



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|有色专题报告 2025-01-15

春节累库情况下对铝价和价差影响分析

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

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

背景:

春节乃中国传统佳节, 2025 年春节法定假期日长达 8 天, 中小型下游加工企业春节期间通常停工放假, 正月十五左右陆续开工, 而上游供给端生产连续性好, 不受春节长假的影响, 春节期间存在供需错配, 铝水比例降低铸锭量提高, 从而引发季节性累库。由于农历与阳历的不同, 每年春节假期期间并不统一, 这也造成每年累库、去库时间节点存在差异化。中国企业春节放假, 国内期货交易停盘休市, 而此时的海外在结束圣诞节长假后又进入了较为连续的工作状态, 海内外的差异可能会引发价格和价差的较大波动。本文从供应、库存、价差等角度出发, 分析春节后电解铝绝对价格和价差的运行机会。

结论和核心观点:

春节季节性累库每年都会发生, 对绝对价格的影响极为有限, 因此在评估绝对价格方面需要关注三点, 即社会库存累库幅度与历史同期的对比、成本与估值和海外宏观因素的影响。在目前废铝供应紧张原铝存在替代性使用的情况下, 对春节累库幅度预期中性偏乐观, 不会对电解铝绝对价格造成压力。按照氧化铝成本推算电解铝生产成本, 边际最高生产成本为 19500 元/吨左右, 因此铝价目前估值并不高, 价格回调后成本线附近可考虑买入套保。市场对两会期间国内政策扰动预期偏中性, 因此沪铝价格提前交易宏观因素的概率并不高, 若特朗普关税政策能给予铝价短期压力, 将出现较好的买入保值时机。

春节来临, 随着下游加工企业陆续进入停产放假周期, 现货市场成交冷清, 现货价格贴水成交为正常状态。在预期社会库存累库幅度不会超历史同期水平以及铝价不会提前交易宏观预期而上涨的前提下, 春节后下游加工企业采购积极性将优于 2024 年, 沪铝期现基差和隔月价差的波动可对标 2023 年, 因此可以关注 2504 和远月合约的正套。

1、2024 年南方电网云南电网公司负责人表示, 云南全省水电蓄能突破 320 亿千瓦时, 超过全省 1 个月的用电量, 云南电网今冬明春不会像往年一样对电解铝企业采取限电措施。枯水期电力对电解铝供应端扰动因素的解除, 让电解铝 1 季度与上年 4 季度产量环比平滑, 对绝对价格和价差的扰动因素减弱。

2、由于废铝供应紧张, 原铝替代废铝使用造成原铝库存量下滑。再生合金企业的扩产, 国内废铝回收的瓶颈, 内外比值及汇率对进口废铝的影响, 春节前合金厂备货需求; 此外 11 月 15 日至 12 月底, 短期的废铝进口征收 1.5% 的关税造成进口意愿不强,

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

影响国内废铝供应，以上原因共同造成了废铝供应紧张，预计短期将会持续。

3、从历史规律角度出发，农历除夕前 15-30 天左右电解铝社会库存进入累库周期，截至除夕社会库存平均累库幅度 10 万吨；春节长假期间累库幅度较为平均累库 15 万吨；春节长假后累库周期将持续 30 天左右，累库幅度平均 30 万吨左右。整个春节累库周期，平均总体累库幅度 55 万吨左右，因此常规预计 2025 年电解铝社会库存峰值为 100 万吨。

4、电解铝绝对价格受宏观因素扰动，在春节期间即季节性消费旺季来临之前上涨，将会影响下游加工企业的囤货积极性，从而影响去库和价差波动弹性。2025 年从当前情况观测，期现价差以及隔月价差有机会呈现同 2023 年一样的走势。

策略

单边：回调买入保值

套利：跨期正套

风险

1、海外关税政策影响 2、宏观政策超预期扰动

目录

报告摘要	1
背景： 农历春节引发的季节性波动	4
春节前后供需分析	4
供应端：枯水期减产扰动解除	4
铝春节前后库存变化分析	6
废铝供应紧张，原铝存在替代消费	7
盘面结构分析	10
电解铝绝对价格保持相对稳定带来价差波动机会	10
发现与结论：资源为王或成后期主要交易逻辑	11

图表

图 1:沪伦除汇比季节性	4
图 2:电解铝现货升贴水 单位：元/吨	4
图 3:三地电解铝产量 单位：万吨	5
图 4:全国电解铝周产量季节性 单位：万吨	5
图 5:电解铝产量 单位：万吨	6
图 6:电解铝开工率及铝水比例 单位：%	6
图 7:电解铝社会库存 单位：万吨	7
图 8:农历春节前后库存 单位：万吨	7
图 9:电解铝出库数据 单位：万吨	7
图 10:交易所铝锭库存 单位：万吨	7
图 11:再生铝合金开工率 单位：%	8
图 12:再生铝合金产量 单位：万吨、%	8
图 13:废铝进口来源分布 单位：%	8
图 14:废铝进口 单位：万吨、%	8
图 15:沪伦除汇比	9
图 16:汇率	9
图 17:沪铝价差（当月-连1） 单位：元/吨	10
图 18:华东电解铝价格 单位：元/吨	10
表 1: 废铝进口关税变化	9

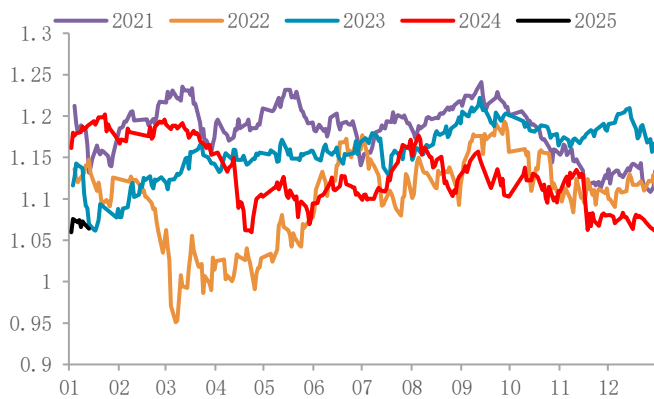
背景：农历春节引发的季节性波动

春节乃中国传统佳节，2025 年法定假期长达 8 天，中小型下游加工企业春节期间通常停工放假，正月十五左右陆续开工，而上游供给端生产连续性好不受春节长假的影响，春节期间存在供需错配，铝水比例降低铸锭量提高，从而引发季节性累库。由于农历与阳历的不同，每年春节假期期间并不统一，这也造成每年累库、去库时间节点存在差异化。中国企业春节放假，国内期货交易停盘休市，而此时的海外在结束圣诞节长假后又进入了较为连续的工作状态，海内外的差异可能会引发价格和价差的较大波动，2025 年较为特殊的一点即特朗普在 2025 年 1 月 20 日正式宣誓就职，是否会在中国长假期间宣布加征关税尚不可知。

本文从以下几点详述对沪铝绝对价格以及基差和价差的波动影响：

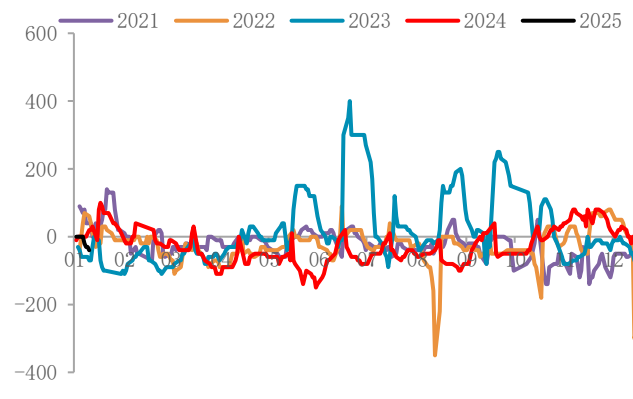
- 1、电解铝供应端：过去几年 1 季度受到西南地区枯水期电力不足的影响
- 2、库存方面：按照农历春节为重心，推测累库去库的时间点、周期和幅度等
- 3、原铝替代废铝：废铝受关税和内外比值影响造成的供应波动，从而引发原铝替代对电解铝库存的影响
- 4、宏观因素引发的绝对价格波动对价差和基差的影响

图 1: 沪伦除汇比季节性



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2: 电解铝现货升贴水 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

春节前后供需分析

供应端：枯水期减产扰动解除

电解铝行业正常情况下，生产连续性好并无每年常规性检修或季节性检修，电解槽大修从停机-部件更换-内衬清理-设备调试，一般一台电解槽大修费用过百万与新建成本差异不大，因此正常情况下电解槽使用寿命 6-8 年，而正常常规设备线路检修对产量影

响微小，暂且忽略不及。

2024 年南方电网云南电网公司负责人表示，云南全省水电蓄能突破 320 亿千瓦时，超过全省 1 个月的用电量，云南电网今冬明春不会像往年一样对电解铝企业采取限电措施。

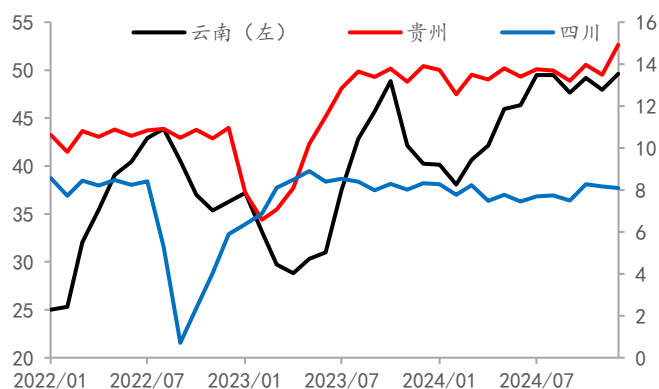
2021 年 5 月南方电网通知压低云南电解铝厂用电负荷 30% 以上，影响产能约 115 万吨。2022 年 9 月云南电解铝行业再次进入限电模式各企业自 9 月 15 日开始压减用电负荷 15%-30% 不等，累计停限产比例超过 20%。2023 年 2 月云南省对电解铝企业实施半年内第二轮限产措施，此次横跨 2022-2023 年枯水期的限产共影响产能约 200 万吨。6 月丰水期来临组织有序复产，但 2023 年枯水期，11 月云南电解铝又面临减产，影响规模约 115 万吨。从 2021-2023 年，云南地区经历了三次枯水期压产。

2022 年受用电紧张影响，自 7 月中旬开始释放压减负荷、让电于民的信号，四川电解铝企业开始降负荷生产。由于电力供需紧张形势进一步加剧，响应政府号召保民生用电。自 8 月 15 日起四川所有工业电力用户实施生产全停，影响电解铝产能约 100 万吨。

2022 年 12 月，贵州电网发布《关于电解铝企业实施负荷管理有关要求的通知》称，贵州全省气温骤降，用电量迅速攀升，在电力外送降至最低水平的情况下，水电被迫超发满足省内电力供应需求，但水电蓄能逼近安全底线，存在大面积拉闸风险，因此决定对电解铝企业实施负荷管理，电解铝影响产能约 50 万吨。

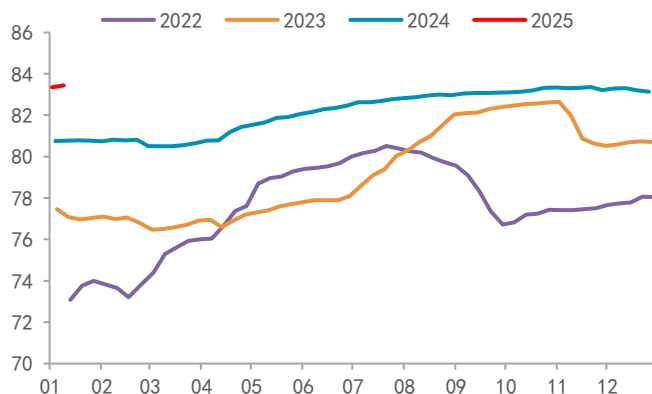
2024 年 4 季度受氧化铝价格上涨，电解铝生产成本、技改以及环保等因素影响，电解铝影响产能 30 万吨左右，但新疆产能置换，中铝青海的投放与之相对冲，电解铝整体运行产能保持平稳，截至 2024 年底，中国电解铝运行产能 4386 万吨。

图 3: 三地电解铝产量 | 单位: 万吨



数据来源: ALD 华泰期货研究院

图 4: 全国电解铝周产量季节性 | 单位: 万吨

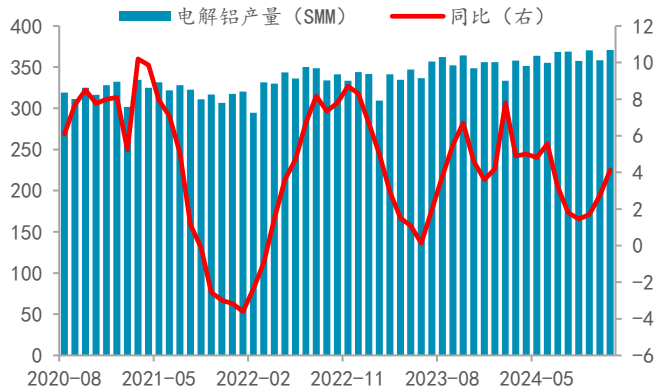


数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

根据 SMM 数据统计，2024 年 12 月中国电解铝产量 370.9 万吨，同比增长 4.1%，预计

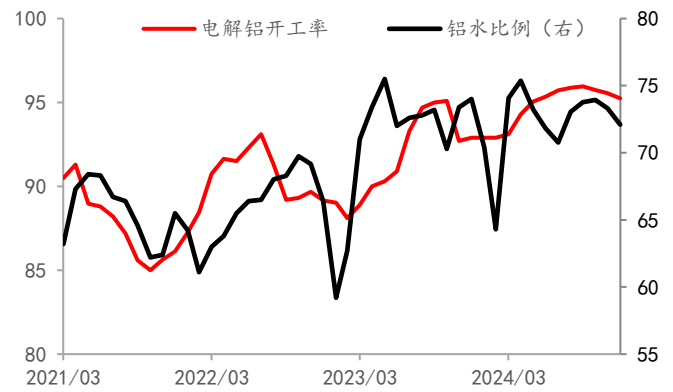
2025 年 1 季度电解铝产量 1003 万吨，同比增长 5.3%，春节受下游停工影响，铝水比例下滑至低点的 66%，过于去年同期水平，铝水比例呈现趋势性增长。

图 5: 电解铝产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 6: 电解铝开工率及铝水比例 | 单位: %



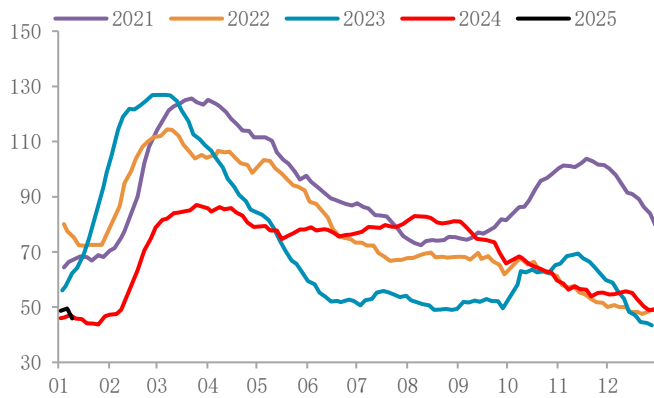
数据来源: SMM 华泰期货研究院

铝春节前后库存变化分析

从历史规律角度出发，农历除夕前 15-30 天左右电解铝社会库存进入累库周期，截至除夕社会库存平均累库幅度 10 万吨，其中 2022 年除夕前几乎没有累库，2023 年除夕前 30 天开始累库，累库幅度 27 万吨左右；春节长假期间累库幅度较为一致平均累库 15 万吨；春节长假后累库周期将持续 30 天左右，累库幅度平均 30 万吨左右。整个春节累库周期，平均总体累库幅度 55 万吨左右，因此常规预计 2025 年电解铝社会库存峰值为 100 万吨。

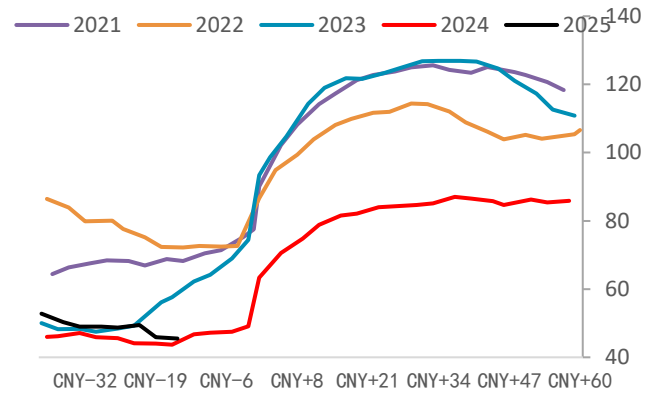
根据历史数据，一般情况除夕后 40 天左右社会库存开始去库，2022 年除夕后 30 就进入了去库周期。2025 年春节期间若电解铝价格能维持震荡走势，预计除夕后 30-40 天之间可进入去库周期，即 2025 年 3 月初。

图 7:电解铝社会库存 | 单位: 万吨



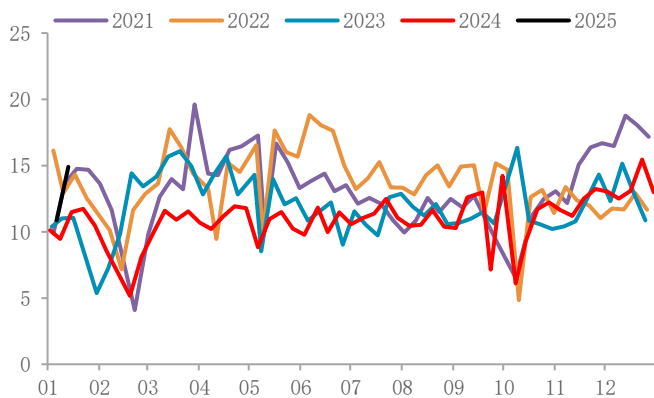
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8:农历春节前后库存 | 单位: 万吨



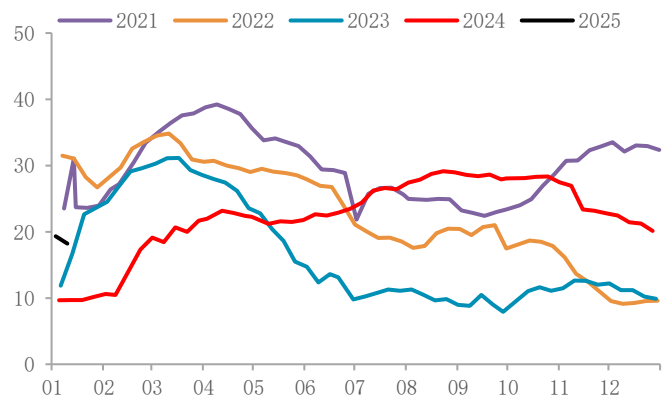
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9:电解铝出库数据 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10:交易所铝锭库存 | 单位: 万吨



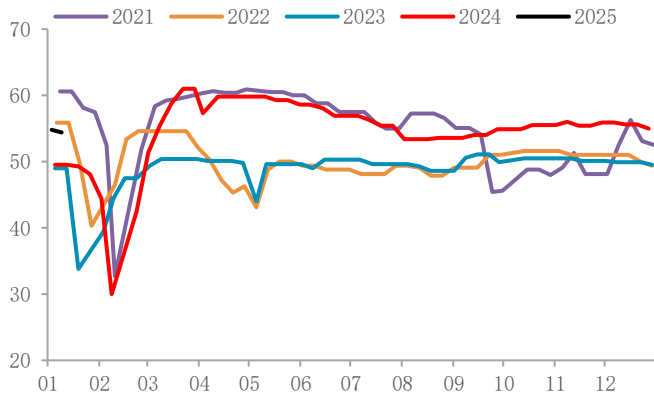
数据来源: SMM 华泰期货研究院

但截至 2025 年 1 月 13 日除夕前 15 天, 电解铝社会库存仍处于去库状态中, 由于 2025 年不存在枯水期减产情况, 因此预计累库幅度将会多于 2024 年, 消费的韧性表现以及废铝供应紧张的局面, 预计累库幅度将会低于 2023 年。

废铝供应紧张, 原铝存在替代消费

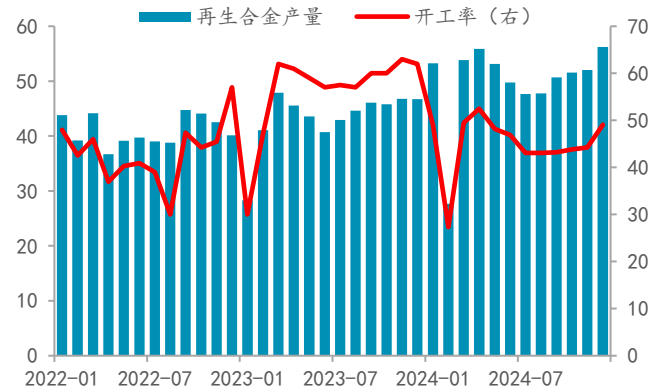
电解铝社会库存在原本应该陆续累库的季节性淡季呈现出逆势去库的表现, 出库数据同样逆势上涨, 除了小部分原因是受到绝对价格回落后激发了下游的采购补库情绪, 另外主要由于废铝供应紧张, 原铝替代废铝使用造成原铝库存量下滑。再生合金企业的扩产, 国内废铝回收的瓶颈, 内外比值及汇率对进口废铝的影响, 春节前合金厂备货需求, 以上原因共同造成了废铝供应紧张, 预计短期难缓解。

图 11:再生铝合金开工率 | 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12:再生铝合金产量 | 单位: 万吨、%



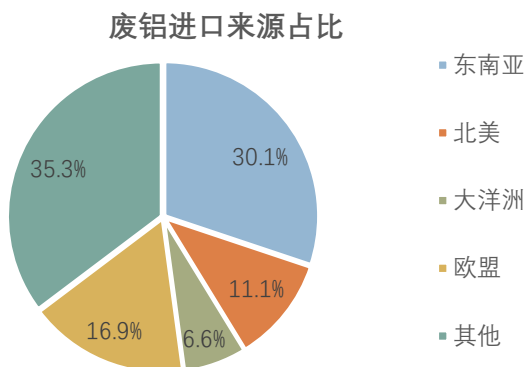
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

根据 Mysteel 数据统计, 2024 年 12 月中国再生铝合金产量 56.2 万吨, 同比增长 20%, 全年累计产量 599.5 万吨, 同比增长 15.2%, 根据 SMM 统计, 截至 12 月底再生合金企业开工率 55%, 高于历史同期水平。产能扩张叠加高开工率, 对废铝需求量增加明显, 废铝进口端全年受内外比值影响, 年底受关税扰动。

1-11 月中国废铝净进口量累计 162.6 万吨, 累计同比增长 1.8%, 1-4 月废铝进口维持高位累计同比进口增速高达 25%左右。随着英美对俄铝制裁的加剧, 铝价外强内弱的格局延续, 沪铝比值持续下滑造成废铝进口成本高企, 此外人民币汇率贬值同样抑制进口活动, 从 5 月份开始废铝进口量明显下滑并持续保持低位。

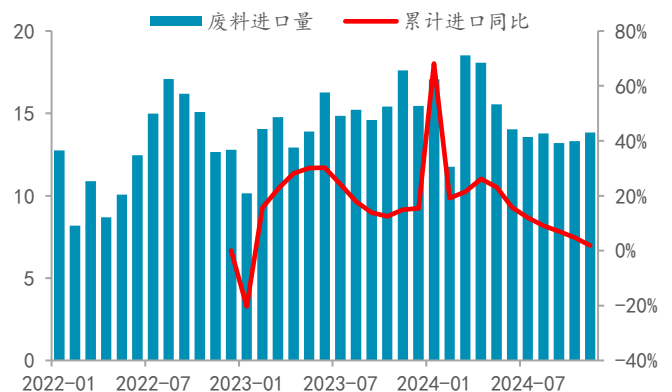
11 月 15 日废料进口部分类别关税征收 1.5%, 对于废铝进口商造成了影响, 进口成本高企通关意愿下滑。虽然新的关税政策重新取消了进口关税, 但临近年关以及进口废铝增量难以缓解国内废铝供应偏紧的现状。

图 13:废铝进口来源分布 | 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14:废铝进口 | 单位: 万吨、%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 沪伦除汇比



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 16: 汇率



数据来源: WIND 华泰期货研究院

关税变化:

2024 年 11 月 15 日,《关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告》正式落地实施,进口政策对于新增的再生纯铝原料(7404000040)、再生变形铝合金原料(7404000050)、再生铸造铝合金原料中海关编码为(7404000030)这三部分废铝产品,征收 1.5%进口关税,而编码为 7602000020 的再生铸造铝合金原料产品维持暂定关税为 0,海内外铝价长期外强内弱,海外废铝进口成本本身就比较高,新增再生铝品类还要征收 1.5%的关税,一定程度上增加了废铝进口产品的成本。

2024 年 12 月 30 日,国务院关税税则委员会发布了关于 2025 年关税调整方案的公告,宣布自 2025 年 1 月 1 日起,税号 76020000 下的商品名称由“再生铸造铝合金原料”变更为“再生及铝合金原料”。被视作是政府对再生铝及铝合金原材料进口门槛的进一步放宽,这一变化意味着,未来再生铝及铝合金原材料的进口将享受更为优惠的关税政策。

表 1: 废铝进口关税变化
2024 年 11 月 15 日生效

	商品名称	备注	编号	进口关税
原可进口再生铝品种	铸造铝合金	符合 GB/T 38472 标准	7602000020	0
	铸造铝合金	不符合 GB/T 38472 标准	7602000030	1.5%
新增可进口再生铝	再生纯铝原料		7602000040	1.5%
	变形铝合金		7602000050	1.5%
2025 年 1 月 1 日生效				
可进口再生铝品种	再生铝及铝合金原料		7602000	0

资料来源: SMM 华泰期货研究院

盘面结构分析

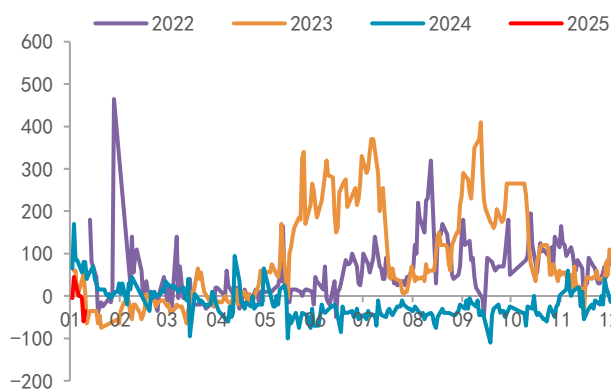
电解铝绝对价格保持相对稳定带来价差波动机会

2022 年上半年由于俄罗斯天然气供应锐减，欧洲天然气价格突涨并且供应不足，能源紧张叠加成本上移造成欧洲电解铝企业规模性减产，电解铝价格在年初 1-3 月份传统消费淡季走出单边上涨趋势，从 20000 元/吨上涨迫近 24000 元/吨。绝对价格的提前上涨造成春节后库存去库速度较缓慢，现货市场成交升贴水走弱，盘面隔月价差底部震荡，交易机会寥寥。

2023 年上半年电解铝绝对价格 18000-19000 元/吨之间长期窄幅震荡，铝价运行稳定下游采购积极性较高，春节后现货市场库存快速回落，5 月-10 月份期间现货价格升水波动呈现了 4 次正套策略，盘面隔月价差在同期间也大幅度走高，近月对连 1 合约升水两次达到 400 元/吨左右。

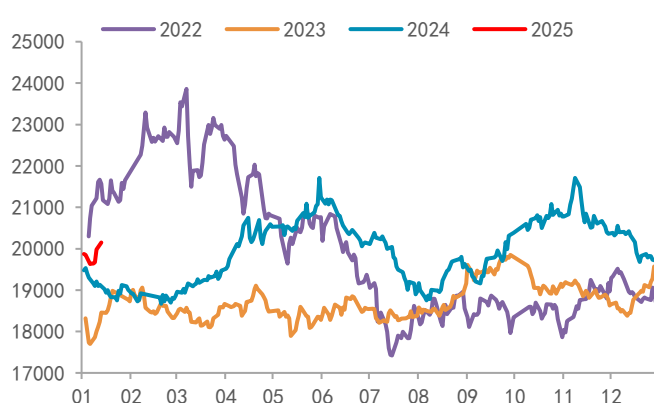
2024 年春节后在消费尚未复苏下游加工企业尚未完全复工之时，电解铝价格受俄铝被额外制裁、云南电解铝因枯水期 2 次减产等因素综合影响，铝价从 2 月份 18500 元/吨一路上涨至 5 月底突破 21000 元/吨，中间难有回调。电解铝绝对价格的提前启动也使得下游加工企业应对不足，对原料采购情绪较为谨慎，刚需采购难有良好时机进行囤货，这也造成春节后社会库存迟迟未得到去化，现货市场长期贴水成交，华东地区最大贴水幅度甚至达到 150 元/吨，盘面隔月价差维持近月贴水结构，套利方面未呈现较好波动。

图 17: 沪铝价差（当月-连 1） | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 18: 华东电解铝价格 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

2025 年从当前情况观测，期现价差以及隔月价差有机会呈现同 2023 年一样的走势。首先，虽然铝锭社会库存并未增加，但电解铝价格提前交易成本坍塌逻辑已经从 11 月初的接近 22000 元/吨一路走低跌破 20000 元/吨，若按照氧化铝目前生产成本 3800 元

/吨计算电解铝生产边际最高成本 19500 元/吨，因此当下电解铝绝对价格并不高估。其次，特朗普上台之后合适对中国铝材出口增加关税？具体关税增加比例如何？目前尚不可知，但此消息将始终成为达摩克利斯之剑，目前市场普遍对两会期间宏观利多消息没有过多期待，当下又正值宏观政策真空期和传统消费淡季，电解铝绝对价格缺乏走出单边上涨的驱动力。最后，虽然废铝进口关税取消，但传统春节期间废铝进口量将会明显下滑，废铝供应紧张的局面弱持续，电解铝社会库存累库幅度存在不及预期的可能，叠加春节后若电解铝绝对价格低位震荡，下游采购积极性增加，电解铝库存去库幅度存在超预期的可能。因此综合考虑电解铝正套策略可开始关注，前文根据历史数据规律推算去库周期从 3 月初开始，可关注 2504 合约和远月合约之间的正套机会。

发现与结论

春节季节性累库每年都会发生，对绝对价格的影响极为有限，因此在评估绝对价格方面需要关注三点，即社会库存累库幅度与历史同期的对比、成本与估值和海外宏观因素的影响。在目前废铝供应紧张原铝存在替代性使用的情况下，对春节累库幅度预期中性偏乐观，不会对电解铝绝对价格造成压力。按照氧化铝成本推算电解铝生产成本，边际最高生产成本为 19500 元/吨左右，因此铝价目前估值并不高，价格回调后成本线附近可考虑买入套保。市场对两会期间国内政策扰动预期偏中性，因此沪铝价格提前交易宏观因素的概率并不高，若特朗普关税政策能给予铝价短期压力，将出现较好的买入保值时机。

春节期间随着下游加工企业陆续进入停产放假周期，现货市场成交冷清，现货价格贴水成交为正常状态。在预期社会库存累库幅度不会超历史同期水平以及铝价不会提前交易宏观预期而上涨的前提下，春节后下游加工企业采购积极性将好于 2024 年，沪铝期现基差和隔月价差的波动可对标 2023 年，因此可以关注 2504 和远月合约的正套。

1、2024 年南方电网云南电网公司负责人表示，云南全省水电蓄能突破 320 亿千瓦时，超过全省 1 个月的用电量，云南电网今冬明春不会像往年一样对电解铝企业采取限电措施。枯水期电力对电解铝供应端扰动因素的接触，让电解铝 1 季度与上年 4 季度产量环比平滑，对绝对价格和价差的扰动因素减弱。

2、由于废铝供应紧张，原铝替代废铝使用造成原铝库存量下滑。再生合金企业的扩产，国内废铝回收的瓶颈，内外比值及汇率对进口废铝的影响，春节前合金厂备货需求；此外 11 月 15 日至 12 月底，短期的废铝进口征收 1.5% 的关税造成进口意愿不强，影响国内废铝供应，以上原因共同造成了废铝供应紧张，预计短期将会持续。

3、从历史规律角度出发，农历除夕前 15-30 天左右电解铝社会库存进入累库周期，截

至除夕社会库存平均累库幅度 10 万吨；春节长假期间累库幅度较为平均累库 15 万吨；春节长假后累库周期将持续 30 天左右，累库幅度平均 30 万吨左右。整个春节累库周期，平均总体累库幅度 55 万吨左右，因此常规预计 2025 年电解铝社会库存峰值为 100 万吨。

4、电解铝绝对价格受宏观因素扰动，在春节期间即季节性消费旺季来临之前上涨，将会影响下游加工企业的囤货积极性，从而影响去库和价差波动弹性。2025 年从当前情况观测，期现价差以及隔月价差有机会呈现同 2023 年一样的走势。

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