

● 主要结论

站在当下的 2025 年四季度末尾，目前，氧化铝期货价格已经来到较低位，考虑到成本变化空间有限，行业的平均现金成本线 2700 元/吨将成为现阶段氧化铝价格底部的参考。山西、贵州氧化铝产能因设备检修、亏损压力等因素导致焙烧炉减产，给供应端带来边际减量，供应端的边际减产以及亏损压力或给处于较低值区间的氧化铝带来一定反弹动力，但整体供应端仍未形成大规模缺口，叠加氧化铝内需维持稳定，且出口需求因海外市场存在价格优势而有边际下滑的情况下，年内氧化铝供应过剩已成定局，供应过剩将持续对价格形成压制。在产能开工率未出现大幅下跌，库存累库情况未有改变之前，供应端边际减量带来的反弹动力预计有限，氧化铝预计延续低位震荡，价格区间看向 2600-2900 元/吨附近。

2026 年全球氧化铝新增产能规模庞大，国内电解铝产能受 4500 万吨“天花板”限制，海外电解铝产能释放缓慢，2026 年全球电解铝增量远低于超千万吨的氧化铝供应增量。在供应持续放量、需求增长乏力的背景下，氧化铝市场将呈现明确过剩状态，压制价格上行弹性，行业将持续通过“挤压利润—调节供应”来实现再平衡。几内亚政局、矿业政策的变化，以及国内外产能投产、运行情况等因素将是在阶段内打破平衡、引发波动的关键。在此大框架之下，2026 年氧化铝价格预计将呈现“底部有支撑，上行有压力”的区间震荡走势，难有趋势性行情机会。氧化铝生产企业可关注卖出套保机会，锁定利润，投资者可关注震荡行情中的波段机会，价格运行逻辑将围绕“成本支撑决定底部，过剩格局压制顶部，供需错配及突发事件带来阶段性扰动”而展开。

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：021-55007766-305183
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。

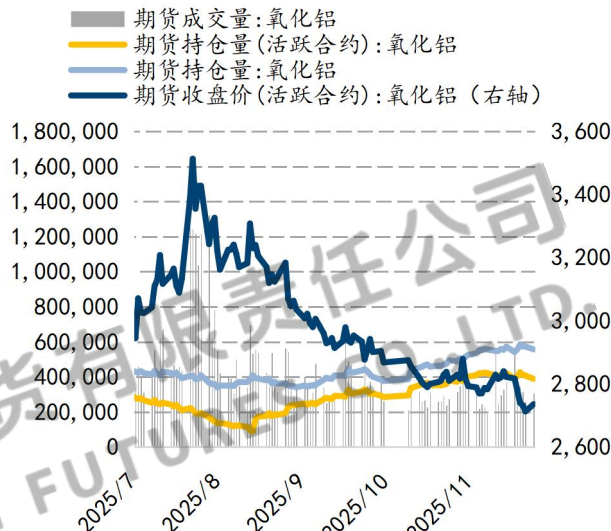
四季度，铝产业链上下游品种走势分化的格局持续，电解铝价格上攻之际，氧化铝价格再度陷入重心震荡下移的低迷状态，向下探底期间虽也出现阶段性的反弹，但反弹幅度较为有限。

一、前期风险溢价被挤出 氧化铝价格重心不断下移

此前7月“反内卷”政策对商品市场造成的系统性冲击逐渐消退，而后几内亚因政局变更给矿端带来的潜在隐患也迟迟未兑现，市场给予氧化铝的政策和风险溢价逐渐被挤出，氧化铝价格再度回到供应过剩和成本支撑逻辑的主导。9月以来，氧化铝价格重心自3000元/吨一线震荡下移至2700元/吨，并贴近此前4月的低点2663元/吨。截至12月1日收盘，氧化铝主力合约收于2677元/吨，

图：氧化铝期货及现货价格走势（元/吨）

图：氧化铝期货价格与资金变化（元/吨，手/日）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

资金情况来看，9月以来，氧化铝期货整体持仓量呈现上涨趋势，并在近1个月内稳定维持在50万余手以上的水平。截至12月1日收盘，氧化铝期货整体持仓量已上升至62万余手，为氧化铝期货上市以来的新高。氧化铝期货具备一定的活跃度和市场关注度，但鉴于目前期价已经来到低于行业平均成本线的低值区间，同时，氧化铝基本面缺乏利好因素，使得资金向上和向下的交易空间均较为有限。

氧化铝作为铝产业链中的上游中间品，商品属性较为突出，受到国际宏观环境的影响较小，因而在供应过剩预期以及成本支撑逻辑的主导下，在有色板块中走出了更为独立的行情。

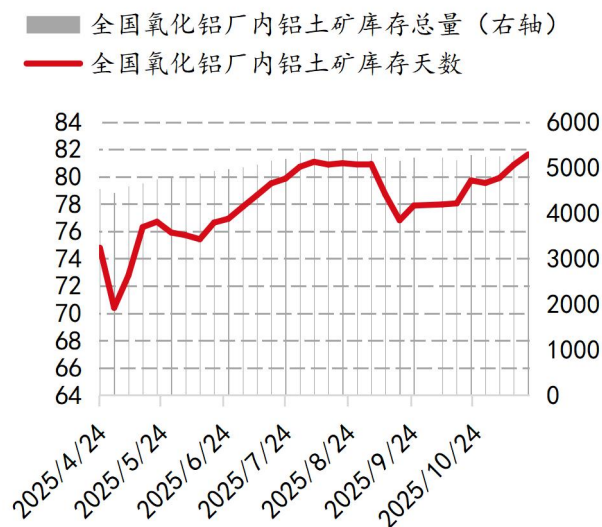
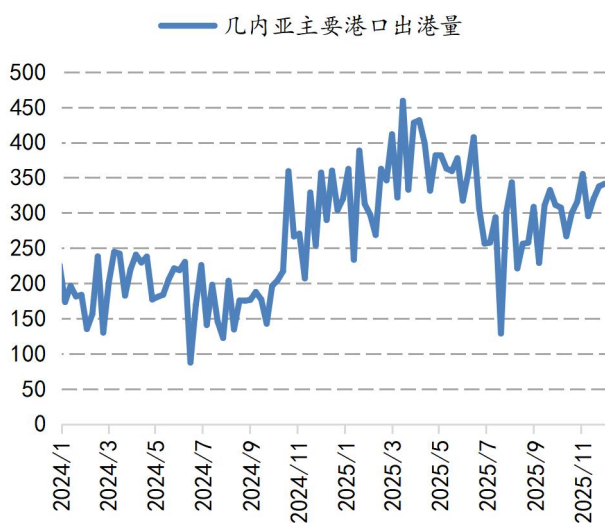
二、供应过剩现实与预期难以撼动

1. 几内亚矿端隐患暂未兑现 氧化铝原料供应充足

几内亚雨季结束后，铝土矿发运量逐渐恢复至高位，据SMM数据，至11月28日，几内亚主要港口铝土矿出港量已达到340万吨。此外，前期因采矿权争端带来的矿石供应干扰因素也得到一定程度缓解。据调研了解，Nimba矿业恢复发运港口现货，且市场普遍对Axis矿区将于年底左右复产存在预期。新矿出矿也带来供应增量，根据Mysteel调研了解，几内亚某新铝土矿区生产顺利，出口手续已经齐备，该矿山年化产能约1000万吨。整体而言，几内亚铝土矿供应量将有进一步提升空间，作为我国最主要的铝土矿进口来源国，几内亚矿石供应量的增加将增强我国原料供应的安全保障性。

图：几内亚主要港口铝土矿出港量（万吨/周）

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

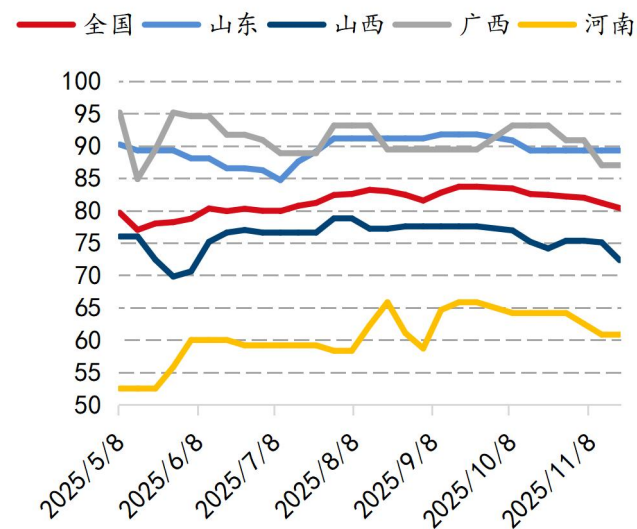
从我国进口铝土矿数据来看，据中国海关总署，2025 年 1-10 月累计铝矿砂及其精矿进口 17096 万吨，同比增长 30.1%。其中，2025 年 1-10 月，中国累计进口几内亚铝土矿 1.27 亿吨，同比增加 38.37%。2025 年以来，我国铝土矿进口量增速显著高于氧化铝产量增速，截至 11 月底，全国氧化铝厂内铝土矿库存量为 5329.87 万吨，高出 2024 年同期 30% 以上，库存天数超过 80 天。据测算，2025 年全年铝土矿预计过剩 2000 万吨左右。原料供应量的过剩，使得氧化铝产能得以稳定运行的同时，也压制了铝土矿自身价格，降低了氧化铝生产成本。

2. 四季度氧化铝减产不及预期

进入四季度后，氧化铝供应端因设备常规检修以及地区内环保政策的干扰，出现阶段性减产，且随着氧化铝价格跌破成本线，部分高成本产区也出现因亏损压力减产的情况，氧化铝周度产能开工率整体呈现下降趋势，供应端的减产预期也是使得价格得以出现反弹的潜在利多因素。

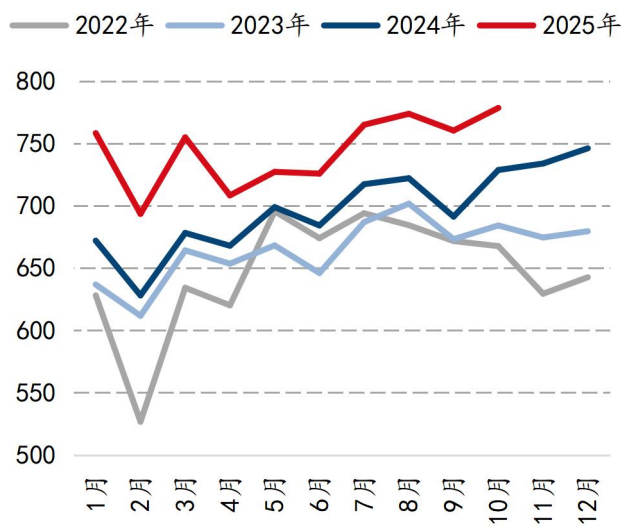
然而，由于年内整体新释放产能规模较大，且时至年底长单签订期，氧化铝企业出于保有长单和市场份额的目的，减产意愿不强，因而整体产能开工率仍维持于 80% 以上。据 SMM 数据，截至 2025 年 10 月，国内冶金级氧化铝建成产能达 11,032 万吨，较去年底增加 630 万吨，7 月以来，氧化铝产能开工率持续处于 80% 以上。产量来看，据国家统计局数据显示，2025 年 1-10 月中国氧化铝累计产量 7634.4 万吨，同比增长 8.0%。氧化铝减产规模不及预期，供应端的压力难以得到明显缓解，使得供应干扰带来的价格反弹高度也受到限制。

图：氧化铝周度产能开工率（%）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝月度产量（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

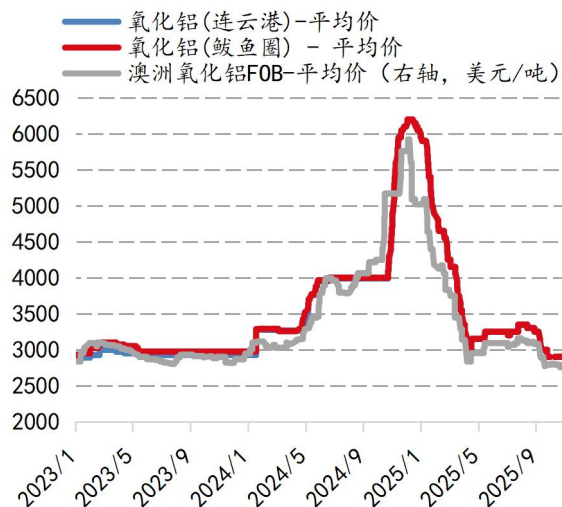
3. 氧化铝进口窗口打开 加重供应过剩压力

下半年海外氧化铝新产能释放，并在8-9月出现招标增多的情况，使得海外氧化铝价格加速下跌。氧化铝内外价差显著收窄，并逐渐打开了进口窗口。据SMM数据，截至12月1日，澳洲氧化铝FOB价格为314美元/吨，较11月下降6美元/吨，截至11月底，海外氧化铝价格相对于部分南方产区氧化铝价格仍具备价格优势，氧化铝进口窗口呈现部分打开状态。

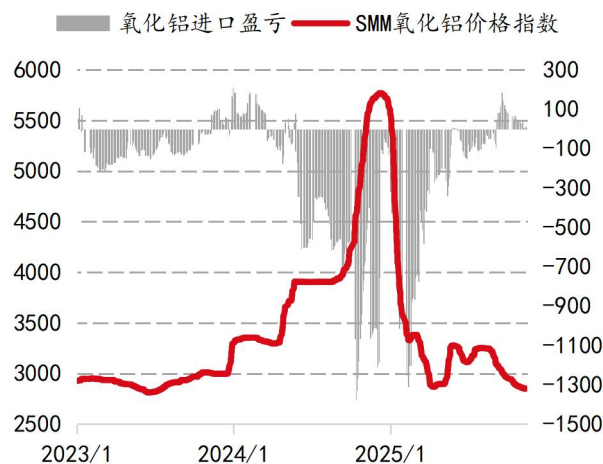
至10月，我国氧化铝结束了长达9个月的净出口状态，再度呈现净进口状态。海关总署数据显示，2025年10月中国氧化铝进口量18.9万吨，环比大幅增长215%，同比暴增2923%；10月氧化铝出口17.6万吨，环比降28.6%，同比增长3.4%，10月净进口氧化铝为1.3万吨，

氧化铝进口货源的流入给国内氧化铝供应带来增量，同时我国氧化铝出口需求则出现下降，进一步加重了供应过剩的压力。从供需平衡来看，氧化铝已连续5个月呈现供应过剩状态，全年预计过剩380万吨左右。

图：进口氧化铝价格变化（元/吨，美元/吨）



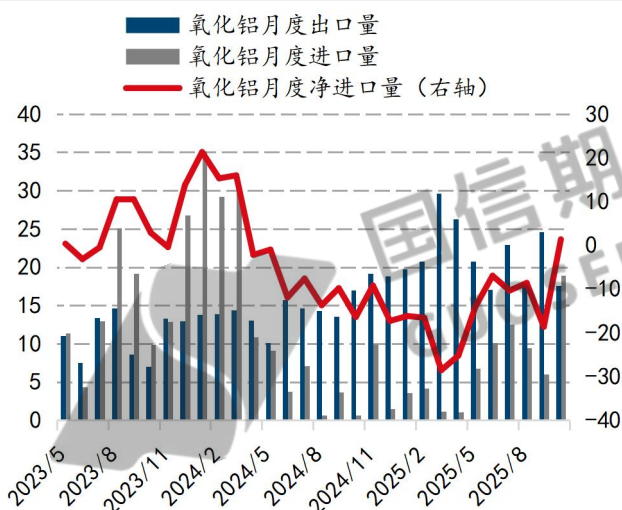
图：氧化铝进口盈亏变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

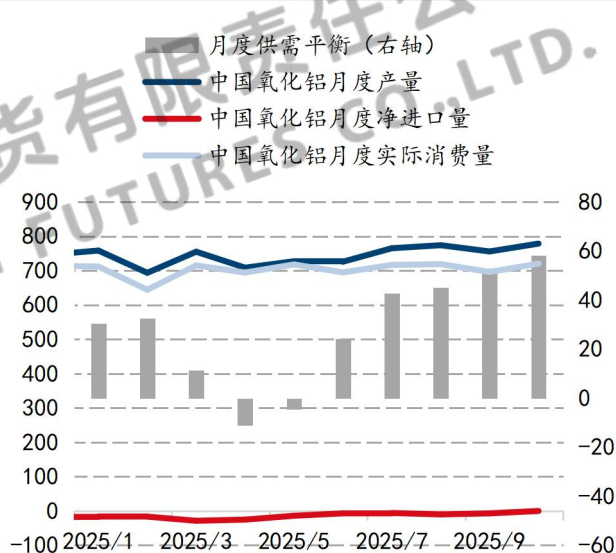
数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝进出口（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝供需平衡（万吨/月）



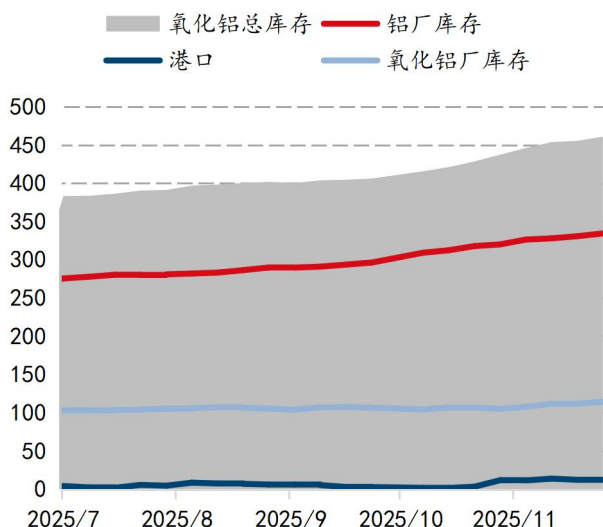
数据来源：SMM 国信期货

4. 显性库存持续累库

氧化铝显性库存持续累库，持续给予期货及现货价格压力。据 SMM 数据，截至 11 月 27 日，氧化铝库存为 461.05 万吨，其中，铝厂氧化铝库存量处于历史相对高位且持续累库，一定程度行抑制了采购意愿。

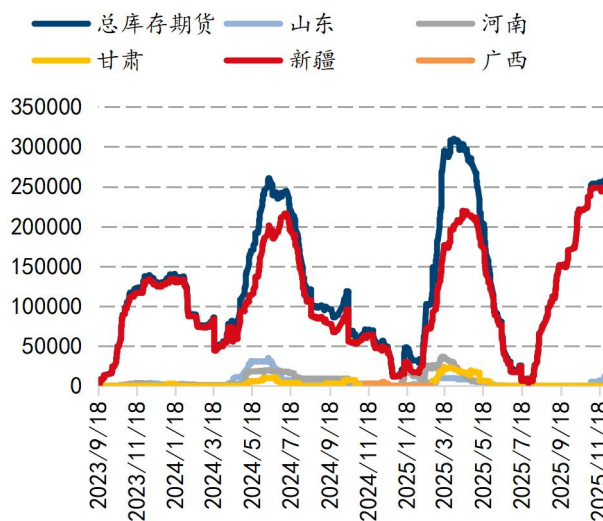
截至 12 月 1 日，上期所氧化铝库存为 253612 吨，11 月以来维持在 25 万吨以上的较高水平。随着仓单时间到期，后期还将面临仓单流入现货市场的供应增多压力。

图：氧化铝社会库存（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

图：上期所氧化铝库存（万吨/）



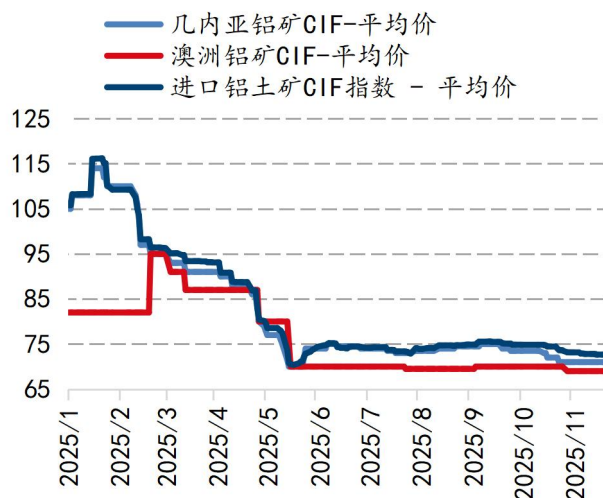
数据来源：SMM 国信期货

三、成本支撑逐渐凸显 对价格形成托底

供应过剩之下，成本支撑逻辑进一步凸显，并成为氧化铝价格下探过程中的阻力。

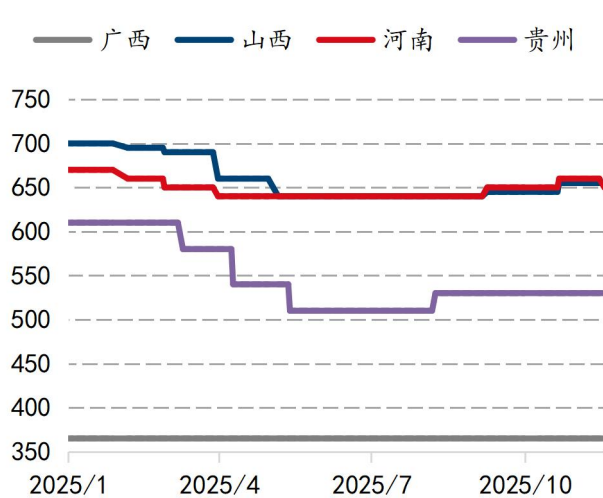
整体而言，下半年氧化铝生产成本变化有限，平均完全成本水平维持在 2800-2900 元/吨区间，平均现金成本则维持于 2650-2750 元/吨附近。主因国产和进口铝土矿价格自前期高位下跌后逐渐企稳。从铝土矿价格来看，受到矿石供应过剩的影响，几内亚铝土矿 CIF 价格自 9 月的 75 美元/吨下跌至目前的 71 美元/吨。据 SMM 数据，11 月氧化铝行业平均完全成本为 2902 元/吨，平均现金成本约为 2732 元/吨，10 月下旬起，行业平均利润降至负值，近一半产能出现亏损，随后亏损压力也逐渐扩散，部分高成本产能因而采取减产措施，成本线对氧化铝价格形成托底。

图：进口铝土矿价格（美元/吨，元/吨）



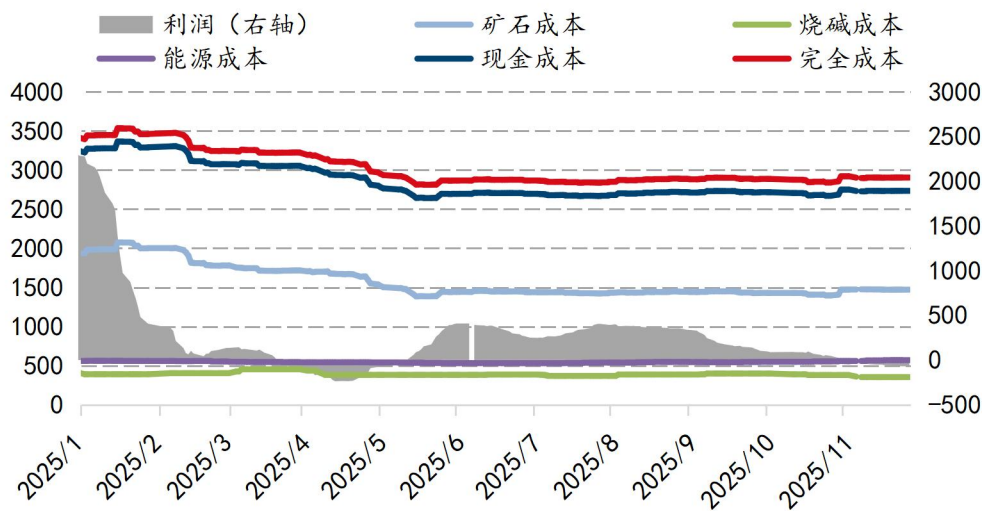
数据来源：SMM 国信期货

图：国产铝土矿价格（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

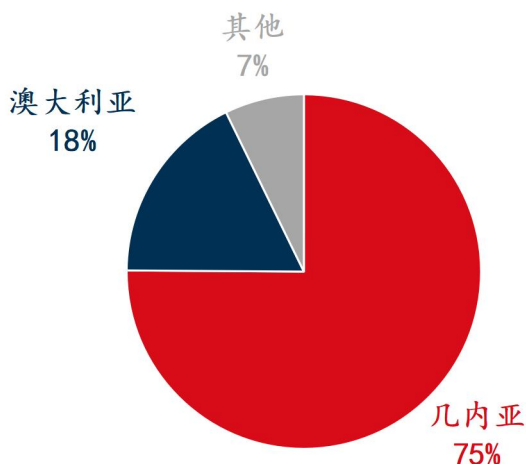
四、未来关键变量

展望后市，2026 年影响氧化铝市场的关键变量在于原料供应的安全性、氧化铝及电解铝新产能的释放情况，以及行业政策的潜在调整。

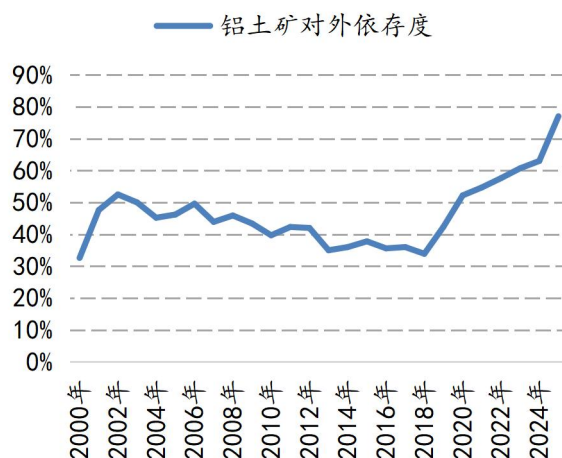
1. 原料供应安全性仍是容易引发市场异动的“导火索”

基于 2025 年 1-10 月的铝土矿自产量及进口量数据计算，我国铝土矿对外依存度高达 77%。2025 年 1-10 月，我国进口几内亚铝土矿在整体进口中所占比重达到 75%左右，较 2024 年占比再度抬升近 5%。据预测，2026 年几内亚铝土矿产量有望接近 2 亿吨，年度供应增量约 2500 万吨。若以每吨氧化铝消耗 2.7 - 2.8 吨铝土矿粗略估算，该增量可满足约 892 - 925 万吨氧化铝生产需求。

图：中国进口铝土矿来源占比（%）



图：我国铝土矿对外依存度（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

然而，2025 年几内亚采矿权争端事件的出现向市场敲响了“警钟”。几内亚将于 2025 年 12 月 28 日举行总统选举，几内亚当前的过渡领导人马马迪·敦布亚也将作为候选人参与选举。而此前 2025 年 8 月初，马马迪·敦布亚领导的几内亚军政府将外资企业几内亚铝业公司（GAC）在博凯的铝土矿采矿权撤销，并将其转授予一家刚成立的几内亚国有企业——宁巴矿业公司（NMC）。未来几内亚政局的稳定性，新总统上任后其矿业政策的变动以及资源民族主义情绪上升等因素，均可能对其铝土矿供应构成干扰，并提高铝土矿生产和使用成本。

2. 氧化铝需求增量不及供应增量 产能释放进度或产生预期差

2026 年，全球氧化铝市场预计将面临显著的供应压力，供需格局趋于宽松。

供应端，全球氧化铝产能仍在新增建设和持续投产中，综合 SMM、Mysteel 及阿拉丁等多个口径数据，2026 年，国内氧化铝新投产能至少 1000 万吨/年，新投产能分布于广西、河北及重庆，其中近一半产能集中于广西。释放节奏上来看，约六成以上的产能将于上半年释放，尤其将在一季度集中释放。

海外增量主要来自印尼及印度。2026 年至 2027 年，印度及印尼地区增量仍然较大。特别是随着铝土矿资源国对原料出口管控加强，并致力于在其国内延长产业链，未来，海外氧化铝产能增加将成为趋势。SMM 数据显示，预计 2026 年海外氧化铝新投产能规模将达 250 万吨/年，增量来自印尼和印度。尽管力拓宣布自 2026 年 10 月起将其 Yarwun 精炼厂年产量削减约 120 万吨，但整体海外氧化铝市场的净增量依然庞大。

值得注意的是，国内外的新投产能都具备明显的成本优势，而成本水平将成为未来决定产能利用率的关键因素。国内新建产能多依托沿海区位使用低成本进口矿，而印尼等地产能则凭借就地使用原料获得更强成本竞争力。在供应过剩压力下，成本劣势产能将面临加速出清的风险，同时海外低成本氧化铝的进口可能进一步加剧国内市场的供应压力。

2026 年，氧化铝需求增速预计仍将落后于供应增速。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。

海外方面，据 SMM 数据，2026 年电解铝新投产能规模达 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。

图：2025-2026 年及远期中国氧化铝新建产能列表（万吨）

2025-2026年及远期中国氧化铝新建产能列表(万吨)								
国家	氧化铝厂	所属企业	省份	拟新建总产能	预计投产时间	2025年E	2026年E	2027年及远期E
中国	工厂1	企业1	广西	200	2025年Q1	200	0	0
中国	工厂2	企业2	广西	480	2026年	0	200	280
中国	工厂3	企业3	广西	400	2025年Q4	200	200	0
中国	工厂4	企业4	广西	240	2026年Q1	0	240	0
中国	工厂5	企业5	重庆	100	2026年	0	140	0
中国	工厂6	企业6	河北	480	2025年Q2-Q3	480	0	0
中国	工厂7	企业7	山东	100	2025年Q1	100	0	0
中国	工厂8	企业8	山东	400	2024年-2025年	300	0	0
中国	工厂9	企业9	山东	60	2026年	0	0	60
中国	工厂10	企业10	广西	120	2026年Q1	0	120	0
中国	工厂11	企业11	辽宁	300	-	0	0	300
合计-中国				2880		1280	900	640

数据来源：SMM 国信期货

图：2026 年氧化铝新投产产能规划（万吨/年）

地区	企业	Q1	Q2	Q3	Q4
广西	A	200			
广西	B	100			
广西	C		200		
广西	D			200	
河北	E	160	160		
河北	F				320
重庆	G				100
合计		460	360	200	420

数据来源：Mysteel 国信期货

图：2025 年海外新增氧化铝产能

SMM独家：2024-2028年海外氧化铝新增产能列表（单位：万吨）								
国家	氧化铝厂	拟新建总产能	预计投产时间	2024年产能增量E	2025年产能增量E	2026年产能增量E	2027年产能增量E	2028年产能增量E
几内亚	工厂1	100	2027Q1	0	0	0	100	0
印度	工厂2	100	2025Q3	0	50	50	0	0
印度	工厂3	300	2024Q2	150	150	0	0	0
印度	工厂4	200	2027	0	0	0	100	100
印度尼西亚	工厂5	100	2024Q3	40	60	0	0	0
印度尼西亚	工厂6	100	2025Q1	0	100	0	0	0
印度尼西亚	工厂7	200	2025Q3	0.0	100	0	100	0
印度尼西亚	工厂8	200	2025Q3	150	50	0	0	0
印度尼西亚	工厂9	240	2027Q1	0	0	0	60	60
老挝	工厂10	100	2027Q1	0	0	100	0	0
新增投产预期				340.0	510.0	150.0	360.0	160.0

数据来源：SMM 国信期货

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

整体而言，2026 年，下游电解铝增量对应氧化铝需求增量约 316-366 万吨，远不及氧化铝超过千万吨的供应增量，2026 年氧化铝市场预计继续呈现供应过剩格局。但考虑到实际新产能释放过程中面临的市场价格较低、亏损等压力，以及海外产能配套基础设施的不完善，氧化铝和电解铝新产能的释放进度的变化将带来一定的预期差。

3. 关注行业的方向性指引

政策面对于氧化铝产能过剩问题的干预和引导预期也一直是氧化铝行业发展的“达摩克利斯之剑”。

表格：重要文件中涉及氧化铝行业的内容

文件	内容
有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）	科学合理布局氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等项目，避免重复低水平建设，提高投资的精准性和有效性； 推进氧化铝、电解铝、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼等行业节能减污降碳改造； 支持有色金属企业与国外矿企、运输企业签订长期采购协议，加大阳极铜、氧化铝等初级产品进口。
铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）	稳慎建设氧化铝项目。结合区域资源保障、产业基础、市场需求以及环境容量等情况，加强对氧化铝和以铝土矿为原料的氢氧化铝项目布局的科学谋划，稳妥审慎推进新项目建设，大气污染防治重点区域不再新增氧化铝产能。新改扩建氧化铝项目须严格落实产业、土地、安全、环保等相关政策要求，能效须达到强制性能耗限额标准先进值和环保绩效 A 级水平，不再新建或扩建以一水硬铝石为原料的氧化铝生产线。原则上新建氧化铝项目（包括使用铝土矿生产氢氧化铝的项目）需有与产能相匹配的权益铝土矿产量，具有一定的赤泥综合利用能力。

数据来源：中华人民共和国工业和信息化部官网 国信期货整理

2025 年 3 月，工业和信息化部等十部门印发了《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》，2025 年 9 月，工业和信息化部等八部门印发了《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，均对氧化铝项目的布局、建设以及改造等问题做出了相关指导。

五、生产成本支撑托底，氧化铝暂低迷谨防供应变数

站在当下的 2025 年四季度末尾，目前，氧化铝期货价格已经来到较低位，考虑到成本变化空间有限，行业的平均现金成本线 2700 元/吨将成为现阶段氧化铝价格底部的参考。山西、贵州氧化铝产能因设备检修、亏损压力等因素导致焙烧炉减产，给供应端带来边际减量，供应端的边际减产以及亏损压力或给处于较低值区间的氧化铝带来一定反弹动力，但整体供应端仍未形成大规模缺口，叠加氧化铝内需维持稳定，且出口需求因海外市场存在价格优势而有边际下滑的情况下，年内氧化铝供应过剩已成定局，供应过剩将持续对价格形成压制。在产能开工率未出现大幅下跌，库存累库情况未有改变之前，供应端边际减量带来的反弹动力预计有限，氧化铝预计延续低位震荡，价格区间看向 2600-2900 元/吨附近。

2026 年全球氧化铝新增产能规模庞大，国内电解铝产能受 4500 万吨“天花板”限制，海外电解铝产能释放缓慢，2026 年全球电解铝增量远低于超千万吨的氧化铝供应增量。在供应持续放量、需求增长乏力的背景下，氧化铝市场将呈现明确过剩状态，压制价格上行弹性，行业将持续通过“挤压利润—调节供应”来实现再平衡。几内亚政局、矿业政策的变化，以及国内外产能投产、运行情况等因素将是在阶段内打破平衡、引发波动的关键。在此大框架之下，2026 年氧化铝价格预计将呈现“底部有支撑，上行有压力”的区间震荡走势，难有趋势性行情机会。氧化铝生产企业可关注卖出套保机会，锁定利润，投资者可关注震荡行情中的波段机会，价格运行逻辑将围绕“成本支撑决定底部，过剩格局压制顶部，供需错配及突发事件带来阶段性扰动”而展开。

国信期货
GUOSEN FUTURES

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。