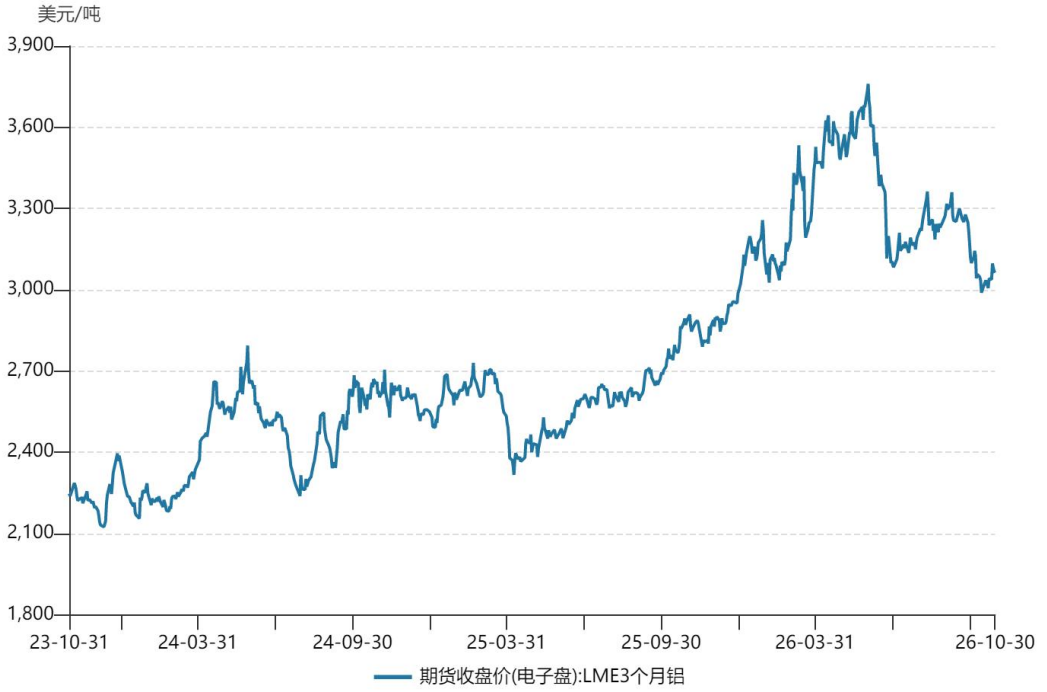
宏观压制叠加旺淡季切换，铝价重心下移

五矿有色 蔡子龙



10 月海内外铝价下降后小幅反弹。LME 铝 Cash 合约月初结算价为 3120 美元/吨，月末收于 3114 美元/吨，月末较月初下跌 0.2%，报告期内最高价为 3134.5 美元/吨，全月均价为 3061.11 美元/吨，月均价环比下降 6.6%，同比上涨 9.9%；国内华东铝锭现货月初价格为 23760 元/吨，月末收于 23780 元/吨，与月初基本持平，报告期内最高价为 23970 元/吨，全月均价为 23691.2 元/吨，月均价环比下降 2.3%，同比上涨 12.7%。

一、基本面与宏观多空博弈，低库存仍旧是价格核心支撑

宏观方面，10 月定价逻辑转为加息节奏观察期+地缘风险持续发酵，宏观对铝价整体偏空压制。海外方面，地缘冲突 10 月延续并进一步扩散，呈边打边谈的偏紧拉锯：美伊

谈判仍僵持，霍尔木兹海峡油轮遇袭事件频发、通航量持续下滑，也门胡塞武装与沙特互袭升级，风险由海峡通行延伸至沙特能源设施与曼德海峡，地缘风险溢价维持高位，对铝价形成成本与情绪支撑。月末美联储成为宏观主线：10 月 28 日 FOMC 以 10:2 维持利率 3.75%—4.00%不变，为 9 月加息后的鹰派暂停，两位官员主张再加息 25bp，声明将经济表述由稳健上调至强劲、通胀仍偏高，并称需积累更多信息以确定政策立场；会前 10 月加息预期从 9 月底的 68.1%骤降至 14.9%，但 12 月加息概率仍近 80%，美元指数全月运行于 101.6—102.6 高位，对有色估值形成压制；10 年期美债收益率维持在 5%上方（5.05%—5.31%），同样对有色估值形成明显压制。国内方面，9 月制造业 PMI 录得 50.1%，重返扩张区间，但 10 月 31 日公布的 10 月制造业 PMI 回落至 49.3%，重回收缩区间，新订单指数 49.4%、新出口订单指数 48.7%双双落至荣枯线下方，显示需求修复基础不牢；叠加 9 月 CPI 同比上涨 0.9%、PPI 同比上涨 5.0%，能源成本推升物价，国内需求对铝价的托底力度边际减弱。

供应端，产能产量高位增加，但铝水比例下降。据上海有色网数据，10 月底中国电解铝运行产能 4567.1 万吨，同比增长 1.9%，环比增长 5.9 万吨，建成产能 4648.9 万吨，当月电解铝开工率 98.2%，增量来自山西及新疆转移置换，但 10 月铝水比例因淡旺季过渡而回落至 77.49%，环比下降 0.76 个百分点。

消费端，旺季接近尾声，旺季向淡季过渡的特征开始显现。据上海有色网数据，铝板带行业开工率为 69.2%，环比下降 0.6 个百分点，同比上升 2.8 个百分点。10 月板带开工

主要靠电池壳、钎焊材产线满负荷支撑，但出货表现一般、成品去库不及预期；部分企业因 10 月订单不足而提前排产 11—12 月订单，开工读数是对后续月份订单的透支，叠加 11 月环保检查期临近，后续下滑风险加剧。铝箔行业开工率为 71.1%，环比持平，同比下降 0.8 个百分点。电池箔、钎焊箔订单连续性较好，储能需求稳定、主流加工费上涨至 13000—14000 元/吨，包装箔订单尚可但发货放缓，成品累积；空调箔成为主要拖累，终端空调消费疲软，渠道库存高企，个别企业空调箔产线停产近半数，11 月空调排产已下调。铝型材行业开工率为 64.4%，环比增加 0.6 个百分点，同比增加 0.1 个百分点。其中建筑型材受铝价重心上移抑制，采购与新增订单走弱，企业优先承接现款现货订单；工业型材中储能配套型材订单延续向好、汽车型材个别企业订单增加，形成一定对冲，但部分华东汽车配套企业订单边际转弱，整体开工水平仍处历史低位。铝线缆行业开工率为 64.4%，环比回升 0.6 个百分点，表现不及旺季预期：国网 10 月招标量较 9 月明显收窄，在手订单不及去年同期，第五批特高压材料招标待公布，交货高峰集中在 2027 年 2—3 月；月内开工主要靠光伏产线排产加快、年末并网带动光伏线缆及铝合金电缆放量，出口则受内外比价制约难有起色。

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 9 月末的 63.8 万吨降至 10 月末的 54.9 万吨，较国庆假期后高点 68.6 万吨去库 13.7 万吨，库存降至近四年同期低位。10 月铝锭去库是"铝锭供应端收缩+发运约束+需求节后追赶"共同作用的结果。供应端，10 月铝水比例虽连续第二个月回落至 77.5%，

铸锭量环比大增 7.0%、同比增 3.1%至约 87.3 万吨，但增量并未同步转化为消费地到货——10 月末铝锭厂库较 9 月末累增 13.8%至 7.89 万吨，新疆火车缺箱问题尚未根本好转、西南运输不畅，发运端的时滞有效对冲了铸锭增量的集中释放，这是本月去库超预期的核心技术性原因。需求端，国庆假期累库仅 4.8 万吨、明显低于节前预期，节后下游复产提货带动出库快速回升,10 月 12 日至 26 日三周累计去库 8.4 万吨，主要消费地铝锭出库环比增长 3.59%，铝棒出库环比大增 26.79%。节奏上全月呈三段式：假期小幅累库、节后提速去化、下旬明显放缓，去库斜率边际转弱，但拐点尚未到来。

二、展望后市，传统旺季已尽，铝价或随基本面走弱而承压

宏观情绪方面，11 月宏观环境转向“收紧预期升温与地缘扰动升级”的双重压制。美联储方面，CME 数据显示市场对 12 月加息 25 个基点的定价已升至 75%-90%，沃什更明确表示“不要预设会议结果”，并称当前金融环境难以定性为紧缩。叠加 11 月美国中期选举结果出炉、市场对 AI 资本开支可持续性的担忧发酵、流动性收紧压力仍在，美元指数维持 101-102 高位、10 年期美债收益率在 5%上方，对有色估值形成持续压制。地缘方面，美伊谈判僵局未解，胡塞袭扰延续，油价高位运行，海外冶炼能源成本抬升，对铝价从成本与情绪上形成支撑；但强美元与高美债收益率方向相反，宏观仍更易放大盘面波动，难以给出方向指引。

基本面上，进入 11 月，旺季结束，下游开工环比走弱，铝水需求承压，上海有色网预计，铝水比例再降 0.7 个百分点至 76.8%，铸锭量继续抬升；海外方面，中东复产与印尼、

印度新投产能爬产并进，11 月海外产量预计同比转正 0.2%，为中东冲突以来首次，供应端支撑进一步松动。需求端，铝材国内旺季向淡季转换，开工预计承压，11 月环保检查亦对加工企业形成扰动；出口因沪伦比走强、内外比价不利，铝材净出口预计继续承压，出口对消费的边际拉动减弱。库存端，10 月末社库已降至 54.9 万吨的近四年同期低位，进入 11 月，去库斜率明显放缓、临近尾声；若新疆发运继续改善并叠加铸锭增量到货，库存可能由去库转向企稳甚至小幅累积，强现实对价格的支撑边际衰减，不过当前低库存绝对水平仍是下方重要缓冲。

综上，预计 11 月铝价整体呈区间震荡、重心小幅下移格局：旺季转淡与去库接近尾声使最大支撑力边际衰减，12 月加息预期与 2027 年海外过剩预期压制上方空间，而低库存托底下方，近强远弱结构延续。