

PVC 回调就是做多机会

2019 年以来，聚氯乙烯（PVC）与线型低密度聚乙烯（LLDPE）价差持续收窄，LLDPE-PVC 价差从 2000 附近持续下行，2020 年 12 月中旬 PVC 价格首次短暂超过 LLDPE，进入 21 年 3 月中旬，PVC 价格开始稳定高于 LLDPE。作为化工品中关联度较高且下游有部分重叠的品种，为何走势强弱有如此大差别？长周期视角来看，由于利润丰厚，近 2 年聚乙烯产能大踏步投放，而受制于环保因素，PVC 新增产能审批严格，产能增速较慢。具体来看，2015 年国内 PVC 产能为 2215 万吨，2020 年产能增至 2539 万吨，年化产能增速仅为 2.77%。下游需求方面，商品房销售面积增速维持在较高水平，需求平稳，PVC 价格相对坚挺。而近几年聚乙烯产能增速明显高于 PVC，因此 L-V 价差持续走弱也就不奇怪了。

从 PVC 近期价格走势来看，2021 年春节以来，美国寒潮肆虐，约有 350 万吨 PVC 产能受影响被迫停工，虽然近期装置恢复，但外盘供应仍旧偏紧，海外现货价格高居不下。事实上，海外装置及需求景气对国内供需影响深远，作为出口大国，美国装置停车导致其无法按时给付合同，必须从其他市场采购货源交付合约，这进一步推升了海外市场价格。海外价格抬升直接影响外盘货源发往中国的积极性，内外价差倒挂情况下，进口亏损，出口反而景气。由此，中国作为一个传统的 PVC 净进口国在 2021 年上半年短暂的成为一个净出口国。另外，3 月份，在“碳中和”背景下，内蒙古出台“能耗双控”政策，部分电石企业被迫停车或降负，电石价格暴涨至 5000 元/吨，PVC 受成本抬升影响，价格持续上行至今，并维持高位盘整态势。

国内产量及进出口方面，2021 年国内 PVC 产量明显提升，1、2、3 月国内 PVC 产量分别为 197.99 万吨、186.43 万吨和 194.23 万吨，产量同比增速分别为 9.99%、25.21%和 10.21%。一方面，21 年没有疫情干扰，同时西北地区自产电石企业利润较好，企业开工积极性较高。进口方面，1、2 月累计进口 6.73 万吨，同比减少 2.19 万吨，而出口方面，1、2 月累计出口同比增加 21.83 万吨。并且，当前出口窗口持续打开，预计中国 PVC 出口会持续至 6 月份。事实上，不仅粉料的直接出口增加，产成品出口持续景气。1、2 月 PVC 铺地材料出口量分别为 45.99 万吨、35.02 万吨，同比分别增加 12.66 万吨和 13 万吨，同比增幅达 37.98%、59.04%。而 2020 年 6 月，制品出口景气周期就已开始，PVC 铺地材料出口月均同比增速在 30%以上，相比往年制品出口有明显抬升。

因此，整体上我们认为从去年年中开始的这一轮 PVC 价格趋势性上行的动力主要源自海外需求端的发力。究其原因，是美国居民部门加杠杆买房带动了 PVC 制品需求。2008 年次贷危机后，

美国居民部门开始了长达十年的去杠杆周期，至 2020 年疫情前，美国家庭部门资产负债表相对健康，疫情刺激了居民对自住房的购买需求，同时由于美国政府的救助计划，居民收入并未明显下降，美国成屋销售开始明显回升。另外美联储疫情期间的降息使得购房及按揭贷款成本大大降低。而 PVC 作为地产后端品种，房地产销售回升对 PVC 需求有明显的指向作用。从相对长期的人口周期和利率环境来看，美国适龄购房人口（20-49 岁）增速开始反弹，同时在疫情并未完全控制、美国失业率仍未降至疫情前水准、通胀没有显著抬升之前，美国仍将保持较为宽松的利率环境。在此背景下，美国地产周期或维持温和繁荣态势。由此，地产后端大宗商品或相对受益。国内 PVC 地板企业多数国外订单已经排至今年的 5-6 月。也一定程度上印证了海外需求的景气。

国内需求方面，房地产竣工面积可作为表征 PVC 需求的领先指标。虽然当前国内政策对房地产市场的抑制愈加严厉，但从房地产销售回款到拿地再到新开工最后到竣工有较长时滞。直接影响 PVC 需求的是当前房地产竣工情况。从最新数据来看，由于 2020 年 1 月低基数的缘故，2021 年前两月房地产竣工面积同比大幅增长。追溯长周期来看，国内竣工面积或持续维持较高增速：核心原因是 18-19 年新开工面积增速较高，这一段时期的开工对应当前及接下来一段时间的竣工情况。因此，较高增速的竣工面积或表明国内 PVC 制品需求仍有较强的韧性。

从企业层面来看，年后下游复工带动的补库动作告一段落，下游对高价原料的抵触心理较为明显。同时制品价格上涨，终端接收程度一般，制品库存有所累积，生产企业在下游高价与销售不畅的压力下，投机性备货、主动补库的意愿不足，导致近期 PVC 价格略有走弱，但相对聚丙烯、聚乙烯而言还是足够坚挺。整体上来看，短期 PVC 或有一定下行风险，但三四季度 PVC 仍有较强的上行驱动。当终端需求能够逐步接受制品涨价，PVC 粉料价格就能顺利向下传导，形成较为健康的利润格局。交易上，投资者可逢回调做多，或将 PVC 作为多头配置。

东吴期货 阮有