



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

值得您信赖的
理财和风险管理专家

瑞科和区恹曼瑞手家

短纤套期保值方案

申银万国期货研究所

二〇二四年五月廿二日

一、 2024 年短纤期货套期保值计划

（一）总体思路

本方案拟定的套期保值时间为 2024 年，需要率先强调的是，一定要保持套期保值操作的灵活性。套期保值的实施需要结合行情发展，采取阶段性主动套期保值策略。套期保值过程中以风险管理为中心，对仓位进行跟踪监控，对可能发生的异常行情需要建立应急措施，以保证及时有效地控制业务操作过程中面临的风险。建议最小套保周期单位为周度。结合实际行情，建议一般套保周期为周的整数倍。

（二）行情研判

（1）原油端：页岩油成本支撑，Brent 原油 65-80 美金/桶。

特别需要注意的是，成品油市场全面转弱，此前较强的汽油也呈现弱势。随着亚太地区供应过剩以及新一批成品油出口配额的下发，全球多个地区近月汽油持续走弱。与此同时，汽油调油需求放缓下，石脑油裂解价差也同步下滑。柴油方面，西北 欧柴油裂解上涨。且随着欧美炼厂开工率逐步回升，成品油供应回归，全球范围看裂解价差进一步下跌是大势所趋，或继续对油价构成压力。

国内市场方面，成品油尤其是柴油过剩格局不改，近期出口配额下放带来稍许提振。据隆众资讯从市场获悉，2024 年我国第二批成品油出口配额正式下发，共计 1400 万吨，环比下降 26%，同比上涨 56%。这一配额下发或进一步对全球油品市场构成利空。整体来看，当前原油市场微观利空仍在发酵，我们主观判断油价继续走弱概率 更大。如果短期地缘风险继续降温，以及美元再度走强，油价或仍将趋势震荡下行，Brent 或考验 80 美元/桶。且如果 OPEC+ 二季度减产执行率不及预期，供应收紧利好证伪，Brent 潜在下行幅度或更大，或考验 70 美元/桶。

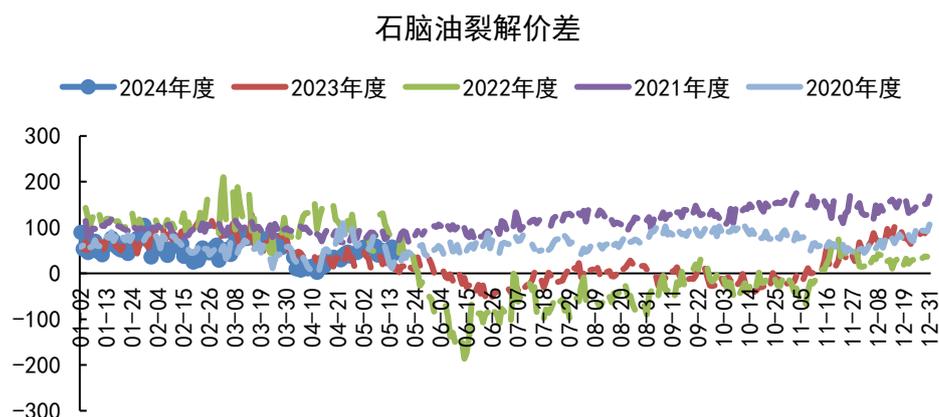
晚间 EIA 周度数据显示 5 月 10 日当周美国原油产量持稳于 1310 万桶/

日，原油进口量减少 22.5 万桶/日至 674.4 万桶/日，原油出口量减少 33.3 万桶/日至 413.5 万桶/日，商业原油库存减少 250.8 万桶，汽油库存减少 23.5 万桶，馏分油库存减少 4.5 万桶汽油隐含需求 887.5 万桶/日，整体略偏多。据消息人士称，OPEC+可能在线上召开 6 月 1 日会议。短期油价仍维持区间震荡，中期来看仍有上涨空间。

总体运行区间：Brent24 年原油 65-80 美金/桶。

(2) **石脑油**：从石脑油裂解价差上来看，近 10 年来，裂解价差在 10 美金/吨~200 美金/吨之间波动。当前裂解价差处于一个绝对低点 43 美金/吨，继续向下压缩的空间不大，预计后续将逐步回归到均值 100 美金上下。

图 1. 亚洲石脑油裂解价差（美元/吨）



资料来源：Bloomberg，申万期货研究所

按照我们对原油运行区间的预测 65-80 美金/桶的区间测算，2024 年石脑油的价格运行区间在 540 -702 美金/吨，其中一季度石脑油运行区间 540-702 美金/吨，1 月份石脑油运行区间 540-664 美金/吨。

二季度石脑油低点计算： $65 \times 7.53 + 50 = 540$ 美金/吨

二季度石脑油高点计算： $80 \times 7.53 + 100 = 702$ 美金/吨

5 月份石脑油低点计算： $65 \times 7.53 + 50 = 540$ 美金/吨

5 月份石脑油高点值计算： $75 \times 7.53 + 100 = 664$ 美金/吨

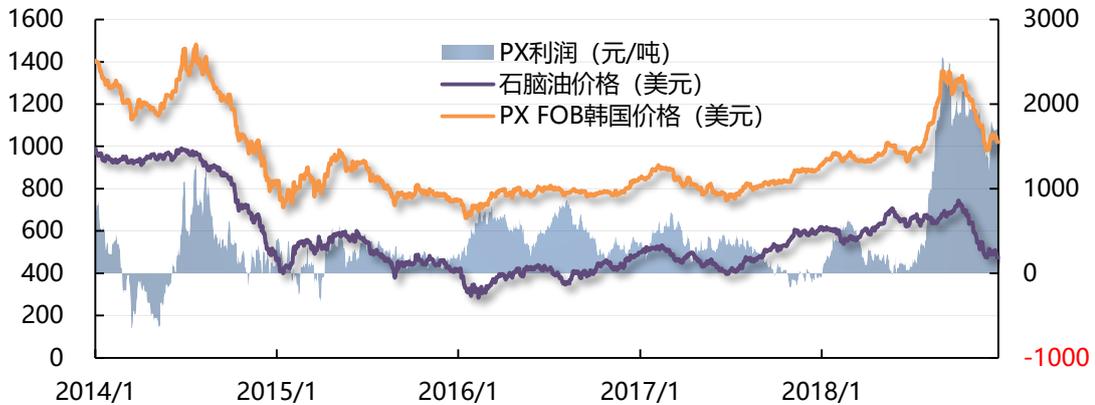
(3) PX：2024 年 PX 计划 300 万吨/年新装置投产存在较大不确定性，产能投放步入真空期。综合考虑 PX 部分装置年度检修、以及炼厂调油旺季期间化工品和油品间开工率调节的影响，预计 2024 年 PX 产量增速 8.75%，全年累库幅度约 18 万吨。其中 24Q2 和 24Q4 出现阶段性供需错配的概率更大。

表 1. 2024 年 PX 产能检修情况

区域	企业	总产能	装置运行动态
华东	宁波大榭	160	5月13日停车检修，预计持续30天
	盛虹炼化	400	200万吨装置近满负荷运行；2#200万吨装置近满负荷运行
	浙江石化	900	1#200万吨/年装置于3月31日-5月上旬停车，负荷85%；2#200万吨/年装置4月15日-4月24日停车，负荷85%；3#250万吨/年装置负荷85%；4#250万吨/年装置负荷85%
	中金石化	160	原负荷75%，4月16日计划外停车，预计检修45天左右
	扬子石化	80	满负荷运行
	镇海炼化	80	4月4日-4月24日停车检修，负荷8成
	金陵石化	60	负荷8成运行
	上海石化	85	65万吨装置满负荷运行，20万吨小线停车
	九江石化	90	负荷9成运行
华北	东营威联	200	100万吨装置原满负荷运行；二期100万吨装置原满负荷，于5月11日停车检修，预计持续45天
	恒力石化	500	250万吨装置满负荷；250万吨装置于4月16日-4月27日去瓶颈，产能扩增至260万吨，现满负荷运行
	青岛丽东	100	负荷5成运行
	乌鲁木齐石化	100	4月14日-4月29日停车检修，现负荷80%
华中	天津石化	37	28万吨/年的PX装置负荷9成；小线9万吨/年停车
	福佳大化	140	5月上负荷有所下降，恢复时间待定
	辽阳石化	100	大线75万吨/年装置满负荷运行；小线25万吨/年装置2021年9月22日长停
	四川石化	75	近满负荷运行
华南	中海油惠州	245	95万吨装置负荷8成运行；150万吨装置负荷9成运行
	海南炼化	160	60万吨装置负荷9成；100万吨装置负荷9成
	福建炼化	100	负荷8成运行，五一假期期间因烯烃装置故障导致意外降负
	福海创	160	80万吨装置负荷8成运行，80万吨装置负荷8成运行
	中化泉州	80	负荷9成运行
	广东石化	260	提负荷至9成运行

资料来源：CCF，申万期货研究所

图 2. PX 利润= (PX-石脑油-300) *汇率 (人民币元/吨)



资料来源：Wind，CCF，申万期货研究所

因此综合考虑产能投放及明年装置检修的情况来看，PX 加工利润被压缩将

大概率发生在下半年，上半年暂时无需过分担忧 PX 产能投放造成 PX 价格坍塌的问题。我们认为二季度 PX 加工利润将维持在 1000-1500 元/吨（150-200 美金/吨）的区间，5 月份预计在 1000-1500 元/吨（150-200 美金/吨）区间，到 2024 年三四季度，预计利润将逐步被压缩，最悲观情况预计加工利润降至 500 元/吨（70 美金/吨）以下。

因此对 PX 价格区间上下限进行核算：

二季度 PX 价格低点=390+300+150=840 美金/吨

二季度 PX 价格高点=702+300+200=1202 美金/吨

5 月份 PX 价格低点=390+300+150=840 美金/吨

5 月份 PX 价格高点=664+300+200=1164 美金/吨

(4) PTA：新投产有限，利润好转。

2024 年 PTA 计划 700 万吨/年新增产能。其中，上半年除两套合计 450 万吨/年装置计划投产以外，一套 220 万吨/年的长停装置有重启计划。上半年 PTA 累库预期偏强，加工费倾向于向中枢下方波动。下半年 PTA 可能有阶段性去库，对应 PTA 加工费或有小幅修复的机会，但这种修复难有较长的持续性。

表 2. PTA 装置 2019 年新增产能计划

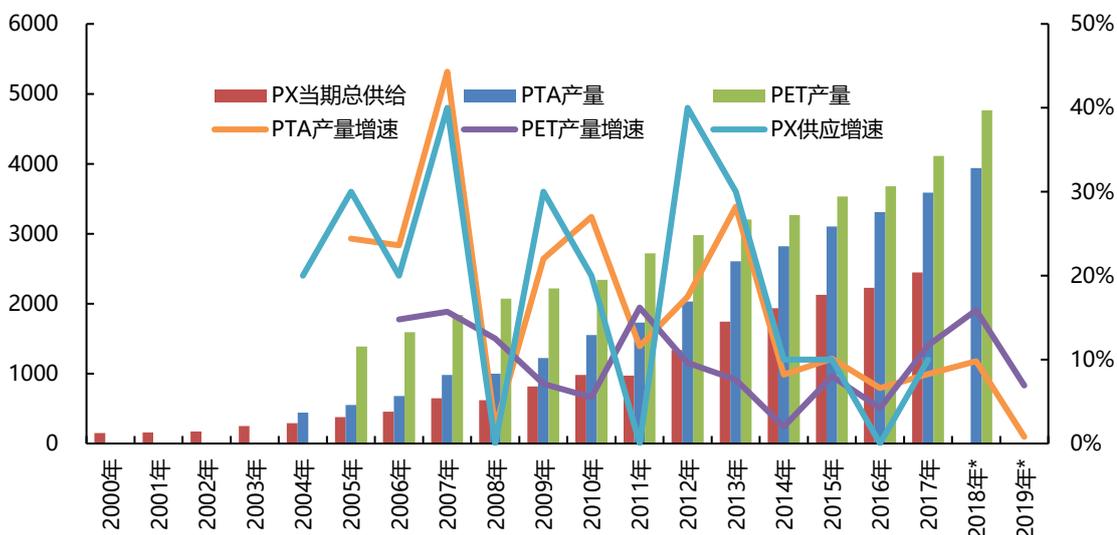
企业名称	地址	产能	预计投产时间
晟达石化	四川	120	建成未投产，不确定
中泰化学	新疆	120	2019 年底
新凤鸣一期	嘉兴	220	2019 年四季度
恒力石化	大连	250	2019 年底

资料来源：CCF，申万期货研究所

步入 5 月份，从已公布的装置检修计划来看：苏州 1 套 220 万吨的装置计划于 5 月 5 日停车检修、浙江 2#220 万的装置计划于 5 月份检修；虹港石化 2#250 万的装置计划 5 月上旬停车检修半个月、威联石化 250 万吨的装置计划于 5 月 6 日至 6 月 16 日停车检修，台波宁化 120 万的装置计划于 5 月中旬停车检修；而前期停车检修的 100 万吨的四川能投、120 万的新疆中泰、250 万吨的恒力惠州暂未重启。因此按计划来看，5 月份 PTA 装置检修较为集中，不过实际的执行情况有待考察。若装置开工率持续下滑，供给端压力或将下滑。

因此我们预计 2024 年 PTA 加工费将维持 2023 年的中性表现，预计加工费波动区间预计在 800-1300 元/吨。

图 3. 聚酯产业链产量（左，万吨）及增速（右）



资料来源：CCF，申万期货研究所

据此核算 PTA 价格波动范围：

二季度 PTA 价格低点 $840 \times 0.655 \times 1.16 \times 1.02 \times 7 + 800 = 5350$ 元/吨。

二季度 PTA 价格高点 $1202 \times 0.655 \times 1.16 \times 1.02 \times 7 + 1300 = 7820$ 元/吨。

5 月份 PTA 价格低点 $840 \times 0.655 \times 1.16 \times 1.02 \times 7 + 800 = 5350$ 元/吨。

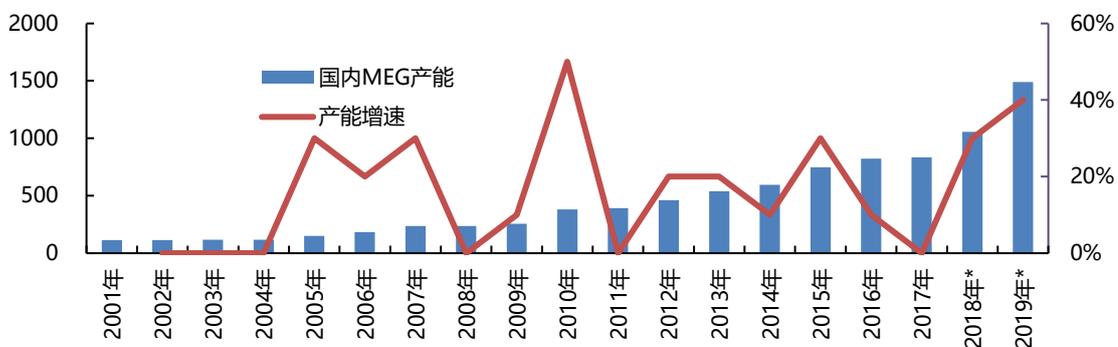
5 月份 PTA 价格高点 $1015 \times 0.655 \times 1.16 \times 1.02 \times 7 + 1300 = 6800$ 元/吨。

考虑到新增产能释放量将面临较为明显的累库过程，PTA 短期表现弱势。

(5) MEG：产能扩张，价格运行区间 4500-6800 元/吨。

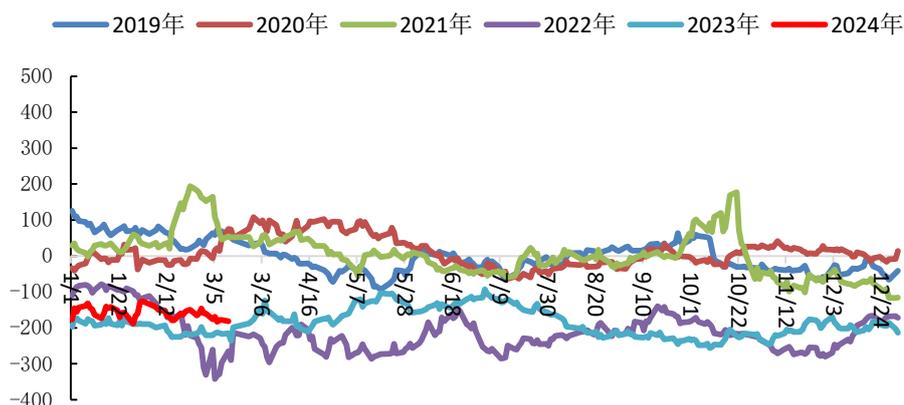
2019 年国内外均有 MEG 装置投放，从统计数据来看，MEG 产能明年投放预计在 434 万吨，如果所有装置全都如期投放，那么 MEG 产能增速将达到 40%。MEG 主要的用途来自于聚酯，90% 的 MEG 下游都是聚酯工厂，尽管聚酯装置明年也有投放，但增速远远难以达到 40%。那么相应的 MEG 将逐步替代进口货源，从而使进口依赖度大幅下降，而这一过程将通过压缩 MEG 生产利润来实现。

图 4. MEG 产能（左轴，万吨）及增速（右轴）



资料来源：CCF，申万期货研究所

图 5. 石脑油制乙二醇利润（元/吨）



资料来源：Wind，CCF，申万期货研究所

以产能占比最大的石脑油工艺为例，预计 2024 年 MEG 加工利润将延续 2023 年的低位运行。预计 2024 年年二季度 MEG 石脑油加工利润区间 0-250 元/吨。

由此核算 MEG 运行区间：

二季度 MEG 低点计算： $540 \times 7 \times 0.81 \times 1.16 + 800 + 0 = 4351$ 元/吨

二季度 MEG 高点计算： $702 \times 7 \times 0.81 \times 1.16 + 800 + 250 = 5667$ 元/吨

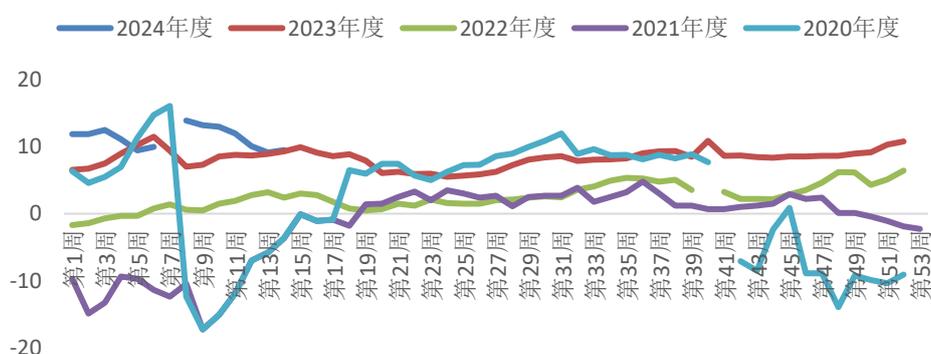
5 月份 MEG 低点计算： $540 \times 7 \times 0.81 \times 1.16 + 800 + 0 = 4351$ 元/吨

5 月份 MEG 高点计算： $650 \times 7 \times 0.81 \times 1.16 + 800 + 250 = 5325$ 元/吨

(6) 短纤：成本支撑短期有效。

短纤贸易商低价销售，下游纯涤纱现金流亏损 300-400 元/吨，纱厂负荷下降。涤短基差偏弱的情况下，关注未来仓单流出的可能性。加工费方面，难以有效扩张，反而 PTA 检修较多成本偏强支撑，短纤工厂开工率维持 84.4%，库存进一步累积至 13.5 天 (+0.5 天)。

图 6. 短纤库存



资料来源：Wind, CCF, 申万期货研究所

根据 PTA 及 MEG 的价格范围核算瓶片运行区间：

二季度短纤价格低点 $5350 \times 0.855 + 4351 \times 0.335 + 1000 = 7200$ 元/吨。

二季度短纤价格高点 $6820 \times 0.855 + 5667 \times 0.335 + 1500 = 9229$ 元/吨。

5 月份短纤价格低点 $5350 \times 0.855 + 4351 \times 0.335 + 1000 = 7200$ 元/吨。

5 月份 PET 价格高点 $6200 \times 0.855 + 4800 \times 0.335 + 1500 = 8409$ 元/吨。

(三) 交易计划

我们认为短纤行情将在二季度出现上涨概率偏大，目前短纤价格在 7400-7500 元。在与企业沟通明确 5-7 月的销售计划后，我们建议选择买入套保策略。即，短纤 2409 合约在 5-7 月中每月买入保值 50 手，预期目标区间 8000 元，预期收益率 6.6%。

二、 风险提示

方案中给出的交易计划，仅仅是初步的套保计划，盘中还需要根据基本面、价差变化进一步调整。

因交易计划很大程度上取决于决策者对于行情的判断，因此及时沟通，以及准确的判断是保证套保效果的充分条件。

由于 PTA 价格走势仅仅是影响短纤价格的因素之一，另外还有 MEG 价格、加工利润、短装置开工率、瓶片出口情况等其他因素，因此 PTA 期货价格与瓶片价格背离的情况时有发生。如果发现二者行情出现不可逆转的背离，那么此时利用 PTA 期货进行保值的方案适用性存疑，建议及时止损或者调整方案。

- 投资者需要关注：
- 1、期货交易所交易规则的改变
 - 2、基差大幅度不利方向波动
 - 3、流动性、资金控制等风险

袁玮 能化分析师

从业资格号：F03110455

投资咨询号：Z0018521

邮箱：yuanwei@sywgqh.com.cn

声 明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284 号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。