

成本契合 PTA 延续季节性走势

2024 年 1 月 26 日 星期五

内容提要

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

吴森宇

从业资格编号: F03121615

俞秉甫

从业资格编号: F03123867

联系人

王其强

邮箱: wangqq@xzfutures.com

● 我们的观点

近几年 PTA 呈现明显的季节性特征, 主要表现在年末到次年一季度, 12 月中旬左右 PTA 回调至低点, 此后逐步修复反弹。PTA 回调, 一方面缘于成本端原油回调配合, 另一方面传统旺季需求不及预期, 以及 12 月提前反应后期累库压力; PTA 企稳反弹, 一方面成本端有所企稳, 另一方面市场反应聚酯春检结束后需求修复带来的去库逻辑。PTA 反应季节性特征得益于成本端的契合, 此外行情走势不是简单的跟随 PTA 累库与去库节奏波动, PTA 的走势要领先于 PTA 季节性累库与去库, 春节节前下游备货也提前驱动 PTA 行情反弹, 所以往往春节节前累库下 PTA 却处于反弹走势。当下, PTA 行情如出一辙演绎, 2023 年 12 月中旬 PTA 跌至低点 5556 元/吨一线, 此后逐步修复反弹。本次 PTA 波动和之前呈现共性的季节性特征, 预计反弹将持续。

● 风险提示

原油单边大幅回落及宏观风险事件。

报告目录

一. PTA 近几年呈现一定季节性特征	3
二. PTA 季节性典型特征的主要驱动因素	3
1. 成本波动契合 PTA 终端季节性变化节奏	4
2. 成本与需求博弈 市场交易成本向终端传导效果	4
3. 聚酯春检带来的需求季节性变化较明确	6
三. 总结	7

图表目录

图表 1: PTA 走势季节性	3
图表 2: PTA 与 WTI 原油走势	4
图表 3: PTA 产能及产量增速	5
图表 4: 芳烃调油对 PTA 行情的影响	5
图表 5: PTA 装置负荷	6
图表 6: 聚酯装置负荷及江浙织机开工	6
图表 7: PTA 社会库存	7

一. PTA 近几年呈现一定季节性特征

2021 年以来 PTA 走势呈现一定季节性特征。我们梳理了 2021 年以来 PTA 的行情走势，PTA 行情季节性主要体现在每年四季度到第二年一季度，先跌出低点后逐步修复反弹，有提前反应终端春检压力后逐步修复的走势：1、2021 年 12 月上旬 PTA 回调至低位 4340 元/吨，随后底部逐步反弹，到 2022 年元宵节（2 月 15 日）后 2022 年 2 月底 3 月初反弹至 6000 元/吨附近，涨幅 38%，此后因为俄乌战争及芳烃调油逻辑影响，持续上涨至 7700 元/吨；2、2022 年 12 月中旬如出一辙 PTA 回调至 4874 元/吨，此后逐步反弹至元宵节（2 月 5 日）后先小幅回调后反弹至 5800 元/吨高位，涨幅 19%；3、2023 年 12 月中旬 PTA 再度回调至低位 5556 元/吨，随后逐步反弹，截止目前反弹高点 6000 元/吨附近，涨幅 8%左右。

综上 PTA 呈现一定程度的季节性特征：1、近三年 12 月中旬左右 PTA 回调打出低点，主要受旺季需求不及预期，以及提前反应聚酯春检带来累库压力；2、12 月中旬左右出低点后，市场逐步反应下游聚酯负荷季节性修复的行情。

图表 1: PTA 走势季节性



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

二. PTA 季节性典型特征的主要驱动因素

我们认为 PTA 季节性典型特征主要驱动因素包括以下几方面：1、首先成本端给予了一定驱动，2021 年、2022 年及 2023 年 12 月中旬前后原油都是先经历一波回调后企稳，成本驱动 PTA 先跌后涨，契合 PTA 季节性特征；2、近几年 PTA 新增产能投放已经被市场充分预期，而宏观政策及地缘政治引发原油大幅波动，芳烃调油也使得 PX 上下波动，成本端博弈及成本向终端传导情况成为市场交易的主要矛盾；3、因下游聚酯及纺织企业春节春检因素，装置负荷在春节前后存在明显变化，尤其织机开工，而 PTA 装置负荷相对稳定，切实发生累库与去库切换。总体在成本契合背景下，市场交易需求变化中的相对确定性机会，即终端季节性变化。

1. 成本波动契合 PTA 终端季节性变化节奏

回顾前期几次波动，成本端原油的波动契合 PTA 终端季节性特征。2021 年 11 月初原油反弹至高位 WTI 为 85 美元/桶附近，随后 2021 年 12 月上旬回调至低位 62 美元/桶附近，此后开启反弹，2022 年 2 月底 3 月初反弹至 100 美元/桶附近，涨幅 61%，这个过程因俄乌战争爆发驱动原油大幅上涨，总体成本涨幅较大，成本驱动 PTA 上涨；2022 年 6 月中旬后，美联储加息引发市场对衰退的忧虑，强美元压制 WTI 原油从高位 123 美元/桶回调至 70 美元/桶（2022 年 12 月 9 日），此后至 2023 年 3 月初 WTI 原油有所企稳围绕 70-80 美元/桶间震荡，成本企稳下，叠加国内疫情政策放开后，市场强化春节节后需求修复季节性变化预期，PTA 上涨强于成本；2023 年 9 月底 WTI 原油从高位 95 美元/桶开启回调，至 2023 年 12 月中旬回调至低点 67 美元/桶，此后油价逐步有所企稳。总体而言，近几年 12 月中旬 PTA 出现低点伴随着成本端原油回调至低位，PTA 企稳反弹也一定程度得益于成本企稳带来的支撑。

图表 2: PTA 与 WTI 原油走势



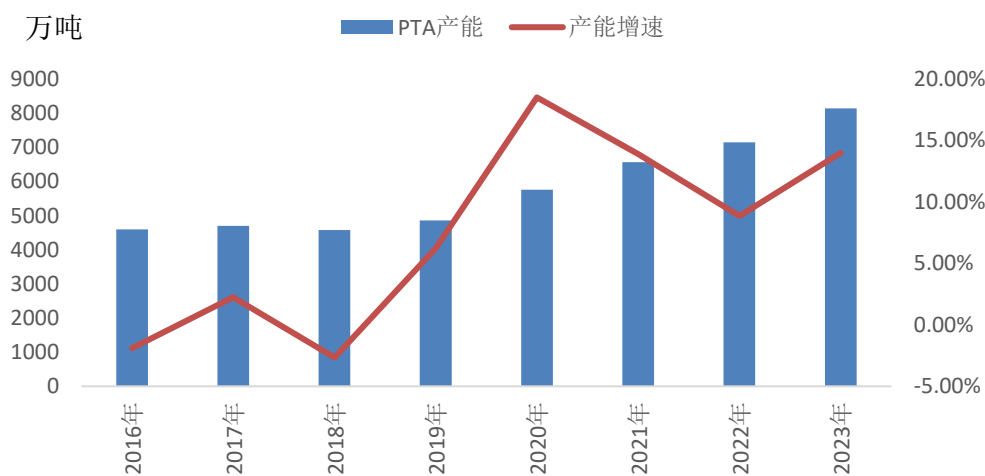
数据来源：博弈，兴证期货研究咨询部

2. 成本与需求博弈 市场交易成本向终端传导效果

PTA 新增产能带来供应压力已成为共识，市场博弈成本向终端传导情况，寻找需求相对确定性机会。2019 年以来 PTA 重新进入产能扩张周期，2019 年至 2023 年间平均产能增速 12%，产能从 2018 年 4578 万吨攀升至 8144 万吨，产能增加 3566 万吨。该阶段 PTA 新增产能基本为配套上下游以及 200 万吨以上的大型装置，大部分为有效新增产能，产能投放带来的供应压力已经被市场充分预期，市场博弈不强。近几年成本较强，而且波动较为剧烈，成本主导 PTA 行情波动，芳烃调油带来成本端 PX 的演绎成为市场博弈的焦点之一；此外，高成本向终端传导效果如何成为市场博弈的另一焦点，市场寻找需求不确定性中的相对确定性，终端季节性变化成为市场寻求需求端的相对确定性之一。

从成本博弈来看，前述已经阐述近年原油与 PTA 走势情况，这两年还有一个明显特征就是芳烃调油带来的行情演绎，近两年二季度都有一波驱动：1、2022 年驱动最为明显，2022 年二季度 PTA 从 4000 元/吨涨至 7700 元/吨，特别是后期的快速上涨，都缘于芳烃调油导致 PX 紧张 PX 价格大幅上涨，成本驱动 PTA 上涨；2、2023 年驱动有所减弱，2023 年二季度 PTA 从底部 5160 元/吨反弹至 6150 元/吨附近，芳烃调油逻辑驱动依然在，只是市场经历过一年洗礼后，提早应对，驱动力有所减弱。二季度 PTA 成本驱动明显，也存在需求端相对是旺季带来的支撑，即我们前述所说的需求相对确定性。

图表 3：PTA 产能及产量增速



数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 4：芳烃调油对 PTA 行情的影响

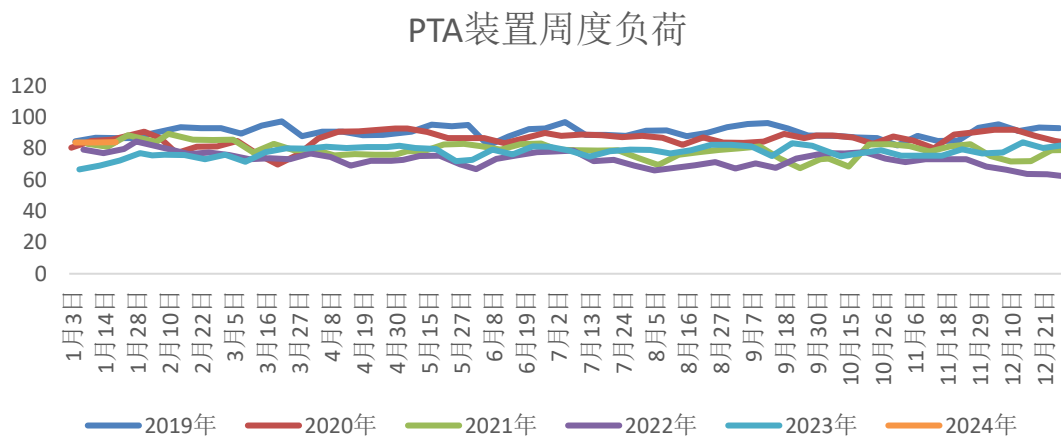


数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

3. 聚酯春检带来的需求季节性变化较明确

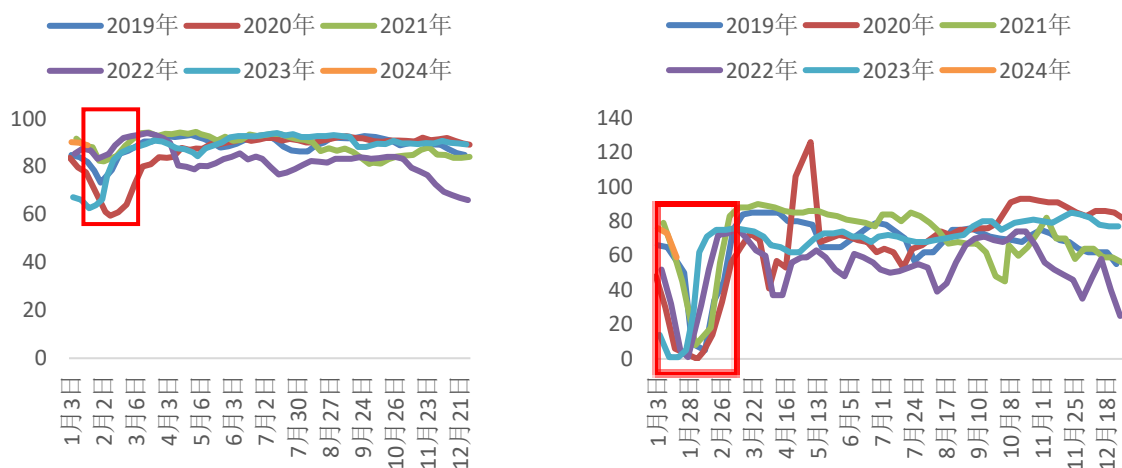
聚酯春检带来的需求季节性变化较为明确。聚酯在春节存在检修的传统，织机在春节基本处于放假状态，而 PTA 装置春节假期保持相对较高负荷，上下游存在错配，导致春节前及春节期间 PTA 大幅累库，而春节后随着聚酯开工负荷逐步回升，PTA 逐步去库。从聚酯负荷及江浙织机开工来看，春节前聚酯负荷及江浙织机开工逐步回落，聚酯负荷回落幅度较小以及每年幅度不一，2020 年受疫情影响负荷跌破 60%，幅度最大，江浙织机开工回落较为明显。因此，PTA 工厂与聚酯企业春节开工错配，导致春节累库以及春节后去库，每年 2 月底较 1 月库存低点存在较大的累库，只是幅度每年有所不同，2020 年受疫情影响累库近 150 万吨，累库幅度最大，通常存在大几十万的累库。春节前后 PTA 下游有比较明确的变化。

图表 5: PTA 装置负荷



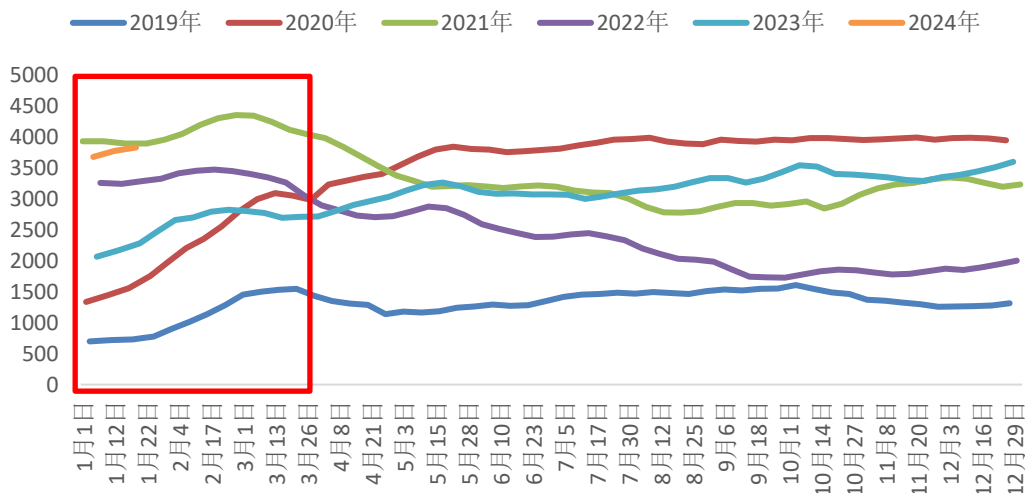
数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 6: 聚酯装置负荷及江浙织机开工



数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 7：PTA 社会库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研究咨询部

三. 总结

综上，近几年 PTA 呈现明显的季节性特征，主要表现在年末到次年一季度，12 月中旬左右 PTA 回调至低点，此后逐步修复反弹。PTA 回调，一方面缘于成本端原油回调配合，另一方面传统旺季需求不及预期，以及 12 月提前反应后期累库压力；PTA 企稳反弹，一方面成本端有所企稳，另一方面市场反应聚酯春检结束后需求修复带来的去库逻辑。PTA 反应季节性特征得益于成本端的契合，此外行情走势不是简单的跟随 PTA 累库与去库节奏波动，PTA 的走势要领先于 PTA 季节性累库与去库，春节节前下游备货也提前驱动 PTA 行情反弹，所以往往春节节前累库

下 PTA 却处于反弹走势。当下，PTA 行情如出一辙演绎，2023 年 12 月中旬 PTA 跌至低点 5556 元/吨一线，此后逐步修复反弹。本次 PTA 波动和之前呈现共性的季节性特征，预计反弹将持续。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。