



海外贸易摩擦引发衰退担忧

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

021-60827968

chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

021-60828513

shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

021-60827969

fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

联系人

王育武

021-60827969

wangyuuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

核心观点

1、**铝土矿**: 根据海关数据统计, 2025-02 铝土矿进口量 1,441.48 万吨, 全年累计进口量 3,062.29 万吨, 同比增长 25.6%, 其中几内亚进口量 2,338.94 万吨, 同比增长 29.3%。

根据钢联数据统计, 截至 2025-03-28 日, 港口进口矿库存 1847 万吨, 港口进口库存环比明显修复, 但仍处于历史较低水平。截至 2025-02 月, 样本氧化铝厂内铝土矿总库存 2194 万吨, 环比基本持平。3 月份广西 200 万吨新增产能完全达产, 3 月底北方 160 万吨新增产能投产, 虽然内陆地区多有检修, 但对进口矿的消费维持刚性需求, 并未下滑。

现货市场方面, 长单 2 月份定价 90-95 美元/吨左右, 主流成交价格 95 美元/吨, 网站报价 91 美元/吨。目前北方地区欲通过检修降负荷的形式来达到压低矿价的效果, 但实际收效甚微, 3 月份进口矿价格保持平稳, 国产矿价格仅小幅下滑了 10-30 元/吨。氧化铝厂面临进口矿买不起, 国产矿供应紧的窘境。

根据 SMM 统计, 2025 年 3 月中国铝土矿产量 522.66 万吨, 同比增长 13.48%, 环比日均产量增加仅有 0.8 万吨, 算然国产矿略有恢复, 但难以改变当下矿端供应的格局。

2、**氧化铝**: 根据 SMM 统计, 2025 年 3 月中国氧化铝产量 754.9 万吨, 产量同比增加 11.32%。3 月份贵州、河南、山西频繁发生检修降负荷运行的情况, 但实际 3 月份日均产量较 2 月份仅小幅下滑了 0.4 万吨, 尚未扭转供应过剩的格局。根据海关数据统计, 2025 年 2 月中国氧化铝净出口 16.8 万吨, 1-2 月中国氧化铝累计净出口 32 万吨, 但国内供应依旧过剩。

现货市场价格方面, 3 月份中国氧化铝山西现货价格从 3350 元/吨下滑至 3010 元/吨, 最低成交价格已经跌破 3000 元/吨。澳洲 FOB 报价从 485 美元/吨降至 373 美元/吨, 海外价格快速下滑, 中国面临进口窗口打开的压力。

成本方面, 按照 90 美元/吨进口矿价格计算, 中国氧化铝边际生产最高成本、即山西地区用进口矿生产完全成本为 3250 元/吨左右, 用国产矿生产完全成本接近 3100 元/吨。使用进口矿面临现金流亏损, 使用国产矿同样面临完全成本亏损的情况。

库存方面, 社会总库存 395.8 万吨, 电解铝厂内原料库存 291.9 万吨, 仓单库存 30.6 万吨, 库存方面全方位增加, 且仓单库存压力较大。

电解铝：根据 SMM 统计，2025 年 3 月中国电解铝产量 371.42 万吨，同比增长 3.7%。2025 年 2 月中国电解铝净进口 19.7 万吨，1-2 月电解铝累计净进口 35 万吨。国内供应端压力有限，随着西南地区复产工作结束后，短期暂无新增产能投放。

库存方面，截至 2025-04-03 日，电解铝社会库存 76.5 万吨，铝棒社会库存 24.45 万吨，3 月份在国内电解铝复产及进口量较高的情况下，国内库存如期进入了去库周期。LME 库存 45.9 万吨，海外库存仍在下滑，且依旧较为集中。

现货市场价格方面，3 月底随着绝对价格的回调，现货市场成交积极性明显好转，现货升贴水快速修复，华东地区从贴水 60 元/吨至平水，巩义地区从贴水 190 元/吨修复至贴水 60 元/吨，华南市场表现较为疲弱。

成本方面，电解铝行业目前加权成本 16800 元/吨，利润 3700 元/吨左右，行业边际最高成本 18500 元/吨。

3、**消费端：**2 月下旬，随着元宵节结束，下游加工企业陆续进入复产复工阶段，线缆开工率回升至 60%，铝板开工回升至 70%，铝箔开工率回升至 74.71%，铝水比例回升至 74.22%。虽然从开工率角度看处于绝对低位，但这是由于新增产能过快造成，实际消费同比依旧处于增长状态。

2025 年 2 月中国铝材净出口 32.1 万吨，同比减少 11.5%，1-2 月累计净出口 75.6 万吨，累计同比下滑 13%，出口退税取消的政策影响在海关数据方面有所体现，但实际出口现状或好于数据表现。

结论：氧化铝在新增产能如期投放的情况下，供应过剩的预期依旧不改，几内亚尚未出现政策扰动，且 9 月份开始政府换届选举。氧化铝处于供应格局改变的局面，绝对价格的下跌并未影响到新增产能的投放。铝土矿无论从成本端亦或是供需格局都面临进一步下跌困难的局面，但海外生产成本低廉价格仍有下滑空间，内陆地区氧化铝企业将受到成本及海外价格的双重压力。阶段性的检修减产难以改变供需格局，氧化铝价格走势依旧偏弱。

电解铝基本面角度依旧无利空因素，清明节假期期间，美国全球范围内对全商品进行征收关税的举措，同时或影响全球范围内的反向征收关税，市场存在衰退担忧导致海外以股指、黄金、原油为首的商品快速下跌。若海外宏观数据走弱，商品价格回调后，或有望重新影响降息的交易逻辑。基本面方面，国内下游消费实际较为可观，若商品价格短期快速回落或迎来社会库存去库的加剧。对关税的交易逻辑可能会在通胀和衰退之间反复横跳。

■ 策略

单边：电解铝：谨慎偏多 氧化铝：中性

套利：电解铝正套

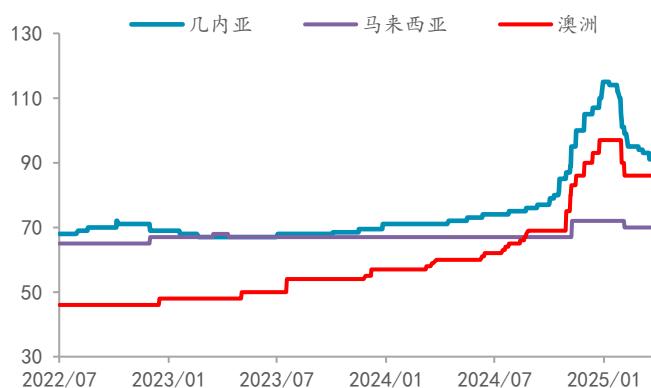
■ 风险

- 1、几内亚政局不稳定干扰
- 2、旺季需求不及预期
- 3、海外流动性收紧

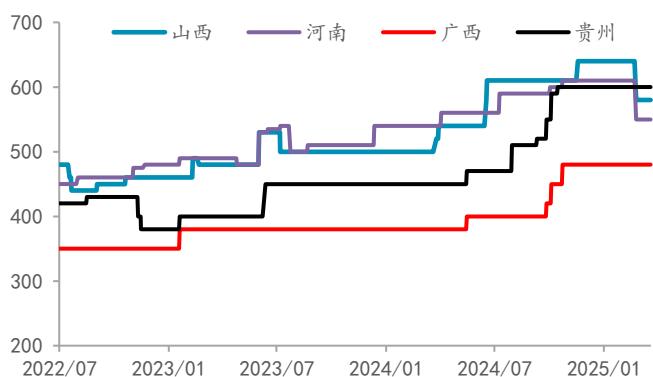
图表

图 1: 进口铝土矿价格 单位: 美元/吨	6
图 2: 国产铝土矿价格 单位: 元/吨	6
图 3: 国产铝土矿产量 单位: 万吨	6
图 4: 铝土矿进口量 单位: 万吨	6
图 5: 进口铝土矿港口库存 单位: 万吨	6
图 6: 43 家氧化铝厂原料库存 单位: 万吨	6
图 7: 氧化铝价格 单位: 美元/吨、元/吨	7
图 8: 氧化铝对主力合约基差 元/吨	7
图 9: 氧化铝日均产量 单位: 万吨	7
图 10: 氧化铝净进口量 单位: 万吨	7
图 11: 山西进口矿生产成本利润 单位: 万吨	7
图 12: 山西国产矿生产成本利润 单位: 万吨	7
图 13: 氧化铝总库存 单位: 万吨	8
图 14: 电解铝厂内氧化铝库存 单位: 万吨	8
图 15: 氧化铝仓单库存 单位: 万吨	8
图 16: 氧化铝港口库存 单位: 万吨	8
图 17: 氧化铝进口盈亏 单位: 元/吨	8
图 18: 电解铝国内升水 单位: 元/吨	8
图 19: LME 升贴水 单位: 美元/吨	9
图 20: 电解铝周度产量 单位: 万吨	9
图 21: 电解铝产量 单位: 万吨、%	9
图 22: 铝水比例 单位: %	9
图 23: 电解铝净进口 单位: 万吨	9
图 24: 电解铝进口盈亏 单位: 元/吨	9
图 25: 电解铝生产利润 单位: 元/吨	10
图 26: 电解铝社会库存 单位: 万吨	10
图 27: LME 库存 单位: 万吨	10
图 28: 铝锭国内交易所库存 单位: 万吨	10
图 29: 铝棒库存 单位: 万吨	10
图 30: 铝材开工率 单位%	10
图 31: 龙头板带开工率 单位: 万吨	11
图 32: 龙头铝箔开工率 单位: 万吨	11
图 33: 龙头铝线缆开工率 单位: 万吨	11
图 34: 家电产量累计同比 单位: %	11
图 35: 汽车产量 单位: 万辆、%	11
图 36: 汽车产量 单位: 万辆、%	11
图 37: 组件产量 单位: GW、%	12

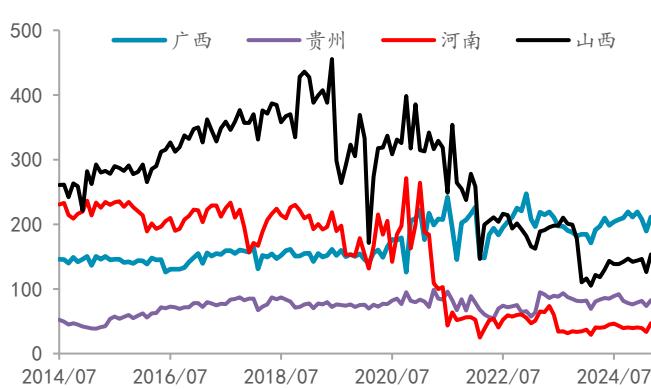
图 38: 光伏新增装机量 单位: GW.....	12
图 39: 电力投资累计同比 单位: %.....	12
图 40: 地产投资累计同比 单位: %.....	12
图 41: 地产相关数据累计同比 单位: %.....	12
图 42: 地产库存 单位: 万平方米	12

图 1: 进口铝土矿价格 | 单位: 美元/吨


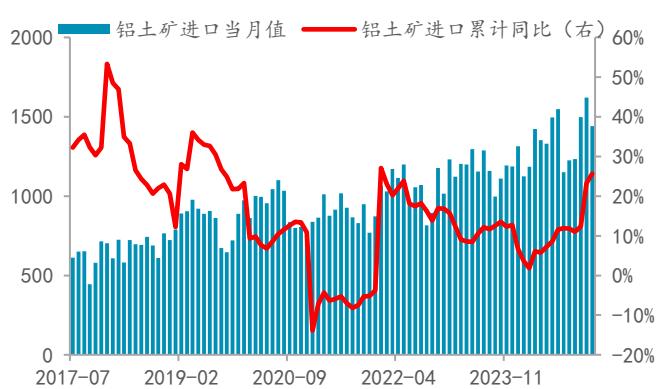
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: 国产铝土矿价格 | 单位: 元/吨


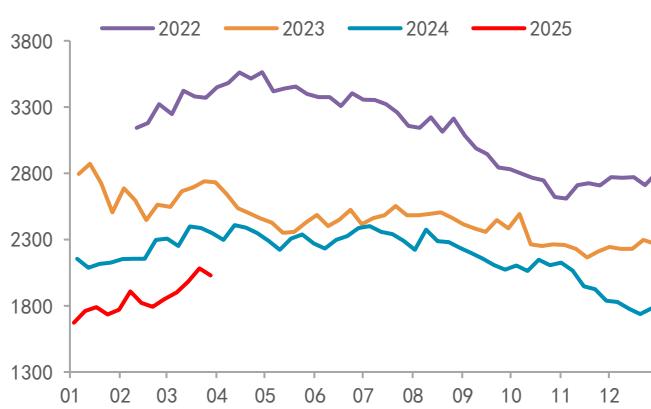
数据来源: SMM WIND 华泰期货研究院

图 3: 国产铝土矿产量 | 单位: 万吨


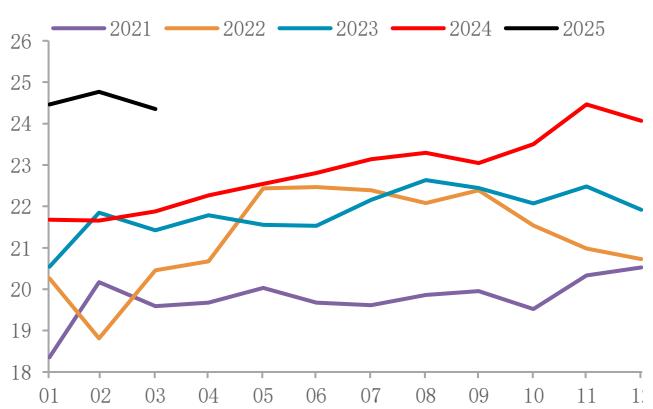
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 4: 铝土矿进口量 | 单位: 万吨


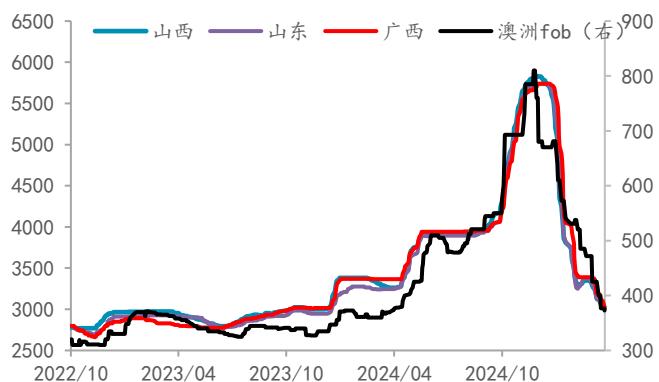
数据来源: SMM WIND 华泰期货研究院

图 5: 进口铝土矿港口库存 | 单位: 万吨


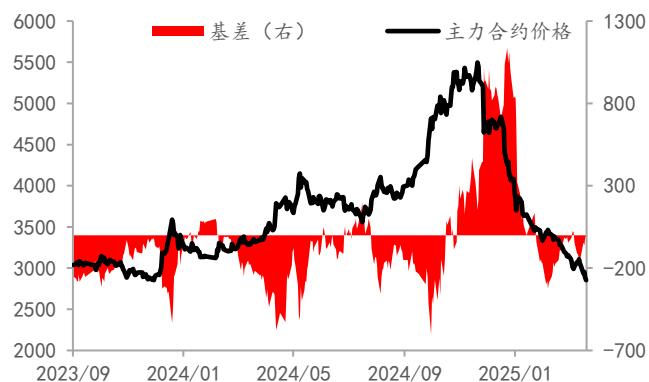
数据来源: Myteel 华泰期货研究院

图 6: 43 家氧化铝厂原料库存 | 单位: 万吨


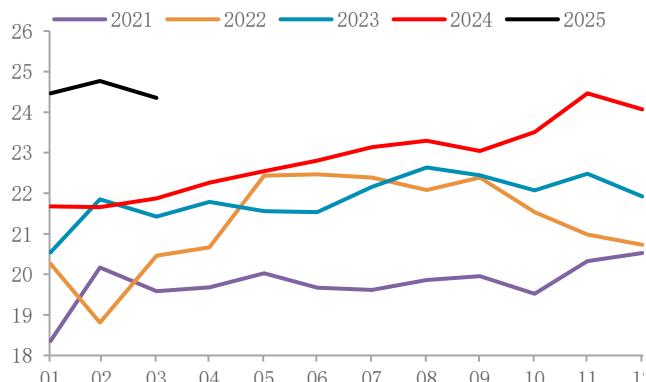
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 7: 氧化铝价格 | 单位: 美元/吨、元/吨


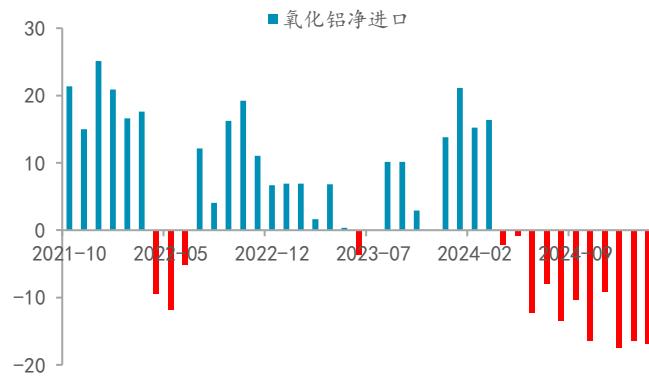
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 氧化铝对主力合约基差 | 元/吨


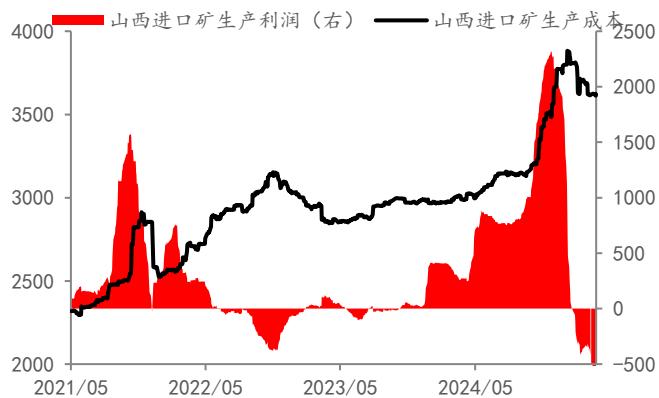
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: 氧化铝日均产量 | 单位: 万吨


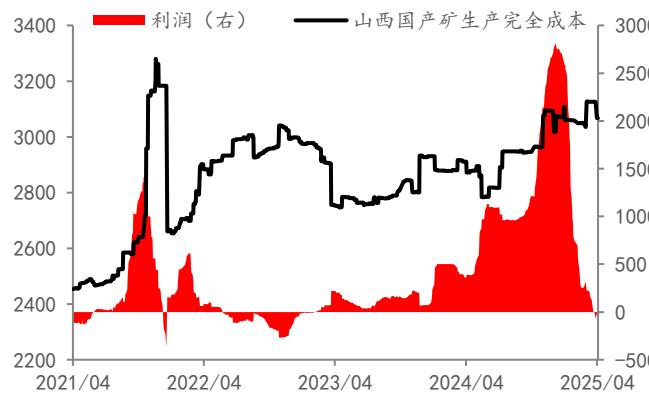
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 氧化铝净进口量 | 单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

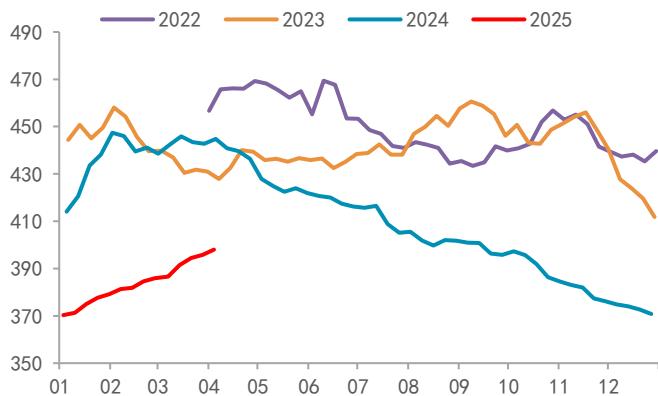
图 11: 山西进口矿生产成本利润 | 单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 山西国产矿生产成本利润 | 单位: 万吨


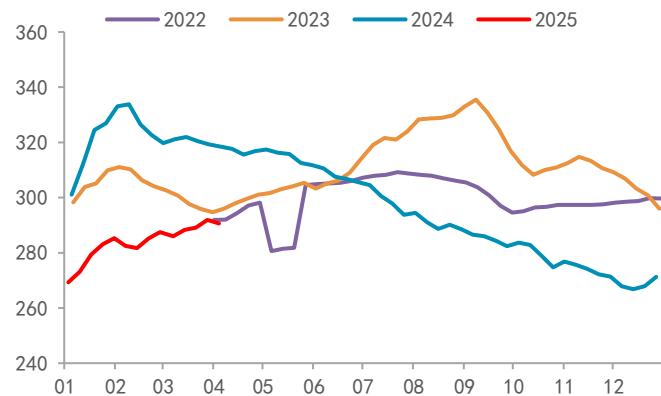
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13: 氧化铝总库存 | 单位: 万吨



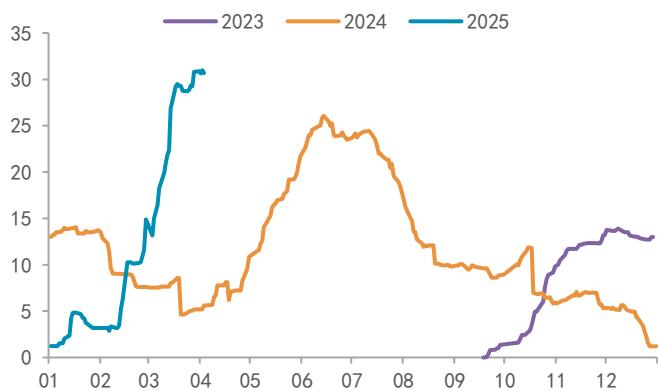
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: 电解铝厂内氧化铝库存 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 氧化铝仓单库存 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 氧化铝港口库存 | 单位: 万吨



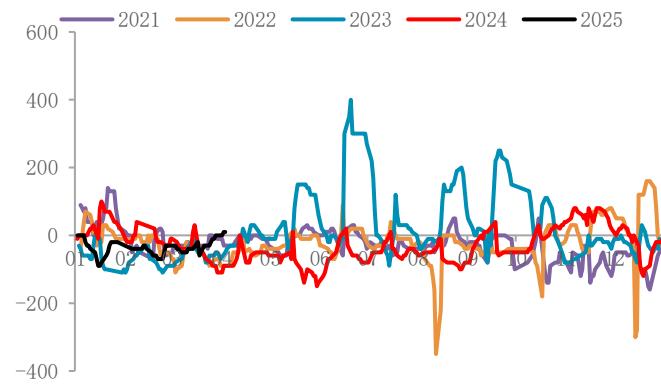
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 17: 氧化铝进口盈亏 | 单位: 元/吨

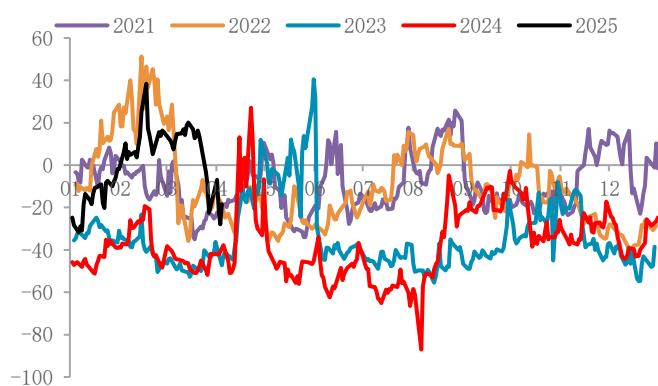


数据来源: SMM 华泰期货研究院

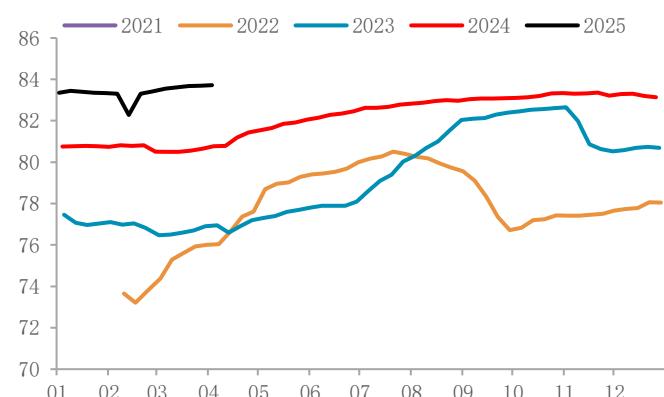
图 18: 电解铝国内升水 | 单位: 元/吨



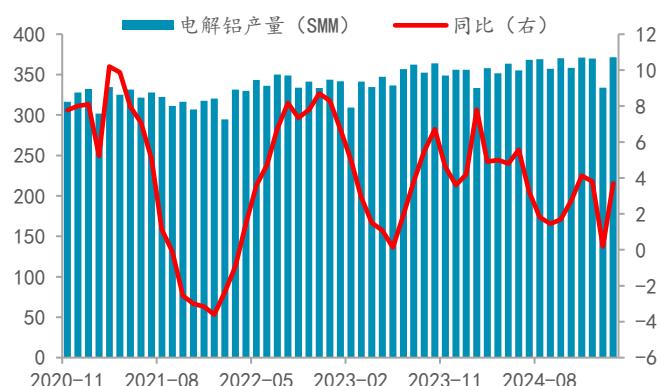
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 19: LME 升贴水 | 单位: 美元/吨


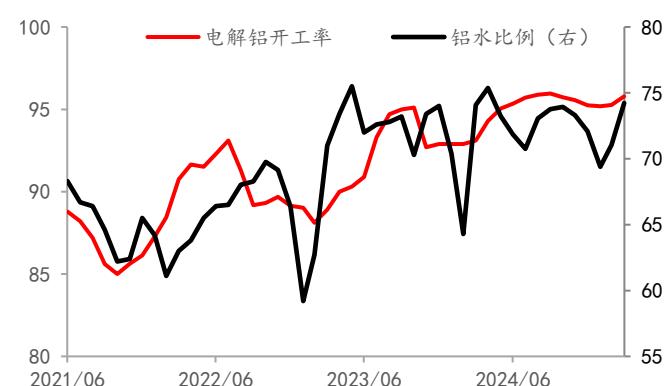
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 20: 电解铝周度产量 | 单位: 万吨


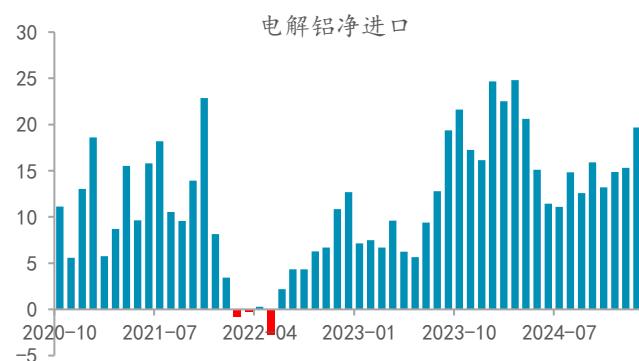
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 21: 电解铝产量 | 单位: 万吨、%


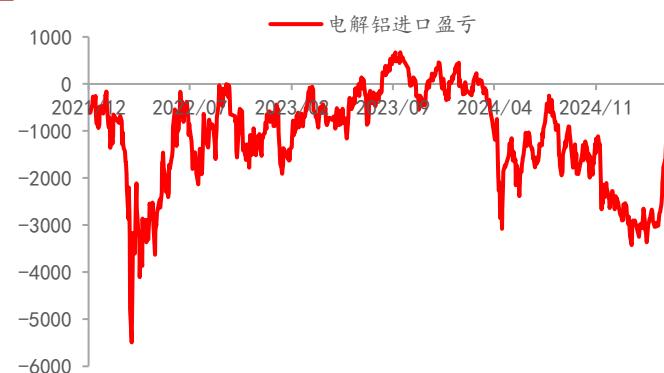
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 铝水比例 | 单位: %


数据来源: SMM 华泰期货研究院

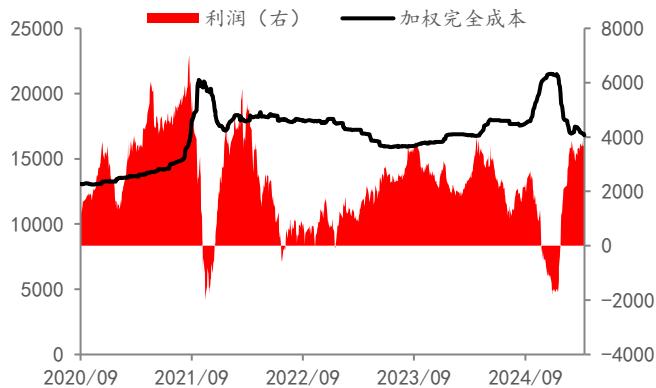
图 23: 电解铝净进口 | 单位: 万吨


数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 电解铝进口盈亏 | 单位: 元/吨


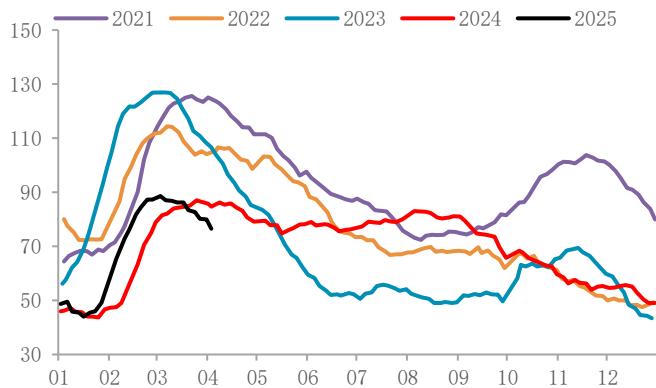
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 电解铝生产利润|单位: 元/吨



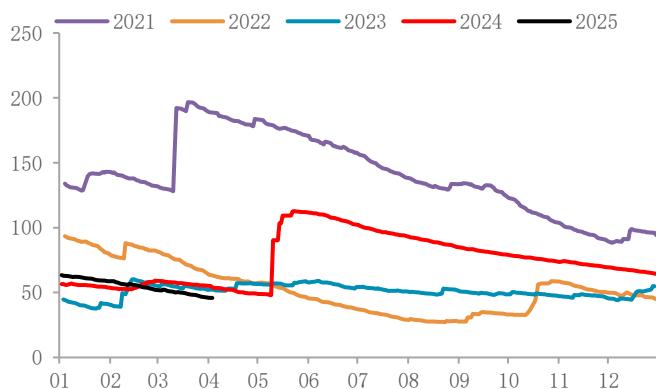
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 26: 电解铝社会库存|单位: 万吨



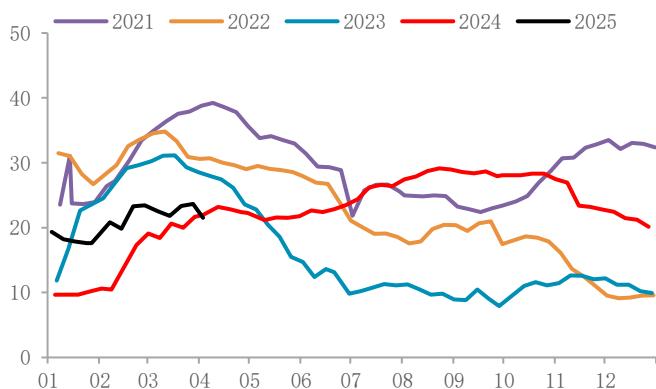
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 27: LME 库存|单位: 万吨



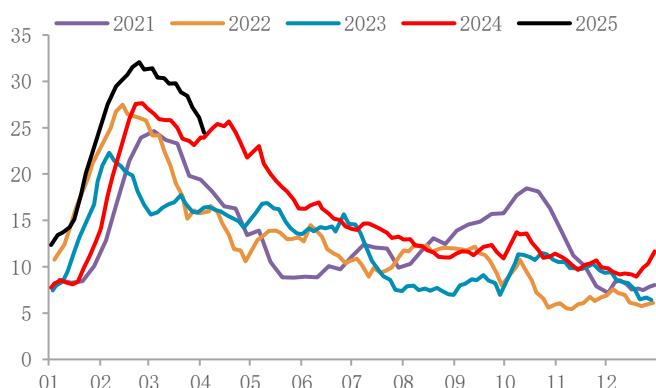
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 28: 铝锭国内交易所库存|单位: 万吨



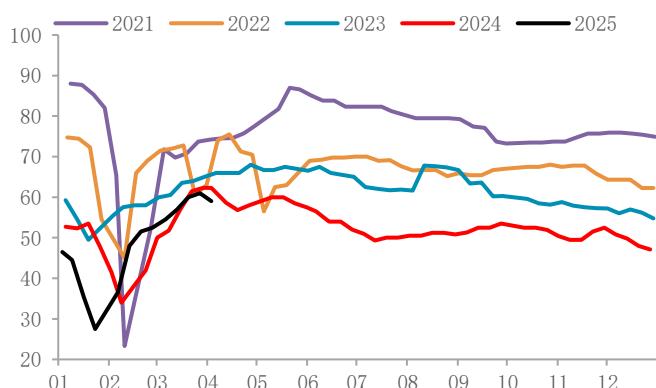
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 29: 铝棒库存|单位: 万吨

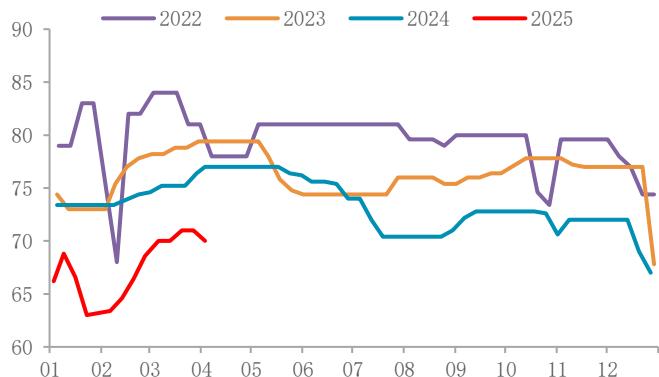


数据来源: SMM 华泰期货研究院

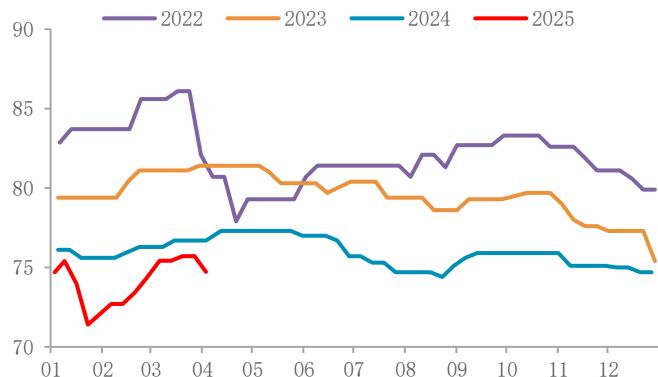
图 30: 铝材开工率|单位%



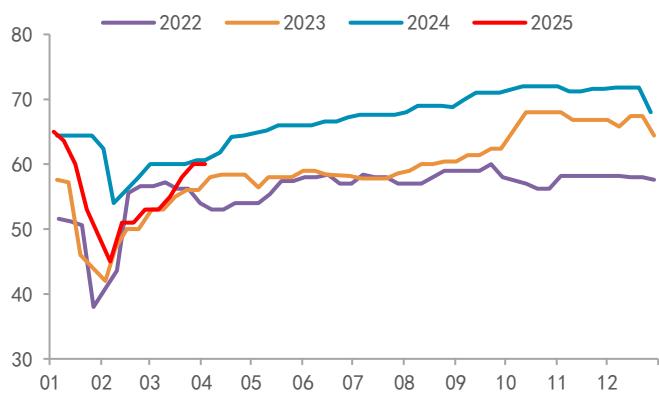
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 31：龙头板带开工率 | 单位：万吨


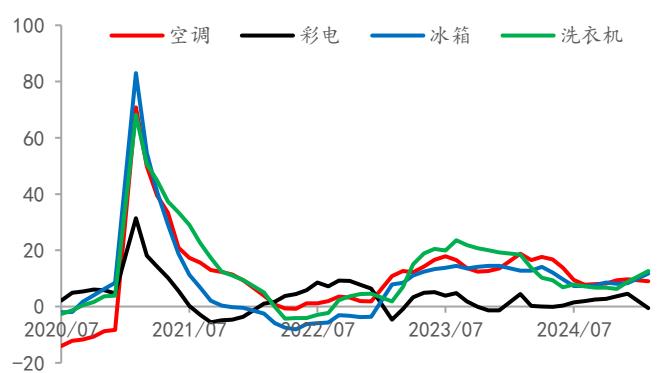
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 32：龙头铝箔开工率 | 单位：万吨


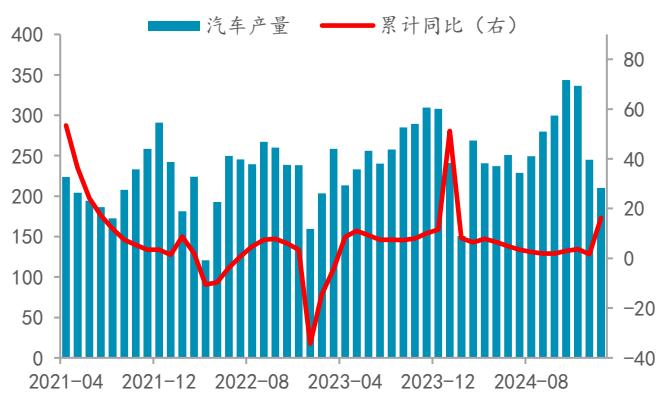
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 33：龙头铝线缆开工率 | 单位：万吨


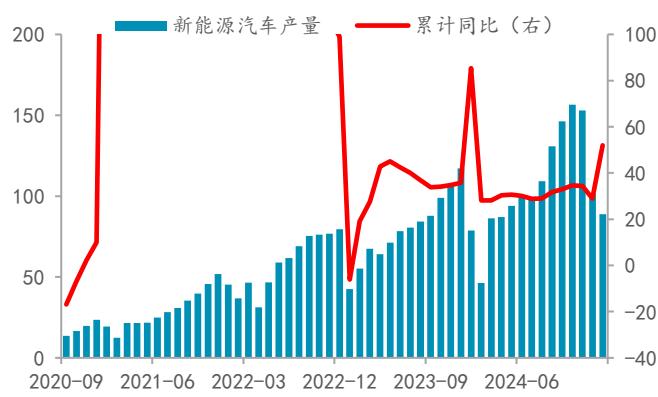
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 34：家电产量累计同比 | 单位：%


数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 35：汽车产量 | 单位：万辆、%


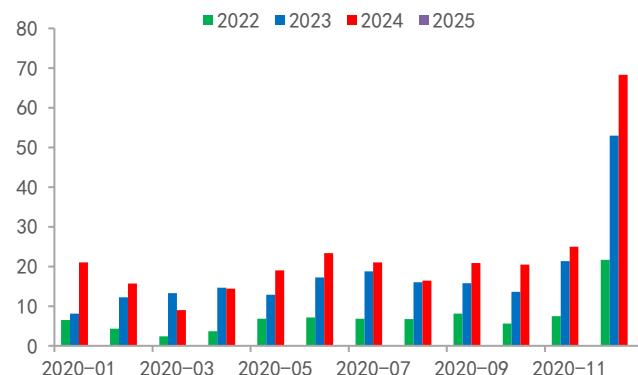
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 36：汽车产量 | 单位：万辆、%


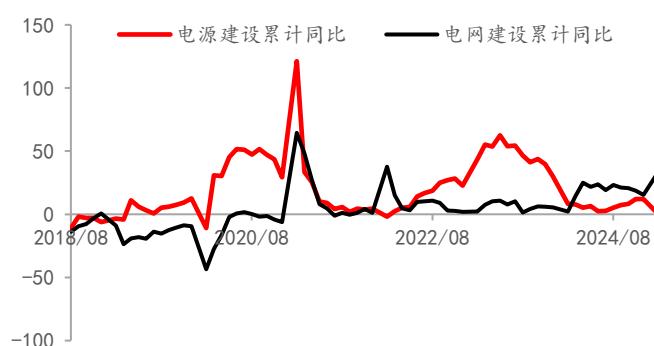
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 37：组件产量|单位：GW、%

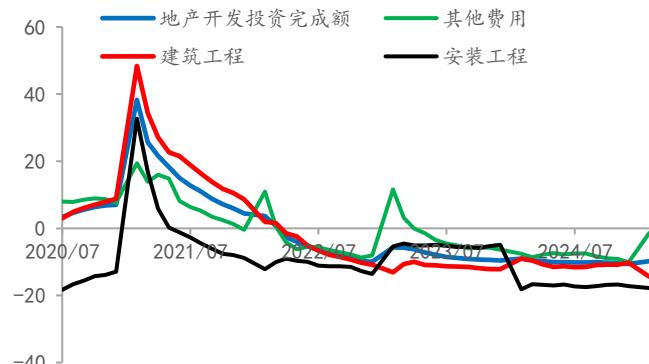

数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 38：光伏新增装机量|单位：GW


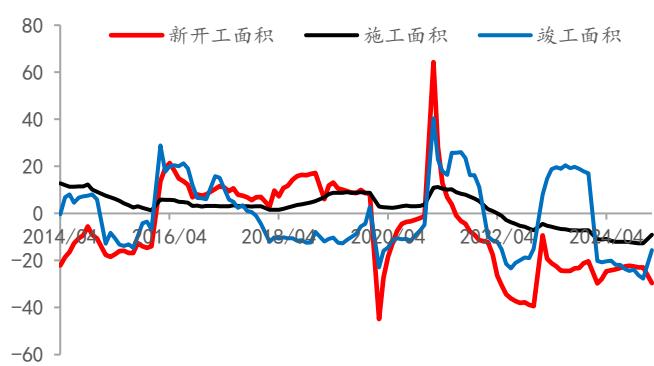
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 39：电力投资累计同比|单位：%


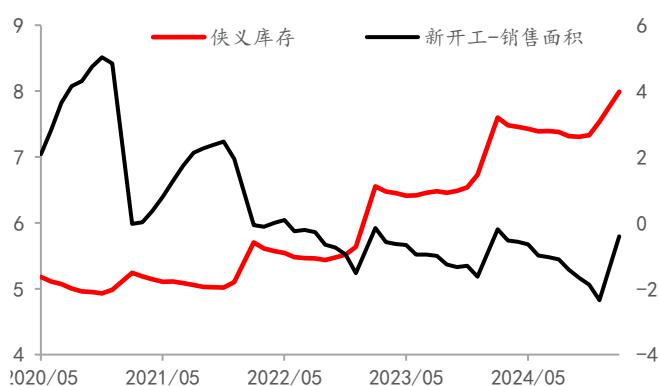
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 40：地产投资累计同比|单位：%


数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 41：地产相关数据累计同比|单位：%


数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 42：地产库存|单位：万平方米


数据来源：WIND 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com