

短纤跟随成本波动 寻找低估值做多机会

观点概述

短纤盘面价格上半年的波动还是以成本驱动为主，阶段性会交易供应端逻辑。从短纤期货上市以来的走势看，大波段行情基本以成本驱动为主，供需层面的供应端逻辑主要推动阶段性行情走势，而需求端虽然从短纤直接的盘面逻辑看，交易的时间很少，但从宏观层面下沉去看服装的终端需求，可以给到整个芳烃聚酯系品种大的基调。从成本驱动端看，成本端原油，在四季度前供应端 OPEC+ 已经是明牌的情况下，价格的波动主要看成品油端，成品油大方向并不悲观，原油没有趋势坍塌风险，大概率维持宽幅震荡。从服装行业的终端需求看，美国服装行业批发商可能已进入补库阶段，而国内服装行业也将逐步开启主动补库动作，外需值得期待，内需也并不悲观。综合看，短纤盘面单边操作以寻找低估值机会进场做多为主，整个芳烃聚酯系品种套利方面，推荐在 2409 合约上多 TA 空 PX，做多 PTA 加工费。

风险关注

国内外宏观环境急速转向、成本端原油价格趋势坍塌。

研究员：章正泽

邮箱 zhangzz@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135825

从业资格号：F3085804

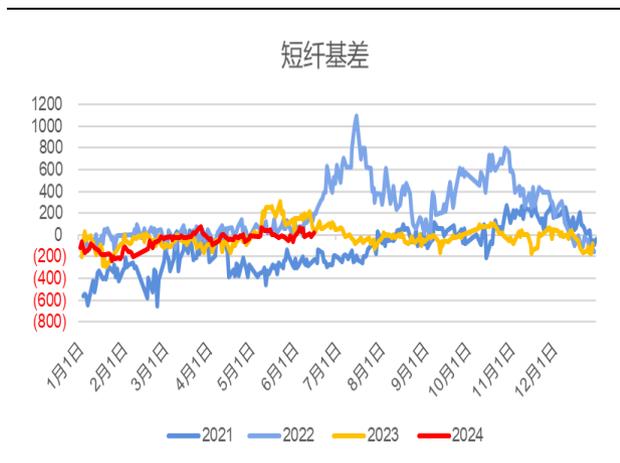
投资咨询资格号：Z0016442

2024 年 6 月 21 日

一、短纤盘面大波段行情仍以成本驱动逻辑为主

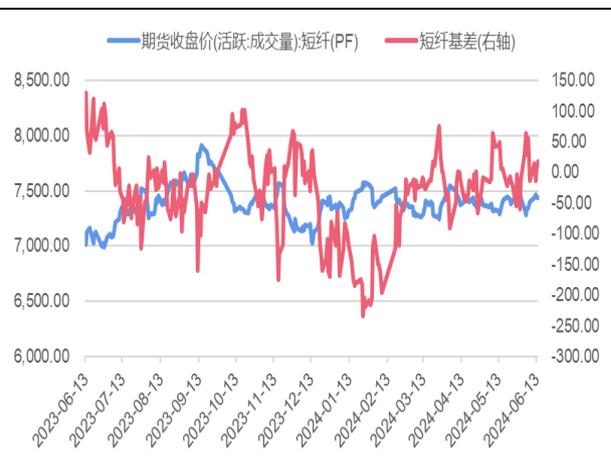
上半年短纤盘面价格的波动在大部分时间内与短纤基差、自身生产利润、下游制品利润呈现反向走势，短纤盘面的波动还是以成本驱动为主，偶尔阶段性交易供应端逻辑。从短纤期货上市以来的走势看，大波段行情基本以成本驱动为主，供需层面的供应端逻辑主要推动阶段性行情走势，而需求端虽然从短纤直接的盘面逻辑看，交易的时间很少，但从宏观层面下沉去看服装的终端需求，可以给到整个芳烃聚酯系品种大的基调。从成本驱动端看，成本端原油，在四季度前供应端 OPEC+ 已经是明牌的情况下，价格的波动主要看成品油端，成品油大方向并不悲观，原油没有趋势坍塌风险，大概率维持宽幅震荡。从服装行业的终端需求看，美国服装行业批发商可能已进入补库阶段，而国内服装行业也将逐步开启主动补库动作，外需值得期待，内需也并不悲观。综合看，短纤盘面单边操作以寻找低估价值机会进场做多为主。

图 1 短纤基差



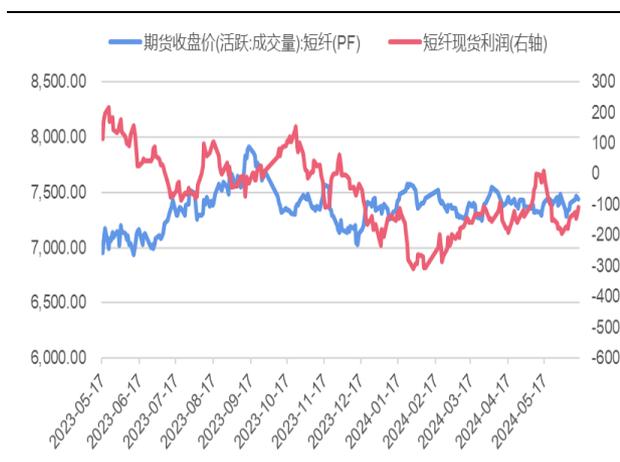
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 2 短纤期货收盘价与基差



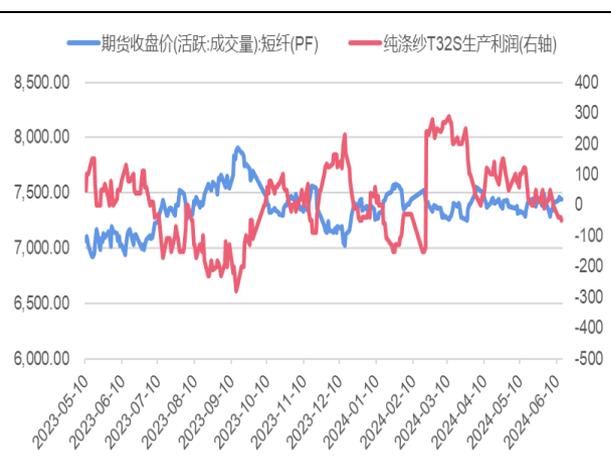
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 3 短纤期货收盘价与短纤生产利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 4 短纤期货收盘价与下游制品利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、成本端大方向不悲观 且上游品种存在套利机会

（一）成本端原油延续宽幅震荡 无趋势坍塌风险

成本端原油，在四季度之前供应端 OPEC+ 已经是明牌的情况下，价格的波动大概率就看成品油端，成品油大方向并不悲观，原油没有趋势坍塌风险，大概率维持宽幅震荡。

供应端，6 月 OPEC+ 会议结果可以总结为两点。第一点，从 2023 年 4 月开始的 165 万桶/日的减产延长至 2025 年年底；第二点，从 2023 年 12 月开始的 220 万桶/日的减产延长至 2024 年三季度底，2024 年三季度之后 OPEC+ 会视当时原油市场情况进行调整，属于机动项。第一点对于当下的油价影响有限，更多影响 2025 年原油市场供应，第二点至少在今年四季度之前没有利空影响，并且从 6 月最新的 EIA 月报看，在计价 OPEC+ 继续维持减产后，EIA 给到的全球原油平衡表从三季度小幅累库转为去库，供应端对当下的油价没有利空影响。

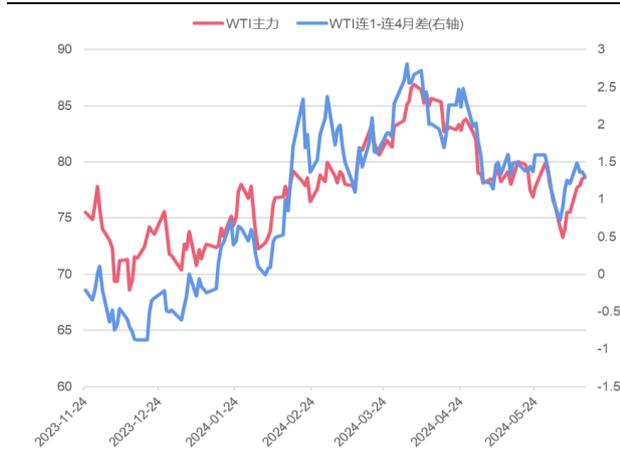
图 5 全球原油平衡表与近端月差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

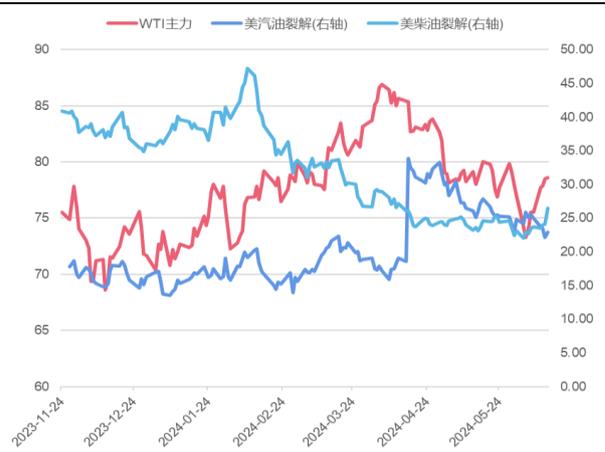
需求端成品油。从权益市场美国标普 500 指数对美国成品油表需的领先性看，虽然 6 月底之前美国成品油表需有一定承压，但并没有趋势走坏的风险，在 7 月之后成品油需求大概率仍会迎来修复，成品油需求更多是一个宽幅震荡的过程。为了验证权益市场的中长期领先性，我们需要寻找领先性更短的指标来进行验证。美国成品油市场的核心在于汽油，从美国汽油近端月差对美国汽油库存的两周反向领先性看，美国汽油库存在 5 月中旬至 6 月中旬进入累库周期，但随后将再度迎来去库，暂时没有大幅累库风险。柴油端，在美国成屋销售的领先指引下，美国制造业 PMI 向上修复的大方向没有问题，柴油端未来甚至有接棒汽油推动油价上行的动能。

图 6 WTI 主力与近端月差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 7 WTI 主力与成品油裂解



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 8 美国汽油裂解价差



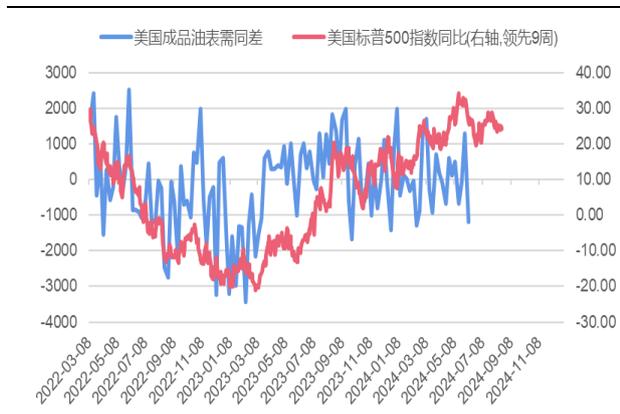
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 9 美国汽油裂解价差与库存



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 10 美国成品油表需与标普 500



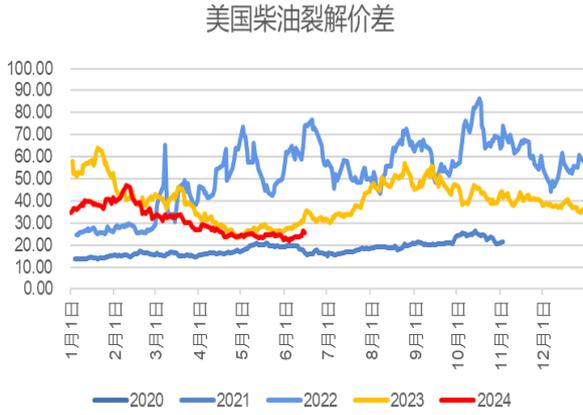
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 11 美国汽油库存与近端月差



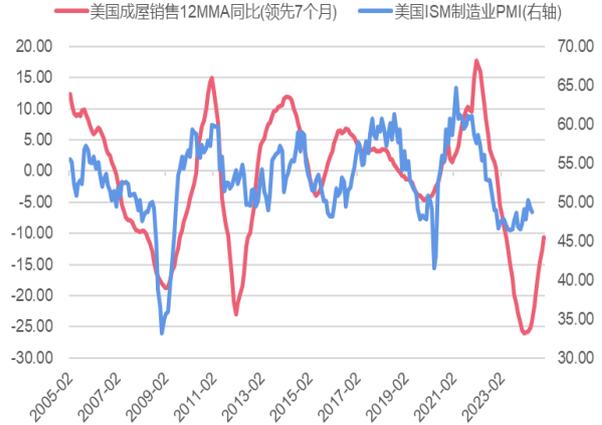
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 12 美国柴油裂解价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 13 美国成屋销售与制造业 PMI

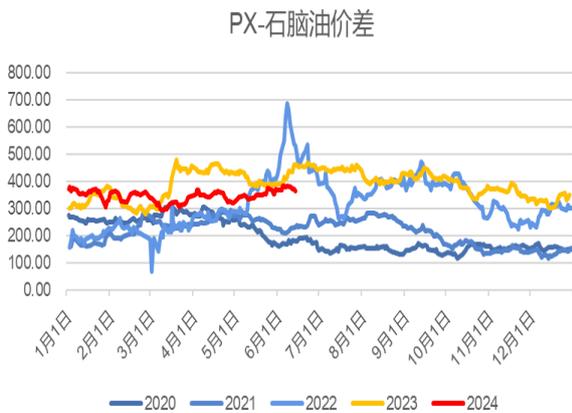


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

(二) 成本端芳烃系品种相对强弱

PX 端，市场较为关注的 PXN 价差，从成本端美国汽油裂解价差的领先性指引看，目前方向还是偏向下的，后续还需紧盯美国汽油裂解的走势。为了更好的把握未来 PXN 价差的走势，可以将 PXN 分解为两方面研判，一方面是反应供需端逻辑的 PX-MX 价差，另一方面是反应成本端逻辑的 MXN 价差。前段时间 PXN 的走强主要就是由反应供需端逻辑的 PX-MX 驱动，但随着 5-6 月份 PX-MX 价差的持续修复，起到边际调节作用的短流程装置利润上行，PX 开工率将会持续抬升，反过来又会限制 PX-MX 价差的向上，从 PX 供需端指标如 PX 上下游开工率差值对 PX-MX 价差的领先指引看，PX-MX 价差继续单边上行空间受限，可能将转入宽幅震荡阶段。而反应成本端逻辑的 MXN 价差，在美国汽油裂解价差的领先性指引下仍旧向下，综合看 PXN 的修复也将告一段落。

图 14 PXN 价差

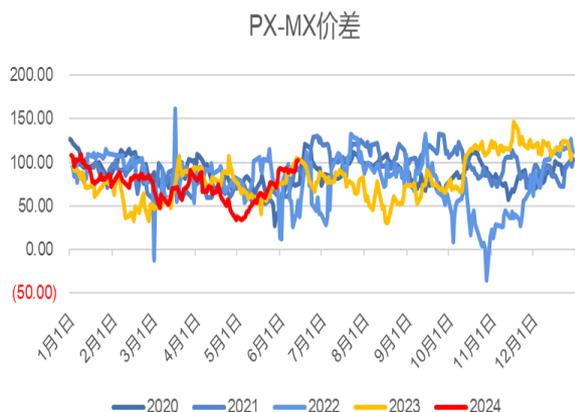


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

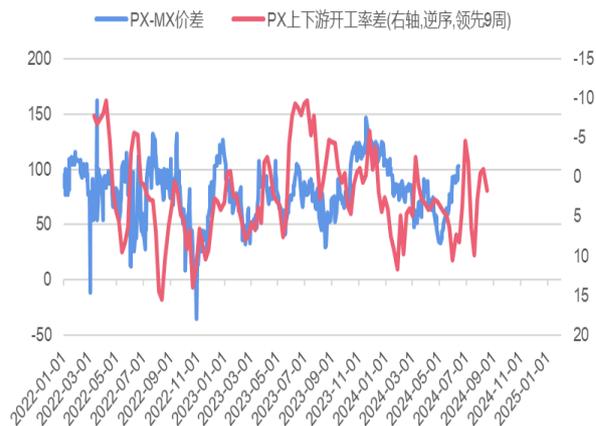
图 15 PXN 价差与美国汽油裂解



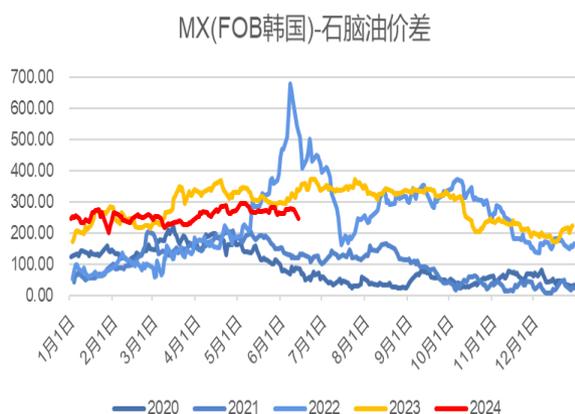
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 16 PX-MX 价差


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 17 PX-MX 价差与 PX 上下游开工率差


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 18 MX-石脑油价差


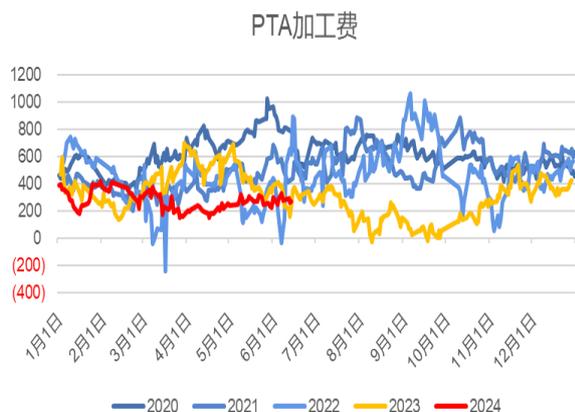
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 19 MX-石脑油价差与美国汽油裂解


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

PTA 端，PTA 加工费的研判，理论上可以通过库存数据的处理进行领先性指引，但 PTA 月度库存数据较滞后，周度库存数据准确性又存在问题。虽然我们可以通过推算 PTA 未来供需平衡表来对加工费进行领先性指引，但平衡表的推算偏主观判断，如果可以寻找到客观存在的领先指标，那对 PTA 加工费研判的准确度将进一步提升。考虑到近几年尤其是调油逻辑扰动较大的汽油需求旺季阶段，PTA 单边价格基本跟随成本端波动，成本驱动的本质是影响未来的供需，理论上可以通过客观存在的成本端指标对 PTA 基差进行领先性指引，而在成本驱动行情下，基差与加工费走势较为同步，理论上也可以通过客观存在的成本端指标对 PTA 加工费进行领先性指引。事实上，我们看到美国汽油裂解价差对 PTA 基差与加工费存在三个半月的正向领先性，在其领先指引下，6 至 7 月 PTA 加工费可能还有一轮加速上行。同时现阶段 PTA 现货加工费也处于历史同期相对偏低位置，估值不高，有一定安全边际，可以以很小的止损博取上方三四百点的空间。

图 20 PTA 加工费



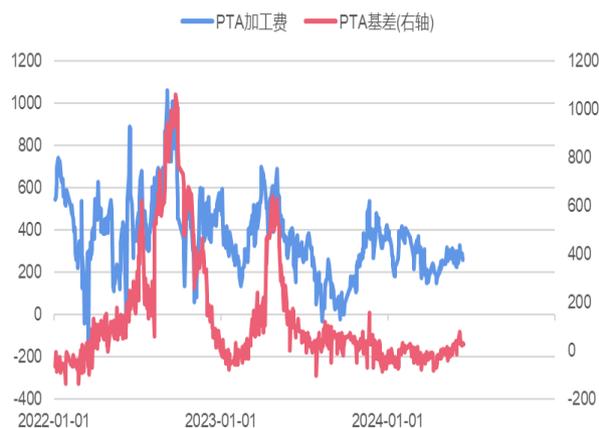
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 21 PTA 盘面利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 22 PTA 加工费与基差



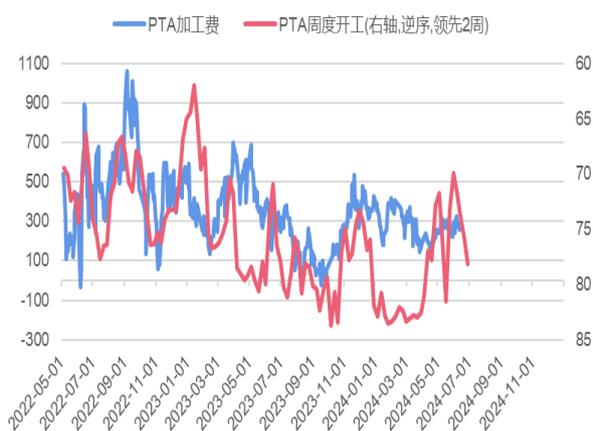
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 23 PTA 基差与美国汽油裂解



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

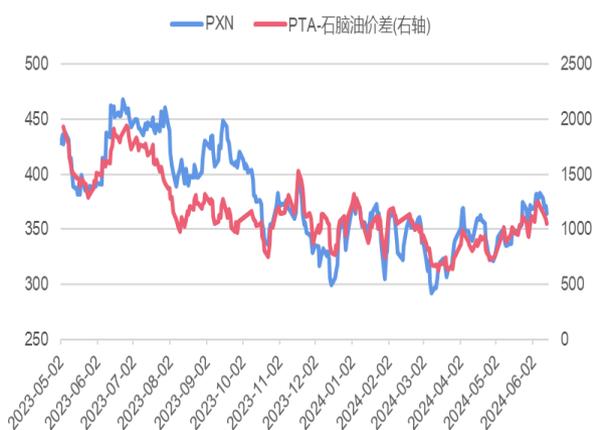
供需端，既然主观的库存存在瑕疵，那考虑到 PTA 所处产业链偏寡头垄断，定价权集中在上游，供应端对绝对价格或者相对价格的影响应该远大于需求端，可以通过相对高频且可信用度更高的供应端数据来对利润做指引。事实上我们也看到 PTA 开工率对 PTA 加工费存在较好的领先性指引。在 PTA 周度开工的领先指引下，PTA 加工费阶段性可能出现承压。由于目前市场一体化装置比重上升，PTA 开工率往往并不由自身利润决定，更多由 PTA-石脑油价差决定，PTA-石脑油价差可以拆分为 PTA 加工费和 PXN 两部分，PXN 的波动远大于 PTA 加工费，这就导致 PTA-石脑油价差与 PXN 走势较为一致，也就是说 PTA 开工率基本就由 PXN 决定，通过前文对 PXN 后续走势的研判看，PXN 的强势很难延续，相应的 PTA 开工率也难持续压制 PTA 加工费上行。

图 24 PTA 加工费与周度开工


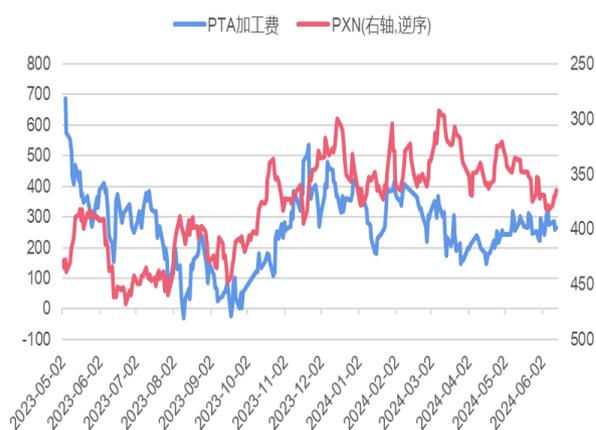
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 25 PTA 周度开工与 PTA-石脑油价差


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 26 PTA-石脑油价差与 PXN


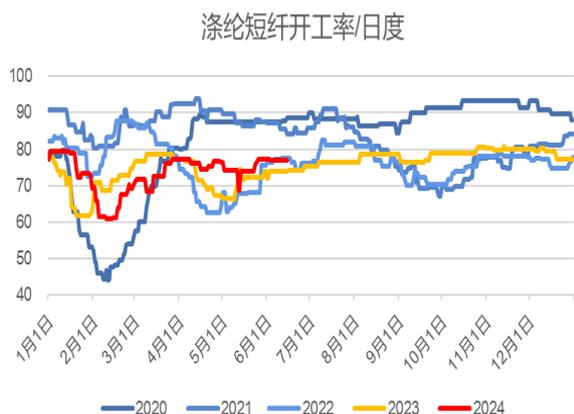
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 27 PTA 加工费与 PXN


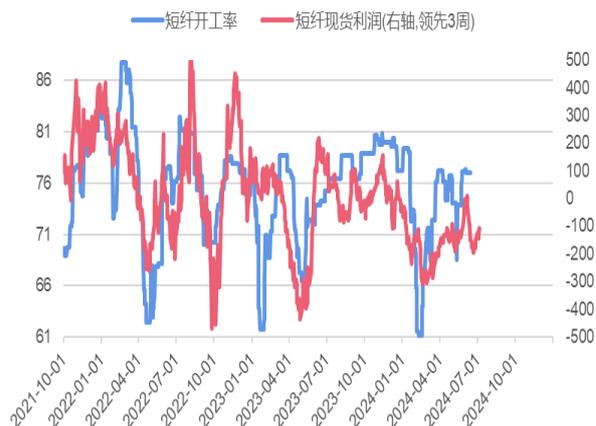
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、 外需值得期待 内需也并不悲观

近期短纤在芳烃聚酯系品种内表现偏强，就得益于短纤供应端未来缩减的预期，最直观的表现就是在短纤盘面价格反弹的同时，短纤自身生产利润走强，短纤基差及下游制品利润走弱。事实上，从短纤现货利润对短纤开工率的领先指引上也可以得到验证，短纤开工率有阶段性走弱的可能。只是供应缩减预期的逻辑无法成为持续驱动行情的长逻辑，短纤产业有一定自循环属性，从短纤开工率对短纤利润的反向领先性看，短纤利润后续可能承压，但无大幅压缩空间。

图 28 短纤开工率


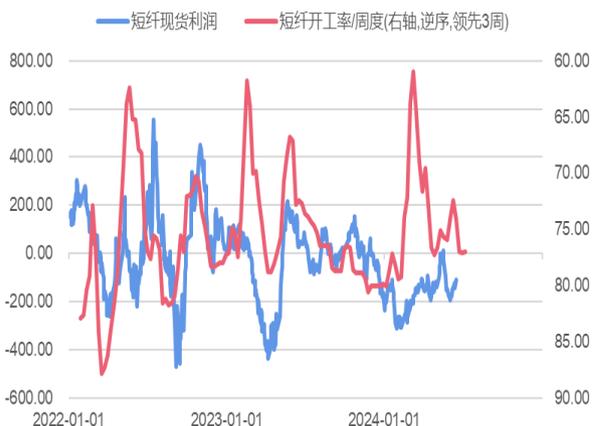
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 29 短纤利润对开工率的领先性


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 30 短纤现货利润


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 31 短纤开工率对利润的领先性


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

宏观趋势层面，美国服装需求情况。我们以美国 ISM 制造业 PMI 的客户库存项-自有库存项，来表征终端补库状态，在终端补库状态的指引下可以判断美国服装库存是属于由渠道批发商向终端零售商转移（终端开始补库），还是终端开始去库的过程。目前美国 ISM 制造业 PMI 的客户库存项-自有库存项从高位回落，终端进入去库状态，在其指引下，美国服装行业也仍处于去库状态。

伴随着终端开始去库，历史上大多同步呈现的是终端开始降价，相应的会看到美国服装行业 CPI 同比走弱。终端开始降价又会反过来刺激服装消费，而服装消费又会带动偏中上游的渠道批发商库存发生变化，随着服装消费的持续增加最终刺激批发商出现补库动作。从领先指标判断目前美国可能进入服装行业批发商补库阶段，外需值得期待。

图 32 ISM 客户-自有库存与零售商-批发商库存



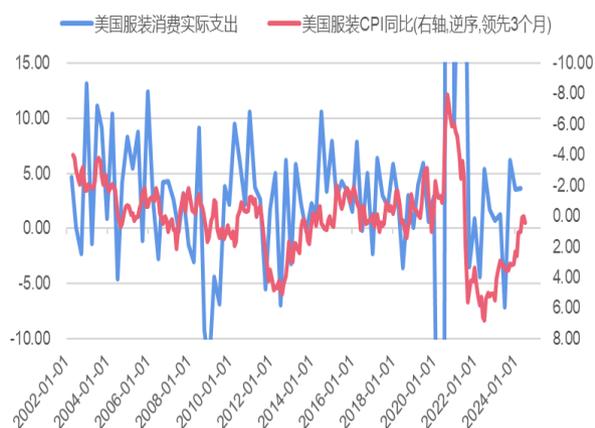
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 33 零售商-批发商库存与服装 CPI



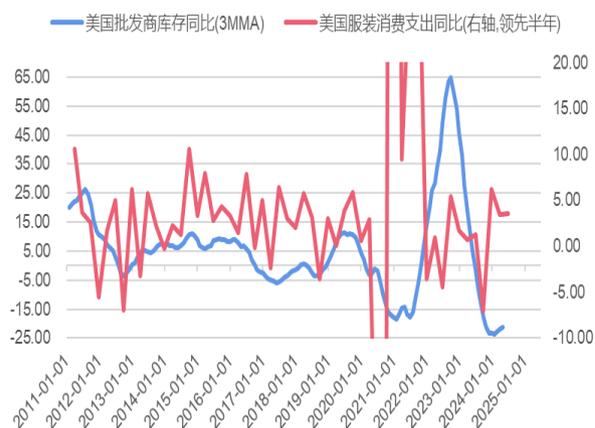
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 34 美国服装 CPI 同比与服装消费实际支出



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 35 美国服装消费支出与批发商库存



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

宏观趋势层面，国内服装需求情况。一般商品的利润对于库存据有一定领先性，对于国内服装行业的库存周期节奏可以通过整个行业的利润进行领先性预判。从纺织服装利润总额累计同比对中国纺织服装产成品存货同比一年的领先性上看，国内可能开始进入主动补库阶段，国内服装需求情况无需过分悲观。

图 36 纺织服装利润总额与纺织服装产成品存货

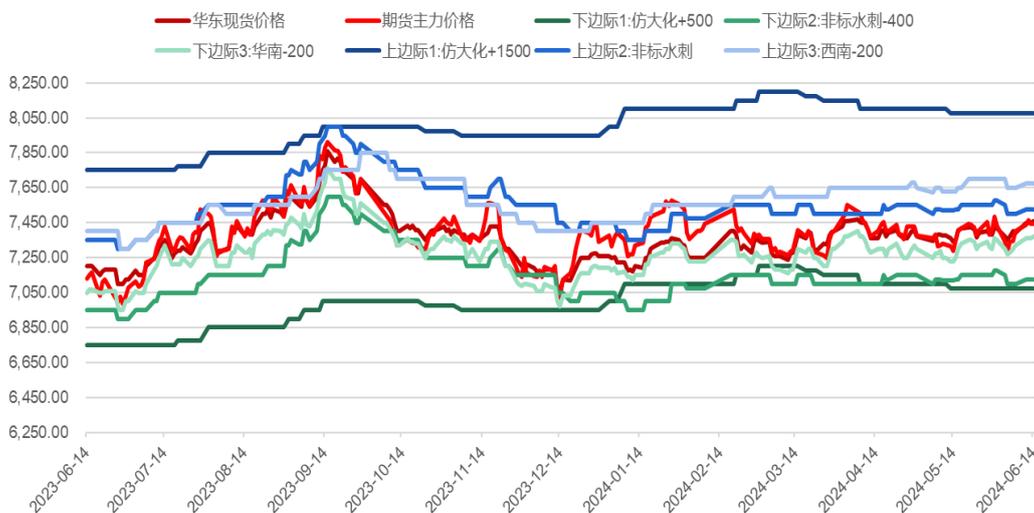


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

四、 估值中性 估值层面对价格指引有限

通过短纤相关品种在供需两端的替代性可以来判断短纤价格估值边际，从历史数据来看，原生与再生之间替代效果最好，可以作为估值极端边际使用，历史上除了成本端的极端行情外，短纤价格来到原生与再生价差给到的估值极端边际附近，基本会看到一波大的波段行情的拐点。非标以及区域价差的合理波动区间，也会给到标品与非标品之间的替代以及区域之间货源的流通，效果虽比原生再生的替代性弱，但也有一定替代性，可以作为估值相对边际使用，从历史经验看，短纤价格来到估值相对边际附近时，原有价格运行趋势不会改变，只是会出现一波反弹或者回调。目前短纤价格估值相对偏中性，估值层面没有给到绝佳的新单进场机会，前期估值相对低位进场的多单可以继续持有，在估值相对上边际附近适度减仓。

图 37 涤纶短纤价格估值上下边际



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的数据,国海良时期货有限公司对这些公开数据获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限,本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场,如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论,未免发生疑问,所请谨慎参考。投资有风险,投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关,我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有,未经我公司书面许可,不得以任何形式翻版、更改、复制发布,或投入商业使用。如引用请遵循原文本意,并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的,我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议,或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议,且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。