

2022年10月30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



原油回归震荡，产业利润再平衡

内容提要

从原油方面看，供应端，在沙特与美国政府政治博弈下，OPEC+减产决议实际兑现情况仍存不确定性；需求端，衰退正慢慢走向现实，需求压力与日俱增；金融属性方面，市场对于12月后美联储放缓加息的预期升高，金融压力有所减轻；综合来看，原油后市或在上有顶、下游底的格局下，在曲折中重心缓慢下移。

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；随着国内PX装置投产，PX紧缺状况大幅缓解，PXN或仍有下行空间。

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，后市PTA直接需求或面临较大压力，PTA加工费或继续下探。

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，或维持偏弱震荡，但需谨防欧美硬着陆带来的需求崩塌；供需层面，上月的PX和PTA供应短缺大幅缓解，后市或再次回归供需双弱格局，产业利润将向成本线靠拢。

操作上，建议逢高做空。

操作建议

逢高做空。

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，本月聚酯系高开低走震荡下挫，PTA 报收 4996 元/吨，-390/-7.24%；EG 报收 3805 元/吨，-505/-11.72%；PF 报收 6544 元/吨，-394/-5.68%。

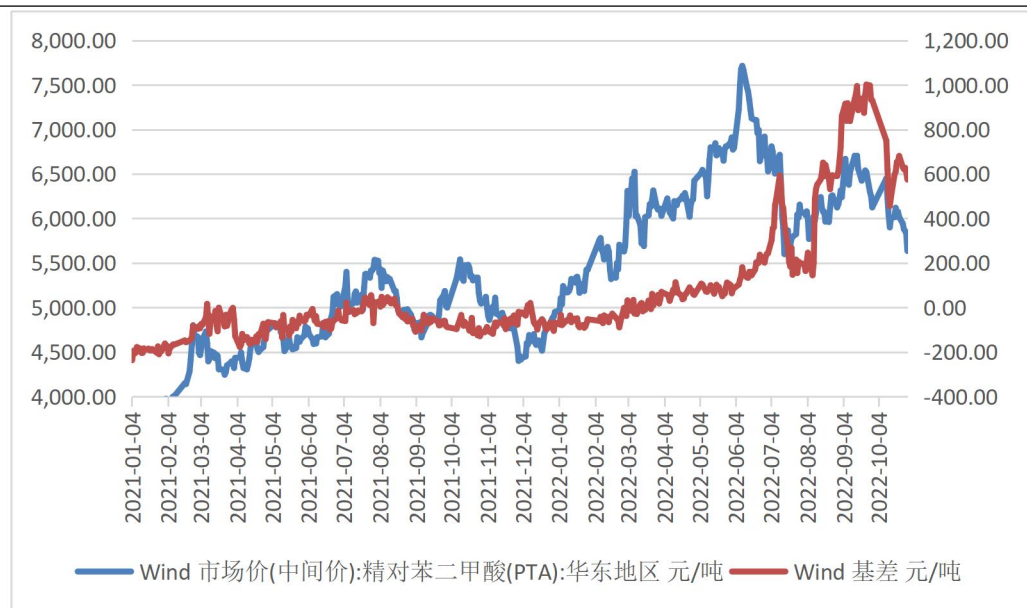
现货方面，华东现货基准价跟随期货，月均基差 606.4 元/吨。本月基差基本呈现单边回落态势，略有反弹。主要原因是本月 PTA 开工率有所回升，供应紧张状态有所缓解。

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 88.38 美元/桶，+8.64/+10.84%，低位反弹。本月市场行情由 OPEC 放话减产、全球经济衰退预期以及金融属性摆动三方因素主导。

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。减产决议公布后，沙特与拜登政府展开了激烈的外交交锋，白宫一度宣称将该减产决议视为“敌对行为”，后续双方的政治博弈将决定减产决议的实际兑现情况，不确定性依旧存在。

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：本月下旬美联储喉舌记者放话称美联储或在 12 月的议息会议上释放放缓加息的暗示，市场对于美联储放缓加息的预期有所升温，美国十年期国债利率自 4.3% 的高位回落，美股亦有所反弹。对于原油来说，金融层面的压力亦有所减轻。

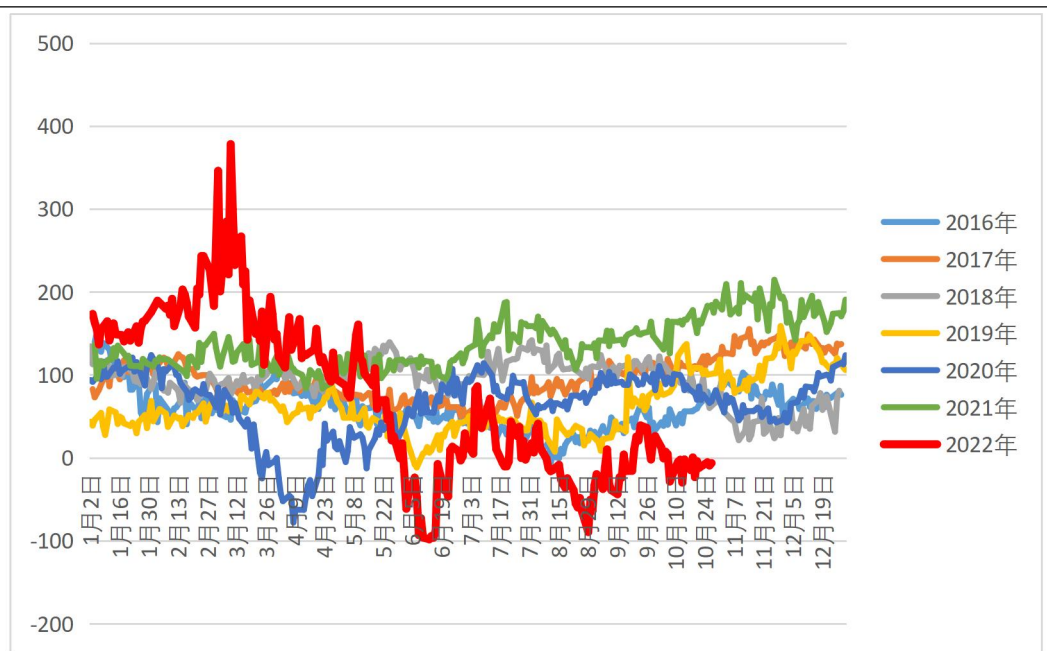
整体来看，供应端 OPEC 与美国民主党政府间的政治博弈依旧存在较大的不确定性，但需求端，随着欧美各项经济数据的大幅度转弱，衰退正在从预期走向现实；金融属性方面，加息压力最大的时刻大概率已经过去了，随着美国就业市场的降温，以及高基数效应，美国 CPI 或会迎来一波下行，原油金融层面的压力有望缓解。综合来看，原油在上经济衰退压制，下有供应端扰动挺价的格局下，料将继续维持当前的偏弱震荡运行。

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，下游烯烃及芳烃需求疲弱难改，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，需仰赖原油的下挫让利。

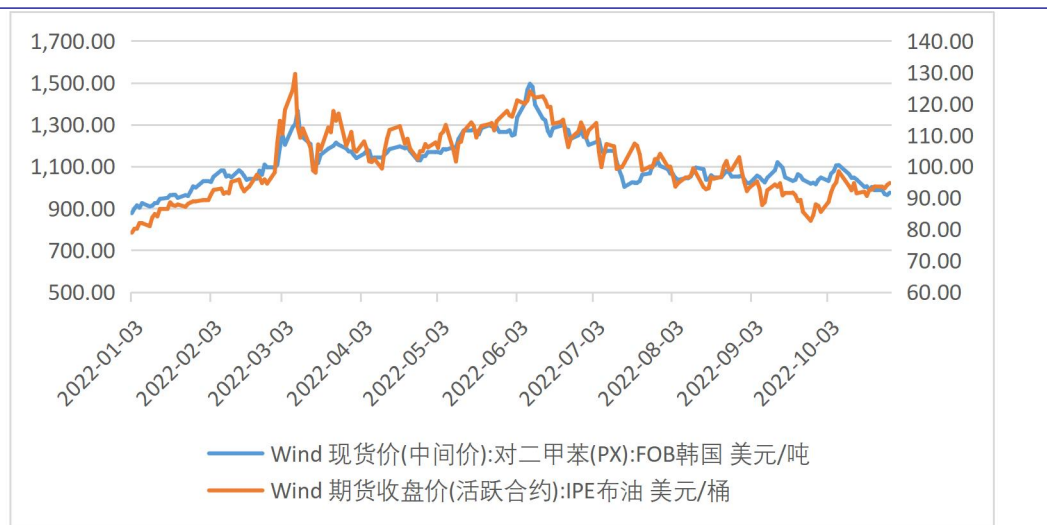
PX 方面，本月韩国 FOB 价格下跌 56 美元/吨至 975 美元/吨，PX 加工费高位回落至 300 美元附近。月内盛虹石化 280 万吨 PX 装置开车成功，广东石化 260 万吨装置亦即将投产出料，大大缓解了 PX 的供应紧张局面。国内 PX 开工从月初的 78.82% 回落至 71.48%，当前 PXN 距离成本线仍有距离，后市或仍有下降空间。

图 4：石脑油裂解价差



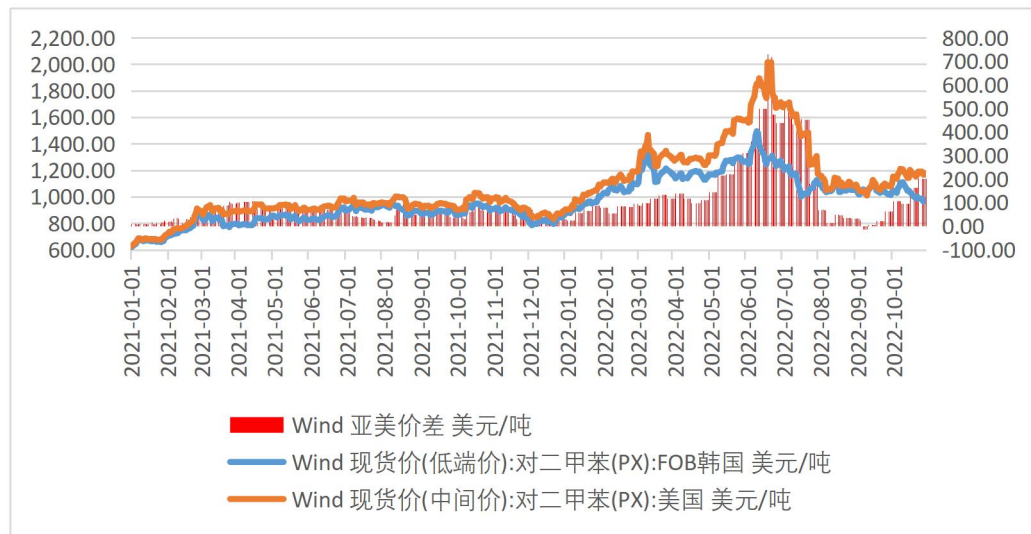
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：PX 韩国 FOB 价格



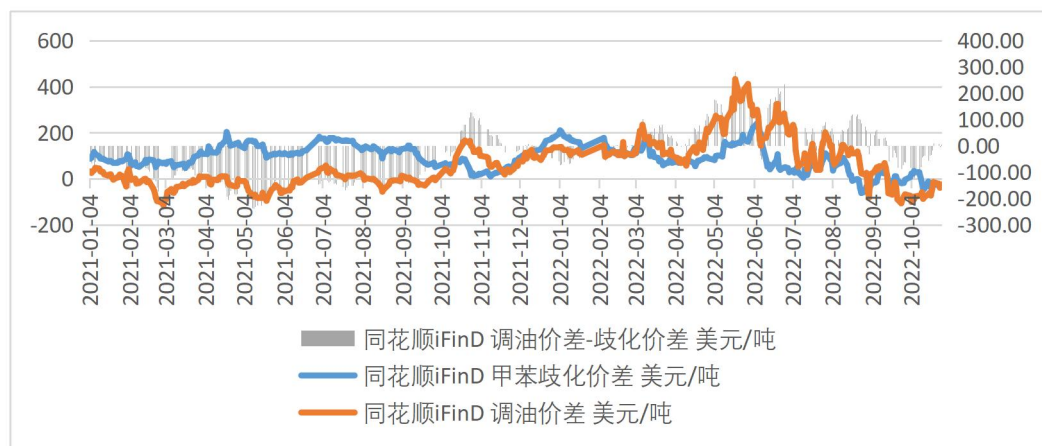
资料来源：Wind，优财研究院

图 6: PX 亚美价差



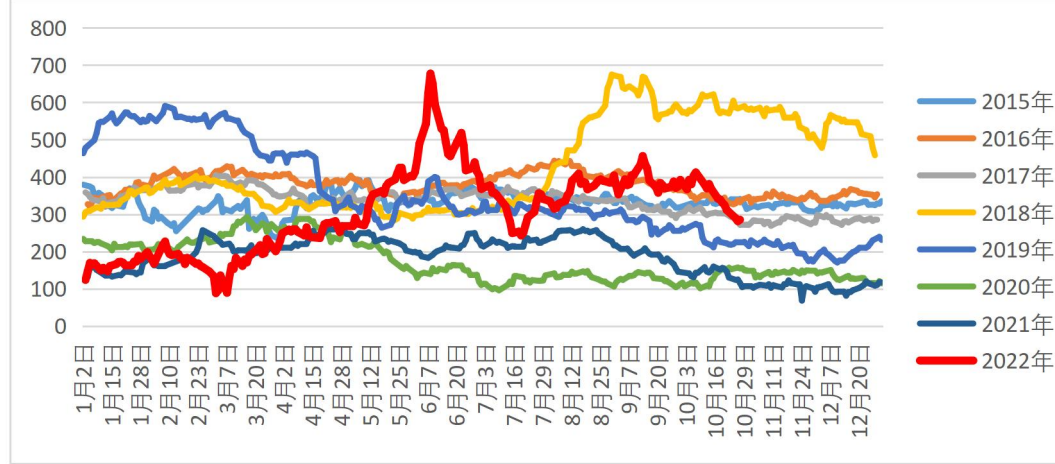
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 调油-歧化经济性对比



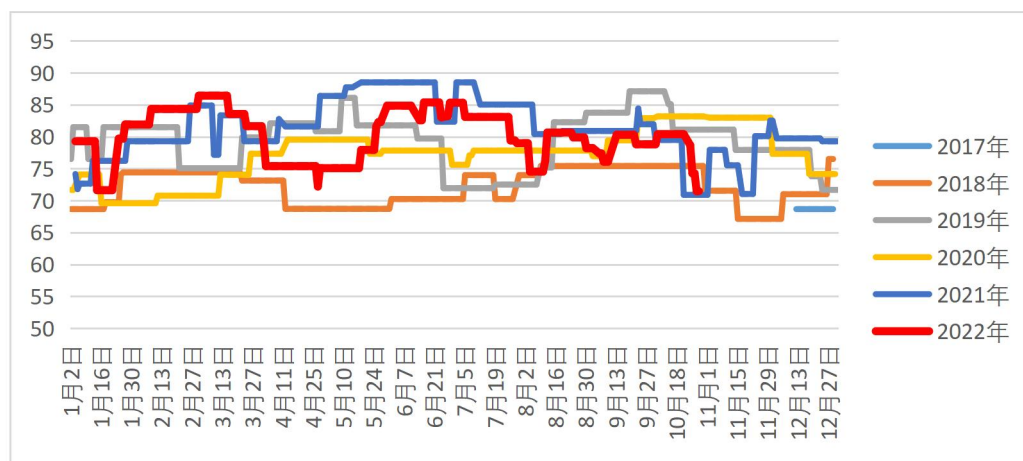
资料来源: IFinD, 优财研究院

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 开工率整体维持偏高位置, 月末有所回落; 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”旺季缺失背景下, 后市库存或有望重回累库格局。

图 10: 本月装置动态

2022.10.08	扬子石化	65	9月30日重启
	福海创	450	降负荷至5成
2022.10.14	珠海BP	235	计划降负荷至8成
2022.10.16	福海创	450	负荷8成
2022.10.20	逸盛新材料	660	正常运行
2022.10.25	逸盛新材料	330	负荷6-7成
	恒力石化	220	10月25日起检修, 重启时间待定
2022.10.28	逸盛新材料	330	此前负荷6-7成, 负荷提升中

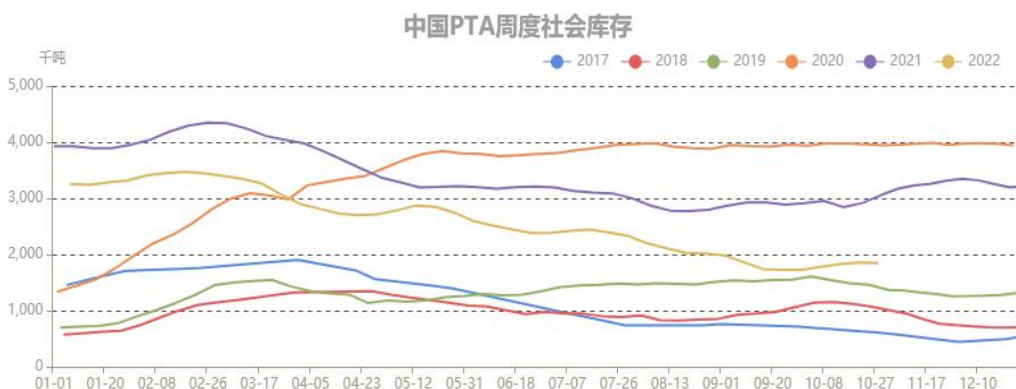
资料来源: 卓创资讯, 优财研究院

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

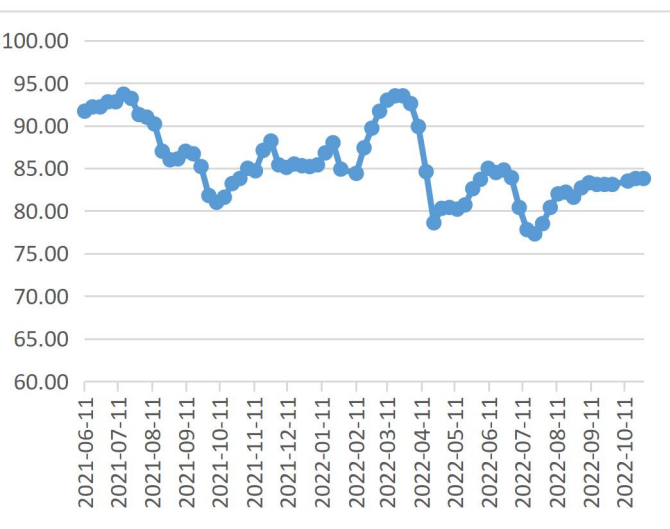
4.1 聚酯织机开工

本月聚酯负荷持稳在 80%左右, 江浙织机开工在终端小幅订单刺激下回升约 10%。聚酯表现较为冷静, 以主动去库为主。终端顶端后继乏力, 后市织机开工或再次回落。

4.2 聚酯库存

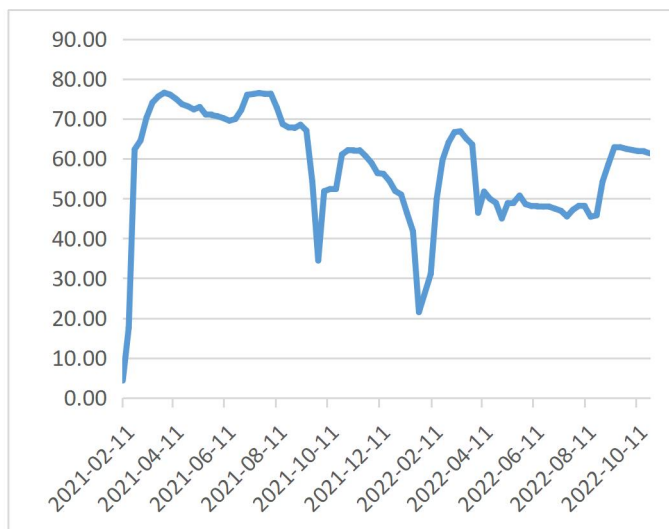
本月聚酯库存略有回落后重回累库, 仍处高位。截止 10 月 27 日, FDY 库存 32.5 天, 环比增加 3.8 天; DTY 库存 39.5 天, 环比增加 4 天; POY 库存 32.1 天, 环比增加 4.6 天; 涤纶短纤方面, 库存 2.23 天, 环比下降 1.33 天, 继续维持低位。

图表 13: 聚酯开工率



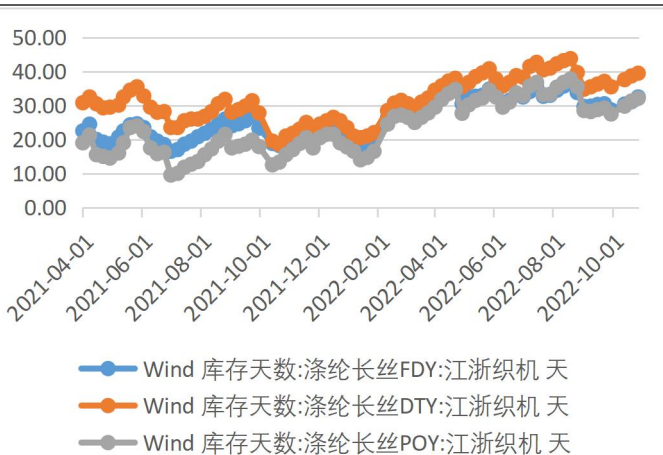
资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 14: 江浙织机开工率



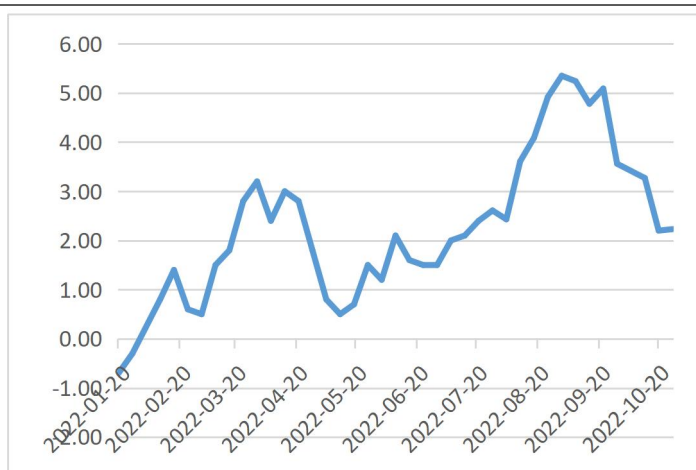
资料来源: Ifind, 优财研究院

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

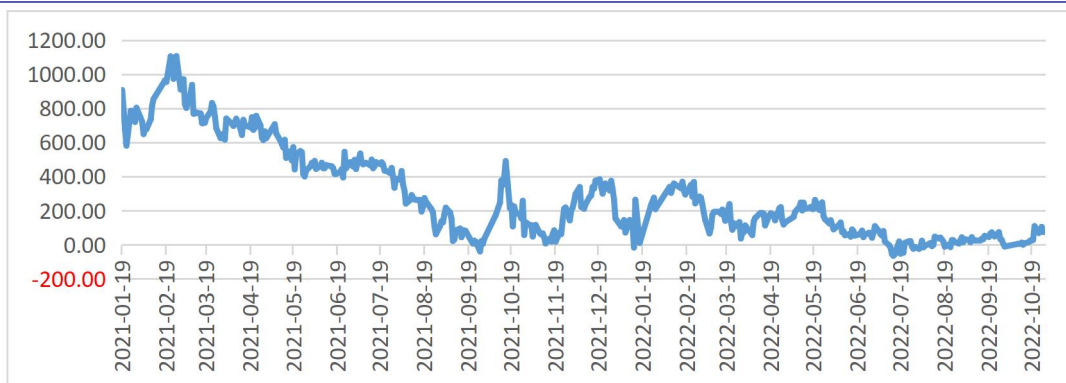
本月 PTA PX 紧缺大幅缓解, 开工回升, 现货加工费自高位回落。聚酯方面, “金九银十” 旺季兑现不及预期, 但目前聚酯企业表现相当谨慎以主动去库为主, 加工费持稳在成本线附近。

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

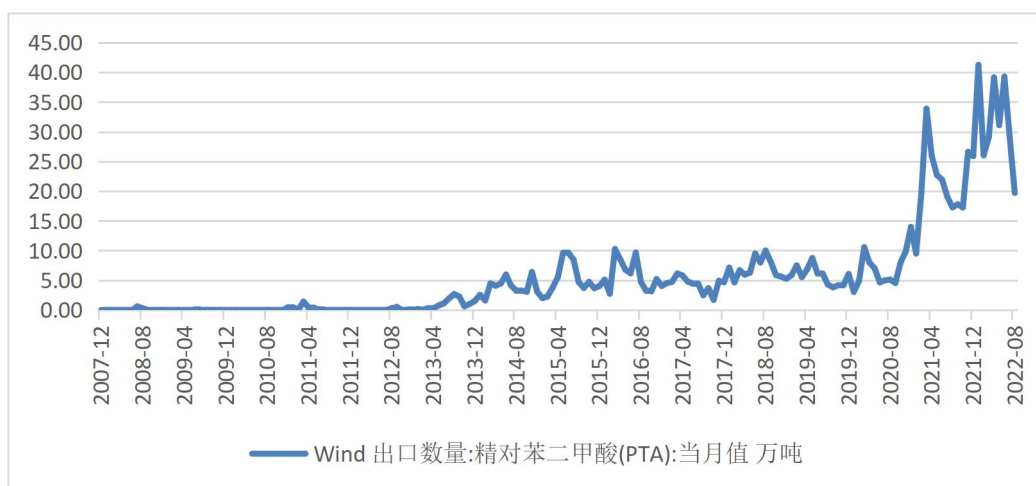


资料来源: Wind, 优财研究院

六、 进出口

8月我国PTA出口19.69万吨，环比大幅下降。受制于国内PTA供需偏紧，出口下降幅度较大，但随着国内紧缺缓解，后续出口有望重回增加。

图 19: PTA 出口



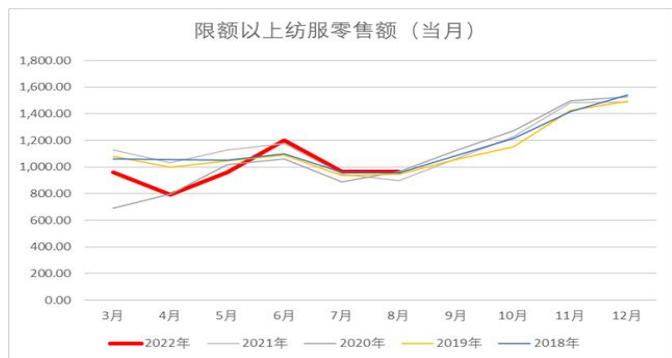
资料来源: Wind, 优财研究院

七、 终端需求

1. 内需

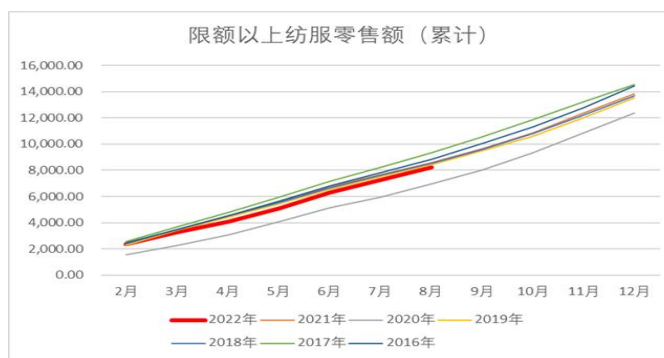
9月服装鞋帽、针织品类零售额为1071.7亿元，同比下降0.5%；1-9月累计9272.6亿元，同比下降3.8%。国内疫情散发依旧较为严重，制约了消费的复苏。

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）

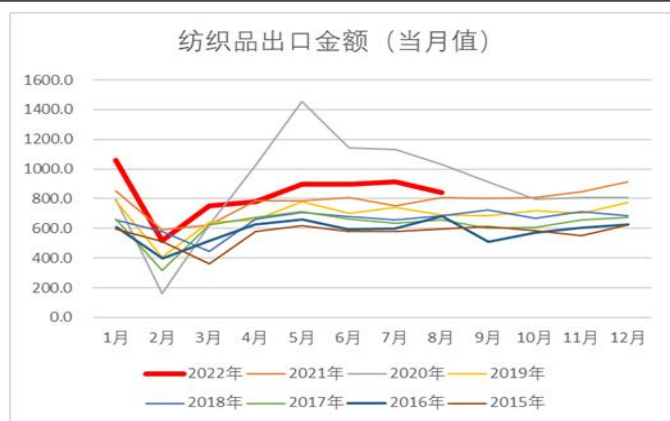


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 出口

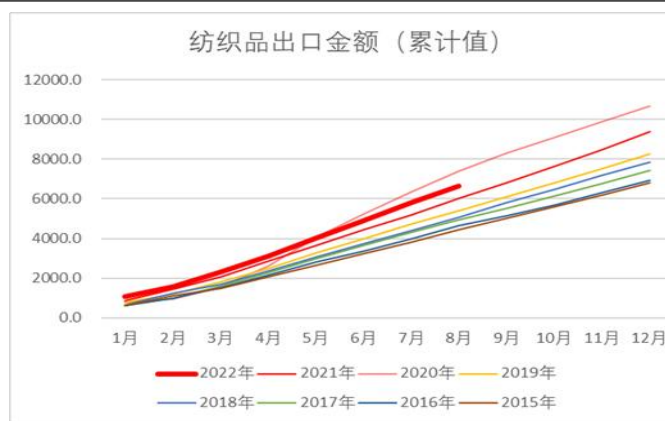
9月我国纺织品出口金额819亿元，同比增加1.8%，1-9月累计出口7474.6亿元，同比增加9.7%。9月我国服装及衣着附件出口金额1084.5亿元，同比增加0%，1-7月累计出口8806.5亿元，同比增加11.1%。随着海外库存周期向下个，需求回落，我国纺服出口同环比下降明显。

图 22：纺织品出口金额（当月值）



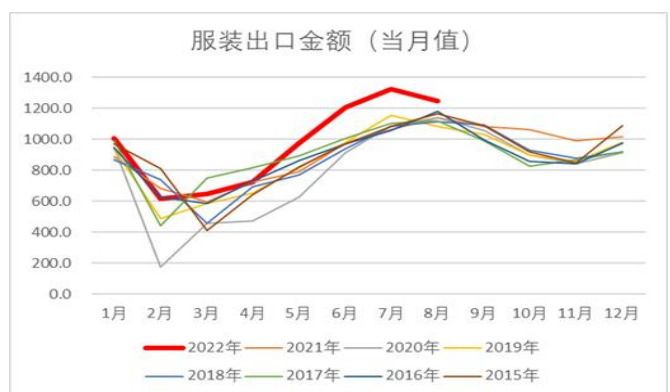
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：纺织品出口金额（累计值）



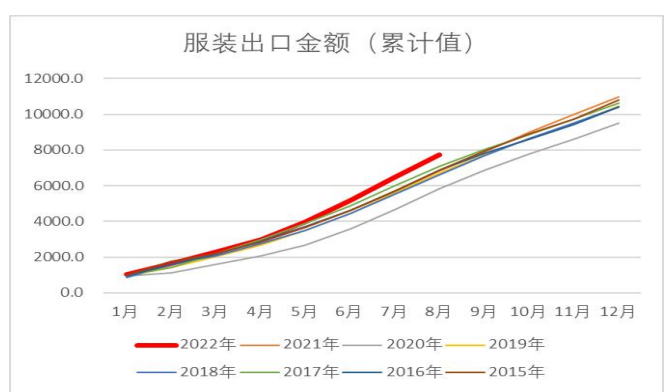
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：服装出口金额（当月值）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：服装出口金额（累计值）

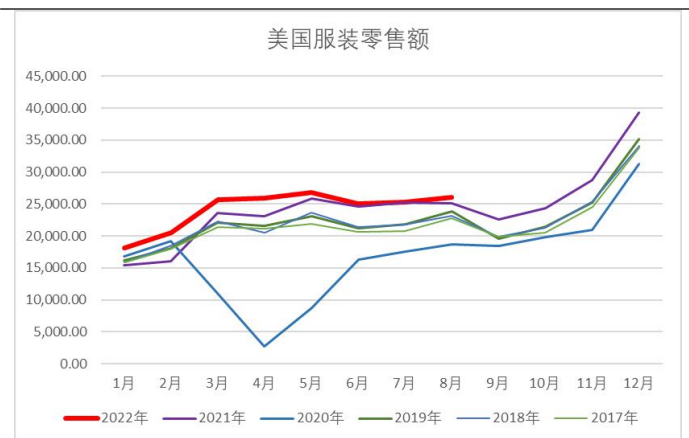


资料来源：Wind，优财研究院

3. 海外需求

美国方面，9月服装零售额236.2亿美元，同比下降3.1%，美国9月密歇根大学消费者信心指数录得58.6，消费者信心有所回升，但仍处较低位置。美国8月服装及服装面料批发商库存为413.8亿美元，续刷历史新高。8月服装零售库存为580亿美元，零批库存继续大幅累积。

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



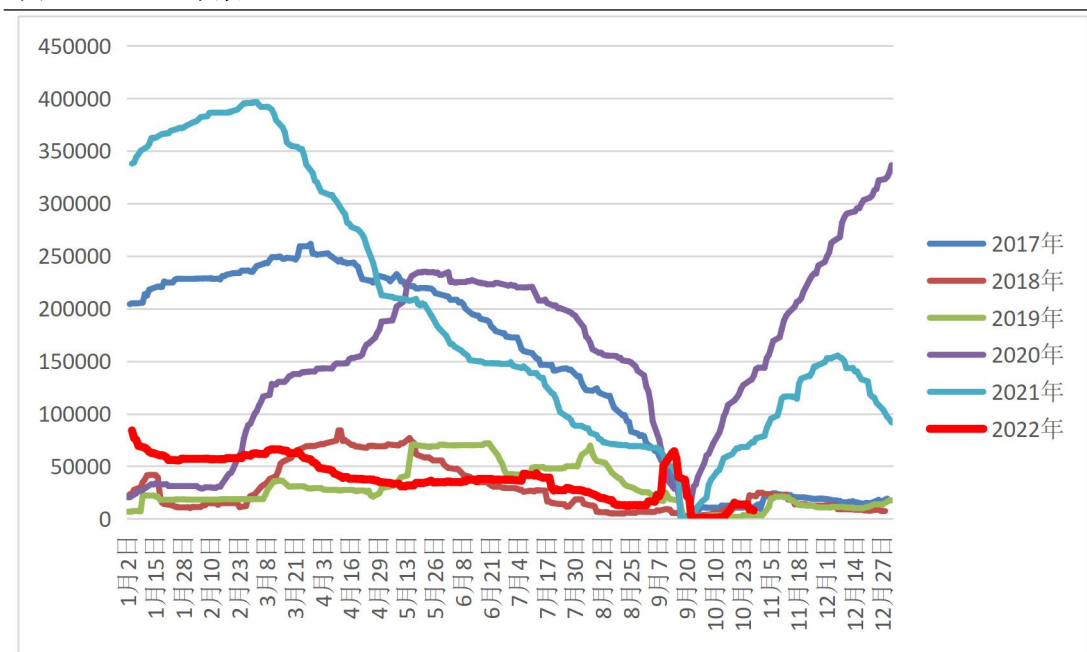
资料来源: Wind, 优财研究院

八、仓单与价差

仓单方面，仓单数量环比上月末增加 6970 张至 7972 张，相比于往年属正常水平；持仓方面，大幅增加 585425 手至 3129875 手，在波动率上升下投机参与度升高。

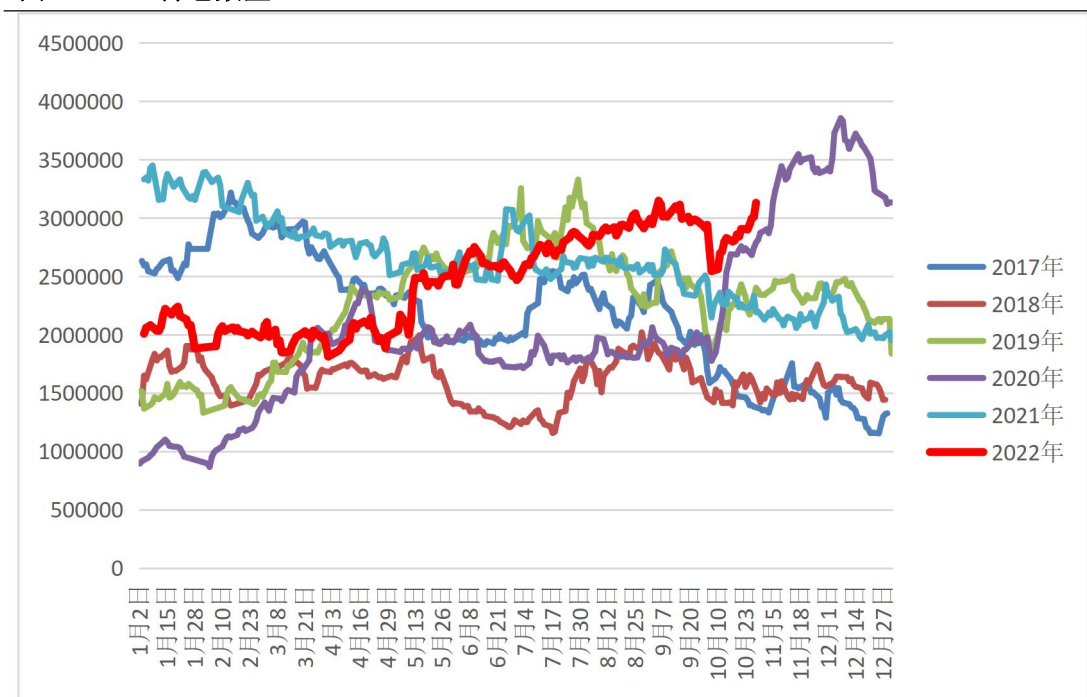
价差方面，随着近月供应缓解 1-5 价差持续回落，5-9 价差均尚属预期阶段，波动较小。

图 30: PTA 仓单数量



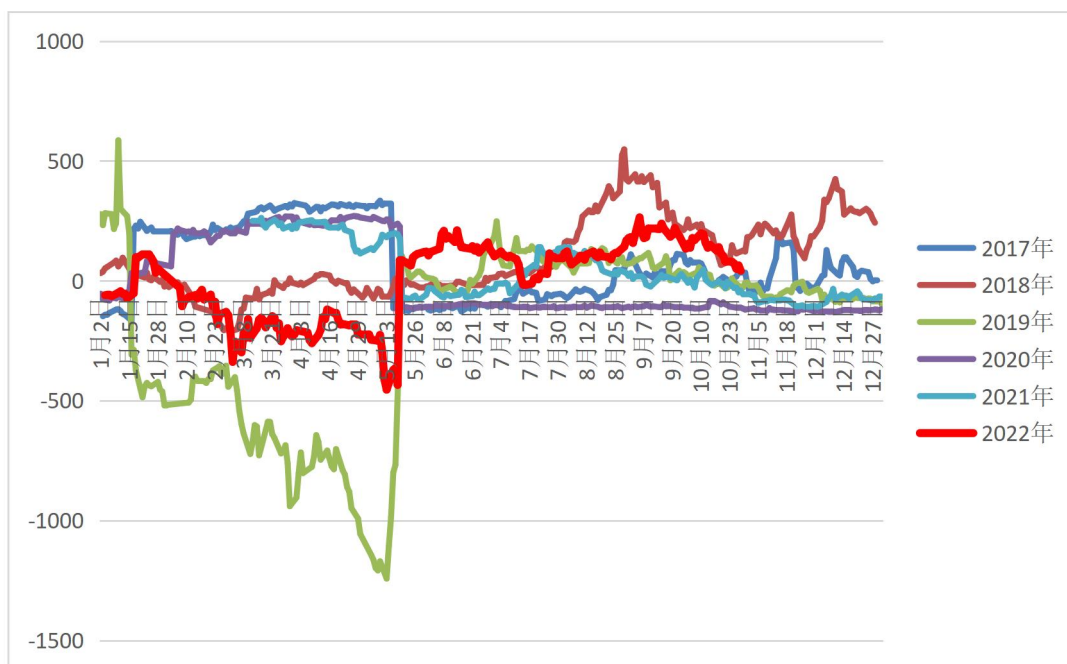
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: PTA 持仓数量



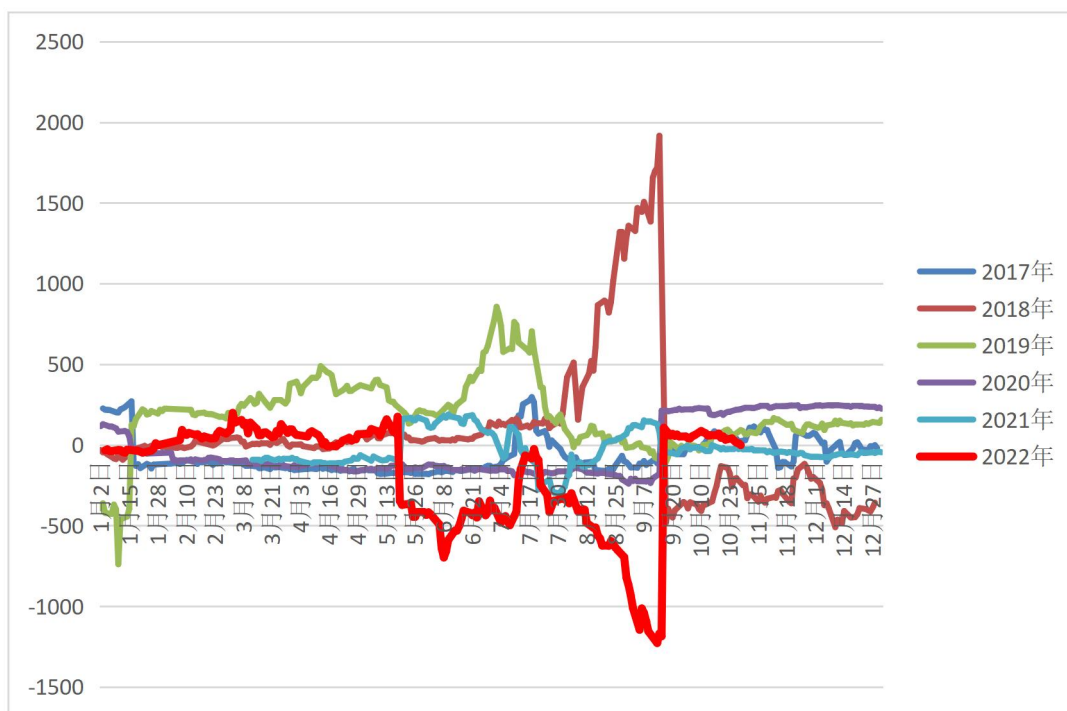
资料来源: Wind, 优财研究院

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，在沙特与美国政府政治博弈下，OPEC+减产决议实际兑现情况仍存不确定性；需求端，衰退正慢慢走向现实，需求压力与日俱增；金融属性方面，市场对于12月后美联储放缓加息的预期升高，金融压力有所减轻；综合来看，原油后市或在上有顶、下游底的格局下，在曲折中重心缓慢下移。

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；随着国内PX装置投产，PX紧缺状况大幅缓解，PXN或仍有下行空间。

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，后市PTA直接需求或面临较大压力，PTA加工费或继续下探。

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，或维持偏弱震荡，但需谨防欧美硬着陆带来的需求崩塌；供需层面，上月的PX和PTA供应短缺大幅缓解，后市或再次回归供需双弱格局，产业利润将向成本线靠拢。

操作上，建议逢高做空。

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/>