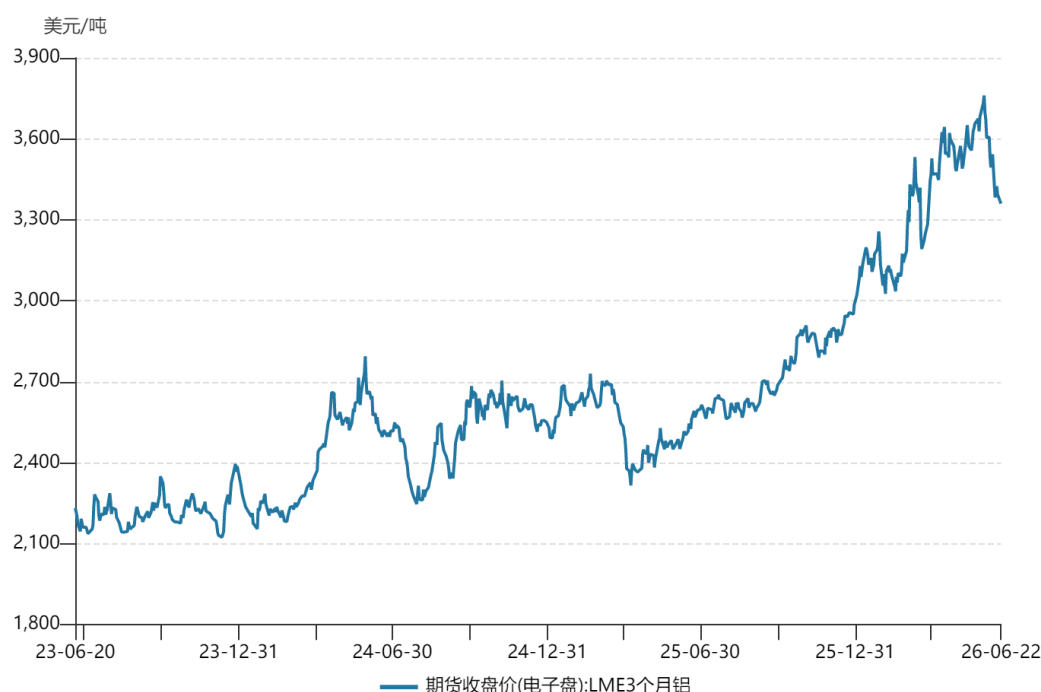


外强内弱分化格局持续 但地缘溢价已到最高

五矿有色 蔡子龙



数据来源：Wind

5 月伦铝价格近乎单边上行创下新高，沪铝价格震荡偏弱。LME 铝 Cash 合约月初结算价为 3584 美元/吨，月末收于 3769.5 美元/吨，月末较月初上涨 5.2%，报告期内最低价为 3559 美元/吨，最高价为 3769.5 美元/吨，全月均价为 3670.2 美元/吨，月均价环比上涨 1.9%，同比上涨 50.3%；国内华东铝锭现货月初价格为 24530 元/吨，月末收于 24200 元/吨，较月初下跌 1.3%，报告期内最高价为 24610 元/吨，最低价为 24050 元/吨，全月均价为 24304 元/吨，月均价环比下跌 1.5%，同比上涨 20.8%。

一、海外地缘政治溢价达到高位，国内基本面虽有好转但仍是拖累

5 月市场继续围绕中东冲突引发的供应冲击与全球通胀

压力展开激烈博弈，但定价逻辑从月初的“供给冲击主导”逐步转向月末的“金融属性压制”。海外方面，地缘冲突在5月再度升级并推高风险溢价，美伊谈判在五一假期期间陷入僵局，双方军事对抗行动升级，霍尔木兹海峡通航恢复前景再度蒙上阴影。月中下旬，能源成本中枢上移引发市场对美国通胀韧性的持续担忧，4月美国CPI同比上涨3.8%、PCE同比上涨3.5%的数据在5月被市场反复消化。市场对年内降息预期大幅回撤，CME FedWatch显示6月降息概率从月初的35%降至月末的不足5%。美债收益率突破4.5%，美元指数走强对有色金属估值形成系统性压制。国内方面，数据显示有色金属相关下游产业消费并未出现显著复苏，4月CPI同比上涨1.2%、PPI定基指数升至103.8(2025年=100)的数据，在公布后被市场解读为“实则为输入性成本推动”。

供应端，运行产能持续增长，铝水比例表现超预期。据五矿铝业数据，5月底中国电解铝运行产能4531万吨，同比增长1.8%，环比增长0.3%，建成产能4626万吨，当月电解铝开工率98.0%。同时，据有色网数据，5月铝水比例继续小幅上行，当月铝水占比较上月提升1.1个百分点至76.5%，整体表现小幅高于月初预期，核心增量来自出口订单走强。

消费端，内需依旧疲软，但出口需求有对冲。据五矿铝业数据，5月预测日均表观原铝消费为13.3万吨，环比上涨2.3%，同比上升1.6%。**铝板带**行业开工率为73.3%，环比下降0.8个百分点，同比上升8.1个百分点，企业出口订单已顺延至8月下旬，在手订单充足，但民用普板市场形势严峻。**铝箔**行业开工率为75.6%，环比下滑1.5个百分点，同比上升6.5个百分点，空调箔内销排产大幅下滑。**铝型材**行业中，

建筑型材开工率 41.5%，环比提高 0.4 个百分点；工业型材企业开工率 55.8%，环比回落 0.7 个百分点，光伏边框企业有所减产，小幅拖累行业开工。**铝线缆**行业开工率 58.0%，环比上升 1.5 个百分点，主因铝绞线出口订单爆发式增长，驱动产能利用率持续攀升，有效对冲了国内电网订单集中交货期结束后的阶段性疲软。

库存端，5 月开始去库，但去库节奏缓慢。据有色网数据，5 月底国内铝锭社会库存下降至 140.1 万吨，较 4 月底的最高点 146.5 万吨去库 6.4 万吨。海外电解铝供应缺口持续扩大，显著拉动了国内铝材出口需求，进而形成了对国内铝水消费的有效支撑，推动表观消费维持正增长。

行业成本利润方面，随着均价下跌，**电解铝冶炼利润下降**。具体来看，根据五矿铝业数据，阳极部分成本上涨超 200 元，成为主要成本推动项。5 月国内电解铝加权平均完全成本 16327 元/吨，较前月上涨 50 元/吨；成本小幅上涨同时，铝均价较前月下跌 360 元/吨，行业理论加权平均利润收缩至 7978 元/吨。

二、展望后市，地缘溢价快速出清，宏观压制成为后续主线

展望 2026 年 6 月下旬后的市场：

宏观情绪方面，6 月 15 日，美伊正式达成电子版谅解备忘录，约定霍尔木兹海峡将在 30 天内重新开放，这一突破性进展导致前期计入铝价的地缘风险溢价快速蒸发。6 月 18 日后，美伊军事摩擦再度反复，伊朗暂停与美沟通并计划重新封锁霍尔木兹海峡，地缘风险溢价虽有所收敛但并未完全消退。这种“边打边谈”的拉锯状态导致铝价波动加剧，市

场情绪高度敏感。同时，美联储 6 月议息会议释放强烈鹰派信号，新任主席沃什暗示“通胀回落进程慢于预期，不排除进一步收紧可能”，美元指数重上 100 关口，美债收益率突破 4.5%，对有色金属估值形成系统性压制。

基本面上，国内传统消费旺季进入尾声，6 月进入淡季后下游加工行业开工率边际趋弱。但预计凭借产业链韧性承接海外转移订单，铝材出口仍旧能成为消费领域中的亮点。国内铝锭社会库存自 5 月中旬确立去库拐点后持续下行，6 月 19 日，国内铝锭库存 130.6 万吨，环比下降 6.3 万吨，去库节奏加快。然而，库存绝对水平仍处历史同期高位，对沪铝价格形成压制。

综上，美伊谈判波折反复、美联储鹰派信号强化、国内传统消费淡季深化等因素共同作用，市场面临较大的下行压力。若美伊正式签署停火协议、霍尔木兹海峡重新开放，地缘溢价将进一步消退。若出口持续放量带动国内社会库存出现明确拐点，沪铝有望展现更强的抗跌属性，后续需持续关注内外价差收敛节奏及出口订单持续性。