

消费转弱+库存高位累库，氧化铝弱格局

2025 年 9 月 18 日 星期四

兴证期货 · 研究咨询部

有色金属研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

李艳婷

从业资格编号: F03146166

投资咨询编号: Z0022609

联系人

李艳婷

liyanting@xzfutures.com

内容提要

仓单激增叠加厂内库存高位，氧化铝周度产量也维持高位，供应宽松。截至 9.11 日，电解铝厂内库存 291.15 万吨，自今年 5 月份以来持续累积，氧化铝厂内库存 107.29 万吨，也处于今年 5 月份以来的最高位。仓单库存方面，截至 9.16 日，期货日度仓单库存已经升至 15.13 万吨，进入 8 月份后，期货仓单库存从 0.66 万吨逐步回升至 15.13 万吨。氧化铝周度产量 175.1 万吨，基本处于 2024 年 6 月份以来的历史性最高位。不过，国内氧化铝主产区目前用进口矿均面临亏损，用国产矿利润也在持续被压缩，后续四季度投产积极性可能持续降低。

国内消费持稳，后续有转弱空间；国外消费转弱，海外成交价带动国内现货价下挫。截至目前，我国电解铝产出处于历史性高位，且难有新增空间，也可以理解为国内氧化铝的需求已经见顶。后续进入四季度后，伴随着云南、四川等地逐渐转入枯水期，相关地区的电解铝产能可能阶段性压减，四季度国内需求可能转弱。进入 8 月份后，海外成交价快速下挫，截至目前，西澳、东澳、印尼、越南 FOB 平均成交价分别为 340、335、330 美元/吨，巴西和印度尚未见最新成交消息，伴随着海外成交价的下挫，国内广西、山西、贵州、连云港等地的现货成交价也持续大幅下滑，净出口转为净进口格局。

复盘 1-8 月供需情况。一般而言，生产一吨电解铝大约需要耗用 1.95 吨的氧化铝，中国 8 月份的电解铝产量为

373.26 万吨，氧化铝产量为 773.82 万吨，1-8 月，电解铝累计产量为 2914.88 万吨，氧化铝累计产量 5906.91 万吨，1-7 月氧化铝净出口量 117.85 万吨，从八月份进口亏损持续收窄来看，净出口量较 7 月应该有所下滑，预计 1-8 月份氧化铝净出口量累计 125 万吨左右。抛开库存变化，仅对产量和进出口情况推演来看，按 1.95 的生产配比算，1-8 月份，氧化铝过剩约 98 万吨。考虑到氧化铝厂和电解铝厂厂内高库存叠加期货仓单库存持续累积的情况，氧化铝过剩压力可能更大。

展望四季度，氧化铝产能可能延续产能过剩状态，基本面或将持续转弱。一方面，考虑到三季度属于丰水期，电解铝主产区基本处于满产状态，四季度逐渐进入平水期和枯水期，后续产能有压减的风险，国内需求可能转弱。另一方面，库存高位累库态势未改，厂内库存和期货库存压力都较大。

长周期来看，关注反内卷政策能否落地

风险因素

反内卷情绪影响或反内卷政策落地；宏观情绪持续向好

报告目录

一、行情复盘.....	4
二、核心逻辑.....	5
2.1 仓单激增叠加厂内库存高位，氧化铝周度产量也维持高位	5
2.2 国内消费暂时持稳，四季度或转弱，国外消费转弱，海外成交价带动国内现货价下挫 ..	6
2.3 四季度，氧化铝或将延续产能过剩格局	7
2.4 长周期来看，关注反内卷政策能否落地	7

图表目录

图表 1. 氧化铝收盘价（元/吨）	5
图表 2. 氧化铝各省月度产量（万吨）	8
图表 3. 全球氧化铝除中国外产量同比（%）	8
图表 4. 中国氧化铝总产量季节图（万吨）	8
图表 5. 氧化铝进出口情况（万吨）	8
图表 6. 氧化铝期货仓单库存（吨）	9
图表 7. 铝厂氧化铝库存（万吨）	9
图表 8. 电解铝月度产量季节图（万吨）	9
图表 9. 电解铝主产区开工率（%）	9
图表 10. 山西氧化铝企业利润（元/吨）	10
图表 11. 氧化铝进口盈亏情况（元/吨）	10

一、行情复盘

2024年初—12月，氧化铝期货价格自3100元/吨左右的价格一路上涨至接近5500元/吨，吸引市场瞩目。彼时氧化铝价格上涨的主要原因有以下几点：一是矿端频出扰动。我国铝土矿进口依赖度较高，且主要从几内亚进口，2024年几内亚铝土矿扰动较多，包括但不限于几内亚阿联酋环球铝业铝土矿发运受阻、市场传言几内亚要收取高昂的航道使用费、印尼声称可能要对铝土矿开启出口禁令、巴西Juruti铝土矿发运不畅，美铝生产受到影响等。与此同时，国内铝土矿因采暖季、环保因素等原因也受到较大的影响。铝土矿供应压力使得铝土矿价格水涨船高，直接抬升氧化铝生产成本，也使得氧化铝产出受限，直接影响全球供应。二是国内需求与海外需求均超预期。国内电解铝产量增速维持高位，而当时海外出现了印度等厂商大力买货现象，导致氧化铝出口十分紧俏，海外氧化铝成交价持续上扬，2024年12月份，西澳、东澳、巴西、印尼、越南、印度FOB平均成交价最高分别录得681、750、795、690.25、635美元/吨，海外成交价领涨，国内现货价跟随上涨。三是下游有利润，对氧化铝提价的可接受度较高。近两年，铝产业链利润主要集中在电解铝端，彼时电解铝利润维持在3000-4000元/吨之间。

2024年12月—2025年5月初，氧化铝价格自高位快速下行，一路跌到2600元/吨附近。氧化铝价格高位下挫的原因主要是：前期支撑价格上涨的矿端压力逐渐缓解，几内亚铝土矿发运问题得到解决，氧化铝投产恢复，市场供应快速修复，扭转了氧化铝的市场供需格局。

2025年5月初—7月下旬，氧化铝震荡上行，冲击3500元/吨一线。主要原因：一是几内亚撤销铝土矿许可证和推出铝土矿价格指数等扰动引发市场对矿端的供应担忧，目前来看只是预期影响，二是国内需求持稳，海外需求转强，海外成交价普遍上行；三是受焦煤、新能源等政策预期影响，行业反内卷情绪推涨价格。

2025年7月下旬—至今，氧化铝价格再度高位回落。主要原因是基本面持续走弱：一是海外需求走弱，海外澳洲、印尼等地区最新成交价持续下挫，倒逼国内港口结算价也大幅走低，氧化铝出口窗口已经关闭；二是国内仓单库存连续几周大幅增加，氧化铝厂和电解铝厂的厂内库存持续升高，国内主要地区现货价格已经持续性下跌；三是进入四季度后，下游电解铝逐渐进入平水期，云南、四川、广西等水电地区电解铝产能存在压减预期，国内需求可能走弱。

图表 1. 氧化铝收盘价（元/吨）



数据来源：ifind，兴证期货研究咨询部

二、核心逻辑

2.1 仓单激增叠加厂内库存高位，氧化铝周度产量也维持高位

从当前库存变化来看，电解铝厂和氧化铝厂的厂内库存均持续升高，期货仓单库存快速触底回升，库存压力较大。截至 9.11 日，电解铝厂内库存 291.15 万吨，自今年 5 月份以来持续累积，氧化铝厂内库存 107.29 万吨，也处于今年 5 月份以来的最高位。仓单库存方面，截至 9.16 日，期货日度仓单库存已经升至 15.13 万吨，进入 8 月份后，期货仓单库存从 0.66 万吨逐步回升至 15.13 万吨。

从当前生产情况来看，氧化铝年内维持高产出。截至 9.11 日，氧化铝周度产量 175.1 万吨，基本处于 2024 年 6 月份以来的历史性最高位，其中，广西和河北地区产量增长相对显著。运行产能 9132 万吨，开工率 82.78%。

展望四季度，广西地区此前预期有新增投产，但随着氧化铝价格下跌，氧化铝厂后续投产压力增大，后续关注预期的新增产能投放能否落地。具体而言，山西（用国产矿）的利润已从 7 月末的 331.41 元/吨下滑至 28.39 元/吨，山西（用进口矿）的利润已经从 7 月末的 91.88 元/吨跌至 -190.36 元/吨。贵州（用国产矿）利润也出现了持续性下滑，但目前仍能维持在 376.88 元/吨。河南用国产矿和用进口矿的氧化铝厂均已陷入亏损，分别为 -107.65 元/吨和 -292.79 元/吨。广西地区整体情况相对较好，用国产矿企业利润 629.99 元/吨，下滑幅度不大，不过用进

口矿企业也处于亏损状态。

2.2 国内消费暂时持稳，四季度或转弱，国外消费转弱，海外成交价带动国内现货价下挫

95%的氧化铝主要用作电解铝的原材料，所以电解铝的产量直接决定了氧化铝的需求。从全球格局来看，中国的电解铝产量占比近一半，我国的氧化铝在 2023 年及以前基本属于自给自足的状态。自 2023 年之后，氧化铝逐渐从净进口转为净出口状态，且出口量阶段性冲高，海外需求逐渐亮眼。

从国内电解铝生产来看，分长期政策影响和短期扰动两个角度分析。我国电解铝生产设置了 4500 万吨的产能天花板，各地区如果要新增产能，则需要通过产能置换的模式操作，因此，长期产能严重受限。目前，我国电解铝建成产能 4566.67 万吨，运行产能 4399.97 万吨，整体开工率已经维持在 96.35%，虽然运行产能距离 4500 万吨仍有 100 万吨左右的空间，但我们认为未来新增空间及其有限。主要原因有两个：一是河南地区用电压力较大，而电解铝耗电成本又比较高，近些年，河南地区已经逐步从产铝大省转向生产铝材，截至 2025 年 8 月，河南的电解铝开工率仅维持在 85.58%，而新疆、内蒙、山东、云南、四川等主产区开工率分别为 99.84%、98.52%、100%、94.66%、100%。二是，云南、四川、广西等地以水电为主，存在丰水期和枯水期的概念，一般在 5-9 月份处于丰水期，炼厂开工率修复，正如前述所说，云南和四川开工率分别修复至 94.66%和 100%，处于历史性高位。而进入 10 月或 11 月后，相关地区逐步进入枯水期，电解铝厂相继压减开工，最终产量下滑。

综上，截至目前，我国电解铝产出处于历史性高位，且难有新增空间，也可以理解为国内氧化铝的需求已经见顶。后续进入四季度后，伴随着云南、四川等地逐渐转入枯水期，相关地区的电解铝产能可能阶段性压减，四季度国内需求可能转弱。

从出口需求来看，自 2013 年以来，中国氧化铝曾有三个阶段转为净出口状态，分别是 2018 年三季度、2022 年二季度和 2024 年 4 月-2025 年 7 月。近期，氧化铝由净出口再度转为净进口状态，海外需求显著转弱。2024 年 12 月份，西澳、东澳、巴西、印尼、越南、印度 FOB 平均成交价最高分别录得 681、750、795、690.25、635 美元/吨，2024 年 12 月份后，海外成交价持续快速下滑，2025 年二三季度录得小幅反弹。进入 8 月份后，海外成交价快速下挫，截至目前，西澳、东澳、印尼、越南 FOB 平均成交价分别为 340、335、330 美元/吨，巴西和印度尚未见最新成交消息，伴随着海外成交价的下挫，国内广西、山西、贵州、连云港等地的现货成交价也持

续大幅下滑。

综上，氧化铝海外需求持续性转弱的趋势显现，叠加国内电解铝生产在四季度可能受到平水期和枯水期的影响而压减，氧化铝整体需求存在高位回落的空间。

2.3 四季度，氧化铝或将延续产能过剩格局

复盘 1-8 月供需情况。一般而言，生产一吨电解铝大约需要耗用 1.95 吨的氧化铝，中国 8 月份的电解铝产量为 373.26 万吨，氧化铝产量为 773.82 万吨，1-8 月，电解铝累计产量为 2914.88 万吨，氧化铝累计产量 5906.91 万吨，1-7 月氧化铝净出口量 117.85 万吨，从八月份进口亏损持续收窄来看，净出口量较 7 月应该有所下滑，预计 1-8 月份氧化铝净出口量累计 125 万吨左右。抛开库存变化，仅对产量和进出口情况推演来看，按 1.95 的生产配比算，1-8 月份，氧化铝过剩约 98 万吨。考虑到氧化铝厂和电解铝厂内高库存叠加期货仓单库存持续累积的情况，氧化铝过剩压力可能更大。

展望四季度，氧化铝产能可能延续产能过剩状态，基本面或将持续转弱。一方面，考虑到三季度属于丰水期，电解铝主产区基本处于满产状态，四季度逐渐进入平水期和枯水期，后续产能有压减的风险，国内需求可能转弱。另一方面，氧化铝库存高位累库态势未改，厂内库存和期货库存压力都较大。

2.4 长周期来看，关注反内卷政策能否落地

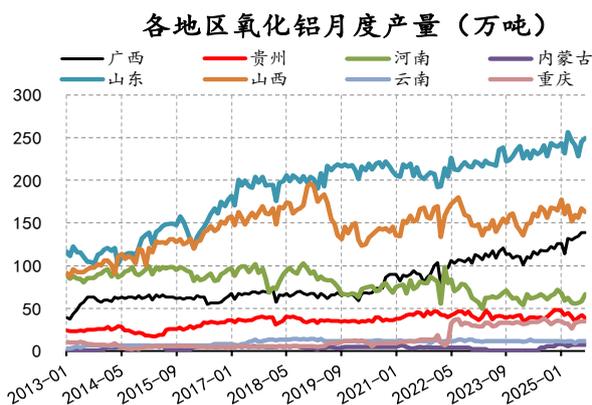
近期，反内卷成为市场的焦点，新能源板块和黑色板块是核心的核心。2025 年 7 月份，工信部发言人表示，下一步，将持续落实铜、铝、黄金产业高质量发展实施方案，印发实施新一轮有色金属行业稳增长工作方案，着力在稳增长、促转型上下功夫。铜铝两个行业被点名之后，氧化铝阶段性受到反内卷情绪影响。

聚焦铜铝这两个行业，我们认为未来氧化铝是比较有可能受到反内卷影响的，主要原因有两个。第一，氧化铝建成产能过剩，运行产能阶段性过剩，行业生态偏弱。从供需结构来看，下游电解铝受到 4500 万吨产能天花板限制，而氧化铝可投产产能空间还比较大，氧化铝的过剩局面可能持续。所以，目前产业链利润几乎都在电解铝端，截至目前，电解铝利润达到 4514.04 元/吨，氧化铝端，用进口矿的企业基本处于亏损状态，用国产矿企业中，广西、贵州尚能维持几百块钱的利润，山西利润已经收窄至几十元左右，河南已经亏损。基于此，氧化铝行业产能过剩的压力相对较大。第二，氧化铝产能管控和优化逐渐进入政策视野。2024 年，国务院印发

《2024—2025 年节能降碳行动方案》，提出严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。大力发展再生金属产业。到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24%以上，铝水直接合金化比例提高到 90%以上，方案要求新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值。

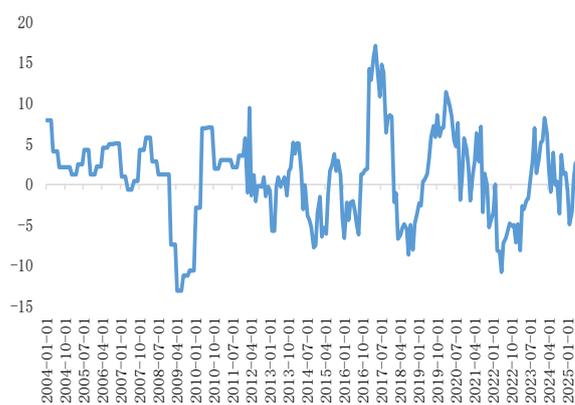
因此，长期来看，氧化铝行业可能会受到反内卷政策影响，具体要关注政策指引。

图表 2. 氧化铝各省月度产量（万吨）



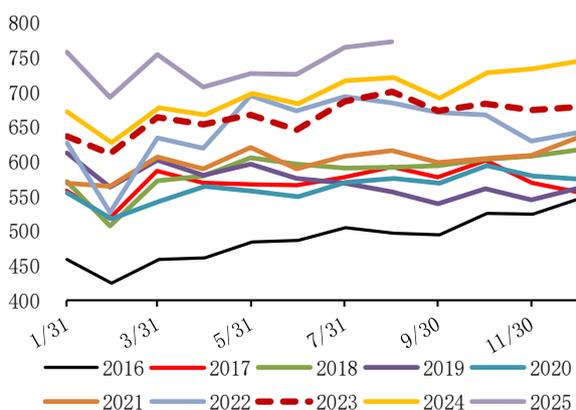
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 3. 全球氧化铝除中国外产量同比（%）



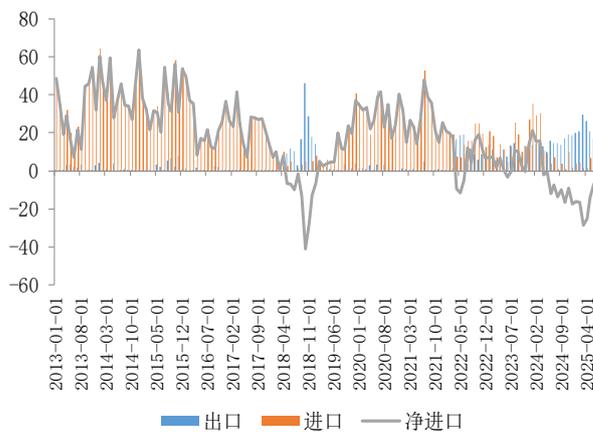
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 4. 中国氧化铝总产量季节图（万吨）



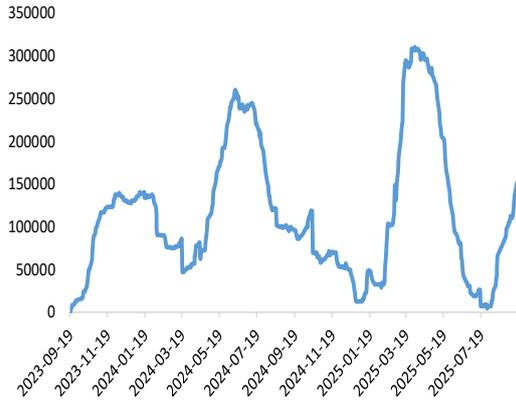
数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 5. 氧化铝进出口情况（万吨）



数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

图表 6. 氧化铝期货仓单库存 (吨)



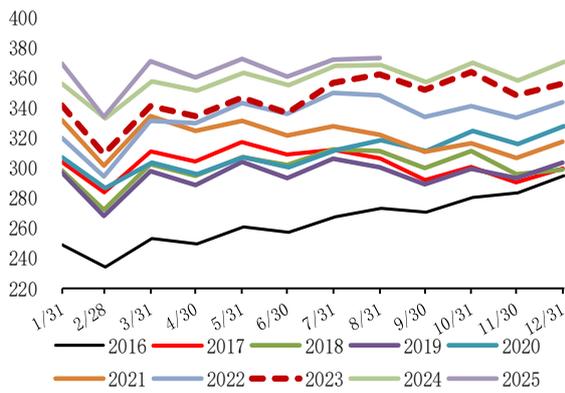
数据来源: smm, 兴证期货研究咨询部

图表 7. 铝厂氧化铝库存 (万吨)



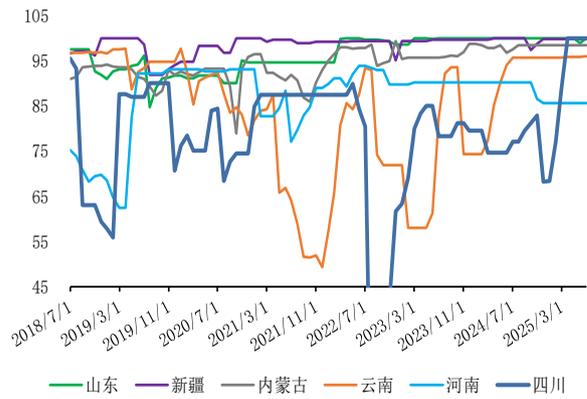
数据来源: smm, 兴证期货研究咨询部

图表 8. 电解铝月度产量季节图 (万吨)



数据来源: smm, 兴证期货研究咨询部

图表 9. 电解铝主产区开工率 (%)

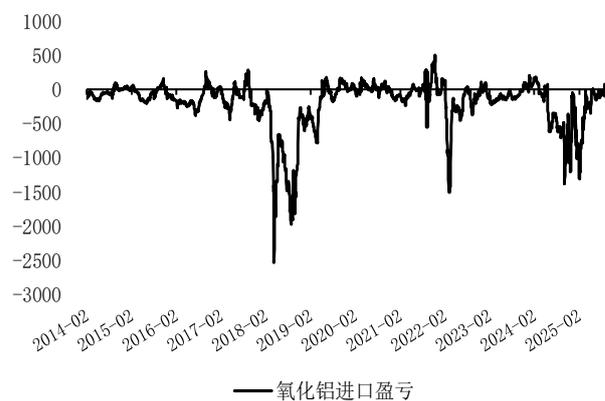


数据来源: smm, 兴证期货研究咨询部

图表 10. 山西氧化铝企业利润（元/吨）



图表 11. 氧化铝进口盈亏情况（元/吨）



数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

数据来源：smm，兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。