



2022年12月25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



## 成本偏空产业看多，共振机会尚需时日

### 内容提要

从原油方面看，供应端 OPEC+实际减产幅度面临较大的不确定性，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，但就业市场仍显紧张，通胀仍处高位或限制美联储进一步松口，利率或仍会在高位盘整一段时间以待通胀进一步下行，原油金融压力仍有摇摆。除此之外，我国的疫情防控超预期加速放开对于需求端带来了新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+的减产将增强底部支撑。

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大幅向上修复的动力；随着国内 PX 装置投产，PX 紧缺状况大幅缓解，PXN 或维持在成本线附近。

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”旺季缺失及临近年末，聚酯及终端织机大幅降负，但展望后市，随着国内疫情防控的放开，内需复苏或逐步转向乐观。

整体来看，原油需求端仍面临较大海外衰退兑现压力，供应端 OPEC 减产不值得过分信任，原油仍面临较大下行压力；产业层面，PX 及 PTA 新装置投产缓解前期供应压力，聚酯库存大幅去化显示产业看多氛围升温。展望明年，上半年或呈现成本偏空、产业看多的格局；共振时机尚需时日。

### 操作建议

建议上半年交易低位震荡，下半年择机单边做多。

### 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

2022年度PTA整体呈“倒V”走势，PTA加权全年涨幅10%（截止12月25日），最低价为年初第一个交易日1月4日的5004元/吨，最高价为6月10日的7674元/吨，区间最大涨幅53.4%。同期WTI最低价为70.71美元/桶，最高115.09，区间最大涨幅58.8%，略高于PTA。

具体展开来看，今年行情演变可分为六个阶段：

1月1日至2月23日，全球经济持续从疫情泥潭中缓慢复苏，原油库存持续低位推动行情震荡上行，期间PTA与原油涨幅趋近；

2月24日至5月11日，俄罗斯宣布对乌克兰采取“特别军事行动”，原油应声暴涨，PTA在原油推动下连续拉升，但因原油涨幅过大，向下游传导乏力，PTA加工费一度触及负值，PTA涨幅也大幅落后于原油；

5月12日至6月10日，俄成品油遭受制裁的影响开始显现，美国成品油短缺带动调油价差持续拉大，美国厂商转产调油间接压缩了PX产能。PX亚美套利窗口打开，亚洲PX供需大幅收紧，带动PX大幅拉升，推动PTA连续大涨；

6月11日至7月15日，高通胀叠加美联储加息加剧了市场对衰退的担忧，原油高位大幅回落，PTA跟随大幅回落；

7月16日-11月1日，受PX短缺影响，PTA开工难以提振，加工费大幅拉升，期间PTA显著强于原油；

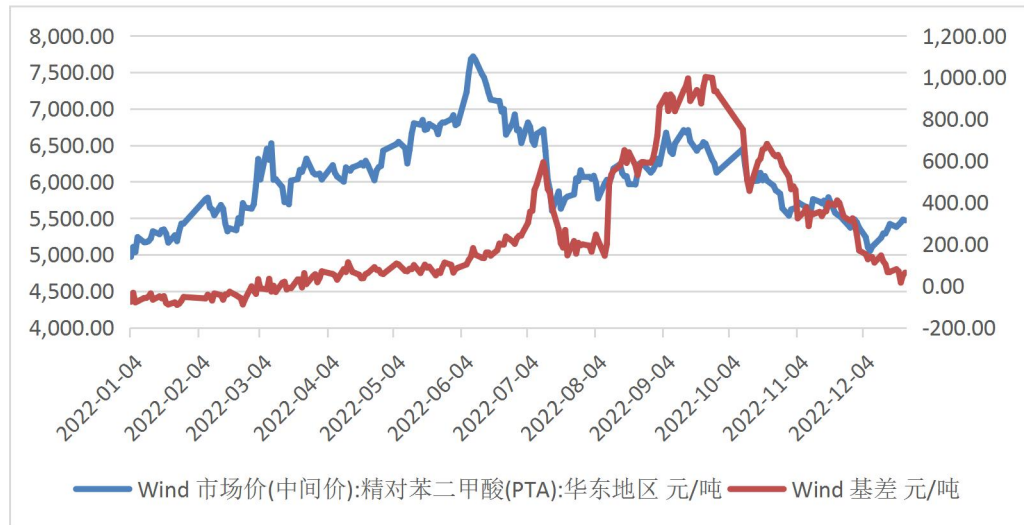
11月2日-12月下旬，国内疫情防控放松，产业看多氛围明显升温，聚酯库存大幅去化，市场进入“成本偏空，产业看多”格局。

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-减产、加息、衰退的三方博弈

回顾本年度, 原油主要由俄乌冲突及其衍生影响、美联储加息节奏、海外经济放缓预期三方面因素所主导:

**俄乌冲突:** 2月24日的俄罗斯对乌克兰采取特别军事行动, 一石激起千层浪, 一时间原油供需格局被彻底打破, 尤其是远端, 原油供应矛盾进一步加剧。当前俄乌冲突仍在继续中, 战事亦处焦灼状态, 未来局势发展扑朔迷离。但可判断的是, 除非战事进一步扩大, 随着时间的推移, 其对原油供应端的影响已基本被市场定价。

**伊核谈判&OPEC 减产:** 自去年底伊核谈判重启以来, 相关议程持续推进, 但始终处于临门一脚状态, 最后一步迟迟无法推进。自俄乌冲突爆发后, 伊朗提高谈判筹码, 谈判难度进一步升高, 市场传言拜登宣称“谈判已死”。

OPEC 方面, 年中拜登为解决高通胀问题, 出访沙特试图缓和关系求得 OPEC 增产, 但事与愿违沙特只承诺增产 10 万桶/日, 10 月初却宣称为稳定油价减产达 200 万桶/日。除此之外, OPEC 场外放话也是不绝于耳, 市场反映渐渐有些迟钝, 需要看到切实的减产。在全球经济下行周期中, 市场较难以相信 OPEC 会大幅减产。

**需求端:** 利空方面, 俄乌冲突引发的能源、食品大涨进一步推动各国通胀走高, 叠加央行收紧货币, 各国需求预期明显降温。利多方面, 我国已从疫情多点散发的泥淖中走出, 叠加众多稳增长措施的实施推进, 经济复苏预期明显, 后续原油需求或有明显增长。总的来看, 以美国为主的海外需求变动对原油市场的影响相对更大, 未来原油需求变动或仍需关注海外需求的放缓节奏。

**金融属性摆动：**年内美联储预期持续升温，但进入四季度后，加息放缓预期有所升温。此前鲍威尔已确定美联储将在 12 月放缓加息进程，美国十年期国债利率旋即自 4.3% 的高位回落至 3.5% 左右，包括美股在内的风险资产亦有所反弹。对于原油来说，金融层面的压力或已触顶，但高利率或仍会在高位盘整一段时间。

**展望后市，**供应端 OPEC+ 实际减产幅度面临较大的不确定性，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，但就业市场仍显紧张，通胀仍处高位或限制美联储进一步松口，利率或仍会在高位盘整一段时间以待通胀进一步下行，原油金融压力仍有摇摆。除此之外，我国的疫情防控超预期加速放开对于需求端带来了新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+ 的减产将增强底部支撑。

图 3：WIT 原油价格



资料来源：文华财经，优财研究院

## 2.2 PX-聚酯系年度明星

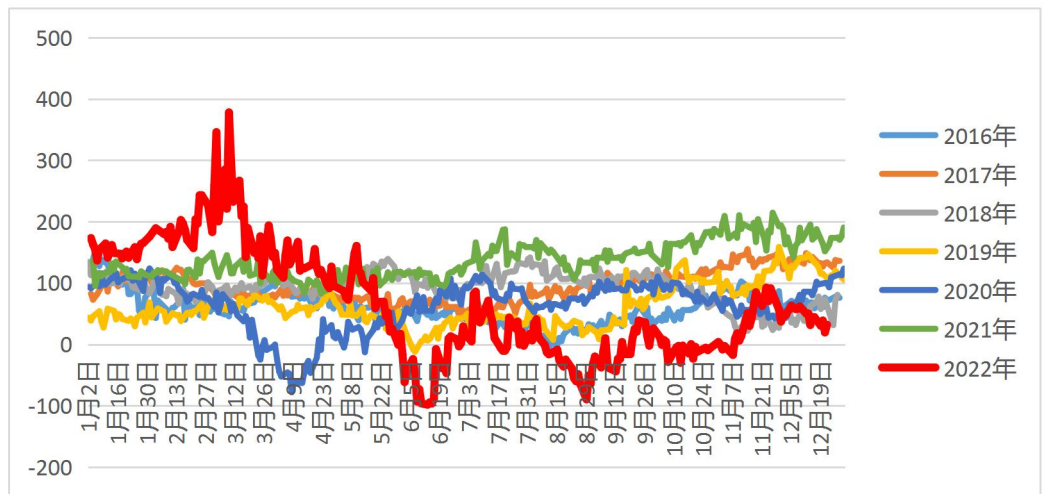
要说本年度谁是聚酯系明星品种，当首推 PX。受原油及石脑油裂解价差持续拉升影响，3 月 7 日 PX 加工费一度触及 89.11 美元/吨的年内低点，随即展开修复，直至 6 月 8 日升至 677.21 美元/吨，距离历史最高点仅一步之遥。在美国汽油消费转弱后，PX 加工费一路走低至 250 美元/吨；但受超预期减产、物流等因素干扰下，加工费再度转强至 400 美元左右；直至四季度新装置投产后，PX 的扰动才慢慢褪去。

本年度 PX 核心矛盾点在于俄乌冲突的衍生影响。俄乌冲突后，俄罗斯成品油遭受制裁，欧美炼化产能的不足令成品油缺口难以弥补，叠加夏季需求高峰的到来，成品油裂解价差持续拉升至历史高位的 60 美元/桶。在此背景下，调油价差水涨船高，美国厂商选择从甲苯歧化转向调油，美国 PX 产量间接受到压制，PX 亚美价差从往年的 100 美元/吨上升至 500 美元/吨，套利窗口打开让美国厂商考虑从亚洲进口 PX，亚洲 PX 供需转向紧缺，这也最终导致了 PX 的持续拉升，直至美国调油价差与甲苯歧化价差接近持平，扰动方才有所退潮。

展望后市，从今年四季度开始 PX 迎来一波投产小高峰，对于缓解 PX 的供应压力将带来帮助。从产业供需来看，明年将面临内需复苏，外需持续疲软的格局，下游有所提振但有限，PX 高加工费或一去不复返。

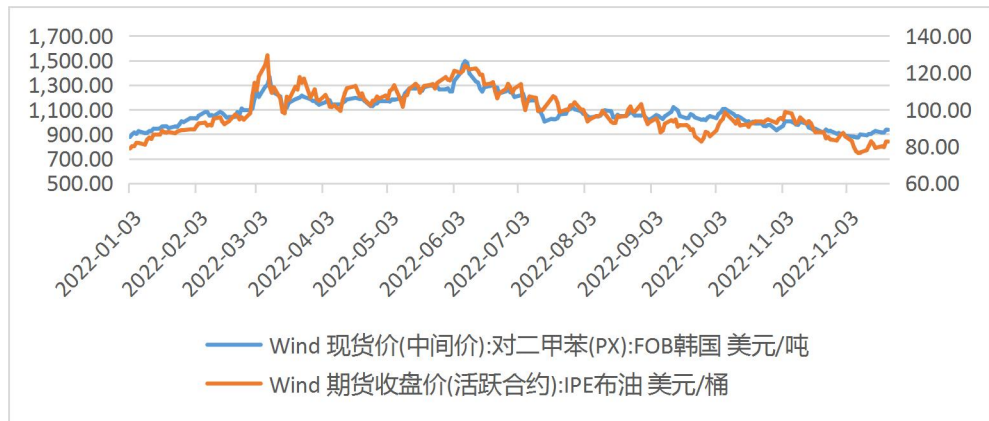


图 4：石脑油裂解价差



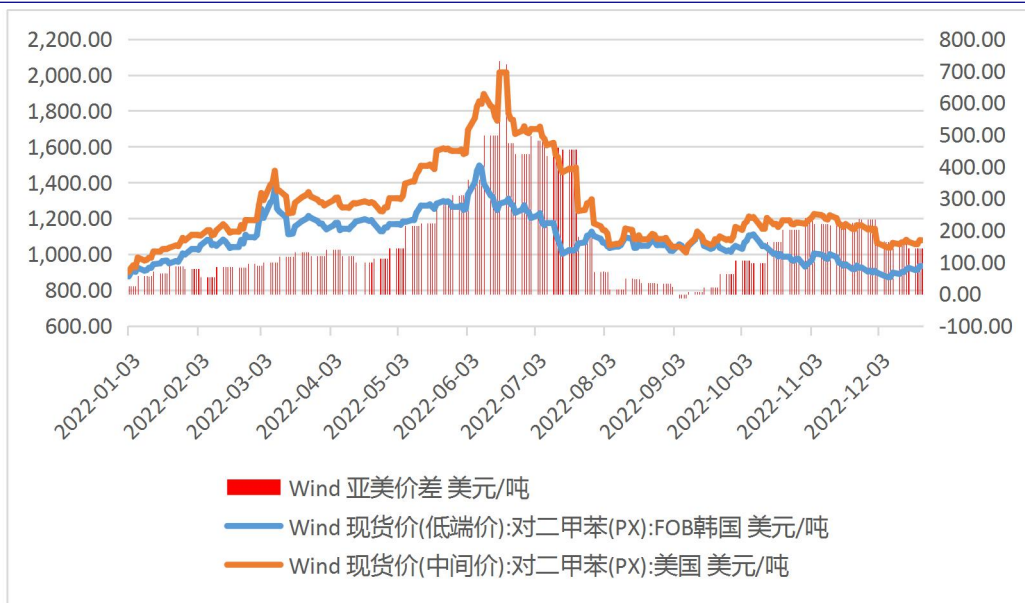
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：PX 韩国 FOB 价格



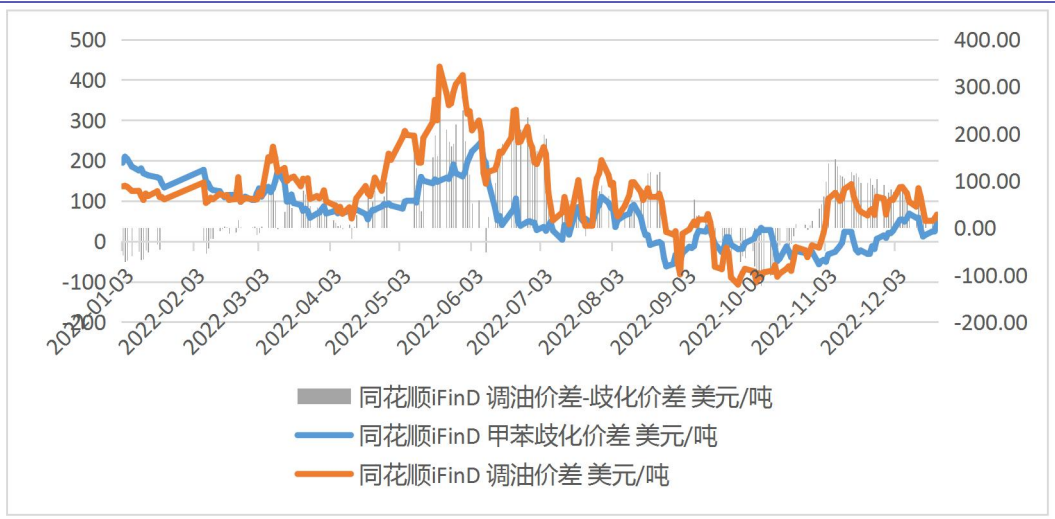
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：PX 亚美价差



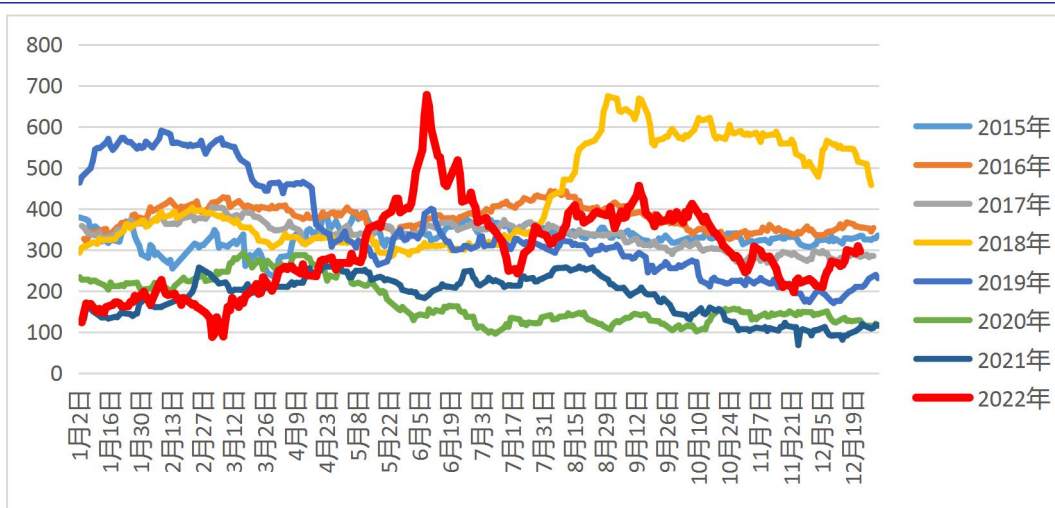
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：调油-歧化经济性对比



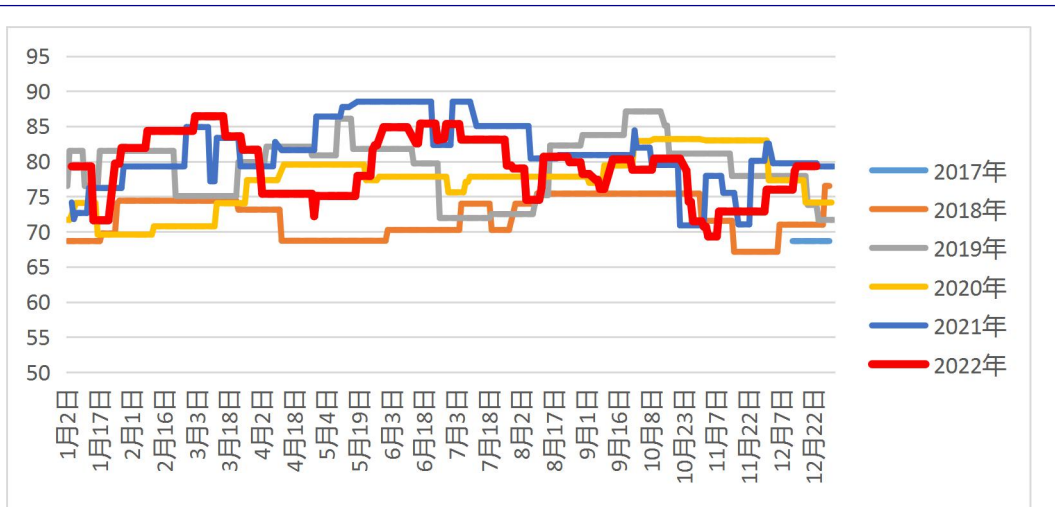
资料来源：IFinD，优财研究院

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

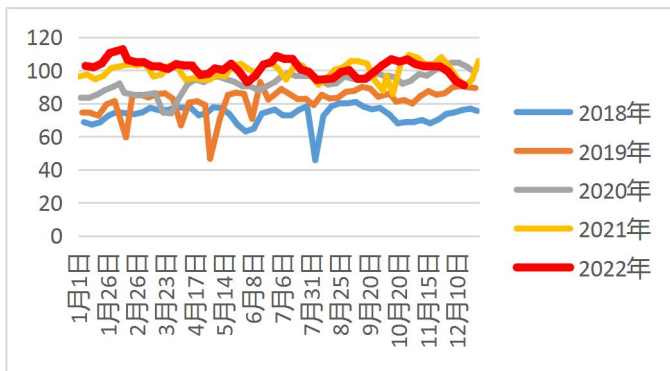
### 三、供给

产能方面，上半年新增逸盛新材料 330 万吨装置在宁波投产开车，下半年投产的有恒力（惠州）合计 500 万吨装置以及东营威联在山东的 250 万吨装置。产量方面，考虑到近年来 PTA 产能的连续大幅扩张，产量水平处于历史区间上沿。

开工率方面，上半年开工率水平处于近五年低位，仅高于 2017 年。年后复工后，下游聚酯受疫情影响复工缓慢，直接需求降低抑制了厂商的开工；俄乌冲突爆发后，PTA 加工费受到极大冲击，一度触及理论负值，在“金三银四”的旺季预期落空后，装置进入集中检修期，开工率大幅下滑至 70%-75% 的低位区间；四月国内疫情散发尤其是上海封城后，国内需求大幅下滑，厂商需求预期悲观致使厂商开工持续处于低位至今。下半年受 PX 短缺影响，开工被动下降。随着新装置的投产，供应紧张局面缓解。受疫情及海外需求转弱影响，“金九银十”旺季不及预期，开工重新回落。虽然疫情防控政策转向，但终端订单尚未明显改善，叠加临近春节下游放假，四季度开工持续处于低位。

整体看，PTA 延续了供应宽松的格局，下半年在多套装置投产后，供应过剩局面将进一步加剧。明年仍有多套装置计划投产，PTA 供应宽松局面料将长期维持。

图 10：PTA 产量（周）



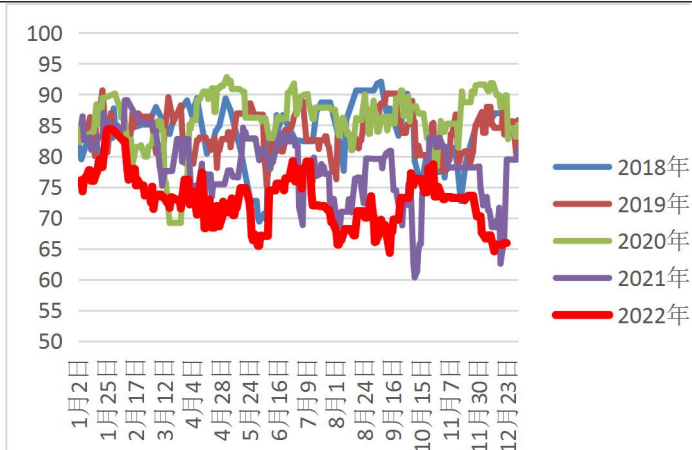
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：本年度新增产能

企业	投产时间	产能	所在地区
逸盛新材料	2022/2/1	330	宁波
恒力（惠州）	2022/9/1	250	惠州
恒力（惠州）	2022/9/1	250	惠州
东营威联	2022/11/30	250	山东

资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 12：PTA 开工率



资料来源：卓创资讯，优财研究院

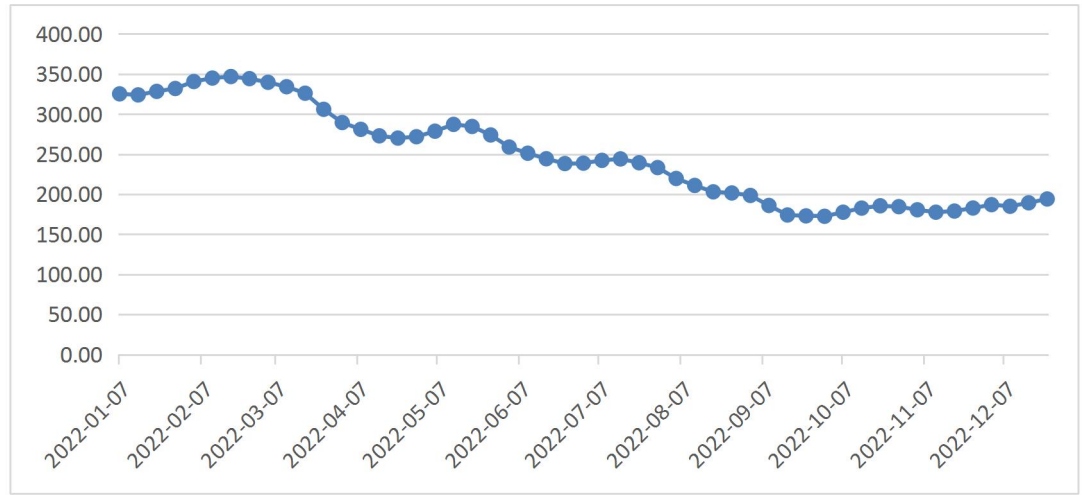
图 13：产能-表观消费量



资料来源：Wind，优财研究院

库存方面，年内受PX短缺影响，PTA持续去库，直至三季度方有所好转。四季度伊始，旺季不及预期+聚酯库存高企，聚酯开工大幅下滑，TA库存持稳。但11月开始国内疫情政策转向，终端转向乐观，但聚酯开工仍保持谨慎，TA库存未进一步去化。在聚酯大幅去库至中性水平后，原料采购料将增加或带动TA需求增加，明年库存去化节奏将主要由供应端主导。

图 14: PTA 社会库存



资料来源：卓创资讯，优财研究院



## 四、需求

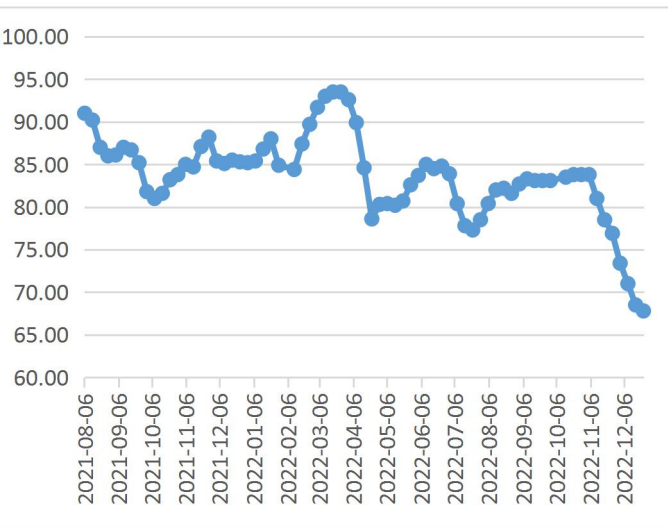
### 4.1 聚酯织机开工

年内聚酯开工同比低于往年，最主要影响因素在于疫情防控。内需持续疲弱叠加海外需求转弱极大的压制了开工意愿。随着国内疫情防控的放开，内需复苏已在路上。在聚酯库存连续大幅去化后，来年聚酯开工或会显著抬升。

### 4.2 聚酯库存

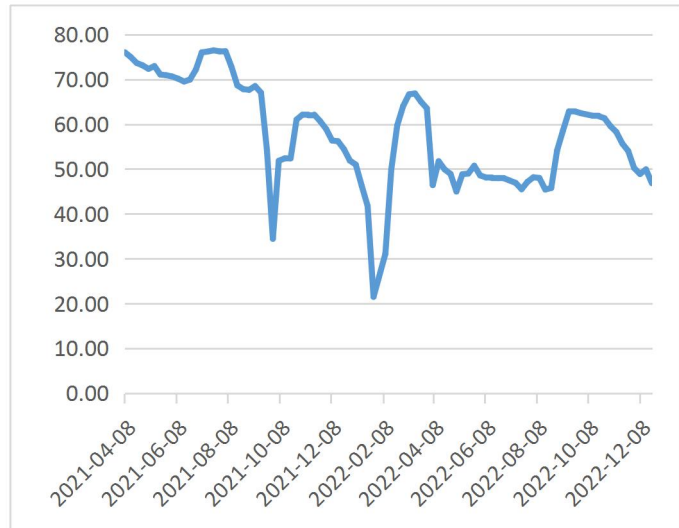
疫情放开后，终端投机备货需求大幅增加，聚酯库存显著去化。截止12月15日，FDY库存23.3天，DTY库存28.4天，POY库存23.7天，涤纶短纤方面，库存4.33天。聚酯库存已降至中性水平。

图表 15: 聚酯开工率



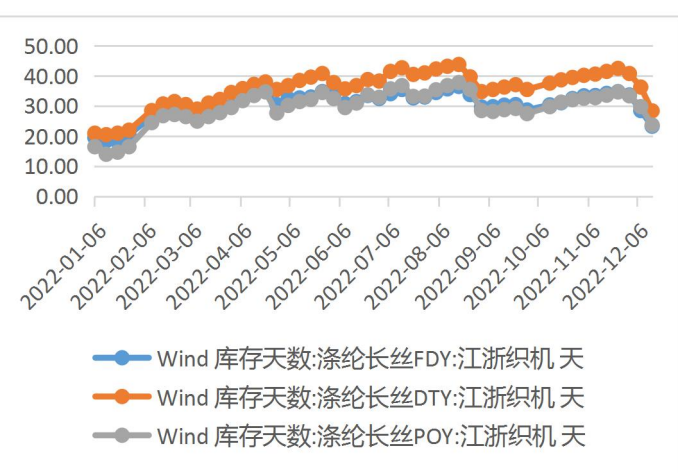
资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 16: 江浙织机开工率



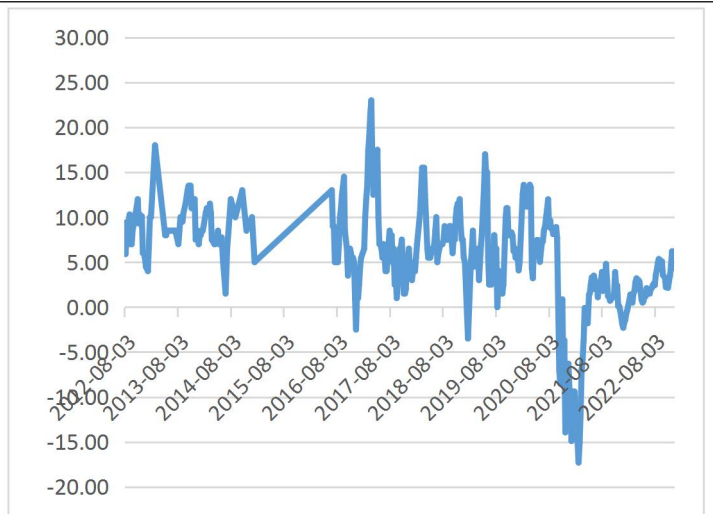
资料来源: Ifind, 优财研究院

图表 17: 涤纶长丝库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 18: 涤纶短纤库存



资料来源: Wind, 优财研究院

## 五、 现金流-上下翻飞的加工费

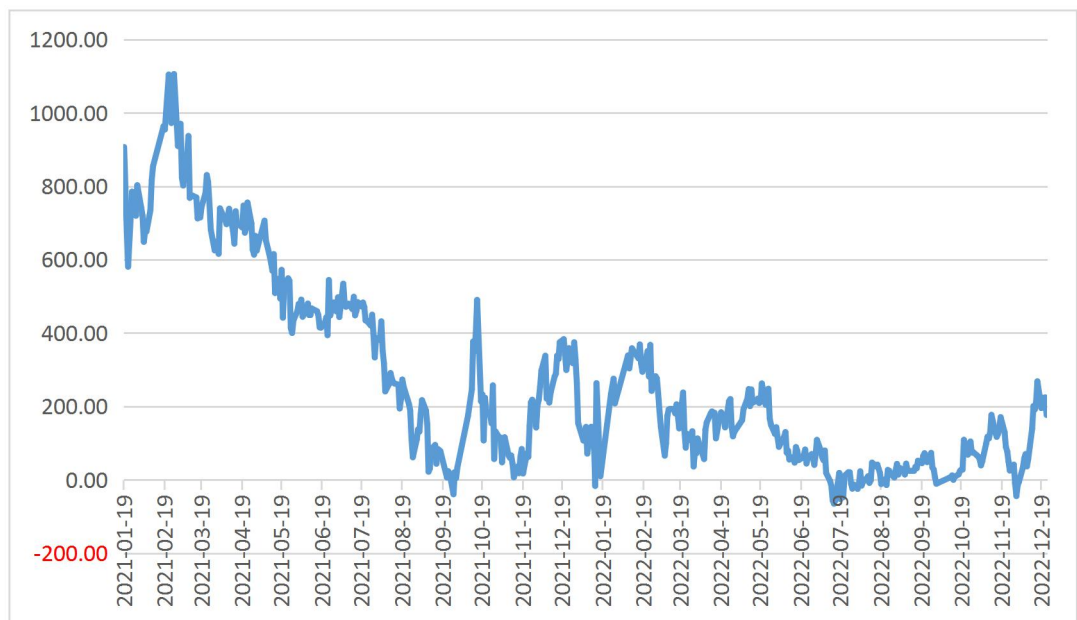
上半年，PTA 加工费处于近年来低位水平，甚至于理论加工费两度触及负值，核心原因在于上游成本端先后遭受原油和 PX 的冲击以及下游需求的持续疲弱。厂商亦通过减产等方式自救，加工费区间较长时间落于（300, 500），略高于新装置加工成本。下半年，PX 短缺使得 PTA 被动减产，现货加工费冲击 1000 元/吨大关。四季度新装置投产后，加工费迅速回落至成本线附近。展望明年，作为供应过剩品种叠加新增产能投放预期，供应料将维持宽松局面；需求方面，内需虽有望提振，但外需的疲弱难改，两相抵消，需求恐难有大幅提振；总的来看，加工费或将在（300, 400）的新技术装置成本线上下波动。

图 19: PTA 现货加工费



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 20: 短纤盘面利润

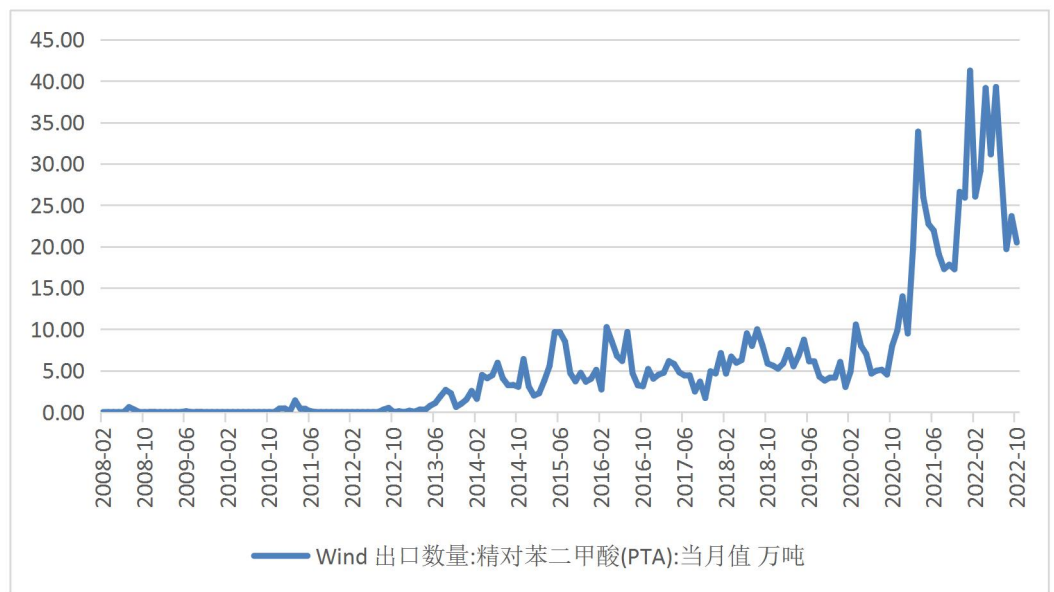


资料来源：卓创资讯，优财研究院

## 六、 进出口-稳步提升的出口

当前我国 PTA 已实现自给自足，2021 年 PTA 出口开始发力，2022 年月均出口 29.9 万吨，同比增长 39.3%。出口国家主要为印度、土耳其、越南、阿曼和埃及。随着我国 PTA 产能的进一步扩大，未来出口有望进一步增加，阶段性出口节奏仍会受制于国内供需情况。

图 21： PTA 出口



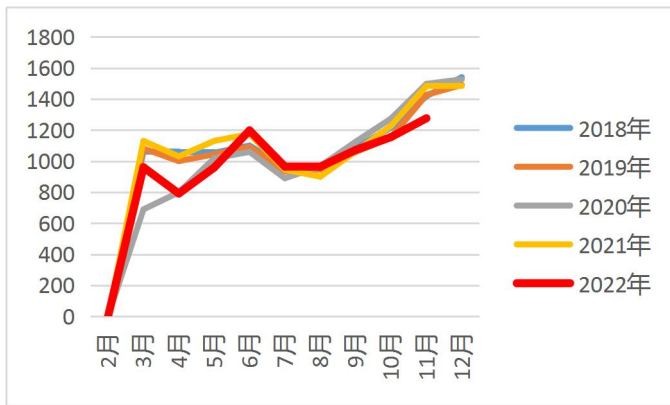
资料来源：Wind，优财研究院

## 七、终端需求-内需复苏，外需疲弱

### 1. 内需

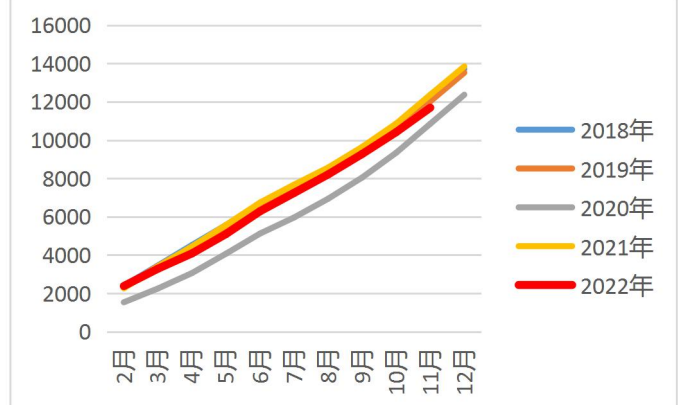
1-11月累计11688亿元，同比下降5.5%。本年度国内疫情散发依旧较为严重，制约了消费的复苏。

图 22：限上纺服零售额（当月值）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：限上纺服零售额（累计值）

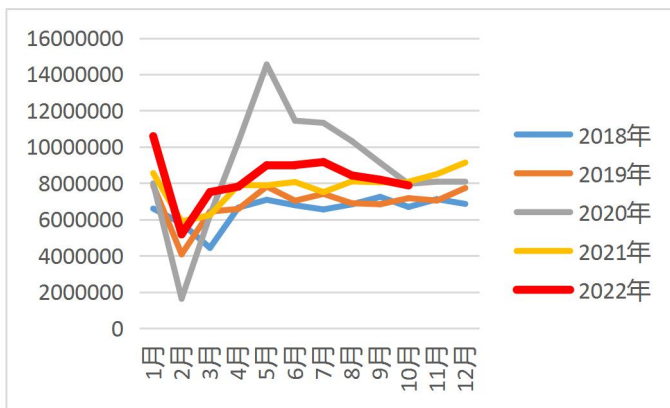


资料来源：Wind，优财研究院

### 2. 出口

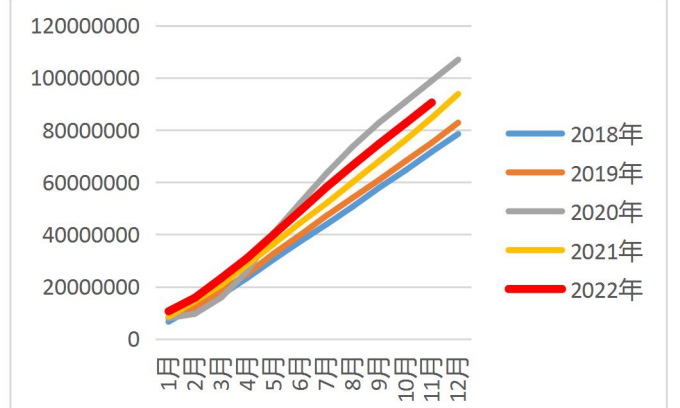
1-11月纺织品累计出口9054.5亿元，同比增加7.0%；1-11月服装及衣着附件累计出口10666.1亿元，同比增加7.1%。随着海外库存周期向下，需求回落，我国纺服出口同环比下降明显。

图 24：纺织品出口金额（当月值）



资料来源：Wind，优财研究院

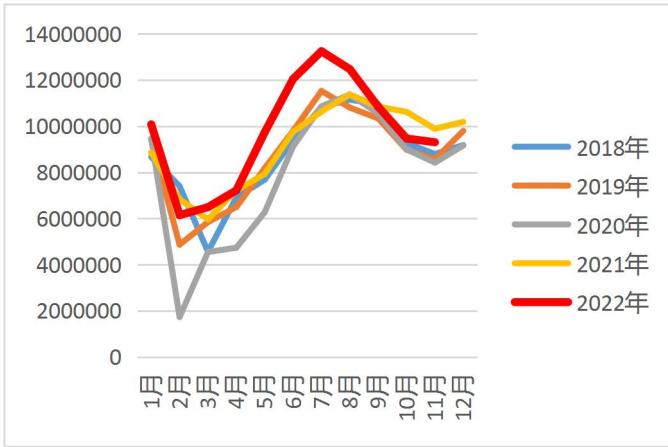
图 25：纺织品出口金额（累计值）



资料来源：Wind，优财研究院

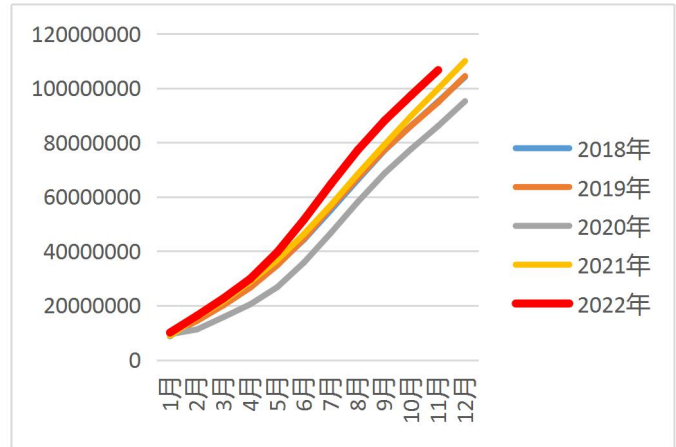


图 26: 服装出口金额（当月值）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 服装出口金额（累计值）

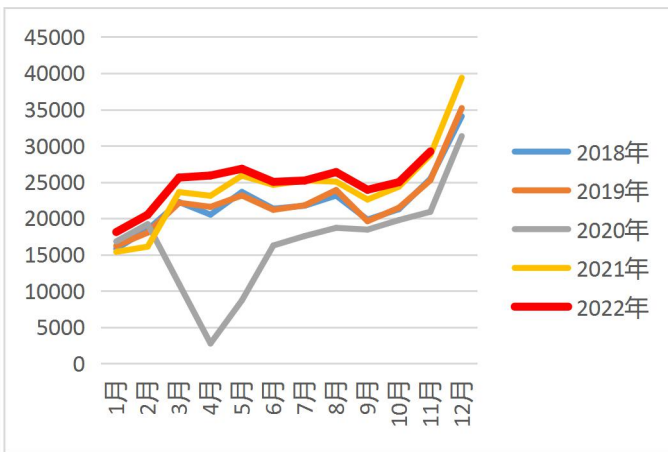


资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 海外需求

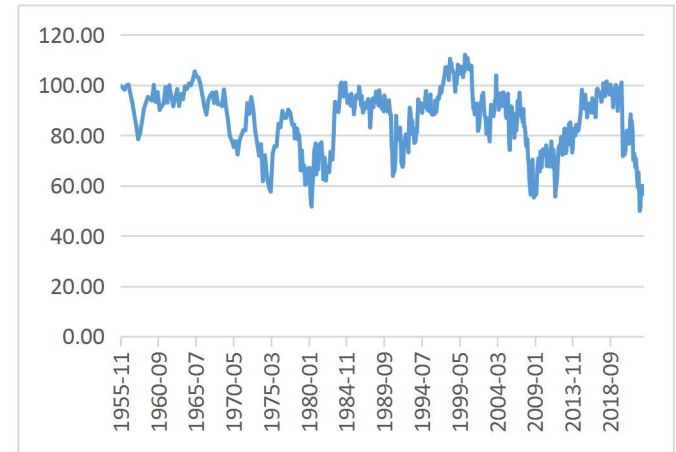
美国方面, 11月服装零售额 292.2 亿美元, 同比增加 1.7%, 美国 12月密歇根大学消费者信心指数录得 59.7, 消费者信心指数略有抬升但仍在底部徘徊。美国 10月服装及服装面料批发商库存为 422.1 亿美元, 高位略有回落。10月服装零售库存为 567 亿美元, 零售商库存仍处于高位。

图 28: 美国服装零售额



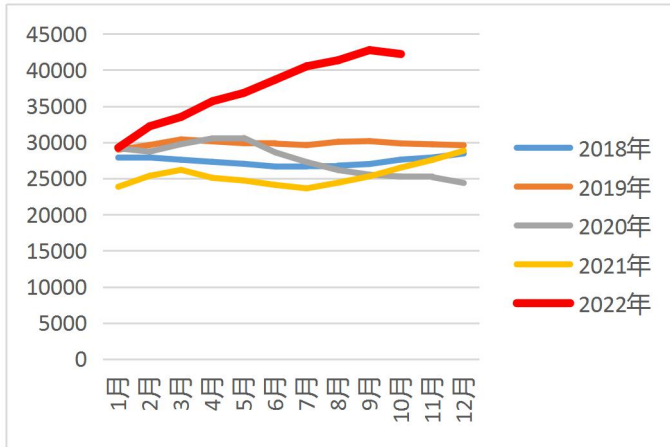
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 美国密歇根消费者信心指数



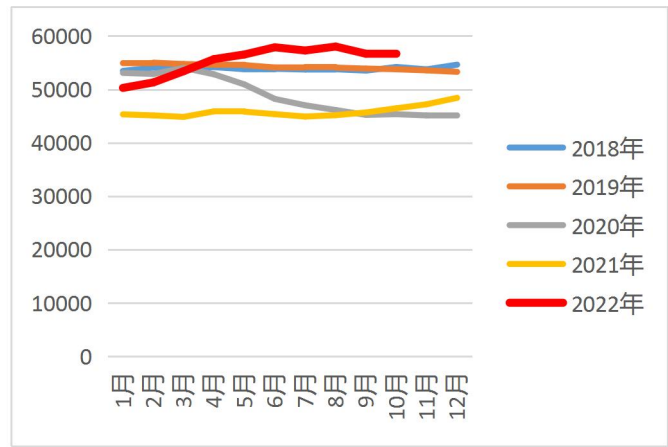
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 美国服装批发商库存



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 美国服装零售商库存

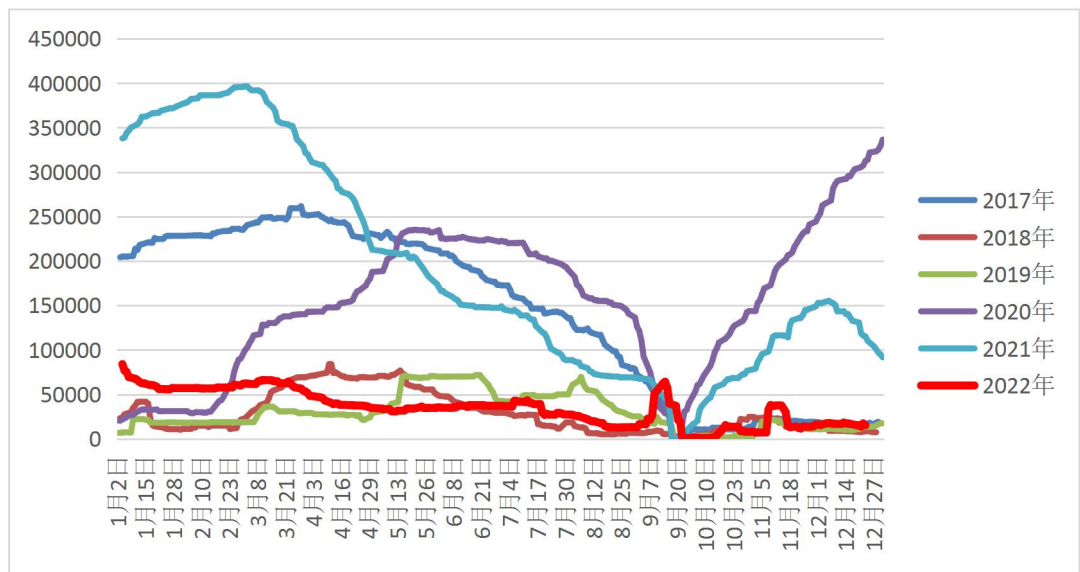


资料来源: Wind, 优财研究院

## 八、价差

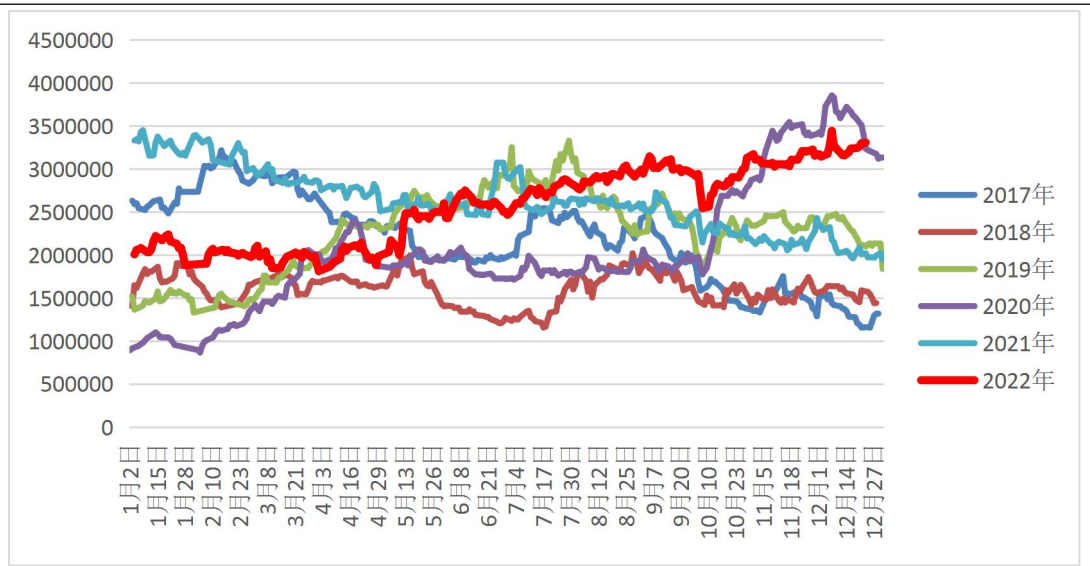
价差方面，上半年先后受原油和 PX 冲击，近月升水明显，随着近期 PX 缓慢回落，价差有所修复。下半年受 PX 再度短缺影响，近月再度升水。展望后市，随着近端原油衰退预期增强，以及国内疫情防控政策调整，中期需求边际转好，TA 近月升水情形有所好转，但受制于新装置投产预期，远端亦难有大幅走强可能，后市价差结构或趋于平稳。

图 32: PTA 仓单数量



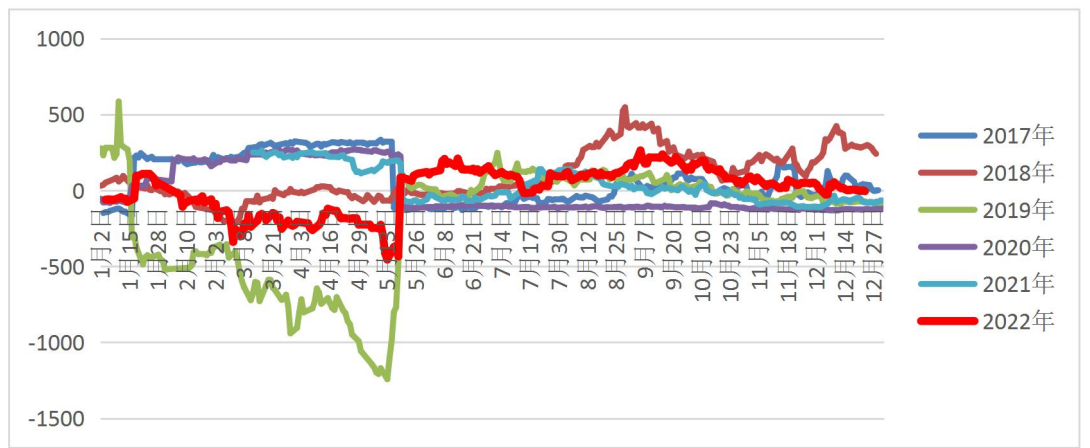
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: PTA 持仓数量



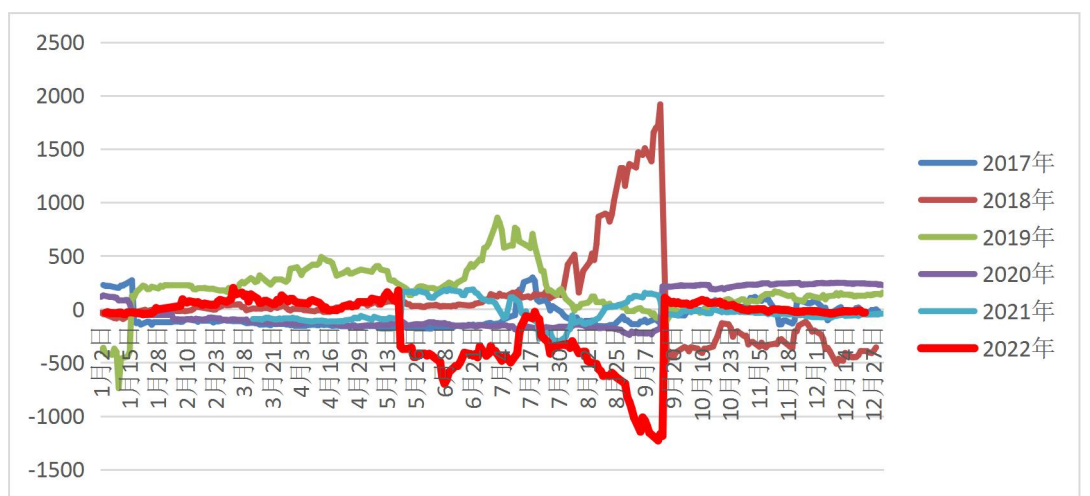
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: PTA1-5 价差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 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 OPEC+实际减产幅度面临较大的不确定性，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，但就业市场仍显紧张，通胀仍处高位或限制美联储进一步松口，利率或仍会在高位盘整一段时间以待通胀进一步下行，原油金融压力仍有摇摆。除此之外，我国的疫情防控超预期加速放开对于需求端带来了新的增量。综合来看，原油在海外衰退压力增大的背景下，震荡走弱的概率较大，但国内需求复苏以及 OPEC+的减产将增强底部支撑。

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大幅向上修复的动力；随着国内 PX 装置投产，PX 紧缺状况大幅缓解，PXN 或维持在成本线附近。

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”旺季缺失及临近年末，聚酯及终端织机大幅降负，但展望后市，随着国内疫情防控的放开，内需复苏或逐步转向乐观。

整体来看，原油需求端仍面临较大海外衰退兑现压力，供应端 OPEC 减产不值得过分信任，原油仍面临较大下行压力；产业层面，PX 及 PTA 新装置投产缓解前期供应压力，聚酯库存大幅去化显示产业看多氛围升温。展望明年，上半年或呈现成本偏空、产业看多的格局；共振时机尚需时日。



## 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/>