

永安期货研究中心

作者：王金

电话：0571-88378428

从业资格编号：F0269869

投资咨询从业证：Z0002646

多 PP 空塑料头寸回顾

摘要：

- 2011 在外围宏观货币紧缩的大背景下，及下游需求难以有效放大的情况下，PTA 全年跟随大宗商品走势振荡下跌；
- 2011 年 PTA 产能开始快速发展，供应开始增加，市场提前消化利空，各环节处于去库存状态；
- 下游刚性需求仍有较强支撑，聚酯总体处于健康发展状态；
- 上游 PX 发展步伐慢于 PTA, 2012 年随着 PTA 新产能的相继推出，PX 供需形势会逐渐趋紧，PX 总体将保持强势；
- 2012 年由于新 PTA 产能多将于下半年开出，PTA 供应将呈现前紧后松态势，行情将表现为上半年冲高下半年回落的态势；
- 投资可关注买近抛远的正向套利或下半年关注买棉花 CF1209 抛 TA1301 的跨产品的套利。

一、行情回顾

多 PP1409 空 L1409 策略，价差从 7 月初的 -900 点，一路上行到 9 月中旬的将近 1000 点，价差波动接近 2000 点。回顾行情，当时之所以有如此大行情的核心逻辑来源于市场对煤化工投产预期过于放大，认为 PP 的投产力度会远大于塑料，导致当时盘面 PP 价格大幅贴水现货。而当时 PP 的现实情况是库存低位，现货坚挺。通过对基本面的评估我们认为 PP 的盘面价格充分反映了利空的预期，即使所有利空全部体现，下跌的空间也不会很大。反过来从塑料的角度看，当时塑料现货价格一直贴着现货走，并没有反映投产的利空预期。而我们对 PP 和塑料投产的力度对比发现，两者的投产力度是差不多的，理论上 PP 的贴水和塑料的贴水幅度差不多比较合理，而当时 PP 的贴水明显大，这是不合理的地方。因此当时推荐买 PP1409 空 L1409 头寸。我们认为即使最差的情况发生，即 PP 利空全部发生，而塑料的利空全部不发生，那这个头寸亏损的幅度也比较有限。而一旦两者利空的力度差不多，或者塑料的利空体现的比 PP 多，那这个头寸的收益率会非常丰厚。

从后面实际行情的演绎看，PP 和塑料确实有一定的投产发生，但塑料的投产更加顺利，而 PP 很多装置的投产并不顺利，PP 现货一直紧张。这就给买 PP 抛塑料头寸带来超额的收益。

下面对当时 PP 和塑料的基本面进行分别的介绍。

图 1、PP1409-L1409 价差走势图



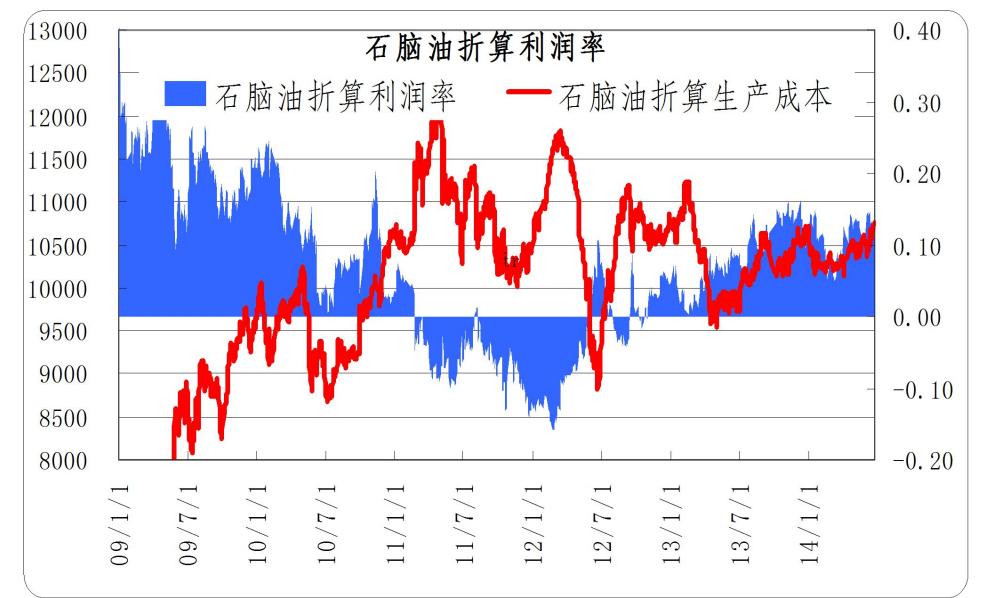
数据来源：永安期货研究中心

二、基本面情况回顾

2.1 塑料情况介绍——高位开工，塑料供大于求格局呈现

11年以来，塑料一直呈现去库存的格局。至13年塑料的社会库存已处于低位，这支撑13年整体价格的牛市。14年上半年，塑料价格同样处于高位，石化企业生产利润丰厚。

图2、石脑油生产塑料利润走势图

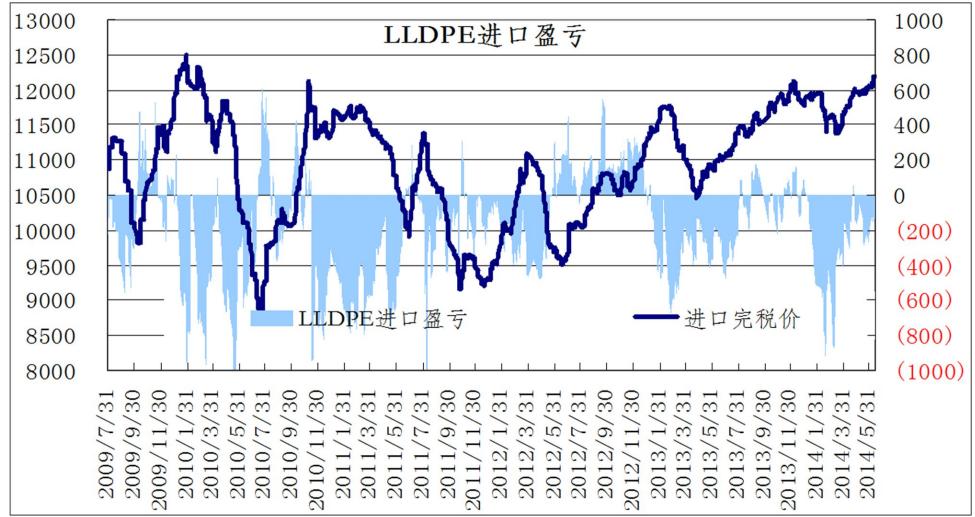


数据来源：永安期货研究中心

在这种情况下，老装置提高开工负荷，而新装置也抓紧施工进度，尽量提早开车。通过对装置排产计划的统计，我们发现当时仅有兰化一套30万吨装置检修，而它的检修时间也仅12天，对产量影响有限。而像神华等本计划7月份检修的装置，由于生产利润高也将检修计划推迟到9月份。在新装置方面，延长和中煤两套各30万吨产能也会在7月中下旬逐步投产，因此大概率在7,8月份LLDPE的产量会明显提升。通过对产量的统计，我们发现7,8月份塑料的产量可能会从5,6月份的45万吨提升至50万吨左右，提升幅度达到10%。

另一方面，当时塑料的进口利润也有所转好，利润值处于年初以来相对高位，因此大概率进口量也不会少。

图3、塑料进口利润图



数据来源：永安期货研究中心

而需求方面，7,8月份刚好处于塑料季节性的消费淡季。通过历史数据的统计，我们发现每年5~8月份，塑料的消费量均比1~5月份有5%左右的下降。

表1、塑料需求季节性统计

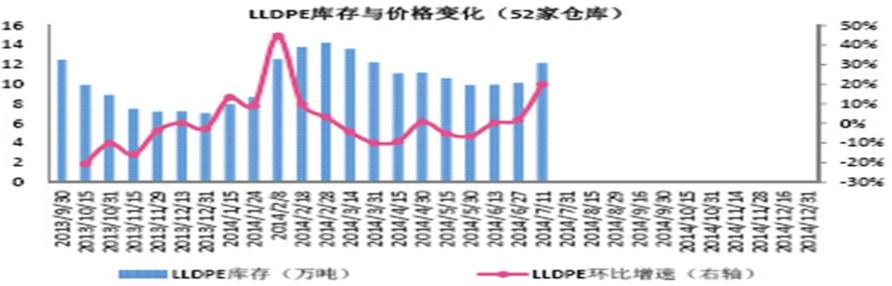
	环比消费增速统计						1-5增速
	5月合约(1-4)	9月合约(5-8)	1月合约(9-12)	年平均	5-9增速	9-1增速	
2006年	32.06	31.30	32.66	32.01	-2.3%	4.3%	
2007年	37.15	35.17	35.09	35.81	-5.3%	-0.2%	13.7%
2008年	35.41	35.05	33.47	34.65	-1.0%	-4.5%	0.9%
2009年	44.31	40.89	48.37	44.52	-7.7%	18.3%	32.4%
2010年	52.83	49.72	57.35	53.30	-5.9%	15.4%	9.2%
2011年	52.64	48.68	54.49	51.94	-7.5%	11.9%	-8.2%
2012年	49.48	49.27	55.08	51.27	-0.4%	11.8%	-9.2%
2013年	58.85	53.15	61.59	57.86	-9.7%	15.9%	6.8%
2014年	67.78	66.10	72.71				
平均值					-5.0%	9.1%	6.5%

数据来源：永安期货研究中心

定性看塑料供应增加，而消费又处于淡季，供求关系会环比转弱。通过量的测算，我们认为7,8月份的过剩量应该在7~9万吨左右，过剩速度会比较快。

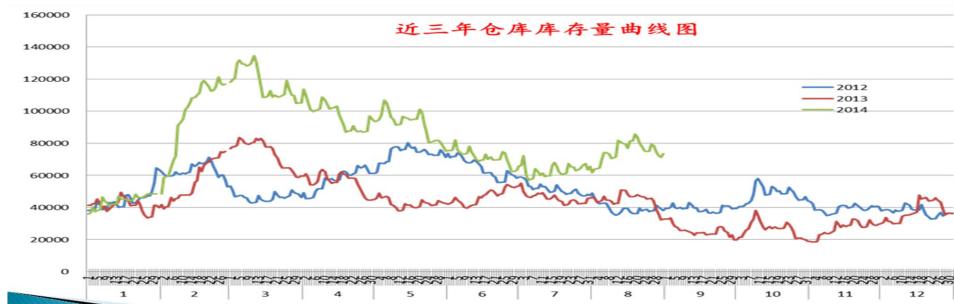
而随后的库存走势也印证了我们的预测，可以看到无论是社会库存还是工厂库存，在7,8月份均提升比较明显。这理论上会对现货价格构成利空，后续价格下跌是大概率事件。

图4、塑料社会库存走势图



数据来源：永安期货研究中心

图 5、石化库存走势图



数据来源：永安期货研究中心

PP 情况介绍——社会库存低，装置投产慢，供求格局好

与 LLDPE 不同，PP 的单体除了一部分来源于石脑油裂解还有一部分来自于油品生产的催化裂化工艺。由于宏观经济弱势，柴油消费速度低，导致炼化的开工率不高，而相应的 PP 产量也受到牵连。

通过对产量的统计，我们发现 1~6 月份 PP 装置的开工率一直比较低，这致使当时 PP 的库存一直维持在低位。当然 7,8 月份以后，随着石脑油裂解产能开工率的提升以及 PP 新产能的投放，PP 的产量也会相应提升，预计月度提升量在 6~7 万吨左右，这会导致 PP 也会和塑料一样出现供大于求的格局。但由于 PP 的总产量比较大，因此折算到过剩率与 LLDPE 也类似，均在 11% 左右。

基本面小结及策略的逻辑

由于开工率的提升，后续 PP 和塑料的供求关系均趋于恶化，因此当时我们认为两者价格同时下跌的概率大，且由于过剩率相当，因此两者价格下跌的幅度应该相当。

但当时盘面升贴水所反应的预期却与我们的判断有所差异。当时 PP 的现货价格在 11500，而 PP1409 的价格在 11270 附近，期货贴水现货 230 点。

而塑料当时的现货再 11950，而 L1409 合约的价格却在 12150 附近，期货升水现货 200 点。

理论上在未来利空预期相当的情况下，升贴水幅度相当地合理，但期货实际反映的情况却差别很大，因此我们认为买 PP1409 抛 L1409 做市场预期的错误可以关注。

当然这个头寸最大的风险点是塑料的利空没有体现，而 PP 得利空全部体现，这样塑料的价格会强于 PP，但是由于当时的升贴水已经反映了一定这样的预期，因此即使这个利空真的发生，此头寸的亏损也不会很大。而从当时我们了解的情况看，塑料装置投产马上会发生，而 PP 装置的投产发生时间大概率在 9 月前后，可以认为塑料的利空发生更加确定，而 PP 的利空发生的确定性小，这更加增加了我们考虑此头寸的信心。

三、行情演绎回顾

7 月中旬以来，随着新装置的逐步投产，塑料的库存开始逐步积累。正如前文所述，它的库存积累比较明显，而这对现货价格打压比较明显。华东主流现货价格从 7 月初的 12125 一路下跌到 9 月初的 10925，下跌幅度达到 1200 点。

PP 方面，由于很多本计划在 8 月底到 9 月初投产的装置，开车并不顺利，因此社会库存并未实质性的增加，这导致价格也相对坚挺，华东 PP 价格也仅从 7 月初的 11525 下跌到 11425，下跌幅度仅 100 点。

现货劈叉达到 1100 点，再叠加升贴水 400 点的差异，收益达到 1500 点。再考虑塑料巨量仓单下的贴水以及 PP 没有仓单情况下的升水，行情最大收益达到 2000 点。

四、头寸小结

虽然当时单边的矛盾也存在，尤其是塑料，期货升水，而预期偏弱。但是成本端，包括宏观的风险难以评估，因此单空也存在风险。但 PP 和塑料对冲可以有效规避此方面的不确定性，而凸显出两者基本面方面的差异。通过前文的分析也可以发现，该头寸亏损有限，而收益比较大，风险收益比非常具有吸引力，充分体现了对冲套利的优势。



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。