



2022年3月31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

联系人：曹康

• 从业资格编号 F03090686

邮箱: caokang@jinxinqh.com

俄乌冲突搅动市场 加工费创历史新低

内容提要

成本端：一季度受地缘政治影响，行情大幅波动成为决定市场的主要逻辑；二季度地缘政治因素影响料将边际减弱，若俄乌谈判有确定性突破，原油可能会出现趋势性下跌行情；

供给端：一季度 PTA 产商“从期望到失望”的心路历程两次上演，从对“金三银四”期待到需求复苏订单的迟迟不来，以及从对地缘冲突闪电战后原油快速回落的期待到原油高位横盘迟迟不跌。二季度，原油价格表现恐将决定厂商的开工决策，如若原油出现趋势性回落行情，产商或将重新提高开工水平；

需求端：节后聚酯、织机开工分化，终端织机复工迟缓，开工率大幅低于往年，3月份以来全国疫情蔓延态势加剧后，更是让终端需求雪上加霜；二季度，需求延续疲弱态势可能性较高，在聚酯库存高企背景下，聚酯工厂高开工或难以延续，PTA 直接需求可能会受到压制。

操作建议

二季度建议轻仓逢高做空 PTA2209。

风险提示

俄乌谈判破裂、伊核协议谈判破裂、新的地缘冲突发



一、行情回顾

期货方面，本季度 PTA2205 合约先大幅拉升至 3 月 9 日高点，再急速回撤后弱势反弹，行情主导因素在于成本端波动，基本面主要由俄乌冲突引发的一系列地缘政治因素所带动。

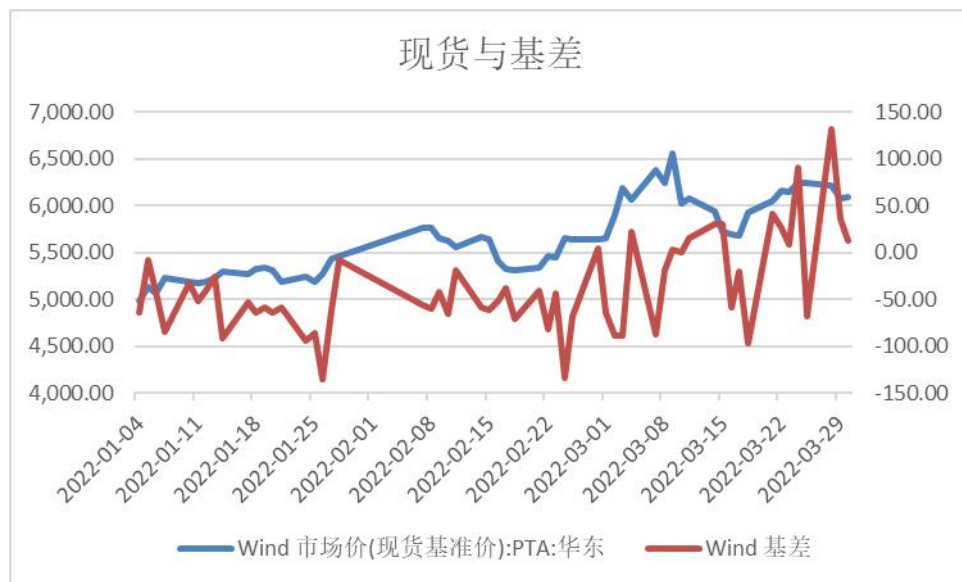
现货方面，华东现货基准价主要跟随期货，基差方面，在 (-150, 150) 区间内成交。

图 1: PTA2205 期货价格



资料来源: wind, 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 成本端-原油

Q1 回顾关键词“碎步上扬”+“剧烈波动”。年初至 2 月下旬，因原油低库存+全球经济复苏的大背景下，原油一路碎步上扬至 95 美元/桶附近；2 月底俄罗斯突然发动对乌克兰的“特别军事行动”，引发市场对供应端的强烈担忧，原油向上攀升至 130 美元/桶，创 14 年新高，距离 2008 年的历史新高只一步之遥。在军事行动趋缓以及俄乌双方走上谈判桌后，市场恐慌情绪有所缓解，战争溢价被消化，原油重回 95 美元/桶附近。目前市场聚焦于俄乌谈判具体结果以及后续对俄制裁相关问题如何收场。

图 3：WIT 原油价格



资料来源：wind，优财研究院

俄乌冲突：俄乌冲突从根本上来说其来有自，是历史问题的延续，亦是“百年未有之大变局”的一部分，无论最终结局如何都将对全球政治经济格局带来深远影响。从历史角度来看，俄乌冲突是冷战美苏争霸的一种延续，苏联解体后的北约强势东扩严重威胁了俄罗斯的国家安全，正如普京在战争动员的长篇演讲中所言，“俄罗斯不能永远生活在屈辱中”；从“百年未有之大变局”角度来看，俄乌冲突或是“海权文明”与“陆权文明”斗争的一次高潮，在中华文明再次崛起以及“一带一路”战略推进的大背景下，欧亚大陆相互之间的联系愈发紧密，这必然会严重威胁到以美、英、澳为主体的盎格鲁撒克逊的海权文明。俄罗斯的此次特别军事行动的根本诉求在于确定新解决俄欧之间的安全机制问题，求欧洲大陆的和平与发展，很显然这是美国所不愿意看到的。回归到原油上来说，原油的金融属性以及政治属性不可避免的成为双方较量的阵地之所在，也是此次战争拉锯进展的重要观察变量。

伊核协议：伊核协议似乎永远只差最后一步，但却永远完成不了。疫情大放水的背景下，美国通胀水平本就已经迭创历史新高，俄乌冲突再来一次火上浇油，让“本不富

裕的家庭雪上加霜”，这也是美国加快伊核谈判进程的直接原因之一——让伊朗原油进入市场，缓解因制裁俄罗斯而造成的原油缺口，类似逻辑的还有委内瑞拉；但嗅到机会的伊朗与委内瑞拉怎能不乘机“敲竹杠”一雪前耻，再加上本就十分薄弱的信任关系，无不狮子大开口，谈判条件一再升高，“光脚不怕穿鞋的”，反正通胀也烧不到他们身上。近期以色列的一系列军事行动似乎也在宣泄着不满，“伊核协议”背后美国“退出中东”的战略能否顺利推进，只能说困难重重。

货币政策：美国通胀数据迭创新高，选举年恐酝酿油市黑天鹅。 一季度的一个关键数据是美国CPI迭创新高，虽然美国政府及联储官员多次放话试图打压市场对通胀的预期，但真实通胀数据持续超出市场预期无疑对当下的决策官员来说是一件头疼的事情。考虑到今年是美国中期选举年，通胀必然是一项重要的选举议题，拜登政府已多次放出狠话要打压油价。2018年“卡舒吉事件”后油市的瀑布式下跌前车在前，对于当下依旧火热的油市，市场不得不多一个心眼。此外，美债十年期利率已到达2.5%的大关，并已超过疫情前，长短利差距离倒挂也已不远，**如果通胀就此持续飙升下去，市场衰退预期的升温将不可避免；**高利率高通胀，美联储能否如完成其夸夸自谈的7次加息将打上一个大大的问号，毕竟美联储打自己脸也不是一次两次了。货币政策困境在于通胀，通胀的核心在于原油，能否解决高价原油的问题，将是未来一段时间的重中之重。

2.2 成本端-PX

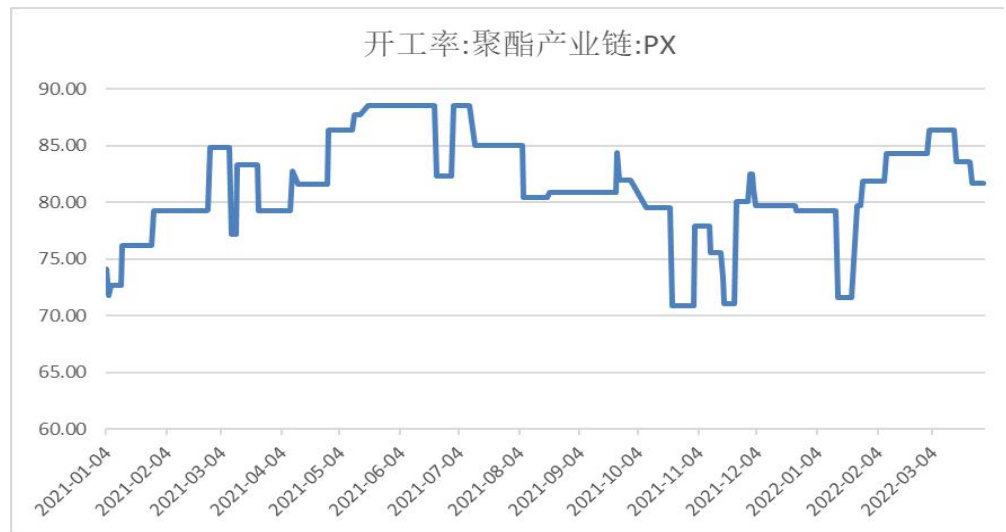
PX方面，Q1行情回顾关键词“一波三折”。去年底以来，受供应端增长不及预期影响，PX整体供需较为紧张，PX加工费大幅攀升至阶段性高位；春节后PX供应端负荷有所提升，需求端PTA检修计划陆续公布，供需偏紧格局有所缓解，PX加工费回落，并在俄乌地缘冲突爆发，原油大幅拉升压缩中下游利润背景下，PX加工费跌破成本线至100美金附近；后续伴随着检修产能增多，开工率下降，供应再度收缩后，PX加工费才有所好转，目前为200美金左右。

图4：PX加工费



资料来源：wind，优财研究院

图 5: PX 开工率



资料来源: wind, 优财研究院

三、供给

供给端 Q1 回顾关键词“从期望到失望”。一季度 PTA 产商“从期望到失望”的心路历程两次上演，第一次是从对“金三银四”期望到需求订单的迟迟不来疫情散发反而雪上加霜的失望，第二次是从对地缘冲突闪电战后原油快速回落的期望到原油高位横盘迟迟不跌的失望。两次“期望到失望”让产商在一季度末终下决心再度扩大检修产能和延长检修时间，但换个角度看，也正是因为厂商“从期望到失望”的心态致使未能及时安排检修计划，产能收缩不及时，造就了史无前例的理论负加工费出现，厂商 Q1 利润端也因此受到重要影响。

图 6: 1 月 PTA 产量

区域	企业	投产时间	装置等级	设计产能	日均产能	开工天数	负荷	月产量推算	所在地区	装置最新动态
华东	逸盛宁波	2012/8/27	B	200	0.55	31.00		16.99	宁波	
		2014/4/22	E	220	0.60	31.00		16.68		
	逸盛新材料	2021/6/1	A	330	0.90	31.00	0.90	26.03		开工9成左右
	桐昆股份	2012/9/1	B	150	0.41	31.00		12.74	嘉兴	
		2017/12/7	B	220	0.60	31.00		18.68		
	扬子石化	2007/1/1	D	65	0.18	31.00		5.52	江阴	
	海伦石化 (三房巷)	2011/7/1	C	120	0.33	31.00		10.19		
	宁波台化	2014/9/24	C	120	0.33	24.00		7.89	宁波	2022年1月7日停车一周。1月14日重启
	仪征石化	2003/4/1	D	35	0.10	31.00		2.97	仪征	2022年1月5日短停重启。
		2003/4/1	D	65	0.18	31.00		5.52		
	亚东石化	2008/4/1	D	70	0.19	29.00		5.56	上海	2021年12月2日检修，2022年1月2日重启
	江苏盛虹	2014/5/30	C	150	0.41	31.00		12.74	连云港	
		2021/2/1	A	240	0.66	25.00		16.44		11月29日检修，1月6日重启出料
		新凤鸣	2019/9/30	A	220	0.60	31.00		18.68	嘉兴
		2020/10/20	A	220	0.60	31.00		18.68		
大连	大连恒力	2012/9/1	B	220	0.60	31.00		18.68	大连	
		2012/10/17	B	220	0.60	31.00		18.68		
		2015/2/28	B	220	0.60	31.00		18.68		
		2020/1/10	A	250	0.68	31.00		21.23		
		2020/6/29	A	250	0.68	31.00		21.23		
	逸盛大连	2009/1/1	B	225	0.62	31.00	0.70	19.11	大连	1月14日晚间负荷恢复正常
		2014/6/20	B	375	1.03	31.00	1.00	31.85		
华南	逸盛海南	2012/11/1	B	200	0.55	31.00		16.99	儋州	
	福海创	2014/4/20	C	450	1.23	10.00		12.33	厦门	2022年1月3日检修3周
	珠海BP	2005/1/1	B	110	0.30	28.00		8.44	珠海	2021年12月19日开始检修2周，已经正常
		2015/3/30	E	125	0.34	31.00		10.62		
	福建百宏	2020/12/1	A	250	0.68	31.00		21.23	福建	
	洛阳石化	2005/1/1	D	32.5	0.09	31.00		2.76	洛阳	
	四川能投	2019/5/1	D	100	0.27	31.00		8.49	四川	
	中泰昆玉	2020/1/1	A	120	0.33	31.00		10.19	新疆	
	合计							449.72		

资料来源: wind, 优财研究院

图 7：2 月 PTA 产量

区域	企业	投产时间	装置等级	设计产能	日均产能	开工天数	月产量推算	所在地区	装置最新动态
华东	逸盛宁波	2012/8/27	B	200	0.55	10.00	5.48	宁波	计划2022年2月10日起检修，计划3月上旬重启
		2014/4/22	B	220	0.60	28.00	16.88		
	逸盛新材料	2021/6/1	A	330	0.90	28.00	16.27		2022年2月9日至2月底降负荷至5成 2月上旬开工5成，2月下旬开工升至8成
		2022/2/1	A	330	0.90	28.00	10.58		
	桐昆股份	2012/9/1	B	150	0.41	28.00	11.51	嘉兴	
		2017/12/7	B	220	0.60	28.00	16.88		
	扬子石化	2007/1/1	D	65	0.18	28.00	4.99		
	海伦石化 (三房巷)	2011/7/1	C	120	0.33	28.00	9.21	江阴	
		2014/9/24	C	120	0.33	26.00	8.55		2月11日短停2天，重启后正常
	宁波台化	2005/6/1	C	120	0.33	28.00	9.21	宁波	
	仪征石化	2003/4/1	D	35	0.10	28.00	2.68	仪征	
	2003/4/1	D	65	0.18	28.00	4.99			
亚东石化	2006/4/1	D	70	0.19	28.00	5.37	上海		
江苏盛虹	2014/5/30	C	150	0.41	28.00	11.51	连云港		
	2021/2/1	A	240	0.66	28.00	18.41			
新凤鸣	2019/9/30	A	220	0.60	28.00	16.88	嘉兴		
	2020/10/20	A	220	0.60	28.00	16.88			
大连	大连恒力	2012/9/1	B	220	0.60	28.00	16.88	大连	
		2012/10/17	B	220	0.60	28.00	16.88		
		2015/2/28	B	220	0.60	28.00	16.88		
		2020/1/10	A	250	0.68	28.00	19.18		
		2020/6/29	A	250	0.68	28.00	19.18		
逸盛大连	2009/1/1	B	225	0.62	23.00	14.18	大连	2月24日检修2周；	
	2014/6/20	B	375	1.03	28.00	28.77			
华南	逸盛海南	2012/11/1	B	200	0.55	28.00	15.34	儋州	
	福海创	2014/4/20	C	450	1.23	28.00	34.52	厦门	
	珠海BP	2005/1/1	B	110	0.30	28.00	8.44	珠海	
		2015/3/30	B	125	0.34	28.00	9.59		
福建百宏	2020/12/1	A	250	0.68	28.00	19.18	福建		
其他	洛阳石化	2005/1/1	D	32.5	0.09	28.00	2.49	洛阳	
	四川能投	2019/5/1	D	100	0.27	28.00	7.67	四川	
	中泰昆玉	2020/1/1	A	120	0.33	28.00	8.61	新疆	2022年2月上旬开工8成左右
合计							424.03		

资料来源：wind，优财研究院

图 8：3 月 PTA 产量

区域	企业	投产时间	装置等级	设计产能	日均产能	开工天数	负荷	月产量推算	所在地区	装置最新动态
华东	逸盛宁波	2012/8/27	B	200	0.55	0.00	1.00	0.00	宁波	计划2022年2月10日起检修，3月28日重启，开始提升负荷，3月30日再启
		2014/4/22	B	220	0.60	31.00	1.00	18.68		
	逸盛新材料	2021/6/1	A	330	0.90	31.00	1.00	28.03		2月上旬开工5成，2月下旬开工升至8成
		2022/2/1	A	330	0.90	31.00	1.00	28.03		
	桐昆股份	2012/9/1	B	150	0.41	31.00	1.00	12.74	嘉兴	
		2017/12/7	B	220	0.60	31.00	1.00	18.68		
	扬子石化	2007/1/1	D	65	0.18	24.00	1.00	4.27		计划3月25日开始检修，5月16日重启
	海伦石化 (三房巷)	2011/7/1	C	120	0.33	31.00	1.00	10.19	江阴	
		2014/9/24	C	120	0.33	31.00	1.00	10.19		
	宁波台化	2005/6/1	C	120	0.33	31.00	1.00	10.19	宁波	
	仪征石化	2003/4/1	D	35	0.10	10.00	1.00	0.96	仪征	3月1日检修20天
	2003/4/1	D	65	0.18	31.00	1.00	5.52			
亚东石化	2006/4/1	D	70	0.19	31.00	1.00	5.95	上海		
江苏盛虹	2014/5/30	C	150	0.41	16.00	1.00	6.58	连云港	3月16日检修，重启时间待定	
	2021/2/1	A	240	0.66	31.00	1.00	20.38			
新凤鸣	2019/9/30	A	220	0.60	31.00	1.00	14.47	嘉兴		
	2020/10/20	A	220	0.60	24.00	1.00	16.88			
大连	大连恒力	2012/9/1	B	220	0.60	31.00	1.00	18.68	大连	3月中旬停车一周 计划4月初开始检修
		2012/10/17	B	220	0.60	31.00	1.00	18.68		
		2015/2/28	B	220	0.60	31.00	1.00	18.68		
		2020/1/10	A	250	0.68	31.00	1.00	21.23		
		2020/6/29	A	250	0.68	31.00	1.00	21.23		3月10日开始检修
逸盛大连	2009/1/1	B	225	0.62	21.00	1.00	12.95	大连	2月24日检修2周；3月10日重启	
	2014/6/20	B	375	1.03	31.00	1.00	31.85			
华南	逸盛海南	2012/11/1	B	200	0.55	31.00	1.00	16.99	儋州	
	福海创	2014/4/20	C	450	1.23	31.00	0.80	30.58	厦门	计划3月初降负荷至8成
	珠海BP	2005/1/1	B	110	0.30	31.00	1.00	9.34	珠海	
		2015/3/30	B	125	0.34	25.00	1.00	8.56		计划3月26日检修，计划5月1日重启
福建百宏	2020/12/1	A	250	0.68	31.00	1.00	21.23	福建		
其他	洛阳石化	2005/1/1	D	32.5	0.09	31.00	1.00	2.76	洛阳	
	四川能投	2019/5/1	D	100	0.27	20.00	1.00	5.48	四川	3月5日停车，3月15日重启
	中泰昆玉	2020/1/1	A	120	0.33	24.00	1.00	7.89	新疆	3月24日检修，重启时间待定
合计					16.50			459.69		

资料来源：wind，优财研究院

展望 Q2，市场不确定将大为降低，PTA 厂商的表现将更加从容。市场一季度以来的高波动以及终端需求的预期逐步落地，Q2 的市场不确定性料将大幅降低，相较于一季度厂商亦可更加从容的安排各自的生产计划。具体到月份来看，据目前厂商已公布检修计划，PTA 4 月存在一定的累库预期，尤其考虑到近期下游聚酯逐步开始考虑降低开工的背景下，PTA 供需格局转弱概率较大。

图9：4月PTA产量

区域	企业	投产时间	装置等级	设计产能	日均产能	开工天数	负荷	月产量推算	所在地区	装置最新动态
华东	逸盛宁波	2012/8/27	E	200	0.55	30.00	1.00	16.44	宁波	
		2014/4/22	E	220	0.60	30.00	1.00	18.08		
	逸盛新材料	2021/6/1	A	330	0.90	30.00	1.00	27.12		
		2022/2/1	A	330	0.90	30.00	1.00	27.12		
	桐昆股份	2012/9/1	E	150	0.41	30.00	1.00	12.33	嘉兴	
		2017/12/7	E	220	0.60	30.00	1.00	18.08		
	扬子石化	2007/1/1	D	65	0.18	0.00	1.00	0.00		计划3月25日开始检修, 5月16日重启
	海伦石化(三房巷)	2011/7/1	C	120	0.33	30.00	1.00	9.86	江阴	
		2014/9/24	C	120	0.33	30.00	1.00	9.86		
	宁波台化	2005/6/1	C	120	0.33	30.00	1.00	9.86	宁波	
	仪征石化	2003/4/1	D	35	0.10	30.00	1.00	2.88	仪征	
		2003/4/1	D	65	0.18	30.00	1.00	5.34		
	亚东石化	2006/4/1	D	70	0.19	30.00	1.00	5.75	上海	
	江苏盛虹	2014/5/30	C	150	0.41	30.00	1.00	12.33	连云港	
2021/2/1		A	240	0.66	30.00	1.00	19.73			
新凤鸣	2019/9/30	A	220	0.60	30.00	1.00	18.08	嘉兴		
	2020/10/20	A	220	0.60	30.00	1.00	18.08			
大连	大连恒力	2012/9/1	E	220	0.60	20.00	1.00	12.05	大连	计划4月初开始检修
		2012/10/17	E	220	0.60	30.00	1.00	18.08		
		2015/2/28	E	220	0.60	30.00	1.00	18.08		
		2020/1/10	A	250	0.68	30.00	1.00	20.55		
		2020/6/29	A	250	0.68	30.00	1.00	20.55		
		2009/1/1	E	225	0.62	30.00	1.00	18.49		
华南	逸盛清曹	2014/6/20	E	375	1.03	30.00	1.00	30.82	德州	
		2012/11/1	E	200	0.55	30.00	1.00	16.44		
	珠海BP	2014/4/20	C	450	1.23	30.00	1.00	36.99	厦门	
		2005/1/1	E	110	0.30	30.00	1.00	9.04		
福建百宏	2020/12/1	A	250	0.68	30.00	1.00	20.55	福建		
涪陵石化	2005/1/1	D	32.5	0.09	30.00	1.00	2.67	涪陵		
四川能投	2019/5/1	D	100	0.27	30.00	1.00	8.22	四川		
中泰昆玉	2020/1/1	A	120	0.33	20.00	1.00	6.98	新疆	3月24日检修, 重启时间待定	
合计								470.07		

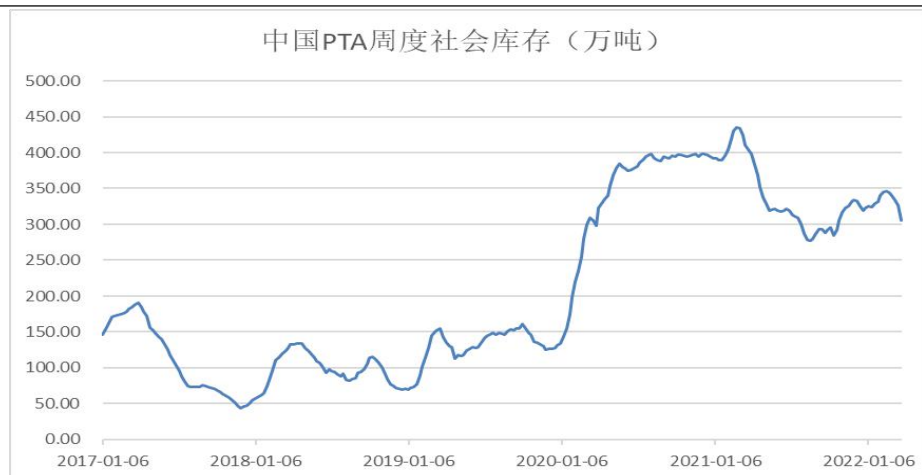
资料来源: wind, 优财研究院

图10: PTA开工率



资料来源: wind, 优财研究院

图11: PTA社会库存



资料来源: wind, 优财研究院

四、需求

4.1 聚酯和织机

Q1 聚酯织机大幅分化，聚酯持续累库。春节前市场，受节前备货行情驱动，市场预期良好；但节后复工阶段，市场预期逐步转弱，预期中的订单并未到来，终端织机直至3月初，开工水平仍未65%上下，大幅低于往年；相比之下，聚酯节后快速复工，开工水平持续高位，在下游如此疲弱下，聚酯高开工的结果自然是聚酯库存累至历史高位。

考虑到当前国内经济依旧处于下行区间，上游原材料价格高企，疫情多地散发让终端消费雪上加霜，在可预见周期内，终端消费反转困难重重。**展望Q2，对下游消费我们依旧持谨慎态度**，因此，聚酯高开工不可持续，部分停产或是唯一出路，对于PTA而言，未来直接需求端压力或将加大。

图 12：聚酯织机开工率



资料来源：wind，优财研究院

4.2 聚酯库存

聚酯库存高企，仅次于2020年初疫情爆发初期。当前下游聚酯库存较高，其中FDY为30.5天，POY为27.2天，均高于往年同期，且仅次于2020年初的42.5天和34.2天，聚酯累库明显。

图 13: 涤纶长丝库存



资料来源: wind, 优财研究院

五、 操作建议

基本面看: 供应端, 低加工费进一步刺激厂商或启动或延长检修计划; 需求端, 终端织机开工再次下滑背景下, 聚酯大厂终宣布减产, PTA 直接需求面临冲击; 成本端, 俄乌谈判再传利好消息, 原油或将迎来转折点; 加工费, PTA 直接需求面临下降, 加工费恐将再次承压; 技术面看, 原油波段趋势看空; 操作上, 中线做空, 前高止损。

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/>