



## 化工板块共性问题，期现冻结的后半场

### 主要观点：

18年底至今的行情可以分为两部分，18年12月中至1月中属于宏观折价修复式（贸易战征税暂缓）补基差上涨，1月中至今为宏观溢价式（预期两会推基建刺激）负基差式冻结流动式上涨（方式有期现冻结、预期增值税下调式冻结），期现冻结量理解为需求前置，属于双刃剑，正反馈式上涨阶段锁住现货流动性加速上涨，负反馈式阶段额外抛出现货流动性加速下滑，目前正接近冻结量的第一个顶点（或后续落地增值税下调时间点时会出现期现冻结的第二个顶点），关注正反馈向负反馈转折点的捕捉。

本文分两节，第一节以升贴水与单边的联系为切入点，探讨05合约传统年内的季节性走势规律性格，判断05合约共性的期现冻结后半场的可能走势；第二节回归具体品种产业平衡表角度具体论述各品种的短期长期观点。

### 策略：

(1) 关于跨期：期现冻结量能否在5月前解决（甲醇、PVC的大量期现冻结、PP及LL的部分现货+美金船货期现冻结）决定了5-9是否需要给出部分展期窗口继续冻结流动性，而短期增值税下降刺激近月采购，恰恰给出潜在的正套高点去介入反套。（BU及TA不属此类另行分析）

(2) 关于跨品种：甲醇估值急速修复后，左侧提前做4月平衡表改善的对冲多头配置优势减少，化工板块内部较难推出合适的对冲多头配置，建议思路从跨品种对冲切换为跨期+轻仓单边空。

**风险点：** 增值税下降对近端的囤货弹性超预期；两会过后仍继续出台新的刺激政策推高宏观溢价从而继续锁现货流动性

研究院 能源化工部

潘翔

能源化工总监兼首席原油研究员

☎0755-82767160

✉panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

联系人：

梁宗泰

甲醇 PVC 研究员

☎ 020-28291697

✉liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

相关研究：

甲醇空 1905 多 1909 策略探讨

2019-01-22

多 MA1909 空 LL1909 策略及化工板块对冲策略探讨

2019-02-12

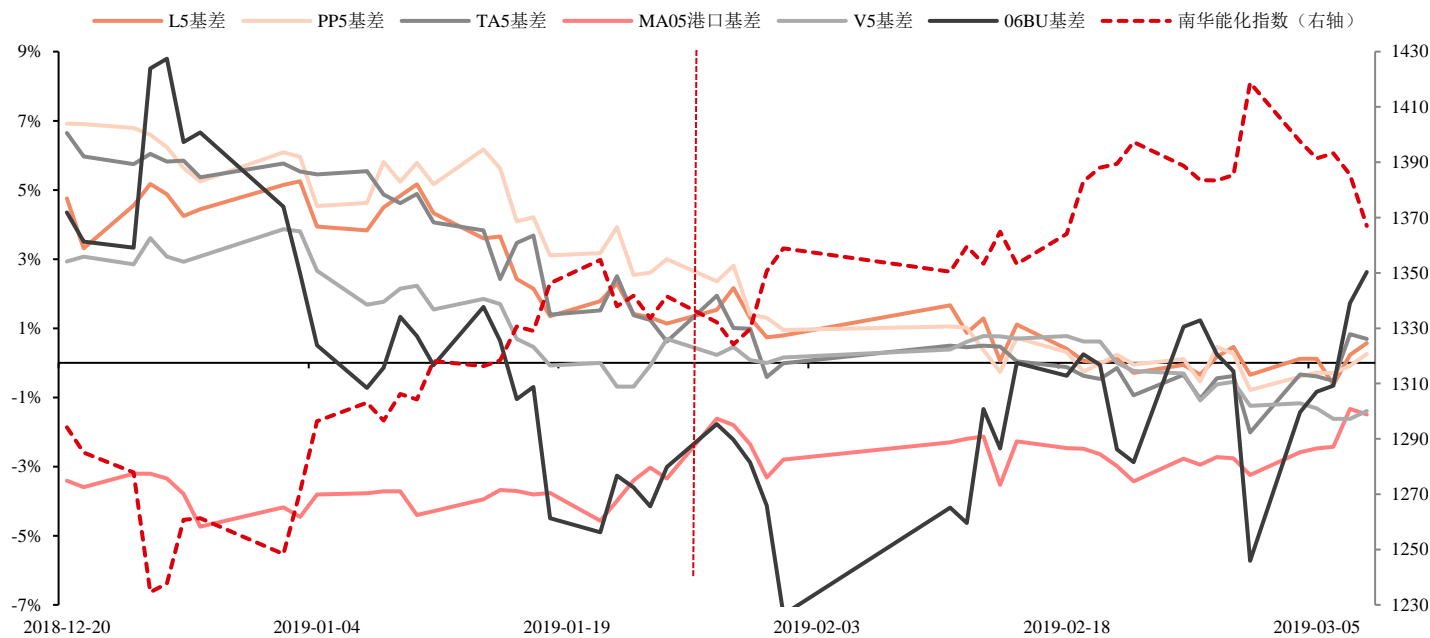
化工板块对冲策略探讨（其二），V及BU相关对冲头寸探讨

2019-02-21

## 1.1 12月中至1月中：宏观折价修复式上涨

图 1：05 基差排列以及南华工业品指数

单位：%，无



数据来源：卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

备注：为避免图形线段太杂乱，单边价格仅模糊放一条南华能化品综合指数

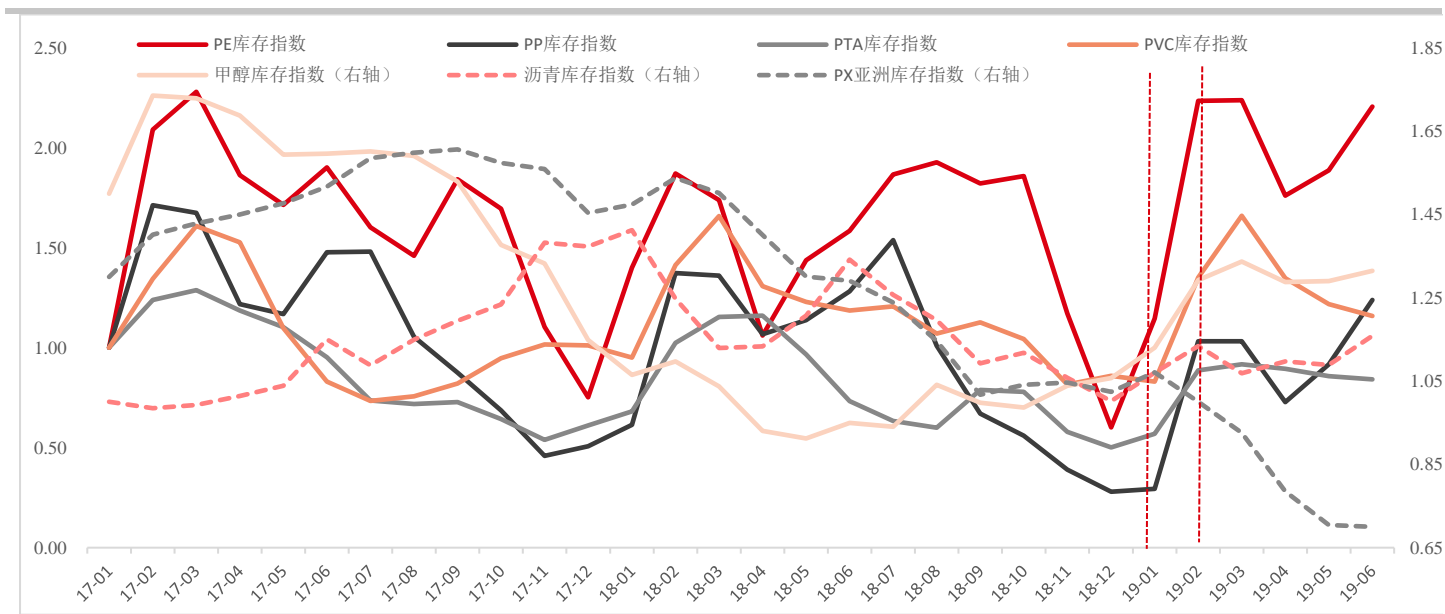
(1) 12月中至1月中，南华能化品指数从低点1234涨至1月底的高点1358，伴随着的是正基差的快速缩窄，即期货补贴水式上涨。宏观折价快速修复，标志性事件为12月2日G20峰会上，美国暂缓额外关税征收，从2019年1月1日如征收暂缓至3月1日征收，掀起风险资产的折价修复式上涨。

(2) 基差修复分化为两大块区域，甲醇以外的化工品基差快速修复甚至一路冲到负基差，甲醇基差修复缓慢。具体如下：LL05及PP05从5%至7%的基差（深度贴水）快速修复至1%至2%的微幅贴水，TA05从6%（深度贴水）修复至1.5%，V05亦是从4%的基差修复至0%，BU06从9%修复至-5%；而与前面梯队分化的MA05则仅从-5%修复至-3%

（唯一一个当时是负基差），主要原因是当期库存的差异（图2，自估平衡表库存指数而非实际资讯网站库存指数）。PE,PP,PTA,PVC,BU在1月份均是处于过年季节性累库前的低水平位置，因此基差修复行情相当迅速，然而甲醇库存在Q4已表现出逆季节性累库，导致了负基差式没怎么修复。

图 2：3 月 8 日 未来自估平衡表预估库存变化：绝对位置  
无

单位：无，

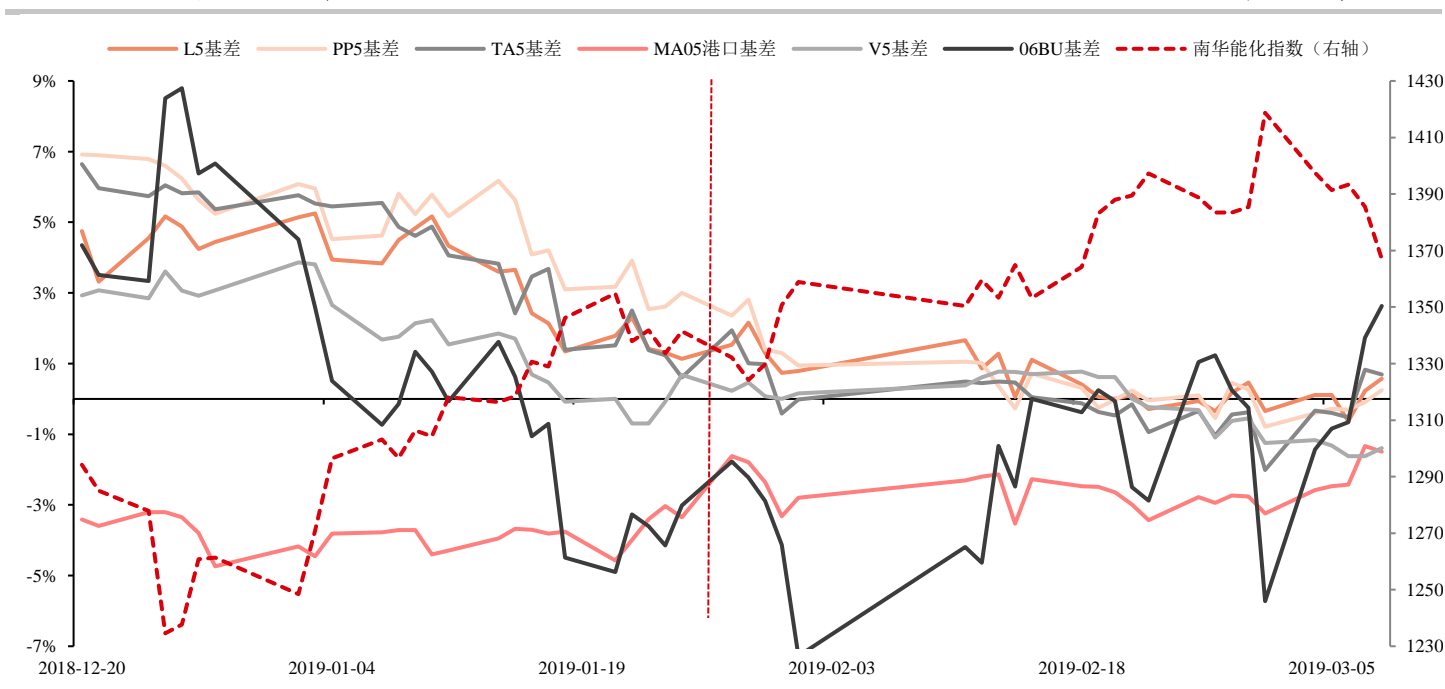


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

## 1.2 1 中至今：宏观溢价式上涨（期现冻结）

图 3：05 基差排列以及南华工业品指数

单位：% ， 无



数据来源：卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

（一）宏观溢价式拉涨：

1月底至3月1日，南华能化指数从低点1324涨至1418，在1月中下短暂歇息后继续进入了第二轮拉涨。宏观从折价转换为溢价的原因有2，一个是年间事件的缓和即中美贸易谈判，另一个是年内固定3月份两会的政策预期（年内固定3月的两会及其不可能证伪性的政策猜想、经济数据缺少，共同注定了05合约天生是倾向于挤负基差的合约，下节再讨论），再加上2月财新PMI超预期的反弹，宏观溢价式拉涨启动。

## （二）化工板块高库存压力促使期现冻结：

然而各品种基本面并不佳，图2（自估平衡表库存指数而非实际资讯网站库存，实际资讯网站库存下文再展示）展示的各品种平衡表库存2月季节性累库幅度非常大，基差转负，伴随着剧烈的期现冻结式拉涨。期现冻结理解为通过宏观溢价暂时把现货流动性锁住，目前处于正反馈阶段的高潮（或者顶点附近）

### （1）MA 库存高企，期现冻结量级大

MA 港口基差维持-80附近，3月初才走强至-40附近。自12月初以来维持的长期负基差，促使港口期现冻结量估算接近25-30万吨的规模，量级非常大。而内地（河南、山东）在1月初亦曾打开过交割窗口，猜测内地亦有可能存在期现冻结量（目前内地强势未感受到）。期现冻结量级问题最大为甲醇。

### （2）PVC 节后累库超预期，期现冻结量级大

V 是固体化工队列当中第一个踏入负基差的品种。基差年前曾一度出现出现过-50至-100，吸引贸易商预购年后远期货锁盘面，而2月底至3月初出现-80至-100的基差再度促使期现冻结量越滚越大（贸易商预估在15-25万吨规模），除了MA以外第二个期现冻结问题比较大的品种，关注未来期现冻结量解决情况。（亦有可能贸易商已逐步背给贸易商，相当于部分期现冻结量转化为下游工厂的预购货源）

（3）LL 前期进口窗口导致到港压力大，潜在对远期美金锁期现冻结量大，社会库存出现库容紧张问题

LL 维持-50至+50的基差，负基差呆的时间不长，估算标品LL期现冻结量或在5万吨以内并不算多，然而LL前期进口窗口的打开，直接买美金船货套05盘面的量级不会小。

#### (4) PP 期现冻结量级亦不小

PP 维持-20 至+50 的基差（低的时候给过-50 至-70），负基差呆的时间亦不算长，估算标品拉丝期现冻结量或亦在 5-8 万吨附近（然而有贸易商反映期现套建仓体量已大，资金压力再难继续扩仓），PP 进口窗口亦在 2 月初以后关闭，买美金抛盘面压力不算大。

#### (5) TA 及 BU 的单边提前备库问题

TA 及 BU 更多是单边投机备货的问题而非期现冻结量级的问题。聚酯工厂对 TA 的年前备货，以及下游织造厂对聚酯的年前备货透支，导致了年后回来 TA 基差的持续下滑，等待聚酯工厂提负消耗，然而是否消耗的线索为基差的暂稳，即 2 月底基差在-80 至-50 横着没继续下探，而近周 TA 的快速拉涨吸引中下游再度投机备库，工厂原料库存仍高，或许说前期过渡投机备库的问题未能有效解决，然而加工费低时的 TA 厂库垄断检修能力是其他品种不可比的。BU 则是年前贸易商过渡预购 2-3 月到货，而 BU 产业需求季节性差异分化严重，6-7 月梅雨前主要是贸易商投机备货或根据手上投标量备库（实际产业需求待梅雨后集中释放），而前期投机备货过渡或导致 3 月后炼厂厂库转移至贸易商环节不畅通。

宏观溢价（期货升水）锁住的期现冻结量，属于摆动库存。显然从上述分析，甲醇、PVC 期现冻结量级大，潜在摆动库存集中在期现冻结商手里；LL 及拉丝亦有一定的期现冻结存量，潜在摆动库存部分在期现冻结商手里，部分在单边贸易商手里；BU 则是库存集中在前期过渡备货的单边贸易商手里，未能通过期货升贴水变动去揣测库存何从非流通摆动为流通，或与原油单边走势挂钩；TA 则是库存集中在中下游超备的库存，以及部分在上游厂家库存。

### (三) 期现冻结的后半场猜想：

#### (1) 宏观溢价边际再提升的空间有限，慎防宏观溢价回落

05 合约典型的在两会前交易政策预期，然而随着两会政策的落地，“故事预期”逐步转化为“落地政策”，从“对基建刺激的短期急速溢价”转移至“对减税缓慢刺激经济的长期缓慢溢价”。首先，隐性债务仍受压制（补充背景，显性债务存量 18.4 万亿元=地方政府一般债存量 11 万亿+地方政府专项债存量 7.4 万亿；隐性债务存量估算 37 万亿元附近），城投债、信托、委托等隐性债务扩张驱动依然受限，仅靠专项债（显性债务）的扩张或实

致用于基建投资的（显性+隐性）债务增速无字面上那么高。第二，专项债新增上限是 2.15 万亿，赤字率 2.8%，较市场此前预期的 2.5-3 万亿、3% 要低；铁路投资 8000 亿未明显提高。“基建溢价”有所不及预期。

而增值税从 16% 下降至 13%，对经济刺激的传递时间较长且较缓慢（居民或终端用户成本下降而获取的收入增加是否继续用于资本品的投资），显然不及直接刺激基建来的快和直接。

慎防宏观溢价回落导致的期货升水下跌，促使巨大的期现冻结量重新流入现货市场。从正反馈的顶点踏入负反馈的起点。

(2) 增值税下调 3% 再引起第二个期现冻结量的顶点：

如 18 年 3 月传出 5 月降增值税的影响一致，本次计划增值税下调 3%，刺激贸易商采购现货（或 3-4 月纸货或远期）谋取降税节点后销项开票成本下滑的利润。甲醇、乙二醇均出现囤现货及纸货博取增值税下调的利润，PE,PP,PVC 暂未明显见到明显的贸易商采购行为（仍等待具体落地时间，有意愿未有实际采购行为）。仍然如期现冻结一样理解，即需求前置，短期或有可能把单边及正套挤上第二个期现冻结量的顶点。

### 1.3 补充：05 合约共性--性格扭曲（宏观溢价不可证伪的挤升、宏观落地的宏观溢价消退）

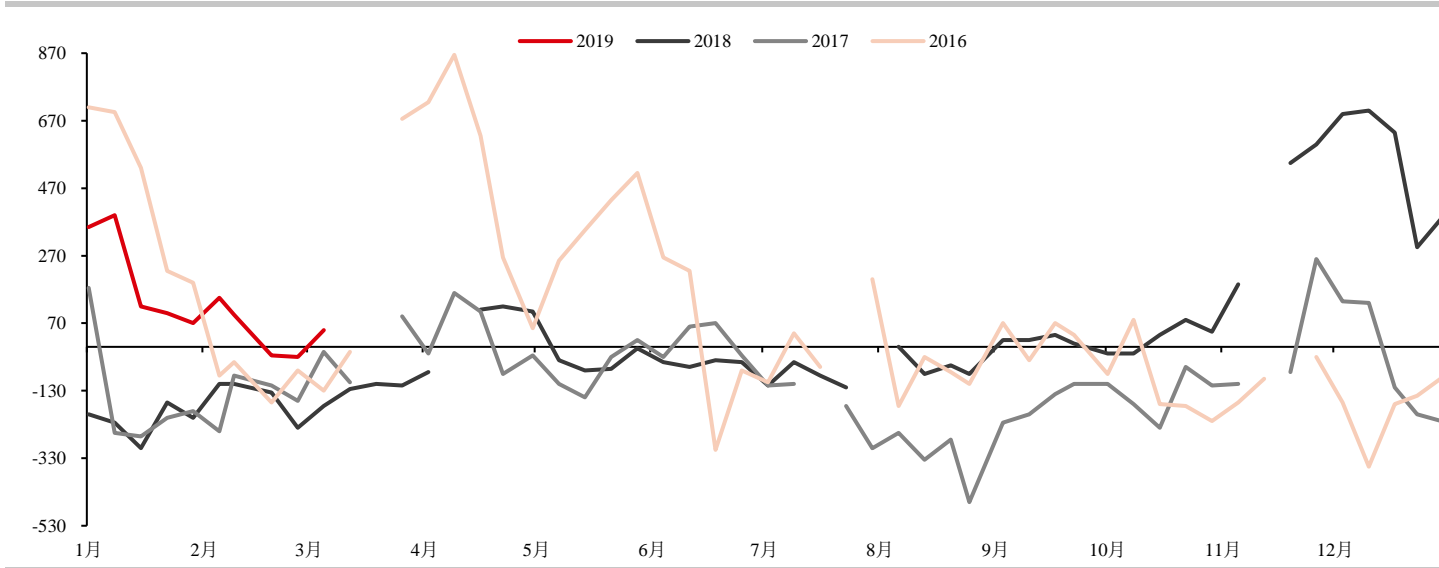
备注：(1) 用黑色螺纹的基差图和单边图放在一起对比效果可能更明显，现举例放 LL 的基差及单边价格放在一起对比看。(2) 图中的断裂处为换月，分别对应 LL 的 1/5/9 基差及单边走势，断裂处换月的原因是避免把换月时候的基差快速上升下跌误以为实际基差的涨跌。

(3) 对比筛选后，LL 基差更规矩，MA 基差波动剧烈（短时间扭曲大）、TA 基差受加工费或上游产业控制强烈、BU 基差受原油单边影响大，筛选出来 LL 基差及单边的图更符合上文所说的 05 合约先负基差式上涨再正基差式下跌的习惯。



图 4: LL 历史近月基差

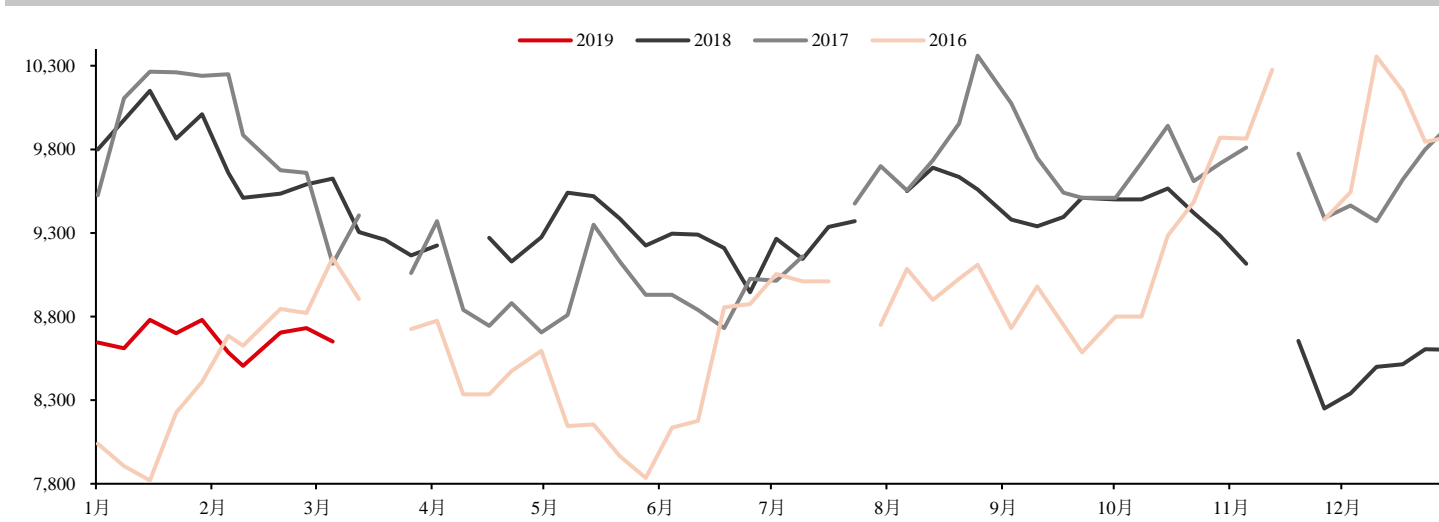
单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

图 5: LL 历史近月价格走势

单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

05 合约在 17-18 年的性格习惯

(1) 9-10 月通过宏观事件往下打一波, 高基差式下跌, 当然经济硬指标需配合 (17 年 10 月 PMI 的见顶回落, 18 年 9 月开始 PMI 快速跳水; 然而 16 年 9-10 月 PMI 接年抬升, 因此无见到高基差式下跌)。(杞人忧天的崩溃性自卑, 宏观预期故事)。

(2) 11-1 月, 宏观情绪修复, 基差回落式, 补基差上涨修复。(否极泰来的回归正常生活, 回归产业基本面)

(3) 1-3 月, 正基差回落式甚至负基差式拉涨, 核心条件是: 第一个是 1 至 2 月经济硬指

标的缺失而只有货币的软指标，尚不清晰货币传递到实际工业指标的全貌；第二个是两会均在3月，而两会具体政策落地前并不能证伪资金讲的故事。导致了05合约3月前喜欢顶期货升水，宏观资金压制产业资金。（不可证伪的自我膨胀，宏观预期故事）

(4) 而3-5月，基差走强式下跌。3月份转折点一个是前期1-2月的经济硬指标公布，第二个是两会政策落地出台，宏观溢价潮水退去跟回自身基本面走。（自我膨胀的退潮，宏观政策落地后的回归基本面）

## 2 结合平衡表分品种展望

### 2.1 甲醇4月平衡表仅小幅去库，库存问题未有效解决；短空长观望

图6：未来平衡表展望（自估）（3月8日预估） 久泰外购MTO5月，志诚外购MTO6月 单位：万吨

	总供应	总供应同比 (%)	产量	非一体化产量	(非一体化产量) + (一体化产量) 增速%	(非一体化产量) + (一体化产量) 增速%	净进口	进口	出口	净进口增速	(非一体化产量) + (一体化产量) + (净进口) 累计同比 (%)	传统下游累计同比增长 (%)	外购MTO+ (一体化外采)	外购MTO消费+油品+传统需求 累计同比 (%)	库存变动 (万吨)	总消费量	总消费量同比 (%)				
Dec-18	527	11.2%	460	286	6.1%	302	8.1%	66.8	71.7	4.9	-11.2%	369	4.3%	212	3.5%	83	334	1.2%	6	521	10.3%
Jan-19	534	13.4%	452	287	16.0%	302	19.8%	81.8	88.8	6.9	3.4%	384	15.9%	198	-9.8%	93	329	1.7%	25	509	2.0%
Feb-19	549	15.2%	480	317	20.2%	320	22.2%	69.0	73.0	4.0	9.6%	389	19.5%	158	-5.4%	103	305	6.9%	55	495	4.8%
Mar-19	559	15.1%	493	318	19.6%	326	21.5%	66.0	69.0	3.0	3.4%	392	17.6%	201	-3.3%	103	347	6.6%	15	545	5.7%
Apr-19	531	15.5%	464	285	17.9%	297	20.3%	67.0	68.0	1.0	5.5%	364	17.2%	205	-1.0%	103	350	7.9%	(16)	548	7.1%
May-19	577	16.8%	502	307	15.4%	324	18.6%	75.4	76.0	0.6	13.3%	399	17.6%	208	0.5%	118	368	10.3%	1	576	9.7%
Jun-19	588	18.9%	509	327	15.6%	337	18.7%	79.4	80.0	0.6	21.0%	417	19.1%	203	2.3%	133	378	14.2%	8	580	13.1%

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图7： 甲醇预估总库存指数（自估平衡表）单位：万吨

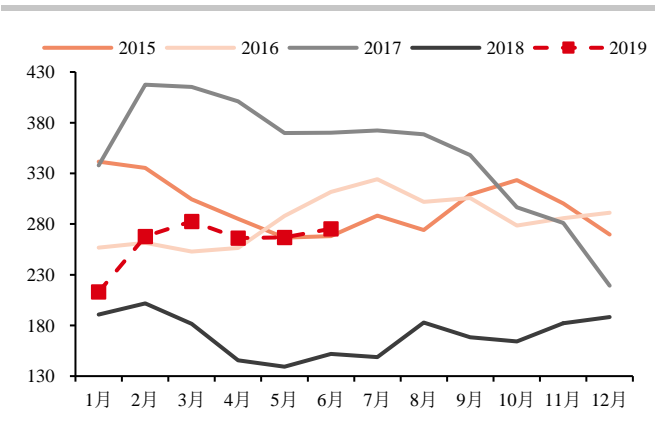
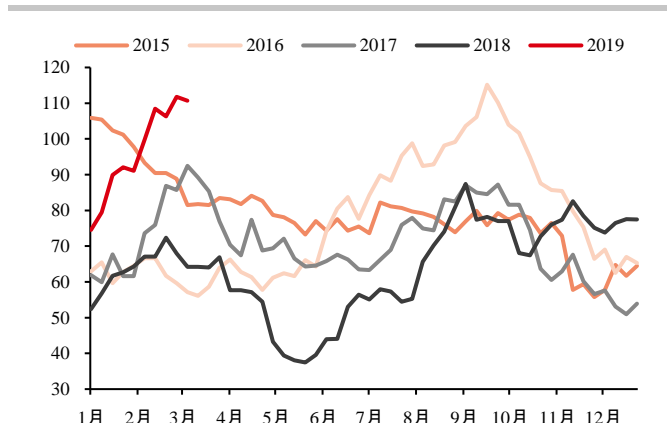


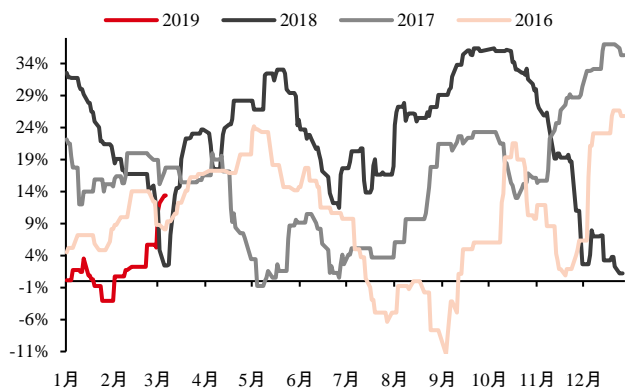
图8： 卓创甲醇港口库存（总）单位：万吨





数据来源：卓创资讯 国醇网 华泰期货研究院

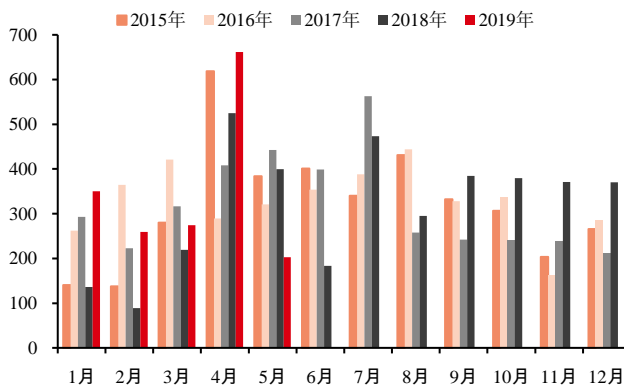
图 9： 煤制甲醇生产利润 单位：%



数据来源：卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 10： 非一体化煤头检修计划（折算实际检修产能）  
单位：万吨/年



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

4-6 月库存走平或小幅去库，未有大的去库驱动，而估值优势以缺失：

（一）煤头毛利已从-3%大幅反弹至 15%，因此 5 月煤头春检复工后无额外减产动力再平衡

（二）4-6 月原小幅累库展望，目前转为走平：

（1）平衡表已含煤头春检：原 3-5 月非一体化气头复工、4 月部分新增煤头检修。5 月目前春检减少，给出平均复工 8%的预估。（其他方面未作调整：大唐甲醇假设停至 3 月中继续外卖，延安能化外购持续。6 月含兖矿榆林 70、金成泰 60 投产预期，不投则亦是小幅去库）

（2）外购 MTO 未作调整：上述平衡表把久泰外购 180 放在 5 月，南京志诚外购 180 放在 6 月，则平衡表从大幅累库转为 4-6 月库存走平（另外上述平衡表未含鲁西 90 潜在 Q2 的潜在投产）

（3）预估库存表现：3 月累库放缓，4 月小幅去库，5-6 月库存走平

**短期看空：4-6 月库存走平或小幅去库，未有大的去库驱动**（港口方面关注 3 月中下至 4 月的季节性到港能否兑现），期现冻结量 5 月前仍难处理。**降税预期导致的近端推升，给反套更好点位。**

**长期观望：甲醇估值已快速回升，4-6 月仅从大幅累库改善为走平，暂不再作对冲多头配置选择**

（三）实际港口库存：本周港口库存 110.7 万吨（-1.1 万吨），首周见顶回落。3 月上中到

港量级正常背景下库存回落。3月中下-4月中，外盘春检滞后影响到港预期下滑，基本为港口基差最强的时候，进入4月下至5月重新面对下一轮到港压力。

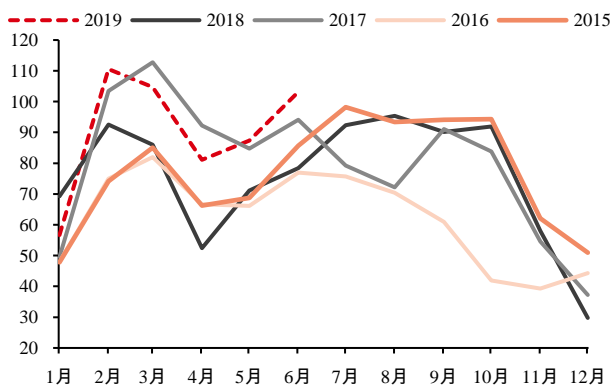
## 2.2 塑料3-4月平衡表季节性去库，然而进口窗口提供左侧入场位置；短空长空

图 11: 未来平衡表展望 (自估) (3月8日预估) 久泰4月, 中安5月, 浙江石化、宝丰7月 单位: 万吨

PE	PE新料产量	新料产量累计同比 (%)	新料净进口	新料净进口累计同比 (%)	新料总供应	新料总供应累计同比 (%)	国产回料	国产回料累计同比 (%)	回料净进口量	回料净进口累计同比 (%)	回料总供应	回料总供应累计同比 (%)	(回料+新料)总供应	(回料+新料)总供应累计同比 (%)	平衡表库存 (含回料)	自估库存变动	总消费量	总消费变动 (%)	产业需求	产业需求变动 (%)	产业需求累计变动 (%)
Dec-18	149	15.6%	113.5	19.2%	263	11.1%	34	-3.4%	0	-100.0%	34	-36.8%	297	2.8%	30	(28)	325	3%	325	6.0%	4.5%
Jan-19	153	7.8%	137.4	6.5%	290	7.2%	24	-26.1%	0	#DIV/0!	24	-26.1%	314	3.7%	57	27	287	6%	287	6.0%	6.0%
Feb-19	144	9.1%	101.0	15.7%	245	12.0%	8	-26.8%	0	#DIV/0!	8	-26.8%	253	8.7%	111	54	199	4%	199	2.0%	4.3%
Mar-19	157	8.8%	123.0	6.9%	280	8.0%	29	-11.1%	0	#DIV/0!	29	-11.1%	309	6.4%	105	(6)	315	3%	315	2.0%	3.4%
Apr-19	150	9.5%	106.0	5.8%	256	7.8%	34	-8.9%	0	#DIV/0!	34	-8.9%	290	6.3%	81	(24)	313	3%	313	2.0%	3.0%
May-19	153	10.6%	112.0	0.8%	265	6.1%	32	-9.1%	0	#DIV/0!	32	-9.1%	297	4.6%	87	6	291	3%	291	3.0%	3.0%
Jun-19	148	11.7%	106.0	0.1%	254	6.4%	30	-8.3%	0	#DIV/0!	30	-8.3%	284	4.9%	103	16	268	3%	268	3.0%	3.0%
Jul-19	167	12.5%	107.0	-0.3%	274	6.6%	28	-9.6%	0	#DIV/0!	28	-9.6%	302	4.9%	124	21	281	3%	281	3.0%	3.0%

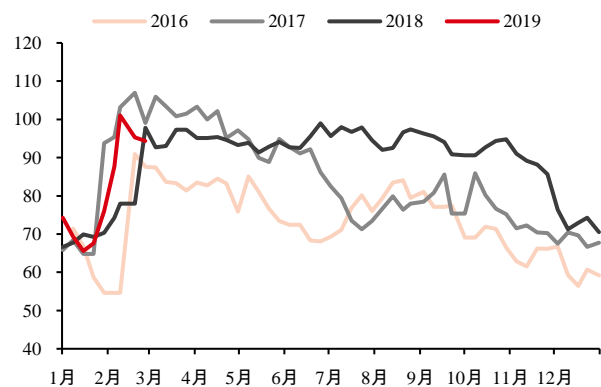
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 12: PE 预估总库存指数 (自估平衡表) 单位: 万吨



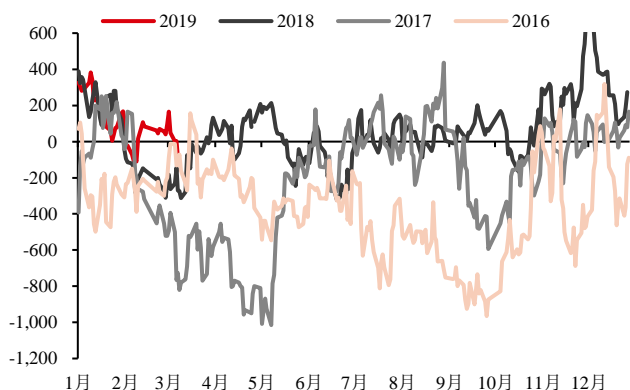
数据来源: 卓创资讯 国醇网 华泰期货研究院

图 13: 卓创 PE 总库存 单位: 万吨



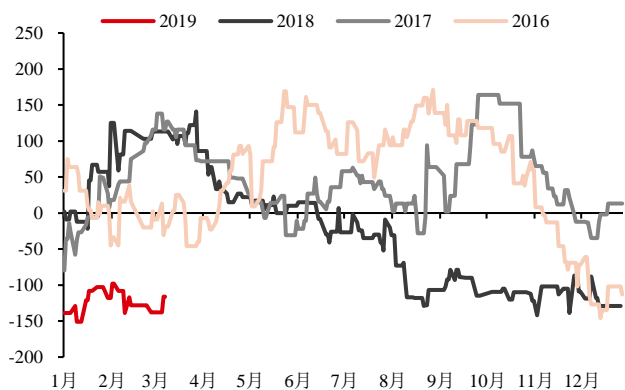
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 14: LL 进口利润 (现货) 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 15: LL: FAS 美国-CFR 中国 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

3-4 月进入季节性去库, 5-6 月季节性累库叠加新增产能落地加速累库, 直接跳过 3-4 月去库驱动左侧布空:

(1) 平衡表预估季节性去库: 平衡表含 3% 的保守需求增速, 2 月下至 3 月上中继续面临此前进口窗口打开所致的进口压力, 往后到港压力暂缓叠加需求季节性启动, 进入季节性去库。

(2) 进口窗口给出左侧提前布空可能: 目前进口窗口若持续开启, 则 5 月再度面临下一波进口压力 (上述平衡表包含 2 月底 3 月初所致的 4/5 月进口量上调), 因此进口窗口附近可左侧布空。而 6-7 月累库加速则需要中安及宝丰投产如期。

(3) 左侧布空的防范风险: 主要 2 条: 1 条是外盘美金的超预期强势, 而目前美国溢价仍趴底部, 说明 12 月清库一波之后目前仍在积累压力, 等待下一轮美金压力释放 (特别是伊朗连续发港减少的情况下, 库存积累在伊朗)。另 1 条是 4-5 月地膜需求下滑后, 季节性注塑需求接力, 需要季节性转产注塑来释放线性压力, 而目前注塑对线性溢价低位, 暂未见非标注塑的超预期强势风险。

短期看空: 3 月上中的到港压力下, 社会库存继续高企, 预估 3-4 月去库速度不及预期。降税预期导致的近端推升, 给反套更好点位。

长期看空: 理论上今年 PE 外盘产能增速放缓理应逐步看到外盘溢价的底部反弹, 而当期外盘溢价的维持低位持续暗示外盘压力仍存, 结合 5 月至下半年是国内 PE 产能投放高峰, 长期空配

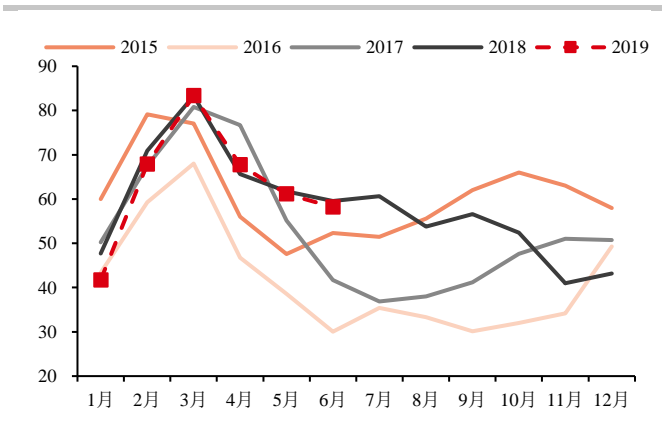
### 2.3 PVC 3 月中下或 4 月正式进入季节性去库, 然而短期期现冻结压力有打压估值需要; 短空长观望

图 16: 未来平衡表展望 (自估) (2019 年 3 月 8 日预估) (含 5 月瑞恒 10、北元 15、联成 15, 6 月韩华 10) 单位: 万吨

	新增产能	估算产量	检修量	产量	PVC 产量累计同比	进口	出口	净进口	总供应	PVC 总供应累计同比	PVC 库存变动	估算库存	卓创社会库存指数	卓创社会库存指数 *1.5: 变动	卓创社会库存指数 *1.5	产业需求	产业需求当月同比	PVC 产业需求累计同比	PVC 总消费量	PVC 需求累计同比
Dec-18			23	171	4.9%	8.4	6.4	2	173	6.4%	2	43	26	(6)	39	168	8%	8.1%	171	6.9%
Jan-19	15		18	175	3.7%	6.4	7.4	(1)	174	3.1%	(1)	42	31	6	46	172	4%	4.0%	175	2.1%
Feb-19			17	160	4.0%	5.4	7.8	(2)	158	3.9%	26	68	59	42	88	128	6%	4.8%	131	2.6%
Mar-19			22	174	4.4%	7.4	7.8	(0)	174	4.5%	15	83				155	5%	4.9%	158	3.2%
Apr-19			16	165	4.7%	5.9	6.8	(1)	164	4.9%	(16)	68				177	5%	4.9%	180	3.5%
May-19	40			169	4.4%	5.9	6.3	(0)	169	4.6%	(7)	61				172	5%	4.9%	175	3.8%
Jun-19	10			170	4.7%	5.9	5.8	0	170	4.6%	(3)	58				170	5%	5.0%	173	4.0%

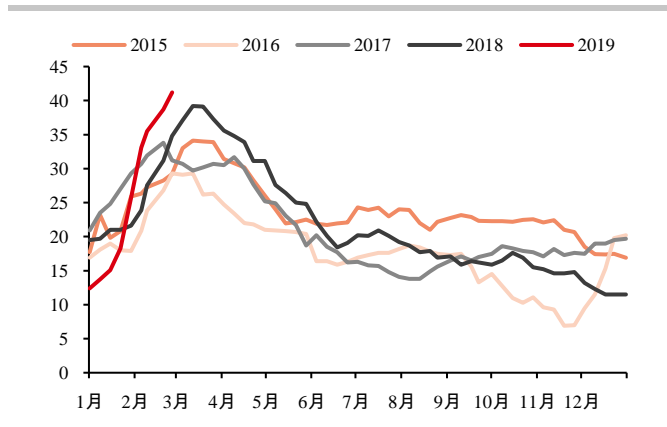
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 17: PVC 社会库存指数 (自估平衡表) 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 18: 卓创 PVC 社会库存 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 产量仅含 5 月瑞恒 10、北元 15、联成 15、6 月韩华 10 的投产计划。4-5 月产量未含内蒙限电-电石-PVC 的潜在影响。出口量维持比 18 年更稍低, 电石法出口窗口关闭。19 年产业需求增速继续保守下放在 5%

(2) 预估 3 月中累库幅度偏大回到与 18 年同期偏高水平, 3 月累库幅度较 2 月放缓, 边际改善, 然而目前社会库存绝对值偏高, 有压缩估值需求。如上段文字, 原 3-5 月新增产能全往后推至 5 月之后, 则 4-6 月季节性去库幅度与 18 年相近。(未考虑短期期现冻结潜在冲击的背景下)

**短期看空:** 考虑到当期潜在 15-25 万吨的期现冻结量, 在宏观溢价潜在见顶后有风险流出打压市场, 目前氯碱毛利接近 17% 估值不低, 且下游节后采购潮迟迟未看到, 有短期压估值需要。而降税预期导致的近端推升, 给反套更好点位。

**长期观望:** 理论上, 平衡表预估在下调需求至 5% 后, 新增产能兑现慢的假设下, 4-6 月仍正常去库, 其实中期驱动展望尚可。然而结合目前较高的估值而选择观望。

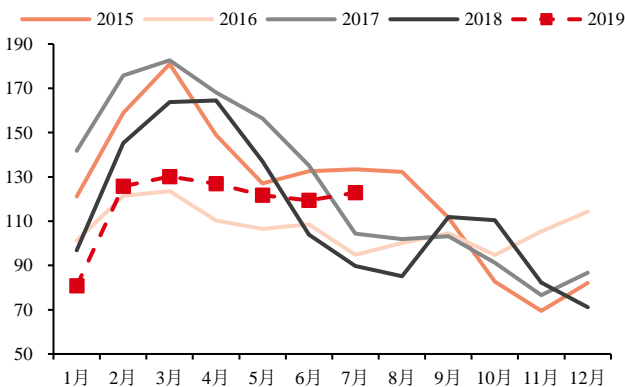
## 2.4 PTA 检修增量促使 3-4 月转为如预期去库；TA 加工费下边际为硬约上，上边际为软约束；跨期仍可期，单边观望

图 19: 未来平衡表展望 (自估) (2019 年 3 月 8 日预估) (4 月含 TA 晟达; 4 月含恒力 1#PX 225, 7 月含恒力 2#PX 225)  
单位: 万吨

检修量	预估产量	TA 产量	TA 产量同比	TA 净进口	TA 总供应	聚酯	聚酯产量	聚酯产量同比	PTA 总需求	聚酯对 PTA 需求	其他用途	库存变化	PTA 社会库存	中国 PX 产量	中国 PX 产量同比	亚洲 PX 产量 (除中国)	亚洲 PX 产量 (除中国) 同比	亚洲 PX 总供给	亚洲 PX 总供给同比	亚洲 PX 总需求	亚洲 PTA 消费 PX	未统计需求 (调整)	调油需求 (调整)	金融投机需求 (调整)	亚洲 PX 库存变化	亚洲 PX 库存	TA 库存 +0.86P
(97)	338	347	13.6%	(0)	347	401	11.3%	358	348	10	(11)	71	Dec-18	90	9.3%	178	7.9%	268	8.4%	273	278	(5)	(5)	(4)	142	193	
(90)	345	351	5.1%	(0)	351	382		341	331	10	10	81	Jan-19	101		178		279		270	280	(10)	(10)	9	151	210	
(71)	329	343	6.8%	(1)	342	331	7.1%	297	287	10	45	126	Feb-19	96	9.4%	157	-2.3%	253	1.7%	267	275	(8)	(8)	(14)	137	243	
(77)	358	365	5.9%	(1)	364	403	7.5%	359	349	10	4	130	Mar-19	98	7.1%	169	-1.2%	267	1.7%	281	289	(8)	(8)	(15)	122	235	
(67)	366	367	6.2%	(1)	366	414	7.6%	369	359	10	(3)	127	Apr-19	120	13.8%	135	-4.6%	255	1.9%	283	291	(8)	(8)	(27)	95	209	
(60)	386	381	7.8%	(1)	380	433	7.4%	386	376	10	(5)	122	May-19	118	17.3%	158	-3.0%	276	4.2%	292	300	(8)	(8)	(16)	79	190	
(44)	389	380	9.2%	(1)	379	428	7.4%	381	371	10	(2)	119	Jun-19	122	19.8%	168	-1.8%	290	5.9%	291	299	(8)	(8)	(1)	78	187	
(44)	402	399	9.8%	(1)	398	443	7.5%	394	384	10	4	123	Jul-19	151	25.5%	179	-0.7%	330	8.6%	303	311	(8)	(8)	26	105	213	

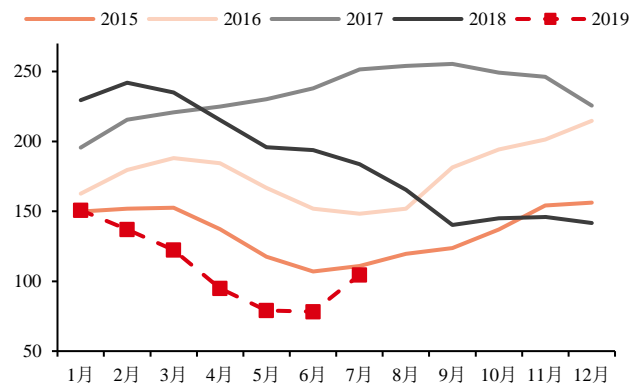
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 20: PTA 库存指数 (自估平衡表) 单位: 万吨



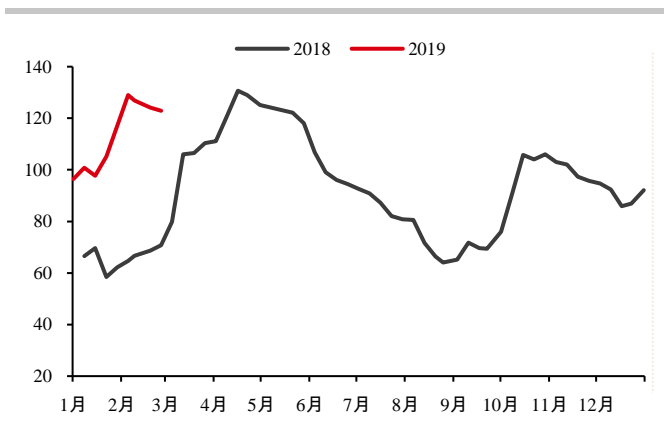
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 21: PX 亚洲库存指数 (自估平衡表) 单位: 万吨



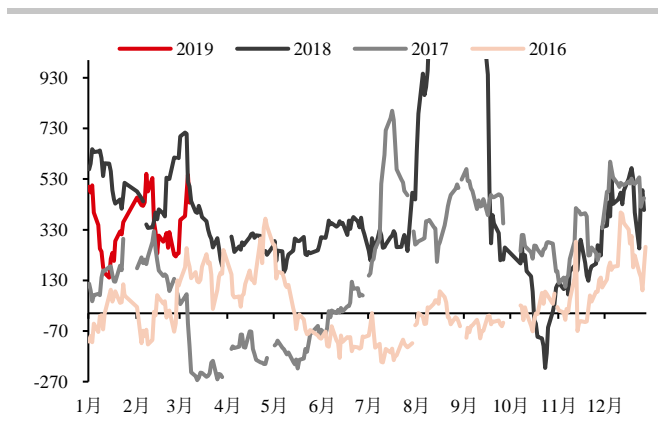
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 22: 实际 PTA 总库存 单位: %



数据来源: 杭州忠仆 华泰期货研究院

图 23: PTA 生产利润 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 前文所述春节前 TA 最大问题在于中下游的提前备货, 节后缓慢消化库存, 导致 PTA 加工利润在 2 月中下下调至 200 以内 (上图利润是 500 的加工成本), 确实 3 月初引发了福海创 TA 的额外检修, 恒力及 BP 亦有检修计划, 3-4 月平衡表从原累库转变为小幅去库, 需根据加工费主观给检修摆动预估。在 TA 绝对库存相对于 15-17 年并不高的背景下, 回到了 14 年以前的 PTA 工厂根据加工费垄断检修急剧改变平衡表的情况, 增大 TA 的波动率。

(2) 平衡虽然预估 4-7 月去库驱动不强, 目前估值偏高, 短期有压缩 TA 加工费估值需要。然而 TA 上游工厂集中度远超其他化工品, 在绝对库存水平可控的背景下, TA 加工费的高低成为了调节产量的硬约束点, 因此在 2 月估值低位做多 PTA 加工费或做多 PTA 基差或者做多正套是具有非常高的安全边际。

跨期目前走到 400 或仍有展望空间: 首先基差或者正套或者加工费上方有两条约束, 一条是聚酯亏损极值的硬约束 (软没到), 另一条是由于加工费潜在刺激 TA 增产的软约束 (因不清楚 TA 工厂在盘面上的头寸, 无法猜准 TA 工厂会否如预期通过增产真实物流获取生产利润, 因此为软约束而非硬约束)。另外, TA 正套已反应了近端检修的增加, 然而对远端 PX 于 Q3 的新增产能压力定价或才刚开始 (亚洲 PX 平衡表 4 月超量检修去库, Q3-Q4 等待中国 1000 万吨附近的产能投放压力), 仍有展望空间。单边无任何想法, 主要原因是目前 PX 估值已过高, 透支 4 月 PX 检修预期, 亦难以衡量如此高的 PX 估值何时会左侧提前交易恒力 PX 的投产而压缩, 因此单边无想法。



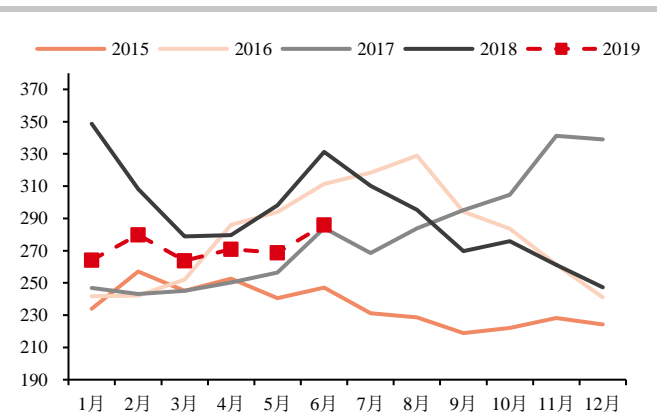
## 2.5 沥青：进口维持低位，中长期展望健康；短期由于马瑞（中燃油）及沥青（中石化）定价权集中慎防扭曲超升，短空长多

图 24： 未来平衡表展望（自估） （2019 年 3 月 8 日预估） 单位：万吨

日期	沥青产量		净进口		沥青总供给	产业需求	产业需求当月	总需求	总需求当月	总需求月同比	总需求月环比	估算社会库存	沥青社会库存			
	产量	同比	净进口	同比												
2018-12	206	-1.7%	16	20	5	-19%	221	-4.3%	232	-3.0%	2.6%	235	-0.9%	1.9%	(14)	247
2019-01	222	22.8%	22	25	2	-33%	245	14.0%	198	3.0%	2.8%	228	11.1%	11.1%	17	264
2019-02	202	27.9%	21	27	6	-31%	223	18.6%	207	2.5%	2.7%	207	-5.9%	2.3%	16	260
2019-03	227	25.9%	21	27	6	-39%	248	14.9%	264	2.5%	2.6%	264	2.5%	2.4%	(16)	264
2019-04	237	20.7%	22	28	6	-35%	259	12.1%	252	2.5%	2.6%	252	2.5%	2.4%	7	271
2019-05	239	16.8%	24	30	6	-36%	263	8.7%	265	2.5%	2.6%	265	5.8%	3.1%	(2)	269
2019-06	229	15.2%	22	28	6	-36%	251	7.5%	234	2.5%	2.6%	234	9.7%	4.1%	17	286

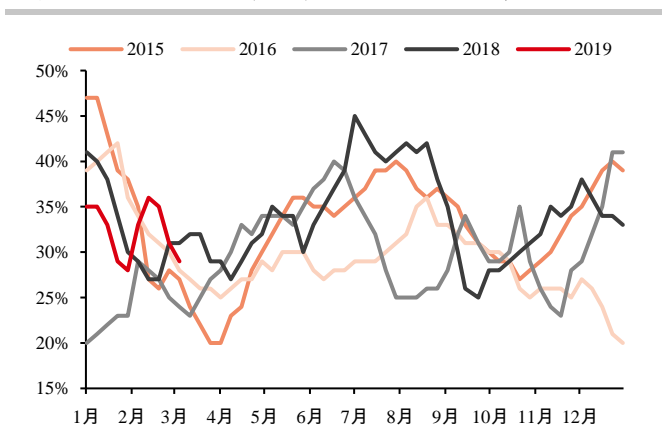
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 25： BU 库存指数（自估平衡表） 单位：万吨



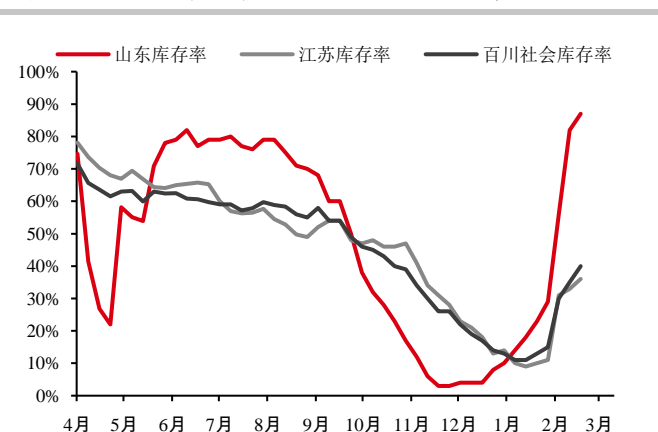
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 26： 沥青工厂库存率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

图 27： 社会库存率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

### （一）中长期展望健康以及需关注问题：马瑞到底是松是紧

中期仍然偏强，Q2 未见明显累库：4-6 月季节性仅小幅累库，平衡表库存表现在中等水平，等待供需预估出大调整（19 年需求按保守的 2.6% 估，并未根据基建需求大年给高速增长；进口持续趴在 30 万吨以下亦使平衡表难以有大的库存回建）。

后期关注重点沥青产量的摆动，即马瑞的松紧。沥青产量的源头马瑞原油 3/4 月到港从高位降至正常水平后（图 29），再度传出 4/5 月到港量可能超预期，然而与委内瑞拉当期的

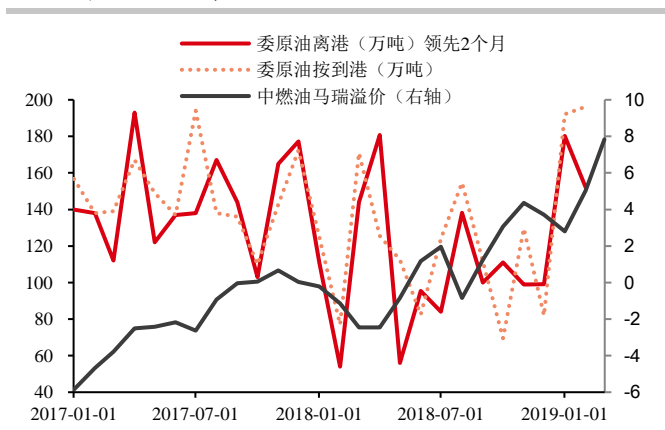
发船运力问题矛盾，等待实际跟踪马瑞到港情况。而另一方面，自从美国制裁委内瑞拉后，1-2月委内瑞拉的浮仓高达132万吨（3月初更上升至1400万桶即212万吨）（图31，2018年委内瑞拉总离港量月均137万吨，2月的浮仓滞留量级相当于可供1个月出口），后期这批越滚越大的浮仓储存量何时释放出来不得而知。（图30，委内瑞拉总离港的下滑更多为转化为浮仓储存，而非产量的急剧下降）

## （二）短期问题：

（1）过度透支的投机需求，目前处于被动转移：3-5月产业需求没真正起来（产业需求需等6月梅雨之后才集中爆发），3-5月仍需依靠贸易商投机把工厂库存转移至社会库存，目前看转移通畅，但是理解为“**被动转移**”。年前已透支单边投机需求（年前预购2-3月的货，年后回来贸易商无继续新采购3/4月，因此3月中下至4月初炼厂才开始面临出货压力，目前被动转移通畅）。而另一方面社会罐容有压力的背景下，或亦有可能堵塞被动转移。

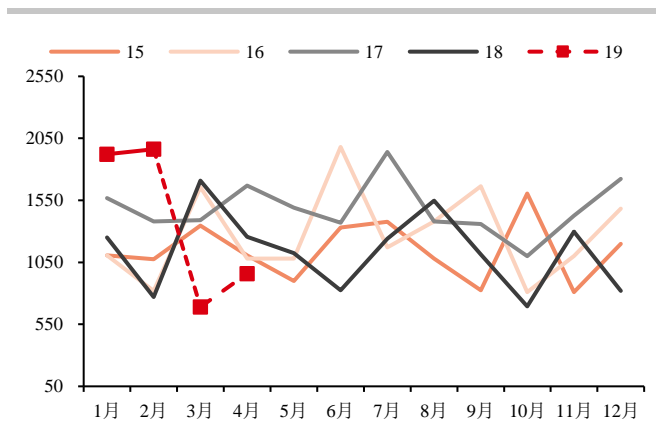
（2）原料及产成品定价权过度集中造成的短挤：3月初的顶部拉涨更多是马瑞定价权过度集中在中燃油（图28，1-2月马瑞偏松背景下，中燃油仍持续挺价，或可理解为部分马瑞原油被捂盘待涨），以及沥青定价权过度集中在中石化造成的短挤。短期有重新压估值需要，继续提短空生产利润。

图 28： 委内瑞拉原油离港及到港中国与马瑞溢价  
单位：万吨，美元/桶



数据来源：路透资讯 华泰期货研究院

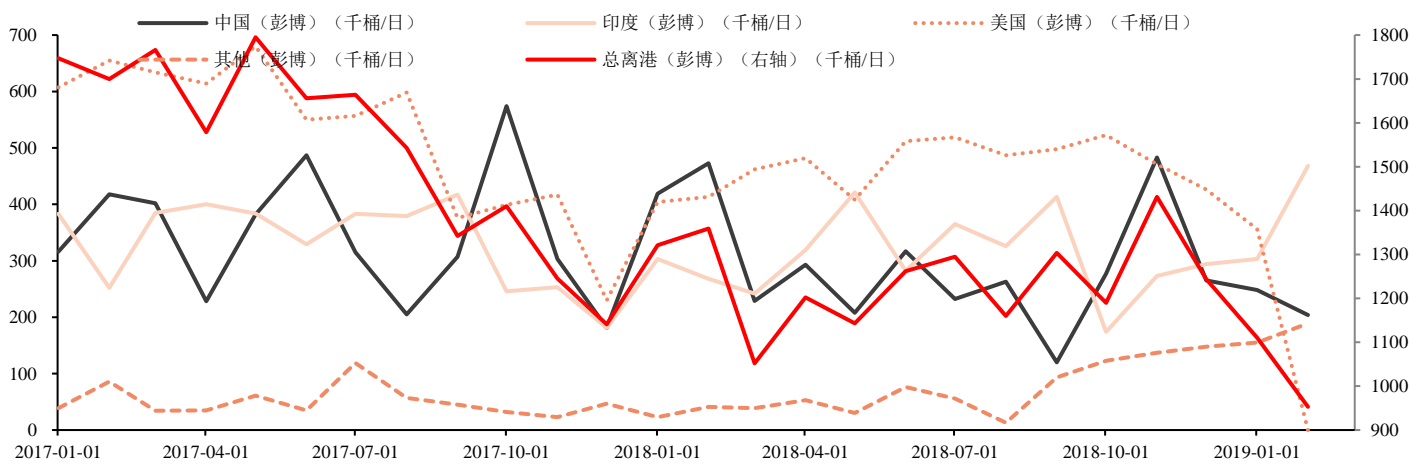
图 29： 马瑞按到港中国  
单位：千吨



数据来源：路透资讯 华泰期货研究院

图 30: 委内瑞拉原油发港目的地 (彭博)

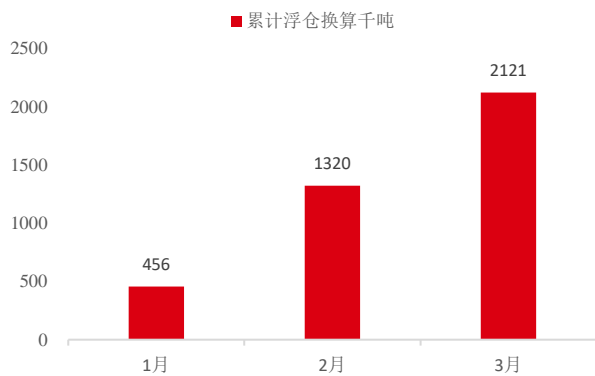
单位: 千桶/日



数据来源: 彭博资讯 华泰期货研究院

图 31: 委内瑞拉原油累计浮仓

单位: 千吨



数据来源: Bloomberg 路透资讯 华泰期货研究院

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)