

## 跟随油价波动，关注大厂策略

—聚酯6月月度投资策略

东海期货 | 策略报告 2020-06-01

研究所 能化策略组

### 投资要点

李婉莹 研究员

从业资格证号: F3032043  
投资分析证号: Z0014314  
联系电话: 021-68757827  
邮箱: liwy@qh168.com.cn

- 5月份,伴随全球复工复产与油价反弹,聚酯产业链整体情绪改善。下游脉冲式囤货使得产销改善,TA,EG获得阶段性上行动力,价格重心相对抬升。
- 原油方面,我们对6月的原油价格保持谨慎乐观对待思路。一方面,市场情绪回暖,目前油价重心暂时脱离低位,WTI站稳30美金/桶;另一方面,基本面的实际修复仍旧等待时间验证,月差过快缩窄打击囤油热情,且当下的油价逐步接近页岩油全面复苏标准,预计第二阶段的原油价格回升速度将相对放缓。
- 成本端,PX高产量高库存的状态预计延续,PX-石脑油价差有望回升;EG煤头方面,在煤价短期经历大幅回升的情况下,后期煤价上涨幅度势必会有所放缓。对EG而言,成本端仍旧存在小幅支撑。
- TA方面,6月的累库幅度取决于大厂检修策略是否能够充分落地,高加工费对开工具备吸引力。EG方面,除却油头外其他生产路线基本处于亏损状态,预计负荷较难提升。
- 下游与终端局势分化,油价上行引发脉冲式“囤货”行情,近期仍推动去库,预计负荷短期内维持高位,但终端矛盾处于积累状态。
- 操作上,TA跟随油价回调做多9月,滚动操作;反套需等待检修落地情况,具体时点另行提示。EG方面,关注到港与开工负荷变动,可在3600附近做多09合约,目标3900,止损3450。
- 风险因素:全球疫情发展超预期;中美问题等宏观局势变动。

## 一、行情回顾

5 月份，伴随全球复工复产与油价反弹，聚酯产业链整体情绪改善。下游脉冲式囤货使得产销改善，TA, EG 获得阶段性上行动力，价格重心相对抬升。截至 5 月 29 日，TA09 合约报收 3602 元/吨, EG09 合约报收 3717 元/吨。

## 二、基本面分析

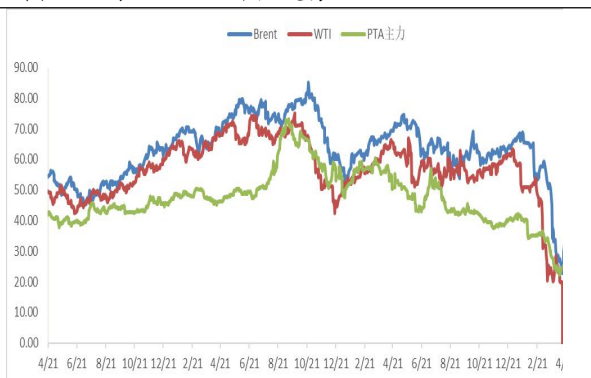
### 1、上游：油价阶段性修复，关注疫情进展

5 月月末将至，可以说前 20 天的全球市场伴随着复苏的主基调。自 4 月美国宣布即将开启复工复产开始，到如今 50 个州现在做到部分重新开放，金融及大宗商品市场整体情绪明显回暖。我们看到原油价格自复工与减产始，已不断上行近前高水平。

6 月，我们认为关注点仍旧集中在复工进程中的原油需求恢复上。对欧美国家来说，疫情“二次爆发”是否已经被证伪？这里需要引入病毒增生率的概念。病毒增生速率高于 1 意味着每个新冠患者将至少传染 1 个健康的人，根据帝国理工大学的最新报告，通过模拟不同环境条件下的 9 种情况，结果显示在近一半的州中，病毒增生速率依然高于 1。德克萨斯州、亚利桑那州和科罗拉多州的病毒增生速率排名靠前。他们认为，在大多数州，预计两个月内的死亡人数将超过当前水平两倍以上，这与 CDC 的模型拟合结果基本相似，也就是说，未来 8 周关于疫情的走向仍旧略显悲观。美欧与亚洲国家对于此次防疫的总体思路之间存在较大差别，“群体免疫”的指向性方式下，即便疫情“二次爆发”，我们或许也很难看到相关国家采取类似我国的严格封闭措施。对于原油市场来说，社会重启往往代表了成品油消费的回暖。我们认为，后期来看，以美国为首的欧美国家针对疫情仍旧会采取较为温和的措施，不过，几个月后特朗普总统即将迎来新一届大选，在此次疫情中，当前政府的各项举措仍旧存在较大争议，假设疫情再度失控，为了平复民意该国是否会再次阶段性封城也并不是不可能。最新的 EIA 报告显示，汽油等成品油重现累库，也反映出当前西方社会的整体恢复速度较慢，油市需求端的全面回暖尚待时日。

市场较为关注中美贸易协议走向，美国白宫首席经济顾问库德洛 21 日受访时表示，虽然中国购买美国货的时间表因为疫情引起的封关而有所延后，但中美首阶段贸易协议仍“完整无缺 (intact)”，不会重新谈判。具体到能源板块方面，) 根据中美贸易协议，在能源产品方面，在 2017 年基数之上，中国 2020 日历年自美采购和进口规模不少于 185 亿美元，假设其中 1/2 用于原油采购，协议目标折算人民币：185 亿美元\*1/2\*7 (假定汇率) = 647.5 亿元。参考海关总署最新数据，2020 年 1-4 月我国进口原油 1.7 亿吨，折算 12.461 亿桶，进口均价 2906.7 元/吨，进口总价为 4941.39 亿元。按照以往进口情况，我们做出以下测算：协议目标折算进口数量：647.5 亿元/4941.39 元\*12.461 亿桶=1.63 亿桶；2017 年我国从美进口原油数量基数：0.077 亿吨，折合 0.56 亿桶；2020 年需进口美油：0.56+1.63=2.19 亿桶（一季度我国从美进口原油基本为 0），因此后 8 个月我国需从美进口 92 万桶/日原油方可满足协议要求，较往年平均水平 30-40 万桶翻了 2-3 倍。在低油价的环境下，任何出口份额的抢夺都将引发东西市场的再平衡，对美国页岩油企业来说，如此巨量的订单也有利于其产业恢复。不过，从数量上俩看，我们认为该项协议整体履约难度较大，建议投资者谨慎关注中美后续贸易动向。

图表 1 原油及 TA 价格走势



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图表 2 TA 期现价格走势

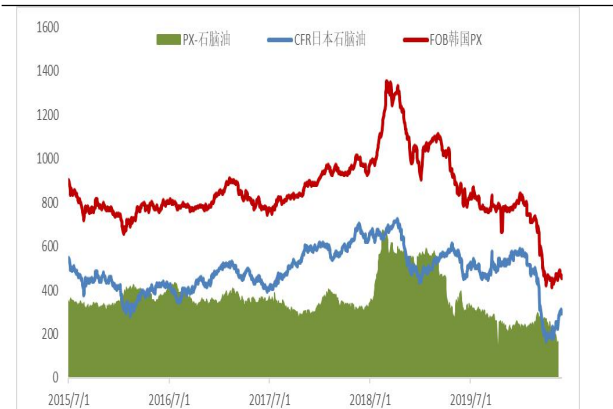


资料来源：CCF；东海期货研究所整理

我们对 6 月的原油价格保持谨慎乐观对待思路。一方面，市场情绪回暖，目前油价重心暂时脱离低位，WTI 站稳 30 美金/桶；另一方面，基本面的实际修复仍旧等待时间验证，月差过快缩窄打击囤油热情，且

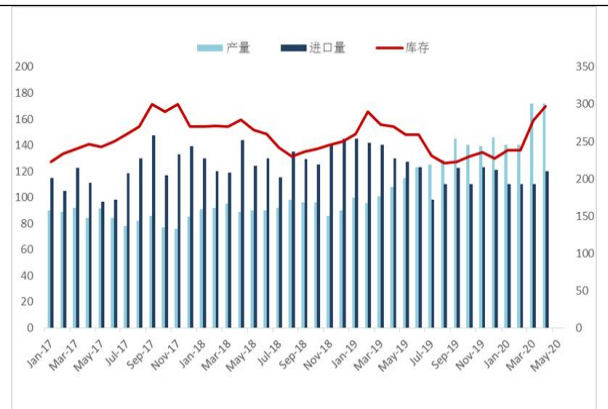
当下的油价逐步接近页岩油全面复苏标准，预计第二阶段的原油价格回升速度将相对放缓。

图表3 PX与石脑油价差



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图表4 PX供需平衡表



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

PX方面，尽管油价上行，但PX自身库存仍旧高企，导致PX-石脑油加工费不断压缩。从这一点上看，我们认为PX价格在6月进一步下跌的可能性不大，但相对而言也难以以为TA提供进一步成本支撑。从价格演变路径上讲，我们认为TA端利润将逐步向上下两头转移。

EG上游，除了油头跟跌外，煤头方面，无论是五大电沿海电厂，还是全国重点电厂，电煤需求均仍然较好，还不能轻易断定煤价已经见顶，但是，在煤价短期经历大幅回升的情况下，部分市场参与者开始出现恐高心理，再加上大秦检修即将结束，环渤海港口煤炭调入量将会有所增加，后期煤价上涨幅度势必会有所放缓。因此，对EG而言，成本端仍旧存在小幅支撑。

## 2、TA&EG：关注大厂策略及下游订单跟进情况

客观来说，当前PTA供需层面已有改善。供应方面，利万70万吨，汉邦290万吨装置计划外停车，恒力250万吨PTA装置短停，未来一个月仍有大装置检修预期，需求端伴随聚酯负荷提升至90%，短期支撑明显。根据我们所测算的供需平衡表，TA6月份累库程度取决于大厂实际检修落地情况，在正常情况下，我们认为未来一个月的累库速度将有所放缓。

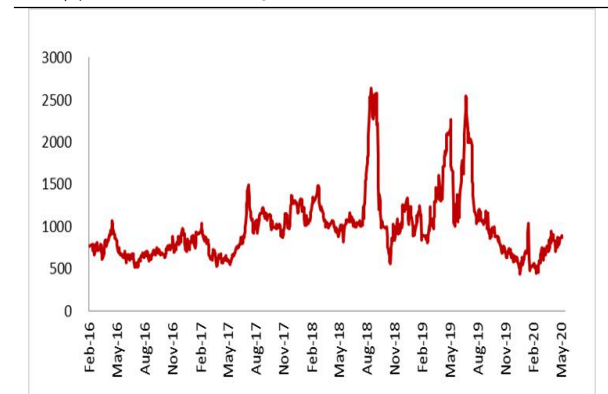
MEG方面，与PTA类似，下游的阶段性囤货相对减轻了上游压力，不过EG进口到港情况较疫情期间恢复，这也间接导致港口去库乏力，库存并未出现明显下降。另外，煤制EG盈利情况不佳，大多装置处于亏损状态，因此6月份预计EG整体开工回升幅度有限。

图表5 PTA供需平衡表



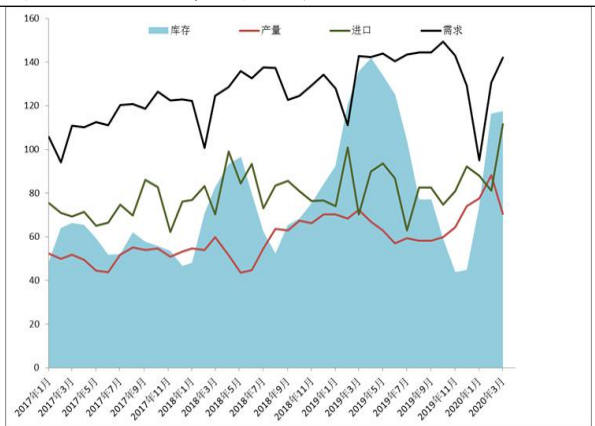
资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图表6 PTA加工边际



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图表7 MEG供需基本面情况



资料来源:WIND;东海期货研究所整理

图表8 MEG石脑油制利润



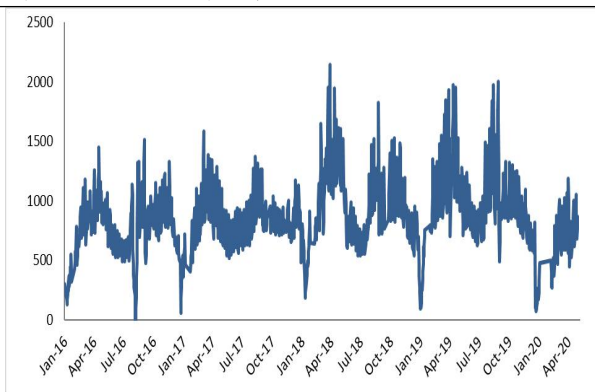
资料来源:CCF;东海期货研究所整理

实际上,我们认为当前TA与EG的产业链内部矛盾并未完全化解。TA自身的高加工费或抑制装置检修动力;而EG的进口量有望继续回升,高库存压力以及全球疫情发酵背景下较为悲观的需求预期压制TA与EG价格中长期上行空间。在油价缓慢上行的前提下,我们认为应当重点关注TA大厂检修落地情况与EG进口到港排单。

### 3、下游:聚酯—终端局面分化

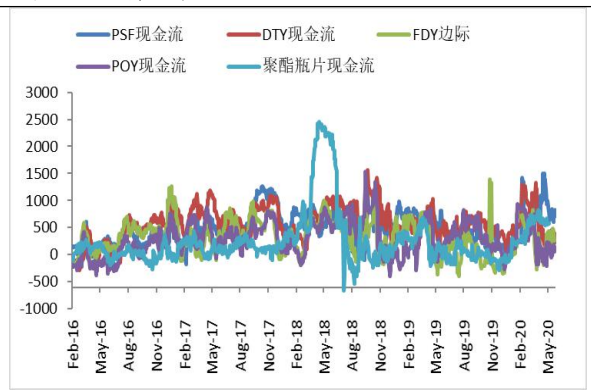
聚酯方面,截至5月29日当周,POY,FDY,DTY和1.4D的库存分别为13天,15.4天,20.9天和3天,较国内疫情初期明显改善。当前下游现金流尚可,且市场普遍存在买涨不买跌的心理,因此我们认为6月聚酯负荷或维持90%。然而,尽管跟随油价上行,下游阶段性囤货,但当前坯布库存与原料库存高企,除非未来内外需订单出现全面转好,否则这种“双高”局面难以改善。

图表9 轻纺城成交情况



资料来源:CCF;东海期货研究所整理

图表10 聚酯产品现金流



资料来源:CCF;东海期货研究所整理

进入5月,我国国内疫情得到根本控制,然而纺服行业依旧处于“寒冬”,服装销售同比还是出现18%的负增长。我们担忧今年三季度可能出现低价抢出货的现象。这种产业链的“亚健康”矛盾可能在后期集中爆发。

总体而言,我们认为,在全球复工复产的大背景下,6月从上游至聚酯端的良性循环或能暂时维持,不过需要继续关注中美贸易问题进展,宏观层面的变动可能导致终端压力提前释放。

### 三、结论及操作

回顾5月,TA与EG价格跟随油价反弹与下游积极囤货价格重心上移。展望6月,TA的累库幅度取决于大厂检修策略是否能够充分落地,高加工费对开工具备吸引力。EG方面,除却油头外其他生产路线基本处于亏损状态,预计负荷较难提升。

操作上,TA跟随油价回调做多9月,滚动操作;反套需等待检修落地情况,具体时点另行提示。EG

---

方面，关注到港与开工负荷变动，可在 3600 附近做多 09 合约，目标 3900，止损 3450。

### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层  
邮政编码：200125  
公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)