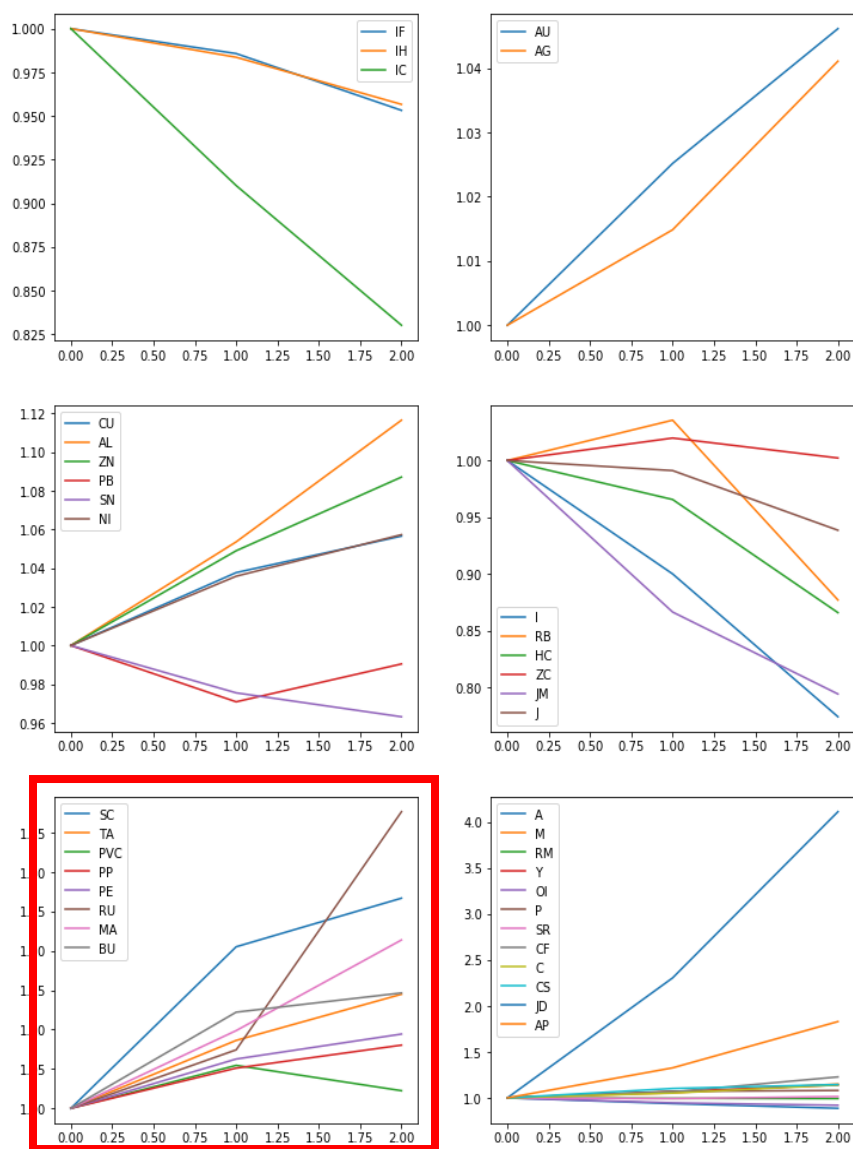


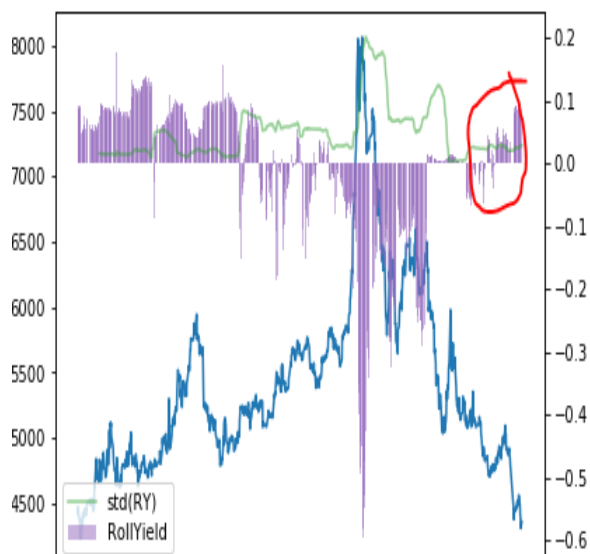
2020-03-02

从今年年初以来，市场上出现了十分罕见地结构走势，全体化工品板块从疫情爆发开始集体跳水之后走出了集体远强近弱结构。从历史角度来看，这种百分之百的板块整体升水结构十分罕见，可以说从 2016 年供给侧改革反弹以来从没有出现过。远代表市场的预期价格，目前的化工品板块整体处在预期看涨现实看空的阶段。随着原油的进一步下行，基于成本下降和需求疲软的交易逻辑使得盘面不停地下跌，但是下跌过程中远期明显开始跌不动了。基差在不断地拉大，现在看来化工品整个板块出现了集体升水结构。见下图：

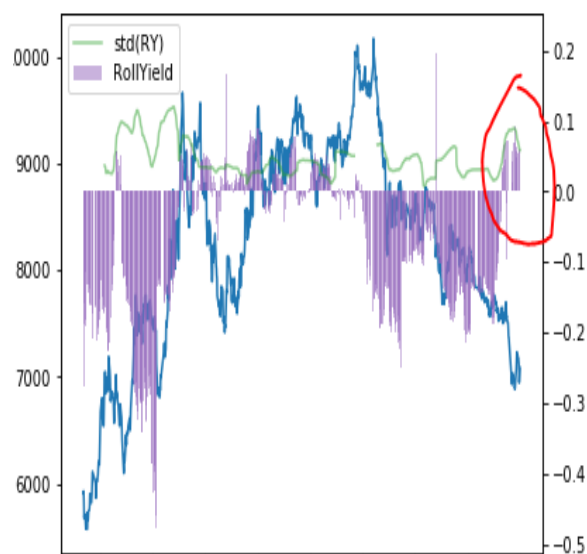


全品种价格曲线（左下方为化工品价格曲线）

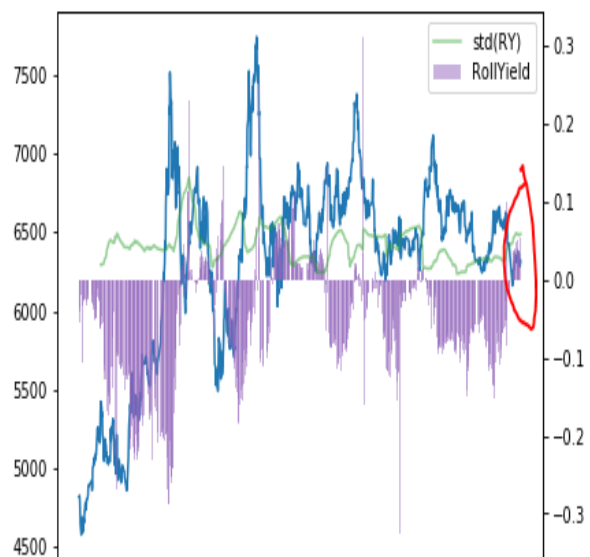
可以看到，原油和橡胶都是升水最强烈的两个品种，结合他们目前的走势来看近弱远强格局明显。化工品整体市场格局的转变往往映射了目前市场矛盾的加剧，并且这种矛盾不是简单地某个化工产爆炸导致的个别品种供给收缩之类的个体事件。它是一种行业范围的矛盾加剧，背后的原因是宏观因素导致的。下图逐一显示了 PTA, PVC, PP, PE, RU、MA 和 BU 的基差历史图和对应的价格加权指数。



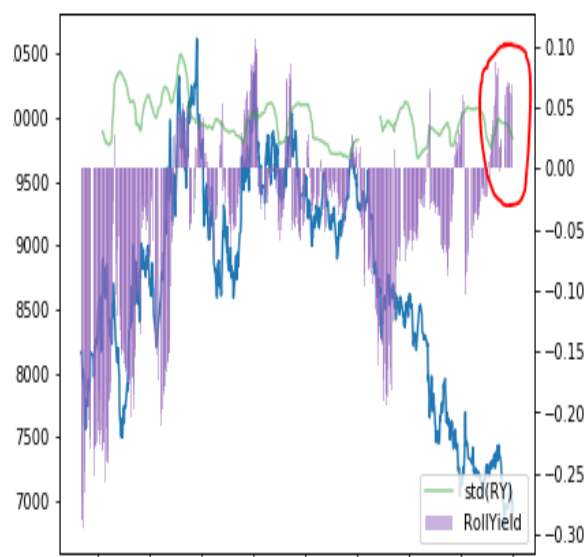
PTA 基差和价格



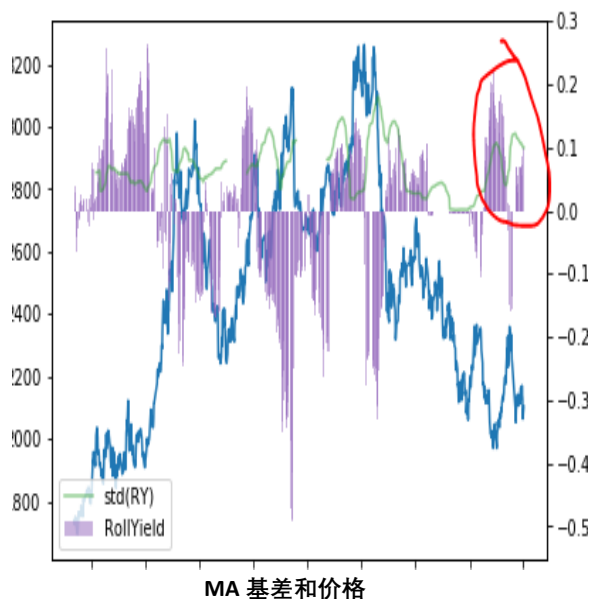
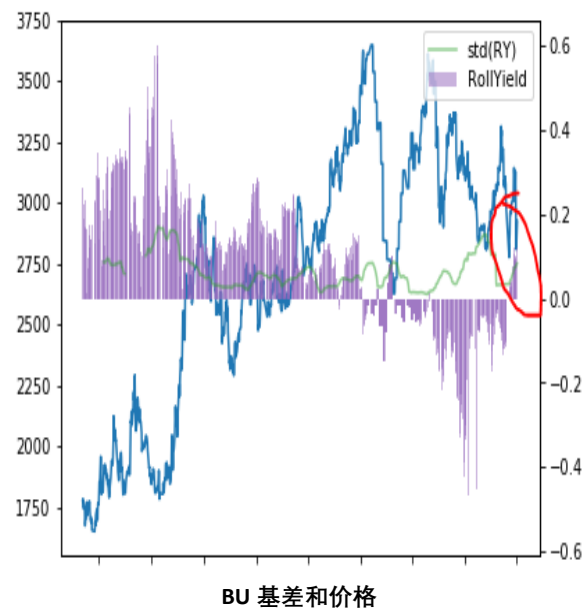
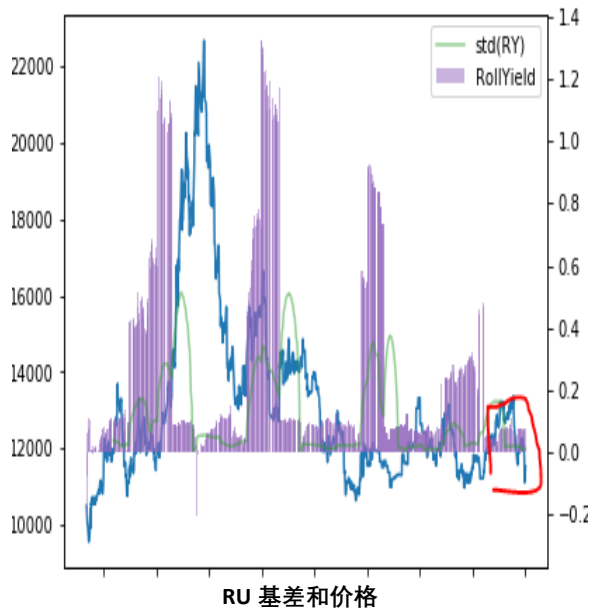
PP 基差和价格



PVC 基差和价格



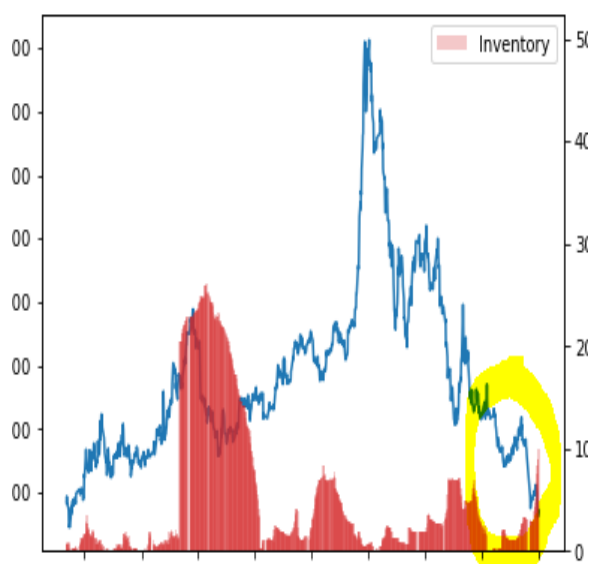
PE 基差和价



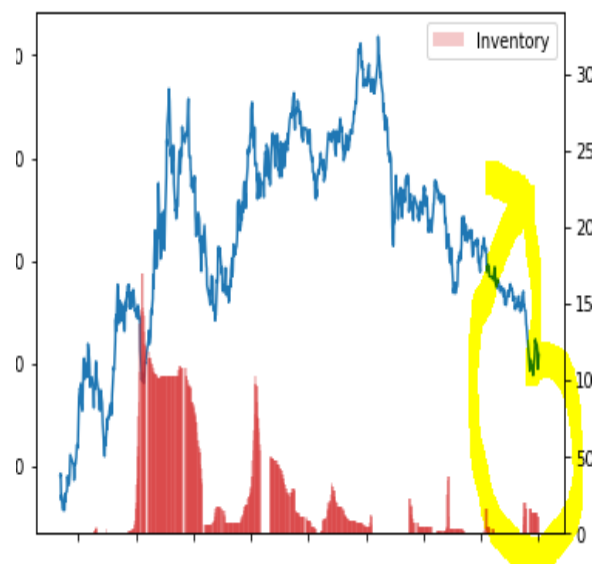
从上图可以看到，2016 年供给侧改革反弹行情开始以来 PTA，RU，BU 保持升水结构长达一年，同时 PVC，PP，PE 保持贴水结构长达一年。这次反弹给出了化工品内部结构分化，预期看涨拉升行情和现货供应吃紧行情。相对高点出现了以后行情的价格结构开始坍塌，表现为价格结构的波动率显著提升（图中的绿色线）。再看近期的价格结构明显改变，要么表现为长久以来没有走出升水行情的品种出现升水行情（比如 PTA，PP，PVC 和沥青），那么以前有升水的品种现在升水拉大并且持续时间更长（比如甲醇和塑料）。远期价格经过原油暴跌之后已经基本无力再跌，产品价格进入成本区间，现在的交易所库存抛售基本都是亏本甩卖了。那么未来会怎么走呢？

首先，恐慌盘出现以后伴随成本端大跌，会出现一部分亏本抛售目的是收回现金流。企业因为疫情影响停工时间太长，利息和工资拖累现金流导致不得不抛售库存平衡账面资金。接下来，投机者进场抄底，贸易商库存抛售完成后，近期价格将会远远低于远期价格，也就是基差继续拉大。

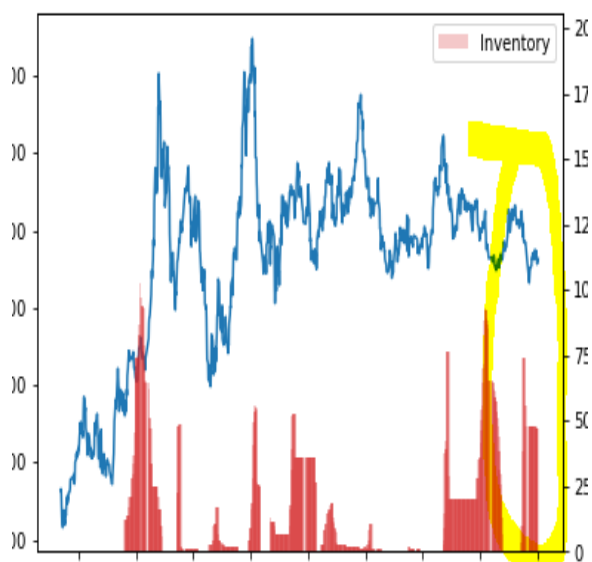
当基差拉倒一定程度之后，投机者会开始炒作预期拉涨而看多，这一阶段会表现为成交量对比持仓量开始放大，非贸易商参与者开始躁动不安。这里还有另一个重要的信号就是库存抛售开始消减。下图是目前的化工品总体库存走势和价格对比图。



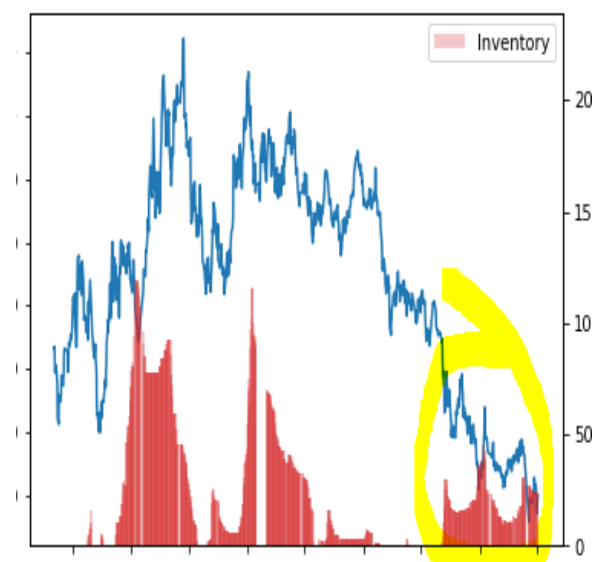
PTA 库存和价格



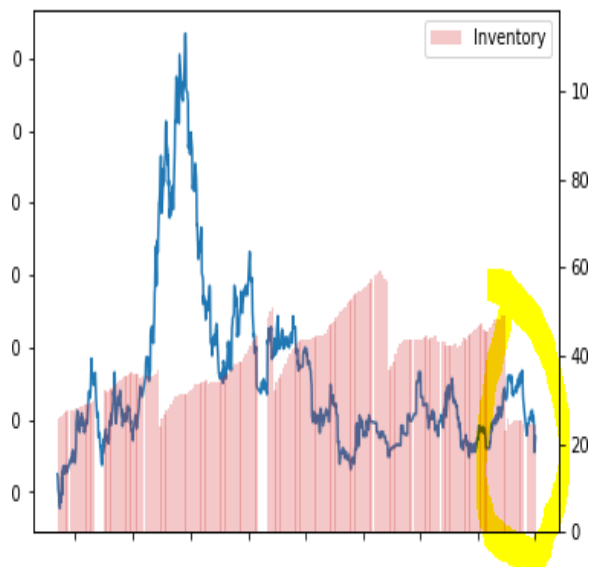
PP 库存和价格



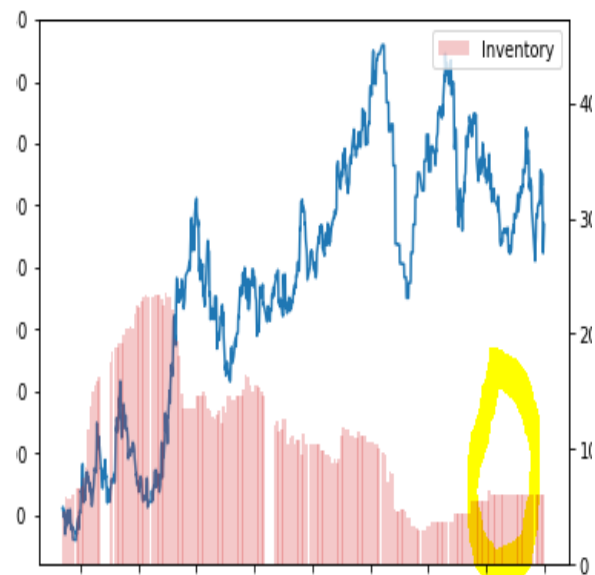
PVC 库存和价格



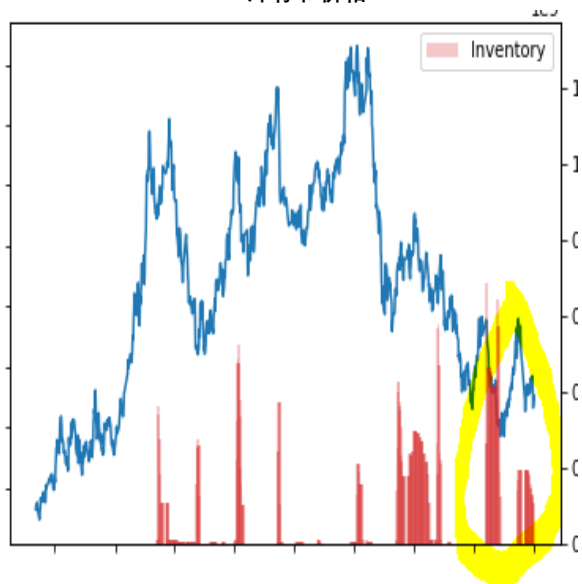
PE 库存和价格



RU 库存和价格



BU 库存和价格

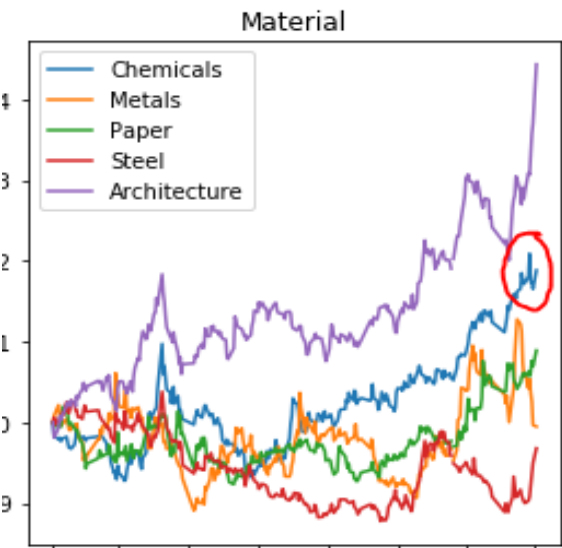


MA 库存和价格

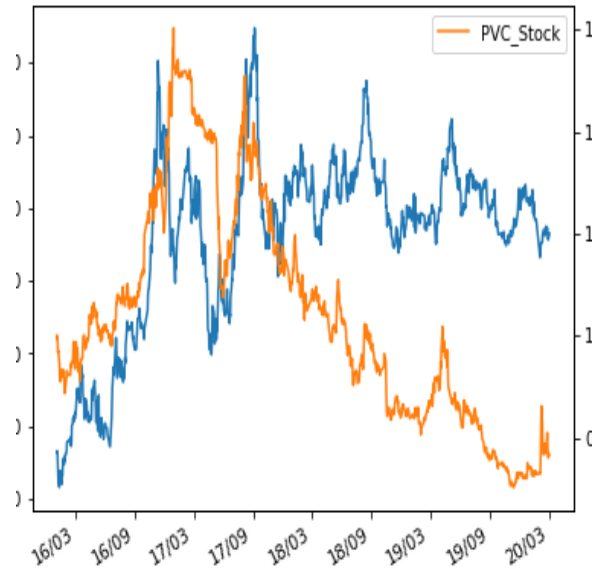
从库存和价格走势可以看出，在疫情开始以后随价格的下跌，远期价格开始升水但是同时大多数品种库存反而增加。考虑到目前的化工品整体价格在 4 年最低点，库存周期远不到 4 年的那么长，所以目前的库存成本价格应该高于盘面加以价格。这种抛售在今年开始以后有小幅增加，基本可以判断为亏本甩卖了。目的很简单，为的就是回收公司现金。所以投机者入场的另一个关键信号就是抛售结束，意思就是大部分出现危机的贸易商必须被清理出场之后投机者才能很好地介入，不然会迎来猛烈的库存抛售压力。

当这些条件都符合了之后，行情能被高看多少呢，其实并没有多少。这主要还是取决于总体需求情况，受到疫情影响总体需求稳定下行的条件下很难看到需求亮点，这也是为什么橡胶能够在底部维持升水结构走出长达 3 年的盘整行情但是从来不见有起色。在底部的升水行情代表预期开始

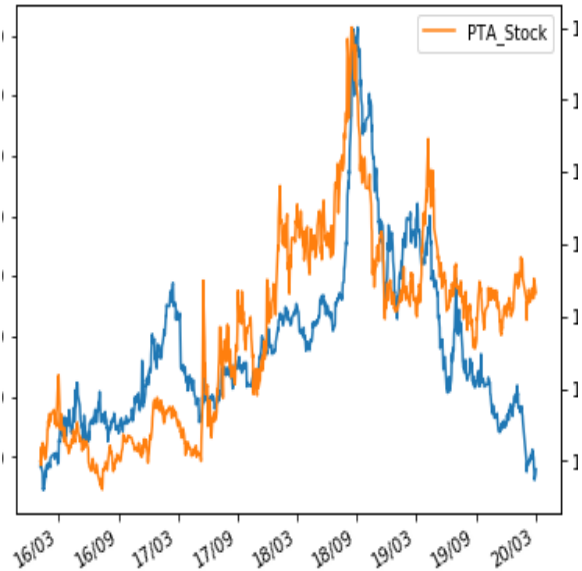
看多，但是预期炒作的前提就是需求有亮点或者需求有故事。目前这一点化工品整体并不具备。从化工品对应的股票指数上可见一斑，见下图品种股票指数和价格对比图。



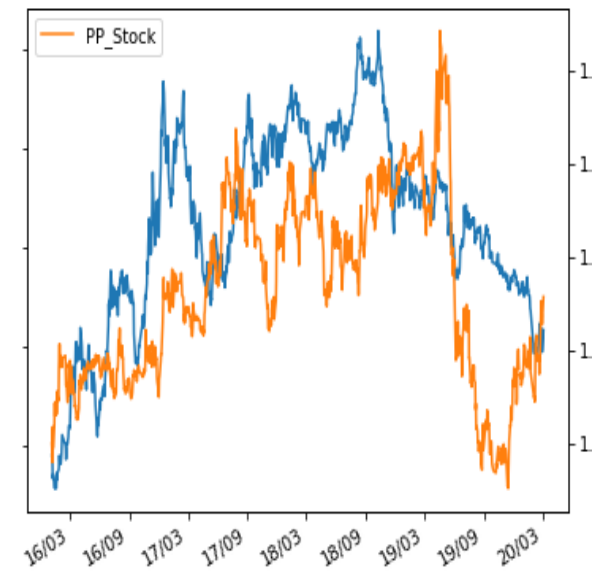
材料板块指数相对走势



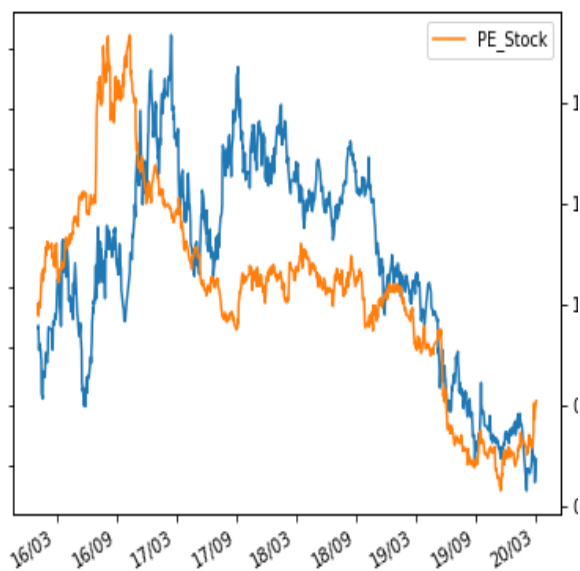
PVC 股票指数对比



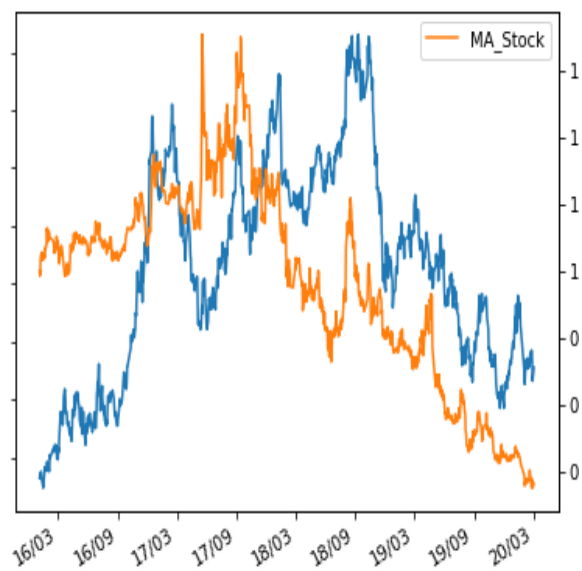
PTA 股票指数对比



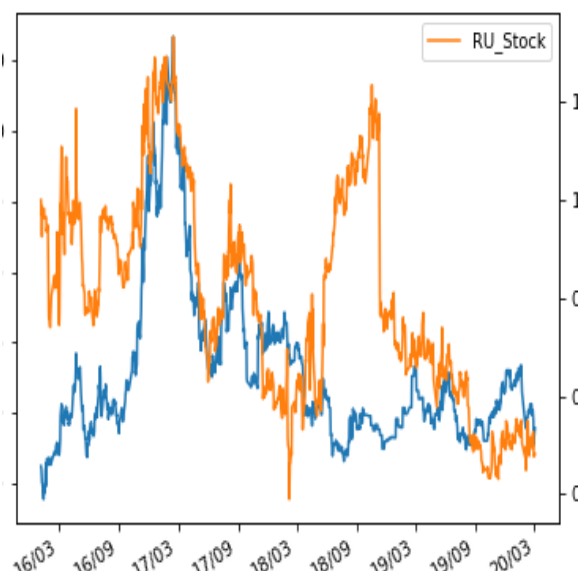
PP 股票指数对比



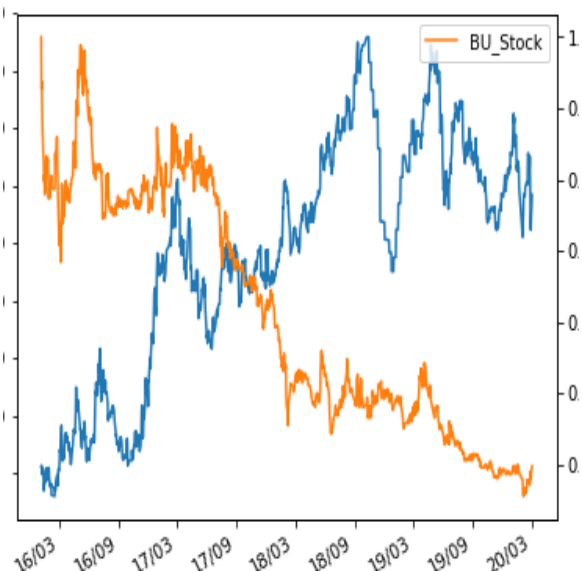
PE 股票指数对比



MA 股票指数对比



RU 股票指数对比



BU 股票指数对比

*以上所有的行业指数都是采用了相对比较指数，也就是剔除了大盘指数之后的相对强弱变化。

从整体材料板块股票指数总体来看，目前的化工品板块明显强势，对比与其他板块而言。但是深入观察对应的不同化工商品品种的生产商来看却没有十分乐观。可以看到大部分的化工品生产商对应的股票指数都在明显的空头趋势，其中 PP 和 PTA 稍显强势。相对的股票指数强势不一定代表了对应的商品价格会走强，这种关联性可能通过不同的方式进行传导，比较常见的方式是通过商品涨价实现的。但是同样的还可以通过原材料价格下跌导致利润率扩大从而市场推高未来盈利预期实现。这种传到方式中不会有对应的商品价格上涨反而如果需求端不及预期会引起终端产品跟随原材料下跌的情况。从目前的趋势来看化工板块的股票指数全部非常疲软，终端需求不及预期，目前 PVC 和 PP 的股票指数开始反弹，考虑到原油价格崩塌已经是过去时，目前的反弹应该这是由于需求开始回复导致的，这样对于对应的商品价格有利多因素。同时需要注意的是，PTA 商

品价格和股票指数明显脱钩，甚至出现了背离走势，从目前的强弱关系来看 PTA 股票指数表现较为稳定。等待化工品板块整体股票指数由于需求回复而开始走强之后，PTA 股票指数应该会继续维持强势走势。

从以上几个方面来看目前化工品板块整体出现了十分罕见地全部正向基差结构，同时伴随价格下跌过程中基差继续拉大走势，板块内部矛盾积累十分突出和严重。板块整体的库存指标在远期强势和整体价格下跌途中出现了小幅增长说明盘面在逐步出清现金流有问题的贸易商，等待贸易商出清完毕之后未来预期库存抛售会明显减弱，那个时候投机者会逐步入场。同时目前的整体需求情况十分羸弱，需要进一步确认需求恢复，这一点会从行业股票相对指数上得到体现。现在的投机性需求很差，盘面上主要是贸易商在完成最后的出清程序，淘汰无法维持现金流的小型贸易商之后剩下的贸易商具有更大的议价能力，会有更强的炒作预期和投机需求。