

行业  
专题报告

日期  
2024 年 1 月 15 日



有色金属研究团队

研究员：余菲菲  
021-60635729  
yufeifei@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3025190



## 海外风险因素扰动下降，氧化铝后市运行逻辑如何？

# 目录

一、岁末年初，风险事件助推氧化铝期货波动加剧.....	- 3 -
二、长期运行逻辑：围绕成本定价.....	- 3 -
1、原料端：全球铝元素含量丰富，长期供应不存在瓶颈.....	- 3 -
2、原料端：我国铝土矿进口依存度高.....	- 5 -
3、全球氧化铝供需平衡：产能刚性过剩，产量灵活调节.....	- 7 -
4、氧化铝定价大概率长期锚定成本.....	- 9 -
三、当前运行逻辑：受资金、交割套利、政策等多因素影响.....	- 9 -
1、红海风险扰动下降，远期运费上涨为主要担忧.....	- 9 -
2、北方矿石供应紧张且短期难以扭转，氧化铝减产明显.....	- 10 -
3、交割库扩容，上期所强监管下交割套利空间有望收敛.....	- 12 -
四、行情展望：一季度运行重心上移，关注产业利润套保机会.....	- 14 -
1、氧化铝期货上市有利于增厚氧化铝生产企业利润.....	- 14 -
2、运行重心上移，关注产业利润套保机会.....	- 14 -

## 一、岁末年初，风险事件助推氧化铝期货波动加剧

氧化铝期货自 2023 年 6 月 19 日在上海期货交易所正式上市，2023 年全年运行总体平稳，截至 12 月下旬红海风险事件之前，指数最高至 3191 元/吨，最低为上市首日低点 2677 元/吨，平均持仓规模在 11 万手上下，7 月持仓规模最高增至 23 万手以上，但随后快速下降回归至平均水平，折算氧化铝大约 220 万吨。

岁末年初，在迈进 2024 年的关口，由于受到红海航行安全问题影响，情绪刺激下氧化铝期货价格波动开始加剧。因 12 月底以来，红海地区局势愈加复杂，导致集运欧线指数翻倍大涨，同时叠加几内亚油库爆炸以及国内北方矿供应持续紧张，诸多因素共振之下，氧化铝价格自 2831 元/吨低位开始猛烈反弹，仅 12 月下旬出现两次涨停封板，并于 2024 年的 1 月 3 日刷新上市以来高点达到 3758 元/吨。随后在海外风险事件干扰程度下降，交易所增加交割库扩容、加强监管、防范风险的坚定举措之下，氧化铝价格开始高位回落，逐步回归基本面交易逻辑。

图1：2023年氧化铝期货运行平稳，迈入新年，风险事件助推氧化铝期货波动加剧



数据来源：文华财经，建信期货研究发展部

## 二、长期运行逻辑：围绕成本定价

### 1、原料端：全球铝元素含量丰富，长期供应不存在瓶颈

铝元素在地壳中的含量仅次于氧和硅，是地壳中含量最丰富的金属元素。截至 2023 年，根据美国地质调查局数据显示，全球铝土矿探明储量接近 280 亿吨，基础储量约 380 亿吨，资源总量约在 550—750 亿吨，可以满足全球市场的需求近

141 年，远高于其他主要有色矿产可开采年限（图 3）。且随着部分国家和地区不断发现新的探明资源，全球铝土矿供应并不存在短缺问题。

从国家分布来看，主要分布在几内亚、澳大利亚、巴西、牙买加、越南、印度尼西亚及其他地区，其中几内亚（储量 74 亿吨），澳大利亚（储量 62 亿吨），巴西（储量 26 亿吨）三国已探明储量占全球储量的 60% 左右。（表 1）

从矿石类型来看，全世界铝土矿主要分为三类：三水铝石，一水软铝石和一水硬铝石。品质上来说，三水铝石型铝土矿具高铝、低硅、高铁的特点，矿石质量最好，适合耗能低的拜耳法处理，其次是一水软铝石，质量最差的矿石为一水硬铝石，这种矿型高铝、高硅、低铁、难溶，矿石质量差，加工难度大，所以在生产氧化铝时多需要使用高温拜耳法或者烧结法。如表 1 中列示，国外矿石多以三水铝石型为主，其次是一水软铝石型，而一水硬铝石型铝土矿极少。我国则以一水硬铝石型铝土矿为主，在已探明的铝土矿储量中，一水硬铝石型铝土矿储量占全国总储量的 80% 以上。

**表1：截至2022年全球各国铝土矿储量分布情况一览（万吨）**

国家	储量	储量占比	矿石类型
几内亚	740000	26.59%	三水铝石/一水软铝石
澳大利亚	620000	22.28%	三水铝石/一水软铝石
巴西	260000	9.34%	三水铝石
越南	210000	7.55%	三水铝石/一水硬铝石
牙买加	200000	7.19%	三水铝石/一水软铝石
印尼	100000	3.59%	三水铝石
<b>中国</b>	<b>98000</b>	<b>3.52%</b>	<b>一水硬铝石</b>
圭亚那	85000	3.05%	-
印度	59000	2.12%	-
苏里南	58000	2.08%	-
沙特阿拉伯	21000	0.75%	-
俄罗斯	20000	0.72%	-
哈萨克斯坦	16000	0.57%	-
美国	2000	0.07%	-
其他	296000	10.64%	-
<b>全球总计</b>	<b>2783000</b>		

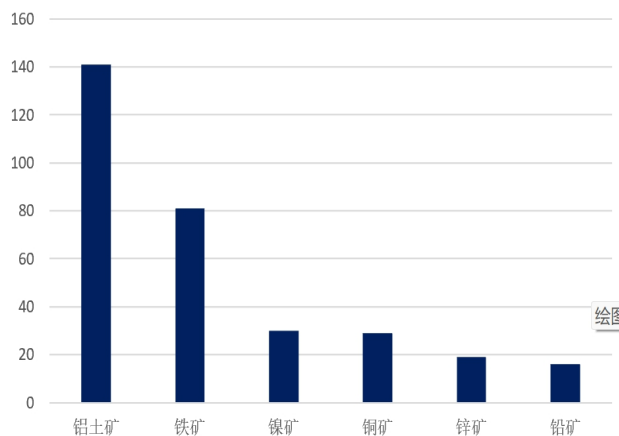
数据来源：美国地质调查局，建信期货研究发展部

**图2：铝土矿**

**图3：有色主要矿产开采年限参考（年）**



数据来源：新闻图片，建信期货研究发展部



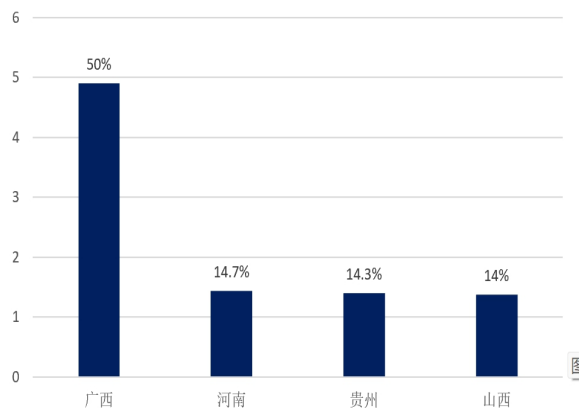
数据来源：全球新能源网，建信期货研究发展部

## 2、原料端：我国铝土矿进口依存度高

我国铝土矿资源丰度属中等水平，铝土矿分布高度集中，广西（4.9 亿吨）、河南（1.44 亿吨）、贵州（1.4 亿吨）、山西（1.37 亿吨）四个省的储量合计占全国总储量的 90.9%。其中广西储量最多，为 4.9 亿吨，占比大约 50%，其次是河南，储量为 1.44 亿吨，占比 14.7%。

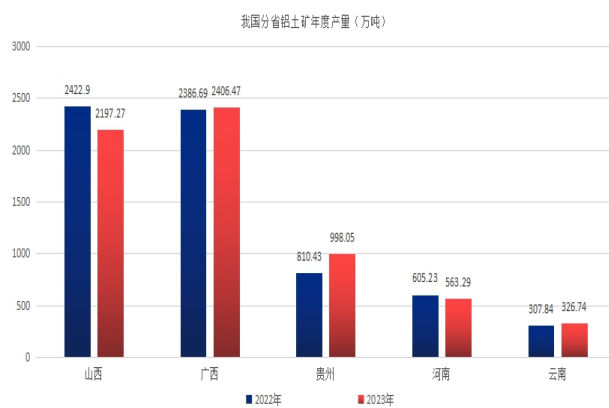
产量方面，2022 年山西省铝土矿产量 2422.9 万吨，位居全国首位，广西紧随其后。但到 2023 年，由于北方环保政策等因素影响，山西（-9.3%）、河南（6.9%）铝土矿产量下滑显著，广西铝土矿产量达到 2406.47 万吨，同比增幅 8.29%，位居全国首位。

图4：我国铝土矿主产省份储量（亿吨）



数据来源：国家统计局，建信期货研究发展部

图5：我国各省铝土矿产量（万吨）

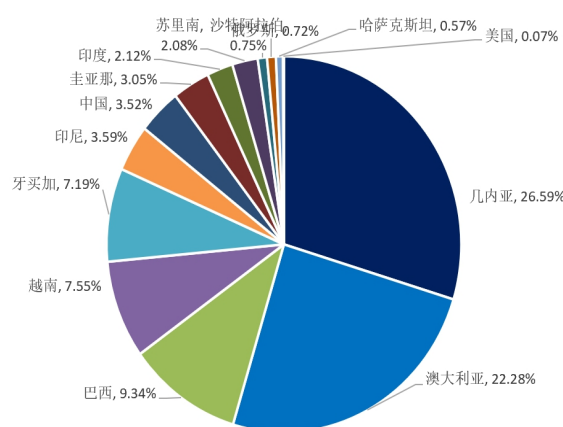


数据来源：国家统计局，建信期货研究发展部

我国是铝矿资源的消费大国，虽本土有一定铝土矿资源，但数量质量在世界范围来看均不占优势。根据美国地质勘探局数据，2023 年全球共探明 280 亿吨铝土矿中，我国只有 9.8 亿吨，仅占世界总探明储量的 3.52%；产量排名前三的国家分别是澳大利亚、中国和几内亚，分别占比 26.32%、23.68%及 22.63%，合计占比接近 73%。也就是说，我国铝土矿资源储量占比 3.52%，但每年的产量占比却高

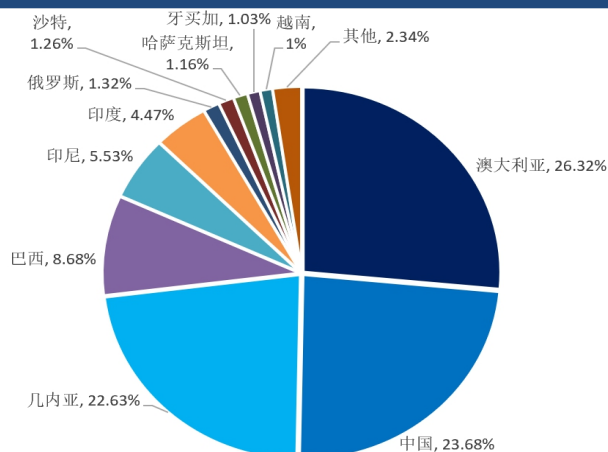
达 24%左右。

图6：2023年全球铝土矿储量占比



数据来源：美国地质勘探局，建信期货研究发展部

图7：2023年全球铝土矿产量占比

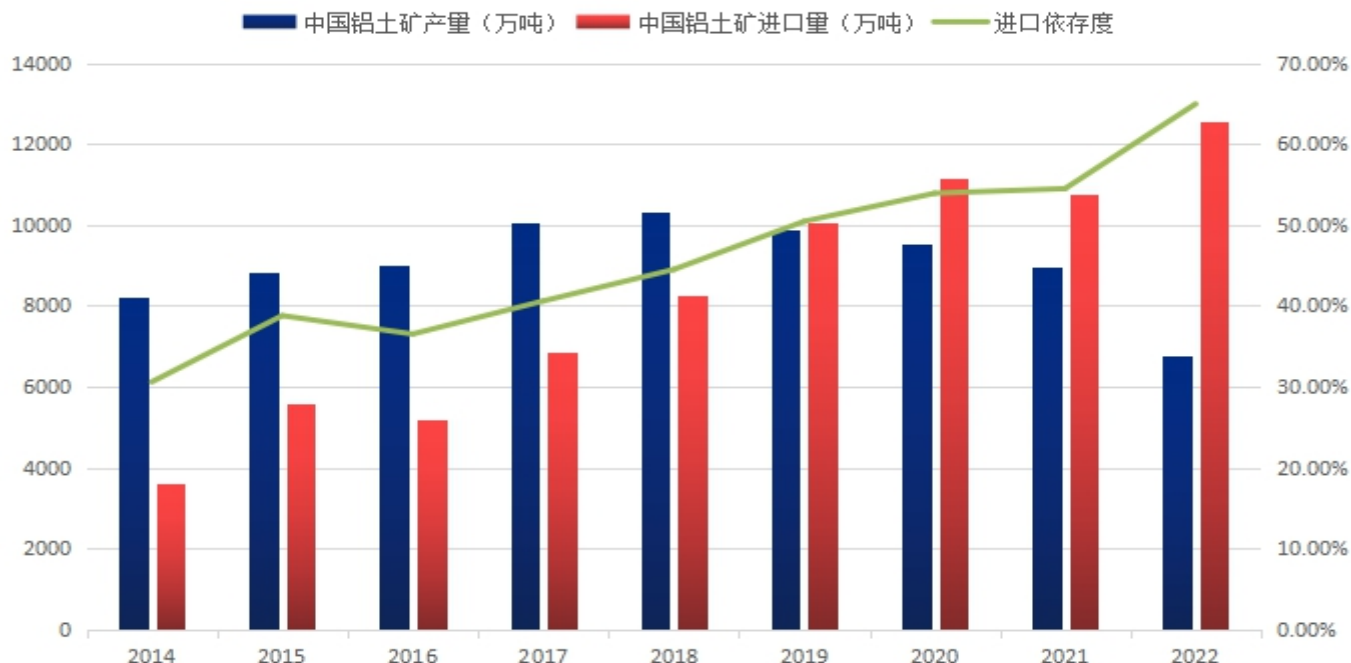


数据来源：美国地质勘探局，建信期货研究发展部

因此，为了弥补铝矿资源的短板，我国每年需要从海外进口大量铝土矿。2022年我国进口铝土矿 12547 万吨，对外依存度高达 65%。根据海关数据显示，2022年我国进口铝土矿来源中，几内亚、澳大利亚、印度尼西亚分别占比 56.1%、27.2%、15.1%，基本包揽了我国的铝土矿进口市场，集中度较高；其他进口来源仅占 1.6%。

2023 年 6 月，印尼宣布禁矿出口，虽然对铝土矿价格以及进口量影响不大，但导致我国铝土矿进口来源度进一步集中，2023 年 1-11 月，我国进口铝土矿 12957 万吨，其中 70%进口铝土矿来自于几内亚，24%来自于澳大利亚。

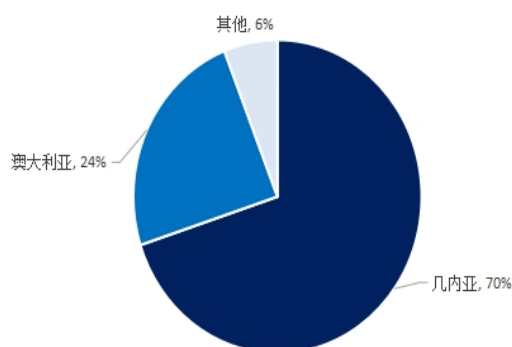
图8：我国铝土矿对外依存度逐年攀升，2022年超过60%



数据来源：海关，建信期货研究发展部

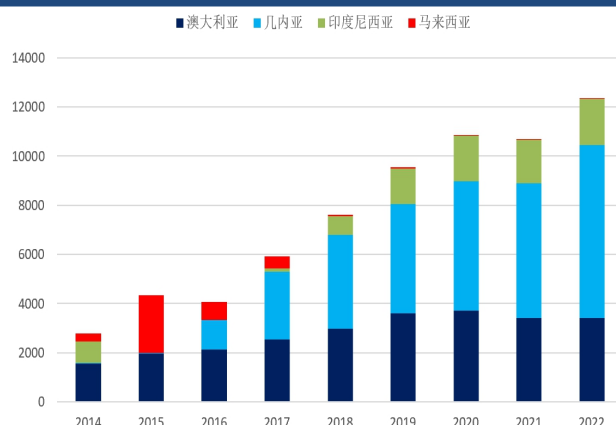


图9：2023年前11月我国进口矿来源国占比



数据来源：海关，建信期货研究发展部

图10：我国铝土矿进口来源国占比变化



数据来源：海关，建信期货研究发展部

从历史上来看，作为世界上最大的氧化铝和电解铝生产消费国，尽管我们对于铝土矿资源的需求连年增长，但由于全球铝元素储量丰富，国内铝企纷纷投资海外权益矿山，因此我国铝产业链最前端铝土矿的供应从未出现严重短缺问题，对终端电解铝价格的影响较为有限。不过几内亚和澳大利亚两国政策环境相对我国而言并不十分稳定，近年来几内亚政治局势多变，且几内亚铝土矿生产发运受天气影响较大，每逢雨季发运量明显下降；澳大利亚则在2023年宣称考虑将铝土矿列为关键矿产。预计随着氧化铝期货的上市，海外主要资源国政策风险或对我国矿端供应形成阶段性干扰，从而加大氧化铝乃至电解铝的价格波动。

### 3、全球氧化铝供需平衡：产能刚性过剩，产量灵活调节

过去十余年，随着我国工业化快速发展，我国逐渐成为全世界最大的氧化铝和电解铝的生产国和消费国，全球氧化铝以及电解铝产能增量均主要来自于我国，根据规划显示，远期海外氧化铝新增项目依旧较为有限。2023-2027年海外新增产能600万吨，较多集中在几内亚、印尼等地区。一方面由于当地铝土矿资源丰富，便于开展氧化铝产业发展，另一方面则是由于部分资源国自身对于矿石的保护政策愈发严格，相较于原矿出口，更希望矿商在当地建设氧化铝厂，以达到资源利用的最大化。

表2：海外氧化铝新增产能及远期规划（万吨）

氧化铝厂	地区	国家	集团	原有产能	新建产能	投产时间
Friguia(restart)	非洲	几内亚	俄铝	0	65	2018年4月
Shaheen	亚洲	阿联酋	阿联酋酋长国环球铝业公司	0	200	2019年4月投产5月出料，已满产
Alunorte(restart)	南美洲	巴西	海德鲁	640	320	2019年5月20日解除了生产禁令，已

t)						满产
PT Bintan	亚洲	印尼	南山	0	100	2021 年
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	50	2021 年
PT Well Harvest Winning	亚洲	印尼	魏桥	150	50	合计建成 200 万吨，21 年运行 150 万吨，22 年 1 月 28 日最后 50 万吨投产，目前两条线满产运行
PT Bintan 2	亚洲	印尼	南山	100	100	2022 年 9 月全部投产
Damanjodi	亚洲	印度	Nalco	0	100	2023-2024 年
Lanjigarh	亚洲	印度	Vedanta	0	300	2024-2025 年
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam, Inalum, Chalco	0	100	2026 年
SMB Dapilon	非洲	几内亚	SMB Consortium	0	100	2027 年
Total in 2021					150	
Total in 2022					150	
2023-2027 合计					600	

数据来源：SMM，建信期货研究发展部

而根据规划显示，我国远期氧化铝新增产能仍有超 3000 万吨规模，其中近 2000 万吨产能规划或将大概率落地。

氧化铝下游当中，97%以上用于电解铝生产。我国电解铝行业经历供给侧改革之后确定产能上限大约是 4550 万吨，理论测算对氧化铝需求上限为 8758.75 万吨。截至到 2024 年初，我国氧化铝建成产能已经超过 1 亿吨，运行产能也超过 8000 万吨，即我国氧化铝现有产能已经能够满足未来电解铝生产需求，且现阶段已经过剩超过千万吨。

表3：2023年及以后我国氧化铝新增产能及远期规划（万吨）

省份	所属集团	企业	总规划产能	已有产能	在建产能	备注
河北	文丰	文丰新材料	480	480	0	已于 2023 年一季度投产
山东	鲁北	鲁北海生生物	200	200	0	已于 2023 年一季度投产预计流向非冶金级领域
广西	锦江	田东锦鑫化工	210	90	120	扩建 120 万吨已经建成但尚未投产
内蒙古	其他	赤峰启辉铝业	650	0	130	130 万吨在建产能预计 2023 年四季度投产，剩余 520 万吨属于规划
广西	其他	龙州新翔生态铝业	100	0	0	远期规划
广西		防城港百沃铝业	200-400			远期规划
广西	百矿	百矿集团那坡氧化铝项目	120			远期规划
广西		广投北海临港循环经济产业园	400			远期规划
重庆		渝都铝业	320			远期规划
江苏		连云港启程铝业	400			远期规划

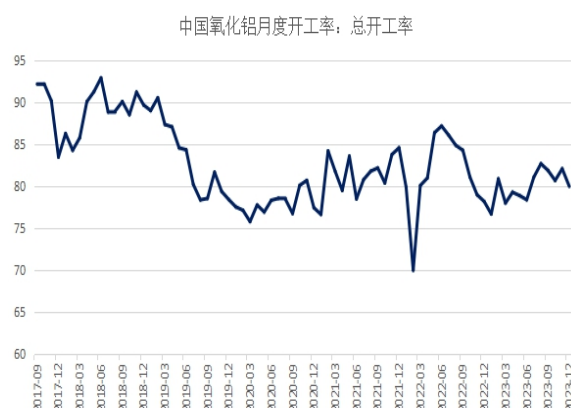


总计		3080-3280			
----	--	-----------	--	--	--

数据来源：阿拉丁，SMM，建信期货研究发展部

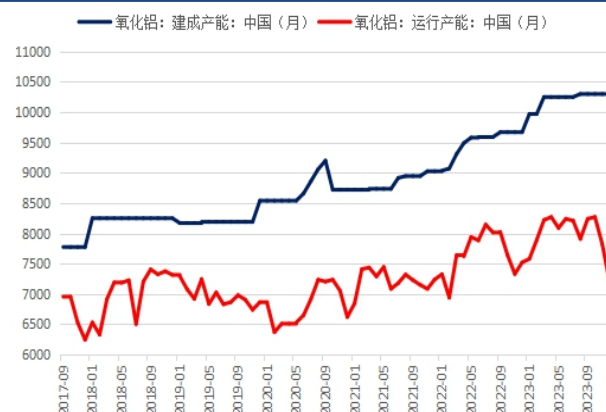
综上所述，全球氧化铝实际上是处于较严重的刚性过剩状态，目前的产能水平已经能够覆盖未来几年需求的增量，当前产量的平衡则是氧化铝行业通过市场方式自主优化，建立在降低开工率的基础之上。我国全行业开工率从2017年最高93%降至目前80%下方。

图11：我国氧化铝企业开工率降至80%以下



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图12：氧化铝运行产能波动较大（万吨）



数据来源：上海钢联，建信期货研究发展部

#### 4、氧化铝定价大概率长期锚定成本

由于海内外氧化铝市场整体呈现为明显的产能刚性过剩，产量灵活调节的特征，且氧化铝生产弹性非常大，潜在供应能力很强，这就导致氧化铝长期运行逻辑将锚定成本端，但阶段性的供需矛盾仍会带来短暂的行情。

具体而言，氧化铝生产不同于电解铝冶炼，开停工成本较低，可以根据市场供需及时调节其生产，一旦出现持续性亏损，企业可减产来应对，阶段性供应减少自然会限制价格不断下跌，甚至企稳反弹；另一方面，如果氧化铝行业出现阶段性利润持续走高，自然引发大量停产产能重启，从而导致供应增加价格下跌。

因此，氧化铝企业开停工与企业盈亏状态紧密相关企业可以灵活调节产能应对市场变化，所以也就决定了氧化铝价格将长期围绕成本线上下相对有限区间运行。

### 三、当前运行逻辑：受资金、交割套利、政策等多因素影响

短期影响因素可能涉及资金面、情绪面、交割套利、以及政策方面等因素影响。

#### 1、红海风险扰动下降，远期运费上涨为主要担忧

2023年12月下旬，因红海停运风险对电解铝以及氧化铝市场均起到不同程

度扰动，铝产业链相关产品价格均明显走强。我国铝土矿进口来源主要是几内亚和澳大利亚，根据上海有色调研显示，苏伊士运河同行的干散货船占比较低，且大多为大型灵便和巴拿马船，而几内亚铝土矿发运通常使用 Cape 船型，绕行好望角，澳大利亚铝土矿运输与红海地区并无较大关联，所以红海事件对于铝土矿进口量实质性影响较为有限，更多源自情绪上的扰动。但考虑到大量原苏伊士运河通行船只绕行好望角，大概率会造成未来船运费的明显上涨。

1月5日，航运巨头马士基发布声明称，考虑到局势不稳与安全风险较高，公司决定所有经过红海或者亚丁湾的马士基船只都将向南绕道好望角。如若红海风波持续发酵并呈现长期化趋势，将导致船只绕行的时间与运输成本上升，相关货物将面临运输延误和价格上涨压力。

图13：几内亚铝土矿运至我国广西、山东等港口主要线路图



数据来源：新闻图片整理，建信期货研究发展部

## 2、北方矿石供应紧张且短期难以扭转，氧化铝减产明显

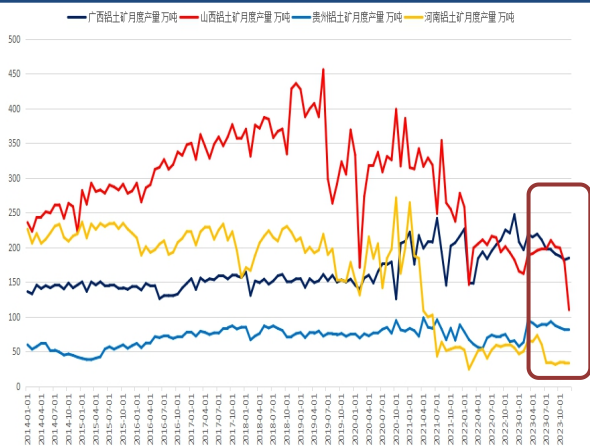
自去年下半年以来，北方矿石供应趋紧也是制约氧化铝产量释放的重要因素，截至当前，北方铝土矿供应紧张格局持续未改且一度出现加剧现象。

5月底，河南三门峡地区矿山生产因复垦政策影响受限，导致河南省月度产量从73.53万吨下降至当前的34.65万吨，9月份最低仅31.6万吨，截至目前仍未听闻复产消息；随后山西尤其是吕梁地区，因受矿山安全生产影响，部分矿山矿石开采受到限制，自10月份开始山西铝土矿产量已经开始下滑，到12月13日，山西地区再度发生一起矿山安全事故，产能进一步下滑，当前仅110万吨水平，较10月减产前高点210万吨下降50%以上。当前多数铝矿山处于停产或者半

停产状态（间歇性停产），矿石开采受阻持续时间尚未可知，导致北方铝土矿现货供应严重偏紧且难以扭转，三季度北方矿价持续偏强运行。

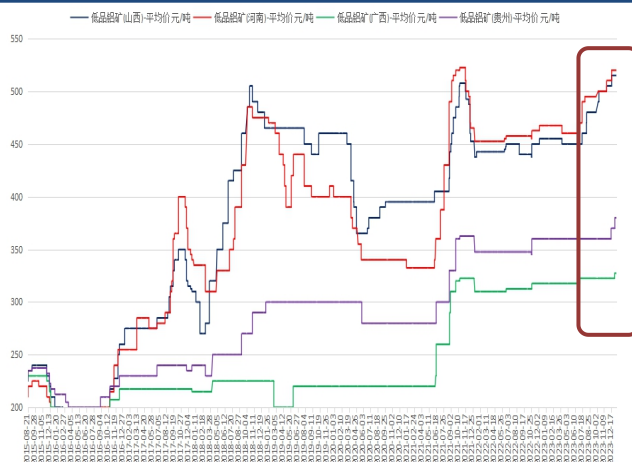
根据过往经验，未停产矿山一般在北方小年前后放假持续至元宵节后复工。而已经停产矿山的复产乐观估计最快也要到3月份之后，且取决于政策情况。当前各矿企和下游氧化铝厂仍可以消耗库存，但若持续时间较长，将会影响到矿山的生产。

图14：山西、河南铝土矿产量下降



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图15：北方矿价上涨（元/吨）

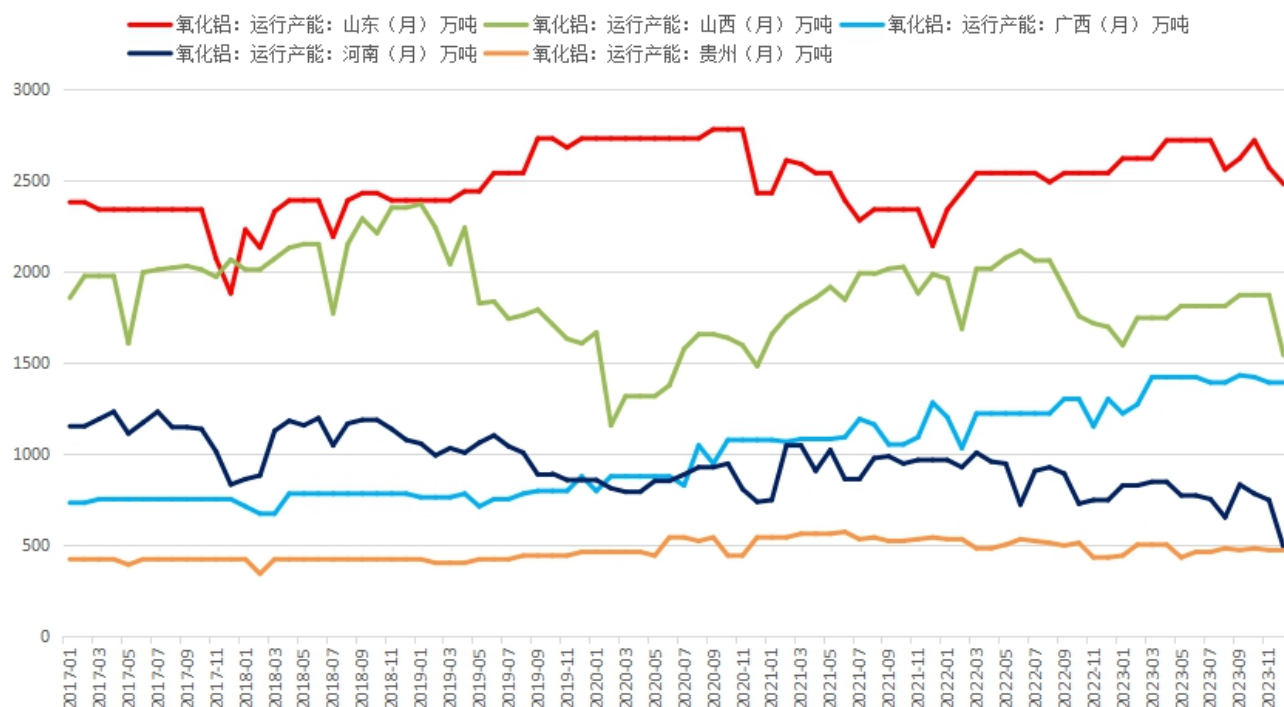


数据来源：SMM，建信期货研究发展部

受铝土矿供应持续紧张影响，12月开始山西、河南地区出现较多氧化铝企业减产。11月山西氧化铝运行产能1870万吨，12月减产330万吨至1540万吨，河南氧化铝运行产能则从780万吨下降至485万吨，减产规模大约在300万吨左右。

进入1月份，虽有消息显示山西、河南部分受限于环保政策的焙烧产能复产，但截至撰稿日（1月15日），环保限产以及矿石供应不足对供应端扰动卷土重来。1月11日河南地区相关部门连续发布重污染天气橙色预警，当地部分氧化铝厂再度停止部分焙烧炉生产，涉及日产量下降总计0.47万吨，初步计划此次限产周期4-6天不等；山西地区某氧化铝厂因矿石供应不足减产运行，涉及年产能约20万吨；贵州地区个别氧化铝厂因矿山安全问题计划于1月15日至2月20日期间停止生产，涉及年产能60万吨左右。总体而言，矿石供应紧张以及重污染天气预警将继续限制北方地区氧化铝产能，西南地区部分氧化铝产能亦受矿石紧张限制维持低产状态。

图16: 受北方矿石供应紧张影响, 12月山西、河南地区氧化铝企业减产明显



数据来源: 我的有色, 建信期货研究发展部

### 3、交割库扩容, 上期所强监管下交割套利空间有望收敛

根据上期所规定, 用于交割的氧化铝现货, 应当符合国标 GB/T 24487-2022 A0-1 或者 A0-2 牌号的规定。目前可用于交割的国内氧化铝注册品牌共有 8 个, 合计 17 家氧化铝厂生产, 涉及的氧化铝产能大约 4700 万吨, 占全国建成产能大约 47%, 此外还有两家海外氧化铝生产企业, 合计产能大约 1400 万吨, 但涉及的进口量跟签订的长单协议进口量有关, 比较难确定。各交割品牌之间不设升贴水。

因此, 氧化铝期货上市后由于交割品牌、交割地升贴水等一系列规定导致期现货在交割前夕存在一定套利空间。一直以来氧化铝现货供需都是基于“厂对厂”, 市场可流通的量非常少, 期货上市带来的仓单锁定一度导致个别注册品牌现货呈现溢价状态。

去年 11 月氧化铝期货 2311 合约首次交割, 而从 8 月底开始市场上氧化铝现货明显紧张, 并进而推动氧化铝期货价格的上涨, 最高到 3191 元/吨, 而临近 11 月交割之后氧化铝期货价格开始高位回落, 一方面由于云南地区电解铝厂减产, 氧化铝下游出现缩减价格回落, 而更为重要的原因在于随着氧化铝期货合约逐渐进入交割月, 市场趋于谨慎, 尤其新疆地区多头接货真实意愿低, 多单大量撤退, 期货总持仓开始下降, 而等到现货交割之后锁定的仓单大概率释放, 短期也会增加市场可流通量, 从而带动价格高位回落。



表4：上期所规定氧化铝注册交割品牌及涉及产能统计

序号	注册生产企业	产地	品牌	品级/规格	升贴水	产能（万吨）
1	中铝中州铝业有限公司	河南焦作	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	270
2	中铝矿业有限公司	河南郑州	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	190
3	中铝山东有限公司	山东淄博	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	250
4	中铝山西新材料有限公司	山西运城河津	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	260
5	中铝股份有限公司	广西平果	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	250
6	遵义铝业股份有限公司	贵州遵义	CHALCO	A0-1、A0-2	标准价	100
7	国家电投集团山西铝业有限公司	山西忻州	YINSHA 银沙	A0-1、A0-2	标准价	280
8	山东宏拓实业有限公司	山东滨州市北海新区	宏桥	A0-1、A0-2	标准价	1200
		山东滨州市沾化区滨海镇	宏桥	A0-1、A0-2	标准价	
9	茌平信发华宇氧化铝有限公司	山东聊城	信发	A0-1、A0-2	标准价	440
10	广西信发铝电有限公司	广西百色	信发	A0-1、A0-2	标准价	300
11	广西华银铝业有限公司	广西百色德保	华银	A0-1、A0-2	标准价	220
12	广西田东锦鑫化工有限公司	广西百色	KAIMAN	A0-1、A0-2	标准价	200
13	开曼铝业（三门峡）有限公司	河南三门峡	KAIMAN	A0-1、A0-2	标准价	220
14	山西复晟铝业有限公司	山西运城	KAIMAN	A0-1、A0-2	标准价	100
15	孝义市兴安化工有限公司	山西吕梁	锦江	A0-1、A0-2	标准价	280
16	洛阳香江万基铝业有限公司	河南洛阳	香江万基	A0-1、A0-2	标准价	140

数据来源：上海期货交易所，建信期货研究发展部

1月3日，上期所发布公告，同意中疆物流有限责任公司增加氧化铝期货核定库容。中疆物流有限责任公司存放地位于新疆昌吉州昌吉市三工镇区火车站物流园（新疆昌吉州昌吉市X131中疆3号），氧化铝交割仓库的核定库容由5万吨增加至10万吨，地区升贴水设置为升水380元/吨，自公告之日启用。此外据悉，交易所增加交割资源的其他准备工作也在推进过程中。

1月12日，氧化铝仓单总注册量较前一交易日持平，维持13.75万吨，山东区域氧化铝仓单总注册量较前一日持平，维持0.06万吨，河南区域氧化铝仓单总注册量较前一日持平，维持0.15万吨，甘肃区域氧化铝仓单总注册量较前一日持平，维持0.27万吨，新疆区域氧化铝仓单总注册量较前一日持平，维持13.27万吨，距上期所指定新疆地区总交割库容20万吨差6.73万吨。

氧化铝仓库			单位：吨
地区	仓库	期货	增减
山东	外运华中胶州	601	0
河南	中铝物流郑州	1500	0
甘肃	甘肃国通	2697	0
新疆	新疆诚通	44180	0
	炬申新疆	45397	0
	中疆物流	43133	0
	合计	132710	0
总计		137508	0
氧化铝厂库			单位：吨
地区	厂库	期货	增减
山东	中铝山东	0	0
	山东宏拓	1200	0
	合计	1200	0
河南	中州铝业	0	0
总计		1200	0

预计随着交易所对交割库扩容、能够更好地满足产业企业套期保值的需求，并促进期现价格回归，同时在上期所加强监管、防范风险的坚定态度之下，预期未来交割套利空间将会逐渐收敛，氧化铝期货剧烈波动程度有望下降。

#### 四、行情展望：一季度运行重心上移，关注产业利润套保机会

##### 1、氧化铝期货上市有利于增厚氧化铝生产企业利润

在氧化铝期货上市之前，氧化铝生产企业利润长期在盈亏平衡线边缘徘徊，主要原因在于氧化铝相对于电解铝而言，其产能利用率很低但生产弹性非常大，潜在供应能力很强，因此难有攫取高利润的动能，基本上电解铝的获利就是氧化铝的让利，从历史数据来看，往往是氧化铝让利于电解铝。而期货上市之后，企业可以采用基于期货市场的销售采购模式，获得额外收益。例如去年9月氧化铝期货价格明显走强时，生产企业完全可以将销售形式转为期货销售，在期货合约上进行卖出保值，能够获得平均超过100元/吨的超额利润，在11月期货价格快速下跌时，当期货卖保利润低于现货销售时，可以暂停期货销售，以现货方式进行销售，通过灵活调控期货和现货销售比例，最终实现增强收益的效果。

##### 2、运行重心上移，关注产业利润套保机会

长周期而言，由于海内外氧化铝市场整体呈现为明显的产能刚性过剩，产量灵活调节的特征，且氧化铝生产弹性非常大，潜在供应能力很强，这就导致氧化

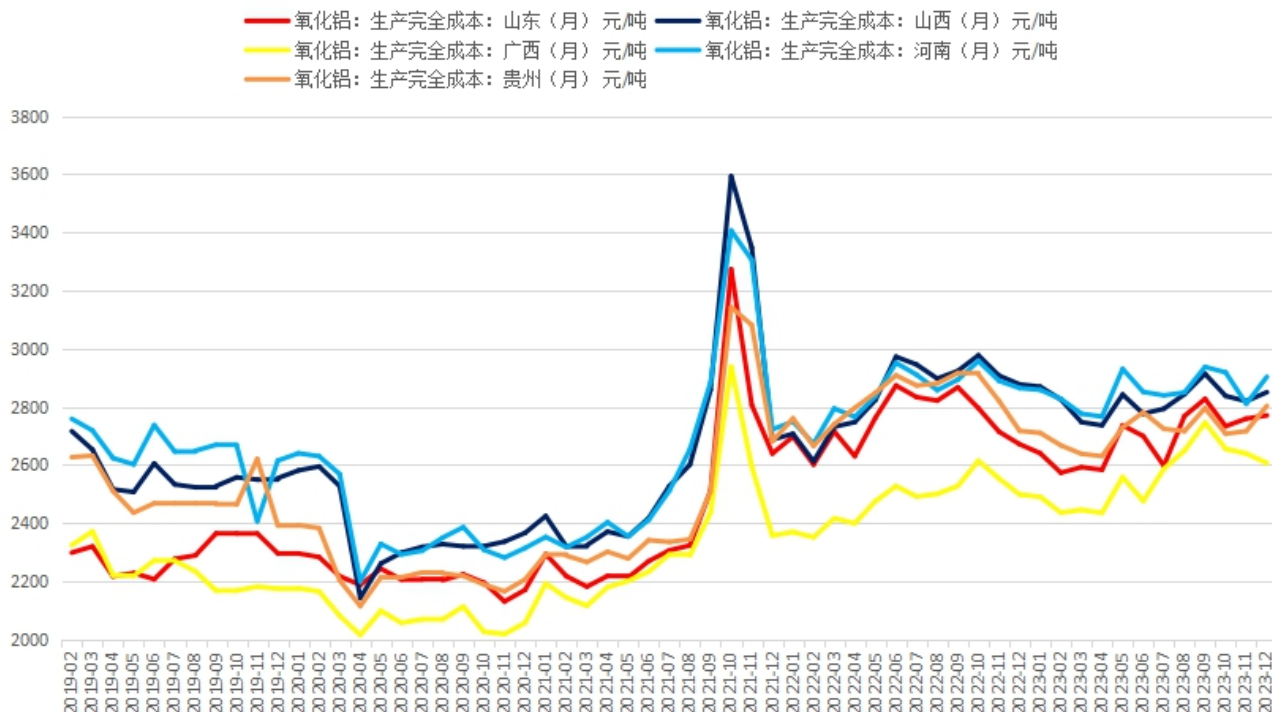


铝长期运行逻辑将锚定成本端，但阶段性的供需矛盾会带来氧化铝市场的亮眼行情。

现阶段而言，前期由于海内外突发事件影响加剧市场对铝土矿石供应稳定性担忧、同时北方环保管控政策升级对北方地区氧化铝产能限制程度加深，导致氧化铝价格出现大幅上涨，但随着海外风险事件干扰程度下降，部分北方矿山复产等缓解供应端忧虑，氧化铝期货价格回到 3300 元/吨一线。但考虑到红海事件将导致远期海运费上涨，北方环保政策等因素导致的矿山停产还将持续至至少三月份之后，以及云南冬季二次减产概率较低，节前下游备货需求仍存，预计短期现货供应紧张格局难改，一季度仍以震荡偏强运行为主。

与此同时，目前国内氧化铝主要生产地平均实时完全成本为 2730 元/吨，其中山东地区平均成本约 2750 元/吨，山西地区平均成本约 2830 元/吨，河南地区平均成本约 2880 元/吨，广西地区平均成本约 2580 元/吨，贵州地区平均成本约 2780 元/吨。企业保值角度而言，当前氧化铝企业按平均完全成本测算利润已经超过历史平均水平  $[-200, 200]$  元/吨，1 月 3 日最高可达 900 元/吨（我们在 1 月 2 日氧化铝涨停点评报告当中也提出空头保值建议）。产业利润可观，因此我们认为当产业利润超过 500 元/吨以上时，企业可考虑适当建立空头保值头寸，以锁定利润。

图17：我国氧化铝分省成本（元/吨）



数据来源：我的有色，建信期货研究发展部

## 【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

## 免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

## 总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

## 深圳分公司

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211

电话:0755-83382269 邮编:518038

## 山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

## 广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

## 北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

## 福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

## 郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

## 宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

## 总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

## 西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

## 浙江分公司

地址:杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室

电话:0571-87777081 邮编:310003

## 上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

## 上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

## 泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

## 厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

## 成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

## 【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533 转5

邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com

网址: <http://www.ccbfutures.com>