

## ● 主要结论

中东局势出现实质性缓和后，铝价一度脱离有色板块整体趋势走出独立行情，宏观层面由地缘风险溢价出清与美联储鹰派路径主导，产业层面呈现海外硬缺口、国内供给稳定、内需淡季、出口托底、库存高位去化的格局。铝价格重心下移后下方支撑明确，上涨动能阶段性衰减，以宏观驱动的反弹修复为主，整体维持区间震荡；内盘相对外盘更抗跌，沪伦比值有望逐步向历史合理区间修复。

整体而言，未来两个月，沪铝主力合约核心运行区间看向 23500-25000 元/吨附近，仍可采取逢低布多的策略。

**风险提示：**中东局势超预期缓和、全球宏观流动性急剧收紧、下游需求超预期走弱、海外电解铝产能复产提速。

国信期货交易咨询业务资格：  
证监许可【2012】116号

分析师：张嘉艺  
从业资格号：F03109217  
投资咨询号：Z0021571  
电话：021-55007766-305183  
邮箱：15691@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

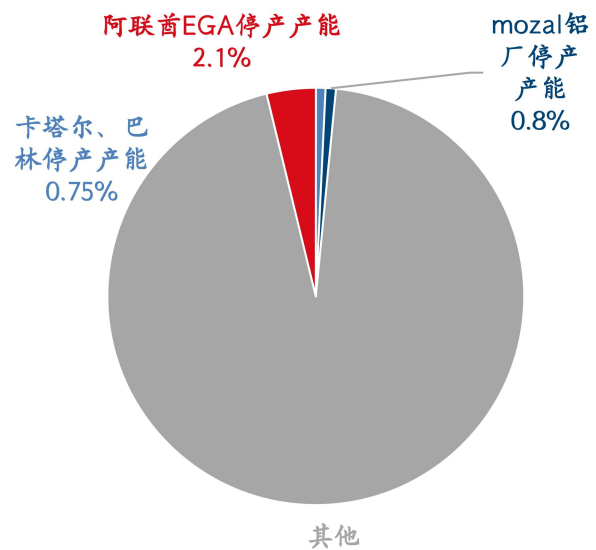
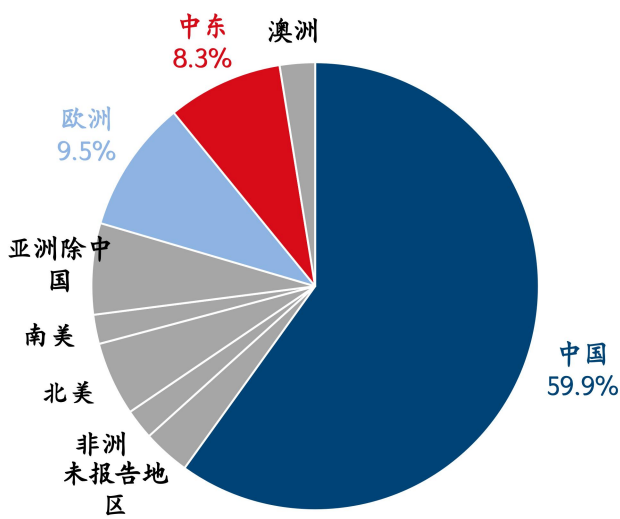


但中长期分歧依然显著，构成持续扰动变量。一方面，霍尔木兹海峡尚未恢复无限制常态化通航，意味着海运成本和效率仍难以快速恢复至冲突前的水平。另一方面，黎巴嫩战场冲突持续，以色列地面打击并未随美伊谈判暂停，区域局部摩擦仍存在升级可能性。此外，伊朗核计划浓缩丰度、核查机制等核心议题未达成共识，60 天谈判窗口期内仍存在谈判破裂风险。

地缘的缓和和对铝市场金融、商品属性形成双向对冲影响。从金融属性的角度来看，风险偏好修复，有色板块流动性支撑显现。地缘极端风险消退后，全球资金避险需求回落，风险资产持续回暖，市场对全球经济陷入深度滞胀、衰退的悲观预期持续修复。原油价格也一度回落至冲突爆发后的低点，通胀上行压力边际缓解，无息工业金属的估值压制同步减弱，有色全板块因而获得修复动力和底部支撑，铝虽反弹乏力，但未出现单边暴跌，金融属性的利多支撑作用客观存在。

图：中东电解铝产量在全球中占比仅次于中国、欧洲（%）

图：当前受影响产能在全球电解铝产能中占比（%）



数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

但从商品属性角度而言，地缘溢价挤出，供应恢复预期压制铝价上行空间。此轮中东电解铝产能停产分为三类受损主体：卡塔尔铝厂预防性减产 40% 产能，保留 60% 运行，航道恢复、原料补给到位后复产周期约 3-6 个月；巴林铝业因氧化铝海运中断有序关停 3 条产线，无设备硬件损毁，原料补充恢复后 3 个月左右可重启；阿联酋 EGA 阿布扎比厂区遭导弹击中设备而停产，复产周期需 12 个月以上，2026 年复产可能较低。冲突缓和后，部分停产产能的复产预期升温，持续挤出上半年累积的风险溢价，构成铝价核心利空。同时，霍尔木兹海峡通航恢复后，冲突期间积压在中东港口的铝锭库存也将具备外运条件，短期流通供给增量预期升温，也对铝价上涨高度形成压制。

然而，电解铝冶炼工艺存在刚性约束，不存在快速启停的弹性，即便谈判完全落地，受损产能放量仍存在 3-12 个月时间差，因此海外硬缺口不会瞬间消失，仅边际收窄，这也是铝价不会单边暴跌的核心产业支撑。

## 2. 美联储偏鹰，中长期政策路径不确定性显著

美国劳动力市场与通胀数据在 5 月再度呈现超预期韧性，直接夯实了美联储维持高利率的政策基础，

也进一步打破了市场此前对年内降息的定价。就业层面，5月非农就业新增27.4万人，高于市场预期18万人，劳动力市场未出现趋势性降温信号。在就业未出现明显松动、经济未显现衰退风险的前提下，美联储缺乏启动宽松周期的现实条件，政策重心仍牢牢锁定于通胀治理。通胀层面，能源价格受中东地缘冲突持续扰动，原油价格维持高位运行，能源成本重新成为推升通胀的关键外部变量，并逐步向中下游传导。美国CPI同比增速已从3月的3.3%升至4月的3.8%，5月数据进一步确认通胀回升态势，核心通胀与服务业通胀粘性显著强于预期，通胀回落进程明显放缓。

在此背景下，6月美联储FOMC会议如期维持基准利率不变，且整体表态偏鹰。新任主席凯文·沃什在会后明确强调，美联储将坚定不移推动通胀回归2%的政策目标，不会因短期数据波动而放松政策立场。鹰派信号的集中释放下，2026年内降息概率已被市场基本排除，甚至年底前再度加息的可能性重新抬升，直接推升美元指数与美债实际利率，对全球风险资产与大宗商品形成普遍压制。

另一方面，随着新任主席沃什正式履职，美联储进入政策框架调整与决策逻辑重塑阶段，叠加中东局势走向对能源与通胀的持续影响，中长期利率路径已不再具备清晰趋势，而是进入高不确定性的重估周期。在改革过渡期内，美联储对通胀观测周期、数据权重、前瞻指引方式均可能调整，市场难以形成稳定一致的利率预期。叠加就业、通胀、地缘事件的高频扰动，利率预期将持续来回修正，导致宏观层面不支持大宗商品走出单边趋势，而是以波段震荡为主。

整体而言，当前中东局势变化与美联储政策已成为左右铝价的核心宏观变量，且中东局势通过能源价格、通胀预期与美联储政策形成直接传导，使得利率路径与地缘风险深度绑定，成为铝价波动的关键宏观推手。美伊之间的博弈、美国就业与通胀数据的变化，叠加新任主席沃什上任后的政策改革预期，共同构成了宏观层面的强约束与高不确定性，多空逻辑频繁切换，使得铝价中期难以形成明确方向，宽幅震荡成为宏观约束下的主基调。

### 三、铝基本面：海内外供需割裂，支撑与压制因素均衡博弈

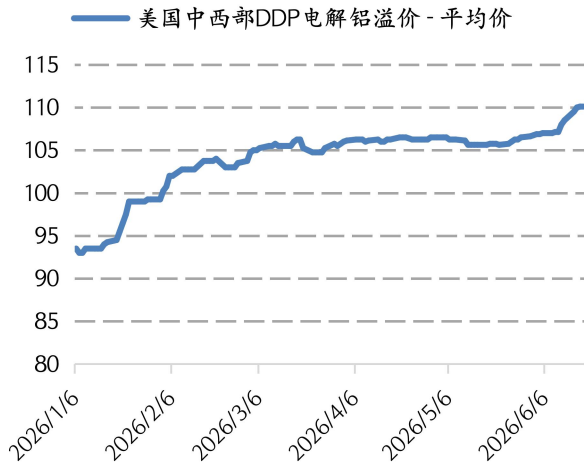
#### 1. 海外市场：短期硬缺口持续，中长期新增产能逐步放量

由于2026年上半年铝价中枢持续高位运行，高行业利润刺激全球海外电解铝新建项目加速推进，SMM5月末行业调研统计数据显示：2026年至远期海外规划新建电解铝总产能1709.5万吨，其中2026年预期投产231.5万吨，1-5月已投产约57万吨，剩余约174.5万吨新增产能预计逐步爬产或通电投产，且2027年海外电解铝新增项目也大幅提速。年内新产能的释放和远期新增产能的预期对铝价形成一定利空。

然而，中长期的供应增量预期难以解决“燃眉之急”。尽管中东局势缓和带来复产预期，但设备检修、原料海运、能源配套三重约束决定海外供给缺口短期无法填补。电解铝产能设备启停成本较高，周期较长，需评估生产稳定性和经济效益后才会逐渐复产，且部分设备损毁的产能复产时间更长，因而中东地区年内可恢复产能有限，供应缺口的弥补预期不甚乐观。

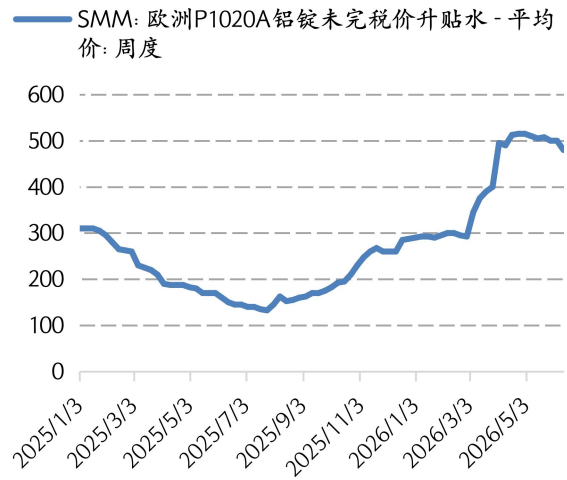
此外，现货市场数据印证海外紧缺格局。据SMM数据，截至6月22日，欧洲P1020A铝锭未完税价升贴水为40美元/吨，美国中西部DDP电解铝溢价110.5美分/磅，日本MJP铝锭现货升水（CIF）385美元/吨，均处于历史高位，暂未出现显著回落。同时，LME铝库存持续去库，至6月22日库存总量为313800吨，持续处于近10年来的低位，极低库存叠加高升水，海外现货端存在刚性买盘承接，一定程度上锁住了伦铝的深度下跌空间。

图：美国中西部电解铝溢价（美分/磅）



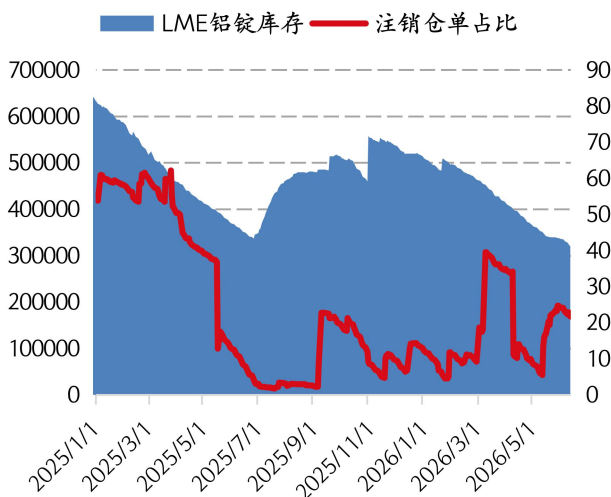
数据来源：SMM 国信期货

图：欧洲铝锭未完税价升贴水（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 铝库存及注销仓单占比（吨/日，%）



数据来源：SMM 国信期货

图：LME 库存变化（吨/日）



数据来源：SMM 国信期货

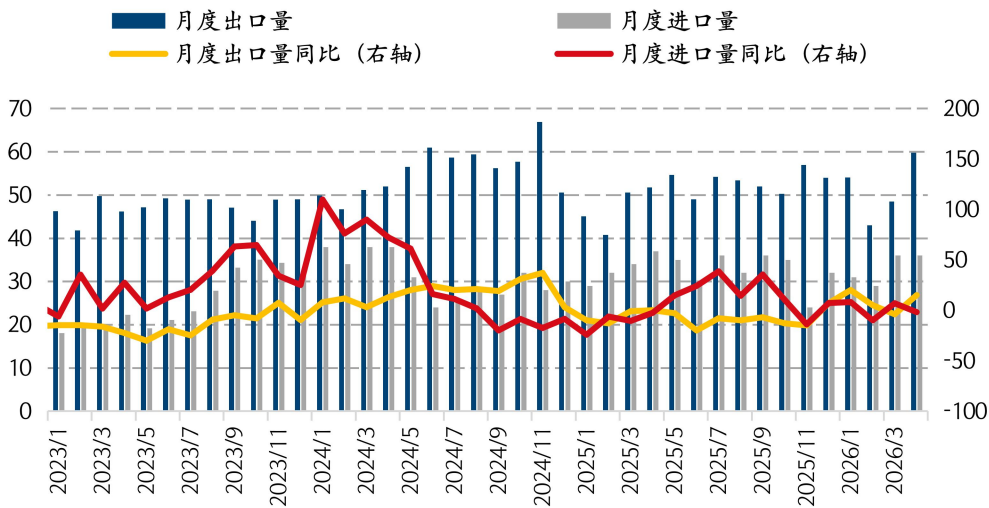
## 2. 国内市场：供给刚性稳定，需求季节性分化，出口成为核心托底变量

国内电解铝严格执行 4500 万吨合规产能天花板政策，无新增合规产能投放空间，当前行业整体产能利用率维持 95%以上的高位，电力、氧化铝成本端波动温和，行业吨铝利润维持 7000 元/吨以上的较高区间，企业生产意愿稳定，无主动减产、检修计划，全年供给释放节奏平稳。供给端无收缩预期，稳定的持续供给持续压制沪铝反弹高度，是国内盘面弱于外盘的核心产业因素。

需求方面，国内需求端逐渐步入传统淡季，据 SMM 数据，截至 6 月 18 日，铝下游龙头企业平均开工率下降至 63.4%，已持续下滑四周。但铝材出口爆发或对冲国内淡季需求的下滑。但铝材出口数据形成强力对冲，据海关总署数据，2026 年 5 月末锻轧铝合金进口量 6.45 万吨，同比减少 33.5%，环比减少 12.1%。

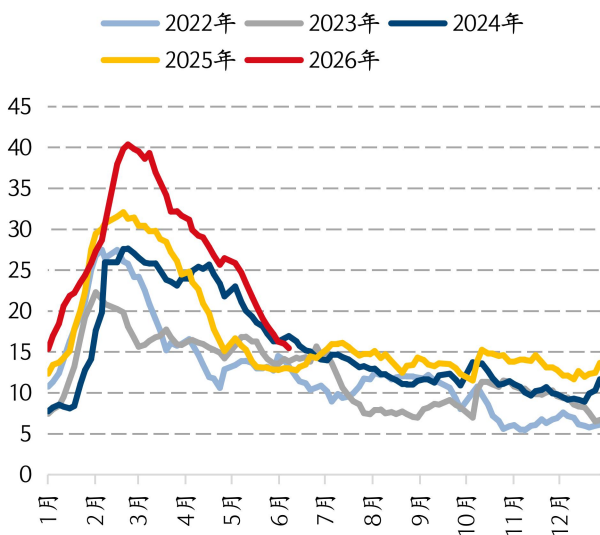
2026年1-5月累计进口37.85万吨，同比减少18.6%。2026年5月末锻轧铝合金出口量6.01万吨，再创单月出口新高，同比飙升148.7%环比增加29.9%。2026年1-5月累计出口17.14万吨，同比增加81.3%。内外比价打开铝材及铝制品的出口窗口，海外制造业补库需求、新能源铝材海外订单放量三重因素共同推动出口高增，有效对冲国内淡季需求下滑，避免国内总需求出现系统性收缩。但出口持续性存在不确定性，若三季度海外需求走弱，出口高增逻辑将松动，国内需求支撑同步减弱。

图：中国未锻轧铝及铝材月度进口量、出口量变化（万吨/月，%）



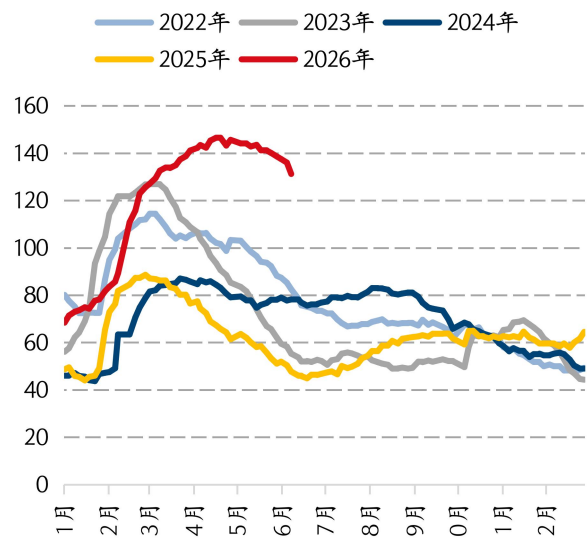
数据来源：SMM 国信期货

图：铝棒库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：铝锭库存季节性变化（万吨）



数据来源：SMM 国信期货

进入6月后，库存端的去化趋势进一步明确，但绝对库存仍处近五年峰值，库存的动态变化与绝对水

平相互形成制约。据 SMM 数据，全国电解铝社会库存周度监测数据显示，5 月 6 日国内库存触及年内峰值 145.6 万吨，随后出现去库信号，至 6 月 22 日，铝锭库存降至 124.2 万吨。去库节奏验证国内需求及铝材出口对流通铝锭的消耗能力，但横向对比历史数据，当前铝锭的库存规模，显著高出 2021-2025 年 6 月同期均值，绝对库存水平处于近五年同期峰值，高库存持续压制盘面反弹高度，即便出口维持高增，短期也难以快速消化历史累积库存，限制沪铝上行空间。

#### 四、后市展望

##### 1. 铝价重心下移，箱体震荡仍为主旋律

多重多空逻辑对冲下，铝价中枢在地缘溢价挤出后整体下移，中期维持宽幅震荡运行，预计暂难以出现单边趋势行情。

海外供应硬缺口、LME 铝低库存、现货高升水带来的外盘刚性支撑，国内铝材出口持续高增、周度连续去库形成内需缓冲，以及中东极端地缘风险出清后风险偏好修复，宏观流动性对整体有色板块的底部托底，构成三重底部支撑，多重支撑共振下，铝价大幅下探的基础暂时不存在，回调区间存在持续买盘承接。

但同时，铝的上涨动能阶段性衰减，价格的反弹或更多是宏观驱动下的修复行情。约束铝价上涨高度的利空因素主要在：中东缓和挤出地缘风险溢价、美联储短期强鹰压制风险资产估值、国内社会库存处于近五年同期高位、6-8 月国内需求传统淡季。多重利空压制下，宏观事件催化带来的脉冲式反弹易快速承压，难以形成持续性多头趋势。

##### 2. 内外盘强弱分化：沪铝显著抗跌，伦铝波动弹性更大

伦铝或呈现出波动幅度更大，下行弹性高于内盘的特征。短期持续受美联储鹰派、中东复产预期压制偏弱震荡，仅在地缘冲突重启、美国通胀大幅回落时反弹动力或有增强，下方则仍可依托海外供应缺口难以快速弥补的逻辑而得到价格支撑。

沪铝区间震荡为主，抗跌属性将明显强于外盘。国内铝稳定供给、内需韧性托底、产业链受海外地缘局势冲击影响有限，因而回调幅度将显著小于伦铝；反弹高度则受高库存、内需淡季约束，若出口数据持续超预期、国内库存加速去化，或增强阶段内的走强动力。

##### 3. 沪伦比值或向合理区间回归

正常无极端地缘扰动环境下，近 3 年以来铝价沪伦比值长期运行区间为 7.5-8.5，2026 年在中东冲突的持续影响下，伦铝因地缘溢价大幅冲高，沪伦比值最低下探至 6.62，显著偏离历史中枢。随着地缘缓和、伦铝地缘溢价持续出清，叠加国内铝材出口高增带来内盘需求支撑，内外盘强弱反转：伦铝上涨逻辑弱化、估值承压，而沪铝依托产业链稳定性和出口韧性相对走强，二者价差收敛推动比值持续回升，中期或逐步回归 7.5-8.5 的正常运行区间。

整体而言，未来两个月，沪铝主力合约核心运行区间看向 23500-25000 元/吨附近，仍可采取逢低布多的策略。

**风险提示：中东局势变化、全球宏观流动性急剧收紧、出口需求回落、海外电解铝产能复产提速。**

#### **重要免责声明**

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。