安粮期货商品研究报告

沪铝期货月报（202610）



期货研究报告
投资咨询业务资格
皖证监函【2017】203 号
研究所 有色金属小组
研究员：钟远：
从业资格号：F0303681
投资咨询号：Z0011824
初审：
张莎：从业资格号：F03088817
投资咨询号：Z0019577
复审：
赵肖肖：从业资格号：F0303938
投资咨询号：Z0022015

安粮期货

2026 年 10 月

综述：箱体震荡，累库定方向

核心观点：

国内电解铝运行产能达 4537.16 万吨，逼近政策天花板 4500 万吨，增量弹性不足，供给刚性；需求端呈现结构性分化，建筑型材需求受地产低迷影响，而新能源汽车领域需求相对稳定，部分对冲内需疲软。库存端，电解铝虽呈现去化，但当前库存为 72.20 万吨，库存绝对值相较于历史为中性偏低水平。成本与宏观扰动交织：供给刚性与行业成本线支撑构成上行驱动，但库存变化可能超预期、现货贴水压力压制反弹空间，多空因素复杂博弈。宏观上受情绪影响，价格或将反复波动，需观察多空力量的消长。短期沪铝整体将维持箱体震荡，上方空间取决于旺季需求的兑现成色与去库节奏的延续性，但若累库超预期、铝棒加工费走弱，则回归箱体下沿运行，短期建议采取谨慎观望的态度。长期来看，电解铝价格处于绝对高位，且高利润不可持续，铝价面临压力，投资者决策需密切关注库存变化、需求表现等关键变量的指引。

一、沪铝行情回顾

9 月沪铝加权整体呈月初冲高、中旬受宏观打压回撤、下旬节前备货回稳的走势。上半月承接 8 月去库叙事，加权指数一度逼近 24600-24700 元/吨区域，市场对金九旺季和国内低库存继续给予溢价；中旬美国 PPI、加息预期反复及油价波动带动有色整体回撤，美联储 9 月加息预期增强，美元指数走强并对金属估值形成压力。下旬国内双节前下游补库、铝锭社库加速去化，低库存把价格重新托回 24200-24400 元/吨一线，月跌 1.04%。整月看，沪铝表现强于伦铝：伦铝受美元、日本升水下调、海外中东复产预期影响更弱，沪伦比维持在 8 以上，进口窗口基本关闭。

图 1：沪铝行情



图 2：沪铝主力合约基差



来源：钢联数据，安粮期货

二、市场分析

1、供应端

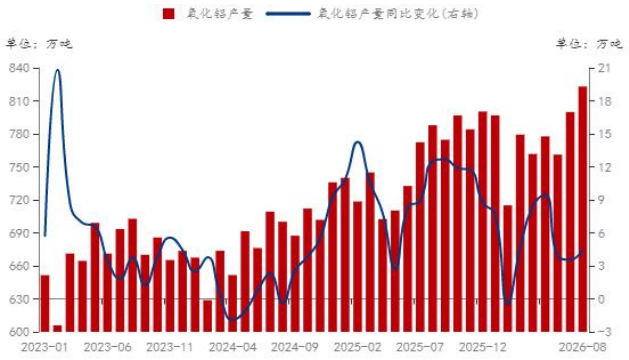
（1）氧化铝供应宽松，面临过剩压力

8 月，氧化铝国内运行产能 9900 万吨，较上月增加 310 万吨，同比+4.65%；氧化铝 8 月产量 823 万吨，同比+4.47%，供应量大于需求量，供给宽松。增量主要来自两方面：北方山西、河南前期受赤泥库及检修影响的企业于 8 月陆续复产，部分产能在月末进一步重启；南方广西前期受生产问题困扰的企业基本恢复正常，新增产能持续释放。百川盈孚测算 8 月国内氧化铝供应过剩 14.75 万吨，预计 9 月过剩将进一步扩大至 20.29 万吨，这意味着当前的宽松格局不是终点，9 月在广西新产能投产、山西停产产能恢复的双重推动下，运行产能有望接近 9196 万吨/年，市场供应压力将明显加剧。

图 3：氧化铝运行产能及同比



图 4：氧化铝产量及同比



来源：钢联数据，安粮期货

（2）电解铝产能见顶，供应相对刚性

据钢联数据统计，电解铝 8 月运行产能 4537.16 万吨，同比增长 2.19%，接近 4500 万吨天花板，限制中长期增量。8 月电解铝产量达 387.93 万吨，同比+2.41%，开工率高达 98.41%。供给端大幅变化的可能性不大，但产量总体仍小幅增加，且有新产能投放的计划。新增产能多为置换或技改项目，增量较为零星，难以对整体供应格局产生显著影响。云南丰水期水电支撑运行产能，铝水比例 77.38%，增量空间受限于产能指标，西南地区产能释放节奏平稳；新疆、内蒙古依托低电价维持产能，但碳排放成本攀升抑制扩产意愿。

图 5：电解铝运行产能



图 6：电解铝产量



来源：钢联数据，安粮期货

（3）俄铝主导进口结构

8 月电解铝铝进口量 43.19 万吨，同比-12.59%，国际贸易冲突导致贸易流向转变，进口主要来源为俄铝，俄铝进口占比为 47%。进口窗口阶段性关闭，海外货源冲击有限，原铝净进口量同比大幅增加，但绝对数量对国内市场影响相对可控。

图 7：电解铝进口量

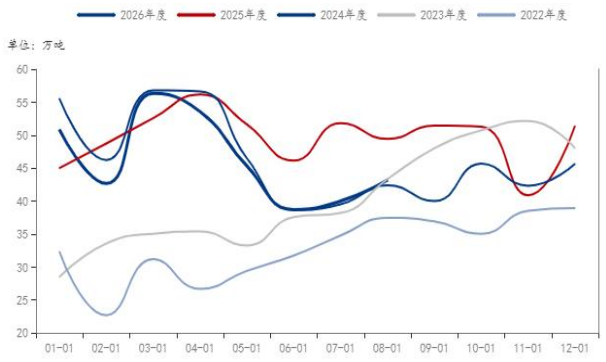
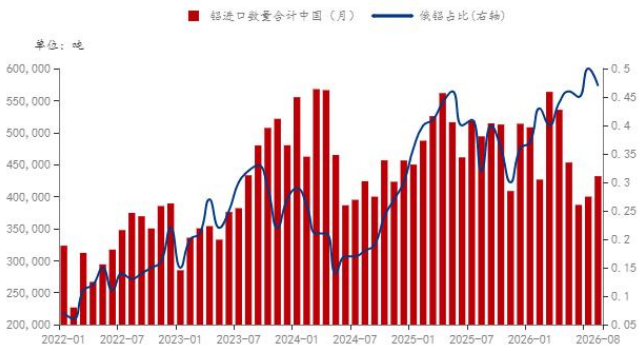


图 8：俄铝进口占比



来源：钢联数据，安粮期货

2. 需求端

（1）传统建筑消费行业承压

房地产各项数据依然负增长，传统消费领域季节性走弱。2026 年 8 月房地产开发投资累计 47979 亿元，累计同比-19.9%。8 月累计竣工面积 21097 万平方米，累计同比-23.7%。8 月房地产累计施工面积 560770 万平方米，累计同比-12.8%。8 月商品房累计销售面积 49880 万平方米，累计同比-12.1%。

图 9：房地产累计开发投资

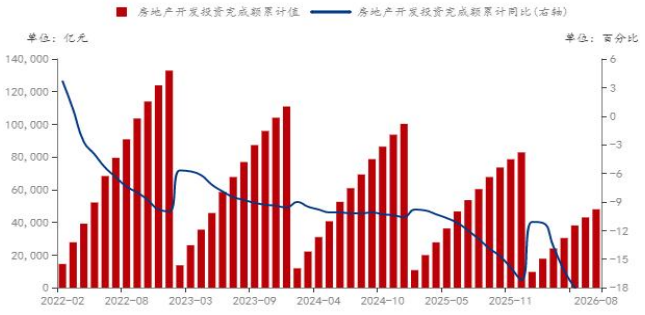


图 10：房地产累计竣工面积

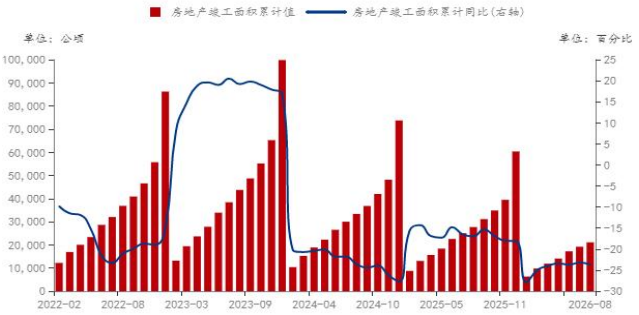


图 11：房地产累计施工面积

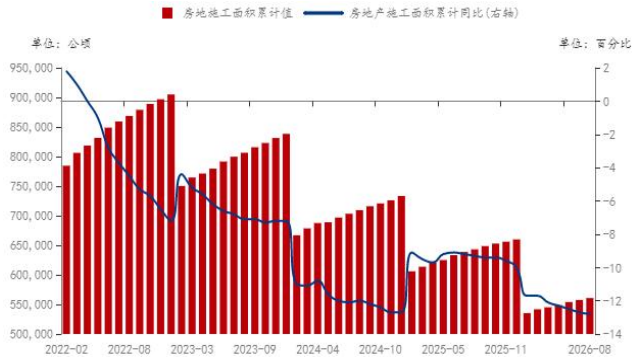


图 12：商品房累计销售面积



来源：钢联数据，安粮期货

（2）新兴领域需求相对韧性

8 月汽车产量 268.37 万辆，较上月增加 11.03 万辆，同比-4.68%；其中新能源汽车产量 165.30 万辆，较上月增加 7.7 辆，同比+18.84%，轻量化趋势推动单车用铝量提升 40%，带动铝板带、压铸件需求维持高景气。

图 13：汽车产量及同比

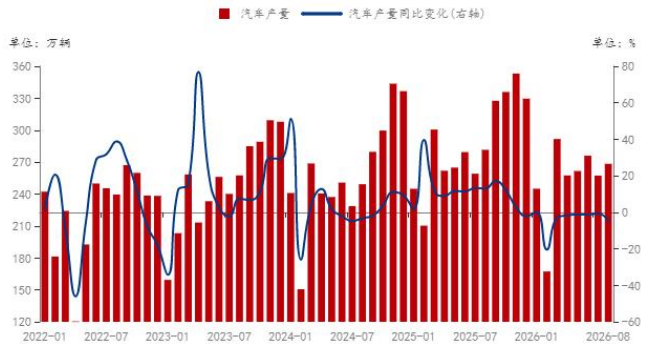
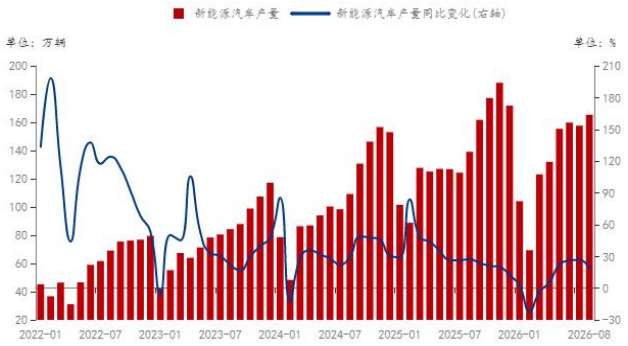


图 14：新能源汽车产量及同比



来源：钢联数据，安粮期货

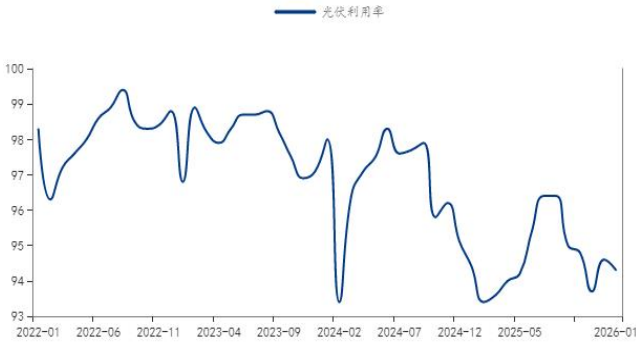
（3）电力光伏

7 月电网工程累计投资额 3339 亿元，累计同比 0.75%。全国电网工程投资完成额保持同比较快增长趋势。当前铝线缆行业正式进入密切的交货周期，行业开工率将持续向好趋势，在特高压与输变电工程订单的接力下，配合各省份的配网协议库存等订单支撑，铝线缆消费预计仍保持较快增速。1 月光伏利用率 94.3%，同比-0.11%，贡献有限。

图 15：电网工程累计投资额及同比



图 16：光伏利用率



来源：钢联数据，安粮期货

3. 库存端

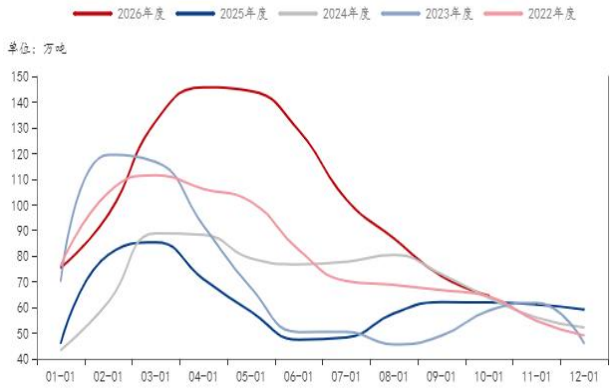
9 月底，国内电解铝现货库存 72.20 万吨，较上月末减少 14.72 万吨，库存有所去化，目前处于中性偏低水平；9 月国内期货库存 19.14 万吨，较上月减少 9.58 万吨；LME 铝期货

库存 24.34 万吨，较上月末减少 0.78 万吨，以亚洲仓库增量为主，但注销仓单比例低位，现货流动性偏紧。国内电解铝库存有所去化，需关注幅度变化。

图 17：国内外铝现期货库存



图 18：2022-2026 年电解铝现货库存



来源：钢联数据，安粮期货

4. 成本利润端

氧化铝价格是主导电解铝成本方向的关键因素。虽然当前其价格相对弱势，但电力、预焙阳极等成本的潜在上涨会部分抵消氧化铝降价的影响，使得综合成本在一定区间内获得支撑。8 月电解铝加权平均完全成本为 15661 元/吨，较上月减少 99 元/吨，同比-2.79%；理论利润为 8208 元/吨，较上月增加 869 元/吨，同比+80.47%。利润处于高水平，支撑高开工。

图 19：电解铝加权平均成本

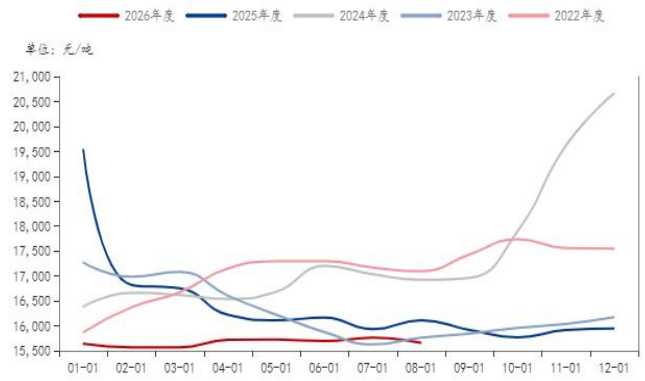
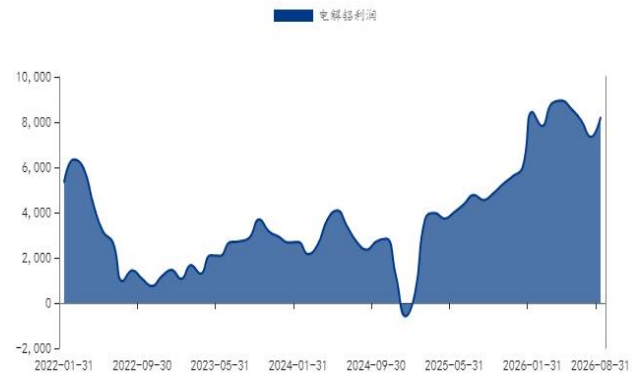


图 20：电解铝月度利润



来源：钢联数据，安粮期货

三、行情展望

短期来看，沪铝延续箱体震荡，方向取决于节后累库与旺季成色。上方空间看需求兑现；但若累库超预期、铝棒加工费走弱，则回归箱体下沿运行。长期来看，若未来累库幅度加大或宏观利空持续发酵，当前高位利润难以维持，铝价将面临一定压力。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。