



2025年3月7日

消费旺季临

铝价有望偏好

核心观点及策略

- 氧化铝方面，供应端广西新增产能投产，3月底又有河北计划新增产能开始投料，供应预计持续增加。消费端电解铝产能微幅增长，难以覆盖供应增加幅度。仓单库存月内大幅上行。成本端氧化铝利润压力向上传导，进口矿价松动，成本支撑下移。氧化铝在供需宽松，库存累增，成本下移等利空影响下延续偏弱运行。
- 电解铝方面，供应端伴随四川大部分产能复产完毕，后续国内产能增量较小，产能刚性。同时季节性铝水比例提升，铝锭铸锭量预计环比回落，铝锭供应压力减轻。消费端，铝加工企业逐步消费复苏。终端上，受政策利好提振汽车、电池需求回升，光伏抢装机、国网招标电力板块备产需求逐步跟上，“金三银四”消费旺季可期。铝库存亦在3月初释放去库信号，强化支撑，铝价3月份走势我们相对看多。
- 风险点：特朗普关税政策、原料端突发事件

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

✉ li.t@jyqh.com.cn
从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn
从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn
从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn
从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn
从业资格号：F031122984
投资咨询号：Z00210404

目录

一、行情回顾.....	5
二、宏观.....	6
1、海外.....	6
2、国内.....	6
二、氧化铝市场分析.....	7
1、铝土矿.....	7
2、氧化铝供应.....	8
3、氧化铝库存及现货.....	8
4、氧化铝成本利润.....	8
5、氧化铝观点.....	9
三、电解铝市场分析.....	11
1、电解铝供应.....	11
2、电解铝库存.....	11
3、电解铝现货.....	11
4、电解铝成本利润.....	12
四、消费分析.....	14
1、铝加工.....	14
2、国内终端消费.....	14
3、铝材出口.....	15
五、行情展望.....	16

图表目录

图表 1 氧化铝期货价格走势.....	5
图表 2 氧化铝期货月差.....	5
图表 3 国内外期铝价格.....	5
图表 4 沪伦铝比.....	5
图表 5 欧、美、日 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 GDP 增速.....	7
图表 7 全球主要国家制造业表现.....	7
图表 8 欧美 CPI 当月同比.....	7
图表 9 国产铝土矿价格.....	9
图表 10 进口铝土矿价格.....	9
图表 11 中国铝土矿进口季节性表现.....	9
图表 12 国内外氧化铝现货价格.....	9
图表 13 氧化铝现货均价升贴水.....	10
图表 14 国产氧化铝产能产量.....	10
图表 15 氧化铝进口季节性表现.....	10
图表 16 氧化铝出口.....	10
图表 17 氧化铝成本利润.....	10
图表 18 氧化铝库存.....	10
图表 19 中国电解铝产量.....	12
图表 20 国内铝水比例.....	12
图表 21 电解铝进口季节性图.....	12
图表 22 全球（除中国）电解铝产量.....	12
图表 23 铝棒库存季节性变化.....	13
图表 24 电解铝库存季节性变化.....	13
图表 25 上期所铝锭仓单库存.....	13
图表 26 LME 库存.....	13
图表 27 LME 升贴水.....	13

图表 28 国内现货季节性升贴水.....	13
图表 29 国内电解铝成本利润.....	14
图表 30 铝加工开工率.....	15
图表 31 中国铝材出口季节性表现.....	15
图表 32 房地产竣工施工同比增速.....	16
图表 33 新能源车销量.....	16
图表 34 电网基本建设投资完成额.....	16
图表 35 中国光伏装机量.....	16

一、行情回顾

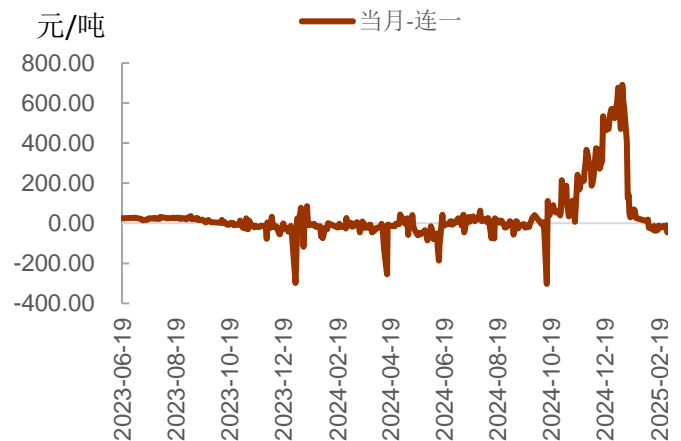
氧化铝期货延续弱势，2月初氧化铝继续下行至接近3300元/吨低位时，国内价格跌幅较快而海外止跌，出口窗口打开，国内供应压力稍减，市场空头情绪减弱，氧化铝展开阶段性小幅反弹，月内高点回升至3479元/吨，不过出口窗口打开时间较短，伴随窗口关闭，氧化铝再次走低，回落至3313元/吨，月末报收3363元/吨，跌6.74%。盘面结构维持在小幅Contango结构。

沪铝期货2月初小幅下探至20165元/吨，春节之后铝锭累库幅度基本符合预期，加上海外再通胀预期升温，铝价震荡重心逐步抬升，一度至20980元/吨，不过全球贸易环境担忧及国内消费复苏不确定较强，上方并未突破，月内大部分时间维持在20500-21000元/吨区间内震荡，月末报20670元/吨，涨1.8%。海外特朗普频繁发布关税政策，而美国铝进口依赖度高达70%，进口成本上行预期推动伦铝月内价格几度上行，最高至2736美元/吨，另外有消息称，LME仓单有90%集中在同一买家手中，市场有挤仓顾虑，伦铝月末报收2604美元/吨，涨0.39%。2月沪伦铝比值稳定，震荡于7.7-7.9之间。

图表 1 氧化铝期货价格走势

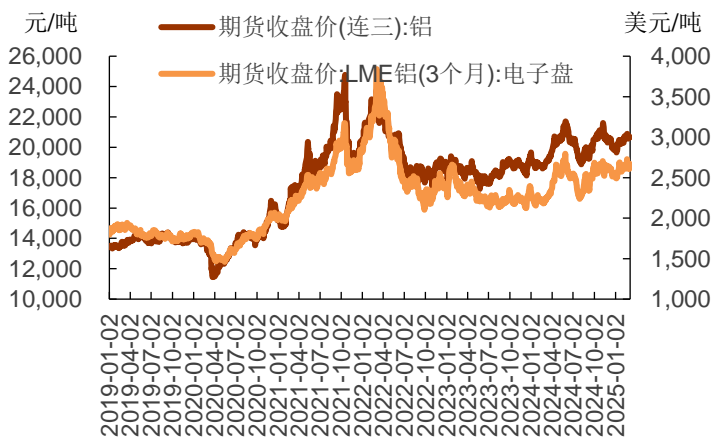


图表 2 氧化铝期货月差

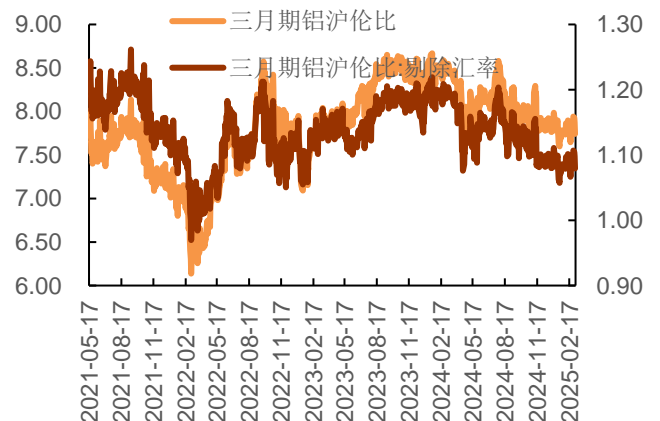


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 国内外期铝价格



图表 4 沪伦铝比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外

特朗普就任后关税政策不断，最新政策是3月初特朗普签署行政令：将此前2月4日生效的10%关税修改为20%；特朗普还表示对加拿大和墨西哥加征的25%关税（加拿大能源为10%）3月4日将如期生效。中、加、墨的均采取了反制措施，加征关税举措实际上“杀敌一千，自损八百”，对中、美经济发展皆有一定影响，如果年内美国对加、墨的25%关税无法取消，“滞胀”预期将持续升温。继续关注4月初美方将发针对中美经贸关系、以及“对等关税”的调查报告，届时白宫将决定是否采取新的关税措施。

通胀及就业方面，美国1月CPI同比3.0%、核心CPI同比3.3%，显示出通胀有再度上行的可能。劳动力市场方面，美国1月非农就业新增14.3万人、失业率4.0%，劳动力市场喜忧参半，相对好转。后期展望，中性预计，美联储再度降息的时点或在三季度。当然，可能的贸易摩擦或对经济增长产生不利影响，或增大美联储后期降息的幅度。同时，国际原油价格相对低位，也可部分抵消再通胀的空间。因此，综合来看，美联储为短期“鹰派”、中长期宽松。

经济数据上看，1月居民收入仍有一定韧性，个人消费支出环比不及预期；1月美国新屋销售量减价增；2024年12月房价同比回升；1月耐用品新订单和核心资本品制造业新订单同比均回升。1月成屋销售同比明显回落；已开工的新建私人住宅同比跌幅收窄；2月制造业景气进一步回升，服务业景气跌至荣枯线之下，不及市场预期；上周失业金领取人数回升。1月工业总产值同比增速回升，制造业产能利用率回落；1月零售销售环比增速走弱，不及市场预期。美国房屋、零售等相关数据略显疲软，结合近期的贸易战担忧，市场对美国经济前景有所担忧。

欧洲方面，1月HICP同比小幅回升，2月欧元区经济景气指数回升，2月欧元区制造业PMI回升，服务业PMI回落；2月欧元区消费者信心指数同比回升。欧洲央行会议纪要显示，通胀回归目标路径明确，政策宽松节奏仍需谨慎。

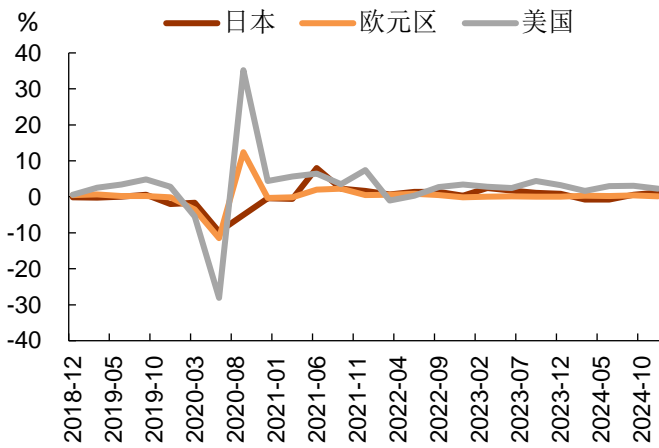
2、国内

国内2月经济数据空窗期，仅3月初公布了2月制造业PMI明显回升。为50.2%，比上月上升1.1个百分点；非制造业商务活动指数为50.4%，比上月上升0.2个百分点；综合PMI产出指数为51.1%；三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平总体有所回升。金融数据上，1月信贷数据超预期反弹，1月人民币信贷表现出超季节性扩张，尤其是企业信贷。数据显示，1月新增人民币贷款5.13万亿，是近五年最大增量。1月M1负增长转正，由-1.4%回升至+0.4%，同时M2-M1剪刀差在M1改善和M2增速回落的状态下继续收敛至6.6%，增强了市场对于中国经济未来企稳的信心。通胀数据看，1月CPI同比上涨0.5%、PPI同比

下降 2.3%，1 月通胀的反弹仍需要进一步剔除季节性因素的扰动，但是核心 CPI 继续低位稳定提升了经济稳定的预期。

3 月 5 日国内两会开幕，2025 年《政府工作报告》直面经济社会发展中的不稳定因素，保持了经济社会发展目标的稳定可持续，从目标、总体要求、经济循环、宏观政策、改革开放、风险化解等多个方面体现了高质量、稳民生、强信心、增强经济内生动能，确保高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。内容基本符合预期。

图表 5 欧、美、日 GDP 增速

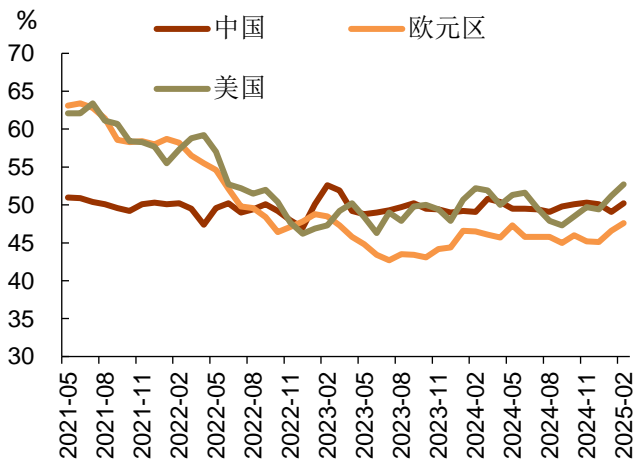


图表 6 中国 GDP 增速

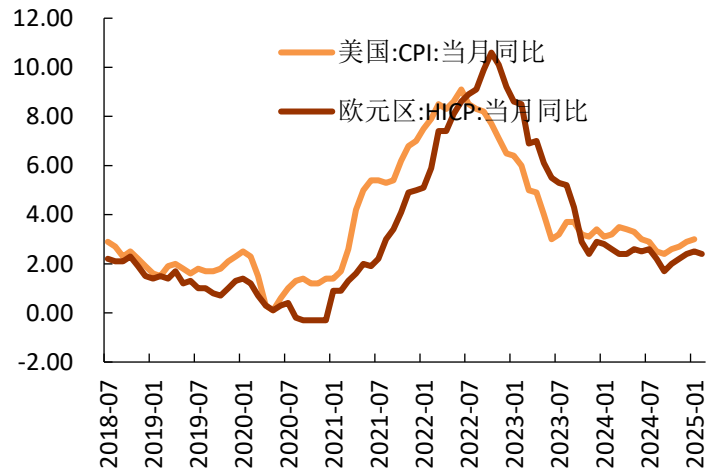


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 全球主要国家制造业表现



图表 8 欧美 CPI 当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、氧化铝市场分析

1、铝土矿

春节后各地矿山安全监察局积极协助矿山推进复工复产工作。但矿山复采手续审批工

作需一定时间推进，以及常态化安全、环保检查等工作开展，再考虑到寒潮天气对于矿山开采工作的影响，导致本月矿山复采工作并无实质性进展，国产矿供应紧张。2月节后归来，高成本氧化铝企业下调企业矿石采购价格，最终导致中国国产铝矾土不含税市场均价下跌。截止2月底山西地区含铝55-60%铝土矿价格在750元/吨较上月底持平；河南地区55-60%铝土矿740元/吨，较上月底持平；贵州60-65%铝土矿610元/吨较上月持平；广西地区60-65%铝土矿490元/吨，较上月持平。

进口矿石方面，2月几内亚方面发运基本正常；澳大利亚方面，由于雨季尚在继续，港口发运稍有下降。节后归来，中国进口矿石市场仍在执行2024年四季度末订单，考虑船期运输因素，前期几内亚现货成交对于氧化铝生产成本的影响逐步显现，部分节前矿石订单重新议价，因此2月进口矿石尤其几内亚进口矿价回落明显。

矿石供应逐步宽松，氧化铝企业利润压缩，价格压力向上传导，矿价预计仍将承压下行。

2、氧化铝供应

百川盈孚统计，2025年1月中国冶金级氧化铝产量为759.9万吨，同比增加12.90%，其中山东某企业产能迁移进度顺利推进，产能较前期增加；山西地区减产、复产并存，该地区开工产能小幅提升；河南地区某企业于1月未开启焙烧，当地开工小幅下降。

2月需关注山西、河南等地成本相对偏高的企业实际生产情况，不排除压减产能的可能性。目前山东某企业100万吨新建产能已实现部分投产，其后期产量或逐渐增加。此外，广西某企业200万吨新建产能进度正在顺利推进，其中100万吨产能在2月底开始出量，完全出量到3月中下旬，剩下100万吨产能4月出量。因此预计2025年2月中国国产氧化铝产量约为695万吨。

进出口方面，2月下旬，受海内外氧化铝价格差作用，本周山东地区出现部分氧化铝出口订单，而2月进口价格优势并不明显，初长单执行，更多的为出口氧化铝进行集港。

3、氧化铝库存及现货

截止2月底氧化铝期货交易所库14.3万吨，较上月底增加11.5万吨。交易所厂库6000吨，较上月增加2400吨。

现货升贴水方面，2月氧化铝现货升水快速回落，从月初最高384元/吨一度至月末最低贴水82元/吨，月底现货仍然表现疲弱，小幅贴水，直至3月初，回归至小幅升水。

4、氧化铝成本利润

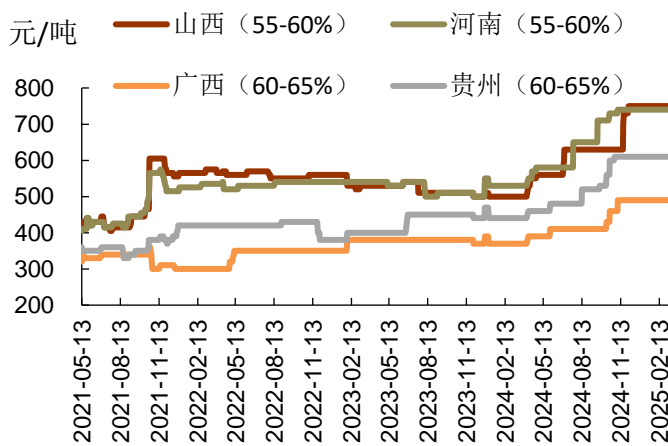
1月中国氧化铝行业含税完全成本平均值为3278.24元/吨，较2024年12月的3187.98元/吨上涨90.26元/吨，环比上涨2.83%，同比上涨18.40%。1月氧化铝原材料价格涨跌均

有。矿石方面，现货供应局势严峻，矿石价格走势坚挺；液碱市场，企业库存压力缓解，液碱价格不断上涨；动力煤市场，下游需求不佳，港口动力煤价格小幅下跌。综合来看，矿石、液碱价格坚挺，带动氧化铝行业成本重心明显上移。

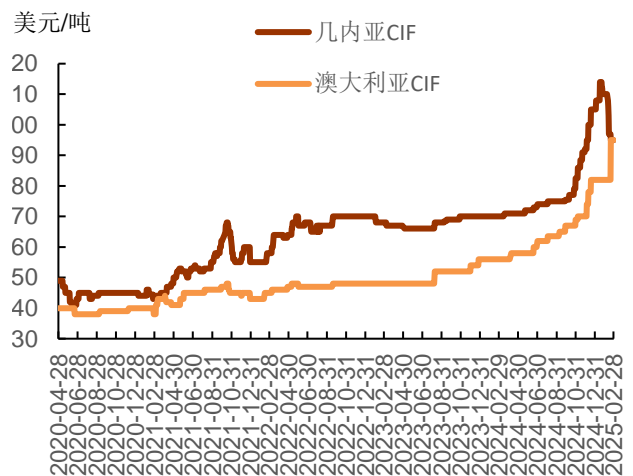
5、氧化铝观点

氧化铝方面，广西新增产能投产，3月底河北又有计划新增产能开始投料，供应预计持续增加。消费端电解铝产能微幅增长，难以覆盖供应增加幅度。出口窗口短暂打开之后快速关闭，出口受阻。仓单库存月内大幅上行。成本端氧化铝利润压力向上传导，进口矿价松动，成本支撑下移。氧化铝在供需宽松，成本下移等利空影响下延续偏弱运行。

图表 9 国产铝土矿价格

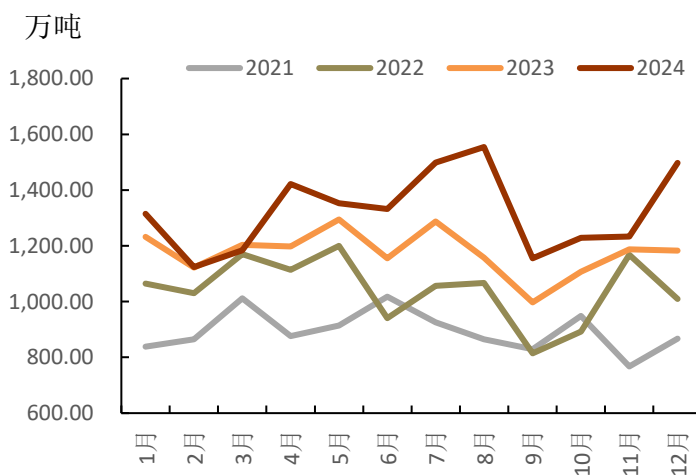


图表 10 进口铝土矿价格

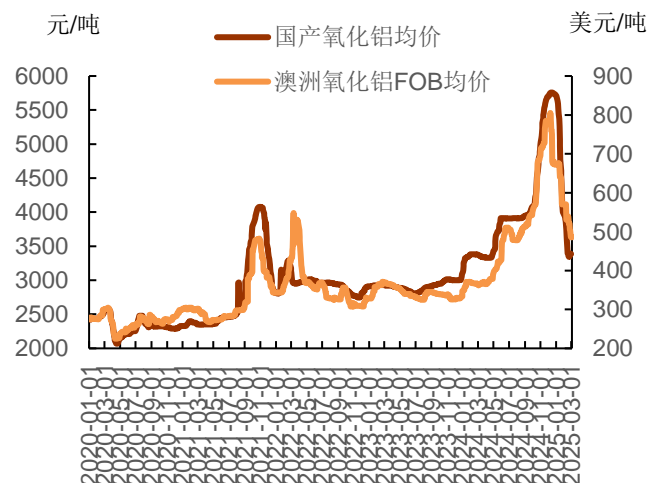


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铝土矿进口季节性表现

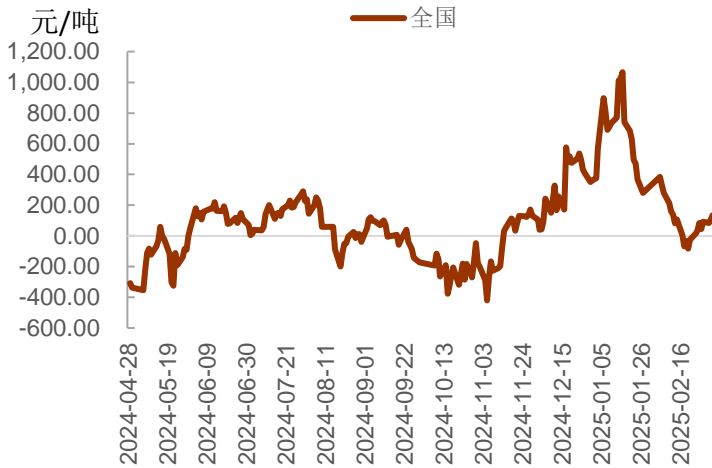


图表 12 国内外氧化铝现货价格

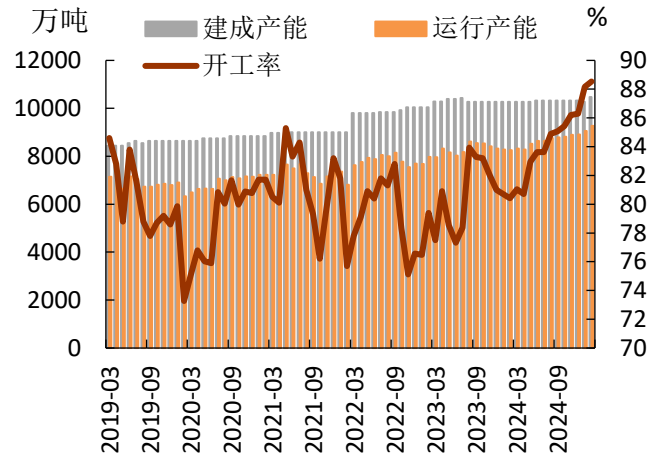


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 13 氧化铝现货均价升贴水

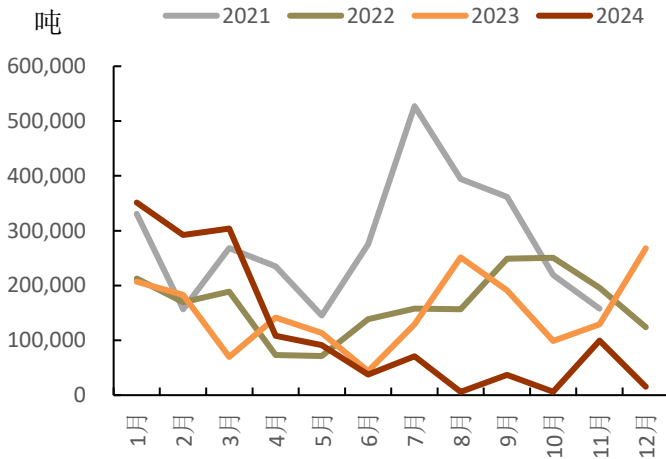


图表 14 国产氧化铝产能产量

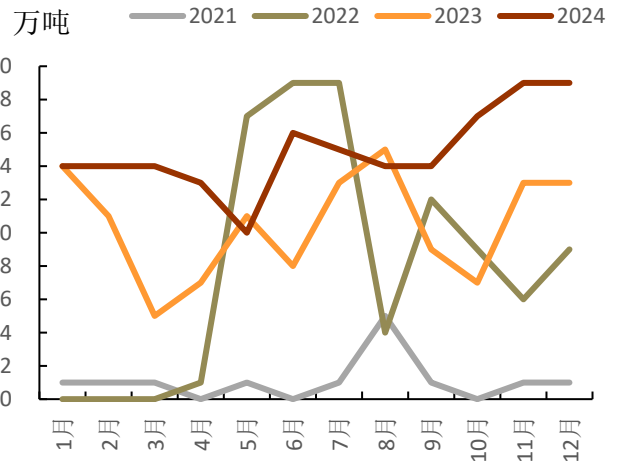


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 氧化铝进口季节性表现

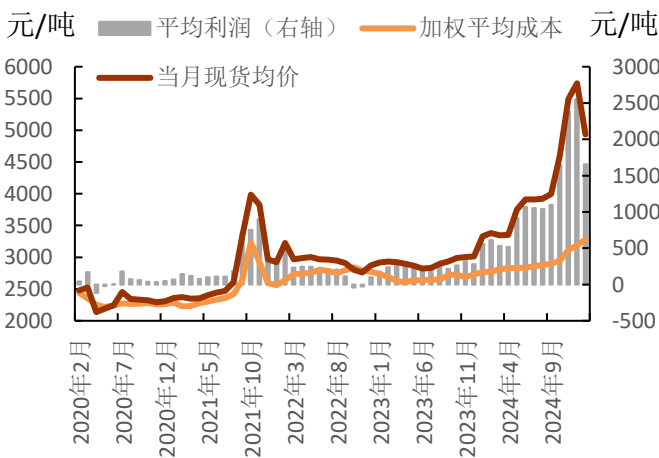


图表 16 氧化铝出口

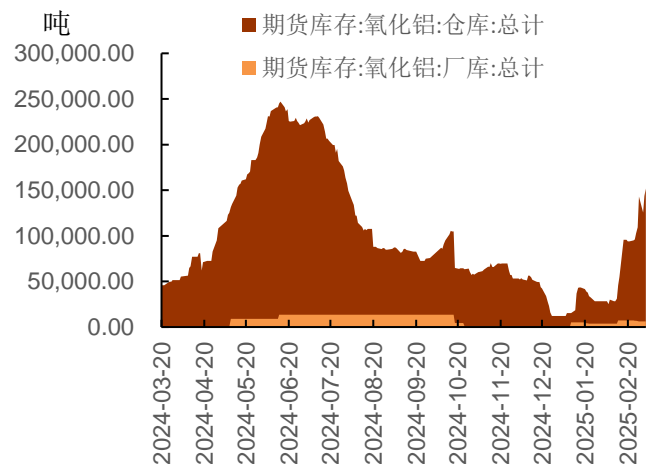


资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

图表 17 氧化铝成本利润



图表 18 氧化铝库存



资料来源：百川盈孚，铜冠金源期货

三、电解铝市场分析

1、电解铝供应

百川盈孚统计，2024年1月中国原铝产量为368.75万吨，同比增加1.9%，环比稍有减少。1月中国电解铝行业增减产互现。减产方面，河南地区某电解铝企业继续实行前期制定的减产计划，山西地区个别电解铝企业反馈企业有检修需要，因此产量稍有减少。增产方面，宁夏地区电解铝企业由于产能指标变动原因有所增产。整体来看，截至2025年1月31日，中国电解铝行业运行产能4340.00万吨，环比基本维稳。

预计2025年2月电解铝供应有所增加：由于氧化铝价格断崖式下跌，电解铝企业成本压力骤减，四川、山西、广西地区部分电解铝企业陆续传出复产消息，青海电解铝企业也将继续释放新投产产能，因此据目前的增减产情况预估，2025年2月中国电解铝产量约334万吨。

国内铝水比例因春节因素回落，但较往年同期高，1月份环比下降2.69个百分点，至69.4%。

海外，2024年2024年1月全球（除中国）电解铝产量为241.4万吨，同比减少1.83%，环比减少0.62%，平均日产7.79万吨，较2024年12月日产稍有减少。截至2025年1月底，全球（除中国）电解铝建成产能为3520万吨，开工产能2827.8万吨，开工率为80.34%。预计2025年2月全球（除中国）电解铝产量为220万吨。

进出口方面，铝锭进口窗口继续关闭，预计进口量仍以俄铝长单为主，预计10万吨左右。

2、电解铝库存

据SMM，截止3月6日铝锭库存87.1万吨，国内主流消费地铝棒库存30.41万吨，铝锭+铝棒社会库存为117.51万吨。本周为春节之后第四周，周内已展开累库，相较去年同期早一周去库。

上期所电解铝库存仓单截止2月底为12.2万吨较上个月增加5.6万吨。

3、电解铝现货

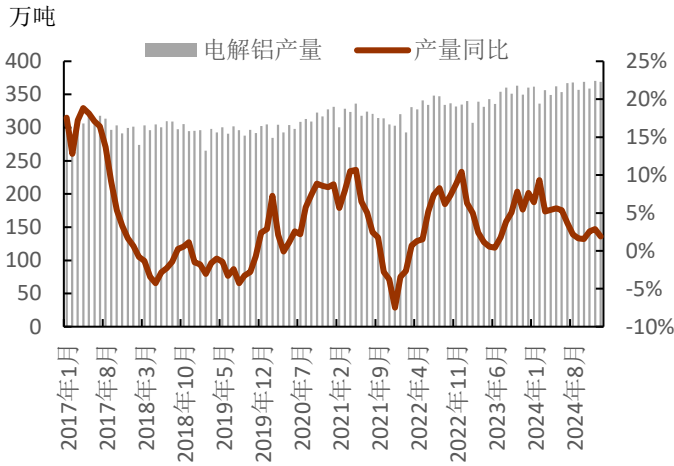
2月现货弱稳，春节附近贴水略有走阔至-60元/吨，其他时候基本持平在-40-50元/吨附近。

LME市场在关税政策及欧洲对俄铝制裁等供应担忧下，现货升水一度回升至38.37美元/吨，其后维持在升水10美元/吨上方。另外需要关注，有市场消息显示，伦敦金属交易所（LME）铝库存中，一方已控制多达90%的可用铝库存，价值5亿美元。

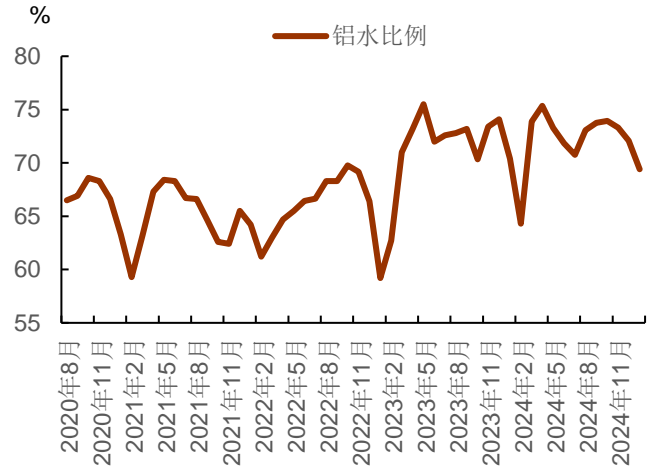
4、电解铝成本利润

2月份，中国电解铝行业理论平均完全成本16964.57元/吨，较上月-2794.66元/吨。月度理论利润为3553.76元/吨，较上个月+3290.21元/吨。

图表 19 中国电解铝产量

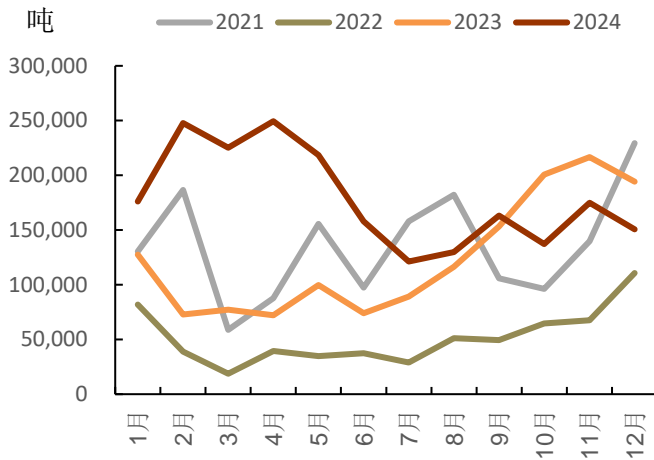


图表 20 国内铝水比例

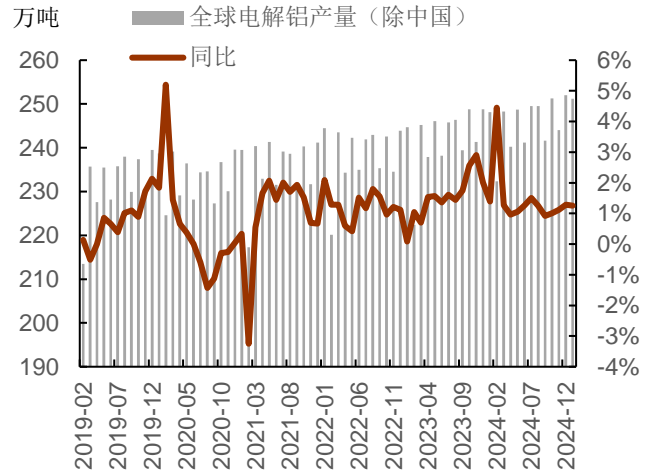


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 21 电解铝进口季节性图

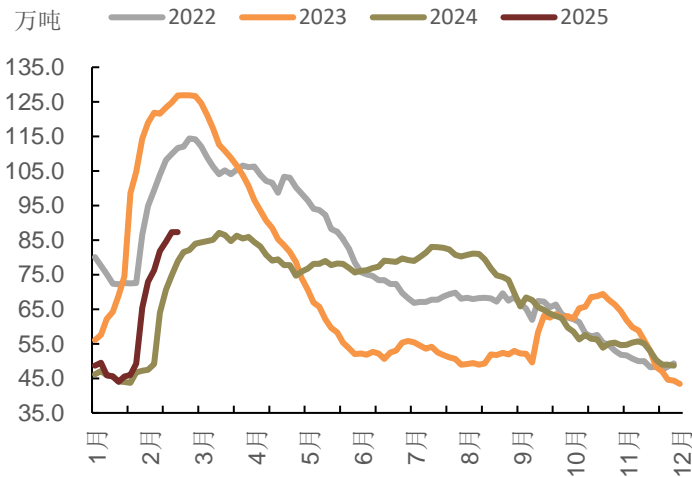


图表 22 全球（除中国）电解铝产量

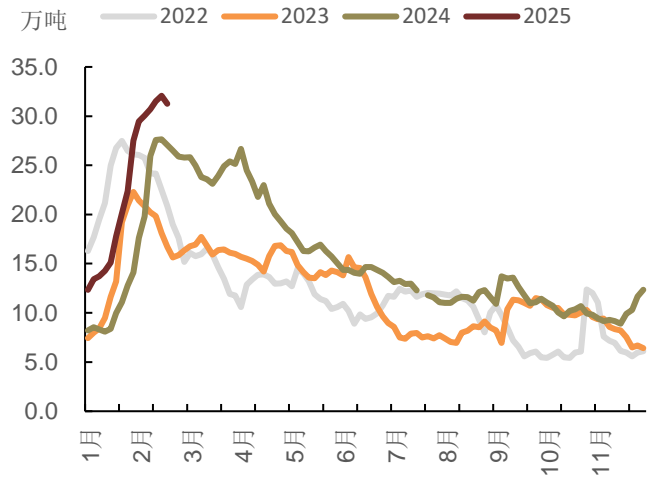


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 23 铝棒库存季节性变化



图表 24 电解铝库存季节性变化

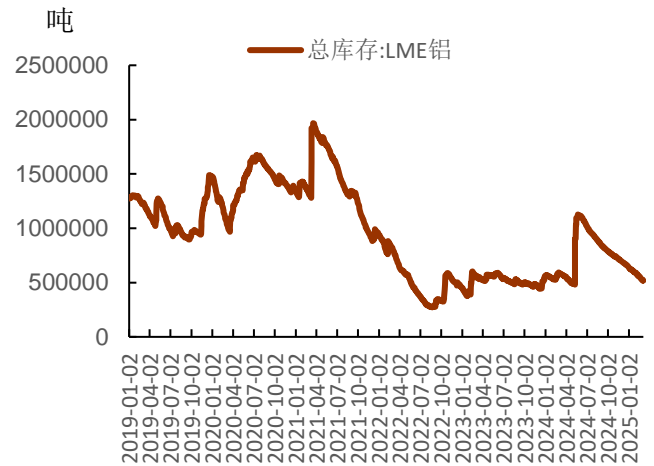


资料来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 上期所铝锭仓单库存

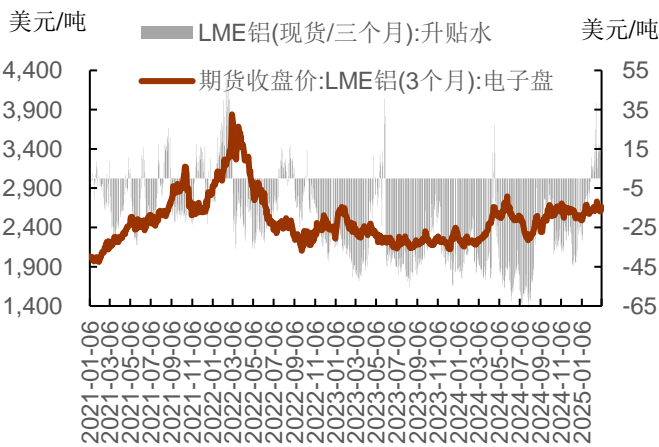


图表 26 LME 库存

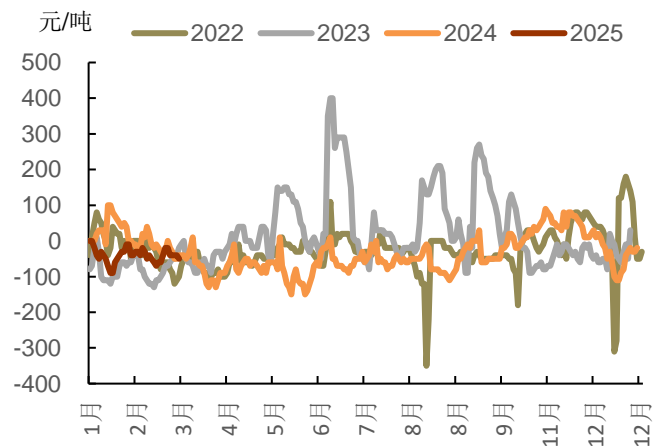


资料来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 27 LME 升贴水

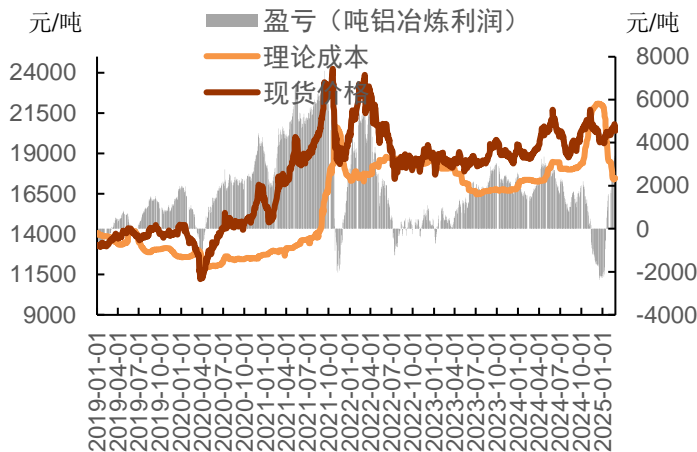


图表 28 国内现货季节性升贴水



资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 国内电解铝成本利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、消费分析

1、铝加工

2 月节后铝加工下游多数板块如期进行复工阶段，新订单的落地助力加工企业提高生产效率及接货节奏，尤其是工业型材板块的表现出色，新能源行业持续发力为电解铝消费贡献增量。考虑到金三银四传统消费旺季的来临，以及市场对两会的预期，3 月份有望迎来行业订单的持续增长以及下游厂家生产效率的提高。

2、国内终端消费

3 月 5 日，两会召开，两会延续 9 月政治局会议以来政策基调，强调“稳住楼市”、“推动房地产市场止跌回稳”。9 月中央政治局会议首次提出促进房地产行业“止跌回稳”，12 月中央政治局会议首次明确指出“稳住楼市股市”，12 月中央经济工作会议及两会延续 9 月政治局会议以来的政策基调，政策端保持一致性和连贯性，持续维持宽松。预计 2025 年房地产行业整体政策维持宽松，房地产调整接近底部，不过复苏仍需时间。

新能源车方面，贸易战不断升级对新能源车出口或有一定影响，尤其几年 2 月特朗普提出的，对来自加拿大、墨西哥的进口商品加征 25% 的关税，后又提及所有进口汽车征收 25% 左右关税。墨西哥转口路径面临双重打击：美国拟加征高关税，墨西哥本土也可能提高中国汽车进口关税。2024 年墨西哥出口到美国的 278 万辆汽车中，有大约 62.62 万辆来自中国途经墨西哥的转口。加上直接出口的 10.2 万，2024 年中国对美出口占总量 12.4%，将会是不小影响。短期看，有消息称美国考虑对加拿大和墨西哥汽车关税实施一个月延期，不排除 3 月中国新能源车或有抢出口情况，形成消费小高峰。

电力方面，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

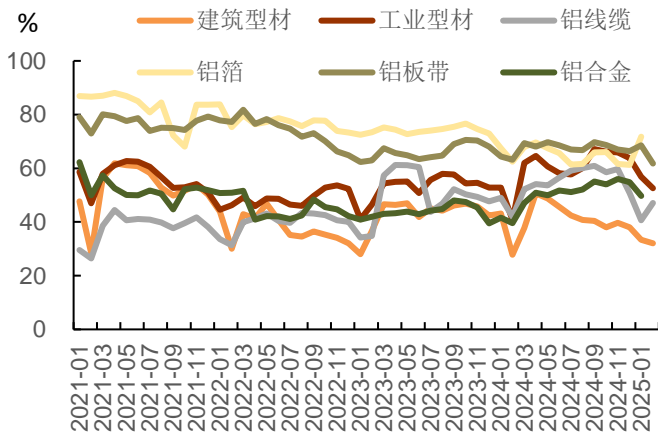
吨，输变电项目贡献 8 万吨核心订单。分别看特高压 8 月启动交货周期，延续至 2026 年一季度，形成需求长期支持。输变电项目 5-6 月集中交付，按照输变电短周期快交付情况看，4 月底四月将会备产，铝线缆将是较快走出淡季的板块，且配合 6500 亿年度投资目标的落地的考量，电力板块全年预计需求仍保持较好预期。

光伏方面，年初全国能源工作会议提出新增风电光伏装机目标为 2 亿千瓦（200GW），较 2024 年显著下降。预测 2025 年中国新增装机约 265GW，有 5% 的降幅。原铝用铝有 10-20 万吨减量。但阶段性来看，上半年光伏预计有抢装机的需求高潮，因为 2 月 9 日，国家发改委与能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（下称“136 号文”）以及今年 1 月，国家能源局正式印发《分布式光伏发电开发建设管理办法》，即业内简称的‘430’抢全额，‘531’抢电价驱动下，分布式光伏会出现抢装现象，以在节点前锁定原有补贴或电价政策红利。

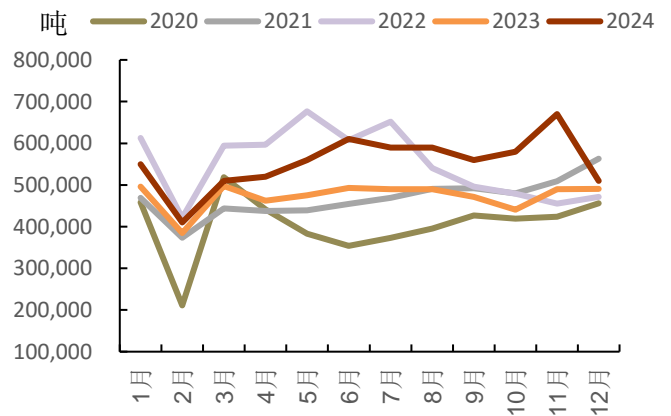
3、铝材出口

年初春节铝材出口淡季预计出口环比下降。特朗普上任之后连出关税政策，铝材对美直接出口量占比较低，直接出口影响较小。但后续特朗普表示对墨西哥和加拿大等“没有例外和豁免”，而作为主要铝材供应国的加拿大和墨西哥受影响较大，2024 年中国直接出口至墨西哥和加拿大的铝材占 14.06%。

图表 30 铝加工开工率

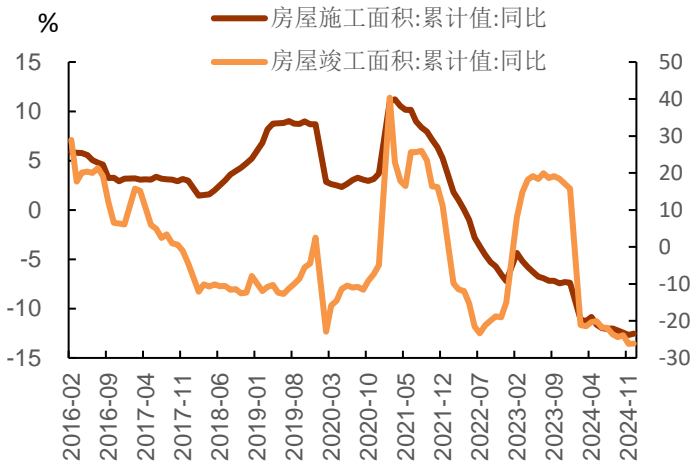


图表 31 中国铝材出口季节性表现

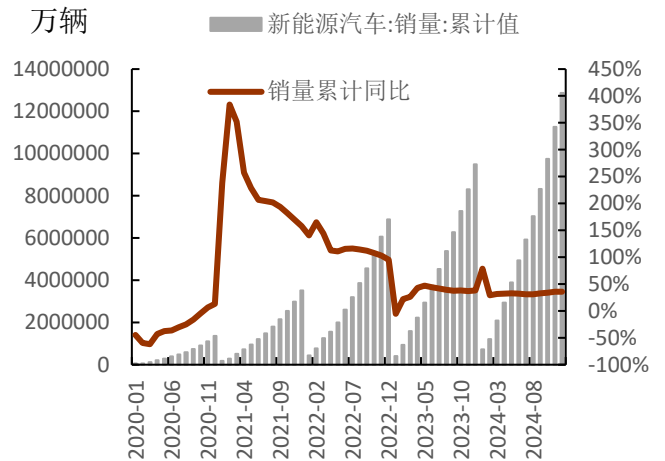


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 房地产竣工施工同比增速

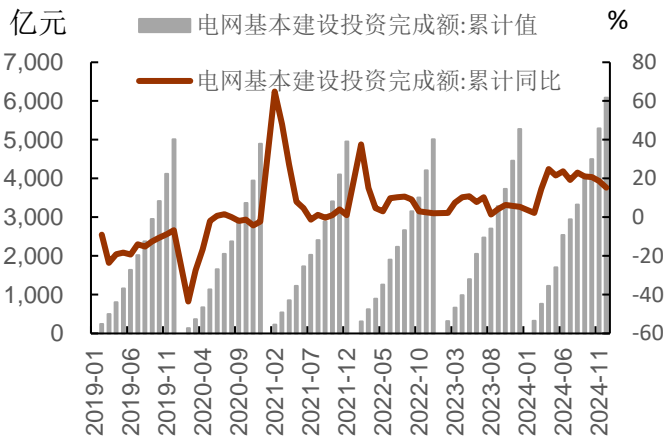


图表 33 新能源车销量

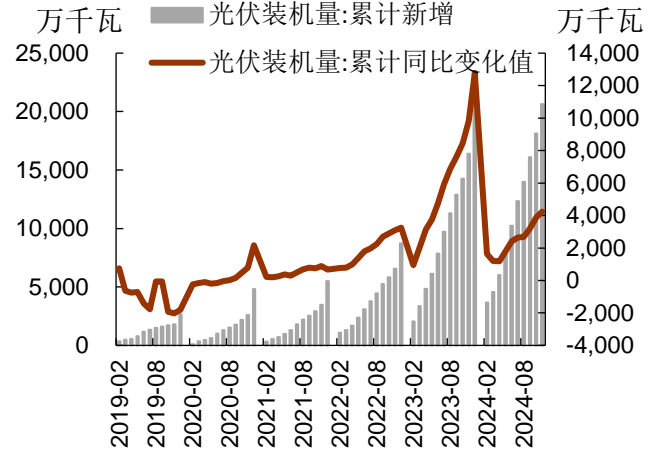


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 电网基本建设投资完成额



图表 35 中国光伏装机量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、行情展望

宏观方面，美国 1 月消费者个人支出环比增速现近四年来最大跌幅、服务业支出放缓，等显示经济数据偏弱，但 PCE 物价指数下通胀降温仍艰难，“滞胀”担忧卷土重来。加上关税不确定背景下，市场谨慎情绪较高。虽然美联储公开表态中，态度保持“不急于降息”的政策，但联邦基金利率期货市场显示联储会在 7 月前后重启降息，较 2 月初已有所提前。国内相对偏暖，2 月制造业和服务业 PMI 在节后复工复产支撑下季节性回升，近期的《2025 年政府工作报告》显示政策偏积极。

氧化铝方面，广西新增产能投产，3 月底河北又有计划新增产能开始投料，供应预计持续增加。消费端电解铝产能微幅增长，难以覆盖供应增加幅度。出口窗口短暂打开之后快速关闭，出口受阻。仓单库存月内大幅上行。成本端氧化铝利润压力向上传导，进口矿价松动，成本支撑下移。氧化铝在供需宽松，成本下移等利空影响下延续偏弱运行。

电解铝方面，供应端伴随四川大部分产能复产完毕，后续国内产能增量较小，产能刚

性。同时季节性铝水比例提升，铝锭铸锭量预计环比回落，铝锭供应压力减轻。消费端，铝加工企业逐步消费复苏，终端受政策利好提振汽车、电池需求回升，光伏抢装机及国网招标电力板块备产需求逐步跟上，“金三银四”消费旺季可期。铝库存亦在3月初释放去库信号，强化铝支撑，铝价3月份走势我们相对看多。

风险点：特朗普关税政策、原料端突发事件

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，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。