

纯碱期货/期权风险管理运用

2024/7/26

北研 刘洋

一、国企参与衍生品介绍

二、运用期货管理风险

三、运用期权管理风险

四、纯碱行情交流

一 | 国企参与衍生品介绍

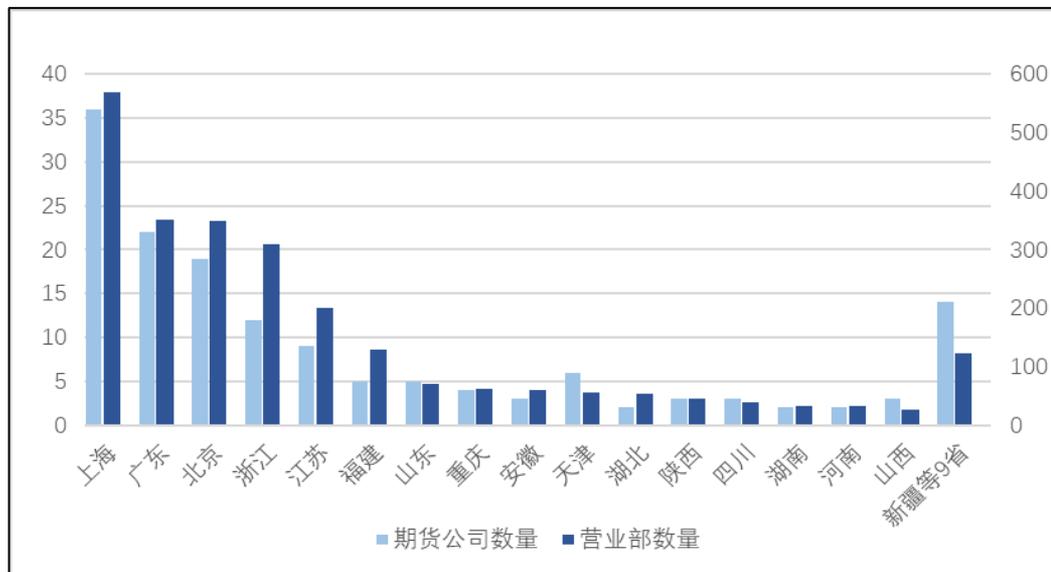
国企参与衍生品相关法律法规



时间	法律法规	单位
1999年	《期货交易管理暂行条例》	国务院
2001年	《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》	证监会、国家经贸委
2007年	《期货交易管理条例》	国务院
2008年	《企业内部控制基本规范》	财政部、证监会、审计署、银监会、保监会
2009年	《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》	国务院国资委
2022年	《中华人民共和国期货和衍生品法》	全国人大常委会
2023年	《浙江省国资委关于推动省属企业金融衍生业务高质量发展的指导意见》	浙江省国资委

从个别企业、个别行业向诸多企业、诸多行业普及
从整顿/限制/规范到支持/鼓励/指引
有法可依，有规可循

浙江省期货市场概况



期货公司	2022年评级	2011年评级
永安期货	AA	AA
浙商期货	AA	A
南华期货	AA	A
信达期货	A	BB
国海良时期货	A	BB
中大期货	A	A
宝城期货	A	CC
兴业期货	A	无
大地期货	BBB	C
大越期货	BB	CC
浙江新世纪期货	BB	CC
盛达期货	B	CCC

浙江期货公司及营业部数量处于第一梯队
浙江期货公司综合分类评级竞争力强

浙江省企业参与衍生品概况



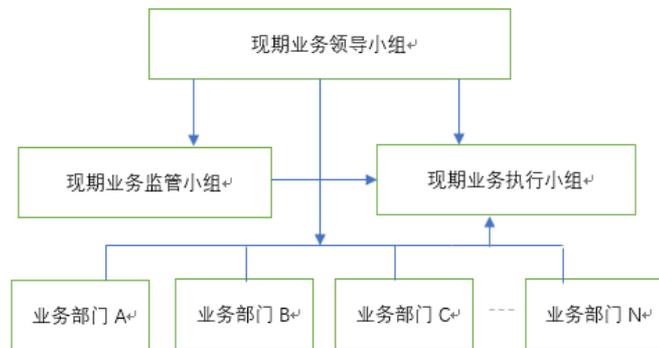
浙江是大宗商品消费地及物流枢纽，利于大型贸易企业形成和发展。以物产中大、明日控股、杭州热联、浙商中拓、中基宁波、浙江中哲、宁波集成、永富物产、敦和实业等为代表的贸易企业，充分发挥现货端优势，熟练使用期货等基础衍生品工具规避价格波动的风险，同时积极尝试期现结合、基差交易、场外衍生品等相对复杂的衍生品业务优化自身资源配置，帮助产业链客户平抑现货商品价格波动，并在行情研究、行业资源共享、数字化信息系统等方面持续探索创新。

贸易型国企参与衍生品概况

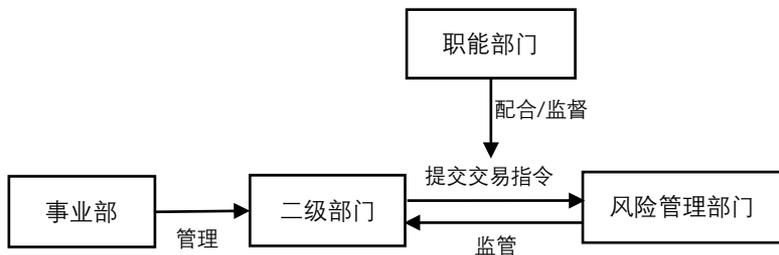


贸易型企业经营品种多，业务条线复杂，对于价格波动的敏感度高，对金融衍生品的需求大，应用形式也更为多样。因此在管理时，多采用原则监管，即上级单位对下级单位、各单位对各业务条线，根据具体的现货体量和业务模式，规定衍生品业务开展的品种范围、单边及敞口体量、最大亏损等。由下至上，每一个单元仅能在一定的权限范围内开展衍生品交易；由上至下，风险管理部门对全公司的敞口进行监管，确保在任何市场条件下，风险都在可控范围内。

需要注意的是，由于体量大、品种覆盖广、金融衍生工具运用灵活，因此对于风控的要求很高，包括制度规定完备、组织架构清晰、业务流程规范、内审及对上报备严格、研究及信息系统等配套先进、高效等。



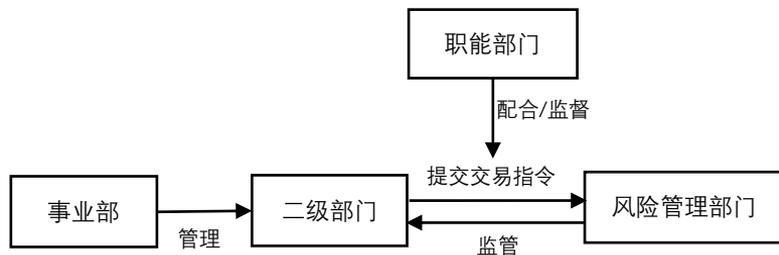
贸易型国企参与衍生品案例



以“守好底线，控制投机”为基本原则，重点管控绝对价格风险和基差风险，对于复杂衍生品，例如卖权等，审慎介入，严格管理。监管层面采取原则化管理，每年基于各业务部门的历史成绩以及负责人的衍生品交易经验确定各单元衍生品业务开展的权限。

在组织架构上进行集中管理，风险管理部门是衍生品交易的归口管理部门。具体业务流程为：事业部下属二级部门提出交易需求，经事业部领导同意后，交易人员进行下单操作，全过程交易信息通过微信群形式做到全部可视化，职能相关部门全程监督。此外，由于交易机会稍纵即逝，通常风控人员会在当日结算时进行事后监管，核查二级部门是否存在业务超限、敞口超限等情况，并对此作出相应的处理。

贸易型国企参与衍生品案例



风控方面，以策略风险为分类标准，例如单边风险及基差风险等，根据不同的风险等级制定相应的风控措施。公司设有研究院作为支撑，交易在安全边际业务模式之下，并设置止损底线。风险管理部利用信息管理系统进行总体价格管控，将所有的衍生品统一融合和结算。业务部门在每年预算的限额范围内进行交易，如果出现超额情况，必须进行更为严格的审批。

公司制定了重大风险应对措施，若出现重大风险，业务部门需将计划上报研究院，由研究院做出保护方案。配套设施方面，公司配备专业的研究团队，并采用外部信息系统——启明系统进行信息管理，未来计划自主开发管理系统。

生产型国企参与衍生品概况



生产型企业，由于归属行业相对单一，对于衍生品应用的目的也比较明确，多只限于传统的套期保值需求，因此在衍生品工具的应用上更为保守，有着较为稳定的操作模式，投机性不强。生产型企业一般只允许开展和现货品种相关的期货、期权套保，并且对期货持仓有更严格的规定，如开展套期保值业务年度规模不超过年度实货经营规模的80%，时点净持仓规模不得超过对应的实货风险敞口。多数企业会根据年度套期保值计划和现期表，严格控制各业务部门套期保值规模，有的还会日常建立自营敞口库存报表、期货交易情况日报表，对进行跟踪。

部分生产企业尚未参与衍生品，大致分为主动和被动两种情况：主动的情况是企业已通过战略合作、储备资源等方式降低原材料价格波动风险，暂不需要开展金融衍生业务，如通过与上游原料企业建立战略合作关系保证原料供货量和采购价格的稳定，再如通过向上游原料环节延伸整合资源等等；被动的情况是企业准备不足，如专业人才短缺、交易机制不完善等等。

生产型国企参与衍生品案例



电厂经营情况受煤炭价格的影响较大，为控制煤炭采购价格以实现稳健经营，企业主要使用动力煤期货进行买入套期保值。

业务流程如下：由集团公司授权年度套期保值额度，一级公司进行审批，二级公司负责具体套期保值方案的起草以及执行；二级公司内部的套保方案由采购部发起，经决策委员会决策审议通过后上报一级公司审批，通过后由采购部根据方案执行。

二级公司设有专门的制度《动力煤期货套期保值业务内部控制管理办法》，同时对金融衍生业务开展不定期的审计监督工作，强化事前审批，事中控制，事后总结。该企业参与衍生品业务建立在现货经营基础之上，据有较强的交割能力，有现货信息系统、物流信息系统作为支撑，曾深度参与动力煤期货的买方交割。

经验总结



科学的管理架构：由公司高管组成最高决策机构，负责季度或者年度级别衍生品交易策略的制定，各业务条线参与衍生品交易的权限管理，以及应急事件的突发处理。具体业务流程上，由业务部门作为套保方案的发起方，管理部门负责套保方案的审核，交易部门负责方案的执行，财务部门负责套期保值的财务核算及保证金管理。

全流程的风控体系：以内部管理制度做总方针指导，配有风控部门承担事前、事中、事后的风险防控责任；配有信息化风控系统，覆盖各种风险类型及业务流程，对风险进行在线计量、预警和监控，对典型交易策略进行事后回溯分析。

严格的监督机制：对金融衍生业务开展专门的、定期的监督工作，以及定期、不定期的专项检查，确保公司开展的金融衍生业务严格按照有关制度规定执行，经营风险可防可控。

专业的人才体系：金融衍生业务专业性较强，具备必要的专业人才是开展该业务的前提，尤其是在交易部门、研究部门以及风控部门等直接参与衍生业务的部门。

强有力的投研支撑：设立有独立的研究部门，与交易部门相辅相成，共同提升。

国有企业所开展衍生品业务，品种原则上应与主营业务相关，且整体有利于经营风险敞口的降低。交易品种相关、交易能力匹配，衍生品要用于指定目的，在交易中必须建立审批监控、风险额度的相关制度，企业及其主要负责人应对“问题会出在哪里”以及“出问题后的损失会有多大”做到心中有数。

二 | 运用期货管理风险

国内期货市场的发展阶段



□ 关键词：发展与整顿

- 期货市场从无到有，从乱到有序；交易所 50→3，期货公司 1000→200；建立了证监会、中期协、交易所的三级管理体系。

□ 关键词：套期保值

- 期货套期保值理念传播阶段，期现无风险套利的黄金年代。

□ 关键词：期现结合

- 期货市场进一步成熟，发展出了基差交易、基于基差的套期保值等理念和方法

□ 关键词：现期结合

- 期现两个市场联动更加紧密，实体企业可根据自身需求定制个性化服务，推动了合作套保、远期报价、含权贸易、“期货+保险”等一批新模式的诞生。

运用期货→套期保值

套期保值指利用远期、期货、期权等衍生品**对冲 (Hedge)** 某种风险，风险来源可能是大宗商品价格、金融资产价格、汇率等因素。

案例1：2024年5月底，某碱厂预计未来一段时间纯碱订单逐步转弱，如果纯碱价格每下跌10元/吨，则碱厂每个月将亏损300万元（产量30万吨）。为了，碱厂期货部选择做空15000手纯碱2409合约，使得纯碱期货价格每下跌10元/吨，期货合约盈利300万元；纯碱期货价格每上涨10元/吨，纯碱期货合约亏损300万元。

这样，如果纯碱现货价格下跌，期货合约的收益会抵消现货的亏损；如果纯碱现货价格上涨，则期货合约的亏损被现货的盈利抵消。最终碱厂通过做空纯碱期货对冲了价格涨跌的风险，使得企业未来一段时间的经营情况具有确定性。

是否需要套期保值？

如果原料或产品价格的波动，会导致企业的利润大幅波动，那么企业就有必要将这部分风险对冲。反之，则企业可不进行套期保值，例如全产业链的企业、具有定价权的企业、具有高附加值的企业等。

- 套期保值的前提是风险会严重影响企业的生产经营，当企业生产经营不会随原料产品价格大幅波动时，机械地使用对冲策略反而会增加企业经营的风险。
- 套期保值可以对冲掉企业可能的亏损，也会对冲掉企业可能的盈利。企业的董事会或者对冲决策委员会需要充分理解对冲策略带来的风险和可能的结果，并且确定对冲方案，由对冲负责人执行。
- 生产企业现货敞口=产量+库存-市价销售订单+固定价销售订单

卖出套期保值

生产企业已经有了现货资产，并且会在将来一段时间销售出去，这种情况下可以选择通过卖出期货来进行套期保值。

- 企业有某种资产，即建立了现货多头，包括：产能、库存、固定价格的采购订单、浮动价格的销售订单等。
- 使用卖出套保后，资产价格下跌，企业的现货多头亏损，期货空头盈利，合并计算后价格下跌带来的损益基本为零；资产价格上涨，企业的现货多头盈利，期货空头亏损，合并计算后价格上涨带来的损益基本为零。现货多头的风险被期货空头对冲掉。

基差风险

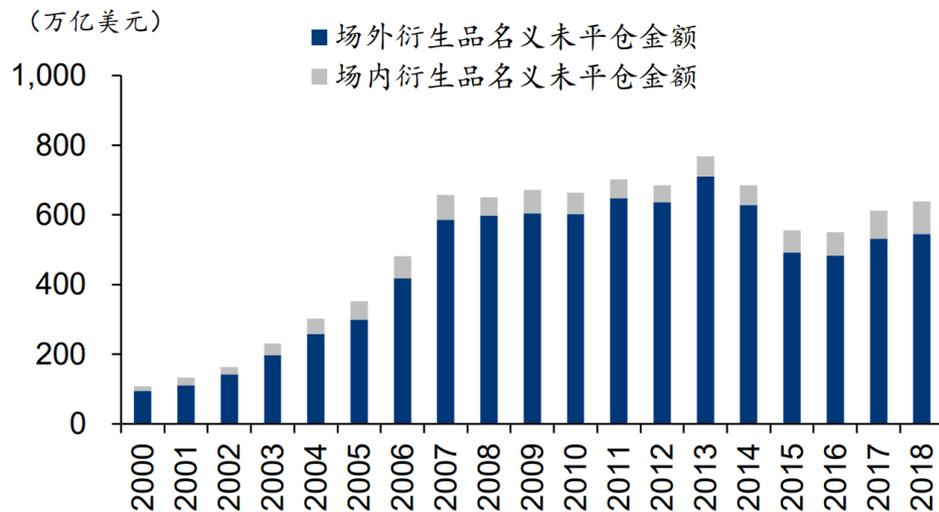
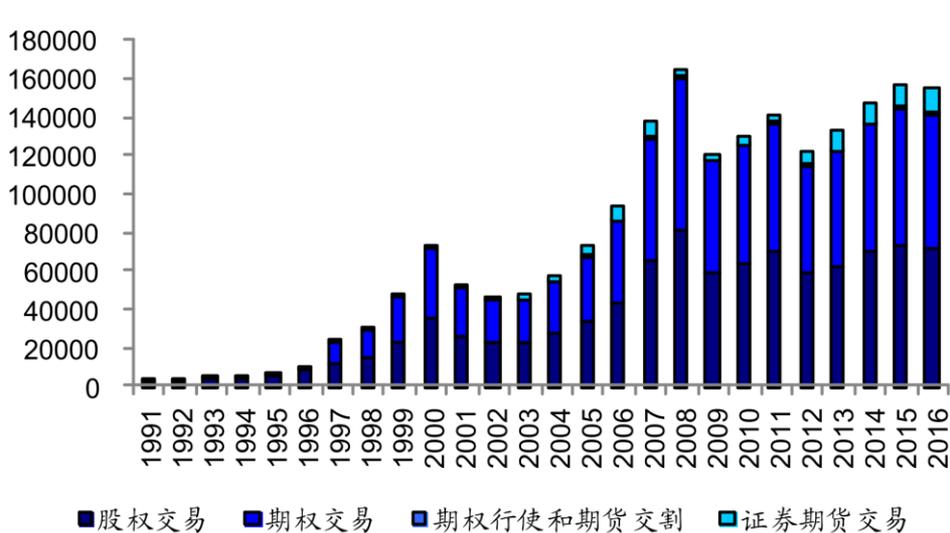
卖出套保本质是将现货价格波动风险，变为现货价格和期货价格的相对价格风险。这个相对价格即基差：

基差=现货价格 - 期货价格

- 卖出套保=现货多头+期货空头=现货-期货=基差
- 因此当基差走强时，有利于卖出套保；反之基差走弱时，不利于卖出套保。

三 | 运用期权管理风险

期权市场、场外市场



期权远超股票+期货

场外衍生品远超场内衍生品

全球股市市值80万亿美元，债务总额200万亿美元，场外衍生品总市值600万亿美元。

国内期权市场

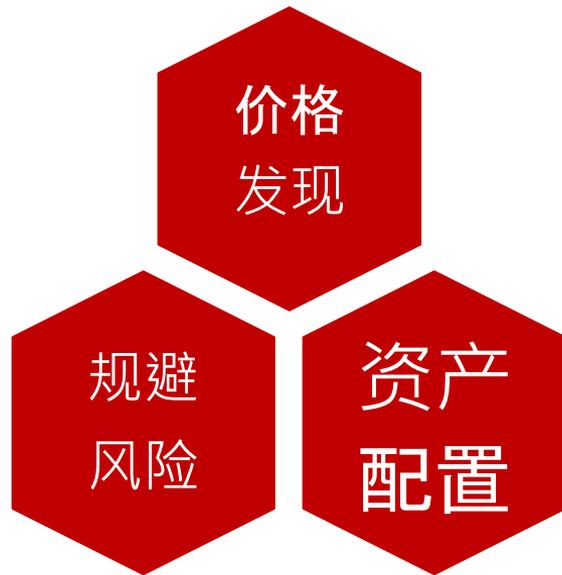


交易所	名称	上市时间	期权				期权对应标的						
			行权方式	交割方式	持仓量 万手	持仓/ 标的持仓	成交量 万手	成交 /标的成交	名称	代码	持仓量 万手	成交量 万手	规模 亿元
大商所	豆粕	2017/3/31	美式	实物	44	19%	21	15%	豆粕期货	M	230	142	120
	玉米	2019/1/28	美式	实物	40	32%	19	24%	玉米期货	C	125	79	70
	铁矿石	2019/12/9	美式	实物	22	24%	6	7%	铁矿石期货	I	89	83	160
	液化石油气	2020/3/30	美式	实物	3	18%	1	6%	液化石油气期货	PG	16	24	50
	聚丙烯	2020/7/6	美式	实物	5	7%	1	1%	聚丙烯期货	PP	76	149	60
	聚氯乙烯	2020/7/6	美式	实物	6	9%	2	1%	聚氯乙烯期货	V	68	125	70
	聚乙烯	2020/7/6	美式	实物	5	8%	1	1%	聚乙烯期货	L	61	79	50
	棕榈油	2021/6/18	美式	实物	11	18%	5	6%	棕榈油期货	P	65	86	120
郑商所	棉花	2017/4/19	美式	实物	13	20%	11	12%	棉花期货	CF	64	92	130
	白糖	2019/1/28	美式	实物	17	31%	10	16%	白糖期货	SR	54	64	40
	甲醇	2019/11/26	美式	实物	15	11%	11	3%	甲醇期货	MA	139	350	110
	PTA	2019/12/16	美式	实物	34	15%	25	9%	PTA期货	TA	227	287	90
	菜粕	2020/1/16	美式	实物	4	8%	2	2%	菜粕期货	RM	57	117	20
	动力煤	2020/6/30	美式	实物	9	78%	2	16%	动力煤期货	ZC	11	12	90
上期所/ 上期能源	铜	2018/9/21	美式	实物	4	12%	3	13%	铜期货	CU	32	27	220
	天然橡胶	2019/1/28	美式	实物	4	17%	2	4%	天然橡胶期货	RU	25	60	80
	黄金	2019/12/20	美式	实物	2	12%	1	10%	黄金期货	AU	21	12	120
	铝	2020/8/10	美式	实物	6	12%	4	5%	铝期货	AL	50	72	120
	锌	2020/8/10	美式	实物	2	11%	3	6%	锌期货	ZN	20	41	50
中金所	原油	2021/6/21	美式	实物	2	27%	1	10%	原油期货	SC	6	11	60
	沪深300	2019/12/23	欧式	现金	8	15%	7	20%	沪深300指数		58	35	500
	上证50ETF	2015/2/9	欧式	实物	270	89%	244	113%	华夏上证50ETF		304	217	500
	沪深300ETF	2019/12/23	欧式	实物	80	14%	74	21%	华泰柏瑞沪深300ETF		576	352	400
深交所	沪深300ETF	2019/12/23	欧式	实物	29	5%	21	6%	嘉实沪深300ETF		576	352	200

2015年，期权元年，50ETF期权上市；2017年，商品期权元年，豆粕期权、白糖期权。目前共12个金融期权，42个商品期权；纯碱、烧碱、PVC均有场内期权。场外期权：香草、雪球、累购/累沽……

从期现到权现

2012年开始
从一口价到基差



产业链上下游之间无时不刻在博弈：库存、利润、资金链、价格波动……

基差贸易：上下游减少博弈，增进合作

含权贸易：上下游各取所需，进一步合作

期权合约界面



标的: 纯碱 SA409M		合约名称	最新	涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	期权成交量	期权持仓量
到期日 20240813 (剩余19天)		纯碱2409M	1847	-21	-1.12%	383897	807255	7524	1874	1878	1846	1868	104069	536745
		纯碱VIX	32.61	-0.45	-1.36%	108565	603181	3908	33.07	33.50	32.37	33.06	108064	603040

隐含波动率	内在价值	时间价值	持仓量	成交量	卖价	买价	涨跌	最新	看涨<行权价>	看跌	最新	涨跌	买价	卖价	成交量	持仓量	时间价值	内在价值	隐含波动率
52.00%	0.0	2.5	7695	668	3.0	2.5	-0.5	2.5	C 2320 P	457.0	-4.0	471.0	479.0	8	706	-16.0	473.0	53.03%	
49.15%	0.0	3.0	6909	642	3.0	2.5	-1.0	3.0	C 2280 P	412.0	-9.5	433.5	438.5	5	818	-21.0	433.0	49.70%	
47.84%	0.0	4.0	8640	1380	4.0	3.5	-0.5	4.0	C 2240 P	391.5	9.5	392.5	398.5	1	991	-1.5	393.0	15.08%	
45.08%	0.0	4.5	42912	5066	5.0	4.5	-1.0	4.5	C 2200 P	357.5	14.5	353.5	360.5	4	2202	4.5	353.0	49.48%	
43.27%	0.0	5.5	12450	1293	5.5	5.0	-1.5	5.5	C 2160 P	295.0	-9.5	314.5	320.0	8	2139	-18.0	313.0	44.34%	
41.52%	0.0	6.5	12126	1857	7.0	6.5	-2.0	6.5	C 2120 P	260.0	-6.0	275.5	282.5	7	1933	-13.0	273.0	41.38%	
38.72%	0.0	8.0	12912	2899	8.0	7.5	-2.5	8.0	C 2080 P	238.0	10.0	237.5	242.0	23	1695	5.0	233.0	37.72%	
36.69%	0.0	10.5	7531	1934	11.0	10.5	-3.0	10.5	C 2040 P	203.0	11.5	200.0	205.0	41	2823	10.0	193.0	39.12%	
35.43%	0.0	14.5	21141	12560	14.5	14.0	-3.5	14.5	C 2000 P	164.0	8.5	164.5	169.0	994	9209	11.0	153.0	34.26%	
34.07%	0.0	16.5	3171	2050	16.5	16.0	-4.0	16.5	C 1980 P	142.0	3.5	147.5	151.5	82	2568	9.0	133.0	29.48%	
33.41%	0.0	19.0	5400	2981	19.5	18.5	-5.0	19.0	C 1960 P	128.0	6.0	129.0	133.0	97	2729	15.0	113.0	31.47%	
33.02%	0.0	23.0	2979	2299	23.5	22.5	-5.5	23.0	C 1940 P	115.5	9.0	114.5	117.0	278	1947	22.5	93.0	33.52%	
32.31%	0.0	27.5	2872	3084	28.0	27.0	-6.0	27.5	C 1920 P	100.0	8.5	98.5	101.5	281	5696	27.0	73.0	33.03%	
31.40%	0.0	32.5	4836	6483	33.0	32.5	-7.5	32.5	C 1900 P	85.5	7.5	85.0	87.0	2275	8583	32.5	53.0	31.68%	
30.83%	0.0	39.5	2244	3246	40.0	39.0	-7.5	39.5	C 1880 P	72.0	7.0	71.0	73.5	1957	4838	39.0	33.0	30.52%	
31.29%	0.0	47.0	1815	1990	47.5	47.0	-9.0	47.0	C 1860 P	60.0	6.0	59.0	60.5	4641	4301	47.0	13.0	30.94%	
29.67%	7.0	49.0	901	517	57.0	55.0	-10.0	56.0	C 1840 P	49.0	5.0	48.5	49.5	3554	3880	49.0	0.0	30.89%	
29.53%	27.0	40.0	507	271	67.5	65.5	-10.5	67.0	C 1820 P	39.5	4.0	39.5	40.5	2669	3402	39.5	0.0	30.51%	
31.16%	47.0	32.0	1123	840	80.0	77.5	-11.5	79.0	C 1800 P	32.5	4.0	32.0	32.5	12622	21268	32.5	0.0	30.59%	
31.48%	67.0	25.5	480	439	93.5	91.0	-12.0	92.5	C 1780 P	26.0	3.5	25.5	26.0	2454	3943	26.0	0.0	30.94%	

白糖 棉花 PTA 甲醇 菜籽粕 动力煤 菜籽油 花生 对二甲苯 烧碱 玻璃 短纤 纯碱 尿素 锰硅 硅铁 苹果 红枣

到期日：较期货早一个月，如买看涨和卖看跌行权则拿到期货空单
行权价：期货一个合约，而期权一系列合约。
看涨/看跌 & 买/卖

期权概念



欧式期权和美式期权

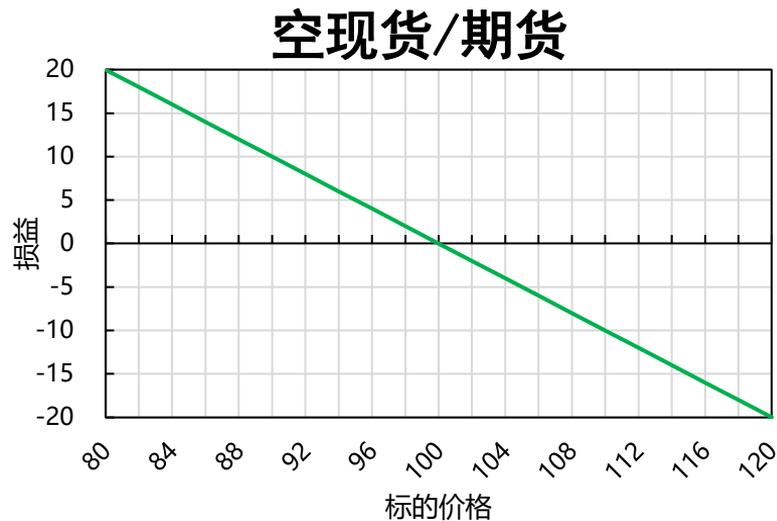
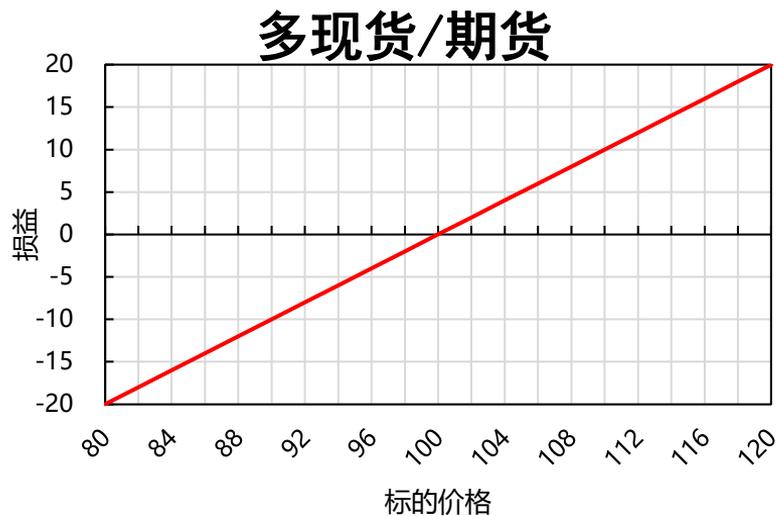
虚值期权、平值期权、实值期权

时间价值、内在价值

对角、日历、价差

不执着于概念，看效果

传统工具持仓损益



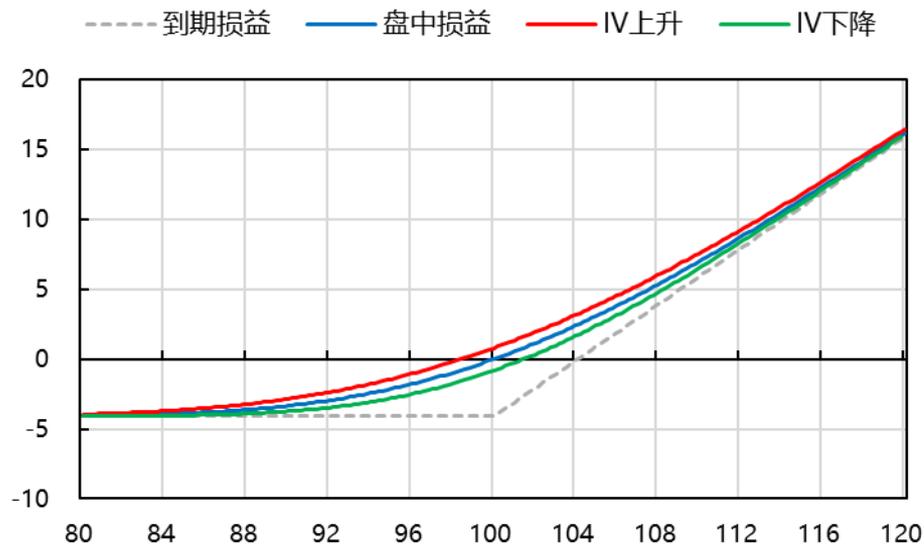
直线



风险收益成正比

期权持仓损益

波动（标的价格涨跌）
波动率（IV，隐含波动率）
时间（距离到期日的期限）

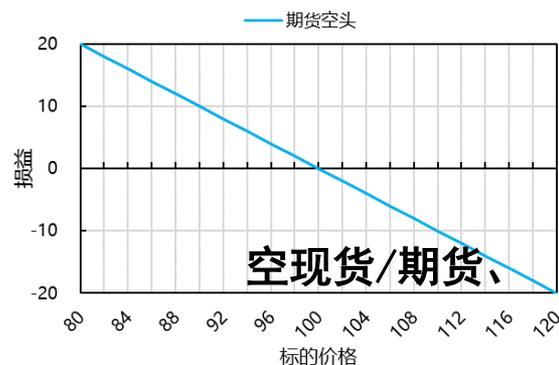
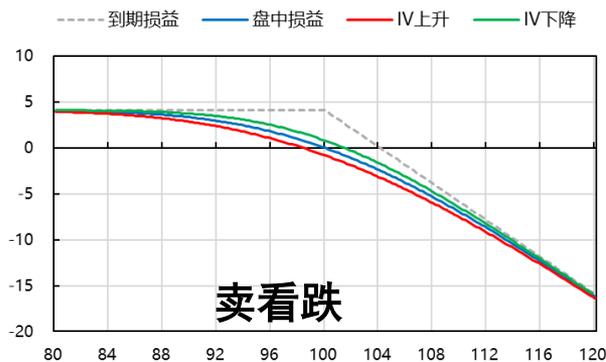
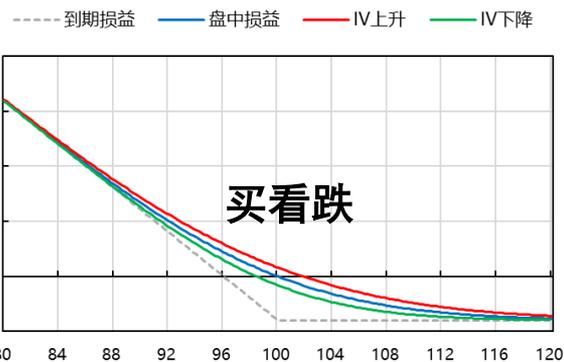
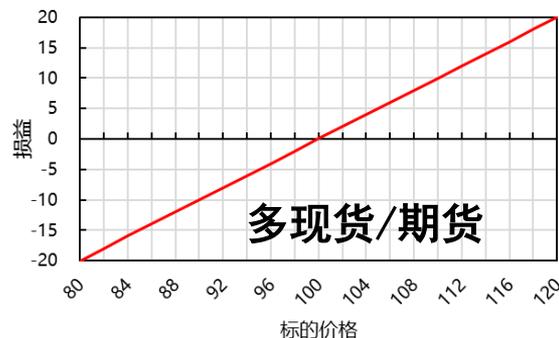
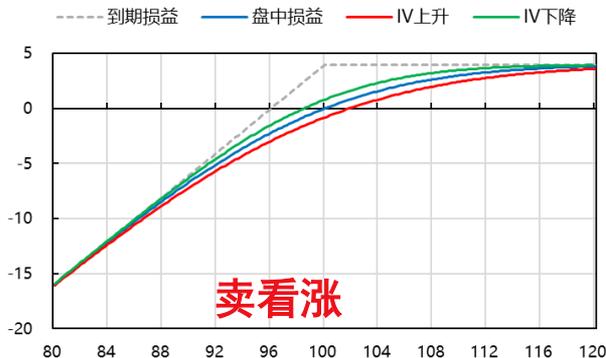
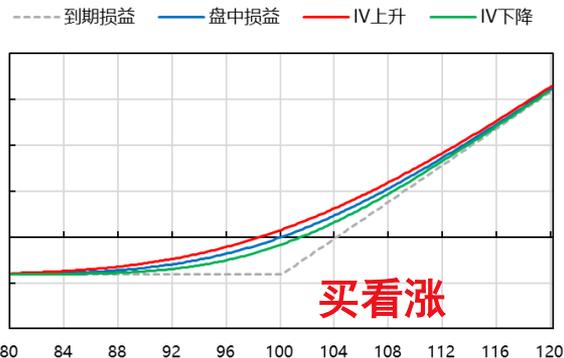


曲线（凹/凸）



风险收益不成正比

六大基础策略



六大基础策略转化



多现货 = 买看涨 + 卖看跌

买看涨 = 多现货 + 买看跌

卖看跌 = 多现货 + 卖看涨

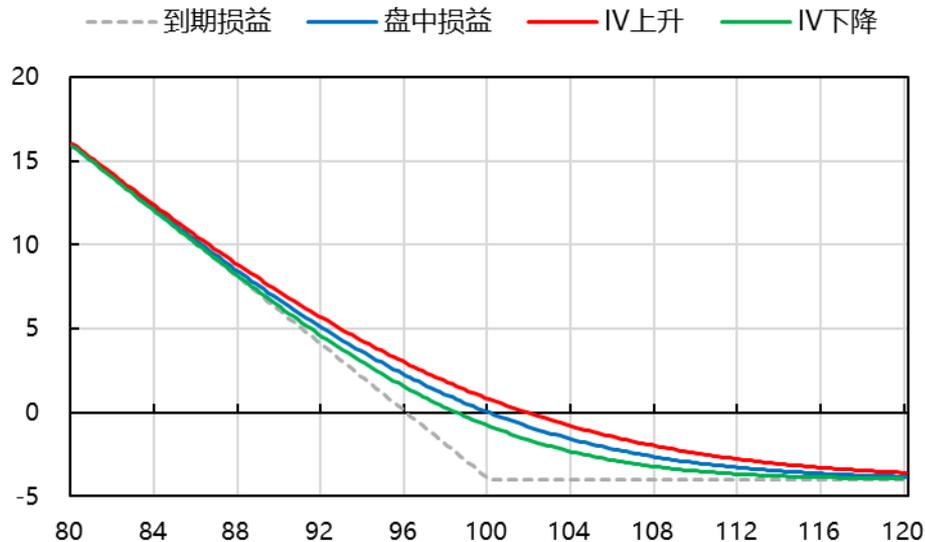
空现货 = 买看跌 + 卖看涨

买看跌 = 空现货 + 买看涨

卖看涨 = 空现货 + 卖看跌

买看跌：极看空

1. 可应对极端情况，战略级工具
2. 低风险下实现高资金使用率
3. **事前风控**
4. 波动有利
5. 大行情层层递进
6. 时间损耗大，并且需要选择合适合约



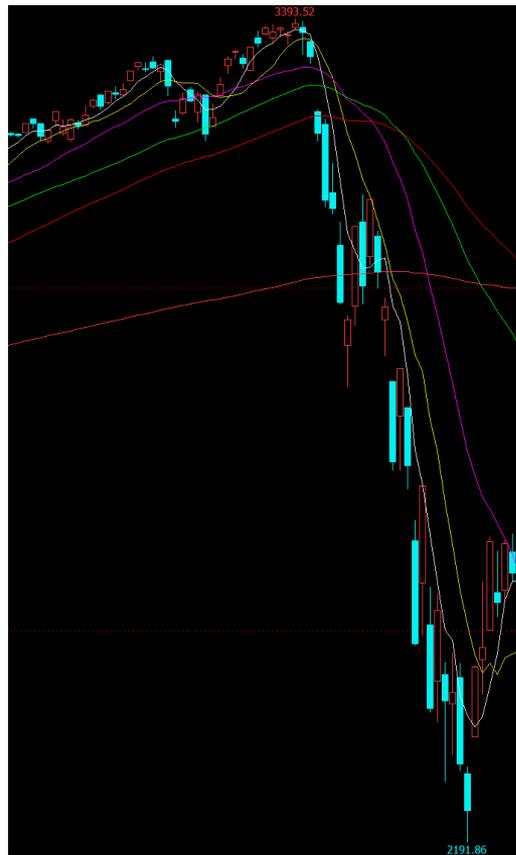
应对极端情况

2015年50ETF从3.1→1.6, 1508-2750-P从0.0001→1.0876, 1万倍



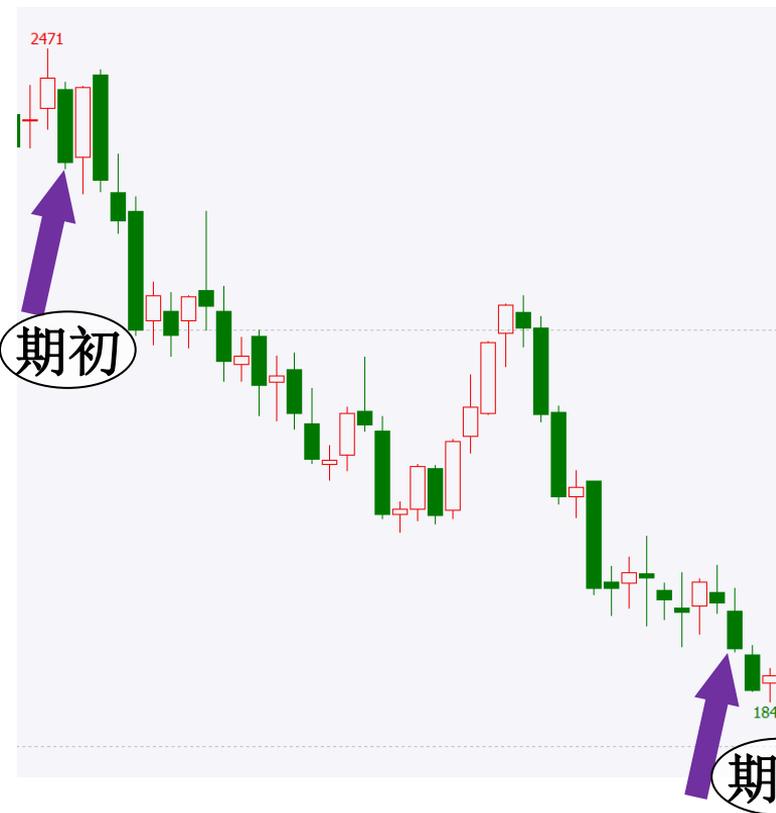
应对极端情况

2020年美国股灾，四次熔断，全球投资单月
收益36倍，一季度收益41倍。



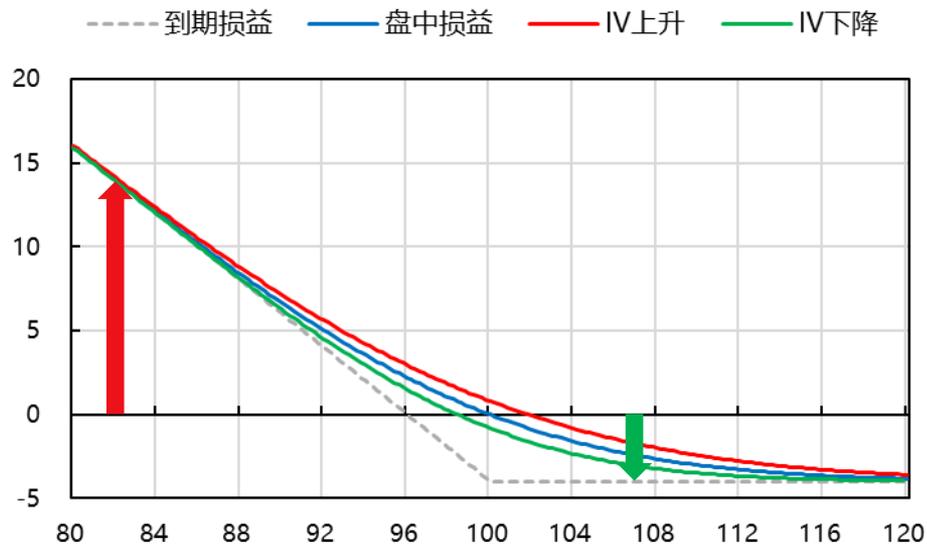
低风险下实现高资金使用率

纯碱2409, 2361元/吨→1868元/吨, 下跌
493元/吨, 跌幅21%



期权	期初	期末	涨跌	等Delta
2409-2360-P	173	452	279	660
2409-2320-P	145	384	239	619
2409-2280-P	127	392	265	757

盈亏不对称



大行情层层递进

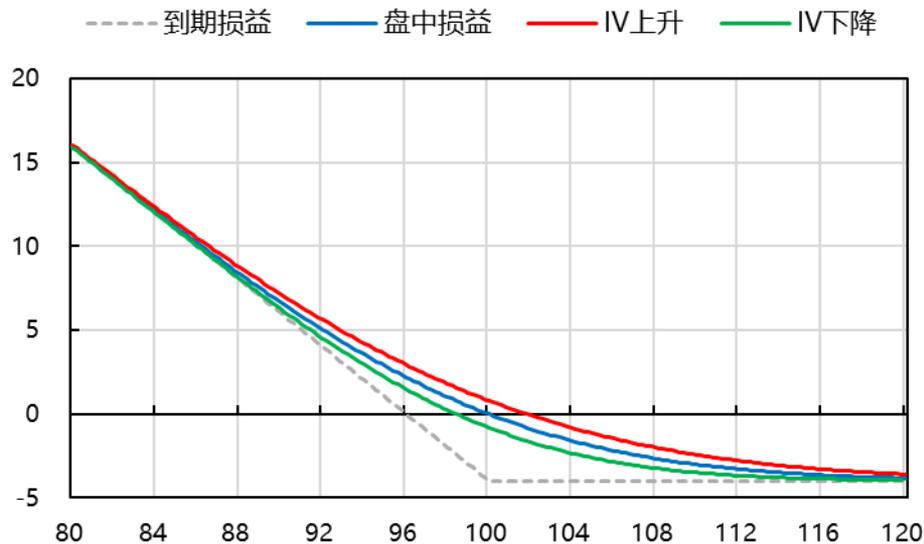
纯碱2409, 2024/5/28 2361元/吨, 2024/7/24 1868元/吨, 下跌21%



序号	Put 合约	时间	建仓	平仓	SA409	备注
1	2409-2320-P	2024/5/28	145	-	2361	虚2%建仓
		2024/6/3	-	225	2200	实2%平仓
2	2409-2160-P	2024/6/3	128	-	2200	虚2%建仓
		2024/6/17	-	148	2120	实2%平仓
3	2409-2080-P	2024/6/17	103	-	2120	虚2%建仓
		2024/6/24	-	135	2023	实2%平仓
4	2409-1980-P	2024/6/24	81	-	2023	虚2%建仓
		2024/7/17	-	107	1929	实2%平仓
5	2409-1880-P	2024/7/17	50	-	1929	虚2%建仓
		-	-	-	-	待实2%平仓

截至7/17, 锁定盈利158元/吨, 最大风险50元/吨

应对逆周期策略



买入看跌期权：自带风控，自带仓位管理，自带杠杆，自带情绪管理

卖看涨：高位卖货



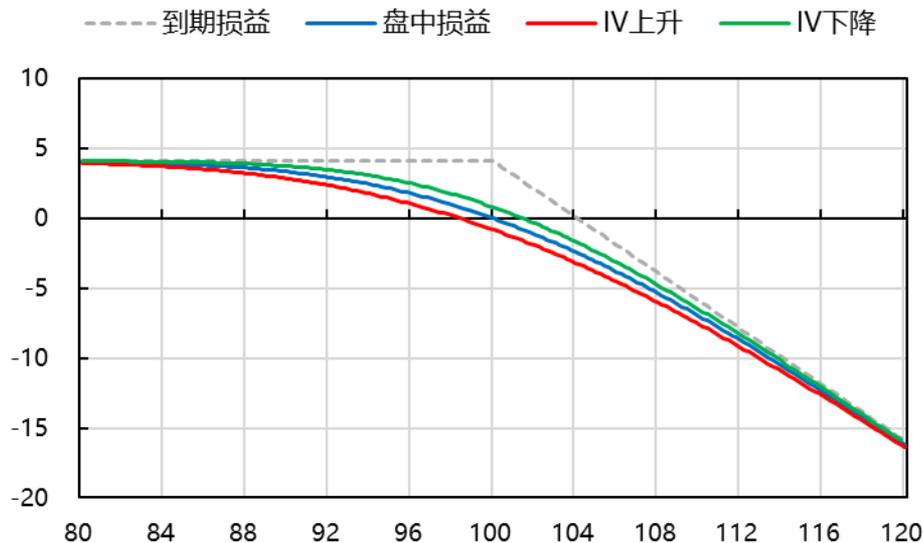
标的 纯碱 SA409M		合约名称 最新		涨跌	涨幅%	成交量	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	昨收	期权成交量	期权持仓量					
到期日 20240813 (剩余19天)		纯碱2409M		1847	-21 -1.12%	383897	807255	7524	1874	1878	1846	1868	104069	536745					
		纯碱V1A		32.61	-0.45 -1.36%	108565	603181	3908	33.07	33.50	32.37	33.06	108064	603040					
隐含波动率	内在价值	时间价值	持仓量	成交量	卖价	买价	涨跌	最新	看涨<行权价>	看跌	最新	涨跌	买价	卖价	成交量	持仓量	时间价值	内在价值	隐含波动率
52.00%	0.0	2.5	7695	668	3.0	2.5	-0.5	2.5	C 2320	P	457.0	-4.0	471.0	479.0	8	706	-16.0	473.0	53.03%
49.15%	0.0	3.0	6909	642	3.0	2.5	-1.0	3.0	C 2280	P	412.0	-9.5	433.5	438.5	5	818	-21.0	433.0	49.70%
47.84%	0.0	4.0	8640	1380	4.0	3.5	-0.5	4.0	C 2240	P	391.5	9.5	392.5	398.5	1	991	-1.5	393.0	15.08%
45.08%	0.0	4.5	42912	5066	5.0	4.5	-1.0	4.5	C 2200	P	357.5	14.5	353.5	360.5	4	2202	4.5	353.0	49.48%
43.27%	0.0	5.5	12450	1293	5.5	5.0	-1.5	5.5	C 2160	P	295.0	-9.5	314.5	320.0	8	2139	-18.0	313.0	44.34%
41.52%	0.0	6.5	12126	1857	7.0	6.5	-2.0	6.5	C 2120	P	260.0	-6.0	275.5	282.5	7	1933	-13.0	273.0	41.38%
38.72%	0.0	8.0	12912	2899	8.0	7.5	-2.5	8.0	C 2080	P	238.0	10.0	237.5	242.0	23	1695	5.0	233.0	37.72%
36.69%	0.0	10.5	7531	1934	11.0	10.5	-3.0	10.5	C 2040	P	203.0	11.5	200.0	205.0	41	2823	10.0	193.0	39.12%
35.43%	0.0	14.5	21141	12560	14.5	14.0	-3.5	14.5	C 2000	P	164.0	8.5	164.5	169.0	994	9209	11.0	153.0	34.26%
34.07%	0.0	16.5	3171	2050	16.5	16.0	-4.0	16.5	C 1980	P	142.0	3.5	147.5	151.5	82	2568	9.0	133.0	29.48%
33.41%	0.0	19.0	5400	2981	19.5	18.5	-5.0	19.0	C 1960	P	128.0	6.0	129.0	133.0	97	2729	15.0	113.0	31.47%
33.02%	0.0	23.0	2979	2299	23.5	22.5	-5.5	23.0	C 1940	P	115.5	9.0	114.5	117.0	278	1947	22.5	93.0	33.52%
32.31%	0.0	27.5	2872	3084	28.0	27.0	-6.0	27.5	C 1920	P	100.0	8.5	98.5	101.5	281	5696	27.0	73.0	33.03%
31.40%	0.0	32.5	4836	6483	33.0	32.5	-7.5	32.5	C 1900	P	85.5	7.5	85.0	87.0	2275	8583	32.5	53.0	31.68%
30.83%	0.0	39.5	2244	3246	40.0	39.0	-7.5	39.5	C 1880	P	72.0	7.0	71.0	73.5	1957	4838	39.0	33.0	30.52%
31.29%	0.0	47.0	1815	1990	47.5	47.0	-9.0	47.0	C 1860	P	60.0	6.0	59.0	60.5	4641	4301	47.0	13.0	30.94%
29.67%	7.0	49.0	901	517	57.0	55.0	-10.0	56.0	C 1840	P	49.0	5.0	48.5	49.5	3554	3880	49.0	0.0	30.89%
29.53%	27.0	40.0	507	271	67.5	65.5	-10.5	67.0	C 1820	P	39.5	4.0	39.5	40.5	2669	3402	39.5	0.0	30.51%
31.16%	47.0	32.0	1123	840	80.0	77.5	-11.5	79.0	C 1800	P	32.5	4.0	32.0	32.5	12622	21268	32.5	0.0	30.59%
31.48%	67.0	25.5	480	439	93.5	91.0	-12.0	92.5	C 1780	P	26.0	3.5	25.5	26.0	2454	3943	26.0	0.0	30.94%

白糖 棉花 PTA 甲醇 菜籽粕 动力煤 菜籽油 花生 对二甲苯 烧碱 玻璃 短纤 纯碱 尿素 锰硅 硅铁 苹果 红枣

卖出看涨期权：收益增强（收租），胜率较高

卖看涨：高位卖货

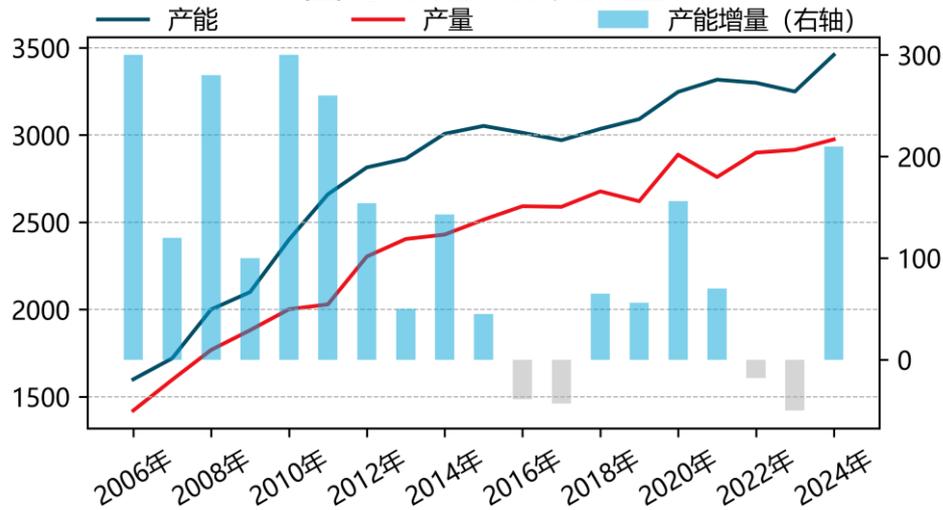
1. 卖期权更适合产业，因持续生产现货
2. 持续获取时间价值
3. 优化企业的销售计划
4. 需和现货量匹配，保持交割渠道畅通



四 | 纯碱行情交流

供应 | 持续高增长

国内纯碱产能及产量



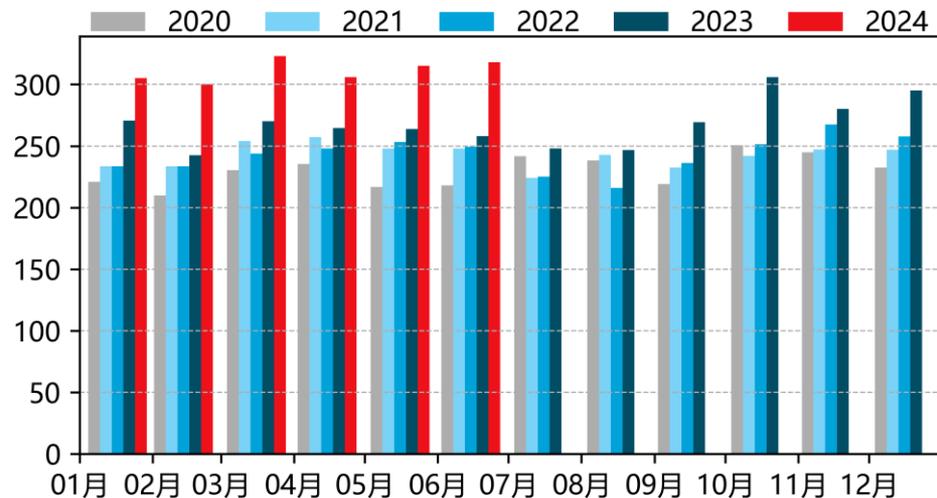
2023下半年阿碱和金山相继投产，纯碱产能快速扩张，行业集中度提高，行业格局转变。

2024年远兴四线逐步稳定运行，下半年仍有德邦，连碱等装置投产，扩产仍在路上。

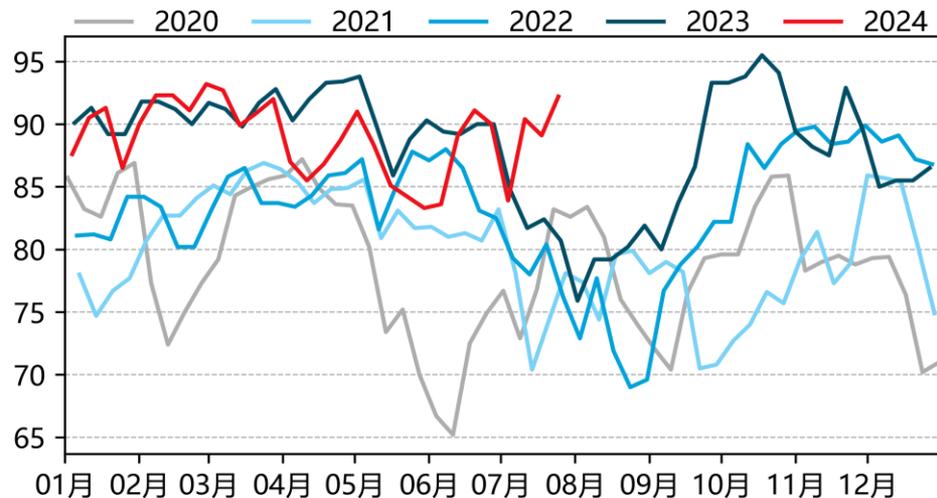
阿碱二期投产后，天然碱在三种工艺中占比较低但成本具备绝对优势，对市场影响尚未完全体现。

序号	省份	产能	占比	企业	产能	占比	工艺	控股股东	备注
1	河南	820	21%	金山化工	590	15%	联碱		
				安棚碱矿	130	3%	天然	远兴	
				桐柏海晶	20	1%	天然	远兴	
				河南骏化	80	2%	联碱		
2	青海			昆仑碱业	150	4%	氨碱	中盐	
				青海发投	140	4%	氨碱	中盐	
				盐湖镁业	120	3%	氨碱		
				五彩城投	110	3%	氨碱	三友	
3	内蒙古			阿拉善	500	13%	天然	远兴	
				内蒙古兰泰	33	1%	氨碱	中盐	
				苏尼特碱厂	30	1%	天然	远兴	
4	山东			山东海化	300	8%	氨碱		
				山东海天	150	4%	氨碱		
				实联化工	110	3%	联碱		
				中盐昆山	80	2%	联碱	中盐	
5	江苏			江苏华昌	70	2%	联碱		
				丰成盐化	60	2%	联碱		
				江苏德邦	60	2%	联碱		
				并神盐化	60	2%	氨碱		
6	河北			江苏晶昊	60	2%	氨碱		
				唐山三友	230	6%	氨碱	三友	
7	湖北			双环科技	110	3%	联碱		
				应城新都	70	2%	联碱		
8	四川			和邦生物	120	3%	联碱		
				湘渝盐化	100	3%	联碱		
9	重庆			和友实业	40	1%	联碱		
				天津渤化永利	80	2%	联碱		
11	广东			南方碱业	60	2%	氨碱		
				晶昊盐业	60	2%	氨碱		
12	江西			安徽红四方	55	1%	联碱	中盐	
				耀隆化工	40	1%	联碱		
15	浙江			龙山化工	40	1%	联碱		
				陕西兴化	30	1%	联碱		
16	陕西			湘潭碱业	30	1%	联碱		
				甘肃金昌	20	1%	联碱		
17	湖南			云南云维	20	1%	联碱		
				氨碱	1473	37%			
		联碱	1805	46%					
		天然	680	17%					
		总计	3958	100%					

纯碱月产量(万吨)

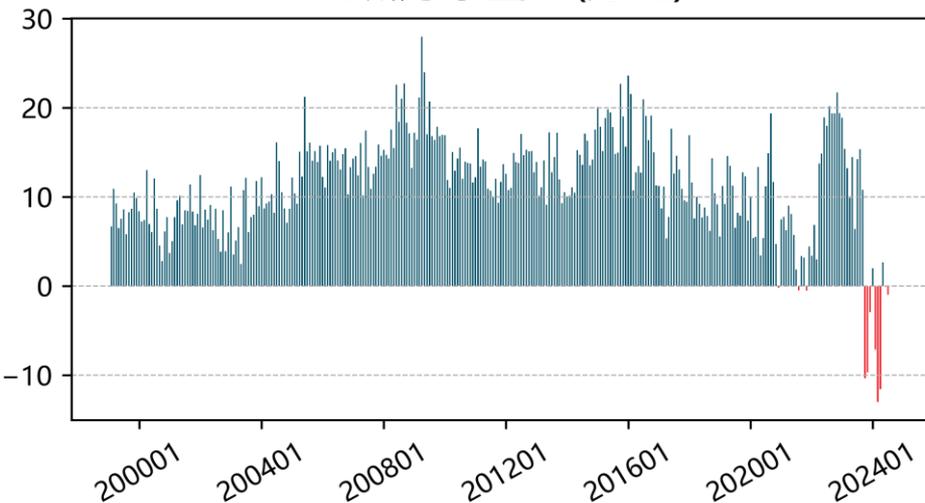


纯碱整体开工率(%)

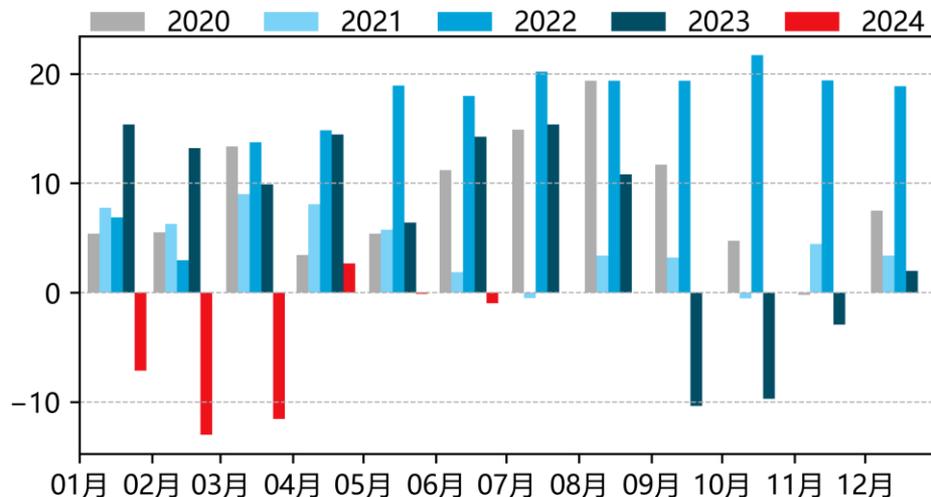


2023下半年产量增量明显，全年增量300万吨；
 2024年1-6月产量同比增加298万吨。

纯碱月净出口(万吨)



纯碱月净出口(万吨)



纯碱自2016年开始，净进口持续增加；2020-2021年个别月份净进口为正。

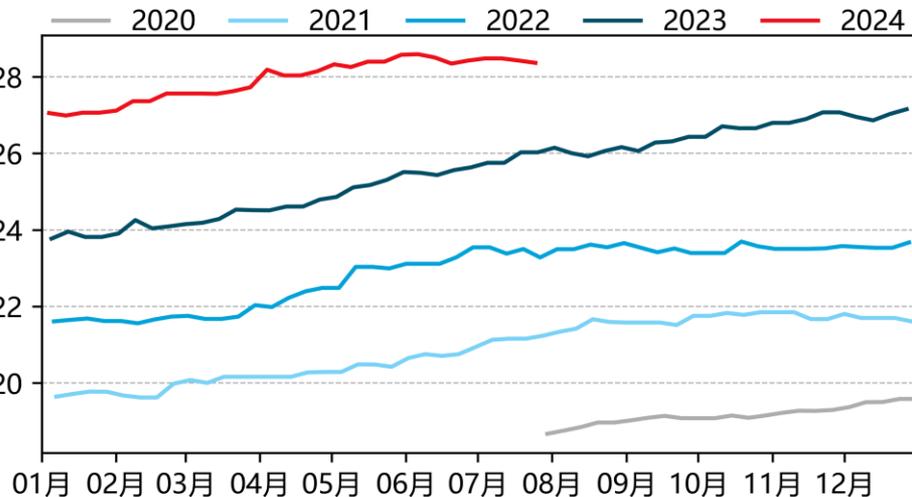
2023年1-12月净出口79万吨，自2000年以来仅高于2021年水平。

23年9月到24年5月净进口为主，24年1-5月净进口30万吨，同比23年增加104万吨。

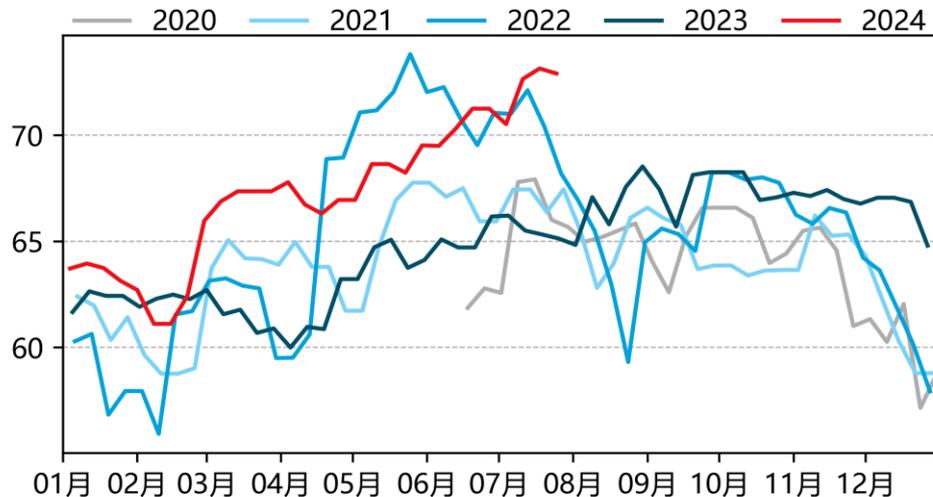
国内增加+进口增量合计402万吨，供应增幅27%。

需求 | 先后有别，殊途同归

浮法+光伏日熔量(万吨)

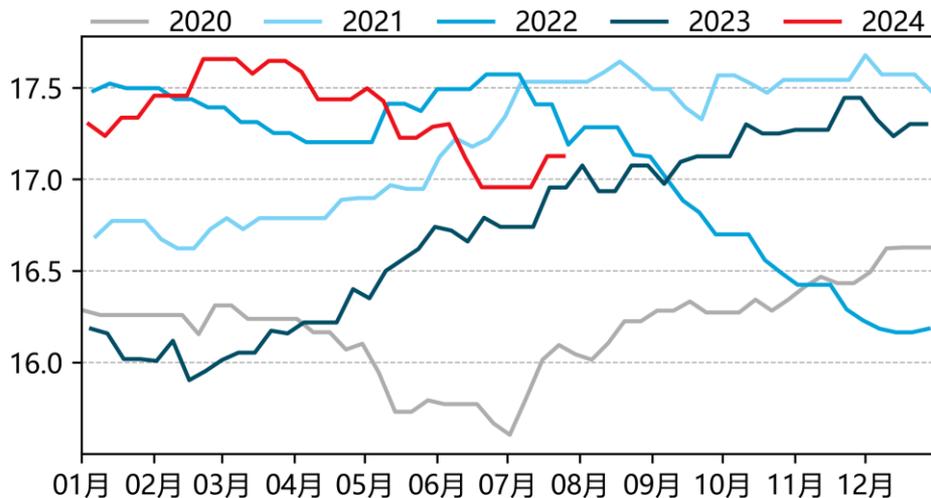


轻碱下游开工率(%)



重碱下游的浮法及光伏日熔量高位，年内增量基本来自光伏，需求同比增长约13%；
轻碱传统下游开工处于季节性高位，需求同比增长约6%，近期除小苏打外均弱；碳酸锂等新下游受光伏产业利润压缩影响，增速同样放缓。

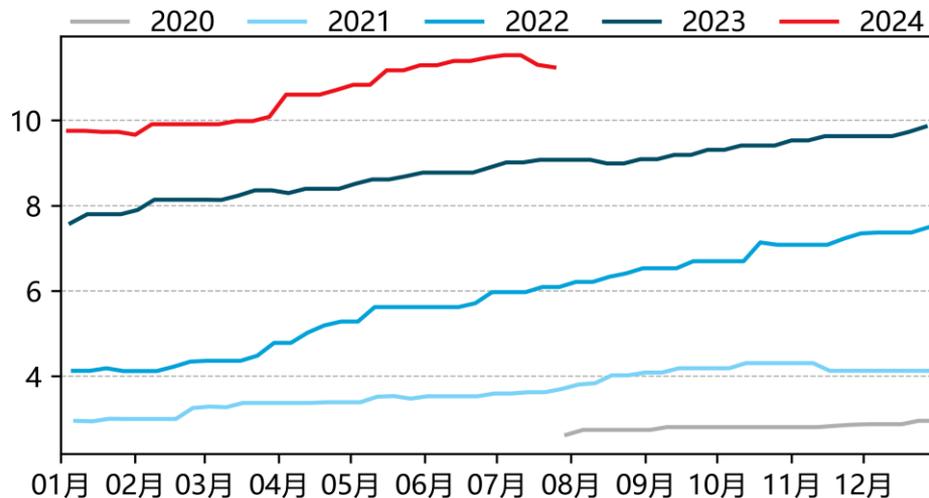
浮法日熔量(万吨)



2022年：冷修产线远大于复产产线
 2023年：复产产线远大于冷修产线
 2024年：高供应：增速6%
 中供应：增速4%
 低供应：增速2%

实际增速从9%放缓至7%，远高于预期，需求增量41万吨。

光伏日熔量(万吨)



光伏日熔量同比增速从29%放缓至27%，很难复现去年同期高速增长（60%-70%），预计维持2023年全年增速（20%-25%）。

需求增量77万吨。

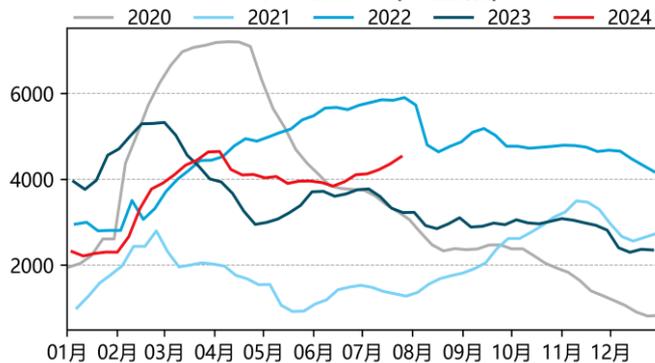
玻璃库存

高位，持续累库。

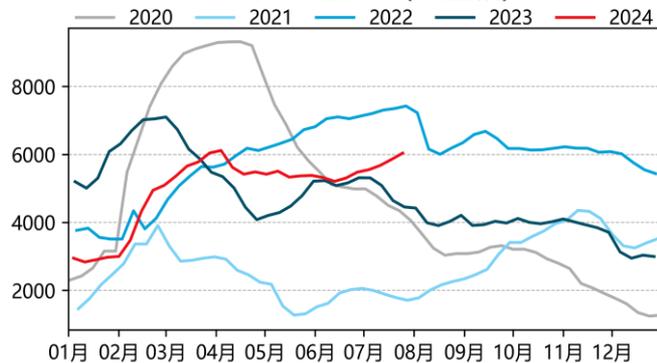


8省及13省口径库存持续积累。

玻璃8省库存(万重箱)

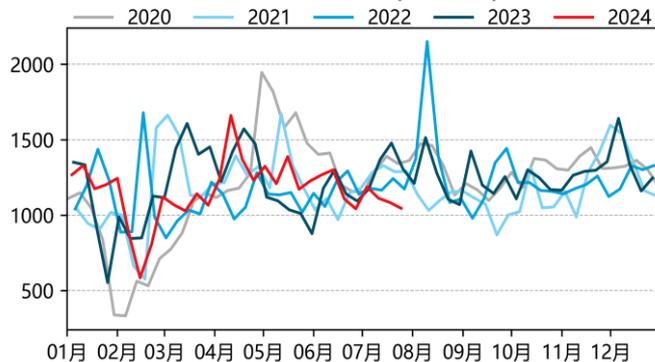


玻璃13省库存(万重箱)

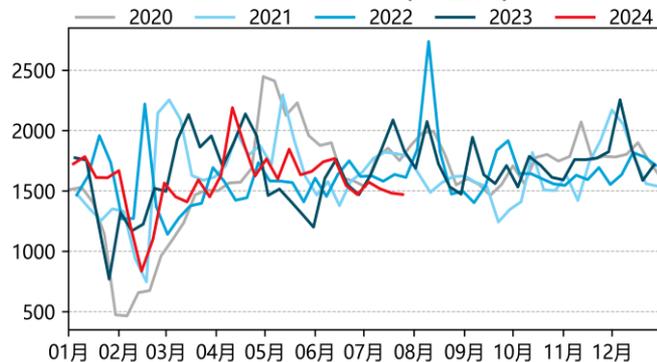


表需低位：产量持平+累库

8玻璃省表需(万重箱)

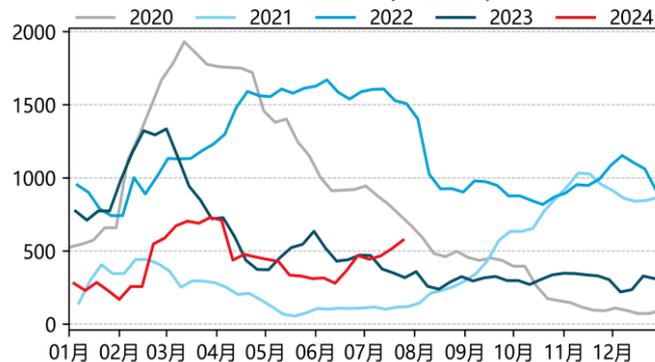


13省玻璃表需(万重箱)

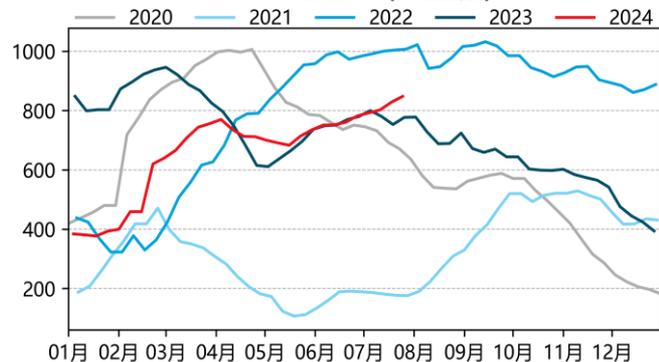


沙河厂库处于季节性中低位，绝对值中低位，玻璃厂压力不大。
其他厂库处于季节性高位，绝对值偏高，玻璃厂仍面临较大的库存压力。

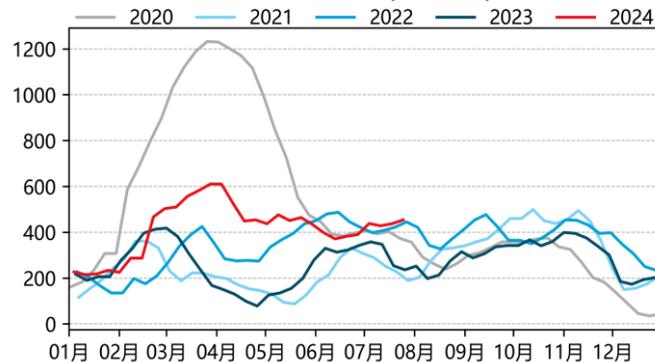
河北省库存(万重箱)



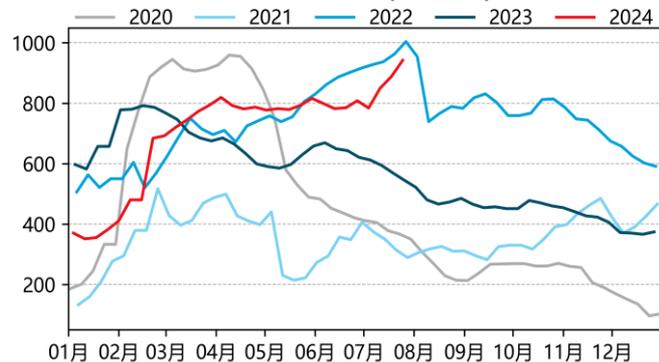
山东省库存(万重箱)



湖北省库存(万重箱)

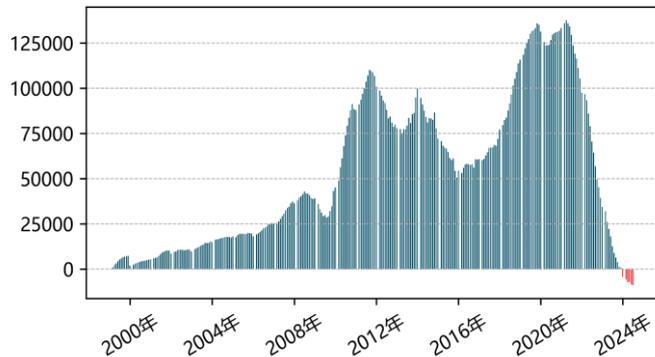


广东省库存(万重箱)

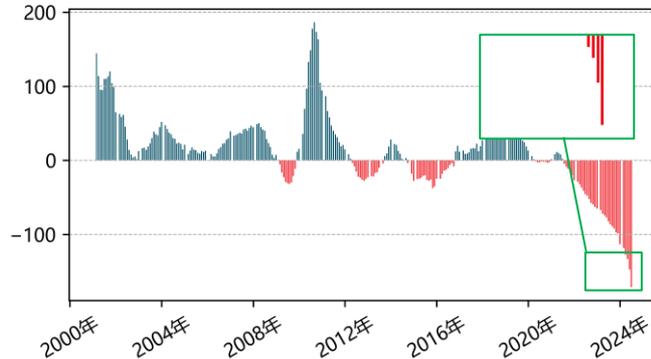


短期指标：去杠杆效应明显，截至6月仍在加速去库中。

地产短期库存(万平米)

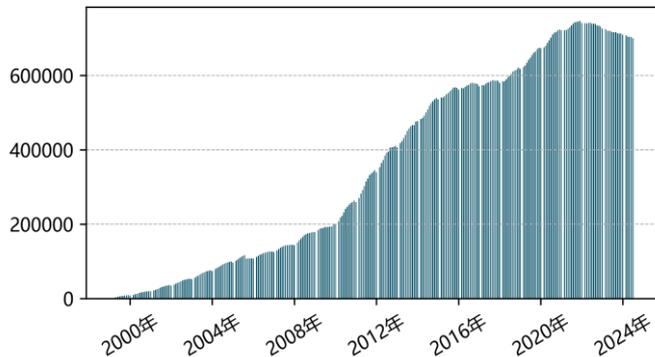


地产短期库存同比(%)

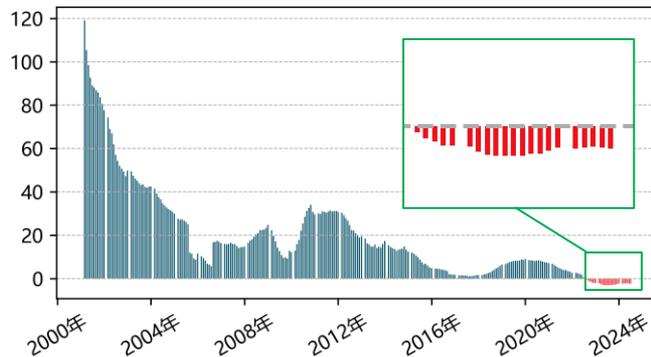


长期指标：存量高位，边际拐点或现，自5月开始出现反复，需持续观察。

地产长期库存(万平米)

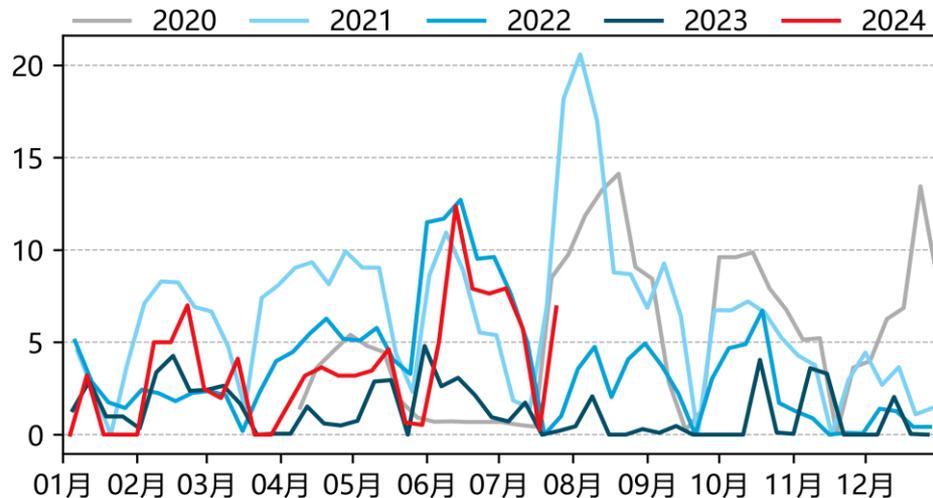
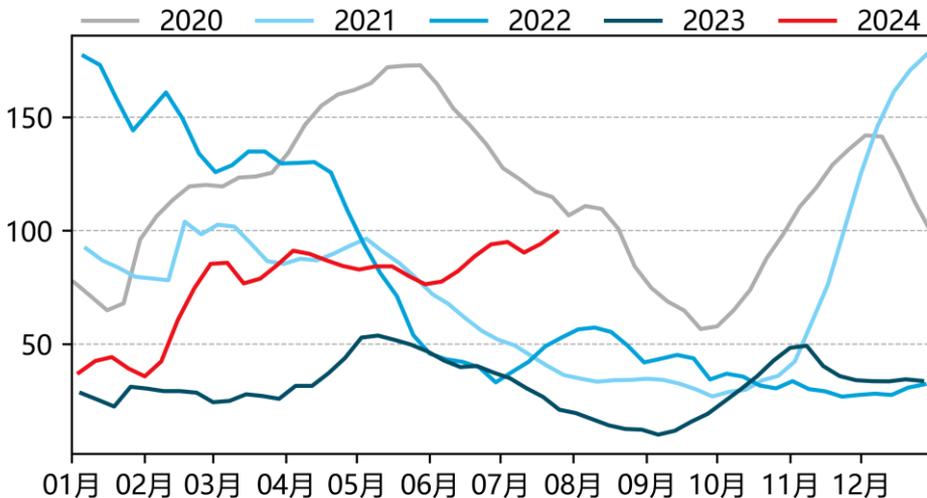


地产长期库存同比(%)



纯碱工厂库存(万吨)

纯碱仓单库存(万吨)



纯碱厂库季节性中高位，绝对值中高位，同比去年高45万吨；下游库存分化，玻璃厂库存中位，贸易商库存中低位。

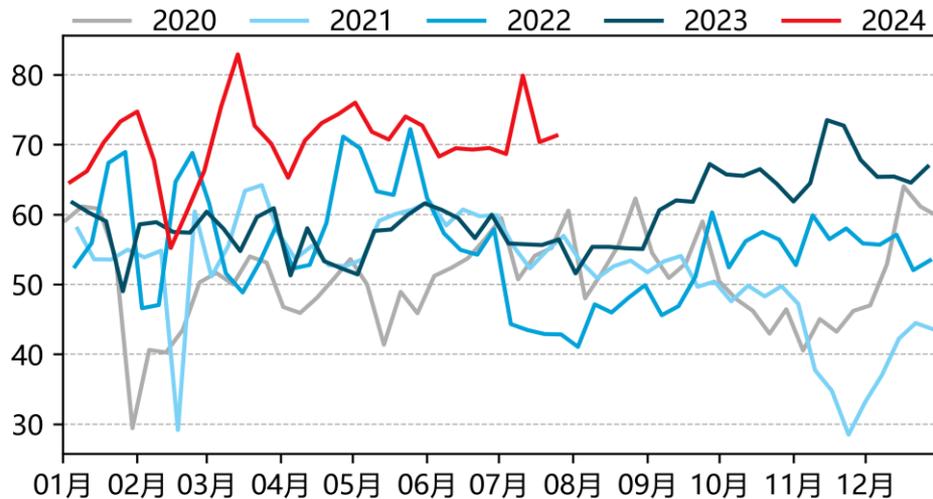
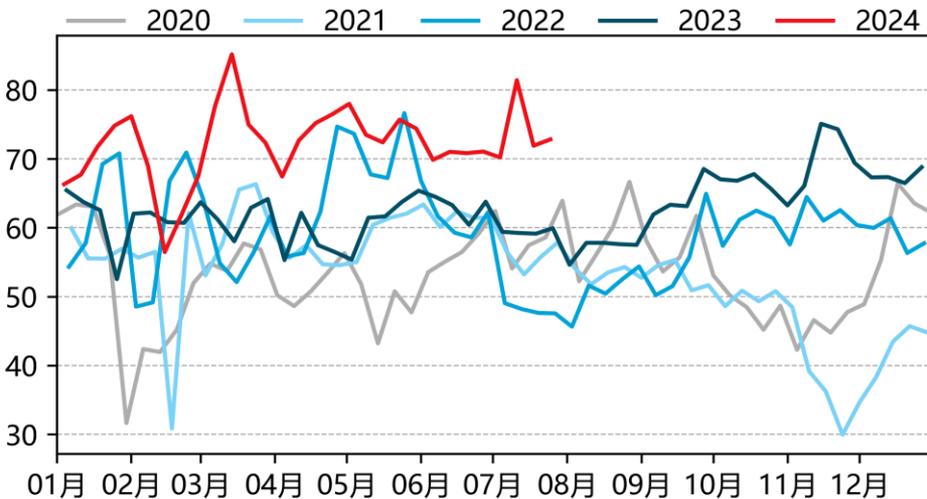
供应增量-光伏增量-浮法增量-轻碱增量-交割库增量-碱厂库存增量-玻璃厂原料库存增量-玻璃厂成品库存增量=

400 -80 -40 -50 -30 -80 -20 -5 = 95

95: 碱厂外库? 进口货港库? 贸易商库存? 其他隐形库存?

纯碱表需(万吨)

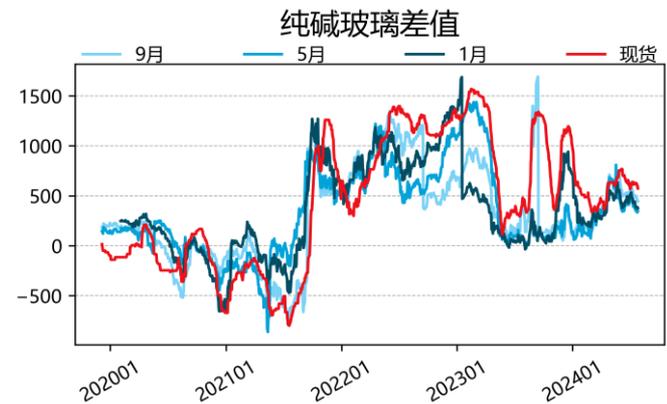
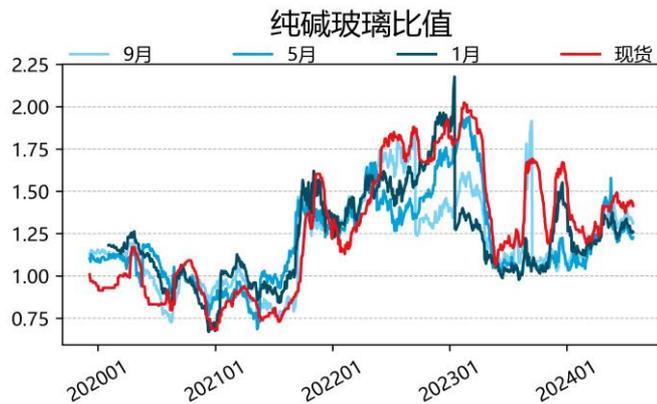
纯碱国内表需(万吨)



高供应+库存横盘→表需及国内表需持续季节性高位，增速从20%放缓至18%。

估值 | 中性

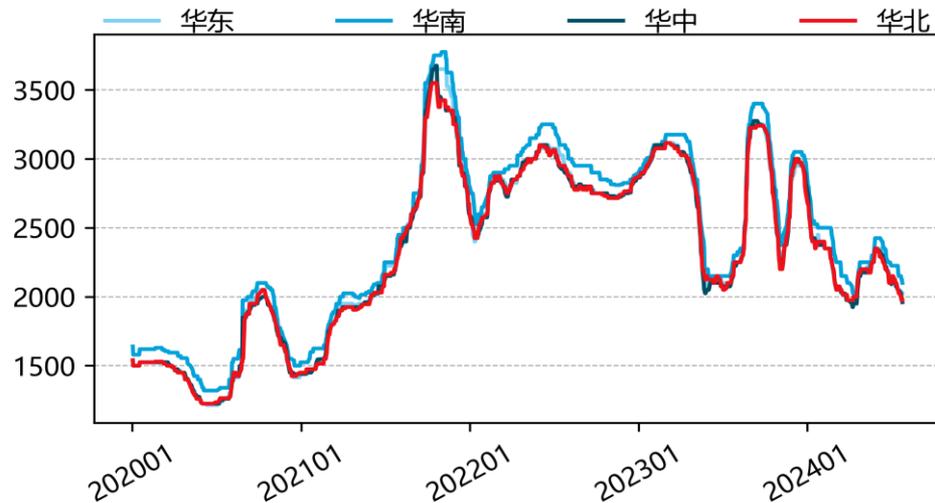
纯碱玻璃期现货的比
值和差值均
处于高位



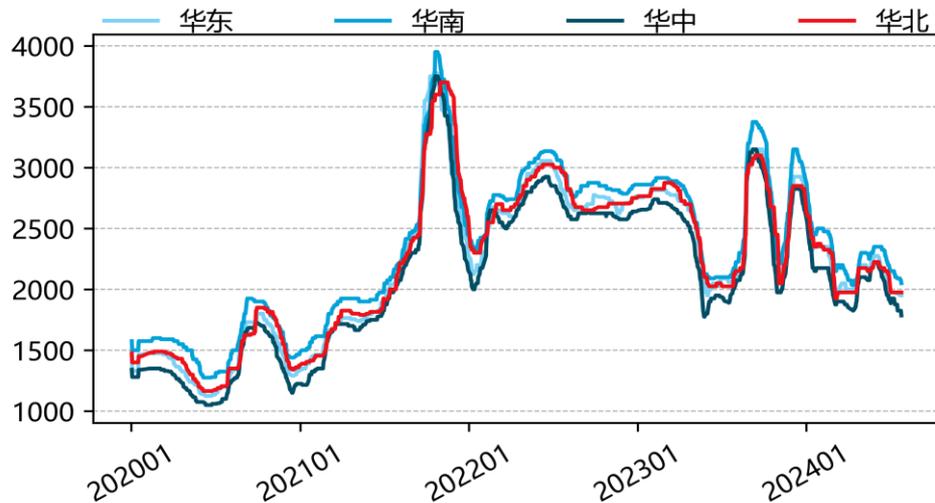
纯碱和玻璃利润水平平均处于中位，
近期二者利润均降，纯碱利润水
平高于玻璃。



重碱价格



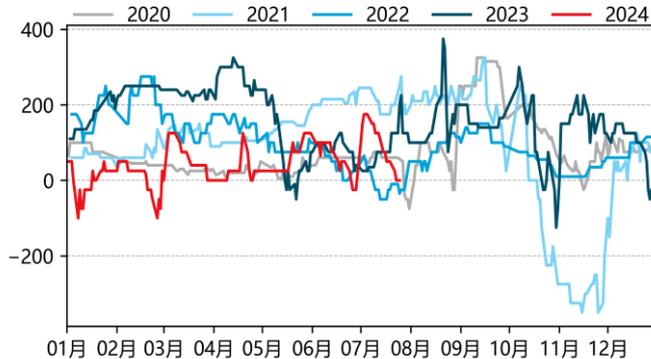
轻碱价格



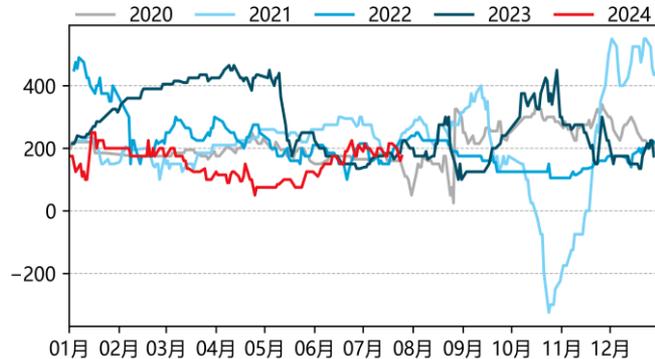
下跌过程中有两轮拿货，当前价格接近1季度末低点，但下游拿货意愿不高。

重碱下游开工高位，近期部分企业短暂集中补原料库存；轻碱下游开工季节性高位，不过实际需求弱于数据，厂家维持低库存。

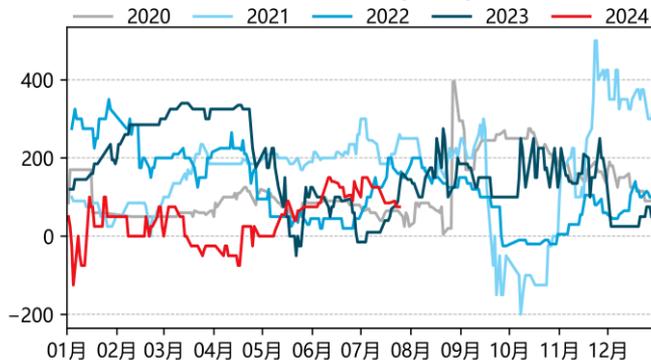
轻重碱价差(华北)



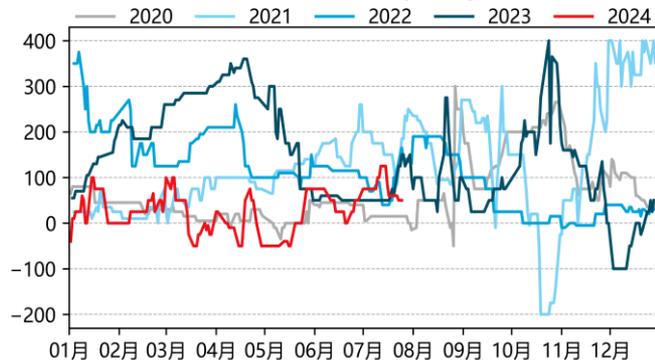
轻重碱价差(华中)



轻重碱价差(华东)



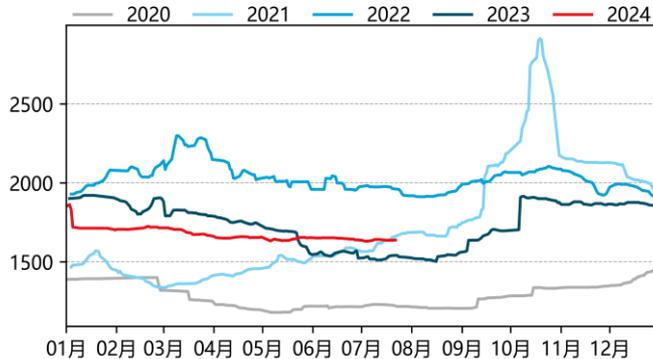
轻重碱价差(华南)



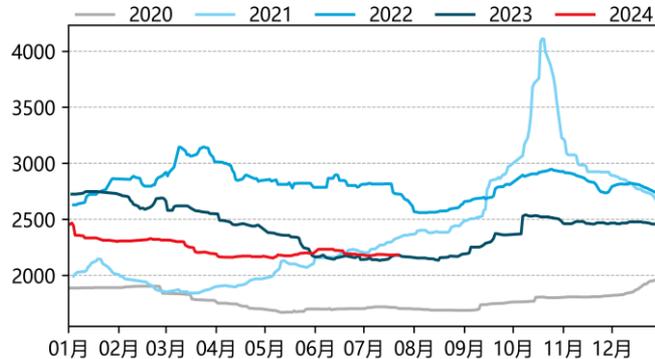
轻碱弱于重碱，轻重碱价差回至合理区间。

近期大宗商品普遍回调，生产成本些许走弱。

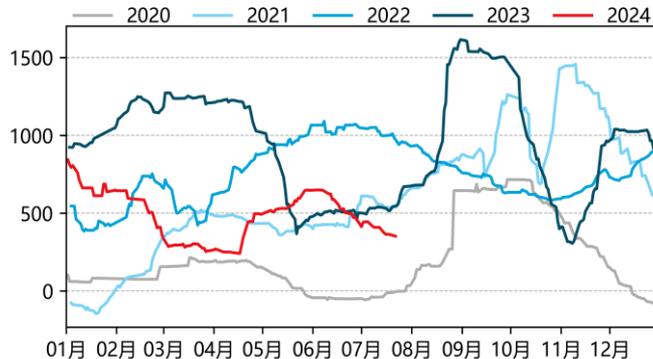
纯碱成本(氨碱法)



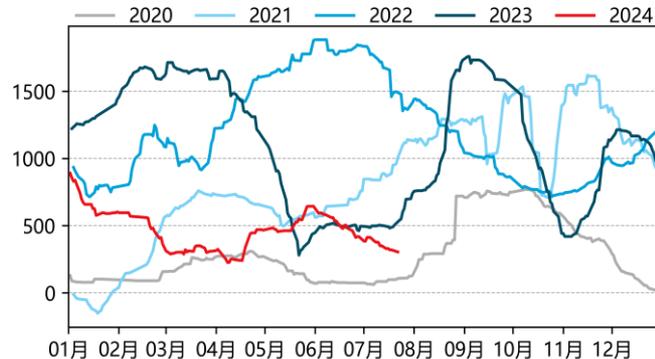
纯碱成本(联碱法)



纯碱利润(氨碱法)



纯碱利润(联碱法)



成品跌幅大于成本，利润下跌至年内次低位。

价差

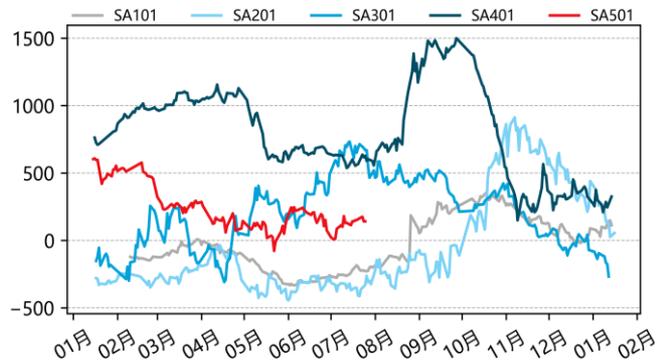
基差走强；月差低位

23年4季度以来供需从紧平衡转为宽松，基差持续低位；近期基差走强，当前9月合约升水50-100。

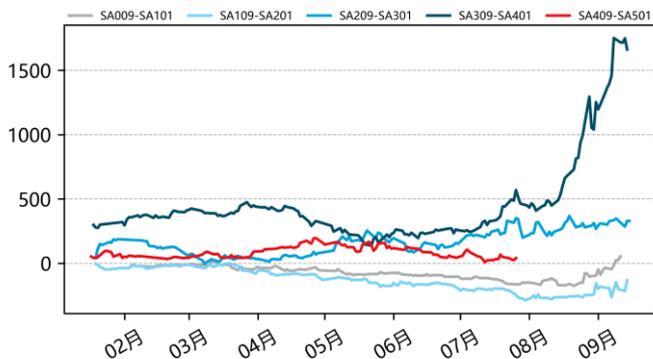
9月合约基差



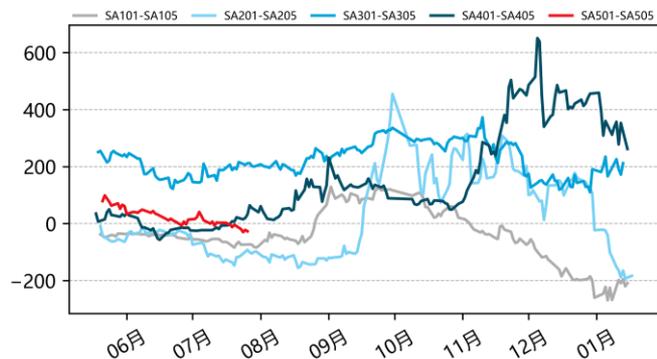
1月合约基差



纯碱9/1价差



纯碱1/5价差



现实较弱，预期不振，9/1价差维持低位。

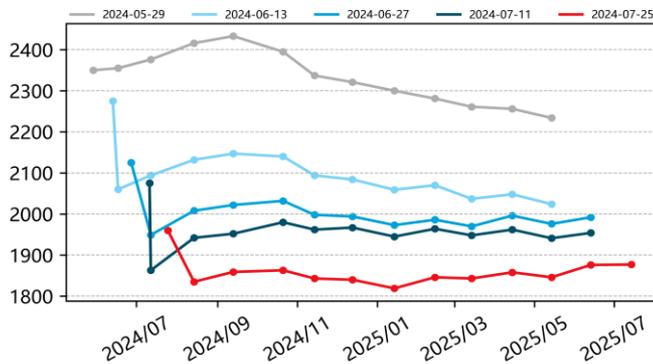
期限结构

基差走强；月差收窄

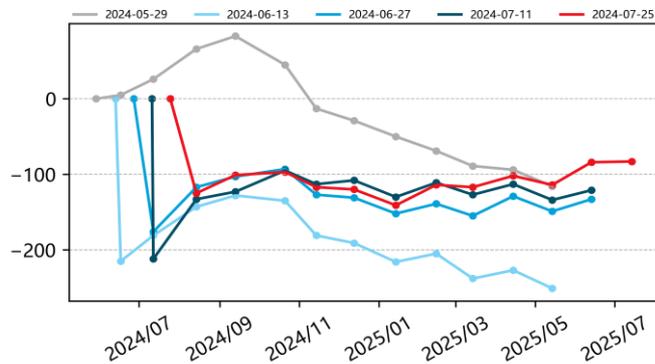


短期视角：盘面升水现货，结构整体较平；第一轮下跌过程中盘面溢价收窄，近期下跌过程中盘面溢价维持。

期限结构(绝对价格)

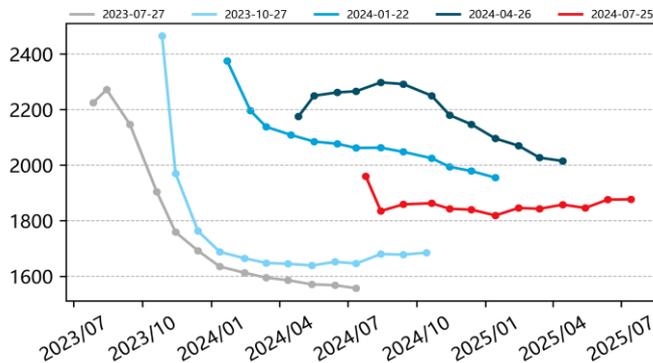


期限结构(相对价格)

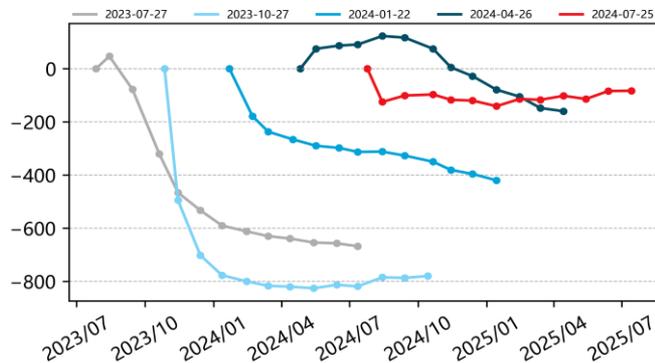


长期视角：21年之后贴水结构为主，当前贴水幅度较少。

期限结构(绝对价格)



期限结构(相对价格)



纯碱：中点还是终点？

供应	高位；下半年供应增量仍较多，不过产能增速远不及2023年。
需求	中高位；表观需求高位，在二季度需求超预期后，刚需和投机需求双双转弱。
库存	高位；库存持续高位，去库不明显；结构上厂库中高位→中位，社会库存中高位→中低位。
价格	中高位；轻重碱需求均转弱，轻重碱价差恢复至正常。
基差	中性；9月升水幅度不高。
利润	中高位；氨碱法及联碱法利润在300-500元/吨。
结构	整体结构较平，贴水幅度较小。
观点	纯碱处于“中高利润+中高价格+中高库存”的状态，现货持续转弱，期货近月估值相对合理，远月结构较平，给予较高溢价。23年H2产能大幅扩张，不过产能兑现进度缓于预期，在四季度形成阶段性供应不足，国内也从净出口切换为净进口状态。24年一季度供需格局逐步转宽松，形成阶段性供应过剩，价格及基差均走弱，期限结构趋于平坦；二季度下游玻璃率先启动，带动了一轮预期差行情，估值从低位修复至中高位；二季度后半段下游转弱，产业链估值整体压缩，下游浮法估值从中性略高压缩至中性偏低，纯碱跟随玻璃估值从高估值压缩至中高估值。
策略	纯碱自身矛盾不大，重点关注浮法竞争格局演化，观望为主。
风险	无

THANKS



网 址：www.yafco.com

联系电话：400-700-7878

地 址：北京市东城区金宝街58号华丽大厦6层永安期货研究院