

• 研究报告

专题研究：PTA

屋漏偏逢连夜雨 三季度 PTA 价格重心继续下移

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

逻辑观点：

供需方面，第一：2022 年下半年成本端对 PTA 支撑作用减弱；第二：PTA 产能过剩加工费压缩产能出清步伐加快；第三：终端需求增速放缓 去库压力增加。三季度下游聚酯负荷回升缓慢，行情表现预估仍是受成本主导。短期因宏观氛围转暖和油价走强提振聚酯行情，如果宏观氛围偏好，油价继续反弹，短期聚酯行业仍受成本带动有小幅反弹的驱动。但三季度来看，PTA 8 月有累库预期其自身供需面的驱动尚不足，7-8 月聚酯淡季需求，还需要等待终端需求的实质性改善，因此反弹不可持续。

投资建议：

策略上，三季度 PTA 绝对价格仍由宏观及原油主导，自身供需面不占主要矛盾。随着加息对工业需求的打击以及原油价格走低，预计 PTA 将继续承压下行。短期随宏观及原油反弹后仍是稳定做空的信号，三季度 PTA 价格重心继续下移，有望突破 5000。

风险提示：原油持续走强 需求改善

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

联系信息

分析师 薛晴

期货从业资格：F3035906

投资咨询资格：Z0016940

邮箱：xue.qing@gzf2010.com.cn

相关图表



相关报告

2022.07.24 《广州期货-一周集萃-聚酯-成本端持续走弱叠加聚酯大厂减产 聚酯原料走势偏空-20220704》

目录

一、2022 年上半年 PTA 走势回顾	1
二、2022 年下半年成本端对 PTA 支撑作用减弱	2
(一) 上半年调油需求带动 PX 疯牛行情	2
(二) 下半年成本端投产预期对 PTA 成本抬升作用减弱	3
三、PTA 产能过剩加工费压缩产能出清步伐加快	3
四、终端需求增速放缓 去库压力增加	4
(一) 高成本及弱需求下内需缓慢修复 外需增速回落	4
(二) 终端需求未改善 三季度聚酯负荷回升压力较大	5
五、下半年 PTA 运行逻辑及交易策略	6
研究中心简介	8
广州期货业务单元一览	9

一、2022年上半年PTA走势回顾

2022年上半年PTA的走势屡次突破前高，PTA H1表现强势的逻辑主要分为3个阶段。第一个阶段是3月份之前，由于2021年下游需求前置导致下半年行情持续疲弱，叠加2021年9月份能耗双控的影响，聚酯整体负荷不断走低，四季度持续位于低位水平，因此今年过年期间聚酯不再安排过多的减停产措施，导致聚酯负荷在春节前后位于高位，一季度负荷超预期，聚酯开工维持高位。聚酯负荷1、2月份高开，对于原料来说直接改善了供需结构，累库幅度不断下修。

第二个阶段是3-6月中旬，随着俄乌战争、上海地区疫情爆发，受疫情影响，物流受阻、需求骤降，海宁、太仓等加弹织造基地先后停产，聚酯企业库存和亏损压力显著加大，聚酯企业面临减产压力，此阶段行情走势有低成本及弱需求相互博弈，但PTA供应端压力暂时不明显叠加下游长丝减产降负企业较少，行情走势推动主要由成本端主导。从成本端来看，原油夏季燃料需求持续旺盛，欧盟开始着手考虑对俄第七轮制裁，同时伊核谈判仍于僵局之中，OPEC+同意在未来两个月增产幅度有限，原油持续高位震荡带动聚酯产业链价格重心持续走高。全球成品油消费良好，汽油需求旺盛引发调油逻辑带动高辛烷值组分强势，价格高涨导致MX和甲苯价格高位，上述逻辑的进一步演变，引发亚洲市场的MX等发生了变化。自6月1日起，亚洲市场PX FOB韩国价格已经与MX FOB韩国的价格倒挂，出现了面粉比面包贵的情况。在此情况下，市场担心亚洲PX工厂减产降负，对外直接销售MX，而不再生产PX的操作，这加剧了PX的供需紧张局面从而间接带动了PX价格大幅上涨。同时亚洲和美、欧价差也在继续扩大，美亚套利窗口打开，美国从亚洲进口5万吨PX，更导致市场担忧PX供应是否充足，因此PX价格表现偏强。PX价格暴涨直接拉动PTA价格走高。但从聚酯产业链来看，虽然随着疫情缓解后，需求提升预期，但环比改善力度有限。需求负反馈开始制约PTA继续上涨的步伐。

第三个阶段为6月中旬之后，美联储加息落地后，大宗商品价格集体走低。近期成本端原油价格高位转弱，油价大幅走低。由于国内PX供应量的快速回升，中国PX负荷从5月下的77%提升至85.6%，亚洲PX负荷从72%提升至77.2%，PX供应量回归显著。需求端在修复3-4月份底部弱势之后再次步入淡季需求，聚酯开工走低至83%，对PTA支撑也略显不足。需求端负反馈至PTA叠加成本端走弱导致TA开启一波流畅下跌行情。

图表 1: PTA 价格走势



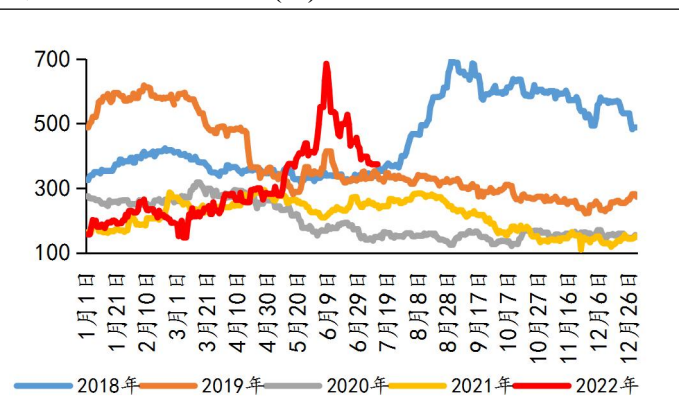
数据来源:CCF 广州期货研究中心

二、2022年下半年成本端对PTA支撑作用减弱

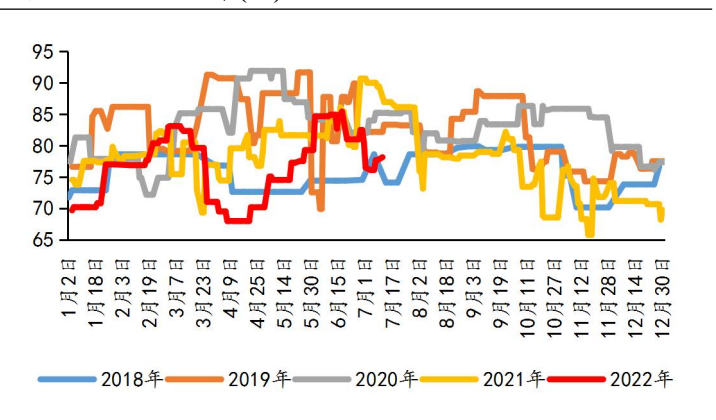
(一) 上半年调油需求带动PX疯牛行情

2021 年四季度部分 PX 装置因国内产能扩张及利润压缩严重开始长停导致整体开工负荷下降,国内福海创、大连福佳、福建联合、中化泉州、浙江石化部分 PX 装置纷纷集中检修,整体供应量持续偏紧。年初国际原油稳步走强,俄乌战争爆发后,能源紧缺叠加美国调油需求旺盛,同时下游逸盛新材料 2 线 PTA 新装置 2022 年 1 月 28 日投产,而 PX 国内供应的增幅较有限, PX 成本支撑良好。5 月中旬由于汽油需求良好,美国部分炼厂为增产汽油纷纷关闭甲苯歧化装置,另外东北亚地区 PX 工厂开工不高,且有部分船货套利至美国, PX 货紧价扬, PX 供应持续紧张下,市场再度冲高。美国供应紧张已经将 PX 价格拉至高位,而美国当地 PX 需求量并不大,表明市场更多是交易美盘 PX 短缺的预期效应,暴力拉涨不可持续。6 月上旬开始,国际原油开始大幅下挫,近期国内 PX 检修装置基本恢复正常,海南炼化一套 100 万吨/年 PX 装置 6 月中旬重启。就当前市场来看,目前全国整体开工率已经回落在 79%附近。市场快速回落意味着获利盘大量涌出, PX-石脑油价差已从高水平 685+美元/吨直线下滑至 342+美元/吨的正常水平,市场在挤出前期高辛烷值压高估值的泡沫,亚洲 PX 市场将逐渐回归理性。

图表 2: PX-NAP 价差(%)



图表 3: PX 开工率(%)



数据来源:CCF 广州期货研究中心

（二）下半年成本端投产预期对PTA成本抬升作用减弱

2022年PX上半年供应产能增幅有限，同时下游PTA产能扩张导致PX供需矛盾得到缓解。2021年产能投放主要是浙石化2套500万吨装置，浙石化二期PX新项目在7、12月各投产250万吨/年产能，年末装置实现稳定供应，供应增量冲击明显，PX-NAP在2021年四季度持续维持110-130美元/吨的低位。相较于2021年的水平，2022年PX装置仍有660万吨装置投产，预估产能占国内总产能的20%且集中在四季度，听闻江苏盛虹推迟到年底投产，产量冲击可能较前一年更胜。PTA的装置投产计划也集中在四季度，计划投产约1250万吨，但由于PTA行业已经过剩，即使下半年投产也可能存在产能置换的情况，企业开工或维持在低负荷状态，因此对PX需求增量有限。上半年受汽油需求旺盛带起来的高辛烷值需求将逐渐回归理性，受成本端抬升带动PTA价格上行的逻辑随着PX回归供需基本面将逐渐减弱。

图表 4：2022 年 PX 产能投放计划

企业名称	产能（万吨/年）	地区	投产时间
浙江石化	250	浙江省	2021.12
江苏盛虹	400	江苏省	2022.Q2
华联石化	100	山东省	2022.Q4
广东石化	260	广东省	2022 年底或 2023 年初
2022 年合计 1010 万吨/年			
宁波中金	200	浙江省	2023.7
惠州中海油	80	广东省	2023.7
扬帆能源	100	广西壮族自治区	2023.10
宁波大榭	160	浙江省	2023.12
华锦阿美	130	辽宁省	2023.12
2023 年合计 670 万吨/年			

三、PTA产能过剩加工费压缩产能出清步伐加快

2021 年 PTA 产业多套大型装置投产，投产总规模达到 860 万吨，产能增幅达到 15.08%。2022 年 PTA 产业将继续高速扩能，预估累计 1110 万吨产能投产，按现有总产能 6623 万吨计算，产能增长率将达到 16.91%。三季度投产真空期，后续产能投放主要集中在四季度。从利润端考虑，未来 PTA 加工差仍将压缩，从现有的 400-600 继续下移，大型装置具有明显的竞争优势。假设自 2021 年起每年有将近 10%以上落后产能退出，行业集中度业务规模前五名的公司所占的市场份额将会达到 63%左右。行业龙头炼化一体化企业可以在行业整体过剩之时利用成本优势及庞大产能基础上也能获得不错的收益，而成本高的小产能如 100 万吨以下将会以破产清算及供给侧改革的方式退出行业。

图表 5：2022 年 PTA 产能投放计划

企业名称	产能（万吨/年）	地区	投产时间
逸盛新材料 2#	360	浙江省	2022.1
恒力石化 6#	250	广东省	2022.Q4
恒力石化 7#	250	广东省	2022.Q4
东营威联	250	山东省	2022 年底或 2023 年初

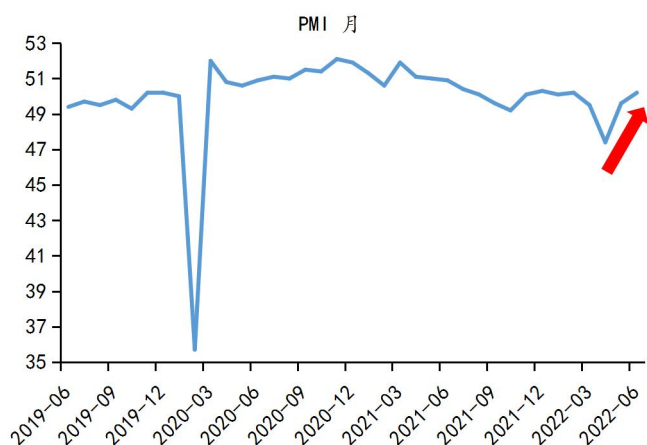
数据来源: CCF 广州期货研究中心

四、终端需求增速放缓 去库压力增加

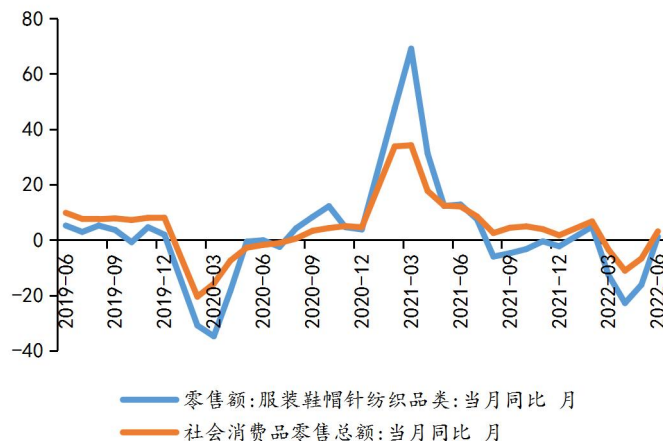
(一) 高成本及弱需求下内需缓慢修复 外需增速回落

2022 年初以来,国内疫情多地爆发,对消费冲击严重。根据 CCF 调研统计,部分做内销的服装企业已面市的春装销售不畅,成品库存高位,现金流陡滑等问题,影响企业后期储运成本,导致流动资金不断收紧。纺织服装产业具有很强的季节性,一旦错过了春装的旺季,将会直接影响夏季和秋季服装备货。眼下疫情高峰已过,随着国家稳增长政策密集出台,内需缓慢向上修复。6 月份制造业 PMI 回升至 50.2%,重回荣枯线上,在连续 3 个月收缩后重返扩张区间。6 月社会消费品零售总额同比 3.1% (+9.8),服装鞋帽、针纺织品零售额同比增速 1.2% (+17.4)。

图表 6: 制造业 PMI(%)



图表 7: 零售额当月同比(%)

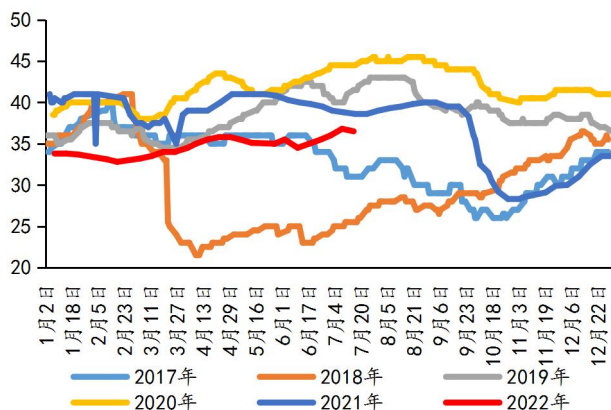


数据来源: Wind 广州期货研究中心

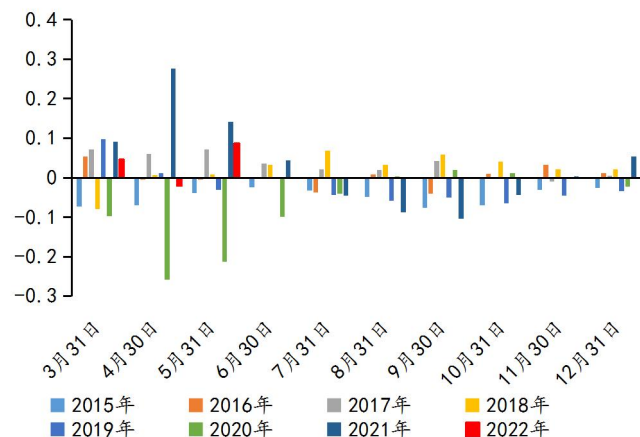
外需方面,在欧美整体消费下降的大背景下,东南亚纺织服装出口也环比下降。消费下降,港口拥堵缓解,美国渠道批发商库存大幅上升,库存消费比也已经接近疫情前水平,目前的情况已经不足以支撑服装渠道商继续主动补库。对比 2019 年,我国 2020-2021 年两年平均出口情况相较于东南亚其他国家增速提升明显,表明确实有部分东南亚订单回流到国内。2022 年初疫情爆发,根据 CCF 最新调研数据,外销的服装企业反映由于疫情防控,物流运输和供应链以及快递业停摆或受约束,中国出口优势阶段性下降,部分外贸订单被取消,同时随着东南亚国家全面复工,一些中低端订单重新回流至东南亚,导致国内外贸订单总体不足。消费下降叠加防控需要持续负反馈到终端,下游织造企业接单持续回落,纺服批发市场阶段性关停,纺服库存大幅积压。江浙各主要织造基地发货物流受阻,坯布库存持续走高,开机加速下降,市场处于半停滞状态。织造端接单、库存、开机运行指标都往 2020 年 3-4 月份同期靠近。疫情管控全面放开之后,5 月份纺服出口同比增长 20%,4-5 月份合计出口增速 11.6%,该部分增长主要是物流打通之后,4 月份受阻的出口量得到充分释放。宏观数据虽有所恢复,但东南亚订单短期也不会重新回归。唯有聚酯瓶片出口一枝独秀,海外出行需求增加,带动瓶片需求增

加。同时能源价格高企，海外瓶片供应收缩，供需剪刀差导致瓶片出口自四季度开始大幅度增加。

图表 8：盛泽地区织造企业坯布库天数(天)



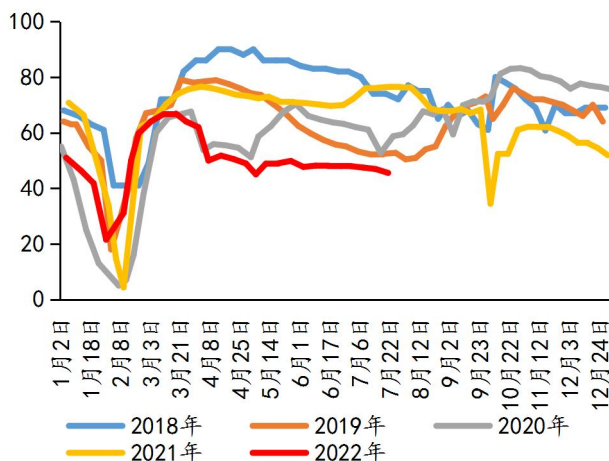
图表 9：纺织服装出口交货值(%)



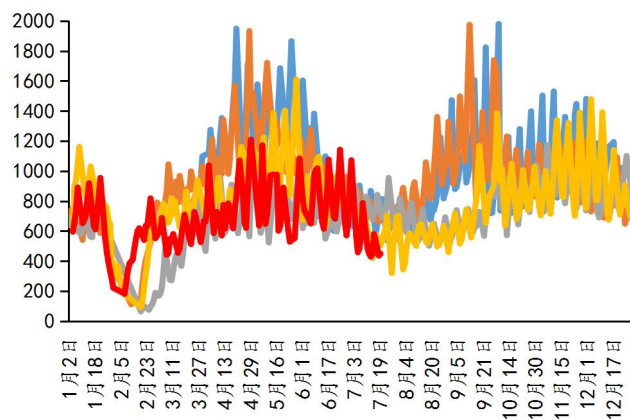
数据来源：Wind 广州期货研究中心

今年下半年在疫情缓和及国内不断出台刺激内需政策的大背景下，内需存在弱回升的预期，同时海外消费增速下降及订单回流东南亚大背景压力下，下半年出口边际走弱的趋势不变，因此总体下半年需求整体回升势头会比较缓慢。从节奏上来看，7-8月是纺织服装行业传统淡季，高成本及弱需求的双重夹击下，终端对于原料走势的节奏把握很重要，要根据原料行情走势适当增减原料备货。聚酯行业普遍选择6月份再次自律减产。基于总体需求恢复缓慢，叠加行业高库存，下游织机开工回升缓慢。在行业淡季下下游织造开机回升止步在50%附近徘徊，或许只有等到9-10月份提升至70%附近。高频数据轻纺城成交量尚处于季节性低位也表明实际需求确实很差，按照往年的表现来看，成交量的明显改善也需等待金九银十的旺季预期。

图表 10：江浙织机开工率(%)



图表 11：轻纺城总成交量(万米)



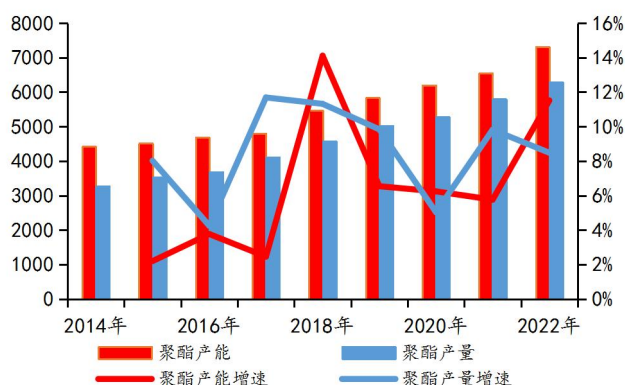
数据来源：CCF 广州期货研究中心

(二) 终端需求未改善 三季度聚酯负荷回升压力较大

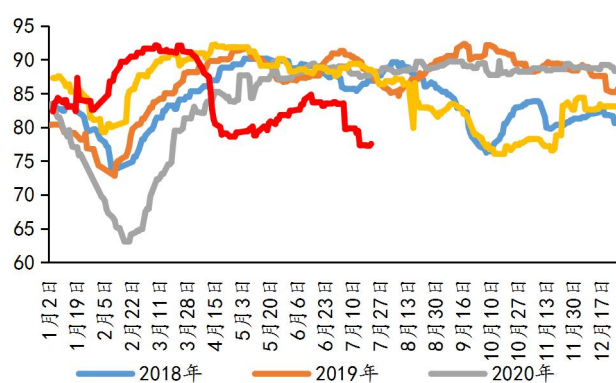
2022年3月份随着俄乌战争爆发成本端原油大幅上涨，受国内疫情拖累，在强成本弱需求背景下，聚酯利润开始快速下降。3月下旬到5月初是全面亏损的阶段。直到5月以后，国内疫情逐步缓和，物流畅通，聚酯价格突破上涨，

效益开始修复。6月下半年聚酯面临的困境跟3月份如出一辙，聚酯原料价格快速下跌带来的负反馈导致聚酯现金流亏损加剧，同时聚酯企业5月份以来库存升值的红利消失，且面临快速贬值的压力，高库存的聚酯企业尤其是龙头企业减产压力再次加大。在此背景下，几家龙头聚酯企业计划再次自律减产30%。高成本弱需求下，纺织利润明显下降，基于效益问题、天气热高库存待去化、7-8月份的淡季需求等因素，需求改善缺乏阶级性乏力，叠加高温天气、聚酯去库意愿增强，聚酯价格效益面临再度下滑的可能。因为疫情拖累工程进度，叠加行业不景气，上半年聚酯新产能投放只有271万吨。上半年聚酯产量增速在-1%。下半年疫情缓和，复工复产加速，聚酯新产能投放预计加快，全年聚酯产量增速预计3%。新装置投产加速会压制行业负荷回升，因安全检查&效益方面的原因，近期聚酯负荷再次下降，聚酯负荷回升压力依旧较大。终端需求改善或许要等到9月下旬，但下半年“旺季”不用过于期待。大概率低于预期，力度有限，且持续时间较短。

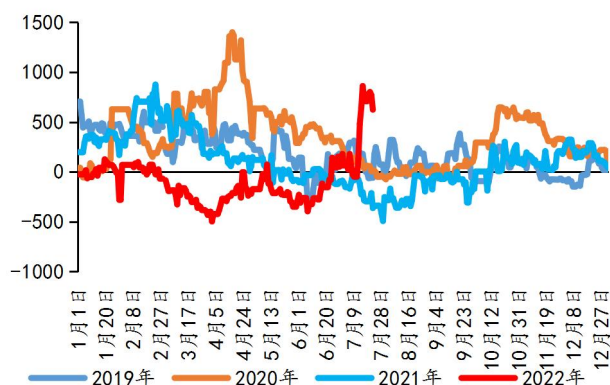
图表 12: 聚酯产能及产量增速(万吨, %)



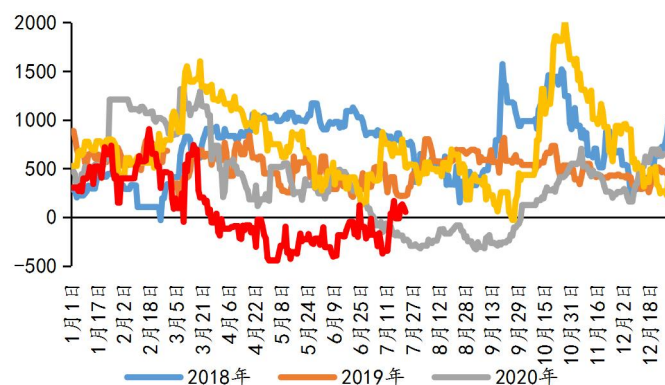
图表 13: 聚酯开工率(%)



图表 14: 短纤现金流(元/吨)



图表 15: 长丝 DTY 现金流(元/吨)



数据来源: CCF 广州期货研究中心

五、下半年PTA运行逻辑及交易策略

宏观方面，从通胀角度来看，全球经济大方向仍是走衰退逻辑。联储7月&9月仍将继续加息来抑制通胀，美国远期衰退预期加强，加息压力也将逐步传递给非美国家，海外需求回落的逻辑仍将持续。近期受美国就业数据过热及拜登中东之行无功而返原油走强提振，PTA 快速反弹。但从宏观趋势

看，短期的反弹主要是美国自身就业和服务业过热，美元阶段性回落所造成的。以美国现在通胀压力，美元需要保持偏强趋势才能抑制通胀。因此，随着后期美元的重新回升，商品仍将继续承压。

原油方面 API 汽油库存继续累库。原油市场的主导逻辑仍是走汽柴油需求旺季。原油供给年内大幅增加的的概率不高，因此原油走势受需求端影响较大。近端月差走强表明原油基本面偏好，预估原油在 7 月加息之前将维持 90-100 区间高位震荡。当前加息、汽油利润也已经降至旺季前的水平，预估 7 月加息后会加快需求下降的速度，工业需求走弱，原油走低会引来宏观与微观的共振下跌。

供需方面，三季度下游聚酯负荷回升缓慢，行情表现预估仍是受成本主导。短期因宏观氛围转暖和油价走强提振聚酯行情，如果宏观氛围偏好，油价继续反弹，短期聚酯行业仍受成本带动有小幅反弹的驱动。但三季度来看，PTA 8 月有累库预期其自身供需面的驱动尚未，还需要等待终端需求的实质性改善，因此反弹不可持续。

策略上，三季度 PTA 绝对价格仍由宏观及原油主导，随着加息对工业需求的打击以及原油价格走低，预计 PTA 将继续承压下行。因此短期反弹后我们认为仍然是逢高空的机会。

:

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山南海营业部	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层02房、17层03房自编A	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	