

● 主要结论

当下，铝产业链正经历“冰火两重天”的分化格局：氧化铝深陷供应过剩泥潭，电解铝则凭借供应刚性与需求韧性逆势突围。这一分化不仅是产业链上下游矛盾的体现，更是全球贸易变局与国内能源转型趋势下的缩影。

氧化铝全年供应增量可观，而需求增量有限，阶段性的减产难以改变供应过剩的预期及市场的悲观情绪，且目前库存仓单累积，成本仍有松动空间，氧化铝期、现价格虽已跌至成本附近，但缺乏反弹的利多因素，预计仍将背靠成本震荡，底部价格也将随成本动态变化。

铝而言，2025年沪铝将继续处于宏观定价的主逻辑线下，海外宏观交易焦点主要集中于特朗普政策的影响以及美联储的后续降息路径。面对贸易摩擦的加剧，以及宏观情绪多变和预期的不断调整，有色板块波动性将有放大。就铝而言，在产能天花板限制及终端需求“以旧换新”政策支持，新能源、AI等板块的持续发力下，长期来看，沪铝价格重心将逐渐抬高。而站在当下的国内消费旺季之初，库存去化及旺季需求兑现仍从基本面给予铝价支撑，资金基于现阶段关税政策及经济形势预期所做出的选择，将成为铝价向上突破的推动力。预计沪铝长期重心上移趋势不改，短期来看，沪铝在20500元/吨附近支撑较强，突破21000元/吨后或测试高位稳定性，需警惕贸易摩擦升级与美联储政策调整带来的波动风险。未来，氧化铝市场需紧盯成本线与产能释放节奏，电解铝则需关注旺季去库速度及政策落地效果，把握电解铝的宏观定价逻辑与氧化铝的成本博弈，将成为参与铝市的关键。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

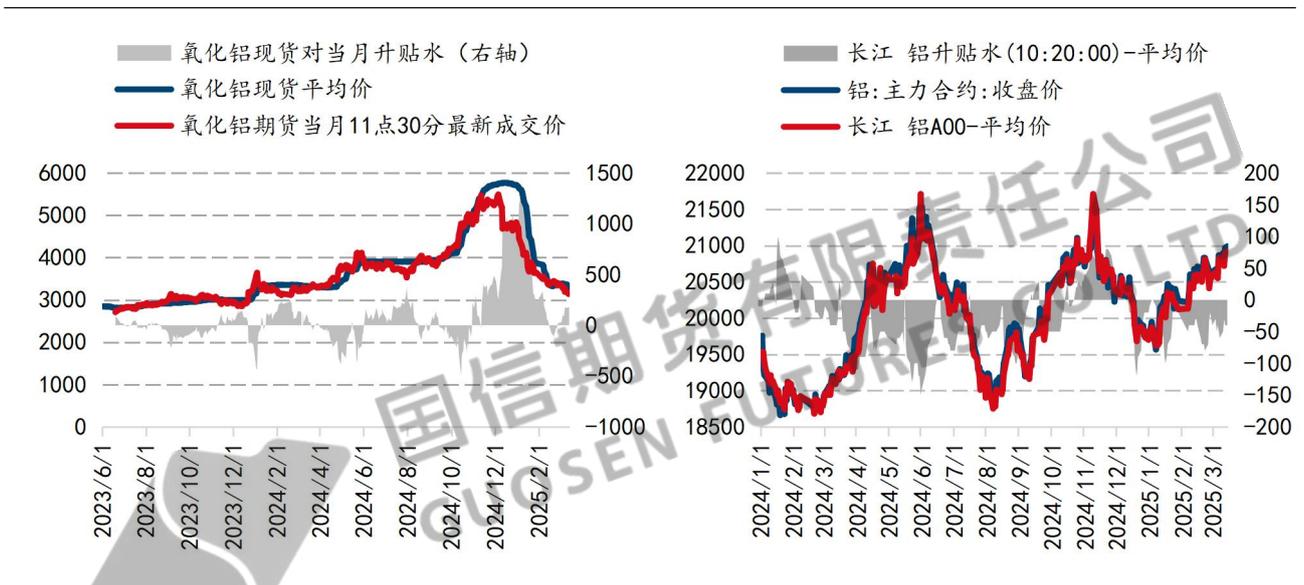
一、行情跟踪

进入 2025 年，全球贸易战升级，“再通胀”及需求受挫、经济衰退的担忧四起，同时也引发了各国对于上游矿产资源重视程度的加强，而供给受到矿产资源牵制，需求有能源转型、AI 概念支撑的有色金属板块也再度受到资金的青睐和追捧，在大宗商品市场中呈现强势。

2025 年 1 月至今，上期所有色金属板块品种涨多跌少，特别是 3 月中上旬以来，铜铝价格均偏强运行，并创近 4 个月的新高。值得注意的是，同处铝产业链上下游的氧化铝及电解铝，价格的走势却出现了“冰火两重天”，氧化铝持续向下寻底，电解铝则向上挑战压力位。截至 3 月 17 日收盘，氧化铝主力合约 A02505 报收 3114 元/吨，3 月以来跌幅超过 6%，沪铝主力合约 AL2505 报收 20925 元/吨，突破前期 20800 元/吨压力位，并直面 21000 元/吨大关。

图：氧化铝期现价走势（元/吨）

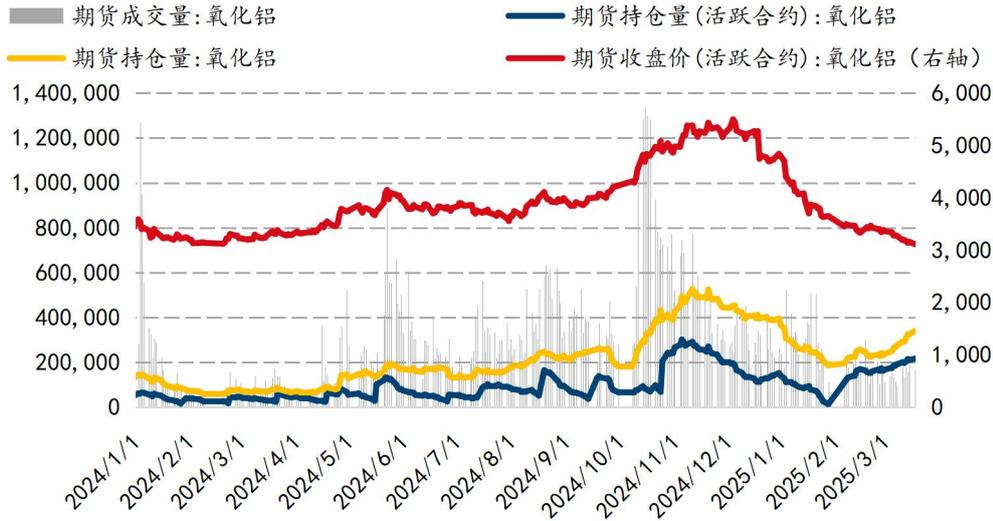
图：电解铝期现价走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

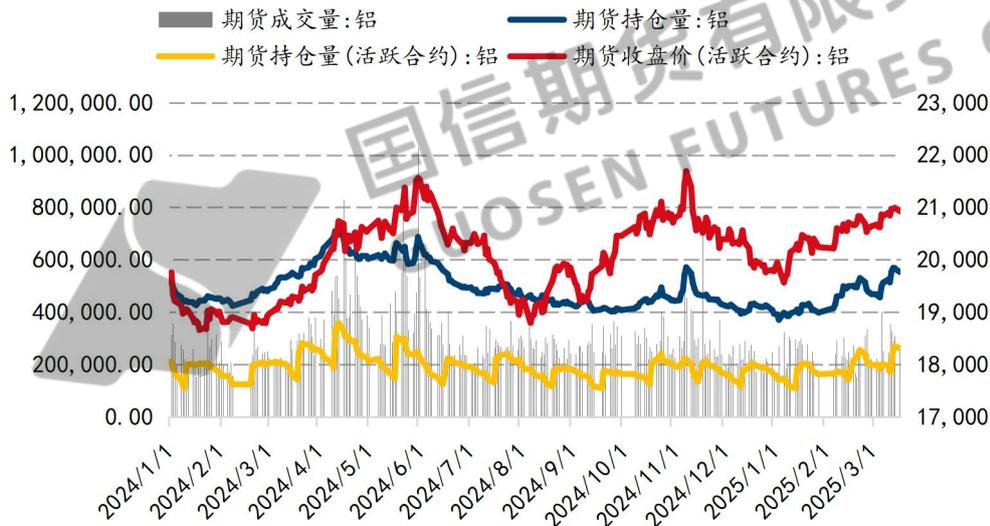
3 月以来，氧化铝及电解铝均再度吸引了市场资金的目光。从期货盘面持仓量来看，截至 3 月 17 日，氧化铝期货整体持仓量为 34 万手，目前回到历史持仓的中等水平。沪铝期货持仓量在 3 月 7 日再度突破 51 万手后呈现上涨之势，至 3 月 14 日持仓量已达 55 万手，接近 2024 年上涨行情初期的水平。

图：氧化铝期货持仓量变化



数据来源: wind 国信期货

图: 沪铝期货持仓量变化



数据来源: wind 国信期货

不同的是, 氧化铝价格受到基本面供应过剩预期的主导, 而电解铝则正处于基本面较为稳健, 宏观叙事焦点变化下市场资金偏好影响价格的格局之中。

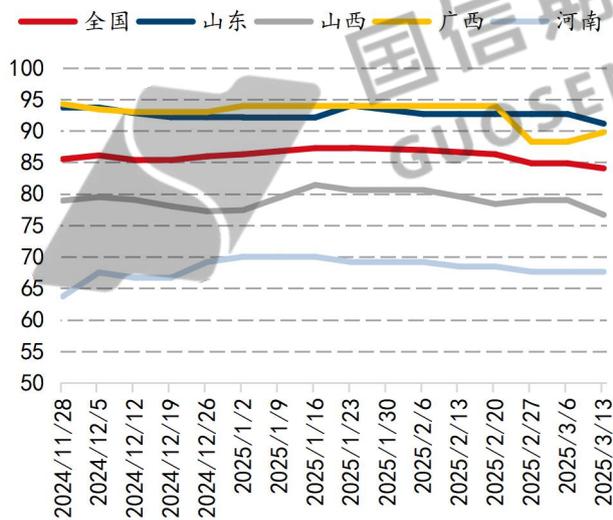
二、氧化铝: 供应过剩主导价格下行

1. 新投产能集中释放, 供应宽松格局加剧

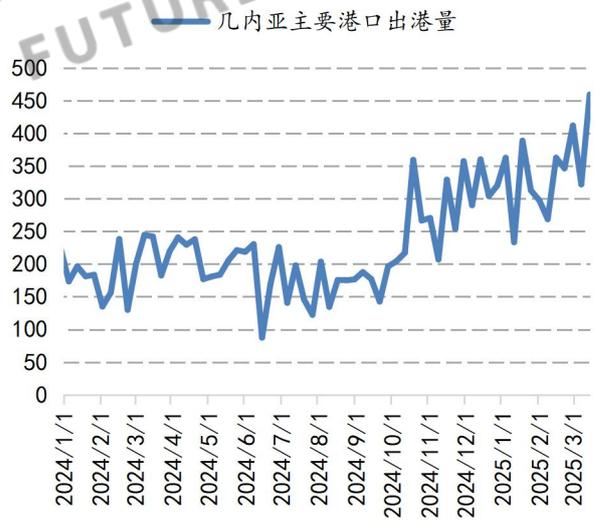
2月以来，氧化铝供应持续处于有增有减的状态，但整体供应走向过剩的预期并未发生改变。究其原因，减产规模较小，且仅影响短期产量，而新产能的释放规模足以稀释短期内的边际减量带来的利空。近期减产产能主要受到生产亏损压力、矿石供应不足以及例行检修的影响，集中在河南、山西以及西南地区。具体而言，河南地区受重污染天气预警影响，氧化铝日产量减少1500吨左右，另有某氧化铝厂于3月中进行锅炉检修，预计停产周期15-20天，期间影响日产量1200吨左右。山西某氧化铝企业因矿石调配问题计划于近期压减部分产能，届时日产量将降至6000吨左右，影响时间有待观察。西南地区除目前贵州已在检修减产的产能外，3月中下旬及4月中旬，均已有氧化铝厂计划检修减产，其中4月计划减产的产能，计划检修周期15天左右，检修期间影响产量约12万吨。

与此同时，几内亚矿石发运量稳定增加的支持下，2025年一季度规划释放的460万吨新产能进展顺利。据爱择数据，3月7日-13日，中国各主要港口铝土矿到货量406.5万吨，环比上涨19.8%，进口矿港口到货持续增加，且供应仍有增量预期。山东某氧化铝企业100万吨产能在2月实现产出，河北某企业二期一线160万吨即将于3月中投产，预计4月底出产品，5月初可发货，广西某氧化铝企业二期第一条100万吨产线3月初正式下线产品，第二条100万吨计划于3月中下旬出产品，4月份全部满产。据SMM数据，截至2月28日，中国冶金级氧化铝的建成产能为10502万吨左右，实际运行产能为环比增加0.3%，开工率为86.1%，二季度仍有520万吨新产能待释放。氧化铝未来供应增量可观，供应过剩预期下，现货价格也持续处于下跌周期。

图：氧化铝周度产能开工率（%）



图：几内亚主要港口铝土矿出港量（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

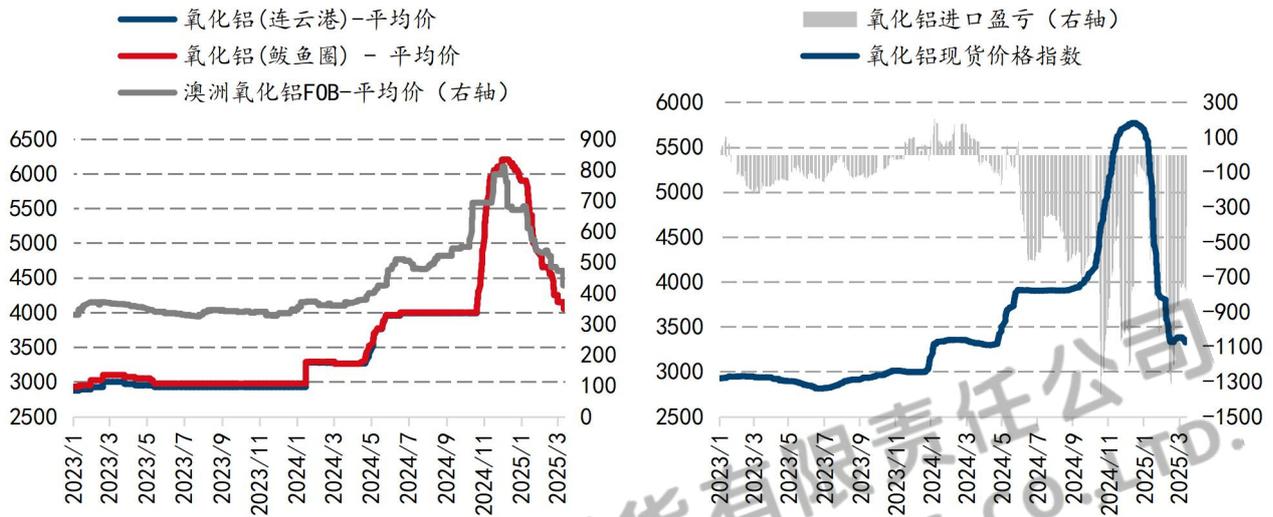
2. 内外需求增量有限，成本支撑下移

需求方面，下游电解铝产能维持稳定运行，且节后出现复产，带来边际需求增量，据SMM统计，2025年2月份（28天）国内电解铝产量同比增长0.4%。2月国内电解铝运行产能环比增加，但与氧化铝百万吨级的新投产能相比，需求增量显然难以消化供应增量。

氧化铝出口需求也在海外供应增加，氧化铝内外价差收窄的情况下有所减少。据 SMM 统计，2025 年 2 月海外氧化铝厂平均开工率达到 82.9%，环比增长 0.2%，同比提升 0.8%。主要供应增量来自印尼，印尼两家新投工厂带动 2 月印尼氧化铝产量同比增长 14.7%，二季度印度本土铝土矿项目投产，预计将继续带动其氧化铝产量提升。随着海外氧化铝供应的增加，海外市场成交价格也不断下跌，据 SMM 数据，截至 3 月中旬，最新东澳 FOB 成交价格已经跌至 420 美元/吨，较 2 月初下跌近 20%，内外价差显著收窄。

图：海外氧化铝价格（元/吨，美元/吨）

图：氧化铝进出口利润（元/吨）

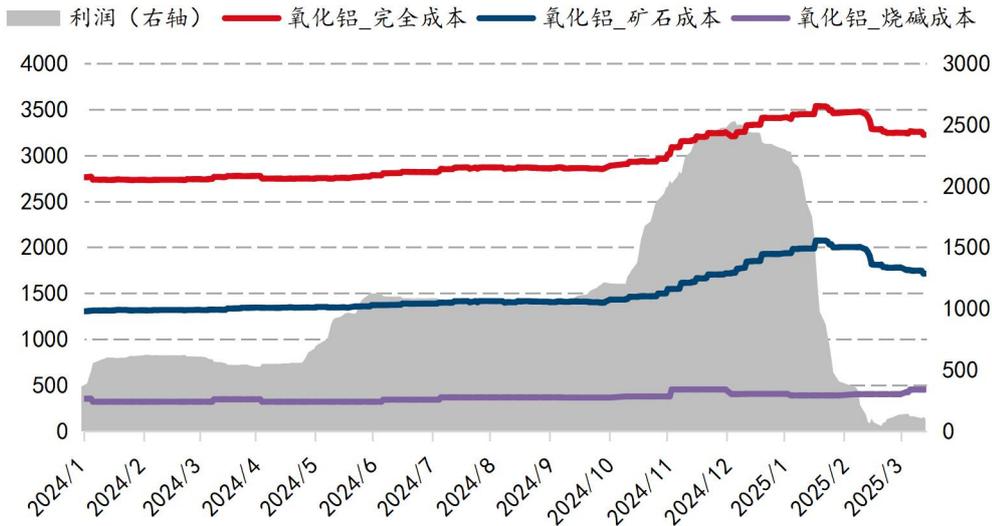


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

自氧化铝价格进入下跌周期后，成本对于价格的支撑作用进一步凸显，而近期成本端的松动，则是使氧化铝价格进一步下探的又一重要因素。据 SMM 数据，截至 3 月 13 日，氧化铝行业平均完全成本为 3223 元/吨，较 2 月下降近 100 元/吨，主因铝土矿价格下跌。目前，进口几内亚铝土矿价格已下降至 90 美元/吨左右，由于氧化铝厂正处于微利状态，而几内亚处于矿石发运旺季，氧化铝厂对于矿石高价的接受度较低，未来矿石价格或仍有下降空间，成本下行的预期也引导氧化铝价格进一步下探，未来持续关注铝土矿、烧碱价格的变化对于氧化铝整体生产成本的影响。

图：氧化铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源: SMM 国信期货

三、电解铝：强势突破阻力位

1. 全球贸易摩擦加剧，有色金属溢价抬升

进入 2025 年，全球贸易战升级，特朗普多变的关税政策以及各国的回击，均再度加厚了各国间的贸易壁垒，贸易成本的增加、区域间资源的重新分配、通胀及需求下降的担忧，引发了市场对于有色金属板块的关注。

于铝，美国对所有进口钢铁、铝征收 25% 关税的政策最终落地，并于 3 月 12 日起正式实施，目前来看，政策在实施范围上仍不具备区域针对性。政策实施后，引发多国不满，并出台相应对等性关税政策，各国间贸易摩擦的加剧短期内再度对有色金属价格产生利多影响。从现实情况来讲，在近年来美国对我国铝及铝材的关税政策及各类反倾销调查压力下，我国铝直接出口至美国的数量已经出现下降，并逐渐通过出口至墨西哥、加拿大等第三国，进而通过转口贸易的方式进入美国。因而，美国对所有进口到美国的钢铁和铝征收 25% 关税的行为将影响到此前未在关税影响范围内的国家和地区，从而间接影响到中国铝的出口需求量。

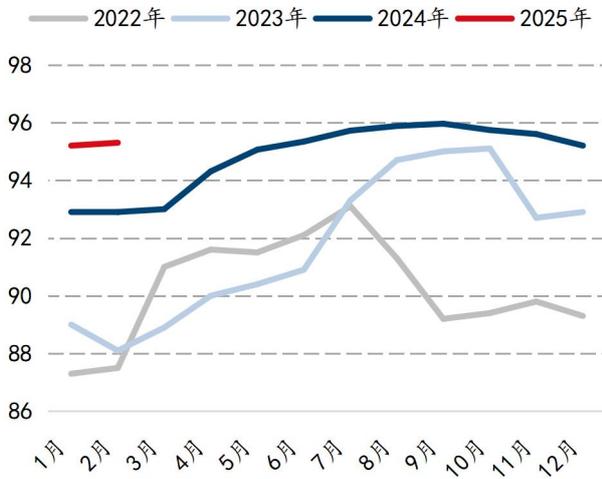
整体而言，美国的关税政策将给全球范围内的贸易畅通性带来负面影响，特朗普态度的多变以及各国的应对措施也都将再度放大产业链上游矿产资源及相关产成品的战略重要性，从而产生风险溢价，使得有色金属板块成为多头资金的争夺标的。另一方面，近期国内重要会议结束，对于深化供给侧结构性改革、全年“以旧换新”政策的支持、“低空经济”等概念的重视，都自上而下从供给及需求端给予铝价支撑。

2. 供应刚性+旺季需求韧性，基本面对铝价有所支撑

铝自身基本面则处于相对稳健的状态，呈现出供需双增，库存去化，成本塌陷的局面。据 SMM 数据，截至 2 月份底，国内电解铝建成产能约为 4581 万吨，国内电解铝运行产能约为 4364 万吨左右，行业开工率环比上涨 0.07 个百分点，同比增长 2.26 个百分点至 95.3%，海外电解铝厂月度平均开工率达 88.2%，环比上升 0.2%，同比增加 0.3%。云南地区在雨季到来之前预计不会出现减产，国内电解铝供应能力将稳

定维持在较高水平。

图：电解产能开工率（%）

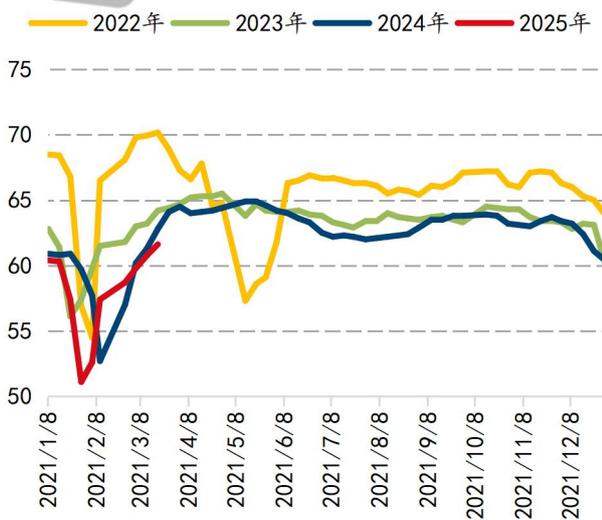


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

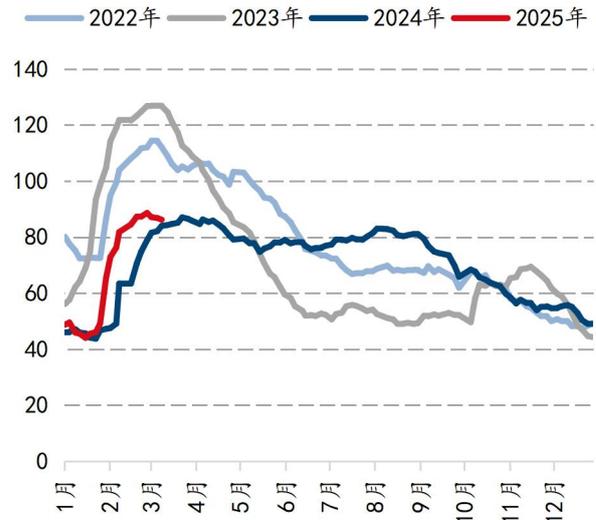
需求端呈现出内需缓慢回升，外需面临挑战的局面。国内进入传统旺季，春节假期结束以来下游铝加工厂开工率稳步回升，据 SMM 数据，截至 3 月 13 日，铝下游加工企业开工率回升至 61.62%，但各板块间“冷暖分化”。在“以旧换新”政策，以及新能源汽车补贴的刺激下，工业型材、铝板带箔需求回暖尤为显著。建筑型材仍受到房地产下行的影响，需求疲软。2025 年电网投资创新高，但目前订单暂未落地，铝线缆需求回暖也暂时有所承压，但全年需求预期较为乐观。国内需求的回暖，及近月行业铝水比的回升，共同带动了库存的去库，据 SMM 数据，截至 3 月 13 日，铝锭库存为 86.2 万吨，较 3 月 10 日下降 0.6 万吨，铝棒库存为 29.75 万吨，较 3 月 10 日下降 0.59 万吨，均持续去库，给予铝价走强信心。

图：下游铝加工企业开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存变化（万吨）



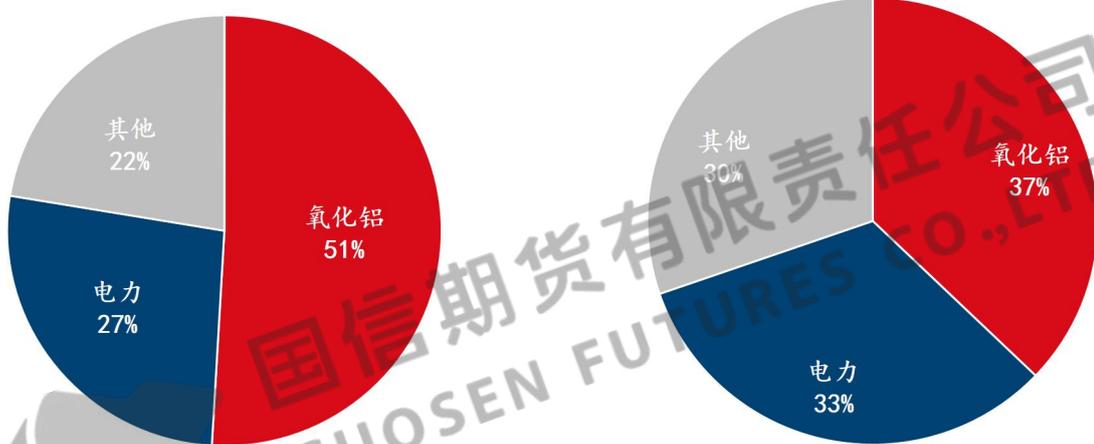
数据来源：SMM 国信期货

取消铝材出口退税政策实施的影响余波犹在，叠加美国关税政策造成的国家间贸易壁垒增厚，铝材出口面临重重阻碍。据了解，附加值相对较低的铝材仍较难将增加的成本向下游企业转移，企业虽然积极拓展潜在海外市场，但整体呈现出“询价多、实际成交少”的观望局面。海关总署数据显示，2025年1-2月中国累计出口未锻轧铝及铝材85.9万吨，同比下降11%，去年同期出口量为96.5万吨，预计3月出口需求或仍将呈现弱势。

3. 电解铝冶炼环节盈利能力再度增强

另一方面，氧化铝价格持续下跌使得电解铝成本坍塌，而铝价却反向强势上行，引发关注。据SMM数据，截至3月14日，电解铝平均成本约17335元/吨，其中，氧化铝成本自2月以来下跌近3%，而在铝价走高的影响下，电解铝行业平均利润扩大至3500元/吨左右的较高水平。

图：2024年11月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%） 图：2025年3月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%）

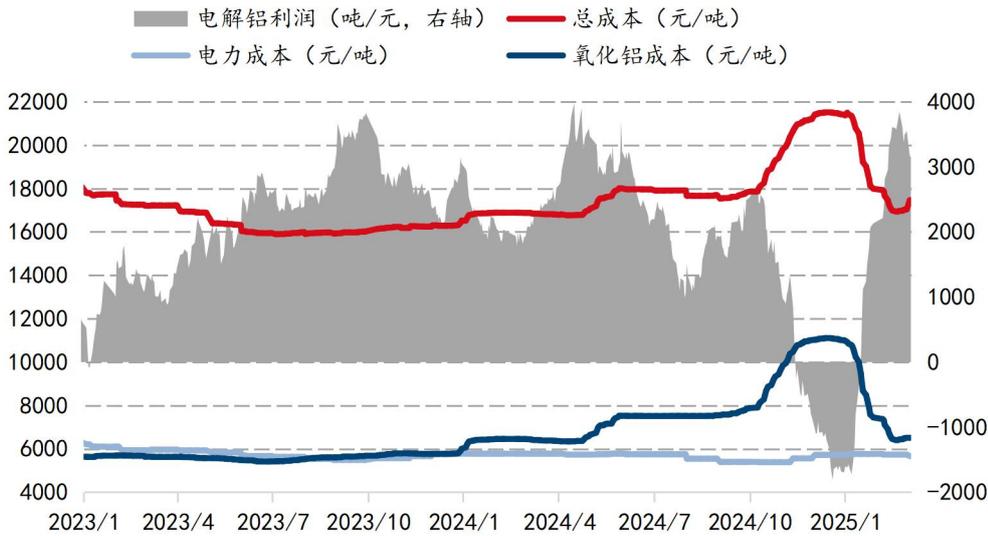


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从行业供需特点来看，氧化铝行业产能过剩，而需求有限，且设备启停较为灵活，在利润过低时，选择生产与否的空间较大，供应弹性较大。而我国电解铝整体产能设有4500万吨的天花板限制，目前建成产能及产能开工率均已趋近饱和，海外铝供应增量也较为有限，整体供应弹性不足，需求侧的增量空间则相对供给更大。因而，氧化铝及电解铝在面对成本下行时出现的不同价格反应，很大程度上是由铝的供应刚性所决定的，叠加当下正值旺季，需求不弱的情况下，铝在目前大宗商品中具备的做多属性突出，成本对于价格的影响有所弱化。此外，受石油焦价格上涨影响，近期预焙阳极价格上涨，也在一定程度上对冲了氧化铝价格的下跌，使得电解铝的成本受到一定支撑。

图：电解铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

四、后市展望

当下，铝产业链正经历“冰火两重天”的分化格局：氧化铝深陷供应过剩泥潭，电解铝则凭借供应刚性与需求韧性逆势突围。这一分化不仅是产业链上下游矛盾的体现，更是全球贸易变局与国内能源转型趋势下的缩影。

氧化铝全年供应增量可观，而需求增量有限，阶段性的减产难以改变供应过剩的预期及市场的悲观情绪，且目前库存仓单累积，成本仍有松动空间，氧化铝期、现价格虽已跌至成本附近，但缺乏反弹的利多因素，预计仍将背靠成本震荡，底部价格也将随成本动态变化。

铝而言，2025年沪铝将继续处于宏观定价的主逻辑线下，海外宏观交易焦点主要集中于特朗普政策的影响以及美联储的后续降息路径。面对贸易摩擦的加剧，以及宏观情绪多变和预期的不断调整，有色板块波动性将有放大。就铝而言，在产能天花板限制及终端需求“以旧换新”政策支持，新能源、AI等板块的持续发力下，长期来看，沪铝价格重心将逐渐抬高。而站在当下的国内消费旺季之初，库存去化及旺季需求兑现仍从基本面给予铝价支撑，资金基于现阶段关税政策及经济形势预期所做出的选择，将成为铝价向上突破的推动力。预计沪铝长期重心上移趋势不改，短期来看，沪铝在20500元/吨附近支撑较强，突破21000元/吨后或测试高位稳定性，需警惕贸易摩擦升级与美联储政策调整带来的波动风险。未来，氧化铝市场需紧盯成本线与产能释放节奏，电解铝则需关注旺季去库速度及政策落地效果，把握电解铝的宏观定价逻辑与氧化铝的成本博弈，将成为参与铝市的关键。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。