

# 五月报：TA 还在累库 EG 仍有远虑

## 报告摘要：

- **PTA**：全球疫情背景下 TA 难以通过需求端放量来实现有效去库，关键仍在于供应端的收敛，而从利润与开工的角度看，供应收敛则依靠利润压缩，目前 TA 加工费 630 元/吨左右，较前期 750 元/吨左右加工费已经压缩一定量级，但尚未达到能够收敛供应的级别，即加工费仍然有 200-300 元的压缩空间。因此我们认为高库存下 5 月份前期 TA 依旧以压缩加工费为主，以达到供应收敛缓解库存压力的目的，此后若供应端装置兑现减产，TA 将迎来比较可观的反弹。
- 最后从绝对价格考虑，对比往年，目前 TA 绝对价格水平较低，市场抄底情绪较浓，但在高库存且累库周期，且未看到明显利多信号下，现在做多时尚早，五月前期 TA 价格依旧有探底的风险，做多在绝对价格上可以考虑 3000-3100 附近分批布局，或等待利润压缩后的减产信号出现，同时即使出现去库，如此高的库存短期内仍难以消化，9 月合约相应面临 9 月仓单集中注销，现货流向市场的风险，压力依旧存在，前期 4000 的支撑也转变为重要的阻力位。
- **乙二醇**：展望 5 月供需，我们仍未看到 EG 持续性去库的信号出现，虽港口库存近期出现了短暂的去库，但主要是由于港口卸货延迟引起，实际库存状况依旧堪忧，且港口延迟卸货会导致后期卸货集中，而国内供应端目前已经处于较低负荷，再无较大改善空间。总体看，EG 港口在近期去库之后已无近忧，但在需求未恢复之前仍有胀库的远虑，当前 EG 罐容使用率在 7-8 成，我们预估 5 月累库量在 10-15 万吨左右，库容使用率有望超过 8 成。
- 总体看我们预计 5 月份 EG 会走“N”形走势，由于目前主力合约交易远月 09 合约，距离当前基本面较远，前端上涨动力主要来自于原油端的强势，中期仍然存在胀库抛货的风险，后端则寄希望于需求能够实质性好转，解决库存压力，包括宏观大环境的转好也会对主力合约起到刺激作用。策略上可考虑在前低附近逐渐布局多单，风险在于需求低靡持续期超出我们预期以及原油再度崩盘。

能化分析师：杨首樟（F3048587）

宏源期货研究所

商品期货（期权）研究室

TEL: 010-82292599

E-Mail: yangshouzhang@swyhsc.com

## 相关图表



## 相关研究

- 2020 年 2 季度报：《纵使聚酯产业如牛负重 二季度触底反弹仍可期》；
- 2020 年 3 月报：《需求恢复缓慢 库存继续上冲》；
- 2020 年 2 月报：《节后需求不升反降 TA&EG 市场处境艰难》；
- 2020 年 1 月报：《利多逐渐消散 价格重回弱势》；
- 2019 年 11 月报：《检修陆续结束后 价格将重回弱势》；
- 2019 年 9 月报：《秋冬内贸需求旺季与供应提升之间的矛盾》；
- 2019 年 6 月报：《新一轮探底后 价格将迎来回升》；
- 2019 年二季报：《二季度 PTA 或先扬后抑》
- 2019 年 2 月报：《累库预期明确 价格重心趋弱》；
- 19 年 PTA 年度报告：《行业利润重新分配》；
- 2018 年 11 月报告：需求不济，价格受拖累；

## 目录

一、行情回顾.....	4
二、迈出“至暗时刻” 内需成关键支撑.....	6
三、TA 累库延续 期待供应收敛.....	10
四、EG 短暂去库 但远忧未解 .....	12
宏源期货研究团队.....	15

## 图表

图 1: CZCE: PTA 期价表现.....	4
图 2: DCE:乙二醇 期价表现 .....	5
图 3: 纺织服装类零售额同比、累计增长 .....	6
图 4: 纺织服装出口交货值 .....	6
图 5: 盛泽地区化纤景气指数 .....	6
图 6: 中国轻纺城销量 .....	6
图 7: 织造库存 .....	7
图 8: 织机开工 .....	7
图 9: 聚酯瓶片、切片价格走势 .....	8
图 10: 涤纶短纤、长丝价格走势 .....	8
图 11: 聚酯切片、瓶片生产利润 .....	8
图 12: 涤纶短纤、长丝生产利润 .....	8
图 13: 长丝周度产销 .....	8
图 14: 聚酯工厂运行负荷 .....	8
图 15: 聚酯库存 (切片、短纤、长丝) .....	9
图 16: PTA 期现价格走势 .....	10
图 17: PTA 基差分布 .....	10
图 18: PTA 现货生产利润 .....	10
图 19: PTA 利润分布 .....	10
图 20: PTA 开工率 .....	11
图 21: PTA 社会库存 .....	11
图 22: 乙二醇基差走势 .....	12
图 23: 甲醇与乙二醇价格 .....	12
图 24: 乙二醇加权平均生产利润 .....	12
图 25: 煤制乙二醇生产毛利 .....	12
图 26: 乙二醇周度开工 .....	13
图 27: 乙二醇港口库存 .....	13
图 28: 乙二醇仓单 .....	13
图 29: 价格与库存 (逆序) .....	13
图 30: EG 内外盘价差 .....	13

## 一、行情回顾

### 1、PTA

4 月份，月内 TA 主要以下跌为主，主要原因在于成本的持续的弱势以及库存的不断累积。两者共振影响下前期下跌较为流畅，一度在近月原油跌至负值后 TA09 合约创出 3128 元/吨的新低。

图 1：CZCE: PTA 期价表现



资料来源：wind，宏源期货研究所

### 2、乙二醇

4 月乙二醇逻辑与 TA 较为类似，但月内价格以上涨收盘，原因在于 EG 较为多样的生产方式，虽原油下跌油头利润可观，但煤头亏损较为严重，导致了供应端的收敛，EG 月内不断出现阶段性的短暂去库，且 EG 作为液体化工相较于 TA 有更高的波动。

图 2: DCE:乙二醇 期价表现



资料来源: wind, 宏源期货研究所

## 二、迈出“至暗时刻” 内需成关键支撑

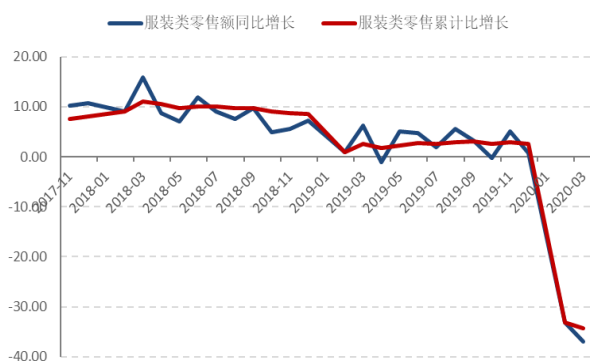
2020 年 1-3 月社会消费品零售额总额累积总额 78580 亿元, 同步减少 19%, 其中 3 月份, 社会消费品零售额总额 26450 亿元, 下滑 15.8%, 服装类零售额 689 亿元, 下跌 34.8%。

2020 年 3 月中国纺织服装、服饰业出口交货值为 212.8 亿元, 环比下跌 17.9%; 而 4 月外围疫情进入爆发期, 纺服类出口几乎停滞, 预计 4 月纺服出口数据更为惨淡, 同比跌幅恐超过 30%。

疫情对于全球经济的抑制是显而易见的, 3 月美国制造业 PMI49.2, 前值为 50.7; 欧元区制造业 PMI 44.8, 前值 49.2; 日本制造业 PMI44.8, 前值 47.8, 均较 2 月份出现不同程度下滑。

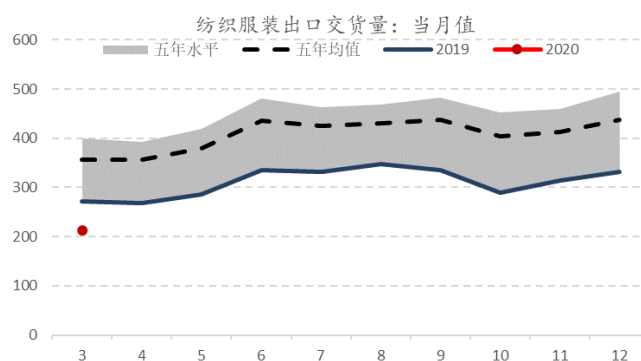
由于总需求不佳, 前端织造在复工后库存继续累积, 4 月盛泽织造库存周期增加 3 天至 43 天, 导致织造从清明起再度进入减产周期, 负荷自月初 56% 下滑至当前 48%。

图 3: 纺织服装类零售额同比、累计增长



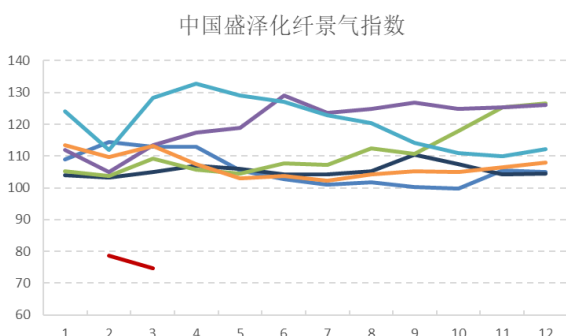
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 4: 纺织服装出口交货值



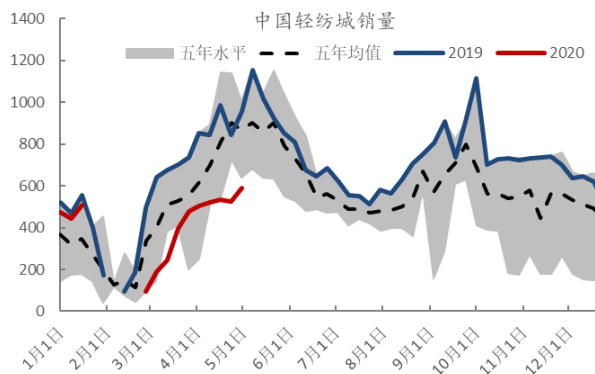
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 5: 盛泽地区化纤景气指数



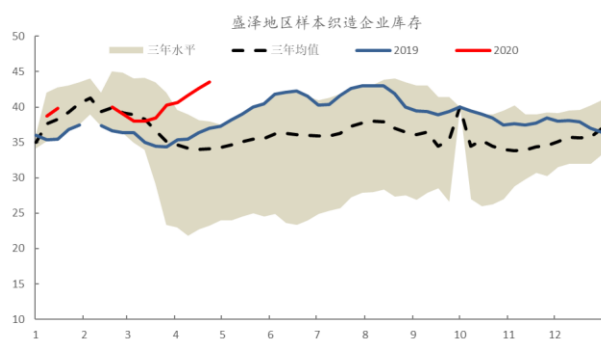
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 6: 中国轻纺城销量



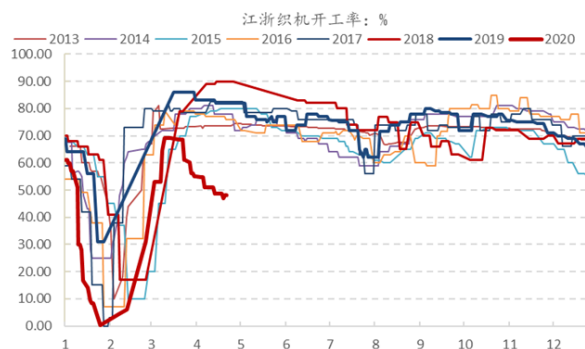
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 7：织造库存



资料来源：wind，宏源期货研究所

图 8：织机开工



资料来源：wind，宏源期货研究所

目前无论是服装企业还是织造企业，未来关键仍在于库存如何消化，虽织造已经开始降低负荷，但如果没有需求，接不到订单的话，库存仍不能有效消化，因此库存消化的主导因素依旧是需求。

从内需来看，随着国内疫情的控制以及天气的逐渐转暖，消费者心态也在发生变化，且电商的发展也为服企提供了更广泛的消化库存渠道，种种迹象表明，一季度的至暗时刻已经过去，服装类消费正在走向复苏的道理。前端看织造，由于服装销售目前仍以消化库存为主，对于织造订单的回暖有一定的时滞效应，5 月前期织造销售预计仍将在底部徘徊，高库存压力难以迅速缓解，目前按计划部分织造企业将选择在五一假期期间放假停工，且停工周期相对延长，届时织造开工将触及 3 成水平，远低于往年。此外服企业大部分库存为一季度滞压的冬春季库存，后期夏装需求将带动织造内需订单增加，织造开工有望走出底部开始回升。

从外需来看，目前仍看不到回暖的迹象，最先爆发的欧洲及日韩疫情已经进入平台期，但相对于中国，这些地区的疫情平台期将更长，甚至会维持 1-2 月之久，且美国已经接近 100 万例确证，尚没有停止的迹象。而美国表示 5 月份完成复工，欧洲也在加紧复工步伐，法国宣布从 5 月 11 日开始允许商店恢复营业；西班牙计划未来 8 周内解除封锁；希腊自 5 月 4 日恢复小型商店营业，但由于疫情尚未完全控制，且美国确诊仍然未见顶，现在复工恐会面临再度爆发的风险，因此我们认为未来会出现复工-停工交替运行的情况，短期对于我国出口不会有刺激，预计 5 月外需依旧维持停滞的状态，而要外贸占了我国纺服外需的半边天，因此即使内需复苏，外需的低迷也会抑制行情走势，且外贸企业转内贸发展后，内贸行业竞争也会更加激烈，价格战恐难以避免。

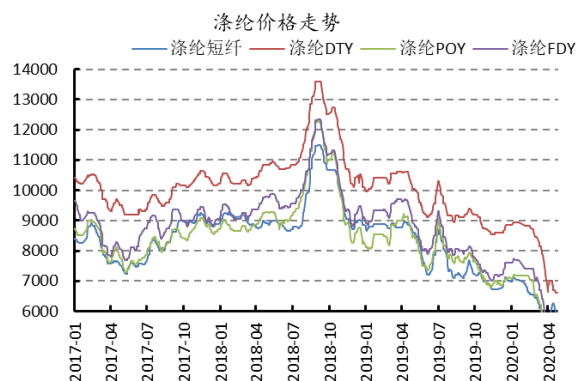


图 9：聚酯瓶片、切片价格走势



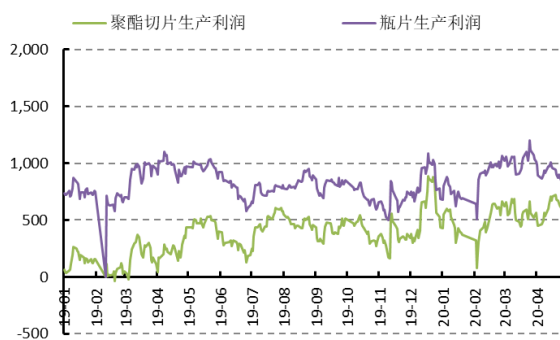
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 10：涤纶短纤、长丝价格走势



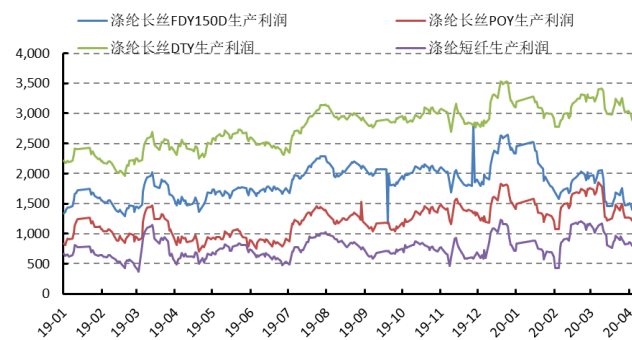
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 11：聚酯切片、瓶片生产利润



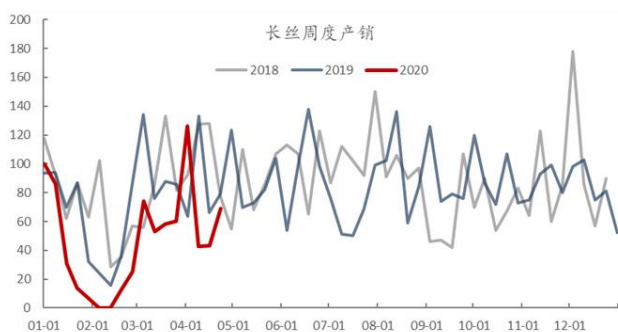
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 12：涤纶短纤、长丝生产利润



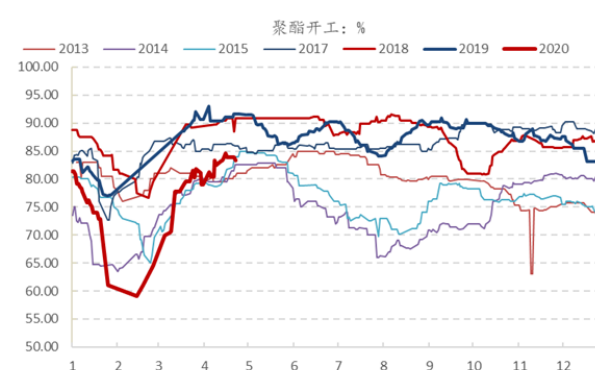
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 13：长丝周度产销



资料来源：wind，宏源期货研究所

图 14：聚酯工厂运行负荷



资料来源：wind，宏源期货研究所



**图 15：聚酯库存（切片、短纤、长丝）**


资料来源：wind，宏源期货研究所

4 月份前期聚酯端出现了较为集中的抄底盘，且口罩炒作刺激了短纤的需求，聚酯完成一轮比较有限的库存转移，且因前端原材料价格低，聚酯工厂现金流压力并不大，叠加库存压力舒缓聚酯开工持续回暖至 84%。

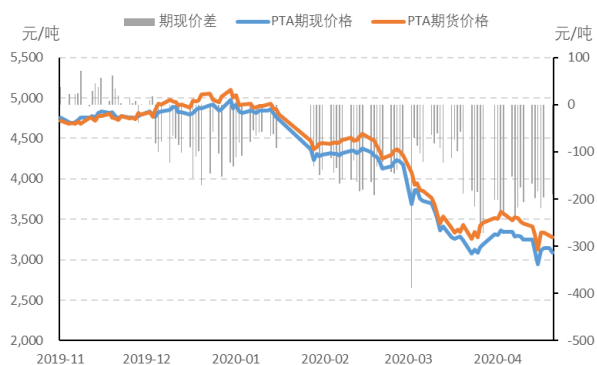
虽 4 月份前期聚酯库存释放，但由于终端需求不佳，产业链库存并没有消化，聚酯库存也仅仅是简单的向下游转移。终端需求疲弱传导至聚酯端的变现在于抄底备货结束后的产销快速冷淡，4 月份长丝平均产销为 76.11%，低于去年同期 15 个百分点。

因此综合看，虽聚酯生产压力已经释放，开工水平能够维持高位，但继续向上遇到阻碍，主要在于终端需求尚未释放，在完成抄底备货和五一假期前备货后，对于聚酯的买盘维持清淡，高开工下聚酯库存还将继续累积，因此我们认为 5 月份聚酯开工将维持在目前平台附近。

### 三、TA 累库延续 期待供应收敛

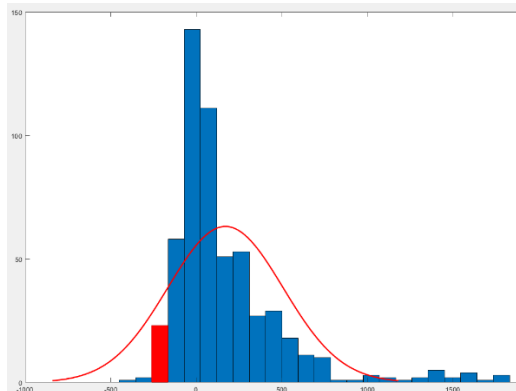
由于前端产品尤其是原油的下挫，TA 获得较好利润空间，加工费一度突破 800 元/吨，生产商因此积极生产，4 月 TA 平均运行负荷在 9 成以上，相对于需求来说维持过剩，月内产量 300 万吨，累库近 40 万吨，目前社会库存量超过 340 万吨的天量。

图 16: PTA 期现价格走势



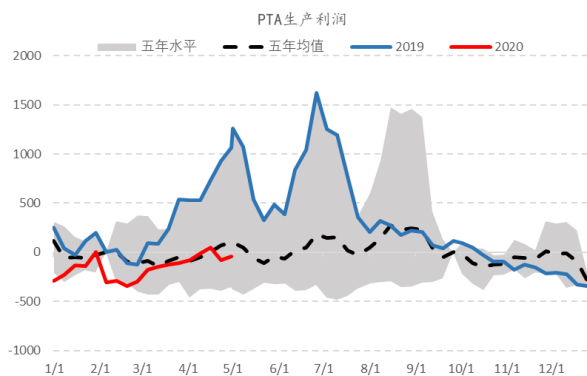
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 17: PTA 基差分布



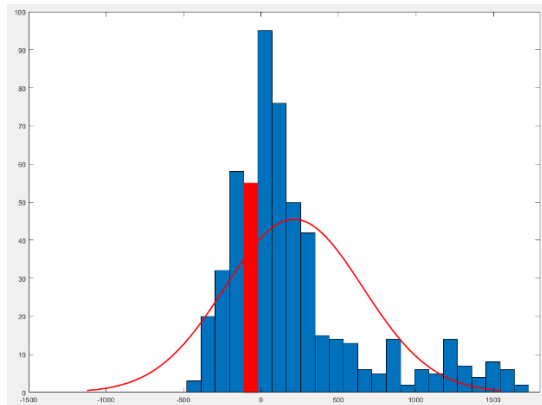
资料来源: 宏源期货研究所

图 18: PTA 现货生产利润



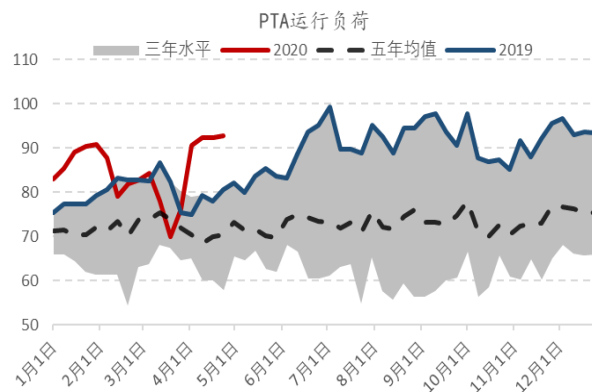
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 19: PTA 利润分布



资料来源: 宏源期货研究所

图 20: PTA 开工率



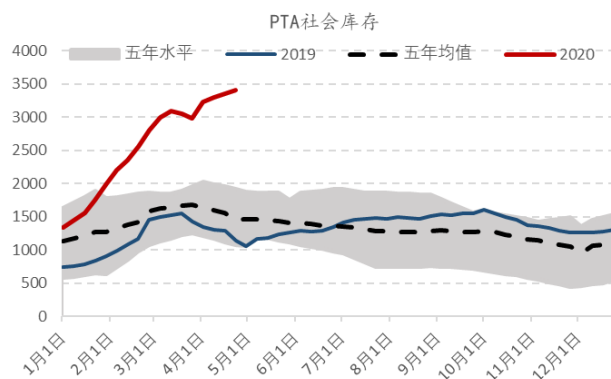
资料来源：卓创，宏源期货研究所

4 月虽原油跌幅较重，但传导至 TA 端跌幅相对弱化，因此 TA 共产博得较好利润，工厂逐利生产下，使得开工较高，产出旺盛。对于 5 月份而言，目前尚未看到比较明显的供应收敛信号，此前公布 5 月检修计划仅有仪征化纤 65 万吨，上海石化 40 万吨 0506-0603 检修，整体供应仍维持偏高水平。需求端看能够先对维持稳定但提升难度大。因此 TA 供应依旧超出市场实际需求，5 月库存将继续累积，高库存压力将延续，而 5 月又面临 05 合约交割，价格承压明显。

后期看，全球疫情背景下 TA 难以通过需求端放量来实现有效去库，关键仍在于供应端的收敛，而从利润与开工的角度看，供应收敛则依靠利润压缩，目前 TA 加工费 630 元/吨左右，较前期 750 元/吨左右加工费已经压缩一定量级，但尚未达到能够收敛供应的级别，即加工费仍然有 200-300 元的压缩空间。因此我们认为高库存下 5 月份前期 TA 依旧以压缩加工费为主，以达到供应收敛缓解库存压力的目的，此后若供应端装置兑现减产，TA 将迎来比较可观的反弹。

最后从绝对价格考虑，对比往年，目前 TA 绝对价格水平较低，市场抄底情绪较浓，但在高库存且累库周期，且未看到明显利多信号下，现在做多时尚早，五月前期 TA 价格依旧有探底的风险，做多在绝对价格上可以考虑 3000-3100 附近分批次布局，或等待利润压缩后的减产信号出现，同时即使出现去库，如此高的库存短期内仍难以消化，9 月合约相应面临 9 月仓单集中注销，现货流向市场的风险，压力依旧存在，相应前期 4000 的支撑依旧转变为重要的阻力位。

图 21: PTA 社会库存



资料来源：卓创，宏源期货研究所

## 四、EG 短暂去库 但远忧未解

在经历长周期的价格下跌后，EG 煤头首先出现亏损，因此 4 月起煤头不断调低生产负荷，到月底出现去库，月内价格因此相对抗跌。

图 22：乙二醇基差走势



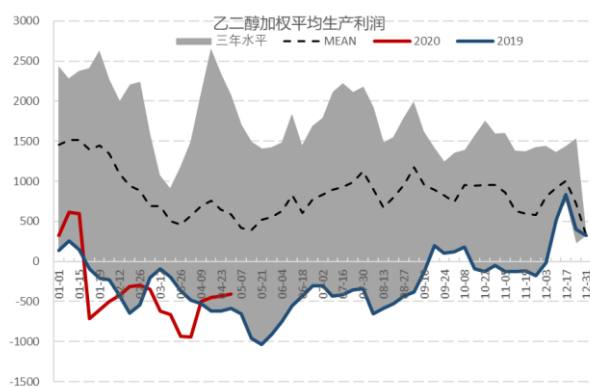
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 23：甲醇与乙二醇价格



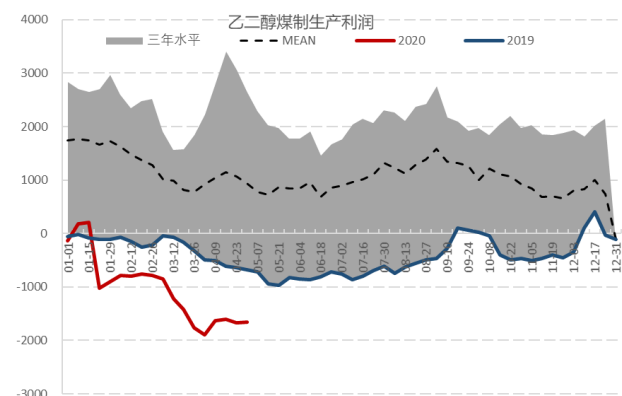
资料来源：wind，宏源期货研究所

图 24：乙二醇加权平均生产利润



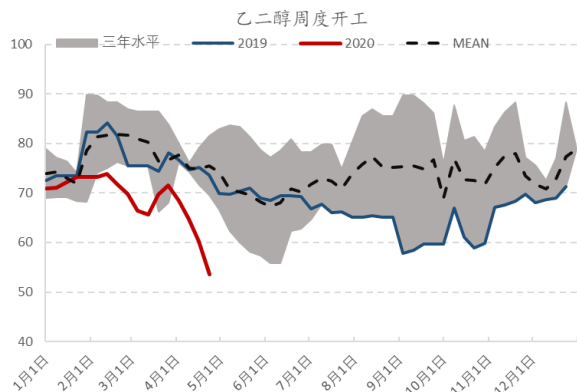
资料来源：宏源期货研究所

图 25：煤制乙二醇生产毛利



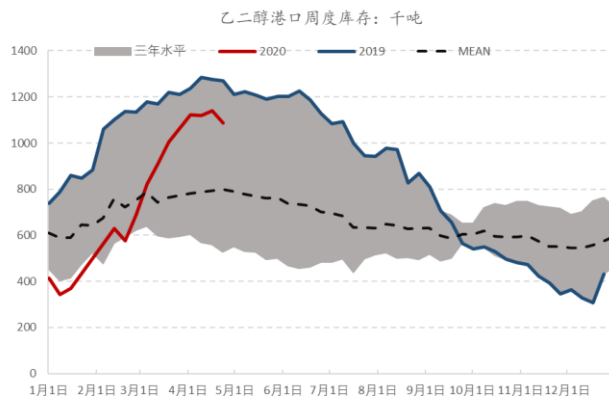
资料来源：卓创，宏源期货研究所

图 26: 乙二醇周度开工



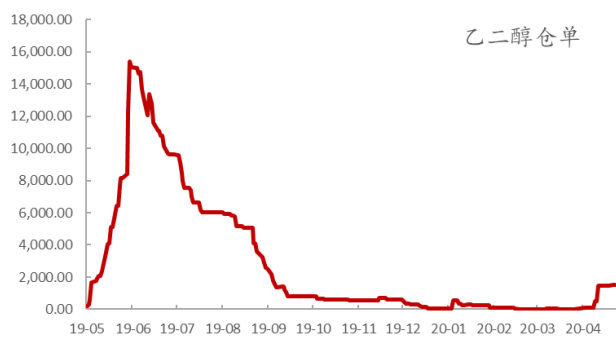
资料来源: wind, 宏源期货研究所

图 27: 乙二醇港口库存



资料来源: 宏源期货研究所

图 28: 乙二醇仓单



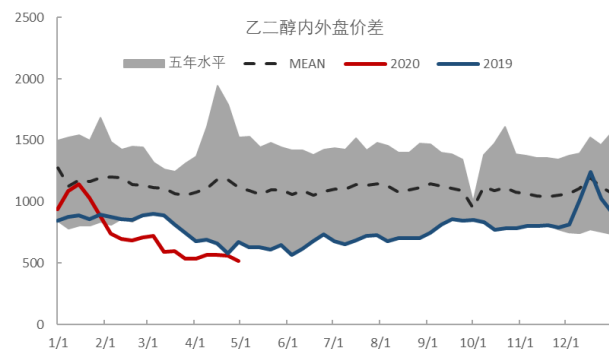
资料来源: 宏源期货研究所

图 29: 价格与库存（逆序）



资料来源: 卓创, 宏源期货研究所

图 30: EG 内外盘价差



资料来源: 宏源期货研究所

上周 (0423) EG 港口库存去库 5.35 万吨至 108.6 万吨, 数据上显示 EG 港口库存出现了比较可观的去库, 但实际此轮去库并不是因为需求好转引起, 而是由于港口拥堵导致的卸货周期延长以及港口催促工厂提腾清库存。另外, “22 日江苏防控指挥部发布重要通知: 从 22 日起,

14 天以内挂靠过国外任何港口以及港澳台地区的船舶，均属于专班引航船舶。时间从离开国外或港澳台地区最后一个港口第二天起算直至引航员登轮时刻。这在后续也将部分船只卸货速度，其中受影响最大的为近洋船只。（CCF）”

影响到港量最关键的因素则在于国外装置的运行请款，目前看，国外 EG 装置多维持满负荷的正常运行就，仅有韩国乐天大山两套装置以及马油装置检修，停车产能 125 万吨，而对于五月而言，马油装置已经开启运行，乙二醇 75 万吨线路预计在 5 月份开车，另乐天丽水 16 万吨线路计划 5 月底检修 15 天，日本三菱 30 万吨装置计划 5 月初检修 30 天。由于外围装置多为非煤头装置，油价重挫后具有较强的成本优势，无论是乙烯法还是石脑油装置均存在 500 元/吨左右的利润，目前看不到大规模检修的预期，5 月份周均到港预计能够维持在 20 万吨以上的高位。

国内供应端来看，前期煤头已经执行大规模的集中检修，开工一度压缩至 3 成附近，目前国内煤头负荷 34%，进入五月将逐渐面临前期煤头检修装置的逐步重启，目前公布重启计划的新航能源 30 万吨 0503 重启，其余检修装置尚在观望市场当中，而煤头装置重启周期一般较长，预计实现有效的产出回归要到五月下旬；非煤头端，目前负荷 7 成，5 月则面临一轮乙烯装置的检修，主要为扬子巴斯夫 34 万吨计划 5 月初停车检修 45 天，天津石化 10 万吨以及 Sabic/天津石化 42 万吨装置计划 5 月检修 2 个月。总体看在煤头未集中重启之前，国内乙二醇能够维持 5-6 成的运行负荷，月内产量预计在 65-80 万吨附近。

远观 5 月供需，我们仍未看到 EG 持续性去库的信号出现，虽港口库存近期出现了短暂的去库，但主要是由于港口卸货延迟引起，实际库存状况依旧堪忧，且港口延迟卸货会导致后期卸货集中，而国内供应端目前已经处于较低负荷，再无较大改善空间。总体看，EG 港口在近期去库之后已无近忧，但在需求未恢复之前仍有胀库的远虑，当前 EG 罐容使用率在 7-8 成，我们预估 5 月累库量在 10 万吨左右，库容使用率有望超过 8 成。

总体看我们预计 5 月份 EG 会走势“N”形走势，由于目前主力合约交易远月 09 合约，距离当前基本面较远，前端上涨动力主要来自于原油端的强势，中期仍然存在胀库抛货的风险，后端则寄希望于需求能够实质性好转，解决库存压力，包括宏观大环境的转好也会对主力合约起到刺激作用。策略上可考虑在前低附近逐渐布局多单，风险在于需求低糜持续期超出我们预期以及原油再度崩盘。

## 分析师简介：

**杨首樟**，英国伯明翰大学金融工程硕士，现任宏源期货研究所能化期货分析师

## 宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究		金属研究	
曾德谦		王激	
010-82292833		010-82292669	
zengdeqian@swhysc.com		wanglian@swhysc.com	
黄小洲		孙佳兴	
010—82292826		010- 82292663	
huangxiaozhou@swhysc.com		sunjiaxing@swhysc.com	
		朱善颖	
		010-82292599	
		zhushanying@swhysc.com	
能源化工研究		农产品研究	
詹建平		肖峰波	
010—82292685		010- 82292680	
zhanjianping@swhysc.com		xiaofengbo@swhysc.com	
朱子悦		熊梓敬	
010-82292661		0871—68072126	
zhuziyue@swhysc.com		xiongzijing@swhysc.com	
杨首樟		黄小洲	
010-82292599		010—82292826	
yangshouzhang@swhysc.com		huangxiaozhou@swhysc.com	
田震昊			
010-82292099			
tianzhenhao@swhysc.com			
策略研究			
吴守祥			
010-82292860			
wushouxiang@swhysc.com			

## 免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。