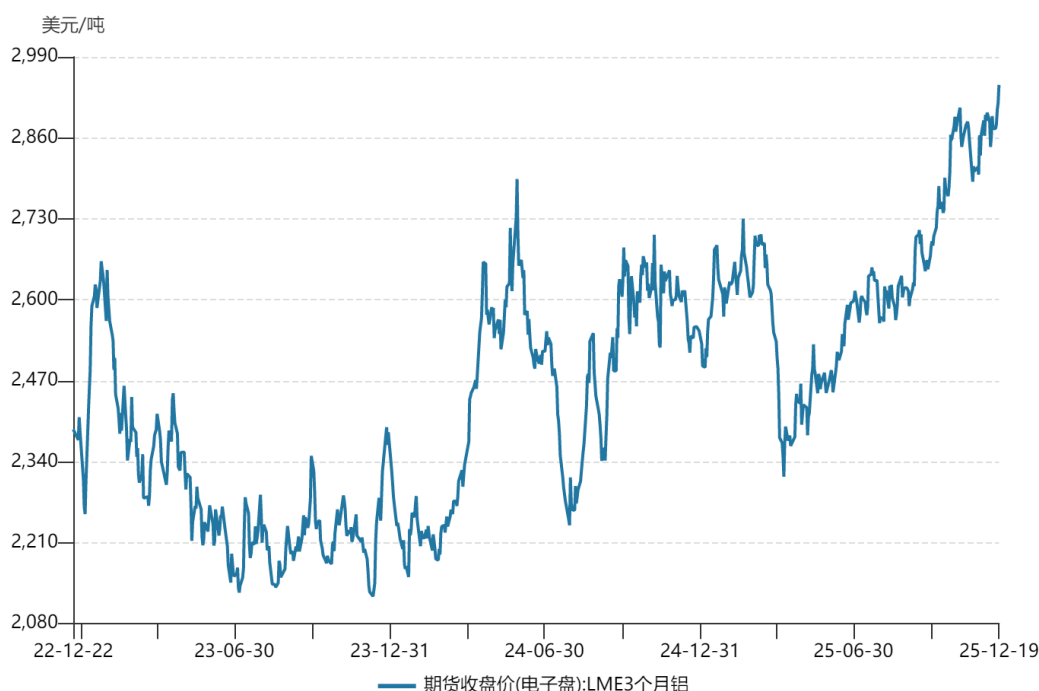


铝基本面缺乏上攻动力

五矿有色 蔡子龙



数据来源：Wind

11 月内外盘铝价高位整理。LME 铝 Cash 合约月初结算价 2903 美元/吨，月末收于 2826 美元/吨，月末较月初下跌 2.7%，报告期内最高价即月初价格，最低价为 2749.5 美元/吨，全月均价 2822.9 美元/吨，月均价环比上涨 1.3%，同比上涨 9.3%；国内华东铝锭现货月初价格为 21440 元/吨，月末收于 21450 元/吨，较月初基本持平，报告期内最低价为 21300 元/吨，全月均价 21507.5 元/吨，月均价环比上涨 2.3%，同比上涨 3.2%。

一、高价压制终端需求，基本面缺乏持续上攻动力

宏观方面，11 月海内外市场延续温和复苏态势，政策预期与市场韧性共同支撑情绪持续转好。国内方面，规模以上工业增加值同比增长 4.8%，累计同比保持 6.0% 的稳健增长水平，高技术制造业与装备制造业持续发力，采矿业与制造

业分别实现 6.3%和 6.4%的当月同比增速，结构优化特征明显。出口表现超预期，以美元计价当月同比增长 5.9%（前值 -1.1%），环比大幅回升 8.2%，贸易顺差扩大至 1116.8 亿美元。海外方面，市场普遍预期美联储将在 2026 年开启新一轮降息，且年内降息两次已成为基准情景。联邦基金利率中位数预测值在 11 月整月稳定于 3.60%，与 10 月持平，显示市场对 2026 年利率终点的定价已基本固化。这一预期源于多重信号：核心服务通胀持续放缓、失业率升至 4.6%、非农新增就业虽仍为正但动能减弱，共同构成“软着陆”路径的支撑。政策不再追求鹰派姿态，而是以谨慎但坚定的姿态为 2026 年的宽松“铺路”。经济数据的边际走弱正被转化为政策宽松的正当性，而非衰退的警报。

供应端，国内产量基本持稳，进口供应出现大幅下降。据五矿铝业数据库，报告期国内电解铝行业开工率环比基本持平，截至 11 月末，国内电解铝建成产能约 4584 万吨/年，运行产能约 4463 万吨/年，11 月产量 367 万吨，平均日产量环比微降，同比增长 1.7%。进口供应方面，11 月中国进口未锻轧铝及铝材 24 万吨，环比大幅下降超 30%，同比下降 14%。

消费端，淡季叠加铝价高位导致消费承压运行。11 月日均表观消费 13 万吨，环比上涨 0.8%，同比上涨 1.1%。据 SMM 数据，**铝板带**行业开工率为 65.9%，环比下降 4.4 个百分点，由建筑板块幕墙类订单收缩所致。**铝箔**行业开工率为 65.5%，环比下降 0.7 个百分点，空调箔受终端高库存制约较为疲软。**铝型材**行业开工率为 45.4%，环比下降 1.8 个百分点，其中，建筑型材开工率 38.3%，环比下降 1.8 个百分点，受季节因

素影响，工程类相关订单预计仍将下滑；工业型材企业开工率 52%，环比下降 1 个百分点，光伏边框型材持续承压。铝线缆行业开工率 56.8%，环比上涨 3.5 个百分点，受电网订单重新匹配下单带动。整体来看，11 月加工行业开工水平下滑。

库存端，11 月库存先升后降。据 SMM 数据，11 月 27 日国内主流消费地电解铝锭库存 59.6 万吨，较 10 月末去库 2.3 万吨，但月内中上旬期间铝锭累库 2.7 万吨，下旬开始，再度转为出库。尽管整体库存方向向下，但下跌空间较为有限。

行业成本利润方面，电解铝冶炼利润依旧高位。具体来看，氧化铝月均价继续下探，但降幅开始有所放缓；预焙阳极则受成本抬升的持续支撑，价格延续涨势。根据五矿铝业数据，11 月国内电解铝加权平均完全成本 16374 元/吨，较前月下跌 20 元/吨，加权平均现金成本 15078 元/吨；成本下跌同时铝均价较前月上涨 500 元/吨，行业理论加权平均盈利 5146 元/吨，利润较前月上涨 515 元/吨，理论盈利产能占比 100%。

二、展望后市，宏观情绪仍偏乐观，基本面现实偏弱但海外存在减产预期

宏观上，2026 年市场预期联储新一轮降息周期来临，但当前市场对降息幅度及节奏存在较大分歧，据 CME “美联储观察”，预计 2026 年 1 月降息 25bp 的概率为 21%，维持不变的概率为 79%，到 2026 年 3 月累计降息 25bp 的概率为 47%，维持不变的概率为 43%，累计降息 50bp 的概率为 10%，整体来看有利于提振有色金属价格。国内方面，“十五五”规划建议提出，强大国内市场是现代化的战略依托，坚持扩大内

需这个战略基点，要大力提振消费，扩大有效投资，预计国内宏观政策维持利好氛围，助力实现“十五五”良好开局。总体来说，预计短期内宏观情绪乐观氛围依旧。

基本面上，供给方面海内外新建项目陆续通电爬产，预计运行产能将有所提升；需求方面国内淡季氛围或将逐步深化，下游消费存在边际继续转弱可能，出口方面，外部贸易政策挑战加剧，欧亚经济联盟对铝箔征收反倾销税，短期出口面临下行压力。但海外部分铝厂持续围绕高电力成本博弈，South32 已确认将于 2026 年 3 月将 Mozal 铝厂转入停产维护阶段，未来不排除其余高电力成本铝厂减停产。