

氧化铝期货上市一年的观察和反思

——金瑞期货氧化铝专题报告 2024 年 5 月 28 日

核心观点：

- 氧化铝期货上市后，绝对价格从期初的不到 2600 元/吨，最高到接近 4300 元/吨，涨幅接近 65%。期货上市后，参与者的多元化，价格对市场波动的反应速度和幅度都更直接，由此我们观察市场、价格分析的角度需要跟随参与者的变化而改变。
- 我们认为关注氧化铝价格的波动，除开氧化铝自身供需基本面外，其他逻辑线条亦需要保持关注：（1）氧化铝产业链成本利润及相关品种的套利、（2）氧化铝的期现、跨市套利、（3）海运相关品种的投机资金、（4）持仓性交易。
- 站在当前看未来的价格，我们认为多头的安全边际下降，风险在集聚，3700 附近基本期现回归，主要原因是：
 - 第一，从供需和利润的角度看，全球处于平衡偏过剩的格局，国内虽有缺口但在海外贸易补充及国内冶炼利润扩大后积极复产下缺口逐步缩小；
 - 第二，第二，从烧碱-氧化铝或者氧化铝厂锁定远期利润逻辑来看，铝土矿短期维持偏紧，但环比氧化铝价格隐含的矿价修复到高位，继续交易做多氧化铝厂利润的驱动有所减弱，且继续推升利润的安全边际也不好；
 - 第三，第三，从期现和跨市角度看，盘面期现倒挂，交割库库容基本用尽，保值空头提供的流动性下降，且外盘氧化铝/铝价的比例也到高位，往后期货拉动现货的难度会加大；
 - 第四，风险主要体现在高持仓和投机资金并未完全撤退上，多头参与的热情仍存。

冯娜

F03098194

Z0020178

邮箱:fengna@wy.jrqh.com.cn

滕聪

F03103064

邮箱：

tengcong@wy.jrqh.com.cn

电话：0755-82705424

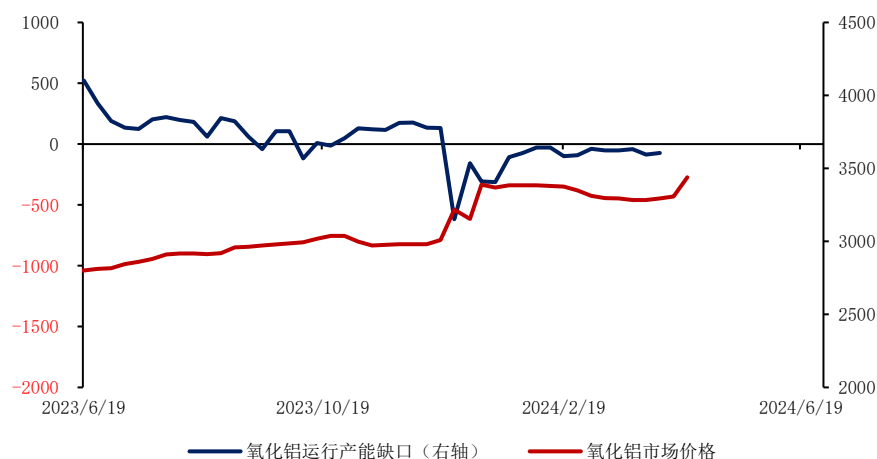
交易咨询业务资格：

证监许可字【2013】201 号

一、复盘氧化铝上市以来超预期的行情

氧化铝期货上市以来，国内氧化铝的供需在去年底以来因国产矿限制转向缺口市场，但整体缺口幅度有限。虽市场并未大幅缺口，但价格却一路扶摇直上，现货价格从年底的 3000 元/吨以下到 5 月初现货接近 3700 元/吨，期货接近 4300 元/吨，五个月的涨幅接近 30%，其中 5 月以来的涨幅在 15% 以上。

图表 1 国内供需平衡（未考虑进口）



数据来源：金瑞期货

复盘 2023 年 11 月底以来的行情，站在产业的角度不太容易理解的有三次：

（1）2023 年底的几内亚油库爆炸导致涨幅超预期

2023 年 11 月底以来绝对价格持续的处于买交割盈利，由此为后期的大幅上涨埋下种子。但截止到 2023 年 12 月 20 日氧化铝基本打开卖交的窗口，绝对价格仍持续的拉涨，从 2900 附近拉涨到 3850 附近，同时现货也被动跟涨到 3400 元/吨附近。

当然基本面也有很多乐观的成分在：

一是几内亚的油库爆炸导致几内亚矿山被影响的消息层出不穷，鉴于依赖度太高且无可替代的渠道，不确定性加大：

其次是几内亚事情元旦前后基本确定影响在消散，但 11 月中国内煤矿事故导致山西铝土矿大面积被关停持续未启动，造成使用国产矿的氧化铝厂减产，国内进入事实层面的氧化铝缺口阶段。

图表 2 境内外氧化铝价格



数据来源：金瑞期货

图表 3 氧化铝期现价差



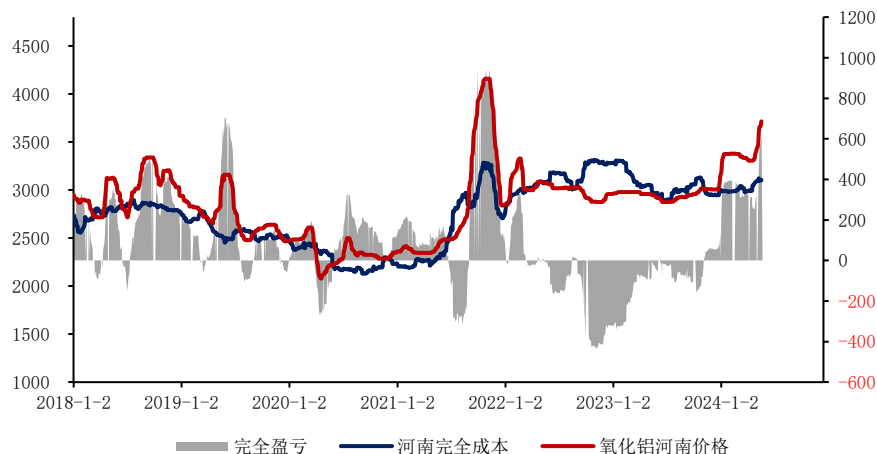
数据来源：金瑞期货

我们认为在交易的角度，2023 年 12 月底的继续拉涨的确有很多逻辑线条都指向价格的上涨：

一是氧化铝和铝的比价处于 2023 年以来的相对低位：2023 年底绝对价格在 3K 附近时，国内氧化铝相对铝价的比例处于中性水平附近，但澳洲 FOB/LME 比例基本在 2023 年以来的低位水平；而 LME 铝价因海外宏观情绪乐观、国内铝锭进口窗口打开等带动下明显上涨，带动海外氧化铝价格跟随 LME 上涨。而国内偏紧的预期亦再次推升国内氧化铝现货价格。

二是氧化铝成本的上涨：几内亚事件及国内铝土矿关停带来铝土矿价格上涨，受限于铝土矿现货紧张，边际完全成本从此前的 2900RMB/吨不到的水平提高到 3100RMB/吨附近。

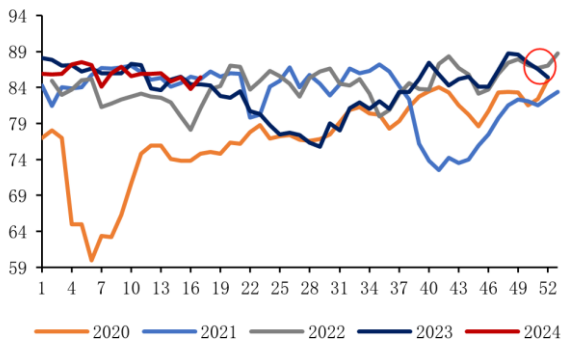
图表 4 河南地区加权成本利润



数据来源：金瑞期货

三是烧碱的看空预期、铝土矿偏紧预期叠加下的做多氧化铝厂利润：烧碱行业高开工、偏高的库存叠加国内氧化铝产能锐减、铝土矿的涨价预期、氧化铝供需逆转和定价中性等因素，刺激做多氧化铝利润情绪升温。

图表 5 烧碱开工



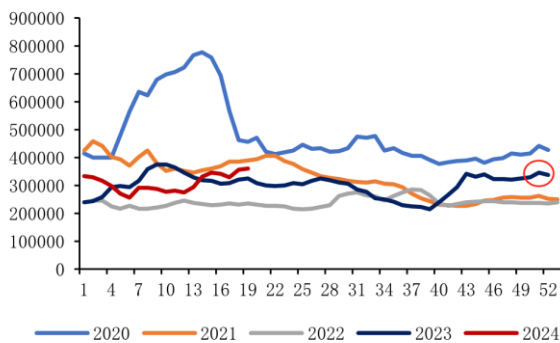
数据来源：钢联，金瑞期货

图表 6 烧碱持仓和价格关系图



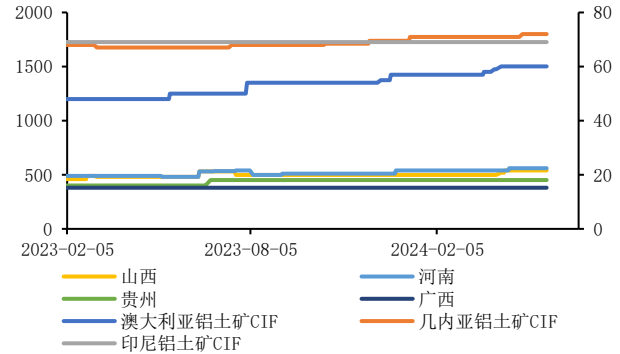
数据来源：金瑞期货

图表 7 烧碱行业可统计总库存



数据来源：钢联，金瑞期货

图表 8 铝土矿价格



数据来源：钢联，金瑞期货

但 2024 年元旦后，绝对价格升到 3500 以上，海外铝价大幅下挫和进口大量成交等施压国内氧化铝价格，盘面一路下挫，从最高的 3800 以上回落到 3200 附近，自此期现回归。

(2) 2024 年 3 月底 2403 合约换月后，国内持续处于卖交割赢利点

2024 年 1 月底以来，因 2 月仓单注销的压力期现一度倒挂，新疆地区甚至出现买盘面较买现货经济性强 100 元/吨以上。但期货的走弱并未大幅拉低现货，现货价格基本仍在 3200-3300 的区间，这与偏紧的市场格局下的定价在高成本以上匹配，并无明显的背离。

表格 1 氧化铝每月到期仓单数

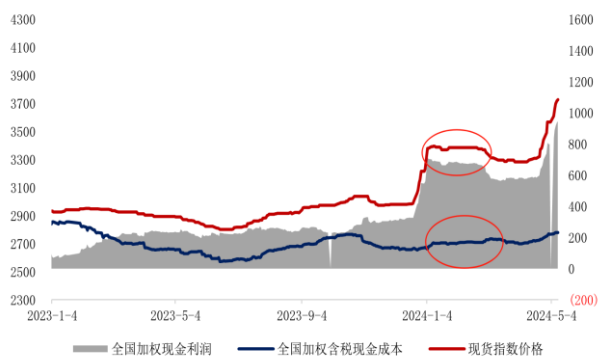
	标准仓单到期数量 (吨)	当月	一个月	两个月
1.5	氧化铝仓库	7495	48956	49843
	氧化铝厂库	0	0	0
2.2	氧化铝仓库	39943	46847	21302

	氧化铝厂库	0	0	1200
3.1	氧化铝仓库	39334	18901	601
	氧化铝厂库	0	600	0
4.3	氧化铝仓库	18901	601	15925
	氧化铝厂库	600	0	0
5.10	氧化铝仓库	601	15925	0
	氧化铝厂库	0	0	0

数据来源：上期所，金瑞期货

但 2024 年 3 月底以来，国内氧化铝在现货无明显变化的情况下，国内持续处于期现卖交割的窗口，回顾基本面看，两会后矿恢复慢于市场预期，矿价有明显的涨价，成本由此推升，边际成本一度到 3150RMB/吨。接近 04 合约到期日，现货依旧跟涨乏力，由此氧化铝期货盘面价格快速回落到 3200 以下。

图表 9 氧化铝全国加权现金成本



数据来源：金瑞期货

表格 2 3-4 月中现货成交

	地区	流向	数量	价格
24.3.22	山东	贸易商与铝厂	12kt	3200
24.3.22	山西	贸易商与铝厂	10/10kt	3220/3240
24.3.26	山西	氧化铝厂与铝厂	5/5kt	3260/3270
24.3.26	山西	贸易商与铝厂	5kt	3250
24.3.27	山西	青海铝厂	15kt	折合出厂 3225
24.4.3	山东	氧化铝厂与铝厂	0.7wt	3210
24.4.3	山西	新疆铝厂招标	1wt	折合出厂 3240
24.4.13	山西	贸易商与铝厂	5.88wt	3250-3260

数据来源：金瑞期货

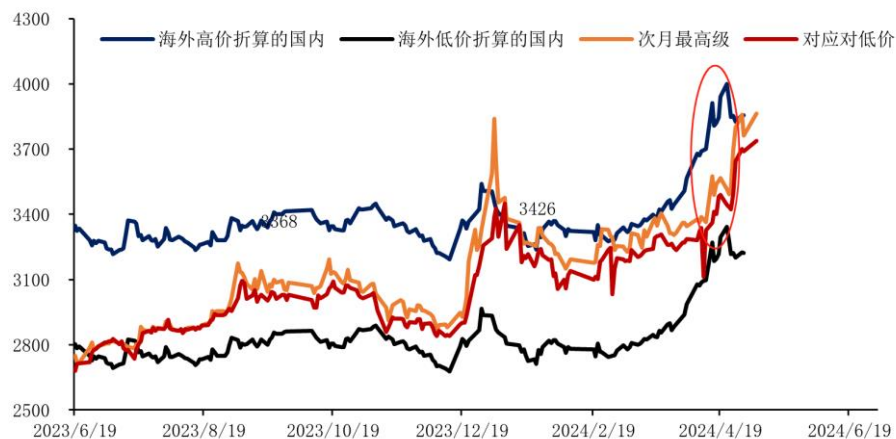
（3）2024 年 4 月底以来的大幅上涨

4 月中以来，国内的供需并无明显的变化，市场整体仍处于供应恢复、缺口缩小的局面，但绝对价格拉涨幅度跟去年底相比更甚。

卖交窗口持续开启，现货跟涨明显。矿紧导致的成本回升是一方面，但边际的成本最高也就是到 3200-3250RMB/吨附近，并未显著提升。

相对而言这一波铝价上涨明显，带来的氧化铝现货和铝价的比例一度跌到低位，此番价格上涨的抛压来自两方面，一是国内期现卖交割的抛盘，二是海外氧化铝现货的抛压。随着价格上涨到 3700-3800，氧化铝相对铝价的低估得到修正，且外盘长单转现货卖交国内利润也逐步打开。按照 LME 在 2600-2650 附近测算，向上到 3850-3900 附近国内也面临双重的抛压。

图表 10 氧化铝上下限的问题



数据来源：金瑞期货

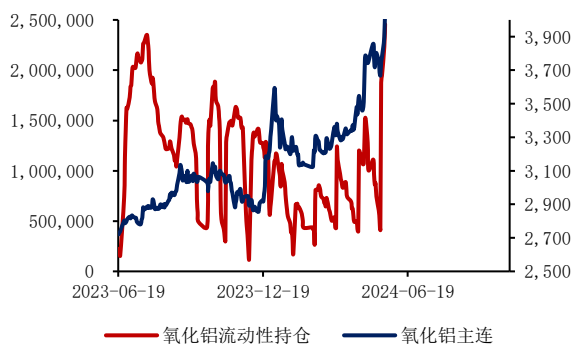
综上，我们试图根据期货上市近一年来明显的波动，总结一些氧化铝期货上参与者的逻辑，以便更好观察和理解市场的波动。

二、氧化铝期货参与者及其逻辑线条

2.1 氧化铝期货参与者情况

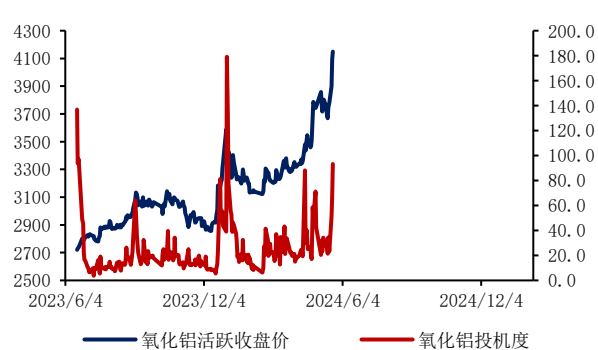
氧化铝期货上市以来，成交和持仓都显著的增加，相较有色金属氧化铝的日内成交非常活跃；氧化铝的产业外资金参与也比较明显：截至 5 月 28 日，氧化铝期货累计成交 2328.76 万手，最高持仓 26.4 万手；扣除库存部分外的持仓，氧化铝的流动性持仓整体处于历史高位。

图表 11 AO 流动性持仓



数据来源：同花顺，金瑞期货

图表 12 氧化铝成交/持仓



数据来源：同花顺，金瑞期货

我们观察下来氧化铝期货的参与者可以分为以下几类：氧化铝厂或期现贸易商的保值、化工类套利资金、高度投机资金等，我们以下试图归纳不同参与者的逻辑线条。

2.2 氧化铝期货参与者逻辑跟踪

2.2.1 氧化铝厂利润保值

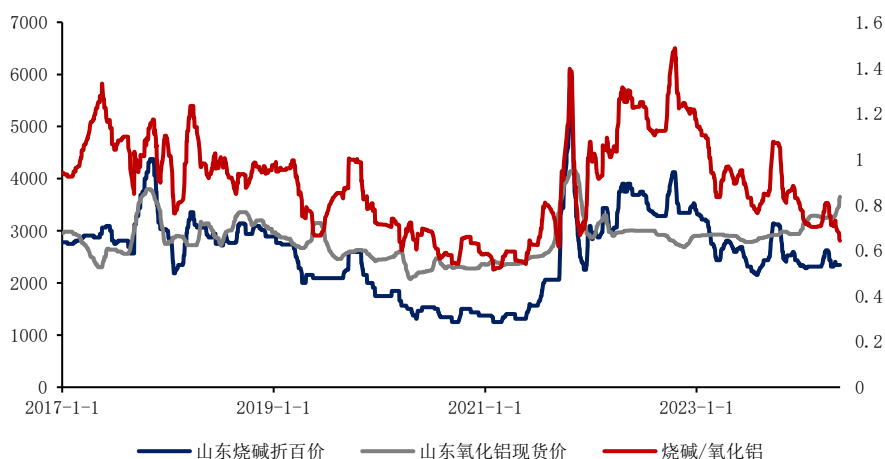
氧化铝厂参与期货，更多的是对生产利润的保护。氧化铝期货上市后，氧化铝厂会基于利润目标在合适的时候保护其年度利润。也有部分阶段，会因月度现货价格预期，在价格偏高的水平参与期货保值，锁定销售收入。

比较明显的是，在 2023 年 9-10 月氧化铝现货偏宽松、绝对价格相对偏高，冶炼厂卖保相对明显。

2.2.2 化工类套利资金（烧碱-氧化铝）

氧化铝作为烧碱最大的下游需求，其大型企业的采购价对烧碱现货价格的影响较大；反过来，烧碱作为氧化铝的原材料之一，通过成本传导机制影响氧化铝价格，两者价格关联性较强。因此可通过烧碱和氧化铝期货进行产业利润的套利操作。

图表 13 烧碱与氧化铝价格走势



数据来源：钢联，金瑞期货

2.2.3 氧化铝期现贸易和跨市交易

一般来讲，氧化铝现货价格更多的是反应现货市场的供需情况，而期货价格则更容易受到消息刺激及投机资金影响而迅速出现反应。因此利用有利的期现价差，在期货市场买卖氧化铝兑现更高的利润。

此外，在内外盘铝价、氧化铝价格波动出现明显异常的时候，进口商也会通过期货盘面进行跨市套利操作。

2.2.4 海运相关品种的投机资金

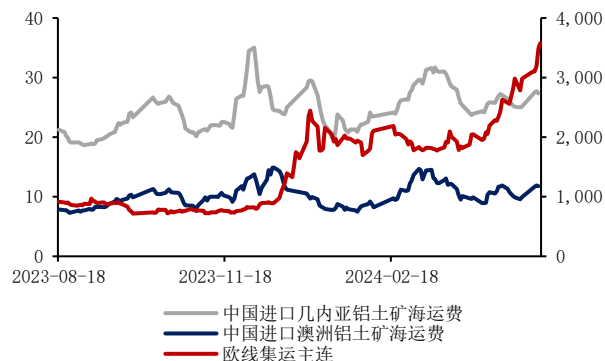
我国铝土矿进口依赖度逐年提升，其中几内亚和澳大利亚合计占比高达 95%，因此海运费作为铝土矿的重要成本之一进一步对氧化铝价格产生影响。从盘面表现也可以看出海运相关品种期货与氧化铝存在一定的联动关系——从历次氧化铝价格大涨观察，海运相关品种大多时间同样出现上涨。但逻辑上铝土矿海运成本的变化与集运等还是存在明显的不一致，节奏上并非完全同步。

图表 14 氧化铝与欧线集运



数据来源：同花顺，金瑞期货

图表 15 海运费与欧线集运指数



数据来源：同花顺，Wind，金瑞期货

综上，站在产业参与者的角度，容易忽视的一些上下游、产业外资金的逻辑，而出现对行情的误判。

三、对当前市场的一些看法

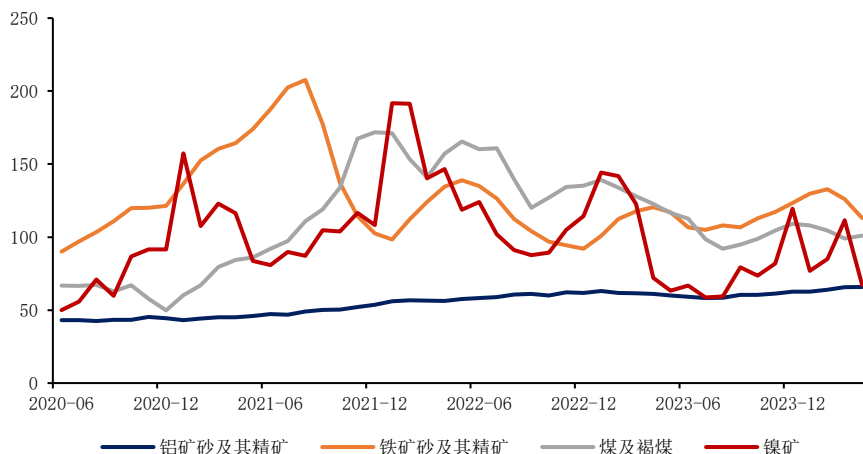
综上，我们站在当前的时点看，我们认为市场的多头逻辑展开较充分，多头的风险在积累：

（1）供需和隐含的矿价的角度

全球处于平衡偏过剩的格局，并未见到明显的缺口；国内氧化铝产能恢复前，缺口大概占海外贸易量的比例不足 4%，限制往上幅度。边际上看，冶炼利润扩大后，国内寻矿的积极性明显提升，山西部分矿山、氧化铝的运行产能均有小幅的改善，进一步缩小缺口。

站在中期的角度看，4000-4200 附近的氧化铝价格，隐含的海外矿价是 100-130USD/吨，基本跟当前国内镍矿、煤矿、铁矿之类的原矿类矿产资源的海外价格相当（80-130USD/吨的到岸）。

图表 16 铝土矿、煤矿及铁矿等到岸价对比



数据来源: Wind, 金瑞期货

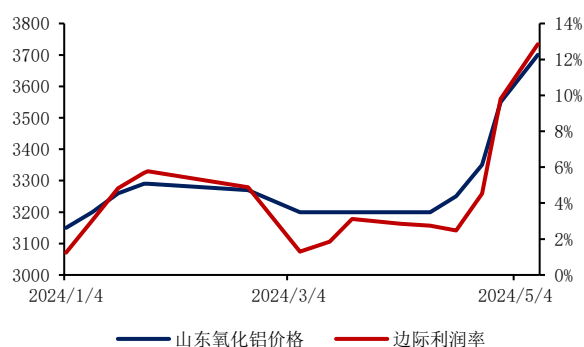
(2) 烧碱-氧化铝或者氧化铝厂锁定远期利润的角度

当前烧碱开工环比下滑, 但整体库存依旧偏高, 且持仓上看也处于低位, 整体看烧碱矛盾不明显。铝土矿端看, 偏紧预期短期难缓解, 尤其进口矿偏紧的局面大概率会持续到明年。

故, 逻辑上看继续交易氧化铝厂利润在高位、或者矿紧的逻辑依旧存在。但从边际利润的角度看, 国内氧化铝厂高位的产能利润基本接近 13%, 继续推升利润的安全边际较低。

此外, 从中长期的角度而言, 我们观察到 3800 以上的氧化铝价格, 即使边际地区的利润也接近 600RMB/吨, 单吨利润基本已到高位 (max 利润在 1000 元/吨附近)。在近年来投资成本不断下降的背景下, 基本意味着氧化铝厂的投资基本可在 3-4 年回收期初投入, 而远期的角度看, 几内亚和澳洲的矿依旧在增产, 远期矿价仍有宽松预期, 中长期的角度氧化铝有保值的诉求。

图表 17 国内氧化铝边际成本利润



数据来源: 金瑞期货

图表 18 河南氧化铝盈亏



数据来源: 金瑞期货

(3) 期现和跨市的角度

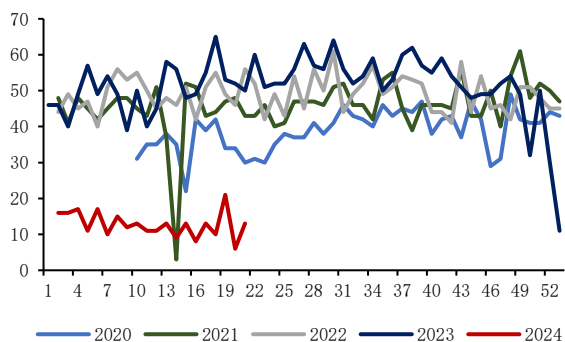
当前氧化铝供需仍处于小缺口局面, 氧化铝厂库存偏低, 基本以长单销售为主。单边持续、大幅的上涨背景下, 期现容易倒挂而导致氧化铝盘面抛压加大。另外, 外盘氧化铝/铝价的比例也到高位, 在并未出现明显缺口的背景下, 越往后期货拉动现货的难度会加大。

但随着交割库的库容耗尽, 空头流动性减弱, 后期大概率国内氧化铝面临的是减仓的压力。

(4) 海运等角度

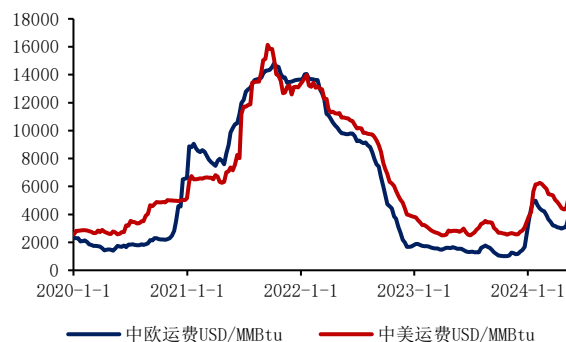
从氧化铝与欧线集运的走势来看, 前期欧线涨势连创新高, 但氧化铝期现回归出现回落氧化铝价格未及时跟涨; 当前来看, 氧化铝实现补涨。逻辑上虽欧线和氧化铝的成本提升并无明显的一致, 但考虑到中欧运输依旧存在较多的政治扰动, 欧线大概率也难见到明显的回落, 在一定程度会对氧化铝的下跌形成阻力。

图表 19 苏伊士运河 container ships 通行量



数据来源: BP, 金瑞期货

图表 20 中欧中美运价



数据来源: BP, 金瑞期货

(5) 持仓的角度

氧化铝期货的持仓依旧在高位，虽成交有放量，但相对总持仓上而言还是有些偏低，故前期积极参与的多头并未完全离场。不过我们观察到，此前的多头在离场，大概率现处于新老多头换手的状态。

图表 21 氧化铝净持仓历史图



数据来源: 99 期货, 金瑞期货

综合来看，从资金的角度往上依旧有参与者愿意去买，但相对此前逻辑明显减弱。站在国内的角度看，3700 附近基本实现期现回归，继续往下的空间不大，即使考虑到 06 合约有 2w 的仓单有注销的压力，大概率也阶段性底部价格也在 3600-3650 的区间。远期仍需关注国内矿的恢复和进口矿的到货情况。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208