

## 电解铝：延续外强内弱格局，沪铝高位承压

### 基本面分析

**价格走势：**截至5月29日，沪铝主力收于24270元/吨，周跌235元/吨；LME 3M铝收于3681美元/吨，周涨52美元/吨。国内现货贴水收窄至80元/吨，沪伦比值6.62，进口亏损扩大至6857元/吨，外强内弱格局显著。

**供应情况：**国内电解铝运行产能4553万吨，开工率98.5%，已近产能天花板，周产量87.3万吨持平。全球供应面临中东地缘冲突升级风险，阿联酋EGA和巴林Alba两大铝厂面临停产/压产，涉及数百万吨产能，LME库存创新低，海外供应持续紧张。

**需求情况：**下游开工率分化，铝型材和线缆小幅回升，板带箔小幅回落。终端消费中，新能源汽车产销两旺，电网工程提供支撑，但地产竣工累计同比仍承压。出口端受232关税调整和欧盟CBAM影响，短期抢出口效应明显，4月铝材出口同比增长强劲。

**成本利润：**电解铝完全成本16553元/吨，周环比微增5.29元。行业利润高达7837元/吨，处于历史高位，主要得益于铝价高位运行。氧化铝价格小幅反弹，进口矿价稳定，目前成本端持稳，但几内亚出口政策将增加成本端上行风险。

**库存变化：**截至5月29日，国内社会库存140.1万吨，周环比去库1万吨，去库速度放缓。LME库存降至33.8万吨，海外供应紧张格局持续。上期所库存51.58万吨，小幅累库，内外库存分化明显。

### 策略建议

策略上，国内去库缓慢不及预期，沪铝价格走势不明朗，建议以观望为主，等待更明确的驱动信号。单边方面，沪铝主力在24000-24700元/吨区间窄幅运行，短期缺乏方向性突破动力，不宜激进操作，沪铝主力下方关注24000附近支撑情况。

### 风险提示

风险提示：1) 中东地缘冲突超预期缓和，海外供应风险溢价回落，导致外盘铝价大幅回调；2) 国内下游消费复苏不及预期，社会库存去化停滞甚至转为累库，压制沪铝价格；3) 宏观政策超预期收紧，如美联储加息或国内信贷收缩，引发系统性风险；4) 印尼新增产能提前释放，增加全球供应压力；5) 期货市场资金情绪、跨期套利行为易放大短期行情波动。

## 一、价格：内外盘分化，国内现货贴水收窄



图1：国内电解铝现货价格及升贴水

数据来源：SMM、华金期货

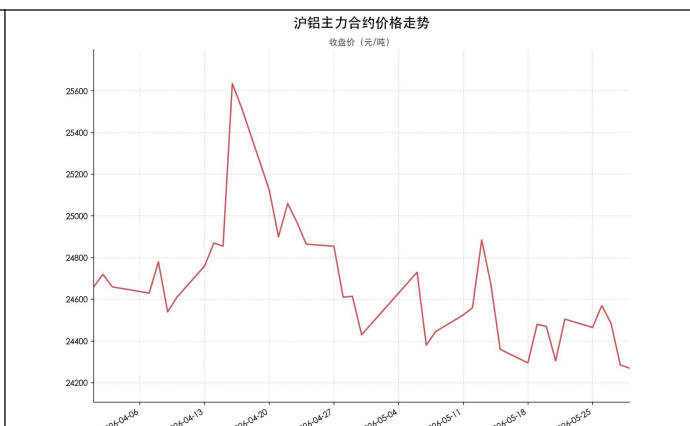


图2：沪铝主力合约价格走势

数据来源：SMM、华金期货



图3：LME 3M铝价及升贴水

数据来源：SMM、华金期货

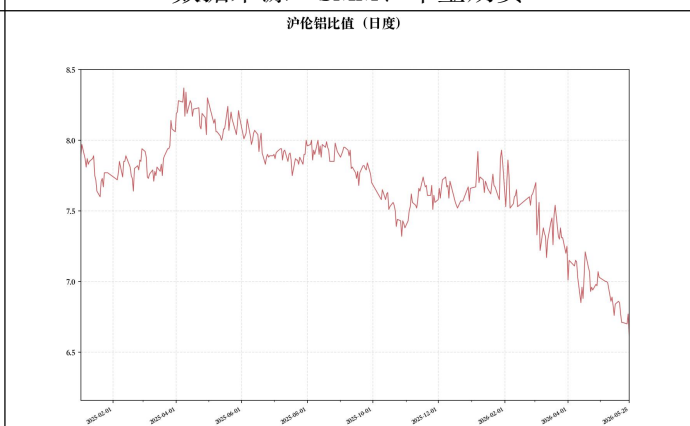


图4：沪伦铝比值

数据来源：SMM、华金期货

截至5月29日，沪铝主力合约收盘于24270元/吨，周度下跌235元/吨，跌幅0.96%，呈现高位回调态势。现货市场方面，A00铝现货均价报24210元/吨，周跌140元/吨，现货贴水由周初的-140元/吨收窄至-80元/吨，基差逐步修复，显示现货市场在价格回调后接货意愿有所改善，贴水收窄反映短期供需边际转稳。国际市场方面，LME 3M铝价收于3681.0美元/吨，周度上涨52.0美元/吨，涨幅1.43%，表现显著强于国内。沪伦比值进一步下探至6.62，进口亏损扩大至-6857元/吨，意味着进口窗口持续关闭，海外货源难以流入国内市场。内外盘走势分化，核心逻辑在于海外供应风险溢价持续抬升，而国内则受制于高开工率下的供应刚性及需求复苏节奏偏慢。

## 二、供应：国内刚性高位，海外风险升温

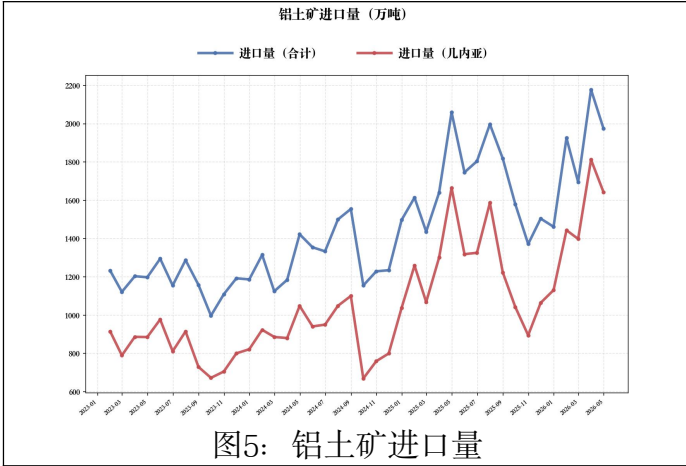


图5: 铝土矿进口量  
数据来源: SMM、华金期货

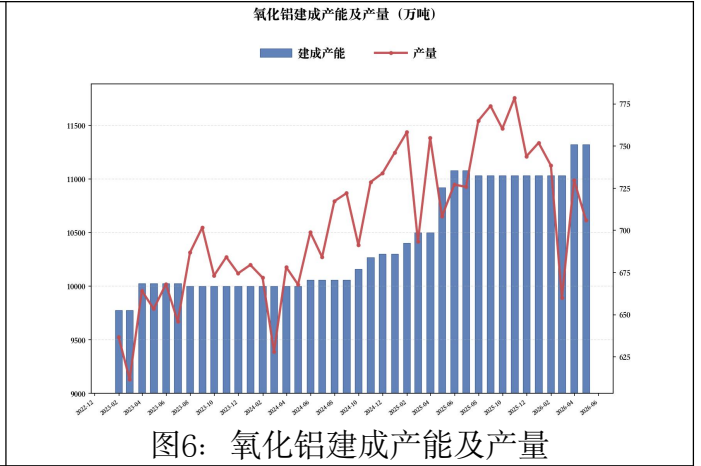


图6: 氧化铝建成产能及产量  
数据来源: SMM、华金期货

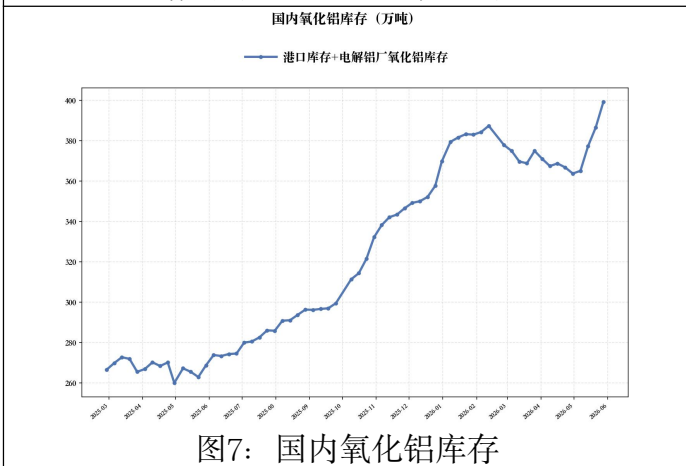


图7: 国内氧化铝库存  
数据来源: SMM、华金期货

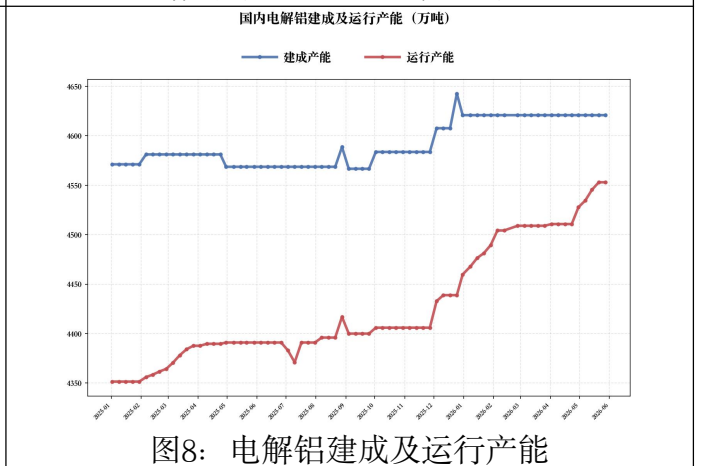


图8: 电解铝建成及运行产能  
数据来源: SMM、华金期货

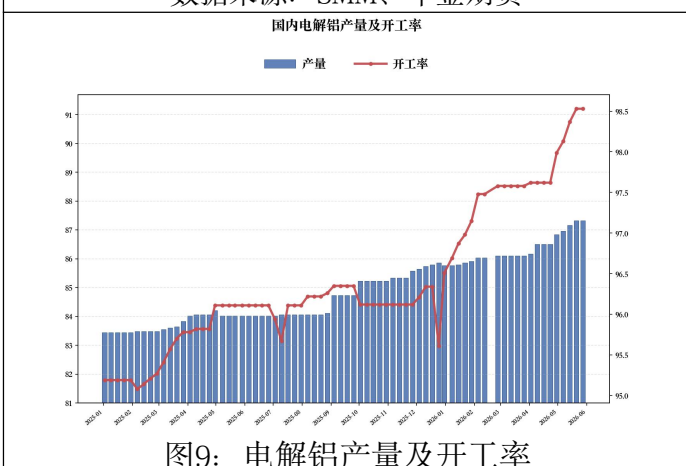


图9: 电解铝产量及开工率  
数据来源: SMM、华金期货

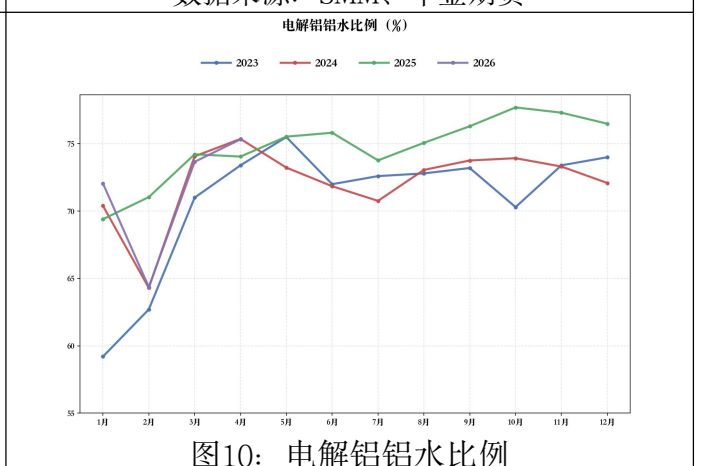


图10: 电解铝铝水比例  
数据来源: SMM、华金期货

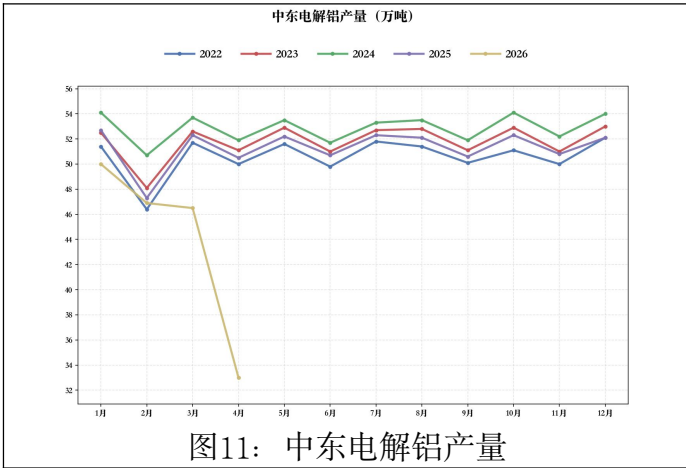


图11: 中东电解铝产量  
数据来源: SMM、华金期货

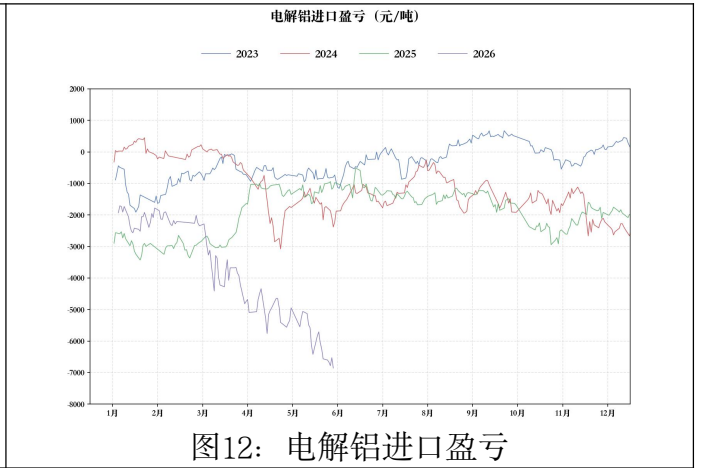


图12: 电解铝进口盈亏  
数据来源: SMM、华金期货

国内供应端，截至5月29日，电解铝建成产能4620.9万吨，运行产能4553.0万吨，周环比持平，开工率维持在98.5%的历史高位。周产量87.3万吨，环比无增量，铝水比例高达76.4%，表明铝液直供下游比例维持高位，铸锭量有限。当前国内电解铝运行产能已逼近合规产能天花板，新增产能空间极为有限，供应弹性主要来自云南等地的复产节奏，但近期电力供应稳定，未见明显扰动。整体来看，国内供应端呈现“高开工、高产量、低弹性”的刚性特征。

全球视角下，供应端风险显著升温。本周中东地缘冲突再度升级，阿联酋EGA和巴林Alba两家大型铝厂面临停产/压产风险，受影响产能规模达数百万吨级别，若实质性减产将严重冲击全球铝供应链。与此同时，LME铝库存持续下降至约33.9万吨，海外可交割货源极度紧缺。高盛已将其2026年全球铝市场预期从盈余调整为短缺，进一步强化了海外供应紧张的预期。此外，欧美本土产能受AI数据中心电力需求竞争挤压，复产困难重重，而印尼新增产能虽在规划中，但实际释放可能滞后。综合来看，全球铝供应正面临多重扰动，海外供应收缩预期强烈，国内则维持刚性高位，内外供应格局分化加剧。

### 三、需求：内需分化，出口抢跑

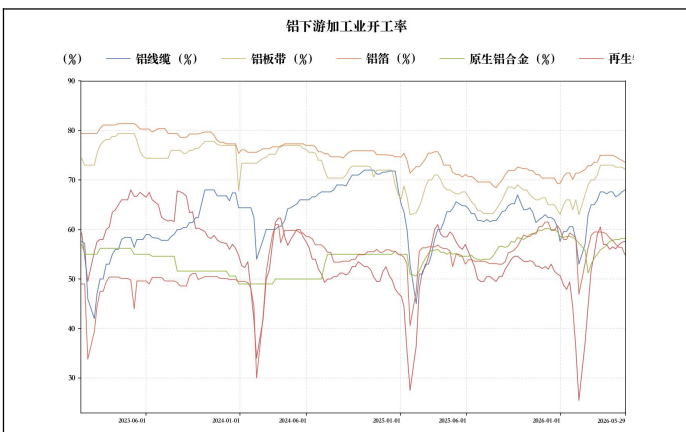


图13: 铝下游加工产业开工率  
数据来源: SMM、华金期货

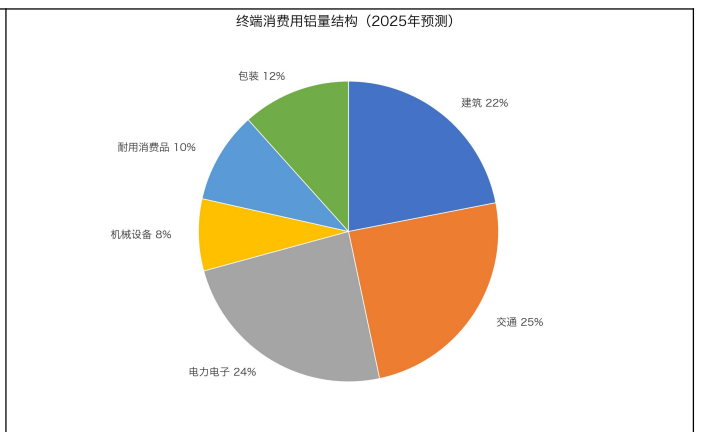
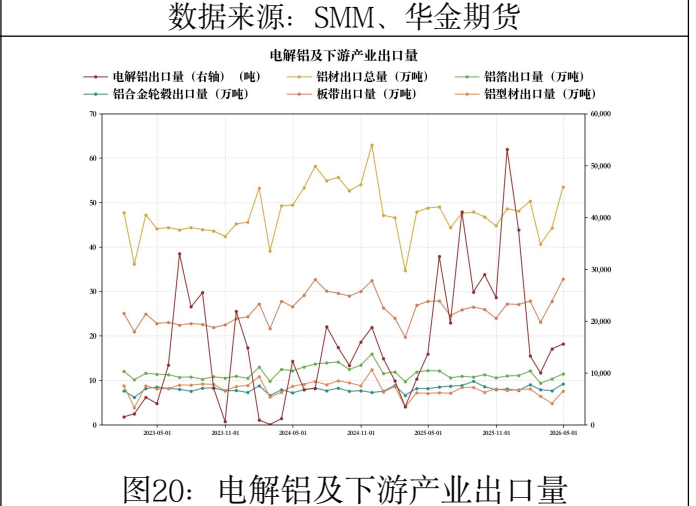
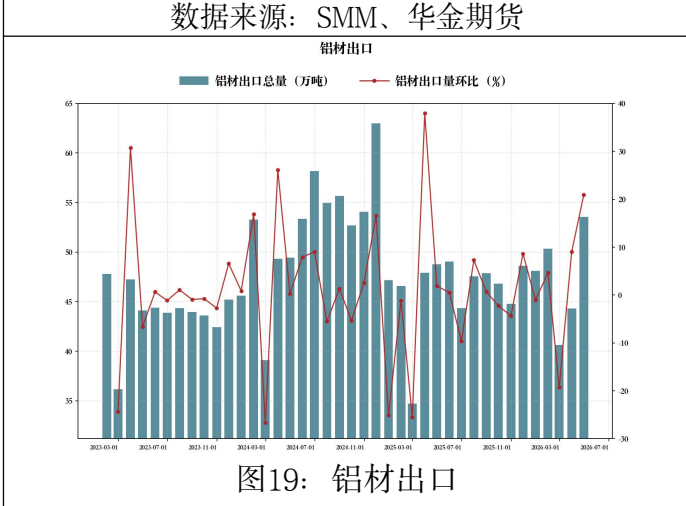
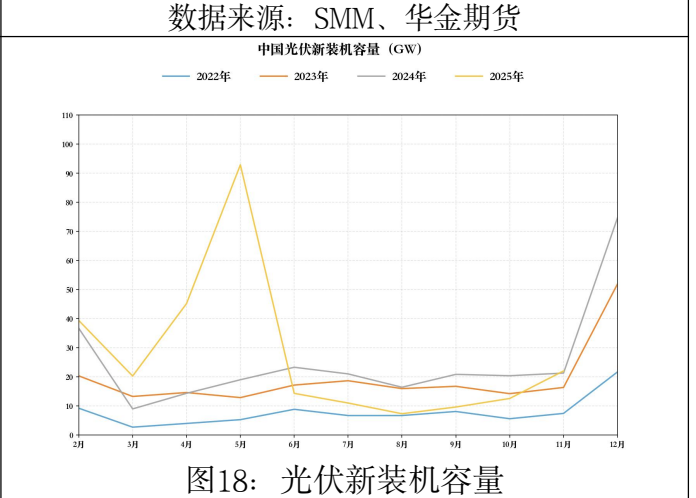
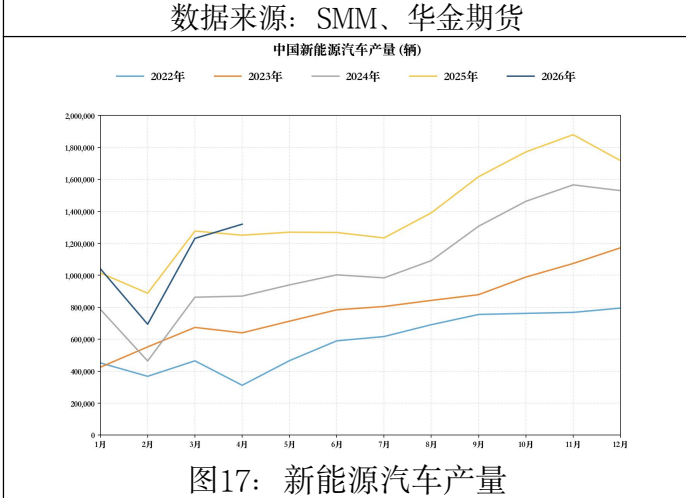
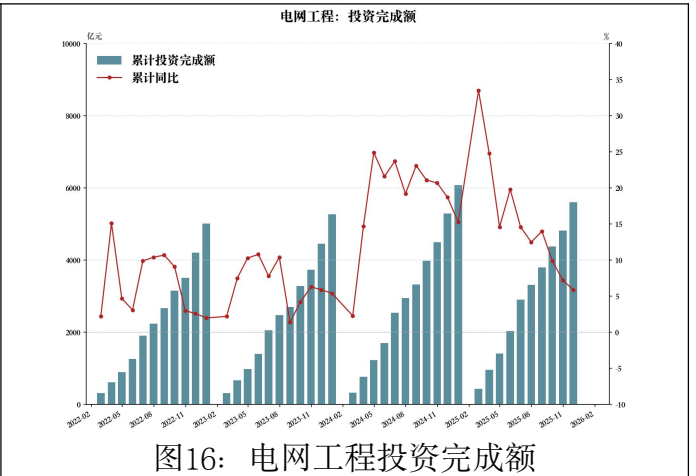
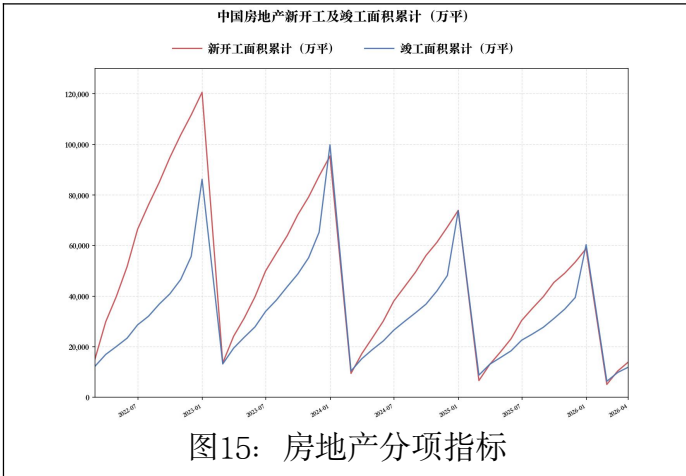


图14: 终端消费用铝量结构  
数据来源: SMM、华金期货



下游开工率方面，截至5月29日，铝型材开工率57.6%，周环比小幅回升0.2个百分点，工业材强于建筑材，建筑型材依赖工程与出口，对冲商品房低迷；铝线缆开工率68.0%，周环比回升0.4个百分点，反映电网端对需求有所拉动。但铝板带开工率72.2%，铝箔开工率73.6%，均环比回落0.4个百分点，显示工业材及包装领域需求出现边际走弱。原生铝合金开工率58.2%，再生铝合金54.9%，整体开工率水平处于季节性中位，下游消费呈现结构性分化。

终端消费领域，新能源汽车产销两旺，4月底产量132.0万辆，销量134.4万辆，产销率超100%。根据国家电网数据显示，一季度电网投资累计完成额1290亿元，同比增37%，为铝线缆需求提供支撑。然而，房地产新开工面积累计13900.2万平方米，竣工面积累计11885.8万平方米，同比仍处负增长区间，建筑用铝需求持续承压。

出口端，4月铝材出口53.6万吨，月环比增长20.9%，1-4月累计出口维持增长态势，短期“抢出口”

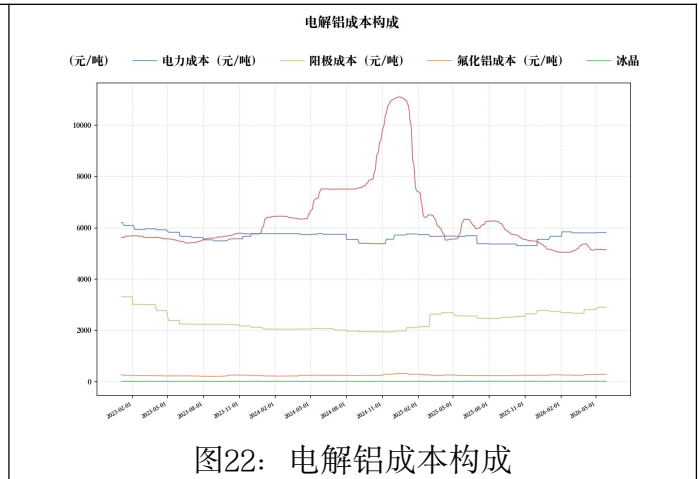
效应明显。但需警惕政策风险：美国对铝材232条款关税调整以及欧盟碳关税（CBAM）2026年正式征收，将增加出口成本。在关税压力下，短期抢出口透支了部分未来需求，预计下半年出口增速将放缓。

综合来看，当前国内铝消费呈现“内需分化、外需抢跑”的特征。新能源与电网领域提供增量，地产拖累持续，出口端短期强劲但面临政策风险。预计未来1-2个月，需求端将维持温和复苏态势，但增速可能放缓。

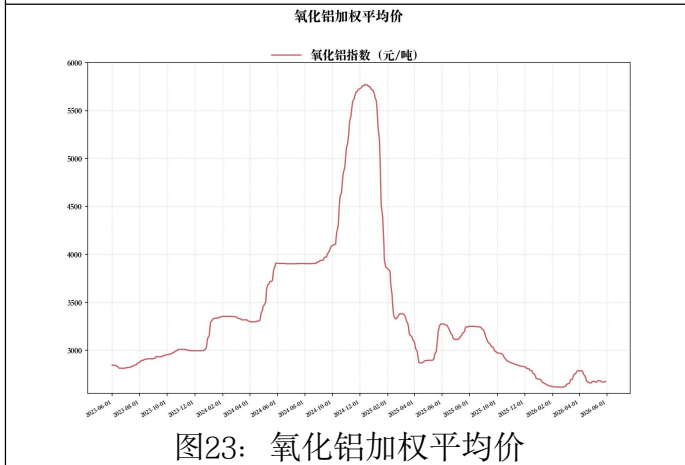
#### 四、成本利润：成本持稳，利润高位



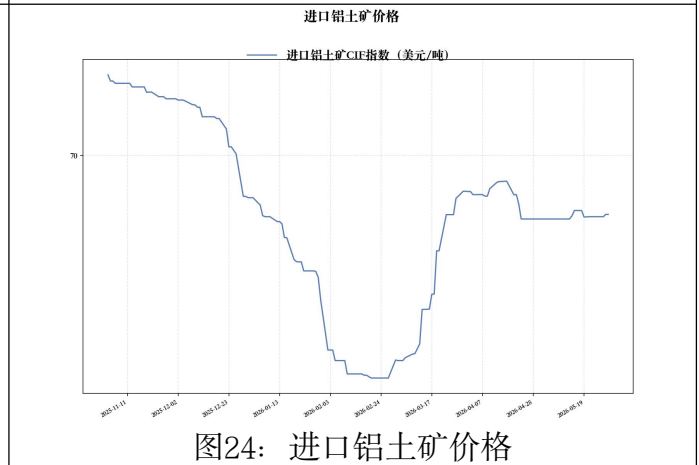
数据来源: SMM、华金期货



数据来源: SMM、华金期货



数据来源: SMM、华金期货



数据来源: SMM、华金期货

截至5月29日，电解铝完全成本为16553元/吨，周环比微增5.29元/吨，成本端整体持稳。分项来看，氧化铝成本5156元/吨，电力成本5821元/吨，阳极成本2910元/吨，三者合计占比约84%。氧化铝指数均价2675.1元/吨，周环比上涨5.22元/吨，小幅反弹但仍处于低位，主要受国内氧化铝运行产能8673万吨、周产量166.3万吨的高位压制。进口铝土矿CIF价67.7美元/吨，矿价稳定，成本传导有限。但几内亚政府发布限制铝土矿出口政策，而中国铝土矿进口高度依赖几内亚（占进口总量约六成以上），该政策若持续将推升进口矿价，推动电解铝成本上涨。

利润端，按沪铝主力24270元/吨计算，行业利润高达7837元/吨，周环比增加124.71元/吨，仍处于历史高位区间。高利润主要得益于铝价高位运行，而成本端涨幅有限。当前利润水平已远超行业平均盈亏平衡线，刺激高开工率持续。预计短期内成本端波动有限，利润将随铝价波动而调整。

## 五、库存：国内去库放缓，海外库存创新低

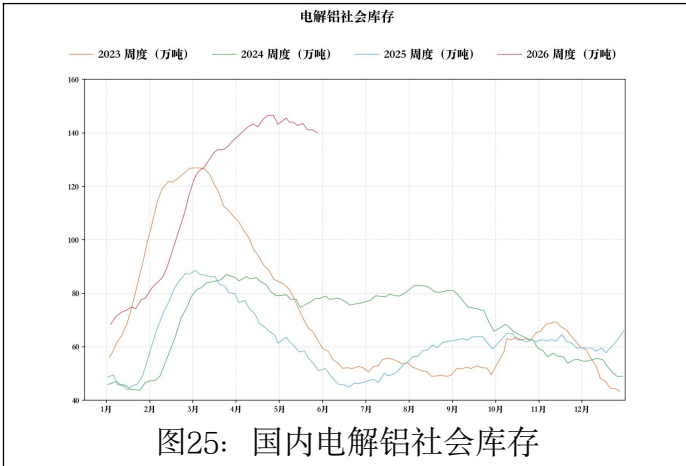


图25: 国内电解铝社会库存

数据来源: SMM、华金期货

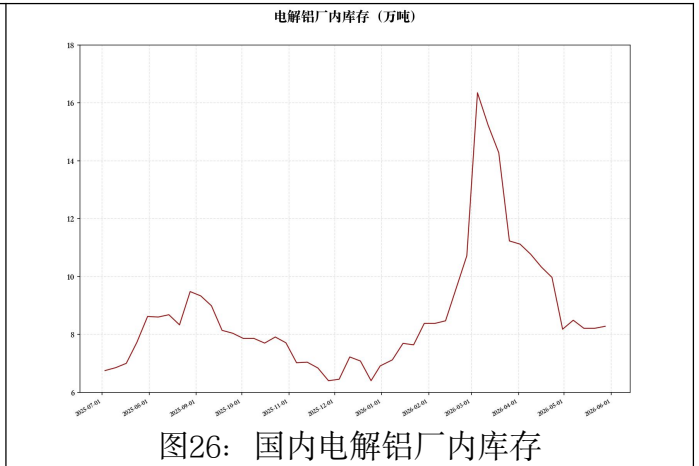


图26: 国内电解铝厂内库存

数据来源: SMM、华金期货

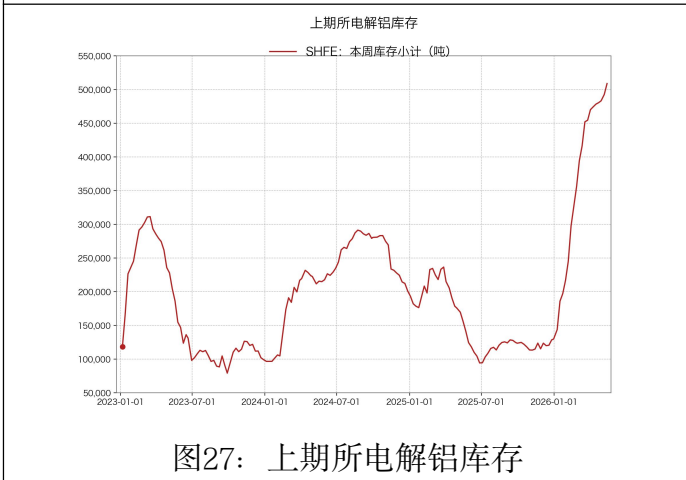


图27: 上期所电解铝库存

数据来源: SMM、华金期货

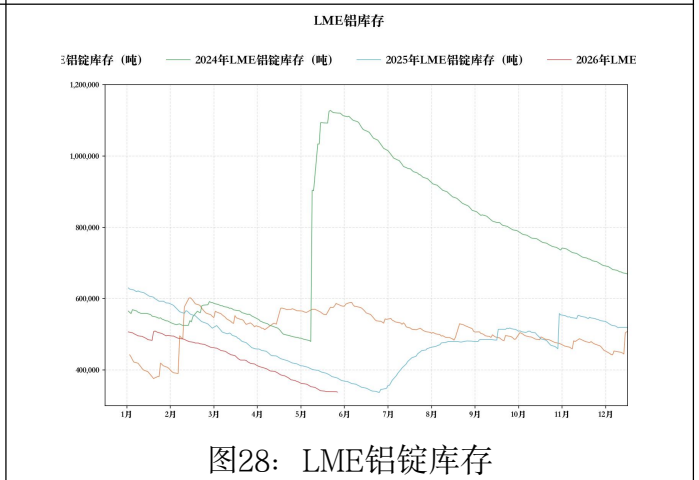


图28: LME铝锭库存

数据来源: SMM、华金期货

截至5月29日，国内电解铝社会库存140.1万吨，周环比去库1.0万吨，去库速度较前期有所放缓，但仍处于去库通道中。厂内库存8.3万吨，周环比小幅增0.07万吨，上期所库存51.58万吨，周环比增加0.7万吨，小幅累库，主要受交割库入库影响。国内库存整体处于季节性去库阶段，但去库斜率放缓，反映下游消费复苏力度有限。

海外库存方面，LME铝库存持续降至33.8万吨，周环比减少0.12万吨。低库存叠加中东供应风险，海外铝市场供需紧张格局加剧，对LME铝价形成强力支撑。内外库存分化明显：国内库存绝对量仍偏高，去库速度放缓；海外库存则处于历史极低水平，供应脆弱性显著。预计短期内，LME低库存将继续支撑外盘铝价，而国内库存去化节奏将取决于下游消费复苏情况。



史光达

从业资格号: F03153599

投资咨询号: Z0023782

## 免责声明

本报告仅供本公司内部使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。