

氧化铝 现实供应受限 需求增量预期

观点概述

氧化铝期货上市后，金融属性得到极大的增强，交易逻辑还需考虑基本面之外的因素。从基本面上看，作为一个长周期过剩的品种，产能又能做到即开即停，价格中枢理应有一个向下的动作，向上反弹需要配合周期性的供需错配。但事实是去年金九银十、采暖季等需求增长、供应短缺的时点，价格反而一路走低，表现为对季节性并不敏感，反而是几内亚出现诸如外矿事故、国内出现矿山停产等消息一路刺激价格上扬。经过 1 个月回调后，正值年后开始走美联储降息预期，氧化铝价格再次步入上升通道。我们认为在目前市场普遍交易宏观利好的背景下，再加之氧化铝的内矿问题始终没有得到完全解决，下游电解铝高利润对氧化铝需求在维持刚性的同时又有增量预期，氧化铝尚不具备步入下跌通道的条件，且由于氧化铝自身基本面的支撑，虽然近日跟跌电解铝，但跟跌力度明显不足，三重利好作用下价格仍将维持偏强运行，国内矿山全面复产之前多头仍可继续持有。

电解铝短期内价格见顶，主要是外盘伦铝在利好的带动下涨幅不足，离市场普遍预计的 3500 美元/吨仍有一定距离，且内外盘逻辑出现分化。英美自去年四季度起基本未进口俄铝产品，此次声明对英美两国需求转移的影响较小，还需看见其他欧洲国家是否跟进制裁。但 LME 集中交仓后，俄铝需寻找新的买家，包括我国在内的亚洲国家的铝锭进口量大概率进一步阔大，意味着内盘无论是从内外比价上还是从未来进口压力上都是利空，但宏观品种的趋势延续性比较强，且沪铝此前涨幅相对较高，借此回调后再走降息逻辑上涨的可能行较大，多头短期止盈线跌破即可离场，等待回调后可重新做多。

研究员：陈怡

邮箱：cheny03@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85336368

从业资格号：F03090744

投资咨询资格号：Z0019792

报告时间：2024/04/17

氧化铝与沪铝期货价格自春节后就一直保持着价格中枢持续向上的强劲势头。其中，氧化铝从3099元/吨上涨至3480元/吨，涨幅高达12.29%；沪铝从18655元/吨一路走高至20800元/吨附近，涨幅为11.34%。年后以来，双铝的基本面并未发生太大改变，氧化铝依然处于“内矿小规模恢复、需求出现明显增量”的供需双增环节，电解铝则处于“铝厂持续高利润、但锭强棒弱”的局面，基本面并未有强力的价格向上驱动，考虑到当前市场正在交易美联储降息预期，这一轮上涨属于宏观利好背景下有色金属板块的整体走强。

从资产配置上看，最先利好的就是金银为主的贵金属，其次是以美元计价的大宗商品。要成功将这一利好效应传导至国内市场，从品种链条上看同时具备“内外盘联动性较好又具有保值属性的”当金属板块，除开估值已经较高的贵金属，资源类的有色金属也在可配置范围内，这也是包括氧化铝、电解铝在内的基本金属板块在开年后持续保持强势，并受到资金青睐的主要原因之一。但在供需矛盾并不突出的前提下，价格如此强势的上涨仅靠宏观支撑是不够的，这轮宏观利好出尽后或将迎来一波回调，回调的力度主要依托于品种自身基本面情况，时点上参考金银等贵金属的价格作为领先指标。

内矿依然制约产能

铝土矿的供应问题一直被视为氧化铝生产的核心制约因素。此前国产矿突发的大规模停产风波，与几内亚局势的不断变化相互交织，对氧化铝市场造成了显著的冲击，使得期货价格一度飙升，达到3838元/吨的高位，刷新氧化铝期货上市以来的最高价格。

从最新的数据来看，今年3月，我国铝土矿的产量环比上月出现明显提升，环比上修至460.59万吨，增幅高达14.63%。这一增长主要得益于2月春节期间停产的矿山在节后重新开工，属于季节性修复。尽管环比数据表现乐观，但同比数据却降低了24.03%，依然处于近五年同期的最低水平。一方面，内矿开采依然受限。根据国家矿山安全监察局公布的数据显示，山西省灾害严重的生产煤矿共计267处，而煤矿开采发生的事故往往会导致周边地区包括铝土矿在内的矿山一同进入整改。去年11月煤矿事故至今，晋豫地区受此影响而停产的铝矿山尚未完全复产，复产工作仍在推进中。再加上贵州地区春节后部分矿山复工复产进度推进缓慢，预计4月全国铝土矿产量难以恢复至去年煤矿事故前的水平（铝土矿产量减少了100万吨）；另一方面，近年来新投产的生产线大多依赖进口铝土矿，这使得我国铝土矿的对外依存度不断攀升，进口占比越来越高成为了不争的事实。几内亚油气库爆炸与罢工事件的影响退去，外矿进口也在逐步修复中，截至4月12日，国内港口铝土矿周度入港总量401.67万吨，环比前一周增加89.15万吨。几内亚主要港口铝土矿周度出港量229.44万吨，环比前一周减少11.17万吨，澳大利亚主要港口铝土矿周度出港量114.99万吨，环比前一周增加31.59万吨，后续周度入港量仍将持续增加。产量同比降、进口同比增之下，全国铝土矿总供应（产量+进口）依然处于近五年同期偏低的位置，意味着内矿开采问题尚未得到完全的解决。

对应到氧化铝生产上，截至3月末，我国氧化铝建成产能为10265万吨，自去年八月以来已连续8个月未有变动；运行产能为8320万吨，环比上月修复65万吨。由于3月下旬有部分贵州地区的氧化

铝厂进入检修，本月上旬才开始贡献产量，且本月初广西地区大型氧化铝厂受矿石供应不稳定影响而停工，按照 12 天停产周期计算，近日才重新恢复开工，预计运行产能后续仍将持续修复。3 月我国冶金级氧化铝产量为 678.2 万吨，环比 2 月增加 7.98%，同比去年增加 2.11%，日均产量环比增加 0.22 万吨/天至 21.88 万吨/天，全国开工率超过 80%。细分到地区来看，最大主产区山东的全省开工率为 92.7%，环比 2 月出现 3.1% 的下降。当地某大型氧化铝厂受厂区技术改造影响，预计在 3 月 15 日至 5 月 15 日这两个月内实行焙烧炉轮流停工检修，期间影响产量 8 万吨，拖累该地产量表现；第二大主产区山西的全省开工率为 70.2%，环比上修 2.2%。2023 年底，当地某氧化铝厂由于矿石短缺问题停产了一条产线，该产线在今年 3 月中旬复产（年化产能 110 万吨），贡献当月产量增量；第三大主产区广西的开工率为 84.4%，环比出现小幅修复。同时是由于矿石短缺问题，该地之前压产的氧化铝厂于 3 月恢复了约 50 万吨运行产能，但也有某厂受天然气管道故障影响，在 3 月底停炉检修，期间影响产量 2.4 万吨，目前已经恢复生产。从当前生产情况来看，内矿紧张依然是氧化铝产能提升的关键制约因素，致使部分山西、河南地区的厂商开始转向寻求进口矿，使得开工情况变动较大。

此外，由于氧化铝期货价格出现了较为强势的拉涨，4 月 16 日基差来到 -134 元/吨的位置（但氧化铝厂库有去库迹象，意味着市场对于现货的承接能力尚可，基差或出现迅速上修），期现套利窗口打开，市场开始寻求基准交割品以赚取无风险利润，在一定程度上提振了现货价格。但考虑到进口窗口自去年 9 月来就持续处于打开的状态，净进口量维持在 10-20 万吨/月，进口货源或对国内交割品出现部分替代效应。

需求维持增量预期

3 月我国电解铝建成产能为 4519.17 万吨，自去年 6 月以来连续 10 个月环比无变动，在等（减）量置换的大趋势下，总体建成产能不会再有增加的迹象，稳定在设定好的 4500 万吨产能天花板附近。但 3 月运行产能环比出现小幅增长，增加 11 万吨至 4210 万吨，增量主要由 3 月云南第一批电解铝的复产所贡献（年化运行产能 474 万吨，环比增 5.6%），后续随着丰水期来水增加仍有复产预期，带动对氧化铝需求。但内蒙古地区曾在上月出现突发停电事故，电解槽停运，涉及 4 万吨产能等待检修；另外四川铝厂上月底进入检修，预计 9 月恢复开工，影响产能超过 6 万吨，共同拖累运行产能表现。

但放眼行业，目前铝价高企，即时行业利润超过 3500 元/吨，企业开工热情高涨，行业开工率高达 93.15%，环比增 0.1%，同比增 4.39%，达到历史同期最高位。产量也同比增长 4.19% 到 355.5 万吨，维持近五年同期最高位的水平，环比增 6.63%，但换算到日均产量变动不大，基本持稳在 11.49 万吨/日附近，对应铝厂春节期间生产几乎不受影响，云南地区复产虽然提升了国内的运行产能，但上月才启动，爬坡仍需一定时间，并未对 3 月产量造成明显贡献。而且上月产能仅提升了 11 万吨，本月预计提升 25 万吨，但即便如此，相比之前市场预期的 44 万吨仍然偏低，意味着后续待复产产能更多（云南去年减产 110-115 万吨），需求预期更甚。此外，铝水比例上涨明显，增加了 9.6% 至 73.88%，铸锭量进一步减少。后续产量仍有增长预期，云南第一批复产预计本月才达产，其余地区暂无变动预期。

且云南来水情况好于往年，需持续关注第二批复产启动时点。

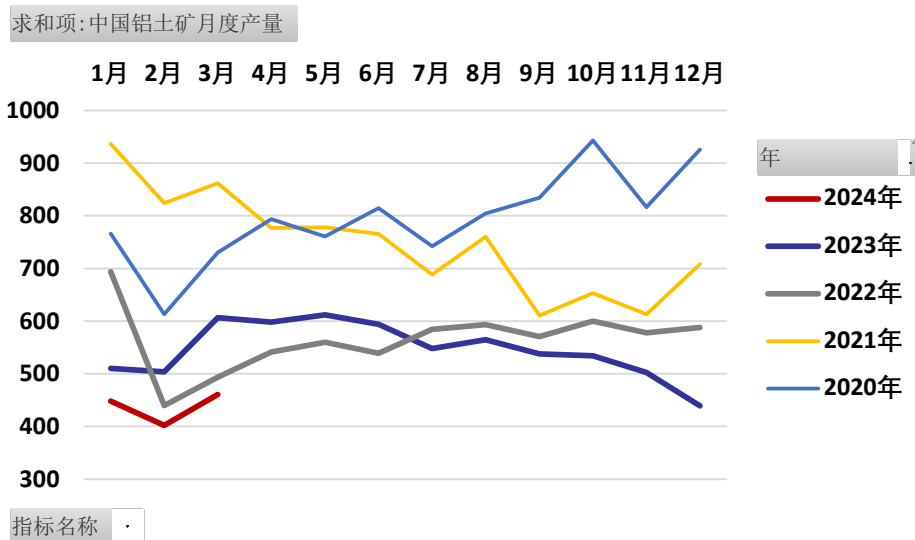
另外，4月13日市场传出消息，美国和英国联手对俄罗斯实施了更为严格的金属交易限制措施。据新规定，伦敦金属交易所（LME）和芝加哥商业交易所（CME）将不再接受俄罗斯在4月13日或之后新生产的铝、铜和镍注册为仓单，此举意味着这些交易所将禁止交易这些新生产的俄罗斯金属，美国和英国还进一步禁止从俄罗斯进口这三种金属，以加强制裁力度。2020年至2021年，我国进口俄铝约33万吨/年，2022年俄乌冲突后提高至46-47万吨，2023年更是大幅增加至120万吨。对于我国而言，未来铝锭进口有进一步扩容风险。但俄铝含铁量较高（影响产成品质量），尽管价格相对低廉但并不是下游高端型材厂商的首选，短期内或不会对国内铝锭造成大量替代，但需要警惕从盘面上向价格施压。

价格走势展望与策略

氧化铝期货上市后，金融属性得到极大的增强，交易逻辑还需考虑基本面之外的因素。从基本面上看，作为一个长周期过剩的品种，产能又能做到即开即停，价格中枢理应有一个向下的动作，向上反弹需要配合周期性的供需错配。但事实是去年金九银十、采暖季等需求增长、供应短缺的时点，价格反而一路走低，表现为对季节性并不敏感，反而是几内亚出现诸如外矿事故、国内出现矿山停产等消息一路刺激价格上扬。经过1个月回调后，正值年后开始走美联储降息预期，氧化铝价格再次步入上升通道。我们认为在目前市场普遍交易宏观利好的背景下，再加之氧化铝的内矿问题始终没有得到完全解决，下游电解铝高利润对氧化铝需求在维持刚性的同时又有增量预期，氧化铝尚不具备步入下跌通道的条件，且由于氧化铝自身基本面的支撑，虽然近日跟跌电解铝，但跟跌力度明显不足，三重利好作用下价格仍将维持偏强运行，国内矿山全面复产之前多头仍可继续持有。

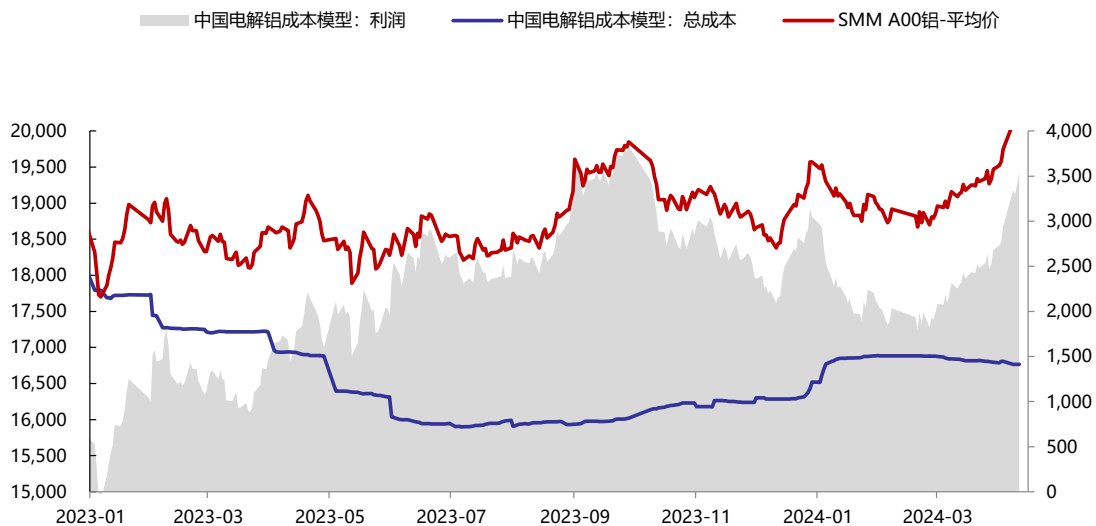
电解铝短期内价格见顶，主要是外盘伦铝在利好的带动下涨幅不足，离市场普遍预计的3500美元/吨仍有一定距离，且内外盘逻辑出现分化。英美自去年四季度起基本未进口俄铝产品，此次声明对英美两国需求转移的影响较小，还需看见其他欧洲国家是否跟进制裁。但LME集中交仓后，俄铝需寻找新的买家，包括我国在内的亚洲国家的铝锭进口量大概率进一步阔大，意味着内盘无论是从内外比价上还是从未来进口压力上都是利空，但宏观品种的趋势延续性比较强，且沪铝此前涨幅相对较高，借此回调后再走降息逻辑上涨的可能行较大，多头短期止盈线跌破即可离场，等待回调后可重新做多。

图 1 我国铝土矿产量（万吨）



数据来源：SMM，国海良时期货研究所

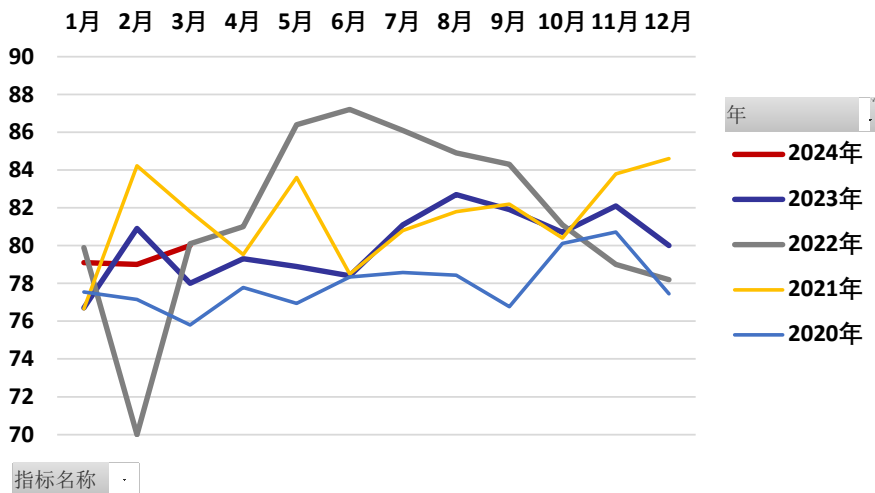
图 2 我国电解铝利润（元/吨）



数据来源：SMM，国海良时期货研究所

图 3 我国氧化铝开工率 (%)

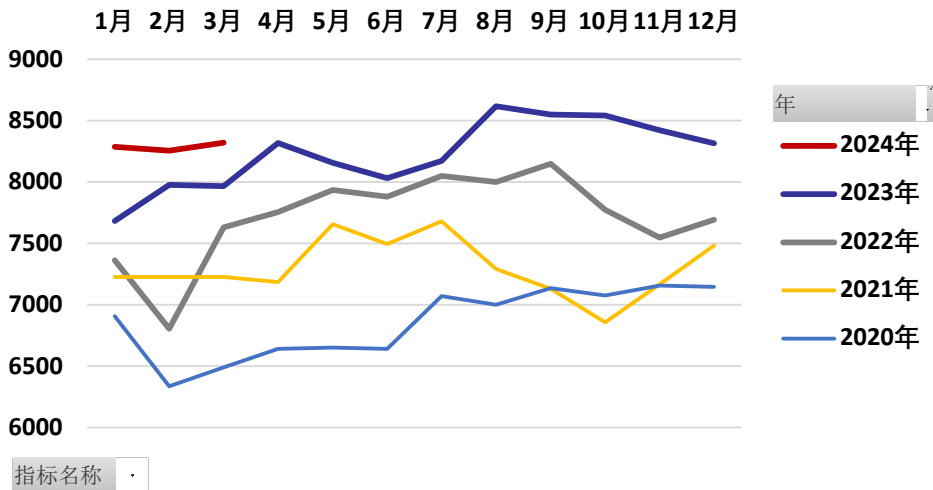
求和项:中国氧化铝月度开工率: 总开工率



数据来源: SMM, 国海良时期货研究所

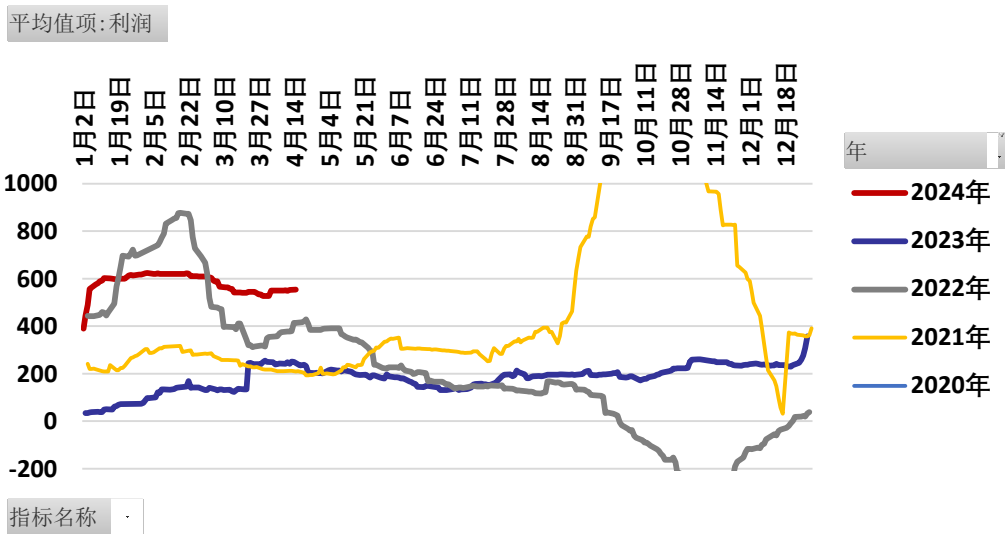
图 4 我国氧化铝运行产能 (万吨)

求和项:运行产能



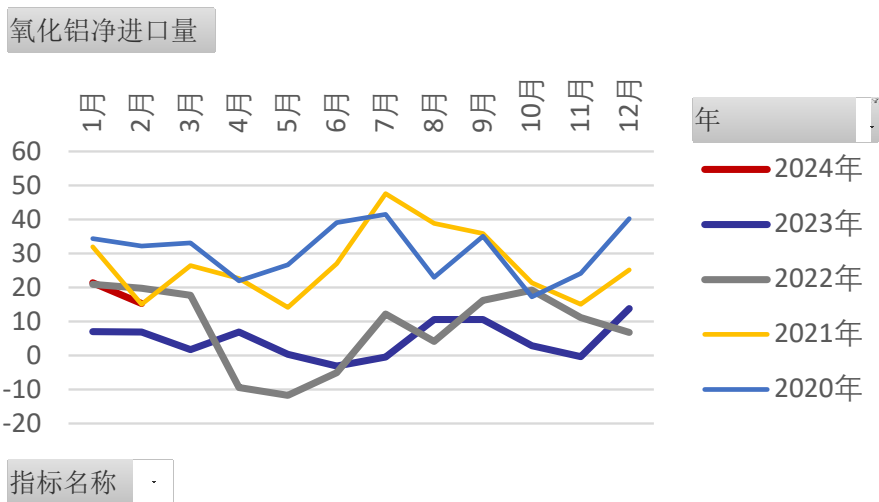
数据来源: SMM, 国海良时期货研究所

图 5 我国氧化铝生产利润（元/吨）



数据来源：SMM，国海良时期期货研究所

图 6 我国氧化铝净进口量（万吨）



数据来源：SMM，国海良时期期货研究所

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。