



2022年12月4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



海外衰退压力未减 内需预期转向乐观

内容提要

从原油方面看，供应端 OPEC+实际减产幅度面临较大的不确定性，但需求端，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；金融属性方面，加息压力最大的时刻大概率已经过去了，随着美国就业市场的降温，以及高基数效应，美国 CPI 或会迎来一波下行，原油金融层面的压力有望缓解。除此之外，国内的疫情防控超预期加速放开或会对于需求端带来新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+的减产将增强底部支撑。

从石脑油和 PX 方面看，石脑油下游产品需求疲弱，裂解价差缺乏进一步大幅向上修复的动力；随着国内 PX 装置投产，PX 紧缺状况大幅缓解，PXN 下降至成本线附近。

从供需方面看，在原料 PX 供应缓解后，PTA 产量不再受限，供应或重回宽松；需求方面，“金九银十”旺季缺失后聚酯及终端织机大幅降负，但展望后市，随着国内疫情防控的放开，内需复苏或逐步转向乐观。

整体来看，原油需求端仍面临较大海外衰退兑现压力，供应端 OPEC 减产不值得过分信任，原油仍面临较大下行压力；产业层面，PX 及 PTA 新装置投产缓解前期供应压力，但下游大幅降负促使现实层面供需双弱，但展望后市，国内疫情防控逐步放开后，内需复苏预期较高，后市可适度乐观。

操作上，建议短空长多。

操作建议

短空长多。

风险提示

俄乌冲突进一步恶化、欧美经济危机、国内疫情政策变动

一、行情回顾

期货方面，本月聚酯系整体低位震荡，PTA 报收 5148 元/吨，+170/+3.39%；EG 报收 3898 元/吨，+129/+3.42%；PF 报收 6592 元/吨，+78/+3.42%。

现货方面，华东现货基准价跟随期货，月均基差 366.59 元/吨。本月基差基本呈现单边回落态势，主要原因是本月下游聚酯降负，供应紧张状态有所缓解，交割月临近，基差有所收敛。

图 1：PTA 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

本月 WTI 主连报收 76.55 美元/桶，-3.71/-4.62%，震荡走弱。本月市场行情由 OPEC 再次放话减产、全球经济衰退预期以及金融属性回暖三方因素主导。

图 3：WIT 原油价格



资料来源：文华财经，优财研究院

OPEC+减产挺价：国庆假期期间，OPEC+超预期减产，减产幅度由节前的 50 万桶/日一路加码至落地的 200 万桶/日。11 月底在油价大幅下挫后又再次放话称可能会进一步减产支撑油价，OPEC+减产协议始终存在不确定性，实际兑现程度不及宣称程度的概率较大。

欧美经济衰退预期：包括 PMI、零售销售、消费者信心指数等一系列关键数据的持续回落加剧了市场对于欧美经济衰退的担忧，在加息的影响逐步在实体端兑现后，经济及原油需求或将面临进一步的回落压力。

金融属性摆动：鲍威尔确定美联储将在 12 月放缓加息进程，美国十年期国债利率自 4.3% 的高位回落至 3.5% 左右，包括美股在内的风险资产亦有所反弹。对于原油来说，金融层面的压力亦有所减轻。

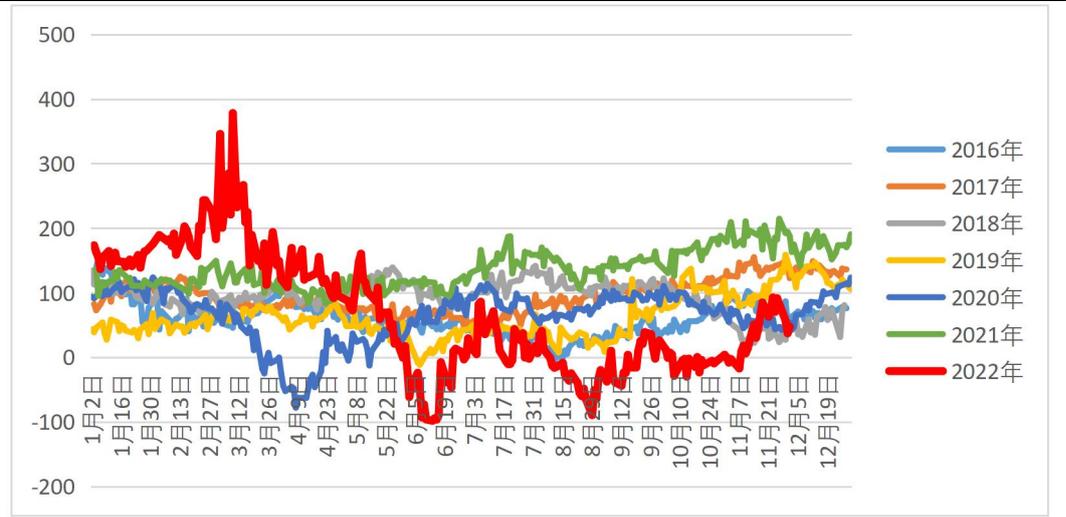
整体来看，供应端 OPEC+ 实际减产幅度面临较大的不确定性，但需求端，随着欧美各项经济数据的大幅度转弱，衰退正在从预期走向现实；金融属性方面，加息压力最大的时刻大概率已经过去了，随着美国就业市场的降温，以及高基数效应，美国 CPI 或会迎来一波下行，原油金融层面的压力有望缓解。除此之外，国内的疫情防控超预期加速放开或会对于需求端带来新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+ 的减产将增强底部支撑。

2.2 石脑油与 PX

PX 方面，本月韩国 FOB 价格下跌 33 美元/吨至 899 美元/吨，PX 加工费高位回落至 200 美元附近。盛虹石化 280 万吨 PX 装置开车成功，广东石化 260 万吨装置亦即将投产

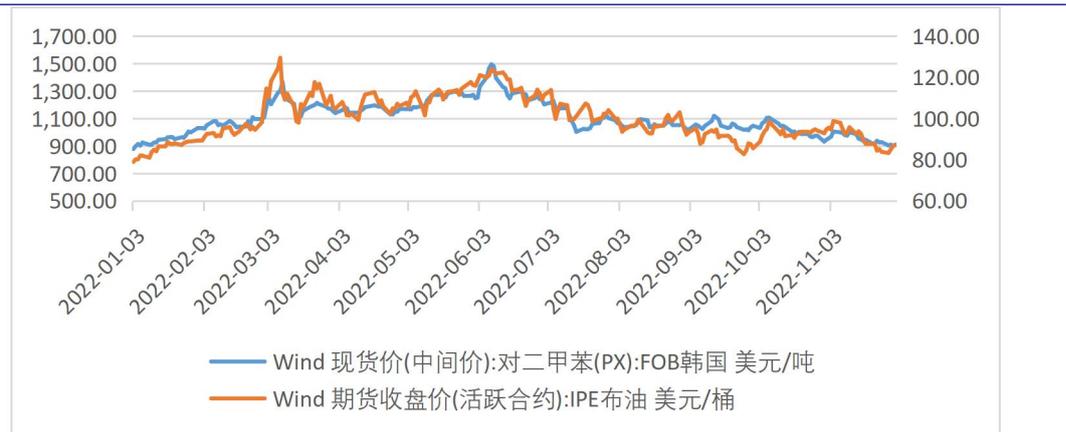
出料，大大缓解了PX的供应紧张局面。国内PX开工从月初的71.48%回升至75.98%，当前PXN在成本线附近，继续压减空间有限。

图 4：石脑油裂解价差



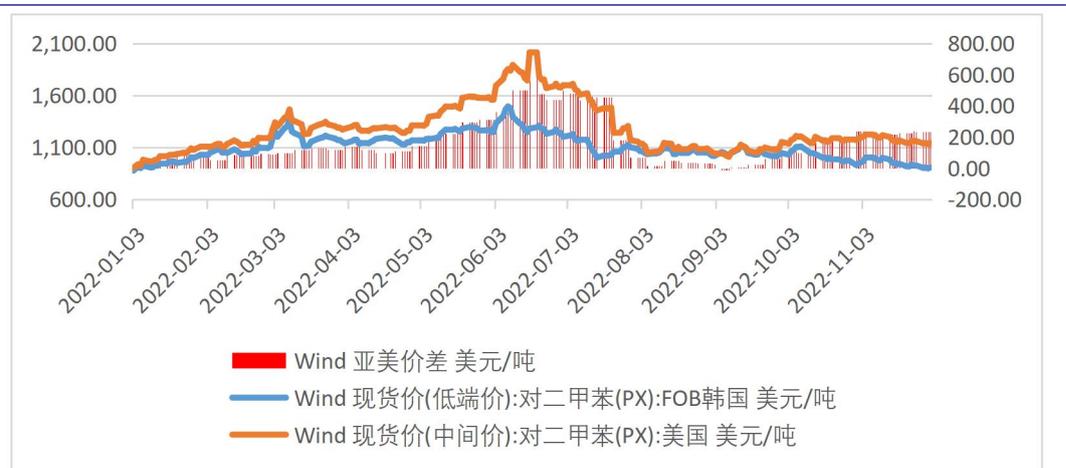
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：PX 韩国 FOB 价格



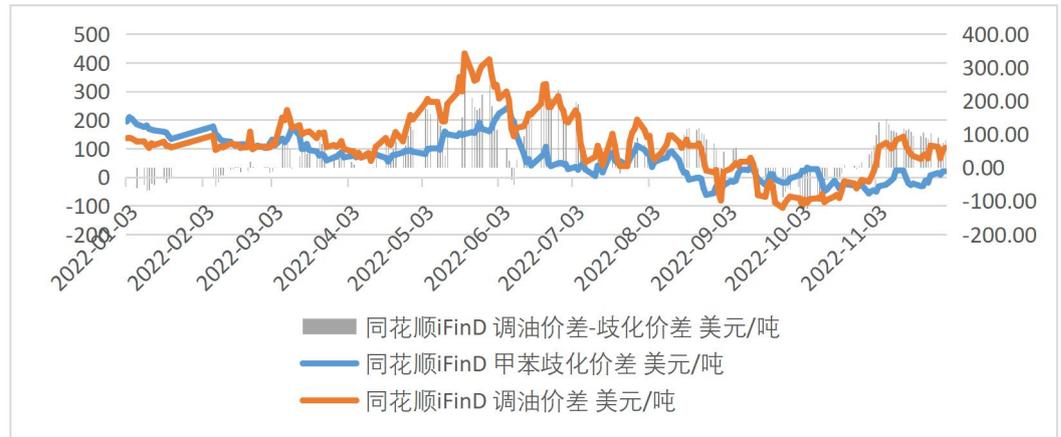
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：PX 亚美价差



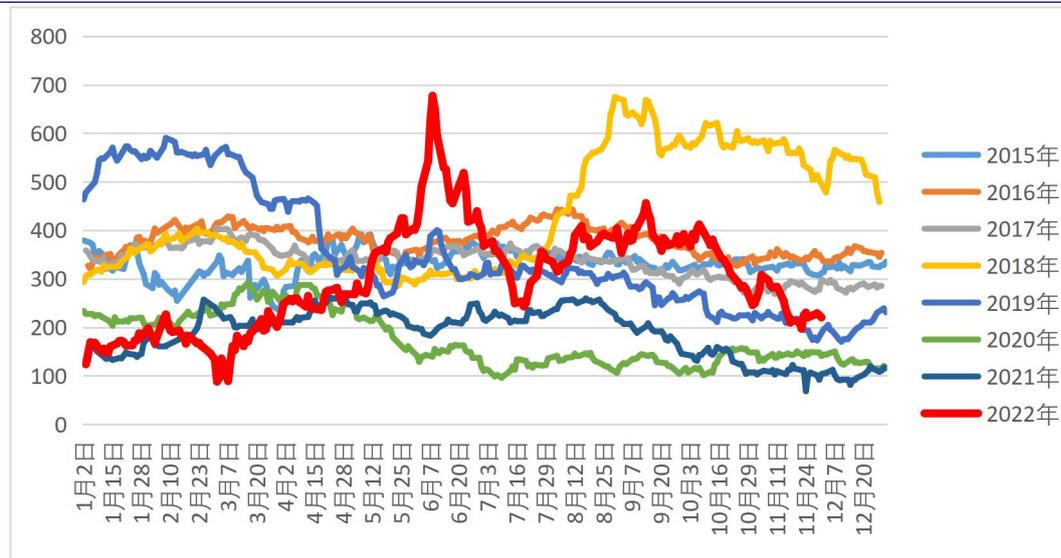
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：调油-歧化经济性对比



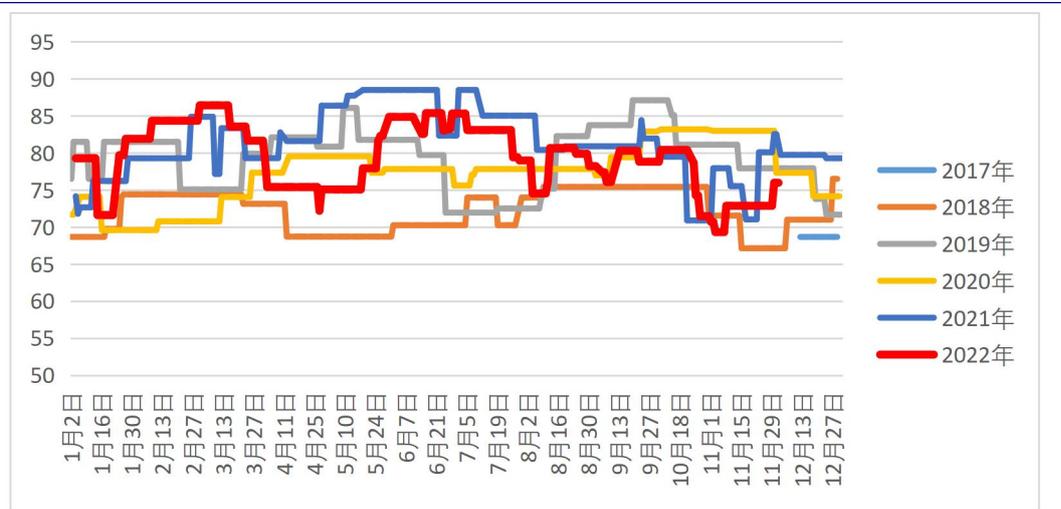
资料来源：IFinD，优财研究院

图 8：PX 加工费



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：PX 国内开工率



资料来源：Wind，优财研究院

三、供给

本月 PTA 开工率整呈现单边回落，从月初的 73.04% 回落至 70.24%；库存方面，在经历了 9 月份的大幅去库后，本月 PTA 库存较为稳定波动不大。在供应端紧张局面缓解，“金九银十”旺季缺失后，上下游同时降负，供需维持双弱，TA 库存去化减缓。

图 10：本月装置动态

2022.11.01	中泰石化	120	9月22日检修，11月1日重启
2022.11.04	仪征石化	35	11月4日起检修一周
2022.11.18	虹港石化	240	负荷7成
2022.11.21	虹港石化	240	恢复满负荷
2022.11.27	亚东石化	70	11月27日检修，重启时间待定
	逸盛大连	220	11月27日左右检修，重启时间待定
2022.11.30	仪征石化	35	11月4日检修，可能12月7日重启
	中泰石化	120	11月29日降负荷至8成
	珠海BP	110	11月27日检修，重启时间待定
2022.12.02	逸盛新材料	330	负荷8成
	逸盛新材料	330	负荷8成

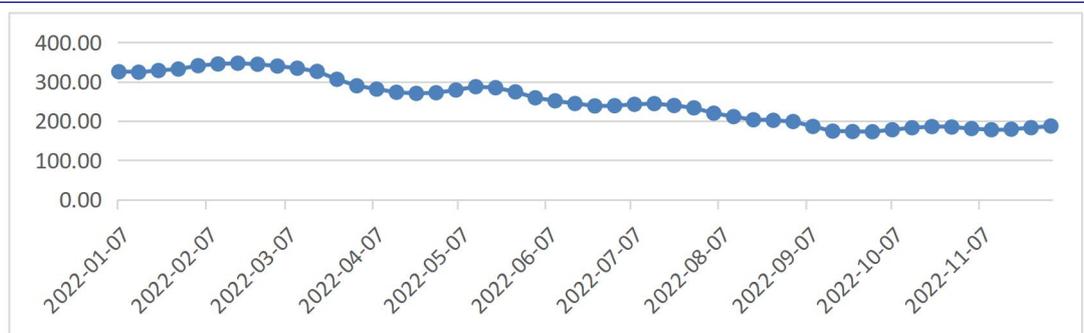
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 11：PTA 开工率



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 12：PTA 社会库存



资料来源：卓创资讯，优财研究院

四、需求

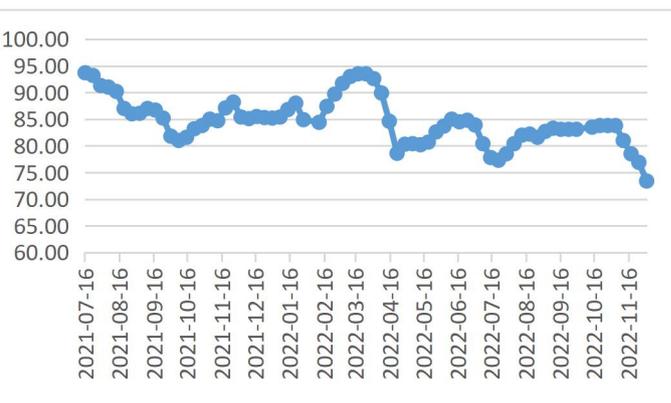
4.1 聚酯织机开工

本月聚酯负荷单边持续下降，高位下降 10% 左右，江浙织机开工在旺季订单缺失后开工亦大幅下降约 10%，均以主动去库为主。终端订单后继乏力以及库存高企是主要原因。展望后市，国内疫情放开速度加快，内需复苏有望部分中和外需下滑压力，最坏的阶段或已过去。

4.2 聚酯库存

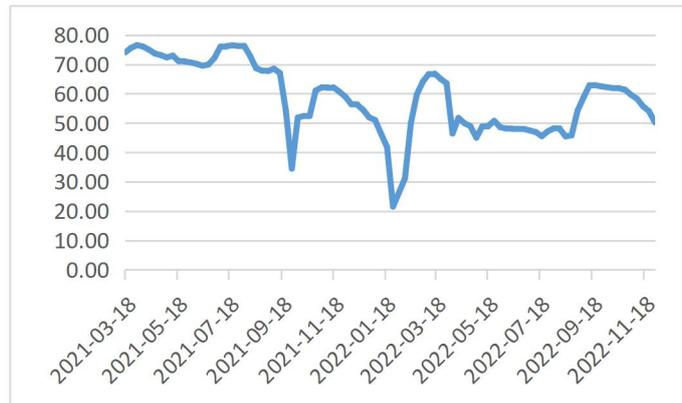
本月聚酯库存维持高位，截止 12 月 01 日，FDY 库存 33.7 天，环比增加 1.2 天；DTY 库存 40.8 天，环比增加 1.3 天；POY 库存 33.4 天，环比增加 1.3 天；涤纶短纤方面，库存 6.21 天，环比增加 3.98 天，在内需尚未有所表现背景下，库存加快累积。

图表 13: 聚酯开工率



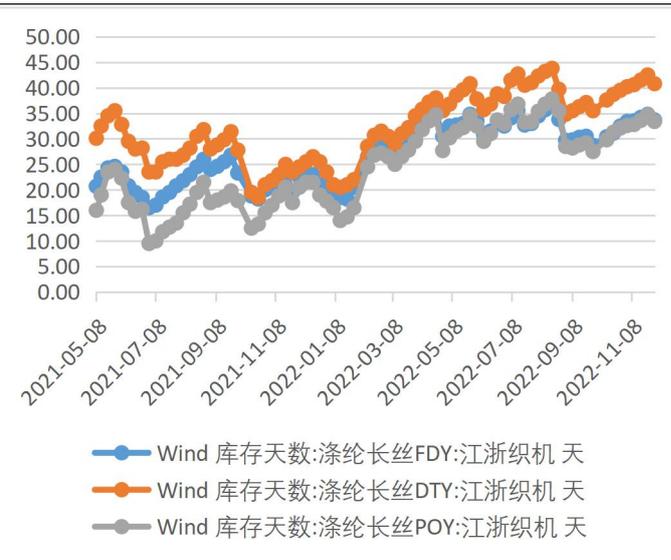
资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 14: 江浙织机开工率



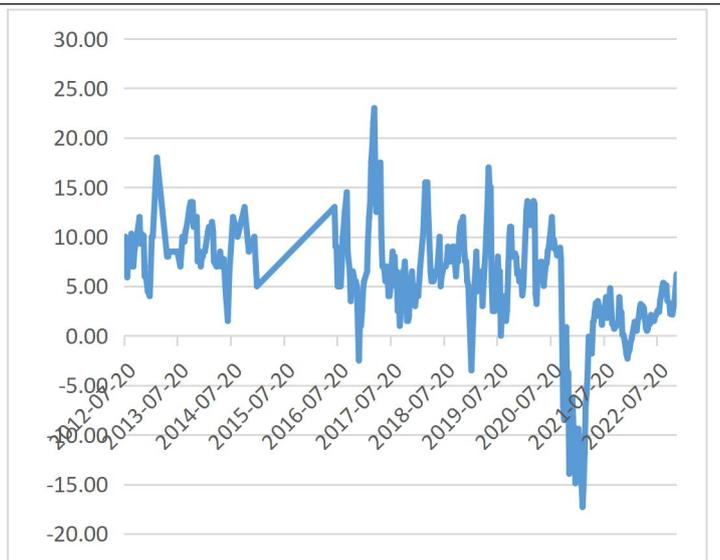
资料来源: Ifind, 优财研究院

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

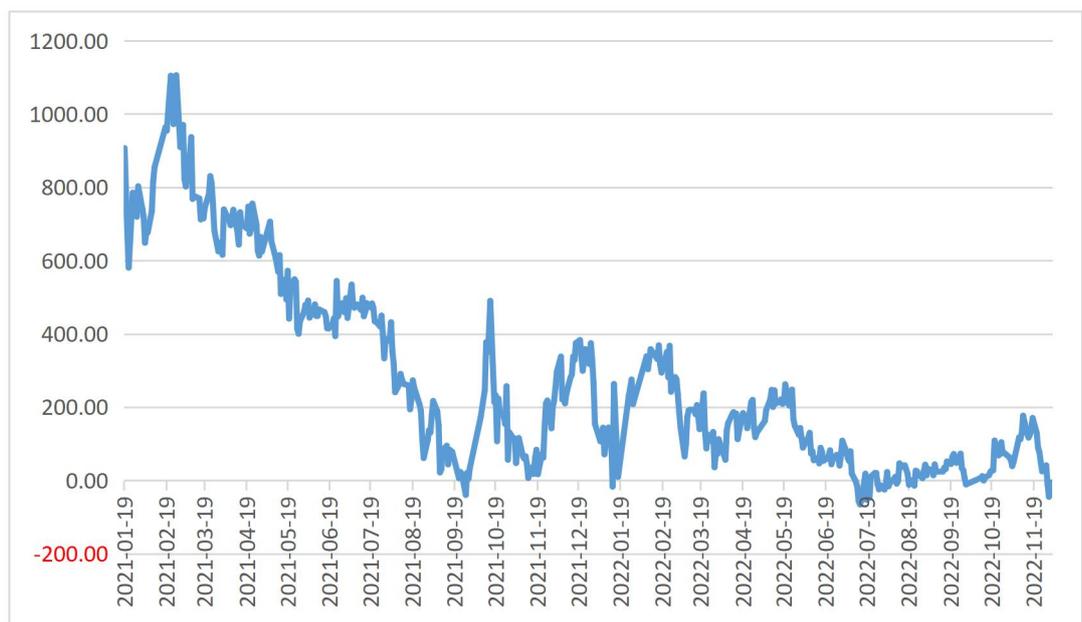
本月下游大幅降负，现货加工费均高位回落至成本线附近。聚酯方面，“金九银十”旺季兑现不及预期后，面临国内疫情散发严重叠加外需订单减少，悲观预期下聚酯企业均主动大幅度降负，但展望后市，国内疫情防控加速放开背景下，内需预期展望转向乐观，尤其是乙二醇或逐步摆脱熊市预期。

图 17: PTA 现货加工费



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 18: 短纤盘面利润

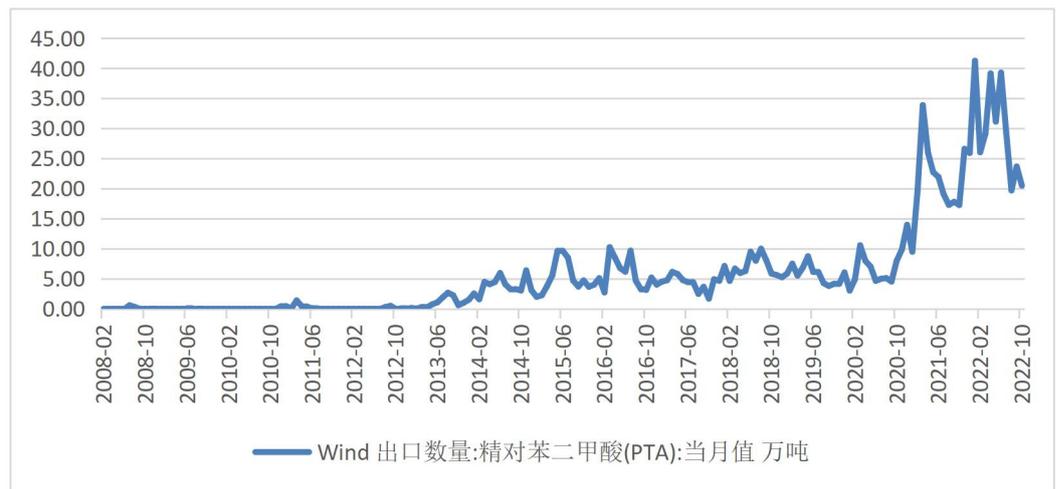


资料来源：Wind，优财研究院

六、 进出口

10月我国PTA出口20.48万吨，处于近期低位，国内开工下降以及海外需求下降是主要推动因素。

图 19: PTA 出口



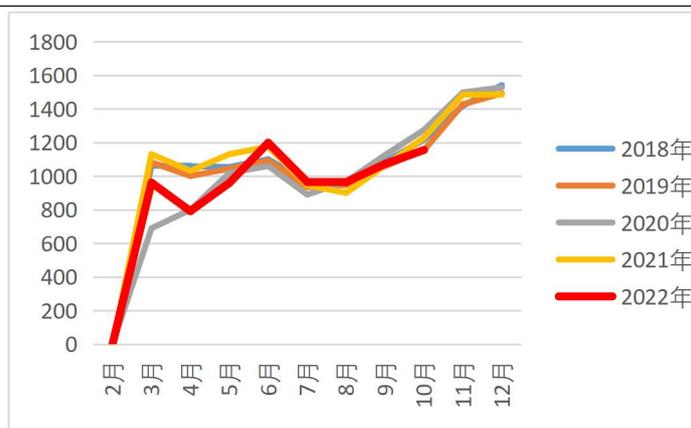
资料来源: Wind, 优财研究院

七、 终端需求

1. 内需

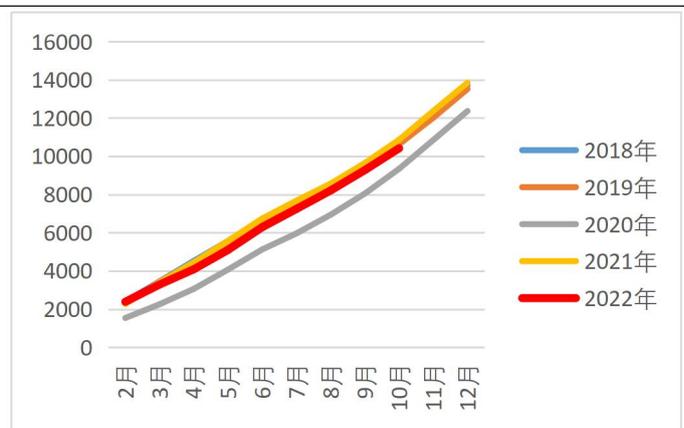
10月服装鞋帽、针织品类零售额为1154.8亿元，同比下降7.5%；1-10月累计10413.8亿元，同比下降4.1%。国内疫情散发依旧较为严重，制约了消费的复苏。

图 20: 限上纺服零售额（当月值）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 限上纺服零售额（累计值）

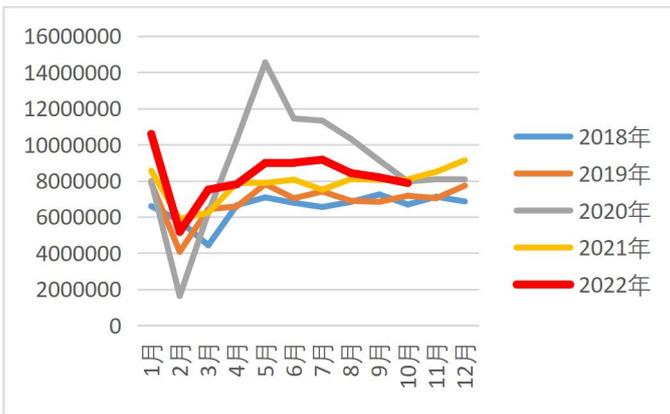


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 出口

10月我国纺织品出口金额787.5亿元，同比下降2.4%，1-10月累计出口8259.5亿元，同比增加8.5%。10月我国服装及衣着附件出口金额946.7亿元，同比下降10.7%，1-10月累计出口9747.5亿元，同比增加8.6%。随着海外库存周期向下个，需求回落，我国纺服出口同环比下降明显。

图 22: 纺织品出口金额（当月值）



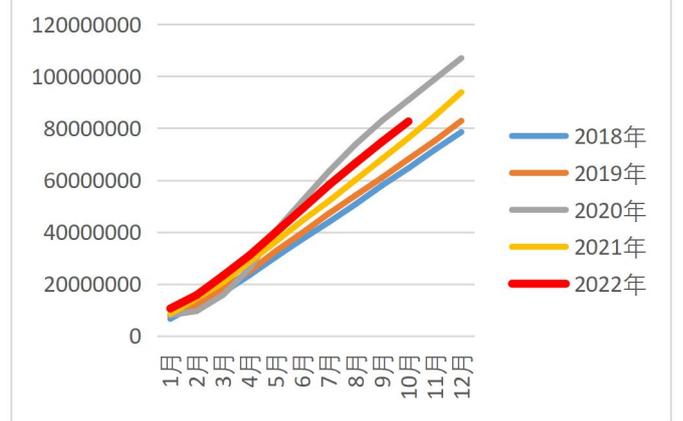
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 服装出口金额（当月值）



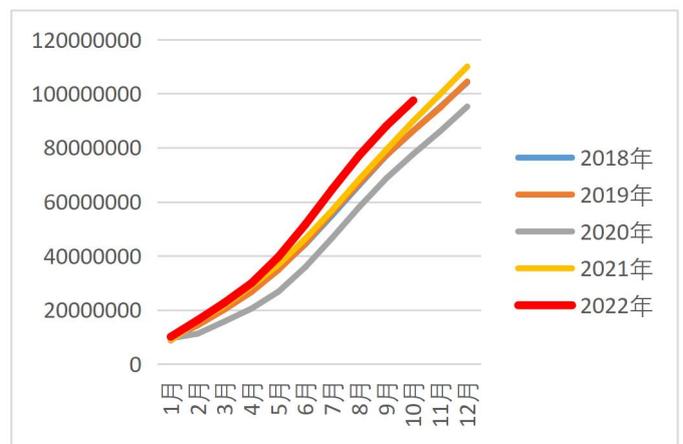
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 纺织品出口金额（累计值）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 服装出口金额（累计值）

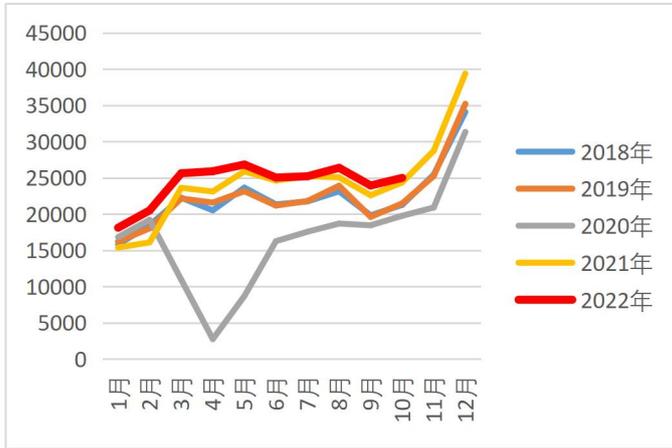


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 海外需求

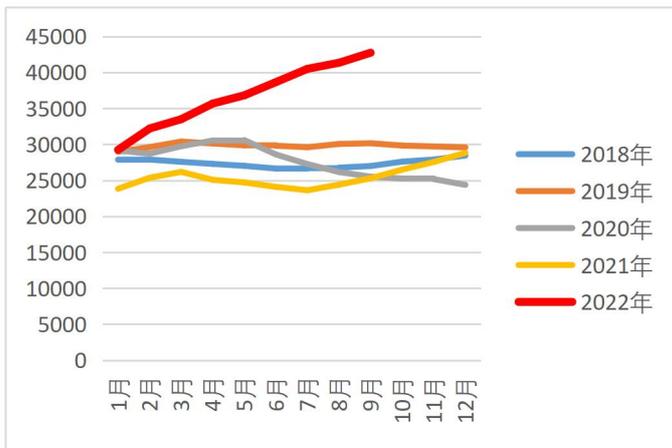
美国方面，10月服装零售额 249.9 亿美元，同比下降 13%，美国 11 月密歇根大学消费者信心指数录得 56.8，消费者信心底部徘徊。美国 9 月服装及服装面料批发商库存为 427.5 亿美元，续刷历史新高。8 月服装零售库存为 566.7 亿美元，零售商库存下降。

图 26：美国服装零售额



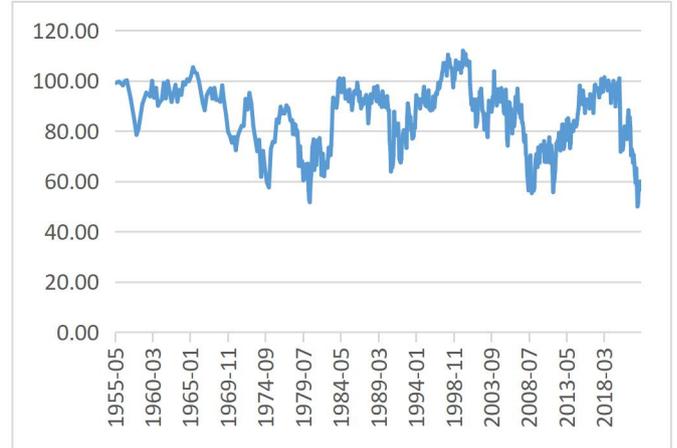
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：美国服装批发商库存



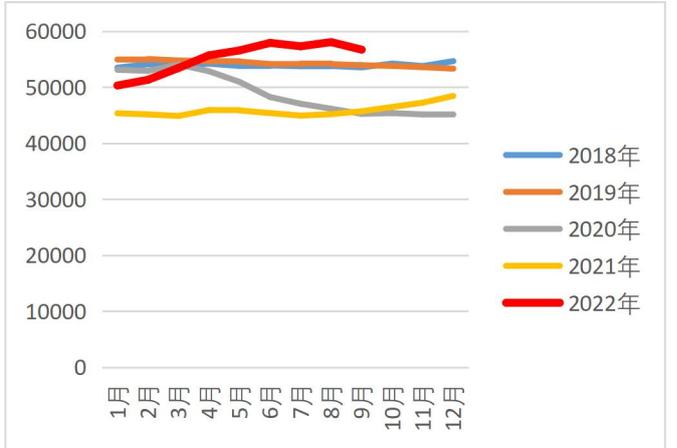
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：美国密歇根消费者信心指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：美国服装零售商库存



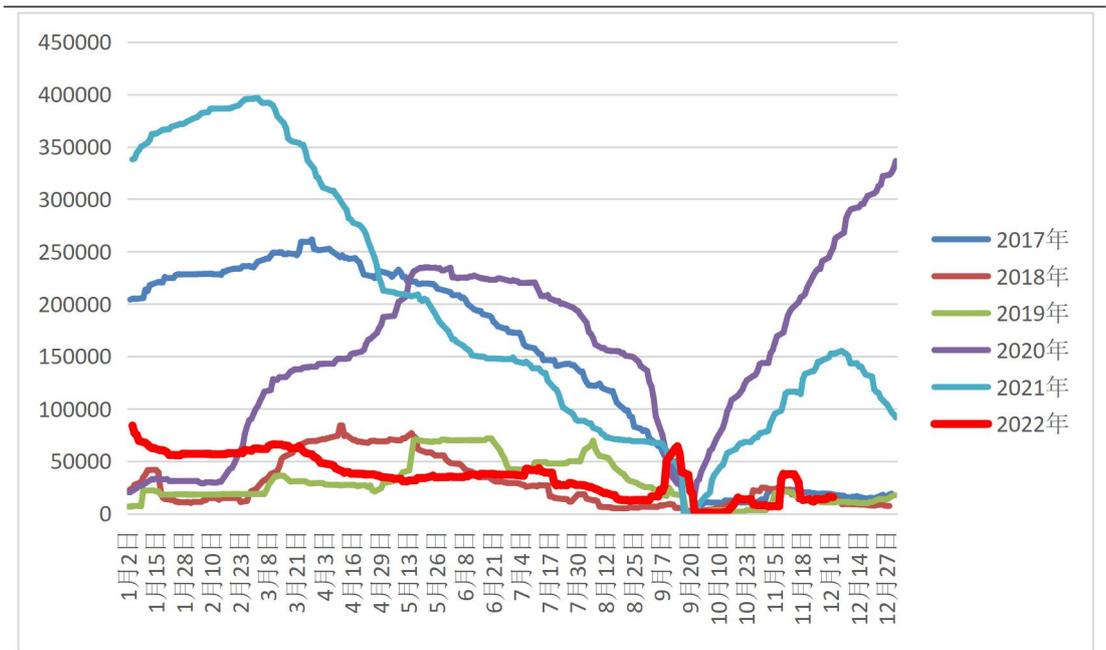
资料来源：Wind，优财研究院

八、仓单与价差

仓单方面，仓单数量环比上月末增加 8239 张至 16211 张，相比于往年属正常水平；持仓方面，下降 8744 张至 3162887 手。

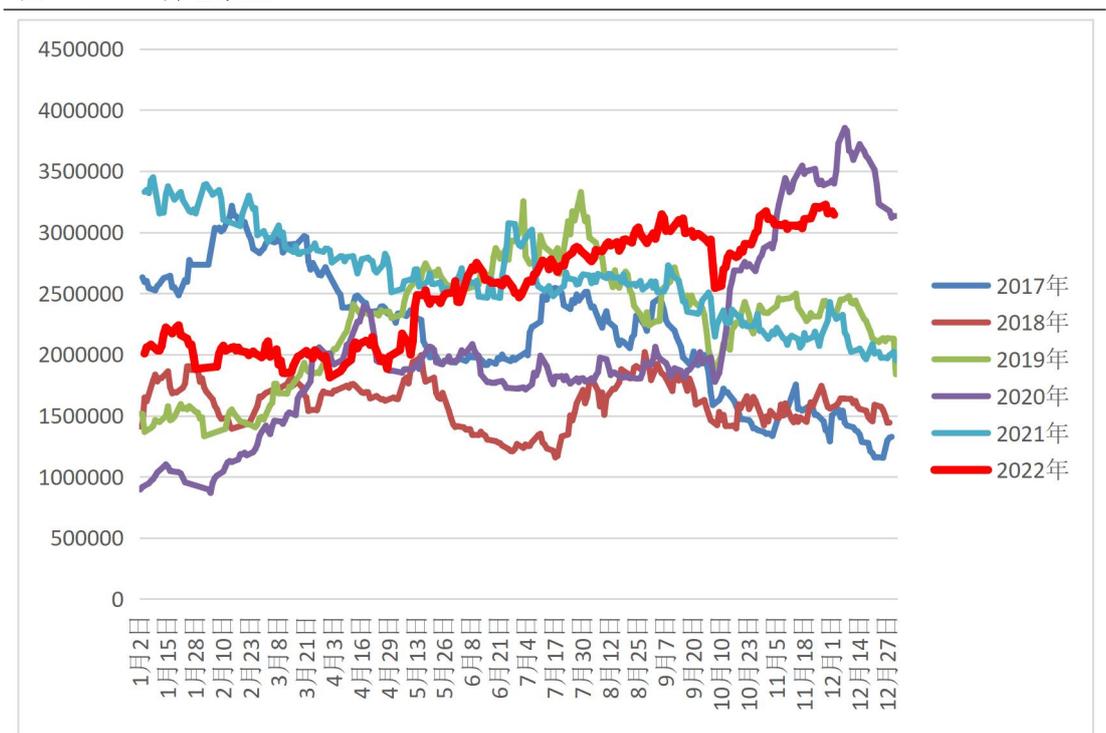
价差方面，本月 1-5 价差及 5-9 价差持稳，波动不大。

图 30: PTA 仓单数量



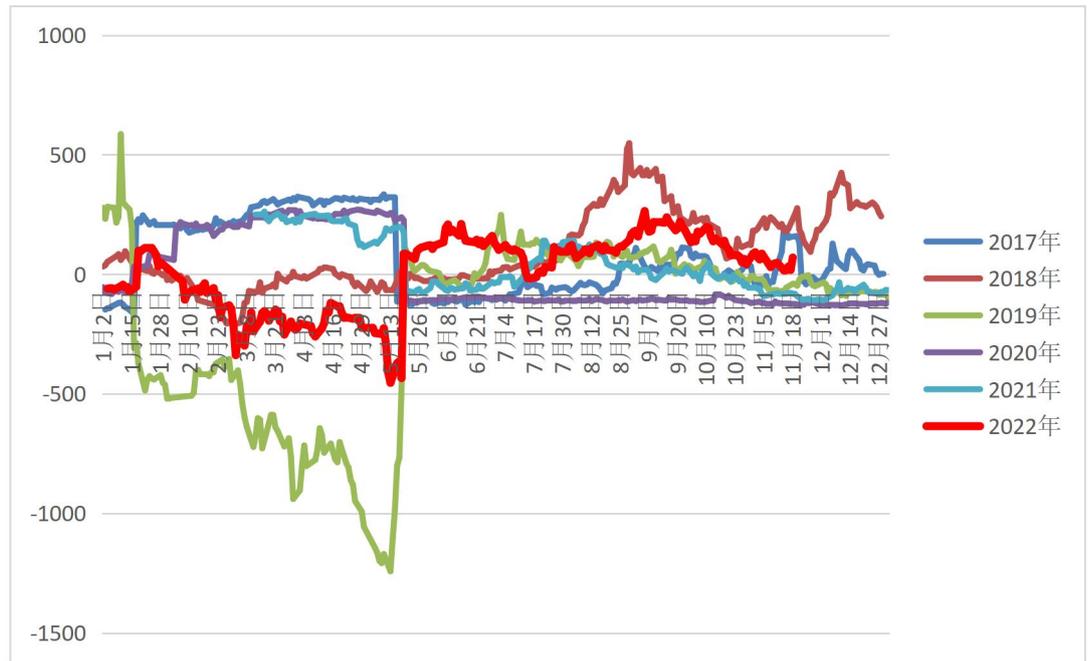
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: PTA 持仓数量



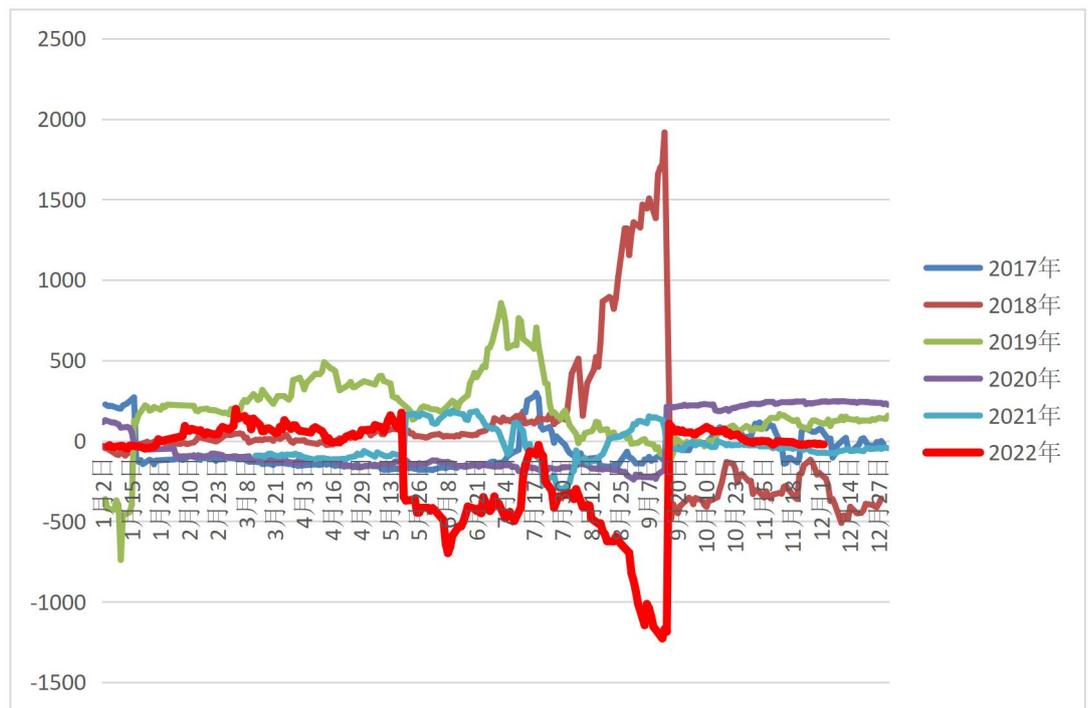
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: PTA1-5 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: PTA5-9 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

九、 展望及操作建议

从原油方面看，供应端 OPEC+ 实际减产幅度面临较大的不确定性，但需求端，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；金融属性方面，加息压力最大的时刻大概率已经过去了，随着美国就业市场的降温，以及高基数效应，美国 CPI 或会迎来一波下行，原油金融层面的压力有望缓解。除此之外，国内的疫情防控超预期加速放开或会对于需求端带来新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+ 的减产将增强底部支撑。

从石脑油和 PX 方面看，石脑油下游产品需求疲弱，裂解价差缺乏进一步大幅向上修复的动力；随着国内 PX 装置投产，PX 紧缺状况大幅缓解，PXN 下降至成本线附近。

从供需方面看，在原料 PX 供应缓解后，PTA 产量不再受限，供应或重回宽松；需求方面，“金九银十”旺季缺失后聚酯及终端织机大幅降负，但展望后市，随着国内疫情防控的放开，内需复苏或逐步转向乐观。

整体来看，原油需求端仍面临较大海外衰退兑现压力，供应端 OPEC 减产不值得过分信任，原油仍面临较大下行压力；产业层面，PX 及 PTA 新装置投产缓解前期供应压力，但下游大幅降负促使现实层面供需双弱，但展望后市，国内疫情防控逐步放开后，内需复苏预期较高，后市可适度乐观。

操作上，建议短空长多。

十、 风险提示

俄乌冲突进一步恶化、欧美经济危机、国内疫情政策变动

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/>