

国信期货有色（铝、氧化铝）2025 年 2 月月报

铝、氧化铝

氧化铝成本定价逻辑回归 沪铝可逢低布局多

2025 年 1 月 19 日

● 主要结论

展望后市，氧化铝期货价格承压，后市谨防盘面过度计入利空预期带来的风险，持续关注现货价格的下跌速度，以及盘面持仓变化带来的信号，氧化铝价格的底部支撑将随成本线动态变化。沪铝节前或随宏观情绪的波动向上摸高，但上行有限，或维持区间震荡走势。节后则将逐渐对 3 月国内的政策预期及旺季需求回暖展开交易，出现阶段内宏观与基本面的共振，重心有望抬升。中长期而言，沪铝可逢低布局多单。

宏观方面，春节前及春节假期中，将面临两个重要的时间节点，1 月 20 日特朗普上任，以及 1 月 29 日美联储货币财政会议。整体而言，关注特朗普上任前后市场交易逻辑的变化，宏观情绪的变化预计将放大铝价的波动。1 月-2 月，国内暂时处于政策“真空期”，年后市场将逐渐聚焦于 3 月重要会议以及具体利好政策出台落地的预期交易，带来一定利多情绪。

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：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

基本面上，氧化铝方面，当前现货价格进入较为顺畅的下跌通道，氧化铝产能释放的乐观预期暂时难以被证伪，显性库存回升，现阶段市场认为氧化铝基本面走弱的确定性增强，或再度吸引资金聚焦，因而整体来看，市场看空情绪还需要一定时间的消化。考虑到目前期、现价格均持续向成本线靠拢，成本支撑将进一步凸显。整体而言，后市谨防盘面过度计入利空预期带来的风险，持续关注现货价格的下跌速度，以及盘面持仓变化带来的信号，氧化铝价格的底部支撑将随成本线动态变化。

电解铝方面，供强需弱，成本松动下，节前基本面难以给予铝价更强的上行动力，国内进入等待具体政策出台落地的“真空期”，海外则存在特朗普上任后的较大不确定性，铝价或随宏观情绪的波动向上摸高，但难以站稳，上行有限，或维持区间震荡走势。节后则将逐渐对 3 月国内的政策预期及旺季需求回暖展开交易，出现阶段内宏观与基本面的共振，重心有望抬升。中长期而言，沪铝可逢低布局多单。

风险提示：宏观金融风险、贸易壁垒、矿端突发事件、极端天气、氧化铝产能投放不及预期。

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、行情回顾

（一）沪铝再度站上 20000 元/吨一线

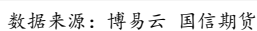
沪铝自 12 月中旬跌破 20000 元/吨后震荡盘整，在 1 月的第二周反弹，再度站上 20000 元/吨一线。截至 1 月 17 日，沪铝主力合约 2503 收于 20470 元/吨，较 12 月 31 日上涨 3.49%。

淡季的超预期去库以及宏观面情绪变化的波及，形成阶段性的利多共振，使得沪铝盘面价格反弹。从整体宏观环境来看，海外宏观面的交易逻辑主线主要在于特朗普就任后各项政策的推行，和通胀预期的变化。月内，有媒体报道称，特朗普的关税政策或出现转向，虽然随后不久就被特朗普反驳，但可以看到未来美国关税政策如何推进以及推进程度依旧存在较大不确定性，引发市场对此的又一轮交易。此外，美国非农数据超预期走强，再考虑到特朗普政府政策组合可能会带来的影响，市场对于 2025 年美联储降息下调预期，并出现对于“再通胀”的担忧。国内方面，国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，给予市场相关终端消费向好的预期。现阶段，国内正处于政策“真空期”，更多的交易需要等到 3 月重要会议，政策出台落地才能进一步落实。

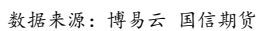
基本面而言，进入 2025 年，原材料氧化铝价格加速下跌，使得铝的成本支撑松动，行业利润水平得到修复。月内，电解铝供应稳定维持在较高水平，需求端并无回暖迹象，且月中后部分企业逐渐进入春节假期，节前备货需求带动短期内的铝锭库存去库，但随着铝价的反弹，下游现货采购情绪也再度出现负反馈。从市场的资金力量来看，持仓量变动有限，且目前处于 39-40 万手的相对低位，意味着现阶段并没有足够的资金力量使得铝价出现趋势性突破。

整体而言，春节前的超预期去库给予铝价反弹动力，但春节累库预期叠加供强需弱，成本支撑松动，沪铝缺乏向上突破的驱动力，至 1 月中旬，沪铝在突破 20000 元/吨一线后呈现震荡走势。

图：沪铝主力合约日 K 线图



图：伦铝（电子盘）日 K 线图



外盘铝价震荡上涨，截至1月17日下午收盘，暂报2642美元/吨。国内现货价格震荡上涨，截至1

月 17 日，长江有色市场 A00 铝锭均价 20340 元/吨，较 2024 年 12 月 31 日上涨 570 元/吨。

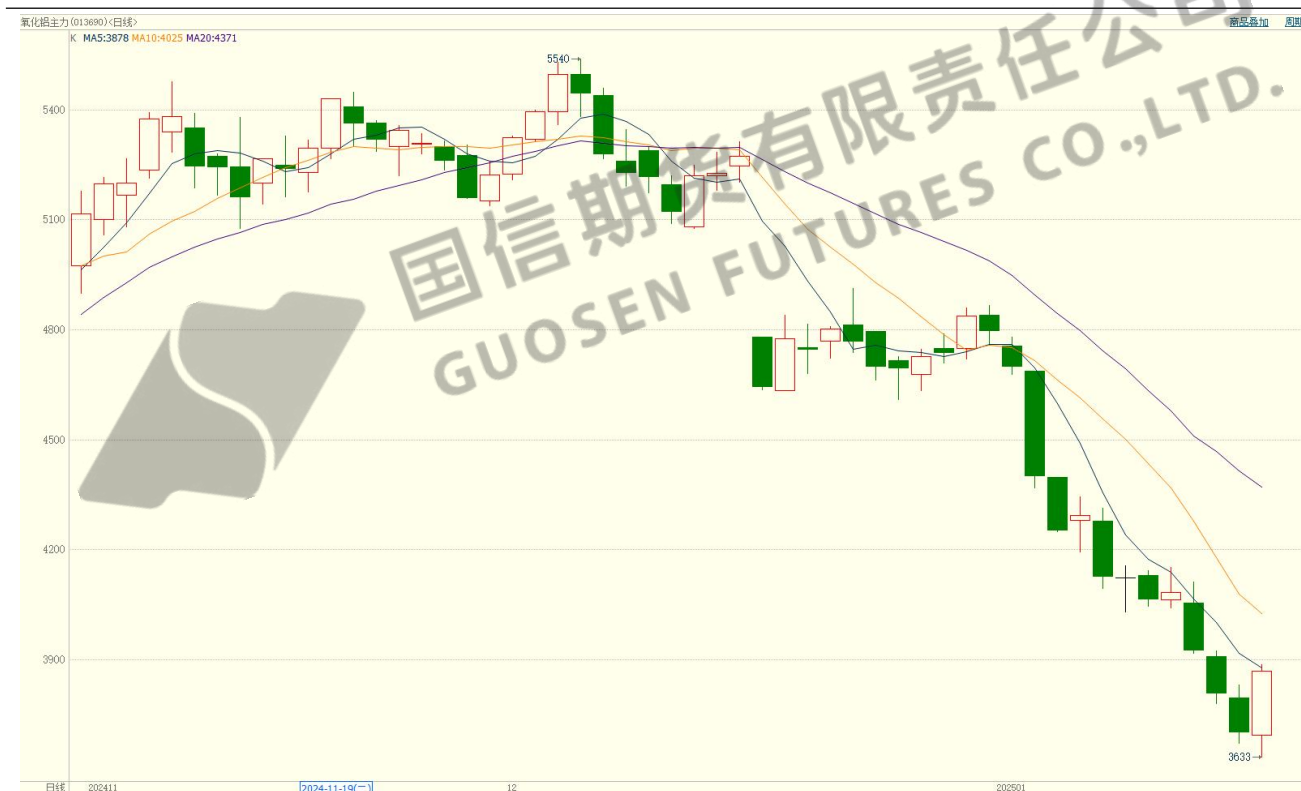
（二）氧化铝行情反转，快速下跌

氧化铝价格在 2024 年 12 月逐渐见顶，在供需拐点何时出现较为不确定的情况下，主力合约在多空博弈之中呈现震荡走势。而进入 2025 年，氧化铝期现价格急转直下，似乎走出“跌跌不休”之势，期、现价格重心快速下移，并不断向成本线靠近探底。

此前氧化铝上涨行情的驱动因素主要在于：基本面供需矛盾的不断升级，以及资金力量的推动。而目前来看，以上两方面的情况均自 2024 年 12 月起悄然发生了变化，并开始逐步推动了期货价格走势的转向。进入 1 月后，原料端的利空释放，现货价格的加速下跌，持续加重着市场的看空情绪，打破了多空博弈的局面，使得“弱预期”的交易逻辑放大，导致此轮下跌行情的出现。另一方面，期货盘面资金的撤出、观望也是导致下跌行情持续的重要原因。

截至 1 月 17 日，氧化铝主力合约 2502 收于 3868 元/吨，较 12 月 31 日下跌 19.37%。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

二、宏观热点追踪

1. 特朗普即将就任 “再通胀” 担忧笼罩市场

海外宏观面的交易逻辑主要在于特朗普就任后各项政策的推行，和通胀预期的变化。

特朗普即将于1月20日正式就任，并逐步推行其各项政策，金融市场也已预先对其政策实施后的影响展开预先交易，反映出市场对特朗普政策的预期与不确定性。月中，市场曾出现特朗普的关税政策或出现转向的传闻，虽然随后不久就被特朗普反驳，但可以看到未来美国关税政策如何推进以及推进程度依旧存在较大不确定性，后市将继续成为市场博弈和产生预期差的焦点。

美东时间1月9日，美国费城联储主席哈克在最新的讲话中表示，现阶段，美联储暂停下调利率政策行动将是适宜的。美联储可以在当前利率水平维持一段时间，观察数据的发展。美联储下一次议息会议将于1月28日至29日召开，据芝商所（CME）美联储利率观察工具的数据，美联储1月维持利率不变的概率高达95.2%，降息25个基点的概率为4.8%，

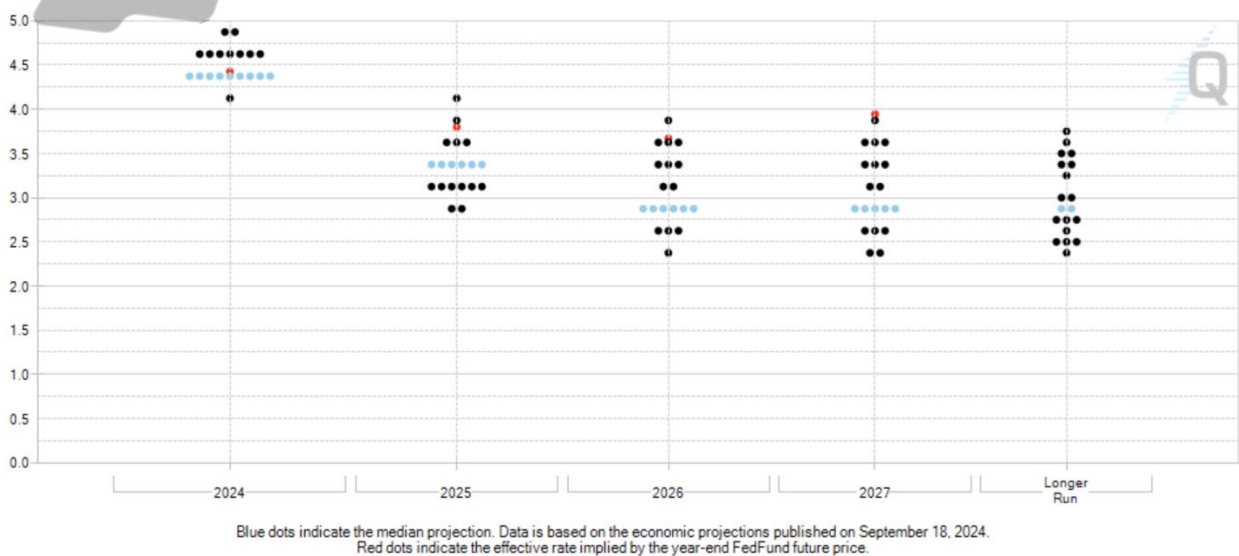
美国劳工统计局1月10日发布的报告显示，2024年12月非农就业人数增加25.6万人，大超预期的16万人，此前两个月的数据略有下调。失业率降至4.1%，平均时薪较去年11月份增长0.3%，数据超过预期，公布后交易者预计美联储只会在2025年进行一次降息，最早将在6月。

美国劳工部公布的最新数据显示，美国12月末季调CPI年率录得2.9%，符合市场预期，前值为2.7%，为连续第三个月反弹，至2024年7月以来新高。因能源产品成本上升，美国12月整体CPI涨幅略高于预期。但核心CPI数据几个月来首次出现放缓，激发了市场的乐观情绪。CPI数据公布后，利率期货交易押注美联储6月降息，并预计到2025年底有约50%的可能性出现第二次降息。

就未来而言，春节前，及春节假期中，将面临两个重要的时间节点，1月20日特朗普上任，以及1月29日美联储货币财政会议。特朗普上任后，美联储能否维持当前的货币政策立场，或者因应特朗普政府的财政刺激计划做出调整，将直接影响全球金融市场，尤其是在中国春节长假前后，全球市场的波动可能对国内市场带来较大冲击。尤其是特朗普政府如果实施更多的贸易保护措施，可能引发全球资本市场的剧烈波动，从而影响国内市场的资本流动和金融稳定。

图：9月FOMC点阵图

FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"



数据来源：CME 国信期货

2. 2025 年延续“以旧换新”政策 国内暂时进入政策“真空期”

国内数据来看，根据国家统计局数据，12 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点，制造业继续保持扩张。12 月份，非制造业商务活动指数为 52.2%，比上月上升 2.2 个百分点，非制造业景气水平明显回升。12 月份，综合 PMI 产出指数为 52.2%，比上月上升 1.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。

根据国家统计局公布的数据，12 月份，消费市场运行总体平稳，全国 CPI 环比持平，同比上涨 0.1%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续回升，同比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。12 月份，受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国 PPI 环比下降 0.1%，同比下降 2.3%，同比降幅比上月收窄 0.2 个百分点。

根据中国人民银行 2025 年 1 月 14 日数据，2024 年 12 月末，广义货币（M2）余额同比增长 7.3%；狭义货币（M1）余额同比下降 1.4%，降幅较 11 月收窄 2.3 个百分点，连续 3 个月跌幅收窄；流通中货币（M0）余额同比增长 13.0%；全年净投放现金 1.47 万亿元。2024 年末社会融资规模存量（简称“社融存量”）为 408.34 万亿元，同比增长 8.0%；2024 年全年社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为 32.26 万亿元，比上年少 3.32 万亿元；其中，12 月份，社融增量为 2.86 万亿元，延续高增长。

国家统计局数据显示，2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。12 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，预期增 5.5%，11 月增 5.4%。12 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，预期增 3.49%，11 月增 3.0%。2024 年固定资产投资同比增长 3.2%，预期增 3.4%，1-11 月增 3.3%。分领域看，基础设施投资增长 4.4%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.6%（预期降 10.4%，1-11 月降 10.4%）。2024 年，房地产开发企业房屋施工面积 733247 万平方米，比上年下降 12.7%。房屋新开工面积 73893 万平方米，下降 23.0%。房屋竣工面积 73743 万平方米，下降 27.7%。（仅供参考！）

进出口方面，海关总署公布数据显示，按美元计，2024 年全年我国货物贸易进出口总值 6.16 万亿美元，同比上涨 3.8%；其中，出口 3.58 万亿美元，同比上涨 5.9%；进口 2.59 万亿美元，同比上涨 1.1%；贸易顺差 9922 亿美元。其中，12 月进出口总值同比上涨 6.5%，出口同比上涨 10.7%，进口同比上涨 1.0%，贸易顺差 1048 亿美元，贸易顺差为单月历史最大值，首次突破 1000 亿美元。综合来说，2024 年全年，我国出口已经补齐 2023 年的缺口，出口规模已经略超 2022 年，整体表现较好。

1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。通知包含加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等内容。其中提出，加快推进电动自行车以旧换新。各地区要进一步完善补贴实施细则，优化补贴方式，简化操作流程，加强市场监管，加快推进电动自行车以旧换新。对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。电动自行车以旧换新补贴标准由有关部门指导各地区结合实际合理制定。政策给予铝终端消费市场较为积极的反馈，2025 年全年铝终端需求存在较强支撑。在经历了 12 月中央政治局会议及中国经济工作会议后的政策“吹风”阶段，国内目前处于等待政策落实的“真空期”，更多的预期交易要等到 3 月重要会议，政策有进一步的具体的出台落地后才能进一步落实。

三、铝市分析

(一) 氧化铝

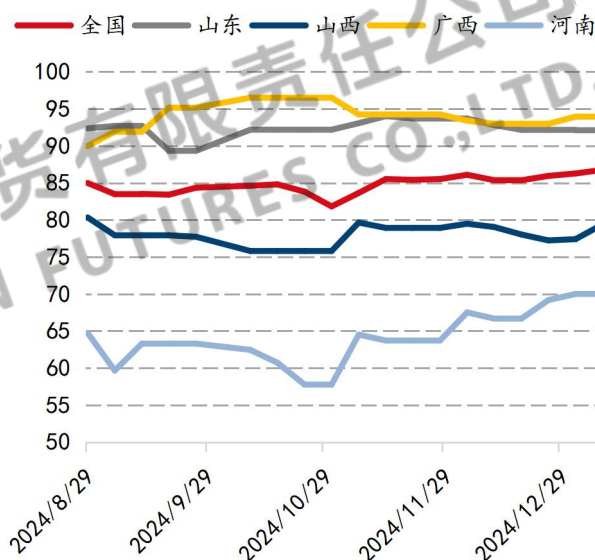
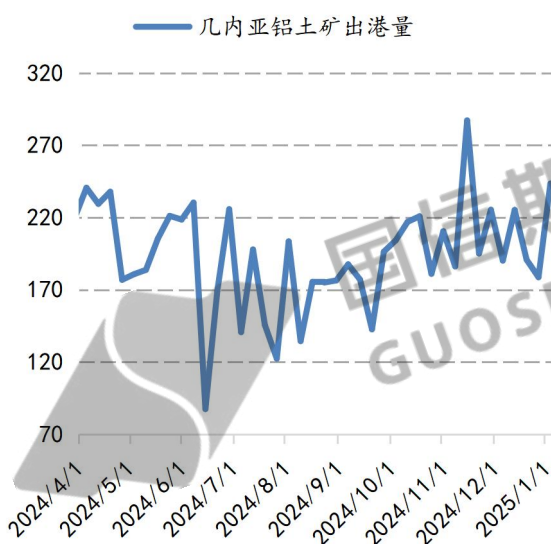
1. 铝土矿端供应干扰解除 产业上游利空持续释放

进入1月，原料端几内亚铝土矿发运干扰因素的消除，以及国内氧化铝产能的复产及释放，使得市场对于未来供应增加的预期进一步明朗，上游利空持续释放，进一步缓和基本面供需紧张矛盾。

从矿端来看，据海关总署数据，11月我国共进口铝土矿1235万吨，环比增0.5%，同比增3.5%。1-11月我国共进口铝土矿1.44亿吨，较去年同期增1442万吨，同比增11.1%，整体铝土矿进口量显著高于去年同期，但由于国产矿石产量下降，且氧化铝产能在高利润驱使下积极投产复产，铝土矿供应仍较为紧俏。从发运量来看，自雨季结束后，几内亚铝土矿出港量正逐渐回升至正常水平，截至1月3日，几内亚主要港口铝土矿周度出港量已上升至243.59万吨，为近一年来的相对高位。再考虑到矿企逐步恢复正常，未来几内亚铝土矿发运量预计将持续增加，为国内氧化铝产能的持续生产以及一季度新产能投产释放提供保障，氧化铝远期供应量增加的预期得到进一步支撑。

图：几内亚主要港口铝土矿出港量变化（万吨/周）

图：周度氧化铝产能开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从全年规划来看，几内亚新增出口量2400万吨，绝大部分发往中国，以支持中国年内1320万吨新投产产能的释放，新产能将分别于一季度和下半年投产。因而就2025年全年而言，几内亚铝土矿的开采、运输及发运情况仍将是左右氧化铝供应量的重要因素，当地政局及各类突发事件仍将带来一定潜在风险，还将是贯穿全年的关注焦点。

氧化铝供应上来讲，矿石供应量的增加和供应稳定性的增强，使得一季度新产能释放的预期走强，中铝也表示其在广西的200万吨产能将于上半年投产。除了近期复产预期增强，现实供应也出现了边际增长，全国氧化铝周度开工率为86.76%，近一个月内开工率持续爬升，山东、山西氧化铝产能投产，涉及近200万吨产能，产量也将在1月体现，整体1月氧化铝产量预计环比显著增长。

原料端几内亚铝土矿发运干扰因素的消除，以及国内氧化铝产能的复产及释放，使得市场对于未来供

应增加的预期进一步明朗，“强现实”也逐渐被证伪，上游利空持续释放。就2月而言，国内环保、设备检修等干扰因素预计有所减少，氧化铝产量预计继续呈现边际增长，关注新产能的释放节奏，以及高成本产区氧化铝产能的运行情况。

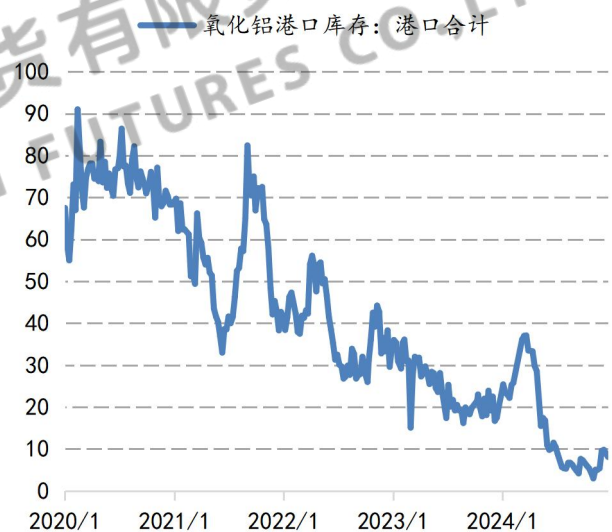
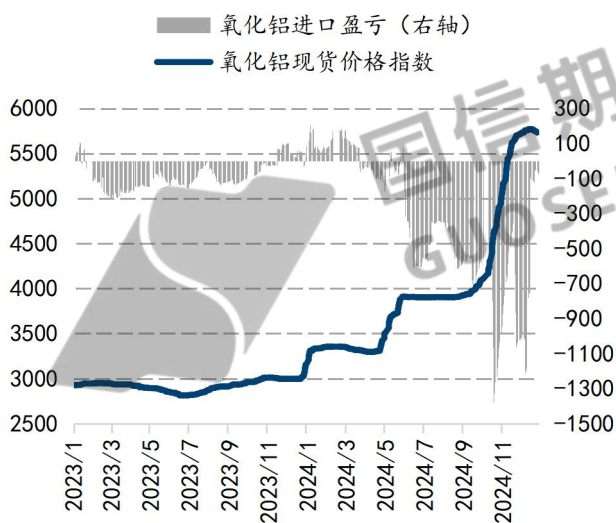
2. 海外氧化铝成交价格走低

12月以来，海外氧化铝成交价格接连下跌，是使得国内氧化铝期、现价格出现拐点的重要原因之一，进入1月后，海外氧化铝成交价格继续走低，但跌幅远不及国产氧化铝，12月-1月，氧化铝内外价差先收窄后再度扩大。

12月第一周，东澳氧化铝以FOB750美元/吨的价格成交5-5.5万吨，此笔海外氧化铝成交较上一笔成交下跌约50美金/吨，国内氧化铝市场的看多情绪开始受到冲击，期货盘面价格则是率先展开交易，部分多头离场，持仓量下降。随后至12月中旬，接连出现两笔680美元/吨的氧化铝成交订单，国内氧化铝价格的底部支撑进一步下降，现货市场的观望情绪也持续加重，但这一阶段国内现货市场价格仍较为坚挺，处于上下游的博弈之中。进入1月后，海外成交价格延续走低，据SMM数据，截至1月16日，澳洲氧化铝FOB均价为610美元/吨，较12月底下跌约8.95%，目前海外市场的最低报价已至607美元/吨。期间，氧化铝内外价差一度收窄至出口窗口关闭，出口需求端的压力一定程度上得到缓解。

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）

图：氧化铝港口库存（吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

据海关总署数据显示，2024年11月中国氧化铝进口9.92万吨，环比增加1486.69%，同比下降23.1%；11月中国氧化铝出口19.13万吨，环比增加12.39%，同比增加43.61%；氧化铝净出口量9.21万吨，环比下降43.83%，同比增加2090.25%，12月氧化铝出口量环比预计有一定下降。

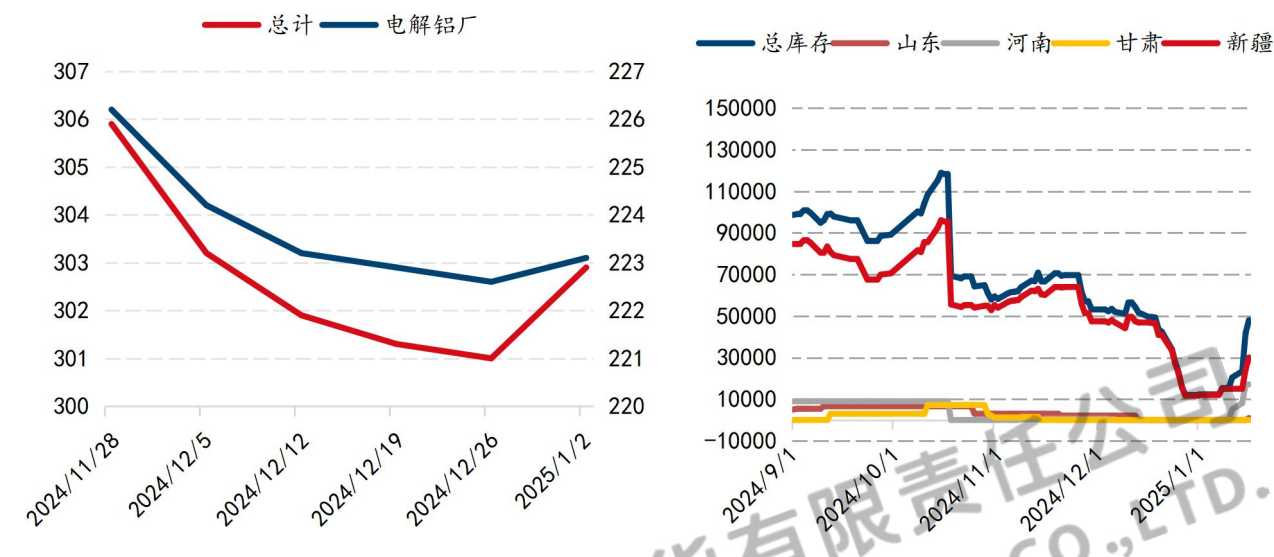
3. 库存拐点出现 放大供需矛盾缓和信号

在供应边际增加，国内需求稳定，出口窗口收窄的情况下，氧化铝社会库存的拐点逐渐出现，氧化铝供需矛盾缓和的信号也进一步显化，成为此轮下跌的重要推动力。阿拉丁(ALD)调研统计，截至1月10日

全国氧化铝库存已连续两周累库，其中得益于近期氧化铝厂长单执行效率的提升，电解铝厂库存回升较为明显，随着近期现货市场贴水出货，下游铝厂的原料补库条件或也逐渐形成。未来氧化铝社会库存的累库预计将有一定持续。期货库存也自1月13日开始显著增加，自低位回升，对氧化铝价格形成向下的压制，截至1月15日，氧化铝期货总库存达48050吨，较12月31日增加35747吨。

图：氧化铝周度库存变化（万吨/周）

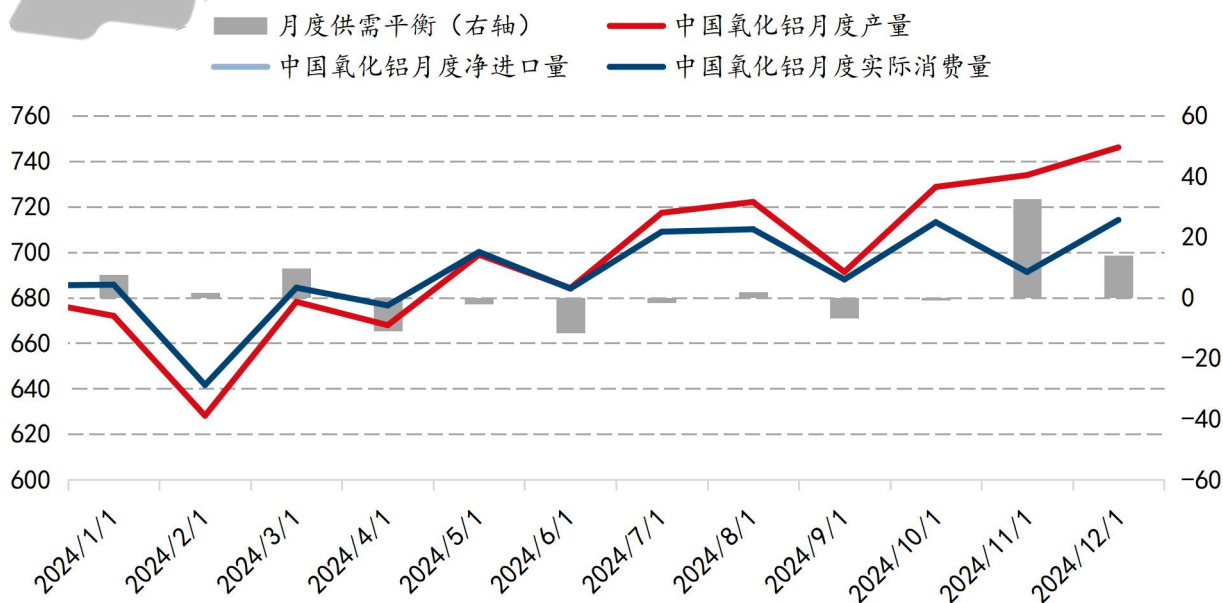
图：氧化铝期货库存变化（吨/日）



数据来源：阿拉丁 国信期货

氧化铝供需矛盾持续缓和，且从各环节数据来看，缓和预期仍在进一步走强，从氧化铝月度供需平衡来看，已经连续两个月处于过剩状态，供需偏紧格局正持续改善中。

图：氧化铝月度供需平衡（万吨/月）

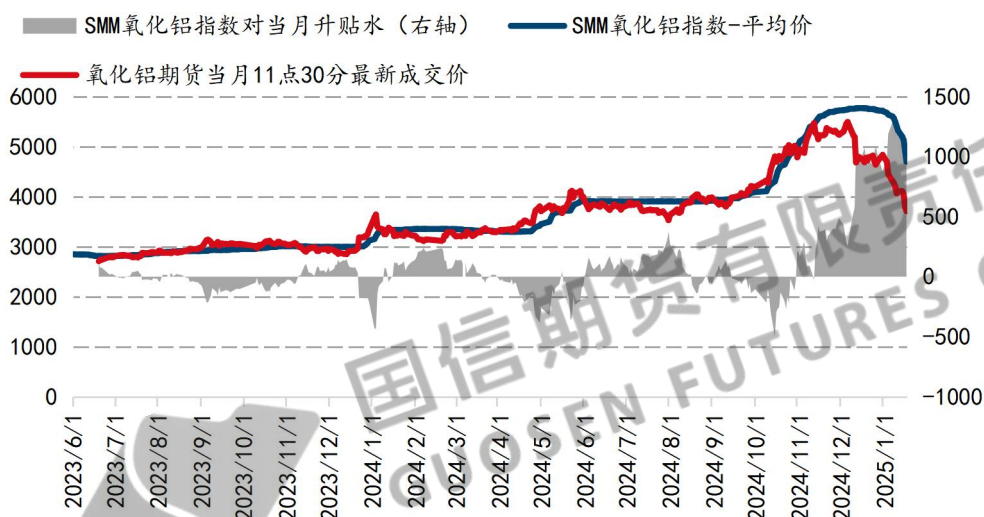


数据来源：SMM 国信期货

4. 现货市场恐慌情绪不断蔓延 现货价格加速下跌

随着原料以及供应端宽松预期的加强，现货市场的挺价心态也逐渐被瓦解，转向积极贴水出货。元旦过后，各地市场密集出现贴水成交，成交价格一再降低，带动现货均价加速下跌。据 SMM 数据，截至 1 月 16 日，氧化铝现货均价为 4698 元/吨，较 12 月 31 日下跌 1000 元/吨，下跌 17.55%。据了解，河南地区已经出现 4300 元/吨的成交价格，大幅贴水于网价。此前，氧化铝近月 01、02 合约受制于现货价格坚挺于 5600 元/吨一线，期货合约价格在修复贴水的动力下难以下探。而随着现货市场看空氛围的延续，现货价格跌势不止且下跌加速，近月合约也持续计入看空预期，即使期货贴水仍在进一步扩大，但由于当下市场对于供应增加以及现货价格下跌的预期仍较为充分，期货暂无修复贴水的驱动力。

图：氧化铝期现价走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

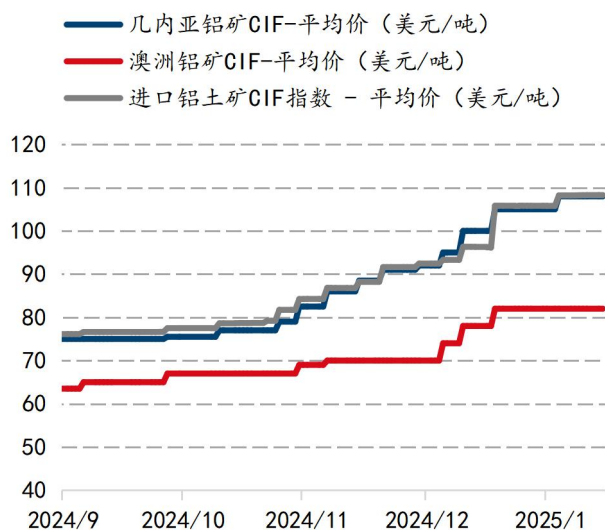
供应增加预期下，现货市场恐慌出货情绪仍在延续，现货价格预计仍有下跌空间，底部价格看向成本线的支撑。

5. 成本定价逻辑逐渐回归

月内，在铝土矿价格上涨的带动下，氧化铝生产成本明显抬升。据 SMM 数据，截至 1 月 16 日，氧化铝行业平均成本约为 3535 元/吨，1 月平均完全成本约为 3458 元/吨，较 12 月上涨近 6%。其中，月内矿石成本继续上涨，用矿成本自 12 月底的 1936 元/吨左右上涨至 2074 元/吨左右，涨幅超过 7%，用矿成本已经连续两个月显著上涨。

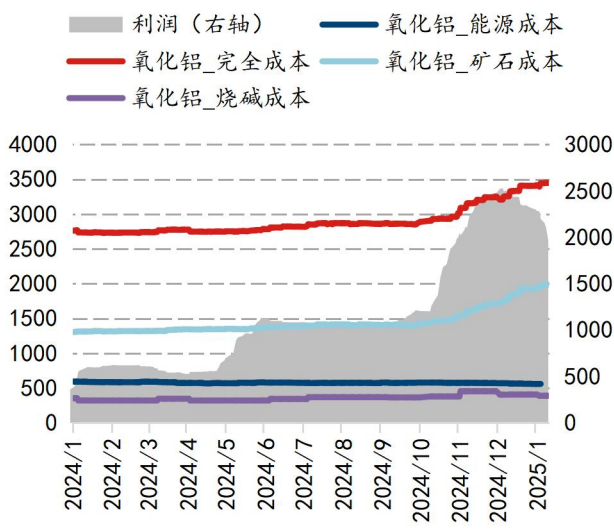
随着 1 月内氧化铝现货及期货价格重心快速下移，行业利润也显著收窄，1 月行业平均利润为 1867 元/吨左右，较 12 月下降 540 元/吨左右，跌幅超过 20%，但整体利润水平仍处于历史较高值区间。从成本利润以及产业链利润分配的角度看，氧化铝高利润的状态即将结束，电解铝环节利润持续得到修复。

图：进口铝土矿价格变化（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝成本及利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

值得注意的是，氧化铝成本定价效果随着供应转向过剩预期的加强再度体现。据 SMM 数据，近期氧化铝行业平均成本上行至 3500 元/吨左右，部分用矿石成本较高的产能，其整体生产成本或已达 3800-4000 元/吨。远月 2505 合约在前期一直是“多空博弈”下市场“弱预期”交易的主要标的，在前期已经较为充分地交易了看空预期，价格处于行业合理利润水平附近，成本支撑下，于此轮下跌中表现相对抗跌。氧化铝近月 02 合约持续大幅下挫，目前价格也正逐渐逼近成本线，成本定价逻辑也将逐渐影响到近月合约，限制其跌幅。若后续期、现价格跌破成本线，或出现产能停产的可能性，供应端再度出现边际减量以缓解成本压力及供应过剩压力，期价也会出现一定反弹动力。

就未来成本变化而言，近期煤炭供应较为宽松，煤炭价格上涨乏力。氧化铝投产预期的走强使得原材料烧碱出现需求增加的多头叙事，烧碱期货价格拉涨，现货价格涨幅相对有限，受到市场预期的影响，未来用碱成本或也有一定上行。矿石方面，现阶段进口铝土矿市场报价波动较大，由于氧化铝厂利润已被大幅挤压，对原材料价格的接受度降低，铝土矿的市场报价已经出现了一定下降，市场正处于上下游的博弈之中。整体来看，考虑到氧化铝厂利润被稀释后对高价原料的接受度降低，后期市场对于原料价格的博弈将有所加剧，成本或仍有抬升，但上涨幅度将受到限制，关注成本的动态变化。

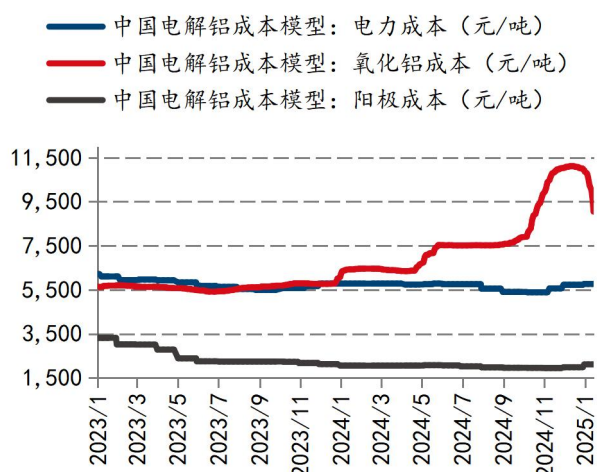
整体而言，当前现货价格进入较为顺畅的下跌通道，氧化铝产能释放的乐观预期暂时难以被证伪，显性库存回升，现阶段市场认为氧化铝基本面走弱的确性增强，或再度吸引资金聚焦，短期内氧化铝价格承压。考虑到目前期、现价格均持续向成本线靠拢，成本支撑将进一步凸显。整体而言，后市谨防盘面过度计入看空预期带来的风险，持续关注现货价格的下跌速度，以及盘面持仓变化带来的信号，氧化铝价格的底部支撑将随成本线动态变化。

（二）铝

1. 氧化铝价格大幅下跌 电解铝环节利润逐渐修复

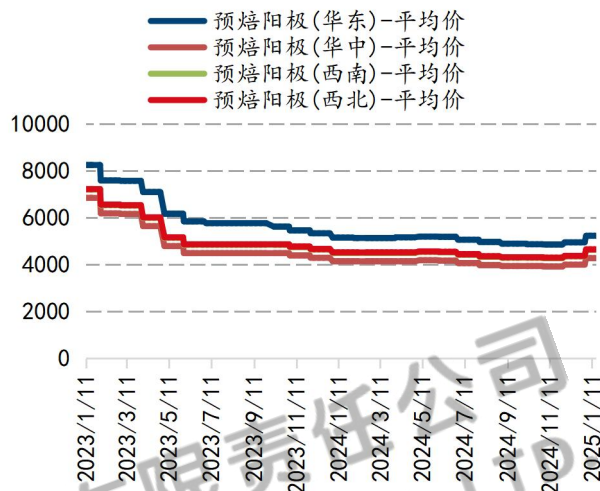
虽然月内电力成本及阳极成本均有小幅上涨，但受到原材料氧化铝价格快速大幅下跌的影响，1月电解铝整体冶炼成本下降明显。1月，铝价再度站上20000元/吨一线，在成本下降，价格上涨之下，行业利润空间得到修复，至月中，行业平均利润水平来看已经扭亏为盈。展望2月，氧化铝价格预计仍有下跌空间，带动电解铝冶炼成本下降，但由于春节后累库及淡季延续等影响，铝价短期缺乏基本面利多驱动，电解铝行业利润的修复将更多依赖于成本的下移。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



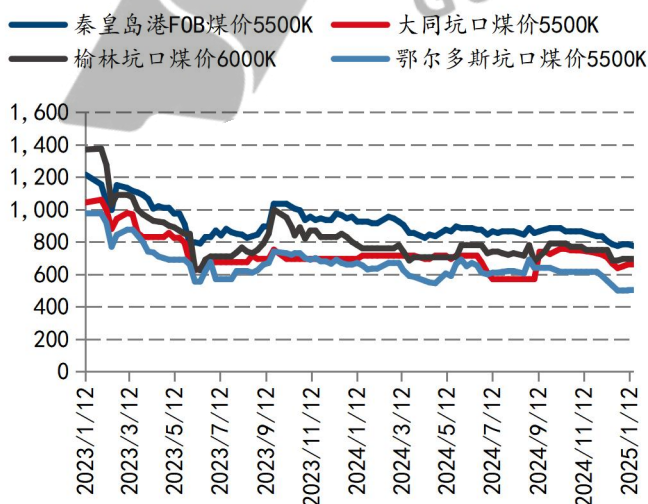
数据来源：SMM 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



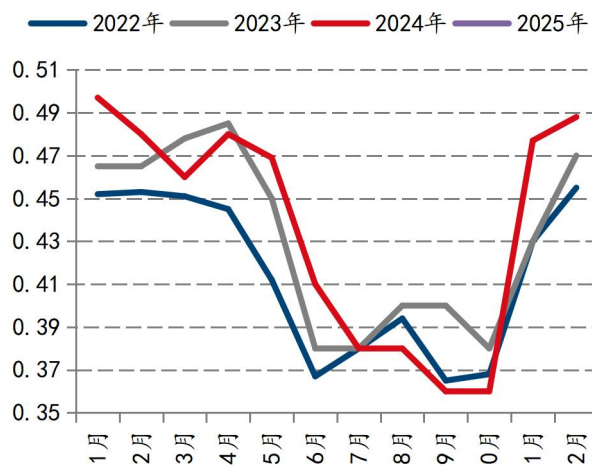
数据来源：SMM 国信期货

图：主要产区坑口煤价格变化（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

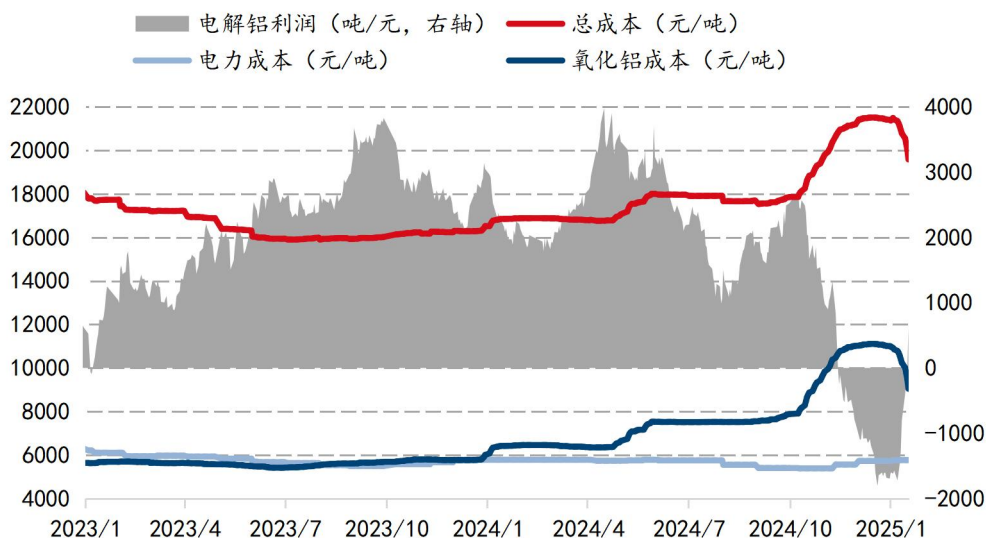
图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：南方电网 国信期货

据SMM数据，截至1月16日，1月电解铝行业平均成本为20800元/吨，较12月元/吨下跌约676元/吨，月均成本连续三个月上涨后首次出现下降。进入1月后，铝价再度反弹至20000元/吨以上，截至1月16日，行业平均利润为646元/吨，由负转正。

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

具体来看，电力成本方面，据 SMM 数据，1 月行业平均电价成本为 0.427 元/度，较 12 月上涨 0.003 元/度，平均电力成本上涨 40 元/吨左右至 5764 元/吨。水电方面，据南方电网数据，1 月云南水电价格较 12 月上涨，至 0.495 元/度，较去年同期低 0.002 元/度。火电方面，各主要煤炭产区价格月内均出现下降。氧化铝成本方面，据 SMM 数据，截至 1 月 16 日，1 月电解铝冶炼环节中的氧化铝成本下跌至 10252 元/吨，较 12 月下跌 809 元/吨，跌幅达 7.3%，氧化铝价格的快速下行是使得电解铝冶炼成本下降的主要原因。

就 2 月而言，云南仍然处于枯水期，水电价格处于全年内较高水平，水电成本或仍将有小幅上涨。火电方面，今年供暖季煤炭供应较为宽松，价格上涨乏力，预计煤炭价格暂时难以摆脱弱势。整体电力成本将在水电价格居于高位的影响下，仍有小幅抬升。在市场看空氛围较重的情况下，氧化铝价格目前进入了较为顺畅的下跌通道，预计将带动电解铝成本进一步下移。整体来看，电解铝冶炼成本预计将在氧化铝价格变化的主导下，重心再度下移，由于春节后累库及淡季延续等影响，铝价短期缺乏基本面利多驱动，电解铝行业利润的修复将更多依赖于成本的下移。

2. 现阶段供应能力处于历史高位 未来风险点在于云南水电产能

国家统计局数据显示，中国 2024 年 12 月原铝(电解铝)产量为 377 万吨:同比增长 4.2%。2024 年原铝产量为 4401 万吨同比增长 4.6%。

成本压力减小，铝厂减产意愿降低，12 月至今供应端有增有减，目前供应维持于 95%附近的历史相对较高水平，增量主要来自于新疆某铝厂新增项目启槽爬产，预计 2025 年一月完成 55 万吨置换产能投产，广西地区个别铝厂因技改减产，预计 2025 年四季度复产，月内四川、贵州等地复产进度停滞，新疆、内蒙、宁夏等地项目正常进行中。1 月电解铝产量预计环比继续增加。

未来供应端的风险点在于云南。根据 2025 年及 1 月份云南省自然灾害风险形势预测，2025 年云南省大部地区降水总量接近常年同期到偏少，气温接近常年同期到偏高，属于温度条件较好、降水稍偏欠的气候年景。其中，汛前尤其是 3 月至 5 月滇中及以西地区旱情偏重。春季和初夏气象干旱。预计 4 月至 5 月

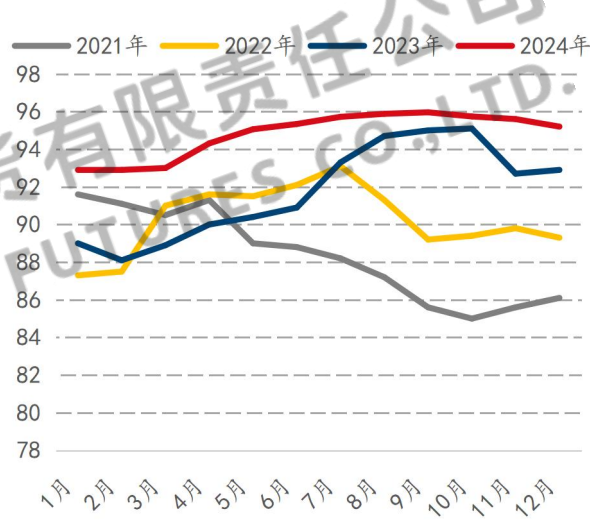
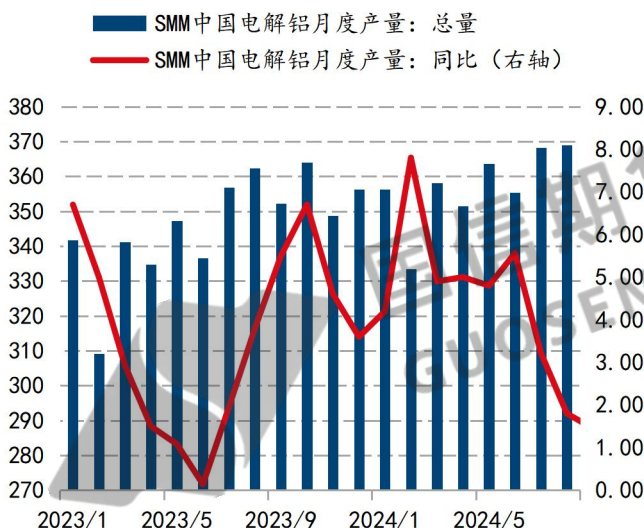
云南省大部地区降水接近常年同期到偏少，气象干旱发生的概率较高，雨季开始前气象干旱偏重发生的可能性较大。目前电解铝开工率维持于历史较高水平，随着行业利润水平修复，铝厂迫于成本压力减产的可能性降低，2-3月关注云南地区产能运行情况，存在天气影响下的潜在减产风险。

海外方面，据SMM统计，2024年12月海外电解铝总产量同比增长0.6%，月度平均开工率达到87.7%，环比略增0.1%，同比提升1.1%。全年海外电解铝总产量累计同比增长1.0%。

具体来看海外电解铝厂的产能动态变化，新西兰Tiwai Point电解铝厂于9月结束限电减产逐步恢复生产，总待复产产能为12.5万吨，预计2025年2月恢复满产，截至1月初该工厂产能利用率已恢复至80%。此外，印度尼西亚某电解铝厂二期工程的25万吨于10月通电投产，但12月受成本因素影响，延后了投产进度，随着1月以来氧化铝价格的走低，未来投产速度有望恢复，截至2024年11月，该项目的投产规模仅为3万吨，后续具体投产时间尚未确定，该厂全部投产后的总产能将达到50万吨。此外，2024年11月26日，俄铝(Rusal)宣布，由于全球氧化铝价格飙升以及国内铝需求疲软，将削减年产量6%，据进一步了解，其减产主要针对新增的30万吨扩厂项目计划，并不影响现有产能。整体而言，2025年1月海外电解铝供应有望继续出现边际增长。

图：云南电解铝产能开工率季节性变化（单位：%）

图：电解铝开工率季节性变化（单位：%）

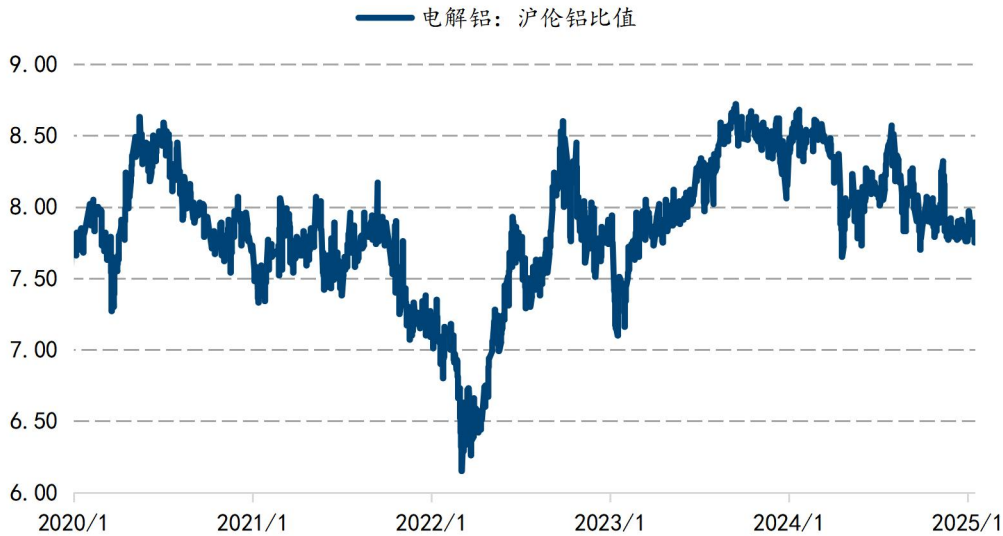


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

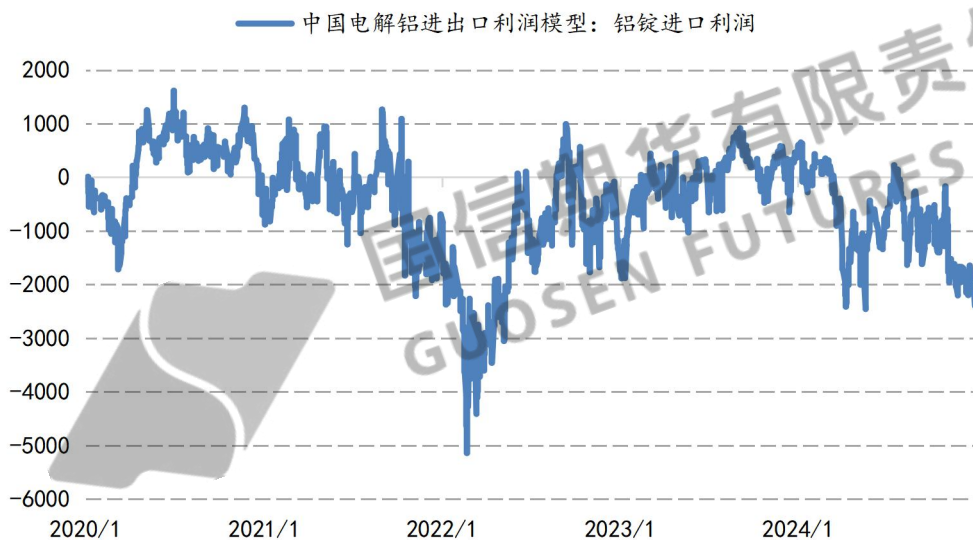
月内外盘铝价同样震荡上行，1月以来，铝价沪伦比走低至7.5附近，原铝进口窗口仍维持关闭状态，进口亏损扩大。

图：铝价沪伦比值走势



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭进口利润



数据来源：SMM 国信期货

3. 月铝锭库存拐点迟迟未现，对铝价有一定支撑

1月铝下游加工环节延续传统消费淡季氛围，但受12月铝价下调以及春节前备货影响，铝锭社会库存的季节性拐点依然迟迟未至，月内，铝锭超预期去库，给予铝价一定支撑，铝棒则持续累库。

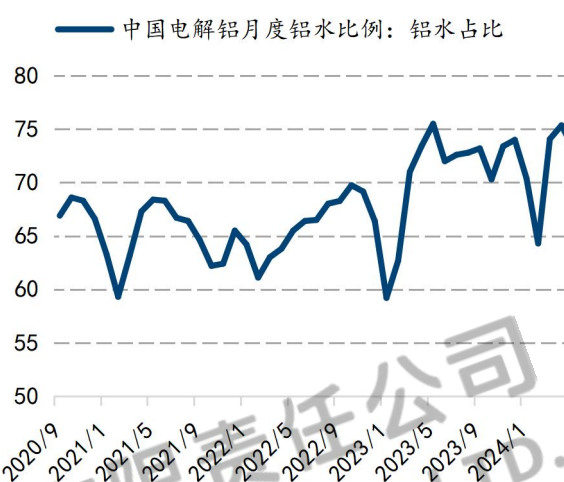
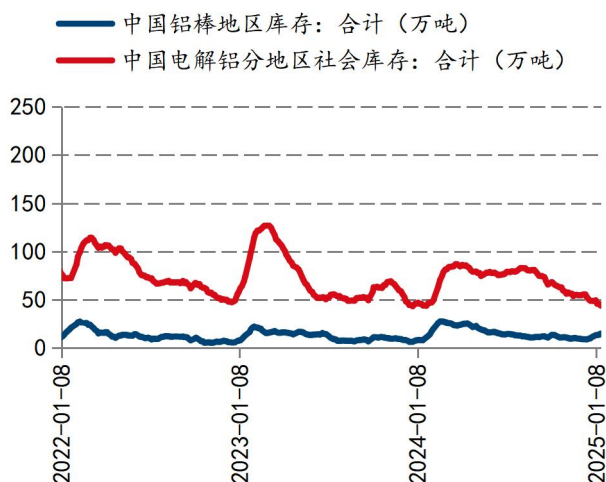
据SMM数据，截至1月16日，国内电解铝锭社会总库存44万吨，较12月30日下降5万吨，库存水平处于近3年同期最低位。据SMM数据，截至1月16日，铝棒库存为15.11万吨，较12月30日增加3.46万吨，处于历史同期高位。此外，近两月铝水比降低，12月铝水比降至72.09%。

春节前铝锭库存的超预期去库，给铝价带来阶段性的反弹动力，较低的库存水平成为价格的支撑。目

前正值春节前两周，根据历史数据，往年在这个时点，铝锭基本进入连续累库阶段，但当下铝锭仍呈现去库状态，超预期去库也使得市场下调了对于节后铝锭库存的累库预期。但铝锭库存数据呈现持续去库受到近期到库不畅，再生铝企采购原铝以替代废铝，节前备货等多方面因素的影响，并不意味着整体需求端并未出现的明显的回暖。考虑到部分企业自1月中旬起开始进入春节假期，叠加出口订单的下滑，铝锭库存去库的持续性并不强，春节假期期间及节后的累库压力仍然不可忽视。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（单位：%）

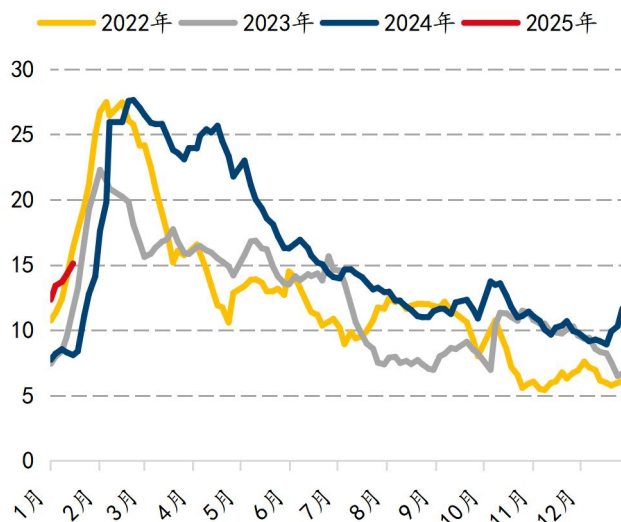


数据来源：SMM 国信期货

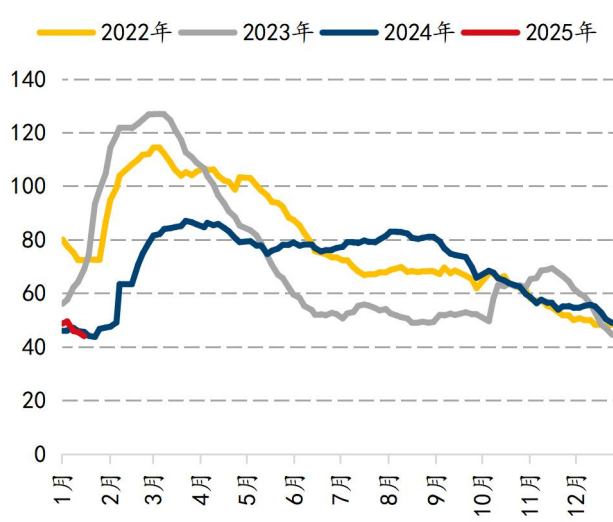
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）



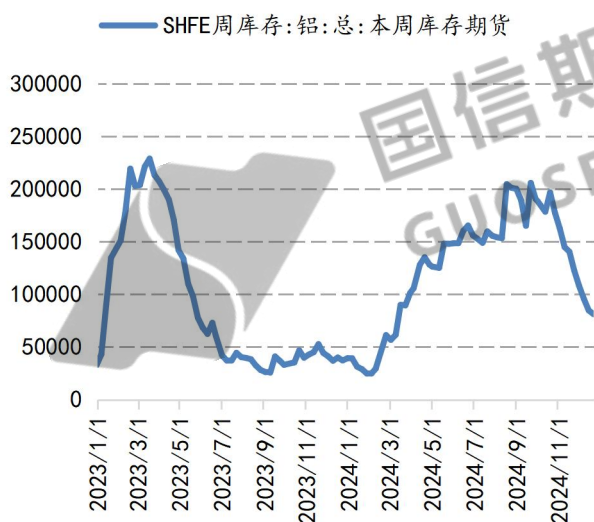
数据来源：SMM 国信期货



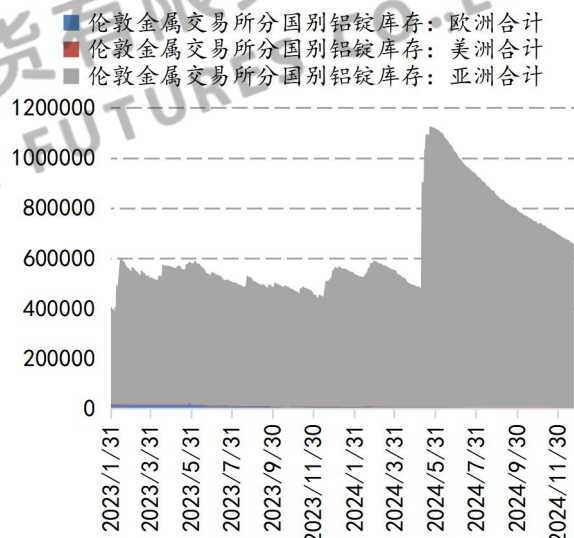
数据来源：SMM 国信期货

图：上海期货交易所库存变化（单位：吨/周）

图：LME 库存变化（单位：吨/日）



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，截至1月17日，上期所仓单库存为69665吨，较12月27日减少737吨，截至1月16日，LME铝库存为611875吨，较12月30日减少31775吨。

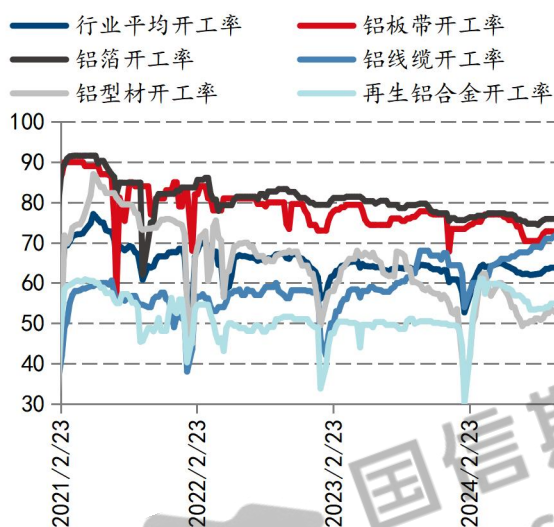
4. 淡季氛围延续 政策利好下终端需求长期有支撑

下游需求端来看，呈现出现阶段铝加工环节景气度持续下滑，但宏观政策利好终端需求，中长期给予铝消费支撑的情况。淡季氛围延续，抢出口窗口期结束后，下游铝加工企业开工率持续下滑，行业景气度持续下跌。12月底至1月上旬铝价的回调稍微提振了备货的积极性。

受到取消铝材退税政策的影响，订单“抢出口”窗口期带动下游铝加工企业开工率在11月消费淡季出现反季节性的回暖，而随着取消退税政策自12月1日起正式执行，各板块开工率再度出现下滑，消费淡季叠加出口需求下降的预期，使得下游需求“雪上加霜”。

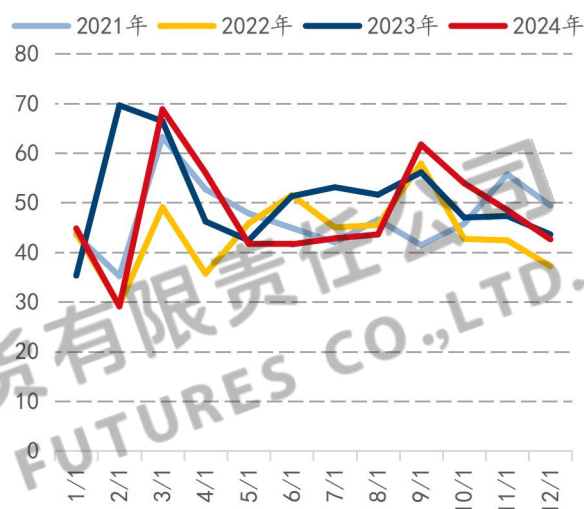
据SMM数据，截至1月16日，国内铝下游加工龙头企业开工率为57.4%，较12月27日下跌3.7%，较2024年同期低3.5%，月内下游铝加工企业平均开工率持续下滑。分板块来看，月内铝板带、铝箔、铝型材及再生铝合金板块开工率均有下降，其中铝线缆及铝型材板块开工率跌幅最大。据SMM数据显示，2024年12月国内铝加工行业综合PMI指数录得42.6%，环比下跌5.9个百分点，维持在荣枯线以下，连续3个月下跌。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国铝加工行业月度 PMI（综合）季节性变化



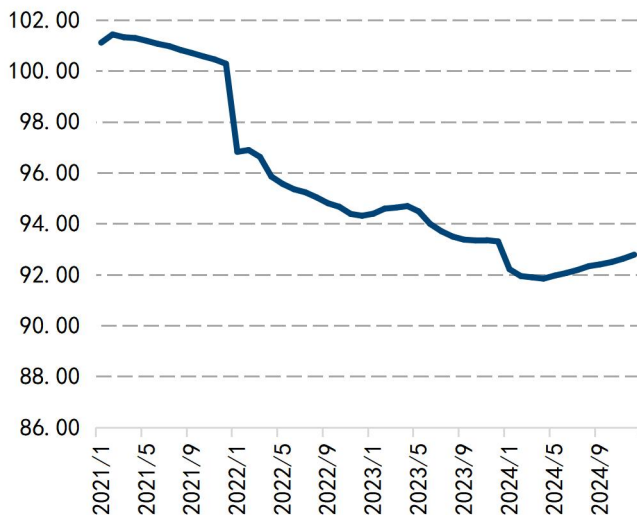
数据来源：SMM 国信期货

1月8日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，通知包含加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等内容。政策给予铝终端消费市场较为积极的反馈，2025年全年铝终端需求存在较强支撑。

终端而言，房地产方面，根据国家统计局数据，2024年12月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为92.78，较11月上漲0.16，自2024年5月起连续多个月上涨。国家统计局数据显示，2024年，全国房地产开发投资100280亿元，比上年下降10.6%；其中，住宅投资76040亿元，下降10.5%。2024年，房地产开发企业房屋施工面积733247万平方米，比上年下降12.7%。其中，住宅施工面积513330万平方米，下降13.1%。房屋新开工面积73893万平方米，下降23.0%。其中，住宅新开工面积53660万平方米，下降23.0%。房屋竣工面积73743万平方米，下降27.7%。其中，住宅竣工面积53741万平方米，下降27.4%。2024年，新建商品房销售面积97385万平方米，比上年下降12.9%，其中住宅销售面积下降14.1%。新建商品房销售额96750亿元，下降17.1%，其中住宅销售额下降17.6%。2024年末，商品房待售面积75327万平方米，比上年末增长10.6%。其中，住宅待售面积增长16.2%。2024年，房地产开发企业到位资金107661亿元，比上年下降17.0%。其中，国内贷款15217亿元，下降6.1%；利用外资32亿元，下降26.7%；自筹资金37746亿元，下降11.6%；定金及预收款33571亿元，下降23.0%；个人按揭贷款15661亿元，下降27.9%。

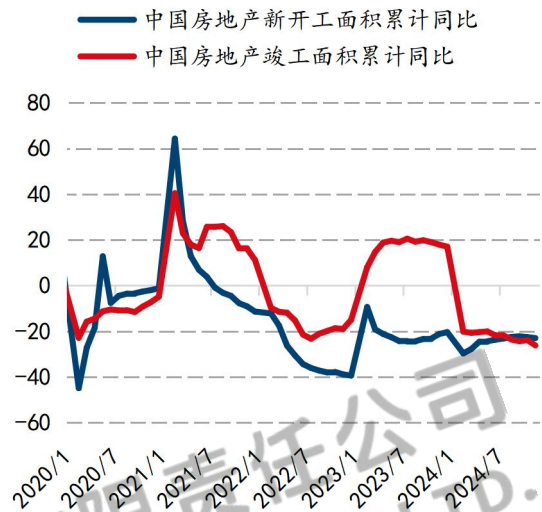
建筑用铝 80%集中于房地产竣工端，从竣工端数据来看，竣工面积持续下降，新开工同比数据也维持负值，地产端用铝需求依旧维持疲软。

图：中国房地产景气指数



数据来源：国家统计局 国信期货

图：中国房地产缓慢恢复（%）



数据来源：国家统计局 国信期货

“以旧换新”政策持续发挥着对于消费的带动作用，家电、汽车等行业的消费数据表现较好。据国家统计局数据，从消费看，四季度社会消费品零售总额同比增长 3.8%，比三季度加快 1.1 个百分点，三季度只有 2.7%。消费品以旧换新政策加力带动，四季度限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、建筑及装潢材料类商品零售额合计拉动整个社会消费品零售总额增长约 1 个百分点。

家电方面，产量方面，国家统计局数据显示，2024 年 11 月全国空调产量 1967.9 万台，同比增长 27.0%；1-11 月累计产量 24237.4 万台，同比增长 9.4%。11 月全国冰箱产量 860.9 万台，同比增长 2.6%；1-11 月累计产量 9588.5 万台，同比增长 8.1%。11 月全国冷柜产量 244.4 万台，同比增长 6.2%；1-11 月累计产量 2488.4 万台，同比增长 14.3%。11 月全国洗衣机产量 1112.7 万台，同比增长 4.2%；1-11 月累计产量 10458.2 万台，同比增长 6.3%。11 月全国彩色电视机产量 1815.4 万台，同比增长 12.8%；1-11 月累计产量 18576.4 万台，同比增长 3.6%。销量上，奥维云网（AVC）线下市场监测数据显示，12 月白电各品类中，冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调线下零售额规模同比分别为 136.8%、36.1%、68.2%、86.7%和 99.6%；冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调的均价分别为 7423 元、1827 元、4581 元、8285 元和 4756 元，同比分别为 12.2%、7.1%、12.7%、-2.3%和 7.7%；各品类中，高端品零售额占比分别为 42.2%、12.5%、11.3%、27.1%和 26.3%，同比分别为 5.7%、2.0%、1.4%、-6.8%和 5.2%。

《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》中提出，加力支持家电产品以旧换新。继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围。此外，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。政策利好将大力带动相关领域的消费，从而拉动相关的用铝需求。

根据产业在线的最新数据，2025 年 1 月份家用空调排产 1714 万台，同比下滑 1.5%；冰箱排产 768 万台，同比下滑 6.5%；洗衣机排产 740 万台，同比下滑 8%。25 一季度空冰洗排产总量共计 10046 万台，较去年同期生产实绩+7.1%。分品类来看，空调总排产 5652 万台，较去年同期生产实绩增长 10.7%，其中内销+8.1%、外销+13.3%；冰箱总排产 2278 万台，较去年同期生产实绩增长 2.5%，其中内销+1.0%、外销+2.5%；洗衣机总排产 2116 万台，较去年同期生产实绩增长 3.0%，其中内销+4.6%、外销+1.6%。（注：总排产同比基数为上年的产量实绩，内外销排产同比基数为上年的内销量和出口销量实绩）“以旧换新”等促进消费政策预计在 2025 年仍有延续，后续家电终端的用铝需求仍值得期待。

图：2024 年 11 月家电产量（万台）

2024年11月家电产量

单位：万台

商品名称	11月	1至11月累计	当月比去年同期 ±%	累计比去年同期 ±%
空调	1967.9	24237.4	27.0	9.4
冰箱	860.9	9588.5	2.6	8.1
冷柜	244.4	2488.4	6.2	14.3
洗衣机	1112.7	10458.2	4.2	6.3
彩色电视机	1815.4	18576.4	12.8	3.6

数据来源：国家统计局 国信期货

汽车方面，根据中国汽车工业协会的数据，2024 年 12 月，汽车产销分别完成 336.6 万辆和 348.9 万辆，产量环比下降 2%，销量环比增长 5.2%，同比分别增长 9.3%和 10.5%。2024 年 12 月，汽车以旧换新政策带动乘用车市场持续发力，消费需求进一步释放，月度销量再创新高。当月，乘用车产销分别完成 300.6 万辆和 312 万辆，产量环比下降 3.3%，销量环比增长 3.9%，同比分别增长 10.8%和 11.7%，乘用车月度销量再创新高。2024 年 12 月，新能源汽车继续保持快速增长，月度销量再创新高。当月，新能源汽车产销分别完成 153 万辆和 159.6 万辆，产量环比下降 2.3%、销量环比增长 5.6%，同比分别增长 30.5%和 34%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.8%。与上年同期相比，燃料电池汽车产销明显下降，其他两大类新能源汽车品种产销呈不同程度增长。

2024 年，汽车产销累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，全年产销稳中有进，产销量继续保持在 3000 万辆以上规模。2024 年，新能源汽车产销累计完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。

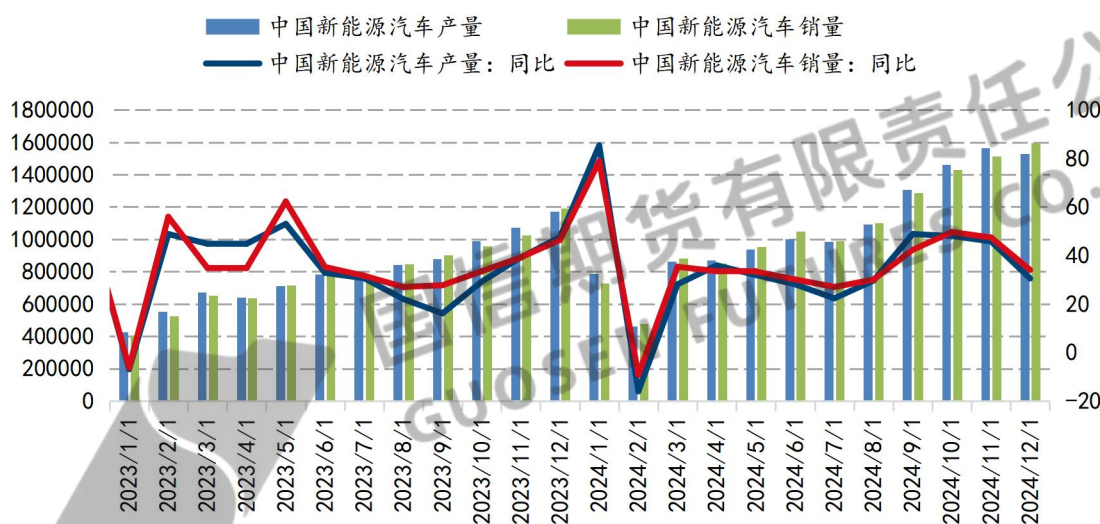
出口方面，2024 年，汽车出口再上新台阶，据中汽协发布最新数据，2024 年我国出口汽车 585.9 万辆，同比增长 19.3%。在美国关税增加压力，以及欧盟加征“反补贴”关税的重重挑战之下，巴西等新兴市场需求增量将在一定程度上弥补欧美市场的边际减量。同时，由于我国新能源汽车产业链完善，近年来不断进行技术创新，具有较强的品牌力和产品力，在海外市场竞争优势，因此，对于未来我国

新能源汽车出口也不宜过度悲观。

《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》中提出，加快推进电动自行车以旧换新。各地区要进一步完善补贴实施细则，优化补贴方式，简化操作流程，加强市场监管，加快推进电动自行车以旧换新。对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。电动自行车以旧换新补贴标准由有关部门指导各地区结合实际合理制定。

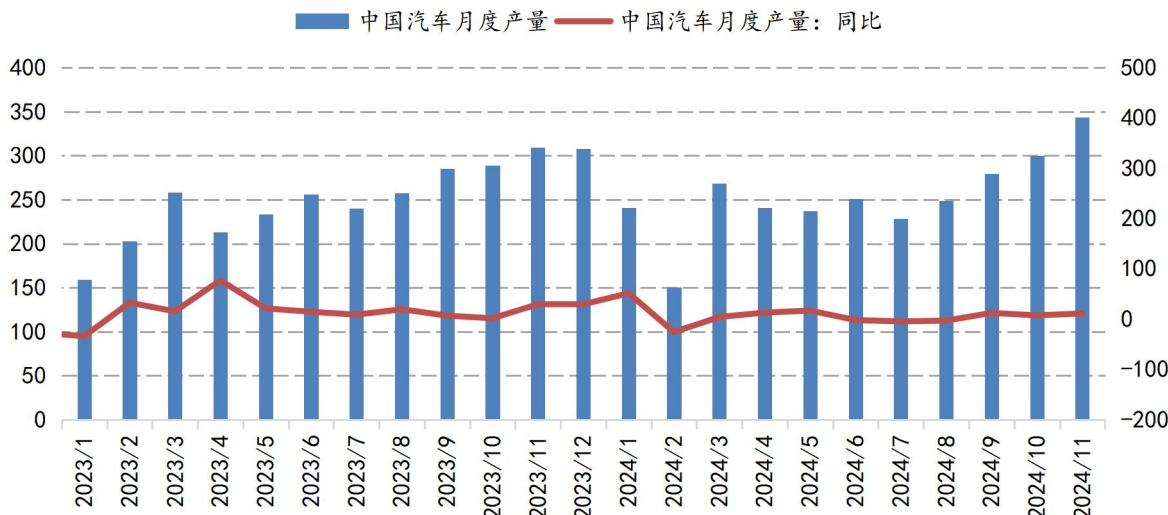
整体来看，汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑，一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外，据中汽协预测，中汽协预计 2025 年乘用车市场销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%；预计商用车市场销量为 400 万辆，同比增长 3.3%；预计新能源汽车销量 1600 万辆，同比增长 24.4%。此外，中汽协预计 2025 年汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。2025 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

图：中国新能源汽车销量变化（单位：辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

图：中国汽车产量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

光伏板块，据国家能源局发布的最新数据，11 月光伏新增装机 25GW，同比+17%。截至 2024 年 11 月底，光伏装机容量 8.2 亿千瓦，同比+46.7%。2024 年 1-11 月，国内光伏新增装机 206.30GW，同比+26%。2024 年 11 月，国内光伏新增装机 25.00GW，同比+17%，环比+22%。

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。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。2024 年光伏新增装机需求仍将带动铝需求增长。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仍将持续保持高位；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。

整体而言，进入 1 月后，在传统消费淡季、出口需求下滑以及逐渐进入春节假期的共同影响下，下游铝加工行业开工及需求均呈现下降状态，至 1 月中旬，下游部分企业已经进入春节停工状态，关注节后企业的复产复工速度，淡季效应仍将有一定延续，随后将逐渐向春季的消费旺季过渡。

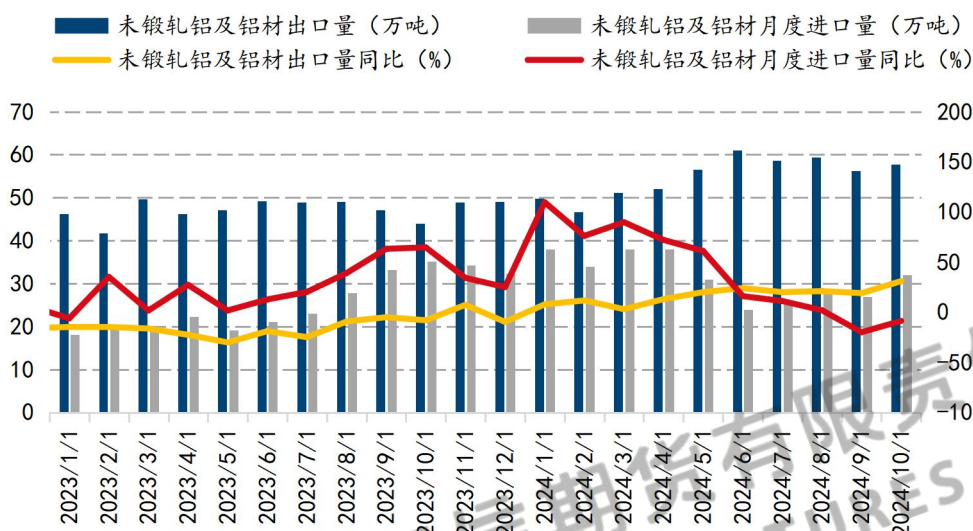
5.12 月铝材出口量下降明显

出口方面，海关总署最新数据显示，中国 12 月未锻轧铝及铝材出口 50.6 万吨，11 月为 66.9 万吨。

中国 1-12 月未锻轧铝及铝材出口为 666.5 吨，同比增加 17.4%。受 11 月“抢出口”影响以及 12 月 1 日起执行取消铝材退税政策的影响，12 月铝材出口量环比出现明显下滑。据悉，部分企业担心后续海外加征关税，仍在积极生产出口订单，但量级有限，整体出口量下滑的趋势难以改变，预计 1 月铝材出口量将继续回落，关注特朗普上任后相关关税政策的动向。

特朗普将于 1 月 20 日正式就任美国总统并逐步推行其关税政策，将对铝价及汇率产生一定影响，铝材等铝相关产成品的出口需求面临着较大的挑战，预计 1-2 月出口需求将进一步下滑。

图：中国未锻轧铝及铝材月度进口量、出口量变化



数据来源：SMM 国信期货

四、后市展望

展望后市，氧化铝期货价格承压，后市谨防盘面过度计入看空预期带来的风险，持续关注现货价格的下跌速度，以及盘面持仓变化带来的信号，氧化铝价格的底部支撑将随成本线动态变化。沪铝节前或随宏观情绪的波动向上摸高，但上行有限，或维持区间震荡走势。节后则将逐渐对 3 月国内的政策预期及旺季需求回暖展开交易，出现阶段内宏观与基本面的共振，重心有望抬升。中长期而言，沪铝可逢低布局多单。

宏观方面，春节前及春节假期中，将面临两个重要的时间节点，1 月 20 日特朗普上任，以及 1 月 29 日美联储货币财政会议。特朗普将于 2025 年 1 月 20 日正式就任美国总统，预计将逐步推行其加征关税等一系列经济相关政策，将对汇率及市场对于大类资产的选择产生影响，就铝产业链而言，将直接影响对终端产品的出口需求产生利空影响，从而拖累国内铝价。此外，特朗普上任后，美联储能否维持当前的货币政策立场，或者因应特朗普政府的财政刺激计划做出调整，将直接影响全球金融市场，尤其是在中国春节长假前后，全球市场的波动可能对国内市场带来较大冲击。1 月-2 月，国内暂时处于政策“真空期”，年后市场将逐渐聚焦于 3 月重要会议以及具体利好政策出台落地的预期交易，带来一定利多情绪。整体而言，关注特朗普上任前后市场交易逻辑的变化，宏观情绪的变化预计将放大铝价的波动。

基本上，氧化铝方面，短至中期来看，几内亚铝土矿供应量将继续增加，保障国内氧化铝新投产产能的顺利释放。但仍需要关注几内亚地区突发事件对原料生产、运输造成的阻碍，导致矿石供应出现干扰，同时注意评估市场情绪与现实之间的预期差，谨防预期差带来的风险。25年一季度，中国及海外均有新产能投产释放，整体氧化铝供应能力走强。于国内供需而言，供应增加预期走强，下游需求稳定，随着内外价差收窄，出口需求压力减小，整体供需将进一步趋向平衡，甚至宽松。矿石价格居高难下，烧碱成本也在需求增量预期下有所上涨，氧化铝成本仍有一定上浮空间，行业利润则将在价格的下行压力下进一步受到挤压。当前现货市场资源流通稳定，下游铝厂厂内氧化铝原料开始累库，对现货压价幅度加大，现货看空情绪仍然较重，同时对期价形成了利空指引，使得期货修复贴水的动力不足。综上，当前现货价格进入较为顺畅的下跌通道，氧化铝产能释放的乐观预期暂时难以被证伪，显性库存回升，现阶段市场认为氧化铝基本面走弱的确定性增强，或再度吸引资金聚焦，因而整体来看，市场看空情绪还需要一定时间的消化。考虑到目前期、现价格均持续向成本线靠拢，成本支撑将进一步凸显。整体而言，后市谨防盘面过度计入看空预期带来的风险，持续关注现货价格的下跌速度，以及盘面持仓变化带来的信号，氧化铝价格的底部支撑将随成本线动态变化。

电解铝方面，氧化铝价格进入较为顺畅的下跌通道，将继续带动电解铝成本重心下移，使得铝价成本支撑松动，行业利润有望进一步修复。供应端，目前电解铝开工率维持于历史较高水平，随着行业利润水平修复，铝厂迫于成本压力减产的可能性降低，2-3月关注云南地区产能运行情况，存在天气影响下的潜在减产风险。内需方面，1月中旬起下游加工企业逐渐进入放假阶段，结束节前备货后，需求将进一步回落，1-2月整体需求端的淡季氛围仍然较重，而宏观政策给予家电、新能源汽车等终端消费利好预期，则将在中长期对铝需求起到支撑作用。外需方面，执行取消铝材出口退税政策后，下游的负反馈将有阶段性的持续，整体出口需求预计下滑，此外，特朗普就任后若实行加征关税的政策，将在短期内进一步挫伤外需。此外，春节前后的累库将对铝价形成压力。整体来看，供强需弱，成本松动下，节前基本面难以给予铝价更强的上行动力，国内进入等待具体政策出台落地的“真空期”，海外则存在特朗普上任后的较大不确定性，铝价或随宏观情绪的波动向上摸高，但难以站稳，上行有限，或维持区间震荡走势。节后则将逐渐对3月国内的政策预期及旺季需求回暖展开交易，出现阶段内宏观与基本面的共振，重心有望抬升。中长期而言，沪铝可逢低布局多单。

风险提示：宏观金融风险、贸易壁垒、矿端突发事件、极端天气、氧化铝产能投放不及预期。

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。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.