

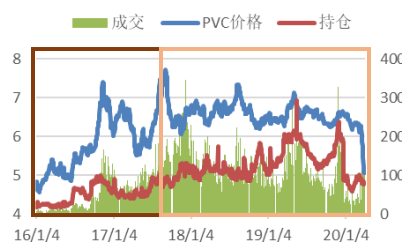
## PVC/PP/PE 走势复盘

--杜少伦

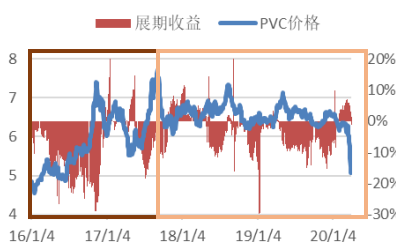
2020-04-03

\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

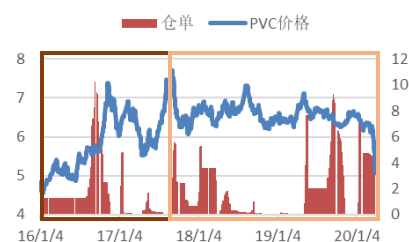
这一篇复盘主要是针对剩余的化工品走势复盘，由于剩余的品种都是小品种，我就把它们综合在一起看了。下面我们将会和以前一样从交易的角度复盘的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：PVC/PP/PE 盘面交易价格，交易量和持仓量，PVC/PP/PE 盘面远期价格和近期价格的对比，PTA 交易所库存情况，PVC/PP/PE 行业股票指数对比，PVC/PP/PE 和国债期货价格相关性，PVC/PP/PE 对人民币相对走势最后还有 PVC/PP/PE 对原油的相关性对比。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



图一、PVC 盘面

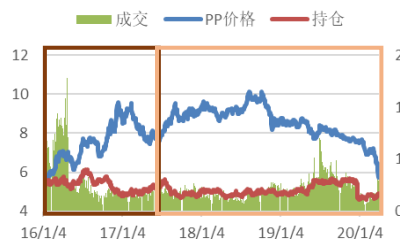


图二、PVC 和展期收益

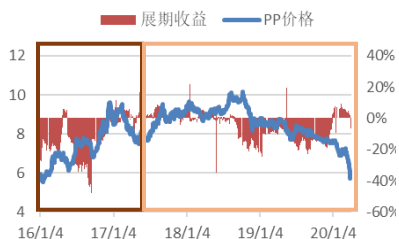


图三、PVC 和仓单

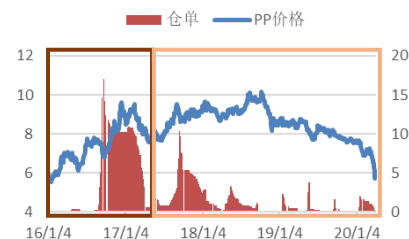
PVC 最近几年从 2016 至今基本都是以倒挂盘面价格结构为主，远期一般呈现弱于近期的格局。在 2016 年大反弹开始时候，PVC 随着价格上行，远期明显不跟随近期上涨，同时仓单再加个达到 5500 左右的时候有个一次集中释放，之后价格还是跟随大环境继续上涨，但是当贴水率再次达到 -30%左右的时候价格开始崩溃，走出了一小波下跌行情回吐涨幅直接回到了当时出现仓单的点位也就是 5500 左右。可以看到当价格回调时候，盘面上的贴水结构也不在了，说明这一回调也是近期价格主导的，远期价格不论上涨还是回调似乎都不太敏感。所以这个品种十分适合炒作，短期炒作资金关注度高。PVC 的几次上涨和强势区间基本都伴随着贴水的价格结构。而弱势下跌区间基本都伴随着升水的价格结构，从这一个规律来讲，PVC 是一个投机者控盘的品种。贸易商在这个品种上的话语权很低。仔细看在第一阶段反弹的中期，当时深度贴水结构外加大量仓单抛售，贸易商情绪十分糟糕，远期看空。按照我们一贯是用的操作逻辑，这是一个绝佳的做空时机，但是盘面反而表现出了新高，突破上行。这种突破上行伴随着继续拉大的近期远期价差说明是投机者行为。投机者因为看到价格处在上升周期同时远期价格低利于换月降低成本，进场做多拉高了近期价格，但是没有人敢于对赌远期价格，所以贴水率被不断放大。到了第二阶段，PVC 的走势更加贴近我们习惯的分析了，远期升水时候仓单显现，贴水时候仓单收敛。同时看到明显的时间点在 2019 年中后期时候，当时出现了巨量仓单甩货，同时当时的远期价格明显中度贴水大概在年化贴水率-15%。贴水行情下再次贸易商甩货：看空的完美节点。之后价格果然开始走弱，并伴随着原油崩盘而进入升水盘面。总的来说 PVC 最近两年开始出现投机情绪减弱，贸易商左右盘面的走势。有利于使用我们的基本贸易商和投机者分析框架。



图四、PP 盘面

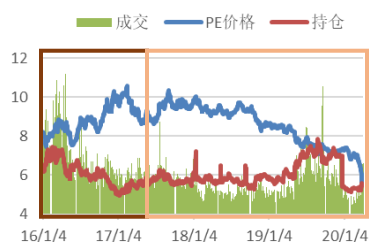


图五、PP 和展期收益

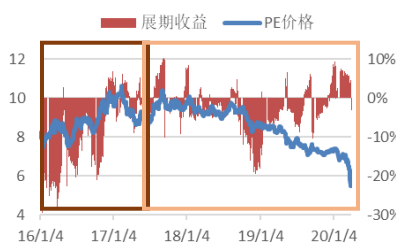


图六、PP 和仓单

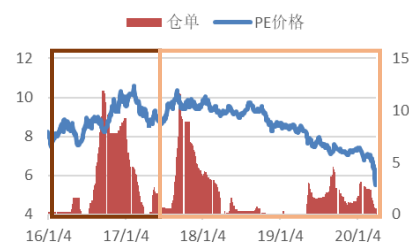
PP 的盘面走势和 PVC 差别挺大，总体趋势来说一直的上涨到强势震荡到下跌。但是 PP 明显振幅和波动率小很多，趋势性更明显。说明 PP 的投机情绪相对于 PVC 来说弱很多。贸易商在盘面占有绝对的话语权。他们都一样从 2016 年开始伴随商品大反弹以倒挂基差开始走强，图中的第一阶段拉升过程中基差在每次拉高的新高之后都会开始回调，说明近期价格过多的高于远期是投机者开始担忧目前的价格是否合理。同时我们看到一个关键的位置，在 2016 年后期到 2017 年中期这之中，PP 的仓单出现了历史巨量抛售，当时的盘面还处在上升趋势，远期倒挂，随着价格继续上行，原本以为会出现倒挂结构加深，但是没有，反而出现了倒挂结构迅速收敛，直到最后达到顶峰价格时候，远期升水行情出现。这种盘面走势说明当时价格上行是预期拉动的行情上涨，远期领涨于近期价格，这也就是为什么尽管有巨量仓单压制，价格依然能够稳步上行的原因。再加个结构从贴水转变为升水后，盘面整体进行了回调，同时回调过程盘面平水，近期远期一起以同样的速度回调，同时巨量仓单被消化干净了。第二阶段 PP 再次开始了一轮拉升，但是这一次盘面的平水结构一直持续到最后，没有再次出现深度贴水结构了，涨幅和速度也都十分缓慢。属于价格重心缓慢上移的行情，不是投机者炒作的结果。价格在 2018 年后期达到顶峰，预期开始转弱，这也是持续了两年的平水行情开始转变的时间点，顶峰时候倒挂的盘面使得远期拉动着近期开始下行，尽管当时没有大量的仓单压制，预期的转弱依然能够拖累整体的价格下行。所以从 2019 年开始的这波下行是预期拉动近期价格行情，库存和仓单都在历史低位，现货端没有供给过剩的情况同时贸易商没有因为预期的转弱开始向金融市场抛售。整体来讲 PP 的基本面要比 PVC 好很多。这种贴水一直持续到了 2020 年初，随着原油的崩盘，PP 价格崩塌，但是贴水行情在近期价格崩溃之后瞬间转变成了升水，说明远期价格并不跟跌。受到基本面支撑的 PP 还是稍显强势的。



图七、PE 盘面



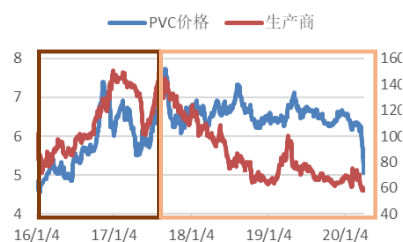
图八、PE 和展期收益



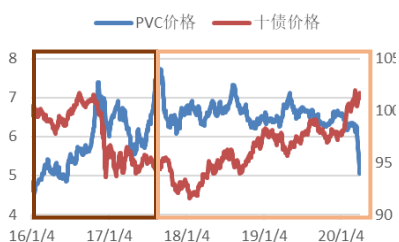
图九、PE 和仓单

最后来看 PE 的盘面走势，和 PP 不同，PE 的高点在 2017 年初期就已经出现，并且 PE 走势从 17 年之后就跌跌不休，基本上没有任何像样的反弹行情出现。我们来看看究竟是因为什么 PE 走的这么软弱。从 2016 年初的商品大反弹开始，PE 当时就在深度贴水环境，可以说那时候的贴水率已经达到了盘面上最大贴水率-30%左右。可以说 PE 当时的价格已经是历史最低点了，还能有将近-

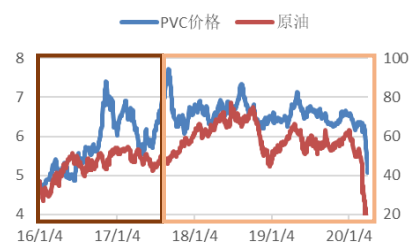
30%的远期深度贴水，说明当时的盘面预期十分悲观，随着反弹的拉升，PE 的贴水不断加深，但是涨幅十分有限只有从 8000 到 10000 左右。基本面的弱势给 PE 盘面形成了巨大压力。同时可以看到在 2017 年初的最后一次拉升，PE 当时盘面深度贴水伴随巨量仓单，贸易商基本上甩出了所有库存套现。情绪十分悲观，这完全符合我们一贯的操作逻辑，远期贴水加深，仓单加重，做空的最好时机。果然行情在 2017 年初高点之后开始长达三年的下跌之路。可以看到行情达到高点之后，远期贴水情况被修复，说明远期价格在高位盘整区间进行了补涨，同时近期价格有一定的回调，但是仓单甩卖没有得到解决，在 17 年末期贴水的情况下再一次出现了巨量仓单抛售，盘面终于撑不住了开始节节走弱。整个盘面价格结构从 18 年初到 19 年末期都在明显的贴水结构下运行，远期预期一直很悲观。价格也在不断下行，直到最近原油崩盘，使得近期价格过分下跌，远期不跟随下行，给出了盘面上升水的结构。同时贸易商从 19 年中期到现在一直都在甩货，但是对比 17 和 18 年的情况可以明显看到，现在的仓单只是原来的三分之一！说明贸易商的货也明显减少了，去库存基本得到了证实。随着价格进一步下跌，远期升水加重，仓单压力很小的情况下适合做多的环境就会再次显现。



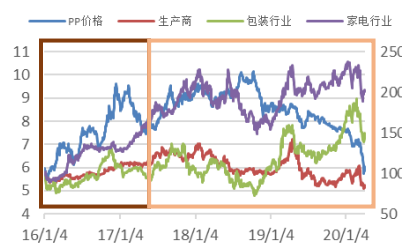
图十、PVC 和股票指数



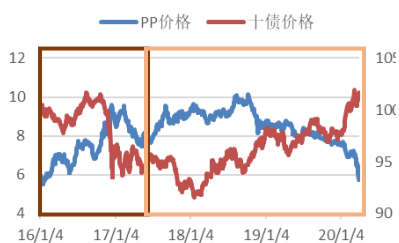
图十一、PVC 和十债



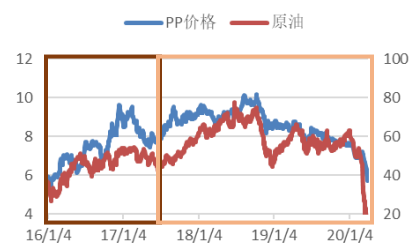
图十二、PVC 和原油



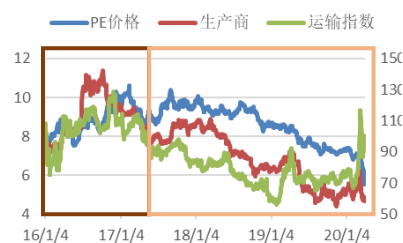
图十三、PP 和股票指数



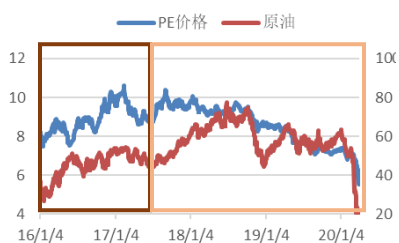
图十四、PP 和十债



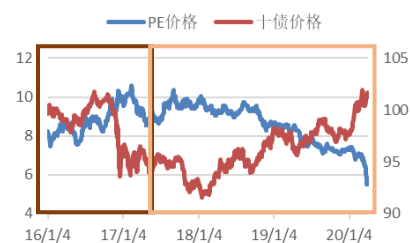
图十五、PP 和原油



图十六、PE 和股票指数



图十七、PE 和原油



图十八、PE 和十债

首先看股票指数的相关性，PVC 对生产商指数的相关性保持的良好，从 17 年中期生产商指数明确进入空头之后，PVC 价格也开始震荡，但是走势上来讲还是明显强于生产商的。主要原因是从那时候开始的去库存活动，是的生产商销售减少，同时价格维持在高位不动。对于生产商而言，价格不变但是周转率降低，所以利润降低估值下降。从一个侧面反映了价格强势是由于库存的减少导致的，显示行业中需求端已经开始走弱。从图十三可以看出，这几年 PP 能够维持强势和它的生产商需求稳定有很大关系，生产商指数在第二阶段以后能够一直维持强势运行，甚至还有过一次拉升行情说明需求没有减弱。同时从下游的家电行业和包装产业指数来看，需求端其实是上行的，所以对 PP 的未来需求其实是看好的。这也就解释了为什么 PP 在第二阶段开始时候能够维持平水行情，从 2018 年后期开始受到通缩预期再度袭来的影响开始小幅贴水，价格下行。最后看 PE 的股票指数，一眼就能看出，PE 的股票指数最弱势，从 16 年中后期走出高点之后指数就开始一路下行，没有一点起色，对应的 PE 商品指数也在 18 年开始时候走出高点之后不断下跌。需求端跌进了冰点，供给端出现了天量库存抛售，同时远期在盘面历史新低的价格还在深度贴水盘面结构。PE 真是弱爆了！总的来看化工品从 2019 年开始以后出现了大量的远期倒挂结构，当时的主要原因是通缩预期的干扰，从十债价格就能一看究竟，2018 年一月份十债筑底完成后，开始了一路上行，这一方面反应了市场的风险偏好的转变，一方面反应了对之前的通胀预期的重新反省。随着十债涨到了 19 年初市场参与者基本都认同了通胀预期毁灭，通缩预期来临，同时风险偏好发生了明显的转变，从之前的乐观慢慢的变成了保守，甚至悲观。这也就是当时几乎所有化工品的远期结构都开始倒挂的原因。所以十债价格在宏观面是给出了市场总体的指导性意见的，主要反映了当时的通胀预期和风险偏好，往往市场的不同品种会对这种预期进行不同时间的反应，但是可以肯定的是，宏观趋势的定价逻辑会迟到但是不会缺席。