

铝虚拟库存替代方案入场时机探讨

光大期货研究所
有色研究团队

分析师：展大鹏
品种：有色

第一部分：虚拟库存替代方案的目的
.....2

第二部分：铝近期价格与基差分析
.....3

第三部分：方案入场时机探讨
.....4

第四部分：移仓过程中的展期套利
.....7

期市有风险
入市需谨慎

第一部分 铝虚拟库存替代方案目的

期货虚拟库存替代与传统的买入套期保值在操作上几乎相同，二者都是在期货市场上建立与现货空头相同数量的多头头寸，但二者目的却并不一致。买入套期保值的目的是为了防止日后因价格上升而带来的现货采购的亏损风险，利用期货市场的盈利对冲现货市场亏损的做法可以将远期价格固定在预计水平上，是需要现货商品而又担心价格上涨的投资者常用的保值方法。

与买入套期保值锁定现货价格上涨风险不同的是，虚拟库存替代实际上是企业把现货库存的多头转化为空头（卖出库存），同时在期货市场上建立相应数量的多头头寸，利用期货市场的保证金交易，有效释放企业闲置资源、缓解资金压力，对于企业而言库存的实际数量并没有转变。

需要注意的是，虚拟库存替代企业的目的是降低库存占用资金从而达到降低财务成本的目的，并不能起到降低因价格涨跌所带来的经营波动风险。虽然与买入套期保值理论有所区别，但利用期货市场能达到企业的目的，因此可以作为广义套期保值范畴去进行讨论。

X 企业因铝现货库存占用资金量大、财务成本高而选择利用期货市场进行库存替代，目的较为明确。

第二部分：铝近期价格与基差分析

近几年，铝行业发展的思路无论是自备电厂还是产业链上下游一体化拓展，都是再走成本下移和利润提升之路，从而为企业赢来生机和市场占有率，这也符合一个传统产业由成长期到成熟期的发展历程。但始于 2016 年的政策红利和 2017 年的供给侧改革打乱了行业的自我调整，市场转为行政化调节和整合，具体表现为优势企业成本的被动提升和限产以及非优势企业利润的被动实现和产量提升，原有产能的复产以及规划产能的投产速度也随之加快，未来铝产品的消化将更加依赖传统行业比如房地产和基建的拉动，违背了市场“去产能”的初衷。

2018 年，国内供给侧改革有所松动，一刀切不再，定点减产减轻，行业再度走入市场化“去产能”之路，这意味着优势企业将再次利用成本优势扩大市场占有率，而非优势企业则通过市场化下的优胜劣汰来调节。预计 2019 年，产业市场化整合思路仍将延续，这或许意味着无论从价格上还是利润实现上都无法太过于令所有产业链企业满意，产业链价格重心进一步下移。

当然，除了对总体趋势的预判外，铝价也要考虑产业链利润以及季节性等因素。第一，当市场过度打压之时，利润传导需要一个过程，而某一环节可能因过度亏损导致阶段性检修减产甚至停产预期，从而在市场情绪上引导价格有个修复的过程；第二，如果产业链持续低利润或负利润运行，企业库存会维持较低水平运转，由此在传统旺季期间一旦订单超预期，原材料补库需求可能拉动产业链整体向上修复利润。以上可能成为今年价格反弹的两种情形，要多加关注基本面的潜在变化和淡旺季时间节点。

春节后，在股市和铜镍等有色金属反弹的带动下，铝“后知后觉”也存在一定幅度的反弹，但相比而言仍然偏弱。供应方面依然是电解铝的软肋，今年的氧化铝产能释放大于电解镍，供旺需相对偏弱的格局对其价格产生掣肘，这也就意味着电解铝冶炼厂家成本压力会有所下降，在各大冶炼厂相互竞争下，减产意愿并不强，特别是取暖季逐渐结束，供应预期不降反增。另外，在需求方面，库存节后小幅累积，虽然不如往年，但也说明当前需求并未大规模启动，但股市和商品的联袂快速上涨，带来经济全面向好的错觉，市场对于二季度需求预期打的比较足，但能否如预期则有待证实。因此，春节后 2 月份，现货偏弱，期货偏强，现货贴水期货，基差（现货-期货）维持在低位；3 月份至二季度，笔者认为，需求预期将得到兑现，是否如预期或超预期将决定期货价格的反弹高度，但相对比较确定的是，随着现货采购节奏的加快，基差或将震荡走高，若届时需求预期存在旺季不旺或走软的迹象，基差甚至存在一定的倒挂。

第三部分：方案入场时机探讨

无论是买入套期保值还是期货虚拟库存替代，都是在期货市场上买入操作。因此理论上，当期货价格低于现货价格，即基差为正的时候，买入入场较为合适。因为随着合约交割的临近，期货价格最终会向现货价格靠拢，基差趋向于0的可能性很大，买入期货会获得基差收窄的盈利。反之，如果期货价格高于现货价格，即基差为负的时候，买入入场时机不佳，因为可能会损失掉基差。但也不能一概而论，有色相对比较成熟，往往只有临近和进入交割月，期现价差才会逐渐收窄，在此之前，通过及时移仓可规避掉潜在的损失。

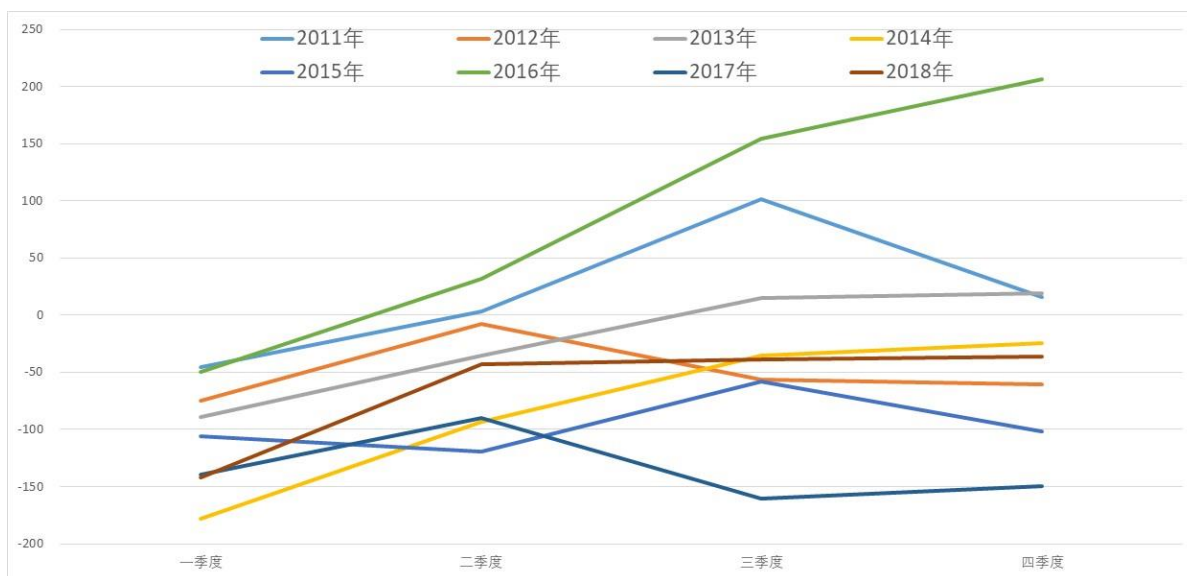
为更好的探讨铝期货虚拟库存替代方案的入场时机，下面我们分季节对期现基差进行简单的数理统计。

图表 1 铝长江有色升贴水报价季节性统计

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	均值	2019 年
一季度	-46	-75	-89	-178	-106	-50	-139	-142	-103	-42
前五最小基差均值	-149	-150	-158	-323	-248	-176	-275	-275	-219	-72
前五最大基差均值	18	-14	-10	-39	25	97	25	-55	6	-9
二季度	3	-7	-35	-93	-119	32	-90	-43	-44	
前五最小基差均值	-43	-27	-99	-184	-192	-20	-155	-87	-101	
前五最大基差均值	60	25	26	-23	-53	145	-10	31	25	
三季度	101	-56	15	-36	-58	154	-161	-39	-10	
前五最小基差均值	-9	-109	-22	-94	-119	-26	-254	-86	-90	
前五最大基差均值	243	-8	144	4	-3	519	-63	-5	104	
四季度	16	-60	20	-24	-102	206	-149	-36	-16	
前五最小基差均值	-31	-103	-36	-105	-243	-92	-336	-80	-128	
前五最大基差均值	91	5	73	41	17	565	-37	17	97	

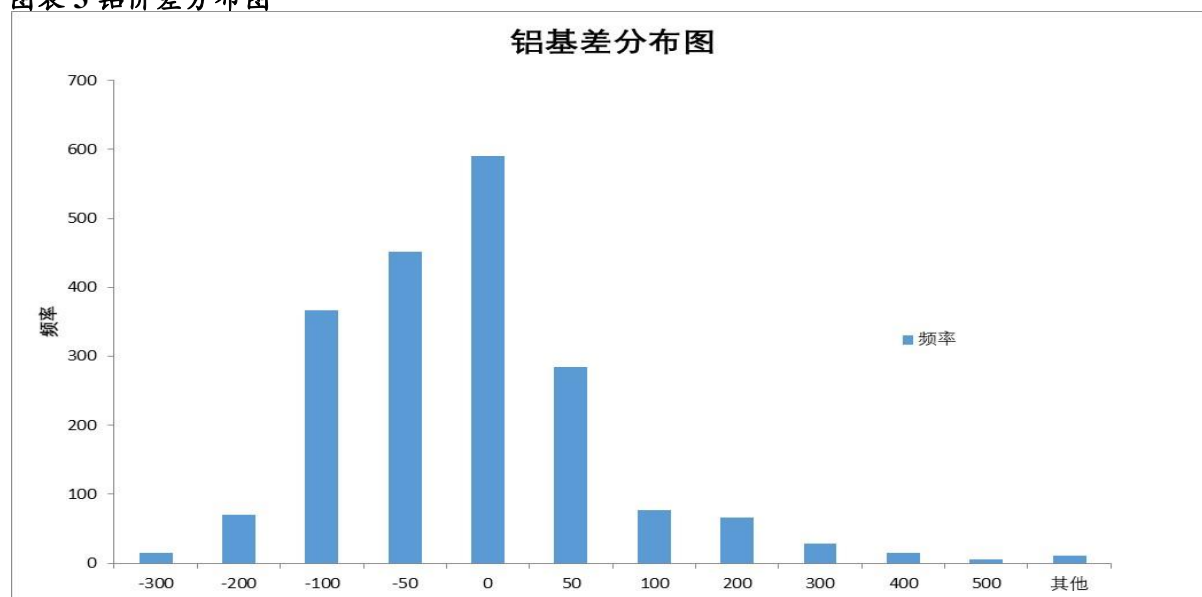
资料来源：WIND，光大期货研究所

图表 2 铝长江有色升贴水报价季节性统计



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表 3 铝价差分布图



资料来源：WIND，光大期货研究所

从图表中可以看出，铝基差从一季度到三季度存在由弱转强的趋势，且 2019 年前 2 月基差均值约 -42 元/吨，所处位置与 2011 年和 2015 年较类似。也就是随着需求淡季到旺季的展开，现货走势将偏强于期货。由此我们推算，如果此时作为入场时机，企业买入大概率会损失基差。另外，基差的走势往往与价格成正相关性，特别是基差由极大或极小值出现拐点之时，对价格的指示意义偏强。

对于企业而言，就存在以下四种情形：

(1)、若基差由弱转强，价格上涨，则企业买入期货虽然损失基差，但可节约资金占用方面的成本；

(2)、若基差由强转弱，价格下跌，则企业买入期货虽然赚取基差，但企业或因期货账面亏损，而增加一定的资金占用成本。

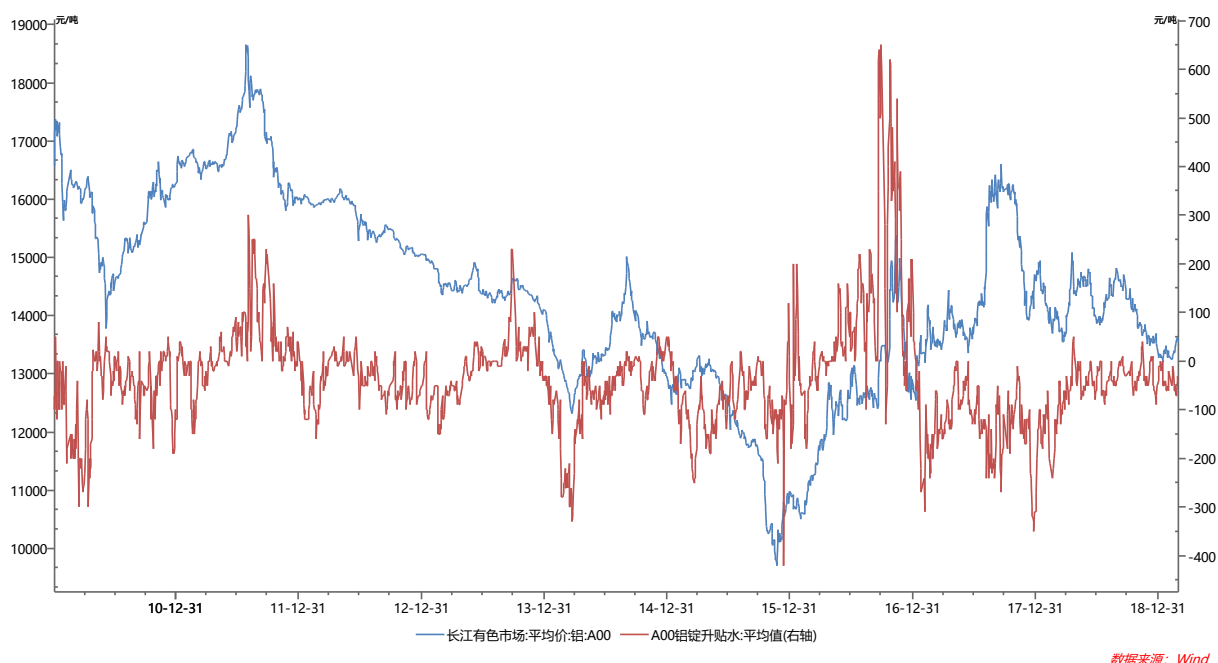
(3)、若基差由弱转强，价格下跌，则企业买入期货既损失基差，企业也存在因账面亏损而追加保证金的可能性；

(4)、若基差由强转弱，价格上涨，则企业买入期货既可赚取基差，也可节约资金占用。

以上四种情形，(1)(2)的概率大，(3)(4)概率偏小，其中(4)的介入是最有利的，而(3)最为不利。如何取舍，企业须从自身财务需要去考虑。

站在当前时间节点，春节后需求逐渐复苏，基差由弱转强概率大，结合对于价格的判断，介入时机虽然并不是最好，但从节约资金占用成本方面的考虑，亦是可以的。

图表 4 铝升贴水与长江有色走势对比图



资料来源：WIND，光大期货研究所

第四部分 移仓过程中的展期套利

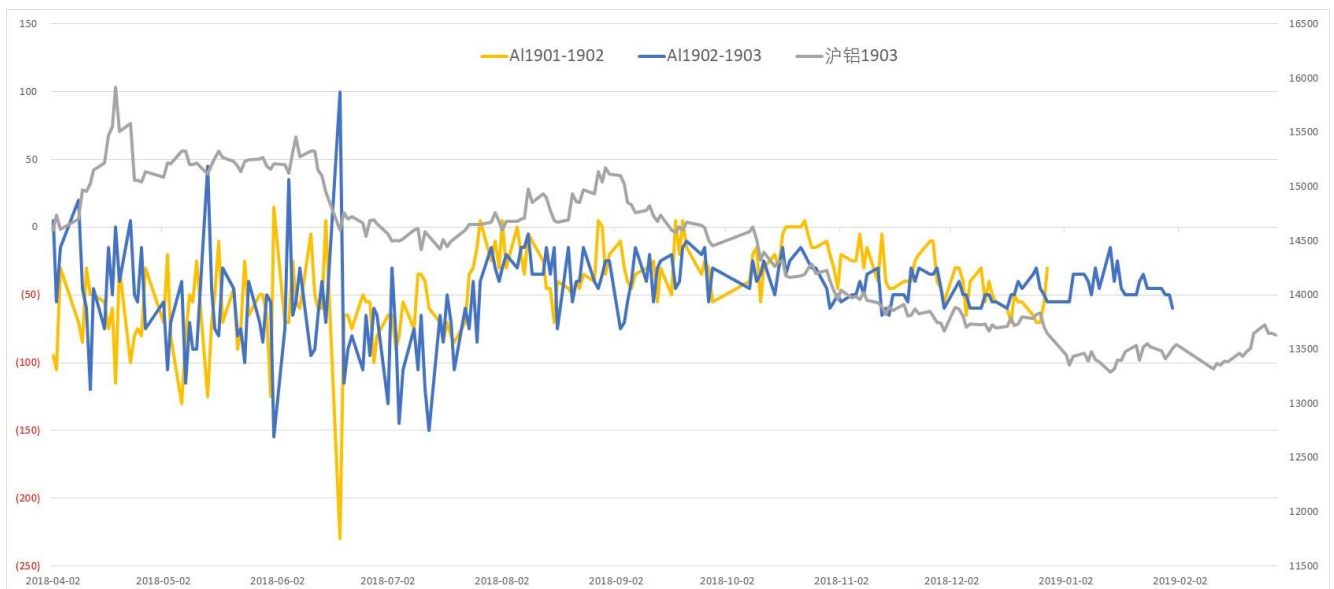
若企业买入期货持有很长一段时间，必然面临“移仓换月”或“展期”，风险则主要体现在一次或多次展期时新旧合约（或远近合约）的价差上。

对于多头而言，Back 结构即远月贴水格局是有利的，因为由近月移仓到远月，近月和远月的价差可作为移仓收益；反之，Contango 结构（远月合约升水近月），则并不有利，因为近月移仓到远月，会损失掉远近月价差。

但是合约之间的价差并不是固定和一成不变的，各个期货合约由于参与者结构和情绪不同，使得合约价格之间的走势会“略有”差别，这也就造成了各个合约间的价差不同，同时给企业移仓操作带来规避潜在亏损和盈利的可能性。

举个例子。如图表 5 所示，随着临近交割和远月主力变近月主力，相应的交割月合约和近月主力合约的价差也会逐渐收窄甚至趋向于 0。如此，如果市场处于 Contango 结构（远月升水），买入期货的企业可等待临近交割时或近远月基差无限收窄时移仓。另外，企业也可以根据合约间价差之间的变动，择机选择移仓。通过移仓操作，企业甚至可以获得展期收益，从而弥补入场时机不好造成的基差损失。

图表 5 近远价差图



资料来源：WIND，光大期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

研究所联系人：钟小姐 联系电话：021-80213726