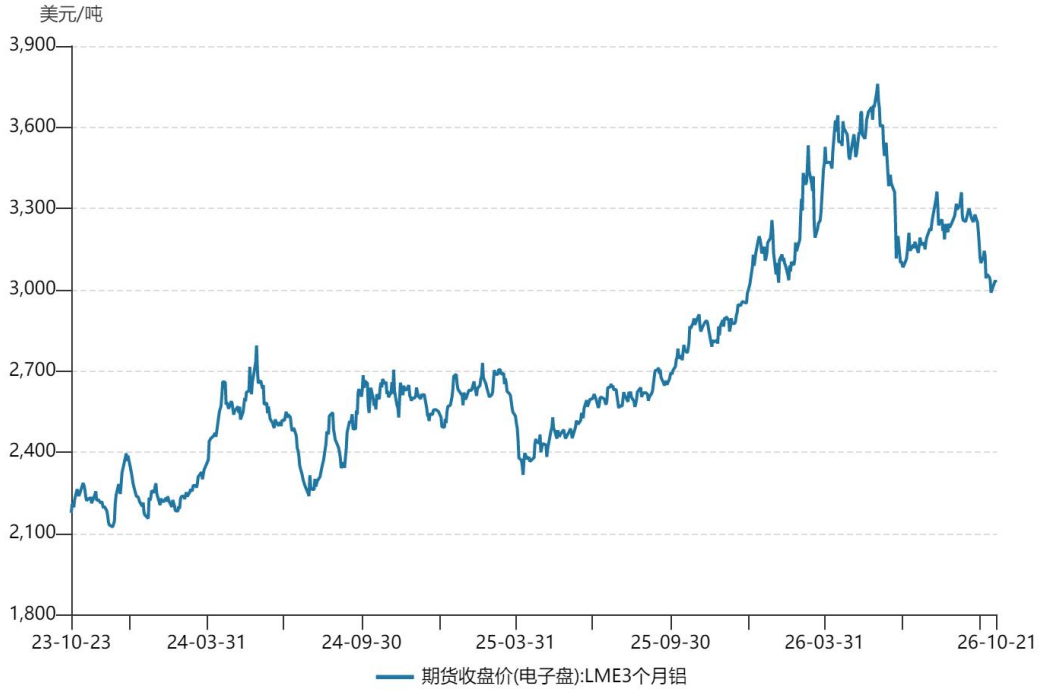
加息落地压制基本面，铝价高位回落

五矿有色 蔡子龙



数据来源：Wind

9 月海内外铝价走高后回落。LME 铝 Cash 合约月初结算价为 3261 美元/吨，月末收于最低价 3204 美元/吨，月末较月初下跌 1.7%，报告期内最高价为 3352 美元/吨，全月均价为 3276.8 美元/吨，月均价环比上涨 0.8%，同比上涨 23.5%；国内华东铝锭现货月初价格为 24110 元/吨，月末收于最低价 24030 元/吨，较月初下跌 0.3%，报告期内最高价为 24560 元/吨，全月均价为 24259.5 元/吨，月均价环比上涨 1.6%，同比上涨 16.8%。

一、基本面与宏观多空博弈，低库存仍旧是核心支撑

宏观方面，9 月定价逻辑转向加息落地兑现+地缘风险再起。 海外方面，地缘冲突 9 月再度激化，呈边打边谈的偏紧拉锯态势，地缘风险溢价显著回升。月中美联储成为宏观主线：9 月 16 日 FOMC 全票通过加息 25 个基点至 3.75%—

4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息，终结降息周期，美元指数随之走强至 100 上方;10 年期美债收益率大幅上行至 5%上方，创 2007 年以来新高。国内方面，9 月 30 日公布的 9 月制造业 PMI 录得 50.1%、重返扩张区间，但回升幅度为近五年最小，主要靠生产端带动，新订单指数回落至 50.5%，显示需求修复仍偏弱；9 月新出口订单指数 50.0%保持韧性，对出口形成一定托底。

供应端，产能产量高位持稳，进口供应维持低位。据上海有色网数据，8 月底中国电解铝运行产能 4561.2 万吨，同比增长 1.7%，环比小增 0.2 万吨，建成产能 4628.9 万吨，当月电解铝开工率为 98.5%，但 9 月铝水比例因国庆假期影响，个别下游企业停产而小幅回落至 78.24%，环比降幅 0.5 个百分点。进口供应方面，9 月国内未锻轧铝及铝材进口量为 28 万吨，同比减少 21.5%，1—9 月未锻轧铝及铝材累计进口量为 272 万吨，同比减少 9.6%，进口供应持续低位。

消费端，旺季氛围有所显现，但整体成色稍显不足。据五矿铝业数据，9 月日均表观原铝消费 13.6 万吨，环比上涨 1.5%，同比上升 4.2%。**铝板带**行业开工率为 73.6%，环比上升 1.4 个百分点，同比上升 1.4 个百分点，铝板带企业多存在排产计划偏高、实际接单未跟上的境遇，本质是将四季度订单生产前移，增量成色存疑。**铝箔**行业开工率为 71.1%，环比增长 2.1 个百分点，同比上升 2.7 个百分点，双零箔在手订单陆续回暖。**铝型材**行业中，建筑型材开工率为 38.6%，环比回升 1.3 个百分点。虽步入传统金九旺季，但终端需求修复偏温和，整体兑现力度有限；工业型材企业开工率为 53.8%，环比回升 1.8 个百分点，整体维持稳中偏好运行格局。

铝线缆行业开工率为 54.8%，环比回升 0.6 个百分点，表现不及旺季预期。

库存端，低库存仍是价格的核心支撑。据上海有色网数据，国内主流消费地电解铝锭社会库存由月初约 81.5 万吨降至 63.8 万吨，全月去库近 18 万吨。9 月铝锭去库核心主因为三重因素共振：供应端，铸锭量环比下降 0.8%；需求端，金九旺季叠加双节备货，下游综合开工率回升，出库向好；运输端，新疆火车缺箱及西南运输不畅，到货可控。

行业成本利润方面，随国内月均价走高行业利润再度走扩。据五矿铝业数据，9 月，国内电解铝加权平均完全成本 16335 元/吨，较前月仅小幅上涨 14 元/吨；同时，铝均价较前月上涨 390 元/吨，行业理论加权平均盈利再度走扩至 7925 元/吨。

二、展望后市，传统旺季将尽，需求走弱构成压制

展望 2026 年 10 月下旬后的市场：

宏观情绪方面，10 月宏观环境延续加息落地兑现+地缘波动持续的复杂局面。美联储方面，9 月加息 25bp 落地后，市场对年内紧缩的悲观情绪已充分计价，短期最大宏观不确定性出清；但 9 月非农与核心 PCE 走弱，10 月美元及美债收益率仍维持高位，2 年期美债收益率创 19 年新高，对有色金属估值形成持续压制。地缘方面，美伊谈判僵局叠加胡塞袭扰推升地缘溢价，海外冶炼能源成本抬升，对铝市场形成成本与情绪支撑；但强美元与高美债收益率又对有色金属形成压制，两股力量方向相反，宏观更易放大盘面波动，但较难给出方向指引。

基本面上，10 月受国庆假期影响，个别下游企业减停产，

铝水比例阶段性回落至77.9%、铸锭量环比抬升，叠加海外复产及新投产能爬产释放，供应端压力进一步释放。需求端，旺季进入尾声，下游传统旺季收尾，行业开工率迎来小幅走弱，10月原铝需求走低。库存端，节后社库季节性累库4.8万吨至68.6万吨，次周转为去库但去库斜率放缓，边际支撑减弱；不过低库存延续，预计10月底库存或降至58万吨附近，下方支撑仍存。出口方面，随着下游企业在手订单不断消化，铝材出口需求预计持续减弱，出口对消费的边际拉动减弱。成本端，10月受煤炭价格上涨，电力成本预期抬升影响，叠加阳极价格强势上行，电解铝平均成本预计抬升，对铝价形成一定支撑。

综上所述，预计10月下旬后铝价整体呈区间震荡、重心承压格局。