

2023年03月05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



海外衰退压力未减，内需预期转向乐观

内容提要

从原油方面看，近期供应端驱动较弱，行情主要由欧美经济触底反弹与美联储加息预期升温间的博弈所主导。美国就业市场异常强劲将限制美联储政策的快速转向，前期乐观的市场情绪存在修正压力，但同时高利率下，衰退虽迟但到，这将进一步增加中期原油的需求侧压力。当前原油处于强现实弱预期结构，核心变量在于就业数据的变动。

从石脑油和PX方面看，国内放开后化工品需求预期向好，石脑油裂解价差持续修复至100美元/吨上方。PX受海外调油需求影响，亚洲PX供应再度转为紧张，PXN攀升至300美元附近。

从供需方面看，节后首月，下游在经过短暂犹豫后，开工率迅速提升，产业链也迈向主动去库，产业看多情绪较为浓厚。但TA作为产能充足品种，加工费缺乏大幅扩张驱动。

整体来看，原油当前处于强现实弱预期结构，中长期面临现实需求下降，金融属性压制的双重共振压力，关键变量在于欧美经济何时再度转向下行；产业层面，当前PX、石脑油及TA本身加工费已攀升至历史区间高位，在供应端未收到明显冲击下，继续扩张难度较大。操作上，建议依托成本原油，中长线做空PTA。

操作建议

中长线做空。

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

期货方面，2月聚酯系以窄幅震荡为主，PTA报收5618元/吨，-124/-2.16%；EG报收4350元/吨，-1/-0.02%；PF报收7226元/吨，-248/-3.32%。

现货方面，华东现货基准价跟随期货，月均基差-20.9元/吨。本月基差基本呈现单边缓慢回落态势，主要原因在于盘面对于疫情放开后的经济复苏预期较高，现货跟随乏力，致使基差转负。

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 76.84 美元/桶，-2.18/-2.76%，低位窄幅震荡。本月市场行情由欧美经济反弹带来的海外需求回暖与金融压力回升间的博弈所主导，供应端驱动因素较少。

图 3：WIT 原油价格



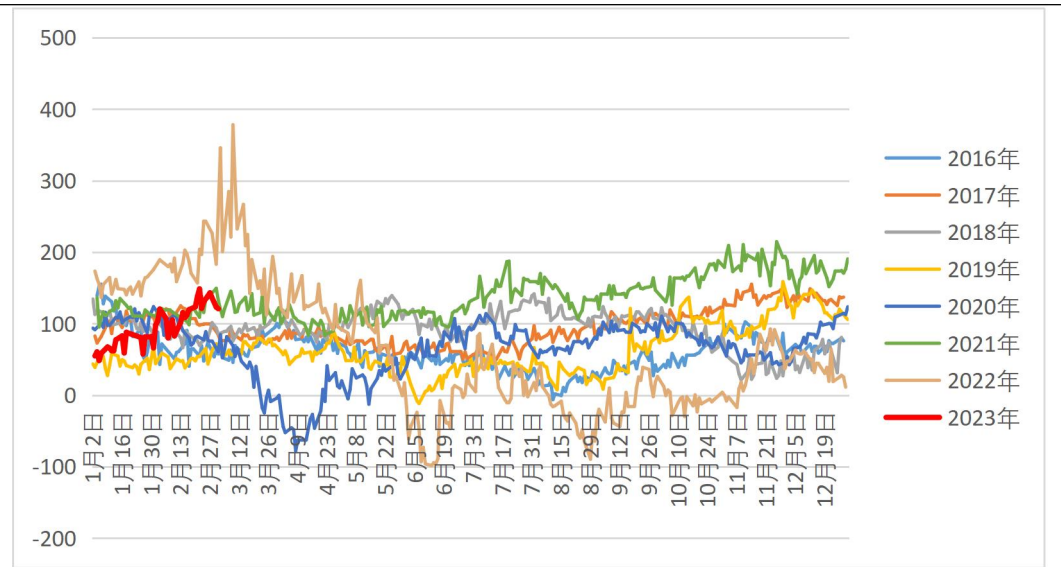
资料来源：文华财经，优财研究院

近期欧美多项经济数据回暖，就业数据更是“爆表”，凸显美联储抗通胀任重而道远。利率市场预计美联储将坚定加息以确保未来通胀能够有效缓解。除此之外，我国经济的复苏也对原油价格形成支撑。原油市场呈现出强现实弱预期的结构，潜在的转折点在于超高利率对于就业市场的传导何时显现。从中周期来看，海外经济在超高利率限制下，衰退“虽迟但到”，原油价格届时将承压，后市重点关注美国就业数据变化。

2.2 石脑油与PX

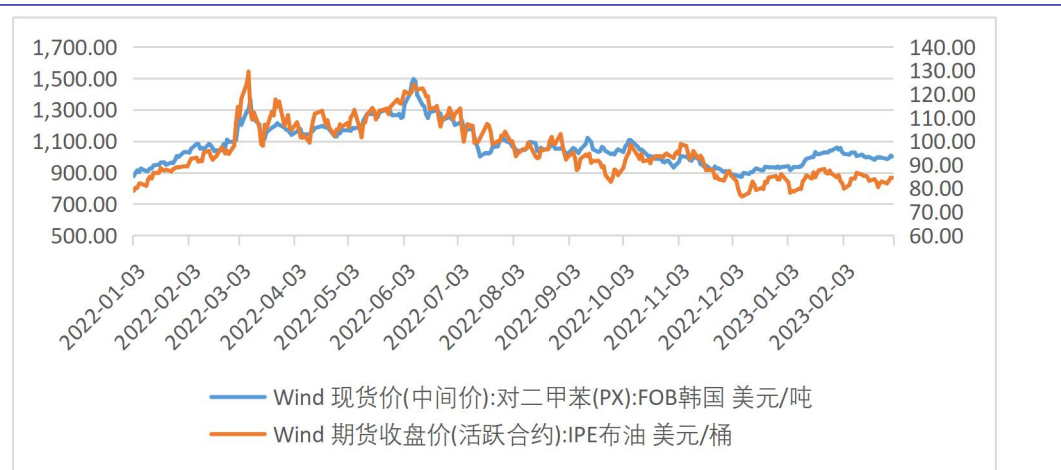
PX 方面，本月韩国 FOB 价格下跌 65 美元/吨至 991 美元/吨，PX 加工费在（250, 300）美元/吨区间内震荡。石脑油裂解价差月内持稳在（100, 150）美元/吨区间内。月内美国汽油库存偏低，调油需求增强，亚美套利窗口有所打开，厂商寻找出口机会，亚洲 PX 供应偏紧，PX 加工费上涨。

图 4：石脑油裂解价差



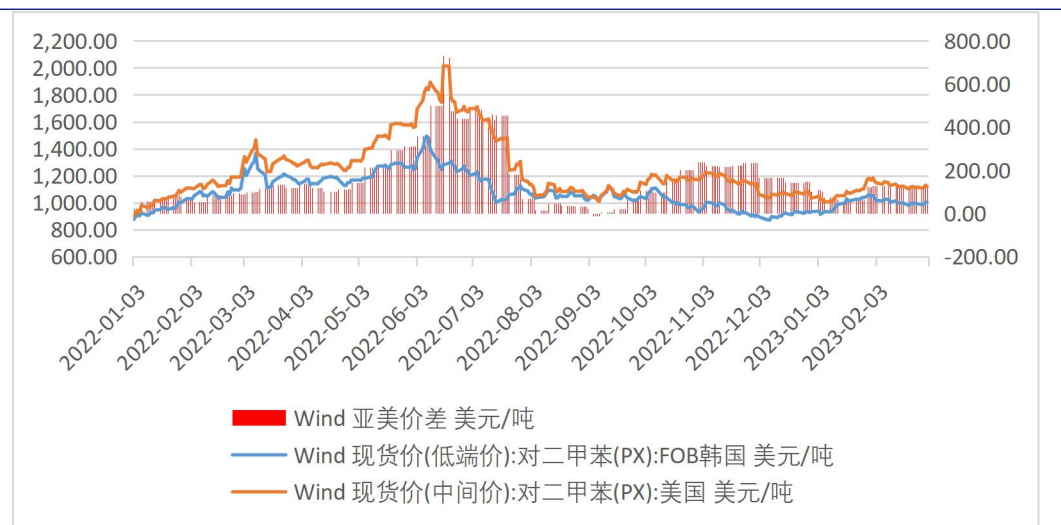
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：PX 韩国 FOB 价格



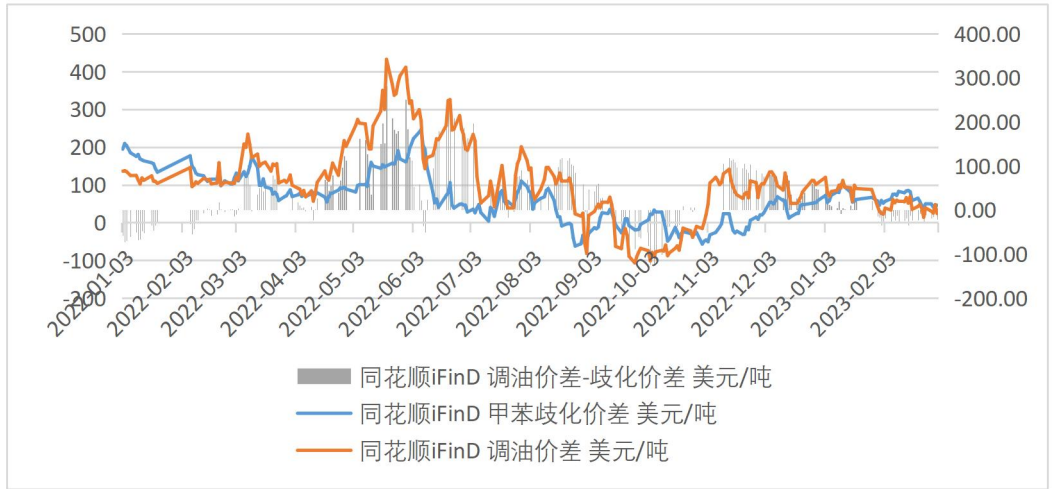
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：PX 亚美价差



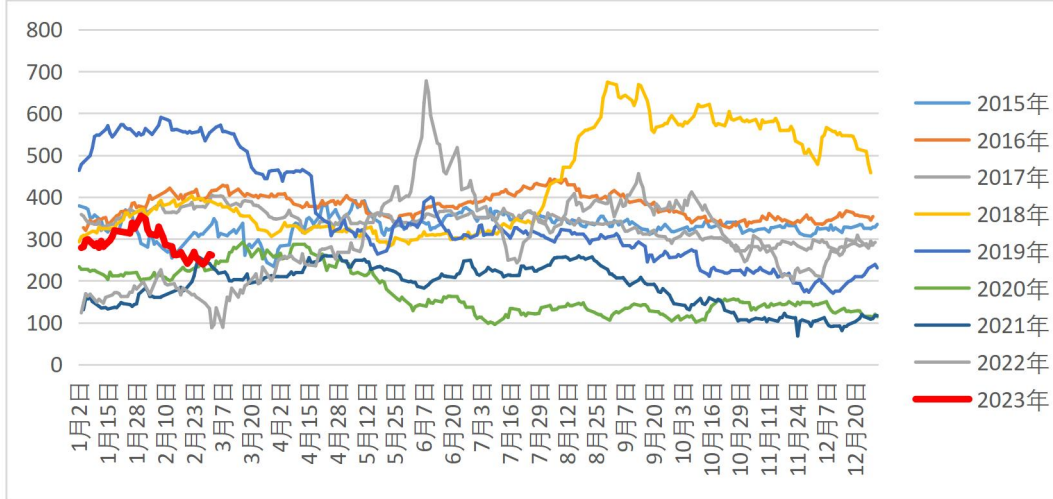
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：调油-歧化经济性对比



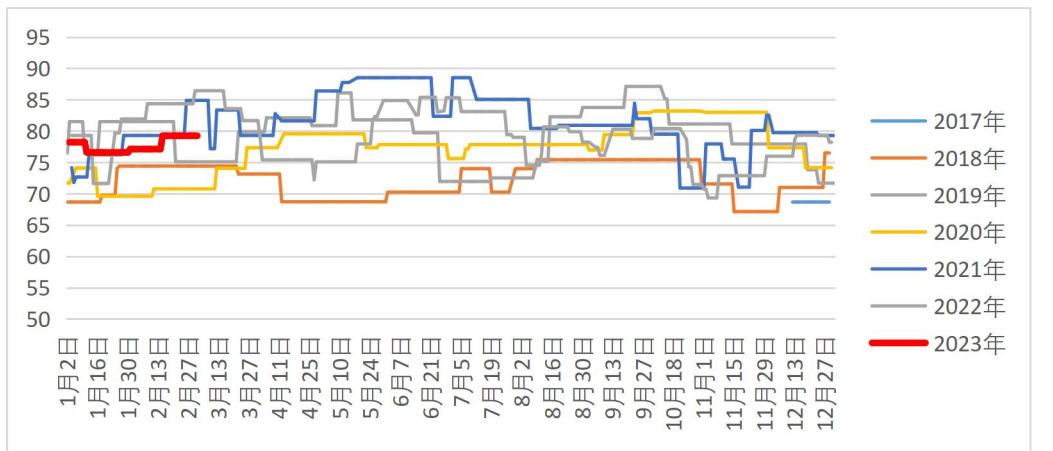
资料来源：IFinD，优财研究院

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

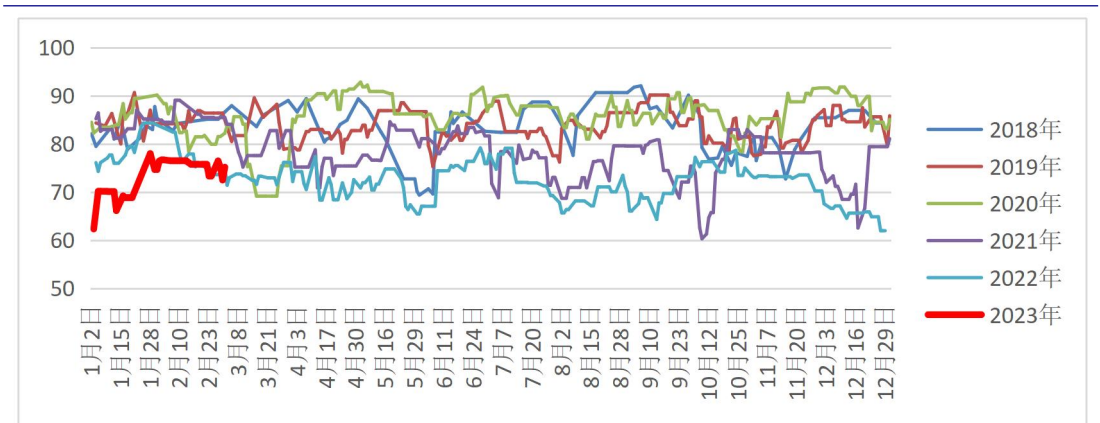
本月 PTA 节后快速复工，月均开工为 75.9%。库存方面，假期下游停产，PTA 季节性累库 14.7 万吨至 280.1 万吨。

图 10：本月装置动态

2023.02.01	中泰石化	120	春节前夕停车，计划2月中旬重启
2023.02.02	珠海BP	125	2月2日重启
2023.02.13	亚东石化	70	负荷8成
2023.02.20	海伦石化	120	2月6日检修，重启日期待定
	东营联合	250	负荷7成
2023.02.23	东营联合	250	2月23日检修4天左右
2023.02.27	逸盛大连	225	2022年11月27日左右停车，2023年底重启
2023.02.28	东营联合	250	重启中
	川能化学	100	2月28日短停7天左右
	中泰化学	120	重启中
2023.03.02	东营联合	250	负荷9成左右
	中泰化学	120	3月2日出料，负荷提升中

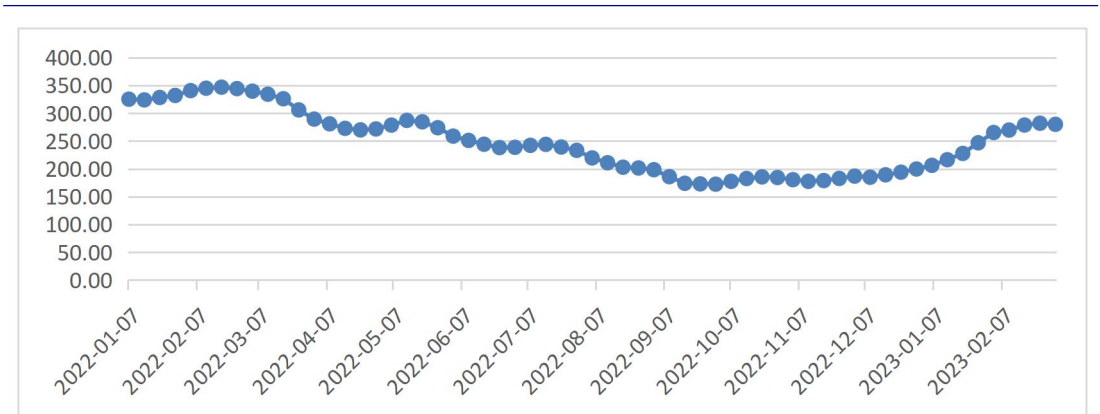
资料来源：卓创资讯，优财研究院

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

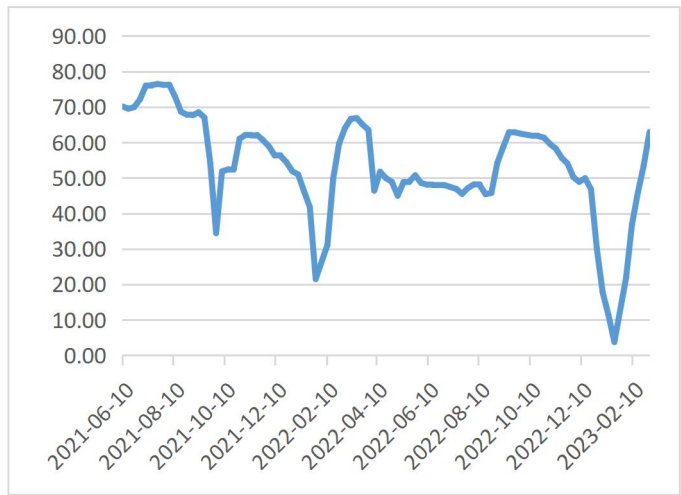
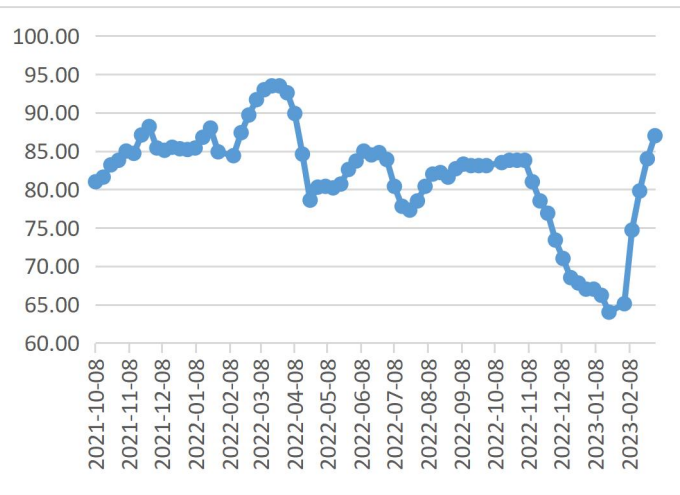
节后首月，聚酯工厂及下游织机在经过短暂犹豫后，开工率快速提升，目前已回升至往年同期水平。产业情绪乐观，聚酯及 TA 小幅去库。

4.2 聚酯库存

本月聚酯月内小幅去库，截止 3 月 03 日，FDY 库存 21.8 天，环比减少 7.6 天；DTY 库存 27.5 天，环比减少 5.6 天；POY 库存 20.5 天，环比减少 5.5 天；涤纶短纤方面，库存 7.3 天，环比增加 0.27 天，经济复苏稳步推进。

图表 13：聚酯开工率

图表 14：江浙织机开工率

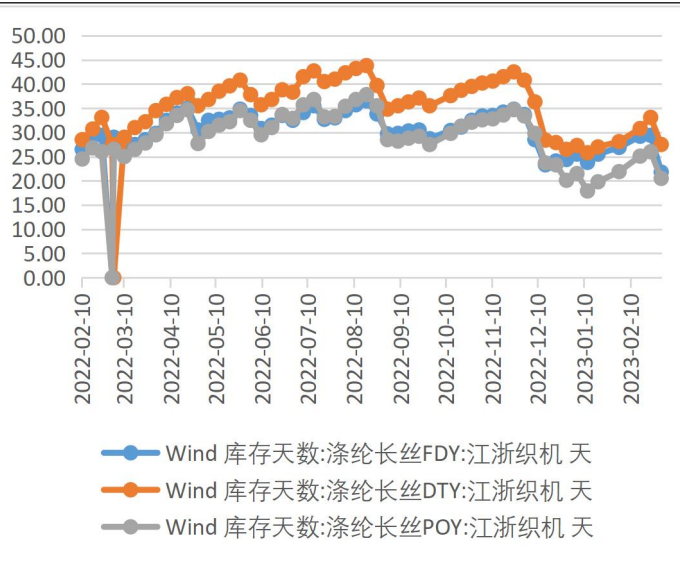


资料来源：Ifind，优财研究院

资料来源：Ifind，优财研究院

图表 15：涤纶长丝库存

图表 16：涤纶短纤库存



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

五、 现金流

月内 TA 加工费先抑后扬，前期受上游 PX 及石脑油加工费扩张挤压，加工费在成本线下方波动；月末受下游复苏进度加快带动，TA 加工费有所修复。

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

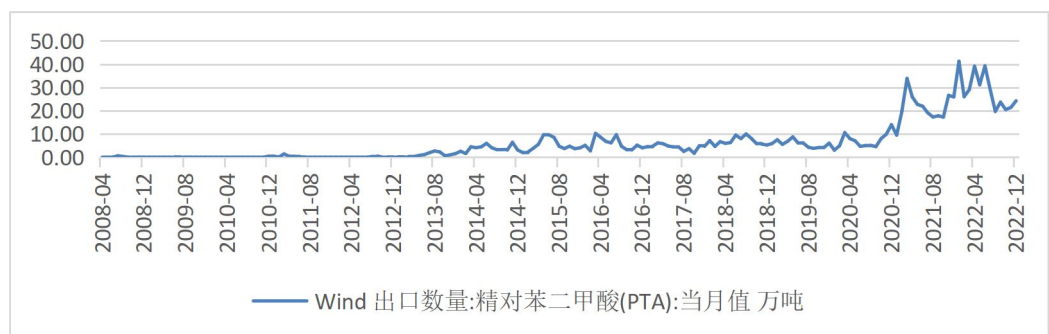


资料来源：Wind，优财研究院

六、 进出口

12 月我国 PTA 净出口 23.1 万吨，处于近期低位，略低于年内平均水平。

图 19: PTA 出口



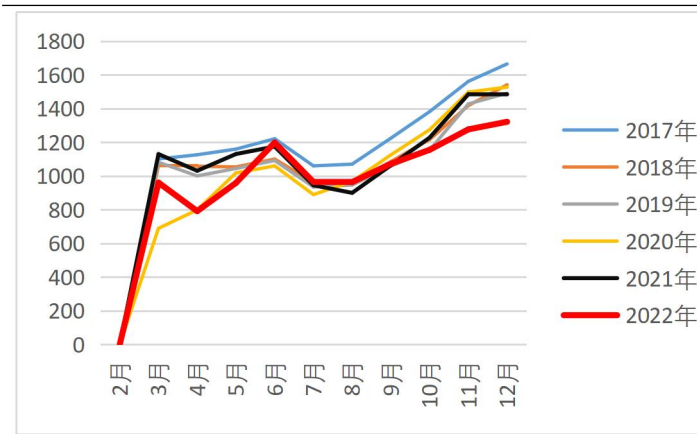
资料来源：Wind，优财研究院

七、终端需求

1. 内需

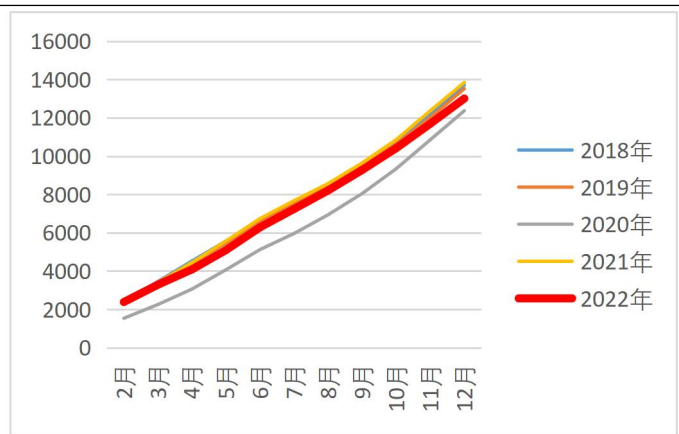
12月服装鞋帽、针织品类零售额为1321亿元，同比下降12.5%；1-12月累计13003亿元，同比下降6.1%。疫情放开后的感染高峰，制约了消费的复苏。

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）

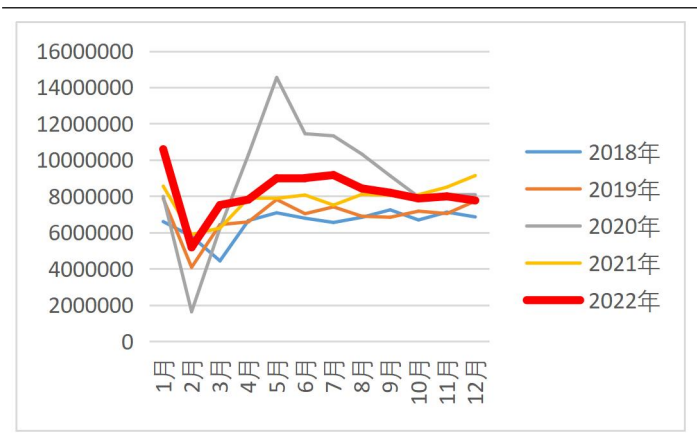


资料来源：Wind，优财研究院

2. 出口

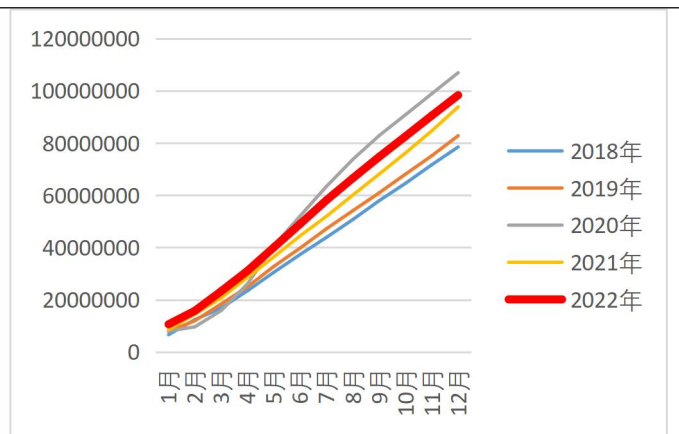
12月我国纺织品出口金额776.3亿元，同比下降15%，1-12月累计出口9835.8亿元，同比增加4.9%。12月我国服装及衣着附件出口金额1008.4亿元，同比下降0.8%，1-12月累计出口11712.8亿元，同比增加6.7%。海外当前处于主动去库存阶段，需求回落，我国纺服出口同环比下降明显。

图 22：纺织品出口金额（当月值）



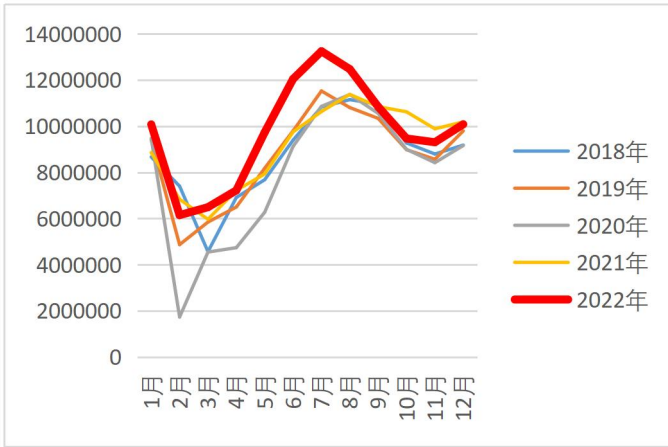
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：纺织品出口金额（累计值）



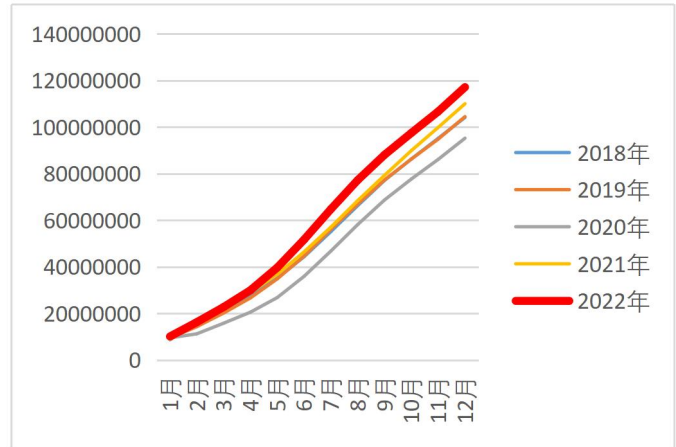
资料来源：Wind，优财研究院

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)

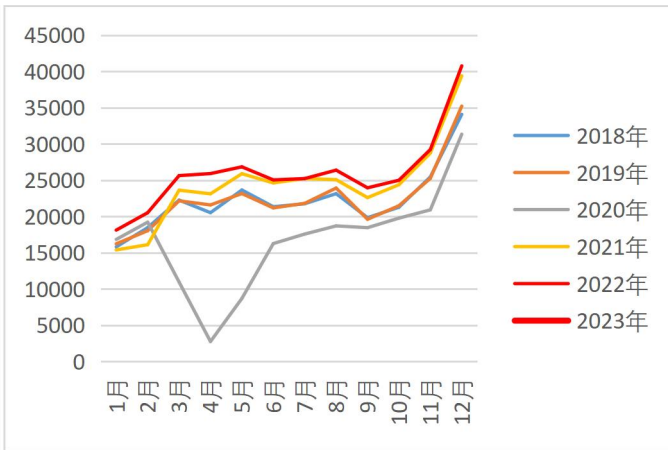


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 海外需求

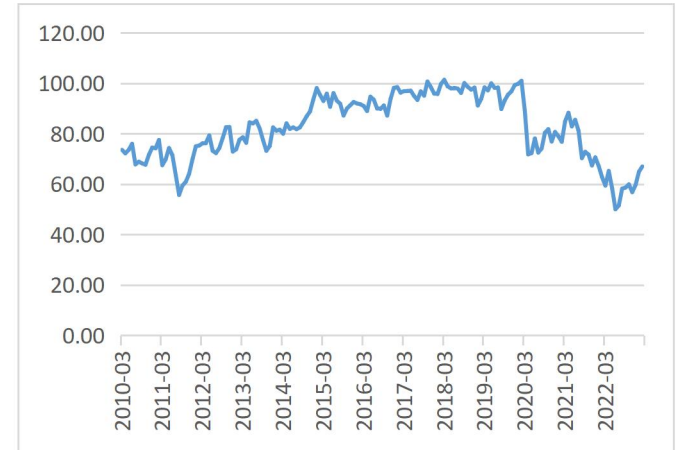
美国方面, 23 年 1 月服装零售额 193.01 亿美元, 同比下降 5.9%, 美国 2023 年 2 月密歇根大学消费者信心指数录得 67, 通胀回落后, 消费者信心底部继续修复。美国 12 月服装及服装面料批发商库存为 422.31 亿美元, 历史高位震荡。12 月服装零售库存为 569.98 亿美元, 零售商库存居高难下。

图 26: 美国服装零售额



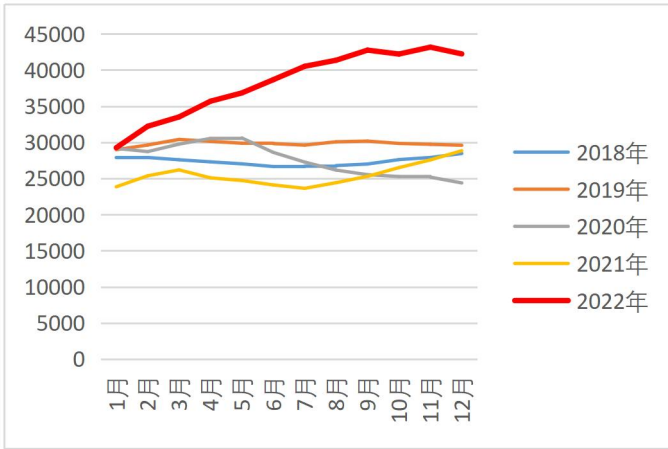
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 美国密歇根消费者信心指数



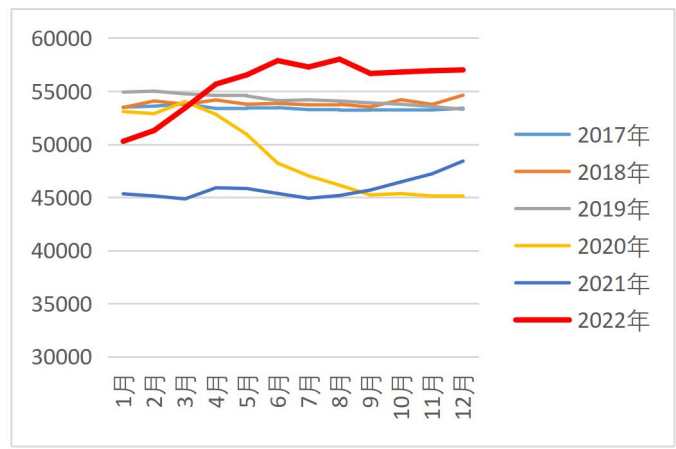
资料来源: Wind, 优财研究院

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



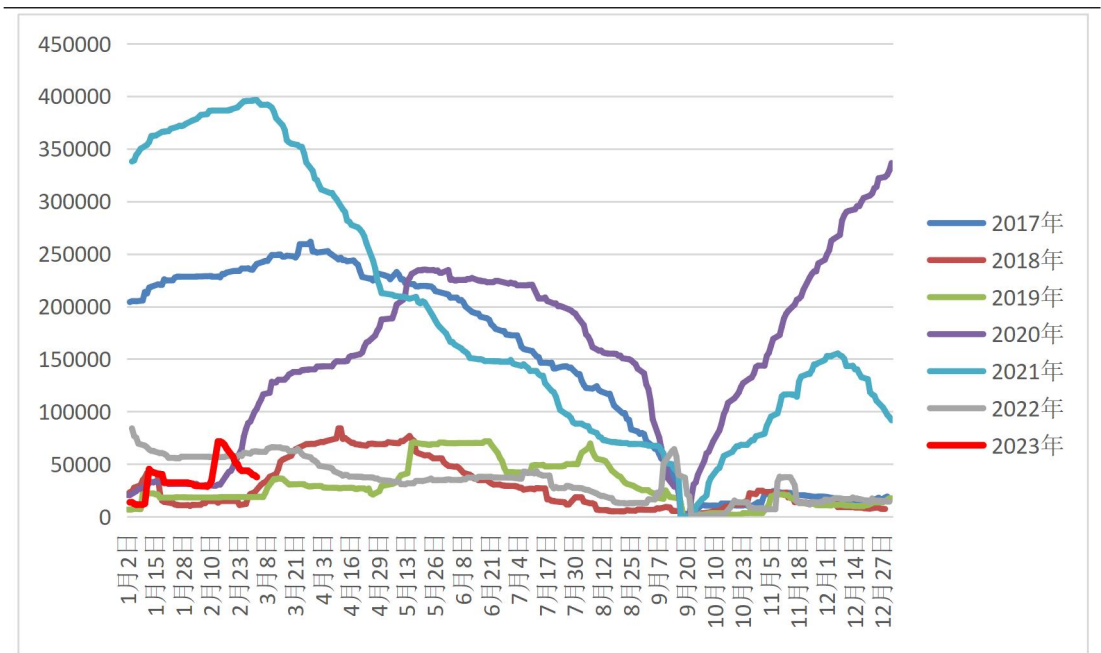
资料来源: Wind, 优财研究院

八、 仓单与价差

仓单方面, 仓单数量环比上月末增加 10728 张至 42078 张, 相比于往年属正常水平; 持仓方面, 下降 19482 张至 2699020 手。

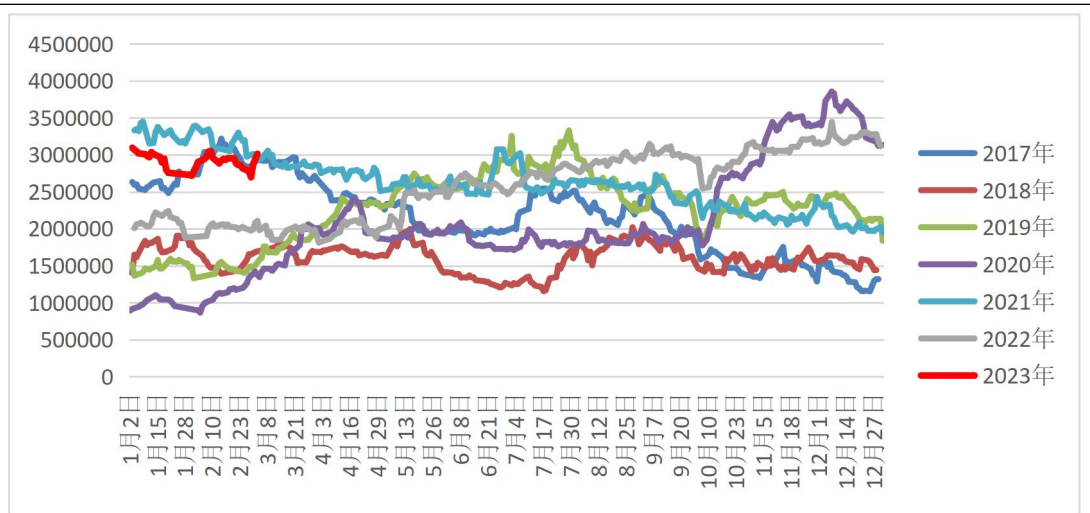
价差方面, 本月 1-5 价差及 5-9 价差持稳, 波动不大。

图 30: PTA 仓单数量



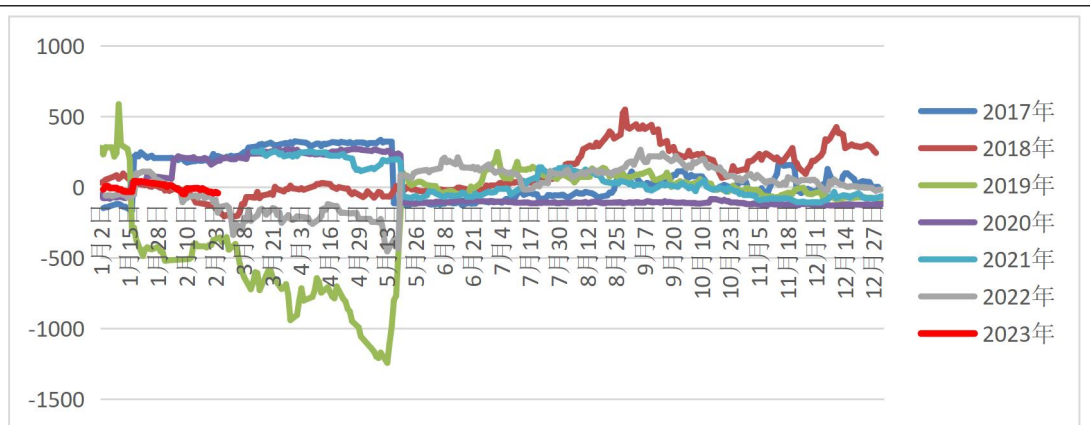
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: PTA 持仓数量



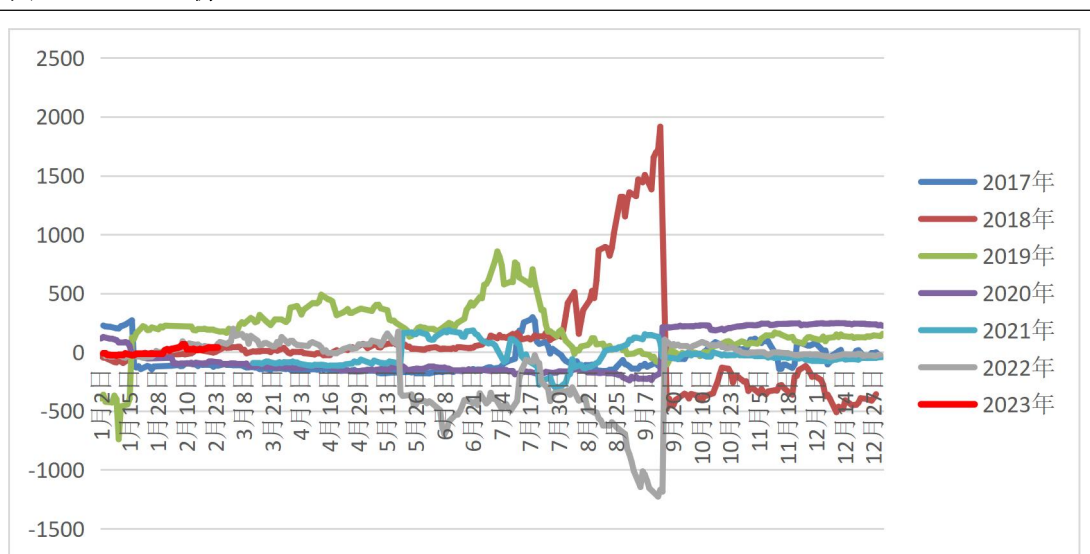
资料来源: Wind, 优财研究院

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， 近期供应端驱动较弱， 行情主要由欧美经济触底反弹与美联储加息预期升温间的博弈所主导。 美国就业市场异常强劲将限制美联储政策的快速转向， 前期乐观的市场情绪存在修正压力， 但同时高利率下， 衰退虽迟但到， 这将进一步增加中期原油的需求侧压力。 当前原油处于强现实弱预期结构， 核心变量在于就业数据的变动。

从石脑油和 PX 方面看， 国内放开后化工品需求预期向好， 石脑油裂解价差持续修复至 100 美元/吨上方。 PX 受海外调油需求影响， 亚洲 PX 供应再度转为紧张， PXN 攀升至 300 美元附近。

从供需方面看， 节后首月， 下游在经过短暂犹豫后， 开工率迅速提升， 产业链也迈向主动去库， 产业看多情绪较为浓厚。 但 TA 作为产能充足品种， 加工费缺乏大幅扩张驱动。

整体来看， 原油当前处于强现实弱预期结构， 中长期面临现实需求下降， 金融属性压制的双重共振压力， 关键变量在于欧美经济何时再度转向下行； 产业层面， 当前 PX、 石脑油及 TA 本身加工费已攀升至历史区间高位， 在供应端未收到明显冲击下， 继续扩张难度较大。 操作上， 建议依托成本原油， 中长线做空 PTA。

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/>