



美国出口起，唯忧行路难

走势评级： LLDPE：看跌
报告日期： 2022年9月8日

★关注美国聚乙烯出口对中国聚乙烯进口的传导

虽然中国直接从美国进口的聚乙烯相对有限，但在2021年墨西哥湾寒潮前，美国聚乙烯净出口量达到了全球聚乙烯贸易量的37%，仅次于中东。对于中国聚乙烯进口而言，美国影响虽然是间接的，但仍有举足轻重的影响。

★需求走弱叠加产能释放，美国聚乙烯重返亚洲

持续的高通胀和衰退风险提升已造成大西洋沿岸的聚乙烯相关需求逐渐下滑，美国出口至亚洲聚乙烯的量开始回升，叠加美国有两套乙烷裂解的产能即将在9-10月释放，中国以及亚洲其他区域的聚乙烯进口压力在未来将进一步增加。从结构上看，中国所面临的进口压力从大到小或为：LDPE>HDPE>LLDPE。

★美国供应链改善缓慢，4季度中国聚乙烯进口压力温和

美国聚乙烯出口的节奏还受制于供应链改善的情况。截至9月初，美国港口拥堵水平处于历史新高，卡车底盘依旧紧缺，虽然随着外需走弱，港口压力或逐步缓解，但年底前改善程度有限，且内陆物流瓶颈要等到2022年以后才能看到明显改善。因此，海外供应压的快速缓和或仍然需等到2023年，预计2022年4季度中国聚乙烯的平均进口量在120万吨/月左右。

★投资建议

对于L2301合约中长期走势，我们依旧维持年报和半年报中看跌的观点。对于月间差而言，美国供应链的问题短期难以改善，美国聚乙烯库存向出口的转移仍将受到阻碍，中国聚乙烯的进口压力或在L2305合约上体现的更加集中，若美国供应链问题在年底逐渐得到改善，则可择机布局多L2301、空L2305的头寸。

★风险提示

原油的大幅下跌，海外装置投产的不及预期。
致谢：感谢实习生徐若暄对本报告作出的贡献

杨泉 资深分析师（能源化工）
从业资格号： F3034536
投资咨询号： Z0014525
Tel: 8621-63325888-1591
Email: xiao.yang@orientfutures.com

兰浙 高级分析师（航运）
从业资格号： F03086543
投资咨询号： Z0016590
Tel: 8621-63325888-2722
Email: xi.lan@orientfutures.com

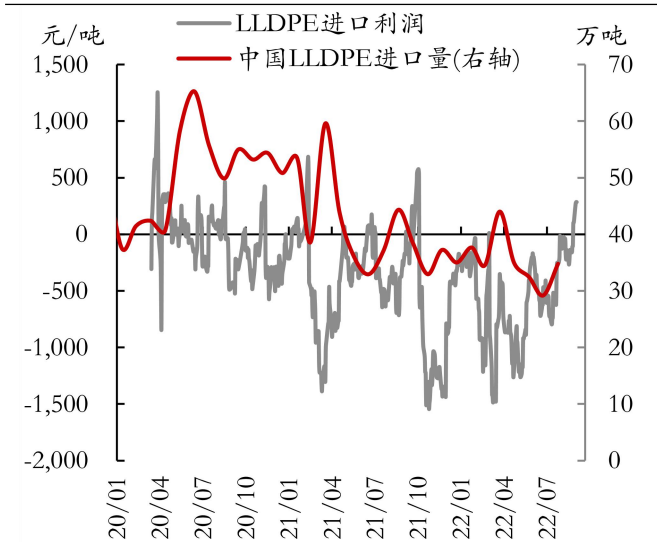
联系人 孙诗白
从业资格号： F3082684
Tel: 8621-63325888-2524
Email: shibai.sun@orientfutures.com

1、关注美国聚乙烯出口对中国聚乙烯进口的传导

在海外需求不断转弱的情况下，7月下旬外商聚乙烯的报价已转为顺挂，对海外冲击的担忧使得市场情绪一度悲观。在此背景下，本篇报告从美国聚乙烯的产销数据出发，并结合对航运的分析，来推测今年4季度中国所面临的聚乙烯进口压力。

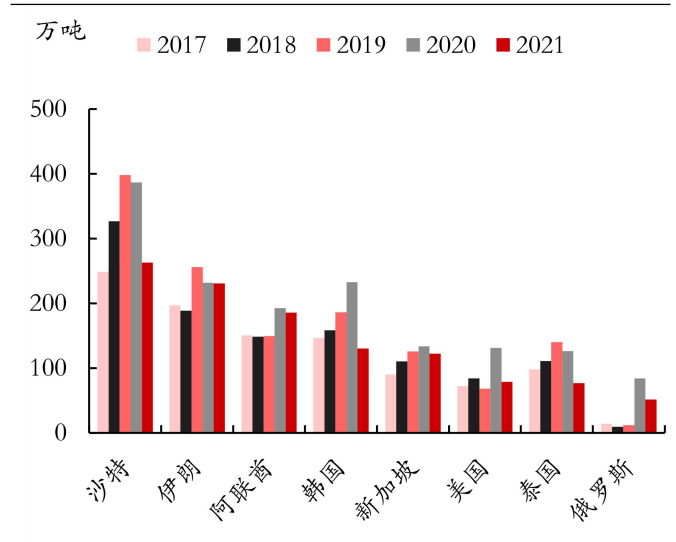
诚然，由于价差和关税等因素，中国直接从美国进口的聚乙烯量相对有限，中国聚乙烯的进口来源国主要为中东的沙特、伊朗、阿联酋以及亚洲的韩国和新加坡，从这五个国家的进口量占到聚乙烯总进口量的55-65%。

图表1：LLDPE 进口窗口已经打开



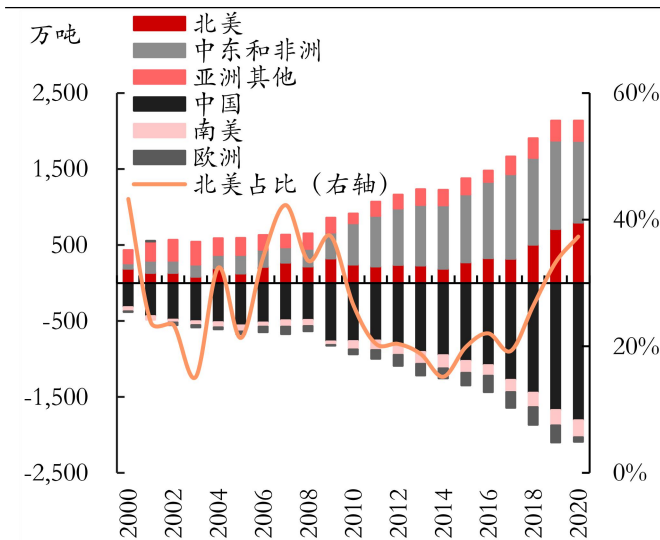
资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

图表2：中国PE进口主要来源地

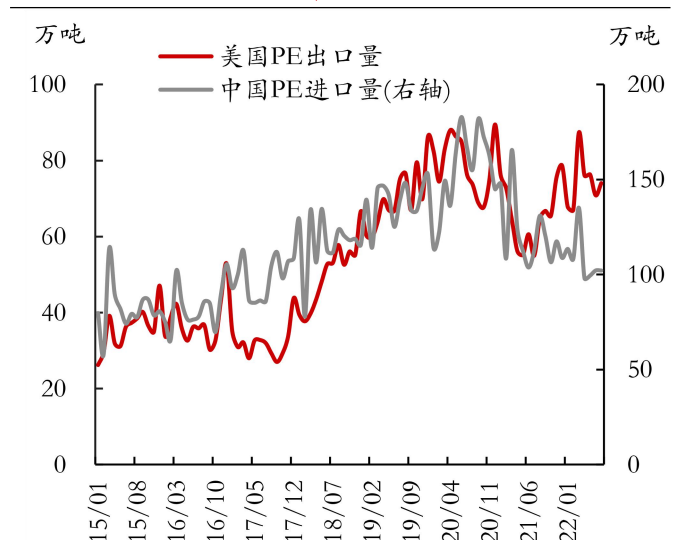


资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

然而从全球的角度出发，在2021年墨西哥湾寒潮前，美国聚乙烯净出口量达到了全球PE贸易量的37%左右，仅次于中东。在此情况下，美国聚乙烯的出口量对于中国进口量的传导是间接的，主要通过挤压中东、东北亚和东南亚等地的生产商在亚洲等其他地区的市场份额来间接实现。因此，美国聚乙烯出口对中国的聚乙烯进口仍然有着举足轻重的影响。

图表 3: 全球各地区 PE 净出口量


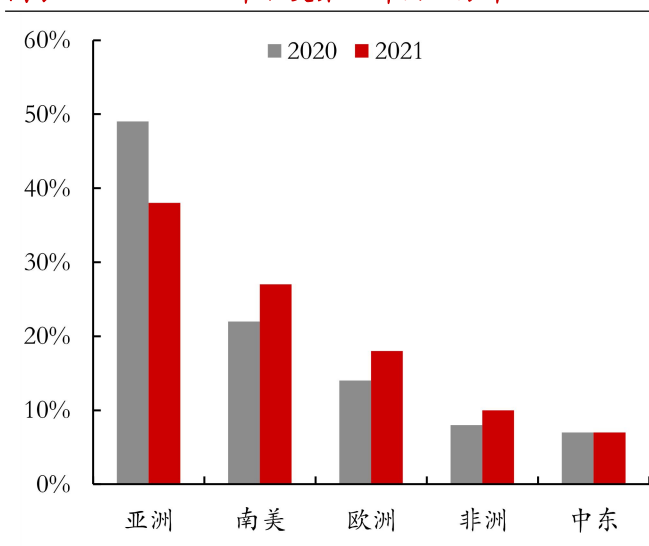
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 4: 美国 PE 出口对中国 PE 进口的传导是间接的


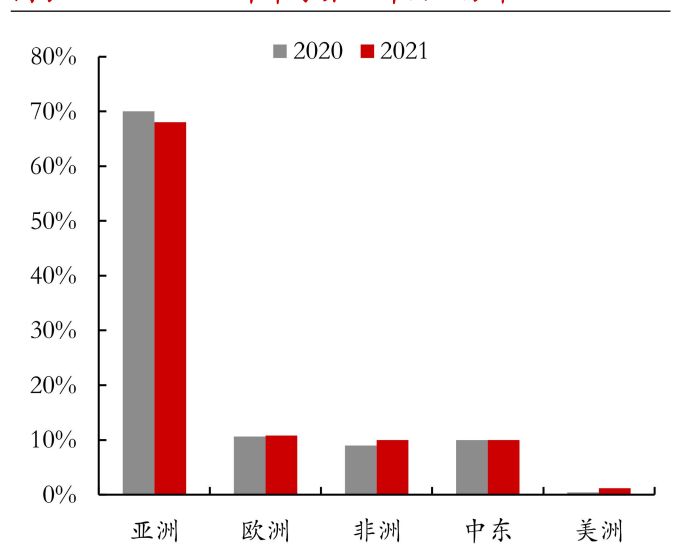
资料来源: USTIC, 东证衍生品研究院

2、利润下滑、交付周期增加，2021 年美国向亚洲聚乙烯的出口量大幅下滑

2021 年年初的墨西哥湾寒潮以及欧美推出的财政刺激政策使得大西洋沿岸聚乙烯供需转为紧张，与亚洲的价差快速拉大，美国对亚洲出口量迅速下滑。此外，美国供应链瓶颈同样也制约了出口，内陆运输和港口效率下降，一定程度上增加了出口货物从工厂到港口的时间，加上疫情以来班轮晚点的问题，亚洲从美国进口聚乙烯的周期被大幅拉长，从疫情前不到 20 天时间，延长到了一个半月左右。

图表 5: 2020-2021 年北美聚乙烯出口分布


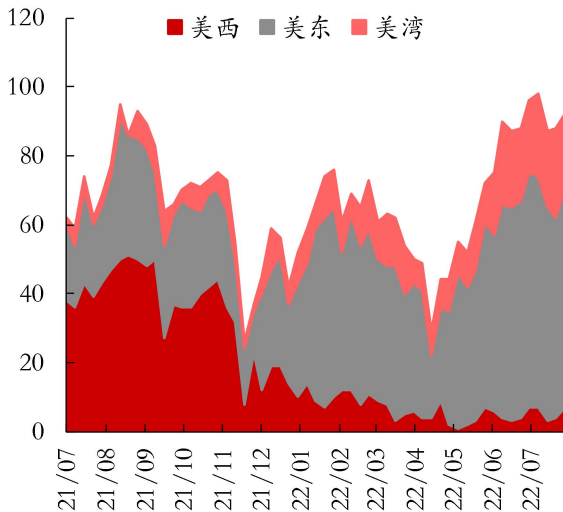
资料来源: IHS Markit

图表 6: 2020-2021 年中东聚乙烯出口分布


资料来源: IHS Markit

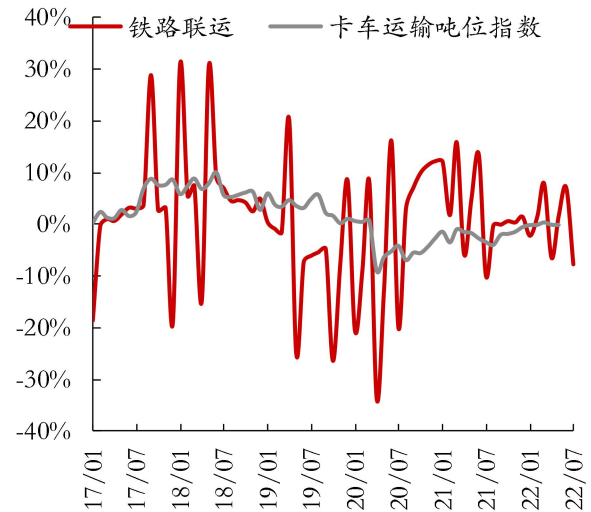
在出口利润下滑和货物交付周期增加的情况下，美国对亚洲聚乙烯的出口量在2021年期间始终未出现回升，在中东地区聚乙烯出口结构变化不大的情况下，中国聚乙烯进口量在2021年初大幅下滑。而无论从利润角度还是航运周期角度，美国聚乙烯转向欧洲和南美洲市场都是更好的选择。

图表 7：美国分区域等泊船只情况（艘）



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

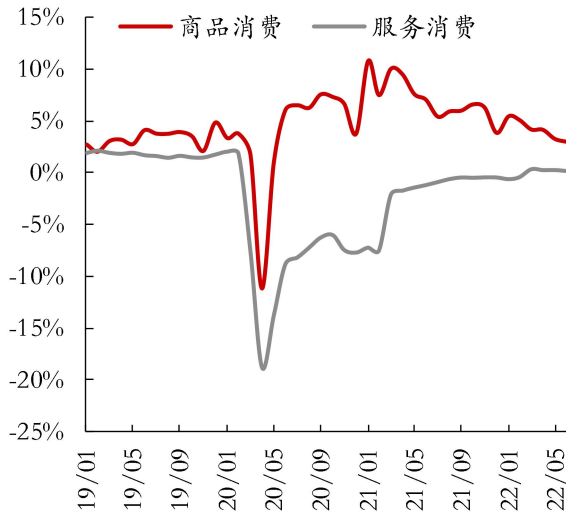
图表 8：美国内陆运输尚未完全恢复到疫情前



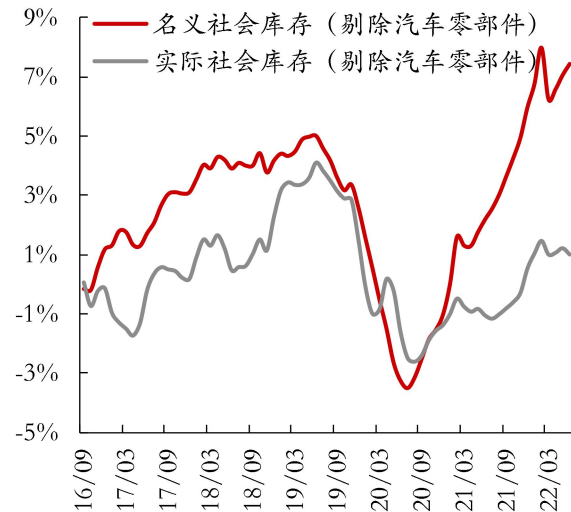
资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

3、需求走弱叠加产能释放，美国聚乙烯重返亚洲

目前来看，美国持续的高通胀已经对居民消费形成负反馈，即便2021年底货币政策逐渐收紧、2022年6月加息加快，但上述措施对通胀的治理效果相对有限，通胀水平是否已经见顶仍无法定论。与此同时，在经历了激进的加息之后，衰退风险迅速回升，进一步抑制居民消费，而当下美联储加息预期并未放松，对消费的抑制——特别是商品——还将持续。对于零售环节而言，虽然实际库存处在中性水平，但通胀一定程度上增加了零售商的资金压力，价格已经先于量对零售补库形成抑制，加上经济前景不及预期，零售商已经进入到主动去库阶段，库存压力进一步向生产端传导。

图表 9: 美国商品消费受通胀抑制增速呈现放缓


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 美国社会库存来自价格的压力大于量


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

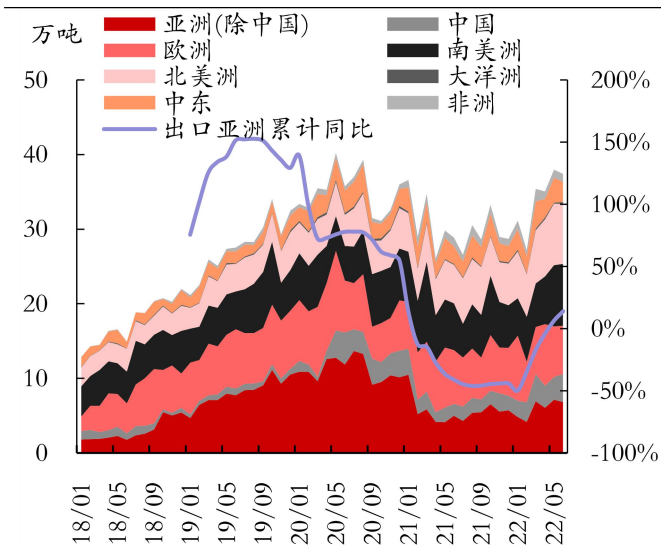
在此背景下, 2022 年初以来大西洋沿岸的聚乙烯相关需求逐渐下滑, 美国出口至亚洲聚乙烯的量开始回升, 叠加美国将有两套乙烷裂解产能在 9-10 月释放, 中国以及亚洲其他区域的聚乙烯进口压力将在未来进一步回升。

从美国产销视角来看, 美国裂解装置故障的频发使得聚乙烯产量增速从 2022 年 3 月开始便不断下滑, 但在美国国内需求转弱、以及聚乙烯出口绝对水平仍低于前值的作用下, 聚乙烯库存不断走高, 7 月聚乙烯库存环比上升 5%, 同比增加 15%, 达到 5 年内最高的水平。同时, 聚乙烯价格不断的走低和成本端的乙烷和天然气的上涨也使得美国聚乙烯生产利润大幅下滑, 回归至 2020 年的水平。

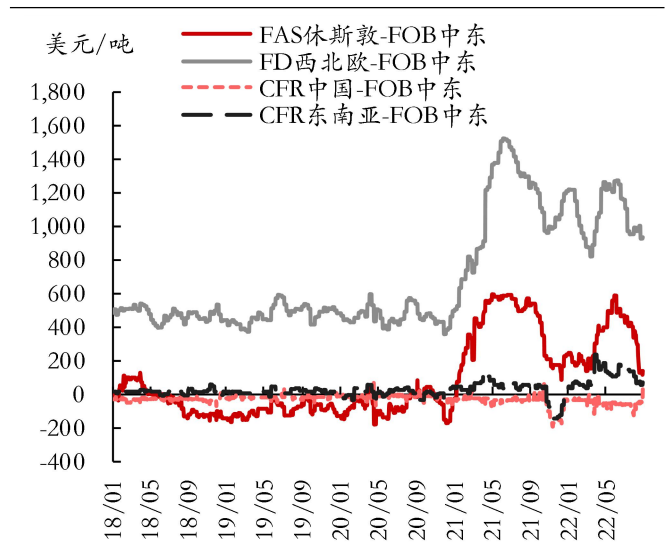
图表 11: 美国聚乙烯新增装置情况

公司	LLDPE	HDPE	LDPE	小计	投产时间
Exxon-Sabir JV	65*2			130	2022 年 1 季度已投产
Shell Chemical	50	100		150	试车中, 预计 2022 年 9 月中下旬稳定生产
Bayport Polymers		62.5		62.5	预计 2022 年 9 月中下旬投产, 12 月稳定生产
合计	180	162.5		342.5	

资料来源: Argus, IHS Markit, 东证衍生品研究院

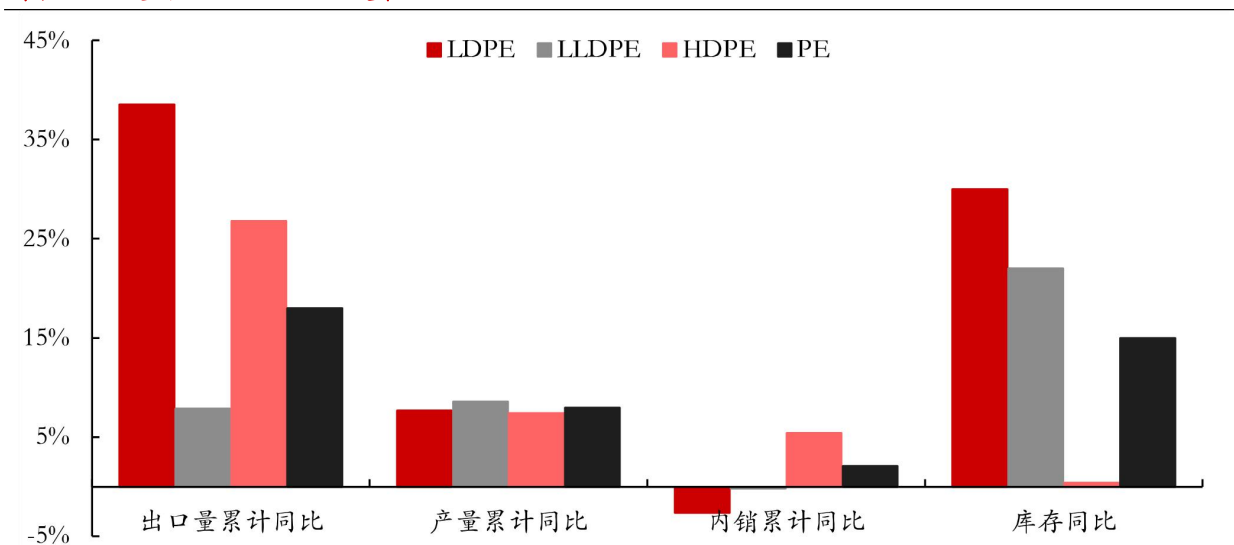
图表 12: 美国 LLDPE 出口目的地


资料来源: USTIC, 东证衍生品研究院

图表 13: LLDPE 区域间价差


资料来源: iFinD, 东证衍生品研究院

从结构上看, 在产量增速差别不大的情况下, 内需的下滑和库存的不断积累使得美国 LDPE 出口恢复最为迅速。随着 9-10 月美国 160 万吨 HDPE 产能释放之后, 全球 HDPE 的供应压力也将随之加大。因此我们认为随着美国聚乙烯向亚洲出口的恢复, 中国所面临的进口压力从大到小或为: LDPE>HDPE>LLDPE。

图表 14: 美国 LDPE 出口恢复最为迅速


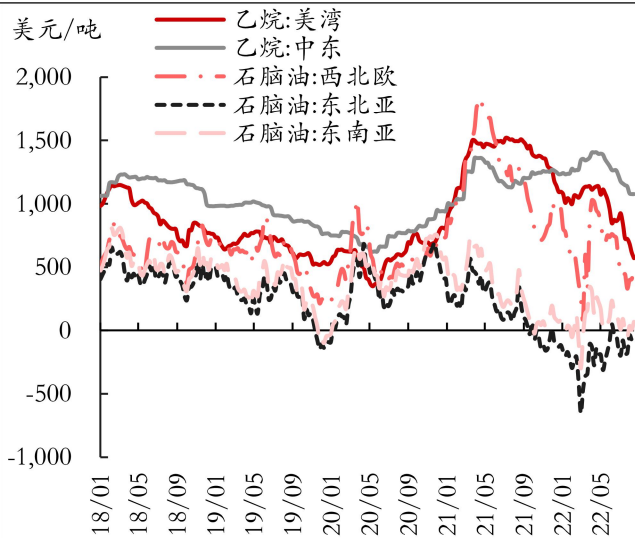
资料来源: ACC, USTIC, 东证衍生品研究院 (数据截止至 2022 年 7 月)

内需下滑、库存难以去化、生产利润走低, 美国聚乙烯生产企业似乎正在经历中国石化

企业2季度所经历过的事情，若美国聚乙烯生产企业大幅降负或在飓风季下停车，全球聚乙烯供需将逐渐达到平衡，中国的进口压力也将趋缓。

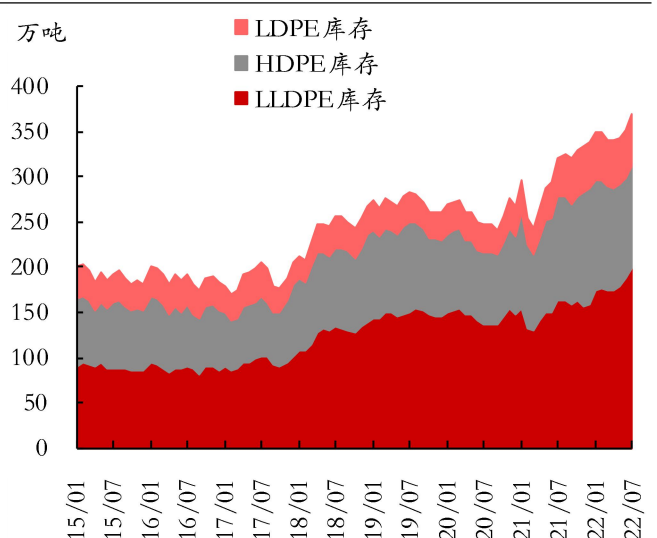
但我们并不认为美国聚乙烯装置会大幅降负，除非存在飓风等不可抗力因素。首先，北美是除中东之外聚乙烯生产成本最低、利润最高的区域，亚洲油头生产装置长期亏损之际是美国生产企业抢占市场份额最好的时机，现在降负等于将市场份额让渡给竞争对手；其次，ExxonMobil、Dow、Ineos等世界头部的聚烯烃生产企业在北美、中东、亚洲和欧洲大多都有生产装置，站在股东的角度来看，降低亚洲石脑油装置的开工率、维持中东和美国等地轻烃装置的开工率、并通过海运来填补欧洲和亚洲的供应缺口的运营模式既能维护市场份额又能减少企业的亏损。因此我们认为若美国聚乙烯开始大幅出口，全球聚乙烯的再平衡或将依靠亚洲装置的降负来完成。

图表 15: 全球 LLDPE 主流工艺生产利润



资料来源: ICIS, 东证衍生品研究院

图表 16: 美国生产企业 PE 库存



资料来源: ACC, 东证衍生品研究院

4、美国供应链改善缓慢，4 季度中国聚乙烯进口压力温和

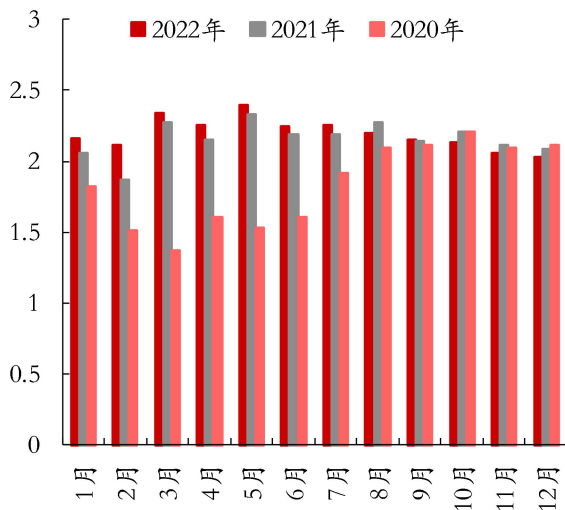
然而在美国卡车底盘紧缺以及港口拥堵的情况下，聚乙烯出口的节奏更多地取决于供应链改善的情况。目前美国供应链的问题主要来自于两方面：过多的进口需求和由劳动力和运输设备紧缺所带来的内陆运输瓶颈。短期来看，劳动力和运输设备紧缺的状况难以迅速解决，进口需求下降，是当下改善供应链的唯一有效路径。

一方面，经济高压之下，集装箱中长期前景不再，截至9月初，短期利多因素的支撑逐步减弱：1) 通胀带来的资金压力过大，价格先于量对补库形成负反馈，补库动能趋弱，对集装箱需求的影响逆转；2) 从季节性角度来看，需求旺季已过，后续淡季表现只会更淡；3) 劳动力紧缺对集装箱需求的支撑在减弱，随着经济进一步下行，生产端的降温或抑制就业需求。因此展望4季度，集装箱需求有望下滑，预计将带来港口状况的持续改善、内陆运输的压力也将有所释放。年初我们在航运相关报告中预测过，需求

的即刻下降到港口拥堵改善至少需要半年以上，但截至9月初，美国拥堵水平比年初更高，改善所需要的时间也越长。此外，拥堵的改善并非是线性的，预计前期改善速度较慢，后期或出现加速，预计最快到11、12月拥堵才有质的改变，而在此前，很难看到拥堵的显著好转。但也需要警惕美西港口工人罢工的潜在影响，一旦发生罢工，美湾和美东港口压力还将进一步攀升。

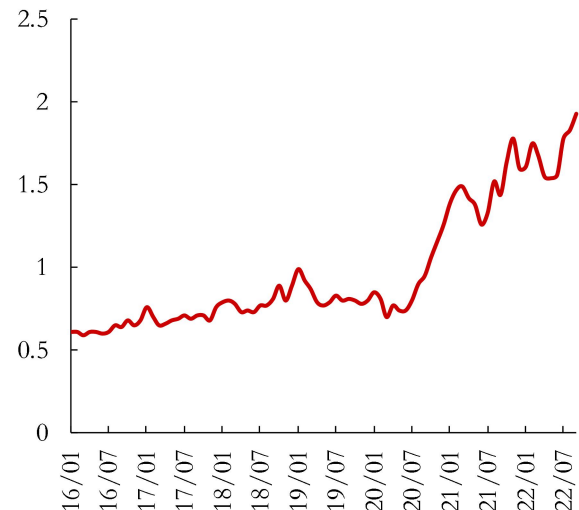
另一方面，美国内陆运输的改善或更加滞后，交运就业缺口由于疫情影响进一步扩大，难以弥合，港口拥堵改善只有实现了堆场密度的降低，才有可能释放被大量占用的卡车底盘，改善卡车底盘紧缺的局面，因此内陆运输问题的明显改善或要等到2022年以后。

图表 17: 美国零售进口预测 (百万 TEU)



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 18: 北美港口拥堵的集装箱船运力 (百万 TEU)



资料来源：克拉克森，东证衍生品研究院

综上，预计今年4季度美国供应链的矛盾将开始缓和，出口周期将会缩短，但缩短的幅度相对有限，聚乙烯库存向出口的转移仍将缓慢，中国所受到间接的进口压力也将较为温和；即便美国聚乙烯对亚洲的供应量在年底开始大幅回升，其也将伴随着亚洲油头装置在低利润和竞争压力增加下的大幅降负。因此，我们认为海外供应压的快速回升仍然需等到2023年，2022年4季度中国聚乙烯的平均进口量在120万吨/月左右。

5、投资建议

对于L2301合约中长期走势，我们依旧维持年报和半年报中看跌的观点。对于月间差而言，美国供应链的问题短期难以改善，美国聚乙烯库存向出口的转移仍将受到阻碍，中国聚乙烯的进口压力或在L2305合约上体现的更加集中，若美国供应链问题在年底逐渐得到改善，则可择机布局多L2301、空L2305的头寸。

6、风险提示

原油的大幅下跌，海外装置投产的不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

杨枭、兰浙、孙诗白

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com