

纯碱专题：**纯碱：反弹非反转，等待高空机会****主要逻辑：**

本文主要对近期纯碱价格大幅上涨行情进行分析和展望，并就近期的反弹行情和 2023 年 11 月反弹行情进行了对比。

2023 年 12 月 8 日纯碱期价见顶，经过近一个月的下跌后，上周纯碱期价触底反弹，近一周最大涨幅约 20%。从本质上讲，此轮纯碱上涨行情更多是贴水背景下的超跌反弹，并非基本面反转，短期供应端扰动带来的影响较为有限，近期或有较好的沽空和卖出套保机会。

投资者可尝试背靠 2200-2250 沽空 SA2405，上游企业关注卖出套保机会。

风险提示：

供应增加不及预期、检修超预期、需求增加超预期等。

纯碱专题报告

作者姓名：胡鹏

邮箱：hupeng@csc.com.cn

期货从业信息：F03086797

期货交易咨询从业信息：Z0019445

电话：023-81157315

发布日期：2024 年 1 月 24 日



目 录

一、此轮反弹驱动为何？	3
二、此轮反弹和 2023 年 11 月有何异同？	3
三、此轮反弹持续性如何？	5
四、中长期如何看待？	6



图表目录

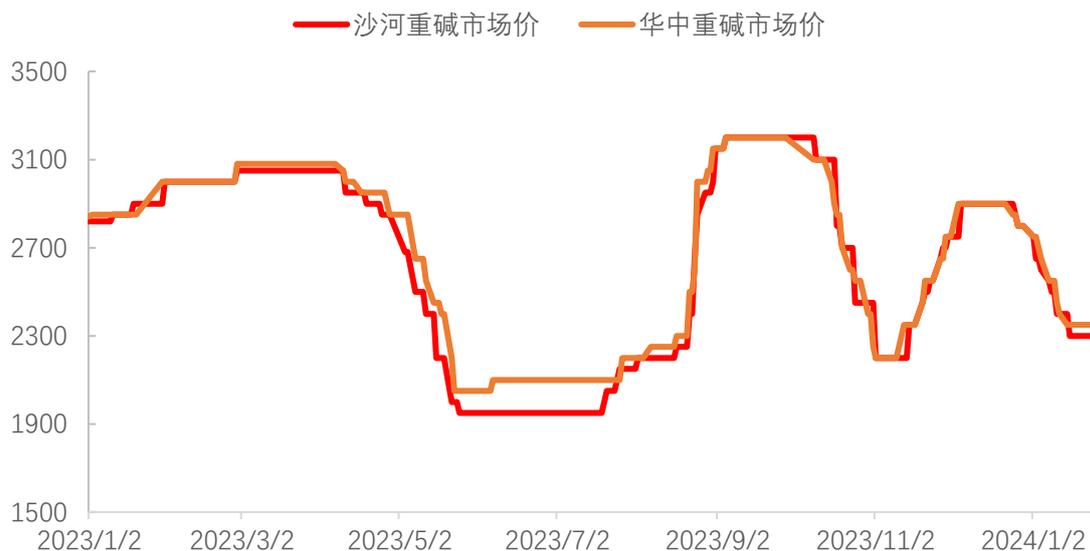
图表 1: 国内纯碱现货价格走势 (元/吨)	3
图表 2: 纯碱生产企业库存 (万吨)	4
图表 3: 37%样本玻璃企业纯碱可用天数 (天)	5
图表 4: 纯碱期货持仓量变动 (手)	5

一、此轮反弹驱动为何？

从本质上讲，近期纯碱的反弹是期货贴水现货背景下的超跌反弹，反弹的驱动在于供应短期减量。近一个月，沙河重质纯碱现货价格从 2850 元/吨下跌至最低 2250 元/吨，跌幅 600 元/吨；期间纯碱期货价格也较为接近，主力合约 SA2405 下跌 600 元/吨至 1808 元/吨。受悲观预期影响，纯碱期货和现货价格同步下跌，期货始终贴水现货运行。当上周纯碱现货价格跌至 2250 元/吨后，下游采购增加，纯碱现货价格得到支撑，现货出现企稳。上周后半周，远兴能源纯碱装置出现临时故障，产量短期下滑，市场情绪改善，盘面向上反弹修复基差的动能增强。在现货价格提涨 100-200 元/吨的带动下，部分下游增加备货力度，进一步对价格形成利好，带动本周纯碱反弹。

从复盘可知，2023 年纯碱现货价格大幅下跌后，尤其是现货送到价跌至 2000-2200 元/吨区间后，价格企稳概率会增加。近期纯碱现货价格跌至最低 2200 元/吨再度企稳，表明部分下游对 2000 元/吨的现货价格较为认可，近期现货成交略有好转也是佐证。

图表 1：国内纯碱现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

二、此轮反弹和 2023 年 11 月有何异同？

此轮反弹和 2023 年 11 月的反弹行情颇有相似之处，但也有明显区别。两轮反弹的相似之处主要有以下五点。

其一，1 月纯碱反弹和去年 11 月纯碱反弹初期的本质是相同的。2023 年 11 月初，沙河和华中重碱现货价格跌到 2200-2300 元/吨后企稳，SA2401 在现货价格企稳后大幅反弹，SA2401 自 1700 元/吨反弹至 2200 元/吨附近。在近月合约贴水现货的背景下，现货一旦企稳，期货空头平仓离场的意愿较强。

其二，近期纯碱反弹和 11 月纯碱反弹的另一个相似之处在于两次价格反弹均是在期货价格跌到氨碱法成本附近开始。2023 年 10 月 26 日，SA2401 最低触及 1652 元/吨，较氨碱成本略低；2024 年 1 月 15 日，SA2405 最低触及 1808 元/吨，略高于氨碱成本。两次下跌均在生产成本最高的氨碱法成本附近得到支撑，市场普遍对成本支撑较为认可。

其三，两轮纯碱反弹的驱动都在于供应端扰动。2023 年 11 月纯碱因青海地区环保问题出现供应下降，价格

大幅上涨；2024年1月纯碱价格因远兴供应临时减量和个别地区的发运问题再度反弹。从本质上讲，纯碱供应端能对价格产生如此巨大的影响，是由纯碱最大下游玻璃生产特性决定的。玻璃冷修成本较高，非特殊情况玻璃产线不会轻易停产，也就意味着纯碱的最大下游需求极为稳定。供应端减少或价格上涨后下游不会轻易停产，而当前国内纯碱行业集中度较高，前五大纯碱生产集团的市占率约58%，大企业生产出现问题很容易带动价格大涨。

其四，两轮纯碱反弹时上游库存均处于中性偏低水平。2023年11月初，纯碱上游库存累积至51万吨附近，其中重碱库存16万吨、轻碱库存35万吨；1月中旬，纯碱上游库存升至44万吨，其中重碱库存20万吨、轻碱库存23万吨。按照纯碱日度需求9万吨估算，40-50万吨的纯碱库存折合下游可用天数为5-6天，为中性偏低的水平。一旦价格上涨下游加大补库力度，纯碱库存可迅速下降至30万吨附近的偏低水平，低于30万吨的库存很容易驱动价格上涨。

其五，两轮纯碱反弹都是减仓反弹。2023年11月初，纯碱主力合约SA2401持仓一度达到95万手，价格上涨过程中持仓持续减少，12月初纯碱持仓减少至40万手；2024年1月中下旬，纯碱主力合约持仓从52万手下落到46万手。对此，我们既可以理解为上涨过程中空头被迫止损，也可以理解为空头的主动平仓推升了两轮反弹行情。

图表 2：国内纯碱生产企业库存（万吨）



数据来源：上海钢联，中信建投期货

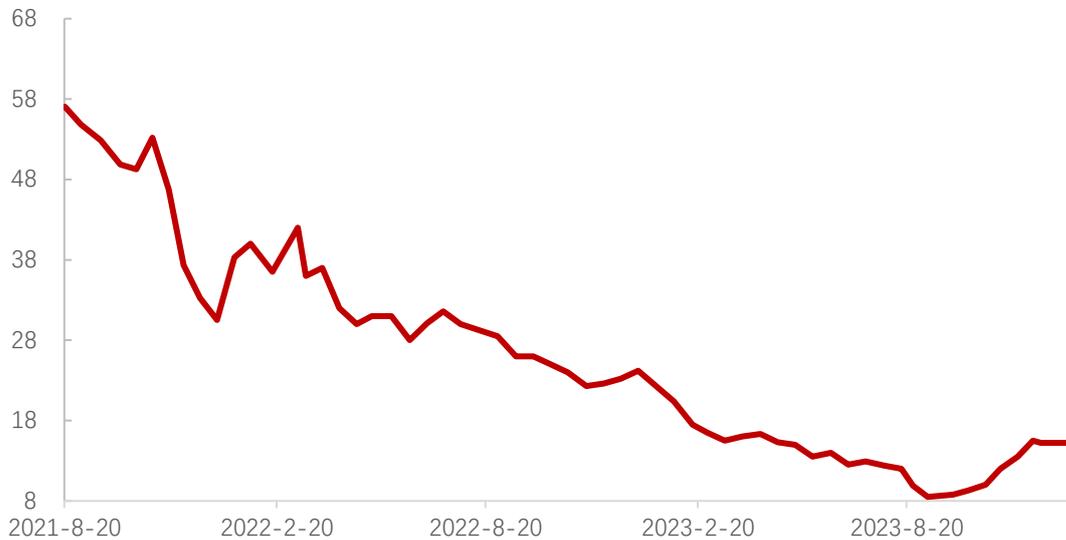
从差异来看，2023年11月国内纯碱价格大幅上涨，更多是受到供应持续减少和新增产能不及预期影响，11月青海产量减少持续的时间较长；2024年1月纯碱的反弹并未出现环保等外在因素导致供应持续减少，远兴等个别设备短期减量，持续时间并不长，影响的产量较为有限。

此外，2023年11月纯碱上涨还受到下游补库影响，2023年11月初国内玻璃厂原料库存可用天数仅10天左右，下游因担忧价格持续上涨加大补库力度，反过来加速了价格的上涨。2024年1月中旬，国内玻璃厂平均原料库存可用天数超过15天，大型企业的库存可用天数超过20天，当前下游持有的原料库存天数已足够维持春节期间的正常生产。基于此背景，玻璃企业并无较强的意愿大量补库。

最后，2023年11月，纯碱期货总持仓一直大于100万手，市场分歧极大，博弈较为剧烈。而当下纯碱总持仓约67万手，市场的分歧小于11月，靠空头止损打出1000点级别的行情概率较低。



图表 3：37%样本玻璃企业纯碱可用天数（天）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货

图表 4：纯碱期货持仓量变动（手）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、此轮反弹持续性如何？

此轮纯碱市场反弹，更多是上下游博弈和资本与产业博弈的结果。从基本面来看，近期纯碱供需关系变动不大，近期纯碱周度产量在 66-70 万吨区间波动，下游周度需求稳定在 63-64 万吨，供应始终高于需求。下游补库只是导致库存从上游转移至下游，并未改变国内纯碱总库存持续增加的现实。一旦下游停止补库，纯碱上游库存将持续增加。待上游库存超过 60 万吨，纯碱的价格压力将明显增加，若上游库存超过 100 万吨，纯碱现货送到价大概率会跌破 2000 元/吨，阶段性跌破氨碱成本也是可预期的。建议投资者谨慎看待近期纯碱反弹行情，耐心等待纯碱反弹后的阶段性做空机会，SA2405 重点关注 2200-2250 附近压力。上游企业把握难得的反弹机会进行卖出



套保，锁定短中期生产利润。后期重点关注供应端变动，警惕超预期的检修和减产出现。

四、中长期如何看待？

更长周期来看，2024 年纯碱价格的主旋律是供应过剩，但因头部企业集中度较高，上游企业通过调节开工率来支撑价格的意愿较强；下游企业可通过压缩原料库存和进口来增强话语权。预计年内纯碱价格延续高波动，阶段性的库存转移将驱动价格上涨和下跌。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。