

吴梦吟

研究员，期货执业证书编号 F0286856

wumy@dxqh.net

## 下游补库强度决定反弹高度

### 库存压力仍待缓解

#### 投研观点：

- 5月商品市场展开反弹，黑色和化工为主的板块反弹力度较大。其中，需求透明的品种弱，触及安全边际、供应端有明确收缩的品种反弹幅度强。部分品种上行过程减仓太快，短期内进一步上行空间不大。
- 目前市场交易主线为库存去化和供需平衡表的改善，后期库存数据的证伪将导致市场波动率放大。库存去化强度依赖下游利润的好转及预期的好转。
- 原油方面，夏季美国页岩油产区活动加强，基于页岩油生产成本和油企的套保行为，WTI 远月合约上限 55 美元的逻辑得以强化。在 OPEC 原油输出国延长减产协议至明年一季度的前提下，短期内美国成品油、炼厂端需求好转及中期亚太地区的补库预期成为油价的下方支撑。油价或偏强震荡。
- 细分品种中，甲醇的多空博弈集中在烯烃反弹、MTO 装置的开启和主产区、港口区现货价的疲软。关注港口区甲醇库存消费比的变化及现货价格的变化；塑料反弹受益于供应缩减幅度较大，但需求淡季持续，后期无更多的利多因素可供堆积，后期或维持区间震荡；补库预期和原料反弹支撑 PP 价格，但库存压力仍存。

月底商品市场延续反弹，国内方面，以黑色和化工为主的板块反弹力度较大。此次化工品反弹的强弱关系为：烯烃强于 TA，烯烃内部 L 反弹后，MA、PP 补涨。其中，需求透明的品种弱，触及安全边际、供应端有文章可做的品种反弹幅度强。库存压力仍不轻松。部分品种上行过程减仓太快，短期内进一步上行空间不大。

细分品种中，L、PP 两油石化库存去化明显。目前降至 70 附近，环比大

幅好转，但是仍为近3年同期库存运行区间的上沿。其中PE占比回落，PP库存相对L更大。其中，煤化工库存细分项中，LLDPE占比处于近期低位，结合5月LLDPE装置生产比例跌破30%，LLDPE近期炒作空间更大。建议结合现货走势，9000附近多头介入。PP低位反弹主要基于补涨，下游关注BOPP行业的补库带来的现货价格上调。但实体端仍不乐观，预计主动补库力度不大。关注L-PP价差1400的顶部结构是否继续突破。需求方面，通用塑料终端需求与投资、政策拉动关联不大，属于社会零售销售中稳定增长的部分。在人均可支配收入比率进一步下滑的基础上，通用塑料制品增速大概率维持低位。

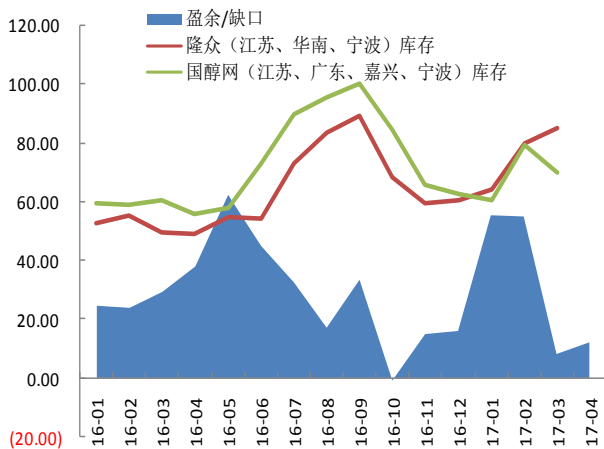
目前市场交易主线为库存去化和供需平衡表的改善，后期库存数据的证伪将导致市场波动率放大。

化工板块中，塑料、甲醇为主的品种近期库存下降速度也在加快，盘面中已price in了库存变化对供需平衡表的影响。因通用塑料终端需求增速放缓，17年1、2月份高供应增速积累的库存压力较大，下游厂家持续的被动去库存。虽然3、4月的库存压力较1、2月时有所好转，但较去年同期水平仍偏高。

后期市场关注的焦点为下游后期补库强度。企业补库意愿来源于订单、利润的好转以及产业预期的好转。补库大概率为以下两类情况，基于刚需的下游厂家补库和基于原料价格反弹预期的投机需求补库。后期关注下游企业的加工利润是否好转、原料价格反弹预期是否改善现货市场的成交情况。

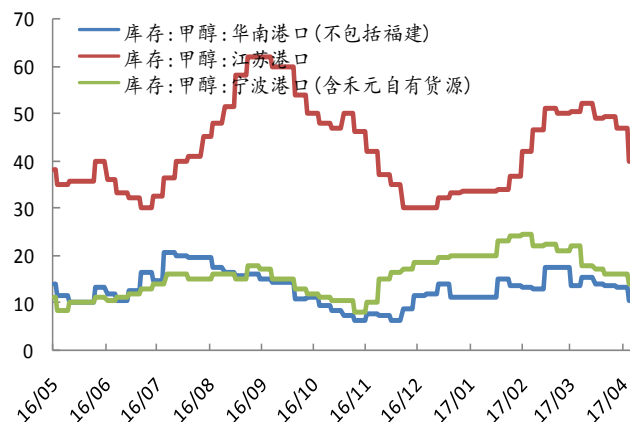
原油方面，夏季美国页岩油产区活动加强，基于页岩油生产成本和油企的套保行为，远月WTI上限55美元的逻辑得以强化。月底OPEC会议，延长减产协议到明年一季度的靴子落地后，油价虽短线回调，但中长期线仍存供需面好转预期。虽然数据显示原油库存下降幅度有限，但伊朗的4500万吨的原油浮库得以消化，这意味着2016年10月以来的减产措施仍有效的消化了部分的供应。在产油国坚持减产的协议下，短线美国夏季汽柴油消费旺季的到来、炼厂利润带动的原油加工量增长，以及中期亚太地区原油需求补库预期等将引导市场去库存，

图1：甲醇供需平衡表月度图



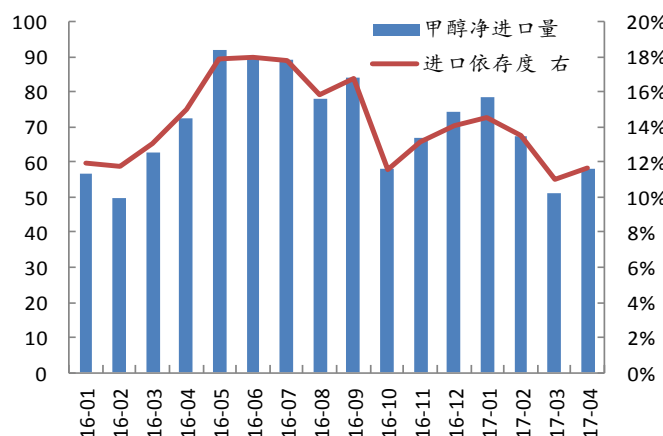
来源：国醇网，东兴期货研发中心

图2：甲醇主要港口库存走势图



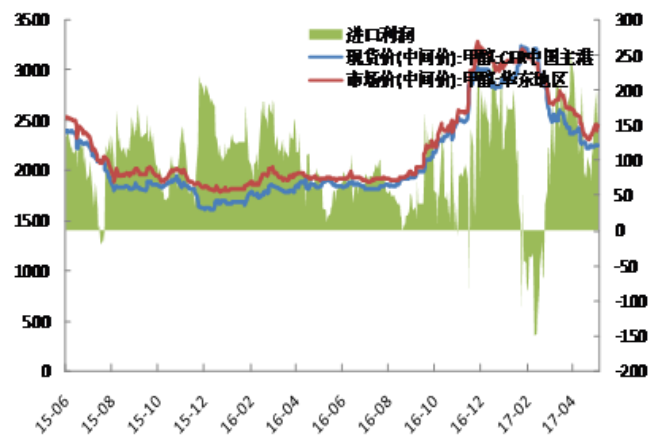
来源：wind，东兴期货研发中心

图 3: 甲醇净进口量及进口依存度走势图



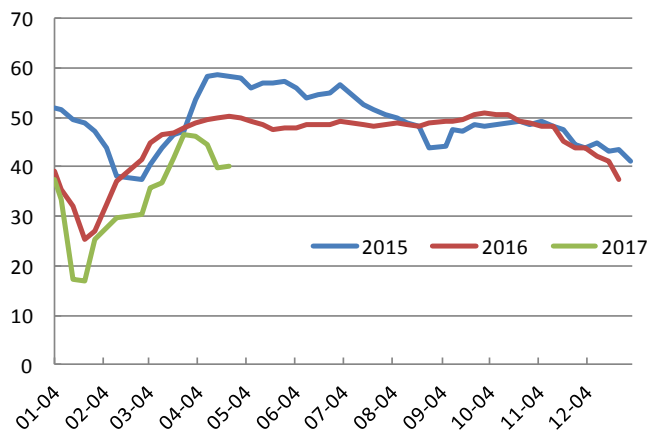
来源: 国醇网, 东兴期货研发中心

图 4: 中国主港进口利润



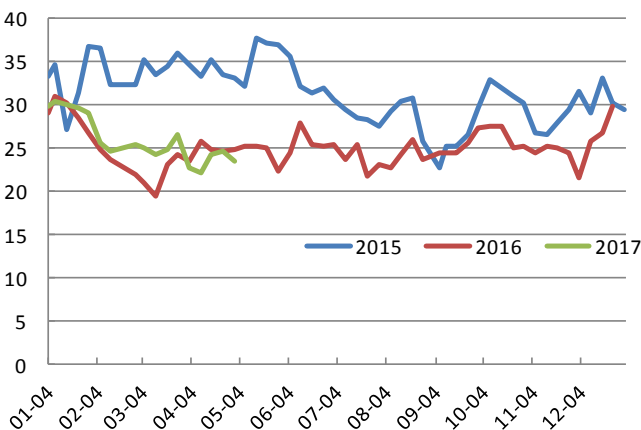
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 5: 甲醛装置平均开工率



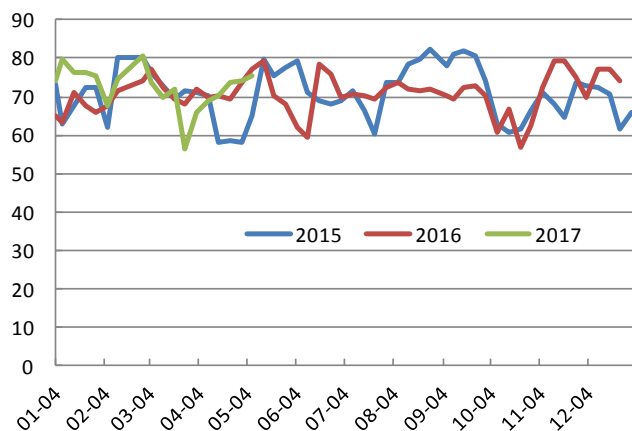
来源: 国醇网, 东兴期货研发中心

图 6: 二甲醚装置平均开工率



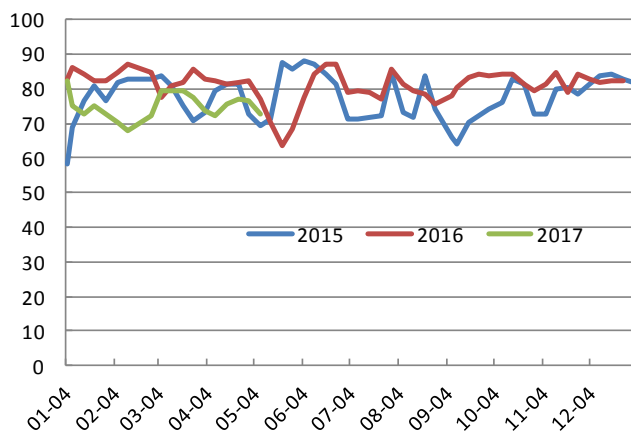
来源: 国醇网, 东兴期货研发中心

图 7: 醋酸装置平均开工率



来源: 国醇网, 东兴期货研发中心

图 8: MTO/MTP 装置平均开工率

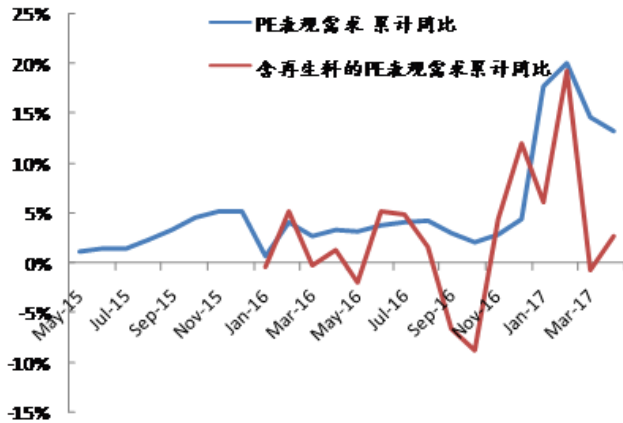


来源: 国醇网, 东兴期货研发中心

甲醇的多空博弈集中在烯烃反弹、MTO 装置的开启和主产区、港口区现货价的疲软。

5月甲醇跌至了煤头装置的生产成本后，港口区、主产区甲醇现货价格支撑也逐渐凸显，随即被原料带动反弹。后期关注港口区 MTO 装置负荷上升带动的甲醇外采需求，主要观测指标仍是现货价格和进口利润。目前进口利润低位回升，国内甲醇现货及期货价格仍将收到进口价格的利空压制。甲醇的反弹高度或受限于 MTO 装置盈亏平衡点。

图 9: PE 表观需求增速图



来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 10: PP 表观需求增速图

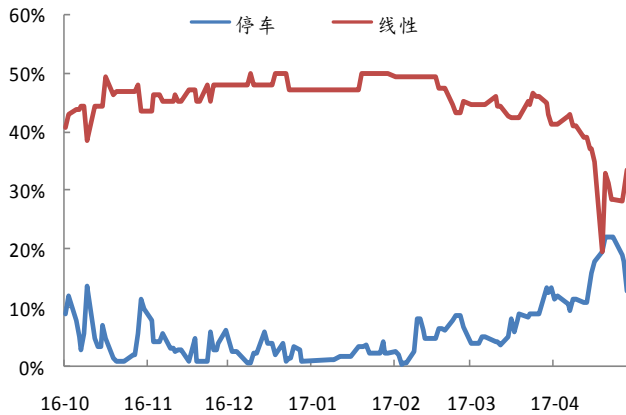


来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

塑料反弹受益于供应缩减幅度较大，但需求淡季持续，后期无更多的利多因素可供堆积。

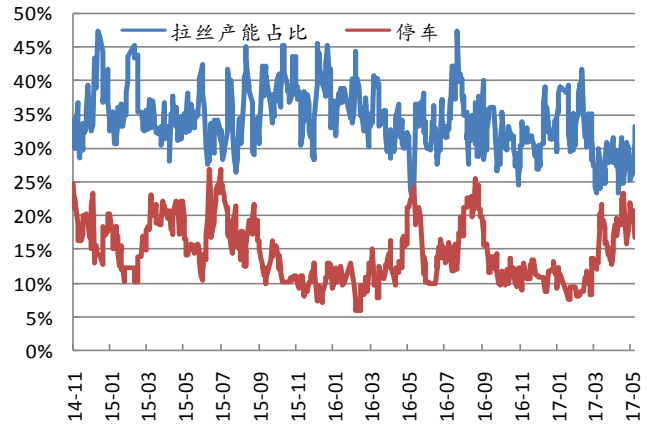
此次 L1709 合约于 8500 附近止跌后，率先展开强反弹，L1709-PP1709 合约价差放大。5月塑料走势偏强来源于检修力度偏强、库存去化速度较快。塑料装置转产、检修计划较多，5月 PE 装置检修力度超过4月，线性生产比例一度降至 30%。目前替代品价差显示，LLD 相对 LD 和 HD 股指相对偏高，后期 LLD 供应进一步缩减概率减小。主要的生产装置利润较好，不涉及边际供应量的调整。需求方面，塑料下游农膜淡季持续，下游对原料价格多为被动式接受，需求弹性较小，需求的拉动作用十分有限。此外，6、7月外盘新装置若如期投产，或利空 CFR 及内盘 LLDPE 价格。

图 11: PE 装置生产比例图



来源: 卓创资讯, 东兴期货研发中心

图 12: PP 装置生产比例图

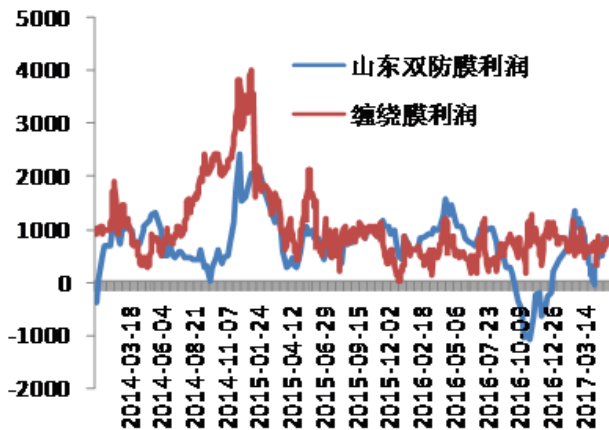


来源: 卓创资讯, 东兴期货研发中心

**补库预期和原料反弹支撑 PP 价格, 但库存压力仍存。**

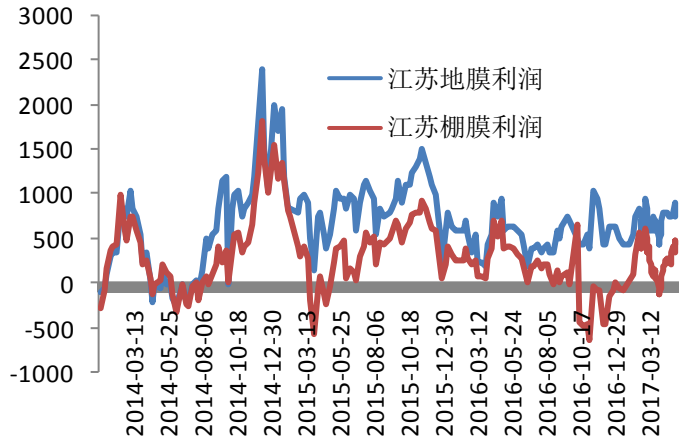
5 月 PP 库存去化速度偏弱, 前期中景石化二期、青海盐湖等新装置的投产加剧了库存去化压力。近期反弹动能主要来源于甲醇和塑料, 中线反弹的强度关注丙烯的反弹以及下游 BOPP 补库预期的实现。但是实现路径中, 丙烯制粉料利润较好, 丙烯反弹倒逼粉料价格重心上移或供应减少尚需时日, 下游 BOPP 的补库强度仍有待观察。近期产业调研显示, BOPP 原料库存偏低, 下游胶带母卷企业的原料库存和产成品库存都处于历史低位。可预期的胶带母卷厂的补库是否能顺利传导到 BOPP 端以及 BOPP 端的补库强度。因丙烯酸丁酯持续反弹, BOPP 利润仍未能止跌回升。在量价回升无法确定时, BOPP 补库强度是否足够去化 PP 库存。

图 13: 缠绕膜生产利润图



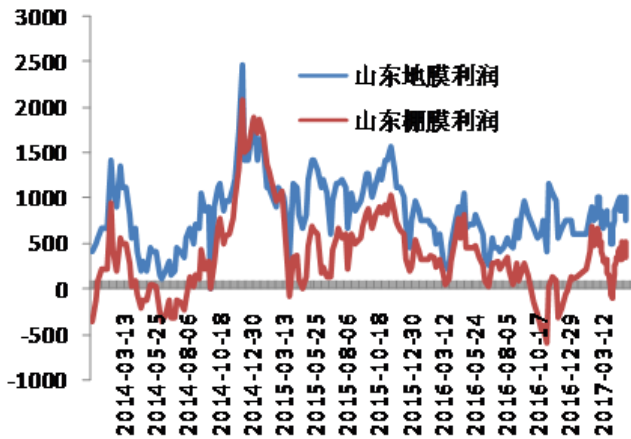
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 14: 棚膜生产利润图



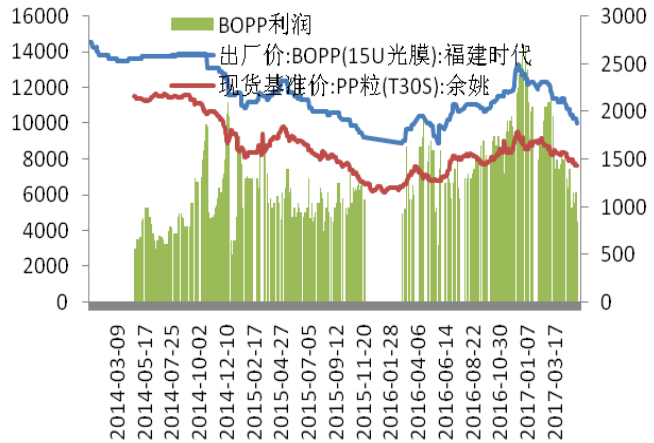
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 15: 地膜生产利润图



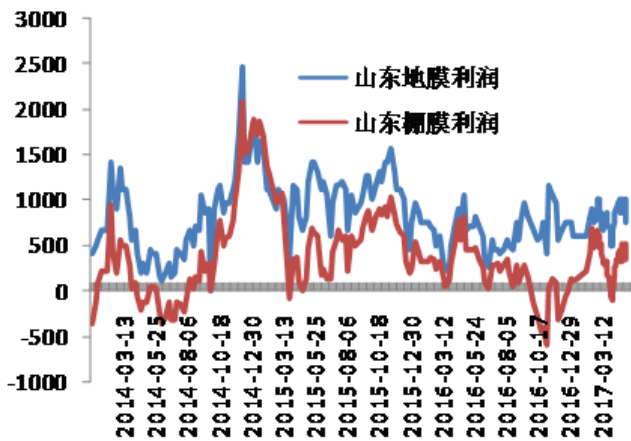
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 16: BOPP 生产利润图



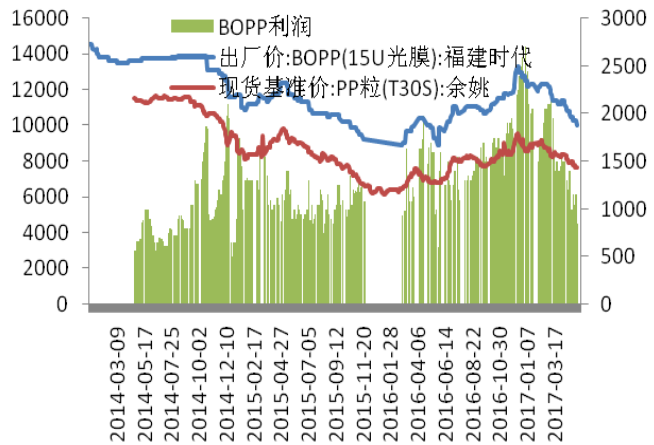
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 15: 地膜生产利润图



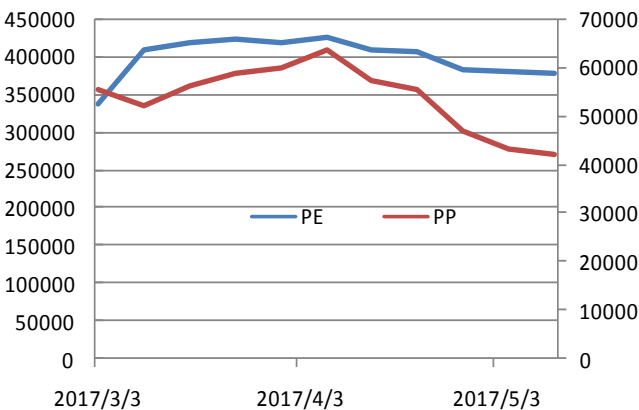
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 16: BOPP 生产利润图



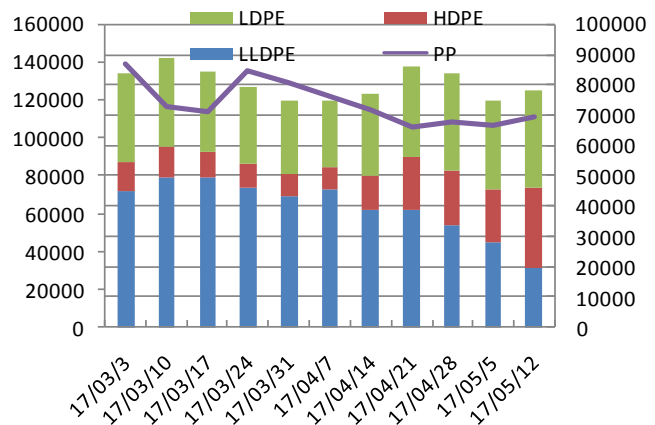
来源: wind, 东兴期货研发中心

图 17: PE、PP 贸易商库存走势图



来源: 东兴期货研发中心

图 18: 煤化工 PE 库存结构图



来源: 东兴期货研发中心

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询



价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。