

兴证期货.研发中心

2022 年 7 月 1 日 星期五

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

联系人

王其强

电话: 0591-38117682

邮箱:

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

展望下半年,宏观面欧美通胀高企,美联储强势加息,不断强调控制通胀至 2%,欧洲央行跟进。在通胀没有明显回落前,海外央行控制通胀的逻辑依然存在,商品的金融属性压力不断攀升,宏观面不利 PTA。

成本端,虽然当下原油供需面相对健康,但在海外经济下行预期下,需求有边际走弱预期,叠加原油金融属性压力攀升,油价重心有下移预期,另外随着成品油需求旺季预期被打出, MX 调油逻辑有所缓和,以及国内 PX 产量释放, PX 端支撑或有所弱化。

供应端,三季度 PTA 仍处于新增产能空窗期,PTA 供应端依然会受低加工费扰动,主流工厂检修及降负依然会时常出现,四季度需要关注新增产能投放情况。

需求端,三季度初整体终端处于季节性淡季,仍难看到大规模修复,预计聚酯负荷仍将低位徘徊,关注传统旺季,特别是四季度海外订单是否有回流。

整体而言,当下商品市场仍受海外强势加息逻辑笼罩,弱宏观氛围下,市场更多倾向交易需求不佳预期,因此三季度 PTA 预计延续偏弱运行,四季度受新增产能、海外订单回流引发需求修复情况、以及欧洲进入冬季是否能源危机再现等具有较大不确定性

● 操作建议

偏弱震荡思路。

● 风险提示

原油超预期反弹;需求修复超预期。

报告目录

1. 行情回顾.....	1
2. 成本分析.....	1
2.1 原油重心或有所下移.....	1
2.2 海外PX扰动将逐步缓和 国内供应攀升.....	2
2.3 PTA加工费处于低位.....	4
3. 供需分析.....	4
3.1 关注加工费对供应的扰动及新增产能释放.....	4
3.2 聚酯产业景气不高 关注新增产能实际投放.....	6
3.4 关注终端的修复情况.....	6
3.5 PTA出口量处于高位.....	8
4. 库存分析.....	8
5. 总结.....	9

图目录

图 1: PTA 期现货走势.....	1
图 2: 原油走势.....	2
图 3: 海外PX及汽油价格.....	2
图 4: 中国及亚洲PX负荷.....	3
图 5: PTA加工差.....	4
图 6: PTA产量.....	4
图 7: PTA装置负荷.....	5
图 8: 聚酯负荷及产量.....	6
图 9: 聚酯库存及坯布库存.....	7
图 10: 聚酯现金流.....	7
图 11: 纺织服装消费及出口金额.....	7
图 12: PTA进出口量.....	8
图 13: PTA社会库存.....	9

表目录

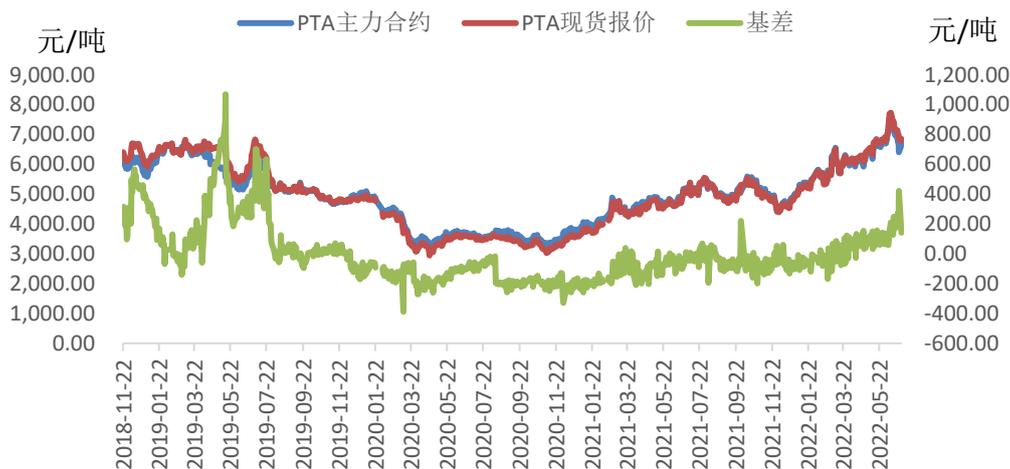
表 1: 全球PX新增产能.....	3
表 2: PTA新增产能.....	5
表 3: PTA主流装置检修情况.....	5

1. 行情回顾

上半年 PTA 整体跟随成本重心上移。年初，随着市场对奥密克戎忧虑缓和，原油重心持续修复，PTA 跟随原油重心上移。2 月 24 日俄乌战争爆发，此后欧美不断加码对俄罗斯制裁，市场对原油供应忧虑攀升，原油大幅上涨，PTA 在成本推动下被动上涨，终端驱动不足，使得 PTA 涨幅受限。市场反应俄乌战争溢价后，3 月中旬至 5 月中旬整体原油处于高位震荡，PTA 陷入强成本与弱需求的博弈之中，呈现高位震荡。5 月中旬后，海外成品油强势，MX 调油需求攀升，导致 PX 发生亚美贸易结构改变，亚洲 PX 偏紧，PX 大幅上行，强势成本进一步推动 PTA 延续创新高。随后，在美联储强势加息 75 个 BP，且不断强调控制通胀至 2%，市场交易海外衰退情绪攀升，叠加 PXN 大幅走高后，国内 PX 装置重启及检修推后，国内 PX 装置负荷快速回升，PX 价格大幅回落，带动 PTA 高位快速回调。

从基差来看，上半年基差整体偏强，PTA 库存持续回落，主流供应商惜售，整体现货流动性偏紧，基差偏强运行，基差最大走强至 200 元/吨上方。

图1: PTA 期现货走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 成本分析

2.1 原油重心或有所下移

上半年原油价格重心逐步上移，俄乌战争进一步提升市场对原油供应偏紧的忧虑，WTI 一度攀升至 130 美元/吨。从供需面来看，需求方面目前海外仍处于夏季出行高峰的需求季节性旺季，仍有一定需求预期，供应方面，OPEC+产能释放偏慢，而俄罗斯产量缩减不及预期，俄罗斯出口量并未因欧美制裁而出现下滑，因此短期供需面尚健康，库存低位对油价仍有支撑。而中期来看，随着美联储强势加息，不断强调控制通胀至 2%，海外多国跟进，加息周期下，市场

对海外进入衰退的预期攀升，美国股市进入熊市，并且高油价也限制了需求，中长期原油需求有走弱预期，此外欧美政府对抑制高油价决心仍在。因此，从中长期来看，尚无更多利多逻辑使得原油进一步创新高，而随着海外交易衰退风险不断攀升下，原油供需边际有转弱预期，原油重心或有所下移。

图2：原油走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 海外PX扰动将逐步缓和 国内供应攀升

上半年PX偏强，特别是5月以来，海外成品强势，调油逻辑进一步推升PX价格。回顾PX上半年走势，强势原因，主要包括以下几方面：1、海外成品油需求旺盛，MX被更多用于调油，PX产量被动收缩，亚美PX套利空间打开，贸易流向转变，亚洲向美洲转港；并且调油需求提振MX价格，韩国MX高于PX（面粉比面包贵）使得市场担忧亚洲PX产量；2、原油处于低库存状态，加之俄乌地缘政治对供应端扰动支撑，原油价格处于高位；3、近年来PXN低迷，PX新增项目有所推迟，且装置负荷低位，今年上半年PX开工更是低于往年，导致供应偏紧；4、供需以及定价模式，使得PX偏向卖方市场，近期PX卖方掌握主导权，加剧了价格的波动。

目前从海外来看，韩国与美国PX套利窗口仍在，仍有400美元/吨的价差，市场对海外夏季出现成品油需求季节性旺季仍有预期。不过海外成品价格呈现高位回落，拜登政府对于控制成品油价格，进而控制通胀，从而避免支持率下滑的意愿较强，因此调油逻辑对PX的影响预期边际转弱。

图3：海外PX及汽油价格

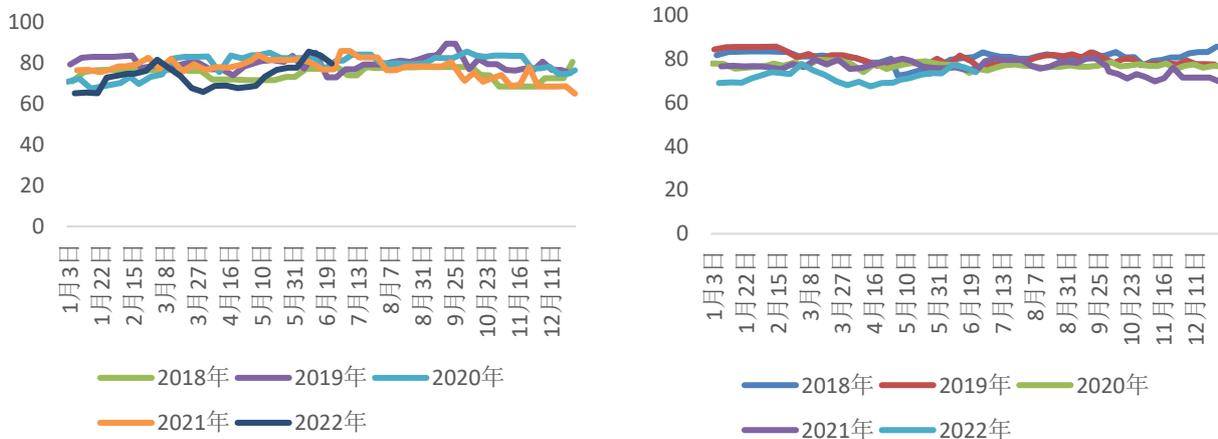


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

随着PXN修复国内PX装置有所重启,前期装置负荷提升至85%,不过随着福海创一条80万吨装置检修,以及上海石化装置70万吨装置意外停车,整体装置负荷回落至8成以下,不过较前期仍处于高位。目前PXN仍维持400美元/吨以上,企业开工意愿仍较强。

从国内PX新增产能来看,目前九江石化90万吨新增产能已经出成品形成供应增量,最近的可能投产是镇海炼化25万吨产能,其它新增产能集中在下半年且部分配套PTA新增产能,所以中短期PX产量释放仍依靠PX装置负荷的提升。

图4: 中国及亚洲PX负荷



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

表1: 全球PX新增产能

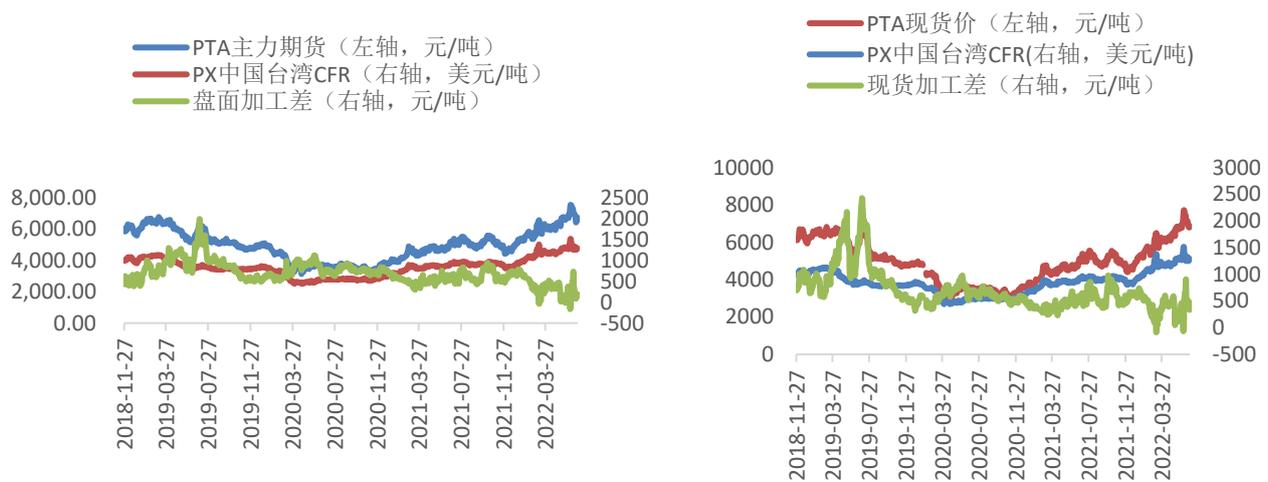
装置	产能(万吨)	装置情况
九江石化	90	已经出成品
镇海炼化	25	预计9月投产
盛虹炼化	280	预计四季度投产
中委广石化	260	预计四季度投产
惠州炼化二期	150	预计四季度投产
东营威廉二期	100	预计四季度投产

数据来源: CCF, 卓创资讯, 公开资料, 兴证期货研发部

2.3 PTA 加工费处于低位

上半年现货平均加工费 388 元/吨，行业处于亏损状态，较去年同期下滑明显，主要受成本抬升，终端需求偏弱影响。低迷加工费下，今年上半年，装置检修抵抗低迷加工费明显，整体装置负荷偏低。当前随着 PTA 快速回落，而 PX 相对坚挺，前期加工费修复后又快速回落，整体加工费偏低，未来仍对 PTA 装置开工存在较大影响。

图5: PTA 加工差



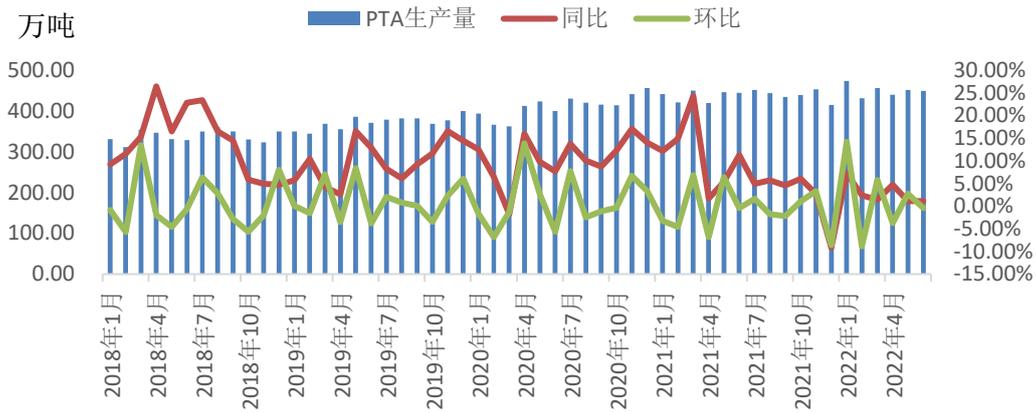
数据来源: Wind, 卓创, 兴证期货研发部

3. 供需分析

3.1 关注加工费对供应的扰动及新增产能释放

2022 年 1-6 月国内 PTA 产量 2705 万吨，同比增加 2.99%，主要缘于逸盛新材料 2#360 万吨新增产能。从装置负荷来看，上半年装置平均负荷 74.98%，远低于去年同期 81.57%，装置加工费低迷，导致非正常检修及降负增加，整体供应受影响。从 PTA 新增产能来看，目前 PTA 产能 6983 万吨，上半年仅新增逸盛新材料 2#360 万吨产能，下半年有投产计划的新增产能包括恒力石化（惠州）500 万吨、东营威廉 250 万吨，目前相关项目计划四季度投产，但投产进度仍有较大的不确定性。

图6: PTA 产量



数据来源：CCF，兴证期货研发部

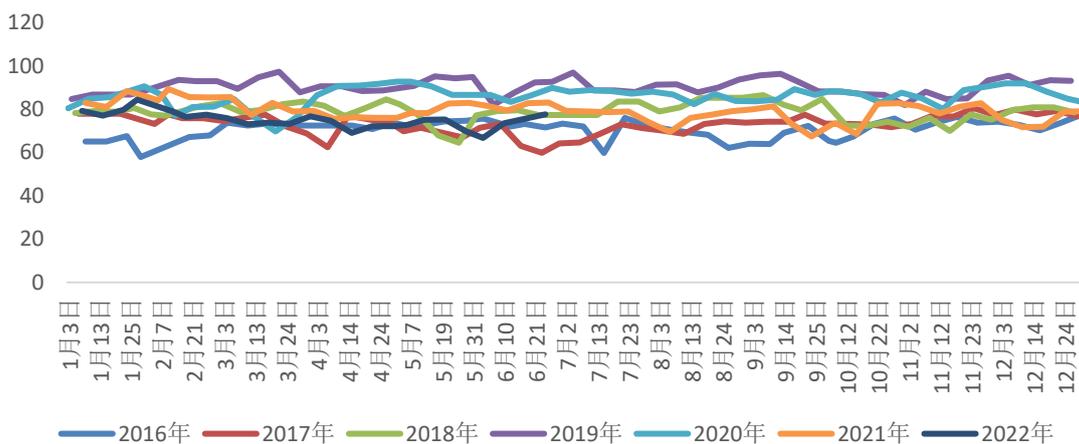
表2：PTA 新增产能

装置	产能 (万吨)	当前状态	预计投产时间
逸盛新材料 2#	360	已投产	2022 年 2 月份
恒力石化 (惠州)	500	未投产	2022 年四季度
东营威廉	250	未投产	2022 年四季度

数据来源：CCF，公开资料，兴证期货研发部

当前 PTA 加工费仍较为低迷，后期装置检修预期仍在。从 7 月份大型装置来看，恒力石化 5#250 万吨计划于 7 月 2 日起停车技改检修预计 20 天，3#220 万吨提前年度检修，计划 7 月 23 日开始，预计停车时间 14 天；福海创 450 万吨 PTA 装置初步计划 7 月中旬检修，预计检修 20-25 天；另外逸盛新材料 720 万吨产能有降负计划，其中一套 360 万吨产能已经降负至 8 成运行。总体 7 月份大厂都有检修和降负计划，当前加工费下将进一步推动相关装置检修及降负。下半年，PTA 整体装置负荷预计维持低位运行，供应增量取决于新增产能投放情况。

图7：PTA 装置负荷



数据来源：CCF，兴证期货研发部

表3：PTA 主流装置检修情况

装置	产能 (万吨)	当前状态
逸盛新材料	720	计划降负，一套 360 万吨产能 6 月 28 日已降负至 8 成

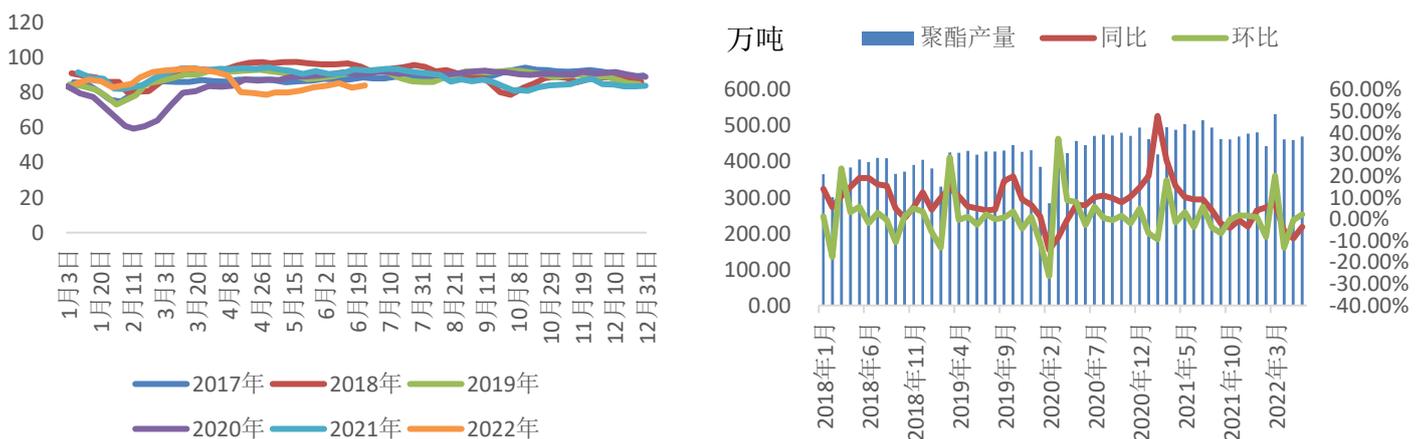
恒力石化 5#	250	计划 2022 年 7 月 2 日检修, 预计 20 天
恒力石化 3#	220	计划 2022 年 7 月 14 日检修, 预计 14 天
福海创	450	计划 2022 年 7 月中旬检修, 预计 20-25 天

数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3.2 聚酯产业景气不高 关注新增产能实际投放

今年 1-6 月聚酯产量预计 2850 万吨左右, 略低与去年, 产量收缩主要是聚酯企业开工降负荷明显。从聚酯负荷来看, 上半年聚酯企业一直处于高库存及弱现金流状态, 聚酯企业不得不动被动降负荷, 上半年平均负荷 86%, 较去年同期下降 5 个百分点, 导致聚酯产量无增量。从新增产能来看, 上半年新增产能 146 万吨, 按全年投产超 600 万吨的新增产能计划来看, 新增产能投放偏慢。下半年可能迫于地方政府经济压力, 部分聚酯新增产能或在不景气下被迫投产, 但聚酯企业可能通过降低老产能开工, 以进行平衡。

图8: 聚酯负荷及产量



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

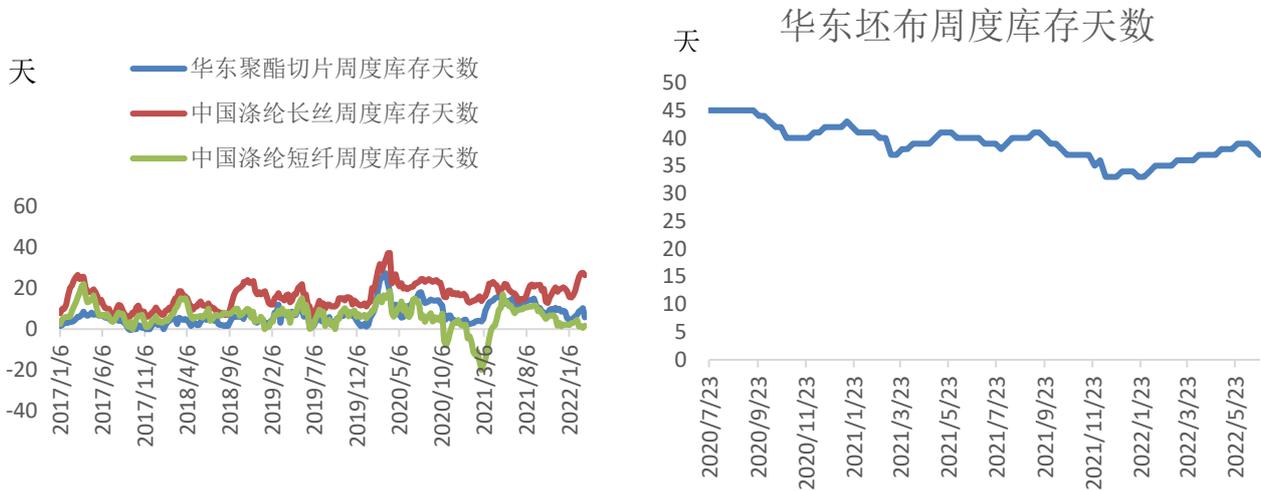
3.4 关注终端的修复情况

今年上半年聚酯企业面临高库存及弱现金流困境, 从库存来看, 聚酯相关品类企业库存维持高位, 特别是长丝企业, 长丝企业库存维持 30 天, 较年初增加 100%, 高库存也使得聚酯企业现金流低迷, 除瓶片外, 上半年聚酯相关品类企业长期处于亏损状态, 从而聚酯企业被动降负。

聚酯企业现状, 主要缘于终端的负反馈, 从江浙织机开工来看, 受疫情影响上半年江浙织机开工最低至 37%, 开工低于往年同期水平, 甚至低于 2020 年水平。疫情影响, 叠加上半年外销订单不佳, 导致终端负反馈明显。1-5 月份纺织类零售额 5093 亿元, 同比下降 8.1%, 内需总体乏力; 1-5 月纺织纱线、织物及制品出口 628.5 亿美元, 同比上涨 12.1%, 服装及衣着附件出口 622.2 亿美元, 同比增长 10.2%, 出口增长更多来源于绝对价格的上涨。总体, 国内经济下

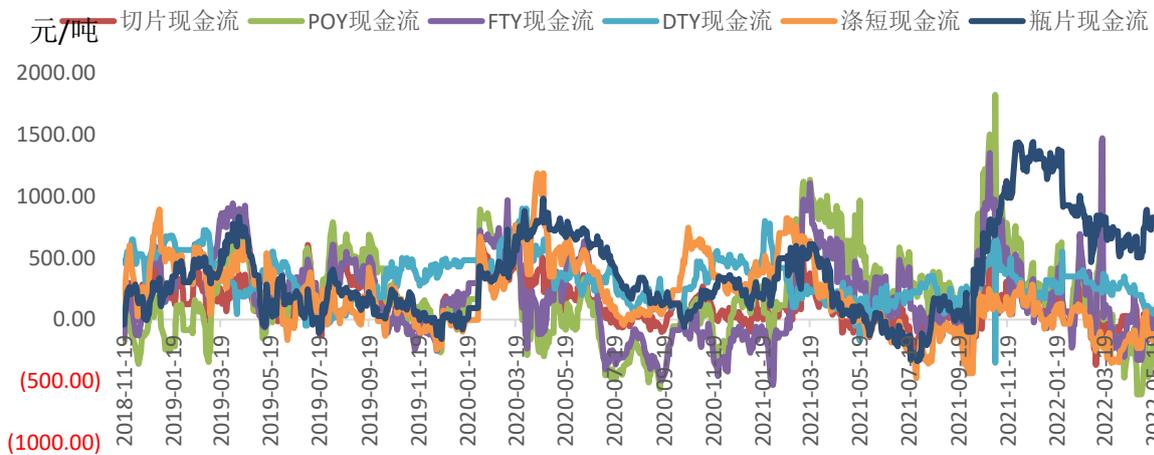
滑，叠加疫情影响，上半年纺织终端比较低迷。随着疫情影响缓和，国内不断释放稳定经济政策，需求有修复预期，但中短期力度仍较为有限，特别是因为疫情影响，海外转移至东南亚的订单，三季度难看到回流，关注四季度是否有回流可能。

图9：聚酯库存及坯布库存



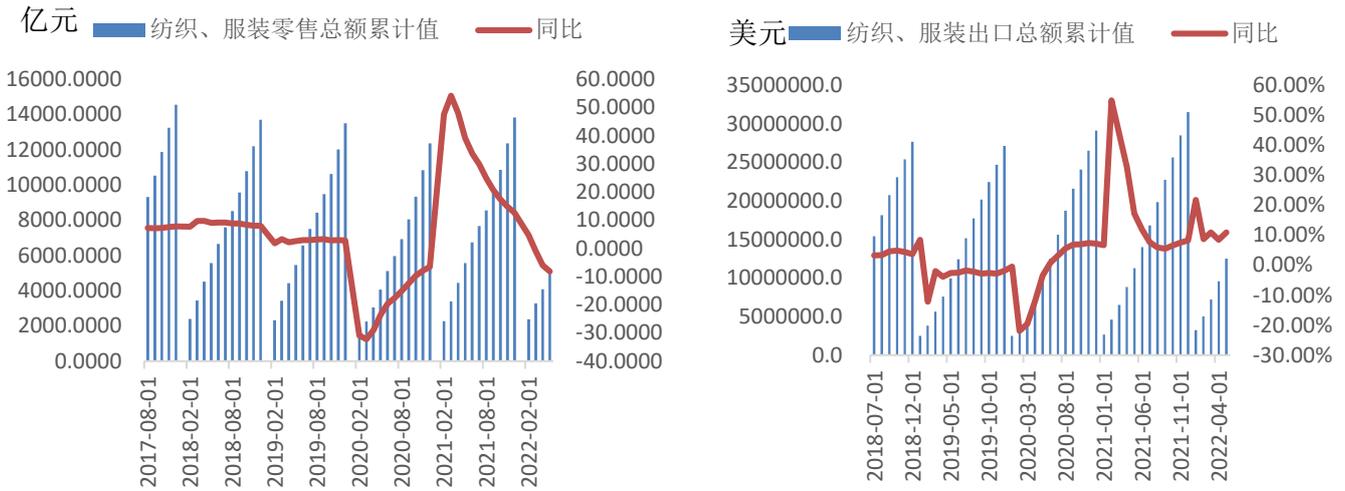
数据来源：卓创，兴证期货研发部

图10：聚酯现金流



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图11：纺织服装消费及出口金额

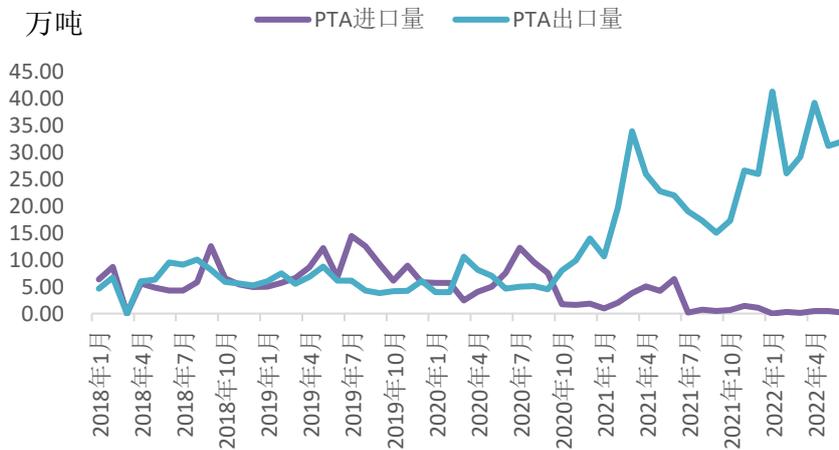


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 PTA 出口量处于高位

今年 1-5 月份 PTA 出口 166.66 万吨，同比增加 24%，预计上半年出口量近 200 万吨，同比增加 30%左右，出口套利窗口存在，使得上半年出口量维持较高水平。据悉，部分工厂 PTA 出口订单属于长协，这或使得下半年 PTA 出口量将维持高位。PTA 出口量持续高位，成为需求端的唯一亮点，化解国内产能过剩的有效途径。

图12：PTA 进出口量



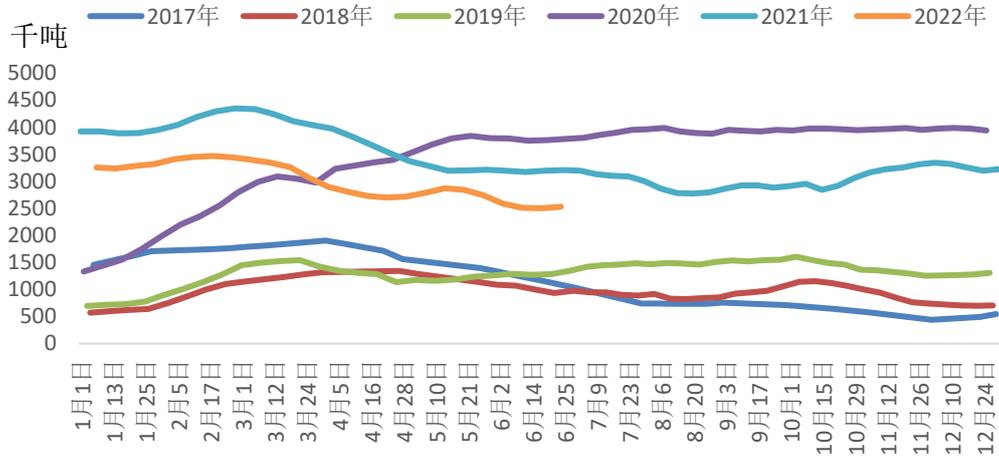
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 库存分析

上半年 PTA 整体处于去库存状态。从卓创咨资讯统计显示，截止 6 月 24 日，PTA 社会库存 253 万吨，较年初下降 22%。上半年在终端低迷，聚酯降负下，PTA 仍处于去库状态，主要缘于供应端 PTA 新增产能较少，且受低迷加工费影响，装置检修及降负较多，装置负荷低位，

此外出口量维持较高水平。展望下半年，影响库存较大的，就是 PTA 新增产能释放情况，在 PTA 新增产能释放前期，库存变化预计相对温和，主要取决于 PTA 厂商与聚酯企业间的博弈。

图13: PTA 社会库存



数据来源：卓创，兴证期货研发部

5. 总结

展望下半年，宏观面欧美通胀高企，美联储强势加息，不断强调控制通胀至 2%，欧洲央行跟进。在通胀没有明显回落前，海外央行控制通胀的逻辑依然存在，商品的金融属性压力不断攀升，宏观面不利 PTA。

成本方面，虽然当下原油供需面相对健康，但在海外经济下行预期下，需求有边际走弱预期，叠加原油金融属性压力攀升，油价重心有下移预期，另外随着成品油需求旺季预期被打出，MX 调油逻辑有所缓和，以及国内 PX 产量释放，PX 端支撑或有所弱化。

供应端，三季度 PTA 仍处于新增产能空窗期，PTA 供应端依然会受低加工费扰动，主流工厂检修及降负依然会时常出现，四季度需要关注新增产能投放情况。

需求端，三季度初整体终端处于季节性淡季，仍难看到大规模修复，预计聚酯负荷仍将低位徘徊，关注传统旺季，特别是四季度海外订单是否有回流。

整体而言，当下商品市场仍受海外强势加息逻辑笼罩，弱宏观氛围下，市场更多倾向交易需求不佳预期，因此三季度 PTA 预计延续偏弱运行，四季度受新增产能、海外订单回流引发需求修复情况、以及欧洲进入冬季是否能源危机再现等具有较大不确定性。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。