

传统生产旺季来临

# 纯碱 将围绕成本波动

当前,纯碱产能过剩的格局较为明晰,若需求端没有明显改善,预计未来纯碱价格将围绕生产成本波动,成本最高的氨碱法作为价格区间上沿,成本最低天然碱法作为价格区间下沿。

## ■ 高荣法

国庆节后纯碱期货价格高开低走,2501 合约从最高 1754 元/吨下跌至最低 1414 元/吨,跌幅超过 300 元/吨。近期,部分纯碱厂公告减量生产,纯碱期货价格重新拉升。纯碱已经进入传统的生产旺季,未来价格将何去何从呢? 本文尝试从供需的角度进行探讨。

### 产能投放

纯碱的产量变化具有一定的季节性规律:一季度、四季度是传统的生产旺季,年度产量峰值往往会在四季度出现;二季度和三季度是传统的生产淡季,因为纯碱的生产是放热反应,纯碱企业一般会安排在气温较高时检修,更有利于生产安全。三季度纯碱已经明显过剩,若按往年规律四季度产量进一步增加,纯碱供需格局将更不乐观。

在新增产能方面,2024 年新增产能全部因故延后至四季度投产或达产,包括远兴能源四线、连云港碱业、江苏德邦、阜丰集团和中天碱业等,合计超过 300 万吨,四季度新产能投放压力巨大。

### 下游需求

纯碱的需求主要分两块:一块是轻碱,主要用于



生活洗涤、化工溶剂以及食品加工,包括日用玻璃、无机盐、洗涤剂以及新兴的碳酸锂行业等。轻碱的下游需求较为分散,相对也较为稳定,对纯碱的供需一般影响不大。

另一块是重碱,主要用于生产浮法玻璃和光伏玻璃。据钢联数据,从二季度开始,玻璃日熔量呈现持续下滑态势。截至 10 月 22 日,浮法玻璃日熔量从最高 17.65 万吨下降至 16.22 万吨,降幅 8.1%;光伏玻璃日熔量从最高 11.59 万吨下降至 9.60 万吨,降幅 17.2%。在 9 月底宏观利好政策出台后,10 月玻璃日熔量在持续下降,四季度纯碱需求难言乐观。

### 库存情况

进入 10 月,在供应上升、需求下降的情况下,纯碱库存进一步增加。据钢联数据,截至 10 月 18 日,纯碱厂内库存 160.13 万吨,自 2022 年年初创造历史峰值 183.51 万吨后,首次突破 160 万吨库存。自纯碱期货上市以来,仅出现过两次 160 万吨以上的库存:一是 2020 年二季度,纯碱期货价格在 1300~1500 元/吨区间波动;二是 2021 年年底至 2022 年年初,纯碱期货价格在 2100~3000 元/吨区间波动。

2021 年年底至 2022 年年初纯碱库存创造 180 多万吨的历史最高值,但期货价格仍然维持在 2100 元/吨以上,主要原因在于 2022 年光伏大量投产,纯

碱需求预期大幅增加,价格提前反应。后续纯碱快速去库,价格不断创新高。而今年四季度的情况,可能没有 2022 年那么乐观:产能明确过剩,需求持续下降,库存不断积累,并且还有更多新产能投放,四季度供需情况只会更糟糕。

### 行情展望

当前,纯碱产能过剩的格局较为明晰,若需求端没有明显改善,预计未来纯碱价格将围绕生产成本波动,成本最高的氨碱法作为价格区间上沿,成本最低天然碱法作为价格区间下沿。据钢联数据,截至 2024 年 10 月 18 日,华北地区氨碱法生产成本约 1720 元/吨;天然碱法生产成本按照产能最大的远兴能源进行核算,远兴能源 2023 年年报显示,该公司天然碱生产成本约 850 元/吨。从产地内蒙古阿拉善盟运至纯碱期货基准交割地河北沙河地区,运费约 400 元/吨,折盘面成本约 1250 元/吨。在供应过剩的情况下,未来纯碱价格预计难以给予成本最高的生产企业太好的利润,但也难以跌破最低天然碱成本。因此,预估四季度纯碱期货价格最低区间在 1200~1300 元/吨(天然碱成本上下浮动 50 元/吨),最高区间在 1750~1850 元/吨(氨碱法成本上浮 100 元/吨多一点)。风险关注:纯碱企业检修情况、新产能投放情况、宏观增量政策持续情况等。(作者单位:佛山金控期货)

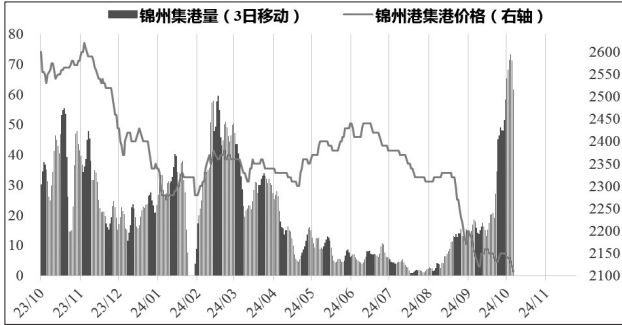
玉米 远期价格相对乐观

## ■ 李家文

自国庆节以来,国内玉米价格走势呈现分化状态。东北区域玉米价格持续下跌,华北玉米价格止跌反弹。我们认为,当前时间节点玉米价格走势之所以出现分化,主要是因为:一是东北区域和华北区域新作玉米上市时间存在差异;二是此前华北玉米价格处于低估状态。展望未来一段时间,我们认为四季度玉米价格或持续保持低位震荡,建议激进投资者可关注逢低买入机会。

从年度角度看,参考机构数据,预估 2024 年国内玉米种植面积约为 60819 万亩,相较 2023 年玉米种植面积减少 873 万亩,面积同比减少 1.42%。分区域来看,2024 年东北区域玉米种植面积约为 24656 万亩,同比减少 2.38%;华北区域玉米种植面积约为 21802 万亩,同比减少 1%;西北地区玉米种植面积约为 5304 万亩,同比增加 0.11%。除了种植面积之外,玉米单产也是重要影响变量。根据统计,2024 年东北区域玉米单产同比减少 2.51%,华北区域玉米单产同比减少 6.98%,西北地区玉米单产同比增加 2.581%。综合考虑玉米种植面积和单产情况,2024 年国内玉米产量约为 2.71 亿吨,相较去年同期减少 901 万吨,降幅约为 3.2%。除了玉米产量同比下降之外,我们预估新年度玉米替代品供应量同比也呈现下降趋势。参考物料价差及政策性因素,我们预估 2024/2025 年度玉米替代品供应量约为 4545 万吨,去年同期约为 6478 万吨,同比减少 1933 万吨。从玉米供应端角度来看,我们预估新年度玉米供应同比下降。假定新年度玉米需求不变,我们认为新年度玉米供应同比处于偏紧状态。

从月度角度看,我们认为当前时间节点处于新作玉米上市期,玉米供给大于需求,价格处于相对低位。我们以锦州港玉米集港量为例,自 10 月 18 日以来玉米集港量约为 5 万吨,同比处于历史峰值。由于东北产区玉米快速集港,锦州港玉米库存持续增加,玉米价格进一步下跌。我们认为当前时间节点玉米交易核心在于东北农户卖粮节奏的变化。考虑到后期东北气温进一步降低叠加政策性玉米收储驱动加强,东北农户卖粮压力或阶段性缓解。与此同时,需要重视的是,除了农户卖粮节奏同比加快,我们预估今年四季度玉米替代品供应量同比是下降的,这意味着今年四季度国内玉米需求同比呈现增加趋势。简单来说,如果后期东北农户卖粮节奏放缓叠加下游用粮企业阶段性补库,玉米价格或出现触底反弹。

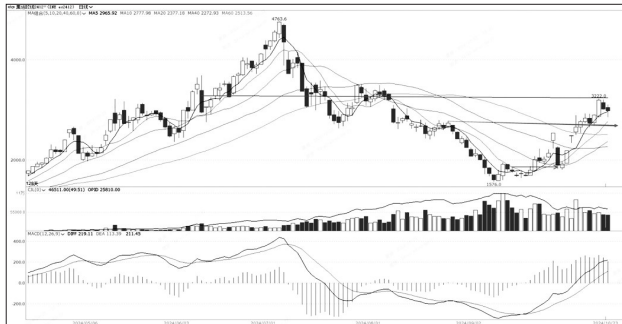


图为锦州港玉米集港量与价格走势

综上所述,我们认为新年度玉米供应同比处于偏紧状态,玉米期限结构也呈现逐月升水排列,这说明市场参与者对远月玉米价格相对乐观。但阶段性来看,当前时间节点新作玉米陆续上市,短期存在供应压力,玉米价格处于底部震荡。基于新年度玉米供需情况、玉米估值水平等因素考虑,我们认为当前阶段逢低买入玉米较为合适。与此同时,参考玉米历年基差水平,当前玉米基差处于历史同期低位水平,建议玉米贸易商买入基差相对合适。(作者期货投资咨询从业证书编号 Z0019467)

## 技术解盘

### 集运(欧线) 缩量调整



集运欧线 2412 合约前期触底反弹后多次出现缩量十字星走势,国庆节前大幅反弹,节后跌停试探 1850 左右的支撑位,之后再次开启反弹上升趋势。短期均线呈现多头排列,长期均线出现拐头向上迹象,后期均线黏合概率较高。指标方面,持仓量和成交量小幅收缩,MACD 红柱连续放大后开始收缩,DIFF 上破零轴且与 DEA 差值逐步放大,当前差值出现收缩迹象,表明短期进入震荡调整概率较高。整体上看,集运欧线 2412 合约连续上涨至头部结构阻力位后,缩量震荡调整,预计短期或继续震荡调整试探 2675 的支撑位。

### 工业硅 向上突破



工业硅 2412 合约近期一直在 12100~13000 元/吨的区间震荡,今日放量突破区间上沿,短期延续反弹概率较高。短期均线和长期均线出现黏合状态,短期均线出现初步发散迹象。指标方面,持仓量和成交量大幅增加,MACD 红柱放大,DIFF 短暂跌破 DEA 后重新上穿且差值开始放大,表明短期走强概率较高。整体上看,工业硅 2412 合约底部连续整理后出现放量上攻,预计短期继续上行试探 13580 元/吨的第一阻力位。(方正期货投资咨询从业证书编号 Z0014213)

# 金银比价面临向下修正的机会

## ■ 从姗姗

近期在通胀预期再起、地缘政治局势升温等因素提振下,贵金属震荡偏强运行,黄金不断创新历史新高,但白银受宏观情绪影响,前期涨幅偏小。目前白银相对于黄金的估值仍较低,随着降息的落地,金银比可能出现向下修正的机会,短期白银或仍有一定上涨空间,建议重点关注。

### 通胀反弹概率增加

美国通胀有重新抬头风险,抗通胀属性利多贵金属价格。近期发布的经济数据显示美国经济仍具有较强韧性,呈现制造业偏稳、服务业超预期回暖、就业市场略有回升的状态。这与美联储在 9 月议息会议上降息 50 个基点所指向的美国经济或加速回落不同,美国经济依然稳健,通胀韧性仍存在。

当前主导贵金属走势的核心因素是实际利率。具体来看,实际利率可以被拆分为名义利率和通胀预期两个部分,名义利率的高低主要取决于美联储的降息路径和节奏,当前经济实际表现出的韧性使得美联储未来降息动作有所克制,预计名义利率或趋于下行,但下行速度或缓慢。另外,通胀预期的主要影响因素来自油价以及核心服务项通胀,随着经

济软着陆预期升温以及地缘局势不确定性较大,预计通胀预期或进一步走高。美国经济展示出较强韧性,美联储开启宽松周期等可能进一步推升通胀,通胀重新抬头的风险上升,美国实际利率或趋于下行,这将是长期提振贵金属价格上涨的主要逻辑。

### “特朗普交易”升温

最近美国大选民调显示,特朗普的支持率迎头赶上哈里斯,“特朗普交易”升温。特朗普表示,如果他赢得美国大选,将采取对外加税(提高关税)、对内减税(降低所得税)的政策,这可能不断提升美国再通胀的概率,经济走强也会使得美元进一步上升。另外,如果欧美未来延续债务无序扩张,贵金属很可能成为资金的最后避风港。

此外,近期国际地缘政治紧张局势升温,避险情绪对贵金属价格有一定支撑。以色列与哈马斯冲突持续、以色列与黎巴嫩真主党冲突升级等,当前中东局势处于高度紧张和敏感的状态,随时可能引发更大规模的冲突和战争。

### 美元指数长期或趋于下行

近几周金银价格上行,是在美债利率上涨的情

况下完成的,由于美债在交易降息预期弱化的逻辑,同时贵金属的“特朗普交易”重启,资金涌入贵金属避险。美元指数也不断抬升,一方面美国经济软着陆预期升温,基本面对美元有支撑;另一方面,在经济软着陆预期下,美联储很可能不会像 9 月议息会议承诺的那样持续降息,很有可能提前结束降息周期。往后看,美元指数走势取决于经济表现和降息预期的调整,短期宏观基本面的支撑依然存在。美联储 9 月开启降息周期,点阵图显示年内或仍有 50 个基点降息空间,政策方面或继续支持美元走软。但美国大选的不确定也是影响美元未来走势的重要因素,若特朗普再度当选,那强美元或回归。

受政策预期变动影响,美债收益率近期亦有所走高。其中 10 年国债收益率于 10 月 7 日重回 4% 上方,值得关注的是 9 月 6 日以来,美国 10 年期和 2 年期国债收益率不再倒挂,恢复到正常的收益率曲线形态。由于美联储降息周期开启,短端利率下行预期较强。降息仍是大势所趋,利率大方向依然是往下走,对贵金属有支撑。

综合来看,在通胀预期再起、地缘政治局势升温等因素提振下,贵金属震荡偏强运行,逢低做多为主。此外,目前白银相对于黄金的估值较低,随着降息的落地,金银比可能出现向下修正的机会,建议重点关注。(作者单位:徽商期货)

# 螺纹钢 下行压力逐渐累积

## ■ 黄科

在过去的一个月里,螺纹钢期货价格出现大幅波动。在国庆假期前最后一个交易日,螺纹钢期货价格涨停,而节后首日经历冲高回落,日内振幅接近 10%,随着乐观情绪消退,又于 10 月 17 日回落。后市螺纹钢期货价格走向何处?

海外宏观环境不确定性加大。2024 年美国总统选举结果将于 11 月初揭晓,从近期民意调查来看,特朗普支持率继续领先。如果特朗普再次当选,可能引发新一轮的加征关税。这不仅会抑制中国出口需求,而且可能导致美国通胀反复,从而使得美联储的降息政策难以顺利实施。这将对全球经济环境产生负面影响,进而对包括螺纹钢在内的大宗商品价格造成压力。

国内宏观预期仍乐观,但有所降温。自 9 月 24 日国新办重磅新闻发布会召开至今,市场乐观情绪有所降温。接下来即将召开的全国人大常委会会议

备受市场关注,增量政策中的财政政策特别是国债发行情况即将明朗。从买预期卖现实的交易惯例来看,这可能在预期层面对于短期螺纹钢价格形成支撑,而随着预期逐一验证,参考最近几次有关部门新闻发布会后盘面的表现,若无超预期政策出台,螺纹钢期货价格大概率将走低。

从基本面来看,近期钢材价格回落拉低了钢厂利润水平,但当前螺纹钢仍维持一定生产利润,长流程螺纹钢点对点利润约为 120 元/吨,华东电炉平均利润约 110 元/吨。在钢厂持续盈利的情况下,螺纹钢供应应近期维持扩张节奏,上周螺纹钢周度产量同比缩小至 3.5%,后续产量大概率在略高位运行。需求方面,尽管目前处于需求旺季,但随着气温下降和部分地区开始降雪,北方地区施工已受到影响,后续需求发力主要依赖华东、南方地区,整体需求增长可能逐步放缓。且从历史情况来看,除了 2021 年,近 4 年下半年的需求旺季通常只持续到 11 月上旬或中旬。具体到库存方面,目前螺纹钢库存继续下降且

处于近 5 年的低位水平。然而,随着供应的持续回升,近期库存去化的速度明显放缓,厂库已连续两周累积。这一现象表明,尽管旺季需求仍在,但供应的增加开始对库存施加压力,如果维持当前的供需节奏,今年螺纹钢库存的拐点或已不远,库存累积的时点可能较去年有所提前。

综合来看,国内宏观政策的预期仍对螺纹钢价格形成一定支撑。然而,海外宏观环境的不确定性将增加市场波动的风险。在短期内,螺纹钢期货价格或进入上下两难的震荡格局。从中长期角度来看,供应端的持续扩张节奏和库存去化放缓及厂库开始累积也在基本面对螺纹钢价格形成一定支撑。预计在 10 月底或 11 月初本轮国内宏观政策完全明朗之后,市场进入政策空窗期,届时宏观情绪对螺纹钢盘面的支撑进一步减弱,市场交易重心将转向供需基本面。而随着 11 月中下旬旺季结束、需求见顶回落,螺纹钢价格也可能随之下行。

(作者单位:大有期货)