



作者：石油化工研究组 隋晓影、翟启迪

执业编号：F0284756/F3063024（从业）Z0010956（投资咨询）

联系方式：010-68578690 /zhaiqidi@foundersc.com

成文时间：2020年3月8日 星期日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

成本崩塌 重心下移

总结与操作建议：

3 月份，PTA 或将突破前低，继续下探，后震荡企稳；二季度关注油价指引，若有反弹逢低介入 09 多单。3 月份，受国外爆发公共卫生事件的影响，市场悲观情绪较浓，且目前国外公共卫生事件拐点未至，市场避险情绪仍存，对期价整体利空。从 PTA 基本面来看，OPEC+ 未就深化减产达成一致意见，远低于市场预期，且 4 月份开始原油供应有增加的风险，短期原油或继续下行，成本端利空 PTA。从供需来看，新疆中泰 120 万吨/年和恒力 250 万吨/年装置正式为市场贡献增量，市场供应压力陡增，5 月份恒力 250 万吨/年的 PTA 装置存在投产计划，而目前整个纺织服装行业正处于景气下行周期，我们对于终端织造订单的增量较为悲观。终端需求不佳，会逐步负反馈至聚酯端，预计下游聚酯增量也将有限。因此，短期 PTA 社会库存仍将持续累积，成本崩塌和供需过剩压力集中体现在 05 合约上，短期 05 合约将进一步下探，原油企稳后，PTA 或迎来底部，后震荡盘整，此时可关注 09 合约介入多单的机会。跨期套利上，建议近期介入 5/9 反套。

预计 3 月 9 日及之后一段时间，PTA 期权波动率将大幅攀升，而后随成本端利空的释放，期权波动率将再度回落，后期 PTA 期货将回归震荡盘整局面，建议在 PTA 期权波动率回落期间，做空 PTA 波动率。原油触底后，建议卖出 09 合约深度虚值看跌期权，或买入 09 合约轻度虚值看涨期权。

目录

第一部分 行情回顾	1
一、能化品种涨跌幅统计	1
二、PTA 期货走势	2
第三部分 宏观经济环境	3
一、经济面临下行压力	3
二、美联储降息	4
三、逆周期调节政策可期	4
第四部分 PTA 成本分析	4
一、原油持续探底	4
二、PX 跟随原油	6
第五部分 PTA 供应分析	8
一、现货承压走低	8
二、国内供应处高位	9
四、进出口维持平衡	11
第六部分 PTA 下游需求分析	12
一、纺服行业景气下行	12
二、织造订单不容乐观	13
三、聚酯库存高企	15
四、PTA 高位延续累库	16
第七部分 供需平衡表	17
第八部分 技术分析	18
第九部分 后期走势	18
第十部分 PTA 期权	19
附：行业相关股票	21

第一部分 行情回顾

一、能化品种涨跌幅统计

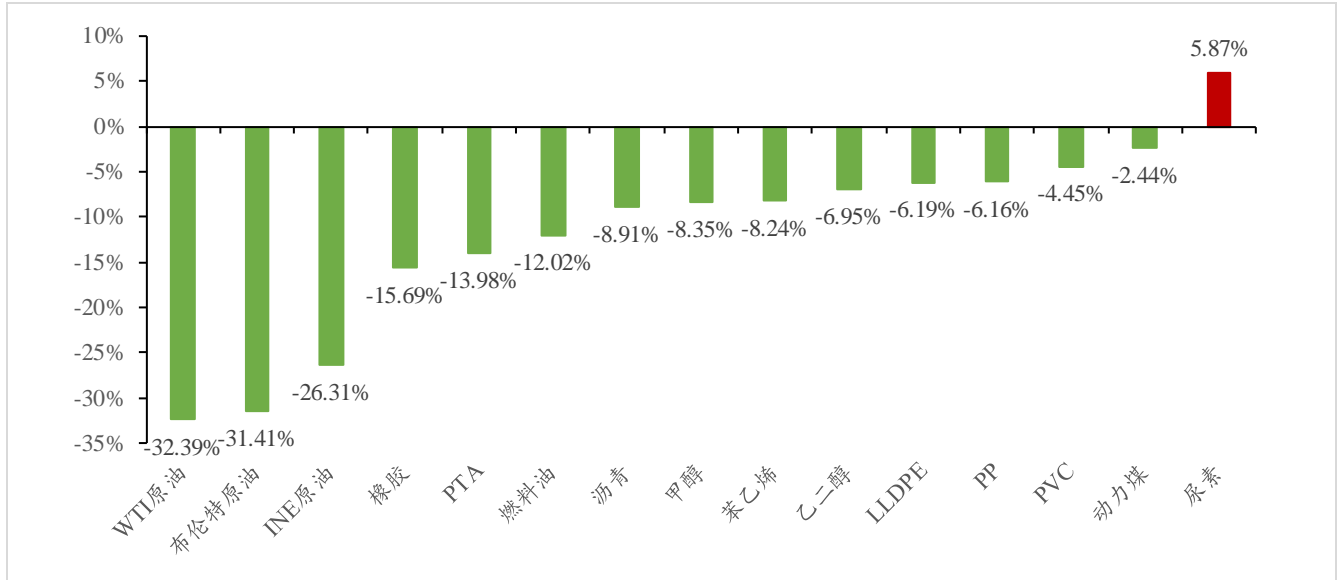


图 1-1 主要能化品种涨跌幅统计

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2020 年 1 月至 3 月初，国内能化品种大多数重心下降，呈现走弱趋势。受全球爆发公共卫生事件的影响，国际原油重心大幅下滑，其中 WTI 原油、布伦特原油以及 INE 原油跌幅分别为 32.39%、31.41% 和 26.31%。油价的大幅走弱，带动下游石化品种走弱，PTA、燃料油和沥青的跌幅均超过 10%。此外，受公共卫生事件的影响，市场下调了对未来需求的预期，PP、苯乙烯、PE、甲醇、乙二醇都有一定程度的下跌。而尿素作为能化与农业的复合期货品种，在春耕行情的带动下，逆市走强。

二、PTA 期货走势



图 1-2 PTA 期货走势图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2020 年 1 月至 3 月初，PTA 期货价格重心下滑明显，整体运行区间为 4200~5100 元/吨。1 月初，受美伊冲突升级的影响，地缘政治推动原油价格大幅攀升，在成本端的推动下 PTA 大幅上涨。而随着中东地区地缘政治风险逐步被市场消化，叠加原油处于季节性累库周期，PTA 成本端支撑走弱，期价开始回调。1 月 14 日和 1 月 18 日，恒力石化 250 万吨/年的 PTA 装置顺利投产，而由于今年为暖冬，终端织造新增订单较少，因此 PTA 供需矛盾进一步扩大，期价进一步回吐涨幅。春节期间，受国内外公共卫生事件的影响，成本端原油大幅跳水，而 PTA 工厂由于都是自动化生产，PTA 装置开工率并未因春节而变动，仍旧保持 90% 的高负荷运转。但下游聚酯和织造行业劳动密集程度较 PTA 环节高，春节期间，PTA 下游装置负荷都大幅下降。因此，春节期间，在高供应和低需求之下，PTA 社会库存不断累积，屡创新高。节后，避险情绪不断蔓延，期价重心接续跳水。尽管国内公共卫生事件逐步得到控制，但国外公共卫生事件至今仍未见拐点，市场恐慌情绪较强，整体期价无利好推动，顺势下行。截至 2020 年 3 月 6 日，PTA 社会库存至 299 万吨，期价无明显上涨动力。

第二部分 宏观经济环境

一、经济面临下行压力



图 2-1 CPI 当月同比

数据来源：国家统计局、方正中期期货研究院整理

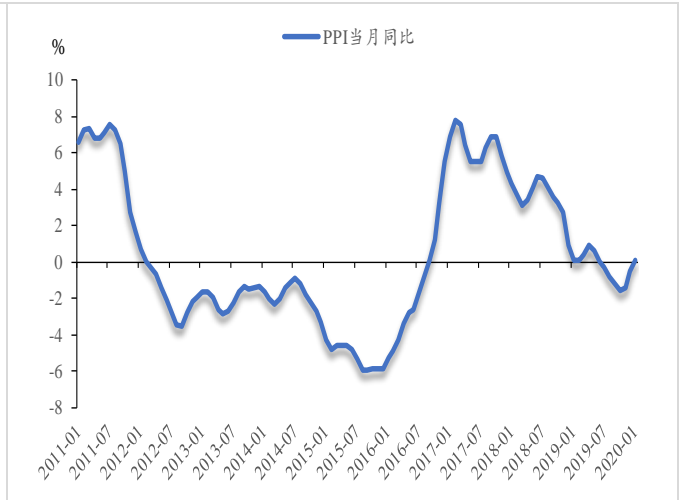


图 2-2 PPI 当月同比

数据来源：国家统计局、方正中期期货研究院整理

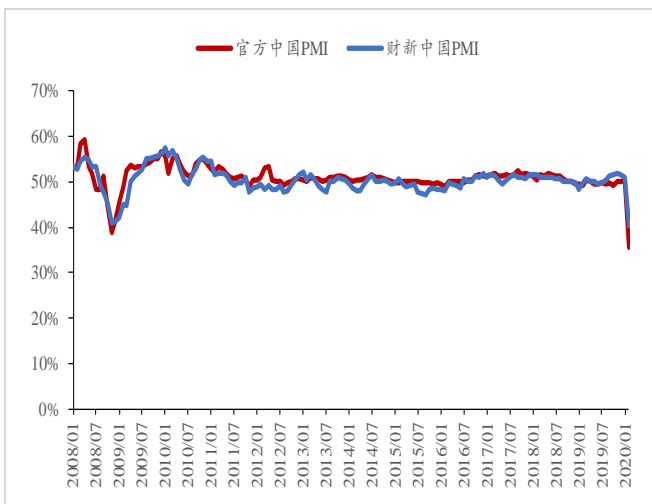


图 2-3 制造业 PMI

数据来源：国家统计局、方正中期期货研究院整理



图 2-4 M1、M2 同比

数据来源：国家统计局、方正中期期货研究院整理

1 月份，CPI 涨幅扩大，PPI 稳中略涨。从同比看，CPI 上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点；PPI 上涨 0.1%，由跌转涨。1 月份的通胀数据显示，整体经济面临着较大的下行压力，宽松的货币政策可期。

2 月份，受公共卫生事件影响，制造业 PMI 为 35.7%，较上月大幅回落。从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均位于临界点之下。其中，生产指数为 27.8%，比上月下降 23.5 个百分点，表明制造业生产活动放缓；新订单指数为 29.3%，比上月下降 22.1 个百分点，表明制造业市场需求回落；原材料库存指数为 33.9%，比上月下降 13.2 个百分点，表明制造业主要原材料库存量减少；从业

人员指数为 31.8%，比上月下降 15.7 个百分点，表明制造业企业用工水平降低；供应商配送时间指数为 32.1%，比上月下降 17.8 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月放慢。近期针对疫情出台的减税降费、金融服务、租金减免、稳岗就业补助，特别是支持中小微企业渡难关等一系列政策措施逐步落实，将有效纾解疫情给企业生产经营带来的困难，进一步提振企业信心，加快企业复工复产步伐，预计 3 月份我国采购经理指数将会改善。

二、美联储降息

受全球爆发公共卫生事件的影响，市场情绪悲观，2 月底美股大幅跳水，美国国债收益率急剧下跌，美联储 3 月 3 日宣布将基准利率下调 50 个基点；将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。此次美联储降低联邦基金目标利率是继次贷危机后的第一次在常规时间表以外的紧急降息，其主要目标是稳定股市和应对疫情对经济的影响。预计全球降息潮或将重新启动，各国央行货币政策有望持续宽松。

三、逆周期调节政策可期

近期中央召开的疫情防控和经济发展工作会议明确要求宏观政策重在逆周期调节，防止经济运行滑出合理区间，财政政策要更加积极有为，会议要求扩大地方政府专项债券发行规模。同时 2020 年 1 月新增社融 5.1 万亿元/yoy+8.3%。地方专项债从此前已下达的 1 万亿限额的基础上再次增加 2900 亿元，同时地方一般债限额扩大 5580 亿元。在中央定调稳增长的经济政策同时，货币财政政策扶持力度加大，逆周期调节逐渐发力。

第三部分 PTA 成本分析

一、原油持续探底

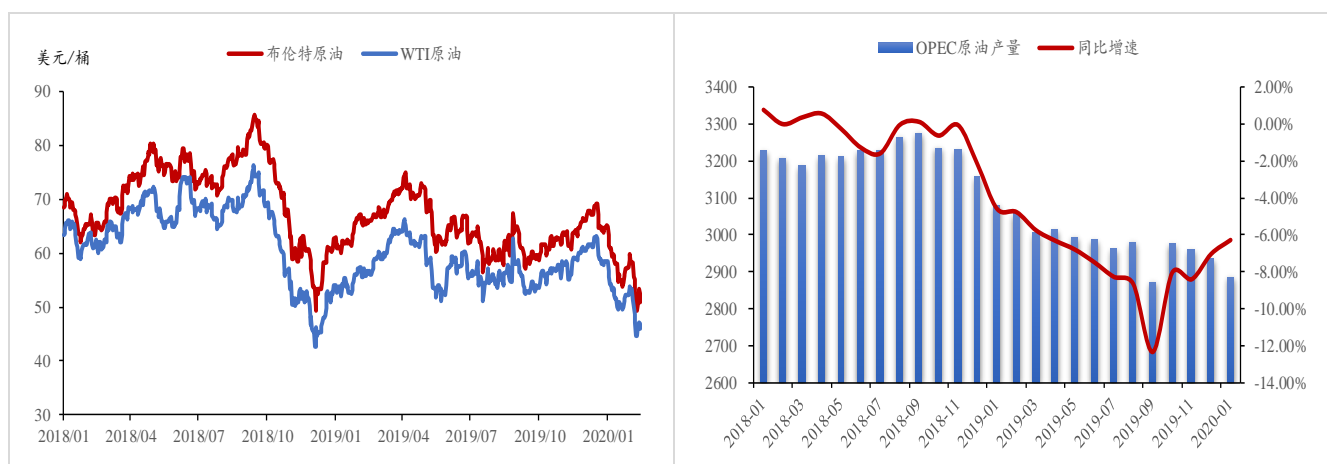


图 3-1 国际原油价格走势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

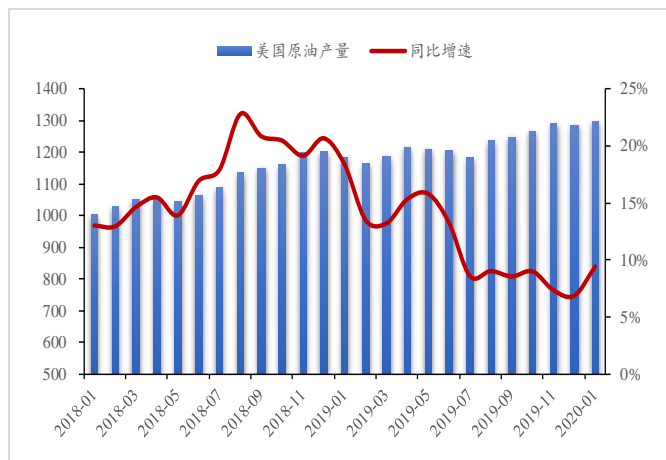


图 3-3 美国原油产量及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

图 3-2 OPEC 原油产量及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

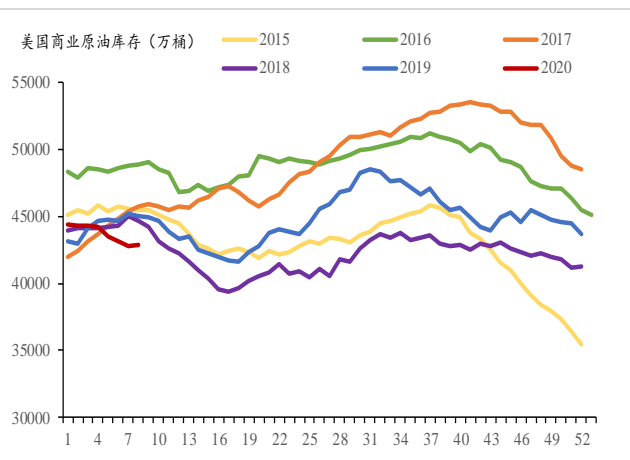


图 3-4 美国商业原油库存

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2020 年 1 月至 3 月初，布伦特和 WTI 原油价格重心大幅下移，布伦特原油一度跌至 45.5 美元/桶，WTI 原油最低跌至 41.05 美元/桶。国际油价的下跌，起初是对季节性需求走弱的反应，但后期大幅走弱主要是受全球爆发公共卫生事件的影响。市场下调未来全球经济增速预期，恐慌情绪蔓延，作为风险资产的原油被抛售。油价跌至低点后，市场寄希望与 OPEC+ 进一步深化减产来救市。期初市场对于深化减产 100 万桶/年存在较强的预期，但对能否进一步深化减产 150 万桶/年存在较大的不确定性。但 3 月 6 日的 OPEC+ 会议结果显示，欧佩克与非欧佩克成员国未能就延长现有的减产协议达成一致。且俄罗斯能源部长诺瓦克表示，4 月 1 日起，各国可以不受限制地按意愿产油；同意继续与 OPEC+ 成员国合作，俄罗斯的产量将取决于企业的计划。OPEC+ 会议结果严重不及预期，国际原油再度下行。在没有进一步深化减产的支撑下，受此次全球公共卫生事件的影响，原油需求下滑严重，供过于求之下，预计原油短期将继续下行；中期来看，恐慌释放之后，油价或筑底企稳，远期走势仍取决于 OPEC+ 下一步的动作。

二、PX 跟随原油

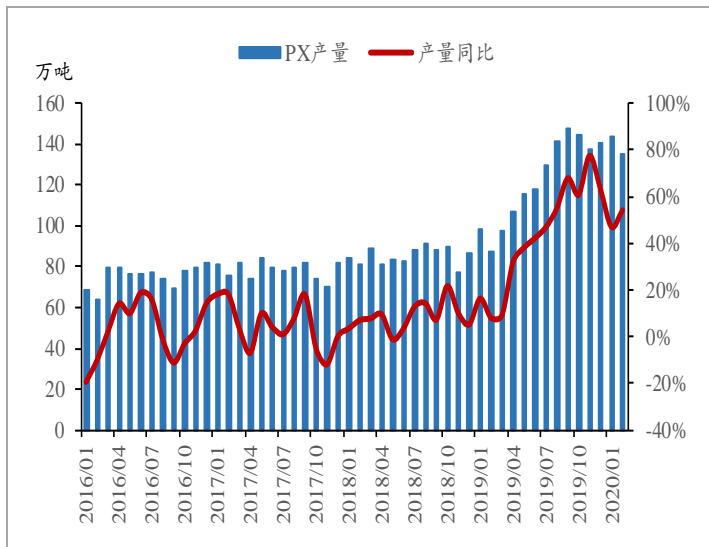


图 3-5 PX 产量

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

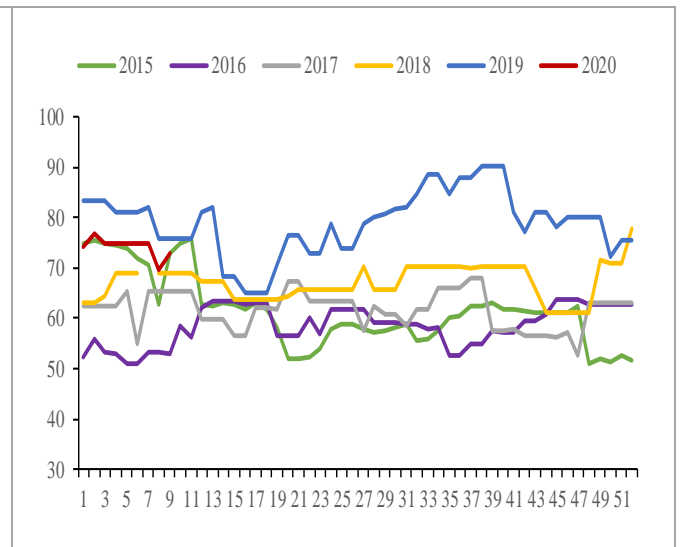


图 3-6 PX 开工率

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

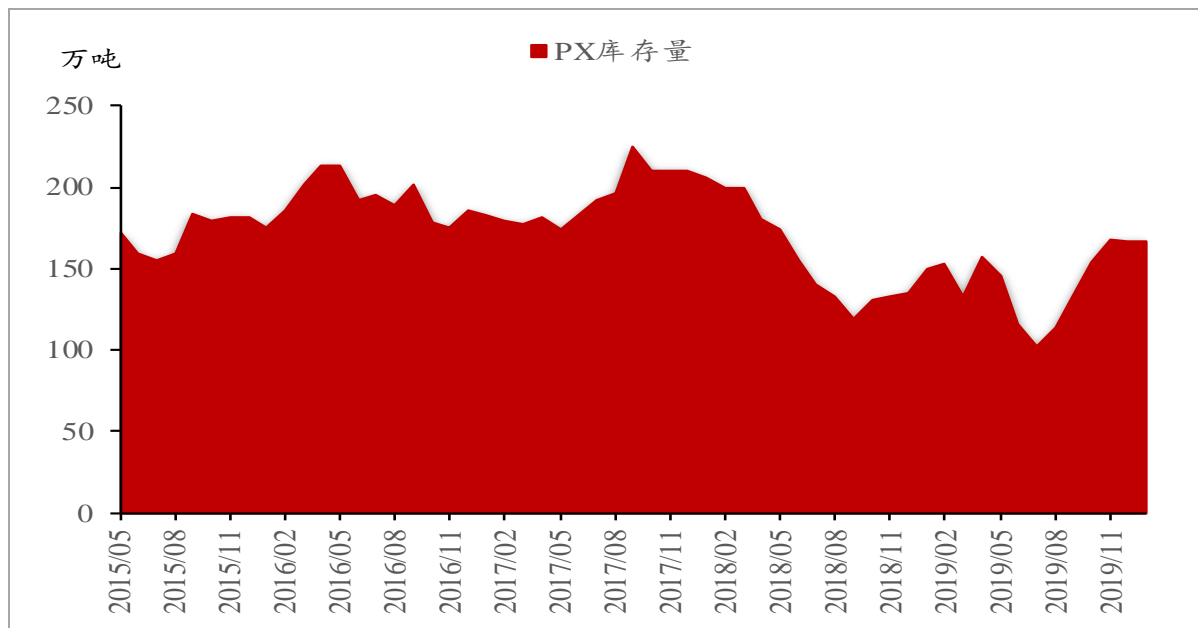


图 3-7 PX 库存量

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

2019 年 1-12 月，PX 产量为 1465 万吨，较上一年度增加 442 万吨，环比增幅为 43.15%。2020 年 1 月和 2 月，PX 产量分别为 144 万吨和 135 万吨，同比增幅分别为 46.97% 和 54.10%。从产能来看，2020 年浙石化 400 万吨/年的 PX 装置正式全面投产，正式为市场贡献增量。2020 年以来，PX 开工率水平低于去年同期约 6 个百分点，因此 PX 产量的增加主要是产能增加所致。2020 年 1 月，PX 整体库存水平为 166 万吨，库存处于偏高水平，库区罐容已有所偏紧。

表 3-1 2020 年第二季度亚洲 PX 检修计划

相关检修企业	企业总规模	检修规模	检修开始时间	检修结束时间
韩国 SK	310	40	2 月 28 日	4 月中旬
新加坡埃克森美孚	175	80	3 月中下旬	5 月中下旬
韩国 GS	135	40	3 月 18 日	5 月初
上海石化	85	65	4 月 10 日	5 月 10 日
天津石化	37	28	4 月 30 日	7 月 5 日
韩国韩华	190	70	5 月初	6 月中旬
日本 JX	351	82	5 月中旬	7 月中旬
泰国芳烃	131	77	5 月份	6 月份
镇海炼化	65	65	6 月 19 日	7 月 5 日

数据来源：卓创、方正中期期货研究院整理

展望后期 PX 供应情况，我们认为 3 月中旬开始 PX 供应量或逐步增加，4 月份中旬开始，PX 供应或开始逐步降低。具体来看，当前 PX 开工率已低于 2019 年同期水平，而近期中化弘润 60 万吨/年的 PX 装置和福海创一条 80 万吨/年的 PX 生产线也已重启，因此我们预计近期 PX 供应将逐步增加，而在库区罐容已偏紧的情况下，预计 3 月 PX 供需或进一步趋弱。而 4-5 月份，海外新一轮 PX 装置检修也将开启，届时供应压力将略有缓解。

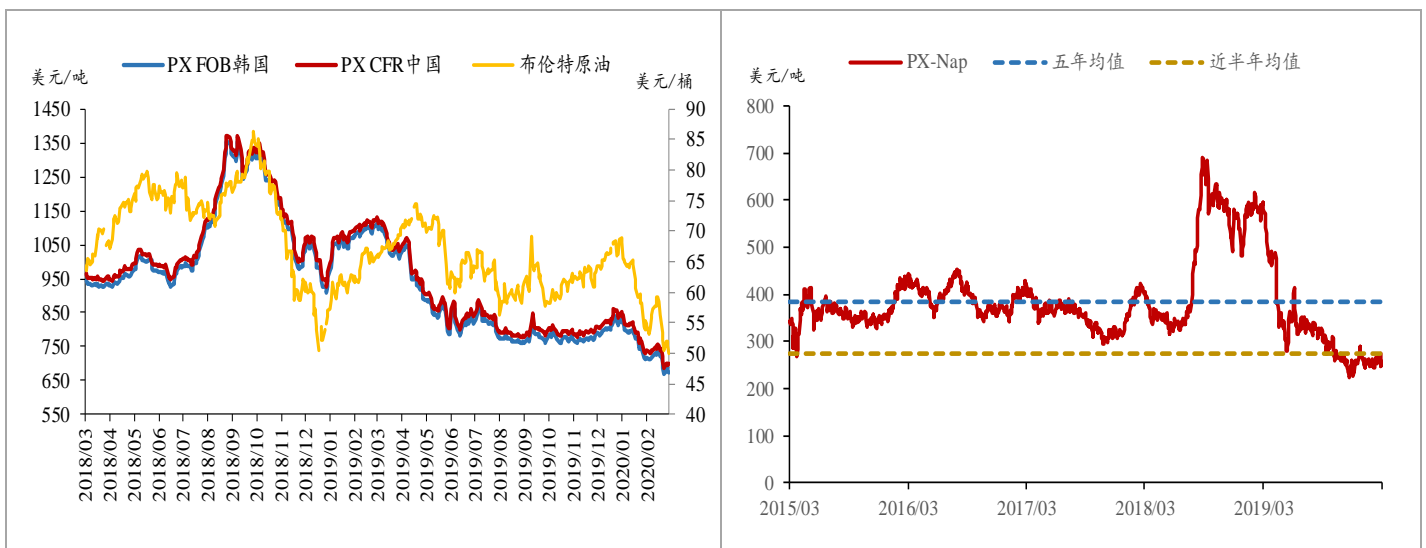


图 3-8 PX 价格

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

图 3-9 PX-Nap 价差

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

PX 价格与国际原油价格密切相关，我们按照“成本+利润”的方式来定价，目前由于 PTA 产能基数陡增，对 PX 而言，其需求有新的增量，而上半年 PX 装置无新增装置投产计划，PX 环节目前正处于消化前期产能的阶段。从“PX-Nap”价差历史走势来看，目前其数值在 250-270 美元/吨之间，这样的价差水平已低于近半年均值，预计加工费进一步被压缩的空间有限。因此，PTA 成本端最终的定价权仍在于原油端。

第四部分 PTA 供应分析

一、现货承压走低

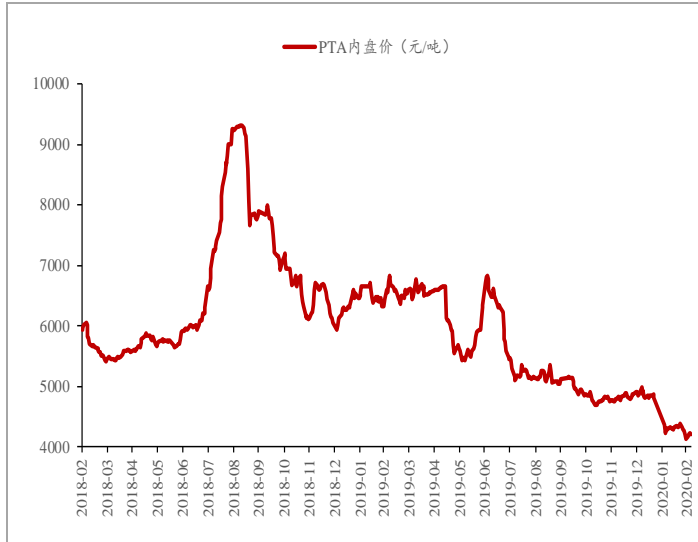


图 4-1 PTA 内盘价

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

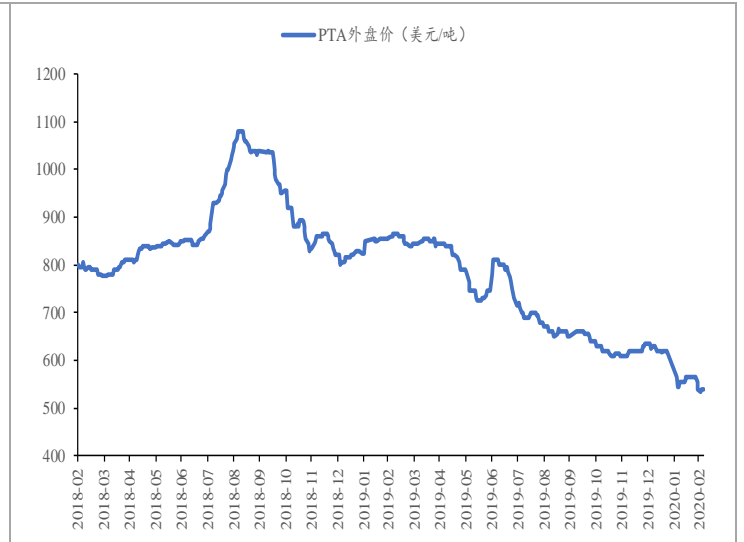


图 4-2 PTA 外盘价

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

2020 年 1-2 月，PTA 价格重心呈下降趋势。这与成本端、供需等多方面因素均有关。1 月初受地缘政治因素影响，油价冲高，PTA 价格跟涨原油，但随后国际原油回吐涨幅，PTA 也开始回调。1 月底和 2 月初，受公共卫生事件的影，国际原油大幅跳水，且市场对纺织织造这样的消费行业需求较为悲观，现货价格大幅下跌。2 月中旬，随着国内公共卫生事件逐步得到控制，市场对于宽松政策的预期，叠加供应商回购现货提振市场，处于低位的 PTA 迎来小幅反弹。但是 2 月下旬开始，全球多国爆发公共卫生事件，市场对中长期经济增速极度悲观，市场恐慌情绪不断蔓延，原油价格回落带动 PTA 现货价格再度回归下跌态势。

二、国内供应处高位

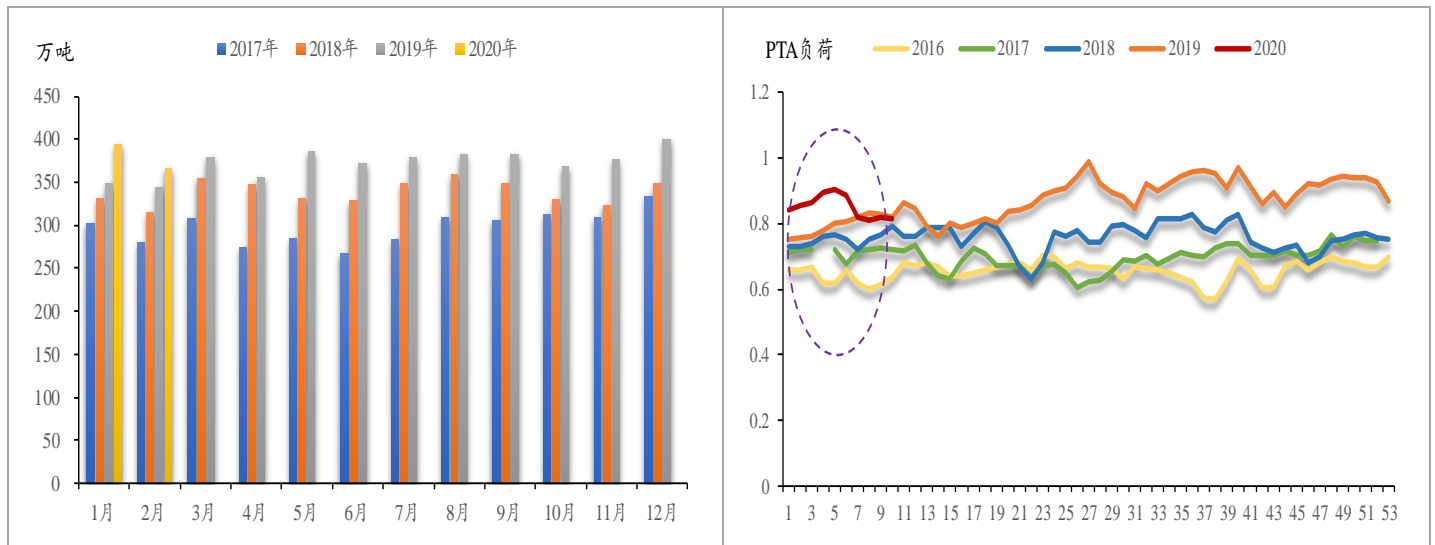


图 4-3 PTA 月度产量

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

图 4-4 PTA 开工率

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

2019 年 PTA 步入产能投放大年,具体来看,从 2019 年四季度新凤鸣 220 万吨/年装置的投产开始,PTA 行业正式宣告步入产能过剩阶段。产能的增加,和前期行业高生产利润使得 2019 年整个 PTA 开工率高位运行,大多数时间都维持在 80%以上的开工率水平。

新装置方面,PTA 及聚酯行业龙头不断延伸自身产业链,行业规模进一步扩大。2019 年 10 月和 11 月新凤鸣两条各 110 万吨/年的生产线顺利投产;12 月底新疆中泰 120 万吨/年的 PTA 装置投产;2020 年 1 月恒力 250 万吨/年的 PTA 装置投产。产能的迅速增加给市场带来了严重的流动性压力。

2020 年 1 月和 2 月,PTA 产量分别为 394 万吨和 367 万吨。由于 PTA 生产装置具有大型化、自动化的特点,因此装置的开工受春节因素干扰较小,节前 PTA 开工率一直处于攀升状态。元旦,PTA 开工率为 82%;1 月底,PTA 开工率已上升至 92%。节后,终端织造受公共卫生事件影响严重,开工延后,倒逼上游聚酯降负,最后传导至 PTA 端,导致 PTA 工厂陆续出现检修降负,PTA 负荷最低回落至 80%附近。开工率的下滑带动 2 月份 PTA 产量较 1 月下降了 27 万吨。但考虑到 2019 年底新疆中泰 120 万吨/年和 2020 年 1 月恒力石化 250 万吨/年的新增产能,尽管开工下滑,但目前整体产量水平仍高于往年同期。

图 4-1 国内 PTA 装置动态

区域	生产企业	装置产能	装置运行动态	减停产涉及产能
华东	宁波逸盛	65	1 月 28 日停车检修; 3 月 5 日升温, 已出料	65
		200	正常运行	
		220	正常运行	

	华彬石化	140	2020 年 1 月 27 日进入检修, 计划 3 月下旬重启	140
	嘉兴石化	150	故障于 2020 年 1 月 17 日消缺短停, 已恢复	
		220	正常运行	
	扬子石化	35	2019 年 12 月 20 日停车转产	35
		65	正常运行	
	海伦石化	120	2019 年 12 月 25 日-2020 年 1 月 9 日检修	
		120	正常运行	
	宁波台化	120	2020 年 2 月 5 日降负至 7 成; 故障短停, 于 2 月 25 日重启	
	仪征化纤	35	2020 年 2 月 5 日起停车检修, 计划 3 月 10 日重启	35
		65	正常运行	
	亚东石化	70	2 月 3-6 日短停	
	利万聚酯	70	正常运行	
	汉邦石化	60	2020 年 2 月 3 日进入检修, 重启待定	280
		220	2 月 14 日停车检修, 2 月 24 日升温重启	
	上海石化	40	降负 7 成运行	12
虹港石化	150	正常运行		
独山能源	220	2019 年 11 月 1 日 110 万吨线路正式出料, 另外 110 万吨线路于 11 月 28 日出料		
华北	天津石化	34	降负至 7-8 成负荷运行	20
华中	洛阳石化	32.5	降负至 6 成负荷运行	
西南	蓬威石化	90	2020 年 2 月 10 日降负至 7 成, 恢复至 9 成, 于 3 月 6 日停车检修	90
	川能化学	100	2019 年 12 月 29 日因故检修, 2020 年 3 月 4 日投料, 已出料	
西北	乌石化	9	正常运行	
	中泰石化	120	2020 年 1 月 1 日出料, 现负荷 7 成; 计划 4 月检修	36
东北	逸盛大连	225	2019 年 12 月 29 日停车检修, 1 月 27 日重启	
		375	2019 年 3 月 11 日降负运行 2 天, 3 月 25 日-4 月 6 日分线路检修	
	恒力大连	220	正常运行	25
		220	正常运行	
		220	正常运行	
		250	2020 年 1 月 14 日 125 万吨线路出料, 另 125 万吨线路于 1 月 18 日投产, 因故现负荷降至 5 成; 已于近期恢复至 9 成	
华南	逸盛海南	200	正常运行	
	福海创	450	自 2 月 8 日起负荷降至 6 成, 于 2 月 15 日负荷提升至 8 成; 推迟至下周检修	90
	珠海 BP	110	2020 年 1 月 2 日-1 月 15 日停车检修, 1 月 15 日重启	
		125	计划 3 月中旬检修	
	佳龙石化	60	2019 年 8 月 2 日停车检修, 重启时间待定	60

资料来源: 卓创、方正中期期货研究院整理

表 4-2 2020 年第二季度 PTA 装置检修计划

生产企业	装置产能	检修规模	检修开始时间	检修结束时间
佳龙石化	60	60	2019/8/2	待定
宁波逸盛	550	65	2020/1/28	待定
华彬石化	140	140	2020/1/27	2020/3/20
汉邦石化	280	200	2020/2/14	2020 年 3 月中
仪征化纤	100	35	2020/2/5	2020/3/10
福海创	450	450	2020/3/5	2020/3/20
蓬威石化	90	90	2020/3/10	待定
珠海 BP	235	125	2020 年 3 月中	2020 年 3 月下
中泰石化	120	120	2020/4/1	2020/5/1
上海石化	40	40	2020/4/27	2020/5/31
天津石化	34	34	2020 年 4 月下	2020 年 5 月下
宁波台化	120	1.2	2020/5/1	2020 年 5 月中
仪征化纤	100	65	2020 年 5 月初	2020 年 5 月底
扬子石化	100	35	2020/12/20	待定

资料来源：卓创、方正中期期货研究院整理

四、进出口维持平衡

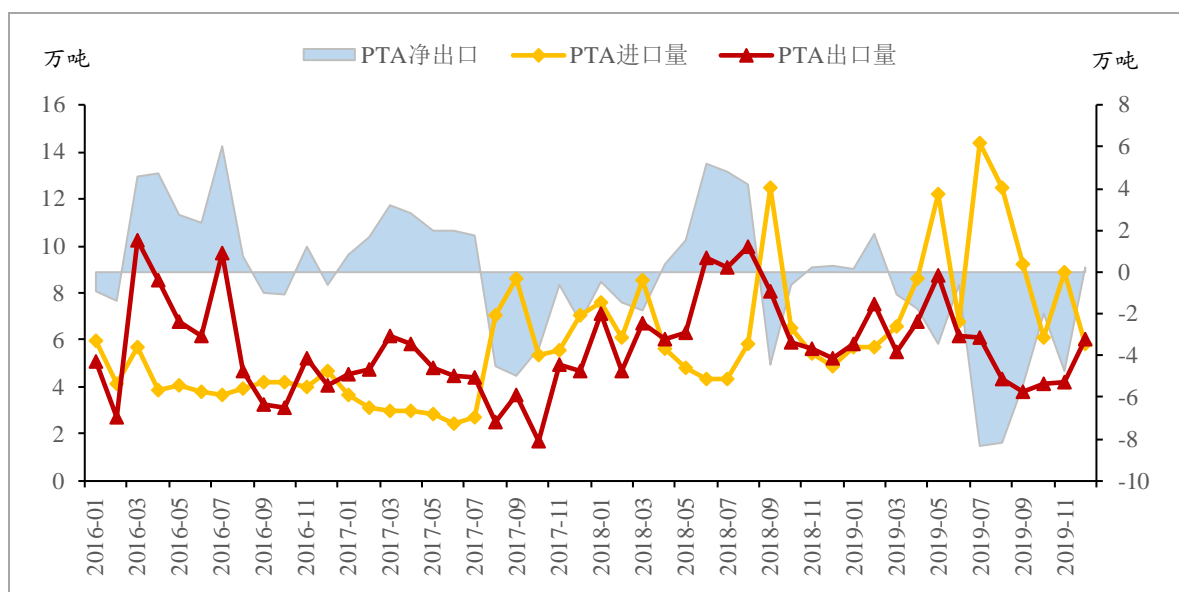


图 4-5 PTA 进出口情况

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

2019 年 1-12 月，PTA 进口总量为 102 万吨，出口总量为 69 万吨。其中，2019 年 12 月 PTA 进口量为 5.82 万吨，同比增速为 19%；PTA 出口量为 6.05 万吨，同比增速为 16%。目前来看，PTA 净出口维持在-10~8 万吨/月之间波动，整体体量较小，对供需影响不大。

第五部分 PTA 下游需求分析

一、纺服行业景气下行

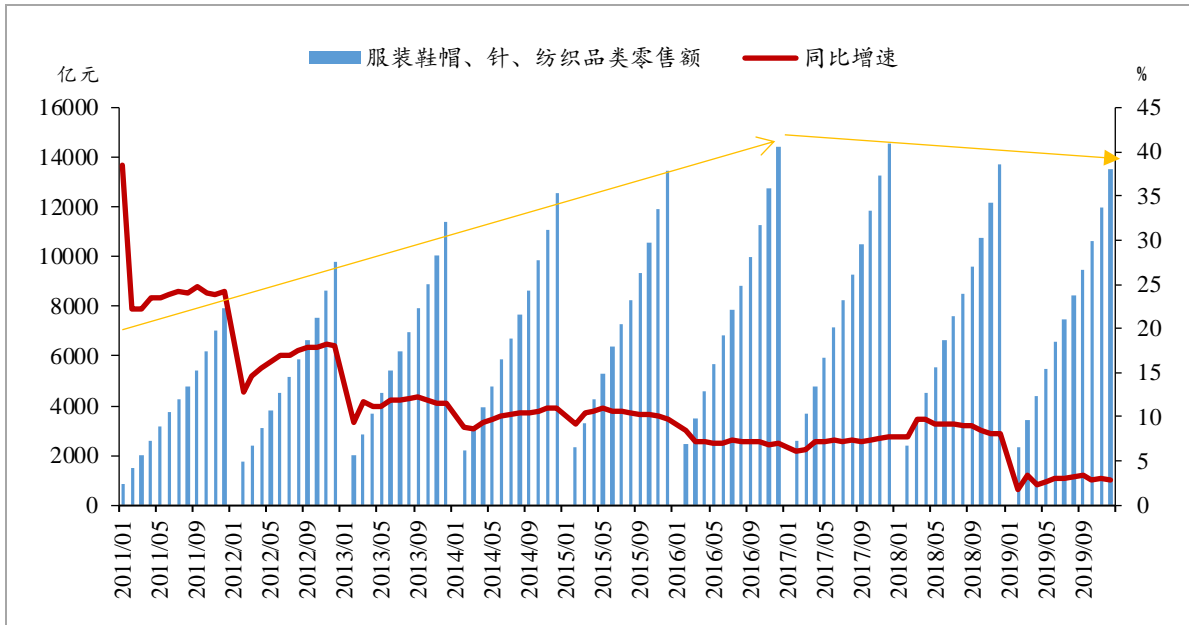


图 5-1 服装鞋帽、针、纺织品类零售额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

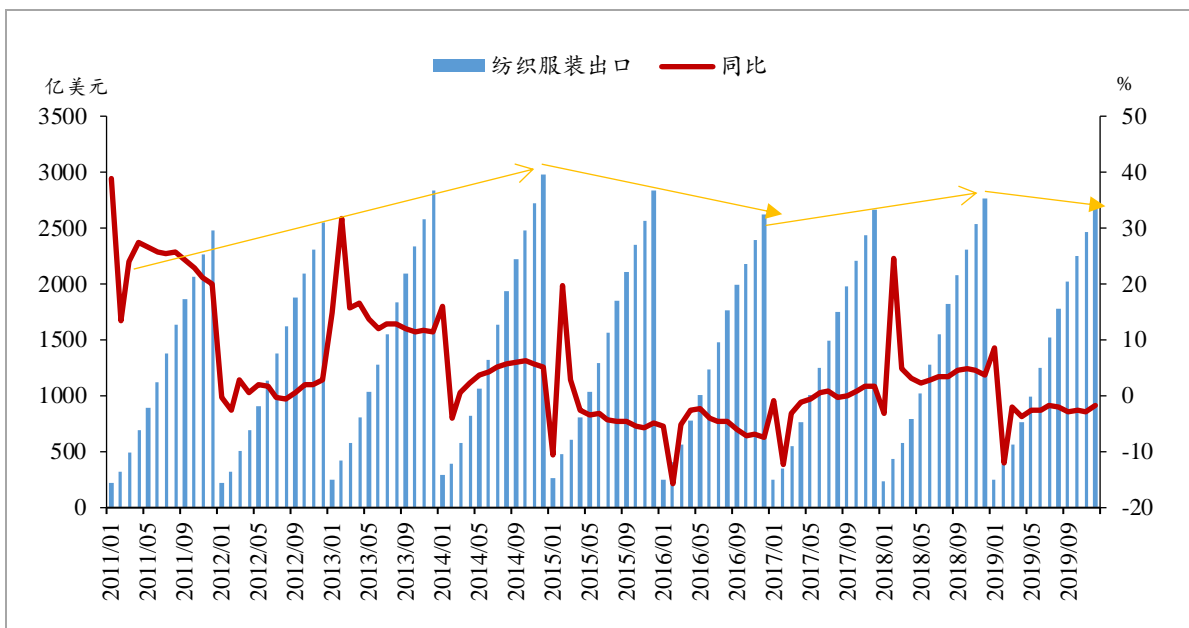


图 5-2 纺织服装出口总额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2019 年纺织服装内需较 2018 年下滑明显，表明整体内需压力在增大。2019 年 1-12 月服装鞋帽、针、纺织品类社会消费品零售总额为 13516.6 亿元，同比增长 2.9%，较 2018 年 8% 的增速水平放缓明显。

2019 年 1-12 月全国纺织品服装累计出口 2715.67 亿美元，较去年同期下降 1.87%。其中，纺织品累计出口 1201.99 亿美元，同比下降 0.9%，服装累计出口 1513.68 亿美元，同比下降 4%，服装出口量减少幅度较大。

中长期来看，我们对纺织制造行业的需求整体仍持悲观态度。第一，整个纺织制造行业目前正处于景气下行周期，从全球多家快消服装品牌关闭在中国的店铺可见一斑。第二，服装消费具有明显的季节性，受此次公共卫生事件的影响，一季度春季服装需求会较往年大幅下滑。而二季度的需求需要视国内公共卫生事件何时能够完全结束而定。第三，我们认为近 1-2 年终端纺服消费行业将迎来一轮新的洗牌，现金流或库存管理能力不佳的企业将被淘汰，部分企业或关闭退出市场。

二、织造订单不容乐观

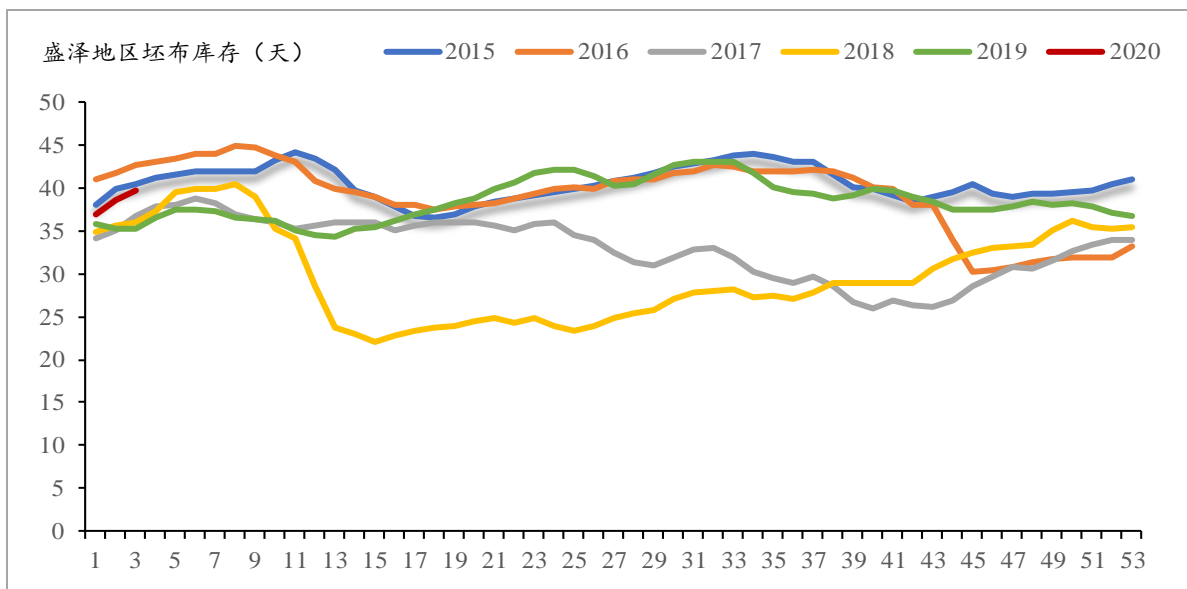


图 5-3 盛泽地区坯布库存

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

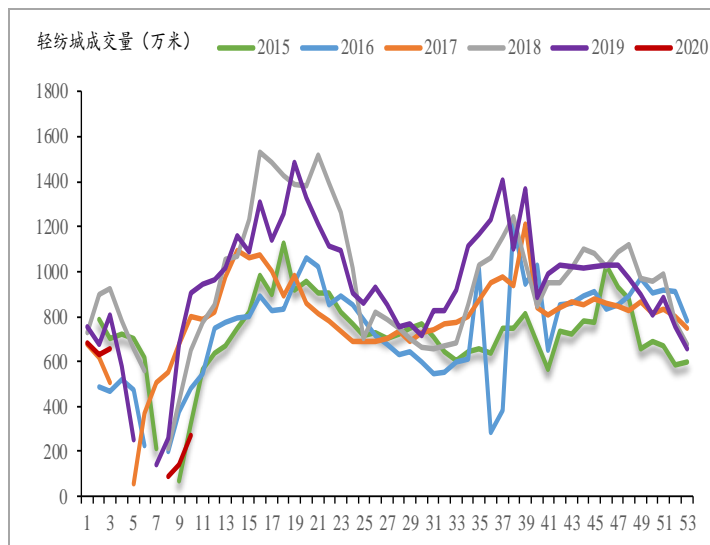


图 5-4 轻纺城成交量

数据来源：CCF、方正中期期货研究院

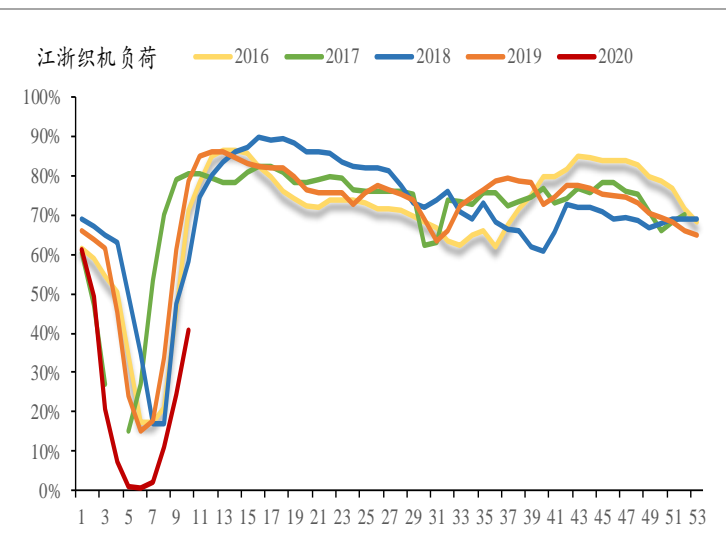


图 5-5 江浙织机负荷

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

终端坯布库存高企。截至 2020 年 3 月 5 日，盛泽地区坯布库存在 38 天，目前来看库存较前期 40 天的水平有所下降，这主要是因为终端厂家正积极降价促销，以确保在全面复工复产之前能够尽量降低库存，因为后续全面复产后坯布库存会有累库的压力。

轻纺城成交量处于近 5 年以来低位。截至 2020 年 3 月 6 日，轻纺城成交量为 476 万平米，而 2019 年同期成交量为 797 万平米。在当前时点，市场悲观情绪蔓延，不管是实际需求还是投机需求都较低，场内交投清淡。

织机负荷回升速度较慢。截至 2020 年 3 月 6 日，江浙织机开工率回升至 50%。纺织织造行业是劳动密集型行业，在这种特殊时期，其员工返厂复工进度较慢。2 月份，开工恢复基本符合市场预期，在 2 月底达到 30%。但 3 月份市场原本预期中旬附近其负荷可回升至 70-80%，目前来看是否能如期恢复存疑。

三、聚酯库存高企

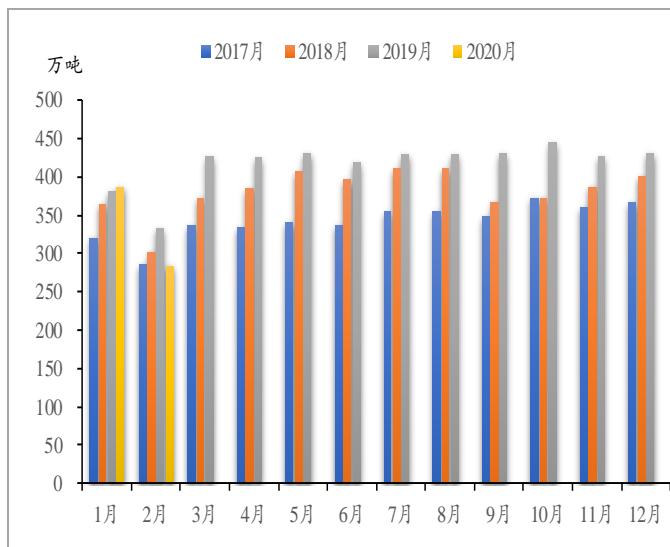


图 5-6 聚酯产量

数据来源：CCF、方正中期期货研究院

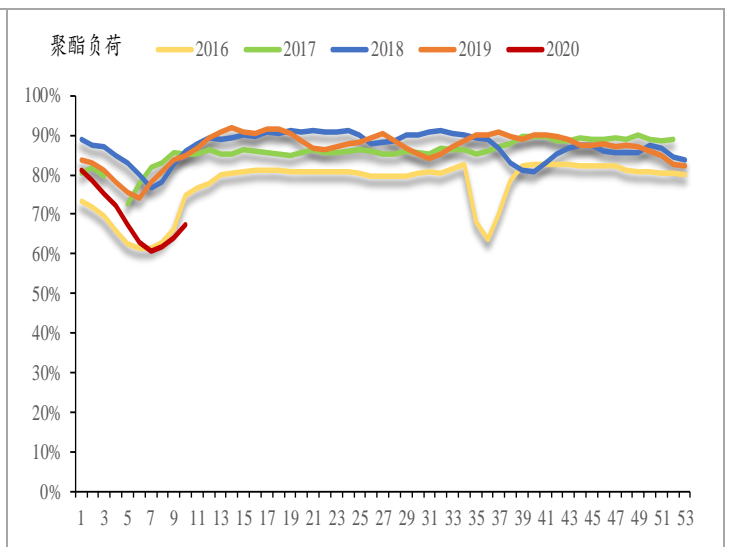


图 5-7 聚酯装置负荷

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

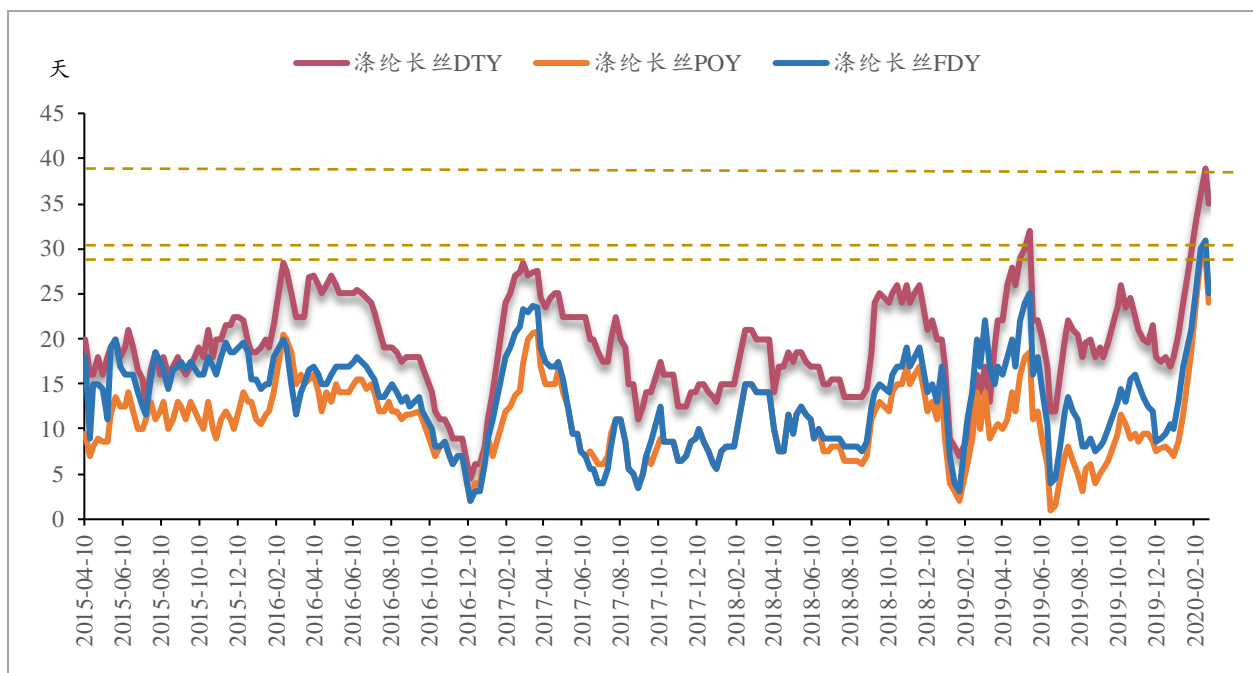


图 5-8 涤纶长丝库存

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

聚酯工厂库存压力大。受公共卫生事件的影响，各地推迟开工，由于下游织造行业属于劳动密集型行业，因此对聚酯而言，其需求恢复的速度更慢。受此影响，聚酯工厂库存高企。以涤纶长丝为例，DTY、POY、FDY 库存一度上涨至 39 天、29 天和 31 天。由于自身库存压力增大，聚酯工厂开工率由节前的 68% 下降至节后的 60%。而此时江浙织机负荷为 0.6%，终端纺织织造行业基本处于冰冻状态。

2019 年 1-12 月，聚酯产量为 5005 万吨，较上一年度增加 435 万吨，涨幅为 9.5%。2020 年 1 月和 2 月，聚酯产量分别为 386 万吨和 284 万吨，同比增速分别为 1.31%和-14.46%。显而易见，受此次公共卫生事件的影响，聚酯产量下滑严重。但目前我国公共卫生事件已逐步得到控制，江浙织机和聚酯工厂的开工率也在逐步提升，近期聚酯也将逐步去库。一季度整个聚酯产量低于去年同期是不争的事实，但乐观估计，预计二季度聚酯产量有望回升至往年同期水平。

四、PTA 高位延续累库

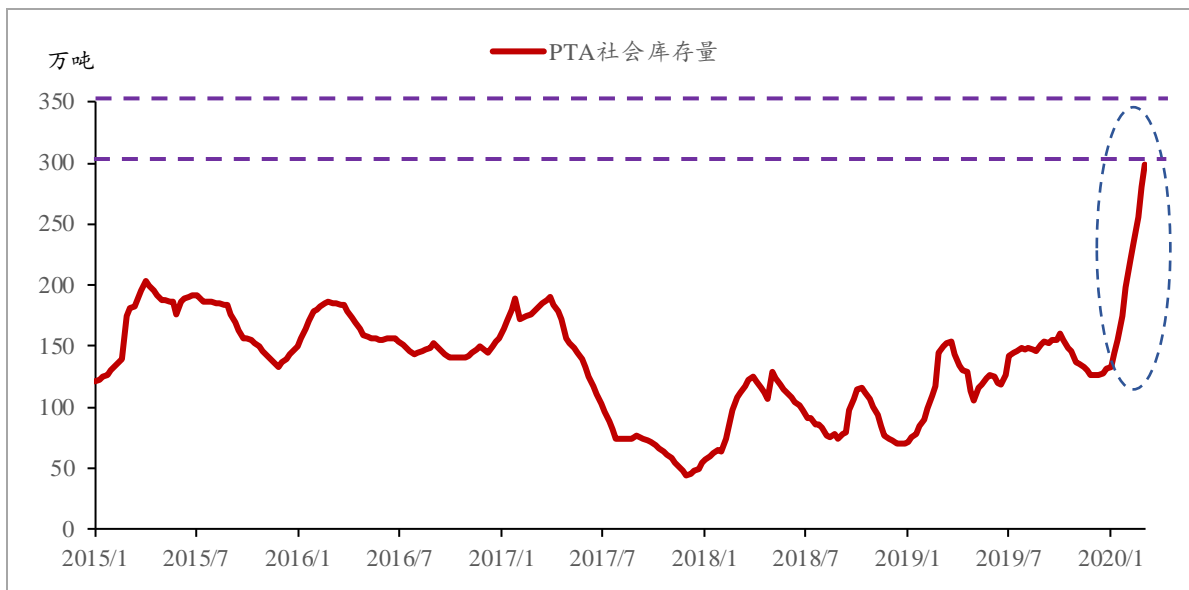


图 5-9 PTA 社会库存

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

截至 2020 年 3 月 6 日，PTA 社会库存已攀升至 299 万吨，逼近 300 万吨水平。对于后期 PTA 社会库存走势，我们认为其仍将向上累库，但受下游聚酯开工恢复的影响，预计累库速度会放缓，后期库存水平有望至 350-370 万吨附近。主要有以下两点原因：第一，需求中长期不乐观。尽管短期聚酯产量有望回升，但终端织造续期决定了聚酯产量的可持续性，目前全球多国爆发了公共卫生事件，我国纺织服装出口比例较大，织造外需或会受到影响，进而负反馈至聚酯端。第二，供应压力持续加大。2020 年 5 月份恒力 250 万吨/年的 PTA 装置有投产的计划，PTA 供给压力还会进一步增大。目前 PTA 行业尚未出现中小产能装置退出市场，但我们预计后续新产能投放冲下，PTA 加工费将再度被压缩，届时行业竞争将更为激烈，部分中小型产能的装置或加快退出市场。

第六部分 供需平衡表

表 6-1 PTA 供需平衡表

年份	月度	期初库存	国内产量	进口	出口	需求	期末库存	库存变化	库消比
2019 年	1 月	75	351	5.43	5.86	339	87	12	23.81%
	2 月	87	343	5.28	7.50	295	133	46	37.15%
	3 月	133	380	6.06	5.53	376	137	4	35.79%
	4 月	137	361	8.19	6.84	376	123	-14	34.48%
	5 月	123	386	12.18	8.74	381	132	9	33.41%
	6 月	132	370	6.75	6.14	371	131	-1	35.35%
	7 月	131	378	13.31	6.10	377	139	8	35.83%
	8 月	139	379	11.07	4.27	378	147	8	37.87%
	9 月	147	382	7.99	3.80	381	153	6	39.40%
	10 月	153	368	5.81	4.16	393	129	-24	35.82%
	11 月	129	377	8.30	4.17	377	133	4	34.76%
	12 月	133	400	5.12	6.05	381	151	18	37.23%
2020 年	1 月	151	391	7.00	6.00	340	203	52	52.00%
	2 月	203	363	4.00	5.00	251	314	111	103.02%

数据来源：CCF、方正中期期货研究院

2020 年 1 月至 3 月初，受春节假期以及国内公共卫生事件的影响，PTA 快速累库，供给严重过剩。从供应来看，2020 年 2 月 PTA 产量下降至 363 万吨，较 1 月份下降 28 万吨；而 2 月份聚酯及其他需求下降至 251 万吨，较 1 月份下降 89 万吨。尽管 PTA 供应有所下降，但我们看到下游需求下降的更多，因此，整个社会库存呈现累积状况。对于后续供需走势，我们认为一季度 PTA 仍旧会处于累库状态，但累库速度会逐步放缓，这主要是因为下游聚酯工厂以及终端江浙织机正逐步恢复生产，需求端有所跟进。对于库存拐点的显现，需要 PTA 行业出现大规模的停车降负，重点关注 100 万吨/年以下产能的中小型 PTA 装置何时退出市场。

第七部分 技术分析



图 7-1 PTA 主连周线走势

资料来源：文华财经、方正中期期货研究院

当前 PTA 社会库存已至 299 万吨，库存处于历史高位，且按照目前 PTA 装置的开工和检修计划，后续仍将继续累库，但累库速度会因下游聚酯负荷的回升而放缓。在库存施压之下，现货流动性宽松，PTA 期价缺乏利好提振。而 3 月初 OPEC+ 未就深化减产达成一致意见，油价短期仍将继续下行。成本重心的下移，给 PTA 打开了下行空间，期价大概率会突破历史前低 4200，继续向下探底。对于后期价格走势，需要重点关注两方面：第一，OPEC+ 后续动作。这将决定原油价格走势，进而决定中期 PTA 成本重心的位置；第二，PTA 装置大幅检修停车动作，尤其是行业 100 万吨以下的装置何时退出市场。从短期来看，PTA 期价重心将继续下探，而 5/9 反套操作可以顺势介入。因为 05 合约面临的利空比较集中，09 合约存在修复的可能，三季度油价或存在反弹，同时 PTA 行业或许有产能开始退出市场，远期仍有反弹希望，而近期以利空为主，因此 5/9 价差有进一步下探的空间。单边操作上，短期以空头思路为主，原油企稳之后以震荡思路对待，高抛低吸。

第八部分 后期走势

3 月份，PTA 或将突破前低，继续下探，后震荡企稳；二季度关注油价指引，若有反弹逢低介入 09 多单。3 月份，受国外爆发公共卫生事件的影响，市场悲观情绪较浓，且目前国外公共卫生事件拐

点未至，市场避险情绪仍存，对期价整体利空。从 PTA 基本面来看，OPEC+未就深化减产达成一致意见，远低于市场预期，且 4 月份开始原油供应有增加的风险，短期原油或继续下行，成本端利空 PTA。从供需来看，新疆中泰 120 万吨/年和恒力 250 万吨/年装置正式为市场贡献增量，市场供应压力陡增，5 月份恒力 250 万吨/年的 PTA 装置存在投产计划，而目前整个纺织服装行业正处于景气下行周期，我们对于终端织造订单的增量较为悲观。终端需求不佳，会逐步负反馈至聚酯端，预计下游聚酯增量也将有限。因此，短期 PTA 社会库存仍将持续累积，成本崩塌和供需过剩压力集中体现在 05 合约上，短期 05 合约将进一步下探，原油企稳后，PTA 或迎来底部，后震荡盘整，此时可关注 09 合约介入多单的机会。

第九部分 PTA 期权

表 9-1 期权市场成交及持仓情况

2020/3/6	成交量	变化	持仓量	变化	成交量 PCR	持仓量 PCR
看涨	15543	4100	83197	1649		
看跌	6084	1845	25399	928		
PTA 期权	21627	5945	108596	2577	0.3914	0.3053

截止至 2020 年 03 月 06 日，PTA 期权合约总成交 21627 张，较上一交易日增加 27.49%，总持仓 108596 张，较上一交易日增加 2.37%。成交量 PCR 为 0.3914，持仓量 PCR 为 0.3053。

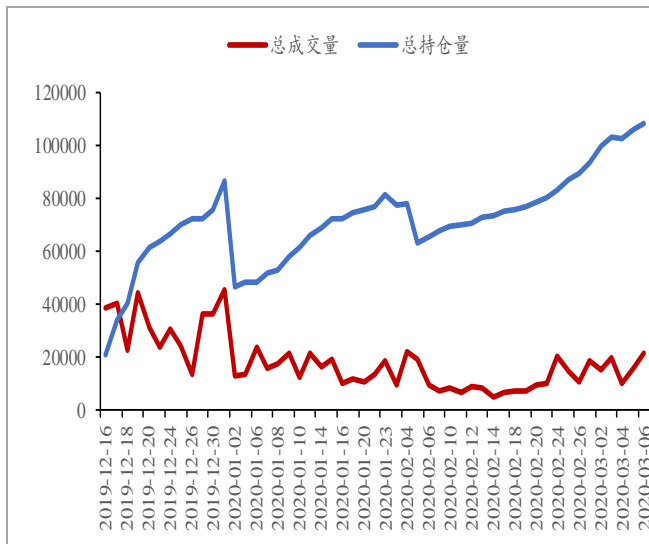


图 9-1 PTA 期权成交量和持仓量

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

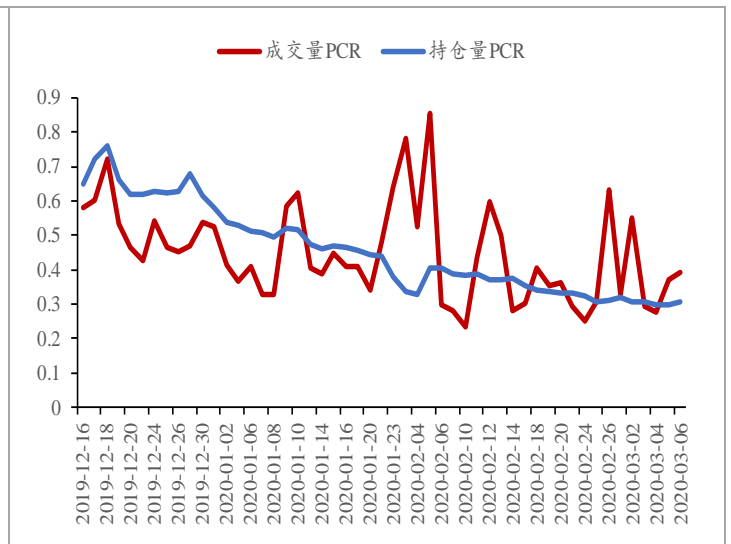


图 9-2 PTA 期权成交量 PCR 和持仓量 PCR

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

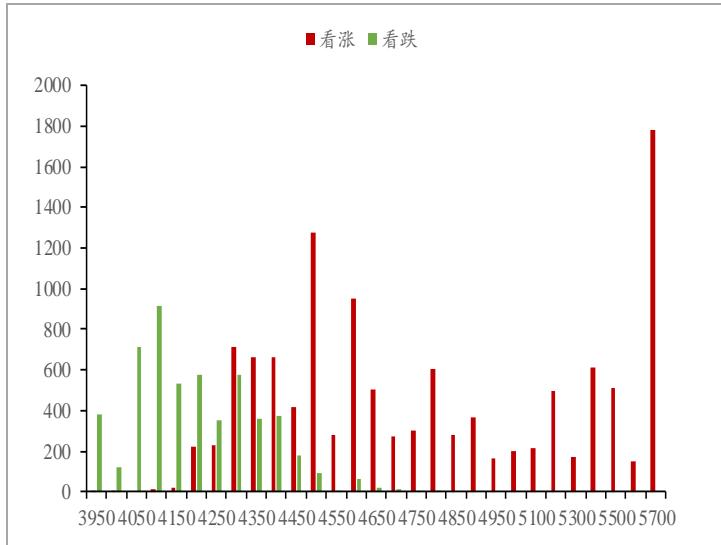


图 9-3 PTA 期权各执行价成交量

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

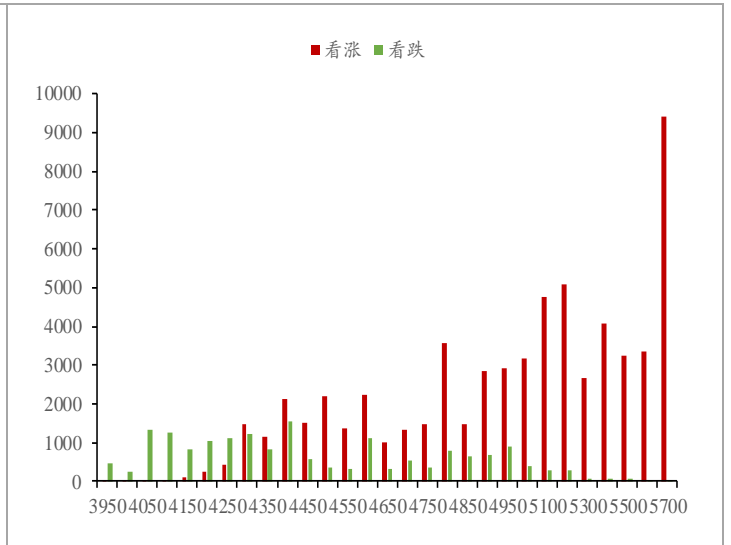


图 9-4 PTA 期权各执行价持仓量

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

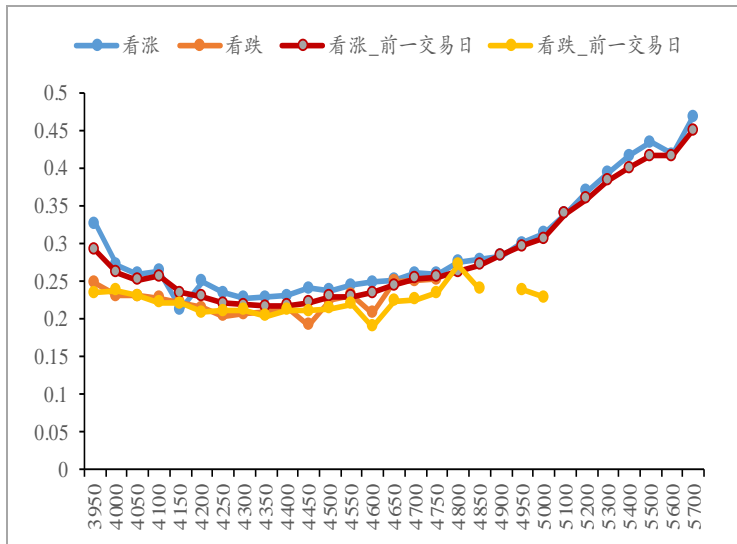


图 9-5 PTA 期权近月隐含波动率

数据来源：CCF、方正中期期货研究院

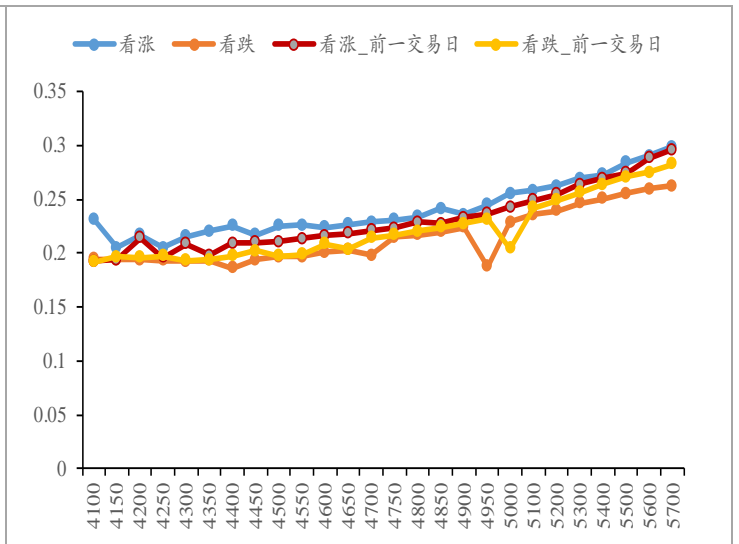


图 9-6 PTA 期权远月隐含波动率

数据来源：卓创、方正中期期货研究院

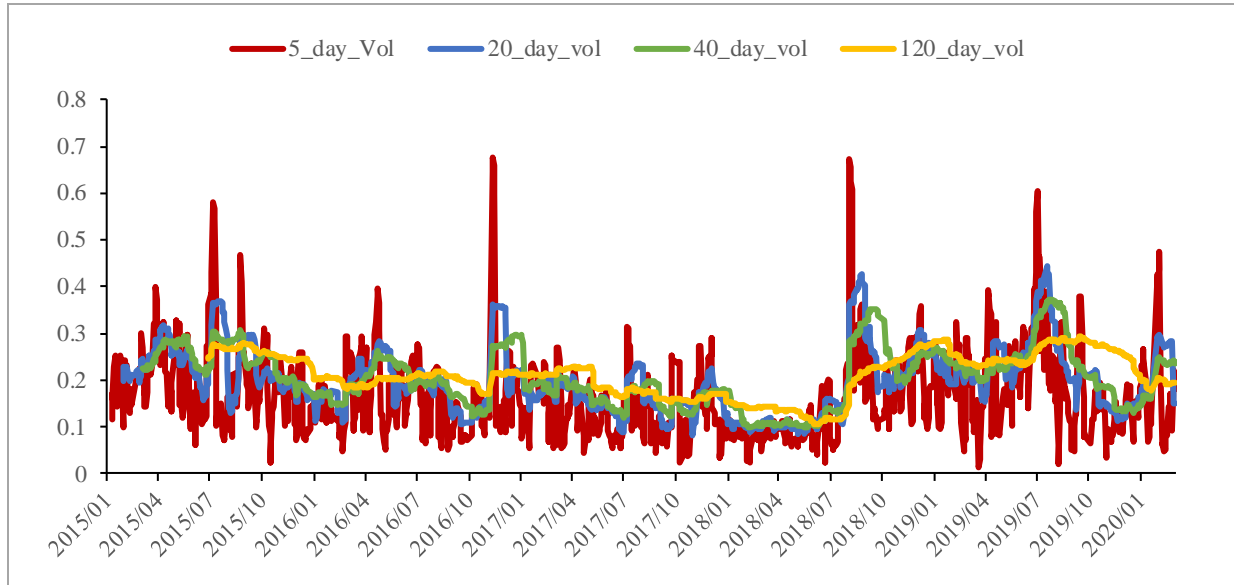


图 9-7 PTA 历史波动率

资料来源：文华财经、方正中期期货研究院

预计 3 月 9 日及之后一段时间，PTA 期权波动率将大幅攀升，而后随成本端利空的释放，期权波动率将再度回落，后期 PTA 期货将回归震荡盘整局面，建议在 PTA 期权波动率回落期间，做空 PTA 波动率。原油触底后，建议卖出 09 合约深度虚值看跌期权，或买入 09 合约轻度虚值看涨期权。

附：行业相关股票

证券代码	证券简称	相关产品	收盘价	年度涨跌幅（%）
000703.SZ	恒逸石化	PTA、涤纶长丝	14.1	1.29
002206.SZ	海利得	聚酯切片	4.19	11.73
002493.SZ	荣盛石化	PTA、涤纶长丝	11.62	-6.21
600028.SH	中国石化	PTA	4.79	-6.26
600346.SH	恒力石化	PTA、涤纶长丝	15.08	-6.22
600370.SH	三房巷	涤纶长丝	3.48	14.10
600527.SH	江南高纤	涤纶长丝	3.24	55.02
600688.SH	上海石化	PTA	4.5	16.28
601233.SH	桐昆股份	PTA	14.36	-4.20
601857.SH	中国石油	PTA	5.2	-10.81
603225.SH	新凤鸣	PTA、涤纶长丝	11.92	-3.48

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 号新联写字楼四楼

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：010-68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037