



## PTA9-1 价差分析与展望

**简要综述：**平衡表预估 6-7 月 PTA 延续累库，上游工厂挺价支撑基差及跨期反弹背景下，为后市介入 PTA 反套提供较佳机会。

（一）作 PTA9-1 跨期价差历年的分析，各有差异。其中差异的原因主要在于每年的 PTA 社会库存、仓单压力不同，导致的 PTA 工厂主动调控效果的不同。总结为，PTA 社会库存偏高，过剩的年份，高仓单压力背景下 PTA9-1 走反套，直至 PTA 生产利润打至亏损性减产，且亏损性减产持续有效减少仓单，9-1 反套才结束（16/17 年）。而在 PTA 社会库存偏低，紧张的年份，PTA9-1 潜在走正套，一方面是 PTA 工厂集中度高，可通过自身的检修主动调控 TA 流动性（18 年）；也可通过参与大量的现货市场交易主动调控 TA 流动性（19 年），但 19 年随后的行情侧面反映出在社会库存高的年份，难以通过 PTA 工厂主动调控长期控制 PTA 流动性，但短期可调控。

（二）结合今年的平衡表展望，分析今年 PTA9-1 跨期价差的走势。在总平衡表 6-7 月持续累库且目前绝对库存数字高位的背景下，PTA 工厂主动调控的能力或受限，而中下游库存偏高亦限制其再库存能力，因此较小概率复制 2019 年在高库存背景下的 PTA 工厂调控 PTA 流动性的行情。

**策略建议：**短期关注 TA 主流工厂短期调节基差能力，或为后期 9-1 反套提供较好点位。

**风险：**近期原油价格的单边波幅；外盘疫情边际改善后实际对服装需求提升的速率；TA 工厂高产能集中度下的非利润检修可能性；下游的再库存空间

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233755

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 020-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

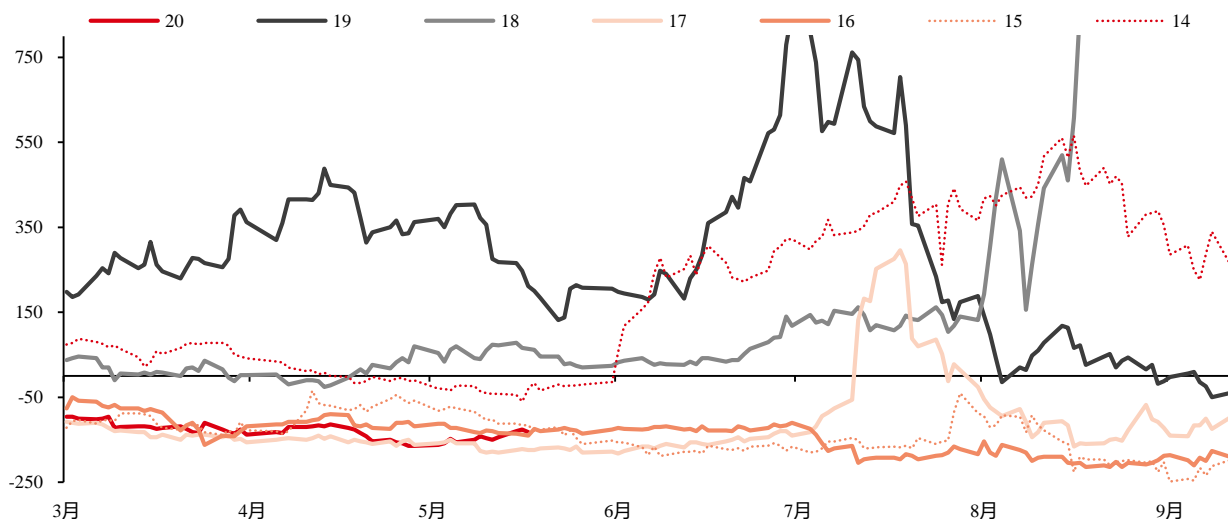
✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

## 1.PTA9-1 价差的各年份表现各异，其中差异的基本面因素

图 1: TA9-1 跨期价差历史季节性走势

单位: 元/吨



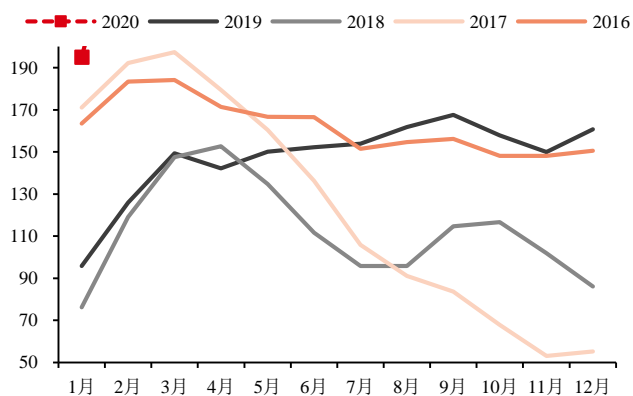
数据来源: wind 华泰期货研究院

季节性表现: PTA9-1 跨期价差在每年 5-8 月走势的季节性并不明显, 呈现特定年份有特定行情走势。(第二节的 TA 库存、仓单、生产利润、开工率结合一同解释)。

(1) 16 年 6-7 月市场走反套, 并且 7 月后一度下挫至展期窗口-210 元/吨附近, 且维持至合约交割结束, 期间并未有反弹。2016 年 4-7 月社会库存同比高位, 去化缓慢, 社会库存高位传递至仓单打到历史高位。在高库存压力背景下, 2016 年 5 月 PTA 生产利润已压至持续亏损, 而主流厂家逸盛及恒力选择在需求偏弱背景下继续争夺市场份额并未减产, 而其他工厂的检修也坚持至 2016 年 7 月下旬, 因此 TA 工厂过晚的亏损性检修至的仓单压力致使 16 年 9-1 价差打至移仓窗口。

图 2: PTA 社会库存

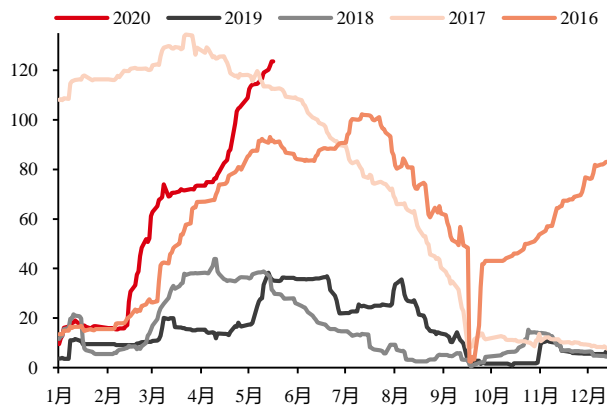
单位: 万吨



数据来源: CCF 华泰期货研究院

图 3: PTA 仓单 (含预报)

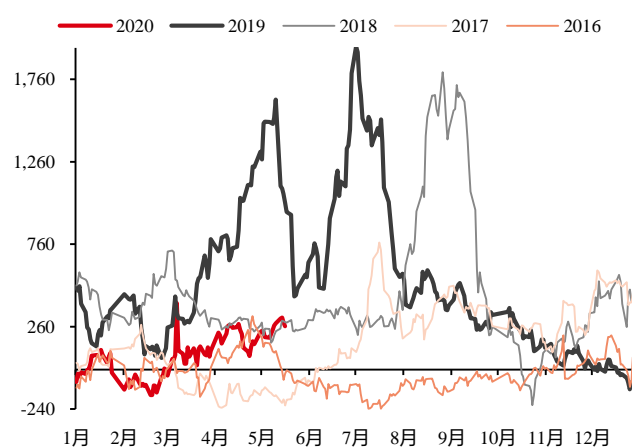
单位: 万吨



数据来源: 郑州商品交易所 华泰期货研究院

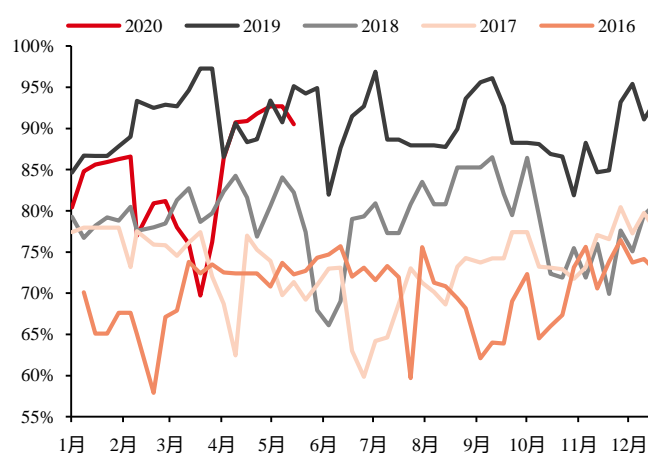
(2) 17 年 5-6 月市场已早就打到了-190 元/吨，亦接近移仓窗口。主要原因亦是 2017 年初上半年的社会库存已达到历史高位，并且传导至仓单更是历史最高。然而与 2016 年不同之处在于，2017 年 4 月初在高库存压力下的 TA 生产利润已打至亏损，而本轮 PTA 工厂敏感降负，其中逸盛更是带头减产，然而在需求恢复较慢背景下未对库存去化有明显作用。而 2017 年 7 月亏损背景下，恒力再度带头减产，结合年中服装出口稍有改善，社会库存高位去化，9-1 跨期在 7 月中明显快速反弹；但是在仓单去化后仍绝对数量量级高位的压力下在 8 月重新回落。

图 4: PTA-PX 生产利润 单位: 元/吨



数据来源: CCF 华泰期货研究院

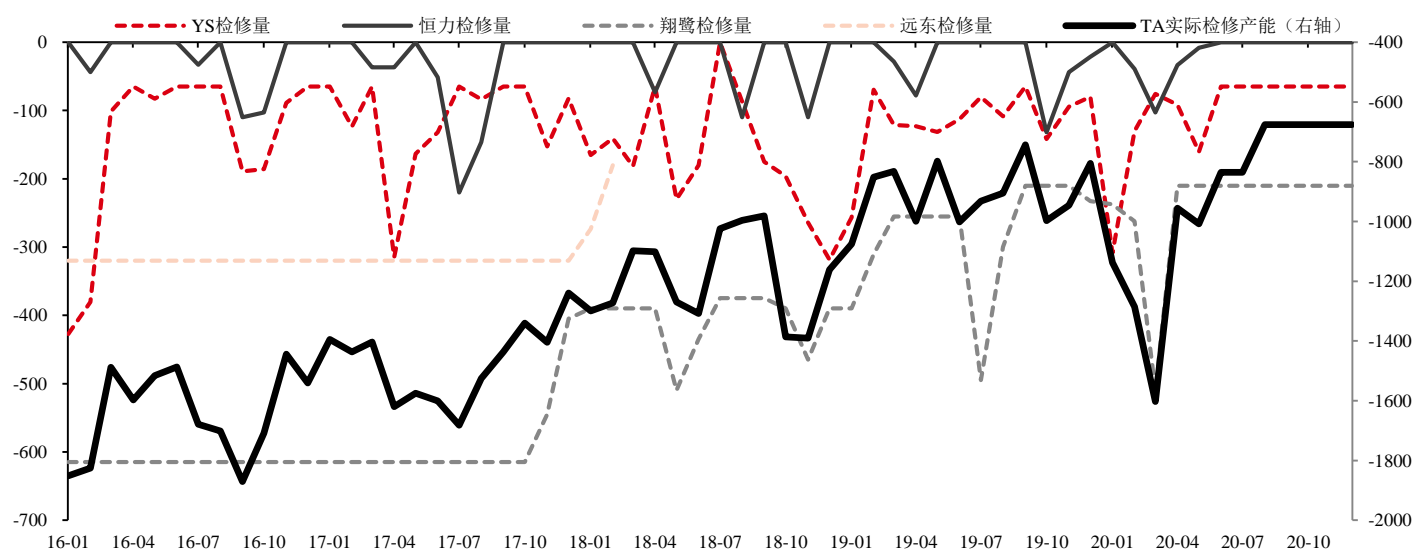
图 5: PTA 开工率 单位: %



数据来源: CCF 华泰期货研究院

图 6: PTA 分集团检修产能 (逆序)

单位: 万吨/年; 万吨/年

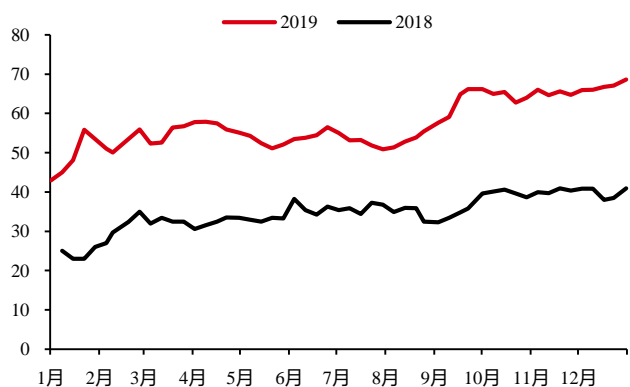


数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

(3) 18 年的 9-1 跨期已不适用于 16 年以来的规律，即社会库存高位-仓单高位-反套行情，行情发动至 TA 工厂亏损减产，反套过程中伴随着 9-1 价差反弹，与此交易模式完全相反。因 2018 年 TA 社会库存同比前几年属于低位，服装出口及零售增速均有所提升，坯布库存亦是历史低位，转化为服装库存，上中下游库存压力是近几年最少的年份。在库存偏紧的背景下，PTA 上游工厂集中度高的优势发展得淋漓尽致，首先由于 PTA 工厂开始维持高生产利润，因此无法猜测 PTA 工厂何时检修意愿高；其次是主流 PTA 工厂开始在市场大量进行基差交易，并且结合自身检修调控的主动性，该年跨期 9-1 正套高笋入云。两轮发动分别是逸盛在 5 月及 8-9 月带头检修，9 月 PTA9-1 价差更是高达 1600 元/吨以上的难得高位。因此在社会库存偏低背景下，集中度高的 PTA 工厂主动调控能力非常强。

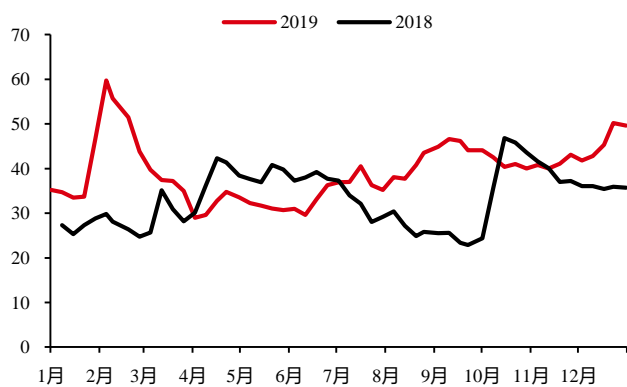
(4) 19 年的 9-1 跨期想复制 18 年的交易模式，但社会库存背景并不相似。由于服装出口需求及服装零售增速的转弱，19 年下半年的社会库存同比完全高于 18 年同期，因此在高库存背景下，理论 TA 工厂主动调控能力受限。然而主流 PTA 工厂继续在市场大量进行基差交易，主动调控市场流通库存。2019 年 6 月中开始，逸盛等主流 PTA 工厂采购基差，加剧流通库存的紧张，交易模式已从 TA 工厂实打实地检修调控 TA 流动性转化为通过大量基差交易短时调控 TA 流动性。然而社会库存并未有效消耗，但是发生的是库存转移，即 TA 从 TA 工厂转移至聚酯工厂，聚酯工厂买涨不买跌的心态更加紧 TA 的流动性，促使了 19 年 7 月 9-1 跨期正套的快速回升。但在社会库存未有实际消化背景下，运用库存转移+上游集中度调控的交易模式未能奏效，随后下半年在高库存压力背景下生产利润及 9-1 跨期重新回落。

图 7：聚酯工厂 TA 库存 单位：万吨



数据来源：忠仆资讯 华泰期货研究院

图 8：TA 工厂 TA 库存 单位：万吨



数据来源：忠仆资讯 华泰期货研究院

### 总结：

(a) 在 PTA 社会库存偏高，过剩的年份，高仓单压力背景下 PTA9-1 走反套，直至 PTA 生产利润打至亏损性减产，且亏损性减产持续有效减少仓单，9-1 反套才结束（16/17 年）。

(b) 在 PTA 社会库存偏低，紧张的年份。PTA9-1 潜在走正套，一方面是 PTA 工厂集中度高，可通过自身的检修主动调控 TA 流动性（18 年）；也可通过参与大量的现货市场交易主动调控 TA 流动性（19 年），但 19 年随后的行情侧面反映出在社会库存高的年份，难以通过 PTA 工厂主动调控长期控制 PTA 流动性，但短期可调控。

## 2. 2020 年的 9-1 价差驱动展望

### 2.1 5-7 月份总平衡表预判

表格 1：未来平衡表展望（自估）（5 月 15 日预估）

单位：万吨

	TA 产量	TA 产量累 计同比	TA 净 进口	TA 总 供应	聚 酯	聚酯累 计同比	PTA 总 需求	聚酯对 PTA 需求 量	其他 用途	金融投机 对 PTA 需 求	库存 变化	PTA 自 估库存
2020 年 1 月	390	11.1%	2	392	386	1.0%	343	335	8		49	199
2020 年 2 月	362	8.4%	2	364	284	-6.0%	254	246	8		109	308
2020 年 3 月	364	3.9%	-8	356	390	-6.9%	346	338	8		10	318
2020 年 4 月	414	6.6%	-3	411	424	-5.1%	376	368	8		35	354
2020 年 5 月 (E)	414	6.8%	-3	411	446	-3.2%	395	387	8		17	370
2020 年 6 月 (E)	404	7.2%	-3	401	434	-2.0%	384	376	8		17	387
2020 年 7 月 (E)	425	7.9%	-3	422	446	-1.1%	395	387	8		27	414

资料来源：CCF 忠仆资讯 华泰期货研究院

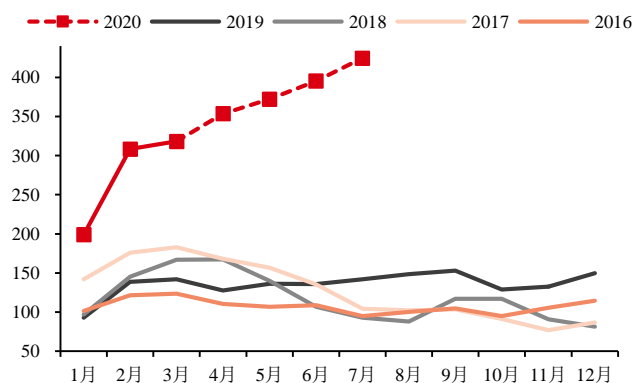
调整不大，5-7 月依然延续快速累库，需要 TA 工厂减产再平衡。

(1) 5 月小幅下调产量，汉邦 220 万吨于 5 月 19 日新加入检修队列，累库速率放缓。而 5 月检修仍包含前期逸盛 220 万吨检修计划，目前有可能摆动至 6 月；而 6-7 月产量预估继续给予同期检修量差值的 1/2 作为检修补偿。

(2) 4月上旬嘉兴新凤鸣 30 万吨长丝、4月中旬逸盛大连 25 万吨瓶片、4月下旬三房巷 10 万吨瓶片，以及传统 5-6 月的聚酯产量季节性调整给予 5-6 月份的聚酯产量预估。长丝未有降负压力，本周聚酯负荷仍然高挺，继续上修 5 月聚酯产量预期。

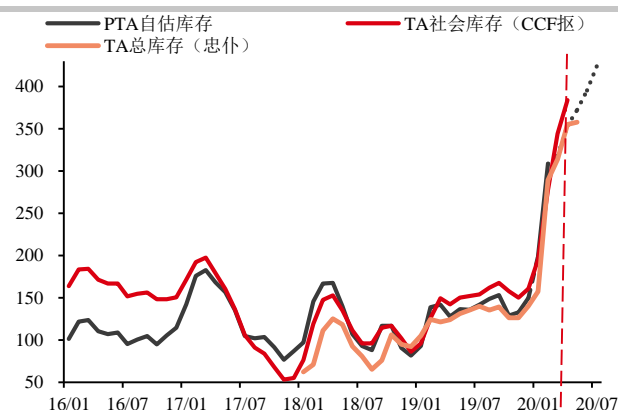
## 2.2 平衡表概览（图）

图 9：PTA 社会库存指数（自估平衡表） 单位：万吨



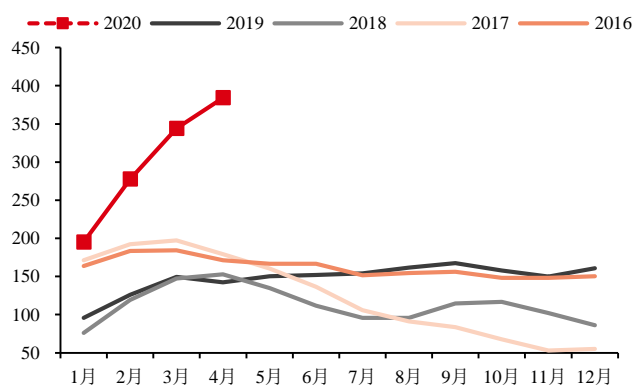
数据来源：卓创资讯 CCF 忠仆资讯 华泰期货研究院

图 10： PTA 社会库存指数（自估平衡表）与 CCF 模拟库存与忠仆社会库存 单位：万吨；万吨



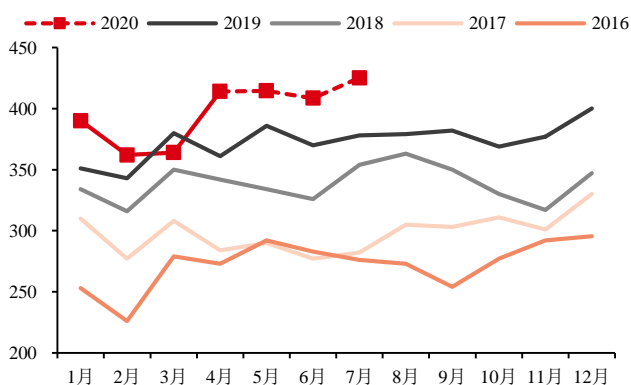
数据来源：卓创资讯 CCF 忠仆资讯 华泰期货研究院

图 11： PTA 社会库存（CCF 模拟） 单位：万吨



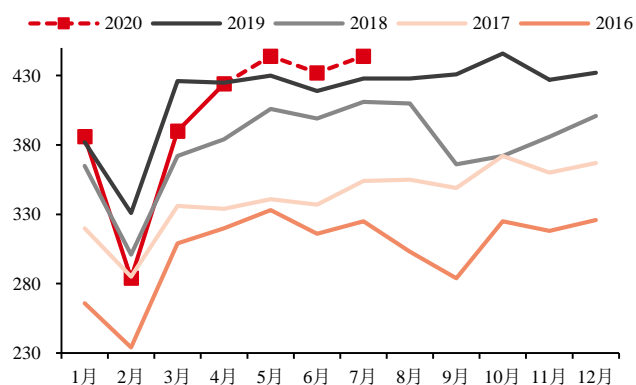
数据来源：CCF 华泰期货研究院

图 12： PTA 产量（自估平衡表） 单位：万吨



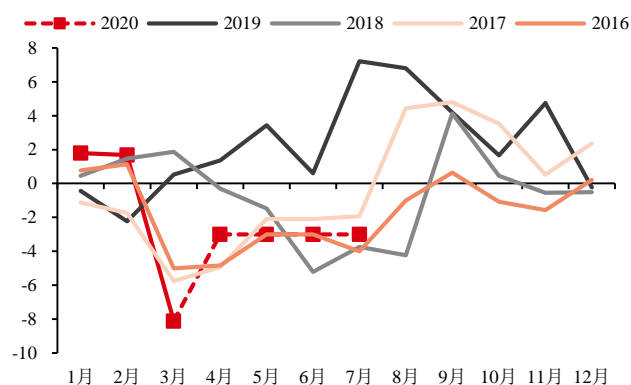
数据来源：CCF 华泰期货研究院

图 13: 聚酯产量 (自估平衡表) 单位: 万吨



数据来源: CCF 华泰期货研究院

图 14: PTA 净进口 (自估平衡表) 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

## 2.3 2020 年的 PTA9-1 价差分析

(1) 理论上走反套。在平衡表展望的结论下, 5-7 月 PTA 社会高库存延续, 降持续压制基差及 9-1 价差。直至 PTA 工厂亏损性减产至社会库存见顶下滑才结束。而目前 PTA 生产利润仍存, 并不存在亏损性大量减产的预期。

图 15: PTA 基差&跨期走势

单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

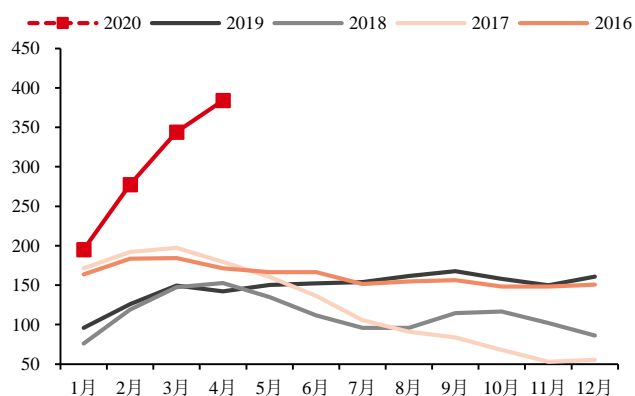
(2) 实际上基差及跨期在触底反弹。的 TA 现货对 09 的基差却已从最低点-220 元/吨走强至-130 元/吨, 虽有时间价值递减的原因, 但从覆盖无风险交割窗口快速走强的原因主要



是上游工厂再度参与采购基差，现货流动性短暂提高，因此引发市场担忧 2019 年行情能否被再度复制，随着基差的走强，TA9-1 亦从-170 元/吨附近，反弹至-120 元/吨附近。

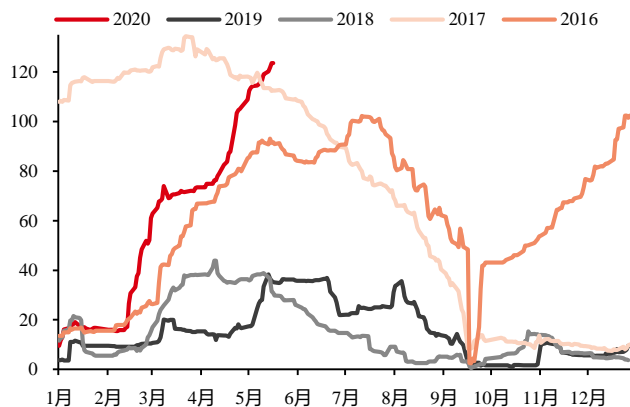
(3) 在 TA 工厂未达到亏损性减产的背景下，2019 年 PTA 工厂主动调节现货流动性的行情能否被复制？笔者认为复制概率较低。第一。首先是目前 PTA 社会库存是历史新高，短期控制流动性所耗资源过大。并且由于当前库存绝对数字过大，退一步来说不通过基差交易采购调控 TA 现货流动性，而直接在有利润的背景下通过主动检修调控 TA 现货流动性，亦要持续减产才能滞后传导到社会库存回落到合理水平。第二。复制 2019 年行情第一步是短期调控现货流动性，第二步是聚酯工厂追涨，PTA 从 PTA 工厂转移至聚酯工厂库存转移。然而 3 月至今此种库存转移已一直在发生，即再库存空间已部分被透支。

图 16: PTA 社会库存 单位: 万吨



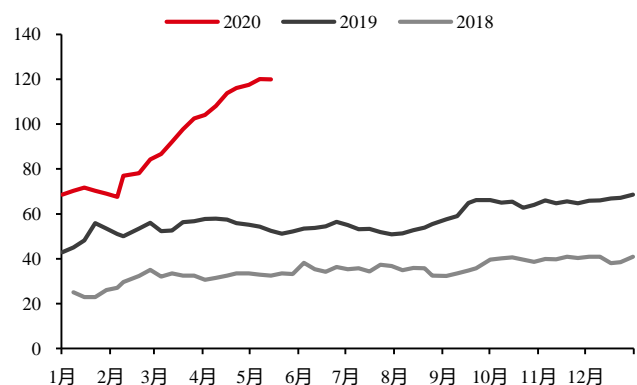
数据来源: CCF 华泰期货研究院

图 17: PTA 仓单 (含预报) 单位: 万吨



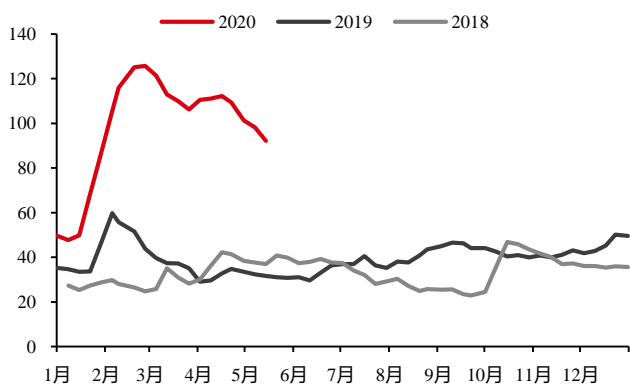
数据来源: 郑州商品交易所 华泰期货研究院

图 18: 聚酯工厂 TA 库存 单位: 万吨



数据来源: 忠仆资讯 华泰期货研究院

图 19: TA 工厂 TA 库存 单位: 万吨



数据来源: 忠仆资讯 华泰期货研究院

综上所述，在 PTA9-1 价差反弹的过程中，为再度介入 9-1 反套提供较好入场点位，而在 PTA 加工利润打至大幅亏损后再考虑 9-1 反套了结的问题。



## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com