



2022年9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



成本缺乏一致预期，产业定价权重上升

内容提要

从原油方面看，供应端，在多方政治博弈下伊核谈判“临门一脚”始终无法突破，以沙特为代表的 OPEC 挺价表态能否最终兑现充满不确定性，供应端短期难以形成合力，推动行情发展。需求端，欧美经济衰退正在慢慢从预期走向现实，尤其是欧洲在能源危机难解背景下，衰退压力剧增。金融属性方面，通胀顶点已现，就业市场似乎已有所降温，加息预期最高的点或已过去。上有顶，下有底，原油或维持宽幅震荡。

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向上修复的动力；调油经济性转弱后，关注亚洲 PX 开工能否有效回升，进而改善当前 PX 紧缺的局面。

从供需方面看，一方面，PX 紧缺，PTA 开工持续收缩，库存进一步下滑；另一方面，市场对于金九银十的预期逐步升温，终端开机回升，聚酯库存小幅去化，但聚酯工厂当前以去库存为主，开工未见提升，尚未传递到 PTA 需求端。当前现货加工费已飙升至 900 元/吨，若 PX 紧缺能有效缓解，PTA 加工费将面临较大下行压力。

整体来看，当前成本端原油处于多方博弈的焦点，缺乏一致预期，难以形成合力，或维持宽幅震荡。供需层面，受 PX 紧缺影响，PX 和 PTA 加工费均攀升至绝对高位，亚洲调油经济性已逆转，关注亚洲 PX 开工能否有效回升，缓解当前紧缺局面。若能兑现，PTA 和 PX 加工费均有望回落至中性水平。在成本端缺乏一致预期背景下，产业定价权重上升。

操作建议

暂离场观望。

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，本月聚酯系横盘震荡为主，PTA 报收 5562 元/吨，-304/-5.18%；EG 报收 4064 元/吨，-436/-9.69%；PF 报收 7468 元/吨，+54/+0.73%。

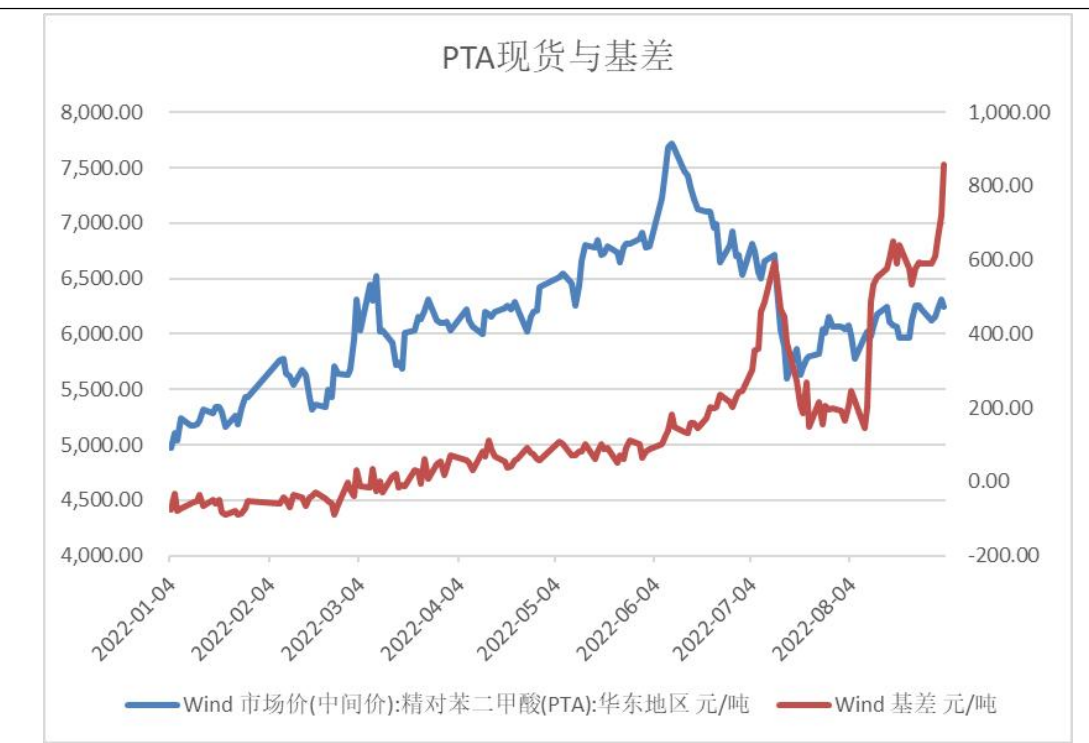
现货方面，华东现货基准价跟随期货，月中主力合约换月后继续升高，主力合约月均基差 466.78 元/吨。上半月基差在经历大幅波动后有所企稳，下半月因开工负荷的降低，现货供应持续偏紧，基差再度走高，目前 2301 合约基差已逼近 900 元/吨。

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 88.85 美元/桶，-9.45/-9.61%，整体震荡偏弱运行。本月市场行情由伊核谈判、OPEC 放话减产挺价、欧美经济衰退预期以及金融属性摆动等方因素综合主导。

图 3：WIT 原油价格



资料来源：文华财经，优财研究院

伊核谈判与 OPEC 放话挺价：本月原油供应端主要由伊核谈判进程及以沙特为代表的 OPEC 放话挺价所主导。在经历漫长的协商谈判后，月中伊核谈判传出积极消息，伊朗放弃了部分此前坚持的条件，转为其他形式的保障要求。市场一度预期协议将很快达成，但随后进展不及预期，美国拒绝了伊朗提出的全部额外附属条件，当前谈判再度陷入僵持。谈判间隙，沙特一方面表态称当前油价与基本面脱轨，同时放话称若伊朗原油重回市场将减产挺价，OPEC 其他部分成员国跟随表态支持。总的来看，**原油当前处于各大经济体政治博弈的交汇点，牵扯到的利益错综复杂，对供应端带来巨大干扰，短期难以形成合力。**

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的持续下滑，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因。

金融属性摆动：本月处于欧美议息会议间隙的数据观察期，市场情绪跟随数据以及官员表态大幅波动，尤其是鲍威尔在 JH 会议上的鹰派发言后，市场持续下挫。当前市场普遍认为美国 CPI 高点顶点已现，关键是通胀在高位的持续时间，这一点仰赖于美国就业市场能否以及何时有效降温。最新的美国 8 月失业率超出市场预期，从历史低位回升，显示劳动力市场的供需失衡开始有所缓解。这一关键数据或会对 9 月美联储的加息决策产生重要影响。

整体来看，供应端伊核谈判和 OPEC 行动均充满不确定性；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。原油在上有经济衰退压制，下有供应端扰动挺价的格局下，料将继续维持当前的偏弱震荡运行。

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。下游化工品需求疲弱难改，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。

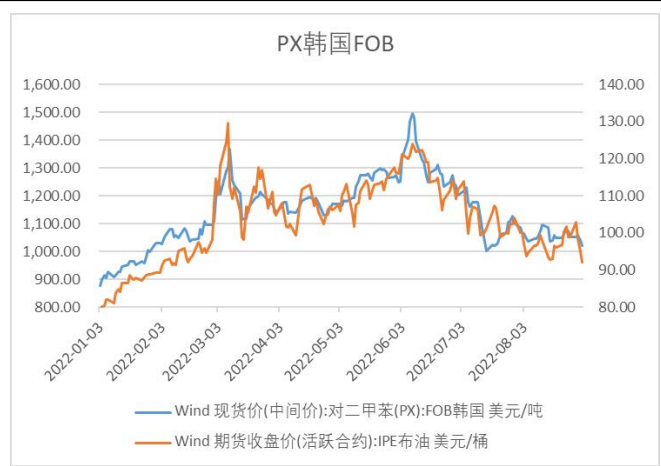
PX 方面，本月韩国 FOB 价格下跌 65 美元/吨至 1038 美元/吨，PX 加工费在（350, 400）美元/吨区间。亚美价差大幅缩窄，亚美套利窗口濒临关闭。亚洲甲苯调油优势继续缩窄，临近关闭。国内 PX 开工下降 0.77% 至 78.22%。整体来看，亚洲 PX 供应偏紧支撑 PXN 维持高位。

图表 4：石脑油裂解价差



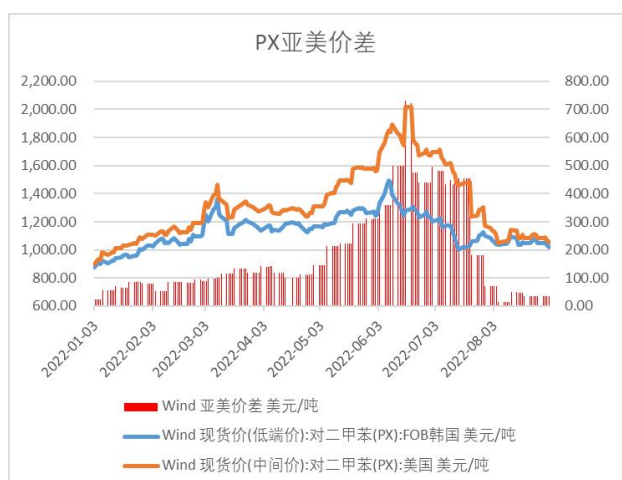
资料来源：Wind，优财研究院

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



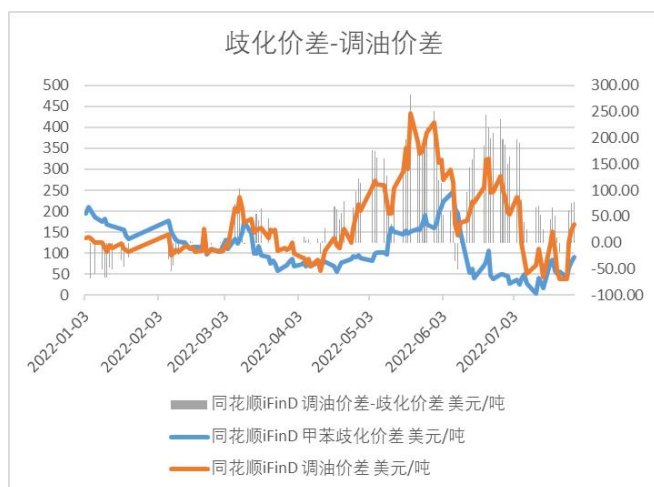
资料来源：Wind，优财研究院

图表 7：PX 加工费



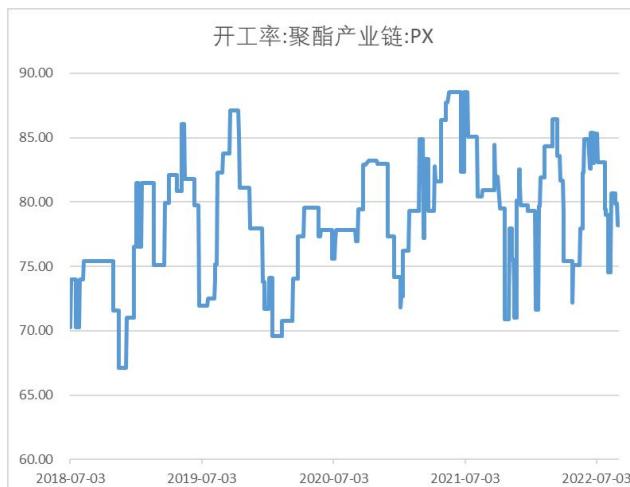
资料来源：Wind，优财研究院

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 开工率小幅下降 0.77% 至 78.22%，库存方面，本月大幅去库 38.4 万吨，库存水平进一步下降至低位。当前市场对于金九银十的传统旺季存有预期，终端有所回暖，聚酯库存小幅去化，在此背景下，PTA 低开工+低库存，需警惕近月逼仓的可能性。

图 10: 本月 PTA 装置动态

2022.08.07	亚东石化	70	降负荷至8成
	恒力石化	220	8月1日按计划检修
	恒力石化	250	正常运行
	珠海BP	125	重启时间待定
	福建百宏	250	预计8月3日恢复
	嘉兴石化	150	8月2日停车, 重启时间待定
	福建百宏	250	8成负荷, 预计8月4日恢复
	福建百宏	250	负荷提升中
2022.08.14	福建百宏	250	正常运行
	珠海BP	125	重启后正常
	福海创	450	7月11日晚间停车, 计划8月15日重启
	逸盛新材料	660	负荷9成
2022.08.21	福海创	450	8月16日出料, 8月17日出合格品
	川能化学	100	8月16日晚间停车
	福海创	450	负荷8成
2022.08.28	川能化学	100	8月16日晚间停车, 重启时间待定
	嘉兴石化	150	8月27日左右重启
	逸盛大连	375	负荷6成
	逸盛宁波	220	负荷降至8成
	逸盛海南	200	负荷降至8成
	福海创	450	负荷降至5成

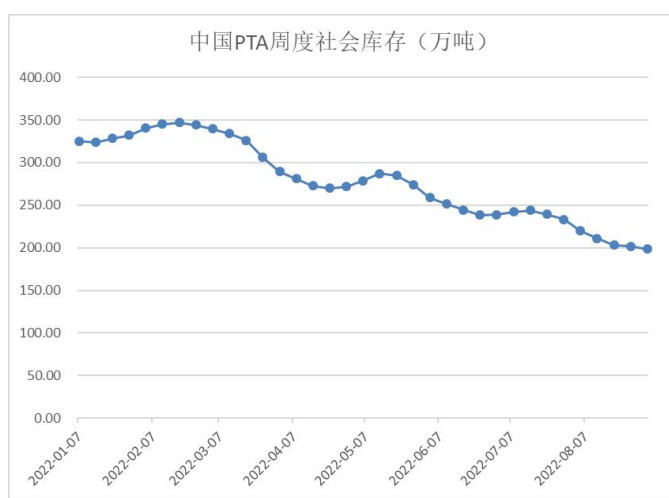
资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

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

本月聚酯负回升 3.1%至 81.6%，江浙织机开工下降 1.38 至 45.78%。当前下游聚酯和织机已逐步转向对于传统金九银十旺季的预期上，终端开工有所回升。

4.2 聚酯库存

本月聚酯库存继续维持高位，但终于迎来去库。其中，FDY 库存 29.7 天，环比下降 3.3 天；DTY 库存 34.8 天，环比下降 6.2 天；POY 库存 28.5 天，环比下降 4.8 天；涤纶短纤方面，库存 5.35 天，环比增加 2.74 天，继续维持低位。

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

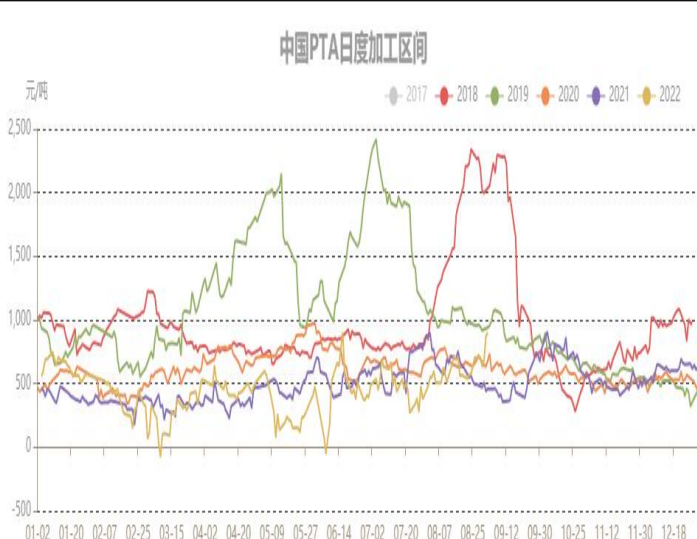


资料来源: Wind, 优财研究院

五、 现金流

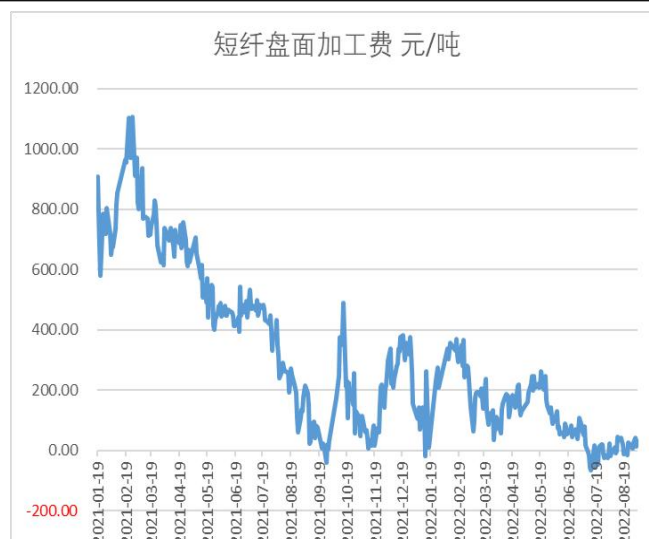
本月 PTA 受上游 PX 紧缺影响, 开工下滑, 在库存低位背景下, 现货供应持续紧张, 加工费一度上冲至近 900 元/吨的阶段高位。聚酯方面, 市场对于金九银十的旺季订单预期升温, 但目前聚酯企业主要还是以去库存为主, 开工暂未见提升, 加工费持稳在成本线附近。关注后市旺季兑现情况。

图表 17: PTA 现货加工费



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 涤纶短纤盘面利润

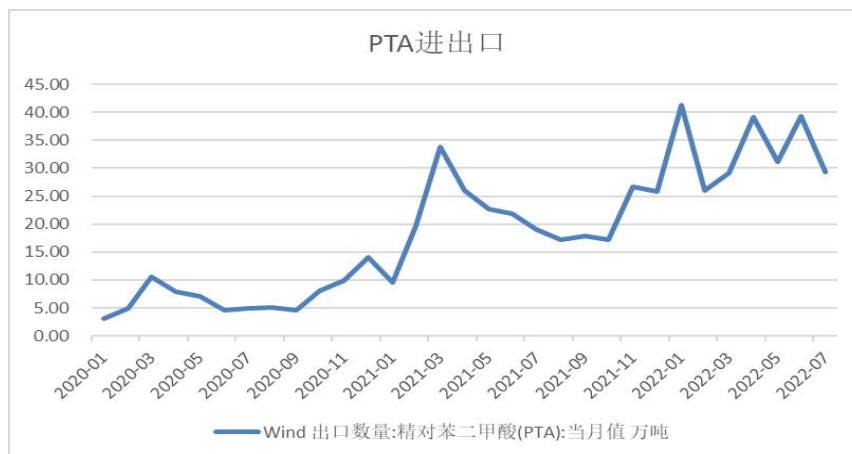


资料来源: Wind, 优财研究院

六、 进出口

本月我国 PTA 出 29.27 万吨，环比上月下降 10 万吨。受制于国内 PTA 供需偏紧，出口规模有所下滑。

图 19: PTA 出口



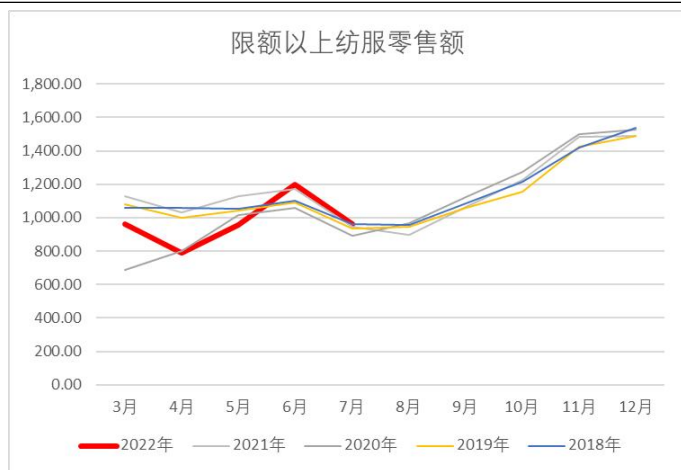
资料来源: wind, 优财研究院

七、 终端需求

1. 内需

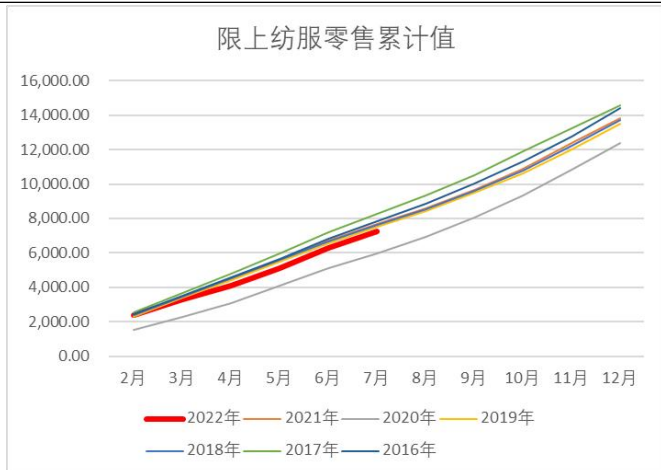
7 月服装鞋帽、针织品类零售额为 964.3 亿元，同比增加 0.8%；1-6 月累计 7238.7 亿元，同比下降 4.7%。国内疫情散发依旧较为严重，制约了消费的报复性反弹。

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

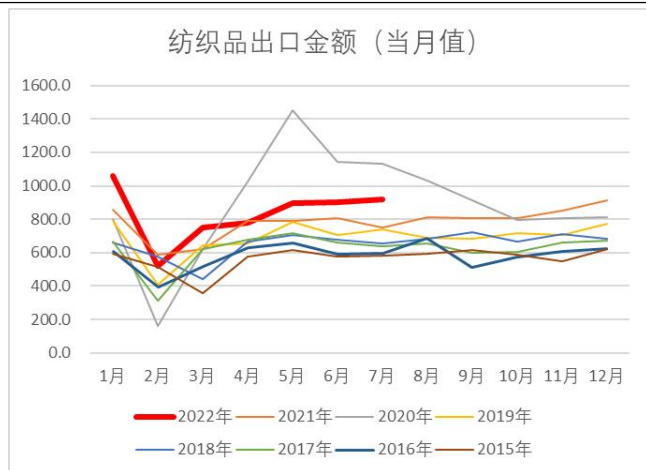


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 出口

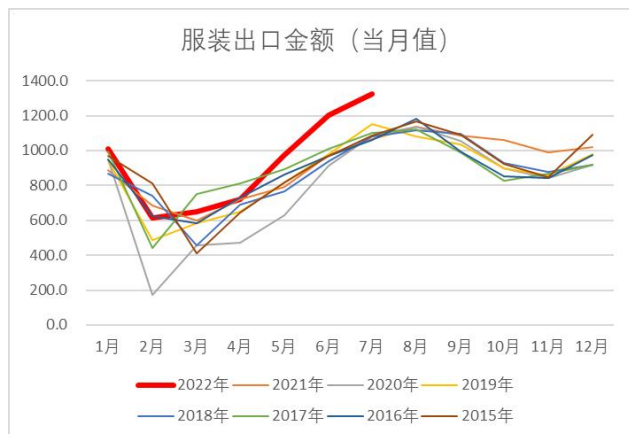
7月我国纺织品出口金额916.4亿元，同比增加22.1%，1-7月累计出口5814.5亿元，同比增加11.9%。7月我国服装及衣着附件出口金额1324.8亿元，同比增加24.7%，1-7月累计出口6475.4亿元，同比增加13.5%。从金额上来看，在欧美等市场强劲需求的支撑下，我国纺服出口同比增长积极，但考虑到今年原材料价格大涨通胀水平较高，经通胀调整后的出口数据略有上涨，这一点也与今年以来下游开工和生产经营状况的体表感受相匹配。展望后市，在欧美经济持续下行下，出口订单将面临较大下行压力。

图 22: 纺织品出口金额（当月值）



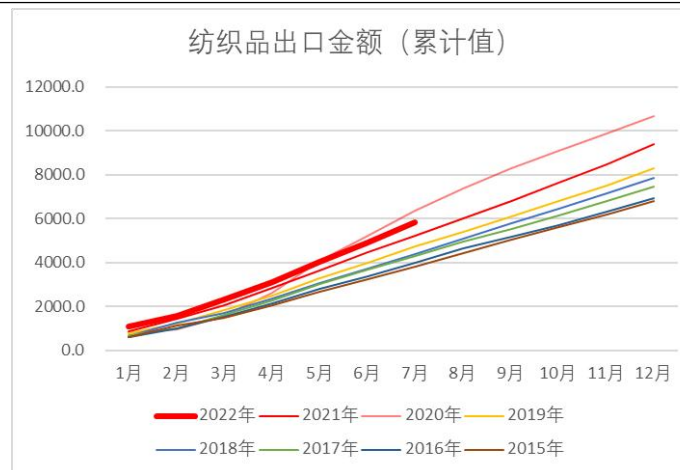
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 服装出口金额（当月值）



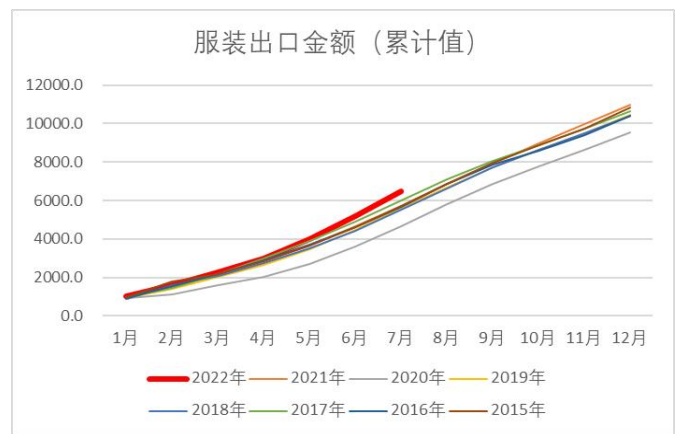
资料来源: Wind, 优财研究院

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）



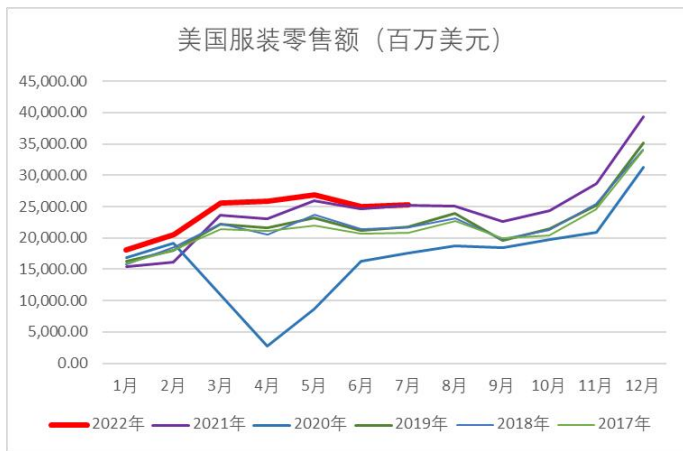
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 欧美需求

美国方面，7月服装零售额282.5亿美元，同比上涨0.9%，美国8月密歇根大学消费者信心指数录得58.2，消费者信心有所回升，但仍处较低位置。美国6月服装及服装面料批发商库存为385.49亿美元，续刷历史新高。5月服装零售库存为577.55亿美元。零批库存继续大幅累积。

欧洲方面，6月欧洲零售销售指数录得112.9，环比下降1.22%；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 26: 美国服装零售额



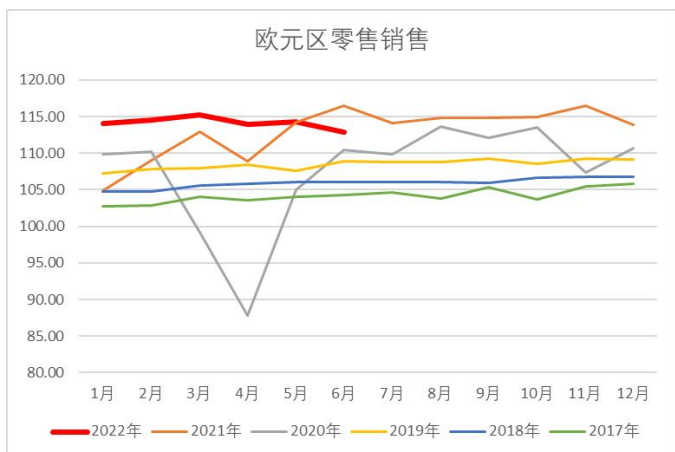
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美国服装批发商库存



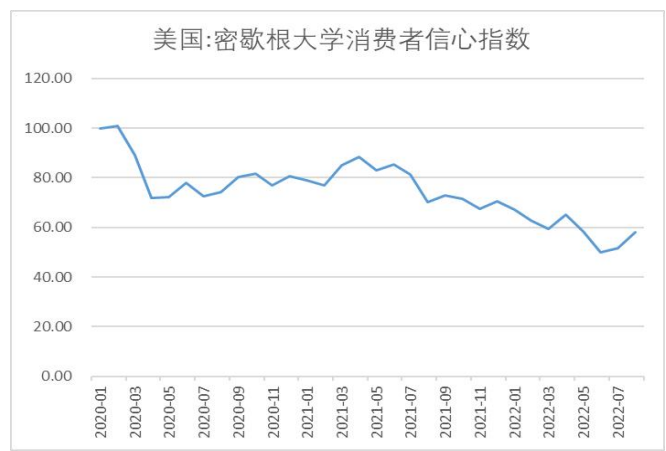
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 欧洲零售销售指数



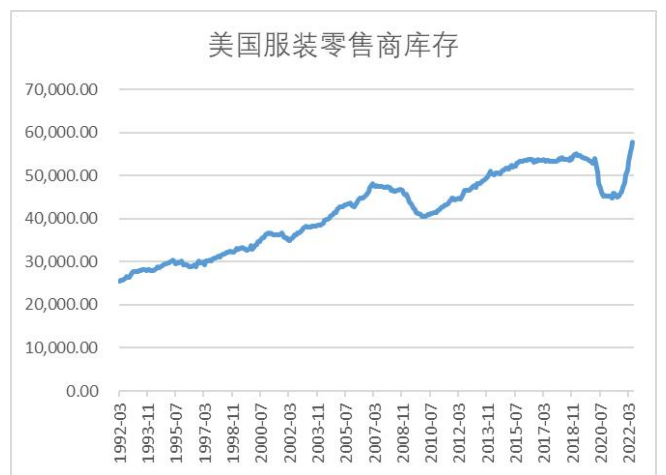
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 美国密歇根消费者信心指数



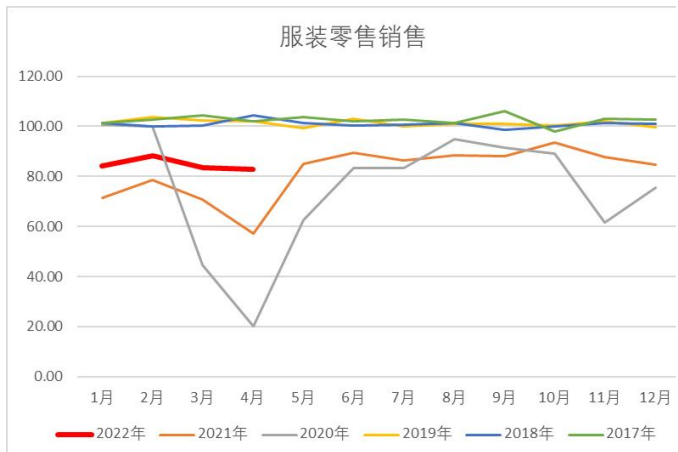
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 美国服装零售商库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 欧元区 19 国纺织服装零售指数



资料来源: Wind, 优财研究院

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, 仓单数量环比上月下降 14438 张至 12943 张; 持仓方面, 大幅增加 114124 手至 2962162 手, 在波动率上升下投机参与度升高。

价差方面, 9-1 和 1-5 价差受近端供应偏紧影响, 持续走出正套行情。短期 PX 近端供应矛盾难解, 月间价差居高难下。

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



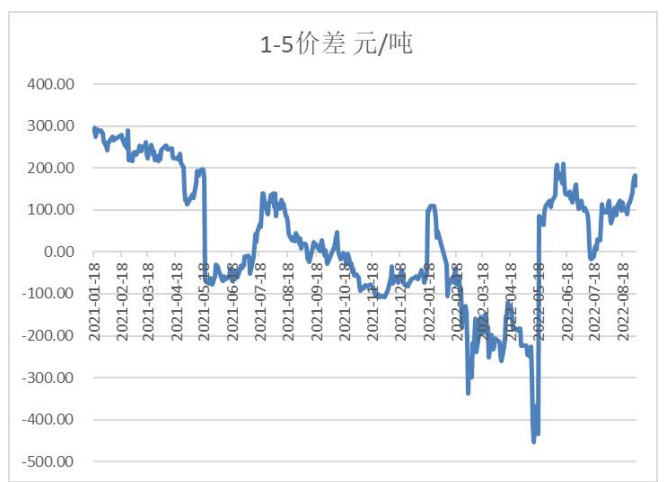
资料来源: Wind, 优财研究院

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，在多方政治博弈下伊核谈判“临门一脚”始终无法突破，以沙特为代表的 OPEC 挺价表态能否最终兑现充满不确定性，供应端短期难以形成合力，推动行情发展。需求端，欧美经济衰退正在慢慢从预期走向现实，尤其是欧洲在能源危机难解背景下，衰退压力剧增。金融属性方面，通胀顶点已现，就业市场似乎已有所降温，加息预期最高的点或已过去。上有顶，下有低，原油或维持偏弱震荡。

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向上修复的动力；调油经济性转弱后，关注亚洲 PX 开工能否有效回升，进而改善当前 PX 紧缺的局面。

从供需方面看，一方面，PX 紧缺，PTA 开工持续收缩，库存进一步下滑；另一方面，市场对于金九银十的预期逐步升温，终端开机回升，聚酯库存小幅去化，但聚酯工厂当前以去库存为主，开工未见提升，尚未传递到 PTA 需求端。当前现货加工费已飙升至 900 元/吨，若 PX 紧缺能有效缓解，PTA 加工费将面临较大下行压力。

整体来看，当前成本端原油处于多方博弈的焦点，缺乏一致预期，难以形成合力，或维持宽幅震荡。供需层面，受 PX 紧缺影响，PX 和 PTA 加工费均攀升至绝对高位，亚洲调油经济性已逆转，关注亚洲 PX 开工能否有效回升，缓解当前紧缺局面。若能兑现，PTA 和 PX 加工费均有望回落至中性水平。在成本端缺乏一致预期背景下，产业定价权重上升。

操作上，建议暂离场观望。

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/>