

电解铝紧平衡 价格震荡运行

【策略观点】

氧化铝方面，几内亚铝土矿释放节奏平稳，全球产能宽松、供给持续小幅大于需求，过剩逻辑未改。价格虽有阶段性因矿价、减产和情绪扰动带来的反弹，但主基调仍是高位难立、重心偏弱，预计2026年低位震荡为主。

电解铝方面，国内产能被红线锁死、增量有限，东南亚与欧洲复产受政策与电力成本制约，海外增量易失速；废铝供给增速在海外限制与税票政策影响下放缓，全球铝元素端并无明显过剩。电解铝整体维持小幅偏紧，价格或震荡运行。

铸造铝合金方面，预计2026年供需仅小幅短缺，维持动态平衡格局，在成本支撑下，合金价格大概率震荡运行。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76号

范芮
电话：010-84555195

邮箱
fanrui@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3055660

投资咨询资格号
Z0014442

【目 录】

| | |
|---------------------------|---|
| 一、行情回顾 | 1 |
| 二、宏观层面形成利好 | 1 |
| 三、供应格局稳固 内外结构分化 | 2 |
| 3.1 几内亚继续增产 矿石供应过剩 | 2 |
| 3.2 供需结构转变 氧化铝寻底依旧 | 3 |
| 3.3 国内接近红线 海外增产明显 | 3 |
| 3.4 废铝进口增长 | 4 |
| 四、终端消费平稳 新能源用铝增加 | 4 |
| 4.1 终端平稳拉动 线缆产销回升 | 4 |
| 4.2 消费接近饱和 空调生产增速收缩 | 5 |
| 4.3 补贴政策退坡 外销驱动汽车生产 | 6 |
| 五、后市展望 | 7 |

一、行情回顾

2025 年电解铝价格整体震荡上行、重心抬升。年初特朗普上台叠加春节备货和节后旺季去库，铝价上探 21000 元/吨；4 月美国对等关税威胁拖累大类资产，铝价一度回落至 19000 元/吨附近。5-9 月中美联合公报、关税谈判、“反内卷”和降息及政策预期配合低库存、旺季去库，铝价重回并稳定在 20000 元/吨上方，再破 21000 元/吨。10 月起美国政府停摆推升降息预期，海外供给收紧预期及铜铝比突破 4.0，抬升铝价中枢至 21500 元/吨附近。

图表 1 沪铝走势



数据来源：文华财经，国元期货

二、宏观层面形成利好

2025 年宏观主线为美国贸易政策调整以及美联储降息路径。年初美国制造业及就业数据回暖，市场大幅下调降息预期，有色板块承压运行。随着特朗普上任，关税政策成为宏观主线，在特朗普部分政策落地后，美元指数偏弱运行，利多有色板块。但 4 月美国关税范围及幅度超出市场预期，引发市场恐慌情绪，拖累有色板块普跌。随后美国关税政策反复，但由于美国债务隐忧加剧，有色板块反弹受阻。6 月中美贸易协议达成，美元指数加速下行，有色板块普涨。

至此，宏观主线再次切换至美联储降息预期。尽管 7 月受美国宏观数据影响，降息预期下调，但随着鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言正式确认重启降息，市场对后续降息路径大幅交易，美元指数持续走弱，支撑有色板块普涨。但随着 9 月、10 月降息落地，FOMC 会议纪要

显示美联储内部对后续降息分歧扩大，叠加美国政府停摆后关键数据缺失，加剧了美联储决策的不确定性，市场大幅下调后续降息预期，美元指数持续走强，有色板块整体承压。

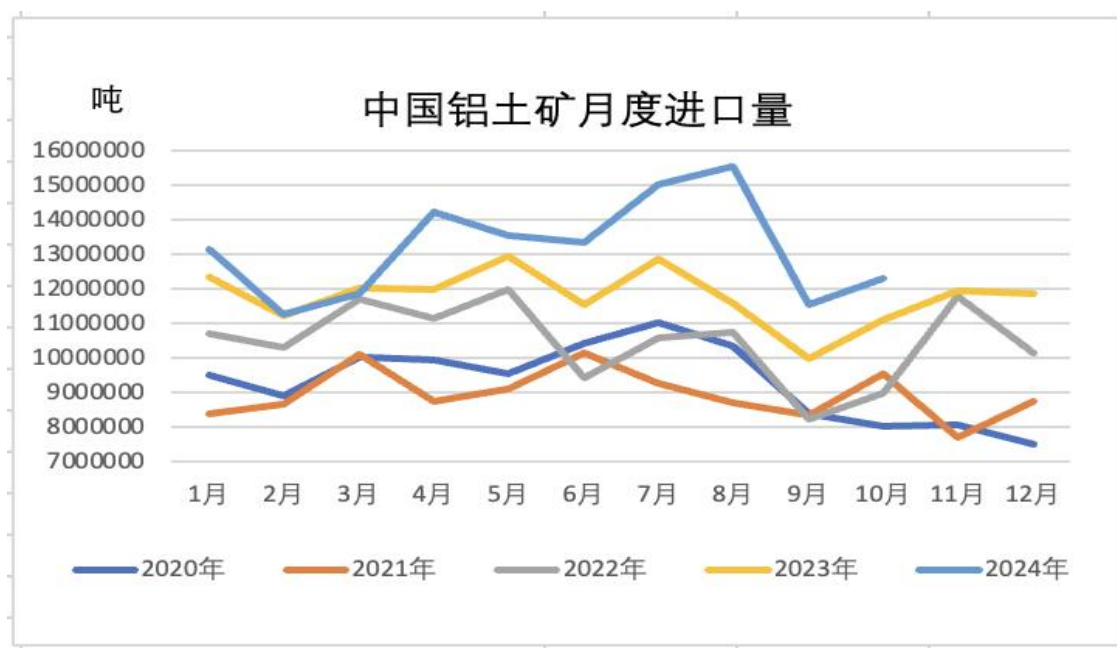
综合来看，2026 年中美贸易关系或进一步改善，美联储降息路径存加速可能，预计宏观对铝价影响偏多。

三、供应格局稳固 内外结构分化

3.1 几内亚继续增产 矿石供应过剩

国内铝土矿供应格局今年依然延续往年态势，国产铝土矿自给率进一步下降。由于矿业周期本身具有较强的稳定性，国内铝土矿近些年持续受到矿山品位下降困扰，铝土矿产量逐年下滑。2025 年国内铝土矿产量整体平稳，月度产量在 450-550 万吨左右水平浮动，产量较 2024 年有所恢复。

图表 3 中国铝土矿进出口量



数据来源：SMM，国元期货

进口铝土矿方面，2025 年经历了爆发式增长，全年铝土矿进口量维持在 1440 万吨以上高水平，二、三季度铝土矿月度进口量更是持续维持在 1700 万吨以上，较往年月度进口 1300 万吨左右的均值水平大幅提升。分国别来看，进口铝土矿增加主要来自于几内亚，澳大利亚铝土矿月度进口量自春节后持续增加，并在下半年明显加速。从我们统计的矿山增产情况来看，2025 年海外矿山增产主要来自几内亚，铝土矿项目增量约 2290 万吨，且 2025 年当地出口政策相对平稳，因此，有效形成我国铝土矿进口补充。

国产铝土矿较难在 2026 年出现大规模的复产和新增产，铝土矿的进口依存度有望进一步提升。

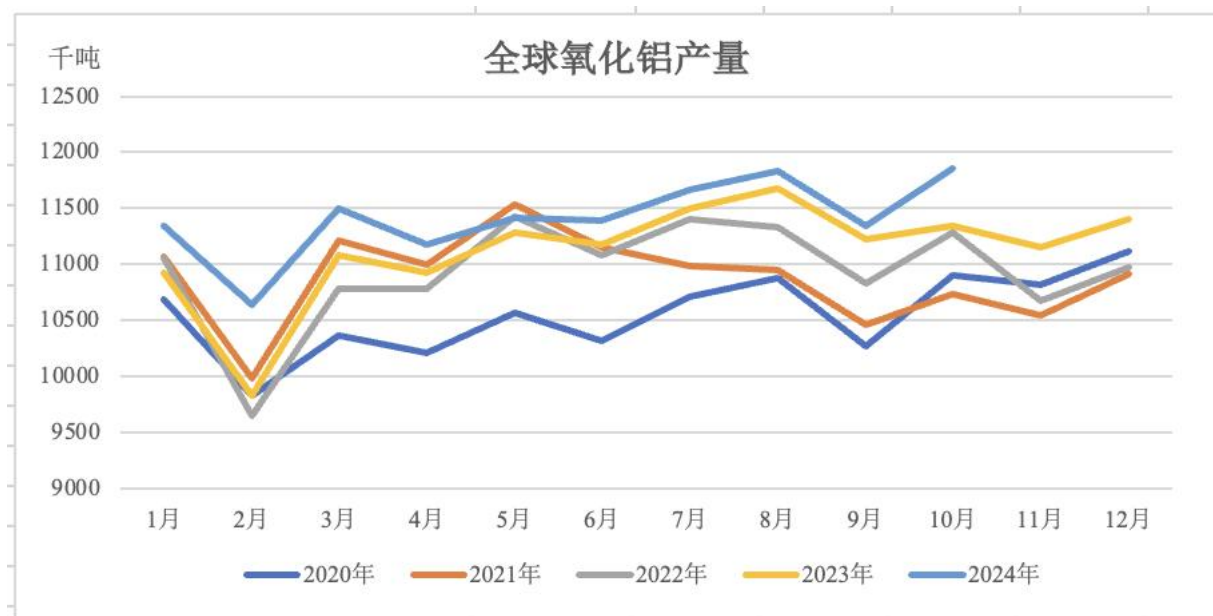
3.2 供需结构转变 氧化铝寻底依旧

最近两年新投产氧化铝产能较为密集，2024 年投产的印尼 Vedanta、印尼 Mempawah 等项目爬产释放氧化铝，此外，2025 年新投产南山二期、印尼曼帕瓦、印尼锦江等多个海外氧化铝项目，全球氧化铝供需结构也因此发生实质性变化。根据 IAI 数据，2024 年全球氧化铝供应缺口约 79 万吨，2025 年转为过剩量约 168 万吨，并开始倒逼高成本氧化铝企业退出。

国内方面，据 SMM 数据，截至 10 月末，中国氧化铝年化产能为 9166.5 万吨/年，根据 IAI 数据，中国氧化铝过剩 120 万吨，供大于求格局已经稳定形成。

伴随全球氧化铝近两年高速增产，氧化铝价格自 2024 年 12 月的最高 5540 元/吨一路承压下挫，2025 年 4 月最低触及 2663 元/吨后，高成本氧化铝企业开始逐步退出市场，但仅带来氧化铝价格的小幅波澜便再度重归底部。

图表 4 全球氧化铝产量



数据来源：SMM，国元期货

氧化铝供应量预计虽有增加，但增加幅度相对有限，且对氧化铝价格进一步施压作用亦相对有限。

3.3 国内接近红线 海外增产明显

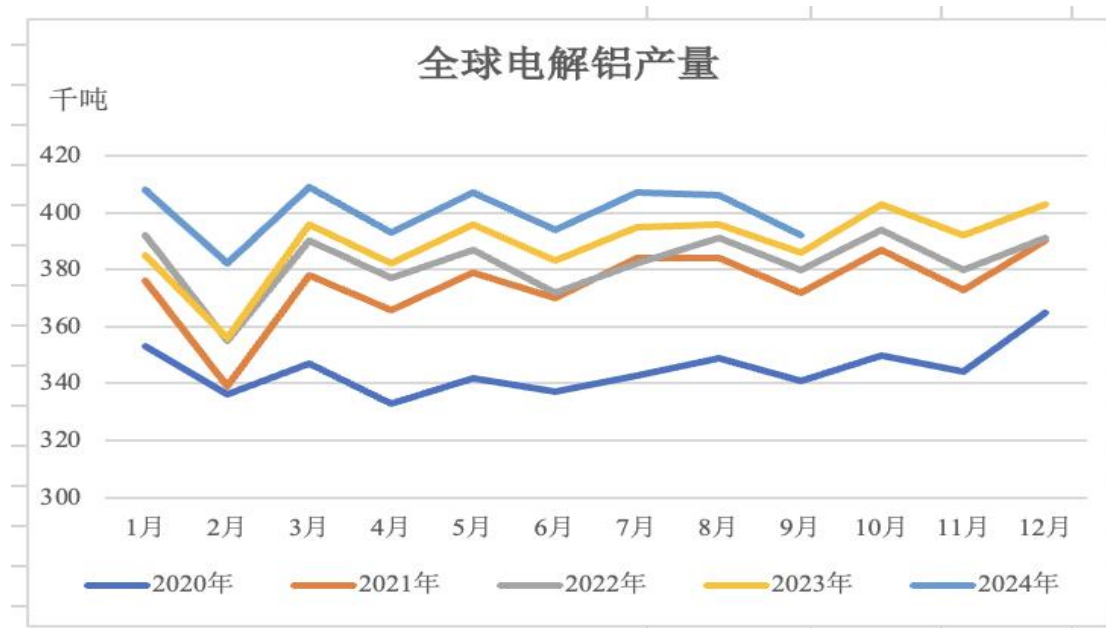
2025 年全球电解铝产量继续增加，受氧化铝大幅投产影响，产业链利润持续向电解铝环节转移，据 SMM 统计数据，电解铝行业利润不仅在 2025 年年初由负转正，且利润水平一路回升，截至 2025 年 11 月下旬，国内电解铝环节利润已经高达 5500 元/吨。高利润驱动下的电解铝厂生产积极，SMM 统计的 2025 年电解铝企业开工率持续为此在 95%以上的高水平。

海外方面，美国铝业、Trimet 冶炼厂在 2025 年复产，此外，印度 balco 投产、印尼华青铝业第二个 25 万吨的放量，海外电解铝产量也在 2025 年有所增加。

从全球库存情况来看：截至 11 月，国内电解铝产量约 60 万吨，处于相对低位，对铝价下方形成支撑；LME 库存从 63 万吨减至 50 万吨左右，主要由于各国关税谈判导致显性库存

转为隐形。

图表 5 全球电解铝月度产量



数据来源：SMM，国元期货

综合来看，2026 年全球电解铝产能仍将维持高速增长，不过增长结构较此前存在明显差异，预计新增电解铝产出将主要来自海外项目。

3.4 废铝进口增长

2025 年 1-10 月，中国废铝与铝合金供应呈现“废升合降”的格局：在马来西亚、泰国等国出口政策收紧、内外盘价差长期存在的背景下，铝破碎废料净进口仍保持两位数增长，叠加国内废铝产量高增，按含铝量折算后废铝已贡献约近两成的铝元素供给。与此同时，铝合金净进口大幅下滑，一方面反映国内原生+再生合金产能释放、对进口合金的替代加快，另一方面也说明废铝回收利用体系愈发完善，再生合金在汽车、压铸等领域渗透率持续提高。表观消费中原铝增速偏低，更大程度上是统计口径下“废替原”的结果，而非终端真实需求疲弱。

四、终端消费平稳 新能源用铝增加

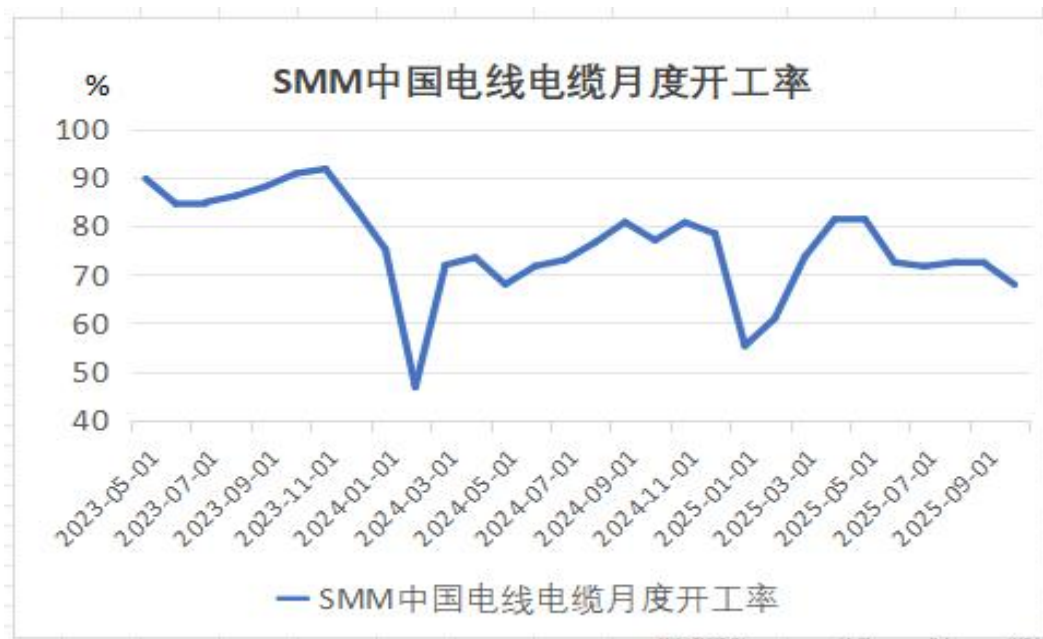
4.1 终端平稳拉动 线缆产销回升

2025 年国内线缆企业生产情况与往年存在一定差异性。受国内春节时间较早影响，线缆企业在 1 月生产力度偏弱，2 月生产有明显提升，不同于往年 2 月开工率回调的常规节奏。美国“对等关税”令铝价在清明节前后明显受挫，对线缆企业形成明显利好，并带动线缆企业生产在二季度表现积极，开工率明显高于 2024 年同期水平。伴随铝价修复跌幅并继续攀高，成本压力加大对线缆企业带来明显影响，叠加成品不断累库，行业开工率自 80%左右的偏高

水平持续走弱，后维持在 70%左右，为近年来同期最低水平。由于线缆企业仅在 4 月前后有明显的集中原料采购行动，其他多数时候保持随用随采模式，因此线缆端口对铝的需求拉动相对平缓，并未体现出明显的季节性特征。

从具体终端需求端口来看，电源工程得益于新能源拉动，消费表现最为积极，且上半年电源建设积极性高于下半年。电网表现整体尚可，自 8 月起，电网建设明显加速，投资完成额较往年同期水平明显偏高。地产行业消费整体平稳，值得一提的是，房屋竣工水平在 5 月一度表现出发力迹象。

图表 5 SMM 中国电线电缆月度开工率



数据来源：SMM，国元期货

“十四五”时期，国家电网有限公司配电网建设投资超过 1.2 万亿元，占电网建设总投资的 60%以上，南方电网将配电网建设作为重点投资对象，规划 3200 亿元用于配网建设，占比 48%，伴随分布式光伏和用户侧储能的迅猛发展，配网建设同步得以推进。

2026 年为“十五五”开局之年，电力用铝需求预计平稳增长。

4.2 消费接近饱和 空调生产增速收缩

空调行业在 2025 年生产表现体现出明显的差异性。以旧换新国补拉动的普惠周期在年初依旧得以体现，一季度空调行业延续前一冷年的积极势头，生产水平较往年同期明显增加，并持续维持在较高的景气度，并对整条空调生产产业链形成有效拉动。后伴随空调生产淡季到来，空调产量自 4 月起持续回落，产业链整体产销策略逐渐趋于谨慎。据产业在线数据，自 2025 年 9 月起，家用空调内销排产量开始较 2024 年同期内销实绩出现同比下滑，且同比下滑速度在年末继续加深；空调出口排产量亦不及 2024 年空调出口实绩量。

图表 6 国内空调产量



数据来源: Wind, 国元期货

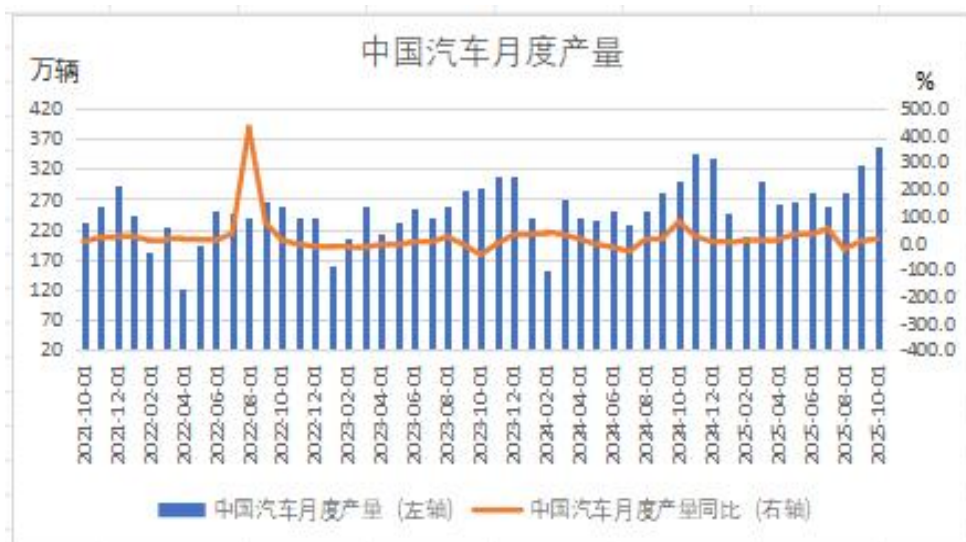
综合内销及外销降速预期，家用空调产业链生产将在 2026 年有所收缩。

4.3 补贴政策退坡 外销驱动汽车生产

2025 年汽车行业产销表现整体积极，新能源汽车产销继续拉动汽车行业。上半年得益于汽车以旧换新补贴加持，汽车行业产销均维持相对较高的增长速度，新能源汽车上半年产销更是持续维持在同比增长 26% 以上的高水平，上半年汽车以旧换新补贴的申领进度超出预期。三季度，青海省、贵州省、内蒙古自治区多地暂停汽车置换更新补贴。其中，内蒙古自治区内部分地方政府不仅暂停了汽车置换更新补贴，也暂停实施汽车报废更新政策。此前，湖南、河南、安徽等省份内的多个地区暂停汽车置换更新补贴政策。不过汽车行业产销依然在旺季带动下持续走高，并且自 8 月起出现明显加速迹象。

海外方面，中国汽车流通协会乘用车市场信息联席会数据显示，2025 年前三季度，我国新能源汽车出口同比增长 52% 至 232 万辆，从 2024 年依赖俄罗斯市场，逐步转到中南美、欧洲等市场。中国对阿联酋、墨西哥、英国等出口都实现了超强增长，其中，中东、英国等市场增长近 50% 以上。

图表 7 国内汽车生产情况



数据来源：中汽协，国元期货

2026年新能源汽车行补贴虽然退坡，但新能源汽车产销仍将继续引领汽车行业增长，汽车行业仍将为铝的终端需求中增长最为迅速的端口。

五、后市展望

氧化铝方面，几内亚铝土矿释放节奏平稳，全球产能宽松、供给持续小幅大于需求，过剩逻辑未改。价格虽有阶段性因矿价、减产和情绪扰动带来的反弹，但主基调仍是高位难立、重心偏弱，预计2026年低位震荡为主。

电解铝方面，国内产能被红线锁死、增量有限，东南亚与欧洲复产受政策与电力成本制约，海外增量易失速；废铝供给增速在海外限制与税票政策影响下放缓，全球铝元素端并无明显过剩。电解铝整体维持小幅偏紧，价格或震荡运行。

铸造铝合金方面，预计2026年供需仅小幅短缺，维持动态平衡格局，在成本支撑下，合金价格大概率震荡运行。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901, 9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层

电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6386928

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：(北京地区)北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

(上海地区)上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555145