

2023年03月26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



## 衰退渐行渐近, 供需扰动难以持久

### 内容提要

从原油方面看,本季度前段欧美包括就业、零售等在内的多项数据大超市场预期,除此之外我国疫情防控政策调整后,国内经济复苏预期向好,双重因素支撑下,原油下方支撑强劲。但进入3月后欧美银行业连续爆出风险,加剧了市场对于衰退的强烈担忧,当前最新德意志银行成为了新的焦点,连续、大幅、快速加息之下,欧美现实经济面临巨大的潜在压力,衰退已渐行渐近。与经济数据相匹配的是,1月、2月美联储加息预期渐次升温,2年期国债利率一度攀升至5%的高位,但随后在风险事件冲击之下闪崩至3.5%,市场预期快速摆动。美联储也因银行事件掣肘,后续加息预期已大幅降温。整体来看,一季度供应端驱动较弱,行情主要由现实经济压力与金融属性摆动的博弈所主导。从美国就业市场异常强劲到风险事件的轮番爆发,市场对于衰退的预期逐渐形成,原油的现实需求压力渐行渐近,价格亦大幅破位下跌,展望后市,在衰退氛围下,原油仍存较大的下行压力。

**从石脑油和 PX 方面看**,国内放开后化工品需求预期向好,原油受金融属性压制价格大幅下挫,石脑油裂解价差持续修复至 100 美元/吨附近。PX 当前海外检修损失较多,供应偏紧,下游 TA 需求旺盛, PXN 稳步攀升至 400 美元/吨的高位。

从供需方面看,节后市场对于国内经济复苏预期高度乐观,聚酯及织机的开工均已攀升至往年同期高位。但超高的原料价格未能有效向下游传导,下游亏损严重,产业利润主要集中在上游 PX,畸形的利润分配下,不排除后续聚酯有减产可能。

整体来看,欧美衰退已渐行渐近,近期频发的风险事件更是加剧了市场对于衰退的预期,原油仍面临较大的下行压力;产业端"金三银四"略有不及预期,外需订单仍旧疲弱,温和复苏下,若聚酯减产成行,TA需求端将面临压力,产业链利润再分配概率较大。

## 操作建议

单边建议离场观望,价差方面可考虑 5-9 反套,套利方面可考虑空 TA 多短纤,做多短纤利润。

## 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,一季度 PTA 及聚酯震荡走强,乙二醇冲高回落,截止今日, PTA 加权报收 5914 元/吨,+356/+6.4%; EG 加权报收 4039 元/吨,-126/-3%%; PF 加权报收 7378元/吨,+84/+1.2%。

现货方面,华东现货基准价跟随期货,季均基差 21.77 元/吨。本季基差 V 形反转,节前受疫情感染高峰,下游大面积放假,基差走弱至负值区间;节后下游快速复工,需求回暖,TA 现货供不应求,底部单边走强至 150 元/吨附近。



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



## 成本端

### 2.1 原油

一季度 WTI 主连大幅下挫, 报收 69.2 美元/桶, -11.37/-14.1%。1 月、2 月原油继 续徘徊于震荡区间内,但进入3月后受多项风险因素冲击,原油跌破70美元/桶关键支 撑,最低下跌至64美元/桶。



图 3: WIT 原油价格

资料来源: 文华财经, 优财研究院

欧美经济衰退预期: 本季度前段欧美包括就业、零售等在内的多项数据大超市场预 期,除此之外我国疫情防控政策调整后,国内经济复苏预期向好,双重因素支撑下,原 油下方支撑强劲。但进入3月后欧美银行业连续爆出风险,加剧了市场对于衰退的强烈 担忧,当前最新德意志银行成为了新的焦点,连续、大幅、快速加息之下,欧美现实经 济面临巨大的潜在压力,衰退已渐行渐近。

金融属性摆动: 与经济数据相匹配的是,1月、2月美联储加息预期渐次升温,2年 期国债利率一度攀升至5%的高位,但随后在风险事件冲击之下闪崩至3.5%,市场预期快 速摆动。美联储也因银行事件掣肘,后续加息预期已大幅降温。

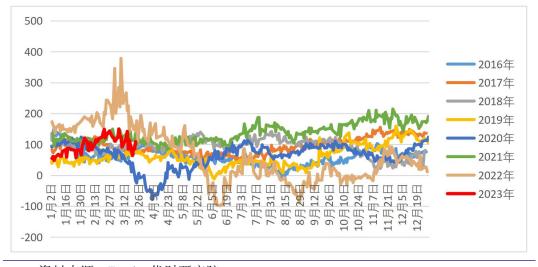
整体来看,一季度供应端驱动较弱,行情主要由现实经济压力与金融属性摆动的博 弈所主导。从美国就业市场异常强劲到风险事件的轮番爆发,市场对于衰退的预期逐渐 形成,原油的现实需求压力渐行渐近,价格亦大幅破位下跌,展望后市,在衰退氛围下, 原油仍存较大的下行压力。

### 2.2 石脑油与 PX

PX 方面, 韩国 FOB 价格本季度展现超强韧性,季均价格至 1004.67 美元/吨, PX 加 工费更是大幅攀升至400美元/吨以上,成为聚酯产业链利润最为丰厚的环节。石脑油裂 解价差在我国经济复苏预期带动下大幅修复,季均裂解价差达到 98.65 美元/吨。PX 即 将进入检修季,供应损失较多,在 PTA 开工维持高位之下,供需偏紧难改, PXN 下方支 撑强劲。



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

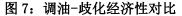


资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: PX 亚美价差



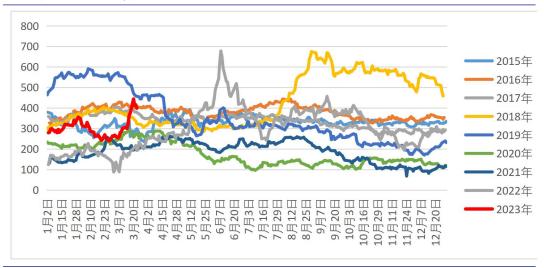






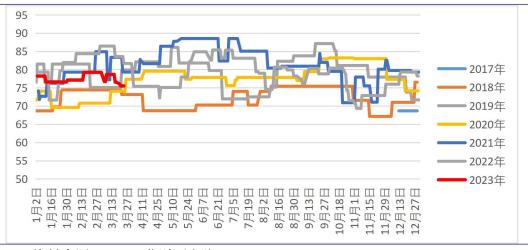
资料来源: IFinD, 优财研究院

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

节前 PTA 受春节假期影响,开工率较低,节后快速复工后开工回升至往年同期水平。3 月的月均开工为 73. 29%。库存方面,在经历季节性累库后,TA 供需两旺,库存整体波动较小。

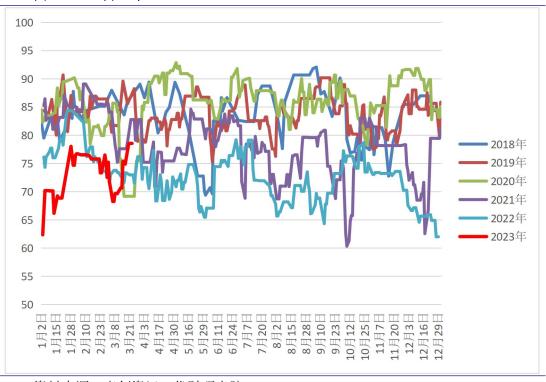
图 10: 本季装置动态

2023.01.03	逸盛新材料	330	计划1月3日检修2周
	嘉通能源	250	其中125万吨负荷8成,另外125万吨装置
2023.01.05	珠海BP	110	11月27日检修,1月初重启
2023.01.09	川能化学	100	2022年12月9日停车, 2023年1月9日重加
2023.01.10	东营联合	250	其中125万吨装置1月15日前后重启,另
2023.01.12	亚东石化	70	负荷7成
2023.01.16	逸盛新材料	330	1月3日检修, 计划1月20日重启
	虹港石化	240	计划1月13日起停车7天左右
	东营联合	250	其中125万吨正常运行, 另外125万吨尚
	川能化学	100	2022年12月9日停车, 2023年1月15日重
2023.01.28	逸盛宁波	200	2022年7月23日检修, 计划2023年1月下
	逸盛新材料	330	1月20日开始重启
	虹港石化	240	已重启
2023.01.30	珠海BP	125	近日停车, 计划本周重启
2023.02.01	中泰石化	120	春节前夕停车, 计划2月中旬重启
2023.02.02	珠海BP	125	2月2日重启
2023.02.13	亚东石化	70	负荷8成
2023.02.20	海伦石化	120	2月6日检修, 重启日期待定
	东营联合	250	负荷7成
2023.02.23	东营联合	250	2月23日检修4天左右
2023.02.27	逸盛大连	225	2022年11月27日左右停车, 2023年底重
2023.02.28	东营联合	250	重启中
	川能化学	100	2月28日短停7天左右
	中泰化学	120	重启中
2023.03.02	东营联合	250	负荷9成左右
	中泰化学	120	3月2日出料,负荷提升中
2023.03.06	虹港石化	240	计划3月6日检修,可能2周
	川能化学	100	2月28日停车, 计划3月7日重启
2023.03.09	虹港石化	240	3月6日检修,可能3月25日重启
2023.03.10	逸盛大连	225	7成负荷
	逸盛大连	375	7成负荷
2023.03.11	中泰石化	120	5成负荷
	福海创	450	负荷8成左右
2023.03.23	东营联合	250	开工7成左右

资料来源:卓创资讯,优财研究院

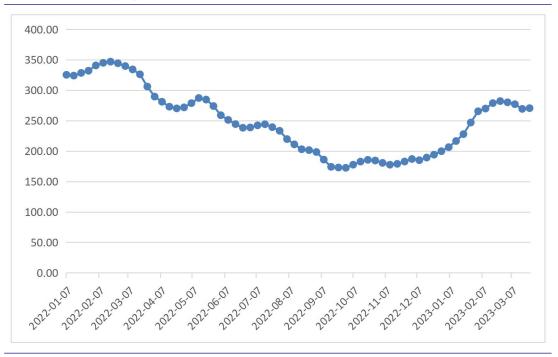






资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

#### 图 12: PTA 社会库存



资料来源: 卓创资讯, 优财研究院



## 四、需求

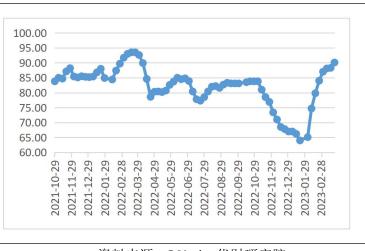
### 4.1 聚酯织机开工-乐观预期打满

一季度在经历季节性波动后,聚酯及织机开工快速攀升至往年同期高位,截止3月底,聚酯开工已升至90.1%,织机开工为63.27%,市场对于内需经济复苏充满信心,开工已近乎打满,继续提升空间有限。但从终端反馈来看,国内经济复苏斜率较为温和,加之海外需求低迷,"金三银四"有所低于预期,原料价格向下游传导不利,聚酯亏损严重,近期市场已传出减产可能,届时将会给TA需求端带来压力。

### 4.2 聚酯库存

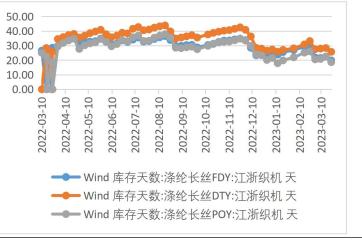
聚酯库存在投机备货支撑下快速去化后未能进一步去库,截止 3 月 23 日, FDY 库存 19.8 天, DTY 库存 25.7 天, POY 库存 18.6 天, 涤纶短纤库存 8.7 天。当前涤纶长丝库存整体呈中性状态,亏损带来的负反馈尚未发酵,但产业链较为极端的利润分配恐难以持久。

图表 13: 聚酯开工率



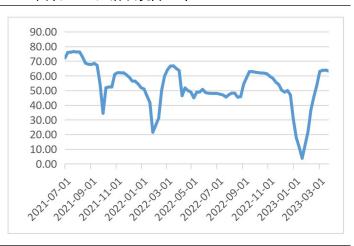
资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 15: 涤纶长丝库存



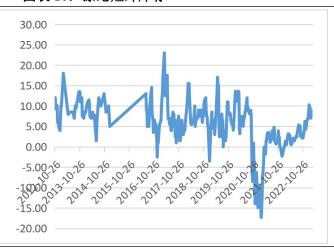
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 14: 江浙织机开工率



资料来源: Ifind, 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

产业链利润主要集中在 PX 一端, TA 绝对价格虽然大幅上涨,但利润仍维持在成本线附近,下游聚酯以涤纶短纤为例以大幅亏损,最新已亏损至近 500 元/吨的夸张水平,在价格向下游传导极为不畅的背景下,后市减产可能性较大,当前较为极端的利润分配恐难以持久。

图 17: PTA 现货加工费



资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

图 18: 涤纶短纤现货加工费





## 六、 进出口

2月我国 PTA 净出口回升至 30.73 万吨,回升至近年来中性水平。

图 19: PTA 出口



资料来源: Wind, 优财研究院

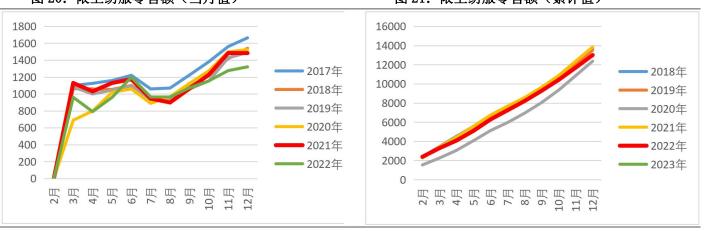
## 七、终端需求

### 1. 内需

12 月服装鞋帽、针织品类零售额为 1321 亿元,同比下降 12.5%; 1-12 月累计 13003 亿元,同比下降 6.1%。疫情放开后的感染高峰,制约了消费的复苏。2023 年 2 月纺服零售 2548.9 亿元,同比增加 5.4%。

图 20: 限上纺服零售额(当月值)

图 21: 限上纺服零售额 (累计值)



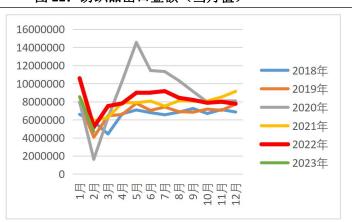
资料来源: Wind, 优财研究院



#### 2. 出口

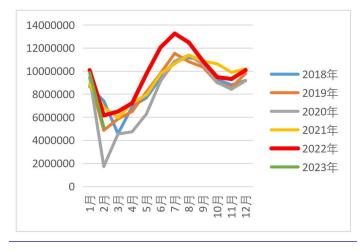
纺服出口继续呈下滑态势,纺织品 1-2 月累计出口 1324.1 亿元,同比减少 15.9%。 1-2 月服装及衣着附件累计出口金额 1498.9 亿元,同比下降 7.5%,海外当前处于主动去库存阶段,需求持续回落,我国纺服出口同环比依旧处于下行周期。

图 22: 纺织品出口金额(当月值)



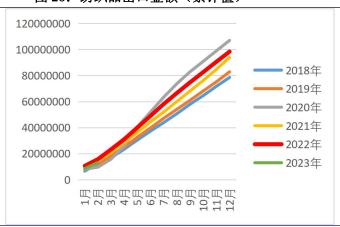
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 服装出口金额(当月值)



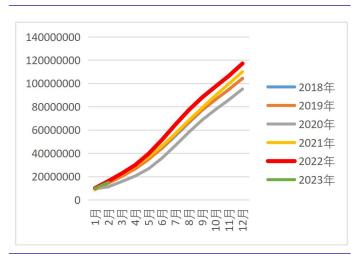
资料来源: Wind, 优财研究院

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)

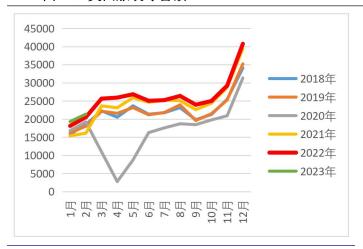


资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 海外需求

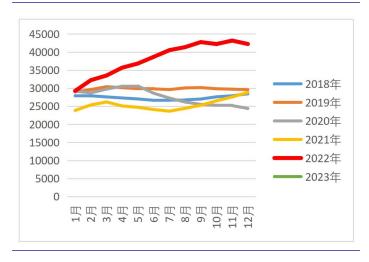
美国方面,2月服装零售额213.5亿美元,同比增加4.1%,美国2023年3月密歇根大学消费者信心指数录得63.4,消费者信心指数仍在底部徘徊。美国1月服装及服装面料批发商库存为399.03亿美元,高位见项回落。8月服装零售库存为567.37亿美元,零售商库存下降,但下滑幅度小于批发商库存。

#### 图 26: 美国服装零售额



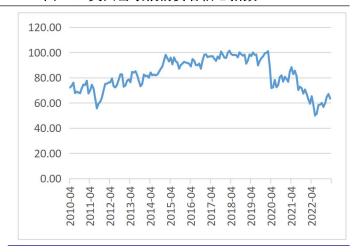
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美国服装批发商库存



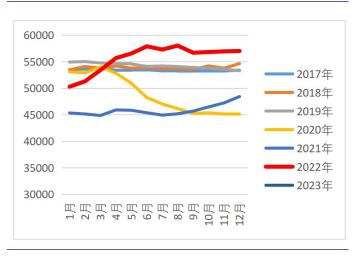
资料来源: Wind, 优财研究院

#### 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

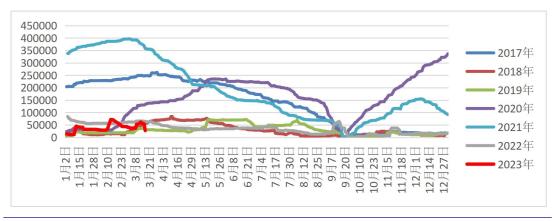
# 八、 仓单与价差

仓单方面,仓单数量截止3月底为21302张,相比于往年属偏低水平,当前基差高 企,现货市场供需两旺,供货商注册仓单意愿较低;持仓方面,季均持仓为2984158张, 近期 TA 热度明显升高,投机属性有所增强。

价差方面,近期受近端 PX 供应偏紧影响,价差走出正套行情。

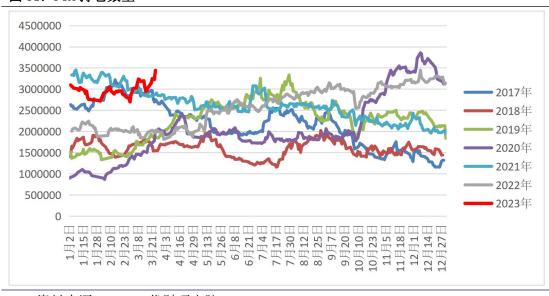


#### 图 30: PTA 仓单数量



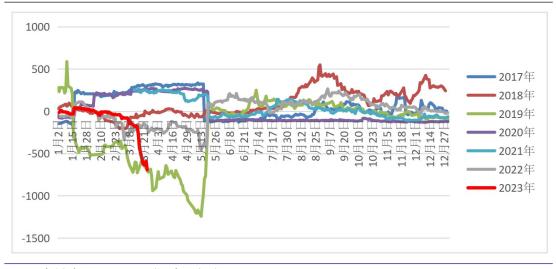
资料来源: Wind, 优财研究院

#### 图 31: PTA 持仓数量

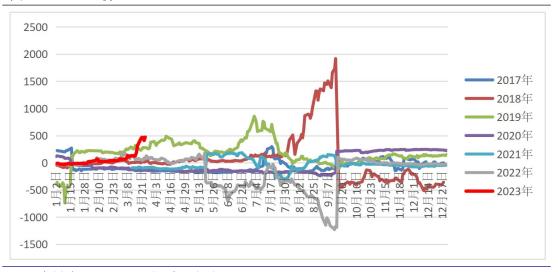


资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: PTA1-5 价差







资料来源: Wind, 优财研究院

## 九、 展望及操作建议

从原油方面看,本季度前段欧美包括就业、零售等在内的多项数据大超市场预期,除此之外我国疫情防控政策调整后,国内经济复苏预期向好,双重因素支撑下,原油下方支撑强劲。但进入3月后欧美银行业连续爆出风险,加剧了市场对于衰退的强烈担忧,当前最新德意志银行成为了新的焦点,连续、大幅、快速加息之下,欧美现实经济面临巨大的潜在压力,衰退已渐行渐近。与经济数据相匹配的是,1月、2月美联储加息预期渐次升温,2年期国债利率一度攀升至5%的高位,但随后在风险事件冲击之下闪崩至3.5%,市场预期快速摆动。美联储也因银行事件掣肘,后续加息预期已大幅降温。整体来看,一季度供应端驱动较弱,行情主要由现实经济压力与金融属性摆动的博弈所主导。从美国就业市场异常强劲到风险事件的轮番爆发,市场对于衰退的预期逐渐形成,原油的现实需求压力渐行渐近,价格亦大幅破位下跌,展望后市,在衰退氛围下,原油仍存较大的下行压力。

**从石脑油和 PX 方面看**,国内放开后化工品需求预期向好,原油受金融属性压制价格大幅下挫,石脑油裂解价差持续修复至 100 美元/吨附近。PX 当前海外检修损失较多,供应偏紧,下游 TA 需求旺盛,PXN 稳步攀升至 400 美元/吨的高位。

**从供需方面看**,节后市场对于国内经济复苏预期高度乐观,聚酯及织机的开工均已攀升至往年同期高位。但超高的原料价格未能有效向下游传导,下游亏损严重,产业利润主要集中在上游 PX,畸形的利润分配下,不排除后续聚酯有减产可能。

整体来看,欧美衰退已渐行渐近,近期频发的风险事件更是加剧了市场对于衰退的预期,原油仍面临较大的下行压力;产业端"金三银四"略有不及预期,外需订单仍旧疲弱,温和复苏下,若聚酯减产成行,TA需求端将面临压力,产业链利润再分配概率较大。

操作上,单边建议离场观望,价差方面可考虑 5-9 反套,套利方面可考虑空 TA 多短纤,做多短纤利润。



# 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、修改或以其他任何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/