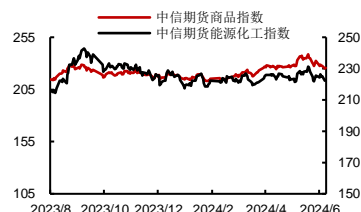


## 新增供给、海外宏观与地产改善程度或是下半年关注重点，聚烯烃谨慎承压

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

2024 年二季度，聚烯烃期价中枢上移，原油与宏观先后支撑价格走强。展望下半年，我们认为新增供给、海外宏观与地产改善程度或是下半年关注重点，整体压力或较二季度有增，聚烯烃暂持谨慎承压观点。



### 摘要：

#### 二季度回顾：原油与宏观先后催化下的震荡上行

回顾 2024 年二季度，与我们在 3 月发布的《原料端支撑叠加宏观改善预期，二季度聚烯烃中枢或小幅上移——2024 年二季度策略报告》中的判断较为一致，原油在 4 月、宏观端在 5 月对于期价形成较为明显的支撑，聚烯烃震荡上行。

#### 供给端下半年压力或有提升，炼厂利润或较目前走缩

下半年新增产能压力较二季度为大，L 预计有约 350 万吨产能待上，PP 预计有约 600 万吨产能待上，裕龙、宝丰仍是关注重点。此外，二季度有所修复的炼厂利润我们认为下半年仍偏走缩。

#### 宏观端上，下半年重点或是海外大选影响

宏观端下半年关注点或在海外，美国大选以及美联储实际降息节奏会阶段性影响市场风险偏好。考虑目前二位美国总统候选人释放信息仍偏压制，9-11 月期间盘面或存阶段性避险交易可能。

#### 需求端地产金九银十改善情况或是关注重点

相比于二季度交易地产政策预期与政策落地消息反馈较多。下半年地产端方面或更关注实际的改善程度，若实际改善力度不及预期，则盘面或存一定对于二季度涨幅的兑现交易可能。

### 策略推荐：

- 09 合约谨慎高空，9-1 月差谨慎偏扩；
- L-P 价差或偏震荡，趋势性或较二季度为弱

### 风险提示：

- 多头风险：油价回调，海外宏观承压，下游需求不及预期；
- 空头风险：油价上行，政策刺激需求复苏超预期

### 化工组研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

杨晓宇  
从业资格号：F03086737  
投资咨询号：Z0020561

张紫南  
从业资格号：F03097101  
投资咨询号：Z0020714

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

摘要： ..... 1

一、 二季度回顾：原油与宏观先后推动期价上行..... 4

二、 供给端下半年压力或有提升，炼厂利润或较目前走缩..... 5

    （一） 二季度 PP 新增投产释放，产量增速明显..... 5

    （二） 五月炼厂利润修复明显，但或难有持续性..... 6

    （三） 供给端下半年压力提升，裕龙与宝丰为关注重点..... 8

    （四） 整体去看，供给端压力或将在下半年部分时间点阶段性主导行情..... 9

三、 宏观端下半年或由支撑阶段性转向压制，压力或主要来自于海外..... 10

    （一） 二季度的宏观端支撑主要在国内特别国债与地产修复预期、海外降息预期上..... 10

    （二） 下半年海外宏观端不确定性较高，美国大选或阶段性扰动市场风偏..... 11

四、 原料端下半年影响或呈边际减弱态势..... 12

    （一） 原油仍有减产支撑，但对聚烯烃驱动力度或边际减弱..... 12

    （二） 煤炭端下半年支撑或有限..... 12

    （三） 天然气方面驱动暂偏有限..... 12

五、 需求端下半年着重关注地产端金九银十修复情况..... 13

    （一） 二季度需求端改善不明显..... 13

    （二） 下半年进入季节性旺季，关注地产端反馈..... 14

    （三） 电商与旅游下沉市场或仍有一定增量..... 15

六、 进出口格局已在转弱，国内偏高库存仍是压力..... 16

    （一） 二季度进出口格局较一季度已有转弱..... 16

    （二） 国内上中游库存仍偏高位，去化进度仍偏缓慢..... 18

七、 总结：新增供给、海外宏观与地产改善程度或是下半年关注重点，聚烯烃谨慎承压..... 19

免责声明..... 20

表目录

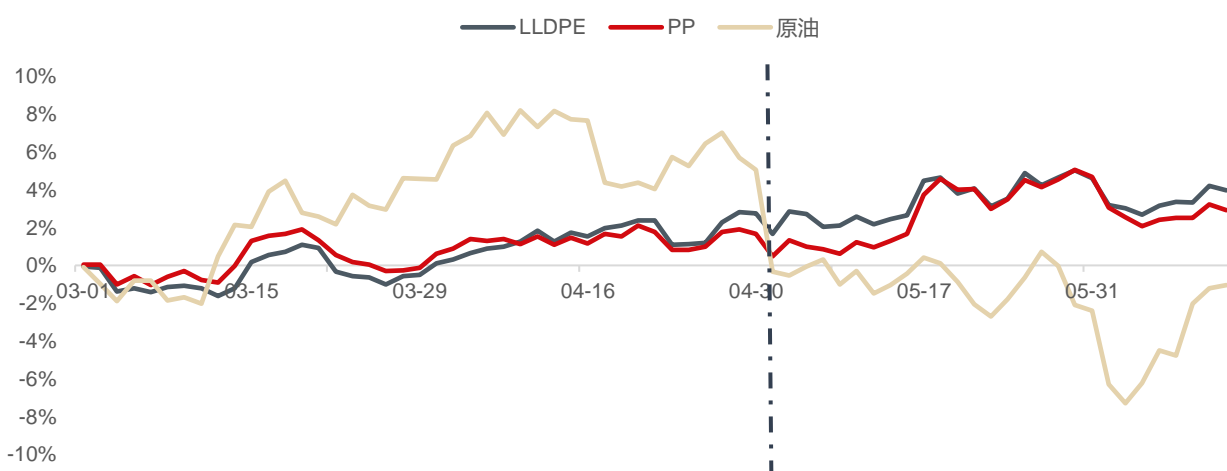
图表 1: 五一前后价格主导逻辑变化明显 .....	4
图表 2: 整体商品市场二季度氛围偏暖 .....	5
图表 3: PP 月产量在检修季期间仍然偏高 .....	6
图表 4: PP 月产量同比偏高增速 .....	6
图表 5: 油制利润单独测算修复 .....	6
图表 6: 石脑油裂解开工率 .....	6
图表 7: CTO 利润延续良好 .....	7
图表 8: MTO 利润 5 月中下旬有所修复 .....	7
图表 9: 乙烷制利润稳定 .....	7
图表 10: PDH 利润修复力度相对较弱 .....	7
图表 11: PE 下半年存较多新增 .....	8
图表 13: PP 下半年新增压力较大 .....	8
图表 13: PE 二季度检修季偏高检修 .....	9
图表 14: PP 近期检修已有回归 .....	9
图表 15: PE 下半年检修量减少 .....	9
图表 16: PP 下半年检修量亦有降低 .....	9
图表 17: 油制单独测算利润仍偏承压 .....	10
图表 18: MTO 利润低位 .....	10
图表 19: 目前共和党暂时领先 .....	11
图表 20: 部分政策纲领回顾 .....	11
图表 21: 煤炭环渤海港口库存偏累 .....	13
图表 22: 拉尼娜效应概率提升 .....	13
图表 23: PE 下游农膜开工二季度季节性淡季 .....	14
图表 24: PP 下游塑编开工二季度偏稳 .....	14
图表 25: PE 下游农膜开工二季度季节性淡季 .....	14
图表 26: PP 下游塑编开工二季度偏稳 .....	14
图表 27: 居民对于地产态度仍偏谨慎 .....	15
图表 28: 库存去化压力仍存 .....	15
图表 29: 快递业务量延续高增 .....	16
图表 30: 居民假期旅游数据仍偏改善 .....	16
图表 31: PE 进口利润二季度偏高（盘面测算） .....	16
图表 32: PP 进口利润延续偏低（盘面测算） .....	16
图表 33: PE 出口前四月偏稳 .....	17
图表 34: PP 出口前四月偏高增速 .....	17
图表 35: PE 4 月进口同比有增 .....	17
图表 36: PP 4 月进口同比亦有抬升 .....	17
图表 37: PE 两油库存缓慢去化 .....	18
图表 38: PE 社会库存仍偏高位 .....	18
图表 39: PP 两油库存亦处相对高位 .....	18
图表 40: PP 贸易商库存仍偏高位 .....	18

## 一、 二季度回顾：原油与宏观先后推动期价上行

回顾 2024 年二季度，与我们在 3 月发布的《原料端支撑叠加宏观改善预期，二季度聚烯烃中枢或小幅上移——2024 年二季度策略报告》中的判断基本一致，原油在 4 月、宏观端在 5 月均对于聚烯烃期价形成了较为明显的支撑，聚烯烃震荡上行，PE 从 8200 上行至最高 8700+，PP 从 7500 上行至最高 7900+，L-P 价差从 700 上行至最高 900+。

其中五一假期为重要节点，盘面主导逻辑在五一前后有明显转变。

图表 1：五一前后价格主导逻辑变化明显



资料来源：wind、中信期货研究所

具体去看，以聚烯烃与原油价格相比于 2 月底的涨幅制图如上，可以看出：

### 1. 五月前原油估值支撑明显

在 3 月-4 月间，原油表现强势，巴以冲突叠加减产消息驱动仍为明显，油价大幅上行。考虑聚烯烃自身低估值，因此受油价带动出现一定跟涨，但由于其自身基本面压力仍大，因此涨幅明显落后于原油。

### 2. 以五一为节点，盘面逻辑转向国内宏观

五一期间油价大幅回落，但聚烯烃期价在节后首个交易日 5 月 6 日大幅低开后，5 月 7 日便有明显反弹修复。

背后的主要驱动来自于国内宏观端的政策预期：五一节前，市场即有地产放松限购传闻，随后节中南京与西安坐实放松，节后杭州、深圳、上海等地先后跟进，加以政府收购存量房转保障房消息刺激，持续疲软近三年的地产预期端在短期内高频率、高规格的消息刺激下出现大幅修正。

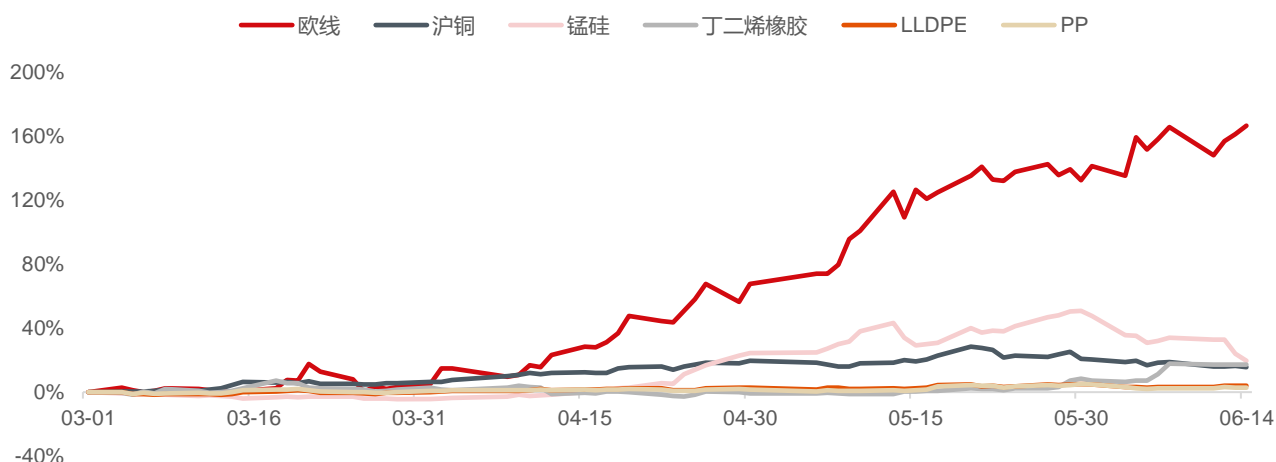
此外，由于二季度交易的主力合约是 09 远月，聚烯烃自身现实端压

力暂未在盘面明显反映，部分资金在这一时间点上博弈今年金九银十的远月地产修复逻辑具有一定合理性，市场存一定接受度。

### 3. 商品市场整体氛围偏暖亦对期价有助力

回看二季度，整体商品市场氛围偏暖，多个品种出现阶段性的大幅上行行情，其中欧线、沪铜、锰硅、丁二烯橡胶等在不同阶段均有较为亮眼表现。大幅上行的龙头品种对于整体商品市场的风险偏好提升作用较为显著，从而阶段性间接支撑了聚烯烃品种的盘面多头情绪。

图表 2：整体商品市场二季度氛围偏暖



资料来源：wind、中信期货研究所

因此整体去看，二季度期价运行情况基本符合我们此前发布报告中的预判，展望下半年，我们观点如下：

## 二、供给端下半年压力或有提升，炼厂利润或较目前走缩

### （一）二季度 PP 新增投产释放，产量增速明显

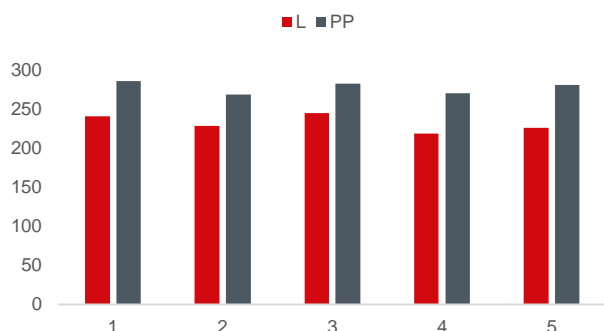
二季度新增投产主要在 PP 端，金能一线 45 万吨、泉州国亨 45 万吨、中景二期二线 60 万吨合计近 150 万吨产能上线。

新产能的提升对应到基本上是 PP 单月产量在二季度检修季仍在增加，相比之下二季度暂无新产能投放的 L 则有明显减量。

同时与去年同期相比，L 二季度月产量有小幅减量，但 PP 为明显正增长，这导致目前 L 前五月总产量微增的情况下，PP 已有近 10%增幅：

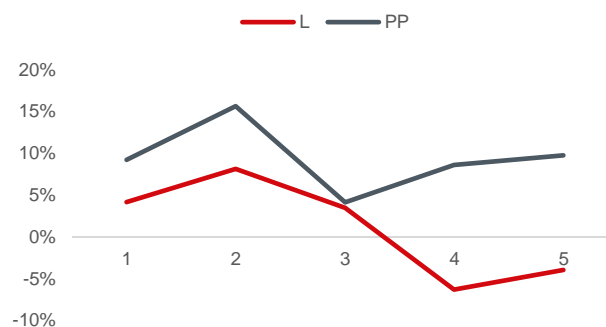
1-5 月，L 产量约 1158 万吨，PP 约 1387 万吨，相比于 2023 年同期的 L1147 万吨与 PP 的 1269 万吨，L 增速为 0.96%，PP 为 9.3%

图表 3：PP 月产量在检修季期间仍然偏高



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 4：PP 月产量同比偏高增速



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

分月份去看，PE 1-5 月产量增速分别为：1 月 4%，2 月 8%，3 月 3.5%，4 月-6%，5 月-3.9%；

PP 1-5 月产量增速分别为：1 月 9%，2 月 15.6%，3 月 4%，4 月 8.6%，5 月 9.7%。

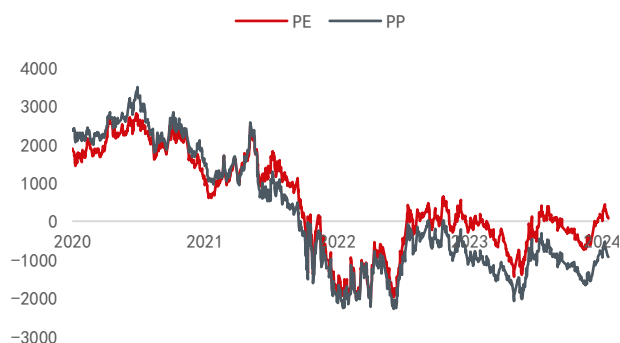
因此无论是与 2023 年同期相比还是 L 与 PP 之间相比，新产能的压力仍在持续释放。

## （二）五月炼厂利润修复明显，但或难有持续性

但正如本文第一部分中所述，由于原油和宏观主导了二季度聚烯烃的价格反弹，且二季度交易 09 远月合约，因此尽管新产能持续释放，但基本面压力并未在二季度充分反映在价格上，我们看到炼厂利润随着产能与产量提升反而有了明显修复。

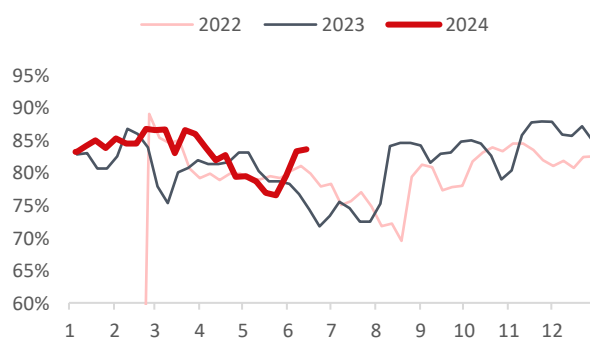
其中油制炼厂的利润修复在 5 月期间，宏观支撑与原油价格背离下更为明显：其中 PE 单独测算利润从 3 月附近的 -500 元/吨修复至 5 月下旬的 +100 元/吨，PP 单独测算利润从 3 月附近的 -1500 元/吨修复至 5

图表 5：油制利润单独测算修复



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 6：石脑油裂解开工率



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

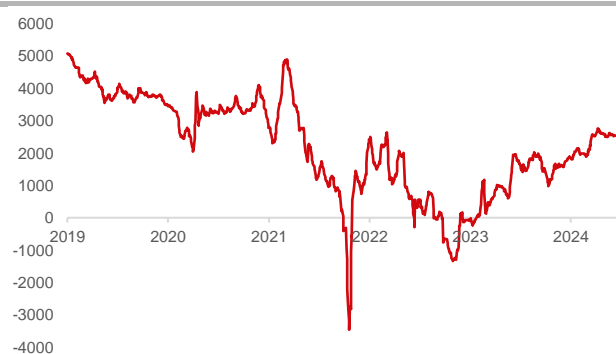


月下旬的 -800 元/吨。

而观察对于聚烯烃单独测算利润更为敏感的石脑油裂解装置开工率，可以看到今年 5 月-6 月区间出现了明显逆季节性的开工率提升，这一现象部分原因是利润修复下的结果。

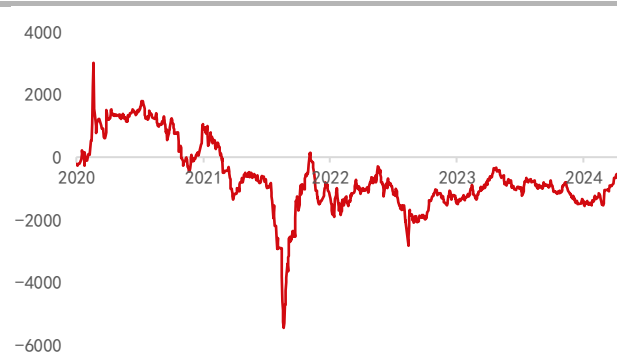
观察其他生产路径的利润情况，5 月期间煤制、乙烷制、PDH 制亦均有不同程度的利润修复：

图表 7：CTO 利润延续良好



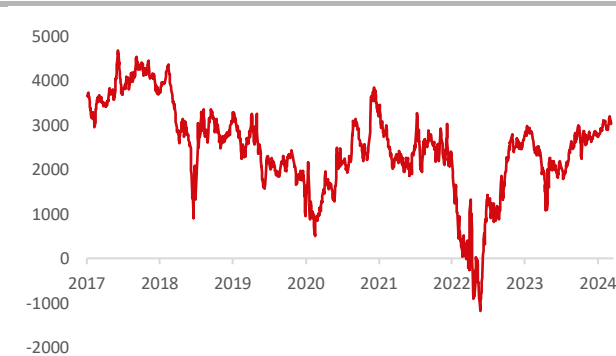
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 8：MTO 利润 5 月中下旬有所修复



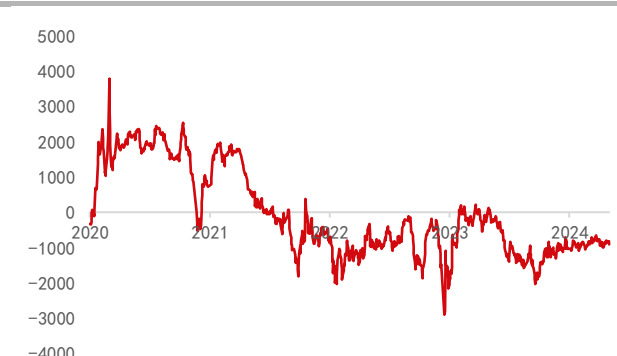
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 9：乙烷制利润稳定



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 10：PDH 利润修复力度相对较弱



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

但我们认为 5 月的炼厂利润修复或难有较强持续性，乃至下半年炼厂利润或仍大概率偏收窄：

1. 类似的宏观主导盘面且与原油背离现象下半年或难再度出现，5 月这一现象出现的背后是多重因素的共振叠加：地产端的政策持续释放+商品市场情绪较好+09 远月合约博弈空间较大。但下半年以上共振现象或难再发生。
2. 下半年新增产能压力仍存，目前的炼厂利润情况会抬升新产能上线预期，同时会影响部分此前延后上马装置延后意愿程度。

（三）供给端下半年压力提升，裕龙与宝丰为关注重点

下半年新增产能压力较大，L 预计有约 350 万吨产能待上，PP 预计有约 600 万吨产能待上，其中除了我们在此前年度策略报告以及二季度策略报告中作为重点的裕龙石化外，宝丰内蒙预计投产时间快于此前预期。

这两套重点装置目前基本情况更新如下：

宝丰进度相对更为明确，根据公告以及近期投资者互动消息，其“260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目（一期）”，包括 3×220 万吨/年甲醇、3×100 万吨/年甲醇制烯烃、3×50 万吨/年聚丙烯、3×55 万吨/年聚乙烯等装置，预计 2024 年 10 月建成投产，目前项目进度符合计划。

裕龙进度目前已临近中交，仍有较大概率四季度上马。

因此整体去看，我们认为下半年 10 月-11 月附近现货端压力提升概率较大，对于 2409 合约的预期面以及 2501 合约的现货基本面或存较大压制。

图表 11：PE 下半年存较多新增

装置名	类型	产能	时间
中石化天津	低压	50	2024 年 7 月
中石化天津	全密度	30	2024 年 7 月
万华化学	高压	25	2024 年 10 月
裕龙石化	低压	30	2024 年 12 月
裕龙石化	全密度	50	2024 年 12 月
宝丰	全密度	55	2024 年底
宝丰	全密度	55	2024 年底
宝丰	全密度	55	2024 年底

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 12：PP 下半年新增压力较大

装置名	产能	时间
中石化天津	35	2024 年 7 月
利华益维远	20	2024 年 7 月
金能	45	2024 年 9 月
东华能源	80	2024 年底
美孚惠州	95.5	2024 年底
裕龙石化	120	2024 年底
裕龙石化	70	2024 年底
镇海炼化	50	2024 年底
宝丰	50	2024 年底
宝丰	50	2024 年底
宝丰	50	2024 年底

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所



（四）整体去看，供给端压力或将在下半年部分时间点阶段性主导行情  
相比于上半年聚烯烃行情由原油与宏观端在多数时间中形成主导，我们认为下半年供给端压力或将有机会在部分时间点中阶段性成为影响盘面的主要驱动。

总结本章节中前三部分中所述，这种阶段性的主要驱动主要形成于：

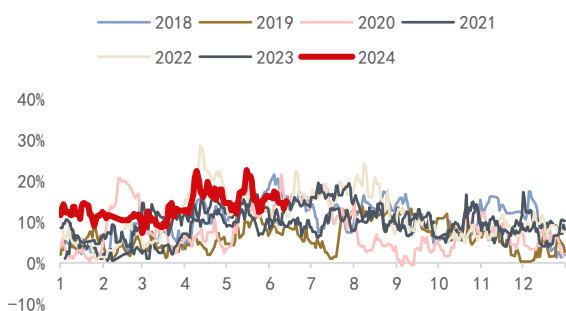
1. 下半年新增供给压力较上半年更大

PE 2024 年新增产能均集中在下半年，PP 下半年新增产能预计是上半年新增的 2-3 倍。

2. 炼厂利润修复后的已有供给抬升压力在检修回归后或更显著

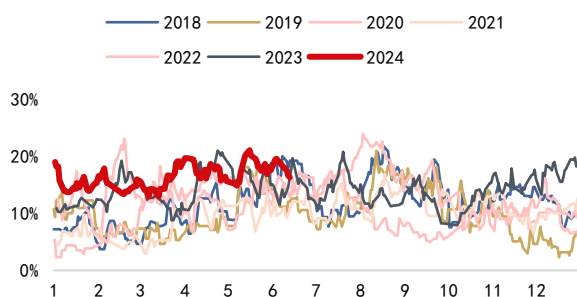
5-6 月为传统炼厂检修季，本身存在供需双弱的现象，因此炼厂利润修复对于聚烯烃基本面的压制效果并不显著，但随着下半年检修季逐步淡去，我们认为这种压制效果或将凸显。

图表 13：PE 二季度检修季偏高检修



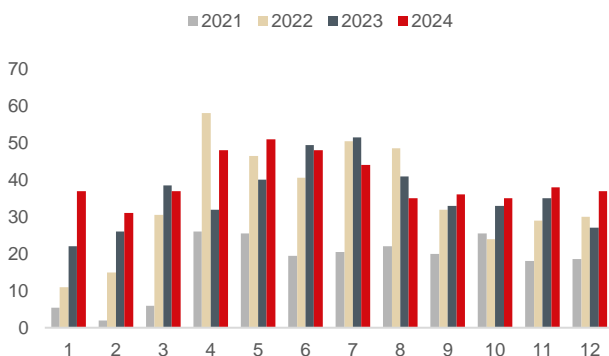
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 14：PP 近期检修已有回归



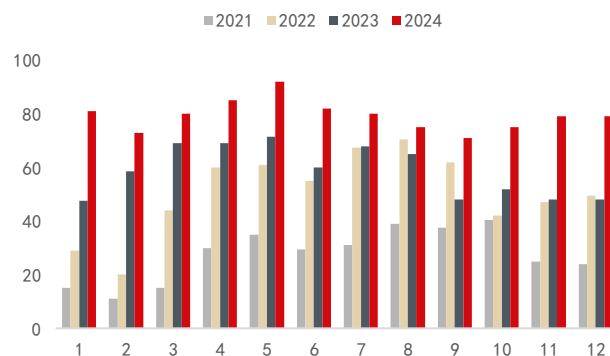
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 15：PE 下半年检修量减少



资料来源：中信期货研究所

图表 16：PP 下半年检修量亦有降低



资料来源：中信期货研究所

3. 09 合约下半年交易聚烯烃自身现实基本面概率更高

正如本文第一章中所述，09 合约在 4-6 月间为远月合约，交易预期影响较为合理，但下半年随 09 合约逐步转为近月合约，现实端压力会更多反映在期价上。

因此整体去看，我们认为下半年供给端压力有更大概率会在部分时间节点阶段性主导盘面波动，这里所述的部分时间节点，我们观点如下：

考虑宝丰与裕龙存一定概率在 10 月-11 月上马，相对明确的时间表或在 8-9 月附近，因此盘面或在 8-9 月间即会开始逐步反映新产能预期，叠加 09 合约届时即将进入交割月，现实端压力或将被更容易注意到，因此我们认为 8-9 月间或将是供给端压力在盘面形成阶段性主导的时间点。

### 三、宏观端下半年或由支撑阶段性转向压制，压力或主要来自于海外

#### （一）二季度的宏观端支撑主要在国内特别国债与地产修复预期、海外降息预期上

正如本文第一章中所述，二季度宏观端支撑明显，这种支撑主要源于：1. 地产端的放松消息刺激；2. 特别国债的发行消息刺激。3. 海外降息预期。

图表 17：油制单独测算利润仍偏承压

时间	房贷利率政策
2014/9/30	首套不低于贷款基准利率的0.7倍
2019/8/25	首套房贷利率不低于LPR；二套房贷利率不低于LPR+60bp
2022/5/15	首套房贷利率不低于LPR-20bp
2022/9/29	符合条件的城市允许下调或取消首套房贷利率下限
2023/1/5	首套房贷利率动态调整机制建立
2023/8/31	二套房贷利率不低于LPR+20bp
2024/5/17	取消全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限

图表 18：MTO 利润低位

时间	最低首套首付比	最低二套首付比
1998年5月9日	30%	30%
1999年2月23日	20%	20%
2003年6月5日	20%	20%基础上适当提高
2006年5月24日	90平以下20%；90平及以上30%	30%
2007年9月27日	90平以下20%；90平及以上30%	40%
2008年10月22日	首付比例最低20%根据首套或非首套、自住或非自住、是否系普通住房等因素在下限以上区别确定。实际执行中灵活性非常大	
2009年6月19日	20%	40%
2010年1月7日	20%	40%
2010年4月17日	20%	90平以下40%；90平及以上50%
2010年9月29日	30%	50%
2011年1月26日	30%	60%
2013年2月26日	30%	部分城市上调至65-70%
2014年9月29日	30%	60%二套房认定标准改为“认贷不认房”
2015年3月30日	30%	40%
2015年9月30日	不限购城市25%	40%
2016年2月1日	不限购城市20%	30%
2023年8月31日	20%	30%
2024年5月17日	15%	25%

资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

具体去看：

5 月 13 日，财政部办公厅发布通知，明确 2024 年超长期特别国债发行，对聚烯烃形成一定影响：

1. 根据 4 月 17 日发改委发布会信息，超长期特别国债重点聚焦六个方面重点任务：加快高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等。其中与聚烯烃相关度较高的集中在城乡发展、区域协调发展以及美丽中国建设相关的基础设施建设方面。

2. PP 下游塑编管材需求与基建相关度较高，PE 下游亦有部分管材需求，超长期特别国债的发行会在较长期的时间范围内对于聚烯烃需求形

成一定托底作用。

地产端上，本轮地产政策宽松潮主要落在四个重点方向：首付比突破历史下限；取消全国房贷利率政策下限；设立保障性住房再贷款；二线城市集中取消限购。

从出台的密度及政策的力度均创下本轮地产下行期之最，其中全国首次的政府收储存量房政策显著提振市场预期。

海外端上，美联储 6 月议息会议如期暂停加息，点阵图下调 2024 年降息预测次数。FOMC 声明表述仅有一处重大变化，即通胀方面由 3 月会议的“缺乏进展”变为了“适度的进一步进展”。核心商品与服务带动 5 月 CPI 增速降温，未来通胀有望继续回落。

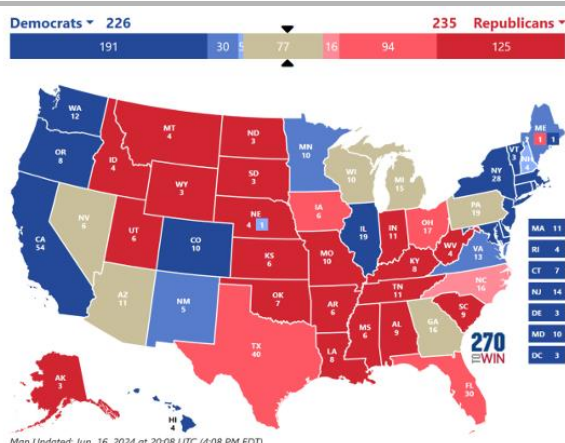
**（二）下半年海外宏观端不确定性较高，美国大选或阶段性扰动市场风偏**  
相比于二季度宏观端支撑国内外均有且国内地产与特别国债提振更为明显，下半年美国大选扰动的海外部分或将阶段性显著影响市场风险偏好，具体去看：

拜登和特朗普在不同政策上的倾向有所不同，特朗普保护主义倾向更明显。能源方面，拜登优先考虑风能、太阳能和电力等可再生能源；而特朗普优先考虑扩大化石燃料生产，包括石油、天然气和煤炭。

经济政策方面，此前拜登政府推动了大规模的经济刺激和基础设施支出计划，以提高美国的工业产出；特朗普的计划是进一步全面减税，可能将企业税率从目前的 21%降至 15%。

贸易方面，拜登采用“关税+补贴”等组合拳，维护美国利益；特

图表 19：目前共和党暂时领先



资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

图表 20：部分政策纲领回顾

拜登任期	拜登 2.0
推行绿色新政	延续或加码当前电动车及配套设施补贴政策
限制外部（关税等）	加强盟友战略，对华贸易政策收紧
扶植本土（补贴等）	重视清洁能源投资与建设
特朗普任期	特朗普 2.0
无差别实施关税战	取消汽车尾气排放限制法规
放宽燃油经济性标准	取消电动车税收优惠及充电设施建设补助计划
取消新能源车优惠政策	对外国汽车征收高额关税，严格收紧对华政策
扶持传统能源	限制 ESG 投资，取消绿色新政

资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

朗普通过加征关税等贸易摩擦缩小美国贸易逆差，相对拜登而言，特朗普“孤立主义”色彩更为浓烈。

如果拜登再次当选，拜登可能会以“国家安全”为由，进一步打压中国的先进制造业，例如锂电池、太阳能电池、电动汽车、半导体等。但如果特朗普在大选中胜出（特朗普相比于拜登保护主义色彩更浓厚），则明年中美关系或将蒙上更大的不确定性。

特朗普曾表示，如果他当选，将对所有进口商品征收 10% 的关税，并对中国进口商品征收 60% 或更高的关税。若特朗普上台，则中美贸易关系恶化的风险或将更高。

因此整体去看，下半年市场风险偏好或将阶段性受海外端大选影响，我们认为在大选消息刺激较为密集的 9-11 月期间或表现较为突出。

## 四、原料端下半年影响或呈边际减弱态势

### （一）原油仍有减产支撑，但对聚烯烃驱动力度或边际减弱

目前油价仍有减产支撑，6 月 2 日欧佩克会议宣布将减产延长至 2025 年底，叠加三季度油品传统需求旺季，全球炼厂开工高峰有望拉动需求抬升，从中期视角看原油供需或仍偏良性，基本面估值有望修复。

但我们认为原油对聚烯烃的驱动力度下半年或边际减弱。回顾此前两次欧佩克减产，23 年 6 月以及 23 年 12 月，随后都对于聚烯烃期价形成一定上行带动作用，但对比 23 年 6-9 月的上行区间以及 24 年一季度的上行区间，可以看出带动效果已有转淡趋势。

同时正如本文第二部分中所述供给端压力抬升，我们认为聚烯烃自身基本面压力在下半年会较此前两个上行区间内提高，会进一步限制原油带动力度，此外也需要收窄目前聚烯烃与原油间价差表征的炼厂利润以平衡产能端压制效果。

### （二）煤炭端下半年支撑或有限

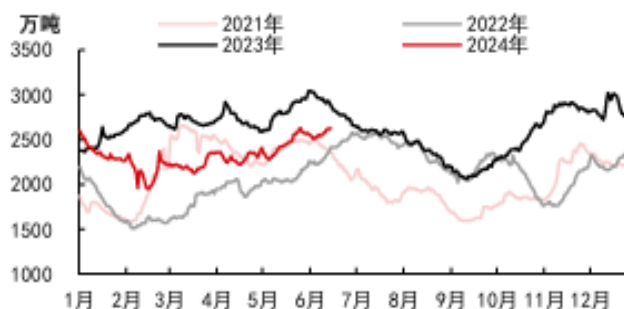
以当前库存状态、长协供应、夏季用电预判和来水情况判断，夏季煤炭不存在硬性缺口，供需基本平衡，现货煤价交易更多是边际供需变化、以及持货贸易商的预期。

同时考虑下半年拉尼娜或存一定影响，目前预计 6-8 月拉尼娜概率为 50%，7-9 月为 60%，8-11 月为 70%，拉尼娜效应下，夏季气温存一定走低可能，因此煤炭端支撑力度在下半年或亦偏有限。

### （三）天然气方面驱动暂偏有限

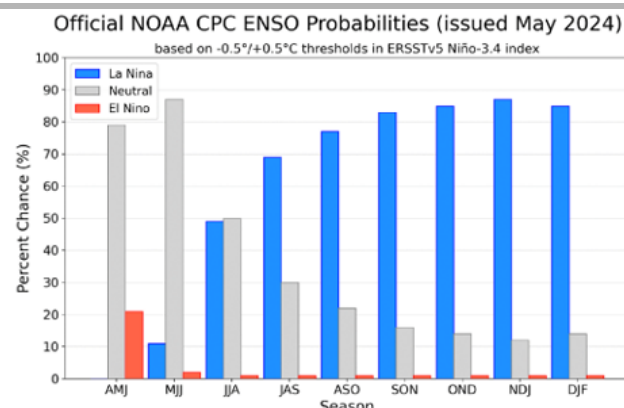
目前欧洲库存仍偏高，下游需求疲软，亚洲多地气温存回落预期 LNG 需求下滑导致欧洲资源边际放松，预计短期 TTF 继续窄幅承压；但供应端风险仍未完全落地，警惕超预期减量带来的上行风险。

图表 21：煤炭环渤海港口库存偏累



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 22：拉尼娜效应概率提升



资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

因此整体去看，下半年原料端波动或仍在原油上体现更为明显，但考虑油制装置利润在二季度已有修复的情况下，后续若油价受供给减量支撑上行，传导力度或仍较此前 23 年 6-9 月以及 24 年一季度为弱。

整体原料端我们暂持影响边际减弱观点。

## 五、需求端下半年着重关注地产端金九银十修复情况

### （一）二季度需求端改善不明显

从下游需求上看，二季度需求改善不显著：

#### 1. 观察下游二季度开工率：

农膜 4 月平均开工率 31.95%，较去年同期 29.87% 开工率提升 2.08%；5 月平均开工率 15.26%。

包装膜 4 月平均开工率 52.29%，较去年同期 55.75% 开工率下降 3.46%；5 月平均开工率 50.96%，较去年同期 53.62% 下降 2.66%。

塑编 4 月平均开工率 43.5%，较去年同期 42.7% 提升 0.8%；5 月平均开工率 42.48%，较去年同期 42.1% 提升 0.38%。

从整体开工率波动情况来看，二季度开工仍处于近 5 年相对偏低位置，并未出现明显改善。

#### 2. 观察下游表观消费数据：

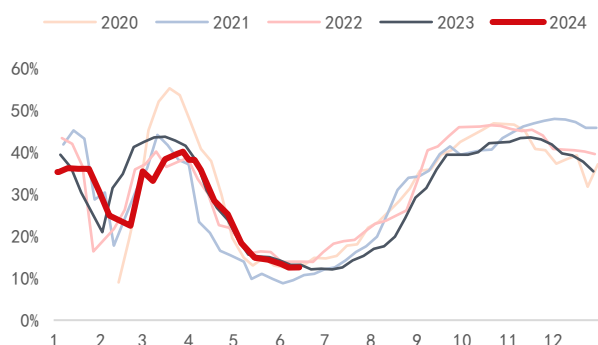
1-4 月 PE 表观消费量 1353 万吨，相比去年同期 1302 万吨增 3.9%。其中 1 月 352 万吨（同比增 7%），2 月 326 万吨（同比增 3.1%），3 月 356 万吨（同比增 5.9%），4 月 319 万吨（同比减 0.32%）。

1-4 月 PP 表观消费量 1132 万吨，相比去年同期 1108 万吨增 2.2%。其中 1 月 305 万吨（同比增 3.2%），2 月 275 万吨（同比增 5.3%），3 月



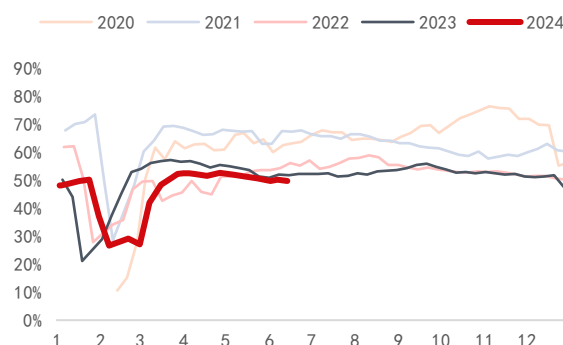
281 万吨（同比减 2.5%），4 月 269 万吨（同比增 2.2%）。

图表 23：PE 下游农膜开工二季度季节性淡季



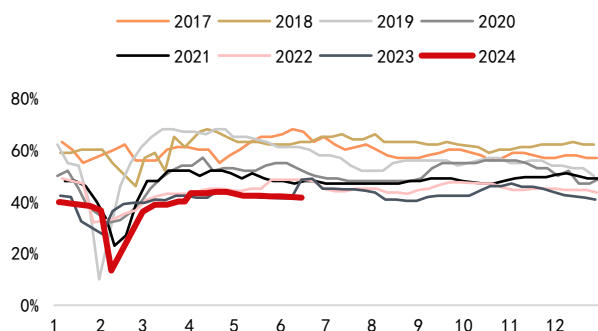
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 24：PP 下游塑编开工二季度偏稳



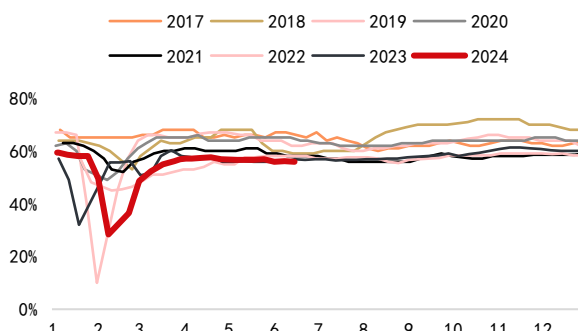
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 25：PE 下游农膜开工二季度季节性淡季



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 26：PP 下游塑编开工二季度偏稳



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

从表观消费数据上看，聚烯烃前 4 月需求同比去年存一定抬升，但二季度增速已有放缓态势。

同时，前三月由于进出口格局较好，一定程度上抬升了表观消费数据，但在二季度随着国内价格走高，出口窗口收窄，叠加海运运费大幅提升，因此我们认为 5 月、6 月进出口格局或已较前四月有所转弱，一定程度上会限制近期表观消费情况。

## （二）下半年进入季节性旺季，关注地产端反馈

我们认为下半年地产端的反馈情况或是聚烯烃需求关注重点。

在 5 月份高频次、高层级的地产政策释放下，今年的金九银十相较于去年或有一定的修复预期，对于修复力度上，我们认为或宜谨慎观察：

1.5 月出台政策力度较大且广覆盖，因此会有需求改善

具体去看，首付比突破历史下限。对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。首套房首付比创下历史最低水平，反映当前政策推进的积极程度。



同时取消全国房贷利率政策下限，取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限。按照历史最低水平计算，目前商贷利率有望突破 3%。

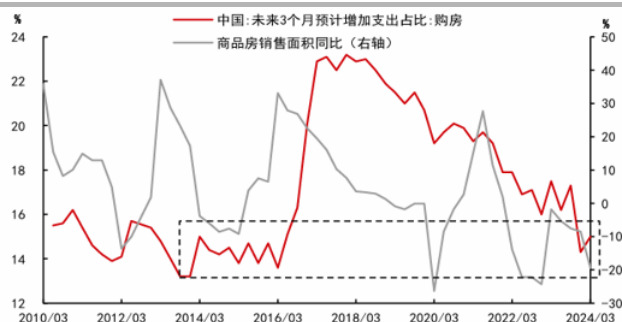
因此整体政策高度较高，会有一定需求改善。

2. 但市场信心仍偏疲弱与目前偏高库存或限制改善力度

1-5 月国内商品房销售面积同比-20.3%，目前市场对于房价观点仍处于悲观位置。

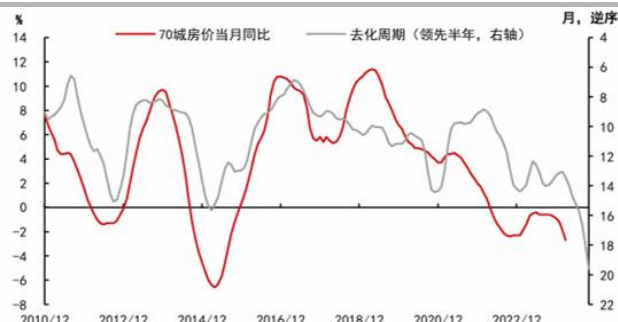
受制于目前全国各地待售面积处于高位的冲击，不同能级的商品房均面临较大的下行压力。此外，1-5 月二手房挂牌量持续增加，二手房价格跌幅明显大于新房，4 月份一线城市房价同比跌幅超过 8%，创下历史新低，以上情况拖累市场对房价的预期。

图表 27：居民对于地产态度仍偏谨慎



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 28：库存去化压力仍存



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

因此我们认为，政策端的利好释放会为国内地产市场提供中期的“政策底”，但偏高库存的现实与偏疲软的信心或仍需更长时间实现修复，因此切实反映在今年金九银十上的地产端改善力度或仍偏有限，宜谨慎观察。

### （三）电商与旅游下沉市场或仍有一定增量

电商与旅游市场的下沉带来的需求增量自从 23 年 11 月起便已有较为明显表征，我们认为这一趋势在下半年仍将延续：

电商方面的下沉市场，通常是指三线及以下城市、县镇与农村地区市场。下沉市场消费者通常更关注性价比，对国货品牌的支持度更高。回顾此前电商销售数据亦可发现，电商销售存在着向低货值以及高频消费品方向转变态势，下沉市场平均购买力低于一二线城市，相对更为关注消费的经济性、实用性。

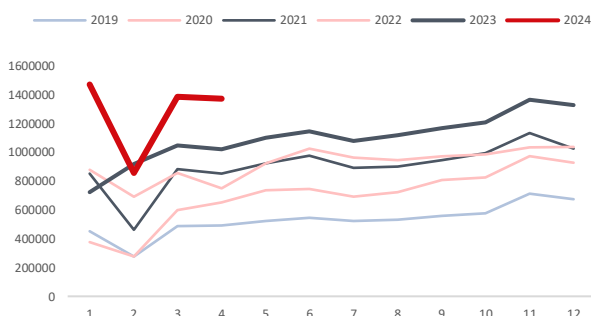
这也导致了今年的电商销售存在着量增以及货单价减的态势，但这对于聚烯烃来说会带动部分快递包装相关的需求，从快递业务量数据上

可以看出，4 月快递业务量同比增速仍然保持在 35%以上。

与此同时，旅游需求整体仍处于改善区间，其中表征下沉市场的县域旅游数据表现亮眼，在线平台上县域景区数量同比增长 14%，代表性县域出行人次同比增长近 300%。

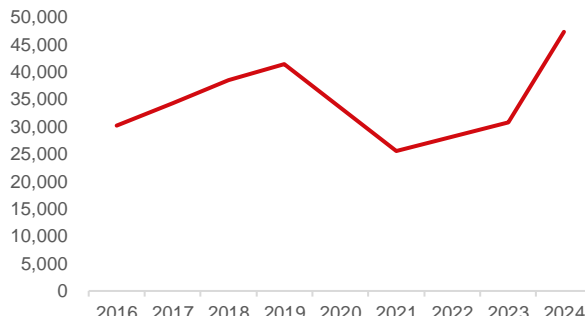
这部分需求亦提振了聚烯烃部分下游如包装膜以及湿巾等。

图表 29：快递业务量延续高增



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 30：居民假期旅游数据仍偏改善



资料来源：wind、中信期货研究所

考虑下半年电商端有双十一带动，旅游端有中秋、国庆假期带动，因此下沉市场目前的较为亮眼表现或仍大概率将会延续，且会形成阶段性的需求提振。

但具体到盘面影响上，我们认为观察重点或仍是本章节第二部分地产端的实际改善力度。

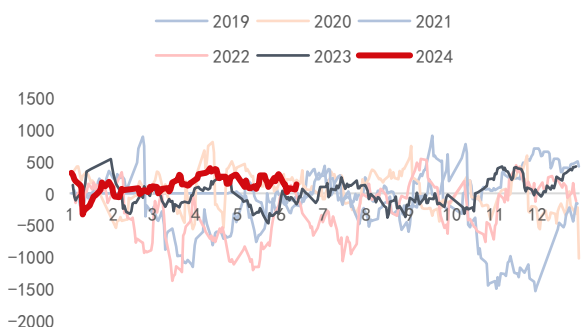
## 六、进出口格局已在转弱，国内偏高库存仍是压力

### （一）二季度进出口格局较一季度已有转弱

相比于一季度，二季度尤其是 5-6 月的进出口格局已在转弱，国内价格受宏观端支撑的上涨导致进口压力有增而出口窗口收窄。

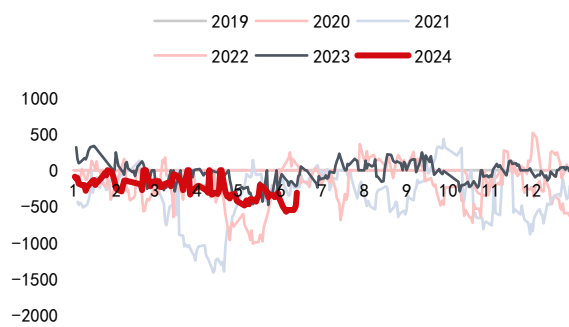
具体去看：PE 方面，截至 6 月 18 日，LLDPE（FD 西北欧）价格 1050

图表 31：PE 进口利润二季度偏高（盘面测算）



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 32：PP 进口利润延续偏低（盘面测算）

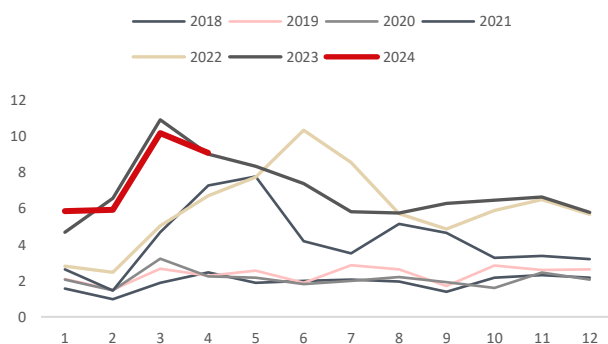


资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

欧元/吨，较二季度初 1200 欧元/吨下跌 12.5%；LLDPE（FAS 休斯顿）价格 1025 美元/吨，与二季度初 1025 美元/吨持平；LLDPE（FOB 中东）价格 945 美元/吨，较二季度初 905 美元/吨上涨 4.4%。

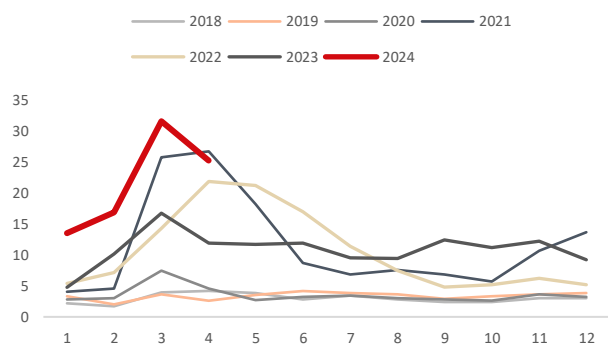
PP 方面，截至 6 月 18 日，均聚（FD 西北欧）价格 1180 欧元/吨，较二季度初 1340 欧元/吨下跌 12%；均聚（FOB 中东）价格 900 美元/吨，较二季度初 865 美元/吨上涨 4%。

图表 33：PE 出口前四月偏稳



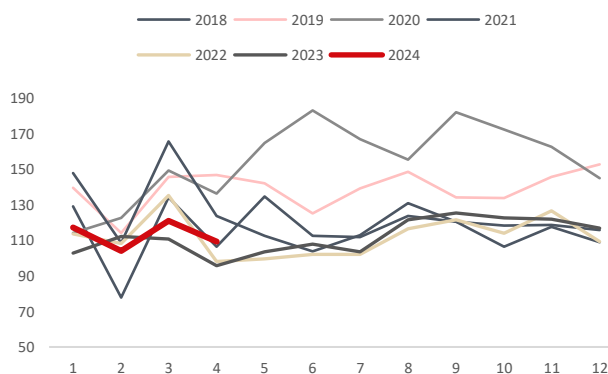
资料来源：wind、中信期货研究所

图表 34：PP 出口前四月偏高增速



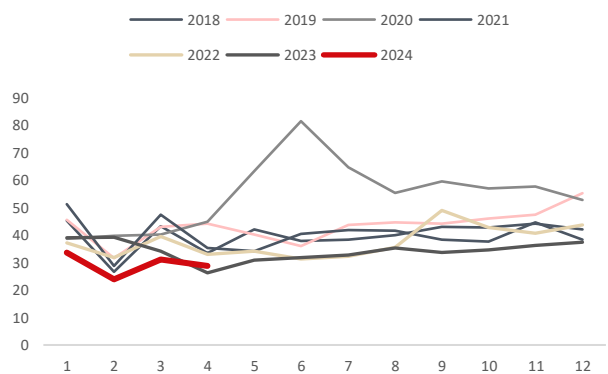
资料来源：wind、中信期货研究所

图表 35：PE 4 月进口同比有增



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 36：PP 4 月进口同比亦有抬升



资料来源：wind、中信期货研究所

考虑国内期货价格中枢二季度回升约 4%，盘面测算进口利润在二季度表现较一季度已有抬升，尤其是 PE，因此整体进出口格局较一季度已有一定转弱。

此外，目前偏高的海运运费亦对于聚烯烃出口存一定压制作用。考虑三季度海运需求逐步迎来旺季，而海运运力供给目前仍有一定短缺效应，因此海运运费或仍易涨难跌，我们认为偏高运价对于出口的压力或仍将在下半年延续。

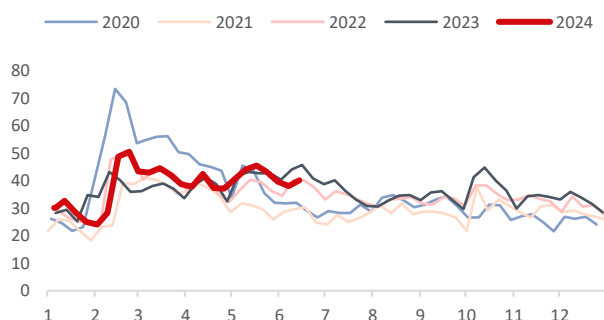
## （二）国内上中游库存仍偏高位，去化进度仍偏缓慢

现阶段国内上中游库存仍偏高，其中中游库存压力更为明显，消化仍需时间。具体去看：

截至 6 月 14 日，国内 PE 两油库存 41.18 万吨，较 23 年同期 45.7 万吨有所降低，但仍高于 2022 年、2021 年及 2020 年同期库存。

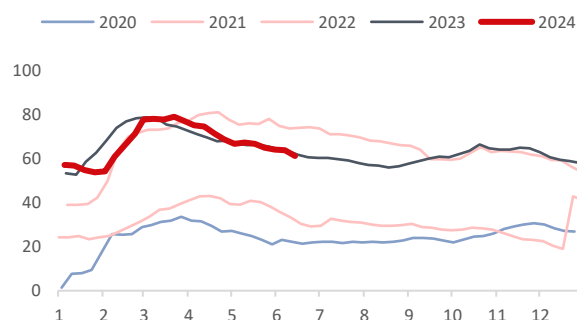
社会库存 61.19 万吨，与 23 年同期 61.78 万吨较为接近，低于 22 年同期 73.95 万吨，但仍较 2021 年及 2020 年同期明显偏高。

图表 37：PE 两油库存缓慢去化



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

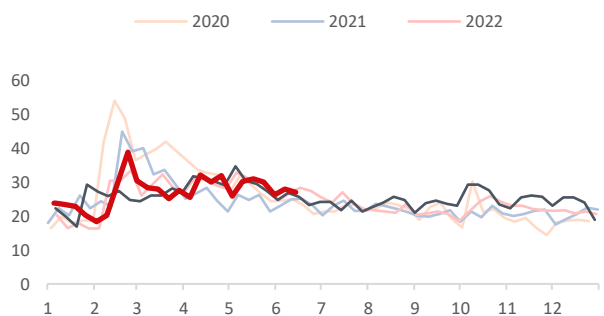
图表 38：PE 社会库存仍偏高位



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

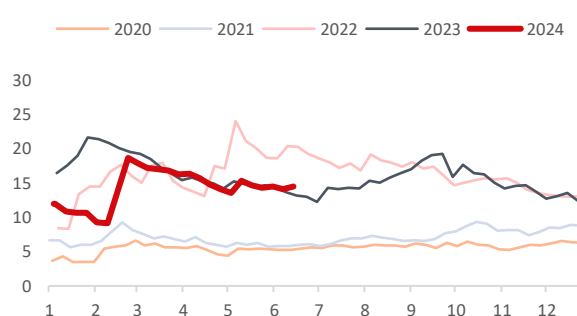
PP 库存方面，截至 6 月 14 日，PP 两油库存 27 万吨，高于 23 年同期 25.56 万吨，在近五年中亦处于同期偏高位。贸易商库存 14.45 万吨，较 23 年同期 13.19 万吨亦有偏高。

图表 39：PP 两油库存亦处相对高位



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 40：PP 贸易商库存仍偏高位



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

从二季度的下游成交情况与价格的对应关系上看，5 月 16-5 月 30 日期间随价格上行，下游承接意愿明显转弱，样本成交数据存 10%-15% 同比减量。

因此整体去看，我们认为下游拿货意愿仍对价格存较高敏感度，目前偏高库存或仍需较长时间以及较为适中价格以实现逐步消化过程。

## 七、 总结：新增供给、海外宏观与地产改善程度或是下半年关注重点，聚烯烃谨慎承压

二季度聚烯烃价格中枢上移后，展望下半年，我们认为新增供给、海外宏观与地产改善程度三者或是下半年关注重点，暂持谨慎承压观点：

### 1. 供给端下半年压力或有提升

相比于上半年，下半年供给端压力或有提升，主要源于目前已有修复的炼厂利润下的旺季开工提升以及预期将于四季度上马的宝丰与裕龙两套较大产能装置压力。

### 2. 下半年海外宏观或阶段性影响市场风险偏好

下半年美国大选或在 9-11 月期间对于市场风险偏好形成阶段性影响。目前二位总统候选人均有释放关税政策相关信号，若政策严厉程度超预期，或影响市场对于明年需求判断。此外部分资金在大选前避险需求或亦会影响 9-11 月期间市场表现。

### 3. 需求端主要观察地产实际改善程度

相比于二季度交易地产政策预期与实际落地消息反馈较多。下半年地产端方面或更关注实际的改善程度，我们认为 6-8 月间全国各地新房二手房相关数据或为今年金九银十重要现行指标，若实际改善力度不及预期，则盘面或存一定对于二季度涨幅的兑现交易可能。

整体去看，我们认为下半年不确定因素较多，炼厂实际的投产落地节奏、海外大选影响的宏观端风险偏好、需求端地产的实际改善力度或均需我们保持谨慎边走边看。且 09 合约逐步走入近月后，现实端影响亦会较二季度为强。

整体价格走向，我们暂持谨慎承压观点。

### 策略推荐：

09 合约谨慎高空，9-1 月差谨慎偏扩

L-P 价差或偏震荡，趋势性或较二季度为弱

### 风险提示：

多头风险：油价回调，海外宏观承压，下游需求不及预期；

空头风险：油价上行，政策刺激需求复苏超预期

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>