

## 国信期货有色（铝、氧化铝）2025 年 2 季报

## 铝、氧化铝

## 氧化铝延续背靠成本震荡 警惕沪铝冲高回落风险

2025 年 3 月 28 日

## ● 主要结论

氧化铝方面，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，但大规模减产并未发生，基本面缺乏较强的向上反弹驱动力。未来，关注亏损压力下，氧化铝产能的运行情况及新产能投产节奏，预计氧化铝期货将承压运行，延续背靠成本的震荡走势，成本松动可能打开价格下行空间，但需警惕高成本产能退出对价格的阶段性托底作用，关注期货持仓变化对于价格的影响，建议短线操作。

电解铝方面，2025 年 2 月以来特朗普政府对进口铝加征 25%关税政策的直接冲击和定价影响已在前期被市场消化，二季度而言，海外宏观层面上，铝价的核心矛盾或将转向三大间接传导路径：一是关税政策的潜在调整可能引发的市场情绪波动；二是全球经济衰退预期对铝终端需求的压制效应；三是美联储货币政策导向下，资金在大类资产间的再配置对铝金融属性的边际扰动。需警惕上述因素通过预期差与流动性渠道对铝价形成的非线性冲击。国内则聚焦于终端消费利好政策的落地效果。

产业基本面上，目前国内电解铝产能开工率已接近峰值，二季度云南进入丰水期，整体供应能力预计继续维持在历史同期较高水平。站在当下的国内消费旺季之中，4-5 月铝传统消费旺季的延续，铝锭库存预计持续去库，库存去化及旺季需求兑现的逻辑仍将在 4-5 月从基本面给予铝价支撑。但考虑到铝棒加工费持续低迷下，棒厂的减产影响或使铸锭量出现边际增加，叠加旺季消费预期兑现的不确定性，后续铝锭去库的速度可能有所放缓。进入 6 月后逐渐转入淡季，且光伏“抢装潮”过后也将带来需求缺口，铝锭去库将再度受到阻力。此外，出口需求短期内难以修复，二季度仍将对整体需求形成拖累。成本利润方面，煤炭迎来需求淡季，西南地区逐渐转入丰水期，水电价格进入全年低值区间，氧化铝价格难有大幅反弹空间，电解铝冶炼成本预计仍有一定下移空间。二季度铝价或呈现‘旺季支撑-淡季预期压制’的高位震荡格局，电解铝行业利润有望维持在 3000 元/吨附近的较高水平。

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。

整体而言，站在当下的国内消费旺季之中，库存去化及旺季需求兑现的逻辑仍将在 4-5 月从基本面给予铝价支撑，资金基于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，后期面临淡季需求回落以及政策预期差的风险。预计沪铝呈现箱体震荡，二季度价格区间看向 19000-23000 元/吨，节奏上或呈现出前高后低，谨防冲高回落风险。

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。

## 一、行情回顾

### （一）氧化铝：较为流畅的下跌

氧化铝的此轮下跌开始于 2024 年 12 月，以海外氧化铝市场成交价格的下跌为信号，社会库存的持续去库则进一步加快了价格下跌的速度。2025 年一季度整体来看，氧化铝价格的下跌趋势较为流畅，期间在 3300 元/吨和 3000 元/吨一线获得成本托底，出现一段时间的震荡。

具体而言，1 月-2 月中旬，氧化铝现货及期货价格锚定成本线下跌，自 4700 元/吨跌至 3300 元/吨一线，行业平均利润快速压缩至 100 元/吨以内的水平，成本压力下出现的减产担忧，使得氧化铝价格逐渐企稳。同时，迫于成本压力，氧化铝厂开始向上游矿石端争夺利润，对铝土矿价格的接受度降低，矿石价格的下跌，使得氧化铝成本出现松动，成为氧化铝价格再度下探的推力之一。进入 3 月后，氧化铝现货及期货价格再度破位下跌，并击穿行业平均现金成本，至 3 月 20 日触及近一年的低位 2959 元/吨，期间，期货盘面持仓量自 24 万手回升至 35 万手。随后，氧化铝期价再度受到成本支撑，自低位反弹，在 3100 元/吨遇到反弹阻力后，于 3000 元/吨一线震荡测试支撑性。

截至 3 月 28 日收盘，氧化铝主力合约 2505 报收 3035 元/吨，较 2024 年 12 月 31 日下跌 36.73%。

图：氧化铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

### （二）2025 年一季度：沪铝期货价格重心逐渐抬升

进入 2025 年,铝价整体呈现内强外弱、震荡偏强的走势,沪铝价格重心自 19500 元/吨一线抬升至 20800 元/吨,伦铝也再度突破 2600 美元/吨。美国关税政策的扰动,以及一季度铝供需基本面的转好,共同推动铝价进一步走强。

2025 年一季度以来,沪铝期货主力合约价格经历了以下几个关键价位的突破:

● **1 月 10 日:回到 20000 元/吨,沪铝期货整体持仓量 39 万手**

淡季的超预期去库以及关税政策不确定性引发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,但春节累库预期叠加供强需弱,叠加成本支撑松动,沪铝缺乏向上突破的驱动力。

● **2 月 11 日:突破并站稳 20500 元/吨一线,沪铝期货整体持仓量 49 万手**

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,短期对外盘铝价形成利好,叠加国内对于重要会议以及铝消费旺季的预期炒作,盘面资金明显回涨,沪铝向上突破 20500 元/吨后站稳。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,再度对内外盘铝价冲高形成一定压制。

● **3 月 6 日:突破 20800 元/吨,沪铝期货整体持仓量 49 万手**

特朗普再次发表对铝、钢铁、铜、木材征收 25%关税的言论,而其中对于铜关税的征收此前并未提及,引发市场的多头情绪,铝市亦受到波及,此外,美元大幅走弱,也使得金属获得上涨空间,伦铝突破 2600 美元/吨一线。国内正值重要会议召开期间,利好政策预期以及同一时间铝锭出现去库,均对铝价走强形成推动力。

● **3 月 12 日:刺破 21000 元/吨后冲高回落,沪铝期货整体持仓量自 56 万手回落**

当地时间 3 月 12 日,特朗普政府对进口钢铁、铝征收 25%关税的政策正式实施,各国强烈反对并出台相关应对措施,再度激起市场对于关键矿物以及与之关联的有色板块的看多情绪,“风险溢价”吸引资金入市。同时,美元也走弱至阶段内低位,以黄金、铜为首的有色板块进一步打开上方空间,内外盘铝价亦强势上行突破近期新高,但在高位缺乏稳定性,随后回调围绕 20800 元/吨上下震荡。

图:沪铝主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

截至3月28日收盘，沪铝主力合约2505报收20580元/吨，较2024年12月31日上涨4.04%。

图：伦铝（电子盘）日K线图



数据来源：博易云 国信期货



2025 年一季度，外盘铝价震荡上涨，截至 3 月 28 日下午收盘，暂报 2557 美元/吨。

## 二、宏观热点追踪

### 1. 25 年一季度美联储按兵不动 年内降息预期不断调整

2025 年一季度，美联储分别在 1 月及 3 月发布利率决议，均维持联邦基金目标利率区间 4.25%~4.5% 不变。

在 2 月最新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 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。

当地时间 3 月 12 日，美国劳工统计局发布的美国 2 月 CPI 数据显示，美国通胀水平在 2 月份出现超预期降温，市场对于美联储降息的预期提升。在 3 月的利率决议公布后，美联储在最新声明中表示，经济前景不确定性有所增加。这一担忧也在经济展望中有所展现。最新数据显示，美联储官员大幅下调经济增长预期，并上调了通胀预期。利率点阵图方面，美联储官员们仍预计 2025 年将降息两次，与去年 12 月的预期相同。

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，市场将基于特朗普后续相关经济政策再度进行交易，对大类资产进行选择。

### 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 2025 年一季度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。地时间 3 月 12 日，美国政府对所有进口钢铁和铝征收 25%关税的举措正式生效。并无国家和地区获得豁免条款可以免税进入美国。

未来的4月将是又一个重要的时间节点。特朗普在1月上任后签署了《美国优先贸易政策》备忘录，指示联邦机构对贸易政策展开深入研究，并全面评估美国与其他国家的贸易关系，相关结论计划在4月1日形成。4月1日美国关税研究报告出炉，4月2日美国对全球征收对等关税，届时，全球范围内的贸易战或进一步升级。

除对等关税之外，4月或还有更多针对性的行业关税落地。特朗普曾多次威胁4月将对汽车、半导体、药品、芯片、木材加征普遍关税，还表示将对农产品征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品”。由于美国以上行业相关产品的进口来源并非主要来自中国，因而行业性关税政策的落地对于中国出口需求相对有限，但需关注对于部分产品转口贸易的影响。

目前来看，特朗普政府内部仍然存在关于如何实施新关税策略的分歧，4月关税政策从出台到落地推行或仍有一定的过渡和窗口期，关税政策的具体内容及程度也存在较大不确定性，这都将给给予市场预期交易的机会，市场情绪反复将使得有色板块

就铝市场而言，2月以来特朗普政府对进口铝加征25%关税的政策冲击已在前期被市场充分消化，其直接定价影响基本释放完毕。展望后市，铝价的核心矛盾或将转向三大间接传导路径：一是关税政策的潜在调整可能引发的市场情绪波动；二是全球经济衰退预期对铝终端需求的压制效应；三是美联储货币政策导向下，资金在大类资产间的再配置对铝金融属性的边际扰动。需警惕上述因素通过预期差与流动性渠道对铝价形成的非线性冲击。

### 3. 国内重要宏观数据

国内数据来看，根据国家统计局数据，2月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升1.1个百分点，制造业景气水平明显回升，2月份，非制造业商务活动指数为50.4%，比上月上升0.2个百分点，非制造业景气水平小幅回升。从行业看，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间；零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数均低于临界点。2月份，综合PMI产出指数为51.1%，比上月上升1.0个百分点，表明我国经济景气水平总体回升。

据国家统计局，2025年2月份，全国居民消费价格同比下降0.7%。其中，城市下降0.7%，农村下降0.7%；食品价格下降3.3%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.9%，服务价格下降0.4%。1—2月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。2月份，全国居民消费价格环比下降0.2%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.1%；食品价格下降0.5%，非食品价格下降0.1%；消费品价格持平，服务价格下降0.5%。2025年2月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.2%，环比下降0.1%，降幅比上月均收窄0.1个百分点；工业生产者购进价格同比下降2.3%，环比下降0.2%。1—2月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.2%，工业生产者购进价格下降2.3%。

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，2月末，广义货币（M2）余额320.52万亿元，同比增长7%。狭义货币（M1）余额109.44万亿元，同比增长0.1%。流通中货币（M0）余额13.28万亿元，同比增长9.7%。前两个月净投放现金4562亿元。

进出口方面，据海关统计，2025年1-2月，我国货物贸易（下同）进出口总值6.54万亿元人民币，同比（下同）下降1.2%（与2024年同期相比，2025年前两个月少了2个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长1.7%）。其中，出口3.88万亿元，增长3.4%；进口2.66万亿元，下降7.3%。2025年前两个月，东盟为我国第一大贸易伙伴，占我国外贸总值的15.8%。美国为我国第三大贸易伙伴，我国与美国贸易总值为7336.7亿元，增长3.5%，占11.2%。其中，对美国出口5431.3亿元，增长3.4%；自美国进口1905.4亿元，增长3.8%。前两个月，我国出口机电产品2.33万亿元，增长5.4%，占我国出口总值的60%。其中，自动数据处理设备及其零部件2176.8亿元，增长11.7%；集成电路1804.4亿元，增长13.2%；手机1340.8亿元，下降2.2%；汽车1160.2亿元，增长3.7%。

#### 4. 国内宏观政策“真空期”过后，3月重要会议落幕

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。

十四届全国人大三次会议2025年3月5日上午在人民大会堂开幕。按照中央经济工作会议的部署，2025年经济工作总基调：稳中求进。政府工作报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值（GDP）增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.4万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善。

2025年两会工作报告再次将“低空经济”列为国家战略级产业，明确提出加快开放低空空域、完善配套基建、培育无人机物流与城市空中交通等新业态。低空经济是以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的各类低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态，涉及居民消费和工业应用两大场景。铝在“低空经济”中的应用主要体现在飞机制造中，例如，C919国产大飞机的单机铝材用量占比达70%（约60吨/架），国际铝业协会（IAI）最新数据显示，2024年全球商用航空铝材需求量达580万吨，同比暴涨30%。此外，应用于飞机轻量化技术的航空铝板及高端铝合金的附加值也显著高于传统铝材。“低空经济”发展及航空业的复苏将有力推动铝材的消费。

消费方面，新能源汽车购置税减免延长至2027年，覆盖纯电、插混、氢燃料电池车型；绿色家电补贴新增空气能热泵（替代传统空调）、智能家居（如AI语音控制系统）等品类。以旧换新政策扩围至汽车、家电、家居三大领域，中央财政预拨810亿元补贴资金。

绿色低碳转型方面，提出加快风光电新增装机，推动储能、智能电网建设，完善碳市场机制。值得注意的是，2025年电网投资显著增加，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年国网投资规模剑指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。

随后 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，围绕提升消费能力、释放消费意愿、优化消费环境、解决消费堵点，部署了一系列力度大、覆盖广的举措，进一步完善促进消费的体制机制，打开消费市场新空间，为推动中国经济增长模式向更加注重消费转型按下“加速键”。

《方案》在大宗消费更新升级行动的内容中提出，加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、延伸汽车消费链条三项内容，将对有色金属等大宗商品的终端消费需求形成利好支撑。《方案》还具体提出，要用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，支持换购合格安全的电动自行车，实施手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品购新补贴，将有利带动汽车、家电以及 3C 领域的用铝需求。

此外，《方案》也在其他部分中提及了汽车相关消费促进及政策引导，包括在“有序减少消费限制”部分提出的：推动汽车等消费由购买管理向使用管理转变，分年限保障“久摇不中”无车家庭购车需求，将进一步释放有效购车需求。

进入 2025 年，事关分布式光伏的两项“新政”——《分布式光伏发电开发建设管理办法》和《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》相继发布。《分布式光伏发电开发建设管理办法》规定，4 月 30 日前，工商业分布式光伏可以全额上网；4 月 30 日后，小型工商业只能自发自用、余电上网，不能全额上网；大型工商业只能全部自用，或参与现货交易。《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（136 号文件），明确“新老划断”。5 月 31 日前，老项目继续执行现行保障性政策；5 月 31 日后，新增项目所有发电量将全部进入市场交易。出于保障项目收益的目的，在 4 月 30 日及 5 月 31 日两个重要时间节点到来前，光伏行业开启了一轮“抢装潮”，相关材料价格出现明显上涨，光伏组件价格在连跌 30 个月首次出现上涨，较春节前上涨 20%，光伏铝边框属于光伏组件的辅材环节，在光伏组件中价值占比达 10%左右。

而在当前窗口期过后，光伏装机量预计将出现显著下滑，届时也将使得相应边框用铝的需求减少。行业协会预测 2025 年新增装机为 215-255GW，同比 2024 年（277.57GW）可能下滑 8%-23%。但机构乐观预测认为，抢装潮可能带动装机量超 300GW。TrendForce 预计 2025 年全球光伏新增装机达 596GW，同比增长 10%，新兴市场（如中东、非洲）成为增长主力。

## 5. 《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》发布

3 月 28 日，工业和信息化部、国家发展改革委、自然资源部、生态环境部、商务部、应急管理部、国务院国资委、海关总署、市场监管总局、国家矿山安监局等 10 部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》，旨在加强全产业链统筹谋划，充分发挥我国铝产业基础好、市场规模大等优势，引导产业加快转型升级，推动产业实现质的有效提升和量的合理增长。

《实施方案》提出，到 2027 年，铝产业链供应链韧性和安全水平明显提升。原料保障方面，力争国内铝土矿资源量增长 3%—5%，再生铝产量 1500 万吨以上；产业布局方面，铝加工产业集聚区建设水平进一步提升，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比提升至 30%以上，清洁能源使用比例 30%以上，新增赤泥的资源综合利用率 15%以上；技术创新方面，突破一批低碳冶炼、精密加工等关键技术和高端新材料，



培育铝消费新增长点。展望 2025 年，产业发展质量和效益持续提升，引领全球铝工业发展。铝资源保障能力显著提升，产业结构及布局进一步优化，参与全球铝产业合作和竞争新优势大幅增强，高端化智能化绿色化发展取得明显成效，高质量发展局面全面形成。

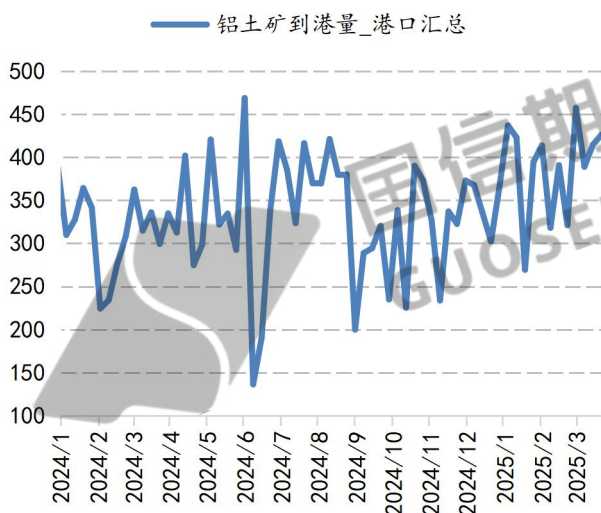
## 三、铝市分析

### （一）氧化铝

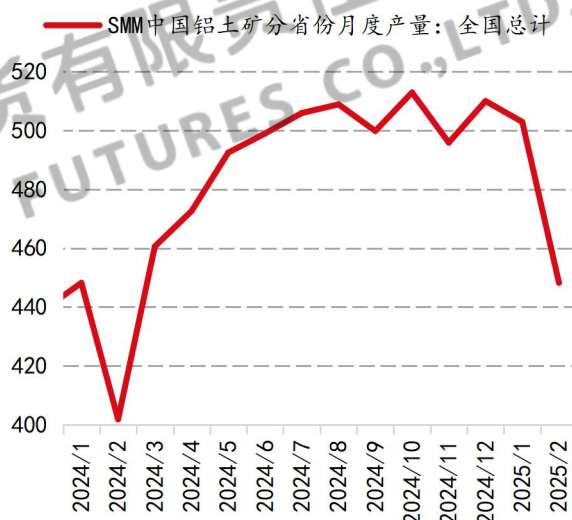
#### 1. 一季度几内亚铝土矿进口量增长明显 整体矿石供应量增加

原料方面，受春节假期以及重要会议期间安全检查趋严影响，一季度国内铝土矿产量有所下降，进口铝土矿到港量整体呈现上涨趋势，弥补部分供应缺口，整体铝土矿供应量增加。

图：铝土矿周度到港量（万吨/周）



图：中国铝土矿月度产量（万吨/月）



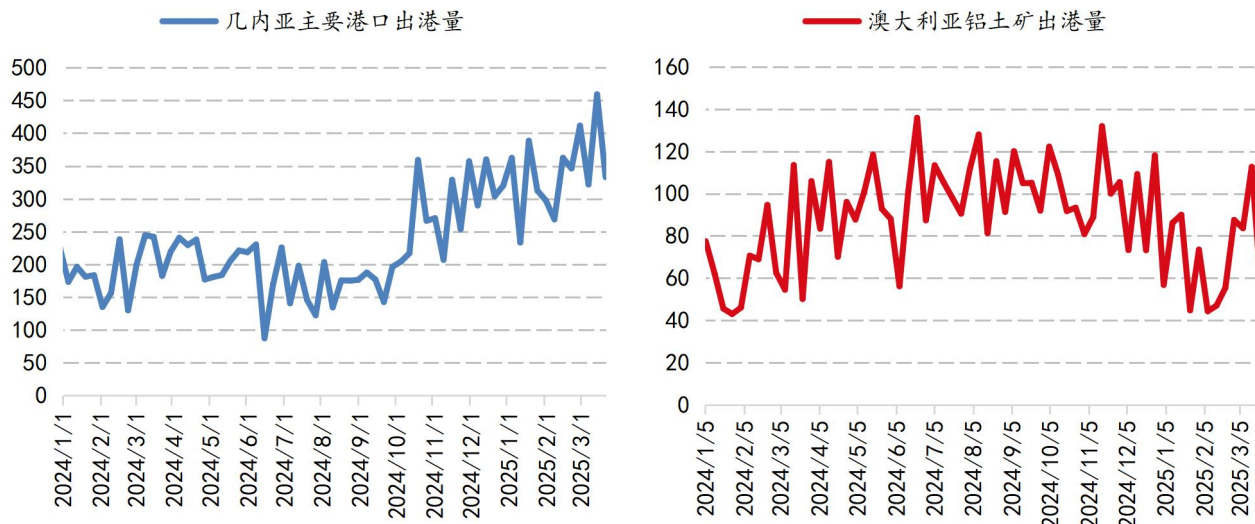
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

根据最新海关总署公布数据，2025 年 1 月中国铝矿砂及其精矿进口约 1621 万吨，同比增加约 22.79%，环比增加约 8.24%。2025 年 2 月中国铝矿砂及其精矿进口约 1441 万吨，同比增加约 27.78%，环比下降约 11.1%。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，2-3 月几内亚铝土矿出港量继续回升，3 月内周度发运量最高达到 450 万吨左右。截至 3 月 21 日，2025 年几内亚主要港口铝土矿出港量已为 2024 年同期的两倍。澳大利亚则因雨季影响，铝土矿发运量在一季度出现下降，但整体高于 2024 年同期，据 SMM 数据，季度内，澳大利亚铝土矿周度出港量集中于 50-90 万吨。

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，未来二季度来看，4月几内亚铝土矿出港量有望继续上升，且考虑到5-6月几内亚将再度迎来雨季，下游或在4月进行囤货，而5-6月起，受到雨季影响，几内亚铝土矿的开采及发运量都将受到一定影响，出现边际下滑。澳大利亚雨季逐渐结束，其发运量将出现回升。另外，国内矿石仍在政策等因素限制下，复产缓慢，产量预计难有明显增长。总体来说，铝土矿供应量预计持续增加，后续关注几内亚新矿山的出矿量。

## 2. 行业亏损压力加大 持续关注未来产能运行情况

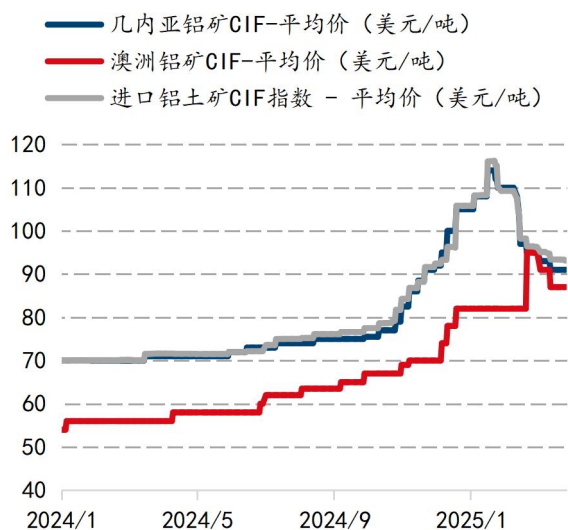
自氧化铝价格进入下跌周期后，成本对于价格的支撑作用进一步凸显，而25年一季度期间成本端的再度松动，则是使氧化铝价格在3月进一步下探的又一重要因素。

一季度内，氧化铝成本先升后降，主要是受到了铝土矿价格变化的影响。氧化铝现货价格一路下行至平均成本线附近后，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3月27日，3月氧化铝行业平均完全成本为3233元/吨，较2月下降约90元/吨，主因铝土矿价格下降，3月平均行业利润降至43元/吨，较2月下跌85元/吨左右。目前，进口几内亚铝土矿价格已下降至90美元/吨左右。

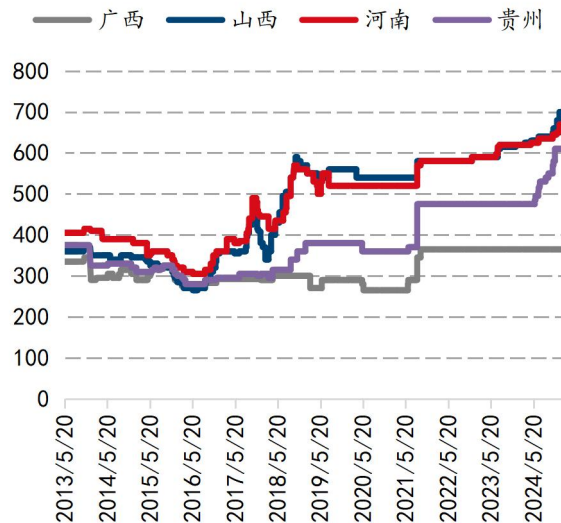
具体而言，用矿成本明显下降，带动成本下移，用矿成本自1月底的2000元/吨左右下跌至3月底的1717元/吨左右，跌幅约16%。从铝土矿价格来看，进口矿石方面，一季度内几内亚CIF均价自115美元/吨降至91美元/吨，澳洲铝矿CIF均价自82美元/吨上涨至87美元/吨，国产铝土矿价格基本持稳。仅贵州地区铝土矿价格在3月下跌30元/吨至50元/吨。

图：进口铝土矿价格变化（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：国产铝土矿价格变化（元/吨）

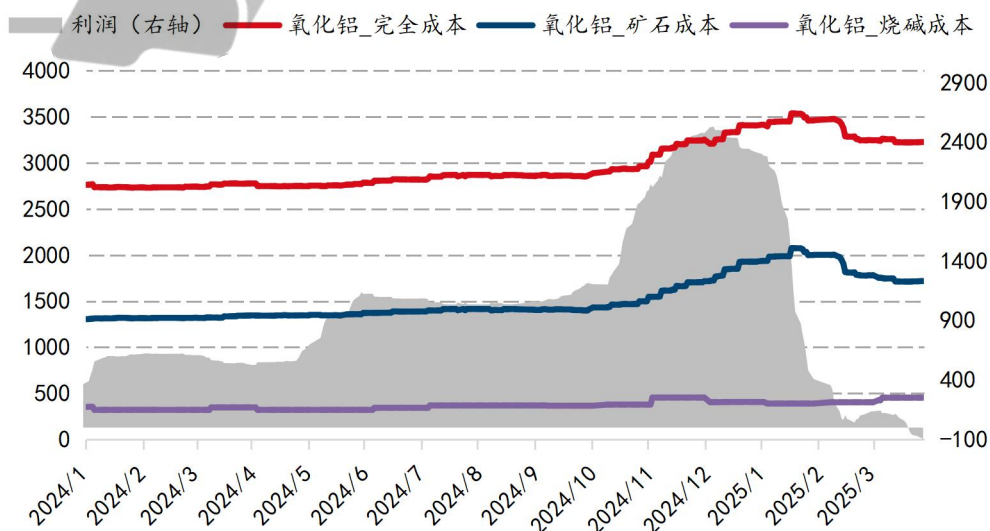


数据来源：SMM 国信期货

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阶段性的明显上涨。据 SMM 数据，一季度以来，氧化铝用烧碱成本持续上涨，3 月氧化铝用烧碱成本已上涨至 453 元/吨左右，较 1 月的 389 元/吨上涨约 16%。

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，用国产矿石的产能成本相对较低，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。因而迫于成本压力导致停产的产能也多集中于山西、河南地区。

图：氧化铝成本及利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

由于氧化铝厂目前大多已经处于亏损生产状态，而几内亚处于矿石的发运旺季还将持续至少 2 个月，



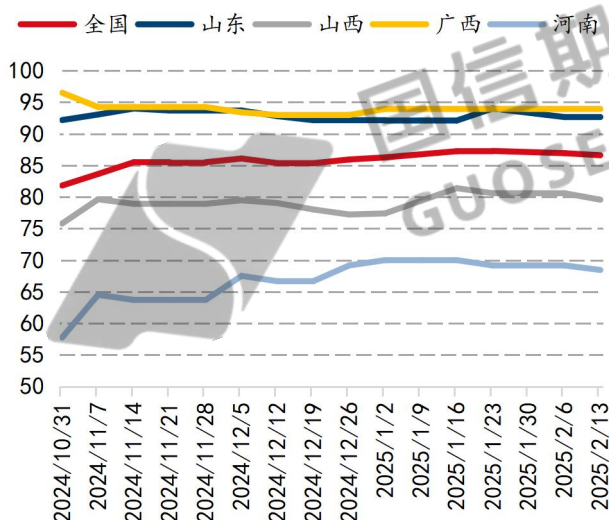
氧化铝厂对于矿石高价的接受度较低，目前市场处于上下游博弈的僵持阶段，据了解已出现 90 美元/吨以下的报价，未来二季度矿石价格易跌难涨，或仍有下降空间，但在后期雨季到来后，矿山价格或止跌企稳。其次，也需关注烧碱需求增加导致的价格上涨是否能给氧化铝的整体成本带来支撑。

整体而言，二季度氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，存在下降空间，二季度后期或逐渐企稳并小幅上涨，供应过剩压力下，氧化铝行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，在未有大规模减产出现的情况下，亏损范围可能会进一步扩大。

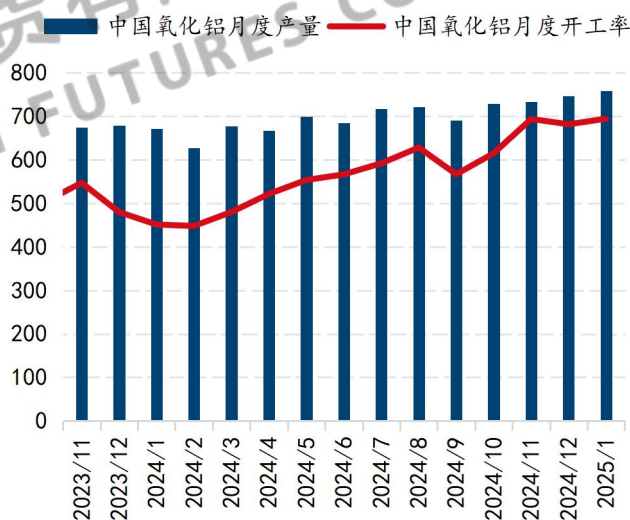
### 3. 成本压力下出现边际减产 但供应过剩预期不改

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，使得一季度内氧化铝产能开工率出现先涨后跌的情况，且 2-3 月持续下滑。据 SMM 数据，截至 3 月 27 日，全国氧化铝产能周度开工率为 83.13%，略高于 2024 年同期。国家统计局数据显示，2025 年 1-2 月，中国氧化铝累计产量 1513.3 万吨，同比增长 13.1%。同期，电解铝累计产量 731.8 万吨，同比增长 2.6%；铝材累计产量 967.4 万吨，同比增长 3.6%；铝合金累计产量 249.1 万吨，同比增长 12.7%。

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

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，据阿拉丁(ALD)调研了解截至 2025 年 3 月底，山西、河南、贵州共有 6 家企业已经进入检修状态，涉及氧化铝产量变化 10 万吨左右，除上述已经进入检修的氧化铝企业外，近期山西、河南及贵州省市场仍有其他氧化铝厂即将进入检修行列，涉及产量变动共计 14 万吨左右，预计后续内陆地区仍有 1-2 家氧化铝企业步入检修行业。

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,现货价格持续处于下跌周期。

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能的释放,使得市场对于未来供应增加的预期仍然较强,预计二季度仍将有520万吨左右的新产能释放,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. 需求仅现边际增长 难以消化供应增量

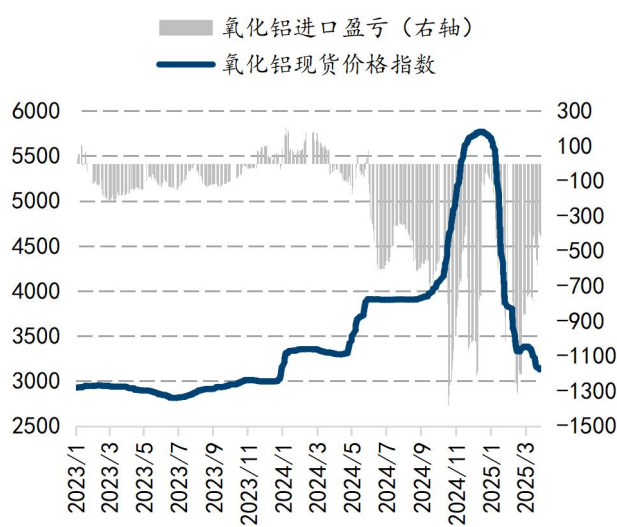
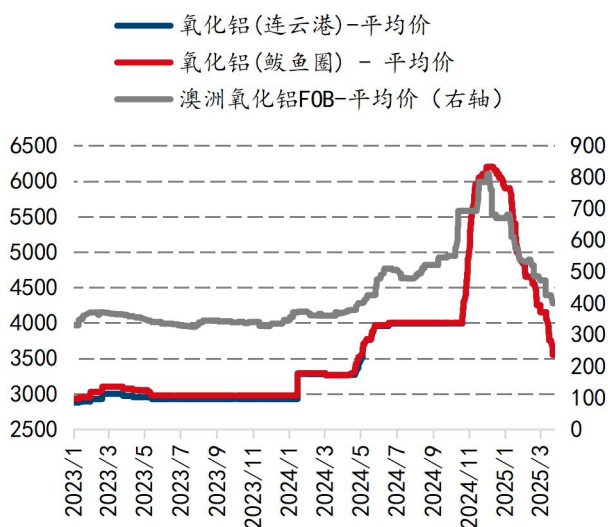
需求方面,下游电解铝产能维持稳定运行,且节后出现复产,带来边际需求增量,据SMM统计,2025年2月份(28天)国内电解铝产量同比增长0.4%,环比下滑9.5%。2月国内电解铝运行产能环比增加,但与氧化铝百万吨级的新投产能相比,需求量显然难以消化供应增量。

出口需求也在海外供应增加,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,印尼两家新投产工厂带动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27日,最新东澳FOB成交价格已经跌至368美元/吨,较1月初下跌近20%,内外价差显著收窄,目前氧化铝进口及出口窗口均处于关闭状态。

一季度以来,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,后持续下跌的走势。但在2月期间,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,出现短暂的出口需求回暖。随着海外氧化铝价格进一步下跌,氧化铝进口窗口逐渐关闭。

图：进口氧化铝价格（元/吨）

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

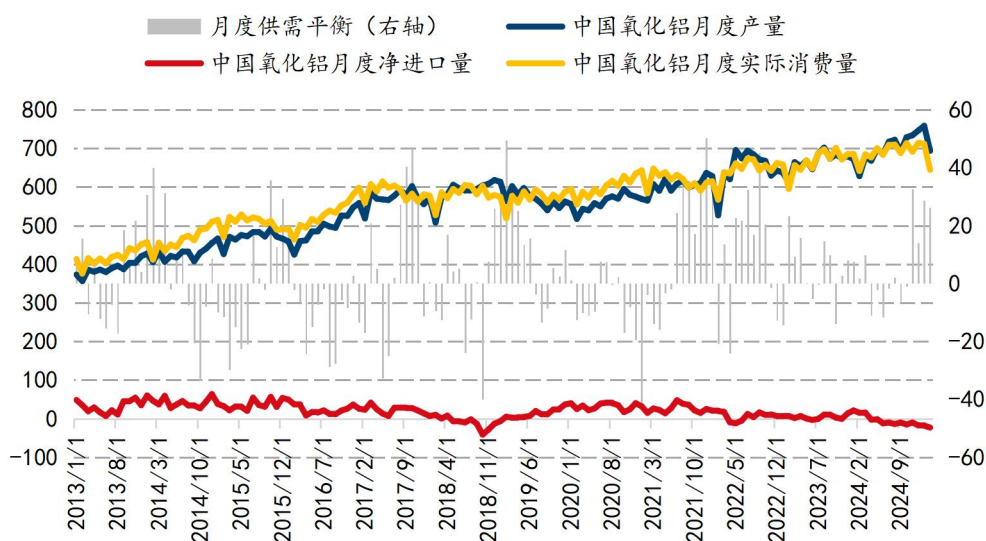
数据来源：SMM 国信期货

考虑到二季度海外氧化铝供应将有增加，且国内氧化铝供应增量也较为可观，内外价差难有进一步扩大的驱动力，氧化铝出口需求预计有所下降。

## 5. 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，已经连续四个月处于过剩状态，供需偏紧格局正持续改善中。

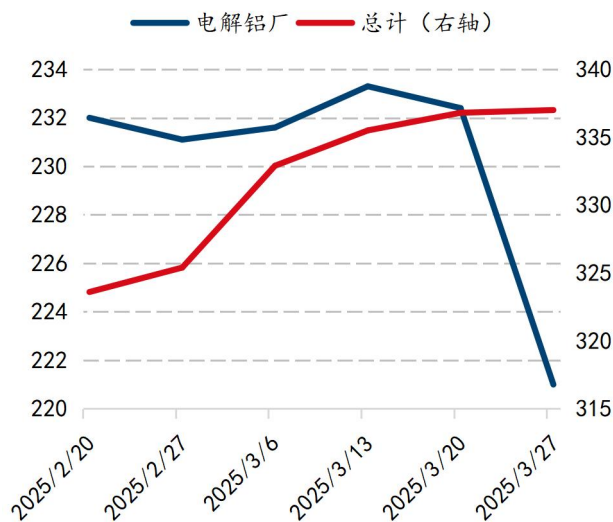
图：氧化铝月度供需平衡（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

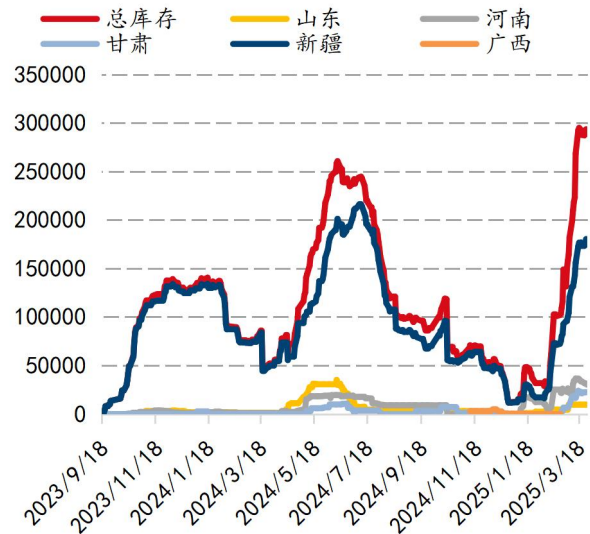


图：全国氧化铝社会库存（万吨）



数据来源：阿拉丁 国信期货

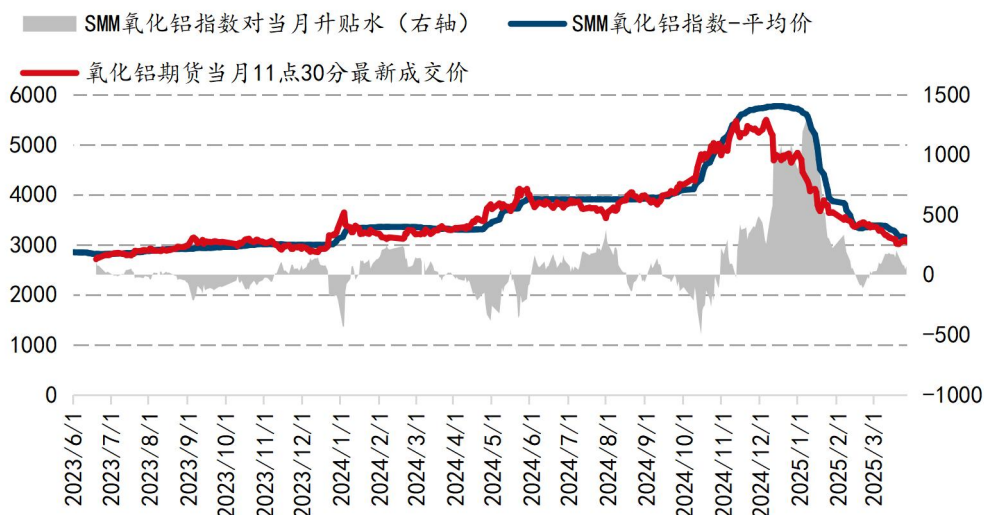
图：氧化铝期货库存（吨）



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在持续加重。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，并在交仓需求增加下，出现短暂的价格回暖。但随着新产能持续释放，以及氧化铝生产成本进一步下移，现货市场的看空情绪也再度加重。据SMM数据，截至3月27日，氧化铝现货价格为3127元/吨，3月氧化铝现货平均价格为3276元/吨，较2月均价下跌约5%，一季度基差水平平均处于正常区间。

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。未来，关注亏损压力下，氧化铝产能的运行情况及投产节奏，预计氧化铝期货将承压运行，延续背靠成本的震荡走势，底部价格将随成本动态变化，关注期货持仓变化对于价格的影响。

## （二）铝

### 1. 铝产业链利润再分配 电解铝盈利能力再度增强

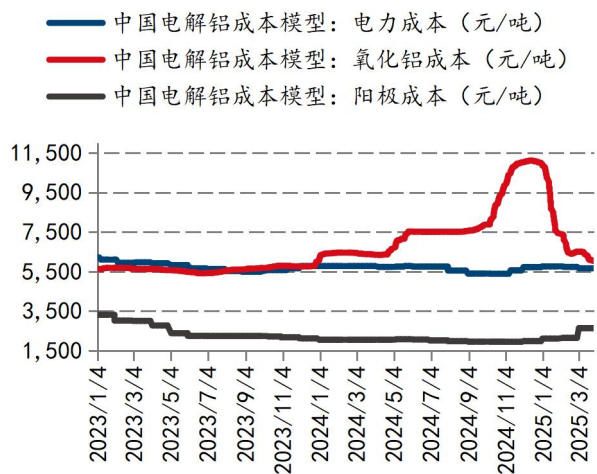
25 年一季度，受氧化铝价格持续大幅下跌的影响，电解铝冶炼成本也不断走低。与此同时，铝价重心逐渐上移，氧化铝价格持续下跌使得电解铝成本坍塌，而铝价却反向强势上行，一度引发市场关注。电解铝冶炼环节利润在成本下降，价格走高的共同作用下，显著回升。

据 SMM 数据，截至 3 月 27 日，电解铝平均成本约 16958 元/吨，3 月平均成本为 17245 元/吨，较 2024 年 12 月 21462 元/吨下跌近 20%，一季度内电解铝冶炼成本持续下跌，其中，氧化铝成本自 1 月以来下跌超 40%，在电解铝整体成本中的占比也自 50%以上下滑至 35%左右的正常水平。季度内，电解铝行业利润扭亏为盈，并回升至 3700 元/吨左右的较高水平。

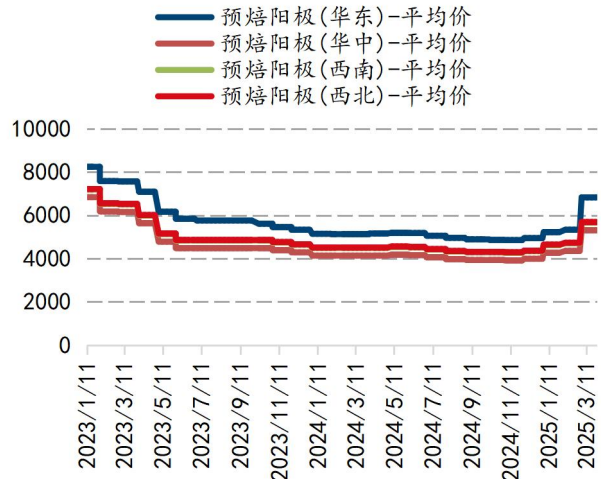
从行业供需特点来看，氧化铝行业产能过剩，而需求有限，且设备启停较为灵活，在利润过低时，选择生产与否的空间较大，供应弹性较大。而我国电解铝整体产能设有 4500 万吨的天花板限制，目前建成产能及产能开工率均已趋近饱和，海外铝供应增量也较为有限，整体供应弹性不足，需求侧的增量空间则相对供给更大。因而，氧化铝及电解铝在面对成本下行时出现的不同价格反应，很大程度上是由铝的供应刚性所决定的，叠加当下正值旺季，需求不弱的情况下，铝在目前大宗商品中具备的做多属性突出，成本对于价格的影响有所弱化。此外，受石油焦价格上涨影响，导致 3 月预焙阳极价格上涨，也在一定程度上对冲了氧化铝价格的下跌，使得电解铝的成本受到支撑。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）

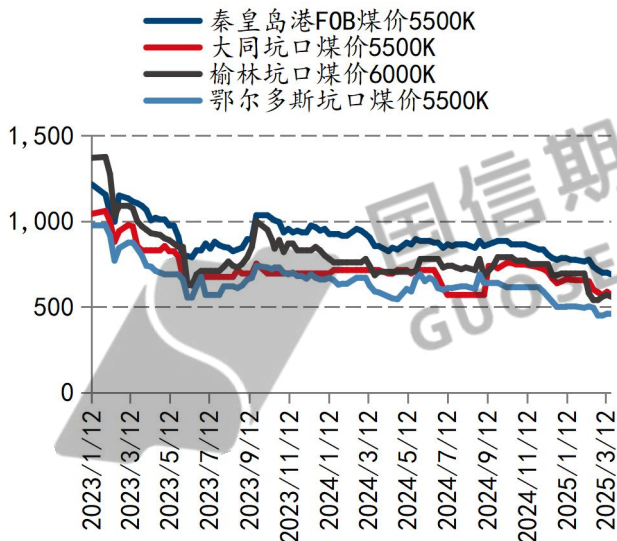


数据来源：SMM 国信期货



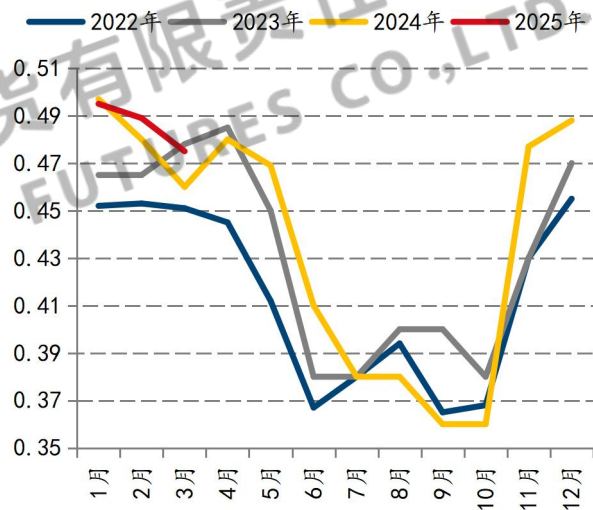
数据来源：SMM 国信期货

图：主要产区坑口煤价格变化（单位：元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

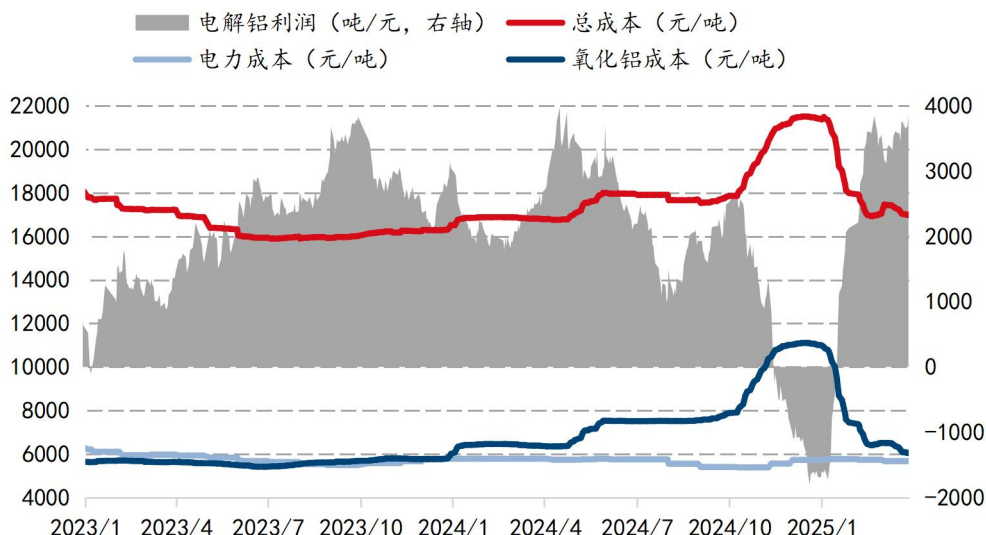
图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：南方电网 国信期货

图：电解铝成本及利润变化





数据来源：SMM 国信期货

电力成本方面，据 SMM 数据，1-3 月行业平均电价自 0.427 元/度不断下降至 0.42 元/度，平均电力成本下跌至 5670 元/吨。水电方面，据南方电网数据，3 月云南水电价格较 2 月小幅下跌，至 0.475 元/度，云南一季度电价整体高于去年同期水平。火电方面，季度内，各主要煤炭产区价格月内均有下移。

展望二季度，煤炭迎来需求淡季，西南地区逐渐转入丰水期，水电价格进入全年低值区间，氧化铝价格难有大幅反弹空间，电解铝冶炼成本预计仍有一定下降空间。考虑到二季度处于旺季与淡季的过渡期，铝价或在高位震荡，电解铝行业利润有望维持在 3000 元/吨附近的较高水平。

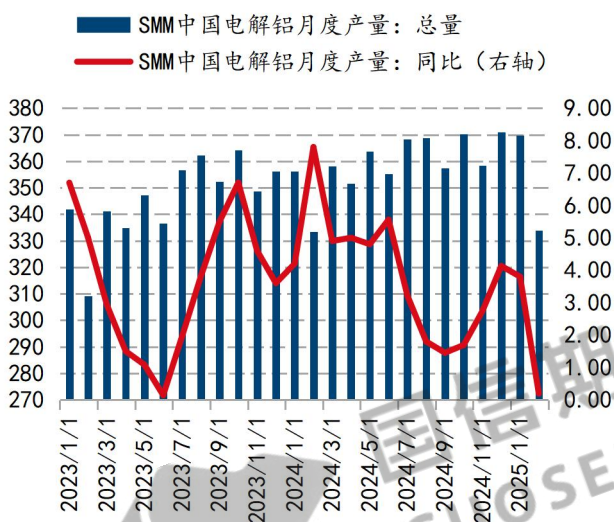
## 2. 春节后四川多个铝厂复产 整体铝供应能力维持强势

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%，2 月中国电解铝产能开工率为 95.3%，环比继续上升 0.1%，比往年同期高出 0.4%。2025 年一季度，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，叠加旺季需求的恢复，前期检修及停产铝厂的复产意愿增强，2 月起，四川多家电解铝厂逐步复产，大部分于 2-3 月完成复产，4-5 月仍将有边际增量。此外，今春云南地区电解铝产能亦运行稳定，并未受到气候干扰。因而，在产能的复产下，整体产能开工率不断上涨至高位。据国家统计局数据，2025 年 1-2 月电解铝产量为 732 万吨，同比增长 2.6%。

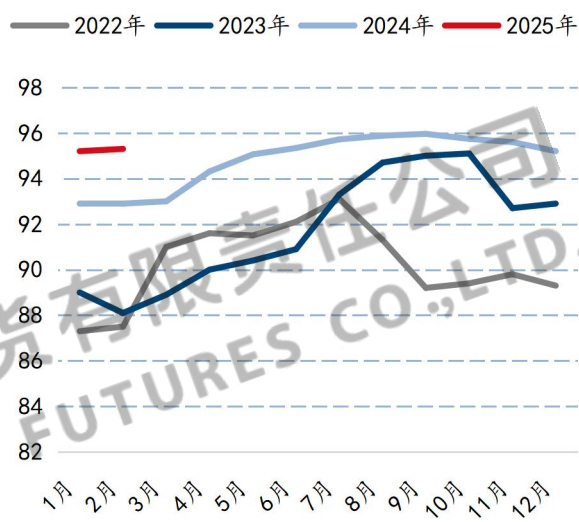
海外方面，据 SMM 统计，2025 年 1-2 月海外电解铝总产量为 4801 万吨，同比减少 0.45%。1-2 月，海外多地电解铝厂处于复产进程中，但受到冬季能源成本上升、原料供应受限等因素影响，整体复产进度较为缓慢，整体供应水平不及 2024 年同期。

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

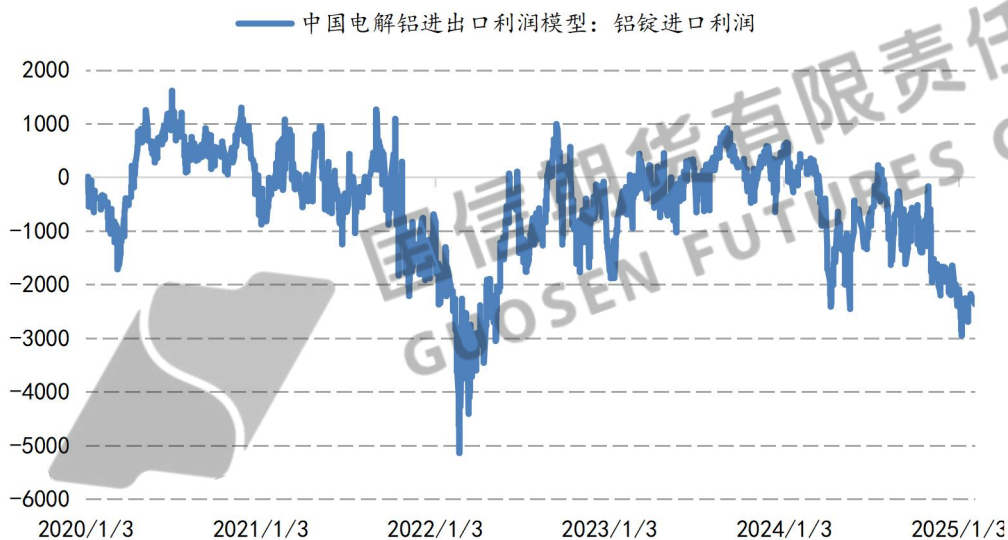
进出口方面，一季度内外盘铝价重心均逐渐上移，但没有改变铝价外强内弱的格局，2 月以来，铝价沪伦比持续在 7.6-7.8 附近，原铝进口窗口仍维持关闭状态，进口亏损扩大。据海关总署数据显示，2025 年 1 月份国内原铝进口量约为 16.1 万吨，环比几乎持平，同比减少 34.8%；2 月国内原铝进口量约为 20.0 万吨，环比增加 24.0%，同比减少 10.7%。1-2 月份国内原铝累计进口总量约 36.2 万吨，同比减少 23.4%。2025 年 1-2 月份累计国内原铝净进口约为 34.98 万吨，同比减少 25.7%。

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. 铝锭迎来去库拐点 助推铝价上行

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，随后在3月上旬迎来库存拐点，进入持续去库状态，春节后的去库拐点相较往年同期有所提前。春节后，下游需求回暖，及行业铝水比持续回升，铸锭量减少，共同推动铝锭库存去库。

据 SMM 数据，截至 3 月 27 日，国内电解铝锭社会总库存 80.2 万吨，处于近 5 年同期最低水平，库存较春节前 1 月 27 日增加 31 万吨。据 SMM 数据，截至 3 月 27 日，铝棒库存为 27.2 万吨，处于近 3 年历史同期最高，较春节前 1 月 27 日增加 4.84 万吨。此外，2 月起铝水比回升至 71% 左右，明显高于 2024 年 2 月 69% 的水平。

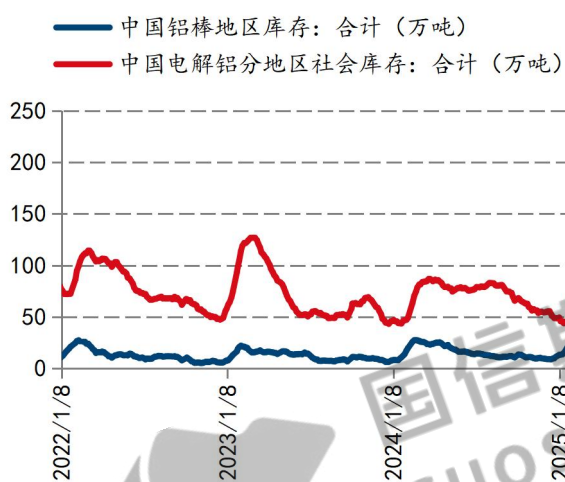


铝锭的低库存及持续去库对铝价起到较强支撑，然而，铝水比的提高，使得铝棒供应增多，下游需求难以消化，旺季去库不畅，导致部分地区铝棒厂加工费受到挤压，不得不调整生产节奏。SMM 调研显示，3 月中下旬，广西地区铝棒生产企业因加工费持续低迷集中调整生产节奏。据不完全统计，当前月份(3 月)市场减产影响量约 1.4 万吨，约占广西地区铝棒月度产量的 8% 左右。截至 3 月底，西南其他区域暂未现规模性减产，仅云南个别企业日减量 100 吨左右，当前铝棒减产尚未扭转区域供应宽松格局，需警惕二季度消费旺季不及预期引发的减产扩大风险。

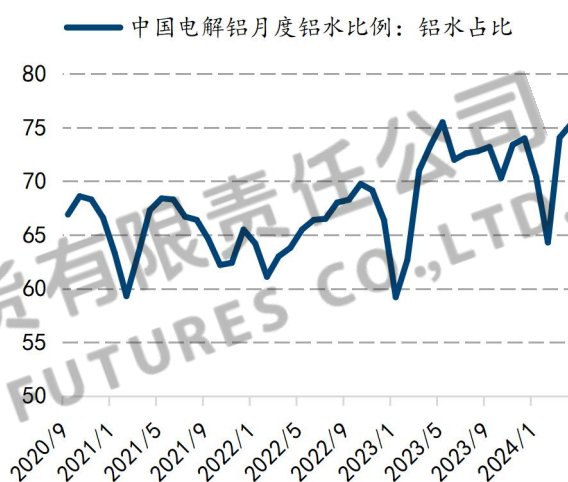
未来二季度，随着 4-5 月铝传统消费旺季的延续，铝锭库存预计持续去库，为铝价提供支撑。但考虑到铝棒加工费持续低迷下，棒厂的减产影响或使铸锭量出现边际增加，叠加旺季消费预期兑现的不确定性，后续铝锭去库的速度可能有所放缓。进入 6 月后逐渐转入淡季，且光伏“抢装潮”过后也将带来需求缺口，铝锭去库将再度受到阻力。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（单位：%）



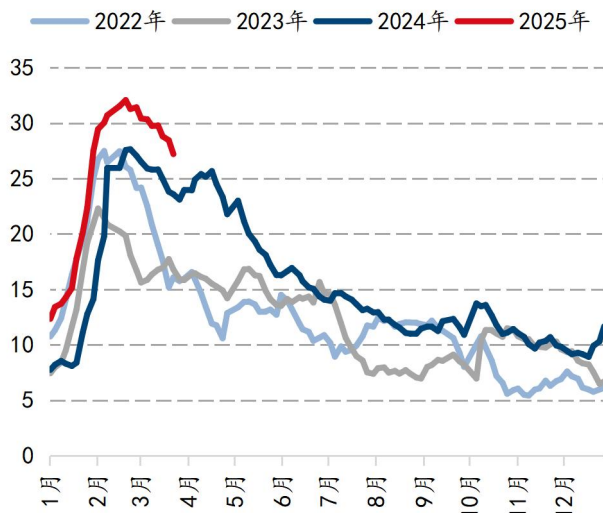
数据来源：SMM 国信期货



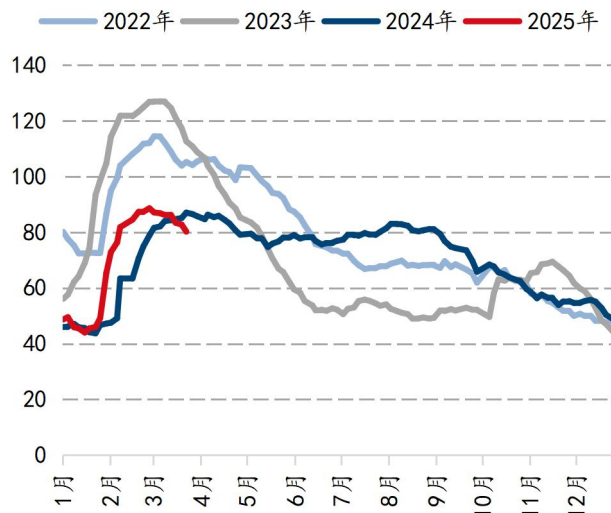
数据来源：SMM 国信期货

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）



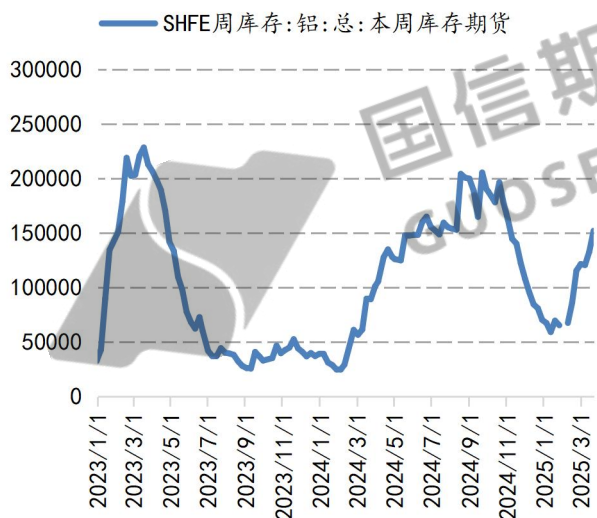
数据来源：SMM 国信期货



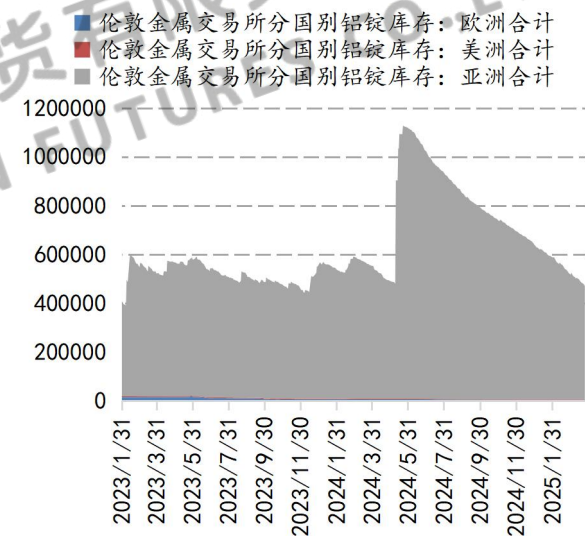
数据来源：SMM 国信期货

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3月28日，上期所仓单库存为147582吨，较2024年12月31日增加77180吨，截至3月27日，LME铝库存为469575吨，较2024年12月31日减少169573吨，持续去库。

#### 4. 节后铝加工企业开工持续回暖 政策利好下终端需求长期有支撑

需求端呈现出内需缓慢回升，外需面临挑战的局面。未来，宏观政策利好终端需求，中长期将给予铝消费支撑，二季度初，旺季效应预计仍有延续，但自5月起，国内需求端将再度迎来长达4个月的消费淡

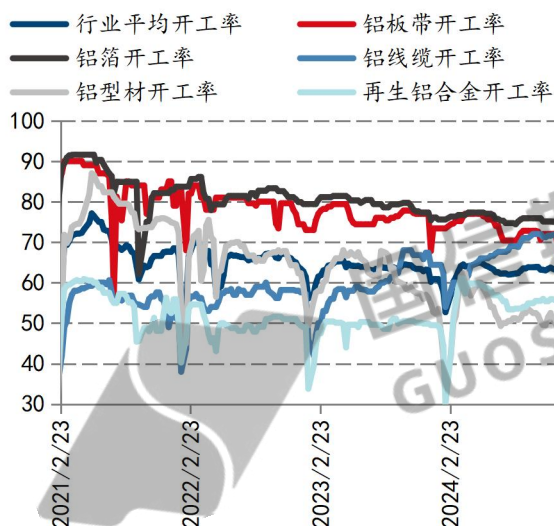
季，叠加出口需求疲软，预计需求将呈现出先扬后抑的变化。

春节假期结束后国内进入传统旺季，下游铝加工厂开工率稳步回升，据 SMM 数据，截至 3 月 27 日，铝下游加工企业开工率回升至 63.43%，较春节前回升 12.33%，略低于 2024 年同期水平。

各板块间、企业间均出现“冷暖分化”的情况。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，但订单直至 3 月中下旬才逐渐兑现，使得铝线缆板块需求的回暖稍有滞后。此外，由于近年来行业内卷不断加剧，市场份额被瓜分的情况下，同板块内不同微观企业所面临的情况也有所区别，中小企业普遍面临订单不足、利润偏低的窘境。

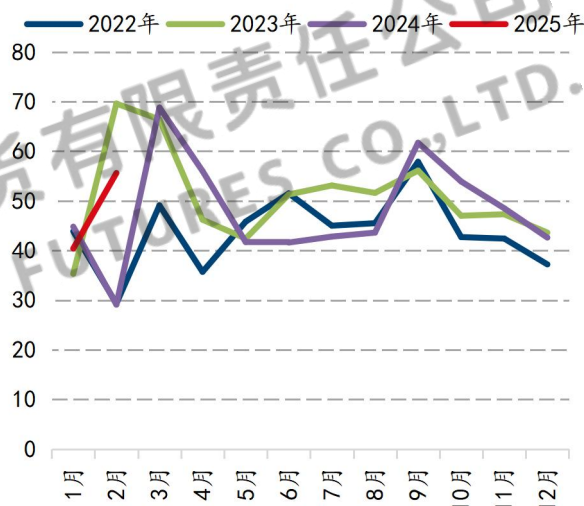
据 SMM 数据显示，2025 年 2 月国内铝加工行业综合 PMI 指数录得 55.6%，环比上涨 15.2 个百分点，回升至荣枯线以上，连续 4 个月下跌后首次上涨，随着 3-4 月消费旺季的到来，预计 3-4 月铝加工行业综合 PMI 指数将继续回升，但幅度将逐渐收窄。

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

宏观政策上来看，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。3 月重要会议上，政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为 2025 年政府工作任务之首，提出“实施提振消费专项行动”“积极扩大有效投资”。随后 3 月中旬，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，围绕提升消费能力、释放消费意愿、优化消费环境、解决消费堵点，部署了一系列力度大、覆盖广的举措，进一步完善促进消费的体制机制。可以预见，政策将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政策利好支撑。

## ● 房地产

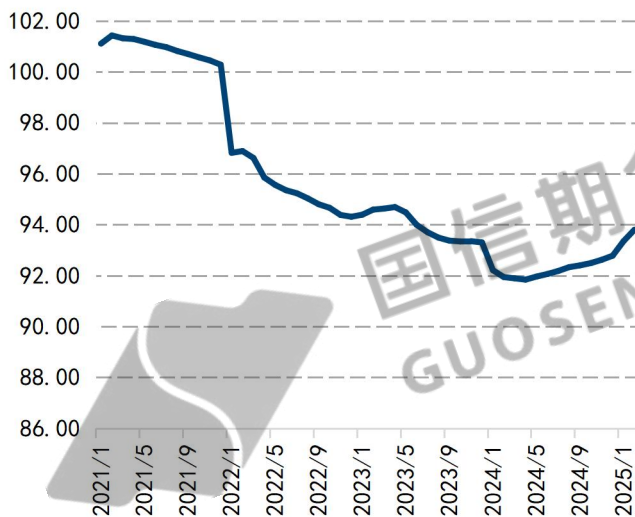
终端而言，房地产方面，根据国家统计局数据，2025 年 2 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.8，较 1 月继续上涨，自 2024 年 5 月起连续多个月上涨。国家统计局数据显示，2025 年



1—2 月份，全国房地产开发投资 10720 亿元，同比下降 9.8%，降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点；其中住宅投资 8056 亿元，下降 9.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。1—2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 605972 万平方米，同比下降 9.1%。其中，住宅施工面积 421351 万平方米，下降 9.7%。房屋新开工面积 6614 万平方米，下降 29.6%。其中，住宅新开工面积 4821 万平方米，下降 28.9%。房屋竣工面积 8764 万平方米，下降 15.6%。其中，住宅竣工面积 6328 万平方米，下降 17.7%。1—2 月份，新建商品房销售面积 10746 万平方米，同比下降 5.1%，降幅比上年全年收窄 7.8 个百分点；其中住宅销售面积下降 3.4%，降幅收窄 10.7 个百分点。新建商品房销售额 10259 亿元，下降 2.6%，降幅收窄 14.5 个百分点；其中住宅销售额下降 0.4%，降幅收窄 17.2 个百分点。2 月末，商品房待售面积 79891 万平方米，同比增长 5.1%。其中，住宅待售面积增长 6.6%。1—2 月份，房地产开发企业到位资金 15577 亿元，同比下降 3.6%。其中，国内贷款 2954 亿元，下降 6.1%；利用外资 1 亿元，下降 90.6%；自筹资金 5233 亿元，下降 2.1%；定金及预收款 4577 亿元，下降 0.9%；个人按揭贷款 1945 亿元，下降 11.7%。

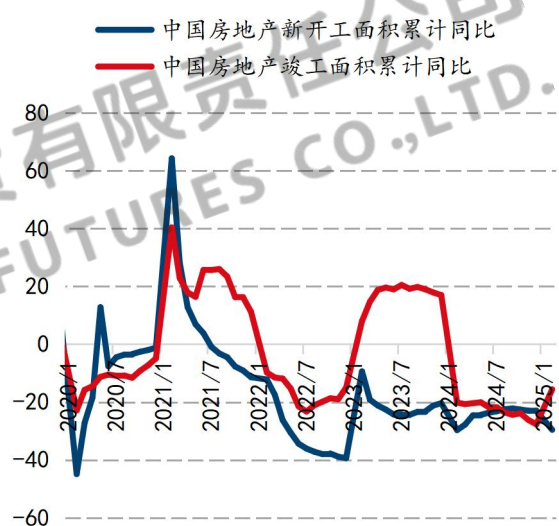
建筑用铝 80%集中于房地产竣工端，从竣工端数据来看，竣工面积持续下降，新开工同比数据也维持负值，地产端用铝需求依旧维持疲软。

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。

## ● 家电

家电方面，据统计局数据，1-2 月我国社会消费品零售总额同比增长 4.0%，增速好于 2024 年全年 3.7% 的增长；家电和音像器材类限额以上零售额同比增长 10.9%，国补政策有效带动家电零售增长。据海关总署发布的数据，1 月、2 月我国家电出口额（人民币口径，下同）同比分别增长 12.3%、1.2%，1-2 月累计增长 7.6%。其中，1-2 月空调出口额同比增长 20.1%冰箱出口额同比增长 11.3%。

从白电的销售数据来看，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%；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%。2 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-3.5%、-36.6%、+13.3%、+57.8% 和+8.2%，2 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+44.6%、-44.4%、+68.0%、+124.8%和+136.4%。其中，空调的线上及线下销量表现均尤其亮眼。

《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%。2025 年 3 月，空调、冰箱冰柜、洗衣机排产量分别同比增加 10%、5%、8%；3 月份冰箱和洗衣机排产量分别同比变化+2.7%和 4.1%，仍保持较快增长态势。预计 4-5 月空调排产分别同比增加 10.3%和 14.7%；冰箱排产分别同比增加 2%和 4.2%；洗衣机排产分别同比变化+7.6%和-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

汽车方面，根据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会预计，2025 年，以旧换新补贴以及车辆购置税免税政策优惠累计将提供 4000 多亿的补贴规模，相对于 5 万亿的汽车销售额。

根据中国汽车工业协会的数据，2025 年 1-2 月，汽车产销分别完成 455.3 万辆和 455.2 万辆，同比分别增长 16.2%和 13.1%，其中，新能源汽车产销累计分别完成 190.3 万辆和 183.5 万辆，同比均增长 52%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。

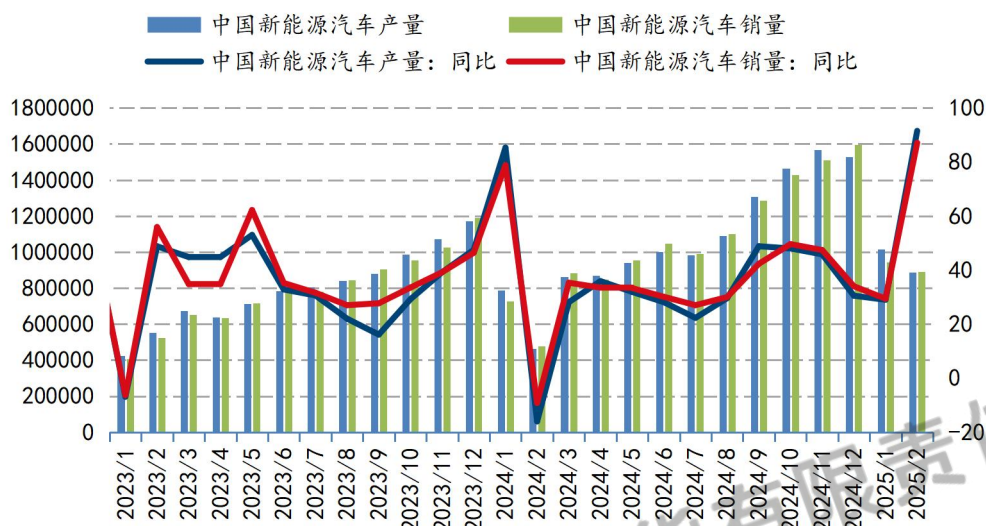
具体而言，2025 年 1 月，汽车产销分别完成 245 万辆和 242.3 万辆，环比分别下降 27.2%和 30.5%，产量同比增长 1.7%、销量同比下降 0.6%。1 月，乘用车产销分别完成 215.1 万辆和 213.3 万辆，环比分别下降 28.4%和 31.6%，同比分别增长 3.3%和 0.8%。2 月，汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，环比分别下降 14.1%和 12.2%，同比分别增长 39.6%和 34.4%。其中，2 月，汽车国内销量为 168.8 万辆，同比增长 39.9%；汽车出口 44.1 万辆，同比增长 16.9%。

出口方面，据中国汽车工业协会统计分析，2025 年 1-2 月，汽车出口 91.1 万辆，同比增长 10.9%，汽车出口延续良好表现，同比继续增长。其中 2025 年 1-2 月，新能源汽车产销分别完成 190.3 万辆和 183.5 万辆，同比均增长 52%。其中，2025 年 1-2 月，新能源汽车出口 28.2 万辆，同比增长 54.5%。

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。

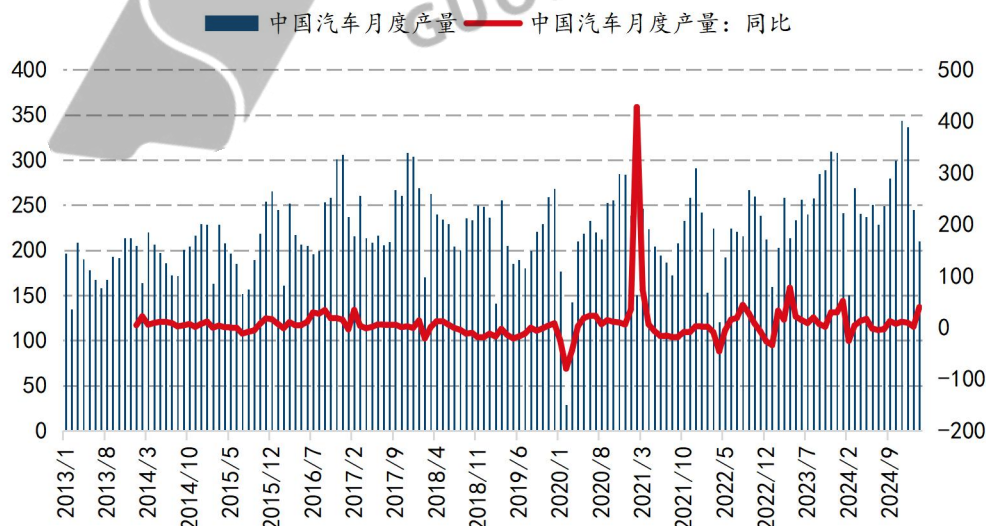
整体来看，汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑，一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外，据中汽协预测，中汽协预计 2025 年乘用车市场销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%；预计商用车市场销量为 400 万辆，同比增长 3.3%；预计新能源汽车销量 1600 万辆，同比增长 24.4%。此外，中汽协预计 2025 年汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。2025 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

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

光伏板块，受到行业政策的影响，在一季度进入了阶段性的“抢装潮”。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。出于保障项目收益的目的，在 4 月 30 日及 5 月 31 日两个重要时间节点到来前，光伏行业开启了一轮“抢装潮”，相关材料价格出现明显上涨，光伏组件价格在连跌 30 个月首次出现上涨，较春节前上涨 20%，光伏铝边框属于光伏组件的辅材环节，在光伏组件中价值占比达 10% 左右，光伏组件需求的大幅回暖带动了工业铝型材的需求。据 SMM 数据，3 月组件排产预计突破 50GW，环比增长超 25%。头部企业如隆基、晶科 3 月排产达 6-6.5GW，而中小厂商开工率不足头部企业的 5%。

但值得注意的是，光伏装机需求在当前窗口期透支过后，光伏装机量预计将出现显著下滑，届时也将使得相应边框用铝的需求减少，因而，2025 年二季度中后期起，光伏板块的用铝需求环比将出现明显回落，同比增速预计也将有下跌，一定程度上造成需求缺口。行业协会预测 2025 年新增装机为 215-255GW，同比 2024 年 (277.57GW) 可能下滑 8%-23%。但机构乐观预测认为，抢装潮可能带动装机量超 300GW。TrendForce 预计 2025 年全球光伏新增装机达 596GW，同比增长 10%，新兴市场（如中东、非洲）成为增长主力。

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。

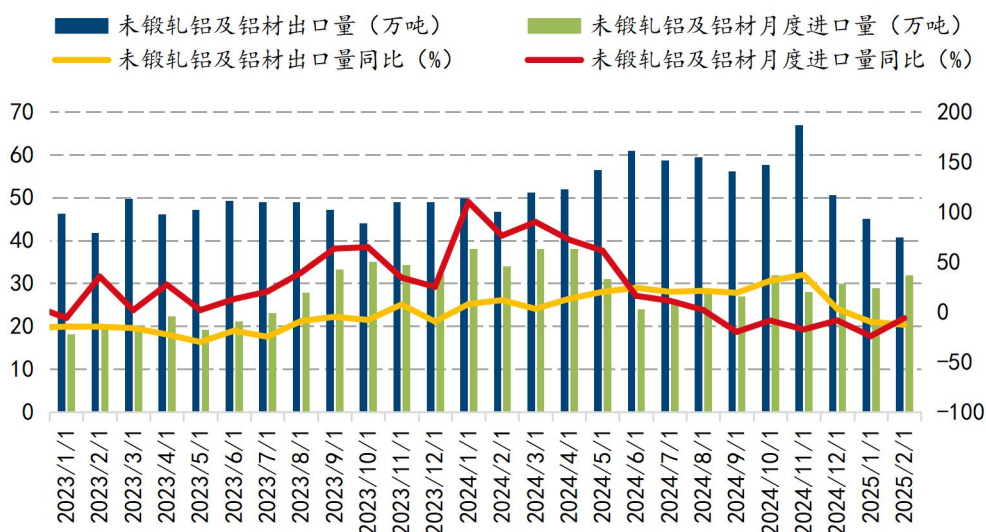
电网投资和建设的增加，将利好铝线缆板块需求，对铝消费形成拉动作用。国家能源局数据显示，2024 年电网工程投资额突破 6083 亿元，同比增幅达 15.2%，创下近年新高。随着 2025 年国网投资规模剑指 6500 亿元历史峰值，特高压领域正成为投资主战场。值得关注的是，在行业整体向好的背景下，铝线缆企业正经历结构性调整——尽管 2024 年特高压导线招标量同比收缩导致年后开工承压，但国网于 2025 年即释放超 20 万吨铝线缆订单，其中特高压工程释放 13 万吨，输变电项目贡献 8 万吨核心订单。

整体而言，2025 年一季度，受到春节假期及需求旺季到来的影响，下游铝加工企业开工率明显先下跌后回升，下游铝加工厂在 2 月中旬元宵节过后基本完成复产，在 3 月进入传统消费旺季，光伏“抢装潮”、电网订单逐渐兑现以及“以旧换新”政策下新能源汽车、家电需求向好，共同对铝需求起到支撑。

## 5. 出口需求延续弱势 修复有待时日

据中国海关总署数据，2025 年 1 月国内为锻轧铝及铝材出口 49 万吨相比去年同期的 55.47 万吨同比下降 11.4%；2 月出口 37 万吨，相比去年同期的 41.1 万吨同比下降 10.6%，月度出口量刷新 2020 年 6 月以来低位；1-2 月累计出口 85.9 万吨，累计同比下降 11%。据海关数据显示，2025 年 1-2 月份国内铝型材（税则号 76041010，76041090，76042100，76042910，76042990）出口量 12.47 万吨，同比下降 27.02%。其中 1 月国内铝型材出口量为 8.52 万吨，环比增长 14.94%，同比下降 21.31%；2 月国内铝型材出口量为 3.96 万吨，环比减少 53.52%，同比减少 36.82%。受到我国取消铝材出口退税政策执行的影响，下游铝材出口需求的负反馈仍在延续，出口量继续下滑，叠加特朗普对进口铝征收 25% 关税政策也在 3 月 12 日起正式实施，预计 3 月出口量将延续下跌。

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

展望二季度，供应过剩逻辑主导下，预计氧化铝期货将承压运行，延续背靠成本的震荡走势，底部价格将随成本动态变化，关注亏损压力下，氧化铝产能的运行情况、新产能投产节奏，以及期货持仓变化对于价格的影响，建议短线操作。预计沪铝呈现箱体震荡，二季度价格区间看向19000-23000元/吨，节奏上或呈现出前高后低，谨防冲高回落风险。

宏观方面，4月后，或将进入美国新一轮关税政策调整的集中爆发期，政策将对全球范围内各类大宗商品及其终端产成品的贸易流向、运输成本等产生直接影响，在短期内对价格产生利多影响，而后会加剧市场对于通胀、需求下降和经济衰退的担忧。而政策的落地节奏、推行程度，以及国家间博弈带来的政策多变性都将使得市场情绪及交易逻辑产生变化，放大价格的波动性。

氧化铝方面，成本及利润方面，二季度氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，存在下降空间，二季度后期或逐渐企稳并小幅上涨，供应过剩压力下，氧化铝行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，在未有大规模减产出现的情况下，亏损范围可能会进一步扩大。原料供应方面，4月几内亚铝土矿出港量有望继续上升，且考虑到5-6月几内亚将再度迎来雨季，下游或在4月进行囤货，而5-6月起，受到雨季影响，几内亚铝土矿的开采及发运量都将受到一定影响，出现边际下滑。澳大利亚雨季逐渐结束，其发运量将出现回升。另外，国内矿石仍在政策等因素限制下，复产缓慢，产量预计难有明显增长。总体来说，铝土矿供应量预计持续增加，后续关注几内亚新矿山的出矿量。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能的释放，使得市场对于未来供应增加的预期仍然较强，预计二季度仍将有520万吨左右的新产能释放，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。考虑到二季度海外氧化铝供应将有增加，且国内氧化铝供应增量也较为可观，内外价差难有进一步扩大的驱动力，氧化铝出口需求预计有所下降。

整体而言，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，但大规模减产并未发生，基本面缺乏较强的向上反弹驱动力。未来，关注亏损压力下，氧化铝产能的运行情况及新产能投产节奏，预计氧化铝期货将承压运行，延续背靠成本的震荡走势，成本松动可能打开价格下行空间，但需警惕高成本产能退出对价格的阶段性托底作用，关注期货持仓变化对于价格的影响，建议短线操作。

电解铝方面，2025 年 2 月以来特朗普政府对进口铝加征 25%关税政策的直接冲击和定价影响已在前期被市场消化，二季度而言，海外宏观层面上，铝价的核心矛盾或将转向三大间接传导路径：一是关税政策的潜在调整可能引发的市场情绪波动；二是全球经济衰退预期对铝终端需求的压制效应；三是美联储货币政策导向下，资金在大类资产间的再配置对铝金融属性的边际扰动。需警惕上述因素通过预期差与流动性渠道对铝价形成的非线性冲击。国内则聚焦于终端消费利好政策的落地效果。

产业基本面上，目前国内电解铝产能开工率已接近峰值，二季度云南进入丰水期，整体供应能力预计继续维持在历史同期较高水平。站在当下的国内消费旺季之中，4-5 月铝传统消费旺季的延续，铝锭库存预计持续去库，库存去化及旺季需求兑现的逻辑仍将在 4-5 月从基本面给予铝价支撑。但考虑到铝棒加工费持续低迷下，棒厂的减产影响或使铸锭量出现边际增加，叠加旺季消费预期兑现的不确定性，后续铝锭去库的速度可能有所放缓。进入 6 月后逐渐转入淡季，且光伏“抢装潮”过后也将带来需求缺口，铝锭去库将再度受到阻力。此外，出口需求短期内难以修复，二季度仍将对整体需求形成拖累。成本利润方面，煤炭迎来需求淡季，西南地区逐渐转入丰水期，水电价格进入全年低值区间，氧化铝价格难有大幅反弹空间，电解铝冶炼成本预计仍有一定下移空间。二季度铝价或呈现‘旺季支撑-淡季预期压制’的高位震荡格局，电解铝行业利润有望维持在 3000 元/吨附近的较高水平。

整体而言，站在当下的国内消费旺季之中，库存去化及旺季需求兑现的逻辑仍将在 4-5 月从基本面给予铝价支撑，资金基于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，后期面临淡季需求回落以及政策预期差的风险。预计沪铝呈现箱体震荡，二季度价格区间看向 19000-23000 元/吨，节奏上或呈现出前高后低，谨防冲高回落风险。

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。