

## 国信期货专题报告

## 氧化铝

## 冲高回落过山车后，期货下杀现货重心抬升

2024 年 1 月 8 日

## 主要结论

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防治预警解除，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。

展望后市，河南及山西地区受影响矿山在春节前难以恢复正常开采，国内矿石供应偏紧问题短期内难以缓解。受爆炸事件余波影响，以及红海危机可能会造成的好望角运费上涨压力，几内亚矿石运输效率和成本也存在潜在的隐患。另外，正值采暖季，北方出现大气污染防治和环保政策限制氧化铝产能运行的情况仍有可能发生，考虑到以上多方因素，供应端“易减难增”的窘境将有所延续。供应端扰动缓解，给予价格上涨动力有限，但扰动并未完全消除，在现货价格的支撑下，使得氧化铝期货价格也难以回落至低位。

需求端来看，云南电解铝此轮减产结束后，暂未有新的减产消息传出，目前整体产能运行较为稳定，并且根据电解铝设备运行的特点，当前的电解铝供应水平将维持至 2024 年一季度，且期间仍面临云南二次减产的风险。这意味着，短至中期来看，氧化铝需求量较为稳定，一季度末有一定需求走弱风险。

另外，现货市场目前呈现出挺价惜售、有价无市的情况，考虑到年前下游铝厂有一定补库备货需求，以及 2 月交割提前，现货价格预计保持强势，高位震荡。远期，随着进口氧化铝逐渐流入，以及焙烧量逐渐追回，现货价格或有回落。

我们预计，春节前，氧化铝期货下跌和上涨空间都较为有限，目前氧化铝进口的到岸价格 3200 元/吨，或成为短期市场博弈的价格中枢。供应端仍处于“敏感期”，不排除资金介入扰动价格的可能。建议注意防范风险，谨慎参与交易，需要持续关注北方天气状况、环保政策对氧化铝产能运行的影响，以及海外矿端的干扰。

## 独立性申明：

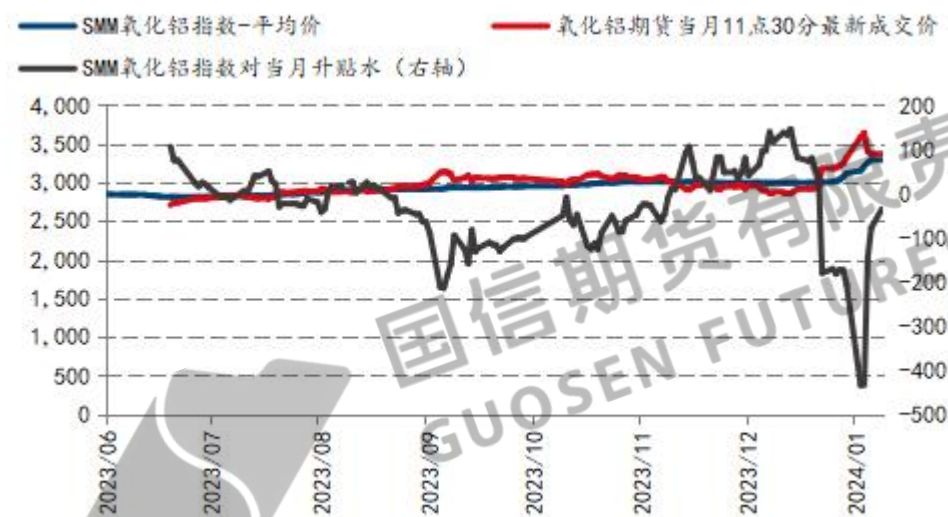
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

2024 年开年首周，氧化铝上演了涨停到跌停的“过山车”式行情。自 12 月下旬供应端干扰集中爆发后，氧化铝期货开启了此轮涨势，主力合约 2402 在 1 月 2 日再度触及涨停板，当日多个合约涨幅超 6%。随后 1 月 3 日盘中一度拉涨超 10%，不断冲高，主力 2402 合约 1 月 3 日收于 3541 元/吨，达到上市以来的新高。然而，高位并未能维持，1 月 4 日起，氧化铝价格开启回调，从高位回落，1 月 4 日，氧化铝主力合约 2402 跌停，跌幅达 7.02%，当日报收 3403 元/吨，03 合约也跌超 6%，回到 3400 元/吨以下。随后，氧化铝延续弱势，截至 1 月 8 日收盘，氧化铝主力合约 2402 报收 3373 元/吨，下跌 0.62%。

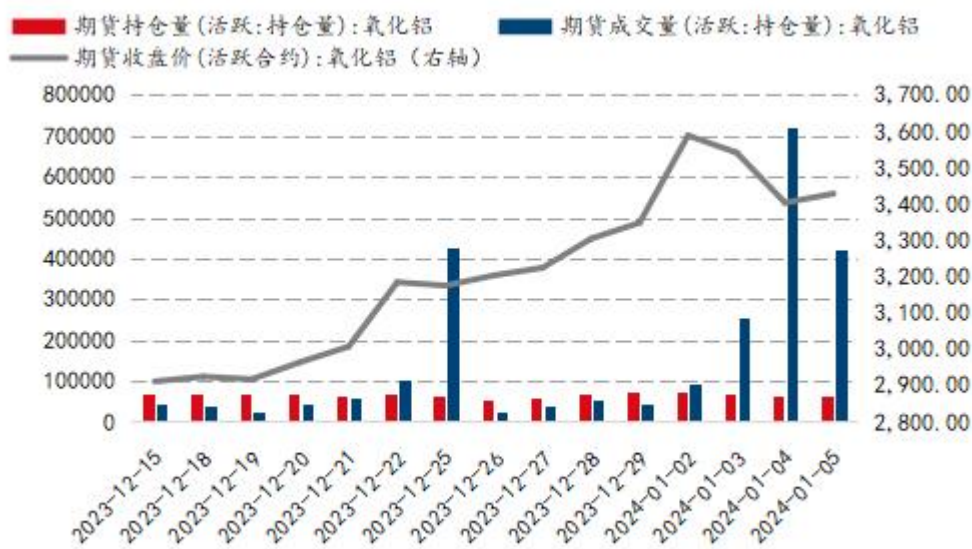
氧化铝此轮冲高回落行情开始于供应端的内外干扰，并在基本面利多因素的支撑，以及市场担忧情绪蔓延和后期资金入场的推动下，获得较强的上涨动力，不断攀升至高位，逐渐有悖于基本面的实际情况。随着北方地区大气污染预警解除，上期所同意新疆交割库扩容，以及加大监管力度后，市场情绪逐渐回归理性，盘面价格迅速回落。

图：氧化铝期现价格走势（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：氧化铝主力合约收盘价、持仓量及成交量变化（元/吨，手/日）



数据来源：iFind 国信期货

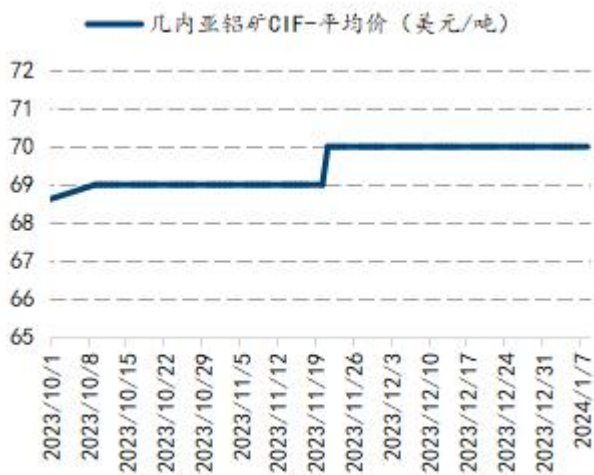
## 二、供应干扰缓解 预期差逐渐体现

近期氧化铝需求端变化不大，供应端的干扰是此轮行情的诱发因素，此后，氧化铝期货以此为题材基础，叠加市场情绪的扩散以及资金推动，得以不断走高。我们将对近期供应端的几个干扰焦点及其变化对氧化铝价格的影响做出分析。

### 1. 几内亚爆炸事件影响有限，“外患”担忧弱化

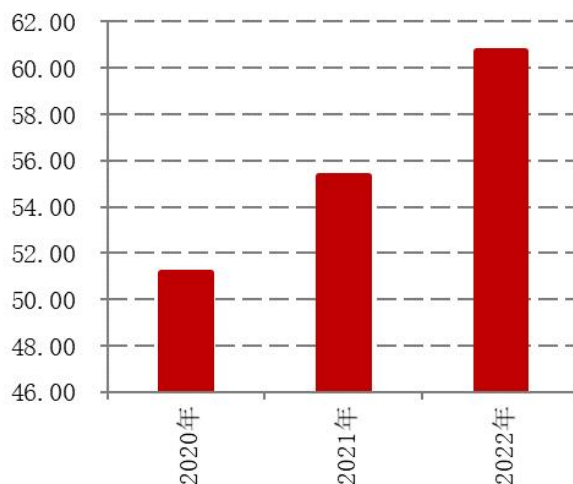
近年来，我国对几内亚铝土矿的依赖度不断提高，因而，几内亚爆炸事件的发生使得对进口矿石供应的担忧放大，一时间市场传言四起，情绪蔓延，使得氧化铝价格上涨。随后，据几内亚新闻报道，在多方协调下，目前几内亚保民生用汽油供应已逐渐得到缓解，虽有个别矿山出现减产的情况，但铝土矿长单供应未受到影响，整体矿石供应以及价格均未产生较大变化。爆炸事件对于铝土矿供应的实际影响有限，市场由此次事件产生的担忧情绪也已经弱化，矛盾焦点逐渐转移至国内。

图：几内亚铝土矿 CIF 平均价（美元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

图：几内亚进口铝土矿占比变化（%）

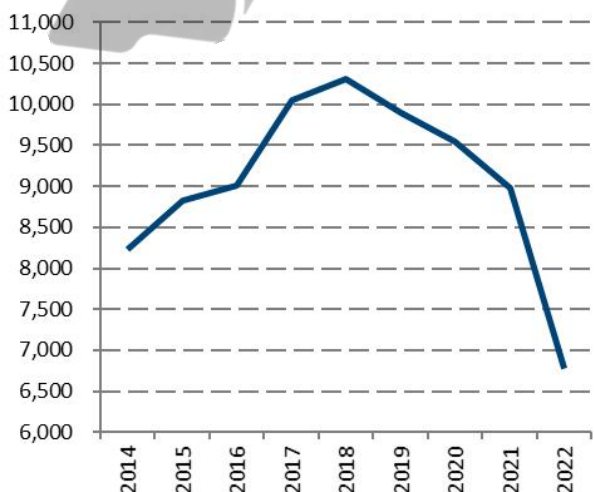


数据来源：SMM 国信期货

## 2. 矛盾焦点转向“内忧”

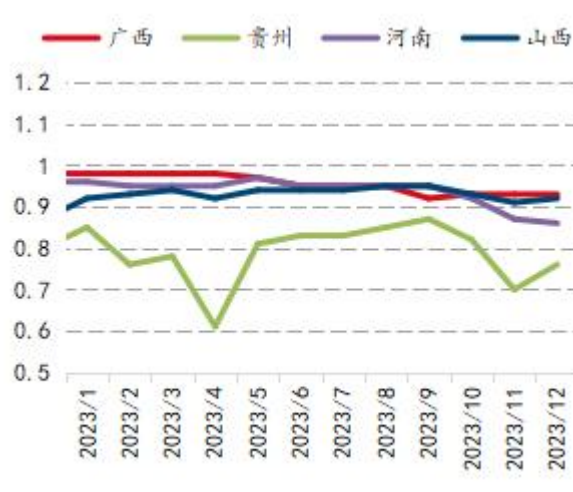
国内来看，供应端的干扰主要分为两个方面，一方面是矿石供应不足导致的产能被迫减产压产，一方面则是天气污染下环保政策对产能运行的强制性限制。前者来说，国内矿石偏紧问题长期存在，矿石供应的问题短期内难以解决，对氧化铝产能运行的影响也因此持续时间会更长。而后者来说，天气污染是阶段性的，且环保政策限制下，多影响到的是氧化铝的焙烧量，而并非完全停掉产线，一旦大气污染预警解除，氧化铝的产量可以追回，因此对长期的整体供应影响较为有限，但会造成短期内的现货供应偏紧，出现供需错配。

图：近年来中国铝土矿产量变化（万吨）



数据来源：wind 国信期货

图：不同省份氧化铝产能运行率



数据来源：SMM 国信期货

从现实情况来看，据阿拉丁（ALD）调研了解，河南地区三门峡区域矿山基本全停，复产时间待定，三门峡地区小型氧化铝企业因矿石供应不足和常年现金流亏损，目前溶出端已经停产，仅焙烧端消耗尾料，



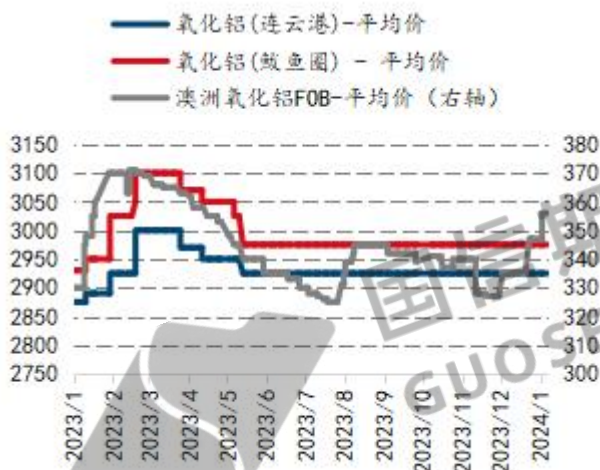
后续预计中长期停产。当地中型氧化铝企业也因矿石供应问题，生产线压产到 100 万吨左右，后续复产情况根据矿石供应情况而定。山西地区大部分矿山均停产，预计停产时间会持续到春节后，不排除推迟到“两会”后。国内矿石偏紧问题短期内预计难以缓解。另一方面，进入 2024 年第一周，山东地区因天气污染而减产的产能在周内逐渐复产，1 月 3 日河南省郑州市解除重污染天气橙色预警(Ⅱ级响应)，河南某氧化铝企业已恢复焙烧生产，涉及焙烧产能 110 万吨/年。据了解，复产的企业多为交割品牌，预计现货流通偏紧的情况将有所缓解。据百川盈孚数据，截至 1 月 4 日，中国氧化铝建成产能为 10220 万吨，开工产能为 8055 万吨，开工率为 78.82%，较 12 月 28 日回升近 1%，未来国内氧化铝供应将有一定恢复。

### 3. 进口氧化铝或在未来形成补充

据 SMM 数据，自 11 月中旬起，氧化铝进口窗口维持打开状态，且随着近期国产氧化铝价格走高，进口盈利扩大。近期，多现海外氧化铝现货成交，预计将在未来逐渐流入国内市场，对国内氧化铝供应形成补充，会对未来价格上涨形成压制。

图：氧化铝价格变化（元/吨，美元/吨）

图：氧化铝进口盈亏（元/吨）



数据来源：wind 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

可以看到，正如我们此前预计，氧化铝供应端的易减难增较为确定，但供应预期收紧的程度则存在较多不确定性，这种不确定性在情绪及资金的介入下，使得期货价格冲至 3500 元/吨以上。随着时间发展，供应端干扰已经有所缓解，利多作用有所减弱，对于产量实际影响的预期差逐渐体现。而阶段内需求端则一直保持稳定，中至长期而言，氧化铝供需矛盾并不突出，因此，从基本面角度来看，氧化铝价格上涨的持续性缺乏支撑，期价一定程度上已经有所偏离基本面，上涨超出合理区间。不确定性产生的预期差，使得看涨情绪降温，成为了盘面风险溢价得以回落的原因之一。

### 三、交割库扩容 多头情绪受到抑制

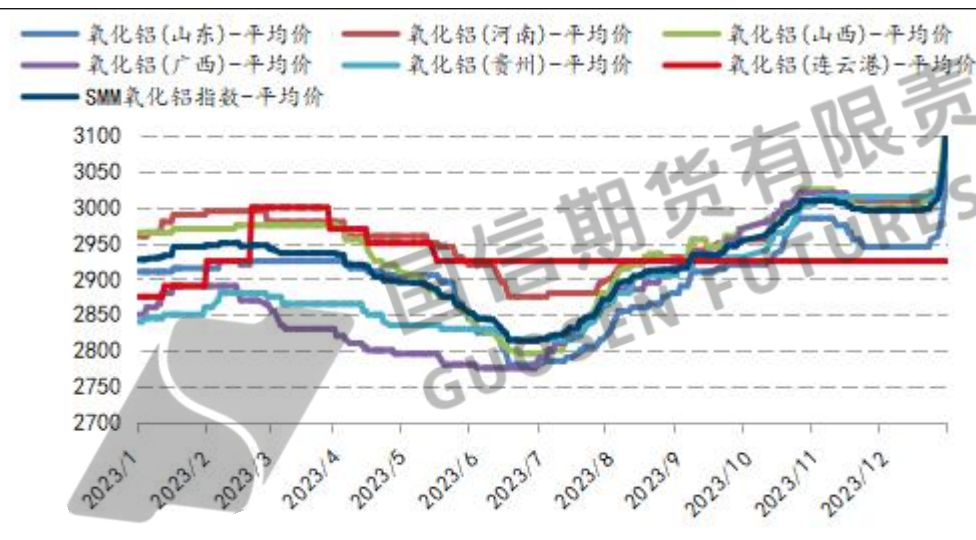
上期所于 1 月 3 日发布公告，同意中疆物流有限责任公司存放地位于新疆昌吉州昌吉市三工镇区火车站物流园（新疆昌吉州昌吉市 X131 中疆 3 号），氧化铝交割仓库的核定库容由 5 万吨增加至 10 万吨，地区升贴水设置为升水 380 元/吨。新疆氧化铝交割仓库总库容由 15 万吨增至 20 万吨。截至 1 月 8 日，上

期所氧化铝仓单总注册量为 13.54 万吨，较上一交易日增 0.03 万吨，其中指定交割库约 13.42 万吨（新疆仓库约占 12.94 万吨）。交割库库容的增加将一定程度上抑制了多头情绪。同时，1 月 3 日，交易所配套出台风控措施，加强监管，将有利于防范化解市场风险，使市场情绪回归理性。

#### 四、 现货价格不断上涨

前期，氧化铝现货涨势不及期货，随着期价的强势上行，一度出现现货深度贴水的情况，基差偏离正常区间，而后，期价高位回落，现货价格继续上涨，期现走势背离，贴水有所收窄。据 SMM 数据，截至 1 月 8 日，氧化铝现货均价为 3310 元/吨，较上一交易日上涨 18 元/吨，上涨速度有所下降。现货市场目前存在挺价惜售、有价无市的情况，现货市场传出零星高升水成交，交割品级氧化铝现货价格上涨明显，同时带动非交割品级氧化铝价格上涨。据 Mysteel 数据，2024 年 1 月第一周，氧化铝成交价格区间在 3300-3600 元/吨，同时也存在下游因高价拒接的情况。晋豫地区产能复产，交割品牌氧化铝供应将有增加，现货市场流通偏紧的情况或将得到缓解，限制现货价格上涨。挺价及供应压力缓解下，预计现货价格将在高位震荡，给到期价下方一定支撑。

图：氧化铝现货价格走势（元/吨）

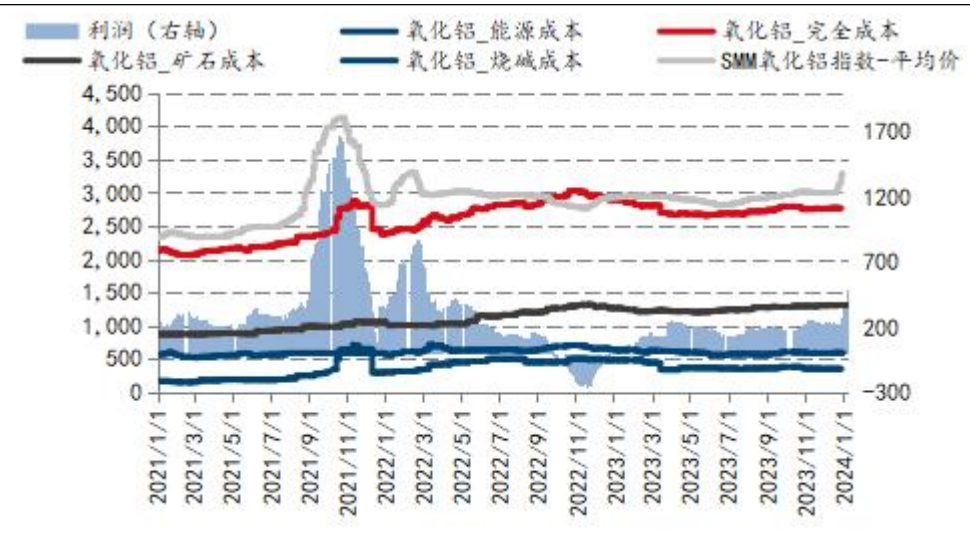


数据来源：SMM 国信期货

#### 五、 成本变化不大 近期行业利润走阔

2023 年四季度以来，氧化铝成本变化较为有限，行业平均成本维持在 2720 元/吨-2790 元/吨区间，行业利润在 200 元/吨-300 元/吨区间，随着 12 月末开始氧化铝价格大幅上涨，行业利润也迅速走阔至 300 元/吨以上。

图：氧化铝成本及利润变化（元/吨）



数据来源：SMM 国信期货

据 SMM 数据，2023 年 12 月，全国氧化铝平均完全成本为 2761 元/吨，较 11 月上涨 5 元/吨，能源成本以及矿石成本小幅增加，致使成本有所抬升。另外，据 SMM 调研，山西省主流氧化铝厂下调 1、2 月份烧碱采购价格 50% 离子膜液碱环比下调 260 元/吨（折百），执行送到价格约为 2590 元/吨（折百）；河南省主流氧化铝厂下调 1、2 月份烧碱采购价格，32% 离子膜液碱送到价格环比下调 260 元/吨（折百），执行送到价格 2590-2690 元/吨（折百），部分地区运距不同价格略有差异。原材料成本涨跌互现，考虑到冬季能源成本将有所维持，国内矿石价格坚挺，海外矿石价格有一定上涨风险，预计未来氧化铝成本重心将维持在 2700 元/吨一线。

从历史数据来看，氧化铝行业平均利润多集中于 200 元/吨上下，受到氧化铝价格迅猛上涨的影响，行业利润扩大至 500 元/吨。因此，从利润角度来看，氧化铝价格有一定的下跌空间，但考虑到目前现货供应并不充足，供应端的扰动也并未完全消除，氧化铝期现价格或难以回到较低水平。

## 六、后市展望

河南及山西地区受影响矿山在春节前难以恢复正常开采，国内矿石供应偏紧问题短期内难以缓解。受爆炸事件余波影响，以及红海危机可能会造成的好望角运费上涨压力，几内亚矿石运输效率和成本也存在潜在的隐患。另外，正值采暖季，北方出现大气污染预警和环保政策限制氧化铝产能运行的情况仍有可能发生，考虑到以上多方因素，供应端“易减难增”的窘境将有所延续。供应端扰动缓解，给予价格上涨动力有限，但扰动并未完全消除，在现货价格的支撑下，使得氧化铝期货价格也难以回落至低位。

需求端来看，云南电解铝此轮减产结束后，暂未有新的减产消息传出，目前整体产能运行较为稳定，并且根据电解铝设备运行的特点，当前的电解铝供应水平将维持至 2024 年一季度，且期间仍面临云南二次减产的风险。这意味着，短至中期来看，氧化铝需求量较为稳定，一季度末有一定需求走弱风险。

另外，现货市场目前呈现出挺价惜售、有价无市的情况，考虑到年前下游铝厂有一定补库备货需求，以及 2 月交割提前，现货价格预计保持强势，高位震荡。远期，随着进口氧化铝逐渐流入，以及焙烧量逐渐追回，现货价格或有回落。

我们预计，春节前，氧化铝期货下跌和上涨空间都较为有限，目前氧化铝进口的到岸价格 3200 元/吨，或成为短期市场博弈的价格中枢。供应端仍处于“敏感期”，不排除资金介入扰动价格的可能。建议注意防范风险，谨慎参与交易，需要持续关注北方天气状况、环保政策对氧化铝产能运行的影响，以及海外矿端的干扰。





#### 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。

