

## 关注聚酯开工，把握 TA&EG 供需错配下的操作机会

-----东海期货研究所高级能化分析师李婉莹

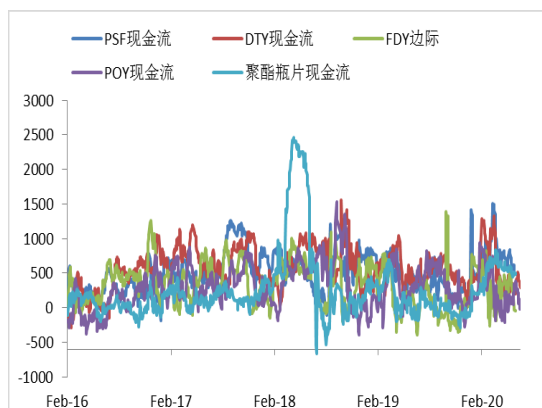
近日，伴随油价上行速度放缓，下游淡季来临，TA，EG 盘面承压明显。对后市而言，我们可以通过未来一段时间内聚酯产业链的供需错配进一步挖掘潜在的操作机会。

### 1：需求：终端疲弱向聚酯传导，下游降负即将到来

2020 年比较特殊，受到新冠疫情的影响，整体产业链的阶段平衡被打破。一季度油价大跌，TA&EG 成本坍塌，市场整体悲观，价格一路承压下行；而后伴随国内疫情好转，油价逐步脱离底部，我们看到下游出现囤货，而正是这样的脉冲式囤货，使得聚酯维持住了“亚健康”状态。反观终端，高库存，订单少的格局并未得到缓解，这样的冰火两重天也正为后续的矛盾爆发埋下伏笔。

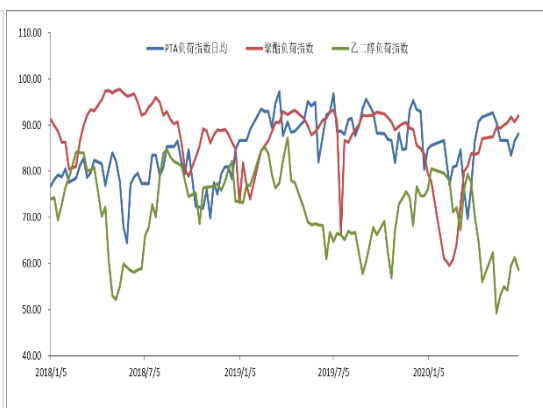
援引 CCF 数据，最近聚酯工厂多有降价促销，但产销持续不佳，工作日产销多维持在 5~6 成水平，6 月平均产销估算在 84%附近，较之上月回落 21 个百分点，因此聚酯工厂产品库存逐步堆积。利润方面，POY、FDY 现金流亏损扩大，大面积减产即将到来。目前涉及涉及减产产能 158 万吨左右，影响 2.6%附近。

聚酯产业链现金流



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

产业链开工负荷



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

当然，这里大家可能会提到新装置投产的问题。7 月份聚酯产能增加，较 6 月增加 80 万吨，如果按 7 月月均 90%负荷预估的话，预计产量在 465 万吨附近，从结果上看似乎压力并不大，但我们认为，完全可以通过各环节的产能投放来计算平衡开工率，从而对比现实情况作出进一步判断。数据上来看，聚酯下半年新增产能是 370 万吨，按照去年的投产速度，预计实际投放 200-300 万吨左右。我们按照 300 万吨的量计算，聚酯年底合计产能约 6330 万吨，即便按照开工率 90%计算，则月均乙二醇需求约为 180-190 万吨，PTA 需求约为 450-460 万吨。截至今年年底，预计乙二醇产能 1500 万吨，PTA 产能 7079 万吨，综合考虑各自的进口情况，二者均需维持在 70%-80%左右的负荷才能够维持供需平衡，乙二醇需要有 450-500 万吨的长停产能，即便扣除 120 万吨的乙烯长停装置，仍旧需要 350 万吨的装置停车，煤化工开工应当控制在 35%以下。更具体去看，PTA 方面，恒力 5 线一条 125 万吨装置顺利投产，中泰 120 万吨重启，预计 7 月产量维持在 430 万吨偏上水平，比 6 月增产 30 多万吨，乙二醇的整体负荷也较此前的低位明显回升，因此我们认为，未来 1-2 周时间，需要密切关注降

价促销动作能否能够维持住当前产销，从目前外贸订单与市场的景气度来看，我们认为聚酯工厂大概率会选择降负来缓解压力，届时对于 TA&EG 而言，需求矛盾的“堰塞湖”效应将负反馈至盘面。

## 2：上游：支撑力度有限

正如我们在系列报告中所述，未来一段时间我们依旧对原油价格持谨慎乐观态度，OPEC 方面，充分考虑 OPEC 在会议中提到的额外减产补偿，在最乐观情况下，即未达成前期减产目标的国家将在三季度进行额外减产，7-9 月份，预计分别贡献 18.9 万桶，39 万桶，39 万桶的数额。当然，大概率海湾地区的三个欧佩克关键的成员国不会在 7 月份继续额外每日减产 118 万桶。因此，我们预计，7 月份欧佩克将延续高标准减产思路。美国方面，油价的阶段性修复将意味着美国产量保持稳定状态，难以继续下滑；一旦油价继续上行至安全位置（50 美金），预计钻井数量有望快速修复。换言之，7 月份美国原油产量继续下滑的可能性较低，页岩油产业链正等待价格继续修复后的全面复产。疫情数据堪忧，因此需要继续关注其发酵对社会经济活动的影响。油价站上 40 美金，至少在现阶段已覆盖了大部分国家的原油生产成本，油价大幅上行的动力不足。另外，我们注意到近期 PX-石脑油价差缩窄，PX 存在检修动力，但受到高库存制约，预计价格难有亮眼表现，因此上游整体支撑力度有限。

## 3：策略：TA 反套继续持有，单边等待做空机会

当前整条聚酯产业链放在历史长周期去看，确实处于整体估值偏低的状态。然而最大的问题在于，估值仍旧具有相对性。可以说，从价差来判断，对于上游而言，TA &EG 价格继续压缩的空间有限；但对下游来说，供需错配，消费前景差的事实仍旧是 TA&EG 价格上行的主要阻碍。2020 年在新冠疫情的影响下，我们认为大概率出现“淡季肯定淡，旺季未必旺”的情况，因此 7 月份我们需要继续关注聚酯端的负荷与产销表现，一旦出现拐点，则可能推动 TA&EG 价格重心下移。近期套利价差方面似乎没有太大盈利空间，但我们认为 TA09 合约相对 01 而言仍旧处于弱势，反套值得继续持有；另外对 TA 和 EG 而言均可等待单边做空机会。

PTA9-1 价差



资料来源：WIND；东海期货研究所整理