

安粮期货商品研究报告



沪铝期货月报（202511）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025 年 11 月 3 日

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：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015

初审：

潘兆敏：从业资格号：F3064781

投资咨询号：Z0022343

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015



综述：高位博弈下的强势格局

核心观点：

国内电解铝运行产能达 4455.93 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，建筑型材与光伏订单受地产低迷拖累明显走弱，但新能源汽车及电网基建需求韧性仍存，部分对冲内需疲软。低库存仍为核心支撑，电解铝库存为 61.99 万吨，LME 库存 49.63 万吨，相对低位持续抑制下跌空间。目前电解铝库存累积中断，月度库存减少 0.08 万吨，累库与去库或将转换。成本与宏观扰动交织：美联储降息乐观预期与低库存支撑构成上行驱动，但累库幅度可能超预期、现货贴水压力及氧化铝成本支撑弱化压制反弹空间，多空因素复杂博弈，沪铝或将维持 19000-22000 区间震荡，重点参考区间上沿。操作建议上，激进者可区间操作，稳健者暂时观望，等待明确信号指引，需及时关注传统旺季需求表现及库存变化情况。



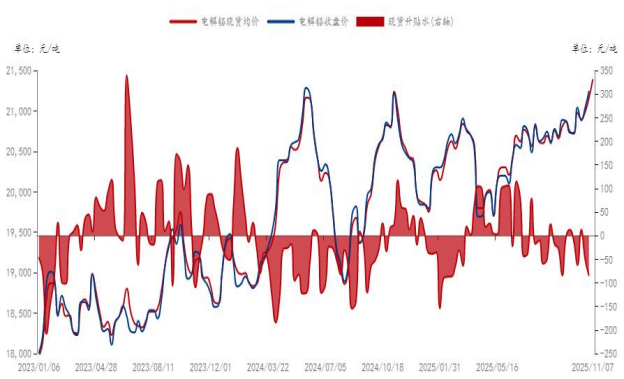
一、沪铝行情回顾

10月沪铝加权指数整体呈现震荡偏强格局，价格核心运行区间为20800-21400元/吨。国庆假期后，铝价在市场期待的金九银十旺季效应与基本面现实之间反复博弈。十月上旬受美联储降息预期刺激，美元走弱，宏观情绪乐观，价格反弹至21200元/吨附近，但后续驱动力不足，价格略有回落；中旬，海外供应突发扰动成为市场转折点，冰岛铝厂因电气设备事故减产约20万吨产能，推动LME铝价一度触及2889.5美元/吨，为2022年5月以来新高。受外盘带动，沪铝再度突破21000元/吨压力位并在此企稳，月涨3.02%。

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

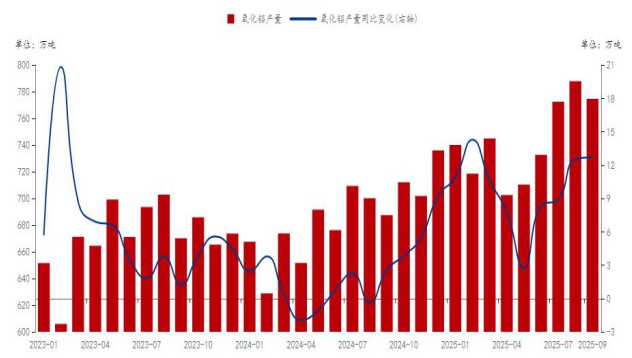
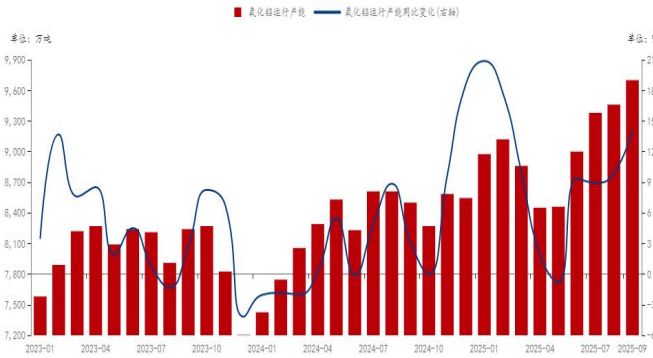
1、供应端

(1) 氧化铝供应宽松，面临过剩压力

9月，氧化铝国内运行产能9700万吨，较上月增加240万吨，同比+14.12%；氧化铝9月产量774.6万吨，同比+12.69%，供应量大于需求量，供给宽松。分区域，广西云南等南方地区前期检修产能集中恢复，运行产能环比增加近200万吨；山西河南北方地区复产推进，产能增约70万吨，但山东因成本压力降低负荷。氧化铝面临产能过剩压力，库存及仓单持续增加，基本面整体偏弱。其价格承压下行，使得电解铝冶炼成本下降，底部价格支撑有所松动。此外，铝土矿供应保持宽松，后续下行压力不减。

图 3：氧化铝运行产能及同比

图 4：氧化铝产量及同比



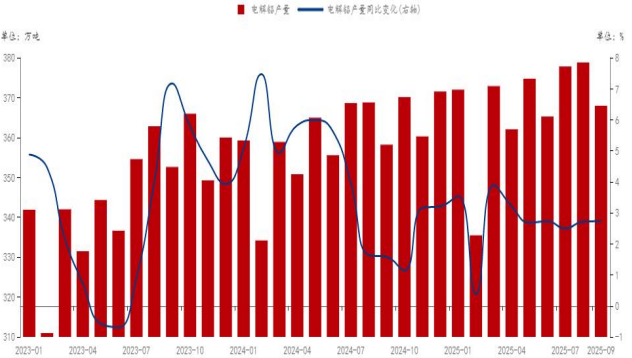
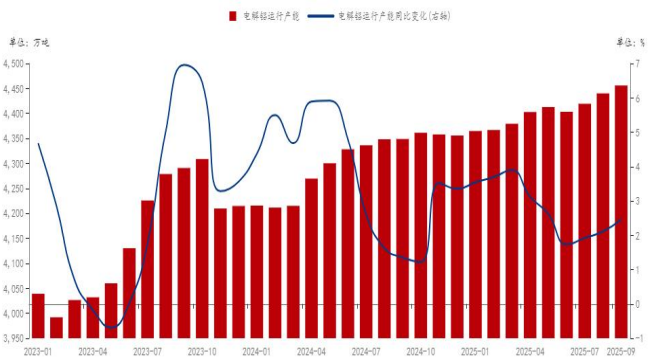
来源：钢联数据，安粮期货

(2) 电解铝产能见顶，供应高位过剩

据钢联数据统计，电解铝 9 月运行产能 4455.93 万吨，同比增长 2.46%，接近 4500 万吨天花板，限制中长期增量。9 月电解铝产量达 367.96 万吨，同比+2.73%，开工率高达 97.47%。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，但铝水比例下滑至 70.78%，环比-5.94%，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

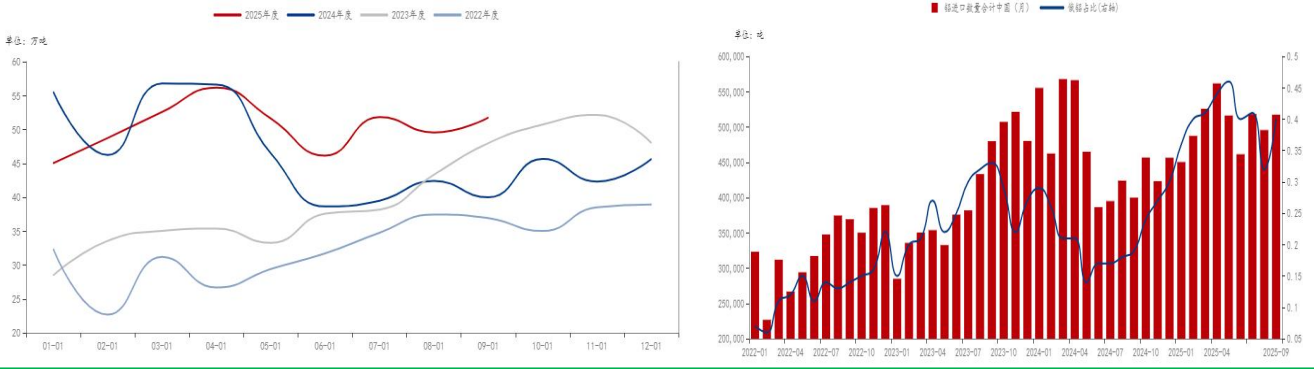
(3) 俄铝主导进口结构

9 月电解铝铝进口量 51.74 万吨，同比+29.39%，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 29.39%。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。1-9月房地产开发投资累计67705.71亿元，累计同比-15.3%，降幅较上月扩大0.1%。1-9月累计竣工面积31128.88万平方米，累计同比-15.3%。1-9月房地产累计施工面积648579.75万平方米，累计同比-9.4%。商品房累计销售面积65834.79万平方米，累计同比-5.5%。

图 9：房地产累计开发投资

图 10：房地产累计竣工面积

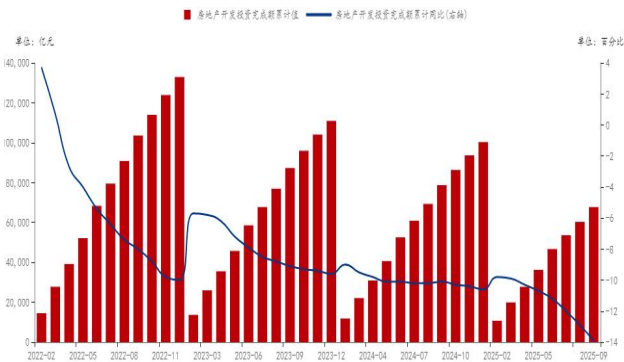


图 11：房地产累计施工面积

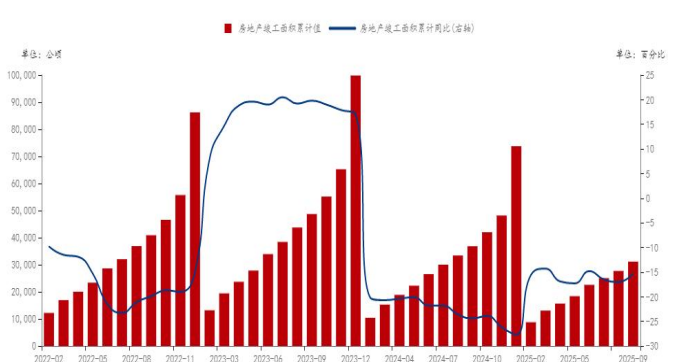
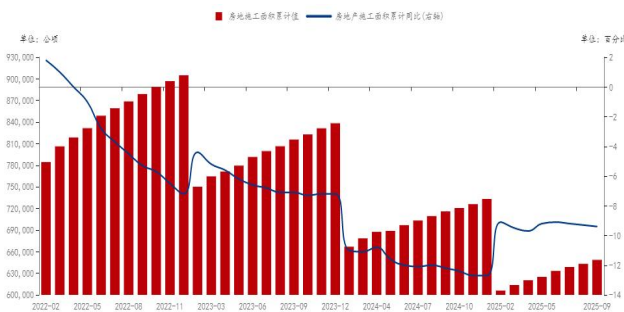


图 12：商品房累计销售面积



来源：钢联数据，安粮期货

(2) 新兴领域需求仍具韧性



9月汽车产量327.58万辆，较上月增加46.04万辆，同比+17.15%；其中新能源汽车产量161.7万辆，较上月增加22.6万辆，同比+23.72%，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

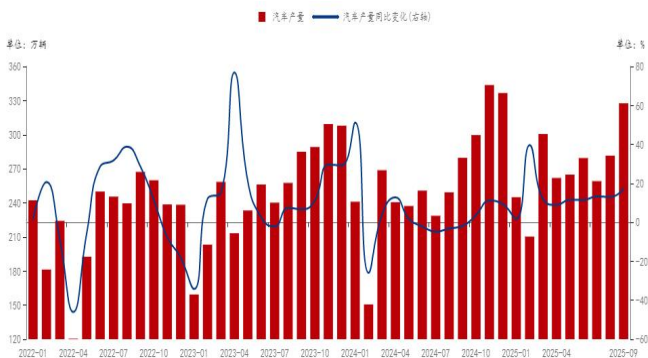
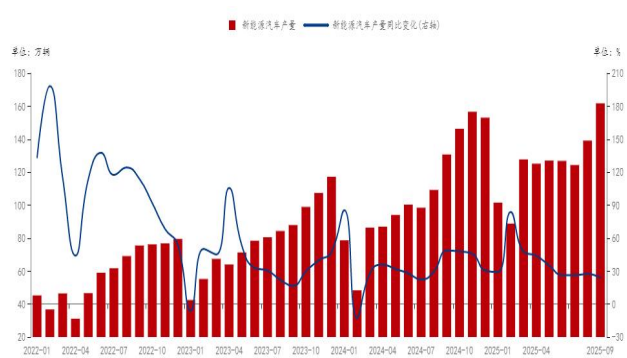


图 14：新能源汽车产量及同比



来源：钢联数据，安粮期货

(3) 电力光伏

9月电网工程累计投资额4378亿元，累计同比9.9%。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。8月光伏利用率96.4%，同比-1.33%，贡献有限。

图 15：电网工程累计投资额及同比

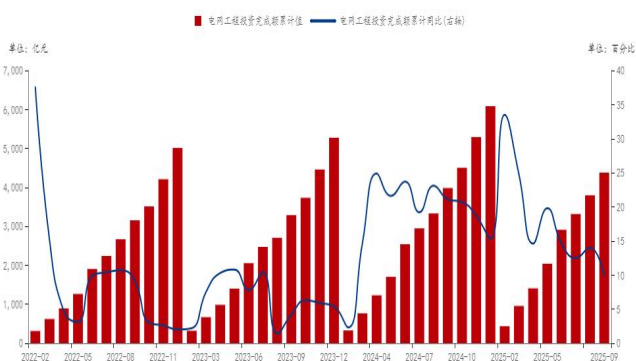


图 16：光伏利用率



来源：钢联数据，安粮期货

3. 库存端

10月底，国内电解铝现货库存61.99万吨，较上月末减少0.08万吨，库存累积中断；国内期货库存6.63万吨，较上月末增加0.02万吨；LME铝期货库存49.63万吨，较上月末减少0.15万吨，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。虽然国内电解铝库存虽仍处于低位，但库存持续累积，需关注累库幅度变化。



图 17：国内外铝现期货库存

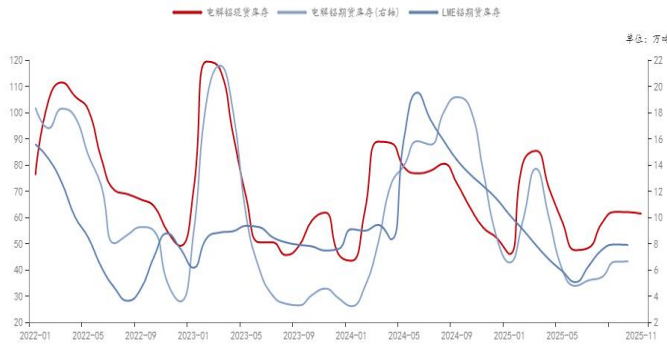
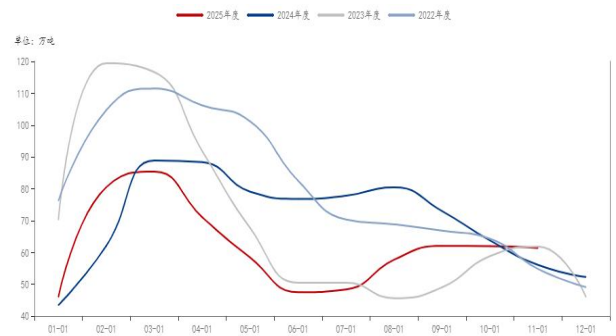


图 18：2022-2025 年电解铝现货库存



来源：钢联数据，安粮期货

4. 成本利润端

9 月电解铝加权平均完全成本为 15918 元/吨，较上月减少 193 元/吨，同比-6.15%；理论利润为 4849 元/吨，较上月增加 301 元/吨，同比+41.83%。当前利润处于较高水平，支撑高开工。

图 19：电解铝加权平均成本

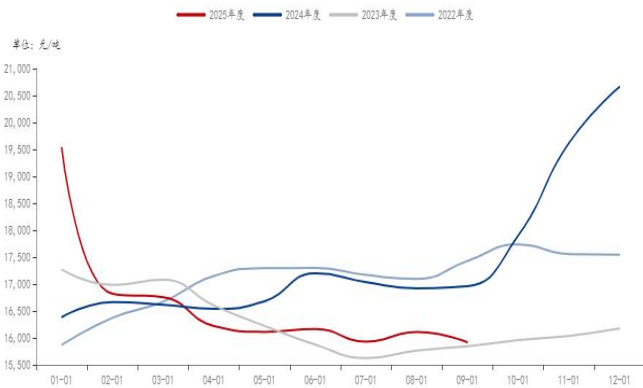
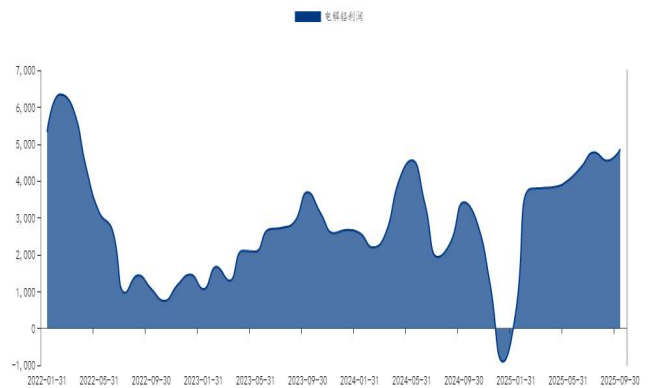


图 20：电解铝月度利润



来源：钢联数据，安粮期货

三、行情展望

短期来看，宏观层面美联储降息的乐观预期驱动铝价上行，以及库存相对低位给予支撑，铝价短期偏强运行；但随着电解铝库存持续累积或氧化铝成本支撑弱化，铝价或将面临下行风险。整体来看，预计沪铝以 19000-22000 元/吨区间震荡为主，但若电解铝库存累计幅度加大，或者传统旺季需求表现及美联储降息程度低于预期，铝价或将进一步下探。

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。

