

去不掉的库存，薛定谔的降负，聚烯烃还有上行可能吗？

专题报告

2022年3月24日

报告联系人

研究所能化团队

电话：0571-28132592

核心逻辑：

在过去4个月间，聚烯烃开启多轮上涨行情，其背后的主导因素在于宏观面和成本端。通过对主要因素的分析，我们认为主要逻辑仍将延续，聚烯烃未来趋势仍要关注宏观、成本两端的重要变量。价格的上下边际则会受到基本面限制。

宏观方面，美联储加快加息步伐之前，俄乌冲突仍将是利多因素，国内疫情负面影响为短期，稳经济政策仍将提振终端需求。成本端，原油供需缺口短期难以弥补，油价易涨难跌。供需整体虽驱动不明，但两端弹性较小，会限制价格上下边际。综合来看，聚烯烃仍有上行可能，但上方空间较为有限，前期高点难以突破。

操作建议：中短期逢低仍可轻仓做多，注意及时高抛。

风险提示：油价大跌，加息进程突然加快。

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

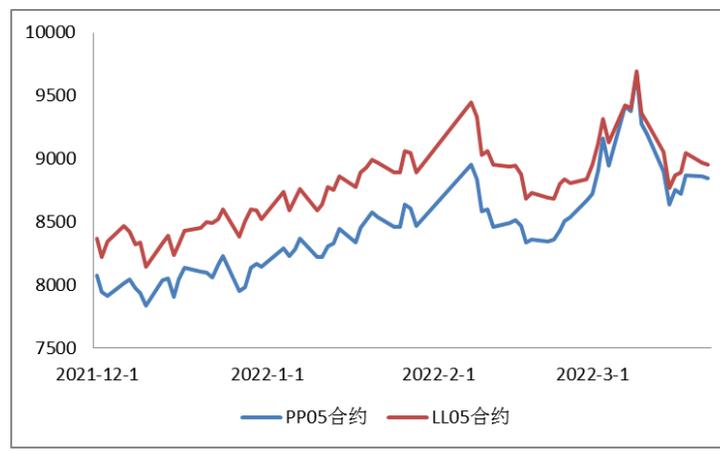
信达期货网址：

www.cindaqh.com

我们在研究过程中不难发现，不论价格走出上涨还是下跌行情时，都有一个或多个重要因素推动盘面走势。而研究的意义就是明确这些因素的影响力大小，以及能否延续，据此来判断商品的未来价格走势。自春节开盘后，整个能化板块的波动率加大，聚烯烃亦受到较大冲击，走出急涨急跌行情，本文围绕影响烯烃价格的几大主要因素，提出市场的未来演绎路径，并发现后市聚烯烃上行可能性大小。

一、行情回顾

图 1：聚烯烃 05 合约价格走势



资料来源：wind，信达期货研发中心

自 05 合约成为主力合约以来，烯烃总体价格重心不断抬升，根据上涨的速度和高度，可以分为以下两个阶段：

1、2021 年 12 月-2022 年 1 月：两个月的时间内价格呈现缓慢上涨态势，价格中枢抬升约 500 元/吨。盘点此期间宏观到产业各方变化，如下：

宏观层面：整体疫情边际影响不断弱化，但间歇性冲击仍存；全球经济形势较差，国内政策以托底、稳经济为出发点；1 月末地缘因素引发市场博弈加剧，俄乌冲突开始被市场关注。

驱动层面：上游开工整体高位维持，PP 有少量新投产装置，供应总量较为充足；下游开工数据显示，多数领域 12 月至 1 月季节性下滑，其中 PP 下游 BOPP 因订单充足开工维持高位，需求端总体表现较为平淡；从供需的显性指标-库存可以看出，春节前（即 12-1 月）产业链库存呈去化趋势，与往年同期相比，绝对量处中性偏低位置。供需总体平衡为主。

估值层面：所有工艺的利润均处低位区间，且呈不断压缩态势；原料端，油价开始触底反弹，煤价先震荡后企稳小幅上涨；进口维持低位，出口渐渐收缩；基差由正转负，走弱近 200 点；价差走弱 50 点左右。整体估值偏低位。

2、2022年2月-至今:年后归来,聚烯烃价格波动加剧,历经两轮冲高回落,价格中枢继续上抬约300-500元/吨。盘点此期间宏观到产业各方变化,如下:

宏观层面:2月末俄乌局势激化,西方制裁加码,冲击整个资本市场;美国通胀压力巨大,美联储开启第一轮加息(25个基点),尚在市场预期内;国内各项托底政策实施,并未顺利传导至终端需求,商品下游未受到较大提振;国内多地爆发疫情,影响下游开工及物流运输。

驱动层面:上游装置检修降负,开工有所下滑,检修装置多为油头工艺,供应量一定缩减;节后复工常态化,并未亮眼表现,下游企业采购以刚需为主;库存方面,节后惯性累库,而后去库受到物流影响并不顺畅,近两周库存不去反累。供需总体偏弱。

估值层面:油制相关工艺利润进一步被压缩,煤制相关工艺利润低位波动;原料端,油价2月震荡偏强,3月经历急涨急跌后,渐渐企稳反弹,煤价以820元/吨为中枢上下震荡;进出口均未放量;基差持稳,价差先走扩后走缩。估值处极低位区间。

二、聚烯烃价格主导因素分析

经多方盘点发现，过去4个月内变数最大的在于成本端和宏观层面，其次是供给端，需求和进出口变化几乎为零。因此，可能影响聚烯烃价格的变量就在于宏观、原料、供应，下面具体分析三方面的影响力大小。

1、宏观层面：俄乌冲突未结束，加息节奏难料，疫情负反馈有所体现

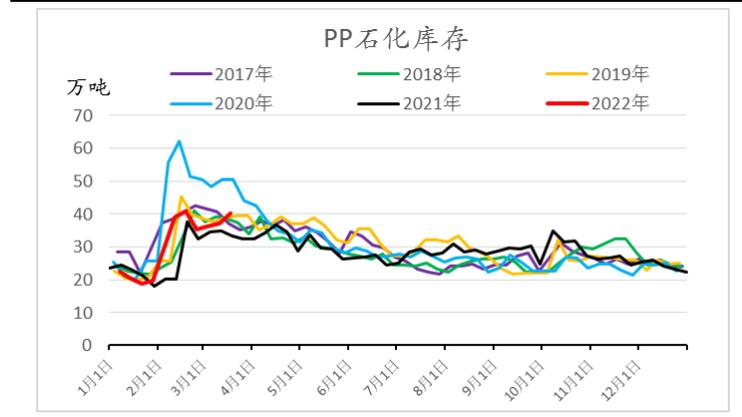
一般而言，宏观因素并不会对某一个品种产生直接影响，而是对整个大宗商品或某些板块产生冲击，进而体现到聚烯烃价格上。此外，由于宏观因素其本身的多样性和复杂性，要想定量去分析很难实现，本文主要从定性上去分析不同宏观因素对聚烯烃价格的影响。

首先，俄乌冲突作为近一个月来市场交易主线，其影响力正在慢慢减弱。一方面，战争本身影响到俄乌两国各类商品供应和出口问题；另一方面，欧美为代表对俄罗斯实施的制裁手段，也引发了市场对于供应端缩减的担忧。其中，农产品板块和能化板块受到影响最大，上涨幅度也最为明显。站在3月末来看，地缘政治因素虽仍有可能限制商品供给，但这种限制已不太可能造成能化品的暴涨行情。然两国冲突尚未完全结束，仍对能化品有一定利好效应。

其次，市场对于美联储加息节奏有多种猜想，若加息步伐不符预期会对大宗商品造成较大冲击。结合美国的通胀现实问题和美联储多次发声来看，加息迫在眉睫，但在经济偏弱的大背景下，短期加息的进程难以突然加快。然而，缓和的加息手段难以解决美国通胀问题，靴子并未实际落地，需时刻谨防流动性风险的到来。

最后，国内托底政策尚未传导至终端消费，疫情冲击物流造成库存累积。去年年底至今，各项稳经济相关措施不断推出，尤其是地产、基建领域，然而实际终端消费仍维持刚需，暂无明显提振效果。3月中突如其来的多地疫情爆发，大大影响了产业链各环节的库存流转，导致中上游库存逆季节性累积、下游低库存继续去化（以PP为例）。

图 2: PP 石化库存



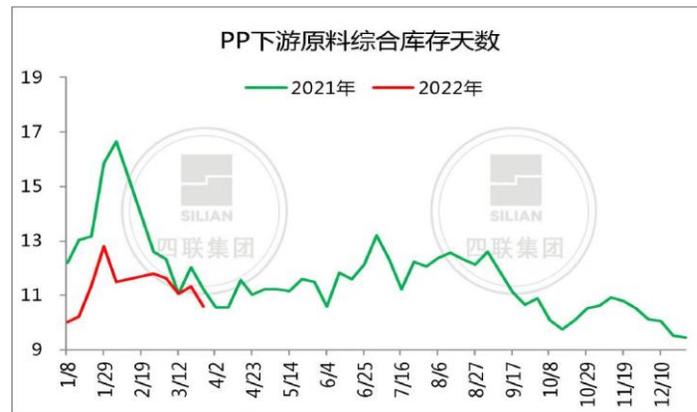
资料来源：卓创资讯，信达期货研发中心

图 3: PP 社会库存



来源：四联集团，信达期货研发中心

图 4: PP 下游原料库存可用天数



2、原料端：油价易涨难跌，烯烃受提振

从价格走势图上来看，聚烯烃与原油整体走势更为接近，但同样也应该分阶段来观察。12月至1月，聚烯烃与原油均呈现缓慢上升趋势，动力煤则在主力换月后低位震荡；2月份，聚烯烃冲高回落走势与动力煤更接近，油价则继续缓慢上行；3月份，聚烯烃和原油、动力煤均呈现冲高回落后企稳走势。

图 5：聚烯烃、原油价格走势

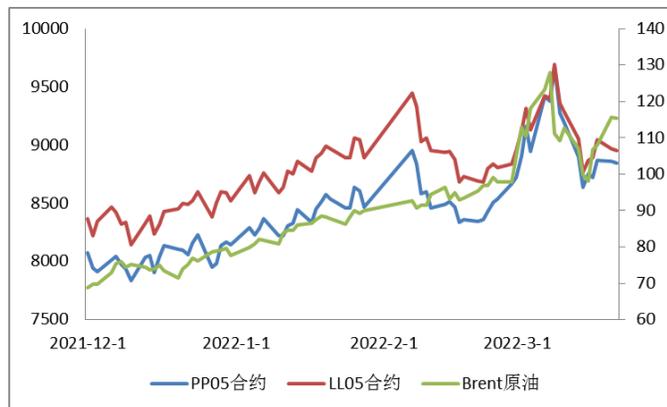
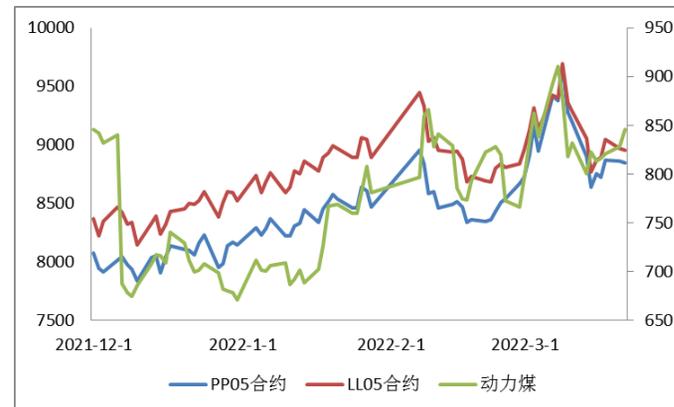


图 6：聚烯烃、动力煤价格走势



来源：wind，信达期货研发中心

从统计角度来看，过去四个月内聚烯烃和原油的相关系数更高，均超过 0.8，表明二者之间存在强相关性。而动力煤和聚烯烃的相关系数则相对较低，表明二者存在一定相关性。

表 1：相关性统计分析

相关系数	L	PP
原油	0.8251	0.9080
动力煤	0.6471	0.7002

资料来源：wind，信达期货研发中心

总结来看，原料与聚烯烃价格之间相关度较高，自上而下的传导路径大部分时间内有效。但二者走势相同的背后并不仅仅依靠传导关系，还和整个宏观大背景相关。在宏观因素冲击较小时，若原料和聚烯烃走势接近，那么极有可能源自于产业链自上而下的传导作用。在宏观因素冲击巨大时，大概率整个商品走势都较为接近，此时并非成本影响聚烯烃，而是宏观因素占主导地位。

3、供给端：季节性检修叠加成本检修，开工下滑

开工的季节性图表可以看出，历年来 3-4 月都是检修高峰期，而 2 月以来，PE 和 PP 的开工数据就不断下滑，相对比往年时间上有所提前。进入 3 月份后，检修装置更是进一步增多，上游开工率下滑至 85% 左右，尤其是 PE 的开工水平远低于过去 5 年，PP 开工水平也处于低位区间。

相对应来看，周度检修损失量亦处于较高水平。PE 检修损失量在 2 月至 3 月已经明显异于往年，平均周度检修损失量约在 4 万吨，是过去平均水平的两倍。PP 检修损失量则在 3 月以后快速上升，3 月 18 日数据显示，周内检修造成的损失在 9.53 万吨，超出过去三年同期水平。

至此可以判断，开工数据的下滑并非只和季节行表现相关，还有一部分来源于利润不佳。根据统计发现，年初以来新增的检修装置中大部分为油头工艺，进一步验证了以上观点。然而供应端虽有利好，但暂未体现在价格之上，供应端的变化仅仅是一个潜在利多因素，能否兑现有待进一步观察。

图 7：PE 开工率

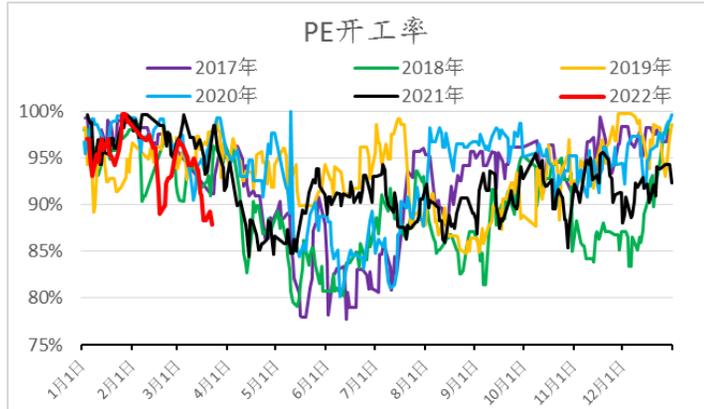
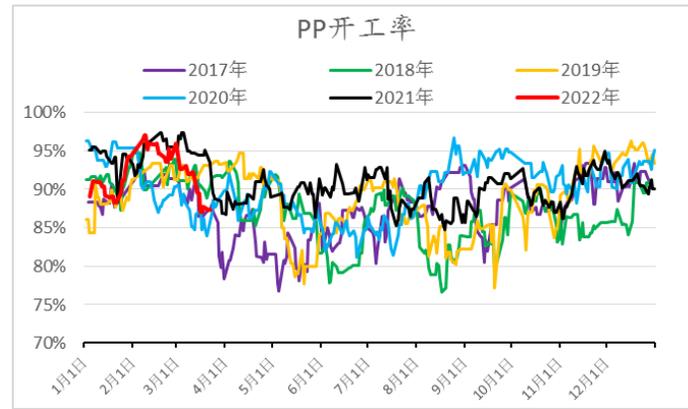


图 8：PP 开工率



来源：卓创资讯，信达期货研发中心

图 9：PE 周度检修损失量 (万吨)

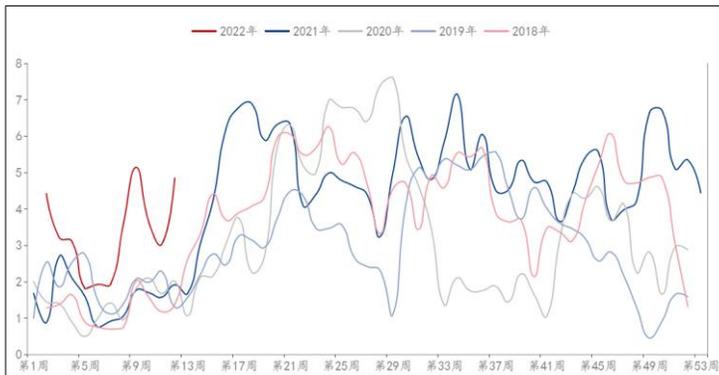
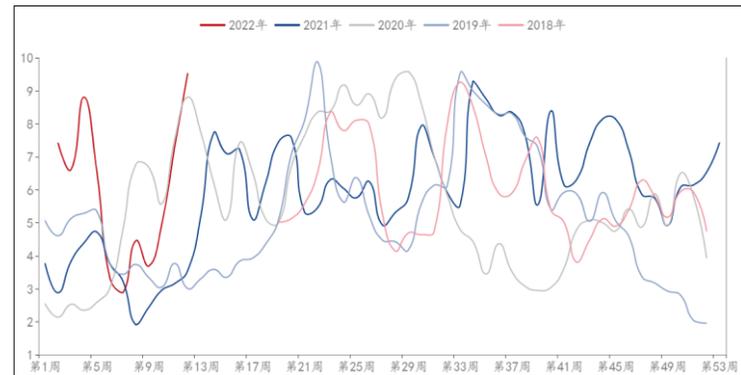


图 10：PP 周度检修损失量 (万吨)



来源：钢联，信达期货研发中心

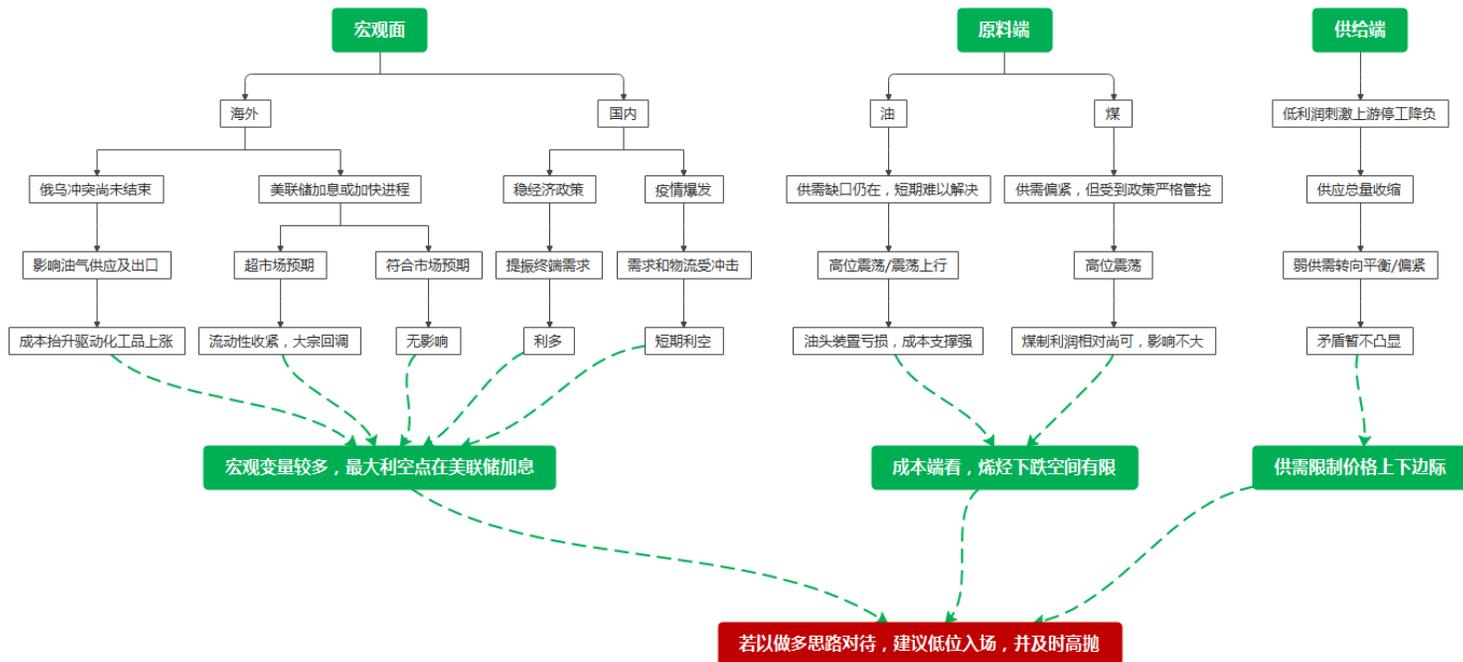
三、未来演绎路径的推断

通过对聚烯烃价格过去4个月主导因素的具体分析，我们发现宏观和成本端的影响最为直接，而供给端变化并不能主导行情走势。

目前宏观面仍存在较多重大变量，同时原油的供需矛盾依然存在，预计二季度聚烯烃的行情方向仍将由宏观和成本主导。而价格走势的上下边际仍会受到产业自身矛盾的限制，矛盾主要集中在供给这一端，需求和库存流转短期虽受疫情影响，但中长期来看，刚需将稳中向好，库存季节性去化会回到正轨。

据此，我们进一步盘点了每个变量最可能出现的变化，总结得出下面这张图表。未来聚烯烃仍有上行可能，但背后风险因素亦存在，做多只能低位进场，切忌追涨。

图 11：演绎路径



资料来源：信达期货研发中心

四、总结

在过去 4 个月间，聚烯烃开启多轮上涨行情，其背后的主导因素在于宏观面和成本端。通过对主要因素的分析，我们认为主要逻辑仍将延续，聚烯烃未来趋势仍要关注宏观、成本两端的重要变量。价格的上下边际则会受到基本面限制。

宏观方面，美联储加快加息步伐之前，俄乌冲突仍将是利多因素，国内疫情负面影响为短期，稳经济政策仍将提振终端需求。成本端，原油供需缺口短期难以弥补，油价易涨难跌。供需整体虽驱动不明，但两端弹性较小，会限制价格上下边际。综合来看，聚烯烃仍有上行可能，但上方空间较为有限，前期高点难以突破。

操作建议：中短期逢低仍可轻仓做多，注意及时高抛。

风险提示：油价大跌，加息进程突然加快。

【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。

【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6亿元人民币,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