

套利模式和逻辑

中信期货|研究所| 商品研究部

2023年3月



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

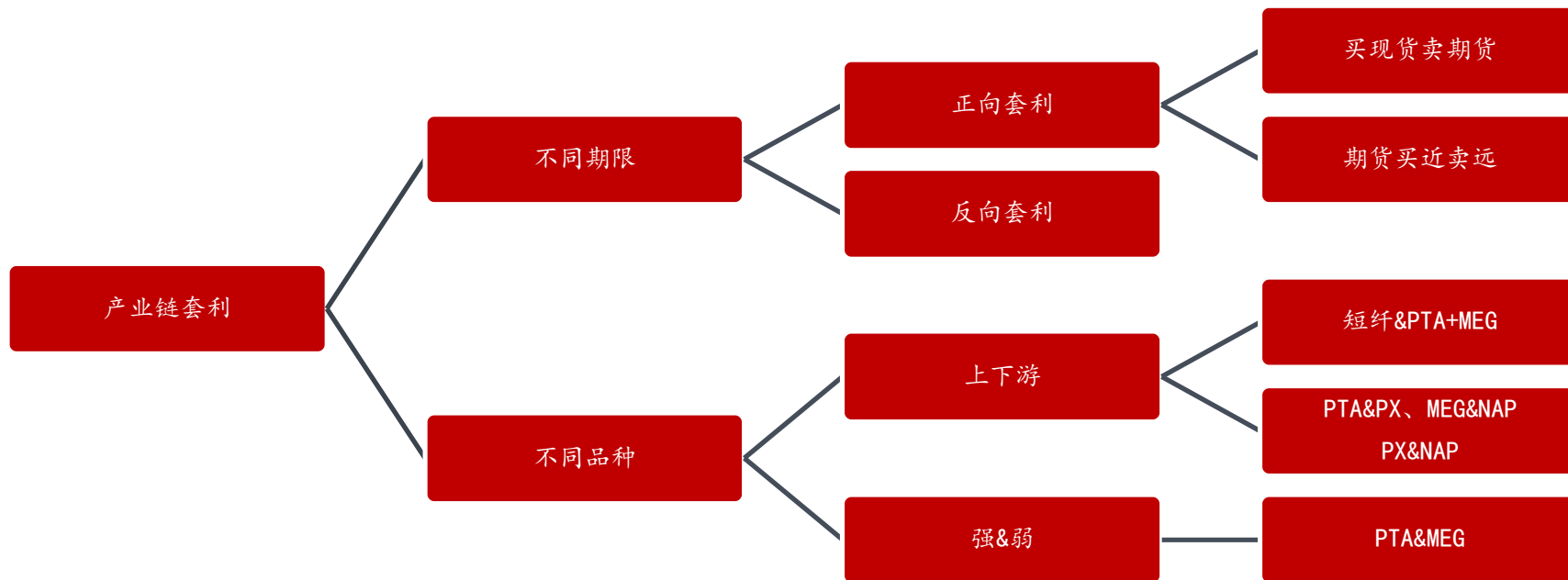
研究员：
胡佳鹏（甲醇、尿素）
02180401741
hujiapeng@citicsf.com
投资咨询号：Z0013196

黄谦（PTA、乙二醇）
021-80401738
huangqian@citicsf.com
投资咨询号：Z0014611

杨家明（沥青、燃料油）
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
投资咨询号：Z0015448

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

产业链套利模式：



跨期套利之正/反套?

■ 大格局:

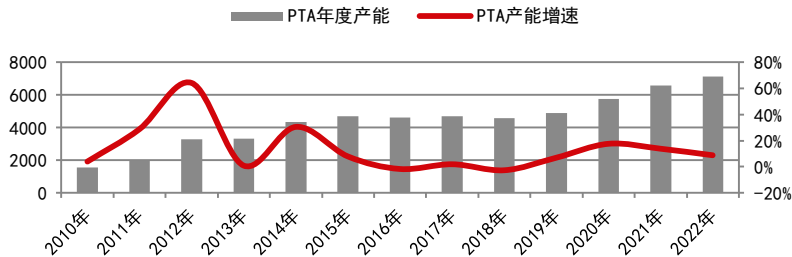
- ✓ 2010年PTA产能仅1556万吨，2022年PTA产能跃增至7144万吨，产能复合增长率接近13.5%。
- ✓ PTA产能由缺口转向过剩：2014-2017年/2020年；按照名义产能核算，2022年产能过剩量接近1100万吨。

■ 小波动:

- ✓ 生产变化/需求变化、供需变化对市场的影响

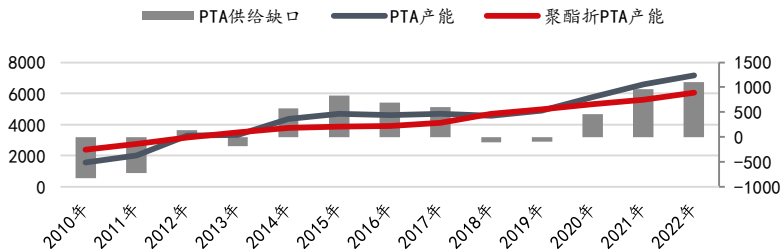
周期定位：大格局&小波动

单位：万吨



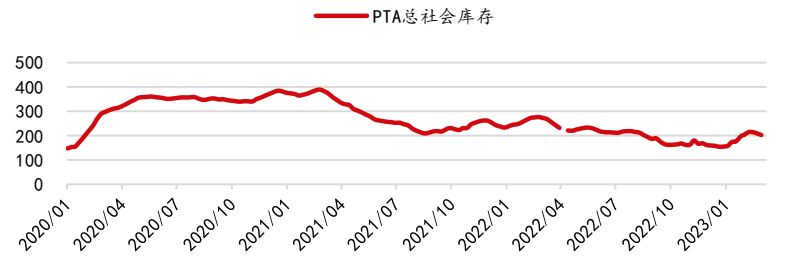
PTA&聚酯产能基数校对

单位：万吨



库存是供需的映射

单位：万吨



跨期套利之正/反套？

■ 现货基差/期货月差：

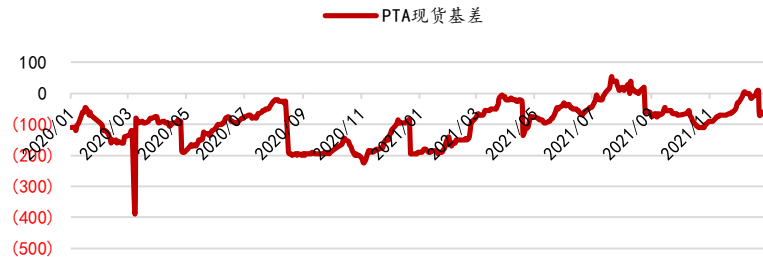
- ✓ 基差反应供应的多寡、工厂等出货意愿的高低；
- ✓ 期货月差映射远期变化：增强、弱化亦或是扭转？

■ 期货月差：

- ✓ 生产变化/需求变化、产需变化对市场的影响

2020年现货核心是需求，期货核心是库容？

单位：元/吨



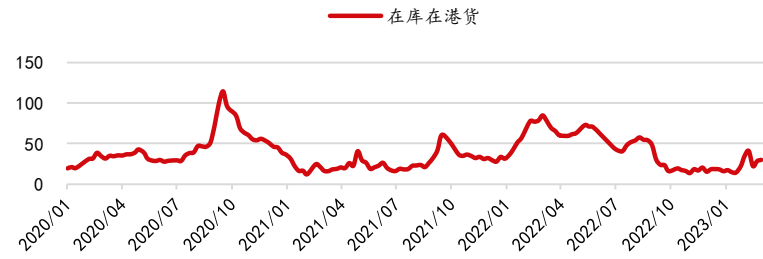
2022年核心问题是供应

单位：元/吨



PTA在库在港货库存量

单位：万吨



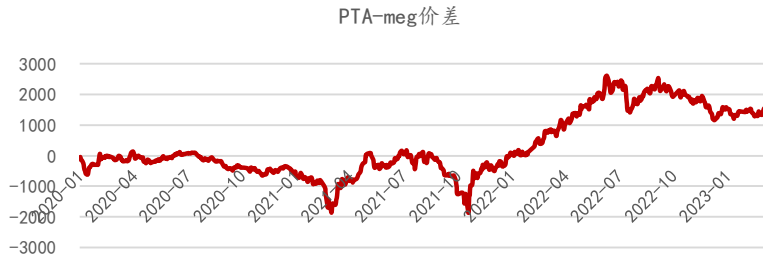
跨品种：强弱对冲？

■ 强弱对冲：

- ✓ PTA&乙二醇是聚酯生产的原料，供给的不同变化、成本的不同变化等都会带来强弱的分化。
- ✓ 2021年乙二醇强于PTA，乙二醇最高比PTA贵近1800元/吨；2022年PTA强于乙二醇，PTA最高比乙二醇贵近2600元/吨。

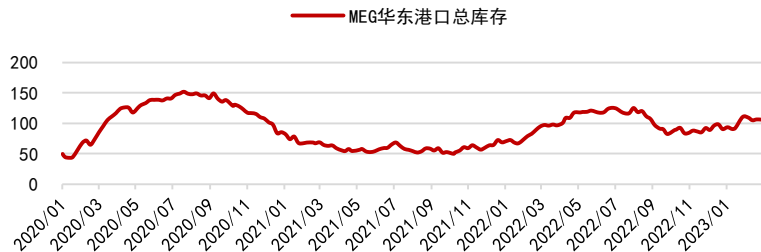
强弱对冲的立足点迥异

单位：元/吨



乙二醇华东主港库存

单位：万吨



乙二醇现货基差

单位：万吨



跨品种：上下游套利（加工费）

■ 上下游套利：

- ✓ 1吨短纤生产需要0.855吨PTA和0.335吨乙二醇，按照比例构建组合，可跟踪短纤加工费变化。
- ✓ 行业来看，短纤盈利性弱于长丝、瓶片，其中，华西股份短纤毛利率均值在6%附近；
- ✓ 市场来看，2021年以来短纤现货平均加工差近1150元/吨，区间内最低点600，最高点2000。

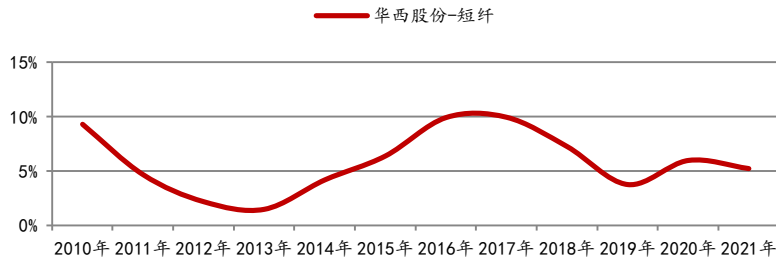
短纤加工费上下有边界

单位：元/吨



短纤工厂生产毛利率

单位：%



短纤市场产销有脉冲性特征

单位：%



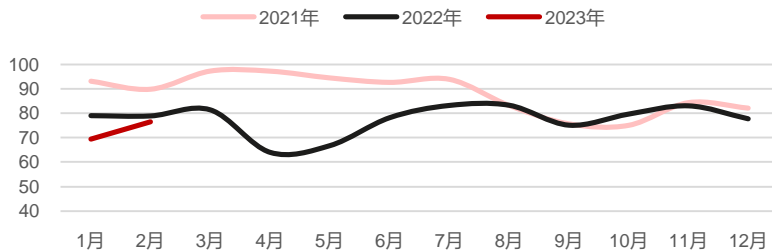
跨品种：上下游套利（加工费）

■ 加工费（利润）通常反应需求强弱的指标：

- ✓ 会跟踪需求变化，尤其是下游投机性需求变化，期现商亦或是下游纱厂备货；
- ✓ 会跟踪工厂库存变化，其实是工厂实物库存及权益库存变化；
- ✓ 会跟踪工厂生产变化，即期的高利润，会提升工厂锁定远期销售的积极性，进而增加远期的供应。

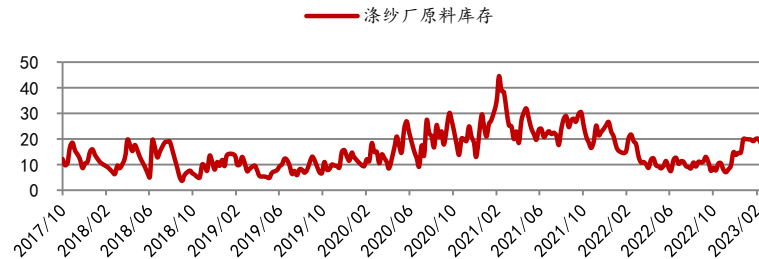
短纤开工率变化

单位：%



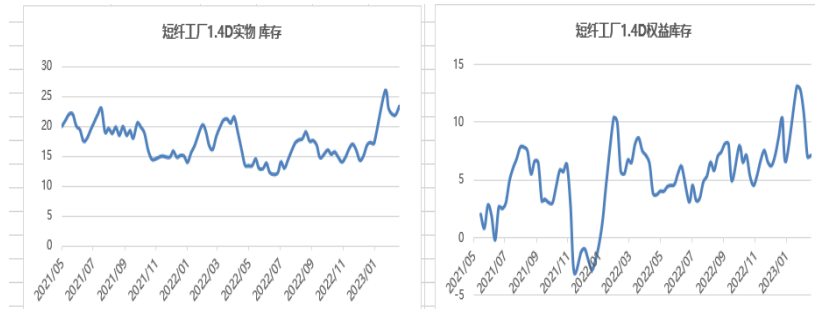
下游工厂生产和原料备货

单位：%



短纤工厂库存变化

单位：天





中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

总部地址：

深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）
北座13层1301-1305室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层

致謝

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。