

## 铝：冰火两重天 氧化铝探底，电解铝破新高

3月中上旬以来，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14日，氧化铝期货整体持仓量为32万手，一周内增加6万余手，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56万手，接近2024年上涨行情初期的水平。显示出多空资金博弈加剧，行情或出现方向性选择的情况。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。

截至3月中旬，沪铝主力合约AL2505一度突破21000元/吨关口，创近4个月新高；氧化铝主力合约A02505则跌至3100元/吨一线，月度跌幅超6%。

### 氧化铝：供应过剩主导价格下行，成本松动加剧压力

2025年一季度，进口铝土矿到港量攀升，氧化铝新产能460万吨顺利集中释放，市场供应宽松格局加剧。尽管河南、山西等地因环保、亏损压力及检修出现短期减量，但新投产产能规模远超边际减量，二季度520万吨待释放产能进一步强化过剩预期。需求端，电解铝产能虽稳定于95.3%高位，且存在复产产能带来的边际增量，但仍难以消化氧化铝百万吨级的供应增量。据SMM数据，海外氧化铝市场最新成交价格东澳FOB跌至420美元/吨，内外价差收窄亦压制出口。成本端，几内亚矿石价格跌至90美元/吨，行业完全成本下探至3223元/吨，价格支撑下移，A02505合约短期或继续围绕成本线震荡寻底。

### 电解铝：

#### 1. 供应刚性+旺季需求韧性，基本面对铝价有所支撑

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%，但预焙阳极涨价部分抵消氧化铝价格下跌带来的成本塌陷，叠加铝价走强，电解铝行业平均利润上升至3500元/吨左右的较高水平。与氧化铝相比，电解铝在4500万吨产能天花板约束下供应弹性不足，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。

需求端“以旧换新”政策刺激工业型材及新能源领域用铝。尽管出口承压，但国内旺季去库开启，基本面存在价格冲高的支撑。具体而言，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，铝线缆需求回暖暂时有所承压，但全年需求预期可观。国内需求的回暖，及近月行业铝水比的回升，也带动了库存的去库，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。

## 2. 全球贸易摩擦加剧，有色金属溢价抬升

此外，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个月以来的新高。

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。

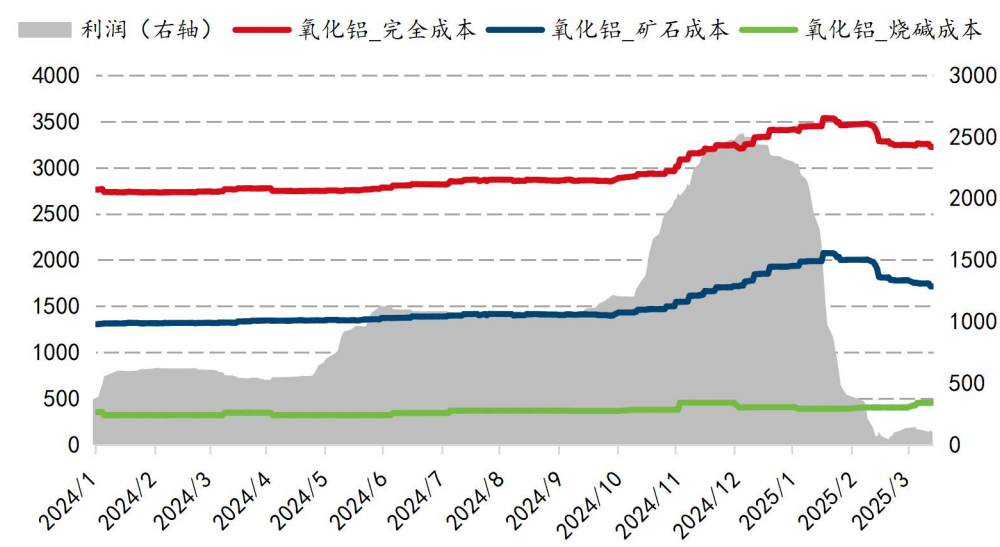
整体而言，美国的关税政策将给全球范围内的贸易畅通性带来负面影响，特朗普态度的多变以及各国的应对措施也都将再度放大产业链上游矿产资源及相关产成品的战略重要性，从而产生风险溢价，使得有色金属板块成为多头资金的争夺标的。另一方面，近期国内重要会议结束，对于深化供给侧结构性改革、全年“以旧换新”政策的支持、“低空经济”等概念的重视，都自上而下从供给及需求端给予铝价支撑。

### 未来展望：分化延续，电解铝长期重心上移

综上，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，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，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。

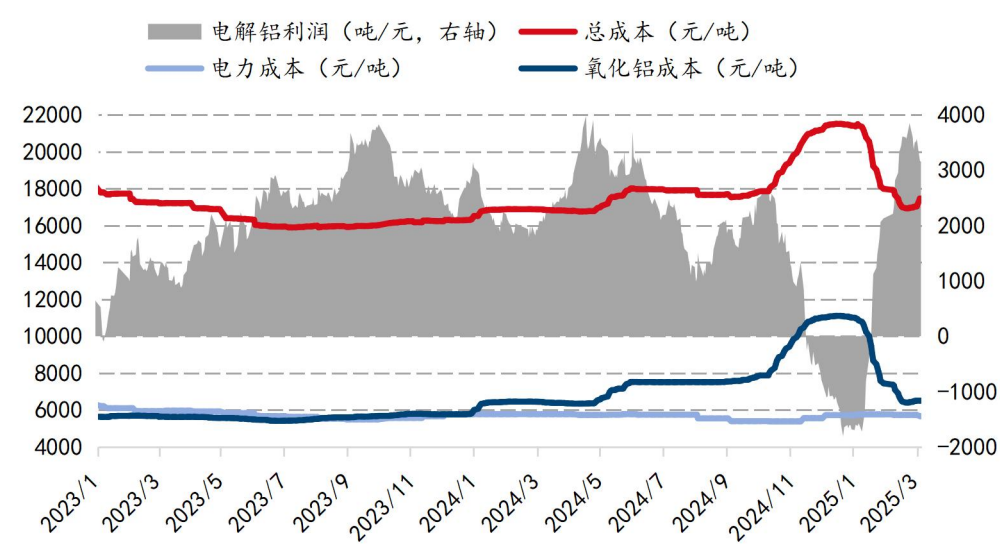
站在3月中旬，看国内消费旺季逐渐兑现之际，库存去化及旺季需求回暖仍从基本面给予铝价支撑，资金基于现阶段关税政策及经济形势预期所做出的选择，将成为铝价向上突破的推动力。预计沪铝短期至中期易涨难跌，20500元/吨附近支撑较强，突破21000元/吨压力线后测试稳定性。

图：氧化铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：电解铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

作者简介：

张嘉艺，国信期货有色金属研究员，英国伦敦国王学院硕士。在 2023 年上期所优秀分析师评选中获得“新锐分析师”奖，在 2024 年上期所“国际好讲师评选”中获一等奖。多次于《期货日报》《中国有色金属报》等媒体发表观点，多次参与有色行业各类企业服务，提供行情分析及风险管理等，有一定产业服务经验。

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](mailto:15691@guosen.com.cn)

### **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。