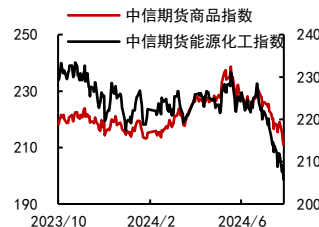


烧碱上市复盘的启发

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

上市以来，烧碱价格运行区间为 2400-3000 元/吨，呈现远月高升水、近月下跌收基差的特点。烧碱现货直销为主、流通量少，且现货仓储、运费高昂均对远月形成支撑。经历多次交割博弈，上游注册仓单意愿增强，而买方接货积极性下降，近月基差回归的节点不断提前。临近交割，盘面大概率围绕现货波动，以寻求价格运行的安全边际。



摘要

上市回顾

盘面运行区间 2400-3000 元/吨，政策预期、基本面预期、仓储成本等因素影响远月盘面价格表现，现货供需、仓单量、盘面升贴水更多影响近月盘面价格。

品种特性、预期博弈支撑远月高升水

烧碱为八级危险品，具有极强的腐蚀性。从事烧碱生产、贸易等业务，需具备危险品经营许可证。液碱现货流通量小，直销比例达 90%。其中，运输超过 50km 的 32% 碱运费价格为 0.4-0.5 元/湿吨·km，300km 以上的贸易要用 50% 碱。

液碱的高仓储费、高运费对远月合约升水形成支撑。根据当前交割规则计算，交割前 60、45、30、15、5 天注册仓单，厂库仓单成本分别为 44、38、32、26、22 元/吨，社库仓单成本分别为 669、546、423、300、218 元/吨。在市场氛围偏暖的背景下，2405 与 2409 合约（交割月之前的两个月时间内）普遍升水现货 300 元/吨以上。随交割月临近，仓储时间减少有利于降低仓单持有的成本。

多次交割博弈，盘面趋于理性运行

烧碱上市初期，市场认为上游参与期货意愿偏低，盘面交割压力小，05 和 06 交割月的前一个月仍给到盘面高升水。厂库仓单成本低且盘面升水 100-200 元/吨，厂库注册仓单意愿受提振。买方处理仓单有三种方式，上游回购、盘面协议平仓以及现货销售，三种方式均需盘面贴水至少 100 元/吨才可能不亏损。

经历过 05/06 盘面升水交割后，卖方注册、回购仓单均盈利，卖方参与仓单注册

化工品研究团队

研究员：

胡佳鹏

从业资格号：F3039655

投资咨询号：Z0013196

黄谦

从业资格号：F3063512

投资咨询号：Z0014611

杨家明

从业资格号：F3046931

投资咨询号：Z0015448

杨晓宇

从业资格号：F03086737

投资咨询号：Z0020561

张紫南

从业资格号：F03097101

投资咨询号：Z0020714

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

的积极性提升，然而，盘面升水导致买方接货亏损，近月买方博弈的心态由乐观转向悲观。6月初07、08合约基差大幅走弱，07交割月基差的均值为185元/吨。此时买方接仓单，基差可以覆盖仓单回购的成本。08合约基差走强的时间点前置，上游临近交割交货意愿下降。

由此可见，交割前两个月基差的快速走强将抑制上游交货意愿，厂家对远月烧碱的供需预期也影响仓单数量。若交割前盘面升水现货，买方接货的意愿也较差。临近交割，盘面大概率围绕现货波动，以寻求价格运行的安全边际。盘面上边际参考“厂库32%碱现货价+仓单成本”，下边际参考“厂库32%碱现货价-接货成本（约100元/吨）”。

风险提示：（1）基本面预期；（2）上游检修；（3）需求变化。

目 录

摘要

一、 烧碱上市回顾——远月预期引导，近月交割为主	5
二、 品种特性、预期博弈支撑远月高升水	6
（一）32%碱市场流通货源少，高度碱呈现北碱南运、西碱东送的格局	6
（二）仓储、运输费用高昂支撑远月升水	7
三、 多次交割博弈，盘面趋于理性运行	9
（一）首次交割——多头主导，但交割不利于买方	9
（二）2406 合约交割——仓单注册积极性提高，买方接货存压力	12
（三）2407 合约交割——买卖双方心态转变，盘面首次贴水交割	13
（四）2408 合约交割——盘面贴水、旺季预期压制上游交货意愿	14
四、 观点总结	14
免责声明	16

图表目录

图表 1: 上市以来烧碱期货、现货价格走势 单位: 元/吨.....	5
图表 2: 烧碱产量结构 单位: %.....	7
图表 3: 烧碱产能分布 单位: %.....	7
图表 4: 烧碱贸易流向	7
图表 5: 烧碱期货厂库交割成本 单位: 元/吨.....	8
图表 6: 烧碱期货仓库交割成本 单位: 元/吨.....	8
图表 7: 烧碱价格价差 单位: 元/吨.....	9
图表 8: 不同时间对应的仓单成本 单位: 元/吨.....	9
图表 9: 烧碱 05 合约价格价差 单位: 元/吨.....	10
图表 10: 仓单注册情况	10
图表 11: 05 合约交割量	11
图表 12: 烧碱 06 合约价格价差 单位: 元/吨.....	12
图表 13: 仓单注册情况	12
图表 14: 06 合约交割量	12
图表 15: 烧碱 07 合约价格价差 单位: 元/吨.....	13
图表 16: 仓单注册情况	13
图表 17: 07 合约交割量-1	13
图表 18: 07 合约交割量-2	13
图表 19: 烧碱 08 合约价格价差 单位: 元/吨.....	14
图表 20: 仓单注册情况	14

一、烧碱上市回顾——远月预期引导，近月交割为主

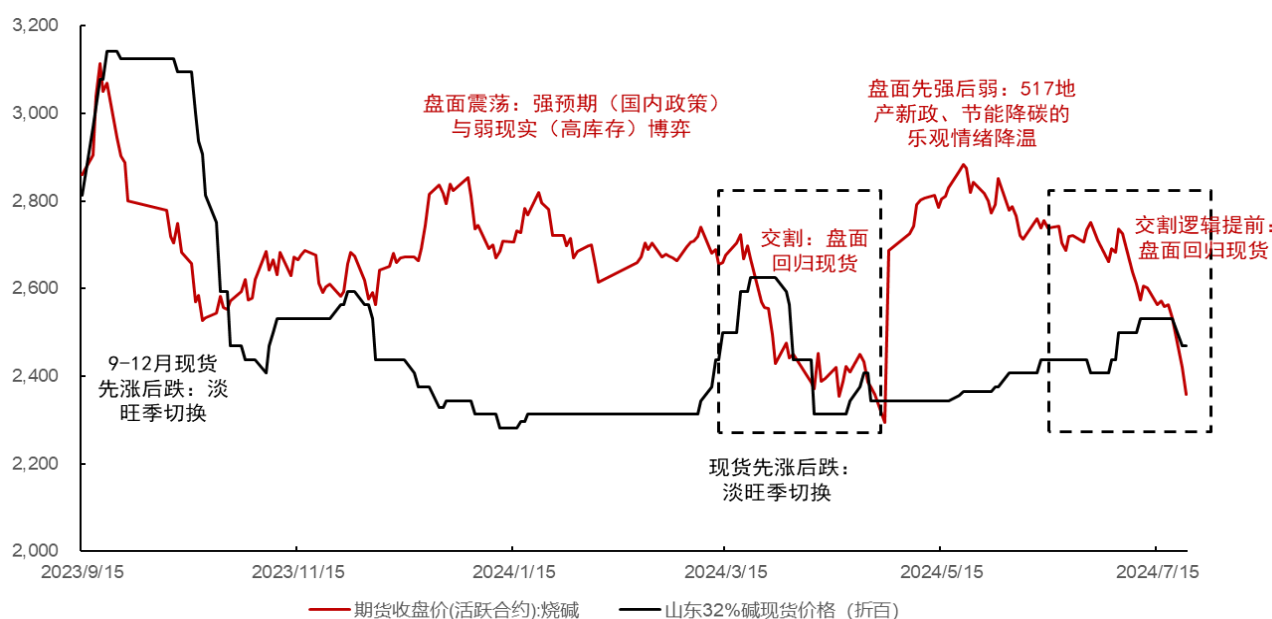
2023 年 9 月烧碱期货上市，盘面偏强运行，主要受终端处于旺季、下游国庆备货提振。国庆前期货发挥价格发现作用，领先现货下跌。表现为 9 月中下旬盘面走弱，驱动来自下游补库结束、上游开工回升至高位区间、行业累库压力渐增。10 月底-11 月盘面止跌回升，一是现货库存环比去化、价格企稳，二是万亿国债提振市场信心。

2024 年 12 月-2024 年 2 月烧碱基本面承压，现货价格由 2550 元/吨下跌至 2313 元/吨，而 05 合约处于 2600-2800 元/吨的区间震荡。盘面能够维持 300 元/吨以上的高升水，一方面是远月合约受预期主导，Q4 国内政策预期偏强，且市场看好烧碱 05 合约旺季价格；另一方面，烧碱高仓储成本、低现货流通量的特性有利于买方市场。

2024 年 3-4 月盘面重心由 2720 元/吨下移至 2300 元/吨，基差收窄至 0 元/吨附近，主要因为烧碱旺季供需改善幅度有限，现货价格仅阶段反弹，盘面高升水吸引上游注册仓单。随仓单注册量增加，05 合约快速转弱。

2024 年 5-7 月烧碱盘面先强后弱。5 月地产新政、节能降碳提振市场情绪，09 合约烧碱旺季基本面预期向好（上游秋检、下游旺季）、仓储费成本高、夏季电价扰动等因素推动盘面价格上行。6 月市场情绪降温，烧碱 09 合约由 2800 元/吨回落至 2700 元/吨。7 月烧碱盘面跌至 2500 元/吨以下，一是 05/06 合约交割表明，盘面高升水刺激上游积极交货且不利于多头接货，买卖双方心态发生转变；二是 8 月烧碱仍将面临供应回升的压力，现货存下行风险。

图表 1：上市以来烧碱期货、现货价格走势 单位：元/吨



由上述分析可见，接下来，我们将详细分析，烧碱现货特性带给盘面的溢价，交割如何影响盘面价格，市场参与者心态发生了哪些转变，盘面交割月的安全边际在哪里。

二、品种特性、预期博弈支撑远月高升水

烧碱现货特点为高仓储、运输成本，且市场流通货源少。相对现货而言，盘面远月呈现升水状态，给予一定溢价。

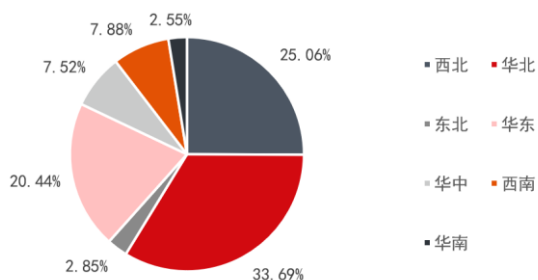
（一）32%碱市场流通货源少，高度碱呈现北碱南运、西碱东送的格局

烧碱为八级危险品，具有极强的腐蚀性。从事烧碱生产、贸易等业务，需要具备危险品经营许可证。

液碱不便于运输，以省内或周边省份销售为主，直销比例达 90%。其中，32%碱运费高昂，50km 以上运距计价为 0.4-0.5 元/湿吨·km，运输距离一般不超过 300km，长距离运输要用 50%碱。固碱运输便利，生产企业多分布在西北，下游消费企业位于华东、华南和西南地区，故固碱贸易量明显多于液碱，固碱直销比例约为 60%。

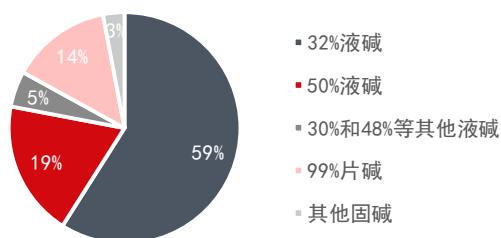
全国主要烧碱贸易区域中，净流出省份包括内蒙、山东、新疆、陕西等，净流入省份包括山西、广西、广东等。山东氧化铝、造纸以及化工行业集中，当地 32%碱贸易较为活跃，多余 50%碱外销至江浙或者出口。江浙主要下游是化纤、印染以及造纸，江苏多余烧碱也会流向浙江，江浙的烧碱贸易活跃度不及山东。山西消费以氧化铝为主，河北主要为化纤行业。西北液碱消费集中在新疆化纤、山西氧化铝，片碱流向西南、华南等地。

图表 2：烧碱产量结构 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

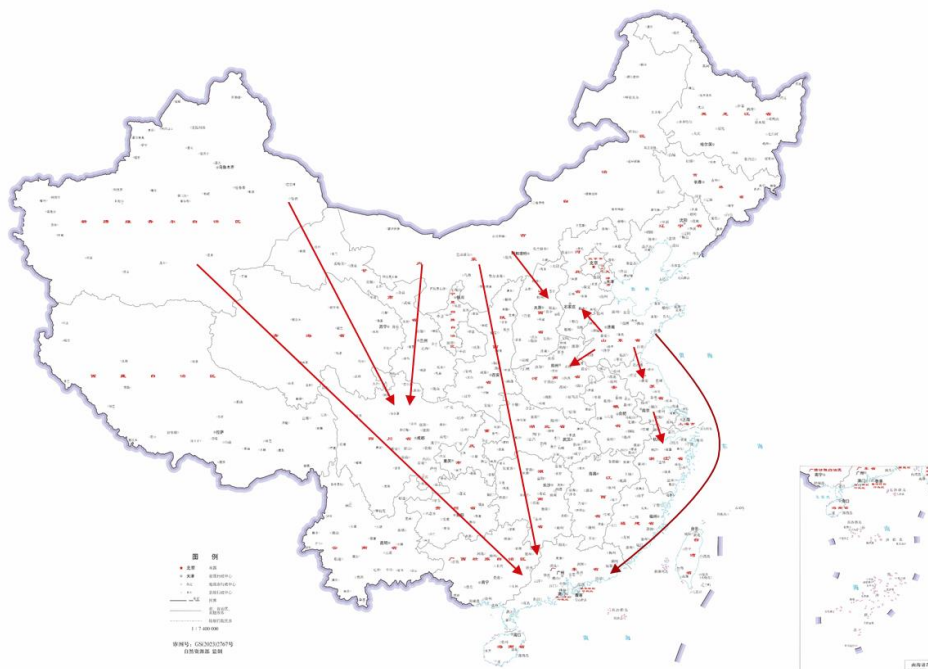
图表 3：烧碱产能分布 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 4：烧碱贸易流向

中国地图



资料来源：中信期货研究所绘制

（二）仓储、运输费用高昂支撑远月升水

液碱仓储费、运费远高于一般的液体化工品，对远月合约形成支撑。我们计算厂库信用仓单、社库仓单成本，以探寻远月升水的合理性，具体计算过程如下。

假设卖方在交割前 45 天注册仓单，现货价格 2350 元/吨，盘面价格 2500 元/吨，手续费、资金利息等详见图表 5、6。

对于厂库，信用仓单最大成本为现货与盘面的资金利息，共计 17.6 元/吨。若厂库在盘面预留敞口以规避增值税风险，17.26 元/吨的增值税支出可忽略不

计。由此可见，一般情况厂库信用仓单成本最高为 38 元/吨，合理规避增值税风险后，信用仓单成本为 21 元/吨。

对于社库，参与者持有仓单的最大成本为仓储费 2.5 元/湿吨·天，持仓周期内仓储成本为 352 元/吨。参与者可以选择先将现货存放在非交割区域（费用 1.8 元/湿吨·天），交割前 5 天，参与者将货转移至交割库以注册仓单（短驳费 30 元/湿吨），此种方式的仓储成本也高达 358 元/吨。其次，运输费用也是烧碱仓单的主要支出之一。若工厂与社库距离在 50km 以内，汽运费通常为 30-40 元/湿吨。若距离较远，运费则按照 0.5 元/湿吨·km 计算。我们采用现货直接存放交割库的方式、工厂与社库的运距在 50km 以内，计算社库仓单成本约为 546 元/吨。

根据当前交割规则，仓单有效期最长为 2 个月，经计算交割前 60、45、30、15、5 天注册仓单，厂库仓单成本分别为 44、38、32、26、22 元/吨，社库仓单成本分别为 669、546、423、300、218 元/吨。烧碱远月合约一般通过升贴水来表达市场预期、交割成本。从盘面运行情况来看，在市场氛围偏暖的背景下，2405 与 2409 合约（交割月之前的两个月时间内）普遍升水现货 300 元/吨以上。随交割月临近，仓储时间缩短有利于降低仓单持有的成本，以近月合约下跌的方式收窄升水。

图表 5：烧碱期货厂库交割成本 单位：元/吨

成本类别	子项目	细分成本（元/吨）
手续费	交易费（7.3 元/手）	0.24
	交割手续费（0.5 元/吨）	0.5
仓储成本	检验费（2200 元/手）	2.44
	出库费	0
	入库费	0
	仓储费	0
资金成本	现货资金利息（年化 5%）	14.5
	保证金利息（比例 20%，年化 5%）	3.1
增值税抵扣	增值税（13%）	17.26
合计		38.0

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

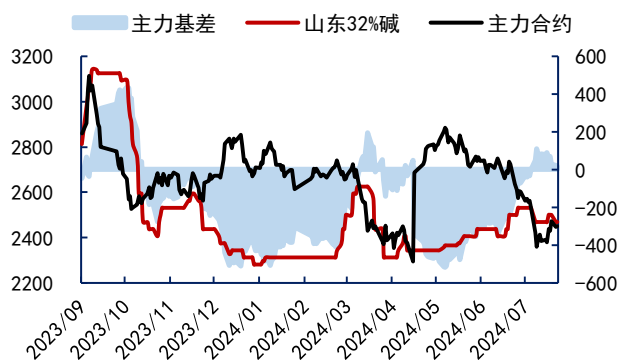
图表 6：烧碱期货仓库交割成本 单位：元/吨

成本类别	子项目	细分成本（元/吨）
手续费	交易费（7.3 元/手）	0.24
	交割手续费（0.5 元/吨）	0.5
仓储成本	检验费（2200 元/手）	2.44

	出库费	0
	入库费（10 元/湿吨）	31.2
	仓储费（期货 2.5 元/湿吨·天）	352
运输成本	汽运费用（0.5 元/湿吨·km）	125（运距 50km 以内）
资金成本	现货资金利息（年化 5%）	14.5
	保证金利息（比例 20%，年化 5%）	3.1
增值税抵扣	增值税（13%）	17.26
	合计	546

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

图表 7：烧碱价格价差 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：不同时间对应的仓单成本 单位：元/吨

持有天数 (天)	厂库仓单成本 (元/吨)	社库仓单成本 (元/吨)
60	44	669
45	38	546
30	32	423
15	26	300
5	22	218

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

三、多次交割博弈，盘面趋于理性运行

（一）首次交割——多头主导，但交割不利于买方

烧碱上市初期，大部分企业在学习如何借助期货工具发展企业经营新模式，对参与期货持谨慎态度；部分企业担心注册仓单后，盘面承压会拖累现货价格；还有部分企业以熟悉交割流程为主，交割参与量可能不多。因此市场认为上游参与期货意愿偏低，盘面交割压力小，3月下旬前盘面仍处于2700元/吨的高位区间。

3月22日烧碱可以注册05合约仓单，收盘后05合约出现5张仓单，多头接货成本高昂。另外，3月现货价格大概率见顶，4-5月烧碱现货面临需求走弱的压力。期货领先现货下跌，基差由-43元/吨，走强至121元/吨。随后现货走弱兑现，盘面跌幅放缓，基差下行至-100元/吨左右。

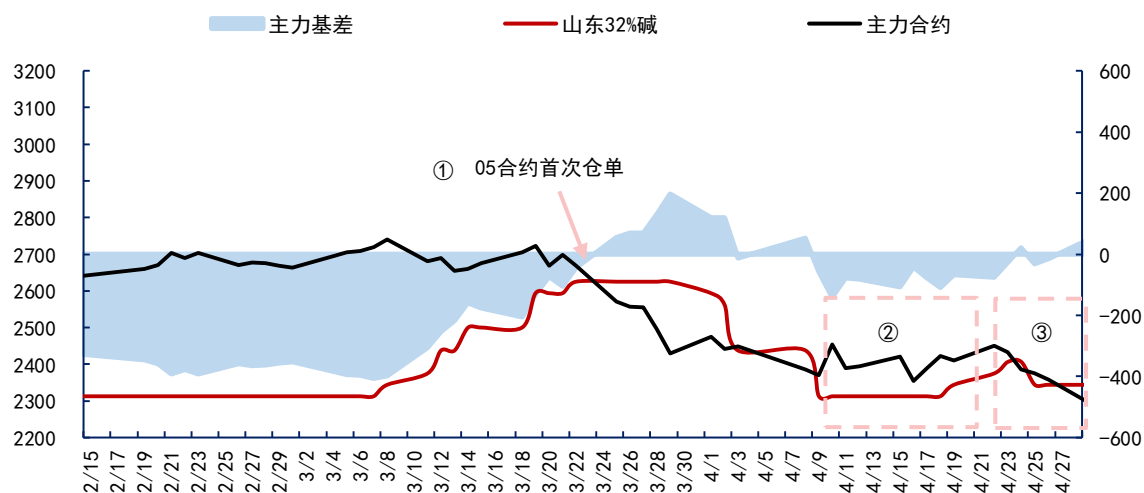
4月中上旬市场进入交割博弈的第二阶段，基差处于-100元/吨上下，多空

僵持。买方视角，1) 05 仓单较少（截止 4 月 18 号，仅三家注册仓单，仓单总量不足两百张），盘面虚实比高，交割不足以对 05 形成压制；2) 下游五一节前补库，山东库存压力缓解，烧碱价格将上涨。卖方视角，1) 仓单仍将增加，大部分买方没有处理能力，05 合约要贴水现货；2) 4 月底烧碱供应将提升，下游结束补库，现货涨价仅为短期反弹而非反转。

4 月下旬市场进入交割博弈的第三阶段，基差由-100 元/吨修复至 40 元/吨。盘面多头主动离场，一方面是 4 月 23 至 25 日烧碱仓单快速增长，由 191 张增加至 523 张，买方接货压力增大；另一方面，烧碱现货转弱，不利于买方接货后处理仓单。

5 月市场进入交割阶段，2405 交割月的基差均值约-87 元/吨，买方接货亏损。05 配对 485 手，滚动交割的配对居多，卖方发起交割，买方被动响应。买方处理仓单有三种方式，上游回购、盘面协议平仓以及现货销售。第一种，买方缺乏下游渠道，接货处理难度大，因此仓单一般由上游回购，回购价低于现货成交价 20-50 元/湿吨。第二种，若买卖双方对回购价格产生较大分歧，双方可选择在盘面以协议价对平。第三种，买方有现货销售渠道，现货可以卖给下游或贸易商。若仓单转成现货之后，买方未能及时提货，买方需支付的仓储费为 1.8 或 2.5 元/湿吨·天。

图表 9：烧碱 05 合约价格价差 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：仓单注册情况

日期	参与工厂	张	类别	区域升贴水
3 月 22 日	山东海力	5	32%碱	0
4 月 9 日	滨化集团	86	32%碱	0

4月18日	广东东泊	100	40张32%碱, 60张50%碱	0
4月23日	山东鲁泰	33	32%碱	0
	陕西北元	20	50%碱	-200
4月24日	陕西北元	146	50%碱	-200
	滨化集团	83	32%碱	0
4月25日	山东海力	50	32%碱	0
	山东海力	55	32%碱	0
5月6日	滨化集团	-1	32%碱	0
	江苏海兴	60	32%碱	100
5月7日	广东东泊	-60	32%碱	0
5月8日	山东鲁泰	30	33%碱	0
5月9日	仓单陆续配对	5	32%碱	0

资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 11: 05 合约交割量

日期	卖方会员	买方会员	交割量(手, 单边计算)
5月6日	中财期货	浙商期货	60
	中财期货	浙商期货	55
	建信期货	浙商期货	33
	东证期货	浙商期货	12
	中财期货	浙商期货	5
	东证期货	永安期货	5
5月7日	建信期货	浙商期货	31
	建信期货	东证期货	2
5月8日	华泰期货	浙商期货	50
	长安期货	浙商期货	50
	中财期货	浙商期货	30
	国泰君安	浙商期货	30
	长安期货	浙商期货	20
	中粮期货	浙商期货	10
	长安期货	浙商期货	6
	长安期货	东证期货	5
	长安期货	浙商期货	5
	长安期货	渤海期货	1
5月9日	中泰期货	浙商期货	50
5月15日	中粮期货	浙商期货	5
	永安期货	浙商期货	2
5月21日	中泰期货	浙商期货	12
	五矿期货	浙商期货	6
合计			485

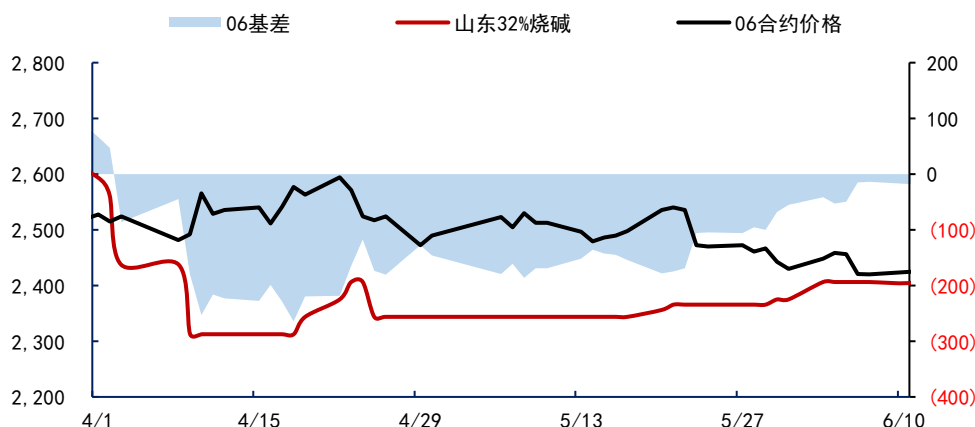
资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

（二）2406 合约交割——仓单注册积极性提高，买方接货存压力

4 月山东 32%碱现货走弱至 2372 元/吨，06 合约价格约 2530 元/吨，06 基差的月均值约-158 元/吨。5 月烧碱现货报价约 2355 元/吨，06 合约环比略走弱，基差月均值收窄至-142 元/吨。上游注册仓单意愿较强，原因一是 6-7 月为烧碱传统淡季，供需偏承压，现货价格难出现趋势性上涨；二是 06 合约估值偏高，上游卖出套期保值或者交割仍有一定安全边际。5 月 30 号卖方开始注册仓单，不过交割月 06 合约走弱幅度有限，基差走强主要由现货涨价推动，基差均值约-16 元/吨。

买方接货仍以上游回购为主，买方可能承担的费用约为 3-7 天的仓储费（2.5 元/湿吨·天）以及相对现货成交价的贴水。若以仓储 7 天、回购贴水 50 元/吨计算，买方接货成本约 100 元/吨。在基差升水的背景下，05/06 合约买方接货均亏损。

图表 12：烧碱 06 合约价格价差 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 13：仓单注册情况

日期	参与工厂	张	类别	区域升贴水
5 月 30 日	滨化集团	34	32%碱	0
	中化国际海南	23	32%碱	100
6 月 6 日	滨化集团	-23	32%碱	0
6 月 12 日	金桥丰益	6	32%碱	100
6 月 13 日	仓单陆续配			

图表 14：06 合约交割量

日期	卖方会员	买方会员	交割量（手，单边计算）
6 月 4 日	中泰期货	广发期货	11
6 月 6 日	中信期货	广发期货	8
	中信期货	国泰君安	2
6 月 12 日	中粮期货	广发期货	6
6 月 19 日	中信期货	创元期货	7
6 月 4 日	中信期货	广发期货	5

对、注销

6月6日 中信期货 国贸期货 1

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

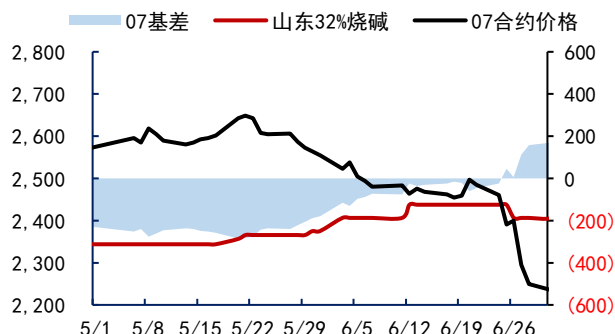
资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

(三) 2407 合约交割——买卖双方心态转变，盘面首次贴水交割

5月山东32%碱现货报价稳定在2343元/吨，07合约价格坚挺，基差的月均值为-244元/吨。经历过05/06盘面升水交割后，卖方注册、回购仓单均盈利，卖方参与仓单注册的积极性提升，然而，盘面升水导致买方接货亏损，近月买方博弈的心态由乐观转向悲观。

在市场参与者心态转变的背景下，6月初至月底07合约由2523元/吨大幅走弱至2250元/吨，基差由-179元/吨走强至156元/吨。进入交割月，7/12号现货报价2531元/吨，环比7/1号上涨125元/吨，07合约2259元/吨，环比仅上涨24元/吨，基差的均值为185元/吨。此时买方接仓单，基差可以覆盖仓单回购的成本。

图表 15：烧碱 07 合约价格价差 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 17：07 合约交割量-1

日期	卖方会员	买方会员	交割量(手, 单边计算)
7月1日	永安期货	国贸期货	12
	创元期货	东证期货	3
	永安期货	东证期货	3
	永安期货	南华期货	3
	创元期货	东证期货	2
	创元期货	南华期货	2

图表 16：仓单注册情况

日期	参与工厂	张	类别	区域升贴水
6月20日	金桥丰益	6	32%碱	100
	中化国际海南	21	32%碱	100
6月21日	滨化集团	32	32%碱	0
6月28日	山东海力	30	32%碱	0
6/28-7/4	仓单陆续注销	-68	32%碱	
7月5日	嘉化能源	28	32%碱	300
7月9日	海化氯碱	5	32%碱	0
6月20日	仓单陆续注销	6	32%碱	100

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

图表 18：07 合约交割量-2

日期	卖方会员	买方会员	交割量(手, 单边计算)
7月16日	中泰期货	国泰君安	5
	中粮期货	国泰君安	5
	宏源期货	国泰君安	4
	宏源期货	广发期货	3
	中泰期货	中信期货	2
	中泰期货	东证期货	2

7月2日	永安期货	国贸期货	5	宏源期货	东证期货	2
7月10日	中粮期货	国贸期货	8	中泰期货	中泰期货	1
7月16日	宏源期货	国贸期货	18	中泰期货	国泰君安	1
				宏源期货	华金期货	1

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

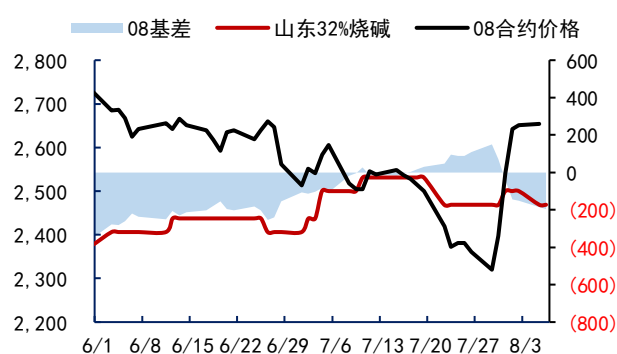
（四）2408 合约交割——盘面贴水、旺季预期压制上游交货意愿

6月山东32%碱现货报价稳定在2423元/吨，受05/06合约交割影响，08合约价格由6月初2685元/吨跌至2562元/吨。7月烧碱现货先强后弱，08合约延续下行趋势，基差走强到100元/吨以上。

7月最后一周，08合约基差由149元/吨快速收窄至-151元/吨。在此期间，现货价格变化不大。基差走强的推动为上游注册仓单意愿低，主要是上游对旺季烧碱涨价有较高期待、盘面深度贴水现货。

由此可见，交割前两个月基差的快速走强将抑制上游交货意愿，厂家对远月烧碱的供需预期也影响仓单数量。若交割前盘面升水现货，买方接货的意愿也较差。临近交割，盘面大概率围绕现货波动，以寻求价格运行的安全边际。盘面上边际参考“厂库32%碱现货价+仓单成本”，下边际参考“厂库32%碱现货价-接货成本（约100元/吨）”，此处厂库指参与盘面交割且32%碱价格较低的企业。

图表 19：烧碱 08 合约价格价差 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 20：仓单注册情况

日期	参与工厂	张	类别	区域升贴水
8月5日	国贸石化	5	50%碱	100
8月7日	嘉化能源	1	32%碱	300

资料来源：郑州商品交易所，中信期货研究所

四、观点总结

上市回顾

盘面运行区间 2400-3100 元/吨，政策预期、基本面预期、仓储成本等因素影响远月盘面价格表现，现货供需、仓单量、盘面升贴水更多影响近月盘面价格。

品种特性、预期博弈支撑远月高升水

烧碱为八级危险品，具有极强的腐蚀性。从事烧碱生产、贸易等业务，需具备危险品经营许可证。液碱不便于运输，直销比例达 90%。其中，运输超过 50km 的 32%碱运费价格为 0.4-0.5 元/湿吨·km，300km 以上的贸易要用 50%碱。

液碱的高仓储费、高运费对远月合约升水形成支撑。根据当前交割规则计算，交割前 60、45、30、15、5 天注册仓单，厂库仓单成本分别为 44、38、32、26、22 元/吨，社库仓单成本分别为 669、546、423、300、218 元/吨。在市场氛围偏暖的背景下，2405 与 2409 合约（交割月之前的两个月时间内）普遍升水现货 300 元/吨以上。随交割月临近，仓储时间减少有利于降低仓单持有的成本。

多次交割博弈，盘面趋于理性运行

烧碱上市初期，市场认为上游参与期货意愿偏低，盘面交割压力小，05 和 06 交割月的前一个月仍给到盘面高升水。厂库仓单成本低且盘面升水 100-200 元/吨，厂库注册仓单意愿受提振。买方处理仓单有三种方式，上游回购、盘面协议平仓以及现货销售，三种方式均需盘面贴水至少 100 元/吨才可能不亏损。

经历过 05/06 盘面升水交割后，卖方注册、回购仓单均盈利，卖方参与仓单注册的积极性提升，然而，盘面升水导致买方接货亏损，近月买方博弈的心态由乐观转向悲观。6 月初 07、08 合约基差大幅走弱，07 交割月基差的均值为 185 元/吨。此时买方接仓单，基差可以覆盖仓单回购的成本。08 合约基差走强的时间点前置，上游临近交割交货意愿下降。

由此可见，交割前两个月基差的快速走强将抑制上游交货意愿，厂家对远月烧碱的供需预期也影响仓单数量。若交割前盘面升水现货，买方接货的意愿也较差。临近交割，盘面大概率围绕现货波动，以寻求价格运行的安全边际。盘面上边际参考“厂库 32%碱现货价+仓单成本”，下边际参考“厂库 32%碱现货价-接货成本（约 100 元/吨）”，此处厂库指参与盘面交割的企业。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>