

国信期货有色专题

有色（铝）

海外供应干扰与宏观利好共振 铝价破位后仍可期待

2025 年 10 月 27 日

● 主要结论

整体而言，铝价在近期成功突破 21000 元/吨压力位并企稳，是海外供应干扰、国内季节性去库启动以及宏观利多情绪共振的结果。

展望后市，铝价“易涨难跌”的特性仍将延续。核心支撑在于供应端的刚性。冰岛冶炼厂意外减产再次凸显了全球电解铝产能释放面临的电力瓶颈等结构性问题，中国 4500 万吨产能红线的限制使得供应弹性长期不足。与此同时，需求侧持续进行的结构性转型以及美联储降息周期带来的流动性宽松环境，共同为铝价提供了中长期的上行动力。短期内，铝价能否持续上行需关注去库的持续性和下游对高铝价的接受程度。虽然铜铝比已处于高位，但其修复路径在短期内更多依赖铝价自身的补涨，而这需要铝的基本面出现更强的边际改善作为驱动。

综合来看，在供应刚性托底、宏观预期向好的大背景下，铝价重心有望维持上移态势，后续走势需紧密跟踪库存去化节奏，并受到产业政策预期和宏观情绪变化的左右。沪铝预计呈现震荡偏强走势，上方压力位看向 21500 元/吨-22000 元/吨区间，下方 20500 元/吨附近支撑较为稳固，建议偏多思路对待，前期多单可继续持有。长期来看，铝的供应刚性难题未能稀释之前，铝价的阶段性回调都是值得关注的买入机会。

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。

2025 年以来，铝价呈现出“N”字形走势，自 4 月份受到特朗普关税影响下挫后，价格逐渐修复，且价格重心逐渐抬高，底部支撑也从 19500 元/吨抬升，自 6 月中旬以来至今，在 20500 元/吨附近支撑较为坚实。时至 10 月中下旬，铝价也在市场期待中再度向上实现突破。

10 月 22 日，海外电解铝产能运行出现干扰因素，LME 铝应声上涨，并在接下来的几个交易日持续向上突破，高位一度触及 2889.5 美元/吨，为 2022 年 5 月至今的新高。海外电解铝供应干扰因素的出现，引发外盘多头情绪，沪铝也出现一定跟随，再度突破 21000 元/吨压力位，并在国内重要会议带来的利好情绪加持下，在 21000 元/吨逐渐企稳且有望进一步向上突破。

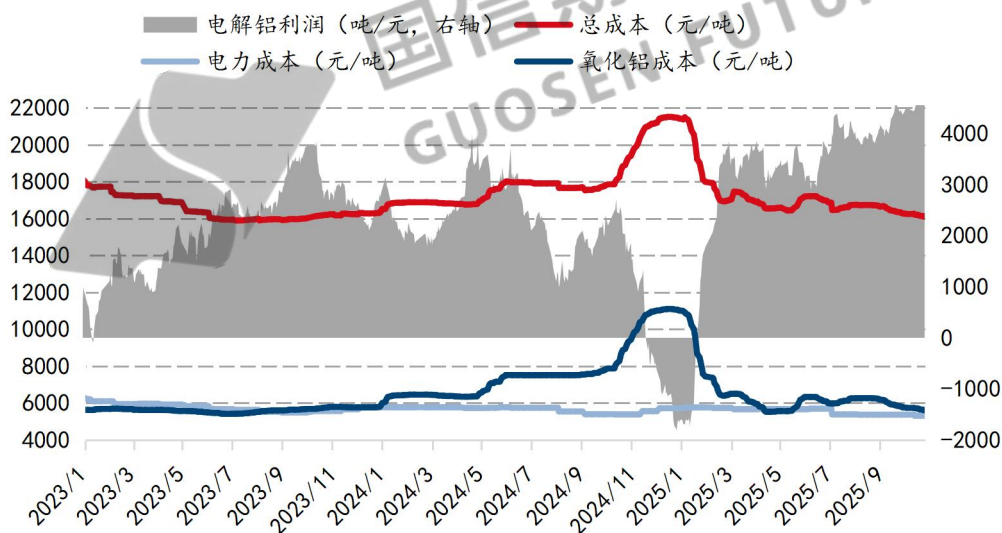
一、前期铝价屡屡被 21000 元/吨一线阻挡的原因何在？

1. 电解铝生产成本下移 行业利润持续扩大

受到氧化铝价格持续下跌的影响，10 月以来，电解铝冶炼成本跟随下行，行业平均利润再度扩大，较高的盈利能力一定程度上制约了铝价的涨幅。

据 SMM 数据，截至 10 月 22 日，电解铝平均成本约 16092 元/吨，10 月平均成本为 16164 元/吨，较 9 月平均成本 16425 元/吨下跌约 1.6%。月内，电解铝成本变化主要跟随氧化铝价格的下跌，持续下移。截至 10 月 22 日，10 月电解铝行业平均利润为 4769 元/吨，较 9 月平均利润 4340 元/吨上涨约 9.88%，盈利能力持续增强。

图：电解铝成本及利润变化



数据来源：SMM 国信期货

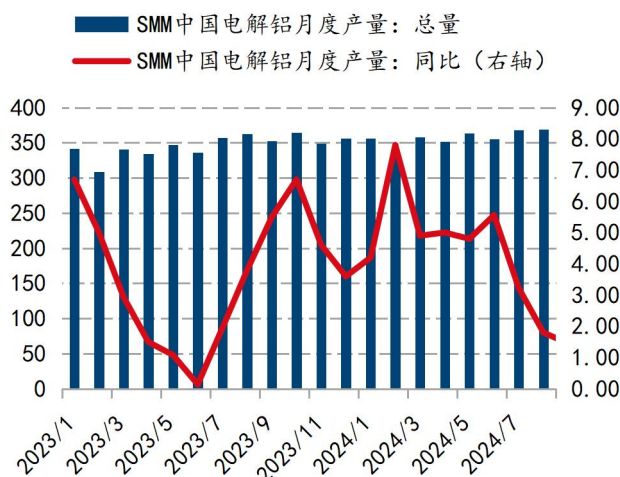
2. 国内铝供应能力维持强势 铝锭库存累库压制

高利润之下，铝厂产能整体运行稳定，叠加置换产能逐步到位，10 月中国电解铝产能运行率环比持续上涨，目前产能开工率持续逼近峰值。

据 SMM 数据，截至 9 月底，全国电解铝产能运行率为 96.12%，环比上涨 0.02%，较 24 年同期高出近 0.2%，国内电解铝建成产能为 4584 万吨，运行产能为 4406 万吨。运行产能及行业开工率均实现环比小幅

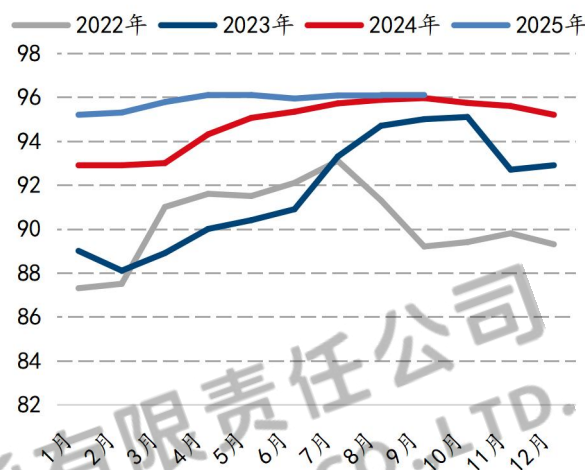
增长，主要得益于山东-云南的二期置换项目以及广西地区前期技改项目的陆续起槽投产与复产。产量方面，国家统计局发布报告显示，中国 2025 年 9 月原铝（电解铝）产量为 381 万吨，同比增加 1.8%。1-9 月电解铝产量为 3397 万吨，累计同比增长 2.2%。海外方面，据 SMM 统计，2025 年 9 月海外电解铝总产量约为 249.8 万吨，环比 8 月减少近 100 万吨。

图：中国电解铝月度产量（万吨/月）



数据来源：SMM 国信期货

图：中国电解铝开工率季节性变化（%）



数据来源：SMM 国信期货

基本面来看，电解铝产能开工率稳定维持在高位，旺季需求端较为平淡，与上半年旺季期间存在的光伏“抢装潮”相比，缺乏亮点，进入旺季后铝锭库存迟迟未见去库拐点，且在原料氧化铝价格的不断下跌之下，电解铝环节盈利能力逐渐扩大至逼近 5000 元/吨的较高水平。整体而言，基本面给予价格的利多驱动不足。

虽然期间铝价也在市场对于美联储降息的强预期下越过压力线，但随着情绪被消化，铝价也再度回调。且相比于金融属性更强、矿端干扰紧缺情况更为严重的“全球经济晴雨表”的铜而言，多头资金缺乏对于铝市场的信心，近一个月内，沪铝期货持仓量基本处于 50 万余手上下，盘面动能略显不足。

二、铝价突破动力何来？

近年来，铝价坚实的底部支撑来自两个方面：供应端的刚性，以及铸锭量下降导致的铝锭库存处于低位的常态。而铝价上行的驱动力则来自长期的全球绿色能源转型叙事下需求结构性变化和增长预期，以及美联储进入降息周期后宏观流动性宽松的预期。可以见得，铝价的“易涨难跌”是由其商品属性和金融属性两方面因素共同构筑的。

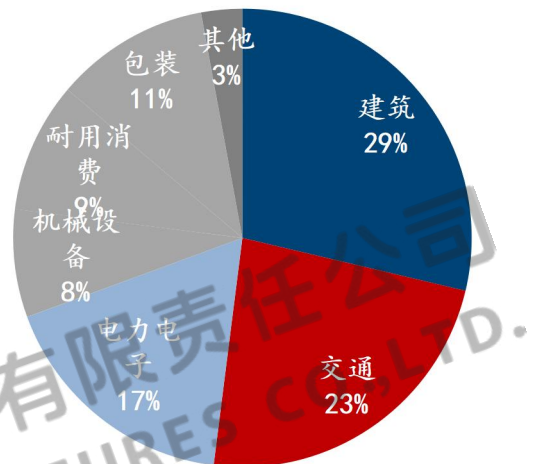
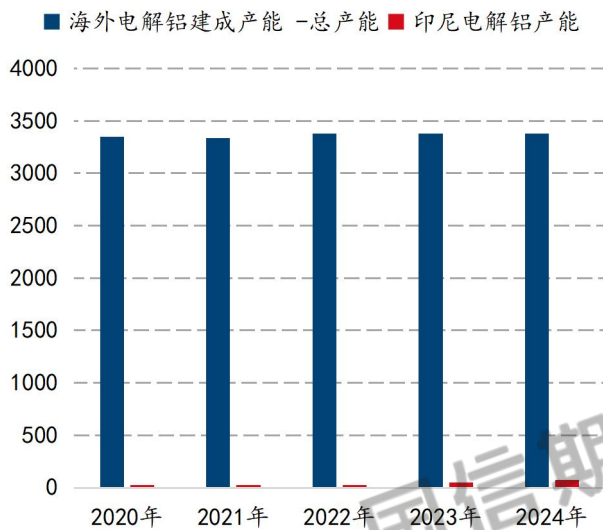
而近期铝价的上涨由海外供应干扰引发，并逐渐吸引多头资金，折射出的是铝供应刚性难题的再一次放大，铝作为工业金属板块多配品种的特性也再一次凸显。从资金面来看，自 10 月 22 日起，沪铝期货持仓量持续上升，至 10 月 24 日，沪铝期货整体持仓量为 60 万余手。多头力量的增强，也成为推动近期铝价走高的重要力量。

1. 海外铝供应现干扰因素

据 Mysteel 资讯，世纪铝业公司（Century Aluminum）全资子公司——Norður á l Grundartangi ehf 公司 21 日宣布，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，复产时间暂不明晰。

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

对于全球电解铝产业来说，相较于原料矿端的供应，更为明显的瓶颈在于电解铝冶炼产能的释放问题，更进一步，是电力成本的问题。欧洲受到俄乌冲突后能源价格飙升影响而停产的电解铝产能，因相关企业后续难以签订价格合理的长期电力供应合同，至今仍有大部分产能未能复产。中国虽有具有竞争力的电力成本，但 4500 万吨的产能红线严格限制了产能的扩张。全球新建电解铝产能主要位于东南亚的印尼和中东地区，但也存在供电基础设施不完善的问题，使得产能的投产进度较为缓慢，难以匹配铝需求的增速。

因而，此次位于冰岛的电解铝厂的停产将造成区域内铝供应的缺口，也无疑是将市场目光再度聚焦于全球电解铝供应较为刚性这一问题。

2. 铝锭逐渐进入季节性去库阶段

在旺季需求的延续，以及行业铝水比上升，铸锭量下降的助推下，10 月铝锭库存逐渐迎来季节性去库拐点。

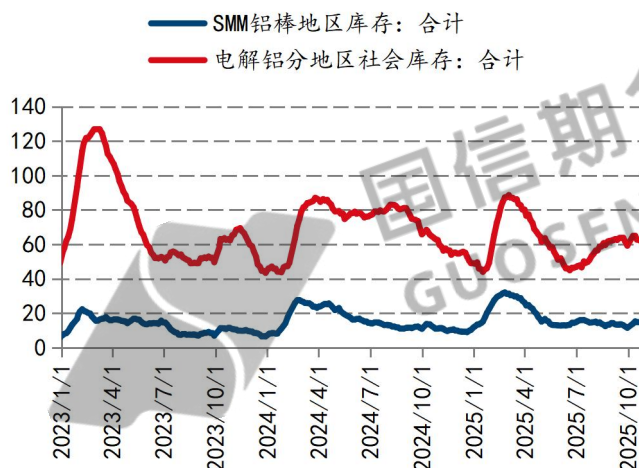
从铝锭库存的动态变化来看，10 月呈现出先累库后去库的情况。10 月第一周经历国庆及中秋假期，节后铝锭社会库存累库至 64.9 万吨，较节前 9 月 30 日增加 5.7 万吨，累库幅度略高于 2024 年国庆假期，但整体处于往年国庆假期累库正常水平。长假造成的累库持续时间较为有限，随后至 10 月 16 日，铝锭库存开始出现下降，并表现出去库的持续性。据 SMM 数据，截至 10 月 23 日，国内电解铝锭社会总库存 61.8

万吨，较 2024 年同期库存低 1.2 万吨，库存水平已经处于近 3 年同期低位，但与往年同期的库存差已经有所收敛。行业铝水比自 7 月下降至 73% 后，自 8 月起持续回升，据 SMM 数据，截至 9 月底，行业平均铝水比为 76.3%，较 8 月上升 1.23%。从周度铝锭出库数据来看，2025 年 10 月国庆节后，铝锭周度出库量回升至 13-14 万吨区间，高于 2024 年同期水平，与 2025 年 9 月的周度出库数据相比明显增加。铸锭量的下降以及出库量的增加，共同带动铝锭进入去库阶段。

铝棒方面，据 SMM 数据，国庆长假后，10 月 9 日，铝棒库存为 13.9 万吨，较节前增加 2.4 万吨。至 10 月 16 日，铝棒库存也出现下降，且下降趋势延续，至 10 月 23 日，铝棒库存为 14.5 万吨，较 2024 年同期高出近 4 万吨，同时也高于近 3 年历史同期的库存水平。

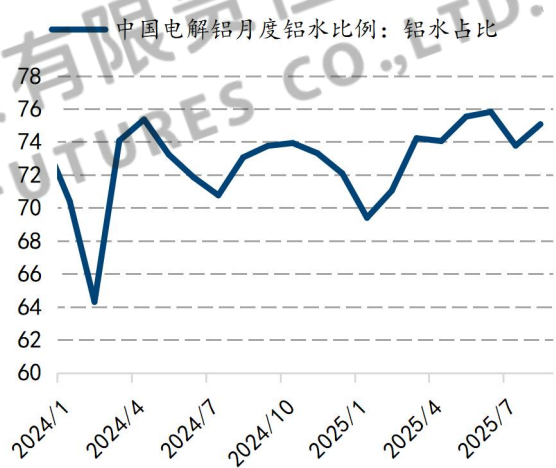
根据往年历史数据，“金九银十”旺季后铝锭库存的去库或持续至次年 1 月，考虑到 2025 年同期去库开始时间较晚，且存在高铝价对下游采购情绪的压制，预计 2025 年去库速度相对较慢，去库时间亦有望延续至次年 1-2 月。由于铝锭库存长期处于历史同期低位，库存对于铝价的支撑长期存在，随着去库趋势的到来，库存端对于铝价的向上驱动力将有所增强。

图：中国电解铝及铝棒社会库存



数据来源：SMM 国信期货

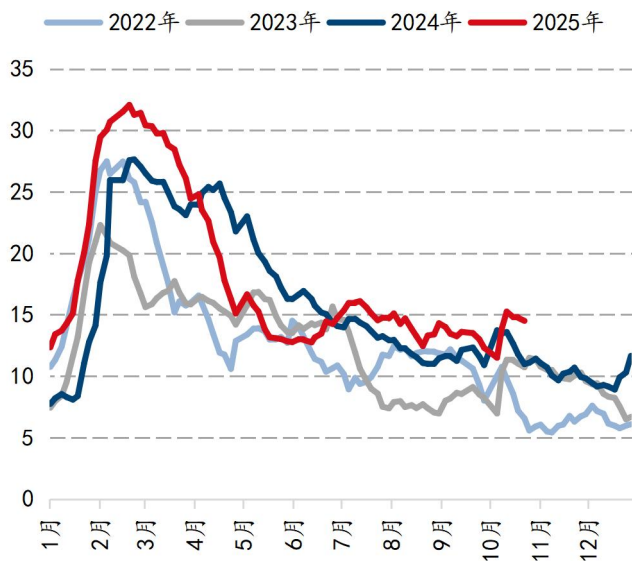
图：行业铝水比变化（%）



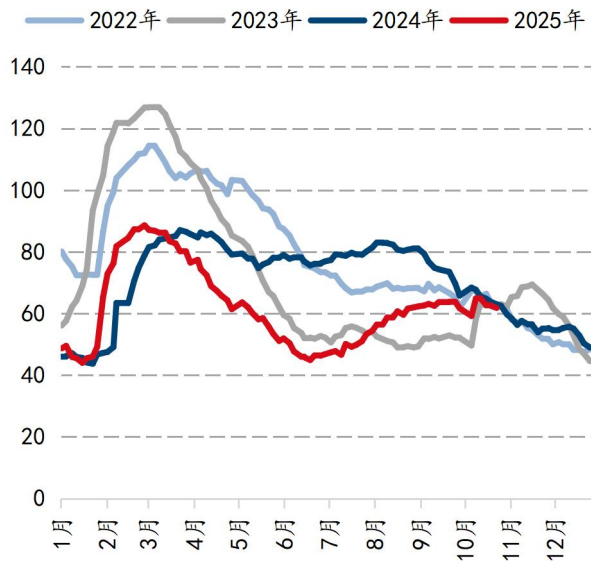
数据来源：SMM 国信期货

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

3. 中长期宏观利多犹存

关键战略原材料在全球博弈、产业链调整和供应链重构背景下迎来价值重估，金融属性强化和政策预期成为主要推动力，使 2025 年大宗商品市场的高波动性成为新常态。作为重要战略金属的铝，其金融属性亦有所放大，宏观面与基本面的共振推动铝价向上突破。

一方面，美联储自 9 月起重启降息周期，市场流动性有望进一步宽松，从而为铜铝在内的工业金属提供有利的宏观环境。同时，当前市场认为此轮降息为预防式降息，传递的托底经济信号，也将改善铝的需求预期。当地时间 10 月 24 日，美国劳工统计局最新公布的数据显示，9 月通胀数据全线低于预期。数据显示，美国 9 月消费者价格指数（CPI）环比上涨 0.3%，低于今年 8 月和市场预期的 0.4%；同比涨幅录得 3%，也较预期低了 0.1 个百分点，但 3% 仍是 2024 年 6 月以来的最高水平。美国 9 月 CPI 同比暂未显著上行，总体维持相对低位，进一步增加了美联储 10 月 30 日降息的概率。根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 10 月 26 日，市场预计美联储 10 月 30 日降息 25 个基点的概率为 98.3%；12 月 11 日再降息 25 个基点的概率为 91.1%，联邦基金目标利率上限或降至 3.75%。

另一方面，国内正处于新一个“五年计划”的布局期，亦使得市场存在一定政策预期。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于 2025 年 10 月 20 日至 23 日在北京举行。会议公报于 10 月 23 日发布（以下简称《公报》），会议审议通过了《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“十五五”规划建议），并对年内经济形势与政策方向做出定调。公报指出，全会高度评价“十四五”时期我国发展取得的重大成就，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。其中，“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”、“加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国”等重点发展方向，也将为铝的终端应用领域给予政策利好，继续推进铝需求的结构转型和激发更多的新需求增长点，更为完整的“十五五”规划则需关注明年 3 月的全国两会。

三、铜铝比或维持于较高位

“铜铝比”是衡量铜价与铝价相对强弱的重要指标，在大宗商品市场及宏观经济分析中备受关注。其

计算公式为“铜价/铝价”。由于铜、铝在电力、建筑、交通等领域应用场景高度重叠且存在一定替代关系，两者价格趋势通常呈现正相关性，但各自供需基本面与金融属性的差异，会导致比值出现周期性波动，其偏离历史均值区间的高低位，往往预示着潜在的“均值回归”交易机会。

回顾近五年数据，铜铝比多数时间围绕 3.6-3.8 的中枢水平波动。然而截至 10 月 27 日，2025 年以来，受宏观情绪与基本面共振驱动，铜价涨幅已超 20%，显著高于铝价约 7% 的涨幅。这一分化走势导致铜铝比快速上行至 4.1 附近，显著偏离长期均值区间，引发了市场对于铜铝比修复的关注。

铜铝比值修复通常通过两种路径实现：一是产业层面的替代需求，二是金融市场的交易行为。然而，当前二者均面临现实制约。

(1) 产业替代：长期支撑明确，但短期驱动有限

“以铝代铜”的经济效应在铜铝比高企时较为凸显，通过激发“以铝代铜”的需求，为铝消费带来增量预期，从而构成铝价的长期支撑。然而，“以铝代铜”的实现过程受技术标准、产品认证和生产线改造等因素限制，实现周期较长，其替代范围也多局限于电力等个别领域。因此，难以在短期内形成足以扭转市场价格的需求冲击，限制了其对比值修复的即时驱动效力。

(2) 金融交易：理论可行，但现实面临铜价强阻力

从金融市场行为看，做空铜铝比是推动比值修复的直接力量。然而，该策略的有效性依赖于铜价走弱或铝价相对走强。当前，宏观利好情绪与铜矿端供应紧缺等强劲基本面形成共振，为铜价提供了坚实支撑，市场缺乏有效的做空力量。在此背景下，比值修复的逻辑若要兑现，其路径将更多地依赖于铝价的补涨，市场也因此出现了通过比值修复驱动铝价补涨的预期。但正如前述，产业层面上单一的“以铝代铜”替代逻辑在短期内强度不足，铝价的补涨可能需要更强的自身基本面提供价格上涨的支撑。

尽管铜铝比已行至高位，其修复逻辑为铝价提供了下方的支撑和上行的想象空间，但我们认为，铜铝比修复的驱动力受到结构性限制：产业替代的长期性与金融交易面临的铜价强阻力，共同制约了修复动能的快速释放。在铜矿供应问题难解、中长期看涨逻辑坚实的背景下，铜价表现出更强的上涨动能，这使得铜铝比在阶段内更可能维持在 4.0 以上的相对高位水平运行，而非迅速向下修复。

因此，投资者在依据铜铝比逻辑布局时，需更多关注铝自身供需基本面的边际变化，将其视为关键的支撑因素而非核心驱动力。

四、铝价重心上移趋势不改 向上突破仍可期待

整体而言，铝价在近期成功突破 21000 元/吨压力位并企稳，是海外供应干扰、国内季节性去库启动以及宏观利多情绪共振的结果。

展望后市，铝价“易涨难跌”的特性仍将延续。核心支撑在于供应端的刚性。冰岛冶炼厂意外减产再次凸显了全球电解铝产能释放面临的电力瓶颈等结构性问题，中国 4500 万吨产能红线的限制使得供应弹性长期不足。与此同时，需求侧持续进行的结构性转型以及美联储降息周期带来的流动性宽松环境，共同为铝价提供了中长期的上行动力。短期内，铝价能否持续上行需关注去库的持续性和下游对高铝价的接受程度。虽然铜铝比已处于高位，但其修复路径在短期内更多依赖铝价自身的补涨，而这需要铝的基本面出

现更强的边际改善作为驱动。

综合来看，在供应刚性托底、宏观预期向好的大背景下，铝价重心有望维持上移态势，后续走势需紧密跟踪库存去化节奏，并受到产业政策预期和宏观情绪变化的左右。沪铝预计呈现震荡偏强走势，上方压力位看向 21500 元/吨-22000 元/吨区间，下方 20500 元/吨附近支撑较为稳固，建议偏多思路对待，前期多单可继续持有。长期来看，铝的供应刚性难题未能稀释之前，铝价的阶段性回调都是值得关注的买入机会。



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。