

● 主要结论

氧化铝期货历经多年打磨，终将在6月19日重磅开始正式挂牌交易。作为很多人等了很久的“白月光”，氧化铝期货的上市将极大丰富铝产业链，提高我国氧化铝产业的竞争力和价格影响力。

国信期货有色研究团队通过系列报告对氧化铝的行业格局、区位优势等作出了详尽分析。那么，在对氧化铝行业有了基本的了解之后，该如何认识氧化铝期货呢。氧化铝期货规则如何解读？有哪些潜在的机会？还有哪些隐藏的矛盾点？本篇文章将就以上问题作出解答。

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

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

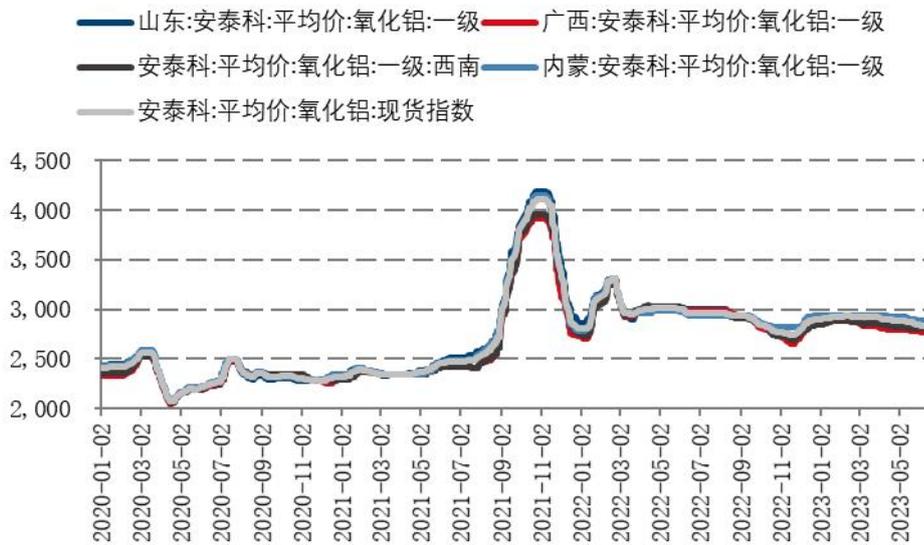
独立性申明：

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. 氧化铝期货上市后的基准价？

目前交易所还未给出上市首日的交易基准价，我们预测，基准价可能围绕着 2800 元/吨，上下浮动不超过 1%。虽然目前氧化铝的三网报价是大约 2800 元/吨，但这个价格相比于现货的实际成交价格偏高的，市场交易实际执行贴水成交。因此，如果在 2800 元/吨以下，那么下行空间有限。

图：近期氧化铝价格走势（元/吨）



数据来源：WIND 国信期货

2. 6月19日，氧化铝是不是会触及涨跌停板，是不是会再次出现高波动呢？

氧化铝在过去 5 年甚至 10 年间，一向是一个高波动的品种。但从 2022 年至今年的一年半时间里，氧化铝波动处于历史低位，利润以及供应过剩也处于历史的一个相对极端的位置。本质上说，根据过去 20 年氧化铝涨跌幅以现货来测算，氧化铝现货价格相邻两个交易日，价格波动幅度有 99% 以上的概率在 ±4% 以内，所以交易所设置氧化铝的单日涨停板以 4% 来计，其实就是为了覆盖这个 20 年 99% 执行区间的统计。

图：氧化铝期货涨跌停板测算

2001年—2022年						
分位数	90%	95%	98%	99%	99.5%	99.9%
价格波幅	2.44%	2.91%	3.29%	3.64%	4.01%	4.90%

数据来源：三网指数价等

数据来源：上海期货交易所 国信期货

建议投资者不要重仓，因为这是一个潜在波动很大的一个品种。过去一年的波动仅仅是它历史上的一

个低波动。在过去5~10年氧化铝的波动长期是高于电解铝的，而就目前的电解铝而言，一天1-2%的波动也稀松平常。所以对于氧化铝来说，震荡的时候有震荡，也有较大的潜在高波动性。

3. 在氧化铝上市初期，可供市场交割的货源是相对稀缺的，为什么这么说？

首先我们都知道氧化铝是一个供大于求的品种，但是目前首批市场可交割的资源量仅占全市场资源量的1/6，15%左右，这一点跟电解铝上市初期非常雷同。氧化铝产业端很强，现货的力量很强，砸盘的可能性和风险很强。那么交易所可能会部分的控制限制交割注册的门槛，提高门槛，提高质量要求，以防止出现可交割资源过量，集中交割打压市场的行为。

4. 如何从规则中窥探氧化铝的套利机会？

氧化铝的套利必须依赖于市场游戏规则的熟练掌握。氧化铝期货有三个“罕见”：是有色行业当中比较罕见的仓库加仓库的模式；上市之初就推出厂库的信用仓单；是产业链上游和下游90%以上紧密配合形成生产利润套利的品种。所以套利的玩法很充裕，玩法充裕的同时，现货商的传统玩法和金融机构的玩法形成了矛盾、冲突和未来互补的可能。那所以我们高度关注交割，交割是期、现货，近、远月和跨区域回归的一个根本。

图：我国氧化铝贸易流向



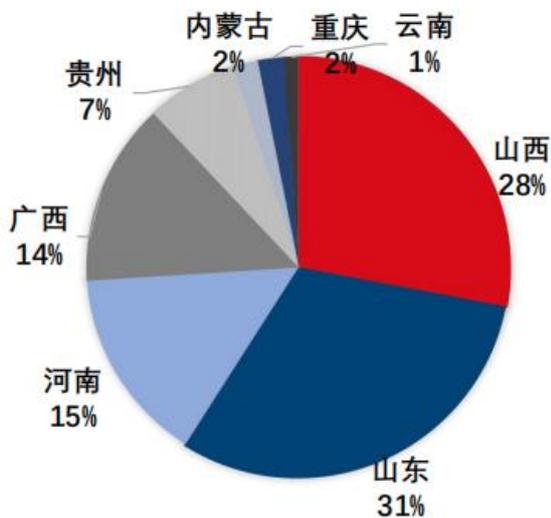
数据来源：安泰科

5. 为什么广西并没有被列入首批的交割地名单之中？

广西地区的氧化铝的产能有1200多万，当地的产量电解铝的产量只有200多万不到，整个来说氧化铝是过剩了850万吨以上，而且随着越来越多的产能投入到广西，广西地区的氧化铝产能正在膨胀，可能会成为继山东之后的中国第二大氧化铝主产区。因为它的自然优势比山东还要好，有品位更高的国产矿石，有港口优势，目前生产成本相较于其他产区更低，那么最具潜力的广西，却没有出现在这一次的首批交割厂库和交割仓库的名单之中，这是为什么呢？答案先告诉大家，首先不是交易所有意绕开，其实是广

西地区由于它发展过快过新，很多企业没有成熟化运作程度低，没有提前做申请交割仓库，申请交割品牌的准备，导致现在暂时没有广西。而山西、河南、山东这几年卷得厉害，扩张得厉害，但是又面临淘汰竞争的影响，所以呢，他们会更注重抓住重要金融工具的手段来降本增效，来维持自己的份额，所以着急忙的，很积极准备地去推动利用氧化铝期货交割，所以走在了前面。但我们认为后续也会推进在广西地区设有交割厂库和交割仓库。

图：各省份氧化铝产能占比 (%)



数据来源 WIND 国信期货

6. 氧化铝可能存在的套利机会？

氧化铝的交割可能导致区域性的套利、近远月的套利，甚至内外的套利。

区域合约间的套利，套的是非基准交割地的区域升贴水和实际运费之间的差异。兰州升水 180，新疆升水 380，现货市场目前的合理价差 400 元以上，500 元附近，几十甚至 100 多的价差，就是很好的套利区间。这个套利怎么套法？首先需要有一个联合的、能开发票的氧化铝企业抬头。其次呢，需要投资者比较熟悉氧化铝行业的东、西两个脉络，两个区域，这期间几千公里的差异，构成的价差套利机会。区域的套利抓的是什么？抓的是现货规则，期货规则分布的不统一，质量的不统一，交割范围的不统一，现货定价参与方的不统一。

跨市套利而言，海外虽然没有直接的氧化铝期货交割，但是他们有氧化铝现货，也有自己的氧化铝的指数期货和指数衍生品，所以我们也包括了海外氧化铝的现货这部分库存这部分品牌，海外的这些贸易商是不是能用进出口贸易以及中国的地区间的贸易升贴水来增厚利润，这都是可能和可行的。那么变量在

哪？变量是运费会变，变量是期现货的价差，随着越来越多资金的介入，影响因素、波动因素、波动的的时间匹配度会有所不同。

图：交割模式及地点

交割模式及地点

- 交割模式：实物交割，采用“仓库+厂库”交割模式
- **首批仓库设在：新疆+甘肃+河南+青岛市**
- **首批厂库设在：山西+山东+河南**

2022中国部分省份冶金级氧化铝与电解铝匹配表（万吨）

省份	氧化铝年度产量	原铝年度产量	氧化铝匹配情况
甘肃	0	273	-526.9
广西	1225.7	195.4	848.7
贵州	498.5	131.7	244.4
河南	808.7	192.7	436.8
内蒙	28.4	611.4	-1151.5
宁夏	0.0	119.0	-229.7
青海	0.0	276.7	-534.1
山东	2676.9	796.0	1140.6
山西	1962.7	113.7	1743.3
新疆	0.0	610.3	-1177.9
云南	178.3	425.6	-643.1

数据来源：上海期货交易所

图：氧化铝各地交割仓库和厂库的升贴水（以公告为准、元/吨）

	河南	山西	山东	山东青岛	甘肃兰州	新疆乌鲁木齐
是否基准价	基准	基准	基准	基准	非基准	非基准
升贴水	平水	平水	平水	平水	+180	+380

注：负值表示贴水，正值表示升水

数据来源：上海期货交易所

未来，我们将密切关注氧化铝上市后的行情走势，并挖掘其中的矛盾点以及机会，敬请关注！

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。