



2022年7月24日

Experts of financial  
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: [yaoxinghang@jinxinqh.com](mailto:yaoxinghang@jinxinqh.com)



## 当衰退从预期走向现实 成品油摇摇欲坠

### 内容提要

从原油方面看，供应端，拜登中东之行未能给市场带来足够明确的指引，新的观察点转移到8月初的OPEC+会议；需求端，欧美多项经济数据不及预期，成品油库存持续累积，衰退似乎正在从预期慢慢走进现实。金融属性方面，美国6月CPI数据公布后，市场反映较为冷静，为提前计入更多加息预期，市场认为6月CPI或为本轮通胀顶点，后续分歧在于通胀在高位的持续时间。

从石脑油和PX方面看，石脑油下游烯烃类需求持续疲弱，裂解价差缺乏进一步向上修复的动力；PX作为前期受益于成品油裂解价差的品种在成品油需求转弱后大幅下挫，PXN已逐步修复为中性水平，继续向下空间有限。

从供需方面看，产业链负反馈正在发酵，聚酯库存居高不下的背景下，聚酯开工率或将进一步下降，PTA亦已开始大幅度降负荷，供需双弱格局延续，PTA盘面加工费已修复至成本线偏低位置。

整体来看，作为波动根源的原油在需求压力逐步加大的背景下，继续向下寻找新的支撑的可能性较大；同时在当前产业链负反馈逻辑正在发酵，聚酯产业链利润面临再分配，PTA盘面加工费存在继续向上修复预期。展望后市，WTI或向下冲击80美元/桶关口，PTA2209合约或在（5000, 5200）区间内低位整理，PTA走势偏强于原油。

### 操作建议

中线空单持有。

### 风险提示

俄乌冲突进一步恶化 新的地缘冲突发生 国内外经济超预期复苏

## 一、行情回顾

期货方面，本周聚酯系以反弹为主，PTA 报收 5648 元/吨，+424/+8.12%；EG 报收 4221 元/吨，+44/+1.05%；PF 报收 7150 元/吨，+396/+5.86%。周五晚间，聚酯系均继续向上反弹。

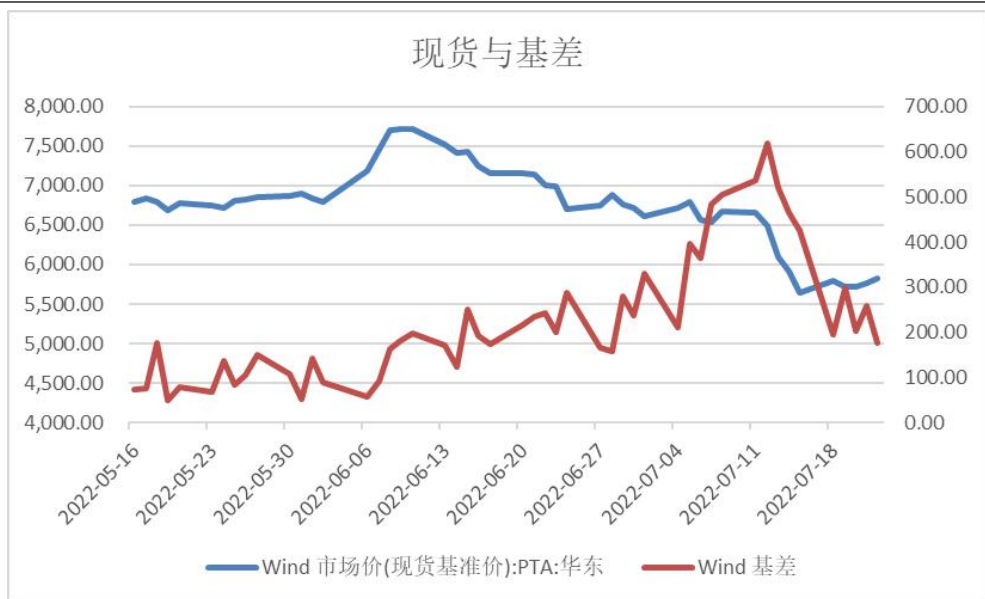
现货方面，华东现货基准价跟随期货，基差方面，在（150，250）区间内成交，周均基差 226.8 元/吨，环比上周继续大幅下降。在成本支撑逐渐坍塌，市场产能供应较为宽松，需求提振乏力背景下，主流厂商主动控货挺价难以为继，现货端开始松动跟随期货大幅下跌。

图 1：PTA2209 期货价格



资料来源：文华财经，优财研究院

图 2：PTA 华东现货基准价



资料来源：Wind，优财研究院

## 二、成本端

### 2.1 原油

本周 WTI 下跌-2.48/-2.54%，报收 95.09 美元/桶，行情继续由需求端主导。供应端，拜登的中东之行未能给市场带来新的指引，市场关注焦点转向 8 月初的 OPEC+会议。需求端，欧美近期一系列经济数据均不理想，美国国债利率 3M-10Y 距离倒挂仅一步之遥，**衰退似乎正在从预期走向现实**。金融属性方面，美国 6 月通胀数据公布后，市场反映较为冷静，并没有提前计入更多的加息预期，7 月加息 100BP 的概率短暂升高后迅速回落，市场认为 6 月 CPI 高点或是本次通胀周期的顶点，金融属性压力或将逐步缓解。

整体来看，供应端能否出现转机与盘面原油深度 BACK 结构是相对应的；需求端，随着欧美各项经济数据的大幅度转弱，衰退正在从预期走向现实，作为下游直接需求的成品油首当其冲，这一点从近期大幅下跌的成品油裂解价差上已有反应。后续观察炼厂开工率是否会出现明显下滑，作为“压死原油的最后一根稻草”。

图 3：WIT 原油价格



资料来源：文华财经，优财研究院

### 2.2 石脑油与 PX

石脑油方面，本周（截止周四）石脑油裂石脑油裂解价差下跌 14.93 美元/吨至-4.48 美元/吨，未能进一步向上修复。本周市场传言国外烯烃产品大幅降价转销国内，本周烯烃走势亦大幅弱于芳烃。烯烃需求疲弱难改，供需层面对石脑油裂解价差的提振有限，后市只能寄希望于原油下挫让利。

PX 方面，本周（截止周四）韩国 FOB 价格上涨 27 美元/吨至 1030 美元/吨，PX 加工费上涨 21.55 美元/吨至 270.89 美元/吨。本周原油有所企稳反弹，PX 和 PXN 下跌趋势有所缓解。PXN 已临近均值水平，继续向下空间已较小。

图表 4: 石脑油裂解价差



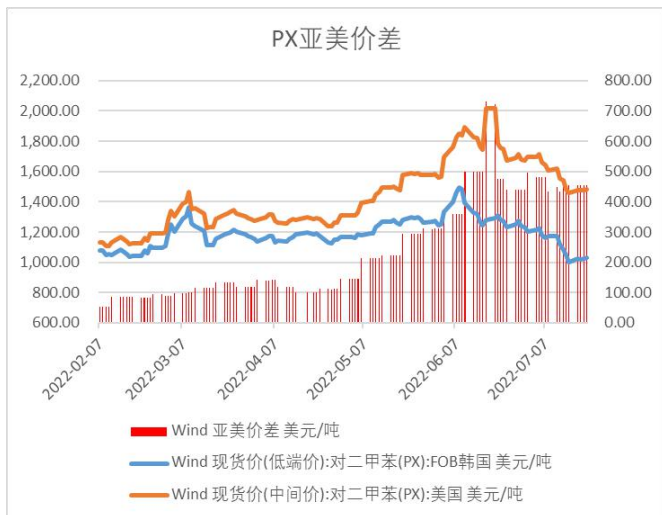
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 5: PX 韩国 FOB 价格



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 6: PX 亚美价差



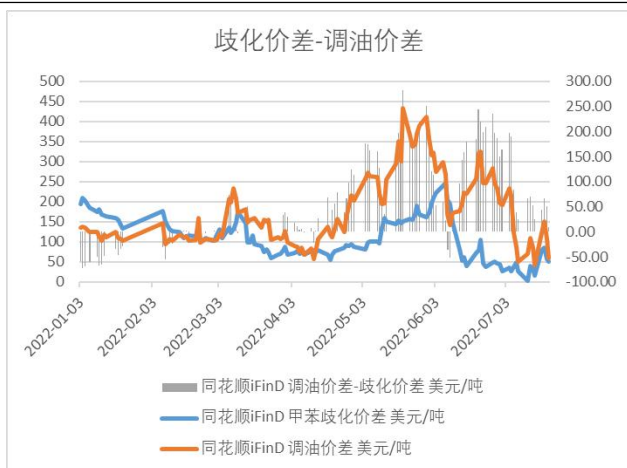
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 7: PX 加工费



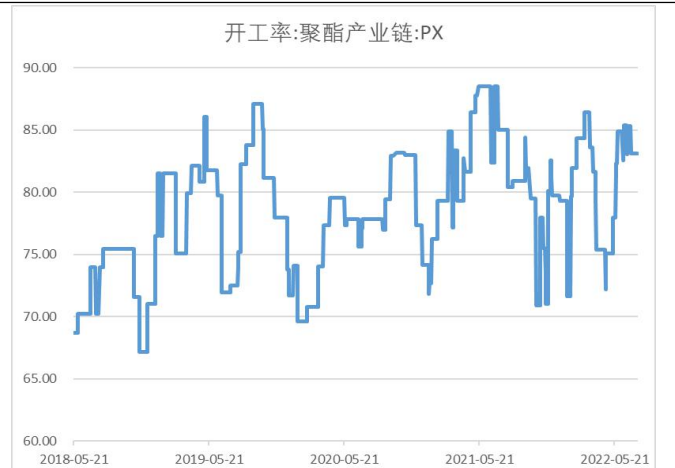
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 8: 调油-歧化经济性对比



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 9: PX 开工率 (中国)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、供给

本周 PTA 开工率小幅下降 0.1% 至 71.92%，库存方面，去库 4.8 万吨，库存水平继续维持低位。在下游聚酯预期继续减产背景下，后市不排除供应端继续收缩的可能。

图 10：本周 PTA 装置动态

装置	产能 (万吨)	动态
亚东石化	70	负荷9成, 恢复时间待定
逸盛宁波	420	负荷9成
逸盛海南	200	正常运行

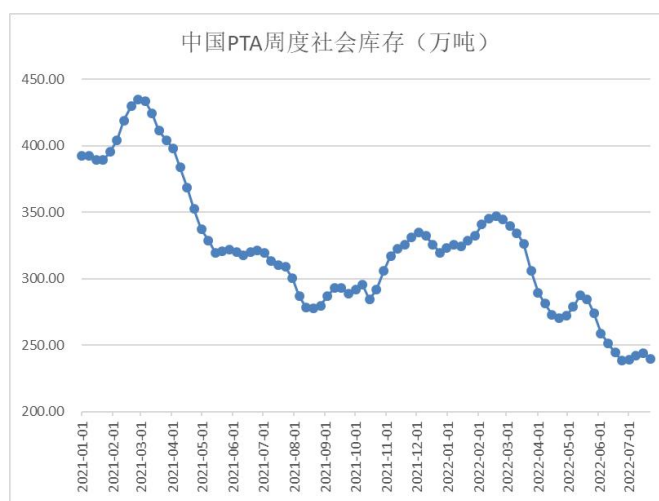
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图表 11：PTA 开工率



资料来源：Wind，优财研究院

图表 12：PTA 社会库存



资料来源：卓创资讯，优财研究院

### 四、需求

#### 4.1 聚酯织机开工及轻纺城成交量

本周聚酯继续小幅减产 0.5% 至 77.3%，江浙织机开工下降 1.4% 至 45.51%，产业负反馈正在发酵，后市聚酯减产幅度还有待观察。

#### 4.2 聚酯库存

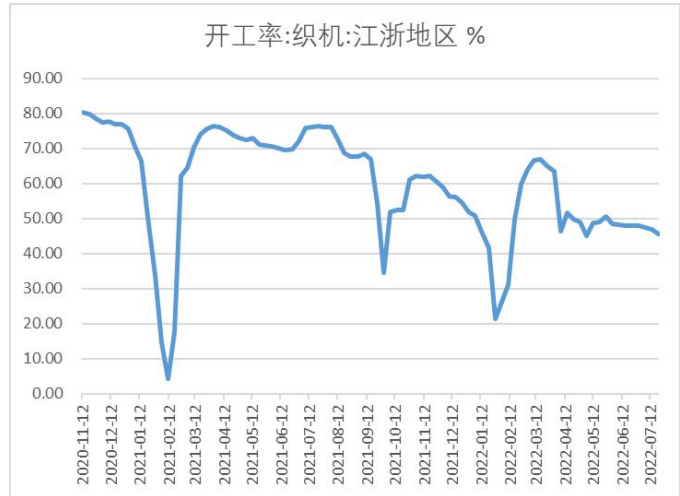
聚酯主动去库存初见成效，本周涤纶长丝大幅去库，FDY 库存 32.7 天，环比下降 2.8 天；DTY 库存 40.5 天，环比下降 2.2 天；POY 库存 33.2 天，环比下降 3.6 天；涤纶短纤方面，库存 2.4 天，环比增加 0.3 天。

图表 13: 聚酯开工率



资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 14: 江浙织机开工率



资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 15: 涤纶长丝库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 16: 涤纶短纤库存

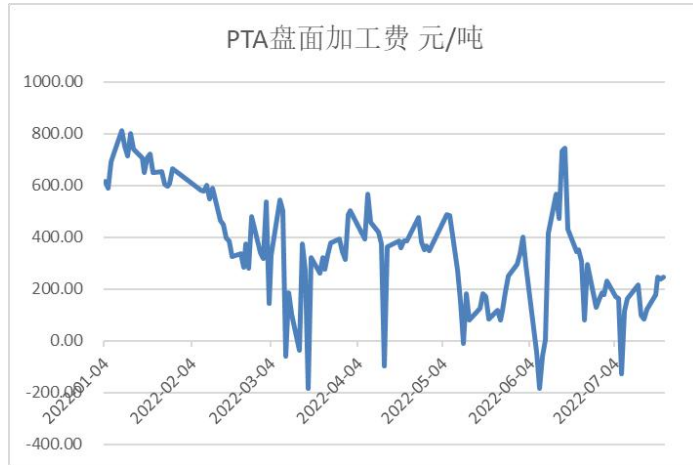


资料来源: Wind, 优财研究院

## 五、 现金流

终端需求疲弱所带来的产业链负反馈逻辑正在发酵, PTA 现货挺价难以为继, 本周基差大幅下降, 盘面加工费偏低低于成本线窄幅震荡。聚酯方面, 主动去库存初见成效, 但下游订单稀少背景下, 距离复苏仍较为遥远, 加工费提振乏力, 以涤纶短纤为例, 盘面加工费维持在在成本线附近。

图表 17: PTA 盘面加工费



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 涤纶短纤盘面利润



资料来源: Wind, 优财研究院

## 六、 展望及操作建议

从原油方面看，供应端，拜登中东之行未能给市场带来足够明确的指引，新的观察点转移到 8 月初的 OPEC+会议；需求端，欧美多项经济数据不及预期，成品油库存持续累积，衰退似乎正在从预期慢慢走进现实。金融属性方面，美国 6 月 CPI 数据公布后，市场反映较为冷静，为提前计入更多加息预期，市场认为 6 月 CPI 或为本轮通胀顶点，后续分歧在于通胀在高位的持续时间。

从石脑油和 PX 方面看，石脑油下游烯烃类需求持续疲弱，裂解价差缺乏进一步向上修复的动力；PX 作为前期受益于成品油裂解价差的品种在成品油需求转弱后大幅下挫，PXN 已逐步修复为中性水平，继续向下空间有限。

从供需方面看，产业链负反馈正在发酵，聚酯库存居高不下的背景下，聚酯开工率或将继续下降，PTA 亦已开始大幅度降负荷，供需双弱格局延续，PTA 盘面加工费已修复至成本线偏低位置。

整体来看，作为波动根源的原油在需求压力逐步加大的背景下，继续向下寻找新的支撑的可能性较大；同时在当前产业链负反馈逻辑正在发酵，聚酯产业链利润面临再分配，PTA 盘面加工费存在继续向上修复预期。展望后市，WTI 或向下冲击 80 美元/桶关口，PTA2209 合约或在（5000, 5200）区间内低位整理，PTA 走势偏强于原油。

操作上，建议中线空单持有。

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278



网址: <https://www.jinxinqh.com/>