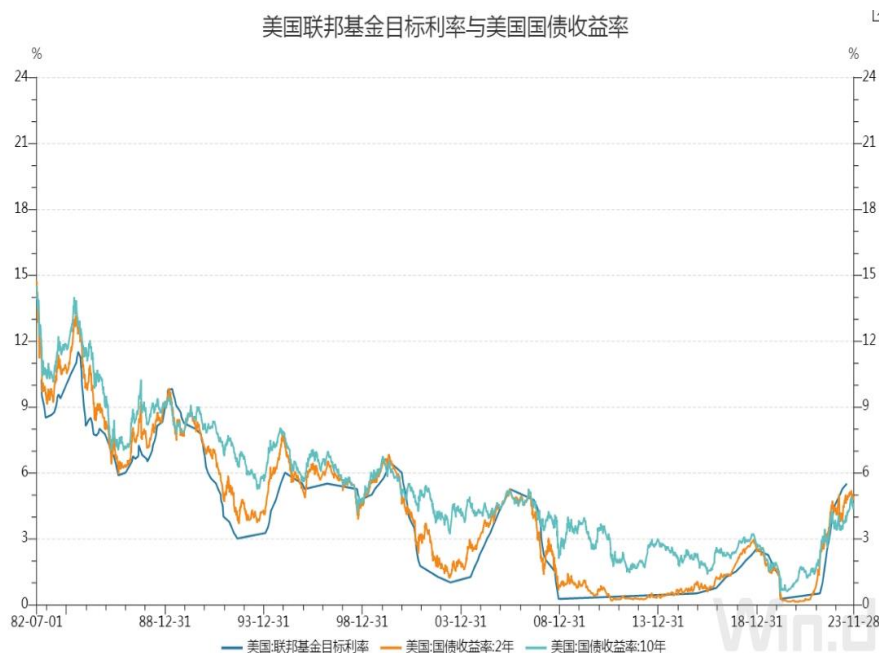


数据来源: wind

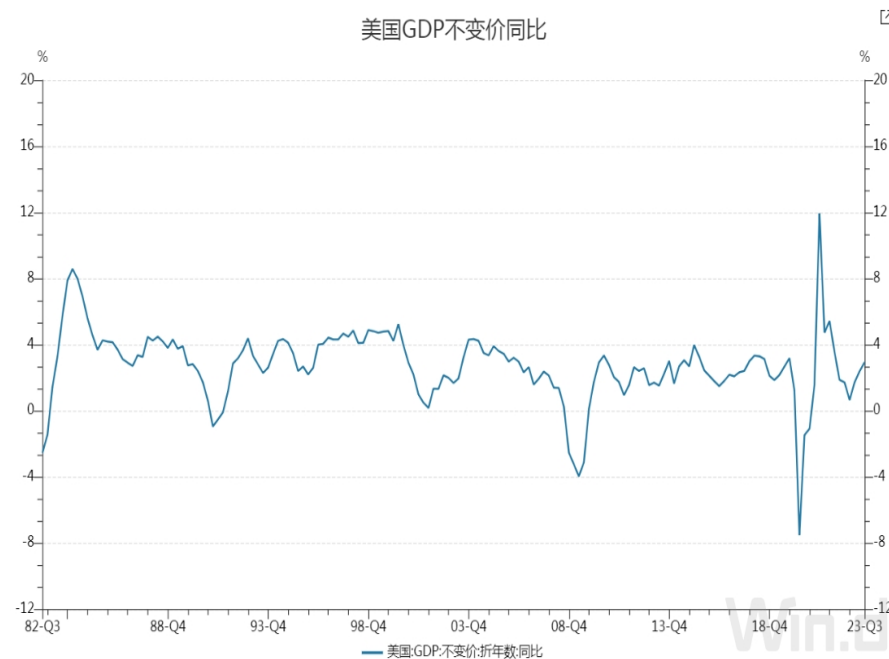
为对冲经济下行压力，美联储态度逐渐转温和



目前美国政策利率水平还处于高位，市场一直在观察高利率持续时间长度。从市场利率看，2年期和10年期国债收益率水平已有触顶回落迹象，其中也暗含着通胀回落，失业率小幅回升，经济浅衰退预期逐渐增强。同时，美联储表态措辞逐渐转为温和，对市场情绪也是一种安抚。



数据来源: wind



数据来源: wind

CME利率期货显示市场预期美联储最早或2024年6月降息



据CME利率期货观察工具显现，2023年底至2024年6月，停止加息，维持利率不变的概率较大。市场预期降息时间点最早在2024年6月，中短期仍需紧密跟踪美联储措辞表态变化。

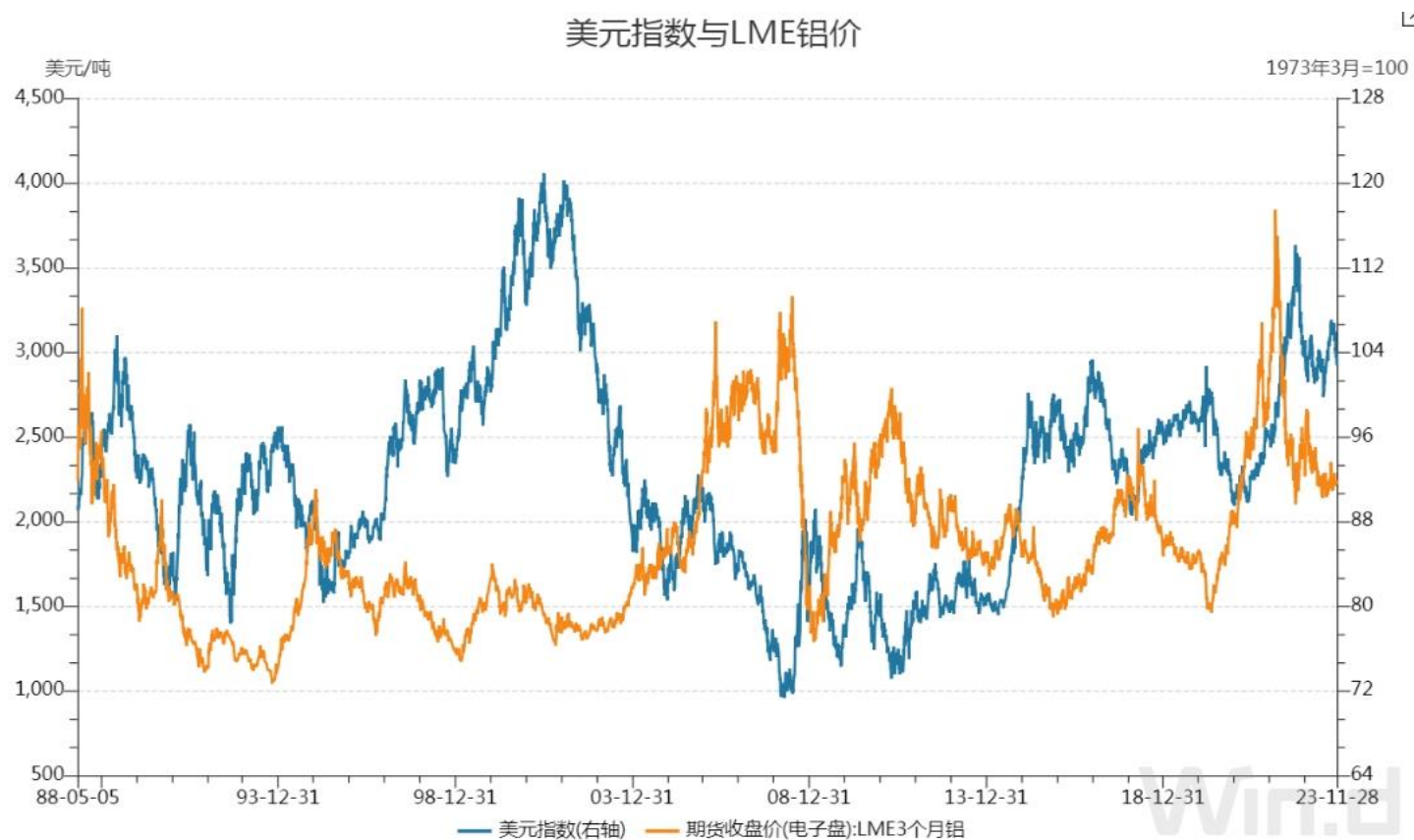
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.0%	1.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.5%	15.4%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	22.5%	1.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	65.1%	18.4%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	38.9%	42.9%	10.3%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	24.5%	41.1%	25.1%	5.1%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.7%	34.8%	31.2%	12.7%	2.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	27.9%	32.5%	19.7%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.7%	20.1%	30.4%	25.7%	12.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.4%	15.0%	26.4%	27.5%	17.6%	6.8%	1.6%	0.2%	0.0%

数据来源：CME、wind

大多数时候，美元指数与铝价呈现反向变动

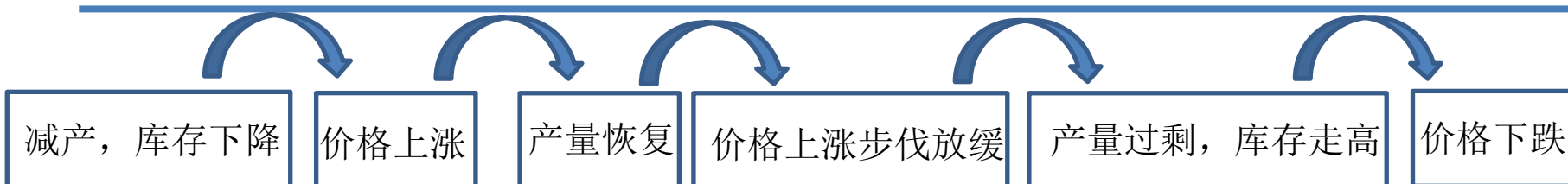


大多数时候，美元指数与铝价呈现反向变动，美元趋势性走强，铝价弱势运行。美元趋势性走弱，铝价偏强运行。当美元与铝价齐涨时候，来自于经济基本面向上强力驱动，易见顶。当美元与铝价齐跌时候，与经济基本面快速走弱有关，易见底。**2024年**，在美国经济小幅下行，中国经济略微改善的预期下，美元走弱对铝价影响偏正面。



数据来源: wind

电解铝价格运行逻辑规律



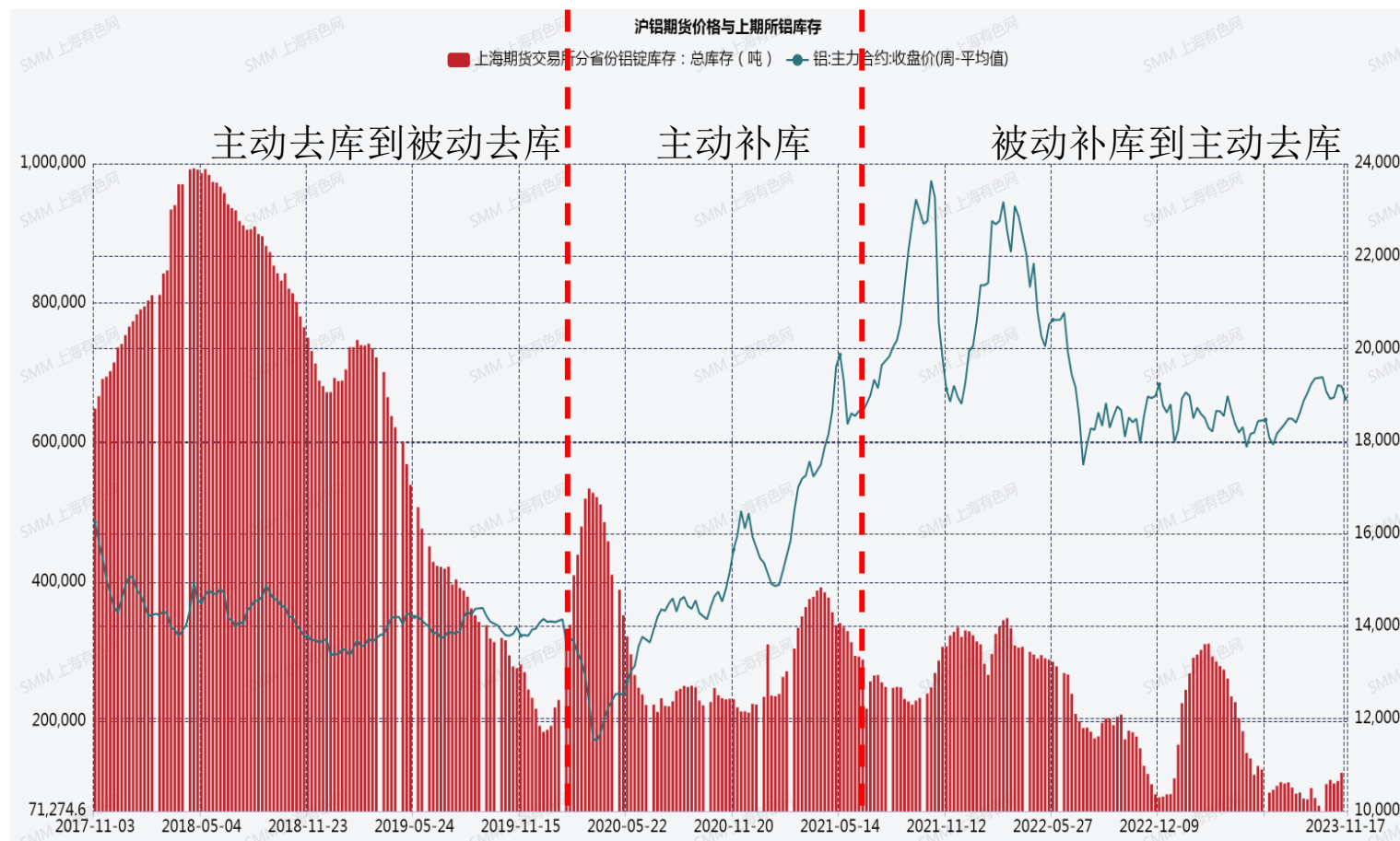
经济周期	库存周期	库存与需求
繁荣	主动补库存	需求，库存上行
萧条	被动补库存	需求放缓，库存被动累积
衰退	主动去库存	需求回落，库存去化
复苏	被动去库存	需求改善，库存下降

根据目前国内外经济环境，国外经济处于衰退期，国内经济处于衰退向复苏的过渡期，有色金属处于去库存状态。

电解铝库存与铝价波动



近六年来，受政策管控电解铝产能、环保限产等因素影响，国内电解铝库存整体水平呈现下降态势，低库存状态对铝价形成支撑。铝价受库存周期波动特点较为明显，库存高位时铝价偏弱运行，库存低位时铝价偏强运行。**2024年**，观察电解铝是否有主动去库向被动去库转变。



资料来源：SMM

➤ 宏观

中美财政周期错位，货币政策趋松，偏多铝价

➤ 中观

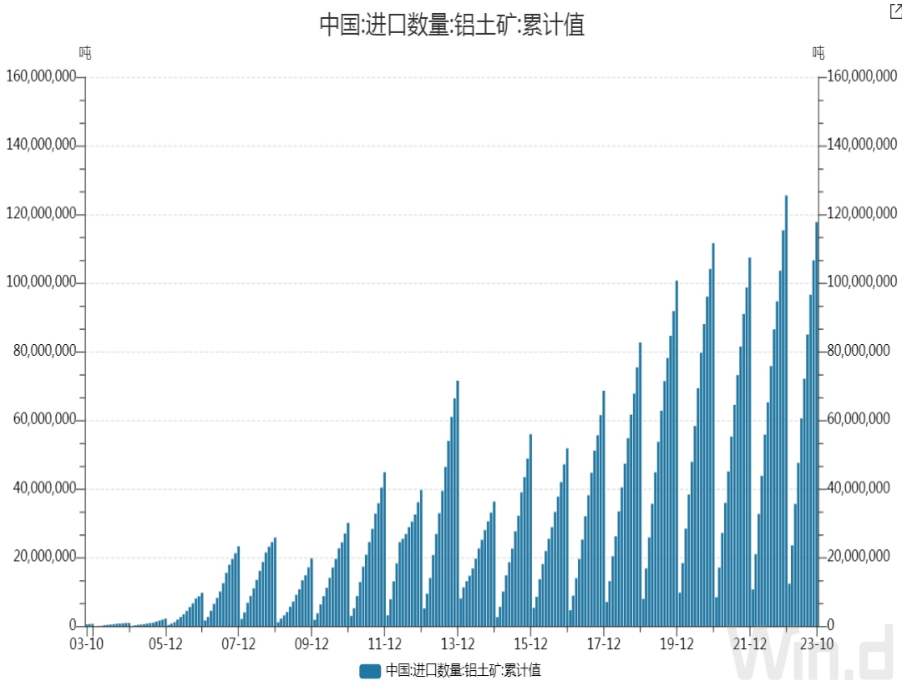
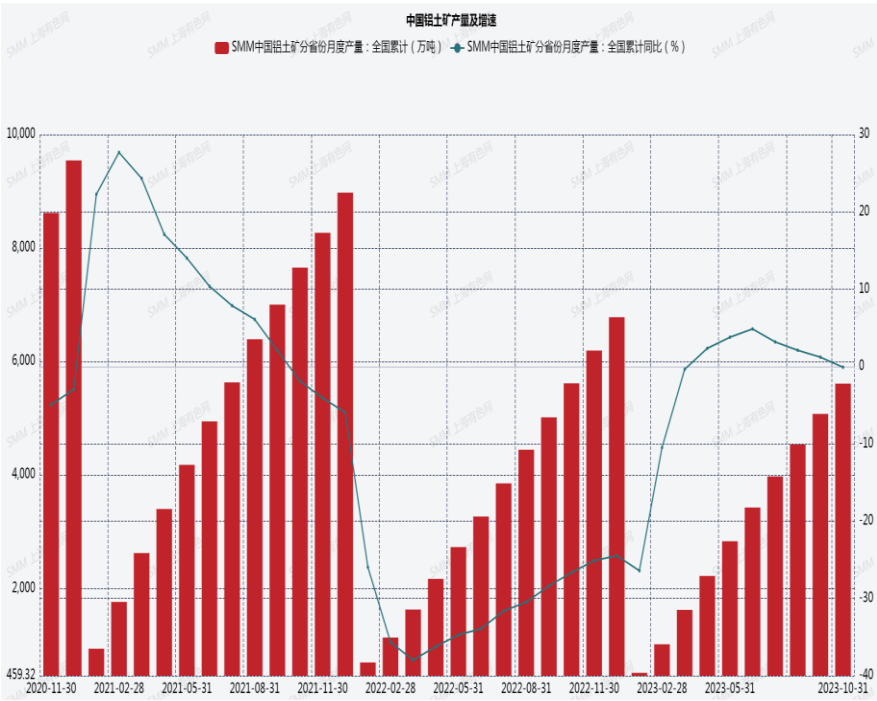
供给压减，需求有支撑，供需偏紧，偏多铝价

➤ 交易

运行区间缓慢抬升

2024年铝土矿供应增速维持较低水平

国内铝土矿产量受环保限产影响较大，2023年1-10月中国铝土矿产量5609.73万吨，累计同比增速-0.09%，增速处于偏低位状态。中国进口铝土矿虽有小幅增长，但增速偏低。2024年铝土矿产量供应增速整体上保持偏低位状态。



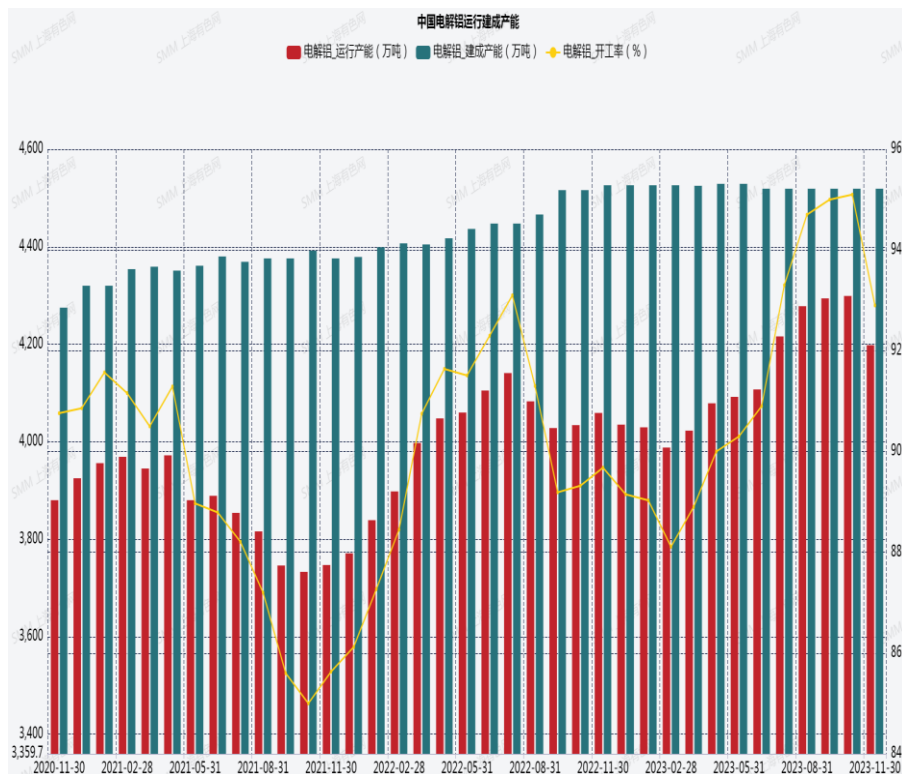
数据来源：SMM

数据来源：wind

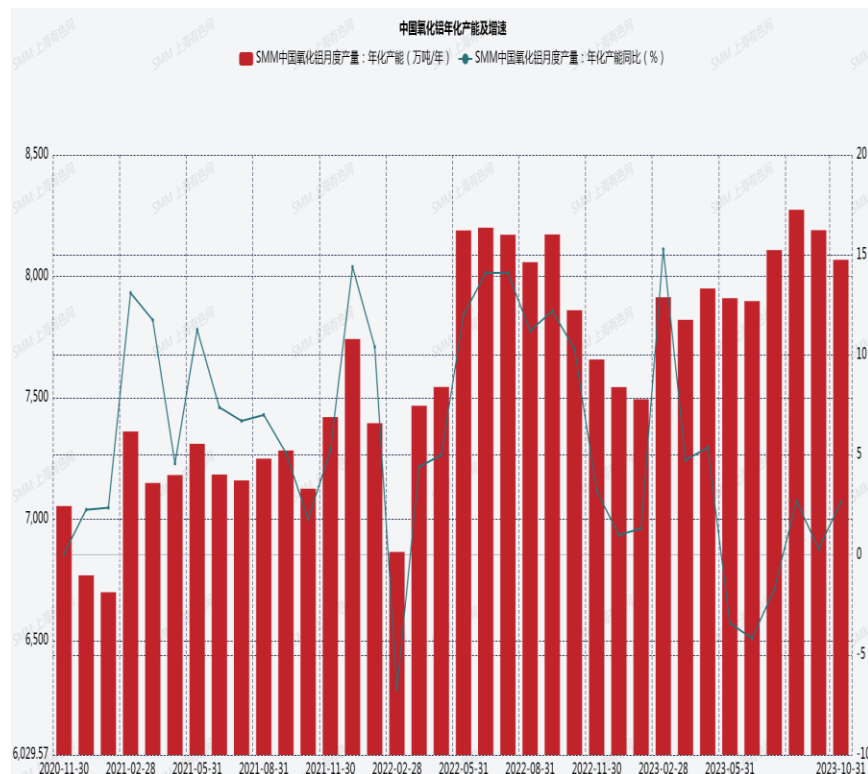
长期氧化铝供需格局偏宽松，产能过剩。电解铝产能受政策管控，天花板刚性明显



2017年开始我国对电解铝实施供给侧改革，2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了我国电解铝产能天花板4500万吨，以控制行业产能的无序增长。2022年，中国氧化铝建成产能9950万吨，也即氧化铝建成产能能完全满足下游电解铝4500万吨天花板产能（9000万吨氧化铝消耗需求），氧化铝产能过剩。目前的产能水平已经能够覆盖未来几年需求的增量，长期氧化铝供需格局偏宽松。



资料来源：SMM



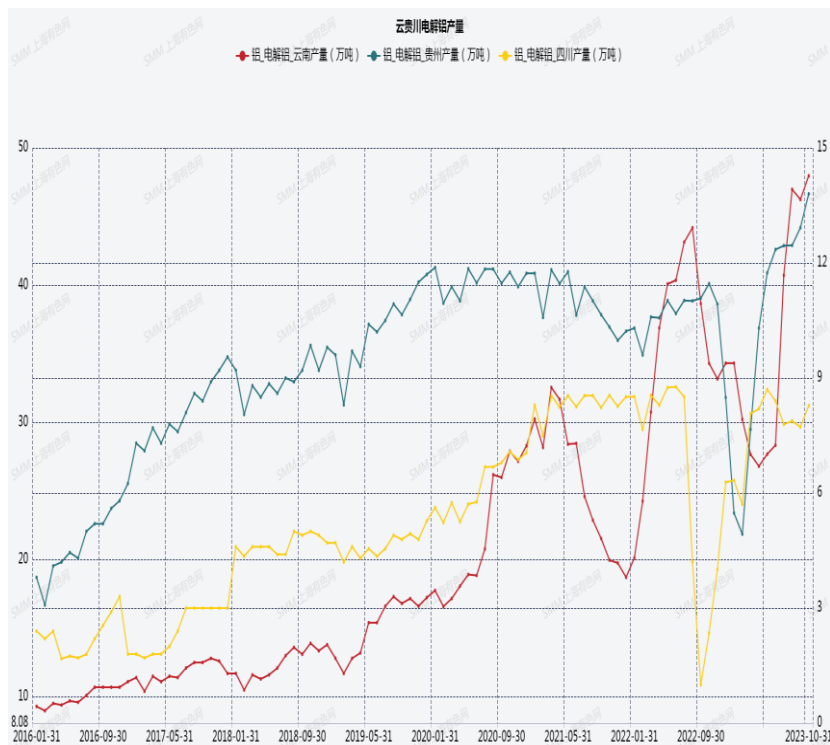
资料来源：SMM

西南地区云贵川电解铝产量受季节性影响较大

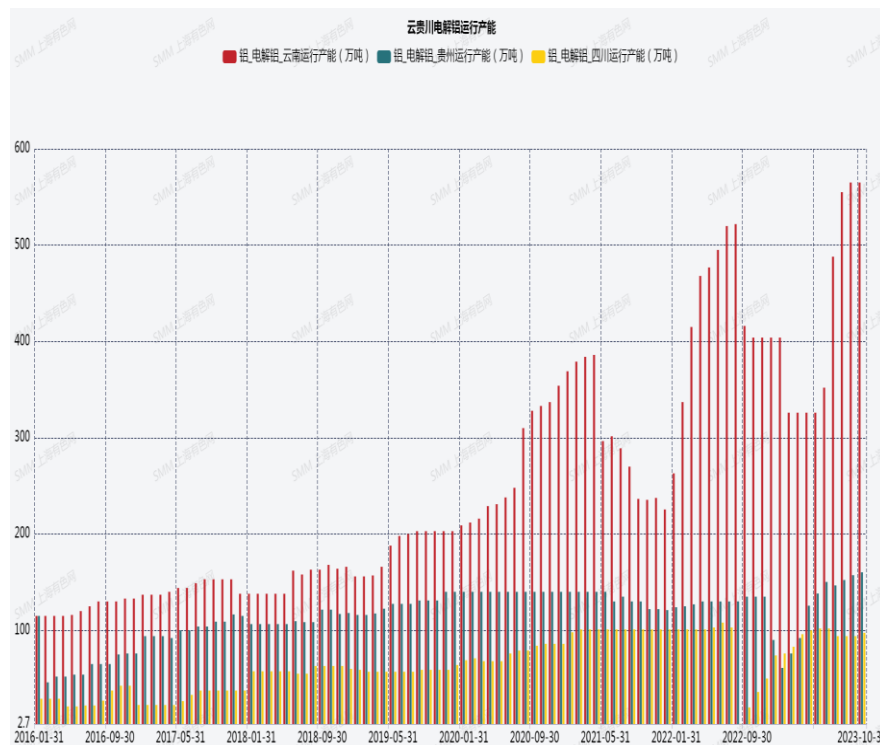


每年西南地区三季度枯水期、二季度夏季水力发电紧张之时，云贵川地区电解铝产量一般会减产，对铝价影响偏正面。在枯水期结束、夏季用电紧张缓解之后，西南地区电解铝产量一般会回升。

截至2023年10月底，云南电解铝运行产能565万吨，占比13.14%；贵州电解铝运行产能160.27万吨，占比3.72%；四川电解铝运行产能97.5万吨，占比2.26%。从占比上看，云南占比较大，一般减产10%-20%，对电解铝减产产能影响会有50-120万吨，对铝价影响偏利多。



资料来源：SMM



资料来源：SMM

电解铝成本模型测算，成本在16000-17000元/吨区间

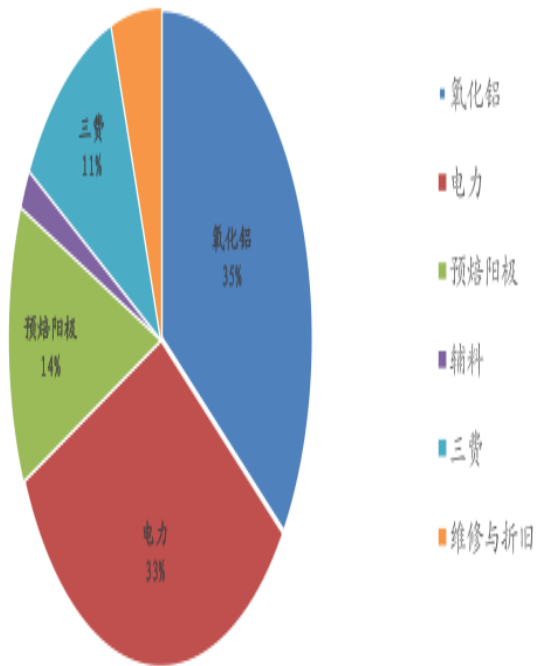


原料及其他费用	原料单耗	原料价格	原料成本
氧化铝	1.93吨	2995.5	5766.34元/吨
预焙阳极	0.45吨	4835.13元/吨	2175.81元/吨
氟化铝	0.025吨	10300元/吨	257.5元/吨
冰晶石	0.003吨	7100元/吨	21.3元/吨
电力	0.42元/kwh	13500kwh/吨	5670元/吨
人工费用	——	150元/吨	150元/吨
维修费	——	400元/吨	400元/吨
折旧费	——	300元/吨	300元/吨
三项费用（管理、财务、营业费用）		1500元/吨	1500元/吨
合计	——	16240.94元/吨	16240.94元/吨

备注：数据截至2023年12月初

数据来源：SMM

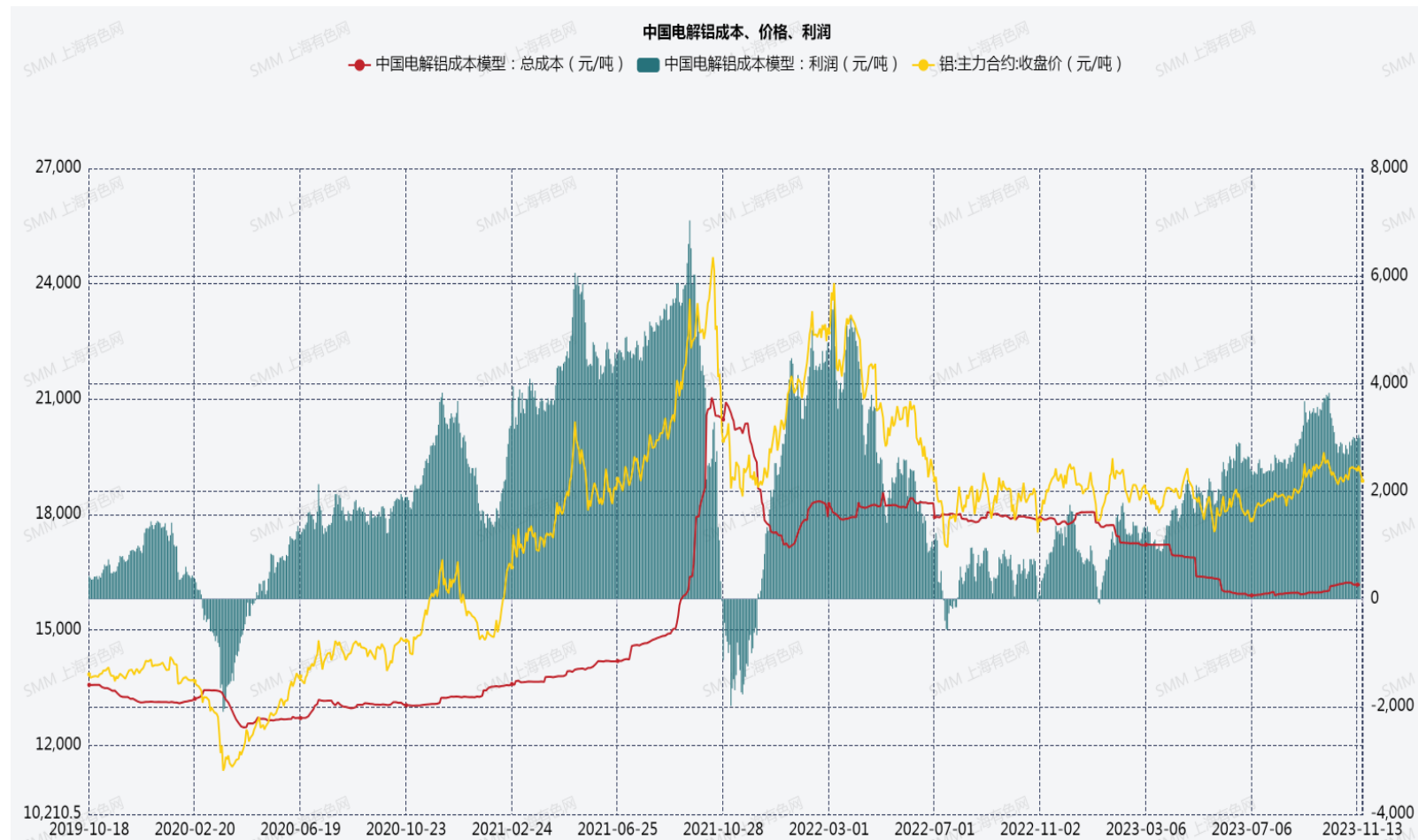
数据来源：网络资料



历史上电解铝价格跌破成本后，止跌回升



历史上，当亏损幅度达500元-1000元/吨，对应铝价底部区域。



数据来源：SMM

终端需求中的传统建筑领域或有收缩，新兴领域需求增量可期



建筑用铝受制于房地产疲软，需求下滑。交通用铝增长，或受益于交通运输工具的轻量化拉动。电力电子、机械设备用铝增长，受益于新能源电力基础设施（输配电网、特高压网建设）、高端装备制造等领域推动。耐用消费品用铝、包装用铝增长受益于环保材料推广普及。

据中金公司预测，在新兴领域，2027年中国新能源汽车、电力系统（电线电缆）、光伏、工商业储能、航空等领域用铝需求量或将达到439万吨、392万吨、322万吨、34万吨、4万吨。

终端领域	2020年	2021年	2022年	2023年
建筑用铝	979	1001	851	838
交通用铝	797	766	797	825
电力电子用铝	595	600	630	655
机械设备用铝	259	272	280	288
耐用消费品用铝	316	330	343	357
包装用铝	373	405	425	438
其他用铝	98	108	113	116
合计（万吨）	3417	3482	3439	3517

数据来源：SMM

中国电解铝下游需求分布情况



数据来源：中商产业研究院

新能源汽车对铝增量需求拉动较大



据开源证券资料显示，轻量化是新能源汽车节能、降耗、增加续航里程的重要技术路径之一，新能源汽车每减重10%，续航里程可提升5%–6%。国际铝业协会数据显示，目前在传统燃油车中铝合金车身结构件渗透率为3%，在纯电动汽车中渗透率达到8%，相比于动力系统高达90%的铝渗透率，车身结构件铝合金渗透率提高空间巨大。据《中国汽车工业用铝量评估报告(2016—2030)》显示，新能源车型用铝量高于传统燃油车，且单车用铝量增速较快，我们预计随着国内汽车轻量化水平的提高，单车用铝量将逐步提高，同时伴随电动化趋势，新能源汽车渗透率将不断提高，推动汽车用铝量快速增长。

单车用铝量(公斤)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
燃油车	118.7	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8
电动车	128.4	143	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8
混合动力车	179.6	188.8	198.1	206.8	215.5	224.2	232.9	238.3

数据来源：wind、开源证券

铝在光伏领域需求增量较为明显



据开源证券资料显示，随着国内能源转型持续推进，国内太阳能占电网发电比例将从2020年的4%提升至2050年的49%，风能发电比例将从2020年的6%提升至2050年的20%，风光发电比重持续提升。每GW光伏组件的用铝量约1万吨/GW，国内光伏耗铝量分别为80、85、90万吨，同比增长6.7%、6.3%、5.9%。

光伏耗铝测算	2022	2023E	2024E	2025E
中国光伏装机量（GW）	381	461	546	636
中国光伏新增装机（GW）	75	80	85	90
光伏装机铝单耗（万吨/GW）	1	1	1	1
中国光伏装机耗铝（万吨）	75	80	85	90
中国光伏装机耗铝同比增速	19.05%	6.67%	6.25%	5.88%

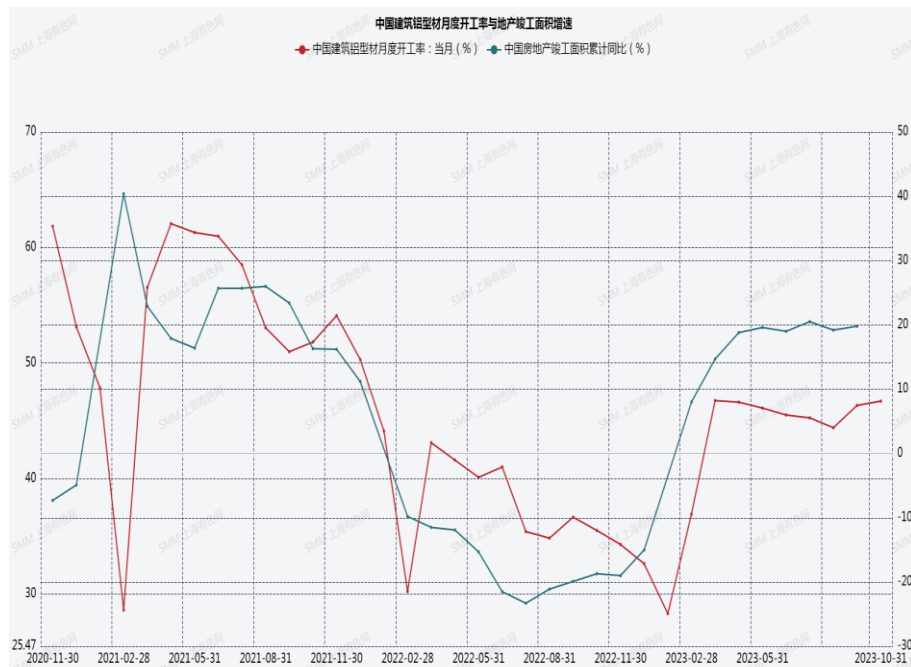
数据来源：wind、开源证券

铝材初级加工端开工率与终端需求地产竣工面积增速、电网投资增速波动趋势较为趋同

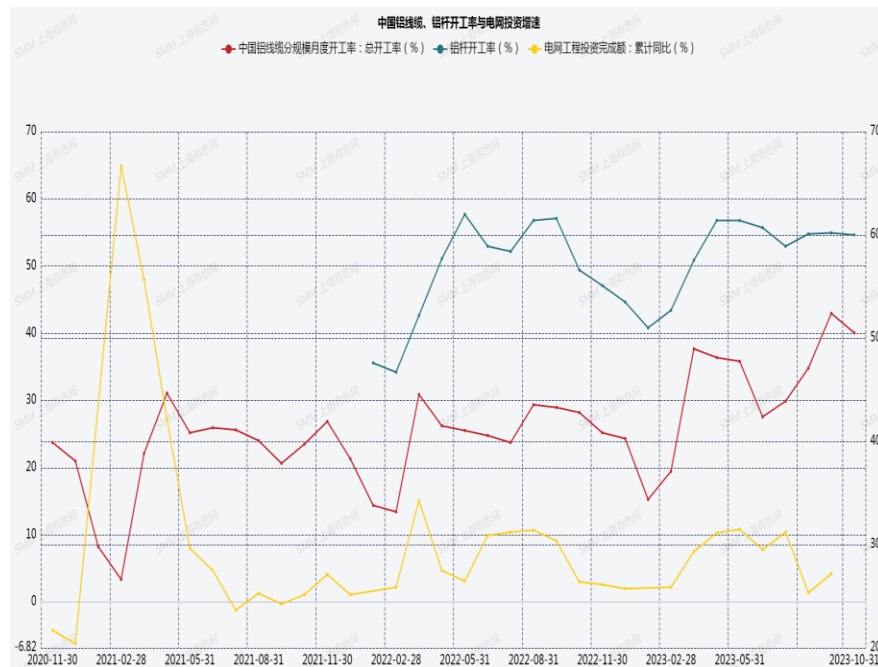


建筑型铝材开工率与房地产竣工面积增速相互对应，铝线缆、铝杆开工率与电网投资增速相互对应。终端需求细分领域景气度变化对初级加工端开工率影响较为明显，初级加工端开工率对终端需求变化敏锐度较高。

尽管房地产政策大力放松，但居民对未来收入增长预期不足，储蓄倾向仍然偏高，地产销售止跌企稳回暖并不容易，销售端疲软对投资端影响依然是负反馈。2024年，房地产投资、销售增速维持负增长状态，增速跌幅在政策刺激下会有所收窄。竣工端在保交楼政策推动下，已大幅改善好转，竣工增速已恢复到较高位置，对建筑型铝材开工率影响偏正面。但需警惕地产投资、开工端持续偏弱对后期竣工端增速高位回落拖累，导致建筑型铝材开工率下滑的可能。



数据来源：SMM



数据来源：SMM

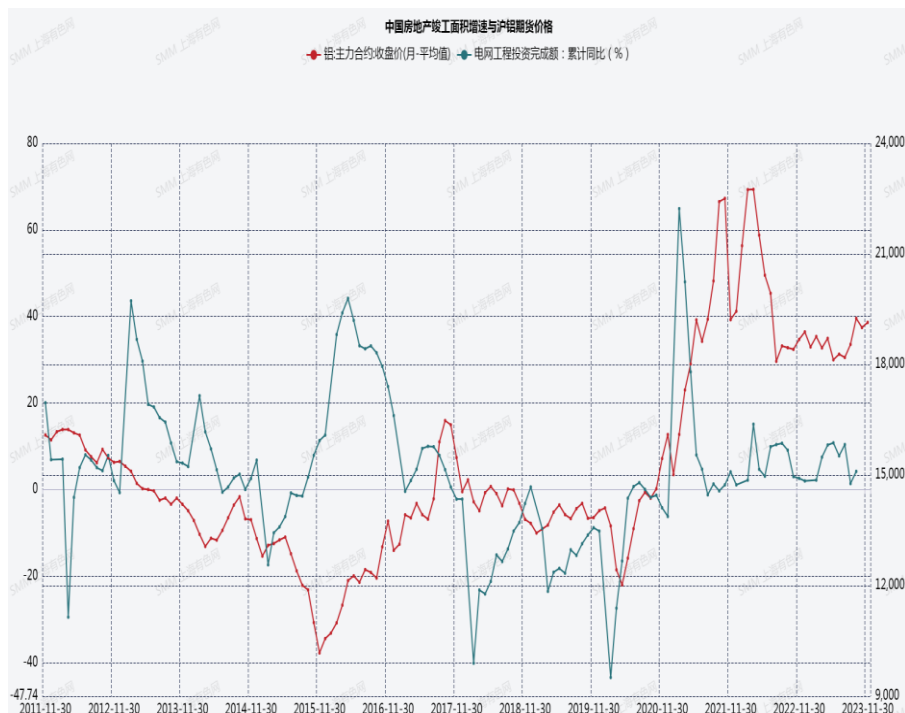
沪铝期货价格与终端需求增速变化保持着正向关系



通过对历史规律总结，沪铝期货价格对终端需求细分领域变化敏感度较高。目前，传统地产基建、电力等领域是铝需求基本盘，新能源领域对铝需求增量拉动会逐渐体现，在一定程度上也赋予铝更多新能源属性，有利于未来铝价活跃度提升。



资料来源：SMM



资料来源：SMM

2024-2025年，电解铝供需或出现紧平衡



鉴于国内电解铝产能产量增长的天花板明显，供给端凸显刚性，供应增速较低。需求端在旧能源结构切换过程中，整体保持平稳。据机构预测，2024-2025年，电解铝供应增速略低于需求增速，供需或紧平衡，对铝价支持力度较强。

	2022	2023E	2024E	2025E
电解铝产量 (万吨)	4,021.40	4,119.31	4,254.97	4,273.28
电解铝净进口量 (万吨)	47.20	120.00	168.00	235.20
国内电解铝总供给 (万吨)	4,068.60	4,239.31	4,422.97	4,508.48
YOY		4.20%	4.33%	1.93%
未锻轧铝及铝材净出口量 (剔除原铝, 万吨)	468.42	396.79	412.66	420.92
国内电解铝总需求 (万吨)	4,100.40	4,232.04	4,456.16	4,587.66
YOY		3.21%	5.30%	2.95%
建筑用铝 (万吨)	908.00	942.50	963.61	915.43
YOY		3.80%	2.24%	-5.00%
交通用铝 (万吨)	835.36	916.92	1,012.22	1,117.23
YOY		9.76%	10.39%	10.37%
电力电子用铝 (万吨)	653.76	685.81	730.06	774.94
YOY		4.90%	6.45%	6.15%
机械设备用铝 (万吨)	290.56	305.09	317.29	329.98
YOY		5.00%	4.00%	4.00%
耐用消费品用铝 (万吨)	363.20	377.00	385.44	366.17
YOY		3.80%	2.24%	-5.00%
包装用铝 (万吨)	472.16	493.54	515.88	539.24
YOY		4.53%	4.53%	4.53%
其他用铝 (万吨)	108.96	114.41	118.98	123.74
YOY		5.00%	4.00%	4.00%
供需平衡 (万吨)	-31.80	7.27	-33.19	-79.18

数据来源：wind、开源证券

报告框架



➤ 宏观

中美财政周期错位，货币政策趋松，偏多铝价

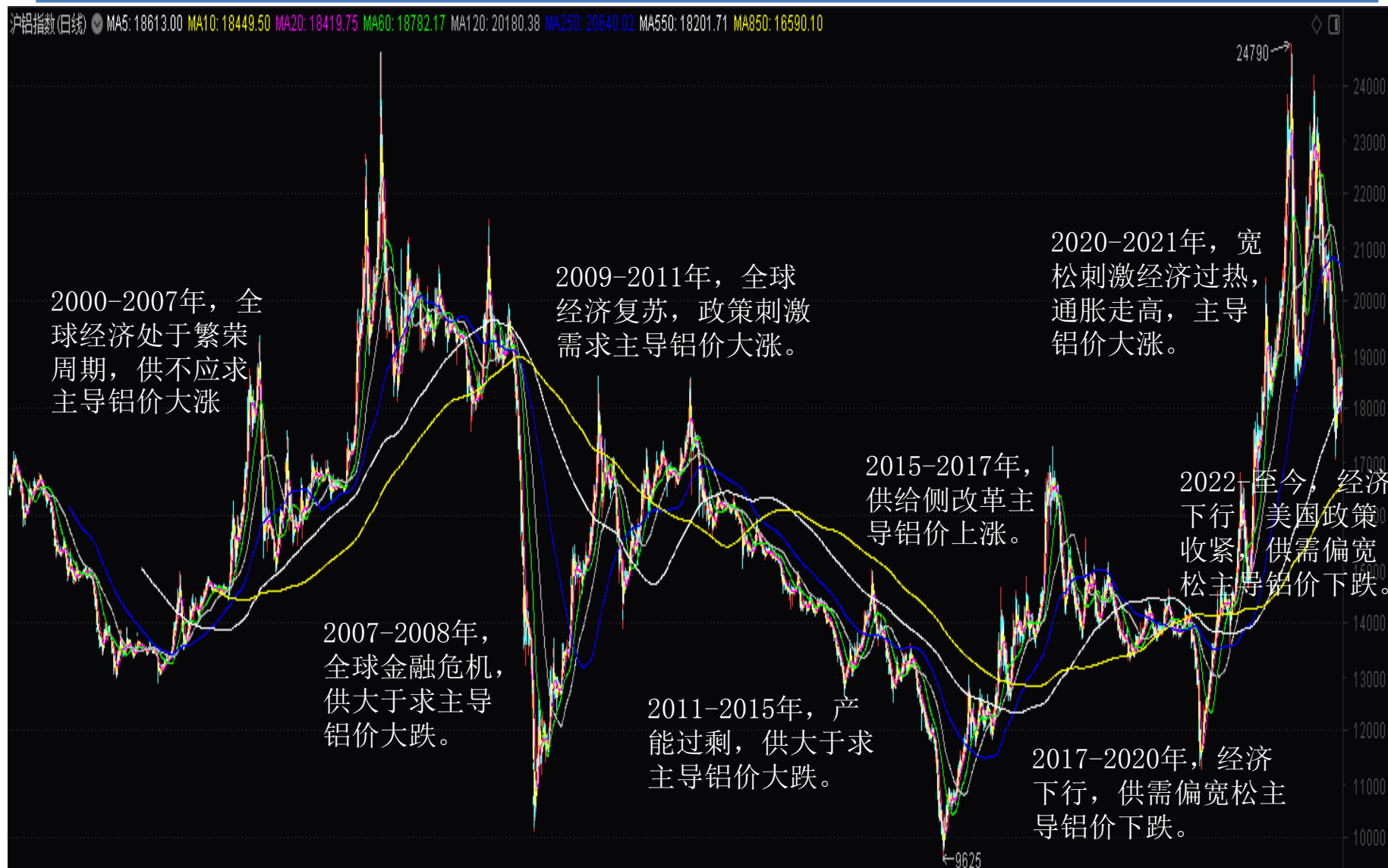
➤ 中观

供给压减，需求有支撑，供需偏紧，偏多铝价

➤ 交易

运行区间缓慢抬升

近20年，铝价走势主要受宏观事件、供需、成本影响，大跌后有底，大涨后有顶



总结—供需紧平衡，运行区间缓慢抬升

宏观面：2024年，外部环境改善主要在于美国通胀回落，美元利率见顶回落，美元流动性边际放松，对铝价影响偏正面。内部环境改善主要在于中央政府开始加杠杆，托底稳经济。不确定性在于国内经济复苏进程较为曲折，需求偏弱的改善程度。

产业面：2024年铝土矿供应增速较低，电解铝产能受政策制约，供给端偏紧。需求端基建表现或好于地产，亮点主要集中在新能源电网电力投资和新能源汽车产业链。

长期铝价趋势：长期能源转型与碳中和背景下，供给增速小于需求放缓增速，供给收缩力度决定铝价弹性空间，底部区间稳步抬升。

2024年影响铝价的宏观变量：中国经济触底+海外美元流动性转向宽松（利多）；宏观政策利好持续发力，提振信心（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）。

2024年影响铝价的中观变量：供给端继续收缩（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；基建增速平稳回升（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产投资、竣工、销售不及预期（利空）。

交易面：在供需偏紧预期下，17000-20000元/吨宽幅区间震荡，关注箱底17000-18000元/吨支撑，箱顶19000-20000元/吨附近压力。

免责声明



本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货投资咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：杭州市下城区万寿亭13号

邮编：310003

电话：0571-85167251

网址：<http://www.zjncf.com.cn>