

有色半年报

2026年6月29日

研究部

刘超

投资咨询号:Z0011456

从业资格号:F3011902

联系方式:021-61088065

海外扰动增加，需求有待修复

摘要：

上半年氧化铝价格区间震荡，电解铝价冲高回落。全球铝库存总体处于偏低水平，其中LME铝库存较去年年末下滑31.45%，国内社会库存较去年年末上升82.5%，国内外库存出现明显反差。

下半年，几内亚铝土矿出口总量限制，市场预计全年铝土矿出口上限1.5亿吨，较2025年削减3300万吨，降幅18%。氧化铝2026年预计仍有新产能投放，但铝土矿供应不稳定，氧化铝企业开工率出现回落，氧化铝产能投放进度或慢于预期，企业利润是氧化铝供应变化的关键。

工信部严查电解铝超产，国内电解铝产量确定见顶。国内铝材相比海外比价优势明显，铝材出口大增。国内下游铝材受地产拖累需求下滑，新能源领域光伏、风电、汽车、AI需求增加仍是需求增速亮点，总需求基本平稳。

供需双弱的背景下，预计商品价格维持震荡的格局为主，波动空间或收窄，关注阶段性的产量减少和终端需求变化的机会。

风险提示：

金融风险、战事风险

目录

有色半年报	1
研究部	1
海外扰动增加，需求有待修复	1
一、铝市场回顾	3
1.1 上半年氧化铝价格区间震荡，电解铝价冲高回落	3
1.2 国内外铝库存出现反差	3
二、铝逻辑分析	6
2.1 铝产业链上游——铝土矿和氧化铝供应前高后低	6
2.2 铝产业链中游——电解铝供应增速受限	8
2.3 铝产业链下游——铝材产量增幅放缓	10
2.4 中国铝供需平衡	12
三、未来主要影响因素展望	12
3.1 铝土矿供应存在隐忧	12
3.2 关注厄尔尼诺对铝供应的潜在影响	13
四、策略建议	13
4.1 趋势阶段性机会	13
4.2 价差机会	13

一、铝市场回顾

1.1 上半年氧化铝价格区间震荡，电解铝价冲高回落

氧化铝区间震荡，弱现实与强预期反复博弈。国内氧化铝新增产能集中投放、铝土矿进口大增，港口矿石累库，现货供需宽松。几内亚铝土矿出口管制政策发酵，原料供应收缩预期升温。

电解铝前高后低，旺季冲高后淡季震荡回落。1~4 月铝材出口 205.3 万吨、同比 +8.9%，美伊战争带来海外缺口提振出口。但国内地产低迷，新能源汽车、光伏轻量化需求稳定。5 月后国内下游加工开工率逐月下滑，建筑型材、3C 订单走弱，进入传统消费淡季。美伊停火，中东铝厂停产风险解除，海外供应溢价大幅回落。国内社库累库，6 月社库达到 146 万吨，同比偏高。

铸造铝合金跟随原铝波动，废铝进口收紧、反向开票监管趋严，再生铝原料结构性紧缺，废料成本持续抬升。5 月压铸行业开工率下滑，家电、传统五金订单萎缩，铝合金价格跟随铝价出现回落。

图表：氧化铝周线（元/吨）



资料来源： 文华财经

图表：沪铝周线（元/吨）



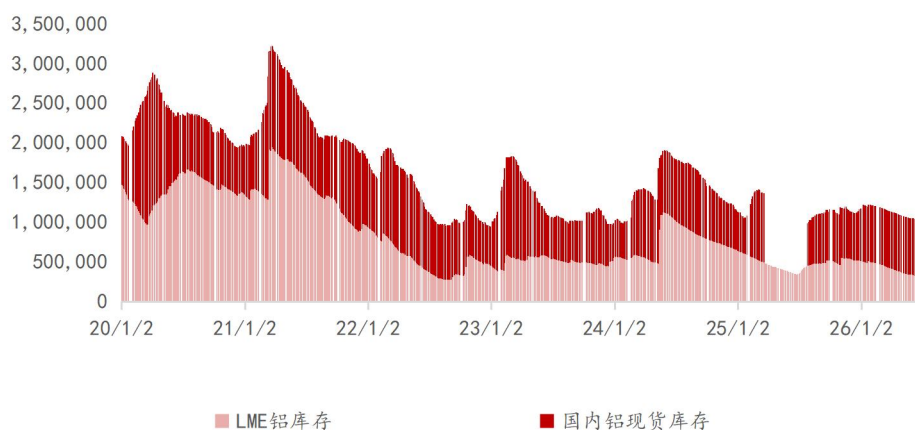
资料来源： 文华财经

1.2 国内外铝库存出现反差

今年全球铝库存处于偏低水平，其中 LME 铝库存较去年年末下滑 31.45%，国内社会库存较去年年末上升 82.5%，国内外库存出现反差。

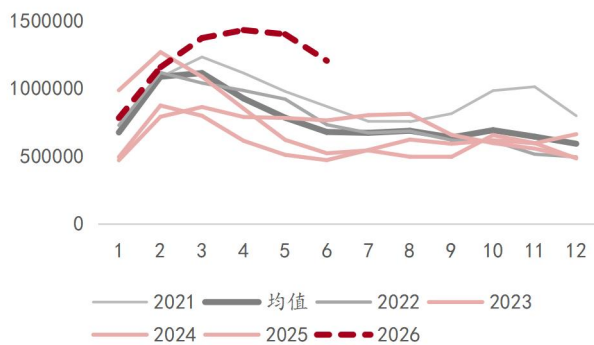
COMEX 铝库存仅 1133 吨，总库存并无显著变化，对市场影响较小。

图表：全球铝库存



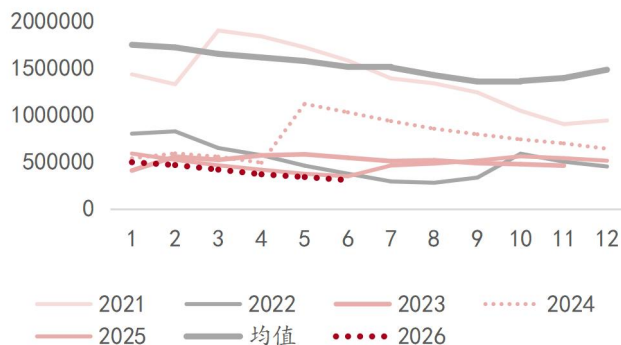
资料来源：iFinD，中银期货

图表：沪铝库存季节性（吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：LME 铝库存季节性（吨）

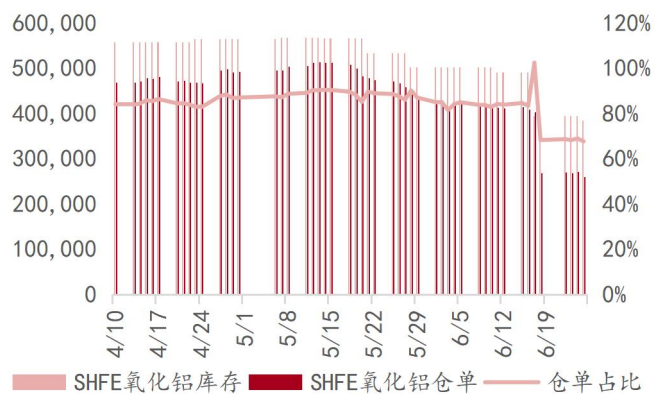


资料来源：SMM，中银期货

今年氧化铝库存总体偏高，但 5 月库存集中注销后，氧化铝库存显著回落。生产利润偏低，氧化铝生产企业主动降低开工。

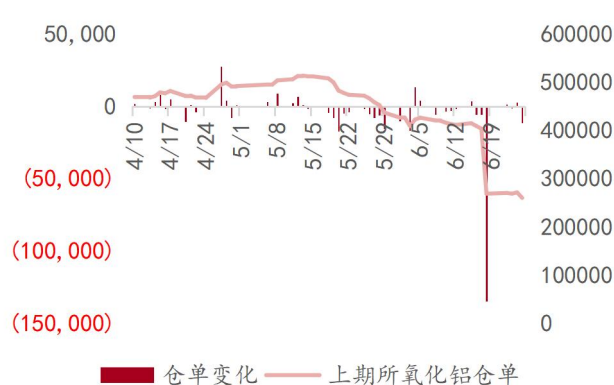
从现货升水情况看，沪铝现货升水低于往年同期水平。LME 铝现货升水经历了前高后低，大幅回落。

图表：氧化铝期货库存（吨）



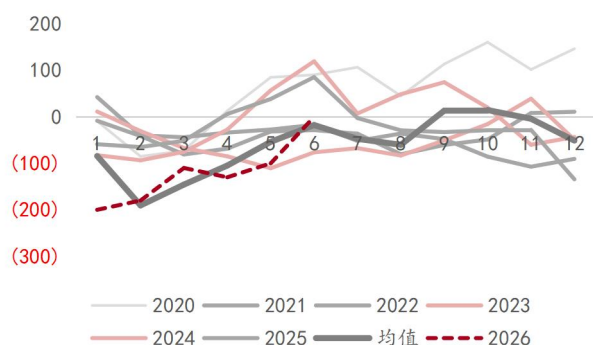
资料来源：SMM，中银期货

图表：氧化铝仓单（吨）



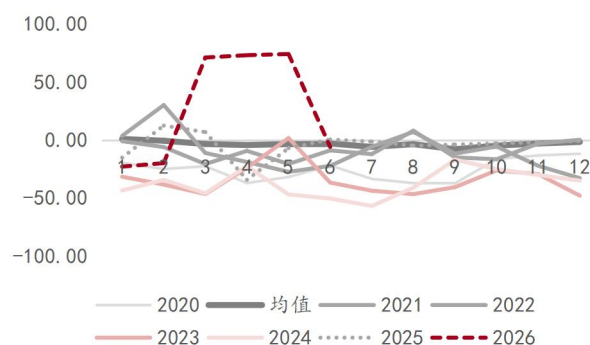
资料来源：SMM，中银期货

图表：沪铝现货升水（元/吨）



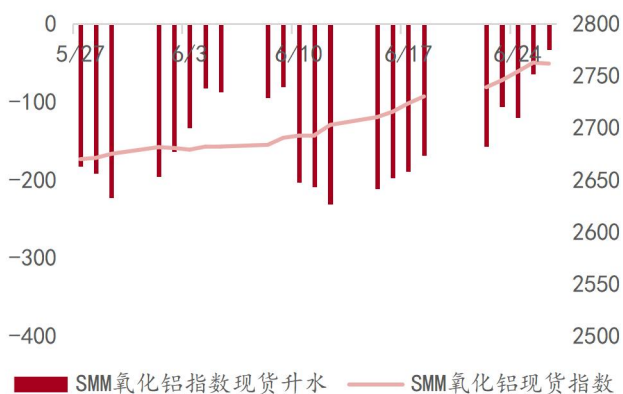
资料来源：SMM，中银期货

图表：LME 铝现货升水（美元/吨）



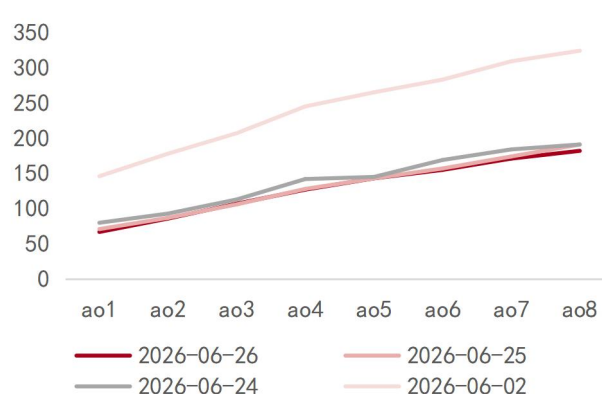
资料来源：SMM，中银期货

图表：氧化铝现货升水（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：氧化铝价差结构（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

二、铝逻辑分析

2.1 铝产业链上游——铝土矿和氧化铝供应前高后低

2.1.1 铝土矿供应短期宽松远期不确定性较大

今年1~4月我国累计进口铝土矿同比增15.16%，几内亚和澳大利亚进口合计占比95.75%。其中自几内亚进口占比80.9%，自澳大利亚进口占比14.7%。最新的几内亚铝土矿进口单价71美元/吨，较去年上涨4美元/吨。

铝土矿供应方面，几内亚铝土矿出口总量限制，市场预期全年铝土矿出口上限1.5亿吨，较2025年削减3300万吨，降幅18%。出口关税5.5%上调至10%，叠加资源权利金上浮，CIF到岸成本每吨增加5-8美元。7年内落地氧化铝厂的中资企业保留宽松配额，纯原矿出口小企业优先压缩出货量。

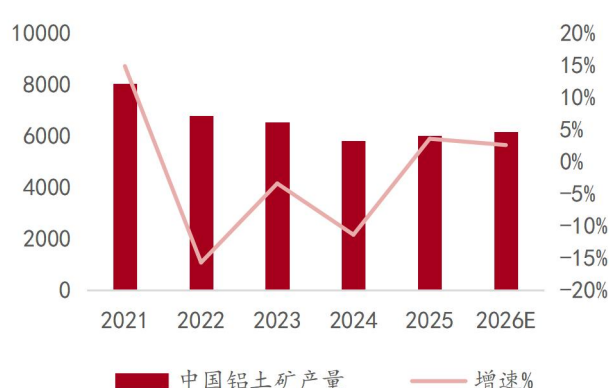
今年1~5月，我国国产铝土矿产量同比增2.06%，总体产量仍偏低。铝土矿露天开采对地表植被破坏严重，全国常态化矿山环保督察，开采后土地复垦、尾矿防渗标准大幅提升，中小矿山持续出清。国内高铝硅比矿体基本开采完毕，当前开采多为低品位、高硫高硅矿。配套选矿拜耳法技改投入大，企业主动开采意愿偏弱，仅矿价大幅上涨时才会加大低品位矿配比。预计2026全年国产铝土矿产量预计维持6000万吨区间，与去年基本持平。

几内亚限出口政策落地，几内亚雨季将至提前备货增加，BDI干散货指数受战争影响攀升，进一步推高现货船价。

图表：中国铝土矿进口量（吨）



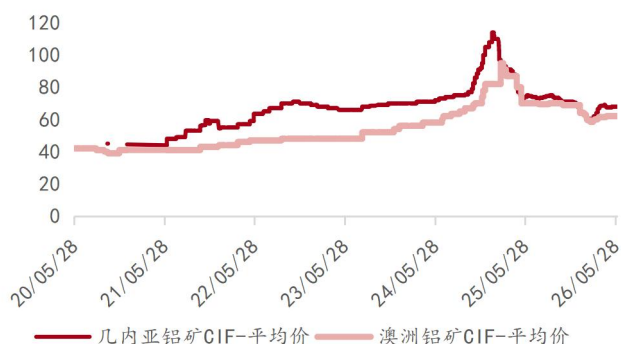
图表：中国铝土矿产量（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

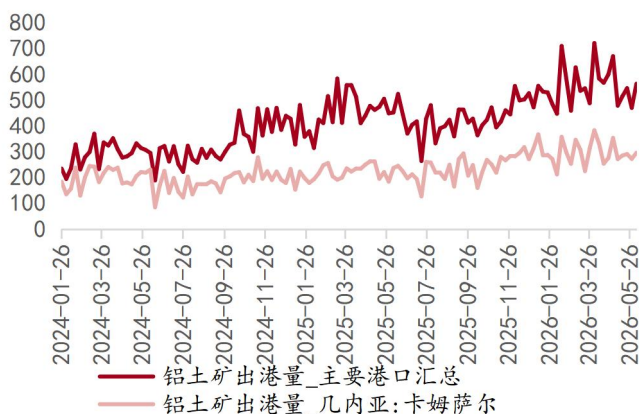
资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铝土矿进口价格（美元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铝土矿到港量（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

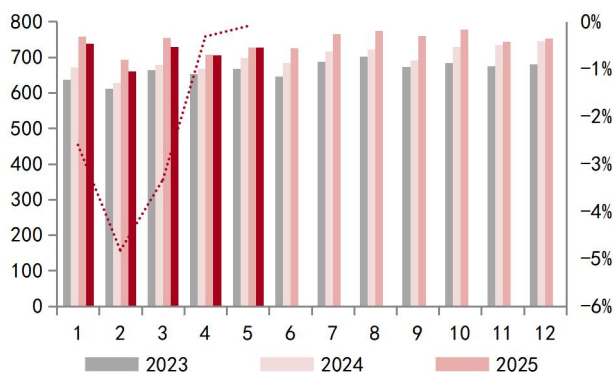
2.1.2 氧化铝供应保持平稳

今年1~5月，我国氧化铝累计产量同比-2.23%。中国氧化铝企业开工率73.5%，开工率回落至偏低区域。

根据钢联最新统计数据，截至5月末，我国氧化铝建成产能1.23亿吨，运行产能9480万吨。总产能较去年同期增加1180万吨，运行产能较去年同期增1120万吨。

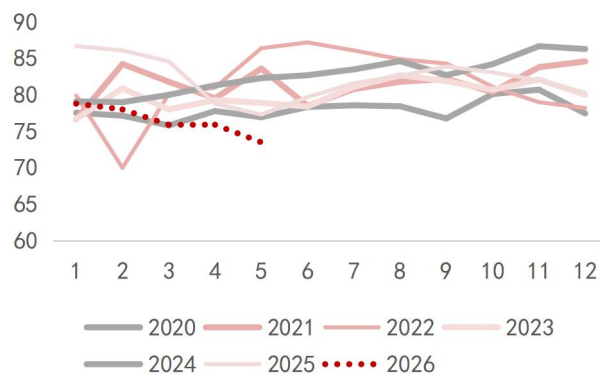
由于氧化铝企业利润显著回落，企业减产增多。但行业产能增长较快，总产量保持平稳。最新氧化铝进口亏损22元/吨，进口盈亏基本持平，国内外氧化铝价格保持基本同步。

图表：中国氧化铝产量（万吨）



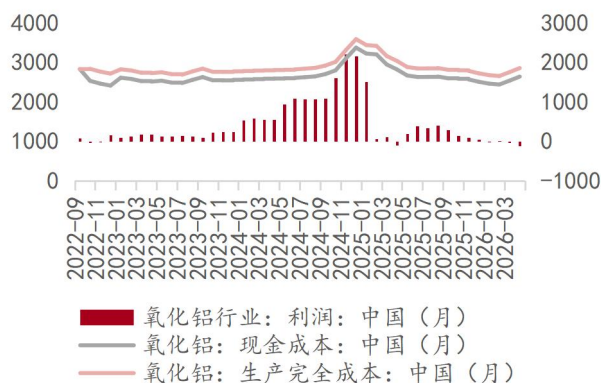
资料来源：SMM，中银期货

图表：中国氧化铝企业开工率（%）

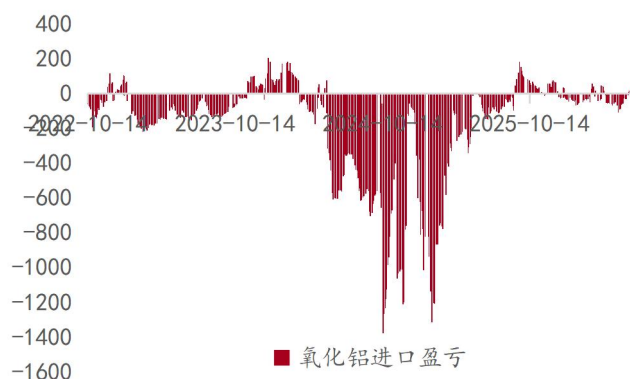


资料来源：SMM，中银期货

图表：中国氧化铝行业利润（元/吨）



图表：中国氧化铝进口盈亏（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

资料来源：SMM，中银期货

根据最新报道，氧化铝新建产能规模仍较大。根据最新数据 2025~2026 年，国内计划建成产能 1410 万吨，2026 年预计仍有新产能投放，新增投放量仍较大。但国内部分地区铝土矿关停叠加几内亚问题频发，铝土矿供应不稳定，叠加氧化铝价格回落，氧化铝企业开工率出现回落，氧化铝产能投放进度或慢于预期。

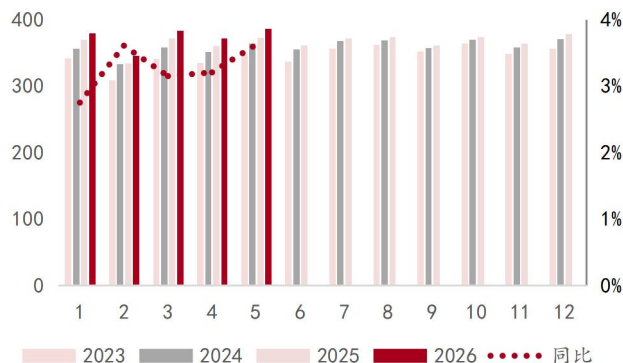
2.2 铝产业链中游——电解铝供应增速受限

根据 SMM 最新数据，截至 5 月末，全国电解铝建成有效产能 4620 万吨，电解铝运行产能 4550 万吨，电解铝开工率约为 98.47%，开工率持续高位运行。

今年 1~5 月中国电解铝产量同比增 3.26%，产量保持平稳增长，但受限与总产能控制措施，增速平缓。

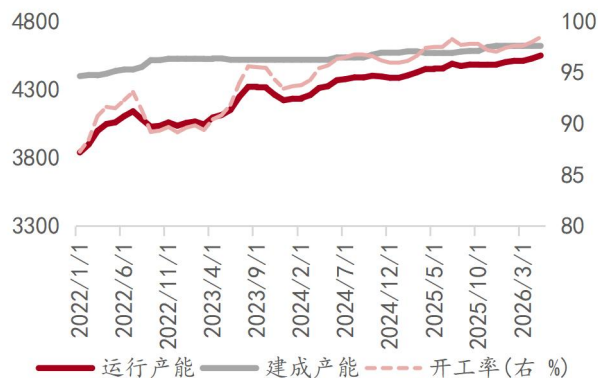
2026 年 5 月 13 日：工信部印发《工业节能监察通知》，电解铝列为高耗能行业首位，要求 2026~2027 年全行业全覆盖监察，5 月底各省上报排查计划，11 月 15 日前完成全部现场核查与整改验收。5 月起中央生态环保督察组进驻 7 大电解铝核心产区；同步配套铝灰危废全链条管控新规落地。6 月 24 日，经产业媒体发布援引消息：广西 20 万吨违规产能全部执行停槽整改，电解铝超产严查至此全面发酵。本次从电力数据锁定真实产量，企业无法瞒报。广西区域多家电解铝企业经电耗溯源核查确认持续性超产，督察组当场下达停产通知书，合计 20 万吨违规运行产能全面停槽整改，整改周期至少 1-3 个月。

图表：中国电解铝产量（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

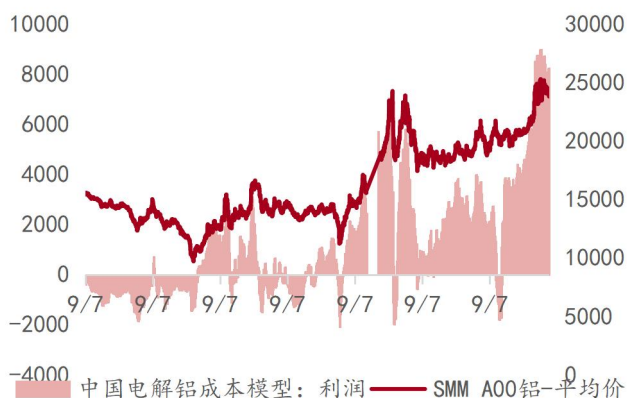
图表：中国电解铝产能和开工率 (%)



资料来源：SMM，中银期货

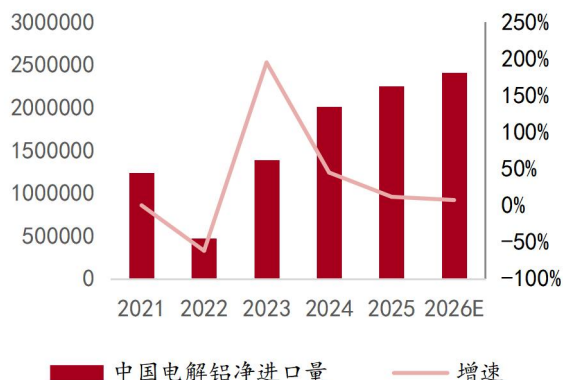
2024~2026 年国内净增产能 50 万吨，且大部分是置换产能，净增产能较少。但国内产能开工率攀升至 98%。行业 600KA 大型槽理论存在 3%左右工艺弹性空间，但政策明确工艺富余空间不允许用于超额生产，一旦电量对应产量高于核定产能即认定违规。

图表：中国电解铝行业利润（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国电解铝净进口（万吨）

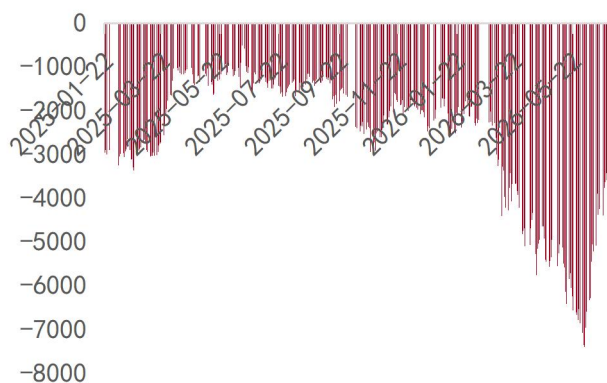


资料来源：SMM，中银期货

去年我国净进口电解铝超 220 万吨，进口总量稳定增长。今年，预计我国电解铝净进口量小幅增加至 240 万吨。

电解铝进口亏损-3500 元/吨，亏损较大。铝精废价差处于回落至合理区域，废铝开票政策调整，原料供应减少，精废价差回落至低位区间。

图表：中国电解铝进口盈亏（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国电解铝精废价差（元/吨）



资料来源：SMM，中银期货

2.3 铝产业链下游——铝材产量增幅放缓

2.3.1 铝材产量增幅放缓

根据钢联最新统计数据，2025年1~5月，我国铝材产量同比增速-4.63%。从细分项看，下游铝型材行业开工回落较为明显。特别是建筑型材，开工依旧偏弱。铝箔受新能源需求拉动，开工率保持高位。

今年电动汽车产销持续增长，对铝消费拉动力度较大。光伏风电领域今年消费增速放缓，铝终端消费今年整体弱于去年。

图表：中国铝材产量

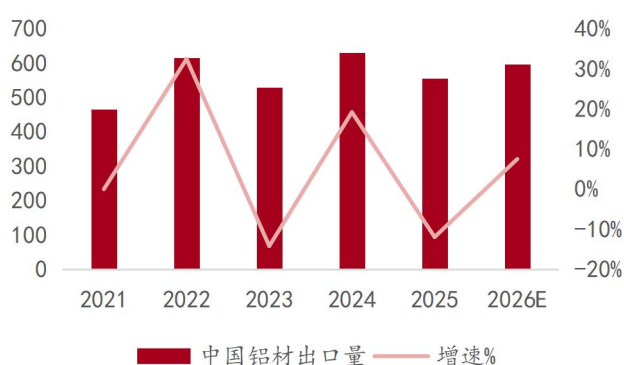
	2023	2024	2025	2025(1~5)	2026(1~5)	同比	2025(1~5)开工率	2026(1~5)开工率
铝棒	1403.37	1644.90	1799.05	718.10	696.05	-3.07%	56.30	52.86
铝型材	560.40	572.86	869.64	361.92	297.87	-17.70%	43.57	35.02
铝板	-	-	1202.98	501.41	492.71	-1.74%	71.02	69.89
铝箔	-	-	245.40	101.72	110.83	8.96%	71.92	74.97
铝板带箔	977.71	1329.91	1448.48	603.13	603.35	0.04%	72.66	71.99
铝杆	306.62	368.16	436.68	185.52	181.31	-2.27%	50.75	46.45
原铝合金锭	95.99	116.88	144.74	60.45	61.13	1.12%	40.56	40.89
废铝合金锭	492.16	520.07	627.04	246.45	223.80	-9.19%	38.52	34.17
合计	3836.25	4552.78	4698.59	1929.12	1839.71	-4.63%		

资料来源：钢联 中银期货

2.3.2 铝材出口同比显著回升

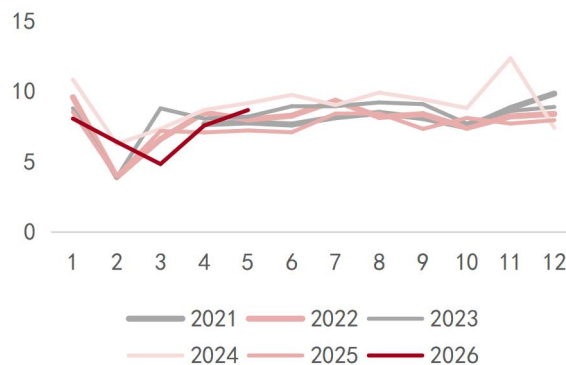
今年受战争因素影响，我国铝材出口显著回升。预计今年我国铝材出口同比增8%左右，出口预计增加41万吨。

图表：中国铝材出口（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铝型材出口（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

2.4 中国铝供需平衡

今年，预计我国电解铝表观消费增速 2.5%~3.2% 区间，终端消费保持低速增长。

图表：中国电解铝表观消费量（万吨）

单位（万吨）	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E1	2026E2
电解铝产量	3542.5	3712.4	3849.2	4007.0	4151.0	4312.0	4398.2	4486.2	4486.2
电解铝净进口量	-0.1	105.6	157.3	47.2	211.0	200.0	227.0	220.0	320.0
铝材出口量	515.6	463.5	546.2	616.2	528.7	640.0	559.0	550.0	620.0
库存变化	-68.6	1.3	18.4	-30.4	-4.3	4.0	15.0	5.0	5.0
表观消费量	3095.4	3353.3	3441.9	3468.4	3837.6	3868.0	4051.2	4151.2	4181.2
增速	-1.4%	8.3%	2.6%	0.8%	10.6%	0.8%	4.7%	2.5%	3.2%

资料来源：SMM 中银期货

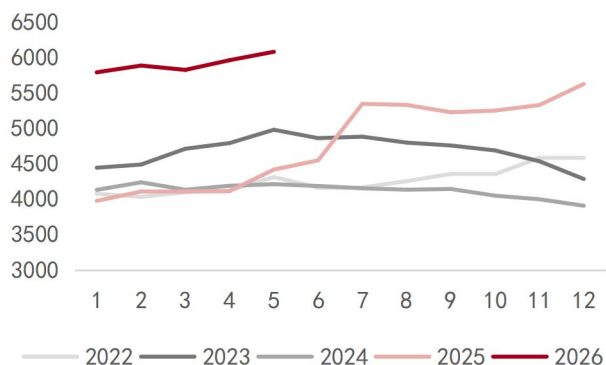
三、未来主要影响因素展望

3.1 铝土矿供应存在隐忧

我国铝土矿进口主要来源为几内亚、澳大利亚。几内亚 5~10 月雨季，雨季降雨导致矿区集港公路泥泞、港口装船效率下滑，单月发运量环比下降 16% - 20%。船周转周期从 80 天拉长至 100 天，有效运力收缩，雨季期间，铝土矿价格易涨难跌。

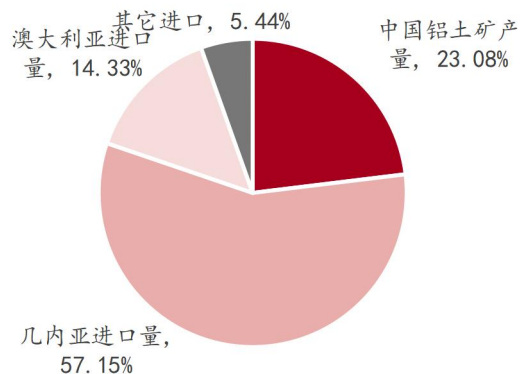
氧化铝 2026 年预计仍有新产能投放，但铝土矿供应不稳定，氧化铝企业开工率出现回落，氧化铝产能投放进度或慢于预期，利润是氧化铝供应的关键。

图表：中国铝土矿库存（万吨）



资料来源：SMM，中银期货

图表：中国铝土矿供应占比（%）



资料来源：SMM，中银期货

3.2 关注厄尔尼诺对铝供应的潜在影响

厄尔尼诺削弱印度洋夏季季风，西南湿季（6-10月）降雨显著偏少，水库蓄水不足，直接带入四季度至次年一季度枯水期，电网强制压减高耗能负荷，铝厂被迫降负荷、停槽减产。历史上，云南铝因水电不足减产情况多次出现。

四、策略建议

4.1 趋势阶段性机会

工信部严查电解铝超产，国内电解铝产量确定见顶。厄尔尼诺导致铝厂被迫降负荷，供应端下半年减少确定。新能源领域光伏、风电、汽车、AI需求增加仍是需求增速亮点，关注国内政策对需求的影响。预计价格呈现震荡局面，阶段性低点仍具有向上波动的机会。

4.2 价差机会

若电解铝跌幅偏大，电解铝和铝合金价差显著扩大时，可关注电解铝和铝合金的套利机会。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料,分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保,据此投资,责任自负。

本报告版权归我司所有,未获得我司事先书面授权,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时,需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司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。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中银期货,或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断,可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554