

国信期货有色（铝）2025 年年报

铝

供应天花板长期支撑铝价上移 聚焦宏观及需求端变化

2024 年 11 月 24 日

● 主要结论

2025 年，沪铝预计宽幅震荡，前高后低，关注阶段内宏观与基本面共振下可能出现的趋势性行情。

25 年沪铝或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。未来针对特朗普政策展开的交易将频繁出现预期差，导致市场情绪及风险偏好频繁切换，放大波动性。

成本利润：首先，考虑到原材料氧化铝供需偏紧情况在 25 年一季度开始将会逐渐转向平衡，氧化铝价格从高位逐渐回落，25 年电解铝成本预计前高后低，使得铝价底部支撑逐渐下移。另外，电力成本同比预计维持稳定，但需关注电力市场改革、节能降碳等政策方面是否会对用电成本带来影响，或使得氧化铝地区间成本差异更加明显。

供应端：国内电解铝产能红线限制电解铝产量上限，且存在云南来水情况等不确定性因素对电解铝产能运行的影响，基于 2024 年全年开工率偏高，预计 25 年国内电解铝产量同比增速将有下降。另一方面，我国对于进口废铝政策有所放开，再生铝产量有望提升，以补充国内铝供应量。电解铝供应增量主要看海外市场，东南亚地区 2025 年有约 120 万吨产能待释放，但考虑到海外原料氧化铝供应增速的限制或对电解铝产能释放造成阻碍，对海外铝供应增量持谨慎乐观态度。整体来看，全球铝供应增量将主要依赖东南亚地区新投产能。

需求端：国内需求方面，新能源板块仍是重要的需求增长点，电网投资也将继续带动用铝需求，房地产仍处于缓慢复苏中，至终端铝消费需求的推升仍有待观察，整体国内需求预计稳中有增。出口需求方面，我国实施取消铝材出口退税政策下，部分铝材出需求将出现阶段性下降。另外，特朗普加征关税的政策也将直接挫伤我国铝及其相关制品，以及其他终端产品的出口需求量，政策落地后预计将对整体出口需求造成负面影响。除此之外，欧盟、加拿大等国对我国电动车加征关税的举措，以及海外各国对我国铝材的反倾销调查，都将阻碍相关铝制品的出口通道，贸易壁垒加厚或成为必然趋势。地缘政治影响之下，大国关系的变化也将对局部地区铝的供需造成影响。特朗普上任后，俄乌冲突有望缓解，对于俄罗斯的相关制裁措施或有松动，若俄罗斯金属的流动性及贸易畅通性恢复，我国氧化铝及电解铝的出口量或有所下降。

整体来看，宏观情绪多变及预期的不断调整下，有色板块波动性将有放大，在产能天花板限制、成本支撑及终端新能源板块的持续发力下，长期来看，沪铝价格重心将逐渐抬高，2025 年而言，沪铝或呈现宽幅震荡走势，价格区间看向 19000-25000 元/吨。

风险提示：宏观金融风险、贸易壁垒、地缘政治争端、极端天气。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

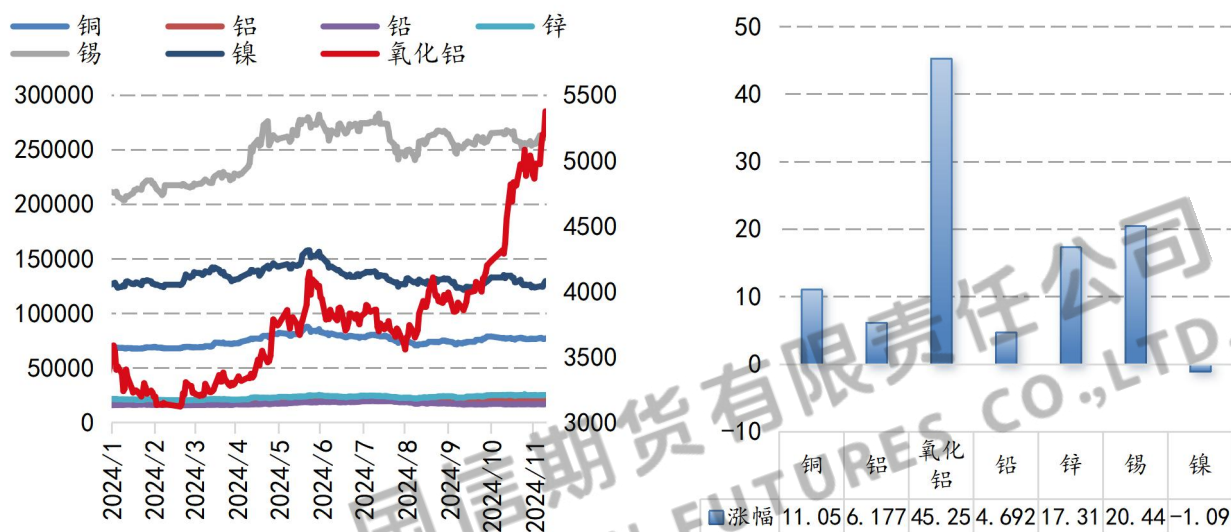
独立性申明：

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、2024 年沪铝期货：价格中枢上移

2024 年以来，宏观定价仍是左右铝价的主导因素。以黄金、铜为首的有色金属板块在上半年异动频繁，并出现为期近三个月的趋势性上涨行情，而在本轮大宗商品异动中，相较于金银铜，铝的上涨相对滞后，涨势也较为缓和，沪铝涨幅远不及贵金属及沪铜。也因此，沪铝在此轮行情后，整体有色板块的波动调整中显得更为抗跌。并在四季度消费旺季到来，成本支撑抬升，与宏观情绪的阶段性共振下，价格再度反弹。2024 年 1-11 月，沪铝整体呈现宽幅震荡走势。

图：2024 年以来上期所主要工业金属期货收盘价变化（元/吨）图：2024 年 1-10 月上期所主要有色金属收盘价涨幅（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

（一）行情回顾

具体而言，铝价走势可以分为如下四个阶段

● 1 月-2 月：降息预期修正 沪铝冲高后回落调整

宏观方面，2023 年末尾，市场开始交易美联储降息预期，市场风险偏好转好，海外宏观面利好情绪在 2024 年开年后也有所延续，使得铝价来到该阶段高位 19755 元/吨。但随着后续美国通胀数据的公布，以及美联储官员的发言，降息预期逐渐被修正，宏观利好情绪也有所降温，市场对海外降息的乐观预期逐渐回归现实，铝价开始回落。宏观情绪转弱，低库存给予铝价支撑，沪铝缺乏上涨动力，月内价格重心逐渐下移后于 18700-18900 元/吨区间震荡调整。

● 3 月-5 月：宏观与基本面共振 沪铝走出趋势性上涨行情

进入 3 月后，以贵金属、有色为首的大宗商品市场异动频发，3 月至 5 月期间，铝等工业金属品种出现趋势性行情。沪铝的此轮上行，是宏观与基本面利多共振下的结果。

随着3月“两会”顺利召开，提出2024年GDP预期目标增长5.0%左右，也再次为未来消费等多方面指明发展方向，给予政策支持，宏观利多情绪阶段性出现，给予铝价支撑。同一阶段，基本面也逐渐由弱转强，从淡季向旺季过渡，低库存及节后旺季需求回暖预期成为春节后铝价逐渐走强的重要支撑力。沪铝表现持续偏强，价格重心自18800元/吨缓步攀升至接近20000元/吨一线，并在4月8日，时隔近两年突破20000元/吨高位，强势延续至4月中旬。该阶段，铝供应端逐步开启复产，消费处于旺季，库存去库表现乐观，国内“以旧换新”进一步落实，与铝密切相关的终端家电、汽车板块需求预期向好，房地产利好政策也再次出台，使得宏观情绪偏强，铝价上行相对顺畅。

随后在4月中旬后，铝价出现短暂回调。4月中旬，俄罗斯金属遭到欧美的进一步制裁，LME铝价飙涨，沪铝受挫回调，至此，也扭转了铝价持续已久的内强外弱的状态。随后铝价5月处于20000元/吨-21000元/吨的震荡整理中。5月期间，铝市面临的海外不确定因素和风险有所加大。继4月俄罗斯金属遭到欧美的进一步制裁后，5月初美国商务部宣布对中国等十三个国家的铝型材作出反倾销初裁，随后5月14日，美国白宫宣布将对包括铝材在内的一系列中国商品加征关税，市场预期将对中国铝及相关产品的出口需求形成利空影响。另外，5月中旬，伦铝库存暴增超过一倍，突破百万吨，由于市场正处于对涉及俄铝仓单的具体规则的多方解读阶段，库存暴增下，内外铝价并未出现明显异动，小幅回落后再度回到偏强态势，但加强了多空之间的博弈。5月末，铝价先后受到海外氧化铝供应干扰持续的影响，以及《节能降碳方案》的公布，情绪带动铝价冲高，触及22040元/吨新高，也是截至2024年11月21日的年内最高价位。

● 6月-8月初：回吐涨幅

沪铝在6月步入回调，此后两个多月延续震荡下跌走势。进入6月后，铝需求淡季特征逐渐凸显，供应则处于持续增加的状态，由于复产及前期广西地区铝棒停产，铝锭库存出现去库及累库反复的状态，整体库存逐渐高于2023年历史同期，供需基本面转弱，难以给予铝价向上的驱动力。同时，宏观情绪也较先前有所转弱，前期超涨回落后，面临趋弱的基本面以及不确定的内外宏观环境，市场资金转向谨慎观望，沪铝期货的整体持仓量也自接近70万手的水平回落至50万手上下。

7月中上旬，宏观环境的不确定性因素依然使得铝价出现波动反弹，对于国内重要会议的预期也在一定程度上限制着铝价的下调空间。7月中旬，突发的特朗普遇刺事件成为宏观情绪急转直下的转折点，事件发生后，特朗普支持率明显走高，海外“特朗普交易”及“衰退交易”强势笼罩全球市场，衰退的交易逻辑使得大宗商品市场的价格支撑出现不同程度削弱，受此影响，国内外资金风险偏好再度偏向保守，避险情绪有所回升。而随着市场对于特朗普政策及美联储未来降息政策的进一步认识 and 解读，政策间的相互矛盾性也逐渐突出，使得未来经济走向更加扑朔迷离，不确定性增多，市场情绪混乱下，各类资产出现资金撤出现象。国内方面，第二十届三中全会胜利召开，但暂未有明显利多政策的出台足以对铝价形成引导。

宏观面多头情绪退却，淡季基本面支撑转弱，铝价此轮弱势延续两个月时间，价格重心自20000元/吨以上回落至18800元/吨上下，8月6日，期货主力合约价格收于18795元/吨，基本回吐此前3-5月的涨幅。

● 8月中旬-11月：价格重心再度上移

该阶段，沪铝经历了反弹-回调-再反弹后震荡上行的走势。

自8月初起，宏观面交易降息预期，市场风险偏好有所回暖，随着美国最新CPI等宏观数据发布后，前期的担忧情绪有所修复，也给整个板块带来一定向上修复的动力，有色金属板块呈现出反弹态势，沪铝价格重心也逐渐上移，并在8月28日盘中突破20000元/吨关口。但随着各项宏观数据的公布，降息预期也不断出现变化和修正，市场对于未来经济的走向处于衰退和软着陆的摇摆之中，于商品板块的工业金属而言，就使得资金难以在方向上进行坚定抉择，更加缺乏做多的信心，此轮反弹也在8月底戛然而止，8月28日后，铝价走势出现转折，并再度弱势运行至9月中旬。美国8月CPI数据公布后，降息的确定性再度给予金属板块价格支撑，情绪有所回暖，叠加沪铝需求端继续呈现边际回暖，沪铝再度开启反弹。9月19日，美联储降息50bp的利率决议最终落地，工业金属板块均受到一定提振，叠加需求端再度过度至旺季，此后沪铝开启一段震荡上涨走势。

总体来说，9月底至11月，铝价处于宏观定价为主，供需基本面支撑托底的格局之中，在基本面与宏观情绪的阶段性利多共振推动下，呈现出震荡偏强的走势，10月内一度上破21000元/吨的关键压力位，11月正式冲破21000元/吨压力位后回调。

从整体宏观环境来看，9月底至10月初，金融市场及房地产市场多项利好政策出台，宏观市场信心明显恢复，资金风险偏好也有所好转，商品市场随之反弹，沪铝在板块带动，及消费旺季延续，宏观与基本面的利多共振下，价格重心抬高至20500元/吨附近。随后，国内宏观利多情绪有所消化，市场预期修正。海外方面的诸多不确定性也进一步显现，美联储11月继续大幅降息的可能性下降，地缘争端不断，美国大选的风向也再次发生变化。在海内外宏观情绪多变之下，沪铝继续冲高受阻，成本及供需的支撑限制价格的下方空间，沪铝价格在20000元/吨-21000元/吨区间高位震荡调整。

11月，市场全力聚焦于美国大选的博弈，宏观市场情绪对于商品市场的影响进一步凸显。11月6日，特朗普在美国大选中获胜，2024年最大的宏观热点落下帷幕，此后金融市场再度就此展开交易，有色板块也再次发生阶段性转折，板块走势一度有所分化，黄金、铜出现下挫，铝则在基本面的利多题材下突破21000元/吨压力位，持仓量也回升至57万手附近。而随着美元持续走强，整体有色板块均受到了明显的压力，LME铜、LME铝价均连续下挫，沪铝也从11日起自高位回调，总体上来说，此轮下行更多是宏观交易逻辑变化下，市场资金重新进行选择的系统性下跌。11月15日，随着“取消铝材出口退税政策”的发布，铝价内外走势分化，沪铝进一步下挫。与此同时，由于原材料氧化铝价格大幅上涨，电解铝冶炼成本提高，行业出现亏损，限制铝价跌幅，沪铝在20500元/吨上下获得支撑。

截至2024年11月22日，沪铝主力合约2501报收20420元/吨，较2023年12月29日上涨4.69%。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

图：LME 铝日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

（二）宏观视角下的铝产业

2024 年以来，宏观面对于铝价的影响仍较为突出。海外各国各类反倾销调查、美联储降息节奏的变化、市场对于美国大选结果的交易、国内宏观利好政策，以及一系列涉及铝行业的政策变动，与基本面变化共同左右着铝价的走势。就 2025 年而言，宏观定价对于铝价的影响仍然重要，除了对于宏观流动性、市场资金风险偏好的关注以外，也特别需要关注对铝行业影响更为直接的各类关税政策及行业政策变化。

1. 聚焦美联储降息路径与特朗普政策交易

2024 年以来，市场对于美联储的降息预期经历了多轮调整。从 2023 年年末开始交易 2024 年降息预期，在宏观经济数据的指引下预期不断修正，至 9 月，美联储降息得以真正落地，北京时间周四（9 月 19 日）凌晨，美联储宣布降息 50 个基点，降息幅度一定程度上超过市场预期。在随后的 11 月，再度降息 25 个基点，而此后的降息路径暂不明确。

截至 11 月 21 日，据 CME “美联储观察”，美联储到 12 月维持当前利率不变的概率为 47.7%，累计降息 25 个基点的概率为 52.3%。到明年 1 月维持当前利率不变的概率为 35.5%，累计降息 25 个基点的概率为 51.1%，累计降息 50 个基点的概率为 13.4%。2025 年美联储的降息预期将依旧受到包括政治环境、经济数据、通胀预期等多种因素的影响，导致降息次数和幅度的预期出现调整。目前，市场普遍预期美联储将放缓降息步伐，具体的降息路径和次数存在较大不确定性。特朗普重返白宫，市场将基于其相关经济政策再度进行交易，对大类资产进行选择。

11 月 6 日，特朗普在美国大选中获胜，2024 年最大的宏观热点落下帷幕，此后金融市场再度就此展开交易，有色板块也再次发生阶段性转折，工业金属整体呈现偏弱走势，总体上来说，此轮下行更多是宏观交易逻辑变化下，市场资金重新进行选择的系统性下跌。

可以预见，2025 年特朗普正式就任，市场将基于其相关政策的推行进一步展开“特朗普交易”。特朗普在经济政策方面的主张对于有色板块的工业金属而言较为复杂，这也是因为一方面，这些工业金属被列入战略性矿产（关键矿物清单）的原料矿端均具有较强的对外依赖性，存在风险溢价空间；另一方面，铜铝的需求结构中，新能源板块和传统工业板块占据比较重要的地位。

细化来看他的各项经济政策，既有利多也有利空。其中最直观的利空因素是来自贸易方面的加征关税，并对中国加征更高的关税，这将明显削弱我国铝相关产品的竞争优势，贸易壁垒的加厚将直接造成我国铝及其相关制品的出口需求下降。近年来铝的需求结构中，来自新能源光伏、电动汽车等板块的占比明显提升，对冲了传统建筑领域需求的下降，特朗普重视传统能源发展，而轻新能源的举措将抑制着一部分的需求增长，将利空铝近两年的新需求增长点新能源板块。但另一方面，特朗普 1.5 万亿美元的基建计划会带动补库，从而激发传统领域的用铝需求。目前市场还是在进行一些预期交易，那么未来哪些政策能够真正推行和落实，以及程度如何还有待观察。

目前来看，铝仍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。由于特朗普的相关政策涉及多个方面，将从不同角度对工业金属价格产生不同影响，且存在政策是否能够切实落地，以及推行程度的不确定性，因此，可以预见，未来针对特朗普政策展开的交易将频繁出现预期差，导致市场情绪及风险偏好频繁切换，放大波动性。站在现在，事实上较难去判断美国未来政策对于工业金属利多利空的强弱，而在此情况下，电解铝供应端的刚性，或使得铝相较于铜等工业金属具有更强的韧性。

2. 国内宏观政策成为供给及需求端较强支撑

国内方面来看，各方面的宏观政策从供给与需求两侧给予铝行业向好预期，对铝价起到利多作用。

2024年3月，两会顺利召开，根据2024年政府工作报告，2024年国内生产总值（GDP）预期目标增长5.0%左右。报告也指出，今年政策偏扩张，中央加杠杆、稳信心、稳地产是关键，强产业、防风险促改革主线延续。自3月起，宏观利好政策逐渐释放，政策覆盖内容涉及铝终端消费的相关行业。

房地产方面，住建部发布通知，各地继续加码松地产，包括继续发放购房补贴、购房送消费券、公积金贷款利率优惠等。另外，今年全国将再改造5万个城镇老旧小区，建设一批完整社区。此外，还将再改造10万公里以上城市地下管网，再启动100个城市、1000个以上易涝点的整治。4月30日召开的中共中央政治局会议再次强调，“要持续防范化解重点领域风险”，并且提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。进入5月，房地产利好政策不断出台，各地房地产限购政策持续优化。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。中国人民银行将设立3000亿保障性住房再贷款。与此同时，3项房地产利好政策发布，分别为“下调最低首付款比例”“下调个人住房公积金贷款利率”“取消商业性个人住房贷款利率政策下限”。各项利好政策将进一步修复市场预期，有望利好房地产需求改善。后期，房地产市场或仍以“边际优化、持续微调”为主。利好政策的出台，将使得房地产市场缓慢回暖，带动相关终端的消费和行业景气度回升。

消费方面，商务部表示今年促消费要做两个重点工作：一是推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新。二是扩大服务消费。发改委也提出三个重点：实施工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等7个领域的设备更新，实施汽车、家电、家居等耐用消费品以旧换新，实施回收循环利用行动。在能源转型的背景下，近几年铝的需求结构已经有所转变，新能源汽车、光伏等行业的铝需求占比有所提高。在国家发改委6月的新闻发布会上，新闻发言人表示，国家发展改革委将会同有关方面，继续通过政策引导、规范监管等方式营造公平竞争的市场环境，充分激发各类经营主体活力，推动汽车产业转型升级和企业优化重组，提升技术创新和产业链配套能力，加强国际合作，持续推动新能源汽车产业高质量发展。消费品以旧换新方面，发言人指出，2024年1—5月份，设备工器具购置投资同比增长17.5%，对全部投资增长贡献超过50%；1—5月份，主要电商平台家电以旧换新销售额增长超过80%，以旧换新成为推动家电消费增长的重要因素。下一步，国家发展改革委将充分发挥部际联席会议制度作用，进一步加强统筹协调，会同有关部门加大政策支持力度，加快各类资金落地。同时，强化要素保障，及时协调解决问题，引导带动企业和社会各界广泛参与，推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作取得更大成效。国家层面对于新能源汽车发展的支持，以及“以旧换新”相关政策的持续落实，将对铝的终端需求起到较强支撑，并给予市场需求向好的预期。

此外，铝产业链供给端来看，原料的开采、产能扩张受限，电解铝供给的刚性也在相关政策、方案的发布下进一步体现。

2024年政府工作报告重申：“强化能源资源安全保障，加大油气、战略性矿产资源勘探开发力度。”在2024年“两会”上，矿产资源相关的问题也再次被重视和讨论。各方建议包括：增储上产，提高矿产资源保障能力，从紧缺性矿产资源入手，加速开展地质勘查；绿色发展，促进矿产资源高效利用，矿产企业需对矿石进行高效选矿，精矿才能对外销售，以最大限度减少资源浪费和矿产资源加工过程中的消耗，从源头减少固体废物的产生量；转型升级，推动矿业高质量发展等。对标至铝产业链的重要矿产资源铝土矿来看，当前我国面临自有铝土矿品位下降，铝土矿资源对外依赖度过高的难题，在国家方针政策的指引下，未来或有进一步加大勘察我国优质铝土矿资源的可能，以提高抵御风险的能力。而已经开采，甚至过

度开采的矿山，则需要注重其后续的高质量发展，加大研发力度，开采的同时处理好赤泥等污染物，提高回收利用能力。

5月29日国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，具体从方案内容来看，对于有色金属的相关要求直接关系到未来铝产业链的发展动向。总结来说，方案要求对铝产业链的影响主要体现在以下三个方面：氧化铝新增产能准入门槛提高，未来新增产能将受到严格控制，国内氧化铝产能过剩或将有一定缓解，但对现有运行的产能影响不大。对于已有产能红线的电解铝来说，未达标的高耗能电解铝产能将被进一步出清。在再生金属供应占比的要求下，废铝的需求将有提升。同时，也让市场再一次明确认识到，电解铝坚定的4500万吨产能红线，供应刚性将长期存在。此外，方案中还提出，要“严格合理控制煤炭消费”，这将关系到电解铝产能运行的能源问题。此前，生态环境部、国家发展改革委等七部门于2022年6月联合印发的《减污降碳协同增效实施方案》中也曾提出：2030年电解铝使用可再生能源比例提高至30%以上。2024年3月，生态环境部陆续对外发布了铝冶炼行业、水泥行业的企业温室气体排放核算与报告指南和企业温室气体排放核查技术指南征求意见稿，向市场释放了一定的信号，即铝冶炼行业大可能将是第二批首批纳入全国碳市场的行业。叠加在近期召开的企业座谈会上，深化电力体制改革的问题也被重点讨论。这意味着，多重压力下，未来火电产能降碳更加紧迫，高碳排的煤电价格或将很难有成本价格上的优势。6月，国家发改委新闻发言人表示，正抓紧出台电解铝、数据中心、煤电低碳化改造和建设等其他重点行业节能降碳专项行动计划，并还将深入开展重点用能单位能效诊断，大力推动节能降碳改造和用能设备更新，持续推进工业、建筑、交通等重点领域节能降碳工作。相关方案还处于推进期，目前对于铝为首的高耗能产业的影响程度暂时难以预测，在此期间或将成为铝价的一定支撑，需要持续跟进政策动向。

3. 海外政策干扰层出 铝产业链面临贸易壁垒

2023年12月，欧盟通过了对俄的第12套制裁方案，其中包括对铝线、铝箔、铝管的进口禁令。但据欧洲铝业协会称，这一措施仅涵盖了欧盟自俄进口铝产品总量的12%左右，仍有近90%的俄罗斯铝产品未受到影响。此后，当地时间2024年2月20日，欧盟官方公报网站发布文件，欧盟理事会通过决定，将对俄罗斯的制裁延长一年，至2025年2月24日。文件称，维持欧盟迄今为止对俄罗斯采取的所有制裁措施。2022年乌克兰危机爆发后，欧盟对俄罗斯实施了大量制裁，迄今已通过了12轮制裁措施。俄乌冲突的影响仍在延续，欧美国家对俄罗斯的制裁或进一步加深，在此情况之下，全球铝产业链贸易流向或进一步发生变化。

4月，欧美对俄罗斯部分金属的制裁进一步加深并落地。北京时间4月13日凌晨，美国和英国宣布突然宣布对俄罗斯金属铝、铜和镍实施新的交易制裁限制，新规定禁止伦敦金属交易所(LME)和芝加哥商业交易所(CME)接受俄罗斯新生产的金属，4月13日或之后生产的俄罗斯铝、铜和镍都属于被禁之列，美国还禁止从俄罗斯进口这三种金属。制裁措施出台后，伦铝价格出现异动，一周内上涨超过7%，价格重心一跃来到2500美元/吨一线。“俄乌战争”爆发后，欧美对俄罗斯的制裁不断加深，近几年全球铝产业链贸易格局也随之发生了变化，俄铝出口至中国的数量大幅增加，俄罗斯对外资源出口也往往利用非欧美的制造业大国中转加工制成产品或利用有国际背景大型贸易商向海外直接下游流转，并且考虑到制裁不会直接禁止非美国的个人和实体购买俄罗斯实物铝，因此美国及英国最新的对俄罗斯金属的出口和交易制裁限制不太可能强力遏制俄罗斯铝的产量和出售金属铝的能力。

美、英新一轮对俄铝的制裁短期内引发市场对海外铝供应的担忧，担忧情绪推升外盘铝价大幅走高，而中长期来看，比起供应能力，制裁将对全球范围内铝贸易流向产生更大的影响。在欧美的制裁之下，市场消费有意回避俄铝等俄罗斯金属，外盘铝价存在上涨的炒作热点和驱动力。同时，无法进行交割的俄铝也将通过其他渠道流向非欧美地区市场，造成贸易格局的变化，或使得我国原铝进口增加，整体供应量增加，从而逐渐对国内铝价形成压制，使得铝价的沪铝比值有所回落。

2024年5月2日美国商务部宣布对进口自中国等13国及中国台湾地区的铝型材(Aluminum Extrusions)作出反倾销初裁。初步裁定中国生产商/出口商的倾销率为4.91%，抵消补贴后的保证金调整为0.00%，不合作企业税率为376.85%，抵消补贴后的保证金调整为365.19%。目前国内出口到美国的铝型材需要交纳25%的关税，叠加反倾销税，中国企业的产品将失去价格优势，出口到美国更加困难。据了解，此次反倾销涉及的中国生产企业大部分是以生产汽车、机械和电子等型材产品为主的企业，这些产品相对来讲技术附加值稍高一些，更加契合美国本土市场对这些产品的需求。随后，当地时间5月14日，美国白宫宣布，将针对中国部分具有战略意义的关键性产业大幅提高进口关税。美方针对的产业包括：半导体、电动汽车、动力电池、光伏产品、关键性矿物、钢铝和医疗设备等。这意味着我国铝制品及新能源板块相关出口需求将受到压制。考虑到我国铝材出口呈现出口国别多样化的特点，据阿拉丁(ALD)数据，中国向美国出口铝材仅占中国出口总量的4.5%左右，因此关税的大幅提高对中国总的铝材出口影响预计较为有限。但政策影响下，市场情绪及全球范围内货物贸易流向将受到影响，或造成地区间的供需错配，出现阶段内不同市场间的价格走势有所分化。

据美国贸易代表办公室发布的一份声明，当地时间9月13日，美国拜登政府表示，美国最终确定对某些中国制造的产品提高关税。美国贸易代表办公室称，自9月27日起，中国制造的电动汽车的关税税率将上调至100%，太阳能电池的关税税率将上调至50%，电动汽车电池、关键矿产、钢铁、铝、口罩和岸边集装箱起重机的关税税率将上调至25%。

2025年，特朗普将正式就任美国总统，其将对来自中国的商品实施60.0%或更高关税的举措，将使我国铝及其相关制品、终端消费品的出口面临更大的阻碍和挑战。

4. 行业政策新变 再生铝进口放宽

2024年10月21日生态环境部联合海关总署、国家市场监督管理总局等六部门一起更新发布了第23号公告《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》，自2024年11月15日起实施，原《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》（生态环境部、海关总署、商务部、工业和信息化部公告2020年第43号）同时废止。

公告明确了再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料的性能指标要求，明确符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。其中，在原再生铸造铝合金原料基础上新增再生变形铝合金原料、再生纯铝原料两个种类，“铝及铝合金含量”表述改为“铝或铝合金实物量”，并调整相关指标。此外，明确新增4个再生原料海关商品编号。

总结来说，新公告在很大程度上拓宽了再生铜铝等原料的进口限制，增加了其进口的原料种类，将丰富再生铝的原料供应，推动再生铝产量增加，对整体铝供应起到补充作用。

5. 取消铝材出口退税政策将执行 行业巨震之余如何应对

11月15日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，自2024年12月1日起，铝材产品出口退税全部取消，涉及铝板带、铝箔、铝管、铝管附件及部分铝条杆型材等24个税号。

关于调整出口退税政策的公告

财政部 税务总局公告2024年第15号

现就调整铝材等产品出口退税政策有关事项公告如下：

一、取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税。具体产品清单见附件1。

二、将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品的出口退税率由13%下调至9%。具体产品清单见附件2。

三、本公告自2024年12月1日起实施。本公告所列产品适用的出口退税率以出口货物报关单注明的出口日期界定。

特此公告。

附件：1.取消出口退税的产品清单

2.下调出口退税率的产品清单

财政部 税务总局
2024年11月15日

据海关数据显示，该 24 个相关铝材产品 2024 年 1-9 月份出口总量约为 462 万吨，占国内铝材出口总量的 99%，2023 年我国相关铝材产品出口约 516.6 万吨，金额约 177.4 亿美元，占出口总量的 98%。这意味着，未来我国绝大多数铝材制品出口订单将受到取消出口退税政策的影响，出口退税率由 13% 降至 0，在 12 月 1 日政策正式实施前，国内铝材制品预计将出现“抢出口”的情况，随后相关出口量将出现下降。短期来看，取消铝材出口退税政策将使得企业曾经依靠退税获得的利润空间被挤压，也失去出口的价格优势，从而直接影响到相关铝企的出口积极性以及我国铝材产品的出口量，海外铝材供应紧张，因而，消息一经公布，作为铝材上游原料的电解铝市场率先有所反应，LME 铝价大涨，15 日盘中涨幅一度超过 7%，沪铝则明显下挫，内外铝价走势分化明显。

根据政策发布后的调研结果来看，多数涉及出口订单的铝加工企业均表示受到政策影响较大，目前正在加快生产进度，尽量在窗口期前完成订单，个别企业已经出现出口订单量减少的情况，大多数企业均对未来出口订单量持相对悲观态度，多处于观望状态中，暂时难以采取切实行动。

我国铝加工行业存在行业集中度低、低端产能过剩的问题，导致铝加工行业“内卷”日益加剧，加工费不断走低，成为铝产业链上利润较为微薄的一环。在这种情况下，铝材的出口依赖度也是整个铝产业链中最高的，长期以来，我国铝材产品在出口退税政策下，相对于海外铝材产品，有着较为显著的价格优势，企业的利润空间多依赖于出口退税政策。而取消出口退税，将稀释曾经的价格优势和利润空间，相关出口企业不得不面对如何弥补退税取消后利润空间的压缩以及订单流失共同带来的亏损。

从整体铝消费的角度来看，铝材产品出口是整体铝消费的重要组成部分。据国家统计局数据，2024 年 1-9 月铝材累计产量 5035.5 万吨，同比增长 8.0%，出口占比约为 9.2%。出口退税取消后，出口上涨的成本短期内难以向海外下游转移，部分铝材产品出口量将回流至国内，进一步加剧国内铝材市场的竞争。

从产业链的利润分配角度来看，铝产业的上游氧化铝、电解铝环节，行业集中度较高，且存在供应瓶

颈，受到原材料对外依赖度高，以及电解铝产能天花板的限制，上游企业具备较强的议价能力，铝产业利润长期集中于上游冶炼端。而处于中下游的铝加工环节，产能过剩，近几年来“内卷”不断加剧，加工费持续走低，也往往难以快速向下游传导成本压力。因此，短期来看，出口成本上涨的压力仍需要铝加工企业去承担。

中长期来看，出口量有望逐渐修复。一方面，从铝材的上游原料电解铝来看，我国电解铝产能及产量在全球中的占比均超过一半，且以净进口为主，而近年来欧洲电解铝产能在成本压力之下，产能关停居多，复产速度缓慢，欧洲以外其他地区的新建电解铝产能建设及投产速度也较为缓慢，因而从原料供应角度来看，海外市场对中国铝材产品的依赖度不可忽视。另一方面，考虑到长期出口下，海外市场的部分相关企业对我国铝材产品的依赖度同样较高，难以找到替代供应，或将逐渐接受中国铝材产品取消退税后价格的上涨。因此中长期来看，对于出口量有望逐渐恢复。

在取消出口退税，出口成本增加的情况下，未来我国铝加工行业可能会出现两种趋势：其一，铝加工企业通过提高出口价格，将成本压力向海外转移，这需要经过与海外下游企业的博弈，产品力更强的企业将具备更强的竞争力，因而会促使企业改进生产工艺，进行技术革新；其二，降低生产成本，或转向生产附加值更高的铝材产品，这将有利于我国铝产业进一步升级，优化铝材产品出口结构，但也需要一定的时间周期。整体来说，我国铝材产品出口价格提高或将成为未来的主流趋势，我国出口型铝加工企业及外贸企业将经历“阵痛期”。

中长期来看，市场上下游对于价格和利润空间的博弈或需要一定的时间，铝价的“外强内弱”格局预计将有一段时间的持续。而若影响持续，铝价外强内弱程度加深，内外价差走扩，那么价差扩大带来的空间又将在一定程度上弥补出口成本的上涨，使得出口量及利润空间得到修复，从而再传导至铝价。其次，外盘铝价走高，进口窗口关闭，铝锭进口量减少，也将给外盘铝价带来压力。另外，考虑到我国铝行业在全球市场的占有率，及海外市场对我国铝材产品的依赖度，铝材出口量也将经历先减少再修复的过程。因此，整体而言，短期内沪铝受到成本端的支撑，下跌空间有限，中长期而言，铝价的“外强内弱”格局预计将有一段时间的持续，待市场博弈下再度找到新的平衡后，出口需求的回暖将逐渐修复铝价的沪伦比值。

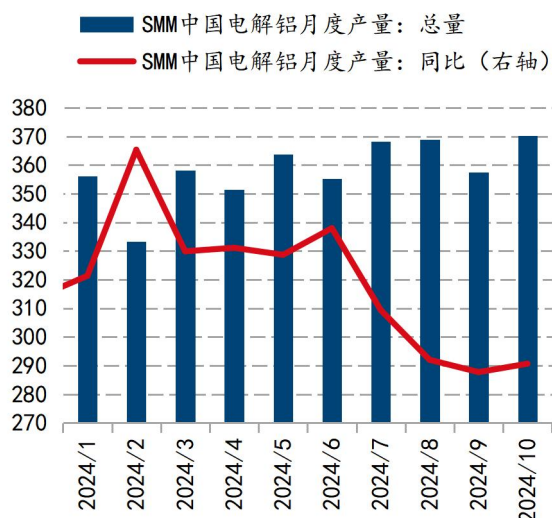
此外，近年来，海外各国对于我国各类铝材制品的反倾销调查数不胜数，面对海外各类反倾销调查以及一系列贸易壁垒加厚带来的压力，我国取消铝材出口退税政策从长远来看，将推动相关行业企业寻求转型，引导行业转向附加值更高的赛道发展，有利于优化我国铝材产品出口贸易结构，有利于我国铝加工行业长期持续健康发展，进一步增强在国际市场上的竞争力和话语权。

（三）产业基本面回顾

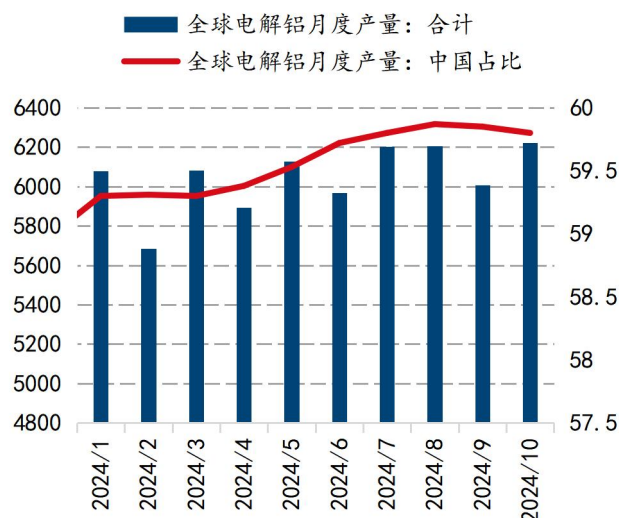
1. 全球电解铝供应情况

截至10月份底，SMM统计国内电解铝建成产能约为4556万吨，同比增长0.82%国内电解铝运行产能约为4362万吨左右，行业开工率为95.74%，同比上涨0.64%，2024年1-10月，全国电解铝产能开工率整体呈现上涨走势，并逐渐达到峰值，每月开工率同比均表现为增长，2024年1-10月平均开工率达94.68%，比2023年平均开工率高出3%。据国家统计局数据，10月中国电解铝产量371.5万吨，同比增长1.6%；1-10月累计产量3639.1万吨，同比增长4.3%。2024年全年产量有望达到4300万吨，同比增速达3.3%。

图：中国电解铝月度产量变化（万吨/月，%）



图：全球电解铝月度产量月度变化（千吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

据百川盈孚数据，截至2024年10月底，全球（除中国）电解铝建成产能为3495万吨。SMM数据显示，2024年1-10月，海外电解铝平均开工率为88.3%，较2024年相比高出约2%。2024年1-9月，SMM统计全球电解铝产量累计达6027万吨，同比增长2.7%，

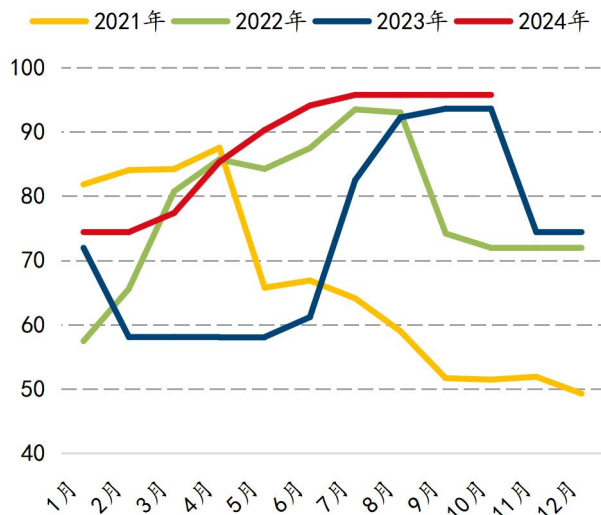
整体来看，2024年全球电解铝供应增加，尤其是中国电解铝供应增速及平均产能开工率均达到近几年的峰值。中国贡献了全球铝供应的主要增量。

2. 云南来水较好保障产能运行 国内电解铝产能开工率达到峰值

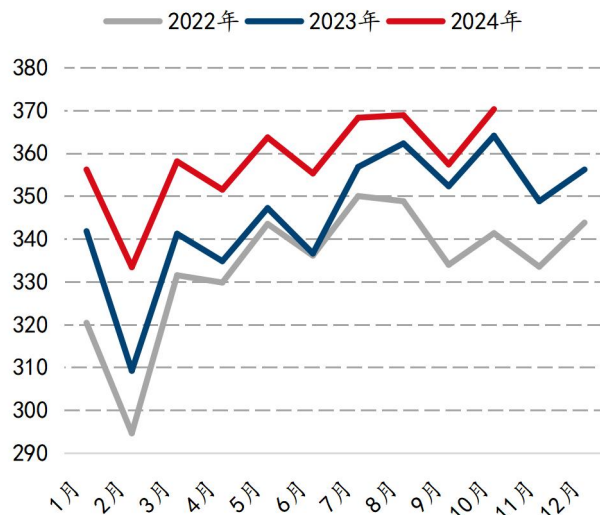
国内电解铝供应方面，电解铝减产复产并存，铝产量整体表现为增加。具体来看，内蒙古某铝厂因意外事故造成阶段性减产，并已于上半年逐步复产；四川地区电解铝产能因技改需求自3月中旬起停产，将持续至2024年7-9月，预计影响产能6.5万吨/年；内蒙古华云新材料有限公司三期项目于2024年5月开始投产，投产产能10万吨。云南电解铝产能自2023年11月停产115万吨后，于3月中下旬开始投入复产，持续进行至6月末，基本完成115万吨产能的复产工作。9月至11月，贵州一家产能为13万吨的电解铝厂，以及新疆产能置换的55万吨产能逐步释放，与此同时，由于电解铝成本涨幅远超铝价涨幅，电解铝行业亏损面逐渐扩大，10-11月，河南、广西及贵州的铝厂先后出现提前检修停产以应对亏损的情况发生，涉及年产能近22万吨。2024年中国电解铝产能运行率及产量达到历史峰值，主要得益于云南电解铝产能的顺利复产及稳定运行。2024年以来，云南汛期降水情况较好，推动电解铝产能顺畅复产，且在11月枯水季再次到来时，也并未出现电力供需矛盾和减产压力。

图：云南电解铝产能开工率季节性变化（%）

图：中国电解铝产量季节性变化（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

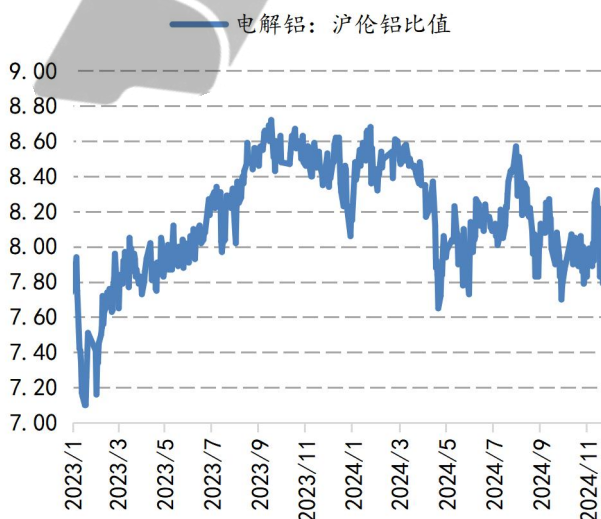


数据来源：SMM 国信期货

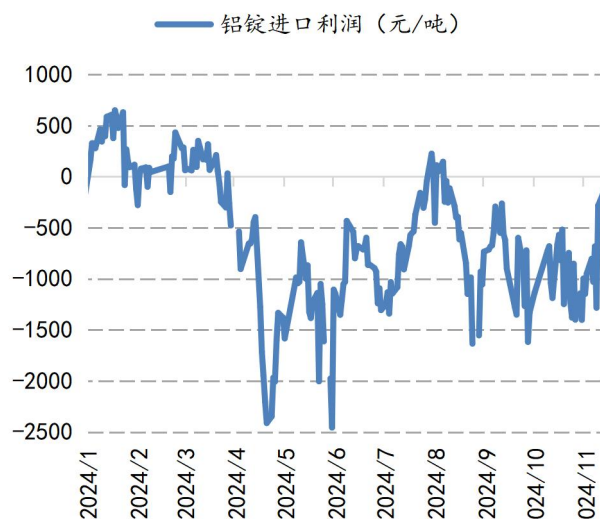
在俄铝遭到欧美制裁的影响下，自 2024 年 4 月中旬起，伦铝价格表现强势，扭转了自 2023 年以来铝价“内强外弱”的局面，进口窗口关闭，但对整体原铝进口影响有限。据海关总署数据显示，2024 年 10 月份国内原铝进口量约为 17.5 万吨，环比增加 27.5%，同比减少 19.3%。1-10 月份国内原铝累计进口总量约 182.4 万吨，同比增长 55.5%。1-10 月份原铝累计出口总量约为 8.95 万吨，同比减少 21.1%左右。1-10 月份国内原铝净进口总量约为 173.4 万吨，同比增加 63.7%，呈现净进口状态。

图：铝价沪伦比值变化

图：铝锭进口利润变化（吨/月）

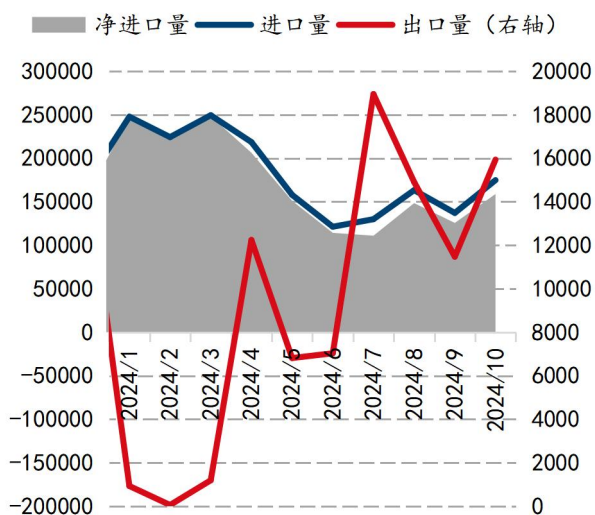


数据来源：SMM 国信期货



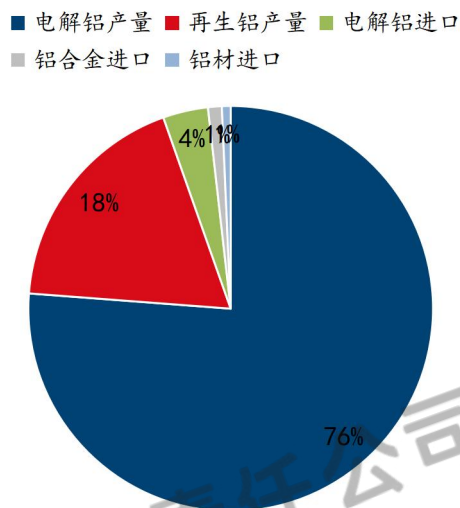
数据来源：SMM 国信期货

图：原铝进出口量变化（吨/月）



数据来源：国家统计局 国信期货

图：2024 年中国铝供应结构（%）



数据来源：安泰科 国信期货

根据安泰科数据，2024 年，包括电解铝产量、再生铝产量、电解铝进口量、铝合金进口量及铝材进口量在内的中国全口径铝供应量为 5696 万吨，同比增加 6%，增速较去年同期提高 0.2%。

3. 铝消费超预期增加

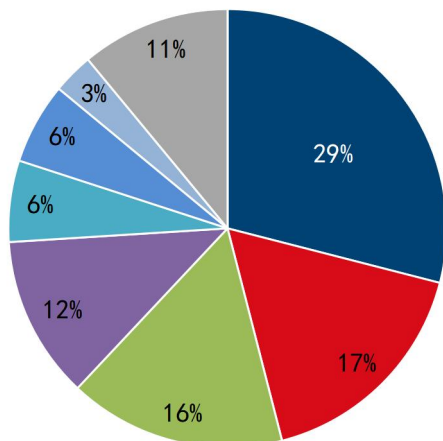
2024 年，新能源板块的电动汽车以及光伏的用铝需求依旧是拉动铝总体需求的主力，特高压电网建设及“以旧换新”政策下家电消费的增长，也增加了用铝需求，共同对冲了建筑用铝需求的下滑。

据安泰科数据预测，2024 年中国电解铝消费量为 4495 万吨，同比增长 4.9%，2024 年中国全口径铝消费达 5656 万吨，增长 305 万吨，同比增长 5.7%。

图：全铝消费结构（%）

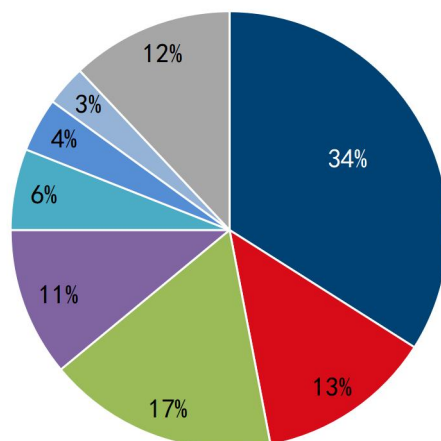
图：电解铝消费结构（%）

■ 建筑结构 ■ 交通运输 ■ 电力电子
■ 耐用消费 ■ 包装容器 ■ 机械装备
■ 其他 ■ 铝及铝材出口



数据来源：国家统计局 国信期货

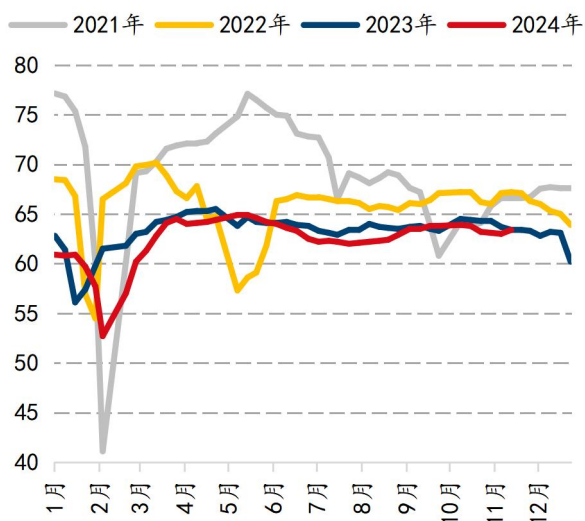
■ 建筑结构 ■ 交通运输 ■ 电力电子 ■ 耐用消费
■ 包装容器 ■ 机械装备 ■ 其他 ■ 铝材出口



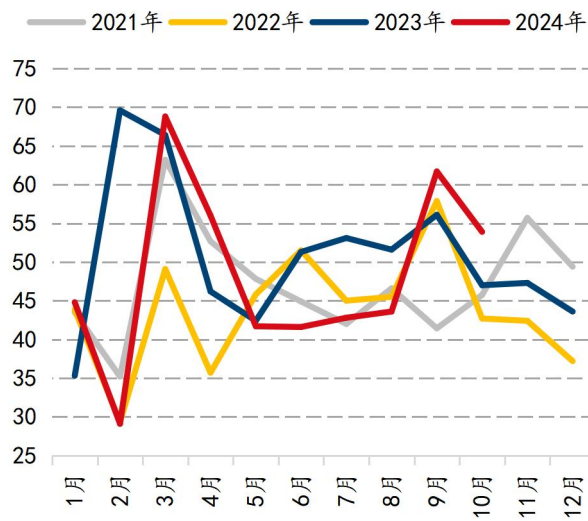
数据来源：安泰科 国信期货

从位于中下游的铝加工环节来看，在产业链利润分配不均的情况下，铝下游加工行业处境显得较为窘迫。在3月-5月铝价上行的阶段，铝加工行业在加工费不断下滑的情况下，还需承担铝价上涨带来的成本压力，企业的风险管理需求也在这一阶段明显爆发。但另一方面，由于铝价的上涨较为缓和，铝市场并未出现类似于铜市场，因高价导致的需求负反馈现象，整体铝加工行业对铝价的上涨有一定接受度。从数据上来看，3月开始进入旺季，下游铝加工行业开工率也开始持续回升，至5月下旬，开工率开始回落，9-10月也经历了类似的淡旺季转变。在铝价重心抬升的情况下，下游开工率回升的节奏及整体开工水平与2023年同期差别不大。从中国铝加工行业PMI来看，3-4月及9-10月的消费旺季PMI均维持在荣枯线以上，且明显高于近两年同期，但非旺季时期，行业PMI明显低于近几年平均水平。

图：铝下游加工行业开工率季节性变化（%）



图：中国铝加工行业月度PMI（综合）季节性变化



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

就终端应用来说，铝主要应用于建筑、交通运输、包装、电子电器等领域，其中建筑及交通运输用铝占比达到近 50%。在实现“双碳”目标，及新能源转型的背景下，铝的需求正经历着内在结构的变化，这种变化趋势在 2024 年也有所持续。也正是电动汽车、光伏等板块的需求增量，给予了铝加工行业一定的生存韧性。

(1) 建筑用铝需求仍是拖累项

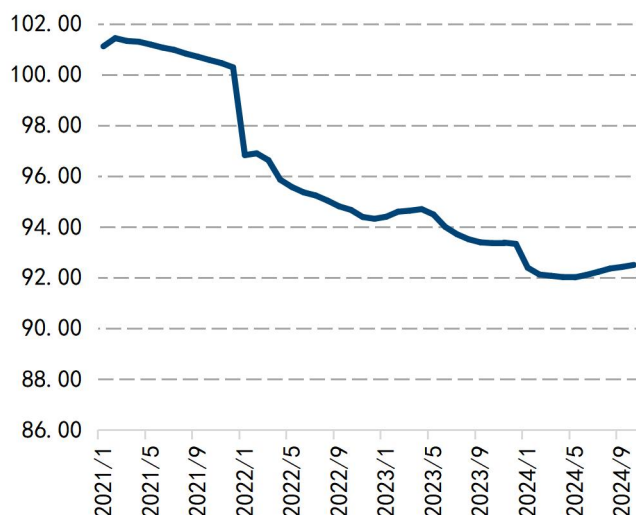
房地产行业仍在缓慢复苏中，据国家统计局数据，2024 年以来，房地产开发景气指数缓慢回升，至 10 月份已回升至 92.49，城中村改造和保障性住房需求在一定程度上支撑了建筑用铝的需求，但整体建筑用铝消费依旧疲软，在铝消费中占比下降趋势未改。建筑用铝主要体现在竣工环节，占整个地产用铝量的 75%以上，产品形式包括铝合金门窗、铝塑管、装饰板、铝板幕墙等，一般来说，铝消费量的增加会先于房屋竣工面积的增加体现出来，时间上提前 1-2 个季度。除此之外，铝则主要以铝合金模板的形式应用在开工端。

从数据方面来看，据国家统计数据，1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 44569 万平方米，下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。其中，住宅竣工面积 30702 万平方米，下降 23.4%。1—10 月份，房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%。其中，国内贷款 12400 亿元，下降 6.4%；利用外资 30 亿元，下降 19.1%；自筹资金 31483 亿元，下降 10.5%；定金及预收款 26444 亿元，下降 27.7%；个人按揭贷款 12436 亿元，下降 32.8%。房地产开发投资方面的各项数据仍呈现负增长，尤其涉及用铝占比较高的房屋竣工数据也持续呈现负增长。

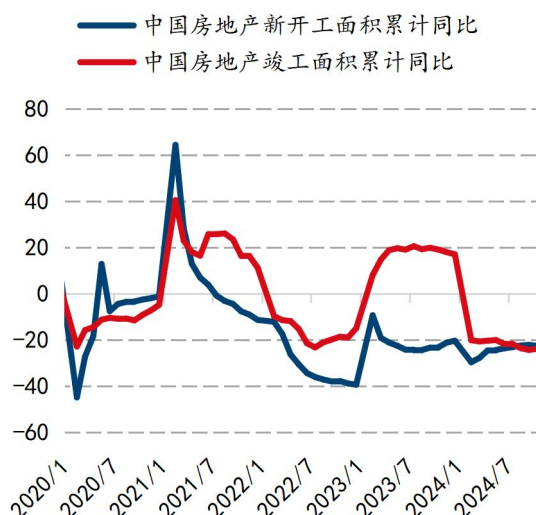
新建商品房销售和待售情况来看，据国家统计局数据，1—10 月份，新建商品房销售面积 77930 万平方米，同比下降 15.8%，其中住宅销售面积下降 17.7%。新建商品房销售额 76855 亿元，下降 20.9%，其中住宅销售额下降 22.0%，10 月末，商品房待售面积 73057 万平方米，同比增长 12.7%。其中，住宅待售面积增长 19.6%。房屋销售市场回暖有限。据 SMM 数据，受地产行业下行影响，预计 2024 年国内建筑铝型材产量同比减少 2.6%至 1138.1 万吨

图：中国房地产景气指数

图：中国房地产缓慢恢复（%）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

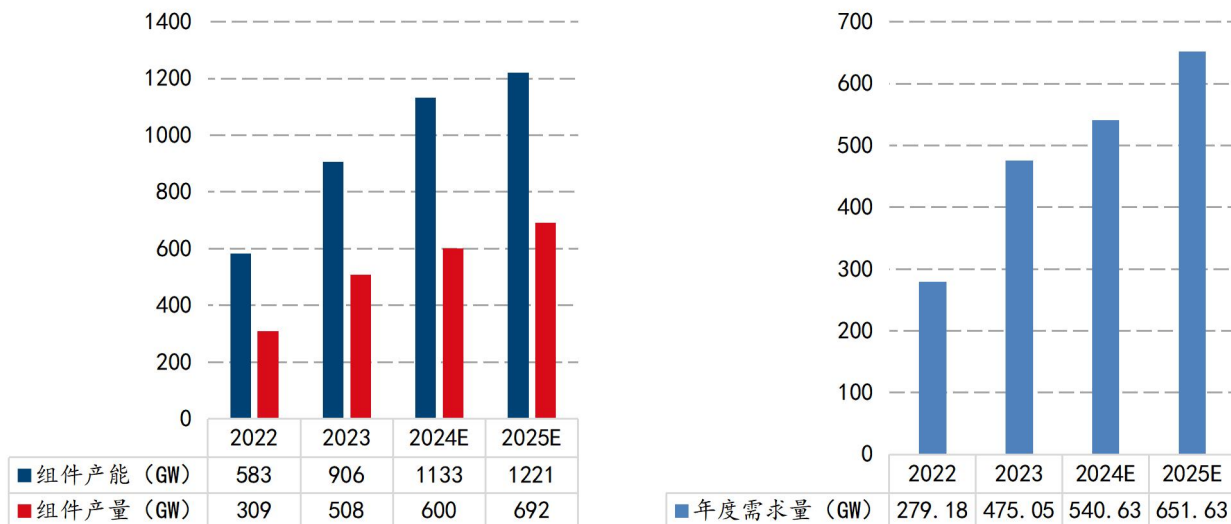
(2) 受益于能源转型推动 电子电力用铝需求增长

今年以来，电子电力领域的用铝需求继续出现明显增长，铝在电力电子领域的应用体现在光伏、高压输电线路及低压线缆等，领域用铝需求的增长也主要得益于光伏与电网相关建设的发展。

铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。结合上市公司数据及行业测算，每 GW 光伏组件的耗铝量为 0.6-1.1 万吨，每 GW 光伏电站所需光伏支架的用铝量约为 1.9 万吨。受到能源转型和“双碳”政策的推动，2024 年全球光伏装机量继续增长，由于我国光伏装机量在 2023 年出现超预期增长，今年的整体增速预计稍有下降。据国家能源局数据，2024 年前三季度，全国光伏新增并网 1.61 亿千瓦，同比增长 24.8%，其中集中式光伏 7566 万千瓦，分布式光伏 8522 万千瓦。截至 2024 年 9 月底，全国光伏发电装机容量达到 7.7 亿千瓦，同比增长 48.4%，其中集中式光伏 4.3 亿千瓦，分布式光伏 3.4 亿千瓦。2024 年前三季度，全国光伏发电量 6359 亿千瓦时，同比增长 45.5%；全国光伏发电利用率 97.2%，同比下降 1.1 个百分点。从用铝量来看，据 SMM 统计数据，光伏边框占光伏用铝超 70%，2024 年 1-9 月国内光伏边框需求量累计同比增速达 13%。根据预测，2024 年光伏行业用原铝量同比增长 20%至 372 万吨左右。

图：国内光伏组件年度产能和产量（GW）

图：全球光伏组件年度需求（GW）



数据来源：SMM 国信期货

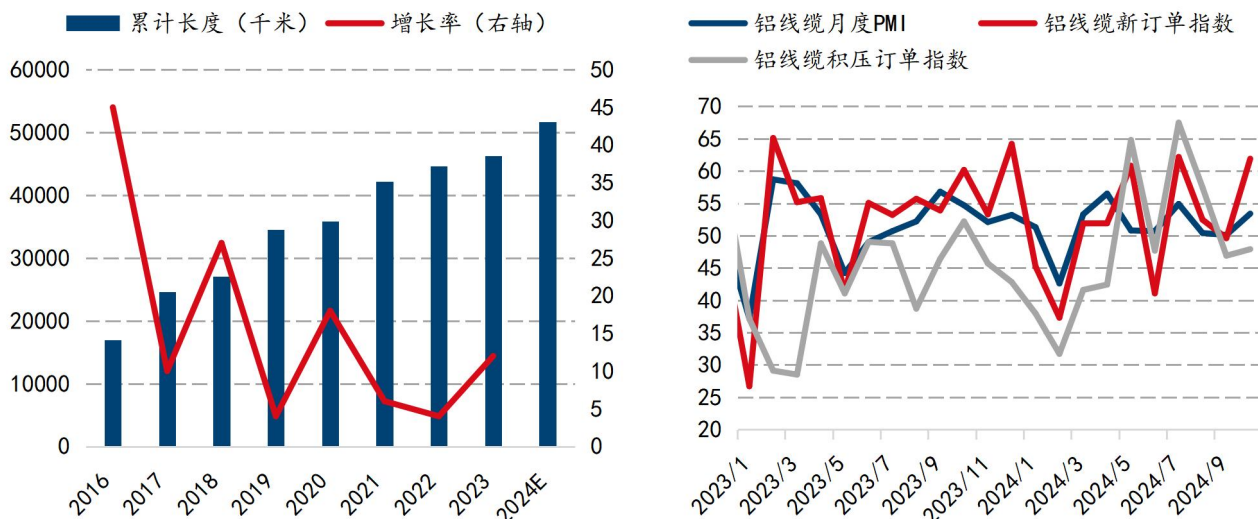
数据来源：SMM 国信期货

同样受益于能源转型的推动，光伏、水电、风电等的建设，提高了对于输电及储能的要求，国网建设需求走强，成为 2024 年拉动铝消费的重要一环。电网建设中铝线缆消费主要集中在输变电项目材料采购和特高压项目采购。今年以来，铝线缆行业开工率在整体铝加工行业中处于较高水平，即使在消费淡季，其开工率跌幅也较为有限，据了解，铝线缆企业订单情况较好，在手订单的最晚交货时间已陆续来到明年的中旬。根据国家电网及南方电网十四五电网发展规划，整个十四五期间电网规划投资为 3.07 万亿元，高于十三五期间总投资 2.57 万亿元，国家电网 2024 年全年电网投资将首次超过 6000 亿元，预计全年电网基本建设投资完成额有望实现同比增长 13%-15%。根据国家电网电子商务平台，2024 年国家电网电表招标批次由 2 批增加至 3 批，第一批次招标达 123 亿元，预计全年招标额将同比增长 30-50%。根据南方电网公司供应链统一服务平台，南网 2024 年第一批计量产品招标达到 43.68 亿元，同比增长 135%，环比增长 60%，是集招以来最大规模。特高压建设方面，2024 年一季度，国家电网启动了疆电送川渝柔性直流、浙江特高压环网、烟威交流、陇电入川柔性直流等项目的前期服务招标，储备特高压项目不断丰富与清晰，亦利好未来特高压订单的持续性。

据 SMM 测算，2023 年铝线缆产量达 360 万吨，耗铝量为 288 万吨，预计 24 年铝线缆产量为 382 万吨，耗铝量为 306 万吨。考虑 2024 年核准开工的高压输变电线路数量达到 4 条，该领域用铝需求将有望实现超 5% 的增长。

图：2016-2024 年中国特高压线路长度

图：铝线缆行业景气度有所提升



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

根据 SMM 数据预测，2024 年电力电子版块原铝消费量或达 890 万吨，同比增长 8.5%，占国内原铝总消费量的 23.4%，赶超建筑用铝。

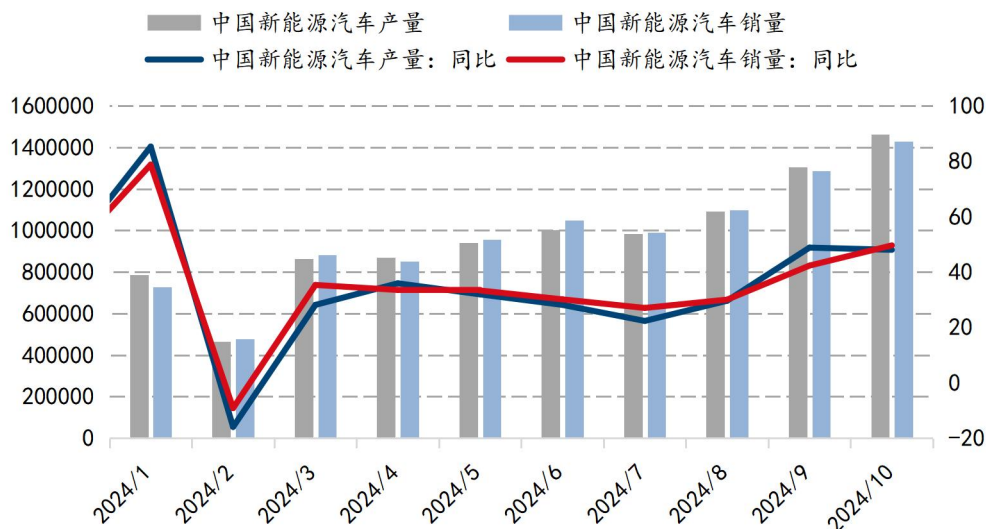
(3) 新能源汽车需求持续增长 带动交通运输领域用铝需求

在交通运输领域，汽车轻量化要求的提高以及新能源汽车的迅猛发展，继续有力带动着铝需求的增长。

国际铝业协会的数据统计显示，2019 年燃油与新能源汽车单车用铝分别为 128 和 143KG，并预计 2025 年单车用铝量分别达到 179kg 和 226KG，预计到 2030 年汽车生产总用铝量将达 1070 万吨，2018 到 2030 年 CAGR 为 8.9%。而根据我国《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》，2020 年单车用铝量达到 190kg、2025 年单车用铝量超过 250kg、2030 年单车用铝量超过 350kg。

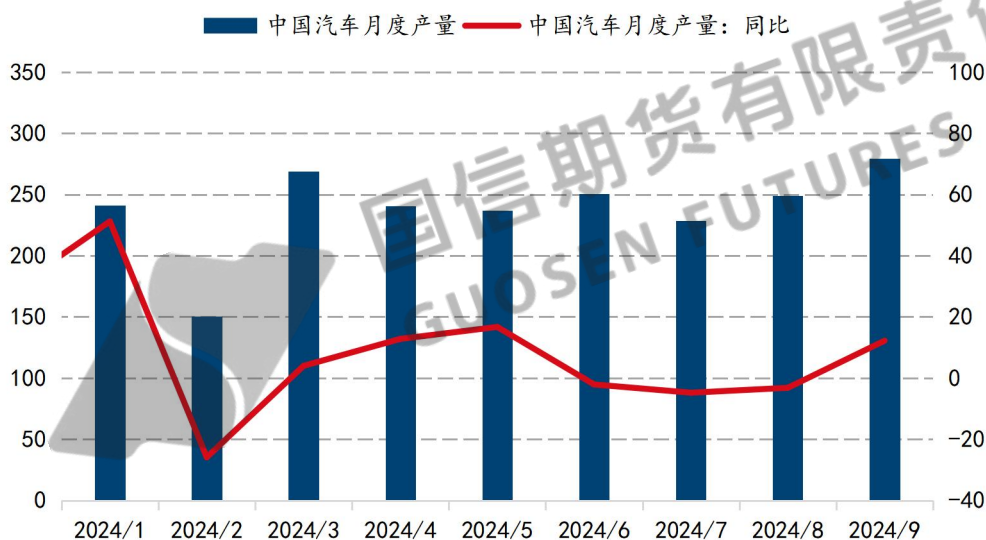
中国汽车工业协会发布数据显示，今年 1 至 10 月，我国汽车产销量达 2446.6 万辆和 2462.4 万辆，同比分别增长 1.9% 和 2.7%，汽车产销量保持同比稳步增长。其中 2024 年 1-10 月，新能源汽车产销分别完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33% 和 33.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 39.6%。1-10 月，新能源汽车国内销量 869.2 万辆，同比增长 38.3%；新能源汽车出口 105.8 万辆，同比增长 6.3%。

图：中国汽车销量变化（单位：辆/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国汽车产量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

另外，传统燃料车及新能源汽车出口需求依然高涨，也同样拉动了汽车行业的景气度及其用铝需求。据中国汽车工业协会数据，中国汽车工业协会分析，2024年1-10月我国汽车出口485.5万辆，同比增长23.8%。具体来看，1-10月，乘用车出口410万辆，同比增长24%；1-10月，商用车出口75.5万辆，同比增长22.5%。从燃料驱动形式来看，1-10月，传统燃料汽车出口379.8万辆，同比增长29.7%；1-10月，新能源汽车出口105.8万辆，同比增长6.3%。市场预测2024年乘用车批发量或达到2500-2600万辆，同比增长5%-6%，新能源汽车渗透率有望达到47%。值得注意的是，2023年，欧洲市场占到中国新能源汽车出口总量的38%，位居首位，而今年以来，在欧盟加征临时反补贴税的措施下，欧洲以外的市场承接我国新能源汽车出口量出现明显增长，巴西成为2024年前5个月中国新能源汽车出口的最大目的国。

据 SMM 调研测算，2024 年预计汽车用铝量达 538 万吨，同比增长 14% 左右。

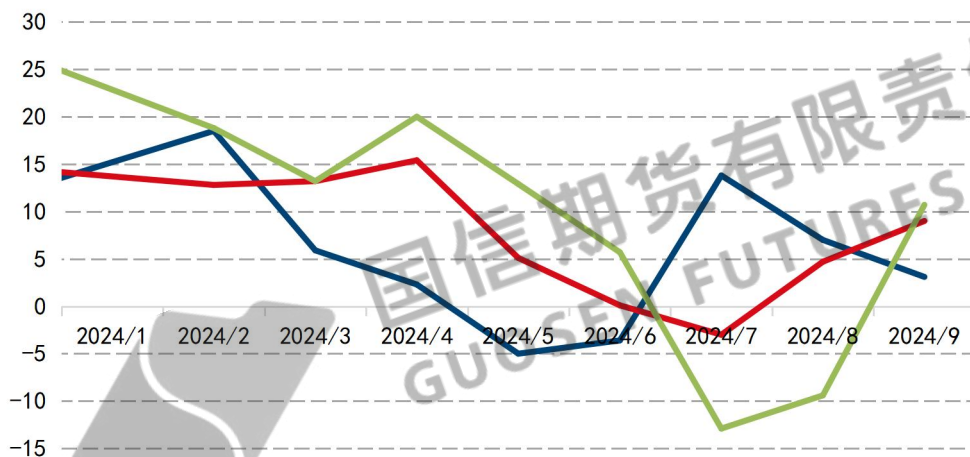
(4) “以旧换新”政策利好家电消费

2024 年 7 月底，相关部门印发了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，进一步加大支持力度，多个地区最近陆续出台了配套政策，政策不断扩围加力，政策效应持续释放。尤其在 10 月，以旧换新政策的推动下，10 月假期期间白色家电消费显著增长，放大了旺季效应，10-11 月，白电排产情况出现显著回暖。

国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月，全国空调累计产量 22480.9 万台，同比增长 8.2%，全国冰箱累计产量 8727.6 万台，同比增长 8.5%，全国冷柜累计产量 2244.0 万台，同比增长 15.2%，全国洗衣机累计产量 9345.5 万台，同比增长 6.7%，全国彩色电视累计产量 16759.4 万台，同比增长 2.7%。

图：中国家电产量同比变化（%）

— 中国洗衣机月度产量：同比 — 中国冰箱月度产量：同比 — 中国空调月度产量：同比



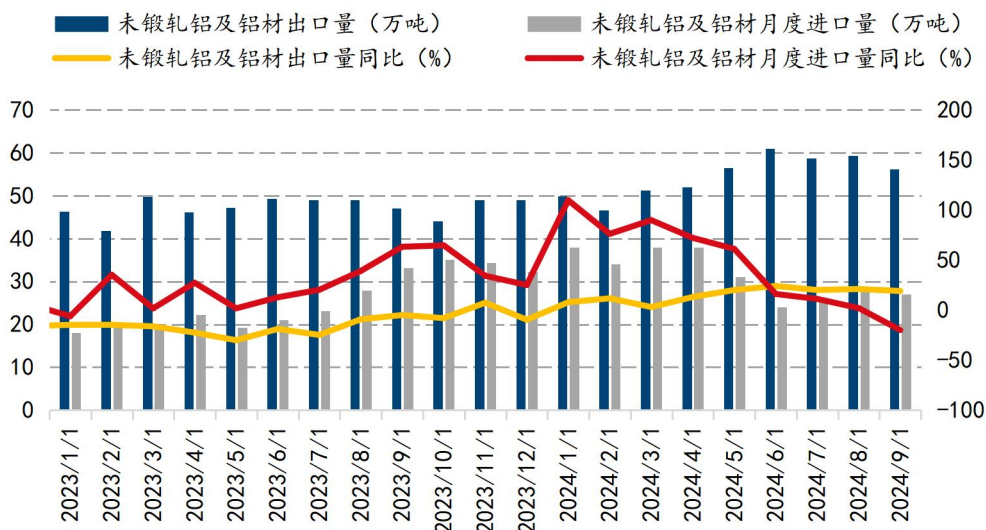
数据来源：SMM 国信期货

随着以旧换新政策持续推进，未来白电消费将受到一定支撑，从而进一步支撑对于铝的消费需求。

(5) 出口需求

2024 年中国铝及铝材出口需求保持增长态势。据海关总署数据显示，1-9 月份原铝累计出口总量约为 7.36 万吨，同比减少 34.8% 左右。出口国方面，韩国 0.98 万吨左右，占比 85.88%。据海关总署数据，2024 年 1-10 月，中国出口未锻轧铝及铝材累计出口 549 万吨，同比增长 16.9%，2024 年 1-10 月，中国铝材出口量占国内总需求的比例约为 15.5%。从出口结构上来看，铝材出口以铝板带、铝箔、铝型材为主，三项出口量占总出口的 90% 以上。从出口目的地来看，铝型材主要出口至印度、越南、菲律宾等东南亚国家，其次为墨西哥、南非；铝板带最主要出口目的地为墨西哥，其次集中于韩国、越南、加拿大及美国；铝箔则主要出口至印度、泰国、沙特阿拉伯、墨西哥和美国。

图：中国未锻轧铝及铝材出口量变化



数据来源: SMM 国信期货

4. 铝锭低库存情况有所改变

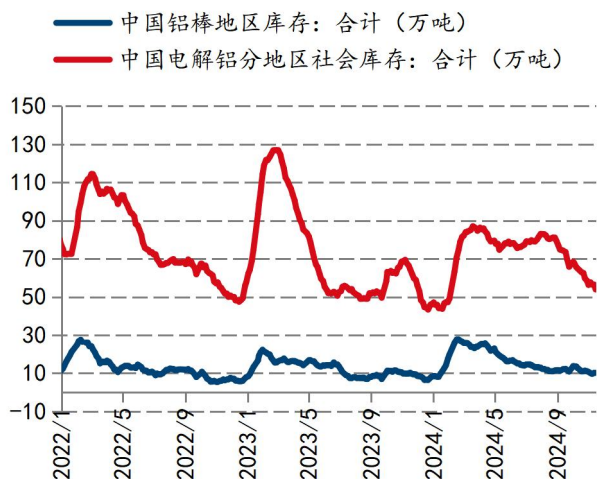
2024 年以来, 受到铝供应水平达到历史峰值, 以及铝价不断走高的影响, 铝锭在季节性去库阶段表现稍显不畅, 并扭转了近几年铝锭库存持续处于历史同期低位的情况。

一季度是铝消费的传统淡季, 铝锭及铝棒均于 2 月前进入累库期, 其中, 铝棒先于铝锭累库, 春节后也先于铝锭进入去库期。3 月末, 铝锭及铝棒逐渐进入季节性去库阶段, 由于上半年节假日较多, 从周度数据上来看, 库存出现去库累库交替出现的状态, 但整体旺季去库趋势较为明显。与 2023 年同期相比, 2024 年上半年铝锭去库的速度有所下降, 持续性也有减弱。2023 年出现淡季铝锭持续去库的情况, 但就今年而言, 进入 5 月后, 铝锭已开始出现累库迹象, 库存水平逐渐接近 2023 年同期, 并在 5 月中下旬超过 2023 年库存水平, 至 6 月末已接近 2022 年同期的铝锭库存数量。2023 年以来, 铝锭库存维持在历史同期最低位的利多优势被削弱。据 SMM 数据, 截至 6 月 27 日, 铝锭库存为 76.3 万吨, 高出 2023 年同期约 27 万吨, 铝棒库存为 14.35 万吨, 高于近两年同期。9 月起, 铝锭再度进入季节性去库, 至 10 月中旬, 库存水平逐渐低于 2021 年及 2022 年同期。截至 11 月 21 日, 铝锭库存下降至 53.9 万吨, 低于 2023 年同期 14 万吨左右。

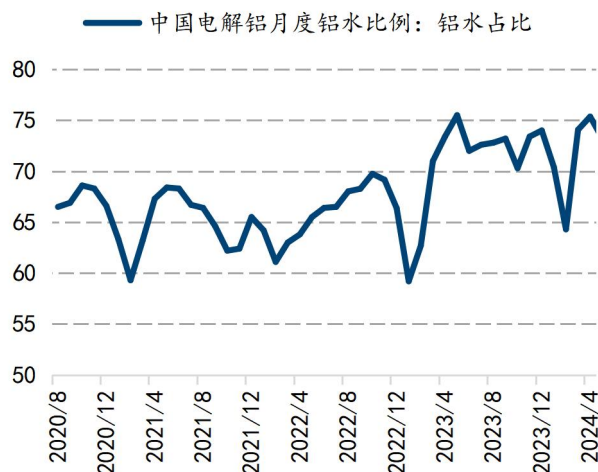
在提高铝水比成为行业主流趋势的情况下, 除 2 月经历春节假期, 2024 年各月铝水比基本位于 70% 以上, 其中, 5 月铝水比出现下滑, 主因铝棒产量过高, 加工费下滑, 广西地区棒厂联合停产, 也是导致铝锭去库速度放缓的重要原因之一。铝水比的提高使得铝棒承担了库存压力, 由于 2023 年年底铝棒未集中出货, 造成累库较高, 但整体来看, 2024 年铝棒去库速度较 2023 年有所提升。据 SMM 数据, 截至 2024 年 10 月底, 铝行业铝水比为 73.93%, 截至 11 月 22 日, 铝棒库存为 10.35 万吨, 较 2023 年同期高 0.6 万吨。

图: 中国电解铝及铝棒社会库存

图: 行业铝水比变化 (%)



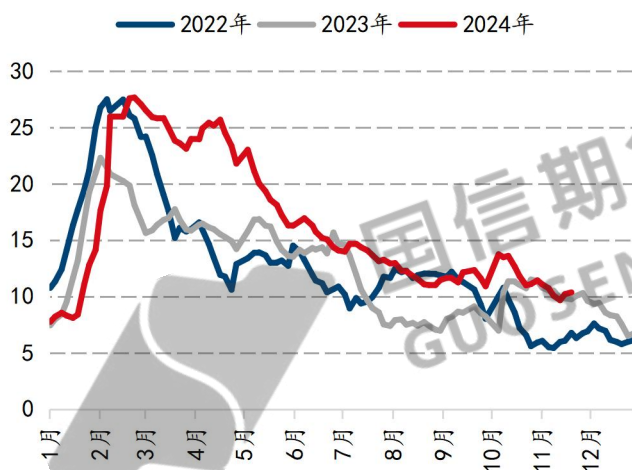
数据来源：SMM 国信期货



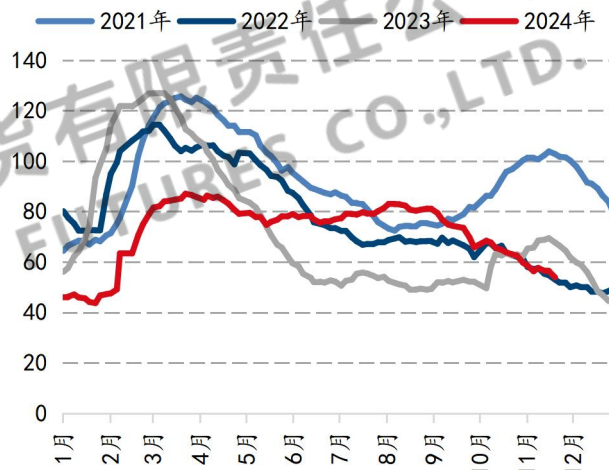
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（万吨）

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货



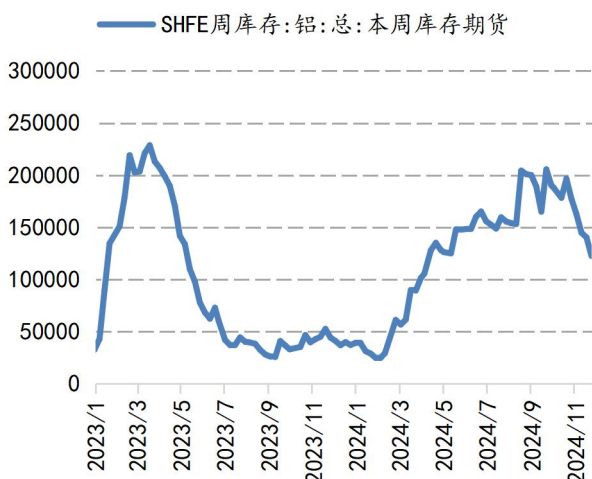
数据来源：SMM 国信期货

交易所库存方面，上期所铝库存及伦铝库存均处于近五年同期的较低位。其中，5月中旬，伦铝库存暴增超过一倍，突破百万吨，引发关注。北京时间5月10日亚洲时段交易结束后，LME官方公布的伦铝库存突发“大地震”一夜之间，LME铝库存新增425575吨库存，单日增量和增量创有日度公布统计以来最高记录，推动伦铝库存暴增近一倍，达到903850吨高位，创2022年1月以来水平，全部库存增量来自单一地区，亚洲的马来西亚巴生港，而该港口由于距离中国较近，被业内视为与中俄密切相关的亚洲地区铝贸易重要集散地。随后，伦铝库存继续增加至超过百万吨，截至5月22日，LME铝库存为1125175吨。据市场各方信息了解，此次伦铝库存暴增很大概率是某一国际大宗贸易联合体动作，且大概率为此前已被英美进一步制裁的俄铝现货集中交货。在LME对俄罗斯金属有所限制后，市场对于涉及俄铝仓单的具体规则仍处于多方解读阶段，也因此对于此次增加的铝库存是否会真的流入市场存有疑问，使得伦铝库存暴增的利空影响有限。就铝价走势来看，5月10日在库存暴增的压力下，内外铝价盘中短暂下跌，后呈现震荡走势。5月13日至14日，LME铝库存继续增加后，内外铝价并未出现明显异动，处于震荡整理之中。总体来看，市场对后市库存变化走向，以及仓单规则及操作对铝供需的影响存有较大的不确定性，伦铝库

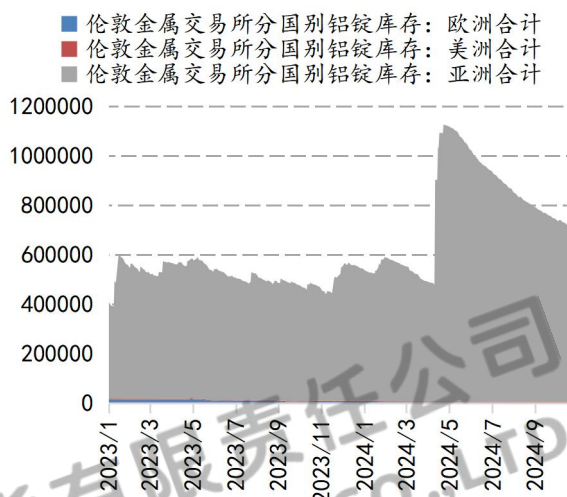
存暴增的影响较为有限，并未造成内外铝价持续性的回调，但使得市场多头情绪有所回落，多空博弈加剧，使得铝价进一步上涨面临压力。此后伦铝库存的变化将成为市场关注焦点，将是影响内外铝价的又一潜在风险因素，同时关注 LME 涉及俄铝仓单的规则动向。

截至 2024 年 11 月 22 日，上期所铝库存为 122497 吨，较年初增加 83580 吨，截至 11 月 21 日，LME 铝库存为 711050 吨，较年初增加 144675 吨。

图：上海期货交易所库存变化（吨/周）



图：LME 库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

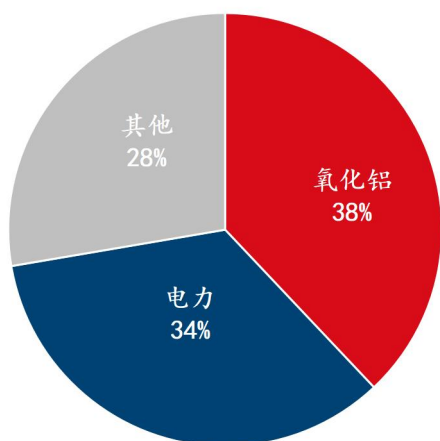
5. 电解铝冶炼成本不断上涨 行业利润向上游转移

2024 年以来，受到原材料价格大幅上涨影响，电解铝行业平均冶炼成本不断抬升至近两年来的最高水平。期间，3-5 月铝价一度出现近 3 个月的趋势性上涨，价格涨幅得以覆盖成本涨幅，电解铝行业利润也随之扩大至较高水平。但随着趋势性行情的结束，利润空间逐渐收窄，氧化铝价格在进入 9 月后涨幅再度扩大，而铝价变现相对较弱，行业利润空间不断受到挤压，至 10 月开始出现亏损，11 月行业亏损范围已扩大至 60%。

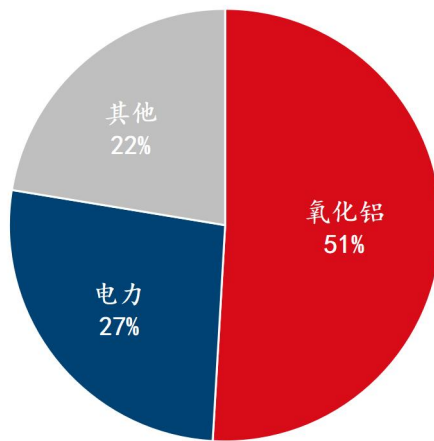
具体来看，2024 年，氧化铝价格的变化是导致电解铝成本变化的主导因素，氧化铝成本在总成本中的占比不断提高，至 11 月已超过 50%。电力成本则仍呈现出季节性变化，一季度及四季度受到煤炭需求提升，及云南枯水期水电价格上涨影响，电力成本相对较高。

图：2024 年 1 月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%）

图：2024 年 11 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

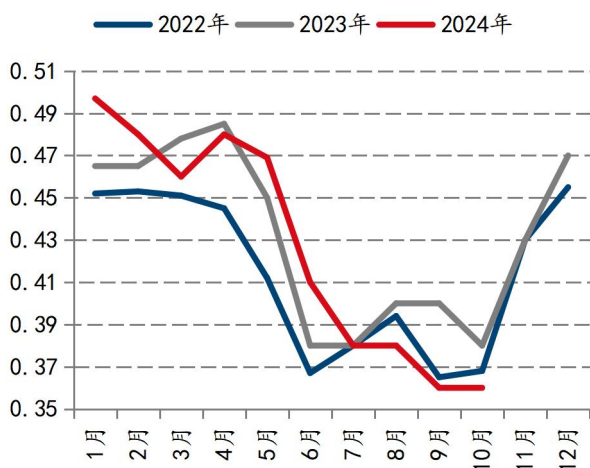


数据来源：SMM 国信期货

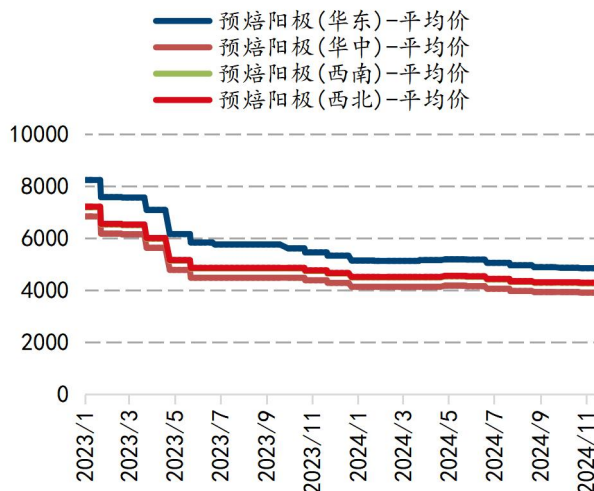
1-2月，氧化铝供应干扰频发下，供需矛盾放大，氧化铝价格大幅上涨，致使电解铝平均冶炼成本自16500元/吨上涨至16800元/吨附近。3月进入旺季后，铝价在基本面支撑以及宏观乐观情绪的共振下开始走高，与此同时，氧化铝价格小幅回落，电价下调，电解铝行业利润逐渐回升。4月，随着铝价不断突破高位，行业利润扩大至接近4000元/吨水平。而后4月中旬开始，氧化铝供需矛盾再度凸显，带动电解铝成本抬升至17000元/吨以上，而铝价的涨幅则不及成本抬升的幅度，叠加6月铝价震荡回调，电解铝行业利润持续下滑至8月初的1200元/吨左右水平。随后，8-9月铝价再度迎来反弹，对利润空间形成修复，行业平均利润一度回到2500元/吨的较高水平。此后，铝价重心上移至20000元/吨，再向上突破压力较大，而氧化铝价格则开启了大幅上涨，成本随之大幅抬升，行业利润一路下滑。

图：云南基准电价（含税）季节性变化（元/度）

图：预焙阳极市场价（含税）走势（元/吨）

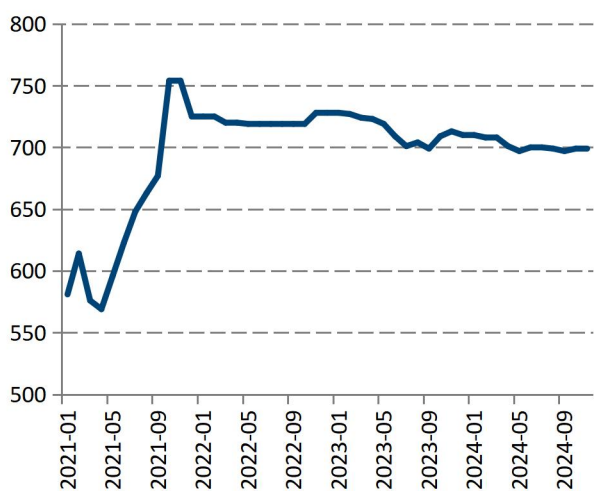


数据来源：SMM 国信期货

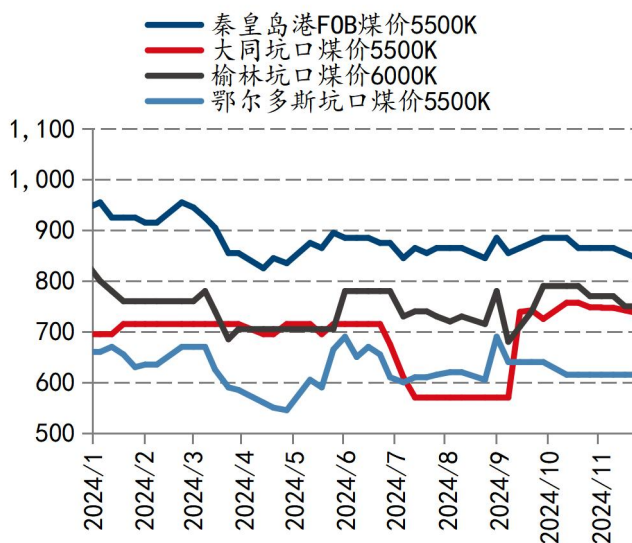


数据来源：SMM 国信期货

图：年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500) (元/吨)



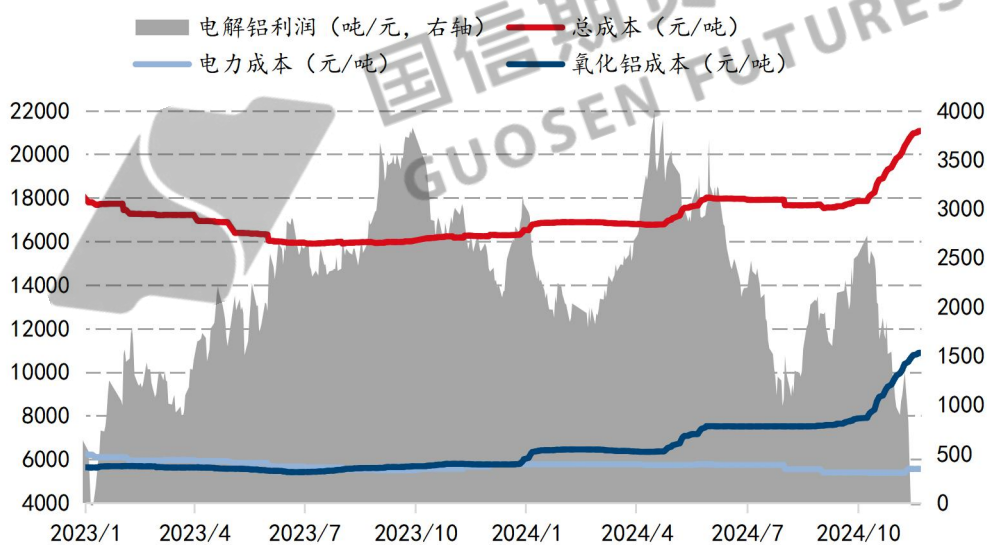
图：主要产区坑口煤价格 (元/吨)



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：南方电网 国信期货

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

据 SMM 数据，截至 2024 年 11 月 21 日，电解铝月度完全成本约为 20585 元/吨，较年初的 16819 元/吨上涨约 22.4%，月度行业平均利润约为 384 元/吨，较年初的 2800 元/吨下跌约 83%。至 11 月末，电解铝亏损比重已超六成。

二、后市展望：供应天花板长期支撑铝价上移 聚焦宏观及需求端变化

1. 产能天花板限制国内供应增量 海外新增产能集中于印尼

受到 4500 万吨产能天花板的限制，国内电解铝产能新增空间有限，就 2025 年而言，新增量仅有中国铝青海产能置换的 10 万吨产能。2024 年下半年，四川、贵州及新疆复产、释放的产能，涉及产能 60-70 万吨，将在 2025 年持续贡献产量。另外，2024 年 11 月因亏损检修停产的 20 余万吨产能，预计也将在 2025 年，随着利润修复，再度恢复生产。预计 2025 年中国电解铝产量为 4390 万吨左右，同比增加 2%。不确定性因素仍在于云南的水电产能，2 月前后，及 7-8 月，11 月前后，都有一定电力供需矛盾下减产的风险。

海外供应方面，据安泰科数据，2025 年海外约有 120 万吨电解铝产能投产，其中 75 万吨位于印尼。由于氧化铝价格在 2025 年一季度仍有望维持高位运行，欧洲地区能源成本跌幅有限。预计欧洲地区电解铝产能的复产仍然较为缓慢。美国铝业位于西班牙的圣西普里安铝冶炼厂预计将在 2025 年秋季完成复产，涉及产能 22.8 万吨。总体海外产能的复产及新投释放速度预计较为缓慢，对全球铝供应增量贡献有限。

图：海外新增电解铝产能

地区	新增产能（万吨/年）
印尼	50
印尼	25
印度	20
越南	15
安哥拉	12

数据来源：安泰科 国信期货

此外，进口方面，俄铝仍将是我国重要的原铝进口国，但考虑到 2025 年特朗普上台后，俄乌冲突有望缓和，欧美对其金属的相关制裁措施有放宽的可能性，部分俄铝或流向其他市场。叠加取消出口退税政策执行后，铝价的“外强内弱”将有一段时间的延续，对阶段内铝进口量产生一定负面影响。

2. 新能源板块仍是需求端增长亮点 出口需求将面临“阵痛”

在海内外能源转型以及“双碳政策”的推动下，新能源板块增速仍较为乐观。展望 2025 年，新能源板块光伏、新能源汽车的需求增长带动下，预计电子电力及交通运输板块用铝需求将进一步增加，其在整体铝消费中的占比预计也将再度提高，继续弥补建筑用铝需求的下滑。

(1) 房地产用铝需求依旧是拖累项

考虑到 2024 年房地产的投资开放各项数据均继续呈现负增长，2025 年，房地产的施工及竣工数据预期仍不容乐观，用铝需求较弱。房地产行业的回暖还需要依靠宏观政策方面的调控，关注 2025 年提振地产需求等各项相关措施的推行和落地。

(2) 新能源板块发展带动电子电力及交通运输用铝需求

光伏装机量继续增长，增速继续放缓。根据中国光伏行业协会的预测，预计 2021-2025 年全球光伏新增装机量 CAGR 为 22.75%，其中中国光伏新增装机量 CAGR 预计为 22.78%。根据最新市场预测，2024 年全球光伏装机量将达到 520GW（中国 240GW，欧洲 100GW，美国 50GW），光伏组件出货预计超 600GW。2025 年，还将保持 10%左右的增速。考虑到 2024 年起，光伏市场逐渐进入发展成熟期，市场“内卷”加剧，光伏组件需求趋于平缓，相对较低的价格也将助力光伏装机量的提升。2025 年光伏用铝量有望达到 437 万吨至 489 万吨之间。

在新能源并网需求、全球电力系统升级、特高压产业投资增长、5G 基站建设等因素的共同推动下，电网建设相关投资加大。据“光伏们”网站对全国各地风光大基地建设规划的统计，全国 22 省已明确规划的大基地规模约 495GW，结合当前特高压项目建设及储备情况，预计“十五五”期间特高压直流/交流有望实现 20/10 条左右的投放（交流含环网项目），未来空间与持续性兼具。此外，根据近期南方电网能源发展研究院发布的《中国电力行业投资发展报告(2024 年)》，未来三年，中国火电投资规模将稳中有降；风电光伏等新能源投资将持续保持高位；电网基建投资将稳步增长，保持 5000 亿元以上，2024 年电网基建投资将超过 5300 亿元。电网投资和建设的增加，将利好铝线缆板块需求，对铝消费形成拉动作用。

国际铝业协会的数据统计显示，预计 2025 年单车用铝量分别达到 179kg 和 226KG，预计到 2030 年汽车生产总用铝量将达 1070 万吨，2018 到 2030 年 CAGR 为 8.9%。根据我国《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》，2025 年单车用铝量将超过 250kg，较 2020 年显著增加 60kg。展望 2025 年，预计汽车工业仍将延续上涨态势，成为拉动工业经济增长的重要力量，但增速或相对放缓。我国汽车消费内需企稳，随着充电桩等基础设施布局的完善，三、四线城市的电动车需求也将逐渐释放，国内车企“内卷”下供应能力的提升，以及政策的助推下，新能源汽车产销量增长可期。据机构预测，2025 年中国新能源汽车的销量将达到 1431.6 万辆，其中乘用车将占据 1340.8 万辆，商用车达到 90.8 万辆，市场渗透率将进一步上升至 47%。

另外，随着电动汽车渗透率的提高，充电桩的建设需求也将随之显著增加。目前市面上部分超级充电桩单体用铝量已达 40kg，虽然考虑到成本问题，目前充电桩用金属材料仍以钢为主导，但随着充电桩建设需求的增加，也将增加对铝的用量需求。

新能源汽车出口需求方面，虽然欧美国家对我国电动汽车加征关税的措施已经或即将实行，但我国电动汽车的先进技术和质量较高的供应能力，仍将存在明显的市场竞争优势。此外，2024 年起，巴西等“地球南部”国家对我国新能源汽车的进口需求逐渐释放，考虑到当地政策支持及我国汽车市场的高供应能力，未来，巴西、泰国、菲律宾等国都具有较大的发展潜力，成为新的出口需求增长点，以弥补欧美市场可能出现的需求下滑。

(3) 铝材出口需求将出现阶段性下降 外需面临挑战

11 月 15 日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，自 2024 年 12 月 1 日起，铝材产品出口退税全部取消，涉及铝板带、铝箔、铝管、铝管附件及部分铝条杆型材等 24 个税号。这意味着，未来我国绝大多数铝材制品出口订单将受到取消出口退税政策的影响，出口退税率由 13% 降至 0。短期来看，取消铝材出口退税政策将使得企业曾经依靠退税获得的利润空间被挤压，也失去出口的价格优势，从而直接影响到相关铝企的出口积极性以及我国铝材产品的出口量，海外铝材供应紧张。

我国铝加工行业存在行业集中度低、低端产能过剩的问题，导致铝加工行业“内卷”日益加剧，加工费不断走低，成为铝产业链上利润较为微薄的一环。在这种情况下，铝材的出口依赖度也是整个铝产业链中最高的，长期以来，我国铝材产品在出口退税政策下，相对于海外铝材产品，有着较为显著的价格优势，企业的利润空间多依赖于出口退税政策。而取消出口退税，将稀释曾经的价格优势和利润空间，相关出口

企业不得不面对如何弥补退税取消后利润空间的压缩以及订单流失共同带来的亏损。

中长期来看，出口量有望逐渐修复。一方面，从铝材的上游原料电解铝来看，我国电解铝产能及产量在全球中的占比均超过一半，且以净进口为主，而近年来欧洲电解铝产能在成本压力之下，产能关停居多，复产速度缓慢，欧洲以外其他地区的新建电解铝产能建设及投产速度也较为缓慢，因而从原料供应角度来看，海外市场对中国铝材产品的依赖度不可忽视。另一方面，考虑到长期出口下，海外市场的部分相关企业对我国铝材产品的依赖度同样较高，难以找到替代供应，或将逐渐接受中国铝材产品取消退税后价格的上涨。因此中长期来看，对于出口量有望逐渐恢复。

在取消出口退税，出口成本增加的情况下，未来我国铝加工行业可能会出现两种趋势：其一，铝加工企业通过提高出口价格，将成本压力向海外转移，这需要经过与海外下游企业的博弈，产品力更强的企业将具备更强的竞争力，因而会促使企业改进生产工艺，进行技术革新；其二，降低生产成本，或转向生产附加值更高的铝材产品，这将有利于我国铝产业进一步升级，优化铝材产品出口结构，但也需要一定的时间周期。整体来说，我国铝材产品出口价格提高或将成为未来的主流趋势，我国出口型铝加工企业及外贸企业将经历“阵痛期”。

3. 成本下移 电解铝行业利润有望修复

2025 年，随着原材料价格的下跌，电解铝冶炼成本重心有望回落，逐渐修复行业利润。

氧化铝价格对电解铝成本的影响仍较为主导。2025 年，国内氧化铝新增投产产能预期达到 1320 万吨，显著多于 2024 年，且铝土矿增量也较为可观，得以保障新产能投产。海外氧化铝新增产能达 510 万，一定程度上环节海外氧化铝供应偏紧的格局。整体氧化铝供应增速将高于 2024 年，而全球电解铝增速则相对有限。因而，未来氧化铝供需格局将逐渐趋于平衡，促使价格重心回落，降低电解铝生产中的氧化铝成本。时间节奏上来看，氧化铝供应增量将在 2025 年二季度后逐渐体现，使得价格出现更为明显的回落，一季度价格或仍保持在相对高位。因此，电解铝成本或也自二季度起出现更为明显的下降。

电力成本仍将随着煤炭消费淡旺季，以及云南丰水期及枯水期的转换，而出现季节性涨跌，在三季度达到全年相对低位，整体波动范围相对稳定。但需要关注电力市场改革相关政策对于电力成本的影响，或加大地区间的用电成本差异。

整体而言，2025 年电解铝成本预期逐渐下降，成本区间看向 18000 元/吨-20000 元/吨，上半年成本端对铝价的托底支撑较为显著。

4. 小结

2025 年，沪铝预计宽幅震荡，前高后低，关注阶段内宏观与基本面共振下可能出现的趋势性行情。

25 年沪铝或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。具体来看，特朗普的各项政策对于有色板块的工业金属来说既有利空亦有利多，最直观的利空体现在其关税政策方面，贸易壁垒的加厚将直接造成我国铝及其相关制品的出口需求下降，另外，其对于传统能源的推行，将利空铝近两年的新需求增长点新能源板块。另一方面，特朗普在基建方面的计划，又预期会对铝的传统需求形成支撑。由于特朗普的相关政策涉及多个方面，将从不同角度对工业金属价格产生不同影响，且存在政策是否能够落地，以及推行程度的不确定性，因此可以预见，未来针

对特朗普政策展开的交易将频繁出现预期差，导致市场情绪及风险偏好频繁切换，放大波动性。

基本上，首先，考虑到原材料氧化铝供需偏紧情况在 25 年一季度开始将会逐渐转向平衡，氧化铝价格从高位逐渐回落，25 年电解铝成本预计前高后低，使得铝价底部支撑逐渐下移。另外，电力成本同比预计维持稳定，但需关注电力市场改革、节能降碳等政策方面是否会对用电成本带来影响，或使得氧化铝地区间成本差异更加明显。

供应方面来说，国内电解铝产能红线限制电解铝产量上限，且存在云南来水情况等不确定性因素对电解铝产能运行的影响，基于 2024 年全年开工率偏高，预计 25 年国内电解铝产量同比增速将有下降。另一方面，我国对于进口废铝政策有所放开，再生铝产量有望提升，以补充国内铝供应量。电解铝供应增量主要看海外市场，东南亚地区 2025 年有约 120 万吨产能待释放，但考虑到海外原料氧化铝供应增速的限制或对电解铝产能释放造成阻碍，对海外铝供应增量持谨慎乐观态度。整体来看，全球铝供应增量将主要依赖东南亚地区新投产能。

国内需求方面，新能源板块仍是重要的需求增长点，电网投资也将继续带动用需求，房地产仍处于缓慢复苏中，至终端铝消费需求的推升仍有待观察，整体国内需求预计稳中有增。出口需求方面，我国实施取消铝材出口退税政策下，部分铝材出需求将出现阶段性下降。另外，特朗普加征关税的政策将直接挫伤我国铝及其相关制品，以及其他终端产品的出口需求量，政策落地后预计将对整体出口需求造成负面影响。除此之外，欧盟、加拿大等国对我国电动车加征关税的举措，以及海外各国对我国铝材的反倾销调查，都将阻碍相关铝制品的出口通道，贸易壁垒加厚或成为必然趋势。地缘政治影响之下，大国关系的变化也将对局部地区铝的供需造成影响。特朗普上任后，俄乌冲突有望缓解，对于俄罗斯的相关制裁措施或有松动，若俄罗斯金属的流动性及贸易畅通性恢复，我国氧化铝及电解铝的出口量或有所下降。

整体来看，宏观情绪多变及预期的不断调整下，有色板块波动性将有放大，在产能天花板限制、成本支撑及终端新能源板块的持续发力下，长期来看，沪铝价格重心将逐渐抬高，2025 年而言，沪铝或呈现宽幅震荡走势，价格区间看向 19000-25000 元/吨。

风险提示：宏观金融风险、贸易壁垒、地缘政治争端、极端天气。

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。

