



2025 年 12 月 15 日

向阳而行

不忘风雨

核心观点及策略

- 氧化铝，2026年全球合计新增产能两千万吨，消费端电解铝产能计划增加200万吨，且投产大多集中在下半年及，需求增幅远不及供应增幅。供应过剩预计继续贯穿明年，氧化铝价格长期承压运行，博弈成本线附近。考虑到矿端价格2026年还有下行空间，加上新增产能皆在成本较低地区，或拉低氧化铝行业平均成本，成本支撑下移，全年氧化铝期货主体区间较今年继续下探，关注2400元/吨。
- 电解铝，海外接力国内成为供应端重要增长点，我们预计2026年全球铝供应增速在1.4%。主要是考虑印尼目前多数项目配套电源建设进度滞后，根据电力匹配和建设周期预估，明年印尼能顺利投产达产的产能极大概率低于计划量。消费端铝新的应用板块AI数据中心、以及数据中心带来的电力板块需求、储能需求等增长较快，覆盖传统板块的消费减量，消费整体保持增长。配合宏观面美联储上半年仍保持宽松态度，以及海外经济富有韧性的表现，铝价我们看好中长期偏强，尤其2026年上半年铝价表现，上方关注25000元/吨。
- 铸造铝，铸造铝供应端建成产能过剩，但原料端废铝紧及低利润限制开工产能表现及产能扩张，消费端各版块处于健康逐年增长的表现，因此铸造铝供需在微妙的平衡间摇摆，其价格跟随成本变动，偶有季节性独立行情走势。
- 风险点：美联储超预期紧缩、美国陷入衰退、供应超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】
84号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F031122984

投资咨询号：Z00210404

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

目录

一、行情回顾.....	6
二、宏观.....	9
1、海外.....	9
2、国内.....	10
三、氧化铝.....	13
1、铝土矿重回宽松，2026 年进口矿预计充足.....	13
2、国内外氧化铝待释放产能较多.....	14
3、海外氧化铝更具成本优势，氧化铝流向国内.....	15
4、过剩压力增大，氧化铝价格缠绕成本争夺.....	15
四、电解铝.....	19
1、国内产能几无增长空间.....	19
2、印尼贡献主要增量空间，但需关注电力情况.....	20
五、铸造铝.....	23
1、废铝偏紧，长时间为铸造铝提供成本支撑.....	23
2、铸造铝合金开工率较低，产能扩张受限.....	24
3、铸造铝合金成本利润.....	25
4、铸造铝合金消费平衡及观点.....	25
六、消费端.....	28
1、2026 年铝材出口仍有挑战.....	28
2、房地产.....	28
3、电力.....	28
4、新能源板块.....	29
5、汽车.....	30
6、储能.....	30
7、数据中心.....	31
七、2026 年全球铝供应仍有缺口.....	34
八、行情展望.....	34

图表目录

图表 1 氧化铝期货价格.....	7
图表 2 氧化铝现货升贴水.....	7
图表 3 氧化铝月差.....	7
图表 4 国内外电解铝期货价格.....	7
图表 5 沪伦铝比.....	8
图表 6 沪铝月差.....	8
图表 7 LME 升贴水	8
图表 8 国内铝现货升贴水.....	8
图表 9 铸造铝期货价格.....	8
图表 10 铸造铝现货价格.....	8
图表 11 欧、美 GDP 增速	12
图表 12 中国 GDP 增速	12
图表 13 美国非农就业人数.....	12
图表 14 欧美 CPI 当月同比.....	12
图表 15 欧美基准利率.....	12
图表 16 中国社零总额.....	12
图表 17 中国固定资产投资.....	13
图表 18 中国出口累计同比.....	13
图表 19 中国零售销售总额.....	13
图表 20 中国铝土矿进口累计增速.....	16
图表 21 中国进口自几内亚铝土矿占比变化.....	16
图表 22 铝土矿港口库存.....	16
图表 23 铝土矿进口来源国（内圈 2024 年外圈 2025 年）	16
图表 24 近几年几内亚铝土矿供应预期（万吨）	16
图表 25 中国铝土矿产量.....	17
图表 26 中国铝土矿价格.....	17
图表 27 进口铝土矿价格.....	17
图表 28 国产及进口氧化铝现货价格.....	17

图表 29 国内氧化铝产能产量.....	18
图表 30 海外氧化铝产量及增速.....	18
图表 31 中国氧化铝进口.....	18
图表 32 中国氧化铝出口.....	18
图表 33 国内各主要省氧化铝成本线.....	18
图表 34 氧化铝平均利润成本利润.....	18
图表 35 国内氧化铝新增产能计划（万吨）	19
图表 36 海外氧化铝新增产能计划（万吨）	19
图表 37 国内铝土矿平衡预期（万吨）	19
图表 318 电解铝未来产能增量（万吨）	21
图表 39 海外电解铝在建、拟建计划（万吨）	21
图表 40 2026 年印尼投产可能性评估（万吨）	21
图表 41 2026 年海外除印尼投产可能性评估（万吨）	22
图表 42 中国电解铝产量.....	22
图表 43 海外电解铝产量.....	22
图表 44 中国近年铝锭进口量.....	22
图表 45 进口俄铝所占比例.....	22
图表 46 国内废铝供应组成及趋势.....	26
图表 47 废铝进口及增量.....	26
图表 48 废铝进口占比.....	26
图表 49 佛山、上海精废价差.....	26
图表 50 再生铝合金产量.....	26
图表 51 国内再生铝合金产量分布.....	26
图表 52 铝合金进口.....	27
图表 53 铝合金出口.....	27
图表 54 铸造铝交易所库存.....	27
图表 55 铸造铝理论成本利润.....	27
图表 56 铸造铝终端消费占比.....	27
图表 57 中国铝材出口.....	32

图表 58 房地产施工、竣工面积.....	32
图表 59 中国汽车产量.....	32
图表 60 中国新能源车销量.....	32
图表 61 中国新能源车出口.....	32
图表 62 中国电网投资完成额.....	32
图表 63 中国光伏装机量.....	33
图表 64 风电装机.....	33
图表 65 全球储能装机规模.....	33
图表 66 国内外储能装机增长量.....	33
图表 67 全球储能装机规模.....	33
图表 67 2025-2026 年中国电解铝供需平衡表（万吨）	34
图表 68 近年全球电解铝供需平衡表（万吨）	34

一、行情回顾

氧化铝方面，2025 年氧化铝整体呈现弱势震荡格局。年初伴随几内亚铝土矿供应回升，价格一路回落，成本支撑下滑，同时氧化铝开工产能回升，供应压力不断上升。氧化铝价格接力 2024 年底的下滑态势，持续下探，从年初年初 4000 元/吨附近，一路下跌 4 个月，至 2665 元/吨低点。此时处于全行业平均理论亏损价格，触发较大规模高成本地区的减产，供需平衡有所好转，氧化铝终于迎来年内一波小幅反弹，回升至 3250 元/吨附近，其后传出几内亚政府发布吊销 51 个矿商的采矿许可证消息，市场对矿石供应紧张预期升温，氧化铝再迎来第二波反弹，8 月初氧化铝高至 3500 元/吨，但伴随市场对 2025 年几内亚新增铝土矿等做详细推演，再观察几内亚禁矿区域并未扩大之后，市场预计年内矿石供应仍然宽松，市场紧张情绪缓解，市场焦点重新回到供应过剩焦点，氧化铝再度回落寻底，并在整个四季度氧化铝都于成本线附近弱势震荡。

电解铝方面，2025 年一季度伴随消费逐步复苏，铝价展开反弹，从 19500 元/吨附近升至 21000 元/吨上方，不过四月初美国特朗普突然宣布将提高关税，引发消费崩溃预期，尤其铝作为终端商品普遍应用来看，其被波及面可能更广泛，铝在 4 月初一度成为有色板块中的空配品种，出现较多的“买铜抛铝”的声音，铝价一度表现非常疲弱。直至“5.12”对等关税暂关之后，铝价才开始得到反弹。消费端关税暂关之后铝材抢出口动作明显提升，加上国内光伏板块“5.31”“6.30”的政策节点前的抢装之下，铝阶段性消费向好，铝锭上半年去库非常顺畅，再度助力铝价在 2000 元/吨关口略做盘亘之后震荡上扬。并在 8 月份美联储降息预期不断走高，整体市场情绪走高，铝价再度震荡上攻 210000 元/吨关口位置。后续更是在铜市场强势上涨，铜铝比价突破 4:1，在价差修复需求以及美联储将连续降息的利好下，铝价年内第四度冲高，并创下年内新高 22450 元/吨高点。全年铝价除了 4 月特朗普刚提出关税时市场的恐慌回落之外，其他基本都呈现震荡上扬走势。月差方面，在年内绝对库存低位的 6 月前后短暂出现一波月差走阔的 100 元/吨左右的月差空间，其他时候的月差基本都比较小，并未给到市场较好的月间差的套利空间。不过全年电解铝都持续强势，但氧化铝持续弱势的剪刀差下，2025 年沪铝有较长时间和较大空间的做多电解铝利润——空氧化铝多电解铝的交易空间。内外盘套利方面，以 4 月份特朗普提出对等关税为分界线，市场给到了两拨分别反套和正套的机会，尤其 4 月份对等关税以及特朗普宣布对钢铝增加关税之后，外盘铝价持续较国内强势北美地区铝现货溢价一度超 1900 美元/吨。LME 铝价持续较国内强势，沪伦铝比价一路震荡下行，给到市场正套空间。

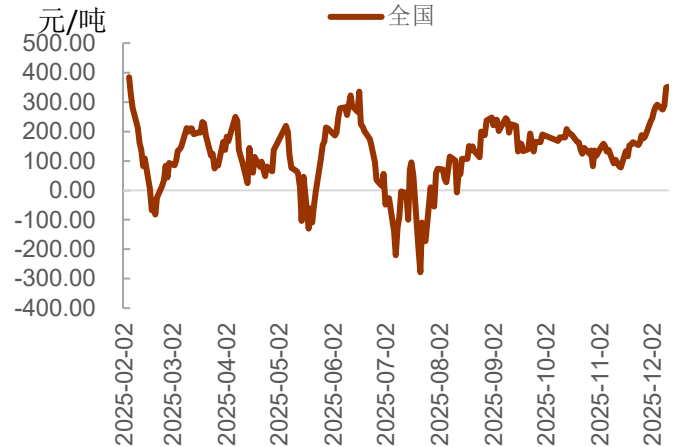
铸造铝方面，2025 年 6 月 10 日，铸造铝期货正式上市。观察历来铸造铝和电解铝走势发现，基本铸造铝走势有跟随电解铝，单反应不及电解铝灵敏的特点。铸造铝上市时间点正伴随铝市场震荡上行时候，一方面市场多头氛围较好，另一方面，其自身基本面表现较好，原料废铝价格上行成本支撑强，需求端新能源车保持较好增速，需求较强。铸造铝震荡上行，最高至 21380 元/吨。在整个三季度铸造铝与沪铝的价差从-1000 元/吨附近收窄至

-400 元/吨左右。进入四季度铝价上行的宏观因素，及铜铝比修复逻辑占主导因素，铸造铝被动跟涨，与沪铝的价差重新扩大至-900 元/吨附近。

图表 1 氧化铝期货价格

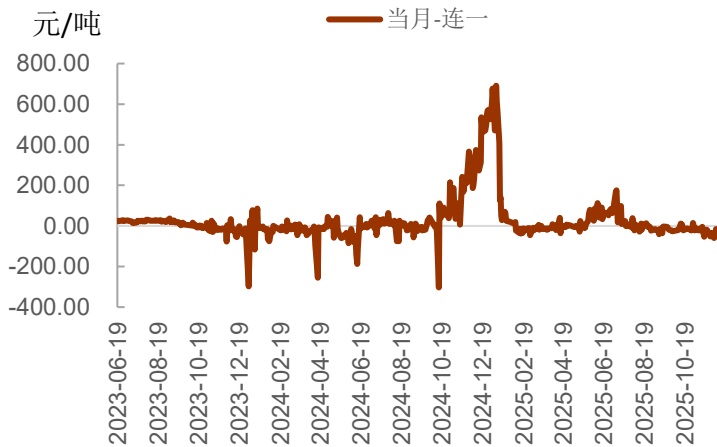


图表 2 氧化铝现货升贴水

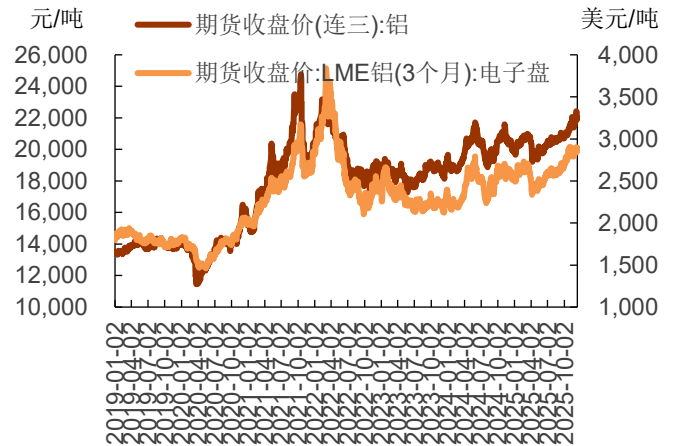


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 氧化铝月差

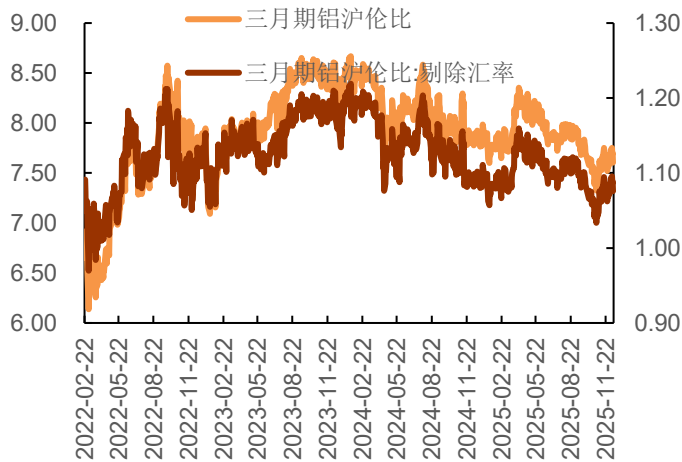


图表 4 国内外电解铝期货价格

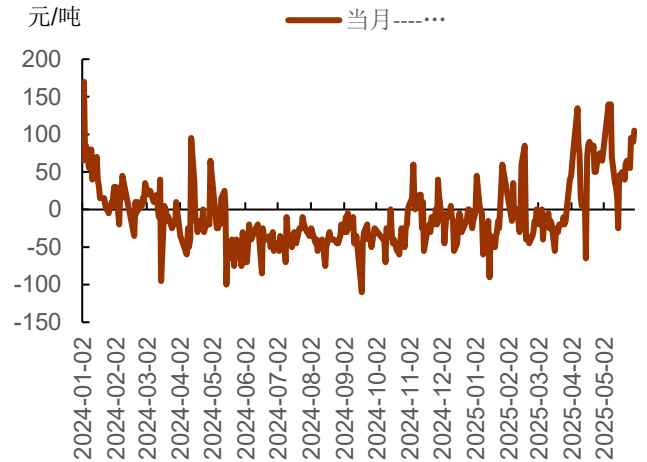


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 沪伦铝比

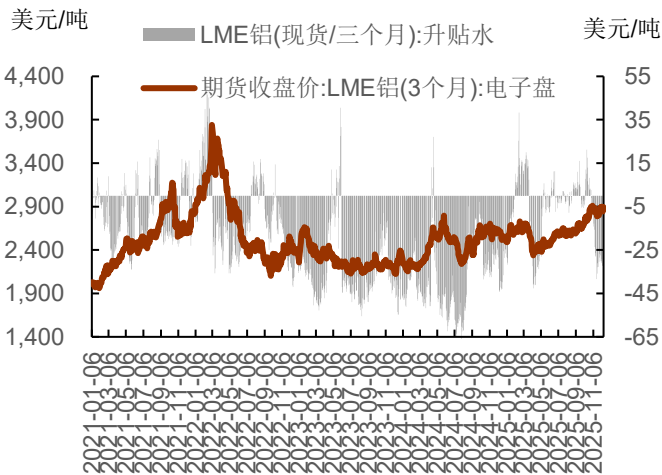


图表 6 沪铝月差

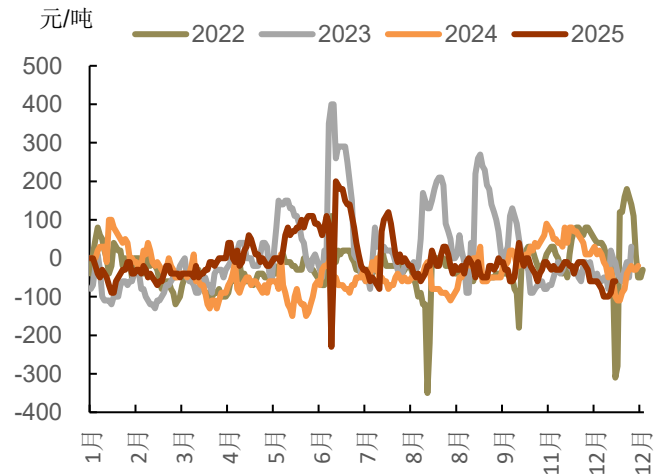


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 LME 升贴水

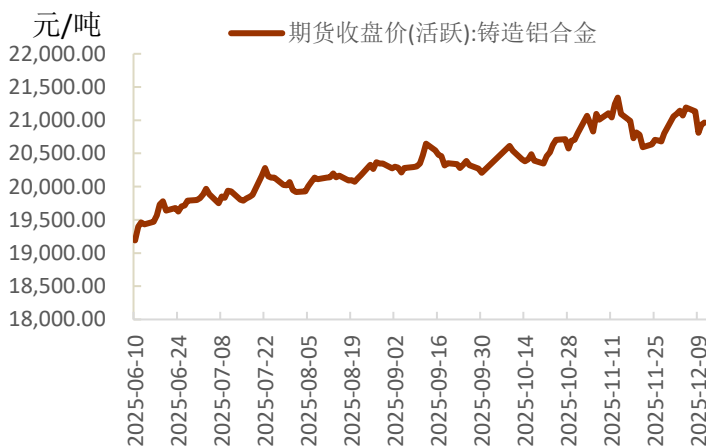


图表 8 国内铝现货升贴水

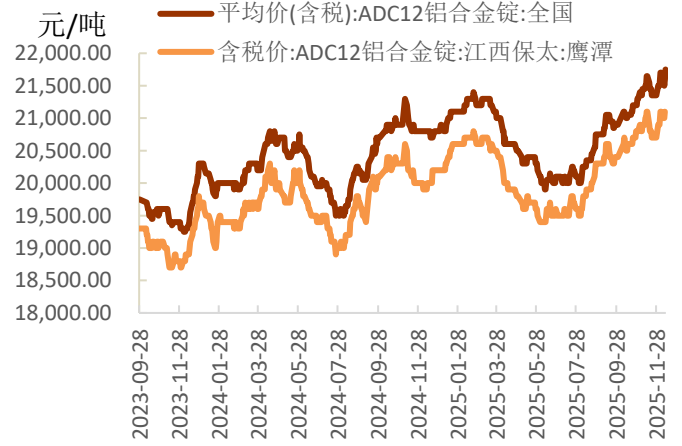


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 铸造铝期货价格



图表 10 铸造铝现货价格



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外

美联储方面，过去的 16 个月，美联储经历了 175BP 的降息，年底两次降息美联储内部分歧扩大，12 月美联储议息会议投票结果为 10 票赞成、3 票反对，出现近年来罕见的分裂局面。且鲍威尔会后表示“在考虑联邦基金利率目标区间的任何进一步调整时，委员会将仔细评估即将发布的数据、不断演变的前景及风险平衡。”这一措辞历史上多次出现在降息周期暂缓前夕，被市场视为美联储即将进入观察期的明确信号。CME FedWatch 工具显示，2025 年 1 月降息 25 个基点的概率仅为 22.1%，利率期货隐含 2026 年累计降息约 50 个基点（两次），较美联储点阵图的 25 个基点明显更鸽。拉长周期看后市，按照目前美国通胀和经济表现看，预计美联储一季度降息可能比较纠结，二季度随着鲍威尔任期结束，宽松预期可能进一步升温三季度，随着美联储新主席上任，以及白宫民生政策预期升温（或者落地），经济可能延续扩张；年末，在连续的宽松以及大选结束后，通胀担忧可能有所上涨。

通胀表现上，2025 年市场担忧的关税导致的通胀并不明显，到 2025 年 9 月美国核心 CPI 为 3%。如果油价等外部因素不发生大的变动、关税税率维持当下水平，美国经济大概率继续呈现“滞胀”状态。2026 年美国核心 CPI 则可能呈现先下后（缓）上的走势，2026 年末核心 CPI 同比仍将处于 2.8% 左右水平；即联储 2% 的通胀目标在 2026 年非衰退的环境下依然难以实现。

就业表现上，进入 2025 年三季度以来，美国非农数据可谓“事故频发”：在 7 月非农数据不及预期之后，5、6 月数据遭到大幅下修，劳工局局长受此牵连遭到总统罢免，再到 8 月非农数据的“全面遇冷”，美国就业市场不断响起警钟，不过其后的 9 月新增非农就业数据回暖，令市场情绪放松。需要关注到的是就业单月回升无法明确就业趋势回暖，就业表现仍有可能持续走弱。根据家庭调查数据显示失业率出现比较明显的恶化迹象，9 月失业人数上升至 760 万人，失业率上升 0.12 个百分点至 4.44%，接近 9 月美联储 SEP 中预测的年末 4.5% 的水平。从供需角度来看，市场需求指标 Indeed 职位空缺指数显示就业需求继续萎缩，同时潜在供给逐步上升，气馁劳动力数量大幅上升（定义为不在劳动力市场但想工作的人，这些人不是不想工作，而是觉得目前找不到工作），就业缺口明显扩大。根据历史贝弗里奇曲线形态，目前 4.4% 的失业率处于斜率上升的拐点位置，意味着如果需求继续沿着前瞻指标恶化，失业率一旦突破约 4.5% 的水平后，很有可能加速上升。

经济表现上，2025 年特朗普上任以来，美国对外政策和美国经济数据出现了大幅波动，一度引发了市场“去美元化”交易和对美国经济衰退的讨论。2025 年 2 月特朗普上任后，以 DOGE 为代表的政府减支、对等关税等对经济偏负面影响的政策先行，作为对冲的减税法案直至 2025 年下半年才在两院得到通过，且美联储在上半年暂停降息操作，利率环境偏紧，上述政策节奏错位导致美国经济在上半年明显承压。但随着关税谈判快速推进、减税法案顺利出台，美联储降息坦途铺开，货币政策转向宽松，特朗普政策节奏错位问题得到缓解，

美国经济已经呈现触底迹象。减税法案在 2025 年 7 月如期落地，部分对冲关税带来的经济压力。关税方面，特朗普贸易谈判进程近半，关税对美国经济的冲击趋于稳定。从零售数据看，8 月零售环比增速录得+0.6%，显著高于市场预期的+0.2%，前值也从+0.5%上修至+0.6%。从消费者信心指数看，10 月美国消费者信心指数为 53.6，略低于 9 月的 55.1，但已经较二季度 52.2 的低点回暖。10 月美国制造业 PMI 指数录得 48.7，略低于 9 月的 49.1，但制造业新订单指数在近几个月的上行趋势更为明显，或反映出特朗普关税强化了国内产品需求，以及国外的采购条款对美国国内生产形成拉动。

展望 2026 年，美联储一季度美联储降息节奏或放缓不排除暂停降息可能，虽然当前美国经济虽然下行压力但基本可控，在美联储重启降息后，也会通过房价反弹、股市上行等方式推升通胀，关税、减税等政策会带来通胀压力，年底或四季度美联储压力重现。

欧元区方面，2025 年以来，欧央行共计降息了 100 个基点，三大政策利率分别降至 2.15%、2.00%、2.40%。欧元区通胀压力也相对温和，2025 年 11 月 HICP 同比增速回落至 2.2%，接近 2% 的目标水平，通胀和经济增速进入均衡状态。欧盟经济维持温和增长态势，三季度 GDP 同比增长 1.3%。相较于 2024 年，欧洲通胀的回落以及欧央行降息 100 个基点，带动欧盟借贷成本下行和居民实际收入水平的改善，消费和投资对经济的拉动作用也明显上升。贸易方面，美欧贸易协定落地，欧盟输美商品的关税税率下降至 15%（不包括钢铝产品），但欧盟承诺对美增加投资，购买大量能源产品。根据 GTA 数据库的测算，新关税水平下预计 2026 年欧盟 GDP 下降 0.33 个百分点。对 2026 年欧元区货币政策预期，不同于美联储的就业和通胀双重目标制，欧央行的利率政策主要关注通胀情况，目前欧元区通胀压力也相对温和，已接近 2% 的通胀目标，但有一定结构性压力，因此预计 2026 年欧洲央行的货币政策将继续以稳为主，并根据数据灵活调整的方式决定利率水平。

2、国内

2025 年，随着逆周期政策持续发力，预计能完成全年经济增速目标。今年一季度在出口商“抢出口”、“两重两新”政策集中发力的背景下，经济增速略超预期，GDP 同比增速达到 5.4%。二季度投资端数据开始回落，但出口和消费单季度同比增速保持上行，GDP 同比增速为 5.2%，经济整体保持稳定。三季度 GDP 增速回落至 4.8%，因此财政政策持续发力，包括 9 月底发改委推动 5000 亿政策性金融工具、10 月份财政部从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。四季度财政政策持续接力，补充地方财政，支撑基建投资，不过也有“以旧换新”政策效力虽然边际下滑影响，以及在去年四季度基数较高，尤其消费、出口和基础设施投资单季度同比增速均处于较高水平，会给四季度的同比增速带来压力，但全年 5% 的目标预计能实现。2026 年是“十五五”的第一年，二十届四中全会公报中指出，要“坚持以经济建设为中心，以推动高质量发展为主题，以改革创新为根本动力”，三个坚定的短语指向在当前错综复杂的国际环境下，当前第一要务依然是实现经济的高质量发展，争取更大的战略主动，预计 2026 年 GDP 目标仍将设置在 5%。

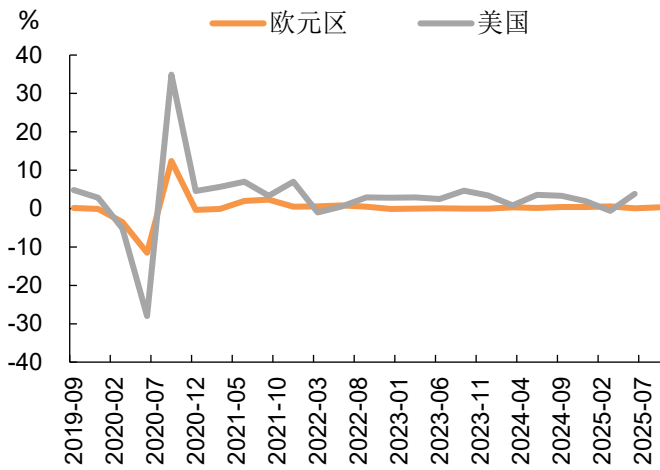
消费端，2025 年以来，中国商品消费呈现前高后低态势，上半年受“以旧换新”政策带动，商品消费持续向好，对社零拉动显著，上半年社零同比增速升至 5%，高于去年全年的 3.5%；但进入下半年后，受“以旧换新”资金节奏放缓、政策效应边际递减影响，三季度社零同比增速的月度均值从二季度的 5.4%回落至 3.4%。预计四季度受上年高基数影响，社零同比增速或进一步下滑。

投资端，2025 年以来制造业投资整体放缓，7 月起单月同比增速转负，2025 年 1-10 月全国固定资产投资同比-1.7%。制造业投资放缓主要是美国对外关税政策多次变化，外部环境复杂多变，相关市场主体投资决策更趋谨慎；叠加制造业利润率偏低、企业亏损面增大，叠加“反内卷”政策推动，部分行业缩减投资规模。预计 2026 年制造业投资增速有望回稳，主要基于制造业盈利好转、中美贸易不确定性下降、“十五五”期间新质生产力加快建设考量。房地产方面，房地产仍弱但已在底部，“十五五”时期，将更加强调房地产的居住属性和政策的民生导向，2026 年房地产具有企稳基础。基建方面，2025 年以来基建投资增速保持平稳，主要是重大工程的支撑力度加强。2026 年随着化解隐债工作持续推进，地方政府隐性债务清零后，有望摆脱包袱轻装上阵，在投资项目的审批上将得到一定程度的松绑，加速广义基建投资增速。

政策面，财政政策上预计 2026 年保持偏积极、偏扩张，优化“投资于物”、更注重“投资于人”。财政扩张力度与 2025 年大体相当，赤字率 4%左右、专项债 5 万亿、特别国债 2 万亿左右。综合看，广义财政支出规模有望达 43 万亿、同比多增 1.13 万亿。货币政策上，宽松还是大方向，降准降息仍可期，节奏上“相机抉择”、基本面仍是核心考量，操作上继续遵循“缩减原则”。不排除 2026 年降准降息 1-2 次。

进出口方面，海关总署发布进出口数据。我国 1-11 月出口累计同比增长 5.4%，进口下降 0.6%，贸易顺差 10758.5 亿美元。随着 12 月外贸数据即将收官，今年“由西向南”的外需格局基本定型，新兴市场的支撑作用仍将是托稳出口的关键力量。展望 2026 年，出口大概率迎来相对平稳的开局。12 月 5 日中美经贸沟通为外部环境增添重要缓冲。此次沟通中，中美经贸双方就扩大务实合作、妥善处理敏感关切进行了“深入且建设性”的交流，同时“十五五”规划将为中国持续扩大开放、提升制度型开放能力提供长期动能。预计 2025 年出口同比增速有望实现约 5.5%的水平；2026 年在外需斜率放缓的背景下，增速中枢可能有所回落，即便在相对乐观情形下，大致维持在 5%左右。

图表 11 欧、美 GDP 增速

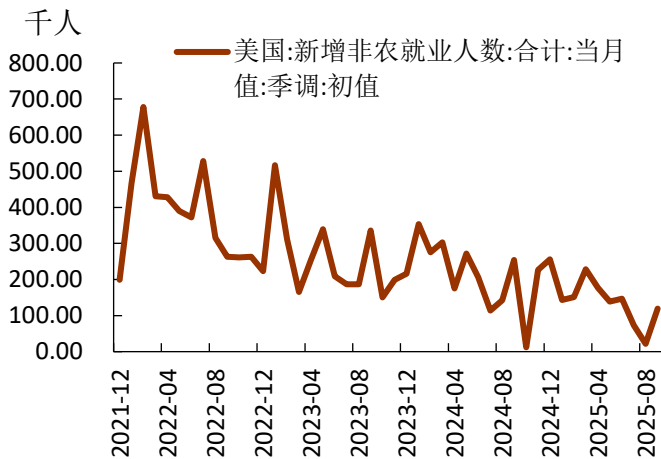


图表 12 中国 GDP 增速

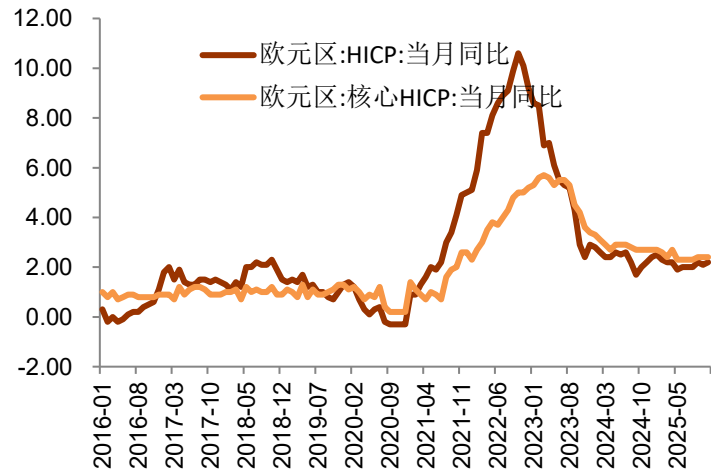


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 美国非农就业人数

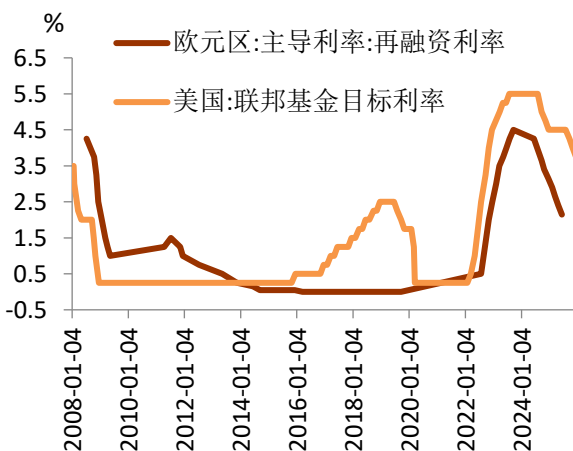


图表 14 欧美 CPI 当月同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 欧美基准利率

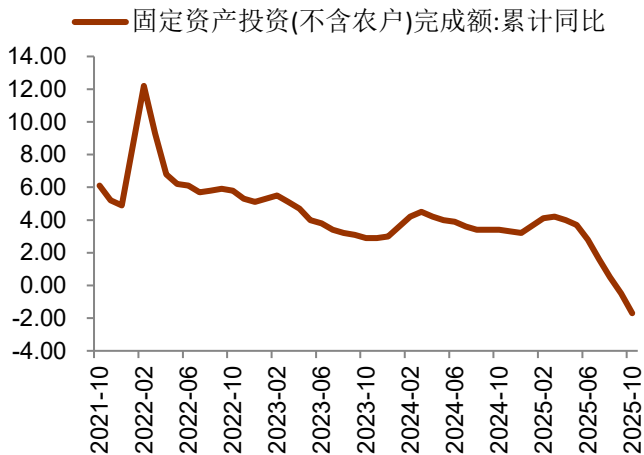


图表 16 中国社零总额

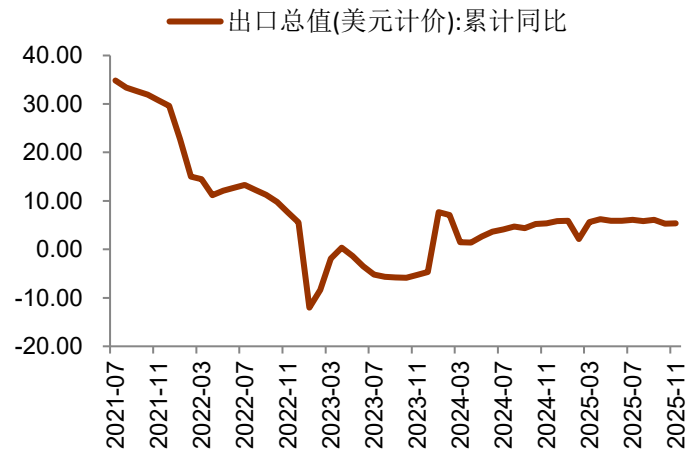


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 中国固定资产投资



图表 18 中国出口累计同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 中国零售销售总额



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、氧化铝

1、铝土矿重回宽松，2026 年进口矿预计充足

2025 年几内亚铝土矿发运增加，国内氧化铝企业经过去年矿石紧缺影响之后采购策略改变，进口矿石储备改善，全年矿石市场供应都较为充足。数据显示 1-10 月份几内亚出口中国铝土矿在 12741 万吨，增加 6.7%。伴随矿石供应增加，进口铝土矿从年初 114 美元/吨价格一路向下，虽然年中 5 月份亚政府在亚洲首席执行官上宣布对该国采矿业进行重大改革：5 月 14 日宣布撤销 40 多个矿区矿权，5 月 15 日对被取消矿权的矿区下达并执行停产通知，包括在运行产能 3000 万吨顺达 Axis 矿区。矿价一度反弹至 75 美金/吨，不过后续雨季结束同时顺达获得临时发运许可，年底矿价还是一路下行，来到 70 美元/吨位置。根

据中国海关数据，1-10 月份中国进口铝土矿 17096 万吨同比增加 30.41%。同时根据 SMM，铝土矿港口库存也由 2024 年底 1500 万吨上行至 2300 万吨附近。

根据目前几内亚铝土矿计划开采情况来看，2026 年铝土矿仍有较好增量，完全能满足氧化铝需求。几内亚方面 2026 年增量矿企包括特变电工 600 万吨增量、顺达矿业 1340 万吨增量、Elitie Mining 150 万吨增量等在内合计 2500 万增量，预计几内亚 2026 年矿石产量在 1.8-1.9 亿吨。此外还有塞拉利昂 CTC 具备超 1000 万吨增量能力，保证铝土矿充足，甚至有部分过剩。如果未来没有几内亚政治因素影响，预计 2026 年进口矿石将始终承压运行，价格底部或有小幅下行。

2025 年国产矿依旧偏紧状态，主要一来我国资源禀赋先天不足，二来开发条件后天受限。中国的铝土矿储量仅占全球的约 2%，但铝产业规模却十分庞大。这种“低储高产”的结构性矛盾，直接导致了高达 72.5%的对外依存度，资源保障压力巨大。伴随持续国产矿开采，山西、河南等传统产区的矿石品位持续下滑，铝硅比已普遍低于 4.5，直接影响了冶炼效率并推高了成本。2024 年至 2025 年初，国产矿的开采成本同比上涨了 18%-31.8%。同时，严格的环保限产政策以及部分地区的雨季影响，都让矿山复产进程缓慢，供应量受到抑制。根据上海有色网数据 2025 年 1-10 月，中国铝土矿产量 5051.55 万吨，同比增加 5.19%。

因国产矿持续紧张，国产矿价格表现出较强韧性，仅在 2025 年初因进口矿流入增多，带动整体国产矿石价格松动，之后全年大部分时间国产矿价基本保持稳定，截止 12 月初，山西铝土矿 (55-60%) 600 元/吨，河南铝土矿 (55-60%) 590 元/吨，广西铝土矿 (60-65%) 460 元/吨，贵州铝土矿 (60-65%) 510 元/吨。

综合以上，国产矿及进口矿现状，我们预计 2026 年矿石供应（国产+进口）大约 28000 万吨，需求预计 26000 万吨，矿石处于充足并有过剩。预计国产矿在持续偏紧情况下价格保持高位窄幅波动，进口矿弱势，或小幅下行预计低点在 60 美元附近，主体价格震荡于 65-72 美元/吨一线。

2、国内外氧化铝待释放产能较多

2025 年矿石供应充裕，国内前期规划的氧化铝新建产能顺利投产，同时老产能减产也仅在 5 月份有一波集中减产发生，大多时间都处于过剩状态。截止 12 月初氧化铝开工产能可在 9630 万吨，开工率 83.69%。按照电解铝开工产能 4400 万吨，需要 8500 万吨氧化铝，加上 500 万吨左右的非铝需求，氧化铝过剩产能过剩 630 万吨。氧化铝价格因此持续承压，现货均价由年初 5680 元/吨跌至 12 月初 2855 元/吨。氧化铝减产积极性不高主要有两个原因。一来氧化铝贸易 90%以长单交易为主，长单为现货月均价作价。现货价格下跌速度相对较慢，月均价来看到 11 月份行业才进入理论平均成本的亏损阶段。第二，国内氧化铝——电解铝一体化进程加快。目前氧化铝中有 50%的产能都是服务自身集团企业的一体化电解铝厂，例如中铝、国电投、魏桥、信发、锦江等，这些一体化氧化铝产能占氧化铝总产

能超 50%，而 2025 年电解铝利润较高，基本维持在 3000 元/吨以上，甚至年底理论吨铝利润超 5000 元/吨，这些一体化企业的电解铝利润覆盖氧化铝亏损，降低了整体的氧化铝减产意愿。

2026 年国内外氧化铝产能依然有较多计划新投增量。国内计划 1440 万吨新增产能即将投放，地区集中在广西、河北、重庆，投产时间更多集中在上半年：上半年计划投产 820 万吨，下半年 620 万吨。氧化铝过剩压力预计增强，开工率预计降低。海外 2026 年印尼、印度是增产能的集中地，合计计划新增产能 600 万吨，包括印尼南山、印尼锦江、印尼天山、印度 Hindalco 和印度 Nalvo。整体，2026 年，随着中国、印度尼西亚、印度地区氧化铝新增项目投产，氧化铝供应量提升，国内外氧化铝产能均转向过剩格局。

综合以上看来 2026 年国内外氧化铝新增产能合计超两千万吨。但需求端，国内电解铝产能已限制 4500 万吨天花板，消费增量微小。海外自 2026 年至未来几年的合计新增产能合计不足千万吨，需求增长不及供应增速。

3、海外氧化铝更具成本优势，氧化铝流向国内

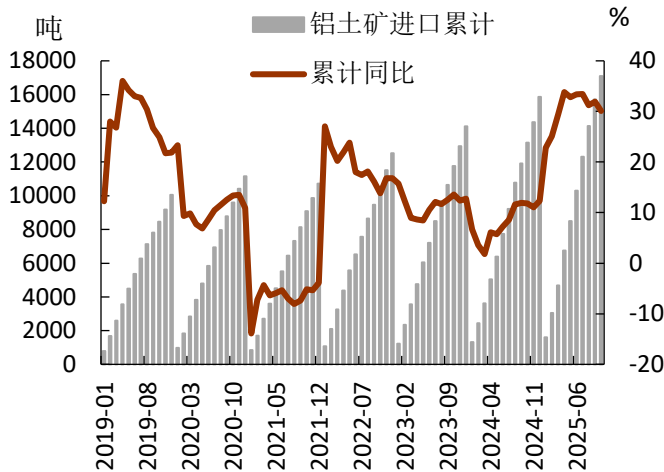
根据海关数据，2025 年 1-10 月氧化铝进口累计 73.8 万吨，同比-43.48%。1-10 月出口累计 217 万吨，同比+53.9%。2025 年 1-10 月国内氧化铝变净进口为净出口 145.22 万吨。但预计 2026 年国内预计重新回到净进口格局。

因为国内外氧化铝皆过剩的前提下，氧化铝流向将会从低成本地区流向高成本地区。根据有色网，印度、印尼、澳洲氧化铝不足 300 美元/吨（折人民币 2150 元/吨以下）的现金成本，中国氧化铝低成本企业现金成本在 1800-2300 元/吨（折 250-320 美元/吨左右，使用广西国产矿石生产，占比较低），高成本企业现金成本可达 2900-3100 元/吨（405-435 美元/吨左右），全国平均在 2800 元/吨上下（390 美元/吨左右）。中国的现金成本不占优势。在未来全球氧化铝过剩情况下，海内外氧化铝价格协同下调，中国布局成本优势的氧化铝企业率先进入减产，后续便宜的进口氧化铝流入冲击国内市场。

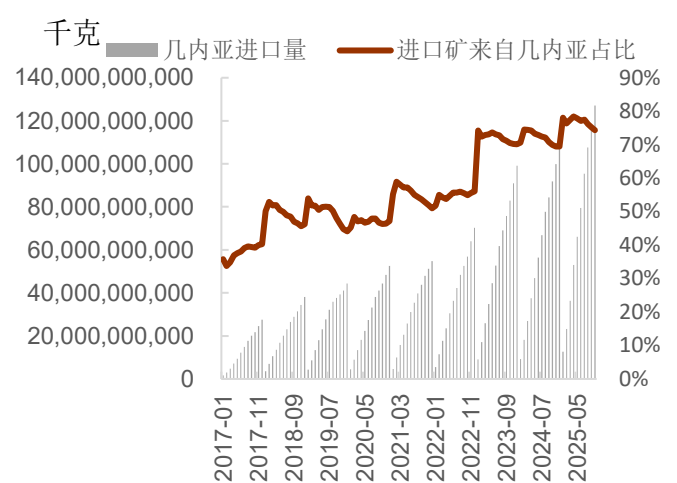
4、过剩压力增大，氧化铝价格缠绕成本争夺

2026 年国内外合计计划新增产能两千万吨，且因预计未来原料端矿石供应充足，氧化铝计划产能届时如期投产概率较大，而消费端近几年的合计增量不到一千万吨，单 2026 年国内外电解铝产能增加为 200 万吨，且投产大多集中在下半年及四季度，需求增幅有限。供应明显过剩，氧化铝价格预计长期承压运行，博弈预成本线附近。考虑到矿端价格 2026 年还有下行空间，加上新增产能皆在成本较低地区，或拉低氧化铝行业平均成本，成本支撑下移，全年氧化铝期货主体运行区间较今年继续下探，预计在 2400-3000 元/吨，而海外成本优势强，预计国内重回净进口格局。

图表 20 中国铝土矿进口累计增速

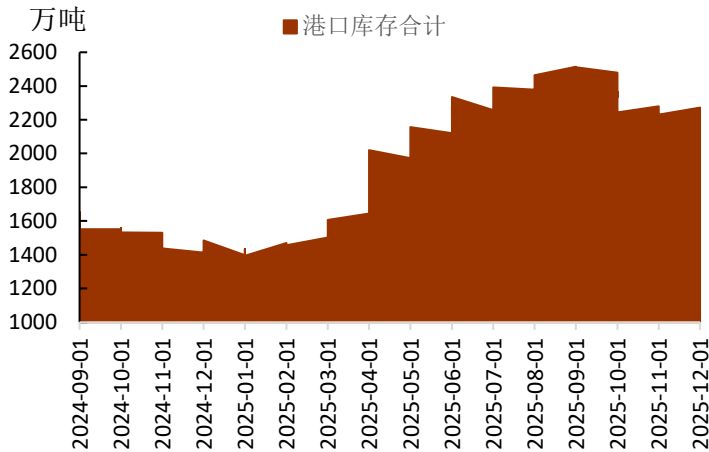


图表 21 中国进口自几内亚铝土矿占比变化

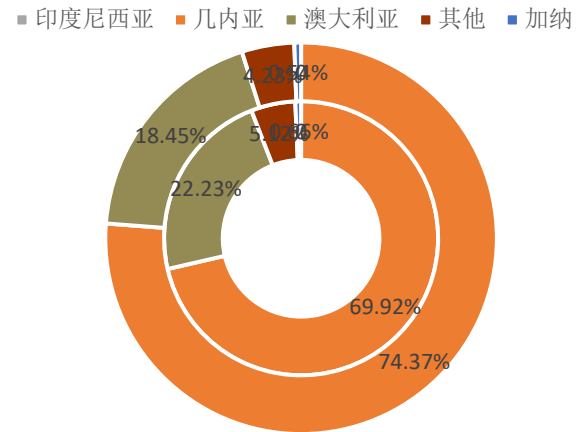


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 铝土矿港口库存



图表 23 铝土矿进口来源国（内圈 2024 年外圈 2025 年）



资料来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

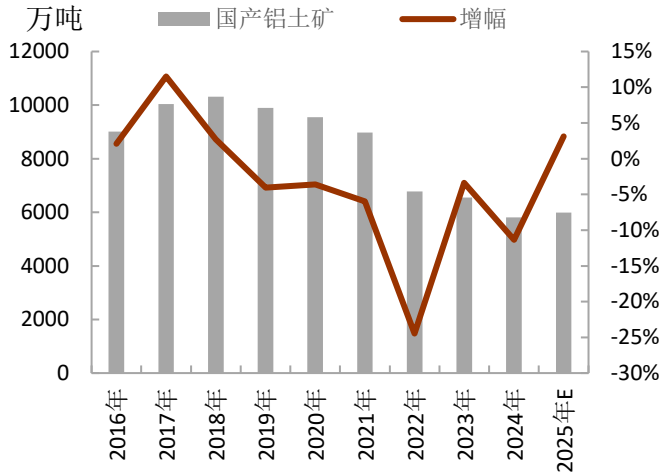
图表 24 近几年几内亚铝土矿供应预期（万吨）

	设计产能	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E
SMB（赢联盟）	8500	3800	5505	7100	7500
AGB2A/SDM（顺达矿业）	3500	500	1970	1660	3000
CHALCO（中铝）	2000	1360	1445	1800	1800
CDM CHine（河南国际）	1200	947	1012	950	950
SPIC（国电投）	800	315	307	400	400
AGB2A/GIC（水电 11 局）	1000	200	351	540	500
特变电工		0	0	0	600
CBG（美铝）	2200	1711	1575	1800	1800
GAC（EGA）	1200	1415	1081	0	0
COBAD（俄铝）		302	470	653	653
ASHAPURA BOFFA（印度公司）	900	444	263	300	300
CBK（俄铝）	1000	198	293	380	380
BAM（Alufar）	700	305	209	200	200
Dynamic Mining（动能矿业）	200	0	70	150	200

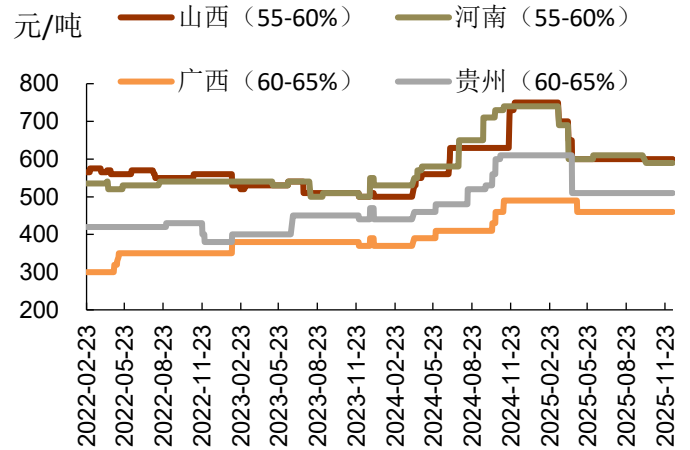
ZhGuiM (志诚矿业)	200	10	35	100	100
Elitie Mining	600	0	0	150	300
总量	24000	11507	14586	16183	18683
增量			3079	1597	2500

资料来源：安泰科，几内亚矿业部官网，铜冠金源期货

图表 25 中国铝土矿产量

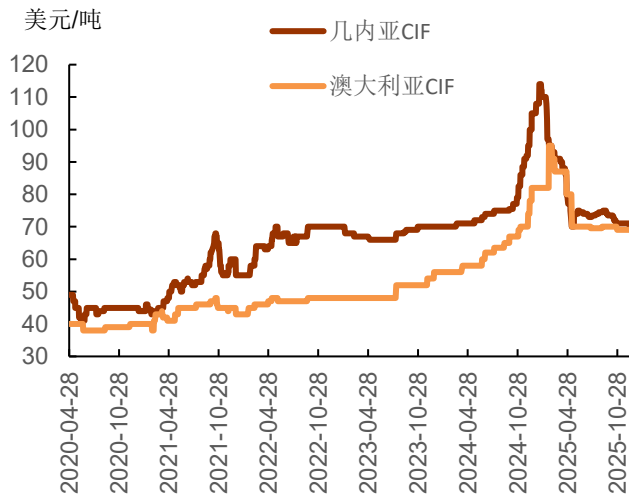


图表 26 中国铝土矿价格

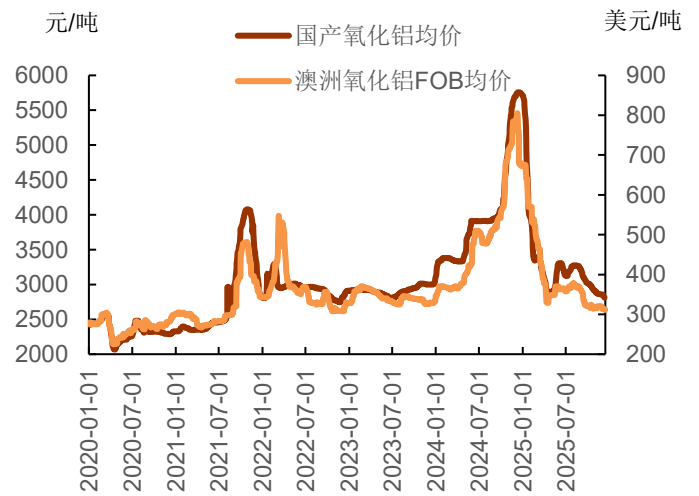


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 进口铝土矿价格

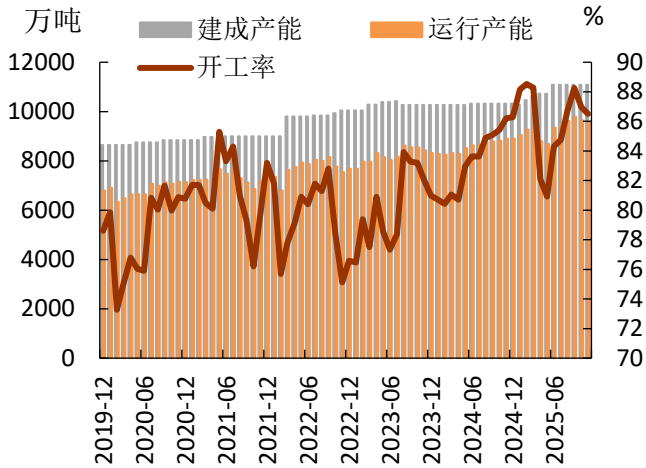


图表 28 国产及进口氧化铝现货价格

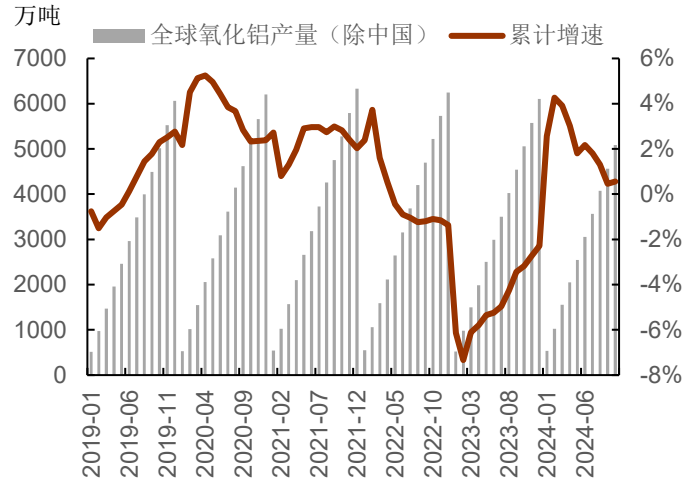


资料来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 29 国内氧化铝产能产量

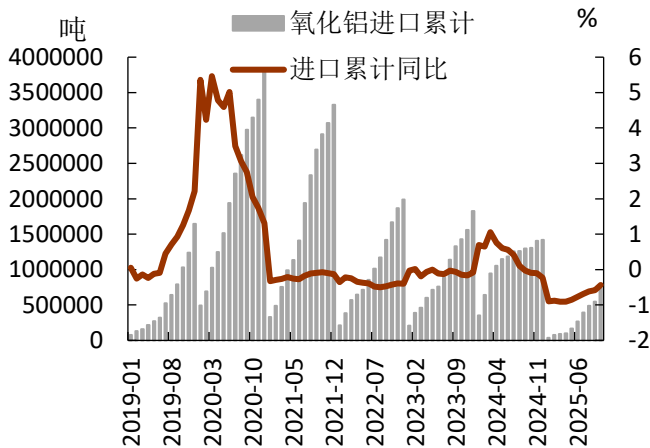


图表 30 海外氧化铝产量及增速

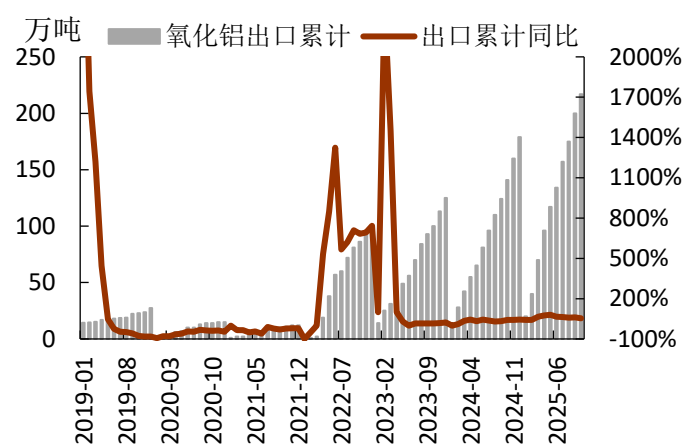


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 中国氧化铝进口

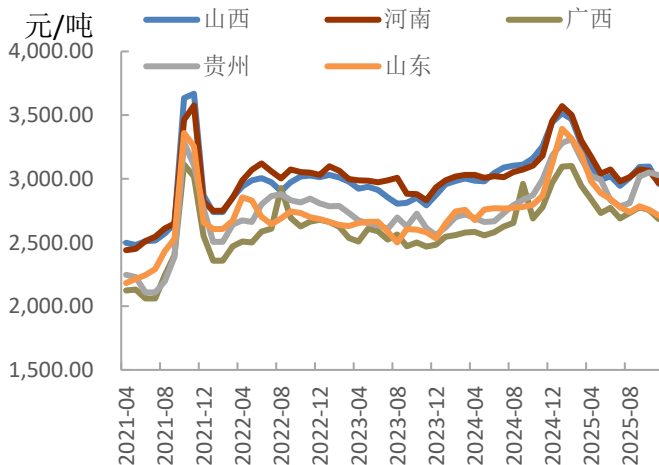


图表 32 中国氧化铝出口

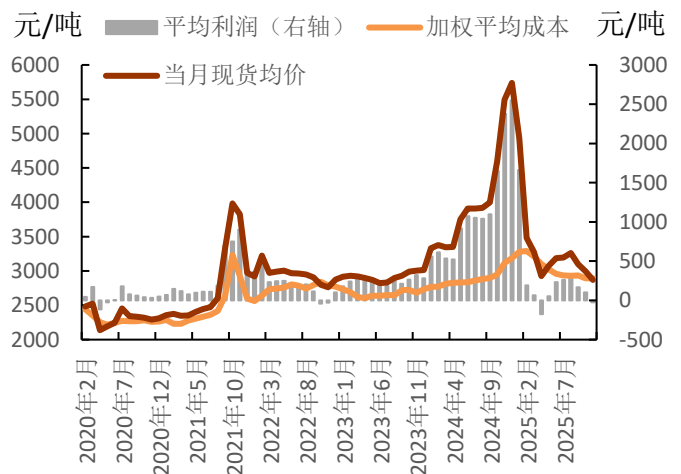


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 33 国内各主要省氧化铝成本线



图表 34 氧化铝平均利润成本利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 国内氧化铝新增产能计划（万吨）

地区	企业	Q1	Q2	Q3	Q4
广西	广西特变电工 防城港中丝路新材料科技有限公司	200			
广西	广西和泰 广西隆安和泰新材料有限公司	100			
广西	广西广投 广西广投临港工业有限公司		200		
广西	广西东方希望 北海东方希望材料有限公司			200	
河北	河北文丰 河北文丰钢铝产业有限公司	160	160		
河北	河北新冶金				320
重庆	重庆赛博 重庆市九龙万博新材料科技有限公司				100
合计	1440	460	360	200	420

资料来源：SMM，安泰科，钢联，铜冠金源期货

图表 36 海外氧化铝新增产能计划（万吨）

国家	企业	2025	2026	2027
印度	韦丹塔	150		
印尼	曼帕瓦 SGAR	100		
印尼	锦江集团 BAP	100	100	
印尼	南山	100	100	
印度	Hindalco		200	
印度	Nalvo		100	
印尼	天山		100	100
合计		450	600	100

资料来源：SMM，安泰科，铜冠金源期货

图表 37 国内铝土矿平衡预期（万吨）

	氧化铝产量	矿石需求量	国产矿供应	进口矿供应	矿石总供应量	平衡
2020 年	6831	17761	9545	11159	20704	2943
2021 年	7329	19054	8977	10727	19704	650
2022 年	7757	20169	6781	12529	19310	-859
2023 年	8107	21079	6552	14161	20713	-366
2024 年	8479	22045	5690	16000	21690	-355
2025 年 E	9000	23400	5900	19800	25700	2300
2026 年 E	10000	26000	6000	22000	28000	2000

资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

四、电解铝

1、国内产能几无增长空间

2025 年中国电解铝进一步逼近天花板产能，年内新建产能投产不多，有部分前期亏损减产的复产产能，例如四川地区 2024 年底因成本端氧化铝价格较高，形成亏损减产，在 2025 年 2-4 月陆续复产。还有部分技改产能陆续复产，例如广西、贵州电解铝 2024 年的技改，于 2025 年 8-9 月陆续起槽复产。2025 年四季度，新疆有少量新增电解铝投产。到 2025

年年底国内电解铝开工产能升至 4413.5 万吨，较去年同期增长了 1.02%。产量全年预计 4394 吨，增速 1.95%。

2026 年国内电解铝产能计划盘点来看，首先是 2025 年新投的新疆电解铝厂继续投产，预计带来 20 万吨增量。此外新增还有内蒙古某电解铝厂新建项目预计投产，建成产能预计净增 35 万吨；剩下就是置换产能，包括河南、山西置换升级，投产后预计因部分闲置产能指标被利用带来部分运行产能净增。产能增长空间有限，产量增长亦较小，预计 2026 年国内电解铝产量预计 4438 吨，增速 1%

进口方面，2025 年国内铝锭进口窗口都没有打开，但是国内原铝仍保持净进口格局。主要仍然是俄铝长单贡献进口量，还有部分通过“出料加工贸易”以及“海关特殊监管区域物流货物”贸易方式下进口的普铝锭。海关数据显示 2025 年 1-10 月份，国内进口原铝 220.6 万吨，同比增长 20.9%，其中自俄罗斯进口占比 80.3%。1-10 月铝锭净进口 200.39 万吨，同比+15.5%。预计 2026 年俄铝长单量仍继续保持年度净进口约 240 万吨。

照以上产能产量及进口推算，2026 年国内供应（产量+净进口）合计 4678 万吨，增速预计 1.01%左右。同时，需要继续关注月度铝水比例表现，随着工信部增加铝水比例建议，铝水比例仍有上行空间，目前铝水比例大多时间保持在 75%上下，铝水比例越高，铝锭供应则越少。

2、印尼贡献主要增量空间，但需关注电力情况

2025 年海外电解铝产能增减产均有，总体产能较去年增加 100 万吨。增量主要源自于印尼华青铝业二期 50 万吨项目全部投产、印尼力勤阿达罗能源项目开始投产，预计在 2025 年贡献产能增量 15 万吨，其他产能陆续在 2026 年完成投产。复产主要在德国、西班牙、马来西亚、安哥拉、新西兰、巴西等电解铝厂，合计产能增量 52 万吨。减产主要是世纪铝业旗下冰岛铝厂电气设备故障，减产 21 万吨。由于新投及复产大多集中在下半年及四季度，海外 2025 年产量增加有限，预计 2025 年海外电解铝产量 3000 万吨，增幅 1.3%。

2026 年海外新建产能投产、已投产产能爬产以及部分铝厂复产的合力贡献下，海外理论有 170 万吨左右的运行产能增加。新增产能包括印度韦丹塔 Balco20 万吨、印尼阿达罗 40 万吨、印尼信发 85 万吨，安哥拉华通 12 万吨、越南达农 15 万吨。其中印尼信发集团的聚万、泰景两个项目分别计划 2026 年一季度及 2026 年三季度投产，但其均为青山园区配套燃煤电厂送电，自备电厂建设进度完成度仍有疑问，届时能否全部投产仍有不确定性。其他印尼及印度等地区大多处于规划阶段，投产还需几年时间周期。

复产方面，欧洲得益于新电力合同谈妥，2025 年，德国 Trimet 旗下三家冶炼厂相继启动复产，预计 2026 年有 3 万吨产量增量；Alcoa 在西班牙的 San Ciprian 推进复产，预计 2026 年年中达产，产量增量 12 万吨。美国世纪铝业的电力合同延长至 2031 年，助力其重启 Mount Holly 5.5 万吨产能。2026 年海外复产电解铝产量增量约 20 万吨

除了以上增量，电解铝也面临电力问题减产风险，世纪铝业冰岛项目减产 20 万吨，

south 32 莫桑比克明年一季度合同到期，52 万吨产能面临减产压力。同时不排除明年欧美电力紧缺，还有铝厂将会遇到减产问题。综合下来，2026 年海外电解铝产能增量预计 120 万吨。产量预期上，考虑到印尼新增产能达产大多集中在下半年，以及电力建设和供应问题，新增产能投放速度节奏或有变化，产量增幅不及产能增幅。

综合以上，我们预计 2026 年海外产量大约在 3060 万吨，增速 2%。

则 2026 年全球电解铝供应（国内+海外）总量在 7498 万吨，增速 1.4%。

图表 318 电解铝未来产能增量（万吨）

		2025 年	2026 年	2030 年	是否需要产能置换
	中铝青海	10			是
	鸿骏二期		35		否
	海源绿能			11	否
	天山铝业		20		否
	合计	10	50	11	

资料来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 39 海外电解铝在建、拟建计划（万吨）

年份	地区	企业	产能	合计
2026	印尼	阿达罗/力勤魏桥	40	172
		信发（聚万、景泰）	85	
	印度	韦丹塔	20	
	越南	达农	15	
	安哥拉	华通	12	
远期规划	印尼	阿达罗/力勤魏桥	50	1010
		南山	150	
		信发(先锋)	60	
		阿萨汗	120	
		Harita 集团	100	
		东方希望集团	240	
	伊朗	南方铝业	35	
	沙特	创新材料	50	
	安哥拉	华通	24	
	安哥拉	江西百通	20	
	加拿大	力拓	16	
	越南	陈红泉	45	
	马来西亚	博赛	100	

资料来源：SMM，安泰科，铜冠金源期货

图表 40 2026 年印尼投产可能性评估（万吨）

项目名称	规划产能(万吨)	计划投产时间	投产可能性	关键风险点
华青铝业	50	已投产	高（已运行）	无新增产能计划
聚万铝业	50	2026H1	中等偏高	园区电力配套进度

泰景铝业	60	2026H3	中等	同一园区内项目竞争电力资源
Kaltara 二期	50	2026-2027	中等偏低	位置偏远，基础设施不足
Bintan 一期	25	2027 年	低	核电供电方案不确定性高

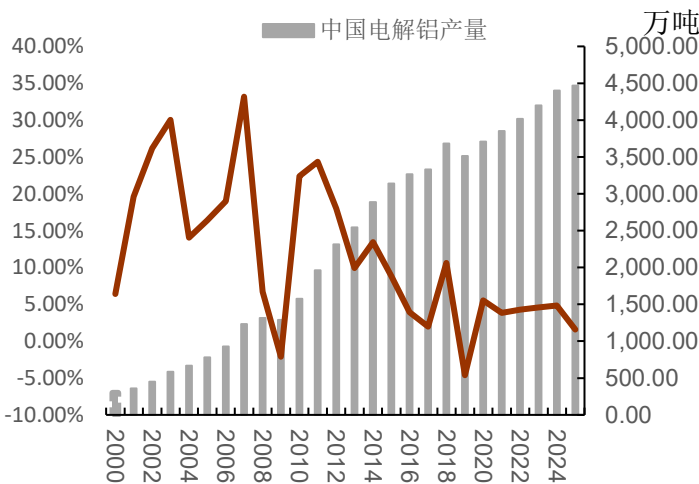
资料来源：SMM，安泰科，铜冠金源期货

图表 41 2026 年海外除印尼投产可能性评估（万吨）

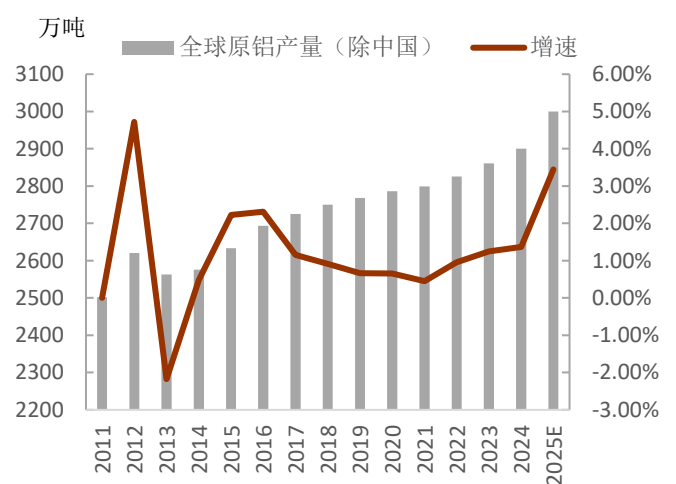
国家/地区	项目名称	规划产能（万吨）	2026 年可能贡献产量	备注
安哥拉	华通线缆	12	8-10	2025 年底投产，2026 年爬坡
越南	Tran Hong Quan 一期	15	8-10	计划 2026Q2，可能延迟
印度	韦丹塔新产能	43.5	15-20	2025 年 10 月投运，缓慢达产
小计		70.5	31-40	实际可能偏向区间下限

资料来源：SMM，安泰科，铜冠金源期货

图表 42 中国电解铝产量

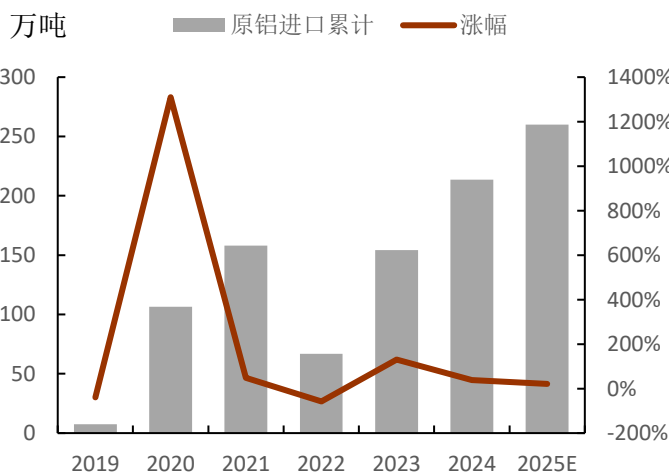


图表 43 海外电解铝产量

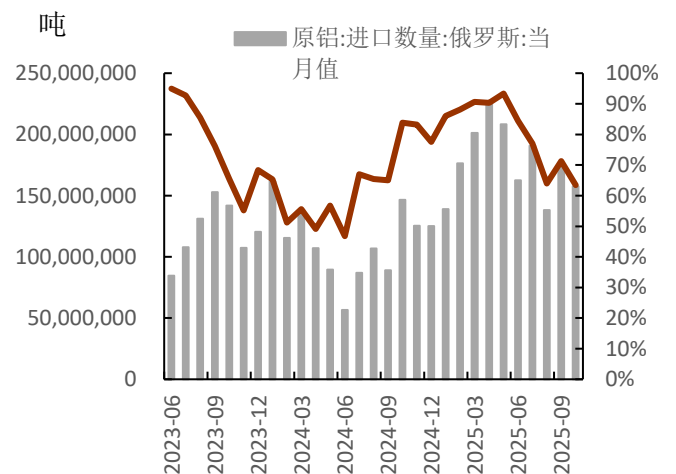


资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

图表 44 中国近年铝锭进口量



图表 45 进口俄铝所占比例



资料来源：百川盈孚，iFinD，铜冠金源期货

五、铸造铝

1、废铝偏紧，长时间为铸造铝提供成本支撑

铸造铝合金成本占比中 90%左右为废铝，3%为其他金属，剩下为燃料及其他成本。所以成本端我们重点分析废铝表现。

国内废铝供应由国产废铝和进口废铝组成。近些年经历过一系列政策调整，国内进口废铝经历过一波极速收缩到逐步扩张过程。2017 年及以前，废铝进口占总供应量的 30%以上，但 2017 年到 2019 年国内固体废物进口的政策收紧期，国内废铝进口量逐年下降。随后 2020 年全球疫情爆发，废铝进口业务受到重创，2020 年全年进口废铝总量仅为 82 万吨左右，处于历史低位水平。2020 年 10 月 16 日，生态环境部、海关总署、商务部、工业和信息化部联合发布《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项公告》，公告规定凡符合《再生铸造铝合金原料（GB/T 38472-2019）》标准的再生铸造铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口。新的政策落地之后，2021 年开始国内废铝进口总量恢复增长。2024 年 10 月 24 日，生态环境部、海关总署等六部门发布《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》。符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。本公告自 2024 年 11 月 15 日起实施。该公告破除了我国再生铝原料进口障碍，为合法合规进口提供了政策依据。但 2025 年 2 月特朗普政府宣布对铝产品加征关税但豁免废铝，如此欧州美洲废铝资源较多回流美国。同时东南亚的泰国与马来西亚受区域政治事件及非法出口团伙干扰，3-4 月后对华出口持续萎缩。另外 2025 年海外铝价持续较国内高，废铝价格进口优势并不明显，整体今年进口废铝量抑制。根据海关数据。2025 年 1-10 月，中国废铝进口累计 165.9 万吨，同比仅增加 0.2%。

国产废铝方面，根据有色网数据显示 2025 年 1-11 月国产废铝 780.24 万吨，同比增加 13.78%。2025 年国内废铝供应整体偏紧，一来国内房地产行业不景气，市场废旧型材类废铝供应明显收紧，导致完全使用这类废铝生产的再生铝棒企业，原料采购困难，产能无法释放，企业成本高企、利润逐渐收窄。二来工业产废增速放缓，终端消费不佳导致工业产废、新料边角料等废铝产出量增速明显下滑，国产废铝下行。另外影响国内废铝供应最重要的政策是“反向开票”政策。4 月份下旬国内“反向开票”政策落地，“反向开票”政策落地后，企业采购来源自然人的废铝需要代缴 1%增值税及 0.5%个人所得税，部分贸易商回收压价回收，同时自然人供货商多的废铝回收及再生铝加工企业废铝采购进入观望状态，此时国产废铝价格经历了一波快速上涨。整体而言，因国产废铝偏紧特点，加上税务申报和政策因素，国产废铝价格表现跟涨抗跌。

综合以上，国内 2025 年废铝（国产+进口）大约 1436 万吨，增幅 17.15%。其中国产废铝总量 1240 万吨，增幅 12.11%。进口废铝总量 196 万吨，增幅 10%。

对 2026 年废铝供应预期上，首先国产废铝来看：废铝新料方面，废铝新料主要来自于电解铝以及下游压延、铸造工艺产生的边角料以及残次品。该部分废铝主要受当年电解铝

消费量影响，根据近年原铝表观消费量预测，废铝新料呈缓慢正增长。废铝旧料方面，现阶段废铝旧料的回收主要来自于平均约 10-20 年间社会旧料回收而来，其来源涉及建筑、交通、电力、包装、耐用品等多个领域。其中以建筑，交通领域的回收料为主导。近年来，随着越来越多的废铝逐步进入回收周期，以及“以旧换新”等政策出台，旧料处于一个爆发式增加阶段。从长期来看，国产废铝旧料供应增速逐步加快。预计 2026 年国产废铝总量在 1430 万吨，其中废铝旧料 1050 万吨，增幅 21.11%，废铝新料 380 万吨增幅 1.88%。进口废铝方面，近几年国内废铝进口政策逐步适应，进口废铝量稳增。不过也出现了马来西亚与泰国在 2025 年相继遭遇政策与地缘双重冲击，出口通道被迫收窄、区域内再生铝需求快速扩张、港口拥堵与物流效率衰减及美国高额关税壁垒等问题，影响未来废铝进口量。因此我们认为后续国内进口废铝路线将是我国对进口废铝依赖度降低，重点进口来源国有明显变化，预计 2026 年国内进口废铝约 210 万吨，增幅 7.14%。

基于以上分析 2026 年国内废铝供应约 1640 万吨，增幅 21%，其中国产废铝 1430 万吨，增幅 15.3%，进口废铝 210 万吨增幅 7.14%，进口废铝占供应总量下滑至 12.8%。把时间线拉长看，2026 年废铝平衡预计仍然偏紧，后续逐步宽松。

2、铸造铝合金开工率较低，产能扩张受限

虽然我国再生铝企业数量众多，但其中大部分是规模较小的企业，竞争格局较为分散。据中国有色金属工业协会统计，行业平均产能约为 8.9 万吨，规模在 10 万吨以下的企业占比达 66.83%。近年来，随着行业规范的加强和环保要求的提升，一些小型和不符合标准的企业逐渐被淘汰，行业开始出现向规模化和集中化发展的趋势，市场集中度因此有所提升。当下，江西保太有色金属集团有限公司、肇庆市大正铝业有限公司、重庆剑涛铝业有限公司、立中集团、新格等都是铝合金行业的代表性企业。

近年来，为响应双碳政策并在电解铝产能受限的背景下减少对原铝的依赖，国内对再生铝产业的发展日益重视。再生铝行业迎合绿色低碳的发展趋势，契合环保和可持续理念，相关新增项目不断涌现，再生铝的产能也因此迅速扩张。根据 SMM，截止 2025 年底再生铝合金产能 1867 万吨。1-11 月全国再生铝合金产量约为 669.5 万吨，增幅 4.4%。其中铸造铝合金 ADC12 产量累计 365.9 万吨，占再生铝合金产量的 55%。

但是需要看到，近年因再生铸造铝合金产能过剩问题凸显，行业开工率长期徘徊于 50% 附近，激烈竞争持续压缩企业利润，致其产能扩张步伐放缓，2025 年再生铝全年产能增加 105 万吨，增幅 5.9%。未来再生铝合金在新能源汽车等领域的需求预计将增加，且随着政策的逐步完善，那些过度依赖税收优惠的再生铝厂可能面临淘汰。此外，新增产能扩张的速度可能放缓进而推动再生铝合金行业的开工率回升。

进出口方面，据海关数据 2025 年 1-10 月未锻轧铝合金累计进口 84.10 万吨，同比减少 16.4%。1-10 月累计出口 22.87 万吨，同比增加 13.8%。整体 2025 年国内铝合金净进口 61.32 万吨。国内因废料紧张，成本较高，导致国内低价资源减少，2020 年开始海外货源

持续净流入状态。根据前文我们分析国内外废铝价格表现，以及内外铝合金企业发展情况，预计 2026 年铝合金保持净流入。

3、铸造铝合金成本利润

ADC12 成本主要由五部分构成。①废铝原料成本：占比最大，因成分、出水率等因素的差异导致废铝价格有所不同，另外企业预处理方式、设备工艺等也会对废铝成本产生影响。②硅原料成本：企业主要使用通氧或不通氧 553#牌号。③铜原料成本：出于降本考虑，再生铝厂通常添加光亮铜线等废铜。④天然气费用：再生铝厂熔炼过程中多使用天然气作为燃料，单吨 ADC12 生产消耗 60-80 立方米天然气。⑤其他费用：主要包括熔炼过程中使用的添加剂等辅料、水电、人力、三费及折旧等费用。

我国再生铝企业的市场化程度和竞争强度较高。当前我国再生铝企业的产品同质化程度较高，因此再生铝行业内的产品毛利率普遍较低，近三年行业理论利润运行在 200-500 元/吨之间，偶有亏损。展望 2026 年，铸造铝成本中，废铝和铜价仍保持较高或者仍有涨幅的概率极大，预计明年铸造铝成本依旧坚挺为价格主要支撑。

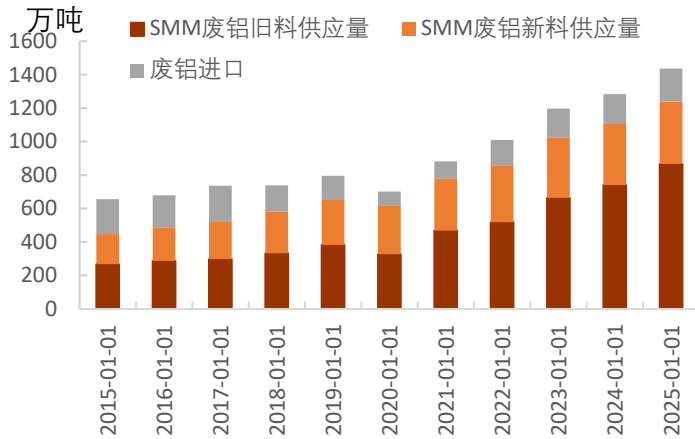
4、铸造铝合金消费平衡及观点

铸造铝消费领域主要是汽车、摩托车铸件、通信、机械设备、消费电子和电器等。其中汽车消费占比 63%，摩托车消费占 10%。根据中国汽车工业协会 2025 年 1-10 月汽车累计产量 2732.5 万辆，增 10.8%。根据中国摩托车商会 2025 年 1-10 月摩托车累计产量 1826.56 万辆，增 10.73%。在双碳目标、成本控制及技术进步驱动下，再生低碳铝合金材料需求持续攀升。

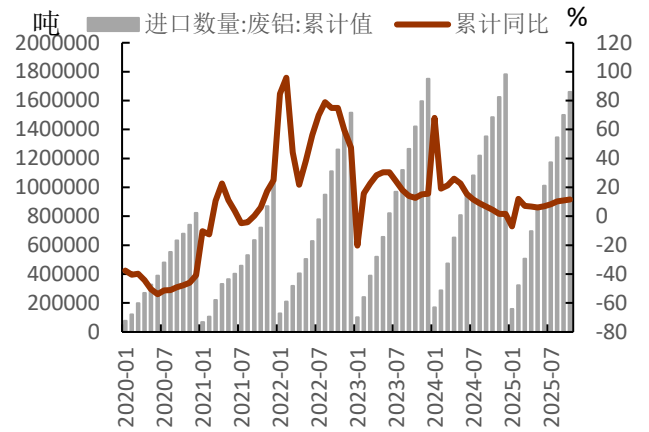
根据以上铸造铝供应端及消费端表现可见，铸造铝供应端存在建成产能过剩情况，但同时原料端废铝及低利润限制开工产能表现及产能扩张，消费端各版块正处于健康逐年增长的表现，因此铸造铝供需在微妙的平衡间摇摆。因此预计铸造铝价格难以走出因供需预期形成的独立的趋势性行情，未来铸造铝价格走势跟随成本波动。

从交易角度上看，因预计铸造铝跟随成本波动，成本中废铝跟随沪铝波动明显，所以铸造铝与沪铝走势有一定趋同性。但铸造铝消费终端的大头汽车的季节性明显，加上对宏观反应灵敏差异上，铸造铝和沪铝经常有季节性套利机会及宏观事件发生时的套利机会。消费季节性表现上，汽车七八月为传统消费淡季九十月为传统旺季，铸造铝和沪铝之间价差容易形成倒 V 价差，宏观反馈上，铸造铝对宏观反馈不如沪铝明显，容易形成阶段性价差扩大或缩小的走势，在这些节点都可进行相对应的套利操作。

图表 46 国内废铝供应组成及趋势

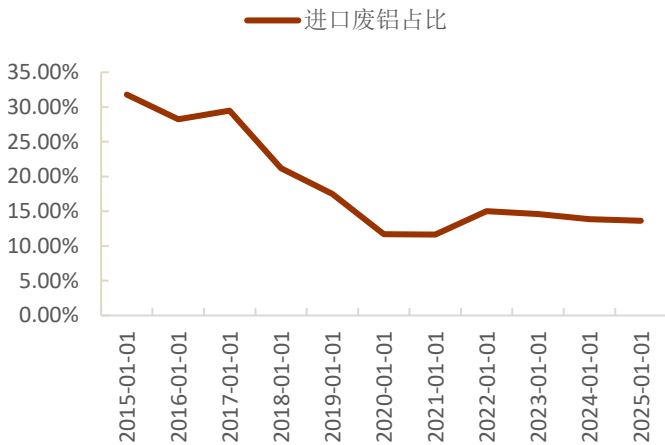


图表 47 废铝进口及增量

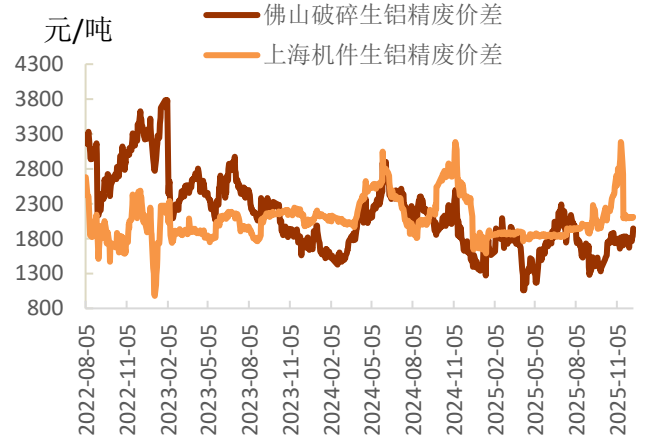


资料来源：我的有色，iFinD，铜冠金源期货

图表 48 废铝进口占比

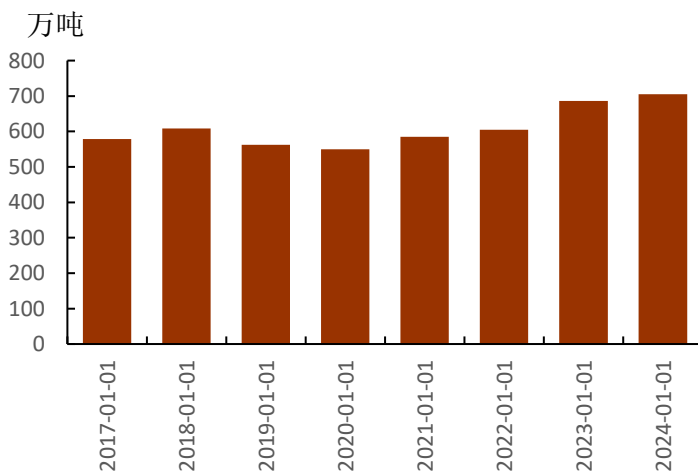


图表 49 佛山、上海精废价差

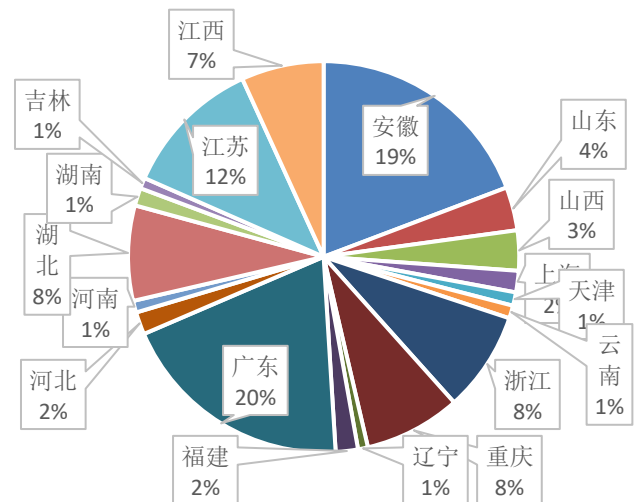


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 50 再生铝合金产量

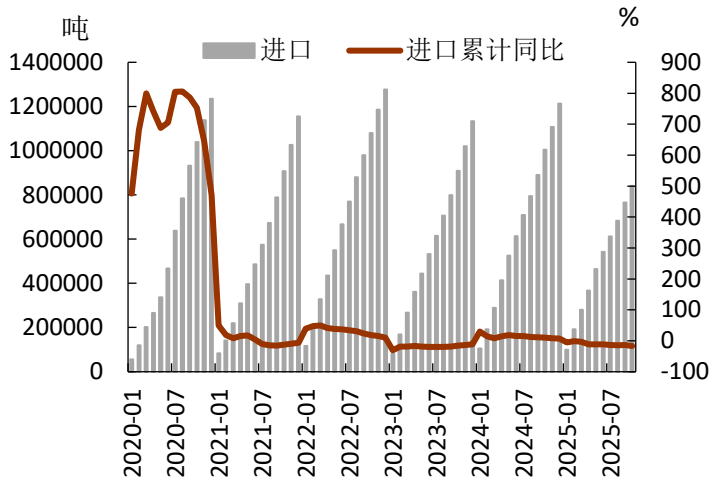


图表 51 国内再生铝合金产量分布

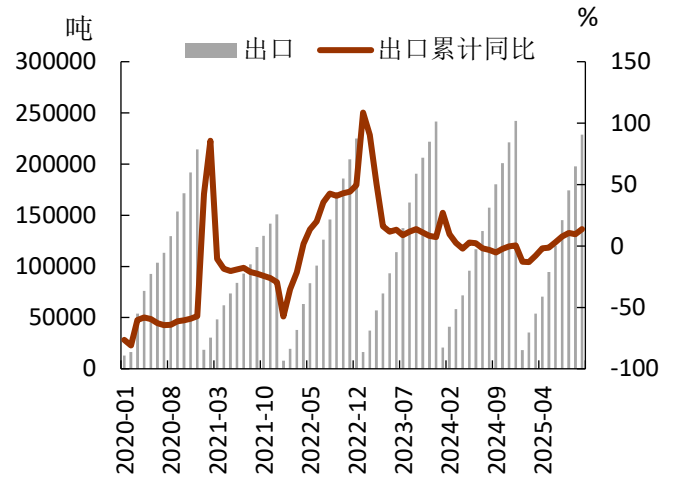


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 52 铝合金进口

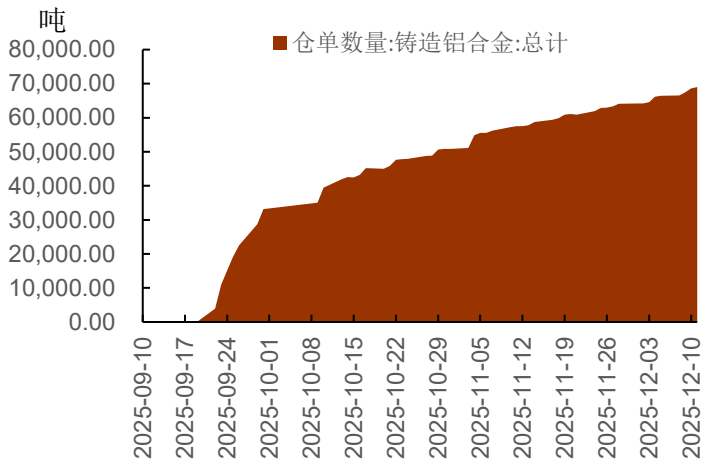


图表 53 铝合金出口

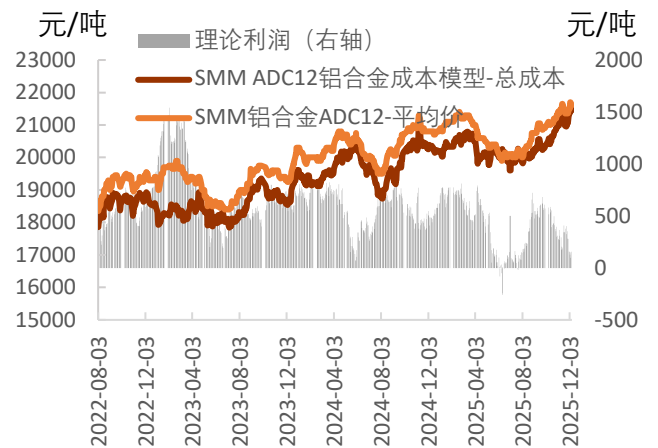


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 54 铸造铝交易所库存

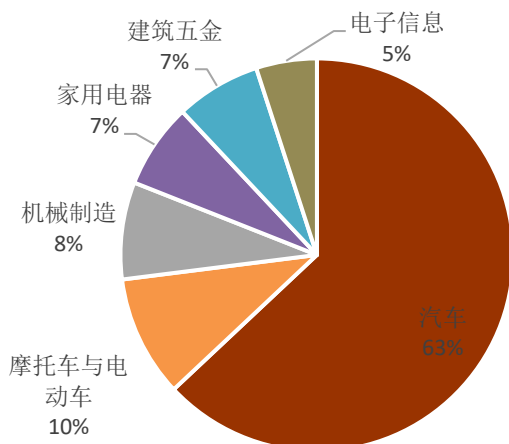


图表 55 铸造铝理论成本利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 56 铸造铝终端消费占比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

六、消费端

1、2026 年铝材出口仍有挑战

2025 年 1-11 月我国铝材出口 558.9 万吨，同比-9.2%。我国铝材出口遇到诸多挑战，国内取消出口退税，海外特朗普加征“301 条款”关税、对等关税等，因此铝材、铝制品出口至美国份额降低。预计 2026 年铝材出口仍有一定挑战，贸易摩擦依旧存在，市场各方仍在博弈，其他国家也不排除因政治博弈和产业保护，跟美国签订协议，影响中国铝材出口。不过目前铝材出口已在寻求多元化市场布局，降低对单一市场的依赖。通过开拓新的市场渠道，分散风险并寻找新的增长点。例如加大对巴西、阿根廷等拉美国家的铝材需求挖掘，同时布局东南亚、中东等基建驱动型市场，分散单一市场风险。

2、房地产

2025 年房地产仍处于筑底阶段，自 2024 年 9 月中央政治局会议表态“促进房地产市场止跌回稳”后，市场在 2024 年 4 季度至 2025 年 1 季度迎来本轮调整周期开启以来的第 4 次反弹，但伴随政策效果和预期效应走弱，二季度起房地产量价重新回落。同时可以看到 2025 年房地产政策整体推进不快，主要以专项债支持的存量土地收储和北上深限购政策调整为主。国家统计局数据显示，截止 2025 年 10 月，全国新建商品房销售面积累计同比降幅回落至-6.8%，销售额累计同比降幅扩大至-9.8%。房地产开发投资累计同比降幅扩大至-14.7%，新开工面积降幅仍接近-20%，房屋竣工增速也在-15%至-17%区间徘徊。因此，我们看到 2025 年房地产并未走向反转，更多的是政策预期下的阶段性修复，且这些修复并不是内需驱动的可持续增长。在此背景下，2026 年预计房地产仍将以调整为主，我们在中性情景下假设政策端延续审慎取态，房地产走势节奏和力度与今年相仿，考虑到库存去化周期或难在期内恢复至合理水平，房地产市场仍将处于磨底期，预计房企拿地、开工意愿仍承压，新开工面积同比跌幅略收窄至-16.1%；竣工端因基数降低，加上竣工端数据往前倒推 2 年左右的新开工数据，及当时 2023 年地产支持政策加码后销售面积出现的一轮改善，加上 2024 年地产企业的资产负债表已得到一定修复，销售面积降幅进一步收窄，我们预计明年竣工侧表现将有所改善，预计竣工面积同比下降收窄至 10%以内，乐观降幅或收窄至 6.7%，房地产相关的铝需求压力得到一定缓解。另外目前房地产板块用铝已将至 900 万吨左右，占铝消费降至 20%左右。其消费走弱拖对整体铝消费影响减弱。

3、电力

2025 年 1-10 月我国电网基本建设投资完成额累计 4824 亿元，增 7.2%，预计全年将再创新高。对于明年乃至后续几年我们认为电力板块都将保持较快增长，因为高比例新能源接入对电网承载能力提出极致要求。我国新能源年并网装机容量持续高位增长，部分地区

已出现“新能源等电网”现象。大规模新能源开发对输电通道、主干电网、配电网承载能力提出更高要求：一方面，新能源基地远离负荷中心，需建设更远距离、更大容量的输电通道；另一方面，分布式新能源爆发式增长，配电网需提升开放接入、协调互动能力，传统电网规划与运行模式难以适应高比例新能源并网需求。预计 2026 年电网投资基于保持稳定增长，且增长保持在整个“十五五”期间，结合用电量增长预期与“十四五”电源建设强度判断，我们预计 2026-2030 年国家能源局口径下的电网基本建设投资完成额将达到约 3.8 万亿元，对应年均投资额约 7500 亿元。电力板块对铝消费增长 65 万吨左右，增幅在 10% 左右。

全球正在进行的 AI 竞赛，现在已从“算力比拼”转向“电力对决”，2025 - 2026 年美国用电量创新高，部分地区电价飙升至 20 美分/kWh，数据中心密集区的电价更比五年前高出 267%。当 AI 电力需求持续高涨下，北美或上演缺电行情，海外电力系统升级改造“超级周期”已然开启，北美、欧洲等发达地区面临电网老旧、新能源转型带来的供需错配压力，叠加中东、拉美、澳洲等新兴市场的订单释放，海外需求可期。据 IEA 数据显示，海外电网投资规模约为中国的三倍至四倍。根据国际能源署的报告显示到 2030 年，全球数据中心电力需求将达到 945 太瓦时，占全球用电量近 3%，根据数据中心电力基础设施建设每兆瓦电力输送需要 1-2 吨铝的需求测算，到 2030 年电力需求达到 945 太瓦时，则共计需要 94.5-200 万吨铝，平均至每年约 25-50 万吨铝。

4、新能源板块

国内新增量的增速在 2023 年创下新高，年度新增量也从 2023 年开始跃升至 200GW 以上。但随着新能源规模越来越大，系统消纳压力也在加大，原有的保障性收购政策已难以适应发展需求，2025 年初 136 号文的出台明确了新能源全面入市的基本原则，引导装机向合理节奏发展。通过建立新能源可持续发展结算机制，做前后政策衔接，新老划分以 2025 年 6 月 1 日为界，政策引发上半年一波抢装热潮，新增窗机量再创新高，之后便出现明显回落。数据显示 1-10 月国内新增装机累计 252.87GW，增速 39.47%。全年新增装机预计在 280GW 左右。在 316 号文的持续影响及过去光伏装机的高基数影响下，光伏装机在 2026 年迎来负增长，预计国内新增装机 200-240GW，增速-17%至-28%，根据 1.9 万吨/GW 的耗铝量计算，光伏板块用铝量减少 80 万吨左右。

不过值得注意的是，新能源板块中，光伏投资回落的同时，风电投资有望上行，随着近两年多省陆续调整分时电价机制，以市场化手段破解电力供需平衡难题，光伏出力“黄金时段”被划入谷电，直接颠覆传统收益逻辑。从电网消纳角度看，风电具有更优的出力曲线和更高的容量系数。光伏出力高峰集中在午间，此时工业企业多午休、居民用电少，电网负荷低谷常出现“发用错配”，甚至负电价；而风电出力高峰在夜间和清晨，能与光伏形成“白天用光伏、晚上用风电”的互补，帮电网减轻调峰压力。我们比较看好在国家坚定低碳能源转型的背景下，市场倒向符合政策电价的风电板。2025 年 1-10 月国内风电装机

70.1GW，增幅 52.86%，2026 年风电装机按照 40%的增幅测算大约装机 110GW，风电装机的消费增量，弥补部分光伏用铝减量。

5、汽车

2025 年整体汽车市场保持良好发展态势，新能源汽车销量持续高增长，出口市场韧性较强。数据显示，1-10 月，我国汽车产销分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比分别增长 13.2%和 12.4%。1-10 月，新能源汽车产销分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1%和 32.7%。渗透率方面，1-10 月，新能源汽车新车销量达到汽车新车销量的 46.7%。1-10 月，新能源汽车出口 201.4 万辆，同比增长 90.4%。向后展望，国内汽车市场预计将进入“总量平稳、结构分化”的阶段，增长动力从“规模扩张”转向“高质量发展”。新能源车因 2026 年起，购置税优惠将由“全免”调整为“减半”，每辆最高减税额不超过 1.5 万元。政策边际收紧预计一定程度上提前预支了 2026 年的销量，导致 2026 年国内市场进入“微增长”甚至“存量博弈”阶段。因此，出口可能成为消化产能、维持增长的新“增长极”。市场主流预计 2026 年国内汽车销量微增 4%左右。新能源车增速放缓，但电动化趋势不改，新能源车渗透率超过 60%，增速放缓至 20%合计 1920 万辆左右。目前新能源车单车用铝量大约 160-200KG，则 2026 年新能源车用铝预计增加 57.6 万吨。未来汽车市场可能进入为增长或存量博弈阶段，但根据工信部《节能与新能源汽车技术路线图》未来单车用铝量目标是 250KG，在汽车市场庞大基数背景下，汽车用铝未来仍有增量预期。

6、储能

国内外储能未来或都将有较好增长，国内早期储能装机需求来源为发电侧强制配储，对于发电企业而言几乎是纯成本项，储能系统收益率、系统质量、供应商的利润均表现较差。在明确储能作为独立市场主体参与市场交易、136 号文取消强制配储及市场化交易扩大峰谷价差、完善储能容量电价机制等政策陆续推出，根据国家发展改革委、国家能源局印发的《新型储能规模化建设专项行动方案(2025—2027 年)》提出，到 2027 年全国新型储能装机规模要达到 1.8 亿千瓦以上，国内独立储能系统经济性迎来拐点。海外欧洲、澳洲等非美市场随着电芯降价实现储能平价、美国市场因 OBBB 法案抢装及 AI 电力需求、数据中心配储等需求高景气，总体推动储能需求高速增长。数据显示，2025 年前三季度全球锂电储能装机超 170GWh，同比增长 68%。其中国内新增并网 82GWh，同比增长 61%，海外储能 94GWh，同比增长 74%。预计 2025 年全年国内/全球储能装机 115/235GW，海外储能市场的爆发尤为显著。

储能板块用铝主要应用在储能电芯外壳、电池托盘、储能系统箱体、液冷板，以及散热器等关键部件。诸多板块耗铝量未见详细完整的测算方法，目前市场两种测算，一是 SMM 计算行业加权平均单耗，结合源网侧与用户侧两类储能系统的市场占比，以及中国储

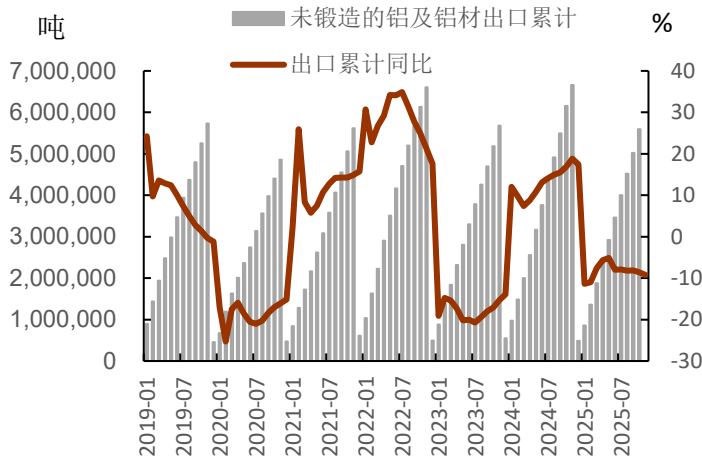
能电芯舱出货量数据进行加权测算，最终得出储能铝型材单耗为 880 吨/GWh。二是根据应用场景，追源测算铝锭消耗量，大约每 100GW 耗铝量在 16 万吨。2026 年储能市场新增装机预期市场分析较大，但都是较大正增速，主要是因国内市场市场化进程，海外新兴需求例如 AI 数据中心配储的不确定，增幅基本集中在 40%至 70%之间。基于国内政策及消纳需求，海外 AI 数据中心需求考量我们对 2026 年储能需求预期相对乐观，预计国内/全球储能新增装机将达到 172/399GW，增幅 50%/70%。国内耗铝量增加 8 万吨，海外耗铝量增加 17 万吨。

7、数据中心

数据中心的用铝量绝大部分集中在电力板块，但铝在数据中心的应用场景远不止电力一块，再加上数据中心或是未来几年铝需要主要增长点，因此我们单独作为一个板块分析。首先铝在数据中心的应用主要集中在散热、电力和结构三大系统。电力板块我们前文分析过，不再赘述，其次散热系统中，铝主要用于液冷散热器、冷板、机柜、热交换部件，根据数据显示，单座智算中心需超 800 吨的铝用量，单台 AI 服务器需要 15-20 公斤用于铝基散热材料。结构上，铝主要用于服务器机架、建筑型材、外壳，其需求量巨大，但目前没有统一单耗标准。

2026 年全球范围内已有多个具体的超大型 AI 数据中心或数据集群公布了明确的建设和投运计划，主要集中在海外市场。国内市场则更多体现为系统性的基础设施推进规划。海外主要是“星际之门”挪威项目，牵头公司为 OpenAI, Nscale, Aker，同两位 230MW 是欧洲最大的数据中心之一。Meta “Prometheus” 数据中心，由 Meta (Facebook) 牵头，涉及容量为 1GW，预计 2026 年上线。政府招标的新加坡 DC-CFA2 项目，正在接受申请，截止日期为 2026 年 3 月 31 日，将批准至少 200MW 的新增容量。由阿联酋政府主导的阿联酋“星际之门”数据中心，预计将于 2026 年以 200 兆瓦的载力投入运营。国内侧重于宏观政策引导和基础设施体系的搭建。根据 2025 年初发布的《国家数据基础设施建设指引》，到 2026 年的第一阶段目标是：利用 2 至 3 年左右时间，开展技术路线试点试验，支持部分地方、行业、领域先行先试，并完成国家数据基础设施建设的顶层设计。国内外的以上大型数据中心项目多位 AI 专用或准备，这类数据中心功率密度极高，必然会大规模采用液冷散热等先进技术，从而直接拉动铝材（特别是散热铝材）的需求。

图表 57 中国铝材出口

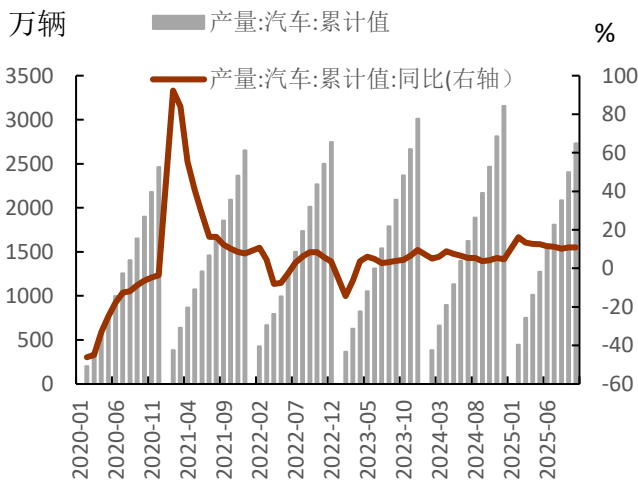


图表 58 房地产施工、竣工面积

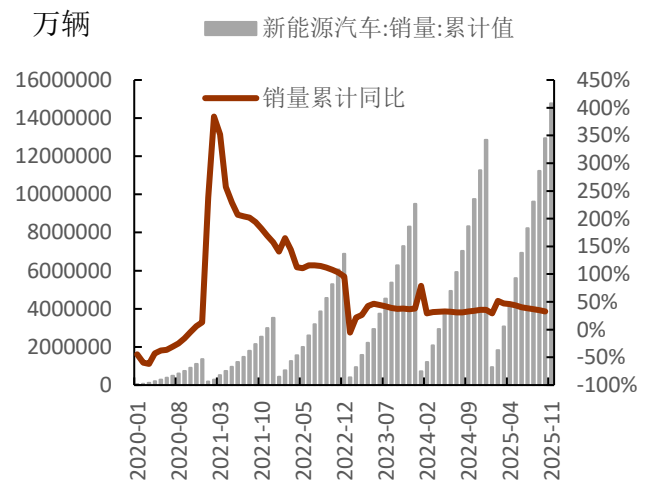


资料来源：我的有色，iFinD，铜冠金源期货

图表 59 中国汽车产量

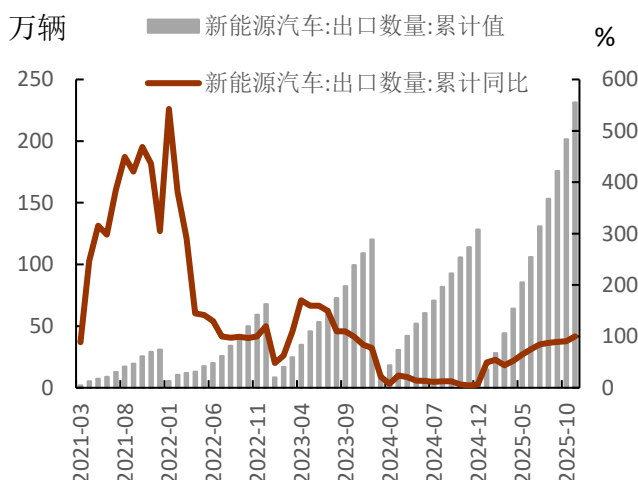


图表 60 中国新能源车销量

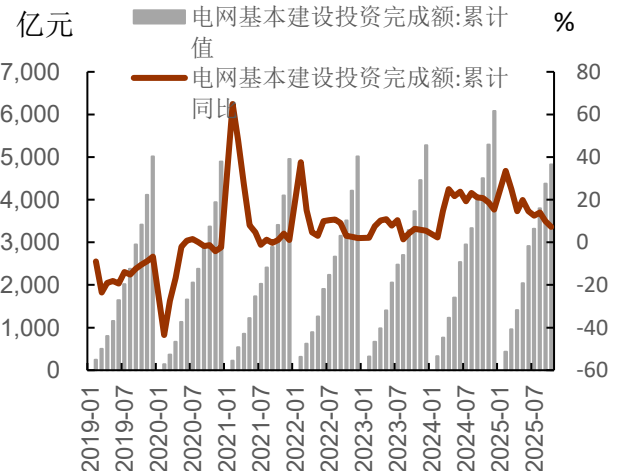


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 61 中国新能源车出口

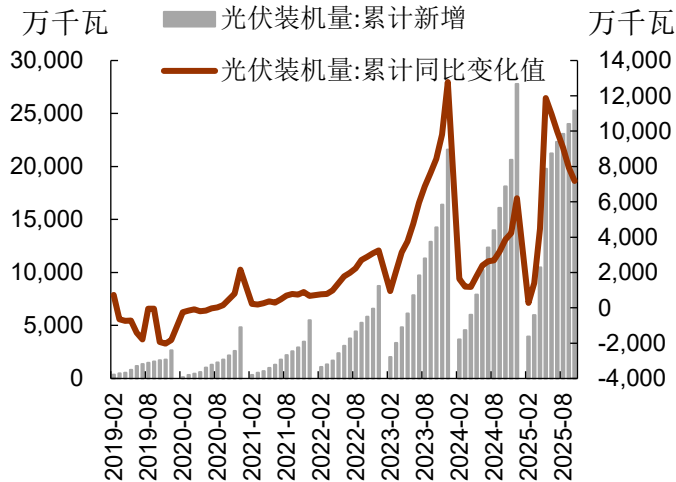


图表 62 中国电网投资完成额

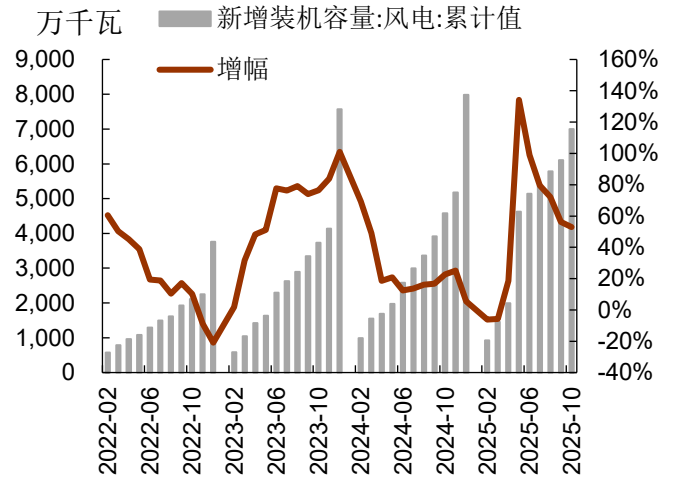


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 63 中国光伏装机量

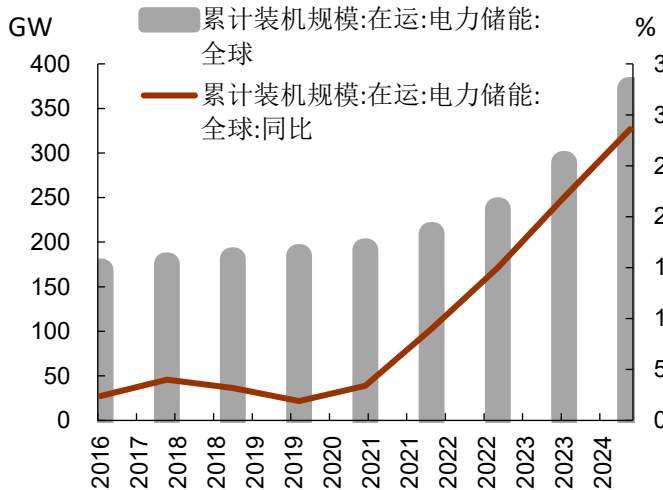


图表 64 风电装机

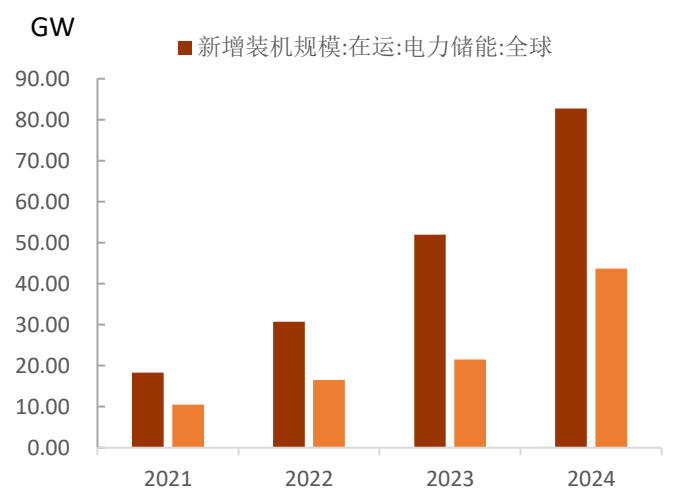


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 65 全球储能装机规模

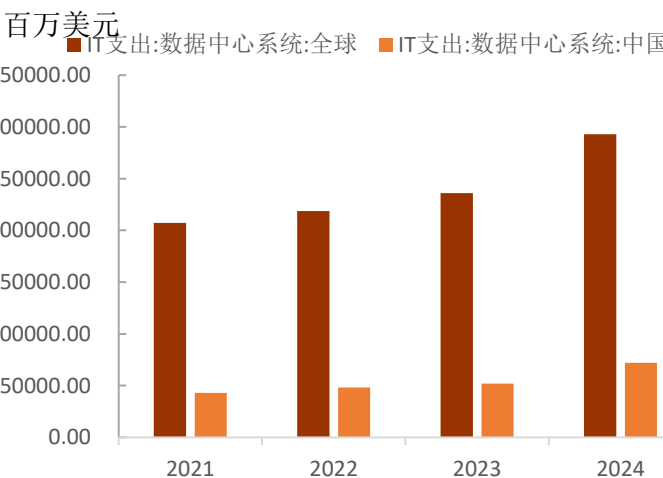


图表 66 国内外储能装机增长量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 67 全球储能装机规模



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

七、2026 年全球铝供应仍有缺口

图表 67 2025-2026 年中国电解铝供需平衡表（万吨）

2025-2026 年国内供需平衡预期							
日期	Q1	Q2	Q3	Q4E	2025E 合计	2026 合计	2026 年增速
运行产能	4380	4387	4404	4413		4450	
产量	1076	1096	1113	1110	4394	4438	1.00%
净进口	56	60	61	60	237	240	1.14%
总供给	1132	1156	1174	1170	4631	4678	1.01%
消费	1099	1189	1162	1170	4619	4670	1.10%

资料来源：铜冠金源期货

图表 68 近年全球电解铝供需平衡表（万吨）

近年全球供需平衡预期								
时间	2023 年	2024 年	2025E 年	2026E 年	2023 年增速	2024 年增速	2025E 年增速	2026E 年增速
产量	7026.2	7355.4	7394	7498	3.56%	4.69%	0.53%	1.41%
消费	7036.0	7349.4	7460	7550	2.69%	4.45%	1.50%	1.21%
过剩量	-9.8	6.0	-65.90	-52				

资料来源：铜冠金源期货

八、行情展望

氧化铝，2026 年国内外合计计划新增产能两千万吨，且因预计未来原料端矿石供应充足，氧化铝计划产能届时如期投产概率较大，而消费端近几年的合计增量不到一千万吨，其中 2026 年国内外电解铝产能增加为 200 万吨，且投产大多集中在下半年及四季度，需求增幅有限。供应明显过剩，氧化铝价格预计长期承压运行，博弈预成本线附近。考虑到矿端价格 2026 年还有下行空间，加上新增产能皆在成本较低地区，或拉低氧化铝行业平均成本，成本支撑下移，全年氧化铝期货主体运行区间较今年继续下探，预计在 2400-3000 元/吨，而海外成本优势强，预计国内重回净进口格局。

电解铝，海外接力国内成为供应端重要增长点，我们预计 2026 年全球铝供应增速预计 1.4%。因为印尼目前多数项目配套电源建设进度滞后，让产能释放增添阻碍，根据电力匹配和建设周期预估，明年印尼能顺利投产达产的产能极大概率低于计划量。印尼以外的其他地区新增投产量级较小，再扣除由于电气事故、电力合同到期无法续约的部分，实际供应增速或不及预期。消费端铝新的应用板块增长较快，例如 AI 数据中心、以及数据中心带来的电力板块需求、储能等需求增量覆盖传统消费板块房地产、出口的拖累项，消费保持增长。2026 年我们对铝供需仍有缺口的判断，配合宏观面美联储上半年仍会保持宽松态度，以及海外经济富有韧性的表现，铝价我们看好中长期表现偏强，尤其 2026 年上半年铝价表现。

铸造铝，铸造铝供应端存在建成产能过剩情况，单原料端废铝偏紧及低利润将限制铸

造率开工产能表现及产能扩张，消费端各版块正处于健康逐年增长的表现，因此铸造铝供需在微妙的平衡间摇摆。我们看好铸造铝价格难以走出因供需预期形成的独立的趋势性行情，未来铸造铝价格走势跟随成本波动。从交易角度上看，铸造铝消费终端的大头汽车的季节性明显，加上对宏观反应灵敏差异上，铸造铝和沪铝经常有季节性套利机会及宏观事件发生时的套利机会。

2026 年氧化铝运行 2400-3000 元/吨；沪铝主体运行 20000-25000 元/吨；伦铝主体运行区间在 2750-3600 美元/吨。

风险点：美联储超预期紧缩、美国陷入衰退、供应超预期

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 306 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 B1 栋 9 楼 910、911 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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B

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。