



国信期货
GUOSEN FUTURES

投研在线

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。期市有风险，投资需谨慎。

本期主题品种：氧化铝、铝

氧化铝博弈反转 电解铝春节前后 何去何从

-第240期-

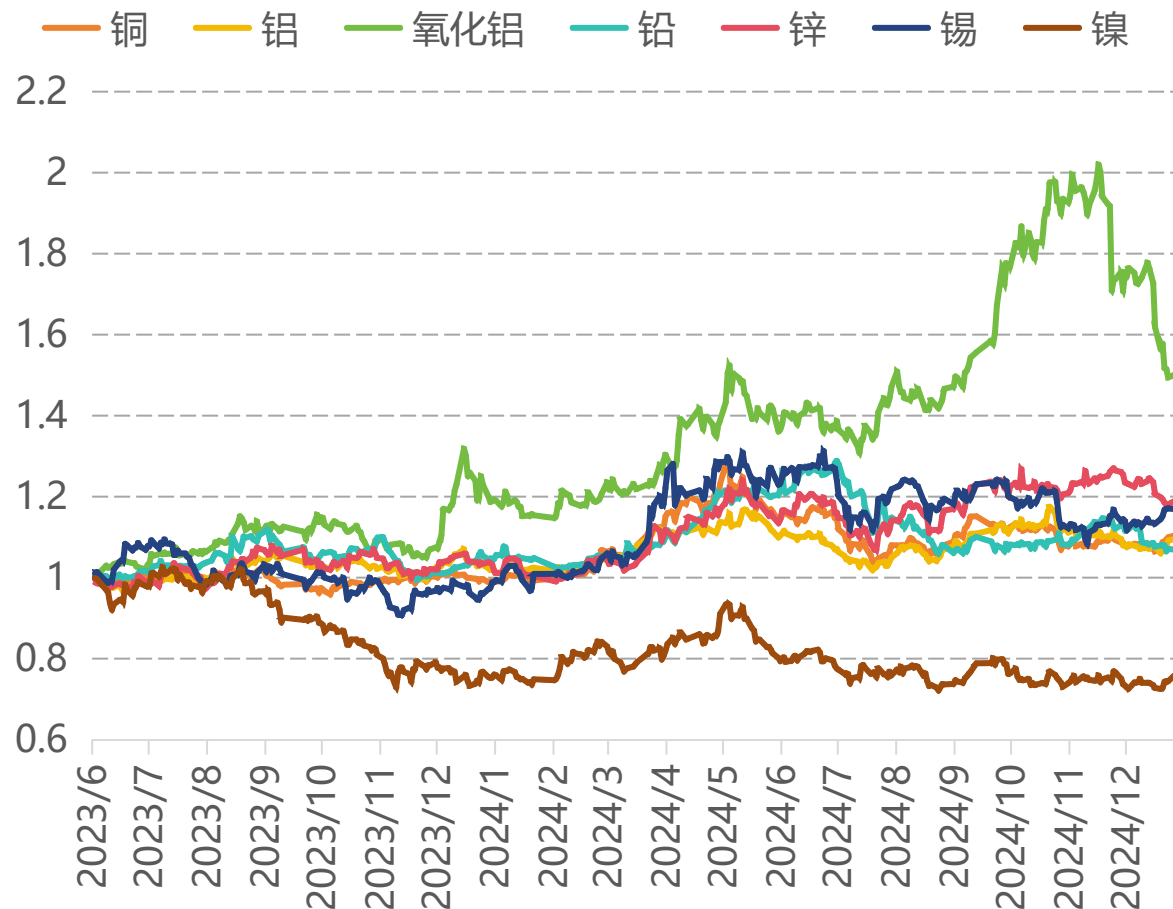
开播时间：2025年1月15日15:30

张嘉艺
Z0021571
国信期货研究咨询部

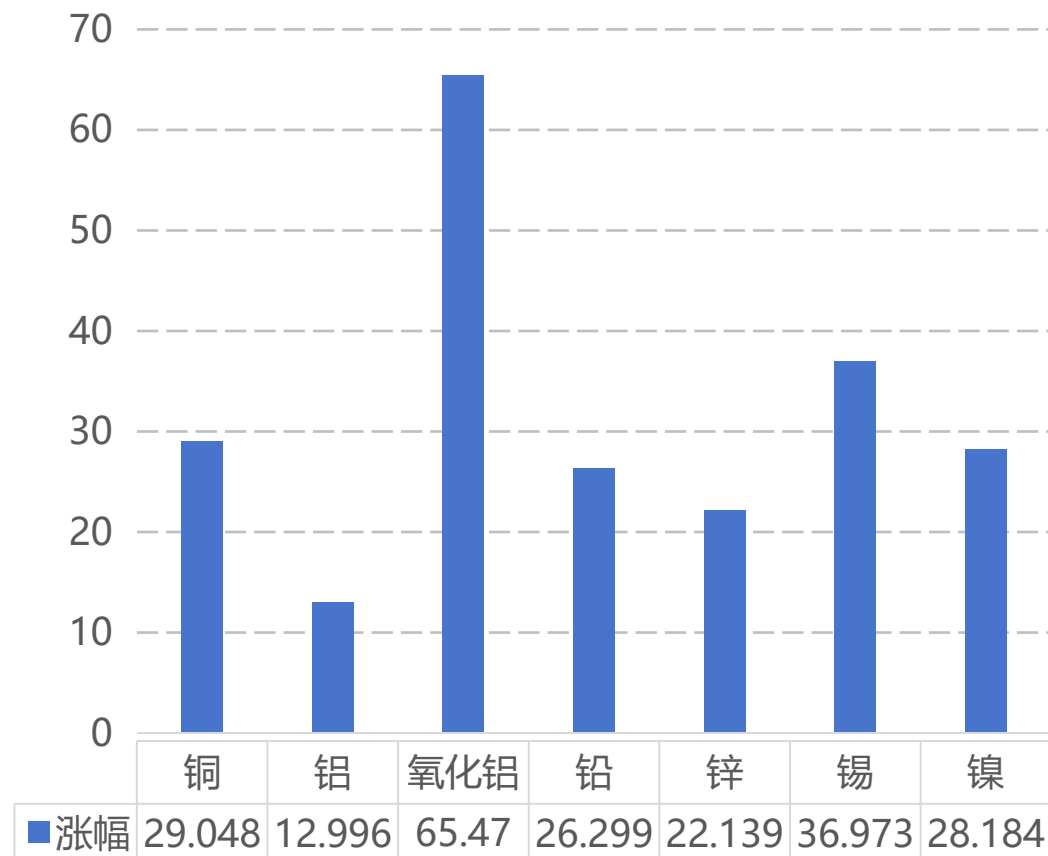


工业金属中，氧化铝2024年内涨幅一骑绝尘

2024年以来上期所主要工业金属期货收盘价走势变化



2024年上期所主要有色金属年内盘中最大涨幅（%）



数据来源：SMM 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

进入2025年，氧化铝行情反转，期现连跌

- 主力合约2502连续多日下跌。
- 截至1月14日，氧化铝期货合约整体持仓量也自36.6万手下降至26.9万余手。



前期氧化铝期价为何“疯涨”？

期货与现货的联动

制衡

氧化铝
期货价格

矛盾基础

基本面供需偏紧矛盾
缓和

放大

资金撤出、观望

Part1

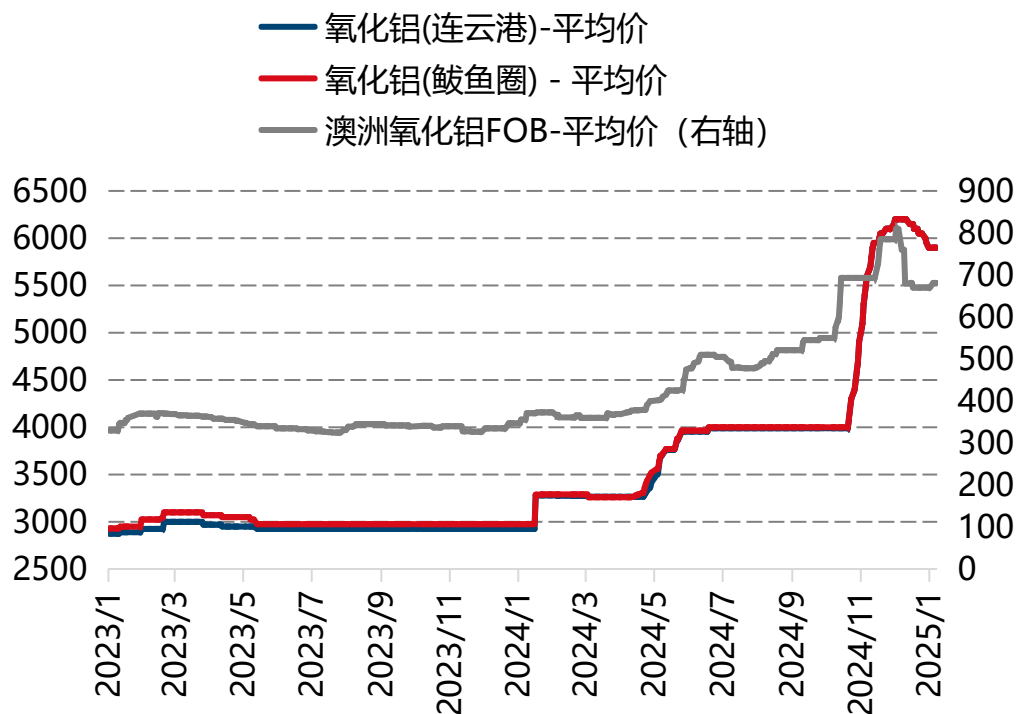
第一部分

氧化铝基本面供需矛盾有所缓和

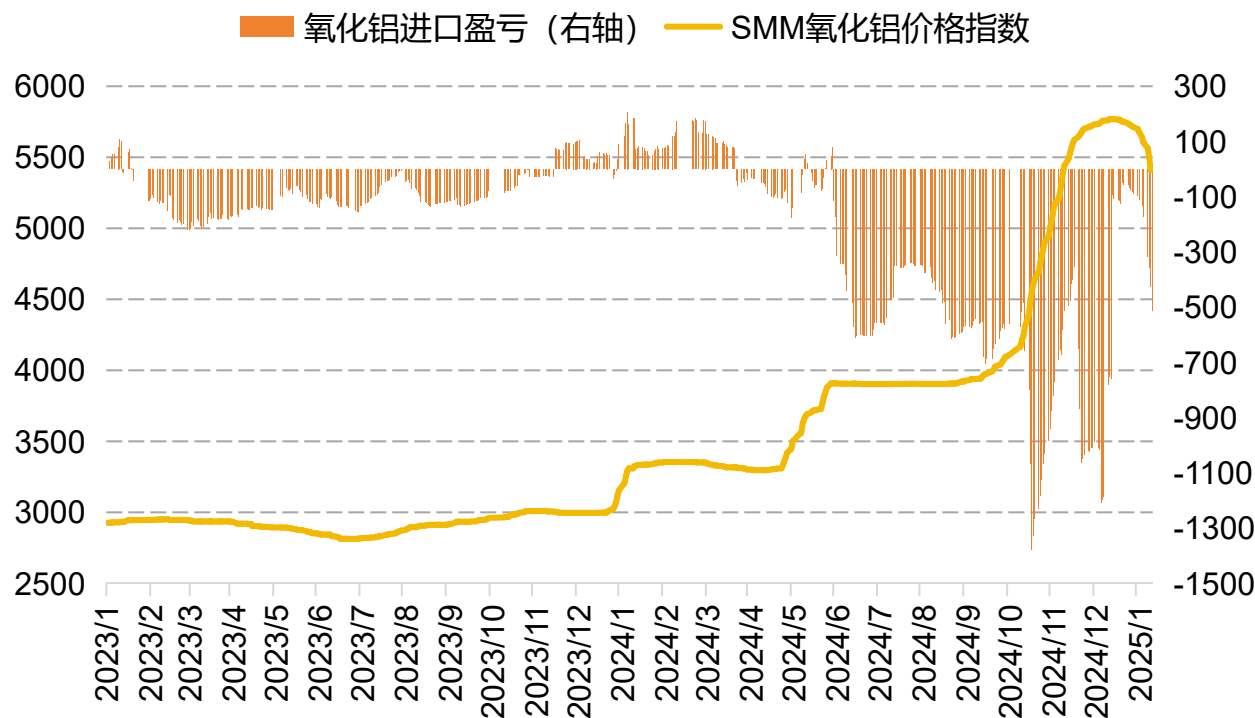
海外氧化铝价格先行走弱

- 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，较上一笔成交下跌约50美元/吨，国内氧化铝市场的看多情绪开始受到冲击。
- 随后海外成交价格接连下跌，至近期，海外市场最低成交价格已经降至东澳FOB607美元/吨。
- 期间氧化铝内外价差显著收窄，氧化铝出口需求压力有所缓解。

氧化铝价格变化（元/吨）



氧化铝进口盈亏变化（元/吨）



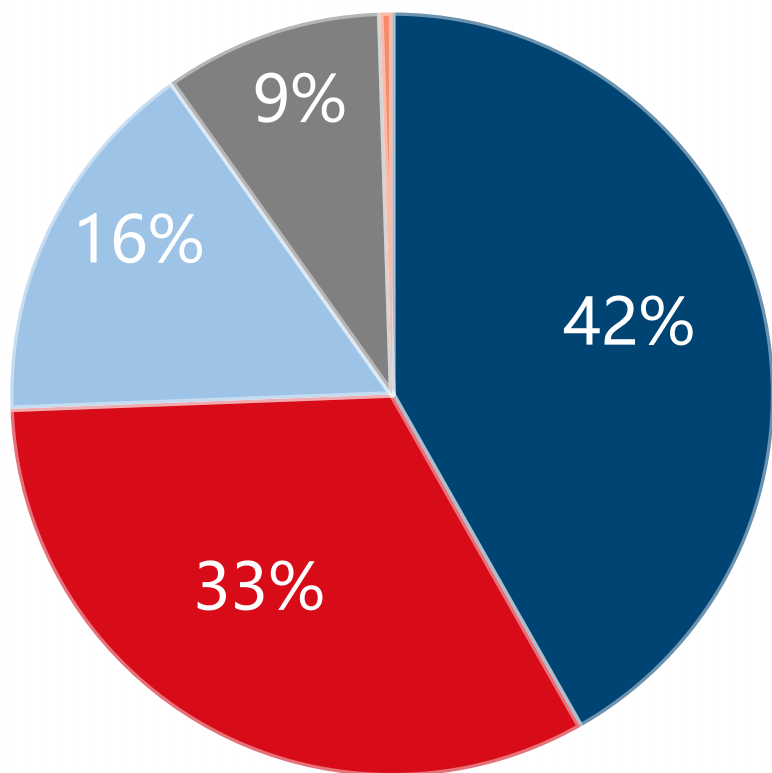
2024年氧化铝矛盾焦点：铝土矿供应不足限制供应弹性



国信期货
GUOSEN FUTURES
研究咨询部

我国使用国内外各种铝土矿占比

■ 国产矿 ■ 几内亚 ■ 澳大利亚 ■ 印尼 ■ 其他



• 国内矿石：

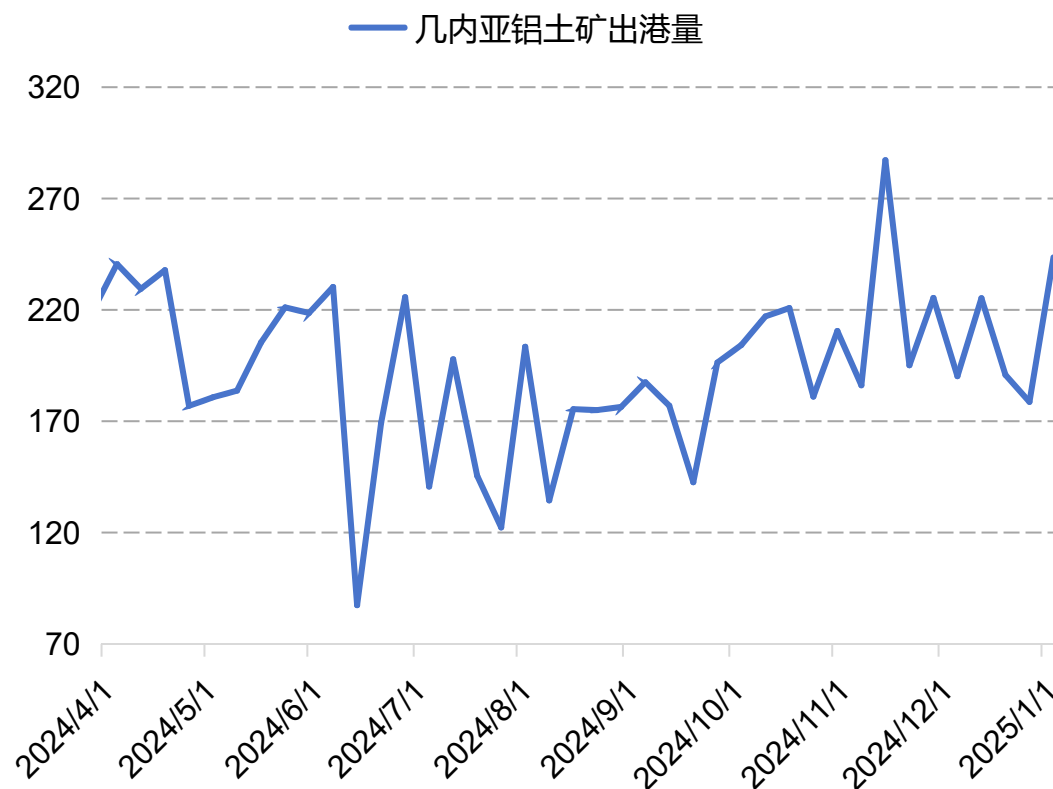
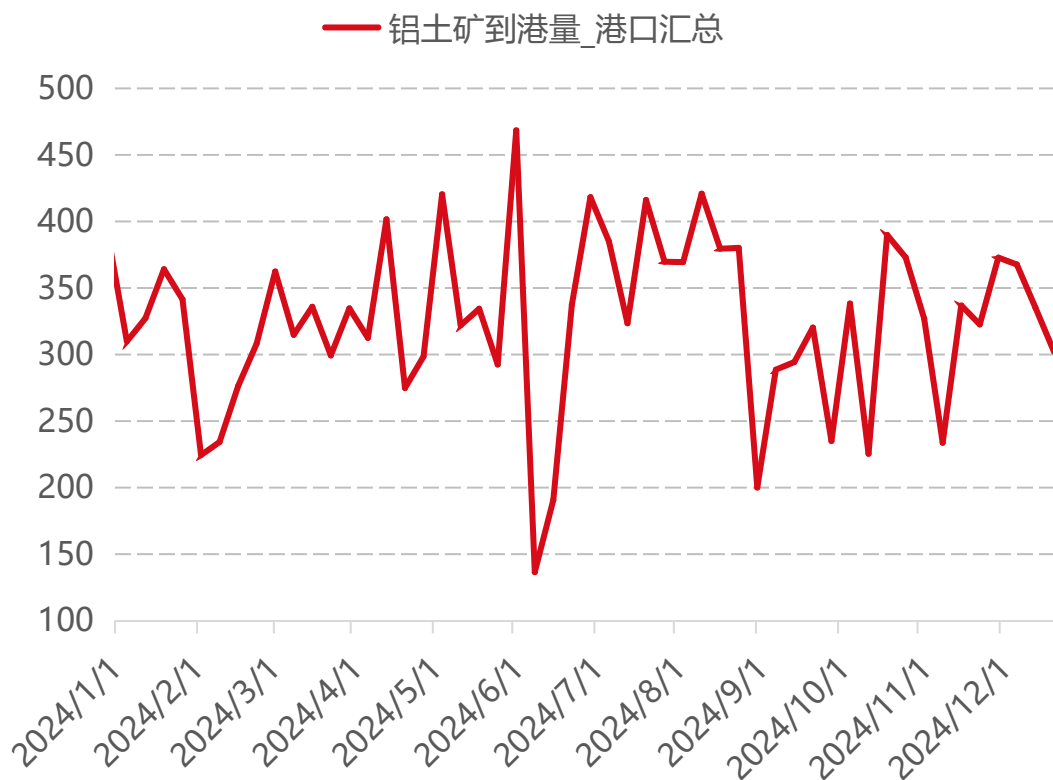
- 晋、豫矿山复产缓慢
- 广西矿山受雨季影响

• 海外矿石：

- 几内亚：燃油库爆炸事件、EAG铝土矿出口受限、罢工及社区暴乱、矿企发运受阻
- 印尼：铝土矿出口政策或有松动

矿端干扰因素消除，增强远期氧化铝产能释放保障性

- 博凯地区受到堵路而影响运输的两家大型矿企，已经恢复正常。博法地区两家因驳船暂停使用而不能发运的两家矿企也在逐步恢复，其中一家矿企部分恢复装运。
- 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。



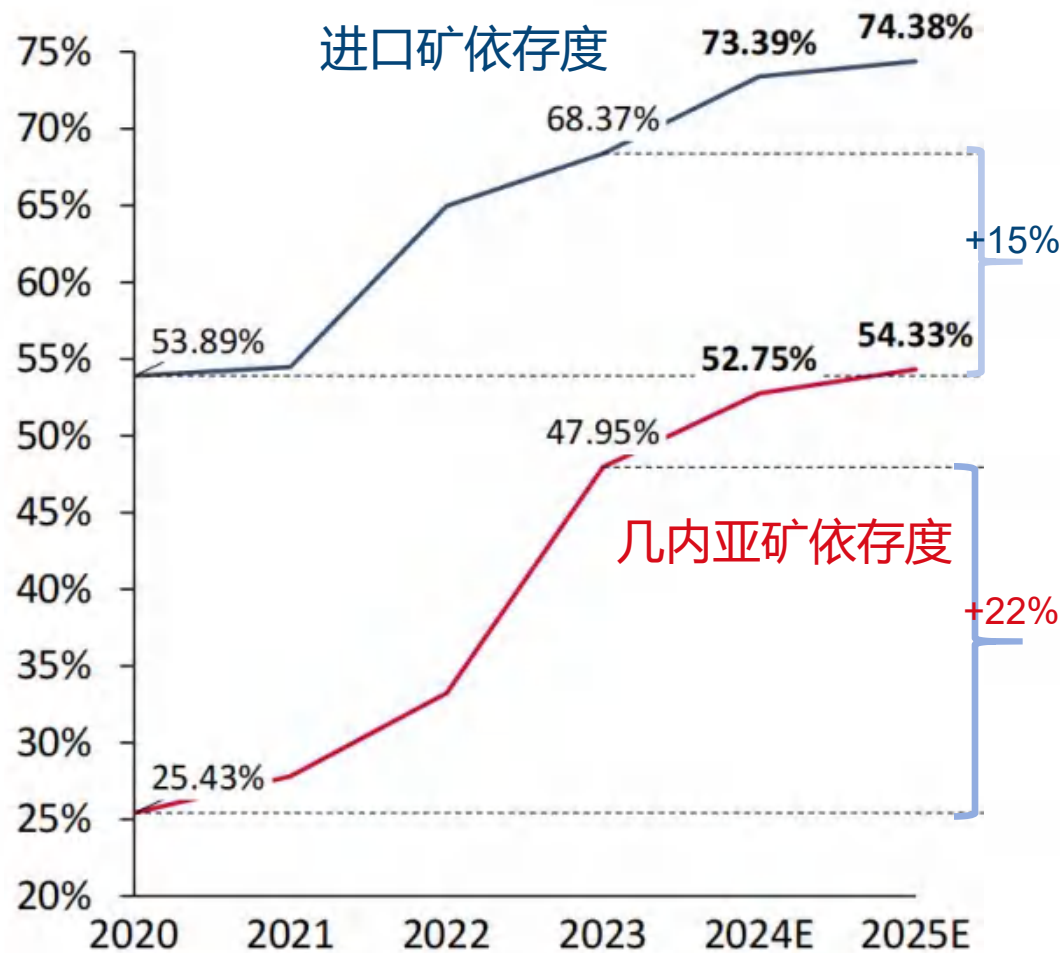
2025年几内亚产量或同比增加2400万湿吨

矿山	产量（万湿吨）			
	2022年	2023年	2024年E	2025年E
矿山A	1828	1689	1500	1600
矿山B	83	278	300	300
矿山C	323	208	400	300
矿山D	1552	1397	1400	1400
矿山E	0	305	200	300
矿山F	998	929	1000	1200
矿山G	3638	4879	5300	6000
矿山I	313	315	300	300
矿山J	0	35	300	1000
矿山K	97	818	1800	2000
矿山L	1355	1278	1400	1400
矿山M	166	444	400	500
矿山N	0	38	0	0
矿山O	0	15	0	0
矿山P	0	10	0	0
矿山Q	0	0	0	0
矿山R	0	0	100	200
矿山S	0	0	50	300
矿山T	0	0	50	100
合计	10353	12638	14500	16900
增量		2103	1862	2400

数据来源：SMM 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

铝土矿进口依赖度将继续提高



数据来源：SMM 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

2025年中国氧化铝产能增量或达1320万吨

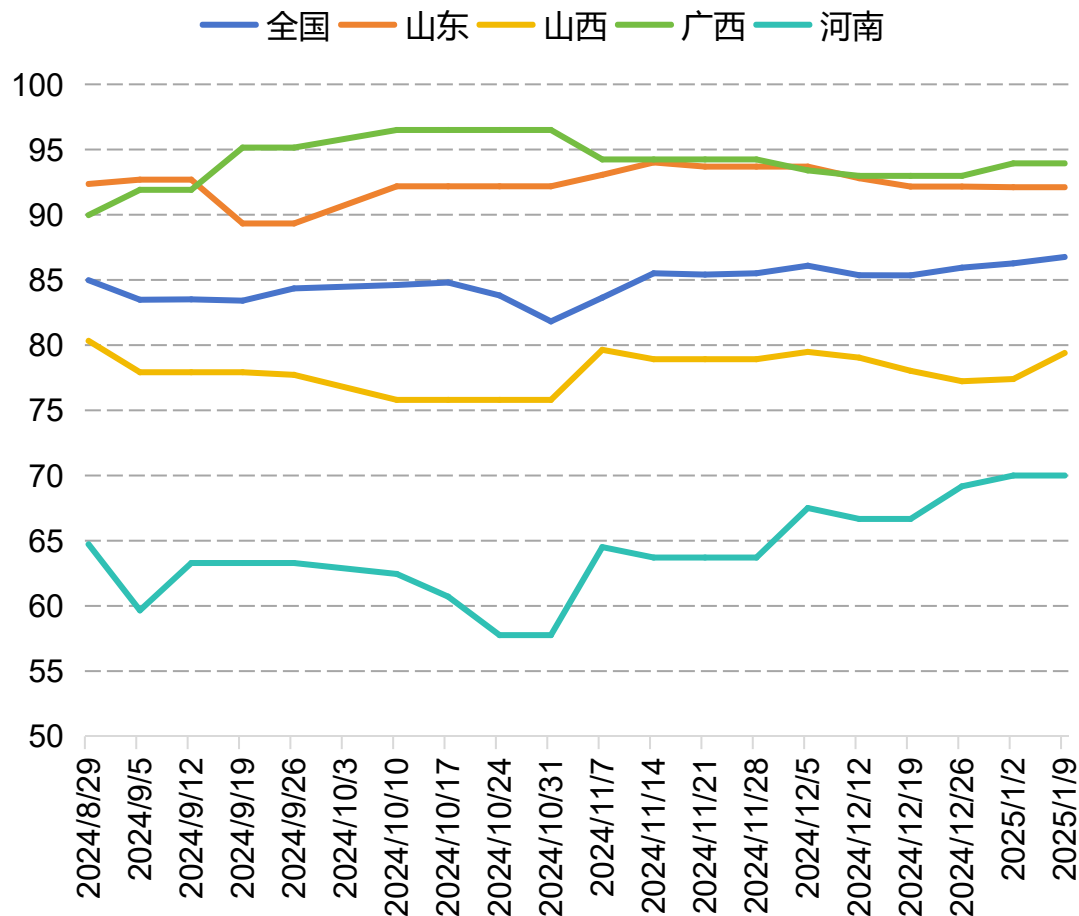
2024年及远期中国氧化铝新建产能列表（单位：万吨/年）								
公司	地区	省份	城市	原有产能	新建产能	2024年投产	2025年投产	2026年及远期投产
企业A	西南	重庆	重庆	400	60	60	/	/
企业B	西南	广西	防城港	200	200	100	100	/
企业C	西南	广西	防城港	0	240	0	240	/
企业D	西南	广西	北海	0	400	0	200	200
企业E	西南	广西	北海	0	480	0	240	240
企业F	华北	河北	曹妃甸	480	480	0	240	240
企业G	华东	山东	滨州	200	100	0	100	/
企业H	华东	山东	滨州	1750	400	200	200	/
2024年新增						360		
2025年新增						1320		
2026年及远期新增						680		

数据来源：SMM 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

氧化铝周度开工率持续回升

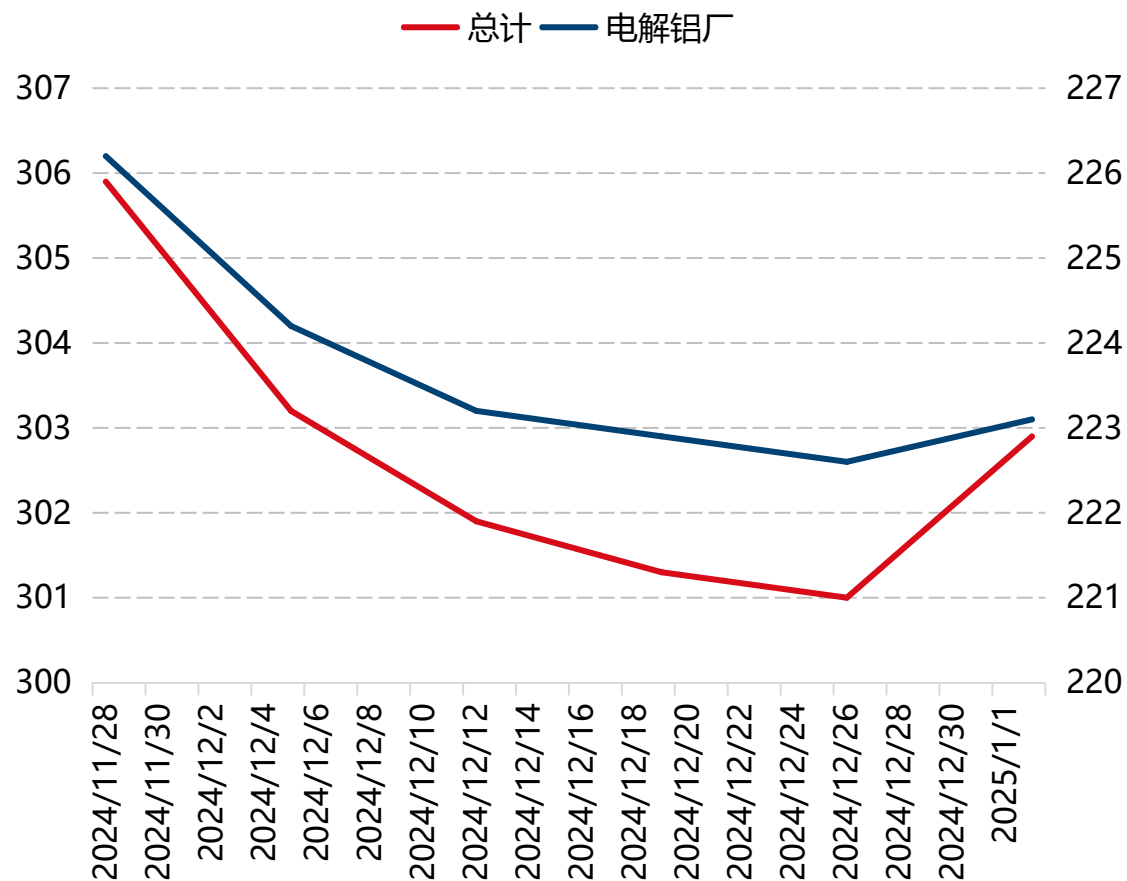
氧化铝周度开工率（%）



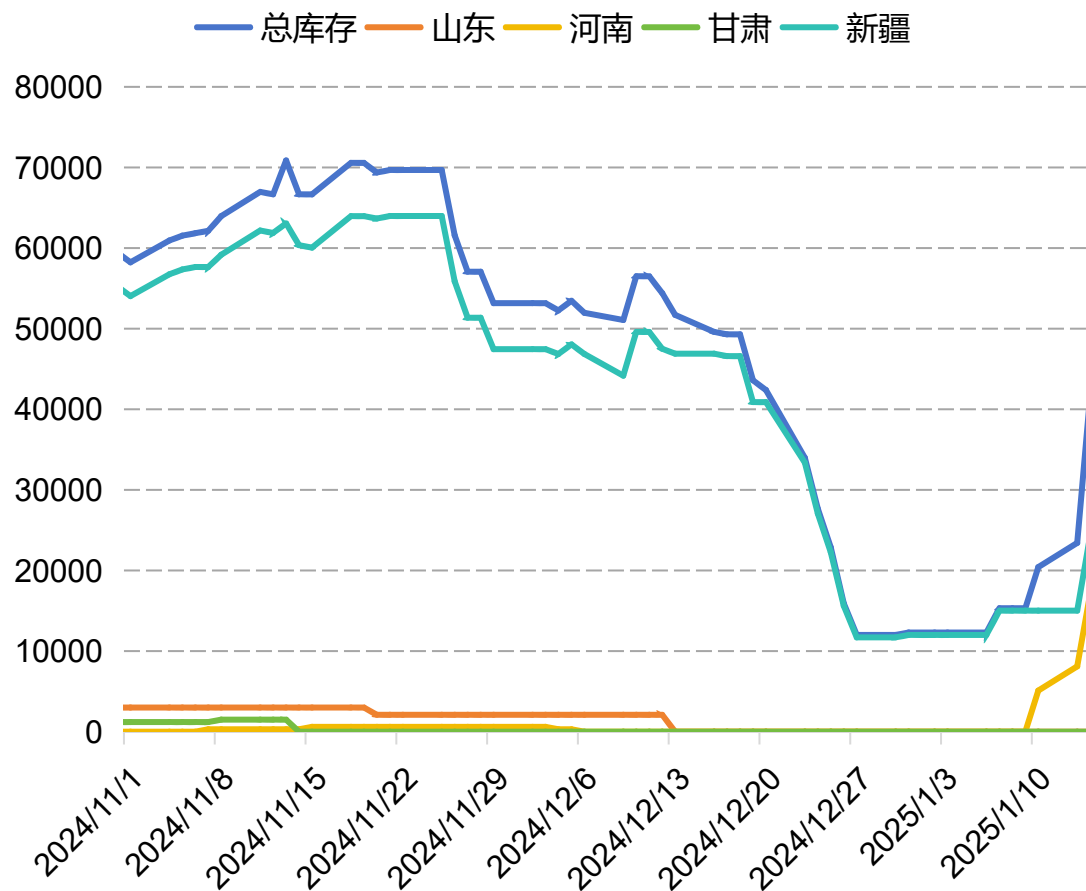
- 据SMM数据，截至1月10日，全国氧化铝周度开工率为86.76%，近一个月内开工率持续爬升。据SMM数据，中国12月氧化铝产量为746.1万吨，同比增长9.79%，2024年氧化铝产量累计为8368.66万吨，同比增长4.86%。
- 考虑到矿企逐步恢复正常，未来几内亚铝土矿发运量预计将持续增加，为国内氧化铝产能的持续生产以及一季度新产能投产释放提供保障，氧化铝远期供应量增加的预期得到进一步支撑。

库存拐点出现 放大供需矛盾缓和信号

氧化铝社会库存变化（万吨）

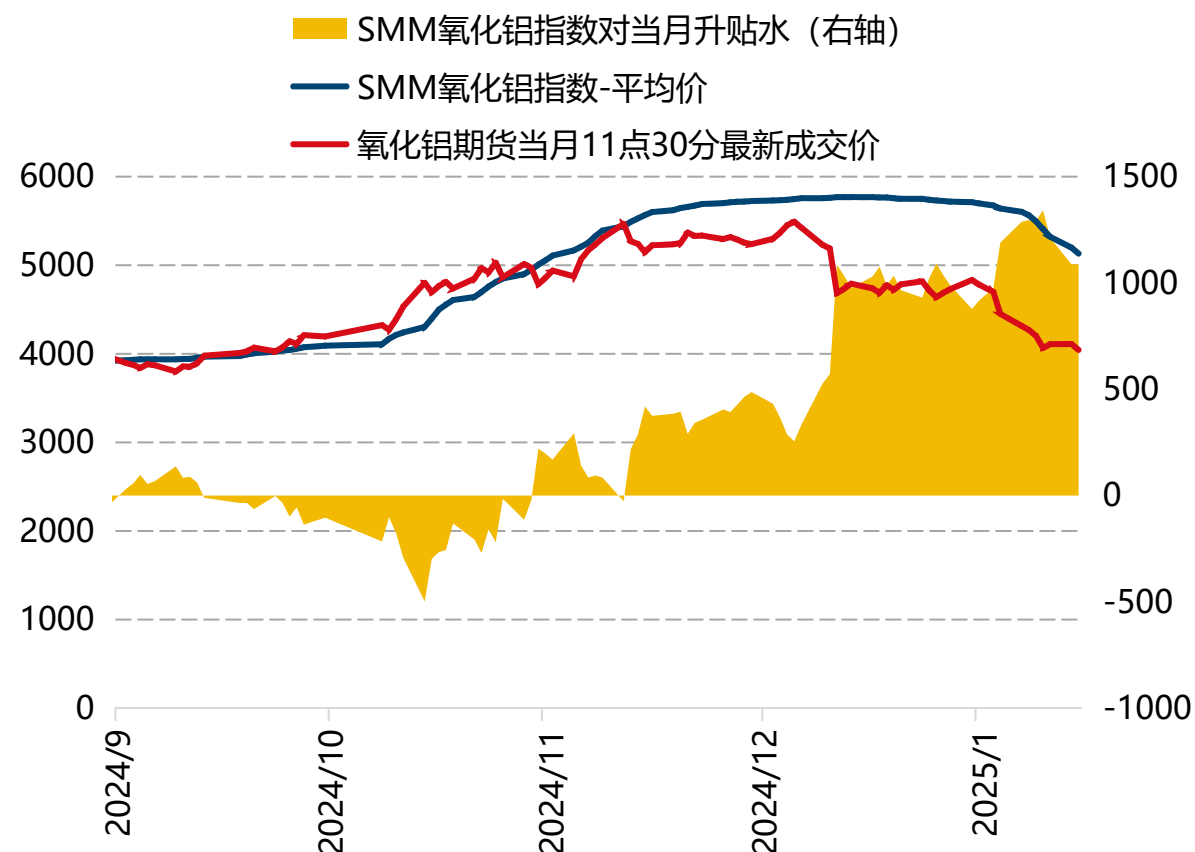
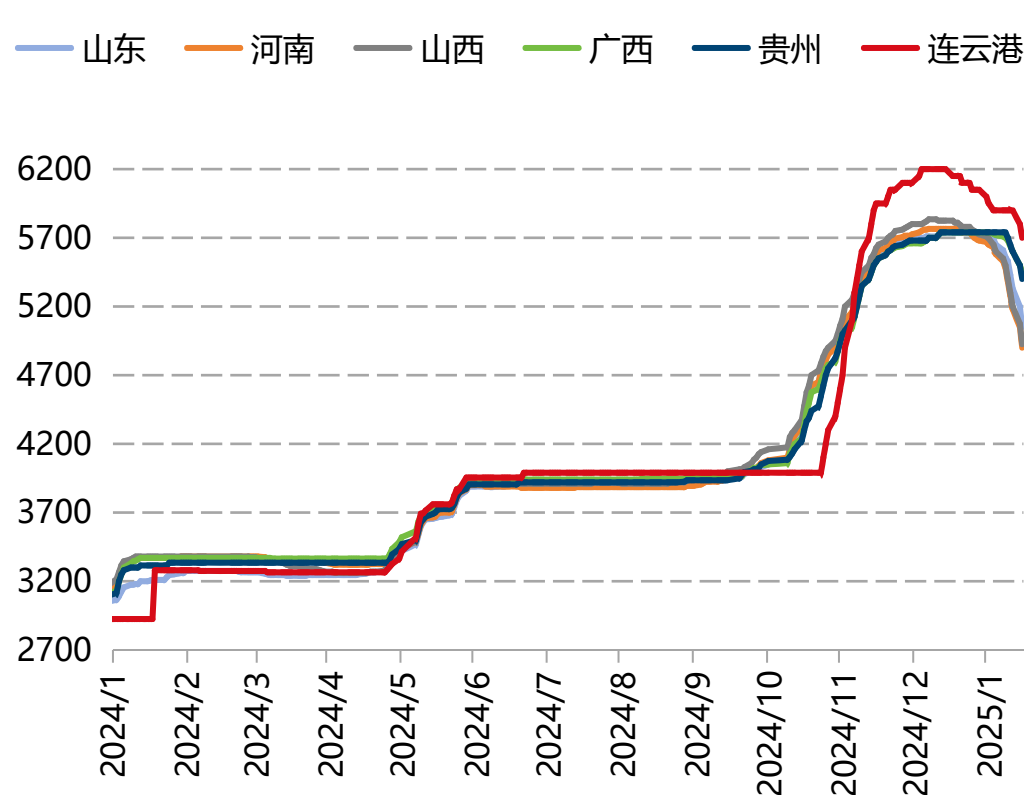


氧化铝期货库存变化（万吨）

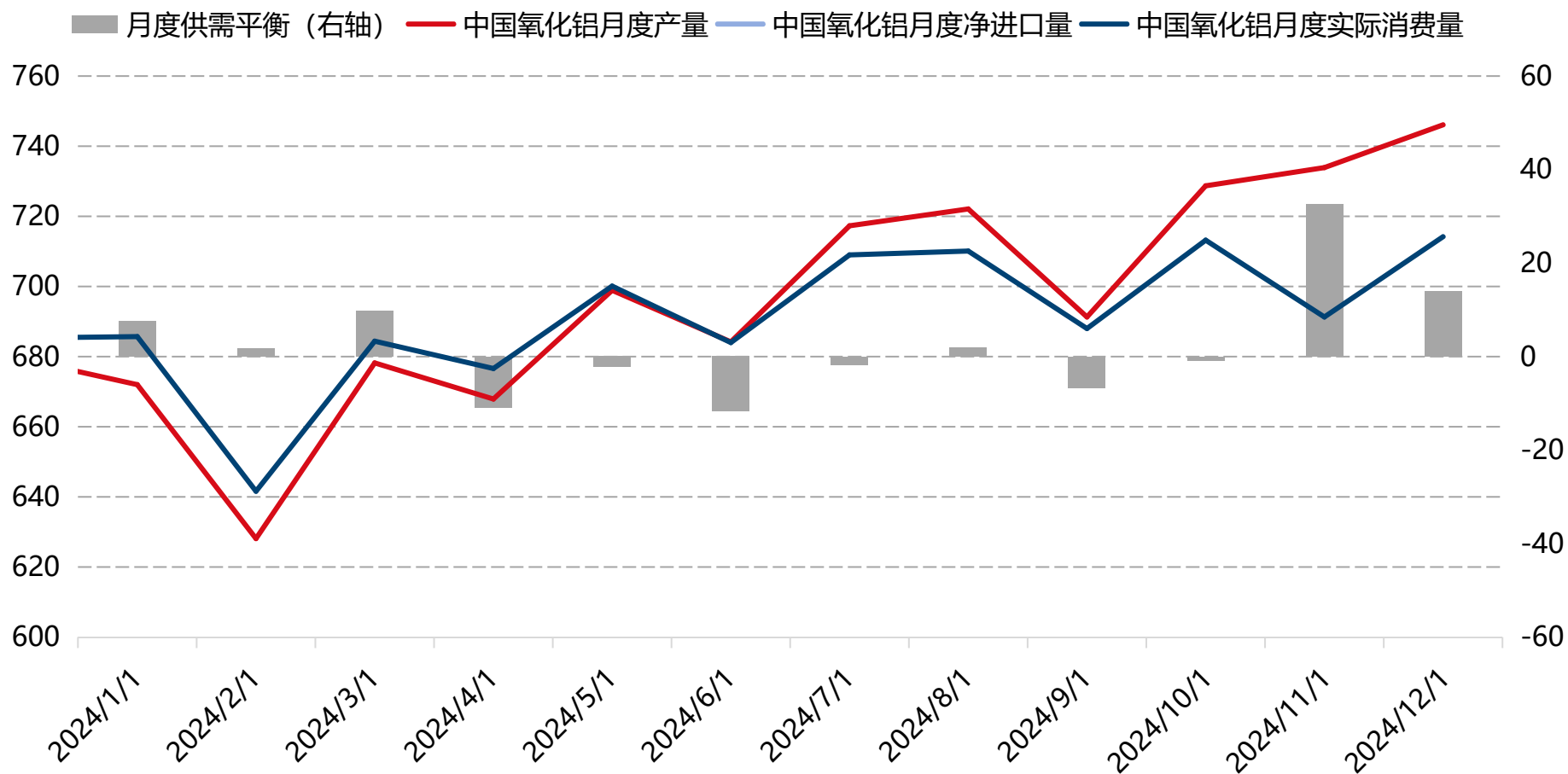


现货价格逐渐松动，元旦后下跌加速

- 氧化铝现货价格自12月中旬起开始松动，进入1月后市场积极贴水出货，现货加速下跌，目前现货均价5100元/吨，跌幅达11%
- 目前市场已经出现5000元/吨以下的成交价格
- 现货升水持续扩大，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，修复基差的动力较弱

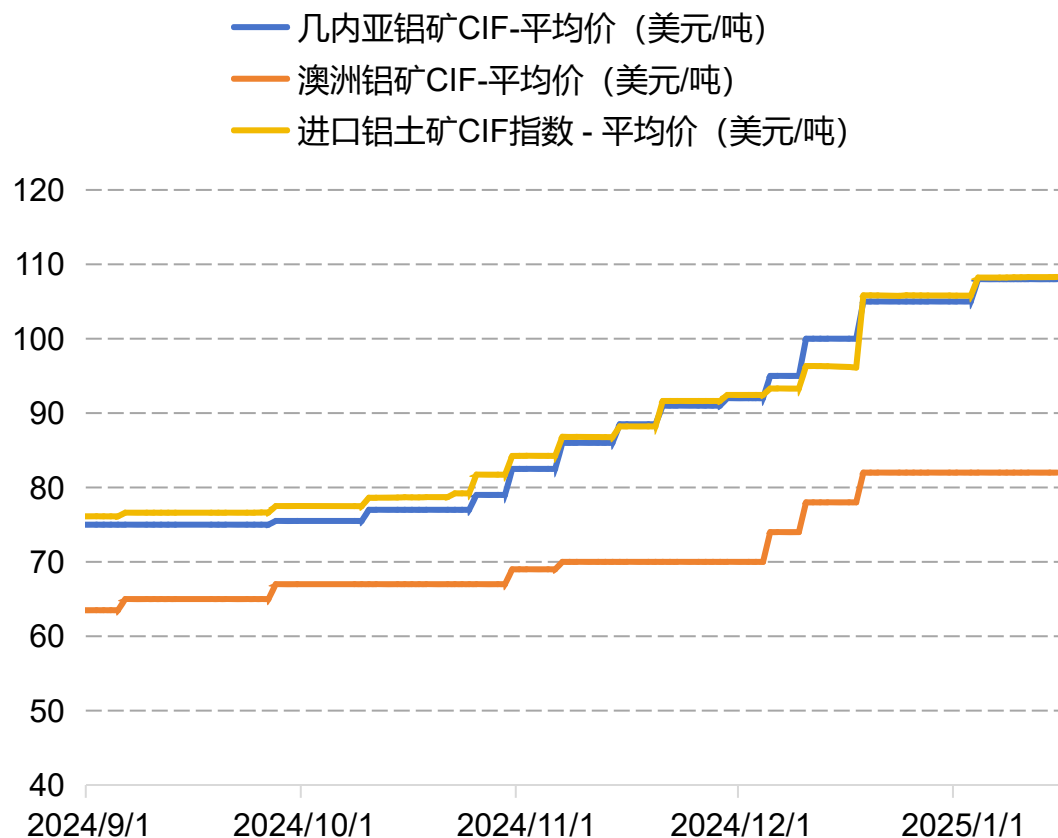


氧化铝基本面供需矛盾有所缓和

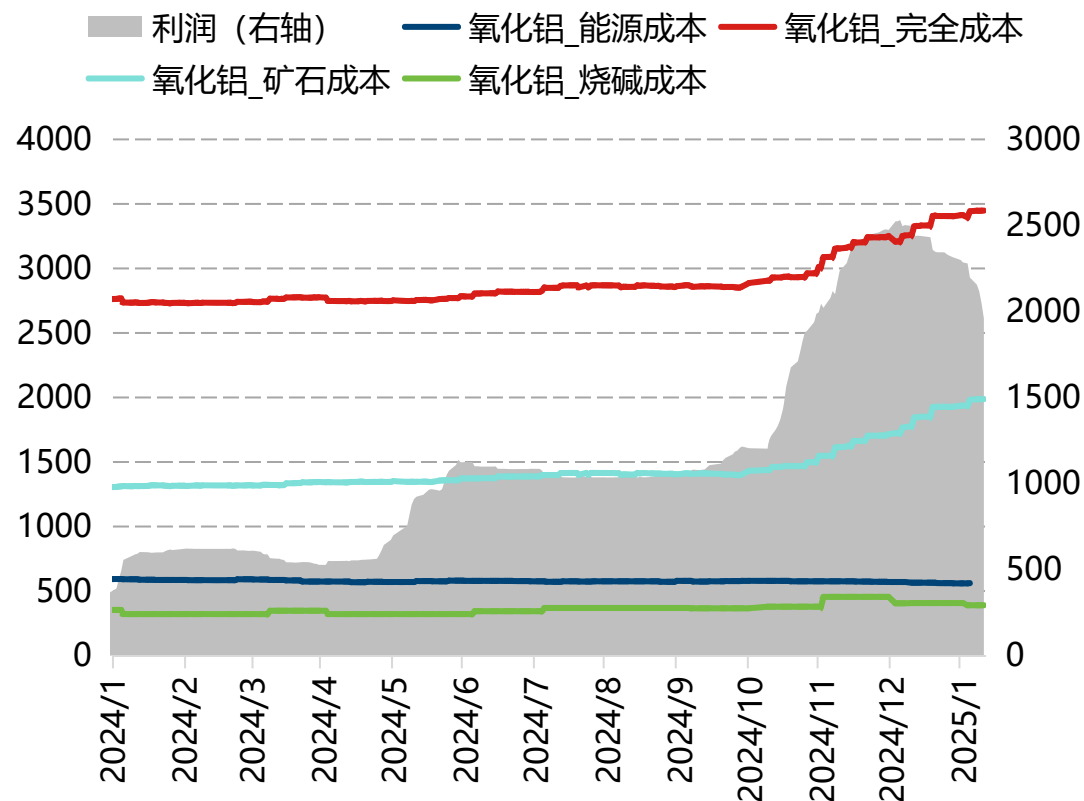


氧化铝成本上涨 成为远期定价之“锚”

- 铝土矿价格上涨明显，带动氧化铝成本上行至3400元/吨左右，氧化铝行业利润收窄
- 烧碱价格收氧化铝增产影响，明显拉涨
- 成本定价的作用将首先在远月合约上有所体现



氧化铝成本及利润变化 (元/吨)



Part2

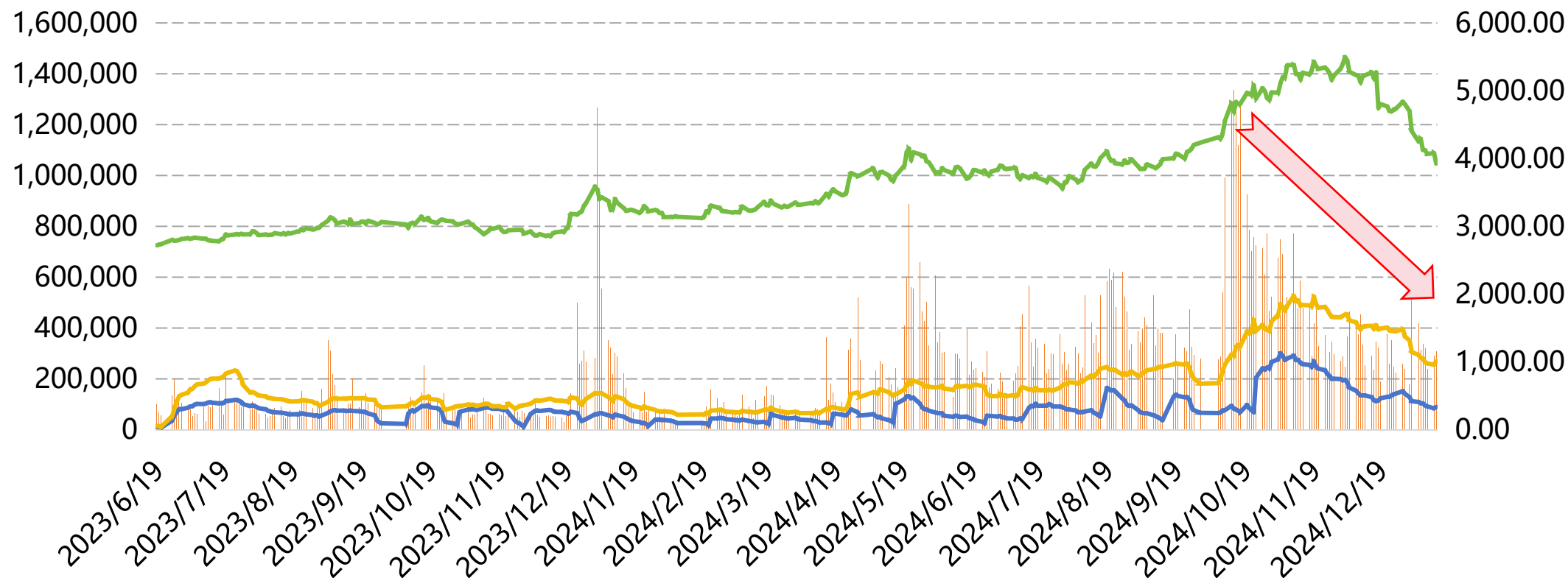
第二部分

氧化铝盘面资金力量明显减弱

氧化铝期货持仓量自高位回落

- 氧化铝期货持仓量自2024年11月11日的52万余手，回落至当前26万余手，两个月内持仓量下跌近一半
- 在近两周的下跌行情中，氧化铝持仓量自36万余手降至26万余手

期货成交量:氧化铝 期货持仓量(活跃合约):氧化铝 期货持仓量:氧化铝 期货收盘价(活跃合约):氧化铝 (右轴)



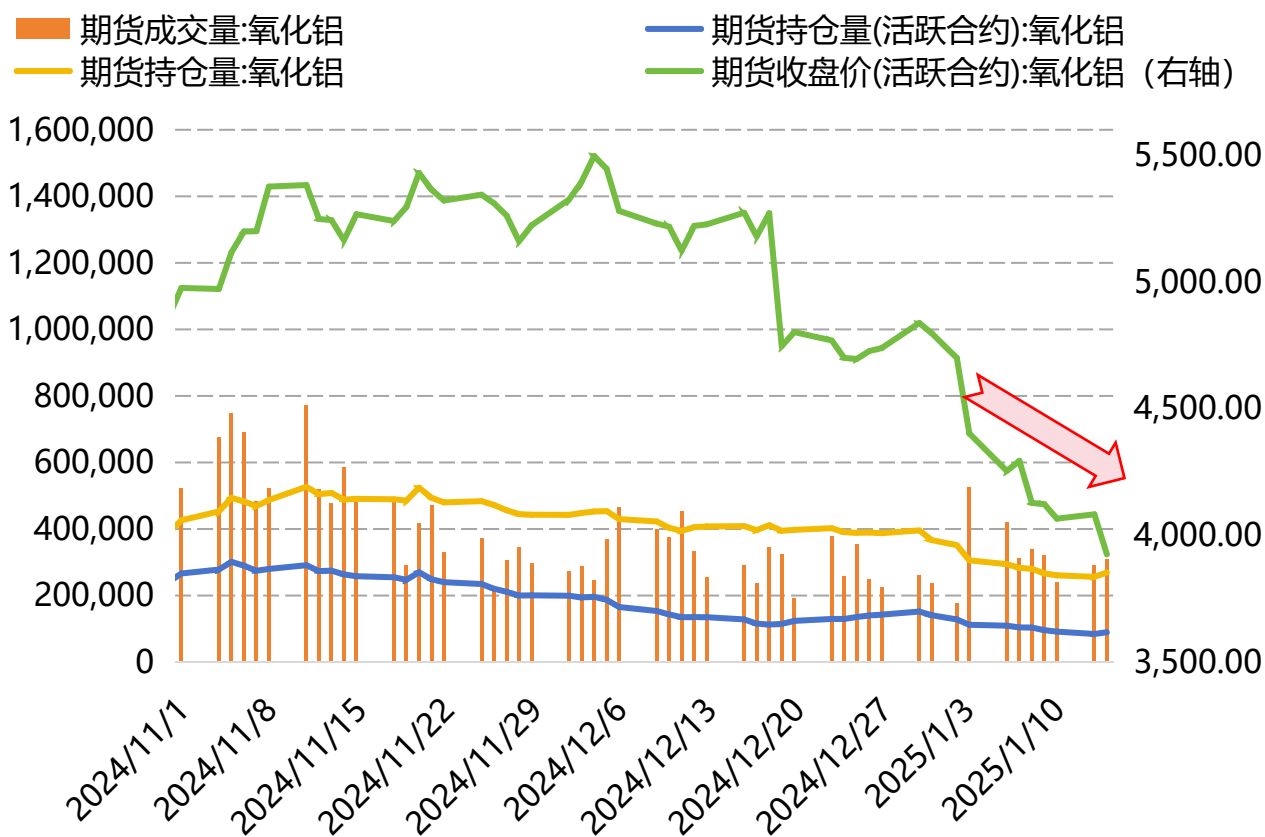
数据来源: wind 国信期货

免责声明: 本报告以投资者教育为目的, 不构成任何投资建议。

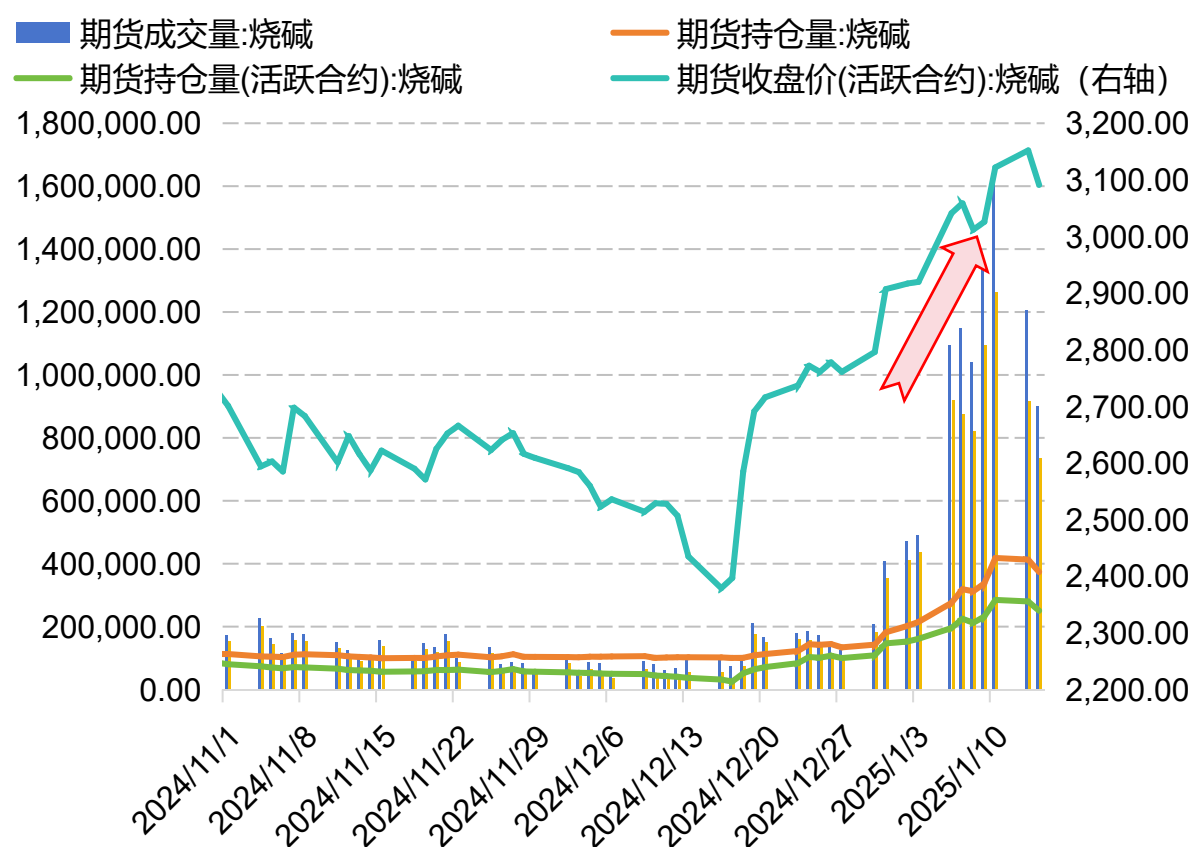
氧化铝原料烧碱期货量价齐升

- 12月31日-1月14日期间，烧碱期货持仓量自18万手上涨至37万手，烧碱主力合约价格涨幅一度超过13%

氧化铝期货持仓量、成交量及价格变化（手，元/吨）



烧碱期货持仓量、成交量及价格变化（手，元/吨）



数据来源：wind 国信期货

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。

氧化铝“过山车”行情后 聚焦持仓信号

- **原料端：**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。
- **供需：**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。
- **成本利润：**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。在中长期供应转向过剩的预期下，成本定价将更明显地作用于远月合约，远月合约的底部价格支撑将随成本线动态变化。
- **现货市场：**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，现货价格进入较为顺畅的下跌通道，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。
- **期货市场：**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，因而整体来看，市场看空情绪还需要一定时间的消化。目前，氧化铝近月合约价格正逐渐逼近成本线3400元/吨，合约月间价差缩小，考虑到氧化铝期货贴水程度已达到历史新高，成本在近阶段变化幅度有限，成本定价逻辑也将逐渐影响到近月合约，限制其跌幅，关注期价超跌成本线后，或出现的反弹动力，但反弹高度受到多方压制。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，将共同左右近月合约的价格中枢，远端则更多背靠成本支撑来关注，关注反套机会。

风险提示：矿端突发事件、氧化铝产能释放不及预期、地缘争端。

Part3

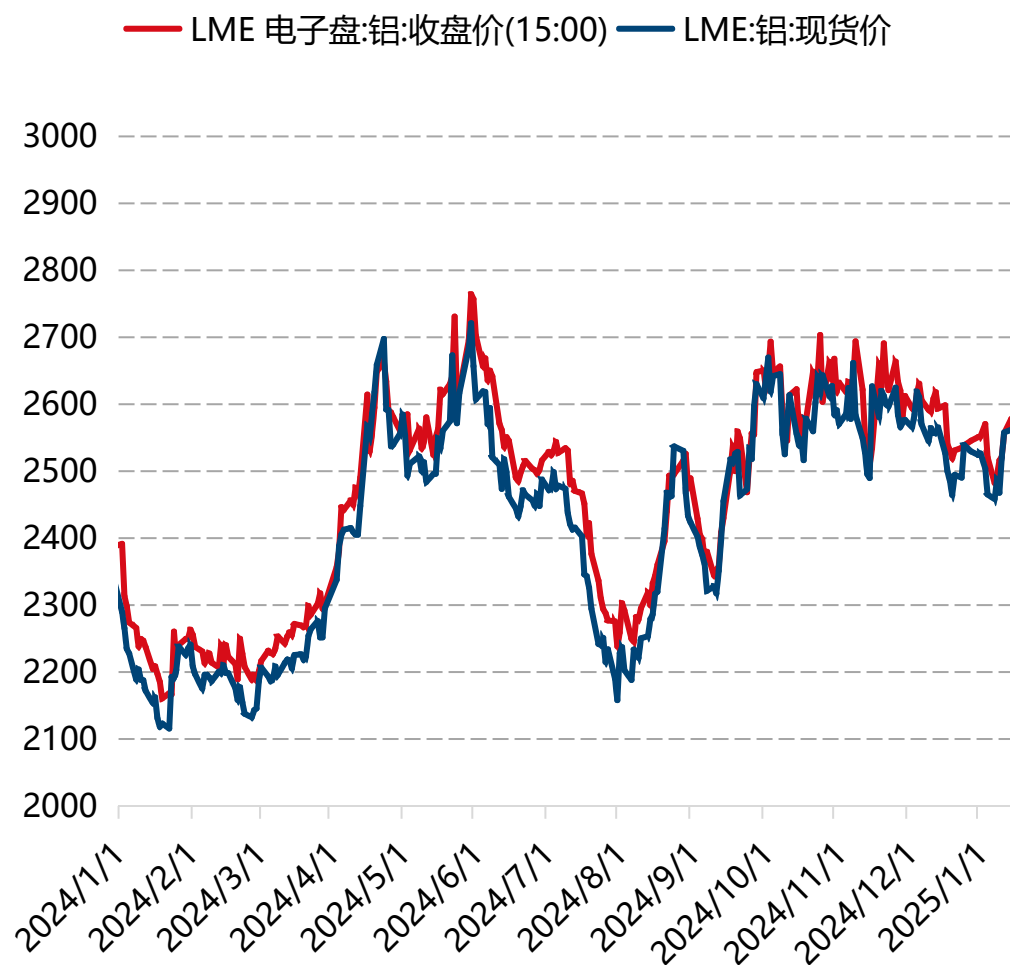
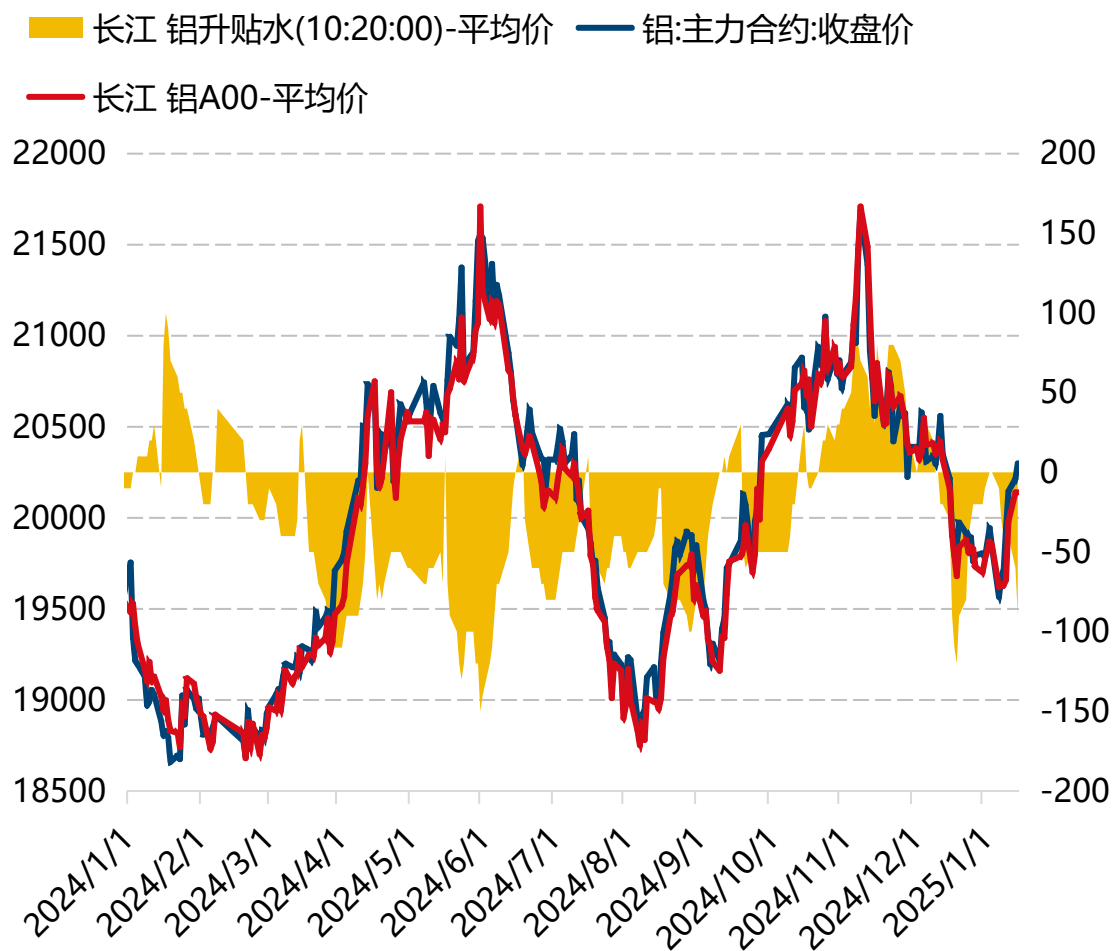
第三部分

沪铝市场

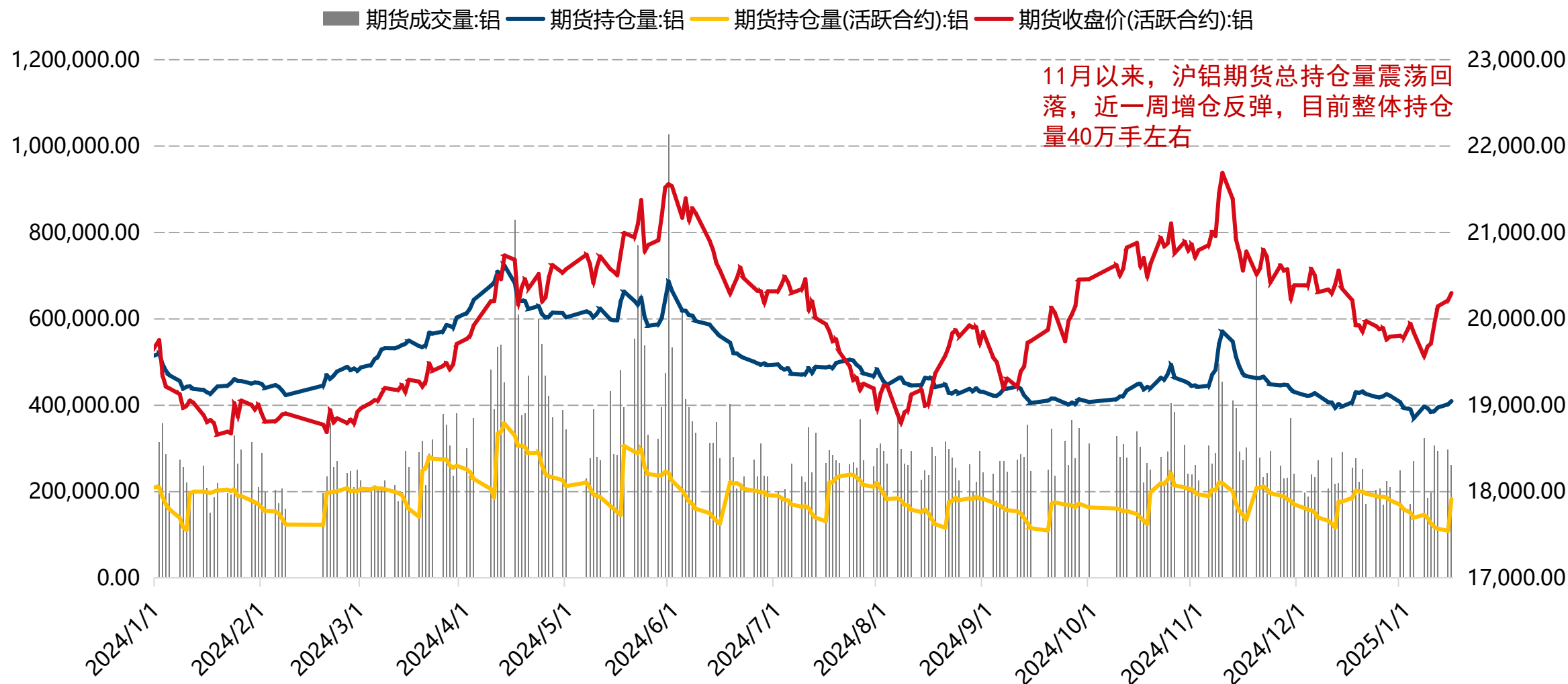
沪铝：节前再度突破两万关口



沪铝：节前再度突破两万关口



资金动向：持仓量变动有限，处于相对低位



宏观热点：国内政策支持消费预期 海外关税政策存不确定性



国信期货
GUOSEN FUTURES

国信期货
研究咨询部

➤ 国内：

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》。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。

➤ 海外：

媒体报道称，特朗普的团队正计划降低关键商品的进口关税，可能包括铜，但随后特朗普否认了这一说法。媒体援引知情人士的话称，特朗普正在考虑宣布全国经济紧急状态，为全面征收关税提供法律依据。

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。市场对于2025年美联储的降息次数预期下调至2次。

➤ 关键时点：

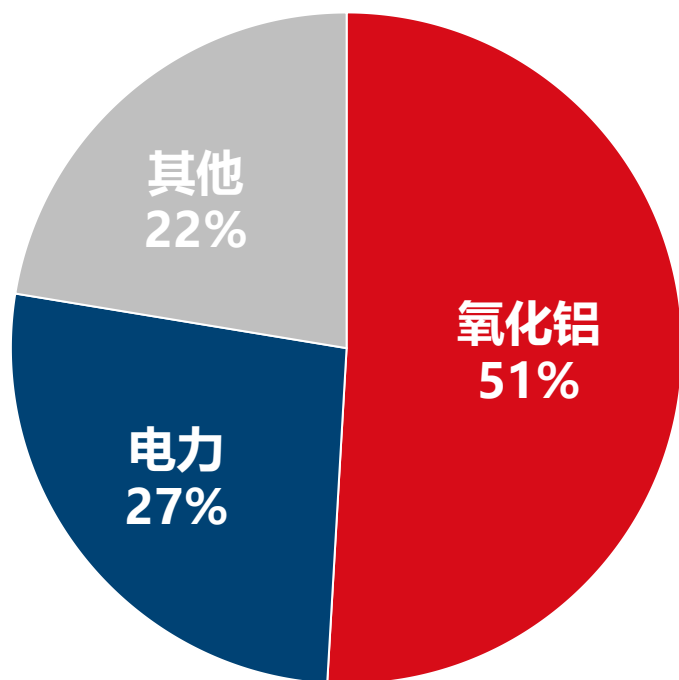
1月20日 特朗普正式就任

1月29日 美联储货币政策会议

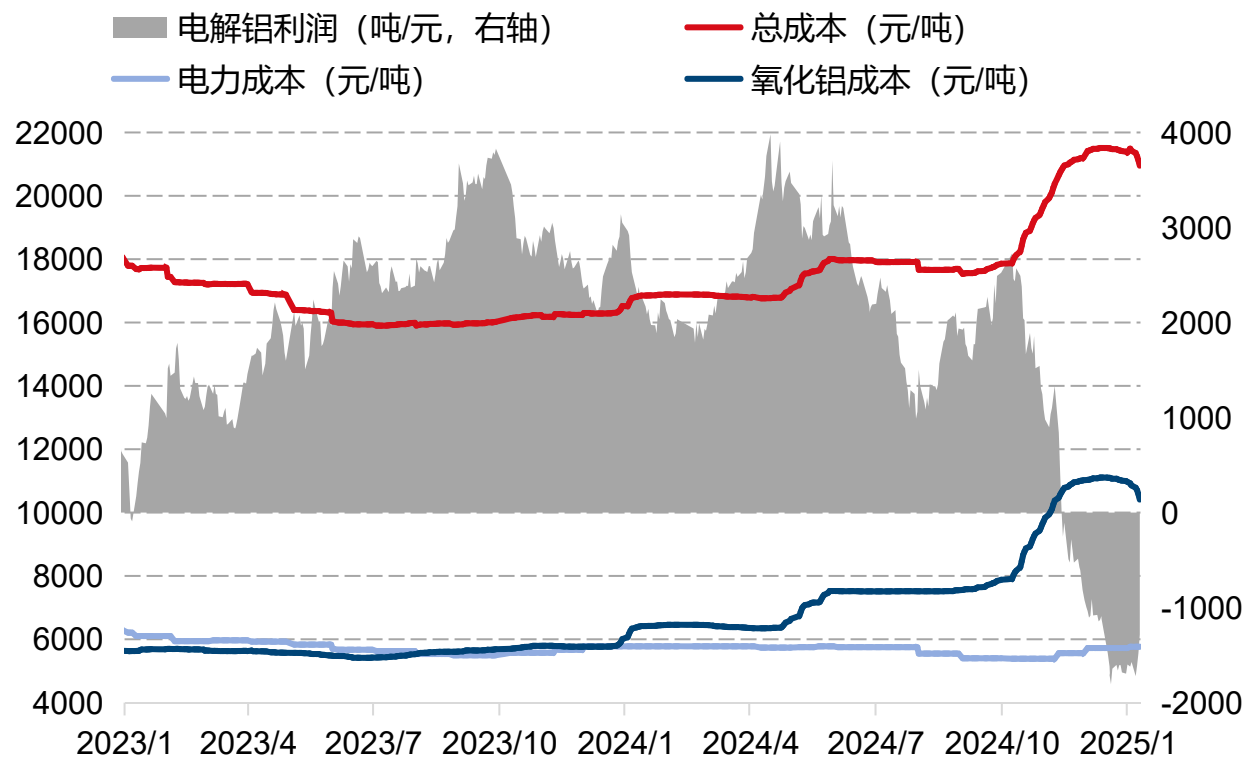
氧化铝价格加速下跌，电解铝行业利润修复

- 据SMM数据显示，截至1月9日，中国电解铝冶炼成本约20951元/吨，目前行业平均亏损收窄至1200元/吨附近。
- 铝价成本支撑减弱

2024年11月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%）

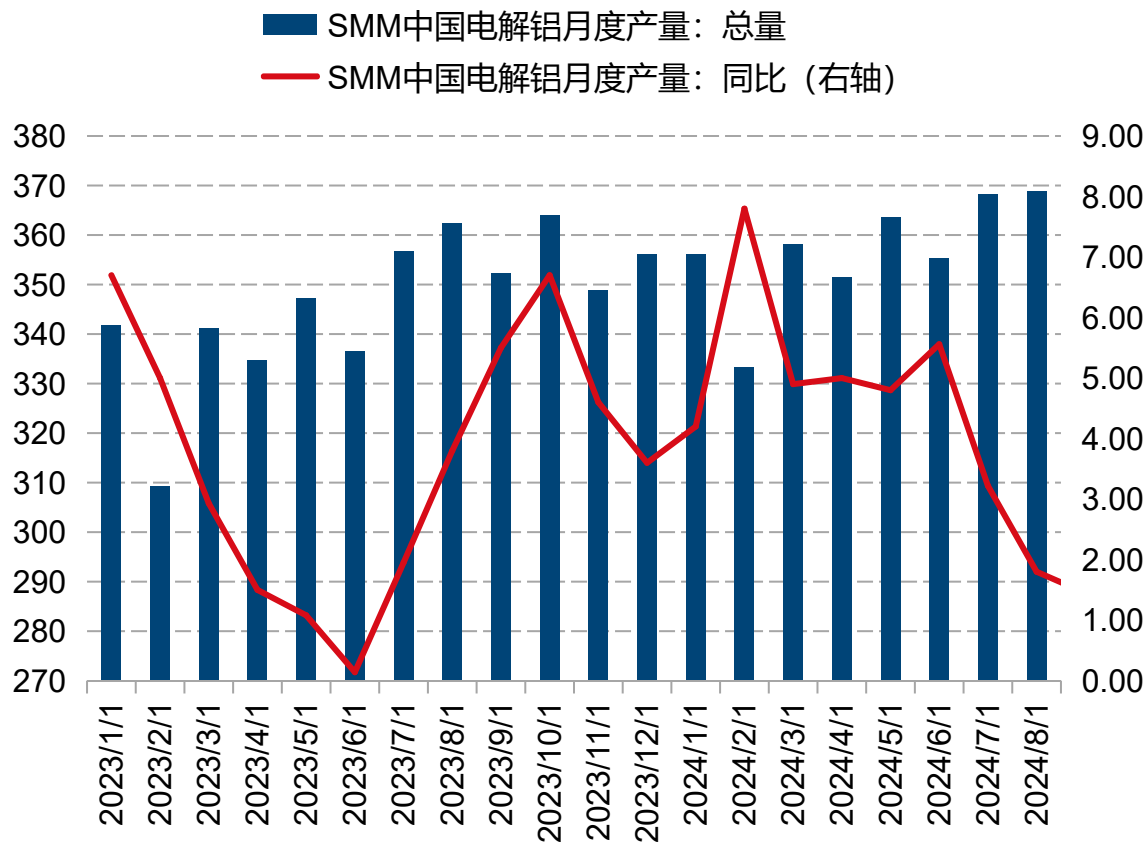


电解铝成本及利润变化

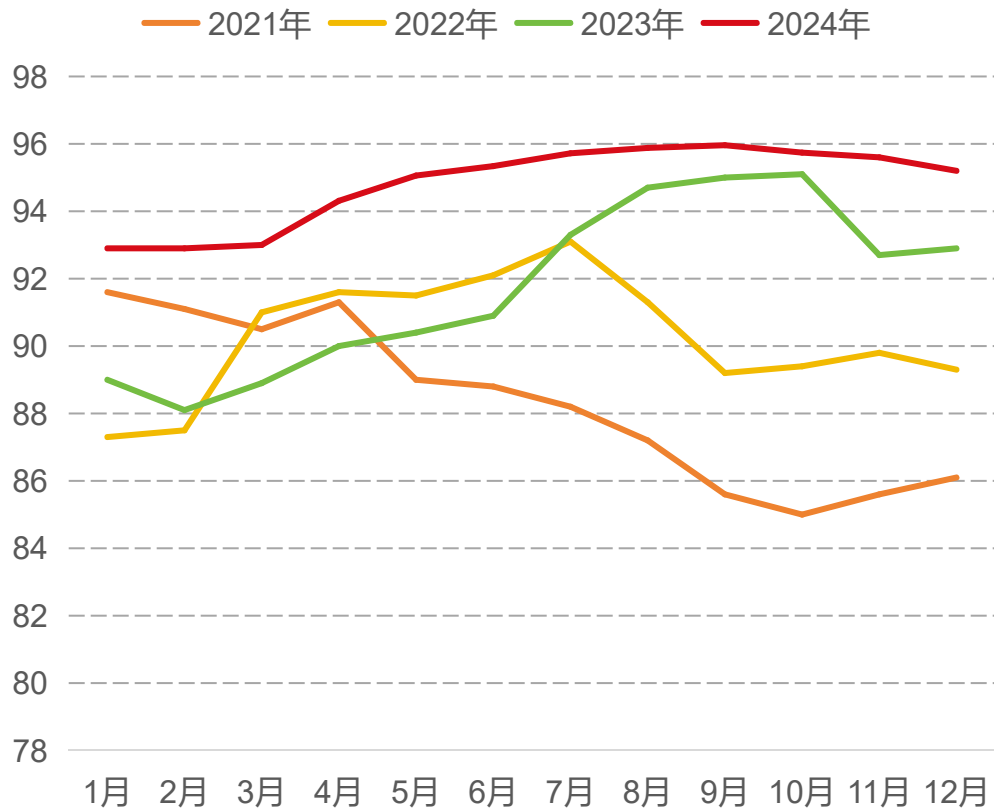


现阶段电解铝供应较为稳定

- 据SMM统计，2024年1-12月国内电解铝厂产量累计同比增长3.89%，目前产能开工率维持在95%左右，显著高于同期水平。
- 广西地区个别铝厂因技改减产，预计2025年四季度复产。



电解铝产能运行率季节性变化 (%)

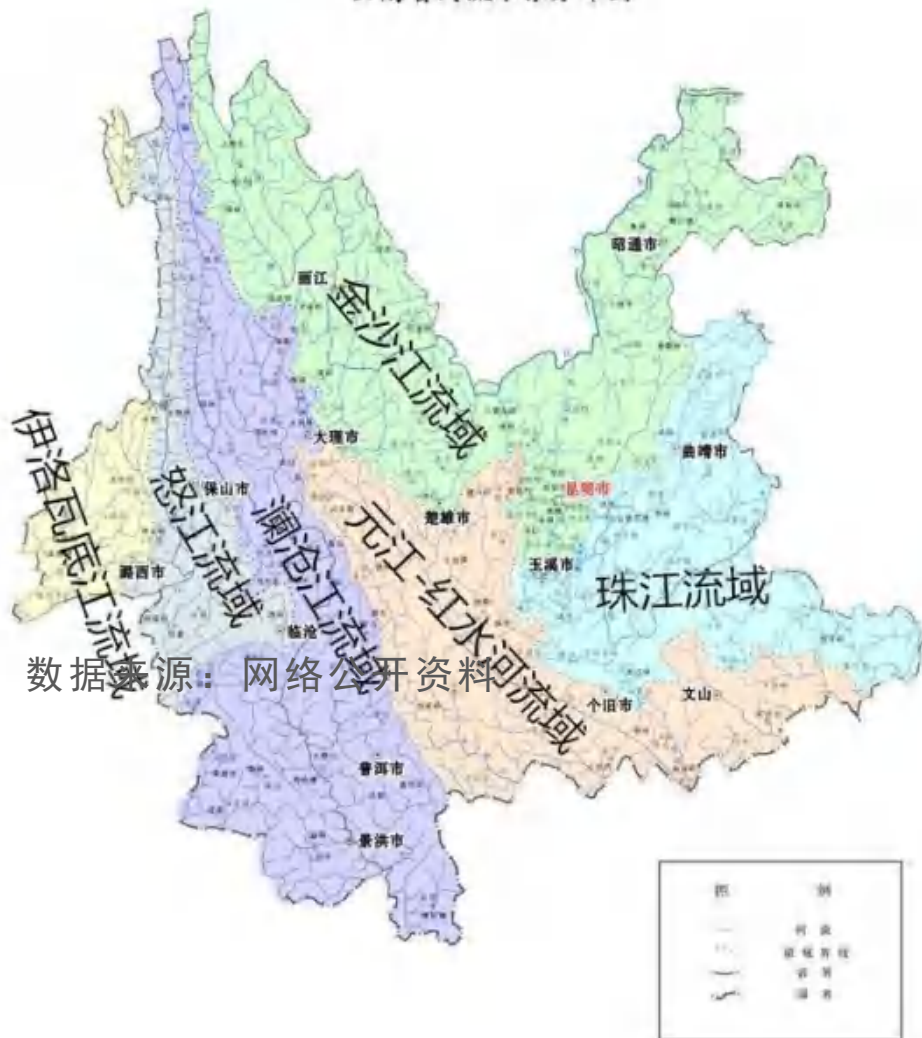


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

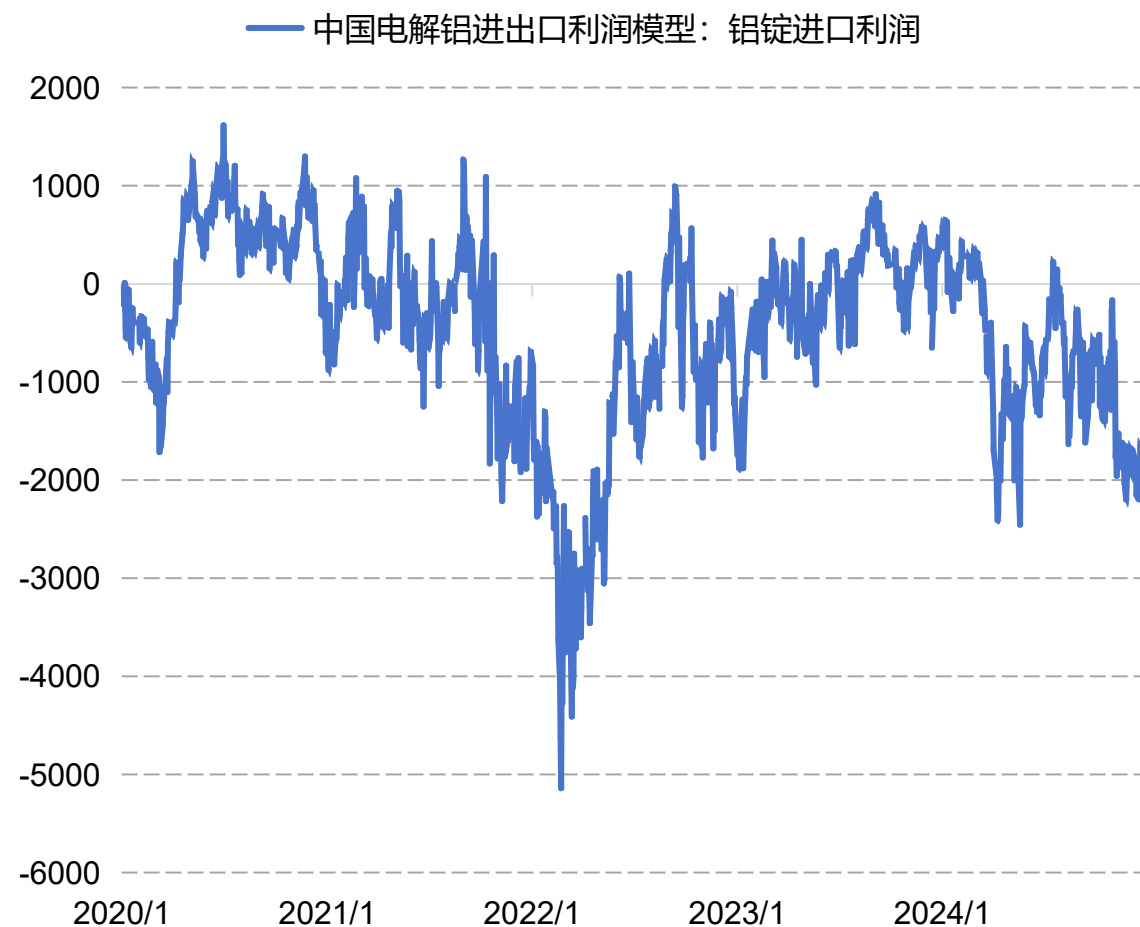
关注云南省内降水情况对产能运行情况的影响

云南省河流水系分布图



- 云南的大型水电站主要分布在澜沧江以及金沙江流域，其流域内主要以降水为补给。因此，云南省内的降水情况将是重要的参考依据。
- 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。

铝价外强内弱，进口窗口维持关闭



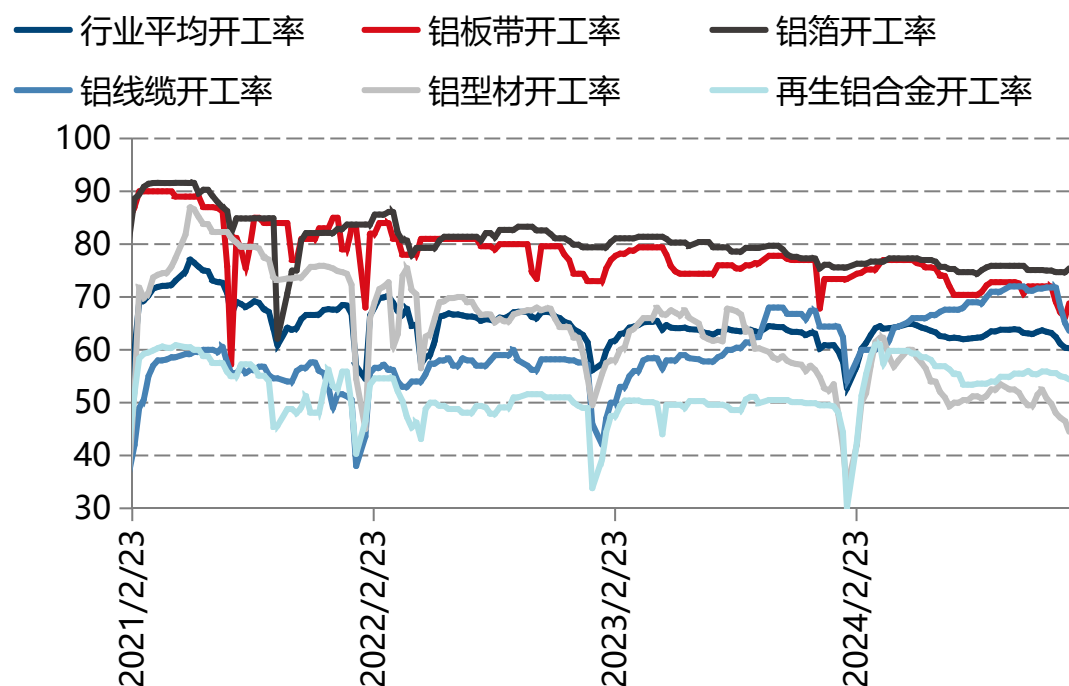
铝供应增量看海外，集中于中东及东南亚

国家	铝厂	所属集团	2023年	2024年	2025年	2026年	计划新增产能	备注
印尼	Inalum	Asahan			13.00		13.00	现有产能27万吨，技改扩能
印尼	PT KAI	Adaro 65%+力勤22.5%+山东魏桥12.5%			25.00	75.00	150.00	一期电解铝产能50万吨，远期目标150~200万吨/年 生产的电解铝将供给韩国现代汽车 (Hyundai Motor)
印尼	华青铝业	华峰集团+青山实业	25.00	25.00	25.00	25.00	200.00	一期工程为100万吨/年电解铝，远期200万吨 2023.3.27投产
印尼	PT BAI	南山集团				50.00	100.00	一期25，远期2028建设100万吨
印尼		华友控股					200.00	远期200万吨，来源不明确
马来西亚		博赛集团					100.00	远期
越南	Dak R'lap	陈宏泉冶金			15.00	15.00	45.00	中色股份中标 15年开建，中途因地址塌陷暂停，至今完成90%，预计2024完成 工厂建设并投产一期，年产15万吨
越南		越芳集团				30.00	60.00	
越南		和发集团					50.00	
越南		长海股份					30.00	
印度	Angul	Nalco					50.00	远期
印度	Jharsuguda II	Vedanta	3.50				3.50	2021.1开始投产，收尾阶段
印度	BALCO	Vedanta			43.50		43.50	2025年2季度投产43.5万吨
印度	Mahan	Hindalco				18.00	18.00	预计2024年3月扩建
巴林	Alba	Alba					54.00	7号线由bechtel评估中，建成后计划替换1、2号旧生产线
阿联酋	EGA	EGA			50.00		50.00	2022EGA宣布将投资14亿美元将产能扩大50万吨/年。预计2025 完成。
沙特		锦江集团					100.00	投产时间不确定
沙特		创新集团					100.00	投产时间不确定
哈萨克斯坦							12.50	不确定
俄罗斯	Taishet	Rusal	10.00	20.00	4.85		42.80	2021年Q4投产，运行产能18%
加拿大		Rio Tinto				22.00	22.00	建设2年半，预计2026年上半年投产，年底全部投产 此次扩建与同一地点Arvida铝冶炼厂的逐步关闭同时进行
哥伦比亚	Galtco	NEO Aluminio Colombia					54.00	无最新消息
意大利	Portovesme	Portovesme					15.00	意大利政府计划于2023年重启产能
安哥拉		河北华通线缆集团			12.00		12.00	2024年3月一期12万吨项目开工建设，2025年建成
法国、德国	Trimet	Trimet Aluminium SE			37.00		37.00	2025年提升法国、德国电解铝产能
合计			38.50	45.00	176.35	235.00	1513.30	

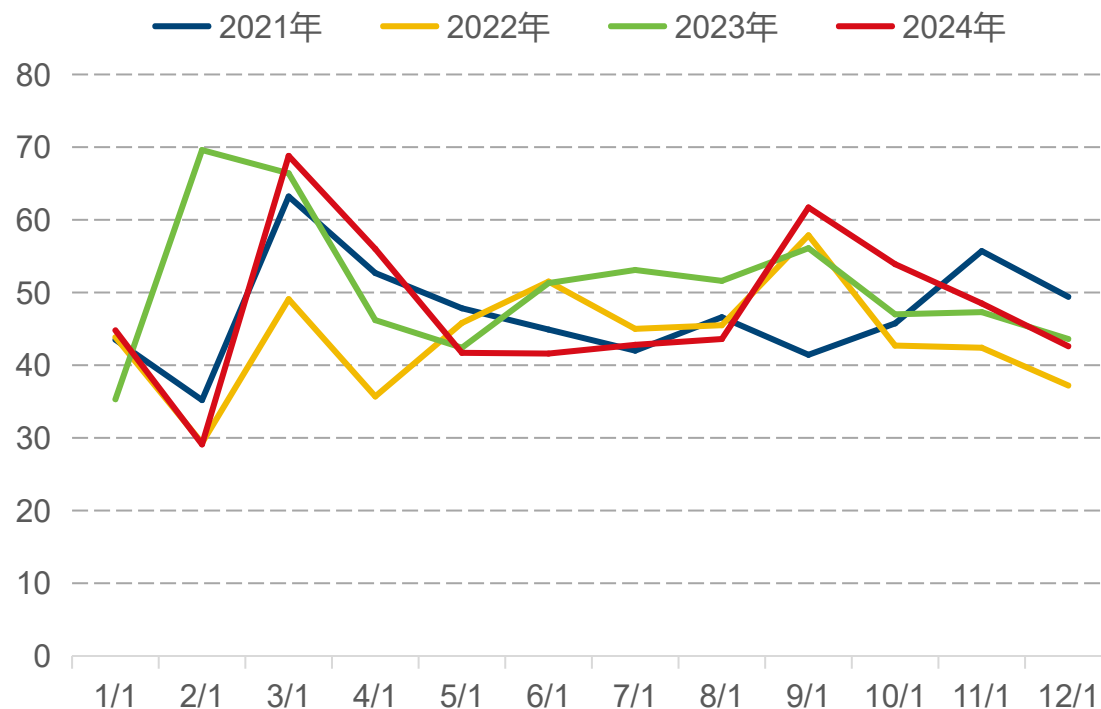
消费淡季及出口需求预期下滑，下游铝加工行业景气度持续回落

- 铝材“抢出口”窗口期结束后，进入2024年12月，下游铝加工企业开工率持续下跌
- 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。

国内铝下游加工龙头企业开工率变化



中国铝加工行业月度PMI综合

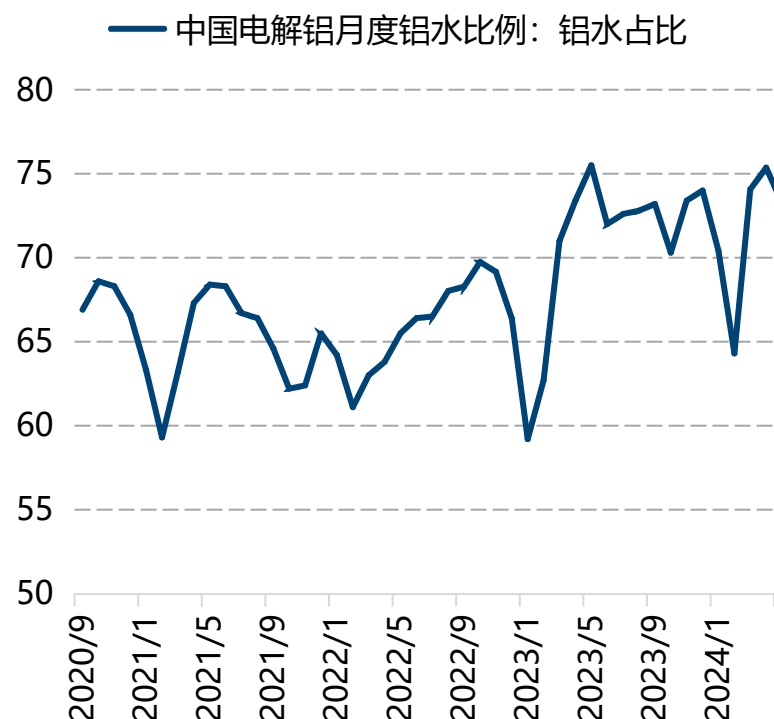


数据来源：SMM、国信期货

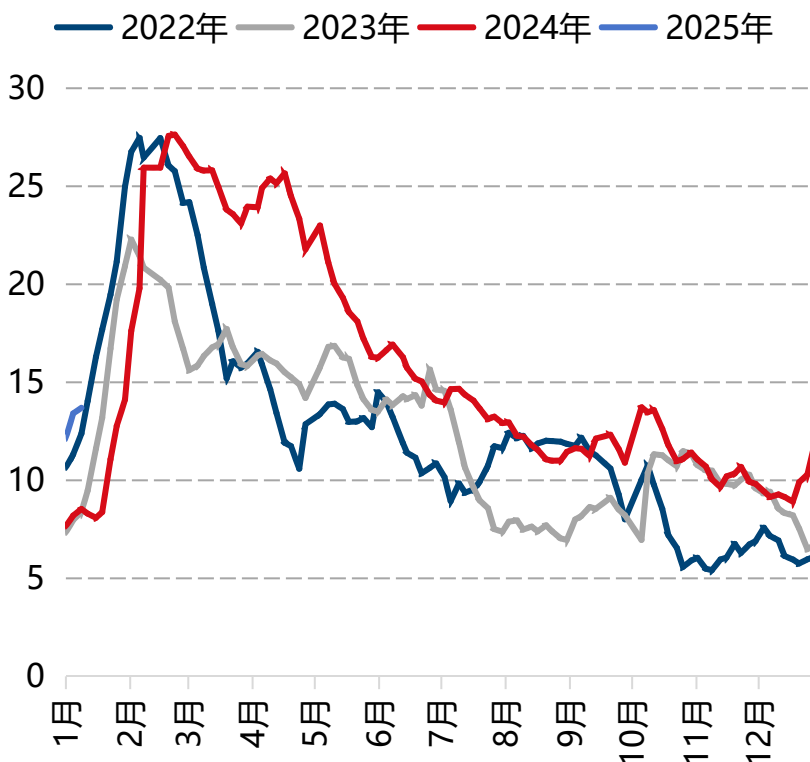
铝锭库存拐点未至，对铝价有一定支撑

- 近期铝锭超预期去库，给予价格上涨动力
- 去库持续性不足，临近春节，累库拐点预计即将到来

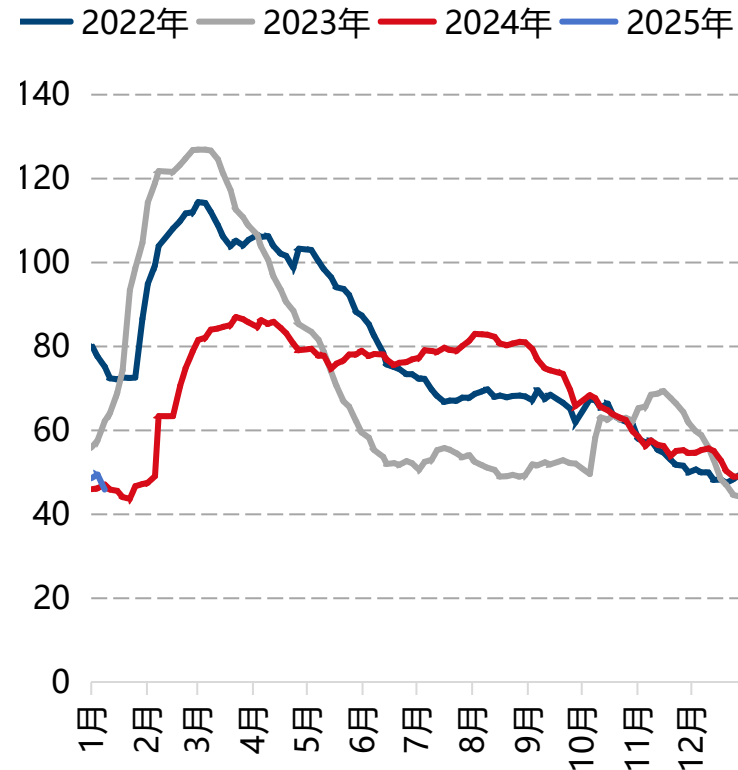
铝水比变化（%）



铝棒库存季节性变化（万吨）



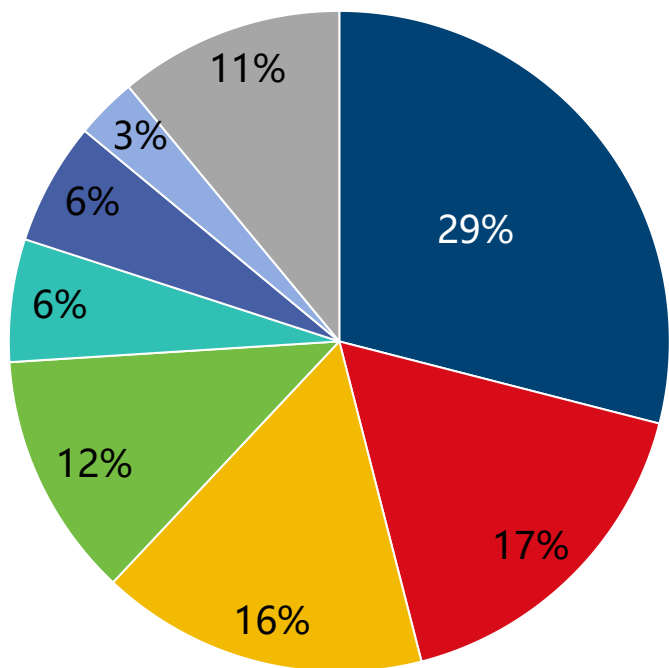
铝锭库存季节性变化（万吨）



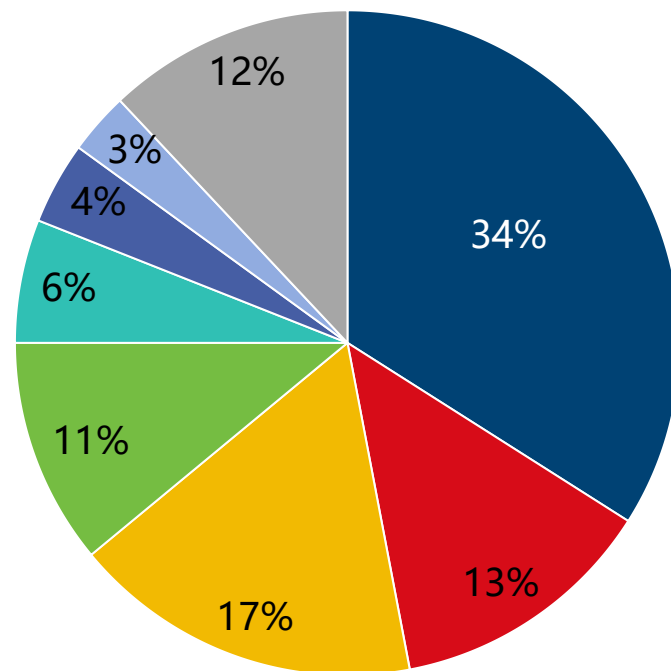
铝消费

- 2024年，新能源板块的电动汽车以及光伏的用铝需求依旧是拉动铝总体需求的主力，特高压电网建设及“以旧换新”政策下家电消费的增长，也增加了用铝需求，共同对冲了建筑用铝需求的下滑。
- 据安泰科数据预测，2024年中国电解铝消费量为4495万吨，同比增长4.9%，2024年中国全口径铝消费达5656万吨，增长305万吨，同比增长5.7%。

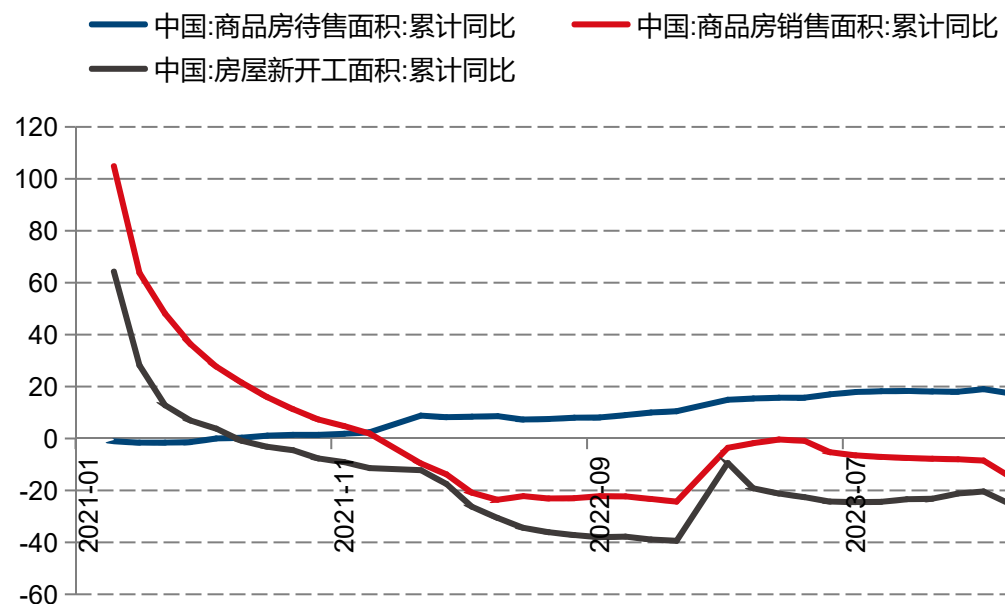
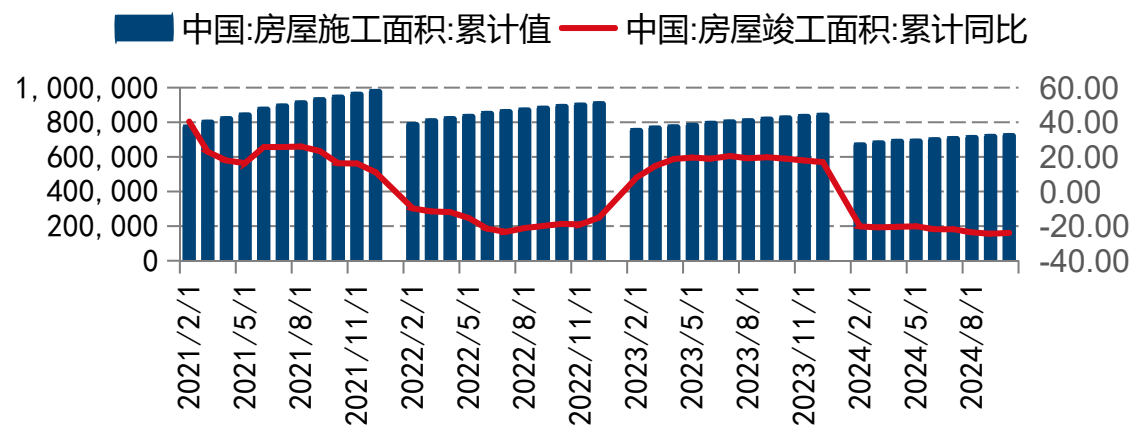
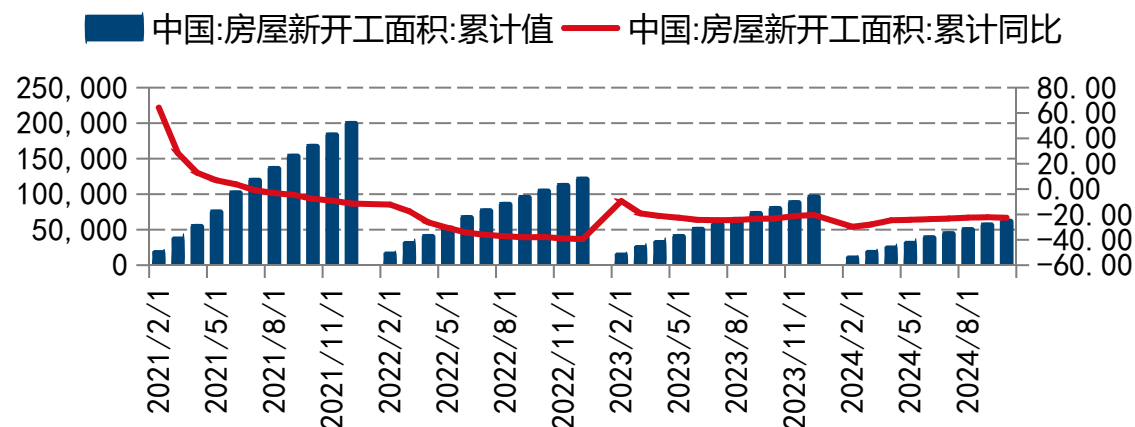
全铝消费结构 (%)



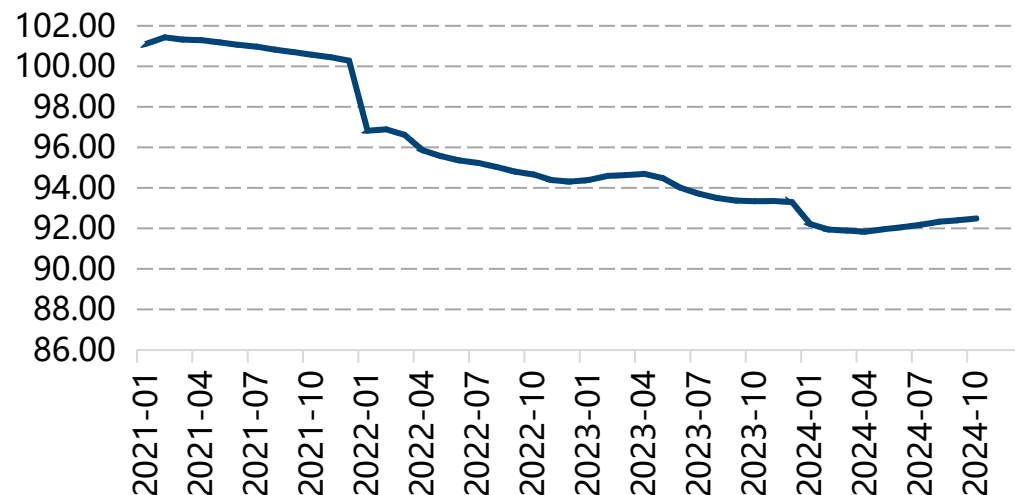
电解铝消费结构 (%)



房地产行业长期卧病修养 需求着陆复苏难期待



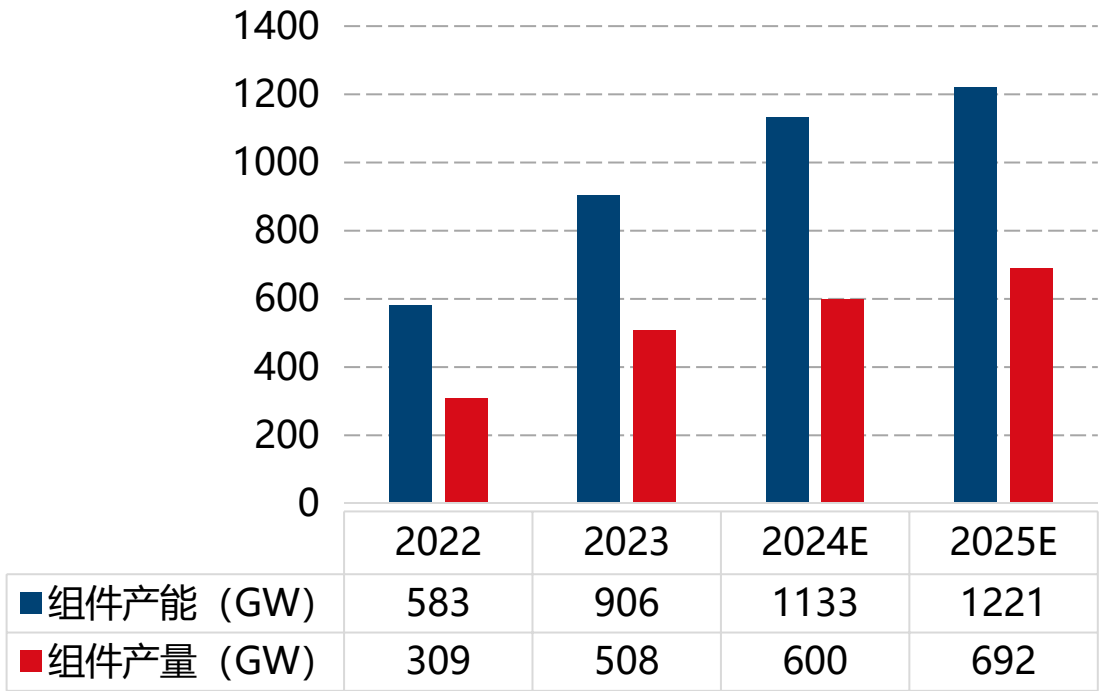
国房景气指数



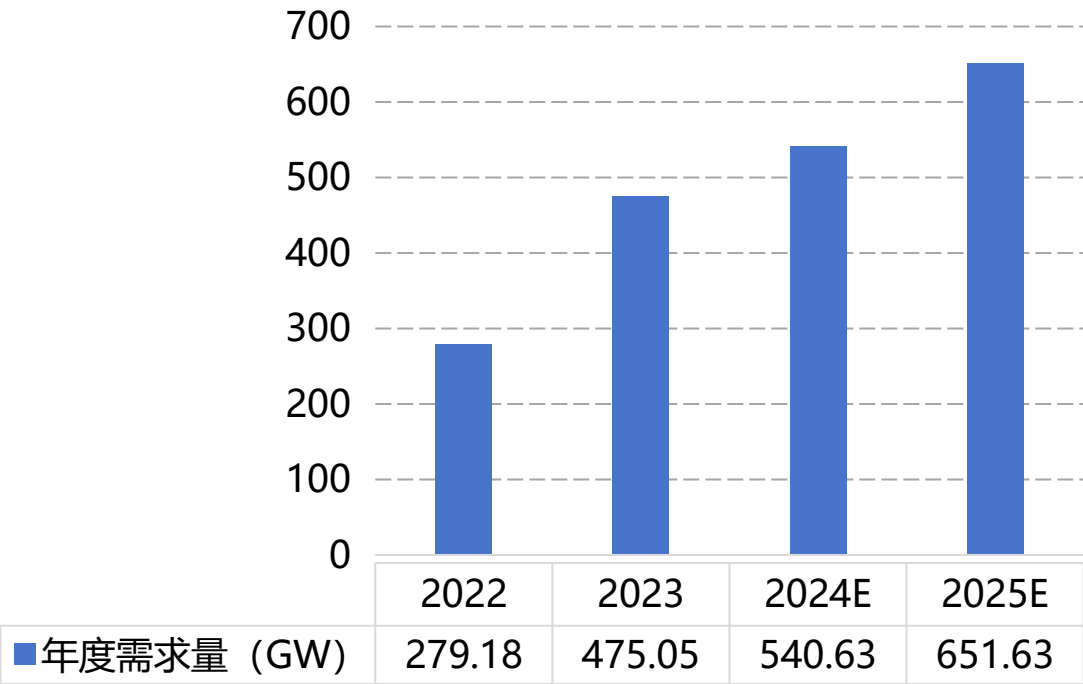
受益于能源转型推动 电子电力用铝需求增长

- 2024年以来，电子电力领域的用铝需求继续出现明显增长，铝在电力电子领域的应用体现在光伏、高压输变电路及低压线缆等，领域用铝需求的增长也主要得益于光伏与电网相关建设的发展。
- 光伏边框占光伏用铝超70%，根据预测，2024年光伏行业用原铝量同比增长20%至372万吨左右。

国内光伏组件年度产能和产量（GW）

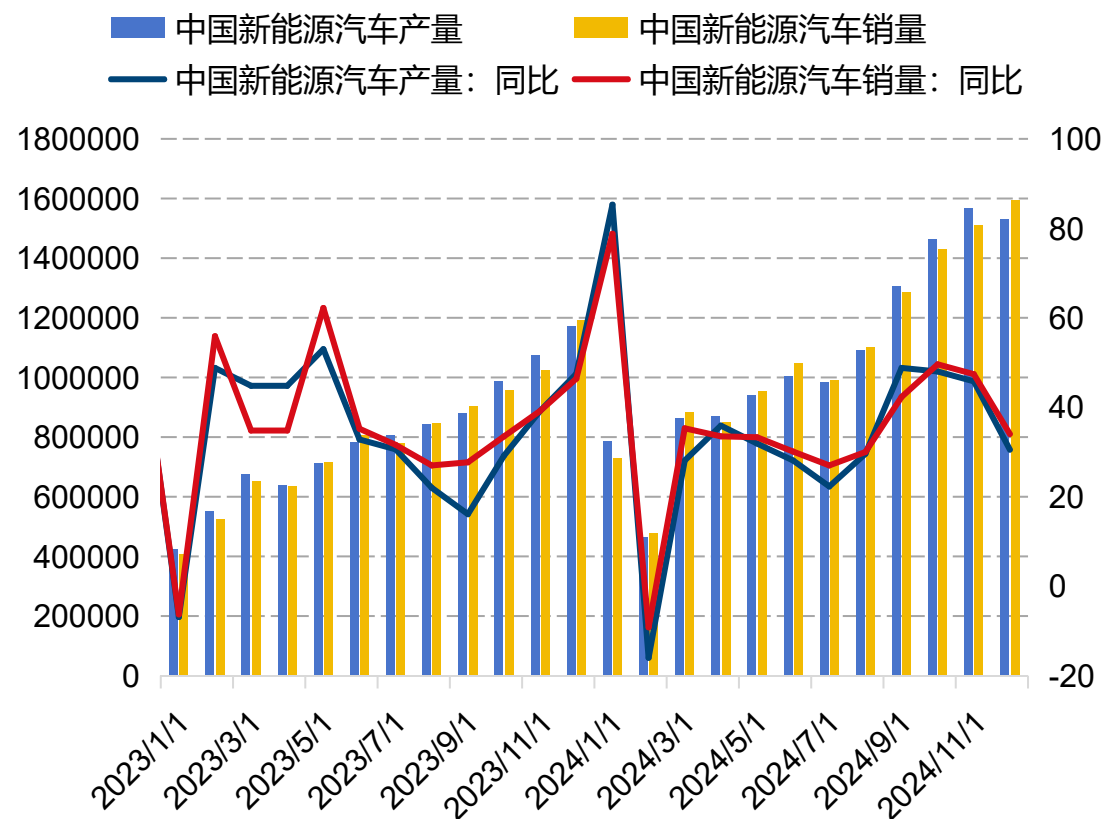
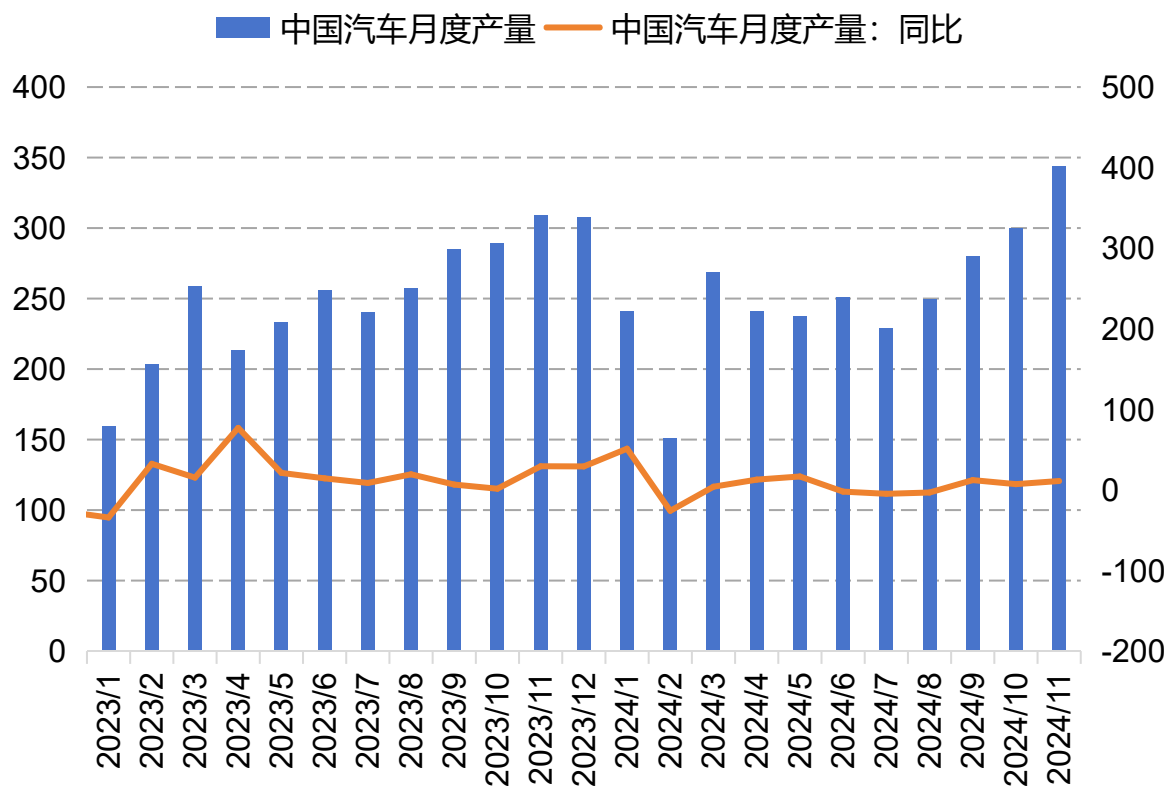


全球光伏组件年度需求（GW）

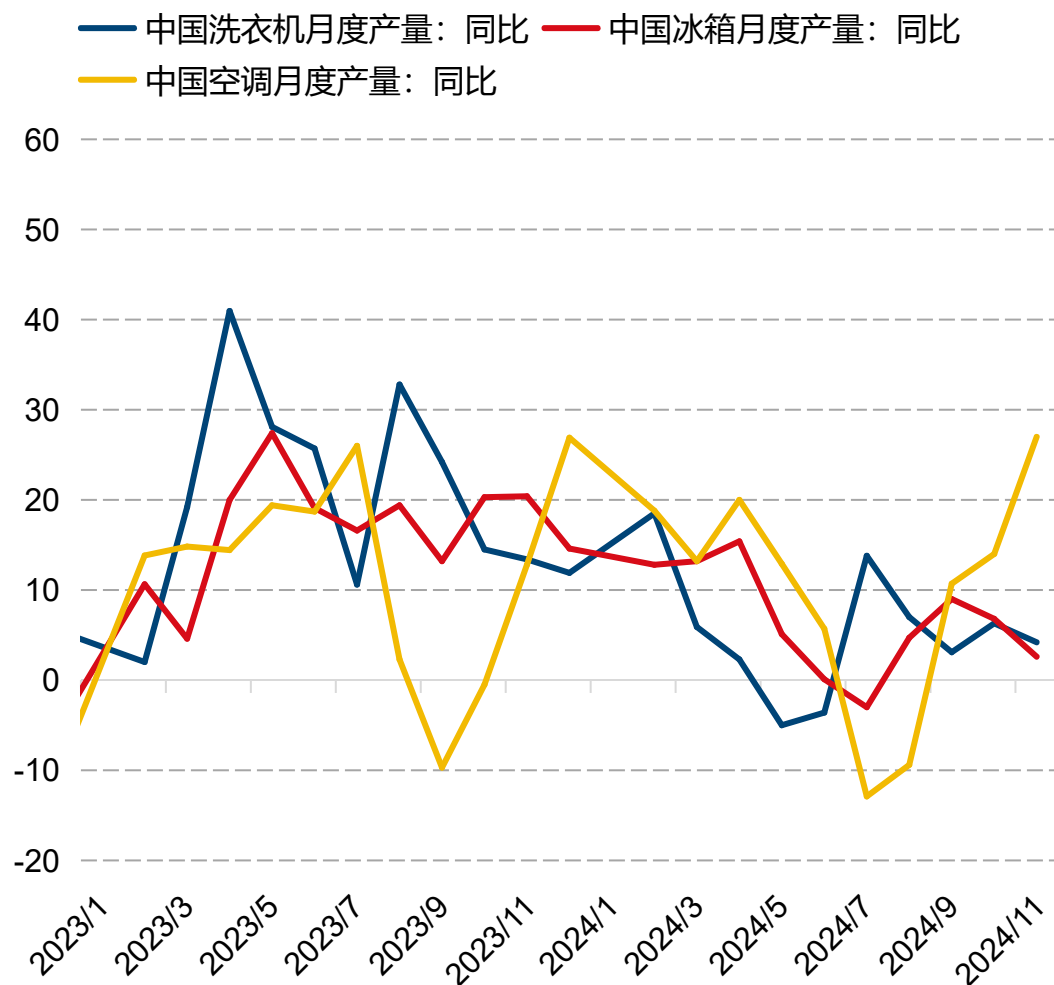


新能源汽车需求持续增长 带动交通运输领域用铝需求

据乘联会初步统计，12月1-31日，乘用车市场零售262.2万辆，同比去年12月同期增长11%，较上月同期增长9%，今年以来累计零售2,288万辆，同比增长5%；12月1-31日，乘用车新能源市场零售137.9万辆，同比去年12月同期增长46%，较上月同期增长10%，今年以来累计零售1,097.5万辆，同比增长42%。



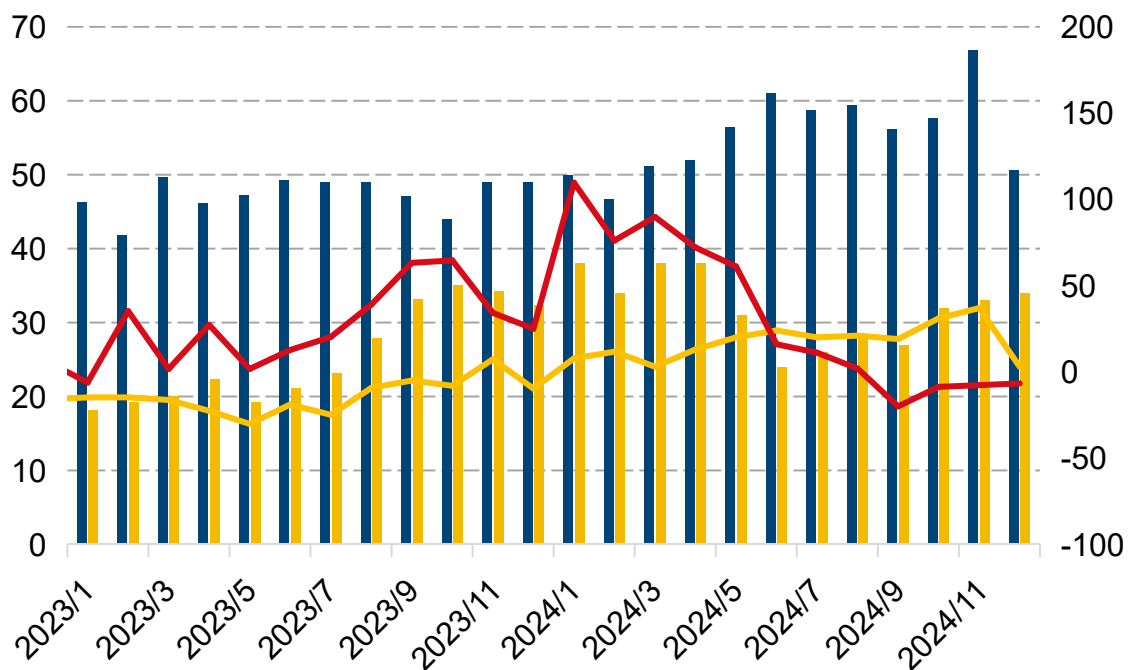
政策助力下家电市场仍值得期待



- 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%。
- 根据产业在线数据，25Q1 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销量和出口销量实绩）

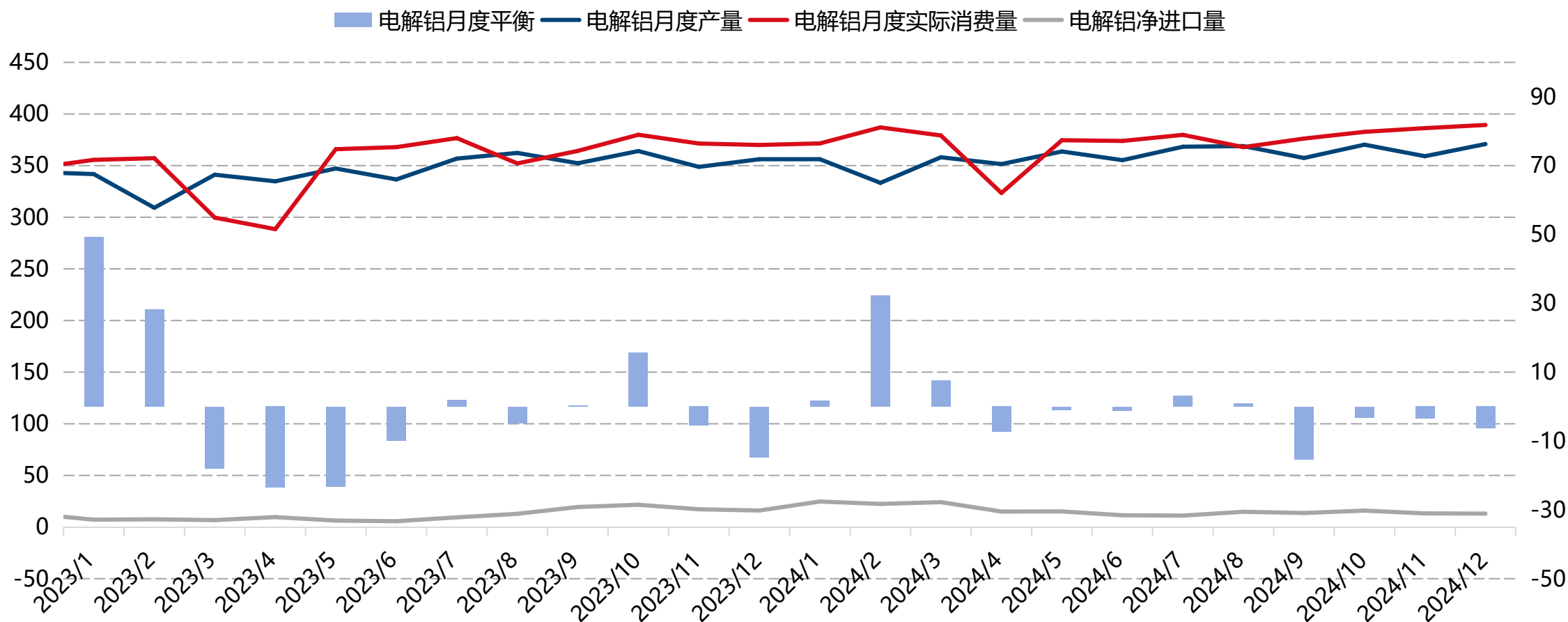
出口：海外贸易壁垒压力重重

■ 未锻轧铝及铝材出口量（万吨） ■ 未锻轧铝及铝材月度进口量（万吨）
— 未锻轧铝及铝材出口量同比（%） — 未锻轧铝及铝材月度进口量同比（%）



- 海关总署数据显示，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%。中国铝材出口量占国内总需求的比例约为15.5%。
- 从出口结构上来看，铝材出口以铝板带、铝箔、铝型材为主，三项出口量占总出口的90%以上。
- 从出口目的地来看，铝型材主要出口至印度、越南、菲律宾等东南亚国家，其次为墨西哥、南非；铝板带最主要出口目的地为墨西哥，其次集中于韩国、越南、加拿大及美国；铝箔则主要出口至印度、泰国、沙特阿拉伯、墨西哥和美国。

我国电解铝产量+进口 VS实际消费量维持动态供需紧平衡



沪铝：节前上行动力有限 维持区间震荡

- **成本利润：**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。
- **需求端：**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。
- **库存：**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、地缘政治争端、极端天气。



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

感谢观赏

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



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

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、引用资料和数据的主观与公正，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。

投研在线

-热点追击-

以信为本 点石成金

客服热线：4008695536

官方网址：www.guosenqh.com

关注我们，及时了解更多直播！



国信期货订阅号



国信期货视频号

免责声明：本报告以投资者教育为目的，不构成任何投资建议。期市有风险，投资需谨慎。