

需求淡季传导 铝价整体下移

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

范芮

电话：010-84555195

邮箱

fanrui@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3055660

投资咨询资格号

Z0014442

蒙威宇

电话：010-84555105

邮箱

mengweiyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03134240

【策略观点】

考虑到成本及库存拖累，氧化铝价格维持震荡运行。电解铝库存呈累积趋势，预计2月运行整体小幅下移。预计铝合金价格跟随铝价小幅走弱。

【目 录】

一、行情回顾	1
二、美元下行走势放缓	2
三、供应端整体宽松	3
3.1 海外铝土矿到港增长	3
3.2 国内铝土矿季节性减产	3
3.3 国内氧化铝维持过剩	3
3.4 电解铝产量稳定	4
四、需求支撑偏弱	6
六、后市展望	8

一、行情回顾

1月氧化铝主力合约整体呈现先抑后扬的走势，前期反内卷政策引发看涨情绪消退后，国内氧化铝环保限产解除、海外低价氧化铝持续流入，国内氧化铝过剩加剧，引发氧化铝价格回调。进入下半月后，环保管控及运输限制因素再临，导致部分北方氧化铝厂检修，氧化铝库存小幅去化，带动氧化铝价格再次走强。

1月沪铝主力合约整体走势偏强。从基本面来看，1月下游需求进入淡季，整体累库幅度超过市场预期，但由于美国战略政策致美元大幅走弱，带动有色板块走势整体偏强，铝价在板块联动下整体上行。

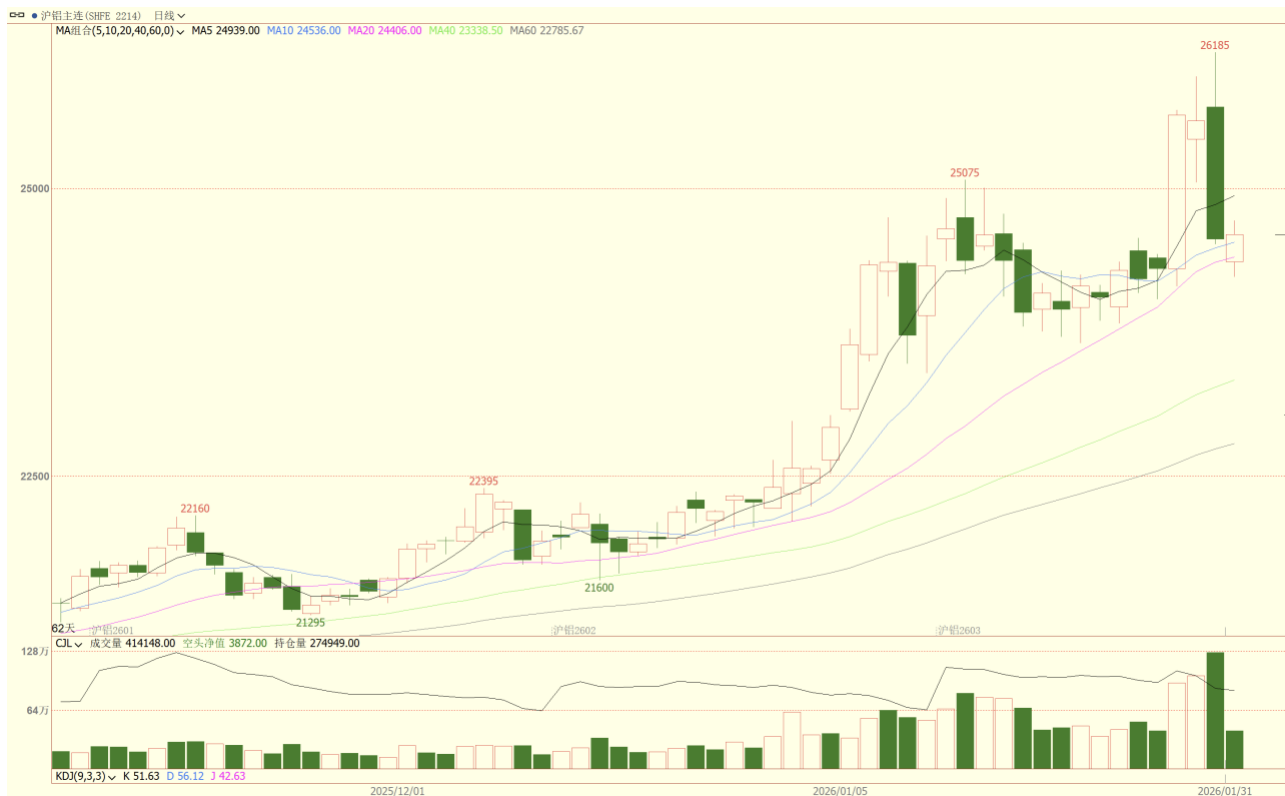
1月铝合金走势偏强。废铝方面由于反向开票以及退税政策不确定性增加，导致供应下滑，原料端形成支撑，叠加环保限产反复，再生铝合金供应扰动增加，对铝合金价格下方形成支撑。另一方面，由于铝合金期货上市时间较短，铝价走强对铝合金价格存在明显提振，综合作用下，铝合金整体走势偏强。

图表 1 氧化铝主力合约



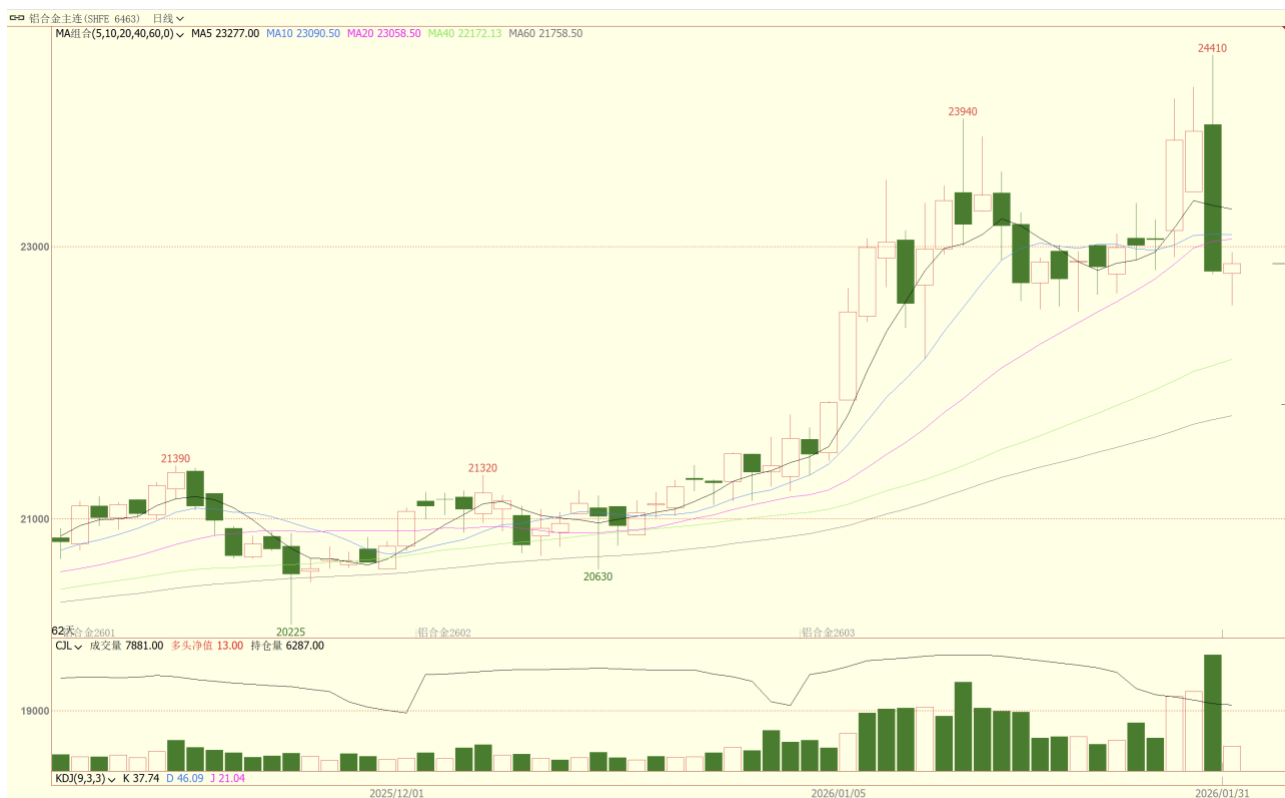
数据来源：文华财经，国元期货

图表 2 沪铝主力合约



数据来源：文华财经，国元期货

图表 3 铝合金主力合约



数据来源：文华财经，国元期货

二、美元下行走势放缓

1月美联储降息预期并未有明显调整，从宏观数据来看，12月美国非农新增就业人数为5万人，低于预期值6.5万人和前值6.4万人；失业率为4.4%，低于预期值4.5%和前值4.6%。12月CPI同比增幅为2.7%，符合预期值，持平前值。美国就业数据喜忧参半，通胀数据并未出现恶化迹象，美国降息预期并未显著调整，维持年内降息两次的预期，仅降息时间由4月和9月调整至6月和12月，对有色板块影响有限。宏观主要影响在于地缘政治因素。1月初开始，美国对委内瑞拉展开行动，并再次强化格陵兰岛冲突，导致全球资源民族主义崛起，并动摇美元储备货币地位，引发部分美元资产抛售，美元出现走弱以及有色资源端供应不确定性放大，带动有色板块普涨。

综合来看，美国战略的调整中长期仍利好有色板块，但2月美元走弱趋势或有所放缓，短期内对有色板块的支撑有所减弱。

三、供应端整体宽松

3.1 海外铝土矿到港增长

海外矿山方面，由于澳大利亚方面铝土矿发运受季风降雨影响季节性下滑，但随着11月开始几内亚雨季影响逐步消退，几内亚铝土矿的发运量逐步恢复，增减相抵后，1月铝土矿海外出港量及国内到港量均呈小幅增加趋势，出港及到港量均处于近五年绝对高位。尽管海外矿石供应量维持在高位，但由于前期国内北方铝土矿受环保管控及天气影响供应收紧，导致氧化铝厂采购转向进口铝土矿，带动国内铝土矿港口库存去化，截至1月23日，国内港口库存水平较12月去库逾10%。

预计2月国内铝土矿到港量或因几内亚前期发运增量维持增长态势，海外铝土矿价格仍有下行空间。

3.2 国内铝土矿季节性减产

国内方面，经过11月环保督察减产，北方铝土矿生产缓慢恢复，12月国内铝土矿产量环比增长5.15%。进入1月后，根据SMM调研显示，前期受环保限产的矿山仍处于复产周期中，部分新产能有望投放，但期间北方部分地区矿山受暴雪影响短暂停产，预计1月国内铝土矿产量环比小幅增长。

预计2月国内铝土矿产量呈环比下降趋势。

3.3 国内氧化铝维持过剩

1月上半月，国内部分地区环保限产解除，带动氧化铝厂开工增加，进入下半月后，北方地区环保限产及天气影响再现，氧化铝产量再次下滑，叠加临近春节，部分企业已提前开始检修，亦造成部分减量。综合影响下，1月氧化铝产量环比基本持平，维持高位，氧化铝厂及电解铝厂库存高位累积。此外，由于前期国内氧化铝价格上涨，氧化铝进口利润扩大，海外低价氧化铝持续流入国内，带动国内氧化铝港口库存较12月底增近60%，显示国内氧化铝环节过剩加剧。

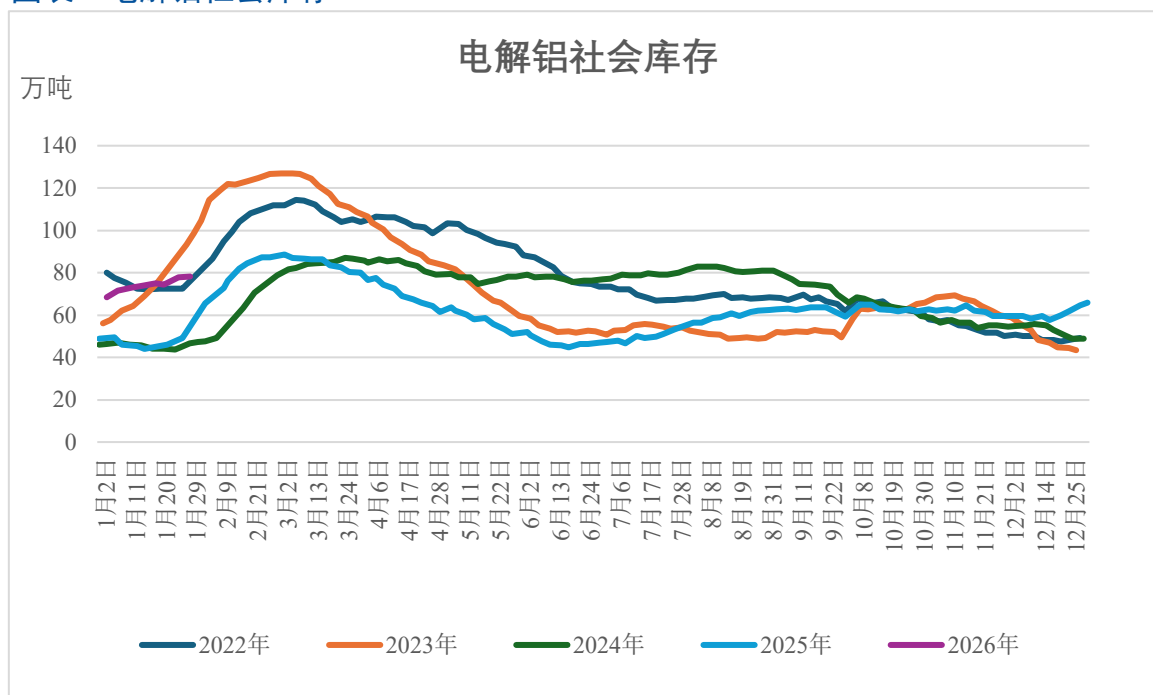
2月氧化铝产量或环比下滑，库存可能出现小幅去化，但氧化铝环节过剩格局较难扭转。

3.4 电解铝产量稳定

尽管部分主产区因枯水期因素用电成本增加，但在当前铝价下电解铝环节利润水平仍维持在较高区间，电解铝厂的开工率稳定维持在高位，1月开工率较12月基本持平，均处于96%以上，1月电解铝产量环比小幅增加约4万吨。进出口方面，由于国内外铝价走势基本一致，铝进出口利润并未有明显变化，12月电解铝进口量维持在10-20万吨左右的水平，对总供应量影响有限。从库存水平来看，由于下游需求淡季，而供应端维持高位，1月电解铝社会库存及铝厂成品库存均累库接近20%，整体累库幅度超过近年同期的累库水平。

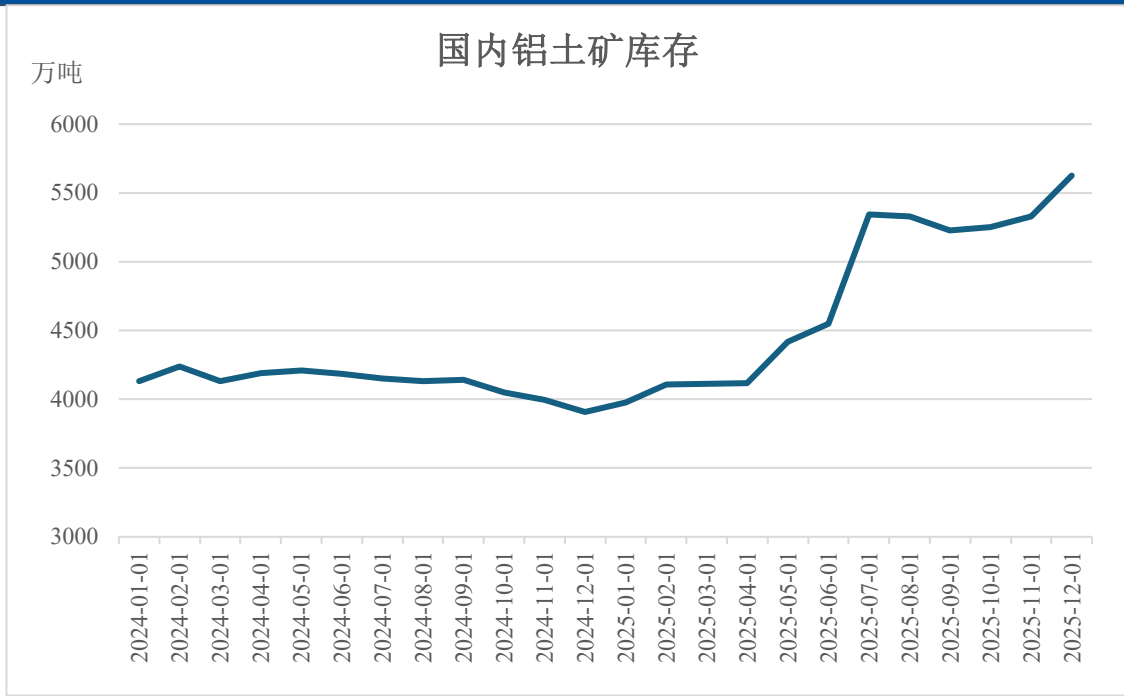
预计2月电解铝供应环比小幅下滑，但考虑到春节下游放假的因素，预计2月电解铝累库量级处于近年同期的绝对高位。

图表 2 电解铝社会库存



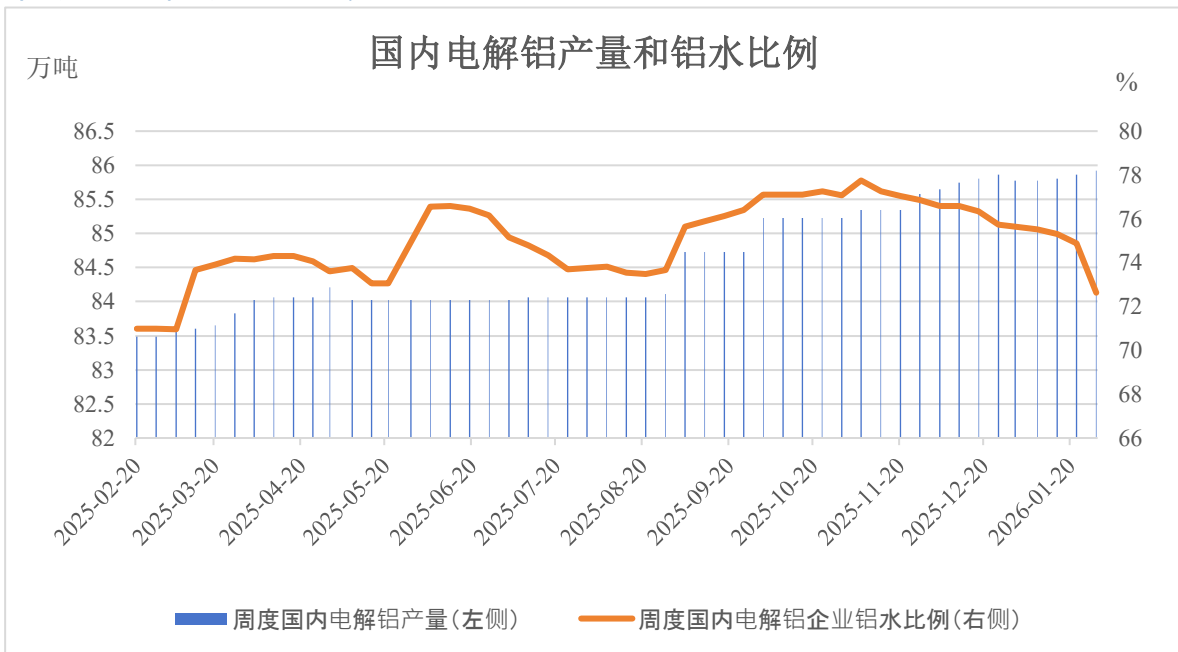
数据来源：SMM，国元期货

图表 3 国内铝土矿库存



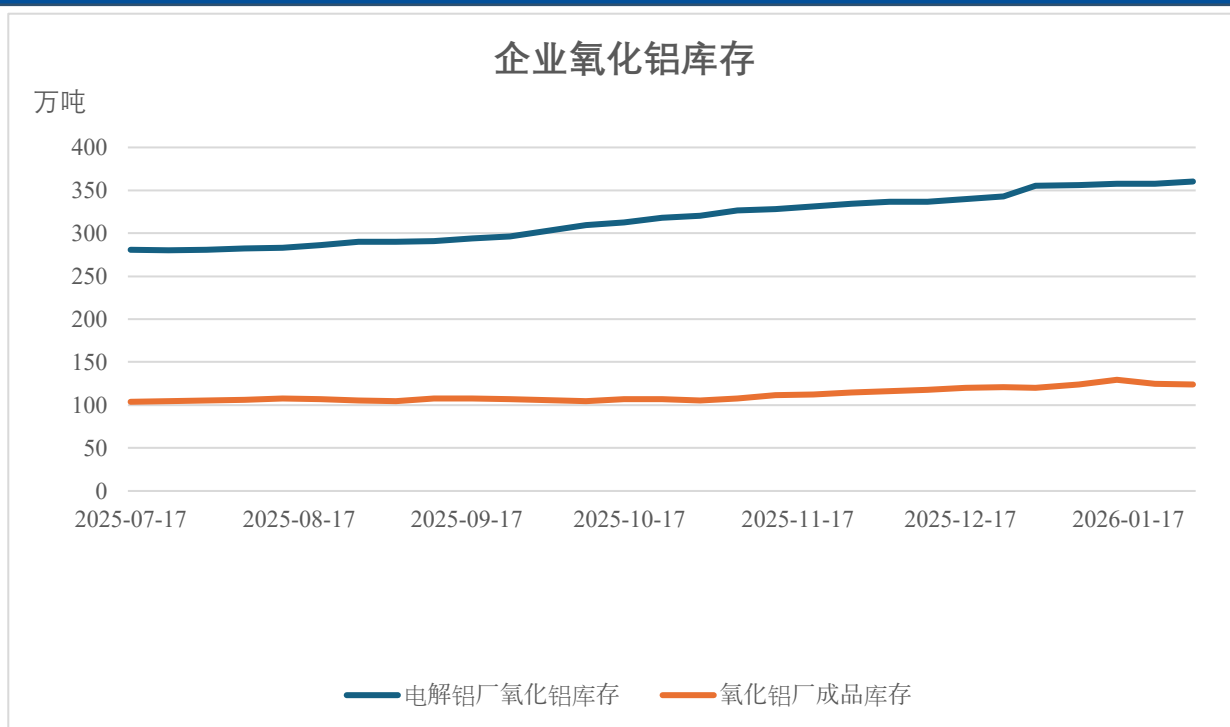
数据来源：SMM，国元期货

图表 4 电解铝产量和铝水比例



数据来源：SMM，国元期货

图表 5 企业氧化铝库存



四、需求支撑偏弱

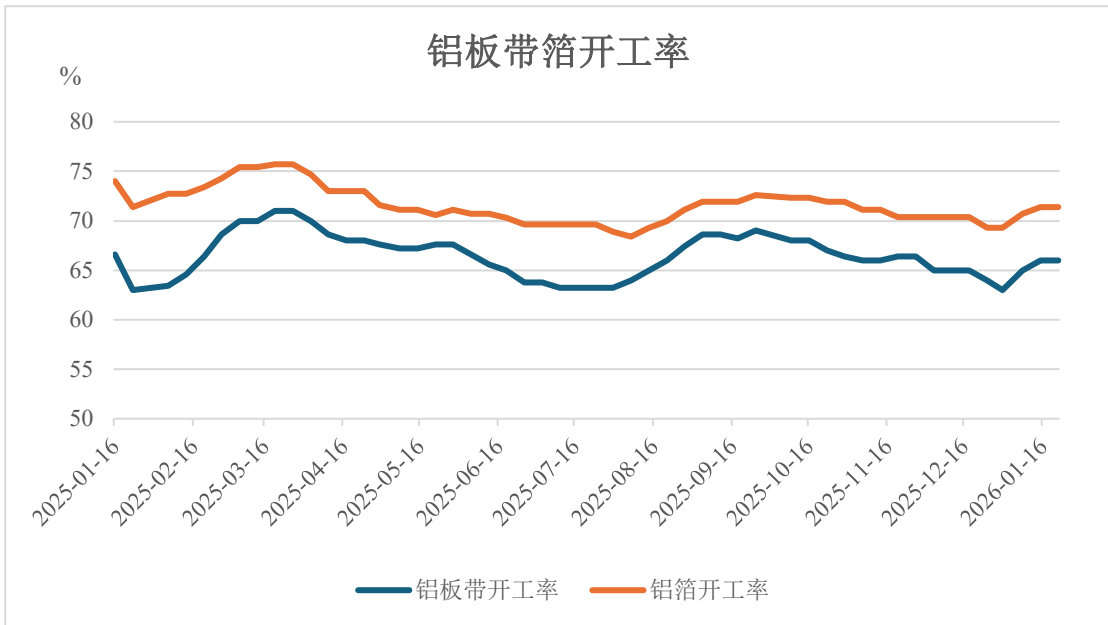
终端方面来看，随着气温下降及春节假期影响，户外项目开工水平呈下滑趋势；汽车板块销量亦处于淡季，且因补贴资金尚未到位，以及 2025 年底购置税减免退坡前存在透支的原因同比大幅下降接近 30%；食品包装板块需求季节性增加；光伏设备出口退税将在 4 月 1 日起取消，光伏组件厂商出于抢出口需求，整体开工率较高，但由于占比有限对整体需求并未起到明显支撑作用。

从中间环节来看，由于终端需求淡季的影响，铝材龙头企业开工率环比下滑约 1.1 个百分点。主要受铝棒及铝型材开工下滑影响，环比分别下滑 5.8 个百分点和 3.2 个百分点。铝线缆环节在国网、南网订单重新分配后开工水平有一定恢复，月度开工率环比小幅下滑 1.6 个百分点。铝板带与铝箔开工率在食品用铝季节性回暖、电池板块抢出口背景下开工率均小幅增加约 1 个百分点。

从铝合金环节来看，据 SMM 调研来看，整体废料供应呈收缩趋势，导致再生铝合金生产利润出现倒挂，叠加地区税收政策调整、环保限产、下游需求淡季等因素影响，1 月再生铝合金开工水平环比下滑 1.7 个百分点；原生铝合金开工亦因下游需求走弱环比下滑 0.3 个百分点。

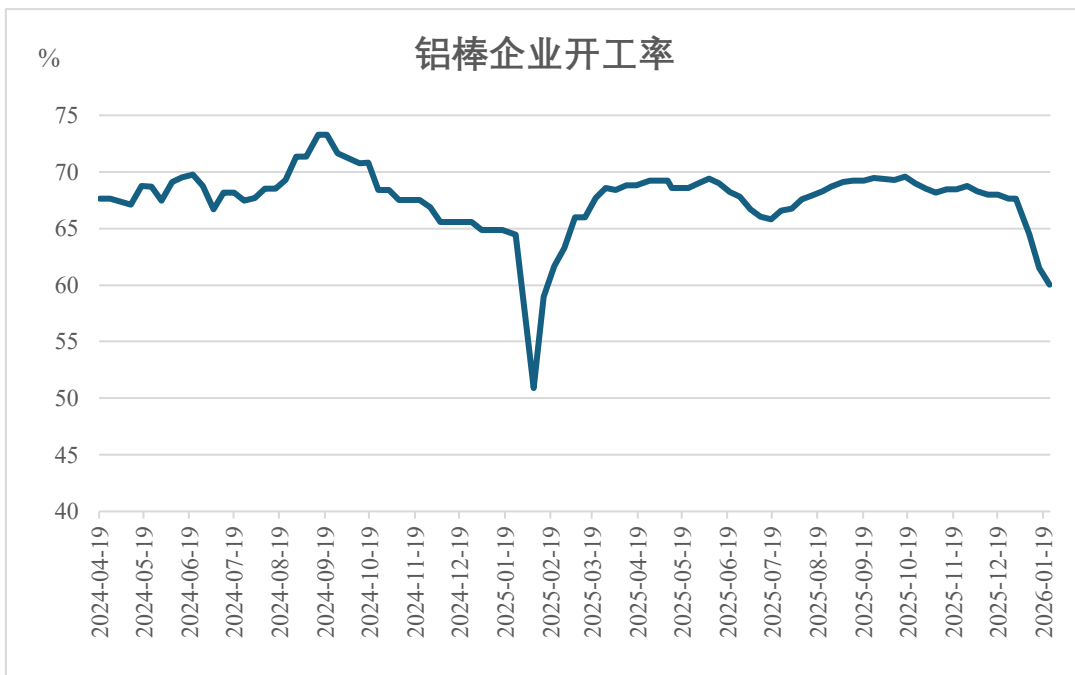
对于 2 月下游需求，从终端环节来看，由于春节假期因素，2 月终端需求或进一步下滑，中间环节开工水平预计将有明显下滑；铝合金环节整体呈现供需两弱的态势。

图表 6 铝板带箔开工率



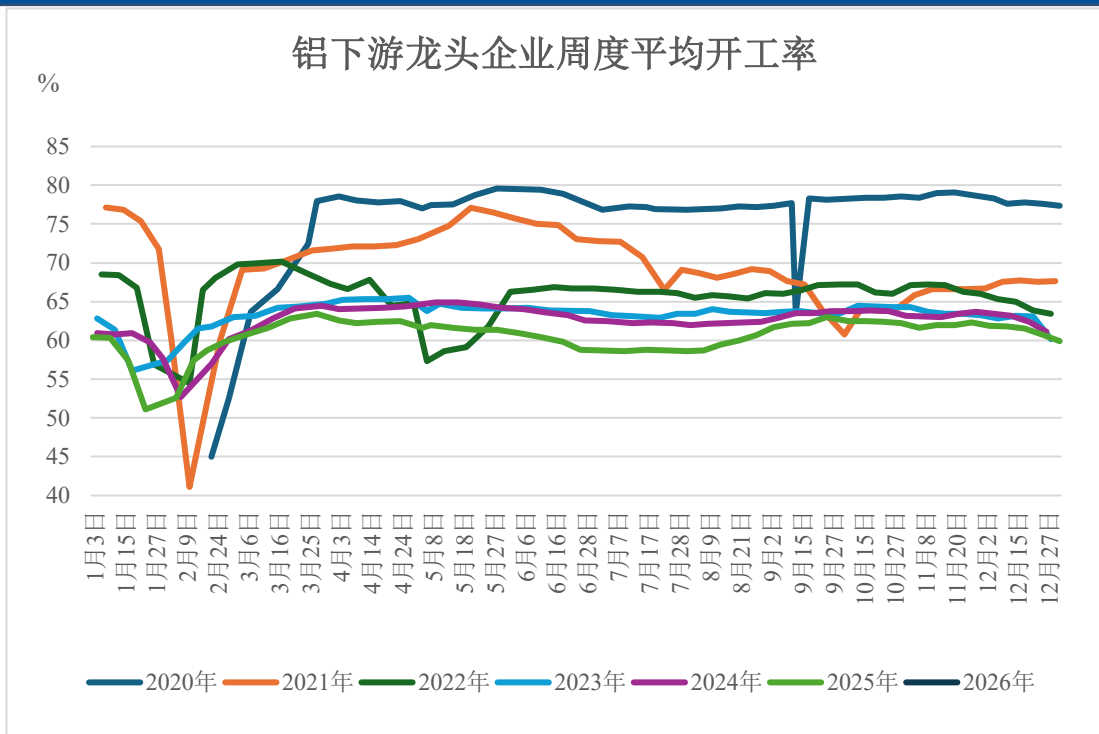
数据来源：SMM，国元期货

图表 7 铝棒开工率



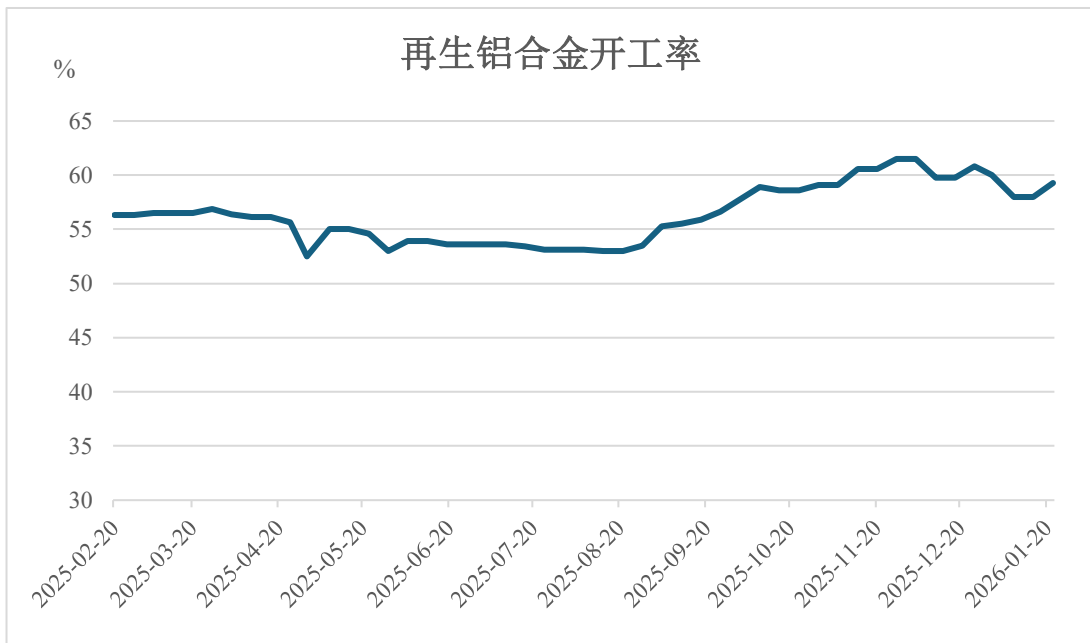
数据来源：SMM，国元期货

图表 8 铝下游龙头企业开工率



数据来源：SMM，国元期货

图表9 再生铝合金开工率



数据来源：SMM，国元期货

六、后市展望

考虑到成本及库存拖累，氧化铝价格维持震荡运行。电解铝库存呈累积趋势，预计 2 月运行整体小幅下移。预计铝合金价格跟随铝价小幅走弱。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心
A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西
塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实
际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编
04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层
2208B 室
电话：010-84555050

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：(北京地区)北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
(上海地区)上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555221

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道
2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4
幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公
馆 9#楼 1-101-2 室
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801