

## 供应逐步恢复,PP 高位筑顶回落

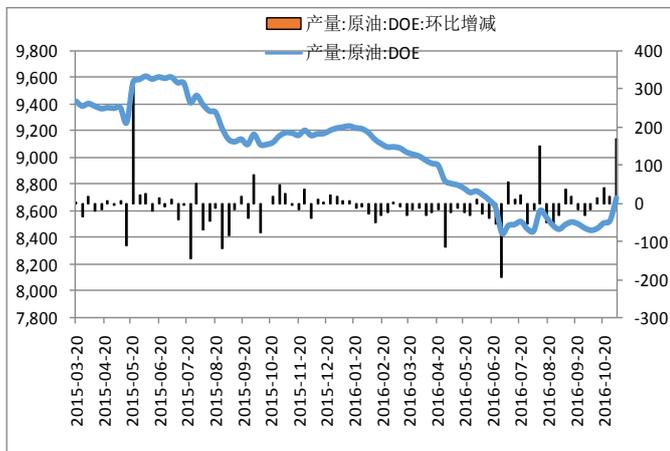
东吴期货 王广前

十一国庆假期归来，PP 期货在外围原油价格大涨以及人民币贬值等宏观利好氛围带动下连续跳空大涨，开启了去年年底见底反弹以来的第三波上涨步伐。11 月上旬在人民币贬值以及美国大选尘埃落定之际，PP 期货跟随大宗商品市场继续加速上涨。我们认为随着近期监管层面对大宗商品资金炒作的层层监管加码叠加 PP 自身供应的逐步恢复，预计 PP 期货高位筑顶回落的概率偏大。

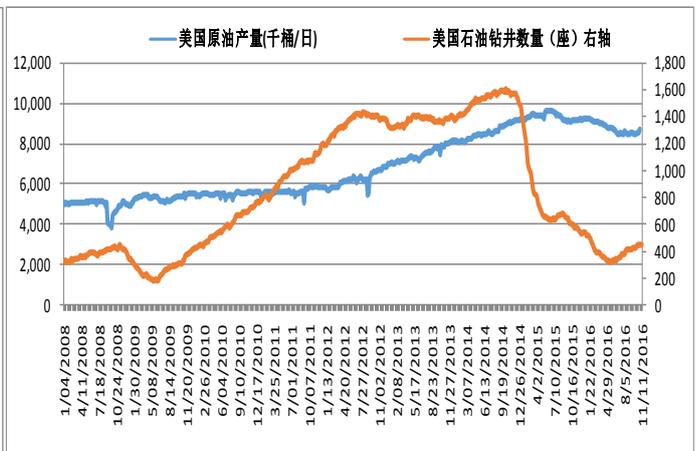
### 原料端不支持 PP 价格非理性上涨

9 月 30 日，OPEC 达成了 8 年来首个冻产协议，协议中规定 OPEC 产油国将把原油产量冻结在 3250 万—3300 万桶/日水平，较该组织 9 月 3339.4 万桶/日的产量水平减少 39 万—89 万桶/日。但最新数据显示，10 月 OPEC 原油产量仍在继续增加，且俄罗斯 10 月原油产量也连续第二月创出记录新高，OPEC 与俄罗斯达成的冻产协议有瓦解嫌疑，这促使国际油价自 10 月下旬以来连续下跌。

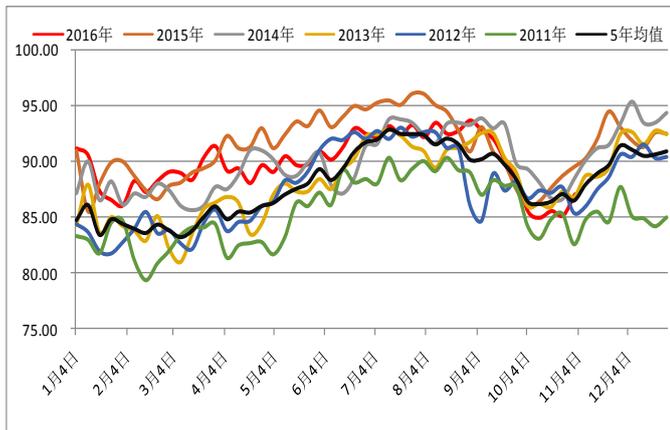
图表 1：美国原油产量周度走势图



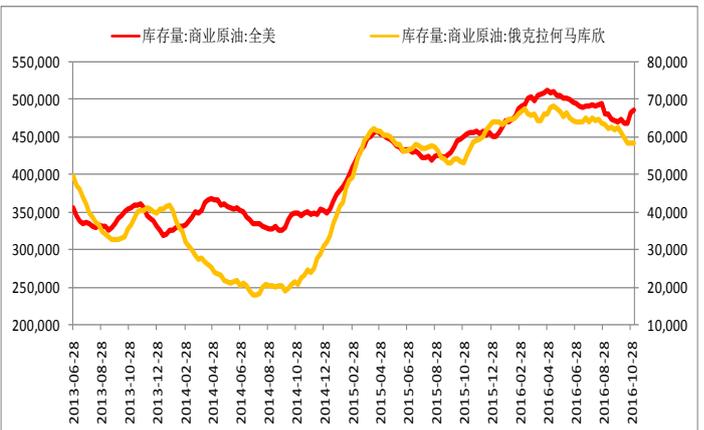
图表 2：美国活跃石油钻井平台走势图



图表 3：美国精炼厂周度开工率走势图



图表 4：美国原油商业和库欣库存走势图



美国方面，截止 11 月 4 日当周，美国原油产量增加 17 万桶/日至 869.2 万桶/日，活跃石油钻井平台小幅增加 2 座至 452 座。美国精炼厂开工率周环比上涨 1.9 个百分点至 87.1%，美国商业原油库存回升。总体来看，随着美国石油钻井平台的前期连续上行，对美国原油产量的提升作用已经显现，美国方面原油供需情况也相对利空。

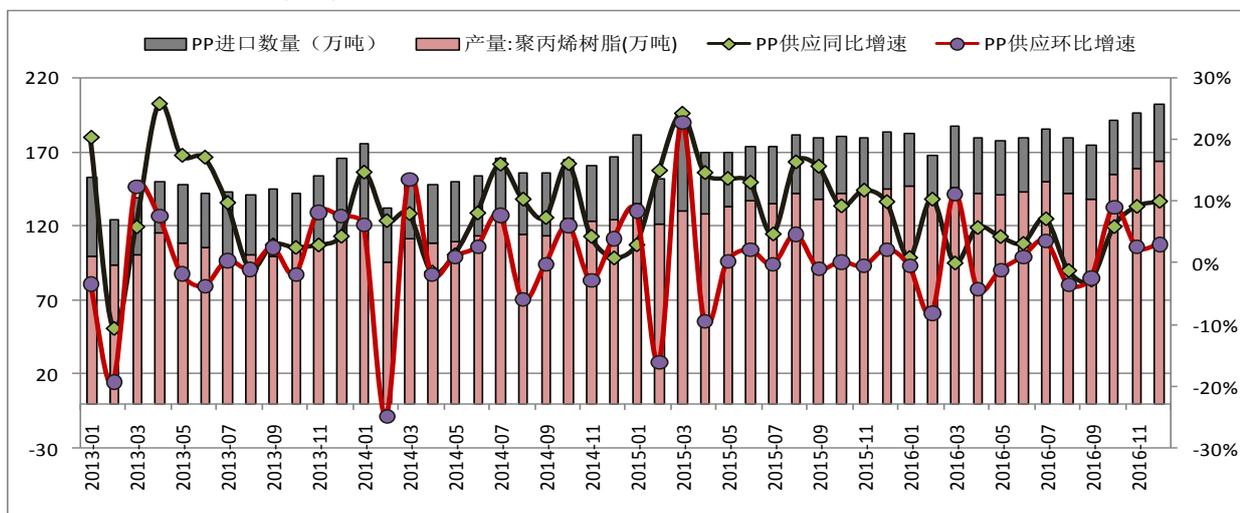
另外，11 月 8 日上午，神华集团、中煤集团与华电集团、国家电投集团在京签订了电煤中长期合同。双方锁定资源数量，商定了基础价格，后续将参照市场变化相应调整。此次中长期合同确定 5500 大卡动力煤基础价为 535 元/吨，明显低于当前煤炭的现货成交价。在占煤炭市场份额最大的供需双方市场主体敲定中长期合同价格后，后期煤炭价格的炒作空间有限。因此不论是煤化工还是油化工的原料端均不支持 PP 价格继续非理性上涨。

### 新产能投产增加中期供应压力

2016 年前三季度国内有福建中景以及中煤蒙大总共 65 万吨 PP 产能投产，四季度投产计划来看，神华新疆、

中天合创 10 月份已投产、宁波福基 45 万吨 PDH 装置计划 11 月份出 PP 产品，华亭中熙、常州富德、久泰能源等产能推迟至 2017 年投产概率偏大。这样截止 2016 年底，国内 PP 产能增加 180 万吨达到 1960 万吨，产能增长率为 10.12%。考虑到新建产能投产以及前期检修装置重启带来的供应增量集中在四季度释放，预估 PP 四季度总产量为 478 万吨。

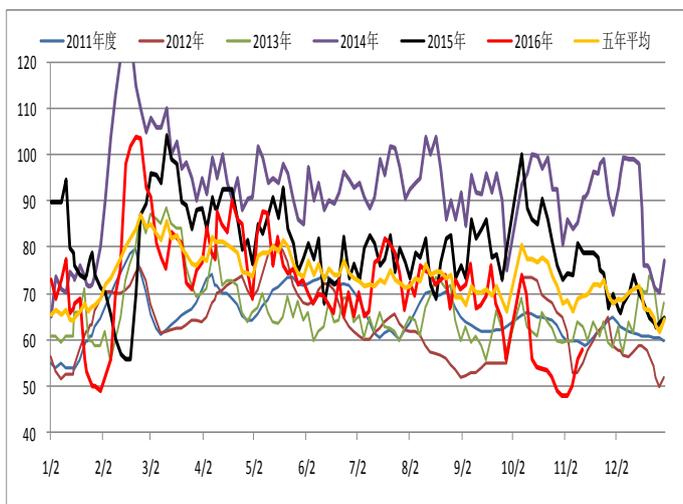
图表 5：PP 月度供应增速（%）



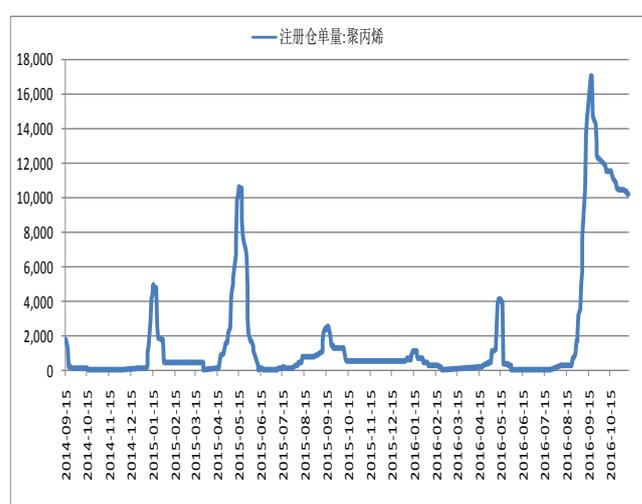
从进口情况来看，1-9 月份，我国 PP 累计进口量为 323.8 万吨，同比下滑 12.3%。随着 9-11 月份国内现货市场重心有了明显提升，内外盘倒挂幅度明显缩窄。预计四季度 PP 累计进口量将达到 110 万吨的高位水平。这样四季度国内 PP 累积供应量将达到 588 万吨，环比三季度供应增长近 11%。

### 石化库存低位有利于阶段性挺价

图表 6：石化聚烯烃库存走势图



图表 7：聚丙烯注册仓单量



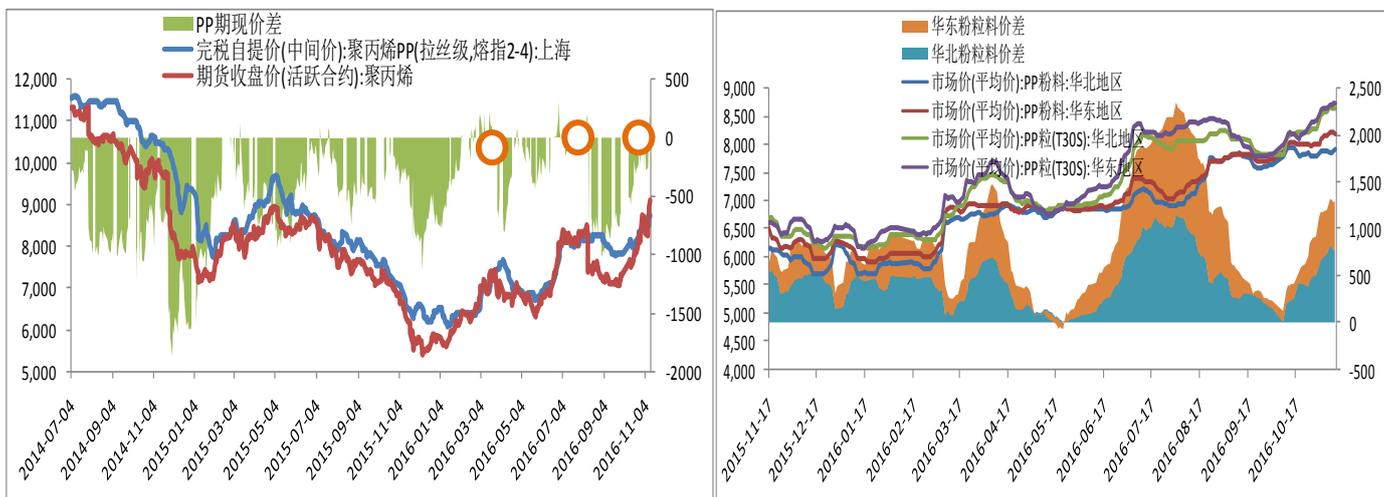
国庆节后 PP 期货市场跳空大涨，因此尽管 PP 工厂开工率较节前有了明显提升，但 PP 下游处于传统生产需求旺季，订单和利润水平尚可，供应增量多被下游企业刚性消化，石化库存维持在相对低位水平，截止 11 月中旬，石化库存仅小幅增加至 58 万吨水平，仍处于历史相对低位。

考虑到当前中下游库存水平并未有明显积累，且石化库存仍偏低，因此石化挺价意向仍偏强，但随着 11 月上旬期货的连续拉涨，期货重新回到升水结构，贸易商间走货积极性以及下游拿货积极性受到明显抑制，现货成交多为贸易商套保需求。另外从当前的多空持仓来看，多头多为投机性需求，而空方多为贸易商套保方，这和今年 8 月份贸易商买入接货的持仓结构明显不同，这就意味着，本轮行情的多头后期接货的可能性较小，多为赚取价差波动的投机资金，随着后期 PP 供应压力的增加以及 9 月合约上的 1 万余手仓单尚未流出交割库，PP1701 合约上的交割压力将集中显现。

### PP 各种价差结构不利于期货的进一步上行

图表 8：PP 期现价及基差走势图

图表 9：PP 粉粒料价格及价差



从 PP 期现货价格走势规律来看，一般 PP 期货呈现贴水现货结构，而当 PP 期货拉涨幅度过大升水现货时，这时套保商的期现套利以及套保需求会集中释放，此时往往对应 PP 期现货市场出现阶段性顶部位置。经过上周五 PP 期货 1701 合约大幅拉升至 9200 元/吨上方后，PP 期现价差一度达到 200 元/吨以上，套保和套利需求会集中释放，另外，当前 PP 拉丝和粉料的价差也走阔至 600 元/吨以上，不利于 PP 拉丝的需求提升。后期 PP 粉料加工利润的提升会刺激粉料的供应增加并将对 PP 拉丝形成一定的拖累，进而不利于 PP 期货的进一步上行。

图表 10：PP 期货主力连续合约价格走势



另外从 PP 主力连续合约的历史走势来看，国庆节后 PP 期货的大幅拉涨对应着去年年底以来的 PP 第三波上涨，且绝对涨幅从 9 月底的 7000 整数关口涨到上周五的 9250 元/吨的已近 2250 元/吨，和前两波的绝对涨幅相近，因此我们认为，PP 此轮上涨已近尾声，后期随着供应端的逐步恢复，PP 期货逐步筑顶回落概率大。