

## 国信期货有色（铝、氧化铝）月报 202505

## 铝、氧化铝

## 供应过剩预期限制氧化铝反弹空间 沪铝等待新一轮宏观指引

2025 年 4 月 27 日

## ● 主要结论

氧化铝方面，成本利润端，未来 5 月氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，矿价预计在上下游博弈中承压下行，但空间有限。供应过剩压力下，成本降低所挤让出的利润预计难以保留，长期来看氧化铝行业盈利能力仍不容乐观，大部分企业将面临扩损压力，行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，若 5 月累积减产规模扩大，进一步推动氧化铝价格反弹，行业亏损压力有望出现阶段性缓解。供应端，减产、复产与新产能释放并行的局面预计有所持续，氧化铝未来整体供应增量可观，奠定了中长期供应过剩的预期，不确定性在于当前氧化铝行业低利润情况下，新产能释放的节奏是否有所推迟，以及高成本产区的减产规模是否进一步扩大，需要持续关注高成本产区的产能运行情况以及新投产产能的释放速度，以防出现过大的预期差风险。需求方面将受到出口需求走弱的影响，出现边际下滑。

国信期货交易咨询业务资格  
证监许可【2012】116 号

整体而言，成本支撑、阶段性减产规模扩大将给予氧化铝价格短期内的反弹动力，但在供应预期增量可观，国内需求稳定，出口需求边际走弱的情况下，中长期氧化铝仍将呈现供需过剩的局面，使得氧化铝现货及期货价格承压。预计氧化铝延续箱体震荡，价格区间看向 2700-3200 元/吨，短线操作。

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

电解铝方面，美国关税政策正处于博弈的窗口阶段，政策的最终推行范围、影响程度仍存在诸多不确定性，预期差不断变化下，市场避险情绪以及价格波动性将维持在高位，但关税政策将导致的贸易成本增加、需求下降等负面影响较为确定，从而中长期对整体有色金属价格形成压制。基本面而言，成本利润方面，电解铝冶炼成本或窄幅波动，现阶段成本对于铝价的影响较弱，电解铝行业利润有望维持在 3000 元/吨以上的较高水平。供应端在云南丰水期以及行业高盈利水平下，将稳定保持较强的供应能力。需求方面，提振内需的总基调下，宏观政策利好政策将支撑终端用铝需求，中长期将给予铝消费支撑，但中期来看，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，预计整体需求将逐渐转弱，关注未来 5 月国内利好政策是否能给予 5 月需求支撑。在需求的边际走弱下，铝锭的去库速度或逐渐趋缓，但高铝水比下铸锭量的降低，仍将支撑铝锭库存呈现去化，但库存去化力度的减弱，将使其对于铝价的支撑力度将有削弱。

## 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，有色金属市场正处于“黑天鹅冲击”与“灰犀牛风险”的共振期，贸易战引发的短期情绪冲击后，国内低库存、政策托底的产业韧性与资源品长期稀缺性将限制下行空间，5 月面临需求端向淡季过渡的风险，关注国内宏观利好政策预期对于价格的影响，以及对于需求的阶段性支撑效果。预计沪铝震荡偏强运行，价格区间看向 19000-21000 元/吨，把握恐慌情绪释放后的结构性机会，重点关注政策预期差与产业基本面变化信号。

风险提示：关税政策变化、宏观政策不及预期、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：探底后反弹

进入4月，氧化铝向下探底，触及近一年内的低位 2663 元/吨后，逐渐向上反弹，但反弹高度整体有限。

具体而言，4月1日-8日氧化铝期价连续阴跌，并不断下破年内低位。在触及阶段性低位后，4月9日开始向上反弹，主因氧化铝期价持续下破至低位后，供应端的减产及矿端的潜在风险使得期价获得一定反弹动力。然而，阶段性的减产仍未能改变氧化铝供应过剩的预期，氧化铝价格的反弹高度也一再受到压制。

截至4月25日收盘，氧化铝主力合约 2509 报收 2846 元/吨，较3月31日下跌 3.07%。

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：宏观冲击，重心下移

进入4月，特朗普关税政策持续升级且不断调整，关税政策预期差显著影响着金融市场情绪与各类资产的价格走势。在超预期的关税政策出台后，有色市场一度出现暴跌，而在特朗普宣布延迟对部分国家征收对等关税后，有色市场整体向上反弹修复。铝价的波动也围绕关税政策的变化展开，并在此轮关税政策

的冲击下，显示出了一定的抗跌性，铝价在4月7日短暂触及年内低位19000元/吨后，价格重心逐渐回升，并围绕19500元/吨上下震荡。随着宏观情绪的持续缓和，月末铝价再度站上两万大关。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

截至4月25日收盘，沪铝主力合约2506报收20030元/吨，较3月31日下跌2.2%。

图：伦铝（电子盘）日K线图



数据来源：博易云 国信期货

4月以来，外盘铝价先抑后扬，截至4月25日下午收盘，暂报2468美元/吨。

## 二、宏观热点追踪

### 1. 降息路径受关税政策冲击 特朗普不断施压美联储

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。

北京时间4月10日晚间，美国劳工统计局公布了3月消费者价格指数（CPI）报告，其中显示，美国

3月CPI同比增长2.4%，较上月2.8%水平显著回落，创半年低位，低于市场预估的2.6%；3月CPI环比下降0.1%，创2020年5月以来最低水平，大幅低于市场预估（增长0.1%），前值为增长0.2%。报告显示，美国3月核心CPI同比增长2.8%，连续第二个月回落，创2021年3月以来最低水平，低于市场预估的3.0%，前值为3.1%；美国3月核心CPI环比增长0.1%，创2024年6月以来新低，亦低于市场预估的0.3%，前值为0.2%。然而，华尔街分析警告称，3月的CPI数据可能是未来几个月最后一份相对温和的通胀报告。随着关税政策全面实施，美国通胀数据可能面临巨大的上行压力。太平洋投资管理公司（Pimco）测算显示，每1%关税增幅将造成美国0.1%GDP损失，同时以约同等速度推升通胀。在美国3月CPI数据发布后，交易员加大了对美联储在年底前降息整整一个百分点的押注，市场几乎完全定价美联储6月降息。

然而，虽然市场加大了对美联储降息的押注，但美联储多位官员密集发声，强调控制通胀是首要任务，警惕关税可能引发持久性价格压力，并暗示短期内不急于降息。4月17日凌晨美联储主席鲍威尔发表“不救市、不降息”的强硬表态后，市场对滞胀风险的担忧迅速升温。17日，特朗普对鲍威尔施压，称可立即让鲍威尔走人，要求美联储立即降息，随后当地时间4月18日，美国总统特朗普在白宫发表讲话，重申美联储主席鲍威尔应该降低利率，特朗普已连续两日就降息向鲍威尔施压。

目前来看，特朗普解雇鲍威尔的可能性较为渺茫，市场也普遍预计，年内降息仍是美联储的选项，但降息的路径将很大程度上受到关税政策冲击的影响。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. 特朗普对等关税政策来袭 多变之下不确定性持续笼罩市场

4月，特朗普新一轮更为全面、影响范围更广的关税政策出台，政策力度超过市场预期，一时间对市场造成较大负面冲击，有色等大宗商品遭受抛售潮，铝价重心也出现明显下挫。

美国时间4月2日下午4点特朗普宣布对等关税相关政策并签署总统行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税，其中针对中国的关税征收或达到34%，高于欧盟、日本、韩国及印度。随后4月4日，中方宣布一揽子政策，坚决反制美国加征的“对等关税”，中方强势宣布，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。全球贸易战再度升级，市场避险情绪进一步加剧，全面转向需求下降担忧及滞胀的预期交易。作为全球工业经济的“晴雨表”，有色金属市场首当其冲，铜、铝等品种价格剧烈波动，沪铜更于节后首日开盘触及跌停。

但随后，特朗普再度宣布对不反制的国家的对等关税推迟90天，并宣布联邦政府已同意对智能手机、电脑、芯片等电子产品免除所谓“对等关税”。但与此同时，中国并不在暂停征收关税的国家之列，中美之间针对关税政策的对峙持续升级，4月11日，中国宣布自2025年4月12日起，将美国进口商品的关税由84%提高至125%，且表明如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。白宫于当地时间4月15日宣布：由于中国采取报复性措施，中国输往美国的商品现面临最高达245%的关税。值得注意的是，此前钢铝、汽车等已落地25%关税税率的行业不受此政令的影响。另外铜、药品、半导体、木材、部分关键金属与能源产品也被排除在对等关税框架外，针对上述行业的更高关税政策仍悬而未决。

关税政策加码导致的全球需求下降和经济发展增速放缓担忧，是此轮商品价格出现暴跌的主要交易逻辑。特朗普此次系列关税政策影响范围广、幅度大，目前，正处于政策博弈的窗口期，各国采取了不同措施予以应对，其中，中美关税对峙持续升级，美国与欧盟的贸易谈判进展甚微，越南则向美国提出了免除

关税的承诺。未来，各国会以何种政策反击，在博弈过程中特朗普的关税政策是否能够顺利推行，若再度出现国家间关税征收分化加剧的现象，将造成商品价格价差出现异动，进一步改变资源的贸易流向，形成地区间的不平衡。都将给予市场预期交易的机会，市场情绪反复将使得有色板块波动性持续维持在较高水平。

相较于其他国家，中国出口至美国的商品面临着更高的关税壁垒，且当前中美之间的关税政策对峙也逐渐进入“白热化”阶段，在诸多不确定性之中，我国未来出口需求的边际下滑较为确定。据中国海关统计，2024年，中国共出口铝及其制品991万吨，同比增长16.8%，创历史新高；出口总额395.6亿美元，同比增长13.3%。其中，对美国出口量78.8万吨，占比7.96%，出口金额42.32亿美元，占比10.7%，美国仍然是中国铝及其制品出口的最大市场。并且，由于政策覆盖国家范围较为全面，除了直接对美出口需求受抑，诸如铝材等部分铝制品经由越南等第三国出口的转口贸易也将受到负面影响。叠加我国自2024年实施的取消铝材出口退税政策，未来出口需求仍将呈现弱势。海关总署最新数据显示，2025年3月，中国出口未锻轧铝及铝材50.6万吨；1-3月累计出口136.5万吨，同比下降7.6%，出口需求的下降将对外贸型企业产生较大影响，并使得国内铝材供应出现过剩，从而加大铝产业链下游企业的生产经营压力。短至中期来看，出口需求的减少不可避免，所造成的需求缺口或更多依靠内需来消化。

展望后市，关税政策对于铝价的影响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，3月份，制造业采购经理指数(PMI)为50.5%，比上月上升0.3个百分点，制造业景气水平继续回升。3月份，非制造业商务活动指数为50.8%，比上月上升0.4个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。分行业看，建筑业商务活动指数为53.4%，比上月上升0.7个百分点；服务业商务活动指数为50.3%，比上月上升0.3个百分点。从行业看，水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间；餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均低于临界点。3月份，综合PMI产出指数为51.4%，比上月上升0.3个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。

据国家统计局，2025年3月份，全国居民消费价格同比下降0.1%。其中，城市下降0.1%，农村下降0.3%；食品价格下降1.4%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨0.3%。1—3月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。3月份，全国居民消费价格环比下降0.4%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.3%；食品价格下降1.4%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.4%，服务价格下降0.4%。2025年3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降2.4%，环比下降0.2%。一季度，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降2.3%。

中国人民银行统计数据显示，2025年3月末，广义货币(M2)余额326.06万亿元，同比增长7%；狭义货币(M1)余额113.49万亿元，同比增长1.6%。一季度人民币贷款增加9.78万亿元；一季度社会融资规模增量累计为15.18万亿元，比上年同期多2.37万亿元。

国家统计局数据显示，3月份，社会消费品零售总额40940亿元，同比增长5.9%。其中，除汽车以外

的消费品零售额 36610 亿元，增长 6.0%。1—3 月份，社会消费品零售总额 124671 亿元，同比增长 4.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 113434 亿元，增长 5.1%。

国家统计局数据显示，3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.7%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.44%。1—3 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%。分行业看，3 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。其中，有色金属冶炼和压延加工业增长 6.5%，汽车制造业增长 11.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 19.0%，电气机械和器材制造业增长 13.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.1%，电力、热力生产和供应业增长 3.3%。

国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增加值 11713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111903 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 195142 亿元，增长 5.3%。

进出口方面，根据海关总署公布的数据，以美元计价，2025 年 3 月出口额同比增长 12.4%，比 1-2 月累计同比增速加快 10.1 个百分点；3 月进口额同比下降 4.3%，比 1-2 月累计同比降幅收窄 4.1 个百分点。

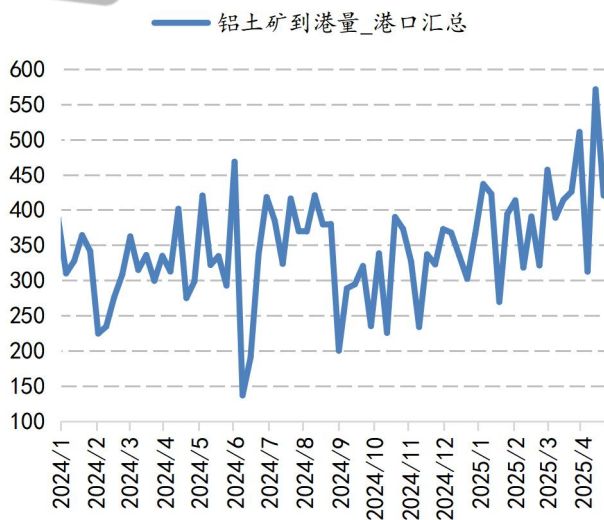
### 三、铝市分析

#### （一）氧化铝

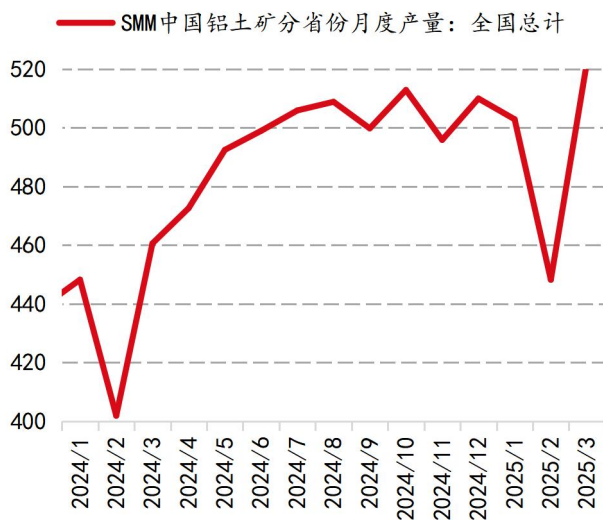
##### 1. 一季度几内亚铝土矿进口量增长明显 整体矿石供应量增加

3-4 月以来，整体铝土矿供应量继续增加。其中，3 月国内铝土矿产量也出现明显增长，达到 522 万吨。4 月铝土矿到港量依然保持上升趋势，月内，周度到港量一度达到 570 万吨，创年内新高。

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

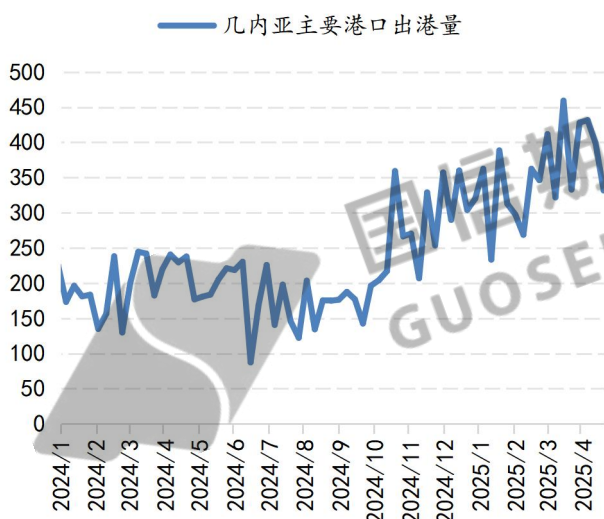
数据来源：SMM 国信期货

根据最新海关总署公布数据, 2025 年 3 月中国铝矿砂及其精矿进口量延续高增长, 3 月进口 1647 万吨, 同比增 39.1%, 一季度累计进口 4707 万吨, 增幅近 30%。其中, 3 月份, 中国自几内亚进口 1299.9 万吨, 环比增加 21.16%, 同比增加 47.73%, 单月进口量创历史新高。3 月份, 中国自澳大利亚进口铝土矿 253.5 万吨, 环比回升 7.3%, 同比增加 2.2%。2025 年 3 月中国自圭亚那、土耳其、马来西亚、老挝、加纳、黑山、所罗门群岛、巴基斯坦等国家进口铝土矿累计达 93.1 万吨, 同比增加 66.1%, 占进口总量的 6.11%。

4 月内, 据阿拉丁(ALD)综合海外消息了解, 几内亚制止经济和金融犯罪法庭调查分庭下令 AGB2A-GIC 公司及其分包商(包括中资公司)立即停止工作, 矿端出现潜在供应干扰风险, 一度给予氧化铝期价支撑, 但事态整体影响有限, 未对铝土矿整体的发运情况造成明显冲击。且至 4 月底, 该企业的出矿暂停问题已有解决方案, 法院判定结果初步公布, 预计将逐渐恢复装运。

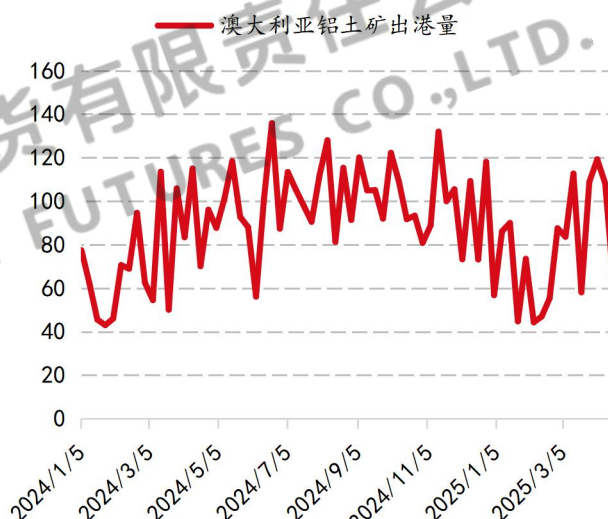
4-5 月仍处于几内亚的旱季, 为铝土矿的发运高峰, 因而未来 5-6 月的到港量预计仍将有增加。此外, 随着澳大利亚雨季影响减弱, 其铝土矿发运量也逐渐回升, 未来中国自澳大利亚进口的铝土矿预计也将有所增加。

图: 几内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

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

整体而言, 原料供应方面, 5 月几内亚铝土矿出港量有望继续上升, 且考虑到后续几内亚将再度迎来雨季, 下游逐渐出现提前囤货行为, 未来 5 月我国自几内亚的铝土矿进口量预计进一步增加, 澳大利亚雨季影响逐渐结束, 其发运量也将出现回升。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。

## 2. 行业亏损扩大 盈利能力恢复更多倚靠供应端调节

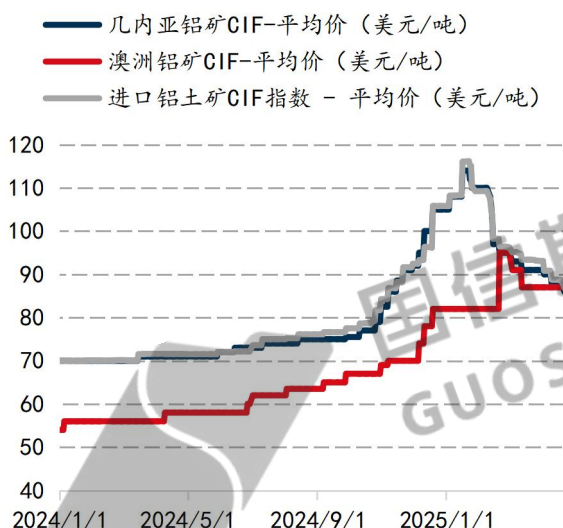
自氧化铝价格进入下跌周期后, 成本对于价格的支撑作用进一步凸显。4 月以来, 氧化铝成本继续下行, 但仍不及价格跌速, 氧化铝现货价格进一步跌破行业平均完全成本线, 部分地区已亏损现金成本, 4

月中下旬，在亏损范围进一步扩大的压力之下，减产及成本支撑再度阻挡了氧化铝价格的跌势。

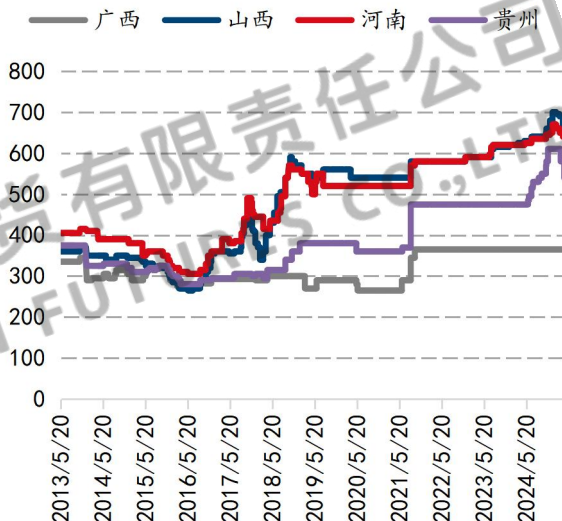
据 SMM 数据，截至 4 月 22 日，4 月氧化铝行业平均完全成本为 3126 元/吨，较 3 月下降约 105 元/吨，主因铝土矿价格下降，4 月行业平均亏损约 199 元/吨，行业亏损范围扩大，程度加深。

具体而言，用矿成本延续下降，降幅有所收窄，但依旧是氧化铝成本下行的主要推动力。据 SMM 数据，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，据 SMM 数据，截至 4 月 21 日，几内亚 CIF 均价自 91 美元/吨降至 86 美元/吨，澳洲铝矿 CIF 均价维持于 87 美元/吨，进口铝土矿 CIF 均价自 93 美元/吨降至 86 美元/吨左右。国产铝土矿价格稳中有降，据 SMM 数据，4 月以来，河南及贵州地区铝土矿价格分别下跌 10 元/吨和 40 元/吨，广西及山西地区矿石价格持稳。

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）



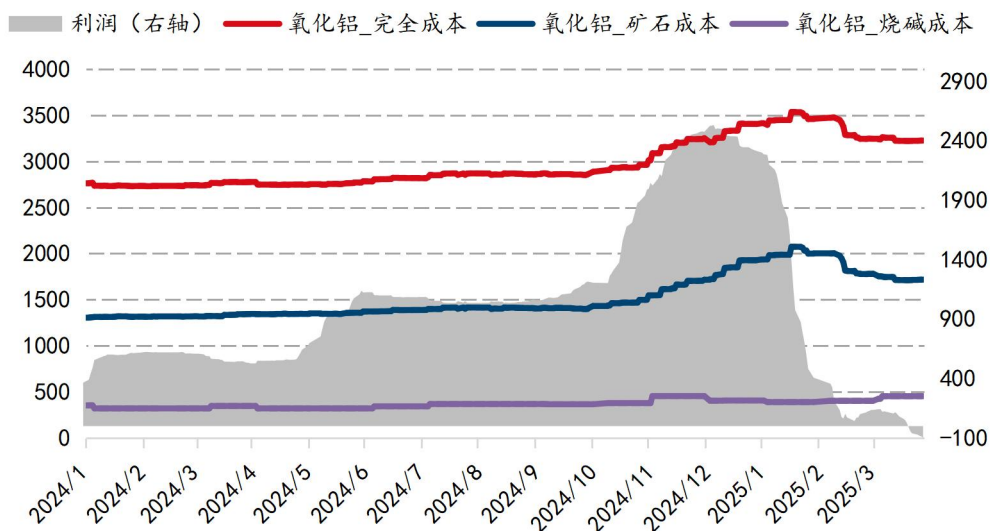
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

月内，烧碱成本下降约 50 元/吨。由于烧碱整体下游需求有所走弱，价格呈现偏弱运行。山东地区主要氧化铝厂家采购 32%离子膜碱自 4 月 13 日起价格下调 15 元/吨，执行出厂 725 元/，非铝需求也略有下降。考虑到氧化铝亏损现状下的边际减产，以及烧碱其他下游需求的疲态，补库需求难以支撑价格强势反弹，未来烧碱价格预计易跌难涨。

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，山西及河南整体成本水平依然较高，使用广西及贵州矿石的氧化铝产能生产成本相对降低，因而迫于成本压力导致停产的产能更多集中于山西、河南地区。

图：氧化铝成本及利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

行业亏损压力之下，氧化铝厂对于原材料铝土矿的压价心态愈加强烈，考虑到目前铝土矿供应量的增加趋势，以及氧化铝新产能释放的需求预期，氧化铝企业和铝土矿供应商处于僵持阶段，矿石价格在博弈之下预计承压运行，有进一步下跌的可能，但下行空间有限。由于烧碱下游补库带来的阶段性去库，烧碱价格或出现短期企稳反弹，但由于其在氧化铝成本中所占比重较小，对于整体成本的影响或较为有限。此外，由于氧化铝全年供应过剩的预期较为强烈，施压于价格，成本降低所挤让出的利润预计难以保留，长期来看氧化铝行业盈利能力仍不容乐观，大部分企业将面临扩损压力。

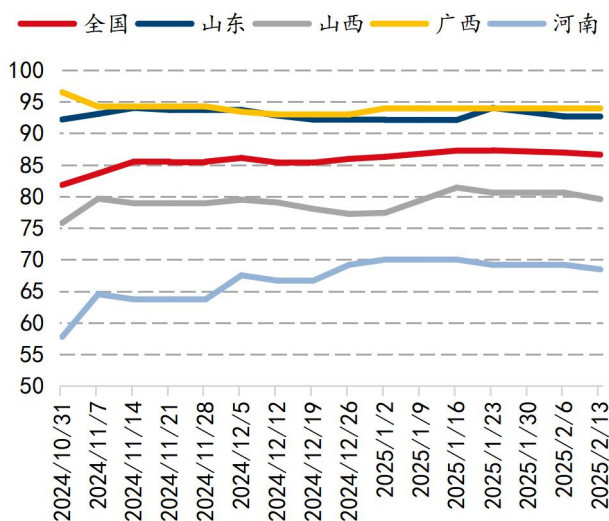
整体而言，未来5月氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，存在下降空间，供应过剩压力下，氧化铝行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，若5月累积减产规模扩大，进一步推动氧化铝价格反弹，行业亏损压力有望出现阶段性缓解。

### 3. 减产规模有所扩大 中长期供应过剩预期不改

月内，氧化铝减产、复产、新产能释放并存，其中，减产规模较前期有所扩大，给予期价反弹动力，并逐渐缓解了现货市场的看空情绪。但新产能持续释放下，中长期供应过剩的预期并未发生改变，对价格反弹高度形成压制。

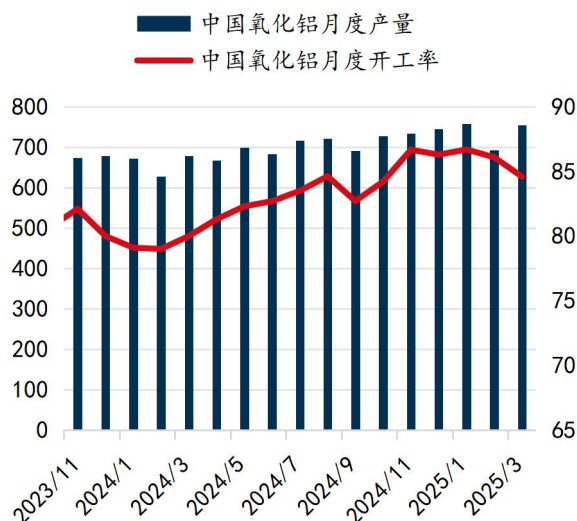
国内方面，据SMM数据，截至3月底，全国建成氧化铝产能10502万吨，3月整体开工率降至84%左右，较2月下降2%，运行产能约8821万吨。从4月周度产能开工率来看，截至4月24日，全国氧化铝产能周度开工率为77.7%，月内氧化铝周度产能开工率持续下降。产量方面，国家统计局数据显示，2025年3月中国氧化铝产量747.5万吨，同比增长10.3%；1-3月累计产量2259.6万吨，同比增长12.0%。由于开工率下降，预计4月国内氧化铝产量环比将有小幅下降。

图：氧化铝周度产能开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝月度产量及开工率（万吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

由于前期减产规模相对较小，且仅影响短期产量，而一季度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，因而减产对氧化铝价格的支撑并不明显，更多是成本支撑限制了价格的跌幅。而进入4月以来，随着氧化铝价格持续下行，行业亏损范围扩大，亏损时间持续，供应端检修停产的消息络绎不绝，且呈现出影响产能规模扩大的特点，期间，北方产区陆续出现减产产能涉及百万吨级，影响周期在15天左右的情况，阶段内的集中性减产，使得期、现市场的看空情绪出现一定缓和。但另一方面，4月内，复产与新产能的释放也仍在同时进行中，一定程度上对冲了减产带来的干扰。

海外方面，百川盈孚统计，2025年3月全球（除中国）氧化铝产量为482.1万吨，同比减少3.66%，环比增加11.44%，截至2025年3月底，全球（除中国）氧化铝建成产能为8815万吨，开工产能6655万吨，开工率为75.50%，预计2025年4月全球（除中国）氧化铝产量为471.3万吨。

就未来而言，减产、复产与新产能释放并行的局面预计有所持续。首先，整体二季度共有约520万吨具备显著成本优势的新产能待释放，目前进口矿石供应宽松，足以支持产能的释放，不确定性在于当前氧化铝行业低利润情况下，产能释放的节奏是否有所推迟。另外，海外澳洲与印度仍有减产产能待复产。氧化铝未来整体供应增量可观，奠定了中长期供应过剩的预期。其次，过剩预期的中长期压制下，氧化铝行业的亏损现状难有根本性扭转，尤其是使用进口矿的高成本产区，未来仍有迫于亏损压力而减产的可能。整体来说，在价格承压，行业亏损的压力下，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

氧化铝的国内需求整体较为稳定，出口需求出现边际走弱。

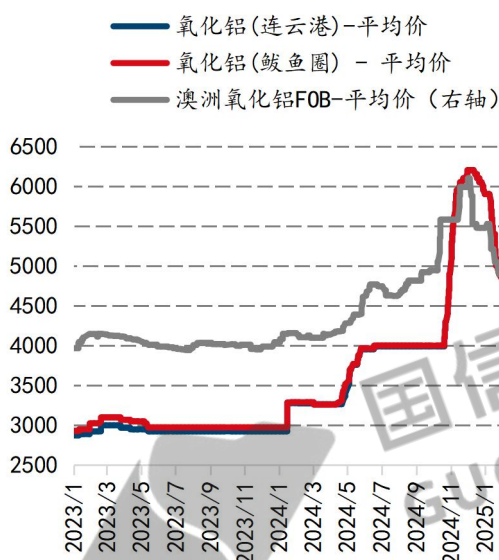
国内需求来看，月内下游电解铝产能维持稳定运行，国家统计局数据显示，3月电解铝产量374.6万

吨，同比增长 4.4；1-3 月累计产量 1106.6 万吨，同比增长 3.2%。

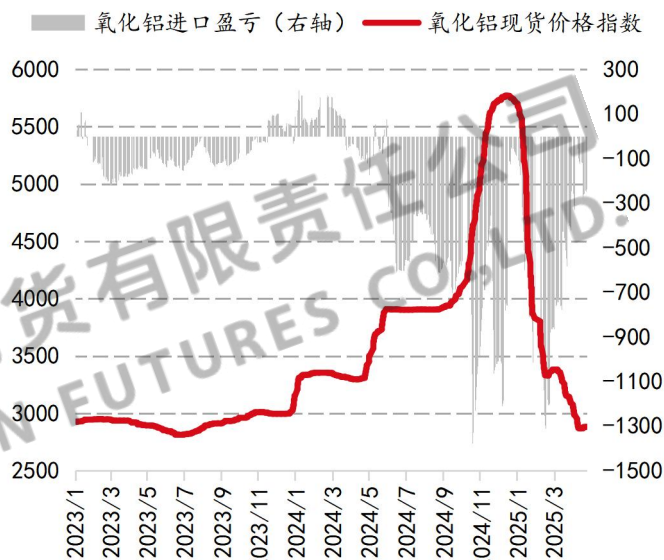
出口需求则在海外供应增加，价格下跌，氧化铝内外价差收窄的情况下，出现走弱趋势较为明确。一季度以来，印尼两家新投工厂释放，带动海外氧化铝产量增加，海外市场成交价格进一步下跌，4 月以来，海外市场氧化铝价格继续下跌，至 4 月下半旬出现小幅反弹。据 SMM 数据，截至 4 月 23 日，澳洲氧化铝 FOB 均价为 348 美元/吨，较 3 月底下跌 29 美元/吨，内外价差收窄至 200 元/吨附近，继 3 月后，4 月氧化铝进口及出口窗口仍继续处于关闭状态。据海关总署数据显示，中国 3 月份氧化铝出口 30 万吨，同比增 105.9%；1-3 月累计氧化铝出口 70 万吨，同比增 66.4%，由于出口数据有一定滞后性，暂未能反映出口需求的走弱，预计未来出口数据将逐渐下滑。

图：进口氧化铝价格（元/吨）

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）



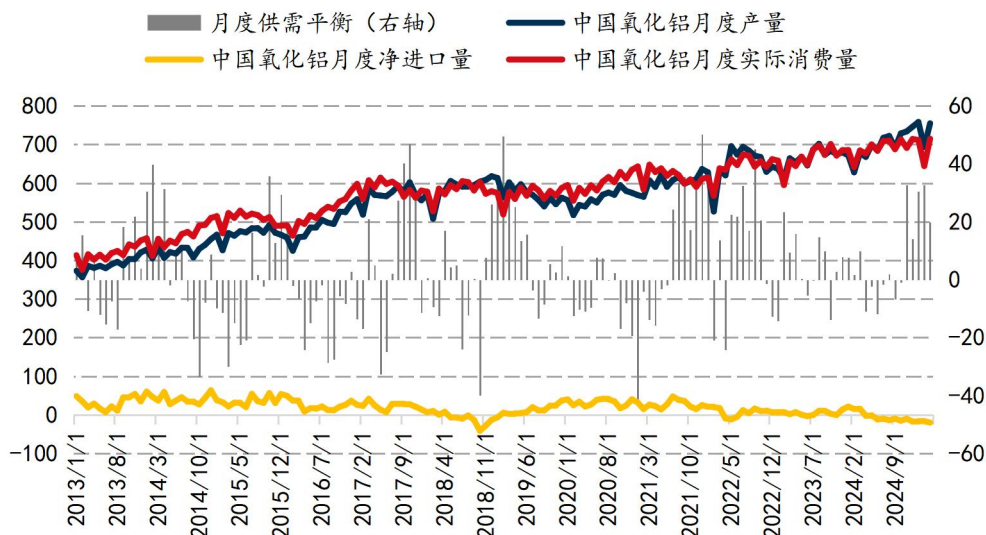
数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

从氧化铝的整体供需平衡来看，截至 2025 年 3 月底，氧化铝已经连续五个月出现过剩。在供应预期增量可观，国内需求稳定，出口需求边际走弱的情况下，预计未来氧化铝仍将呈现供需过剩的局面。

图：氧化铝月度供需平衡（万吨/月）

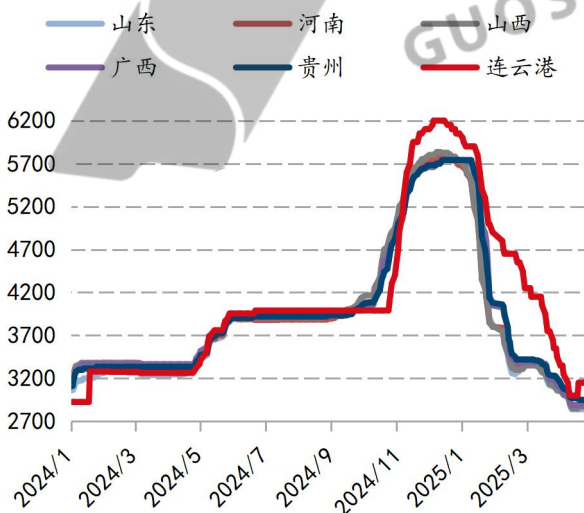


数据来源：SMM 国信期货

## 5. 现货市场看空情绪稍有缓和 现货价格反弹

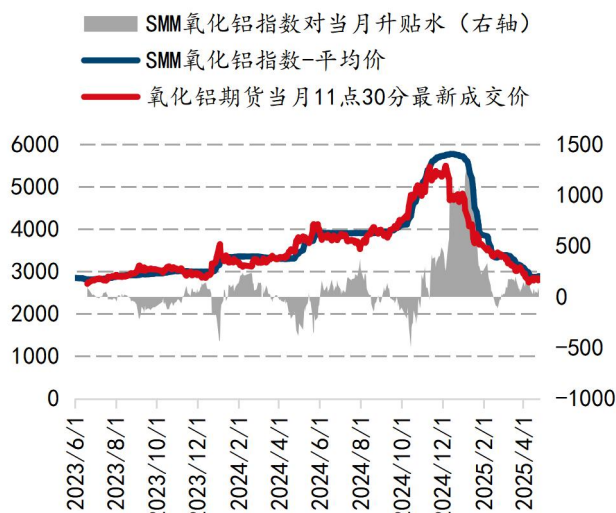
4月，氧化铝现货市场整体仍在悲观情绪的主导下，情绪的缓和及现货价格的反弹均滞后于期货市场的变化。

图：各地氧化铝现货价格（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

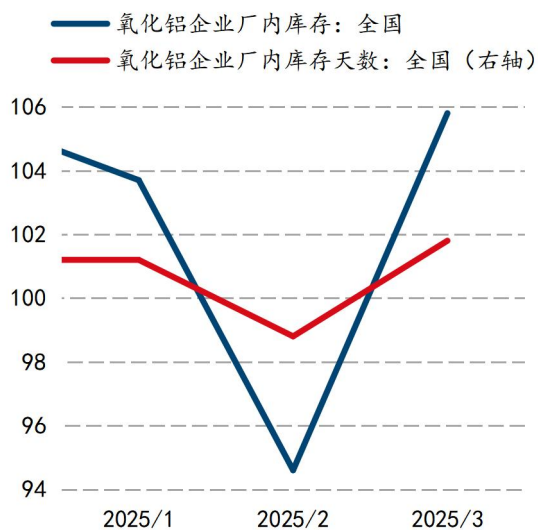
图：氧化铝期现价走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

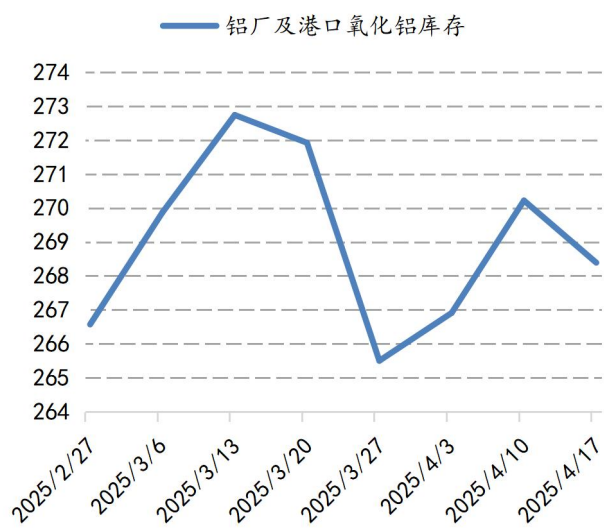
现货价格的反弹开始于4月中下旬，主要受到亏损压力下，阶段性集中减产规模扩大的影响，山西及河南市场看空情绪有所缓和，逐渐出现升水成交，带动现货均价反弹，随后山东产区成交价格也出现回弹。截至4月24日，贵州及广西产区的价格暂未有回暖。据SMM数据，截至4月24日，氧化铝现货价格为2891.64元/吨，4月氧化铝现货平均价格为2920元/吨，较3月均价下跌约10%，目前基差水平处于正常区间。

图：氧化铝企业库存（万吨/月，天）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝厂及港口氧化铝库存（万吨/周）

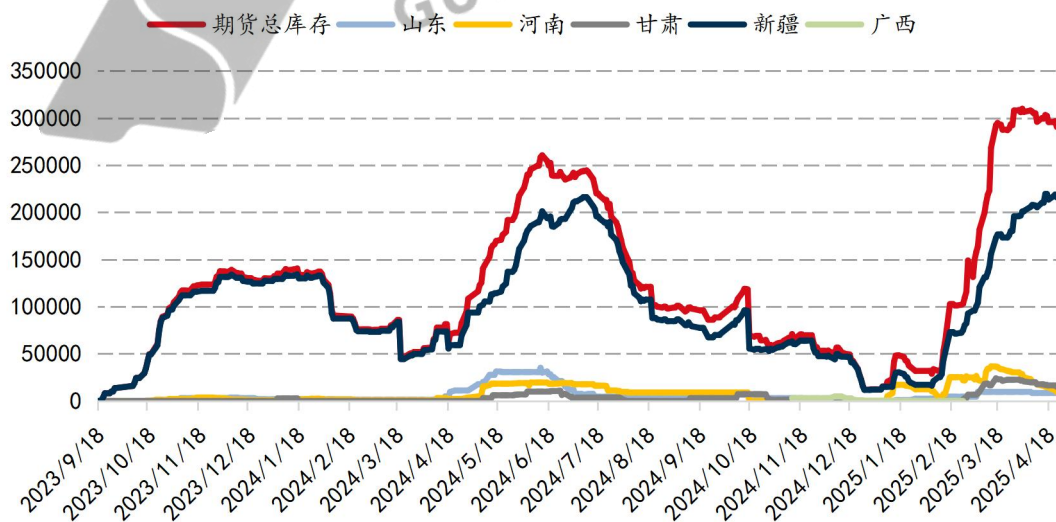


数据来源：SMM 国信期货

就未来而言，短期内北方产区的集中性规模减产，将影响阶段内的氧化铝产量，从而提振市场信心，使得区域内成交价格出现反弹，南方产区暂无明显供应影响下，价格趋于稳定。考虑到中长期供应增加的预期，预计现货价格的反弹空间也较为有限，关注南北价差变化。

## 6. 氧化铝期货库存居于较高位

图：SHFE 氧化铝期货库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

4月以来，氧化铝期货总库存于20-30万吨区间震荡，处于历史较高水平。

展望后市，成本利润方面，未来5月氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，矿价预计在上下游博弈中承压下行，但空间有限。供应过剩压力下，成本降低所挤让出的利润预计难以保留，长期来看氧化铝行

业盈利能力仍不容乐观，大部分企业将面临扩损压力，行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，若5月累积减产规模扩大，进一步推动氧化铝价格反弹，行业亏损压力有望出现阶段性缓解。供应端，减产、复产与新产能释放并行的局面预计有所持续，氧化铝未来整体供应增量可观，奠定了中长期供应过剩的预期，不确定性在于当前氧化铝行业低利润情况下，新产能释放的节奏是否有所推迟，以及高成本产区的减产规模是否进一步扩大，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。需求方面将受到出口需求走弱的影响，出现边际下滑。

整体而言，成本支撑、阶段性减产规模扩大将给予氧化铝价格短期内的反弹动力，但在供应预期增量可观，国内需求稳定，出口需求边际走弱的情况下，中长期氧化铝仍将呈现供需过剩的局面，使得氧化铝现货及期货价格承压。预计氧化铝延续箱体震荡，价格区间看向2700-3200元/吨，短线操作。

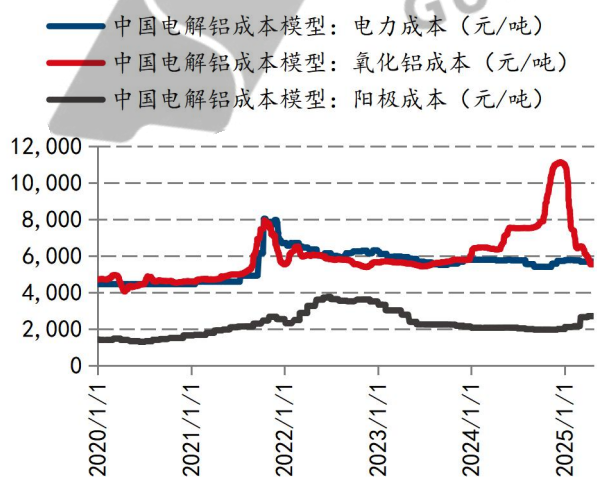
## （二）铝

### 1. 铝冶炼成本延续下行 行业维持高盈利能力

4月以来，氧化铝价格再度下跌，叠加电力成本下行，电解铝冶炼成本随之下移，宏观冲击下，铝价重心下挫，使得行业平均利润也有所收窄，但电解铝环节的盈利能力仍然处于较高水平。

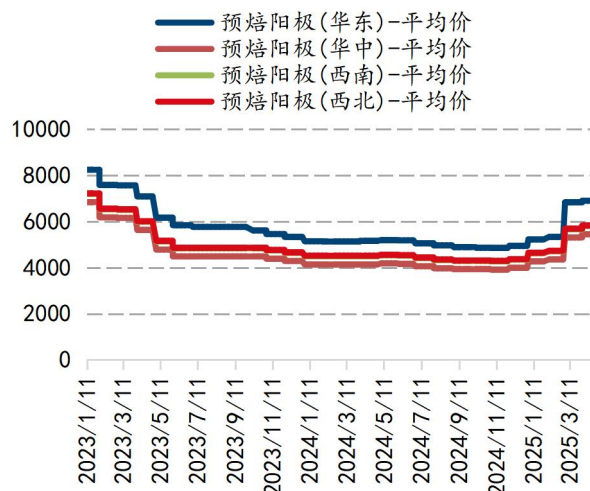
据SMM数据，截至4月23日，电解铝平均成本约16562元/吨，4月平均成本为16644元/吨，较3月17213元/吨下跌约3.3%。其中，氧化铝成本本月内下跌6%左右，在电解铝整体成本中的占比再度下降3%至33%左右。截至4月23日，4月电解铝行业平均利润为3287元/吨，较3月下跌6.6%。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）



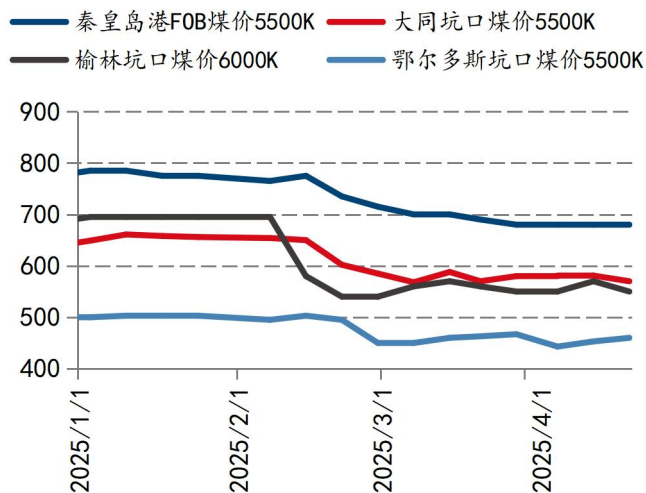
数据来源：SMM 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）

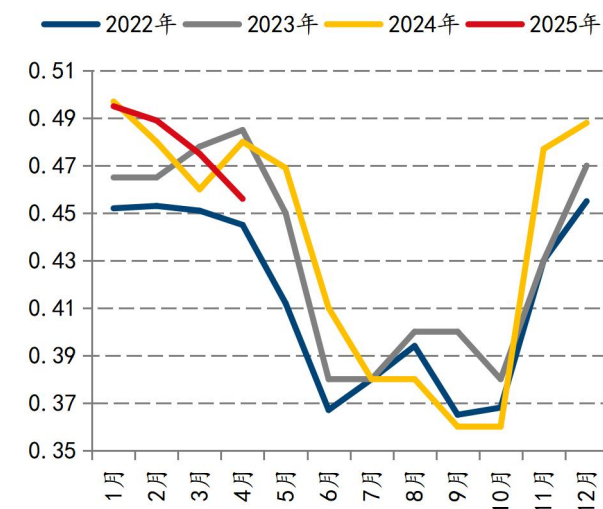


数据来源：SMM 国信期货

图：主要产区坑口煤价变化（单位：元/吨）



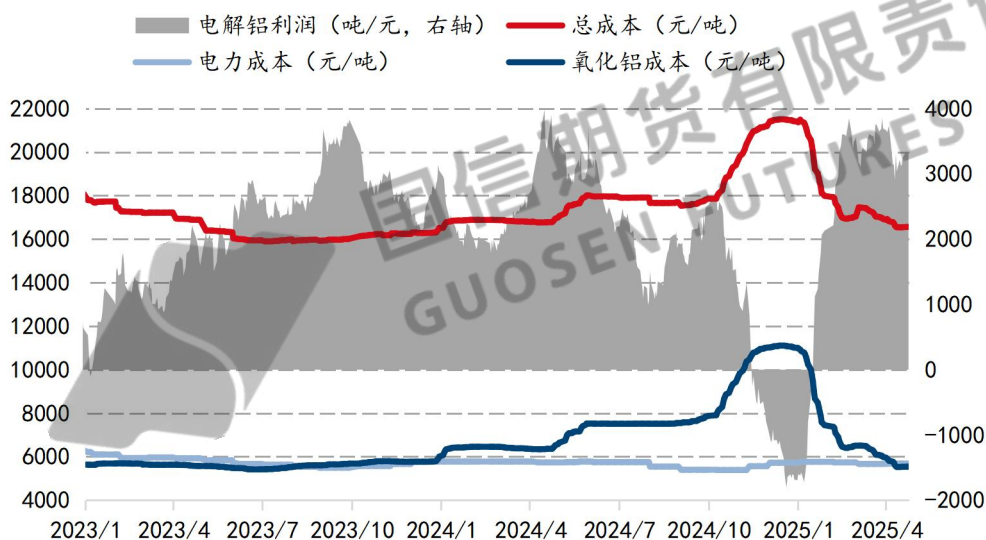
图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：SMM 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

电力成本方面，据 SMM 数据，4 月行业平均电价自 0.42 元/度小幅上涨至 0.421 元/度，平均电力成本上涨至 5683 元/吨。月内预焙阳极成本持稳。

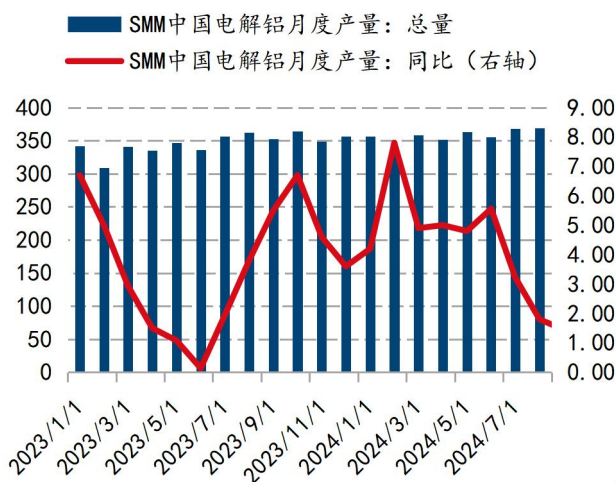
展望 5 月，煤炭迎来需求淡季，西南地区逐渐转入丰水期，水电价格预计继续下降，氧化铝价格逐渐出现反弹，但受制于长期供应过剩，预计难有大幅反弹空间。整体而言，电解铝冶炼成本或窄幅波动，现阶段成本对于铝价的影响较弱，电解铝行业利润有望维持在 3000 元/吨以上的较高水平。

## 2. 铝供应能力维持强势

高利润之下，铝厂产能运行稳定，3-4月，国内电解铝供应能力继续稳定维持在较高水平。

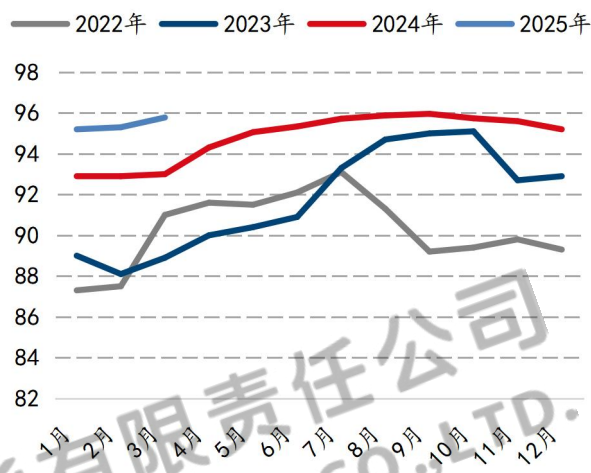
据SMM数据，截至3月底，全国电解铝产能开工率为95.78%，环比上涨0.48%，较24年同期高出2.78%，运行产能达4387.7万吨。产量方面，据国家统计局数据，3月电解铝产量374.6万吨，同比增长4.4%；1-3月累计产量1106.6万吨，同比增长3.2%。海外方面，据SMM统计，2025年3月海外电解铝总产量约为254万吨，同比上涨2.4%。

图：中国电解铝月度产量（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铝开工率季节性变化 (%)



数据来源：SMM 国信期货

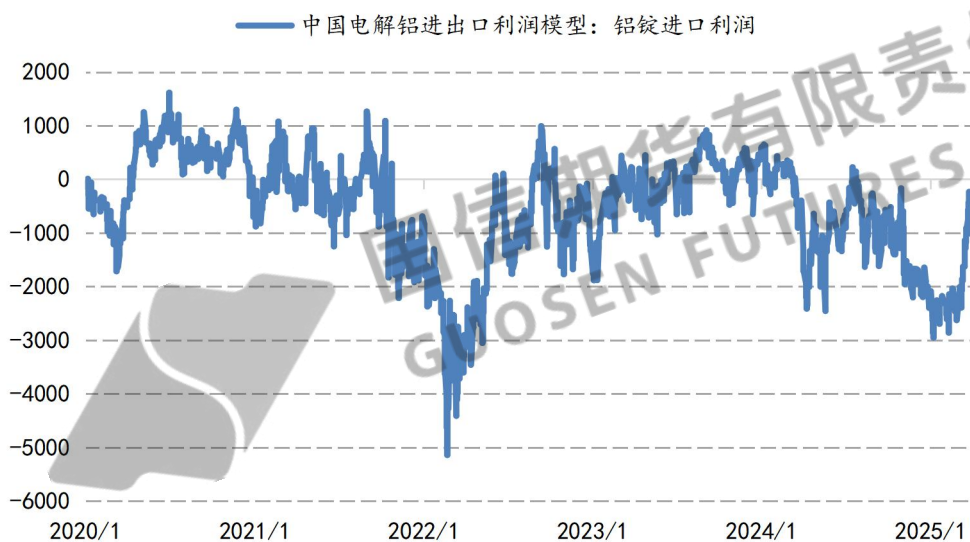
进出口方面，据海关总署数据显示，中国2025年3月原铝进口量为222,062.7吨，环比增加10.88%，同比减少10.96%，其中，俄罗斯及印度是第一、第二大进口来源国。4月以来，宏观冲击下，内外铝价重心均出现明显下挫，铝价沪伦比再度上浮至8以上的水平，维持进口亏损，但整体亏损程度较3月稍有收敛。预计4月进口量环比下降。

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（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

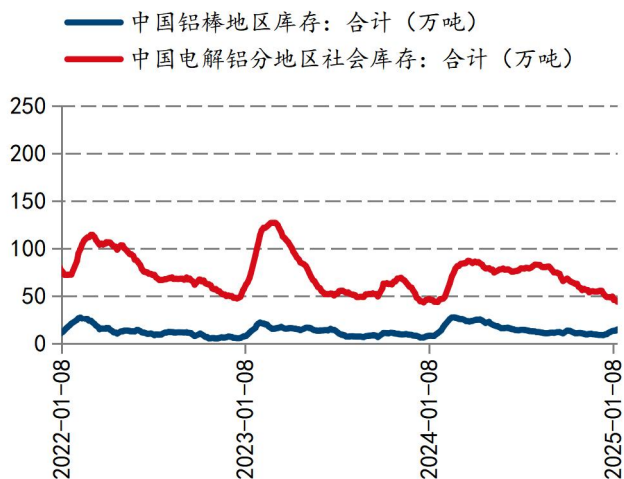
### 3. 铝锭库存延续去库 给予铝价强支撑

4 月铝下游消费旺季延续，行业铝水持续回升，共同带动铝锭库存延续去化。

2 月起铝水比开始显著回升，至 3 月底已经回至 74.22% 左右，铝锭铸锭量降低，成为推动铝锭库存去化的重要因素之一。下游需求端延续偏强，从周度铝锭出库数据来看，2025 年 4 月整体出库量高于 2024 年同期。据 SMM 数据，截至 4 月 24 日，国内电解铝锭社会总库存 65.8 万吨，处于近 5 年同期最低水平，库存较 3 月 31 日下降 14.2 万吨。据 SMM 数据，截至 4 月 24 日，铝棒库存为 17.78 万吨，低于 2024 年历史同期，较春节前 3 月 31 日下降 8.32 万吨。

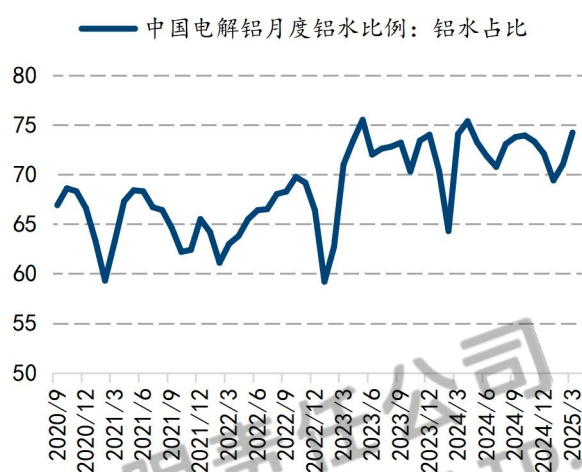
未来5月，下游将逐渐转入消费淡季，在需求的边际走弱下，铝锭的去库速度或逐渐趋缓，但高铝水比下铸锭量的降低，仍将支撑铝锭库存呈现去化。整体而言，随着库存去化力度减弱，其对于铝价的支撑力度将有削弱。

图：中国电解铝及铝棒社会库存



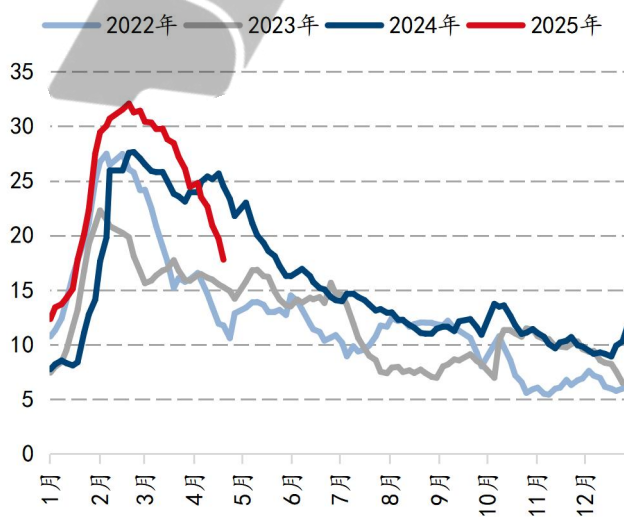
数据来源：SMM 国信期货

图：行业铝水比变化（单位：%）



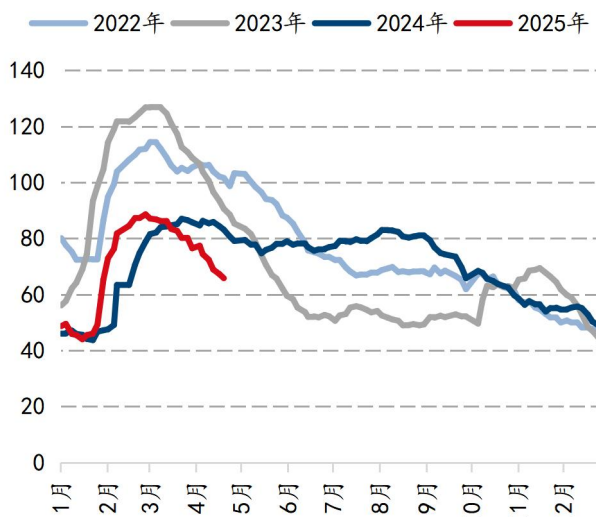
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）



数据来源：SMM 国信期货

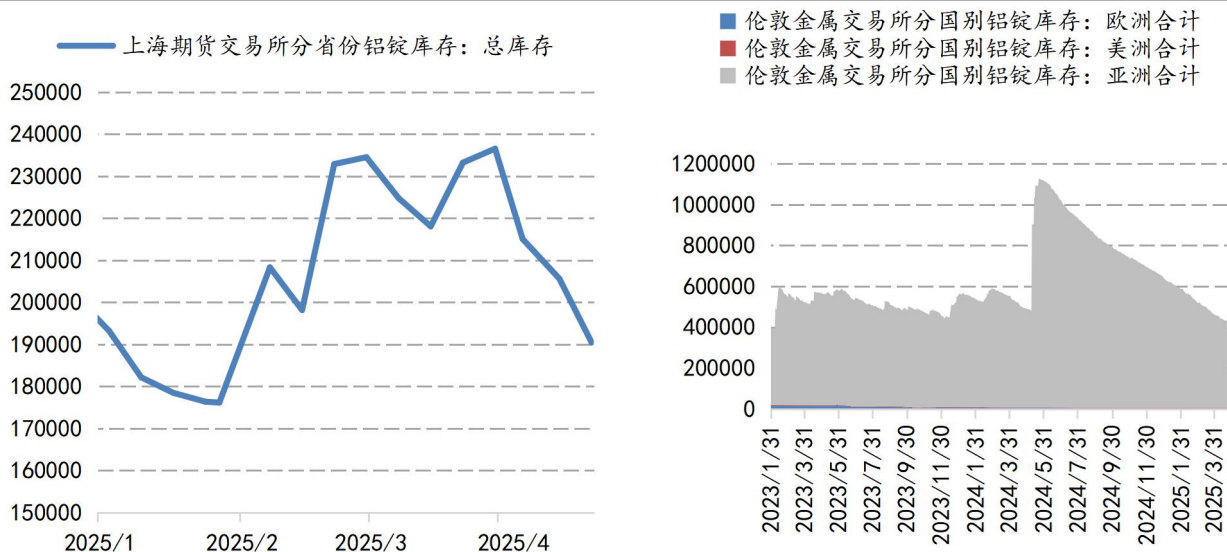
图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）



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 4 月 25 日，上期所仓单库存为 74492 吨，较 3 月 28 日减少 73090 吨，截至 4 月 24 日，LME 铝库存为 423575 吨，较 3 月 31 日减少 38875 吨，持续去库。

#### 4. 旺季效应延续 未来面临淡季风险

4 月仍处于需求端旺季，旺季效应延续，与库存的去化共同构筑铝价在宏观冲击之下的抗跌性。全年而言，宏观政策利好终端需求，中长期将给予铝消费支撑，但中期来看，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，预计整体需求将逐渐转弱，关注国内利好政策是否能给予 5 月需求支撑。

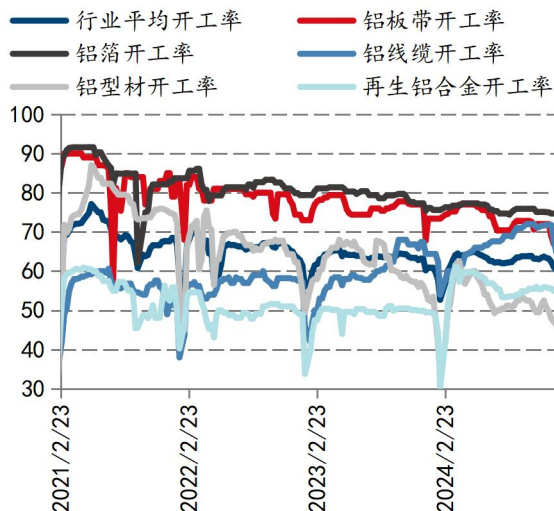
月内，下游铝加工企业开工率先跌后涨，整体仍居于 60% 以上的水平，略低于 2024 年同期水平。据 SMM 数据，截至 4 月 24 日，铝下游加工企业开工率回升至 62.52%，较 3 月底下降 0.9%。其中，月内下游部分板块开工已经出现转弱迹象。

具体而言，各板块间、企业间均出现“冷暖分化”的情况。月内，铝线缆及铝型材板块开工率持续上涨，且铝线缆板块的上涨更为显著。其中，铝型材板块开工率的上涨主要倚靠工业型材的需求拉动，光伏抢装潮以及新能源汽车订单继续支撑用铝需求。而铝线缆板块需求主要是受到了电网订单逐渐落地的拉动。铝板带、铝箔及再生铝合金板块开工率均出现了下行。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。

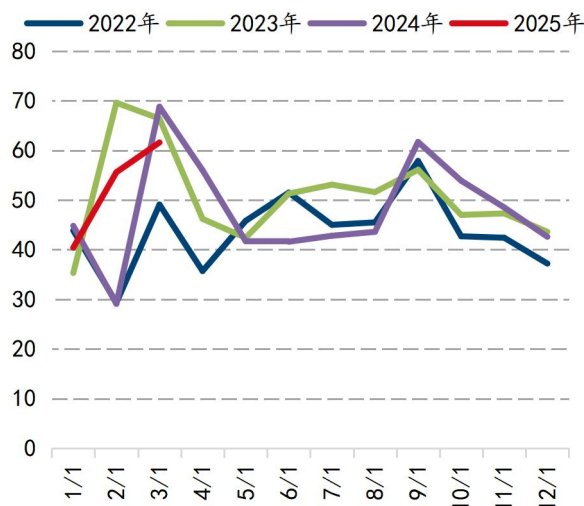
据 SMM 数据显示，2025 年 3 月国内铝加工行业综合 PMI 指数录得 61.6%，环比上涨 5 个百分点，持续位于荣枯线以上，但上涨幅度收窄。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）

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

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。

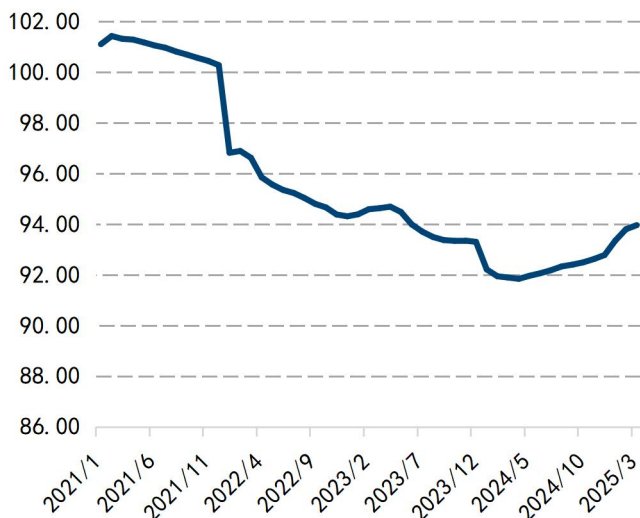
## ● 房地产

终端而言，房地产方面，根据国家统计局数据，2025 年 3 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.96，较 2 月继续上涨 0.16，自 2024 年 5 月起连续多个月上涨。国家统计局数据显示，1—3 月份，全国房地产开发投资 19904 亿元，同比下降 9.9%（按可比口径计算，详见附注 6）；其中住宅投资 15133 亿元，下降 9.0%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米，同比下降 9.5%。其中，住宅施工面积 427237 万平方米，下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米，下降 24.4%。其中，住宅新开工面积 9492 万平方米，下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米，下降 14.3%。其中，住宅竣工面积 9502 万平方米，下降 14.7%。1—3 月份，新建商品房销售面积 21869 万平方米，同比下降 3.0%，降幅比 1—2 月份收窄 2.1 个百分点；其中住宅销售面积下降 2.0%。新建商品房销售额 20798 亿元，下降 2.1%，降幅收窄 0.5 个百分点；其中住宅销售额下降 0.4%。3 月末，商品房待售面积 78664 万平方米，比 2 月末减少 1227 万平方米。其中，住宅待售面积减少 1017 万平方米。1—3 月份，房地产开发企业到位资金 24729 亿元，同比下降 3.7%。其中，国内贷款 4441 亿元，下降 2.3%；利用外资 1 亿元，下降 83.2%；自筹资金 8168 亿元，下降 5.8%；定金及预收款 7335 亿元，下降 1.1%；个人按揭贷款 3373 亿元，下降 7.0%。

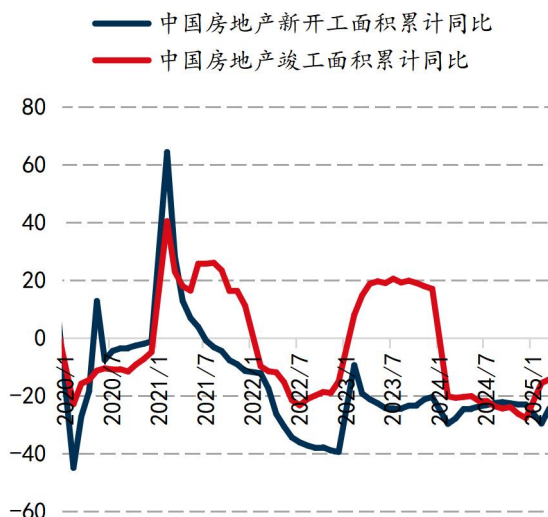
建筑用铝 80%集中于房地产竣工端，从竣工端数据来看，竣工面积持续下降，新开工同比数据也维持负值，地产端用铝需求依旧维持疲软。

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，但整体涨势放缓。国家统计局数据显示，3月份，社会消费品零售总额 40940 亿元，同比增长 5.9%。此外，相关行业产品的出口情况也呈现增长态势。据海关总署数据，3月，我国机电产品出口持续保持高增长态势，其中，家用电器增长 12.51%，汽车零配件增长 12.52%。考虑到 4 月后，全球贸易战进一步升级，中国出口需求预计将出现明显的负反馈。

## ● 家电

家电方面，《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 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。根据商务部 4 月 11 日发布的最新数据，自 2024 年 8 月加力实施家电以旧换新政策以来，截至 4 月 10 日，消费者累计购买以旧换新家电产品突破 1 亿台。

奥维云网 (AVC) 监测数据显示，2025 年第一季度中国家电（不含 3C）双渠道零售额均实现稳步增长，线上、线下零售额分别同比+4.7%和+12.8%。2025 年 3 月线上零售额、零售量分别同比+8.2%和-4.7%，线下零售额、零售量分别同比+15.6%和+4.3%。

具体看到白电板块，从白电的线上、线下销售数据来看，据奥维云网 (AVC) 线上市场监测数据，本月白电各品类中，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-11.3%、+1.4%、+0.3%、+123.0% 和+8.4%；冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调的均价分别为 2170 元、1085 元、1455 元、2986 元和 2820 元，同比分别为-1.2%、+11.2%、+8.9%、+25.5% 和-1.5%；各品类中，高端市场零售额占比分别为 31.2%、35.8%、18.6%、21.0% 和 24.5%，占比同比分别为-1.6%、+8.4%、+6.2%、+2.7% 和-3.1%。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。

家电排产方面，产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025年4月空冰洗排产合计总量共计3959万台，较去年同期生产实绩上涨4.3%，不同产品表现出分化趋势，三大白电整体二季度的排产量较一季度有所走弱，未来4-6月，三大白电的排产量均呈现出逐月走低，迎来阶段性的淡季。

出口方面，受到前期抢出口需求，以及特朗普对等关税政策影响，未来家电的出口需求预计受挫。受关税政策影响，中国输美产品将额外增加附加关税，叠加此前针对家电行业的反倾销关税、2019年“301条款”25%关税及2025年第一季度已实施的20%税率，中国输美白色家电综合关税税率可能攀升至105.8%-162.2%的高位，其中空调产品的税率普遍达到130%左右。虽然目前中美正处于贸易政策博弈阶段，部分税率未有定论，但对于中国输美产品的负面影响较为确定。

图：2017-2025年美国对中国白电产品征收关税走势

年度		2017-2018年	2019年	2020-2024年	2025年2月	2025年3月	2025年4月
家用空调	8415.10.30	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
	8415.10.60	1.0%	26.0%	26.0%	36.0%	46.0%	80.0%
	8415.10.90	2.2%	27.2%	27.2%	37.2%	47.2%	81.2%
	8415.20.00	1.4%	26.4%	26.4%	36.4%	46.4%	80.4%
	8415.81.01	1.0%	26.0%	26.0%	36.0%	46.0%	80.0%
	8415.82.01	2.2%	27.2%	27.2%	37.2%	47.2%	81.2%
冰箱冷柜	8415.83.00	1.4%	26.4%	26.4%	36.4%	46.4%	80.4%
	8418.10.00	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
	8418.21.00	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
	8418.29.20	1.9%	26.9%	26.9%	36.9%	46.9%	80.9%
	8418.30.00	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
	8418.40.00	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
洗衣机	8418.50.00	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%	79.0%
	8450.11.0010	1.4%	16.4%	8.9%	18.9%	28.9%	62.9%
	8450.11.0040	51.1%	66.1%	58.6%	68.6%	78.6%	112.6%
	8450.11.0080	51.1%	66.1%	58.6%	68.6%	78.6%	112.6%
	8450.12.00	2.6%	17.6%	2.6%	12.6%	22.6%	56.6%
	8450.19.00	1.8%	16.8%	1.8%	11.8%	21.8%	55.8%
	8450.20.0010	1.0%	16.0%	8.5%	18.5%	28.5%	62.5%
	8450.20.0040	50.7%	65.7%	58.2%	68.2%	78.2%	112.2%
	8450.20.0080	50.7%	65.7%	58.2%	68.2%	78.2%	112.2%

数据来源：美国海关、产业在线

注3：最后一列数据为按4月9日加征后最终结果计算

从数据来看，产业在线监测数据显示，2025年3月中国家用空调生产2484.8万台，同比增长13.9%；销售2434.4万台，同比增长8.5%。其中内销规模1278.0万台，同比增长3.5%；出口规模1157.0万台，同比增长14.8%。一季度内外销市场均保持增长趋势，一季度内销规模2735.2万台，同比增长6.2%；出口规模3152.1万台，同比增长24.5%。出口表现好于内销。而在内销旺季备货以及关税政策影响，一季度以来出口优于内销的格局将逐渐扭转。3月份空调出口暂未受到太多关税影响，仍然保持较好增长，但据了解，部分空调企业来自北美的订单已出现暂停或被取消的情况。

整体而言，在国补“常态化”之下，消费者热情逐渐降低，家电行业增速从高位逐步回归平稳，未来行业内卷压力将逐渐加大。关税政策影响下，出口需求的下滑较为确定，将带来一定压力。但“以旧换新”

等利好政策仍将在中长期使终端家电行业对于铝需求形成较强支撑。

## ● 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。

据中国汽车工业协会统计数据显示，2025 年 3 月份汽车产销分别完成 300.6 万辆和 291.5 万辆，环比分别增长 42.9%和 37%，同比分别增长 11.9%和 8.2%。1-3 月，汽车产销分别完成 756.1 万辆和 747 万辆，同比分别增长 14.5%和 11.2%，产销增速较 1-2 月分别收窄 1.7 和 1.9 个百分点。3 月，汽车出口 50.7 万辆，环比增长 14.9%，同比增长 1%。1-3 月，汽车出口 142 万辆，同比增长 7.3%。3 月，新能源汽车产销分别完成 127.7 万辆和 123.7 万辆，同比分别增长 47.9%和 40.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 42.4%。1-3 月，新能源汽车产销分别完成 318.2 万辆和 307.5 万辆，同比分别增长 50.4%和 47.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 41.2%。

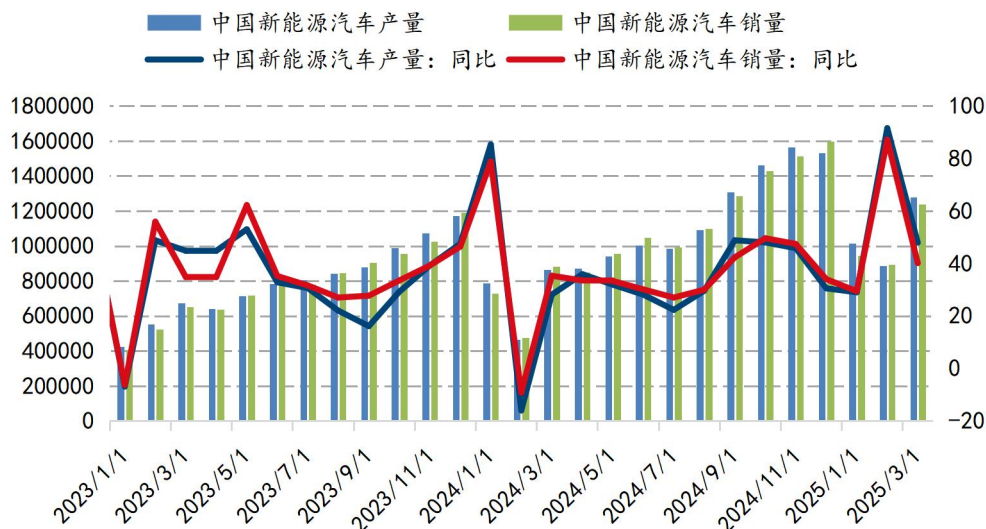
美国总统特朗普 3 月 26 日在白宫签署文件，对进口美国市场的汽车加征 25%的关税，相关措施将于 4 月 2 日生效。文件显示，25%的加征关税将适用于进口轿车、运动型多功能车（SUV）等乘用车和轻型卡车，以及发动机、变速箱等关键汽车零部件，并将在必要时扩展对其他零部件的关税。4 月 14 日，特朗普再发声：“正在考虑对汽车行业实行 25%的关税临时豁免。”

根据中国机电产品进出口商会的梳理，此次美国政府掀起的关税风波涉及整车的共 17 个税号，涉及零部件整体共计 135 个税号的商品，范围非常广泛。根据美国商务部 2024 年的数据，此次关税所列的 17 个税号下的汽车整车产品，共计进口 813 万辆，同比增长 4.4%，2023 年的同比增速为 18.8%；零部件方面，在 135 个税号下，2024 年美国进口合计 4025 亿美元，墨西哥、中国、中国台湾、加拿大、越南分别排在 5 位。其中，从中国进口汽车零部件 767 亿美元，占比 19.1%。按照我国海关数据口径，2024 年，中国向美国出口汽车零部件共计 171.5 亿美元。

特朗普对于汽车行业征收的税率仍存在博弈空间，但对于整体需求的负面影响也较为确定。近年来，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。

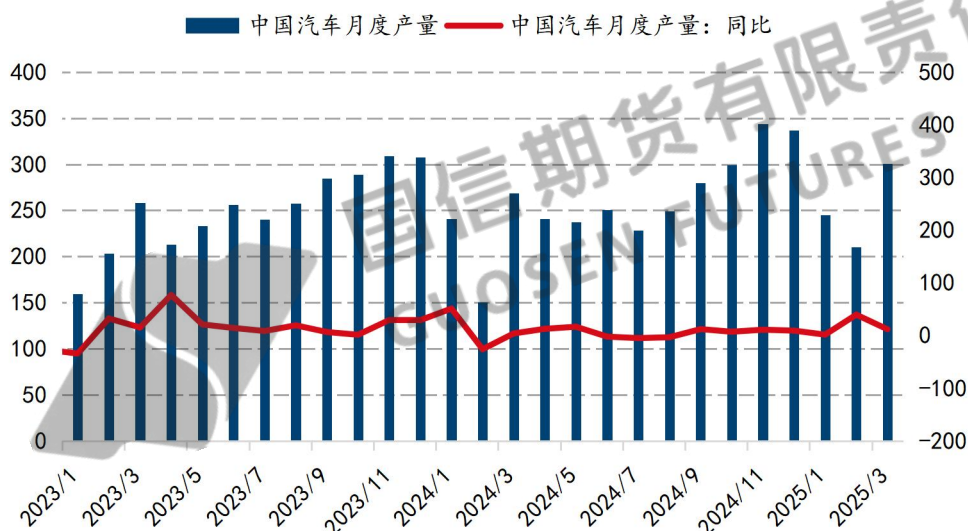
整体来看，汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑，一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外，据中汽协预测，中汽协预计 2025 年乘用车市场销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%；预计商用车市场销量为 400 万辆，同比增长 3.3%；预计新能源汽车销量 1600 万辆，同比增长 24.4%。此外，中汽协预计 2025 年汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。2025 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

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

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个月后首次出现上涨，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。

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 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。

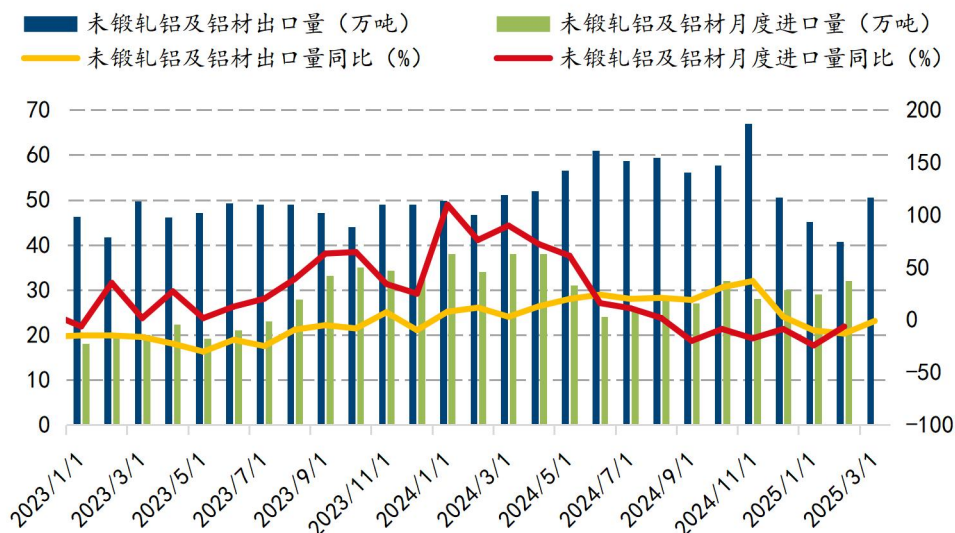
整体而言，4 月仍处于传统消费旺季，光伏“抢装潮”、电网订单逐渐兑现以及“以旧换新”政策下新能源汽车、家电需求向好，共同对铝需求起到支撑。

## 5. 出口需求延续弱势 修复有待时日

海关总署最新数据显示，2025 年 3 月，中国出口未锻轧铝及铝材 50.6 万吨；1-3 月累计出口 136.5 万吨，同比下降 7.6%。

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%关税政策在 3 月 12 日起正式实施，以及 4 月后的对等关税政策影响，预计 4 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

氧化铝方面，成本利润端，未来5月氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导，矿价预计在上下游博弈中承压下行，但空间有限。供应过剩压力下，成本降低所挤让出的利润预计难以保留，长期来看氧化铝行业盈利能力仍不容乐观，大部分企业将面临扩损压力，行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节，若5月累积减产规模扩大，进一步推动氧化铝价格反弹，行业亏损压力有望出现阶段性缓解。供应端，减产、复产与新产能释放并行的局面预计有所持续，氧化铝未来整体供应增量可观，奠定了中长期供应过剩的预期，不确定性在于当前氧化铝行业低利润情况下，新产能释放的节奏是否有所推迟，以及高成本产区的减产规模是否进一步扩大，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。需求方面将受到出口需求走弱的影响，出现边际下滑。

整体而言，成本支撑、阶段性减产规模扩大将给予氧化铝价格短期内的反弹动力，但在供应预期增量可观，国内需求稳定，出口需求边际走弱的情况下，中长期氧化铝仍将呈现供需过剩的局面，使得氧化铝现货及期货价格承压。预计氧化铝延续箱体震荡，价格区间看向2700-3200元/吨，短线操作。

电解铝方面，美国关税政策正处于博弈的窗口阶段，政策的最终推行范围、影响程度仍存在诸多不确定性，预期差不断变化下，市场避险情绪以及价格波动性将维持在高位，但关税政策将导致的贸易成本增加、需求下降等负面影响较为确定，从而中长期对整体有色金属价格形成压制。基本面而言，成本利润方面，电解铝冶炼成本或窄幅波动，现阶段成本对于铝价的影响较弱，电解铝行业利润有望维持在3000元/吨以上的较高水平。供应端在云南丰水期以及行业高盈利水平下，将稳定保持较强的供应能力。需求方面，提振内需的总基调下，宏观政策利好政策将支撑终端用铝需求，中长期将给予铝消费支撑，但中期来看，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，预计整体需求将逐渐转弱，关注未来5月国内利好政策是否能给予5月需求支撑。在需求的边际走弱下，铝锭的去库速度或逐渐趋缓，但高铝水比下铸锭量的降低，仍将支撑铝锭库存呈现去化，但库存去化力度的减弱，将使其对于铝价的支撑力度将有削弱。

整体而言，有色金属市场正处于“黑天鹅冲击”与“灰犀牛风险”的共振期，贸易战引发的短期情绪冲击后，国内低库存、政策托底的产业韧性与资源品长期稀缺性将限制下行空间，5月面临需求端向淡季过渡的风险，关注国内宏观利好政策预期对于价格的影响，以及对于需求的阶段性支撑效果。预计沪铝震荡偏强运行，价格区间看向19000-21000元/吨，把握恐慌情绪释放后的结构性机会，重点关注政策预期差与产业基本面变化信号。

风险提示：关税政策变化、宏观政策不及预期、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。

