

# 悲观预期修复，供应环比下滑

2024年3月31日

孙诗白

东证衍生品研究院 化工分析师

从业资格号：F3082684

投资咨询号：Z0018907

Email: shibai.sun@orientfutures.com



东方证券  
ORIENT SECURITIES

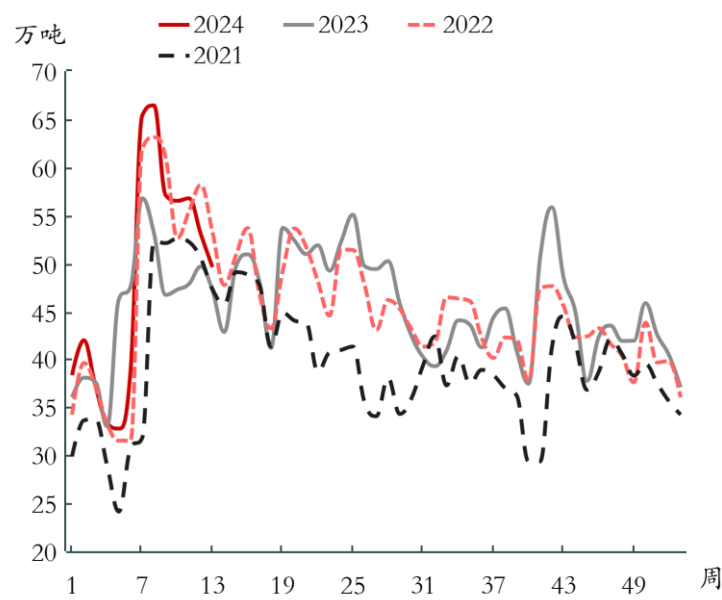
期货

# 一季度回顾

## ➤ 单边价格并未形成明显趋势，但不断走弱的5-9月差反应了市场对现实基本面的悲观：

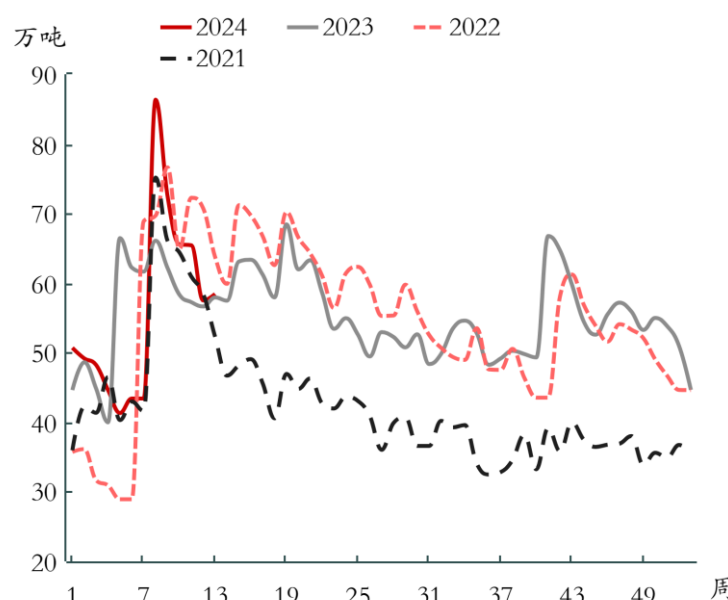
- 1月红海的冲突增加了石脑油的运输时间和成本，加之俄罗斯炼厂不断受到袭击，聚烯烃成本端不断抬升；而春节后上游和贸易商累库的幅度较大，加之两会未对“以旧换新”政策做出新的表述，市场开始交易需求端的弱势。不过在下跌的过程中，下游的低库存对价格形成了支撑；海外供应下滑、价格上涨后，聚烯烃的低价也增加了PP的出口和PE的转口，因此单边价格整体呈现窄幅震荡的格局。
- 现实端偏弱的背景下，市场对下半年中国经济刺激政策的出台有一定的预期，并且市场对二季度美国降息、经济软着陆的预期有所增强，5-9月差持续走弱。

图表：PE上游总库存



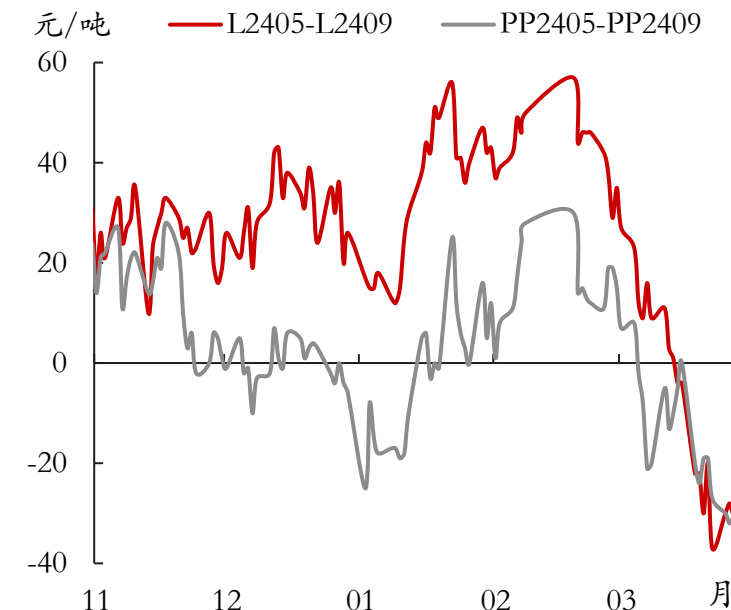
资料来源：隆众资讯（油化工+煤化工）

图表：PP上游总库存



资料来源：隆众资讯（油化工+煤化工+PDH+地方炼厂）

图表：市场交易现实端的弱势，5-9月差走弱

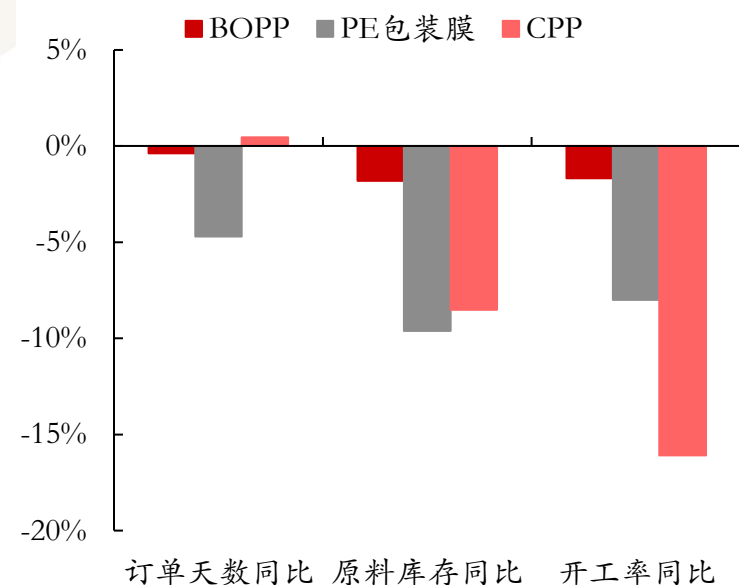


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

# 一季度需求增速中性，需求结构上有所分化

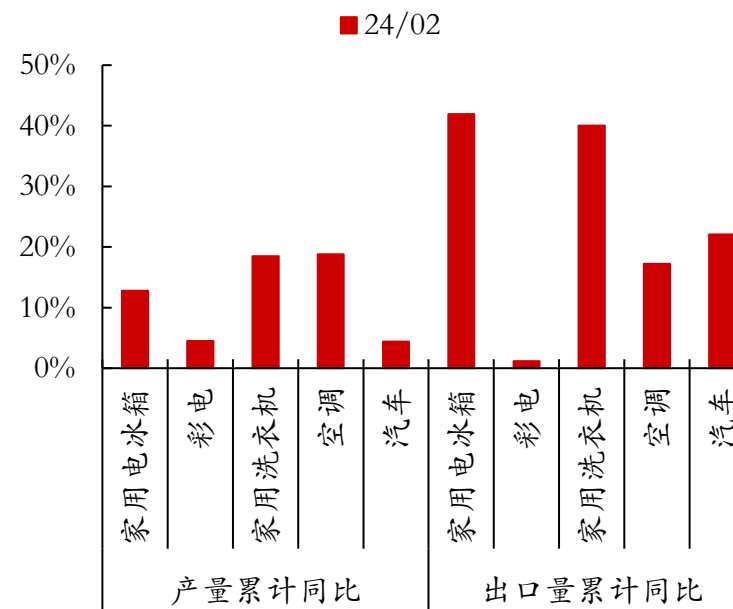
- 一季度PE和PP表需分别在5.0%和4.3%左右，并不算太差，从微观的角度上来看：
  - 一次性消费品整体表现偏弱：一季度一次性消费品相关的PE包装膜、CPP的开工率和订单量增速由正转负，PE低压膜和LDPE日产量同比分别降低了6%和4%。
  - 耐用品相关的聚烯烃需求表现较好：一季度家电、汽车等地产后周期相关产品产量和出口增速较高，一季度PP共聚注塑和PE低压注塑日产量同比分别增加了28%和26%。

图表：一季度一次性消费品相关的下游表现偏弱



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表：2月地产后周期相关产品的产量和出口量增幅较大

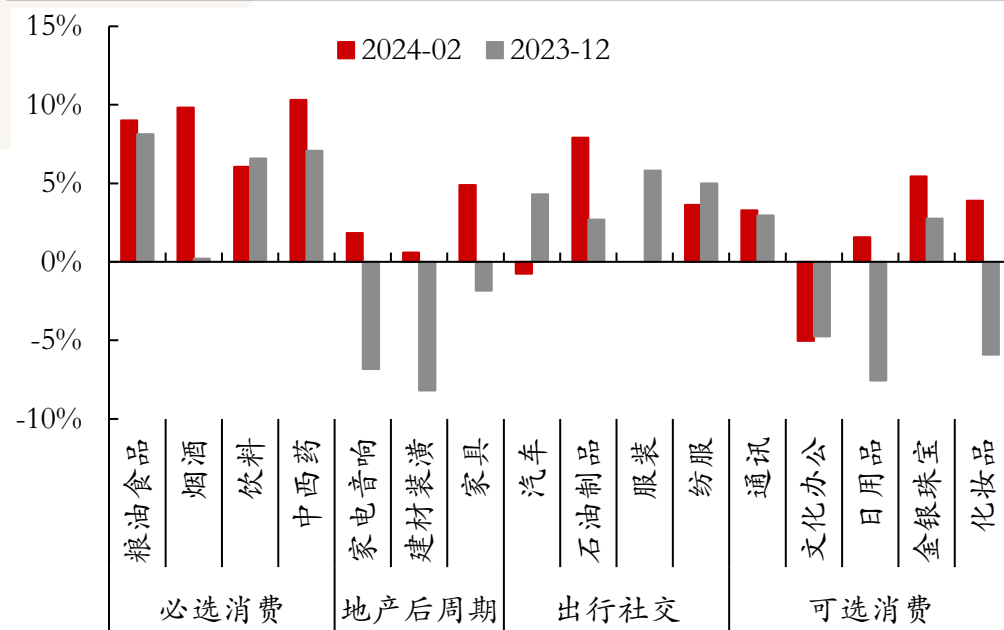


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

# 内需：市场或对实际需求过度悲观

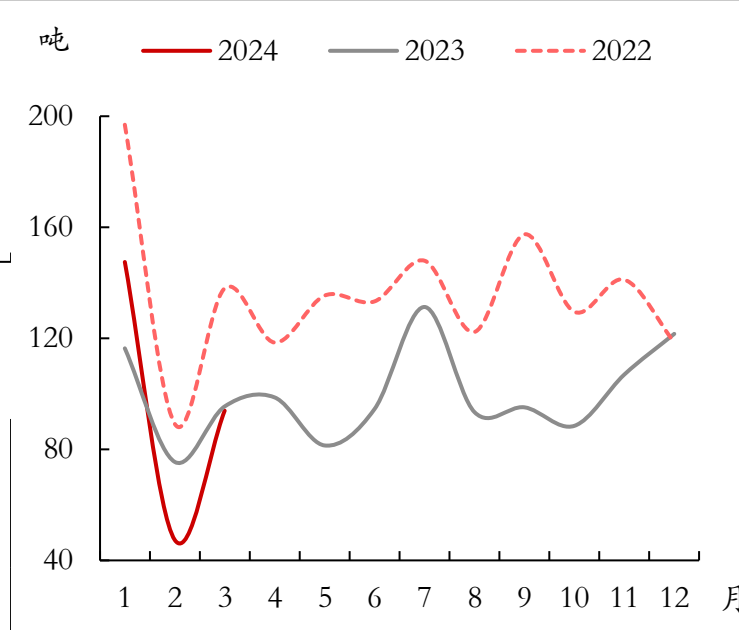
- 从统计局的中观数据上来看，1-2月社零略超预期，同比增长5.5%，表明实际需求或并不差：
  - 必选消费有韧性：春节期间居民消费需求释放，与聚烯烃需求最为相关的一次性消费品——粮油食品、烟酒饮料等消费保持强劲；
  - 统计局中观数据与下游对需求体感背离的可能原因：
    - ❑ 1-2月的商品零售的增长或主要依靠春节期间脉冲性的消费，并且从去年12月BOPP较高的接单量和春节后下游较低的原料库存来看，一季度所消耗的或是去年年底的备货，春节之后消费需求回归平淡；
    - ❑ 中国包装专用设备产量在一季度再度回升，代表着聚烯烃下游行业扩能仍在继续，下游集体反映的需求偏弱或来自行业竞争压力的增大。

图表：商品零售中，必选消费保持强劲



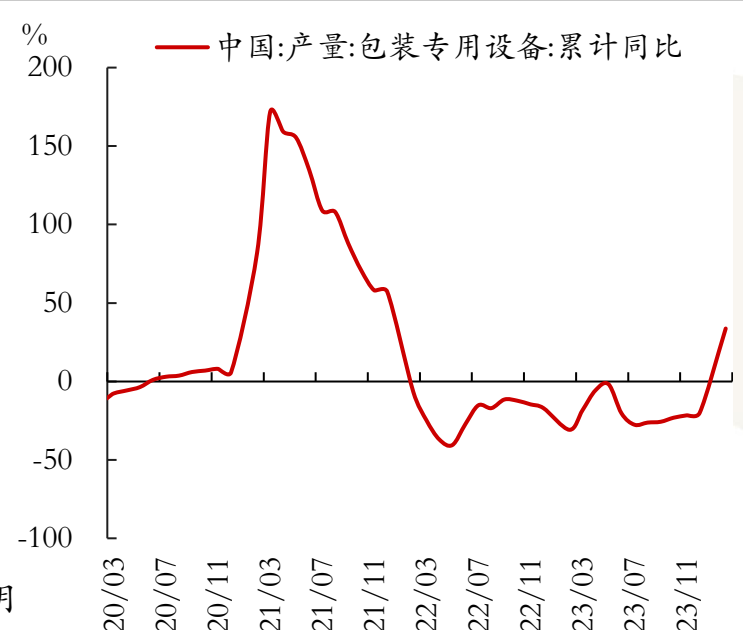
资料来源：Wind, 东证衍生品研究院（两年平均增速）

图表：BOPP样本企业月均接单量



资料来源：卓创资讯

图表：包装专用设备产量增速再度回正



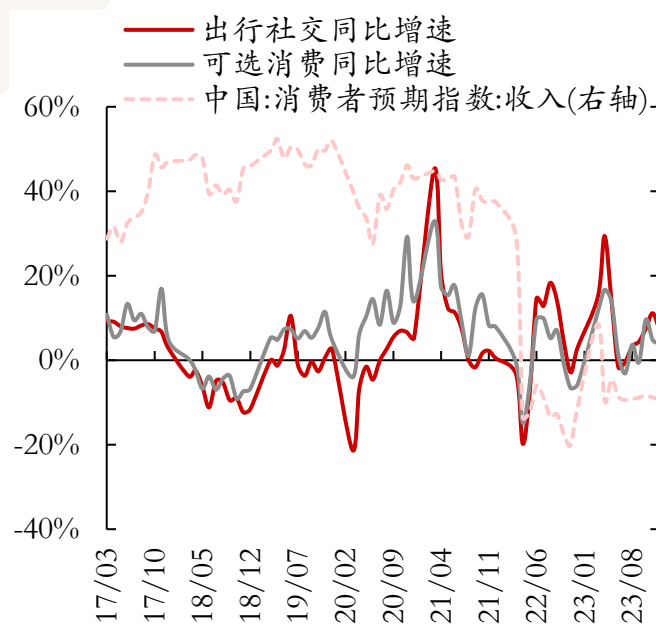
资料来源：卓创资讯

# 内需：二季度或维持一定的韧性，但向上的空间或有限

## ➤ 收入预期低迷、地产周期下行将制约未来需求的增长：

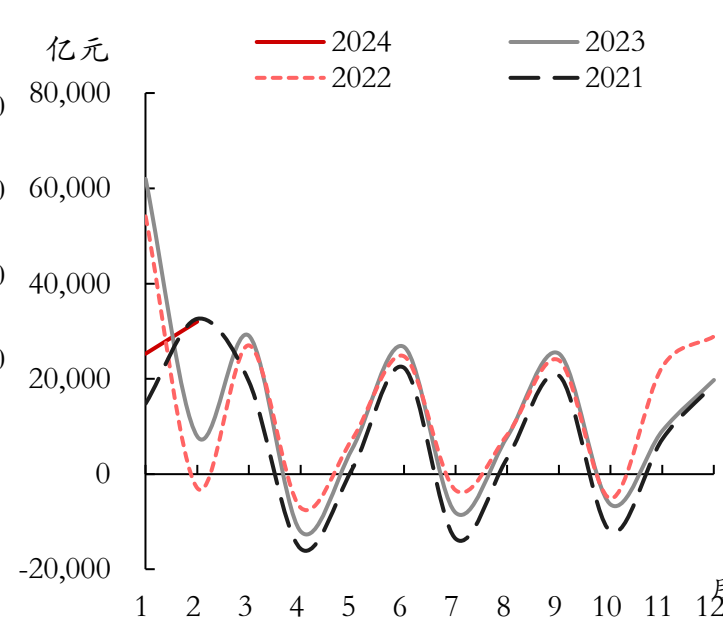
- **消费是收入的函数：**收入预期的低迷将制约着消费增长。从近期的信贷数据来看，居民部门仍在去杠杆、被动储蓄。高储蓄率表明居民有消费的潜力，但收入预期的低迷使得消费表现为逢年过节、寒假暑假期间的脉冲式消费。
- **地产周期仍在下行，打压着聚烯烃耐用品消费：**房企资金来源依旧紧张，二季度地产或依旧低迷，压制着国内汽车和家电等需求的增长。“以旧换新”政策将是聚烯烃需求的增长点，但政策落实到需求增长需要时间。
- **需求环比下滑的幅度不宜过度悲观：**二季度虽然进入了淡季，但近年来电商的出现削弱了“金三银四、金九银十”带来的需求波动。

图表：收入预期制约着消费增速上行



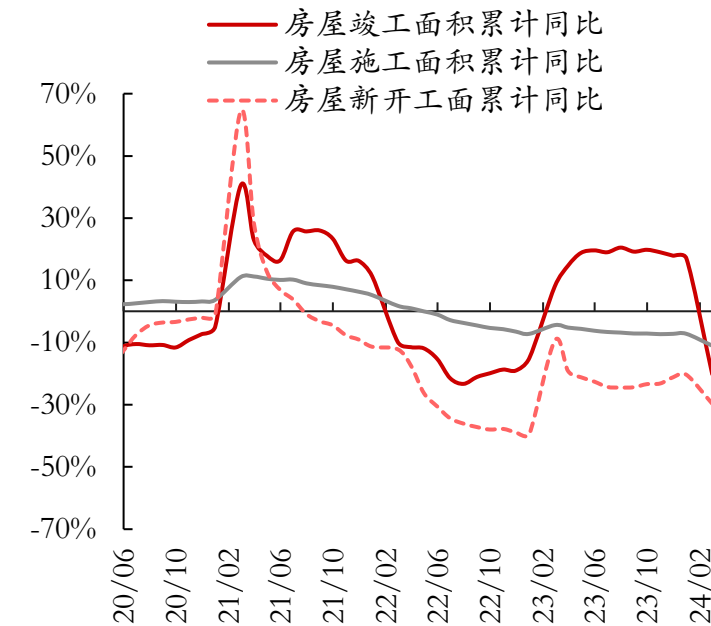
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表：2月居民新增人民币存款偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表：1-2月房屋竣工增速大幅下滑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院



# 外需：一季度外需明显超预期

## ➤ 一季度聚烯烃外需表现强劲，带动中国的出口需求：

- 即便剔除基数效应，2月聚烯烃外需表现依旧强劲：2月与消费相关的塑料制品、玩具、箱包及容器的两年平均出口增速分别为10.0%、6.1%和18.8%；与地产后周期相关的家具家电、家用电器的两年平均出口增速分别为8.8%和2.1%。
- 越南出口数据表现也较好，指向海外需求回升：2月越南塑料制品、家具、电气两年平均出口增速分别为6.9%、7.5%、10.7%。
- 美国聚烯烃内需表现也较好：2024年1-2月，美国PE内需累计同比增长幅度达到3.9%。2月份美国PE开工率上升至92.8%，但并没有造成PE绝对库存的增加。

图表：中国2月的出口数据中，地产后周期产品、纺服等产品表现强劲

品类	行业	环比	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	图
机电产品	机电产品	-0.72%	5.68%	6.41%	0.30%	1.26%	-6.70%	-6.07%	-7.29%	-11.91%	-8.95%	
中间品	通用机械设备	44.37%	56.48%	12.10%	4.71%	1.52%	-1.17%	-1.05%	-1.73%	-11.99%	-2.41%	
	汽车零配件	4.55%	16.60%	12.05%	7.11%	10.06%	3.42%	11.34%	2.61%	-4.48%	5.11%	
	集成电路	-36.50%	4.20%	40.70%	2.59%	12.02%	-16.63%	-5.01%	-4.64%	-14.74%	-19.38%	
消费品	手机	12.37%	-10.46%	-22.83%	-0.35%	54.59%	21.81%	-7.10%	-20.55%	2.24%	-23.32%	
	自动数据处理设备的零件、附件	-10.49%	-3.99%	6.51%	12.61%	-25.74%	-22.05%	-15.97%	-24.12%	-28.16%	-16.81%	
	汽车包括底盘	-9.84%	7.27%	17.11%	51.97%	27.88%	45.05%	45.08%	35.19%	83.26%	109.93%	
地产后周期	家具及其零件	32.04%	50.46%	18.42%	12.40%	3.62%	-9.07%	-4.69%	-6.82%	-15.19%	-15.05%	
	家用电器	6.60%	21.48%	14.89%	14.70%	11.83%	8.01%	12.42%	11.44%	-3.56%	3.87%	
	灯具照明装置及其零件	72.44%	71.74%	-0.70%	1.08%	-6.05%	-15.25%	-10.64%	-7.63%	-11.38%	-10.32%	
纺服	玩具	20.34%	17.84%	-2.50%	-8.85%	-16.76%	-17.38%	-15.00%	-15.46%	-26.67%	-27.26%	
	服装及衣着附件	25.97%	24.79%	-1.17%	-1.60%	-4.38%	-10.25%	-8.91%	-12.54%	-18.72%	-14.50%	
	箱包及类似容器	38.52%	41.47%	2.96%	2.45%	-4.97%	-13.59%	-9.80%	-8.90%	-11.87%	-5.06%	
医疗物资	纺织纱线、织物及制品	10.66%	20.08%	9.42%	1.85%	-1.30%	-5.79%	-3.57%	-6.38%	-17.89%	-14.34%	
	医疗仪器及器械	-5.36%	7.31%	12.67%	6.16%	-2.04%	-7.52%	5.31%	-7.13%	-11.70%	-8.55%	
金属	未锻轧铝及铝材	-5.39%	-2.85%	2.55%	-4.23%	-3.02%	-17.81%	-19.00%	-24.83%	-37.51%	-35.43%	
	未锻轧铜及铜材	-32.73%	-27.75%	4.99%	10.58%	17.16%	14.48%	11.17%	7.95%	-5.70%	-6.63%	
	钢材	-2.74%	-17.38%	-14.64%	-13.39%	-11.72%	-7.12%	-5.91%	-30.59%	-40.88%	-42.75%	

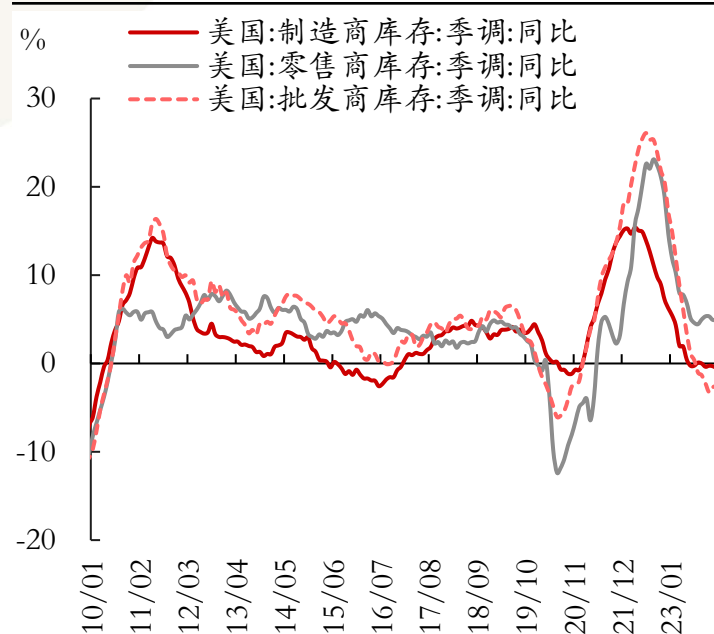
资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

# 外需：二季度外需仍值得期待

## ➤ 出口超预期走强或来自美国的补库和地产的回暖，二季度外需仍值得期待

- **美国的补库：**在经历了一年的去库周期后，去年四季度美国制造商、批发商和零售商库存在同比增速触底反弹，外需的增量或有持续性。
- **美国地产周期边际回暖：**低基数叠加抵押贷款利率小幅下行，美国二手房销量同比增速反弹，刺激美国家电进口需求。若美联储开启降息周期，美国地产数据以及中国相关产品的出口仍值得期待。

图表：美国库存周期或见底



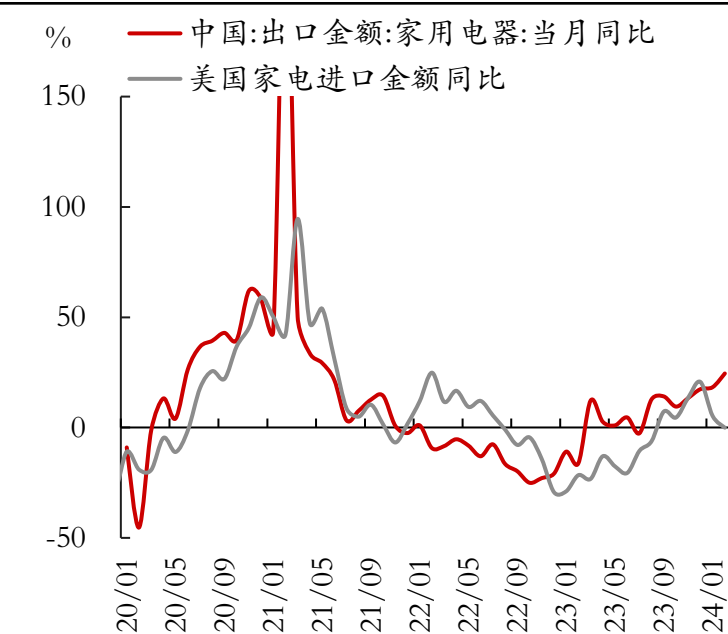
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表：美国地产销售逐步修复



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表：美国家电进口增速震荡上行

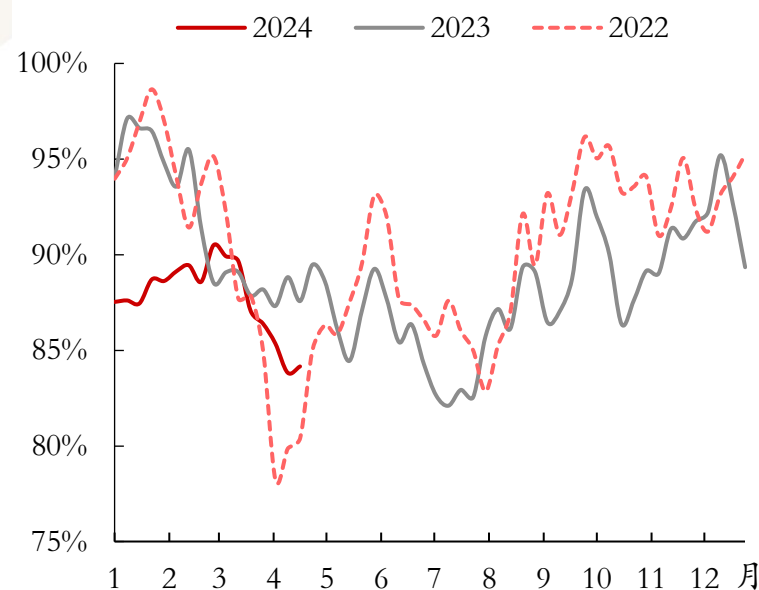


资料来源：Wind，Bloomberg，东证衍生品研究院

# 二季度国内PE供应压力环比降低

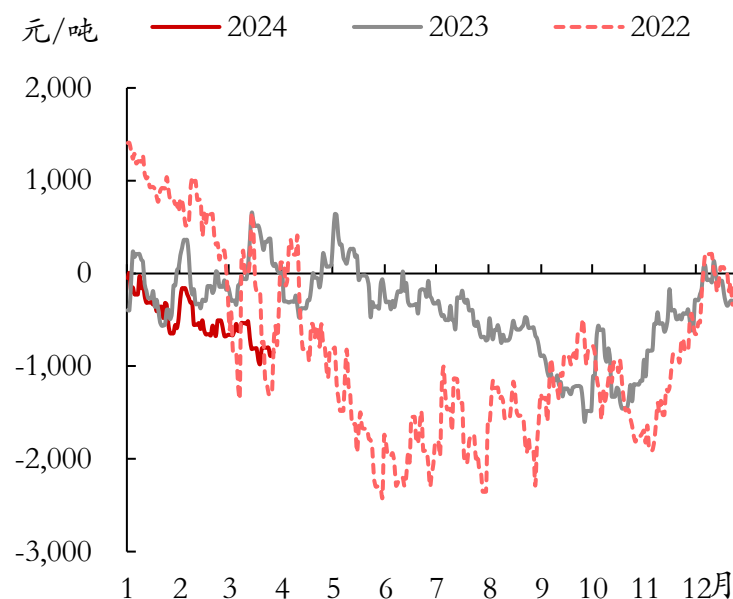
- **二季度初国内PE计划检修量较高，原油的偏强或也将在中期减轻国内供应的压力**
  - 4月计划检修量较高：4月下旬前煤化工和油化工的计划检修较为集中，加之潜在的意外停车，短期供应压力将明显下滑。
  - 油制PE的利润与开工率的关联度有所增强：从去年冬天，油制PE便未呈现季节性的高开工，或是两油体系对聚合利润的考核有所增加；
  - 二季度偏强的原油或减轻国内供应的压力：二季度原油需求将逐渐转入旺季，欧美裂解价差维持强势，对油价仍然提供支撑。成本端的偏强或抑制国内油制PE开工的上行。

图表：4月下旬之前国内PE计划检修较多



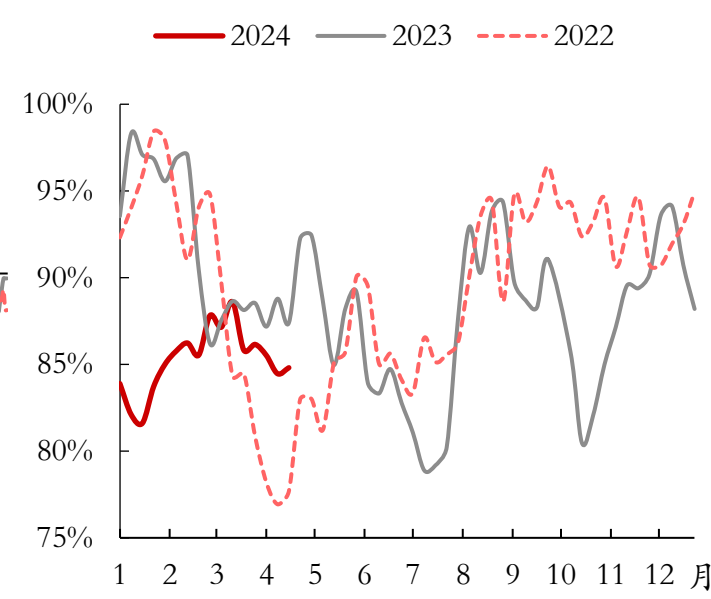
资料来源：隆众资讯，卓创资讯，东证衍生品研究院

图表：一季度油制PE利润逐步下滑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表：一季度油制PE未呈现出季节性的高开工



资料来源：Wind，东证衍生品研究院



## 二季度国内PE供应压力环比降低

- 二季度国内PE无新增产能，09合约上新增产能压力整体较低：
- 中石化天津南港已中交，预计6月底试车，但实际裂解装置开车或要等到三季度；
  - 裕龙石化裂解装置推迟至9月开车；

图表：2024年中国PE拟投放产能（单位：万吨/年）

企业名称	HDPE	全密度	LDPE/EVA	工艺	投产时间
宁夏宝丰三期			25	煤制	2024年2月已试车
中石化天津南港	50	30		油制	预计2024年6月底试车
万华化学			25	油制	预计2024年9月
裕龙石化一期	30	50		油制	预计2024年9月
裕龙石化二期	45	50		油制	推迟到2025年初
合计	80	80	50		

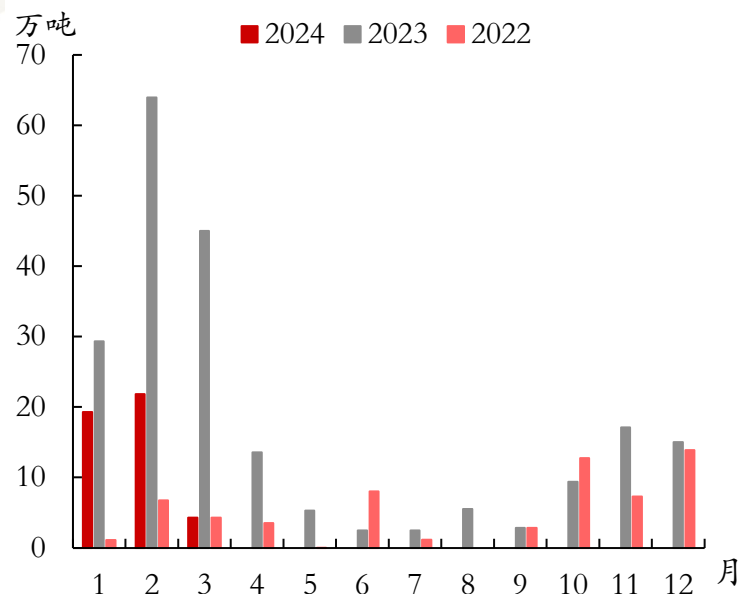
资料来源：隆众资讯，卓创资讯，东证衍生品研究院

# 二季度PE进口量将环比回升

## ➤ 中东装置检修结束、欧洲供需回归平衡，二季度中国PE进口量环比回升：

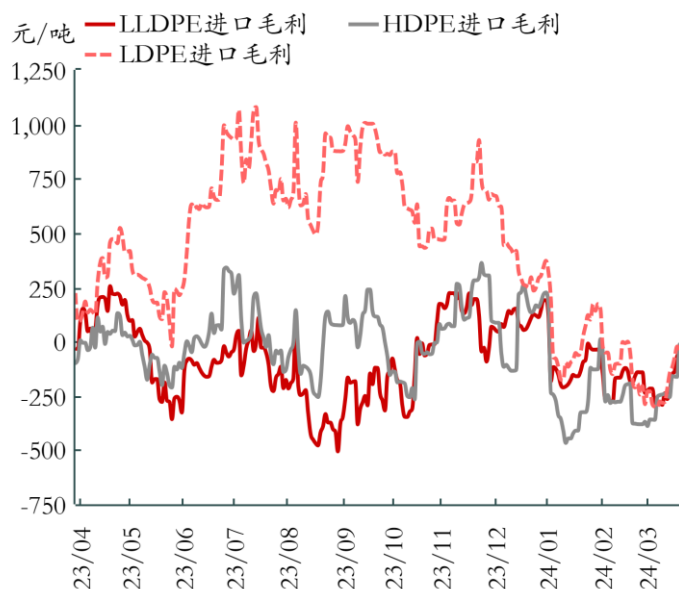
- **中东PE装置在3月回归，对中国报价开始增加：**中东PE装置从去年四季度开始集中检修，导致一季度中国PE进口量环比下滑。3月中东装置PE检修已结束，海外报盘已有所增加。不过目前中国依然是全球价格洼地，中东及北美依然会优先选择增加向欧洲、南美、印度及东南亚地区的供应。
- **随着欧洲PE供需趋向平衡，二季度美国对中国的出口量将提升：**一季度红海危机扰乱了欧洲PE进口节奏，欧洲价格突然走强，一方面导致美国PE对欧洲的青睐度增加，降低了对中国的出口量；另一方面，欧洲PE生产利润大幅上涨，当地PE生产商开始提负。随着航运供应链重新配置以及当地供应的增加，二季度欧洲PE供需将趋向于平衡，美国对中国PE的出口量将提升。
- **美国和中东带来的进口压力将体现在三季度上：**1-3月进口窗口大部分时间处于关闭状态，4-5月中国PE进口压力不会太高。

图表：3月中东PE检修量逐渐降低



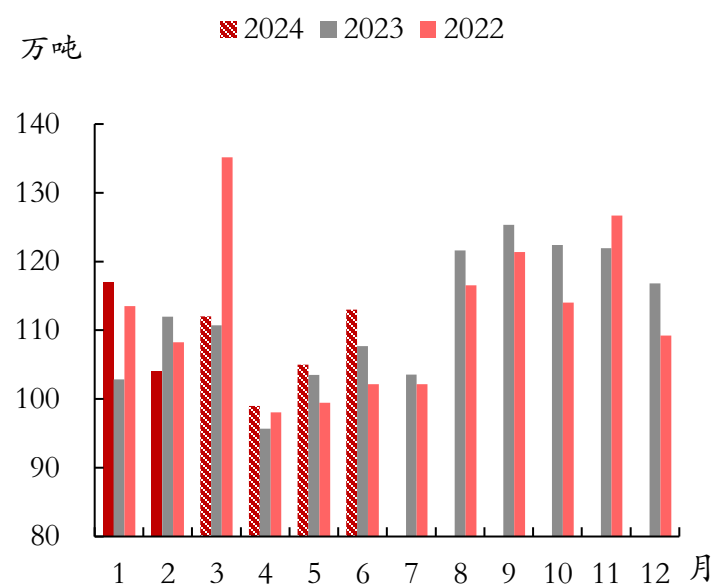
资料来源：隆众资讯，卓创资讯，东证衍生品研究院

图表：一季度PE进口窗口大部分时间处于关闭



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表：二季度中国PE进口量将逐步回升



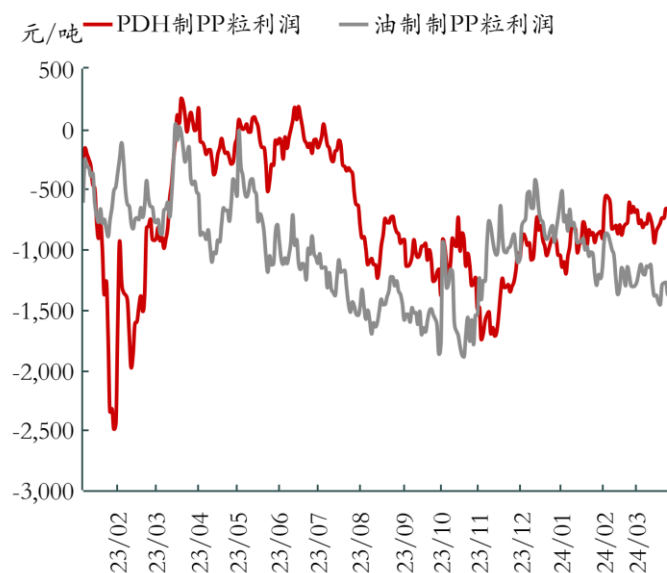
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 二季度PP存量供应压力或不大，边际变量在于PDH开工

### ➤ 4月中国PP计划检修量较大，5-6月的供应的边际变量将取决于PDH开工

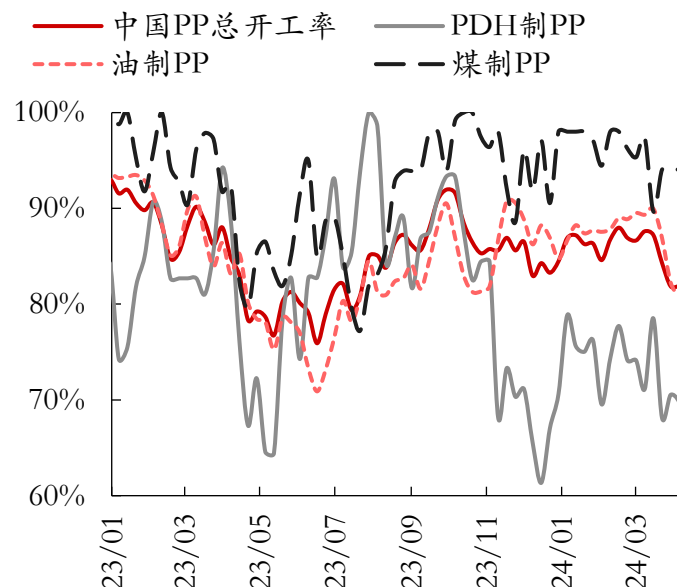
- 4月PP供应压力将明显下滑：4月下旬前煤化工和油化工的计划检修较为集中，在低利润下4月PDH也无集体回归的意愿；
- 油制PP的开工与利润的敏感度有所增强：与PE相同，低利润下油制PP在一季度也未表现出季节性的高开工。二季度偏强的原油或仍将抑油制PP开工。
- 5-6月PP供应将取决于PDH的开工：去年四季度PDH集中投产后，PDH开工的季节性便被打破，一直维持着较低的开工率。二季度丙烷价格一方面取决于原油的走势，另一方取决于中国PDH能拉动多少美国和中东丙烷的进口需求。在原油偏强和PP产能已经过剩的情况下，我们认为二季度中国PDH的开工率仍难有季节性的回升。

图表：油制PP和PDH制PP仍处于亏损中



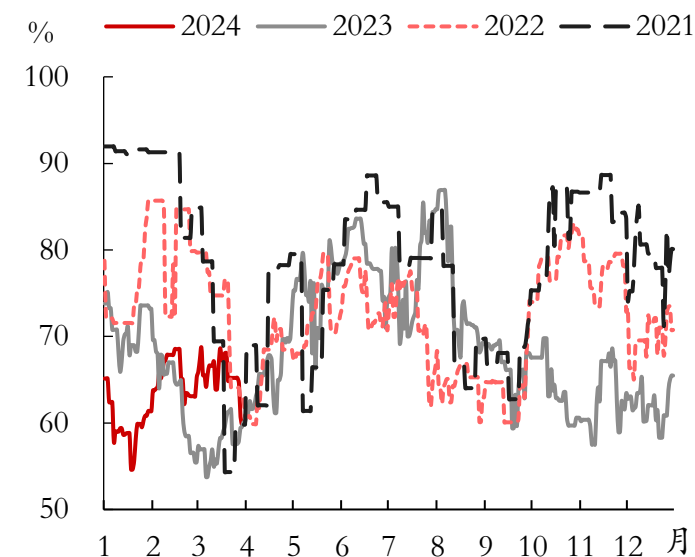
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表：4月中国PP计划检修较多



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，东证衍生品研究院

图表：中国PDH装置开工率



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

## 二季度PP新增投产可能不及预期

- 在低利润下，二季度PP产能到产量的兑现可能较为缓慢：
- 二季度中国仍有195万吨/年的PP产能有待投产，全部为对利润敏感的PDH装置，PP产能的过剩很难给到PDH利润，实际投产或不及预期。

图表：2024年中国PP粒料拟投放产能（单位：万吨/年）

企业名称	PP	工艺	投产时间
广州揭阳石化	20	油制	2023年12月已投产
惠州立拓	30	外采丙烯	2024年1月已投产
安徽天大	15	外采丙烯	2024年3月已投产
福建中景石化	60	PDH	2024年3月正在试车
青岛金能二期一线	45	PDH	预计2024年4月
泉州国乔	45	PDH	预计2024年5月
青岛金能二期二线	45	PDH	预计2024年6月
天津石化	35	油制	预计2024年7月
利华益维远	20	PDH	预计2024年三季度
山东裕龙石化	30	油制	预计2024年10月
山东裕龙石化	40	油制	预计2024年11月
山东裕龙石化	40	油制	预计2024年12月
合计	425		

资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

## 总结：最悲观时刻已过

### ➤ 总结：

- **一季度市场或对实际需求过度悲观：**无论从统计局的中观数据还是聚烯烃自身的表需来看，需求增长仍较为健康，下游集体反映的需求偏弱或来自行业竞争压力的增大。
- **二季度需求端仍值得期待：**5-9月差的企稳反弹或代表了市场充分交易了弱需求的逻辑。从实际角度出发，近年来电商的出现削弱了“金三银四、金九银十”带来的需求波动，而外需的强劲将给二季度聚烯烃需求的增长带来额外的动力。在下游低库存下，“以旧换新”等政策的发力将逐渐激发补库的需求，二季度需求仍值得期待。
- **二季度供应环比或有所降低：**近端来看，4月下旬前煤化工和油化工的计划检修较为集中，加之潜在的意外停车和PDH较低的回归意愿，短期供应压力将明显下滑。在两油对聚合利润开始敏感下，原油的偏强或在中长期抑制国内油制聚烯烃的开工率，PDH开工也难有季节性的回归。二季度PE的供应的边际增量来源于进口，但美国和中东带来的进口压力将体现在三季度上；二季度PP的新增产能全部为对利润敏感的PDH装置，PP产能的过剩很难给到PDH利润，实际投产或不及预期。

- **单边偏多：**从供需层面来看，我们认为最悲观的时刻已过，上游库存已下滑至往年的平均水平。随着二季度供需格局的改善，我们对PP和L以偏多看待。

### ➤ 套利：

- **跨期套利：**随着基本面的改善以及政策端的逐渐发力，关注5-9月差和9-1月差的走强；
- **跨品种套利：**09合约上甲醇进口量较高，MTO利润偏扩，关注PP-3MA的走阔。L-P价差或逢高做缩，一方面地膜需求量的降低将使得PE标品的需求环比走弱，另一方面进口将给PE带来较大的供应弹性。



## 分析师承诺

孙诗白

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。