

一次能源价格下滑背景下 聚丙烯何去何从

国海良时期货 章正泽
从业资格证号：F3085804
投资咨询证号：Z0016442
2023年7月4日

- ✓ 聚丙烯：供应端产能大投放格局下，需求端毫无亮点，聚丙烯整体供需驱动偏空，从平衡表推演看，三季度仍将维持累库状态，在目前盘面交易逻辑已经从预期转为现实的背景下，预计趋势层面将会看到盘面价格与基差继续同步走弱。不过进入三季度一次能源价格弱势可能会有所缓解，成本端的企稳，可以通过打停一些高成本的边际装置限制价格下方空间，但考虑到国内外宏观经济政策短期较难出现大幅转向，供应端又处于大投产的背景下，产业链本来就应该给到低利润，阶段性的打停部分高成本装置只能给到价格的反弹，而无法逆转整个下行趋势。L-PP价差方面，继续趋势看扩，目标位1000。
- ✓ 一次能源：一次能源价格坍塌由天然气价格暴跌引起，从需求替代的角度看，天然气价格的弱势对煤炭影响远大于原油。季度尺度内，由于能源价格弱势带来企业生产成本降低，刺激工业需求反弹，高库存背景下的天然气及动力煤价格跌势可能放缓，但大幅反弹难度较大，而由于OPEC+减产供应端有缩量的原油表现大概率仍会更好。更大的趋势层面，属于经济后周期品种的原油，其需求端也将进一步走弱，限制价格反弹高度，后续需要观察OPEC+实际的减产执行效率，如若现有减产执行效率不达标或没有更大规模的减产计划，未来原油供需紧平衡的状态也难维持，油价不排除跟随其他一次能源价格继续走弱，Brent70美元/桶仍是重要支撑位。

目录

一 聚丙烯盘面运行逻辑从预期转为现实

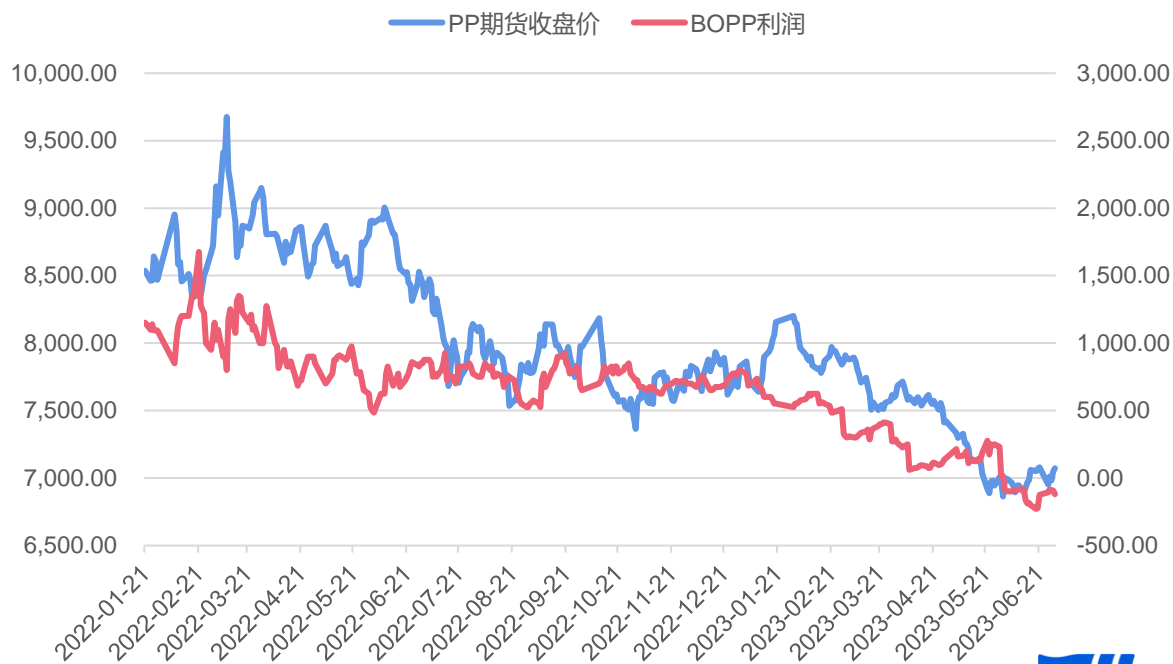
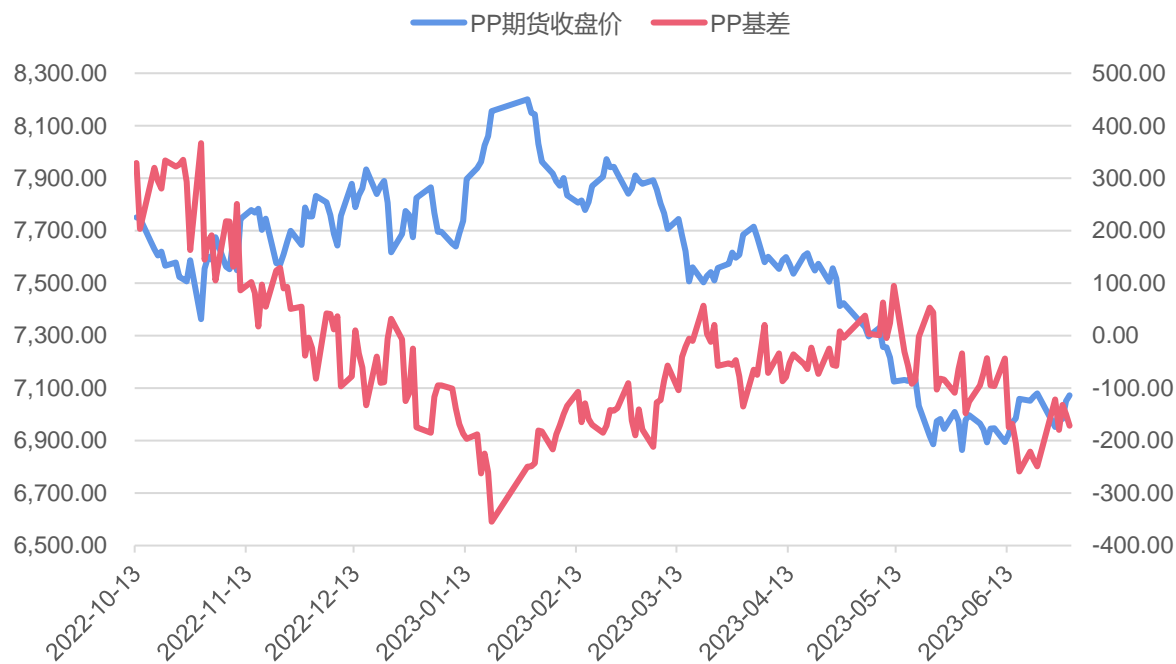
产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

一次能源价格弱势有望阶段性缓解

聚丙烯盘面运行逻辑从预期转为现实

一、盘面的估值水平是否可以定义为低估值？如果盘面定义为低估值，那现实端供需短期是否会跟进走差？

盘面单边与基差共振的走弱可以结束呢？那就需要研判导致现实供需走弱的逻辑是否交易结束。现实需求走弱的逻辑，可能需要国内外宏观经济政策出现大幅转向才能交易结束，供应增加的逻辑，大量增量装置无法证伪，只有通过成本端止跌压缩上游利润、挤出存量供应修复平衡表才能阶段性缓解这一逻辑。



国海良时期货
GUOHAI LIANGSHI FUTURES

目录

聚丙烯盘面运行逻辑从预期转为现实

二

产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

一次能源价格弱势有望阶段性缓解

产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

一、聚丙烯供应端投产大年带来板块内趋势套利机会

今年是PP投产大年，05与09合约期内均有200万吨左右新增产能释放，近期部分新增装置投产出现滞后，次年01合约期内新增产能减少，但仍达到100万吨以上。与之形成鲜明对比的是板块内部的PE，其在上半年200万吨左右新增产能释放后，下半年仅有一套40万吨新增装置投放，与PP的大投产形成鲜明对比。

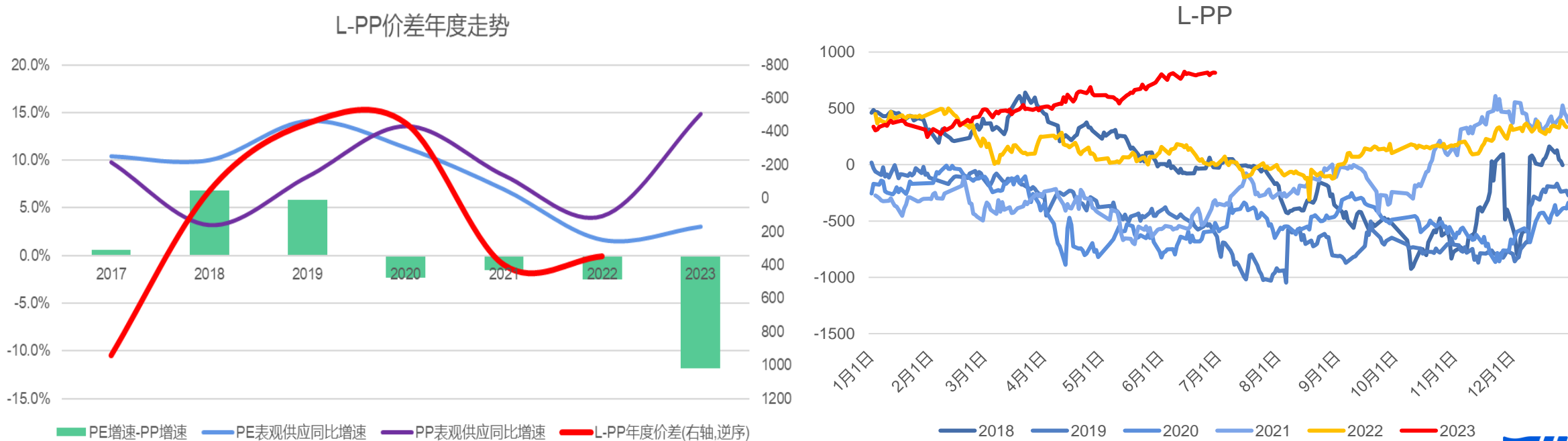
PP2023年新增产能					
石化名称	地点	产能	投产时间	工艺	装置动态
广东揭阳一线	广东揭阳	50	2023年2月	油制	12月20日开炼油，PP2月10日开车
海南炼化一线	海南	20	2023年2月	油制	12月20日全流程打通；2月15日开车
海南炼化二线	海南	30	2023年2月	油制	12月28日全流程打通；2月15日开车
广西鸿谊	广西	15	2023年3月	PDH	上半年预计产粉料；15粉+15粒；上游配套广西华谊的PDH2月22日投产；先产粉料
弘润	山东潍坊	45	2023年3月	油制+外采丙烯	2023年2月21日投产，低负荷运行；负荷提升后将需外采丙烯
京博石化一线	山东滨州	40	2023年3月	油+混烃裂解	40通用料+20高端料；3月15日开车
2305合约		200			
东华能源茂名一期	广东茂名	40	2023年7月	PDH	计划PDH6-7月份投产
巨正源	广东东莞	30	2023年5月	PDH	一线5月下旬开车，二线6月初，低负荷中
		30	2023年6月		
中石化安庆	安徽安庆	30	2023年6月	油制	2022年11月底中交，月计划5月底试开车，6月7日出产品
宁波金发一期	宁波北仑	80	2023年8月	PDH	40+40；可能还会进一步推迟不确定
2309合约		210			
安徽天大	安徽滁州	15	2023年9月	外采丙烯	15粉+15粒，已中交，推迟到9月
山东金能二期	山东青岛	45	2023年11月	PDH	PDH+PP都是11月
宝丰三期	宁夏银川	50	2023年11月	CTO	30+20；投产计划从原7月推迟，最晚11月
2401合约		110			
合计		520			

PE2023年新增产能									
石化名称	投产时间	工艺	类型	全密度	LLDPE	HDPE	LDPE	总产能	装置动态
中石油揭阳	2023年2月	油制	全密度/HD	80		40		120	全密度40+40；12月20日开炼油；2月12开HD；全密度2线2.17，1线2月20
海南炼化	2023年2月	油制	全密度/HD	30		30		60	1月6日打通；2月16日乙烯裂解开车；2.17投产
山东劲海（东明石化）	2023年3月	轻烃	HDPE			40		40	3月9日全流程打通，3月11日开车
2305合约				110		110		220	
宝丰三期	2023年11月	煤制	HDPE			40		40	40HD+25EVA，其中EVA24年；40万吨HD从原7月的投产计划推迟到最晚11月
2401合约						40		40	
合计				110		150		260	



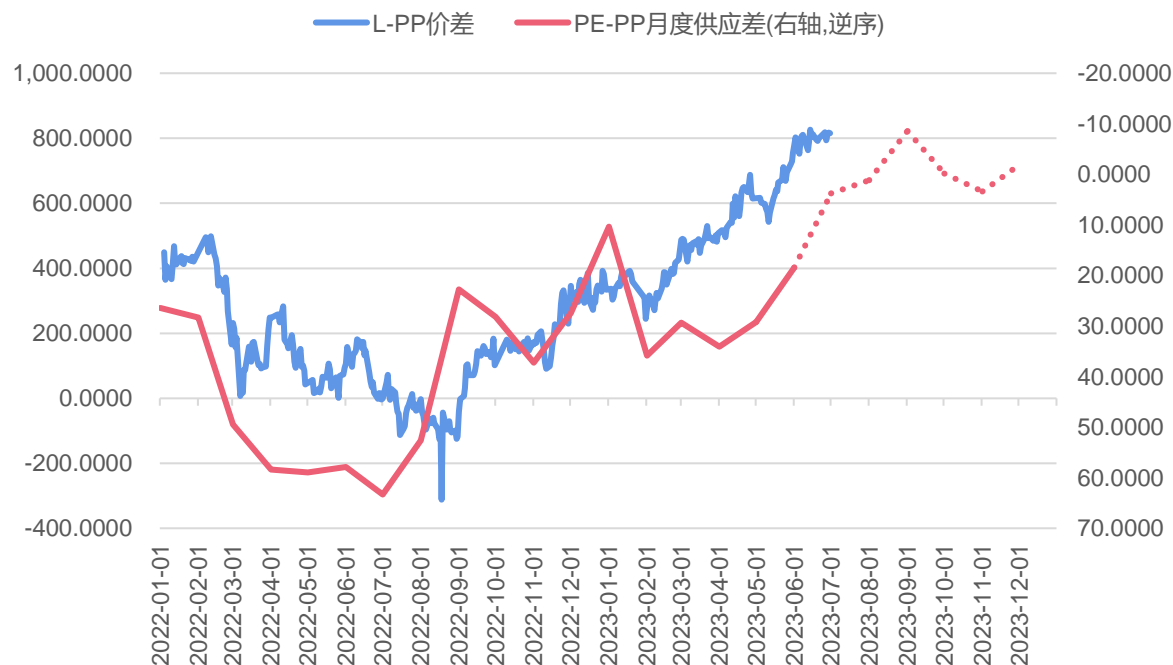
一、聚丙烯供应端投产大年带来板块内趋势套利机会

而二者产能投放的巨大差距又衍生出L-PP价差趋势套利的好机会。从年度级别的趋势层面来看，L-PP价差走势与二者供应差存在显著反相关性。进入2023年，PP进入产能扩张大年，而PE逐步淡出产能扩张周期，二者增速差距巨大，从年度趋势角度，L-PP价差将会出现明显走强。



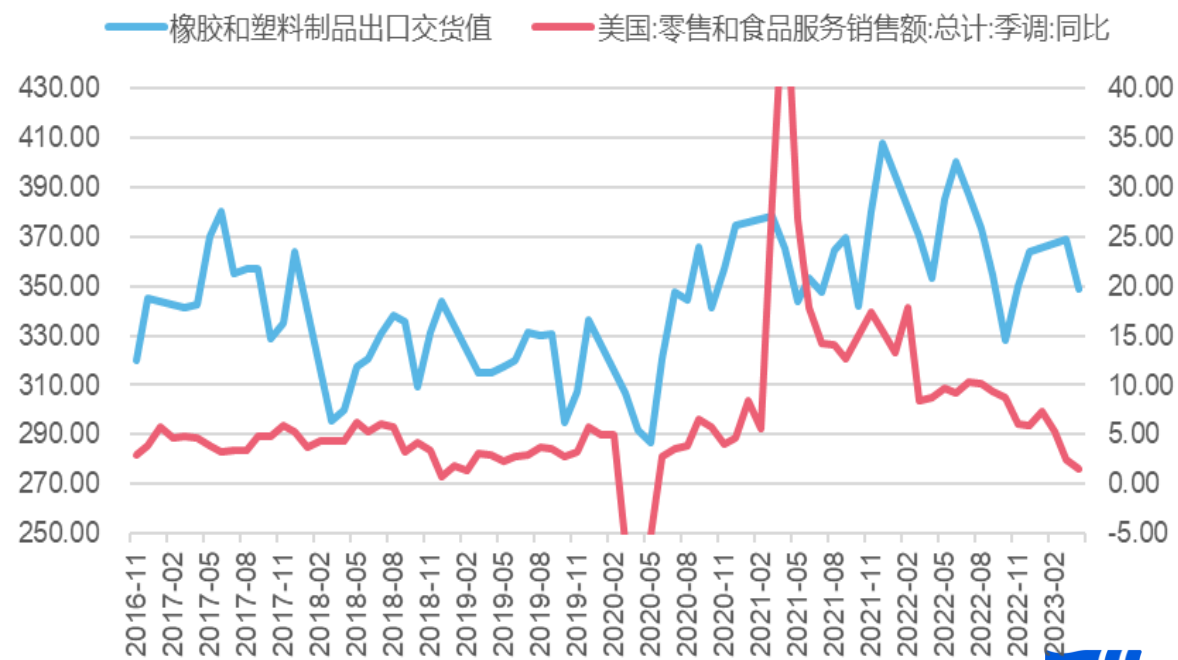
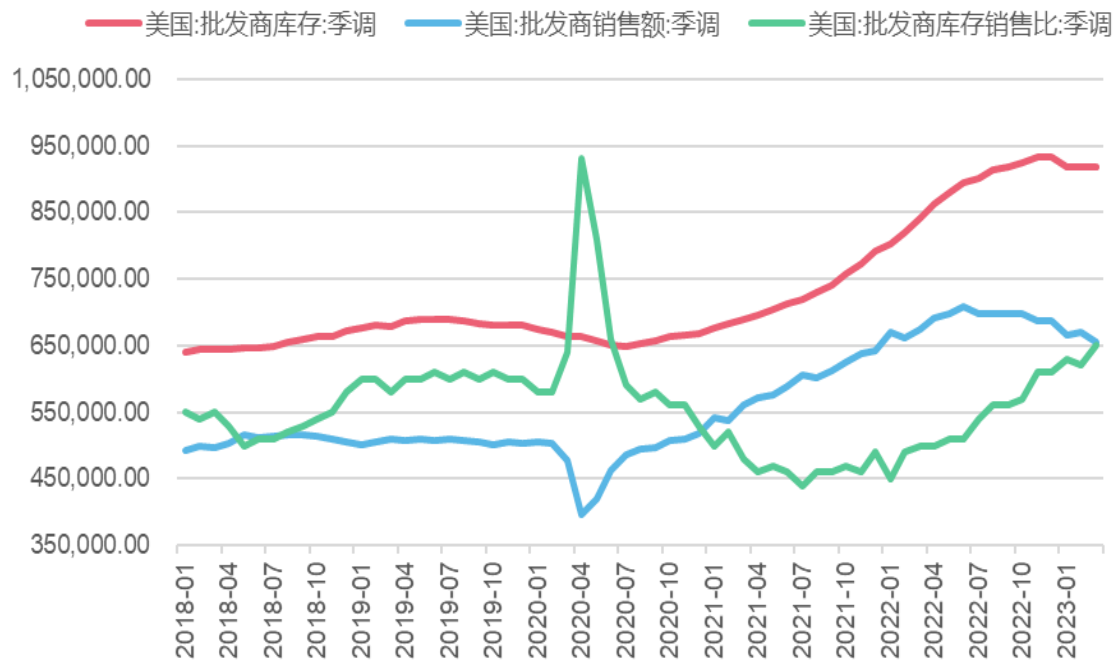
一、聚丙烯供应端投产大年带来板块内趋势套利机会

从年内的阶段性走势来看，L-PP价差走势受到二者月度供应差以及成本端煤油比价影响较大。在PE供应增速大幅小于PP，而成本端供应有收缩的原油也明显强于煤炭的带动下，L-PP价差出现明显走强，从后续二者月度供应差的推演来看，年内L-PP价差的目标位可能会在1000附近。



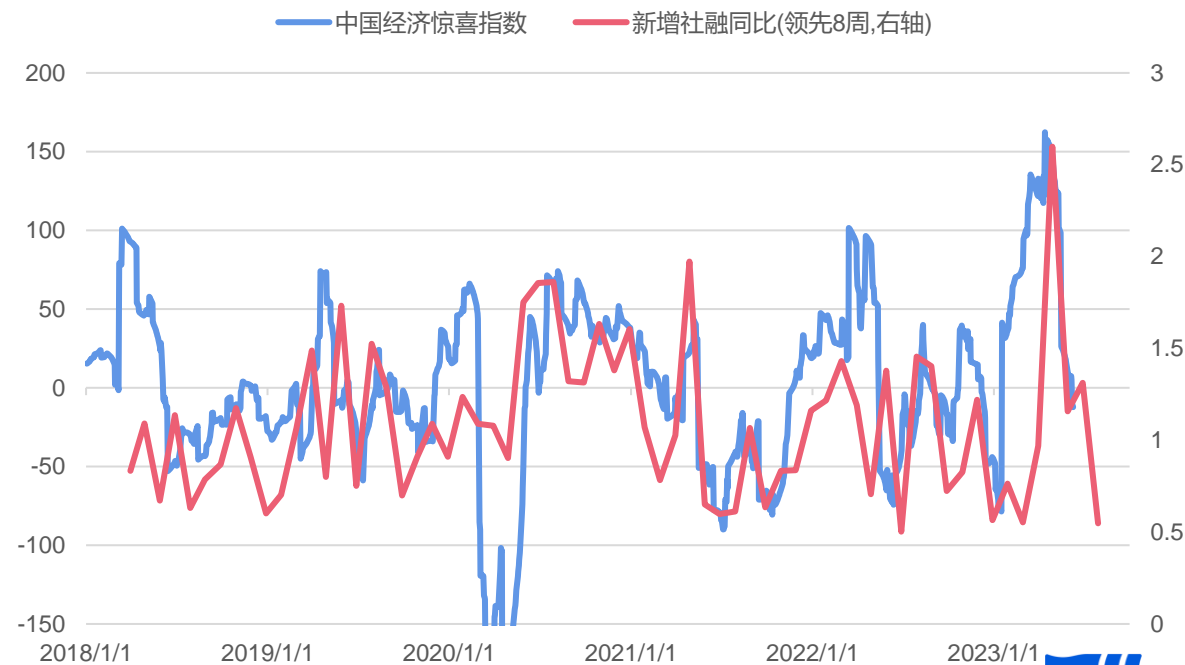
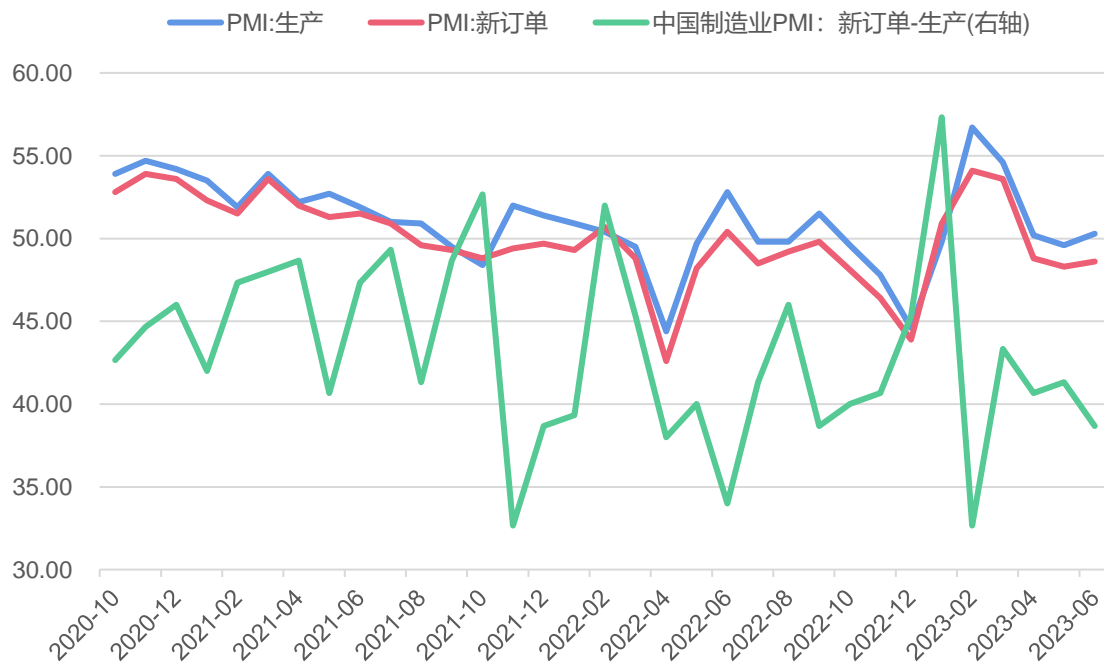
二、需求端毫无亮点 需要政策刺激带来预期转向

外需方面，由于美国批发商销售数据比美国批发商库存数据下滑更快，导致美国批发商库存销售比上升，去年11月开始美国批发商库存进入主动去库阶段，欧美停止了采购和补库周期，相应的全球出口数据出现走差。中观层面，橡胶和塑料制品出口量与美国零售同比增速同步走弱。外需的预期后续可能需要等待美联储降息才能转变，而近期美国经济数据强劲，市场已经把下半年降息预期打掉。



二、需求端毫无亮点 需要政策刺激带来预期转向

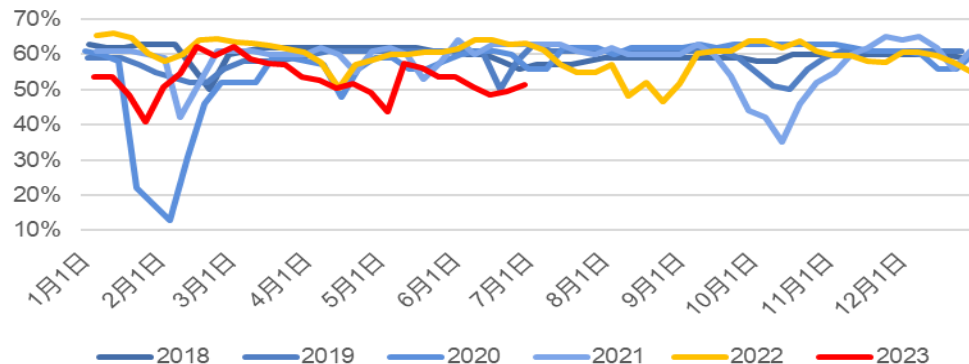
内需方面，目前国内大宗商品的弱主要还是大宗商品的需求比供应下滑更快，内需除出行相关领域表现尚可，其他如地产或消费恢复都不尽如人意。从新增社融同比对中国经济惊喜指数领先性看，也没有看到有改善迹象。未来内需的进一步复苏可能需要进一步宽松政策的刺激，但国内今年5%的GDP目标已经隐含今年强政策刺激的阈值较高，小幅降息释放的更多是追求稳的信号，而不是强刺激的信号。



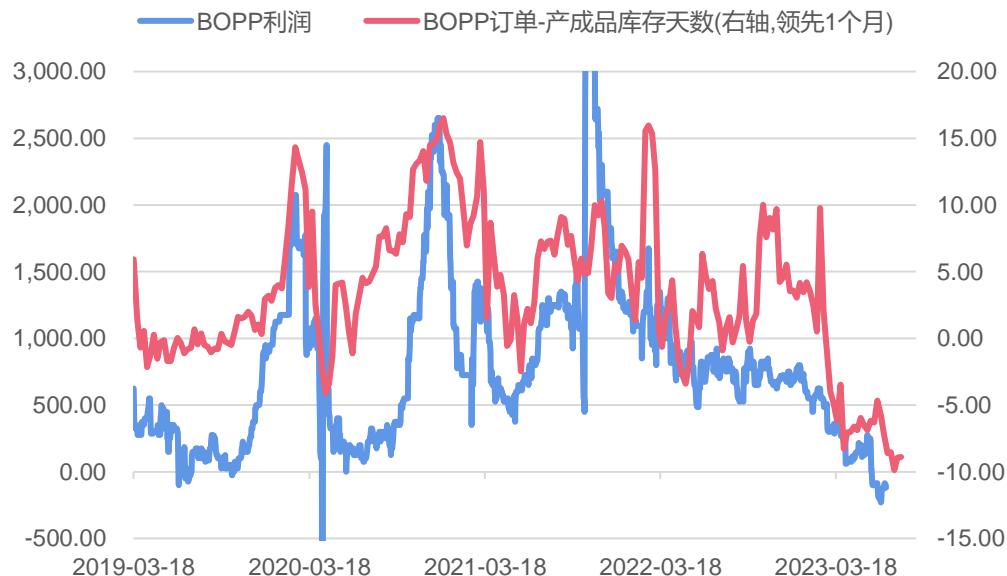
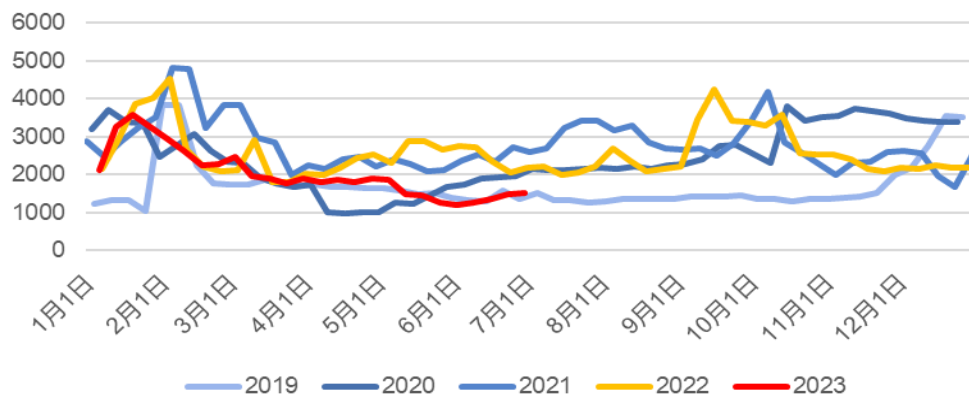
二、需求端毫无亮点 需要政策刺激带来预期转向

具体到聚丙烯下游微观层面，以BOPP行业为例，呈现出的状态是终端订单没有改善，BOPP订单与产成品库存天数差值持续走弱，在其指引下利润维持低位并被继续压缩，BOPP开工率也来到历史同期低位，原料保持低库存状态。且终端需求的弱势目前并没有改善迹象。

BOPP周度开工率

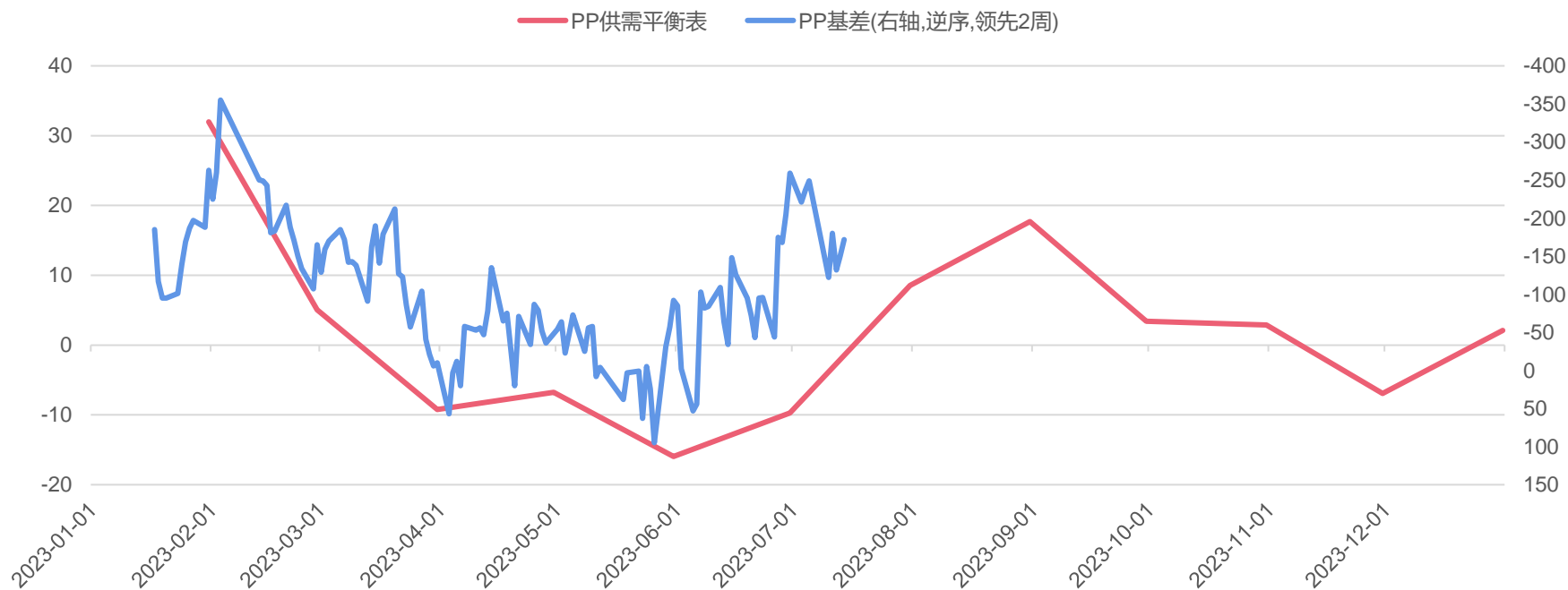


BOPP样本原料库存



产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

供应端产能大投放格局下，需求端毫无亮点，聚丙烯整体供需驱动偏空，从平衡表推演看，三季度仍将维持累库状态，在目前盘面交易逻辑已经从预期转为现实的背景下，预计趋势层面将会看到盘面价格与基差继续同步走弱。不过考虑到进入三季度一次能源价格弱势可能会有所缓解，成本端的企稳，可以通过打停一些高成本的边际装置限制下方空间，但考虑到国内外宏观经济政策短期较难出现大幅转向，供应端又处于大投产的背景下，产业链本来就应该给到低利润，阶段性的打停部分高成本装置只能给到价格的反弹，而无法逆转整个下行趋势。



目录

聚丙烯盘面运行逻辑从预期转为现实

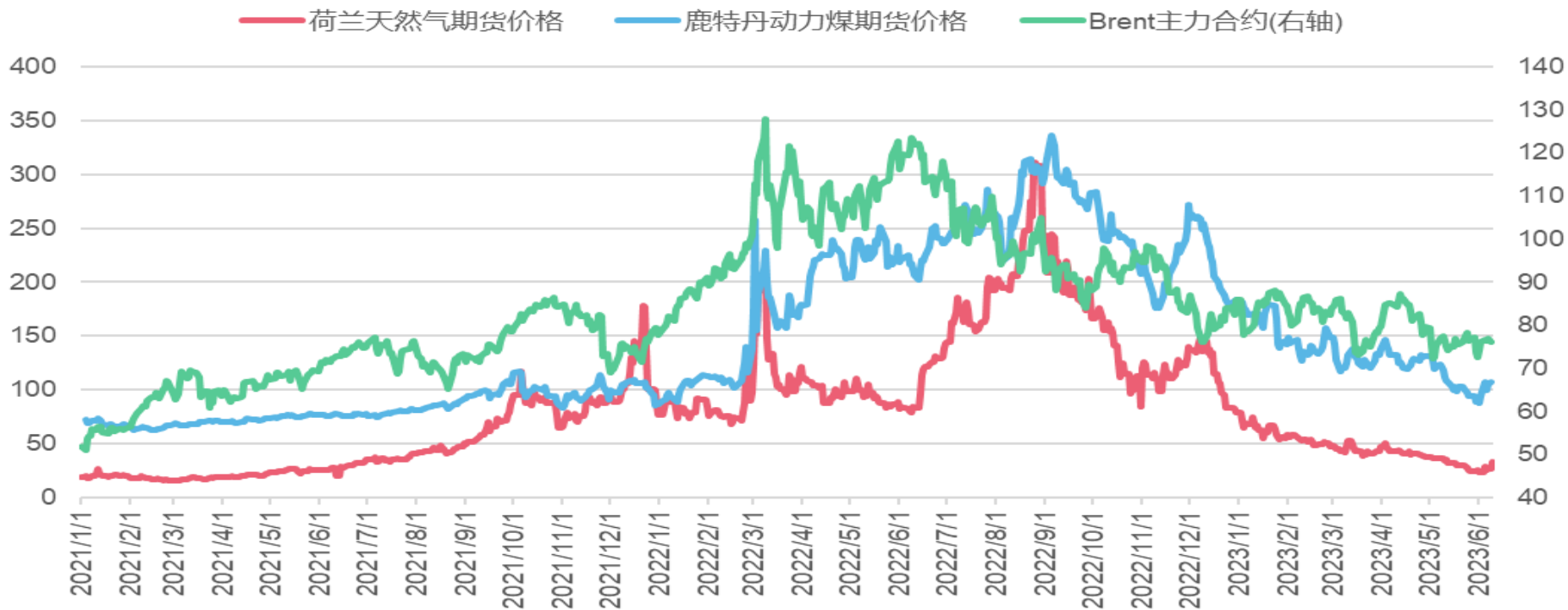
产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

三

一次能源价格弱势有望阶段性缓解

一次能源价格弱势有望阶段性缓解

一次能源价格坍塌由天然气价格暴跌引起，从需求替代的角度看，由于天然气和煤炭在发电领域需求高度重合，天然气价格暴跌引起煤炭价格的走弱，而原油和天然气需求重叠的比例相对不高，天然气一般通过制氢成本来影响柴油的供应以及电价来影响柴油的需求，间接影响原油价格，天然气价格波动对原油价格的影响远小于煤炭。

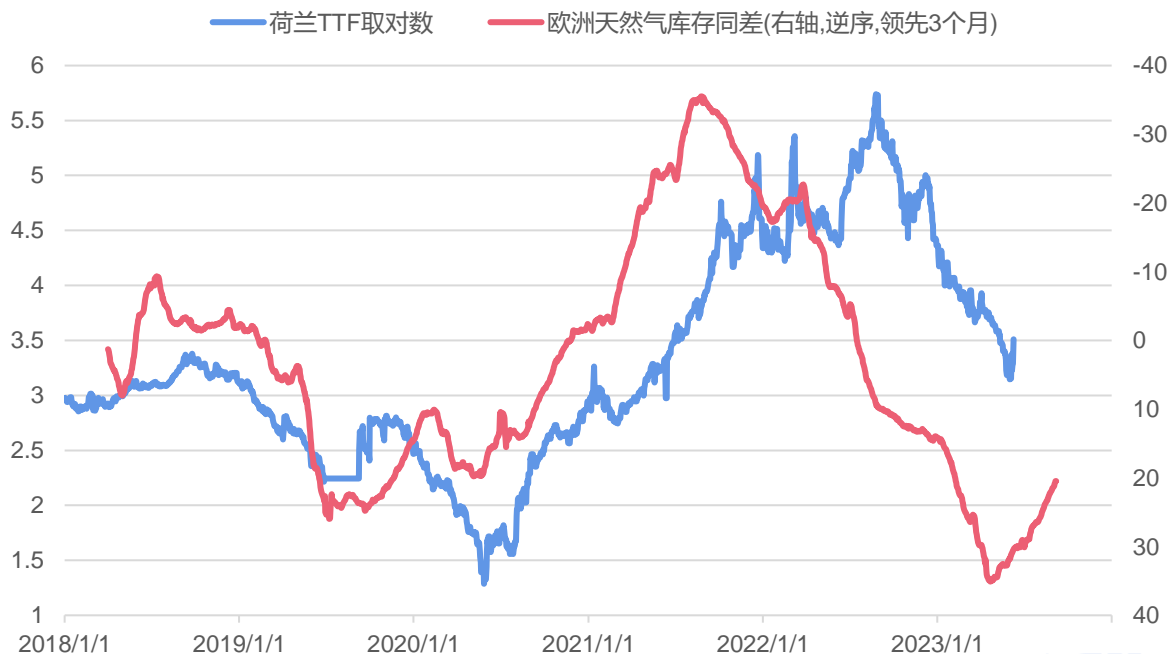
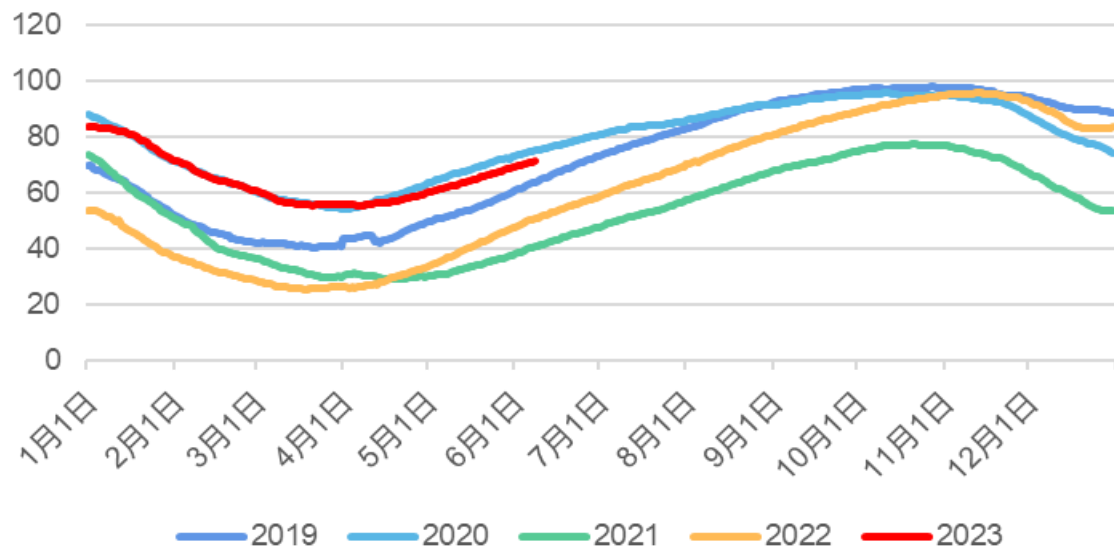


三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

一、天然气价格的跌势可能会有所放缓，但考虑到高库存的状态，要想大幅上涨难度也较大

欧洲天然气价格的暴跌在于高库存，高库存的原因既有供应端北美和中东LNG对俄罗斯管道天然气的替代，也有欧洲制造业需求的弱势。不过考虑到目前欧洲天然气主体已从俄罗斯管道气替换为LNG，对比廉价的管道气，LNG一般需要液化以及再气化等过程，成本更高，所以天然气价格要想下跌至2021年之前10EUR/MWh以下的难度也较大，这波天然气价格的下滑最低已经来到将近20EUR/MWh的水平。

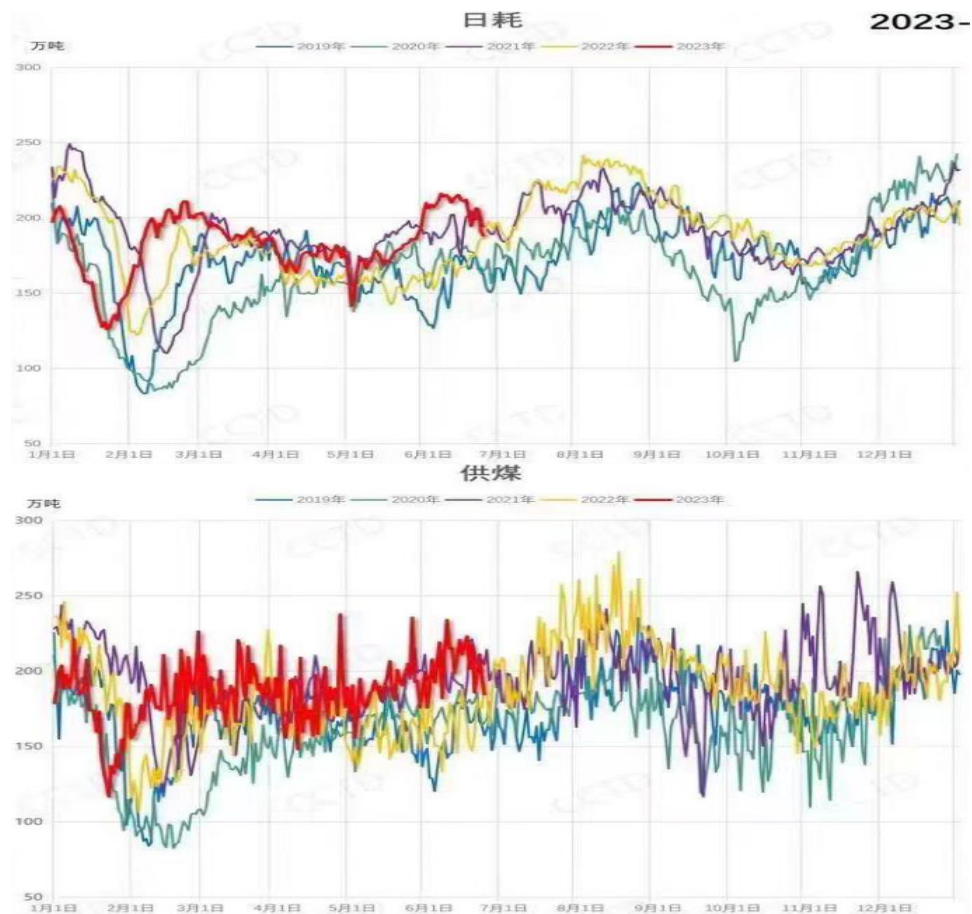
欧洲天然气库存比



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

二、动力煤后市价格的波动率可能逐步收窄

国内动力煤的弱和海外能源价格有较大关系，随着海外天然气价格持续走弱，煤炭经济型下降，部分外部煤炭开始冲击国内市场，加剧市场忧虑。但随着进入6-8月迎峰度夏期间，用电需求上升，内陆和沿海动力煤日耗都会有所增长，可能会带来动力煤库存的去化，不过和海外天然气情况类似，在高库存背景下，库存的阶段性去化可能只是让价格不太好跌，想大幅上涨难度也较大。

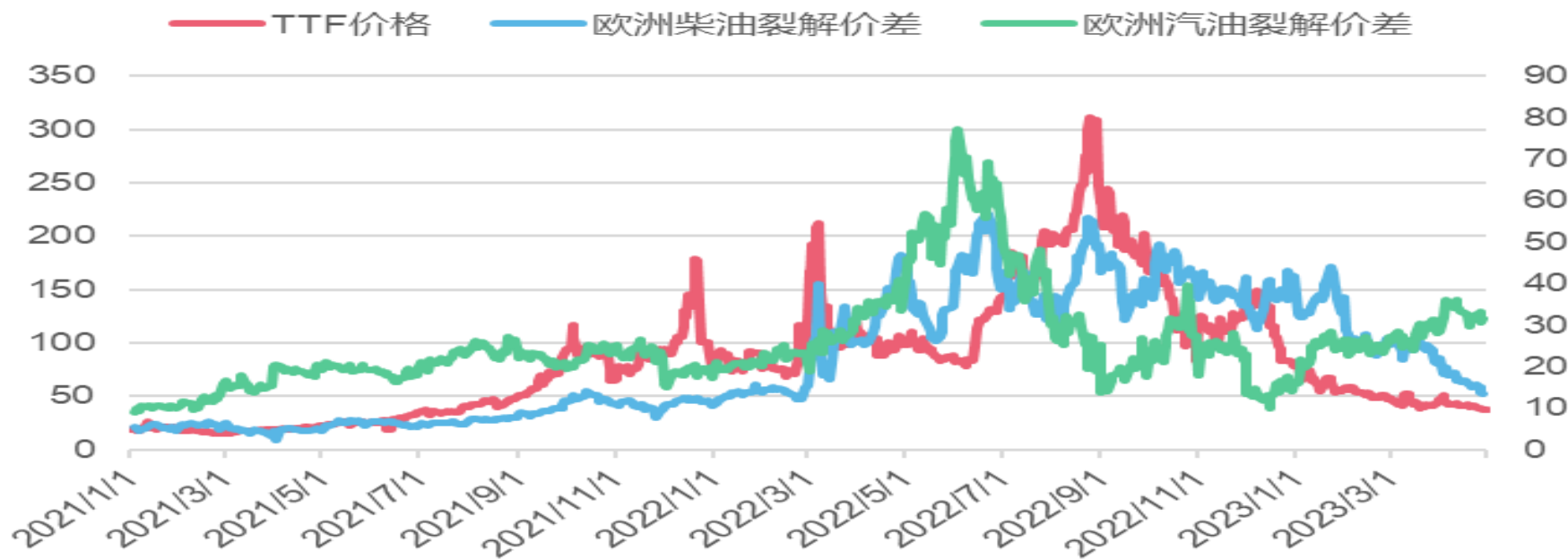


6-23



三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

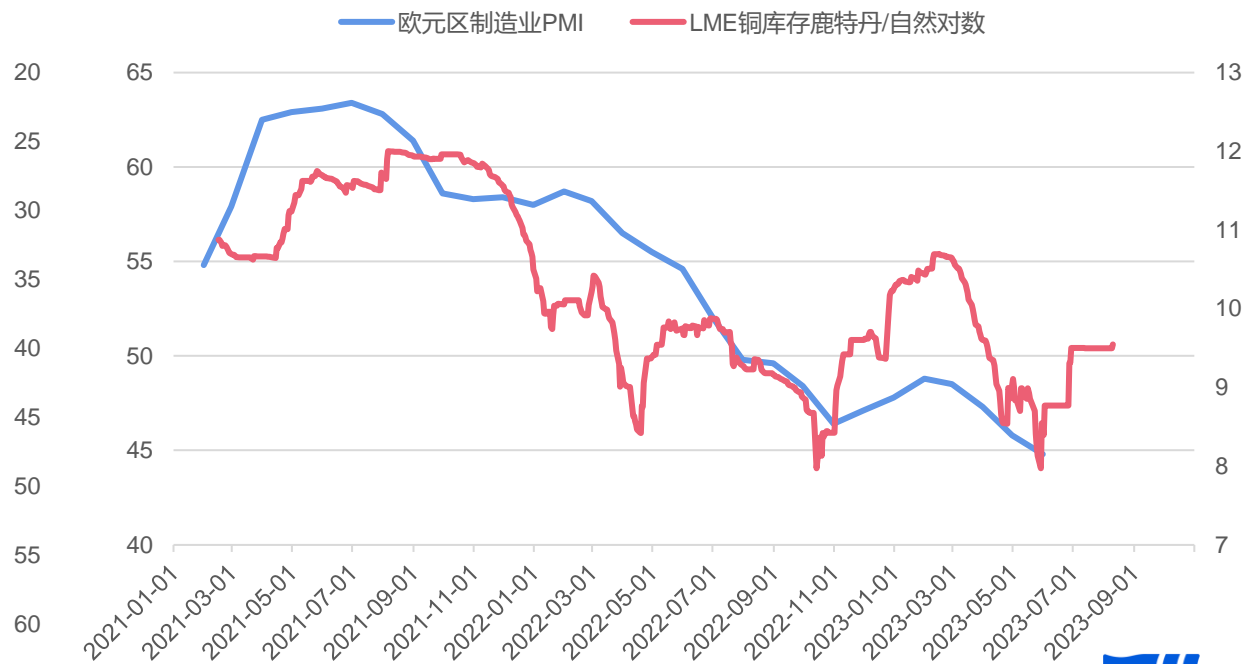
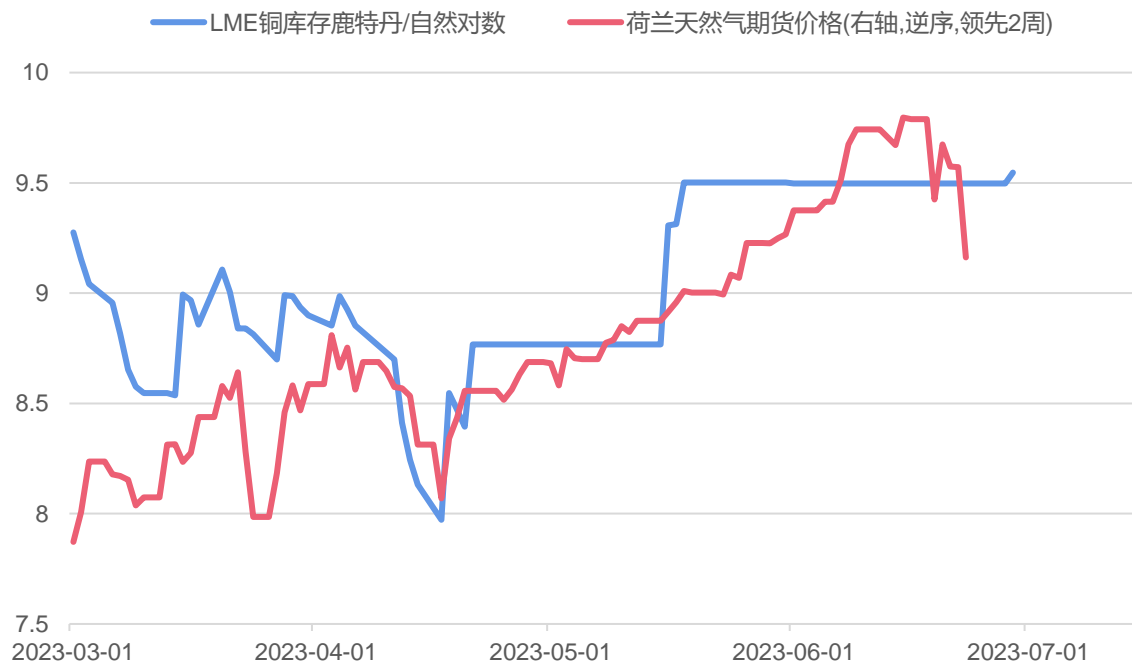
原油和天然气在需求端的替代性不高，天然气更多通过制氢成本来影响柴油的供应以及通过电价来影响柴油的需求，间接影响原油价格。柴油生产需要天然气加氢，当天然气价格下跌降低了柴油生产成本，炼厂会出于生产成本的考虑将汽油出率调低，让渡一部分给柴油，柴油供应增加就会导致柴油裂解价差走弱，出现柴油裂解和天然气价格同步下跌的情况。由于欧洲原油超过一半的需求属于柴油需求，柴油裂解价差的走弱反过来又会限制炼厂开工率，拖累原油价格。不过后续如若随着天然气价格跌势放缓，柴油裂解价差对原油价格的拖累也会降低。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

天然气如何通过电价来影响柴油的需求？欧洲天然气价格的下滑直接导致欧洲电价走弱，而电价的走弱又会降低企业生产成本，就会导致出现阶段性的工业补库带来工业需求反弹。

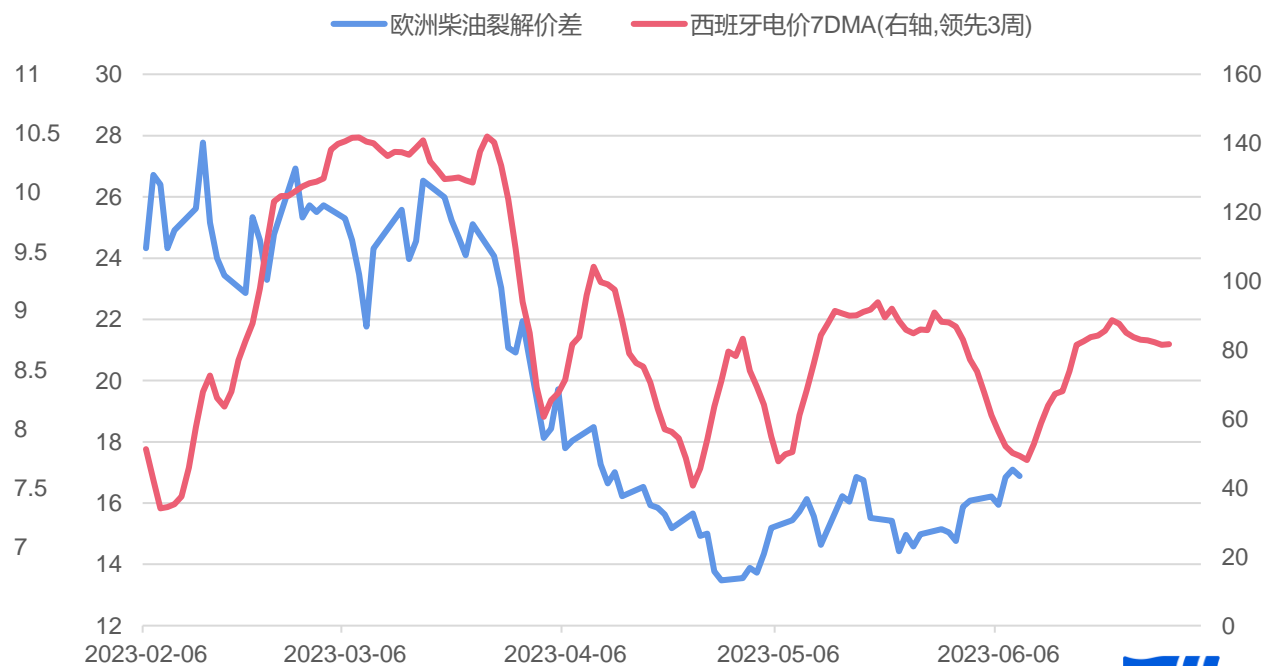
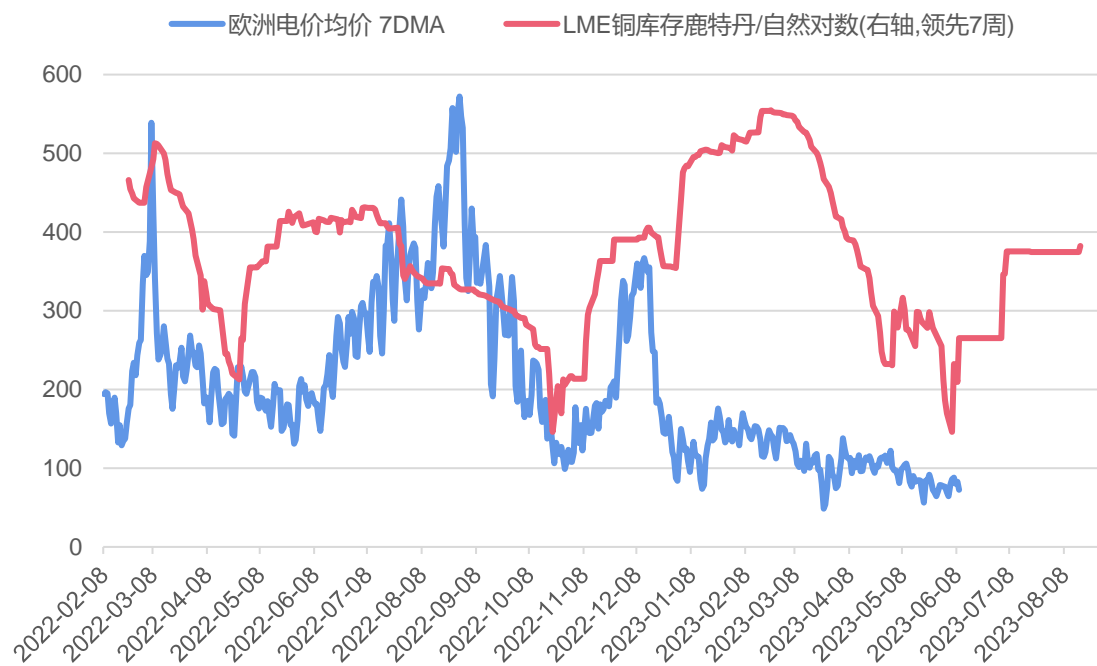


国海良时期货
GUOHAI LIANGSHI FUTURES

三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

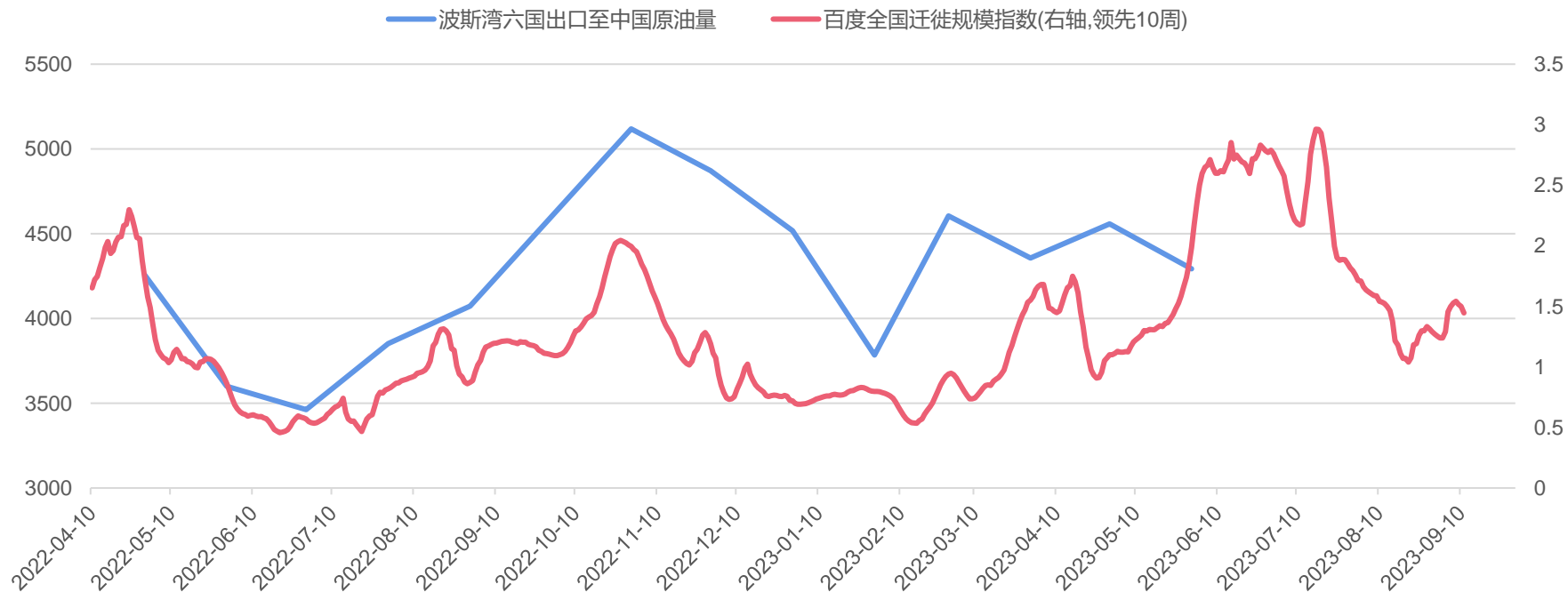
从LME鹿特丹铜库存与欧洲电价均价的相关性上看，当电价与铜库存都处于低位时，容易出现阶段性的工业补库刺激，目前的状态就很接近去年天然气价格冲顶暴跌后的情况，LME鹿特丹铜库存已经出现主动累库，在其领先性指引下，欧洲电价均价有望跟随迎来反弹。相应的表征工业需求的欧洲柴油裂解价差也有望在接下来将近一个季度的尺度内进入阶段性的上涨修复阶段。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

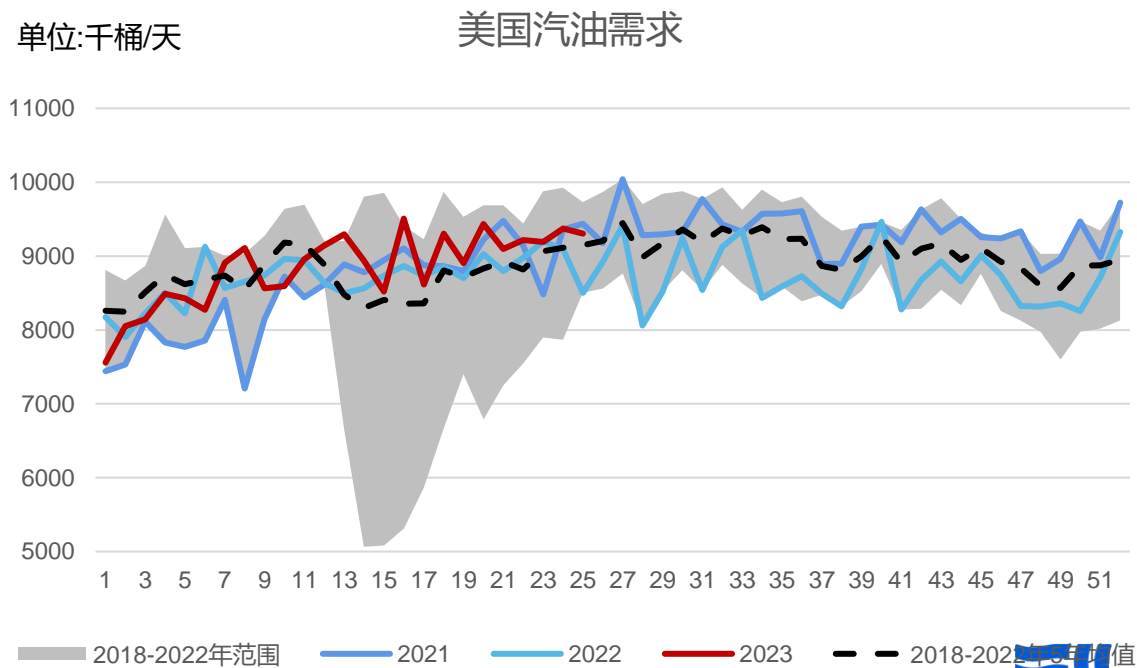
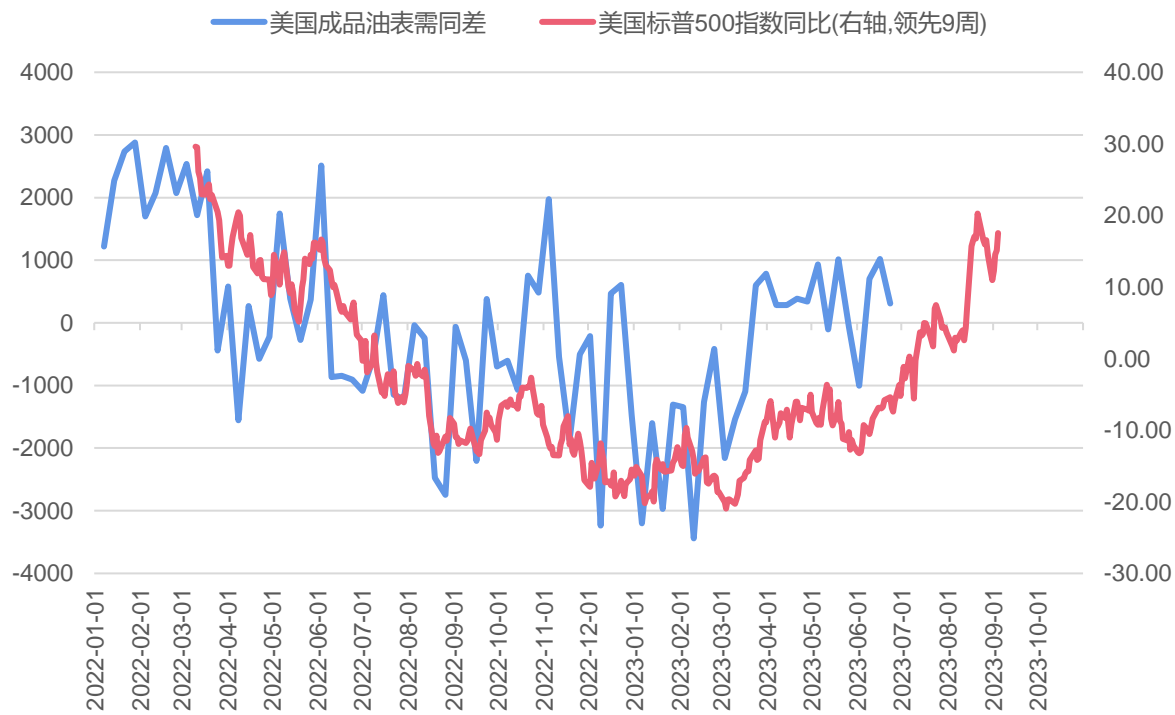
中国原油需求方面，国内出行需求可能是今年国内各需求领域恢复最为亮眼的部分，百度全国迁徙规模指数对波斯湾六国出口至中国原油量存在2-3个月的正向领先性，从其领先性指引看，未来一个季度内中国原油需求还能维持在一个相对高位。但随着疫情管控放开后需求集中脉冲式释放完毕以及二阳感染人数上升，国内出行需求又将迎来一波回落，限制原油需求的持续抬升。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

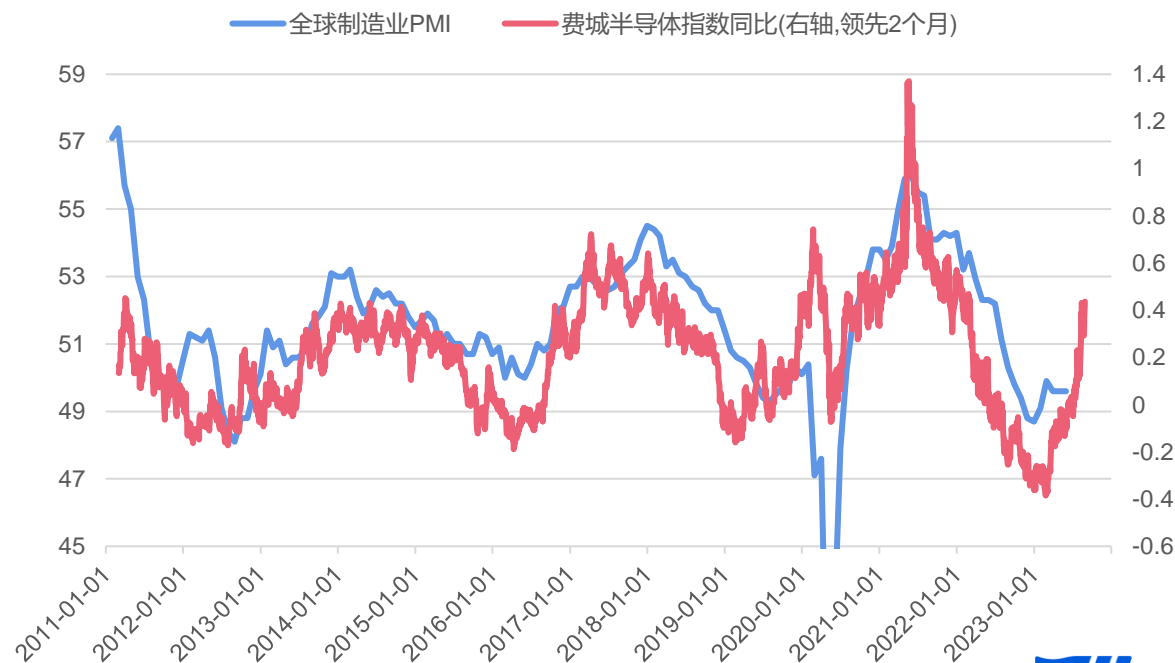
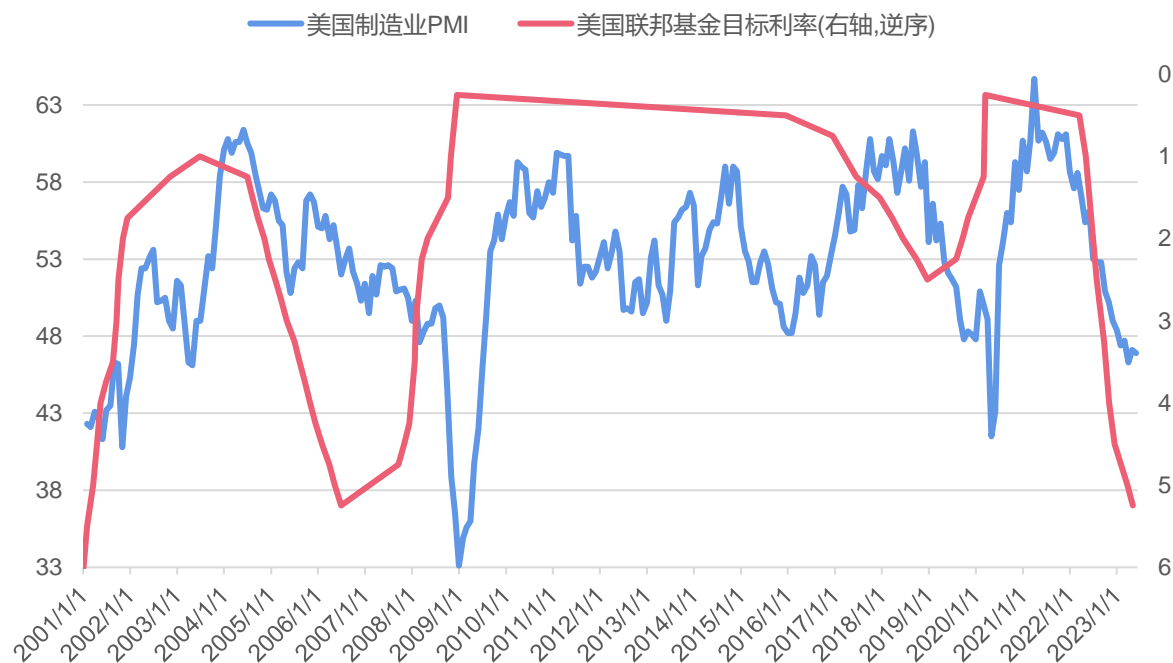
美国原油需求方面，从成品油需求领先指标标普500指数同比的走势来看，未来一个季度尺度内成品油需求仍会有一轮超季节性的走强，这与美国汽油需求旺季的节奏也基本吻合，未来季度尺度内美国成品油需求对成品油裂解价差及油价仍有支撑。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

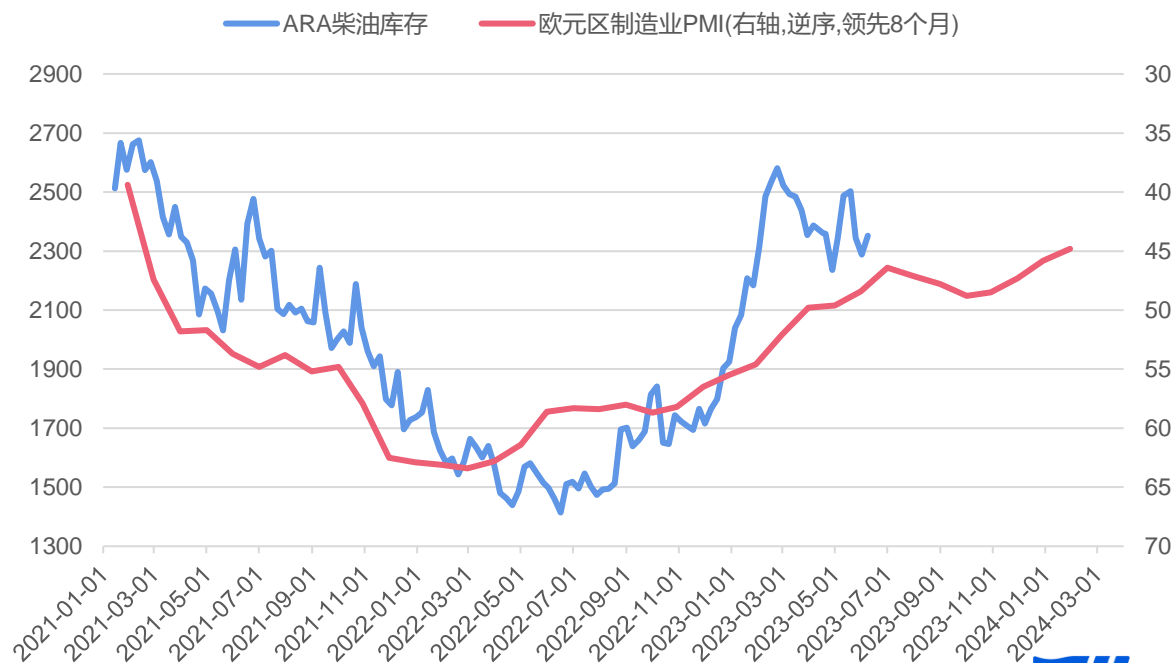
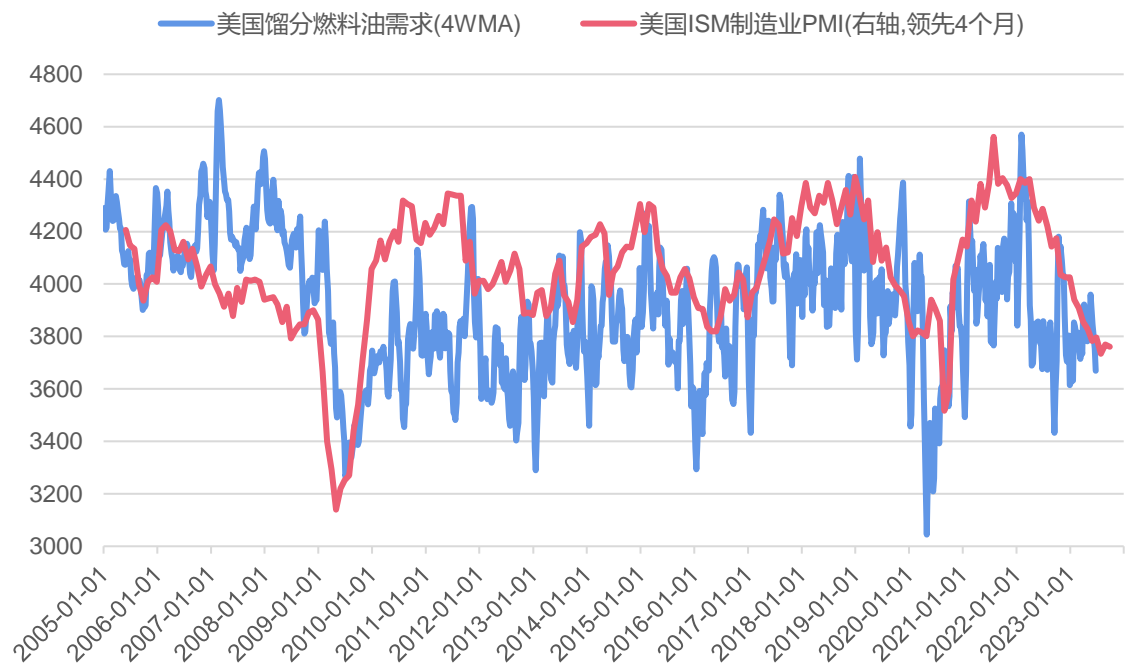
虽然阶段性季度尺度内原油需求表现尚可，但趋势层面，原油需求下行方向相对确定，仍将限制油价反弹的高度。柴油需求方面，由于制造业相比服务业对于利率的反应更快，制造业在持续大幅加息的前期已经持续弱化，目前开始进入加息周期尾声，也有资金押注全球制造业处于寻底阶段，高利率对于制造业的利空影响在边际下降。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

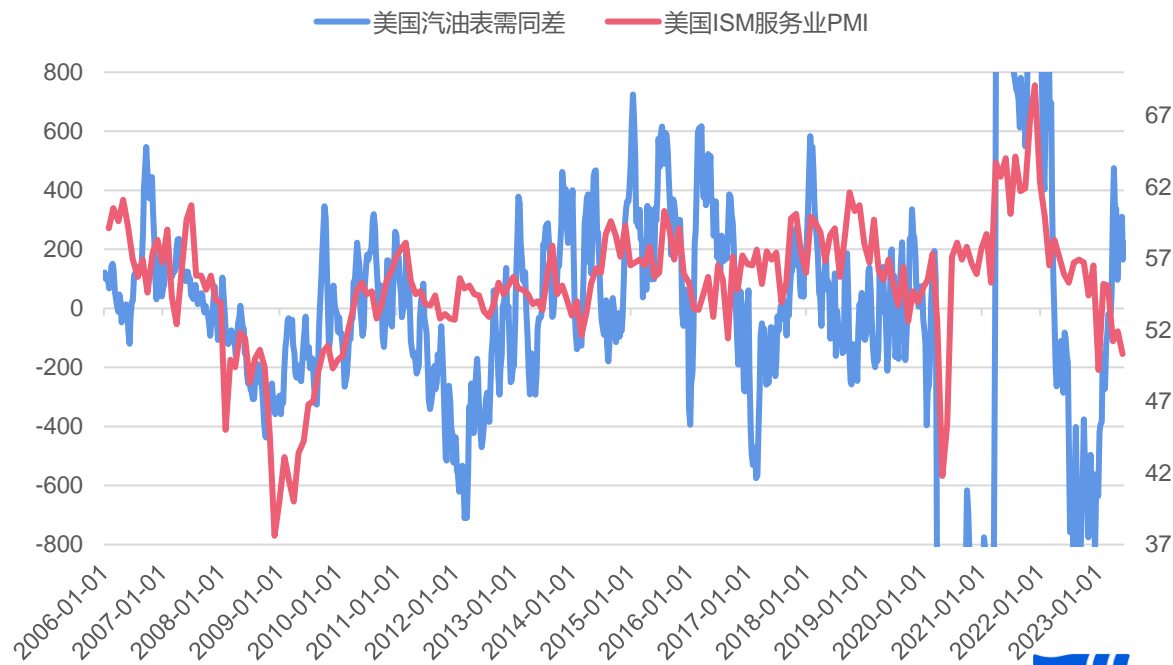
但高利率对于制造业的利空影响在边际下降，不代表利空影响就不存在，并且从利率的变化对于制造业的影响再传导至柴油需求端也存在时滞，从制造业PMI对柴油需求的领先性指引看，目前也只能看到阶段性的反弹，趋势层面至多只是可能进入筑底阶段。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

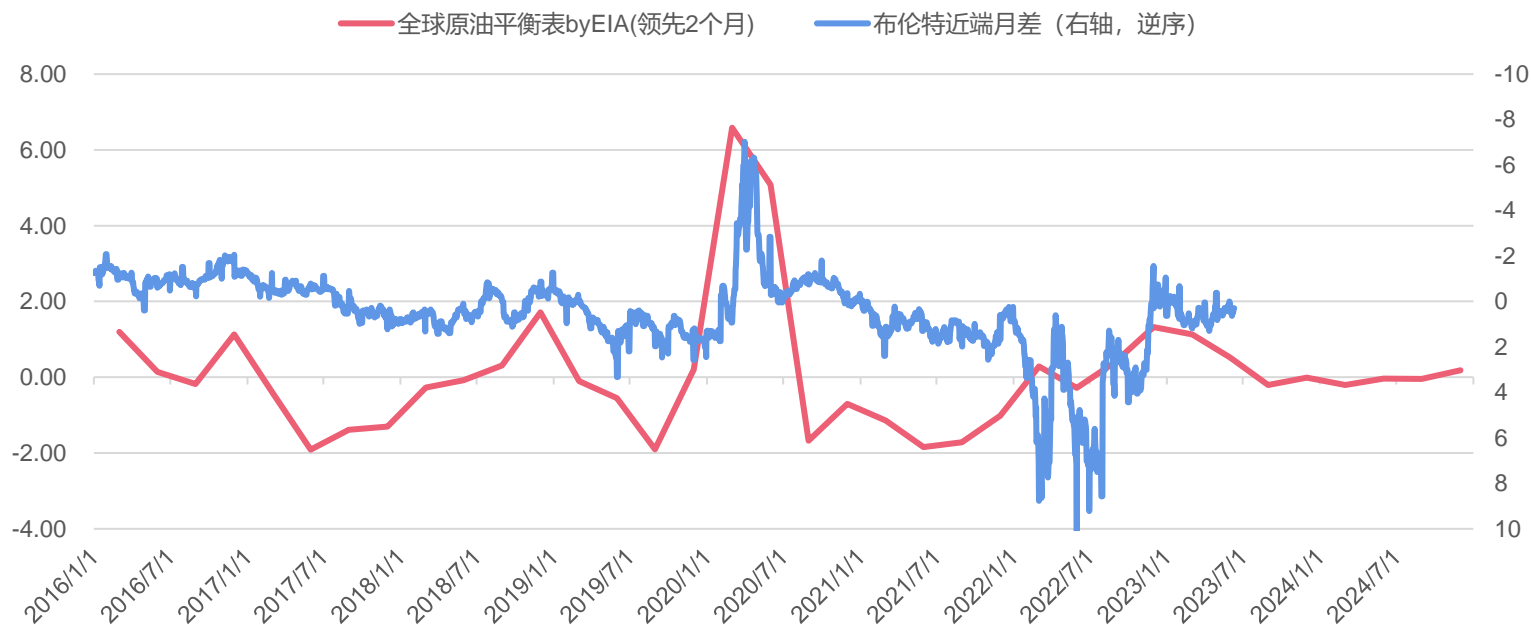
从历史上来看，美国服务业开始回落是停止加息的条件，但即使进入降息周期后，服务业PMI受制于高利率的滞后影响仍会继续回落，相应的汽油需求将会接棒柴油需求走弱，这也是原油作为经济后周期品种的道理所在。趋势层面原油需求仍不乐观。



三 一次能源价格弱势有望阶段性缓解

三、原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

随着原油需求的持续走弱，OPEC+开始提前管理，分别在去年10月以及今年4月、6月发布减产政策，根据OPEC+最新减产政策调整后的EIA全球原油平衡表在三、四季度均从之前的累库转为小幅去库供需紧平衡的状态。不过从6月的OPEC+大会上也看到，由于短期原油需求可能还不会进一步的迅速坍塌，OPEC+内部开始对于是否进一步减产出现分歧，后续需要观察OPEC+各国实际的减产执行效率，如若现有减产执行效率不达标或没有更大规模的减产计划，未来原油供需紧平衡的状态也难维持，油价不排除跟随其他一次能源价格继续走弱，Brent70美元/桶仍是重要支撑位。



免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，为免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有投资咨询资格。



谢谢!