



2020.02.17

# 有色战“疫”系列策略报告（二）： 以疫情拐点为指引，把握沪铝反套向正套 的切换

近期报告：


**王蓉**


021-33038639



wangrong013179@gtjas.com

投资咨询资格 Z0002529

**贺一堂（联系人）**

021-33038623

heyitang020968@gtjas.com

F3053234



**重要提示：报告表述内容不构成投资建议。**

## 【报告要点】

### 我们的观点：

在疫情拐点出现之前，3-4 反套策略更具有产业链逻辑支撑，疫情拐点确认后套利策略需逐步向 4-5 正套转换。

### 我们的逻辑：

从当前铝基本面来看，此次新冠肺炎疫情（NCP）对铝产业链的影响，一方面体现在氧化铝原料运输上受限，另一方面体现在下游铝加工企业的复产延后。我们认为，氧化铝企业减产对电解铝价格的支撑力度有限，而下游加工企业复产延后对铝价的牵制值得关注，整体来看疫情对沪铝价格影响还是以负面为主。1 季度铝价上方压力仍在，疫情影响下消费旺季很可能延后至 4 月上旬附近。在疫情拐点来临之前，短期对盘面的负面影响难以完全消退，且对近端价格的打压力度更大，我们倾向于推荐买远月、抛近月的反套策略，以 3-4 反套为主；一旦疫情拐点得到确认，市场情绪、下游采购积极性将有明显的边际改善，现货端价格抬升也就伴随着近端合约的修复力度更大，这时我们倾向于推荐买近月、抛远月的正套策略，以 4-5 正套为主。疫情的拐点很可能起到较为明确的指引作用，预示着策略思路上可以由反套向正套的切换。

从统计逻辑分析来看，当前沪铝 3-4 反套暂不具有统计套利机会，不过季节性上看 2 月下半月该策略仍可能有机会。近 5 年来 2、3 月份的情况显示，4 月对 5 月合约的贴水幅度正处于历史区间上沿附近，因而 4-5 正套机会还需等待。

我们在2月1日和2月3日的电话会议以及2月10日的策略报告《有色战“疫”系列策略报告（一）：寻找品种配置“预期差”》里都推荐了有色各品种跨期反套策略，上周沪铝的跨期反套组合基本上实现了正收益。我们认为，在疫情拐点出现之前，3-4反套策略更具有产业链逻辑支撑，疫情拐点确认后套利策略需逐步向4-5正套转换。

## 1. 上周沪铝跨期反套收益回溯

此前我们在电话会议及策略报告《有色战“疫”系列策略报告（一）：寻找品种配置“预期差”》中都推荐了有色各品种的跨期反套策略，上周沪铝的跨期反套组合基本上呈现出正向收益。截至上周五（2月14日）收盘，沪铝2003对2002合约、沪铝2004对2003合约的升水均有所扩大，“空沪铝2002，多沪铝2003”的近端反套组合收益更明显。

图表1 上周沪铝各合约跨期反套收益情况

	2月7日	2月10日	2月11日	2月12日	2月13日	2月14日	周度收益
沪铝2002	13715	13675	13725	13695	13655	13620	
沪铝2003	13725	13715	13780	13745	13705	13690	
沪铝2004	13745	13745	13755	13760	13730	13720	
沪铝2005	13755	13765	13725	13750	13740	13725	
空沪铝2002，多沪铝2003	10	40	55	50	50	70	60
空沪铝2003，多沪铝2004	20	30	-25	15	25	30	10
空沪铝2004，多沪铝2005	10	20	-30	-10	10	5	-5

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：表中所列为各合约当日收盘价，“周度收益”为上周五反套价差减去前一周周五反套价差）

## 2. 沪铝跨期套利基本面逻辑分析

此次新冠肺炎疫情（NCP）对铝产业链的影响，一方面体现在氧化铝原料运输上受限，另一方面体现在下游铝加工企业的复产延后。我们认为，氧化铝企业减产对电解铝价格的支撑力度有限，而下游加工企业复产延后对铝价的牵制值得关注。整体来看，疫情对沪铝价格影响还是以负面为主。

**在疫情拐点来临之前，短期对盘面的负面影响难以完全消退，且对近端价格的打压力度更大，我们倾向于推荐买远月、抛近月的反套策略；一旦疫情拐点得到确认，市场情绪、下游采购积极性将有明显的边际改善，现货端价格抬升也就伴随着近端合约的修复力度更大，这时我们倾向于推荐买近月、抛远月的正套策略。**疫情的拐点很可能起到较为明确的指引作用，预示着策略思路上可以由反套向正套的切换。

### 2.1 疫情影响之成本端：阻碍原料及气源运输，部分氧化铝企业有序压产

受此次NCP疫情的影响，全国的交通运输及物流面临着明显的阻碍，主要还是在汽运方面。北方的氧化铝主产区分布在山西、山东及河南三个省份，山东、河南的疫情较为严重，山西疫情压力相对较小，但三省在交通运输的管制上均不亚于疫情严峻的地区。多数氧化铝企业在原料的供应方面很大程度上依赖于汽运，因而此次NCP对部分氧化铝企业还是造成了不小的冲击。

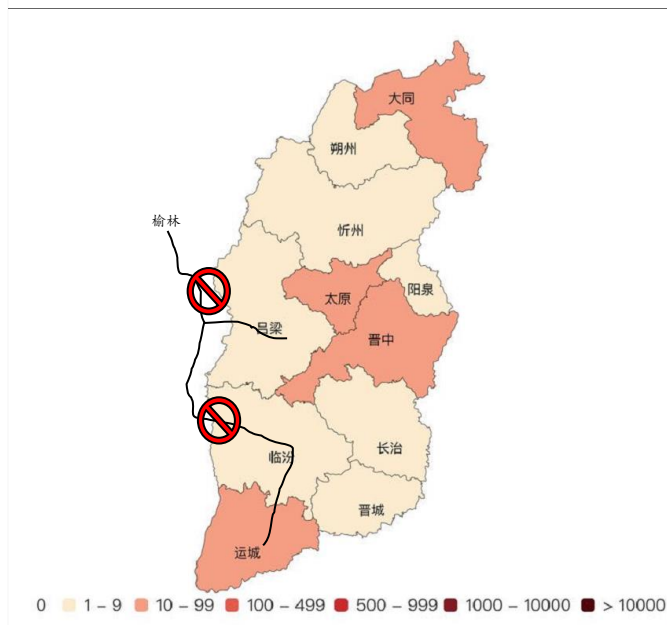
生产氧化铝所需的铝土矿、烧碱、石灰石、焙烧气源（天然气或焦炉煤气，山西、河南地区以煤为主）各原料在运输上均受到影响。铝土矿方面，由于民采矿山开工时间较晚，受疫情影响很可能延后至2月底，对于山西、河南两省中无自有矿山且以高温矿为主的氧化铝企业来说，矿端压力愈发凸显。对于前期进行部分低温技改的生产线来说，虽然可以靠进口矿来提供原料补给，但从港口到内陆的省际公路运输依然是一个难题。相比于山西、河南，山东省的氧化铝生产倒不受矿端的制约，港口的铝土矿库存以及1、2月份的新进口补给都较为充裕，省内运输暂时没有太大阻碍。

其他原料方面，烧碱的供应对于山西、河南两省的氧化铝企业也是一个考验，山东是烧碱的主产区之一，跨省汽运基本行不通。部分河南氧化铝企业从湖北采购石灰石这一路径也基本无望，而短缺最严重的还在焦炉煤气，这也是本次山西、河南两省多家氧化铝企业减产的最主要原因。吕梁、运城、三门峡集中了两省很大一部分氧化铝产能，平日里从榆林到吕梁、运城的焦煤运输路线基本切断，受此影响下多数氧化铝厂开始

有序压产。

据统计，受矿石、烧碱或焙烧气源供应受限而减产的氧化铝产能大致在 300 万吨附近，其中 70%左右的产能是在山西省。据市场机构（如阿拉丁）抽样调研后的初步判断显示，在受影响产能中，约有 2/3 是属于临时性的压产，期限在 10-15 天，而剩余产能减产期限则是在一个月以上。我们估算下来，此次减产很可能使得 2 月国内氧化铝的产量下降 14 万吨左右（ $200 \times 12 / 365 + 100 \times 1 / 12$ ），约降至 534 万吨，再考虑到当前电解铝企业在产产能未受影响，2 月氧化铝供应上很可能出现小幅的缺口。

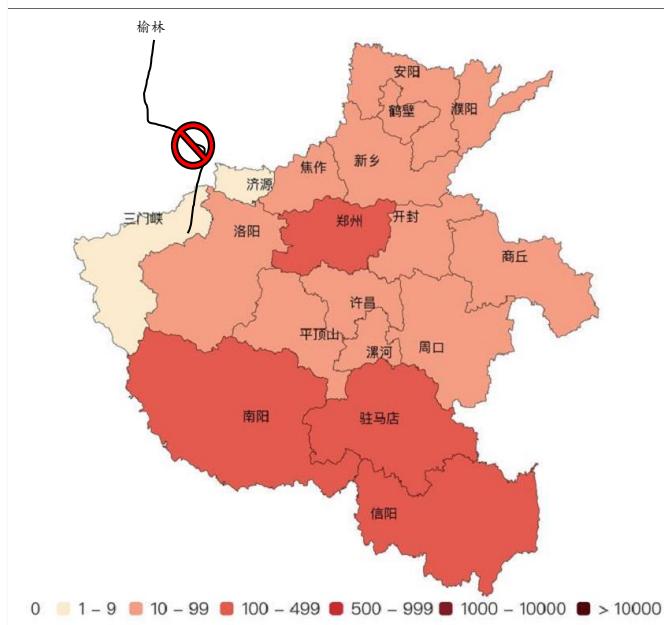
图表 2 山西省新冠肺炎累计确诊人数分布情况



资料来源：丁香医生，卫健委，国泰君安期货产业服务研究所

（数据截至 2020 年 2 月 15 日）

图表 3 河南省新冠肺炎累计确诊人数分布情况



资料来源：丁香医生，卫健委，国泰君安期货产业服务研究所

（数据截至 2020 年 2 月 15 日）

图表 4 山西、河南、山东三省受疫情影响的氧化铝产能在 300 万吨附近

氧化铝企业	地点	建成产能	运行产能	疫情影响产能	备注
中铝中州	河南焦作	260	275	0	稳产略有超产
开曼铝业	河南三门峡	215	180	35	因气煤等供应偏紧而有序压产
东方希望	河南三门峡	250	230	20	因矿石、气煤等供应偏紧而有序压产
义翔煤铝	河南三门峡	60	50	10	因矿石、气煤等供应偏紧而有序压产
荏平信发	山东聊城	600	360	40	因气煤等供应偏紧而有序压产
中铝山东	山东淄博	180	220	0	稳产略有超产
兴安化工	山西吕梁	280	220	60	因矿石、气煤、烧碱等供应偏紧而有序压产
山西信发	山西吕梁	340	240	80	因气煤等供应偏紧而有序压产
柳林森泽	山西吕梁	120	100	20	因气煤等供应偏紧而有序压产
华庆铝业	山西吕梁	45	30	15	因矿石、气煤等供应偏紧而有序压产
国电投山西	山西忻州	280	260	20	因矿石、烧碱等供应偏紧而有序压产
山西复晟	山西运城	80	64	16	因气煤等供应偏紧而有序压产
受疫情影响产能合计				316	

资料来源：阿拉丁，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 5 考虑减产后估算的 2020 年上半年氧化铝供需平衡表显示 2 月氧化铝有小幅短缺的可能

	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
国内氧化铝产量	580.0	533.9	586.1	573.2	601.7	588.3
进口量	16	10	14	12	14	10
出口量	4	3.5	4	3.5	4.5	4
净进口量	20	13.5	18	15.5	18.5	14
表观消费量	600.0	547.4	604.1	588.7	620.2	602.3
实际消费量	587.5	549.1	589.7	572.7	593.6	576.6
供需平衡	12.5	-1.2	14.3	16.5	26.1	25.8

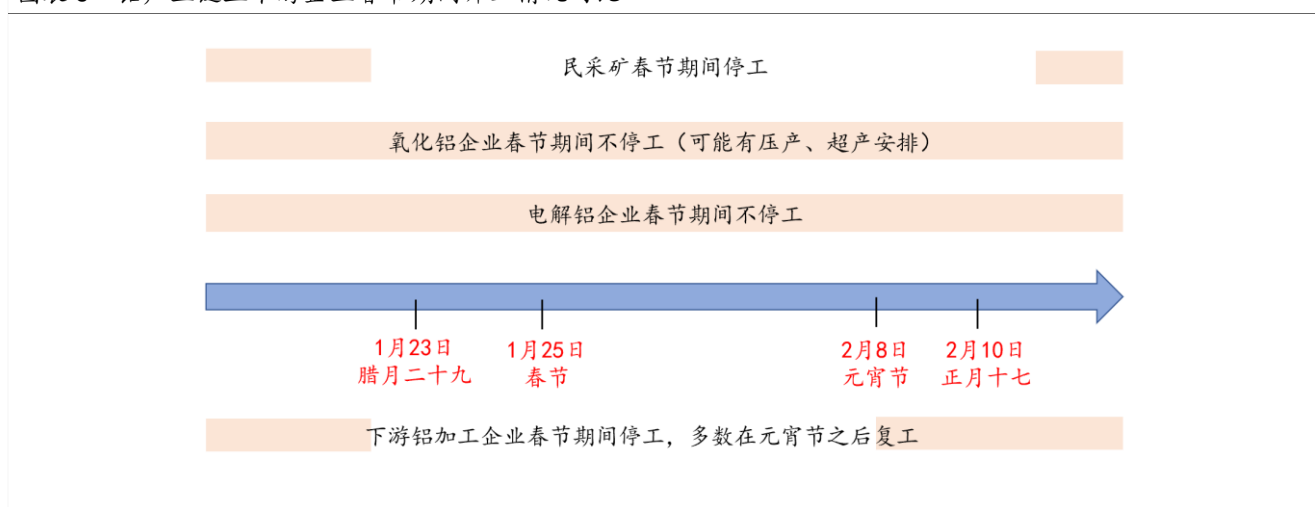
资料来源：阿拉丁，钢联资讯，SMM，国泰君安期货产业服务研究所（注：不考虑此次减产，预计 2 月国内氧化铝产量为 548 万吨左右）

当前来看，氧化铝价格呈现出温和上涨的态势，最新的 2 月 14 日氧化铝三网均价在 2456.9 元/吨，相比节后第一天（2 月 3 日）的 2421.1 元/吨上涨了 1.48%。市场多数机构预计，接下来氧化铝价格偏强态势将会维持一段时间。不过我们认为，氧化铝对电解铝的价格支撑并不会太强，一方面是由于当前电解铝企业盈利（全国产能加权）虽较节前有明显的缩窄但仍在 1000 元/吨以上，现货价格离成本线还有不小的空间，谈成本支撑依然为时尚早。另一方面，不同于氧化铝较好的生产弹性，电解铝生产线的重启成本非常高，除非利润出现大幅亏损，否则在产产能几乎不会受到利润的影响。而目前部分企业也表示不会放慢新增产能的投放节奏，因此综合来看，**这一波电解铝企业利润的压缩并不会对电解铝生产造成明显的影响，对价格的支撑力度也不会太强。**

## 2.2 疫情影响之需求端：下游复工延迟牵动市场神经，成为当前左右铝价的主因

此次新冠肺炎疫情对铝产业链的影响，除了反映在盘面上的情绪冲击以及对原材料运输的影响外，很重要的一个方面是下游铝加工企业的复工延后。氧化铝、电解铝企业春节假期不停产，而铝加工企业在春节假期期间停工，往年来看复工往往定在元宵节（今年是 2 月 8 日）前后，今年受疫情影响大多数省份的企业复工日期都有所延后。以 2 月初的复工计划来看，几乎所有的铝加工企业都把节后的复工申请时间延后至 2 月 10 日。从节前的原定计划来看，各省最早复工的一般是铝合金锭企业（1 月 31 日），接着是铝板带、铝线缆企业（一般在 1 月 31 日-2 月 2 日），铝杆企业紧随其后（2 月 2 日-2 月 3 日），铝型材企业复工最晚（2 月 6 日-2 月 9 日），因而企业将提交复工申请时间统一推迟至 2 月 10 日这一举措对铝合金、铝板带、铝线缆企业的影响最为明显，至少延迟了 7-10 天的生产。

图表 6 铝产业链上下游企业春节期间开工情况对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：橙红色区域对应在产时段）

图表 7 主要省份不同类型的铝加工企业复工推迟情况

省份	加工企业类型	春节放假时间	节后原定复工时间	推迟后复工申请时间	至少延迟
广东	铝合金锭	1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 14 日-1 月 22 日	2 月 8 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-2 天
	铝板带	1 月 21 日-1 月 22 日	2 月 1 日-2 月 3 日	2 月 10 日	7-9 天
	铝线缆	1 月 12 日-1 月 15 日	1 月 31 日-2 月 3 日	2 月 10 日	7-10 天
浙江	铝合金锭	1 月 21 日-1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 15 日-1 月 22 日	2 月 6 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-4 天
江西	铝合金锭	1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 14 日-1 月 22 日	2 月 6 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-4 天
	铝板带	1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
山东	铝合金锭	1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 12 日-1 月 21 日	2 月 8 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-2 天
	铝板带	1 月 21 日-1 月 22 日	1 月 31 日-2 月 2 日	2 月 10 日	8-10 天
	铝杆	1 月 12 日-1 月 21 日	2 月 2 日-2 月 3 日	2 月 10 日	7-8 天
江苏	铝合金锭	1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 17 日-1 月 18 日	2 月 7 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-3 天
	铝板带	1 月 21 日-1 月 22 日	1 月 31 日-2 月 3 日	2 月 10 日	7-10 天
	铝杆	1 月 12 日-1 月 21 日	2 月 2 日-2 月 3 日	2 月 10 日	7-8 天
河南	铝型材	1 月 16 日-1 月 20 日	2 月 7 日-2 月 9 日	2 月 10 日	1-3 天
	铝板带	1 月 21 日-1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝杆	1 月 12 日-1 月 15 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
河北	铝合金锭	1 月 17 日-1 月 22 日	1 月 31 日	2 月 10 日	10 天
	铝型材	1 月 14 日-1 月 18 日	2 月 9 日	2 月 10 日	1 天

资料来源：阿拉丁，天下铝讯，国泰君安期货产业服务研究所（表中复工计划是在 2 月初制定）

疫情导致的下游加工企业复工推迟从需求端传导至电解铝，扩大铝锭累库幅度、延长累库周期，对铝锭的集中采购活动也有所后置。从近五年来的春节假期前后铝锭累库程度的对比来看，今年春节期间铝锭的累库量符合预期，基本接近前三年的中值水平，但节后两周的库存增量已经超过了往年的最高水平，这也正是由今年铝加工企业的延期复工所致。后期铝加工企业能否按期复工至关重要，铝锭的累库幅度及持续时间一定程度上反映出了需求端对铝价的拖累程度。

此前多数市场机构的调研结果显示，下游铝加工企业的复工将普遍推迟，主要是受政府推迟开工时间要求、复工审批手续办理的影响。虽然 2 月 11 日开始陆续有积极的信号释放出来，例如，中央各部委要求抓好在建项目复工、新项目开工，国新办也表示将严格制止以简单粗暴的方式限制企业复工复产的行为，下游复工预期又有所强化，但是从目前的情况来看，半数左右的下游企业仅仅是于 2 月 10 日开始提交复产申请，实际复产时间会有不同程度的延期，中小企业的复产时间不确定性较大，大规模的复工复产还是要到本周及以后。这也就意味着，**铝锭的累库幅度在接下来的一到两周内很可能仍会超过往年，2 月份电解铝的供应压力依然较大，今年铝市“小阳春”的启动时间很可能较往年有明显的延后。**

图表 8 历年春节前后我国电解铝社会库存的变动情况

	2016 年	库存	2017 年	库存	2018 年	库存	2019 年	库存	2020 年	库存
节前一周			1 月 5 日	36.5	1 月 22 日	174.3	1 月 10 日	122.4	1 月 2 日	58.7
			1 月 9 日	35.3	1 月 25 日	172.7	1 月 14 日	121.8	1 月 6 日	59.2
	1 月 8 日	70.4	1 月 12 日	37	1 月 29 日	173.4	1 月 17 日	120.5	1 月 9 日	59.2
	1 月 15 日	67.6	1 月 16 日	37.6	2 月 1 日	171.6	1 月 21 日	120.5	1 月 13 日	60.2
	1 月 22 日	64.2	1 月 19 日	40.5	2 月 5 日	171.1	1 月 24 日	124.1	1 月 16 日	62.5

	1月29日	61.9	1月23日	45.7	2月8日	171.8	1月28日	127.5	1月20日	65.5
春节期间	2月5日	82.3	1月26日	52.8	2月12日	173.5	1月31日	132.2	1月23日	68.4
	2月12日	82.3	2月2日	67.9	2月22日	191	2月11日	149.2	2月3日	85.3
节后两周	2月19日	92.2	2月6日	75.2	2月26日	201.7	2月14日	157.6	2月6日	95.9
	2月26日	95.9	2月9日	80.9	3月1日	207.4	2月18日	160.7	2月10日	105.1
	3月4日	98.2	2月13日	85.1	3月5日	213.4	2月21日	163.2	2月13日	111.1
	3月11日	97.7	2月16日	88.9	3月8日	218.9	2月25日	167.4	2月17日	118.2
季节性对比	春节期间 库存增量	0		15.1		17.5		17		16.9
	库存增幅	0.0%		28.6%		10.1%		12.9%		24.7%
	节后一周 库存增量	9.9		28.1		33.9		28.5		36.8
	库存增幅	12.0%		53.2%		19.5%		21.6%		53.8%
	节后两周 库存增量	13.6		36.1		45.4		35.2		49.8
	库存增幅	16.5%		68.4%		26.2%		26.6%		72.8%

资料来源：钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

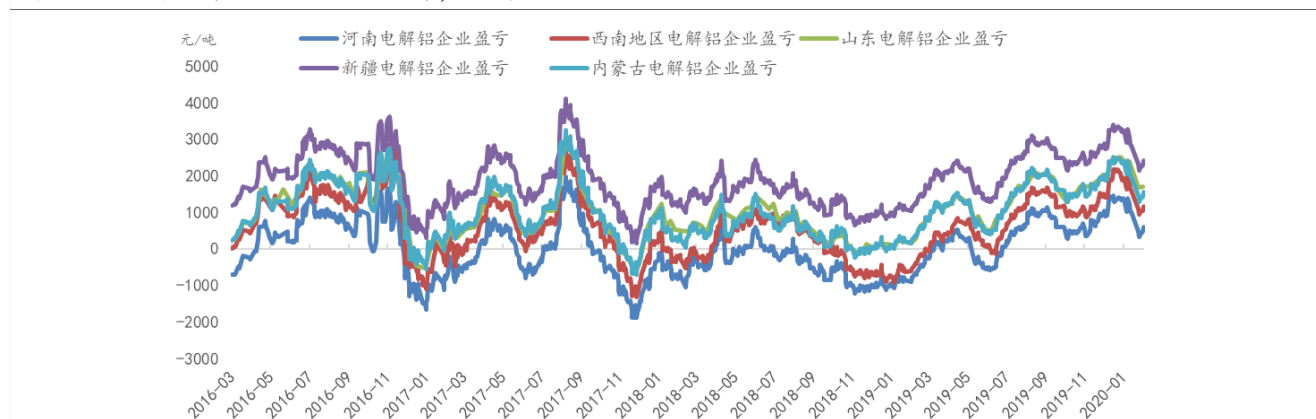
### 2.3 铝市“小阳春”或将延后至4月上旬，成为跨期套利基本面逻辑支撑点

可以看出，当前电解铝企业“腹背受敌”，一方面在产业链利润分配上开始逐步向氧化铝端倾斜，铝企的利润逐步被压缩，另一方面下游的采购需求较往年有明显延后，累库的压力也牵制着铝价的上方空间。不过前期电解铝企业盈利维持了很长一段时间的较高水平，当下虽较节前有明显的缩窄但仍还有盈利空间，除非后期利润被大幅挤压，否则在产能不会受到利润降低的影响。

节后的市场调研也显示，当前部分企业表示不会放慢新增产能的投放节奏，电解铝供应压力仍然较大。最新的电解铝新增产能排产计划显示，当前比较确定的新增产能在274.5万吨附近，其中1季度很可能落地的新增产能约在77.5万吨，下半年的供应压力也不小。不考虑突发事件对短期电解铝供应冲击的话，目前来看，除非1季度中后期财政政策刺激下的基建加速，抑或是定向、非定向的货币宽松支撑实体企业明显向好，否则终端难有较好提振，在此情形下3月底之前的铝价很难有好的表现。因此，在疫情拐点来临之前，我们推荐的反套策略还是以抛沪铝2003、买沪铝2004为主。

受到此次疫情的影响，今年铝市“小阳春”很可能延后至4月上旬左右，随之一起显现的是库存拐点、需求转好，铝价很可能将迎来一波实质性的上涨，届时在现货端的带动下，近端合约较远端合约的上涨力度更大，近端很可能转为back结构。考虑到消费旺季落在4月的可能性最大，我们在推荐正套策略时还是偏重于买沪铝2004、抛沪铝2005。

图表9 当前电解铝企业利润仍不薄，河南地区盈利也在500元/吨附近



资料来源：Wind，钢联资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图表 10 最新的排产计划显示，1 季度很可能落地的电解铝新增产能约在 77.5 万吨

电解铝厂	地区	新增产能	投产时间	备注
云铝溢鑫（鹤庆）	云南	22.5	1 月已投 3.5	一期 21 已于 2019 年投产
云南神火	云南	30	2 月开始	1 月中旬暂停新投，预计 2 月继续新投剩余的一期产能
广元中孚	四川	25	2 月开始	含广元林丰
内蒙古创源	内蒙古	32	6 月开始	
云铝海鑫（昭通）	云南	35	6 月开始	二期
云铝文山	云南	25	9 月开始	
内蒙古白音华	内蒙古	20	10 月开始	
云南其亚	云南	35	10 月开始	
云南宏泰	云南	50	10 月开始	一期
内蒙古新恒丰	内蒙古	15	待定	
百矿隆林	广西	10	待定	
百矿田林	广西	12.5	待定	
百矿德保	广西	12.5	待定	
2020 年合计		324.5		当前比较确定的新增产能在 274.5 万吨，其中，1 季度很可能落地的新增产能约在 77.5 万吨

资料来源：百川盈孚，SMM，钢联资讯，安泰科，国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 沪铝跨期套利统计逻辑分析

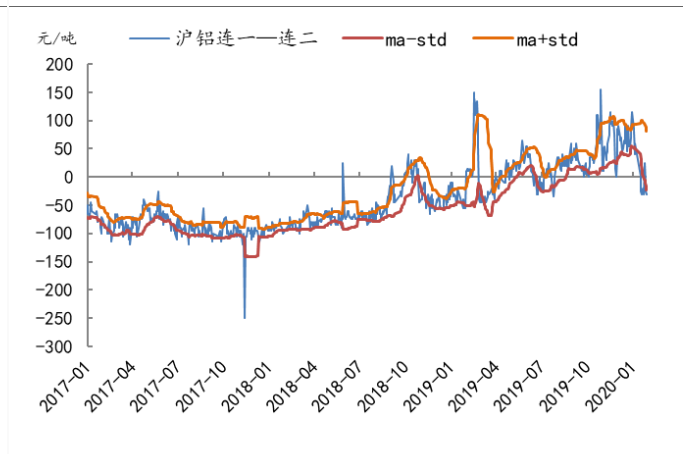
目前从沪铝各合约价差表现来看，近月对连一、连一对连二均处在统计套利区间下沿附近，统计意义上近端合约升水已处于较低位置，后期有回升态势，即指向正套机会。这也意味着，从目前的统计逻辑分析来看，3-4 反套暂时不具有统计套利机会。随着 2 月合约的交割日来临，近月、连一合约分别切换至 3 月、4 月，4-5 正套的统计套利机会值得关注。

从季节性的角度来看，3 月合约在临近交割日时往往会迎来一波明显的升水，但在 3 月份之前对 4 月合约基本是贴水状态，近 5 年的 2 月下半月 3 月对 4 月贴水幅度在 30-100 元/吨，当前贴水幅度尚处历史区间范围的上沿，后期反套机会还是有的。而 4 月合约在临近交割日时升水不明显，反倒是次年合约上市后才转为对 5 月合约升水，近 5 年的 3 月份情况显示出 4 月对 5 月合约的贴水幅度基本在 10-90 元/吨（2019 年除外，主要受增值税税率下调的影响），当前贴水幅度亦处于历史区间上沿，正套机会还需等待。

图表 11 沪铝近月合约对连一合约价差表现

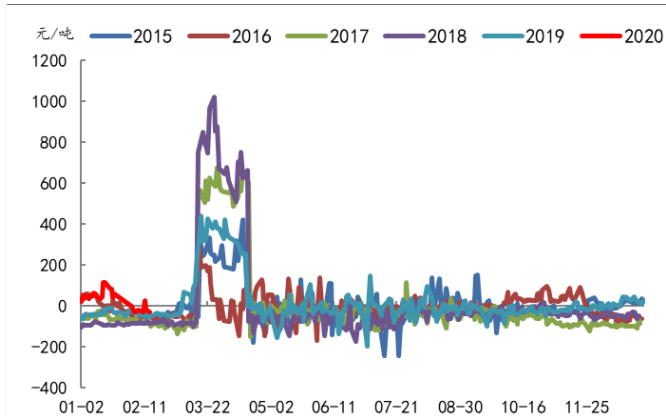


图表 12 沪铝连一合约对连二合约价差表现

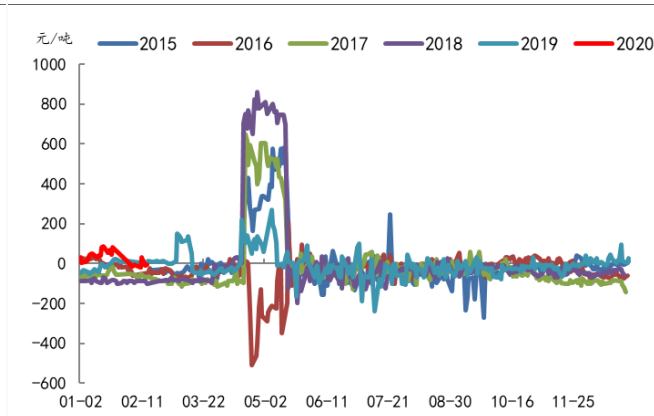


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图表 13 沪铝 3M 合约对 4M 合约价差的季节性规律



图表 14 沪铝 4M 合约对 5M 合约价差的季节性规律



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

综合上文基本面及统计套利分析来看，我们认为当前沪铝跨期套利策略如下：

- 1、在疫情拐点出现之前，我们认为 3-4 反套策略更具有产业链逻辑支撑；一旦疫情拐点确认，套利策略需逐步向 4-5 正套转换；
- 2、当前沪铝近端合约升水处在统计套利区间下沿附近，渐有回升态势，即指向正套机会，也就意味着 3-4 反套暂不具有统计套利机会；
- 3、季节性规律上看，基于近 5 年的 2 月下半月表现情况，3 月对 4 月合约当前贴水幅度尚处历史区间范围的上沿，2 月下半月反套机会还是有的。

#### 4. 结论：以疫情拐点为指引，把握反套向正套的切换

从当前铝基本面来看，此次新冠肺炎疫情（NCP）对铝产业链的影响，一方面体现在氧化铝原料运输上受限，另一方面体现在下游铝加工企业的复产延后。我们认为，氧化铝企业减产对电解铝价格的支撑力度有限，而下游加工企业复产延后对铝价的牵制值得关注，整体来看疫情对沪铝价格影响还是以负面为主。1 季度铝价上方压力仍在，疫情影响下消费旺季很可能延后至 4 月上旬附近。在疫情拐点来临之前，短期对盘面的负面影响难以完全消退，且对近端价格的打压力度更大，我们倾向于推荐买远月、抛近月的反套策略，以 3-4 反套为主；一旦疫情拐点得到确认，市场情绪、下游采购积极性将有明显的边际改善，现货端价格抬升也就伴随着近端合约的修复力度更大，这时我们倾向于推荐买近月、抛远月的正套策略，以 4-5 正套为主。疫情的拐点很可能起到较为明确的指引作用，预示着策略思路上可以由反套向正套的切换。

从统计逻辑分析来看，当前沪铝 3-4 反套暂不具有统计套利机会，不过季节性上看 2 月下半月该策略仍可能有机会。近 5 年来 2、3 月份的情况显示，4 月对 5 月合约的贴水幅度正处于历史区间上沿附近，因而 4-5 正套机会还需等待。

总的来看，我们认为在疫情拐点出现之前，3-4 反套策略更具有产业链逻辑支撑，疫情拐点确认后套利策略需逐步向 4-5 正套转换。当前沪铝近端合约升水处在统计套利区间下沿附近，3-4 反套暂不具有统计套利机会，不过基于近 5 年的 2 月下半月表现情况，3 月对 4 月合约当前贴水幅度尚处历史区间范围的上沿，2 月下半月反套机会还是有的。

**本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格****分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

## 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

**广东分公司**天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房  
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**金融理财部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室  
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**国际业务部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室  
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703  
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>  
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层  
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间  
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室  
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室  
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元  
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元  
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室  
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元  
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室  
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室  
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室  
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室  
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室  
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室  
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室  
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元  
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521