

强现实弱预期下塑料空单如何布局

核心观点：

- 1、塑料盘面上行的交易逻辑？10月底盘面上行交易现实端供应紧缩逻辑，但至上周周中盘面逻辑有向成本驱动切换迹象，还需观察。
- 2、现实端供应紧缩的原因？存量装置开工低位/标品排产低位+增量装置投产较少+三季度标品进口利润走弱限制进口放量+11月初塑料下游农膜季节性需求达到顶峰。
- 3、塑料现实端供应紧缩状况能否缓解？什么时候缓解？在12月会得到缓解，存量装置开工迎来抬升（LL可能要到12月中上旬）+增量装置投产（情绪大于实际作用）+进口逐步放量+农膜需求顶点已见。
- 4、强现实弱预期且面临强弱转换节点+估值偏高，市场投资者倾向去博弈强弱转换的价格拐点。

策略推荐：

- 1、对于01合约，单边不建议空，实在要做，做1-5反套。
01可操作时间有限，即使12月供应回归价格向下兑现，仍存在盘面交易成本端原油推涨逻辑导致价格下行空间受限可能；1-5反套，12月供应回归累库状态下利于反套走出+如果盘面交易成本推涨逻辑也有利于基差走弱、1-5价差走反套。
- 2、对于05合约，明年大投产预期长线一致性偏空，但考虑到成本端原油年底存在反弹动能+目前05贴水太多，倾向等back结构逐步平坦化后右侧入场空单，当然符合条件左侧也可少量建仓。
back陡峭结构下左侧拐点进场条件：back主要通过远端合约不跟涨来加深+估值偏高+供需面临转弱节点+成本端原油可能出现走弱
价格曲线右侧好的进场机会发生在可能转结构阶段：back结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。

研究员：章正泽

邮箱 zhangzz@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135825

从业资格号：F3085804

投资咨询资格号：Z0016442

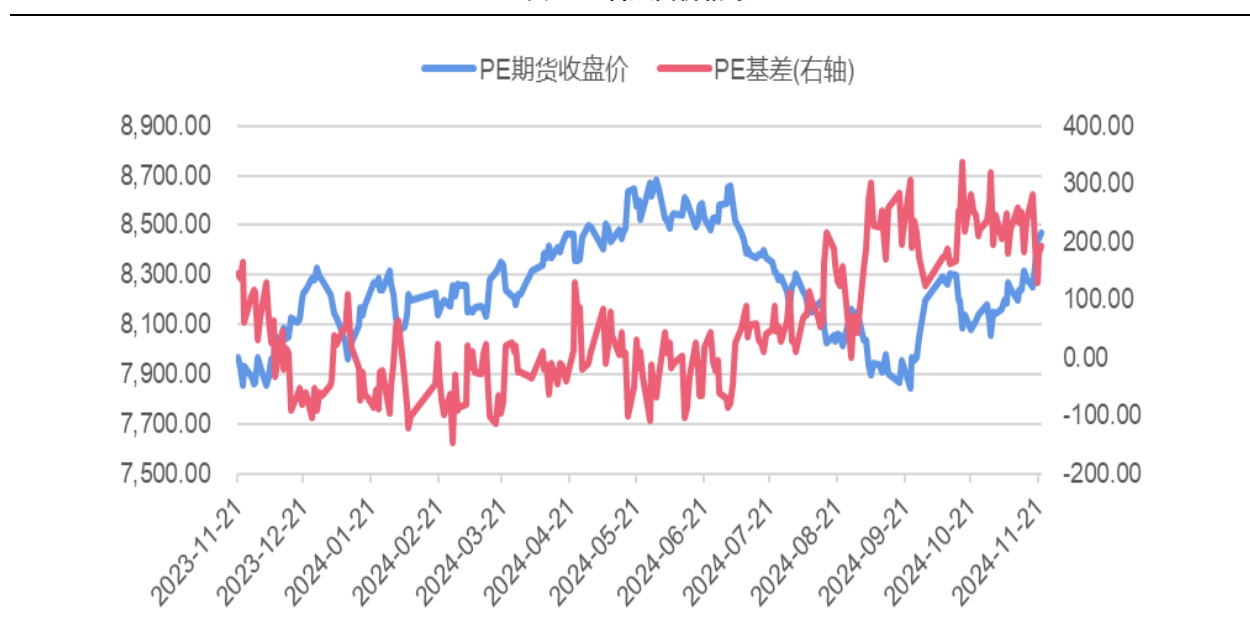
2024年11月27日

一、塑料盘面交易逻辑

近期塑料盘面波动放大，一跃成为小明星品种，引起市场关注。复盘去看，从10月中下旬开始，在盘面逐步震荡止跌企稳随后迎来拉涨的过程中，塑料油制生产利润整体也是走强的，下游制品利润则一路压缩，只是基差在10月底附近迎来分水岭，在10月底之前，盘面震荡企稳的过程中，基差整体呈现反向走势，但在10月底至11月中下旬盘面拉涨的过程中，基差整体也出现走强，盘面逻辑经历了从交易供应缩减预期向交易现实端供应紧缩的过渡，无论是交易预期还是交易现实，盘面逻辑都是围绕供应端展开，塑料供应情况也成为市场关注的焦点。不过塑料近期盘面运行逻辑有向成本驱动转向迹象，需要引起注意，下文会对成本驱动端做出解释。

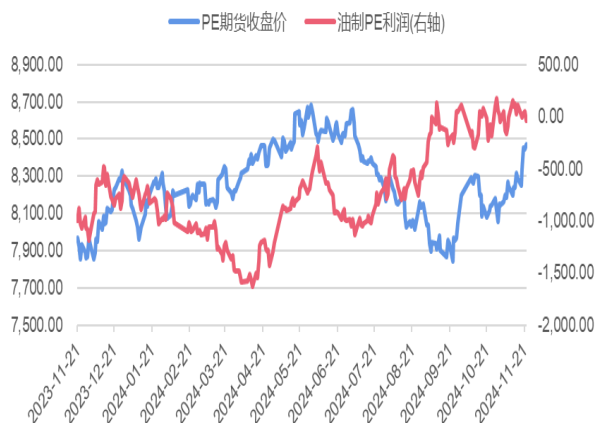
现实端供应偏紧的原因在于四个方面。1、去年至今年上半年生产利润持续压缩滞后影响，存量装置开工处于低位，标品排产处于低位；2、在今年11月前增量装置投产较少，仅有一套EVA投产；3、进口端三季度线性进口利润也不好，标品进口端没有大的增量来弥补国产不足；4、11月初塑料下游农膜季节性需求达到顶峰。四方面原因后续的演绎决定塑料供应偏紧能否缓解以及何时缓解。

图1 塑料盘面价格与基差



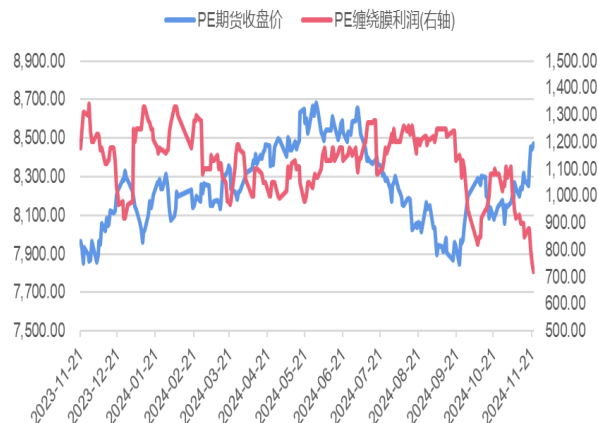
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 2 塑料盘面价格与油制利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 3 塑料盘面价格与缠绕膜利润

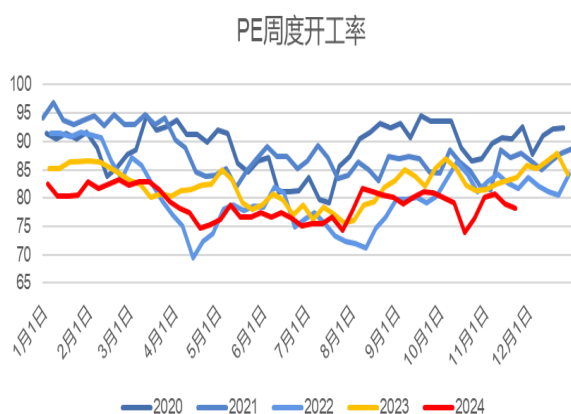


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、塑料盘面交易逻辑动态演绎

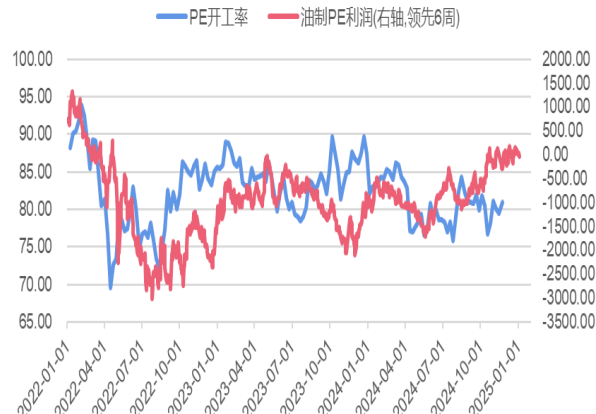
存量装置方面。塑料近几年的低开工以及意外检修增多，整体是由于这两年生产端低利润导致。随着近期塑料生产利润的持续修复，在其领先指引下后续存量装置开工大概率迎来抬升，根据目前装置重启时间安排看 LLDPE 的开工回升可能要到 12 月中上旬。

图 4 聚乙烯开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 5 聚乙烯开工率与油制利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

增量装置方面。今年新增装置投产不多，且投产节奏集中在年底，11月前没有一套标品装置投产。但近期已经有包含标品的新增装置开始投产，年底前还有 2-3 套装置投产，不过考虑到新装置投产初期稳定性差，如近期某新投产装置因技术问题出现停车，对于现实端的供应实际缓解有限，更多偏对市场紧张情绪的缓解。

图 6 PE2024 年新增产能

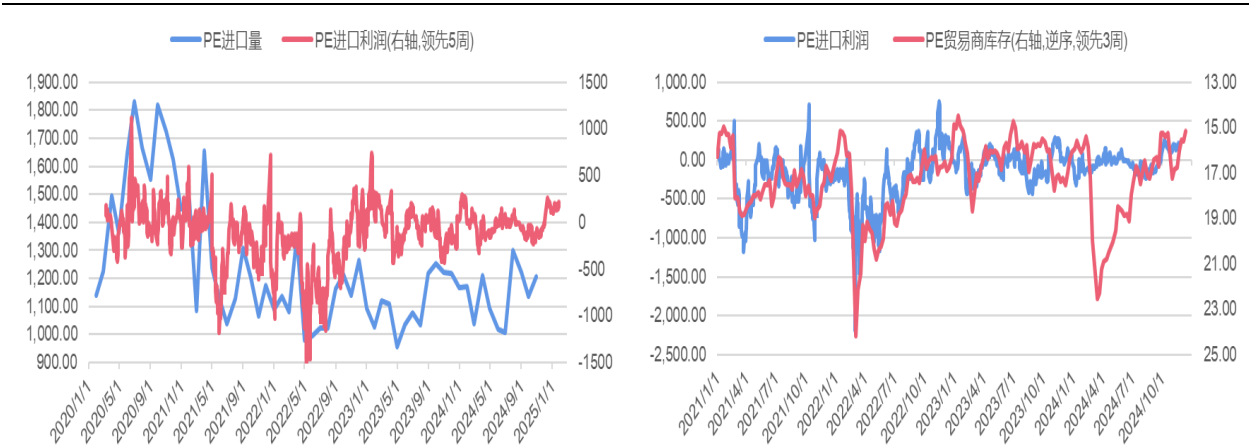
PE2024年新增产能										
石化名称	类型	全密度	LLDPE	HDPE	LDPE	EVA	总产能	投产时间	工艺	装置动态
宝丰三期二线	EVA					25	25	2024年3月	CTO	
天津南港	LL/HD		30	50			80	2024年11月	油制	双11出料
宝丰内蒙	全密度	55					55	2024年12月	CTO	已出单体，聚合计划11.20
山东裕龙一期	全密度/HD	100		30			130	2024年12月	油制	11月中下旬乙烯裂解，12月先开全密度
万华二期	LD				25		25	2024年12月	轻烃	12月开车
合计		155	30	80	25	25	315			
剔除EVA总产能							290			

数据来源：国海良时期货研究所、ifind

进口方面。受前期进口利润压缩影响，八九十三个月进口量整体有所回落，从进口利润对进口量的领先性以及外盘报盘的情况看，11 大部分时间进口量也无法放量，进口端无法形成对国产供应不足的补充。但进入 12 月，在进口利润持续修复的领先指引下，12 月进口将会迎来放量，部分伊朗货源可能 11 月底就会到港，美国货源到港时间预计在 11 月底及明年一月份。且从基差对贸易商库存的反向领先性以及贸易商库存对进口利润的反向领先性指引看，暂时进口利润也难出现大幅回落，给到外盘货源持续冲击内盘的条件。

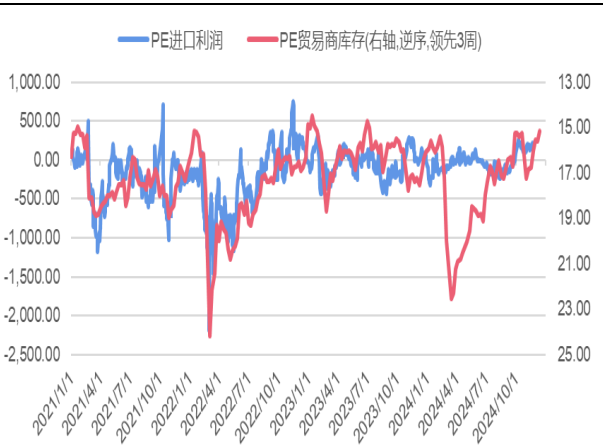
需求方面。农膜需求顶点已见，后续将会季节性走弱，上周周中开始，下游已经开始对高价货源有所抵触，有从前期现货带涨盘面慢慢向现货跟涨盘面无力的方向转变。

图 7 塑料进口量与进口利润



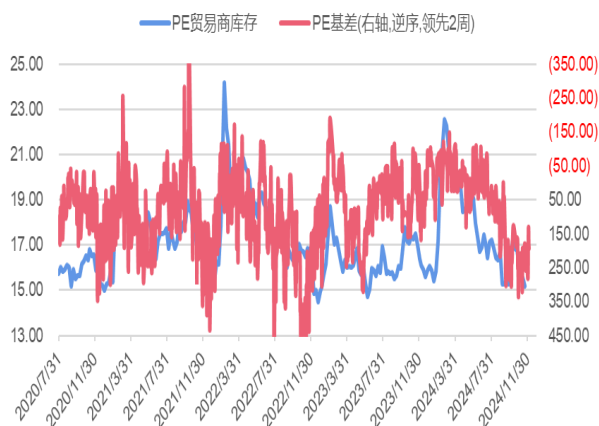
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 8 塑料进口利润与贸易商库存



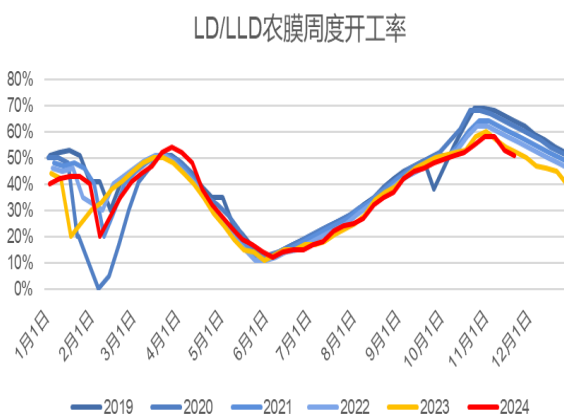
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 9 塑料贸易商库存与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

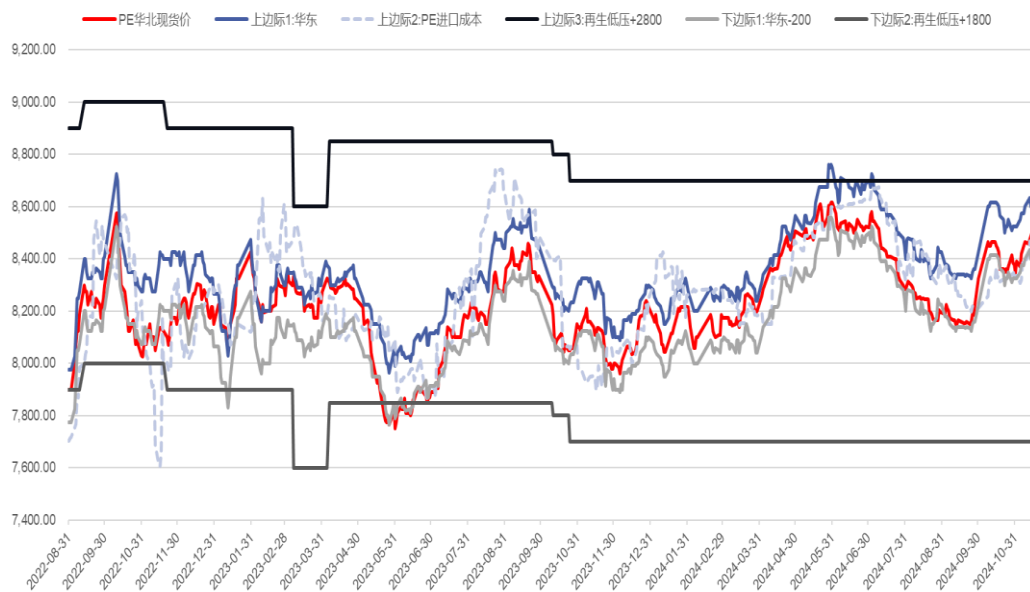
图 10 农膜开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

估值方面。华北现货价已经来到再生低压+2800 给到的价格上边际附近，估值偏高，但在目前强现实格局下，现货价格估值水平处于高位也是合理的，只是需要注意，一旦未来现实转弱，高估值将会迎来修复，这也是市场空头动能之一。整体在强现实弱预期且面临强弱转换节点+估值偏高的格局下，市场投资者倾向去博弈强弱转换的价格拐点。

图 11 塑料价格估值情况



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、 操作策略推荐

对于 2501 合约，单边不建议空，实在要做，做 1-5 反套。不建议直接空 2501 合约的原因有两方面。一方面 01 合约可操作时间有限，标品走弱的时间可能要到 12 月中上旬附近，如果盘面没有提前交易

这一预期，则 01 盘面可操作时间有限；另一方面，即使 12 月供应回归价格向下兑现，仍存在盘面交易成本端原油推涨逻辑导致价格下行空间受限可能。

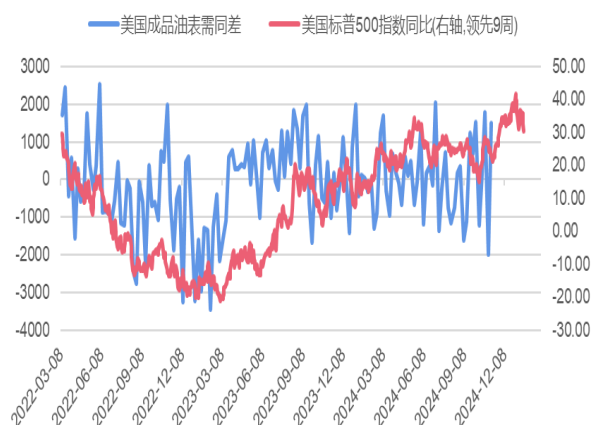
为什么盘面存在交易成本驱动逻辑可能？成本端原油，市场基于明年平衡表累库预期，长期整体偏一致性看空，但目前下方面临页岩油完全成本支撑，年底前在供需与宏观没有新的大利空下很难突破，相反，如果有超预期的利好还能导致油价反弹，事实上我们看到市场偏悲观的成品油需求在 12 月至年底存在超季节性走强可能，成品油需求的超季节性走强可能带来成品油超季节性去库，从而带来汽油裂解价差走强，在年底前 OPEC+没有开始增产，供应端逻辑相对平稳的状态下，市场可能会在需求端汽油裂解反弹的带动下出现一轮油价反弹，目前已经看到这一迹象。不过在大方向看空下，这轮反弹行情需要紧盯其他对汽油裂解更为高频的领先指标如新加坡复杂炼厂利润，一旦领先指标出现拐头向下，需要及时把握反弹行情结束的节奏。

图 12 原油平衡表与近端月差



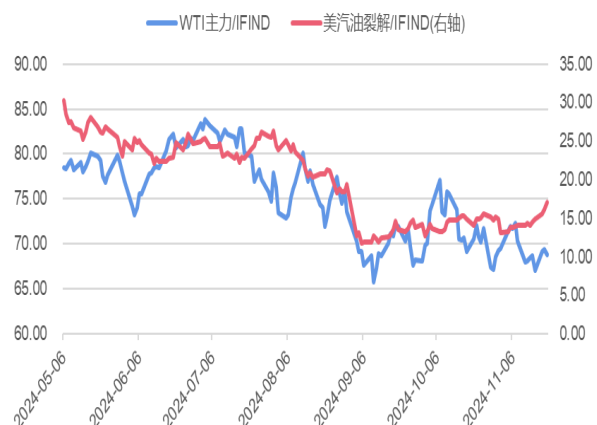
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 13 美国权益指数与成品油需求



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 14 汽油裂解与油价



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

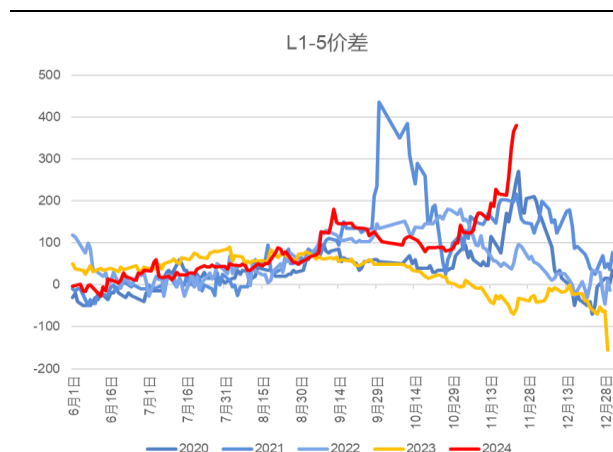
图 15 美国汽油裂解与新加坡炼厂利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

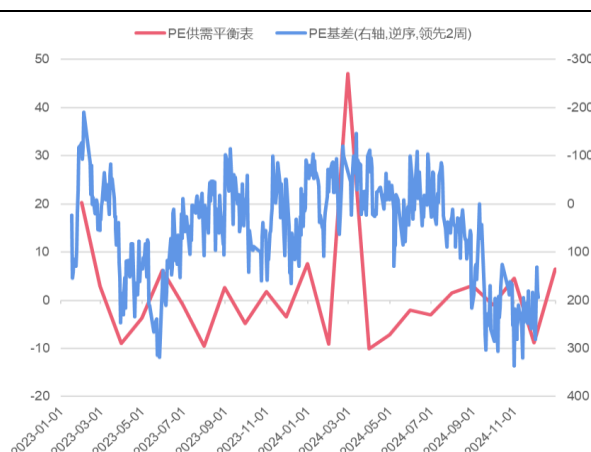
所以相对于直接去空 01 合约，更合理的操作是去做 1-5 反套。12 月供应回归累库状态下利于反套走出，如果盘面交易成本推涨逻辑，成本推涨本质在交易未来供需的利多预期，也有利于基差走弱、1-5 价差走反套。只是和单边空 01 一样，可交易时间有限，需要控制好仓位。

图 16 L1-5 价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

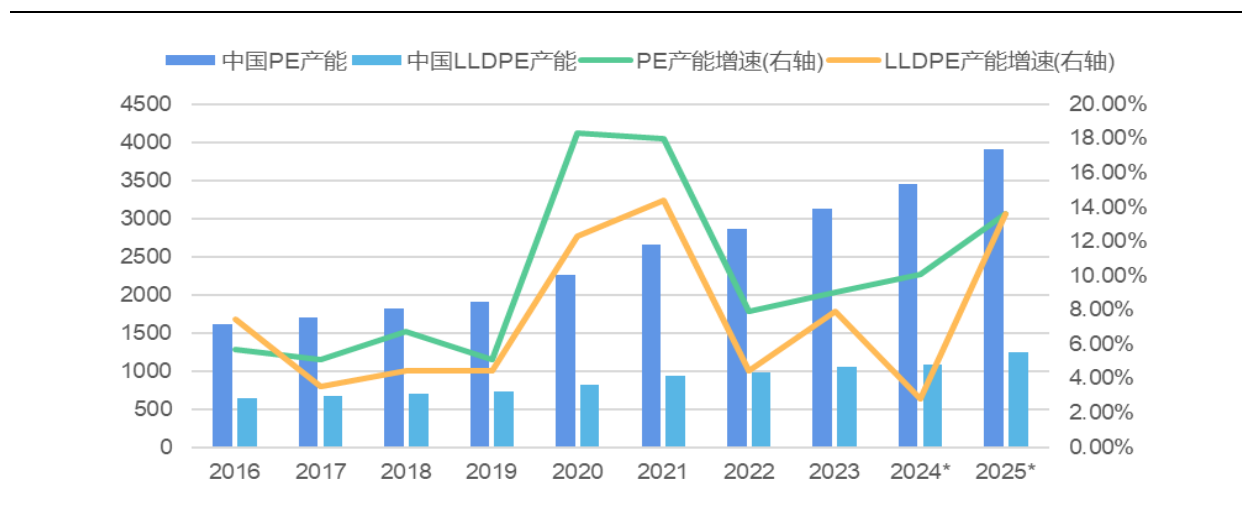
图 17 塑料平衡表与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

2、对于 2505 合约，市场因为明年大投产预期所以比较一致性偏空看待，个人认为问题不大，虽然不排除新装置未来有投产不及预期的情况发生，但那是未来的事，可以先交易投产预期后再对投产不及预期做修正。不过具体到 05 空单的进场节奏上，虽然长线看空，但目前可能并不适合入场。一方面成本端原油年底前存在反弹动能，另一方面目前 05 贴水太多，在成本端难以给到盘面向下空间且盘面大贴水的情况下，个人更倾向于等 back 结构逐步平坦化后右侧入场空单。当然，如果考虑到目前塑料库存水平偏低，短期可能累不到接近转结构的库存水平，如卓创口径的 90 万吨附近，那在 back 陡峭的时候也可以去尝试抓左侧拐点的机会，只是操作左侧拐点时需要小心只是操作的一个小波段而非趋势反转的拐点。

图 18 塑料产能增速情况

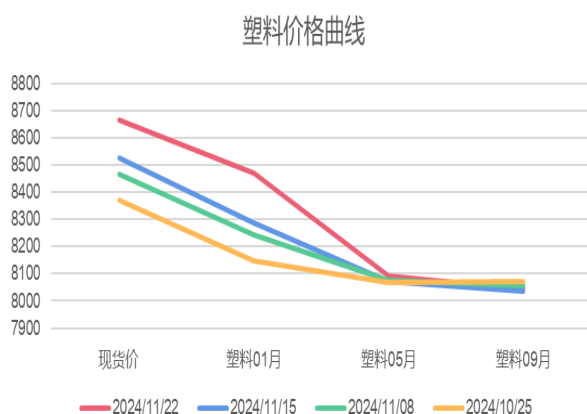


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

back 陡峭结构下，左侧拐点怎么做？从远期曲线结构的角度看，需要看到 back 结构加深的过程中，现货有些跟不动，back 的加深不是通过近端现货的拉涨来加深，而是通过远端合约不跟涨来加深，此时配合估值层面估值偏高+供需层面弱预期面临即将兑现节点+成本端原油可能出现走弱，可以去尝试操作左侧拐点。

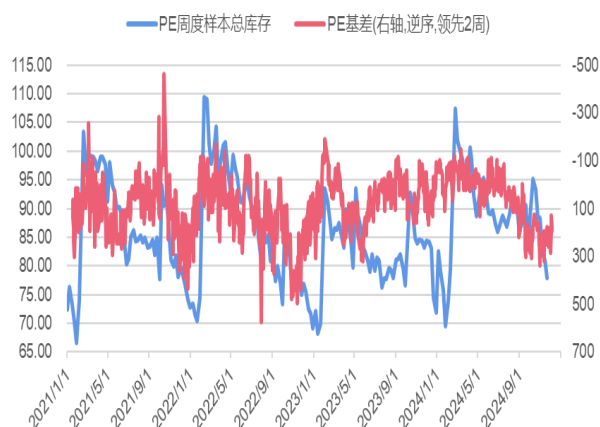
back 结构逐步平坦化后右侧如何入场空单？价格曲线右侧好的入场机会发生在可能转结构阶段：back 结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。在准备转结构前，一般盘面先交易一波利多预期拉动近端合约上涨，将近端合约突起，从而形成近端合约价格高于现货价以及远端合约价格，近端合约与现货先完成结构转换，从 back 转为 contango。然后随着时间推移，如果近端合约价格估值开始偏高，且通过领先指标观察上涨交易的利多预期无法证实甚至被证伪，近端合约可能走弱，加之面临转结构节点，市场会通过近月盘面下跌更多来修弱基差、修远期曲线上近月的突起，在这个过程中远期曲线的远端也会逐步转为 contango 结构。具体到操作策略上，除了盘面单边把握预期证伪的做空机会外，跨期上期现走正套、近远月跨期走反套。

图 19 塑料价格曲线



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 20 塑料库存与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的数据,国海良时期货有限公司对这些公开数据获得信息的准确性、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,未免发生疑问,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期货交易咨询业务资格。