

国信期货有色（铝、氧化铝）月报 202506

铝、氧化铝

矿端供应干扰下氧化铝风险溢价或提升 淡季来临铝基本面支撑削弱

2025 年 5 月 25 日

● 主要结论

氧化铝而言，成本方面，几内亚铝土矿价格降至相对低位，但受到几内亚矿企被撤销采矿权事件的影响，矿石市场整体价格或出现反弹，带动成本上行。供应端，4-5 月集中减产规模的扩大使得氧化铝供应端逐渐出现缺口，随着价格反弹，行业利润的修复，前期减产产能的复产意愿将有提高，但部分产能后续仍有检修计划，预计供应端减产与复产并存的局面将持续。需求侧，国内电解铝产能维持高产能运行率，对氧化铝需求稳定，出口需求在氧化铝内外价差收窄下将出现边际减少。

整体而言，阶段性规模减产的影响显现，氧化铝库存降低，现货市场供应偏紧，价格反弹，将为近月合约的偏强运行提供动力。而氧化铝远月合约则更多受到矿端干扰事件的影响，在几内亚矿端的争端未明确解决前，市场或将持续给予远月合约风险溢价。预计氧化铝震荡偏强运行，上方压力位看向 3500 元/吨一线。

电解铝而言，成本方面，氧化铝价格反弹，将再度带动电解铝冶炼成本抬升，抬高电解铝的底部价格。供需方面来看，电解铝供应稳定维持在较高水平。6 月进入传统消费淡季，光伏“抢装潮”的结束将使得下游铝消费出现明显缺口。但电网订单的交付需求，以及“以旧换新”政策及“618”消费节点的共同推动下，6 月家电需求值得期待，叠加关税政策窗口期可能出现的“抢出口”效应，或将边际对冲消费淡季以及光伏需求透支后的缺口，整体而言，6 月下游需求走弱趋势不改，但程度或相对有限。铝锭库存处于绝对低位，但需求走弱下，库存拐点预计到来，减弱对铝价的支撑。

综上，成本上涨有望抬升铝价底部支撑，但整体供需基本面给予铝价的利多动力减弱，考虑到宏观情绪的多变性，预计沪铝于 19000-21000 元/吨区间震荡，以震荡思路对待。

风险提示：关税政策变化、矿端突发事件、极端天气、氧化铝产能投放不及预期。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116 号

分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

（一）氧化铝：强势反弹

5月以来，氧化铝期货价格强势反弹。

氧化铝价格在4月30日触及近一年内的新低后，进入5月逐渐开始向上反弹。亏损压力下，集中性减产规模扩大，并逐渐影响到现货供应，现货均价亦开始向上反弹，此外，国内大型氧化铝企业产能的负面新闻也一度使市场空头情绪受到打击，但在长期供应过剩的逻辑主导下，氧化铝期价的反弹在2900元/吨附近受到阻力。至5月16日，几内亚矿山采矿许可证被撤销的消息被证实，激发市场对于原材料供应的担忧情绪，推动价格强势上行，并突破3000元/吨压力位。

截至5月23日收盘，氧化铝主力合约收于3169元/吨，较4月30日上涨16.12%。

图：氧化铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

（二）沪铝：宏观情绪修复，再度站稳20000元/吨一线

5月以来，沪铝先抑后扬，月初回踩19500元/吨支撑，随后在宏观情绪的修复下，再度站上20000元/吨一线。

5月初，海外地缘争端再现，关税政策博弈未果，国内则加大宏观调控强度，推出一揽子货币政策措施，内外多空交织下，市场交易逻辑的切换再度放大铝价的波动率。随着需求淡季到来，出口需求的负反馈，以及成本的预期坍塌，4月以来铝价在工业金属中所体现出的抗跌性一度受到挑战，市场资金也预先放大对于淡季预期的交易，但考虑到多空交织的宏观环境再度放大铝价的波动性，库存去化仍对价格有一定支撑，铝价回踩重要支撑19500元/吨。然而，5月12日中美针对关税政策的谈判取得实质性进展，中美双方均大幅降低双边关税水平，结果超过预期，宏观情绪及风险偏好明显转好，也推动铝价再度偏强运行，向上突破20000元/吨的阶段压力位。随着宏观利好情绪的消化，铝价向上动力受到淡季预期限制，铝价在20100元/吨上下震荡企稳。

截至5月23日收盘，沪铝主力合约收于20155元/吨，较4月30日上涨1.23%。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云 国信期货

图：伦铝（电子盘）日K线图



数据来源：博易云 国信期货

5月以来，外盘铝价震荡偏强，截至5月23日下午收盘，暂报2461美元/吨。

二、宏观热点追踪

1. 美联储5月继续“按兵不动”

2025年5月8日，美联储5月FOMC会议召开，美联储全票通过，一致决定维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%不变，这是自2024年9月启动降息周期后的第三次暂停操作，也是连续第三次会议“按兵不动”。从美联储主席鲍威尔在新闻发布会中的声明来看，鲍威尔强调“经济前景的不确定性进一步增加”，并明确指出自上次会议以来“失业率和通胀上行风险已经抬升”，反映了美联储对特朗普关税政策可能带来的通胀上升、失业上升、增长放缓的担忧，当前操作空间已变得极其狭窄。整体较为偏鹰。

美国4月CPI同比低于预期，核心通胀持续下降。美国劳工统计局公布4月CPI数据：CPI同比增长2.3%，预期2.4%，前值2.4%；CPI环比增长0.2%，预期0.3%，前值-0.4%；核心CPI同比增长2.8%，为自2021年春季通胀爆发以来的最低速度；预期2.8%，前值2.8%；核心CPI环比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.1%。特朗普关税政策带来的冲击暂未在通胀数据上有所体现，传导仍需一定时间。美联储主席鲍威尔预计4月PCE可能达到2.2%左右。CPI及PCE数据都表明，美国当前物价仍然处于稳步回落当中。就业数据方面，美国劳工统计局本月2日公布的数据显示，4月份美国非农就业人数新增17.7万人，远高于市场预期的13.8万人。

以美国密歇根大学上周发布的消费者信心指数（CCI）为例。5月该数据的初值为50.8，连续第5个月下滑，不仅低于此前经济学家的普遍预期，更是创下美国有记录以来的第二低值。

美联储官员表示出对再通胀的担忧，并指出需要更多的数据来作判断，对美联储短期下调利率的态度并不乐观。

截至5月20日，据CME“美联储观察”显示，美联储6月维持利率不变的概率为91.4%，降息25个基点的概率为8.6%。美联储7月维持利率不变的概率为66.9%，累计降息25个基点的概率为30.8%，累计降息50个基点的概率为2.3%。

2. 中美关税政策再调整 宏观情绪修复

5月，中美针对关税政策的谈判出现实质性进展，且结果超过预期，关税政策再次做出调整，使得市场宏观情绪及风险偏好显著修复。

根据美国白宫的消息，美方对中方输美商品“对等关税”加征幅度将由125%降低至10%。根据中国商务部和财政部的数据，中方对美方输华商品关税加征幅度将由125%降低至10%。如果以美国特朗普政府对于1月20日之前的关税的估计为13%左右，通过经贸会谈，5月14日起美方对中方输美商品关税税率或调整为43%左右。中美关税超预期大幅降低。

事实上，从特朗普上一届任期开始，铝及铝材就一直是关税加码和各类反倾销制裁的重点对象，因此，近年来，我国铝企也加大了海外布局力度，以及通过转口贸易的方式降低关税负担，我国对美直接出口铝材的比重逐年降低。4月以来，特朗普对中国的关税一度加征至145%，并在此轮谈判下，再度下调。但由于对等关税没有涵盖Section 232已覆盖的铝及铝材，且特朗普第一任执政期内针对中国的Section 301关税，2025年用于保护美国本土钢铝产业的Section 232关税，和以“打击合成药物供应链”为由，对所有中国（含香港）原产商品普遍征收20%“芬太尼关税”（Executive Order 14195和14228），本次谈判均尚未涉及，因此，上述协议并未改变大部分铝材输美现行的关税。总结来看，目前中国直接出口到美国的铝材大致有4-5层关税。根据产品税号和反倾销政策的不同，最终各个产品税率有所差异。

展望后市，关税政策对于铝价的影响或将转向三大间接传导路径：一是关税政策的潜在调整可能引发的市场情绪波动；二是全球经济衰退预期对铝终端需求的压制效应；三是美联储货币政策导向下，资金在大类资产间的再配置对铝金融属性的边际扰动。需警惕上述因素通过预期差与流动性渠道对铝价形成的非线性冲击。

3. 国内重要宏观数据

国内数据来看，根据国家统计局数据，4月份，制造业采购经理指数(PMI)为49.0%，比上月下降1.5个百分点，制造业景气水平有所回落。4月份，非制造业商务活动指数为50.4%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。分行业看，建筑业商务活动指数为51.9%，比上月下降1.5个百分点；服务业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.2个百分点。从行业看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、保险等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间；水上运输、资本市场服务等行业商务活动指数均低于临界点。4月份，综合PMI产出指数为50.2%，比上月下降1.2个百分点，继续高于临界点，表明我国企业生产经营活动保持扩张。

据国家统计局，4月份，全国居民消费价格（CPI）同比下降0.1%，环比上涨0.1%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨0.3%，衣着价格上涨1.3%，居住价格上涨0.1%，生活用品及服务价格上涨0.2%，交通通信价格下降3.9%，教育文化娱乐价格上涨0.7%，医疗保健价格上涨0.2%，其他用品及服务价格上涨6.6%。在食品烟酒价格中，鲜菜价格下降5.0%，粮食价格下降1.4%，猪肉价格上涨5.0%，鲜果价格上涨5.2%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.5%。1-4月份，全国居民消费价格同比下降0.1%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.4%；全国工业生产者购进价格同比下降2.7%，环比下降0.6%。1-4月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格均比上年同期下降2.4%。

中国人民银行统计数据显示，2025年4月末，广义货币（M2）余额325.17万亿元，同比增长8%。狭义货币（M1）余额109.14万亿元，同比增长1.5%。流通中货币（M0）余额13.14万亿元，同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。

根据国家统计局的数据，2025年4月，规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，增速较3月收窄1.6个百分点。4月，社会消费品零售总额同比增长5.1%，增速较3月收窄0.8个百分点。1-4月，全国固定资产投资累计同比增长4.0%，增速较1-3月收窄0.2个百分点；其中，1-4月，民间固定资产投资累计同比增长0.2%，增速较1-3月收窄0.2个百分点。分行业来看，1-4月，制造业投资累计同比增长8.8%，增速较1-3月收窄0.3个百分点；基础设施投资累计同比增长10.85%，增速较1-3月收窄0.65个百分点；房地产开发投资累计同比下降10.3%，跌幅较1-3月扩大0.4个百分点。

国家统计局初步核算，一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。分产业看，第一产业增加值11713亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值111903亿元，增长5.9%；第三产业增加值195142亿元，增长5.3%。

进出口方面，据海关统计，2025年前4个月，我国货物贸易进出口总值14.14万亿元人民币，同比（下同）增长2.4%。其中，出口8.39万亿元，增长7.5%；进口5.75万亿元，下降4.2%。4月份，我国货物贸易进出口总值3.84万亿元，增长5.6%。其中，出口2.27万亿元，增长9.3%；进口1.57万亿元，增长0.8%。

4. 几内亚矿端再生事变

5月14日，几内亚过渡总统马马迪·敦布亚将军通过国家电视台宣布一项总统令，正式撤销多家矿业公司的46个采矿许可证，包括铝土矿采矿许可证6个，其中仅Axis为在采矿区，由顺达矿业和GIC租赁开采。5月16日下午，该矿区的采矿活动被叫停。

随后，几内亚政府陆续撤销部分矿山采矿许可证问题有进一步升级。据几内亚媒体报道，2025年5月20日星期二晚间，过渡当局在国家电视台宣读了一项法令，决定将多个采矿权划归为战略保留区，包括特许权、工业和半工业开采许可证以及铝土矿、铁、金、钻石和石墨的探矿许可证。

该法令指出：“根据2025年5月9日第D/2025-065/PRG-CNRD-SGG号法令、2025年5月9日第D/2025-066/PRG-CNRD-SGG号法令和2025年5月14日第D/2025-067/PRG-CNRD-SGG号法令第2条的规定，撤销了铝土矿、铁、金、钻石和石墨的采矿特许权以及工业和半工业开采许可证，根据《采矿法》第5条的规定，有关所有现置于战略储备区。”该法令还规定：“根据2025年5月14日第A/2025-480/MMG-SGG

号法令撤销的铝土矿、铁、金、钻石、贱金属、宝石、黑砂和锰的勘探许可证，2025年5月16日，根据《矿业法》第5条，这些也被列为战略储备区。”

战略储备区域是指，几内亚在境内设立的战略储备区域不进行任何采矿活动，既不属于推广区域、也不授予矿产证书。国家划定战略储备区域在于限制短期内过度开发国家矿产资源。这些保护区域不会授予任何国有企业或私有企业探矿许可证或采矿特许权证。只要它们仍属于保护区域，就不能进行任何采矿活动。

事件发生后的一周内，几内亚当局已撤销近200份被认定为不合规的矿业许可证，并将其纳入战略储备区。据阿拉丁消息，2025年5月22日星期四，几内亚总统府秘书长阿马拉·卡马拉将军与政府发言人共同主持新闻发布会科纳克里一就部分矿业公司矿业许可证被撤销一事作出详细说明。几内亚交通部长表示：“失去许可证的企业(若有意愿)未来在矿业特许权投放市场时仍可参与竞标，但需满足相关条件”。这意味着，被撤销采矿权的矿企或通过相关竞标途径重新获得采矿许可证，以恢复开采。目前来看，几内亚政府与矿企间仍处于博弈阶段，暂未有明确的解决途径，受影响的矿企复产时间暂不明晰，需持续跟进事态发展。

三、铝市分析

(一) 氧化铝

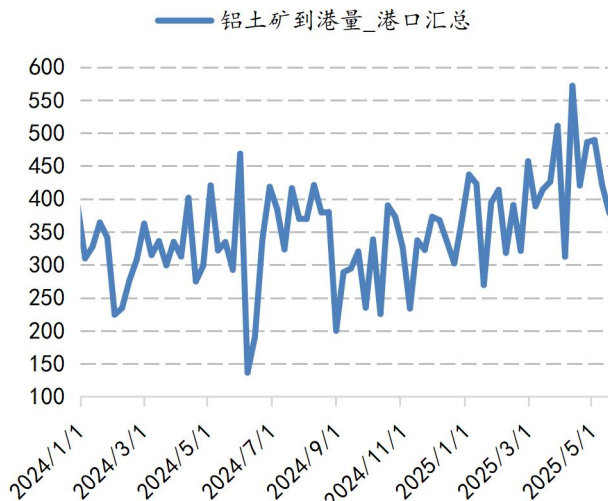
1. 几内亚铝土矿再现“黑天鹅”事件 原料供应担忧引发氧化铝期价强势上行

4-5月以来，整体铝土矿供应量继续增加。其中，进口矿石数量增加带动整体铝土矿供应量的增加。

据SMM数据，2025年4月，国内铝土矿产量约510万吨，月度产量同比上涨超7%，环比上月稍有下降。2025年1-4月，国内铝土矿产量1983.4万吨，同比增长11.2%。进口铝土矿方面，据中国海关总署，2025年4月中国进口铝土矿2068.4万吨，环比增加25.62%，同比增加45.44%，创历史新高。2025年1-4月，中国累计进口铝土矿6777万吨，同比增加34.3%。其中，4月几内亚铝土矿发运量预计超1750万吨，绝大部分运往中国，4月中国自几内亚进口1673.2万吨，环比增加28.72%，同比增加59.62%，单月进口量再创历史新高。此外，4月中国自澳大利亚进口268.0万吨，环比增加5.7%，主雨季结束后，自澳大利亚进口量逐渐回升，同比减少14.41%。2025年4月中国自土耳其、加纳、老挝、马来西亚、塞拉利昂、牙买加等14个非主流国家进口的铝土矿量共达127.2万吨，同比增加109.1%，占进口总量的6.15%。

图：铝土矿周度到港量（万吨/周）

图：中国铝土矿月度产量（万吨/月）



数据来源: SMM 国信期货



数据来源: SMM 国信期货

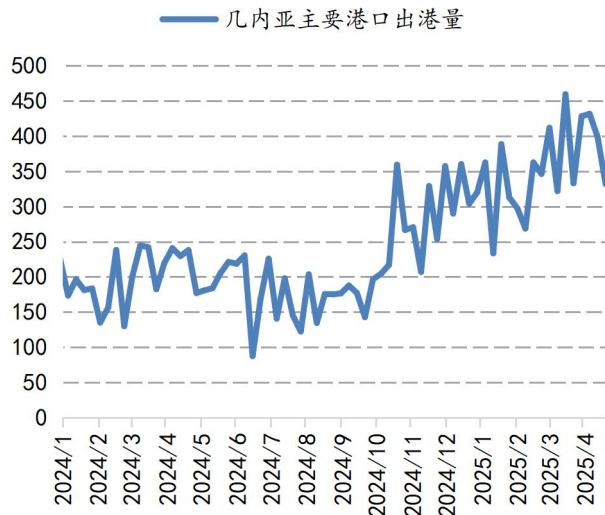
5月16日夜盘,国内氧化铝期货因几内亚矿业“大地震”而暴力拉升,主力合约半小时内涨停,涨幅超6%。此次波动源于几内亚的突发政策限制,以及全球资源民族主义的爆发。几内亚政府近期大规模撤销矿业许可证,包括Axis矿区停工,且随后矿业监管风暴也已从铝土矿扩散至黄金、钻石、石墨和铁矿石等多领域,标志着几内亚为代表的新一轮全球资源民族主义全面爆发未来将冲击不断。

据了解,Axis为在采矿区,涉及产能约4000万吨/年,由顺达矿业和GIC租赁开采,几内亚政府撤销Axis采矿许可证并将矿权无偿回归国有,顺达和GIC亟需和政府重新谈判租赁合同,目前具体恢复时间仍不明确。据阿拉丁数据,2024年,顺达铝土矿出货量为1970万吨,GIC出货量为350万吨。2025年前4个月,顺达已经发运铝土矿1159万吨,GIC发运430万吨。若考虑极端情况,年内该矿区无法恢复开采,或将给几内亚整体铝土矿产量带来1000万吨左右的产量损失。而从新增量来看,2025年,几内亚铝土矿新增项目较为可观,据WoodMac与阿拉丁的统计数据,若项目投产顺利,预计2025年几内亚铝土矿产量增长将达3500万吨,得以弥补Axis矿区停采带来的损失。

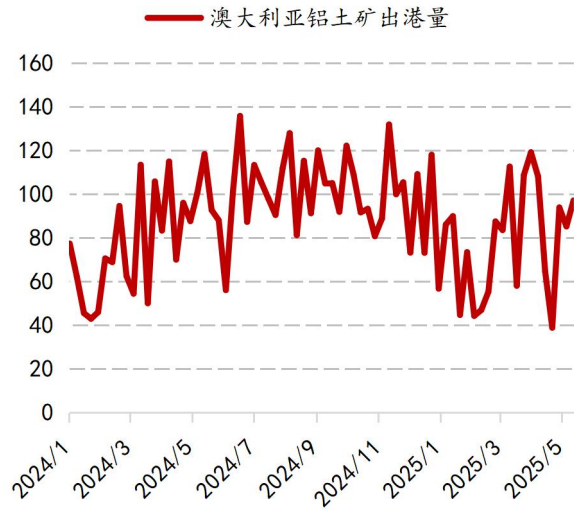
2025年,中国新投释放氧化铝产能约1320万吨,由于新产能基本使用进口几内亚铝土矿进行生产,对应几内亚铝土矿需求量约3036万吨。目前来看,几内亚铝土矿端仍存在许多不确定性因素,是否会有更多矿山受到类似停工指令也存在不确定性,若事态进一步恶化,叠加未来6月后即将到来的雨季,几内亚铝土矿供应量及出口量将出现明显下降。

图: 几内亚主要港口铝土矿出港量变化(万吨/周)

图: 澳大利亚主要港口铝土矿出港量变化(万吨/周)



数据来源：SMM 国信期货

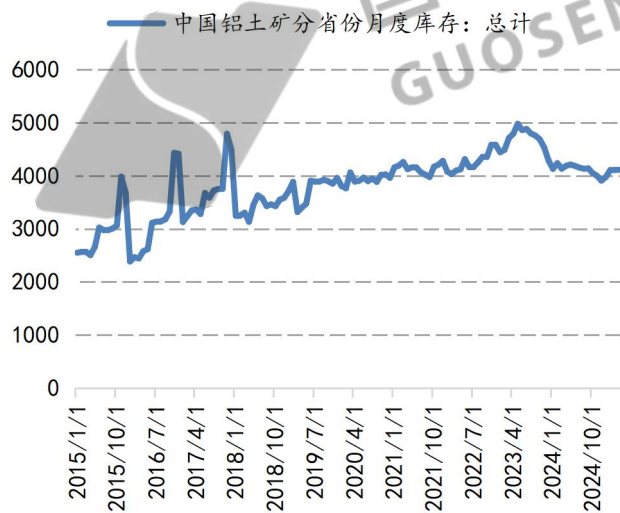


数据来源：SMM 国信期货

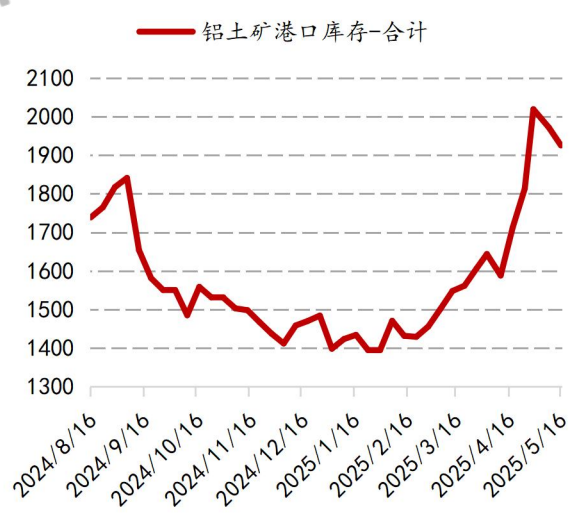
从目前国内铝土矿的整体库存数据来看，据 SMM 数据，截至 2025 年 4 月底，国内各主要省份的铝土矿库存为 4115 万吨，较 3 月小幅增加，铝土矿港口库存约 1925 万吨，均处于历史相对较高水平。高库存下，国内使用进口矿的氧化铝厂具备一定的原料安全垫。

图：中国铝土矿月度库存（万吨/周）

图：铝土矿港口库存（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货



数据来源：SMM 国信期货

整体而言，原料供应方面，国内铝土矿供应增量相对有限，6 月后，几内亚将逐渐进入雨季，发运量将呈现出下降趋势，但由于 4-5 月的发运高峰，6 月铝土矿到港量预计仍有增长，而矿端突发事件以及雨季影响下发运量的下降，将在后续 7-9 月的到港量上逐渐体现。

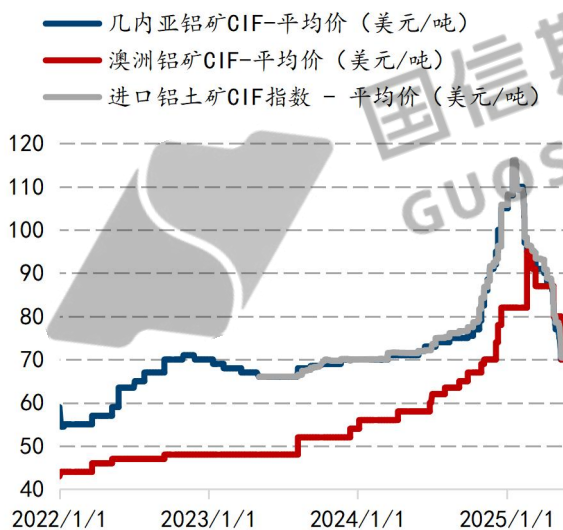
2. 成本下降价格上涨 氧化铝行业扭亏为盈

5月以来，氧化铝期、现价格均触底反弹，叠加铝土矿价格降至相对低位，氧化铝行业由亏损生产转为盈利，利润水平明显修复。

据SMM数据，截至5月22日，5月氧化铝行业平均完全成本为2850元/吨，较4月下降约230元/吨，主因铝土矿价格下降，5月行业利润由负转正，平均利润约1100元/吨。

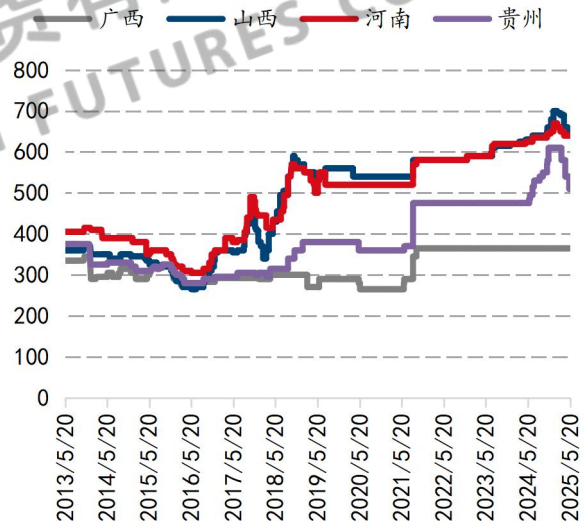
具体而言，用矿成本延续下降，依旧是氧化铝成本下行的主要推动力。从铝土矿价格来看，在矿山及供应过剩以及氧化铝厂亏损生产，压低原料采购价格的双周压力下，铝土矿价格不得不继续出现让步。进口矿石方面，据SMM数据，截至5月21日，几内亚CIF均价自77美元/吨降至70美元/吨，澳洲铝矿CIF均价自80美元/吨降至70美元/吨，进口铝土矿CIF均价自78美元/吨降至71美元/吨左右。国产铝土矿价格同样出现下跌，据SMM数据，5月以来，山西及贵州地区铝土矿价格分别下跌20元/吨和30元/吨，广西及河南地区矿石价格持稳。

图：进口铝土矿价格变化（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

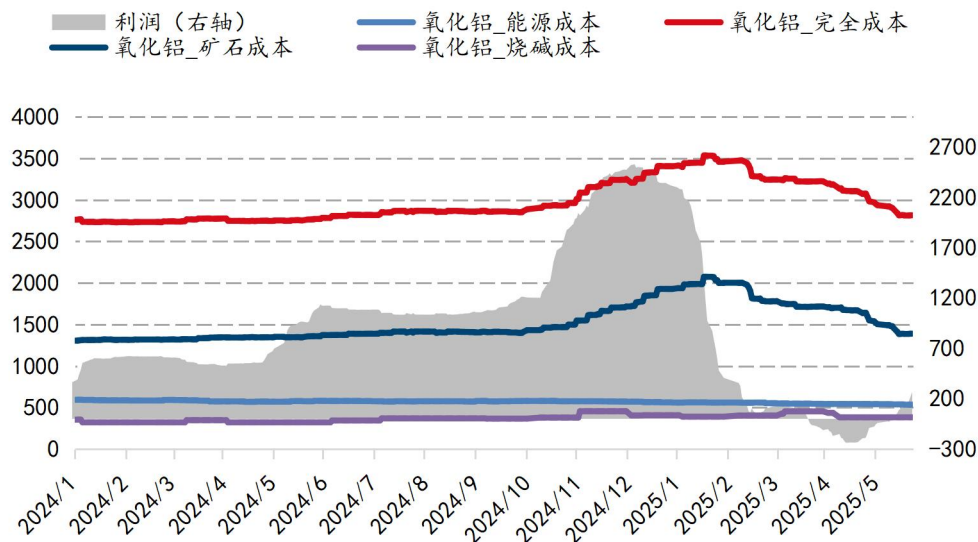
图：国产铝土矿价格变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

月内，烧碱成本持稳于382元/吨，能源成本则因煤炭消费进入淡季，自541元/吨下跌至533元/吨。

图：氧化铝成本及利润（元/吨）



数据来源: SMM 国信期货

考虑到几内亚矿端的干扰事件目前仍存在许多不确定性以及事态进一步恶化的可能性,在原料供应的担忧下,铝土矿价格可能出现反弹,从而用抬升氧化铝生产成本。另一方面,氧化铝价格也将同时受到成本上涨以及风险定价的双重影响,出现上行,因而,氧化铝行业利润有望进一步修复。

整体而言,未来6月氧化铝成本或仍由铝土矿价格变化主导,存在上涨空间,供应过剩压力下,氧化铝行业利润的修复能力将更多依靠供应端的调节,若5月累积减产规模扩大,进一步推动氧化铝价格反弹,行业亏损压力有望出现阶段性缓解。

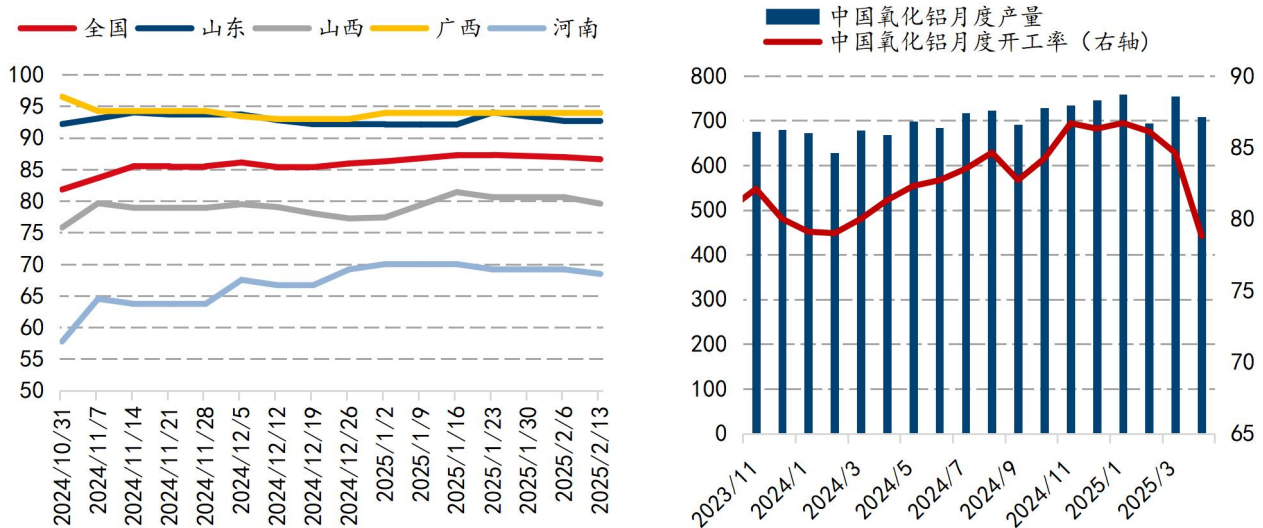
3. 氧化铝产能开工率持续下行 出现阶段性供应缺口

4月以来,氧化铝产能迫于成本压力出现大规模集中性减产,逐渐对现货供应产生影响,并在5月持续发酵。5月以来,氧化铝减产、复产、新产能释放并存的局面延续,氧化铝整体产能开工率延续下降趋势。

国内方面,据SMM数据,截至4月底,中国冶金级氧化铝的建成产能为10922万吨左右,实际运行产能环比下降3.22%,开工率为78.76%。从5月周度产能开工率来看,截至5月22日,全国氧化铝产能周度开工率为78.01%,月内氧化铝周度产能开工率持续下降,至月末才有小幅回升。产量方面,国家统计局数据显示,2025年4月中国氧化铝产量732.3万吨,由于开工率下降,预计4月国内氧化铝产量环比有小幅下降,同比增长6.7%;1-4月累计产量2991.9万吨,同比增长10.7%。

图: 氧化铝周度产能开工率 (%)

图: 氧化铝月度产量及开工率 (万吨/月, %)



数据来源: SMM 国信期货

数据来源: SMM 国信期货

进入4月以来,随着氧化铝价格持续下行,行业亏损范围扩大,亏损时间持续,供应端检修停产的消息络绎不绝,且呈现出影响产能规模扩大的特点,期间,北方产区陆续出现减产产能涉及百万吨级,影响周期在15天左右的情况,阶段内的集中性减产逐渐影响到现货市场的供应量,氧化铝社会库存也从4月中下旬开始出现去库,使得期、现价格在4月底至5月初开始出现反弹。至5月中上旬,氧化铝行业平均利润仍处于负值,供应端氧化铝厂实施减产检修的情况持续发生,且部分在减产企业有长期压产计划。新产能投产方面来看,亏损压力并未对新产能的释放产生阻碍。据Mysteel调研了解,2025年1-4月份共计新投460万吨产能,5月仍有260万吨的产能新投计划。整体而言,供应端呈现出减产与新产能释放并存,产能开工率持续下降,现货供应量收紧,但长期供应过剩预期存在的状态。

海外方面,百川盈孚统计,2025年4月全球(除中国)电解铝产量为232.75万吨,同比减少3.80%,环比减少3%,截至2025年4月底,全球(除中国)氧化铝建成产能为8815万吨,开工产能6555万吨,开工率为74.36%。预计2025年5月全球(除中国)氧化铝产量为462万吨。

据中国海关总署数据,2025年4月进口氧化铝1.07万吨,同比减少90.1%;4月氧化铝净进口-25.22万吨。2025年1-4月,中国累计进口氧化铝9.95万吨,同比减少90.6%。进口量对于整体供应的补充有限。

就未来而言,减产、复产与新产能释放并行的局面预计有所持续。首先,整体二季度共有约520万吨具备显著成本优势的新产能待释放,目前进口矿石端虽然出现突发干扰事件,但考虑到国内铝土矿库存较高,且对近月铝土矿到港量及几内亚发运量影响不大,行业利润也正处于上修状态,新产能的释放预计仍然顺畅,前期停产产能的复产意愿也将逐渐增强。另外,海外澳洲与印度仍有减产产能待复产。目前来看,虽然现阶段因产能的集中减产导致供应缺口的出现,但长期来看氧化铝供应过剩的预期仍然难以证伪,对氧化铝上方价格形成压制。仍需要持续关注氧化铝产能的运行情况,以防出现过大的预期差风险。

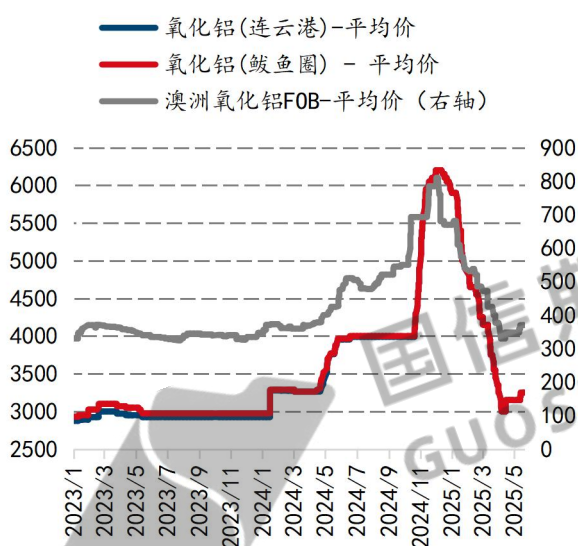
4. 氧化铝出现阶段内供应缺口

氧化铝的国内需求整体较为稳定，出口需求出现边际走弱。

国内需求来看，月内下游电解铝产能维持稳定运行，国家统计局数据显示，4月电解铝产量375.4万吨，环比基本维持稳定，同比增长4.2%；1-4月累计产量1479.3万吨，同比增长3.4%。

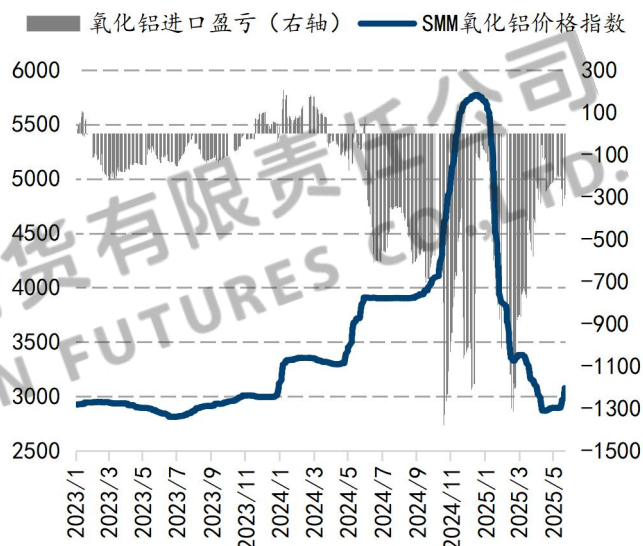
出口方面，据SMM数据，截至5月22日，澳洲氧化铝FOB均价为370美元/吨，较4月底上涨22美元/吨，5月平均内外价差较4月稍有扩大，至240元/吨附近，继3月后氧化铝进口及出口窗口已持续2个月处于关闭状态。据中国海关总署数据，2025年4月中国出口氧化铝26.29万吨，环比下降11.5%，同比增长101.6%，4月氧化铝净进口-25.22万吨，2025年1-4月，中国累计出口氧化铝96.45万吨，同比增加74.7%，中国累计净进口氧化铝-86.5万吨。

图：进口氧化铝价格（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

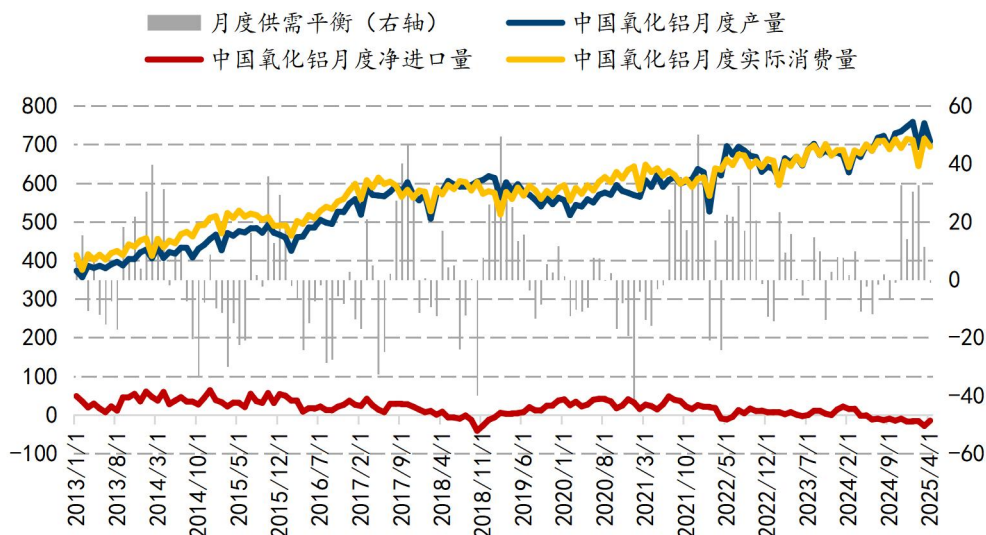
图：氧化铝进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

从氧化铝的整体供需平衡来看，氧化铝在连续五个月出现过剩后，2025年4月首次出现年内的月度供应缺口。考虑到集中减产的影响持续发酵，且5月氧化铝产能开工率仍不断下降，且国内需求稳定，出口需求边际走弱的情况下，预计5月氧化铝供应仍将有缺口，未来6月或出现改善。

图：氧化铝月度供需平衡（万吨/月）



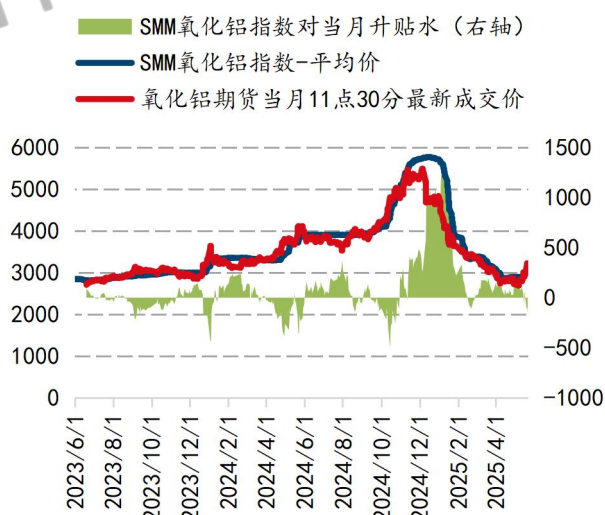
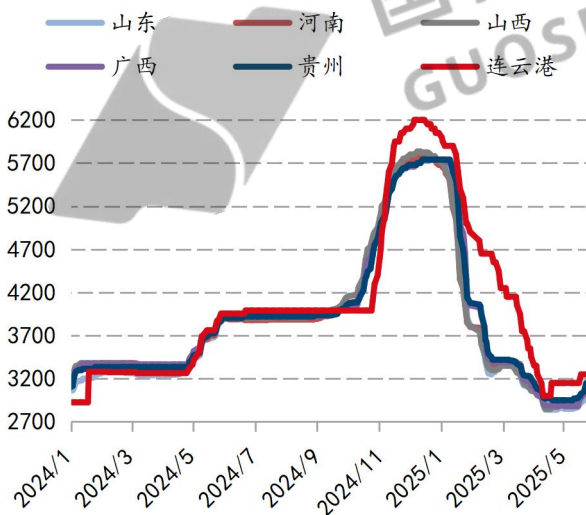
数据来源：SMM 国信期货

5. 现货价格强势反弹

4月中下旬以来，氧化铝现货市场看空情绪持续缓和，价格也自2870元/吨的低位持续向上反弹。

图：各地氧化铝现货价格（元/吨）

图：氧化铝期现价格走势（元/吨）



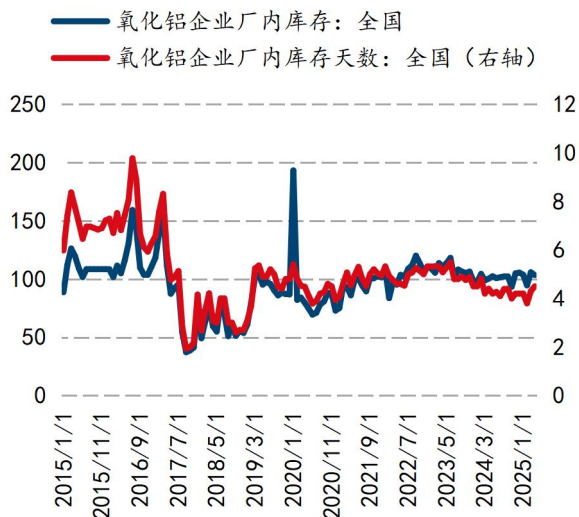
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

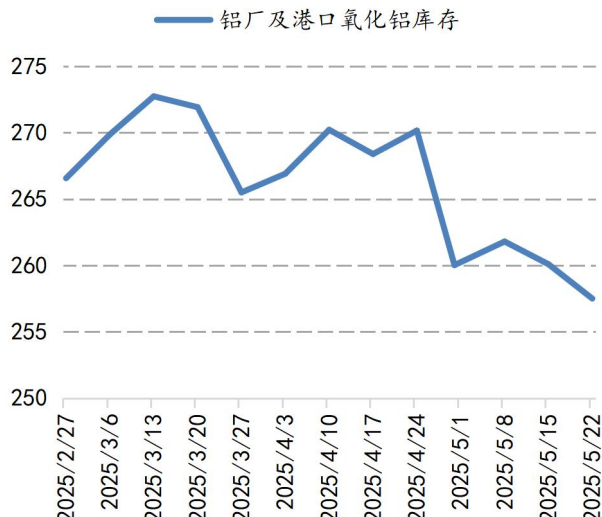
月内，氧化铝主要产区成交价格均出现上涨，且价格涨幅在几内亚矿端的干扰事件爆发后，明显扩大。据SMM数据，截至5月22日，氧化铝现货价格为3077.42元/吨，5月氧化铝现货平均价格约为2942元/吨，较4月均价上涨约27元/吨，随着氧化铝期价的快速上涨，现货逐渐贴水于期货，且贴水有扩大趋势。

图：氧化铝企业库存（万吨/月，天）

图：铝厂及港口氧化铝库存（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

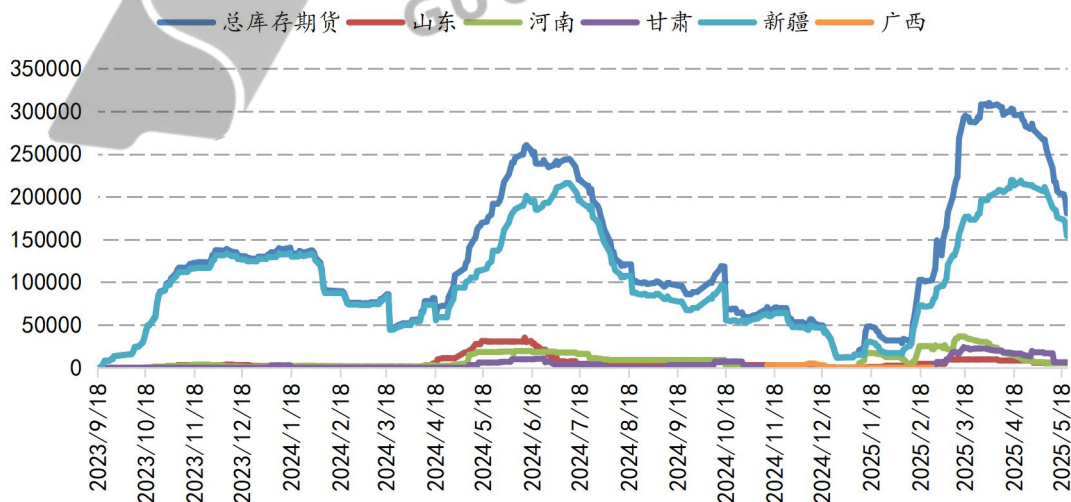


数据来源：SMM 国信期货

后市而言，受到氧化铝供应量收紧以及矿石价格预期上涨的影响，现货市场的上涨情绪预计有所延续，但考虑到随着利润修复，停产产能复产意愿提高，供应量的恢复将逐渐限制价格上涨空间。

6. 月内氧化铝期货库存持续下降

图：SHFE 氧化铝期货库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

进入5月后，氧化铝期货总库存自高位持续下降，至5月22日，总库存期货已降至180695万吨。

展望后市，成本方面，几内亚铝土矿价格降至相对低位，但受到几内亚矿企被撤销采矿权事件的影响，矿石市场整体价格或出现反弹，带动成本上行。供应端，4-5月集中减产规模的扩大使得氧化铝供应端逐

渐出现缺口，随着价格反弹，行业利润的修复，前期减产产能的复产意愿将有提高，但部分产能后续仍有检修计划，预计供应端减产与复产并存的局面将持续。需求侧，国内电解铝产能维持高产能运行率，对氧化铝需求稳定，出口需求在氧化铝内外价差收窄下将出现边际减少。

整体而言，阶段性规模减产的影响显现，氧化铝库存降低，现货市场供应偏紧，价格反弹，将为近月合约的偏强运行提供动力。而氧化铝远月合约则更多受到矿端干扰事件的影响，在几内亚矿端的争端未明确解决前，市场或将持续给予远月合约风险溢价。预计氧化铝震荡偏强运行，上方压力位看向 3500 元/吨一线。

（二）铝

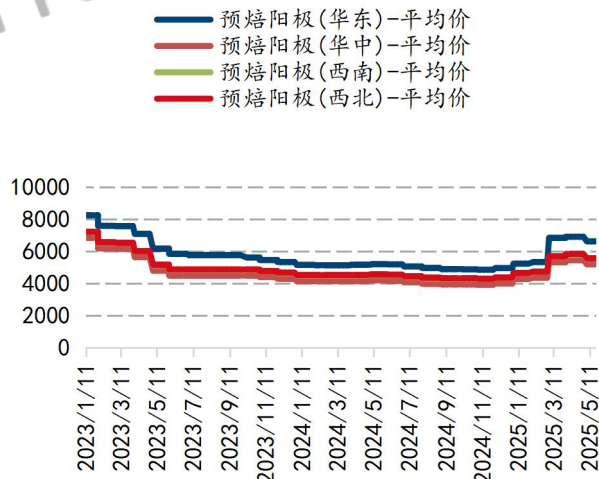
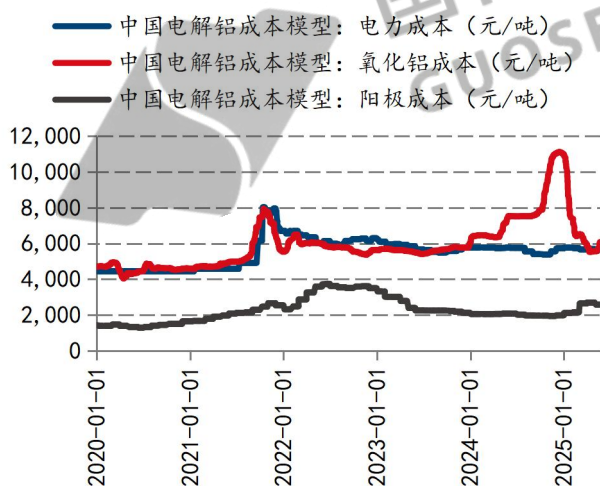
1. 铝冶炼成本小幅下行 行业维持高盈利能力

5 月以来，氧化铝价格反弹，而电力成本下行，电解铝冶炼成本小幅下降。受宏观情绪修复影响，铝价亦偏强运行并再度站上 20000 元/吨一线，使得行业平均利润再度扩。

据 SMM 数据，截至 5 月 22 日，电解铝平均成本约 16944 元/吨，5 月平均成本为 16588 元/吨，较 4 月 16630 元/吨下跌约 0.25%。其中，氧化铝成本月内整体上涨近 2%，使得电解铝成本降幅收窄。截至 5 月 22 日，5 月电解铝行业平均利润为 3446 元/吨，较 4 月上涨 3.76%。

图：电解铝成本模型（单位：元/吨）

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）

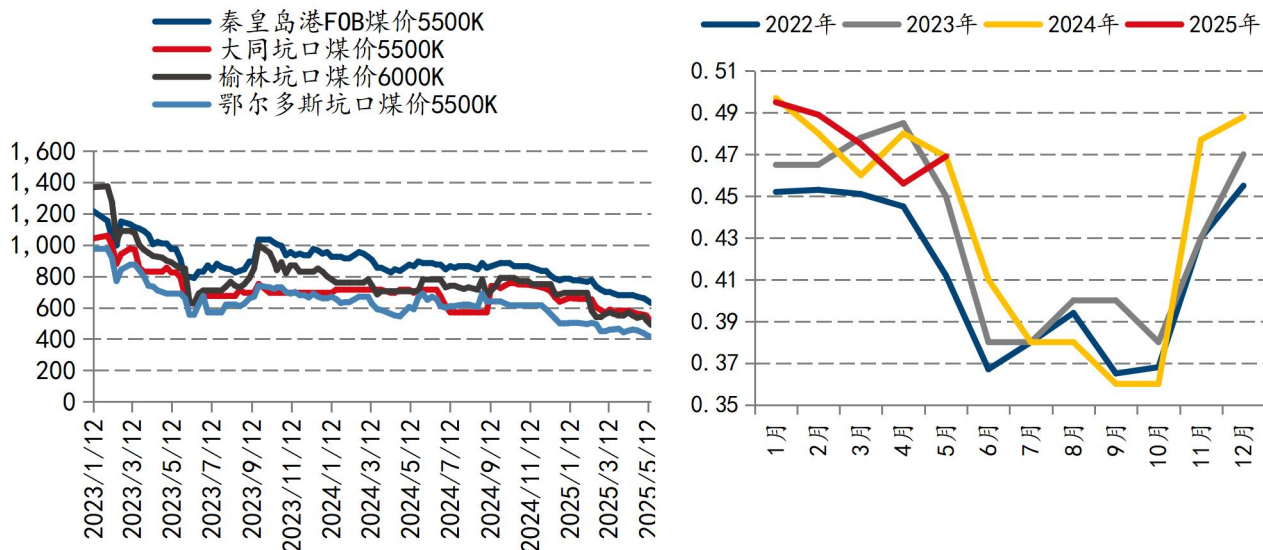


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：主要产区坑口煤价格变化（单位：元/吨）

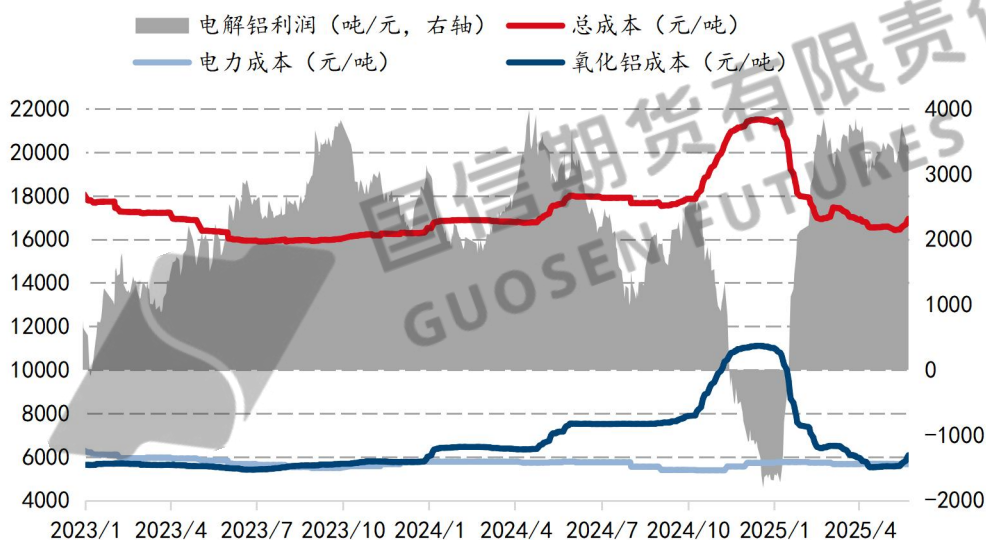
图：云南基准电价（含税）季节性变化（单位：元/度）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：南方电网 国信期货

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

电力成本方面，据 SMM 数据，5 月行业平均电价自 0.421 元/度小幅下降至 0.42 元/度，平均电力成本下降至 5670 元/吨，较 4 月降低 13 元/吨。月内预焙阳极成本持稳。

展望 6 月，煤炭迎来需求淡季，西南地区逐渐转入丰水期，水电价格预计继续下降，氧化铝价格再度上涨，且由于海外矿端的干扰事件，价格上涨的空间被打开，预计未来一个月将带动电解铝成本显著上涨。整体而言，电解铝冶炼成本预计上涨，抬升铝价的底部支撑，由于接下来将进入消费淡季，成本端对于铝价的支撑作用或有所凸显，电解铝行业利润有望继续维持在 2000 元/吨以上的较高水平。

2. 铝供应能力维持强势

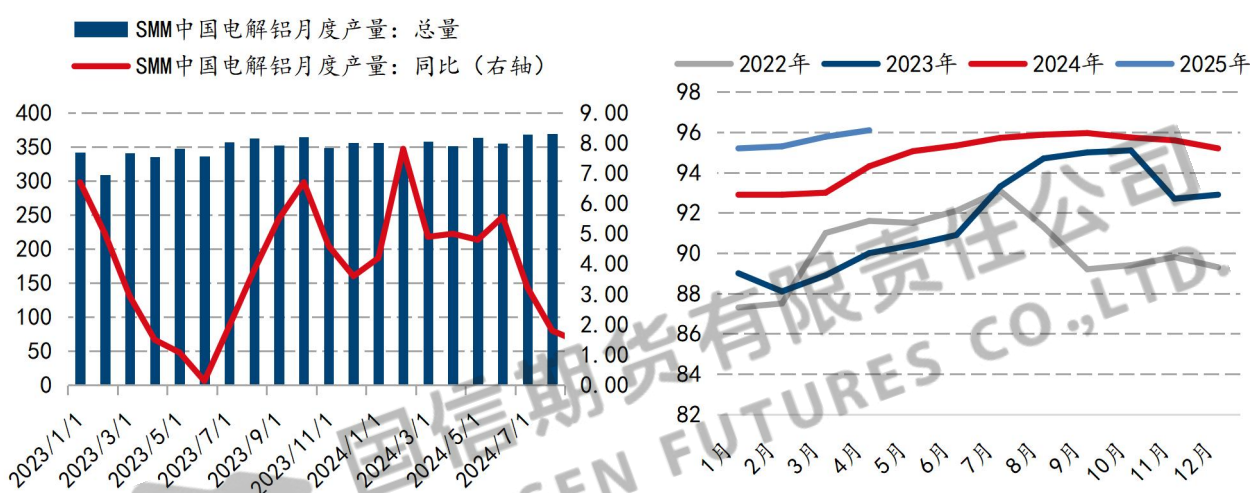
高利润之下，铝厂产能运行稳定，4-5月，国内电解铝供应能力继续稳定维持在较高水平。

产能运行情况来看，据SMM数据，截止到4月份底，国内电解铝建成产能约为4569万吨，国内电解铝运行产能约为4391万吨，产能运行率为96.1%，环比上涨0.3个百分点，同比增长1.8个百分点。新增运行产能方面，目前川渝地区电解铝厂基本复产完成，运行产能增加；青海某铝厂置换升级项目已满产运行。减产方面，山西和重庆个别铝厂陆续小幅检修，运行产能共小降2万吨/年。此外根据SMM消息，某铝厂月内开启首批20万吨/年山东搬迁至云南的电解铝置换项目。

产量方面，国家统计局数据显示，中国2025年4月原铝（电解铝）产量为375万吨，产量环比上月基本持平，同比增长4.2%。1-4月累计产量为1479万吨，同比增长3.4%。

图：中国电解铝月度产量（万吨）

图：中国电解铝开工率季节性变化（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

进出口方面，据海关总署数据显示，4月，我国进口原铝25.1万吨，环比增长12.8%，同比增长14.7%，俄罗斯进口量自去年10月以来持续增长，4月进口22.6万吨，环比增长12.4%，占比达90.3%。原铝出口1.4万吨，环比增长54.6%，同比增长11.9%。1-4月，我国累计进口原铝83.4万吨，同比下降11.3%，其中自俄罗斯进口占比88.8%；累计出口3.5万吨，同比增长139.6%。

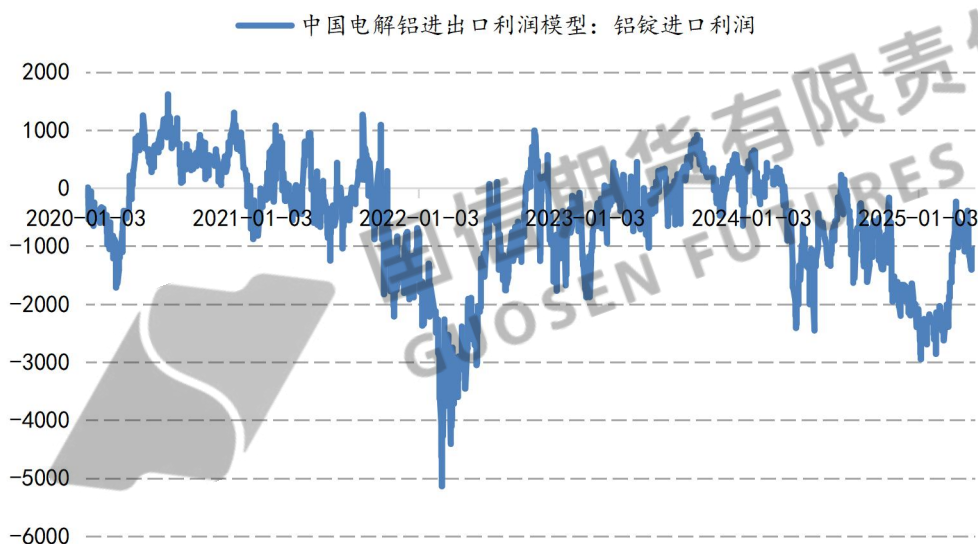
5月以来，随着宏观情绪好转，内外铝价重心再度抬升，铝价沪伦比维持8上下，维持进口亏损，整体亏损程度较4月扩大。

图：铝价沪伦比值走势



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭进口利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

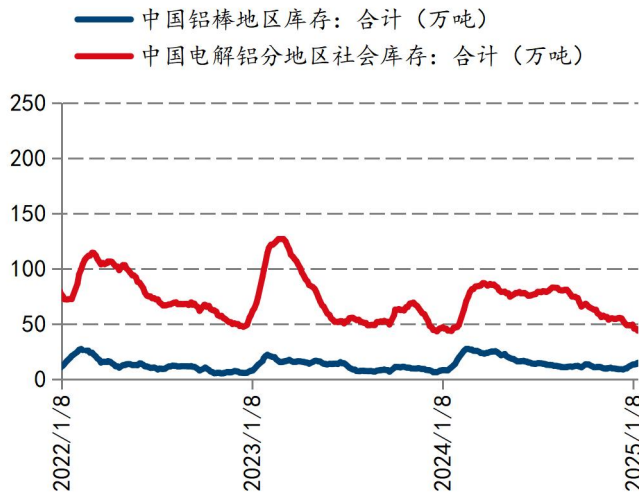
3. 铝锭库存维持低值及去化 给予铝价强支撑

受“五一”假期影响，月内铝锭连续去库节奏有所中断，但整体仍呈现出去库趋势。铝水比的提高以及旺季效应的延续，仍是铝锭库存去库的重要推动力。

2月起铝水比开始显著回升，截至4月底已经回升至74.05%左右，铝锭铸锭量降低，成为推动铝锭库存去化的重要因素之一。下游部分板块需求仍有支撑，从周度铝锭出库数据来看，2025年5月整体出库量高于2024年同期。据SMM数据，截至5月22日，国内电解铝锭社会总库存55.7万吨，处于近5年同期最低水平，库存较4月30日下降5.7万吨。据SMM数据，截至5月22日，铝棒库存为13.08万吨，低于2024年历史同期，较4月30日下降1.92万吨。

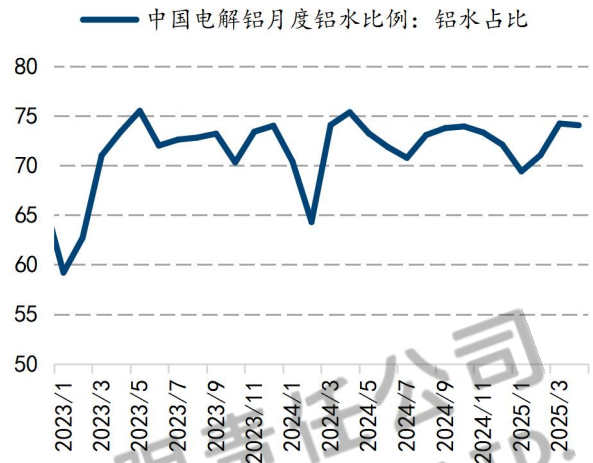
未来6月，下游将逐渐转入消费淡季，在需求的边际走弱下，铝锭的去库速度或逐渐趋缓，但高铝水比下铸锭量的降低，仍将支撑铝锭库存呈现去化。整体而言，随着库存去化力度减弱，其对于铝价的支撑力度将有削弱。

图：中国电解铝及铝棒社会库存



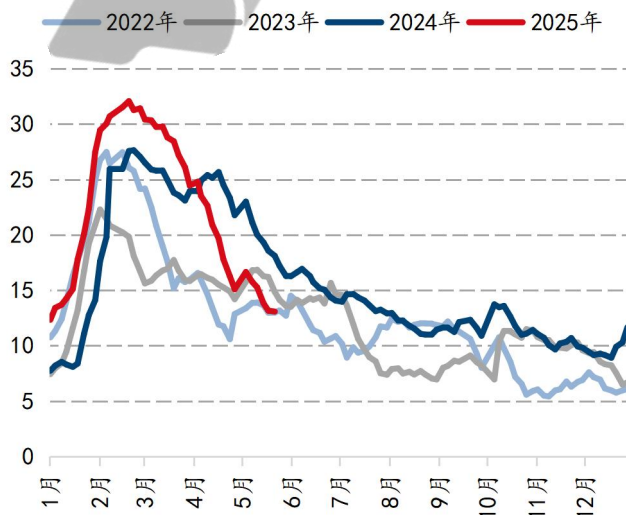
数据来源：SMM 国信期货

图：行业铝水比变化（单位：%）



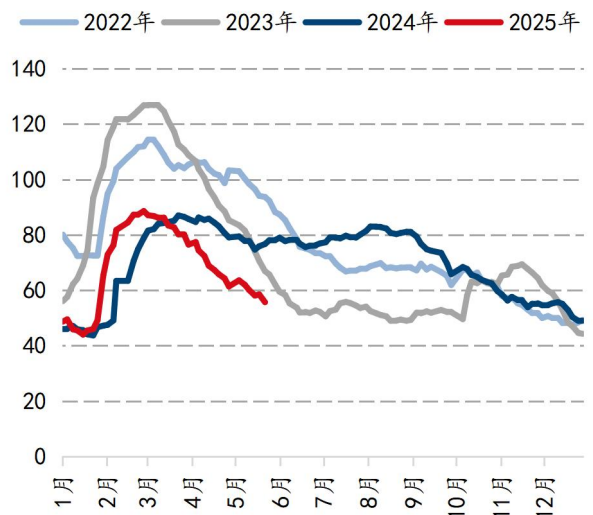
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（单位：万吨）



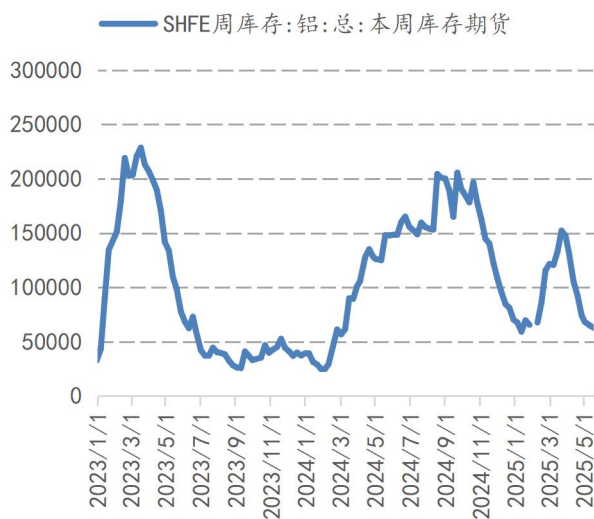
数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存季节性变化（单位：万吨）



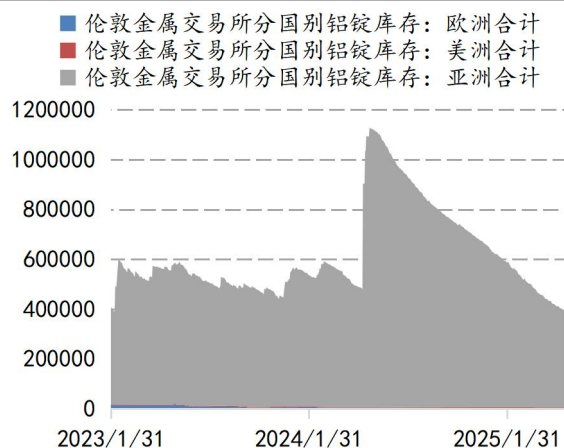
数据来源：SMM 国信期货

图：上海期货交易所库存变化（单位：吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 库存变化（单位：吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

交易所库存方面，截至5月23日，上期所仓单库存为56070吨，较4月30日减少12493吨，截至5月22日，LME铝库存为386900吨，较4月30日减少28675吨，持续去库。

4. 淡季已至 谨防需求走弱风险

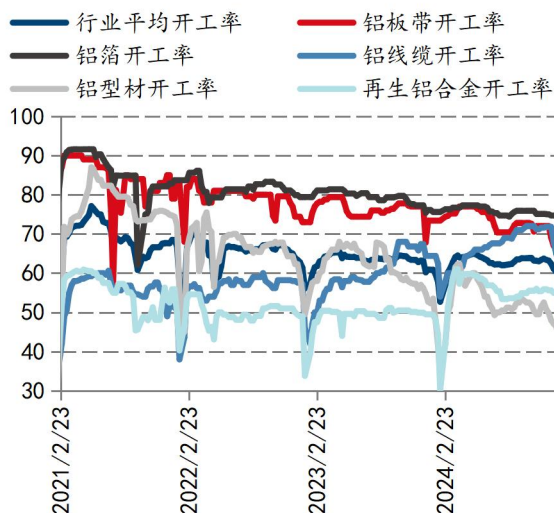
5月虽然进入传统消费淡季，但受到光伏装机、电网投资以及“以旧换新”政策的支撑，部分下游板块开工率下降有限，且个别板块在月内出现开工率上涨情况，限制整体下游开工率的跌幅，维持在60%以上的水平，但较4月有所下滑。

月内，下游铝加工企业开工率持续下跌，整体仍居于60%以上的水平，低于2024年同期水平。据SMM数据，截至5月22日，铝下游加工企业开工率下降至61.4%，较4月底下降0.25%，跌幅较上月收窄。

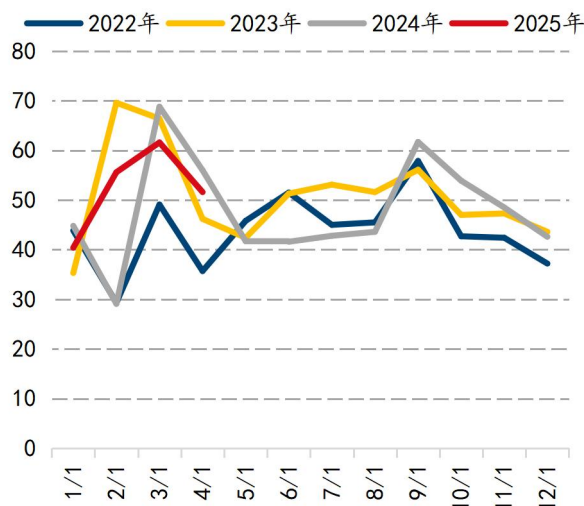
具体而言，各板块间、企业间继续出现“冷暖分化”的情况。月内，仅铝板带板块开工率持续上涨，其余板块开工率均呈现下跌。据SMM数据显示，2025年4月国内铝加工行业综合PMI指数录得51.6%，环比下降10个百分点，持续位于荣枯线以上，但跌幅明显扩大。

图：铝下游加工各板块开工率（单位：%）

图：中国铝加工行业月度PMI（综合）季节性变化



数据来源: SMM 国信期货



数据来源: SMM 国信期货

宏观政策上来看, 2025 年 1 月 8 日, 国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》, 通知包含加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等内容。3 月重要会议上, 政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”作为 2025 年政府工作任务之首, 提出“实施提振消费专项行动”“积极扩大有效投资”。随后 3 月中旬, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》, 围绕提升消费能力、释放消费意愿、优化消费环境、解决消费堵点, 部署了一系列力度大、覆盖广的举措, 进一步完善促进消费的体制机制。可以预见, 政策将给予铝终端消费市场较为积极的反馈, 2025 年全年铝终端需求存在较强政策利好支撑。

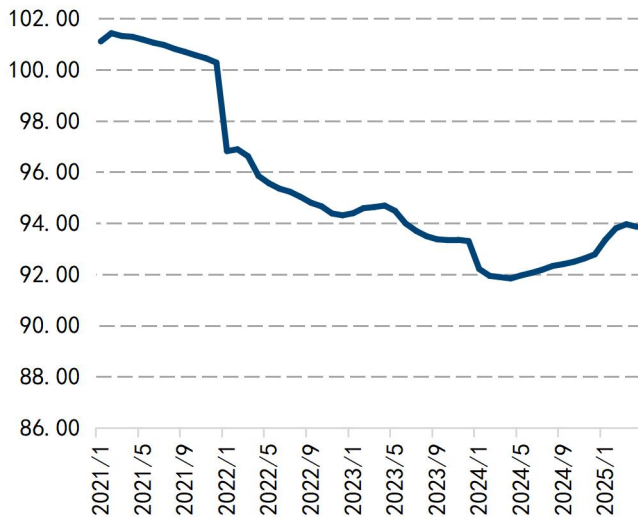
● 房地产

终端而言, 房地产方面, 根据国家统计局数据, 2025 年 4 月份, 房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 93.86, 较 3 月小幅下跌 0.1。国家统计局数据显示, 1—4 月份, 全国房地产开发投资 27730 亿元, 同比下降 10.3%; 其中, 住宅投资 21179 亿元, 下降 9.6%。1—4 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 620315 万平方米, 同比下降 9.7%。其中, 住宅施工面积 431937 万平方米, 下降 10.1%。房屋新开工面积 17836 万平方米, 下降 23.8%。其中, 住宅新开工面积 13164 万平方米, 下降 22.3%。房屋竣工面积 15648 万平方米, 下降 16.9%。其中, 住宅竣工面积 11424 万平方米, 下降 16.8%。1—4 月份, 新建商品房销售面积 28262 万平方米, 同比下降 2.8%, 降幅比 1—3 月份收窄 0.2 个百分点; 其中住宅销售面积下降 2.1%。新建商品房销售额 27035 亿元, 下降 3.2%; 其中住宅销售额下降 1.9%。4 月末, 商品房待售面积 78142 万平方米, 比 3 月末减少 522 万平方米。其中, 住宅待售面积减少 455 万平方米。1—4 月份, 房地产开发企业到位资金 32596 亿元, 同比下降 4.1%。其中, 国内贷款 5619 亿元, 增长 0.8%; 利用外资 16 亿元, 增长 82.0%; 自筹资金 10953 亿元, 下降 6.8%; 定金及预收款 9683 亿元, 下降 3.0%; 个人按揭贷款 4518 亿元, 下降 8.5%。

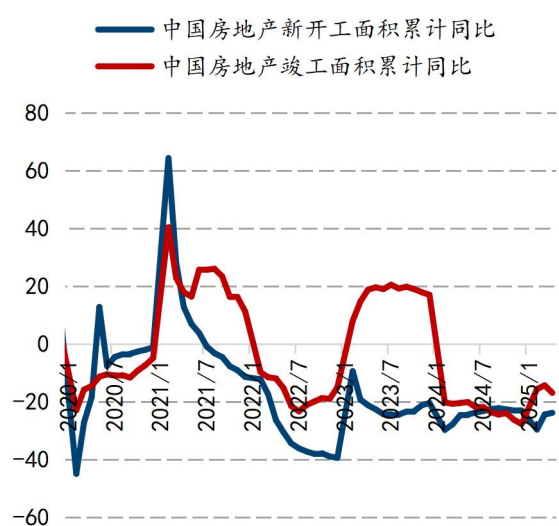
建筑用铝 80%集中于房地产竣工端, 从竣工端数据来看, 竣工面积持续下降, 新开工同比数据也维持负值, 地产端用铝需求依旧维持疲软。

图: 中国房地产景气指数

图: 中国房地产缓慢恢复 (%)



数据来源：国家统计局 国信期货



数据来源：国家统计局 国信期货

“以旧换新”政策持续发挥着对于消费的带动作用，家电、汽车等行业的消费数据表现较好，但整体涨势放缓。

● 家电

家电方面，《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》中提出，加力支持家电产品以旧换新。继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围。此外，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。政策利好将大力带动相关领域的消费，从而拉动相关的用铝需求。

根据商务部家电以旧换新信息系统数据，今年 1-4 月，有超过 3400 万名消费者参加了家电产品以旧换新，累计购买的 12 类家电产品超过 5100 万台，带动销售 1745 亿元。从国家统计局数据来看，1-4 月，限额以上单位家电和音像器材类商品零售达 3469 亿元，同比增长 23.9%，超出同期社零增速 19.2 个百分点。从供销合作总社家电拆解企业数据来看，规范拆解各类废旧家电超过 700 万台，同比增长 25%。奥维云网（AVC）监测数据显示，2025 年 1-4 月中国家电线上市场（不含 3C）零售额、零售量分别同比+9.1%和+1.2%，线下零售额、零售量分别同比+14.8%和+4.5%，双线市场均实现量额双增。但与 2024 年 9-12 月相比，行业增速明显放缓，由高速增长阶段逐步转入平稳增长区间。其中，4 月中国家电线上、线下市场（不含 3C）零售额/零售量分别同比+21.8%/+6.5%和+18.6%/+10.8%。

具体看到白电板块，从白电的线上、线下销售数据来看，奥维云网（AVC）线上市场监测数据显示，4 月白电各品类中，冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调线上零售额规模同比分别为+1.0%、-0.8%、+10.8%、+45.0% 和+34.8%；据奥维云网（AVC）线下市场监测数据显示，4 月白电各品类中，冰箱、冰柜、洗衣机、独立式干衣机和空调线下零售额规模同比分别为+16.6%、-3.4%、+16.6%、+25.6%和+12.2%。

5 月，国内市场经历“五一”假期的促销期，各地市场积极把握消费窗口期，多措并举激发市场活力。奥维云网（AVC）监测数据显示，2025 年“五一”中国家电市场（不含 3C）呈现显著分化特征。线上市场保持强劲增长态势，零售额、零售量分别同比+24.7%和+12.4%，线下市场零售额、零售量分别同比+3.7%

和+3.4%，实现量额同比由负转正的市场表现，线上、线下市场分别同比+10.9%和+0.5%。

家电排产方面，产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，三大白电整体二季度的排产量较一季度有所走弱，且排产量均呈现出逐月走低。空调方面，由于品牌与渠道的协同运营，4月空调零售表现超过预期，推动企业加大6月排产力度，此外，为抢占剩余国补额度，企业也提前加大排产规模，确保终端货源充足，叠加空调进入季节性消费旺季，6月空调排产同比增量显著。奥维云网（AVC）数据显示，2025年6月家用空调排产2075万台，同比增长17%，其中内销排产1372万台，同比增长35.4%，出口排产803万台，同比下滑7.6%。

出口方面，中美之间的关税政策出现90天的窗口期，中国输美白色家电综合关税税率由前期预测的高值相比有所下降，或带来一定抢出口效应。

整体而言，未来6月，市场将迎接“618”重要消费营销节点，结合品牌抢占国补资金池，以及完成销售目标的需求推动，预计家电市场将再迎来阶段性产销高峰，且关税政策的调整或带来一定抢出口效应的需求边际增量。

● 汽车

汽车方面，根据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会预计，2025年，以旧换新补贴以及车辆购置税免税政策优惠累计将提供4000多亿的补贴规模，相对于5万亿的汽车销售额。

据中国汽车工业协会统计数据显示，2025年4月，我国汽车产销分别完成261.9万辆和259万辆，同比分别增长8.9%和9.8%。2025年1—4月，我国汽车产销分别完成1017.5万辆和1006万辆，同比分别增长12.9%和10.8%。2025年4月，我国汽车出口51.7万辆，环比增长2%，同比增长2.6%。2025年1—4月，我国汽车出口为193.7万辆，同比增长6%。其中，新能源汽车出口数据仍然亮眼，2025年4月我国新能源汽车出口20万辆，环比增长27%，同比增长76%。2025年1—4月，我国新能源汽车出口64.2万辆，同比增长52.6%。传统燃料汽车出口则出现下滑。2025年4月，我国传统燃料汽车出口31.7万辆，环比下降9.3%，同比下降18.7%。2025年1—4月，我国传统燃料汽车出口129.5万辆，同比下降7.9%。

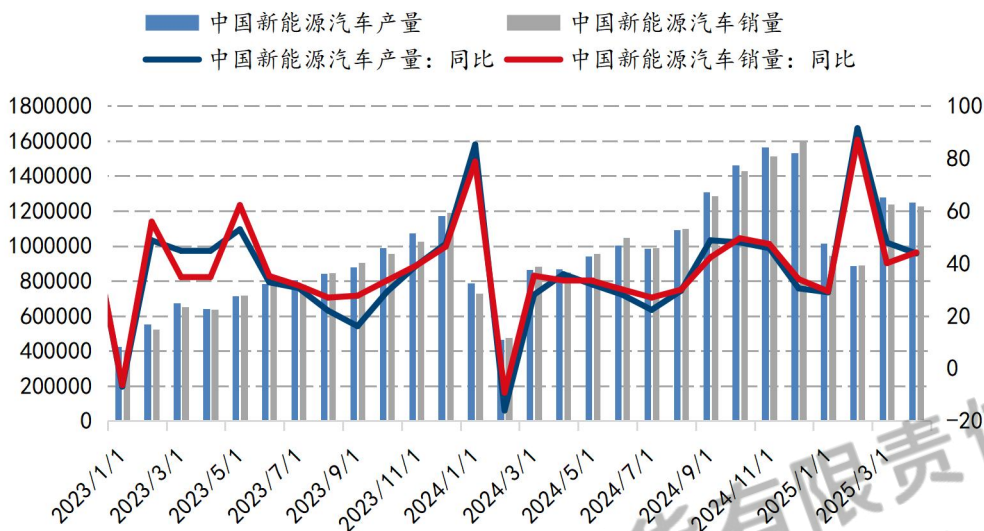
美国总统特朗普对于汽车行业的相关关税政策逐步兑现实行，成为全球汽车行业的忧虑。美国自4月3日起对进口车加征25%的关税，自5月3日起对发动机、变速器、动力总成零部件、电子元件等关键零部件加征25%的关税，全球主流车企均纷纷下调或撤回2025年业绩指引。

根据中国机电产品进出口商会的梳理，此次美国政府掀起的关税风波涉及整车的共17个税号，涉及零部件整体共计135个税号的商品，范围非常广泛。根据美国商务部2024年的数据，此次关税所列的17个税号下的汽车整车产品，共计进口813万辆，同比增长4.4%，2023年的同比增速为18.8%；零部件方面，在135个税号下，2024年美国进口合计4025亿美元，墨西哥、中国、中国台湾、加拿大、越南分别排在前三位。其中，从中国进口汽车零部件767亿美元，占比19.1%。按照我国海关数据口径，2024年，中国向美国出口汽车零部件共计171.5亿美元。

近年来，在美国关税增加压力，以及欧盟加征“反补贴”关税的重重挑战之下，巴西等新兴市场需求增量将在一定程度上弥补欧美市场的边际减量。同时，由于我国新能源汽车产业链完善，近年来不断进行技术创新，具有较强的品牌力和产品力，在海外市场具备一定竞争优势，因此，对于未来我国新能源汽车出口也不宜过度悲观。

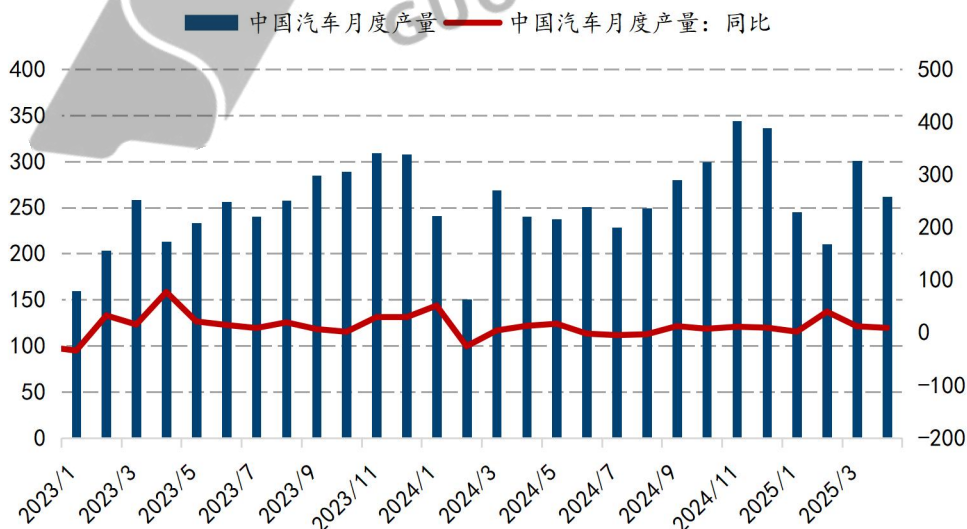
整体来看，汽车用铝仍是铝终端需求的重要支撑，一定程度上对冲了铝传统消费的减量。政策端的支持使得汽车板块未来需求继续向好。另外，据中汽协预测，中汽协预计 2025 年乘用车市场销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%；预计商用车市场销量为 400 万辆，同比增长 3.3%；预计新能源汽车销量 1600 万辆，同比增长 24.4%。此外，中汽协预计 2025 年汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。2025 年汽车消费仍将是铝消费的强有力支撑。

图：中国新能源汽车销量变化（单位：辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

图：中国汽车产量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：Wind 国信期货

● 光伏

光伏板块，受到行业政策的影响，在一季度进入了阶段性的“抢装潮”。铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。结合上市公司数据及行业测算，每 GW 光伏组件的耗铝量为 0.6-1.1

万吨，每 GW 光伏电站所需光伏支架的用铝量约为 1.9 万吨。出于保障项目收益的目的，在 4 月 30 日及 5 月 31 日两个重要时间节点到来前，光伏行业开启了一轮“抢装潮”，相关材料价格出现明显上涨，光伏组件价格在连跌 30 个月首次出现上涨，较春节前上涨 20%，光伏铝边框属于光伏组件的辅材环节，在光伏组件中价值占比达 10% 左右，光伏组件需求的大幅回暖带动了工业铝型材的需求。然而进入 6 月后，光伏行业的“抢装潮”结束，将出现明显需求缺口。

根据国家能源局发布 1-4 月份全国电力工业统计数据显示，2025 年 1-4 月新增太阳能发电装机 104.93GW，同比增长 74.56%。截至 4 月底，国内光伏累计装机为 992.05GW，同比增长 47.7%，光伏的装机占全国发电装机总量 28.45%，其中，一季度分布式光伏新增装机达到了 36.31GW，同比增长幅度高达 120%，在光伏总装机中的占比也攀升至 60.8%，5 月整体光伏装机数据仍有冲高可能。

但值得注意的是，光伏装机需求的窗口期将在进入 6 月后结束，需求透支过后，光伏装机量预计将出现显著下滑，叠加二季度末至三季度为传统装机淡季，届时相应光伏边框、支架、组件的用铝需求都将随之减少，因而，2025 年二季度中后期起，光伏板块的用铝需求环比将出现明显回落，同比增速预计也将有下跌，一定程度上造成需求缺口。行业协会预测 2025 年新增装机为 215-255GW，同比 2024 年（277.57GW）可能下滑 8%-23%。但机构乐观预测认为，抢装潮可能带动装机量超 300GW。TrendForce 预计 2025 年全球光伏新增装机达 596GW，同比增长 10%，新兴市场（如中东、非洲）成为增长主力。

在新能源并网需求、全球电力系统升级、特高压产业投资增长、5G 基站建设等因素的共同推动下，电网建设相关投资加大。据“光伏们”网站对全国各地风光大基地建设规划的统计，全国 22 省已明确规划的大基地规模约 495GW，结合当前特高压项目建设及储备情况，预计“十五五”期间特高压直流/交流有望实现 20/10 条左右的投放（交流含环网项目），未来空间与持续性兼具。此外，根据近期南方电网能源发展研究院发布的《中国电力行业投资发展报告(2024 年)》，未来三年，中国火电投资规模将稳中有降；风电光伏等新能源投资将持续保持高位；电网基建投资将稳步增长，保持 5000 亿元以上，2024 年电网基建投资将超过 5300 亿元。

电网投资和建设的增加，将利好铝线缆板块需求，对铝消费形成拉动作用。国家能源局数据显示，2024 年电网工程投资额突破 6083 亿元，同比增幅达 15.2%，创下近年新高。随着 2025 年国网投资规模剑指 6500 亿元历史峰值，特高压领域正成为投资主战场。值得关注的是，在行业整体向好的背景下，铝线缆企业正经历结构性调整——尽管 2024 年特高压导线招标量同比收缩导致年后开工承压，但国网于 2025 年开年即释放超 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。

国家能源局数据显示，2025 年 1-3 月电网工程投资额 956 亿元，同比增长 24.8%，表现稳定增长态势。据 SMM 消息，2025 年第一季度特高压输变电第一批招标加速落地后，输变电特高压材料第二批招标也相继到来，输变电导线新订单共计 13 万吨，已在 4 月底正式公示；而特高压材料第二批正在招标中，共计 14.7 万吨导电线订单，预计在 5 月中下旬公示中标名单，将保障铝线缆行业订单量的充足。订单交付方面，当前 5 月初输变电第一批订单正式开启交付阶段，特高压第一批将在 2025 年 8 月份开始交货，第二批订单在 2025 年 12 月开始交货，结合企业在手订单情况，形成中长期的订单接力，铝线缆行业景气度向好。

整体而言，6 月进入传统消费淡季，光伏“抢装潮”的结束将使得下游铝消费出现明显缺口。但电网订单的交付需求，以及“以旧换新”政策及“618”消费节点的共同推动下，6 月家电需求值得期待，叠加关税政策窗口期可能出现的“抢出口”效应，或将边际对冲消费淡季以及光伏需求透支后的缺口。整体而言，6 月下游需求走弱趋势不改，但程度或相对有限。

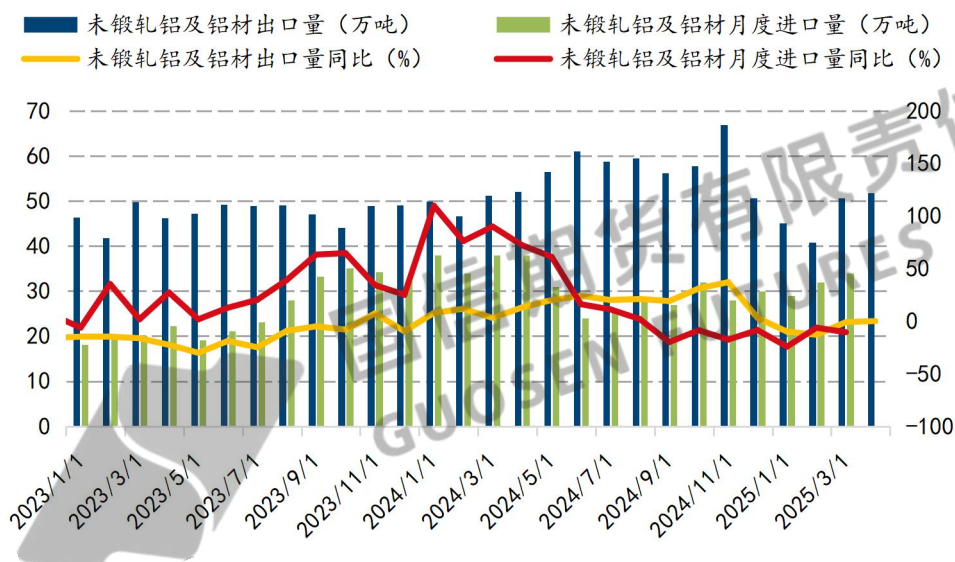
5. 出口需求延续弱势 修复有待时日

据中国海关总署最新数据显示, 2025 年 4 月份, 中国未锻造铝及铝制品进口量同比下降 3.8%, 至 37 万吨。2025 年 1-4 月未锻造铝及铝制品累计进口量为 132 万吨, 同比下降 11.4%

根据海关总署最新数据显示, 4 月份中国铝型材进口量为 2307.4 吨, 环比减少 10.72%, 同比减少 63.81%, 4 月份中国铝型材出口量为 70781.51 吨, 环比减少 1.47%, 同比减少 18.44%, 其中出口最多的国家为越南, 铝型材数量为 5377.74 吨, 占总出口量的 7.60%, 环比减少 32.29%

受到我国取消铝材出口退税政策执行的影响, 下游铝材出口需求的负反馈仍在延续, 出口量继续下滑, 叠加美国关税政策中长期的负面影响, 预计 5 月出口量将延续下跌。

图：中国未锻轧铝及铝材月度进口量、出口量变化



数据来源：SMM 国信期货

四、后市展望

氧化铝而言, 成本方面, 几内亚铝土矿价格降至相对低位, 但受到几内亚矿企被撤销采矿权事件的影响, 矿石市场整体价格或出现反弹, 带动成本上行。供应端, 4-5 月集中减产规模的扩大使得氧化铝供应端逐渐出现缺口, 随着价格反弹, 行业利润的修复, 前期减产产能的复产意愿将有提高, 但部分产能后续仍有检修计划, 预计供应端减产与复产并存的局面将持续。需求侧, 国内电解铝产能维持高产能运行率, 对氧化铝需求稳定, 出口需求在氧化铝内外价差收窄下将出现边际减少。

整体而言, 阶段性规模减产的影响显现, 氧化铝库存降低, 现货市场供应偏紧, 价格反弹, 将为近月合约的偏强运行提供动力。而氧化铝远月合约则更多受到矿端干扰事件的影响, 在几内亚矿端的争端未明确解决前, 市场或将持续给予远月合约风险溢价。预计氧化铝震荡偏强运行, 上方压力位看向 3500 元/吨

一线。

电解铝而言，成本方面，氧化铝价格反弹，将再度带动电解铝冶炼成本抬升，抬高电解铝的底部价格。供需方面来看，电解铝供应稳定维持在较高水平。6月进入传统消费淡季，光伏“抢装潮”的结束将使得下游铝消费出现明显缺口。但电网订单的交付需求，以及“以旧换新”政策及“618”消费节点的共同推动下，6月家电需求值得期待，叠加关税政策窗口期可能出现的“抢出口”效应，或将边际对冲消费淡季以及光伏需求透支后的缺口，整体而言，6月下游需求走弱趋势不改，但程度或相对有限。铝锭库存处于绝对低位，但需求走弱下，库存拐点预计到来，减弱对铝价的支撑。

综上，成本上涨有望抬升铝价底部支撑，但整体供需基本面给予铝价的利多动力减弱，考虑到宏观情绪的多变性，预计沪铝于19000-21000元/吨区间震荡，以震荡思路对待。

风险提示：关税政策变化、矿端突发事件、极端天气、氧化铝产能投放不及预期。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。