



2022年10月1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

## 虚幻的供需 坚实的成本

### 内容提要

从成本端看，原油方面，供应扰动难测难解，需求压力与日俱增，原油或在曲折中重心下移；PX方面，市场期待检修装置到期重启以及新装置的投放能缓解当前的供应紧张局面。

从供需看，供应端，四季度PTA将面临一波投产高峰，届时PTA供需将面临根本性改善，加工费或会回归成本线附近；需求端，下半年内需提振乏力，外需压力加大，需求压力或进一步加大，考虑到当前聚酯库存处于历史高位，去库速度缓慢，传闻聚酯工厂已计划进一步降负，PTA直接需求面临较大压力。

展望后市，第三季度的供需紧张局面或会成为虚幻的回忆，无论供应还是需求较大概率会在四季度重回现实，后市的价格走势将决定于成本端，困难重重的重心下移。

操作上，虽面临OPEC减产挺价风险，但需求趋势性转弱背景下，原油易跌难涨，维持推荐做空PTA的策略，但需控制仓位。

### 操作建议

中线布局做空。

### 风险提示

OPEC超预期减产；新的地缘冲突发生；国内外经济超预期复苏



## 一、行情回顾

三季度 PTA 整体呈现弱势震荡走势，PTA 加权最低价为 7 月 15 日的 5164 元/吨，最高价为季度第一个交易日（7 月 1 日）的 6206 元/吨，9 月 30 日季度收盘价为 5406 元/吨。区间振幅 1042 元/吨，区间内下跌 12.9%。同期 WTI 加权最低价为 74.12 美元/桶，最高 99.01 美元/桶，区间振幅 24.89 美元/桶，区间内下跌 25.14%，下跌幅度高于 PTA。

具体展开来看，三季度可分为两个阶段：

7 月 1 日至 7 月 15 日，延续美国汽油消费转弱，前期出口到美国的 PX 回流亚洲带动 PX 加工费重挫的交易逻辑，PTA 创出季度低点 5164 元/吨。

7 月 15 日至 9 月 30 日，原油受经济衰退担忧影响持续震荡下挫，但同期受多重因素影响 PX 和 PTA 供应短缺严重，支撑加工费持续攀升至高位，期间 PTA 走势显著强于原油。

图 1：PTA、WTI 加权



资料来源：文华财经，优财研究院

## 二、成本端

### 1. 原油—需求压力与日俱增，供应扰动“阴魂不散”

回顾三季度，原油波动主要来自于 OPEC 增减产表态、伊核谈判以及全球经济衰退担忧三方面因素，相比之下俄乌冲突所带来的冲击有所减弱。

**OPEC+增减产&伊核谈判：**以沙特为首的 OPEC 与美国在原油上的博弈贯穿整个三季度，从 7 月中旬的拜登中东行后 OPEC 象征性增产 10 万桶到 9 月以来的频繁放话减产，沙特与的民主党政府的矛盾已越来越尖锐和公开化，拜登政府甚至宣称 OPEC 的减产为“敌对行为”。除此之外，伊核谈判在拜登中东行进展不顺后一度重启，并且进展迅速，但在如何保障协议执行以及革命卫队制裁等敏感问题上停滞不前，再度陷入僵局。总的来看，无论是 OPEC+的增减产还是伊核谈判均属于政治层面的博弈，短期可预测性较低，其带来的巨大的供应端扰动或会持续“阴魂不散”。

**全球经济衰退担忧：**高通胀+货币政策收紧让全球经济始终笼罩在衰退阴影之下。一方面是现实层面的包括 PMI、消费信心、GDP 等数据的放缓，另一方面是持续攀升的利率水平带来的对市场预期的压制。当前市场亟待欧美能兑现衰退，用需求的下滑来压制通胀，进而解放来自过高利率的预期压力。目前美国通胀重心已从商品通胀转向服务通胀，就业数据或有波动但整体依旧相当强劲，加息进程放缓短期难以看到，经济或会继续面临衰退的担忧直至兑现。

**展望后市，**高通胀+货币政策收紧以及欧洲能源危机和我国的疫情管控，持续在需求端对原油施加压力，但与此同时基于政治博弈的 OPEC 减产和伊核谈判在供应端始终带来巨大的干扰。原油多头已结束，但流畅下跌亦会面临较大的阻力，当前欧洲经济在多重因素冲击下硬着陆的可能性较大，整体来看，原油或在曲折中重心逐步下移。

图 2：WIT 原油价格



资料来源：wind, 优财研究院

## 2. 石脑油—缺乏驱动

石脑油下游芳烃和烯烃类需求均较为疲软，石脑油裂解价差的修复本身缺乏驱动，需仰赖原油的下跌让利。

图 3：石脑油-CFR 韩国-现货价



资料来源：Wind, 优财研究院

图 4：石脑油裂解价差



资料来源：Wind, 优财研究院

### 3. PX—短缺难解

虽然美国汽油消费转弱后，前期出口美国的PX回流亚洲，但国内PX短缺依旧较为严重。原因包括国内炼厂综合开工较低，MX产PX亏损，部分装置超预期检修等，除此之外亚洲装置检修期开工较低，加之台风影响，PX进口量大幅下降，共同加剧了国内PX的短缺。市场期待四季度投产的PX装置能给当前紧张的PX供应局面带来缓解。

图 5: PX 韩国 FOB



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 亚洲 PX 加工费



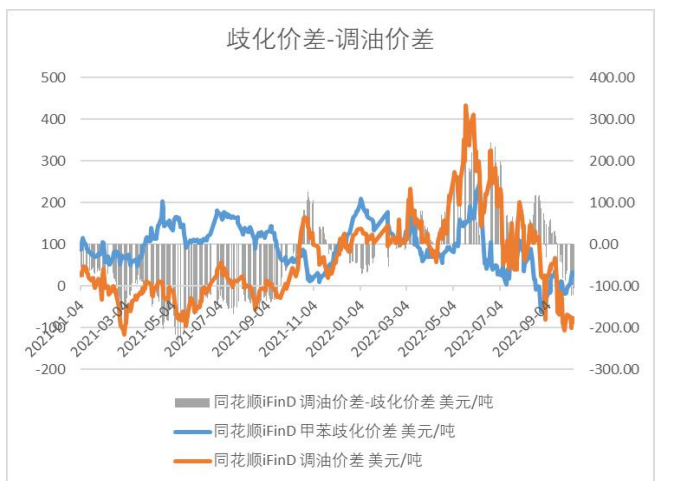
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7 美国汽油裂解价差



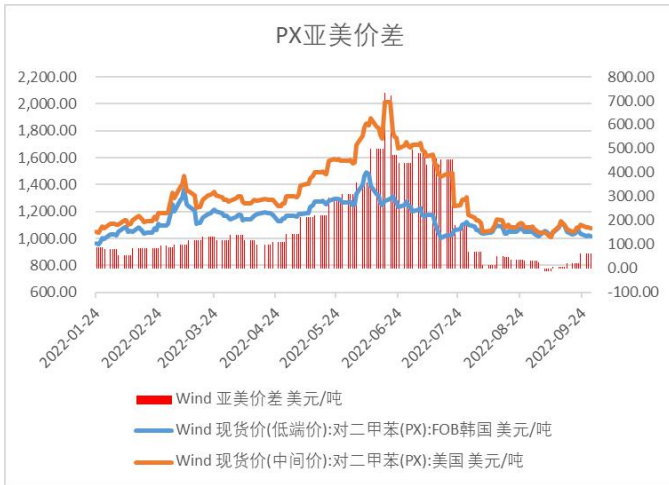
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 甲苯歧化价差-调油价差



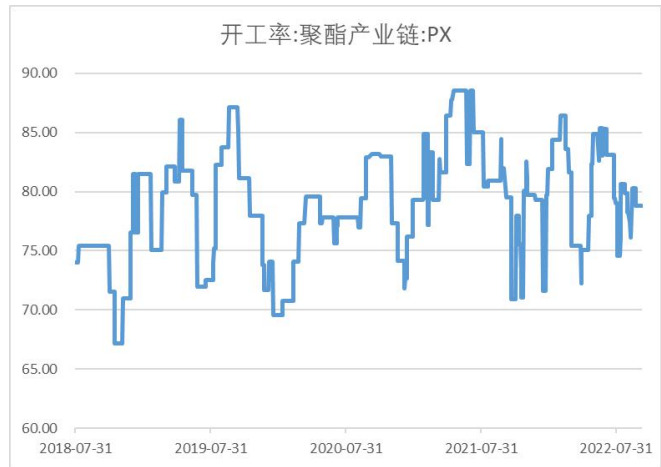
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PX 亚美价差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: PX 国内开工率



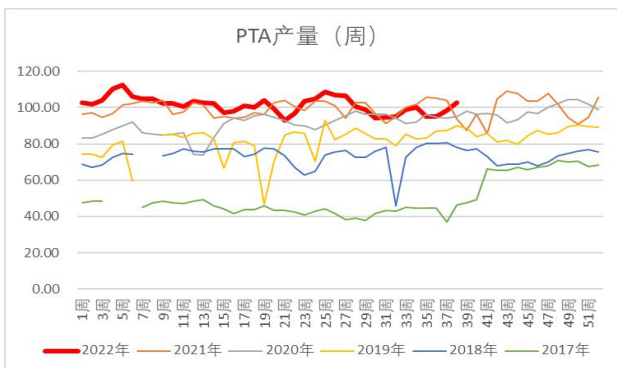
资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、供需

#### 1. 产能与产量—供应紧张有望缓解

三季度受原料 PX 短缺影响, 虽然现货加工费一度冲击 1000 元大关, 但巧妇难为无米之炊, 较多装置被动降负, 损失产能较多。展望四季度, 预期将有近 1000 万吨产能投放, 届时 PTA 当前紧张局面有望得到根本性缓解。

图 11: PTA 产量 (周)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 本年度新增产能

装置	产能 (万吨)	预计投产时间
东营威联	250	2022/11/30
桐昆	500	2022/12/1
恒力惠州	250	2022/12/1
恒力惠州	250	2023/1/1

资料来源: 卓创资讯, 优财研究院



图 13: PTA 开工率



资料来源:卓创资讯, 优财研究院

图 14: 产能-表观消费量



资料来源:Wind, 优财研究院

## 2. 聚酯与江浙织机一疲弱的内需

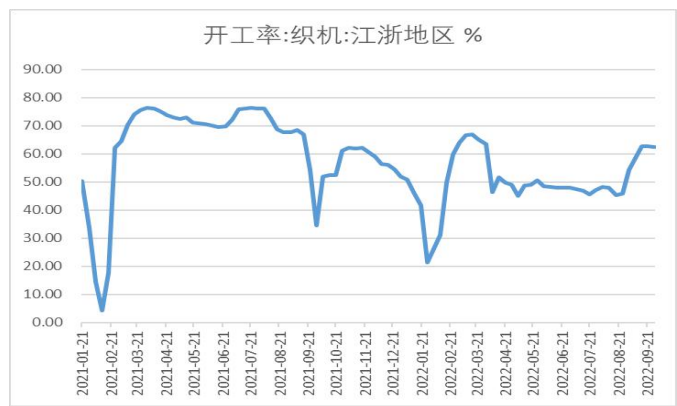
三季度下游聚酯及终端织机开工整体都偏低,但在“金九”旺季时段,开工有所恢复,PTA 表观消费量与往年持平。但无论是当前疫情严格管控下的内需还是衰退压力攀升的外需,都不支持终端需求能有较大的趋势性复苏,后续订单成色将受到严格考验。

图 15: 聚酯开工率



资料来源:Wind, 优财研究院

图 16: 江浙织机开工率



资料来源:Wind, 优财研究院

图 17: PTA 月度消费量

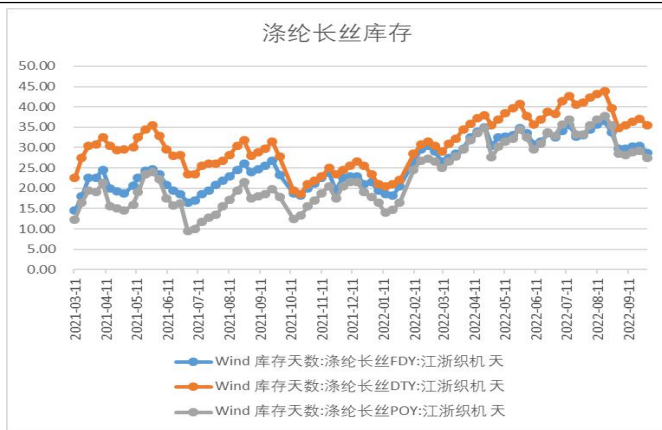


资料来源:wind, 优财研究院

### 3. 库存—PTA 大幅去库 聚酯冷静去库

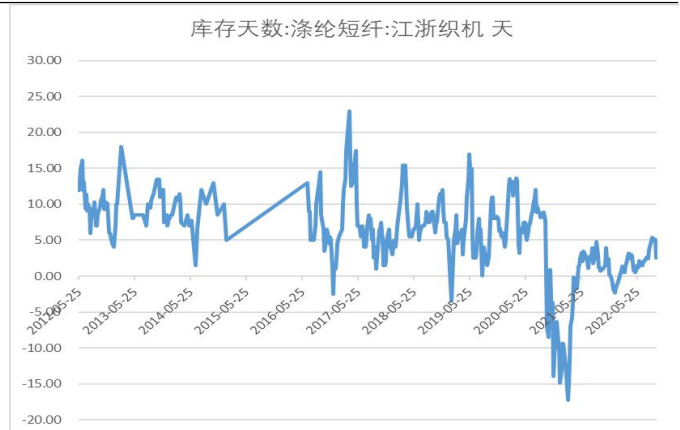
一边是受原料短缺影响的紧张供应，一变是传统旺季的订单需求，PTA 整个三季度一直在以较快的速度去库。聚酯方面，厂商面对订单需求表现的较为冷静，以去库为主，开工提升的较为有限。截止 9 月底 DPY、DTY、POY 库存分别为 28.7 天、35.5 天和 27.5 天，环比上月有所下降，但依旧处于绝对高位。展望下半年，内需的复苏依旧面临复杂困难的局面，外需或进一步降温，需求压力有增无减。

图 18: 涤纶长丝库存



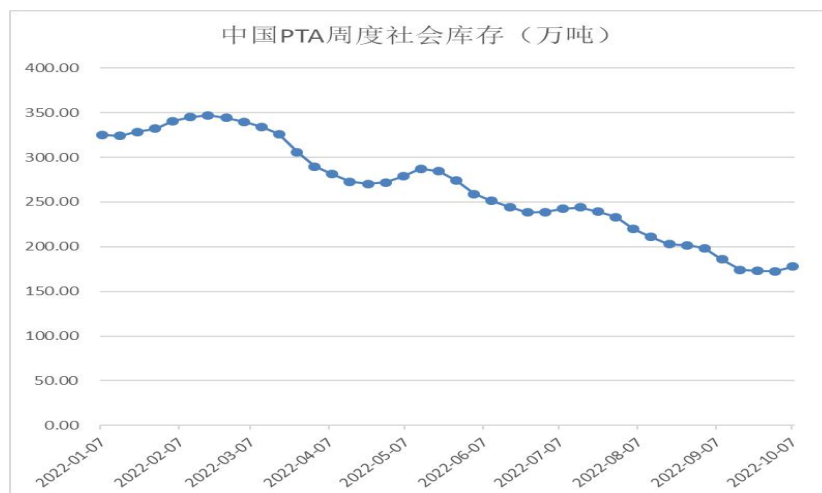
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 涤纶短纤库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: PTA 社会库存

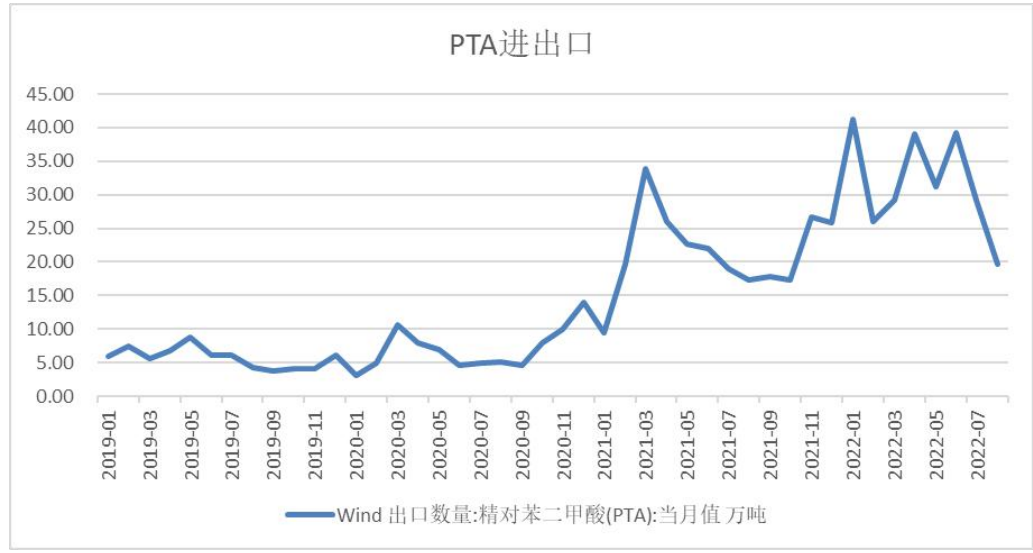


资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

#### 4. 进出口—出口格局打开

受国内 PTA 短缺影响，三季度我国 PTA 出口明显下降，8 月出口约为 20 万吨，环比 6 月近乎减半。

图 21: PTA 进出口



资料来源: wind, 优财研究院

#### 5. PTA 加工费—扶摇直上一千元

三季度受供应短缺影响，PTA 加工费一度冲击近年高位的 1000 元大关，且在该关口持续较长时间无法刺激出更多产量。展望四季度，无论是 PX 还是 PTA 均有较大的产能投放，届时供应紧张局面或会缓解，处于高位的现货加工费下挫的压力较大。

图 22: PTA 现货加工费



资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

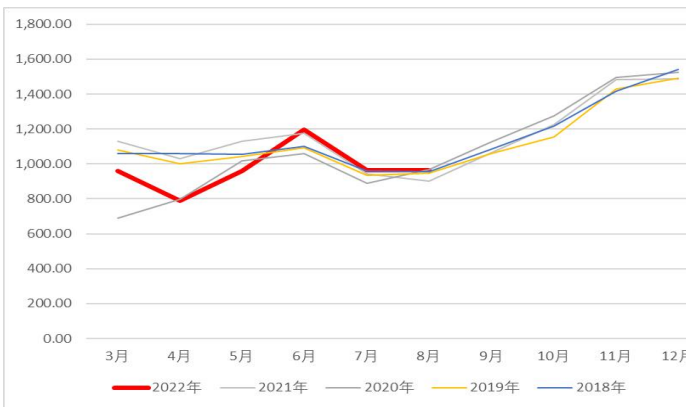


## 四、终端需求

### 1. 内需

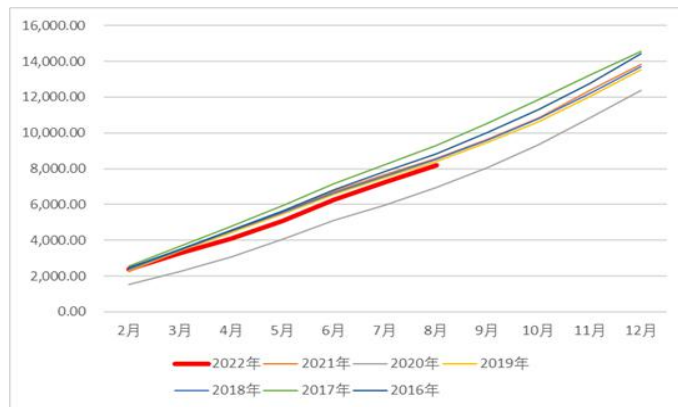
8月服装鞋帽、针织品类零售额为963.5亿元，同比下上涨5.1%；1-8月累计8206.4亿元，同比下降4.2%。受国内疫情散发及房地产拖累等因素影响，国内纺服零售销售下滑明显，但6月上海解封后，下滑幅度有所下降。

图 23：限上纺服零售额



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：限上纺服零售累计值

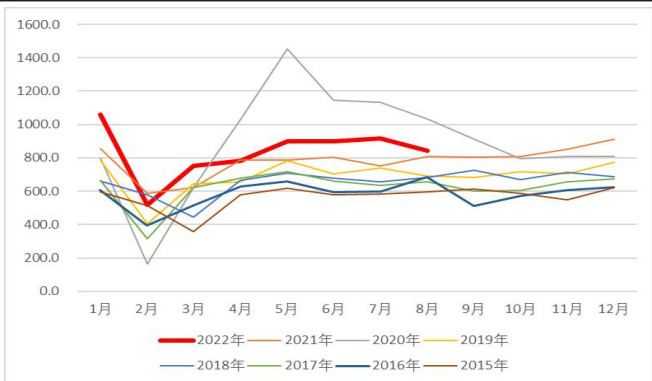


资料来源：Wind，优财研究院

### 2. 出口

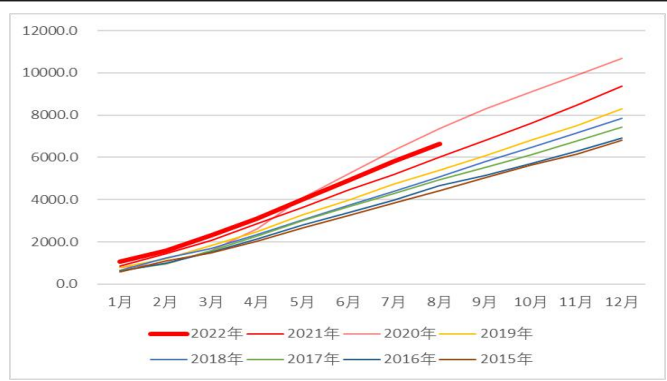
1-8月我国纺织品累计出口6656.02亿元，同比增加10.8%；1-8月服装及衣着附件月累计出口7721.9亿元，同比增加12.8%。从金额上来看，在欧美等市场强劲需求的支撑下，我国纺服出口同比增长积极，略有超出往年同期平均水平。但考虑到今年原材料价格大涨通胀水平高企，经通胀调整后的出口形势未必如数据反映的这般超预期，这一点也与今年以来下游开工和生产经营状况相匹配。

图 25：纺织品出口金额（当月值）



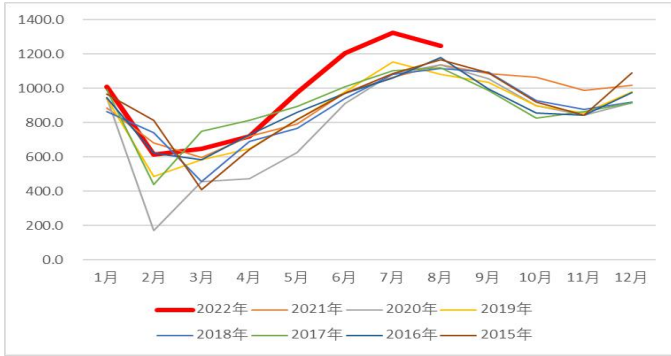
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：纺织品出口金额（累计值）



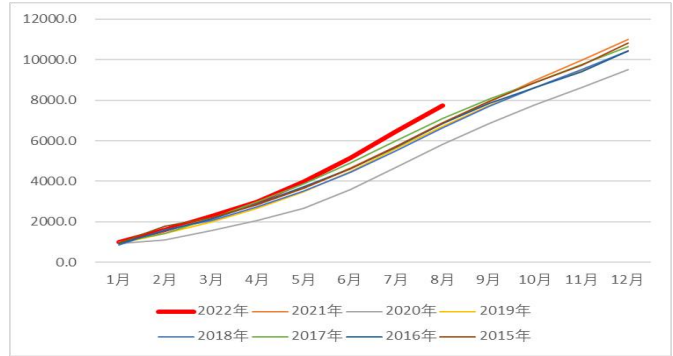
资料来源：Wind，优财研究院

图 27: 服装出口金额 (当月值)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 服装出口金额 (累计值)

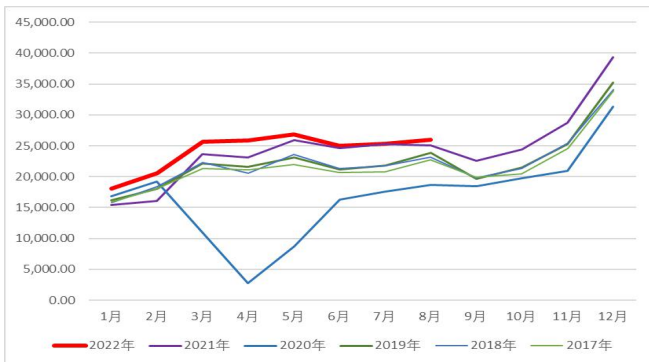


资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 欧美需求

纺织服装作为疫情解封受益品类, 所遭受的需求压力要滞后于其他耐用品, 美国 8 月纺织服装零售水平仍高于往年水平, 处于健康位置。但值得注意的是急速大幅攀升的批发商和零售商库存, 这将会打压后续的采购行为, 而这一点对于东南亚及我国的纺织服装出口来说十分重要。

图 29: 美国服装零售额



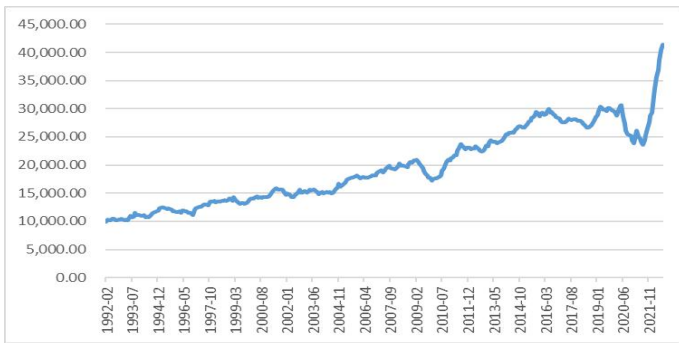
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 美国密歇根消费者信心指数



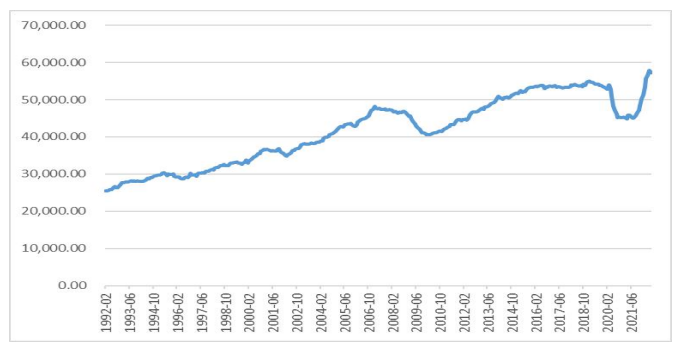
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 美国服装批发商库存



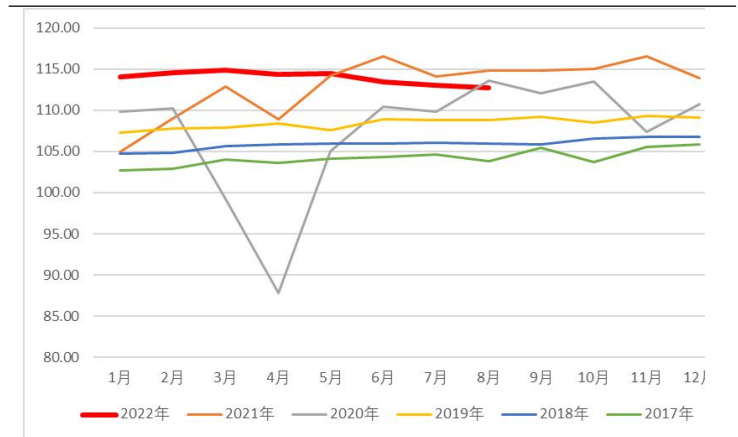
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 美国服装零售商库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33：欧洲零售销售指数



资料来源：Wind，优财研究院

## 五、价差

三季度的基差延续了供应紧张+需求短暂复苏的逻辑，PTA2209 合约对应的基差一度升至 600 元关口，换月后 PTA2301 合约基差更是攀升至 1000 元关口。四季度，一方面传统旺季订单过去后，下游面临较大的需求压力，据厂商沟通，下游聚酯或已在酝酿进一步的减产计划。

价差方面，无论是成本端的原油还是 PX 和 PTA 本身的供应紧张均支持 PTA 当前的 BACK 结构，近月价格偏强。在供应端扰动持续以及远端衰退担忧难解背景下，BACK 结构或将延续，但随着产业供应压力缓解，BACK 结构或有望扁平化，支持四季度反套策略。

图 34：华东现货基准价



资料来源：Wind，优财研究院

图 35：基差



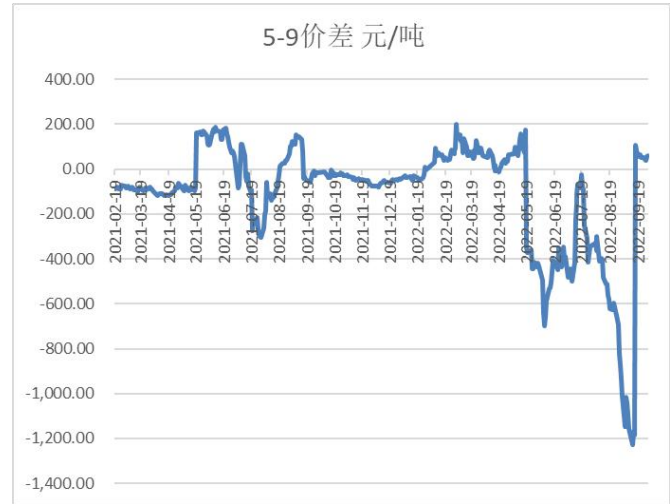
资料来源：Wind，优财研究院

图 36: 1-5 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 5-9 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

## 六、 总结—供需双弱格局难改，成本驱动有望转势

从成本端看，原油方面，供应扰动难测难解，需求压力与日俱增，原油或在曲折中重心下移；PX 方面，市场期待检修装置到期重启以及新装置的投放能缓解当前的供应紧张局面。

从供需看，供应端，四季度 PTA 将面临一波投产高峰，届时 PTA 供需将面临根本性改善，加工费或会回归成本线附近；需求端，下半年内需提振乏力，外需压力加大，需求压力或进一步加大，考虑到当前聚酯库存处于历史高位，去库速度缓慢，传闻聚酯工厂已计划进一步降负，PTA 直接需求面临较大压力。

展望后市，第三季度的供需紧张局面或会成为虚幻的回忆，无论供应还是需求大概率会在四季度重回现实，后市的价格走势将决定于成本端，困难重重的重心下移。

操作上，虽面临 OPEC 减产挺价风险，但需求趋势性转弱背景下，原油易跌难涨，维持推荐做空 PTA 的策略，但需控制仓位。

## 七、 风险提示

OPEC 超预期减产；新的地缘冲突发生；国内外经济超预期复苏

## 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/>