

## 国信期货 2026 年投资策略报告

铝

宏观利多预期与供需紧平衡共振 铝价重心有望再抬升

2025 年 11 月 21 日

## ● 主要结论

2026 年,在宏观利多预期以及供需偏紧基本面的支撑下,铝具备多头资金吸引力,沪铝或仍是有色金属板块中的偏强品种,价格重心预计再有抬升,继续呈现“易涨难跌”的特性,但受制于行业高利润与现实需求增速的放缓,价格抬升将受到阶段性阻力。全年价格区间看向 19000-24000 元/吨。

2026 年铝价面临的宏观环境预计将趋于缓和,并整体偏向利多。上行风险来自美联储降息周期的实际力度超预期,以及国内“十五五”规划和产业政策调整带来的刺激。下行风险则在于美国中期选举背景下,超预期的贸易壁垒或地缘冲突等“黑天鹅”事件对全球供应链与风险偏好造成冲击。

**供应端:** 2026 年,国内电解铝整体供应增速预计达到 1.5%,海外电解铝供应增速或超过 2.3%,全球铝供应增量主要来自印尼。全球电解铝供应弹性依然不足,“供应刚性”将成为市场的显著特征,任何超预期的供应扰动都可能迅速引发价格波动。

**需求端:** 建筑等传统领域用铝需求虽下滑幅度收窄,但难改颓势。同时,随着相关补贴政策退坡,新能源汽车、光伏及家电等板块对铝需求的增长驱动将出现边际减弱。以人工智能为核心驱动的电力基础设施、数据中心散热及储能系统建设,正在开辟新的长期需求增长想象空间。“十五五”规划所明确的战略性新兴产业,如航空航天、低空经济,以及未来产业如脑机接口、6G 通信等,均为铝的应用提供了广阔的中长期政策预期。在关税政策的潜在窗口期内,铝材出口或出现阶段性回暖。但全球贸易政策的不确定性,始终是出口面临的主要下行风险。在供应增速有限而需求存在韧性和较强政策预期的背景下,2026 年铝市场预计将继续呈现供需偏紧的格局。

**成本利润:** 氧化铝价格整体偏弱运行,电力成本呈现常规的季节性波动,其中,“反内卷”政策下煤炭价格有一定上涨空间,从而带动电力成本上行,原料及能源成本的此消彼长之下,电解铝冶炼成本变化有限,铝行业继续维持较强的盈利能力。

**整体来看,** 2026 年,流动性改善与政策利好预期将给予铝价重心上移的长期驱动力,但也将受到海外政治不确定性事件的间歇性扰动,呈现高波动性特征。铝价的基本面运行逻辑将围绕“供应刚性、需求韧性与低库存”三者展开。预计价格重心将维持偏强运行,且波动性可能加剧。上行风险主要来自海外流动性超预期宽松、国内产业政策调整或海外供应大规模中断;下行风险则集中于全球贸易壁垒显著升高或国内传统需求超预期下滑,新兴产业需求增速不及预期。

风险提示:宏观金融风险、贸易壁垒、地缘政治争端、极端天气。

国信期货交易咨询业务资格:  
证监许可【2012】116 号

国信期货交易咨询业务资格:  
分析师:张嘉艺  
从业资格号:F03109217  
投资咨询号:Z0021571  
电话:021-55007766-305183  
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、2025 年沪铝期货行情回顾：动荡中的阶梯式上攻

随着 2024 年“大选年”尘埃落定，2025 年全球进入政策推行、落地与秩序重塑期，宏观因素持续主导着有色金属市场的主波动。纵观 2025 年，铝价延续着易涨难跌，重心抬高的特点，同时也在剧烈的市场波动中再度显示出较强的抗跌性。

具体而言，铝价走势可以分为如下四个阶段

### ● 1 月-3 月：宏观与基本面共振 铝价触及上半年高点

年初淡季的超预期去库以及特朗普上台后政策的不确定性引发提前的风险计价，形成阶段性的利多共振，使得沪铝盘面价格反弹，但春节累库预期叠加供强需弱，以及成本支撑的松动，使得沪铝在春节前缺乏向上突破的驱动力。

随后 2 月-3 月，特朗普接连宣布并正式实施对铝等商品征收 25% 关税，此外，一系列针对不同国家及不同领域的关税政策均带来了潜在的全球供应链“风险溢价”，叠加国内对于重要会议以及铝消费旺季的预期炒作，引发市场的多头情绪，盘面资金明显回涨。与此同时，美元大幅走弱，为以美元计价的 LME 金属打开了上涨空间，内外盘形成共振，也使得内盘金属价格获得上涨空间。该阶段，铝价重心自 19500 元/吨抬升至 20500 元/吨附近，沪铝在 3 月中旬触及上半年高点 21130 元/吨，但在高位缺乏稳定性，随后回调围绕 20800 元/吨上下震荡。

### ● 4 月-6 月：中美关税政策博弈下，铝价的下挫及修复

进入 4 月，特朗普关税政策持续升级且不断调整，关税政策预期差显著影响着金融市场情绪与各类资产的价格走势。在超预期的关税政策出台后，有色市场一度出现暴跌，而在特朗普宣布延迟对部分国家征收对等关税后，有色市场整体向上反弹修复。铝价的波动也围绕关税政策的变化展开，并在此轮关税政策的冲击下，显示出了一定的抗跌性，铝价在 4 月 7 日短暂触及年内低位 19000 元/吨后，价格重心逐渐回升，并围绕 19500 元/吨上下震荡。随着宏观情绪的持续缓和，月末铝价再度站上两万大关。

进入 5 月后，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，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/吨的阶段性压力位。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，围绕 20100 元/吨上下震荡。

6 月电解铝走出“淡季不弱”的行情，低库存是价格韧性的核心支撑，但需求疲软与成本松动限制上方空间。在地缘争端升级，宏观情绪多变，以及海外 LME 铝市场的逼仓风险影响下，铝市场再度吸引资金聚焦，持仓量上升至超过 67 万手的高位，价格也突破 20500 元/吨的压力位。至此，沪铝基本完成了因特朗普关税政策的系统性冲击带来的价格下挫，铝价重心回到 20500 元/吨一线。

## ● 7月-9月：政策与降息预期弥补需求淡季利空，铝价区间震荡

7-9月，国内外宏观预期先后主导铝价走势，与此同时，三季度供强需弱的格局，也持续成为铝价上涨的限制性因素。基本面情况与宏观情绪难以形成强共振，使得铝价在冲高后缺乏进一步向上的动力以及维持在高位的稳定性。该阶段，铝价在20300-21000元/吨区间内反复震荡，多次上攻21000元/吨一线，但稳定性不足。

进入7月，“反内卷”政策带来的利多情绪席卷大宗商品市场，7月18日工信部宣布将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，政策预期进一步点燃多头情绪，并扩散至有色金属板块。7月21日沪铝增仓上行，大涨1.63%至20840元/吨，22日续涨0.75%至20900元/吨，三日累计涨幅近2.5%，直面21000元/吨大关。沪铝期货总持仓量增至69万余手，沪铝盘面资金流入明显，但现货跟涨乏力，升水收窄，反映实际需求支撑稍弱。

8月上旬，市场对于美联储9月降息预期的不断升温，带动铜铝等金属价格走强。随着美国更多宏观经济数据的公布，降息预期再度有所回落，给予铝价的利多推动力也逐渐转弱，铝价在8月13日触及月内高位后，开始呈现弱势。进入9月后，美联储9月议息会议前夕，降息预期再度不断走强，驱动铝价上破21000元/吨压力位，最高触及21140元/吨。

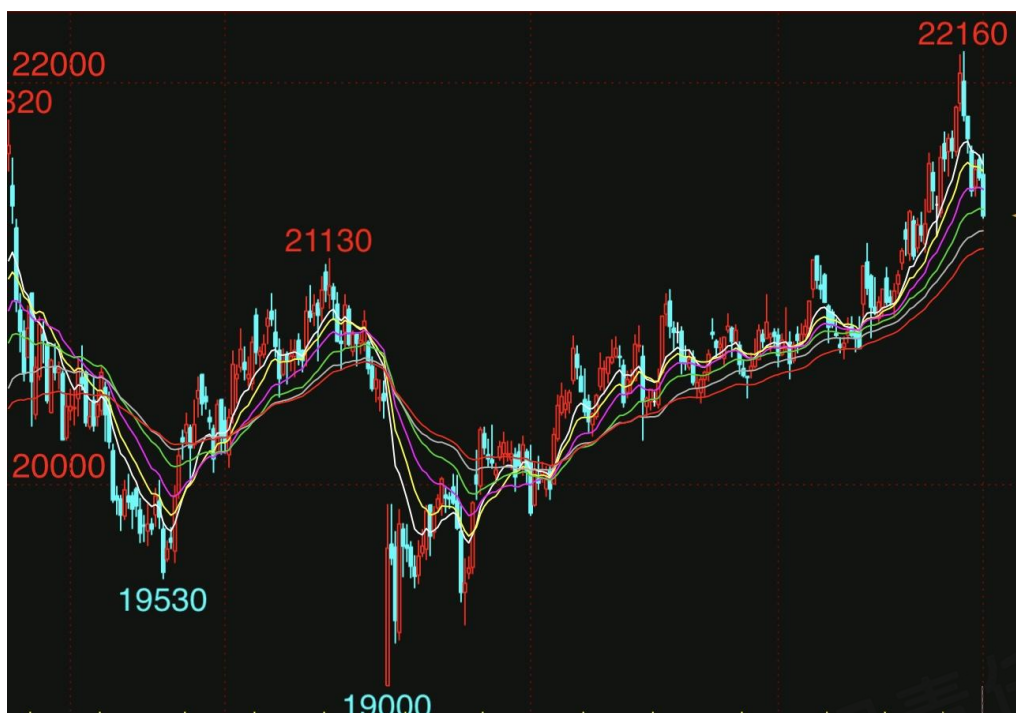
## ● 10月-11月：宏观与基本面再共振，铝价强势突破并站稳

国庆假期期间，外盘LME铝价持续走高，节后第一个交易日，沪铝亦出现跟涨，并再度向上刺破21000元/吨压力位，10月10日触及近半年以来的高位21205元/吨。而随着中美贸易摩擦的加剧，铜、铝等工业金属价格均出现不同程度下挫，铝价也再度回调至21000元/吨以下。市场对于美联储降息强预期带来的宏观利多情绪虽然逐渐被消化，但为铝价中长期的上涨提供了有利的宏观环境，叠加消费旺季下铝基本面具备一定韧性，铝锭出现去库，使得铝价得以维持在20800元/吨附近高位震荡的态势。随着10月中下旬铝锭去库趋势的确立，以及海外铝供应端出现的干扰因素，10月22日起，内外盘铝价均再度向上突破，沪铝在21000元/吨一线获得稳定性。有色金属板块内部的资金轮动效应之下，铝市多头情绪渐起，并在进入11月后延续，持仓不断上行，带动价格屡创年内新高，站上22000元/吨一线。铝价在触及年内高位22160元/吨后，随着美联储12月降息概率的下降，市场宏观情绪再度冷却，沪铝自高位减仓回调，但21000元/吨一线的下方支撑似乎已在博弈中稳固。

截至2025年11月21日，沪铝主力合约2601报收21340元/吨，较2024年12月31日上涨7.89%，LME铝收于2806.5美元/吨，较2024年12月31日上涨9.95%。

回顾2025年，铝价在动荡中阶梯式上攻，价格重心自19500元/吨稳固抬升至21000元/吨，铝锭的低库存和电解铝供应的刚性始终构成铝价支撑的定海神针，决定了价格的底部和韧性，而层出不穷的宏观事件则成为价格向上突破的主要催化剂。再次印证了宏观因素对于铝价“主导性”的进一步凸显，在需求题材与宏观经济周期的变化中，铝价将获得突破前高的弹性和可能性，使其在工业金属板块中保持独特而强劲的配置价值。

图：沪铝主力合约日 K 线图



数据来源：文华财经 国信期货

图：LME 铝日 K 线图



数据来源：文华财经 国信期货

## 二、宏观风云给予价格突破动力

2025 年以来，宏观定价对于铝价的影响仍然重要，并成为年内铝价向上和向下突破的重要驱动力，美联储降息节奏的变化、特朗普政府的一系列关税政策及各国间的博弈、国内宏观利好政策，与基本面变化在不同阶段内的相互配合共同左右着铝价的走势。

### 1. 美联储降息停止半年后再重启 流动性宽松预期助推有色市场做多情绪

2025 年，市场对于美联储的降息预期调整变化较大，预期的转换放大了金融市场各类资产价格的波动。

从通胀数据来看，2025 年上半年美国通胀数据呈现先升后降的波动趋势，核心通胀压力持续但边际缓解。1 月通胀数据超预期反弹，市场降息预期大幅推迟，基本确定年内仅降息 1 次，最早的降息时点也从 6 月延后至 9 月。但随后 2-5 月通胀逐步回落，然而，核心通胀的粘性以及特朗普政府推行的大范围关税政策可能导致的再通胀预期担忧下，美联储依然维持高利率观望姿态。美联储停止降息直至 2025 年 7 月的年内第五次会议，维持联邦基金目标利率区间 4.25%~4.5% 不变。

随着就业市场显出疲态，以及通胀压力缓解，美联储内部对是否降息产生意见分歧，2025 年 7 月的议息会议结束后，市场对美联储重启降息的预期开始回暖，并逐渐给商品市场注入利多推动力。2025 年 9 月，美联储再度开启降息，并接连在 10 月的议息会议上继续降息，两次议息会议分别降息 25 个基点。10 月 1 日，美国联邦政府因资金耗尽正式停摆，并自此展开了长达 43 天的停摆期。受到政府停摆影响，美国通胀数据和就业数据被延迟公布，使得市场和美联储均缺乏对于后市降息路径判断的依据，叠加美联储内部再度产生分歧，部分官员发表偏“鹰”言论，致使 12 月降息概率大幅下跌，此前因降息预期升温而获得上涨驱动力的铜、铝也因此出现回调。

图：9 月 FOMC 会议利率预期点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储官网 国信期货

虽然美联储降息进程在 2025 年的最后两个月再度遇到阻力，但 2026 年整体继续降息的趋势已经得到市场多方的认同。一方面，就业市场的疲态弱化了通胀压力对于降息的影响。另一方面，现任美联储主席鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月结束，主席的更替也将是 2026 年影响市场对于降息路径预期的重要因素之一，考虑到新任美联储主席人选将由特朗普提名，而特朗普此前持续主张降息，因此美联储主席的更替也在一定程度上提升了未来降息的确定性和推进预期。

整体而言，2026 年美联储继续降息较为确定，给市场带来流动性宽松预期，但降息的节奏和幅度仍存在诸多不确定性，市场存在诸多分歧，也是未来金融市场进行博弈的焦点。

## 2. 特朗普关税政策持续搅动市场

特朗普正式就任后，其关税政策的变化及推进行度是市场关注的焦点，并持续成为 2025 年以来扰动铝价走势的重要宏观因素之一。

从时间线上来看，2 月 10 日，美国总统特朗普签署行政命令，宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税，并于 3 月 12 日正式实施，并无国家和地区获得豁免条款可以免税进入美国。

4 月，特朗普新一轮更为全面、影响范围更广的关税政策出台，政策力度超过市场预期，一时间对市场造成较大负面冲击，有色等大宗商品遭受抛售潮，铝价重心也出现明显下挫。但随后，特朗普再度宣布对不反制的国家的对等关税推迟 90 天，而与此同时，中国并不在暂停征收关税的国家之列，中美之间针对关税政策的对峙持续升级。

自 5 月起，中美之间就关税问题进行了多次谈判。5 月，中美针对关税政策的谈判出现实质性进展，中美发布《联合声明》，达成关税休战；美方取消 91% 对华加征关税，暂停 4 月 2 日加征的 34% 关税中 24%（为期 90 天），保留 10%，中方同步对等调整，中美关税超预期大幅降低且结果超过预期，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。此后，市场迎来关税政策“缓冲期”，中美分别在 6 月、7 月和 9 月再次进行了共三轮会晤。

9 月底-10 月，关税博弈一度陷入恶化。9 月 29 日美商务部加码出口管制（实体清单企业 50% 以上持控股子公司受限），10 月 3 日公布对华船舶港口费细则并声明将于 10 月 14 日生效；中方 10 月 9 日以“稀土全产业链技术出口管制”进行反制，明确境外军事用户出口不获批。10 月底中美双方代表在吉隆坡的会晤使得事态再度迎来转机。中美围绕“美对华海事物流/造船业 301 措施、延长对等关税暂停期、芬太尼关税与执法合作、农产品贸易、出口管制”达成基本共识，取得实质性进展。中美元首会晤结束后，美方取消 10% 芬太尼关税、24% 对等关税继续暂停一年，美方将暂停实施其针对对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年等，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施一年。

整体而言，特朗普政府推行一系列关税政策，力度大、涉及范围广，造成全球范围内贸易效率的下降，对供应链造成破坏，使得部分大宗商品出现供需错配的局面，提升商品的风险溢价。同时，关税政策影响下，市场对全球经济增长以及需求的预期也转向悲观，也成为商品价格的压制因素。在特朗普关税政策的反复多变下，市场风险偏好及情绪也不断调整，各类资产的波动率明显放大，使得宏观因素成为阶段内影响商品价格变化的最主要因子。

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. “十四五”收官之年 新一个五年规划带来政策预期

2025 年，扩大内需仍是政策发力的重点。年内，以旧换新政策持续且扩围，政策给予铝终端消费市场较为积极的反馈，使得 2025 年全年铝终端需求存在较强支撑。

此外，2026 年，我国将正式迈入新一个五年规划。2025 年 10 月 20 日至 23 日，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京举行。全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》）。《建议》指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。《建议》指出了“十五五”时期经济社会发展必须遵循的六大原则，阐明了发展的主要目标，进行了十二项重大部署。

《建议》中所提及的或涉及铝产业链的重点任务领域和主要内容如下：

| 重点任务领域                      | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基        | <p><b>优化提升传统产业：</b>推动重点产业提质升级，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。</p> <p><b>培育壮大新兴产业和未来产业：</b>加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展。推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。</p> <p><b>构建现代化基础设施体系：</b>完善现代化综合交通运输体系，加强跨区域统筹布局、跨方式一体衔接，强化薄弱地区覆盖和通达保障。健全多元化、韧性强的国际运输通道体系。优化能源骨干通道布局，加力建设新型能源基础设施。</p> |
| 加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力       | <p><b>加强原始创新和关键核心技术攻关：</b>全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破</p>                                                                                                                                                                                                                              |
| 建设强大国内市场，加快构建新发展格局          | <p><b>大力提振消费：</b>深入实施提振消费专项行动。完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施。</p> <p><b>扩大有效投资：</b>高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设。适应人口结构变化和流动趋势，完善基础设施和公共服务设施布局。实施一批重大标志性工程项目。</p> <p><b>坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点：</b>综合整治“内卷式”竞争。统一市场监管执法，加强质量监管，完善行政裁量权基准制度，强化反垄断和反不正当竞争执法司法，形成优质优价、良性竞争的市场秩序。</p>                                        |
| 加快构建高水平社会主义市场经济体制，增强高质量发展动力 | <p><b>充分激发各类经营主体活力：</b>深化国资国企改革，做强做优做大国有企业和国有资本，推进国有经济布局优化和结构调整，增强国有企业核心功能、提升核心竞争力。支持中小企业和个体工商户发展，推动大中小企业协同融通发展。</p>                                                                                                                                                                                              |
| 大高水平对外开放，开创合作共赢新局面          | <p><b>高质量共建“一带一路”：</b>完善立体互联互通网络布局，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设。提升中欧（亚）班列发展水平。加快西部陆海新通道建设。</p>                                                                                                                                                                                                                         |

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 优化区域经济布局，促进区域协调发展         | <b>加强海洋开发利用保护:</b> 巩固提升海洋装备制造业优势，壮大海洋新兴产业，发展现代航运服务业。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕  | <b>推动房地产高质量发展:</b> 加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国     | <p><b>加快建设新型能源体系:</b>持续提高新能源供给比重。坚持风光水核等多能并举，统筹就地消纳和外送，促进清洁能源高质量发展。大力发展新型储能，加快智能电网和微电网建设。提高终端用能电气化水平，推动能源消费绿色化低碳化。加快健全适应新型能源体系的市场和价格机制。</p> <p><b>积极稳妥推进和实现碳达峰:</b>实施碳排放总量和强度双控制度。完善碳排放统计核算体系，稳步实施地方碳考核、行业碳管控、企业碳管理、项目碳评价、产品碳足迹等政策制度。发展分布式能源，建设零碳工厂和园区。扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围，加快温室气体自愿减排交易市场建设。建立健全绿色低碳标准体系，推动引领国际规则标准完善和衔接互认。完善适应气候变化工作体系，提升应对气候变化特别是极端天气能力。</p> <p><b>加快形成绿色生产生活方式:</b>完善资源总量管理和全面节约制度，提高垃圾分类和资源化利用水平，促进循环经济发展。</p> |
| 推进国家安全体系和能力现代化，建设更高水平平安中国 | <b>加强重点领域国家安全能力建设:</b> 夯实国家安全基础保障，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链、重大基础设施安全，加强战略性矿产资源勘探开发和储备，提高水资源集约安全利用水平，维护战略通道安全，推进国家战略腹地建设和关键产业备份。加强网络、数据、人工智能、生物、生态、核、太空、深海、极地、低空等新兴领域国家安全能力建设。                                                                                                                                                                                                                                                          |

资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》国信期货

《建议》给予了市场政策利好预期，更为完整的“十五五”规划需关注明年3月的全国两会。

#### 4. 多项涉及铝行业重要文件出台

2025年以来，国家层面相继出台多项重要文件，从产业结构、绿色发展、资源保障等多维度为铝行业的发展指明方向，长期来看，将对铝市场的供需格局、成本结构和长期价格中枢产生深远影响。

表格：涉及铝行业的重要文件及内容

| 时间      | 文件及内容                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025年3月 | <p><b>《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》</b></p> <p>到2027年，铝产业链供应链韧性和安全水平明显提升。原料保障方面，力争国内铝土矿资源量增长3%—5%，再生铝产量1500万吨以上；产业布局方面，铝加工产业集聚区建设水平进一步提升，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比提升至30%以上，清洁能源使用比例30%以上，新增赤泥的资源综合利用率15%以上；技术创新方面，突破一批低碳冶炼、精密加工等关键技术和高端新材料，培育铝消费新增长点。展望2035年，引领全球铝工业发展，高质量发展局面全面形成。</p> |

|             |                                                                                                                                                                      |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025 年 9 月  | 《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》<br><br>2025—2026 年，有色金属行业增加值年均增长 5%左右，经济效益保持向好态势，十种有色金属产量年均增长 1.5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破 2000 万吨，高端产品供给能力不断增强，绿色低碳、数字化发展水平持续提升。 |
| 2025 年 10 月 | 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》发布，则从更为宏观的角度为铝行业的发展指明方向，并给予终端消费增长的政策预期。                                                                                                |

资料来源：《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》国信期货

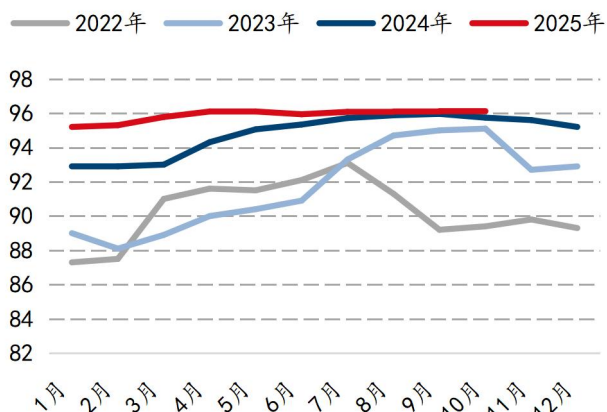
此外，2025 年 3 月，生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，全国碳市场迎来首次扩围，铝冶炼行业被纳入其中，符合市场预期。11 月，生态环境部印发了《2024、2025 年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案》。铝冶炼行业被纳入全国碳市场，并出台配额分配方案，意味着碳排放成本将正式成为国内铝冶炼企业的刚性约束。

### 三、供应刚性与需求韧性构筑基本面支撑

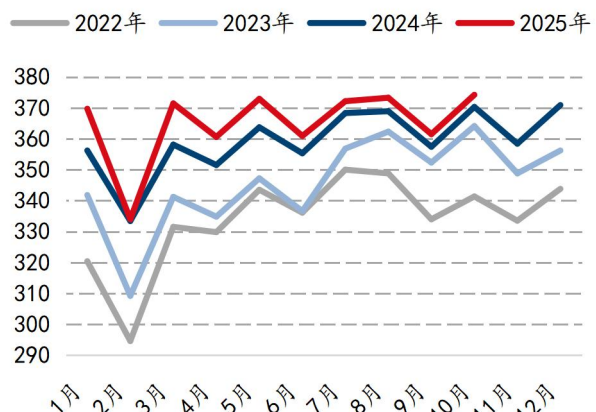
#### 1. 全球电解铝供应增速放缓

截至 2025 年 10 月份底，截至 10 月底，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4584 万吨，同比增长 0.61%，国内电解铝运行产能约为 4406 万吨。截至 10 月，2025 年中国电解铝平均产能开工率约为 95.88%，较 2024 年上涨 0.2%。年内，全国电解铝产能开工率整体呈现上涨走势，并进一步趋近峰值。产量方面，据国家统计局数据显示，2025 年 1—10 月中国电解铝累计产量 3775.3 万吨，同比增长 2.0%，2025 年全年产量有望达到 4522 万吨，同比增速预计达 2.77%，全年产量增速预计较 2024 年有所放缓，主因 2025 年产能运行趋近产能“天花板”限制，增量空间有限。年内，云南地区电力供应稳定，水电产能全年运行稳定，成为整体铝供应能力得以稳定维持在高位的重要因素。

图：电解铝产能开工率季节性变化（%）



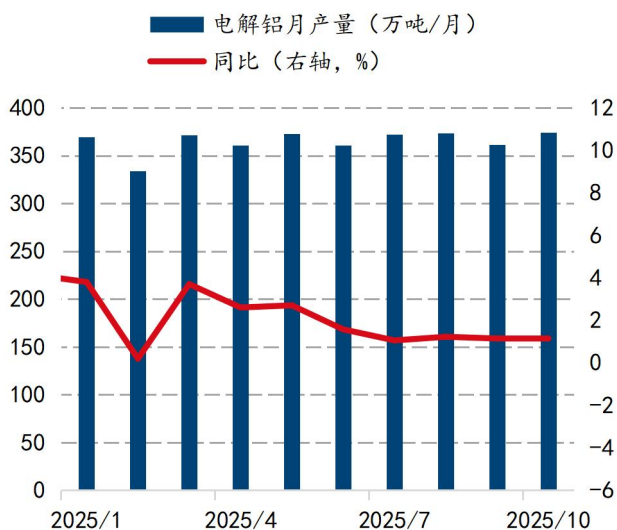
图：中国电解铝产量季节性变化（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

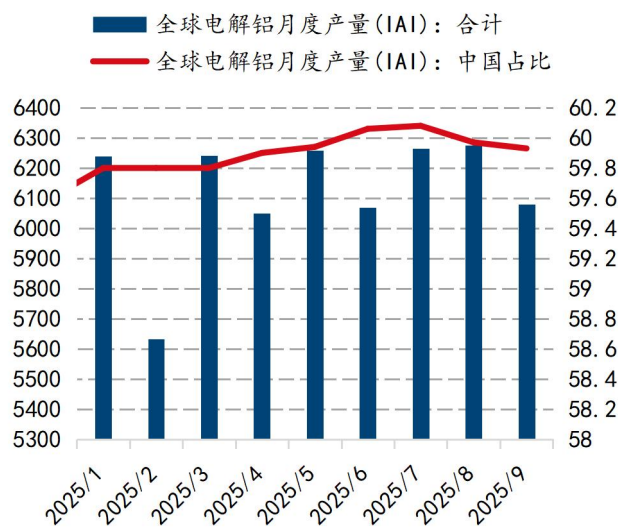
数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铝月度产量变化（万吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

图：全球电解铝月度产量月度变化（千吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

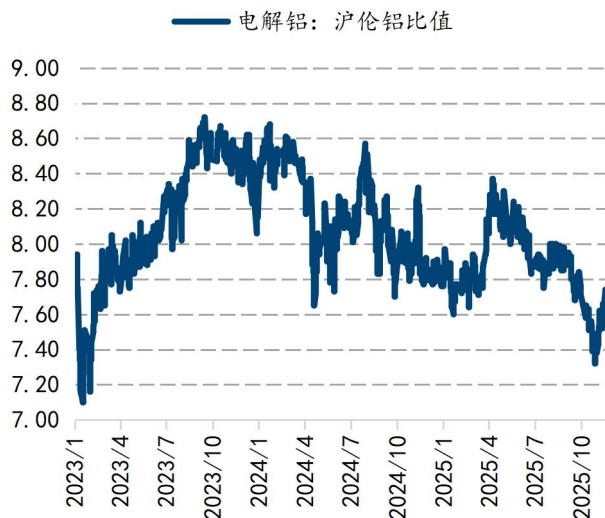
据百川盈孚数据，截至 2025 年 10 月底，全球（除中国）电解铝建成产能为 3590 万吨，同比增长 2.72%，开工产能 2866.7 万吨，开工率为 79.85%。截至 2025 年 10 月底，全球（除中国）电解铝建成产能为 3495 万吨。SMM 数据显示，2025 年 1-10 月，海外电解铝平均开工率为 89.2%，较 2024 年相比高出约 0.9%。2025 年 1-9 月，SMM 统计全球电解铝产量累计达 5511 万吨，同比增长 1.27%，增速较 2024 年亦有放缓。此外，2025 年 10 月 21 日，世纪铝业公司（Century Aluminum）全资子公司——Norður á l Grundartangi ehf 公司宣布，由于冰岛 Grundartangi 铝冶炼厂的电气设备故障，其两条电解槽生产线中的一条被迫暂时停产，冶炼厂的生产已暂时减少约三分之二，该铝厂总产能 32 万吨/年，世纪铝业二季度报告中显示该铝厂满产运行，预计此次停产规模达 20 万吨/年。海外供应干扰再次放大全球铝供应的脆弱性，一度点燃市场担忧情绪并在资金的推动下驱动铝价走出年内新高。

整体来看，2025 年全球电解铝供应量继续增加，但供应增速有所放缓，国内电解铝 4500 万吨产能“天花板”稳固，海外虽有新投产产能，但释放速度有限，全球电解铝供应刚性较为显著。

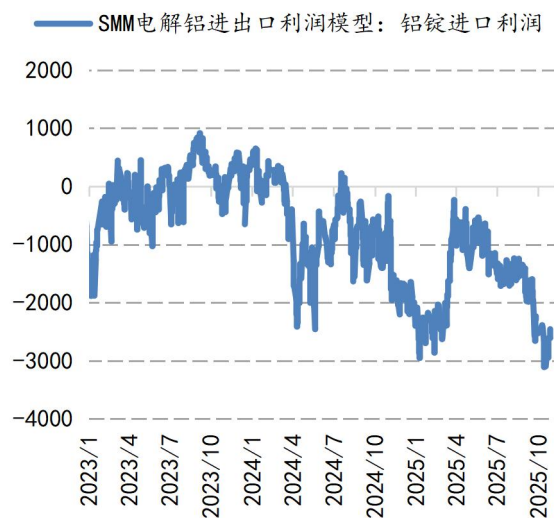
## 2. 中国铝元素供应情况

2025 年以来，俄铝持续遭到欧美国家和 LME 市场的制裁，特朗普对于铝实施加征关税的政策，全球铝供应链和贸易秩序持续遭到宏观政治和大国博弈的扰动，不同地区间铝价价差扩大，美国铝现货市场升水创下超过 1900 美元/吨的历史新高。在风险溢价和资源的供需错配之下，铝价延续“内强外弱”的特征，年内铝价沪伦比一度跌至 7.4 以下的较低位。电解铝进口窗口维持关闭状态。根据中华人民共和国海关总署公布数据，2025 年 1-9 月份国内原铝累计进口总量约 164.9 万吨，同比增长 72.5%，2025 年我国电解铝预计进口总量达 265 万吨，较 2024 年增加 51.3 万吨，增幅 24.01%。主要增量来自欧洲某大国，源于中国与该国签订的每月 10 万吨铝锭供应协议，且这些进口铝锭基本直接流入下游加工厂。我国电解铝最主要的进口来源国为俄罗斯，占比超过 80%，其次为印尼和印度。

图：铝价沪伦比值变化



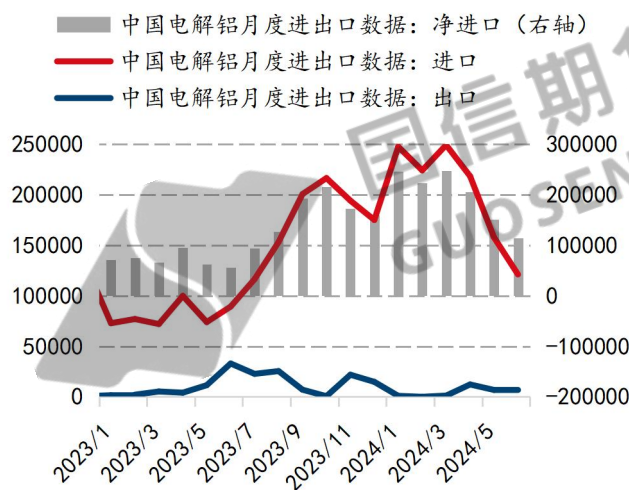
图：铝锭进口利润变化（吨/月）



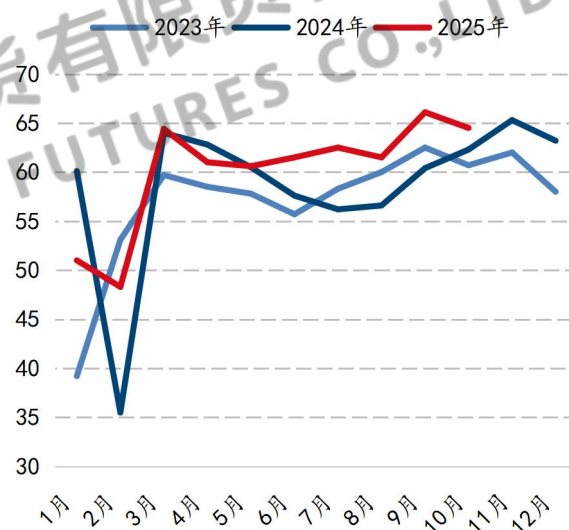
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：原铝进出口量变化（吨/月）



图：再生铝合金月度产量（万吨/月）



数据来源：国家统计局 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从整体铝元素供应角度看，据 SMM 数据，2025 年 1-9 月，我国再生铝合金累计产量为 536.9 万吨，同比增长约 4.52%。据海关总署数据，2025 年 1-9 月，中国累计进口未锻轧铝及铝材 301 万吨，同比增长 5.7%。整体而言，综合原铝产量、进口量、再生铝合金产量以及进口未锻轧铝及铝材，2025 年 1-9 月，中国铝供应量为 4399.8 万吨。

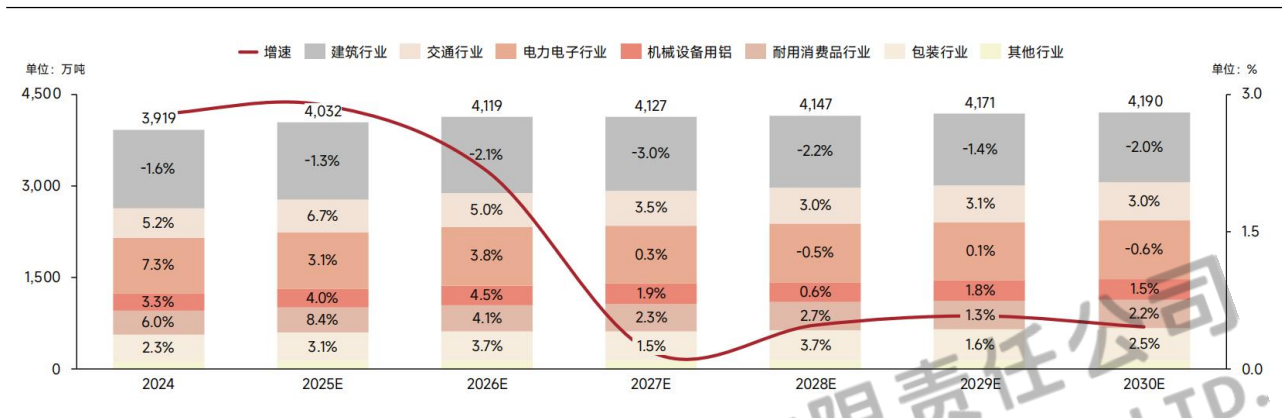
### 3. 铝消费需求具备韧性

2025 年，新能源板块依旧是拉动铝总体需求的主力，特高压电网建设及“以旧换新”政策下家电消费的增长，也增加了用铝需求，共同对冲了建筑用铝需求的下滑。其中，新能源板块内部也出现一定分化，

光伏板块在政策窗口期推动下，上半年装机量显著增长，表现亮眼，但随着政策窗口期结束，需求透支后，下半年光伏装机量出现明显下跌。新能源汽车及特高压电网建设用铝需求则在全年都较为亮眼。“以旧换新”政策下家电消费的增长，也增加了用铝需求，但随着国补额度消耗，以及需求的透支，家电消费市场也在三、四季度逐渐显出疲态。

据 SMM 预测数据，2025 年受新能源汽车铝需求增长的提振，中国国内铝消费增速预计达到 2.9%，2026 年铝需求增速或放缓至 2.2%。

图：中国铝行业终端原铝需求（2025-2030 年 E，万吨，%）

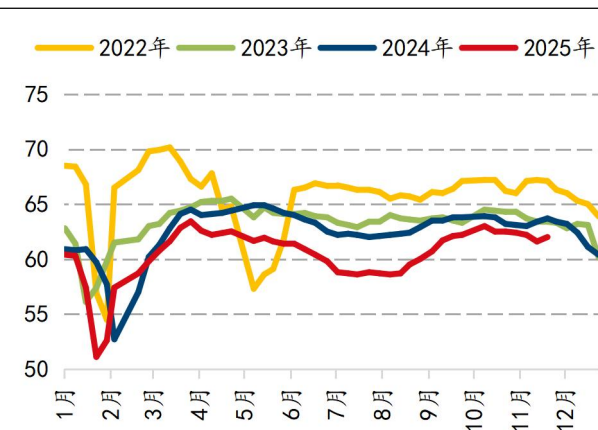


数据来源：SMM 国信期货

2025 年 1 月以来，铝需求端呈现出内需缓慢回暖，外需面临挑战的局面。春节假期结束后国内进入传统旺季，下游铝加工厂开工率稳步回升，旺季效应延续至二季度中。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。6 月后，铝下游企业开工率持续下滑，消费淡季程度进一步加深。至 8 月中下旬，下游再度向旺季过渡，下游铝加工企业开工率开始回升，涨势延续至 10 月初。

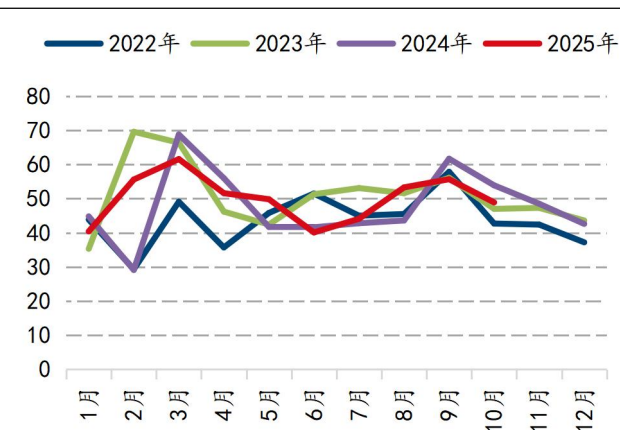
值得注意的是，各板块间、企业间均出现“冷暖分化”的情况。在“以旧换新”政策，以及新能源汽

图：铝下游加工行业开工率季节性变化 (%)



数据来源：SMM 国信期货

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

车补贴的刺激下，工业型材、铝板带箔需求回暖尤为显著。建筑型材仍受到房地产下行的影响，需求疲软。2025 年电网投资创新高，但订单直至 3 月中下旬才逐渐兑现，使得铝线缆板块需求的回暖稍有滞后。此外，由于近年来行业内卷不断加剧，市场份额被瓜分的情况下，同板块内不同微观企业所面临的情况也有所区别，中小企业普遍面临订单不足、利润偏低的窘境。

就终端应用来说，铝主要应用于建筑、交通运输、包装、电子电器等领域，其中建筑及交通运输用铝占比达到近 50%。在实现“双碳”目标，及新能源转型的背景下，近几年，铝的需求正持续经历着内在结构的变化。也正是电动汽车、光伏等板块的需求增量，给予了铝加工行业较强的生存韧性。

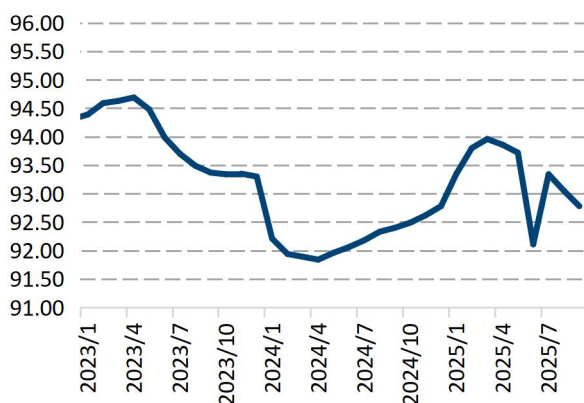
### (1) 建筑行业：房地产疲软 建筑用铝需求仍是拖累项

房地产行业仍处于“止跌回稳”的探索中，对于整体铝需求而言，仍是拖累项。据国家统计局数据，2025 年以来，房地产开发景气指数在 3 月触及年内高点 93.96 后，呈现下跌趋势，至 2025 年 9 月，房地产开发景气指数降至 92.78，较年初下降 0.57，较 2024 年同期高出 0.38。

城中村改造和保障性住房需求在一定程度上支撑了建筑用铝的需求，但整体建筑用铝消费依旧疲软，在铝消费中占比下降趋势未改。建筑用铝主要体现在竣工环节，占整个地产用铝量的 75%以上，产品形式包括铝合金门窗、铝塑管、装饰板、铝板幕墙等，一般来说，铝消费量的增加会先于房屋竣工面积的增加体现出来，时间上提前 1-2 个季度。除此之外，铝则主要以铝合金模板的形式应用在开工端。

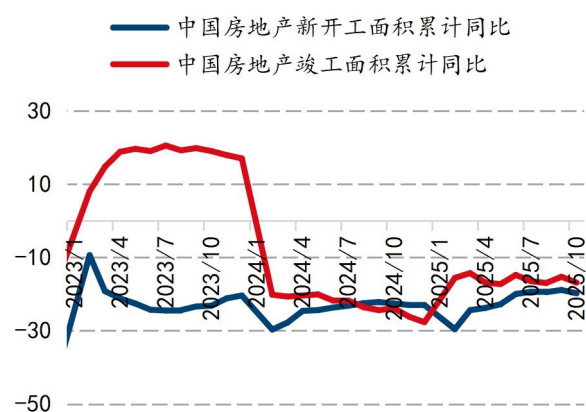
从数据方面来看，据国家统计局数据，2025 年 1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 652939 万平方米，同比下降 9.4%。其中，住宅施工面积 455253 万平方米，下降 9.7%。房屋新开工面积 49061 万平方米，下降 19.8%。其中，住宅新开工面积 35952 万平方米，下降 19.3%。房屋竣工面积 34861 万平方米，下降 16.9%。其中，住宅竣工面积 24866 万平方米，下降 18.9%。1—10 月份，新建商品房销售面积 71982 万平方米，同比下降 6.8%；其中住宅销售面积下降 7.0%。新建商品房销售额 69017 亿元，下降 9.6%；其中住宅销售额下降 9.4%。1—10 月份，房地产开发企业到位资金 78853 亿元，同比下降 9.7%。其中，国内贷款 12160 亿元，下降 1.8%；利用外资 19 亿元，下降 37.5%；自筹资金 28419 亿元，下降 10.0%；定金及预收款 23257 亿元，下降 12.0%；个人按揭贷款 10834 亿元，下降 12.8%。房地产方面各项数据仍呈现负增长，但跌幅与 2024 年相比均有所收窄。2025 年以来，部分城市受到房地产利好政策的提振，市场价格出现阶段性的企稳。但目前房地产市场仍存在结构性问题，三、四线城市因库存高企、需求不足，房价下行压力仍然较大。

图：中国房地产景气指数



数据来源：SMM 国信期货

图：中国房地新开工、竣工面积累计同比 (%)



数据来源：SMM 国信期货

## (2) 电力电子：光伏“抢装潮”与电网投资新高助力铝需求增长

今年以来，电子电力领域的用铝需求继续出现明显增长，铝在电力电子领域的应用体现在光伏、高压输变电路及低压线缆等，领域用铝需求的增长也主要得益于光伏与电网相关建设的发展。

据国家能源局数据，截至 2025 年 9 月，全国风电和太阳能发电装机容量已达到 17.08 亿千瓦，占全国发电装机的 46%，今年前三季度，风光发电量合计达 1.73 万亿千瓦时，占同期全社会用电量的 22.3%，风电、光伏合计发电量较去年同期增加 3822 亿千瓦时，超出了全社会用电量增量，表明新能源已成为满足全社会用电增长的主要来源。

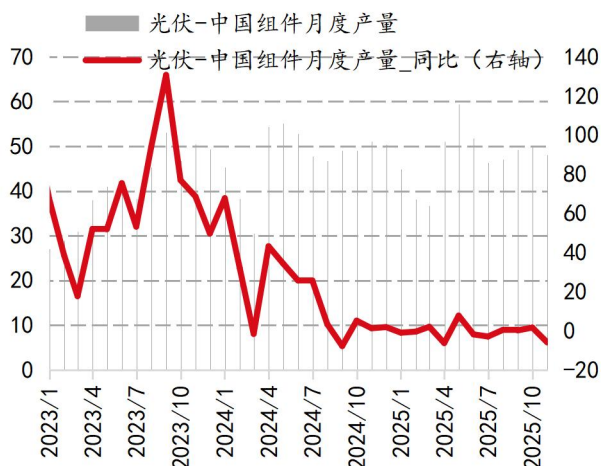
铝在光伏行业中的应用主要是用作光伏支架以及光伏组件中的边框。根据 SMM 数据，光伏组件用铝量约 0.45 万吨/GW，光伏支架用铝量约 0.75 万吨/GW。受到行业政策的影响，光伏行业在一季度进入了阶段性的“抢装潮”。出于保障项目收益的目的，在 4 月 30 日及 5 月 31 日两个重要时间节点到来前，光伏行业开启了一轮“抢装潮”，尤其带动上半年光伏装机量明显增长。

据国家能源局数据，2025 年前三季度国内光伏新增装机 23952.8 万千瓦，其中，2025 年上半年新增装机量增速更为显著，中国光伏新增装机量突破 20000 万千瓦，同比增长逾 100%，累计装机总量越过 100000 万千瓦大关。2025 年前三季度，集中式光伏新增装机 11159.4 万千瓦，分布式光伏新增装机 12793.4 万千瓦，户用光伏新增装机 3443.8 万千瓦。其中，江苏新增光伏装机 2446.8 万千瓦排名榜首，其次为新疆新增装机 2327.7 万千瓦，第三位为广东省新增 1773.6 万千瓦。累计装机量方面，截至 2025 年第三季度，我国光伏发电累计装机容量 112488.9 万千瓦，集中式光伏累计装机量 61689.3 万千瓦，分布式光伏累计装机量 50799.6 万千瓦，户用光伏累计装机量 19259.3 万千瓦。

“抢装潮”影响下，相关材料价格也出现明显上涨。光伏组件价格在连跌 30 个月后首次出现上涨，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。但随着政策窗口期的结束，装机需求提前透支，光伏板块用铝需求明显下降。光伏组件价格在 3 月上涨至高点后，步入价格下跌通道，6 月以来行业的反不正当竞争法亦未拉动组件价格回暖，至 2025 年三季度，光伏组件价格依然承压。从光伏组件月度产量来看，4-5 月，光伏组件月产量攀升至 50GW 以上，随后 6-10 月整体下滑至 50GW 以下，且在第三季度的装机旺季也未能回到 2024 年同期水平。

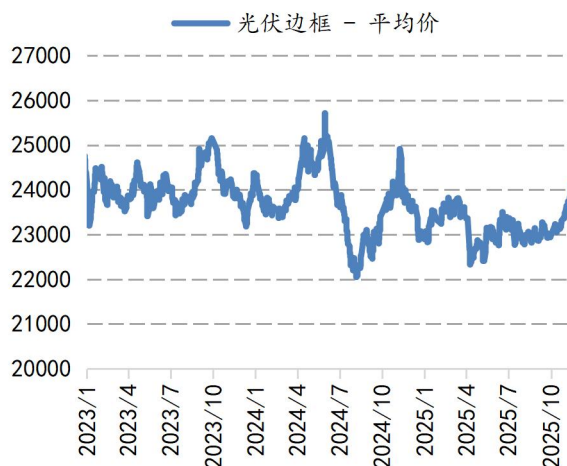
从用铝量来看，考虑到年内光伏装机量同比增长强劲，2025 年国内光伏行业用铝量有望超过 500 万吨。

图：中国光伏组件月度产量变化（GW/月，%）



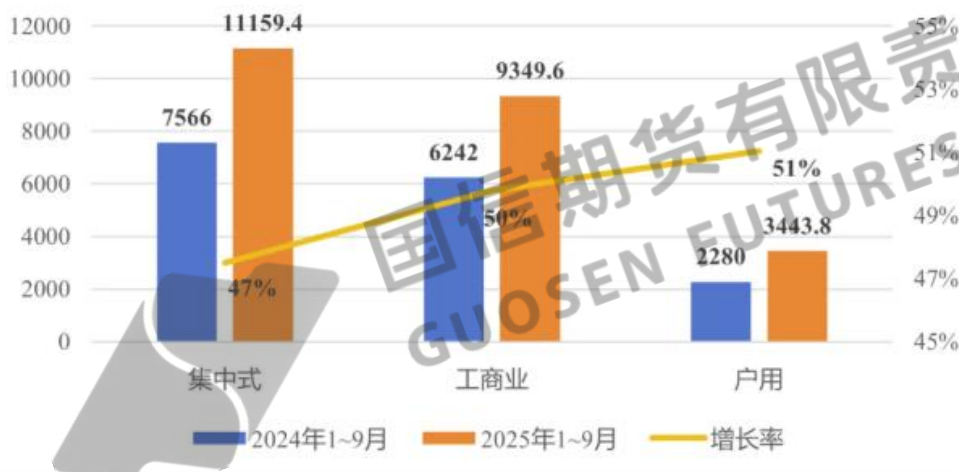
数据来源：SMM 国信期货

图：光伏边框均价变化（元/吨）



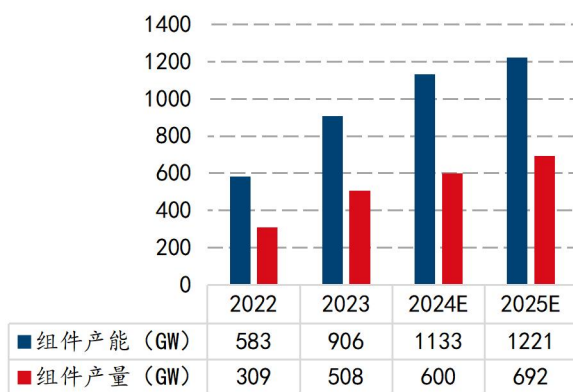
数据来源：SMM 国信期货

图：近两年光伏新增装机对比（万千瓦，%）



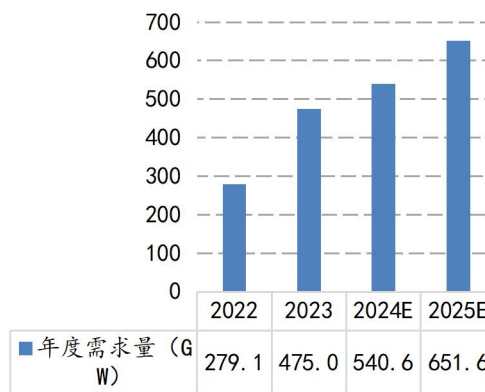
数据来源：国家能源局 国信期货

图：国内光伏组件年度产能和产量（GW）



数据来源：SMM 国信期货

图：全球光伏组件年度需求（GW）



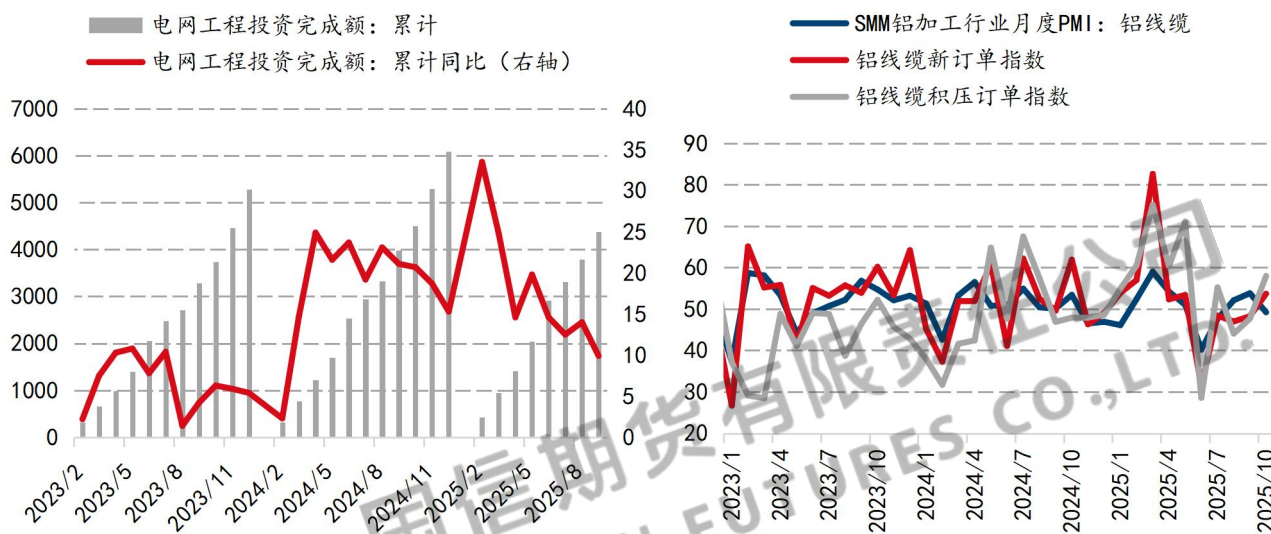
数据来源：SMM 国信期货

光伏、水电、风电等的建设，提高了对于输电及储能的要求，电网建设需求走强，也成为 2025 年拉动铝消费的重要一环。电网建设中铝线缆消费主要集中在输变电项目材料采购和特高压项目采购。

国家电网数据显示，2025 年 1 月至 9 月，国家电网完成固定资产投资超 4200 亿元，同比增长 8.1%。预计今年全年投资规模将突破 6500 亿元，特别是特高压领域成为投资主战场。2025 年，金沙江上游一湖北、陇电入鲁、疆电入渝等特高压项目加速推进，全年特高压直流工程投资占比超 80%。预计 2025 年特高压行业规模将突破 800 亿元。在电网建设投资创新高的带动下，2025 年以来，铝杆及铝线缆板块开工率居于往年同期高位，细分板块 PMI 以及企业新订单及积压订单情况均较好，铝线缆行业景气度有所提升。

图：电网工程投资完成额（亿元/月，%/月）

图：铝线缆行业景气度有所提升



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

### (3) 新能源汽车需求持续增长 带动交通运输领域用铝需求

在交通运输领域，汽车轻量化要求的提高以及新能源汽车的迅猛发展，继续有力带动着铝需求的增长。

在汽车以旧换新补贴政策的持续下，2025 年我国汽车消费市场增长持续亮眼，特别是新能源汽车市场延续较高增速。国际铝业协会的数据统计显示，预计 2025 年单车用铝量分别达到 179kg 和 226KG，预计到 2030 年汽车生产总用铝量将达 1070 万吨。而根据我国《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》，2025 年单车用铝量超过 250kg、2030 年单车用铝量超过 350kg。2025 年汽车产销双增之下，汽车用铝需求依然是铝需求的重要增长极。

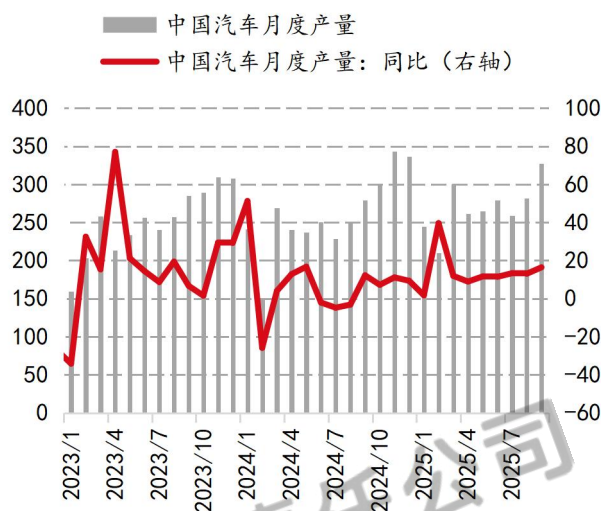
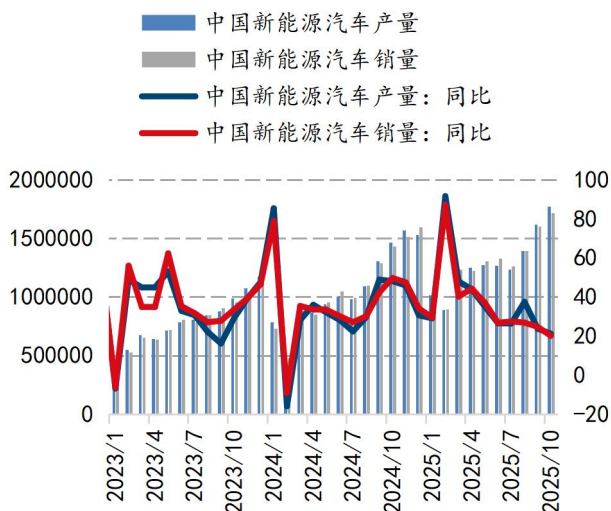
中国汽车工业协会发布数据显示，2025 年 1-10 月，我国汽车产销量分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比分别增长 13.2%和 12.4%。其中，新能源汽车产销量分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1%和 32.7%。

出口方面，2025 年 1—10 月，我国汽车出口 561.6 万辆，同比增长 15.7%。其中，新能源汽车出口 201.4 万辆，同比增长 90.4%，同比增速显著提升。中国新能源汽车的产业链成本优势以及在技术上的领先优势，使得中国新能源汽车在海外市场具备较强竞争力，也能在一定程度上抵御关税壁垒加厚造成的负反馈。此外，新能源汽车出口的激增也有效带动了相关产品的出口。数据显示，2025 年前三季度，汽车零部件出

口同比增长 41%，其中电池、电机、充电桩等核心零部件出口额突破 800 亿美元。

图：中国汽车销量变化（单位：辆/月，%）

图：中国汽车产量变化（单位：万辆/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

#### (4) “以旧换新”政策利好家电消费 但高基数效应下增速逐渐放缓

2025 年，中国家电市场在“以旧换新”政策的强力驱动下，整体需求保持稳健，为铝消费提供了重要支撑。但高基数效应与年内国补资金到位的波动性，也使得行业增长节奏呈现前高后低的特征。

政策方面，2024 年 7 月底，相关部门印发了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，进一步加大支持力度，当年 10 月假期期间白色家电消费显著增长，放大了旺季效应。2025 年 1 月，《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、吸油烟机等 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。

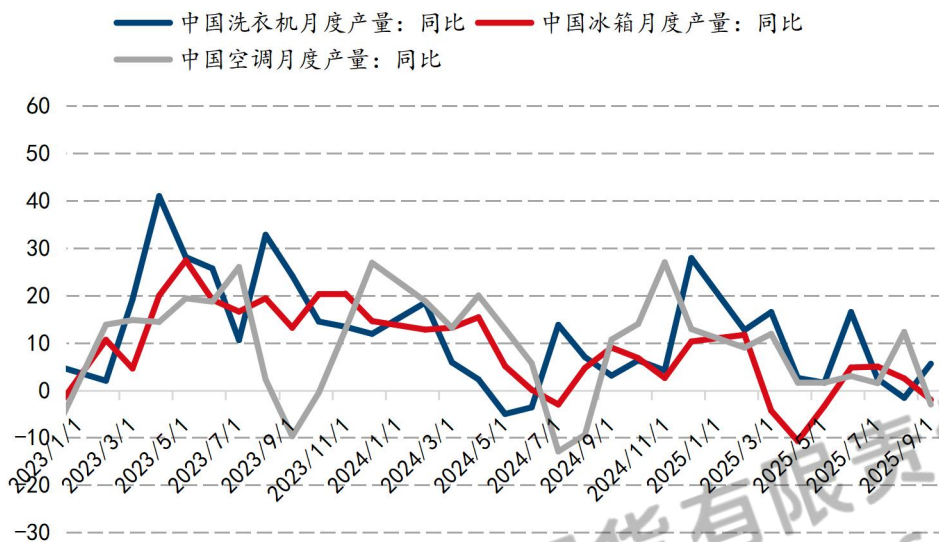
以旧换新补贴力度加大，有力带动了家电市场的整体消费需求。时间节奏上来看，2025 年全年 3000 亿元超长期特别国债资金分四批发放，受到国补资金分批发放的影响，年内家电消费需求也呈现波动性变化，出现阶段性需求走弱的情况。另外，由于后续各地补贴政策实施有所不同，也出现了地区间的消费需求差异。此外，受到 2024 年下半年家电消费和排产量高基数的影响，下半年家电市场同比明显走弱，但仍好于 2023 年同期水平。

产量方面，国家统计局数据显示，2025 年 1-10 月，全国空调累计产量 23034.4 万台，同比增长 3.0%；全国彩电累计产量 16617.6 万台，同比下降 2.3%；全国冰箱累计产量 8995.9 万台，同比增长 0.9%；全国洗衣机累计产量 10107.8 万台，同比增长 6.4%；主要家电产量增速较 2024 年同期有所收窄。

销售情况来看，奥维云网数据显示，2025 年 1-9 月我国家电零售额同比增长 5.2%，规模达 6701 亿

元。产业在线数据显示，2025 年 1-9 月，中国家用空调总销量 16345.1 万台，同比增长 5.4%，内销同比增长 8%，外销同比增长 2.2%；洗衣机总销量为 7013.7 万台，同比增长 8.4%，内销同比增长 4.5%，外销同比增长 12%；彩电总销量 10326 万台，同比下滑 3.1%，其中内销和外销分别同比下滑 4.2%和 2.8%；冰箱总销量为 7348.1 万台，同比增长 3.2%，内销同比增长 2.4%，外销同比增长 3.8%。整体来看，除彩电外，多数家电销量继续增长，空调外销增长亮眼。

图：中国家电产量同比变化（%）



数据来源：SMM 国信期货

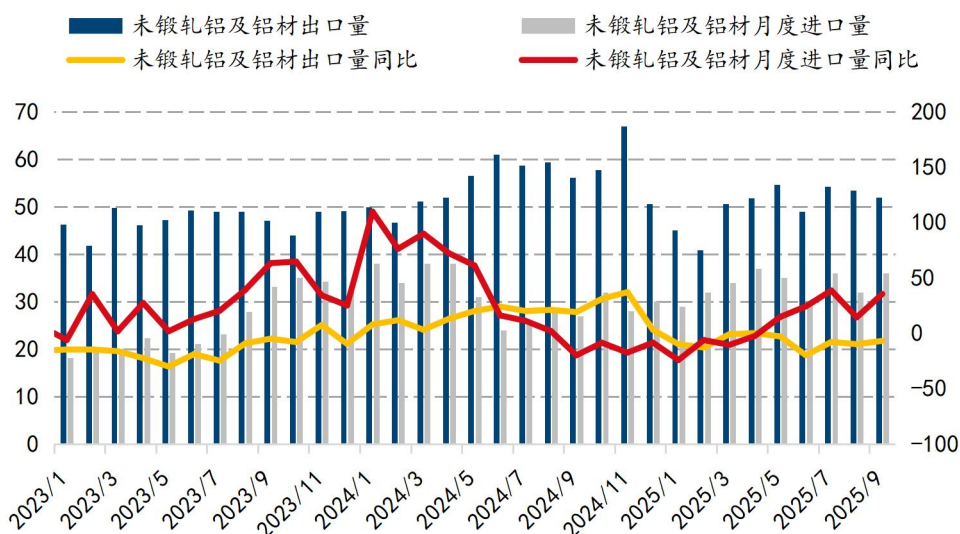
#### (5) “抢出口”效应下出口需求下滑好于预期

受到铝材出口退税政策取消以及特朗普加征关税政策的影响，2025 年中国铝及铝材出口需求下降，但由于“抢出口”窗口期，整体出口需求的下降好于预期。

海关总署数据显示，2025 年 1-10 月，中国未锻轧铝及铝材累计出口 502 万吨，同比下降 8.6%。其中，2025 年 1-10 月，铝型材、条杆累计出口 73.34 万吨，同比下降 17.77%，铝合金累计出口 22.86 万吨，同比增长 13.81%，铝板带累计出口 253.111 万吨，同比下降 10.81%，铝箔累计出口 111.98 万吨，同比下降 12.58%。铝材出口主要流向马来西亚、越南。

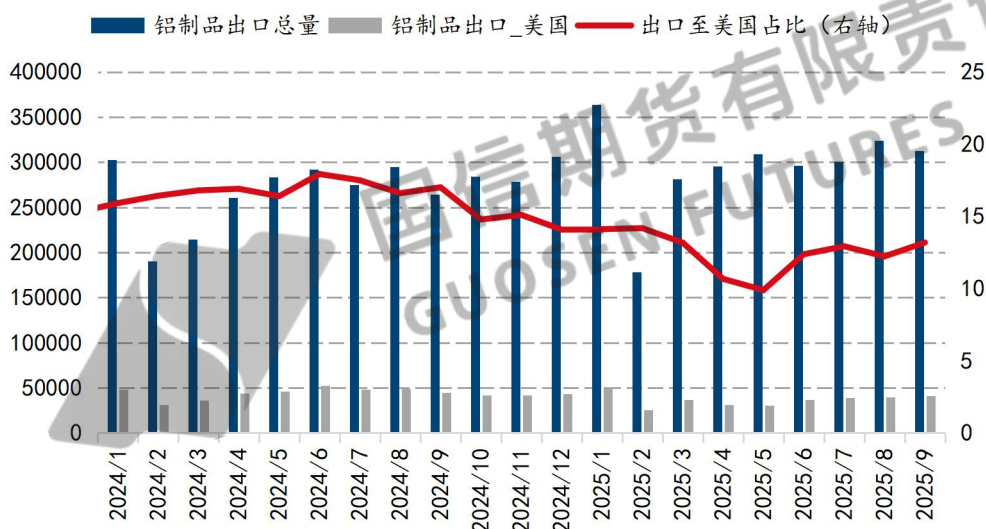
铝材出口退税政策的取消驱动市场由出口铝材向出口铝制品转化，2025 年铝制品出口增长明显。数据显示，2025 年 1-9 月，中国铝制品累计出口 266.03 万吨，同比上涨 11.88%，其中，铝制品出口至美国数量在整体出口量中占比自 17%左右下滑至 13%左右。

图：中国未锻轧铝及铝材出口量变化



数据来源：SMM 国信期货

图：铝制品出口至美国月度数据变化（吨/月，%）



数据来源：SMM 国信期货

#### 4. 铝水比持续提高 铝锭低库存构筑铝价抗跌性

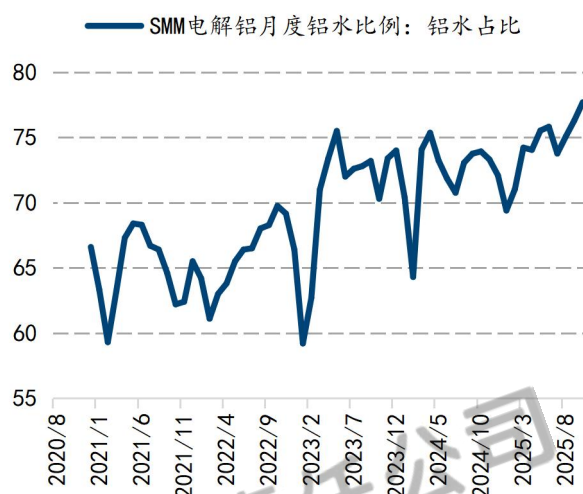
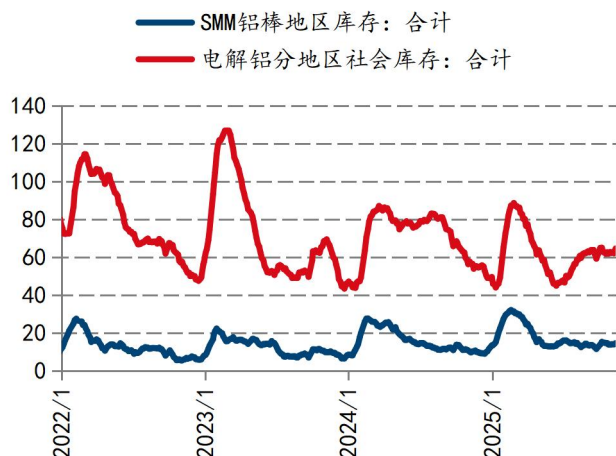
在行业铝水合金化比例提高至 90% 的要求下，铝水比提高，铸锭量下降仍是行业的大趋势。2025 年以来，铝锭库存低位进一步常态化，由于铝锭供应偏少，出现了即使在消费淡季，铝锭采购需求也显出较强韧性的情况。同时，可交割资源的稀缺也放大了铝价的金融属性，使得沪铝成为期货市场的多配标的，铝锭低库存成为构成铝价抗跌性的重要原因之一。

据 SMM 数据，2025 年 1-10 月，行业铝水比基本处于 70% 以上，至 10 月底，行业铝水比已上升至 77% 的新高。从铝锭库存变化节奏来看，年内铝锭库存变化基本符合季节性规律，但由于期间铝价曾出现阶段性强势冲高，一定程度上抑制了下游采购情绪，出现旺季去库不畅的情况。据 SMM 数据，截至 2025 年 11 月 20 日，铝锭库存为 62.1 万吨，略高于 2024 年同期水平。

与铝锭铸锭量下降相对应的是铝棒产量的增加，以及其他铝中间加工材对库存压力的分担。从2025年1-11月铝棒库存数据来看，铝棒库存高于历史同期成为常态，铝棒加工费亦表现承压。据SMM数据，截至11月20日，铝棒库存为13.75万吨，处于近3年历史同期高位。

图：中国电解铝及铝棒社会库存

图：行业铝水比变化（%）

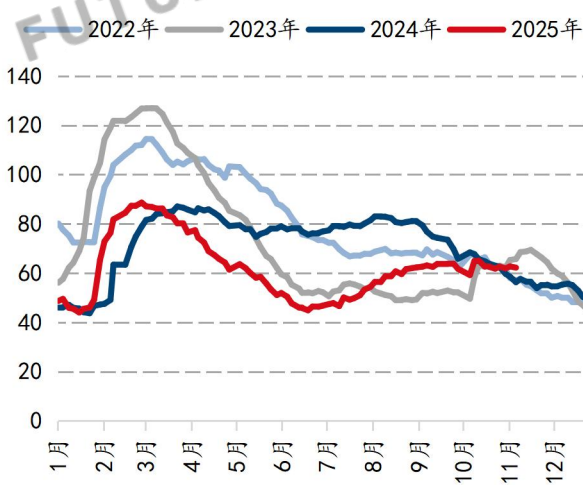
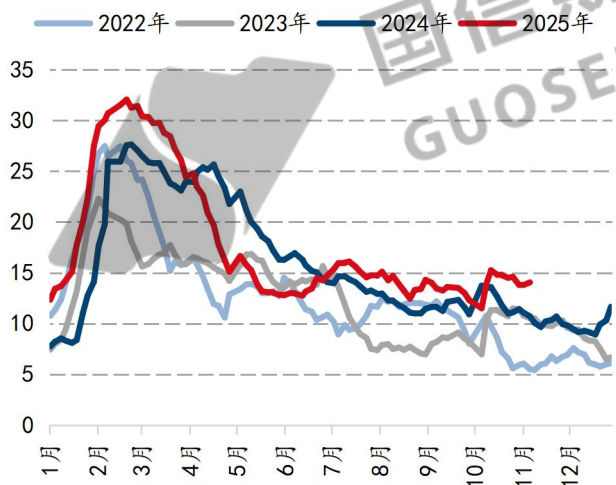


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（万吨）

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

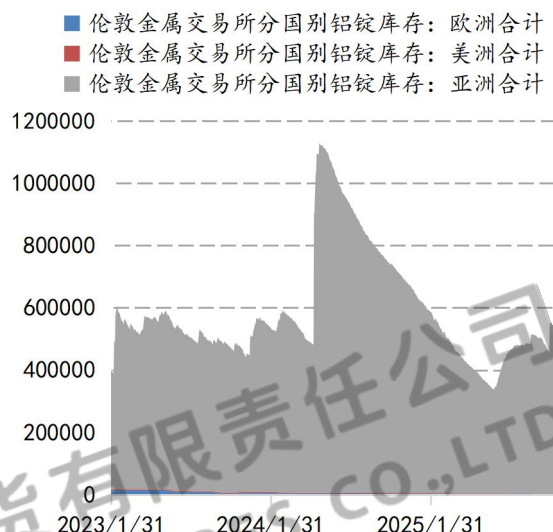
交易所库存方面，上期所铝库存及伦铝库存均处于近五年同期的较低位。在全行业铸锭量下降的影响下，上期所沪铝期货仓单库存呈现出与铝锭社会库存相似的历史同期低库存状态。LME 铝库存亦处于近5年同期低位，且从分布上来看，库存主要集中于亚洲市场。受到欧美国家对俄铝制裁持续的影响，LME 库存中印度铝占比有所上涨。

值得注意的是，由于今年 LME 铜、锌等品种库存显著下降，市场一度出现交割风险，LME 在 6 月推出临时管控措施，要求持有交割月或次月头寸超过对应品种可用库存总量的会员，必须在 24 小时内将超额

部分平仓，或以零溢价借出金属，一定程度上有效平抑了市场风险。随后，2025年10月，伦敦金属交易所（LME）10月30日发布公告，拟将今年6月起实施的“近月大额持仓限制”从临时性安排升级为永久性规则，并就此向市场公开征询意见，截至11月20日，新框架暂未正式落地。这一规则上的变化将使得持仓规模与实物库存直接挂钩，降低近月合约的挤仓风险，使得近月合约更能反映市场供需情况，降低套期保值的成本，但同时，也会在一定程度上限制市场的流动性，增加交易成本。整体来看，该项规则的改变，是LME加强市场监管的体现。

图：上海期货交易所库存变化（吨/周）

图：LME库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

## 5. 氧化铝价格下跌带动铝成本下行 电解铝行业利润创新高

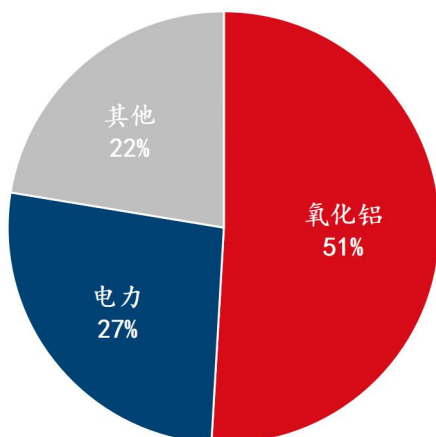
由于原料氧化铝在2025年转向供应过剩，年内价格几近腰斩，使得电解铝成本不断下移。而与此同时，年内铝价在系统性风险中亦显出较强的抗跌性，价格重心稳步抬升，行业利润空间不断增厚。

具体来看，2025年，氧化铝价格的变化仍是导致电解铝成本变化的主导因素。2024年11月-12月，氧化铝价格站上5000元/吨以上的高点，在铝冶炼成本中的占比一度超过50%，随着氧化铝价格进入下跌周期，至2025年11月，氧化铝现货价格已下跌至2800元/吨一线，在铝冶炼成本中所占比重降低至34%左右的正常水平。

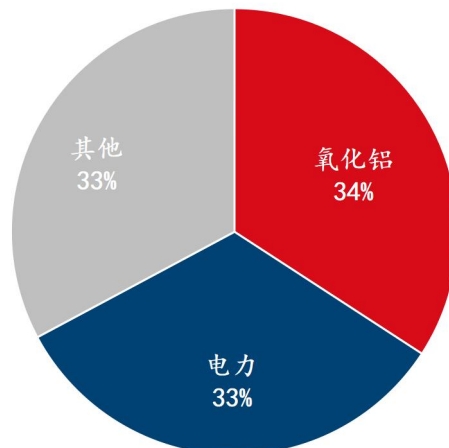
电力成本的变化则相对常规。火电方面，上半年动力煤价格承压，但随着煤炭行业受到“反内卷”政策的影响，动力煤价格自下半年逐步回升，但整体价格涨幅可控，并未造成火电成本的超预期上涨。水电方面，年内云南省电力供需宽松，水电供应稳定，电价变化亦符合枯水期和丰水期的季节性变化规律，整体电价水平较2024年有所抬升。

预焙阳极价格较2024年明显抬升，在铝冶炼成本中的占比自年初的9%左右上升至11月的16%左右。由于原料石油焦和煤沥青价格上涨，预焙阳极成本上涨，而下游铝厂需求较为稳定，使得预焙阳极获得价格上涨空间。据SMM数据，截至11月20日，2025年预焙阳极均价约为5542元/吨，较2024年同比增长24%左右。

图：2024 年 11 月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%） 图：2025 年 11 月氧化铝成本在电解铝成本中所占比重（%）



数据来源：SMM 国信期货

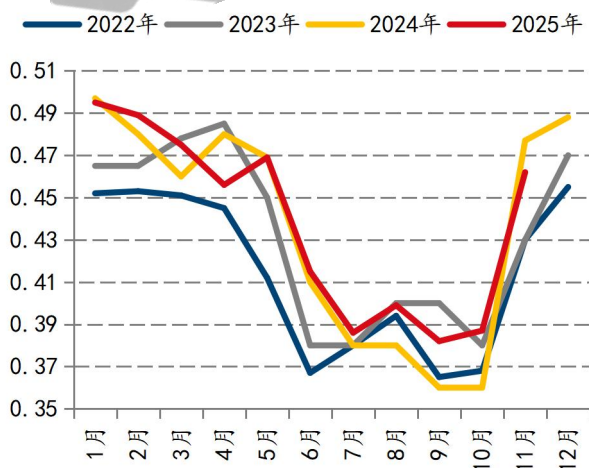


数据来源：SMM 国信期货

电力成本的变化则相对常规。火电方面，上半年动力煤价格承压，但随着煤炭行业受到“反内卷”政策的影响，动力煤价格自下半年逐步回升，但整体价格涨幅可控，并未造成火电成本的超预期上涨。水电方面，年内云南省电力供需宽松，水电供应稳定，电价变化亦符合枯水期和丰水期的季节性变化规律，整体电价水平较 2024 年有所抬升。

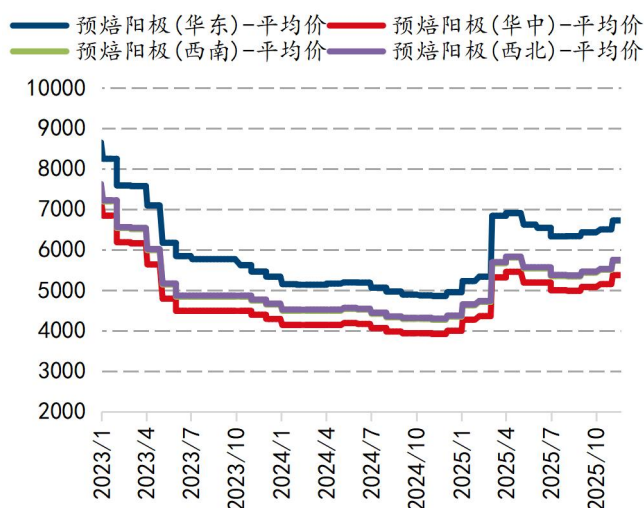
预焙阳极价格较 2024 年明显抬升，在铝冶炼成本中的占比自年初的 9% 左右上升至 11 月的 16% 左右。由于原料石油焦和煤沥青价格上涨，预焙阳极成本上涨，而下游铝厂需求较为稳定，使得预焙阳极获得价格上涨空间。据 SMM 数据，截至 11 月 20 日，2025 年预焙阳极均价约为 5542 元/吨，较 2024 年同比增长 24% 左右。

图：云南基准电价（含税）季节性变化（元/度）



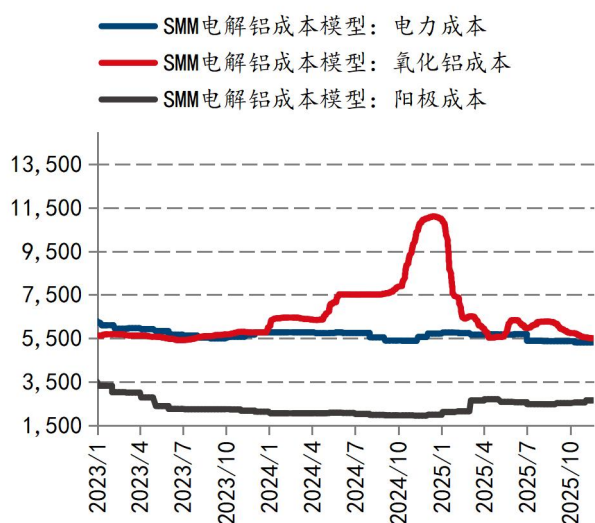
数据来源：SMM 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（元/吨）

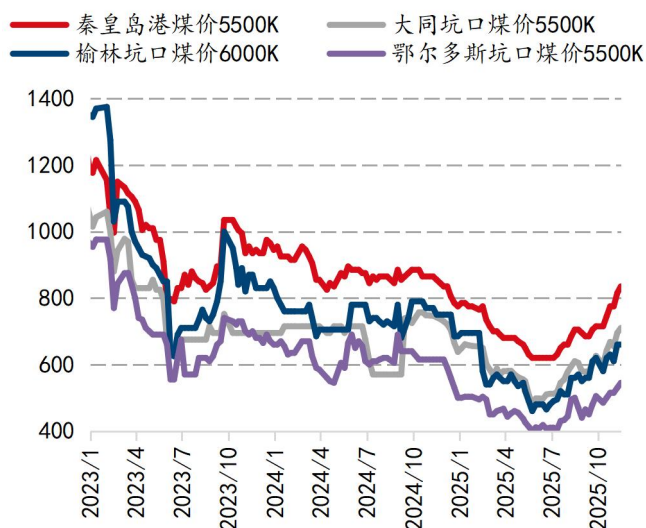


数据来源：SMM 国信期货

图：电解铝各项成本变化（元/吨）



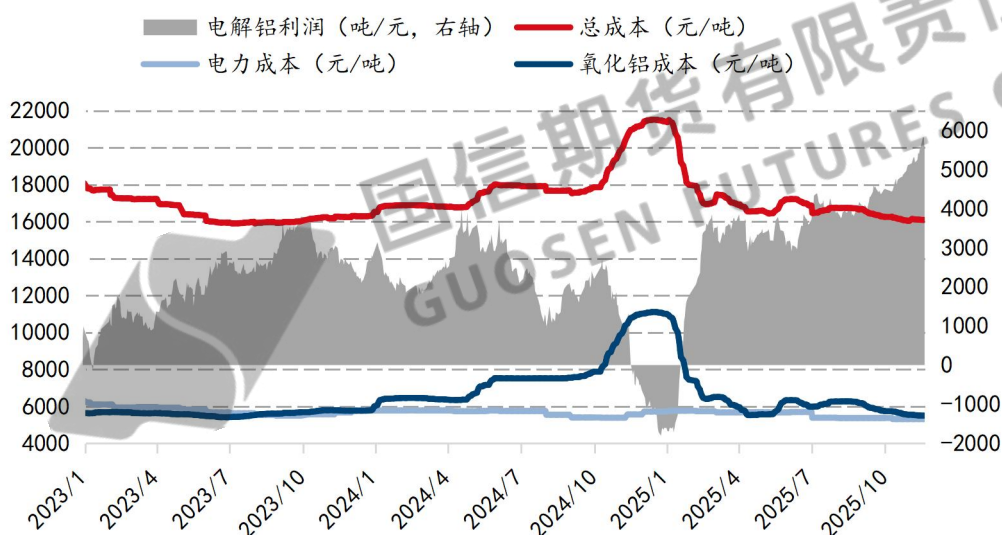
图：主要产区坑口煤价格（元/吨）



数据来源：Wind 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

整体而言，2025 年以来，电力成本及阳极成本均有上涨，但由于氧化铝价格下跌幅度相对更大，对冲了电力成本和阳极成本的上行。据 SMM 数据，2025 年 1-11 月，电解铝完全平均成本约为 16983 元/吨，较 2024 年下降约 6.4%。利润方面，电解铝行业自 1 月起扭亏为盈，年内利润空间呈现扩大趋势。据 SMM 数据，2025 年 11 月，电解铝月度平均利润约为 5458 元/吨，较 1 月平均利润 80 元/吨增长超过 60 倍。2025 年 1-11 月，电解铝行业平均利润约为 3588 元/吨，同比 2024 年增长超过 70%。在成本下行，价格上涨的共同推动下，铝冶炼环节盈利能力进一步增强，夯实其铝产业链利润中心的地位。

## 四、2026 年电解铝市场展望

### 1. 供应：国内外供应增速均受限 铝供应刚性较为明确

2026 年，国内电解铝整体供应增速预计达到 1.5%，海外电解铝供应增速或超过 2.3%，全球铝供应增量主要来自印尼。

2025 年以来，国内电解铝产能运行率已经趋近峰值，在 4500 万吨产能天花板的限制下，未来几乎没有大规模增量空间。2026 年，国内电解铝增量主要将由产能指标置换后的投产所贡献，综合考虑减产及复产预期，2026 年中国电解铝增量约 68.1 万吨。进口补充方面，原铝进口长单预计稳定，考虑到铝价“外强内弱”的格局仍将有一定延续，长单以外的进口增量受限。但随着 2026 年海外原铝供应量增加，海外铝价有一定回落空间，从而带来边际进口增量。

图：2026 年中国电解铝计划投产产能（万吨/年）

| 2026年中国电解铝计划投产产能（万吨/年） |    |        |          |
|------------------------|----|--------|----------|
| 地区                     | 企业 | 计划投产产能 | 计划投产时间   |
| 新疆                     | J  | 28     | 待定       |
| 内蒙古                    | K  | 20     | 待定       |
| 新疆                     | L  | 10     | 2026年底   |
| 云南                     | M  | 23     | 待定       |
| 云南                     | N  | 50     | 待定       |
| 新疆                     | D  | 16     | 2026年3月  |
| 山西                     | E  | 29.4   | 2026年9月  |
| 青海                     | F  | 10     | 2026年12月 |
| 新疆                     | P  | 10     | 2026年12月 |
| 广西                     | Q  | 10     | 2026年4月  |
| 内蒙古                    | R  | 25     | 2026年1月  |
| 新疆                     | S  | 10     | 2026年1月  |
| 总计                     |    | 241.4  |          |

数据来源：百川盈孚 国信期货

图：2026 年中国电解铝产能减产规划（万吨/年）

| 2026年中国电解铝产能减产规划（万吨/年） |    |        |          |
|------------------------|----|--------|----------|
| 地区                     | 企业 | 计划减产产能 | 计划减产时间   |
| 新疆                     | A  | 28     | 待定       |
| 河南                     | B  | 22     | 待定       |
| 山东                     | C  | 73     | 待定       |
| 新疆                     | D  | 16     | 2026年3月  |
| 山西                     | E  | 19     | 2026年9月  |
| 青海                     | F  | 10     | 2026年12月 |
| 云南                     | G  | 10     | 2026年12月 |
| 总计                     |    | 178    |          |

数据来源：百川盈孚 国信期货

海外方面，据 SMM 数据，2026 年电解铝新投产产能规模达 122-167 万吨，增量来自印尼、安哥拉和越南，欧美复产规模达 20 万吨，但另一方面，世纪铝业位于冰岛的铝厂减产 20 万吨恢复时间暂不明确，south 32 莫桑比克因电力合约到期问题，2026 年 3 月后将有 52 万吨产能被迫关停。综合来看，2026 年海外电解铝产量增量约 70-115 万吨。

### 2. 需求：内需面临增速放缓压力 外需存在修复空间

在海内外能源转型以及“双碳政策”的推动下，新能源板块增速仍较为乐观。展望 2025 年，新能源板块光伏、新能源汽车的需求增长带动下，预计电子电力及交通运输板块用铝需求将进一步增加，其在整体铝消费中的占比预计也将再度提高，继续弥补建筑用铝需求的下滑。

#### (1) 房地产继续拖累铝需求 但行业跌幅有望收窄

2026 年，房地产市场将延续疲软，但在政策托底，以及经济的缓慢回暖下，房地产行业各环节跌幅有望进一步收窄，从而削弱对铝需求的拖累。

利率的下调以及近两年来各地取消限购等房地产利好政策仍将持续为购房者提供宽松的信贷环境，但房地产市场的企稳复苏很大程度上依赖于就业、居民收入以及整个经济大环境的系统性改善，政策端的调控更多起到托底作用。因此，房地产市场的复苏仍将是一个漫长的过程，短至中期仍面临较大的下行压力，并且继续处于“去库存”周期，在这个过程中，房地产市场的“结构性”分化也将更加凸显，一线城市有望先行止跌企稳，三、四线城市则在人口流出和库存压力之下，或将经历更为漫长的回暖之路。此外，老旧住房自主更新和存量资产盘活则将在一定程度上弥补房地产下行带来的用铝需求缺口。

《“十五五”规划建议》中提出，“**推动房地产高质量发展**：加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动”，长远来看，房地产市场供给质量将进一步提升。

## (2) 新能源转型持续推进与 AI 板块带来的电力电网建设需求想象空间

尽管光伏行业长期增长逻辑依然稳固，但装机增速的放缓与单位耗铝量的下降，预计将使光伏板块对原铝需求的拉动效应边际减弱。

宏观导向层面以及全球新能源转型趋势的驱动仍为光伏装机提供了明确的长期托底。中国在 2025 年联合国气候大会上提出的“2035 年非化石能源消费占比超 30%”的目标，意味着 2026-2035 年间年均风电、光伏新增装机需求维持在高位。同时，国际能源署（IEA）在《世界能源展望 2025》中预测，2025 至 2030 年全球光伏年新增装机容量将不低于 550GW。上述因素共同构成了全球光伏装机基本盘的稳定支撑。

同时，行业阶段性发展变化所带来的扰动也不容忽视。一方面，国内电站建设成本上升，叠加电力市场化改革深化导致的盈利能力承压，可能抑制装机电价敏感型项目的投资意愿。另一方面，考虑到 2025 年上半年“抢装潮”带来的高基数效应，预计 2026 年同期光伏装机同比增速将呈现显著回落。因此，2026 年光伏装机量虽有望维持增长，但增速放缓是大概率事件，其对铝需求的边际拉动作用预计将相应减弱。

除装机增速外，光伏单位用铝量也是影响铝需求的另一关键变量，且当前单位耗铝量下降的趋势将对未来铝消费构成利空。根据 SMM 数据，光伏用铝单耗已呈现持续下降趋势：组件用铝量已从 2023 年底的约 0.5 万吨/GW 降至 0.45 万吨/GW。支架用铝量已从 2023 年的约 1.0 万吨/GW 显著下降至 0.75 万吨/GW。长期来看，光伏单位耗铝量的进一步下降将在一定程度上对冲装机总量增长带来的铝消费增量。

展望 2026 年，全球及中国的光伏装机量仍有增长，从而会继续为铝需求提供坚实基础，但 2025 年装机需求提前透支后带来的需求下滑趋势将在 2026 年有所延续，尤其受 2025 年高基数影响，2026 年同期数据对比可能强化“需求疲软”的市场观感。整体来看，光伏板块虽仍是铝消费的重要支撑领域，但其对于铝需求增长的驱动强度预计将较前几年明显转弱。

AI 产业的爆发性增长，正从底层逻辑上重塑未来的电力需求格局，并由此为铝消费开辟了一条充满想象力的新增长路径。其核心传导机制在于：制约 AI 发展的核心问题实质在于电力消耗，而电力的生产、输送与分配所构成的庞大电网体系设施的建设均离不开铝这一关键材料。

中国信通院预计，到 2030 年，中国数据中心用电需求将达到 3000 亿千瓦时-7000 亿千瓦时，占全社会用电量的 2.3%-5.3%。国际能源署（IEA）预测，到 2030 年全球数据中心的电力需求将翻倍，达到 945TWh。

AI 发展带来的电力需求激增预期将系统性倒逼整个电力系统进行扩容与升级。同时，实现“双碳”目标，推动新能源转型的背景下，未来风电、光伏等新能源装机将持续增加，而供电侧的快速发展以及新能源供应的波动性也对电力运输、消纳及储存提出更高的要求。在以上因素的共同推动下，电网建设相关投资加大。“十五五”期间，国家电网投资将继续保持高增长态势。

铝在电网建设中主要用于输电线路、电力设备以及电网基建辅助设施，应用广泛，用量较大，电网投资的持续加大将有利带动铝需求的增长。特别是随着铜价走高，“以铝代铜”的性价比逐渐凸显，推动技术改造升级，长期来看将进一步扩大铝在电网建设领域的用量。

AI 的崛起，本质上是一场关于“电力能源”的竞赛。在这一宏观叙事下，铝作为电网建设中不可或缺的基础原材料，其需求增长空间被拓宽。未来，AI—电力—电网—铝这一传导链条将成为铝需求一个关键的增长动能。

### (3) 补贴政策退坡 汽车市场内需面临挑战

国际铝业协会的数据统计显示，预计到 2030 年汽车生产总用铝量将达 1070 万吨。2026 年汽车领域用铝需求将呈现“总量增长，增速放缓”的特征。该板块虽难以复现过去爆发式的拉动作用，但作为铝消费的基本盘之一，其需求韧性依然显著。

在实现“双碳”目标和新能源转型的大背景下，发展新能源汽车仍将是主流，从而保证新能源汽车的需求增量。但进入 2026 年，汽车市场可能面临内需转弱的挑战。2026 年，新能源汽车免征车辆购置税政策将正式取消，转为减半征收并设置 1.5 万元优惠上限。补贴力度的退坡，将直接提高消费者的购车成本，叠加前期政策可能引发的需求透支效应，国内汽车消费市场面临一定的下行压力。在政策切换初期，部分头部车企为维持市场份额，可能自行承担部分购置税费用，形成短期缓冲，平滑需求曲线，但预计难掩长期需求增速的下滑。据市场预测，2026 年汽车产销或将超过 3500 万辆。

根据工信部等八部门发布的《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，工作目标指出，2026 年行业运行保持稳中向好发展态势，产业规模和质量效益进一步提升。“反内卷”号召下，行业自律将推动车企将逐渐脱离价格战泥潭，并加大技术研发投入，在智能驾驶、车联网等领域实现突破，有望从价值层面稳定市场。

### (4) 家电消费面临内需走弱压力

展望 2026 年，家电市场整体面临内需走弱与外需韧性的双重特征，政策端的调整将成为影响铝消费节奏的核心变量之一。在此背景下，家电领域对铝的需求预计将呈现总体稳定、增长承压的态势。

2025 年以旧换新补贴的全国统一截止时间为 2025 年 12 月 31 日，截至目前尚未有后续全国性消费补贴政策接续。尽管中长期来看，扩大内需的战略导向下，未来或仍有相关消费利好政策出台，但 2026 年初期可能面临一段政策真空期。此外，经过 2024 - 2025 年连续的政策补贴驱动，部分家电消费已被显著前置和透支。居民端尚未进入新一轮的自然更新周期，因此 2026 年国内家电市场的内生增长动力预计将明显减弱，内需面临阶段性压力。外需或存在增长韧性，尤其全球气候变暖影响下，欧洲市场存在较大增量空间，中美进入关税政策窗口期，也将释放一定出口压力。

### (5) 铝材出口跌幅有望收窄

2026 年，中国铝元素的出口需求将继续面临多空因素交织的复杂环境。整体而言，在海外制造业复苏预期以及国内铝企出口策略调整的共同作用下，出口需求有望呈现韧性，但增长空间将受限于中美贸易政策的不确定性。

随着美联储再度进入降息周期，全球流动性环境趋于宽松，有望刺激海外投资消费和制造业的复苏，从而从总需求层面拉动我国铝材及铝制品的出口需求。同时，中美贸易谈判达成的阶段性成果，可能为双边贸易提供暂时的喘息窗口。为规避未来潜在的关税风险，市场可能再度出现“抢出口”行为，出现阶段性的出口需求回暖。然而必须认识到，美国对华贸易政策不确定性依然存在，美国与各国间的政治博弈可能导致新的贸易壁垒，使得出口长期面临下行风险。

### 3. 成本变化有限 电解铝高盈利能力延续

展望 2026 年，主要原料与能源成本间的此消彼长将形成一定对冲，电解铝冶炼成本预计整体变化有限，行业整体有望延续较强的盈利水平。

氧化铝市场预计将延续供应过剩的基本格局，其价格反弹动能主要依赖于供应端自发的减产调节以及成本的刚性支撑。在当前价格已处于相对低位的背景下，未来氧化铝价格虽具备小幅上修可能，但受制于过剩压力，反弹高度预计较为有限。电解铝成本端的下行空间，将主要取决于氧化铝价格的底部运行区间。

电力成本作为电解铝生产中的核心变量，其波动性将对总成本产生直接影响。电力成本将延续其季节性波动特征。同时，在“反内卷”政策导向下，煤炭价格中枢存在上移可能，进而推高自备电及网电成本。在电解铝行业绿电比例要求提升，以及终端市场对低碳原材料要求提高、需求增强的双重驱动下，企业为满足相关标准，将被动增加绿色电力的使用比例。这一结构性转变将在中长期内系统性推高行业平均电力成本。

整体而言，2026 年电解铝成本下沿依赖氧化铝底部价格的变化，上行风险则来自氧化铝、煤炭行业政策的变化。较高的利润水平或成为铝价上涨的制约因素。

### 4. 电解铝价格展望

2026 年，在宏观利多预期以及供需偏紧基本面的支撑下，铝具备多头资金吸引力，沪铝或仍是有色金属板块中的偏强品种，价格重心预计再有抬升，继续呈现“易涨难跌”的特性，但受制于行业高利润与现实需求增速的放缓，价格抬升将受到阶段性阻力。

2026 年铝价面临的宏观环境预计将趋于缓和，并整体偏向利多。上行风险来自美联储降息周期的实际力度超预期，以及国内“十五五”产业政策调整带来的刺激。下行风险则在于美国中期选举背景下，超预期的贸易壁垒或地缘冲突等“黑天鹅”事件对全球供应链与风险偏好造成冲击。

供需方面，全球电解铝供应弹性依然不足，“供应刚性”将成为市场的显著特征，任何超预期的供应扰动都可能迅速引发价格波动。建筑等传统领域用铝需求虽下滑幅度收窄，但难改颓势。同时，随着相关补贴政策退坡，新能源汽车、光伏及家电等板块对铝需求的增长驱动将出现边际减弱。以人工智能（AI）为核心驱动的电力基础设施、数据中心散热及储能系统建设，正在开辟新的长期需求增长想象空间。“十五五”规划所明确的战略性新兴产业，如航空航天、低空经济，以及未来产业如脑机接口、6G 通信等，均为铝的轻量化应用提供了广阔的中长期政策预期。在关税政策的潜在窗口期内，铝材出口或出现阶段性回

暖。但全球贸易政策的不确定性，始终是出口面临的主要下行风险。在供应增速有限而需求存在较强政策预期的背景下，2026 年铝市场预计将继续呈现供需偏紧的格局。成本利润方面，氧化铝价格整体偏弱运行，电力成本呈现常规的季节性波动，其中，“反内卷”政策下煤炭价格有一定上涨空间，从而带动电力成本上行，原料及能源成本的此消彼长之下，电解铝冶炼成本变化有限，铝行业继续维持较强的盈利能力。

整体来看，2026 年，流动性改善与政策利好预期将给予铝价重心上移的长期驱动力，但也将受到海外政治不确定性事件的间歇性扰动，呈现高波动性特征。铝价的基本面运行逻辑将围绕“供应刚性、需求韧性与低库存”三者展开。预计价格重心将维持偏强运行，且波动性可能加剧。上行风险主要来自海外流动性超预期宽松、国内产业政策调整或海外供应大规模中断；下行风险则集中于全球贸易壁垒显著升高或国内传统需求超预期下滑，新兴产业需求增速不及预期。

风险提示：宏观金融风险、贸易壁垒、地缘政治争端、极端天气。



**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。

