

## 铝价或先抑后扬震荡运行，氧化铝供应压力仍存

2025 年 6 月 13 日星期五

## 摘要

**成本:**上半年氧化铝价格大幅走跌带动成本下移，电力成本相对稳定，预焙阳极小幅回升。

**供应:**上半年运行产能大稳小增，运行产能大稳小增，产量与开工维持高位，进口亦维持高位。

**需求:**上半年铝材开工季节性回升，但整体略低于去年同期。终端看地产竣工仍较低迷，光伏板块抢装拉动明显，新能源车与特高压维持增长，出口同比略有下滑。

**库存:**上半年全球交易所库存以下降为主；国内社会库存去库表现超预期且绝对值仍处于近五年同期低位。

**观点:**下半年宏观贸易摩擦扰动对于需求预期以及市场情绪影响仍存，不过国内积极政策或有对冲。基本面上，下半年供应端增量有限，产量增速放缓，海外复产仍比较缓慢。市场关注焦点或在需求端，一方面光伏抢装结束，另一方面出口受制于关税影响存下滑预期，其余需求项新能源车与特高压持稳，而传统需求地产仍有拖累，整体下半年需求存在转弱风险。同时成本角度看氧化铝和电价均难给予铝价明显支撑。整体上供应受限以及低库存常态支撑逻辑仍在，但需求环比走弱以及成本偏弱使得铝价上方空间相对有限，整体仍是震荡格局。

节奏上，二季度末三季度初 6 月底-7 月处于消费淡季而供应持稳，库存或逐步转为小幅累增，一定程度施压铝价。8 月底至 9 月市场或转为交易旺季需求预期，9-10 月份可关注旺季预期和需求实际表现是否存在预期差的机会。四季度 11 月后需求再次转淡，但需警惕枯水期供应端是否有新的矛盾产生。整体上下半年沪铝核心运行区间 19000-21500 元/吨，伦铝 2400-2750 美元/吨，风险点在于宏观转空、需求坍塌。

氧化铝方面，下半年矿端扰动延续使得价格下方支撑抬升，但矿

## 交易咨询业务资格:

证监许可[2011]1294 号

## 研究所 有色金属组

胡畔

有色金属研究员

hupan@htfutures.com

从业资格号: F3021849

投资咨询号: Z0014160

## 分析师承诺:

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性和完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此说明。

供应无忧整体影响可控。而利空在于新投仍较多，且利润修复后前期检修产能或积极恢复，后续运行产能或仍有回升，可观的产能规划下供应过剩预期仍存。因此氧化铝反弹空间亦较有限，整体或围绕成本附近震荡运行，不过几内亚雨季和国内采暖季可能的集中检修扰动或对价格有一定提振。下半年运行区间参考 2700-3500 元/吨，操作上可以配合现货和库存拐点轻仓逢高沽空为主，观察矿端进展与产能变动情况。风险点在于矿端矛盾升级，产能落地不畅。

## 一、2025 年上半年铝市回顾

### 1.1 电解铝行情回顾

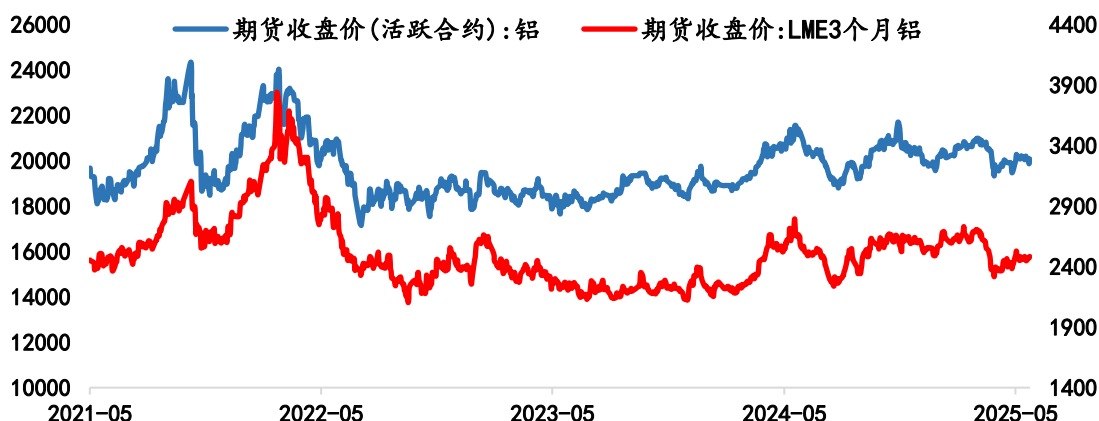
上半年宏观环境受海外关税政策扰动复杂多变，产业供需矛盾并不突出，宏观主导下铝价波动较大，整体呈现先涨后跌再反弹的“N”字型走势，运行重心基本与年初持平。

一季度铝价震荡偏强，运行重心有所上移。1 月份铝锭库存淡季超预期去库提振铝价，但需求叠加成本松动使其向上驱动不足。2 月以来宏观关税政策与事件主导，海外再通胀预期升温，伦铝走强带动沪铝偏强，2 月下旬后随着关税政策持续扰动，市场对全球贸易及需求担忧升温铝价有所回调。3 月份旺季临近铝锭开启去库周期支撑铝价再次走强，但中旬后成本端氧化铝价格持续下跌拖累，叠加关税扰动，铝价阶段性见顶开始回落。

二季度以来关税扰动使得铝价波动加大。4 月初美国对等关税利空落地，内外铝价和有色板块整体承压，其中沪铝主力跌停低开触及上半年低点 18960 元/吨，贸易摩擦升级下全球经济衰退预期升温打压未来需求预期，不过旺季库存低位且超预期去库给予铝价支撑，强现实弱预期格局下铝价呈现宽幅震荡局面。5 月中旬中美关税谈判出现超预期进展，宏观情绪转暖铝价有所反弹。

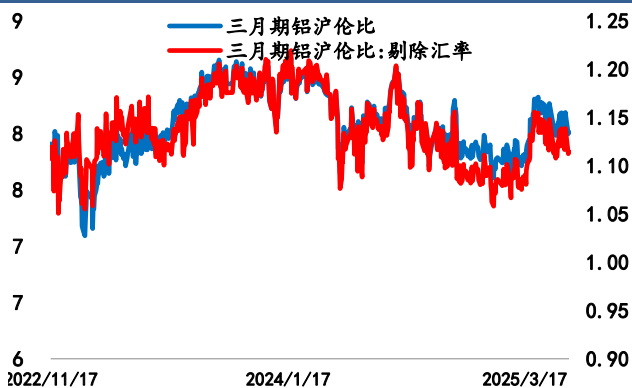
截至 6 月 4 日收盘，沪铝主力合约收于 20075 元/吨，较年初涨 185 元，涨幅 0.93%。伦铝三月收于 2487 美元/吨，较年初跌 65 美元，跌幅为 2.55%；沪伦比值（剔除汇率）为 1.11，较年初涨 0.03。上半年受库存超预期去库影响，沪铝月差多数维持小幅 Back 结构。

图 1：沪伦期铝价格



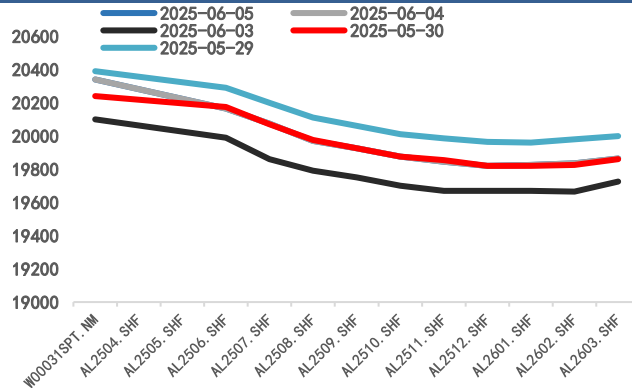
数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 2：沪伦期铝比价



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 3：沪铝价差结构

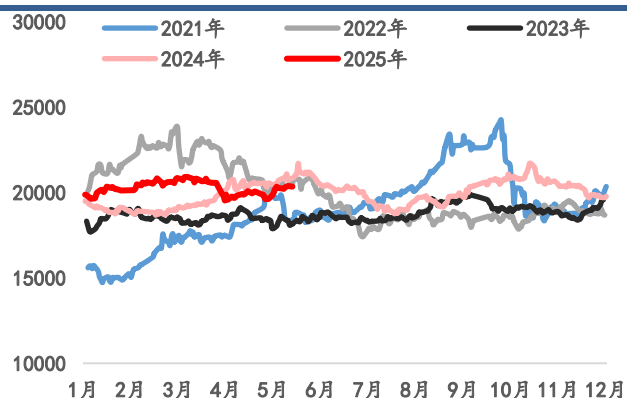


数据来源：IFIND、海通期货研究所

上半年国内现货价格与期价走势接近，整体较年初有所上涨，截至5月28日上海有色A00铝锭价格20380元/吨，较年初上涨580元/吨，涨幅2.93%。上海物贸升贴水较年初回升120元至升水100元/吨，铝锭超预期去库支撑现货升水抬升。海外LME升贴水（0-3）贴水较年初回升25.26美元至升水0.54美元/吨；LME（3-15）贴水回落26.07美元至贴水52.5美元/吨。美国中西部港口现货升水较年初回升352.6美元至828.7美元/吨，主要受美国关税政策影响；欧洲现货升水回落135美元至205美元/吨，日本港口现货升水跌82.5美元至130美元/吨。

图 4：上海有色 A00 铝价格

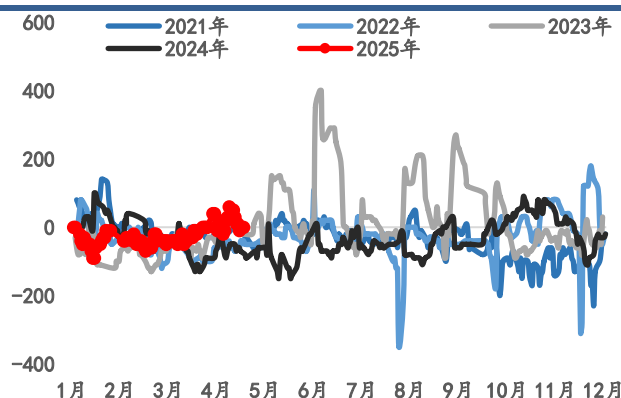
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 5：上海物贸升贴水

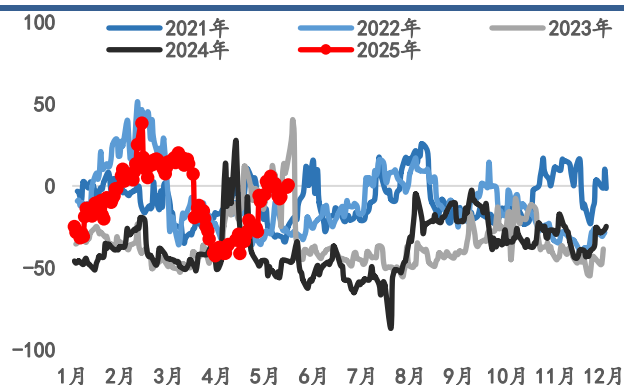
单位：元/吨



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 6: LME 铝升贴水 (0-3)

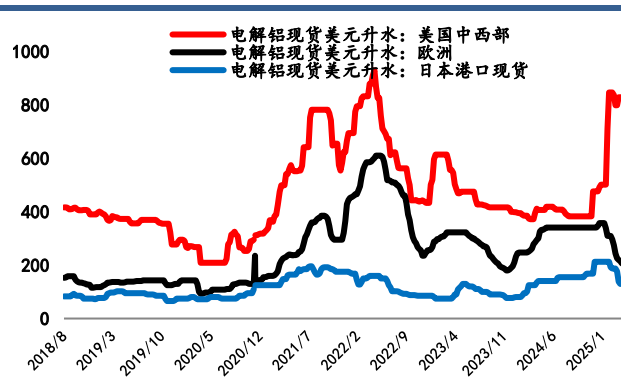
单位: 元/吨



数据来源: IFIND、海通期货研究所

图 7: 海外港口现货升贴水

单位: 美元/吨



数据来源: SMM、海通期货研究所

## 1.2 氧化铝行情回顾

2025 年上半年 1-3 月份氧化铝维持震荡下跌态势, 主因产能规划逐步落地, 供需趋松逻辑主导, 同时矿端供应亦宽松, 氧化铝价格的持续下跌施压矿价形成负反馈, 矿价下跌进一步拖累氧化铝价格走跌, 行业持续亏损。4 月以来随着现货价格跌破行业现金成本, 企业检修减产增多, 供需过剩收窄, 库存转为下降, 氧化铝价格底部支撑逐步增强, 呈现震荡筑底走势。进入 5 月, 随着几内亚矿端突发停产扰动的发酵, 以及国内部分企业新投受到合规审查等消息影响, 叠加检修减产导致现货货源持续偏紧, 氧化铝价格快速低位反弹, 并升至阶段性高点。而后再次在供应复产压力下回落。

现货方面, 上半年内外现货价格快速下跌, 进入 5 月份后逐步止跌企稳, 随着货源偏紧涨幅有所走扩。截至 5 月 29 日山东、河南、山西、广西均价较去年跌 2345-2455 元不等至 3260、3305、3290、3290 元/吨, SMM 氧化铝价格指数跌 2423.5 元至 3274.51 元/吨, 澳洲 FOB 价格较去年大跌 300 美元至 370 美元/吨, 跌幅 44.78%。

图 8: 氧化铝期货价格

单位: 元/吨

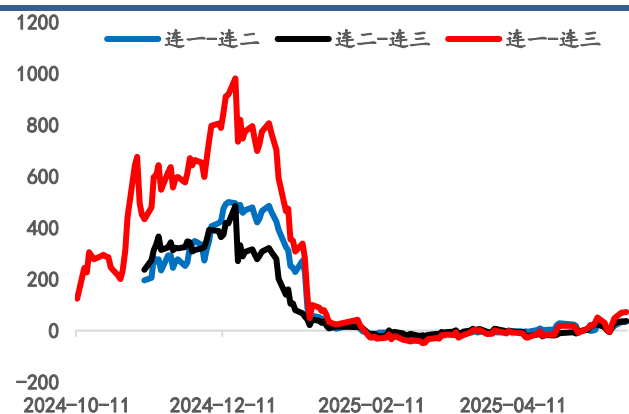


数据来源: iFinD、海通期货研究所



图 9：氧化铝月间价差

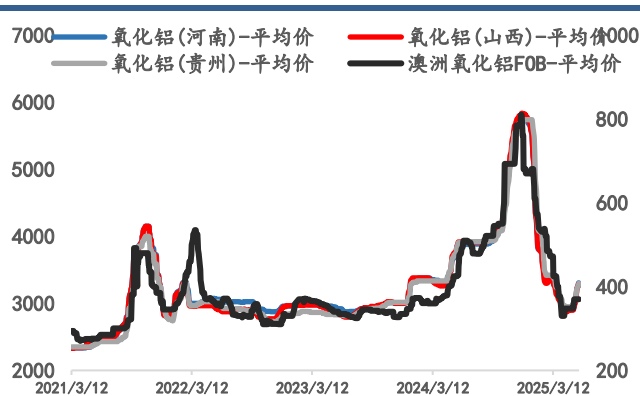
单位：元/吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 10：氧化铝现货价格

单位：元/吨，美元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

## 二、铝土矿

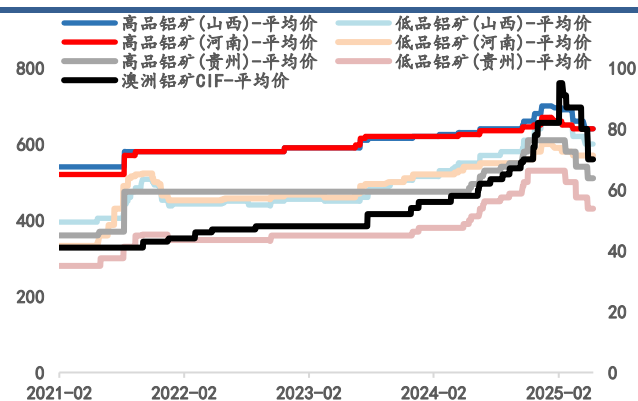
### 2.1 内矿供应小幅增加，矿价承压走跌

2025 年上半年以来内外铝土矿价格承压下滑，主因一方面进口矿供应较为充足，另一方面氧化铝价格持续走跌后施压于矿端。截至 5 月 29 日山西、河南、贵州地区高品位矿价格分别较去年底跌 60、30、100 元至 640、640 和 510 元/吨，山西、河南、贵州地区低品矿分别跌 60、30、100 元至 600、570、430 元/吨。几内亚、澳大利亚 CIF 价格较去年底分别跌 7、35 美元至 74、70 美元/吨。

内矿方面，上半年我国铝土矿产量增速小幅回升。据 SMM 数据 1-5 月我国铝土矿产量 2520 万吨，累计同比增长 10.73%；5 月单月产量 536.64 万吨，环比增加 5.3%，同比增加 8.97%。两会后部分矿山推进复工，临近 4 月底山西地区某百万吨产能的矿山复产，带来国产矿产量增加。同时 3 月底的时候工信部等十部门联合印发的《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027 年)》提出矿端要扩大探矿增储，放开煤下铝开采以提升产量等，政策后续或有趋松。不过今年资源整合、督察工作等或仍对国产铝土矿生产造成一定影响，后续国产矿供应能否放量仍然需要观察。

图 11：铝土矿价格

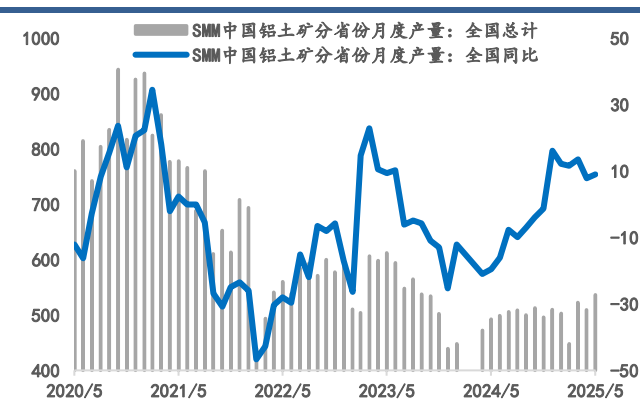
单位：元/吨，美元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 12：国内铝土矿月度产量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

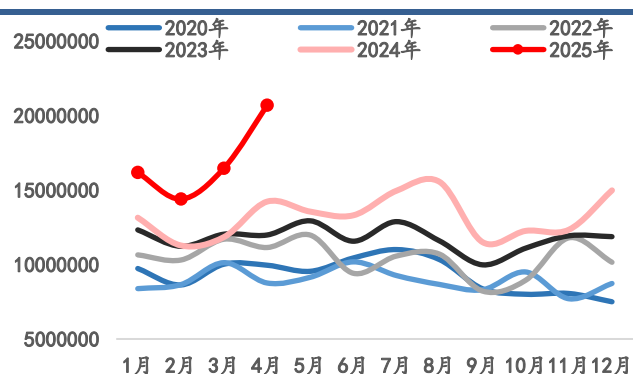
## 2.2 进口维持高位，整体供应较去年明显改善，后续关注几内亚矿端扰动

上半年进口同比增速高位，据海关数据 1-4 月累计进口铝土矿 6777 万吨，同比增长 34.3%，主流进口来源仍为几内亚和澳大利亚，其中几内亚累计进口 5312 万吨，同比增 42.2%，占比 78.38%；澳大利亚占比 15.49%。4 月单月铝土矿进口 2068.4 万吨，环比增加 25.62%，同比增加 45.44%，创历史新高。其中自几内亚进口 1673.2 万吨，同比增加 59.62%；自澳大利亚进口 268 万吨，同比减少 14.41%。

上半年以来国内铝土矿到港量维持高位，同时几内亚与澳大利亚出港量处于相对高位，国内铝土矿港口库存持续累积，截止 5 月 23 日港口库存较年底增加 613.87 至 2097.87 万吨高位，整体矿端供应较去年有较明显改善。据 SMM 数据，预估海外铝土矿 2025 年产量或增加 3100 万吨左右，以几内亚为主，其中几内亚铝土矿增产预期或在 2400 万湿吨左右，因此理论上矿石供应较充足。不过 5 月以来几内亚矿端扰动增多，继收回阿联酋全球铝业（EGA）在该国的采矿许可证后，几内亚政府再次撤销多个矿区采矿许可证，其中涉及到较为重要的 Axis 矿区，该矿区产能约 4000 万吨/年，去年矿区产量 2300 万吨左右，占几内亚产量的 17.7% 左右。目前暂时没有恢复迹象，部分矿山宣布了不可抗力，不过几内亚政府与矿企或开启谈判，关注后续谈判进展情况。整体上矿端扰动对几内亚未来发运带来了一定确定性，同时 5-10 月份几内亚处于传统雨季，矿石发运或有季节性下滑，下半年矿价或受此支撑小幅回升为主。

图 13：铝土矿进口量

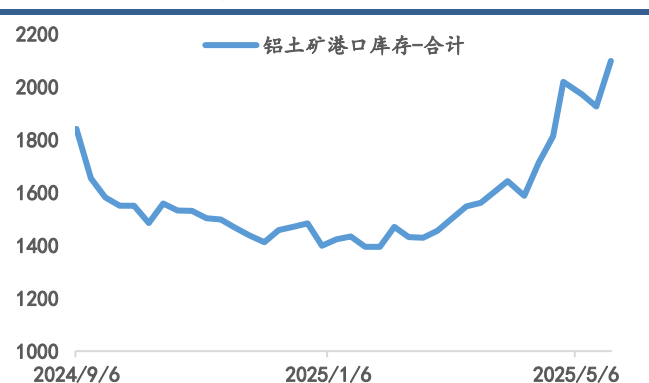
单位：吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 14：铝土矿港口库存

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

## 三、氧化铝

### 3.1 现金亏损企业出现阶段性集中检修减产，但下半年新投规划仍较多

2025 年上半年氧化铝行业利润持续下滑，尤其是三至四月份期现价格均一度跌破行业现金成本，企业普遍处于实质亏损状态。5 月份以来随着现货价格企稳反弹行业利润状态有所改善，截止 5 月 30 日氧化铝行业平均利润达 408.6 元/吨，较去年底下跌 1876.4 元。

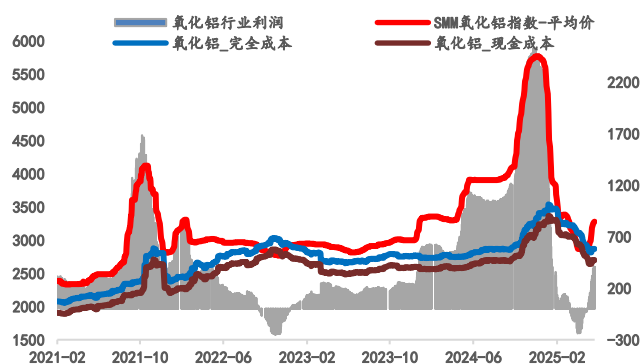
上半年国内氧化铝减产与新投并存，4 月以来在长期的亏损压力下氧化铝企业检修减产明显增多，据 SMM 统计截止 4 月份包括山西、河南、山东、重庆、广西等地多家企业累计检修减产涉及

约 1150 万吨产能，但多数为焙烧炉检修且检修周期较短。而新投产较为顺利，其中山东某氧化铝厂 100 万吨产能已实现产出；广西某氧化铝厂二期 200 万吨全部投产并出产品。河北某企业二期一线 160 万吨已于 3 月底投产并出产品，第二条线 160 万吨于 4 月中旬投料，预计 5 月中旬出产品，三线计划在 6 月中旬投料。不过据悉该企业新投产产能受到合规审查，后续政策存在一定的不确定性。5 月下旬后，随着行业利润快速修复，前期检修停产复产加速，运行产能及产量有所回升。整体上截止 5 月末我国氧化铝建成产能约 11082 万吨，较去年底增加 780 万吨左右，全国开工率 78.21%，运行产能 8667 万吨，运行产能较去年下降 0.99%。产量方面，据 SMM 5 月中国冶金级氧化铝产量 727.21 万吨，同比增长 4.06%，环比增加 2.66%；1-5 月中国冶金级氧化铝产量达 3642.26 万吨，同比增长 8.88%。

下半年从目前拟建项目看，河北、广西北海以及山东滨州仍有较多增量，同时行业利润修复后此前检修产能或将陆续恢复，运行产能仍有回升预期。整体上 2025 年新增产能投产预期在 1340 万吨左右，2026 年及远期新投产产能预期 1640 万吨左右，若能顺利实施中长期氧化铝供应端仍存过剩压力。不过需要警惕政策风险，关注此前合规审查政策的后续变化，另外国家发改委在 5 月新闻发布会中提出要科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目，防止盲目建设，关注对后续拟建产能的影响。

图 15：氧化铝行业利润

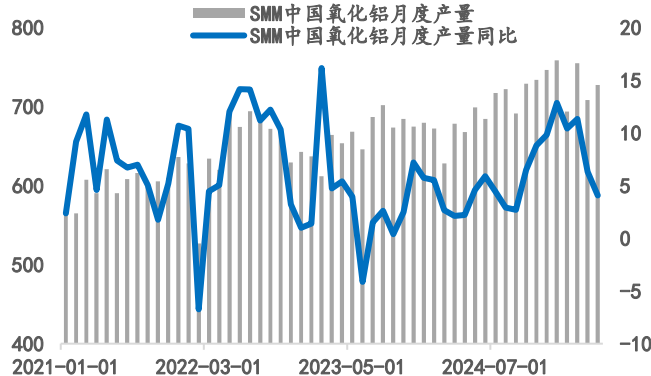
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 16：国内氧化铝产量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

表 1：中国氧化铝新建及拟建产能（2024-2026 年及以后）

公司	地区	省份	城市	原有产能万吨/年	新建产能万吨/年	开始投产时间	2024年投产产能	2025年投产产能	2026年及远期投产产能	当前进度
企业1	华南	广西	防城港	0	200	2025年	0	200	200	项目建设中，计划2025年一季度开始投产
企业2	西南	广西	北海	0	480	2026年	0	0	480	环评通过，一期200万吨于2023年7月12日开始动工
企业3	华南	广西	北海	0	400	2025年	0	200	200	环评通过，一期200万吨于2023年2月10日开始动工，计划2025年三季度投产
企业4	华南	广西	防城港	0	240	2026年	0	0	240	项目通过立项审批，手续办理中，预计2023年底动工
企业5	西北	甘肃	嘉峪关	0	600	2024年	0	600	0	2023年2月初举行了开工仪式，投产待定（该项目只包含焙烧环节）
企业6	西南	重庆	重庆	400	160	2024年	60	0	100	通过技改扩建60万吨氧化铝产能，目前技改工作已全部完成，预计2024年3季度投产
企业7	华北	河北	曹妃甸	480	480	2025年	0	480	0	项目目前已在建设当中，计划于2025年上半年投产240万吨，下半年投240万吨
企业8	华北	内蒙古	通辽市	0	600	2024年	0	0	600	2023年10月18日发布环评公告，2023年11月21日开工（该项目只包含焙烧环节）
企业9	华北	山东	滨州	160	100	2025年	0	100	0	计划于2025年上半年投产
企业10	华北	山东	滨州	1750	400	2024年	100	300	0	迁建升级，需停产部分旧产能，计划于10月投产产量200万吨，25年5月投产200万吨。
企业11	华北	山东	滨州	200	60	2025年	0	60	0	计划于2025年投产
企业12	华北	内蒙古	包头	0	700	.	0	0	700	2025年1月进行了第一次环境影响评价信息公示（该项目只包含焙烧环节）
企业13	华北	河北	沧州	0	.	.	0	.	.	拟建4条185万吨氢氧化铝生产线，合计年产能740万吨氢氧化铝，环评文件已公示获批。
企业14	华北	河北	唐山	0	.	.	.	.	.	拟建740万吨氢氧化铝产能，节能审查已通过。
2024年新增							160			
2025年新增								1340		
2026年及远期新增									1640	

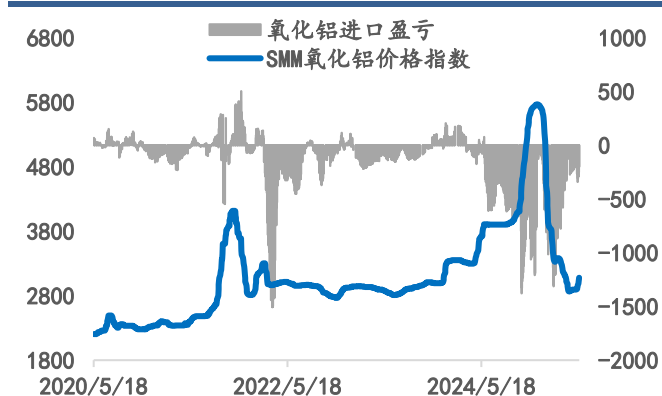
数据来源：SMM、海通期货研究所

### 3.2 上半年维持净出口状态

上半年我国氧化铝维持净出口状态。上半年进出口窗口多数时间维持关闭，不过2月初内外价差走扩，出口窗口有短暂打开，而后续随着海外成交价继续走跌价差收窄而关闭。据海关数据，4月进口氧化铝1.07万吨，同比减少90.1%；1-4月累计进口9.95万吨，同比大幅下降90.6%；1-4月累计净进口-86.5万吨，同比下降271.7%。

图 17：进口氧化铝盈利水平

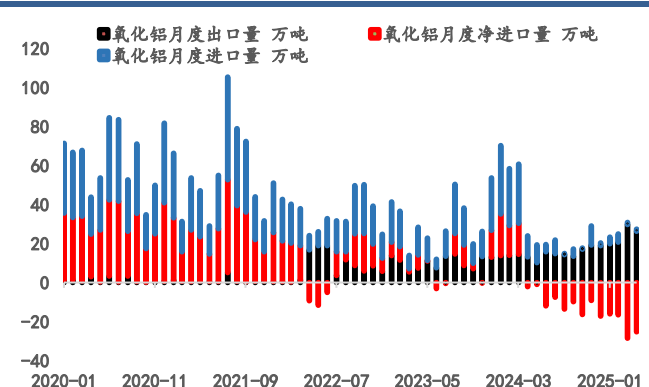
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 18：国内氧化铝进口量

单位：万吨



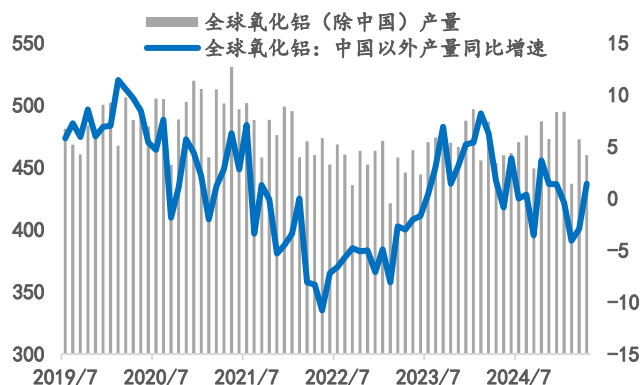
数据来源：SMM、海通期货研究所

### 3.3 海外产量增速较低

海外方面，上半年海外氧化铝产量增速维持较低水平。据 SMM 2025 年 4 月海外冶金级氧化铝产量 459.9 吨，同比增长 1.39%；1-4 月海外除中国氧化铝累计产量 1863.9 万吨，同比下降 1.51%。据 SMM 统计，未来三年海外氧化铝新建产能规划约 1180 万吨，主要集中在印度及印尼等地，其中 2025 年约有 510 万吨左右产能待投，多集中在一季度和下半年。



图 19：海外（除中国）氧化铝产量及增速 单位：万吨



数据来源：SMM、IAI、海通期货研究所

图 20：海外氧化铝新增产能列表 2024-2028 单位：万吨

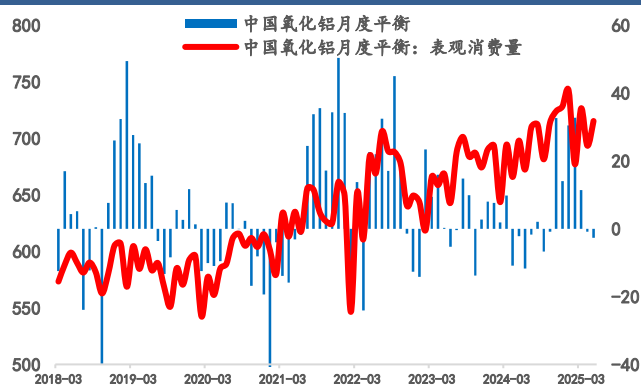
国家	拟新建总产能	预计投产时间	2024 年产能增量E	2025 年产能增量E	2026 年产能增量E	2027 年产能增量E	2028 年产能增量E
几内亚	100	2027Q1	0	0	0	100	0
印度	100	2025Q3	0	50	50	0	0
印度	300	2024Q2	150	150	0	0	0
印度	200	2027	0	0	0	100	100
印度尼西亚	100	2024Q3	40	60	0	0	0
印度尼西亚	100	2025Q1	0	100	0	0	0
印度尼西亚	200	2025Q3	0	100	0	100	0
印度尼西亚	200	2025Q3	150	50	0	0	0
印度尼西亚	240	2027Q1	0	0	0	60	60
老挝	100	2027Q1	0	0	100	0	0
新增投产预期			340	510	150	360	160

数据来源：SMM、海通期货研究所

### 3.4 氧化铝供需平衡

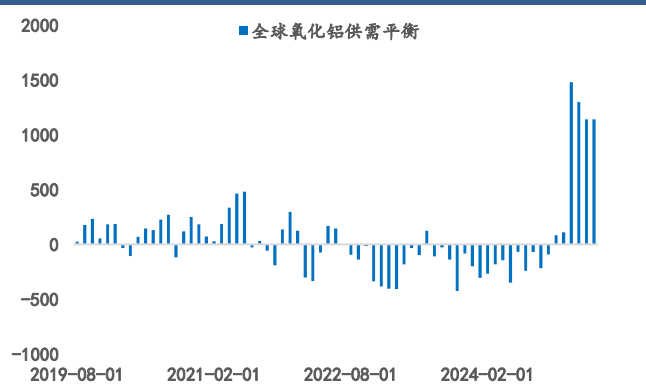
供需平衡看，经测算今年在不考虑非铝消费的情况下，4 月份我国氧化铝供需格局由过剩转为小幅短缺 0.9 万吨，上半年 1-4 月总计供需过剩 73.61 万吨左右，供需过剩幅度小幅收窄。据 IAI 数据粗略测算，全球氧化铝 1-3 月供需过剩 400.6 万吨。下半年若新投顺利且政策较平稳，全年或仍维持供应过剩局面，考虑到前期检修减产影响，下调我国 2025 年氧化铝总供应量至 8595 万吨，同比增长 3.1%，总需求量 8473 万吨，同比增长约 2.1%，全年供需过剩收窄至 120 万吨左右。

图 21：氧化铝平衡 单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 22：全球氧化铝供需平衡 单位：千吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

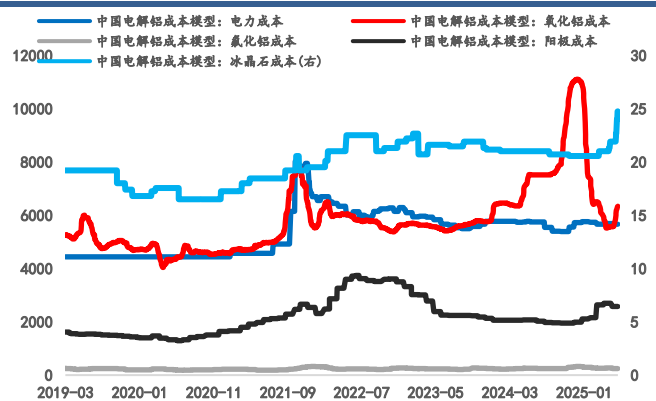
## 四、电解铝

### 4.1 成本不断下跌，冶炼利润修复至偏高位

2025 年上半年，电解铝主要原料氧化铝价格持续大幅下跌，电力成本相对稳定，辅料预焙阳极受原材料石油焦价格高位支撑小幅回升。氧化铝成本占比 34% 左右，受其持续走跌影响，电解铝冶炼成本大幅下滑，吨铝利润由负值快速修复至偏高位置，不过进入 5 月后随着氧化铝价格反弹，成本亦有所回升。截至 5 月 29 日电解铝完全平均成本 17203.19 元/吨，较去年底下降 4165.71 元/吨，吨铝平均利润较去年底上涨 4775.74 元至盈利 3176.81 元/吨。

图 23：电解铝成本分项

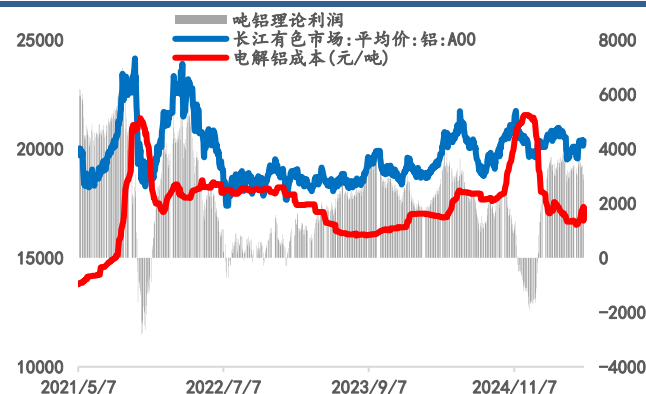
单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 24：吨铝理论利润

单位：元/吨



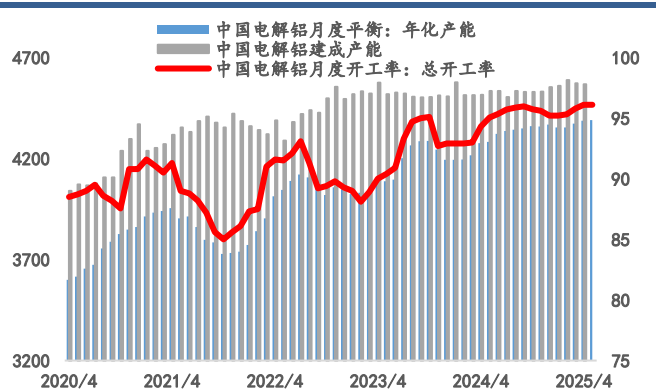
数据来源：SMM、iFind、海通期货研究所

## 4.2 运行产能大稳小增，供应向上弹性有限

上半年行业利润高位刺激了川渝地区前期电解铝技改项目提前复产，涉及产能 24 万吨左右，目前已基本复产完成，另外青海某厂置换升级项目启动，目前已满产运行。国内电解铝运行产能整体大稳小增，开工率维持历史高位。截至 5 月底国内电解铝建成产能 4569 万吨左右，运行产能约 4391 万吨，行业开工率 96.1%，较年初增长 0.9%，比去年同期增长 1.79%。从产量上看，上半年产量也维持增长态势。2025 年 5 月国内电解铝产量 372.93 万吨，同比增长 2.54%；1-5 月国内电解铝累计产量达 1808.65 万吨，累计同比增长 2.6%；5 月铝水比例 75.5%，同比回升 2.3%。后续看山东置换至云南的项目预计第二批将在三季度实施，而二至三季度西南地区逐步进入丰水期，预计运行产能高位持稳为主，不过仍需关注季度初西南地区水电情况。同时，受供应天花板的限制，25 年我国仅有少量新增产能且以置换为主，据 SMM 统计年内新增有效产能约 65 万吨左右，因此预计 2025 年全年国内电解铝供应增速将有所放缓，预期 2025 年全年电解铝产量在 4402 万吨附近，同比增速 2% 左右。

图 25：国内电解铝产能及开工

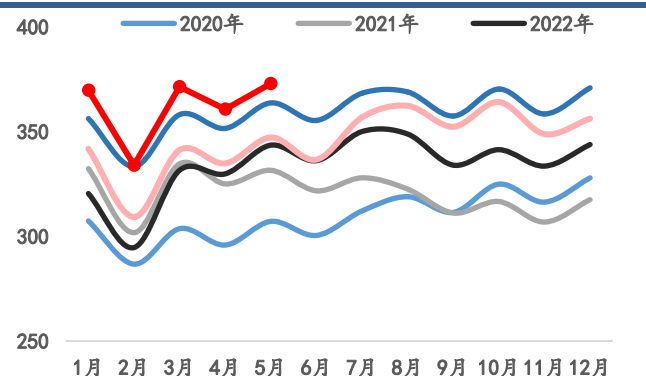
单位：万吨，%



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 26：国内电解铝产量

单位：万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

表 2：中国电解铝新增及拟建产能（2024 年及远期，万吨）

企业名称	远期新建及 拟建年产能 /万吨	产能净 增	备注	开始投产 时间	预计完成 投产时间	2024年投 产产能预 期	2025年投 产产能预 期	2026年及 远期投产 产能
内蒙古华云（三期）	42	17	2023年3月份开工建设，2024年5月18通电投产，有17万吨指标，其他的25万吨需要减产包铝，8月底运行产能已经达17万吨，其余产能仍需等待产能转移及电力接入	在建	—	42	0	0
中铝青海产能扩建升级项目	50	10	建设50万吨600KA电解铝厂区，建成之后停掉现有的40万吨，另外从云铝转移10万吨指标	在建	2026年	0	50	0
霍煤鸿骏扎铝二期	35	35	有指标35万吨，计划2024年开始建设，2025年投产	待建	2025年	0	35	0
贵州双元铝业扩建	10	0	产能转移项目（购得南山指标10万吨），于2024年11月份投产	在建	2025年	10	0	0
农六师搬迁扩建项目	55	20	农六师合规指标共计190万吨，目前企业运行170万吨，通过搬迁扩建将部分产能转移到准东，达到190万吨。该项目24年10月份通电投产，达产仍需一段时间。	在建	2025年	20	35	0
新疆天山铝业	20	20	企业总合规指标140万吨，剩余20万吨指标计划25年建成并于25年下半年投产	在建	2025年	0	20	0
内蒙古东山铝业	20	0	伊电集团转移内蒙古项目目前公示转移产能20万吨，计划25年6月投产	在建	2025年	0	20	0
青海海源绿能二期	11	11	电解铝指标共35万吨，前期24万吨复产完毕，剩余11万吨待建设待投产	待建设	—	0	0	11
广元启明星二期	13	13	2021年拍卖成交，公司后期要扩建至总产能25万吨，目前暂未建设	待投	—	0	0	13
内蒙古白音华二期	40	0	待建设 尚无指标	待投	—	0	0	40
2024年及远期新增产能 预期	296	126				72	160	64
产能净增						37	65	24

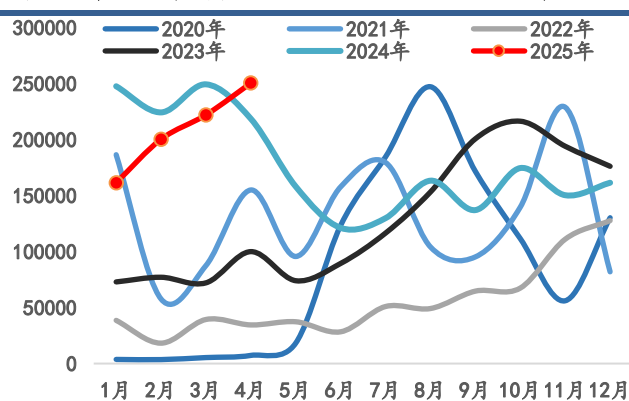
数据来源：SMM、公开信息、海通期货研究所

#### 4.3 进口同比增速回落，但绝对值处于高位

上半年我国原铝进口窗口维持关闭，累计进口同比增速有所下滑，但进口量仍处于近五年来较高水平，仍以俄铝长协进口为主。据海关数据4月我国原铝进口量25.05万吨，同比增加14.67%，环比增加12.82%；1-4月我国原铝累计进口量83.39万吨，累计同比下降11.32%。1-4月累计净进口79.97万吨，同比下降13.64%。进口主要来源国为俄罗斯、印尼、印度、中国、澳大利亚等，其中自俄罗斯累计进口74.09万吨，占进口总量的88.8%。5月以来进口盈亏有所收窄，海外持货商清关发往我国的意愿上升，后续进口量或将维持较高水平，整体预期全年净进口量220万吨左右。

图 27：中国电解铝月度进口量

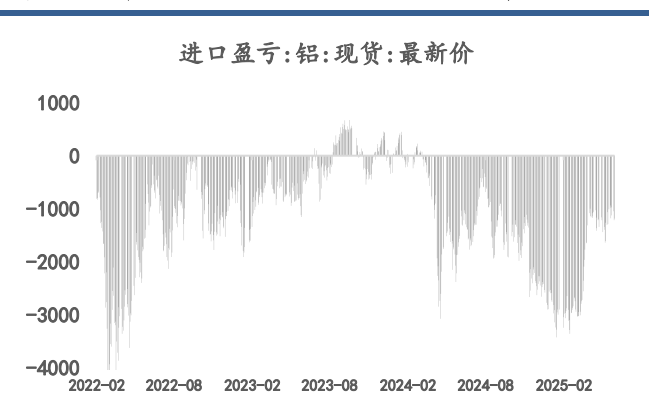
单位：吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 28：电解铝进口盈亏

单位：元/吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

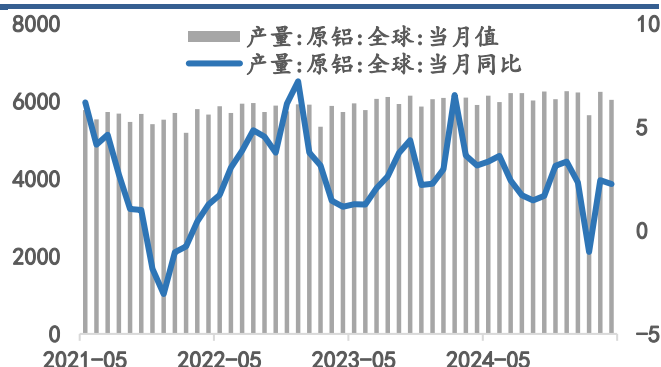
#### 4.4 海外产量增速缓慢，未来新增产能集中于印尼和印度

海外方面，据 IAI 数据，全球 2025 年 4 月原铝产量 603.3 万吨，环比下降 3.27%，同比增长 2.24%；1-4 月原铝产量 2414.1 万吨，同比增速 1.56%。其中海外（除中国以外）电解铝 4 月产量 241.2 万吨，同比增长 0.42%；1-4 月累计产量 966.3 万吨，同比下降 0.27%，整体增速较为缓慢。2025 年看，据 SMM 统计海外约有 95.5 万吨左右电解铝新增投产，主要集中于印尼和印度等地。其中印尼方面，有年初已投产的华青 25 万吨电解铝项目，另有阿达罗能源年产 150 万吨的电解铝项

目一期 50 万吨建设，计划 2025 年四季度投产；另外青山与信发合资项目计划年底投产 25 万吨。印度方面，Vedanta 为旗下 Balco 铝业计划产能扩建 43.5 万吨，预计将于 2025 年二季度逐步投产。考虑到成本高位和电力供应等因素，预计海外电解铝产能复产仍较缓慢，整体上对全球供应增量贡献有限。

图 29：全球电解铝产量

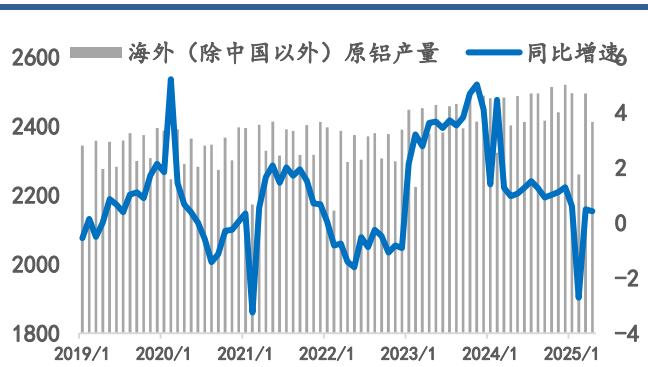
单位：千吨



数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 30：海外除中国电解铝产量

单位：千吨



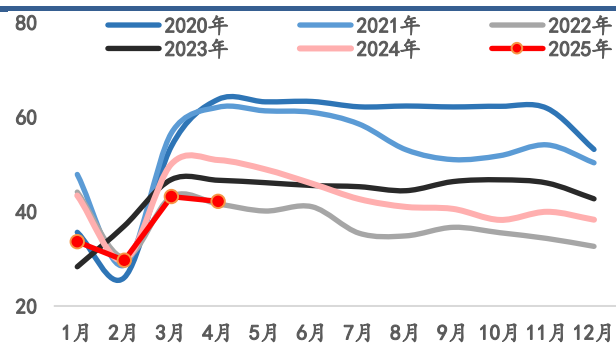
数据来源：Mysteel、海通期货研究所

## 五、需求端

### 1、铝材开工季节性回升，整体低于去年同期

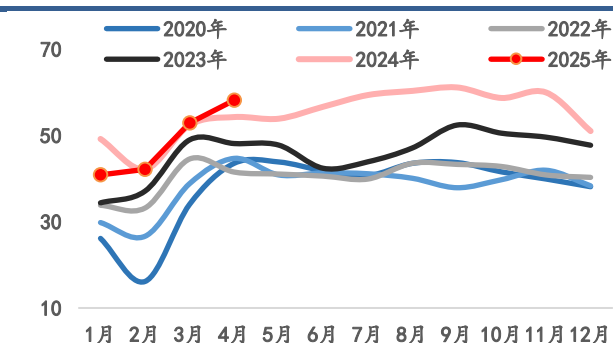
上半年下游铝材加工行业开工基本符合季节性表现，1 月份适逢春节假期下游开工回落为主，节后 2 月中旬以来随着下游复工以及旺季临近，铝材各板块开工均逐步回升，不过整体开工略低于去年同期。从周度数据看截至 5 月 30 日铝材开工率 61.4%，较去年同期回落 2.8%。分项看，铝线缆板块得益于电网交货周期到来企业开工率回升为主，型材板块在工业型材光伏订单以及新能源汽车订单需求带动下表现尚可，而铝板带板块受到出口订单收缩以及国内需求增量放缓的影响开工维持偏弱。后续看，光伏新政落地抢出口结束叠加传统消费淡季来临，行业开工或有回落，9-10 月旺季或有季节性提升。

图 31：建筑铝型材月度开工率



数据来源：SMM、海通期货研究所

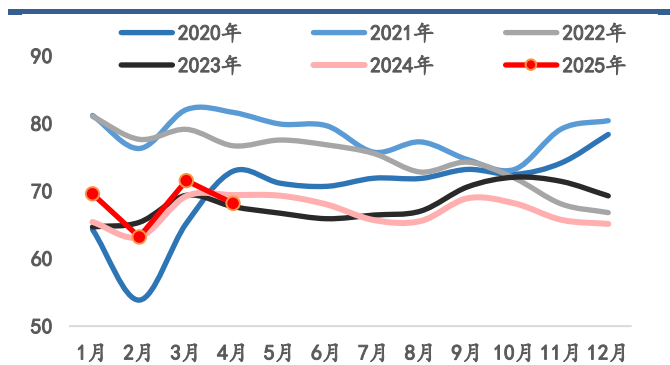
图 32：铝线缆月度开工率



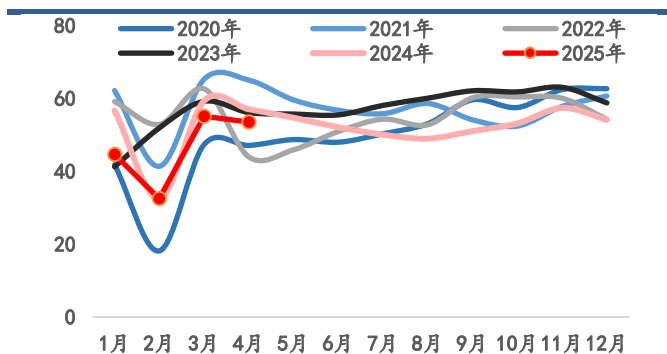
数据来源：SMM、海通期货研究所

图 33：铝板带箔月度开工率

图 34：再生铝月度开工率

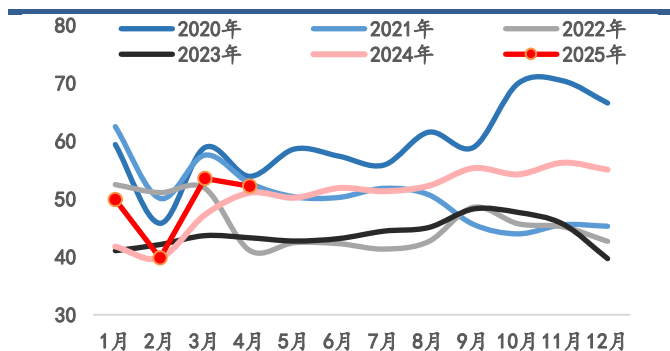


数据来源：SMM、海通期货研究所



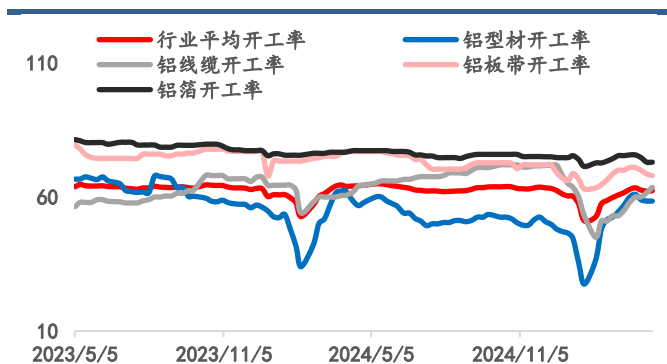
数据来源：SMM、海通期货研究所

图 35: 原生 A365 铝合金月度开工率



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 36: 铝材周度开工率



数据来源：SMM、海通期货研究所

## 2、终端消费

上半年地产投资延续弱势，4月跌幅再次扩大。具体看，1-4月全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%，降幅较前值扩大 0.4%。1-4月房屋新开工面积 17836 万平方米，同比下降 23.8%；房屋施工面积 620315 万平方米，同比下降 10.1%；房屋竣工面积 15648 万平方米，同比下降 16.9%。1-4月商品房销售面积 28262 万平方米，同比下降 2.8%；销售额 27035 亿元，下降 3.2%。1-4月房地产开发企业到位资金 32596 亿元，同比下降 4.1%。4月房地产开发景气指数 93.86，较上月回落 0.1。其中前端的地产销售面积降幅小幅收窄而销售额降幅扩大，地产小阳春已然结束。新开工受季节性影响降幅有所收窄，而施工与竣工跌幅仍在扩大，整体地产行业景气度仍偏弱，建筑用铝需求仍有拖累。

电力方面，上半年电源工程建设投资整体略有下降，但电网工程投资延续增长，显示出对电网建设与升级的重视。其中4月电网工程完成投资 451.78 亿元，同比小幅下降 2.42%；1-4月电网工程完成投资 1408 亿元，累计同比增长 14.6%。3月电源工程完成投资 611.39 亿元，同比增长 11.77%；1-4月电源工程完成投资 1933 亿元，累计同比增长 1.6%。国网于 2025 开年释放超 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，同时 2025 年据悉国家电网将进一步加大投资力度，全年电网投资有望首次超过 6500 亿元，南方电网宣布今年电网投资将 1750 亿元，特高压项目仍处于建设高峰期，继续带动铝线缆订单需求。



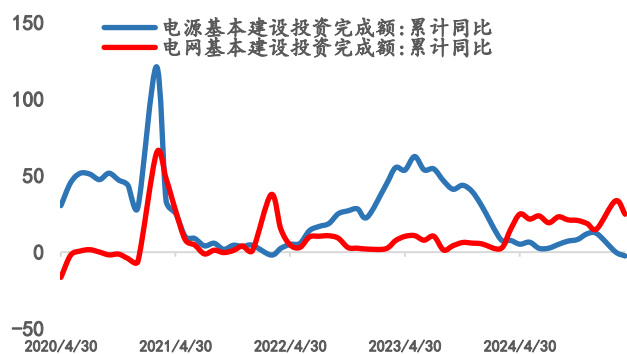
图 37: 地产开工竣工同比



数据来源: IFIND、海通期货研究所

图 38: 电网投资完成额

单位: 亿元



数据来源: IFIND、海通期货研究所

光伏方面，上半年光伏新增装机增速超预期，主因受光伏行业分布式光伏发电管理办法和新能源上网电价市场化改革等政策影响，新增装机出现抢装潮。4 月份国内光伏新增装机 45.22GW，同比增长 214.68%；1-4 月份累计新增装机 104.93GW，同比增长 74.56%。组件方面前四个月亦出现抢装，维持较高增速。1-4 月光伏组件产量 185.2GW，同比增长 3.87%；4 月单月组件产量 59.4GW，环比增长 16.47%，同比增长 7.73%。5 月过后随着政策落地，预计装机量将明显下滑，组件排产也边际下降，同时二、三季度为传统淡季项目需求减少，因此光伏边框支架用铝以及组件用铝需求都将明显回落。据光伏行业协会预测，2025 年我国新增装机为 215-255GW，同比 2024 年或下滑 8%-23%。考虑到抢装的情况，我们预估全年我国新增装机 250GW 左右，整体用铝增量或有放缓。全球来看，主力装机大国均面临着增速下降的困境，2025 年预计新增 520GW，年度增速呈现缓慢下行趋势。

图 40: 光伏新增装机

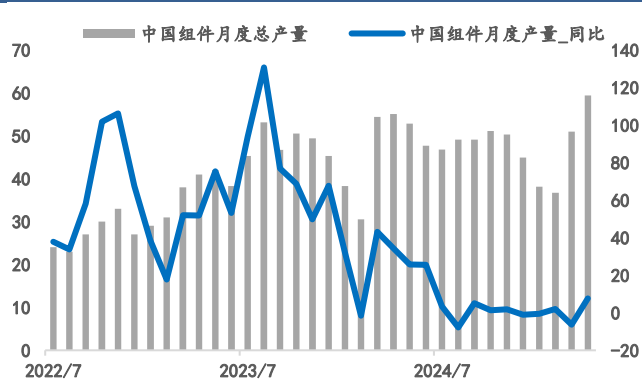
单位: GW



数据来源: IFIND、海通期货研究所

图 41: 光伏组件产量

单位: GW



数据来源: IFIND、海通期货研究所

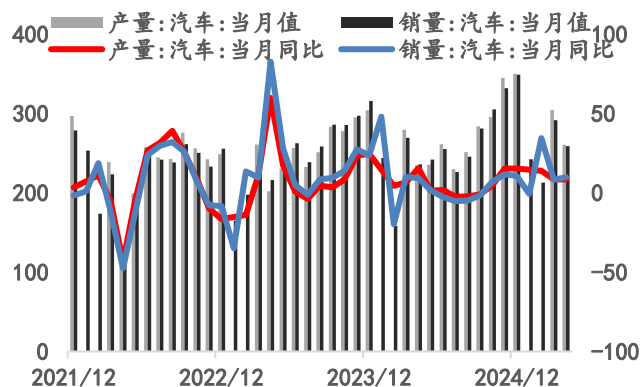
汽车方面，上半年汽车产销维持稳步增长，前 4 个月产销量历史上首次双双超过 1000 万辆，主因以旧换新政策下内需潜力的释放以及出口增长带动。据中汽协数据，25 年 4 月汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9% 和 11.2%，同比分别增长 8.9% 和 9.8%；1-4 月份我国汽车产销累计完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9% 和 10.8%。

新能源汽车维持较快增长，市场占有率显著提升。4 月新能源汽车产销分别完成 125.1 万辆和 122.6 万辆，同比分别增长 43.8% 和 44.2%，新车销量市场占有率达 47.3%；1-4 月份累计产销分别

完成 442.9 万辆和 430 万辆，同比分别增长 48.3% 和 46.2%，市场占有率达 42.7%。上半年汽车出口亦表现良好，1-4 月汽车出口 193.7 万辆，同比增长 6%，新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.6%。据中汽协预计 2025 年汽车产销有望达到 3290 万辆，同比增速 4.7%，我们预计新能源汽车销量约 1621.7 万辆，同比增长 26.2%，整体上在政策加持下汽车用铝需求仍维持较高增长。

图 42：国内汽车月度产销

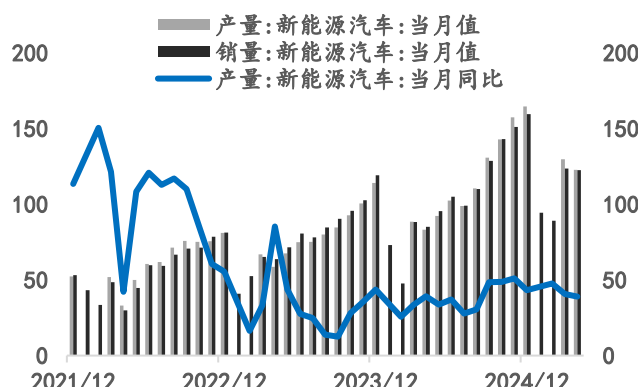
单位：万辆



数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 43：国内新能源汽车月度产销

单位：万辆



数据来源：IFIND、海通期货研究所

上半年在以旧换新政策支持下我国家电产量同比维持增长。1-4 月空调产量 10531.4 万台，累计同比增长 7.2%；洗衣机产量 3918.8 万台，同比增长 10.9%；冰箱产量 3220.4.55 万台，同比下降 0.7%。家电出口同比维持增长，1-4 月空调出口 2971 万台，同比增速 17.3%；冰箱出口 2680 万台，同比增速 7.6%；洗衣机出口 1120 万台，同比增速 4.6%。

出口方面，上半年我国铝及铝材出口受关税政策影响，整体上先抑后扬，1-2 月份增速明显下滑，3-4 月有所回升。据海关数据 1-4 月末锻轧铝及铝材出口量 188.3 万吨，累计同比下滑 5.76%；4 月末锻轧铝及铝材出口 51.8 万吨，同比下降 0.38%。今年以来海外关税政策不断反复，继 2 月 1 日宣布对自中国进口的商品加征 10% 关税并生效后，美国于 2 月 10 日再次宣布对所有进口至美国的铝、钢铁征收 25% 关税，同时于 4 月 2 日宣布征收对等关税以及对进口汽车和零部件进行征税。从当前我国与美国铝材贸易情况来看，随着近几年关税的增加，我国铝材对美国出口占比较低，直接影响较有限，但贸易摩擦的升级对于企业出口积极性、外需预期等均有负面影响，因此下半年预计出口仍有承压回落预期。虽然目前中美关税谈判取得一定进展，5 月 12 日中美日内瓦声明宣布 90 天内大幅降低对等关税，出口企业在此阶段或有抢出口行为出现，但政策仍具有一定不确定性，后续仍需关注贸易政策变动以及对实际需求的影响。

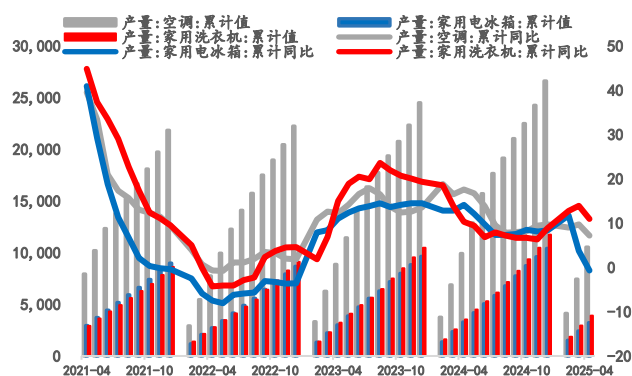
综合看上半年传统需求地产竣工低迷，仍是拖累项，光伏抢装潮和新能源汽车持续增长一定程度上对冲了地产的拖累，特高压维持增长，出口同比略有下滑。整体上半年前五个月电解铝表观消费 1905 万吨，同比增速 2.2%。

图 44：家电月度产量

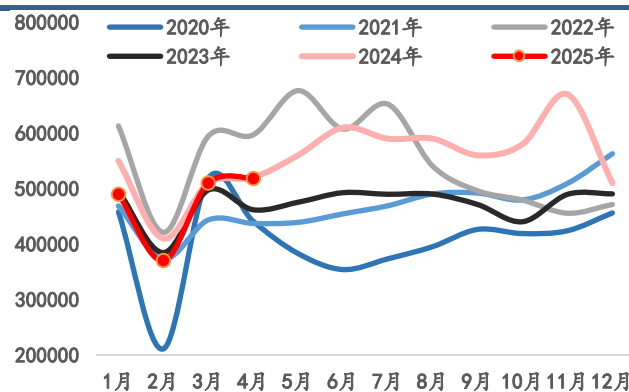
单位：万台

图 45：未锻轧铝及铝材出口

单位：吨



数据来源：IFIND、海通期货研究所

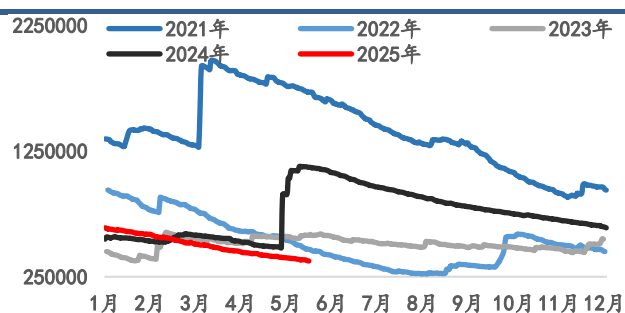


数据来源：IFIND、海通期货研究所

## 五、库存

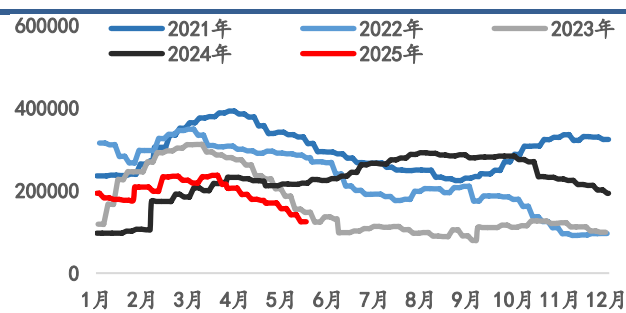
上半年全球交易所铝库存以下降为主，截至 5 月 29 日，LME 铝库存较年初下降 26.41 万吨至 37.51 万吨，降幅 41.32%；上期所库存较年初下降 6.88 万吨至 12.44 万吨，降幅 35.61%，其中交易所仓单较年初下降 1.65 万吨至 5.18 万吨。从国内铝锭社会库存看，今年库存拐点于 3 月初逐步确认，拐点出现时间和去库趋势均好于去年同期，截至 5 月 29 日国内铝锭社会库存较去年同期下降 27.03 万吨至 51.1 万吨，绝对值处近五年低位，反应出消费仍具较强韧性。铝棒库存节奏基本一致，不过受铸棒量高位的影响，铝棒库存绝对值处于近几年同期中位。5 月下旬至 7 月下旬逐步转入淡季，去库节奏或逐步放缓甚至转为累库，金九银十需求提振或再次进入去库阶段。整体上考虑到铝水比例高位常态化，预计全年铝锭库存将维持在相对低位。

图 46: LME 库存 单位: 吨



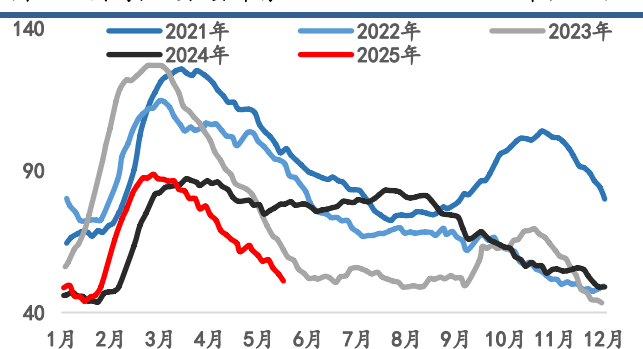
数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 47: SHFE 库存 单位: 吨



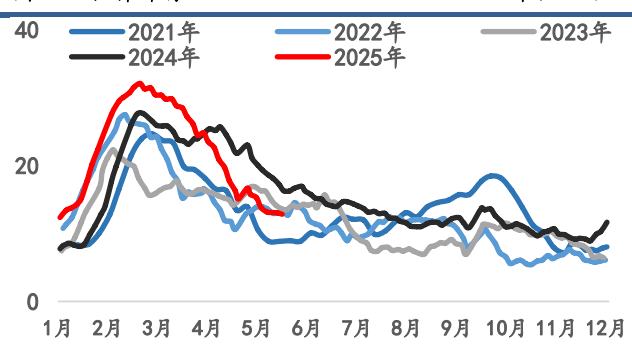
数据来源：IFIND、海通期货研究所

图 48: 国内铝锭社会库存 单位: 万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

图 49: 铝棒库存 单位: 万吨



数据来源：SMM、海通期货研究所

## 六、总结与展望

上半年宏观环境复杂多变，而供需矛盾并不突出，宏观主导下铝价波动较大，整体呈现先涨后跌再反弹的“N”字型走势，运行重心基本与年初持平。下半年宏观贸易摩擦扰动对于需求预期以及市场情绪抑制仍存，不过国内积极政策或有对冲。基本面上，下半年供应端增量有限，产量增速放缓，海外复产仍比较缓慢。市场关注焦点或在需求端，一方面光伏抢装结束，另一方面出口受制于关税影响存下滑预期，其余需求项新能源车与特高压预计将维持较高增长，而传统需求地产仍有拖累，整体下半年需求存在环比转弱的风险。同时成本角度看氧化铝和电价均难给予铝价明显支撑。整体上供应受限以及低库存常态支撑逻辑仍在，但需求环比走弱以及成本偏弱使得铝价上方空间相对有限，整体仍是震荡格局。节奏上，二季度末至三季度初6月底-7月处于消费淡季而供应持稳，供需存在转弱预期，库存或逐步转为累增，一定程度施压铝价。8月底至9月市场或转为交易旺季需求预期，9、10月份可关注旺季预期和需求实际表现是否存在预期差的机会。四季度11月后需求再次转淡，但需警惕枯水期供应端是否有新的矛盾产生。整体上下半年沪铝核心运行区间19000-21500元/吨，伦铝2400-2750美元/吨，风险点在于宏观转空、需求坍塌。

氧化铝方面，上半年供需趋松逻辑主导价格持续走跌，后在矿端突发扰动和集中减产支撑下低位反弹。下半年，矿端扰动延续使得价格下方支撑抬升，但矿供应无忧整体影响可控。而利空在于新投仍较多，且利润修复后前期检修产能或积极恢复，后续运行产能或仍有回升，可观的产能规划下供应过剩预期仍存。因此氧化铝反弹空间亦较有限，整体或围绕成本附近震荡运行，不过几内亚雨季和国内采暖季可能的集中检修扰动或对价格有一定提振。下半年运行区间参考2700-3500元/吨，操作上可以配合现货和库存拐点轻仓逢高沽空为主，风险点在于矿端扰动继续升级，观察矿端进展与产能变动情况。

**法律声明：**

本报告仅供海通期货股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

**郑重声明：**

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。