

# 供需失衡加重，成本坍塌，波动率维持高位

兴证期货·研发中心

2020年3月30日 星期一

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人

赵奕

021-20370938

[zhaoyi@xzfutures.com](mailto:zhaoyi@xzfutures.com)

## 内容提要

### 行情回顾

本周聚烯烃盘面连续下跌，周跌幅在9%-11%，现货方月底为完成销售任务倒挂出售，市场价连日下探。上游油价处于底部震荡状态，乙烯、丙烯及甲醇等原料价不断下调，聚烯烃下行空间增大。供应面，PP检修装置逐渐返厂，下周暂无新增检修计划，供应压力增大；PE周内进口量逐渐稳定，装置正常运行，维持高开工率。需求面，下游开工率变化不大，公共卫生事件导致出口及后续订单跟进不足，下游囤货意愿不高，支撑有限。

### 总结与展望

展望：目前成本端坍塌，现金为王情形下期货市场心态极为脆弱，易受消息面影响，预计聚烯烃维持下跌态势，不宜单边操作，可移仓远月合约。短期来看，油价价格承压，成本端坍塌，聚烯烃供需面失衡情况加重，短期易受消极消息面扰动；中长期来看，新产能上场为不定因素，国际公共卫生事件发酵影响聚烯烃出口，下游消费预计到下半年才能完全恢复，预计聚烯烃板块供需失衡局面延续，以波段式行情为主，重点关注原油走势、下游恢复情况及国际公共卫生事件进展；

上游：原油方面，重点关注原油20美元/桶支撑位，当前利空局面难改，大量抄底资金给予油价托底作用，油价弱势震荡；丙烯方面，伴随聚丙烯装置逐步复产，需求端得以纾解，丙烯短期价格较为坚挺，但下周成本端及供需偏弱，预计将下跌；甲醇方面，需求缺乏亮点，外围风险极大，预计偏低震荡局势难改；

供应：国内疫情放缓，大型厂商迅速提升负荷至满负荷，PP提前检修装置逐步返厂，供应面承压；L市场

供应十分充裕，供应面无较大变化。两油库存 112.5 万吨，上周五库存水平在 127.5 万吨，去年同期库存水平 91.5 万吨，临近月底，考虑到月度考核任务，厂商及贸易商均积极出货，合同户按进度采购，上游石化及社会库存均出现小幅下调；

需求：PP 下游开工率小跌 2%，PE 下游开工率持稳，目前下游开工率多回归年前水平，但外围扰动及出口需求锐减导致需求量难以有实质性提升，托底能力不足。预计下周下游企业开工率以稳为主，但业者采购情绪仍不看高。

### **操作建议**

PP&L：移仓远月合约，中长期逢高沽空。

### **风险提示**

国际系统性风险失控；国际公共卫生事件持续升级；油价出现异常上涨。

## 1. 行情回顾

L2005 合约较上周大跌，收于 5650 元/吨，跌 730 元/吨，跌幅为 11.44%，本周原油大跌、国际系统风险事件频发影响，叠加供需失衡加重，L 呈直线下跌走势；持仓 15.22 万手，跌 4.1 万手。PP2005 合约较上周大跌，收于 5909 元/吨，跌 634 元/吨，跌幅为 9.69%，整体逻辑与 L 基本一致；持仓 21.14 万手，跌 3.6 万手。多头资金移仓远月合约进一步加大了 05 合约的下跌趋势。

L 合约远月合约升水幅度小幅缩减 10 元/吨，主要源于后市对远月合约的悲观预期导致；PP 远月贴水幅度缩减 49 元/吨，主要源于后市对近远月合约均有悲观预期，远月合约面对大量产能释放。值得注意的是，PP 和 L 近月合约即将进入交割逻辑，且均处于 contango 结构，在临近交割前有反弹可能，形成波段式行情，需谨慎操作。

**表 1：线性低密度聚乙烯&聚丙烯期货周度数据**

| 指标         | 收盘价  | 涨跌   | 涨跌幅     | 成交量    | 持仓量    | 持仓量变化  |
|------------|------|------|---------|--------|--------|--------|
| L2005.DCE  | 5650 | -730 | -11.44% | 418489 | 152270 | -41836 |
| L2009.DCE  | 5735 | -740 | -11.43% | 275772 | 259880 | 100173 |
| PP2005.DCE | 5909 | -634 | -9.69%  | 595970 | 211436 | -36453 |
| PP2009.DCE | 5911 | -705 | -10.66% | 363144 | 260527 | 117208 |

数据来源：Wind，兴证期货研发部

**表 2：线性低密度聚乙烯&聚丙烯价差、基差及仓单数据**

| 指标           | 单位  | 2020/3/27 | 2020/3/20 | 涨跌   | 涨跌幅     |
|--------------|-----|-----------|-----------|------|---------|
| L09-L05 价差   | 元/吨 | 80        | 90        | -10  | -11.11% |
| L 基差         | 元/吨 | 565       | 360       | 205  | 56.94%  |
| L 仓单数量       | 张   | 592       | 926       | -334 | -36.07% |
| PP09-PP05 价差 | 元/吨 | 25        | 74        | -49  | -66.22% |
| PP 基差        | 元/吨 | 273       | 190       | 83   | 43.68%  |
| PP 仓单数量      | 张   | 140       | 585       | -445 | -76.07% |

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 上游市场

WTI 原油现货周内跌 3.72% 至 23.28 美元/桶，Brent 原油现货周内跌 2.36% 至 23.55 美元/桶。原油供需失衡情况加深，但各国央行纷纷放水支撑经济发展，叠加抄底资金托底原油，油价短期呈低位寻底局势，但仍谨防美国经济出现重大危机导致连锁系统性风险事件的发生。甲醇内盘周内跌 100 元/吨至 1590 元/吨，甲醇外盘周内跌 7 美元/吨至 184 美元/吨，甲醇进口货源逐步增多，供需面疲软，短期以下行趋势为主。丙烯内盘均价周内跌 200 元/吨至 5775 元/吨，外盘周跌 35 美元/吨至 695 美元/吨，丙烯供需面虽有所好转，但后续成本端和需求维持力度不足，预计仍将维持价格弱势局面。乙烯 CFR 东北亚周跌 7 美元/吨至 184 美元/吨。

表 3：上游现货价格周度动态

| 指标         | 单位   | 2020/3/27 | 2020/3/20 | 涨跌      | 涨跌幅    |
|------------|------|-----------|-----------|---------|--------|
| WTI 原油     | 美元/桶 | 23.28     | 24.18     | -0.90   | -3.72% |
| Brent 原油   | 美元/桶 | 23.55     | 24.12     | -0.57   | -2.36% |
| 石脑油 CFR 日本 | 美元/吨 | 218.75    | 227.63    | -8.88   | -3.90% |
| 动力煤        | 元/吨  | 521.60    | 527.40    | -5.80   | -1.10% |
| 丙烯 CFR 中国  | 美元/吨 | 695.00    | 730.00    | -35.00  | -4.79% |
| 丙烯（市场基准价）  | 元/吨  | 5775.00   | 5975.00   | -200.00 | -3.35% |
| 乙烯 CFR 东北亚 | 美元/吨 | 550.00    | 605.00    | -55.00  | -9.09% |
| 甲醇（华东地区）   | 元/吨  | 1590.00   | 1690.00   | -100.00 | -5.92% |
| 甲醇 CFR 中国  | 美元/吨 | 184.00    | 191.00    | -7.00   | -3.66% |

数据来源：Wind，华瑞资讯，兴证期货研发部

### 3. 聚丙烯现货市场

#### 3.1 价格及利润

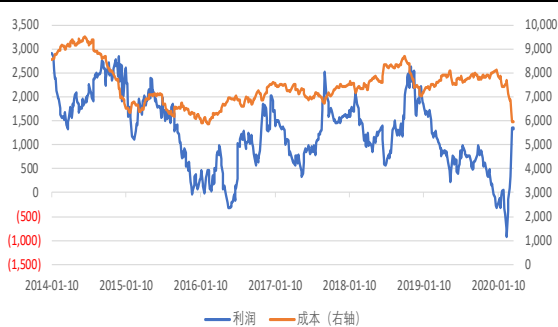
PP 均聚拉丝周均价在 6284-6400（-420/-300）区间，共聚注塑周均价在 6890-7090（-400/-350）区间，期货市场延续下行，贸易商报价悲观，多让利出售。（注塑-拉丝）价差周内持平于 670 元/吨，主因是标品及非标品均大幅降价，整体市价断崖式滑坡。PP 油制毛利大致为 1328 元/吨，较上周上涨近 200 元/吨；MTO 制 PP 毛利在 1354-1863 元/吨区间，油价大跌带动甲醇等下游化工品大跌，MTO 利润继续攀升，若后续油价继续维持弱势且需求端未有好转，PP 将继续降价压缩利润空间，利空期现价格。

图 1：PP 各品种价位及价差（单位：元/吨）



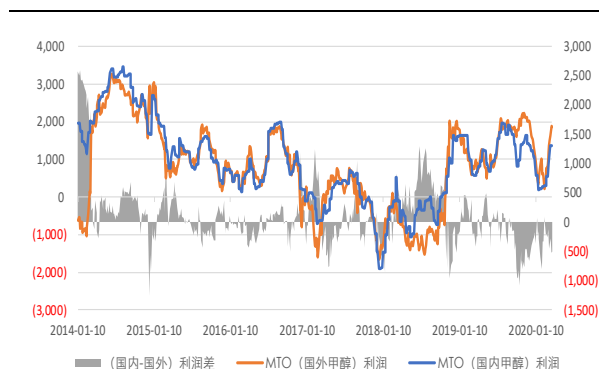
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：油制 PP 毛利及成本（单位：元/吨）



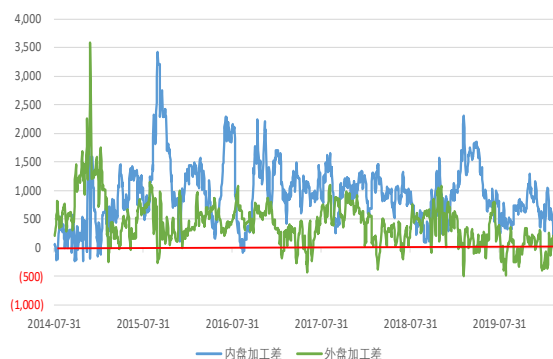
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 聚丙烯内外盘盘面加工差 (单位: 元/吨)



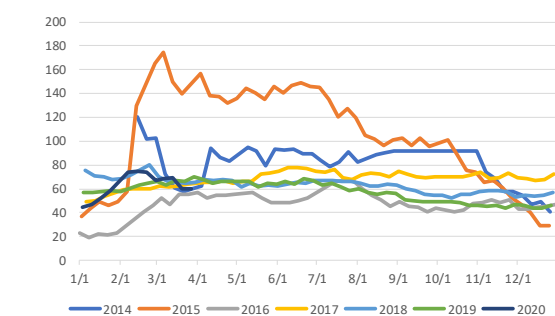
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 库存及开工

PP 当前石化库存为 441.83kt, 环比跌 12.72%, 临近月末, 厂商及贸易商多采取降价去库方式完成指标, 叠加国内疫情好转, 物流恢复, 去库速度较为平稳; 贸易商库存降 0.75%, 港口库存将 3.42%, 贸易商降价清仓回笼资金, 有利于上游库存未来去库, 但经月末合作商补库后下游囤货意愿不足, 预计下周库存将有所累积, 预计 4-5 月库存水平才能回归正常区间。PP 开工率上涨 1.47%至 86.03%, 本周蒲城清洁能源、燕山石化 1 线共 52 万吨产能装置恢复开车, 利和知信一期 30 万吨低负荷试车运行, 下周云天化、东华能源共 76 万吨产能转至预计开车, 无新增检修装置, 开工率将继续上升。

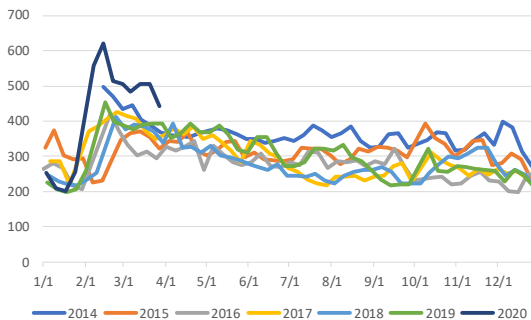
从口罩方面来看, 根据返工情况, 返工达到峰值时最高日口罩需求可达到 3 亿只, 其中 N95 口罩需求大约在 5800 万只。从原料端来看, 口罩所需聚丙烯原料为高熔指纤维料和熔喷料, 就纤维料来看, 1 吨高熔指纤维聚丙烯约可制成一次性外科口罩 90 万至 100 万只或 N95 口罩 20 万至 25 万只, 若根据峰值来看, 我们所需聚丙烯产量约在 532 吨/天, 而当前纤维料产能达近 7 万吨/天, 需求仅占产能的 0.76%; 就熔喷料来看, 1 吨熔喷料可生产近 20-25 万只口罩, 熔喷料生产量已大幅增加, 但物流已基本恢复, 口罩原料运输问题已解决。当前在政策鼓励下, 富士康、道恩等企业加紧生产熔喷布, 口罩生产企业激增, 可保证近 1.8-2 亿只口罩的产能。

图 5: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



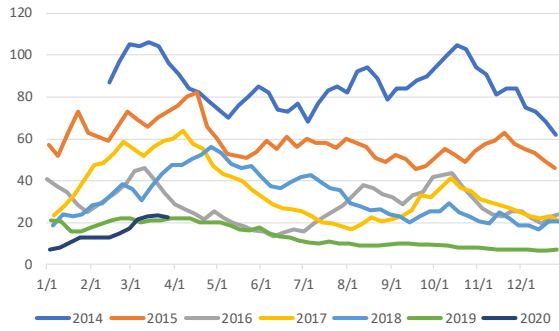
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 6: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



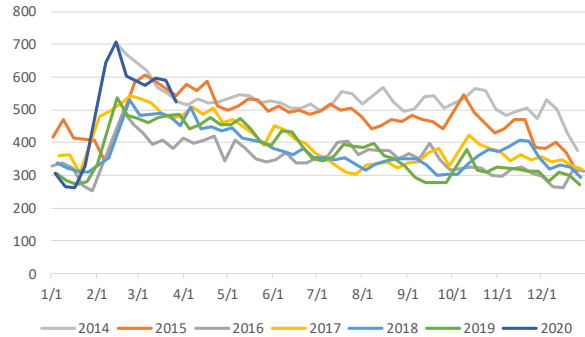
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 7: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 8: 聚丙烯总库存季节图 (单位: kt)

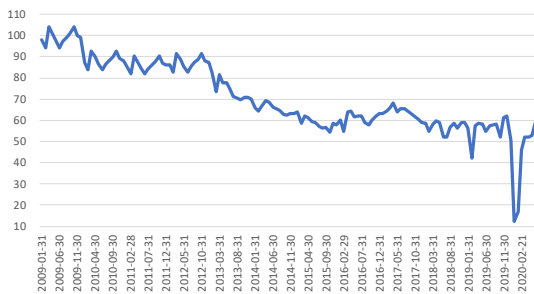


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 3.3 下游需求

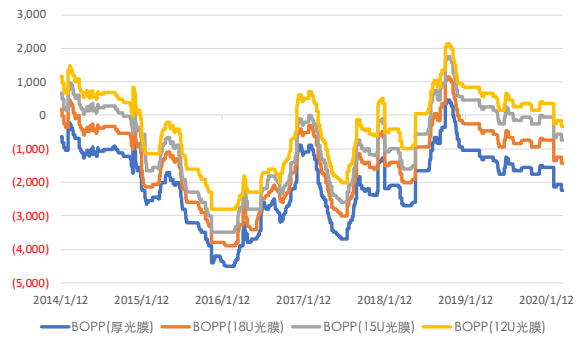
PP 下游开工率小跌 2%。BOPP 开工率持平于 59%，塑编市场开工率持平于 70%，BOPP 价格持续下滑，仍以交付前期订单为主，新订单成交重心下移；塑编方面，由于国际卫生事件发酵，出口单锐减导致对包装袋的需求响应减少，企业担忧未来新订单问题，库存使用周期加长，需求支撑减弱。

图 9: BOPP 开工率 (单位: %)



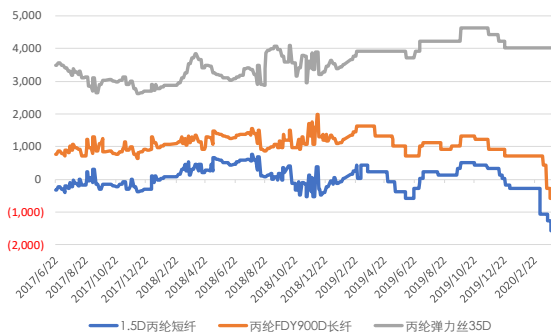
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 10: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



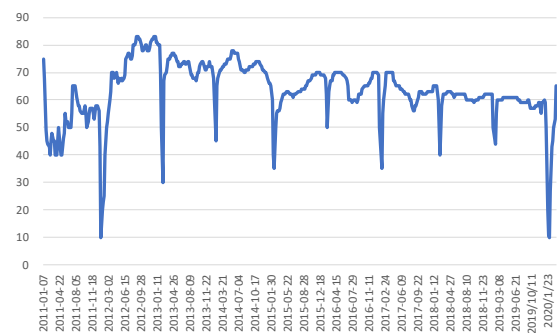
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 丙纶各规格毛利 (单位: 元/吨)



数据来源: 华瑞资讯, 兴证期货研发部

图 12: 塑编周度开工率 (单位: %)



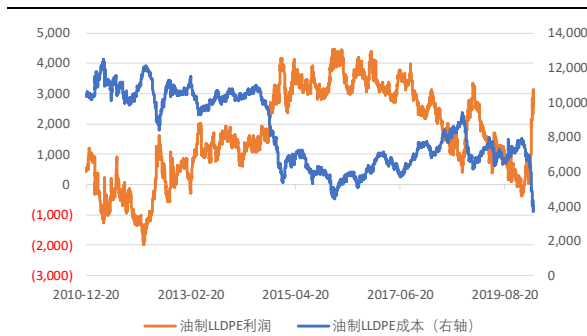
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

## 4. 聚乙烯现货市场

### 4.1 价格及利润

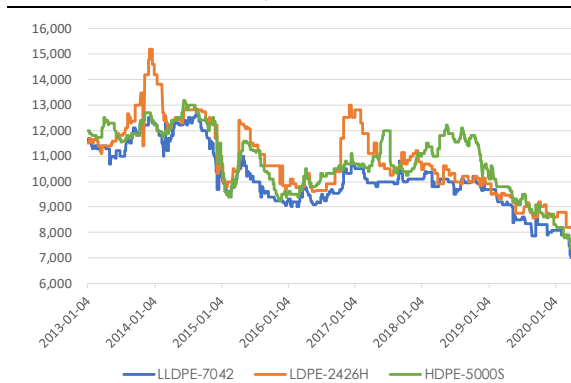
PE 市场 LL 周均价在 6200-6530 (-450/-300) 区间, LDPE 周均价在 7100-7270 (-450/-350) 区间, HDPE 周均价在 6650-6950 (-500/-150) 区间, 由于期价大跌, 下游接货意愿不强, 为完成月内销售任务, 厂商及贸易商多倒挂出售, 现货价呈断崖式下跌。油制 LLDPE 毛利在 2333 元/吨左右, 较上周跌 500 元/吨, 主要源于原油低位震荡而 LLDPE 价格大幅下调; MTO 制 LLDPE 毛利在 270 元/吨左右, 下降 240 元/吨, 主要是 LLDPE 随期价断崖式下跌, MTO 利润收到进一步压缩。预计若下周油价继续低位震荡, 油制毛利将保证上游油制企业高负荷生产, 部分 MTO 制企业将维持短修计划, 现货价格也将继续下跌, 压缩利润空间以保证出货顺利, 利空期现价

图 13: 油制 LLDPE 成本及利润 (单位: 元/吨)



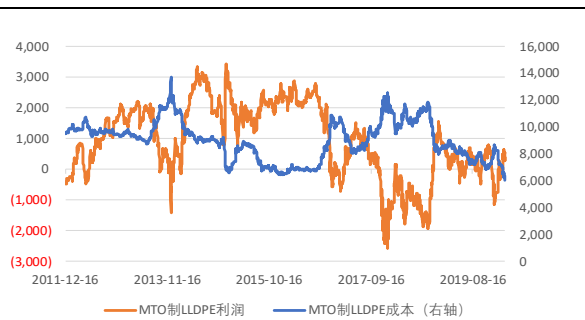
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚乙烯不同规格价格走势图 (单位: 元/吨)



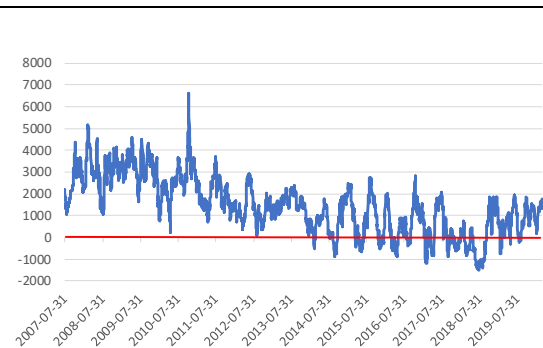
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 14: MTO 制 LLDPE 成本及利润 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: 聚乙烯盘面加工差 (单位: 元/吨)



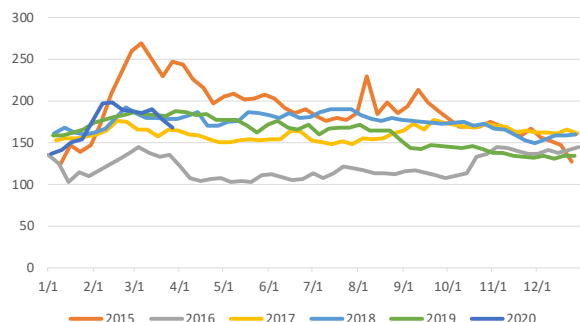
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 4.2 库存及开工

PE 方面, 石化库存为 529kt, 环比减 12.85%, 社会库存降 4.98%, 港口库存周内持平, 临

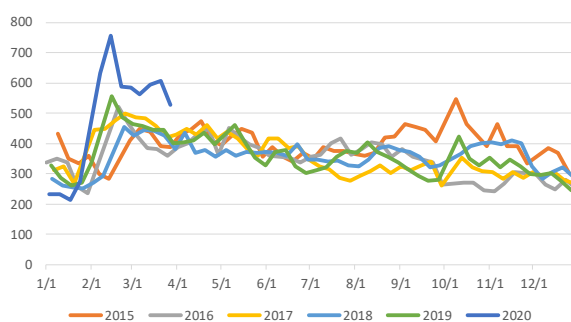
近月末，由于利润较高，厂商在期价疲软时仍能维持低价倒挂出售，与合作商完成月内考核任务，贸易商降价清仓回笼资金，为未来上游去库留下空间。PE 开工率小增 0.4%至 93.4%，装置高负荷运行，进口量持稳，整体供应面承压。

图 17: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



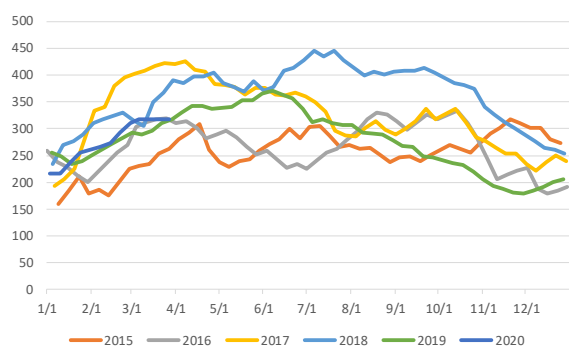
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 18: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



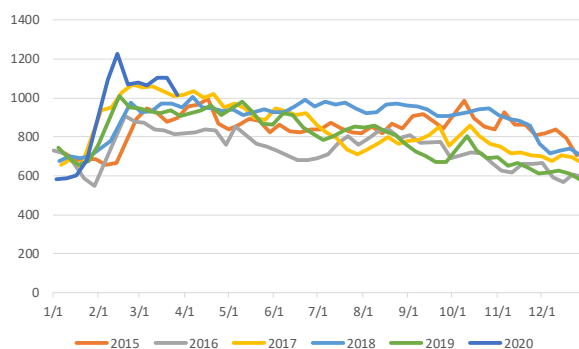
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 19: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 20: 聚乙烯总库存季节图 (单位: kt)



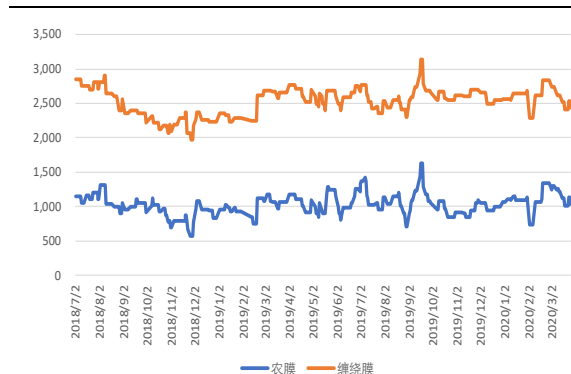
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 4.3 下游需求

PE 下游除单丝行业开工上涨 3%以外基本无增长，目前主流开工率在 40%-55%，农膜开工率持平于 51%，包装膜开工率持平于 54%。下游前期基本已经完成备货，本周除合同商协议内进货外成交零星，部分疫情严重国家已大量削减从中国进口聚乙烯的订单，连带包装膜类产品需求减少，PE 短期内需求难有提升。

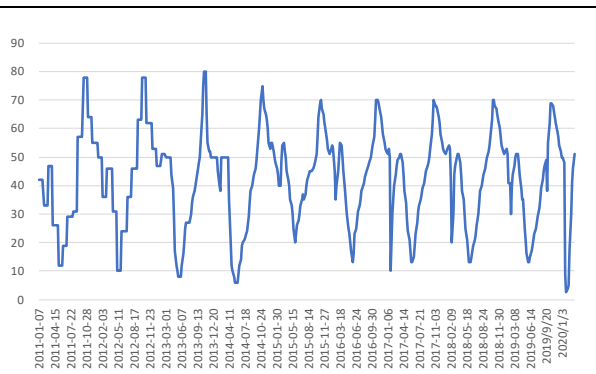


图 21: PE 下游主要产品现金流  
(单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 22: 农膜周度开工率 (单位: %)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

## 5. 后市展望

展望: 目前成本端坍塌, 现金为王情形下期货市场心态极为脆弱, 易受消息面影响, 预计聚烯烃维持下跌态势, 不宜单边操作, 可移仓远月合约。短期来看, 油价价格承压, 成本端坍塌, 聚烯烃供需面失衡情况加重, 短期易受消极消息面扰动; 中长期来看, 新产能上场为不定因素, 国际公共卫生事件发酵影响聚烯烃出口, 下游消费预计到下半年才能完全恢复, 预计聚烯烃板块供需失衡局面延续, 以波段式行情为主, 重点关注原油走势、下游恢复情况及国际公共卫生事件进展;

上游: 原油方面, 重点关注原油 20 美元/桶支撑位, 当前利空局面难改, 大量抄底资金给予油价托底作用, 油价弱势震荡; 丙烯方面, 伴随聚丙烯装置逐步复产, 需求端得以纾解, 丙烯短期价格较为坚挺, 但下周成本端及供需偏弱, 预计将下跌; 甲醇方面, 需求缺乏亮点, 外围风险极大, 预计偏低震荡局势难改;

供应: 国内疫情放缓, 大型厂商迅速提升负荷至满负荷, PP 提前检修装置逐步返厂, 供应面承压; L 市场供应十分充裕, 供应面无较大变化。两油库存 112.5 万吨, 上周五库存水平在 127.5 万吨, 去年同期库存水平 91.5 万吨, 临近月底, 考虑到月度考核任务, 厂商及贸易商均积极出货, 合同户按进度采购, 上游石化及社会库存均出现小幅下调;

需求: PP 下游开工率小跌 2%, PE 下游开工率持稳, 目前下游开工率多回归年前水平, 但外围扰动及出口需求锐减导致需求量难以有实质性提升, 托底能力不足。预计下周下游企业开工率以稳为主, 但业者采购情绪仍不看高。

风险提示: 国际系统性风险失控; 国际公共卫生事件持续升级; 油价出现异常上涨。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。