



2022年7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

## 衰退与加息的纠缠 市场望迎来反弹

### 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，衰退正在从预期慢慢走进现实，需求端压力持续累积。金融属性方面，美国6月CPI数据公布后，市场反映较为冷静，未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，加息预期回摆有望带动原油迎来中期反弹。

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，且当前亚洲PX供应偏紧，PXN向下空间有限。

从供需方面看，产业链负反馈持续发酵，终端库存高企，需求提振乏力，PTA、聚酯和织机开工料将维持低位，供需双弱格局难改，PTA盘面加工费或维持在成本线附近波动。

整体来看，作为波动根源的原油在经济压力逐步加大的背景下，长期继续向下寻找新的支撑的可能性较大，但中期或受金融属性摆动影响企稳反弹；供需层面，双弱格局难改，PTA加工费或维持在成本线附近波动。展望后市，WTI加权或有反弹至105美元/桶附近，在价差中性判断下，PTA2209合约或进一步反弹至（6500,6700）区间。

### 操作建议

中长线空单减仓持有。

### 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，用一句话来形容本月聚酯系的走势莫过于“探底回升”，PTA -608/-9.39% 报收 5866 元/吨，EG-139/-3.05%，报收 4414 元/吨；PF-564/-7.07%，报收 7414 元/吨。上半个月持续大幅下挫，下半月探底回升。

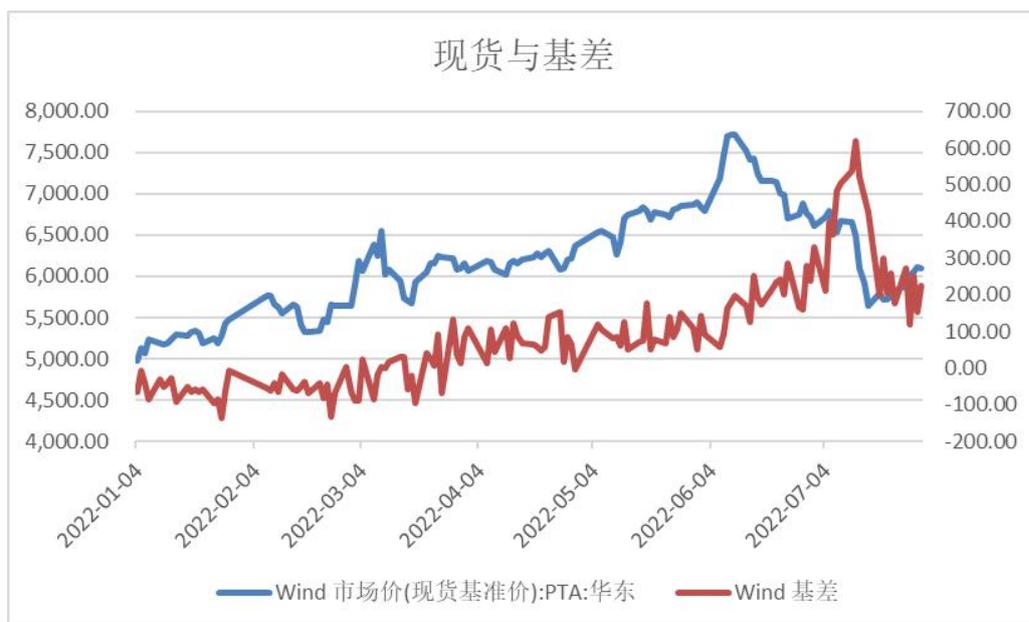
现货方面，华东现货基准价跟随期货，基础呈现“倒V型”，月均基差 333.71 元/吨。上半月在成本坍塌以及聚酯减产预期背景下，主流产商主动控货支撑现货加工费，基差一度冲击 700 元的高位；下半月聚酯减产落地、PTA 跟随减产，产业链利润再平衡，主动挺价难以为继，基差大幅回落。

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

本月 WTI 加权-4.11/-4.22%，报收 93.39 美元/桶，行情在上半月下挫后下半月筑底企稳。本月市场行情由拜登中东行、欧美经济衰退预期以及金融属性摆动三方因素综合主导。

**拜登中东行：**在经历前期多次吹风铺垫后，拜登中东行如期上演，7月15日拜登出访沙特，7月16日出席海合会领导人峰会，但会后并未公布有关石油产量政策的公告，官方表态将留到8月3日的欧佩克会议进一步具体决定。**据既有消息看，拜登的中东行未能在供应端带给市场明确的指引，OPEC的增产悬念继续向后推迟。**

**欧美经济衰退预期：**影响原油的另一条核心主线在于欧美当前的包括 PMI、GDP、零售销售月率等多项重要经济数据不及预期，具体落地到原油层面在于成品油需求的旺季不旺以及成品油库存的小幅累库，市场对于源于需求的担忧大幅升温，这也是本月原油大幅下挫的核心原油。但需要指出的是，原油需求主要集中在出行服务上，出行服务相对偏刚性，原油需求的放缓相对于其他工业品具有一定的滞后性。**目前成品油库存尚未出现确定性大幅累库，经济衰退对于原油需求的影响尚需时间传导。**

**金融属性摆动：**本月欧美先后选择加息，欧央行超市场预期加息 50BP，美联储加息 75BP 符合市场预期。欧美当前均处于加息周期中，但具体的加息响度相当程度上已经 price-in。尤其值得注意的是，月中美国 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。**当前市场普遍认为 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，这也是后半月原油阶段性企稳的核心原因。**

整体来看，供应端 OPEC 是否会增产依旧充满悬念，拜登的中东之行未能给市场带来较为明确的指引；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，但出行服务消费仍较为强劲，经济衰退传导至成品油需求层面尚需时间发酵。后续观察成品油库存及炼厂开工率等核心数据变动。

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，本月石脑油裂解价差低位震荡，距离（100, 200）美元/吨的均值区间尚有一段距离。市场传言国外烯烃产品大幅降价转销国内，近期烯烃走势弱于芳烃。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，缺乏向上修复驱动，后市关注下游需求回暖以及原油下挫的让利。

PX 方面，本月韩国 FOB 价格下跌 77 美元/吨至 1126 美元/吨，PX 加工费在（250, 350）美元/吨区间内徘徊。亚美价差大幅缩窄，由最高 496 美元/吨缩窄至 181 美元/吨，亚美套利窗口濒临关闭。亚洲甲苯调油优势虽有所缩窄但依旧存在，压制了亚洲 PX 的开工，国内 PX 开工下降 6.33%至 78.99%。整体来看，亚洲 PX 供应偏紧支撑 PXN 维持高位。

图表 4：石脑油裂解价差



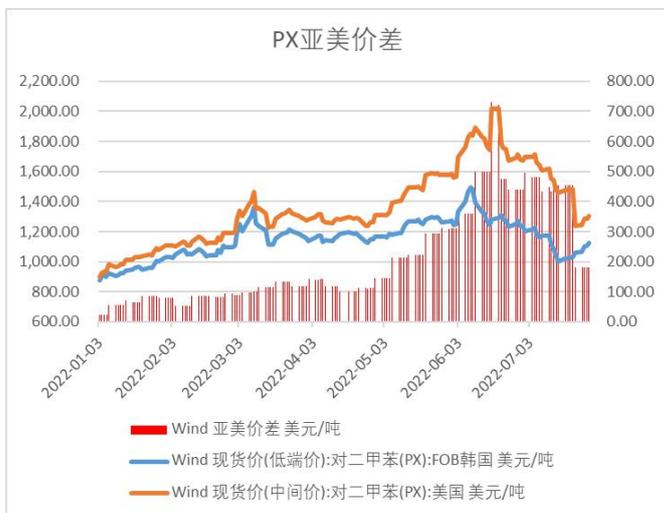
资料来源：Wind，优财研究院

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

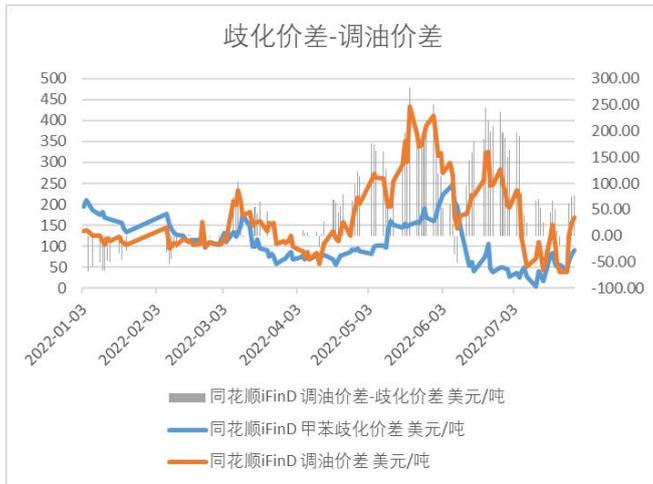
图表 7：PX 加工费



资料来源：Wind，优财研究院

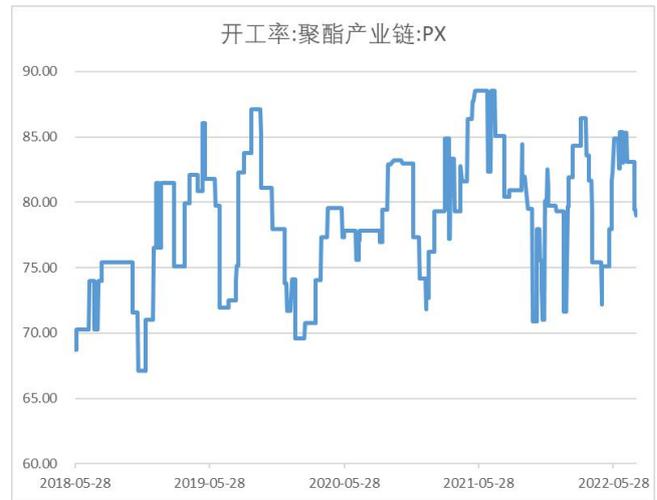


图表 8：调油-歧化经济性对比



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

本月 PTA 开工率大幅下降 6.61% 至 69.29%，库存方面，本去库 5.5 万吨，库存水平继续维持低位。下游聚酯减产已落地，当前 PTA 社会库存较低，但终端需求提振乏力，聚酯库存高企，在聚酯库存得到明显去化前，PTA 开工或跟随聚酯维持低位。

图 10：本月 PTA 装置动态

2022.07.10	装置	产能 (万吨)	动态
	逸盛宁波	220	7月4-5日重启
	洛阳石化	32.5	计划7月重启
	逸盛海南	200	负荷9成
	福海创	450	负荷8成
2022.07.17	川能化学	100	6月28日检修，7月10日出料
	福海创	450	计划7月11日晚间停车
	逸盛宁波	420	7月13日降负荷至8成，恢复时间待定
	逸盛新材料	660	7月13日降负荷至9成，恢复时间待定
	洛阳石化	32.5	5月底停车，计划7月上旬重启
2022.07.24	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
2022.07.24	逸盛宁波	200	停车、重启时间待定
	逸盛宁波	220	正常运行
	逸盛新材料	660	正常运行
	福建百宏	450	7月27日降负荷至8成，预估一周后恢复
	逸盛大连	225	负荷6成，恢复时间待定

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

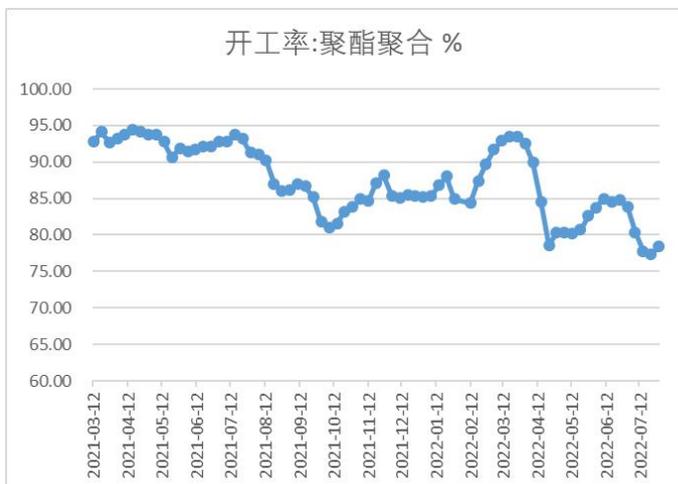
### 4.1 聚酯织机开工

本月聚酯负荷下降 5.4%至 78.5%，江浙织机开工下降 0.79 至 47.16%。本月产业负反馈持续发酵，聚酯和 PTA 先手大幅减产，在终端库存高企，内外消费均乏力的背景下，短期聚酯和织机开工料将维持低位。

### 4.2 聚酯库存

本月聚酯库存继续维持高位，小幅累库。其中，FDY 库存 33 天，环比增加 0.5 天；DTY 库存 41 天，环比增加 2.7 天；POY 库存 33.3 天，环比增加 0.4 天；涤纶短纤方面，库存 2.61 天，环比增加 1.11 天。

图表 13: 聚酯开工率



图表 14: 江浙织机开工率



资料来源: Ifind, 优财研究院

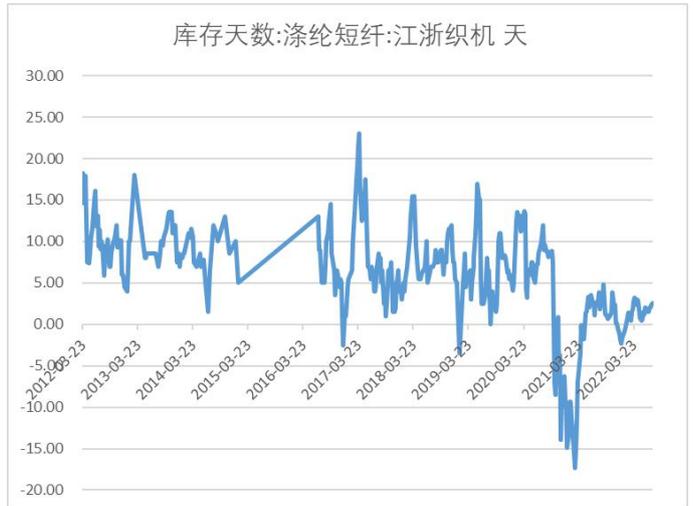
图表 15: 涤纶长丝库存



资料来源: Wind, 优财研究院

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

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, 基差大幅下降, 本月盘面加工费偏低于成本线窄幅震荡。聚酯方面, 库存维持高位, 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。

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

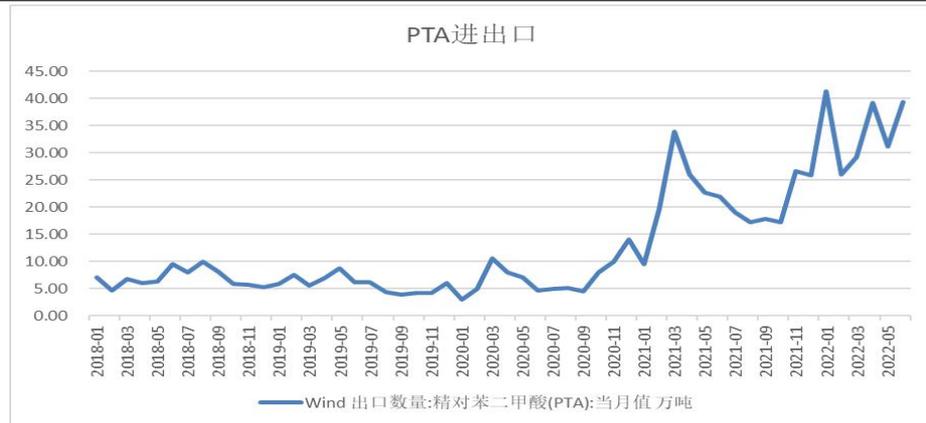


资料来源: Wind, 优财研究院

## 六、 进出口

本月我国 PTA 出口 39.27 万吨，环比上月增加 8.14 万吨，出口规模继续扩大。

图 19: PTA 出口



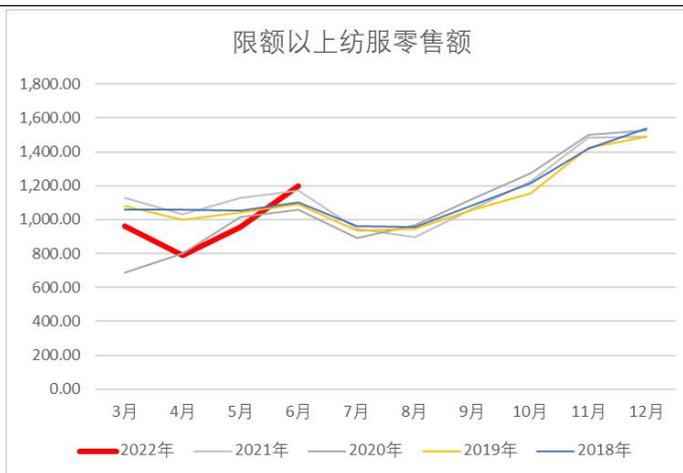
资料来源: wind, 优财研究院

## 七、 终端需求

### 1. 内需

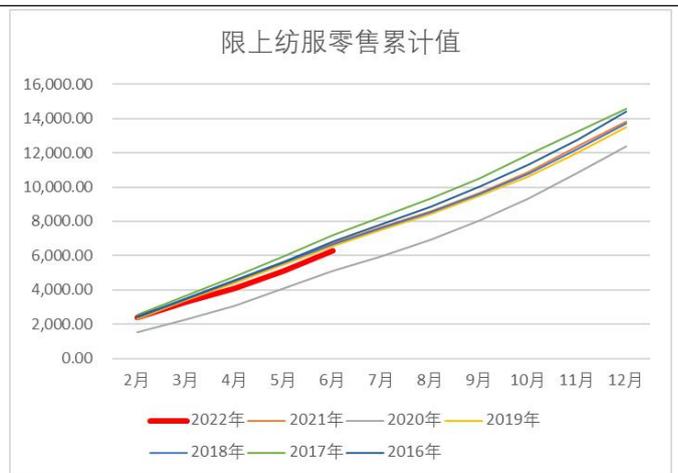
6月服装鞋帽、针织品类零售额为1197.7亿元，同比增加1.2%；1-6月累计6281.7亿元，同比下降6.8%。6月上海解封后，内需消费当月同比持续修复，累计同比降幅缩窄。

图 20: 限上纺服零售额



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 限上纺服零售累计值

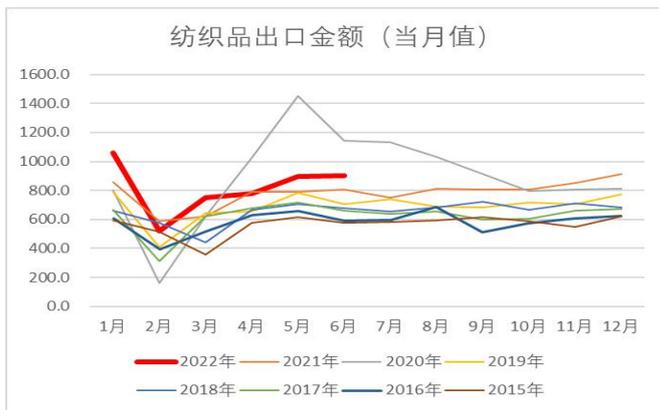


资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 出口

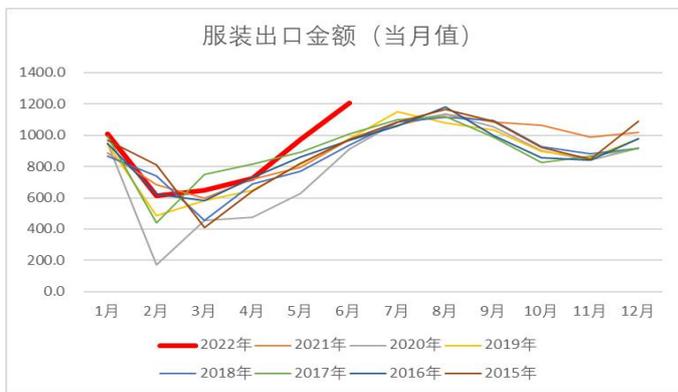
6月我国纺织品出口金额900.1亿元，同比增加11.7%，1-6月累计出口4905亿元，同比增加10.3%。6月我国服装及衣着附件出口金额1204.6亿元，同比增加23.6%，1-6月累计出口5166.5亿元，同比增加11.2%。从金额上来看，在欧美等市场强劲需求的支撑下，我国纺服出口同比增长积极，但考虑到今年原材料价格大涨通胀水平较高，经通胀调整后的出口数据略有上涨，这一点也与今年以来下游开工和生产经营状况的体表感受相匹配。

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)



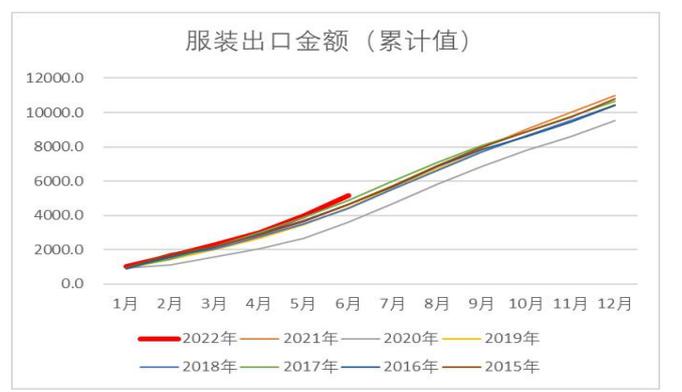
资料来源: Wind, 优财研究院

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)

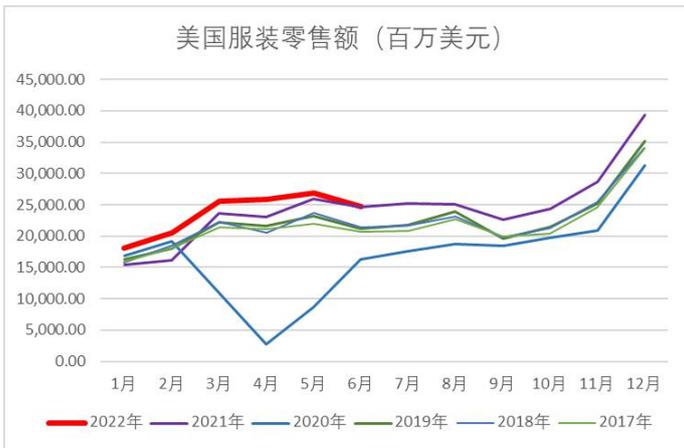


资料来源: Wind, 优财研究院

## 3. 欧美需求

美国方面，6月服装零售额246.64亿美元，同比下降2.2%，美国7月密歇根大学消费者信心指数录得51.5，纺服零售销售降温明显。美国5月服装及服装面料批发商库存为368.82亿美元，续刷历史新高。5月服装零售库存为563.72亿美元。零批库存大幅累计，消费者信心指数低位，库存消费比上升，消费降温明显。

图 26: 美国服装零售额



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 美国密歇根消费者信心指数



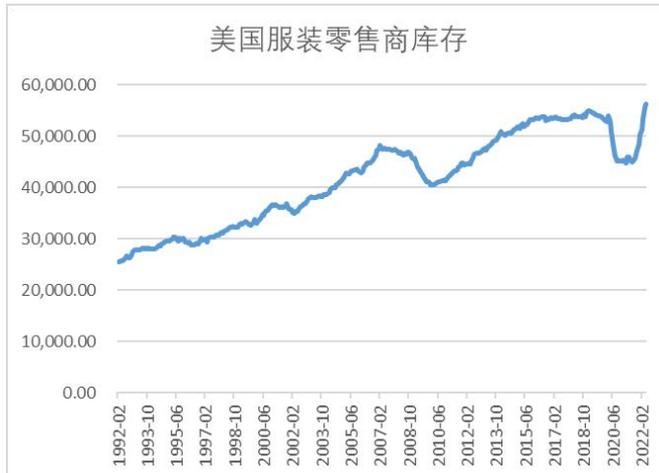
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美国服装批发商库存



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

欧洲方面, 5月欧洲零售销售指数录得113.9, 环比上涨0.18%; 4月服装零售销售指数83, 环比大幅下降0.48%, 继续维持低位。

图 30: 欧洲零售销售指数

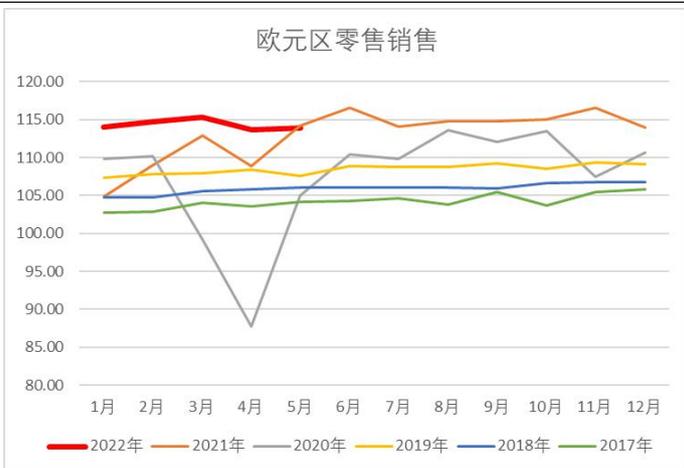
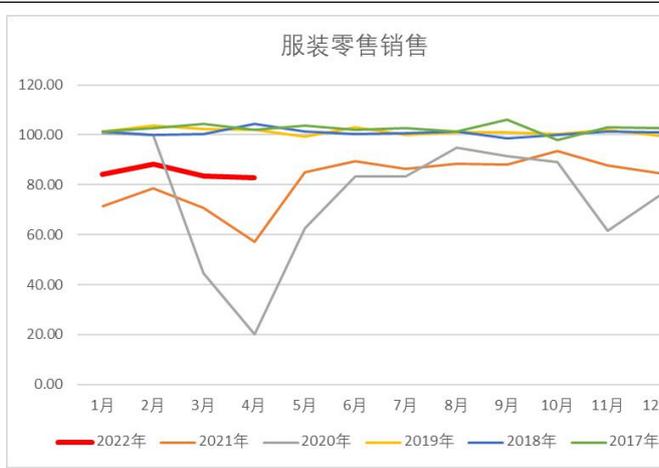


图 31: 限上纺服零售累计值





资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## 八、仓单与价差

仓单方面, 临近交割月仓单数量环比上月下降 9740 张至 27381 张; 持仓方面, 大幅增加 380024 手至 2848038 手, 在波动率上升下投机参与度升高。

价差方面, 9-1 月 1-5 价差均呈 V 型反转的先反套后正套逻辑, 受成本端原油 SUPER BACK 结构以及 PX 短期供应短缺影响, 近月升水依旧维持在统计区间上沿。在原油和 PX 逻辑发生根本转变前, 近月升水恐难回落。

图 32: PTA 仓单数量



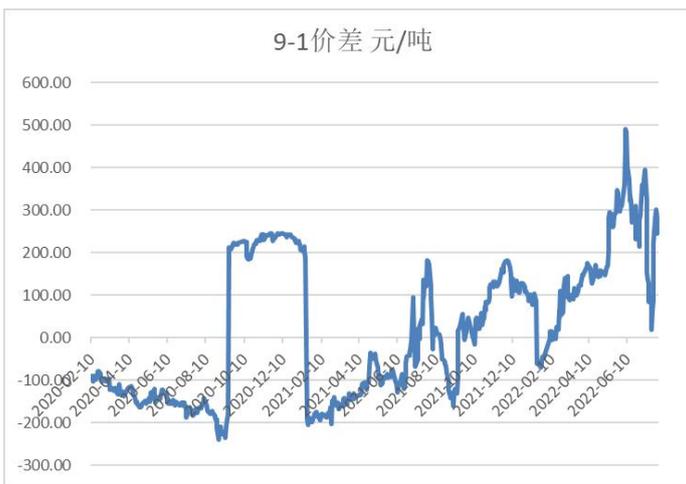
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: PTA 指数持仓量



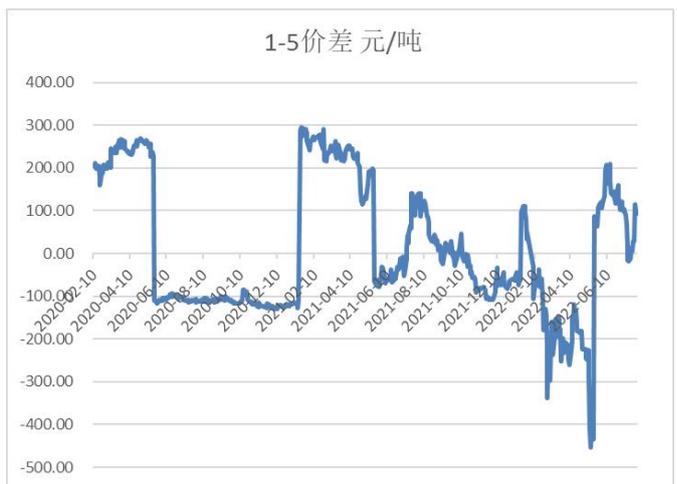
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 9-1 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 1-5 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，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，衰退正在从预期慢慢走进现实，需求端压力持续累积。金融属性方面，美国6月CPI数据公布后，市场反映较为冷静，未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，加息预期回摆有望带动原油迎来中期反弹。

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，且当前亚洲PX供应偏紧，PXN向下空间有限。

从供需方面看，产业链负反馈持续发酵，终端库存高企，需求提振乏力，PTA、聚酯和织机开工料将维持低位，供需双弱格局难改，PTA盘面加工费或维持在成本线附近波动。

整体来看，作为波动根源的原油在经济压力逐步加大的背景下，长期继续向下寻找新的支撑的可能性较大，但中期或受金融属性摆动影响企稳反弹；供需层面，双弱格局难改，PTA加工费或维持在成本线附近波动。展望后市，WTI加权或有反弹至105美元/桶附近，在价差中性判断下，PTA2209合约或进一步反弹至(6500, 6700)区间。

操作上，建议中长线空单减仓持有。

### 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

## 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/>