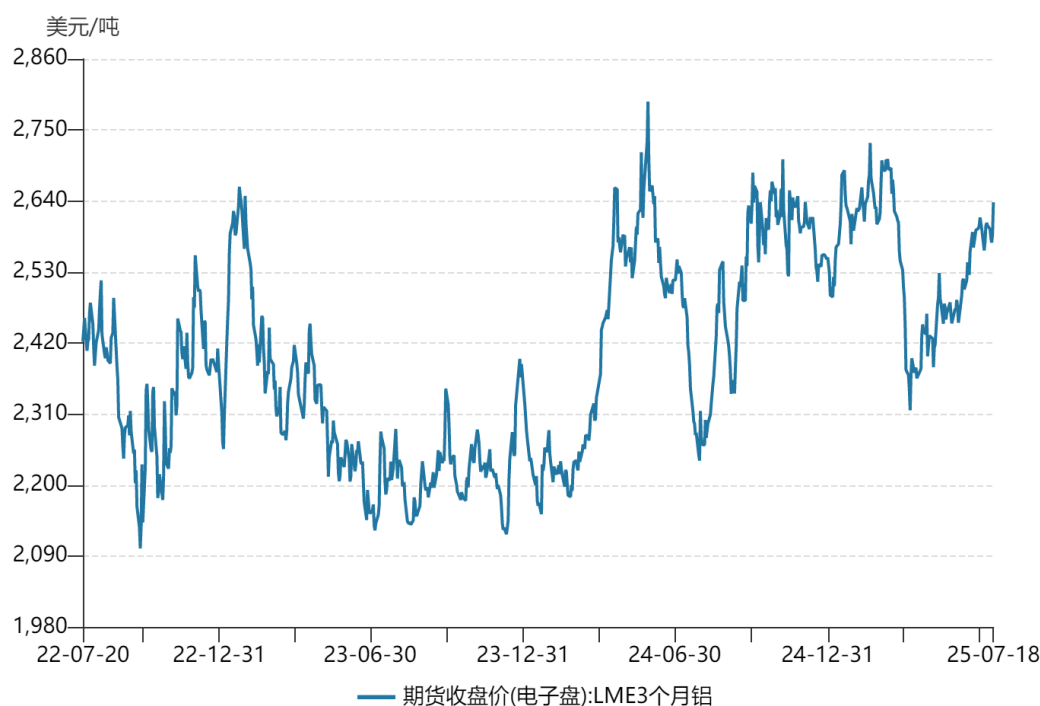


铝市场宏观多扰动，基本面驱动修复

五矿有色 蔡子龙

2025 年 1-6 月国内外铝价整体呈现 N 字形走势，开年以来价格在持续走高后于一季度末大幅下跌，二季度上行修复，未达前高。LME 铝现货年初结算价格为 2536 美元/吨，后上行至最高价 2737 美元/吨，紧接着在一个月內大幅下跌至 2285 美元/吨，二季度末回补至 2593 美元/吨，较年初上涨 2.2%，上半年结算价平均 2539 美元/吨，同比上涨 7.7%。国内与海外走势相似，年初华东现货结算价格为 19870 元/吨，一季度上行最高触及 20910 元/吨，接着快速下挫至低点 19530 元/吨，6 月末收于 20780 元/吨，较年初上涨 4.6%，上半年现货均价 20319 元/吨，同比上涨 2.6%。

图：LME3 个月铝价格走势（美元/吨）



数据来源：Wind，五矿有色

一、宏观情绪由强转弱，库存持续去化提供高位支撑

宏观方面，一季度海内外宏观多空交织，国内提出择机降准降息、“两新”资金规模将有大幅增加以及民营企业座谈会顺利召开等因素共同奠定了内需稳中向好的基调，海外方面则因特朗普政府上台导致再通胀预期抬升，进而对有色金属价格形成了有力支撑；3月中下旬起，关税交易主线从“胀”切换到“滞”，欧美各类信心指数不及前值及预期，市场避险情绪明显升温，铝价开始承压；4月初，关税靴子落地，全球主要风险资产均受冲击，美国市场出现罕见“股债汇三杀”情形，沪伦铝市应声大跌；五一假期后国内4月PMI指标疲软叠加旺淡季过渡，空头情绪集中释放，铝价迎来第二次大幅下挫，随后中美贸易谈判取得阶段性成果，市场情绪出现一定缓和；进入6月，尽管美方再度征收钢铝关税，但受中美经贸磋商达成超预期共识支撑，市场情绪终于企稳，虽不是“雨过天晴”但也“利空尽出”。

供应端，原铝供给呈现低弹性特征。据五矿铝业数据库，1-6月国内电解铝产量2192万吨，累计同比增长2.9%。当前国内供应到顶，行业运行产能达到4417万吨，距4500万吨建成产能限制仅一步之遥，1-6月西南地区复产及青海新投产产能投放节奏相对平稳，对产量变化整体影响有限。进口供应方面，根据海关数据，1-5月国内累计进口原铝105.8万吨，较去年同比下降3.7%，尽管自2024年4月以来内外比价始终维持在对进口不利的区间，但一方面内外价差的缩窄仍旧为进口创造了更为有利的条件，另一方面自俄罗斯的铝锭进口稳定增长，每月保持15万-25万吨的进口量，贡献了每月几乎全部的环比增量。整体来看，无论是国内生产还是自海外进口的弹性都较为有限。

需求端，消费表现超预期，但下游加工企业体感不佳。据五矿铝业数据库，1-6 月国内电解铝消费量 2313 万吨，累计同比增长 4.4%。从咨询机构对下游加工企业的微观调研情况来看，样本企业对于订单和排产的反馈均有遇冷，3-4 月传统消费旺季时，型材与板带箔板块“旺季不旺”，5 月后随着光伏抢装潮结束，部分棒企有关光伏型材用棒订单明显下滑，个别企业甚至暂停接单；分板块来看，1-6 月型材和板带开工率均值分别下降 4.3%和 1.2%，线缆开工情况基本持平，铝箔则有明显增长，开工率均值上升 3.6%，但型材与板带消费比重合计近 80%，因此加工行业整体体感较差。从终端来看，尽管地产需求仍旧低迷，但新能源汽车及光伏抢装拉动的用铝消费同比均有显著正向增长，进而带动全口径铝消费同比增长，与年初市场一致预期的增速大幅放缓出现背离；铝材出口方面，尽管受取消出口退税政策影响，去年年底及春节前铝材出口出现下降，但 3 月以来快速恢复，前 5 个月型材及板带箔出口整体下降 7.3%，表现优于市场预期；铝制品出口方面，最大不稳定因素钢铝关税影响有限，全年铝制品出口同比增速有望维持在 15%以上，成为铝消费的亮眼增长点。

库存端，社会库存持续去化至 6 月底。据上海有色网统计，国内铝锭社会库存自 3 月初近 89 万吨开始去库，直到 6 月末至 45 万吨出现累库拐点，库存水平去化至元旦前后高度，体现了中下游消费的韧性。此外，尽管累库趋势已经出现，但当前库存水平仍处在近 5 年的绝对低位，对铝价仍能形成较好支撑。

行业成本利润方面，一季度氧化铝价格大幅下跌。据五

矿铝业数据库，1-6 月行业成本中氧化铝部分成本自年初 9871 元下降至 6675 元，占比从 49.9%下降至 39.4%；预焙阳极部分成本提升，自年初 2033 元上涨至 2424 元，占比从 10.3%提升至 14.3%；电费、氟化铝及其他费用基本持平。总体来看，氧化铝价格的下跌致使全行业平均成本自 19800 元/吨左右降至 17000 元/吨，理论盈利产能占比从 1 月份的 60%提升至当前 100%，利润显著高于其他有色金属冶炼行业。

二、展望后市，宏观不确定性加剧，需求相对疲软

宏观方面，联储 6 月 FOMC 会议维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5%不变，是为第四次按兵不动。鲍威尔明确表示，当前通胀水平略高于 2%目标，且关税是近期通胀预期上升的主要推动因素，点阵图显示 2025 年或降息两次共 50 个基点，但需通胀持续回落为前提；但近日特朗普政府表示将解雇鲍威尔，其与联储利率立场矛盾可见一斑。关税方面，近日特朗普政府向多个传统贸易伙伴国提出新的关税主张，最高税率或达 70%，美通胀预期再度增加，全球贸易前景仍不明朗。国内方面，机构集体上调中国 2025 年 GDP 增速预测至 4.7%-4.8%，“以旧换新”等稳增长政策效果有所显现，但二季度“抢出口”透支效应或导致下半年出口表现承压，6 月制造业 PMI 仍低于荣枯线，建筑业需求疲弱仍未出现好转态势。另一方面，近期工信部再提钢铁、有色等行业供给侧结构优化政策，国内商品市场反应明显，多数过剩行业商品受政策刺激持续上涨，未来政策具体落实路径尚未明确。综合而言，海内外宏观多空交织，未来不确定性增加或是当前唯一的确定性。

基本面方面，供给端受制于建成产能，行业开工水平向

上难有增长空间，同时当前行业利润水平处在 3000 元/吨以上的高位水平，全行业企业理论上均为盈利，因此在矿端成本持稳、氧化铝价格不再出现类似 2024 年下半年的极端上涨行情的条件下，也难以见到大范围减停产出现，整体而言国内供给仍旧缺乏弹性；进口补充方面，当前内外比价不利于进口原铝，但由于俄铝受 LME 制裁，俄铝向国内出口几乎不受比价限制，预计下半年仍将保持每月 15 万-20 万吨以上的输入；需求端下半年整体需求增速将有所放缓，主因光伏抢装潮及抢出口过后可能仅有新能源汽车用铝消费能够维持正向增长，但从上半年的库存与下游加工企业开工劈叉来看，原铝消费仍将保持一定韧性，只是在下游传统终端领域消费回暖暂无希望、抢出口与光伏抢装大幅透支全年预期的情况下，下半年是否还会出现“金九银十”有待商榷；全年来看，电解铝依旧维持紧平衡格局，难以出现大幅过剩或短缺。行业成本方面，尽管工信部关于清退落后产能的政策对氧化铝产能的实质影响可能有限，但未来新增项目上马预期或受到影响，需关注市场情绪作用下氧化铝价格中枢是否会出现明显抬升，进而造成电解铝成本的增加。

综合而言，当前全球库存持续去化趋势停滞，累库拐点或已出现，与下游加工业低开工率形成共振，对消费预期有所打压，叠加宏观扰动、情绪降温，或对价格带来一定压力。