



累库趋势不变 聚焦成本

2020年1月2日，因美伊冲突，国际原油暴涨带动PTA上涨，对于此我们的分析如下：

第一，中东地区地缘政治冲突并不会影响我国PTA供给，因为我国PTA几乎可完全自己自足；第二，本次事件传导逻辑为“原油-PX-PTA”，着重从成本端对PTA产生影响；第三，PTA目前仍处于累库通道，基本面并无利好提振。

就国际原油来看，我们认为中东局势的紧张情绪仍会持续一段时间，但从历史经验来看，中东地缘政治对油价的影响主要为脉冲式。目前国际原油价格已包含了美伊冲突，若想维持当前高油价甚至在当前油价水平上进一步上涨，需要中东地区发生实质性供应中断，目前来看，暂无相关迹象，且盘面已开始回吐部分涨幅。

基于PTA累库基本面以及当前原油走势，我们认为其在上方5200元/吨附近存在较大压力，预计突破难度较大。期权操作上，推荐卖出看涨期权，建议卖出TA005C5200。

一、中东地缘冲突并不会影响我国PTA供给

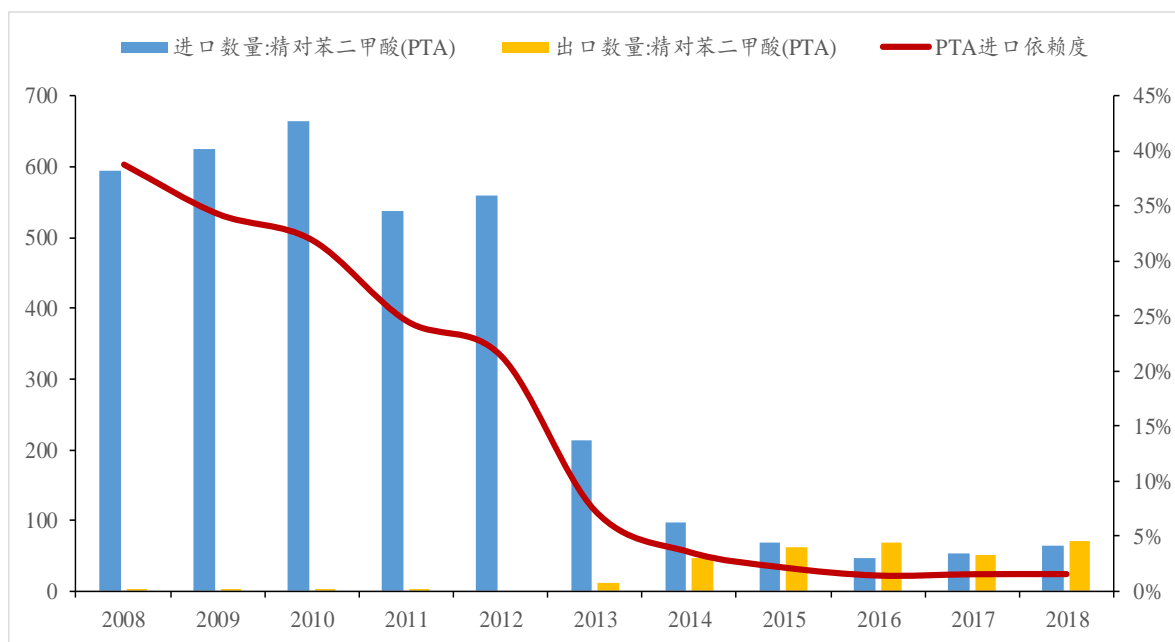


图 1-1 PTA 进出口年度数据
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

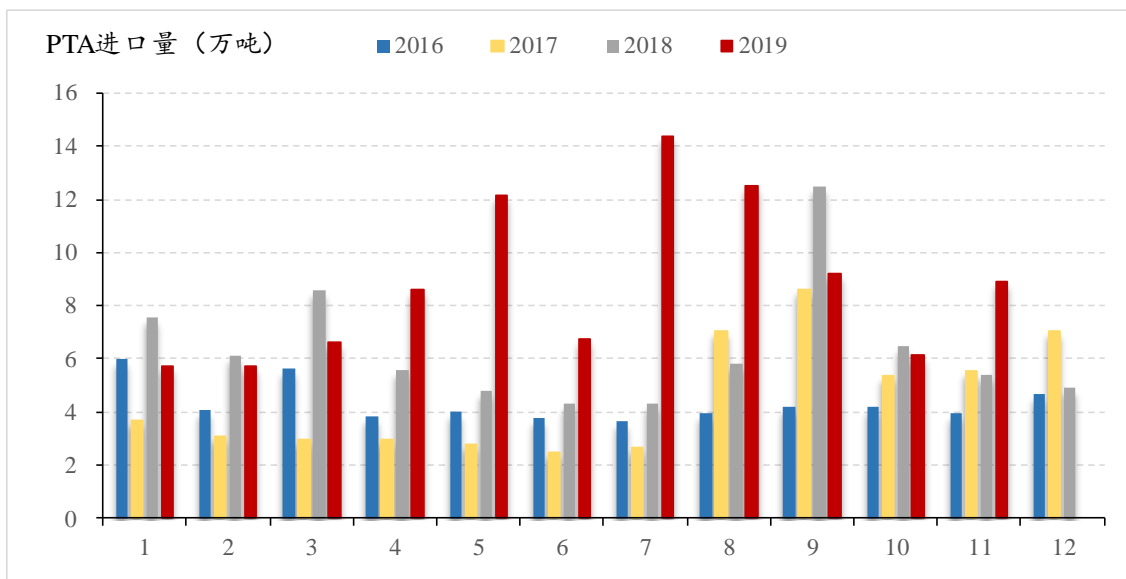


图 1-2 PTA 进口量月度数据

数据来源：卓创资讯、方正中期期货研究院整理

PTA 对外依存度极低，国内几乎可完全自己自足。根据 Wind 的统计数据显示，2016-2018 年，我国 PTA 进口依存度分别为 1.49%、1.61%和 1.62%，处于极低水平。这是因为随着近几年国内 PTA 新增产能陆续投放，国内 PTA 行业目前正处于供给过剩状态。从月度数据来看，2019 年以来 PTA 进口量为 5.7~14.40 万吨/月。相对于 342.8~390.2 万吨/月的表观消费量水平而言，进口依赖度很低。

对于此次中东地区地缘政治冲突需要明确的是，我国 PTA 供应并不受到实质影响或威胁。

二、影响逻辑聚焦成本端

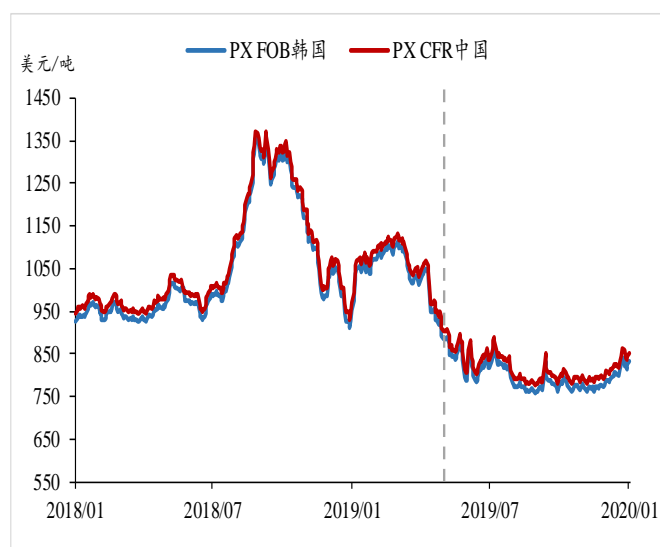


图 2-1 PX 价格

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

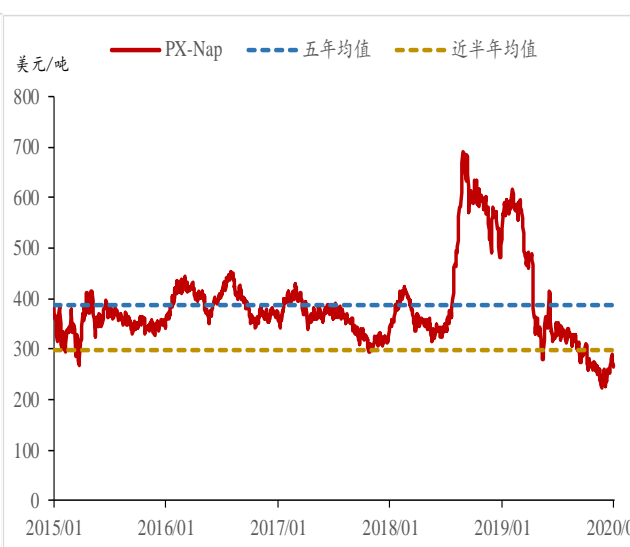


图 2-2 PX-Nap 价差

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

PTA 产业链为“原油-PX-PTA-聚酯-纺织织造”，因此从产业链我们可以看出，此次事件影响逻辑主要为：国际原油受地缘政治拉涨，PX 价格上涨，从而带动 PTA 价格上涨。诚然，原油上涨带动 PTA 上涨，会加速下游聚酯产销放量，但由于终端织机开工率目前已降至 60% 附近，且目前原油价格已出现见顶回落的迹象，除非后续国际原油暴涨，否则情绪面上对下游需求提振亦有限。

聚焦 PTA 直接上游 PX，从 PX 价格表现来看，1 月 3 日 PX CFR 中国价分别为 842.17 和 850 美元/吨，较上日分别上涨了 7.5 美元/吨和 7.83 美元/吨。PX 价格有一定涨幅，但尚未触及 12 月 27 日高点 862 美元/吨附近。

12 月中下旬以来，PTA 成本端 PX 价格不断上涨，这主要是因为当时正处于 PX 年约谈判期，PX 供应商和 PTA 工厂相互博弈，虽然浙石化一条 200 万吨/年的 PX 装置于 12 月初顺利投产，但由于福海创 160 万吨/年的生产线于 12 月中旬停车，且计划停车至 2 月底，这很大程度地抵消了浙石化新装置投产的消息。且听闻年约谈判期，PX 工厂为保护自身的加工费，日韩货源有卡货的现象，这才导致了年末 PX 价格上涨。我们认为 PX 价格不会过度上涨，当前 PX 和 PTA 均处于薄利状态，如果 PX 价格过度拉涨，则 PTA 工厂检修将增多，以倒逼 PX 价格回落。未来 PX 和 PTA 均将面临过剩局面，两者将在博弈中寻求微妙的平衡。

就此轮事件来看，目前中东地缘政治无进一步恶化的迹象，国际原油在昨夜也回吐了部分涨幅。这也印证了我们的观点即地缘政治对国际油价的影响多为脉冲式的。随着成本端的回落，PTA 也将跟跌。

三、基本面累库格局不变



图 3-1 PTA 工厂及聚酯工厂库存
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从 PTA 下游需求来看，截至 2020 年 1 月 3 日，聚酯工厂 PTA 库存在 6-7 天，而这一库存水平也处于每年的一个高位水平。这意味着，临近春节，下游聚酯企业原材料备货已基本完成，当前 PTA 新增需求难有跟进。

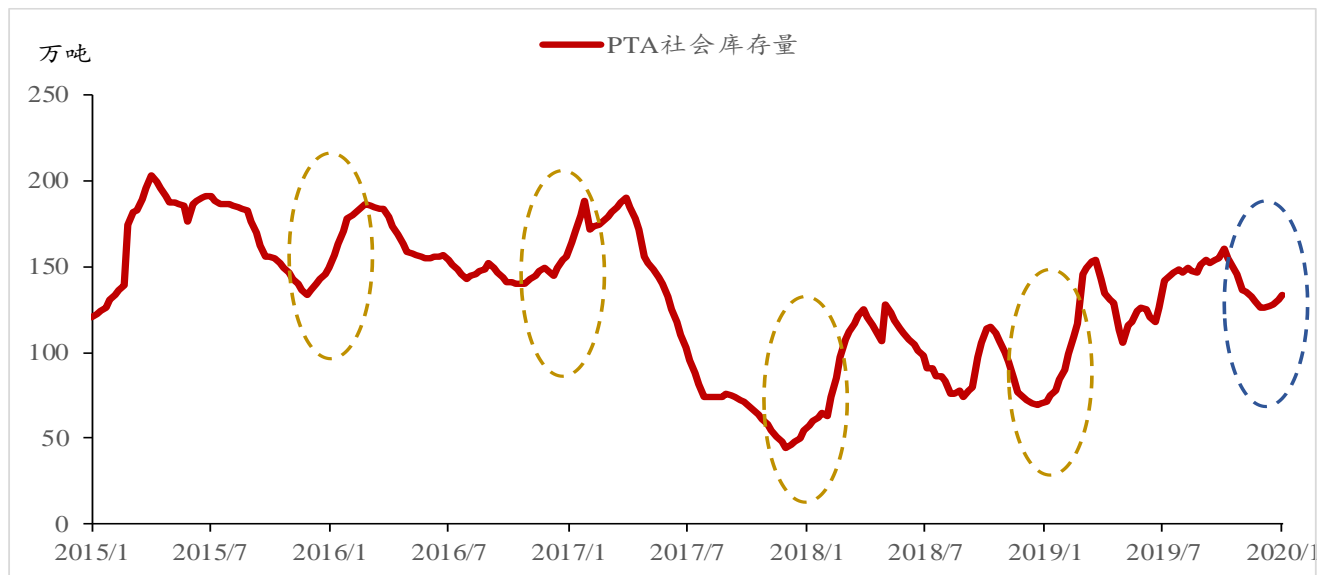


图 3-2 PTA 社会库存

数据来源：卓创资讯、方正中期期货研究院整理

从 PTA 社会库存总量来看，第一季度 PTA 大多处于季节性累库通道。这主要是因为春节假期，下游织机陆续放假，聚酯企业停车增多，导致 PTA 下游需求出现断崖式下跌。而 PTA 端多为大型装置，一般出现检修的状况较少。

就今年的情况来看，由于 12 月底 PX 价格拉涨过多，PTA 加工费一度被打压至 321 元/吨，导致年底附近 PTA 工厂近期检修较多。但从数据来看，截至 1 月 3 日，PTA 社会库存至 133.40 万吨，累库拐点已出现。这表明，尽管近期 PTA 检修较多，但四季度新凤鸣（220 万吨/年）和中泰石化（120 万吨/年）的 PTA 装置的顺利投产，以及下游需求的走弱，导致 PTA 开始过剩，而检修不过是减缓、放慢了累库的节奏，但难改整体累库的趋势。

四、PTA 期权

（1）PTA 期权成交持仓情况

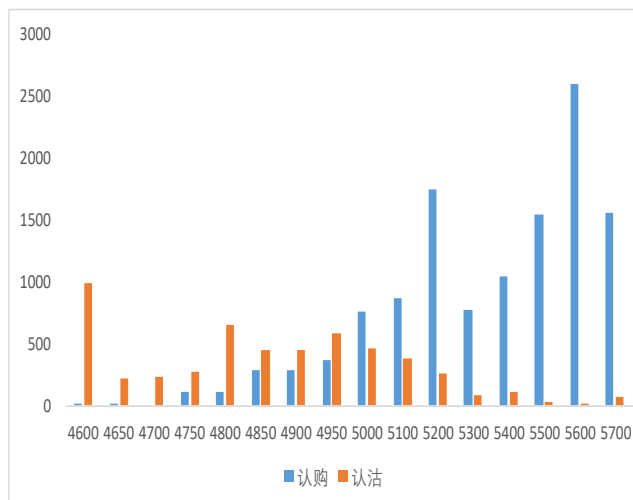


图 4-1 主力合约各个执行价成交量
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

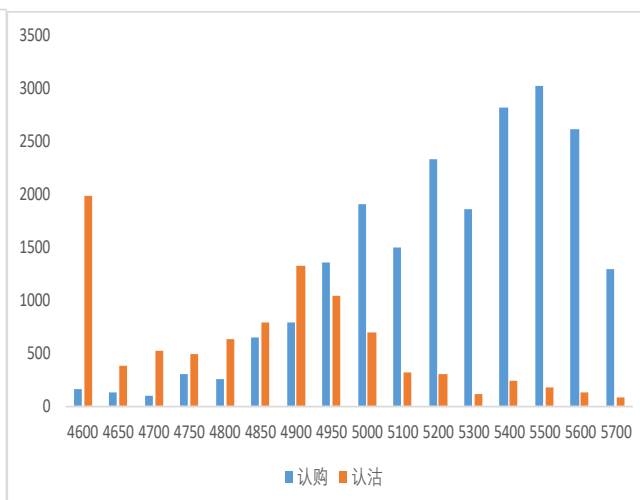


图 4-2 主力合约各个执行价持仓量
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

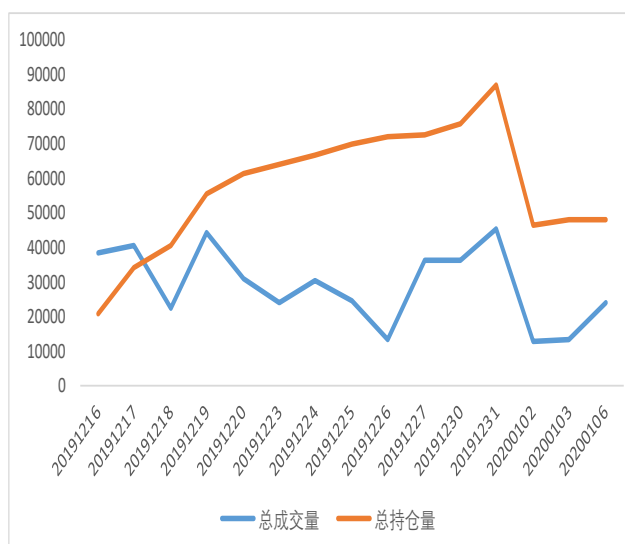


图 4-3 PTA 期权日成交、持仓量
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

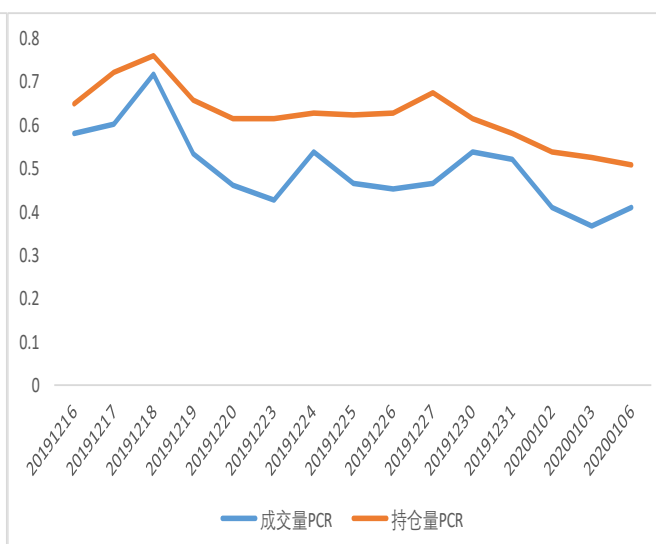
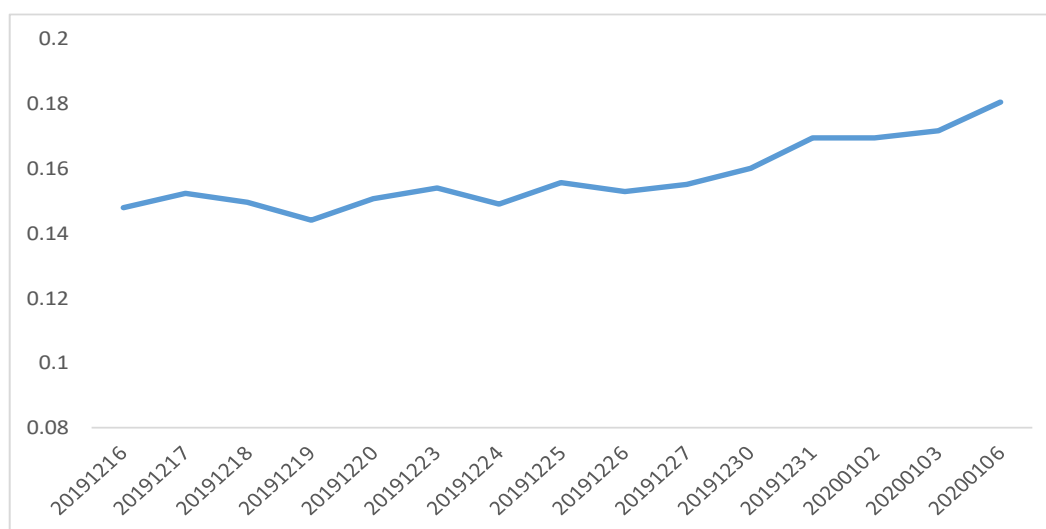
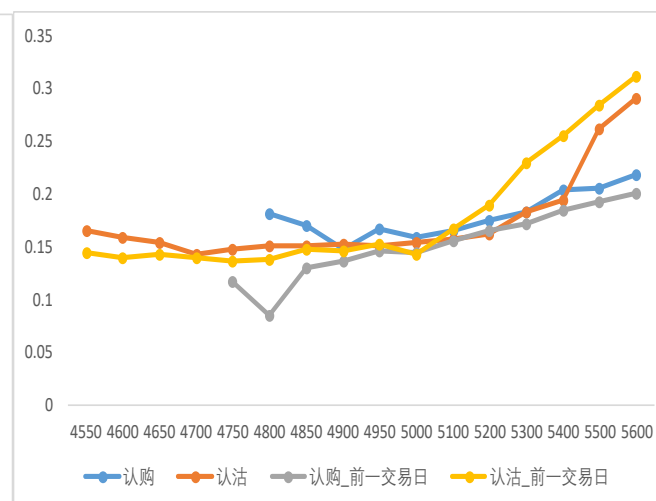
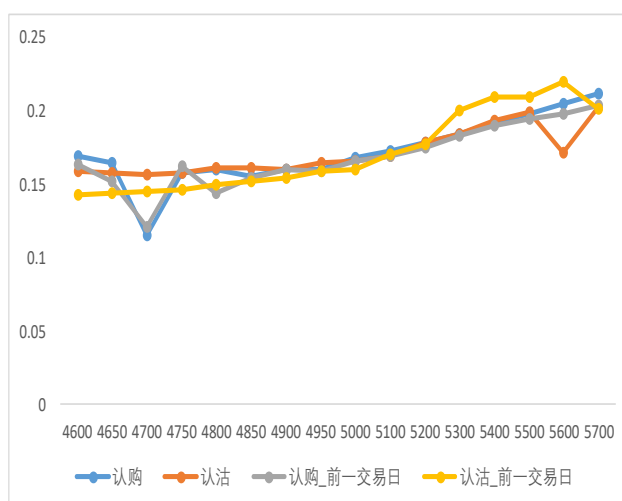
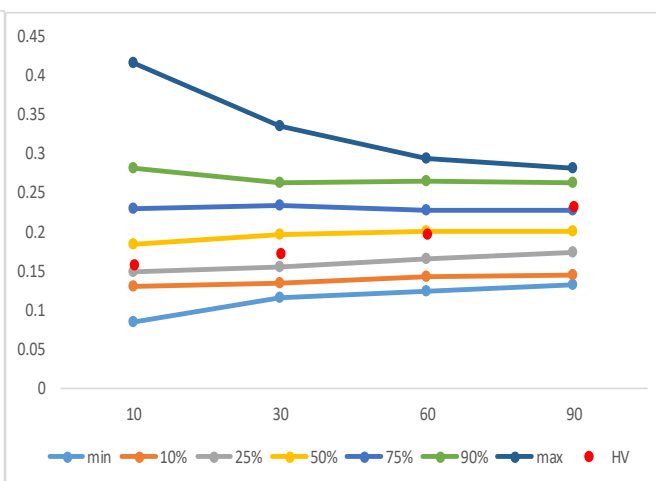
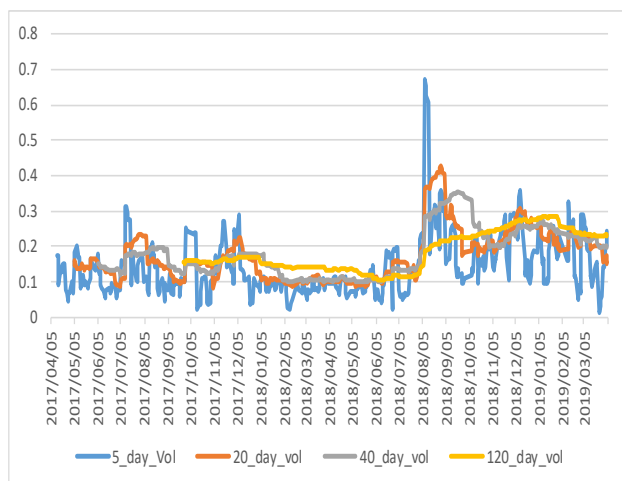


图 4-4 PTA 期权成交 PCR、持仓量 PCR
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

截止至 2020 年 01 月 06 日，期权合约总成交 23,791 张，较上一交易日增加 43.61%，总持仓 48,223 张，较上一交易日减少 0.17%，成交持仓比 49.34%。期权成交量认沽认购比 41.15%，持仓量认沽认购比 51.07%。从成交持仓情况来看，当前市场认购虚值期权交投较为活跃，市场对未来走势偏积极。

(2) PTA 期权波动率分析



截止至 2020 年 1 月 6 日，标的 20 日、40 日、60 日和 120 日历史波动率分别为 17%、14.9%、15.37% 和 20.26%，处于历史中等偏下水平。202003、202005 和 202009 期权隐含波动率分别为 17.29%、17.81% 和 16.75%。总的期权隐含波动率为 18.1%，从上市以后呈现逐步上升的态势。

五、总结与操作建议

结合当前 PTA 基本面情况，我们认为目前提振 PTA 价格的主要因素在于成本端。基于历史经验来看，地缘政治对于国际油价的影响主要是脉冲式的，目前国际原油已有冲高回吐涨幅之势，PTA 进一步上涨空间有限，上方 5200 为较强压力位。在期货操作上，我们认为近期 PTA 主要跟随成本端波动，且受制于累库压力，PTA 整体会弱于原油，若后续原油正式确认回调，可单边短线轻仓试空。在期权操作上我们推荐卖出看涨期权，行权价 5200 及以上。

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明:

涨：当日收盘价>上日收盘价；

跌：当日收盘价<上日收盘价；

震荡：（当日收盘价-上日收盘价）/上日收盘价的绝对值在 0.5% 以内；

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037