

● 主要结论

随着阿联酋及巴林的铝厂设施遭到破坏，铝供应缺口扩大的担忧使得商品属性重回铝市定价主导，驱动铝价再一次蓄势上行。截至目前，两家企业仍在评估设施受损程度，均未正式宣布产能运行遭受实质性中断，但全球铝产业链无疑再次遭到重创。

从产业链传导看，氧化铝环节受需求走弱预期压制，成本上移与供应过剩或形成持续博弈；电解铝环节持续性供应缺口或主导市场节奏，海外现货升水普遍呈现走高态势；中国铝材出口凭借成本与供给优势，或迎来阶段性机遇。长期维度，全球铝成本重心或逐步向成本曲线右端移动，产能投资布局有望向更稳定、低成本区域重构，铝的供应刚性与战略属性或进一步凸显。

当前氧化铝市场处于成本端推动和供应过剩压力的双向博弈阶段，预计价格波动幅度较大，趋势方向尚不明朗。下方 2700 元 / 吨附近具备强成本支撑，上方 3200 元 / 吨附近受供应过剩压制承压明显，价格呈现波段波动特征。核心跟踪变量包括：几内亚铝土矿出口削减政策的实质性进展、国内氧化铝新产能释放进度、中东局势对全球航运及氧化铝贸易流向的扰动。

阿联酋、巴林铝厂设施遭袭或进一步放大全球铝供应缺口风险，商品属性重回铝市定价核心，为铝价带来阶段性上行动能。中东局势演变仍是短期价格核心变量，供应端的硬缺口与宏观流动性预期变化的博弈驱动铝价变化也依然成立，而确定性供应缺口持续存在叠加成本中枢系统性上移两大主线下，即便出现地缘冲突缓和，或宏观情绪再度转向悲观的情况，铝在有色金属板块中的抗跌性也较为明确。当前铝价对供应缺口的定价或相对保守，可作为多配的关注标的。

风险提示：中东局势超预期缓和、全球宏观流动性急剧收紧、下游需求超预期走弱、海外电解铝产能复产提速。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：张嘉艺
从业资格号：F03109217
投资咨询号：Z0021571
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

随着阿联酋及巴林的铝厂设施遭到破坏，铝供应缺口扩大的担忧使得商品属性重回铝市定价主导，驱动铝价再一次蓄势上行。截至目前，两家企业仍在评估设施受损程度，均未正式宣布产能运行遭受实质性中断，但全球铝产业链无疑再次遭到重创。

一、中东冲突持续下 铝供应风险的演变

本轮中东地缘冲突对全球铝产业的冲击并非短期扰动，而是完成了从原料受限、能源不稳到产能设备受损的三阶段质变，供应中断从选择性停产逐步转向设备直接受损，定价逻辑从“原料、能源扰动”担忧向“产能硬损失”倾斜，铝价上行的确定性与价格中枢抬升的持续性或有所增强。

第一阶段：航运阻断与原料供给冲击

冲突初期，霍尔木兹海峡通航关闭，氧化铝进口通道受阻，依赖海外原料补给的巴林铝业率先受限关停3条产线涉及30万吨产能，出于天然气供应稳定性和产能运行安全性的考虑，卡塔尔铝业也关停了40%的产能，供应端收紧初步推动铝价上行。

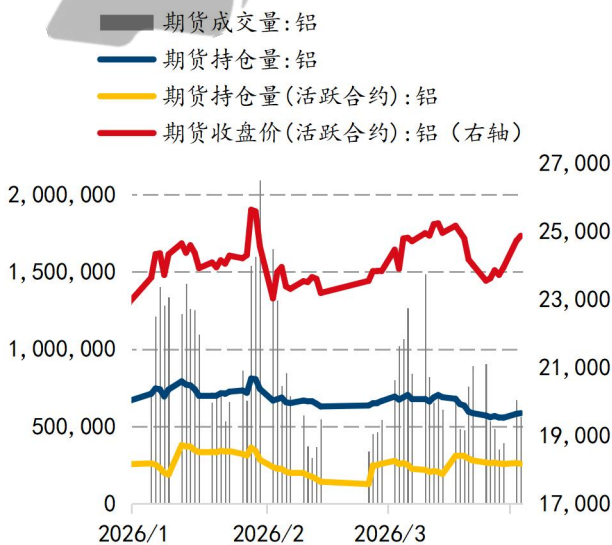
第二阶段：能源设施受损引发宏观回调

随着冲突升级，中东地区能源基础设施遭袭，国际油气价格快速走高，市场滞胀风险升温，美联储降息预期延后，全球金融资产遭遇普跌，铝价受宏观流动性收紧与避险情绪拖累阶段性回调，商品属性暂时让位于宏观情绪。

第三阶段：铝厂核心设施遇袭

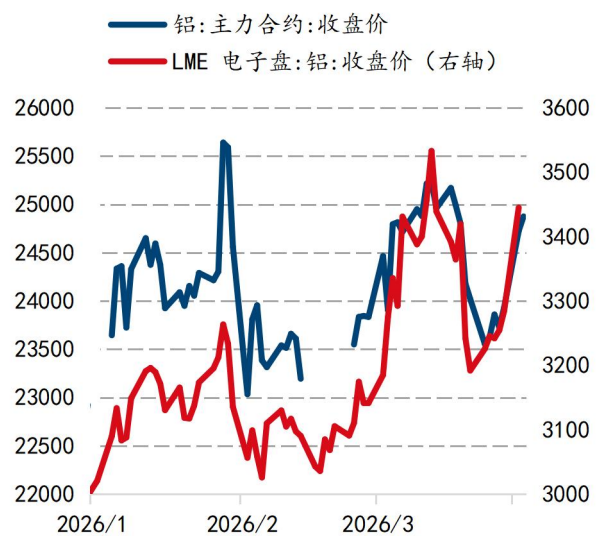
阿联酋、巴林核心铝厂工业区直接遭遇袭击，生产设施严重损毁，虽然目前仍处于产能受损评估中，但这意味着铝供应中断或将从企业选择性减产升级为设备损毁后的被动停产，供应损失具备不可逆性，全球电解铝供应硬缺口或进一步放大，铝价再度摆脱宏观约束重启强势上行通道。

图：沪铝期货价格走势与持仓变化（手/日，元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：内外盘铝价走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

截至目前，中东地区已确认电解铝停产年产能达 55 万吨，叠加全球其他地区受电力供应、成本等因素影响的减产规模，全球电解铝累计减产年产能已达 113 万吨。若阿联酋、巴林受袭产能经评估后全面停产，将新增 280 万吨电解铝停产规模，极端情景下全球电解铝减产体量将逼近 400 万吨的年产能规模。从产能修复周期来看，电解铝正常复产周期需 2-3 个月，而设备损毁后的重建、调试周期将进一步延长至半年以上，供应缺口的规模及持续性或超出市场前期普遍预期。

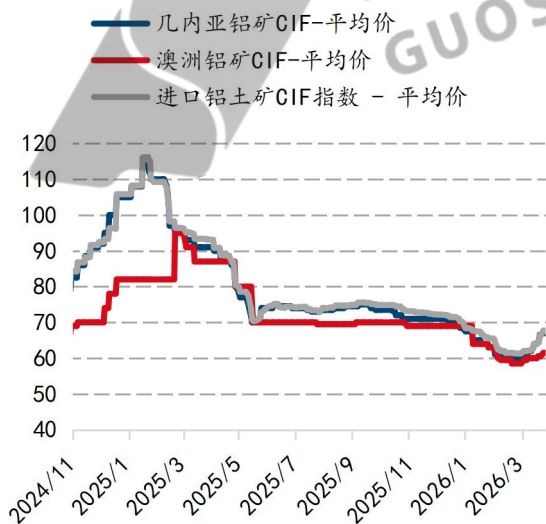
二、氧化铝：成本上移 VS 需求坍塌，方向暂难明

中东地区氧化铝自给能力存在先天短板，阿联酋作为区域核心氧化铝生产国，自给率仍不足 50%，大量原料依赖进口补给；巴林则完全无氧化铝产能，生产原料 100% 依赖外部供应。即便阿联酋 Al Taweelah 氧化铝厂 245 万吨年产能同样存在中断风险，其供应损失规模也远低于下游电解铝产能停产造成的需求坍塌幅度。从产业恢复弹性来看，氧化铝产线设备修复速度快、复产弹性高，而电解铝产能中断后修复周期极长，因此氧化铝环节受供应中断的定价效应偏弱，需求端收缩引发的过剩压力成为核心矛盾。

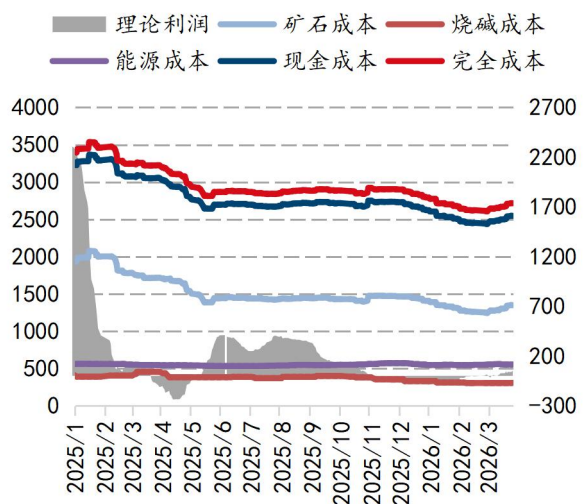
1. 成本上涨推动底部支撑稳步上移

当前，氧化铝成本端具备明确上行动力。一方面来自矿石价格上涨的压力。几内亚将自 2026 年 4 月起正式削减铝土矿出口量，叠加 5-6 月西非雨季来临，铝土矿发运量将显著下降，海外氧化铝厂提前备货需求将直接推动铝土矿价格季节性上涨。另一方面则在于中东冲突持续扰动全球航运，使得海运费用易涨难跌，叠加油气价格走高，氧化铝生产能源成本同步抬升，成本中枢上移趋势已不可逆。尽管当前国内氧化铝厂原料库存偏高、行业利润微薄，对高价铝土矿接受度有限，上游矿商与冶炼厂的博弈将阶段性制约矿价上行空间，但成本底部抬升的格局已无法改变。

图：进口铝土矿价格变化（美元/吨）



图：氧化铝成本及利润（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

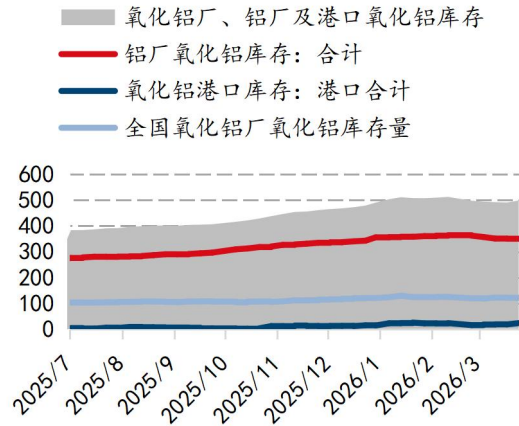
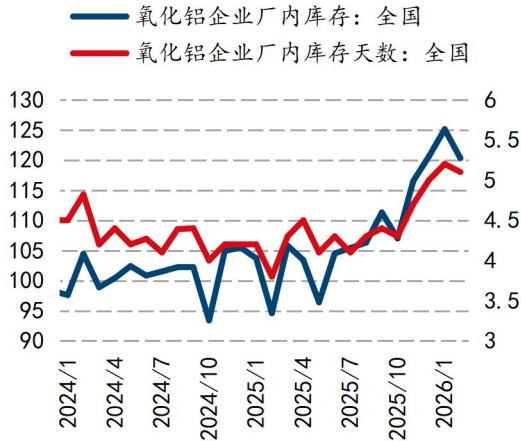
2. 全球氧化铝供应过剩格局压制上行空间

全球氧化铝供需端压力持续凸显，供应过剩压力仍将制约价格上行高度。二季度国内新产能大规模释放在即，全球氧化铝供应预计有所增长，海外氧化铝亦因中东需求缺口而维持供应宽松状态，供大于求的

格局将进一步加剧。国内方面，进口货源持续流入叠加新产能投放，供应端过剩压力再度凸显。不过，受原料成本及海运费上涨影响，未来海外货源若不具备价格优势，进口压力或将有所减轻。

图：氧化铝企业库存（万吨/月，天）

图：氧化铝厂、铝厂及港口氧化铝库存（万吨/周）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

整体而言，当前氧化铝市场处于成本端推动和供应端压制的双向博弈阶段，预计价格波动幅度较大，趋势方向尚不明朗。下方 2700 元 / 吨具备强成本支撑，上方 3200 元 / 吨受供应过剩压制承压明显，价格呈现波段波动特征。核心跟踪变量包括：几内亚铝土矿出口削减政策的实质性进展、国内氧化铝新产能释放进度、中东局势对全球航运及氧化铝贸易流向的扰动。

三、电解铝：供应收紧逻辑重回主导，抗跌性全面确立

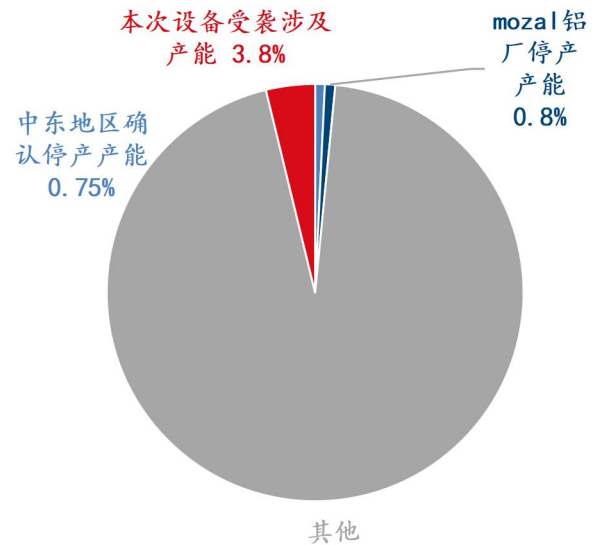
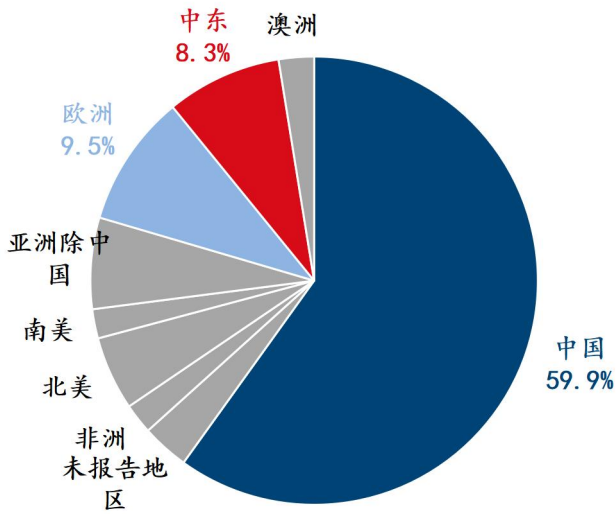
此前我们指出，中东局势的高度不确定性，将铝市场置于一个多空交织的复杂环境中，其核心矛盾在于供应端的硬缺口与宏观流动性收紧预期之间的持续博弈。而随着地区内铝厂设施遭到袭击，供应中断的诱因从原料供给不足及能源供应不稳，升级到产能设备直接受损，使得供应收紧驱动铝价上涨的逻辑更为明确和具备持续性，商品属性重回铝市定价主导，驱动铝价再一次蓄势上行。

1. 铝供应缺口难以弥补，扰动风险持续扩散

全球供应收紧格局已不可逆：已确认停产的 113 万吨年产能修复时间未知，阿联酋、巴林 280 万吨产能处于设备受损评估阶段，若确认停产，不仅供应缺口扩大，该部分产能的修复周期也将大幅延长；中东地区剩余近 400 万吨电解铝产能仍未排除冲突扰动风险，供应缺口存在进一步放大可能。从海外复产与新增产能来看，补充体量极为有限：安哥拉 12 万吨 / 年电解铝产能已完成投产，但规模偏小；美国铝业西班牙圣西普里安铝厂复产至设计产能 90%，年中满产 22.8 万吨；冰岛 Grundartangi 铝厂复产提前至 4 月底，7 月底满产 20 万吨；美国南卡罗来纳州 Mt.Holly 项目 4 月重启 5 万吨产能。而印尼信发泰景铝业 30 万吨产能环评延期一个季度，先锋铝业 30 万吨产能延期半年，新增产能释放不及预期。即便在最乐观情景下，海外新增、复产产能仍无法弥补当前 113 万吨的确定供应缺口，供应收紧趋势将持续贯穿全年。供应端超预期收紧的态势，或使铝价上行逻辑更趋清晰。

图：中东电解铝产量在全球中占比仅次于中国、欧洲（%）

图：当前受影响产能在全球电解铝产能中占比（%）



数据来源：SMM 国信期货

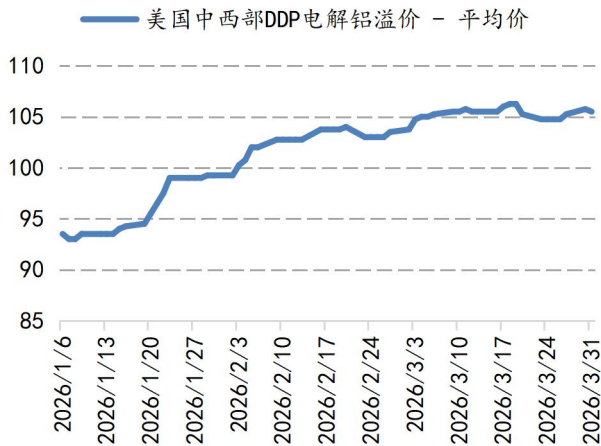
数据来源：SMM 国信期货

另一个不可忽视的因素在于电力供应的稳定性和成本问题。中东地区电解铝产能的电力供应主要依托于天然气，而天然气价格已在原油价格上涨的带动下有所上涨。更为严峻的是，战事升级后，能源设施也逐渐成为打击目标。卡塔尔能源公司最新披露，伊朗导弹袭击已造成其两条关键 LNG 生产线——第 4 与第 6 生产线遭到直接打击，合计年产能约 1280 万吨，占卡塔尔 LNG 出口总量的约 17%。相关设施的修复周期预计需 3 至 5 年。在此背景下，该公司将“被迫”对部分长期 LNG 供应合同宣布不可抗力，持续时间或长达五年。这一事件折射出地区内能源供应设备面临的严峻风险。

2. 海外现货升水暴涨，库存持续去化验证紧缺

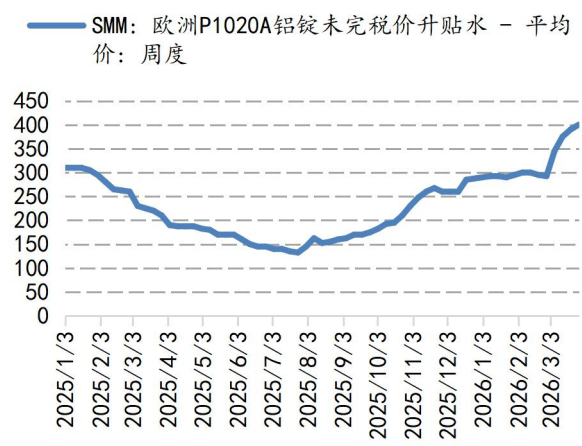
中东电解铝出口中超 40% 流向欧盟，是填补俄罗斯铝出口缺口的核心供给，产能停产及航运受阻直接引发全球现货紧缺，海外现货升水全面大幅走高：据 SMM 数据，截至 2026 年 3 月 20 日，SMM 日本 MJP 铝锭现货升水达 255 美元/吨，较 2 月底上涨 45.7%，市场对二季度升水报盘已升至 350-353 美元/吨，较一季度 195 美元/吨上涨近 80%；截至 2026 年 3 月 27 日，欧洲 P1020A 铝锭未完税升水 400 美元/吨，较冲突爆发前上涨约 36%，美国中西部 DDP 电解铝溢价 105.25 美分/磅，折合 2110 美元/吨。库存端同步验证紧缺，至 3 月 30 日，LME 铝库存报 41.87 万吨，单日减少 2200 吨，周度减少 9000 吨，月度减少 4.69 万吨，降幅达 10.07%；中东冲突爆发后，LME 铝仓单注销比从冲突前 9% 左右激增至 30% 以上，大量铝锭或撤出交割市场，加剧现货紧缺程度。

图：美国中西部电解铝溢价（美分/磅）



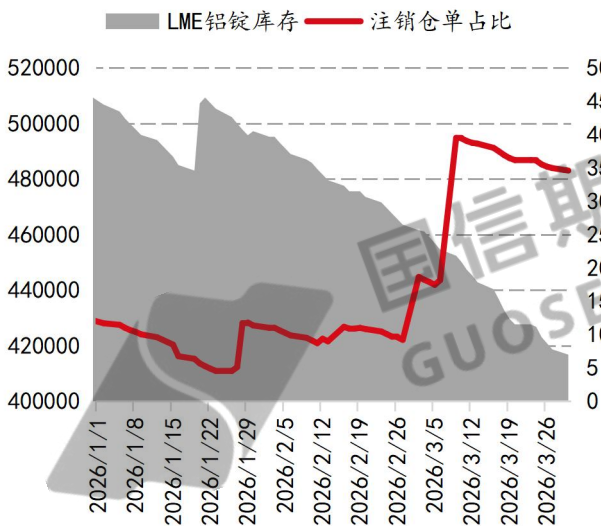
数据来源：SMM 国信期货

图：欧洲铝锭未完税价升贴水（美元/吨）



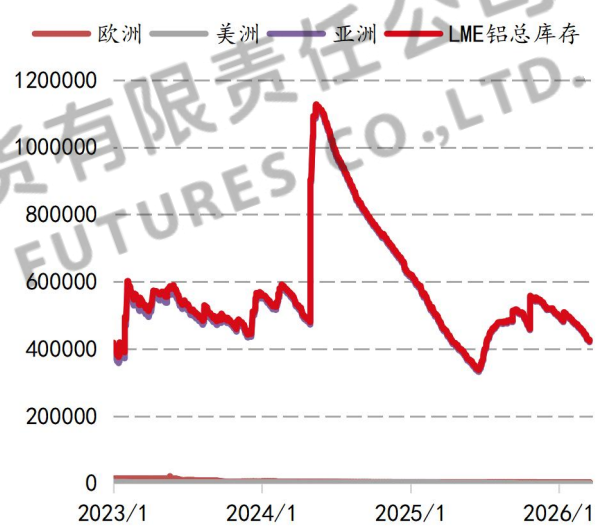
数据来源：SMM 国信期货

图：LME 铝库存及注销仓单占比（吨/日，%）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

3. 能源链扰动加剧，成本中枢上移

中东以外地区电解铝产能需重点关注电力成本的变动。电解铝作为高耗能品种，电力成本占比超 40%，中东冲突引发全球能源供应链扰动，将使得电力成本全面抬升。

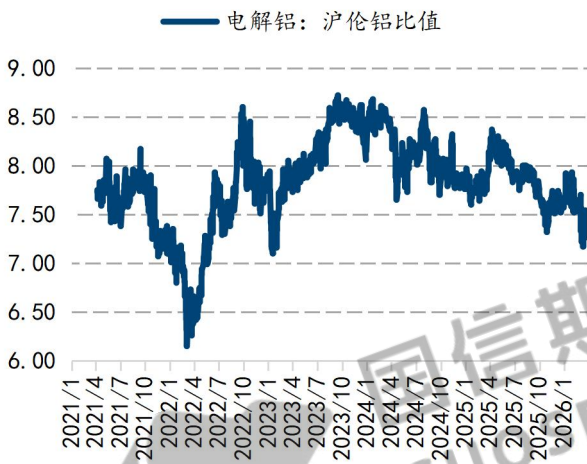
据 EMBER 数据，欧洲 4 月预计燃气发电成本 135 欧元 / 兆瓦时，即时发电成本已达 150 欧元 / 兆瓦时，较冲突前提升 80%。中东低成本产能受扰后，全球新增、复产产能均集中于高成本区域：印尼电力配套建设滞后，发电成本居高不下；安哥拉水电产能成本偏低但规模有限，难以缓解全球短缺；欧洲、美国待复产产能均处于全球成本曲线右侧。此外，能源供应链扰动已出现外溢效应。由于美国、以色列对伊朗的战争，印度正深陷数十年来最严重的天然气危机，在某些天然气供应商宣布不可抗力后，印度铝业公司向挤压铝业务的客户发布挤压业务供应中断预警。虽然，目前在自备电源和替代能源安排的支持下，

该公司包括电解铝在内的所有其他下游和上游业务均继续正常运行，但折射出全球铝产业供应风险的传导性与广泛性值得警惕。

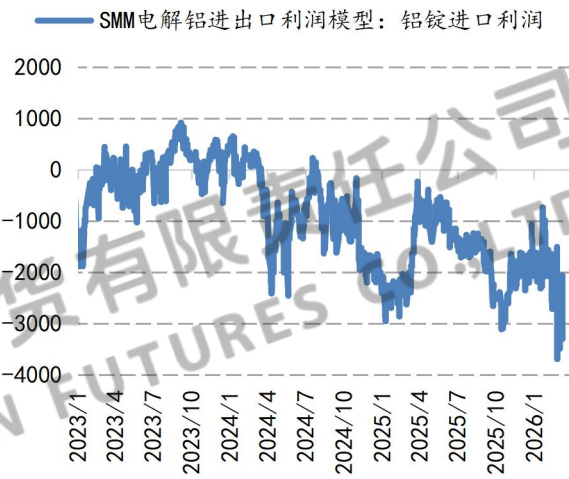
4. 国内铝供应具备防御性，内外盘呈现强弱差异

受益于氧化铝与电解铝环节较高的自给率和市场占有率，叠加部分进口货源来自中俄长单，国内铝供应具备一定防御性，受海外冲击直接影响相对有限。这也使得本轮地缘冲击下，铝价维持着“外强内弱”的格局：LME 铝价最高涨幅近 13% 并创近 4 年新高，沪铝最高涨幅约 8%，走势相对克制。伴随海外供应进一步收紧、现货升水继续走高，供应缺口的持续性与产能复产的长期性，或推动市场重估全球铝长期供需平衡表，进而逐步影响中国铝进口节奏和价格重估，带动沪铝跟涨。当前铝价沪伦比值降至 7.3 附近低位，可关注比值修复驱动下沪铝的补涨空间。

图：铝价沪伦比值走势



图：铝锭进口利润（元/吨）



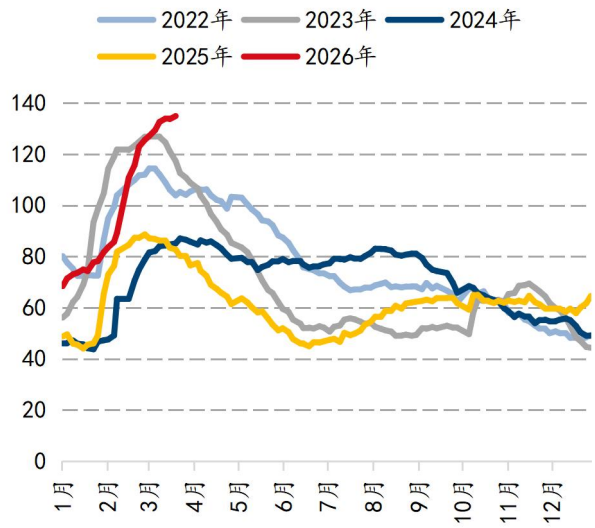
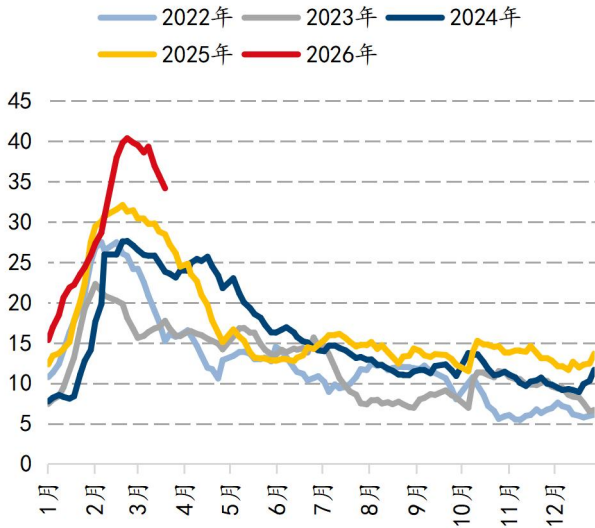
数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

当前沪铝涨幅的另一桎梏在于国内的高库存现状。据 SMM 数据，截至 3 月 30 日，SMM 统计铝锭库存 137.3 万吨，仍处于累库阶段，但铝棒库存 32.15 万吨，已连续两周去化。且国内下游处于需求旺季，加工企业开工率持续回升，SMM 3 月国内铝加工综合 PMI 达 65.6%，大幅回升至荣枯线上方，细分板块全线回暖，旺季驱动特征明确。铝价快速走高或在一定程度上抑制采购意愿，但刚需支撑与全球铝价重心上移，或削弱采购负反馈对涨幅的压制效果。

图：铝棒库存季节性变化（万吨）

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

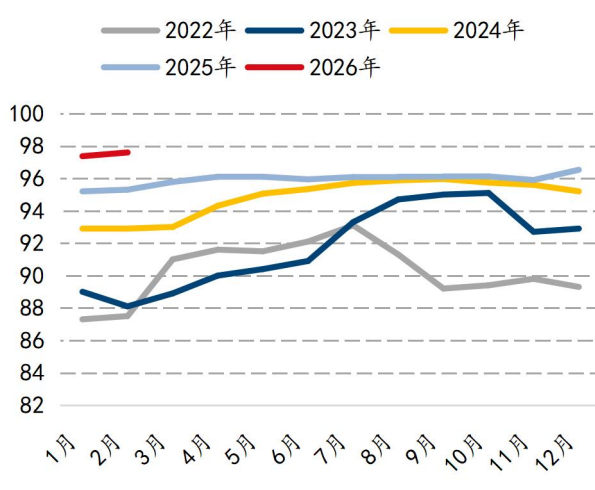
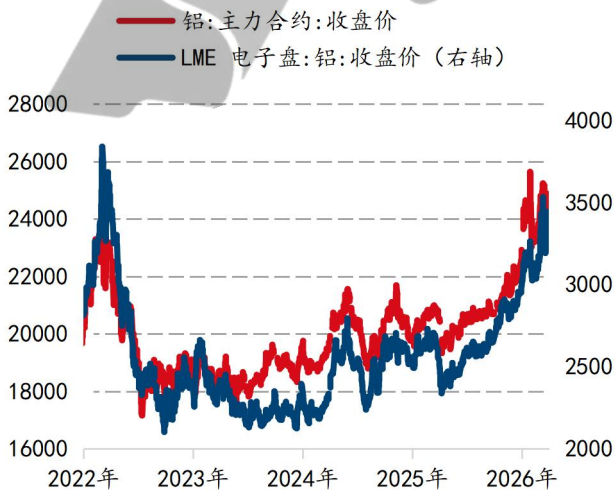
数据来源：SMM 国信期货

5. 抗跌性增强，难现 2022 年深度回调行情

类比历史上的类似地缘冲突引发铝供应冲击的事件，2022 年俄乌冲突爆发后，LME 铝价一度冲高至 4073.5 美元/吨，涨幅超过 20%，同时，沪铝也冲高至 24255 元/吨，随后价格均自高点震荡回落，至 2022 年 7 月，LME 铝价较冲突后的高点几近腰斩，沪铝也较高点下跌近 30%。彼时铝价的崩盘是宏观政策转向、供需基本面逆转、成本支撑松动、流动性恐慌四股力量交织作用的结果，美联储开启激进加息周期，宏观流动性收紧，中国铝厂则加速复产、投产，公共卫生事件影响下，物流运输受阻，下游开工低，铝需求显著萎缩。

图：LME 铝与沪铝价格走势（元/吨，美元/吨）

图：中国电解铝开工率季节性变化（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

然而，当前市场环境与 2022 年存在明显差异：若后期中东局势缓和，铝价或出现一定幅度的地缘溢价挤出，但重现 2022 年式大幅下跌的概率偏低，铝价抗跌性或更强。一方面，美联储年内降息预期虽有后延，但美国当前经济情况及特朗普政府的影响下，激进加息概率较小，近期，鲍威尔相关表态也缓和了加息担忧，美债收益率与美元指数波动或趋于缓和；另一方面，中国电解铝产能触及天花板，且近两年维持高产能运行率，增量极为有限，海外新投产产能释放存在不确定性，增量也难以弥补供应缺口，且不具

备成本优势，难以有效弥补缺口。全球铝需求受能源转型、AI 基建、电网投资支撑，难现需求崩坏。需求端的韧性也要好于 2022 年：中国终端消费存在“以旧换新”等政策支撑，全球能源转型、AI 基础设施建设、电网投资建设的需求增速可能会下降，但难以出现彻底崩坏。且铝作为供应刚性特征突出，具有军民两用特性的工业金属，需求对铝的定价并不占据主导地位，在宏观情绪没有极端崩溃和流动性预期完全转向收紧的情况下，需求的负反馈或有限。

多重因素叠加下，我们认为，若后期中东局势缓和，或宏观经济衰退逻辑再度压制各类资产价格，铝价会出现一定幅度溢价的挤出，但同 2022 年俄乌冲突后铝价的崩盘下跌相比，当前环境下，铝价具备同彼时相比更强的抗跌性。

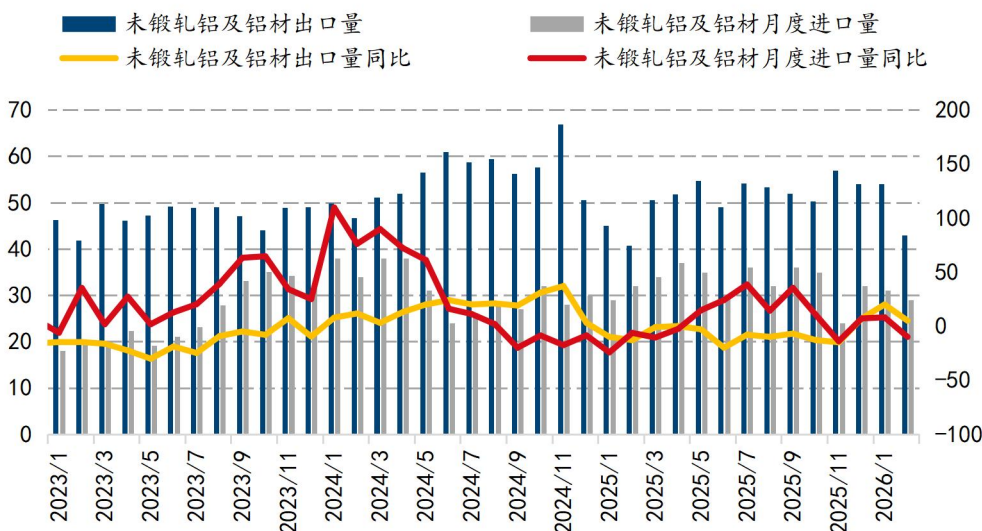
整体而言，短期来看，铝供应缺口放大的风险再度出现，使得供应收紧逻辑重新主导铝价，铝价在供应缺口进一步扩大的预期下获得上行动力，价格上方高度需关注相关铝企发布的产能受损的最终评估结果。中长期而言，中东局势演变是铝价核心扰动变量，供应端的硬缺口与宏观流动性预期变化的博弈驱动铝价变化也依然成立，但确定性供应缺口的持续存在和成本中枢上移，即便中东局势超预期缓和，或宏观情绪再度转向悲观，铝在有色板块中的抗跌性也较为明确。

策略上，我们认为现阶段铝价涨幅相对可控，可作为多配的关注标的，利用回调布局多单，进行分批、轻仓的逢低吸纳，严格控制整体仓位，短期上行目标区间可看至 24500-25500 元/吨附近。产业客户应高度重视此次供给侧冲击的深远影响。持续关注中东地区电解铝产能实质受损情况。

四、海外供给缺口及溢价下，中国铝材出口优势或有所提升

海外原铝价格快速走高也将逐渐向下游铝材传导，中国铝材出口退税政策虽然取消，但中国凭借更为稳定的原铝自给、内外价差、全产业链配套完善、产品技术等优势，铝材出口竞争力或出现阶段性提升。且当下仍处于中美贸易政策的“窗口期”，据海关总署数据，2026 年 1-2 月中国未锻轧铝及铝材出口量达 97.1 万吨，同比增长 13%；其中 1 月出口 54.1 万吨，同比增 19.9%，2 月出口 43 万吨，同比增 5.4%，低基数下出口增速显著回升。未来，中国有望通过铝材及铝制品出口补充全球铝元素供应缺口，成为中东铝供应中断的间接补充力量。

图：中国未锻轧铝及铝材月度进口量、出口量变化



数据来源：SMM 国信期货

五、长期趋势：全球铝产能布局或再迎来重构

本次中东地缘冲突不仅冲击短期供给，更将改变全球铝产业长期投资逻辑：电解铝产业布局高度依赖电力供应稳定性、成本经济性、地缘安全性，中东地区待投产电解铝产能的释放节奏、原本规划的新增产能及未来的投资吸引力都将受到重创，全球电解铝产能投资布局将转向其他能源稳定、地缘安全、成本可控的区域，使得供给格局更趋多元化，并逐渐重构局部地区的铝贸易流向。

六、结论

随着阿联酋及巴林的铝厂设施遭到破坏，铝供应缺口扩大的担忧使得商品属性重回铝市定价主导，驱动铝价再一次蓄势上行。截至目前，两家企业仍在评估设施受损程度，均未正式宣布产能运行遭受实质性中断，但全球铝产业链无疑再次遭到重创。

从产业链传导看，氧化铝环节受需求走弱预期压制，成本上移与供应过剩或形成持续博弈；电解铝环节持续性供应缺口或主导市场节奏，海外现货升水普遍呈现走高态势；中国铝材出口凭借成本与供给优势，或迎来阶段性机遇。长期维度，全球铝成本重心或逐步向成本曲线右端移动，产能投资布局有望向更稳定、低成本区域重构，铝的供应刚性与战略属性或进一步凸显。

当前氧化铝市场处于成本端推动和供应过剩压力的双向博弈阶段，预计价格波动幅度较大，趋势方向尚不明朗。下方 2700 元 / 吨附近具备强成本支撑，上方 3200 元 / 吨附近受供应过剩压制承压明显，价格呈现波段波动特征。核心跟踪变量包括：几内亚铝土矿出口削减政策的实质性进展、国内氧化铝新产能释放进度、中东局势对全球航运及氧化铝贸易流向的扰动。

铝供应缺口放大的风险再度出现，使得供应收紧逻辑重新主导铝价，铝价在供应缺口进一步扩大的预期下获得上行动力，价格上方高度需关注相关铝企发布的产能受损的最终评估结果。中长期而言，中东局势演变是铝价核心扰动变量，供应端的硬缺口与宏观流动性预期变化的博弈驱动铝价变化也依然成立，但确定性供应缺口的持续存在和成本中枢上移背景下，即便出现中东局势超预期缓和，或宏观情绪再度转向悲观的情况，铝在有色板块中的抗跌性也较为明确。

风险提示：中东局势超预期缓和、全球宏观流动性急剧收紧、下游需求超预期走弱、海外电解铝产能复产提速。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。