

## 成本线附近的纯碱，我们该怎么操作？

引言：2023 年纯碱从 2 月份的高点 3069 跌至 8 月份的 1508 低点，价格的波动率高达 51%。今年我们也一直在关注纯碱的行情，在 2 月底的专题《低库存支撑下的纯碱，还能走多远？20230222》中详细分析了纯碱低库存的结构难以为继，天然碱产能的大扩张对纯碱价格的冲击是不可估量的；在 4 月底我们发表了《纯碱下方空间还有多少？20230424》通过逻辑演绎了多头逻辑被一一证伪，整体下行趋势没有改变。在 5 月底我们再次追踪纯碱的价格变动，发表了《纯碱的底在哪里？20230524》，指出纯碱长期将会在成本线附近徘徊；7 月中旬我们深入湖南湖北调研，发表了《湖北地区纯碱玻璃调研笔记 20230717》指出近月低库存可能会有逼仓的风险，建议近月合约逢低看多为主。在经历了 8 月中旬的一场多逼空的博弈之后，我们发表了《纯碱 —— 时间是空头的朋友。20230911》，详细说明了时间是站在空头这边的。

目前纯碱 01 合约的价格在氨碱法成本附近徘徊，后期的宏观，供需面和成本端将如何演绎？我们如何操作？

多头逻辑：1、高基差已经将产能大扩张的利空提早在盘面 Price in 了；

2、盘面目前 01 的利润不高，且合约间的价差越来越小，远月的 Contango 结构不断向前推进；

3、成本端煤炭冬季大概率维稳，下降空间不大；

4、政策支撑地产端的发展，地产目前处于底部复苏期，最差的时候已经过去了。

空头逻辑：1、远兴 3 和 4 号锅炉还未开启，产能大扩张还未终结；

2、产能大扩张后，纯碱现货高利润不可维系，现货下跌必然带动期价的偏弱运行；

3、需求增量较小，目前光伏玻璃政策扶持力度减弱，后续纯碱下游需求的支撑力度不强。

4、进口量的天量冲击和库存的不断累库。

## 观点总结：

1、首先我列出了所有影响盘面和现货的因素，经过删选归纳总结出上述的几点。根据目前盘面处于下跌趋势，肯定是利空逻辑占主导这一公理，来推断纯碱后续的价格走势。

2、我们发现纯碱目前空头的理由只剩下一个还未兑现，其余3个或是已经兑现，或是对盘面的影响越来越小，所以我们判断中短周期纯碱大概率会陷入震荡走势的概率较大。

3、震荡过后我们通过纯碱库存周期和空头被一一证伪的逻辑发现，上述所列的多头的逻辑开始占主导，且宏观层面地产的逐步复苏。

4、结论：目前还有一个利空因素还未兑现，等待产能扩张之后，利空全部兑现完毕，利多逻辑逐渐显现，加之其余突发因素（供应装置故障或新投产不及预期）等，我们认为纯碱中长周期建议在成本线附近（按照目前动力煤的价格计算为1650）逢低看多。

空头逻辑

空头逻辑被一一证伪

## 1、远兴3和4号锅炉还未开启，产能大扩张还未终结；

远兴能源3和4号锅炉水合工艺直接产出重碱，将大大缓解目前重碱市场紧缺的情况。本周的轻重碱生产比例的数据能看出，轻重碱比例有所回升，轻碱库存不断上涨，涨幅较大，重碱库存小幅波动，可以看出重碱市场还是比轻碱要紧张的。

**逻辑证伪：**目前盘面价格已经跌至1750左右，产能大扩张的逻辑在盘面已经定价完毕，后续等远兴能源投产后，更多的是情绪上的影响，盘面的反映可能不如空头预计的那么大的幅度。

## 2、产能大扩张后，纯碱现货高利润不可维系，现货下跌必然带动期价的偏弱运行；

产能大扩张，在需求端稳定的前提下，高利润必将不可持续，这是一点经济学的共识和公理，但我们操作的是期货价格，就需要研究期现之前的基差特点和交割逻辑。

**逻辑证伪：** 现货价格目前纯碱的利润依旧较高，氨碱法的利润为 592.35 元/吨（截至 2023 年 11 月 2 日），联碱法为（双吨）为 722.10 元/吨（截至 2023 年 11 月 2 日）。

但就盘面 01 的价格来看，盘面利润氨碱法为-111 元/吨，联碱法为 328.5 元/吨，空头想要打压的空间不太大了。

且目前价差结构在不断转换，纯碱 2405 之后的合约维持一个 Contango 结构，证明在 1650 附近空头向下的驱动几乎没有了。

## 3、需求增量较小，目前光伏玻璃政策扶持力度减弱，后续纯碱下游需求的支撑力度不强

**逻辑证伪：** 按照目前浮法和光伏玻璃的日熔量，加上轻碱的需求，对于纯碱的需求量一周预计是在 62 万吨左右，加上每月出口 5 万吨的量，基本是可以维持一个供需平衡的格局的。

## 4、进口量的天量冲击和库存的不断累积。

由于前期国内价格过高，能看到从 2 季度开始，纯碱给出了可观的进口利润，下游玻璃大厂开始大量买入进口货，导致 9 月的进口激增，预计 10-11 月仍会有超过 40 万吨的货物到港。

库存不断累积是事实，也是市场上都可以预见的事情。

**逻辑证伪：** 只要国内的价格下降至成本线附近，进口利润下降，进口量大概率可以忽略。

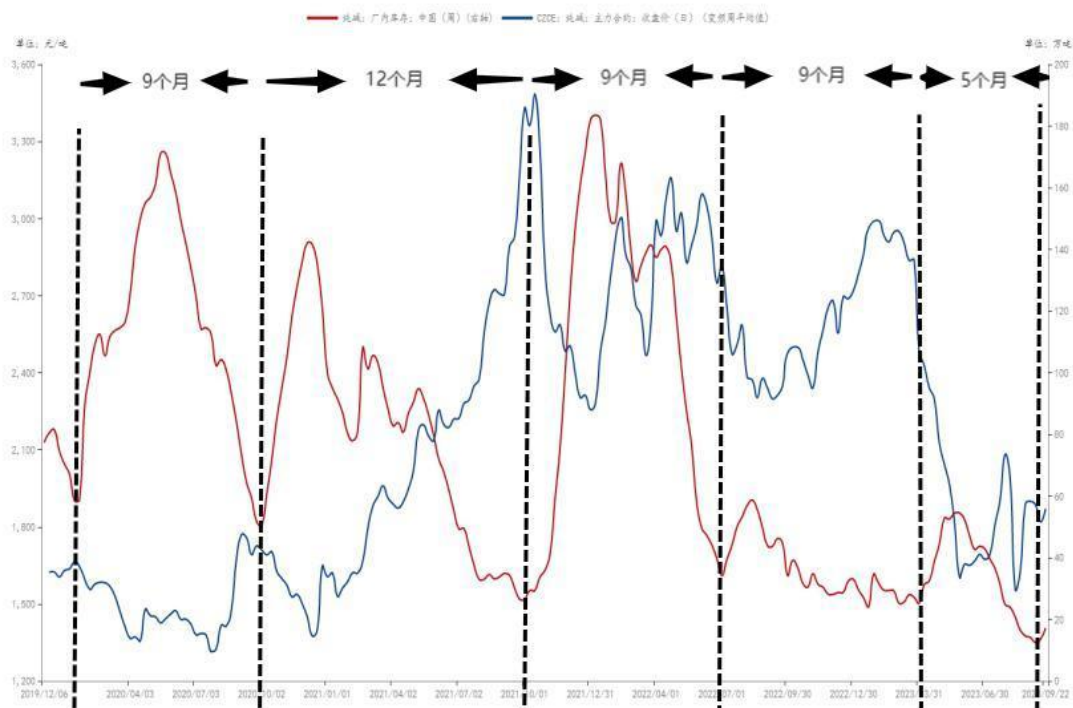
库存的不断累积必然带来价格的下跌，但当价格跌至成本线附近的时候，供应端必然会做出行动，从近几周的产量和开工也能看出来，纯碱装置比较容易出问题，产量也就一周上了 70+万吨。

### 多头逻辑

### 库存周期来看，纯碱进入主动补库阶段

我们整理了纯碱期货上市以来的库存和价格之前的关系图，发现：

- 1、每轮纯碱库存周期大概是 5-9 个月的时间；
- 2、价格波动剧烈的时候，库存周期并非概念上的轮动，中间很可能就跳过了；
- 3、目前纯碱刚经历了被动补库，**现在处于主动补库阶段**，体现到价格和库存的关系上是价格上涨，库存继续累库。



|                                 | 时间                    | 周期   | 类型   | 表现         |
|---------------------------------|-----------------------|------|------|------------|
| 2020.01.17-2020.10.02<br>(9个月)  | 2020.01.17-2020.04.17 | 3个月  | 被动补库 | 价格下降, 库存上涨 |
|                                 | 2020.04.17-2020.05.22 | 1个月  | 主动补库 | 价格上涨, 库存上涨 |
|                                 | 2020.05.22-2020.07.24 | 2个月  | 主动去库 | 价格下降, 库存下降 |
|                                 | 2020.07.24-2020.10.02 | 2个月  | 被动去库 | 价格上涨, 库存下降 |
| 2020.10.02-2021.10.01<br>(12个月) | 2020.10.02-2020.12.11 | 2个月  | 被动补库 | 价格下降, 库存上涨 |
|                                 | 2020.12.11-2021.10.01 | 10个月 | 被动去库 | 价格上涨, 库存下降 |
| 2021.10.01-2022.07.01<br>(9个月)  | 2021.10.01-2021.10.15 | 半个月  | 主动补库 | 价格上涨, 库存上涨 |
|                                 | 2021.10.15-2021.12.31 | 2个半月 | 被动补库 | 价格下降, 库存上涨 |
|                                 | 2021.12.31-2022.04.22 | 4个月  | 被动去库 | 价格上涨, 库存下降 |
|                                 | 2022.04.22-2022.07.01 | 2个月  | 主动去库 | 价格下降, 库存下降 |
| 2022.07.01-2023.3.31<br>(9个月)   | 2022.07.01-2022.08.12 | 半个月  | 被动补库 | 价格下降, 库存上涨 |
|                                 | 2022.08.12-2022.10.04 | 1个半月 | 主动去库 | 价格下降, 库存下降 |
|                                 | 2022.10.04-2023.01.27 | 4个月  | 被动去库 | 价格上涨, 库存下降 |
|                                 | 2023.01.27-2023.03.31 | 2个月  | 主动去库 | 价格下降, 库存下降 |
| 2023.03.31-2023.09.08<br>(5个月)  | 2023.03.31-2023.05.26 | 2个月  | 被动补库 | 价格上涨, 库存上涨 |
|                                 | 2023.05.26-2023.07.28 | 2个月  | 被动去库 | 价格上涨, 库存下降 |
|                                 | 2023.07.28-2023.09.08 | 1个月  | 主动去库 | 价格下降, 库存下降 |
| 2023.09.08-?                    | 2023.09.08-2023.10.27 | 1个半月 | 被动补库 | 价格下降, 库存上涨 |
|                                 | 2023.10.27- ?         | ???  | 主动补库 | 价格上涨, 库存上涨 |

多头逻辑

地产目前处于稳步发展中

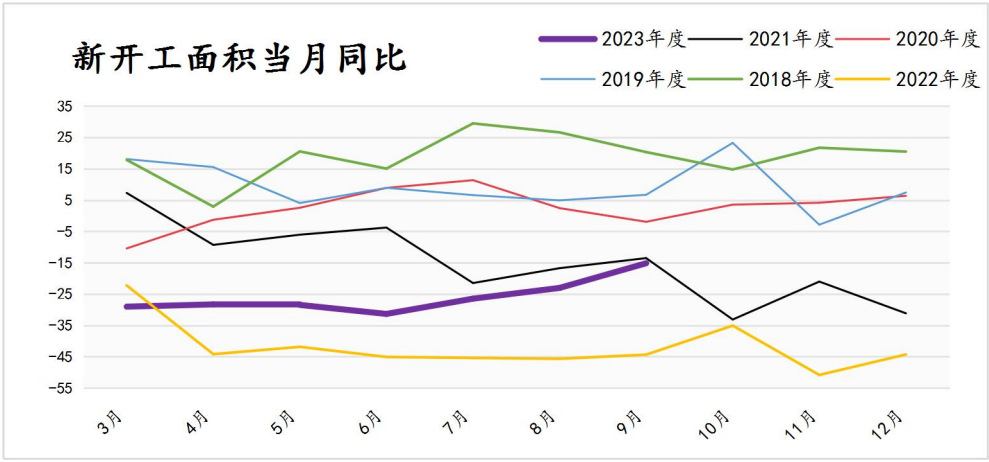
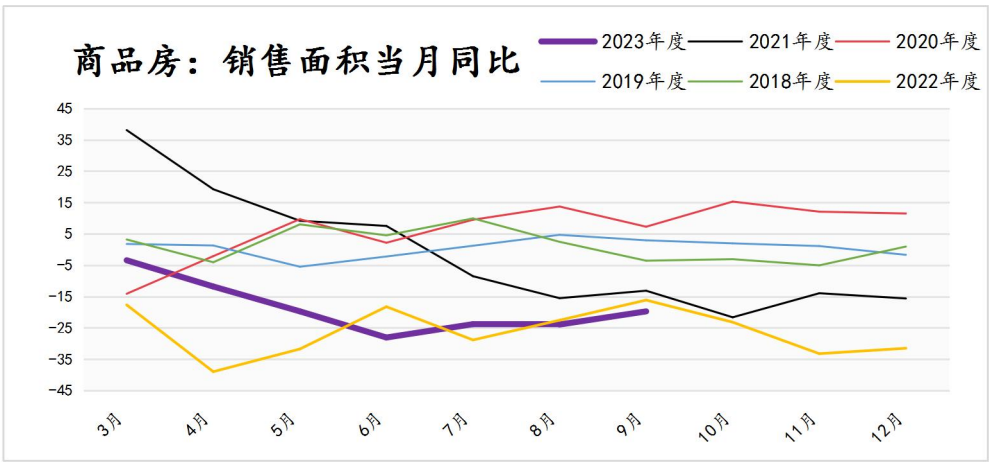
8月下旬以来，地产政策放松的效果得到了初步的检验。9月房地产销售降幅收敛，商品房销售面积同比降幅收窄至-7.5%，新开工，施工和竣工数据超预期出现了大幅度回升。

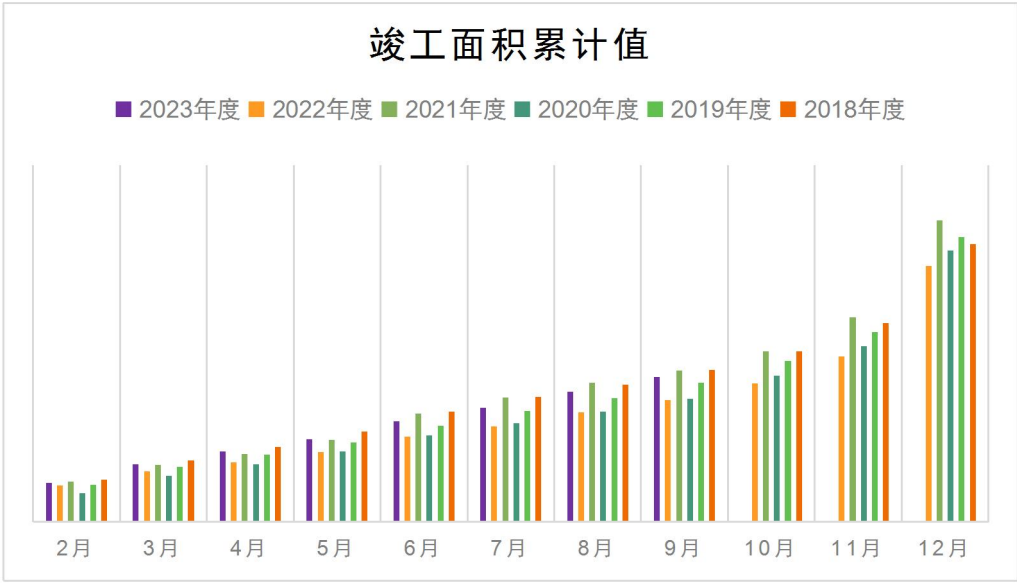
一系列数据表明房企的信心在不断加强，但在“三道红线”的政策下，房企拿地情绪不高，9月100大中城市成交土地面积同比下降43.4%，较8月仅小幅回升了0.7个百分点，仍然处于明显的低位。

开工强但拿地弱，说明房企在加速消耗库存待开发土地的同时，并没有积极地补充土地储备，是房企主动加速去库存的表现。

根据测算，截至9月底，新建住宅广义库存约为16.5亿平方米，从2020年8月的高点下降了30%，大致相当于2011年的水平。

我们从数据中可以发现，每年四季度是房企集中交房或竣工的时期，纯碱的下游是玻璃，玻璃主要运用在地产的竣工阶段。在销售和新开工数据不断转好和国家“保交楼”政策的背景下，竣工数据上涨是大概率的事件，利好纯碱下游需求。





免责声明：本报告数据和信息来源于交易所，合法媒体或资讯机构的公开资料，以及我公司付费授权的数据信息，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证。我公司力求对市场分析、判断做到客观公正，但市场千变万化，本公司不承担任何依据此报告内容进行操作投资而导致的损失。本报告未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如需引用、刊发，须注明出处为“山西三立期货经纪有限公司”，且不得对本报告进行有悖意愿的删节和修改。