

行业  
专题报告

日期  
2023 年 6 月 19 日



#### 有色金属研究团队

研究员：余菲菲  
021-60635729  
yufeifei@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3025190



## 氧化铝期货上市首日策略 ——系列专题四

## 一、氧化铝期货上市首日策略

上海期货交易所定于6月19日上市交易氧化铝期货。6月16日，根据上期所发布公告，确定氧化铝上市首批挂牌交易合约为A02311、A02312、A02401、A02402、A02403、A02404、A02405、A02406，挂牌基准价为2665元/吨。上市首日涨跌幅为平时幅度的2倍，即±14%。

氧化铝期货的上市对我国铝行业稳健发展具备重要意义。进一步丰富我国有色金属衍生品序列，与铝期货、铝期权形成协同效应，为氧化铝生产企业、贸易企业、电解铝企业等相关经营主体提供发现价格和规避风险的手段和工具，稳定企业盈利水平，使得铝产业整体平稳发展。基于对氧化铝基本面研究，我们针对氧化铝期货主要推荐以下首日策略：

### 1、单边策略

此次氧化铝上市的八个合约挂牌价均为2665元/吨，A02311合约大概率为主力交易合约。6月16日按三网均价山东地区氧化铝现货均价2785元/吨，合约基准价较基准交割地山东地区现货价格贴水120元/吨，贴水幅度4.3%，氧化铝期货合约的挂牌基准价略低。但长单执行价在2730元/吨，若参考长单价格则期货贴水幅度为70元/吨左右，贴水幅度2.38%，尚不算大，挂牌基准价较为合理。

结合氧化铝现货供需实际情况以及当前全国氧化铝现货平均成本2740元/吨来看，我们预计开市交易后期货价格基于挂牌价或存在一定上行空间，但当价格超过2750元/吨之后，做多力量将逐渐削弱，价格再度承压，整体或呈现为冲高回落走势。具体操作上，我们建议震荡思路对待，当价格在2700元/吨以下可以尝试单边做多，2700-2800元/吨区间震荡思路对待。由于氧化铝行业利润水平偏低，尽管供应过剩，但价格大幅下跌风险有限，可参考行业利润高出平均水平时卖出。按当前水平，3000元/吨以上可以尝试布空。

### 2、跨期策略

根据下文对月间正套成本测算，我们认为，若后续氧化铝期限结构呈现较大幅度contango结构，则现货企业可以采用买近卖远交割套利进行获利，当月间正向价差理论上超过20元/吨以上，就存在无风险交割套利空间。

此外，根据不同交割区域存在升贴水，甘肃和新疆两地交割仓库分别设置了较基准交割地仓库380元/吨和180元/吨的升水，未来随着区域间运费发生变化，可能会存在跨区域套利空间。

### 3、期现对冲策略

氧化铝期货上市后，产业链上不同环节的企业可以通过期货市场采取保值。

对于氧化铝生产企业，可以利用期货灵活调节库存水平。价格相对高点，做空氧化铝期货，降低整体的氧化铝库存水平；价格相对低点，做多氧化铝期货，提高整体的氧化铝库存水平。

对于下游电解铝生产企业，可以通过买入氧化铝期货来规避原材料成本上涨风险。

对于中游贸易企业而言，通常会因为定价模式、定价方式以及定价时间不匹配而面临双边风险敞口，可以根据风险敞口灵活套保。

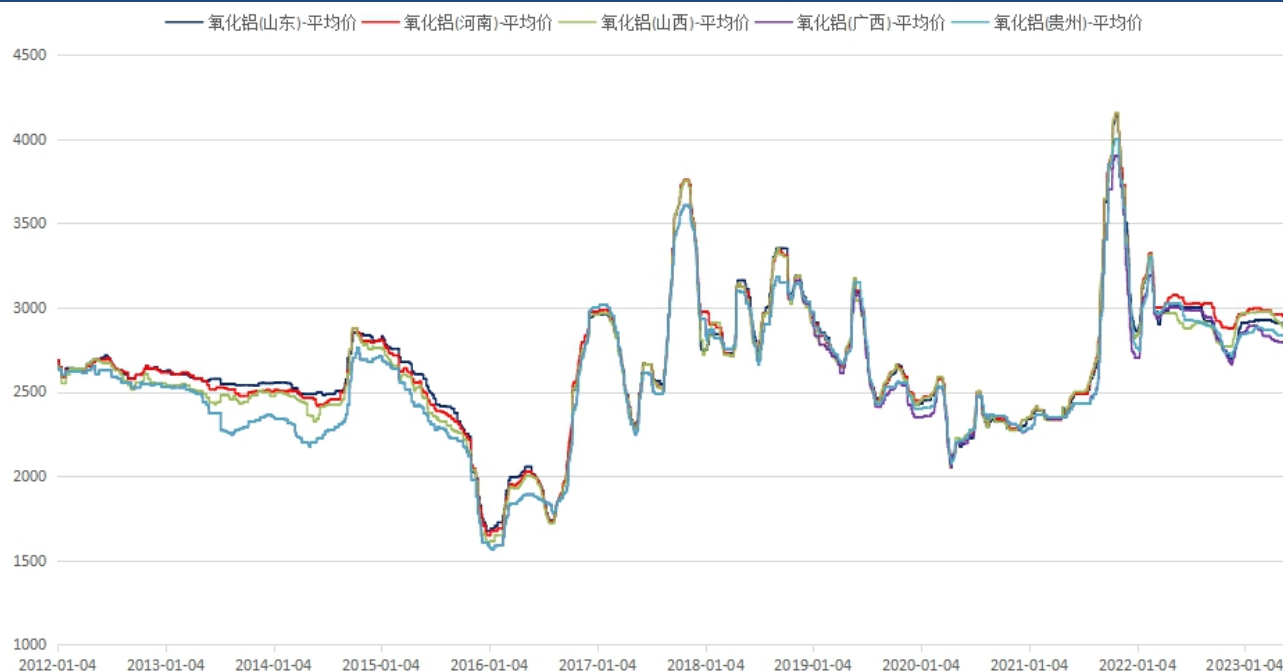
## 二、策略逻辑分析

### （一）、单边策略逻辑分析

#### 1、氧化铝历史价格回顾

根据上期所公布数据显示，2012年至2022年我国氧化铝价格波动逐年加剧。2012年至2015年，受全球经济复苏乏力、欧美国家经历债务危机等因素影响，市场风险偏好及实体需求持续走弱，全球大宗商品价格进入下行阶段，国内氧化铝价格从2012年的2600元/吨左右，持续跌落至2015年底的1600元/吨左右，跌幅高达38.5%。2016年至2021年，受中国经济周期波动、铝产业供需阶段性矛盾影响，国内氧化铝价格整体呈现先扬后抑的格局。2016年以来，伴随国内周期性行业复苏，氧化铝市场供需过剩逐渐改善，氧化铝价格逐步回升至3000元/吨附近，并于2017年11月一度攀升至3500元/吨以上高点。随后，氧化铝价格在经历2018-2019年的窄幅区间波动后，自2019年下半年开始，受新冠疫情、供应过剩等因素冲击，价格再次趋势性走低，并跌落至2021年初的2400元/吨左右。2021年至2022年，受大宗商品整体高波动的影响，氧化铝价格再次冲高回落。2021年以来，在国内电解铝价格高位运行、烧碱以及煤炭等原料成本高企的影响下，氧化铝价格重回3000元/吨以上，直至11月初，氧化铝价格创下历史纪录高位4094元/吨。此后因氧化铝供给整体过剩，价格重心再度回落，截至2023年6月16日氧化铝期货合约上市之前，氧化铝价格维持弱势下行格局，价格已跌至2820元/吨低位附近，较年初水平再度下探近100元/吨，跌幅3.4%。

图1：近十年我国氧化铝主产区现货价格走势一览（元/吨）



数据来源：上期所，SMM，建信期货研究发展部

## 2、我国氧化铝供需格局：产能刚性过剩，产量灵活调节

我们在前期备战氧化铝期货上市系列三部分专题当中已经为投资者详细阐述了氧化铝产业以及供需格局。概括而言，我国氧化铝供需市场处于产能刚性过剩，产量灵活调节的状态。我国电解铝行业经历供给侧改革之后确定产能上限大约是4550万吨，理论测算对氧化铝需求上限为8758.75万吨，截至到2023年5月，我国氧化铝建成产能已经超过1亿吨，运行产能也高达8330万吨，也就是说我国氧化铝产能已经能够满足未来电解铝生产需求，当前已经过剩超过千万吨，且远期仍有超过2000万吨产能规划或将大概率落地。

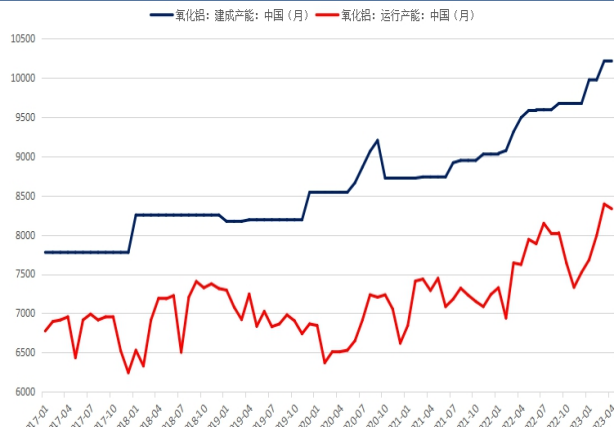
我国氧化铝产能处于刚性过剩状态，行业根据市场供需进行产量的灵活调节，全行业开工率从2017年最高93%降至目前80%下方，行业总体处于小幅过剩状态。因此我们认为氧化铝价格大概率将长期围绕成本线上下波动，较难出现持续性大涨大跌行情，氧化铝灵活的生产弹性对供需市场起到了调节平衡的作用，意味着行业平均利润水平难以持续走高。

图2：我国氧化铝企业开工率降至80%以下



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图3：氧化铝运行产能波动较大（万吨）



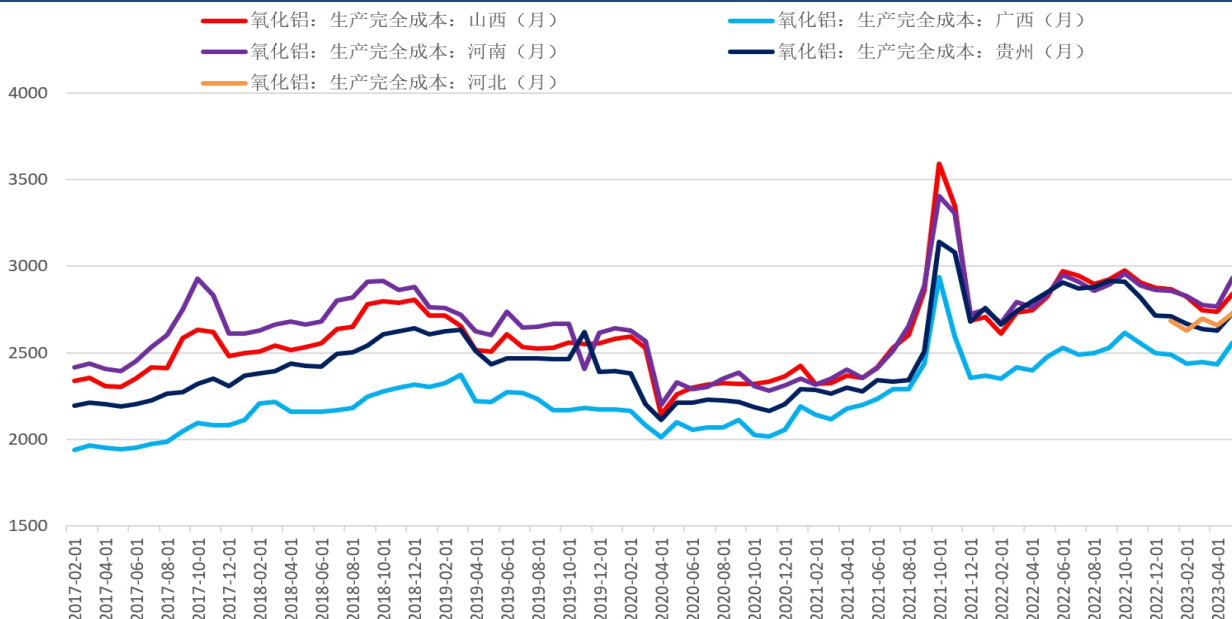
数据来源：上海钢联，建信期货研究发展部

### 3、氧化铝定价大概率长期锚定成本

基于第2点所述我国氧化铝供需格局特征，我们认为未来氧化铝定价重心将长期锚定在成本端。这和氧化铝不易储存以及高生产弹性是密切相关的。氧化铝生产不同于电解铝冶炼，开停工成本较低，可以根据市场供需及时调节其生产，一旦出现持续性亏损，企业可减产来应对，阶段性供应减少自然会限制价格不断下跌，甚至企稳反弹；另一方面，如果氧化铝行业出现阶段性利润持续走高，自然引发大量停产产能重启，从而导致供应增加价格下跌。

因此，氧化铝企业开停工与企业盈亏状态紧密相关企业可以灵活调节产能应对市场变化，所以也就决定了氧化铝价格将长期围绕成本线上下相对有限区间运行。目前国内氧化铝实时完全成本为2720元/吨，随着煤炭烧碱能源等价格的不断下滑，预计未来氧化铝成本难有有效支撑，下半年可能会进一步跌至2600—2700元/吨区间。

图4：我国氧化铝分省成本（元/吨）



## （二）、跨期策略逻辑分析

期现套利分为正向期现套利和反向期现套利两种。一般来说，正向市场比较适合做跨期交割套利，因为一旦价差不收敛，现货投资者可以通过实物交割进行头寸对冲，但对于反向套利来说，由于运输费用、仓单标准等问题导致无法顺利通过交割来收敛价差。

进行期现套利的核心是对其合理持有成本的测算，由于持有成本是以持有现货到期交割为基础，所以一般产生的费用有交易交割手续费、运输费、仓储费、资金占用成本以及增值税等。

为简化测算，我们假设当前合约报价均为 2665 元/吨。仓单持有按照一个月 30 天，资金利息按年利率 4% 计算，仓储费用按照室内库房 0.4 元/吨/天标准，除此以外，考虑到近月合约临近交割月保证金比例上升，我们按照 20% 的保证金比例计算。则综合测算月间持有成本为 20 元/吨。

图5：上期所公布氧化铝交割费用标准

	仓库	厂库
仓储租金		
室内库房	0.4元*吨*天	0.25元*吨*天
室外库房	0.3元*吨*天	
入库费用		
1、火车	20元/吨	-----
汽车自送	10元/吨	-----
2、集装箱作业费	10元/吨	-----
出库费用		
1、火车	20元/吨	
汽车自提	10元/吨	
2、集装箱作业费	10元/吨	
打包费	60元/袋（包含套袋材料费用、人工费及清扫费）	
过户费	1元/吨	
分拣费	3元/吨	
代办车皮申请	5元/吨	
代办提运	3元/吨	



数据来源：上期所，建信期货研究发展部

### （三）、期现对冲策略逻辑分析

#### 1、不同类型企业根据氧化铝利润水平套保

根据对历史价格和成本利润的回测，氧化铝行业多处于盈亏线上下波动，行业利润多在 0-300 元/吨范围内波动，最大亏损在 200 元/吨左右，随后或引发市场自主调节，盈利水平回升。因此对于贸易商以及电解铝生产企业来说，可以考虑当氧化铝价格低于成本线时，买入氧化铝期货合约进行保值。当氧化铝利润接近平均水平上限约 250 元/吨及以上时，氧化铝生产企业以及有较大原料库存的电解铝企业进行卖出套保。

#### 2、灵活调节库存水平

假设当前氧化铝现货价格 3000 元/吨，期货价格 2700 元/吨，则氧化铝期现价差 300 元/吨，高于交割成本。某氧化铝生产企业拥有常备库存 10000 吨，企业考虑在现货市场出售库存，同时在期货市场买入 10000 吨期货头寸用以交割，到期拿到现货。

1 个月后，氧化铝现货价格跌至 2900 元/吨，期货价格跌至 2650 元/吨，二者价差降至 250 元/吨。

则企业通过卖现货买期货交割：

卖出现货获利 300 元/吨

买入期货亏损 50 元/吨，交割成本 30 元/吨

即企业据此操作获利 220 元/吨。

实现效果，企业完成期货交割之后，1 个月后成功拿到 10000 吨现货，库存水平不变，通过期货市场的灵活调节，将库存成本降低 220 元/吨。

## 三、氧化铝期货合约以及相关业务规则

### （一）、期货合约规则

6 月 16 日，根据上期所发布公告，确定氧化铝上市首批挂牌交易合约为 A02311、A02312、A02401、A02402、A02403、A02404、A02405、A02406，挂牌基准价为 2665 元/吨。上市首日涨跌幅为平时幅度的 2 倍，即±14%。

图6：上期所氧化铝期货合约规则

交易品种	氧化铝
交易单位	20吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±4%
合约月份	1~12月
交易时间	上午9:00 ~ 11:30，下午1:30 ~ 3:00和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的15日（遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知）
交割日期	最后交易日后连续二个工作日
交割品级	氧化铝，具体质量规定见附件
交割地点	交易所指定交割地点
最低交易保证金	合约价值的5%
交割方式	实物交割
交割单位	300吨
交易代码	AO
上市交易所	上海期货交易所

数据来源：上期所，建信期货研究发展部

### 一、交割单位

氧化铝期货合约的交易单位为每手 20 吨，交割单位为每一标准仓单 300 吨，交割应当以每一标准仓单的整倍数交割。

### 二、质量规定

1. 用于实物交割的氧化铝，主要化学成分和主要物理性能应当符合国标 GB/T 24487-2022 AO-1 或者 AO-2 牌号的规定。

2. 每一标准仓单的氧化铝，应当是交易所批准的注册品牌或者交易所认可的生产企业生产的商品，且应当附有相应的质量单证。

3. 每一标准仓单的国产氧化铝，应当是同一企业生产、同一注册商标、同一牌号、同一包装规格的商品组成，并且组成每一标准仓单的氧化铝生产日期应当不超过连续 15 日，且以最早日期作为该标准仓单的生产日期。每一标准仓单的进口氧化铝，应当是同一企业生产、同一牌号、同一生产日期、同一包装规格的商品组成。

4. 氧化铝交割以净含量进行计量。每一标准仓单的实物溢短不超过±1%，磅差不超过±0.3%。

5. 每一标准仓单应当载明重量和件数，包装应当符合交易所相关规定。

6. 标准仓单应当由交易所指定交割仓库按规定验收后出具，或者由指定氧化



铝厂库按规定出具。

## (二)、氧化铝期货交割相关规则

### 1、不同交割区域设置升贴水，品牌与品级之间不设升贴水

氧化铝期货上市初期，上海期货交易所共设置五个省份为氧化铝期货交割区域。分别是山东、山西、河南、甘肃和新疆。同为氧化铝产量大省的广西、贵州暂未设置交割区域，但后续仍会逐步进行扩展。

以上五个交割区域中，山东、山西以及河南为首批基准交割地，甘肃和新疆为首批非基准交割地，非基准交割地设置不同升贴水，具体如下表所示：

图7：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

数据来源：上期所，建信期货研究发展部。注：负值表示贴水，正值表示升水

图8：氧化铝期货首批交割仓库信息

序号	地区	仓库名称	存放地址	拟核定库容(万吨)	异地升贴水标准(元/吨)
1	河南	中铝物流集团有限公司	河南省郑州市上街区新安西路18号	15	标准价
2	青岛	中国外运华中有限公司	山东省青岛市胶州市经济技术开发区洮河路19号	10	标准价
3	新疆	新疆诚通国际物流有限公司	新疆乌鲁木齐高新技术开发区（新市区）友谊路69号、 新疆鲁木齐高新技术开发区（新市区）友谊路230号（友谊路北侧）	5	380
4		广东炬申仓储有限公司	新疆昌吉准东经济技术开发区准东站东	5	380
5		中疆物流有限责任公司	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）	5	380
6	甘肃	甘肃国通大宗商品供应链管理有限公司	甘肃省兰州市兰州新区山丹河街968号	5	180
合计		--	--	45	

数据来源：上期所，建信期货研究发展部。

图9：氧化铝期货首批交割厂库信息

序号	地区	厂库名称	存放地址	拟核定库容(万吨)	日发货量	异地升贴水标准(元/吨)
1	山东	中铝山东有限公司	山东省淄博市张店区五公里路1号	5	2400	标准价
2	河南	中州铝业有限公司	河南省焦作市修武县七贤镇中州铝业厂	8	3900	标准价
3	山东	山东宏拓实业有限公司	山东省滨州市北海新区北海大街	6	3000	标准价
4			滨州市沾化区滨海镇大义路以北、疏港路以东	6	3000	标准价
合计		3个	4个	25	--	--

数据来源：上期所，建信期货研究发展部。

## 【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

### 免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

电话：021-60635548 邮编：200120

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

### 山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室

电话：0531-81752761 邮编：250014

### 上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室（电梯 16 层 F 单元）

电话：021-62528592 邮编：200122

### 北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室

电话：010-83120360 邮编：100031

### 福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室

电话：0574-83062932 邮编：315000

### 总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼

电话：021-60636327 邮编：200120

### 西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室

电话：029-88455275 邮编：710075

### 浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室

电话：0571-87777081 邮编：310003

### 上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室

电话：021-63097527 邮编：200082

### 广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室

电话：020-38909805 邮编：510620

### 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座

电话：0595-24669988 邮编：362000

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

### 成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号

电话：028-86199726 邮编：610020

## 【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com