

● 主要结论

未来，围绕铝产业的博弈将更加多维：宏观流动性、产业政策、技术迭代与全球资源争夺战将交织在一起。唯有深刻理解这条产业链上各环节的新矛盾与新动能，才能于变革中洞察先机，于重构中发掘价值。

对于氧化铝，传统的“产能过剩-价格承压”的长期逻辑依然有效，但由原料安全和政策预期构筑的逻辑正在赋予其更强的价格弹性和利润博弈能力。资源约束与政策预期为氧化铝注入了强劲的波动性基因，使其从一个单纯的成本传递环节，跃升为能够主动争夺利润，甚至引领市场情绪的关键变量。未来，氧化铝行业的盈利波动性或将显著增强，其与电解铝环节的利润争夺也将愈发精彩。策略上，投资者需适应其“中长期过剩”与“短期紧缺”并存的格局，把握由资源紧张和政策预期驱动的波段性机会，善于捕捉由事件驱动带来的波段机会，同时敬畏长期过剩格局的价格压制。

电解铝正运行在一个“宏观主导+供应刚性+需求结构转化”的框架下，价格走势或继续呈现易涨难跌、重心上移的趋势，其将维持产业链利润核心的地位，但在上游原料价格波动加大的影响下，电解铝高盈利的稳固性已有所动摇。4500万吨产能天花板构筑了电解铝价值底部，而需求的故事将能赋予其无限的想象空间，在此背景下，宏观对于铝价的“主导性”或进一步凸显，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。

对于再生铝，其战略意义与现实困境形成的巨大反差，如果未来在原料回收体系、技术升级或政策扶持上取得突破，或有望凭借其“低碳”、“循环”等绿色属性，真正成为影响产业链平衡的“第三极”，当前的低迷反而可能孕育着长期的价值重估机会。

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。

现阶段，铝产业链的上下游品种走势有所分化，氧化铝在经历了7月的阶段性反弹后，再度不断向下探底，电解铝价格则迟迟无法向上突破，在高位区间窄幅震荡，铸造铝合金亦在旺季预期中随铝价震荡于高位。截至9月10日，氧化铝年内跌幅超过38%，沪铝年内涨幅达5.11%，铸造铝合金自6月10日上市以来，价格重心逐渐抬高，涨幅达6%。随着传统消费旺季的到来，以及美联储降息预期的持续升温，有色金属板块正蠢蠢欲动，沪铝及铝合金有望在“金九银十”中迎来爆发期，而氧化铝在供需过剩预期的压制之下同时面临资源供应的风险因素，方向性或更为模糊。

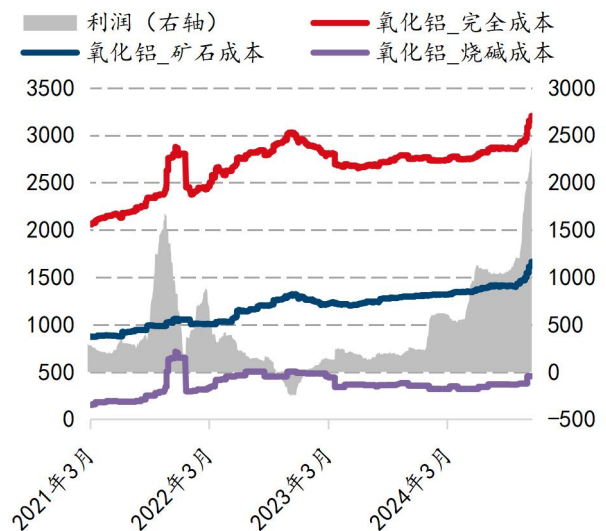
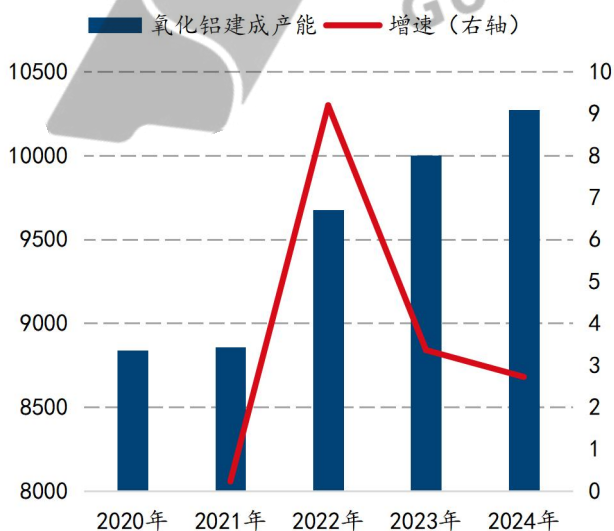
近年来，产业链各环节因资源属性、产能约束与政策导向的不同，正走出相对独立的行情节奏，铝产业链内部定价逻辑或悄然发生改变。本篇报告将剖析当下这一局面的重构动力：氧化铝凭借其资源约束瓶颈成为阶段性定价主导者；电解铝在供应刚性、需求转型与金融属性的多重作用下，维系其产业链核心地位；再生铝则在战略前景与现实困境的碰撞中寻找破局之路。对于铝产业的理解或许已不能仅局限于传统的供需框架，而需从资源安全、政策干预与结构变迁三大新维度出发，在变局中洞察机会。

一、氧化铝：从产能过剩压制到资源约束驱动的再定价

作为承上启下的关键中间品，氧化铝在产业链中一直是一个供需相对明晰的品种。其明晰性主要归咎于需求端电解铝产能的“天花板”限制。国内电解铝产能被严格控制在4500万吨左右的天花板，这使得氧化铝的需求总量有了明确的上限。而从供应面来看，政策端迄今为止并未对氧化铝产能作出类似电解铝的严格“天花板”限制，其产能仍处于扩张周期。根据SMM数据，截至2025年8月，中国建成氧化铝产能已高达11032万吨左右，远超国内电解铝对应的需求。远期规划显示，仍有大量新产能计划投放，这预示着行业长期过剩的压力有增无减。长期以来，在这种“需求天花板”明确的背景下，市场对氧化铝形成了“产能长期过剩”的定论，其价格也因此持续受到压制，行业利润与电解铝环节相比更加微薄，常年维持在0至400元/吨的区间。

图：中国氧化铝建成产能（万吨）

图：氧化铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

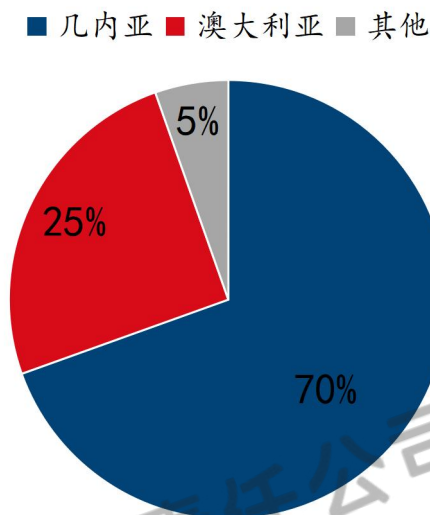
数据来源：SMM 国信期货

然而，2024年氧化铝市场的剧烈异动，一度打破了“产能过剩下氧化铝价格长期受到压制”这一传统逻辑。其核心驱动力从需求端转向了供应端——原料铝土矿的供应问题逐渐破坏了氧化铝的供应弹性。从

近两年的价格波动中可以清晰看出，铝土矿已成为影响全局的关键变量。

图：氧化铝期、现货价格走势（元/吨）

图：不同国家铝土矿进口量占比（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

这一变化主要源于近年来资源民族主义的兴起，海外资源供给地区不稳定因素的增多。中国铝土矿进口依存度超过70%，其中超过70%的铝土矿进口依赖于几内亚，这样高的对外依赖度以及资源集中性使得几内亚的任何供应扰动均会对氧化铝市场产生潜在影响，并通过紧张的情绪放大价格波动，这使得氧化铝从“需求天花板”逻辑转向“资源约束”逻辑。

因此，当前氧化铝市场呈现出一种“二元格局”：中长期维度下，产能供大于求的基调未变，价格始终受制于供应过剩的预期；但短期来看，任何来自原料端的题材炒作都能迅速点燃市场情绪，大幅打开价格的上涨空间。这种格局也重塑了产业链内部的利润博弈。过去，电解铝环节凭借产能天花板享有极强的议价能力，可以不断挤压上游氧化铝的利润。但现在，氧化铝环节凭借其原料端的脆弱性，留存利润的能力正在悄然增强，敢于并且能够通过涨价将成本压力转移给下游。

此外，政策面对于氧化铝产能过剩问题的干预预期也一直是行业发展的“达摩克利斯之剑”。2025年7月初，在“反内卷”政策的影响下，氧化铝价格意外受到一波来自政策端的利多冲击。市场解读认为，政策旨在治理行业无序竞争，而过剩程度严重的氧化铝行业可能成为潜在整顿对象，这种预期极大地削弱了空头的信心，为价格提供了潜在的“政策底”，改变了市场的博弈心理。2025年以来的“反内卷”等政策，虽然并非直接针对氧化铝行业，但却为市场提供了强烈的氧化铝供应端潜在政策改革的想象空间。

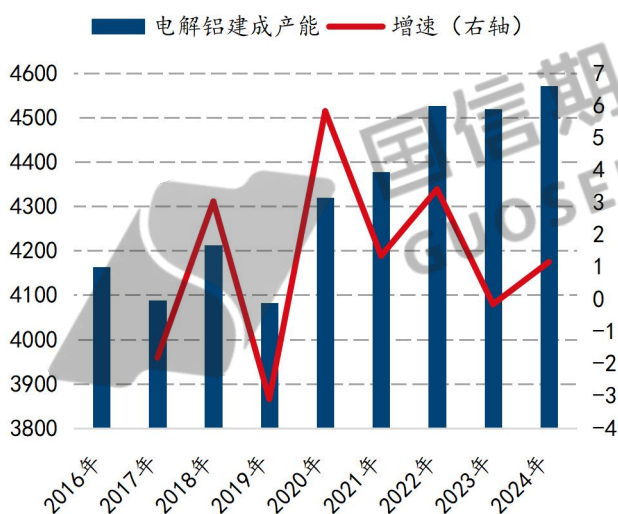
综上所述，原料、政策和金融工具等多方因素正边际重塑着氧化铝的供应，强化“产能过剩但产量不过剩”的格局，从而创造潜在的波动性机会。传统的“产能过剩-价格承压”的长期逻辑依然有效，但由原料安全和政策预期构筑的逻辑正在赋予其更强的价格弹性和利润博弈能力。未来，氧化铝行业的盈利波动性或显著增强，其与电解铝环节的利润争夺也将愈发精彩。策略上，把握由资源紧张和政策预期驱动的波段性机会，同时敬畏长期过剩格局的价格压制。

二、电解铝：供应刚性稳固，等待需求端的叙事

近年来，在工业金属板块中，铝被视为供需结构具备韧性、走势相对稳健的品种。虽然与“铜博士”相比，铝的金融属性相对更弱，在全球宏观经济和流动性冲击中，它通常被视为“二线品种”，波动幅度相对温和。但这并不意味着铝价脱离宏观影响，恰恰相反，在供应已成常量的背景下，对于铝价的博弈焦点更多地偏向于宏观层面，即宏观流动性变化与基本面季节性转换的配合。全球利率政策、中国经济复苏成色以及“金九银十”等季节性需求旺季的到来，都成为驱动铝价波段运行的关键力量。

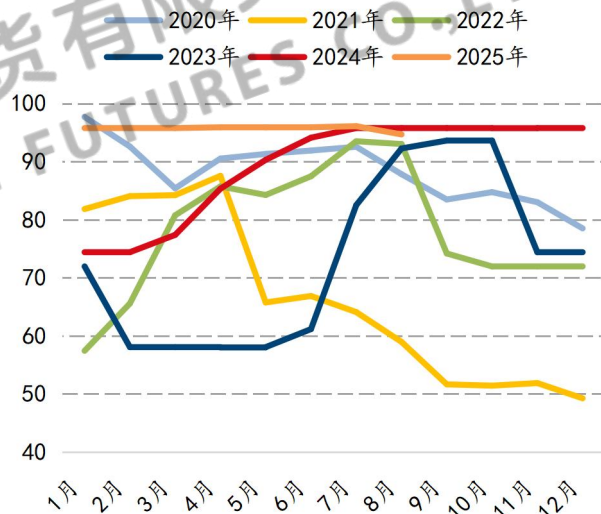
铝市场的核心特征在于其供应端的极度刚性。经过 2017 年的“供给侧结构性改革”，国内 4500 万吨电解铝产能天花板已被刚性锁定，这意味着国内自给原铝产量的上限清晰明确。虽然在 2021-2023 年间，云南省电解铝产能因降水不足导致电力紧张从而限制当地电解铝产能的运行，市场围绕西南地区减产预期、持续时间以及复产进度展开多空博弈，结合需求的淡旺季转换，造就了阶段内铝价的剧烈波动。但随着云南电力供应能力的增强，自 2024 年起，这类区域性电力炒作的题材已逐渐淡化，叠加电解铝产能设备启停缺乏灵活性，冶炼环节长期处于高利润状态，电解铝供应从一个潜在的“变量”转变为一个较为稳定的“常量”。

图：中国电解铝建成产能（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：云南省电解铝产能开工率变化（%）

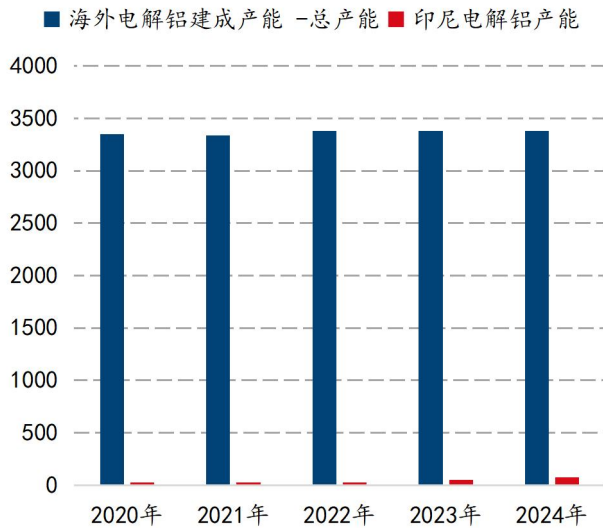


数据来源：SMM 国信期货

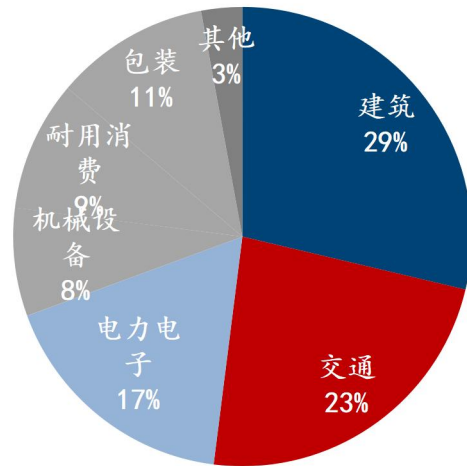
此外，海外电解铝产能虽未有限制，且印尼等国正处于电解铝产能建设和投产的扩张期，但受制于电力成本及基础设施建设等因素的拖累，电解铝产能实际落地投产的速度较慢，短期内对于全球原铝供应增量的贡献有限。

图：海外电解铝产能（万吨）

图：铝终端消费占比（%）



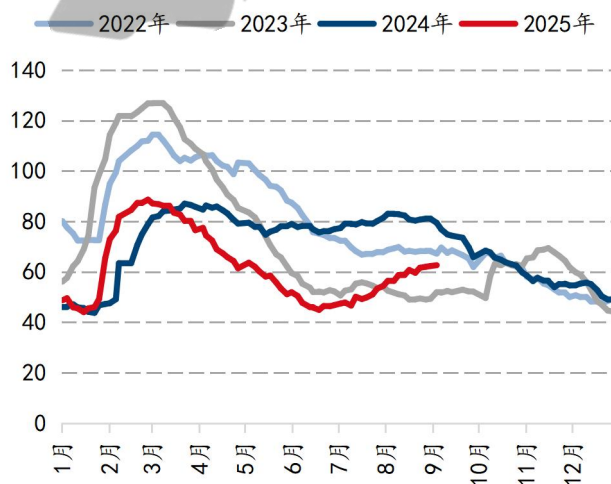
数据来源: SMM 国信期货



数据来源: SMM 国信期货

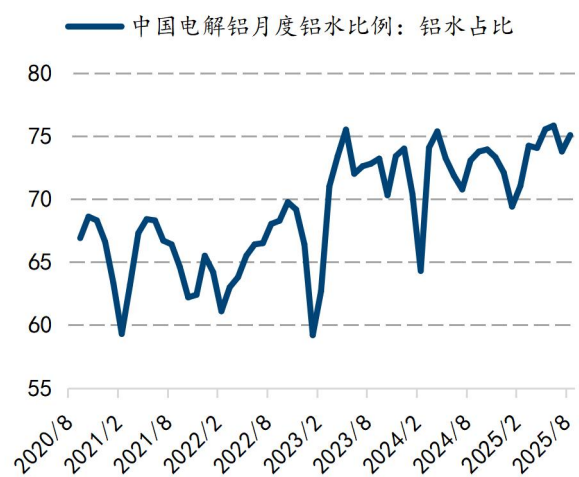
供应刚性为铝价提供了坚实的底部支撑,也放大了需求增长引发的价格弹性。近年来,铝的需求结构持续转变,传统建筑用铝需求占比逐渐下移。房地产进入下行周期,而以光伏和电动汽车为代表的新能源板块崛起,叠加“以旧换新”政策带来的家电需求增长,及特高压电网投资的增多,共同构筑的新需求增长点一定程度上弥补了建筑用铝需求下降带来的缺口。展望未来,铝需求的故事或许比供应更具想象力,新能源方兴未艾, AI 概念、机器人的兴起或许又将给铝带来一个新的需求增长点,这些结构性需求增长点为铝价提供了长期的想象空间和向上的弹性。更值得注意的是,美国已经进入新一轮降息周期,且截至9月初,市场预期2025年年内降息两次的概率也逐渐走高,降息周期的到来将逐渐释放流动性,并进一步带动全球范围内铝需求的增长。

图: 铝锭库存 (万吨)



数据来源: SMM 国信期货

图: 行业平均铝水比 (%)



数据来源: SMM 国信期货

在终端需求的预期叙事之外，目前来看，与铝自身实际的基本面相比，当前铝价的估值并不低。这其中有一个独特的结构性因素：在行业要求铝水直接合金化比例提高到90%以上的现状下，大部分原铝以液态铝形式直接被下游加工厂采购，铸造成标准铝锭用于期货交割的资源反而变得相对稀缺。这种“交割资源限制”使得沪铝期货价格获得了一定的金融属性溢价，价格中包含了对于未来流动性、仓单紧张程度的预期。

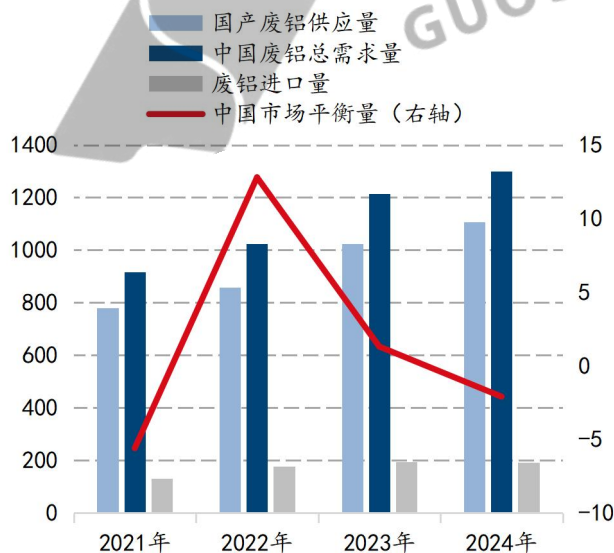
整体而言，电解铝正运行在一个“宏观主导+供应刚性+需求结构转化”的框架下。其价格走势或继续呈现易涨难跌、重心上移的趋势。供应天花板铸就了牢靠的底部，而需求题材与宏观经济周期的变化，则不断赋予其突破前高的弹性和可能性，使其在工业金属板块中保持了独特而强劲的配置价值。

三、再生铝：战略前景与现实困境的碰撞

在中国原铝供应4500万吨产能天花板已刚性锁定的背景下，铝的循环再利用战略地位凸显，尤其在实现“双碳”目标的指引下，再生铝正成为未来铝资源供应不可或缺的重要补充，亦被视为铝链中的“朝阳行业”。发展再生铝产业不仅有助于缓解原铝资源约束，更完全顺应国家“双碳”目标，因其能耗仅为原铝生产的5%左右，节能减排效益显著。2025年6月，行业迎来里程碑事件——我国首个再生金属期货品种“铸造铝合金期货”正式上市，以其主流产品ADC12作为标的。这一举措为行业提供了权威的价格发现和风险管理工具，有助于再生铝产业进一步走向成熟和规范化。

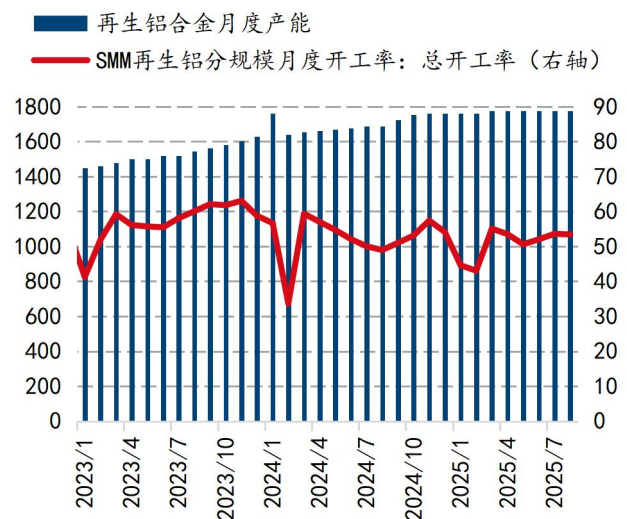
然而，与光明的战略前景并存的，是行业当前面临的严峻现实挑战。再生铝行业的核心瓶颈在于原料供应。一方面，国内社会废铝回收体系尚不完善，回收量有限且品质参差不齐，保级利用难度较大；另一方面，进口废料渠道面临海外各国政策的不确定性。随着全球多个国家纷纷出台政策限制废金属出口以发展自身循环产业，符合我国标准的进口废铝供应日趋紧张。

图：废铝供需平衡（万吨/年）



数据来源：SMM 国信期货

图：再生铝产能及开工率（万吨，%）

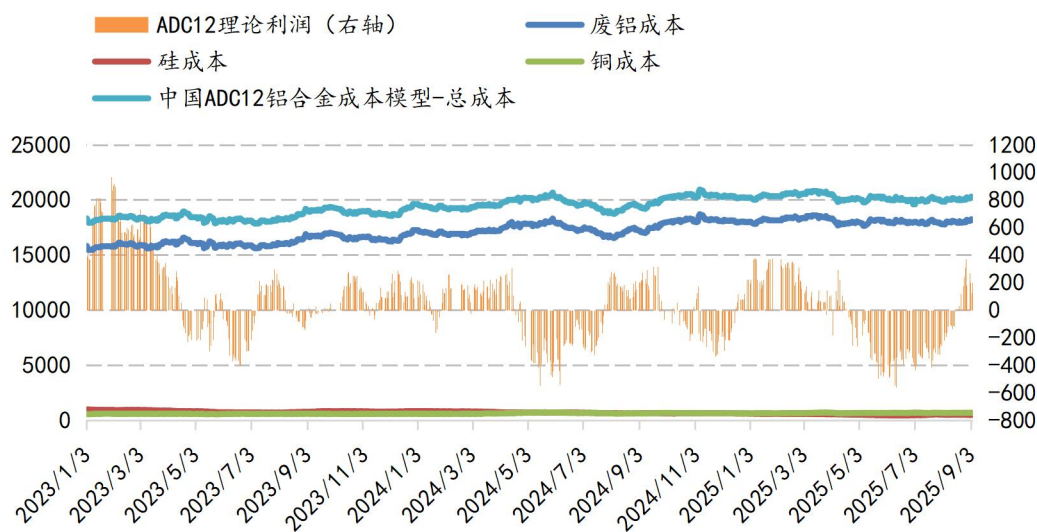


数据来源：SMM 国信期货

与此同时，再生铝产能却在持续扩张，且已呈现过剩局面。原料供应有限，而再生铝产能规模不断扩大，加剧了原料的争夺，二者之间的矛盾直接导致再生铝行业整体开工率持续偏低，“无米下锅”成为众

多企业的常态。同时，原料成本压力和产品价格竞争下，再生铝企业利润微薄，抗风险能力较弱。

图：ADC12 成本及利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

除了市场自身的矛盾，再生铝行业也同样面临政策冲击带来的成本压力。环保、安全生产、能耗双控等要求的持续提高，以及税收返还政策无疑增加了企业的合规运营成本。此外，目前再生铝合金终端需求高度依赖于汽车市场的消费情况，汽车产销量的波动直接传导至再生铝订单。值得注意的是，新能源汽车行业正是此次国家“反内卷”政策的重点关注领域之一，政策旨在规范市场秩序、减少无效价格战。这对再生铝行业是一把双刃剑：长期看，健康的汽车产业有利于稳定需求；短期看，整车厂的成本压力必然会上游再生铝企业传递，进一步挤压其利润空间。

我国再生铝行业正处于一个机遇与挑战并存的关键发展阶段。期货工具的上市为其赋予了金融活力和更高的市场透明度，但破解“原料困局”、走出“产能过剩内卷”和应对“政策成本压力”仍是行业必须跨越的几座大山。其未来发展，不仅依赖于自身回收体系的完善和技术升级，更与下游汽车产业的健康度以及宏观政策的导向息息相关。

四、小结

未来，围绕铝产业的博弈将更加多维：宏观流动性、产业政策、技术迭代与全球资源争夺战将交织在一起。唯有深刻理解这条产业链上各环节的新矛盾与新动能，才能于变革中洞察先机，于重构中发掘价值。

对于氧化铝，传统的“产能过剩-价格承压”的长期逻辑依然有效，但由原料安全和政策预期构筑的逻辑正在赋予其更强的价格弹性和利润博弈能力。资源约束与政策预期为氧化铝注入了强劲的波动性基因，使其从一个单纯的成本传递环节，跃升为能够主动争夺利润，甚至引领市场情绪的关键变量。未来，氧化铝行业的盈利波动性或将显著增强，其与电解铝环节的利润争夺也将愈发精彩。策略上，投资者需适应其“中长期过剩”与“短期紧缺”并存的格局，把握由资源紧张和政策预期驱动的波段性机会，善于捕捉由事件驱动带来的波段机会，同时敬畏长期过剩格局的价格压制。

电解铝正运行在一个“宏观主导+供应刚性+需求结构转化”的框架下，价格走势或继续呈现易涨难跌、重心上移的趋势，其将维持产业链利润核心的地位，但在上游原料价格波动加大的影响下，电解铝高盈利的稳固性已有所动摇。4500万吨产能天花板构筑了电解铝价值底部，而需求的故事将能赋予其无限的想象空间，在此背景下，宏观对于铝价的“主导性”或进一步凸显，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。

对于再生铝，其战略意义与现实困境形成的巨大反差，如果未来在原料回收体系、技术升级或政策扶持上取得突破，或有望凭借其“低碳”、“循环”等绿色属性，真正成为影响产业链平衡的“第三极”，当前的低迷反而可能孕育着长期的价值重估机会。



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。

