

策略报告

玻璃和纯碱 房地产和新能源需求的弱与强

2022 年 6 月 22 日

玻璃纯碱 2022 年中期投资策略

玻璃价格走势



资料来源：文华财经, 招商期货研究所

纯碱价格走势



资料来源：文华财经, 招商期货研究所

吕杰

13322928900

Lvjie@cmschina.com.cn

F3021174

Z0012822

微信公众号：招商期货研究所



玻璃 2022 年走势低迷，春节后淡季反弹，随后一路下跌。供应端虽然窑龄偏大，利润不好，但冷修成本太高制约着玻璃厂冷修规模。需求端房地产 2021 年严格执行房住不炒，融资三条红线，房地产需求急剧走弱，头部开发商拿地骤减。2022 年上海疫情导致国内需求走弱，2022 年 6 月美国通胀加剧美联储加息 75 基点力度超市场预期外需走弱，风雨交织。玻璃现货价格从 2500 一路下跌到 1700 不回头，持仓量也创出 110 万手历史新高，多空分歧巨大。

纯碱走势独好。供应端 2021 年连云港碱业搬迁减产 120 万吨，需求端光伏玻璃不断投产，平板玻璃产能依然保持高位，库存从年初 180 万吨下降到 40 万吨。光伏玻璃的需求增量主要来自于光伏组件的内需和外需爆发。2020 年光伏玻璃还在限制类目录中，产能门槛紧光伏组件需求好导致光伏玻璃价格暴涨。6 月光伏玻璃投产暂时未能继续增加，纯碱库存去化放缓，价格高位横盘，虽然库存连续去化，受美联储加息影响从 3100 连续回落。

- 玻璃：房地产支持政策连续出炉，但受疫情影响和人口出生高峰期已经过去，全国房地产需求依然疲软。春节后受信贷刺激，地产商-玻璃深加工企业-贸易商链条资金物流流转加快，产业链备库存刺激现货一波上涨。但随后弱需求主导走势，上海疫情需求减弱和运输受阻加剧玻璃累库存，6 月中旬美联储加息超预期商品普遍下跌，玻璃阴跌部分产能已经亏损。整体建材走势仍取决于房地产。
- 纯碱：供应偏紧，连云港碱业 120 万吨产能 12 月退出，但高利润刺激下整体产量没有减少。需求端光伏玻璃日融量年初 4.1 万吨增加到 5.6 万吨，光伏玻璃需求持续拉动纯碱库存一路下降，价格也上涨至 3000 高位。后市纯碱供需虽强，但也受制于强美元弱商品氛围压制，进一步走势取决于光伏组件-光伏玻璃产业链投产进度
- 操作建议：纯碱短期偏弱长期看多 玻璃走向取决于房地产
- 风险提示：原油回落 美联储再度加息

一、 玻璃、纯碱行情上半年回顾和总结

节后受益于信贷刺激，房地产商-工程商-玻璃深加工-玻璃贸易商产业链货物和资金流通加速，连续下跌后产业链迎来一波备货小高峰，现货价格有所反弹。但随后房地产需求弱，上海疫情影响需求和物流，主导行情的依然是弱需求，库存反季节性累积现货一路下探至成本也看不到支撑

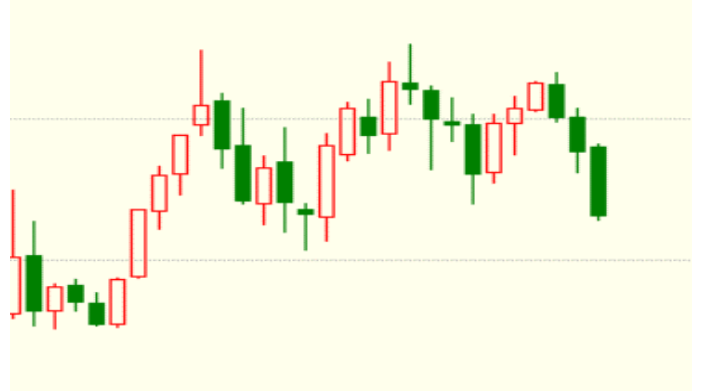
纯碱供应偏紧，连云港碱业 120 万吨产能搬迁暂时退出，2023 年底才能投产，短期纯碱产能偏紧。光伏行业景气度很高，组件出口旺盛增速 100%以上，光伏玻璃投产也不断加速，需求拉动下纯碱库存下降，价格一路反弹，6 月中旬受美联储加息影响跟随整体商品大幅度回落

图 1：玻璃周度 K 线走势图（单位：元/吨）



资料来源：文华财经,招商期货研究所

图 2：纯碱周度 K 线走势图（单位：元/吨）



资料来源：文华财经,招商期货研究所

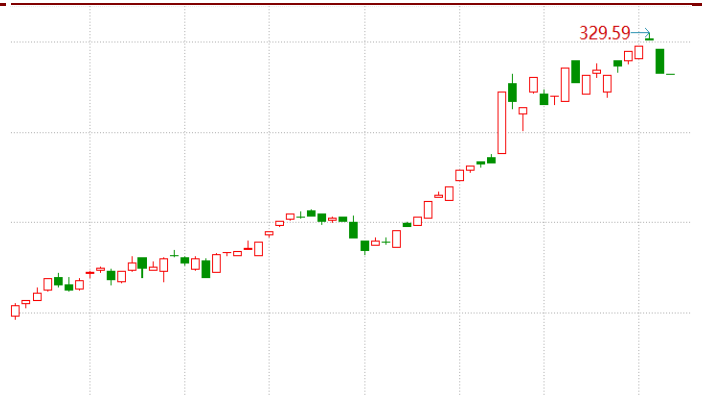
为支撑和刺激被突如其来疫情袭击的全球经济，各国政府 2020、2021 采取积极的财政和宽松的货币政策，需求逐步恢复油价也暴力反弹。WTI 原油期货从 2020 年 4 月份的 6.5 美元/桶涨至约 120 美元/桶，涨幅巨大。超额印钞美国通胀高企，5 月美国消费者价格指数（CPI）环比上涨 1.0%，同比上涨 8.6%，涨幅创 40 年来新高堪比 1970 年代。美联储超预期加息 75 基点，后市还将继续加息，随后全球商品集体回落

图 3: 美国原油周度 K 线走势图 (单位: 美元/吨)



资料来源: 文华财经,招商期货研究所

图 4: CRB 指数周度 K 线走势图 (单位: 指数)

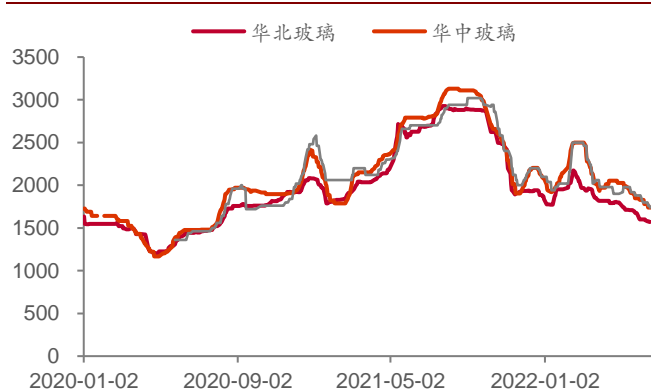


资料来源: wind,招商期货研究所

(一) 春节后信贷放量 玻璃纯碱需求好反季节性去库涨价

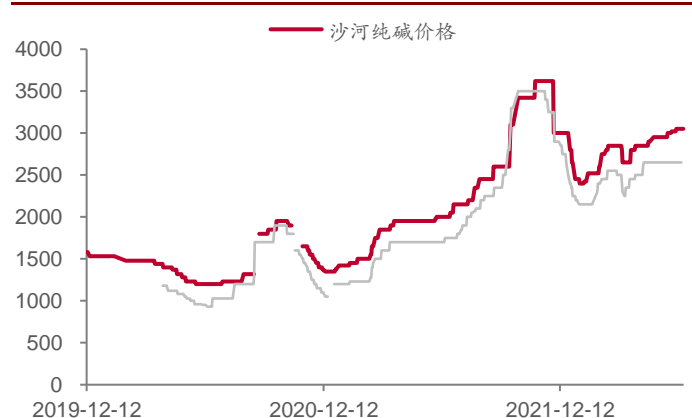
2021 年春节后投放大量信贷,12 月份,新增社融规模 2.37 万亿元,新增人民币贷款 1.13 万亿元,同比下滑 1234 亿元,主要是受季节性因素波动以及银行转战“开门红”的影响;12 月 M2 增速回升明显,同比增长 9%,M1 同比增长 3.5%,增速比上月末高 0.5 个百分点。M2 和 M1 剪刀差明显,反映货币难以传导到实体经济。信贷刺激是 2021 年 12 月-2022 年 1 月商品反弹的主要原因

图 5: 全国玻璃价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND,招商期货研究所

图 6: 纯碱价格 (单位: 元/吨)

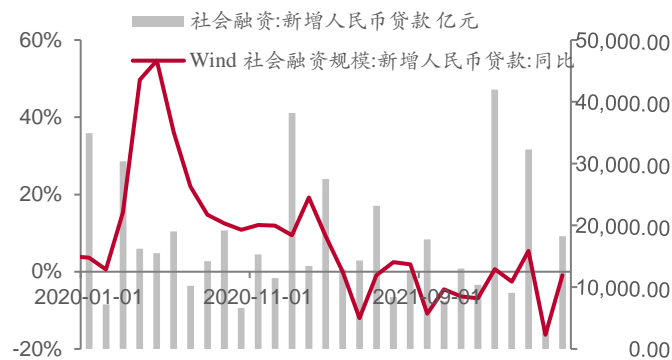


资料来源: WIND,招商期货研究所

国内货币政策海外明显不同,海外为应对高通胀率,全球多国央行陆续启动加息周期。在通胀不断突破历史纪录的情况下,实际收益率仍然较低,但名义利率正在告别“零利率”和“负利率”,使得全球市场陆续进入过去 30 年未有的高利率时代。

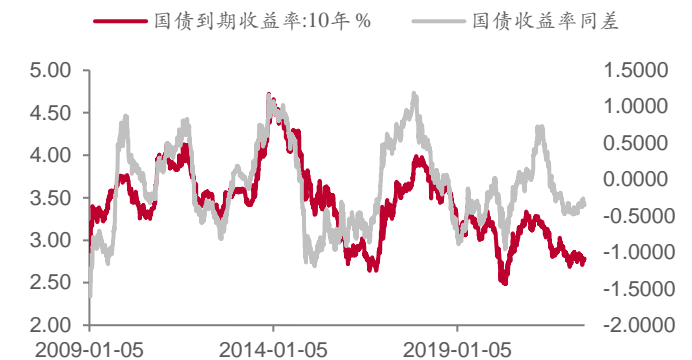
中国坚持金融政策自主,坚持宽松的货币政策和积极财政政策。持续大额经常项目顺差,也就是外贸顺差,为我国稳定人民币汇率基本提供了强有力基础,央行实施汇率中间价,防止了自我强化的跨境资金无序流动。目前来看,全球利率抬升制约了我国货币政策操作空间,但在现实中尚不构成不得不直接应对的因素。

图 7: 社会融资和同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

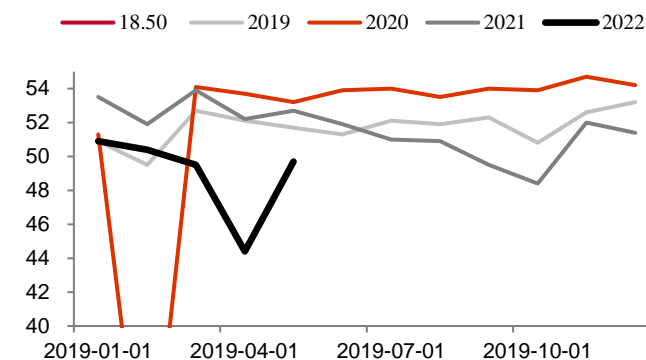
图 8: 国内 M1 增速与 M2 增速 (单位: %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

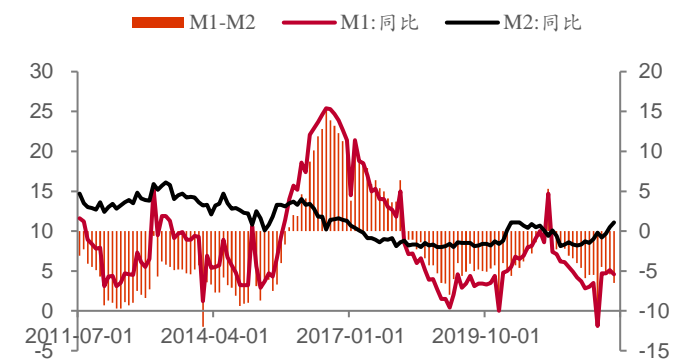
受疫情影响, 虽然货币政策积极主动但 M1 依然偏低

图 9: 中国 PMI (单位: %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

图 10: 国内 M1 增速与 M2 增速 (单位: %)

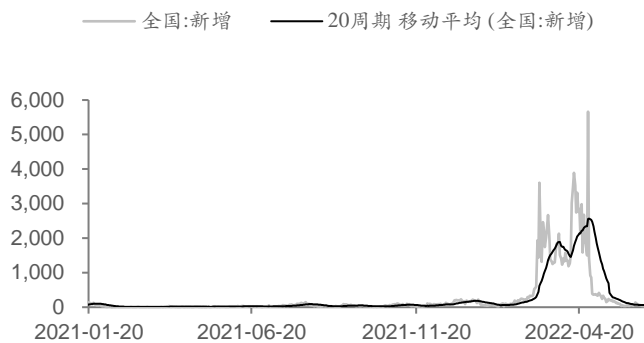


资料来源: Wind,招商期货研究所

（二） 疫情反复房地产需求弱玻璃跌跌不休 光伏玻璃大扩产 纯碱一枝独秀

尽管有 2020 年武汉抗疫经验, 自 2022 年 3 月上海疫情开始, 其给整个中国经济社会带来的冲击依然超出预料。上海不仅是中国经济的龙头和中心, 而且与世界经济联系最紧密, 在按下“暂停键”之后, 产业链、供应链等中断停摆, 其外溢效应波及面大, 加之外部环境出现超预期变化, 给经济发展带来极大困难, 四五月份乃至二季度, 上海经济以及全国经济增长可能会出现较大跌幅。

图 11: 全球新冠每日新增 (单位: %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

图 12: 南华工业品指数 (单位: 指数)



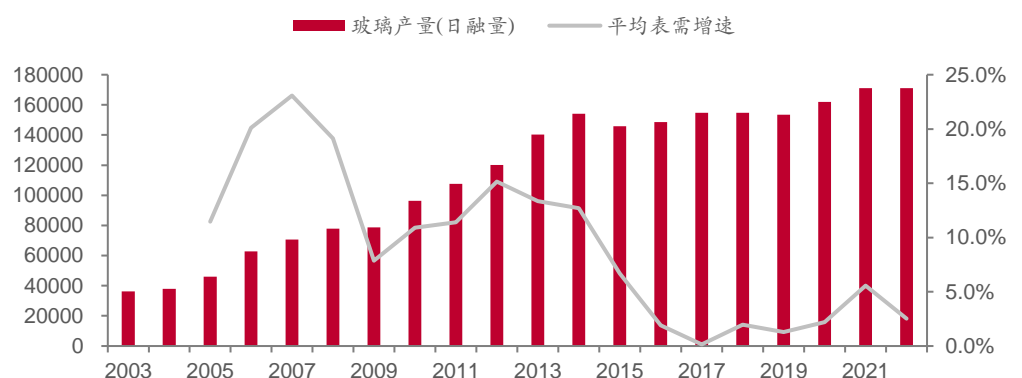
资料来源: Wind,招商期货研究所

疫情之后，整体商品需求都受到波及开始转弱，建材类玻璃、钢材、PVC 也开始逐步累库存。但纯碱受到光伏玻璃需求拉动，库存较低，走出独立强势行情

二、 冷修成本高玻璃迟迟不减产 政策严控产能纯碱上游高利润

(一) 政策门槛依然严格 但目前矛盾在于房地产需求弱

图 13: 中国玻璃年度增速 (吨, %)



资料来源: WIND,招商期货研究所

2002-2009 年，房地产需求旺盛平均增速 15%，城镇化进程如火如荼，玻璃供需两旺，每年产能增速高达 10% 以上。

第二阶段 2009-2015 年，随着城镇化水平达到较高程度，房地产新开工和销售增速放缓到 7% 左右，建材、玻璃行业需求尚可，但产能增速依然较快，整体商品经历了 2013-2015 年痛苦的过剩阶段

第三阶段，2016 年至今，随着出生人口高峰期已经过去，城镇化率也到达 63%，房地产

需求再度放缓，政策上吸取之前经验严格控制产能增量，限制类目录中平板玻璃、纯碱也属于严控信贷和土地的限制类，新增投资、产能困难。

1. 政策门槛依然严格 2022 全国玻璃日融量依然惯性保持高位

相关产能门槛政策和严格产能置换政策，前期系列报告已经描述清楚，此文不再赘述。

值得注意的是，工信部 2021-10-18 的政策《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，涉及平板玻璃行业的非常具体的节能降碳行动方案——《冶金、建材重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》（以下简称《行动方案》），明确指出了冷修后玻璃产线的能耗指标，大致如下

表 1：玻璃行业能耗标准

玻璃行业能耗标准				
序号	指标名称	指标单位	基准	标杆
大于 800 吨/天	能耗	千克煤/重量箱	12	8
大于 500 小于 800 吨/天	能耗	千克煤/重量箱	13.5	9.5

资料来源：卓创，招商期货研究所

也给出了具体措施：

一、突出标准引领作用

对标国内外生产企业先进能效水平.... 基准水平视行业发展和能耗限额标准制修订情况进行补充完善和动态调整。

二、分类推动项目提效达标

对拟建、在建项目，应对照能效标杆水平建设实施分类监管..... 坚决依法依规淘汰落后产能、落后工艺、落后产品....

三、限期分批改造升级和淘汰

.... 各地要明确改造升级和淘汰时限（一般不超过 3 年）以及年度改造淘汰计划.... 坚决遏制高耗能项目不合理用能，对于能效低于本行业基准水平且未按期改造升级的项目，限制用能。

四、完善相关配套支持政策

.... 通过阶梯电价、国家工业专项节能监察、环保监督执法等手段，加大节能降碳市场调节和督促落实力度，推动金融机构在风险可控、商业可持续的前提下，向节能减排效应显著的重点项目提供高质量金融服务，落实节能专用装备、技术改造、资源综合利用等税收优惠政策，加快企业改造升级步伐，提升行业整体能效水平。

也给出明确的达标时间，要求到 2025 年，平板玻璃和钢铁、电解铝、水泥等重点行业一样，能效达到标杆水平的产能比例超过 30%。

能耗要求是慢变量，短期不会对商品供需和行情有直接影响，但日积月累，其作用在未来某个时刻可能集中爆发。

市场通常认为玻璃库存高利润差，加上玻璃融窑年限偏大，今年冷修会加大，但是冷修成本太高，制约了玻璃上游冷修积极性。实际上，全国玻璃日融量没有减少反而有所增加，上半年整体日融量保持 17.2 万吨同比增速 1%。下面是具体情况

表 2: 2022 玻璃产线冷修情况

2022 玻璃冷修产线			日融量	冷修日期
重庆	重庆市赛德化工有限公司	赛德一线	300	2022/1/10
湖北	湖北明弘玻璃有限公司	明弘一线	700	2022/1/20
江苏	东台中玻特种玻璃有限公司	东台二线	600	2022/1/28
山东	威海蓝星玻璃股份有限公司	威海二线	450	2022/2/23
山东	台玻集团青岛浮法玻璃有限公司	青岛台玻一线	500	2022/4/6
广东	河源旗滨玻璃有限公司	河源一线	800	2022/3/8
海南	信义玻璃（海南）有限公司	中航二线	600	2022/3/20
			3950	

资料来源：隆众资讯，招商期货研究所

表 3: 2022 玻璃产线复产情况

2022 玻璃复产产线				
湖北	湖北三峡新型	三峡三线	700	2022/1/19
湖北	荆州亿钧玻璃	亿钧三线	900	2022/4/29
重庆	重庆市赛德化工	赛德一线	300	2022/4/29
广东	广东英德市鸿泰玻璃	鸿泰二线	900	2022/5/8
海南	信义玻璃（海南）	海南一线	600	2022/5/27
山东	山东金晶科技	博山三线	600	2022/5/29
湖北	湖北明弘	明弘一线	700	2022/6/18
			4700	

资料来源：隆众资讯，招商期货研究所

表 4: 2022 玻璃产线新点火情况

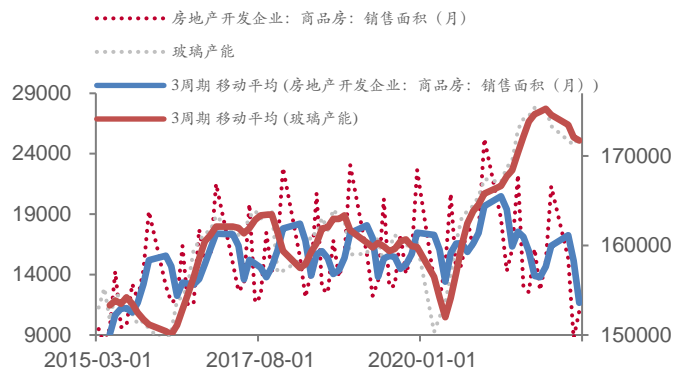
2022 玻璃新点火产线				
甘肃	甘肃凯盛大明光能科技有限公司	大明一线	600	2022/2/1
湖南	湖南雁翔湘实业	雁翔湘实业	1000	2022/6/18
			1600	

资料来源：隆众资讯，招商期货研究所

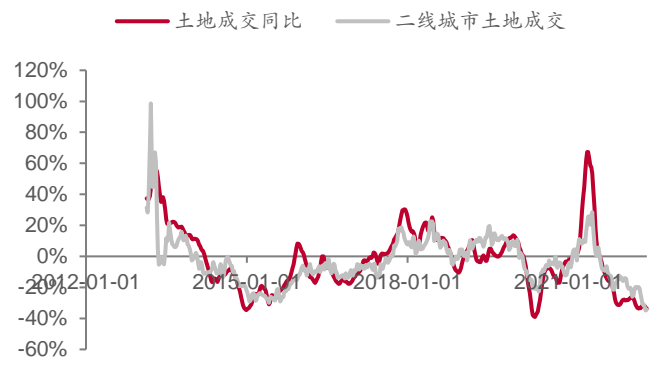
2. 冷修成本高供应刚性 供需存在错位 房地产需求弱是主要矛盾

从绝对量看，玻璃 2016-2020 年平均日融量是 16 万吨，房地产销售面积平均是 1.7 亿平方米。但到了 2022 年，供需分化特别明显，玻璃日融量在 17.2 万吨，房地产销售面积 5 月下降到 1 亿平方米，供应过剩特别明显。后市房地产需求即使反弹，短期也难以解决过剩问题，除非销售面积能快速回升到 1.7 亿平方米。

图 14: 房屋销售面积和玻璃产能 (单位: 万平米、吨/天) 图 15: 土地成交同比 (单位: %)



资料来源: 卓创, 招商期货研究所



资料来源: 卓创, 招商期货研究所

今年以来土地市场, 地方政府供地呈现缩量、不降价的特征。目前新房市场已经出现“需求疲弱-推盘不足-销售不振-回款监管-信用恶化-金融避险-预期走弱-需求疲弱”的负向循环, 而上海等多地疫情加剧了这一循环负向作用, 收入不稳定影响购房者信心, 开发商资产负债表坍塌、供需相互作用下购房者、房企对后市信心持续走低, 下面从几个角度分析下市场:

第一, 疫情背景传统的行业收入大幅度减少、工作不稳定, 预期变差, “纯刚需”群体购房意愿和能力均不足。2020 疫情后经济发展持续有压力, 居民对于收入、工作稳定性的担忧, 多数城市不再有强烈的房价看涨预期, 高房价抑制下年轻人不结婚不恋爱 “躺平”现象。

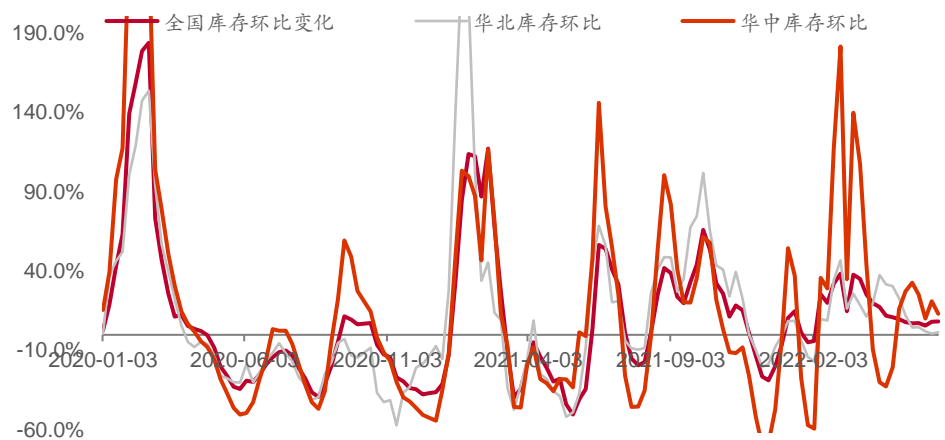
第二, 严格的限购、限贷、限售政策导致改善需求难以释放。目前超 70 个城市有限购、限贷、限售政策设置, 其销售金额占全国比重超六成, 房价较高压力较大的城市主要是北上广南京杭州厦门南京等一线、强二线城市 20 个左右。购入首套房后已结清贷款但需要换大三房、四房的家庭却需要接受 50% 甚至 70% 的二套房首付比例, 购房压力较大

第三, 需求持续疲弱、普遍性的预售资金超额监管导致开发商加大开发力度的意愿不足。开发商推盘须同时面临营销成本支出增加、销售去化较慢, 现金流压力较大, 实操层面预售资金仍存在超额监管现象。一方面普遍存在所谓“补前”且“补后”, 另一方面楼盘项目往往涉及多家贷款银行, 银行间在资金监管信息未能充分共享。房企预售资金实际被监管比例过高, 以往的房企“高开工慢竣工”拿首付款回收资金加快周转进度的做法已经行不通, 严重影响开发商扩大资产负债表的意愿和能力

第四, “恒大”“融创”等大企业信用违约延期事件频发, 加剧了居民购房观望情绪, 进而形成负向循环, 不敢买期房。金融机构避险情绪将加速并强化这一负向循环, 此过程中金融机构的风险偏好也在不断下降, 逐渐波及经营相对稳健的民营房企。后市若能观察到房企融资情况实质性改善、房企融资端重量级政策的出炉, 或许才是房地产市场好转的关键信号

3. 全国库存还在累积 但关键节点华北沙河地区产销已经逐步平衡

图 16:各区域库存变化 (吨, %)



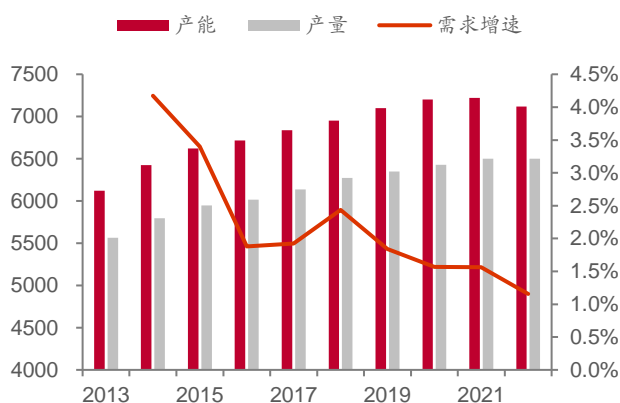
资料来源: WIND,招商期货研究所

玻璃库存持续累积, 价格大幅度回落到成本附近, 再看全国库存的方向意义不大, 必须关注关键节点的库存情况, 对于玻璃产业来说, 关键节点就是河北沙河地区和湖北地区。从最近2周看, 河北沙河地区库存已经不再累积, 产销能逐步高于100%。但湖北地区库存还在惯性累积。

(二) 纯碱产能偏紧 利润好夏季检修偏少

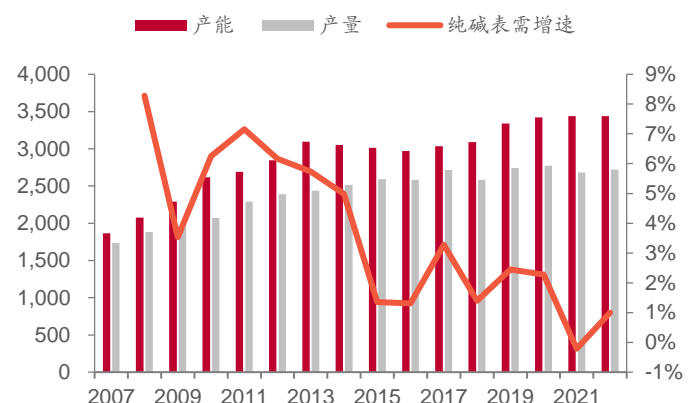
1. 纯碱政策门槛严格 连云港碱业搬迁减产120万吨

图 17: 全球纯碱产能产量 (单位: 万吨, %)



资料来源: 卓创,招商期货研究所

图 18: 中国纯碱产能产量 (单位: 吨, %)



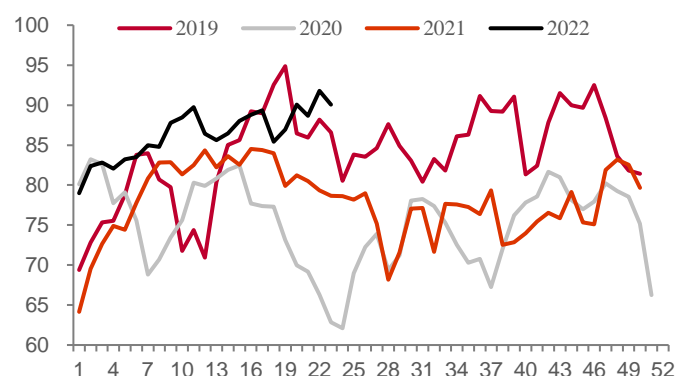
资料来源: 卓创,招商期货研究所

纯碱供应端限制依然偏紧, 2022 年新增产能有限, 还有连云港碱业退出, 因此 2022 年纯碱行情主导依然是需求

2. 利润高刺激生产积极性 产能减产量却小幅度增加

今年虽然产能比去年少了120万吨, 但利润较好加上没有能耗双控对供应的扰动, 开工率比去年同期高不少。产量也比去年同期高

图 19: 纯碱开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯,招商期货研究所

图 20: 纯碱利润和开工率 (单位: 元/吨)



资料来源: wind,招商期货研究所

下半年新产能不多,但预测供应量必须结合往年的平均夏季检修,大致开工率会下降 10%。另外,目前纯碱价格较高开工率也比往年高 6%,综合测算下半年纯碱产量增速大致是 2-3%左右,如果价格下跌供应增速还会下降。

表 5: 2022 纯碱下半年供应预测

2022 纯碱新产能	工艺	产能	备注	Q1	Q2	Q3	Q4
连云港碱业	氨碱法	-130	搬迁停产, 2023 年中复产	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5
安徽红四方	联碱	20	技改扩产, 2022 年底			5	5
云图控股	联碱	0	提升重碱比例 20 万吨		0	0	0
金山 扩产	联碱	30	扩产				2.25
河南骏化	氨碱法	20	扩产			3	5
江苏德邦	氨碱法	60	扩产				

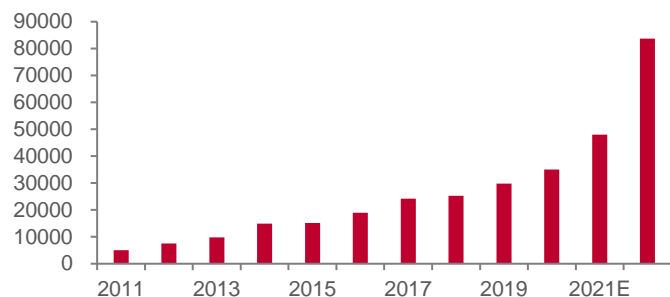
2021 增量

检修损失变动	今年利润好, 开工率提升 6%	40.2	43.8	42	38
增量	0	7.7	11.3	17.5	17.75
增速		1.1%	1.5%	2.5%	2.3%

资料来源: 隆众资讯,招商期货研究所

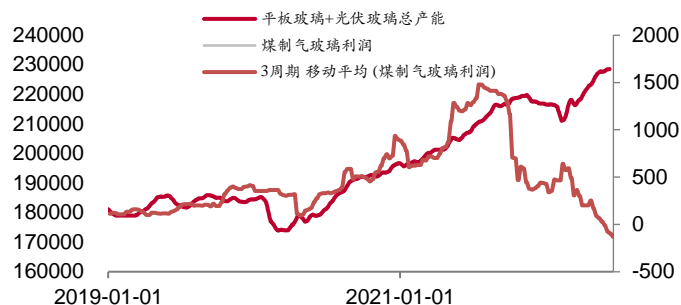
3. 夏季检修力度是下一波行情的潜在驱动 但决定行情的依然是需求端光伏玻璃投产进度

图 21: 光伏玻璃日融量 (单位: 吨/天)



资料来源: 卓创资讯,招商期货研究所

图 22: 整体玻璃产能和利润 (单位: 元/吨)

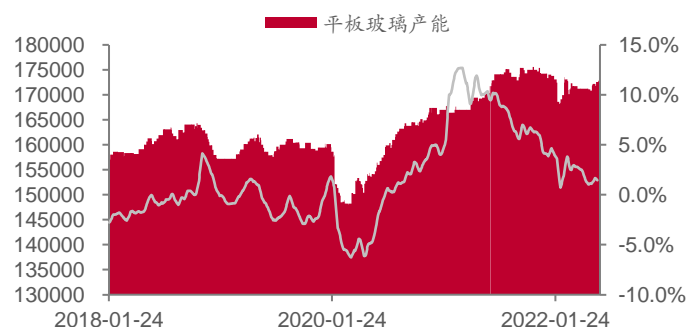


资料来源: wind,招商期货研究所

纯碱需求较好,但玻璃利润较差。海外加息潮预期,6 月中下旬的纯碱下跌主要是受玻璃下跌的利空带动,支持纯碱下一步行情的关键节点就是光伏玻璃增量能否对冲平板玻璃的利空

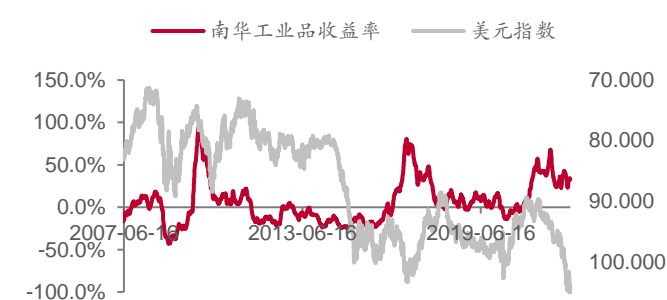
(三) 玻璃还将保持高产 美联储超预期加息压制商品

图 23: 玻璃日融量和增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: 卓创资讯,招商期货研究所

图 24: 美元指数和大宗商品 (单位: 指数)

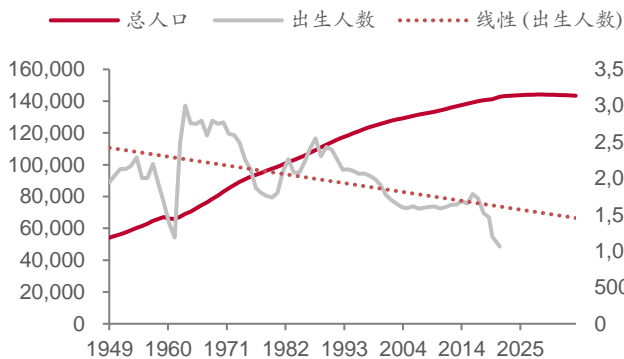


资料来源: wind,招商期货研究所

三、 房地产需求依然较弱 光伏玻璃大投产纯碱需求强

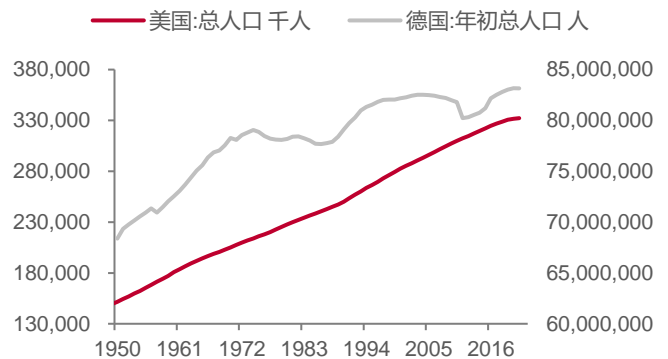
(一) 从人口周期看房地产中国房地产需求见顶

图 25: 中国总人口和出生人口 (单位: 万人)



资料来源: OECD,招商期货研究所

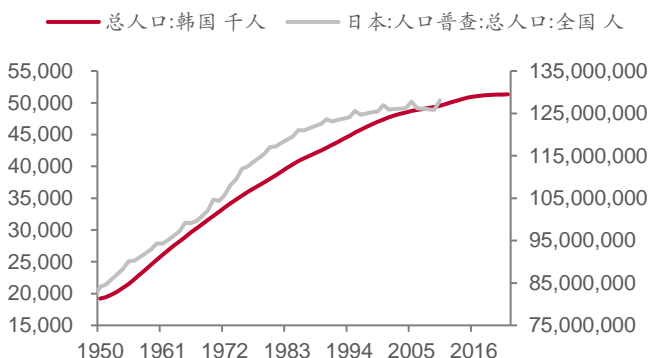
图 26: 美国和德国总人口(单位: 人)



资料来源: OECD,招商期货研究所

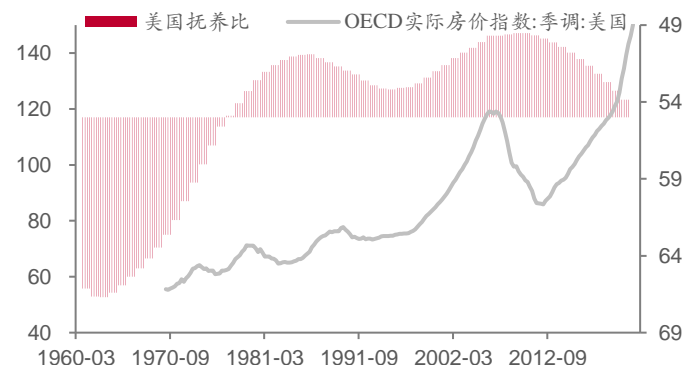
1977 年到 1985 年, 这一段时期美国步入人口红利期, 人口红利形成主因是 1950 年代婴儿潮的一代人步入成年, 美国抚养比下降, 人口结婚购房需求带动美国房地产需求及价格的上涨, 抚养比的低点出现在 1985 年。20 世纪 80 年代后期回声婴儿潮出现, 新生儿增加, 不过由于回声婴儿潮 1980 年代出生率远低于上一轮婴儿潮 1950 年代, 因此并未形成明显的人口负债。实际房地产价格从 1973 年的石油危机时期到 1989 年每周储蓄贷款危机, 上涨了 27%。2000-2008 年, 人口红利形成的原因是美国 20 世纪 80 年代、90 年代回声婴儿潮的一代人达到劳动力年龄, 形成购房需求, 美国经济增速从 2001 年起也加快上涨。2006 年, 美国房价达到顶峰同时抚养比下降到最低的 48%, 1998-2008 年美国房价上涨 75%。2020 美国量化宽松, 美联储开动印钞机大量超发货币, 疫情期间居民货币补贴甚至赶上工资收入, 此轮房价上涨幅度也几乎达到上一轮 2008 年上涨幅度, 但抚养比已经大幅度增加到了 54%, 人口红利支撑不复存在, 房价泡沫很大。历史上三轮人口红利进入人口负债的转换时期都对应了房地产价格的调整。全球房地产周期风向标就是美国房地产市场, 2022 年 6 月美联储加息超预期 75 基点作为标志, 进入紧缩周期, 房价风险将传导至全球房地产和大宗商品市场。

图 27: 日本、韩国总人口 (单位: 人)



资料来源: OECD,招商期货研究所

图 28: 美国抚养比和房价(单位: 比例, 指数)

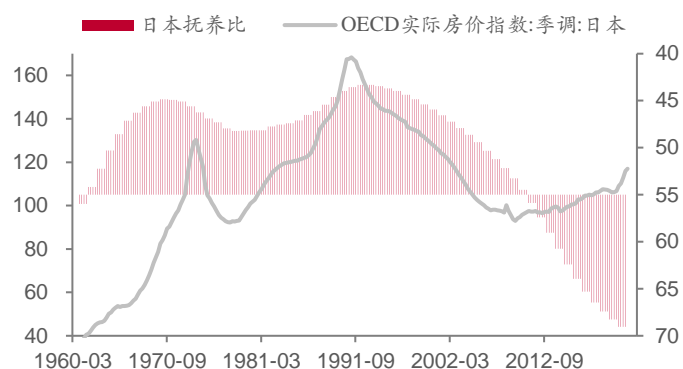


资料来源: OECD,招商期货研究所

但是资金面, 明显开始放松, 从国债收益率看, 目前国债收益率开始缓慢下行。开发商

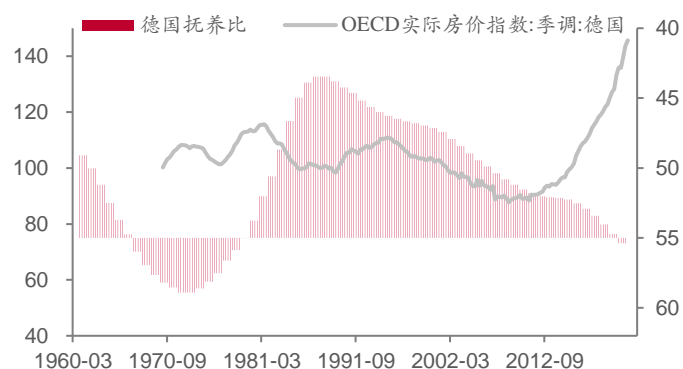
资金依然偏紧，从这个角度，融资端逐步放松，房屋竣工面积将逐步增加，年底赶工需求将逐步释放。

图 29：日本抚养比和房价(单位：比例，指数)



资料来源：OECD,招商期货研究所

图 30：德国抚养比和房价(单位：比例，指数)

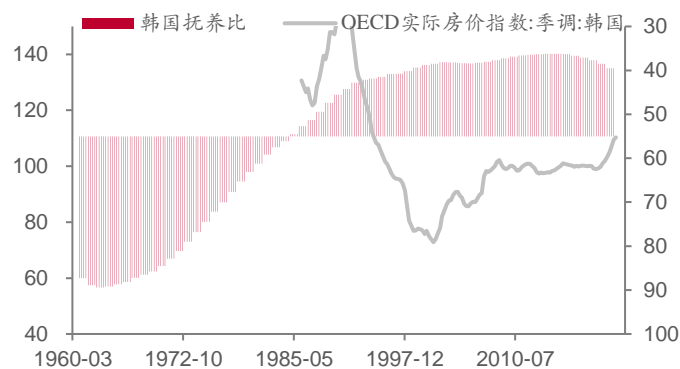


资料来源：OECD,招商期货研究所

摸着石头过河，日本作为率先进入发达经济体的东亚国家，中日两国相近的文化背景，相近的地理位置，是我们研究烂熟的对象。老龄化程度来看，日本比中国早约 30 年，在 1990 年代后，日本劳动年龄人口占比开始快速下跌，成为国民经济衰退、房地产价格长期下跌的原因之一。从劳动人口总量视角、结构视角，在不施加强力生育干预的情况下，日本人口结构的趋势、房价走势、经济走势很可能反映了中国的未来，具有很强的参考价值。

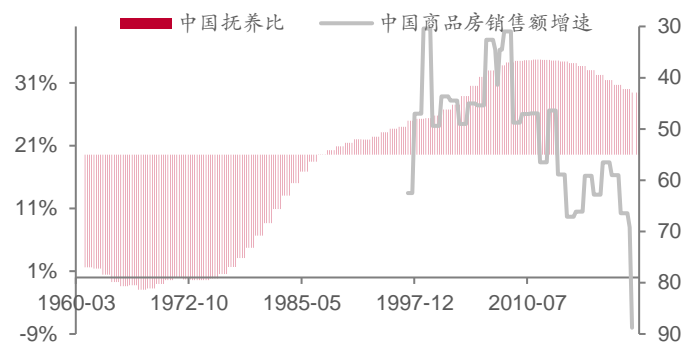
日本在二战后有也有两轮婴儿潮。1947-1957 是日本的首次新生儿出生率高峰，这一时期的出生人口被称为“团块世代”，1947-1949 三年时间出生了 800 多万人口，总生育率达到 4.7。日本在 1971-1975 前后出现第二次婴儿潮，此后日本出生率也呈现了持续下降的趋势。日本房价和人口红利息息相关，第一段房价上涨期出现在 1960-1970 日本实际房地产价格上涨 200% 远高于美国的 75%。1964-1970 年前后日本人口的抚养比下降到 45%，人口红利很丰厚，人口红利形成的主因是 1940-1950 团块世代步入成年，进入劳动力市场并达到购房年龄，直接产生购房需求，同时，日本劳动人口供应增加形成经济的高速增长期。1960 年至 1970 年，日本 GDP 平均增速达到 9.6%，房价形成明显的上涨趋势，刺激需求与需求形成螺旋共振。第二个房价快速上涨的时期出现在 1980-1988 年，1990 年地产价格达到顶峰。第二轮人口红利期，是 1985-1993 年抚养比下降到 43%，此轮人口红利也是上一轮人口红利的回声潮，日本房价也与 1990 年前后见顶，随后一路下降了到 2010 年，实际房价下跌幅度超过 57%，时间也长达 20 年，经济也长期停滞不前，被称为“失去的 20 年”。除了广场协议等、制造业转移到中国、经济结构遇阻之外，日本人口老龄化、红利失去、抚养比从 43% 增加到 70% 也是经济停滞、房价下跌的主要原因。日本 1990-2010 此轮房价下跌对研究中国房地产市场有重要参考借鉴意义

图 31: 韩国抚养比和房价(单位: 比例, 指数)



资料来源: OECD,招商期货研究所

图 32: 中国抚养比和商品房销售增速(单位: 比例, %)

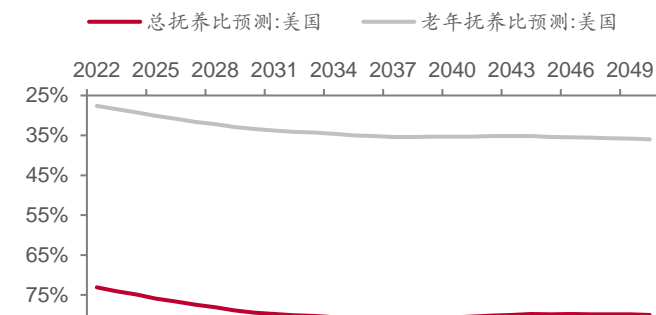


资料来源: OECD,招商期货研究所

中国和韩国非常相似人口出生高峰期分别是1963-1973年和1955-1965年，韩国人口出生高峰期在抗美援朝战争之后高峰期生育率高达6.2。中国和韩国都实行计划生育，韩国计划生育实施比中国早10年，分别于1975和1965年开始推广计划生育，1980韩国生育率已经下降到2。人口回升潮中国第二轮婴儿出生高峰期是1985-1992年，韩国大致是1975-1985年。但由于计划生育实施加上房价高企，“90后”结婚和生育欲望降低。从抚养比看，中国2013年抚养比达到最低的36%，随后一路上涨，韩国2017年抚养比达到最低的36%之后一路上涨。中国和韩国的“80后”“90后”并没像前辈一样生育3个以上小孩，人口结构上未来20年不会再有低抚养比的人口红利，逐步进入老龄化社会。从房价看，韩国1990年前后受日本影响迎来一波房价高峰随后下跌到1998年亚洲金融危机。2000年韩国人口红利支撑抚养比60%一路下滑到36%，韩国房价特别首都地区房价开始狂涨。目前韩国房价还在上涨阶段，2020年疫情全球央行集体放水更加推高房价

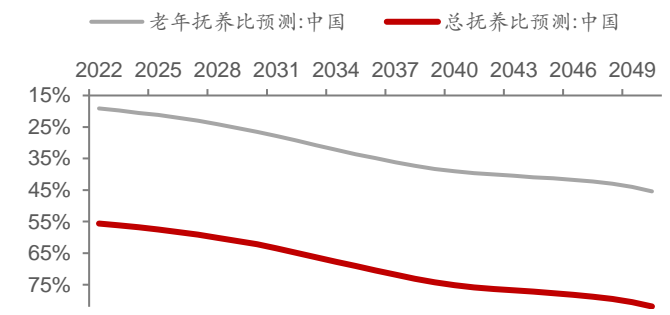
中国情况类似，但房地产市场有所不同。中国2000年之前中国施行房屋计划分配，城市人均居住面积不足8平米，住房需求被极度压缩，1960年代出生的人住房需求迟迟得不到满足。2000年开始商品房市场化，2000-2010年中国房地产市场迎来1960年代和1980年代，两代人的需求集中释放，房地产市场发展如火如荼，平均销售增速高达25%。但人口红利已经于2013年见顶，抚养比2013年达到最低的36%，随着1960年代人步入退休，预计到2030年抚养比将升高到55%。

图 33: 美国未来30年抚养比(单位: %)



资料来源: OECD,招商期货研究所

图 34: 中国未来30年抚养比(单位: %)



资料来源: OECD,招商期货研究所

借鉴日本和美国的案例，从人口结构、抚养比视角，中国房地产市场需求高峰期或许已经在2013年达到高峰期。但房地产市场从来不是一个简单的商品供需市场，而是集合

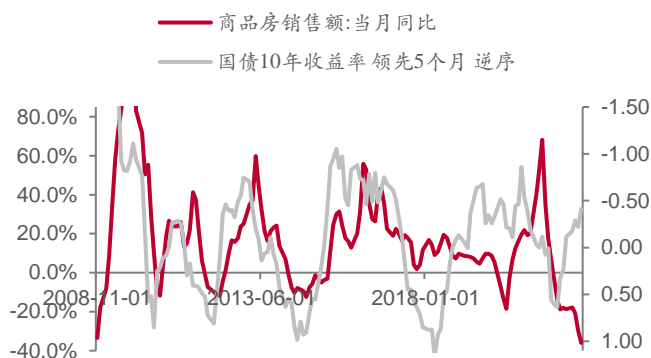
了城市化、教育医疗就业资源承载、贫富分化、中央和地方政府财政收入分配等种种错综复杂角色的载体,虽然 2000 年之后日本老龄化更加严重但东京房价并没有继续下跌。从全国角度看,后市一线、强二线城市房价走势将与三四线城市出现分化

根据 BIS 分析推算未来房价的变化程度 (TAKATS, 2010), 他们的研究显示, 抚养比上升会对房地产价格产生显著的负面作用, 老年抚养比 (退休人数/劳动人数) 每提高 1%, 房地产实际价格将降低 0.6%, 根据此种推算, 2022 为基数年到 2030 年中国房价下降 3.6%, 到 2050 房价下降 15%。

(二) 国内稳经济措施和短期房地产情况

1. 房地产市场急转直下和稳经济措施

图 35: 房屋销售额和国债收益率同差 (增速, %)



资料来源: 统计局, 招商期货研究所

图 36: 社会融资规模和房地产开发投资额 (增速, %)



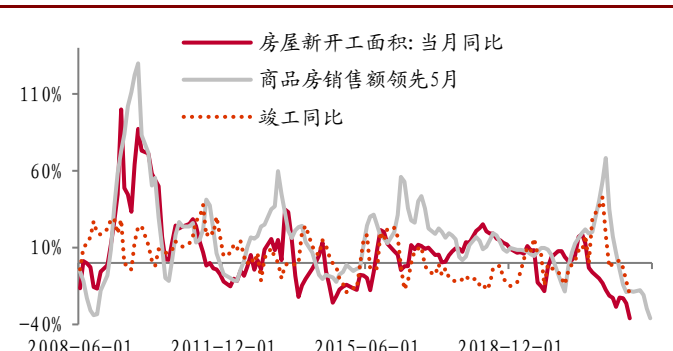
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 37: 房屋销售面积和土地购置面积 (增速, %)



资料来源: 统计局, 招商期货研究所

图 38: 房屋新开工、销售和竣工面积 (增速, %)



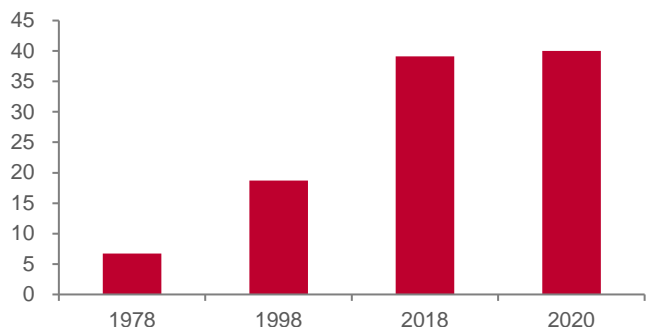
资料来源: WIND, 招商期货研究所

房地产销售和开发投资均十分疲软,一二线城市房地产市场略有起色,三四线城市依然十分疲软,经济下行、疫情暴发、预期转弱等,房地产企业经营形势不断恶化。目前,除实力雄厚、财务稳健的国企央企和少数优质民企外,多数房企均陷入不同程度的经营困境、现金流危机,甚至出现实质性债务违约,部分出险的上市房企未及时披露年度财报,为历年来罕见。从典型房企披露的年报和业绩发布会表态来看对于规模的淡化、对于高能级城市的聚焦、对于效益和质量的追求等成为主流。随着上海、北京等核心城市疫情解封,以及大尺度政策松绑潮的持续演变起效,从6月开始,楼市销售将开始筑底

企稳、整体回升，房企经营困境趋于缓解。整体来看，市场最悲观的时刻已经过去，但黑暗尚未完全度过。

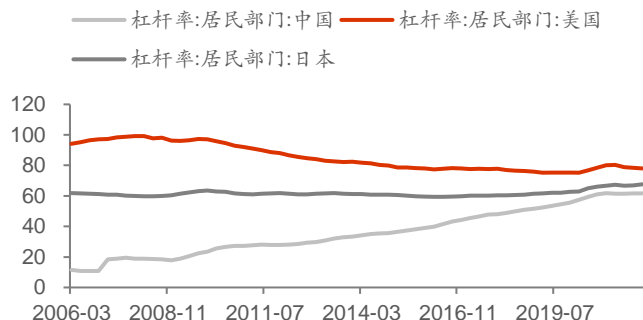
2. 下半年房地产展望

图 39: 人均居住面积 (平米/人)



资料来源: 统计局, 招商期货研究所

图 40: 全球居民杠杆率 (%)



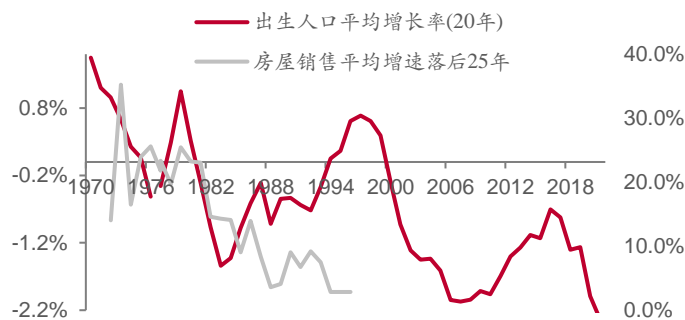
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 41: 新开工和土地出让增速 (%)



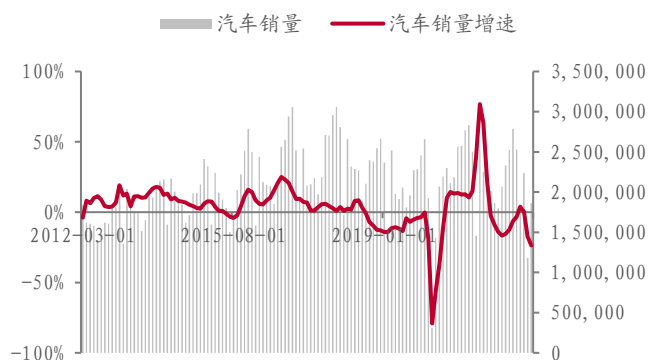
资料来源: 统计局, 招商期货研究所

图 42: 出生人口和房屋销售 (%)



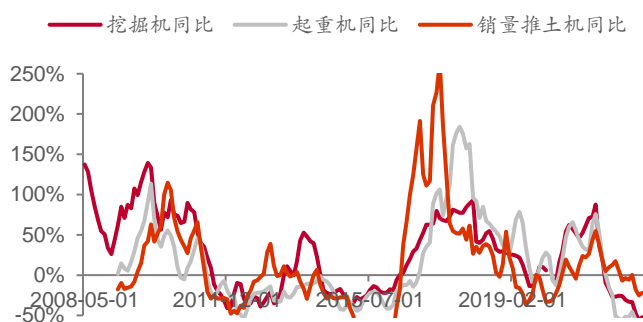
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 43: 汽车销量和增速 (单位: 辆, %)



资料来源: 统计局, 招商期货研究所

图 44: 工程机械销售增速 (增速, %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

6 月 20 日, 郑州市发布《关于印发郑州市大棚户区改造项目房票安置实施办法 (暂行) 的通知》指出, 房票实行实名制, 持有人为被征收房屋的所有权人, 房票持有使用期限自房票核发之日起计算, 最长不超过 12 个月。使用房票所购买的商品住房, 不计入家庭限购套数, 房票的适用范围为郑州市中心城区。被征收人选择房票安置的, 安置补偿

权益按照房屋征收与补偿相关规定计算后，由征收人给予安置补偿权益金额 8% 的奖励，作为房票安置政策性奖励，列入房票票面金额，同时以现金方式奖励被征收人 3 个月的过渡费。以此为例，各地需求端政策不断松绑，房贷利率下行等，最坏的时期已经过去，9 月前底部缓慢回升改善，真正改善还需要观察 9 月后情况

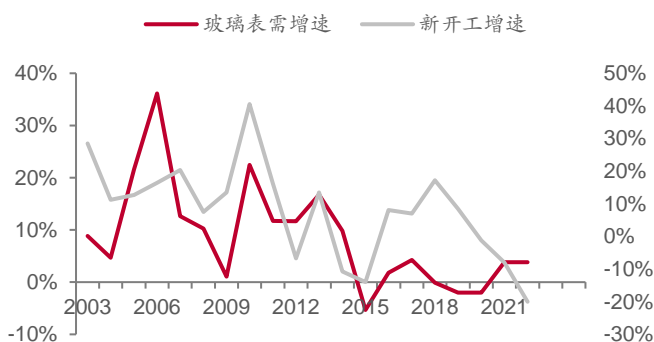
3. 短期玻璃市场矛盾和动态

玻璃供应端仍将保持 17.3 万吨日融量的高产惯性，房地产需求虽然弱但玻璃连续下跌后库存已经不再累积，拐点似乎已经出现。玻璃短期的矛盾是刚性的，供应端因为非常高的冷修成本约束难以减产，需求端房地产市场受到美元加息、人口拐点、疫情反复等多因素影响，难以准确判断方向。从季节性角度，7 月到 12 月都是需求旺季，商品需求大概率会有 10-15% 的回升。

4. 未来玻璃市场展望

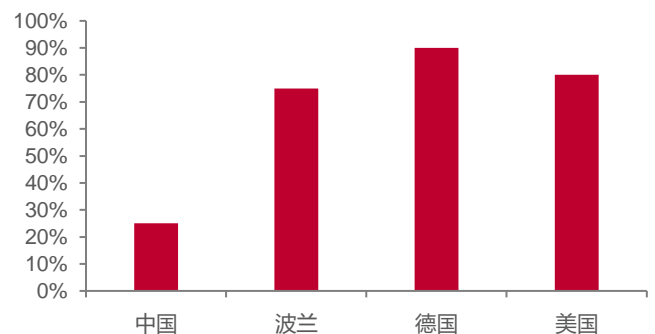
下半年玻璃展望，除了供需之外，季节性角度之外，还可以从盈亏比观察。决定性因素肯定还是房地产方向，但目前玻璃价格偏低，利润偏低，持仓量也十分巨大，底部波动率也将放大。

图 45: 玻璃表需和房地产新开工 (单位: %)



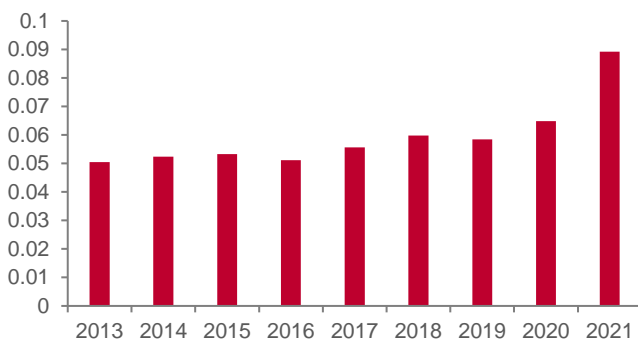
资料来源: 海关, 招商期货研究所

图 46: 国内外 LOW-E 玻璃使用比例



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 47: 商品房玻璃用量 (吨/平米)



资料来源: 海关, 招商期货研究所

图 48: 房地产新开工玻璃价格(元/吨, %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

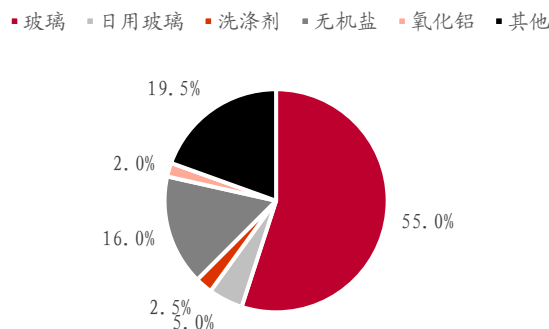
单位商品房玻璃用量，随着大尺寸玻璃窗，玻璃幕墙的使用推广而增加。2020 年主要

是沙河去产能，导致低成本供应倍削减，成本曲线上移，平板玻璃价格大幅度反弹。

（三） 纯碱需求来自于玻璃 建筑玻璃日融量稳定 光伏玻璃需求火爆 跟踪其对纯碱需求的增量

1. 纯碱需求结构

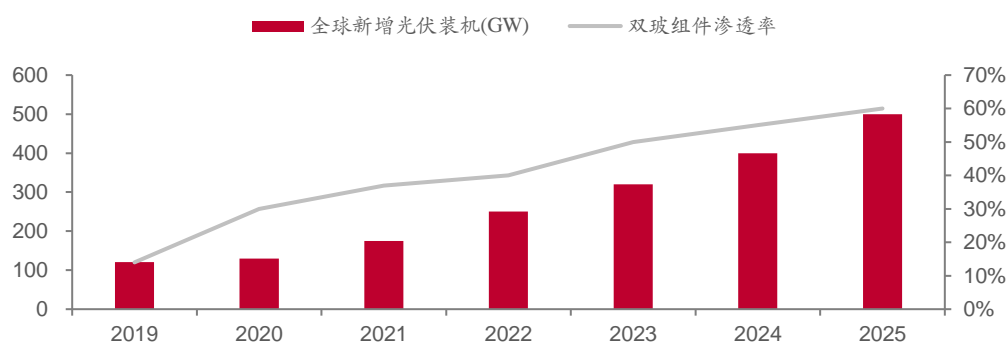
图 49：纯碱需求结构（单位：%）



资料来源：wind,招商期货研究所

纯碱的需求主要来自于平板玻璃和无机盐、日用玻璃加工、洗涤剂等。从绝对量上，平板玻璃占大部分需求，日用玻璃、洗涤剂、无机盐相对分散，需求跟随宏观需求摆动。因此，需求的主要矛盾就是平板玻璃的产线变动情况。2022 年，光伏玻璃产线投产之后，近期的需求变量主要就是光伏玻璃投产情况

图 50：全球光伏新增装机容量（单位：GW）



资料来源：wind,招商期货研究所

前期系列报告有表述，光伏行业进入高增长阶段，不论中国还是全球，碳中和碳达峰 ESG 是造成光伏行业快速增长的政策背景，预计中国光伏行业 2022 年下半年还将保持高增长。

2. 光伏行业相关情况

国家发展改革委提出《“十四五”可再生能源发展规划》，指出我国承诺二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值、努力争取 2060 年前实现碳中和，明确 2030 年风电和太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上，大力发展可再生能源已成为纵深推进能源革命、保障国家能源安全的重大举措，也是加快生态文明建设、实现可持续发展的客观要求，

敬请阅读末页的重要声明

更是实现我国碳达峰碳中和目标，明确规划了四个目标

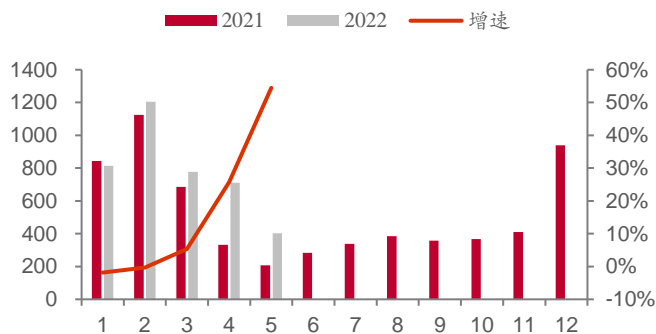
一 2025 年可再生能源消费总量达到 10 亿吨标准煤左右，“十四五”期间可再生能源消费增量在一次能源消费增量中的占比超过 50%。

二 发电目标，2025 年可再生能源年发电量达到 3.3 万亿千瓦时左右，“十四五”期间发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过 50%，风电和太阳能发电量实现翻倍。

三 消纳目标，2025 年全国可再生能源电力总量和非水电消纳责任权重分别达到 33% 和 18% 左右，利用率保持在合理水平。

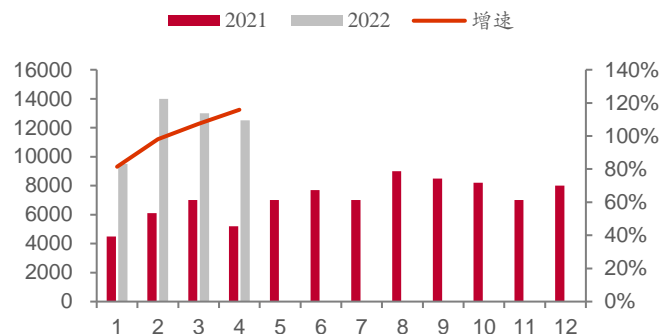
四 非电利用目标，2025 年太阳能热利用、地热能供暖、生物质供热、生物质燃料等非电利用规模达到 6000 万吨标准煤以上。这些目标是综合考虑了各类非化石能源的资源潜力、重大项目前期工作进度、开发利用经济性等多种因素确定的，能够为完成 2025 年非化石能源消费占比 20% 左右和 2030 年 25% 左右的目标奠定坚实基础

图 51：国内光伏新增装机（单位：万千瓦,%）



资料来源：海关，招商期货研究所

图 52：光伏组件出口（单位：兆瓦,%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

3. 光伏玻璃迎来大投产

据不完全统计，2022 全年光伏玻璃将新投产线 4 万吨，2022 下半年待投产 2.2 万吨日融量，投产量巨大

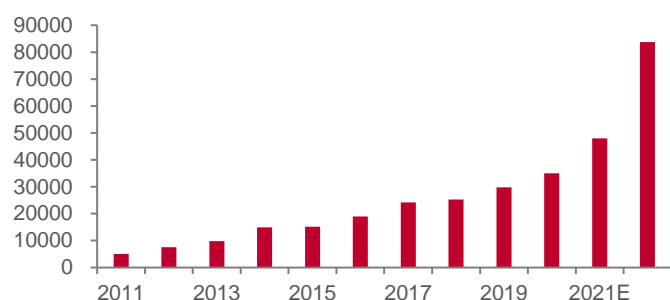
表 6：2022 纯碱下半年供应预测

光伏玻璃产线在建		
产线	日融量	日期
湖北长利玻璃有限公司	1250	2022 下半年
湖北长利玻璃有限公司	1250	2022 下半年
湖南巨强再生资源科技发展有限公司	300	2022 下半年
安数福莱特光伏玻璃有限公司	1200	2022 下半年
安数福莱特光伏玻璃有限公司	1200	2022 下半年
安数福莱特光伏玻璃有限公司	1200	2022 下半年
安数福莱特光伏玻璃有限公司	1200	2022 下半年
安数福莱特光伏玻璃有限公司	1200	2022 下半年
信义光伏（苏州）有限公司	1000	2022 下半年
信义光伏（苏州）有限公司	1000	2022 下半年
信义光伏（苏州）有限公司	1000	2022 下半年
信义光伏（苏州）有限公司	1000	2022 下半年
安徽信义光伏玻璃有限公司	1000	2022 下半年

安徽信义光伏玻璃有限公司	1000	2022 下半年
安徽信义光伏玻璃有限公司	1000	2022 下半年
湖南巨强再生资源科技发展有限公司	300	2022 下半年
江西中电彩虹	3000	2022 下半年
中建材（宜兴）新能源有限公司	1000	2022 下半年
绍兴旗滨光伏光电股份有限公司	1200	2022 下半年
宁波旗滨光伏光电股份有限公司	1200	2022 下半年
	22500	

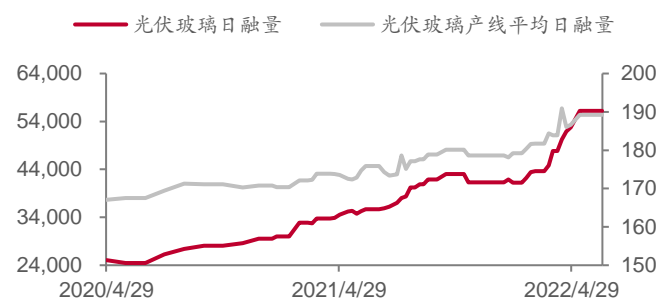
资料来源：隆众资讯，招商期货研究所

图 53：光伏玻璃日融量（单位：吨/天）



资料来源：WIND,招商期货研究所

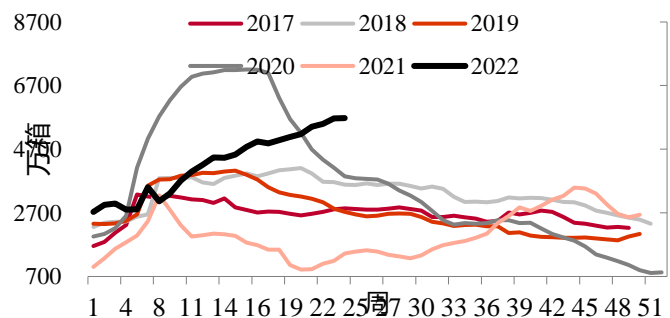
图 54：光伏玻璃产线情况（单位：吨/天）



资料来源：卓创，招商期货研究所

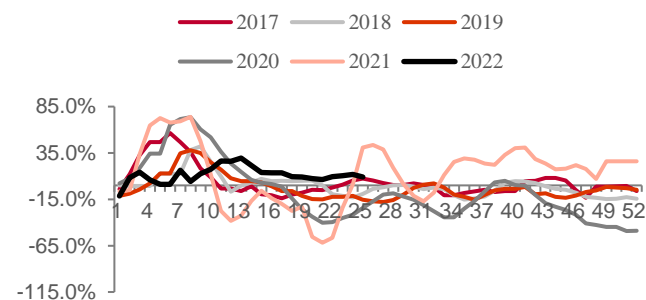
四、玻璃、纯碱行业高频数据

图 55：八省玻璃库存（单位：万箱）



资料来源：WIND,招商期货研究所

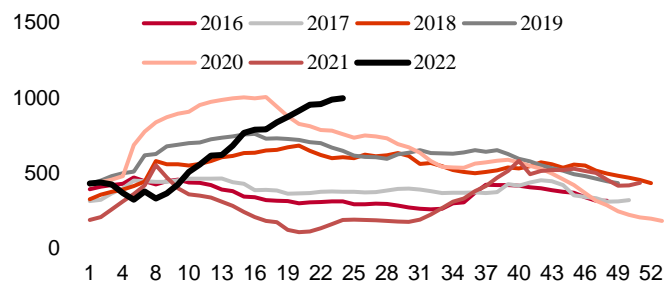
图 56：玻璃八省库存去库力度对比（单位：%）



资料来源：卓创，招商期货研究所

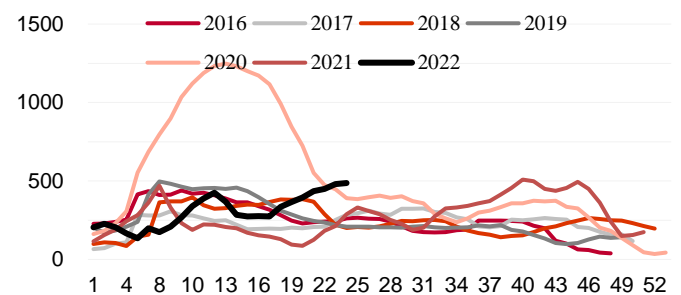
玻璃连续累库存之后，库存拐点将出现

图 57: 山东浮法玻璃库存 (单位: 万箱)



资料来源: WIND,招商期货研究所

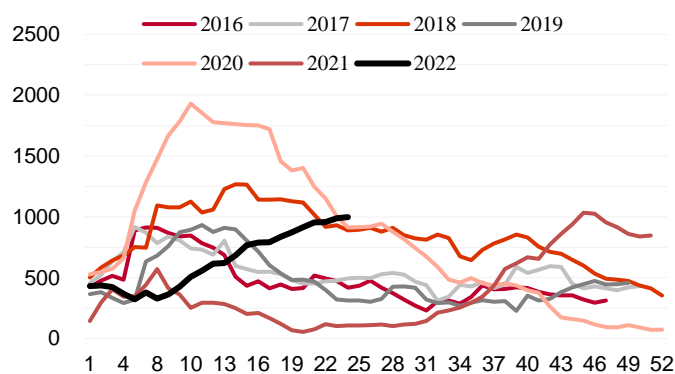
图 58: 华中浮法玻璃库存 (单位: 万箱)



资料来源:卓创,招商期货研究所

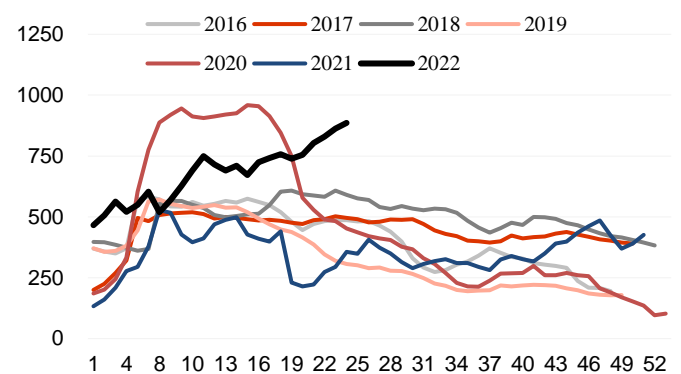
山东、武汉等玻璃集散地库存下降速度较快,特别武汉周边库存消化良好

图 59: 河北浮法玻璃库存 (单位: 万箱)



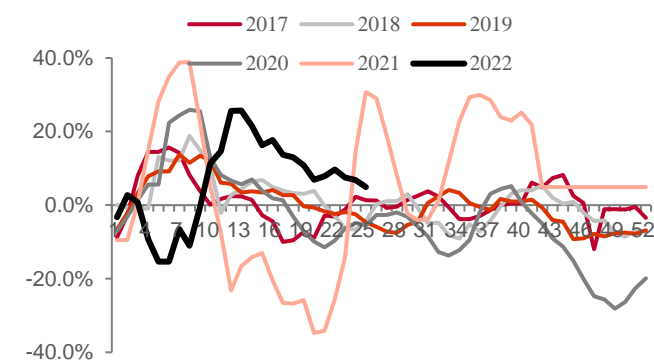
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 60: 广东浮法玻璃库存 (单位: 万箱)



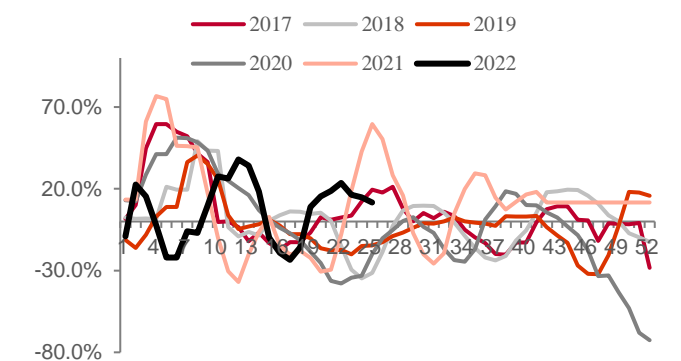
资料来源:卓创,招商期货研究所

图 61: 山东库存环比变动 (单位: %)



资料来源: WIND,招商期货研究所

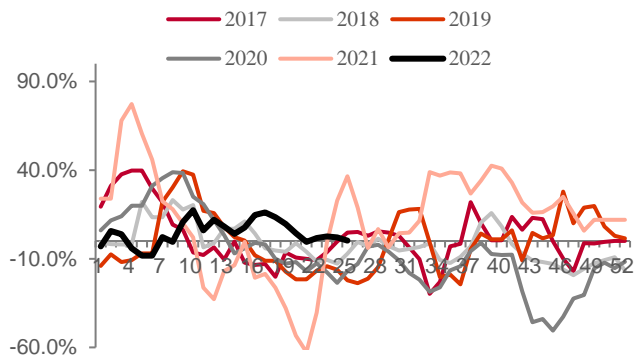
图 62: 华中库存环比变动 (单位: %)



资料来源:卓创,招商期货研究所

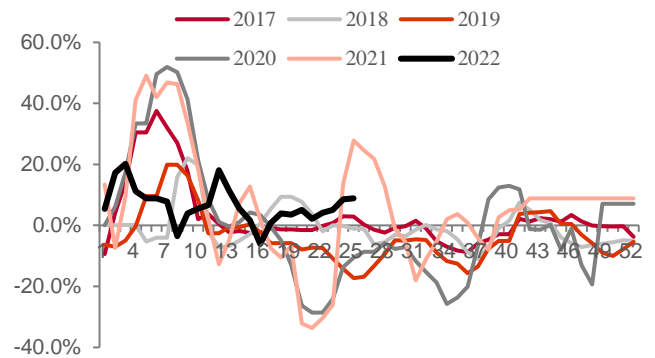
沙河地区库存率先见底,其他地区库存还在累积

图 63: 河北库存环比变动 (单位: %)



资料来源: WIND,招商期货研究所

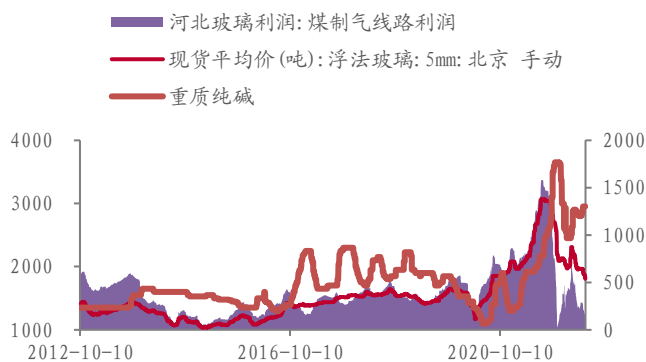
图 64: 广东库存环比变动 (单位: %)



资料来源:卓创,招商期货研究所

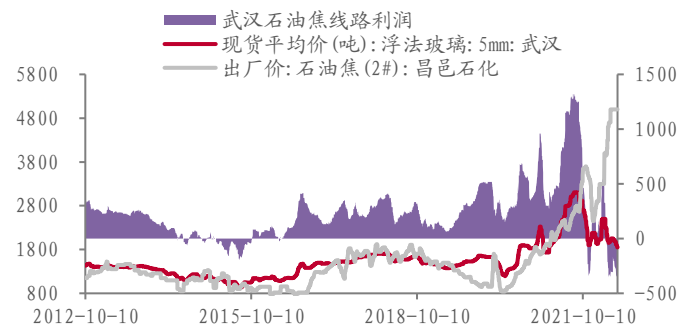
沙河地区玻璃库存消化情况一般,广东地区开始逐步消化外来库存的冲击

图 65: 河北玻璃利润(单位:元/吨)



资料来源:卓创,招商期货研究所

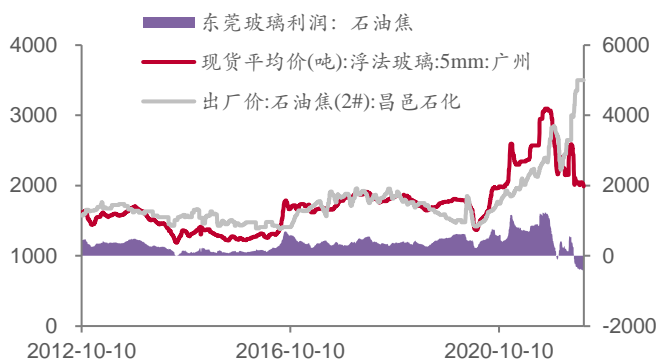
图 66: 武汉玻璃利润 (单位: 元/吨)



资料来源:卓创,招商期货研究所

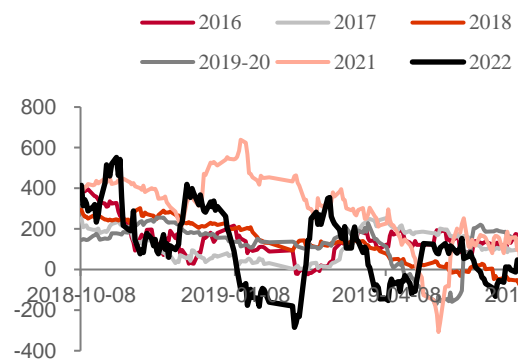
玻璃价格连续下跌,上游已经小幅度亏损

图 67: 华南玻璃利润(单位:元/吨)



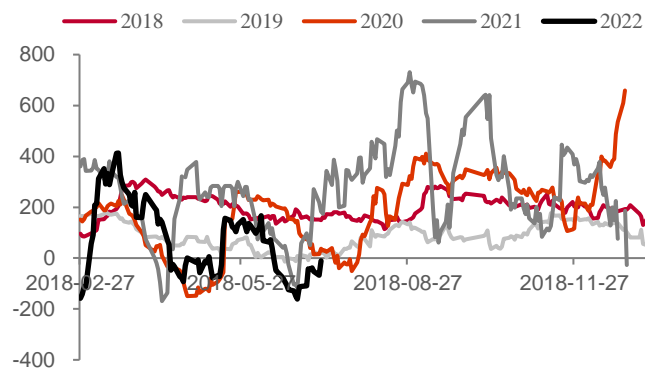
资料来源:卓创,招商期货研究所

图 68: 玻璃 09 合约基差 (单位: 元/吨)



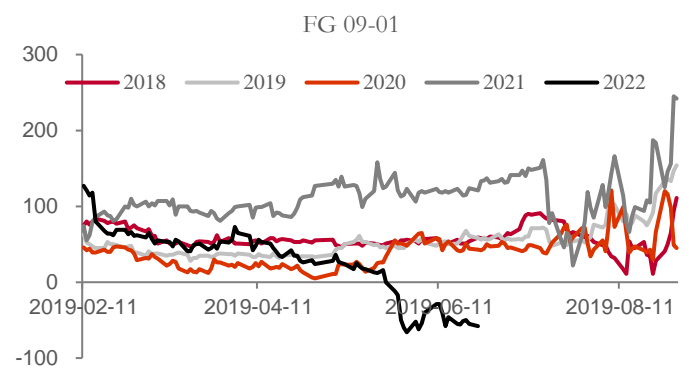
资料来源:wind,招商期货研究所

图 69: 玻璃 01 合约基差(单位:元/吨)



资料来源: 卓创,招商期货研究所

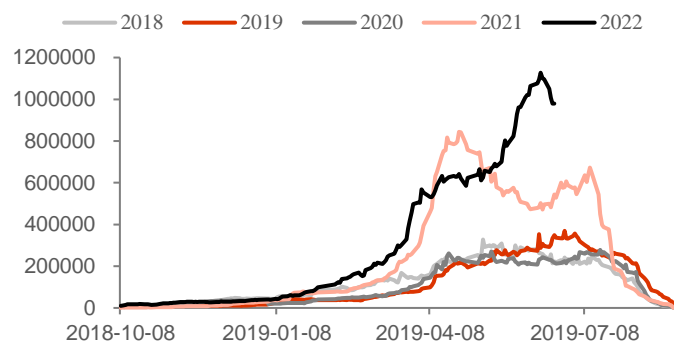
图 70: 玻璃跨期 FG09-01 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

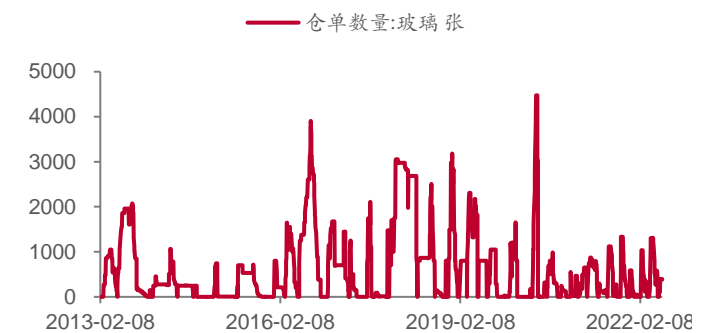
09 合约基差走弱, 跨期价差也很弱

图 71: FG09 合约持仓(单位:手)



资料来源: 卓创,招商期货研究所

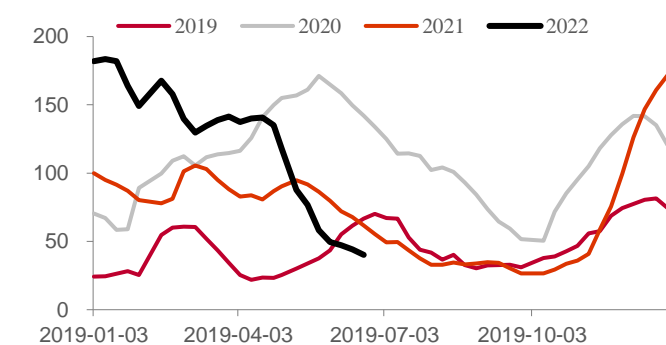
图 72: 仓单数量:玻璃 张 (单位: 手)



资料来源: wind, 招商期货研究所

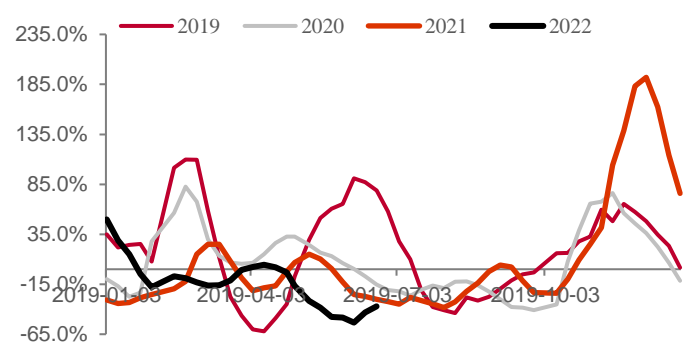
从持仓量角度, 玻璃多空分歧巨大, 后市波动率即将放大

图 73: 纯碱库存 (单位: 万吨)



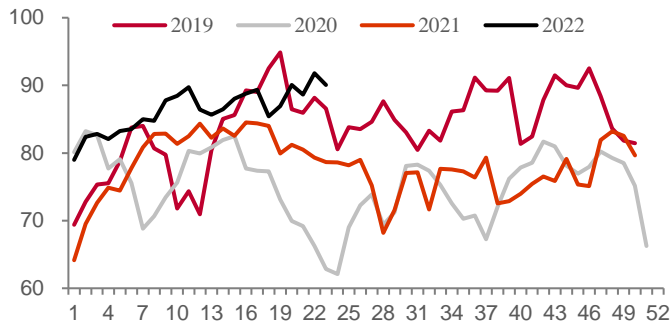
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 74: 纯碱库存变动 (单位: %)



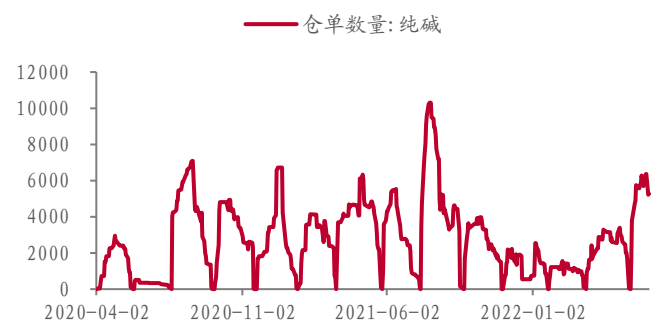
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 75: 纯碱开工率 (单位: %)



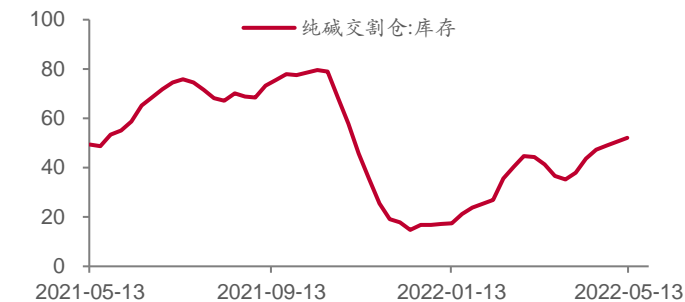
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 76: 纯碱仓单 (单位: 手)



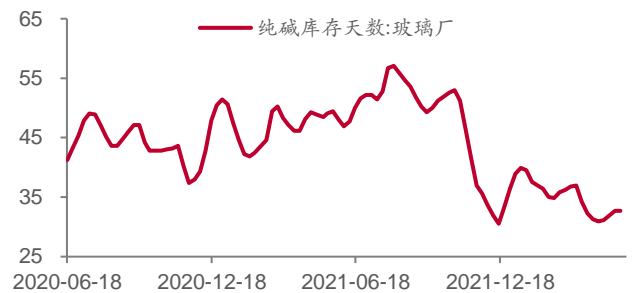
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 77: 纯碱交割库库存 (单位: 万吨)



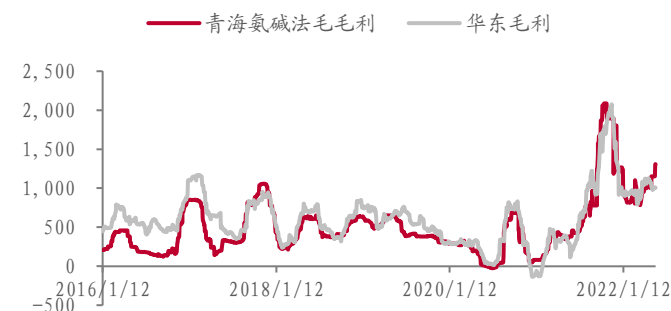
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 78: 玻璃厂的纯碱库存 (单位: 万吨)



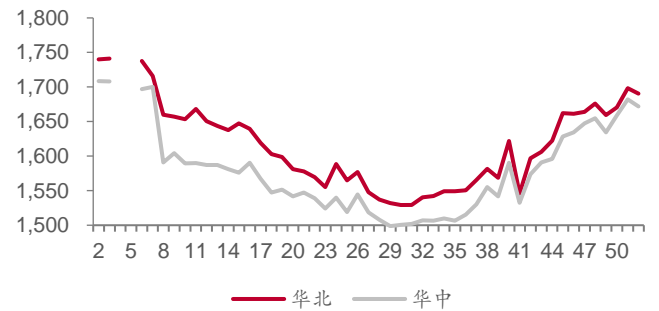
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 79: 纯碱主流工艺毛利 (单位: 元/吨)



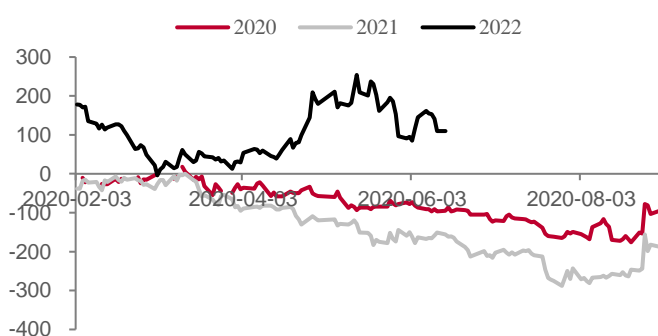
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 80: 纯碱价格均价季节性 (单位: 元/吨)



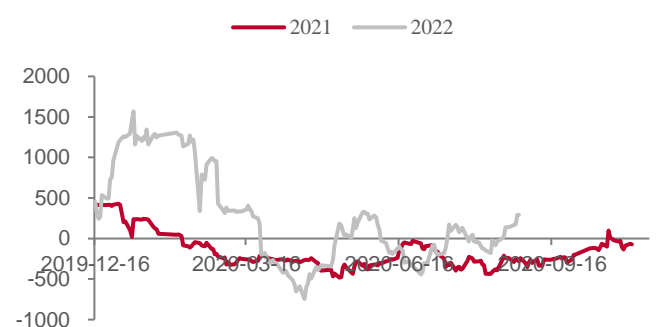
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 81: 纯碱 09-01 跨期 (单位: 元/吨)



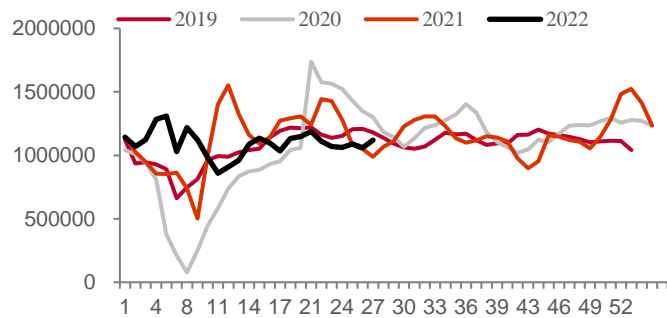
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 82: 纯碱 09 基差 (单位: 元/吨)



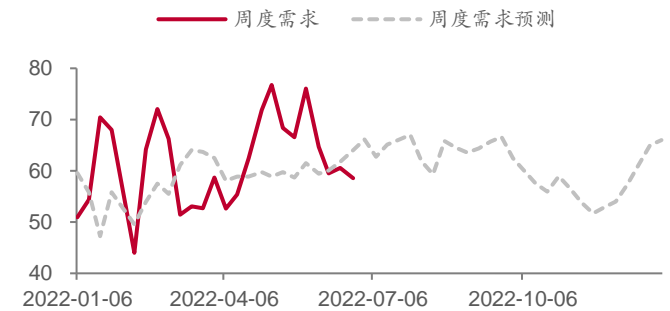
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 83: 玻璃周度需求量 (单位: 吨)



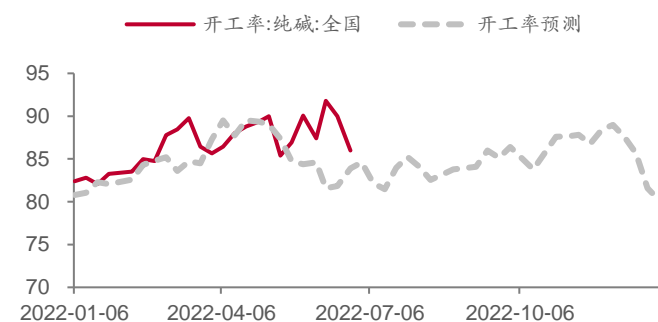
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 84: 纯碱周度需求量和预测 (单位: 吨)



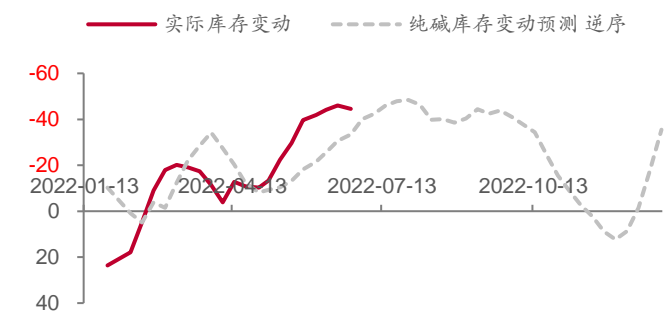
资料来源: WIND,招商期货研究所

图 85: 纯碱开工率和预测 (单位: %)



资料来源: WIND,招商期货研究所

图 86: 纯碱供需平衡预测和实际库存变动 (单位: 万吨)



资料来源: WIND,招商期货研究所

五、 未来展望

玻璃: 房地产需求疲软, 疫情导致居民收入不稳定, 人口周期也进入老龄化。玻璃短期供应非常刚性, 难以减产。库存不断累积, 但下半年房地产托底政策不断加码, 加上商品积极性下半年旺季, 玻璃连续下跌后价格已经在成本线左右, 不宜过分看空。下半年房地产若销售面积从 1.1 亿平米回升到 1.3 亿平米, 销售增速从-40%环比回升到-20%左右, 对需求的拉动也很强, 短期还有美联储加息利空, 方向难以判断。

纯碱: 供应端连云港碱业 120 万吨退出, 新产能需要 2023 年才能释放, 整体产能减少 3%左右, 但高利润刺激高开工供应同比还增加 3%左右。光伏玻璃不断投产, 造成纯碱库存下降, 纯碱供需健康, 库存健康, 但 3000 关口面临高价格高估值高利润压制, 美元加息玻璃亏损无疑也给纯碱巨大的压力。预计下半年纯碱将阶段性小幅度累库存, 利润小幅度回落, 但光伏玻璃投产大趋势不可挡, 需求持续拉动下纯碱最终还是会持续去库存, 供需偏紧格局不变。

风险提示: 海外连续加息 光伏玻璃投产进度放缓 硅料价格太高阻碍组件生产

研究员简介

吕杰:招商期货策略研究员，历任某 500 强中国采购部，某大型贸易公司期货部经理，招商期货策略研究员。对化工品种有套期保值，对冲交易、期货点价经验，在市场历练中对产业结构、景气周期，库存周期有认识。拥有期货从业资格（证书编号：F3021174）和投资咨询资格（证书编号：Z0012822）

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291 号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。