

国信期货有色（铝、氧化铝）2025 年 3 月月报

铝、氧化铝

氧化铝背靠成本箱体震荡 旺季将至沪铝偏强

2025 年 2 月 21 日

● 主要结论

春节后，铝产业链上下游品种走势分化，氧化铝期货价格下探新低后反弹，沪铝则呈现出震荡偏强之势。展望后市，氧化铝预计背靠成本呈现箱体震荡，短线操作。沪铝预计震荡偏强运行，以偏多思路对待。

站在 3 月国内重要会议前的时间节点，市场对于宏观利好政策存有预期，外部环境则面临包括美国关税政策调整、大国关系变化的多重不确定性，市场做多资金的关注焦点或再度回到沪铝市场。

氧化铝方面，在铝产业链中，氧化铝的商品属性相对更强，且受海外宏观影响较小，在原料供应保障性提高，供需矛盾缓解下，价格不断走低至成本线附近，并且在供需趋于宽松的强预期之下，反弹乏力，盘面资金也在大幅下滑后呈现震荡之势。在供需趋松的强预期下，叠加成本端的松动，以及资金方面的观望情绪，氧化铝期价预计背靠成本延续箱体震荡，关注成本的动态变化、现货价格的指引，以及盘面持仓的变化。

电解铝方面，供需上来看，四川多个铝厂正处于复产中，且云南今春暂无减产迹象，未来 3-4 月供应端预计持续有复产带来的边际增量。目前，下游铝加工企业已经结束休假进入正常的生产节奏，近两周开工率明显回升，考虑到未来 3 月将进入传统的铝消费旺季，叠加“以旧换新”政策的长期支持，和电网投资的加大，整体需求端预计持续走强。而铝价近期进一步冲高受阻则来自于库存端持续累库的压力，但未来旺季的到来雨季将逐渐改善库存累库的状况，从产业基本面来讲，存在需求端的利多驱动。此外，铝在有色板块中受外部宏观环境影响相对较小，而国内消费等方面政策的乐观预期将在铝价上有所凸显。

整体而言，外部宏观环境面临美国关税政策的调整，以及地缘政治带来的不确定性，国内则更聚焦于宏观利好政策的预期性交易，基本面上，氧化铝供需趋松的强预期对价格的主导较为凸显，铝则处于供需双增、成本下行和累库压力的多空交织格局之下，供需情况对价格存有支撑。预计氧化铝期价背靠成本延续箱体震荡，沪铝将呈现震荡偏强走势，20500 元/吨附近支撑较强，可逐步逢低布局多单。

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。

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

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）氧化铝击穿成本线后反弹

2月以来，氧化铝期货延续下跌之势，并向下击穿行业平均成本线，随后获得一定支撑，自3300元/吨一线反弹。截至2月21日，氧化铝主力合约A02505收于3428元/吨，较1月27日下跌4.94%。

氧化铝供需趋松的预期下，现货市场看空氛围延续，现货价格不断下跌，氧化铝厂也在利润收窄的压力下降低了对原材料铝土矿价格的接受度，成本支撑随之下移，再度给予氧化铝期价一定下行空间。随着期货及现货价格持续下跌并逐渐跌破成本线，成本支撑的作用再度凸显，期货盘面也出现空头获利了结离场的情况，期价减仓反弹至3400元/吨一线。

图：氧化铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

（二）沪铝震荡偏强 高位遇阻

春节假期结束后，沪铝呈现震荡偏强走势，刺破前期压力位20500元/吨，最高价位触及20880元/吨，并且在20500元/吨以上的稳定性有所加强。截至2月21日，沪铝主力合约2504收于20825元/吨，较1月27日上涨2.89%。

2月初，国内市场因春节假期休市，期间，美联储发布1月政策决议，维持联邦基金目标利率区间4.25%~4.5%不变，符合市场预期，美国总统特朗普宣布一系列行政令，其中对关税政策的调整及反复一度引发市场波动。节后，特朗普宣布对所有进口至美国的钢铁铝加征25%关税，短期对铝价形成利好。随后

的美国最新通胀数据全面超预期，结合关税政策的变化，市场对于贸易壁垒加厚以及“再通胀”下需求的担忧，再度对内外盘铝价形成一定压制。国内则处于3月重要会议前的政策“真空期”，2月以来，外部宏观环境的变化成为铝价变化的主导因素之一。供需方面，节后四川多个铝厂复产，需求端也逐渐复工复产呈现回暖状态，但整体仍处于淡季阶段，现货市场表现疲软，另外，成本线不断下行以及节日前后铝锭持续累库，也共同对铝价的上涨形成压制。整体而言，铝价在宏观情绪的影响下持仓量回升，震荡偏强运行，但受到弱现实的压制，在高位受阻。

图：沪铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

图：伦铝（电子盘）日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

外盘铝价震荡上涨，截至2月21日下午收盘，暂报2723美元/吨，沪铝比值走低。国内现货价格震荡上涨，截至2月21日，长江有色市场A00铝锭均价20810元/吨，较1月27日上涨690元/吨。

二、宏观热点追踪

1. 美联储按兵不动 通胀数据超预期，年内预计降息一次

1月30日凌晨，美联储发布1月政策决议，维持联邦基金目标利率区间4.25%~4.5%不变，符合市场预期。随后，鲍威尔在新闻发布会上的表态相对中性，声明偏鹰。在本次议息会议声明中，美联储删去了通胀“取得进展”的表述，并将对就业的判断从“普遍缓解”修改为“稳定在低水平”。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，“并不急于”降息，通胀仍然需要取得实质性进展。由于特朗普政府在关税、移民、财政政策和监管等重大政策上发生转变，未来不确定性增加，使得数据预测变得更加困难。当前的利率相比于开始降息时显著宽松，但明显高于中性利率，美联储需要在通胀方面取得实质性进展，或者就业市场疲软才能考虑降息。

会后，市场主流观点认为年内美联储可能会有两次降息，且下一次降息预计出现在二季度。而这一看法在最新的美国通胀数据公布后，再度发生变化。美国劳工部公布的数据显示，美国1月CPI同比3.0%，高于预期值和前值2.9%，连续4个月反弹；核心CPI同比3.3%，高于预期值3.1%和前值3.2%，2024年下半年以来基本走平。CPI环比0.5%，核心CPI环比0.4%，双双高于预期值0.3%，并且创下过去一年多最高。数据公布后，利率期货隐含的2025年美联储降息次数从1.4次下调至1.1次，即市场基本确定年内仅降息1次，最早的降息时点也从6月延后至9月。

2. 关税政策来袭 调整与反复加大市场不确定性

特朗普正式就任后，其关税政策的变化及推行进度是市场关注的焦点，并在2月以来成为扰动铝价走势的重要宏观因素之一。

从时间线上来看，2025年2月1日，特朗普签署行政令，对中国输美商品加征10%的关税。此外，他还取消了对中国价值低于800美元的小额包裹的“最低限度”关税豁免，但随后又签署了一项新的行政命令，暂时继续允许来自中国的低成本产品包裹免关税进入美国。同日，特朗普签署行政令，对加拿大和墨西哥的商品加征25%的关税，但该决定的实施时间被推迟到3月4日。

当地时间2月9日，美国总统特朗普表示，他将于10日宣布对所有进口到美国的钢铁和铝征收25%的关税，他还将在11日或12日宣布大规模新的对等关税，即征收其他国家对美国商品征收的同等额度的关税。据央视新闻，当地时间2月10日，美国总统特朗普签署行政命令，宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税，同时表示，相关要求“没有例外和豁免”。此前，特朗普在第一个任期内对进入美国的钢铁征收25%的关税，对进入美国的铝征收10%的关税，后来给予加拿大、墨西哥、欧盟和英国等贸易伙伴免税配额。

随着最新关税政策的落地和实施，未来钢铝价格也将呈现阶段性变化。短期来看，美国加征关税将推高国内钢铝价格，增加下游产业如汽车、建筑、家电等的成本，最终传导至终端消费者，进一步推高美国国内的通货膨胀率。从2018年到2021年，美国进口和国产钢材与铝材价格分别上涨约2.4%和1.6%，下游产业每年的生产价值平均减少34亿美元。长期来看，全球钢铝供应链将加速调整。加拿大、墨西哥等国虽享有部分关税豁免，但仍面临严格的配额限制。欧盟、日本等经济体可能采取报复性关税措施，对美国的大豆、飞机、半导体等商品加征关税，加剧贸易战风险。此外，美国国内制造商将不得不承担更高的价格，可能导致需求放缓。长期而言，则需要观察全球钢铝市场的资源及贸易流向的重新调配，若供需失衡的状况能得到有效缓解，则有望使得价格逐渐企稳，若全球贸易战进一步升级，贸易摩擦加剧，在风险溢价以及需求的共同作用下，钢铝价格的波动性或也将进一步放大。

2025年2月19日，特朗普宣布将于4月初公布针对汽车、半导体和药品的进口关税政策，其中汽车关税可能达到25%，半导体关税也可能达到25%甚至更高。

整体来看，2月以来，美国关税政策多变但相对温和，对中国的政策也更加偏向“渐进式”。加征关税政策的直接影响体现在美国进口成本的上涨，将推升其国内相关产品价格的上涨，短期内利多外盘金属价格，沪铝也在情绪影响下有所跟涨。但另一方面，关税政策可能会带来的“再通胀”及需求下滑的担忧，也再度给予铝价压制。整体而言，特朗普关税政策的推行及实行程度仍将是未来需要持续追踪的关注焦点，政策的不确定性将放大铝价的波动。

3. 国内宏观政策“真空期” 关注3月重要会议

国内数据来看，根据国家统计局数据，1月制造业PMI为49.1，较前值下跌1.0；1月非制造业商务活动指数为50.2；1月综合PMI产出指数降至50.1，从行业看，金属制品、专用设备、铁路船舶航空航天设备等两个行业指数均高于51.5%，位于扩张区间。1月份，综合PMI产出指数为50.1%，比上月下降2.1个百分点，略高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。

据国家统计局，2025年1月份，全国居民消费价格同比上涨0.5%。其中，城市上涨0.6%，农村上涨0.3%；食品价格上涨0.4%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格上涨0.1%，服务价格上涨1.1%。1月份，

全国居民消费价格环比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.8%，农村上涨 0.5%；食品价格上涨 1.3%，非食品价格上涨 0.6%；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.9%。2025 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比均下降 2.3%，降幅均与上月相同；环比均下降 0.2%。

央行在 2025 年 1 月金融统计数据报告表示，自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币(M1)统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币(M0)、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。数据显示，2025 年 1 月末，我国的广义货币余额 M2 为 318.5 万亿元，同比增长 7%；狭义货币余额 M1 为 112.5 万亿元，同比增长 0.4%；流通中的货币 M0 余额为 14.2 万亿元，同比增长 17.2%。

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化的出台落地后才能进一步落实。

3 月，全国两会将在北京召开，届时将公布全年 GDP 增速目标、赤字率目标等关键数据目标，此外，经济领域中，扩大内需、新质生产力发展的具体政策，以及财政与货币政策方面的具体措施都将对金融市场产生影响。市场在会议到来前的预期交易将对商品市场产生一定利多影响，关注预期的兑现情况。

4. 欧盟对俄铝制裁加码

据央视新闻消息，据欧盟外交官当地时间 19 日透露，欧盟 27 个成员国驻欧盟大使就欧盟第 16 轮对俄制裁措施达成协议。据悉，新的制裁措施引入了对俄罗斯原铝进口的禁令，欧盟对进口俄罗斯铝的禁令将在方案获批后的一年里“分阶段”实施。制裁措施表明欧盟持续对俄罗斯施加经济压力，受此消息影响，供应收紧的担忧使得伦铝冲高，触及 2704 美元/吨的高位。

俄乌冲突爆发以来，欧盟对俄罗斯金属的制裁一直延续，且不断加深。就铝而言，欧盟曾在 2023 年的制裁中限制从俄罗斯进口包括铝线、铝管和铝箔在内的铝产品，并在 2024 年的制裁中进一步扩大限制范围。地缘政治争端的影响下，近年来全球铝贸易流向已经发生了变化，欧盟从俄罗斯进口的铝产品已经显著减少，数据显示，2024 年 1 月至 11 月期间，欧盟从俄罗斯进口了约 320,000 公吨的未加工铝，占其总铝进口量的 6%。因而，此次新一轮的制裁将对伦铝市场产生短期的利多影响，但整体影响预计有限。

三、铝市分析

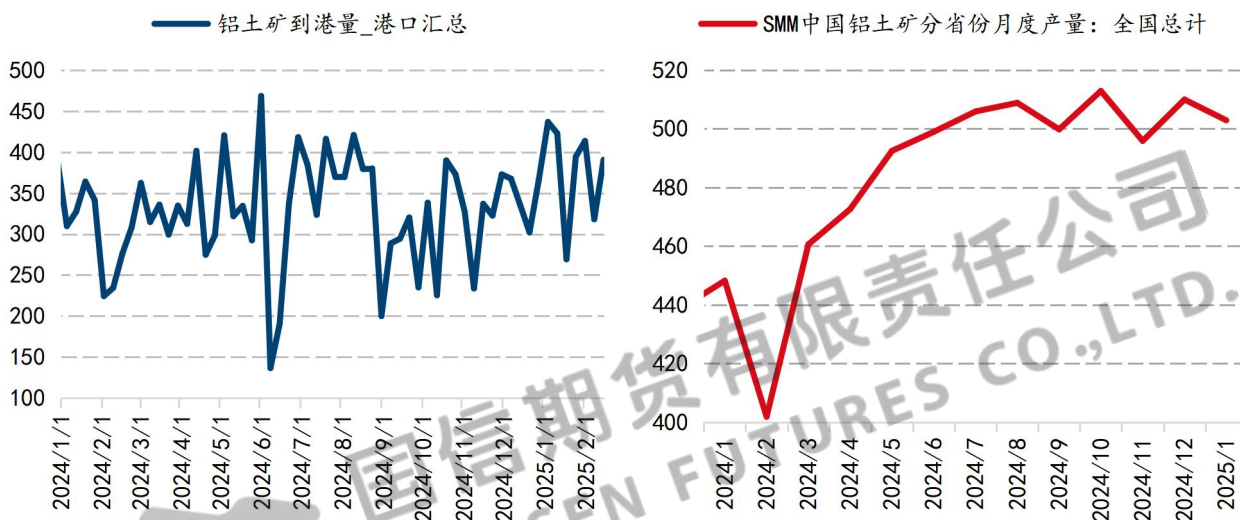
(一) 氧化铝

1. 几内亚铝土矿发运量稳步回升 氧化铝供应增加预期增强

原料方面，1-2月国内铝土矿产量基本持稳，进口铝土矿到港量整体呈现上涨趋势，使得整体铝土矿供应有所增加。

图：铝土矿周度到港量（万吨/周）

图：中国铝土矿月度产量（万吨/运）



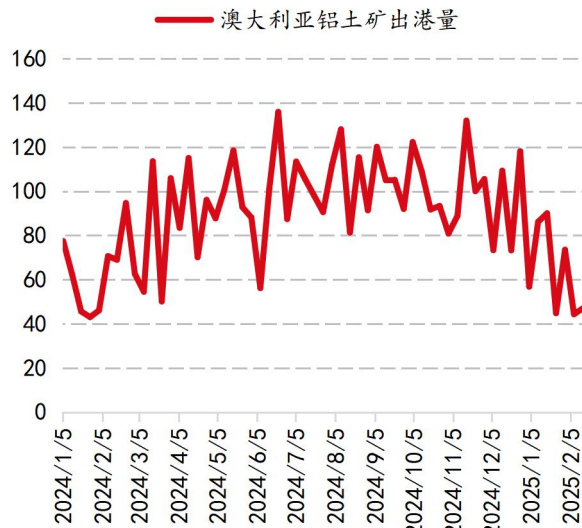
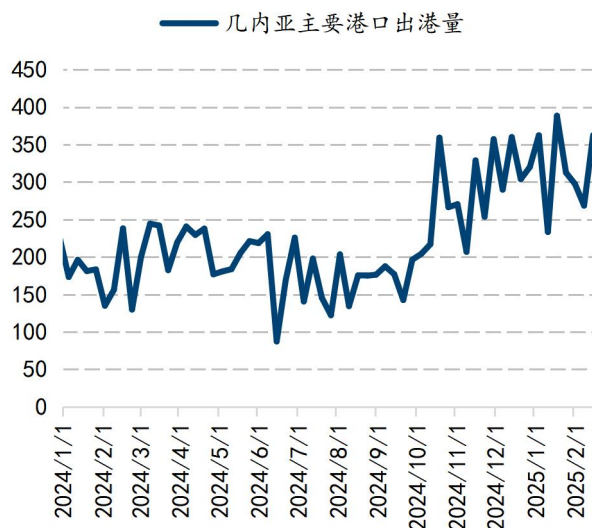
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

据海关总署公布数据显示，2024年12月，中国进口铝土矿1497.6万吨，环比增22%，同比增26%。2024年1-12月，中国累计进口铝土矿15876.7万吨，同比增加12.3%。从近期主要进口来源国的发运量来看，几内亚矿企逐步恢复正常后，2月几内亚铝土矿出港量继续回升，截至2月14日，几内亚主要港口铝土矿周度出港量已上升至362.48万吨，回到较高发运量水平。正值旱季，且当前铝土矿价格相对较高，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。澳大利亚则因雨季影响，铝土矿发运量出现下降，据SMM数据，截至2月14日，澳大利亚主要港口铝土矿出港量下降至47万吨，较1月最后一周下降26万吨左右。

图：几内亚主要港口铝土矿出港量变化（万吨/周）

图：澳大利亚主要港口铝土矿出港量变化（万吨/周）



数据来源: SMM 国信期货

数据来源: SMM 国信期货

原料供应方面,未来3个月正值几内亚旱季,铝土矿发运量有望持续稳步回升,后续关注几内亚新矿山的出矿量。由于我国绝大部分进口铝土矿来源于几内亚,且今年几内亚新矿较多,因而澳大利亚雨季发运量下降对我国整体铝土矿进口量的影响较为有限。

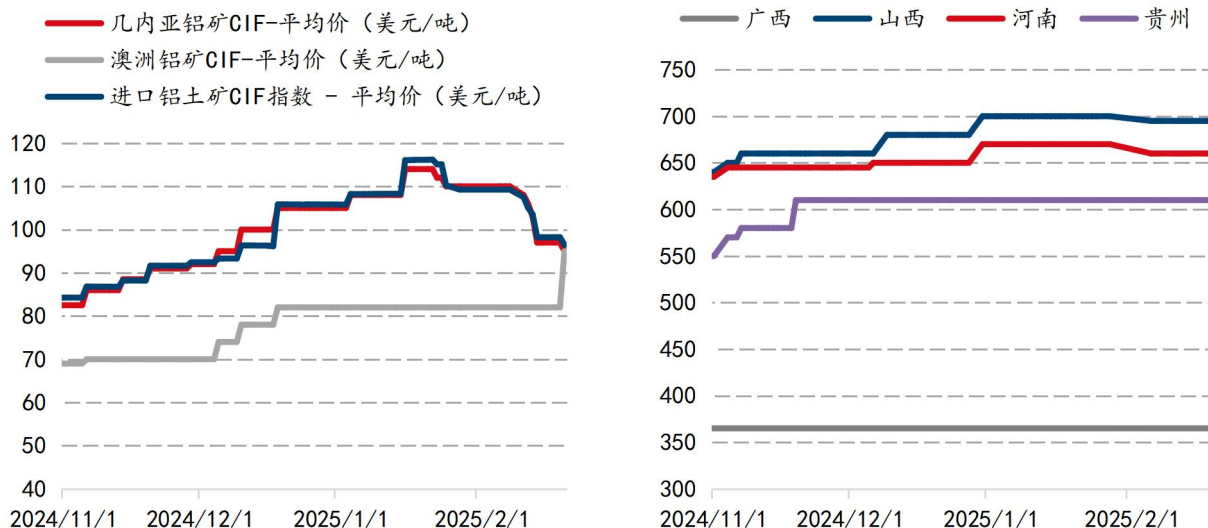
2. 利润下滑 90% 氧化铝厂对矿价接受度降低

氧化铝现货价格一路下行至平均成本线附近,行业利润遭到显著挤压,亏损压力下,氧化铝厂开始向上游矿端争夺利润,降低对铝土矿价格的接受度,博弈之下,进口铝土矿价格稍有下跌,2月以来,氧化铝生产成本出现下降。据SMM数据,截至2月19日,氧化铝行业平均完全成本约为3258元/吨,2月平均完全成本约为3369元/吨,较1月下跌约3%。

具体而言,用矿成本明显下降,带动成本下移,用矿成本自1月底的2000元/吨左右下跌1758元/吨左右,跌幅约12%。从铝土矿价格来看,进口矿石方面,月内几内亚CIF均价自115美元/吨降至95美元/吨,澳洲铝矿CIF均价自82美元/吨上涨至95美元/吨,国产铝土矿价格基本持稳。

图: 进口铝土矿价格变化 (美元/吨)

图: 国产铝土矿价格变化 (元/吨)



数据来源: SMM 国信期货

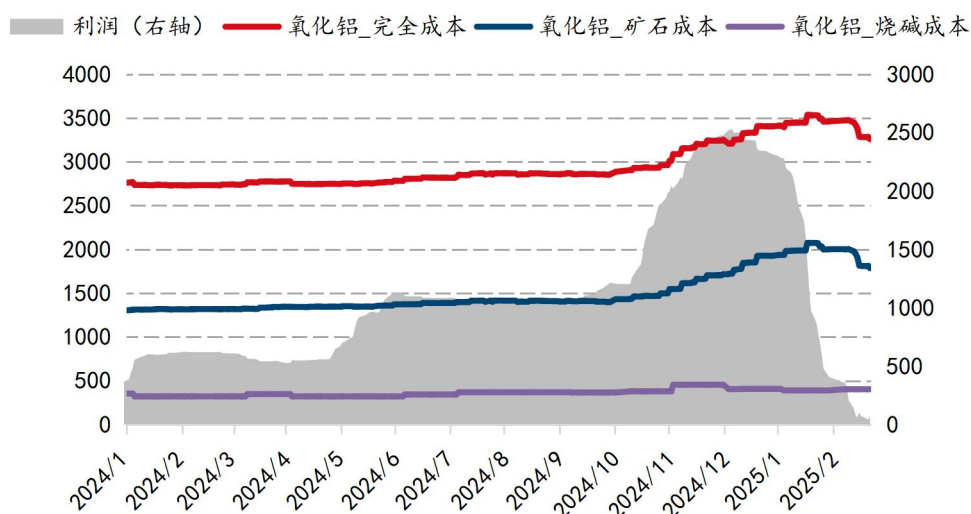
数据来源: SMM 国信期货

此外,随着氧化铝复产、投产预期走强,烧碱价格在需求增加的预期下出现明显上涨。据 SMM 数据,2 月氧化铝用烧碱成本为 403 元/吨左右,较 1 月的 389 元/吨上涨 3.66%。

各氧化铝主产区的生产成本因用矿成本的不同也有所差异,其中,山西及河南使用进口矿石的产能相对较高的生产成本尤为突出。据调研了解,按 90-100 美元的矿石价格计算,山西河南地区使用进口矿石产能的完全平均成本在 3700-3900 元/吨,现金成本在 3500-3700 元/吨,用国产矿石的产能成本会相对低至 3100 元/吨左右,但考虑到目前山西河南地区有约 5 成的产能使用进口矿石,整体成本水平依然较高。

氧化铝现货价格快速下跌,而成本则是先维持相对坚挺的水平,在铝土矿价格的博弈争夺之下,成本才开始松动,在这样的情况下,氧化铝行业平均利润迅速收窄。据 SMM 数据,截至 2 月 19 日,2 月氧化铝行业平均利润为 137.5 元/吨,较 1 月的平均利润 1409 元/吨下跌 90%左右。北方高成本产区已经出现亏损,并以检修停产等措施应对。

图:氧化铝成本及利润(元/吨)



数据来源：SMM 国信期货

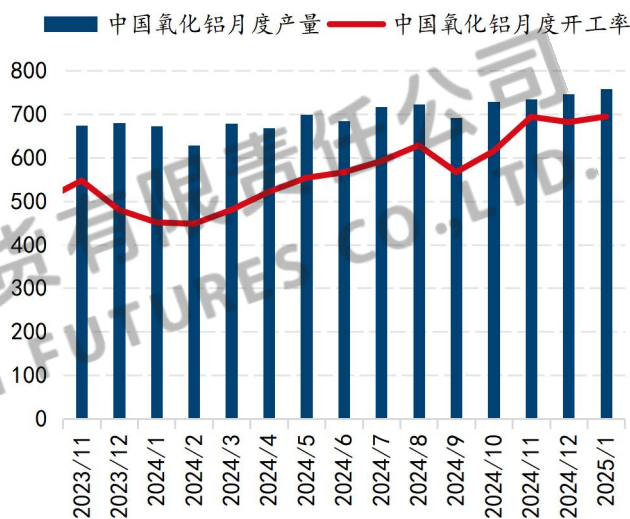
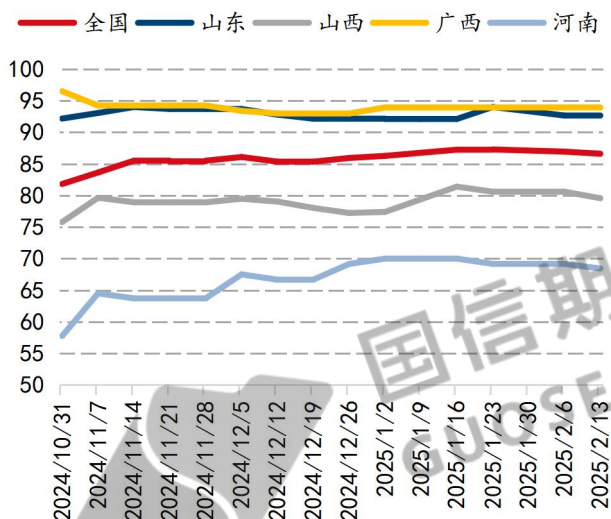
就未来成本变化而言，煤炭供应较为宽松，煤炭价格上涨乏力，烧碱价格逐渐企稳，在投产需求下，进口及国产铝土矿价格下行空间均较为有限，整体成本或小幅下降，氧化铝行业预计维持微利水平。

3. 成本压力下出现边际减产 但供应增量预期仍然较强

春节期间，氧化铝厂基本维持稳定生产，但随着现货价格持续快速下跌，部分氧化铝厂在亏损情况下，不得不检修停产，使得氧化铝产能开工率出现下滑。据 SMM 数据，截至 2 月 20 日，全国氧化铝产能周度开工率为 86.61%，进入 2 月后连续两周下滑。中国氧化铝月度产量持续增长，至 2025 年 1 月，月度产量达 758.3 万吨，环比上涨 1.64%，同比上涨 12.84%。

图：氧化铝周度产能开工率（%）

图：氧化铝月度产量及开工率（万吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从产能运行情况来看，月内氧化铝产能投产与边际减产并存，但市场对于未来供应增加的预期仍然较为乐观。南北方新投产产能进展顺利，且广西和泰 100 万吨氧化铝项目开工，同时也存在产能释放延后的情况。据阿拉丁调研了解，2 月初，北方地区一家大型氧化铝工厂已将其投产日期推迟至 3 月底，此前该公司曾将氧化铝项目的投产时间提前至 2 月底，并为此在 1 月中上旬积极与辽宁、天津、山东等地的多家氯碱工厂展开合作洽谈预订了部分投产所必需的液碱。但由于 1-2 月氧化铝市场价格持续快速下滑，而整体生产成本相对坚挺，企业利润空间不断被压缩，该工厂决定将原定的投产计划推迟至 3 月底至 4 月初。减产方面，河南小型氧化铝企业因成本因素及设备维护暂停生产。

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。

原料端几内亚铝土矿发运量的稳步上涨，以及国内氧化铝新投产产能的释放，使得市场对于未来供应增

加的预期仍然较强，中铝也表示其在广西的 200 万吨产能将于上半年投产，预计 3 月氧化铝供应仍将呈现上涨之势，但在价格承压，利润收窄的压力下，需要持续关注高成本产区的产能运行情况以及新投产能的释放速度，以防出现过大的预期差风险。

4. 氧化铝内外价差扩大 再现出口需求

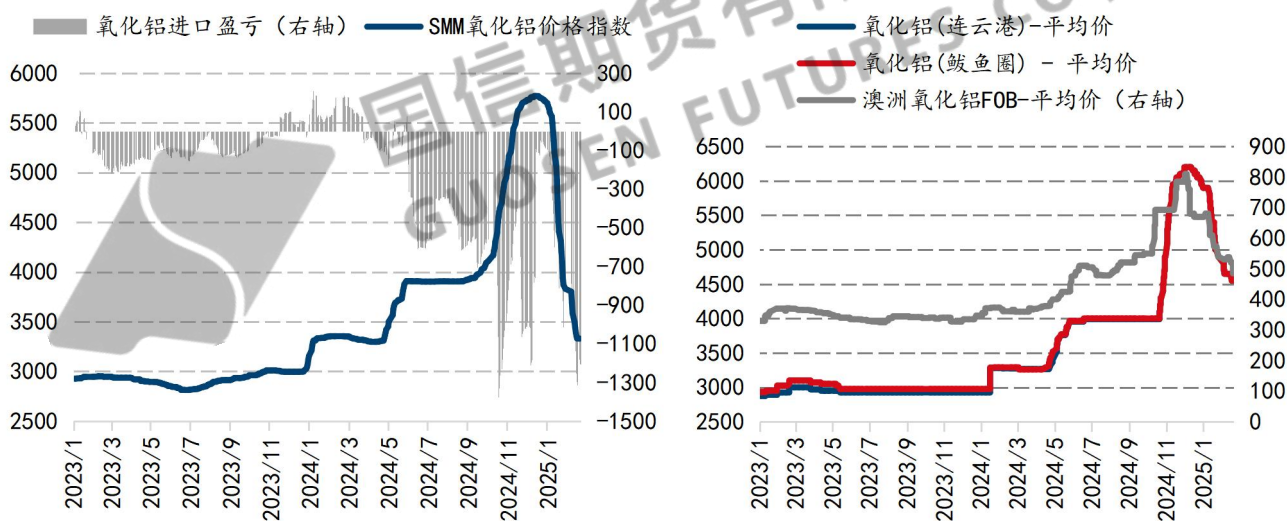
1-2 月，海外市场氧化铝成交价格较为多样，整体来看，价格呈现出先持稳，后有所下跌的走势。但海外氧化铝价格的下跌速度远不及国内氧化铝市场，因而使得内外价差进一步扩大，再现出口。

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。

2 月初，澳洲、越南等地的氧化铝成交价格多集中于 550 美元/吨上下，2 月中旬后整体成交价格重心下移，截至 2025 年 2 月 20 日，最新成交消息显示，海外市场氧化铝以西澳 FOB485 美元/吨价格成交 3 万吨，这一笔成交价格较 2 月初下跌 9%-13%。从平均水平来看，据 SMM 数据，截至 2 月 21 日，澳洲氧化铝 FOB 均价为 485 美元/吨，较 1 月底下跌 55 美元/吨。期间，在国产氧化铝价格的快速下跌影响下，氧化铝内外价差扩大至 1200 元/吨以上，出口窗口打开，月内再度出现氧化铝出口。

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）

图：进口氧化铝价格（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

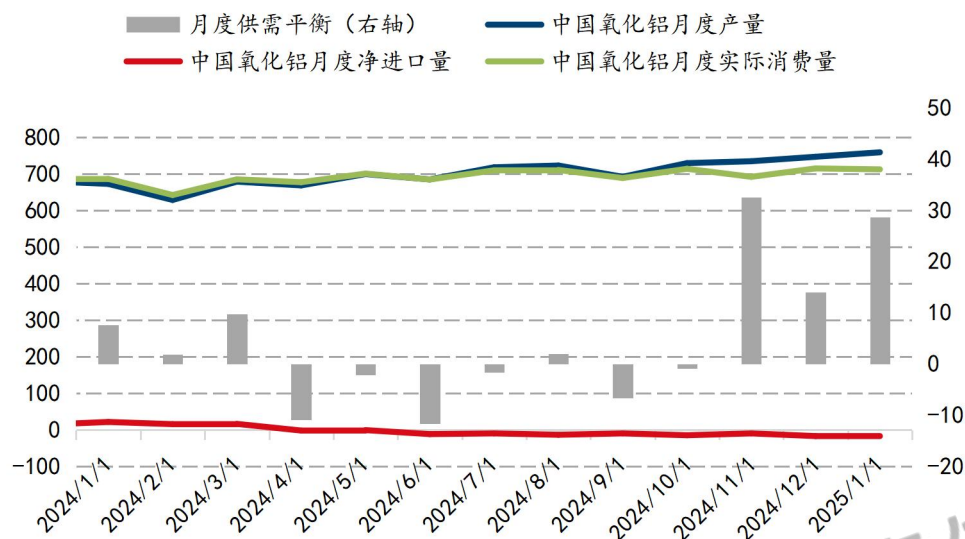
数据来源：SMM 国信期货

考虑到海外氧化铝供应增量较为有限，价格相对坚挺，未来氧化铝内外价差或维持在较高水平，使得出口窗口持续打开，有望在一定程度上缓解未来国内氧化铝供应宽松的压力。

5. 氧化铝供需趋松预期较强 现货市场看空情绪难止

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，已经连续三个月处于过剩状态，供需偏紧格局正持续改善中。

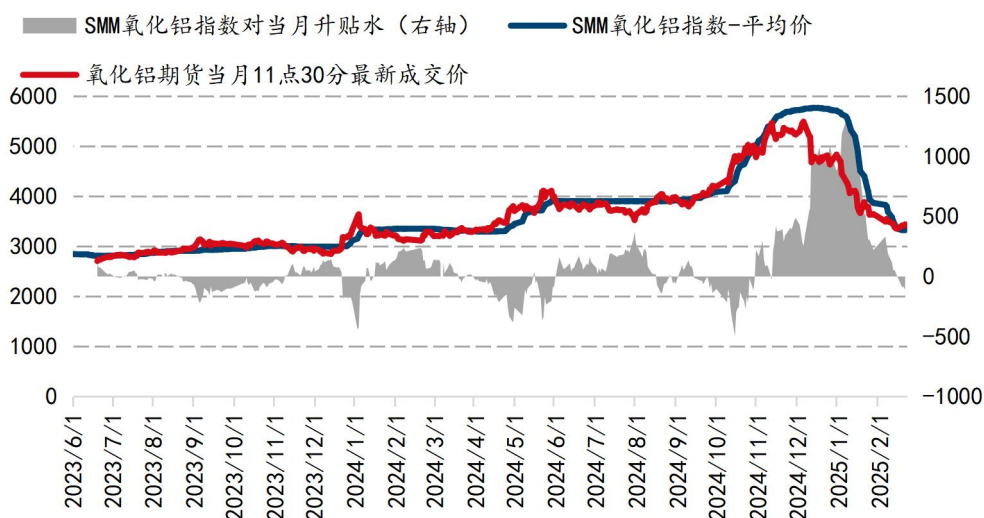
图：氧化铝月度供需平衡（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

在供需趋松的预期下，现货市场看空氛围也进一步加重。2月上旬，各地市场出现大量贴水成交，带动市场均价一路下行。在价格贴近行业平均成本线，并跌破高成本产区成本后，成交价格逐渐企稳于3300-3400元/吨左右，现货均价也出现止跌。据SMM数据，截至2月21日，国产氧化铝均价为3345元/吨，较1月27日下跌524元/吨，跌幅达13.5%，2月均价为3481元/吨，较1月均价下跌约1400元/吨，跌幅显著。月内，在氧化铝现货价格的加速下跌之下，现货升水逐渐收窄，并随在期价磨底反弹后，转为现货贴水。截至2月底，现货贴水仍处于相对合理范围区间。

图：氧化铝期现价格走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

整体而言，氧化铝的商品属性相对更强，且受海外宏观影响较小，在原料供应保障性提高，供需矛盾缓解下，价格不断走低至成本线附近，并且在供需趋于宽松的强预期之下，反弹乏力，盘面资金也在大幅下滑后呈现震荡之势。在供需趋松的强预期下，叠加成本端的松动，以及资金方面的观望情绪，氧化铝期价预计背靠成本延续震荡运行，关注成本的动态变化以及现货价格的指引。

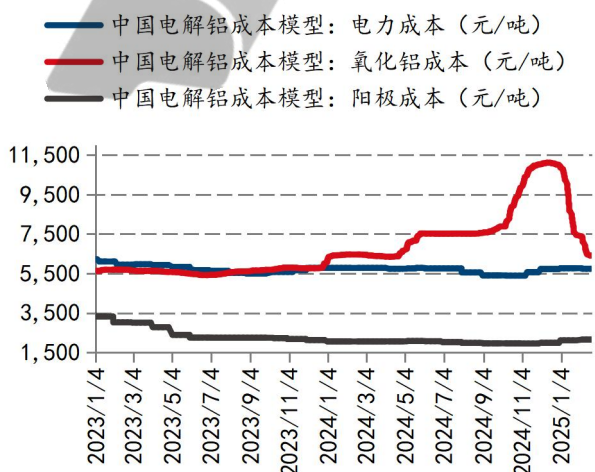
（二）铝

1. 氧化铝价格持续下跌 产业链利润再度向冶炼环节集中

2月，受氧化铝价格持续大幅下跌的影响，电解铝冶炼成本继续走低，与此同时，铝价在节后呈现震荡偏强的走势，电解铝冶炼环节利润在成本下降，价格走高的共同作用下，显著回升。展望3月，氧化铝价格下跌空间已经较为有限，电力成本有小幅下行空间，而铝价或受到需求旺季及宏观驱动影响，有望走强，整体而言，电解铝行业利润或再有上涨。

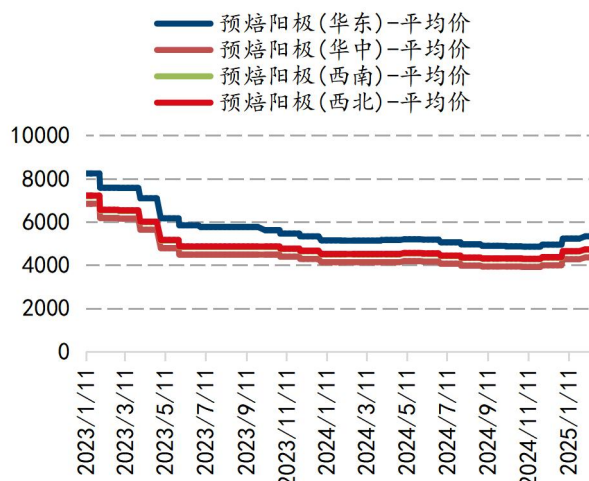
据SMM数据，截至2月20日，2月电解铝行业平均成本为17261元/吨，较1月19946元/吨下跌约2685元/吨，跌幅达13.5%，月均成本连续第二个月下降。春节后，铝价冲破20500元/吨压力位，截至2月20日，行业平均利润为3749元/吨，2月平均利润为3223元/吨，利润水平自1月初的亏损，修复至较高利润水平区间。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

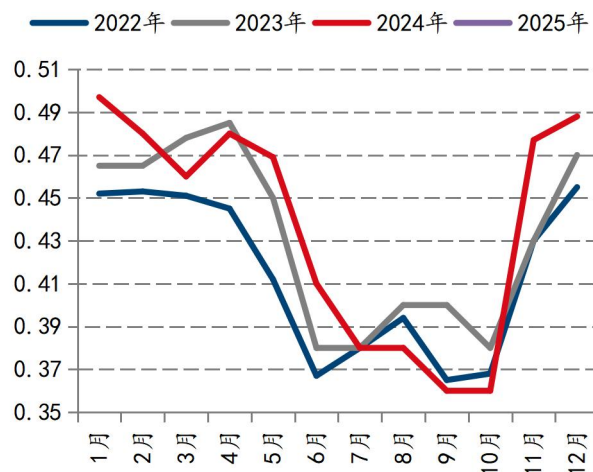
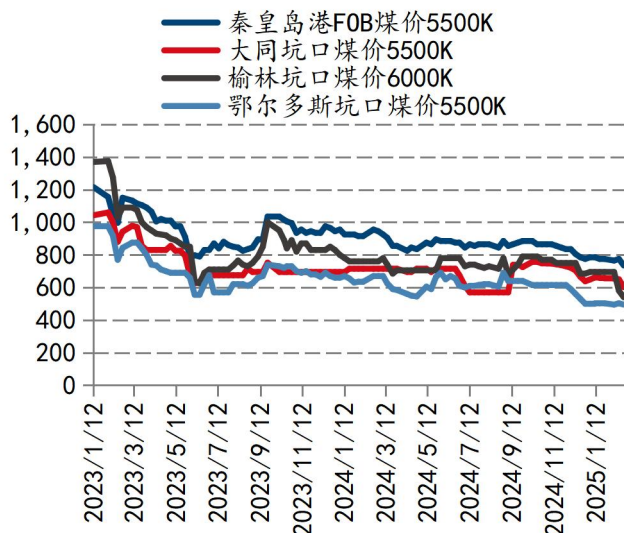
图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



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）

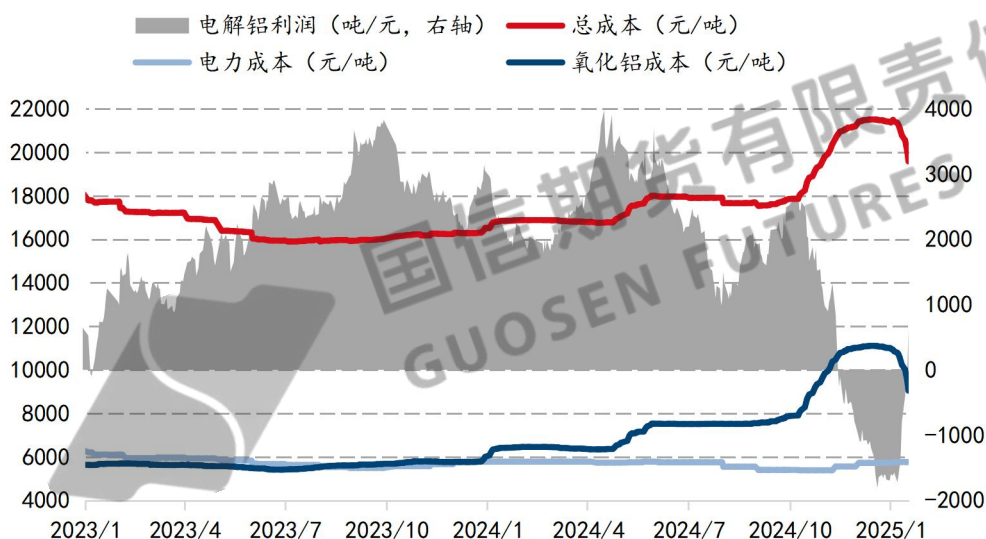
图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



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

具体来看, 电力成本方面, 据 SMM 数据, 2 月行业平均电价成本为 0.425 元/度, 较 1 月下跌 0.002 元/度, 平均电力成本下跌 27 元/吨左右至 5737 元/吨。水电方面, 据南方电网数据, 2 月云南水电价格较 1 月小幅下跌, 至 0.489 元/度, 但高于去年同期水平。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 2 月 20 日, 2 月电解铝冶炼环节中的氧化铝成本下跌至 6408 元/吨, 较 1 月下跌 37.5%, 下跌幅度进一步扩大, 主因 2 月氧化铝价格持续快速下行。

就 3 月而言, 云南仍然处于枯水期, 但考虑到向丰水期靠近, 水电价格或出现小幅下调, 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。整体电力成本预计仍有小幅下调。氧化铝价格一路下行至成本线后逐渐企稳, 并出现小幅反弹之势, 未来成本端的变化将影响氧化铝价格的底部支撑, 预计下行空间有限。整体而言, 电解铝冶炼成本或有小幅下行, 在铝价走强的预期下, 行业利润有望进一步放大。

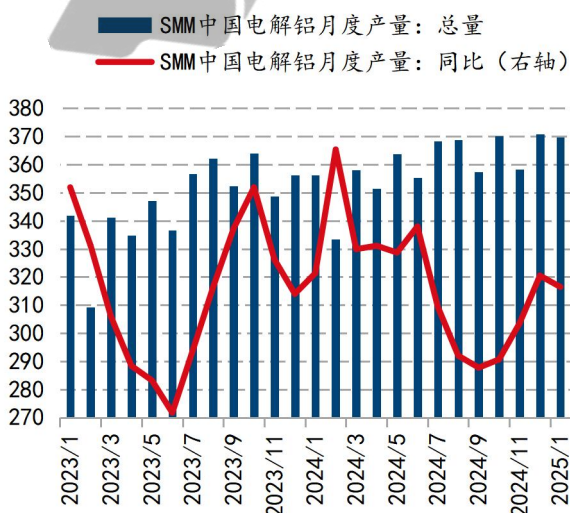
2. 节后四川多个铝厂复产 供应能力维持强势

据 SMM 数据，中国 2025 年 1 月原铝(电解铝)产量为 369.7 万吨，同比增长 3.8%，1 月中国电解铝产能开工率为 95.2%，高于往年同期 2.3%。目前，电解铝产能运行率继续维持在较高水平。

随着电解铝冶炼利润显著修复，叠加需求的恢复，前期检修及停产铝厂的复产意愿增强。据 SMM 获悉，春节以来，四川多家电解铝厂逐步复产，具体复产进度如下：企业 A 早前减产 20% 产能，已于春节期间陆续启槽，已全部投运；企业 B 早前减产 27% 产能，逐步复产中，预计 3 月底全部投运；企业 C 早前减产 25% 产能，目前计划分批启动，预计 4-5 月全部投运；企业 D 早前技改后因氧化铝成本过高复产进度暂缓于 2 月初陆续启槽剩余产能，预计 3 月上旬全部投运。根据气象预测，云南今春全省的平均降水量将较常年同期（125 毫米）偏少，但由于 2024 年整体降水情况较好，目前暂无减产消息传出，云南电解铝产能维持稳定运行。整体来看，在四川地区铝厂的复产下，预计 2-3 月电解铝供应将有所增加。

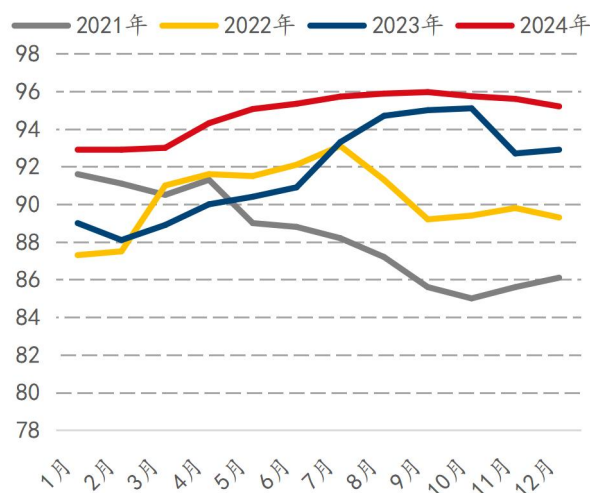
海外方面，据 SMM 统计，2025 年 1 月海外电解铝总产量同比增长 1.4%，月度平均开工率达到 88.3%，环比上升 0.4%，同比增加 0.3%。1-2 月，海外多地电解铝厂处于复产进程中，但受到冬季能源成本上升、原料供应首先等因素影响，整体复产进度较为缓慢，预计 2 月海外电解铝产能开工率仍有边际上涨，整体供应增量有限。

图：电解铝月度产量变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

图：电解铝开工率季节性变化（单位：%）



数据来源：SMM 国信期货

月内外盘铝价同样震荡上行，2 月以来，铝价沪伦比持续在 7.6-7.8 附近，原铝进口窗口仍维持关闭

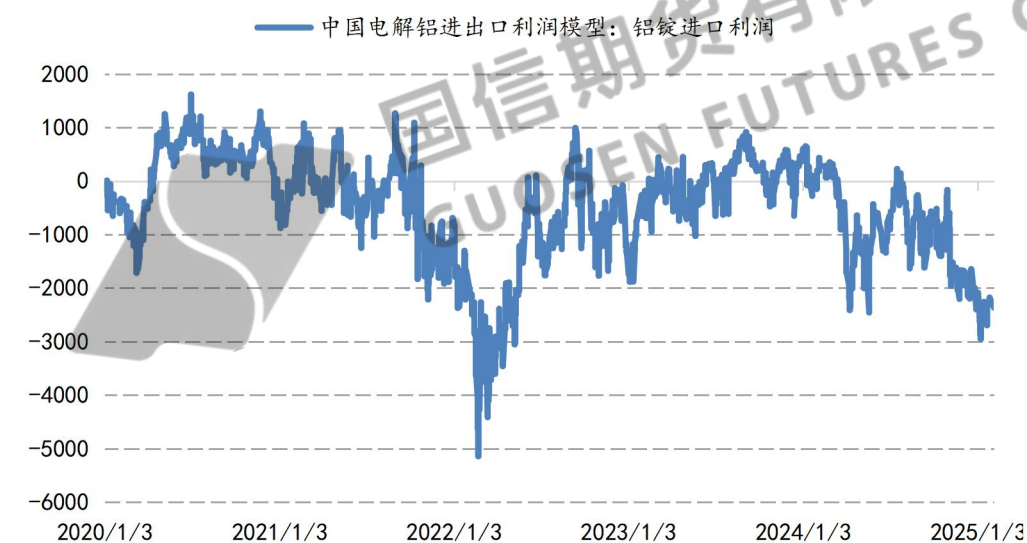
状态，进口亏损扩大。

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. 铝锭持续累库带来价格上涨压力

受春节假期影响，铝锭及铝棒库存在春节前后出现持续累库，并成为铝价上涨的限制性因素。一方面，近两个月铝水比例稍有下降，使得铸锭量上涨，另一方面，下游工厂进入春节假期，并在2月中旬后才基本复工复产，下游提货减少，使得铝锭及铝棒出现持续的季节性累库。

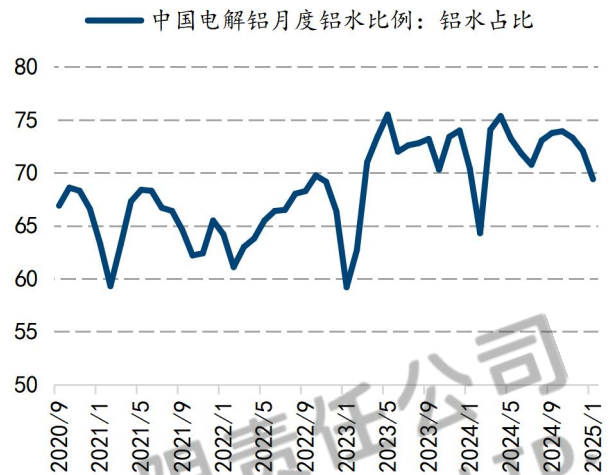
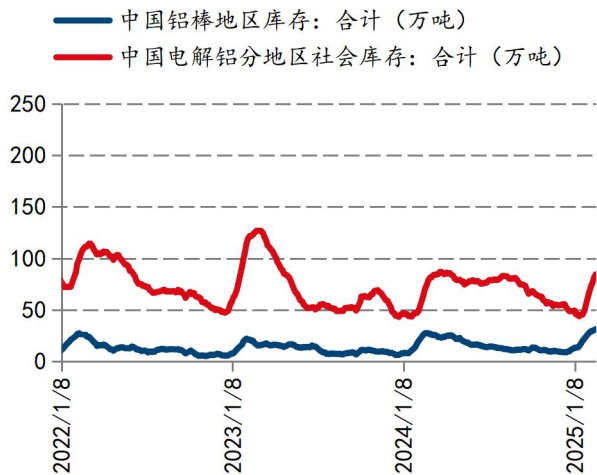
据SMM数据，截至2月20日，国内电解铝锭社会总库存84.5万吨，较1月27日增加35.3万吨，高

于 2024 年同期。据 SMM 数据，截至 2 月 20 日，铝棒库存为 31.53 万吨，较 1 月 27 日增加 9.17 万吨，处于近 3 年历史同期高位。此外，近两月铝水比降低，2025 年 1 月铝水比降至 69% 左右。

未来 3 月，随着铝传统消费旺季的到来，铝锭累库幅度有望收窄，并逐渐迎来库存拐点，进入去季节性去库阶段。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（单位：%）

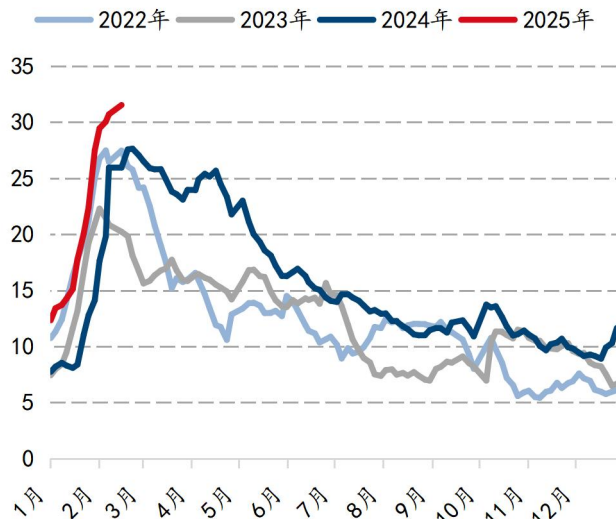


数据来源：SMM 国信期货

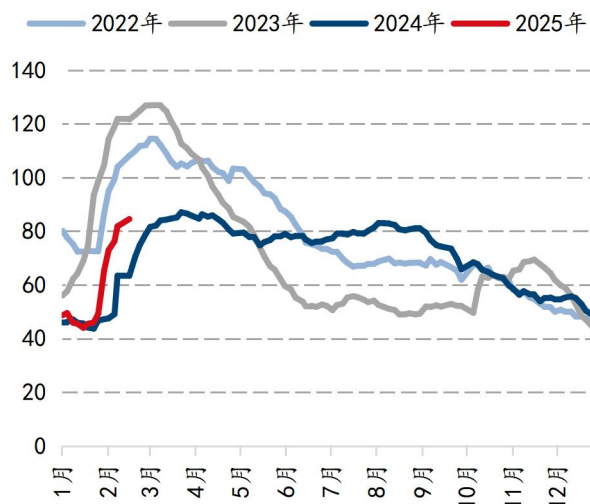
数据来源：SMM 国信期货

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）



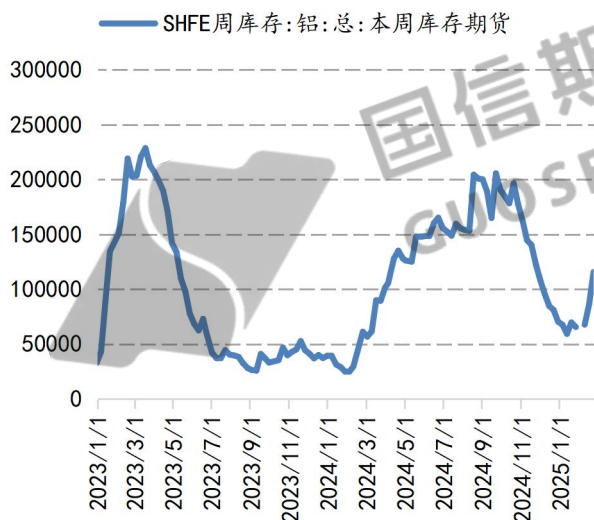
数据来源：SMM 国信期货



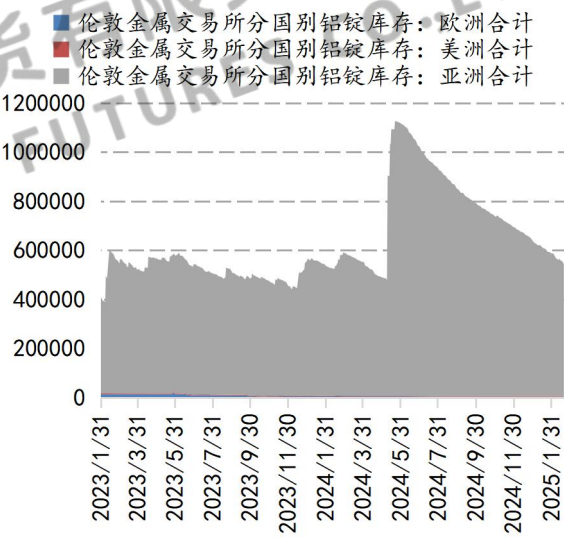
数据来源：SMM 国信期货

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

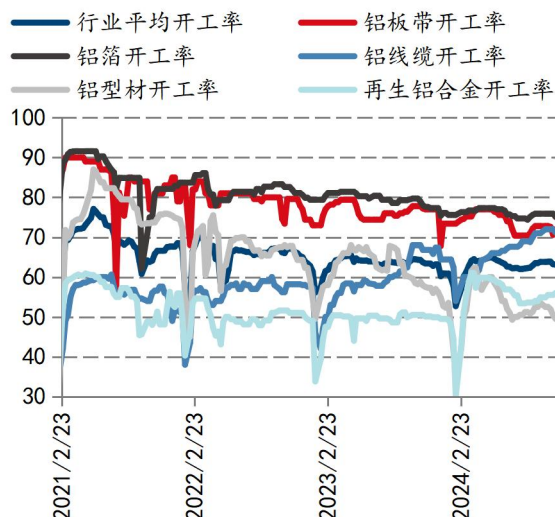
交易所库存方面，截至2月21日，上期所仓单库存为115657吨，较1月24日增加50178吨，截至1月20日，LME铝库存为543900吨，较1月31日减少43950吨。

4. 节后铝加工企业开工回暖 政策利好下终端需求长期有支撑

下游需求端来看，春节后下游铝加工企业开工率明显回暖，但仍整体仍处于传统消费淡季，现货市场表现平平。未来，宏观政策利好终端需求，中长期给予铝消费支撑，以及3、4月旺季需求回升的预期，整体下游需求预计持续呈现季节性回暖，但出口需求的拖累仍不容小觑。

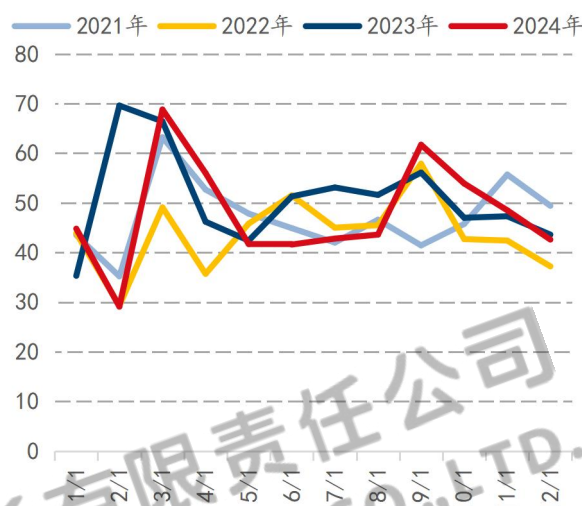
据 SMM 数据,截至 2 月 20 日,国内铝下游加工龙头企业开工率为 61.6%,较春节前回升 10.5%,较 2024 年同期高出 4.6%,月内下游铝加工企业平均开工率持续回升。分板块来看,月内各细分板块开工率均有上涨,其中铝线缆及铝型材板块开工率涨幅最大。据 SMM 数据显示,2025 年 1 月国内铝加工行业综合 PMI 指数录得 40.4%,环比下跌 2.2 个百分点,维持在荣枯线以下,连续 4 个月下跌,随着 2 月假期结束,开工回升,预计 2 月铝加工行业综合 PMI 指数将有回升。

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

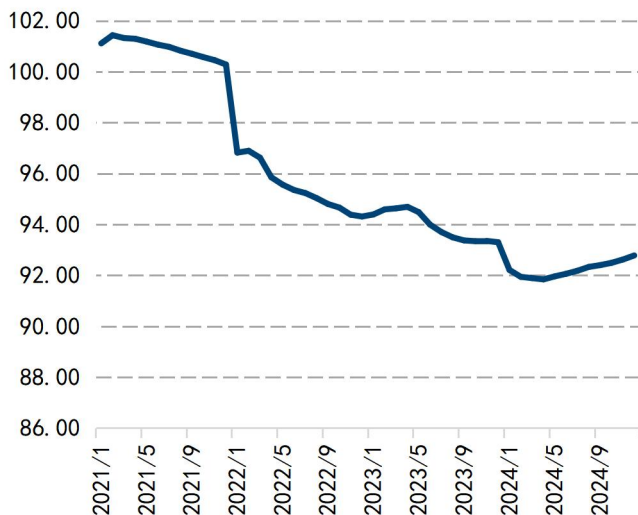
2025 年 1 月 8 日,国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》,通知包含加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等内容。政策给予铝终端消费市场较为积极的反馈,2025 年全年铝终端需求存在较强支撑。

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 月上涨 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%。

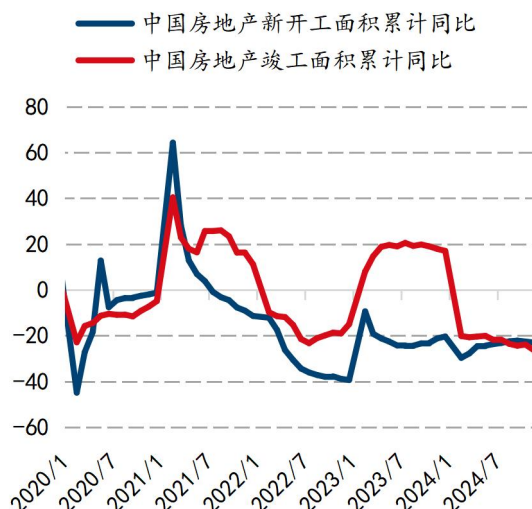
建筑用铝 80%集中于房地产竣工端,从竣工端数据来看,竣工面积持续下降,新开工同比数据也维持负值,地产端用铝需求依旧维持疲软。

图:中国房地产景气指数

图:中国房地产缓慢恢复(%)



数据来源：国家统计局 国信期货



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。

家电方面，从销售数据来看，奥维云网（AVC）线上市场监测数据显示，2025 年 1 月白电各品类中，冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调线上零售额规模同比分别为-18.3%、1.3%、-11.1%、-7.2% 和 -24.9%；冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调的均价分别为 2450 元、927 元、1404 元、2763 元和 3072 元，同比分别为-9.2%、-2.2%、-9.1%、3.2% 和 0.7%；各品类中，高端品零售额占比分别为 3.2%、2.9%、0.9%、5.8% 和 3.2%，同比分别为-0.6%、-1.0%、0.4%、0.8% 和-1.4%。苏宁数据显示，春节期间，以旧换新订单量同比增长 92%，空调、冰箱、彩电、洗衣机四大品类以旧换新订单同比增长 98%。

《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。

家电排产方面，据产业在线数据，白电维持增长趋势，2025 年 1-2 月排产量增长 10%，1-2 月我国白电合计排产量达到 6136 万台，较去年同期生产实绩增长 9.6%。其中，1-2 月空调内/外销排产较去年同期内/外销量分别+8.3%/+21.8%，合计同比+15.5%；冰箱内/外销排产较去年同期内/外销量分别-1.7%/+2.9%，合计同比+0.7%；洗衣机内/外销排产较去年同期内/外销量分别+7.8%/+2.9%，合计同比+5.3%。“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。

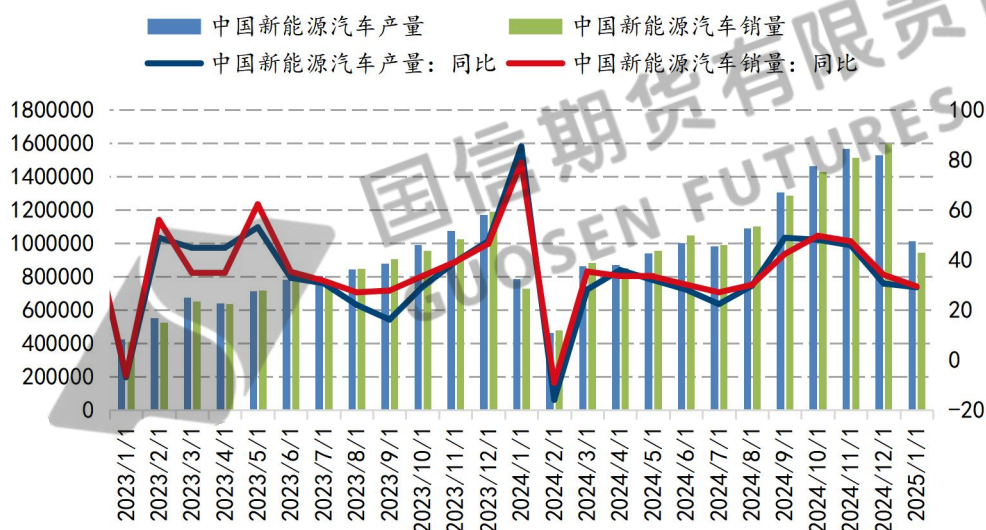
汽车方面，根据中国汽车工业协会的数据，2025 年 1 月，汽车产销分别完成 245 万辆和 242.3 万辆，环比分别下降 27.2%和 30.5%，产量同比增长 1.7%、销量同比下降 0.6%。1 月，乘用车产销分别完成 215.1 万辆和 213.3 万辆，环比分别下降 28.4%和 31.6%，同比分别增长 3.3%和 0.8%。1 月，商用车产销分别完成 29.9 万辆和 29 万辆，环比分别下降 17.2%和 21.2%，同比分别下降 8.6%和 10.3%。1 月，新能源汽车同比继续保持较快增长。当月，新能源汽车产销分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，环比分别下降 33.7%和 40.9%，同比分别增长 29%和 29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 38.9%。

出口方面，据中国汽车工业协会统计分析，2025 年 1 月，汽车出口延续良好表现，同比小幅增长。2025 年 1 月，汽车出口 47 万辆，环比下降 6.8%，同比增长 6.1%；乘用车出口 39.5 万辆，环比下降 7.2%，同比增长 7%；商用车出口 7.5 万辆，环比下降 4.5%，同比增长 1.5%；传统燃料汽车出口 32 万辆，环比下降 13.8%，同比下降 6.6%；新能源汽车出口 15 万辆，环比增长 12.6%，同比增长 49.6%。

美国总统特朗普 2 月 18 日称，美国将对进口汽车征收 25% 左右的关税，并将于 4 月 2 日正式宣布这一关税措施。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，巴西等新兴市场的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，在海外市场具备一定竞争优势，因此，对于未来我国新能源汽车出口也不宜过度悲观。

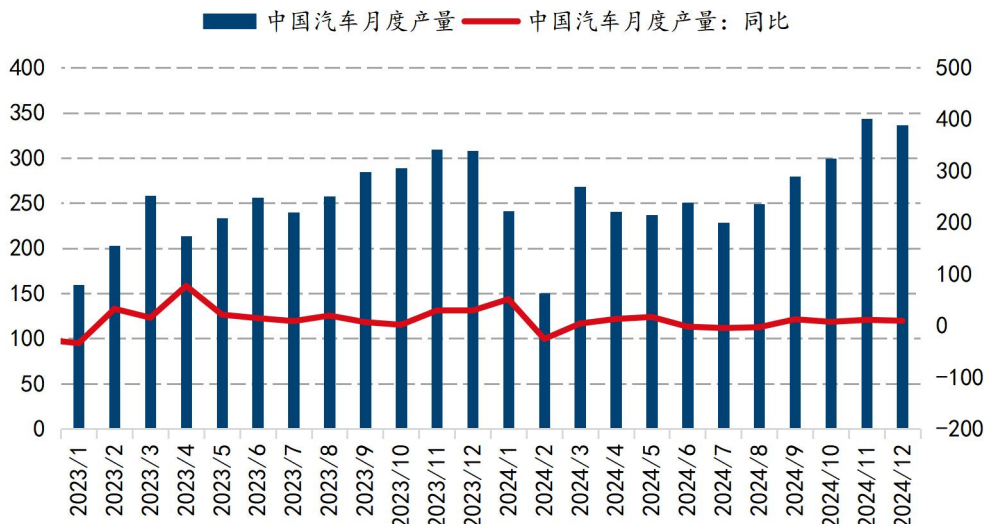
整体来看，汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑，一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外，据中汽协预测，中汽协预计 2025 年乘用车市场销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%；预计商用车市场销量为 400 万辆，同比增长 3.3%；预计新能源汽车销量 1600 万辆，同比增长 24.4%。此外，中汽协预计 2025 年汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。2025 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

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，截至2024年底，全国太阳能发电累计装机88666万千瓦。2023年底，全国太阳能发电累计装机60949万千瓦。由此可见，2024年新增光伏装机27717万千瓦即277.17GW。2023年，光伏新增装机216.88，2024年与2023年相比增长27.8%。

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。国家能源局数据显示，2024年电网工程投资额突破6083亿元，同比增幅达15.2%，创下近年新高。随着2025年国网投资规模创指6500亿元历史峰值，特高压领域正成为投资主战场。值得关注的是，在行业整体向好的背景下，铝线缆企业正经历结构性调整——尽管2024年特高压导线招标量同比收缩导致年后开工承压，但国网于2025年开年即释放超20万吨铝线缆订单，其中特高压工程释放13万吨，输变电项目贡献8万吨核心订单。

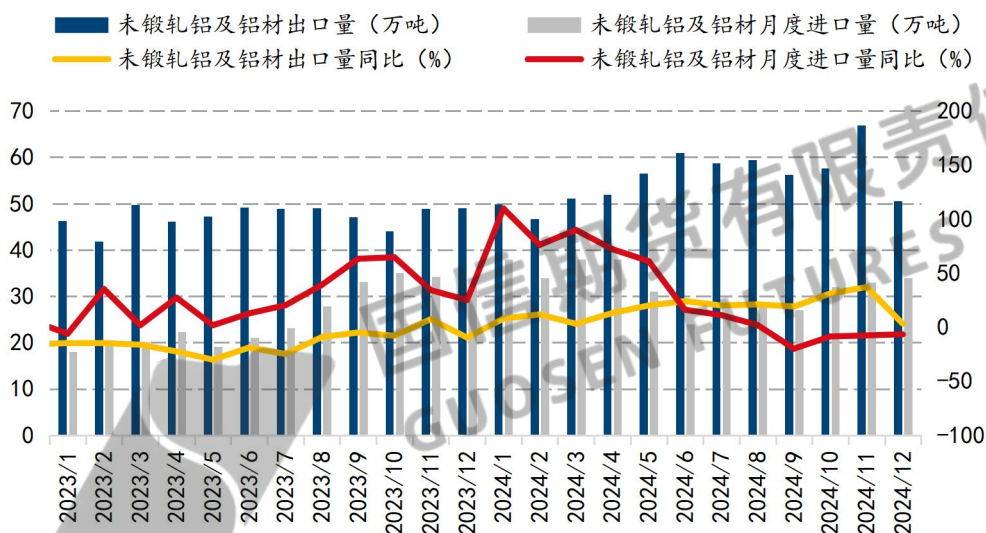
整体而言，2月经历春节假期，下游铝加工企业由休假停工到复产复工，开工率明显回升，并在2月中旬元宵节过后基本完成复产，但整体2月仍处于消费淡季，现货市场表现平平。3月将进入传统消费旺

季，预计整体下游需求将有进一步回升。

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666.5万吨，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。特朗普正式就任后已经签署多项关税政策文件，其中涉及进口铝的加征关税政策将于3月起正式实施，预计1、2月铝材出口量将继续回落，持续关注美国关税政策的动向，短期内，铝材出口需求预计呈现下滑趋势。

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

春节后，铝产业链上下游品种走势分化，氧化铝期货价格下探新低后反弹，沪铝则呈现出震荡偏强之势。展望后市，氧化铝预计背靠成本呈现箱体震荡，短线操作。沪铝预计震荡偏强运行，以偏多思路对待。

站在3月国内重要会议前的时间节点，市场对于宏观利好政策存有预期，外部环境则面临包括美国关税政策调整、大国关系变化的多重不确定性，市场做多资金的关注焦点或再度回到沪铝市场。

氧化铝方面，在铝产业链中，氧化铝的商品属性相对更强，且受海外宏观影响较小，在原料供应保障性提高，供需矛盾缓解下，价格不断走低至成本线附近，并且在供需趋于宽松的强预期之下，反弹乏力，盘面资金也在大幅下滑后呈现震荡之势。在供需趋松的强预期下，叠加成本端的松动，以及资金方面的观

望情绪，氧化铝期价预计背靠成本延续箱体震荡，关注成本的动态变化、现货价格的指引，以及盘面持仓的变化。

电解铝方面，供需上来看，四川多个铝厂正处于复产中，且云南今春暂无减产迹象，未来3-4月供应端预计持续有复产带来的边际增量。目前，下游铝加工企业已经结束休假进入正常的生产节奏，近两周开工率明显回升，考虑到未来3月将进入传统的铝消费旺季，叠加“以旧换新”政策的长期支持，和电网投资的加大，整体需求端预计持续走强。而铝价近期进一步冲高受阻则来自于库存端持续累库的压力，但未来旺季的到来雨季将逐渐改善库存累库的状况，从产业基本面来讲，存在需求端的利多驱动。此外，铝在有色板块中受外部宏观环境影响相对较小，而国内消费等方面政策的乐观预期将在铝价上有所凸显。

整体而言，外部宏观环境面临美国关税政策的调整，以及地缘政治带来的不确定性，国内则更聚焦于宏观利好政策的预期性交易，基本面上，氧化铝供需趋松的强预期对价格的主导较为凸显，铝则处于供需双增、成本下行和累库压力的多空交织格局之下，供需情况对价格存有支撑。预计氧化铝期价背靠成本延续箱体震荡，沪铝将呈现震荡偏强走势，20500元/吨附近支撑较强，可逐步逢低布局多单。

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。



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。

