

多 PP 空 L 套利策略报告

策略报告

2021年11月3日

报告联系人

能源化工团队

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

核心逻辑：

1、前期支撑 PP-L 走缩的重要因素为煤制成本坍塌，以及限电限产对 PP 下游负面影响更大。现阶段这两个因素影响减弱，成本渐渐企稳，限电限产缓解和下游利润走扩均表明 PP 需求有向好趋势，需求反向分化提供了 PP-L 走扩条件。

2、PP 相较于 L 还存在出口预期和粉料支撑两个利好因素，一旦价格跌至 8500 元/吨，出口利润十分可观，非标品支撑也能够凸显。后市 PP 的利多因素一旦兑现，PP-L 很可能快速走扩。

操作建议：

操作标的：多 PP2201 空 L2201

入场建议：PP-L 价差 (-100, 0)

止盈建议：PP-L 价差 (300, 400)

止损建议：PP-L 价差-200

风险因素：煤价进一步大跌

评级：★★★★

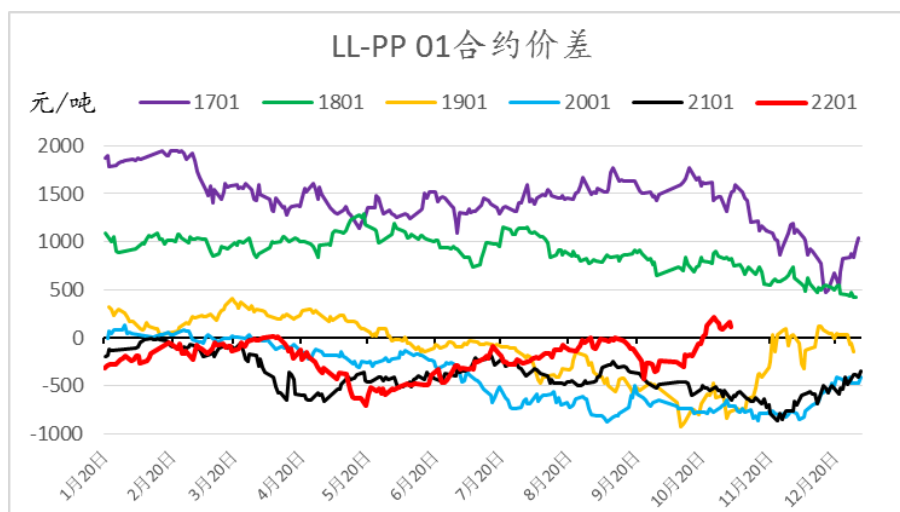
一、PP-L 走缩原因解析

回顾 9-10 月份以来聚烯烃品种之间强弱关系转换，不难发现自煤价大跌开始，PP-L 价差不断走缩，主力合约上 PP 明显比 L 走势更弱。这背后的原因主要有两点：

1. 成本端坍塌

一是 PP 明显与煤价相关性更强，受拖累程度更高。相较而言，PE 油制工艺占比超过 70%，PP 则煤制和甲醇制占比更高，制作工艺的不同导致 PP 盘面和煤价、甲醇关联性更强。9 月份煤价和煤化工暴涨中 PP 受益更多，盘面体现 PP 比 L 走势更强；10 月份煤价和煤化工暴跌中 PP 受挫更重，盘面体现 PP 比 L 走势更弱。故 PP-L 价差在 9 月走扩，而在 10 月开始走缩。

图 1：L-PP 主力合约价差



资料来源：信达期货研发中心

2. PP 下游受限电影响更大

二是限电限产对 PP 下游的冲击更大，接货意愿更弱。关注到 PE 和 PP 需求中占比最高的领域，“金九银十”为 PE 下游农膜的传统旺季，而 PP 下游 BOPP 开工在此期间变化并不明显，旺季效应在 L 上相对更为明显。9-10 月份期间农膜开工率走势与往年一致，呈现不断上升趋势，而 BOPP 开工则受到明显压制，10 月中旬开工最低为 35%。下游应用领域的差异造成了供需格局的差异，因此近几周大跌中 L 表现相对更强。

图 2: PE 下游农膜开工

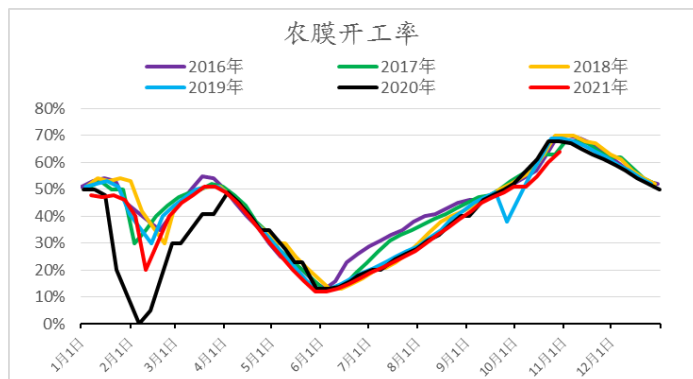
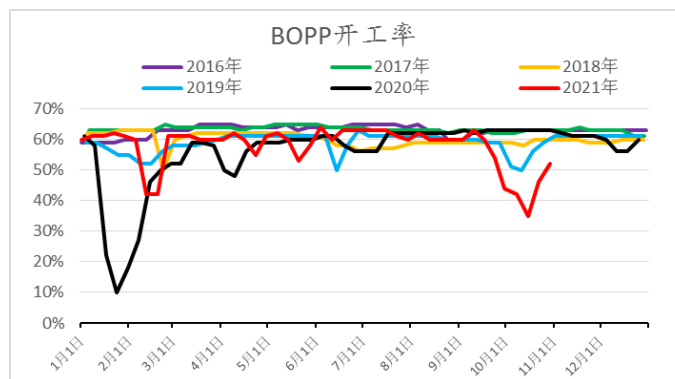


图 3: PP 下游 BOPP 开工



来源: 信达期货研发中心

图 4: PE 下游包装膜开工

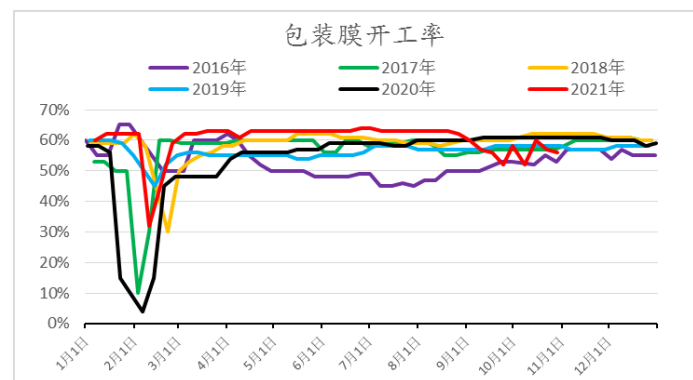
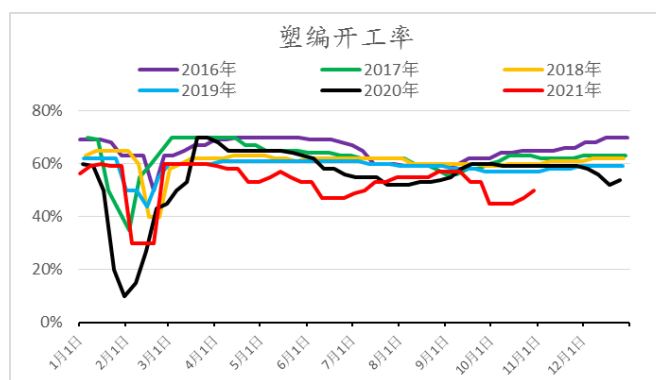


图 5: PP 下游塑编开工



来源: 信达期货研发中心

二、PP-L 走扩驱动分析

1.成本企稳

首先，无论从政策还是盘面角度看，动力煤均存在企稳趋势。随煤价向政策指导价靠拢，政策的力度和影响将慢慢减弱，分析发现 800-900 元/吨为此轮政策调控的底部价。具体详情参考文章《专题报告：动力煤底部区域的推演》<http://www.cindaqh.com/a/20211028-41443.html>。

预期近期动力煤将止跌企稳，煤化工大跌趋势也基本结束。PP 将不再受成本拖累，走出成本坍塌逻辑，也就是说 10 月以来支撑 PP-L 价差走缩的一个重要因素正渐渐消失。

图 6：动力煤主力合约走势图



资料来源：wind

2.PP 需求回补

其次，图 2 和图 3 可明显看出，PP、L 需求端情况均存在转变。PP 下游限电情况有一定好转，BOPP 及其他下游领域开工均有提升，经历过近两个月限制，同时价格下跌给下游让渡了极大利润空间，可以预见未来一段时间下游工厂补库需求将不断增加，开工也将回到正常区间。PE 下游则呈现相反趋势，农膜的旺季已经兑现，开工水平也迎来季节性拐点，本月开工就会转势向下，虽下游利润十分可观，但总体需求提振远远不如 PP 值得期待。需求的反向分化亦是 PP-L 可能走扩的关键因素。

图 7: PP 下游 BOPP 利润图

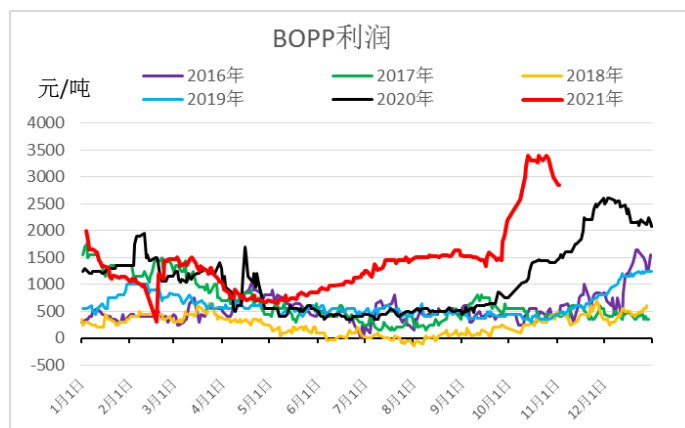
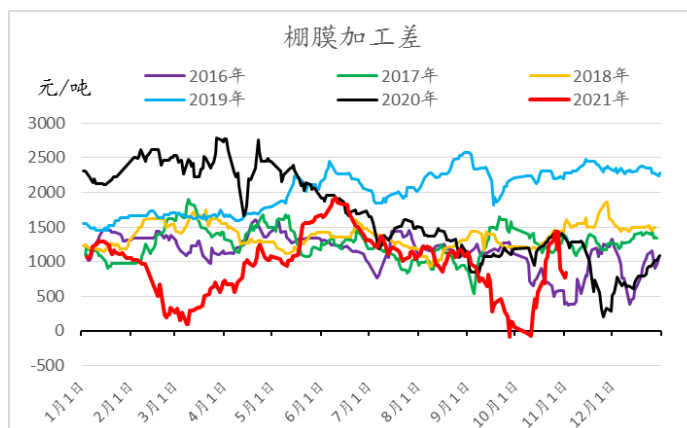


图 8: PE 下游棚膜加工差



来源：信达期货研发中心

3.PP 价差支撑显现

此外，PP 相较于 L 存出口预期和粉料支撑。PP 的出口窗口在价格下跌中打开，外盘价格相对坚挺，国内现货价格却不断下调，出口预期给到盘面明显支撑，主力合约下探至 8500 元/吨附近又快速拉升。而 PE 属于进口为主的化工品，出口虽有利润但难放量，而海运费前期一直压制进口偏低，进口量也难有进一步压缩，故内外价差带来的出口利好更多在 PP 上体现。非标品粉料也对 PP 形成支撑，绝对量上看标品粒料一直偏强，价差基本维持正值，且 10-11 月需求向好促使价差走扩，目前粉料给予 PP 下方较强支撑。

图 9: PP 出口利润图

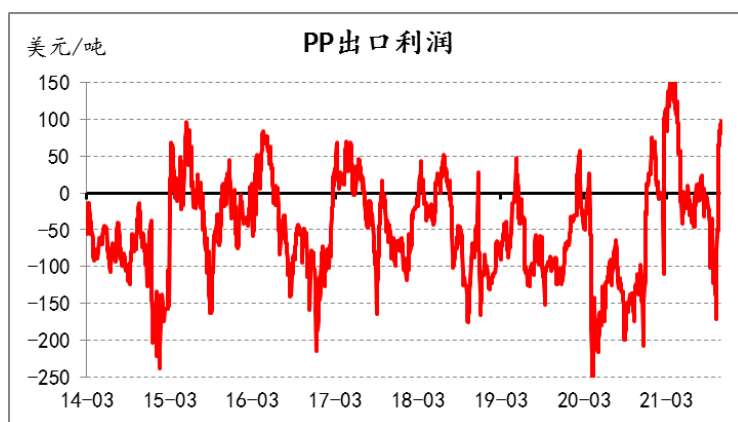
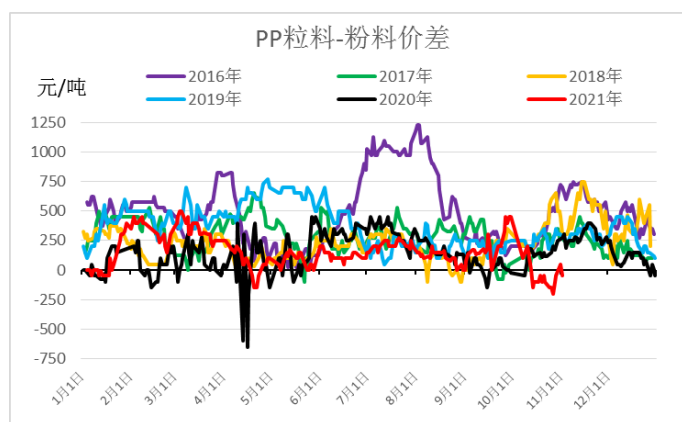
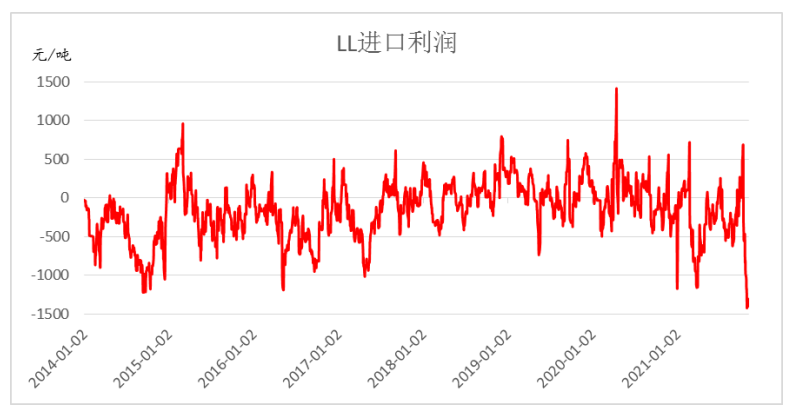


图 10: PP 非标价差图



来源：信达期货研发中心

图 6: LL 进口利润图



资料来源: 信达期货研发中心

4.PP、L 基差水平基本一致

近一周来 PP 和 L 的基差均在 0-100 间波动, 若做扩 PP-L 价差持仓基本无损耗。

图 9: PP 01 合约基差

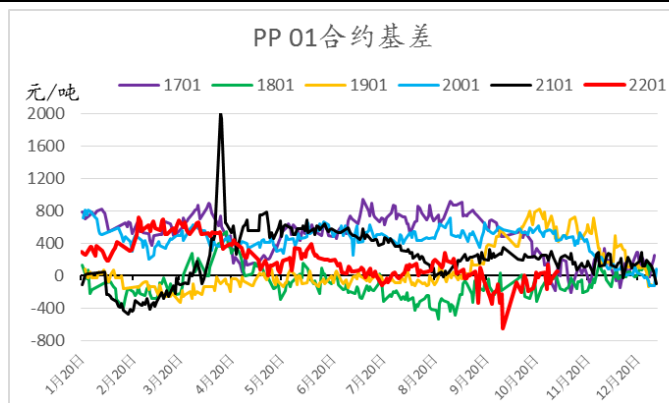
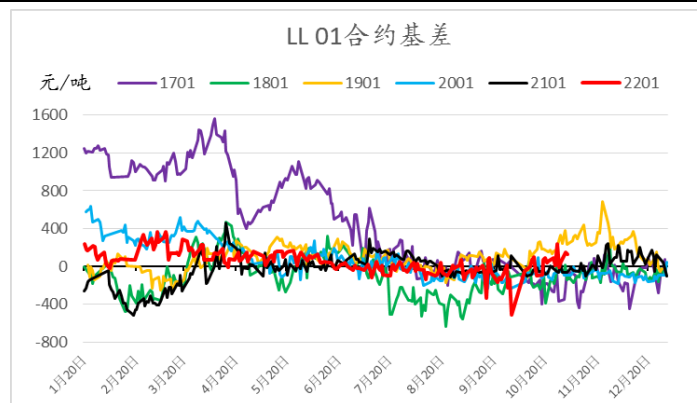


图 10: L 01 合约基差



来源: 信达期货研发中心

三、结论

总结发现，前期支撑 PP-L 走缩的重要因素为煤制成本坍塌，以及限电限产对 PP 下游负面影响更大。而现阶段这两个因素影响已经减弱，成本渐渐企稳，限电限产缓解和下游利润走扩均表明 PP 需求有向好趋势，需求反向分化提供了 PP-L 走扩条件。此外，PP 相较于 L 还存在出口预期和粉料支撑两个利好因素，一旦价格跌至 8500 元/吨，出口利润十分可观，非标品支撑也能够凸显。后市 PP 的利多因素一旦兑现，PP-L 很可能快速走扩。

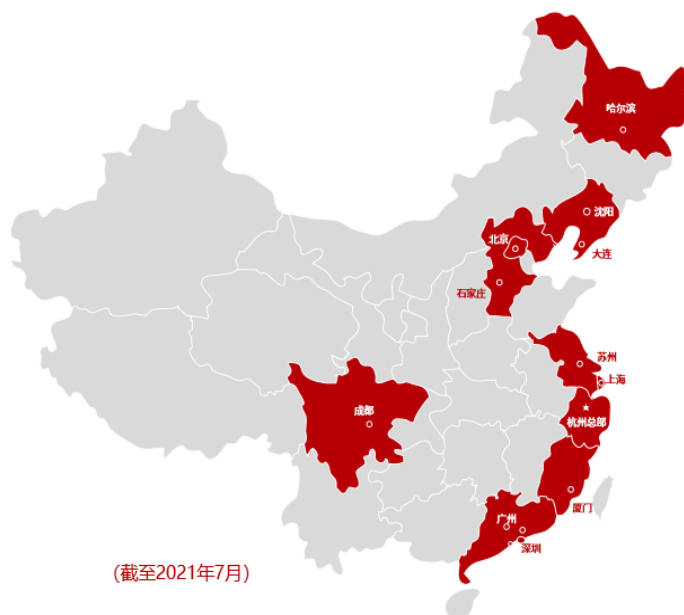
【重要声明】

- 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、财务状况或需要。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。

【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。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位,为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位,为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部