铝：宏观扰动增多，近强远弱矛盾突出

——2026.11.08

创元研究有色组 李玉芬

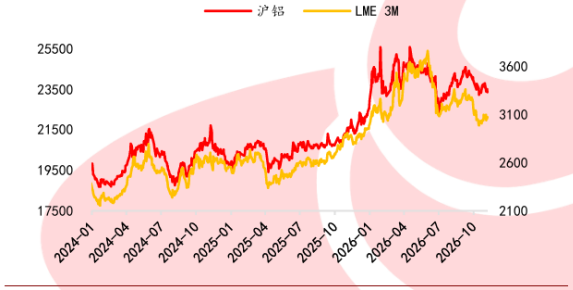
投资咨询号：Z0021370

从业资格号：F03105791

美国中选落地，宏观叙事改变

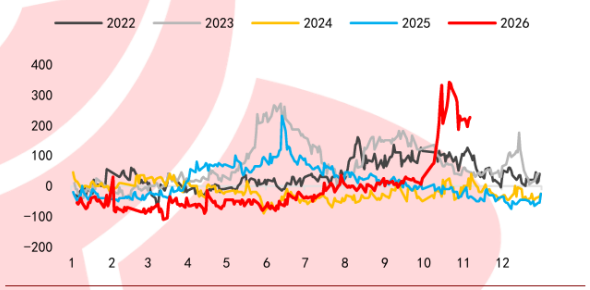
- 宏观方面，美国中选结果初步落定，民主党横扫两院且投票结果超预期，且反对AI态度强烈，近日美股剧烈下跌，流动性冲击愈发明显，地缘方面虽民主党主观意愿要结束战争，但在这两个月的混沌期局势仍有不确定性，10月FOMC维持利率不变，但通胀数据及就业数据的指引下，12月目前定价加息25BP概率仍有74.8%，明年还有一次。
- 铝当前去库格局仍未扭转，近强远弱的矛盾仍在加剧，但更多反应在月差结构之中，目前沪铝月差反弹至同期高位并维持，伦铝0-3结构也再度快速回升，而单边表现为宽幅震荡、重心下移。

图：内外盘铝价格走势



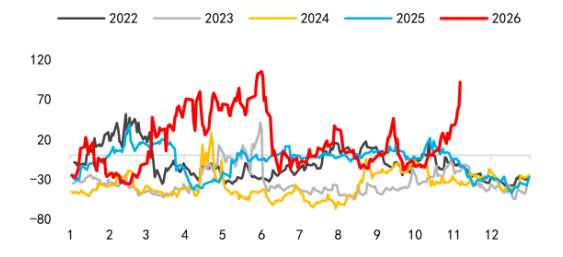
资料来源：ifind、创元研究

图：沪铝 1-2 月差（元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：LME 铝 0-3 升贴水（美元/吨）



资料来源：ifind、创元研究

图：美元指数



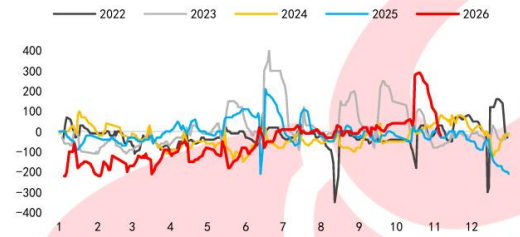
资料来源：ifind、创元研究

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
12/9/2026	0.0%	25.2%	74.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/27/2027	0.0%	20.0%	64.6%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%
3/17/2027	0.0%	12.2%	47.2%	34.5%	6.0%	0.0%	0.0%
4/28/2027	0.0%	10.1%	41.2%	36.7%	10.9%	1.0%	0.0%
6/9/2027	0.0%	7.6%	33.6%	37.8%	17.2%	3.4%	0.3%
7/28/2027	0.0%	7.2%	32.2%	37.6%	18.4%	4.2%	0.4%
9/15/2027	0.0%	6.9%	31.2%	37.4%	19.1%	4.8%	0.6%
10/27/2027	0.0%	6.9%	31.2%	37.4%	19.1%	4.8%	0.6%
12/8/2027	0.7%	9.2%	31.8%	35.7%	17.8%	4.4%	0.5%

现货：去库延续，部分地区升水溢价仍强

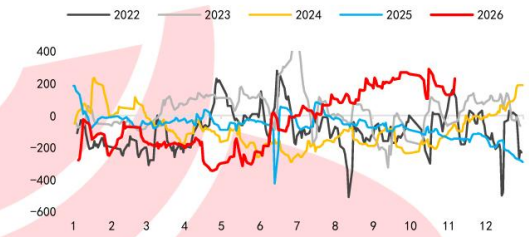
- 截止目前国内铝锭仍在去库趋势中，并且跌破历史同期水平，国内三大主流地区来看，华南基差表现仍是最强，年度长单签订期间大户继续挺升水，而华东及中原地区在消费淡季和部分环保督察扰动加工企业开工的情况下，已回归贴水。
- 海外方面，整体现货依然偏紧，但随着其他地区少量的投复产释放，海外现货premium较6月高峰期已有边际改善，美国地区溢价整体仍在高位震荡，日本地区回落明显，欧洲地区则在中东局势及俄乌冲突恶化双重影响下，近期溢价再度走强。

图：国内 A00 铝升贴水（元/吨）



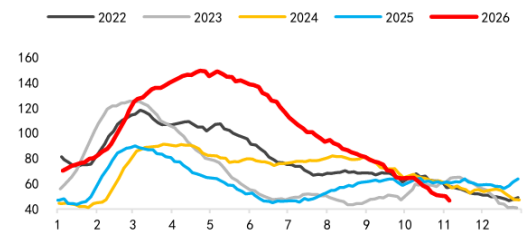
资料来源：SMM、创元研究

图：佛山 A00 铝现货升贴水（元/吨）



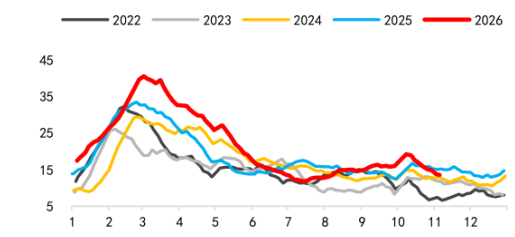
资料来源：SMM、创元研究

图：国内铝锭社库季节图（万吨）



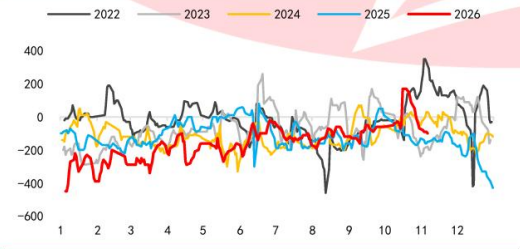
资料来源：钢联、创元研究

图：国内 6063 铝棒社季节图（万吨）



资料来源：钢联、创元研究

图：中原 A00 铝升贴水（元/吨）



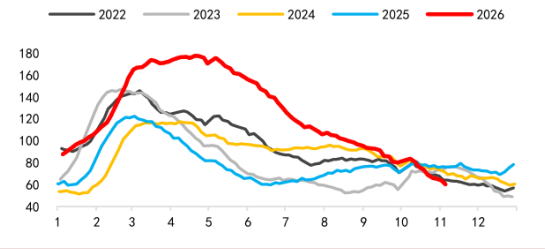
资料来源：SMM、创元研究

图：海外铝现货 premium（美元/吨）



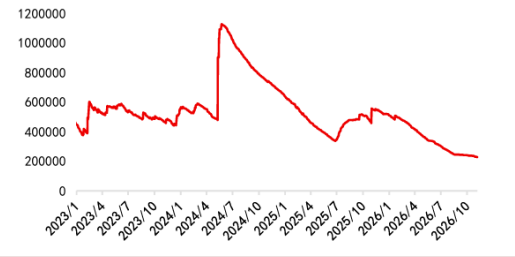
资料来源：创元研究

图：国内锭棒合计社库季节图（万吨）



资料来源：钢联、创元研究

图：LME 铝锭库存（万吨）

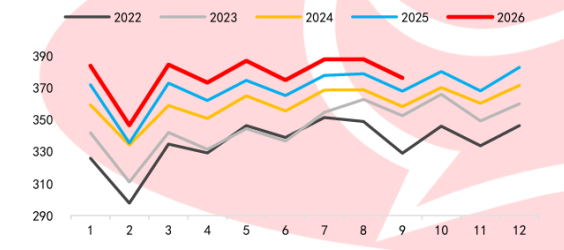


资料来源：钢联、创元研究

国内铝水比依旧偏高，海外供应继续边际改善

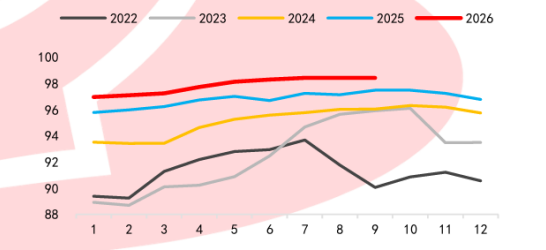
- 国内，内蒙古扎铝二期、辽宁忠旺（象屿）复产以及天山铝业技改项目均在Q2-Q3完成，后续增量项目仅山西兆丰11.4万吨及青海宏森11万吨，根据钢联数据，2026年9月底国内运行产能达到4537万吨，产能利用率达到98.4%，9月电解铝产量376.25万吨，1-9月累计同比+2.88%，10月铝水比例环比9月下降0.17%至76.2%仍处于高位，这也是铝锭持续去库的原因之一；进口方面，2026年9月国内原铝进口量17.21万吨，同比-29%，环比-7.2%，1-9月累计进口182.8万吨，同比-6.58%，其中161.6万吨来自俄罗斯，仍占据主要来源，三季度以来内外比价大幅回升、进口亏损修复明显，但尚未打开进口窗口。
- 海外产能方面，中东复产与东南亚投产节奏仍是主要变量，目前中东局势尚不明朗但在美国中选后各方势力更加倾向于降温，EGA与巴林铝业的表述来看复产进度并未受影响，但仍需警惕尾部风险；东南亚投产仍在陆续推进中，近期一些动态更新：印尼泰景铝业第一期30万吨6月通电投产，第二期30万吨于10月也顺利完成送电，越南多农二期15万吨成功产出首批铝液，安哥拉田园化工电解铝项目一期20万吨进入全面建设，预计明年Q1完工达到投产条件，整体而言海外供应总量继续边际改善中。

图：国内电解铝月度产量（万吨）



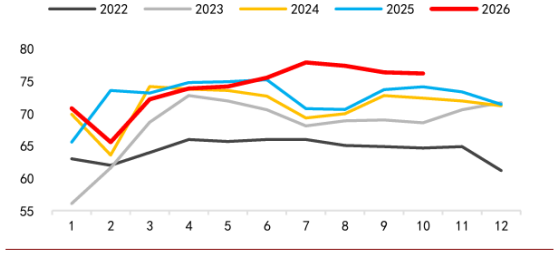
资料来源：钢联、创元研究

图：国内电解铝产能利用率（%）



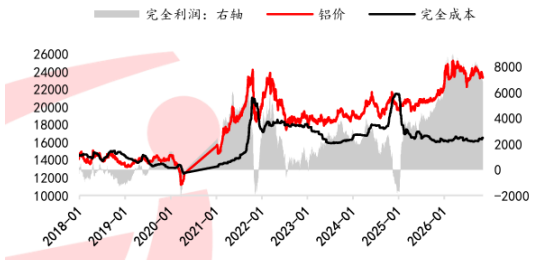
资料来源：钢联、创元研究

图：国内铝水比例（%）



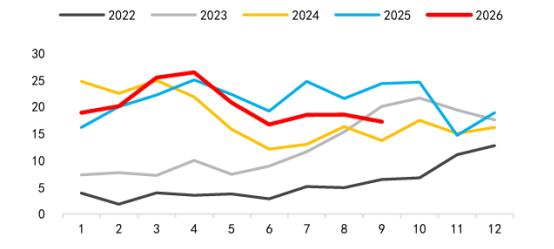
资料来源：钢联、创元研究

图：电解铝成本利润（元/吨）



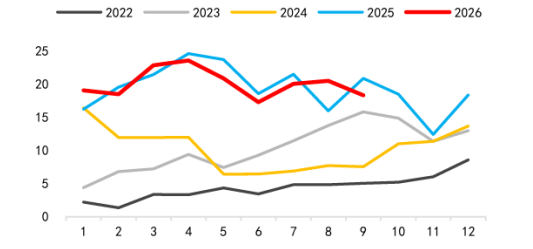
资料来源：SMM、创元研究

图：原铝进口量（万吨）



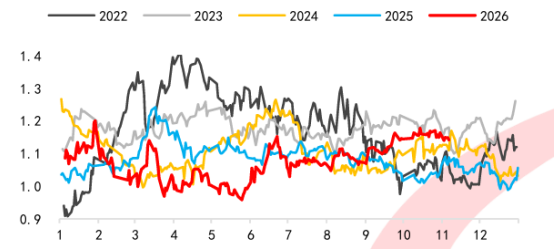
资料来源：海关总署、创元研究

图：自俄罗斯进口原铝量（万吨）



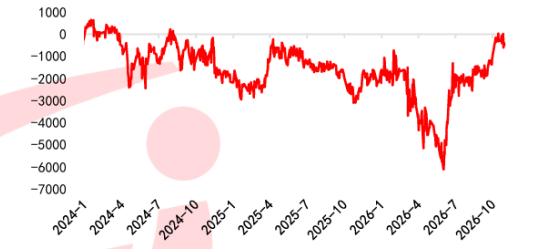
资料来源：SMM、创元研究

图：剔除汇率影响的沪伦铝比



资料来源：ifind、创元研究

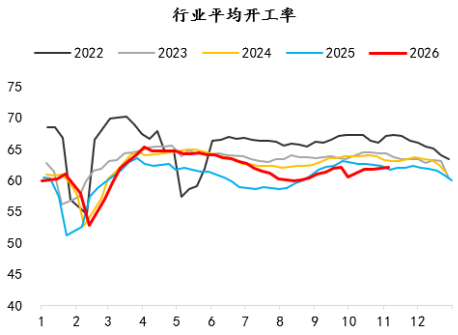
图：铝锭进口盈亏（元/吨）

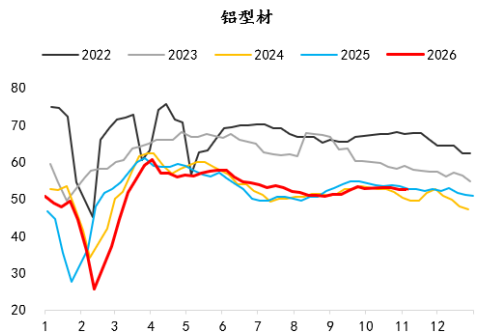


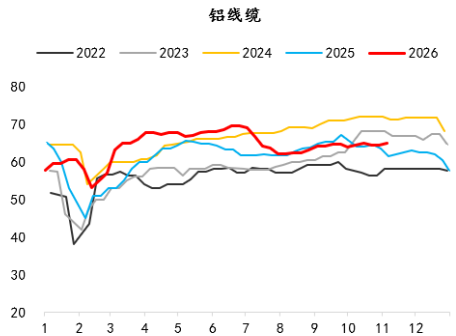
资料来源：SMM、创元研究

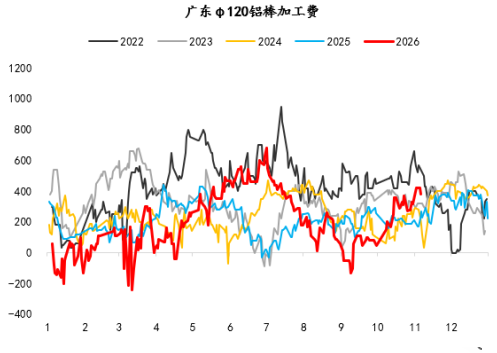
初端表现中性偏弱，精废反向替代存需求增量

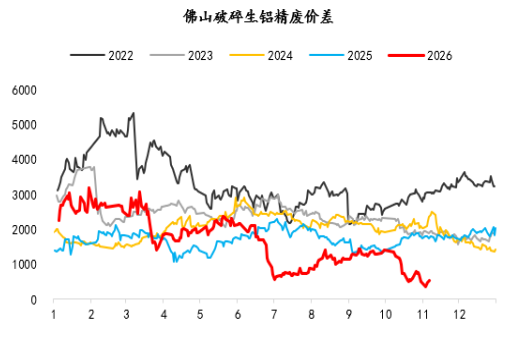
- 金九银十后，整体下游初加工端表现较为中性，较往年同期相比偏弱，本周下游加工行业开工率62.1%（+0.2%），其中铝型材本周开工率52.5%（不变），铝线缆本周开工率64.8%（+0.4%），铝板带本周开工率68.8%（-0.4%），铝箔本周开工率71%（-0.1%），原生铝合金本周开工率61.4%（+0.6%），再生铝合金本周开工率53.9%（+0.6%），由于反向开票审查严格以及部分废料进口地区来源趋紧，今年废铝原料处于持续紧张格局，精废价差持续低迷，反向带动原铝对废铝的替代需求增长。

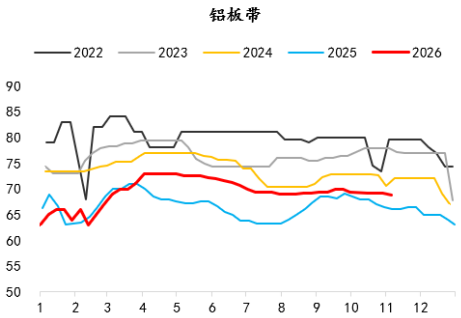


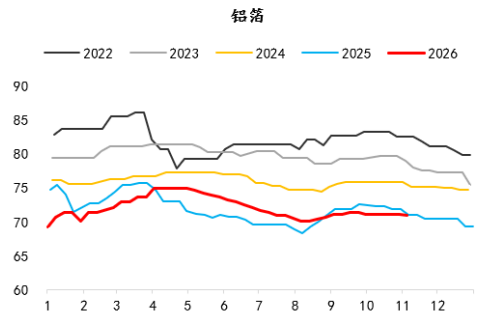


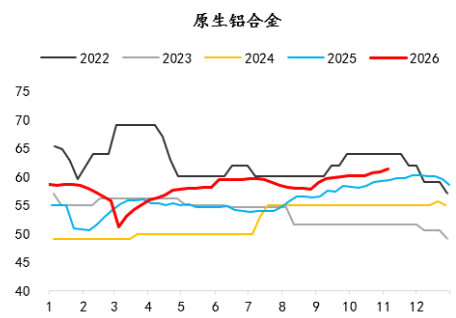


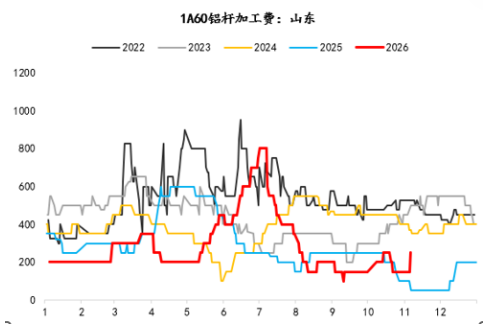


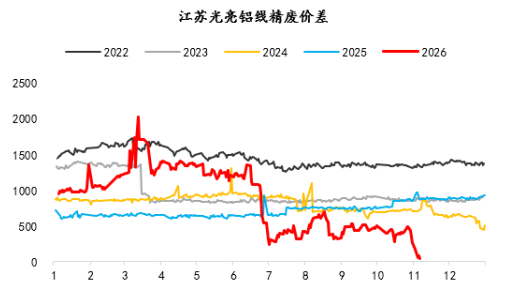










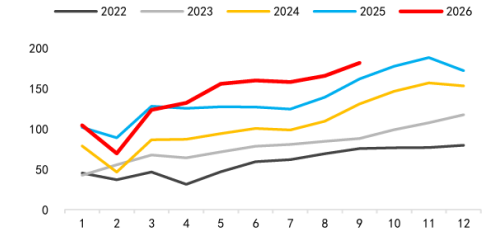


图：2026 年 1-9 月房屋竣工面积累计同比-25.1%



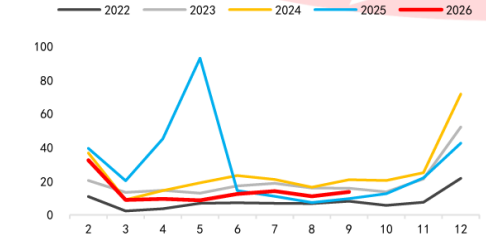
资料来源：wind、创元研究

图：2026 年 1-9 月新能源汽车产量累计同比+11.3%（万辆）



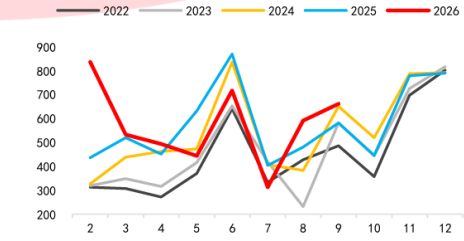
资料来源：中汽协、创元研究

图：2026 年 1-9 月光伏新增装机累计同比-54%（GW）



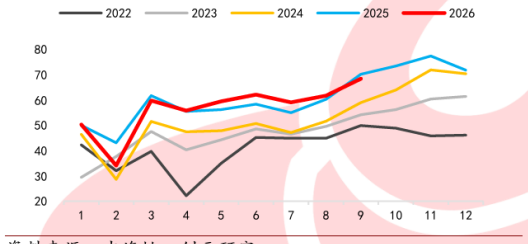
资料来源：ifind、创元研究

图：2026 年 1-9 月电网基建投资完成累计同比+4.9%（亿元）



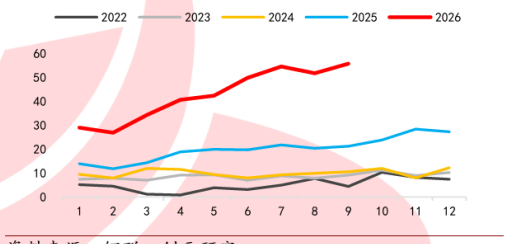
资料来源：wind、创元研究

图：2026 年 1-9 月汽车耗铝测算累计同比+0.1%（万吨）



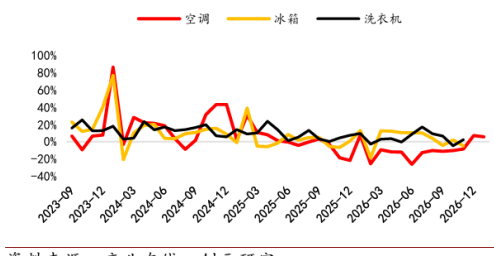
资料来源：中汽协、创元研究

图：2026 年 1-9 月新能源汽车出口累计同比+138%（万辆）



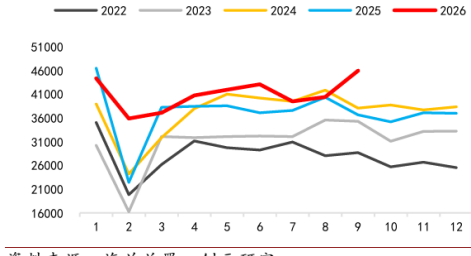
资料来源：钢联、创元研究

图：家电排产同比表现平平（%）



资料来源：产业在线、创元研究

图：2026 年 1-9 月家电出口同比+10%（万台）

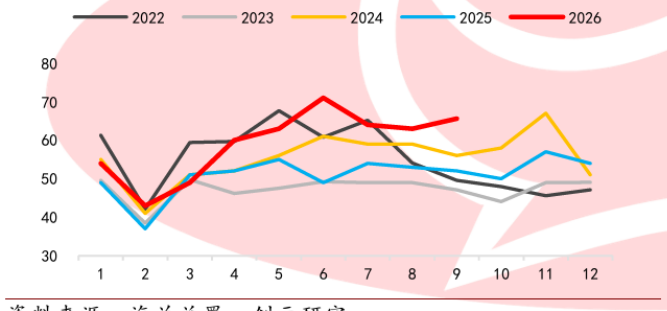


资料来源：海关总署、创元研究

出口表现持续超预期，但出口利润大幅走弱

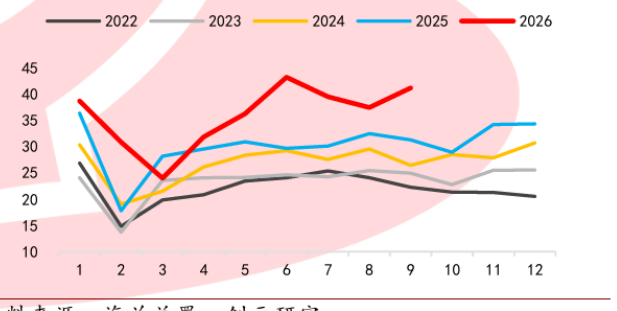
- 2026年9月未锻轧铝及铝材出口量为65.6万吨，同比+26%，环比+4.13%，1-9月累计同比+17.8%，9月铝制品出口41.05万吨，同比+31.4%，环比+10%，1-9月累计同比+21%；在内外比价大幅修复、出口利润大幅下滑的前提下，出口表现仍不断超市场预期，表现出海外需求依然好以及国内产品在出口市场竞争力依然较强，带动国内去库斜率仍然较大，但预计后续出口利润仍将继续下滑。

图：未锻轧铝及铝材出口量（万吨）



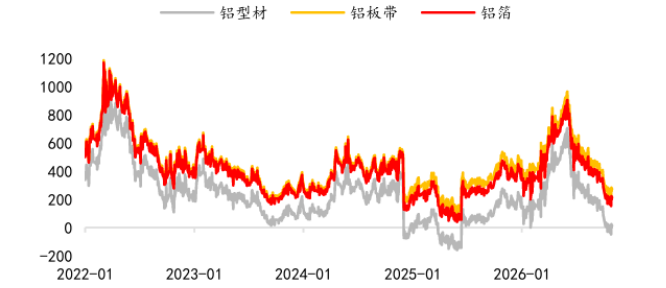
资料来源：海关总署、创元研究

图：铝制品出口（万吨）



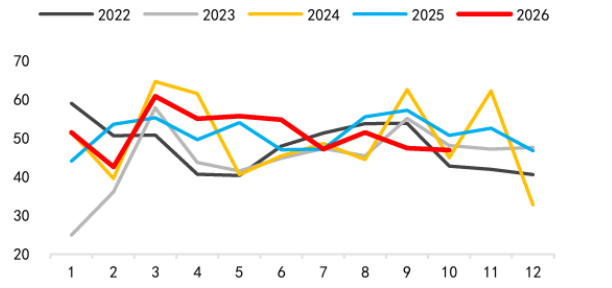
资料来源：海关总署、创元研究

图：主要铝材出口利润测算（美元/吨）



资料来源：SMM、创元研究

图：铝加工行业PMI：新出口订单指数

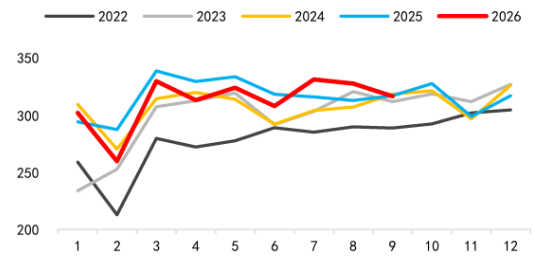


资料来源：SMM、创元研究

近强远弱矛盾突出，长期来看重心下移

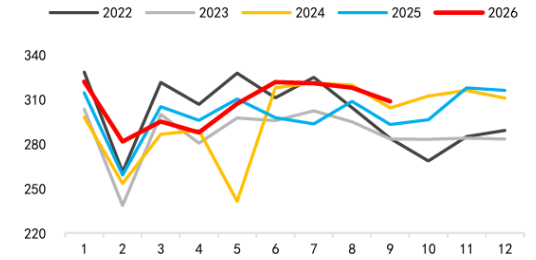
- 2026年1-9月剔除出口后的国内电解铝表观需求累计2811.8万吨，累计同比-1.25%，2026年1-9月海外电解铝表观需求累计2761万吨，累计同比+3.15%；
- 关于后续，铝供需仍是近强远弱格局，近端去库趋势尚未见到拐点，一方面驱动月差迅速走强、另一方面也使得铝价暂时难深跌，在拐点到来之前铝单边交易会在近强与远弱之间来回反复，叠加近期宏观波动加剧放大，铝价单边走势预计震荡区间变宽，而长期来看，供应增长趋势明确、由短缺转过剩的指引下，铝价重心将继续下移的判断不变，仅供参考。

图：国内电解铝表观需求（万吨）



资料来源：创元研究

图：海外电解铝表观需求（万吨）



资料来源：创元研究

图：国内电解铝供需平衡（万吨）

时间	2022	2023	2024	2025	2026E
原铝产量	4007.29	4151.30	4310.49	4392.33	4538.06
原铝净进口	47.20	139.20	193.46	224.19	213.13
总供应	4054.49	4290.50	4503.95	4616.52	4751.19
铝材及铝制品净出口	727.95	680.67	818.21	808.51	975.61
内需	3357.44	3613.83	3693.86	3791.11	3778.24
总需求	4085.39	4294.50	4512.07	4599.62	4753.84
平衡	-30.90	-4.00	-8.12	16.90	-2.65
产量增速	4.1%	3.6%	3.8%	1.9%	3.3%
内需增速	1.4%	7.6%	2.2%	2.6%	-0.3%
总需求增速	2.4%	5.1%	5.1%	1.9%	3.4%

资料来源：创元研究

图：海外电解铝供需平衡（万吨）

时间	2022	2023	2024	2025	2026E
原铝产量	2875.74	2910.52	2960.96	3009.20	2908.46
原铝净进口	-47.20	-139.20	-193.46	-224.19	-213.13
总供应	2828.54	2771.32	2767.49	2785.02	2695.33
铝材及铝制品净出口	-727.95	-680.67	-818.21	-808.51	-975.61
内需	3590.44	3423.09	3545.16	3606.08	3698.64
总需求	2862.49	2742.43	2726.95	2797.58	2723.03
平衡	-33.95	28.89	40.54	-12.56	-27.70
产量增速	3.6%	-2.0%	-0.1%	0.6%	-3.2%
内需增速	5.7%	-4.7%	3.6%	1.7%	2.6%
总需求增速	5.2%	-4.2%	-0.6%	2.6%	-2.7%

资料来源：创元研究

【免责申明】本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

创元期货
CHUANG YUAN FUTURES

謝謝觀賞

致谢