

## 宏观情绪带来短期扰动，延续去库聚烯烃寻底中 ——2018年二季度聚烯烃期货投资策略报告

完成时间：

2018年4月10日星期二

### 王庭富

能源化工品分析师

从业证书：F3034640

电话：0512-63936002

Email: wangtf@dwqh88.com

### 【报告要点】

- 中美贸易摩擦加剧对塑料制品出口是长期利空；同时国内去杠杆、管控房地产和基建对聚烯烃需求的影响将逐渐显现；
- 聚烯烃二季度大部分时间仍将是去库存，社会库存出清前难以走出流畅的趋势上涨行情；
- 中短期供需变化多空交织：供应上进入检修季，有望缓解持续半年的高供应压力，新增的中海壳牌二期装置大概率投产；需求端终于恢复到正常水平，但又到了农膜、汽车、家电等边缘走弱的时间窗口，最大利空还是在宏观及利率风险下，需求端没有再库存意愿

### 【二季度聚烯烃市场行情展望】

在中美贸易摩擦及去杠杆流动性收紧的背景下，聚烯烃去库存的趋势仍将持续，二季度或难趋势走强，中期将震荡寻底。宏观情绪将带来较大扰动，短期价格或背离供需基本面；阶段性中下游补库同样会带来周线级别的反复。二季度仍然建议偏空对待聚烯烃。预计 L1809 价格区间在 8500-9400，PP1809 区间在 8100-9200。

操作建议，短期价格偏强，但反弹已接近压力位，不建议追多；长期建议等待抛空机会。L、PP 价差，长周期依据 L 与 PP 的投产节奏，L 比 PP 更弱势。但当前市场对 L 的悲观情绪或已反应进当前的价差，且房地产周期下行对 PP 更加利空，二季度不建议再多 PP 空 L。如果后市仍是下行的趋势，通常 L 比 PP 更抗跌，在外盘新增产能真正冲击到国内前，或许还有阶段性多 L 空 PP 机会。

### 【风险提示】

- 宏观风险，国内去杠杆进度带来的流动性变化，房地产、基建收缩可能影响到需求端；中美贸易摩擦冲击；
- 原油风险，地缘政治、汇率等可能使原油波动变大

### 免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨**

---

## 目录

一、2018 年二季度聚烯烃主要观点 .....	3
二、二季度供应端变化主要在检修季以及中海壳牌的投产 .....	4
(一) 国内新增产能较少，产量同比增加 .....	4
(二) 内外价差倒挂，国外新增产能暂无冲击 .....	5
(三) 废塑料进口基本消失，回料替代进行中 .....	7
三、需求端从春节的低谷走出，关注下游的去库和补库节奏 .....	7
(一) 塑料制品产量出口稳中有增 .....	8
(二) 下游开工率已恢复正常水平，3、4 月旺季后或边际减弱 .....	9
四、当前社会库存仍高位，二季度是去库过程 .....	10
五、2018 年二季度聚烯烃期货投资策略 .....	11
(一) 行情展望及操作建议 .....	11
(二) 风险点提示 .....	11

## 一、2018 年二季度聚烯烃主要观点

在当前的时间节点，聚烯烃的主要关注点有两个，一个是中美贸易摩擦对聚烯烃的影响；另一个是在需求恢复及进入检修季后，去库存趋势会如何演变。

### 1、中美贸易摩擦或增加进口成本，但也不可避免地在需求端形成利空

① 4 月 4 日下午，商务部官方发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告。PE 方面是 LDPE，国内每年 LDPE 进口量 240 万吨左右，其中美国 15.5 万吨，占 6.5%。LDPE 只是 PE 三大品种之一，国内 PE 表观消费量超过 2000 万吨，实际受这个加关税的量影响不大。

PP 方面则更曲折一些，受影响的不是 PP 料，而是液化丙烷，但影响可能更大一些。国内生产 PP 的工艺之一为丙烷脱氢制丙烯（PDH）工艺。17 年国内共进口 1335 万吨丙烷，其中美国为第二大进口国，337.5 万吨，约 25% 的比例。PDH 工艺的成本提升对 PP 价格有上推力。但也要注意，PDH 工艺的 PP 产能有 230 万吨，占国内总产能的 11%，不是一个主要工艺（主要还是煤化工和煤化工）。而且国内 PDH 工艺的利润水平较高，即使增加生产成本也难以提供较强成本支撑。

② 影响更大的可能会出现在塑料制品出口方面，虽然中美贸易纠纷暂未涉及到国内塑料制品出口，但不可避免地影响到制品企业的出口积极性。2017 年国内塑料制品产量 7515 万吨，出口 1168 万吨，其中约三分之一出口到美国。同时也会对下游企业的库存管理产生影响。从一个经营者的角度来看，有这方面的担忧或不会储备过多的原料以及产成品，那失去了一部分投机或者存货需求。

### 2、短期供需多空交织，可以确定的是二季度仍将处于去库存过程

二季度的供需变量是比较多的，供应上二季度是传统上的检修季，进入 4 月份后镇海炼化、上海石化、中天合创、四川石化、神华榆林等装置将进行年度大修；新增产能方面上半年只有中海壳牌二期的 70 万吨 PE 和 40 万吨 PP 装置，该装置投产时间一再后移，顺利的话将在二季度投产；国外的新增 PE 产能同样一拖再拖，市场普遍预计要下半年才会对国内产生影响。需求端的变化更微妙一些，下游已经从春节的断档恢复正常生产，但参照季节性变化，需求端将进入相对的淡季，农膜以及汽车、家电等终端需求在二季度会边际走弱。同时应注意的变化是，聚烯烃中总量稳定的刚需比重较大，但在目前偏紧的货币政策以及中美贸易摩擦的背景下，下游或很难产生大量储备需求。

供需变化多空交织，但产业链上中下游去库存的主线不变。长远地看，聚烯烃的价格从去年 7 月后一直维持在相对高位，期间多次受原油大涨及废塑料进口受限炒作上涨。市场在价格上升期更有储备意愿，这长达半年的原料价格高位可能使得上中下游的库存均不少。而随着房地产周期走弱，工业品需求同比增速大概率是下滑的，而资金成本的抬升又加速了转换节奏，聚烯烃再库存周期已经结束。

再库存周期结束是一个从下向上的过程，下游库存需求率先饱和，向中调和上游传导，最终表现为石化和港口库存的高企，这也在春节后的石化库存超过 100 万吨上得到验证。目前处在去库存的节奏中，社会库存天数仍处高位，下游制品库存未有效去化，在未来 1-2 个月内价格或难走出趋势上行。

### 3、下游阶段性补库会带来反弹，但难言是底部

在去库存过程中，因下游刚需的存在，在市场气氛转好时会有阶段性补库的需求。在三月底四月中上旬，经过春节前后流畅的下跌后，聚烯烃价格已经到了相对低位，此时需求端也已恢复，还有检修季供应收缩的预期在，那市场气氛缓和时，下游会有刚需补库的动作，此时货源由上游转移至下游时价格压力缓解，将带动一波反弹。但大概率不是趋势反转，下游的库存需求总量有限，当前的宏观氛围难以持续刺激产业链积极补库。短期的反弹难言是这波去库存周期的底部。

聚烯烃的底部位置判断较难，一般认为成本线附近是商品价格的底部，但对聚烯烃来说，即使已经有 1000 元/吨的跌幅，煤化工和煤化工的利润还有 1000-2000 元/吨。参照成本最高的 MTO 工艺同样不合理，一是该工艺占比较少，经常在成本线以下维持较长时间；二是往往表现为对原料甲醇的价格压力，而不是对 PP 的成本支撑。尝试

参考内外盘价差、替代料价格等来推断聚烯烃的底部区间；向上反弹空间则受限于进口窗口以及非标品价格。L1809 价格区间在 8500-9400，PP1809 区间在 8100-9200，该区间是动态的，仅供参考。

4、总结：二季度仍是去库存震荡寻底过程，宏观情绪及中下游去库、补库会带来较大短期扰动

在中美贸易摩擦以及去杠杆流动性收紧的背景下，去库存的趋势仍将持续，在未来 1-2 个月内或难趋势走强。当前微观上出现改善的迹象，表现为下游需求转好、以及逐渐进入检修季，将会对价格有所支撑，下游阶段性补库或不时带来反弹，但受限于库存压力以及外盘价格。同时宏观情绪对商品的扰动增大，短期价格或背离供需基本面，二季度仍然建议偏空对待聚烯烃。

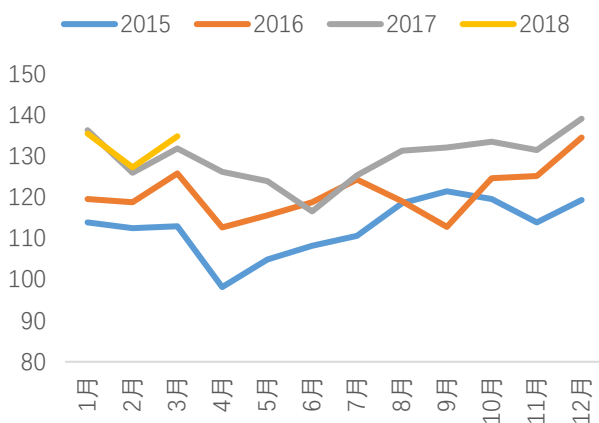
二、二季度供应端变化主要在检修季以及中海壳牌的投产

(一) 国内新增产能较少，产量同比增加

2018 年一季度的新增供应量主要来自年底投产的神华宁煤、青海盐湖，二季度新增产能只有一套中海壳牌二期，包括 70 万吨 PE 和 40 万吨 PP 装置，该装置预计预计在 5 月份投产。国内供应整体还是存量装置，新增产能较少。

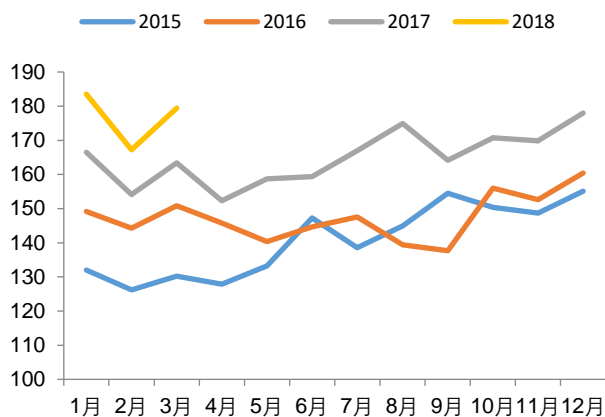
产量方面，据卓创资讯，3 月 PE 产量约 134.83 万吨，环比增加 5.95%，同比增加 2.26%，一季度累计产量 401.55 万吨。其中 LLDPE 产量 59.37 万吨，LDPE 产量 22.88 万吨，HDPE 产量 52.58 万吨。PP 产量约 179.41 万吨，环比增加 7.29%，同比增加 9.81%。一季度国内 PP 产量约 530.15 万吨，同比增加 9.53%。

图 1：国内 PE 产量情况



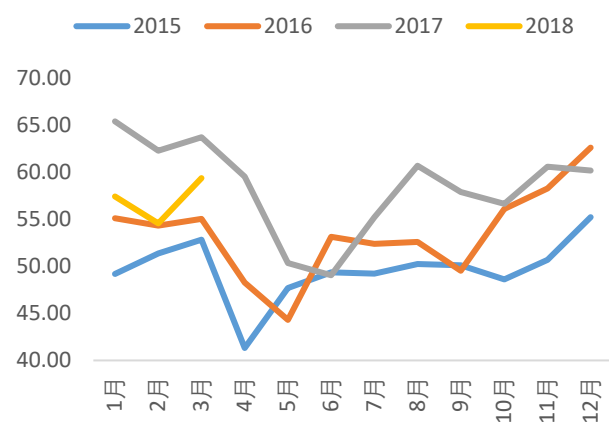
数据来源：卓创资讯 东吴期货

图 3：国内 PP 产量情况



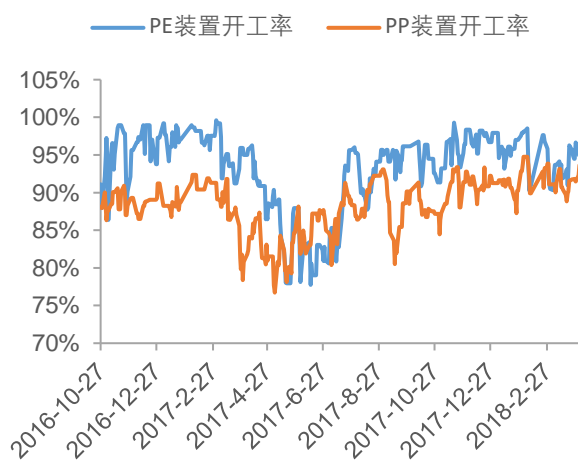
数据来源：卓创资讯 东吴期货

图 2：国内 LLDPE 产量情况



数据来源：卓创资讯 东吴期货

图 4：国内 PE、PP 装置开工率情况



数据来源：卓创资讯 东吴期货

二季度供应端另一个关注点在于检修季，每年二、三季度为国内石化装置的集中检修期，从开工率上也可以观测到明显的下滑。进入 4 月后，检修装置逐渐增多，预计 PE 约有 400 万吨产能涉及检修，PP 有 450 万吨，将一定程度缓解供应压力，给市场上推力。

表 1: 2018 年二季度 PE 装置检修情况

区域	生产企业	工艺	产能	装置	停车情况
二季度PE装置检修					
西北	中天合创	CTO	37	LDPE	4月9日检修10天
西北	神华榆林	MTO	30	LDPE	4月5日检修25天
西北	神华宁煤	CTO	45	全密度	4月6日检修
西南	四川石化	油制	30	HDPE	4月7日检修两个月
西南	四川石化	油制	30	全密度	4月检修
华东	上海石化	油制	20	HDPE管	4、5月检修50天
华东	镇海炼化	油制	45	LLDPE	4-6月大修
东北	沈阳化工	油制	10	LLDPE	4月底检修
东北	吉林石化	油制	57.5	L、HDPE	5月初检修40-50天
西北	榆能化	CTO	60	L、HDPE	5月计划检修
东北	辽通化工	油制	30	全密度	6月计划检修
总计			394.5		

数据来源: 卓创资讯 东吴期货

表 2: 2018 年二季度 PP 装置检修情况

区域	生产企业	工艺	产能	停车情况
二季度PP装置检修				
西北	中天合创	CTO	70	4月8日检修15天
西北	神华榆林	MTO	30	4月5日检修
华东	宁波富德	MTO	50	4月25日检修35天
华东	镇海炼化	油制	30	4月底检修50天
西南	四川石化	油制	45	4月检修2个月
华北	中沙天津	油制	36	4月中旬检修1个月
东北	吉林石化	油制	11	5月初检修40-50天
华东	上海石化	油制	40	4-5月检修50天
华东	东华扬子江	PDH	40	4-5月检修30天
西北	延长中煤	CTO	60	5月检修3天
华中	中原石化	MTO	10	5-6月检修40天
东北	辽通化工	油制	31	6月计划检修
总计			453	

数据来源: 卓创资讯 东吴期货

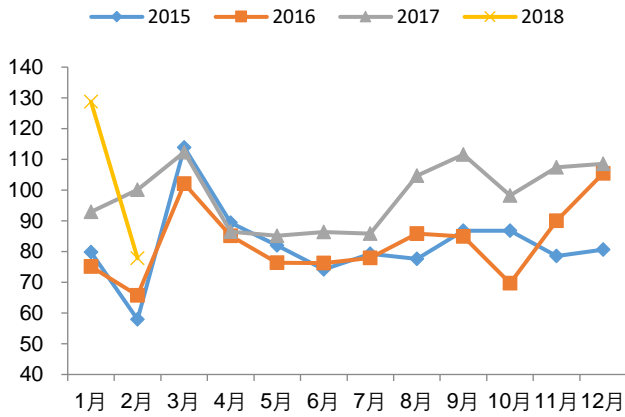
## (二) 内外价差倒挂, 国外新增产能暂无冲击

进口端对 PE 影响较大。对 LLDPE 来说, 1 月几乎整月的进口套利窗口都是打开的, 1 月也创下了 128 万吨单月进口量。随后国内价格开始下跌, 2、3 月的内外盘价差基本倒挂, 进口窗口的关闭或缓解外盘货源的冲击, 但前期预定货源仍持续到岗, 且部分美金货源价格较低会持续给国内价格压力。另外市场比较关注的美国新增页岩气产能, 由于装置投产不顺利, 市场普遍认为这些货源对国内产生影响要到 6 月甚至更晚, 短期对国内影响不大。

进口量方面, 18 年 2 月 PE 进口 77.78 万吨, 环比减少 39.65%, 同比减少 22.18%。一季度累计进口 206.68 万吨, 同比增加 7.2%。其中 LDPE 进口 18.09 万吨, HDPE 进口 38.12 万吨, LLDPE 进口 21.57 万吨。PP 方面,

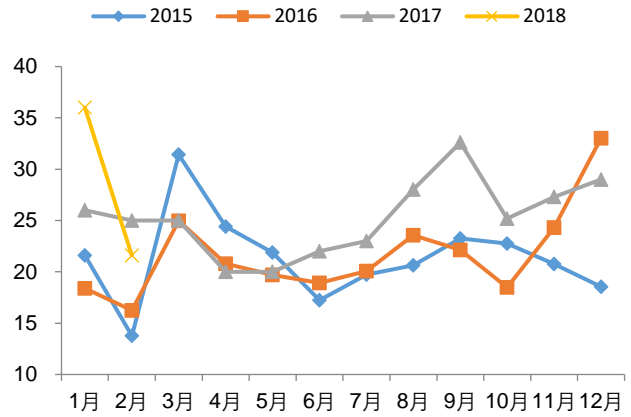
2月PP进口26.7万吨。其中均聚PP进口约18.09万吨，环比减少39.5%，同比减少45.36%，一季度累计进口48万吨，同比减少19.06%。

图5：国内PE进口量



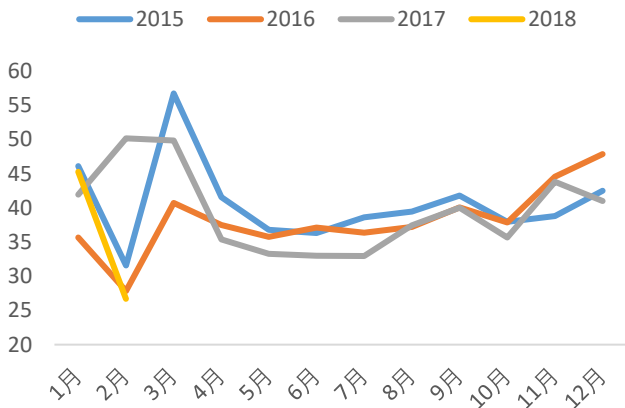
数据来源：WIND 东吴期货

图6：国内LLDPE进口量



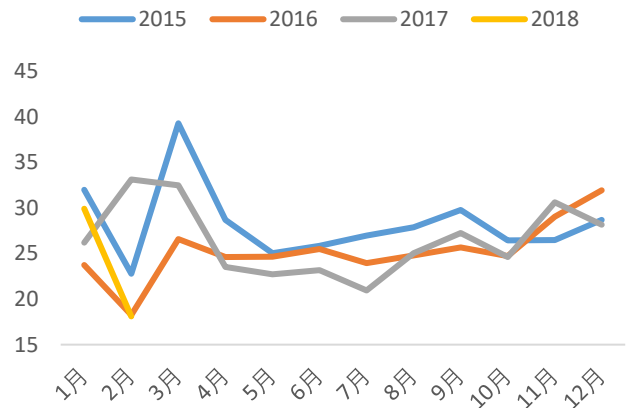
数据来源：WIND 东吴期货

图7：国内PP进口量



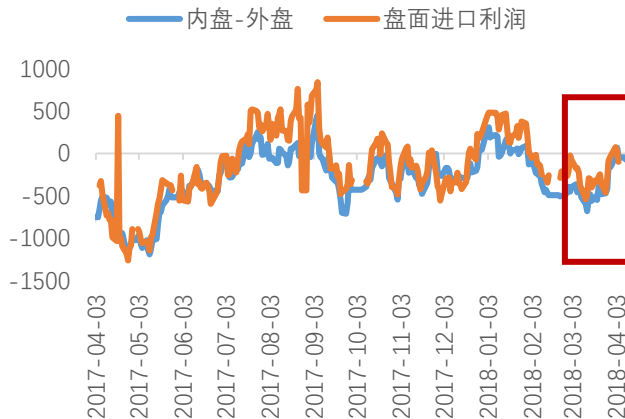
数据来源：WIND 东吴期货

图8：PP均聚进口量



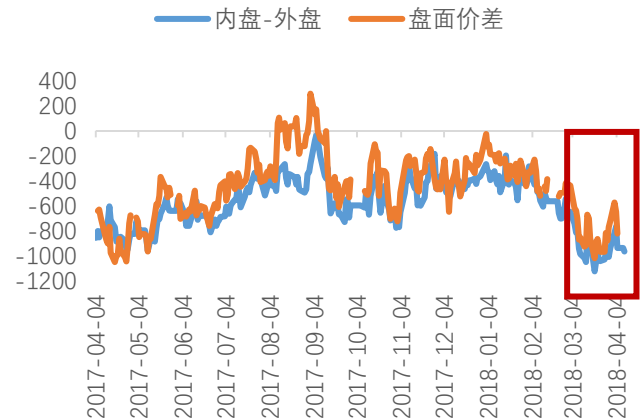
数据来源：WIND 东吴期货

图9：LLDPE内外盘价差



数据来源：WIND 东吴期货

图10：PP内外盘价差



数据来源：WIND 东吴期货



表 3: 近年国外新增 PE 装置投产进度

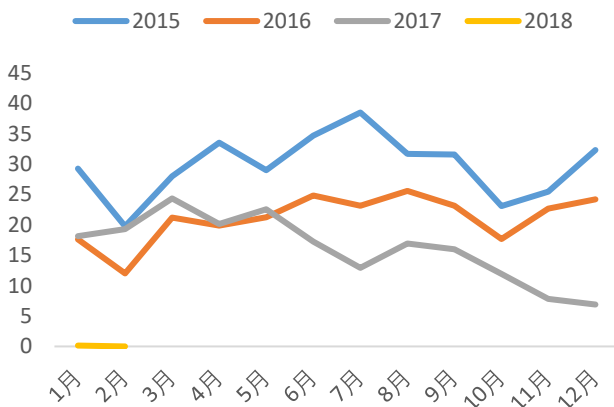
地区	公司名称	产能/万吨	投产时间
加拿大	诺瓦	43LL	2017年1月
印度	Gail石化	13.3LL/13.3HD	2017年
印度	IOC	35全密度	2017年
印度	OPAL	70全密度/35HD	2017年1月
沙特	拉比格石化	15LD	2017年9月
印度	信诚	40LD/50LLD	2017年9月
美国	陶氏	LL40/35LD/47HD	2017年10月
美国	Ineos-Sasol	47HD	2017年11月
美国	埃克森美孚	130LLD	2017年4季度
美国	雪菲	HD50/LL50	2017年4季度
泰国	PPT	40LLD	2018年1季度
美国	台塑	LD40/HD40	2018年3季度
伊朗	ANDIMESHK PC	30LD	2018年3季度
美国	北美液化天然气	60LLD/60HD	2018年3季度
美国	Sasol	47HD/42LL	2018年3季度
合计		1070	

数据来源: 根据新闻整理

### (三) 废塑料进口基本消失, 回料替代进行中

18 年已有九批废塑料进口批文, 共仅有不到 2 万吨乙烯类和不到 1 万吨的其它废碎料获准进口, 造成以进口毛料为原料的回料供应消失, 回料价格持续高位, 华北 EVA 一级再生料在 8000 元/吨附近, 较去年同期涨 600-700 元。这部分缺口除了转向国内回收的废塑料, 也会有部分转向新料。目前这种回料替换正在进行中。

图 11: 乙烯类废塑料进口量



数据来源: WIND 东吴期货

表 4: 18 年各批次废塑料进口批量

2018年	乙烯类废碎料	其他废碎料
第一批171226	150	2445
第二批171229	0	0
第三批180112	0	0
第四批180122	573	0
第五批180131	2223	1907
第六批180209	479	1750
第七批180133	100	1000
第八批180316	14708	1381
第九批180329	390	190
累计	18623	8673

数据来源: 固废中心 东吴期货

### 三、需求端从春节的低谷走出, 关注下游的去库和补库节奏

对聚烯烃这种已经进入产业成熟期的大宗商品, 其真实需求稳定, 刚需总量稳定, 若没有新增需求来显著地改变产业供需平衡, 刚需部分较难对价格产生强指引。更能指导价格的或是库存周期, 当产业主动累库时, 库存需求

叠加刚需使得表观需求较好；当产业再库存需求饱和，中下游已经没有资金或者意愿在进一步存货转为维持刚需或者消化库存，即使产业表现为开工正常，但实际需求容易表现为不及预期。

由于房地产周期向下以及国内去杠杆带来的流动性收紧资金成本抬升，今年聚烯烃的需求增速或有所下行。另外叠加中美贸易摩擦背景下的宏观趋弱，大周期下聚烯烃已经进入去库。在当前聚烯烃供需基本平衡略宽松的背景下，短期价格扰动更多与下游阶段性补库有关，货源由上游转移至下游时价格压力缓解，下游库存需求饱和显性库存压力重现，而市场参与者的追涨杀跌会放大这个短周期补库去库节奏。

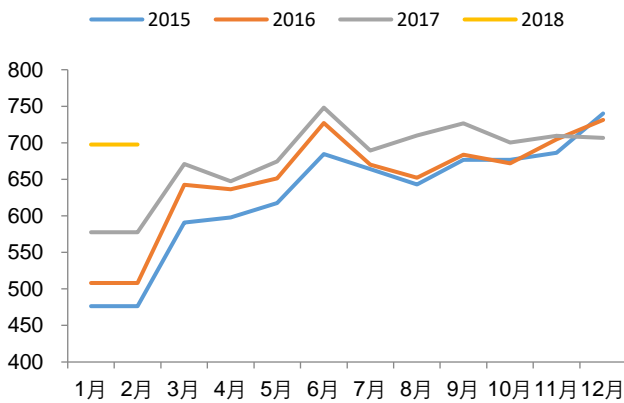
总之我们对二季度的聚烯烃需求偏悲观，即使刚需表现为稳定，其补库及投机需求同样严重受限。在复杂的宏观背景下，对需求端持续改善持怀疑态度。

**(一) 塑料制品产量出口稳中有增**

2017 年中国塑料制品累计产量增长 3.4%，18 年 1-2 月塑料制品总产量 1395.2 万吨，累计同比减少 4.2%。从总量上看，下游制品增速已经进入平稳增长的阶段，产量增速低于 GDP 增速。除去个别领域增速较快，整体已经进入产业成熟期，维持稳健增长。

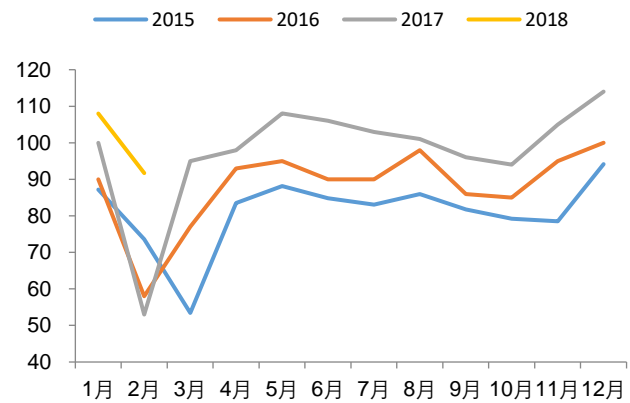
出口方面，18 年 1、2 月份塑料制品累计出口 200 万吨，累计同比增 30.9%，受益于欧美经济复苏，出口比较可观。值得忧虑的是中美贸易摩擦或对制品出口有所影响。

图 12：塑料制品产量



数据来源：WIND 东吴期货

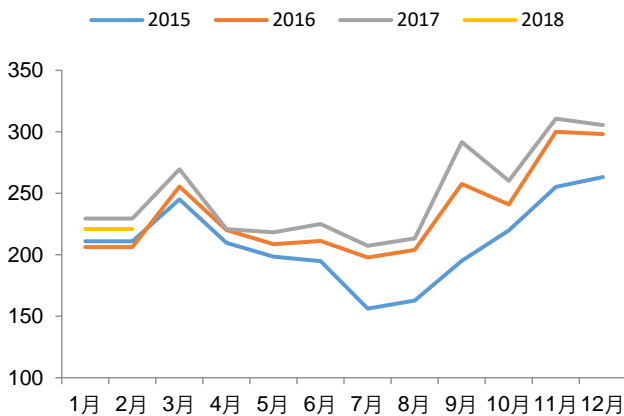
图 13：塑料制品出口



数据来源：WIND 东吴期货

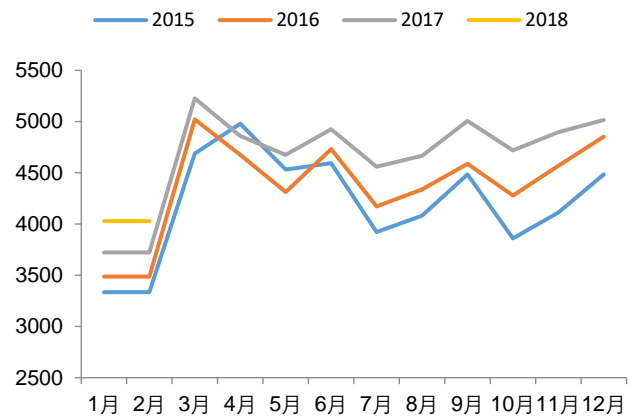
终端产品产量同样印证了需求端的中规中矩，1、2 月汽车产量 441.8 万辆，同比降 4%；主要家电产量 8057 万台，同比增 8%；水泥产量 2.2 亿吨，同比减 7%；编织袋出口 9.6 亿条，同比增 35%。

图 14：国内汽车产量



数据来源：WIND 东吴期货

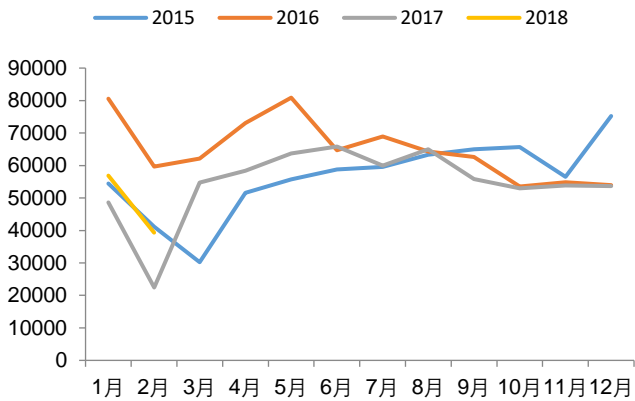
图 15：主要家电产量



数据来源：WIND 东吴期货

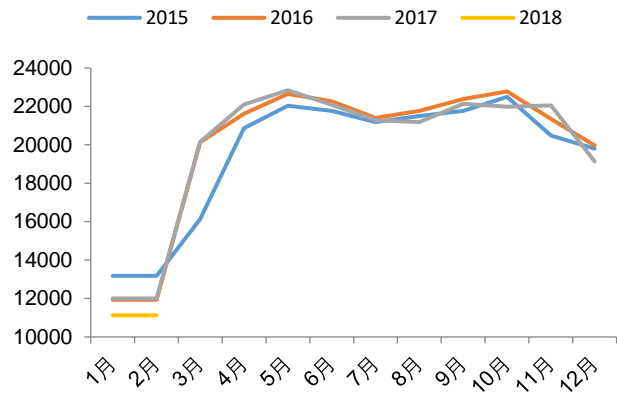


图 16: 编织袋出口量



数据来源: WIND 东吴期货

图 17: 国内水泥产量

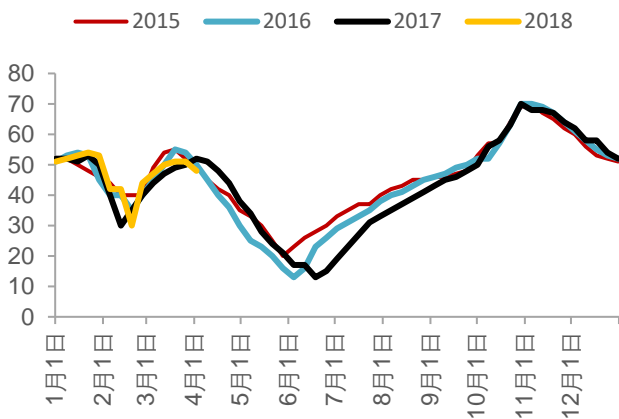


数据来源: WIND 东吴期货

(二) 下游开工率已恢复正常水平, 3、4 月旺季后或边际减弱

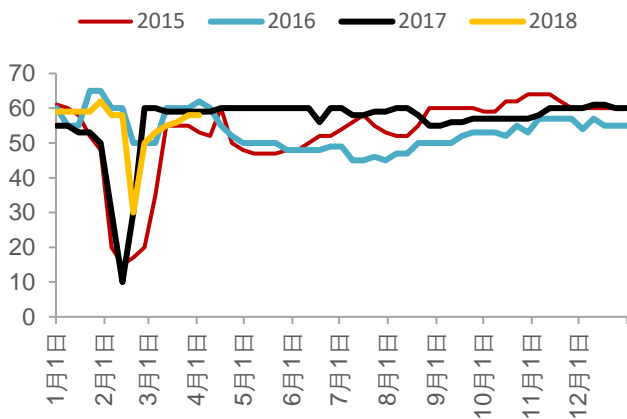
春节后聚烯烃大跌, 部分原因是需求端没有跟上导致库存大量累积。3 月底 4 月初下游已基本恢复。但按照季节性规律, 农膜旺季也已进入尾声, 汽车和家电等终端产品二季度也会出现环比下滑。虽然聚烯烃的需求端以刚需居多, 二季度整体需求或边际走弱。如果没有超预期表现或原料储备需求, 那需求端或许会对价格有所利空。

图 18: PE 农膜开工率



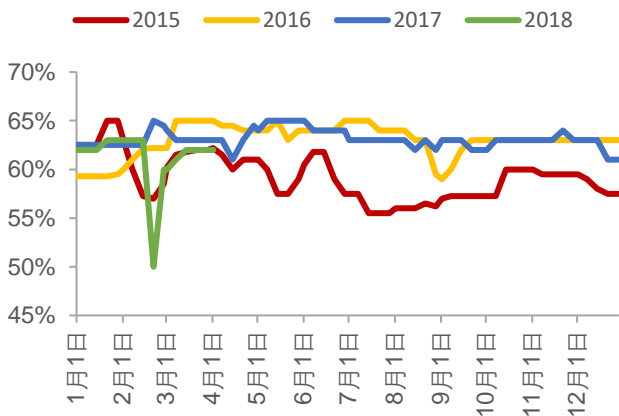
数据来源: 卓创资讯 东吴期货

图 19: PE 包装膜开工率



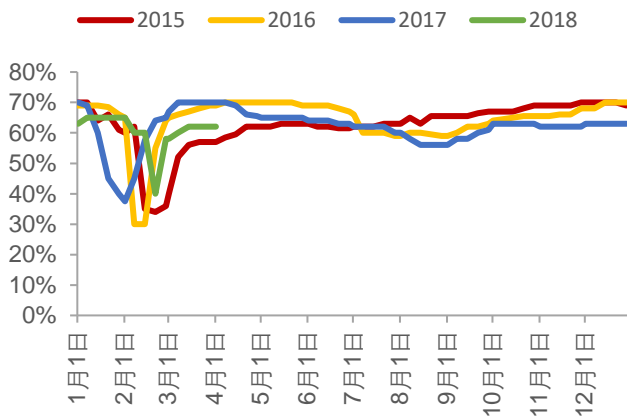
数据来源: 卓创资讯 东吴期货

图 20: BOPP 开工率



数据来源: 卓创资讯 东吴期货

图 21: 塑编开工率

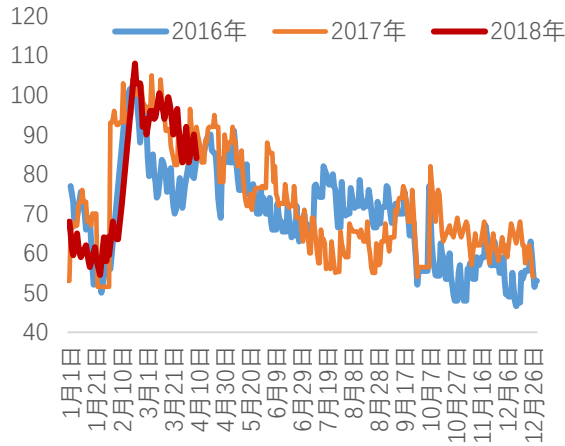


数据来源: 卓创资讯 东吴期货

#### 四、当前社会库存仍高位，二季度是去库过程

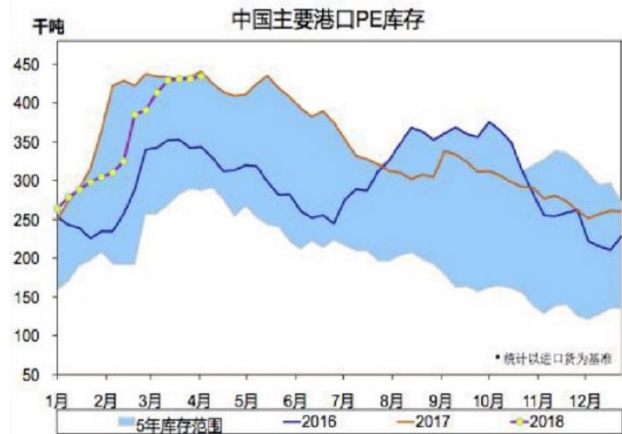
截止 4 月初，石化库存在 80-90 万吨，PE 港口库存仍然在 40 万吨以上。当前可以确定的是聚烯烃仍然需要进一步去库存。期现套保在盘面的隐性库存较难统计，从基差上可以猜测隐性库存的数量。当前随着交割月临近，L 期货升水程度迅速收窄，或说明套保货源正在出清，隐形库存下降。而 PP 现货仍贴水较多，其出清情况或不如 L。

图 22：聚烯烃石化库存



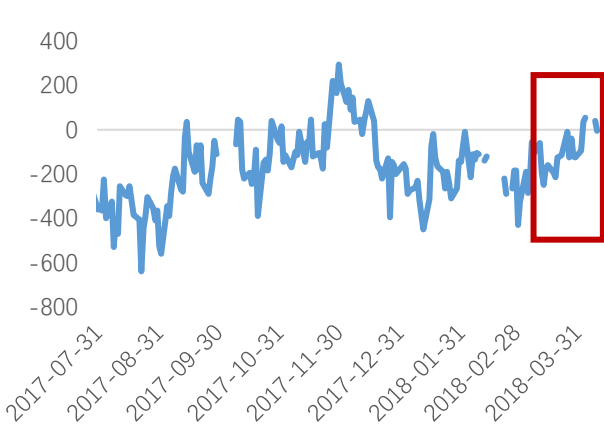
数据来源：中石油中石化 东吴期货

图 23：PE 港口库存



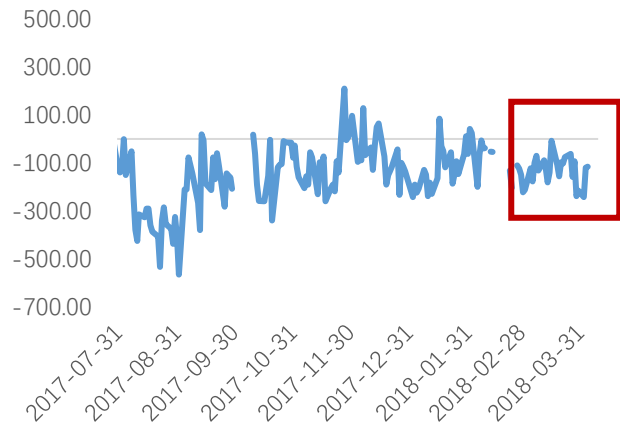
数据来源：IHS 东吴期货

图 24：LLDPE 基差



数据来源：WIND 东吴期货

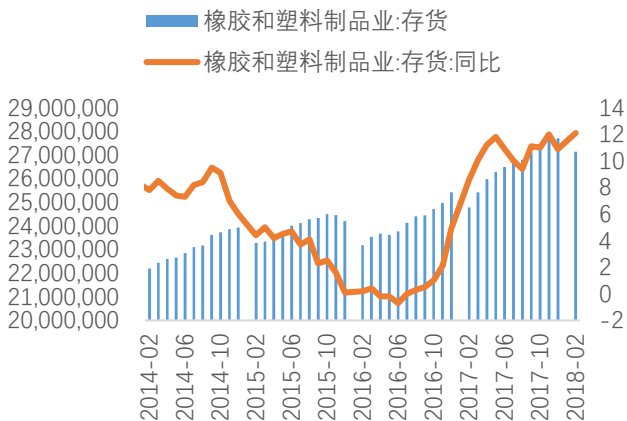
图 25：PP 基差



数据来源：WIND 东吴期货

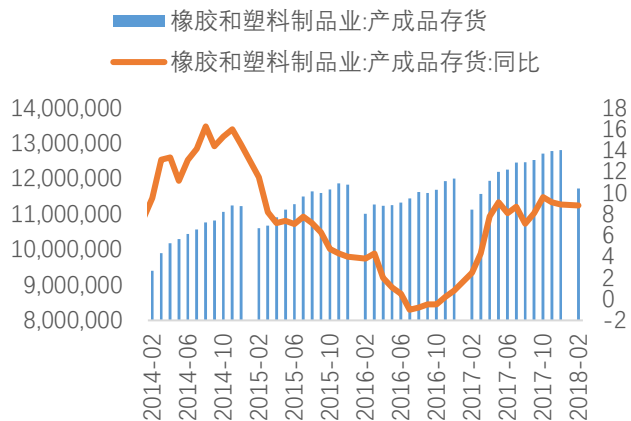
下游制品库存更难统计，从国家统计局给出的橡胶和塑料制品业存货和产成品库存看，当前的库存同比增速均已达到相对高位，二季度或稳中略降，下游的库存需求增速将难再提升。当前下游虽然有阶段性补库的需求，但整体仍是去库的趋势，需要消化原料和产成品库存。这个趋势在部分行业更为明显，比如 BOPP 和注塑。

图 26: 塑胶制品存货



数据来源: WIND 东吴期货

图 27: 塑胶制品产成品库存



数据来源: WIND 东吴期货

## 五、2018 年二季度聚烯烃期货投资策略

### (一) 行情展望及操作建议

在中美贸易摩擦及去杠杆流动性收紧的背景下，聚烯烃去库存的趋势仍将持续，二季度或难趋势走强，中期仍将震荡寻底。同时宏观情绪带来较大扰动，短期价格或背离供需基本面。阶段性中下游补库同样会带来周线级别的反复，原因是微观出现利多，比如下游开工恢复、检修季装置变动，将会对价格有所支撑；市场情绪好转推动下游积极补库，进而带动价格反弹。二季度仍然建议偏空对待聚烯烃。预计 L1809 价格区间在 8500-9400，PP1809 区间在 8100-9200。

操作建议，短期价格偏强，但反弹已接近压力位，不建议追多；长期建议等待抛空机会。L、PP 价差，长周期依据 L 与 PP 的投产节奏，L 比 PP 更弱势。但当前市场对 L 的悲观情绪或已反应进当前的价差，且房地产周期下行对 PP 更加利空，二季度不建议再多 PP 空 L。如果后市仍是下行的趋势，通常 L 比 PP 更抗跌，在外盘新增产能真正冲击到国内前，或许还有阶段性多 L 空 PP 机会。

### (二) 风险点提示

宏观风险，国内去杠杆进度带来的流动性变化，房地产、基建收缩可能影响到需求端；中美贸易摩擦冲击；原油风险，地缘政治、汇率等可能使原油波动变大

### 免责声明:

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，入市需谨慎。