

确定性下行路径中的不确定性

——纯碱品种专题报告

2023-09-28

中泰期货产融发展事业总部

研究员：于小栋

从业资格号：F3081787

交易咨询从业证书号：Z0019360

目 录

CONTENTS

一、前言

二、轻碱需求季节性转弱支持下行？

三、下游缺乏操作空间，上游持续“内卷”驱动下行

四、出口空间在价格回落后或将开启

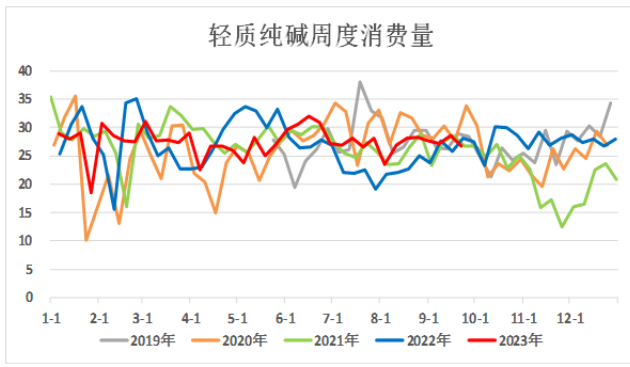
五、SA2401合约交割节点或是节前备货周期

六、同一个剧本能否重演

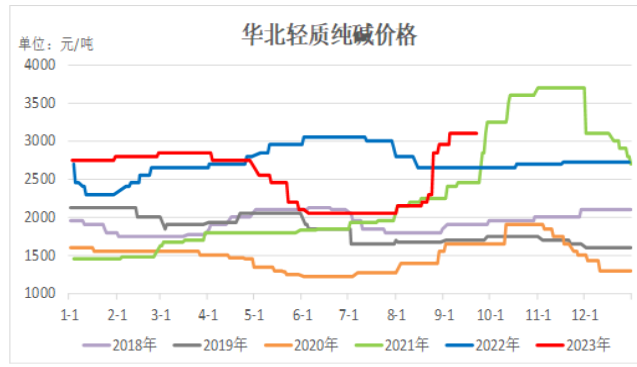
一、前言

伴随9月期间行业新产能以超预期的速度达量出品和消息面传大量进口碱即将到港，纯碱现货端情绪急转直下。虽然当前全行业库存仍维持低位，但自行业周产量提升至62万吨之上以来，供过于求的趋势已然明确。伴随着库存拐点的出现，终端基于价格趋弱判断和市场逐步宽松的货源情况，采购情绪较前期显著转弱。而碱厂虽然在短期库存结构看依然占据议价主动权，但在确定性的方向和当下的高利润下，行业内难以在高价区间形成挺价合力，现货价格处在高位下行通道中是现货端和资金面的共识性观点。纯碱期货价格呈现的back结构及深贴水客观反映了后市持续看跌的情绪，可以说，当前市场对纯碱走势的方向性并无异议，核心的争议则在于下行路径的速度，即期货盘面价格的贴水幅度是否合理，以及行业后续因持续性累库造成亏损的时间节点。

二、轻碱需求季节性转弱支持下行？



数据来源：中泰期货整理



数据来源：隆众资讯、中泰期货整理

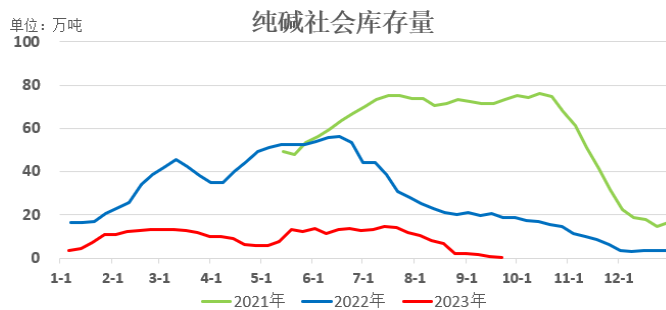
我们在此先给出观点，2023年四季度轻碱需求将整体延续近期水平，如2022年四季度相似，轻碱表需小区间震荡，而不会出现如同2020/2021年一般的重心下移。在去年同期，市场给出四季度轻碱需求季节性下行作为SA2201合约做空支撑时我们也基于实际情况给出了相反的看法。从需求分布看，轻碱终端行业分布杂而散，当前仍缺少完备的数据来跟踪准确的需求情况，从表需量的研判看，我们认为行业的价格走势和采购意愿对于表需波动的影响大于行业刚需情况的作用。同理，重碱需求具备刚性，但表需同样因终端的价格研判、采购意愿、

二、轻碱需求季节性转弱支持下行？

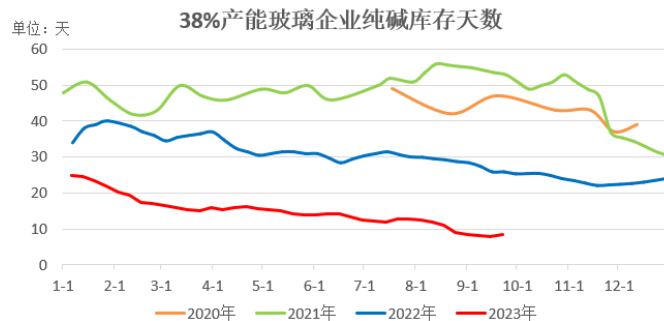
交割库货源流向等因素宽幅波动。2022年四季度表需未走弱的原因是价格走弱的起点和交割库出货周期提前夏季，终端备货压缩的空间在四季度前已兑现完毕，而在2021年及更早之前，采购的季节性特点则更多遵循传统的四季度转弱规律，对应表需看四季度通常具有走弱迹象。从当前看，纯碱仍处在全行业低库存状态，轻碱终端手中同样无大量存货，基于当下的市场价格情绪，终端在近期缺乏利于囤货的周期，也因此持续缺乏压制采购空间的基础。考虑博弈空间的获取方式，在当前节点之后的表需表现上，超量采购会比压缩采购周期先行见到。

三、下游缺乏操作空间，上游持续“内卷”驱动下行

如果说后续库存增加及走弱路径较以往行情波段的最大差别，首当其冲的应是上游“内卷”特征明显，相较于往常走弱过程中终端主动压制采购量降低原料储备、又或是期货价格走弱为交割库释放打开优势，都可以从中游和下游两端同时为上游增库形成助力，以此促成价格回落过程中出货量仍在持续走弱，形成较完善的负反馈路径。但本轮最大的区别是，目前交割库存量可忽略不计，终端备货量较8月底库存少量提升，但短周期看对于压缩采购量仍是有心无力的状态。近期市场声音普遍反馈终端采购意愿低，对高价货源抵制情绪强，事实上看，终端自2022年初玻璃利润走弱以来持续处在主动压缩原料储备的周期，直至今年夏季过度兑现储备而酿成阶段断供风险，当下的这种情绪除通过少量进口货源补充外，再无通过表需量将压力传导给上游的途径。

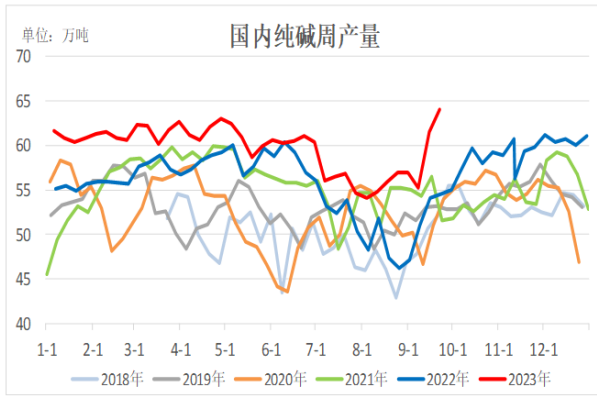


数据来源：隆众资讯、中泰期货整理

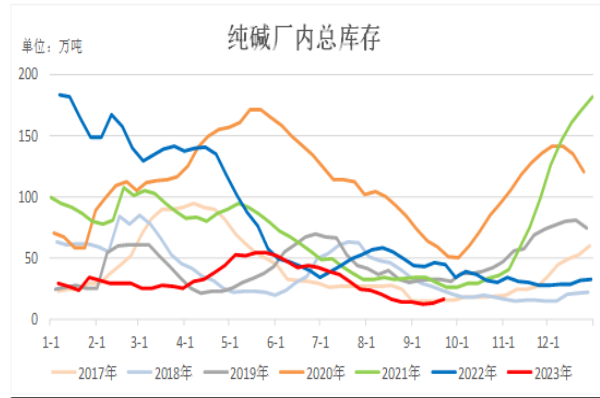


数据来源：隆众资讯、中泰期货整理

三、下游缺乏操作空间，上游持续“内卷”驱动下行



数据来源：隆众资讯、中泰期货整理



数据来源：隆众资讯、中泰期货整理

本轮行业处在大量新增产能投产放量初期，相较于往常的供需博弈下行，我们将本轮这种下行特征定义为上游内部博弈。短期看，在高利润和累库走弱预期的碰撞下，上游延续高产兑现利润自然无可厚非，但这种上游内生的下行从驱动上自然弱于外力推动作用，在后续价格回落至一定程度时，上游对这种局面的掌控能力将会强于以往，而一旦中游或下游开启采购动作，对应表需便会增加以支撑行情价格。

四、出口空间在价格回落后或将开启

在多数时间内，纯碱出口订单价格往往低于国内，一方面是上游拓展销售渠道的需要，另一方面是出口货源以轻碱为主，通过出口可以调节国内市场压力。海外价格较国内波动弹性小，在前期国内价格迅速拉涨下，出口新单的窗口被国内外价差锁死，进口优势对应凸显。在与业者交流沟通后，我们认为当前国内轻碱主流市场出厂价至2000-2100元/吨区间时，出口订单适度让利后订单的空间或将重新打开，而上游基于国内过剩的压力和预期，拓展出口市场的内生意愿将较为强烈，由此使国内市场压力得到一定缓解。

五、SA2401合约交割节点或是节前备货周期

市场前期曾讨论国庆假期前终端是否具有备货需求，从实际情况看这一特征并不明显。主要原因包括价格情绪在节前初步转弱、国庆假期物流停滞并不显著，在上游出货意愿充足、现货货源转向宽松的背景下，终端的备货需求似乎不具备普遍性。市场对于过剩后的方向性并无异议，因此决定终端或在较长时间内不具备主动提升库存的意愿，在持续降价的预期下将尽可能压缩原料储备，也就是说终端的备货量在春节前备货周期到来前大概率将维持低位。从物流影响角度考虑，春节假期的影响将显著大于国庆假期，终端在低备货量下将产生更明显的集中补库需求，这种采购量的提升也会带动行情阶段企稳。

六、同一个剧本能否重演

从当前盘面结构和空头观点出发，我们认为当前盘面的时间节点较类似于今年4月末。盘面基于产能增加导致的供需失衡，先行给出盘面的贴水幅度以待碱厂的价格策略选择。在5月的路径中，碱厂竞相降价获取订单以兑现利润，盘面则顺势下行维持贴水幅度，直至单月大幅下行出现后碱厂重现挺价情绪，盘面价格则同步企稳止跌，开启了后续6月的震荡行情。从行业季节性对比两个时间节点的异同看，当前节点处于高产季初期而4月末则有后续待开启的检修季支撑，目前较前期节点显然对上游而言更加不利，但从另一角度看，四季度历来是上游累库和价格走弱的周期，作为产业端业者而言，对四季度累库的包容度或许较二季度更高，也就导致累库的现实所造成的恐慌较难发酵。其次，期货盘面和现货端基于新产能冲击带来共振下行的路径已在5月呈现过一次，之后新产能投放这一驱动也由预期转化为现实，5月的恐慌下跌实际带来的只有价格的下行而并未有接单和出货的实际改善，并在后续月份出现了修复纠偏的大幅上行行情。面对当下，本轮下行通道似乎更加“深不见底”，若本轮厂家选择基于可控和符合预期的累库速度缓慢调价，则期货盘面价格有望通过跨期正套和期现价格双向奔赴的方式修复近月基差，而若碱厂重复了上次的选择，那么盘面的下行或许也不再会参考基差的水平。碱厂在经历了几个月的心里建设后，面对同样的选择题所给出的答案，市场将拭目以待。

专注服务 精诚如一

风险提示及免责声明

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中泰期货提示您：期市有风险，入市需谨慎。

研究员：于小栋
从业资格号：F3081787
交易咨询从业证书号：Z0019360