

2024 年 10 月 31 日

## 关注 PTA 低基差、低月差下的无风险套利机会

贺晓勤

投资咨询从业资格号：Z0017709

hexiaoqin024367@gtjas.com

**我们的观点：**当前 PTA 基差接近无风险套利，市场货源正在向期现商、盘面集中。1-5 月差目前已经跌至-100 左右，买 1 月抛 5 月已经处于无风险状态，关注正套机会。

四季度 PTA 检修较少，新增装置较多，供应宽松，基差月差向无风险套利的方向靠拢。单边价格上，产业驱动偏弱，但追空需谨慎。

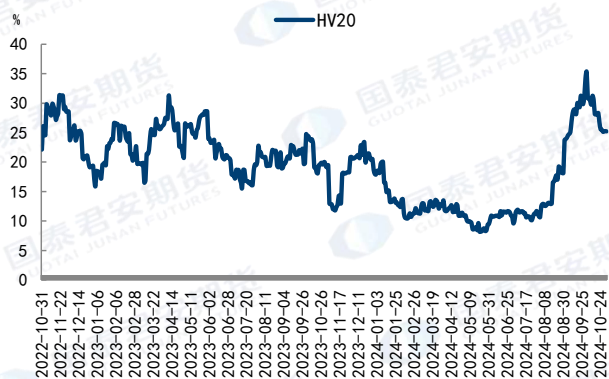
**我们的逻辑：**PTA 单边不追空。聚酯环节开工、库存表现在 10-11 月份强于此前市场预期，PTA 的刚需向上修正。年内 PTA 的低点 4636 元/吨是 9 月份见到的，当初形成 9 月低点的因素（宏观层面的悲观预期、聚酯高库存、场外累购期权止损）已经不在。四季度国内宏观预期正在修复，除非短期内原油价格进一步下探，否则 PTA 下方空间有限。

PTA 四季度整体震荡市，上涨空间有限。四季度是聚酯及终端开工的淡季，叠加上 PTA 自身检修计划较少、新增供应较多，后续供应过剩的格局难以改变。单边的价格上涨必然吸引 PTA 厂商的套保头寸入场。

(正文)

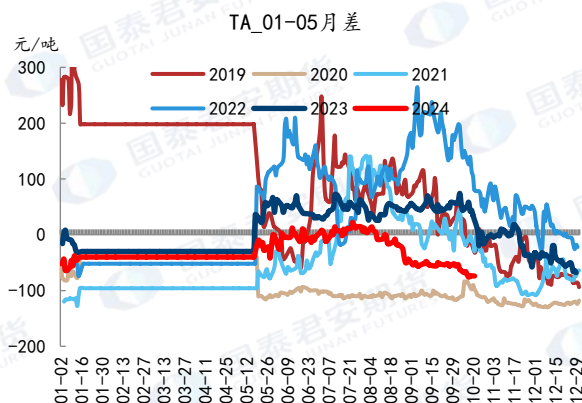
2024 年 9 月底至 10 月初，PTA 价格波动率来到了近两年最高水平。受宏观政策利好以及原油价格上涨影响，国庆节后首个交易日，PTA 主力合约价格以 5500 元/吨的价格高开，创下 9 月以来的最高点，随后在聚酯产销低迷、地缘溢价回落等多重影响之下，PTA 价格再次跌至 5000 元/吨以下。

图 1：PTA 主力合约波动率（HV20）



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 2：PTA1-5 月差持续走弱



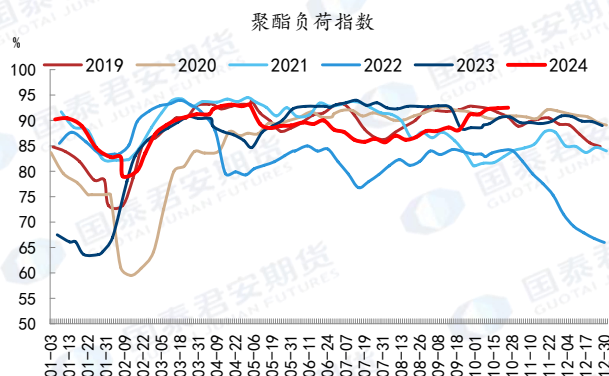
资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

## 1. 9-10 月份 PTA 为何高开低走？

9 月下到 10 月初，PTA 价格的大幅波动由宏观政策及成本端原油剧烈波动主导。在美联储 9 月议息会议上将联邦基金利率下调 50bp 之后，中国方面的政策空间打开，并落地包括降息降准、创设“互换便利工具”等一系列的货币政策、财政政策，聚酯板块产品价格开始出现上涨。另外国庆节期间，以色列与伊朗之间冲突不断。导致原油价格大幅反弹超过 11%，聚酯长丝产品国庆节后价格调涨 400-600 元不等，带动了下游织造工厂的补库热情。

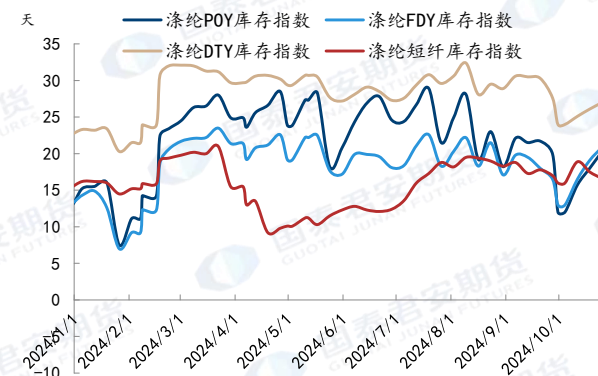
10 月初聚酯库存快速去化，开工提升，PTA 刚需较强。此前聚酯板块的最大的堵点是聚酯工厂高库存，经过此轮的去库存，开启短暂的正反馈过程，聚酯的开工率重新恢复至 92.5% 的年内高点，10-11 月份的聚酯开工率大幅上修 2%，带来 PTA10-11 月份累库。

图 3：聚酯负荷 10 月份大幅提升至 92%+



资料来源：国泰君安期货研究

图 4：聚酯库存国庆节前快速去化



资料来源：国泰君安期货研究



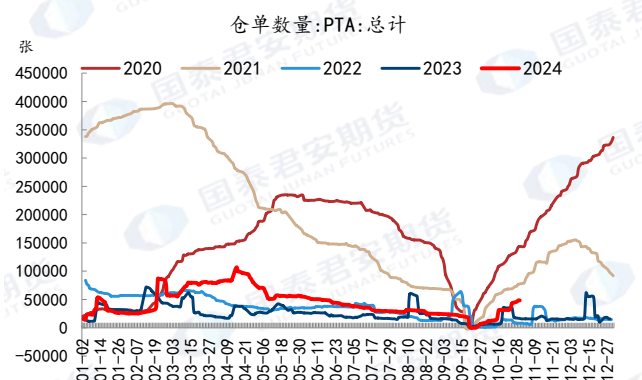
## 2. 中长期不看好 PTA 价格的原因

从中长期来看，PTA 供应过剩压力较大的。产能方面，2024 年 12 月份即将投产 2 套 PTA 的新装置，新凤鸣 300 万吨、虹港石化 250 万吨，且年底宁波逸盛 3#PTA200 万吨装置在时隔 1 年之后重启；2025 年是 PTA 投产大年，有三房巷 300 万吨、福海创 300 万吨产能继续投放，PTA 未来的销售压力将不断增加。

织造聚酯需求从 11 月份开始将逐步由旺转淡。国庆节后织造终端进行了一轮补库，但持续性不佳，近两周仅有 3-4 成的产销，聚酯长丝库存再次累积，销售不畅。且 9 月份纺服出口数据弱于预期，削弱了多头的持货意愿。因此当前聚酯 92% 的高开工率预计是接下来 2 个月时间里面聚酯开工最高点，随着 11-12 月份聚酯长丝大厂降负荷、瓶片工厂落地检修，聚酯负荷将逐步下调至 90% 以下，届时 PTA 的刚需收缩。

基差走弱，仓单持续流入盘面，带来抛空压力。考虑到未来供应过剩格局下，PTA 现货销售压力较大，交易员普遍采取 1-5 反套的操作。同时现货基差持续走低，目前跌至 -88 元/吨，已经能够覆盖部分期现贸易商持有现货注册仓单的成本，期货仓单量大幅上升，加重了盘面压力。另外从加工费来看，PTA 盘面加工费仍然较高，PTA 工厂逢高套保，锁定加工利润。

图 5：PTA 仓单快速增加至 4.8 万张



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

表 1：2024-2025 PTA 新增/重启装置情况

企业名称	产能 (万吨)	时间	状态
台化	150	2024 年 4 月	已投
仪征	300	2024 年 4 月	已投
华润	220	2024 年	重启
宁波逸盛	200	2024 年 11 月	重启
新凤鸣	300	2024 年 12 月	待投
虹港石化	240	2024 年 12 月	待投
三房巷	300	2025 年	待投
福海创	300	2025 年	开新停旧

资料来源：公开资料搜索，国泰君安期货研究

## 3. 市场估值低位，单边追空需谨慎

从估值的角度来看，当前 PTA PX 各个环节估值低位，进一步追空需谨慎。受 PTA 供应过剩的预期影响，市场普遍不看好该环节的加工费，然而 PX 期货的流动性相对有限，导致 PX 跌幅更大，PTA-PX01 合约价差随着时间的推进逐步扩大。PX-石脑油价差则受到石脑油供需偏强的影响持续收缩，目前已经跌至 177 美金/吨。

PX 的供应过剩压力主要体现在进口。由于东南亚及中东地区的 PX 大量涌入中国，9 月份 PX 进口量高达 92 万吨。当前 PX-石脑油价差低于 200 美金/吨的水平，中东装置可能进行产品结构的调节，然而从发货数据来看，10 月份发往东北亚的 PX 体量仍较大，预计 10 月份仍将维持 90 万吨左右的进口量。

国内计划内检修导致 PX 国产量 10-11 月份存在减量。10-11 月份国内计划内检修的 PX 装置主要有 2 套，福建联合以及宁波大榭；加上浙石化、富海、中化泉州等装置计划外临时停车，利好 PX-石脑油价差。然而由于 PX-MX 价差不断扩大至 120 美金/吨，短流程装置（青岛丽东、海南炼化、福化等）开工率

提升，也将一定程度上弥补装置检修带来的损失。整体来看 PX 国产供应量 10-11 月份减量在 5 万吨左右，PTA 装置高开工模式下，PX 处于紧平衡格局。

图 6：PX 进口量 9-10 月份上升至年内高位

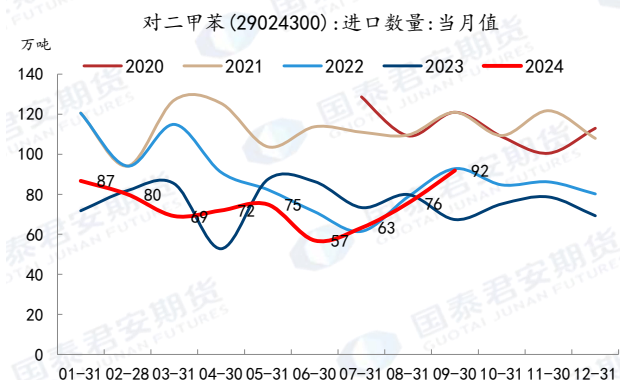
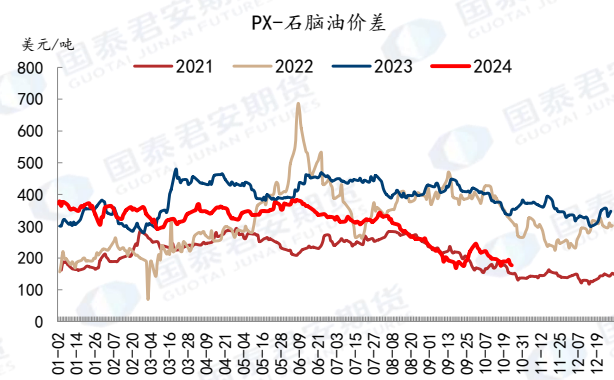


图 7：PX-石脑油价差目前处于估值低位



#### 4. 关注无风险套利机会

过于悲观的市场预期下，多个价差结构来到了无风险价差。首先从基差的角度而言，目前现货成交价格落在-90至-100元/吨。考虑到目前到1月交割大致2个月的时间，仓储成本按照0.5元/天/吨，持有现货至01合约交割的仓储成本大致在30元左右，持有现货需要的资金成本按照6%的利率来计算，大致在47元，再加上入库费用12元、交割手续费0.5元，合计89.5元/吨的成本，已经可以达到无风险套利水平，因此建议投资者关注此套利机会。

另外1-5月差同理，买1月接仓单转抛5月的成本主要体现在仓储成本上，4个月的仓储成本在60元/吨，通过仓单质押可以覆盖大部分资金利息，90-100元/吨左右即可覆盖持有成本。

另外，品种间价差对于工厂而言同样有无风险套利机会。当前PTA与PX01合约盘面上有接近440元/吨的加工费，具有接货能力的PTA工厂可选择多PX空PTA锁定加工费套利。但是每当临近交割，PX多头接货的兴趣就会快速下降，这一价差随着时间的推移，逐步扩大。因此PTA工厂也可通过PTA期货与PX实货结合的方式来锁定，同样可以达到套保效果。

图 8：PTA-PX 价差较高，工厂可锁定加工费

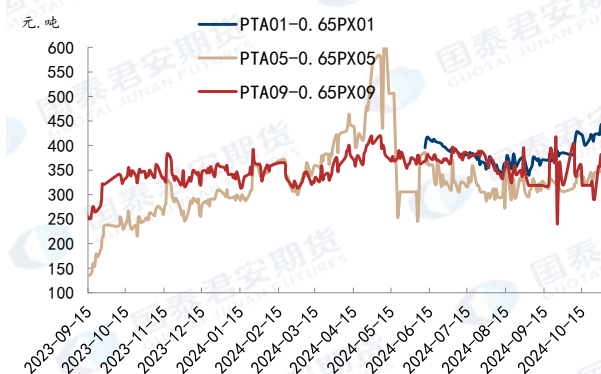
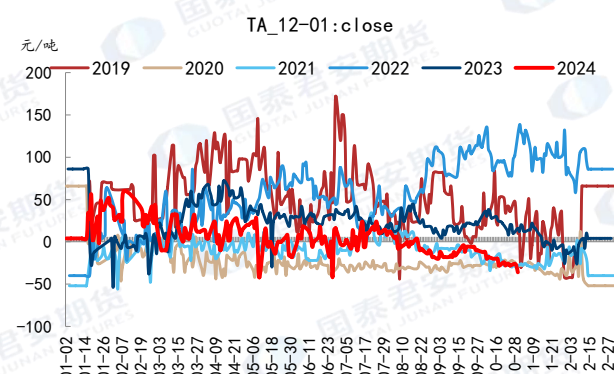


图 9：12-01 跌至无风险价差



总体而言，宏观层面联储降息、中国货币财政政策宽松背景下，原油及相关化工品需求或强于季节性表现，PTA PX 各个环节加工利润较薄，进一步压缩空间有限，短期仍有反弹空间；然聚酯四季度需求逐步向下进入淡季，PTA 供应宽松格局，当前市场预期极度悲观，基差月差打至无风险价差以下，关注基差月差套利机会。