2021 年信达期货烯烃年报：繁荣终将过去

2020 年 12 月 20 日

联系人
韩冰冰
能源化工研究员
投资咨询号：Z0015510
执业编号：F3047762

杨思佳
能源化工研究员
执业编号：F3059668
联系电话：0571-28132515

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

提示要点

- 2020 年，高需求增速驱动聚烯烃上涨行情。

  高需求增速主要源于防疫物资需求、国内经济复苏带来的需求回补以及海外的需求转移。

- 2020 年，需求高增速下，低供应增速和原料强势加大 PVC 价格向上弹性。

- 我们认为当下处在聚烯烃需求巅峰期，2021 年整体需求会经历高位保持到逐步走弱的过程，拐点大概率出现在明年二季度。由于聚烯烃高供应增速没有改变，因此单边价格会从高位震荡走向下跌。

- 2021 年，PVC 供应增速不高，但现货价格顶部已经探明，SuperBack 结构加大期货波动性，2105 合约仍有向上补基差的机会。

- 策略建议，单边：09 合约长线空单机会
  对冲：多 MA 空聚烯烃；多 LU 空聚烯烃
  多 PVC 空聚烯烃；多 L 空 PP

一、2020 年行情回顾

1. 聚烯烃

回顾 2020 年的聚烯烃价格，由新冠疫情带来的供需逻辑转变主导了行情走势。

2018-2019 年聚烯烃价格走势由产业逻辑主导，行业处在产能投放大周期中，价格表现形式为震荡式下跌。至 2019 年年底，产业逻辑基本上得到兑现，聚烯烃期现结构均发生显著变化，期货的长期贴水格局被打破，远期开始升水现货。

进入 2020 年，突如其来的疫情让价格走势回到宏观主导。从全年角度来看，聚烯烃供给增速（1-11 月）仍然维持了较往年一样的较高水平，PE13.7%，PP16.7%。这也印证了驱动行情向上的核心因素在于需求端。疫情以及由疫情引发的一系列行业变化是如何对聚烯烃需求产生影响的，结合行情走势来看。

第一阶段，年初至 3 月底，市场交易国内外疫情的全面爆发对需求的负面影响。在这一阶段，市场经历了两次下跌，一次在春节归来第一天的跳空缺口，兑现国内疫情爆发对需求的影响。一次在 3 月中下旬的连续阴跌，兑现疫情在海外的全面爆发对需求的负面影响，伴随原油的暴跌。

第二阶段，也是今年行情的主旋律，疫情带给聚烯烃需求的变化，主要分三部分，而这三部分体现的时间随着国内外疫情的进展有所变化，基本对应了上涨节奏。

（1）4 月中上旬，市场交易疫情对防疫物资的需求（聚烯烃领先绝大多数商品率先反弹）。此波上涨由 PP 主导，上涨幅度较大，PP2005 合约在市场炒作情绪推动下甚至出

现挤仓现象。由于本轮上涨中现货市场投机度极大，行情存在较大泡沫。在随后泡沫破灭后，价格回落幅度亦较大。

（2）4 月下-9 月初，国内在疫情得到有效控制后开始复工复产（大多数工业品均开启上涨行情），基建发力托底经济，房地产后周期韧性较足，国内制造业、消费开启有序复苏。至 9 月初，国内大多数工业品已经回到疫情前水平（期间伴随海外疫情反复对价格的扰动），聚烯烃由于有新增防疫物资需求，价格回到比疫情前更高区间。

此轮上涨在 7-8 月出现震荡调整，主要原因在于前期受疫情影响，海外生产商对后市较为悲观，为了减少库存压力在 4-5 月对中国报盘较低，进口窗口打开，导致海外货源大量涌入国内造成 6 月的天量进口，市场此时需要消耗高企的进口量，价格出现震荡调整。

9 月初恰逢主力合约切换结束，价格回到疫情前高位，国内需求回补逻辑基本讲完了。聚烯烃 2101 合约开始兑现产业上的供应投产逻辑，对应了价格在 9-10 月的回落震荡调整。在此期间，需求的持续高增长抵消了供应上的增量，投产兑现但库存并未累积，此时空头逻辑基本讲完。

需求的持续高增速接棒于海外转移到国内的需求。受各国政府遏制以及应对疫情的政策不同，海外的消费需求开始大量转移至中国。中国政府应对疫情采取严格执行的封锁措施，以牺牲短时间经济停滞为代价有效控制住疫情，并在全球范围内率先全面复工复产，在财政政策上以扶持企业，恢复生产为主。海外其余国家应对疫情表现拖沓，采取封锁措施不彻底，导致疫情反复，在财政政策上以安抚民众，发放居民补助为主。政策应对上的

不同导致海外消费需求正常，而生产却无法满足，产生的需求缺口需要弥补，率先复工的中国承接了全球需求，进而使得国内需求持续维持高速增长。

10 月底-至今，欧洲部分国家因疫情持续恶化再度采取封锁措施，需求转移趋势愈演愈烈，代表海运情况的集装箱指数不断攀升。市场交易聚烯烃高供应、高需求、低库存的现实，价格向上攀升。

图 1：PP 指数走势图

数据来源：文华财经、信达期货研发中心

图 2：塑料指数走势图

数据来源：文华财经、信达期货研发中心

2. PVC

2020 年 PVC 与聚烯烃走势整体差异不大，主要由于今年主导行情的走势在于宏观。不同之处在于 PVC 全年的供应增速在 4-5%，远低于聚烯烃，因此在由需求驱动的上涨行情中，价格的整体向上弹性较大。另外，从原料端来看，原油全年价格重心较低，而煤炭价格已在历史高位，国内 PVC80%以上来源于煤，而聚烯烃油制占比较大，因此 PVC 价格已经来到历史高位，而聚烯烃价格处在历史中位水平。

在前期的下跌阶段，主要逻辑一样，市场交易国内外疫情全面爆发对需求的负面影响，由于下跌逻辑比较清晰，因此价格兑现速度较快。随后价格开启上涨行情。

（1）4-7 月，国内开启有序复工复产，基建发力托底经济、房地产后周期韧性较大，PVC 库存高位去化，价格回补至疫情前水平。

（2）7-9 月，由于前期外商对国内的低价报盘货在 6 月集中到港，市场需要时间消耗进口供应增量，价格开启震荡走势。在此期间，PVC 库存表现为走平，整体供需平衡。

（3）10 月至今，PVC 价格再度走强。此时供应端进口减国内增，整体供应变化幅度不大，库存的加速去化来源于需求的拉动。需求增量来自三部分，一是国内的赶工，二是海外带来的需求转移（以终端制品形式），三是外盘偏强带来的 PVC 直接出口需求。

图 3：PVC 指数走势图

数据来源：文华财经、信达期货研发中心

二、2021 年行情展望

1. 供给分析

(1). 国内供应情况

2021 年 PE 计划投产 572 万吨，年度产能增速在 24%，较 2020 年再度提升。其中 5 月合约之前预期投产 90 万吨，其余大概率兑现在下半年。从投产种类来看，HD 投产压力最大，其次是 LL，LD 全年仅有 40 万吨投产，预计 LD 仍会延续 2020 年的相对强势表现。

2021 年 PP 计划投产 551 万吨，年度产能增速在 16%，较 2020 年再度提升。其中 5 月合约之前预期投产 180 万吨，其余大概率兑现在下半年。

2021 年 PVC 计划投产 137 万吨万吨，年度产能增速在 6%，较 2020 年小幅下降。由于 PVC 产能投放延迟现象较为普遍，因此 PVC 新增产能供应压力相对不大。

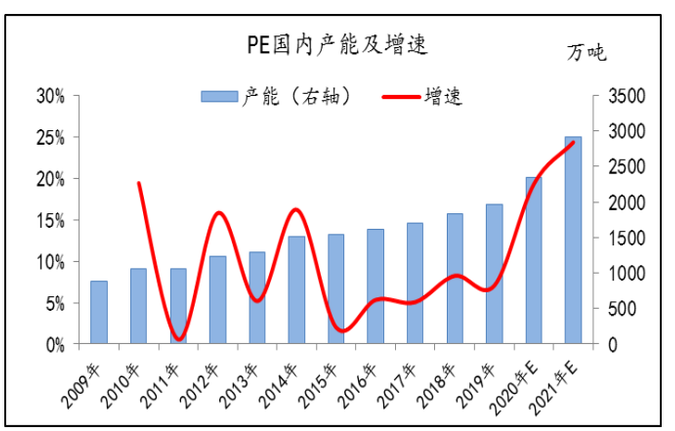
总体而言，PE、PP2021 年全年投产压力较大，上半年 PE 投产压力小于 PP。PVC 新投产压力不大，2021 年上半年供应增量来自今年年底投产的装置。

图1:PE投产计划

	LL	HD	LD	全密度	EVA	总计	投产时间
中化泉州					10	10	2021.1
新疆天利					20	20	2021.1
中科炼化					10	10	2021.2
大庆联谊				40		40	2021.3
扬子石化					10	10	2021.3
华泰盛富				40		40	2021.6
青海大美				30		30	2021.6
中韩石化二期		30				30	2021.6
浙江卫星		40				40	2021.6
宁波台塑					12.8	12.8	2021.7
浙石化二期		30	40	45		115	2021.8
鲁清石化	40	35				75	2021.6
中石油兰州		40		40		80	2021.7
中石油塔里木		30		30		60	2021.10
总计	40	205	40	225	62.8	572.8	

数据来源：信达期货研发中心

图2:PE产能增速



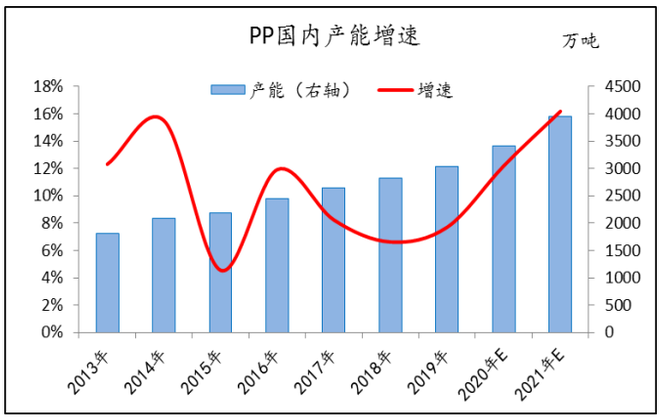
数据来源：信达期货研发中心

图3: PP投产计划

	地区	产能	投产时间
大庆联谊	黑龙江	55	2020.12
中韩石化	武汉	30	2021.1
常州富德	常州	30	2021.1
古雷炼化	福建	35	2021.2
天津渤化	天津	30	2021.5
宁夏润丰	宁夏	30	2021.7
浙石化二期	舟山	90	2021.6
山东金能	山东	45	2021.Q2
中石化天津	天津	20	2021.Q1
东明集团	山东	20	2021.Q2
青海大美	青海	40	2021.Q2
福基石化3期	宁波	80	2021.Q2
甘肃华亭	甘肃	16	2021.Q2
辽阳石化	辽宁	30	2021.Q4
总计		551	

数据来源：信达期货研发中心

图:4:PP产能增速



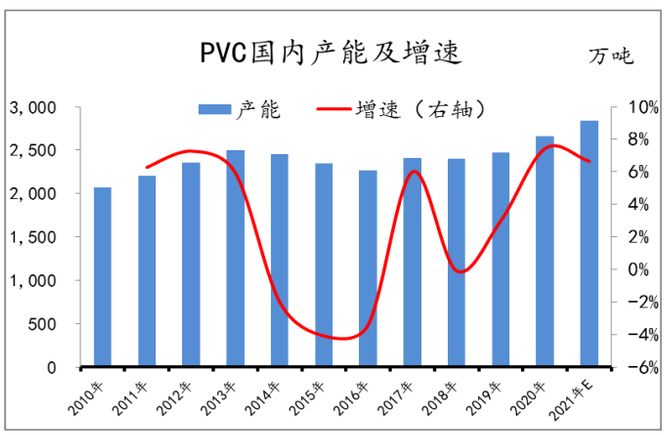
数据来源：信达期货研发中心

图5:PVC投产计划

	工艺	产能	时间
青岛海晶	乙烯	20	2020.9
金川新希望	电石	20	2020.10
德州实华	姜钟	20	2020.12
青岛海晶	乙烯	20	2020.12
烟台万华	乙烯	30	2020.11
甘肃金川	电石	6	2021.01
聚隆化工	乙烯	40	2021.6
聚隆化工	单体	11	2021.6
上海氯碱	乙烯	10	2021.6
浙江嘉化	乙烯	30	2021.Q1
山西瑞恒	电石	10	2021.Q1
山东信发	电石	40	2021.Q4
总计（含2020Q4）		257	

数据来源：信达期货研发中心

图6：PVC产能增速



数据来源：信达期货研发中心

(2). 进口供应情况

2021 年海外装置投产计划来看，2021 年 PE 计划投放 658 万吨，相比于 2020 年的 286 万吨大幅提升。其中 HD 投产压力最大，其次是 LL，LD 无新增计划投寸。

2021 年国外计划投放产能 454.5 万吨。从投产节奏上来看，上半年投产装置偏少，主要集中在下半年，部分或延期至 2022 年。

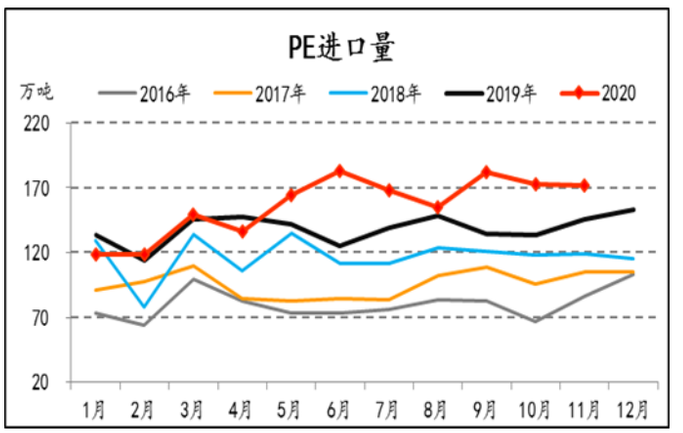
结合今年的进口趋势来看，在6月出现天量进口以后，下半年进口供应量趋向平稳。当前海外主要国家处在经济复苏期，预计短期进口量以平稳偏少为主。而后期伴随新装置的逐步落地，预计进口会稳步提升。因此，2021年进口供应或呈现前低后高，逐步增长态势。

图7:PE海外投产计划

	LL	HD	LD	全密度	EVA	总计	投产时间
阿曼QQ	44	44				88	2021.Q1
南韩LG Chem	60	20				80	2021.5
伊朗Dehdasht Petro		30				30	2021.5
伊朗Mamasani Petro		30				30	2021.7
南韩GS Galtex		50				50	2021.6
马来西亚马油	35	40				75	2021.6
菲律宾 JG Summit PC		25				25	2021.11
美国Exxon-Sabic JV	130					130	2021.11
美国SHELL	50	100				150	2021.12
	319	339				658	

数据来源：信达期货研发中心

图8：PE进口量



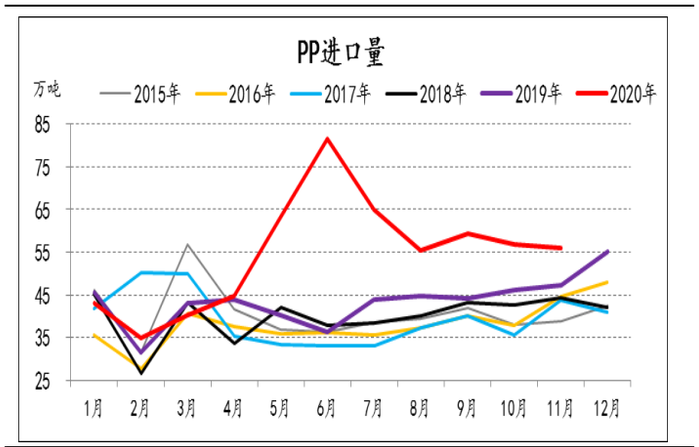
数据来源：Wind；信达期货研发中心

图9:PP海外投产计划

	地区	产能	投产时间
ORPIC	阿曼	30	2021.Q1
Petronas	马来西亚	90	2021Q1-Q2
HANWHA TOTAL	韩国	40	2021Q2
Borouge	阿联酋	48	2021Q4
Mokran	伊朗	45	2021Q3
JG Summit	菲律宾	11.5	2021Q3
Formosa	美国	25	2021Q4
Hyosunng Chemical	越南	30	2021Q4
Exxonmobil	美国	45	2021Q4
ULSANPP	韩国	40	2021Q4
KPI	哈萨克斯坦	50	2021Q4
总计		454.5	

数据来源：信达期货研发中心

图10：PP进口量



数据来源：Wind；信达期货研发中心

综合供应情况来看，我们认为 2021 年聚烯烃仍处在产能投放周期，且上半年 PP 供应压力会大于 PE，主要由于 PE 国内上半年投产少。PVC 供给压力小于聚烯烃。

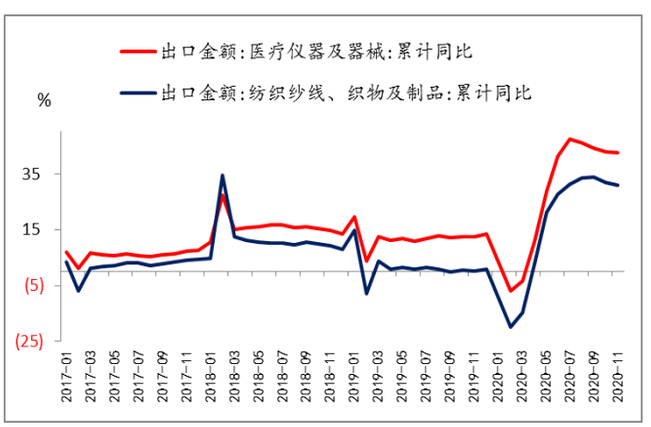
2. 需求分析

从大的方向来看，我们认为需求再有新增量的可能性极低，当前全球处在国内外经济复苏共振周期，海外需求缺口还未补掉，中国承接部分海外需求，因此我们定义当前（2020 年底）为中国需求的巅峰。来年面临两种演绎路径。一，需求保持当前高增速，价格高位震荡；二，需求增速逐步下滑，价格下跌。

(1)新增防疫物资需求

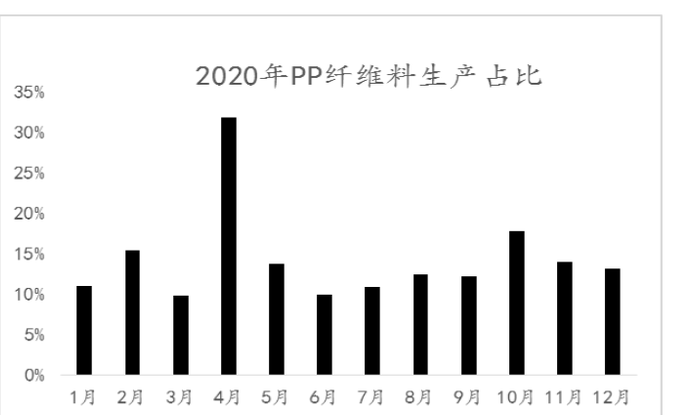
防疫物资对聚烯烃的需求增量主要在 PP。防疫物资对需求的贡献已经呈现边际转弱。从相关物资的出口情况来看，医疗仪器及器械在 8 月份出现边际下滑，纺织纱线织品在 9-10 月份出现边际下滑。从这个趋势来看，我们认为防疫物资对聚烯烃的需求增量难以再创新高，明年随着疫苗的普及，大概率是一个逐步走弱的趋势。

图11：防疫物资出口情况



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图12：PP纤维排产



数据来源：卓创资讯、信达期货研发中心

（2）国内需求复苏进程

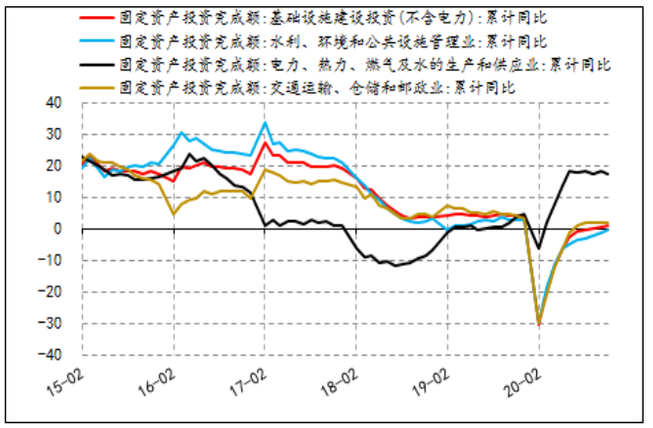
烯烃类品种下游较为分散，终端应用领域遍布食品（包装膜）、农业（膜类）、建筑（管材型材）、汽车（塑料零件）、家电（塑料零件、外壳）、日用品（塑料制品）等等。由于分散，因此和整体宏观经济吻合度较高。

受疫情影响，2020年内需经历了从年初的断崖式下跌到各领域逐步恢复的过程。从今年的经济恢复节奏来看，最先发力的是基建板块，3月各地基建项目就率先启动，到了4-5月，地产政策出现边际放松，地产板块开始活跃。进入7月份，制造业启动。9月份开始，消费复苏，包括电影、旅游、餐饮、酒店等开始启动。10月份，服装纺织板块复苏。从投资到制造业到消费，是今年国内需求复苏的顺序排列。站在当前时点，我们分项来看各个板块目前处在什么进度。

从固定资产投资增速来看，基建投资累计同比自今年 5 月开始已经步入平稳期，以保持平稳为主，在上半年经济最差的时候，基建作为逆周期调节的任务基本完成，随着经济的有序复苏，基建难以有新增量，预计维持平稳或逐步走弱。

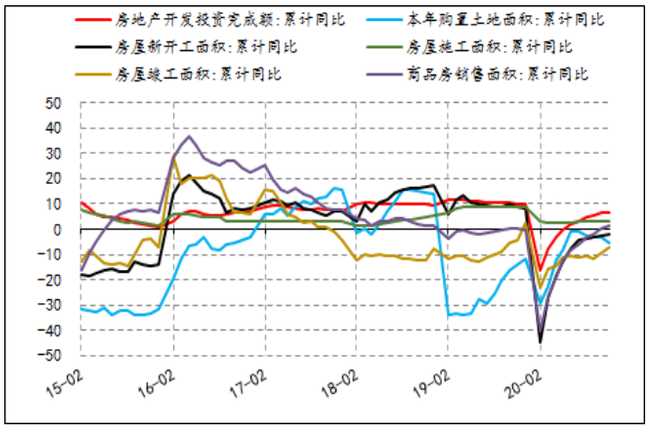
房地产方面，政策对于房地产投资始终未放开。由于房企赶工回笼资金，房地产竣工数据表现亮眼，在 2020 年保持了极大韧性。明年来看，由于政府对地产“三条红线”的管控态度很明确，当经济持续复苏的时候，国家的对地产的管控大概率不会逆转，因此，明年地产链条大概率会向下，但走弱速度不会很快。

图13：基建投资增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

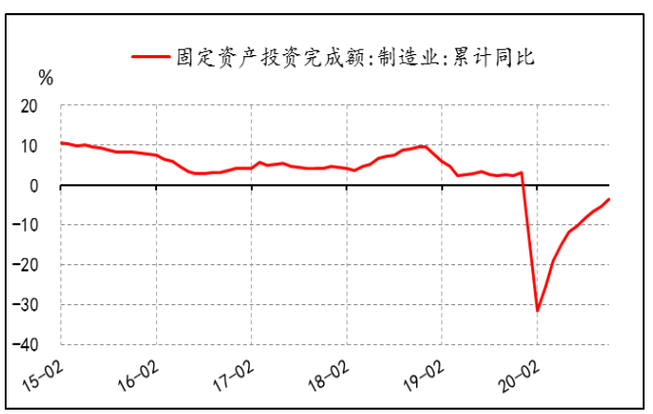
图14：房地产指标



数据来源：Wind、信达期货研发中心

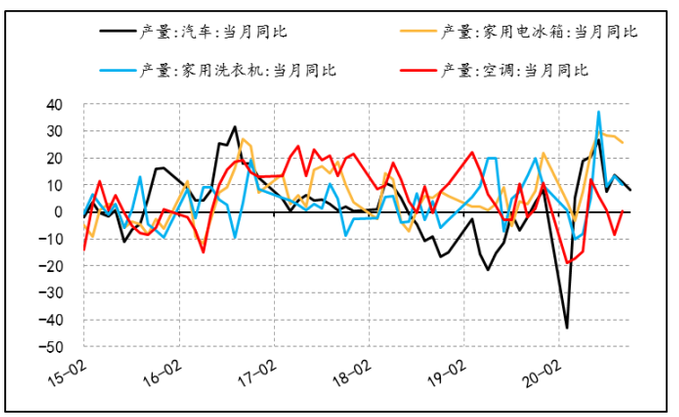
制造业方面，目前处在制造业的巅峰期，且受出口需求拉动，预计制造业还有一定上行空间。具体产业链方面，汽车产业链由于新能源汽车的持续发力，产销状况维持很好的局面，白色家电由于出口的边际增量以及迎来跟新换代周期，未来也将继续回暖。2020 年 10 月份，汽车产量、家用电冰箱、家用洗衣机以及空调当月同比增速分别为 11.10%、25.80%、10.20%和 0.20%。另外今年以来，其他板材类需求也在持续增加，工程机械、机械设备、工业机器人以及集装箱产销量也大幅增加。

图15：制造业投资增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

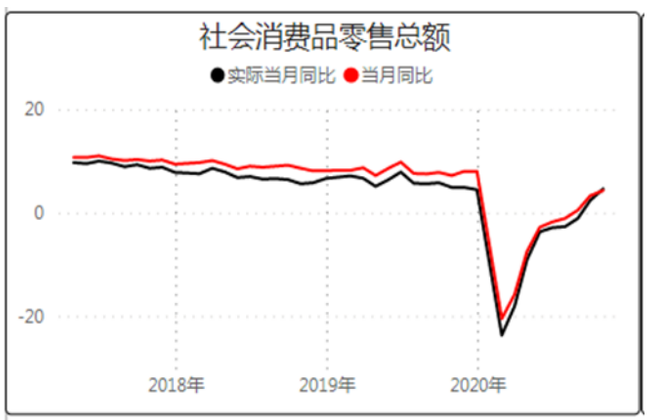
图16：家电、汽车行业



数据来源：Wind、信达期货研发中心

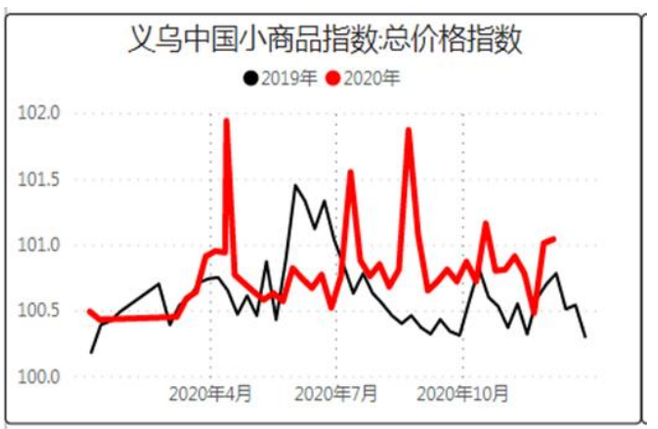
居民消费方面，零售增速继续回升。11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，和市场预期一致。部分品牌新型号手机上市带动通讯器材类零售同比大幅增长 43. 6%。“双十一”促销带动下，化妆品、金银首饰、饮料、家电等商品零售增速加快，但餐饮收入略有放缓。目前来看，居民出行消费基本恢复正常，社会消费零售数据已经回补到疫情前水平，预计继续向上空间已不大。

图17：消费零售



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图18：小商品指数



数据来源：Wind、信达期货研发中心

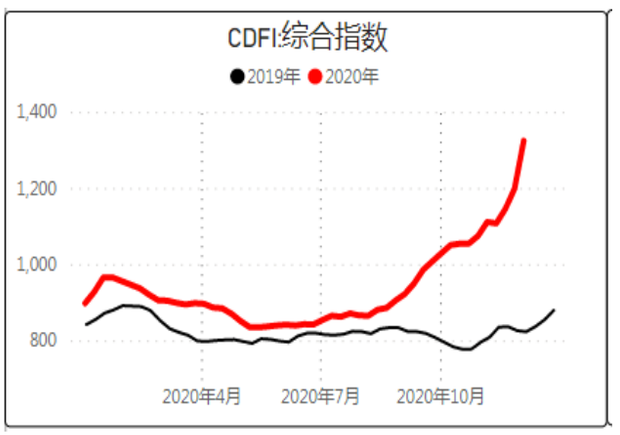
（3）出口需求

出口需求在今年表现突出。从一开始的防疫物资，到家电、家具等“宅经济”用品，再到日用品、汽车、板材等。目前来看，出口仍然维持着较高的增速。出口高增速能维持多久决定了聚烯烃需求还有没有增量。目前中国的出口需求本质是由于海外存在较大需求缺口，而欧美国家由于疫情没有得到有效控制，生产尚未恢复，而传统的制造出口大国印度等东南亚国家同样饱受疫情困扰无法承担生产，造成订单往中国大量转移。

因此，主要需求国欧美等国家需求缺口还有多大，决定了中国出口高增长还能维持多久。从 11 月的最新数据来看，欧美国家生产与消费缺口正在修复过程中，按照目前的修复速度以及疫苗的乐观进展来看，到明年 4-5 月欧美国家的需求缺口大概率会被补掉。因此，我们认为乐观情况下，出口增速会在明年一季度末见顶。

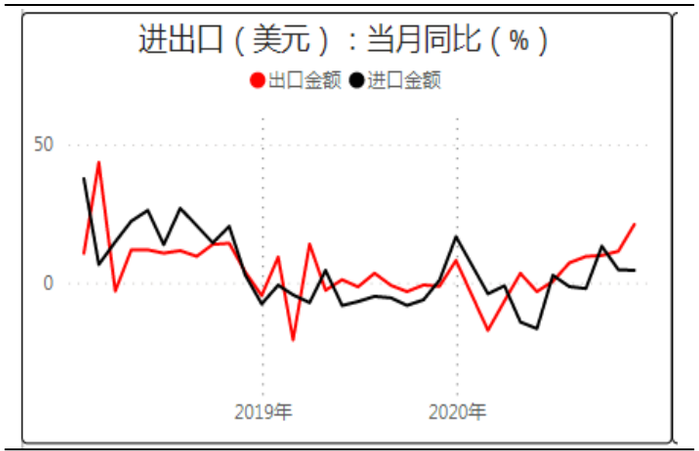
由于集装箱的紧缺和人民币升值在一定程度上会限制出口继续向上的空间。因此，出口回落速度也许比预期来的更早。

图19：运价指数



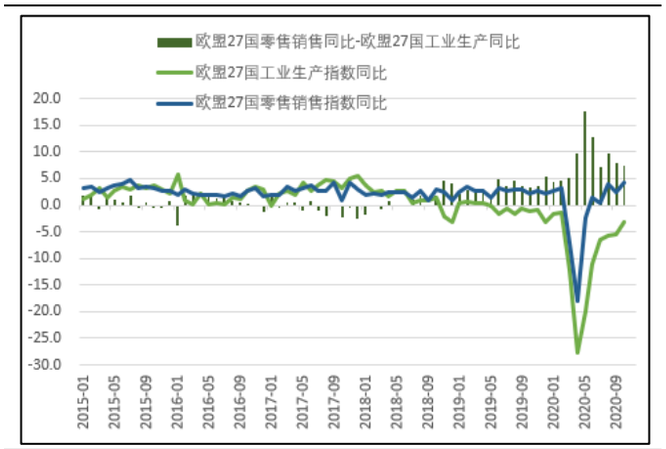
数据来源：Wind、信达期货研发中心

图20：进出口金额



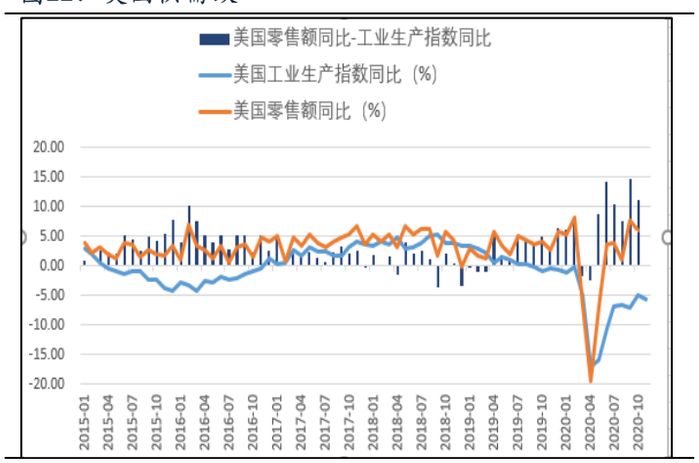
数据来源：Wind、信达期货研发中心

图21：欧洲供需缺口



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图22：美国供需缺口



数据来源：Wind、信达期货研发中心

综合以上需求分析，防疫物资需求已经边际转弱；各板块来看，基建领域已经有走弱迹象，随着经济复苏，基建在明年的退出是大概率事件；地产投资受政策限制大概率在明年一季度走弱，由于房地产链条较长，竣工端会延续较好表现，因此定义房地产为平稳偏弱；制造业处在巅峰期，且短期仍会延续较好表现，拐点会伴随出口增速的见顶回落。零售消费已经回补到疫情前水平，难以再有新的增量。总体而言，我们定义当前为需求的巅峰期，短期还能延续巅峰状态，当所有分项板块都开始走弱，整体宏观需求才会出现明显的趋势走弱，拐点可能出现在明年二季度。

三、总结及建议

驱动 2020 年价格上涨的核心因素在于需求的超预期表现，需求主要来自于三方面，一是新增防疫物资需求，二是国内经济复苏带来的需求回补，三是海外供需缺口带给中国的需求转移。由于供给端的高增速现状没有改变，聚烯烃将在 2021 年继续维持高供给增速，因此需求能否有新增量绝对了 2021 年价格走势。我们认为当前处在需求的巅峰期，需求短期还能持续，但随着明年一季度末海外供需缺口的填补，需求将经历从高位保持到逐步下滑。因此，全年价格会呈现从高位震荡到逐步下跌。

由于明年一季度尚处在全球经济复苏阶段，原油价格重心大概率会向上抬升，部分低估值化工品仍有上行空间，因此聚烯烃价格不具备单边趋势下跌条件。但聚烯烃供给增速持续维持高位，因此只要需求没有明显增量，价格同样不具备上行驱动，2105 合约大概率会呈现高位震荡。2109 合约以长线做空思路对待。我们认为由疫情引发的这轮宏观周期将

在 2021 年内迎来拐点，从时间点上大概率兑现在 2109 合约。

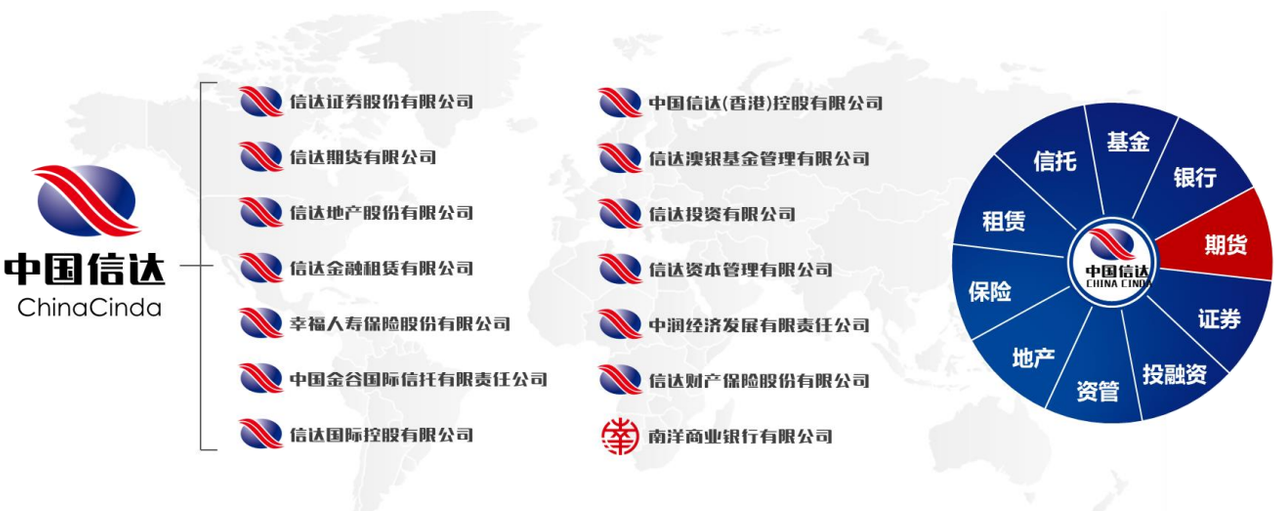
品种间来看，在能化板块内部，相对于原料端或油品系品种，烯烃以空配为主。推荐多 MA 空 PP，多 LU 空 PP。烯烃内部，推荐多 L05 空 PP05，主要逻辑在于从投产节奏上来看，明年一季度 PP 投产力度大于 PE。5 月合约之前，国内 PE 只有一套 40 万吨的全密度投产，PP 计划投放产能在 180 万吨。由于海外经济还存在较大复苏空间，因此外盘强于内盘的格局在短期还会延续，PE 进口依存度大于 PP，价格受益程度会高于 PP。多 V05 空聚烯烃，主要逻辑在于从投产计划上来看，PVC 的产能投放增速远低于聚烯烃，PVC 投产进度推迟较为普遍，V05 基差远高于聚烯烃，V05 有向上修复基差的机会。

【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 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 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 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、萧山 10 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	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 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
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
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	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	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	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	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
	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。