

有色金属年度报告

矿端恢复氧化铝重回宽松，预计价格回归理性 供应受限整体延续偏紧，电解铝价格重心抬升

主要观点：

宏观方面，欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注的是美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

供给端，国内，铝土矿端全年持续受到环保整治、矿山安全督查影响迟迟无法大量复产，产量下滑明显，海外，印尼停止出口后，我国增加几内亚进口作为补充，然三四季度受几内亚雨季影响进口量大幅下滑。氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前海外矿端供应已恢复，氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内新建产能均为适配进口矿产线，后续供需格局将逐步转向宽松。但短期不应过度乐观，尤其要注意国产矿的复产是一个长期过剩，不应短期对年后国产矿复产预期做过度交易。国内电解铝运行产能已超 4370 万吨，运行产能已几乎没有增长空间，2025 年国内新增产能不足 50 万吨，预计全年产量微增。海外存一定新增投产预期，但东南亚配套不足实际投产不确定性较高。

需求端，2024 年，铝下游各板块需求除地产外全面超预期，预计全年增速达 4.7%。2025 年，地产方面，竣工端增速持续走低，地产用铝承压，低基数效应下降幅有所收窄；交通运输方面，汽车尤其是新能源汽车轻量化对用铝贡献较大，国内预期延续增长，但后续出口有回落压力，关注特朗普就职后贸易保护政策的限制。电力电网方面，光伏装机预计增速下滑但维持高位，特高压建设进一

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

有色金属研究团队

研究员：

衡焱

hengyan@cloudfutures.cn

从业资格号：F03104819

投资咨询号：Z0018179



步加速，电力电网用铝需求增加。出口方面，出口退税取消，国内企业预计抬升价格对应，2025 年出口量将显著下滑。

综合来看，欧美降息+国内政策支撑背景下，宏观层面预期偏暖。海外铝土矿产量逐步增加，将缓解氧化铝企业原料紧张状况，产能过剩背景下氧化铝产量将逐步抬升，需注意抬升为长期过程，预计 3 月之前国内氧化铝仍偏紧，氧化铝价格全年前高后低，波动区间 3300-5000 元/吨；电解铝则受到供应端天花板限制且枯水期预计仍有限电影响产量，价格重心抬升可期，沪铝价格波动区间为 19000-23500 元/吨。

风险提示：美联储超预期利率调节、国内超预期经济刺激、矿端变化。

正文目录

一、全球宏观经济.....	6
（一）美国维持降息节奏，经济表现继续回升.....	6
1、通胀低位微涨，就业市场热度缓降，2025 年降息幅度有限	6
2、美国经济及消费者信心整体回升，关注特朗普政策影响.....	8
（二）欧洲通胀低位维持降息，经济景气度仍弱	9
（三）政策端仍有预期，国内经济延续回升	10
二、供应	11
（一）国产矿复产不及预期，进口矿石依赖度加深	12
（二）氧化铝快速转紧推升价格，2025 年预计转向宽松	14
（三）国内电解铝产量增长受限，关注海外增量	16
1、海外电解铝产出小幅增长，关注明年新增产能落地	16
2、国内电解铝运行产能波动下降，2025 年产量增长预计受限	17
三、需求	19
（一）竣工端增速持续走低，地产用铝承压	19
（二）汽车轻量化用铝贡献较大，后续出口有回落压力	20
（三）光伏装机维持高增，特高压进一步加速，电力电网用铝需求增加.....	21
1、基建托底背景下，电力板块用铝提供仍有支撑	21
2、光伏板块铝需求可观，行业消费依然有增量	22
（四）出口退税取消，2025 年出口量将显著下滑	24
四、库存	24
（一）三大交易所铝期货库存	24
（二）国内铝锭及铝棒现货库存.....	25
五、行情展望.....	26

图表目录

图表 1: 美国 CPI 与核心 CPI (%)	7
图表 2: 密歇根大学美国居民通胀预期	7
图表 3: 美国新增非农就业与失业率 (万人)	7
图表 4: 美国平均时薪 (美元)	7
图表 5: FEDWATCH 工具预测美联储利率水平概率	8
图表 6: 美国制造业/非制造业 PMI	9
图表 7: 密歇根大学美国消费者信心指数	9
图表 8: 欧元区 CPI (%)	10
图表 9: 欧元区 PMI 与消费者信心指数	10
图表 10: 中国 GDP (亿元、%)	11
图表 11: 中国制造业 PMI	11
图表 12: 中国非制造业 PMI	11
图表 13: 中国社零、工业增加值	11
图表 14: 全球铝土矿年度产量 (万吨)	13
图表 15: 各国铝土矿产量占比 (万吨)	13
图表 16: 中国铝土矿产量 (万吨)	13
图表 17: 中国铝土矿进口量 (万吨)	13
图表 18: 2024 年 1-10 月铝土矿进口来源	14
图表 19: 国产、进口铝土矿价格 (元/吨、美元/吨)	14
图表 20: 全球氧化铝产量 (万吨)	15
图表 21: 中国氧化铝产量 (万吨)	15
图表 22: 国内氧化铝产能及开工率 (万吨)	15
图表 23: 中国氧化铝进口量 (万吨)	15
图表 24: 氧化铝新投产能 (万吨)	16
图表 25: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热)	17
图表 26: 海外电解铝产量 (万吨)	17
图表 27: 中国电解铝产能及开工率 (万吨)	18
图表 28: 中国电解铝产量 (万吨)	18
图表 29: 中国电解铝进出口 (万吨)	18
图表 30: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)	18
图表 31: 电解铝新投产能 (万吨)	18
图表 32: 房屋新开工面积 (万平米, %)	19
图表 33: 房屋竣工面积 (万平米, %)	19
图表 34: 中国汽车销量 (万辆)	20
图表 35: 汽车经销商库存预警指数	20
图表 36: 中国新能源汽车产量 (万辆)	21
图表 37: 中国新能源汽车销量 (万辆)	21
图表 38: 电网基本建设投资 (亿元)	22

图表 39: 电源基本建设投资 (亿元)	22
图表 40: 铝线缆行业 PMI	22
图表 41: 铝线缆行业开工率	22
图表 42: 全球光伏装机容量 (GW)	23
图表 43: 中国光伏装机容量 (GW)	23
图表 44: 中国光伏新增装机 (GW)	23
图表 45: 中国分布式光伏新增装机占比 (GW)	23
图表 46: 中国未锻轧铝及铝材累计出口 (万吨)	24
图表 47: 中国未锻轧铝及铝材月度出口 (万吨)	24
图表 48: LME 铝库存 (吨)	25
图表 49: 上期所铝周度库存 (吨)	25
图表 50: 国内铝锭现货 (含保税区) 库存 (万吨)	25
图表 51: 国内铝棒现货库存 (万吨)	25

一、全球宏观经济

欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注的是美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

（一）美国维持降息节奏，经济表现继续回升

1、通胀低位微涨，就业市场热度缓降，2025 年降息幅度有限

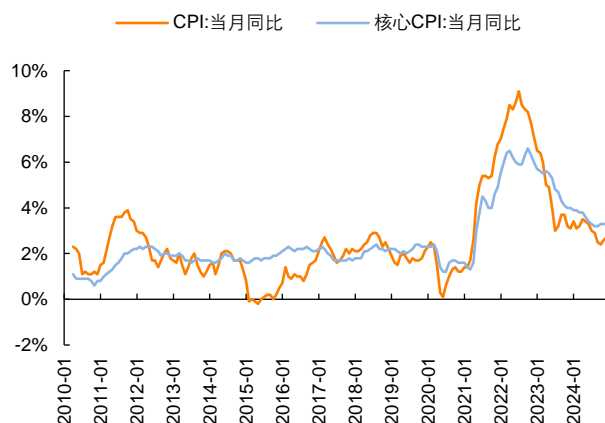
自 2024 年三季度起，美联储分别在 9 月、11 月、12 月三次议息会议上降息 50BP、25BP、25BP，使得联邦基金利率目前达到了 4.25%-4.5%。

当前美国通胀水平距离美联储此前一直坚持的“2%通胀目标”仍稍有差距，即便美联储不再坚持将通胀压到前期目标，近期从趋势上来讲也不容乐观，美国 CPI 同比数据从 9 月起逐月抬升，11 月美国 CPI 同比增长 2.7%，密歇根大学 12 月的调查显示居民对美国 1 年期通胀预期上升至 2.8%，通胀反弹的趋势使得美联储无法快速连续降息。此外，就业方面，美国 11 月新增非农就业人口 22.7 万人，失业率 4.2%，就业市场较前期稍有降温，但幅度相对有限，就业市场坚挺也使得市场预期后续通胀端较为顽固。

美联储主席鲍威尔在 12 月议息会议后的新闻发布会上的言论也偏鹰派，重新提到了 2% 的长期通胀目标，表示对当前就业形势的信心，预期美联储到 2025 年底将仅进行两次 25 个基点的降息，相较于之前 9 月份的预期有所减少，这也表明美联储对于未来的宽松程度变得更加保守。根据 CME 的“FedWatch”工具，目前市场预期 2025 年 1 月、3 月的议息会议上美联储维持利率不变的概率占主导低位，分别为 91.4% 和 51.2%，并预期美联储在 5 月的议息会议上降息 25BP 直到年底维持利率不变。

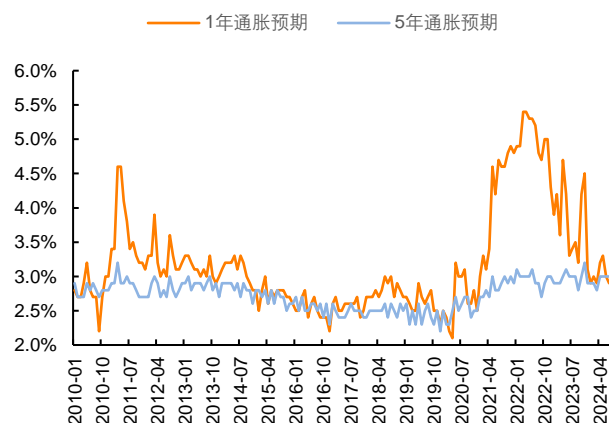
基于就业和通胀的双重目标，我们预计美联储 2025 年全年降息 2-3 次，其中上半年降息一次 25BP，下半年的降息操作则需要持续观察上半年的经济数据且要考虑特朗普上任后高关税的影响落地。

图表 1：美国 CPI 与核心 CPI (%)



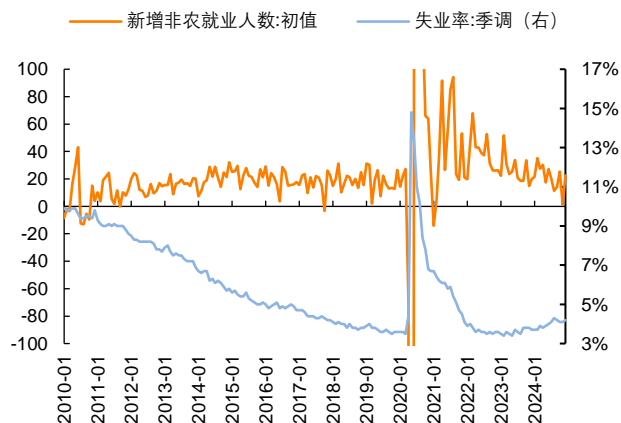
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 2：密歇根大学美国居民通胀预期



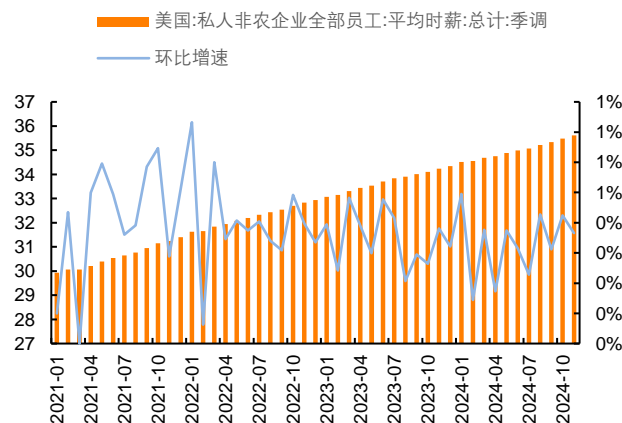
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 3：美国新增非农就业与失业率 (万人)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 4：美国平均时薪 (美元)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 5: FedWatch 工具预测美联储利率水平概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	91.4%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	45.0%	51.2%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.7%	11.3%	46.2%	41.9%
6/18/2025	0.0%	0.2%	3.8%	21.5%	44.9%	29.6%
7/30/2025	0.0%	0.6%	6.0%	24.4%	43.0%	25.9%
9/17/2025	0.1%	1.6%	9.2%	27.7%	40.0%	21.4%
10/29/2025	0.3%	2.2%	10.8%	28.7%	38.4%	19.6%
12/10/2025	0.5%	3.2%	12.9%	29.9%	36.2%	17.3%

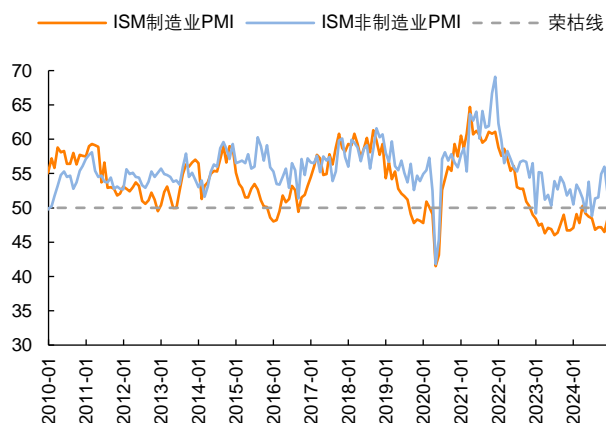
资料来源: CME 云财富期货交易咨询部

2、美国经济及消费者信心整体回升，关注特朗普政策影响

美国经济数据整体保持韧性，尤其自三季度降息后多项指标整体抬升，美国第三季度实际 GDP 增速超预期强劲，达到 3.1%，全年维持正增长且增速逐步抬升。主要得益于劳动力市场的稳定、工资增长以及家庭资产负债表的改善，消费者支出显著增加，耐用品订单（如飞机、汽车等）的增长也反映了商业投资的复苏。最新数据显示，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.4，整体延续回升态势，非制造业 PMI 为 52.1，连续第五个月位于荣枯线上方，11 月密歇根大学调查消费者信心指数为 71.8，连续第五个月抬升。

目前美国暂无通胀及就业担忧，美联储整体维持降息方向，预计经济增长态势不会有显著改变，但由于新任总统特朗普的政策尤其是关税政策的不确定性，增长幅度仍需观察，我们预计 2025 年美国经济增速在 2%-2.5% 之间。

图表 6：美国制造业/非制造业 PMI



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 7：密歇根大学美国消费者信心指数



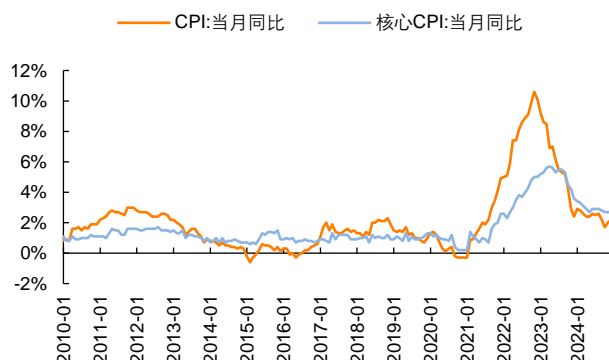
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（二）欧洲通胀低位维持降息，经济景气度仍弱

在能源价格下跌和欧洲央行连续加息至高位后续影响作用下，欧元区的通胀快速下行至低位，11月欧元区CPI同比为2.2%，达到近三年的最低水平。2024年二季度，欧洲央行率先启动降息，截至目前已累计降息135BP，但由于经济内生增长动力不足原因，降息带来的经济景气度抬升作用并不显著。2023年下半年来，欧元区制造业陷入了深度衰退，PMI持续低于荣枯线，今年降息以来虽然数据稍有回升，但始终处于荣枯线下方较远，而服务业PMI虽整体仍处于扩展区间，但扩张的幅度反而在逐步收缩。

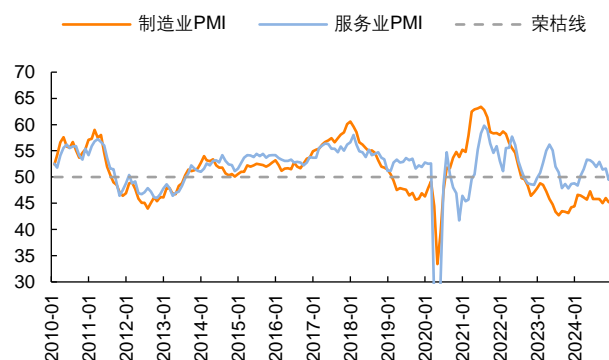
基于经济前景不明朗和内外需求不足的双重打击，居民消费和企业投资一直处于相对低位，预计降息对欧元区经济提供相对有限，且美国总统特朗普近期也表示关注于欧盟的贸易逆差问题，后续欧盟经济还存在一定政策风险。我们预计欧洲经济延续整体景气度偏弱态势，2025年全年经济增速在全球主要经济体中处于偏低位置，同比增速为1.25%。

图表 8：欧元区 CPI (%)



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 9：欧元区 PMI 与消费者信心指数



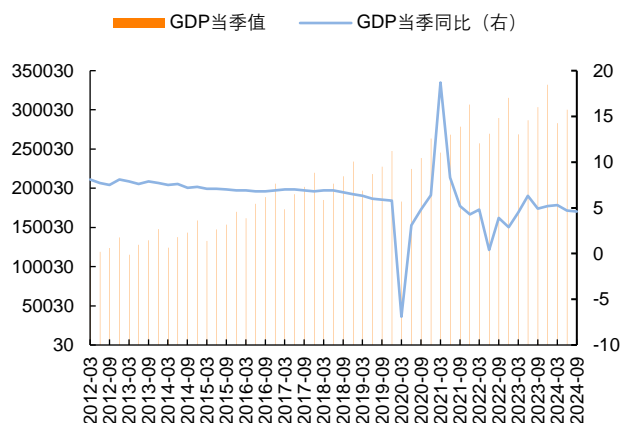
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（三）政策端仍有预期，国内经济延续回升

根据国家统计局的数据，2024 年前三季度，中国国内生产总值同比增长 4.84%，全年来看，经济总体呈现出回升向好的趋势，四季度国内更多支持政策落地，市场对第四季度的经济表现也保持了积极的预期。目前市场主流预期，2024 年第四季度中国的 GDP 增速将在 5.1%-5.2%左右，全年 GDP 实现 5%的增长，从而完成全年经济增长目标。

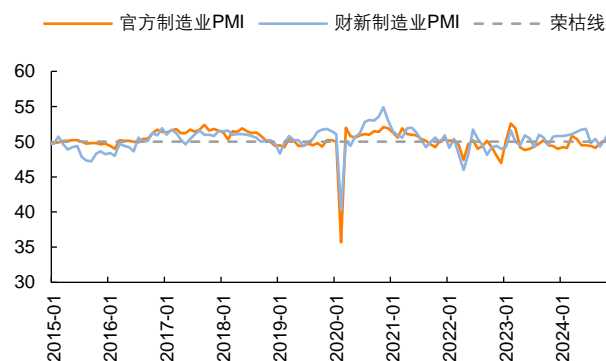
随着宏观调控政策在三季度后逐步释放，货币政策灵活适度，财政政策积极稳健，这些坚决实施的政策改善了国内经济的预期。12 月国内继续布局，相关经济工作会议定调积极，表示明年将“实施更加积极有为的宏观政策”，要“实施更加积极的财政政策”，尤其是货币政策转为“适度宽松”，更是 2008 年以来第二次。我们预计在当前政策的基础上，2025 年整体政策的加码仍将继续，中国经济将延续回升态势。

图表 10：中国 GDP（亿元、%）



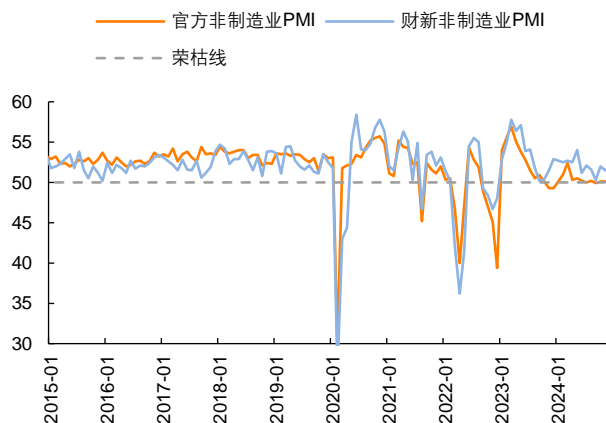
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 11：中国制造业 PMI



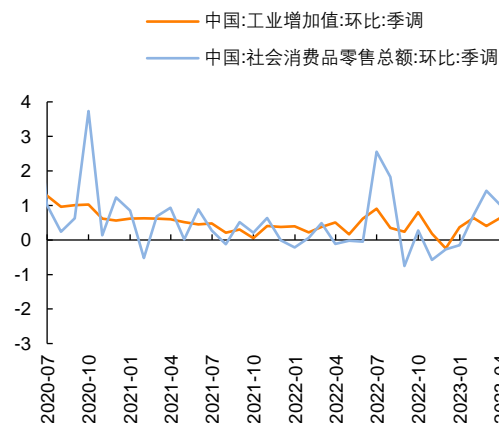
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 12：中国非制造业 PMI



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 13：中国社零、工业增加值



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

二、供应

国内，铝土矿端全年持续受到环保整治、矿山安全督查影响迟迟无法大量复产，产量下滑明显，海外，印尼停止出口后，我国增加几内亚进口作为补充，然三四季度受几内亚雨季影响进口量大幅下滑。氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前海外矿端供应已恢复，氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内新建产能均为适配进口矿产线，后续供需格局将逐步转向宽松。但短期不应过度乐观，尤其要注意国产矿的复产是一个长期过剩，不应短期对年后国产矿复产预期做过度交易。国内电解铝运行产能已超 4370 万

吨，运行产能已几乎没有增长空间，2025 年国内新增产能不足 50 万吨，预计全年产量微增。海外存一定新增投产预期，但东南亚配套不足实际投产不确定性较高。

（一）国产矿复产不及预期，进口矿石依赖度加深

2024 年 1-11 月，国内铝土矿产量为 5298 万吨，同比下降 13.32%，持续处于近五年同期最低位置；进口铝土矿量为 14409 万吨，同比增加 11.26%，在总供应中的占比进一步上行至 73.12%，各月进口量均为近五年同期最高位，国内铝土矿进口依赖度进一步走高。

2023 年下半年起，国内铝土矿持续受到环保整治、矿山安全督查影响，产量大幅下滑。2024 年市场对国内铝土矿复产预期较浓，但安全督查及生态治理审批严格背景下，河南、山西铝土矿复产进度始终不及预期，国产矿石持续紧张。其中，河南部分矿山主要受到环保因素制约，目前当地露天矿复垦是一个长期问题，近年来，国家及河南地区对环保的重视程度持续抬升，预计河南部分矿山复产是一个长期的过程，并不能如部分市场预期般在春节后复产。山西部分矿山主要受到安全监察的限制，山西在 23 年下半年及 24 年上半年均有发生矿山安全事故，省内持续推进煤矿山及非煤矿山的安全监察，对已停产矿的复产审批较为严格，我们预计山西铝土矿也难有显著恢复。

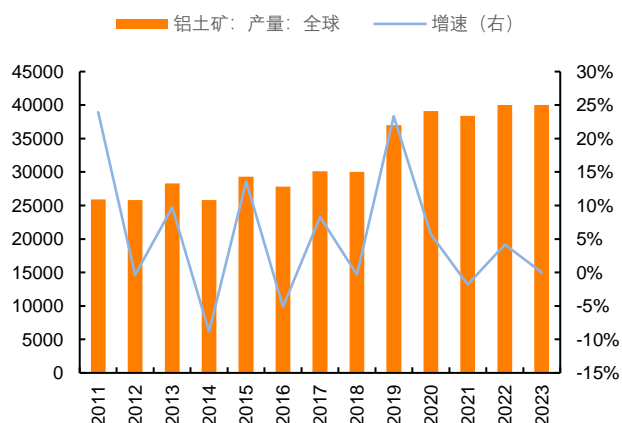
进口方面，印尼进口铝土矿受出口禁令影响从去年二季度开始停止进口，缺口由几内亚、巴西、土耳其和加纳等国填补，其中几内亚的矿石占比不断扩大，2024 年我国自几内亚进口铝土矿占全部进口矿比例接近 70%。

高进口依赖度尤其是对单一国家的依赖使得国内氧化铝企业矿石供应波动较大，尤其今年下半年来，几内亚矿石扰动频发，5 月，几内亚发生罢工事件发运受到影响。9 月几内亚进入雨季，对矿石生产、发运均造成不利影响，我国铝土矿进口量环比暴跌 25.68%，成为后续国内氧化铝价格史诗级行情的一个主要原因。四季度，又频频爆出部分铝土矿生产企业因费用及政策问题被几内亚政府限制装载或运输。

澳大利亚成为三季度几内亚矿端缺口的重要补充，我国每月从澳大利亚进口铝土矿数量从前期 30 万吨一线升至接近 40 万吨。印尼方面，政府计划重新审视铝土矿出口禁令政策，若能重新开放铝土矿出口或给出一定配额，则几内亚、澳大利亚、印尼三国预计能在 2025 年提供超 2000 万吨铝土矿供应增量，国内生产原料紧张局面将转向宽松。

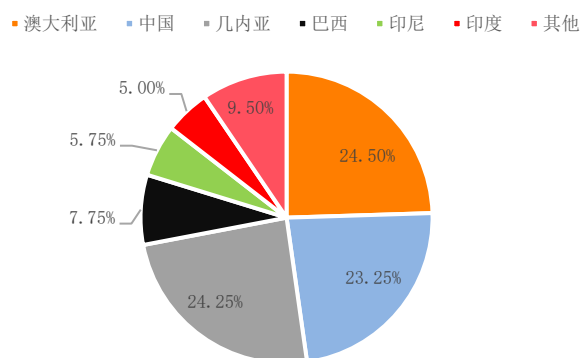
风险点在于政策端的不稳定性，几内亚政权稳定性一般，容易出现政治事件或政策变化影响供应，澳大利亚则在 11 月由铝业委员会发声建议将铝土矿、氧化铝和铝正式纳入澳大利亚的关键矿产清单，印尼的问题在于其一直有打造本国产业链的野望，且政府政策多变，因此明年海外氧化铝供应增长的方向确定的，但增幅需要持续评估。

图表 14：全球铝土矿年度产量（万吨）



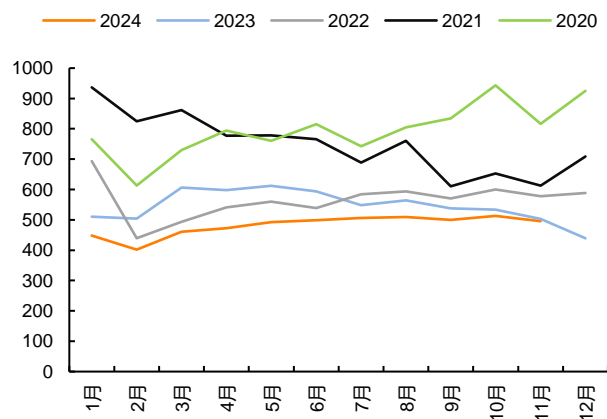
资料来源：Mysteel 云财富期货投资咨询部

图表 15：各国铝土矿产量占比（万吨）



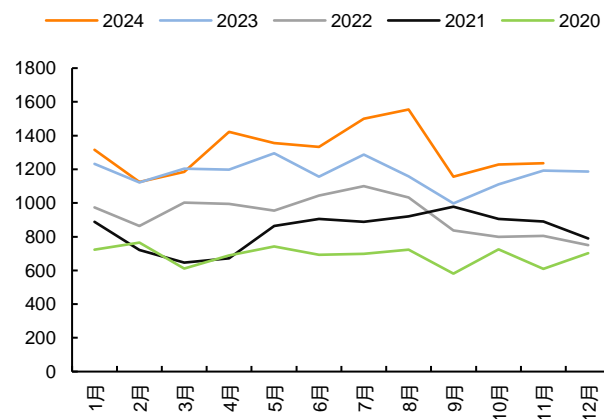
资料来源：Mysteel 云财富期货投资咨询部

图表 16：中国铝土矿产量（万吨）



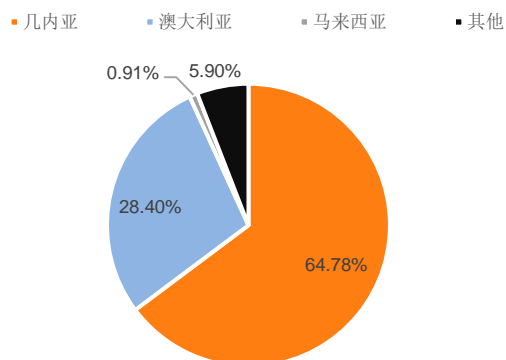
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 17：中国铝土矿进口量（万吨）



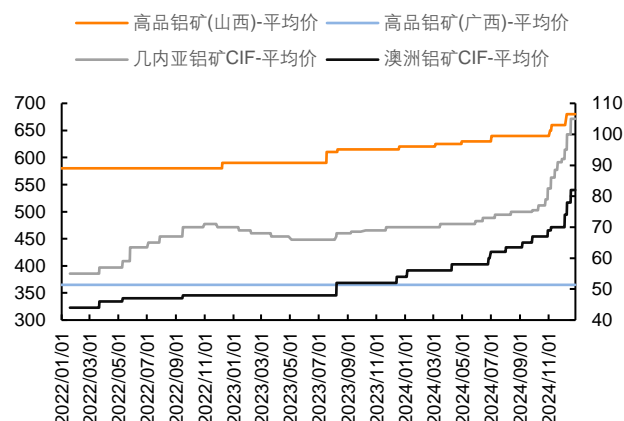
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 18：2024 年 1-10 月铝土矿进口来源



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 19：国产、进口铝土矿价格（元/吨、美元/吨）

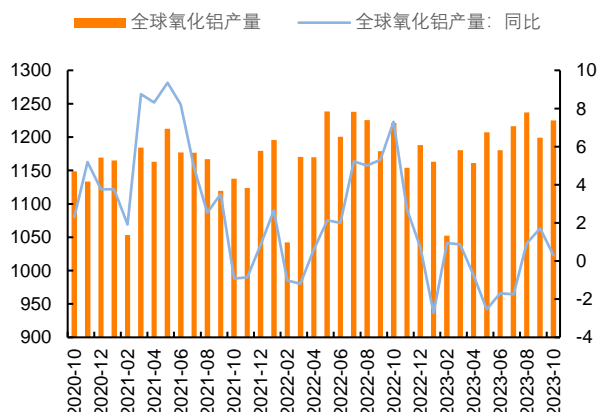


资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

（二）氧化铝快速转紧推升价格，2025 年预计转向宽松

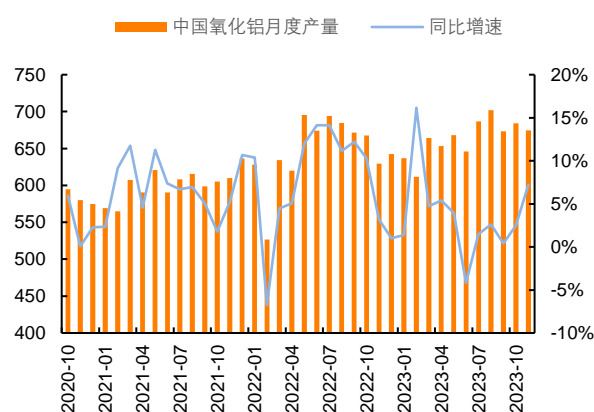
2024 年，全球氧化铝生产扰动较多。海外方面，美铝 3 季度全面停止 Kwinana 氧化铝厂的生产，并对其在西班牙的氧化铝厂减产，力拓在澳大利亚的两家氧化铝厂受到火灾及燃气紧缺的影响产量持续受限，1-9 月，全球氧化铝产量累计为 10897 万吨，较去年同期增幅仅 2%，国内方面，国产矿复产持续不及预期，三季度开始几内亚发运受影响进口矿下滑，原料限制使得国内氧化铝产量表现不佳，四季度临近年底环保及安全监察又限制国内氧化铝企业开工率，国内氧化铝产量也表现不及预期，1-11 月，中国氧化铝产量累计为 76223 万吨，较去年同期增幅为 4.4%。增幅整体较低，且出口窗口打开，国内氧化铝持续净出口，加之电解铝需求端高稳，使得氧化铝期、现货价格持续走高。

图表 20：全球氧化铝产量（万吨）



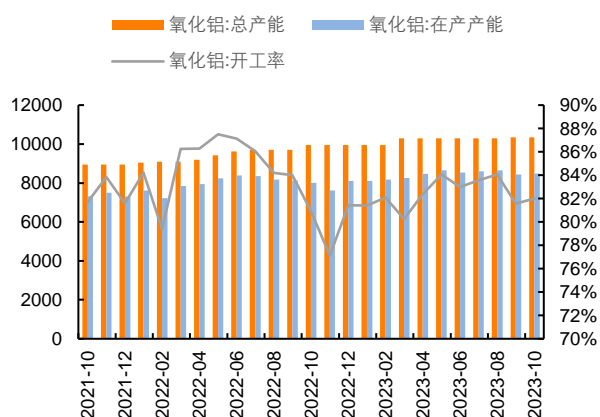
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 21：中国氧化铝产量（万吨）



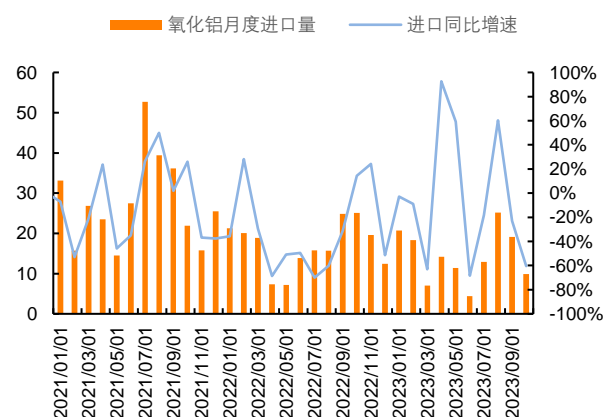
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 22：国内氧化铝产能及开工率（万吨）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 23：中国氧化铝进口量（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

截至 2024 年 11 月，国内氧化铝的建成产能达到 10502 万吨，较年初提升了 160 万吨，而海外建成产能为 7933 万吨。2024 年，国内新建氧化铝产能相对有限，主要受到矿端紧张的影响。但 2025 年，全球规划的新增产能大幅抬升，其中国内氧化铝新增产能约 1080 万吨，海外新增产能约 300 万吨。其中最重要的是，国内新投产产能均为进口矿产线，可以免受 12 月进口矿恢复但国产矿产线不匹配的限制，在原料端矿石进口增长、供给端复产和新产能上升的趋势下，氧化铝的供需格局预计将从短期的偏紧状态转向相对宽松，价格中枢可能下移。需要注意如果进口矿的产能进一步扩张，高成本地区的产能可能受到挤压。在供需转为宽松的情况下，需要关注这些地区的边际成本变化。

图表 24：氧化铝新投产产能（万吨）

企业名称	地区	2024 年	2025 年	投产时间
沾化置换	山东滨州		150	2025 年 1 月
华昇二期	广西防城港	100	100	2025 年 1 月
创源新材	山东滨州		100	2025 年 Q1
鲁北海生	山东滨州		50	2025 年 Q3
文丰新材	河南曹妃甸		480	2025 年 Q2
九龙万博	重庆	60	100	2025 年 Q4
广投临港	广西北海		100	2025 年 Q4
合计		160	1080	

资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

综合平衡角度，2024 国内冶金级氧化铝的供应量（产量+净进口）预计为 8574 万吨，同比增长 0.9%。电解铝对应的冶金级氧化铝需求为 8818 万吨，市场短缺 244 万吨。2024 年国内冶金级氧化铝供需将呈现紧张状态。至 2025 年，预计国内冶金级氧化铝供应量将达到 9100 万吨，同比增长 6.1%，电解铝对应的冶金级氧化铝需求为 9014 万吨，市场过剩 86 万吨，2025 年国内冶金级氧化铝由紧张转向宽松。

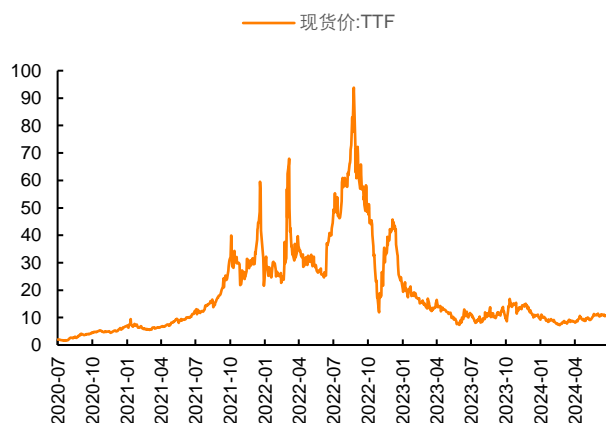
（三）国内电解铝产量增长受限，关注海外增量

1、海外电解铝产出小幅增长，关注明年新增产能落地

2024 年，1-11 月份全球电解铝产量总计达到 6652.2 万吨，同比增长 3.07%。其中，海外电解铝供应为 2686.7 万吨，同比增长 1.6%。由于地缘政治因素干扰了海外供应，特别是自 2022 年以来，受到欧洲高电价的影响，很多铝企纷纷减产，整体减产量大于增复产量，导致海外电解铝供应持续紧张。今年以来，海外能源价格逐步恢复至前期位置，但多数企业仍受制于稳定的能源供应以及环保等各方面因素影响，实际复产动作偏少。

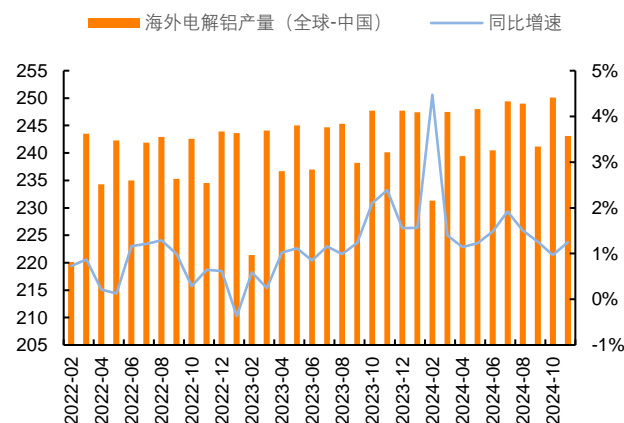
展望 2025 年，海外电解铝新投产项目相对其他年份较多，总计 163 万吨待投产产能，其中 100 万吨来自印尼地区，但印尼产能落地一直不及预期，因为当地基础设施建设较差，技术、经济各方面均有不足，因此海外按时投产的不确定性较高。预计海外全年实际实现新投产能为 100-120 万吨。

图表 25：欧洲天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 26：海外电解铝产量（万吨）



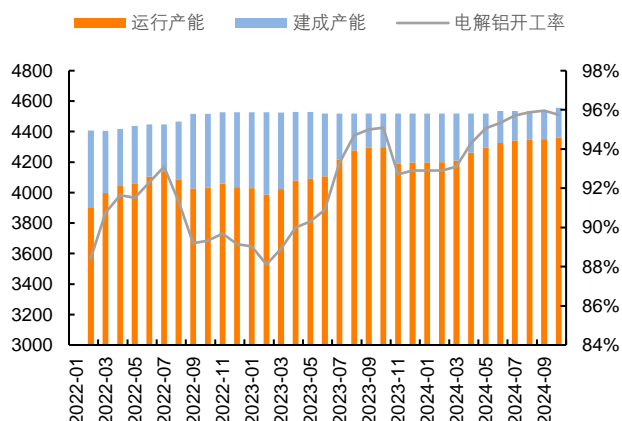
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

2、国内电解铝运行产能波动下降，2025 年产量增长预计受限

2024 年 1-11 月，我国电解铝产量达到 3941 万吨，同比增加 3.84%。在经历连续三年运行产能大幅波动后，各地均依托电力管理等方式，持续减少对电解铝企业的生产影响，加之今年西南地区来水情况较好，因此，今年除对水电高度依赖的云南在因枯水期-丰水期出现季节性减产外，国内其他地区产能整体变化不大，年内以产能小幅抬升为主，11 月已达到 4370 万吨高位。四季度，南方电网相关负责人表示蓄能充足今冬明春云南对电解铝企业将不再限电。

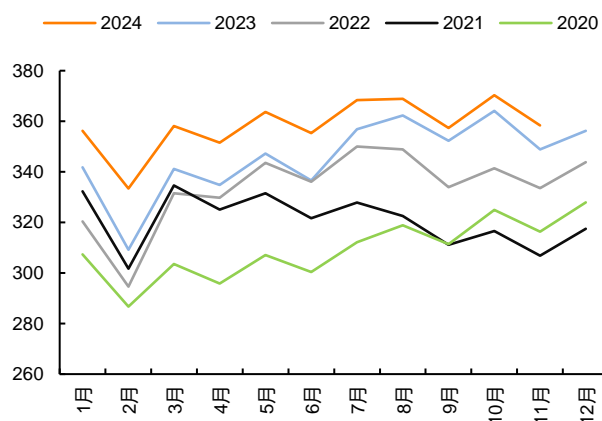
因国内建成合规产能已接近 4500 万吨天花板限制，2025 年，国内新投电解铝产能规模约为 42 万吨，主要集中在新疆、内蒙古、青海。尽管西南项目受到电力扰动的影响，但在国内稳增长的大背景下，铝厂对地方工业产值、税收和就业等社会责任担负重要角色，加之各地通过储能、错峰等各种途径保证用电，预计 2025 年国内电解铝产能虽仍受枯水、丰水期影响但整体高位运行。在乐观情况下，2025 年年底国内运行产能达到 4420 万吨，全年产量达到 4400 万吨，产量增速约 2%。

图表 27：中国电解铝产能及开工率（万吨）



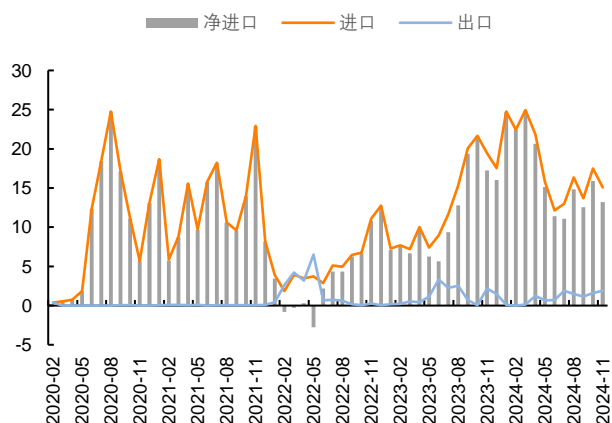
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 28：中国电解铝产量（万吨）



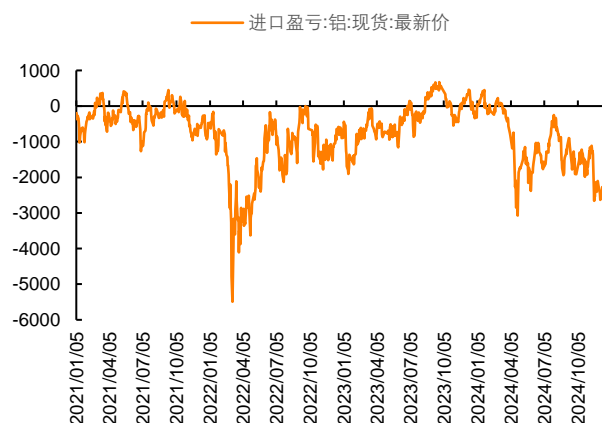
资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 29：中国电解铝进出口（万吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 30：中国电解铝进口盈亏（元/吨）



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 31：电解铝新投产能（万吨）

企业名称	地区	产能净增	完成投产时间
中铝青海	青海	10	2025 年 Q1
国家电投扎铝二期	新疆	10	2025 年 Q4
天山铝业	新疆	15	2025 年 Q2
东山铝业	内蒙古	7	2025 年 Q4
合计		42	

资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

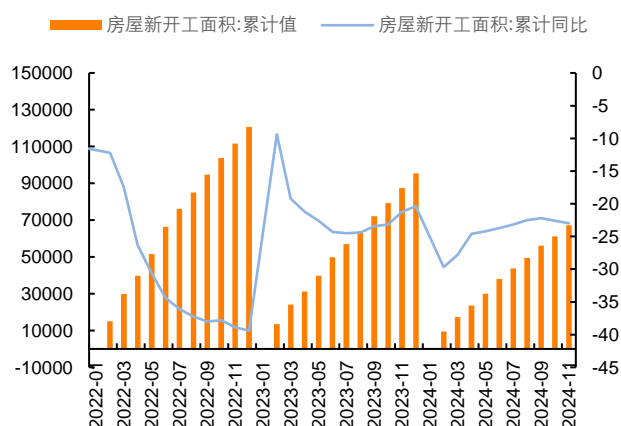
三、需求

2024 年，铝下游各板块需求除地产外全面超预期，预计全年增速达 4.7%。2025 年，地产方面，竣工端增速持续走低，地产用铝承压，低基数效应下降幅有所收窄；交通运输方面，汽车尤其是新能源汽车轻量化对用铝贡献较大，国内预期延续增长，但后续出口有回落压力，关注特朗普就职后贸易保护政策的限制。电力电网方面，光伏装机预计增速下滑但维持高位，特高压建设进一步加速，电力电网用铝需求增加。出口方面，出口退税取消，国内企业预计抬升价格对应，2025 年出口量将显著下滑。

（一）竣工端增速持续走低，地产用铝承压

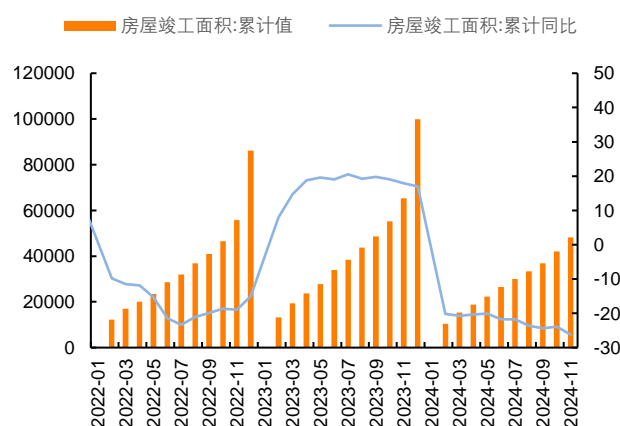
2023 年“保交楼”主基调下，房企将现金流向后端倾斜，优先保障存量项目的竣工交付，竣工端持续表现较好。2024 年，虽然针对需求端国内继续推出了一系列政策，包括利率端的放松，一线城市限购政策的部分松绑，以及近期推出的“以旧换新”政策，但并未很好地对地产市场形成提振，消费者信心仍然偏弱，尤其地产竣工端还受到前期低开工的影响，加之高基数影响，1-11 月全国房屋竣工面积为 48151 万平方米，同比下降 26.2%，预计 2025 竣工端仍将偏弱运行，但低基数效应下降幅有所收窄，地产用铝量仍然承压。

图表 32：房屋新开工面积（万平米，%）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 33：房屋竣工面积（万平米，%）



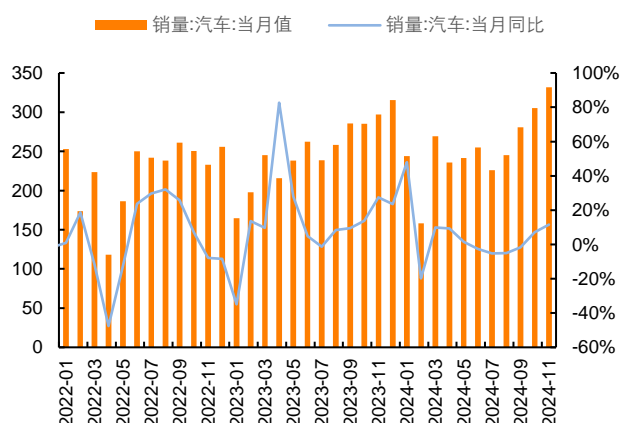
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

(二) 汽车轻量化用铝贡献较大，后续出口有回落压力

2024 年，国家推出《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，以旧换新政策对汽车市场维持增长起到关键作用，1-11 月，国内汽车销量达到 2794 万辆，同比增长 3.7%。其中，新能源汽车产量为 1126 万辆，同比增长 36.51%。燃油车产量出现了下滑，而新能源车的产销继续向好发展。

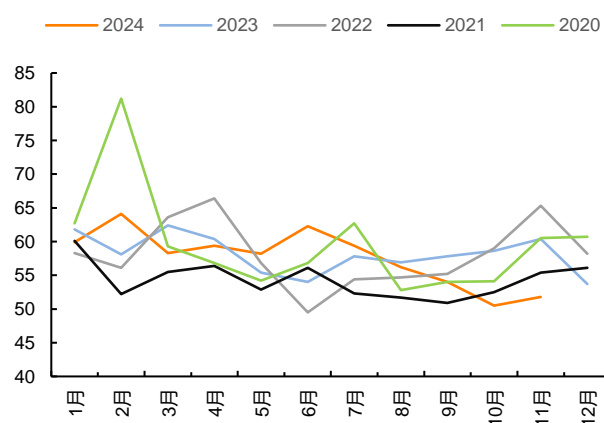
展望 2025 年，电动智能技术的推动将继续汽车产品替代燃油汽车的步伐，但鉴于国内新能源渗透率已接近 50% 一线，替代速度预计有所下滑，预计 2025 年燃油车产量将出现小幅下滑，而新能源车的产销延续向好态势，全年国内汽车销量增速达到 6.4%，新能源乘用车销量增速为 20% 左右。国内需求增量可期，但海外受制于贸易保护主义，汽车出口有回落压力，尤其要关注特朗普就职后贸易保护政策的限制。

图表 34：中国汽车销量（万辆）



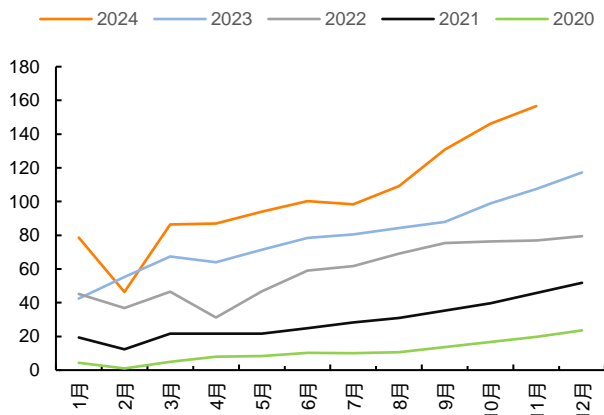
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 35：汽车经销商库存预警指数



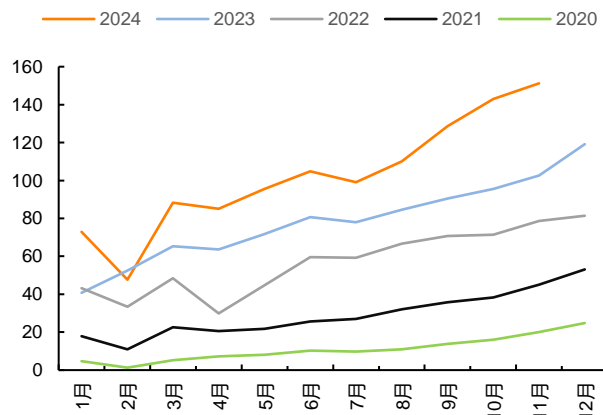
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 36：中国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 37：中国新能源汽车销量（万辆）



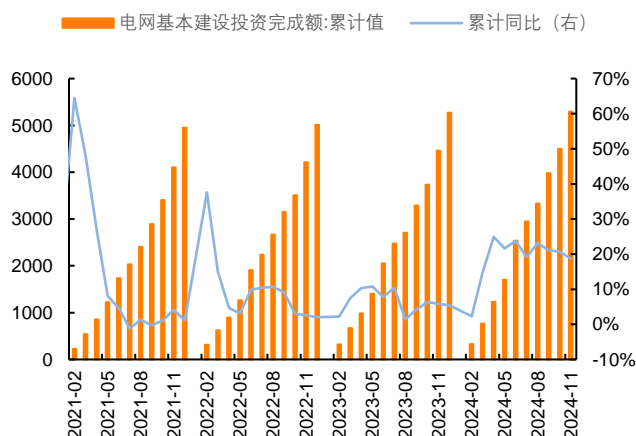
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（三）光伏装机维持高增，特高压进一步加速，电力电网用铝需求增加

1、基建托底背景下，电力板块用铝提供仍有支撑

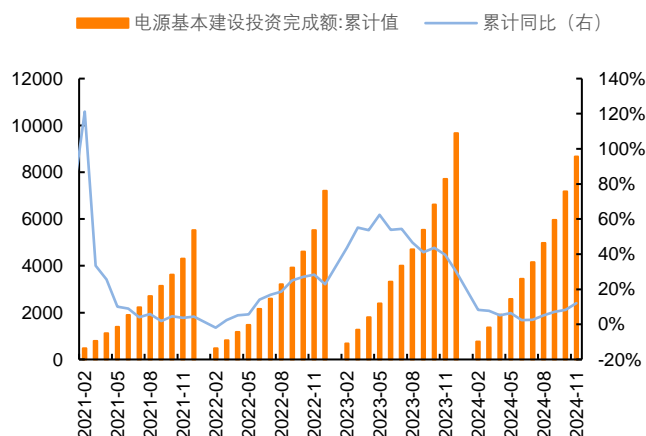
电网领域主要用铝场景为高压输变电的钢芯铝绞线，高压输变电项目需经国家规划审批，电网用铝消费受政策影响较大。024 年 1-11 月，电网工程完成投资达 5290 亿元，累计同比增速为 18.7%，整体仍处偏高位置。电源工程完成投资达 7713 亿元，累计同比增速为 12%。当前基建的资金端和项目端表现良好，考虑到基建作为国内逆周期调节的主要手段，后续仍将持续发力。2025 年特高压亟待加速，预计 2025 年全国电网投资达到 6600-6700 亿元，同比增速将约为 10%，增速仍处于较高位置，托底效果显著。推动用铝需求增加 46 万吨。电网建设在未来仍将是铝行业一个重要的拉动因素。

图表 38：电网基本建设投资（亿元）



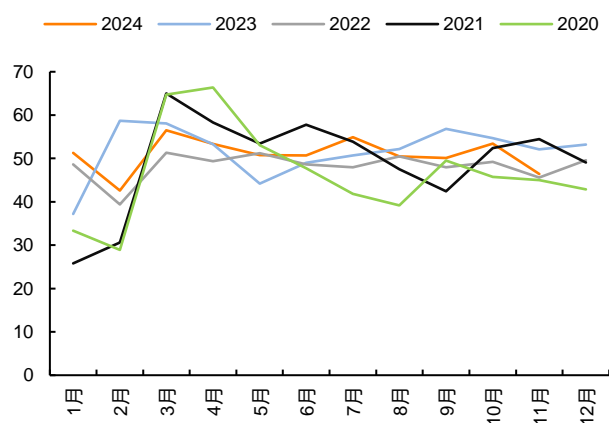
资料来源：Wind 财富期货交易咨询部

图表 39：电源基本建设投资（亿元）



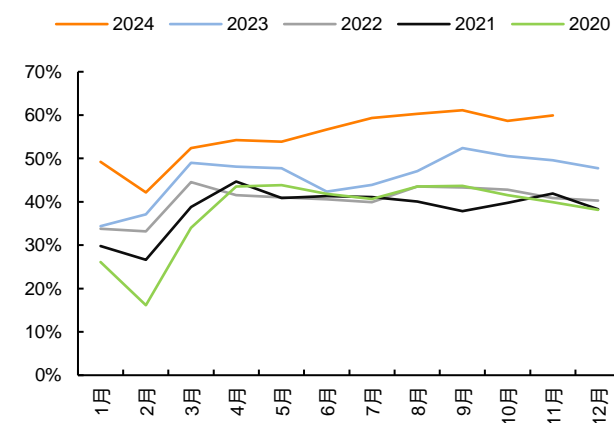
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 40：铝线缆行业 PMI



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

图表 41：铝线缆行业开工率



资料来源：SMM 云财富期货投资咨询部

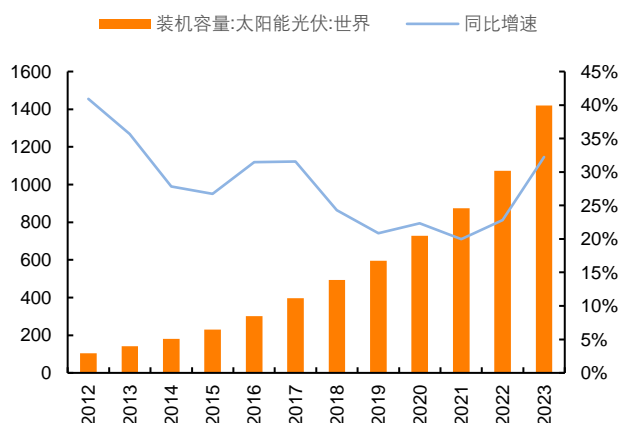
2、光伏板块铝需求可观，行业消费依然有增量

根据最新的国家能源局数据，2024 年 1-11 月，光伏新增装机容量达到 206.30GW，同比增幅为 26%，较去年增速有所下滑，但仍保持在较高位置，中国光伏行业协会将 2024 年全年国内新增装机规模预期上调至 230-260GW。未来十年的关键任务中，实现“碳达峰”是至关重要的，而增加非石化电源的装机容量则成为实现这一目标的重要途径之一。光伏作为新能源的代表备受关注。随着海外欧美电价的大幅波动和能源危机的持续发酵，各国积极引入和支持光伏发电。同时，成本下调以及硅料产能的释放为光伏下游装机规

模的扩张提供了支撑。其中，集中式光伏主要在组件中使用铝制边框，分布式光伏中除了铝边框还使用铝制支架。

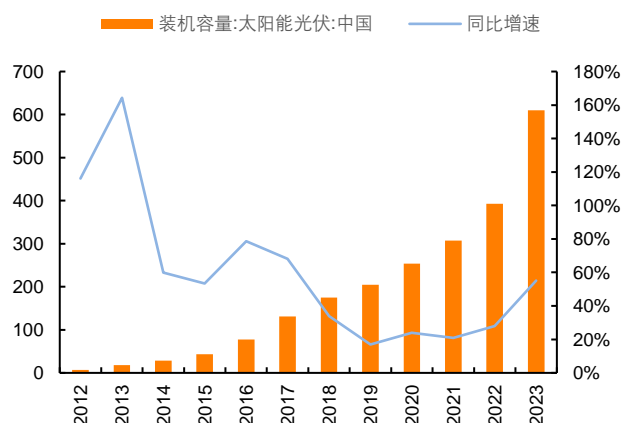
展望 2025 年，光伏行业整体供应相对宽松，伴随着原材料价格下降，将持续推动光伏市场需求，有望实现 2025 年国内光伏装机容量达到 280GW 的目标，全球光伏新增预计为 560-610GW。

图表 42：全球光伏装机容量（GW）



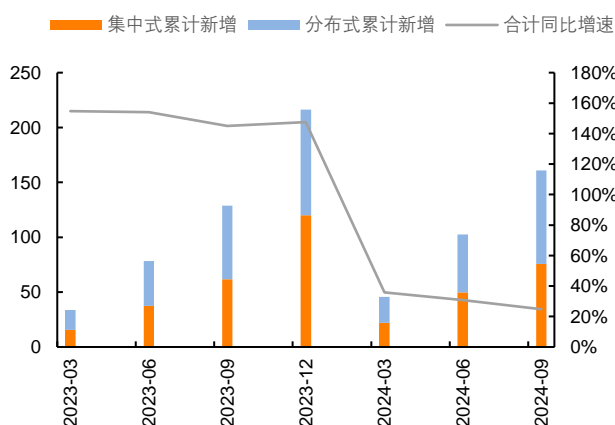
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 43：中国光伏装机容量（GW）



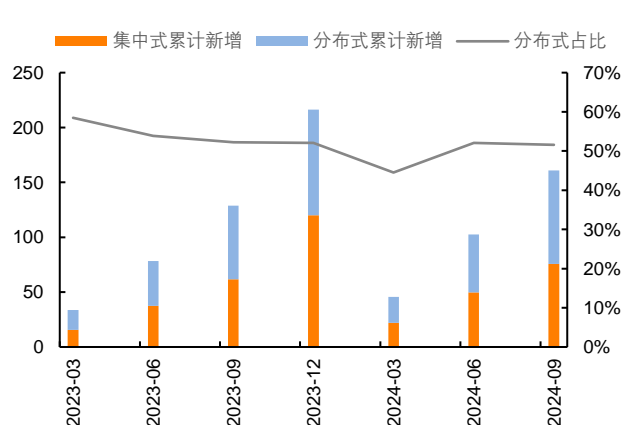
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 44：中国光伏新增装机（GW）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 45：中国分布式光伏新增装机占比（GW）

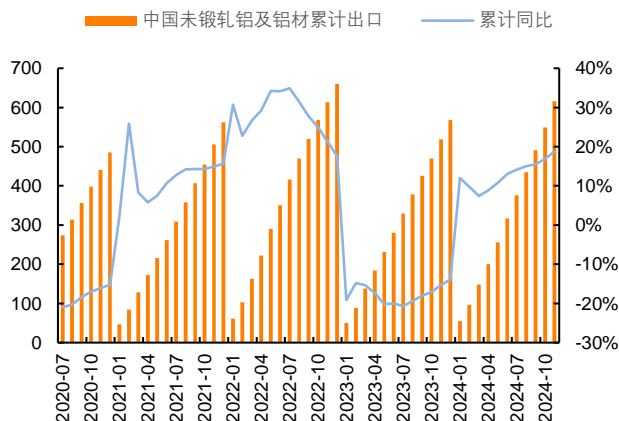


资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

（四）出口退税取消，2025 年出口量将显著下滑

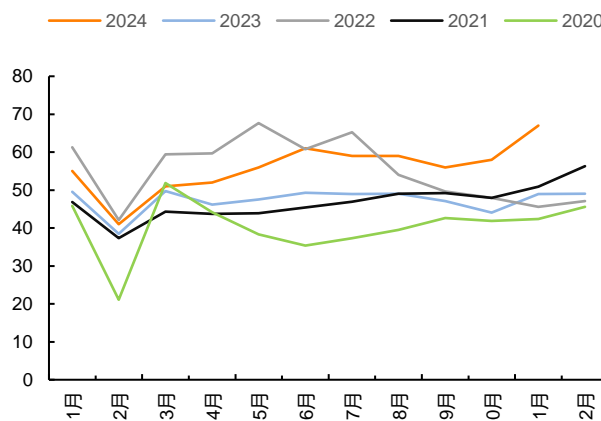
2024 年，美国经济表现相对坚挺，软着陆预期抬升，消费端信心将持续回升，欧洲制造业收缩幅度下降，叠加美国企业补库需求启动，中国 1-11 月未锻轧铝及铝材累计出口 616 万吨，同比增长 18.8%。但今年 11 月 15 日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，取消铝材产品出口退税，自 2024 年 12 月 1 日起实施。11 月的超高增长中也包含了政策公布以后企业抢出口的因素，后续来看，这一政策将显著压制国内出口企业利润，企业不得不将这部分退税转嫁至下游海外企业，预计 2025 年铝材出口量将显著下滑。

图表 46：中国未锻轧铝及铝材累计出口（万吨）



资料来源：Wind 财富期货投资咨询部

图表 47：中国未锻轧铝及铝材月度出口（万吨）



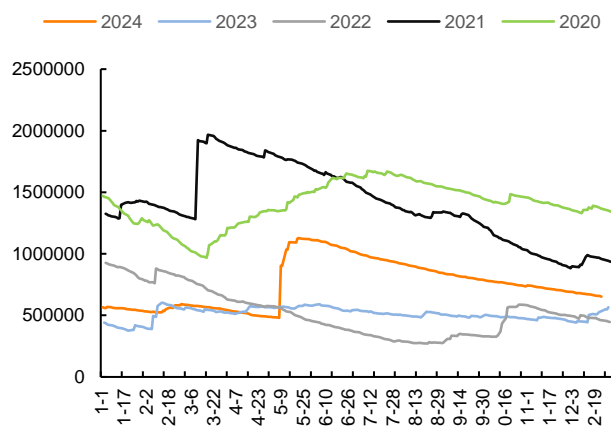
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

四、库存

（一）三大交易所铝期货库存

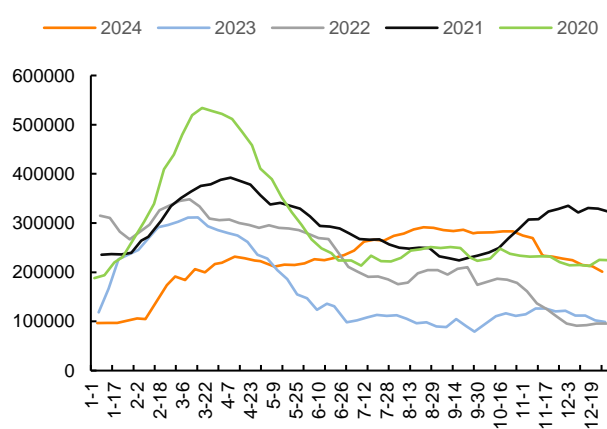
当前全球铝显性库存脱离低位目前处于近五年同期中位，截止 12 月，上海、伦敦交易所铝期货库存合计 85.3 万吨，其中，LME 铝期货库存为 652650 吨，上期所铝注册仓单为 70402 吨，上期所铝周度库存为 201185 吨。

图表 48: LME 铝库存 (吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 49: 上期所铝周度库存 (吨)

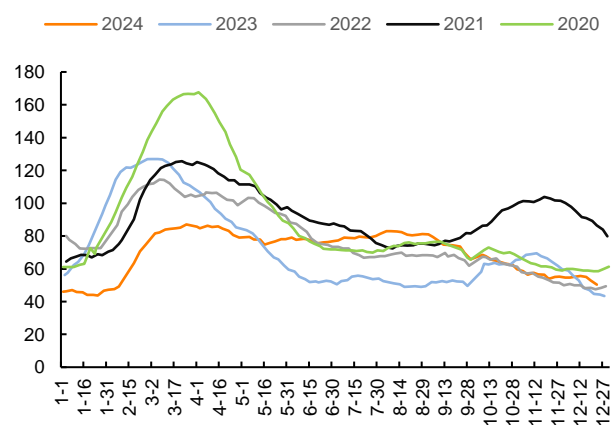


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

(二) 国内铝锭及铝棒现货库存

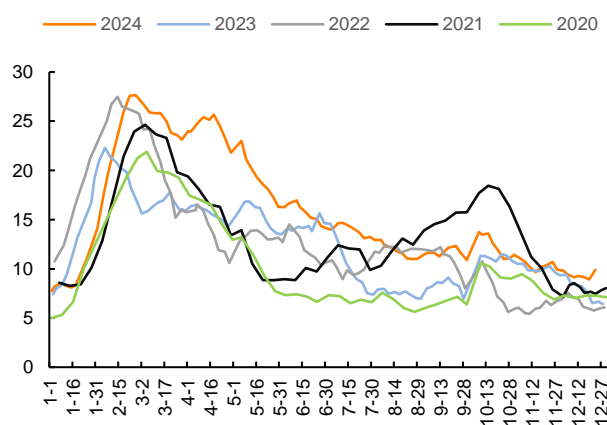
截止 12 月, 全国铝锭社会库存 50.3 万吨, 全国铝棒社会库存 9.9 万吨。今年铝锭在四季度多次受到发运限制, 去库速度超过大部分人的预期, 在传统淡季下去库至近年同期偏低位。铝棒社会库存整体表现较为反复, 但整体仍维持连续下降趋势, 年底在下游刚需支撑下, 铝棒库存或得以维持偏弱去库的走势。

图表 50: 国内铝锭现货 (含保税区) 库存 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货投资咨询部

图表 51: 国内铝棒现货库存 (万吨)



资料来源: SMM 云财富期货投资咨询部

五、行情展望

宏观方面，欧美央行在维持高位利率近一年后分别于今年二、三季度开启降息通道，美国经济景气度整体维持回升，欧洲经济也有小幅回升但整体表现仍较为一般。中国经济保持相对稳健增长，尤其在三、四季度有政策落地支撑，但部分领域需求仍需继续激活。2025 年，预计欧美降息方向延续，国内政策也仍有预期，全球经济增长的大方向相对确定，需要关注美联储降息力度、特朗普关税政策及国内政策强度等因素合力下全球经济的增长的幅度，预计 2024 年全球经济增长率为 3.23%，2025 年进一步抬升至 3.25%。

供给端，国内，铝土矿端全年持续受到环保整治、矿山安全督查影响迟迟无法大量复产，产量下滑明显，海外，印尼停止出口后，我国增加几内亚进口作为补充，然三四季度受几内亚雨季影响进口量大幅下滑。氧化铝企业用矿环境持续紧张产能受限，目前海外矿端供应已恢复，氧化铝企业利润水平偏高，提产意愿充足，且国内新建产能均为适配进口矿产线，后续供需格局将逐步转向宽松。但短期不应过度乐观，尤其要注意国产矿的复产是一个长期过剩，不应短期对年后国产矿复产预期做过度交易。国内电解铝运行产能已超 4370 万吨，运行产能已几乎没有增长空间，2025 年国内新增产能不足 50 万吨，预计全年产量微增。海外存一定新增投产预期，但东南亚配套不足实际投产不确定性较高。

需求端，2024 年，铝下游各板块需求除地产外全面超预期，预计全年增速达 4.7%。2025 年，地产方面，竣工端增速持续走低，地产用铝承压，低基数效应下降幅有所收窄；交通运输方面，汽车尤其是新能源汽车轻量化对用铝贡献较大，国内预期延续增长，但后续出口有回落压力，关注特朗普就职后贸易保护政策的限制。电力电网方面，光伏装机预计增速下滑但维持高位，特高压建设进一步加速，电力电网用铝需求增加。出口方面，出口退税取消，国内企业预计抬升价格对应，2025 年出口量将显著下滑。

综合来看，欧美降息+国内政策支撑背景下，宏观层面预期偏暖。海外铝土矿产量逐步增加，将缓解氧化铝企业原料紧张状况，产能过剩背景下氧化铝产量将逐步抬升，需注意抬升为长期过程，预计 3 月之前国内氧化铝仍偏紧，氧化铝价格全年前高后低，波动区间 3300-5000 元/吨；电解铝则受到供应端天花板限制且枯水期预计仍有限电影响产量，价格重心抬升可期，沪铝价格波动区间为 19000-23500 元/吨。

风险提示：美联储超预期利率调节、国内超预期经济刺激、矿端变化。

法律声明

■ 本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■ 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■ 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■ 本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301, 302, 303, 304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区梅林街道梅亭社区广夏路 1 号创智云中心 A 栋 1905

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 85 号雅宝东方国际 3 号楼 8 层 806 室