

国信期货有色（氧化铝）专题

氧化铝

氧化铝上市周年回顾 未来逻辑主线何在

2023年6月24日

● 主要结论

本文对氧化铝期货上市一年以来出现的三次明显异动行情及其成因做出了简要回顾和分析，氧化铝期货的上市丰富了铝产业链及相关产业的金融风险管理工具，价格发现功能的实现也使得期、现货市场更加活跃。通过复盘，我们进一步认识到在当下的宏观经济形势以及国内外环境中，左右氧化铝价格走势的主要因素：铝土矿的供应问题逐渐成为影响氧化铝供应的主线；期现联动加强，并逐渐对供需基本面产生影响；市场参与资金愈加多样，宏观情绪、风险偏好及资金流向成为影响氧化铝期货价格走势的重要参考依据。

站在2024年年中，展望下半年氧化铝的价格走势，我们认为以下几点值得持续关注：宏观经济预期的变化，市场资金对于各类金融资产的投资偏好；产业链的利润分配情况；海内外铝土矿的供应情况；下游电解铝产能运行情况；期现套利机会。总体来说，下半年氧化铝期货或宽幅震荡，围绕矿石供应问题对供需基本面的影响展开博弈。

国信期货交易咨询业务资格：  
证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：张嘉艺  
从业资格号：F03109217  
电话：021-55007766-6619  
邮箱：15691@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。

氧化铝期货自 2023 年 6 月 19 日上市以来已满一周年，根据上海期货交易所数据，上市以来，氧化铝期货成交、持仓稳步增加。总成交量 3666.7 万手（合 73334 万吨），成交金额 2.5 万亿元；日均成交量 15.2 万手（合 304 万吨），日均持仓量 11.5 万手（合 230 万吨）。产业客户积极参与。产业客户持仓占比有所提升，铝产业链相关企业参与套保交易逐渐踊跃。期现价格高度相关。氧化铝期货主力合约结算价与国内现货价格相关性长期处于 95% 以上。交割平稳顺畅。国内主要的电解铝、氧化铝生产和贸易企业积极参与，注册品牌产量全国占比 55%。上市以来完成 8 次交割，交割结算价与现货价格有效收敛，累计交割量 25.7 万吨，交割金额 8.3 亿元。

## 1. 氧化铝异动行情回顾

回看过去一年的行情走势，产业基本面的供需情况是影响氧化铝期货价格最为主导的因素，此外，宏观市场情绪以及资金的动向也在阶段内影响着价格走势，并在与基本面的共振和相互作用下使得期价出现异动行情。在此，我们对过去一年中，氧化铝期货出现的 3 次较为明显的异动行情做出回顾。

图：氧化铝期现价格走势（元/吨）



数据来源：wind 国信期货

### ● 2023 年 9 月 1 日-9 月 8 日

2023 年 8 月末至 9 月初，国内利好政策集中释放，宏观预期转好，化工、黑色等板块的多个上游原料品种出现异动，与氧化铝价格联动性较强的电解铝也在强预期和低库存的叠加下摆脱震荡区间，价格持续上行，突破 19000 元/吨大关，宏观面的利多、板块间的联动等多因素叠加下的情绪推动是氧化铝期货大幅上行的重要推力。9 月 1 日夜间，氧化铝期货大幅上行，主力合约 2311 一度触及涨停，随后几日延续上涨。而另一方面，彼时供需偏紧的状况支撑氧化铝价格，但矛盾并不突出，难以驱动价格出现持续性的强势上行。氧化铝期价在 9 月 6 日起开始回调，并在 3000 元/吨附近企稳震荡。氧化铝此次的异动更多是受宏观情绪影响，脱离了实际基本面的支撑，因而随着市场理性回归，价格在冲高后出现回调。

### ● 2023 年 12 月 20 日-2024 年 1 月 16 日

2023年12月18日，几内亚首都科纳克里一个燃料存储库发生剧烈爆炸，造成百余人死伤，随后，事件影响不断发酵，市场对于几内亚铝土矿供应的担忧逐渐显化，叠加国内矿石供应紧缺，四季度氧化铝产能检修频繁，现货市场有所回暖，在内外供应扰动集中爆发等多方市场利多题材的影响下，市场对供应担忧情绪的蔓延及资金的推动使得期价获得较强上涨动力，氧化铝期货于12月22日触及涨停板，随后一路上行，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。氧化铝期货在2024年开年首周，上演了从涨停到跌停的“过山车”式行情，随后延续弱势。

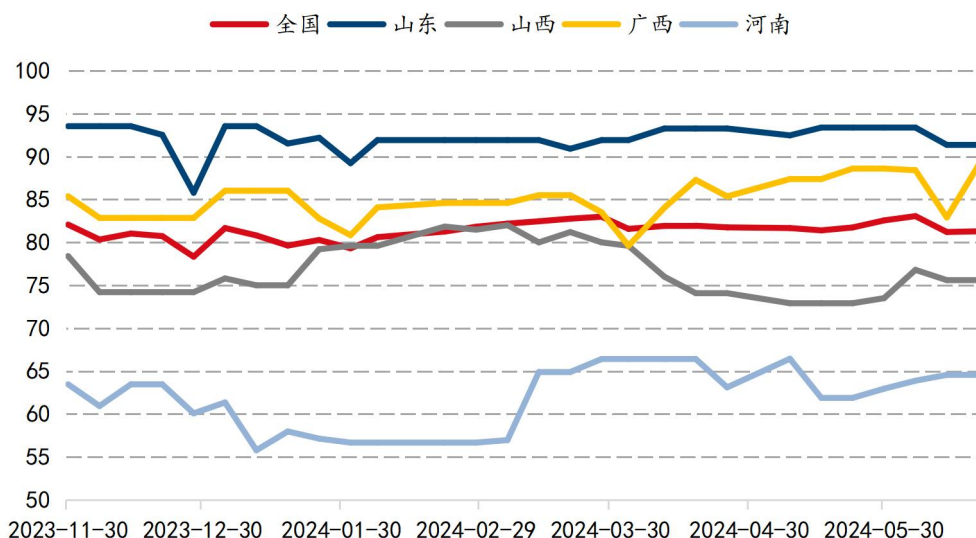
## ● 2024年4月中旬起至6月中旬

3月底起，以贵金属和铜为首的商品市场逐渐受到市场资金的关注，并率先开启上涨行情，异动频繁，随后铝也出现上涨趋势。进入4月后，氧化铝也逐渐受到关注，在情绪及资金的共振下，期价出现较为明显的涨跌，而基本面供需状况暂未出现新的矛盾。随着期价逐渐走高，而现货价格变动有限，氧化铝期现套利窗口逐渐打开，使得市场对于交割品级氧化铝的需求上升，现货价格涨幅扩大。此外，3月中旬后云南电解铝投入复产，也持续有需求增量。而2-3月，由于市场对后市看空，贸易商抛货，氧化铝市场出现一定超卖现象，在需求增加的情况下，氧化铝现实供需再度趋紧。叠加使用进口矿石代替国产矿石进行生产的氧化铝出现不达标的情况，而自年初开始的对晋、豫地区矿山复产的预期一再被打压，市场对于远期供应的担忧也有所加剧。至5月，海外氧化铝供应再度出现干扰，进入6月后，国内氧化铝减产及复产并存，多空博弈加剧，氧化铝期货持仓量保持在17万手上下，持续处于相对高位。在基本面供需趋紧，内外供应干扰不断，以及市场资金对于整体有色板块的关注下，氧化铝期货呈现出宽幅震荡的走势，期间一度触及上市以来的新高位4266元/吨。

## 2. 铝土矿供应问题成焦点

回顾氧化铝期货上市一年以来的几次异动行情及其形成的原因，可以发现，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，价格由此产生较大波动的推力。

图：氧化铝周度开工率变化

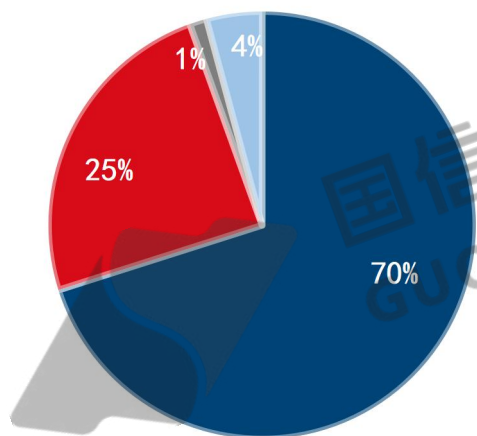


数据来源：SMM 国信期货

其中，铝土矿的供应问题逐渐成为影响氧化铝供应的主线和市场炒作的焦点。具体而言，铝土矿供应对氧化铝的影响通常表现为铝土矿供应偏紧，成本偏高，阻碍氧化铝产能的正常生产，或者在高利润下由于矿石不足，复产能力受到限制，从而造成氧化铝供应偏紧。而造成铝土矿供应偏紧的原因则是多方面的。从铝土矿的供应来看，我国国产铝土矿品位逐年下滑，供应紧缺已是行业共识，依赖国外进口也成为主流趋势，近年来铝土矿对外依存度不断提高，且进口中 70% 来自几内亚，澳大利亚次之。虽然自 2023 年起，我国自土耳其等非主流国家进口铝土矿的数量明显增长，正拓宽进口来源渠道，但目前非主流国家的供应仍较为不稳定，短期内难以成为可靠的支撑。在这样的供应格局下，国内矿山常受到环保政策及安全事故的影响出现停产，而进口矿石的高集中度，也使得其国际形势的变化下供应脆弱性凸显。虽然我国龙头铝企已在几内亚等地掌有矿权，但仍要面临逆全球化的环境下，各国贸易保护政策，以及各类“黑天鹅”事件发生影响铝土矿开采，降低运输效率，提高海运成本等一系列问题。此外，主要进口国几内亚地处热带，雨季对矿石发运的季节性影响也会造成阶段内进口矿石偏少。从铝土矿的贸易形式来看，多以签订长单为主，因此在出现突发事件导致矿石不足时，能弥补供应缺口的现货也较为有限。

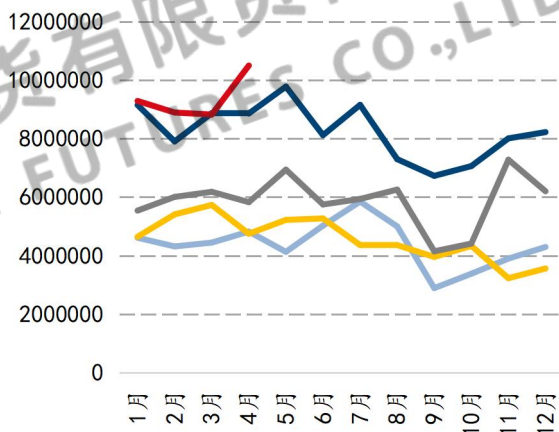
图：铝土矿进口来源占比 (%)

■ 几内亚 ■ 澳大利亚 ■ 印度尼西亚 ■ 其他



图：几内亚铝土矿进口量季节性变化 (吨/月)

— 2020年 — 2021年 — 2022年  
— 2023年 — 2024年



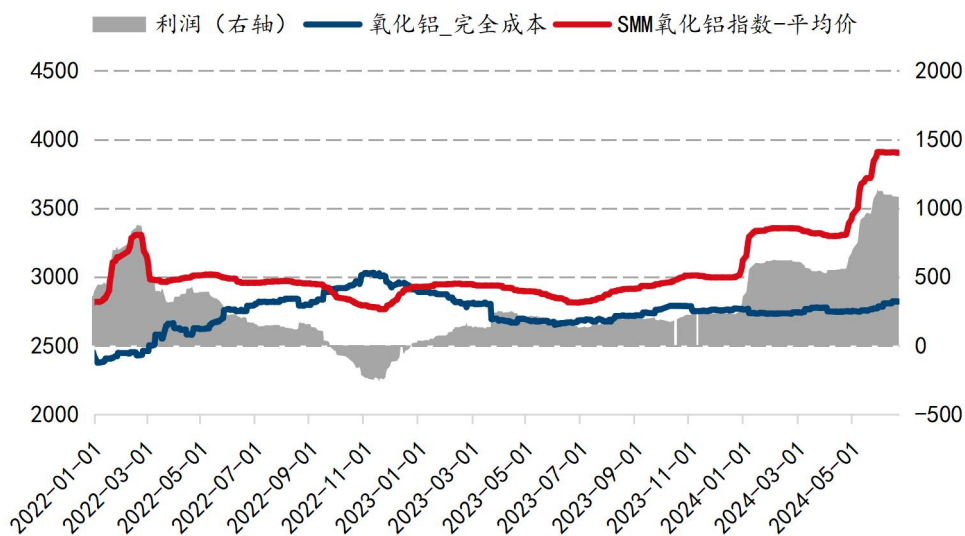
数据来源：海关总署 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

矿石供应跟不上，使得产能过剩下的成本定价逻辑有所淡化，同样，由于氧化铝产能难以有足够的铝土矿进行生产，即使在高利润驱使下，也难以实现大规模的复产，使得利润定价也有所失效，出现了全行业处于盈利水平，且维持较高利润水平的情况。可以看到，国内外宏观环境及政策等多方面因素将牵动着铝土矿的供给，未来铝土矿的供应问题将长期成为影响氧化铝供应量的主导因素和市场交易的焦点。



图：氧化铝利润水平变化（元/吨）

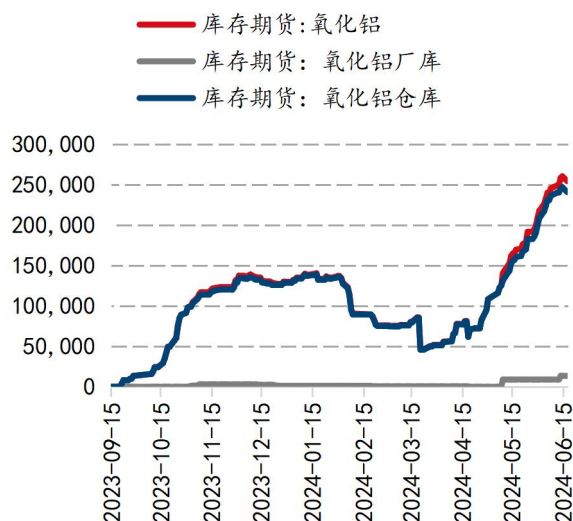


数据来源：wind 国信期货

### 3. 期现联动加强

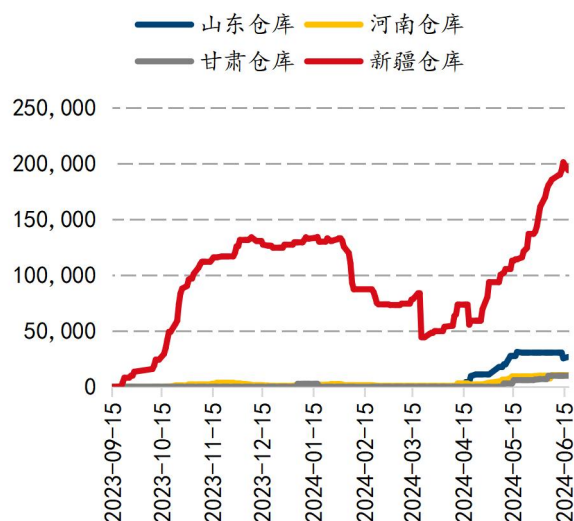
氧化铝期货上市后，期现联动加强，并逐渐对供需产生影响，期货价格发现的功能也逐渐体现。氧化铝是一种标准品，且下游需求较为集中且单一，因此长期以来，氧化铝的品牌差异并不会体现在价格上。而随着期货的介入，新疆地区仓库的升水设置使得期现套利机会在特定时间内出现。氧化铝行业中 80%以上以签订长单的贸易形式为主，市场可流通现货有限，而套利和交割需求的产生大大提升了可流通交割品牌氧化铝的需求量，交割品牌氧化铝逐渐产生了溢价，并与非交割品牌产生价差，在这样的情况下，市场不乏出现长单违约的情况，使得现货供需进一步趋紧，推升整体成交价格。另外，为保证长单供应，也出现了部分氧化铝厂商通过贸易商代采的情况。现货市场活跃度和交易多样性有所提升。

图：氧化铝期货库存变化情况（吨）



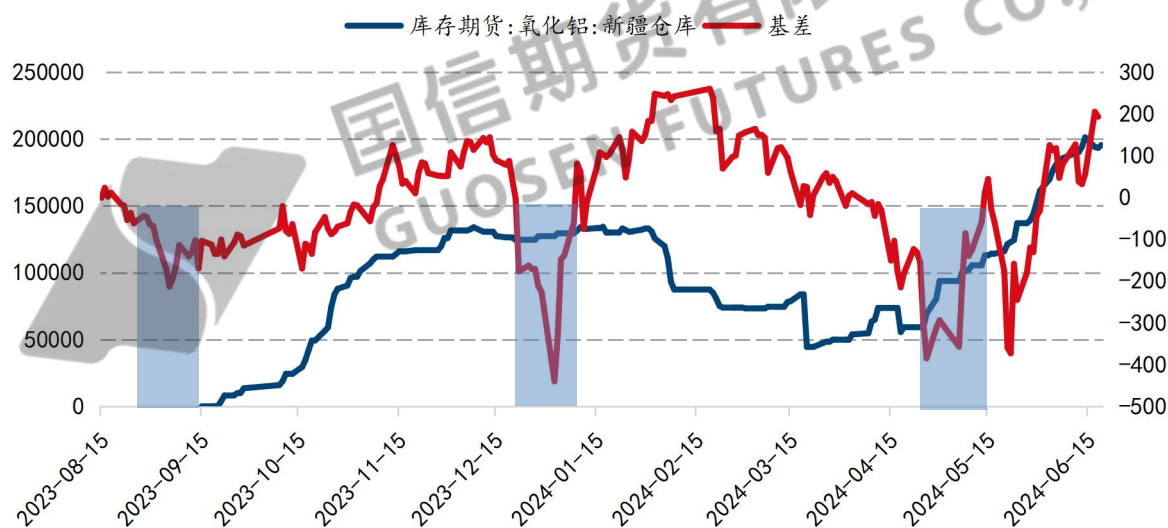
数据来源：wind 国信期货

图：氧化铝期货仓库库存变化情况（吨）



数据来源：wind 国信期货

图：氧化铝期货库存变化与基差变化（吨，元/吨）



数据来源：wind 国信期货

从氧化铝期货仓单变化情况来看，上市以来，氧化铝仓单多集中在新疆地区的仓库，并且在现货贴水期货程度加深时，仓单往往会出现较为明显的增加，主要是由于新疆仓库设置的贴水标准，在现货贴水与运费合适的情况下会出现一定的期现套利空间。

此外，上市一年间，氧化铝仓库及厂库共经历了以下几次调整：

时间	公司名称	地区	内容
2024. 1. 3	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	同意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；
2024. 1. 17	广东炬申仓储有限公司	新疆	同意广东炬申仓储有限公司存放地位于新疆昌吉回族自治州准东经济技术开发区彩南产业园环城南路 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；
2024. 4. 16	中储发展股份有限公司	河南	同意中储发展股份有限公司成为氧化铝交割仓库，存放地址为河南省洛阳市孟津县平乐镇刘坡村、吕庙村、马村境内，核定库容 5 万吨，无地区升贴水。
2024. 5. 21	厦门象屿速传供应链发展股份有限公司	山东	同意厦门象屿速传供应链发展股份有限公司成为我所氧化铝交割仓库，存放地址位于山东省青岛市黄岛区红柳河路 1229 号，核定库容：氧化铝 8 万吨，不设地区升贴水。
2024. 5. 31	甘肃国通大宗商品供应链管理股份有限公司	甘肃	同意甘肃国通大宗商品供应链管理股份有限公司位于甘肃省兰州市兰州新区山丹河街 968 号仓库的氧化铝启用库容由 1 万吨增加至 5 万吨，核定库容 5 万吨不变。

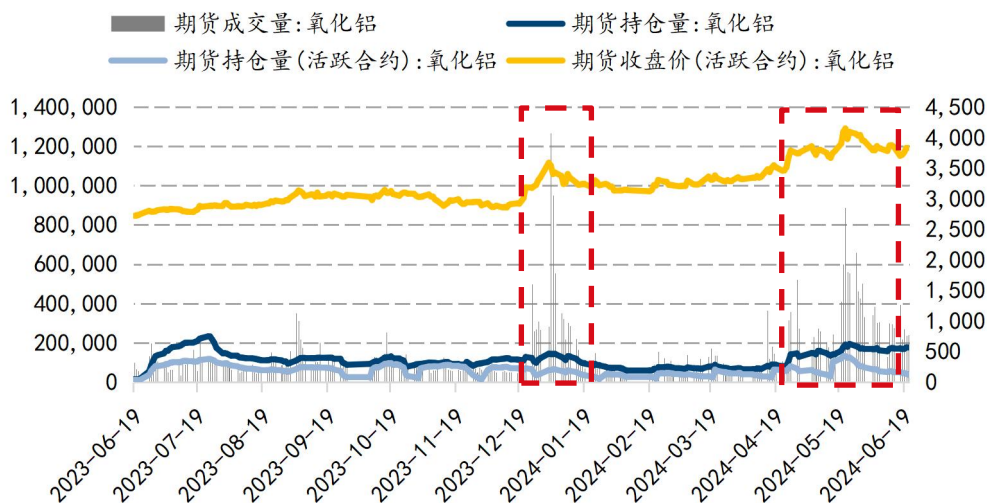
数据来源：上期所、国信期货整理

整体库容较合约上市之初增加 23 万吨，其中 10 万吨增量位于新疆仓库。交易所扩大库容的举措，有利于稳固市场的“压舱石”，进一步发挥期货服务实体经济的作用。

#### 4. 氧化铝期货市场日趋活跃

从氧化铝期货的持仓量与成交量来看，氧化铝期货整体持仓量多数处于 6-12 万手区间，成交量大多位于 6-20 万手区间。随着持仓量及成交量偏离正常值区间，往往会出现涨跌幅度较大的异动行情。自 2024 年 4 月中下旬以来，氧化铝期货成交量维持在 20 万手以上，持仓量自 8 万余手增长至 14 万余手，并维持于 14 万手以上的水平至今，截至 6 月 20 日，持仓量达到 17.6 万手，处于相对高值区间。持仓量维持高位，市场活跃度提高，也是造成 4 月中下旬以来氧化铝期货波动率加大的原因之一。可以看到，氧化铝期货逐渐受到市场资金的关注，市场参与资金愈加多样，未来，宏观情绪、风险偏好及资金流向也将成为分析氧化铝期货价格走势的重要参考依据。

图：氧化铝期货持仓量与成交量变化



数据来源: wind 国信期货

## 5. 聚焦主要矛盾 防范预期差风险

另一方面，随着期货市场的活跃以及参与者的丰富，市场对部分影响因素的解读会出现偏差，从而产生一定的预期差。如就氧化铝自身供应来说，产能因设备检修，或天气污染因素造成的停、减产是一个容易造成市场预期差出现的因素。国内来说，四季度是氧化铝产能的集中检修季，也极易受到采暖季环保政策的影响，但这一类往往影响的是阶段内的焙烧量，复产后即可恢复产量，因而造成阶段内的供需错配，对整体的供应量影响并不大。此外，海外突发事件对于铝土矿的进口量以及氧化铝贸易格局的影响程度也是容易产生预期差的另一因素。如过去一年中，“红海事件”造成全球范围内海运运费的剧烈波动，但就铝土矿来说，几内亚至我国的运输航线受“红海事件”的实质性影响较为有限，而市场往往会受到此类消息的影响，产生情绪性的超预期波动，使得价格偏离实际基本面。未来，需要在杂乱的信息中抓准主要矛盾，谨防预期差风险。

## 6. 后市展望

以上，本文对氧化铝期货上市一年以来出现的三次明显异动行情及其成因做出了简要回顾和分析，氧化铝期货的上市丰富了铝产业链及相关产业的金融风险管理工具，价格发现功能的实现也使得期、现货市场更加活跃。通过复盘，我们进一步认识到在当下的宏观经济形势以及国内外环境中，左右氧化铝价格走势的主要因素：铝土矿的供应问题逐渐成为影响氧化铝供应的主线；期现联动加强，并逐渐对供需产生影响；市场参与资金愈加多样，宏观情绪、风险偏好及资金流向成为影响氧化铝期货价格走势的重要参考依据。

站在 2024 年年中，展望下半年氧化铝的价格走势，我们认为以下几点值得持续关注：

(1) 宏观经济预期的变化，市场资金对于各类金融资产的投资偏好。



2024 年上半年，大宗商品市场明显受到了市场资金的青睐，自 6 月以来，前期疯涨的铜，以及紧随其后上涨的铝价格都已持续回调，而目前氧化铝期货的整体持仓量仍处于相对高位，在短期内资金热情暂未退却的情况下，氧化铝价格仍有出现较大波动的风险。未来，市场的关注度是否还会聚焦于商品市场仍有待观察。宏观面的情绪波动和资金力量将是阶段内趋势性行情及出现异动的重要推力。

## (2) 产业链的利润分配情况。

近两年，铝产业链呈现出中上游冶炼端高利润，而下游加工行业利润微薄的情况，2024 年以来，矿石供应紧缺对于氧化铝供应能力的限制，以及下游的刚需及复产需求使得氧化铝价格走高，行业得以维持在当前的高利润水平。电解铝的高利润使得其对氧化铝价格的上涨有一定接受度，但 2024 年上半年以来，氧化铝价格的上涨已明显抬升了电解铝的冶炼成本，挤压电解铝的利润空间，未来，若铝价表现相对的弱势，电解铝利润空间进一步受到挤压，将影响其对于原料氧化铝价格的接受程度，使得氧化铝上方价格受到压制。未来可以关注氧化铝及电解铝行业利润的动态变化情况，将左右氧化铝价格的上方压力位。

## (3) 海内外铝土矿的供应情况。

国内方面，目前晋、豫地区矿山已在复产中，但受到生产手续、安全问题等多方面因素影响，进度相对不及预期，长期来看，国产矿石供应增加对推进氧化铝产能复产的效果预计较为缓慢，对供应增量形成牵制。进口矿石方面，下半年面临几内亚雨季，8-10 月进口量将出现明显下降，而与此同时自澳大利亚进口的铝土矿数量将有增长，弥补一定缺口。在进口矿石来源集中度较高的情况下，仍需要警惕海外地缘争端以及几内亚当地罢工、政局变动等突发性事件发生的风险。下半年铝土矿供需预计仍将维持偏紧状态，从而在氧化铝的供应层面上给予价格较强支撑。另外，考虑到当前全球范围内地缘争端不断，带来的海运成本波动以及运输效率下降仍将持续，矿石供需偏紧，价格在高位坚挺，用矿成本将随着海运费及汇率变动，氧化铝整体成本下移空间不大。

## (4) 下游电解铝产能运行情况。

云南电解铝产能于 6 月底完成复产后将进入平稳运行阶段，下半年仍有部分技改及指标转移产能待复产，整体下游开工率将处于较高水平，使得氧化铝需求端有较强支撑。但同样需要注意到，夏季用电高峰期以及四季度云南再度进入枯水期，电解铝产能面临的被迫停产威胁，或将使得氧化铝出现过剩。

## (5) 期现套利机会。

三季度逐渐进入新疆物流运输旺季，自内地反疆运输费用下降，关注现货及盘面价格是否能产生套利空间。

总体来说，下半年氧化铝期货或宽幅震荡，围绕矿石供应问题对供需基本面的影响展开博弈。



#### 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。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.