

急跌后反弹，纯碱后市可乐观看待

中信建投期货 李彦杰 Z0010942、胡鹏 F03086797

2022 年以来，纯碱期货价格大幅波动。1 月初至 2 月初，期货价格大幅上涨，主力合约 SA2205 合约从 1 月初低点 2160 元/吨上涨至 2 月初高点 3177 元/吨，最大涨幅接近 47%；2 月初至 3 月初，纯碱期货大幅下跌，13 个交易日内 SA2205 合约下跌近 600 元/吨。本周纯碱期货在 60 日线附近得到初步支撑，连续三日反弹。技术上初现企稳信号后，纯碱期货反弹能否持续？此轮下跌主导因素为何？前期看多逻辑是否已发生改变？下文我们一一进行回答。

图 1：纯碱期货主力合约收盘价（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

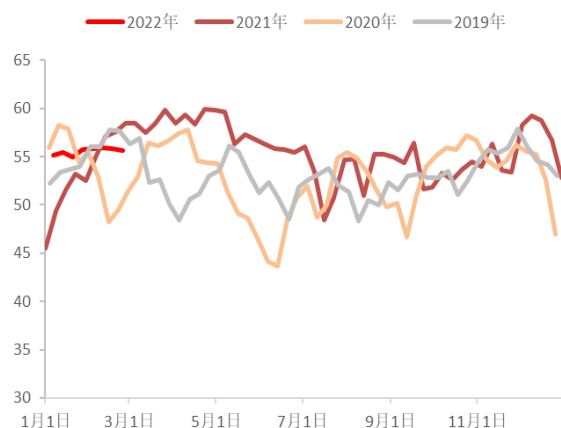
下跌原因所为何？

此轮纯碱快速回调，更多是受情绪端的扰动，基本面并未出现实质性变化。从供应端看，2 月 10 日至 3 月 1 日期间，国内纯碱供应基本持稳，近一个月纯碱的周度产量都在 55-56 万吨区间，波动幅度较小。从需求端看，春节后纯碱产销率回升，生产企业库存出现季节性下降，2 月 10 日至 2 月 25 日期间，国内纯碱生产企业库存从 167.77 万吨下降至 139.86 万吨，下降近 30 万吨。

若单纯从供需数据看，近期纯碱基本面似乎更偏向多头一点，价格上涨才是合理的走势。事实上，我们发现现货价格走势和基本面的信息更为接近。在上游去库的利好带动下，近一个月现货价格整体呈现上涨趋势，沙河地区现货市场价从 2 月 10 日的 2600 元上涨至 3 月 2 日的 2850 元，华中地区现货市场价从 2 月 10 日的 2550 元上涨至 3 月 2 日的 2900 元。

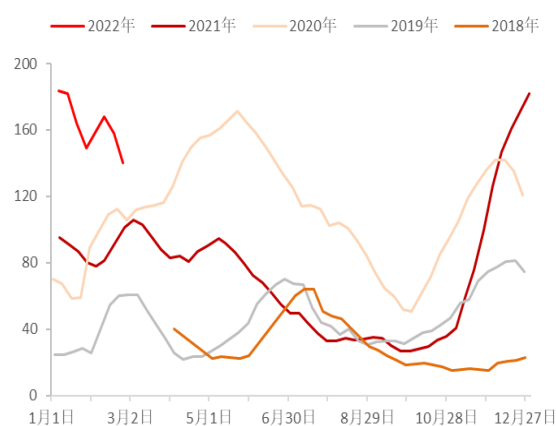
期货价格和现货背离，期价出现大幅下跌，更多是受到一些非基本面因素的影响。一方面，1 月初至 2 月初，纯碱期货价格上涨近 1000 元/吨，价格升水现货幅度较大，估值略高，前期多单获利了结，使得盘面高位回调。另一方面，1 月份纯碱的去库和上涨行情，和前期现货贴水期货的价差结构密不可分，在 2 月 10 日之前，现货贴水期货 200-300 元/吨，存在较大的无风险套利机会，期现商积极采购现货，并转抛至期货盘面，赚取无风险收益；期现商的积极采购，使得纯碱库存从碱厂转移至交割库，碱厂库存压力较弱后进一步提涨现货。但当现货价格上涨至 2900 元上方后，下游对高价货源抵触情绪增加，在需求并未出现明显改善和套利空间缩小甚至消失的背景下，市场预期近期碱厂去库速度或将放缓，甚至在不久会出现累库，该预期对期货盘面价格形成了较大的影响。最后，外围地缘政治冲突和国内的稳价政策也对市场情绪出现了较大的冲击。近期乌克兰冲突使得市场风险偏好下降，对纯碱价格产生了不利影响；且国内对动力煤价格的调控措施较为严格，上周五公布的动力煤限价政策增加了纯碱成本下降的预期，也对价格形成了利空影响。

图 2：纯碱周度产量（万吨）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图 3：纯碱生产企业库存（万吨）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

前期多头逻辑还在否？

前期我们多次在报告中提到看多纯碱的核心逻辑为产能缩减下产量提升空间有限、光伏玻璃投产带来的需求增量支撑价格上行。在 3 月初期货价格下跌的当下，对前期多头逻辑进行思考，我们认为该逻辑并未出现证伪。

从供应端看，2021 年 12 月连云港碱业退出生产，国内纯碱产能缩减 130 万吨，2022 年以来，国内纯碱的周度产量都在 55 万吨左右，整体开工率在 85%左右，当前开工率处于偏高水平，负荷提升空间有限，我们假设纯碱企业在高利润刺激下，3-4 月继续提升负荷，行业开工率达到 90%，则周度产量为 58.8 万吨，较当前的产量水平增加 3 万吨。夏季气温升高，纯碱装置检修计划增加，5-8 月产量有望出现季节性下降，按照 80%开工率估计，则周度产量为 52.2 万吨。考虑到部分装置下半年或有小幅扩产的计划，产能或有小幅增加，预计 2022 年国内纯碱产量基本持平 2021 年产量水平。整体来看，2022 年纯碱供应端对纯碱的影响偏中性，但阶段性的检修增加或环保政策或使得纯碱供应减少，推动价格阶段性上涨。

从需求端看，2022 年以来纯碱需求表现较好，未来需求仍有增加的预期。浮法玻璃方面，截至 2 月 25 日，2022 年国内浮法玻璃产线共有 4 条放水冷修，日熔量减少 2150 吨；2 条产线点火复产，日熔量增加 1500 吨。综合来看，浮法玻璃日熔量共减少 650 吨，明显低于此前市场预期的大面积冷修带来的产能损失量。当前浮法玻璃生产利润尚可，玻璃生产企业维持生产的动力较强，短中期大面临冷修的预期较弱。光伏玻璃方面，1 月国内光伏装机量大幅超预期，数据显示 1 月光伏装机量达到 7.38GW，同比增加 501%。从趋势上看，2022 年国内光伏装机量有望超预期，全年光伏装机量或将超过 75GW，将带动国内光伏玻璃需求增加，进而带动光伏玻璃加速投产。2022 年前 2 月福莱特和新福兴的产线顺利投产，此前我们预计的年内光伏玻璃产能增量达到 16000 吨/天，将有较大概率实现。

综合来看，考虑到国内稳增长的预期较强，2022 年国内浮法玻璃或维持一个较高的生产利润，出现集中冷修的概率较少；受光伏装机量增加影响，2022 年国内光伏玻璃新增产能有望达到较高水平，且将明显超过浮法玻璃冷修的损失量。需求端增加，供应端基本持平，纯碱价格仍有阶段性上涨的机会。

表 1：2022 年国内浮法玻璃产能变动

地区	企业名称	时间	产能变动 (T/D)	装置动态
西南	重庆德赛	2022-1-10	-300	重庆赛德放水冷修
华南	漳州旗滨	2022-1-11	+800	漳州旗滨四线 800 吨点火复产
华中	湖北三峡	2022-1-19	+700	湖北三峡三线 700 吨点火复产
华中	湖北明弘	2022-1-20	-700	湖北明弘一线 700 吨放水冷修
华东	东台中玻	2022-1-28	-700	东台中玻二线 600 吨放水冷修
华东	威海中玻	2022-2-23	-450	威海中玻二线 450 吨放水冷修

数据来源：Wind，中信建投期货

潜在利空有哪些？

尽管中期看多逻辑尚存，但一些潜在利空因素仍值得关注。短期来看，地缘政治冲突对市场情绪形成较大扰动，或对价格产生不利影响，且现货升水期货价格导致买现货抛期货的套利窗口关闭，纯碱去库或将放缓，甚至出现累库现象。中期来看，稳增长预期是否如期发力，浮法玻璃是否延迟冷修以及光伏玻璃能否超预期投产，都存在较多的不确定性；年内美联储加息缩表的货币政策可能对大宗商品价格存在较大冲击，造成大宗商品估值下移。

后期策略应如何？

对于后期走势，我们认为纯碱期货此次回调或接近尾声，短期宽幅震荡概率较大，下方受稳增长政策和光伏玻璃投产预期支撑，上方受现货升水期货带来的累库预期、玻璃价格弱势和地缘政治冲突压制。中期我们继续看好下半年行情，阶段性上涨机会仍存，价格连续下跌后布局远月多单机会逐渐显现。投资者可尝试在 2600 附近轻仓试多 SA2209 合约，并执行宽止损策略。风险偏好较低投资者可尝试正套策略，逢低做多 SA2209-2205 价差，并在价差扩大后及时离场。