

PTA & MEG季报：上下夹击 艰难磨底

2020/04/03

PTA & MEG 季报

中粮期货研究院

陈阵

投资咨询资格证号：

Z0015281

010-59137335

chenzhen1@cofco.com

行情及基本面回顾：一季度 PTA 及乙二醇期货盘面价格均呈现震荡下跌走势，大体分为四个阶段：1 月中旬之前，上游国际油价处于相对高位，总体市场情绪较为积极，叠加供需端累库不及预期，盘面维持高位震荡；进入 1 月下旬后，国内疫情爆发，需求端受损预期下市场恐慌情绪加剧，盘面快速下跌；2 月国内抗疫局面不断好转，宏观刺激带动下盘面走出小幅反弹趋势；3 月起疫情逐渐全球蔓延，衰退预期带来全球性恐慌，成本端国际油价暴跌同时需求端预期出现不可逆缩量，PTA 及 MEG 盘面价格一路下行，双双大幅突破历史低位，下探 3000 元/吨一线。

基本面来看，库存方面，PTA 社会库存在经历年初缓慢累积后随着疫情的爆发突然急速累积，PTA 工厂库存与总社会库存均创下历史新高；随着全国疫情逐渐得到控制，下游开工逐渐回升，但需求端绝对损失叠加供应端新产能逐渐体现，库存维持高位。MEG 方面，库存在长期低位运行后逐步累积，目前已经达到相对高位。**需求端，**下游开工自年初起逐渐季节性回落，疫情爆发后低谷期显著延长，尽管在国内疫情得到控制后企稳回升，需求边际改善，但终端需求预期大幅缩减也导致需求端不可逆缩量；**供给端，**与下游相比年初受疫情影响有限，PTA 及乙二醇负荷高位均持续至 2 月中下旬；随着 3 月价格下行导致成本端承压，叠加工厂库存累积压力，开工逐渐回落，但总体仍然相对宽松。**加工费方面，**1-2 月随着 PTA 与 MEG 价格中枢下行，加工费受到考验；但随着国际油价大幅下跌，PTA 和石油制 MEG 加工费相对企稳，而煤制 MEG 成本端则承压明显。

后市研判：全年来看总体需求端的不可逆缩量已成定局，PTA 及 MEG 价格预期在整年内持续承压，预计总体低位震荡为主；但历史低位下 PTA 及 MEG 原有价格区间及运行逻辑有所打破，成本端逐渐在定价因素中权重上升。目前外围市场剧烈震荡，后市关注全球疫情的控制情况与国际油价进一步波动的可能性。PTA 方面，由于产业链与原油相关性最强，前期跟跌幅度最大，上游 PX 加工费进一步压缩。如油价回升，或自上而下带动出现短期反弹，但检修装置的密集重启计划或对价格造成持续压力；MEG 方面，尽管库存进一步累积，但价格低位运行或导致部分煤制装置出现亏损压力，总体仍然存在大幅减产的可能性，需进一步关注低价运行状态下煤制装置的检修动态。

策略建议：总体思路仍以反弹抛空为主，其中 MEG 基于液体化工自身特点及库容影响预计价格波动较大，或可逢低做多 EG-TA 价差；PTA 方面基于超跌修复及终端投机性备货或带动库存进一步消化预期，或可短期配置 9-1 合约正套。

预期偏差：全球疫情爆发导致上游进口大幅缩量；国际油价超预期波动；装置及港口事件性因素。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第一部分 行情回顾与展望

市场要点回顾：

2020 年一季度 PTA 及乙二醇期货盘面总体呈现震荡下跌走势，尽管遭受了新冠肺炎疫情黑天鹅事件的冲击，但主要核心因素仍然在于自身的成本与供需状况。具体走势分为四个阶段：1 月中旬之前，在 OPEC+减产预期及中东地缘政治事件影响下国际油价始终处于高位，能源化工市场总体情绪较为积极，而 PTA 及 MEG 新投产能落地缓慢，库存累积不及预期，盘面维持高位震荡；进入 1 月下旬之后，随着国内疫情突然爆发，市场恐慌情绪加剧，同时短期社会停摆导致需求端受损，盘面迅速下跌；2 月随着国内抗疫形势逐渐好转，叠加宏观层面政策刺激预期，国内市场情绪整体回暖，带动 PTA 及 MEG 也走出小幅反弹；但进入 3 月后海外疫情爆发，全球市场进入危机模式，衰退预期带来全球性恐慌，而沙特与俄罗斯爆发的价格战更使得国际油价崩塌，叠加全球应对疫情造成的需求预期不可逆缩量，上下游夹击下 PTA 及 MEG 价格均进入单边下行通道，双双大幅突破历史低位，跌破 4000 元/吨后进一步下探至 3000 元/吨附近，出现历史罕见行情。

基本面情况：1) 库存方面：PTA 社会库存年初起进入季节性累库，随着疫情突然爆发，短期需求急剧萎缩叠加物流受限导致产品消化不畅，库存出现短期爆发式累积，PTA 工厂库存与总社会库存均创下历史新高；随着全国疫情逐渐得到控制，下游开工逐渐回升，但需求端绝对损失叠加供应端新产能逐渐体现，虽然上游环节库存压力有所缓解，但总体社会库存仍然处于累积中。MEG 方面，库存去年长期低位运行后，随着疫情爆发同样迅速累积，目前已经达到相对高位，逼近去年高点，预期将对上游产能造成压力。2) 需求方面：聚酯需求年初本有季节性回落预期，疫情爆发从绝对数量和持续时间上均扩大了需求缩量的影响；随着国内疫情得到控制，下游各环节运行逐渐恢复，聚酯开工在经历 2 月持续超低位运行后逐步企稳回升，需求边际改善；但聚酯工厂负荷短期内仍然难以上升至 2019 年的高位，需求完全恢复仍需时间，同时随着海外疫情蔓延，终端外需大幅缩减向上传导，需求端的可观缩量已经不可逆转。3) 供给方面：上游 PTA 与 MEG 的生产与下游相比年初受疫情影响有限，负荷高位均持续至 2 月中下旬；进入 3 月后 PTA 与 MEG 绝对价格下行导致成本端承压，叠加工

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

厂库存累积压力,开工逐渐回落,但在需求端尚未恢复的情况下,总体供需仍然呈现相对宽松的格局。

4) 加工费方面: 1-2 月在价格与自身供需影响下 PTA 与 MEG 价格中枢下行,加工费受到考验;但进入 3 月后随着国际油价崩塌,加工费有所修复,PTA 加工费企稳在 600 元/吨附近的相对可观位置;而 MEG 方面石脑油一体化法的前期亏损随着原料下跌逐渐缓解,但合成气法装置的成本仍明显承压。

核心逻辑演化:

PTA: 全年来看总体需求端的不可逆缩量已成定局,PTA 及 MEG 价格预期在整年内持续承压,预计总体低位震荡为主;但历史低位下 PTA 及 MEG 原有价格区间及运行逻辑有所打破,成本端逐渐在定价因素中权重上升。目前外围市场剧烈震荡,后市关注全球疫情的控制情况与国际油价进一步波动的可能性。PTA 产业链与原油相关性最强,前期跟跌幅度最大,上游石脑油-PX 加工费受到进一步压缩。倘若油价能够企稳回升,成本端自上而下传导或带来短期反弹,但目前过高的社会库存难以快速消化,价格持续承压,而且检修装置的密集重启计划或对价格造成持续压力,预计上行空间有限。后市进一步关注国际油价走势及价格新低下上下游装置的运行状况。基于超跌修复及终端投机性备货或带动库存进一步消化预期,预计 09 合约价格区间【3200,3600】,策略以择机配置 9-1 正套为主。

MEG: 尽管库存进一步累积,但价格低位运行或导致部分煤制装置出现亏损压力,总体仍然存在大幅减停产的可能性,需进一步关注低价运行状态下煤制装置的检修动态。预计盘面弱势震荡为主,后市进一步关注价格低位运行状态下上下游装置的运行状况。预计 09 合约价格区间【3100,3500】,基于液体化工自身特点及库容影响预计价格波动较大,或可逢低做多 EG-TA 价差

预期偏差: 全球疫情爆发导致上游进口大幅缩量;国际油价超预期波动;装置及港口事件性因素。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第二部分 重要指标走势一览

一、产业链利润：

图 1：原油-石脑油（美元/吨）

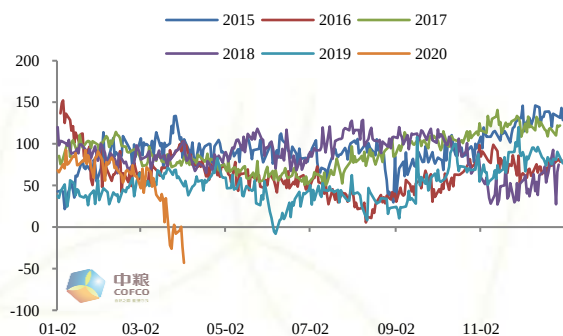
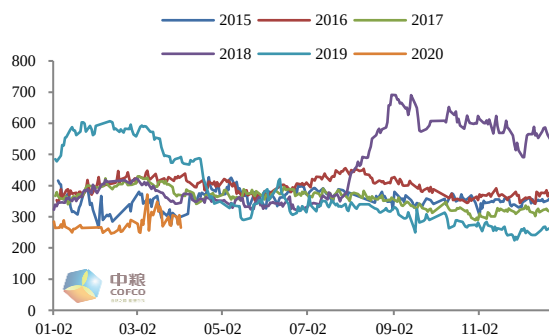


图 2：石脑油-PX（美元/吨）



数据源：Wind、中粮期货研究院

图 3：PX-PTA（元/吨）

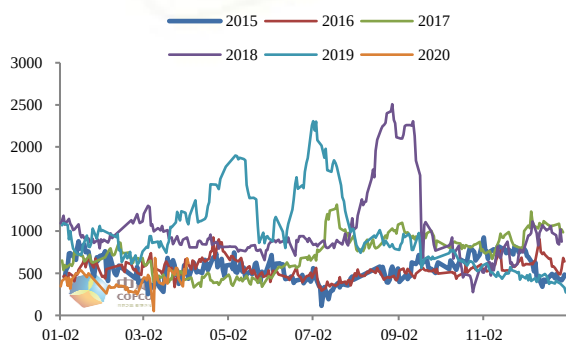
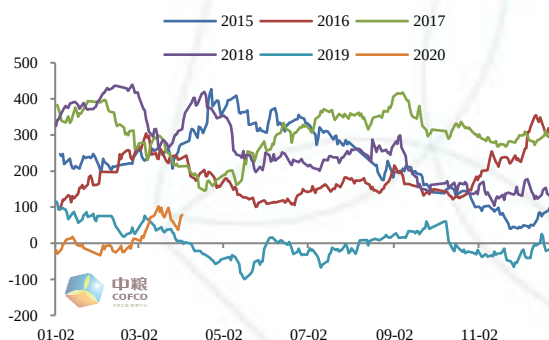


图 4：石脑油-EG（元/吨）



数据源：Wind、中粮期货研究院

图 5：乙烯-EG（元/吨）

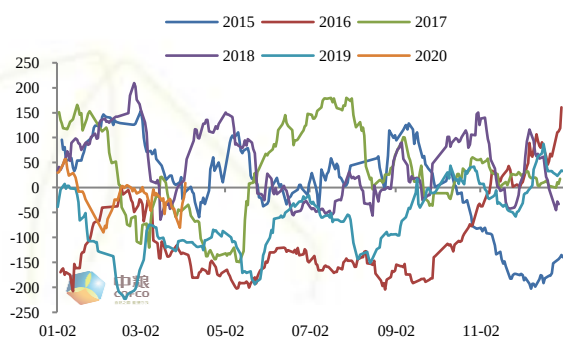
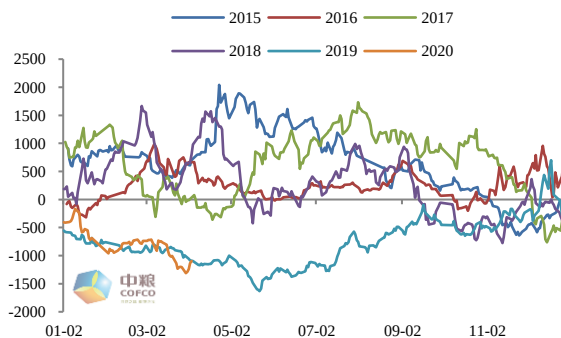


图 6：甲醇-EG（元/吨）



数据源：Wind、中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 7: 切片利润 (元/吨)

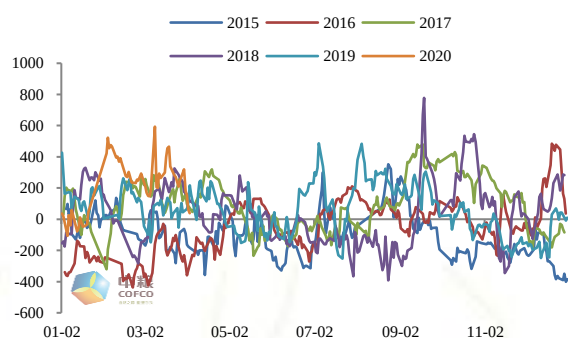
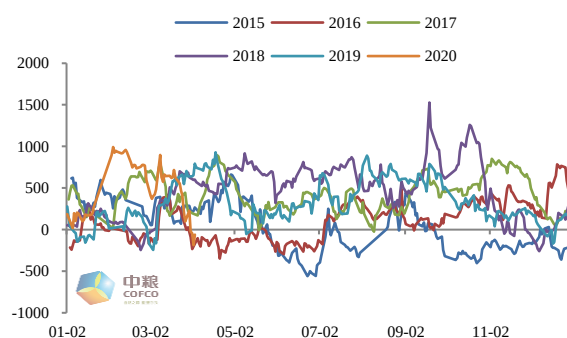


图 8: POY 利润 (元/吨)



数据源: Wind、中粮期货研究院

图 9: FDY 利润 (元/吨)

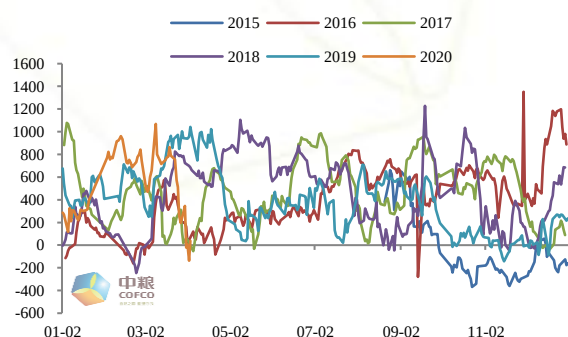
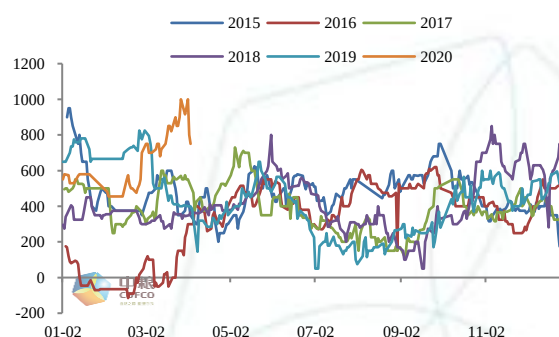


图 10: DTY 利润 (元/吨)



数据源: Wind、中粮期货研究院

图 11: 短纤利润 (元/吨)

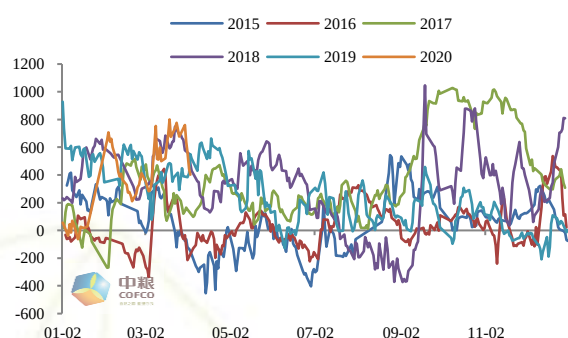
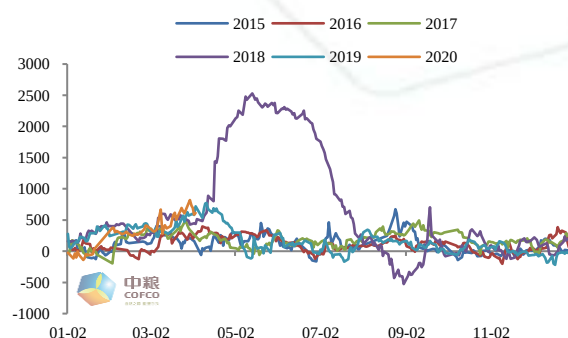


图 12: 瓶片利润 (元/吨)



数据源: Wind、中粮期货研究院

上游利润: 1-2 月在价格与自身供需影响下 PTA 与 MEG 价格中枢下行, 加工费受到考验; 但进入 3 月后随着国际油价崩塌, 加工费有所修复。目前 PTA 加工费持稳于 600-700 元的相对高位; MEG 方面, 石脑油-乙烯法现金流有所好转, 而煤制装置则相对压力较大, MTO 法目前经济性不占优势, 或只能依靠 PP 端维持利润。

下游利润: 年初开始进入季节性淡季, 聚酯利润处于相对低位; 疫情爆发后由于下游运行陷于

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

停滞，产销极低导致上游大幅下跌时聚酯产品价格并未跟跌，短期内加工费迅速走高；随着下游各环节运行逐渐正常，聚酯产销有所恢复，上游亏损逐渐向下游传导，聚酯价格逐渐走低；同时疫情全球蔓延导致外需下降，终端萎缩带动聚酯利润持续下滑。

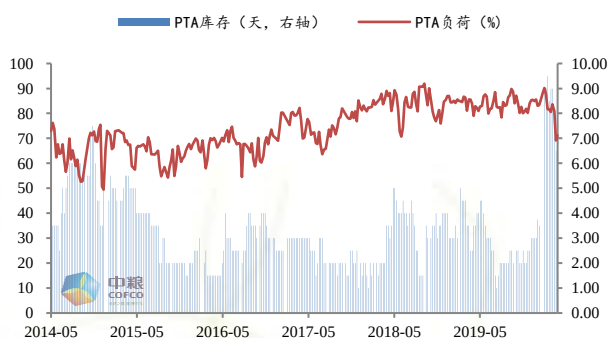
综上，在上游成本坍塌和终端需求萎缩的上下夹击下，聚酯产业链上下游各环节利润整体进入低位。其中上游受到宏观和国际能源市场影响较为明显，而下游则直接受到需求端确定性冲击，两端利润受压缩最为明显；而国内产业逻辑支撑下，中游的 PTA 及 MEG 利润反而处于相对较好的位置。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

二、产业链运行情况：

图 1：PTA 负荷及库存



数据源：Wind、中粮期货研究院

图 2：MEG 各工艺负荷 (%)

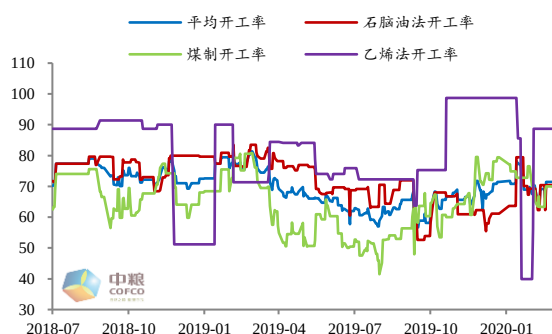
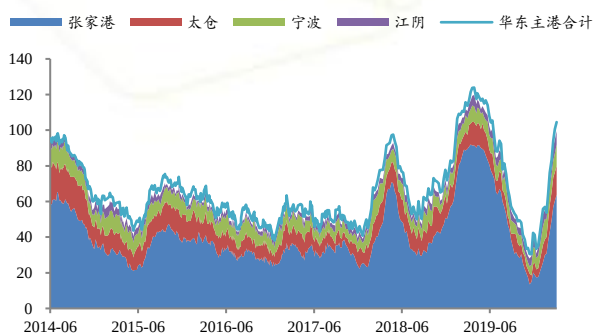


图 3：MEG 华东港口库存 (万吨)

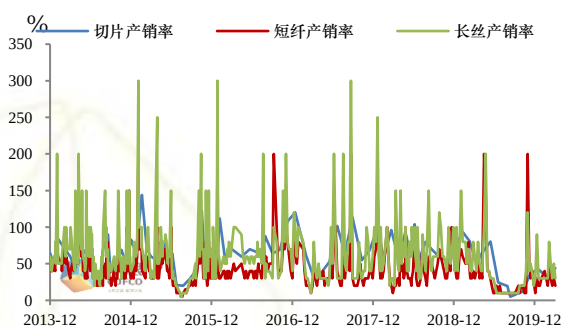


数据源：Wind、中粮期货研究院

图 4：聚酯各产品负荷 (%)



图 5：聚酯各产品产销率 (%)



数据源：Wind、中粮期货研究院

图 6：聚酯各产品库存 (天)

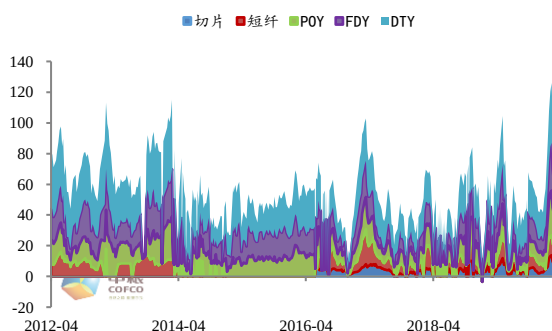
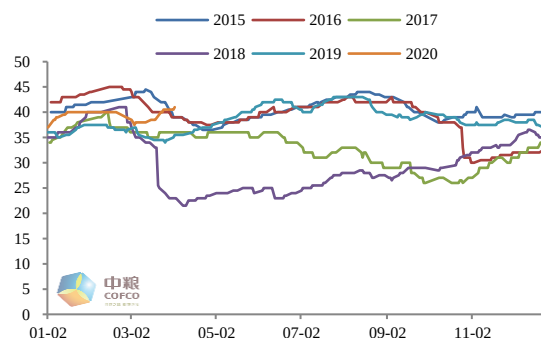
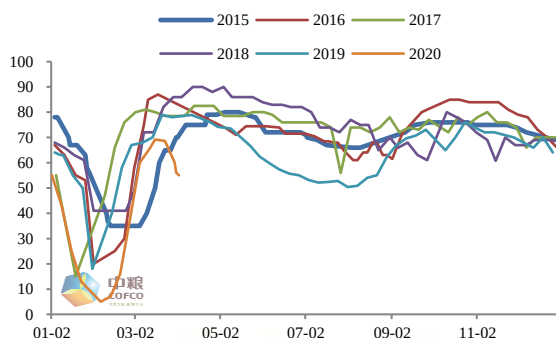


图 7：织机负荷 (%)

图 8：坯布库存 (天)

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



数据来源：Wind、中粮期货研究院

PTA：PTA 社会库存在经历年初缓慢累积后随着疫情的爆发突然急速累积，PTA 工厂库存与总社会库存均创下历史新高；随着全国疫情逐渐得到控制，下游开工逐渐回升，但需求端绝对损失叠加供应端新产能逐渐体现，库存维持高位。

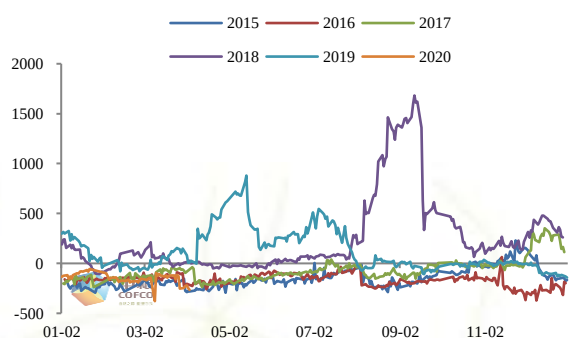
MEG：供给端与下游相比年初受疫情影响有限，负荷高位持续至2月中下旬；随着3月价格下行导致成本端承压，叠加工厂库存累积压力，开工逐渐回落，但总体供应仍然宽松，库存持续累积逼近2019年高位。

下游：聚酯开工自年初起逐渐季节性回落，疫情爆发后低谷期显著延长，尽管在国内疫情得到控制后企稳回升，需求边际改善，但终端需求预期大幅缩减也导致需求端不可逆缩量，高位库存消化困难，后市还需关注上游的减停产情况。

免责声明

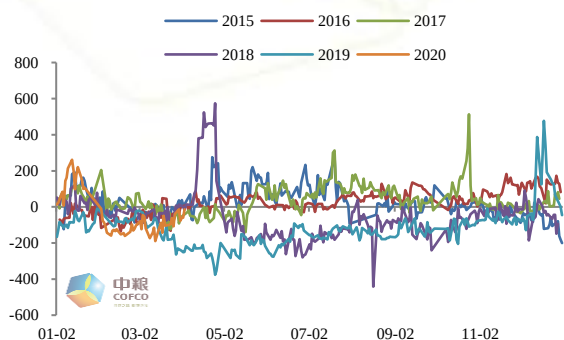
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

三、价差情况：

图 1：PTA 基差


数据源：Wind、中粮期货研究院

图 2：MEG 基差及月间价差

图 3：MEG 内外盘现货价差


数据源：Wind、中粮期货研究院

图 4：PTA-MEG 盘面价差


随着上游国际油价大幅下行和库存的持续累积，PTA 与 MEG 的价格结构均转向显著 contango，PTA 基差已达到无风险套利区间，关注后市基差修复带来的正套机会；MEG 方面，累库压力持续存在，盘面仍然相对承压。价差方面，前期由于 MEG 基本面相对更弱，叠加液体化工自身特征，价格波动更加明显，TA-EG 价差有所走高；但未来预期 MEG 库存压力更为明显，预计国内装置减停产预期明确，后市走势或较 PTA 更强，关注做空 TA-EG 价差的操作机会。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。