

## 突破 3000 关口，纯碱何去何从？

中信建投期货 李彦杰 Z0010942、胡鹏 F03086797

2022 年以来，纯碱期货价格大幅上涨，SA2205 合约从 1 月初最低 2160 元/吨上涨至 2 月初的最高 3177 元/吨，最大涨幅接近 47%。截止本周四，纯碱主力合约 SA2205 报价为 3125 元/吨，当日上涨 6.00%，强势突破 3000 重要关口。当前纯碱期货走势强劲，核心驱动因素为何？突破 3000 关口后，纯碱走势又将何去何从？下文将从行情复盘、驱动因素和未来展望三部分进行展开。

图 1：纯碱期货主力合约与沙河地区市场价（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

### 预料之中的上涨，意料之外的节奏

从 2160 元上涨至 3177 元，纯碱 2205 合约仅用了 23 个交易日，涨幅略大于玻璃 2205 合约，二者走势明显强于同期其他期货品种。此次纯碱的上涨行情，属于预料之中，我们在最近的报告中多次给出看好 2022 年纯碱价格的观点：2021 年 12 月 13 日，我们发布专题报告《短期价格承压运行，中期仍有上行可能》，在 2205 合约价格位于 2200 元时给出低位布局多单的建议；2021 年 12 月 29 日，在年度报告《负“重”前行，2022 年纯碱结构性行情仍可期》中，我们明确提示 2022 年可背靠重要支撑布局多单；2022 年 1 月 6 日，在专题报告《纯碱，反弹或将延续》中，我们在 2205 合约刚开始反弹时明确给出“反弹大概率延续”的观点，并提示做多机会。当然，虽然大方向整体看对，时机和点位把握也较为准确，但此次一气呵成站上 3000 关口，节奏之快，也是此前我们未曾预料到的。按此前的估计，春节前下游玻璃厂加快备货，现货降价，期货盘面会率先反弹，但反弹高度或有限，个人曾认为节前纯碱价格或反弹至 2700 附近，未曾料想节前上涨至 2900 元左右。事实上，此次连续大涨的走势，已然超过市场普遍的预期，2021 年底市场还普遍较为悲观或偏中性，并未曾料想一月上涨超 40%。

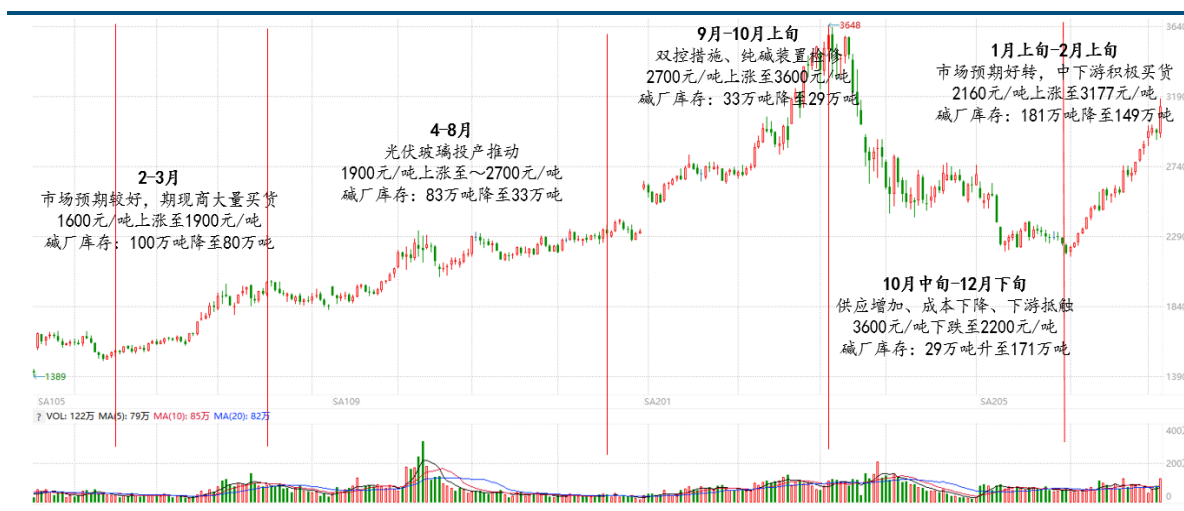
### 情绪两极摇摆，预期变化推动纯碱价格大涨

2021 年纯碱价格大幅波动，经历了大涨后再大落的倒“V”走势。主力合约价格从年初的 1600 元/吨上涨至 10 月上旬的 3648 元/吨，但 10 月上旬至 12 月，纯碱期货价格大幅下跌，主力合约价格从 10 月上旬的高点 3648 元/吨下跌至 12 月末的 2175 元/吨。2021 年 11-12 月，市场陷入极度悲观的情绪，看空纯碱和玻璃期货的声音较为响亮，看空的逻辑主要在于 2021 年光伏玻璃实际投产的比例较低，市场担忧 2022 年光伏玻璃实际投产产能不及预期；此外，在“房住不炒”的背景下，因需求预期转弱，玻璃期现价格连续走低，现货价格一度跌至部分企业的生产成本附近，市场对于浮法玻璃冷修的预期较强，纯碱的需求预期较为悲观，现货价格连续走跌，期货价格低位弱势运行。

2021 年 12 月，中央经济工作会议召开，向市场传递了稳增长信号，房地产的悲观预期略有好转，玻璃价格止跌，2022 年 1 月开始贸易商加紧囤货，淡季库存未出现明显累积，市场预期春节后

玻璃去库将较为明显，价格上涨的概率较大，带动玻璃期货价格大幅反弹。玻璃期货价格反弹，冷修预期减弱，纯碱需求预期好转，带动期货盘面大幅反弹，且春节前中下游加紧备货，纯碱生产企业库存大幅下降，进一步助推价格走高。通过复盘可知，2021年11月至2022年2月，纯碱的基本面并未发生颠覆性的变化，产量因连云港退出生产小幅下降，下游需求变动不大，光伏玻璃和浮法玻璃产能基本持稳，纯碱总库存经历了从中下游转移至上游和从上游转移至中下游的变化。纯碱价格先跌后涨，更多是受到市场预期由极度悲观转向极度乐观的带动，当前浮法玻璃价格上涨、冷修预期减弱，光伏玻璃投产预期也逐渐乐观。

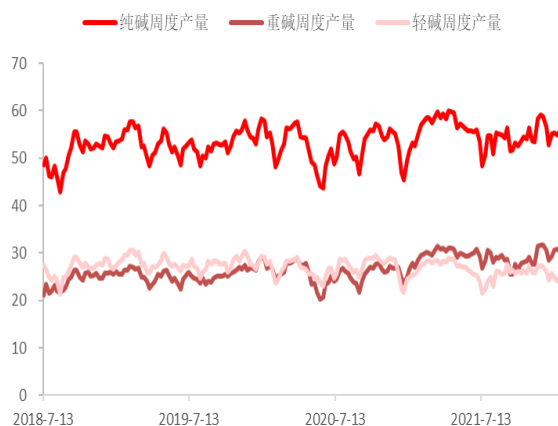
图2：纯碱期货价格走势与核心驱动（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

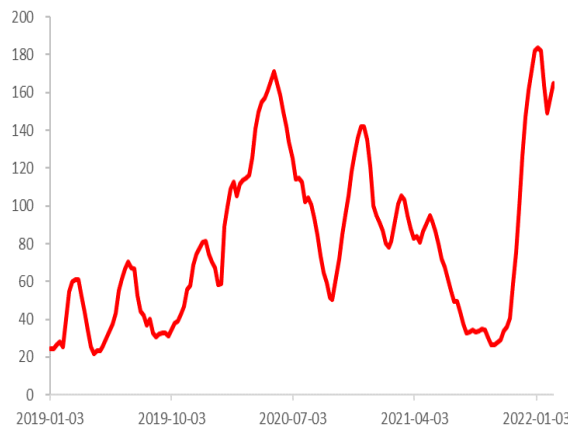
回归基本面，我们认为当前纯碱的基本面也是支持本轮上涨行情的。从供应端看，当前纯碱的供应压力不大。2021年12月连云港碱业退出使得纯碱行业产能减少130万吨，即使整体的开工率提升，纯碱的周度产量仍低于峰值水平，截止1月27日当周，隆众资讯统计的纯碱行业开工率为83.24%，周度产量为55.71万吨，明显低于2021年12月初峰值的59.20万吨。从需求端看，当前下游需求表现以稳为主，近三月浮法玻璃和光伏玻璃产能变动不大，需求整体持稳。但春节前贸易商和下游玻璃企业加大采购力度，短期需求改善。随着玻璃期现价格上涨，市场对于2022年纯碱需求的预期也出现改善，带动价格出现上涨。库存方面，受到下游采购积极性提升影响，春节前纯碱生产企业库存明显下降，1月13日至1月27日，碱厂库存从183.51万吨下降至149.14万吨，下降34.37万吨。据统计，春节期间碱厂累库约18万吨，低于市场预期的30万吨，该消息带动周四纯碱期货价格大幅上涨6%。

图3：纯碱周度产量（万吨）



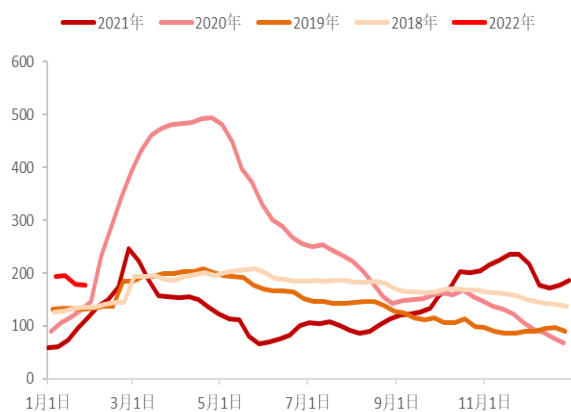
数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图4：纯碱生产企业库存（万吨）



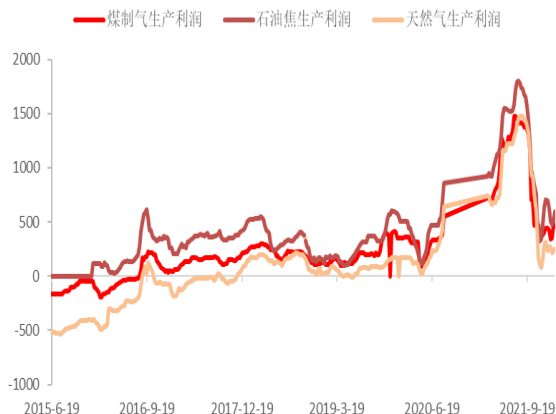
数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图 5：玻璃生产企业库存（万吨）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图 6：玻璃生产利润（元/吨）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

### 3000 上方短期偏谨慎，关注潜在风险因素影响

尽管近期纯碱期货价格大幅上涨，市场情绪普遍乐观，短期价格或仍有上冲动力，但连续上涨后一些潜在的风险因素值得被关注。首先，根据历史经验，纯碱现货价格上涨至 3000 元上方，下游观望和抵触情绪会增加，部分轻碱下游甚至会出现亏损和减产，进而对现货价格产生负反馈。其次，此次纯碱大涨，和期现价差给到的套利机会不无关系。因存在套利机会，期现商可进行买现货抛期货赚取稳定价差的操作，但价格连续大涨后现货价格可能加速上涨，套利窗口逐渐缩窄，后期期现商采购积极性可能下降。然后，当前玻璃期现价格因稳增长预期出现上涨，但房贷不炒预期仍在，节后玻璃下游补库完成后玻璃上涨动力将减弱，后期超龄生产线出现冷修的概率仍存。最后，短期纯碱期货价格连续大幅上涨，多头获利颇丰，持仓也较为集中，主力合约前二十持仓净多单 5.1 万手，若多头获利了结或因利空出现平仓，可能对盘面形成较大冲击。

对于后期价格走势，我们认为短期纯碱玻璃联袂上涨的趋势仍未结束，短期纯碱价格仍有上冲动能，上方重点关注 3500-3600 区间的压力，建议未参与者暂时观望，前期多单逢高减仓。中期我们仍持有较为乐观的态度，2022 年纯碱产能收缩和需求增长预期仍在，2022 年纯碱供需紧平衡的判断不变，后期价格经过回调后仍有上行动力，结构性多头机会犹存。后期投资者可背靠重要支撑位布局多单，并严格设置止损。警惕浮法玻璃冷修、光伏玻璃投产不及预期的利空影响。