

中辉期货 ZHONGHUI FUTURES

中辉期货研究院

2024 二季度报告 玻璃纯碱

玻璃纯碱：供大于求背景下，逢高偏空是良策

让衍生品
成为新的生产力
Make derivatives the
new productivity

中辉期货研究院所
交易咨询业务资格：
证监许可【2015】 75 号

何慧
投资咨询证号：
Z0011420

摘 要

玻璃：从基本面来看，玻璃今年交易的主要逻辑在于日熔量历史高点和需求恢复缓慢之间的错配，从新开工领先竣工来看，今年必将面临需求见顶的问题，所以盘面一直承压向下。受盘面下跌和库存压力的双重带动，厂家也主动降价降低自身库存，全产业链持货意愿较差，这本质上也是产业对于后市的预期偏向于悲观。

策略上，随着现货持续大幅降价，05合约基差收敛空间有限，前期捕捉基差收敛机会的头寸可以自行择机了结。4月进入交割月，盘面资金和玻璃厂的博弈会越来越剧烈，本质就是预期与现实的博弈。

短期来看，目前价格不断靠近动态平均生产成本，绝对价格位置偏低，具体来看，主连合约价格处于2020年以来14%的位置，现货价格处于28%的位置。绝对低位背景下，价格波动或缩窄，价差套利空间不大。中长期来，玻璃的高日熔依然是玻璃上最大的问题，需要通过出清来解决，逢高做空是良策，建议等待05基差收敛后，09合约继续逢高平水布局空单。

纯碱：从基本面来看，纯碱依然是过剩格局，在碱厂库存累积以及现货下跌趋势背景下，中下游买涨不买跌，多为按需补库。只要供给端不出现意外，纯碱依然是高空格局，现货价格附近可以开始布局部分空单，氨碱成本附近空单止盈。

当前纯碱的矛盾主要集中在时间和空间上。时间上看，随着越来越接近集中检修季，供给端的变化将偏向于利多;而空间上，由于现货的价格压力，盘面向下空间大于向上。故近期纯碱的基差基本保持季节性中枢水平震荡，向下需要现货驱动。

策略上，随着时间的推移，检修的增多，供给端的变化都会偏向于利多。所以盘面在和现货保持季节性合理水平的区间震荡。月差方面，基于夏季的检修预期和今年玻璃出清带来的需求负反馈，建议关注9-1正套。

风险提示：

1）宏观经济恢复超预期。

2）地产政策、销售、竣工超预期。

3）碱厂检修超预期。

4）原燃料价格波动。

目 录

第1章 玻璃行情分析.....3
1.1 供给端：日融量历史高点，供应增加压力.....3
1.2 需求端：竣工见顶确定，需求长期向下.....4
1.3 库存端：产销低迷，库存持续累积.....6
1.4 成本端：原燃料价格走低，成本支撑减弱.....8
1.5 基差月差：Back结构下，远月预期偏弱.....8
1.6 行情展望：高日融弱需求，逢高偏空是良策.....10
第2章 纯碱行情分析.....11
2.1 供给端：产量季节性高位，供给过剩确定.....11
2.2 需求端：浮法玻璃产能瓶颈，光伏玻璃继续增加.....13
2.3 库存端：货源充足，下游补库积极性不高.....15
2.4 成本端：动态氨碱成本附近，碱厂存在挺价意愿.....17
2.5 基差月差：市场呈近强远弱格局.....17
2.6 行情展望：单边逢高空，月间走正套.....19

第1章　玻璃行情分析

1.1 供给端：日融量历史高点，供应增加压力

一季度玻璃产能达年内峰值，相对于往年产能和产量出现较大幅度增加。截至3月底，全国浮法玻璃生产线共计312条，剔除僵尸产线后共计304条（20.35万吨/日），其中在产259条，较2023年底增加4条，冷修停产45条，浮法产业企业开工率为85.2%。目前，浮法玻璃日设计产能为20.3485万吨，产能利用率为86.72%，日熔量为17.6455万吨，同比增加9.21%，相比2023年底增长1.5%，为2015年以来的最高日熔量，处于历史高位。

图 1.1：浮法玻璃产线开工条数



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.2：浮法玻璃企业开工率



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.3：浮法玻璃企业日度产能



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.4：浮法玻璃企业日熔量



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

从季节性来讲，上半年需求难以容纳较高产能。考虑到行情转弱预期，叠加长期多年未冷修产线较多，可能会出现计划外冷修及点火不及预期情况，近期华北华东已经出现了个别产线计划外冷修预期。

图 1.5：浮法玻璃企业日均产量（万吨）

玻璃日均产量	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
1月	17.32	15.82	17.33	16.68	15.94	15.74
2月	17.21	15.76	17.02	16.66	15.04	15.72
3月	17.49	15.83	17.18	16.70	14.86	15.78
4月		16.04	17.13	16.74	15.21	16.01
5月		16.25	17.14	16.92	15.28	16.13
6月		16.39	17.26	17.07	15.52	15.94
7月		16.71	16.98	17.39	15.88	15.85
8月		16.76	16.86	17.47	16.14	16.01
9月		16.95	16.68	17.36	16.36	16.09
10月		17.11	16.47	17.49	16.42	15.98
11月		17.24	16.13	17.51	16.48	15.97
12月		17.27	16.03	17.42	16.71	15.93
平均	17.3	16.5	16.9	17.1	15.8	15.9

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

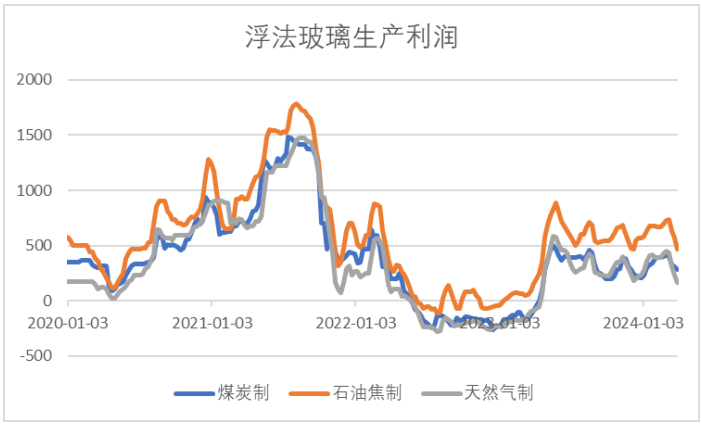
图 1.6：浮法玻璃月度产量（万吨）

玻璃月产量	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
1月	536.94	490.49	537.15	517.14	494.14
2月	481.90	441.39	476.62	466.52	421.06
3月	542.24	490.77	532.63	517.62	460.74
4月		481.22	513.96	502.28	456.33
5月		503.71	531.40	524.65	473.57
6月		491.64	517.80	512.08	465.62
7月		517.98	526.50	538.98	492.34
8月		519.58	522.79	541.50	500.35
9月		508.37	500.53	520.86	490.87
10月		530.53	510.53	542.33	508.97
11月		517.06	484.03	525.27	494.41
12月		535.34	496.81	540.17	518.03
平均	520.36	502.34	512.56	520.78	481.37

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

上半年点火产线偏多，冷修产线集中在下半年，是否冷修多将视价格利润而定。目前，玻璃行业仍有较为可观的利润，加之玻璃冷修成本较高，全年产能预期将保持在偏高位运行。截止到3月29日，以煤制气、石油焦、天然气为燃料的浮法玻璃生产利润分别为280元/吨、464元/吨、168元/吨，平均利润在304元/吨。相比于2023年底的变化幅度分别为-269元/吨（-17.3%）、-177元/吨（-12.5%）、-171元/吨（-9.0%）。

图 1.7：浮法玻璃生产利润走势（元/吨）



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.8：浮法玻璃生产利润历年统计(元/吨)

平均生产利润	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
1月	435	(134)	392	875	350	98
2月	490	(76)	598	703	341	118
3月	429	(63)	448	783	273	128
4月		160	196	842	158	75
5月		581	71	1197	157	84
6月		507	(94)	1327	327	130
7月		408	(174)	1439	376	196
8月		487	(102)	1544	648	208
9月		343	(137)	1439	624	213
10月		370	(85)	853	595	227
11月		440	(132)	359	685	337
12月		325	(172)	434	877	390
平均	450	287	57	974	445	184
最高	490	581	598	1544	877	390
最低	429	(134)	(174)	359	157	75

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

1.2 需求端：竣工见顶确定，需求长期向下

从政策层面来看，今年两会政府工作报告的工作任务中未提及“保交楼”工作，不过3月22日的国常会再次提及“保交楼、保民生、保稳定”，意味着2024年“保交楼”仍是各地重点任务，年初住建部表示“350万套保交楼专项借款项目已交付超过300万套，交付率超过86%”，这也意味着2024年“保交楼”对浮法玻璃需求的支撑较2023年明显减弱。2024年1-2月，房屋竣工面积1.0395亿平方米，同比-20.2%。

图 1.9：“保交楼”项目交付进展



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

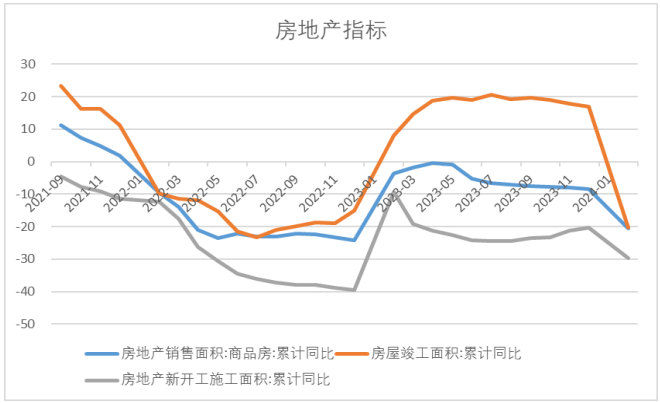
图 1.10：房地产竣工面积（亿平方米）

竣工面积当月	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
2月	1.04	1.32	1.22	1.35	0.96
3月		0.62	0.47	0.56	0.59
4月		0.43	0.31	0.36	0.37
5月		0.41	0.33	0.48	0.44
6月		0.61	0.53	0.89	0.53
7月		0.45	0.34	0.53	0.42
8月		0.53	0.48	0.50	0.39
9月		0.50	0.40	0.43	0.42
10月		0.64	0.57	0.63	0.79
11月		1.01	0.91	1.15	0.99
12月		3.46	3.05	3.27	3.20
合计	1.04	9.98	8.62	10.14	9.12

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

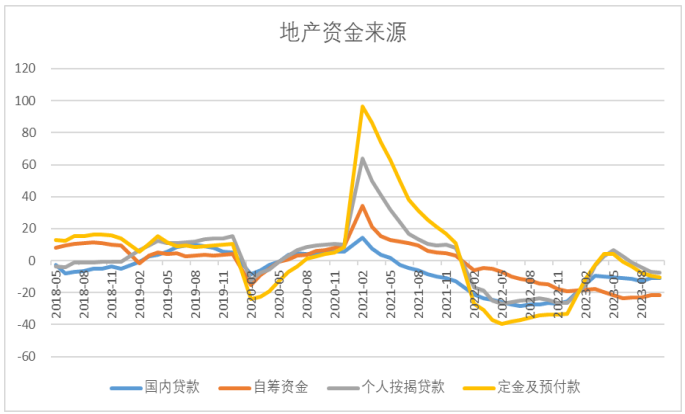
从现实层面来看，房地产行业仍在寻底。2023年1-2月，房地产销售面积、新开工面积、竣工面积、开发资金来源累计同比分别为-20.5%（前值-8.5%）、-29.7%（前值-20.4%）、-20.2%（前值17%）、-24.1%（前值-13.6%），销售、新开工、竣工和资金来源均继续回落。

图 1.11：地产销售、新开工与竣工面积同比(%)



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.12：地产资金来源(%)

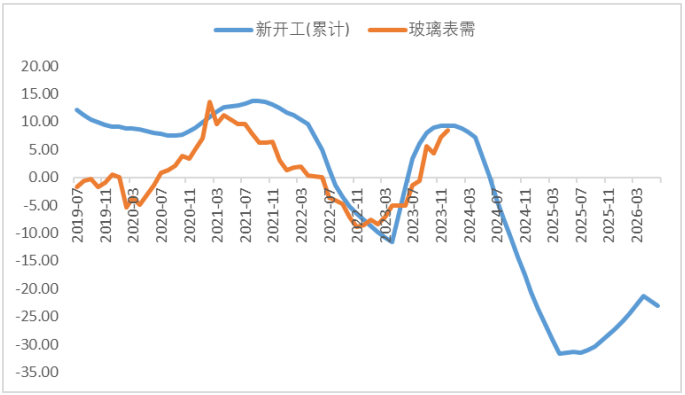


资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

从中长期来看，基于新开工预测，地产竣工面积大概率将在年中见顶，玻璃需求可能会提前于竣工数据见顶。而房企的资金仍未改善，竣工又依赖保交楼支撑，会继续拉长竣工周期，稀释竣工需求。

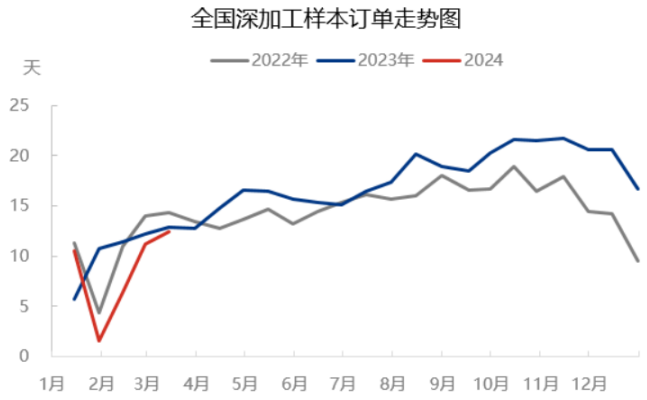
目前国内地产政策在限购放松和开发商融资方面进一步放松，这两点可能都不是现有地产和经济的最大问题。前者是杠杆放松政策，后者是供给端政策，但目前最大的问题是需求端，也就是居民的购房意愿和能力问题，这又取决于居民收入和期房能否如期按质交付，只有项目交付有保障，购房者购买期房的意愿才有望得到修复，所以短期实际效果可能还是有限。

图 1.13：房地产新开工领先玻璃需求28个月左右



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.14：全国深加工样本订单天数（天）



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

从表需来看，三四月份基本是玻璃消费的高点，所以市场可能会对后续下游补库存在一定预期。但我们认为在今年全年需求预期向下和实体企业经营已经开始明显感受到压力的情况下，补库的强度对绝对格的敏感性更高。从当前的终端需求来看，若原片价格一直维持节前的水平，深加工大概率维持按需补库，且在下游终端回款不佳的情况下，自身补库能力也会受到限制。但若现货价格给到更低的位置，深加工利润出现扩张，在逐利的驱使下，补库强度也会有所提高。

截至3月15日，深加工企业订单天数12.4天，较2024年2月底+1.2天。当前深加工订单以及处于分化状态，其中华中、华东区域深加工样本企业持有平均天数仍旧处于偏低水平，西南华北部分大型工程订单尚可，山东区域滕州淄博临朐青岛等深加工订单略低于往年同期，个别可排单1-2个月。

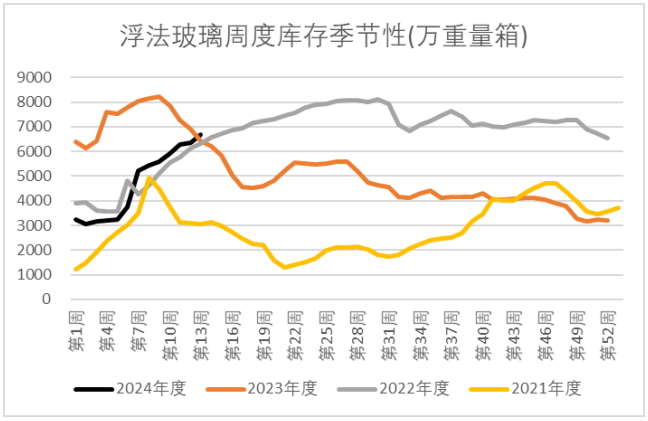
1.3 库存端：产销低迷，库存持续累积

节后库存逐步有压，未来考验浮法厂产销持续性，浮法玻璃厂库存升至偏高位。截止3月29日，全国浮法玻璃样本企业总库存6693.6万重箱，连续11周累库，相比2023年底的3206.2万吨增加108.77%，同比增加4.1%。折库存天数27.2天，较2023年底+14天，增幅106%，同比减少1.6天。绝对库存位置来看，处于年内绝对高位，近2年库存位置为70%。

分区域看，销区浮法厂库存天数高于产区，主要区域华东、华南库存天数高于华北、华中区域。后期看，当前行业利润仍维持在较好水平，多数区域库存有压下，浮法厂预计将以维持一定产销、控制库存为主。截止3月29日，沙河地区玻璃企业期末库存为555.2万重量箱，同比减少57.4万重量箱，湖北地区玻璃企业期货库存为700.8万重量箱，同比增加422.5万重量箱。

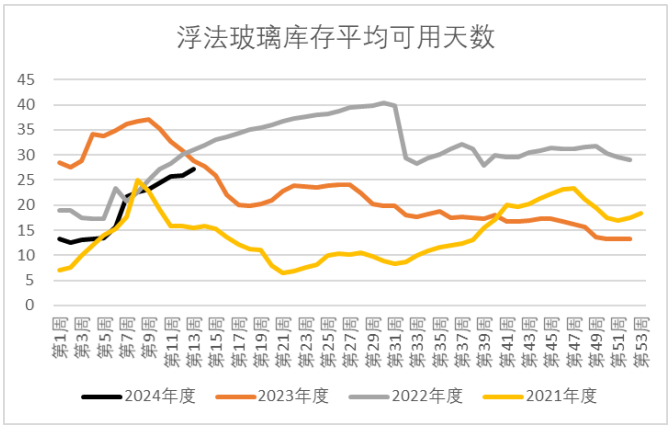
从库存结构来看，中游贸易商已经开始割肉甩货，这是上轮矛盾化解的开始，3月底沙河社会库存为352万重量箱，同比减少112万重量箱。全国上游库存静态来看暂时压力不大，但长期来看持续的高供给下玻璃上游的库存矛盾仍会不断积累。

图 1.15：浮法玻璃期末库存变化(万重量箱)



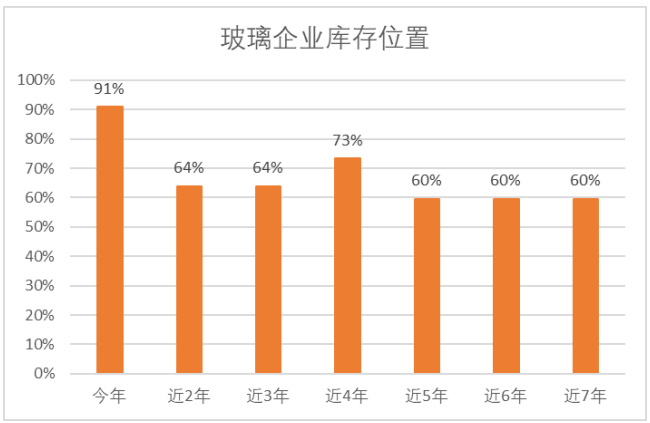
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.16：浮法玻璃库存平均可用天数（天）



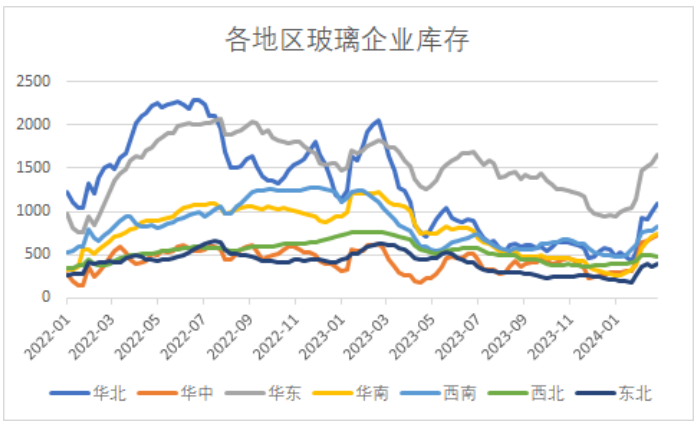
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.17：玻璃企业库存位置



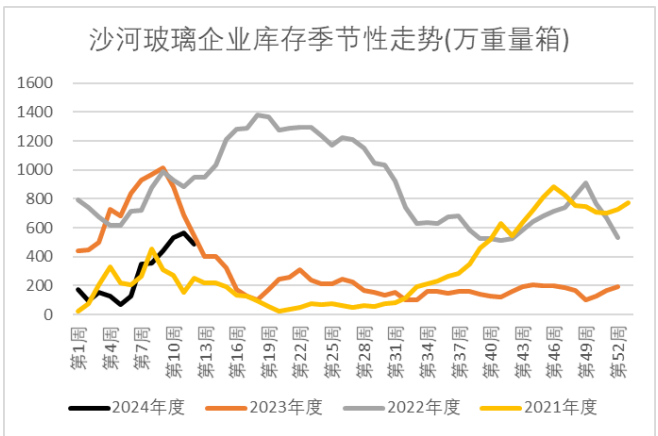
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.18： 各地区玻璃企业库存(万重量箱)



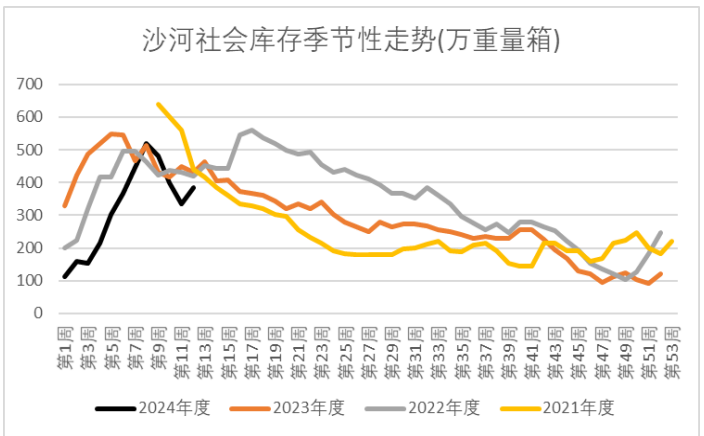
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.19：沙河地区玻璃企业库存季节性(万重量箱)



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.20：沙河地区社会库存季节性（万重量箱）



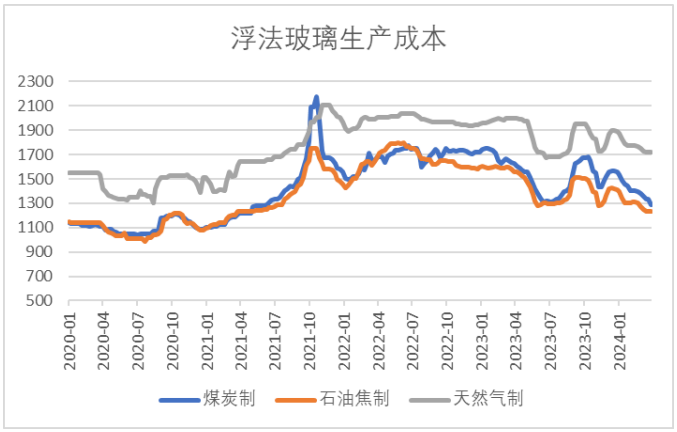
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

1.4 成本端：原燃料价格走低，成本支撑减弱

玻璃成本主要是受纯碱和煤炭影响比较大，原料纯碱和燃料（煤炭、天然气）在浮法玻璃生产中所占的成本比重接近70%。截止到3月29日，以煤制气、石油焦、天然气为燃料的浮法玻璃生产成本分别为1288元/吨、1236元/吨、1719元/吨，平均成本在1414元/吨，相比2023年底的变化幅度分别为-17.3%、-12.5%、-9.0%。

原材料看，纯碱2024年供应充足，价格重心仍存下移预期，燃料看，采暖季结束，部分地区气价预期下调0.3-0.4元/方，春节后煤炭价格下跌较快，石油焦虽有探涨，但涨幅有限。整体看，成本对玻璃价格支撑转弱。

图 1.21：浮法玻璃生产成本（元/吨）



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.22：浮法玻璃平均生产成本统计(元/吨)

平均生产成本	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
1月	1544	1769	1626	1222	1275	1285
2月	1493	1757	1699	1234	1269	1258
3月	1436	1742	1763	1318	1268	1261
4月		1702	1802	1363	1185	1327
5月		1583	1843	1384	1145	1329
6月		1442	1857	1402	1132	1298
7月		1433	1815	1447	1141	1269
8月		1483	1766	1517	1165	1282
9月		1687	1775	1622	1284	1326
10月		1666	1775	1904	1313	1350
11月		1518	1759	1796	1271	1319
12月		1609	1749	1710	1214	1279
平均	1487	1613	1770	1497	1221	1298
最高	1544	1769	1857	1904	1313	1350
最低	1436	1433	1626	1222	1132	1258

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

1.5 基差月差：Back结构下，远月预期偏弱

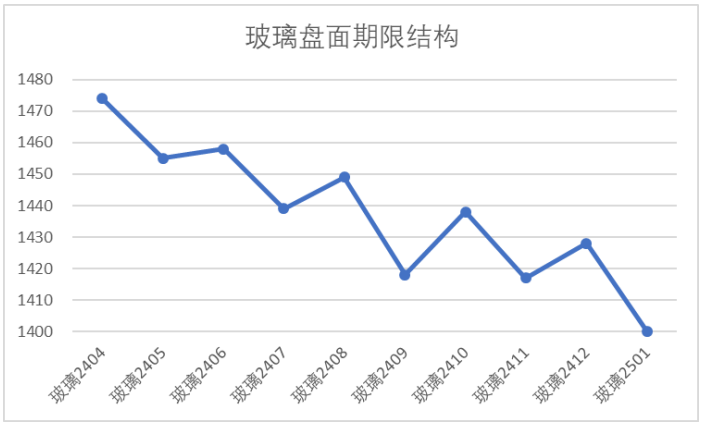
截至3月28日，玻璃现货价格为1778元/吨，一季度涨跌幅度为-11.1%，玻璃05、09合约收盘价分别为1455元/吨、1418元/吨，一季度涨跌幅度分别为-23.9%，-23.5%，可以看出，整体上期货盘面跌幅大于现货。期限结构上呈back结构。

图 1.23：玻璃期货主力与现货价格走势



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.24：玻璃期货盘面期限结构走势



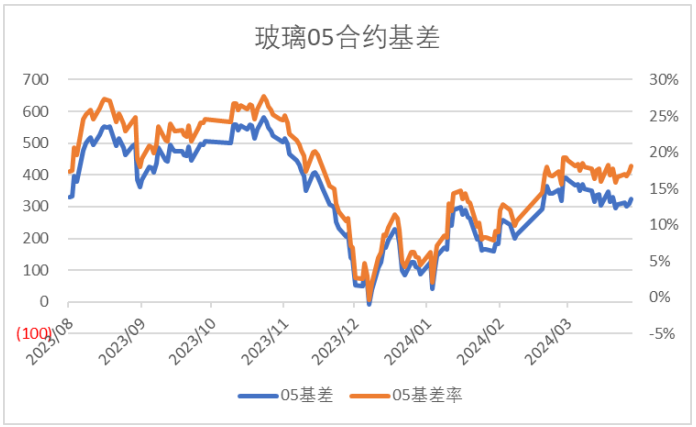
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

目前FG05、09合约基差分别为325元/吨、361元/吨，基差率分别为18.1%、20.2%，一季度基差变动大小分别为+235元/吨、+212 元/吨，主因在于整个一季度期货盘面弱于现货。

其中，3月受产销持续不佳影响，现货的持续大幅下跌使得基差有所收敛。进入4月，05合约上的预期属性会越来越弱，厂家产销和现货价格的影响权重会越来越重，当前盘面计价的就是四月底前现货仍有一轮集中降价。

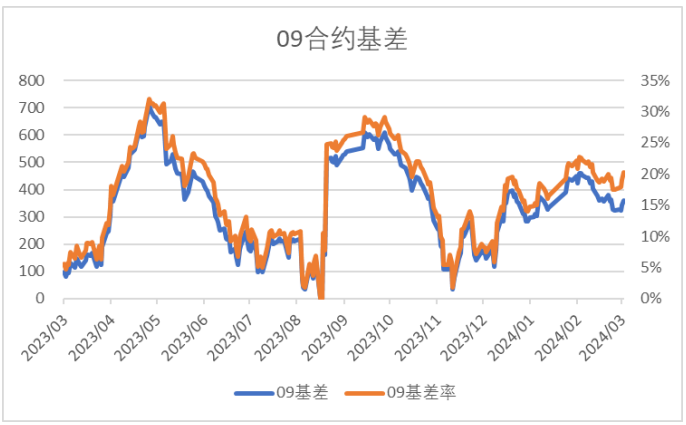
从季节性来看，三月底一般是玻璃的表需的高点，若表需恢复至120万吨以上实现去库，上游玻璃厂的降价可能暂时告一段落。否则在当下高企的供给压力下，玻璃库存将持续累积，现货价格仍有下降空间，盘面继续向上收基差的概率会大大减小。

图 1.25：玻璃期货05合约基差走势



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.26：玻璃期货09合约基差走势



资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

从客观条件来看，玻璃仍然有向上收基差的可能。从持仓来看目前05合约上的持仓接近季节性高位水平，而现实来看，盘面对标的沙河地区库存压力也有所缓解，且下游深加工的库存处于低位，一旦有资金发动行情，下游补库叠加投机需求被刺激，由收基差转为期现联动的正反馈还是有的可能的。所以在当前位置继续追空盈亏比一般。

图 1.27：玻璃期货主力价格月度涨跌变化统计

主连价格变化	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
1月	(72)	(52)	535	(74)	(12)
2月	(196)	(88)	(343)	259	(87)
3月	(190)	123	214	68	(98)
4月		150	(229)	311	(22)
5月		(384)	(107)	265	160
6月		108	(131)	127	48
7月		201	(150)	79	215
8月		50	(34)	(293)	165
9月		(100)	46	(359)	(115)
10月		(25)	(160)	(434)	1
11月		146	40	14	94
12月		124	274	(117)	22
总计	**(458)**	**253**	**(45)**	**(154)**	**371**

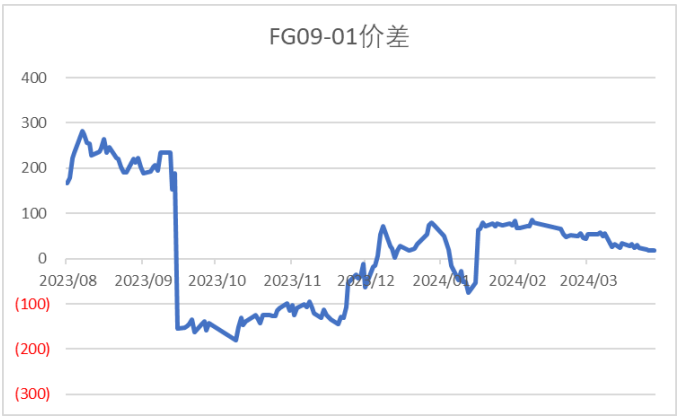
资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.28：玻璃现货价格月度涨跌变化统计

现货价格变化	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
1月	21	84	(18)	(202)	231
2月	14	6	316	15	9
3月	(251)	94	(383)	127	(262)
4月		382	(27)	92	(225)
5月		(92)	(119)	491	151
6月		(162)	(119)	45	109
7月		1	(105)	207	81
8月		117	74	23	277
9月		53	(14)	(97)	8
10月		(6)	0	(351)	(1)
11月		(100)	(98)	(515)	46
12月		41	1	(27)	322
总计	**(216)**	**419**	**(491)**	**(192)**	**746**

资料来源： 钢联数据，中辉期货研究院

图 1.29：玻璃09-01价差走势



资料来源： 同花顺，中辉期货研究院

图 1.30：玻璃01-05价差走势



资料来源： 同花顺，中辉期货研究院

1.6 行情展望：高日融弱需求，逢高偏空是良策

从基本面来看，玻璃今年交易的主要逻辑在于日熔量历史高点和需求恢复缓慢之间的错配，从新开工领先竣工来看，今年必将面临需求见顶的问题，所以盘面一直承压向下。受盘面下跌和库存压力的双重带动，厂家也主动降价降低自身库存，全产业链持货意愿较差，这本质上也是产业对于后市的预期偏向于悲观。

策略上，随着现货持续大幅降价，05合约基差收敛空间有限，前期捕捉基差收敛机会的头寸可以自行择机了结。4月进入交割月，盘面资金和玻璃厂的博弈会越来越剧烈，本质就是预期与现实的博弈。

短期来看，目前价格不断靠近动态平均生产成本，绝对价格位置偏低，具体来看，主连合约价格处于2020年以来14%的位置，现货价格处于28%的位置。绝对低位背景下，价格波动或缩窄，价差套利空间不大。中长期来，玻璃的高日熔依然是玻璃上最大的问题，需要通过出清来解决，逢高做空是良策，建议等待基差收敛后，09合约继续逢高平水布局空单。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/955124242231011132