

能源化工组

研究员：

张骏

0571-8778888-8569

期货从业资格：F3034164

投资咨询资格：Z0012868

相关报告

供给弹性收缩，反季节行情能否延续？

——PVC 市场短期展望

观点摘要：

2 月份 PVC 价格的大幅上涨一方面继承了春节前供需偏紧尤其是供给弹性走弱的现状支撑以及资金对节后需求复苏的乐观预期，特别是在“就地过年”政策主导下，节后需求复苏预期乐观，下游提前补库助推下，节后 PVC 产业中上游累库幅度不及往年。另一方面，则是在海外市场流动性宽松、疫情缓解背景下，和美国主产区遭遇严寒冲击的黑天鹅事件驱动下的整体市场做多情绪的爆发所致。

对于后市，我们认为除了需要关注宏观层面利好驱动是否减弱，尤其是 3 月份原油价格在美国产量回升、OPEC+协议减产规模收缩和美伊矛盾缓和等利空预期下，油价或迎来回调之外，还需要关注基本面在节后社会库存处于高点，现货价格大幅上涨之后的需求释放情况。若下游开工恢复较正常，即成本传导顺畅，则将助力产业链中上游去库存，支撑 PVC 价格稳中上行，趋势上维持中期向上和跨期正套思路；反之，若成本传导不畅，下游对原料高价的抵触情绪导致需求乐观预期被证伪，则将引发社会库存的持续攀升以及投机需求被挤出，随着市场预期开始分化，PVC 短期上涨动能减弱，或呈现宽幅震荡的格局。但中期而言，在政策限制、原料供给偏紧和海外装置遭遇不可抗力等多种因素的推动下，PVC 基本面供需紧平衡的格局不改，国内市场前景度在 2021 年有望保持向上之势，在整个石化板块中仍维持偏多配置。

目 录

观点摘要:	1
一、春节累库不及预期,节后上演反季节行情	4
二、供给弹性走弱,行业景气度向上	5
三、高价制约需求复苏,市场短期过热	7
四、后市展望	7
免责声明	9
中大期货研究院	9

图表目录

图 1: 华东市场基差走强 单位: 万吨.....	4
图 2: PVC5-9 价差反季节性向上 单位: 万吨.....	4
图 3: PVC 社会库存同比偏高 (横轴农历) 单位: 万吨.....	5
图 4: PVC 上游企业库存较低 (横轴农历) 单位: 万吨.....	5
图 5: 电石成本构成 (电价 0.4 元/千瓦时)	6
图 6: 国内电石法 PVC 产能占比较大.....	6
图 7: PVC 行业开工率	6
图 8: PVC 月度检修损失量.....	6
图 9: 西北一体化企业利润 单位: 元/吨.....	7
图 10: 华北外采电石企业生产利润 元/吨.....	7
图 11: PVC 下游细分行业开工率 (华南样本)	7
表 1: 受寒潮影响的北美炼厂聚烯烃产能 单位: 万吨.....	5

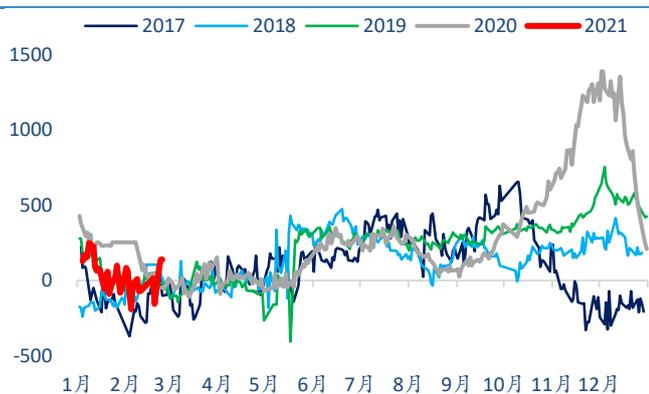
一、春节累库不及预期，节后上演反季节行情

春节后商品市场呈现普涨态势，石化板块首当其冲，其中 PVC 期货主力合约累计涨幅最高达 15%，带动现货价格积极提涨，华东市场基差偏强运行。从历年月差走势来看，今年春节后 PVC 市场呈明显的反季节性行情。

春节长假期价下游加工企业多数放假停工，PVC 产业中上游往往会经历一轮季节性累库。据卓创资讯统计，截至 2 月 19 日华东和华南地区 PVC 社会库存合计为 30.36 万吨，较春节前大幅增长 98.3%，增幅高于去年同期（农历同比）。但结合上游生产企业库存来看，2021 年春节后 PVC 产业链中上游累库幅度较往年同期而言并不明显，库存压力相对有限。究其原因，去年四季度国内 PVC 产业面临西北电石企业限产、国内刚需旺盛以及海外供给持续偏紧推动出口增长等多重利好因素支撑，整体供需维持偏紧的局面，库存总体处于低位。另一方面，在“就地过年”政策主导下，今年春节前市场对节后复工预期较为乐观，加工企业提前补库，减轻了上游库存压力。因此，相对往年同期而言，当前 PVC 上游企业出货压力不大，乐观预期下挺价意愿较强，甚至一度出现封盘不报的现象，成为 2 月 PVC 上涨行情的基础。

春节假期，美国德州地区遭遇罕见的严寒冲击，导致石化产业大范围停工。2 月 15 日，美国 OXY 于宣布不可抗力，涉及 127 万吨 PVC 产能，美国台塑 79.8 万吨 PVC 装置 14 日起停车，截至当前仍无明确的复产时间。作为全球主要出口国之一，美国 PVC 产业的意外减产引发后市供给紧缩的担忧，而德州地区 PVC 产能约 352 万吨，占全美总产能的 42%，影响可见一斑。此外，亚洲地区主要 PVC 生产企业也将迎来检修季，LG Chem 计划于 4 月份对其在韩国大山的 24 万吨/年 PVC 装置进行检修；台湾台塑计划于 3 月份对仁武和麦寮的 PVC 装置进行检修；印度信实工业也计划于 3-4 月进行两次检修。受以上两方面因素的影响，我们预计 2-3 月海外市场供应量环比将减少 40 万吨以上，中国 PVC 出口存在潜在需求空间。

图 1：华东市场基差走强 单位：万吨



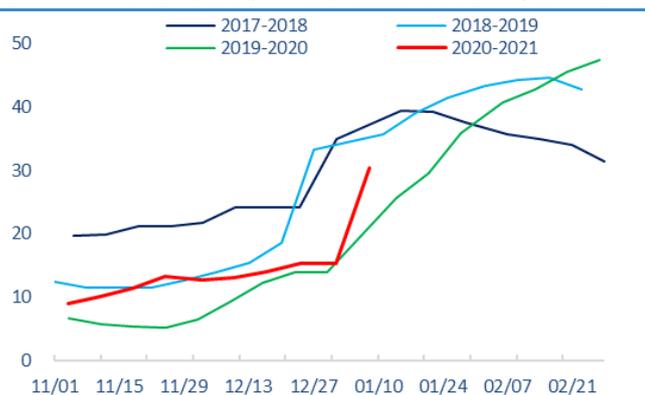
数据来源：Wind 中大期货研究院

图 2：PVC5-9 价差反季节性向上 单位：万吨



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 3: PVC 社会库存同比偏高 (横轴农历) 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 中大期货研究院

图 4: PVC 上游企业库存较低 (横轴农历) 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 中大期货研究院

表 1: 受寒潮影响的北美炼厂聚烯烃产能 单位: 万吨

受影响企业	PE 产能	PP 产能	PVC 产能	装置地点
美国台塑			51.3	路易斯安那州
美国台塑	164	170	80	德州
美国台塑			115	德州
Braskem		106		德州
ExxonMobil		80		德州
ExxonMobil	153			德州
ExxonMobil	165.5			德州
OxyChem			127	德州
Shintech			145	德州
Dow	162			德州
Chevron Phillips	139			德州
LyondellBasell	230	108.6		德州
LyondellBasell	99.3			伊利诺斯州
LyondellBasell		84.3		路易斯安那州
合计	1112.8	464.6	518.3	
从美国进口占总进口量比例	6%	1%	27%	

资料来源: 中大期货研究院整理

二、供给弹性走弱, 行业景气度向上

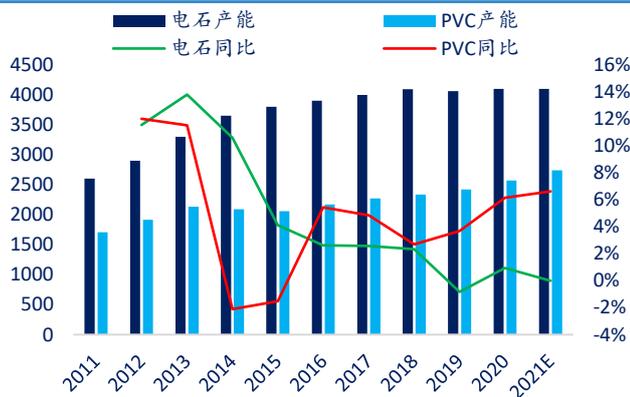
PVC 生产工艺主要分为电石法和乙烯法, 海外基本以乙烯法为主, 国内则以电石法为主。中长期来看, 在日益渐增的节能减排和环保压力之下, 国内电石供给增速放缓和成本抬升已是大势所趋, 将进一步压缩 PVC 行业供给弹性, 利好 PVC 价格上涨。电石行业属于高能耗产业, 近年来由于受到环保节能政策的制约, 产能增长缓慢。卓创资讯数据显示, 2020 年全国电石产能为 4097 万吨, 同比增长 0.94%, 2016 年以来平均增速仅 1.53%。2020 年 PVC 产能同比增长 6.15%, 2016-2020 年产能平均增速为 4.56%, 电石供给增速明显不及下游 PVC, 也是限制国内 PVC 产能扩张的主要因素之一, 近两年来产能增量主力已逐渐转向乙烯法。“十三五”期间, 西北多省市屡屡未能完成能耗双控 (能源消费总量和能耗强度控制) 目标, 未来势必将实行更加严格的审查和监管措施。实际上自去年四季度以来,

西北多地已多次出现工业限电的现象，而内蒙古自治区政府 12 月以来也出台了一系列政策以限制高能耗产业的扩张和生产，不排除其他省市此后跟进效仿，尤其是宁夏、陕西、新疆等电石、PVC 产能较为集中的地区。长期来看，作为典型的高能耗产业，国内电石供给弹性持续被压缩，电石价格中枢有望进一步抬升，成本支撑下利好 PVC 价格向上。

此外，2020 年下半年 PVC 行业景气度大幅提升，带动上游电石利润和开工率上行，截至 12 月底电石行业开工率已突破 74%，为近年来的新高。在利润驱动下，部分关停装置已重启，叠加西北多地针对电石行业的淘汰落后力度不断加大，未来电石供给进一步增长的空间十分有限。同理，下游 PVC 行业开工率亦维持高位运行，春节前行业整体开工率高达 86% 以上，为近年来同期新高，多数西北大厂当前维持满负荷生产，产量进一步提升的空间已然十分有限。此外，二季度氯碱行业将进入检修旺季，从近几年月度检修损失量统计来看，上半年检修高峰在 4-5 月，或加剧 PVC2105 合约交割前供给紧张的局面。

总体而言，在走出 2020 年由疫情引发的价格低谷后，PVC 行业景气度总体保持上行的趋势，除了有刚需支撑之外，我们认为主要驱动来自于全球市场供给边际下滑。在政策限制、原料供给偏紧和海外装置遭遇不可抗力等多种因素的推动下，国内 PVC 市场景气度在 2021 年有望保持向上之势。

图 5：电石成本构成（电价 0.4 元/千瓦时）



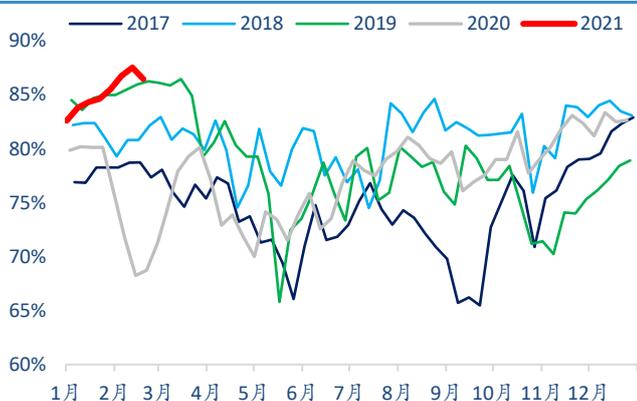
数据来源：Wind 中大期货研究院

图 6：国内电石法 PVC 产能占比较大



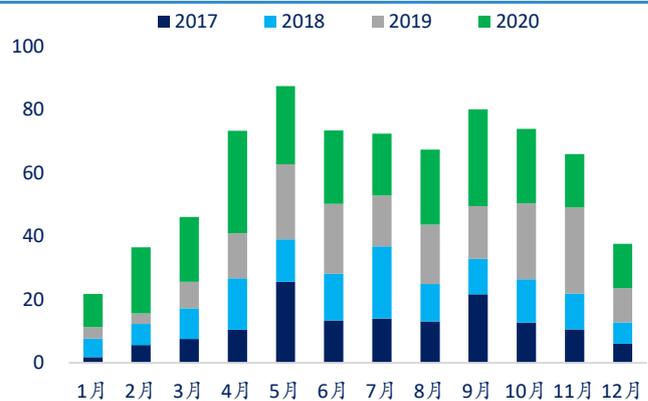
数据来源：卓创资讯 中大期货研究院

图 7：PVC 行业开工率



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 8：PVC 月度检修损失量



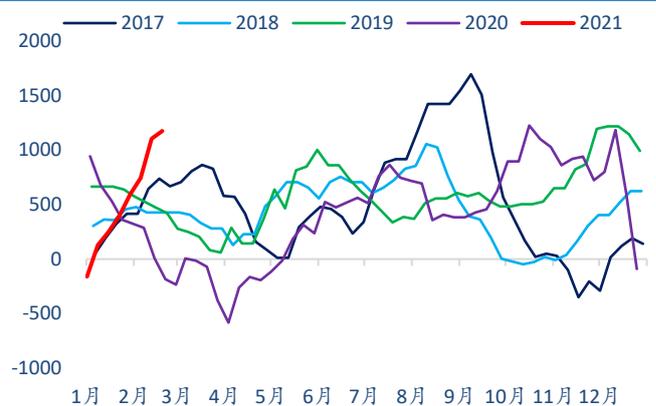
数据来源：卓创资讯 中大期货研究院

图 9：西北一体化企业利润 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 中大期货研究院

图 10：华北外采电石企业生产利润 元/吨

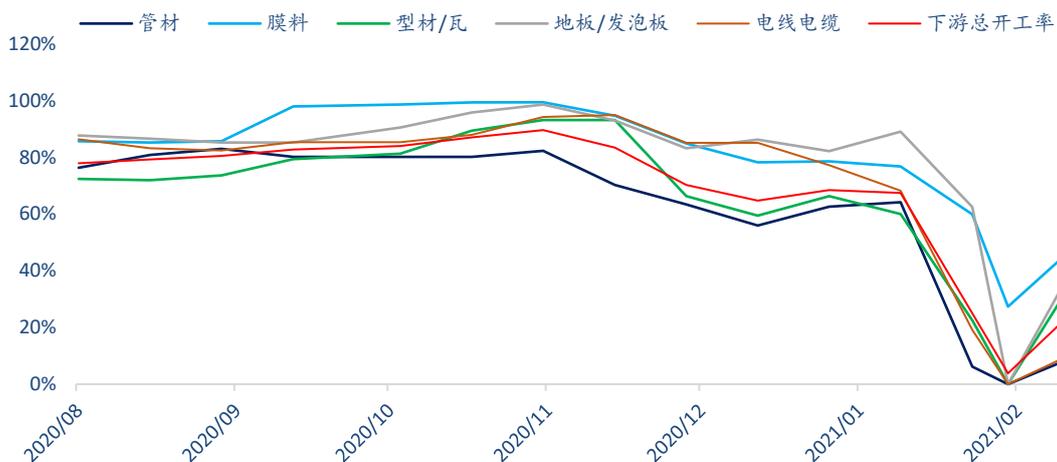


数据来源：卓创资讯 中大期货研究院

三、高价制约需求复苏，市场短期过热

尽管春节后 PVC 产业链中上游绝对库存环比大幅攀升，但仍未阻碍 PVC 市场价格淡季创新高，除了供给端利好频发之外，背后也反映出资金对节后需求复苏的乐观预期。自 2019 年国内房地产竣工端开始修复期以来，PVC 等建材相关产品受益于地产后周期需求释放，除了在疫情影响最严重的 2020 年一季度之外，刚需支撑整体表现较强。但从产业链角度来看，氯碱产业利润主要集中在中上游，下游成本传导能力相对较弱。因此，在去年四季度 PVC 现货价格冲击 9000 元/吨高位过程中，尽管终端建筑行业处于传统消费旺季，但原料成本的大幅抬升还是遭遇了下游的普遍抵触，型材、管材等细分行业降负较为显著。由此看来，在宏观利好和市场情绪的推动下，近期华东、华南等主销区现货价格再度临近 9000 元/吨关口，而一季度作为行业传统淡季，PVC 价格的大涨或制约需求复苏，下游复工力度恐不及节前预期。随着市场做多气氛的降温，短期 PVC 期现货价格或面临调整。

图 11：PVC 下游细分行业开工率（华南样本）



数据来源：众联塑 中大期货研究院

四、后市展望

总体来看，2 月份 PVC 价格的大幅上涨一方面是继承了春节前供需偏紧尤其

是供给弹性走弱的现状支撑以及资金对节后需求复苏的乐观预期；另一方面，则是在美国主产区遭遇严寒冲击的黑天鹅事件驱动下，整体市场做多情绪的爆发所致。

对于后市，我们认为除了需要关注宏观层面利好驱动是否减弱，尤其是3月份原油价格在美国产量回升、OPEC+协议减产规模收缩和美伊矛盾缓和等利空预期下，油价或迎来回调之外，还需要关注基本面在节后社会库存处于高点，现货价格大幅上涨之后的需求释放情况。若下游开工恢复较正常，即成本传导顺畅，则将助力产业链中上游去库存，支撑PVC价格稳中上行，趋势上维持中期向上和跨期正套思路；反之，若成本传导不畅，下游对原料高价的抵触情绪导致需求乐观预期被证伪，则将引发社会库存的持续攀升以及投机需求被挤出，PVC价格或面临阶段性调整。但中期而言，电石法产能增长受限和地产投资韧性，PVC基本面供需紧平衡的格局不改，在整个石化板块中仍维持偏多配置。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼901-910室

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>