

## 纯碱 —— 半个月上涨 43%，后续行情如何演化？

引言：纯碱 01 合约从 10 月 26 日的低点 1652 上涨至 10 月 23 日 2368 的高点，期间价格上涨高达 43%，成为大宗商品波动之王。11 月 3 号我们发布了《成本线附近的纯碱我们该怎么操作？》的专题，指出目前市场空头逻辑逐渐转弱，多头逻辑自然重新占据主导。目前纯碱已经上涨至 2368 的高位，后续我们怎么看？

### 逻辑观点总结：

- 1、通过供需面和逻辑分析推演，证明目前多头的力量不断衰竭，现货紧张这一支撑随着时间的推移不断弱化。
- 2、供需面我们通过出货量，下游玻璃厂库存天数，纯碱产量和预期产量等数据证明现货紧张的情绪在不断缓解，再次通过利润等数据指出目前纯碱估值处于较高的位置，后续有一定下跌的空间，并通过供需面和估值面得出目前纯碱价格的大致运行范围为（氨碱法成本，氨碱法利润 500-700），我们按照最新煤炭和原盐价格核算氨碱法成本为 1650 左右。
- 3、在通过逼仓的逻辑演绎和分析，指出多头拿货的意愿是非常不足的，加之郑商所发布了纯碱的业务修改细则，提醒客户注意多头集中离场的风险。
- 4、结论：目前利多因素逐渐衰竭，随之而来的可能是供应端的缓解，空头手里还有好几张王牌，远兴能源 3 号线顺利投料，昆仑发投开工半负荷运行、金山能源 4 号线满负荷运行等都会让现货市场的紧张情绪缓解，关注下周行情的反转。等待产能扩张完毕之后，纯碱市场后续大概率维持区间震荡的走势，具体的震荡区间参考上述基本面提供的上下限，即（氨碱法成本，氨碱法利润 500-700 左右）。

多头逻辑 1：现货依旧紧张，浮法和光伏玻璃目前需求达到高位，日熔量为 26.9 万吨，周度消耗纯碱 37.66 万吨，较 9 月份上涨 0.6 万吨/周；

	纯碱库存	纯碱产量	浮法（吨）	光伏（吨）	周度消耗纯碱量（万吨）
第 41 周	31.47	69.11	1195920	660520	37.1288
第 42 周	37.73	70.08	1197570	660520	37.1618
第 43 周	45.38	69	1201970	660520	37.2498
第 44 周	51.31	67.83	1202120	668920	37.4208
第 45 周	53.4	66.44	1204470	668920	37.4678
第 46 周	44.3	65.92	1206870	675920	37.6558
第 47 周	40.59	69.31	1206870	675920	37.6558

逻辑证伪：供给端：截止到 2023 年 11 月 23 日，周内纯碱产量 69.15 万吨，环比增加 3.32 万吨，涨幅 4.91%。纯碱整体开工率 88.83%，环比+4.15 个百分点。有些企业开工提升，暂无新增检修。

纯碱出货量数据：截至 2023 年 11 月 23 日，中国纯碱企业出货量为 72.86 万吨，环比下跌 2.87%；纯碱整体出货率为 105.36%，环比-8.44 个百分点。

需求端库存数据：周内下游玻璃企业场内纯碱库存，37%的样本 13+天，增加接近 2 天，场内+待发 19+天；45%的样本 12+天，涨幅接近 2 天，场内+待发接近 18 天；50%的样本 12+天，涨幅 1+天，待发+场内接近 18 天。

库存数据：截止到 2023 年 11 月 23 日，本周国内纯碱厂家总库存 40.59 万吨，环比下降 3.71 万吨，下降 8.37%。其中，轻质库存 27.83 万吨，重质库存 12.76 万吨。

**总结：**1、从上述图表和需求端数据中能看出，纯碱出货量，出货率和产销率在价格大幅上涨的时候本周都是下降的，**证明贸易商和下游玻璃厂的囤货情绪有所降温；**

2、我们可以关注一下纯碱第 41 周的数据，产量和本周基本持平，库存低于本周将近 10 万吨，唯一的利好就是需求端有所扩张，但是需求端的数据也紧紧增长了 0.527 万吨/周，但是对应 41 周 01 合约是收盘价是 1724，目前的价格是 2300 附近，**由此可见目前纯碱的价格是相当高估的。**

3、目前和 9 月合约逼仓情况不同的是玻璃厂的库存在不断增加，我们从上述数据就能发现一半以上的玻璃企业的库存都在 18 天左右了，与 9 月份那会的 7+ 左右的库存天数是完全不能相比的，**玻璃厂在纯碱价格高位和自身库存安全的情况下，目前补库情绪也是降温的。**

4、通过上述逻辑演绎我们发现：贸易商，期现商和下游玻璃厂的补库情绪是降温的，价格和之前的供需基本面比较，目前的价格是被高估的。库存数据的下降只能证明贸易商还在其中参与。

**多头逻辑 2：**12 合约目前仓单只有 25 手，期货持仓高达 7000 多手，较高的虚实盘比给予多头进攻的驱动；临近交割期现回归 - 现货紧张价格高位，期货价格低位 - 近月合约补贴水 - 拉动 12 和 01 合约上行 - 远月并未跟随继续下跌 - 确定为逼仓行情。

**逻辑证伪：**其实仓单少还是现货紧缺的原因，郑商所依旧维持 25 手仓单，12 合约是 7275 手持仓，虚实盘比依旧很高。我们可以分析一下多逼空的意图：多头逼仓空头有两种结果，一种是拿货，一种是获利平仓。我们先分析第一种：拿货有两种结果，一是抛售到现货市场，但目前现货 2550，12 合约是 2600 附近，多头肯定不会选择接货到现货市场抛售；二是拿下货移仓换月到后续合约上交割，但

目前合约结构是深度 back 结构，多头也肯定不会选择。所以多头只能选择了结头寸，获利平仓。下周预计纯碱产量要在 70+，现货紧张情绪会大大缓解加之下游备货情绪也不高，**我们预计下周将是多头集中离场的好时机，关注行情的反转。**

### 空头逻辑

### 空头手中的王牌依旧是供应端的扰动

**空头逻辑 1：**目前供应端的扰动依旧围绕那几套装置，青海盐湖目前已经开启，昆仑发投目前还没有动静，**但中央环保督察组办公室发布：精准科学依法推进边督边改，严禁“一刀切”“滥问责”。**中央生态环境保护督察组（以下简称督察组）将于近期陆续进驻福建、河南、海南、甘肃、青海 5 个省，开展第三轮第一批中央生态环境保护督察。要求坚决贯彻落实中央决策部署，精准科学依法推进边督边改，禁止搞“一刀切”和“滥问责”，并简化督察接待安排，切实减轻基层负担。

所以后续昆仑发投大概率不可能满开，但应该是可以开起来的，青海盐湖目前已经开启，后续还有远兴 3 号线和 4 号线年内开启的可能，而且这个可能性还是比较大的。

20231124		11. 27-12. 4	12. 4-12. 8	12. 11-12. 15
供给 (万吨)	周度产量	69. 13	70. 00	71. 00
	进口	3. 75	3. 50	3. 50
	总供给量	72. 88	73. 50	74. 50
需求 (万吨)	浮法需求	17. 24	17. 24	17. 24
	光伏需求	9. 66	9. 66	9. 66
	轻碱需求	30. 00	30. 00	30. 00
	出口需求	1. 50	1. 50	1. 50
	总需求量	69. 16	69. 16	69. 16
总供需缺口		3. 72	4. 34	5. 34
库存		44. 31	48. 65	53. 99

\*注：后续供需平衡表演化：加入远兴能源和金山的产量，据悉德邦的检查也已经通过，后续应该开启不成问题。

**空头逻辑 2：纯碱高利润不可持续：**截至 2023 年 11 月 23 日，中国氨碱法纯碱理论利润 672.54 元/吨，较上周+160.25 元/吨；中国联碱法纯碱理论利润（双吨）为 1015.6 元/吨，环比+65.00 元/吨。截至 2023 年 11 月 23 日，中国氨碱法纯碱**盘面**利润 403 元/吨，较上周+189 元/吨；中国联碱法纯碱**盘面**理论利润（双吨）为 876 元/吨，环比+214 元/吨。

**数据推理：**2016 年-2023 年，氨碱法生产企业的平均利润在 473 附近；2020 年-2023 年，下游有光伏玻璃产能大扩张的加持，利润平均值在 671 附近；

我们发现上述数据是钢联统计的完全现金流成本，目前就纯碱厂商来说我们自己统计了**现金流成本（氨碱法为 1650 元/吨）**，按照目前动力煤价格计算，中国氨碱法纯碱**盘面**利润 703 元/吨，中国联碱法纯碱**盘面**理论利润（双吨）为 1176 元/吨，均高于 3 年均值和 6 年均值水平，**明显利润水平被高估。**

彩蛋：2023 年大涨大跌的行情让市场认识了纯碱，这个素有“化工之母”美称的盐化工，既然我们想参与纯碱期货，就让我用首诗来带你们了解纯碱吧。

#### 纯碱颂

盐海之珠，晶辉映月，纯碱凝华，工艺之巅。  
世间百业，皆需纯碱，陶瓷磨砺，纸张糊浆，  
烟花绽放，皆因有你。硅酸盐之母，纯碱为尊，  
工业之基，纯碱为柱，万千用途，赞歌千载。  
你是盐湖的精魄，凝聚着天地之精华，闪耀着科技之光芒。

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。