

氧化铝价格支撑转弱

报告日期：

2025 年 1 月 6 日

报告内容摘要：

◆相关资讯

1. 上海金属网：1 月 3 日周五，ISM 公布的数据显示，美国 12 月 ISM 制造业指数创九个月新高，但仍处于萎缩态势。总的来说，美国制造业虽然仍在苦苦挣扎，但改善迹象明显。美国 12 月 ISM 制造业指数 49.3，好于预期的 48.2，11 月前值为 48.4。50 为荣枯分界线。重要分项指数方面：新订单指数 52.5，创 2024 年 1 月以来的新高，11 月前值为 50.4。这是新订单连续第二个月增长。新出口订单也回升，单月上涨 1.3 个点，升至 50 关口。就业指数 45.3，11 月前值为 48.1，单月回落明显。这是就业指数连续第七次低于 50 大关。

板块逻辑——政策能否对冲消费减量是关键

短期来看，中国制造业 PMI 数据持续性扩张，最新录得 50.5，制造业景气度的持续回升强化市场对经济的信心，但市场更加关注 2025 年政策对消费的提振力度。

电解铜——冶炼厂供应收紧，消费转淡，铜价重心下移

供应方面，矿端持续小幅紧缺，炼厂可投产产能又较多，目前国内冶炼厂与上游矿商谈判不顺利，TC 价格不及市场预期，引发了较强的减产预期，所以明年冶炼厂产量增量大概率不及今年的水平，12 月份冶炼厂的开工率已经出现了大幅度的下移，冶炼厂投产的积极性明显转弱。需求方面，前期我们所说的年底消费翘尾和抢出口现象都不及预期，伴随着关税即将落地，出口消费回吐，或将产生利空效应。废铜方面，精废铜价差目前还是偏低于中位数的状态，精铜的替代效应仍然存在，精铜杆开工率远高于往年同期，不过近期精炼铜杆的开工率也处于回落的通道，这可能是受到整体消费转淡的影响。总体来看，供应虽有减产的预期，但是消费转淡的空间可能更大，供应过剩的状态仍然持续，电解铜基本面可能转弱。从宏观方面看，市场预期美联储 2025 年可能降息 2 次，远低于 2024 年的降息预期，宏观环境整体也是偏弱的状态。我们认为，电解铜供应继续过剩，价格可能出现重心下移。

氧化铝——供需压力有所缓解，加之投机情绪回落，氧化铝价格重心下移

供应方面，山西、河南和贵州铝土矿的价格分别为 700、670 和 610 元/吨，处于绝对高位，尚未回落；几内亚和马来西亚的进口 CIF 价格继续上冲，从这个角度看，铝土矿的压力仍然还是持续的。但从氧化铝的进口价格来看，现货价格和期货价格均已出现明显的回落，供需矛盾较前期已经出现了缓解，主要原因有三：第一，前期受到影响的一些氧化铝厂解除不可抗力，开启复产，一些氧化铝厂新投产产能流入市场，修复供应缺口；第二，12 月份多家电解铝厂因成本高企而出现减产现象，带动需求下行；第三，随着海内外现货成交价下行，市场情绪有所回落，投机资金陆续撤离。从核心矛盾来看，目前价格的回落确实受到了供需矛盾缓解的影响，但是铝土矿的发运问题确实未见明显的缓解，还需进一步关注铝土矿的价格能否持续性的回落，假若铝土矿价格出现明显回落，那么氧化铝的拐点将出现。因此，短期内，氧化铝价格受供需缓解和投机情绪回落等影响而下滑，中期来看，进一步关注铝土矿价格的支撑性。

电解铝——成本支撑转弱，消费转弱，电解铝价格重心下移

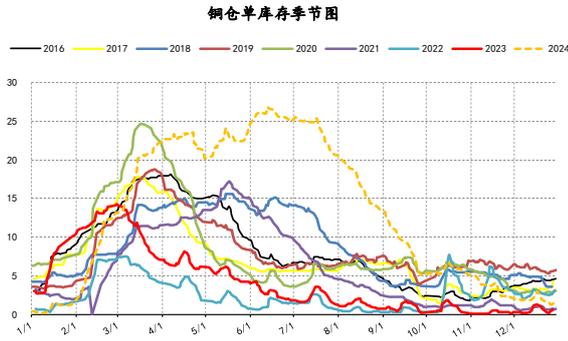
近期氧化铝价格较前期已经回落了将近 1000 个点，带动电解铝成本下修，成本支撑减弱。前期电解铝厂利润持续收缩，甚至出现了大幅度的亏损现象，引发多地电解铝厂有减产行为，供应相应收紧，对氧化铝的需求转弱。需求方面，前期我们一直在谈关税落地之前的抢出口和年底的消费翘尾可能会带来消费的阶段性回补，但从具体表现来看，低于预期，后续关税落地，对出口的影响可能较大，整体消费预期可能走弱。总体看，电解铝厂虽然有因亏损而减产，但云南枯水期尚未减产，整体供应收紧幅度较小，而需求走弱的幅度可能较大，电解铝预计过剩，重心下移的可能性较大。

策略建议：氧化铝空单继续持有

◆风险提示：几内亚铝土矿发运问题得到缓解；国内电解铝厂继续减产；电铜加工费谈判不及预期

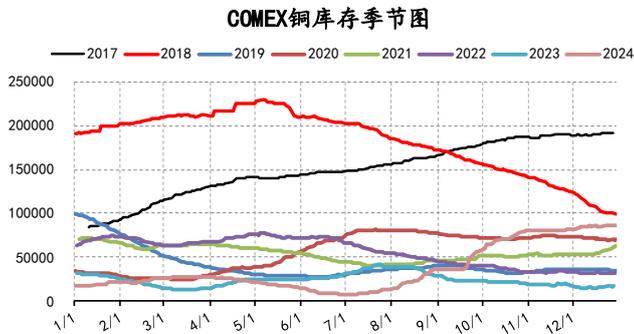
铜

图 1.上期所库存季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 3.COMEX 库存 (短吨)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 5.沪铜连三-连续

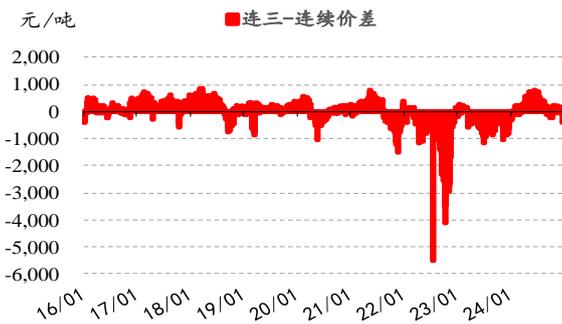


图 2.LME 库存 (吨)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

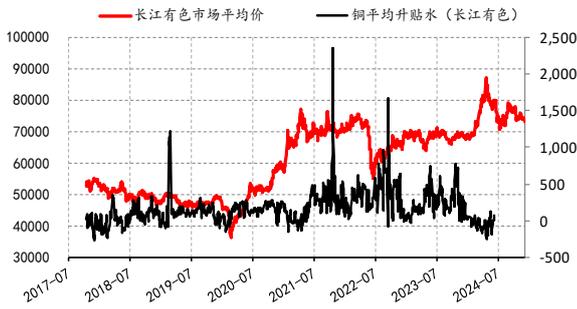
图 4.上海保税区库存 (万吨)



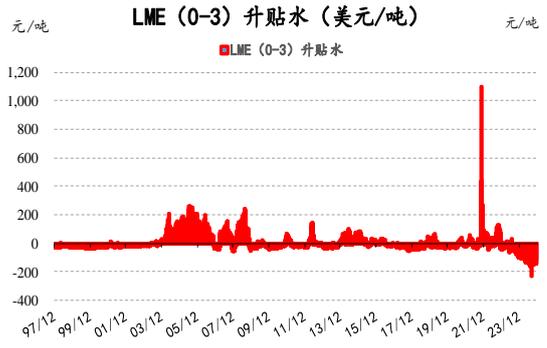
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6.洋山铜溢价(美元/吨)

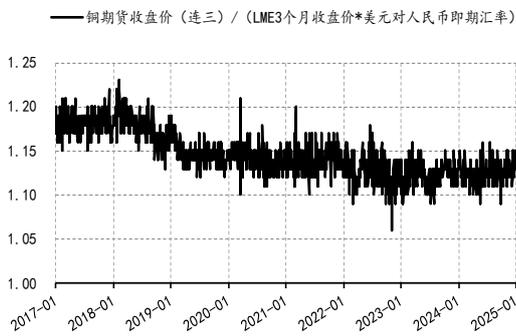


图 7. 长江有色：铜升贴水


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 8. LME (3 个月) 铜升贴水


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 9. 沪铜连三与 LME 铜比价 (剔除汇率)


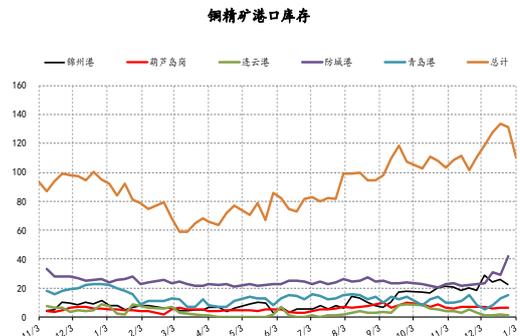
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 10. 精废铜价差 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 11. 中国铜冶炼厂：粗炼费 (美元/干吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

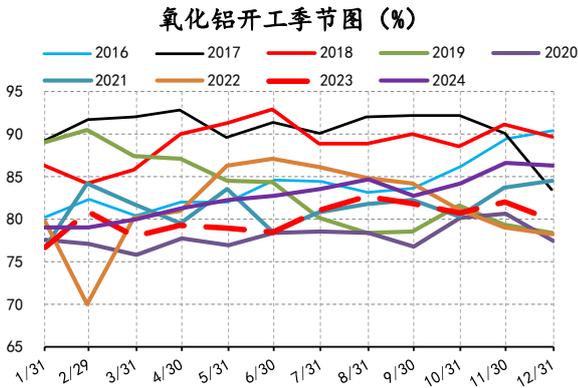
图 12. 铜精矿港口周度库存 (万吨)


资料来源: Wind, smm, 信达期货研究所

数据来源: Wind, 信达期货研究所

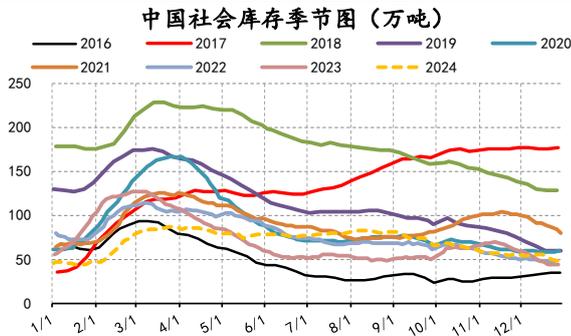
铝

图 13. 全国氧化铝开工率 (%)



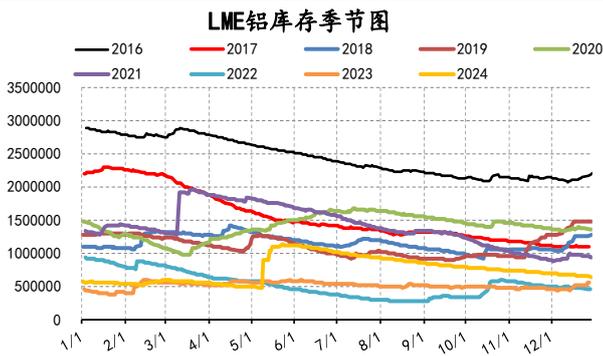
资料来源: Wind, smm, 信达期货研究所

图 15. 铝: 社会总库存 (万吨)



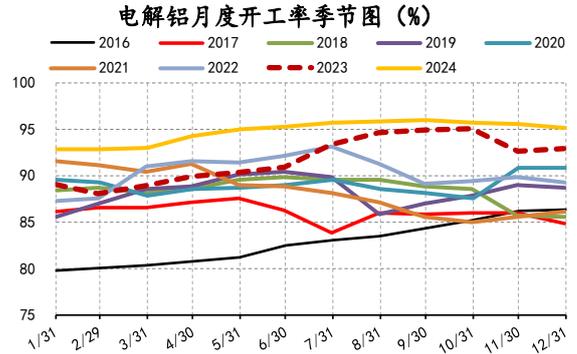
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 17. LME 铝库存 (吨)



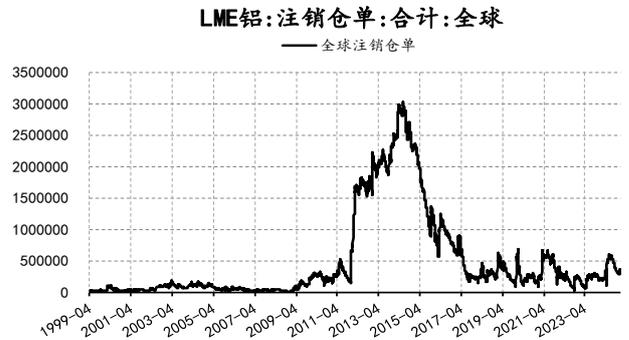
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 14. 全国电解铝开工率 (%)



资料来源: Wind, smm, 信达期货研究所

图 16. SHFE 铝库存 (吨)

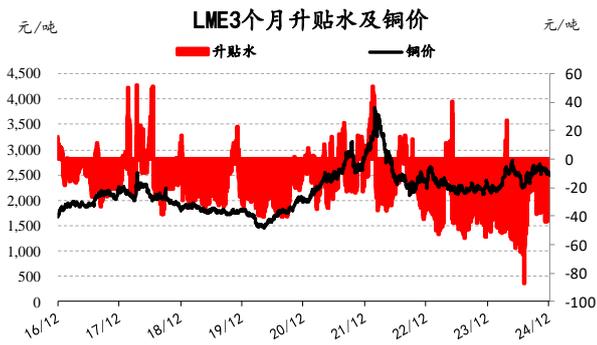


资料来源: Wind, 信达期货研究所

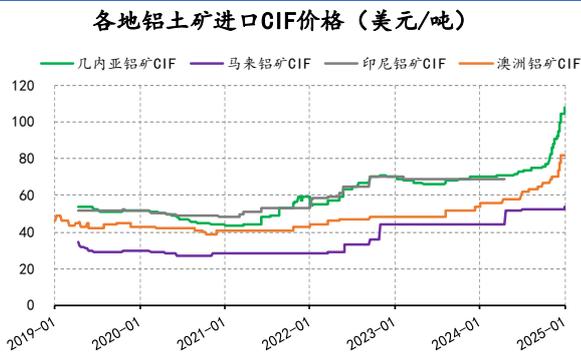
图 18. LME 铝分地区库存 (吨)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 19. LME 铝升贴水


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 21. 铝土矿进口 CIF 价格 (美元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 23. 各主要地区废铝价格 (元/吨)

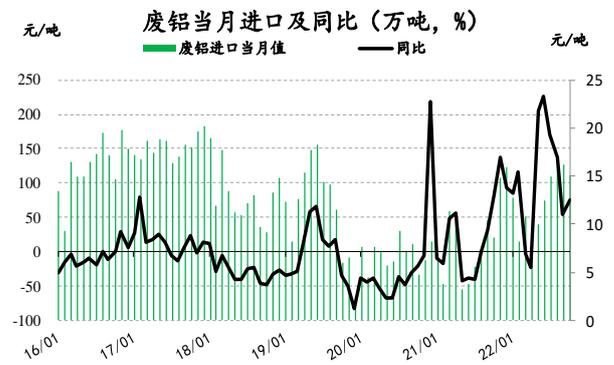

资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 20. 上海有色：铝锭升贴水 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 22. 氧化铝价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 24. 废铝当月进口及同比 (万吨, %)


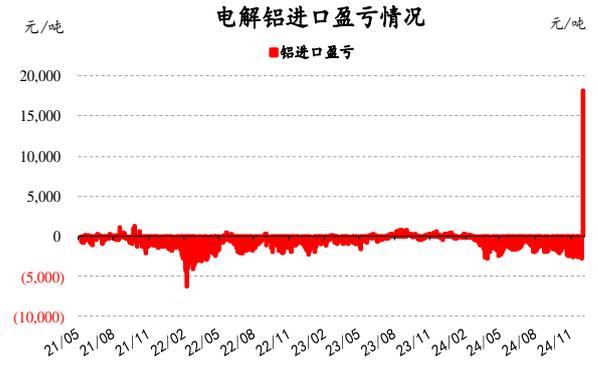
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 25. 沪铝连三与 LME 铝比价 (剔除汇率)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 27. 主要市场预焙阳极价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 26. 进口盈亏: 铝 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 28. 电解铝利润


免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES

公司分支机构分布

12家分公司 6家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部

