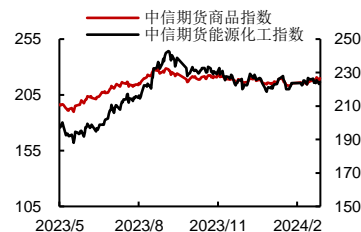


原料端支撑叠加宏观改善预期 二季度聚烯烃中枢或小幅上移

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

2024 年一季度，聚烯烃期价呈现出窄幅震荡态势。期间，红海地区事件扰动、春节需求博弈、两会政策预期、原料端价格波动在不同时间段中影响了盘面的价格表现。展望二季度，我们认为原料端或仍有一定支撑，叠加美国降息预期以及国内宏观端的政策释放，聚烯烃价格中枢或有小幅上行动力。



摘要：

一季度回顾：多重事件扰动下的窄幅震荡

回顾 2024 年一季度，红海地区事件扰动、春节需求博弈、两会政策预期、原料端价格波动先后对于盘面产生较大影响。

成本端二季度或仍有支撑，主要看原油

原油二季度格局较好，减产与地缘仍有带动：供应端仍存减量，俄罗斯受袭影响叠加沙特自愿减产；需求端渐入旺季，出行支撑季节性回升；地缘事件扰动未定，仍会形成情绪性刺激。

供给端二季度存新增，PP 仍偏承压；需求端关注换月后的远月预期

相比于一季度的新增产能较少，二季度新增产能压力有所增加，主要在 PP 端。目前去看 PP 约 235 万吨计划投产，产能增速约在 5.5% 左右。需求端二季度渐入季节性淡季，关注换月至 09 合约后的远月需求预期支撑。

宏观端仍存改善期待，09 合约或有博弈空间

宏观端改善包括海外和国内两个方面，其中海外端上，美联储放缓缩表在望；国内端上，特别国债的支持与具体的消费政策落地仍将提振远月的需求预期。考虑 05 合约现实端仍有压力，我们认为对于换月后的 09 合约，宏观端支撑效果或更为显著。

策略推荐：换月至 09 合约后谨慎偏多，优先级上 L 好于 PP

L2409 区间或为 8200-8500，PP2409 区间或为 7500-7700

L-P 价差区间或为 700-900。

风险提示：多头风险：油价回调，美联储降息预期证伪，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
021-60812977
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

黄谦
021-60812989
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

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作参考之用，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、 一季度回顾：多重事件扰动下的窄幅震荡	4
（一） 红海事件扰动	4
（二） 春节需求博弈	4
（三） 两会政策预期	5
（四） 原料端价格波动	5
二、 成本端二季度或仍有支撑，主要看原油	6
（一） 原油二季度格局较好，减产与地缘仍有带动	6
（二） 煤炭淡季供需双弱，或偏低位震荡	7
（三） 甲醇强现实向弱预期转换，带动效果或减弱	7
（四） 聚烯烃自身低估值，成本传导或持续	7
三、 供给端二季度存新增，PP 仍偏承压	8
（一） 二季度存一定新增产能，主要在 PP 上	8
（二） 二季度检修季节性抬升，预计仍将偏高运行	9
（三） 细分装置，油制、PDH 制检修存抬升预期，MTO 检修或逐步下降	9
四、 需求端二季度季节性淡季，关注换月后的远月预期	10
（一） 一季度需求缓慢抬升	10
（二） 二季度渐入季节性淡季，关注换月至 09 合约后的远月预期支撑	11
五、 进出口格局或延续良好，但国内偏高库存消化需时间	13
（一） 红海影响仍偏延续，进出口格局二季度或延续良好	13
（二） 国内中游库存压力仍存	14
六、 宏观端仍存改善预期，09 合约或有博弈空间	15
（一） 海外宏观美联储放缓缩表在望	15
（二） 国内宏观关注政策支持	15
（三） 09 合约或有博弈空间	16
七、 总结：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	16
免责声明	18

表目录

图表 1： 12 月-1 月，红海事件影响较为明显	4
图表 2： 红海沿岸部分产能受影响	4
图表 3： 春节出行人次较 19 年增长明显（万人）	5
图表 4： 环比国庆黄金周增速放缓	5
图表 5： 3 月 PP 与甲醇期价波动相关度较高	5
图表 6： 油价强势亦有支撑	5
图表 7： 原油供需格局仍偏良好	6
图表 8： 油制单独测算利润仍偏承压	7
图表 9： MTO 利润低位	7
图表 10： PDH 利润低位震荡	8
图表 11： CTO 利润良好	8
图表 12： PE 二季度暂无新增投产	8
图表 13： PP 二季度存较多新增产能	8
图表 14： PE 一季度检修	9
图表 15： CTO 利润良好	9
图表 16： 二季度 PE 检修预期季节性走高	9
图表 17： 二季度 PP 检修预期同比高位	9
图表 18： MTO 二季度开工或小幅抬升	10
图表 19： PDH 二季度开工或下行	10
图表 20： 一季度春节前后开工回升缓慢	11
图表 21： PE 下游农膜开工二季度季节性淡季	11
图表 22： PP 下游塑编开工二季度偏稳	11
图表 23： 快递业务量延续高增	12
图表 24： 汽车销量同比增长	12
图表 25： PE 出口前两月增长	13
图表 26： PP 出口前两月大增	13
图表 27： PE 进口同比微增	13
图表 28： PP 进口前两月大幅减少	13
图表 29： PE 两油库存缓慢去化	14
图表 30： PE 贸易商库存仍偏高位	14
图表 31： PP 两油库存压力缓解	15
图表 32： PP 贸易商库存仍偏高位	15

一、一季度回顾：多重事件扰动下的窄幅震荡

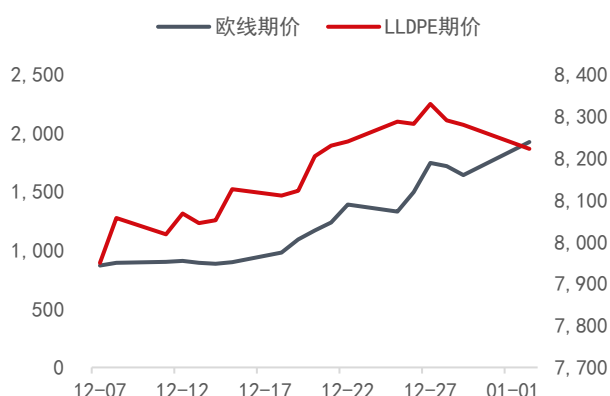
回顾 2024 年一季度，红海地区事件扰动、春节需求博弈、两会政策预期、原料端价格波动先后对于盘面产生较大影响：

（一）红海事件扰动

从 12 月下旬至 1 月初，红海地区物流受阻导致航运价格提升与中东地区部分产能受影响，欧线期货大幅上行的情绪与预期带动效应较为明显，聚烯烃期价上行近 200 点。而后随欧线期货见顶资金情绪转淡，现实端压力下期价大幅回落，至 1 月中旬前打出短期低点。

其中，PE 受影响较 PP 更为明显，本质也是 PE 进口依赖度较 PP 更大，且沙特在我国 PE 海外进口来源地中占比近 20%，受到盘面情绪带动更为显著。

图表 1：12 月-1 月，红海事件影响较为明显



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 2：红海沿岸部分产能受影响



资料来源：公开资料整理、中信期货研究所

（二）春节需求博弈

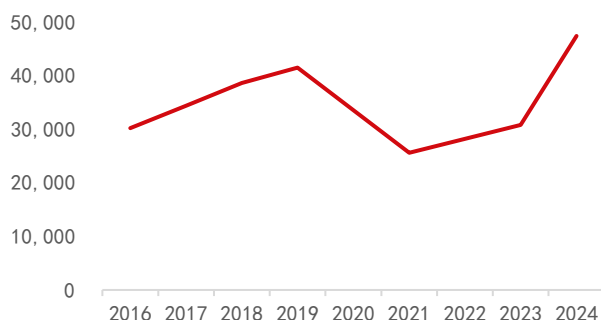
从 1 月下旬至 2 月上旬，对于春节需求的博弈较为明显，整体上延续了去年春节前后先涨后跌的态势，但波动幅度偏窄。从一定侧面反映了市场对于需求预期的分歧程度较去年有所缩小。

而从春节出行人数表征的消费回归情况来看，2024 年春节黄金周接待游客总数 4.74 亿人，基本回归到了疫情前的增长曲线上。从游客总数增速上看，相较于 23 年国庆黄金周增速略有放缓。整体上看，较为符合市场预期。

同时，今年春节出行有着自驾增多、近程为主等特点。

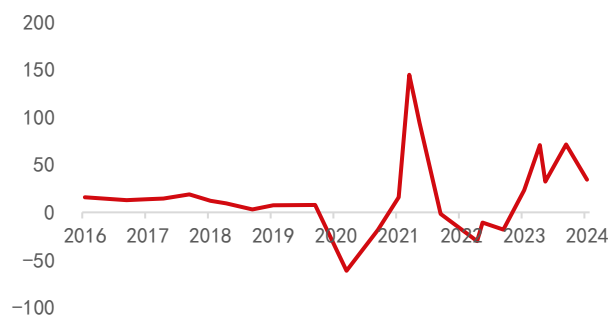
因此整体有着节前预期中性偏好、节后符合预期的特点，分歧程度偏小下，节前节后期价波动幅度同比去年收窄明显。

图表 3：春节出行人次较 19 年增长明显（万人）



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 4：环比国庆黄金周增速放缓



资料来源：wind、中信期货研究所

（三）两会政策预期

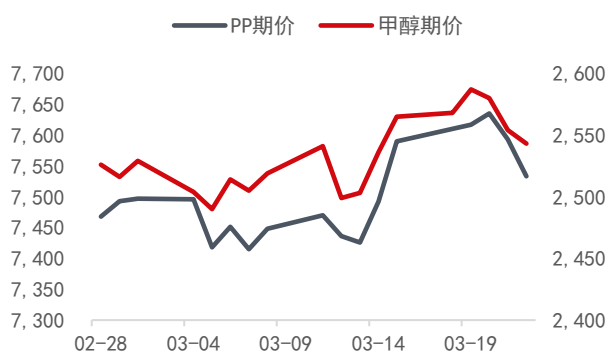
2 月中旬至 3 月上旬，两会的消息与政策预期对盘面存一定支撑效应，增发国债对于基建的支撑、以旧换新对于消费的带动、新质生产力对于投资端的影响对于盘面情绪均有一定带动。

而后随会议的召开，利好落地，盘面预期交易转淡，期价支撑转弱，小幅下行。

（四）原料端价格波动

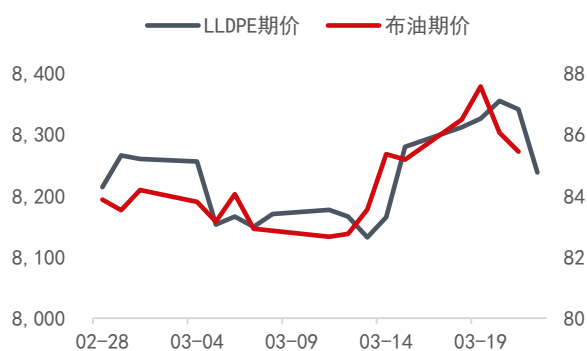
3 月中旬开始，先是甲醇由于其自身现实端强势，期价在大基差的带动下明显偏强。期间亦有东部沿海地区 MT0 停车消息间歇性刺激，聚烯烃尤其是 PP 价格受带动明显，跟涨上行，L-P 价差同步走缩。而后原油价格从 3 月 13 日起连续上涨，继续强化原料端支撑逻辑，聚烯烃期价接连拉升。

图表 5：3 月 PP 与甲醇期价波动相关度较高



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 6：油价强势亦有支撑



资料来源：wind、中信期货研究所

整体去看，一季度事件扰动较多，盘面主要影响因素切换偏快，并未出现明显趋势性的行情，更多是以窄幅区间震荡为主，PE 价格中枢约在 8200 附近，PP 价格中枢约在 7450 附近。

二、成本端二季度或仍有支撑，主要看原油

（一）原油二季度格局较好，减产与地缘仍有带动

一季度原油价格震荡上行，在俄乌、巴以、红海等冲突事件扰动下，油价韧性较强，中枢缓慢抬升至 82 美元/桶附近。

展望二季度，原油或仍保持偏强格局：

1. 供应端仍存减量，俄罗斯受袭影响叠加沙特自愿减产

EIA 数据显示，2 月俄罗斯石油产量环比下降 8 万桶/日，减产执行情况良好，同时原油和成品油出口受炼厂检修以及乌克兰无人机袭击等因素影响预计仍有下降可能。

同时 2 月沙特原油产量为 898 万桶/日，足额完成减产。

美国方面，油井与钻机数量延续下滑，中期增产动能不足。

因此整体去看，我们预计目前减产进度二季度或继续维持，整体供应端仍偏减量。

2. 需求端渐入旺季，出行支撑季节性回升

二季度欧美渐入出行旺季，由于前期炼厂检修影响，美国汽油库存去化速度加快，后续支撑效果或仍存。同时海内外地产与制造业景气度小幅回升，工业类需求也有望环比好转。

图表 7：原油供需格局仍偏良好

单位：百万桶/日	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
全球石油供应	101.76	102.02	103.01	103.23
OPEC 石油供应	32.03	31.98	62.37	32.31
非 OPEC 原油及其他液体燃料供应	69.74	70.04	40.64	70.92
全球石油需求	101.87	102.61	103.44	103.31
OECD 需求	45.68	45.68	46.14	46.13
非 OECD 需求	56.18	56.98	57.3	57.18
供需差	-0.101	-0.586	-0.428	-0.082

资料来源：中信期货研究所

3. 地缘事件扰动未定，仍会形成情绪性刺激

一季度俄乌、巴以、红海事件扰动较多，且短期仍未有明确缓和迹象。考虑近日俄罗斯受 ISIS 恐怖袭击，中东地区后续仍存地缘事件扰动可能，因此或仍将对于盘面形成情绪性刺激。考虑本身原油供需格局偏好，这类事件刺激在盘面反映幅度或仍偏强。

4. 因此整体去看，二季度原油或延续偏去库格局，在地缘事件仍存扰动下，油价或仍震荡偏强。

（二）煤炭淡季供需双弱，或偏低位震荡

一季度末，煤价持续下行，目前价格较季度初已有较大跌幅。展望二季度，一方面是供应端上，国内生产安检影响仍存，且进口倒挂或致减量，整体供给端存转弱预期；另一方面是需求端上，火电进入淡季主动去库，电厂对于现货煤需求或偏疲软，同时非电需求回升偏有限，需求端二季度也是弱势预期。

供需双弱下，目前价格已下跌较多，后续整体或偏低位震荡为主。

（三）甲醇强现实向弱预期转换，带动效果或减弱

二季度甲醇将由强现实逐渐向弱预期过渡。一方面在煤价弱势震荡预期下，甲醇估值中枢预计存回调可能，另一方面随着海外供应恢复港口将面临高进口压力，而国产春检规模预计有限的情况下，甲醇供给逐步承压，进入累库周期。

因此整体成本端二季度支撑或主要在原油上。

（四）聚烯烃自身低估值，成本传导或持续

从上游炼厂角度看，目前聚烯烃多数制法生产利润仍偏承压。

一季度油制单独测算、MTO、PDH 利润均仍偏亏损，CTO、乙烷制良好。

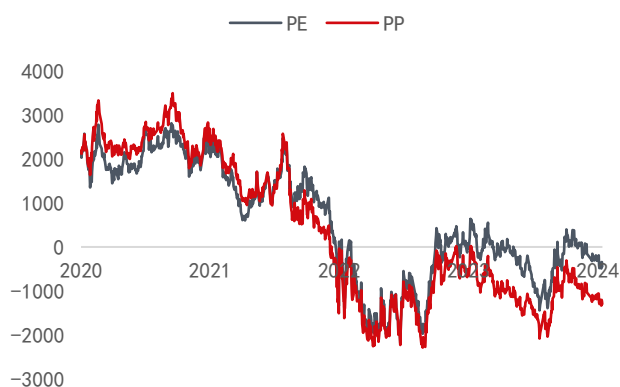
目前聚烯烃油制利润单独测算约在-600（PE）至-1300（PP）间；

MTO 利润约在-1200 至-1500 间；

PDH 利润约在-700 至-900 间。

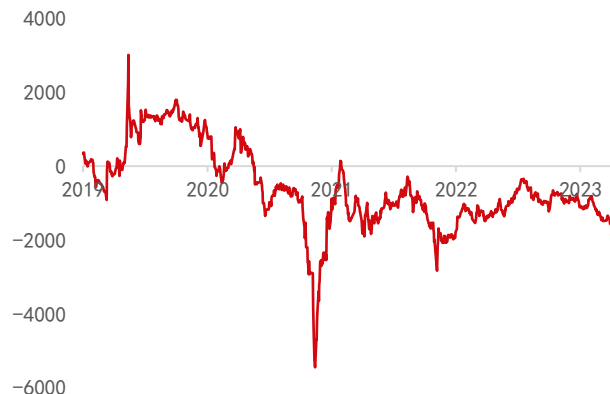
考虑目前油制装置仍为多数，利润承压、偏低估值情况下，成本端的价格传导或仍有持续可能。

图表 8：油制单独测算利润仍偏承压



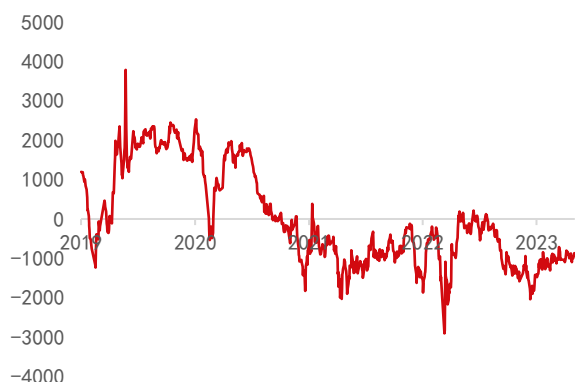
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 9：MTO 利润低位



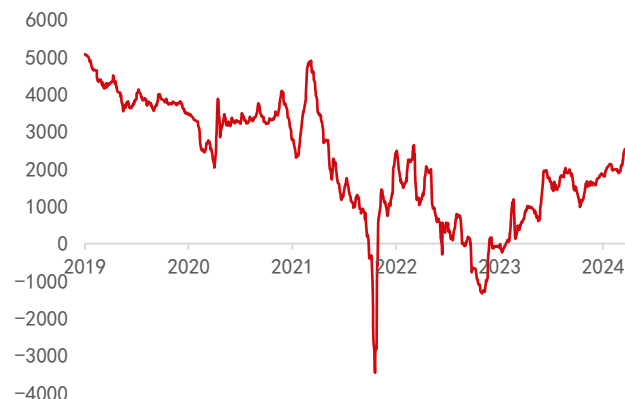
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 10：PDH 利润低位震荡



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 11：CTO 利润良好



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

因此，在原油格局较好，仍存中枢上行预期的情况下，我们认为对于聚烯烃期价传导效应或仍存。

三、供给端二季度存新增，PP 仍偏承压

（一）二季度存一定新增产能，主要在 PP 上

相比于一季度的新增产能较少，二季度新增产能压力有所增加，且

图表 12：PE 二季度暂无新增投产

装置名	类型	产能	时间
天津英力士	低压	50	2024 年 7 月
天津英力士	全密度	30	2024 年 7 月
裕龙石化	低压	30	2024 年 9 月
裕龙石化	全密度	50	2024 年 9 月
万华化学	高压	25	2024 年 9 月
金诚石化	低压	45	2024 年 10 月
金诚石化	线型	25	2024 年 10 月
裕龙石化	低压-2	45	2024 年 12 月
裕龙石化	全密度-2	50	2024 年 12 月
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 13：PP 二季度存较多新增产能

装置名	产能	时间
安徽天大	15	2024 年 3 月
金能	45	2024 年 4 月
中景石化	60	2024 年 4 月
国乔石化	45	2024 年 5 月
中石化天津	35	2024 年 5 月
金诚石化	30	2024 年 5 月
利华益维远	20	2024 年 6 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 9 月
裕龙石化	70	2024 年底
镇海炼化	50	2024 年底

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

主要在 PP 端。目前去看，金能一线 45 万吨、中景二期二线 60 万吨、国乔 45 万吨、中石化天津 35 万吨、利华益维远 20 万吨、金诚 30 万吨都

有于二季度产能投放的可能。整体总计约 235 万吨计划投产，产能增速约在 5.5% 左右。

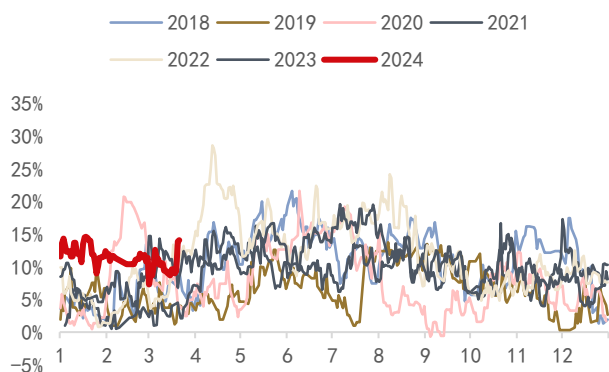
从装置工艺上看，中石化天津、金诚为油制，合计 65 万吨，其余 170 万吨均为 PDH 制。考虑目前 PDH 利润仍偏承压，因此仍有一定延期投产可能，但仍会对盘面情绪产生影响。

（二）二季度检修季节性抬升，预计仍将偏高运行

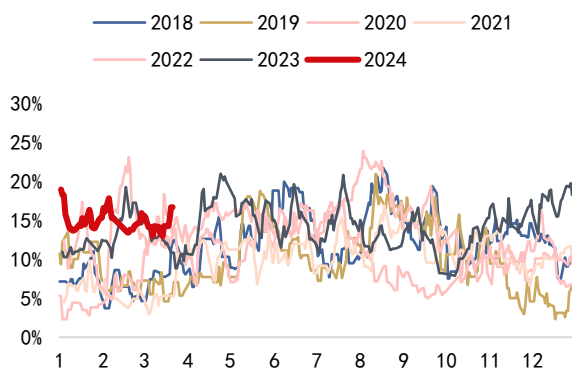
一季度聚烯烃检修整体仍处于偏高位置，其中 PE 检修均值在 11.36%，PP 在 14.91%，均是近七年历史同期最高水平。

展望二季度，4-6 月随气温抬升逐步进入传统季节性检修季。目前 PE 计划内检修趋势逐月抬升，PP 计划内检修同比 2023 年同期偏稳，但考虑新产能仍存压力，或仍需检修进行平衡，因此后续亦有走高可能。

图表 14：PE 一季度检修



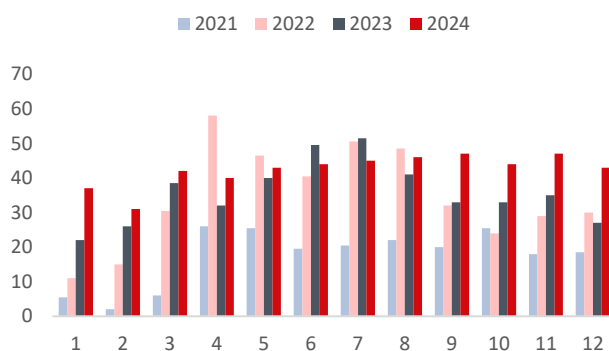
图表 15：CTO 利润良好



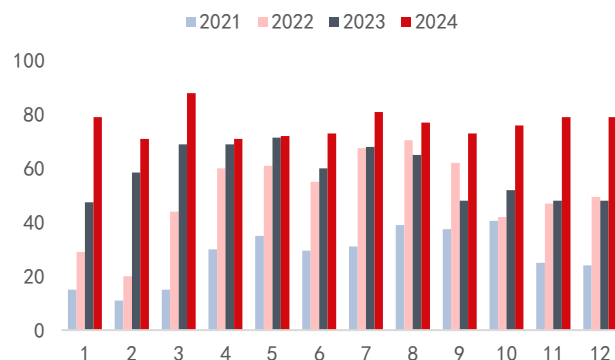
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 16：二季度 PE 检修预期季节性走高



图表 17：二季度 PP 检修预期同比高位



资料来源：中信期货研究所

资料来源：中信期货研究所

整体去看，我们认为偏高的检修在二季度仍将延续，且将成为未来中长期的常态。目前预估 PE 二季度检修约在 14% 左右、PP 约在 15.5% 左右。

（三）细分装置，油制、PDH 制检修存抬升预期，MTO 检修或逐步下降

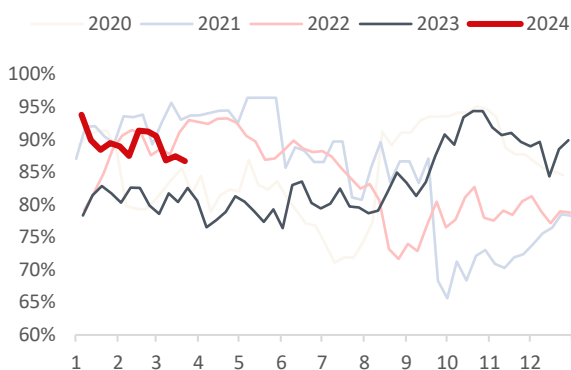
不同装置的检修情况在二季度或有差异，油制装置多为计划内检修导致，以下主要对于 MTO 与 PDH 进行分析：

1. MTO 检修或逐步下滑：一季度特别是 3 月，MTO 装置持续承压，背后的原因是原料端甲醇由于强现实导致的强价格压缩了炼厂利润。现货端港口库存紧张下价格持续坚挺，部分 MTO 装置检修以减少短期亏损。但这一情况预计在二季度将有明显改观，主要驱动为甲醇的现实紧张压力将有明显缓解。在海外供应恢复的情况下，国内进口压力增加，后续甲醇价格存回调可能，而 MTO 装置利润在一季度承压后也存一定修复预期，检修也随之存下降可能。

2. PDH 检修或抬升

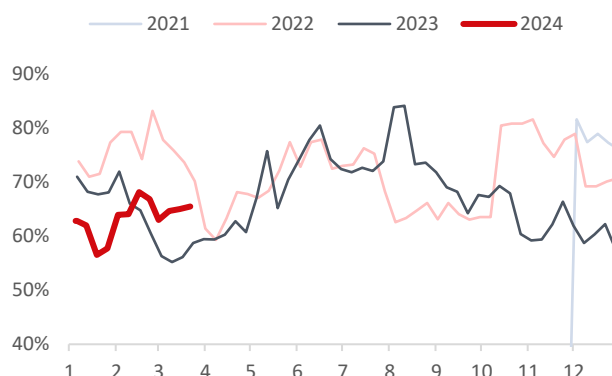
PDH 装置开工上，近两年有较为明显的季节性，即 4-6 月开工趋势性走高，背后部分原因是原料端 LPG 在 4-6 月为相对淡季，价格相对偏弱。但我们认为今年或难见开工抬升。主要原因还是本文第二章中所述的 PDH 装置二季度存产能释放可能。在较强的产能释放预期下，或需现有装置的检修抬升、开工下滑以实现平衡。同时，考虑目前 PDH 与 MTO 同为 PP 的边际产能，因此在 MTO 利润存修复预期，开工存上行驱动的情况下，或将对 PDH 产生挤压效应。因此目前暂持 PDH 检修抬升观点。

图表 18：MTO 二季度开工或小幅抬升



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 19：PDH 二季度开工或下行



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

四、需求端二季度季节性淡季，关注换月后的远月预期

（一）一季度需求缓慢抬升

从下游需求上看，一季度需求抬升偏缓慢：

1. 观察下游节后开工抬升速度，较往年偏慢，以 PE 为例：

24 年下游农膜与包装膜开工率节后回归速度偏缓慢，其中包装膜较

为明显，表现偏差：农膜上，24 年节后第二周开工率为 27.16%，较 23 年同期低 11%，较 22 年同期高 2.9%；包装膜上，24 年节后第二周开工率为 35.56，较 23 年同期低 4.3%，较 22 年同期低 4.4%。

整体下游复工表现较 23 年与 22 年偏缓慢。

PP 端上，塑编节后开工约在 39%附近，较 23 年以及 22 年同期亦明显偏低。

图表 20：一季度春节前后开工回升缓慢

时间	下游农膜开工率				下游包装膜开工率		
	2024	2023	2022		2024	2023	2022
春节后两周	27.16	30.44	26.4		35.56	37.15	37.2
春节后一周	22.56	19.88	21.8		29.26	28.63	35.7
春节前一周	24.91	29.26	16.4		26.67	20.81	29.3
春节前两周	30.7	35.23	36.7		37.22	43.63	51.8

资料来源：中信期货研究所

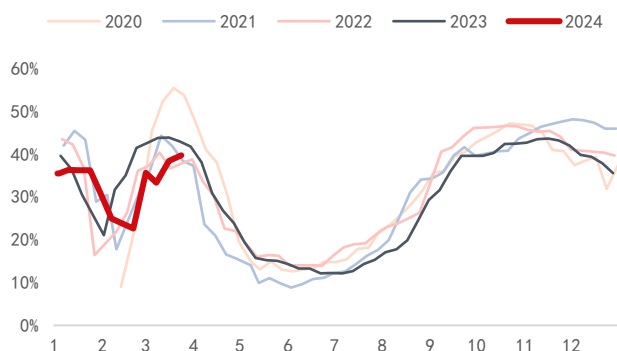
（二）二季度渐入季节性淡季，关注换月至 09 合约后的远月预期支撑

4-6 月，随 PE 农膜需求转淡以及春节消费刺激转淡，下游逐步进入季节性淡季。

其中值得注意的是换月前后的现实与预期切换。考虑 4 月中旬主力合约将从 05 合约切换至 09 合约，作为远月合约，09 合约在二季度或反映需求预期更为明显。

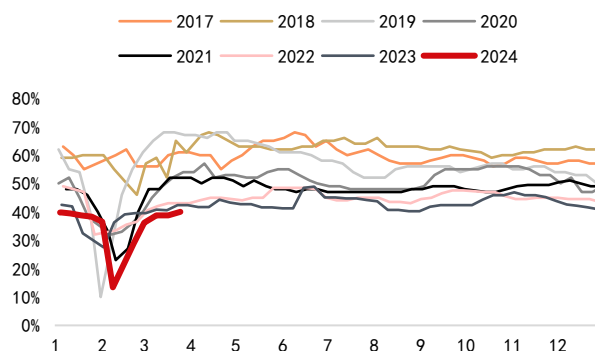
因此我们认为，在换月前的 05 合约上，现实端延续一季度的需求抬升偏缓慢或将被交易。但在换月后的 09 合约上，现实端的交易或将逐步转淡，对于今年金九银十的成色预期交易或将对盘面产生更明显影响。

图表 21：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 22：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

而站在目前去看，我们认为 09 远月合约上的需求预期仍可适当乐观，主要逻辑为国债发行的托底作用释放以及政策端上对于消费支持的落地：

1. 国债发行的托底作用释放：

23 年四季度的一万亿投向基建的国债发行，拟安排 23 年使用 5000 亿元、24 年使用 5000 亿元。考虑到债券发行、资金下达、形成实物工作量都需要一定时间，从时间上来推演，政策落地后对经济的影响主要体现在今年二季度。

同时，此前两会政府工作报告提出“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元”。这一国债的发型是对去年四季度的延续，其落地亦会有一些带动作用。

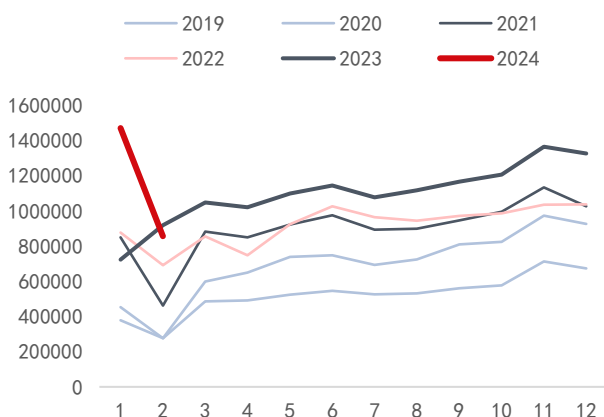
因此整体去看，09 合约上，国债发行的托底作用会有一些支撑。

2. 政策端上对于消费支持的落地：

按照两会的会议指示，扩内需仍是今年政策发力的重要方面，提出着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。消费方面，强调从增加收入，优化供给、减少限制性措施等方面激发消费潜能，稳定和扩大传统消费，鼓励以旧换新。

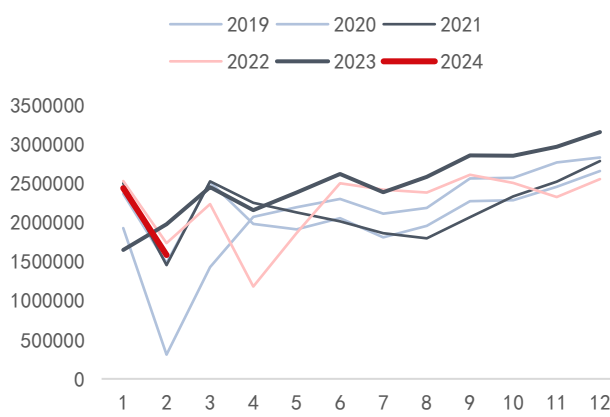
而目前去看，2024 年前 2 月快递业务量 2326100.7 万件，同比增长 40%；汽车销量同比增长 11%。因此后续随鼓励消费政策落地，或仍有一定抬升动力

图表 23：快递业务量延续高增



资料来源：wind、中信期货研究所

图表 24：汽车销量同比增长



资料来源：wind、中信期货研究所

因此我们认为，在会议指示下的政策落地仍是二三季度的大概率事件，仍将对于 09 合约的远月需求预期抬升产生提振作用。

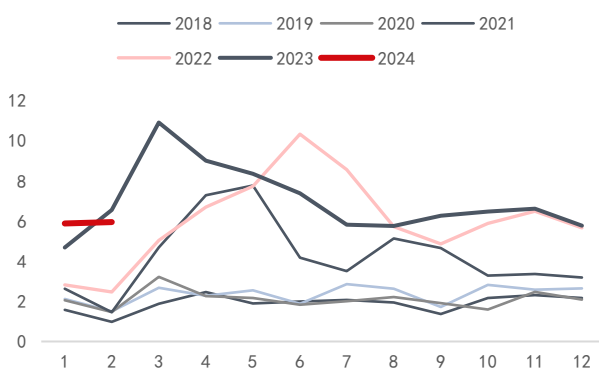
五、 进出口格局或延续良好，但国内偏高库存消化需时间

（一） 红海影响仍偏延续，进出口格局二季度或延续良好

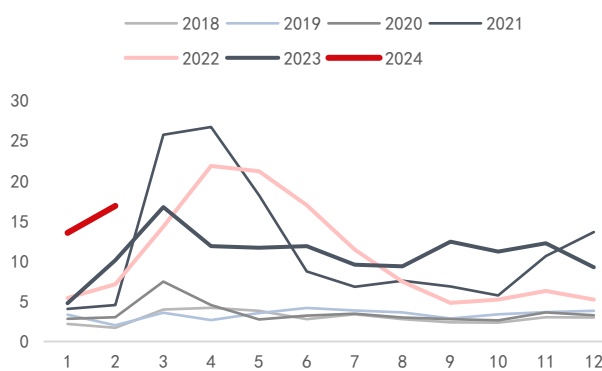
今年前两月的聚烯烃进出口格局良好，出口增速保持较高水平，同时进口延续减量（PP）。具体去看：PE 出口前两月合计约 11.81 万吨，同比增加 5%；PP 出口前两月合计约 30.39 万吨，同比增加 104%；PE 进口前两月合计约 221 万吨，同比微增 2.9%；PP 进口前两月合计约 57.6 万吨，同比大幅减少 26.5%。

进出口格局的良好主要受海外价格偏强影响。

图表 25： PE 出口前两月增长



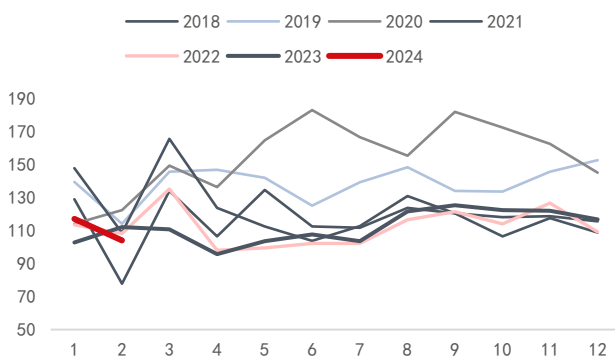
图表 26： PP 出口前两月大增



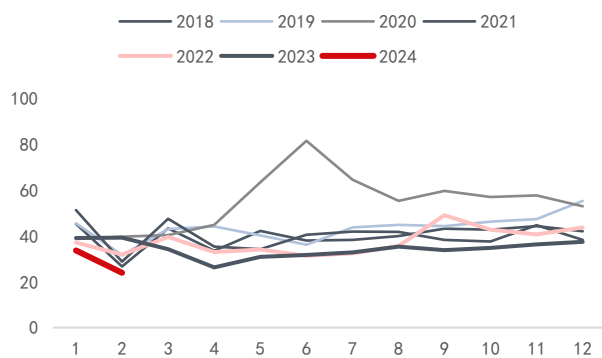
资料来源：wind、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

图表 27： PE 进口同比微增



图表 28： PP 进口前两月大幅减少



资料来源：wind、中信期货研究所

资料来源：wind、中信期货研究所

整体去看，前两月在红海影响以及美国寒潮导致的供给小幅减量影响下，欧美聚烯烃价格延续强势：

PE 方面，LLDPE（FD 西北欧）价格上，从年初的 990 欧元/吨上涨至 3 月下旬的 1200 欧元/吨，涨幅 21%；LLDPE（FAS 休斯顿）价格上，从年初的 895 美元/吨上涨至 3 月下旬的 1050 美元/吨，涨幅 17%。而同期 LLDPE（CFR 中国）价格仅从 920 美元/吨上涨至 930 美元/吨，涨幅 1%。

PP 方面，均聚 PP（FD 西北欧）价格从年初 1000 欧元/吨上涨至 3 月下旬 1330 欧元/吨，涨幅 33.3%；而同期均聚 PP（CFR 远东）价格仅从 880 美元/吨上涨至 890 美元/吨，涨幅 1.1%。

各个地区价格的不同表现：欧美强亚洲弱，是导致前两月出口大增的主要原因。

而这一情况后续在二季度或仍有持续可能：

1. 红海地区影响二季度或仍将持续：①地缘端上红海通行受阻在二季度或持续。斋月停战预期证伪，胡塞武装表示将袭击扩大至印度洋区域。航运公司绕航比例达到 80%左右。②从货运量上看，欧线货量环比一季度反弹，美国航线市场具韧性，货量仍处加速回升阶段，二季度运量或将进一步回升。

偏高的海运运费与持续受阻的货物运行通道以及或有的地缘事件蔓延下，二季度欧洲价格偏高现象大概率延续。

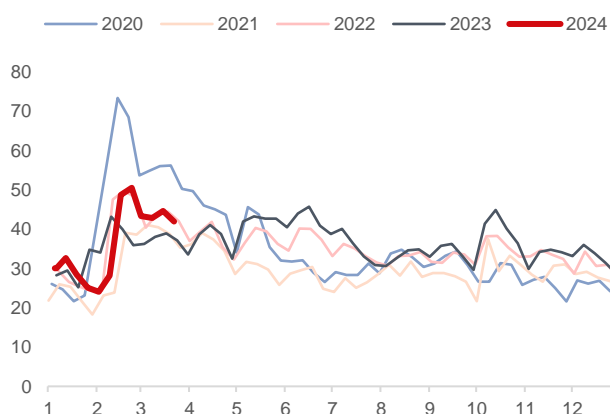
2. 国内部分厂商积极发力出口：随着国内产能继续提升的大趋势，近年来国内厂商发力出口已是普遍现象，出口端具有较为明显的逐步放量特征，即在前期海外国家渠道打通后，在后续价差合适时，出口量提升速度会明显加快。

因此整体上，我们认为目前出口增速较快在二季度或仍将延续。

（二）国内中游库存压力仍存

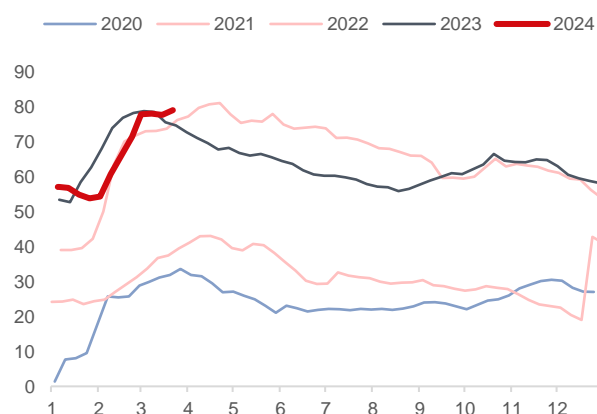
现阶段国内上中游库存仍偏高，其中中游库存压力更为明显，消化仍需时间。具体去看：

图表 29：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 30：PE 贸易商库存仍偏高



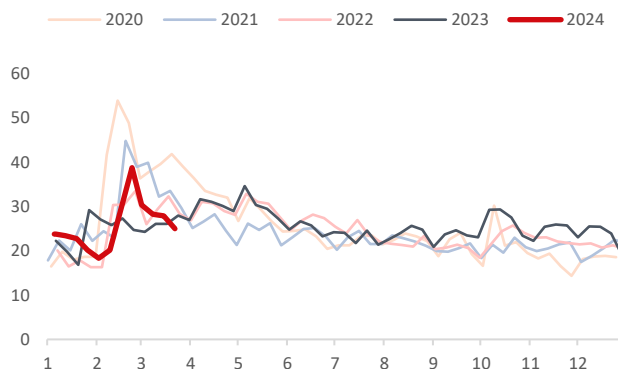
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

以农历春节前后情况为例，PE 端上，上游炼厂库存在节后第二周为 43.26 万吨，较 23 年偏高 0.3%，较 22 年偏低 12%；中游贸易商库存在节

后第二周为 77.77 万吨，较 23 年偏高 5.2%，较 22 年偏高 11.1%。

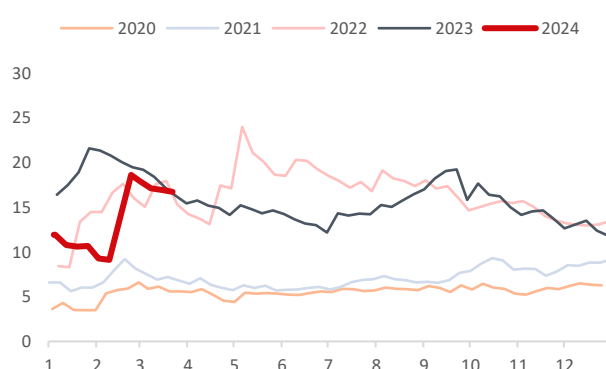
整体季节性库存压力较 23 年与 22 年偏高，同时压力在贸易商端表征更为明显。

图表 31：PP 两油库存压力缓解



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 32：PP 贸易商库存仍偏高



资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

而站在目前 3 月下旬的角度去看，PE 和 PP 的季节性偏高库存在上游表现有所缓解，但在中游贸易商端仍存明显压力，其中 PE 库存水平升至 22 年同期，PP 也在近五年同期高位。考虑 22 年存在疫情扰动的客观因素，因此目前 24 年的压力消化或仍需一定时间。

六、宏观端仍存改善预期，09 合约或有博弈空间

（一）海外宏观美联储放缓缩表在望

美联储 3 月议息会议如期暂停加息，会议宣布联邦基金利率的目标范围维持在 5.25%-5.5% 不变，维持美元至多 950 亿美元缩表步伐。此外，FOMC3 月经济预测摘要(SEP)显示，美联储上调今年 GDP 增速预期、2025 年 PCE 通胀、2024 年核心 PCE 通胀以及未来两年联邦基金利率中值预期。

同时针对 5 月或 6 月降息，鲍威尔回避正面回答并表示“今年某个时间点降息是适宜的”，并表示“多数人来看，我们对达成通胀目标仍然保持信心，利率将被下调”。鲍威尔还表示近期经济数据韧性使美联储态度审慎，美联储仍在寻找更多证据来证明通胀在向 2% 稳步迈进。

因此整体去看，美联储放缓缩表与宽松逻辑预期在二季度 4-5 月或仍将是海外宏观端的主要支撑。

但仍需关注盘面博弈的提前效应，即降息消息未落定前，在盘面或更多作为支撑与利好存在，但降息消息落定后，或存一定利好兑现交易可能。

（二）国内宏观关注政策支持

正如本文第四章内容所述，政策端的支撑主要来自于两方面，一是特别国债，二是具体的消费政策落地：

特别国债方面，目前政策聚焦“稳增长”，发行特别国债用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设等可以进一步加强“逆周期”调节，使财政政策更加积极有为，未来或聚焦“十四五”规划中的重大项目；保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等领域。

消费政策方面，两会提出多方位提振消费。提出从“增加收入”、“优化供给”与“减少限制性措施”等方面激发消费潜能。增加收入含义与去年报告中“多渠道增加城乡居民收入”一致，未来应关注是否有增量计划。

“优化供给”以大宗消费与新型消费为着力点。对应具体措施应为培育壮大技术更新与文化传播形成的新型消费，并对传统消费品进行改造升级。鼓励和推动消费品以旧换新应较多落实于大宗消费上，如 3 月 6 日经济主题记者会中商务部部长王文涛提及的“汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新”。

一方面，新能源汽车、电子产品均归属战略性新兴产业，支持其以旧换新有助于拉动新质生产力的发展。另一方面，电子产品、智能家居等技术更新迭代较快，居民有较高的以旧换新需求。

以上或有政策的实质性落地，亦会提振国内预期。

（三）09 合约或有博弈空间

考虑 05 合约即将换月，且目前聚烯烃现实端压力仍大，因此宏观端预期的交易或在 09 合约上更为顺畅，同时交易美联储宽松预期亦大概率在 5 月前后表现更为明显，而国内政策端的或有落地亦对于今年金九银十的需求抬升更为有力。

因此我们认为，对于宏观端的支撑博弈，或在换月后的 09 合约上。

七、总结：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

在一季度的窄幅震荡后，我们认为二季度聚烯烃期价中枢或小幅上移，且在换月后的 09 合约上或更为顺畅：

1. 成本端仍偏支撑，原油格局仍好，减产与地缘仍有带动：

一季度原油价格震荡上行，在俄乌、巴以、红海等冲突事件扰动下，

油价韧性较强，中枢缓慢抬升至 82 美元/桶附近。展望二季度，原油或仍保持偏强格局：①供应端仍存减量，俄罗斯受袭影响叠加沙特自愿减产；②需求端渐入旺季，出行支撑季节性回升；③地缘事件扰动未定，仍会形成情绪性刺激。

考虑目前油制装置仍为多数，利润承压、偏低估值情况下，成本端的价格传导或仍有持续可能。

因此，在原油格局较好，仍存中枢上行预期的情况下，我们认为对于聚烯烃期价或仍偏支撑。

2. 宏观端仍存改善预期，09 合约或有博弈空间

宏观端改善包括海外和国内两个方面，其中海外端上，美联储放缓缩表在望，美联储放缓缩表与宽松逻辑预期在二季度 4-5 月或仍将是海外宏观端的主要支撑。但仍需关注盘面博弈的提前效应，即降息消息未落定前，在盘面或更多作为支撑与利好存在，但降息消息落定后，或存一定利好兑现交易可能。

国内端上，特别国债的支持与具体的消费政策落地仍将提振远月的需求预期。

考虑 05 合约现实仍有压力，我们认为对于换月后的 09 合约，宏观端支撑效果或更为显著。

3. 上移幅度上，PE 或较 PP 更有力，谨慎低多 L-P 价差

二季度换月后的 09 合约上移幅度上，我们认为 PE 或较 PP 更有力，主因为二季度二者间的新增供给差异或被放大，二季度 PE 暂无新增产能，而 PP 存总计约 235 万吨计划投产，产能增速约在 5.5%左右，虽然仍有延期投产的可能，但盘面情绪或仍将被影响。

因此我们认为如果要在 09 合约上交易原油的中枢上移与宏观端的预期支撑，或在 L 上更为合适。

L-P 价差亦延续谨慎低多观点。

策略推荐：

换月至 09 合约后谨慎偏多，优先级上 L 好于 PP

L2409 区间或为 8200-8500，PP2409 区间或为 7500-7700

L-P 价差区间或为 700-900。

风险提示：

多头风险：油价回调，美联储降息预期证伪，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>