



聚氯乙烯 2019 年年度报告

聚氯乙烯需求支撑

反弹趋势有望延续

聚氯乙烯年度报告

摘要:

- 全球经济增长或逐渐放缓
 - 全球流动性继续收紧
 - 国内聚氯乙烯刚性需求支撑
 - 原料成本支撑价格
 - PVC 糊树脂应用不断增加
- 2019 年供需矛盾受全球经济影响错综复杂，预计聚氯乙烯期价反弹趋势有望延续。基建、房地产仍是对 PVC 需求有力的支撑，环保因素也将影响短期的价格波动，预计 2019 年对 PVC 的需求将会小幅增长，价格震荡上行的概率较大。

不确定性风险:

- 原材料价格继续回落
- 贸易摩擦影响经济增长
- 环保督查力度放缓

作者姓名：胡丁

邮箱：huding@csc.com.cn

电话：023- 81157286

期货投资咨询号：Z0010996

发布日期：2019 年 01 月 03 日



目 录

二、价格影响因素分析.....	4
1、国外宏观经济形势.....	4
1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现.....	4
1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强.....	6
1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续.....	8
1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢.....	9
2、国内宏观.....	10
2.1 经济下行压力增大，结构调整继续.....	10
2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段.....	13
2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点.....	13
2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段.....	15
2.5 外汇储备与汇率稳定可期.....	16
3、原油有望企稳，聚氯乙烯受到一定支撑.....	17
4、刚性需求支撑，需求增速将延续增长.....	18
4.1 中国聚氯乙烯树脂产量将保持增长.....	18
4.2 中国聚氯乙烯表观消费量增长势头.....	19
4.3 全球经济增速放缓，聚氯乙烯需求增长幅度将缩小.....	19
5、PVC 糊树脂应用不断增加.....	20
6、进口聚氯乙烯反倾销复查.....	20
7、环保因素电石将支撑聚氯乙烯价格.....	20
三、技术分析.....	21
四、总结及行情展望.....	22
1、总结.....	22
2、行情展望.....	22

图 目 录

图 1：PVC 主连日 K 线走势图.....	4
图 2：全球 GDP 实际增速及预测.....	5
图 3：全球采购经理人指数(PMI).....	5
图 4：经合组织综合领先指标.....	5
图 5：经合组织商业及消费者信心指数.....	5
图 6：美国国内生产总值及其增速.....	6
图 7：美国新增非农就业人数及失业率.....	6
图 8：美国非农企业薪酬及工作时长.....	6
图 9：美国非农职位空缺数.....	6
图 10：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数.....	7
图 11：美国物价指数变动情况.....	7



图 12: 美国国际贸易及其增速.....	7
图 13: 美国国内消费及其增速.....	7
图 14: 欧元区和欧盟 GDP (不变价、季调) 及其增速.....	8
图 15: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化.....	8
图 16: 欧元区采购经理人指数.....	9
图 17: 欧盟和欧元区制造业产能利用率.....	9
图 18: 欧盟 28 国失业人数及失业率.....	9
图 19: 欧盟及欧元区核心 CPI.....	9
图 20: 美国基准利率及债券收益率.....	10
图 21: 英国及欧元区基准利率.....	10
图 22: 中国国内生产总值及其增速.....	10
图 23: 中国固定资产投资及其增速.....	10
图 24: 中国社会消费品零售总额及其增速.....	11
图 25: 中国进出口贸易额及其增速.....	11
图 26: 中国固定资产、房地产及基建投资增速.....	12
图 27: 中国制造业投资增速.....	12
图 28: 中国工业增加值同比增速.....	12
图 29: 中国制造业 PMI 指数.....	12
图 30: 中国公共财政收入和支出及其增速.....	13
图 31: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速.....	13
图 32: 中国货币供应增速及剪刀差变动.....	14
图 33: 中国人民银行现金净投放.....	14
图 34: 中国社会融资规模及新增信贷占比.....	14
图 35: 中国新增人民币存贷款.....	14
图 36: 中国人民银行存款准备金率.....	15
图 37: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR).....	15
图 38: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	16
图 39: 中国物价变动情况.....	16
图 40: 中国外汇储备变动情况.....	17
图 41: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	17
图 42: 国际原油价格 (美元/桶).....	17
图 43: 欧佩克与美国原油产量 (千桶/天).....	17
图 44: 美国原油库存 (千桶).....	18
图 45: 美国周度钻井数 (座).....	18
图 46: 电石年产量.....	18
图 47: PVC 年产量.....	18
图 48: PVC 年进口量.....	19
图 49: PVC 表观消费量.....	19
图 50: 房屋新开工、竣工以及销售累计同比 (%).....	19
图 51: 汽车产销增速及新能源汽车产量增速.....	19
图 52: 冰箱、洗衣机产量及增速.....	20



图 53: 汽车产销增速及新能源汽车产量增速.....	20
图 54: PVC 主连周 K 线走势图.....	21

一、行情回顾

2018 年聚氯乙烯冲高回落，延续宽幅震荡。2018 年初，由于受下游补库以及进口废塑料批准量减少利好仍存的情况下，聚氯乙烯价格小幅反弹，聚氯乙烯主力合约 1 月底受阻于 7000 点附近；随后市场交投清淡以及春节后下游开工时间较晚的影响，聚氯乙烯价格继续回调至 6100 点受支撑反弹；3 月底-8 月初，在需求转好的影响下，聚氯乙烯反弹创出 7525 点高位；之后，受中美贸易摩擦的影响，PVC 主力合约年底回落至年初价格水平。

图 1：PVC 主连日 K 线走势图



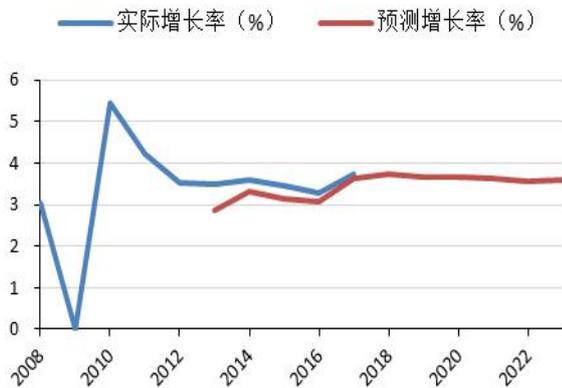
数据来源：文华财经，中信建投期货

二、价格影响因素分析

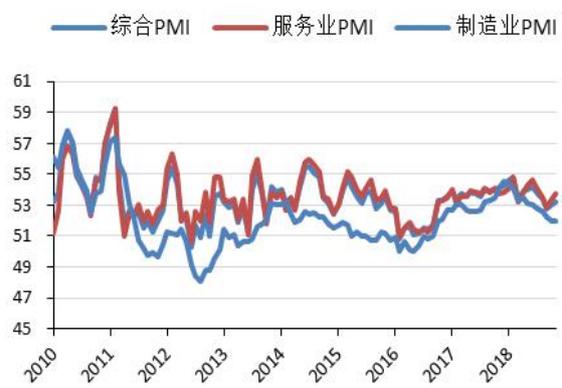
1、国外宏观经济形势

1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现

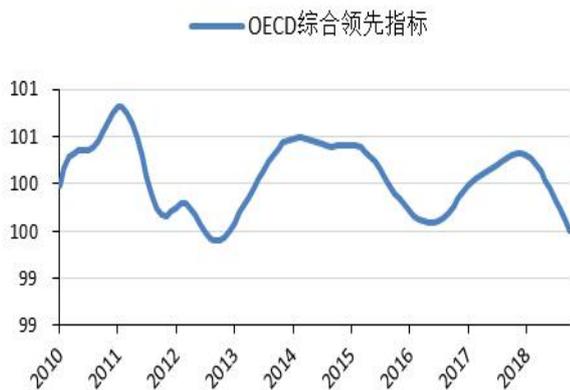
全球经济从 2016 年中期开始进入周期性复苏，随着美国财政刺激的带动，2017、2018 两年世界经济增速有所提升，但是，复苏的进程或难持续。IMF 在 2018 年 10 月的《世界经济展望》中指出，全球经济扩张的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，并基于最近的世界贸易局势变化以及货币政策变化，下调了 2018-2019 年的全球经济增长预测值至 3.7%，相比于 2018 年 4 月份的预测值均下调了 0.2 个百分点。

图 2：全球 GDP 实际增速及预测


数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 3：全球采购经理人指数(PMI)


数据来源：Wind, 中信建投期货

图 4：经合组织综合领先指标


数据来源：Wind, 中信建投期货

图 5：经合组织商业及消费者信心指数


数据来源：Wind, 中信建投期货

2016 年中期以来，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强，并在 2018 年初逐渐达到顶点，随后经济复苏的脚步渐缓，经济扩张速度减慢、市场景气程度也有所下降。摩根大通全球 PMI 指数显示，2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2017 年底时的 54.3 的水平快速下降至 52.0，表明全球制造业的扩张速度有所放缓，全球经济复苏开始减速。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据显示，2018 年 10 月份，商业和消费者信心指数分别为 100.6432 点和 100.7753 点，分别较 2017 年同期低 0.6727 点和 0.1803 点，均呈现出逐渐下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

需要认识到的是，虽然全球经济复苏步伐放缓，但目前全球经济仍在继续扩张，只是目前的经济前景面临更加悲观的情景。目前大多数经济体通胀仍然低迷，全球金融市场收紧的速度可能更快、力度可能更大，加上地缘政治问题及贸易保护主义抬头，这些单因素或多因素叠加将给中长期的全球经济增长带来冲击，可以看到，目前这些因素已经给新兴经济体带来沉重的打击。从全球大宗商品角度看，2016 年至 2017 年因欧美经济复苏带来了一轮商品价格的上涨，随着经济前景的暗淡，加之美国政府为其政治目的为人为压低油价，目前国际大宗商品价格又整体走入了下降通道，而中国的供给侧改革也逐渐退潮，部分工业品价格也呈现回落的趋势。此外，以美豆为

代表的农产品依然处于历史底部附近，这表明全球通胀仍低迷的状态仍将持续。从就业市场看，失业率因全球经济的复苏而持续下行，但工人薪资改善并不明显，主要经济体工人工作时间未达到饱和状态。IMF在最新的《世界经济展望》中指出，美国将在2020年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期预计将达到封顶，因此，经济增长率将下降；中国的增长将保持强劲，但预计将逐步放缓；在政策高度不确定的环境下，全球增长面临的风险偏于下行。

1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强

2018年，美国经济延续着强劲的增长势头，就业市场持续性改善、制造业扩张维持在高位，保持在合理区间的物价增长支撑了民众的消费信心，美国经济的驱动力也不断得到增强。

图6：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图7：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

美国经济分析局公布的统计数据显示，2018年美国第三季度GDP（不变价）达到18.67万亿美元，同比增长3.00%，增速较2017年同期高0.66个百分点，延续着持续回升的态势，这已经是美国经济连续第9个季度同比增速加快。

图8：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

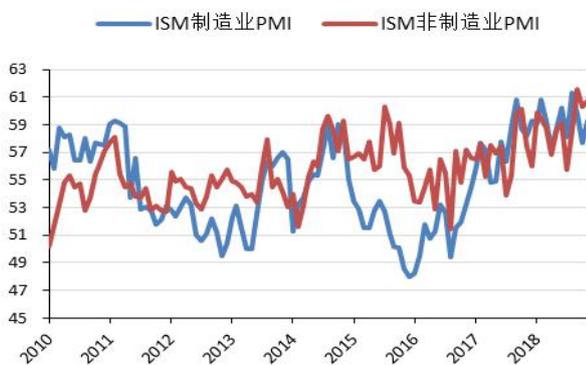
图9：美国非农职位空缺数



数据来源：Wind，中信建投期货

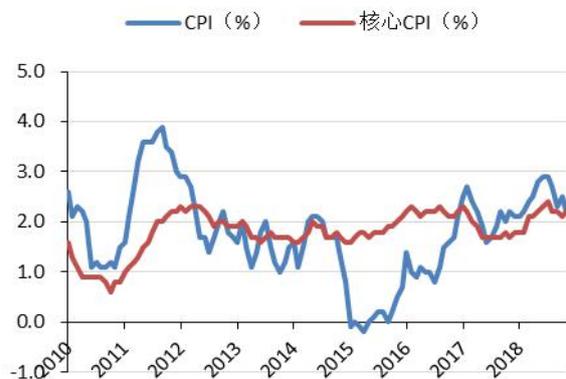
就业形势的持续改善印证了美国经济的强劲势头。美国劳工部最新统计数据显示，2018年11月份新增非农就业人数达到15.5万人，继续保持稳定；经季节性调整后的失业率进一步降至3.7%，相比于2017年同期低0.4个百分点，并且已处于50年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场持续收紧。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2018年11月份美国非农企业员工平均周薪达到940.84美元，较2017年同期增加25.21美元，延续着持续增加的趋势；11月份美国非农企业员工平均每周工作时长为34.4小时，较2017年同期减少0.1小时，平均每周工时继续保持在34.4—34.6小时区间；美联储关心的职位空缺数继续增加，10月份经季节性调整后的职位空缺数达到707.9万人，较2017年同期多102.0万人。

图 10：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：美国物价指数变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

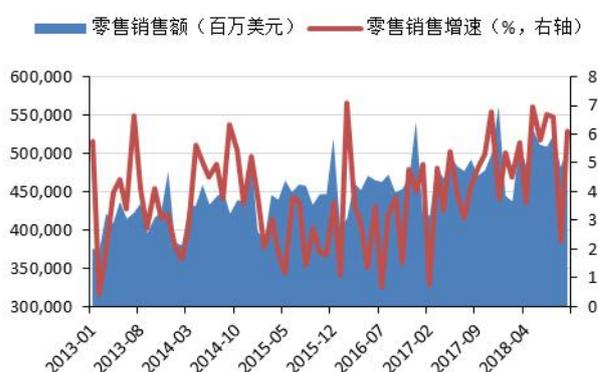
制造业及非制造业扩张持续加速从另一个侧面反映出美国经济强劲增长的势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2018年11月份美国ISM制造业和非制造业PMI指数分别报59.3和60.7，较2017年同期分别高1.10和3.30，制造业的持续扩张为美国经济强劲的增长奠定了坚实的基础，带动非制造业景气程度也走向高位。就业市场的持续改善及制造业和非制造业扩张不断提速背景下，美国物价水平逐渐上升，美国劳工部公布的统计数据显示，2018年11月份美国经季节性调整后的核心CPI同比增长2.2%，较去年同期增速高0.5%，这将有助于提升收入不断增加民众的消费需求。

图 12：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

另外，虽然贸易摩擦问题存在，美国外贸及消费增速仍在高位，美国经济驱动力仍然旺盛。美国经济分析局最新的统计数据显示，2018年11月份美国出口和进口同比增长12.90%和5.00%，增速较2017年同期变化1.10和-10.9个百分点，也显现出贸易摩擦对美国进口影响较大；10月份美国零售销售总额同比增长6.13%，增速较2017年同期高0.83个百分点，增速延续着震荡回升的态势。

虽然2018年美国保持强势，但美国经济持续增长仍有隐忧。一方面，特朗普的财政刺激政策只能短时间有效；另一方面，美联储的加息亦使得美国经济承压。因此，美国经济复苏的持续性仍需观察。

1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续

随着欧元区内部矛盾的不断显现，且欧洲央行宽松货币政策逐渐退出，欧洲经济的快速增长难以为继。

欧盟统计局最新统计数据显示，2018年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到2.65万亿欧元，同比增长1.7%，增速较2017年同期降低0.8个百分点；欧盟28国国内生产总值（季调、不变价）达到3.63万亿欧元，同比增长1.9%，增速较2017年同期低0.7个百分点。随着脱欧问题的逐步加剧，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题的日益突出，欧元区经济增速冲高后回落，经济前景难言乐观。

图 14：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 15：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济难以持续复苏。欧盟统计局最新统计数据显示，2018年11月份，欧元区19国和欧盟28国工业生产指数同比增长1.2%和1.3%，增速较2017年同期低1.7和2.0个百分点，且增速延续着震荡下行的态势。虽然工业生产的扩张速度放缓，但制造业产能利用率却仍在相对高位，2018年第四季度欧元区19国和欧盟28国制造业产能利用率分别达到83.8%和83.4%，较2017年同期下降0.2和0.4个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，未来产能利用率继续下降是大概率事件。

从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度不断减速。数据统计机构最新的统计数据显示，2018年12月欧元区Markit综合、制造业和非制造业PMI指数分别报51.4、51.4和51.3，分别较2017年同期下降9.2、5.2和6.8，已逐步接近枯荣线。

图 16: 欧元区采购经理人指数



数据来源: Wind, 中信建投期货

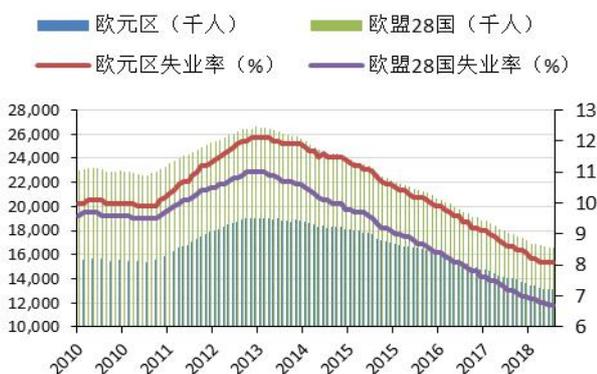
图 17: 欧盟和欧元区制造业产能利用率



数据来源: Wind, 中信建投期货

欧洲就业形势仍在不断改善之中,这也说明目前欧洲经济增长的潜力仍存。欧盟统计局最新的统计数据显示,2018年10月份欧盟28国失业人数为1662.6万人,较2017年同期减少152.3万人;失业率已经降至6.7%,较2017年同期低0.7个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善,失业人数也持续性减少,但失业率依然未能下降至金融危机前的水平之下,这也是欧洲经济进一步复苏的潜在隐忧。就业形势未恢复至金融危机前的水平,也拖累了消费热情的提升,令欧洲的物价水平持续低迷。欧盟统计局最新统计数据显示,2018年11月欧元区核心CPI同比增长1.0%和1.1%,增速分别较2017年同期变化0.1和-0.1个百分点,仍然徘徊于1%附近,未能摆脱长期低迷的状态。

图 18: 欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 19: 欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源: Wind, 中信建投期货

1.4 美联储收紧流动性, 欧央行跟随之路缓慢

在经济持续复苏及对通胀逐渐达标的背景下,自2015年12月份开始,美联储开启了加息的进程。截至2018年12月份,美联储已连续加息9次,美联储基准利率已至2.25%—2.5%。由于当前美国经济持续强劲,且在美国制造业和非制造业扩张持续增强背景下,后期经济有望继续保持强劲势头,加上民众收入的持续增长,将有助于增强美国民众的消费信心,进而支撑美国消费价格的继续走高。鉴于此,美联储采取进一步加息的概率较大,在最新的声明中,美联储表示,目前的利率已达到中性利率的底部,预计2019年还将加息两次。并且美联储的缩表也在持续进行之中,全球流动性紧缩已经给新兴市场国家带来一定的压力。

图 20：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：英国及欧元区基准利率



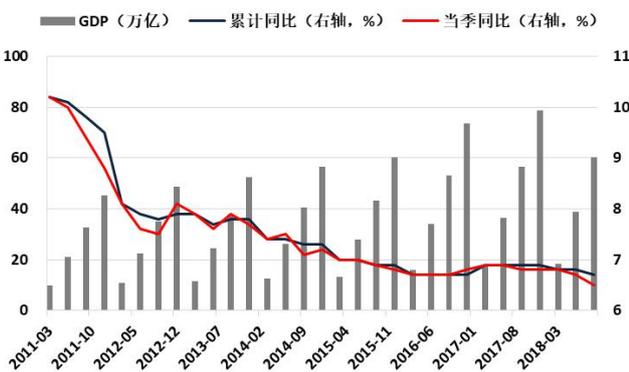
数据来源：Wind，中信建投期货

为推动欧洲经济早日实现复苏，欧洲央行于 2015 年推出“欧版 QE”，并延续至 2018 年 12 月。在 2018 年 12 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，将于 12 月底结束 QE，但仍维持三大利率不变。声明还表示，欧洲央行的关键利率至少在 2019 年夏季保持在目前的水平，直至确保欧元区中期通胀率持续趋同至低于但接近 2% 的水平。此外，在此次会议声明中，欧洲央行强化了对再投资的前瞻指引，称只要有必要，就将对到期债券进行再投资，再投资将持续到首次加息后。投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。这表明了欧洲整体的经济形势难言乐观，可以预计，2019 年欧央行并不会完全追随美联储加息的步伐，而是会根据自身的情况进行货币政策的调节。

2、国内宏观

2.1 经济下行压力增大，结构调整继续

图 22：中国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 23：中国固定资产投资及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年，受去杠杆和中美贸易摩擦等因素影响，国内宏观经济面临较大的下行压力。国家统计局数据显示，2018 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%、6.7%和 6.5%，增速分别较 2017 年同期低 0.1、0.2 和 0.3pct，呈现较明显的下行趋势。尽管今年经济下行的压力较大，但经济增长的结构仍在继续调整。

2018 年 1-11 月，固定资产投资完成额 60.9 万亿元，同比增长 5.9%，而社会消费品零售总额为 34.5 万亿元，同比增长 9.1%，出口 2.27 万亿美元，同比增长 11.8%。从 2015 年底至 2016 年初，投资和消费的增速开始变换节奏，投资增速持续走低，消费增速则维持高位。出口方面，尽管今年出口同比大增，但实际较 2014 年仅增长 7.6%，四年 CAGR 不足 2%。因此，投资仍是经济增长的主要推动力，消费对经济的拉动作用已经愈发重要，而出口对经济的拉动则不断减弱。

图 24：中国社会消费品零售总额及其增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国进出口贸易额及其增速


数据来源：Wind，中信建投期货

经济增长的研究分析离不开投资、消费和出口三架“马车”，三架“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型经济转向消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

受基建增速下滑拖累，投资增速明显下滑。房地产方面，尽管 2018 年调控趋严，但在行业高利润、低库存的背景下，投资仍然维持着较高增速。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，房地产投资累计完成 11 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年同期提高 2.2pcts。基建方面，由于地方政府去杠杆，严控地方违规举债，基建投资增速大幅下滑。2018 年 1-11 月，基建投资（不含电力）增速仅为 3.7%，较去年同期大幅降低 16.4pcts。可喜的是，制造业投资增速在整体固定资产投资增速持续下滑的背景下，持续上升，并且显著高于固投增速，是 2012 年以来首次出现反弹迹象。

2019 年，投资预计能够维持稳定。首先，在高压调控下，房地产投机热潮褪去，我国城市化进程进入后半程，加之工业化已进入转型阶段，房地产投资增速料逐渐回落。其次，在经济面临下行压力下，基建的托底效应增强，中央经济工作会议亦提到将较大幅度增加地方专项债规模。因此，基建投资增速有望回升。再者，我们分析认为，当前阶段制造业投资增速触底反弹的很大一个原因是先进制造业投资加快。由于我国产业转型和制造业升级的潜力巨大，这部分投资还将保持高速增长，并带动制造业投资继续回升。综合而言，尽管房地产投资大概率回落，但在基建和制造业投资回升的带动下，2019 年总的投资增速能够保持相对稳定。

消费方面，受经济下行、居民负债快速增长影响，增速进一步回落。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长 9.1%，增速较 2017 年同期低 1.2pcts。特别注意的是，2018 年 11 月消费增速仅 8.1%，为 2004 年以来最低值。从细分看，城镇消费增速降低 1.1pcts 至 8.9%，乡村消费增速降低 1.7pcts 至 10.2%。2019 年，经济下行和居民负债的上升仍是影响消费的主要不利因素，但在降低个税，实行个税专项抵扣后，个人实际收入增加，有望部分对冲消费增速的下行压力。因此，我们认为 2019 年总体消费增速或延续 2018 年缓慢下滑的趋势。

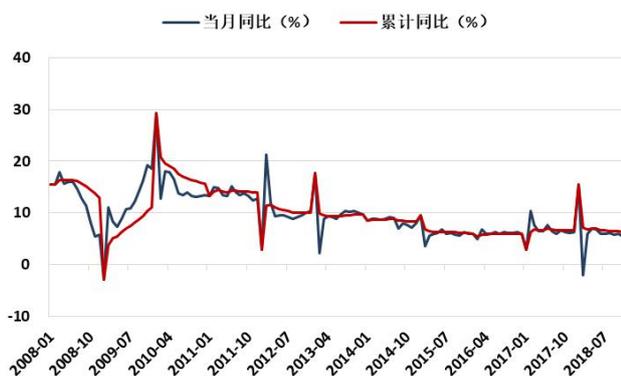
图 26：中国固定资产、房地产及基建投资增速


数据来源：Wind，中信建投期货

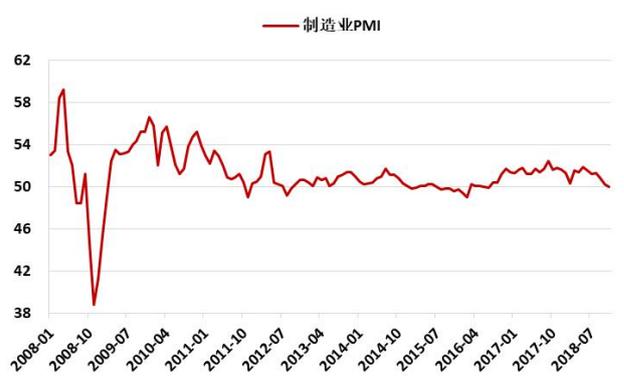
图 27：中国制造业投资增速


数据来源：Wind，中信建投期货

出口方面，得益于外部经济保持较强增长和我国持续深化的开放政策，对外贸易保持了较快的增长。海关总署统计数据显示，2018 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 4.24 万亿美元，同比增长 14.8%，增速较 2017 年高近 3pcts。分出口和进口来看，出口增速为 11.8%，进口增速为 18.4%，进口增速远高于出口增速。需要警惕的是，2018 年 11 月进出口增速均出现断崖式下跌，其中 11 月出口增速从 10 月份的 13.4% 降至 5.7%，进口增速从 15.7% 降至 2.7%。同时，在制造业 PMI 分项指标中，出口新订单指数在 2018 年 10-11 月分别为 46.9 和 47。事实上，该指数自今年 5 月份以来一直处于 50 荣枯线下方，揭示了出口下滑的潜在风险。2019 年，在中美贸易摩擦尚未得到妥善解决的背景下，加之全球经济均面临增长放缓的压力，国际贸易形势难言乐观，我国出口面临较大幅度下滑的风险。

图 28：中国工业增加值同比增长速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 29：中国制造业 PMI 指数


数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年，在“内忧外患”下，国内经济增长放缓的压力逐渐增大，工业增加值同比增长速逐步走低，制造业 PMI 回落至荣枯线附近。2018 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 6.3%，较去年同期降低 0.3pct，全年保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2016 年 2 季度重回扩张区间，但数据显示，经济扩张的速度并不快，PMI 远低于欧美地区。截至 11 月，PMI 已经降至 50，经济重回收缩区间的风险进一步增大。

整体来看，受基建降速拖累，投资增速继续降低；消费则由于经济下行，资产缩水，叠加负债上升，增速进一步放缓；出口方面，尽管中美贸易摩擦持续发酵，但受抢出口影响，全年出口增速并未明显放缓。因此，尽管

2018年中国经济面临较大挑战，但经济仍能保持6.5%以上的增速。

2019年，尽管总的投资增速有望保持相对稳定，但出口面临大幅下滑的风险，消费则大概率延续弱势，宏观经济面临的下行压力进一步增大。

2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段

2018年以来，政府继续实施积极的财政政策，财政政策逐渐成为经济调控的主要手段。积极的财政政策主要着力点是体现在加大减税降费力度、降低实体经济成本，持续推进增值税改革，降低制造业、交通运输、建筑、基础电信服务等行业增值税税率，更强调可持续性和聚力增效，降低赤字率，以效率换支出规模，促进经济结构转型，重支持中小创新企业发展。

受财政政策调整的影响，2018年财政收入与支出增速双双下行。财政部公布的统计数据显示，2018年1-11月份，全国公共财政支出累计达到19.18万亿元，同比增长6.79%，增速延续着从年初开始的持续回落态势，且相比于2017年同期要低1.48pcts。支出减少主要在教育、医疗卫生与计划生育、城乡社区事务和交通运输方面，它们占财政支出的比重较高，但1-11月同比分别仅增长4.2%、5.8%、3%和6.5%。全国公共财政收入17.23万亿，同比增长6.54%，增速较去年同期大幅下降2.56pcts。其中非税收入同比下降9.1%，税收收入同比增长9.5%，主要税种收入增速均超过平均水平。需要解释的是，非税收入的同比下降表明政府清理不合理收费项目的工作成效显著，而税收收入同比持续高增长并非因为减税措施的失败，而是由于征收效率的提高所致。

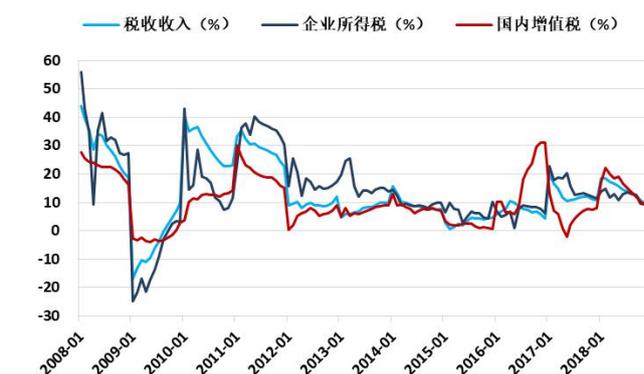
2019年，由于国内经济形势下行的压力，财政政策料更加积极。12月份的中央经济工作会议强调，财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。正如前文所言，地方政府基建投资大概率得以维持稳定，而企业和个人的税费负担减轻，生产和消费将得到一定提振，将部分缓冲宏观经济的下行压力。

图 30：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 31：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



数据来源：Wind，中信建投期货

2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点

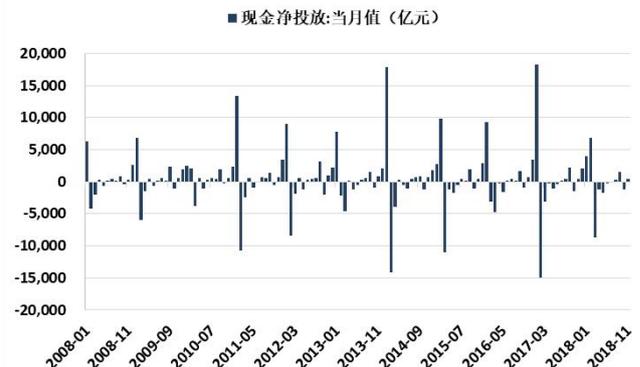
2018年初，央行工作会议指出全年工作任务，保持货币政策稳健中性和切实防范化解金融风险居于首位。但是，随着信贷市场收紧，融资环境恶化，金融数据不断下行，先有结构性去杠杆，后又从“去杠杆”转变为“稳

杠杆”。今年一季度，央行关于流动性的基调仍是“合理稳定”，而央行二季度例会则指出，要高度重视逆周期调节，要保持流动性“合理充裕”。因此，2018 货币政策存在一个由紧到松的过程。

2018 年，受防风险、去杠杆以及经济形势下行等多重因素影响，融资形势不容乐观。人民银行统计数据示，截至 2018 年 11 月份，狭义货币供应量 M1 同比增长 1.5%，增速较 2017 年同期大幅下降 11.2pcts，且延续自 2016 年中以来的回落态势，为历史次低值；广义货币供应量 M2 同比增长 8%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts，下行趋势起点可以追溯至 2010 年初，且 M2 增速创下历史最低水平。M1-M2 增速差亦达到 -6.5% 的较低水平，表明经济确实承受着较大的下行压力。

图 32：中国货币供应增速及剪刀差变动

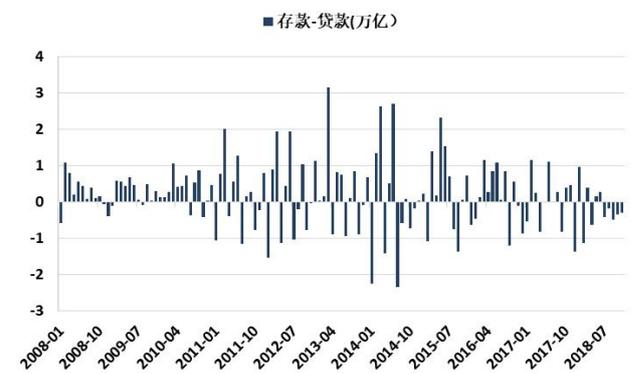

数据来源：Wind，中信建投期货

图 33：中国人民银行现金净投放


数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国社会融资规模及新增信贷占比


数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：中国新增人民币存贷款


数据来源：Wind，中信建投期货

由于我国 M2 与 GDP 比值处于国际较高水平，M2 基数较大，同时在经济下行和转型期，单纯依靠货币供应难以产生实质的刺激作用，货币供应保持低增速或将成为常态。货币供应增速持续回落背景下，人民银行向市场净投放资金的力度也有所减小。人民银行统计数据示，2018 年 1-11 月份，人民银行向市场净回笼现金合计 82 亿元，相比于 2017 年同期净投放 319 亿元继续减少。

从融资需求来看，2018 年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据示，2018 年 1-11 月份，社会融资规模达到 17.64 万亿元，较 2017 年同期少 3.17 万亿元，减少幅度达 15.25%。除了去杠杆和防风险的因素外，在经济下行期，投资的需求明显回落，企业和个人对于融资的需求下降，亦是社

融下滑的重要原因。受清查影子银行、防范系统风险等因素影响，表内信贷保持较高增速。2018年1-11月份，新增人民币贷款14.74万亿元，同比增长11.08%，但增速较2017年同期下降4.8pcts。由于新增信贷快速增长，使得新增信贷在社会融资中的占比有所提升，2018年11月份达到83.59%，较2017年同期提高近20个百分点。

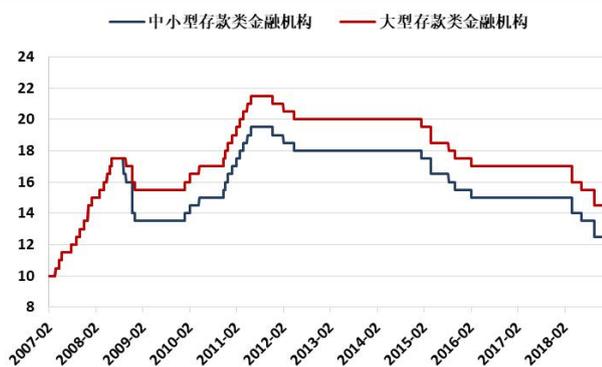
2018年前11个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加2.57万亿，中长期贷款增加10万亿，其中居民中长期贷款新增量低于去年同期，表明居民加杠杆速度有所放缓。但是，需要警惕的是，2018年1-11月份，新增存款与贷款的差额达到-1.75万亿，为历史最大值。另一方面，尽管由于影子银行等其他融资渠道关闭，社会融资需求集中到银行部门，但实际增量大幅上升的融资形式仍是票据融资等短期高信用工具。从实际情况看，即全市场融资形势恶化，中小企业面临严峻的融资难融资贵问题，而银行间利率和债券市场利率却持续走低。这种现象表明，货币市场资金相对充足，金融机构对实体企业放款趋于谨慎，偏好大型企业，对中小企业持谨慎态度。换言之，货币市场的问题不在于资金供应的不足，而在于利率传导机制的低效，因此，未来货币政策的重点是疏通利率传导的机制。

2018年12月，中央经济工作会议关于货币政策的精神是稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策的传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。2017年，相关论述为保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资合理增长，促进多层次资本市场发展。同时，2018年删去了保持人民币汇率基本稳定和守住不发生系统性金融风险。对比2018年和2017年相关表述，2019年货币政策操作空间扩大，重点将着力提高资金从金融体系传导到实体的效率，同时降低实体企业融资成本，提振企业经营效益。结合前文的分析，我们认为，“大水漫灌”的可能性极低，但货币供应大概率保持边际宽松，以促进信贷和融资的合理增长，满足必要的融资需求。

2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段

2018年，货币政策经历由紧到松，致使利率水平前高后低。Wind统计数据显示，截至2018年12月24日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）1个月和1年期分别报3.232%和3.517%，分别较2017年年底低1.7032和1.2411pcts，整体回落至2015年下半年至2016年时的水平。前文提到，2018年呈现出实体融资难融资贵和金融体系利率持续走低的矛盾现象，问题的关键在于货币政策的传导机制，而非供应问题。2018年，央行分别于1月、4月、7月和10月共进行四次降准，大型机构存款准备金率降至14.5%，中小结构降至12.5%，已处于2008年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约3万亿元，当前市场的流动性已经达到相对充裕的状态。

图 36：中国人民银行存款准备金率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）

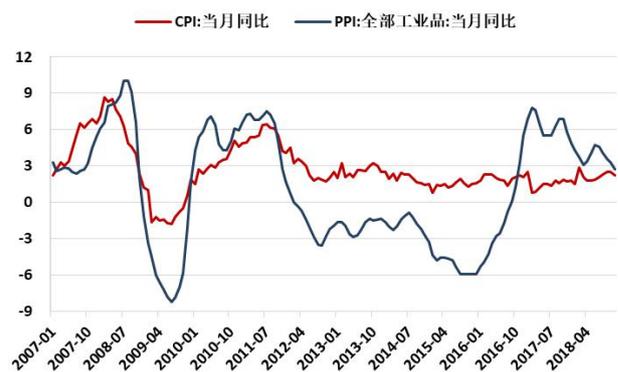


数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，由于美联储加息节奏有望放缓，国内通胀压力减小，货币政策操作空间较 2018 年大。据国家统计局数据，2018 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.7%，较去年同期下降 0.89pct，终结自 2017 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.3%，较去年同期下降 0.23pct，基本延续下行的趋势。由于消费增长乏力，我国消费者物价指数得以保持在较低水平。此前，供给侧改革导致工业品物价指数大幅攀升，并带来 CPI 的上行压力，但今年以来，PPI 逐步回落，二者趋于收敛，通胀压力已经大幅减小。

图 38：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：中国物价变动情况


数据来源：Wind，中信建投期货

美国方面，2018 年美联储继续渐进加息，全年累计加息四次，美国联邦基金利率已经升至 2.25%-2.5% 区间。2018 年四季度以前，市场普遍预计 2019 年美联储仍将加息三次，但进入四季度后，随着美股暴跌，全球经济增长放缓的风险增大，美联储官员关于加息的态度有所软化。若美联储加息进程放缓或停止，人民币利率面临的压力明显减轻。

尽管美联储加息节奏有望放缓和国内通胀压力减小拓展了货币政策操作空间，但全面降息的概率仍不大。一方面，货币市场利率处于历史较低水平，表明金融市场货币供应较为充裕。并且，美元利率经过多次加息，已经接近正常区间的下沿，留给人民币利率的空间并不大。因此，降息并非解决当前融资问题的最佳手段。

2018 年 12 月 19 日，央行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微/民企等重点领域的支持力度，疏通货币传导机制的薄弱环节。在银行体系资金相对充裕的情况下，单纯通过降准提高货币乘数的方式同样不是解决当前货币传导问题的最佳手段。相比直接降准，TMLF 能够控制资金流向，完成定向支持的目标。我们认为，通过 TMLF，既能解决中小微企业融资困境，又能避免流动性泛滥，这种“定向降息”的调节手段，亦是短期内解决货币政策传导滞后的最佳手段。因此，2019 年，TMLF 大概率将成为解决融资问题、货币传导问题的最主要手段，规模和范围或适时扩大。

2.5 外汇储备与汇率稳定可期

2018 年，受贸易摩擦、国内经济下行和美联储加息等因素影响，人民币汇率面临较大的贬值压力，外汇储备亦终结自 2017 年以来的回升之势，全年保持下行趋势。2017 年，随着我国经济逐步走向复苏，人民币汇率稳步升至，至 2018 年 2 月份，美元兑人民币中间价最低触及 6.2822，但随后在经济下行压力增大、贸易摩擦升级和美联储持续加息等多重利空影响下，人民币重回贬值通道，并一度逼近整数关口“7”。与此同时，外汇管理局统计数据 displays，中国外汇储备从年初的 3.16 万亿美元降至 3.06 万亿。

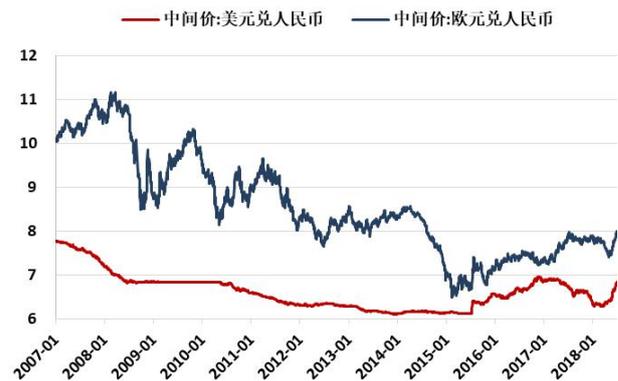
2019年，人民币进一步贬值的空间不大，随着国际经济形势的变化，甚至可能出现一定的升值。首先，随着美联储加息进程的放缓，人民币贬值的压力大幅减轻；其次，美国经济后续增长动力减弱，美股面临回调压力，避险情绪上升，黄金相对美元资产更具投资价值；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，且中国作为全球最大的新兴市场，极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，2019年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 40：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：美元和欧元兑人民币汇率中间价

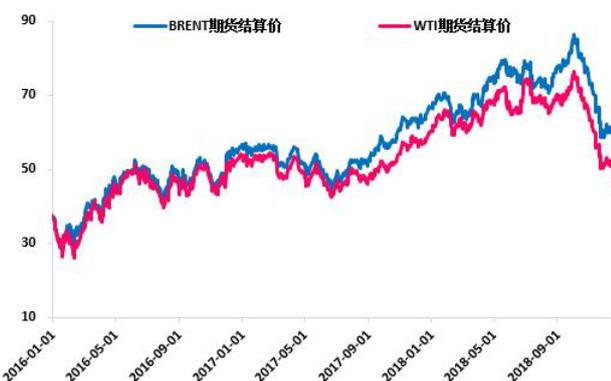


数据来源：Wind，中信建投期货

3、原油有望企稳，聚氯乙烯受到一定支撑

2018年，国际油价整体呈冲高回落走势，除 OPEC+ 的减产行动倍受市场关注外，美国对伊朗的态度也是影响全年油价走势的主题之一。具体来看，1-9月，由于 OPEC+ 超配额完成减产、美国退出伊核协议、繁复的地缘政治等因素推动，国际油价震荡走高。10月过后，油价在股市暴跌、美国对伊朗制裁力度不及预期以及主要产油国产量持续增长的背景下迎来顺畅的下跌，截止 12 月底，WTI 油价跌破 43 美元/桶至一年半以来最低。

图 42：国际原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 43：欧佩克与美国原油产量（千桶/天）



数据来源：Wind，中信建投期货

虽然 2018 年欧佩克与美国原油产量以及美国钻进数量均呈走高趋势，且美国原油库存于四季度开始也持续增加，但 2019 年 OPEC 继续执行减产协议，油价下跌后美国页岩油利润缩水或限制美国原油产量增速。同时，

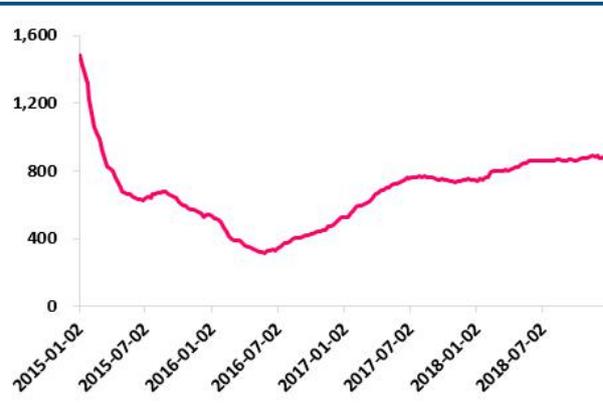
2019 年中美原油需求将继续保持增长。预计 2019 年油价下跌空间有限，企稳反弹后将对聚氯乙烯价格形成一定支撑。

图 44：美国原油库存（千桶）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 45：美国周度钻井数（座）



数据来源：Wind，中信建投期货

4、刚性需求支撑，需求增速将延续增长

4.1 中国聚氯乙烯树脂产量将保持增长

聚氯乙烯树脂产量将保持增长。据万得统计数据显示，2018 年 3-5 月中国聚氯乙烯树脂产量逐渐下降，2018 年 5 月中国聚氯乙烯树脂产量为 159.43 万吨，同比增长 9.04%。2018 年 6 月中国聚氯乙烯树脂产量有小幅回升，2018 年 7 月中国聚氯乙烯树脂产量下降。2018 年 7 月中国聚氯乙烯树脂产量为 146.7 万吨，同比增长 1.7%，2018 年 8 月中国聚氯乙烯树脂产量为 158.7 万吨，同比增长 5.12%。

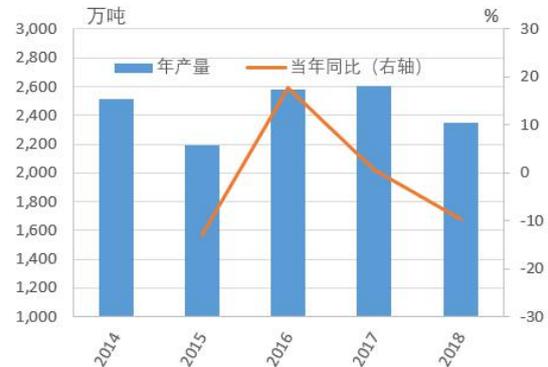
国家统计局相关数据显示，2018 年 11 月，国内 PVC 产量在 162.5 万吨，同比增加 6.9%，累计 1712.8 万吨同比增加 5.9%，预计 2019 年 PVC 产量将有 5% 的增长。

图 46：电石年产量



数据来源：百川资讯，中信建投期货

图 47：PVC 年产量



数据来源：百川资讯，中信建投期货

4.2 中国聚氯乙烯表观消费量增长势头

2013年中国聚氯乙烯表观消费量超1500万吨，达到了1540万吨。2015年中国聚氯乙烯表观消费量增长至1599.16万吨，截止到2017年末中国聚氯乙烯表观消费量已达到1816.28万吨，同比增长11.96%，近五年表观消费量复合增长率5.2%。需求的持续改善推动行业进一步向好，预计2019年将聚氯乙烯表观消费量超1800万吨。

据海关统计显示，2018年11月份聚氯乙烯纯粉进口量在7.6万吨，较上个月环比增长22.58%，11月份聚氯乙烯纯粉出口量在3.2万吨，环比增涨23.08%。

图 48：PVC 年进口量



数据来源：百川资讯，中信建投期货

图 49：PVC 表观消费量

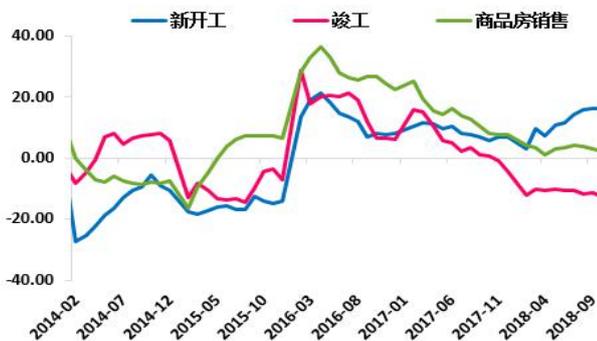


数据来源：百川资讯，中信建投期货

4.3 全球经济增速放缓，聚氯乙烯需求增长幅度将缩小

目前中国城镇供水管道达30万公里，其中PVC-U管约15万公里；中国城镇排水塑料管道达20万公里，其中PVC-U管约10万公里；中国建筑排水塑料管道累计30亿米，部分城市PVC-U排水管道达80%以上；中国建筑电线塑料保护套管累计300亿米。中国庞大的PVC塑料管道市场，房地产、家装领域上将保持增长。2018年房屋新开工面积增速加快，考虑到房屋建筑1-2年的建筑周期，随着建设不断进行，预计对水泥以及管材需求量仍旧较大，预计后期聚氯乙烯需求增速将延续增长态势。

图 50：房屋新开工、竣工以及销售累计同比 (%)



数据来源：Wind，中信建投期货

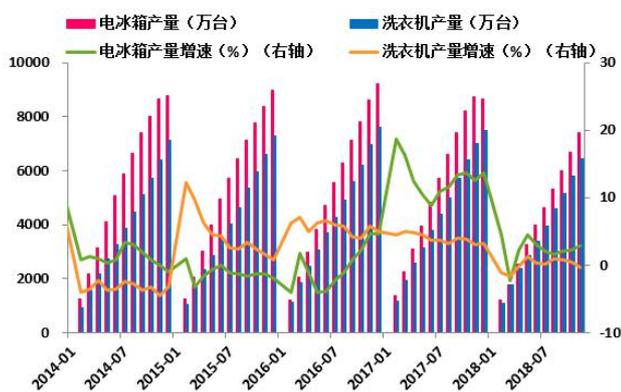
图 51：汽车产销增速及新能源汽车产量增速



数据来源：Wind，中信建投期货

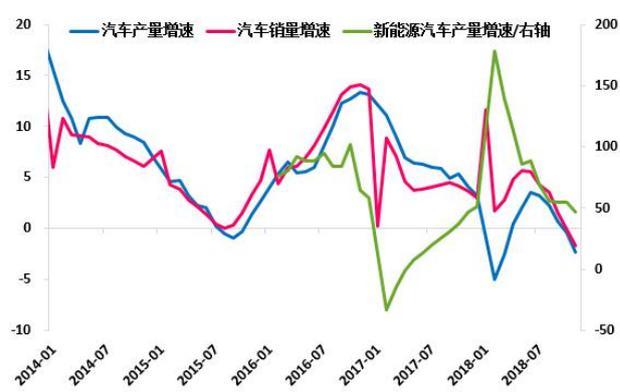
汽车方面，2018年因小排量车购置税优惠政策退出、国内经济下行压力加大等因素影响，汽车市场在经历了20多年持续快速增长后首次出现负增长。Wind数据显示，2018年1-11月，国内汽车产量同比下滑2.3%，汽车销量下降1.65%。尽管网上有消息称汽车流通协会于2018年9月向财政部和商务部提交了对排量2.0以下乘用车购置税减半，但在2019年国内经济仍有下行压力的背景下，预计汽车产销增速依旧不会重现2016年的辉煌。虽然汽车行业整体不景气，但2018年新能源汽车继续保持高速增长，Wind数据显示，2018年1-11月，国内新能源汽车累计产量110.1万辆，同比增长46.4%，全年预计产量在120万辆左右。新能源汽车产量快速增长，但由于基数小，在汽车上对聚氯乙烯的增量将放缓。

图 52：冰箱、洗衣机产量及增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 53：汽车产销增速及新能源汽车产量增速



数据来源：Wind，中信建投期货

除了以上行业外，近几年我国快递业务高速发展，其对塑料制品的需求也快速增长。Wind数据显示，2018年1-11月规模以上快递业务量累计452.92亿件，同比增加26.3%，虽然增速同比小幅放缓2.3个百分点，但依旧维持高速增长。快递行业对塑料制品需求增长的利好将逐渐减小。

5、PVC 糊树脂应用不断增加

糊树脂已成为PVC行业中的一个重要产品，特别是在软制品方面的应用有其独特优势。随着技术的逐步成熟和质量的提高，糊树脂的应用领域不断扩展。全球PVC糊树脂应用主要包括几个方面：弹性材料、发泡地板材料(卷材)；墙壁纸、沙发、人造革等家庭装饰材料；电器、工具把手、手套、玩具和日用消费品；汽车、运输带、金属涂层等几大类。中国PVC糊树脂主要用于制造人造革、浸渍手套、纱窗、水田靴、工具把手、壁纸、地板卷材、输送带、蓄电池隔板和玩具等，糊树脂不同牌号拥有其独特的下游领域，预计PVC糊树脂需求将增加。

6、进口聚氯乙烯反倾销复查

商务部公告称，决定自2018年9月29日起，对原产于美国、韩国、日本和台湾地区的进口聚氯乙烯所适用的反倾销措施进行期终复审调查。在反倾销期终复审调查期间，对原产于美国、韩国、日本和台湾地区的进口聚氯乙烯继续按照商务部2003年48号、2009年69号和2015年36号公告公布的征税范围和税率征收反倾销税。调查自2018年9月29日起开始，于2019年9月28日前结束，预计对2019年国内聚氯乙烯市场价格继续利多。

7、环保因素电石将支撑聚氯乙烯价格

这两年来，“环保督查”已经成为影响大宗商品走势的一个重要因素，而PVC市场在这几轮的“环保督查”过程中也受到了较大的影响。2016年的1月份的试点督查仅涉及河北省，辐射范围较小，对PVC市场影响不大。第一轮正式督查涉及8个省(自治区)，而且这些地区涉及到内蒙、河南、宁夏等重要的电石及PVC主产区，8省份PVC总产能689万吨，在这次环保督查过程中，导致电石供应紧张，PVC企业开工率被迫下降，PVC价格大涨，预计在环保安检的压力下，2019年国内聚氯乙烯产业链电石将对价格形成支撑。

三、技术分析

从聚氯乙烯主力连续图上看，2015年11月聚氯乙烯价格创近几年低点4405点之后超跌反弹，2016年11月聚氯乙烯价格创近5年新高8205点之后延续宽幅震荡，底部逐步提升。聚氯乙烯3月份创年内低点后，快速大幅反弹，上方阻力7500点附近较大压力。下方6000点附近有较强支撑，上方阻力区间在7500-7800点，在近两年的大幅震荡后，震荡幅度有所收窄，仍处于反弹趋势。

图 54：PVC 主连周 K 线走势图



数据来源：文华财经，中信建投期货



四、总结及行情展望

1、总结

宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019年，美国经济增速或有下滑，欧洲经济复苏势头难以持续，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，引发全球商品波动进一步加剧。

基本面，2018年国内聚氯乙烯产能增速放缓，聚氯乙烯原材料电石在环保的影响下产量增加有限，进口聚氯乙烯反倾销措施的保护，聚氯乙烯价格仍将保持较好利润。2019年国内聚氯乙烯刚性需求仍将延续，将对聚氯乙烯价格形成支撑。

2、行情展望

综上，我们认为2019年聚氯乙烯价格将延续震荡上行，刚性需求将支撑聚氯乙烯反弹，预计运行在5800-7800区间。



联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C
电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号,世纪大道1589号8楼10-11单元
电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室
电话：0791-82082702

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I
电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G
电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室
电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912
电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路108号兴业银行大厦3楼
电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路137号华都大厦811、812室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室
电话：0351-8366898

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道1777号3楼F1室
电话：021-68597013

济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座十层1016、1018、1020室
电话：0531-85180636

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901、2904、2905、2906室
电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房
电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房
电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1
电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路62号(力宝大厦)1栋2单元18层2、3号
电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座
电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路17号
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406
电话：020-22922102

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道66号圣泰财富中心1号楼4层西侧4010、4012、4013、4015、4017
电话：0316-2326908



重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com