

## 聚烯烃专题报告：移仓换月下将带来 05 合约做空良机

2019-11-25

报告联系人

杨思佳

能源化工研究员

从业资格号：F3059668

电话：18758070460

0571-28132528



陈敏华

投资咨询号：Z0012670

电话：0571-28132578

相关研究

《聚烯烃专题报告：LP 价差有望迎来新一轮套利机会》

<http://www.cindaqh.com/a/20191111-27947.html>

《聚烯烃：新一轮趋势做空时点已来临？》

<https://mp.weixin.qq.com/s/GoA5PGpN45PsRpt96S3SSQ>

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路188号天

人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：[www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

### 核心提要

回顾 2019 年以来 L、PP 走势，单边价格重心下移趋势明显，基本符合年前预判。几轮较大的反弹出现在临近移仓换月期间空头回补带来的近月基差修复以及沙特无人机的突发事件。

时至当下，产能投放带来的供给宽松预期并未改变，工业品尚未进入主动补库阶段，化工品的向下周期难以扭转，聚烯烃产业链上下不囤货心态仍在持续。在此背景下，我们认为聚烯烃大方向仍以空头思路操作，操作的关键在于找做空的入场时机。

当前主力正值移仓换月期间，短期盘面受到虚盘空头离场，近月补基差等因素影响出现反弹，但今年以来产业链心态的改变也使得当前的聚烯烃难以出现买涨不买跌的期现同涨现象，整体现货的下行趋势并未改变。因此，我们认为当下将迎来做空机会，合约选择上推荐 PP2005 合约。

## 一、行情回顾

图 1: L、PP2019 年以来走势



资料来源: 文华财经

2019年初至今，聚烯烃整体价格重心下移较为明确。主要来看一下较为明显的几波反弹背后的驱动因素：

(1) 3月底-4月初，1905合约补基差反弹；

(2) 6月底-7月初，1909合约补基差反弹（配合宏观转暖和垃圾桶炒作，时间稍提前，高度略高）；

(3) 9月中，沙特无人机突发事件；

(4) 11月底，2001合约补基差反弹；

抛出问题，聚烯烃的下行周期是否仍在持续？当前盘面的反弹表现为2001合约向现货靠拢（PP较为明显），基本面短期逻辑是否支持布局2005合约空单？当前的L、PP下方选择空哪个？

## 二、扩能虽老生常谈，但主动补库为时尚早，下行周期仍在持续

过去我们对聚烯烃下行周期的定位更多谈的是供应端的产能问题，下面从补库的角度谈谈对聚烯烃需求的一个看法。这里不从编织类、制品类、家电汽车等中观行业谈需求，仅仅从库存行为的角度谈，对于产业链的上一环节而言，其下一环节的补库行为就代表了这个环节的需求。宏观上有一个工业品的库存周期，是从宏观需求的角度对整体工业品价格趋势的判断。一般而言，被动去库和主动补库阶段对应需求的向好，往往表现为工业品的牛市（具体价格表现还需结合品种自身供应端），主动去库和被动累库存对应需求的走差，往往表现为工业品的熊市。从宏观库存周期的角度来看，目前处在主动去库存的尾部阶段，仍看不到整体的一个持续补库驱动，未来半年内大概率会持续。再往后看，由于当前整体工业品产成品存货水平已经较低，迟早会慢慢进入一个主动补库阶段，对于供应端偏紧的品种来说，这时候的需求驱动可能会逐渐带动价格，但聚烯烃的产能投放还在路上。

回到聚烯烃产业链，过去一年处在一个供应端扩能周期与需求端库存周期的共振格局下，产业链呈现出一个非常明显的主动降价去库形式。关于聚烯烃的产能投放，虽然是市场老生常谈的问题，但确实一直是笼罩在这条产业链上方的一片乌云。截至到目前为止，一些新产能陆续在出来，虽说并没有看到聚烯烃有多大的库存在累积，甚至在很多时间里一直都在一个去库存状态，但价格的表现形式却是一路在下跌。背后主要是产

业链各方心态的转变，即没人愿意手上囤货。对于中上游来说，要想尽快出货，就降降价。对于下游企业来说，原料一直在跌，只要买的到货，也不愿过多采购，多购买远期货，满足刚性生产即可。当一个产业链习惯了这种状态以后，改变是比较难的，更何况投产还远没有结束，乌云还在。因此，当下库存结构的健康流转并不能对现货价格形成支撑，降价去库存状态仍然还会持续，聚烯烃下行周期未改。

图 1：PE 国内投产表

2019-2020年国内PE产能投放			
久泰能源	LL/HD	30	2019.6
中安联合	LL/HD	30	2019.9
宝丰二期	HD	30	2019.9
恒力石化	HD	40	2019.11
<b>2019年合计</b>		<b>130</b>	
扬子石化	LD	10	2020.1
浙江石化	LL/HD	45	2020.1
浙江石化	HD	40	2020.1
青海大美	LL/HD	30	2020.6
辽宁宝莱	HD	35	2020.6
辽宁宝莱	LL	45	2020.6
榆林能化	LD	30	2020.7
宁波台塑	LD	12.8	2020.7
中科炼化	LD	10	2020.7
中科炼化	LL/HD	35	2020.7
中化泉州	HD	45	2020.7
大庆联谊	HD/LL	40	2020.9
万华化学	LL	45	2020.11
万华化学	HD	35	2020.11
<b>2020年合计</b>		<b>457.8</b>	

资料来源：信达期货研发中心

图 2：PP 国内投产表

2019-2020年国内PP产能投放			
年份	装置	产能	投产时间
2019年	恒力一期	45	2019.6
	久泰能源	32	2019.6
	卫星石化(粉)	15	2019.5
	巨正源	60	2019.9
	中安联合	35	2019.7
	宝丰二期	30	2019.9
<b>合计</b>		<b>217</b>	
2020年	浙江石化	90	2020.1
	恒力二期	40	2020.1
	利和知信	30	2020.4
	常州富德	30	2020.4
	大美煤业	40	2020.6
	宁波福基	80	2020.1
	宝来石化	60	2020.7
	华亭煤业	20	2020.6
	大庆联谊	55	2020.7
	中科炼化	55	2020.6
	东明石化	20	2020
	榆林二期	30	2020
	烟台万华	30	2020.10
	中化泉州	35	2020.7
<b>合计</b>		<b>615</b>	

资料来源：信达期货研发中心

图 3：工业品产成品存货

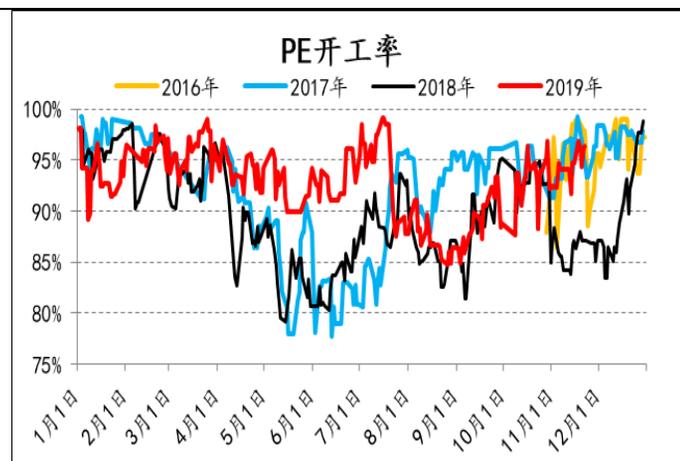


资料来源：Wind;信达期货研发中心

### 三、短期供应面临内外盘共同放量，下游的年前补库大概率不及预期

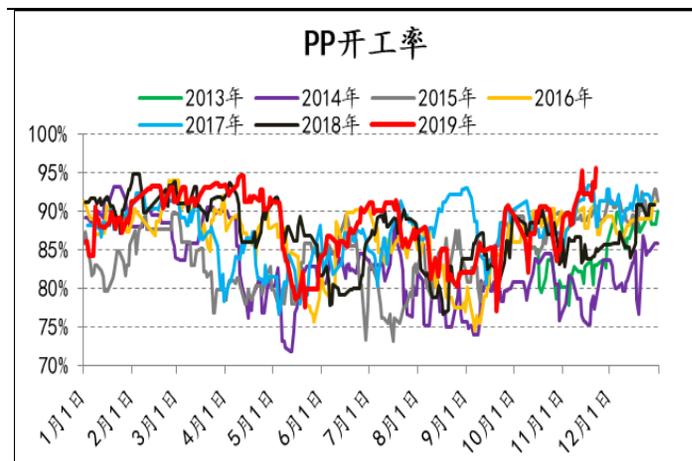
当前盘面的强势并未激发起下游的买涨不买跌从而带动期现正反馈，而仅仅表现为期货上行修复基差。主要原因在于产业链看空后市的悲观预期并没有改变，今年的年前补库目前来看驱动非常有限，下游更愿意点价购买远期货。再来看看供应端，四季度是国内的季节性供应高峰期，一是检修基本全部回归，二是下半年投产的几套新产能目前释放的比较充分了；进口方面，外盘年底清库存+外围新增产能释放产量+进口窗口全线打开，01 盘面对进口窗口打开表现的钝化现象主要在于低价国外货源的到港时间难以赶在 1 月交割前，但 12 月底-1 月期间现货市场面临的外盘流动性冲击是可预见的。因此，未来聚烯烃市场恐面临一轮长期产业周期+短期供应释放+市场交易逻辑由 01 现实切换为 05 预期的期现共振式下跌。

图 4: PE 开工率



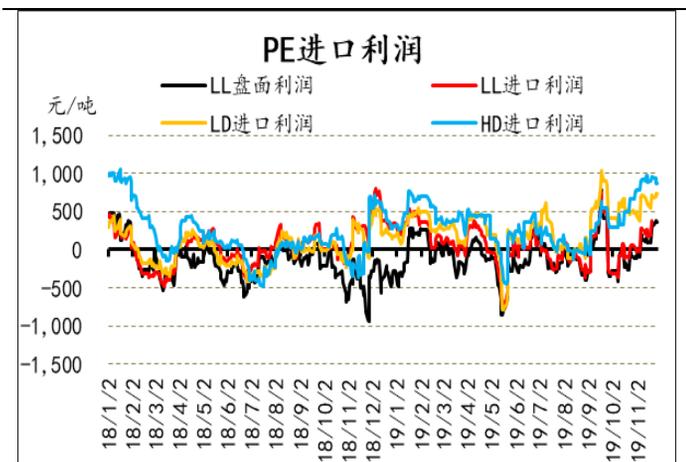
资料来源: 卓创; 信达期货研发中心

图 5: PP 开工率



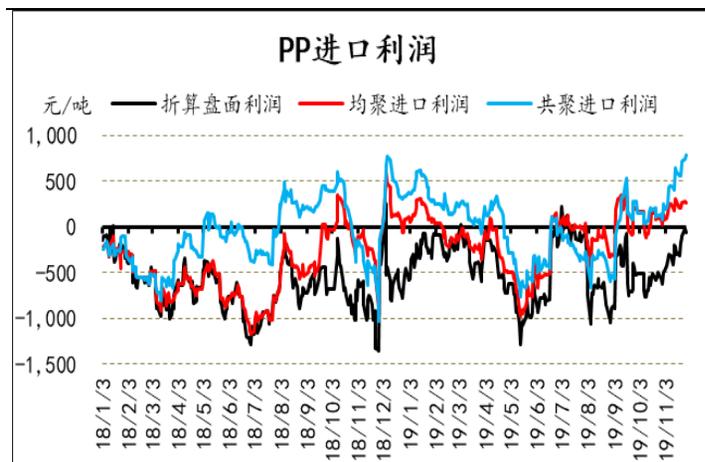
资料来源: 卓创; 信达期货研发中心

图 6: PE 进口利润



资料来源: Wind; 信达期货研发中心

图 7: PP 进口利润



资料来源: Wind; 信达期货研发中心

#### 四、从空间的角度看，更推荐做空 PP2005

站在当前时点，L 和 PP 我们更愿意推荐做空 PP，具体可参考前期相关研究《聚烯烃专题报告：LP 价差有望迎来新一轮套利机会》。

单边操作上，PP2005 合约建议 7550-7650 区间内逢高进场，可长期持有。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 14 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

## 【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	绍兴	绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403	0575-88122652
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

## 【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。