

国信期货有色（铝、氧化铝）

铝、氧化铝

异动行情下 氧化铝行业风险管理重要性凸显

2024年4月8日

● 主要结论

本文对氧化铝期货上市以来两次“冲高回落”行情形成的原因进行了简要分析，从而暴露出相关铝企在价格波动下面临的潜在经营风险，基于氧化铝行业基本面情况以及期货价格发现功能的发挥，企业有对风险进行管理的必要性。氧化铝产业链中的不同企业在价格波动下面临着不同的风险，可以利用期货工具加以控制，通过套期保值或套利达到平滑利润的效果。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-305183
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-305184
邮箱：15068@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。

1. 氧化铝行情回顾：上市以来，两度“冲高回落”

氧化铝自 2023 年 6 月上市以来，出现了两次较为明显的“冲高回落”行情。

图：氧化铝期货主力合约日 K 线图



数据来源：博易云 国信期货

2023 年 6 月，河南三门峡地区矿山停产，受此影响，北方氧化铝供应收紧，与此同时，下游云南电解铝产能逐渐开启复产，而氧化铝期货上市后，市场还出现了一定交割的潜在需求，使得氧化铝供需趋紧，现货价格持续走强，但基本面的利多尚不足以推升期价强势走高，氧化铝期货价格前后在 2800 元/吨一线及 2900 元/吨一线遇到上冲阻力。受到市场资金情绪的影响，9 月 1 日氧化铝期货价格突发上行并触及涨停，氧化铝期货盘面价格一度冲高至 3200 元/吨以上。9 月 5 日-11 月 8 日，3000 元/吨-3200 元/吨区间震荡，价格明显偏高，随后逐渐回调至合理区间。此次异动，缺乏基本面的支撑，更多是受到宏观情绪以及板块联动间的影响。氧化铝期货价格上涨至高位，现货贴水偏离合理区间，叠加当时山西往新疆运费正处季节性低位，使得期现套利窗口短暂打开。

2023 年 12 月末，几内亚爆炸事件带来的海外矿石供应担忧情绪，叠加国内矿石偏紧以及环保政策对产能运行的限制，使得氧化铝供应明显收紧，多重因素带来的供应担忧情绪给予氧化铝期货强势上涨的动力，12 月 22 日主力合约触及涨停板，多个合约涨超 6%，上涨情绪在 1 月初有所延续。2024 年开年首周，氧化铝上演了涨停到跌停的“过山车”式行情。随后，至 1 月末，氧化铝期货震荡下跌，价格重心回落至 3200 元/吨一线后震荡。氧化铝此轮冲高回落行情开始于供应端的内外干扰，并在基本面利多因素的支撑，以及市场担忧情绪蔓延和后期资金入场的推动下，获得较强的上涨动力，不断攀升至高位，逐渐有悖于基本面的实际情况。随着北方地区大气污染预警解除，上期所同意新疆交割库扩容，以及加大监管力度后，市场情绪逐渐回归理性，盘面价格迅速回落。

综合分析两次异动形成的原因，基本面供需矛盾的产生是其题材基础，期货上市后给现货市场带来的

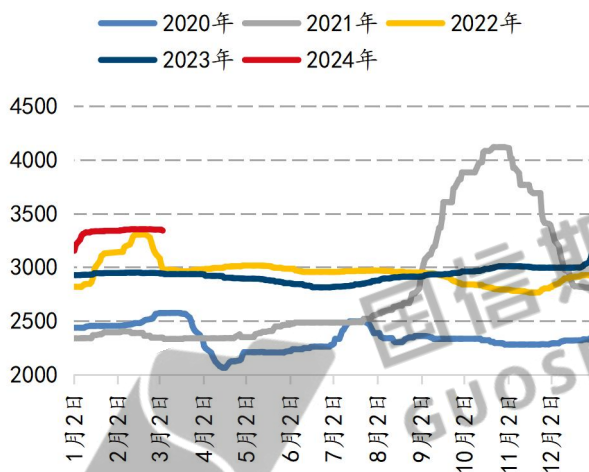
变化，以及市场资金、情绪的介入则是使矛盾放大，由此产生异动的原因。这同样也暴露出了当下国际局势及国内市场环境变化下，相关企业所面临的氧化铝价格异动带来的经营风险。

2. 氧化铝现货价格变化

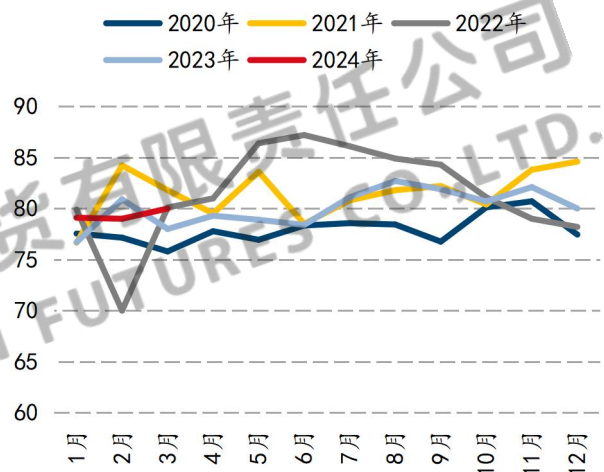
从氧化铝过去几年的现货价格来看，除去 2021 年因能效双控，导致氧化铝价格上涨至较高位，出现了较大的波动幅度，总体来看，氧化铝现货价格波幅较小，从季节性规律上来看，5 月-9 月价格较为平稳，10 月-4 月价格变动幅度相对较大。主要是因为，80%的氧化铝采取长单销售，现货流通有限，成交有限，也就使得价格变动幅度有限。另外，10 月-4 月是采暖季，氧化铝产能运行容易受到环保政策的限制，除此之外，该阶段也是氧化铝的集中检修季，因此供应往往会有所收紧。需求端电解铝也是在 4 月及 10 月的时间节点易出现水电产能的变动。供需矛盾下，使得氧化铝现货价格的波动在该时间段内更加活跃。

图：氧化铝现货价格季节性变化

图：氧化铝开工率季节性变化



数据来源：SMM 国信期货



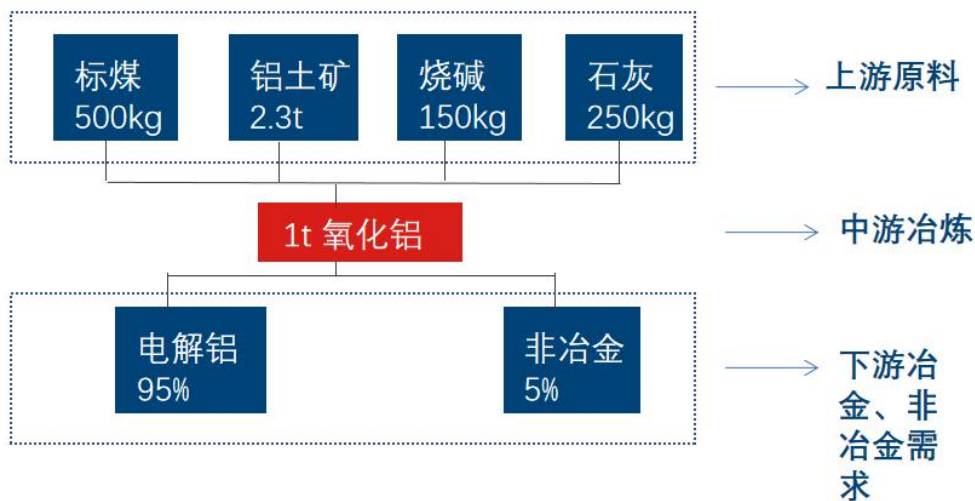
数据来源：SMM 国信期货

考虑到供需两端的季节性扰动因素，基本面有一定矛盾支撑，市场也存在博弈的题材，因而，期现货价格变动的不确定性使得企业在该阶段内的风险管理也显得尤为重要。

3. 企业如何利用期货工具规避风险

从氧化铝的产业链来看，氧化铝行业的参与者可以主要分为上游氧化铝生产商、下游电解铝生产商和贸易商三类。对于上游氧化铝生产商而言，由于氧化铝行业多以签订长单进行销售为主，其面临的风险在于产成品氧化铝库存价值降低和价格劣势下保证长单供货带来的亏损。下游电解铝生产商则面临原材料采购成本上涨、原材料库存价值下跌以及缺货违约的风险。贸易商的风险则主要是其经营模式所造成的，往往存在一端价格确定，而另一端价格不确定的问题。而运用期货工具进行套期保值，则是企业规避风险，平滑利润曲线的有效途径。

图：氧化铝产业链



数据来源：国信期货

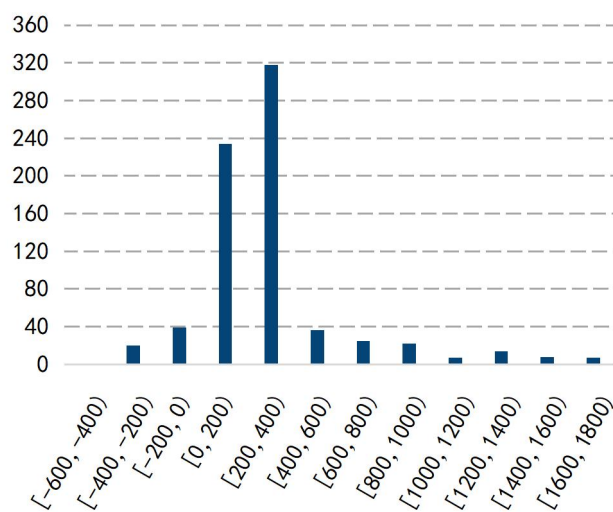
对于氧化铝生产企业来说，需要规避氧化铝价格下跌的风险，以锁定利润，或者对其产成品库存价值进行风险管理。从历史数据来看，氧化铝平均行业利润大多位于-200~400元/吨区间，可以认为是行业的合理利润空间。当利润水平偏离正常区间时，氧化铝厂则会调节生产节奏，在供需变化下，使得利润水平重新回到合理区间。因此，当氧化铝价格明显上涨，使得利润高于合理盈利水平时，为避免未来价格下跌的风险，此时企业可以选择卖出套保，即在期货市场卖出期货合约，到期时再买入平仓，以锁定利润，规避未来价格下跌的风险。

图：我国氧化铝生产利润均值跟踪（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：2021-2023 氧化铝月均利润水平分布直方图



数据来源：SMM 国信期货

案例 1：2023 年 11 月 1 日的现货价格为 3010 元/吨，当日期货价格为 3034 元/吨，某氧化铝生产企业预计在 1 个月后出售 600 吨氧化铝，当前氧化铝现货价格处于较高位，企业担心未来价格下跌导致亏损。

套期保值操作：在期货市场卖出 20 手价格为 3034 元/吨的期货合约，1 个月后，12 月 1 日，现货价格为 2996 元/吨，期货价格为 2955 元/吨，买入 20 手合约平仓。综合来看，现货价格下跌，企业在现货市场亏损 38 元/吨，期货市场则盈利 79 元/吨，期货市场的盈利弥补了现货市场的亏损，实际共盈利 41 元/吨。

对于电解铝生产企业来说，需要维持原材料供应的稳定，和尽可能控制原材料采购的成本，以达到规避风险的目的。当氧化铝价格出现明显下跌，氧化铝行业亏损水平超出 200 元/吨的合理区间时，电解铝企业可以选择买入套保，通过在期货市场买入氧化铝期货合约，建立虚拟库存，当未来在现货市场采购时，同时在期货市场卖出相对应的期货头寸，以锁定整体较低的采购成本。

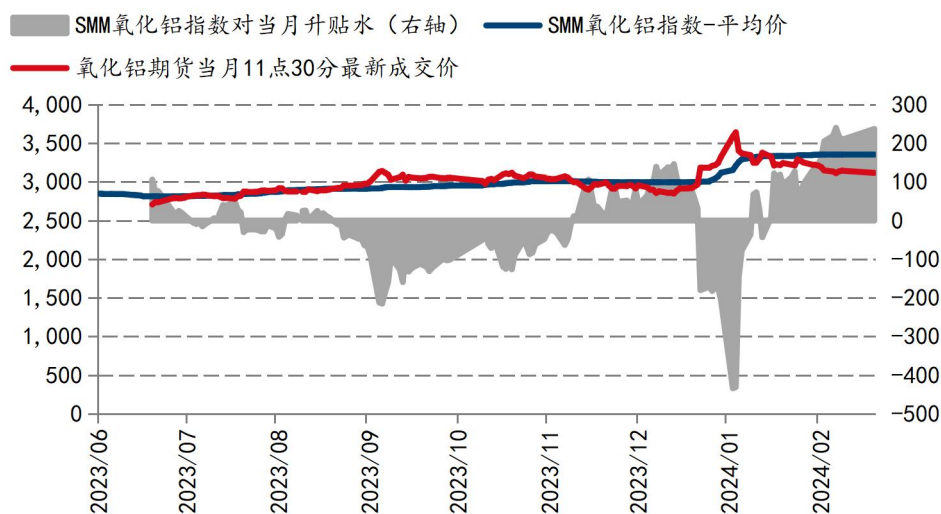
案例 2：某电解铝企业需要采购 800 吨氧化铝作为生产原料，2023 年 6 月，氧化铝现货价格跌至较低位 2815 元/吨，期货价格为 2795 元/吨，企业担心未来价格上涨使得原材料采购成本上涨。

套期保值操作：在期货市场买入 40 手价格为 2795 元/吨的期货合约，至 7 月，现货价格上涨至 2841 元/吨，期货价格上涨至 2812 元/吨。企业在现货市场的采购成本增加 46 元/吨，在期货市场则获利 17 元/吨，综合来看，企业的吨采购成本虽仍有增加，但在套期保值的操作下，成本增加幅度有所收窄。

贸易商对期货的使用则可以更为灵活。对于贸易商来说，以何种定价方式进行采购和销售的结算，采购之间的时间差，价格波动带来的不确定性，都会使得企业面临一定的风险敞口，需要根据具体情况具体分析。氧化铝贸易商面临价格上涨导致的采购成本上涨的风险，也面临价格下跌带来的库存价值以及销售亏损的风险，因此，贸易商可以在两端分别进行买入套保和卖出套保。

除此之外，现货与期货价格的变动可能出现时间上的错位，且由于氧化铝可流通现货相对较少，成交有限，现货价格有时难以完全反映其供需状况，而期货价格也会在市场情绪和资金的介入下有所偏离，这就会出现现货价格变动幅度和方向与期货偏差较大的情况，使得升贴水超过合理区间，从而出现期现套利的机会。而由于贸易商本就赚取的是“低买高卖”的价差，因此，把握套利机会是贸易商更多会关注的。

图：氧化铝期现及升贴水走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

例如，2023年9月，氧化铝现货价格深度贴水，此时，北方氧化铝产区山西等地至新疆的运费也正处于年内较低位，低于新疆交割库设置的升水380元/吨，由此出现了跨区域期现套利空间，北方产区氧化铝往新疆运输量一度增加。12月下旬-1月上旬，受到供应端扰动的影响，期货盘面价格再度冲高，现货贴水走扩至400元/吨以上，而此时山西往新疆交割库区域氧化铝公路运费在280-300元/吨区间内，山东到新疆区域运费在400元/吨左右，低于新疆交割库升水380元/吨，跨区域期现套利空间再度打开。但此策略存在一定局限性，仅适用于有交割品牌氧化铝的氧化铝生产商或贸易商。

而当氧化铝现货价格远高于期货价格，并可以覆盖交割成本时，氧化铝生产企业可选择在现货市场提前以高价卖出，同时在期货市场买入对应的期货合约，并持有至交割，通过调节库存，赚取价差。

4. 小结

以上，本文对氧化铝期货上市以来两次“冲高回落”行情形成的原因进行了简要分析，从而暴露出相关铝企在价格波动下面临的潜在经营风险，基于氧化铝行业基本面情况以及期货价格发现功能的发挥，企业有对风险进行管理的必要性。氧化铝产业链中的不同企业在价格波动下面临着不同的风险，可以利用期货工具加以控制，通过套期保值或套利达到平滑利润的效果。

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。