



2023 年 7 月 7 日

二〇二三年度

供应过剩格局延续，关注逢高做空时机

---2023 年下半年聚氯乙烯期货行情展望

梁可方 投资咨询从业资格号：Z0019111 liangkefang024064@gtjas.com

报告导读：

回顾 2023 年上半年，因表观消费恢复有限，出口下滑趋势明显，加上历史同比绝对高位的库存水平，PVC 在传统旺季中的去库历程十分曲折，现货价格也逐渐跟随疲软现实持续下跌。展望后市，我们认为，在需求不出现预期外增量的前提下，PVC 想要摆脱目前的供给过剩局面，必须进行持续性的、大规模的全行业减产。但由于主要的生产厂商在低利润格局下仍然保持平稳开工，以及下半年另一轮需求旺季可能带来的利润回升，PVC 难以通过持续性的大幅减产改善产业基本面。因此，我们推荐持续关注在旺季末尾逢高做空的交易机会，以及根据淡旺季转换出现的月间套利机会。但需要注意的是，宏观政策的变化可能会引发短期市场情绪的波动，导致价格变化脱离基本面，从而增加逢高做空的实施难度；此外，近两年的历史数据显示 PVC 跨月价差缺乏一定波动，使得跨期套利难以开展，因此我们仍然建议更多关注逢高做空的单边交易机会。

国泰君安期货研究所

目录

1. 行情回顾.....	3
2. 消费旺季去库乏力，需求季节性规律显著.....	3
3. 低利润掣肘供应回升，持续性减产或成高库存问题唯一解决方案.....	5
4. 投资展望：逢高做空思路对待，套利方面关注 9-1 反套与 1-5 正套.....	6

(正文)

1. 行情回顾

2023 年以来，PVC 整体价格走势表现为长期的震荡下行。2022 年底国内防疫政策正式放开，市场乐观情绪不断上升，推动 PVC 期现价格从 2022 年底到 2023 年一月份持续上涨。春节结束后，短期内下游需求暂未回归，行业上游、中游库存仍在累积，价格在春节后第一个交易日大幅低开，之后转入震荡。2 月中下旬，随着下游复工复产进度加快，行业库存开始转为去库，整个市场产销通畅，价格有一轮持续时间较短的反弹。但随后从 3 月初开始，长达整整一个季度中 PVC 反复受到下游需求疲弱导致去库乏力、煤炭价格下跌带动成本下移以及宏观情绪转弱等等利空因素的影响，价格开启持续性下跌。直到 6 月份，随着上游开工负荷受检修、亏损等因素影响进入历史低位，库存累积幅度变小，价格受到基本面支撑后止跌，转入窄幅震荡。

图 1：2023 年 PVC 价格走势

单位：元/吨



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

2. 消费旺季去库乏力，需求季节性规律显著

从目前的数据来看，地产开发企业的资金状况正在逐渐改善，意味着地产开发企业与去年相比将有更宽裕的财力推动地产项目运作加速。但在“保交楼”的政策背景下，房企的新增资金将更多涌向存量项目。因此从地产建设数据的内部结构来看，除了新开工从 2 月之后转而环比下滑，施工、竣工面积累计同比都在持续改善，地产项目的核心增长部位逐渐向项目的中后段转移。而随着地产项目施工、竣工速度的恢复，月度表观消费量的变化显示出 PVC 的需求也确实受到一定提振。需要指出的是，地产行业的修复对 PVC 的需求增长是正向刺激作用，但这并不能表明 PVC 的需求将有额外的、超预期的增幅。经过两年的政策引导之后，地产行业已经不再是过去的依赖高资金杠杆和高资金周转速度维持高增长的态势。目前的需求走势仅仅会修补公共卫生事件与政策压制下的部分体量，而不能将地产重新拉回过去的高速增长轨道中。因此尽管数据显示，随着一、二季度竣工数据的正增长，PVC 的需求也对应体现出了应有的旺季走势，但其体量同比往年仍然处于低增速格局，而且考虑到去年的低基数，这样的需求走势显得较为疲软，这也解释了为何今年的传统旺季节点中 PVC 的去库动作进行得十分漫长且艰难。

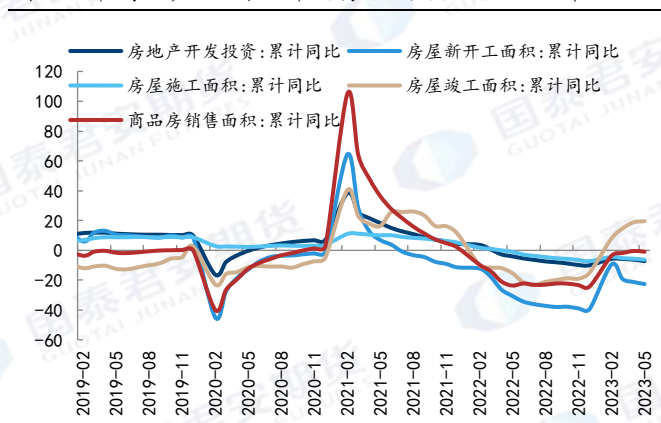
如果希望通过分析需求来把握地产对于 PVC 需求的影响，进而推断 PVC 市场的供需格局，需求的季节性强弱将比需求的体量变化更具有观测意义。即，PVC 市场的供需平衡，将取决于对应的淡旺季节点上需求是否会

体现出对应的季节性。而由于 PVC 的需求与地产竣工的波动有着较高的同步性，地产数据的季节性将对 PVC 的季节性产生一定引导。从 2022 年以来的数据走势分析，地产行业的季节性仍在，这对于 PVC 行业的季节性保持将是有力的支撑。因此，根据往期地产和 PVC 表观需求的历史数据来看，对于 2023 年下半年的 PVC 需求走势，我们认为三季度初期的 7、8 月份将是传统的淡季，而“金九银十”仍然能够为 PVC 需求提供一定需求支撑，而随后的四季度仍然是下游从旺季向淡季转换的节点。

出口需求方面，下半年我国 PVC 出口仍然面临较大压力。一方面，外盘美国货源的价格仍然在不断下调，这将导致我国出口的 PVC 在美金盘逐渐丧失一定的价格优势；另一方面，由于近些年我国对印度出口的数量逐渐增加，印度官方在今年出台了反倾销政策，进一步增加了我国 PVC 的对外出口阻力。2023 年 4 月的出口数据环比几近腰斩也佐证了出口市场压力渐显。而从季节性上分析，我国的出口高峰期一般集中在一、二季度，一旦错过这个时间窗口期，后续的出口数量大概率将一路下滑。因此，2023 年余下的时间内 PVC 出口面临的压力较大，预计难以回到 2021、2022 年的高点。

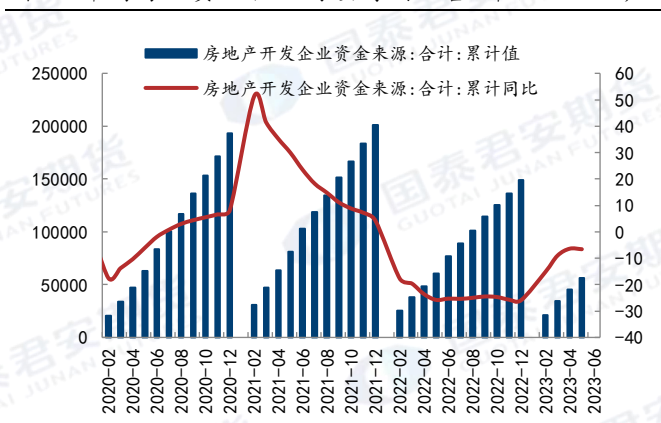
综上，我们认为年内 PVC 需求体量将跟随地产行业的走势出现修复趋势，但地产行业的结构性变化将导致其难以对 PVC 产生额外的需求增量。不过从数据来看，PVC 需求的季节性规律仍然存在，因此下半年“金九银十”的需求回升以及四季度下游需求从强转弱出现的概率较大，将对 PVC 供需平衡变化产生重要的引导作用。

图 2：年内地产后端回升趋势较为明显 单位：%



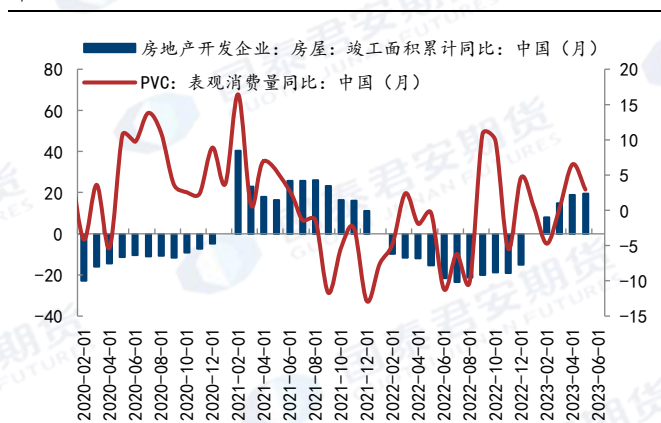
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 3：年内房企资金状况持续得到改善 单位：亿元；%



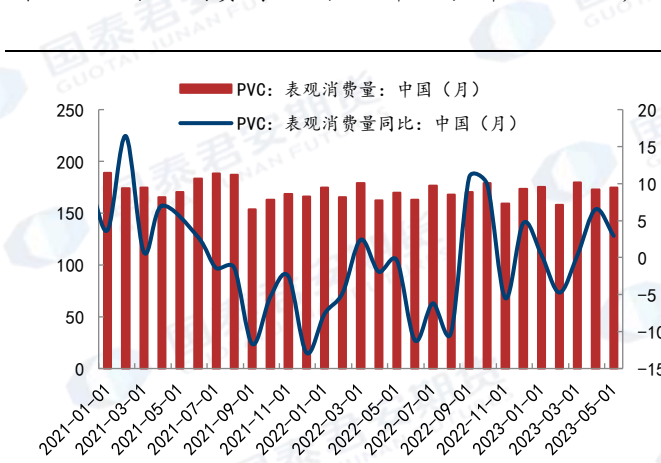
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：地产动向对 PVC 表观消费有较强的指引作用 单位：%



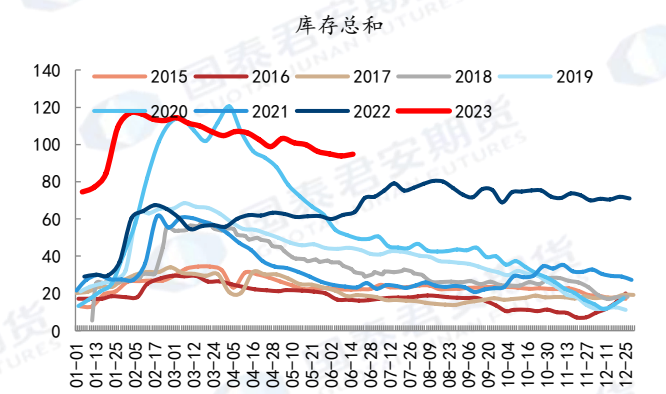
资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

图 5：PVC 表观消费同比仍然回升乏力 单位：万吨；%



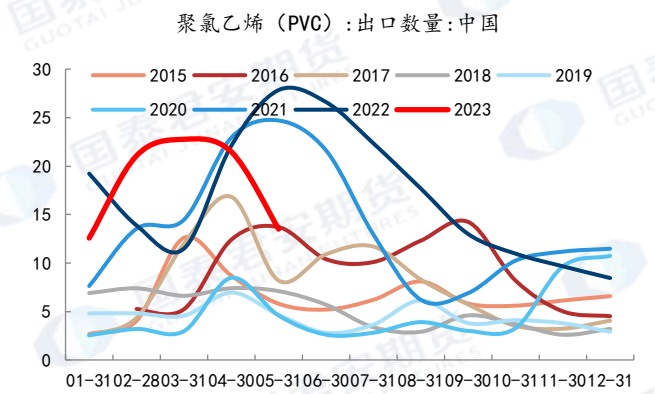
资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

图 6：行业库存仍然处于历史绝对高位 单位：万吨



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 7：出口市场压力增加，出口数量二季度开始骤减 单位：万吨



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

3. 低利润掣肘供应回升，持续性减产或成高库存问题唯一解决方案

年内现货价格持续下跌，导致上游生产企业利润空间被持续压缩，随后利润的压缩叠加检修的进行，使得上半年 PVC 的产量与前两年同期相比有所下滑。在当前低利润格局的延续下，我们认为后续 PVC 的产量难有显著回升，除非价格先行回弹带来利润修复。而期望价格回升，高库存问题背后反映出的供给过剩问题则亟待解决，此时，减产或许将是未来 PVC 行业改善供应过剩的最有效方案。

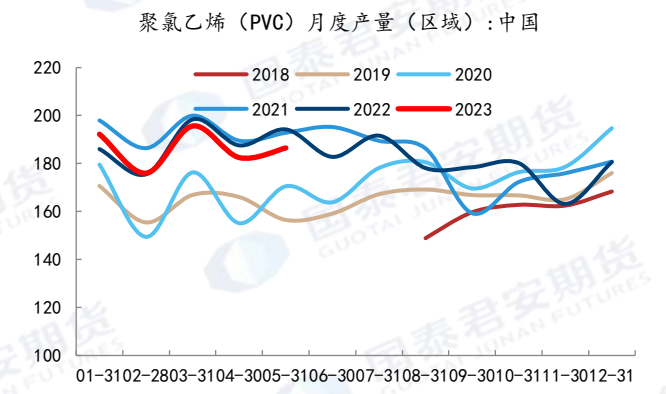
那么需要达到多少的减产幅度才能回到供需平衡点？假设我们把库存作为供需缺口的集中反映，以隆众数据为样本，2023 年 6 月中旬上游库存叠加中游社会库存共计 93.83 万吨，去除掉受公共卫生事件影响的 2020 年、2022 年同期数据，取最高峰 2019 年同期 44.38 万吨总库存作为参照，整个行业有至少 49 万吨库存需要在下半年进行消化才能使得供需平衡回到往年均值。假设未来的半年内需求端环比上半年不出现额外的增量或减量，那么为了平衡已经存在的 49 万吨，则需要在上半年产量的基础上进行同等数量的减产。2023 年上半年国内共计产量 932 万吨，全行业平均开工率 74%，需要减产的体量占全部产量的 5.25%，因此，下半年全行业需要从平均 74% 的产能利用率减产至 70% 左右的产能利用率才能保证完全消化目前已经累积的库存。而这一计算结果也可以从另一个角度理解，即在需求不大幅变化的前提下，下半年某一时间节点 PVC 行业的产能利用率一旦超过 70%，就有可能出现阶段性的供应过剩。

那么现实中这种减产是否会出现？出现后又是否能够持续？从理论上来说，如果原料价格不出现大幅波动，当下低利润格局或许会推动行业进行一定幅度的减产。但问题在于，我们看到占全国电石法产能比重最大的西北地区的开工率一直在全国处于中上水平，而同为高产能集中度的华北地区和作为乙烯法生产重心的华东地区也保持着较高的开工，这意味着 PVC 行业的供应主体或许并没有受到行业利润下滑的影响，仍然在向市场持续地投放供应量。因此，如果上游的大部分产能不受低利润的影响，都保持平稳的开工率，全行业大规模的持续性减产就很难出现。此外，在传统旺季，例如下半年的“金九银十”，如果下游需求随季节性环比走强，那么市场价格大概率将趁势上涨从而为更多的上游生产企业让出利润空间。利润回升会驱使整个 PVC 行业的开工负荷上升，届时供应量还会进一步回升，最终将导致行业陷入更严重的供应过剩。

综上，我们认为在需求不出现大幅变动的情况下，PVC 行业供应过剩缓解的唯一途径是行业在上半年产能利用率的基础上进一步减产 5% 左右，如此一来才能推动行业供需平衡逐步改善。但由于上游大型产能持续保持平稳开工以及下半年仍然有一轮需求旺季，大规模的、持续性的减产或许很难发生，再加上年内已经落地的福建万华 40 万吨/年和投产在即的陕西金泰 60 万吨/年两套装置会进一步增加市场供应，PVC 行业或许在 2023

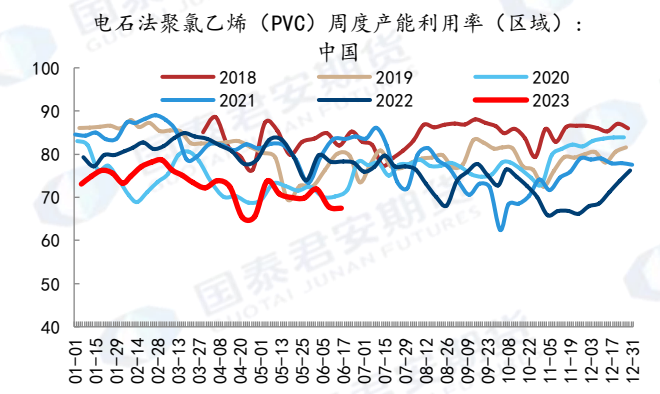
年下半年仍将处于供应过剩的格局之下。

图 8：年内 PVC 产量受低开工影响同比下降 单位：万吨



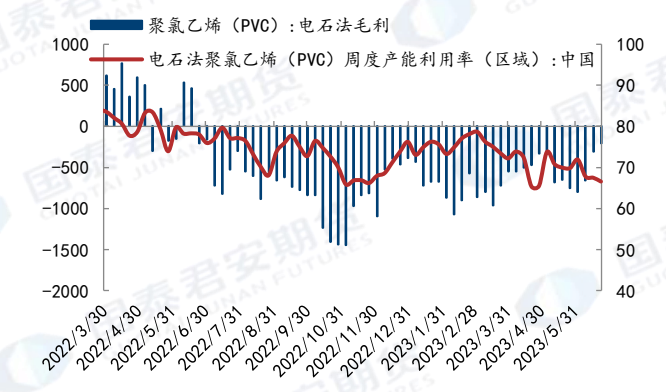
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 9：电石法 PVC 生产企业开工率持续低位 单位：%



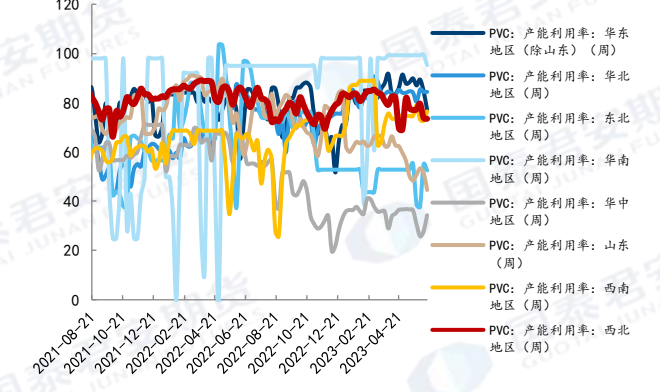
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 10：利润对生产企业负荷的引导作用较为明显 单位：元/吨；%



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 2：占全国产能大部分的西北、华北和华东地区开工水平仍然较高 单位：%



资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

4. 投资展望：逢高做空思路对待，套利方面关注 9-1 反套与 1-5 正套

展望 2023 年下半年，PVC 行业的供需平衡将跟随需求季节性波动产生变化。从 6 月末开始，随着上游集中检修的结束，大量的装置可能回归供应队列，但彼时下游将开始逐步向淡季转换，潜在供应的增加与需求切实的减少将给到 PVC 估值更大的压力，或引导价格出现一定程度的下跌。而当价格止跌后，行业的低利润状态又会引导一部分产能主动削减供应，带动行业开工持续下降。如果行业能够维持低开工，供需平衡或许会有所改善，行业库存有望在淡季迎来一轮幅度较小但缓慢的去库。而随着“金九银十”的到来，下游需求恢复将加快去库速率，但同时价格会随着库存下降开始上涨，逐渐为生产企业给出利润空间，行业的开工率会随着利润空间的打开不断上升。而到了临近年底下游再次降负时，前期利润引导下不断回升的高开工会瞬间形成对价格的利空，引导价格从高位开始随着库存的累积逐步下跌。

基于我们对 PVC 行业供应、需求的判断，我们认为下半年尽管三季度末开始市场或许会迎来需求端的季节

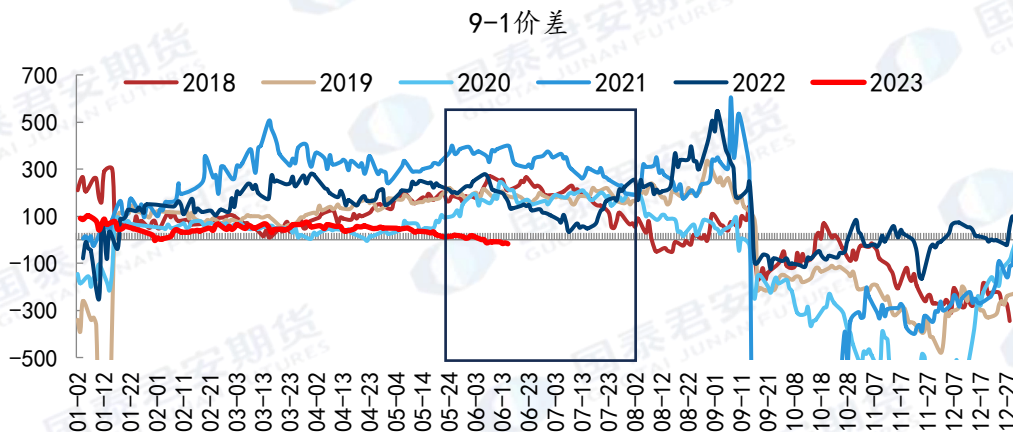
性走强，但这种走强将通过推涨价格，给出上游生产利润的路径再次拉动上游开工，将导致高库存格局下的 PVC 行业陷入更为严峻的供应过剩。因此，基于 PVC 行业庞大产能的现实，整体基本面发展趋势给出的信号仍然偏空，但做空的节点应当是待价格上升到一定高度，大部分行业产能已经回归供应队列的时节较为合适。从时间上来推断，我们认为下半年逢高做空较为合适的节点可能在四季度中期，彼时经过“金九银十”的需求旺季刺激后，价格应当环比淡季基调为主的三季度有所上移，进而带动生产企业负荷提升。而四季度中期市场将再次面临下游需求的走弱，如果在需求走弱的同期，价格没有出现明显下跌进而带动开工下滑，那么供应的过剩应当是大概率事件，当期选择价格高位做空将是合适的策略。

需要注意的是，逢高做空仍然有一些风险需要防范。我们认为最需要防范的是来自于宏观情绪波动可能造成的短期盘面走强。2023 年房地产行业仍然难有起色，国内经济增长压力仍然存在，宏观经济调控力度将因此增加，那么政策方面的变化速度相比前两年也将有所加快。而一旦出现与地产相关的利好政策，市场情绪可能短期会出现一定程度的回暖，造成价格走势与基本面形势出现背离，这会影响我们判断逢高做空策略的入场点以及策略的盈利空间。

套利策略方面，当下 9-1 价差仅有不到 100 元/吨的差价，而三季度中期随着下游进入淡季，作为近端合约的 2309 合约面临的现实压力将远远大于 2401 合约。因此，我们认为择机进行 9-1 反套，即做空 9-1 月差将是可行性较高的策略。随后，主力合约将在三季度末期换月至 2401 合约，随着“金九银十”的到来，可考虑逢低做多 1-5 价差，即进行 1-5 正套。但需要注意的是，近两年 PVC 月间价差缺乏波动，甚至有时会出现反季节性的走势，这就使得套利策略的可盈利空间变小同时操作难度增加。我们分析这种情况出现的主要原因在于从 2021 年底开始，行业供应过剩的格局很难在一个季度之间出现明显的转变，导致不同合约之间的供需差并不显著，如此一来估值之间的差价也就难以拉开。既然 PVC 的套利策略可能因缺乏波动而难以为投资者带来可观的交易利润，我们仍然建议更多关注确定性更高的单边交易机会。

图 12：9-1 价差在二、三季度之交有时会出现下滑

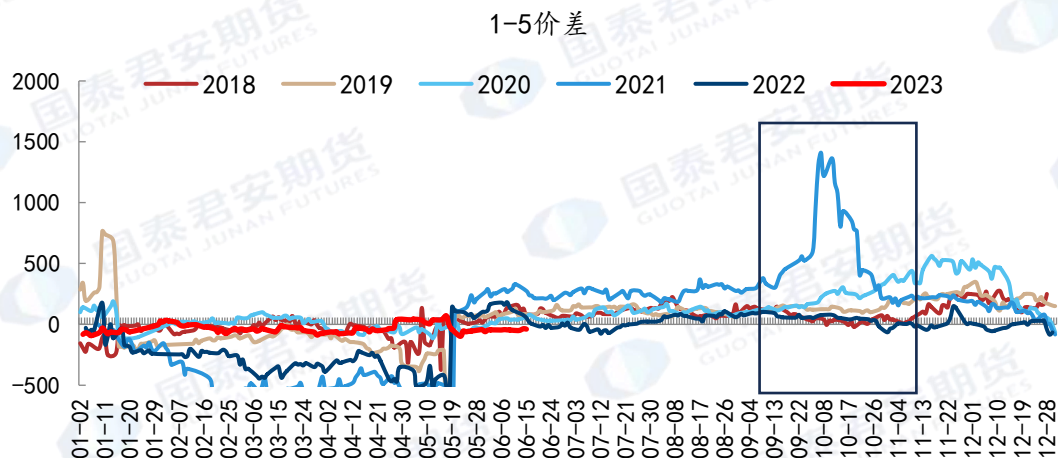
单位：元/吨



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 13：若“金九银十”需求顺利落地，1-5 价差或有望走阔

单位：元/吨



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。