

关于近期涤纶短纤行情的一些思考

国庆假期过后，此前一片愁云惨淡的聚酯涤纶市场突然全面爆发，涤纶丝产销全面放量，上下游价格都走出一波强劲的反弹势头。而 10 月 12 日在郑州商品交易所正式上市的涤纶短纤期货，更是在前 5 个交易日内飙涨近 20%，上市涨幅在期货品种中可谓绝无仅有。市场观点认为此轮上涨行情来自需求端的驱动，国内消费的复苏、“双十一”需求的拉动、印度疫情导致订单转向中国、以及“寒冬”的预期，林林总总多种原因叠加带来了超预期的利好。

对此本文进行了进一步的思考：

一、需求真有那么好吗？

上文提到的各种需求端因素，看似利好众多，但是这些因素真的足够超预期、足以推动一波历史级别的上涨吗？

先看国内的需求。2020 年的国庆假期超预期火爆，据商务部监测，10 月 1 日至 8 日全国零售和餐饮企业日均销售额达到 1.6 万亿元，同比增长 4.9%。比起上半年、乃至同期全球一片萎缩的消费市场，这个数据可称亮眼；但这一增速较之往年水平仍然显著放缓，还有相当一部分指标尚未达到去年水平。尽管在疫情影响下，目前的消费增速显著超出预期，但是若说支撑起当前十年不遇的超火爆下游行情，似乎仍显不足。

再看外贸需求。印度订单转向中国的说法目前并未得到充分的数据验证，但印度纺织业的优势以棉纺为主，涤纶占比则小了很多。印度订单转向中国，受更大影响的无疑是棉花棉纱（事实上这些品种在国庆后同样领涨市场），而聚酯涤

纶行业受到的影响，可能更大程度上来自市场心态的共振，而绝对需求量的影响则可能相对较小。毕竟真如消息所说的话，转移过来的是订单而非广义上的需求，涤纶短纤在其中很难产生替代效应。

至于“寒冬”预期的影响，则显得有些虚无缥缈。从天气周期数据来看，2020年的冬天确实大概率是一个寒冬，但是具体能够达到什么程度，能否达到2007-08、2011-12年的低温还有待进一步验证，而把天气预期作为需求利好的支撑则有些言之过早。

那么需求端究竟对短纤这一波上涨起到多大的作用呢？笔者认为**核心逻辑应是供应无法充分提升、叠加价格低位下的正向反馈效应**。目前涤纶短纤与下游织机、加弹诸环节负荷已接近开满，但仍然无法满足汹涌的终端需求，库存快速下降。在不可能短时间大量新增产能的情况下，现货的短缺刺激下游大量补库，进一步推高价格的同时也加剧了缺货的状况。同时，经过2020年的持续下跌，涤纶短纤价格进入历史低位区间，短期价格的快速上涨并不能抑制需求，反而进一步刺激了下游的补库积极性，形成了正向反馈的循环，拉动涤纶短纤价格一路走高。

二、 是谁在推动价格上涨？

作为聚酯产业链下游唯一的期货品种，投机性因素对涤纶短纤的大幅上涨同样具有重要的推动作用。

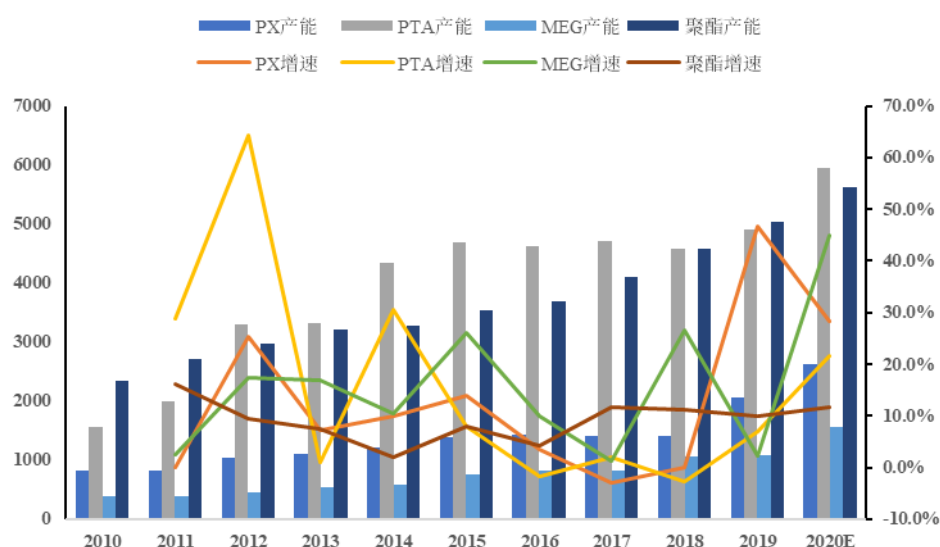
在这一波由下游需求驱动的产业链上涨行情中，合理的市场操作是做多下游利润，即做多下游涤纶产品、做空原料PTA和乙二醇。但由于下游只有涤纶短纤这个唯一的期货品种，导致聚酯乃至整个纺织产业链的多头资金涌向短纤这个

新的出水口。上市一周，涤纶短纤期货合约持仓量已经达到了 27.4 万手（137 万吨）。考虑我国涤纶短纤产能共计 781.5 万吨/年，其中交割品 1.4D 直纺涤短产能仅 300 万吨/年，这样的持仓量相当可观。

因此，尽管涤纶短纤总体供需格局呈现供不应求的格局，但期限结构上则呈现 05 合约独强的状况，其原因就是巨量资金对场内合约价格的过度推高。截至 10 月 16 日下午收盘，PF2105 合约已经升水现货达 534 元/吨。短纤的期限格局终将回归正常的 Backwardation 结构，**对于期现贸易商而言，买入短纤现货抛空 05 合约仍然存在相当可观的套利空间，而这又将进一步挤占下游厂商的货源，带来进一步的正向反馈。**从这个角度来看，目前 05 合约升水仍在扩大，涤纶短纤预期仍有继续上行的空间。

三、 短纤暴涨能否带动上游原料端？

作为聚酯涤纶产业链的上游，PTA 与 MEG 能否跟随短纤及其他涤纶纤维走出一波趋势性上涨行情？笔者认为大幅“跟涨”的可能性并不大。



2019 年以来，聚酯产业链进入自上而下的投产周期，上游原料产能迅速增

长，而聚酯端虽然保持着相对稳定的产能增速，但较之原料端则显著不及。因此在产业链供需格局中，聚酯成为了相对“缺货”的环节。事实上，在从年初疫情影响下恢复之后，国内聚酯装置平均负荷自 6 月起便一直维持在 90%以上的高位。受限于聚酯端产能不足，产量难有明显提升空间，下游的需求缺口难以有效向上游传导，导致原料端 PTA 与 MEG 库存去化仍旧缓慢。

随着上下游供需传导的阻断，PTA 及 MEG 的价格走势将更多地取决于其自身的基本面情况。PTA 方面，供应端的过剩和新产能投放的预期使库存贬值的担忧持续存在，厂商倾向于在任何合适的时间将手中的 PTA 库存在盘面上抛空以锁定生产利润，于是 PTA 期货价格始终面临沉重的上方压力，难以形成上涨趋势。MEG 方面，当前更高的确定性是 10-11 月进口货源的缩量预期，短期会带来供需格局的好转，可能带动一波偏强行情，但这与下游的上涨并不具有很高的相关性了。