

光期研究专题报告

领略玻璃-纯碱套利指令的魅力

研究员：张凌璐

4月29日郑州商品交易所官方网站发出通知，自5月8日（星期五）晚夜盘起，推出玻璃、纯碱期货跨品种套利指令。

本文将对玻璃-纯碱套利指令基本下单方式、优势以及后期策略进行一一梳理。

一、纯碱-玻璃套利指令下单方式

据了解，郑商所跨品种套利指令的下单方式有两种：一种是通过跨品种套利指令进行“一键下单”，但目前此种方式仅支持电脑端；另一种是分两笔，分别对玻璃、纯碱进行单边下单，此种下单方式要求客户在当天交易日下午14:50pm之前打报单电话给期货公司，随后，交易所将根据期货公司在会服系统中提交的套利申请进行认定（结算期间）。

第二种方法虽然分两笔下单，但在盘后确认，该操作仍属于郑商所跨品种套利的范畴，下单时需满足跨品种套利要求，如品种不同、数量相等、买卖方向相反等。

二、纯碱-玻璃套利指令的优势

郑商所推出纯碱-玻璃套利指令无论对于期货市场，还是实体企业都具有相对较为积极的正面影响。

1、提升纯碱期货市场活跃度

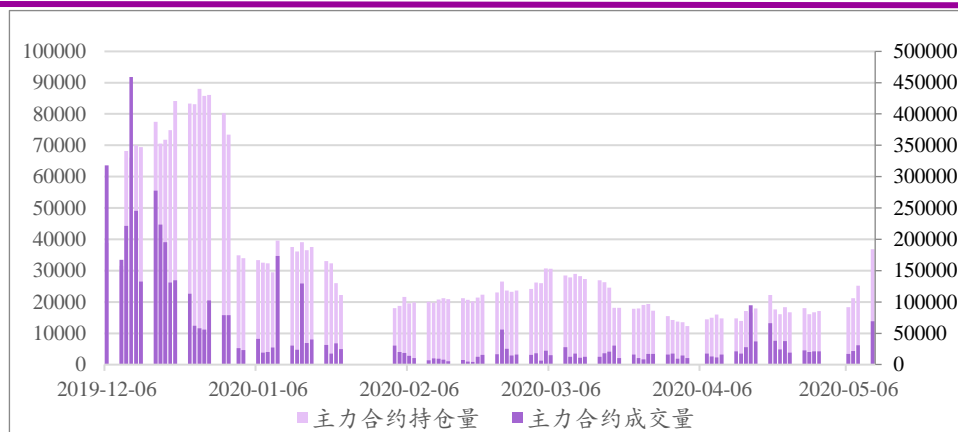
截至5月11日，纯碱期货主力合约SA2009成交量达到69326手，较上个交易日（5月8日）成交量增加38173手，日增幅超过1倍。

纯碱期货持仓量在玻璃-纯碱套利指令推出后也大幅增长。截至5月11日收盘，纯碱期货主力09合约持仓量36782手，较上一交易日增加11639手，增幅达到54.86%。

通过纯碱期货成交量和持仓量的变化，我们可以推断玻璃-纯碱套利指令推出后大大提升了纯碱期货市场的活跃度。对投机者来说，增加了获利的新途径和新的空间；对实体企业，尤其是玻璃生产企业来说，通过玻璃-纯碱套利指令可以提前锁定利润，达到更好地套保效果。而持仓量

和成交量的大幅增加，也侧面说明市场投资者对于该套利指令接受度较高。

图 1：纯碱期货主力合约成交量、持仓量



数据来源：Wind、光大期货研究所

2、提升现货企业参与期货市场的积极性

2019 年年底纯碱期货品种上市打通了纯碱产业链上下游风险管理市场的通道，近期郑商所再度推出玻璃-纯碱套利指令，更加方便实体企业参与期货市场进行风险规避。

由于纯碱、玻璃价格存在高度相关性，大型玻璃生产企业对于玻璃-纯碱跨品种套利的的需求较为迫切，纯碱生产企业对于期货工具的运用也不仅仅局限于单边套期保值。另外，2020 年受到公共卫生事件的冲击，纯碱现货价格波动幅度加剧，给上下游企业正常运营带来更多困难，从而加剧现货企业对风险规避的需求的迫切程度。

3、降低保证金占用比例

根据《郑州商品交易所套利交易管理办法》规定，跨品种套利持仓交易保证金按单边收取，择套利持仓组合内交易保证金较高的合约收取。

图 2：玻璃-纯碱套利指令推出后交易保证金占用比例变化

按交易 1 手测算(5 月 11 日)	5 月 8 日前分开下单	5 月 8 日夜盘起玻璃-纯碱套利指令
SA2009 结算价	1420	1420
FG2009 结算价	1334	1334
保证金占用	2754	1420
备注	纯碱、玻璃分别收取保证金	只收取单边合约较高（纯碱）的保证金

数据来源：Wind、郑州商品交易所、光大期货研究所

以5月11日收盘行情为例，纯碱主力合约SA2009、玻璃主力合约FG2009结算价分别为1420元/吨、1334元/吨，保证金比例均按照交易所比例5%测算，可得出如上述表格所示结果。

我们不难看出，通过玻璃-纯碱套利指令下单，保证金占用比例可节约近50%（1334元/吨）。对于遭受新冠肺炎疫情冲击的现货企业，可大幅缓解资金压力。

三、玻璃-纯碱期货套利指令策略

1、玻璃-纯碱期货价格关联度分析

我们利用线性回归的方法，来测量玻璃期货主力合约与纯碱期货主力合约收盘价之间的关联度，得出如下图所示结果：

图3：玻璃、纯碱期货收盘价线性回归结果

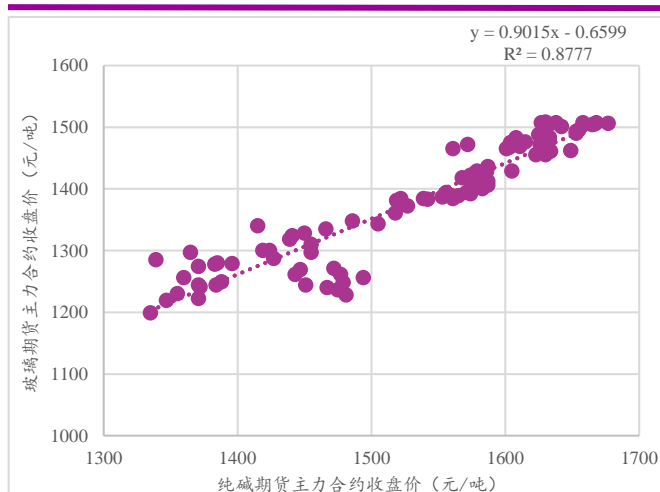
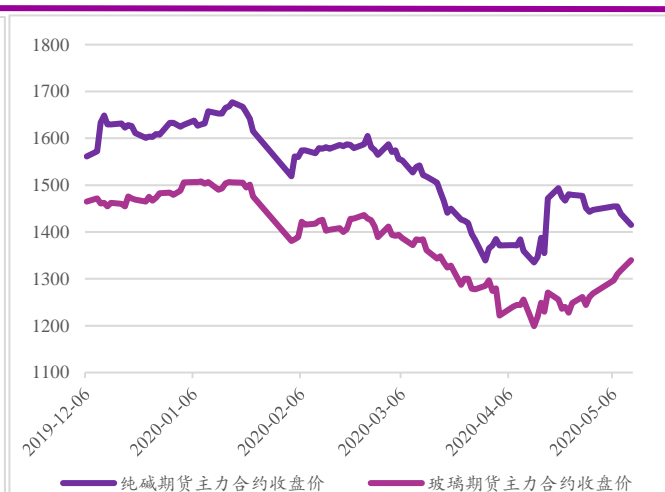


图4：玻璃、纯碱期货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind、光大期货研究所

从期货主力合约收盘价走势上看，玻璃、纯碱期货价格走势与方向大体一致。从更科学的数据分析结果显示（左上图），二者呈现高度正相关线性关系，尤其在纯碱期货价格位于1500~1700元/吨区间、玻璃期价位于1350~1510元/吨区间内，两者正向线性关系愈加明显。

换言之，每当纯碱期货价格变动1个单位，玻璃期货价格变动0.9015个单位，两者期货价格相关性系数高达0.94，因此，从高度相关的期货价格走势角度来看，郑商所推出玻璃-纯碱跨品种套利是非常必要，且非常明智的决策。

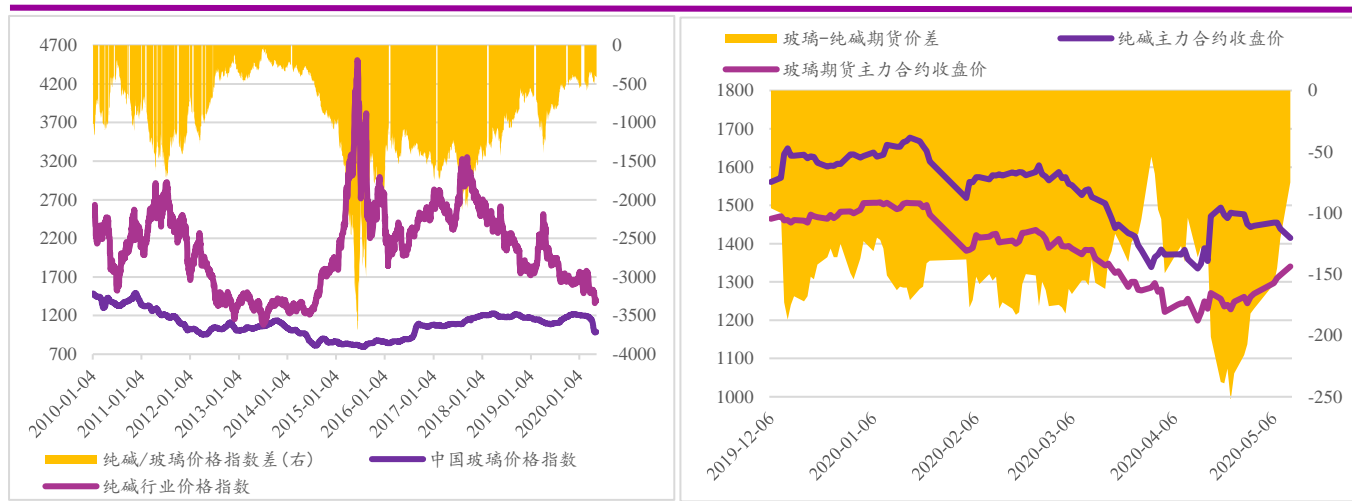
2、玻璃、纯碱价差分析

从现货价格指数来看，玻璃与纯碱现货价格指数价差大多维持在-1500~-500元/吨的区间，

而截至5月11日，玻璃-纯碱现货指数价差为-403.67元/吨。从历史价差走势来看，当两者价差绝对值在500元/吨以下便是低位区间，因此后期二者现货价格价差大概率走扩趋势。

图5：玻璃、纯碱现货指数价差（元/吨）

图6：玻璃、纯碱期货主力合约价差（元/吨）



数据来源：Wind、光大期货研究所

从期货价差来看，自2019年12月6日纯碱期货上市以来，玻璃-纯碱期货主力合约价差在[-253, -54]区间内波动。截至5月11日收盘，二者期货收盘价格差为-75元/吨，目前期价价差绝对值估值偏低。

3、交易策略推荐

1) 做扩玻璃-纯碱价差（短期）

从价格走势上看，近期玻璃期货价格上涨幅度较大，而纯碱期货价格未出现明显上涨行情，若此态势继续维持，不排除近期两者期货价格出现倒挂情况，因此可考虑做扩玻璃-纯碱期货价差，即多FG2009、空SA2009套利策略；

2、纯碱-玻璃期货价差回归（长期）

长期来看，玻璃-纯碱价差将大概率回归主流区间[-253, -54]的范围内，短期若玻璃、纯碱期价出现价格倒挂，则不失为良好的价差回归入场时机，即多SA2009，空FG2009套利。

当然，此种策略建立在短期假设成立的基础之上（即短期二者期价走势维持目前玻璃强纯碱弱格局，且后期期价或出现倒挂情况）。

3、单边多 FG2009 或 SA2009

1.) 做多纯碱 SA2009 逻辑:

- a.) 5 月纯碱检修企业数量增加, 供应增速有所放缓;
- b.) 下游玻璃价格持续上调, 反向带动纯碱期货价格上涨;

2.) 做多 FG2009 逻辑:

- a.) 玻璃企业库存在 4 月中旬出现拐点, 目前在 7950.64 万重箱, 环比下降 11.25%, 较 4 月中旬下降 19.41%, 后期企业去库速度或将加快;
- b.) 4 月中旬以前玻璃现货价格持续下跌, 最低均价达到 1326 元/吨, 且处于同比低位; 近期玻璃价格持续上涨, 后期或有修复性上涨空间;

3.) 风险因子

- a.) 当前纯碱企业库存仍处于 161 万吨以上的超高水平, 供应压力依旧偏大;
- b.) 玻璃企业库存处于同比 1.23 倍的高位水平, 短期仍以去库为主;
- c.) 玻璃下游房地产恢复不及预期

分析师简介

• 张凌璐，英国布里斯托大学金融学硕士学位，上海大学国际金融学士学位，从事大宗商品研究工作三年，现任光大期货研究所能源化工分析师，主攻尿素、纯碱等工业品基本面研究、数据分析工作，多次担任各类资讯平台线上、线下讲师，数次接受期货日报等媒体采访，研究成果多次在期货日报官方网站、各类财经网站官方公众号发表。

• 从业资格证号：F3067502 投资咨询证号：Z0014869

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。