

# 从PTA历史兴衰 看2019走势

陈淼

2018年11月30日星期五



- 一、回顾2018
- 二、从过去10年展望2019
- 三、PTA国际化

## 一、回顾2018

## 1.1 回顾2018

2018年PTA整体走势：上半年横向震荡，下半年大涨大跌。

2018年影响PTA价格的核心变量有3个，依次是：下游需求、原油、PX利润。

投资者关心的2个问题：7月份为什么涨？

9月之后为什么跌？



## 1.2 7月份为什么涨？

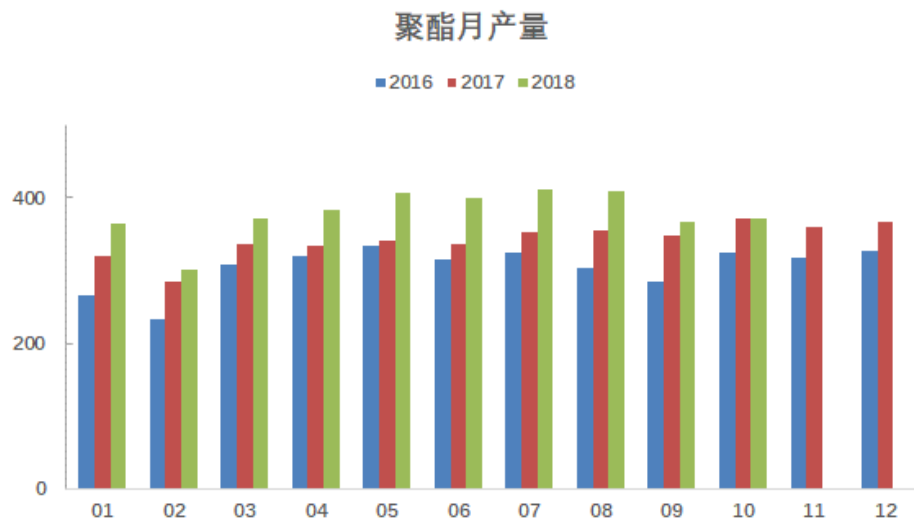
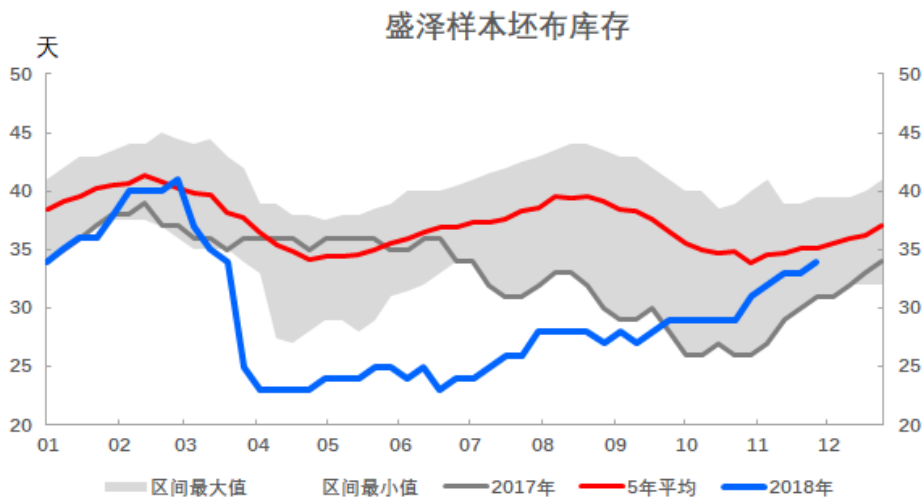
7月和8月大涨的原因：

- 1、贸易战预期导致下游订单提前，下游春季旺季和秋季旺季合二为一。
- 2、下游企业买涨不买跌的原料备货投机行为。

3月22日中美贸易战开始，坯布库存迅速下降。

多个指标显示：上半年下游需求明显好于过去几年，且超出市场预期。

聚酯产量1-8月同比增长14.5%。



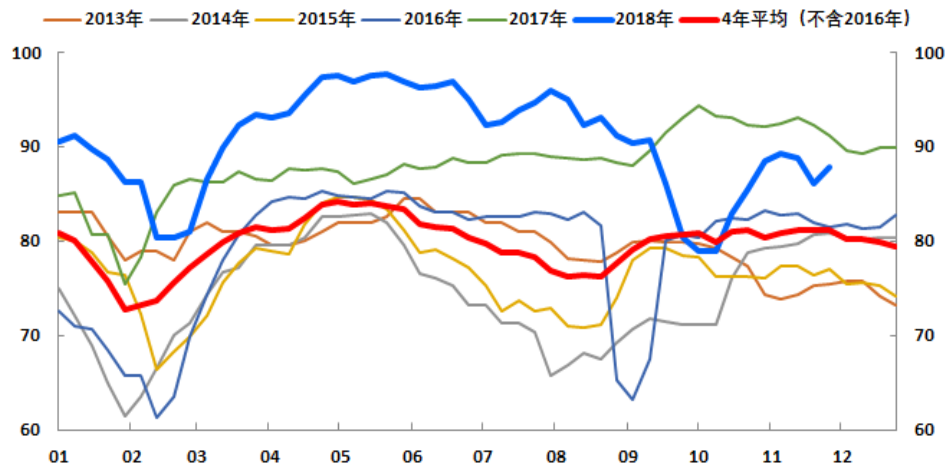
## 1.3 9月之后为什么下跌？

9月开始大跌的原因有2个：

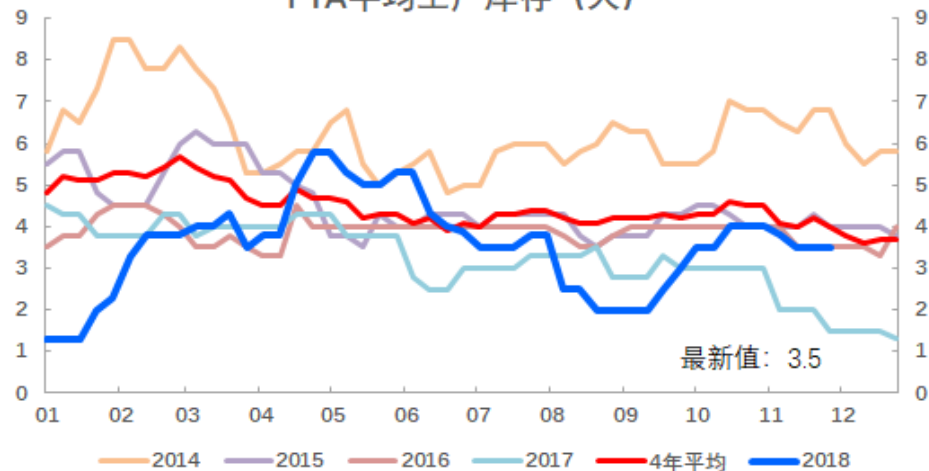
- 1、下游春季旺季结束，PTA转为供过于求；
- 2、10月之后原油下跌。

9月下游旺季结束，织造和聚酯开工率下降，PTA开工率上升，PTA库存上升。

聚酯开工率



PTA平均工厂库存 (天)

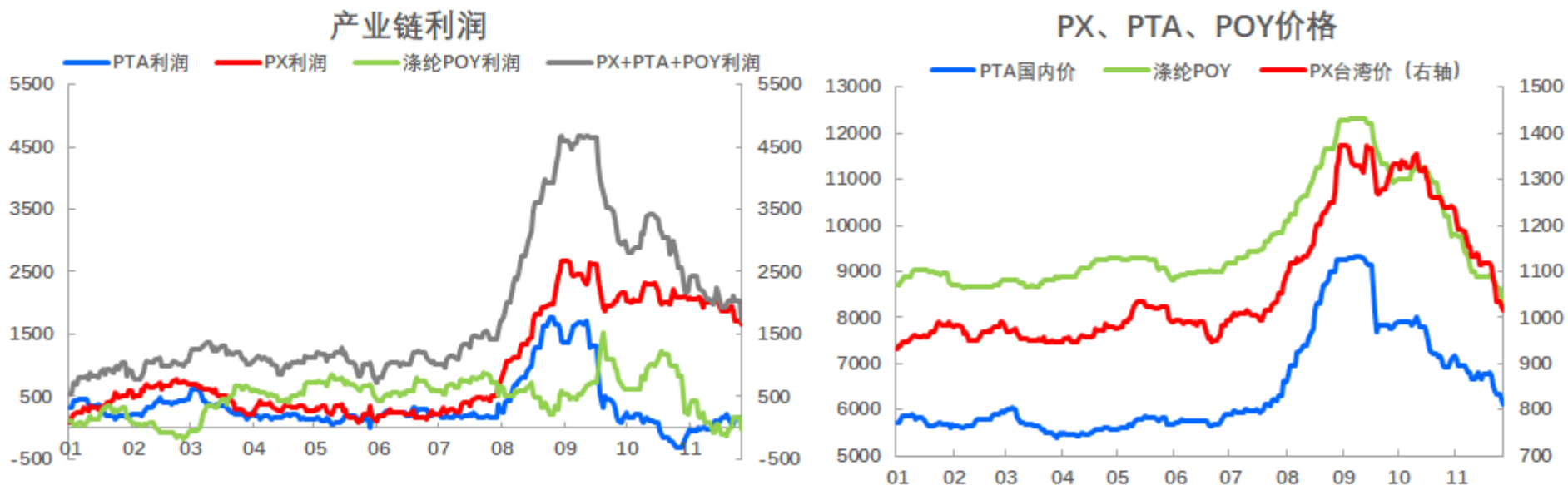


## 1.3 9月之后为什么下跌？

1809合约结束后，9月17日开始3天下跌1400元/吨。

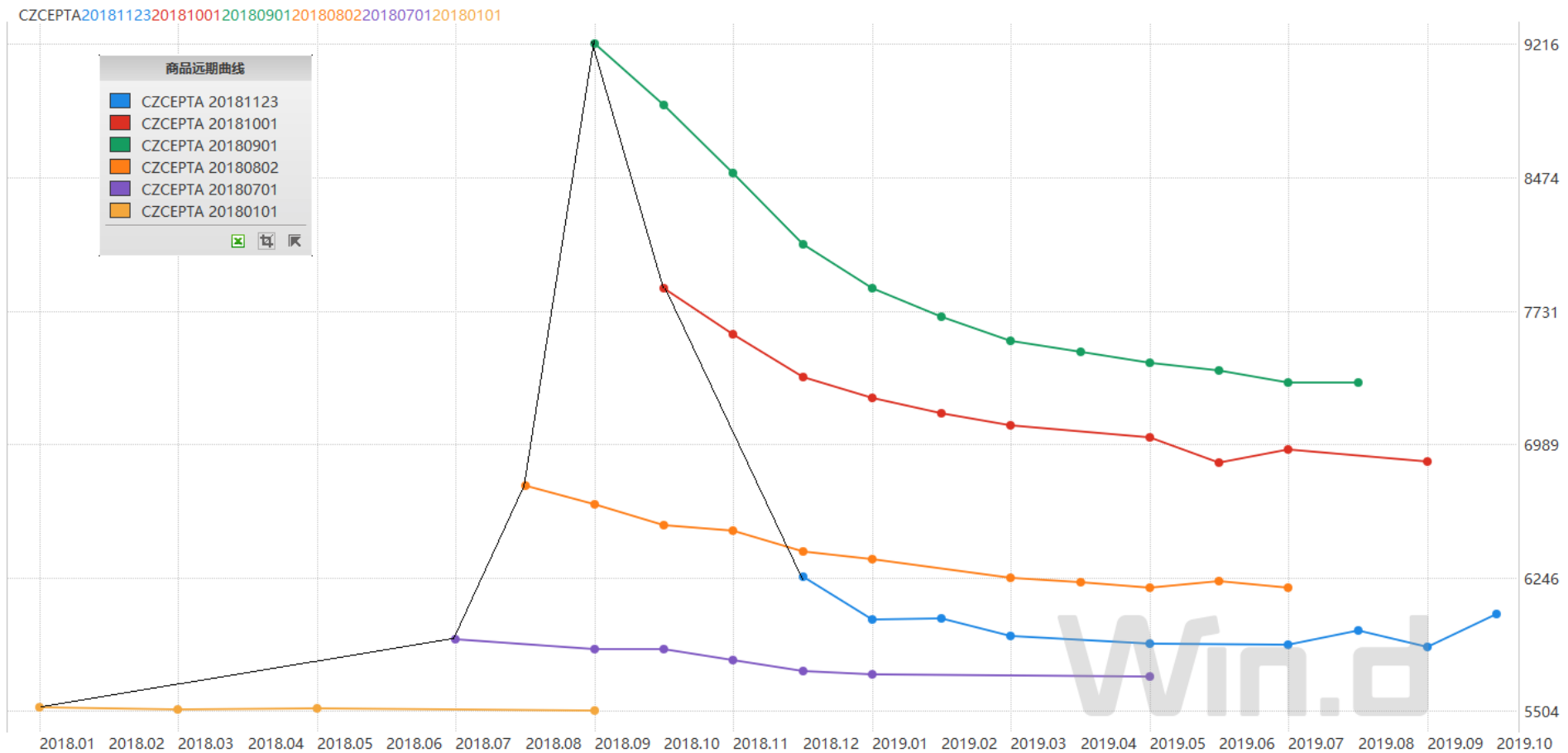
9月底，PTA平均利润已经降至零附近。

PTA价格是由成本决定。PTA成本看PX价格、原油价格和PX利润。



## 1.3 9月之后为什么下跌？

9月初，最远月合约期货贴水达到2300元，远期定价偏空。





## 1.4 未来2个月PTA走势

原油持续弱势，PX利润从11月23日开始压缩，下游需求一直较差春节前难有好转，PTA继续弱势。

12月份PX装置有324万吨重启。

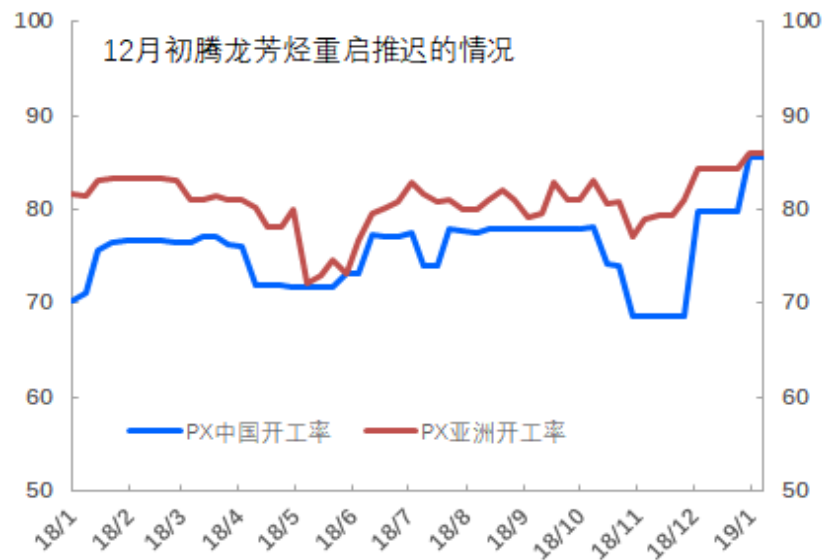
PX装置11、12月份检修情况

| 企业名称    | 产能  | 检修情况                    | 停车时间     | 重启时间   | 持续时间  |
|---------|-----|-------------------------|----------|--------|-------|
| 镇海炼化    | 75  | 10月18日-12月初检修。          | 10月18日   | 12月初   | 约45天  |
| 扬子石化    | 89  | 11月中旬一套重整检修<br>2周附近     | 11月中旬    | 11月底   | 约45天  |
| 福建炼化    | 85  | 10月31日停车检修，预<br>计50-60天 | 10月31日   | 12月30日 | 60天   |
| 腾龙芳烃    | 160 | 有试车，可能在12月逐<br>步重启      | 2015年4月初 | 12月初   | 3年8个月 |
| 中国合计    | 409 |                         |          |        |       |
| 韩国Lotte | 75  | 10月下旬开始停车检修<br>1个月附近    | 10月下旬    | 11月下旬  | 约30天  |
| 亚洲合计    | 484 |                         |          |        |       |

## 1.4 未来2个月PTA走势

12月PX开工率上升，PX利润仍有进一步下跌空间。

腾龙芳烃160万吨PX目前有试车，可能12月重启。



## 二、从过去10年展望2019

# 观点

2019年PTA预计全年震荡下行。

节奏方面，7月左右可能会有一波下游消费旺季带来的反弹行情，反弹结束会有一波下跌机会。下游秋季旺季大小取决于春季旺季大小。

2019年影响PTA价格的核心变量依次是：

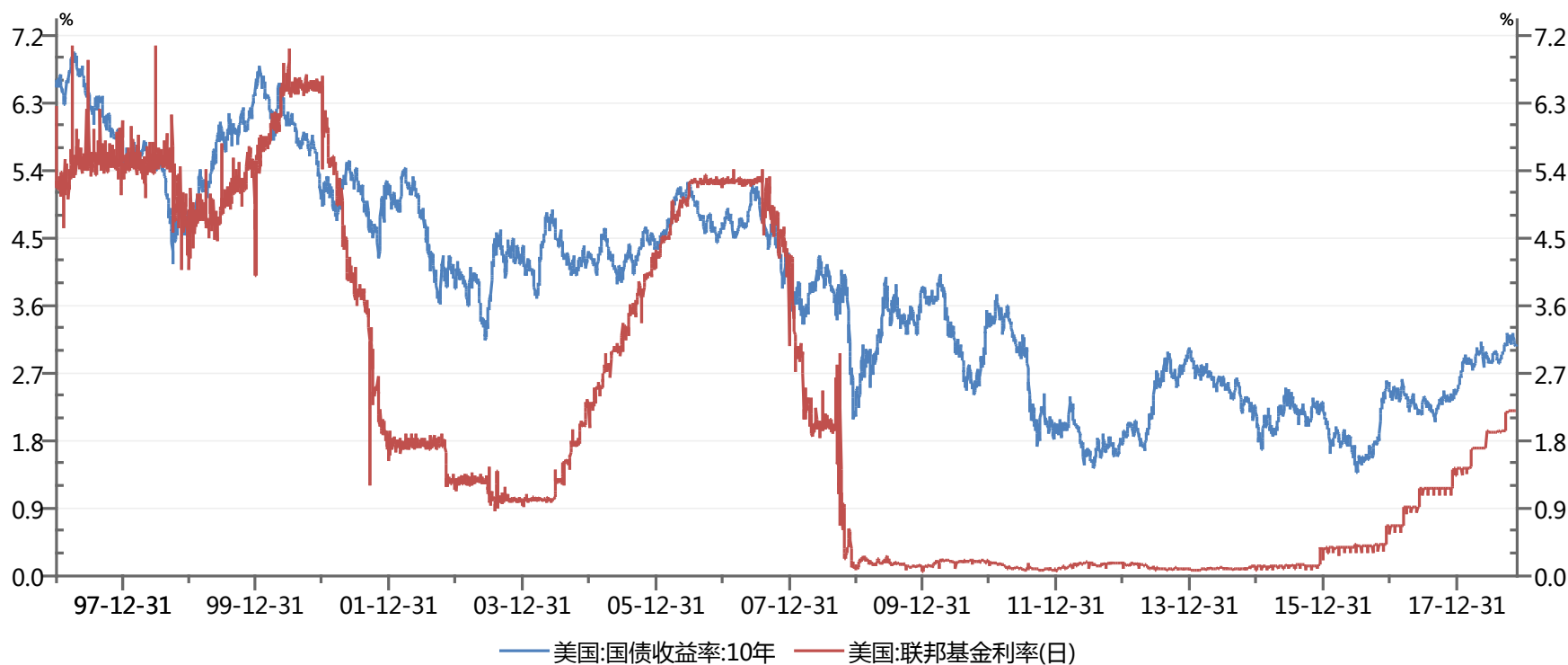
- 1、10年经济周期
- 2、产能周期
- 3、下游消费
- 4、原油

## 2.1 10年经济周期

经济周期存在10年规律，1987、1998、2008年均是一轮周期结束。

2015年以来全球货币紧缩，美联储多次加息，10年期美债收益率持续攀升。因此2019年面临一轮周期结束的风险。

美债10年期收益率持续上行



数据来源: Wind

## 2.1 10年经济周期

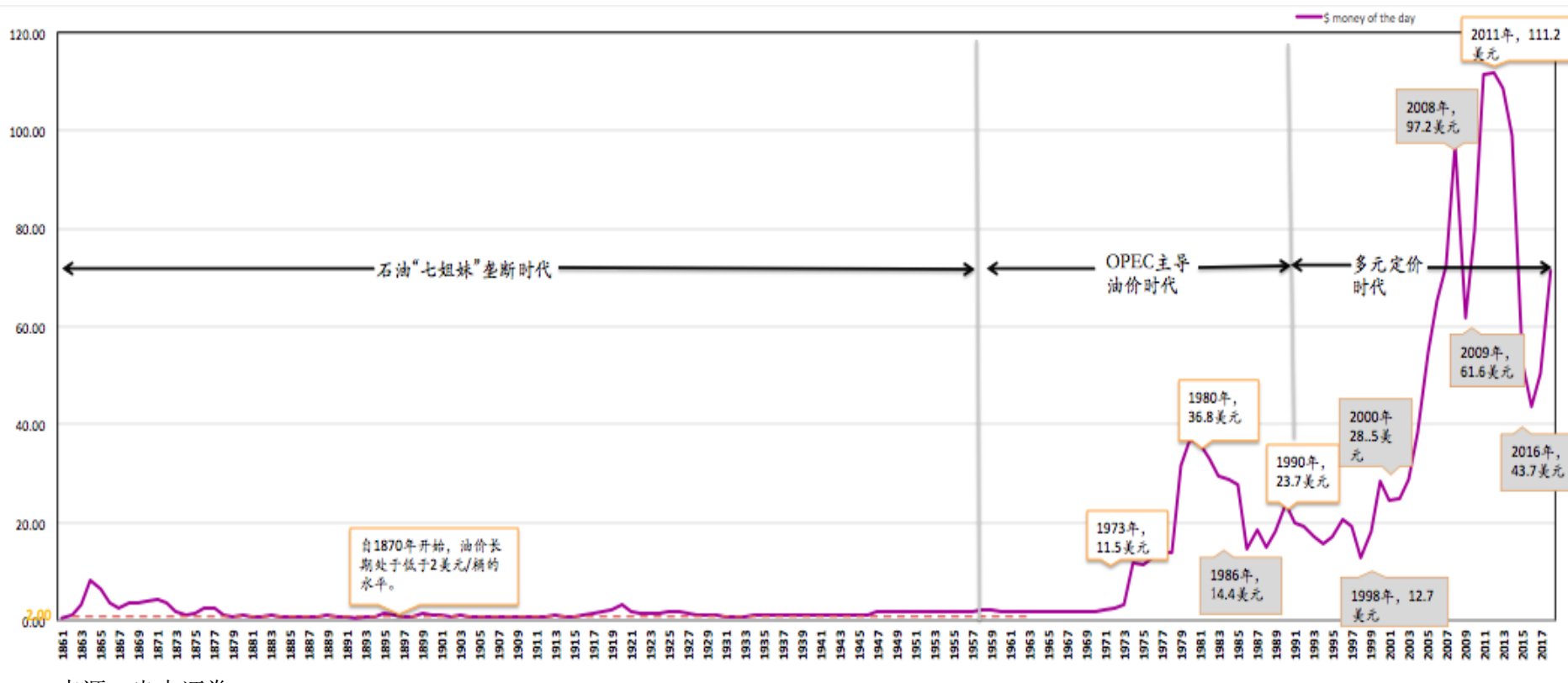
从近10年走势看，PTA和原油在同一时间到达周期顶部和底部。

PTA期货与布伦特原油近10年的相关系数为0.79，二者呈显著正相关。



## 2.1 10年经济周期

原油在近60年出现2次大周期，2016年以来的行情只是反弹行情。



来源：光大证券

## 2.1 10年经济周期

原油和铜，作为大宗商品的2个核心品种。近期都出现大幅下跌走势。



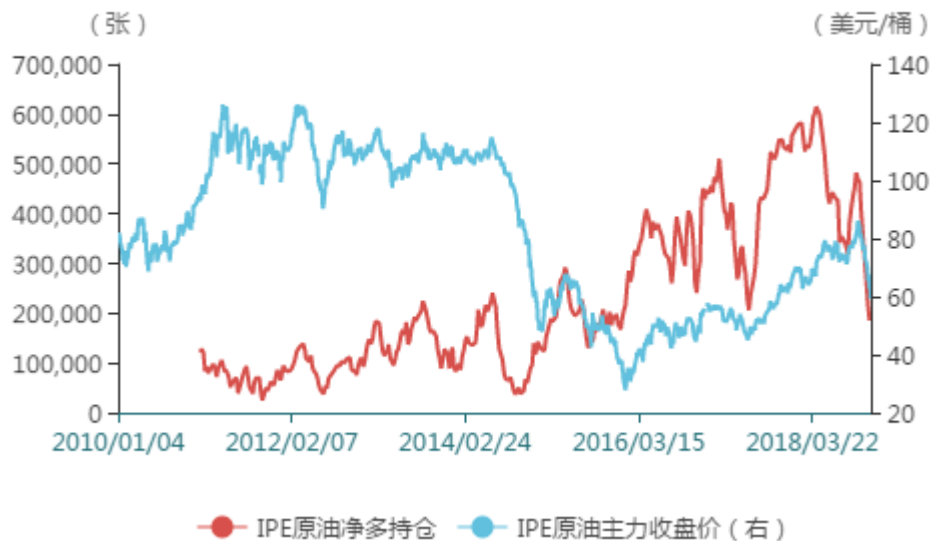


## 2.1 10年经济周期

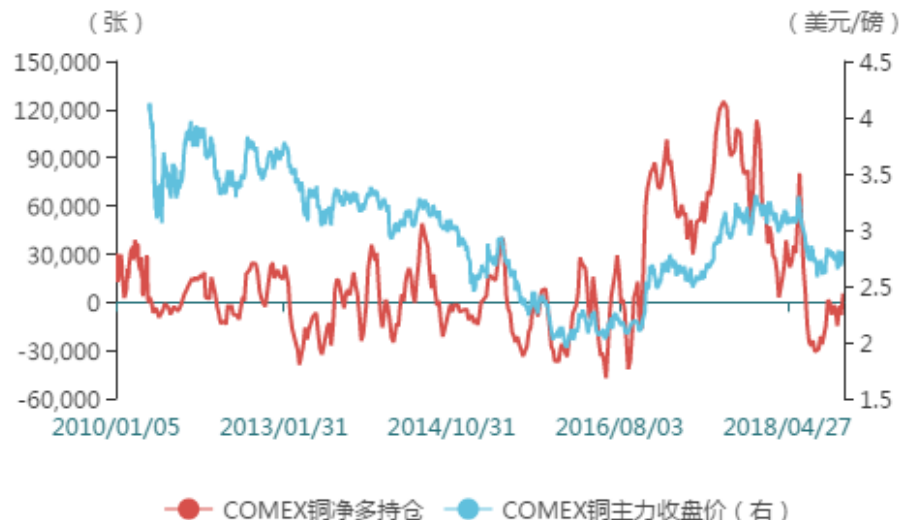
CFTC基金净多头，都在大幅减少。代表市场主流资金观点。

原油长周期，原油和铜近期大跌，CFTC持仓等因素，进一步说明2016年以来大宗商品只是反弹行情。

IPE原油价格与CFTC管理基金净持仓



COMEX铜价格与CFTC管理基金净持仓

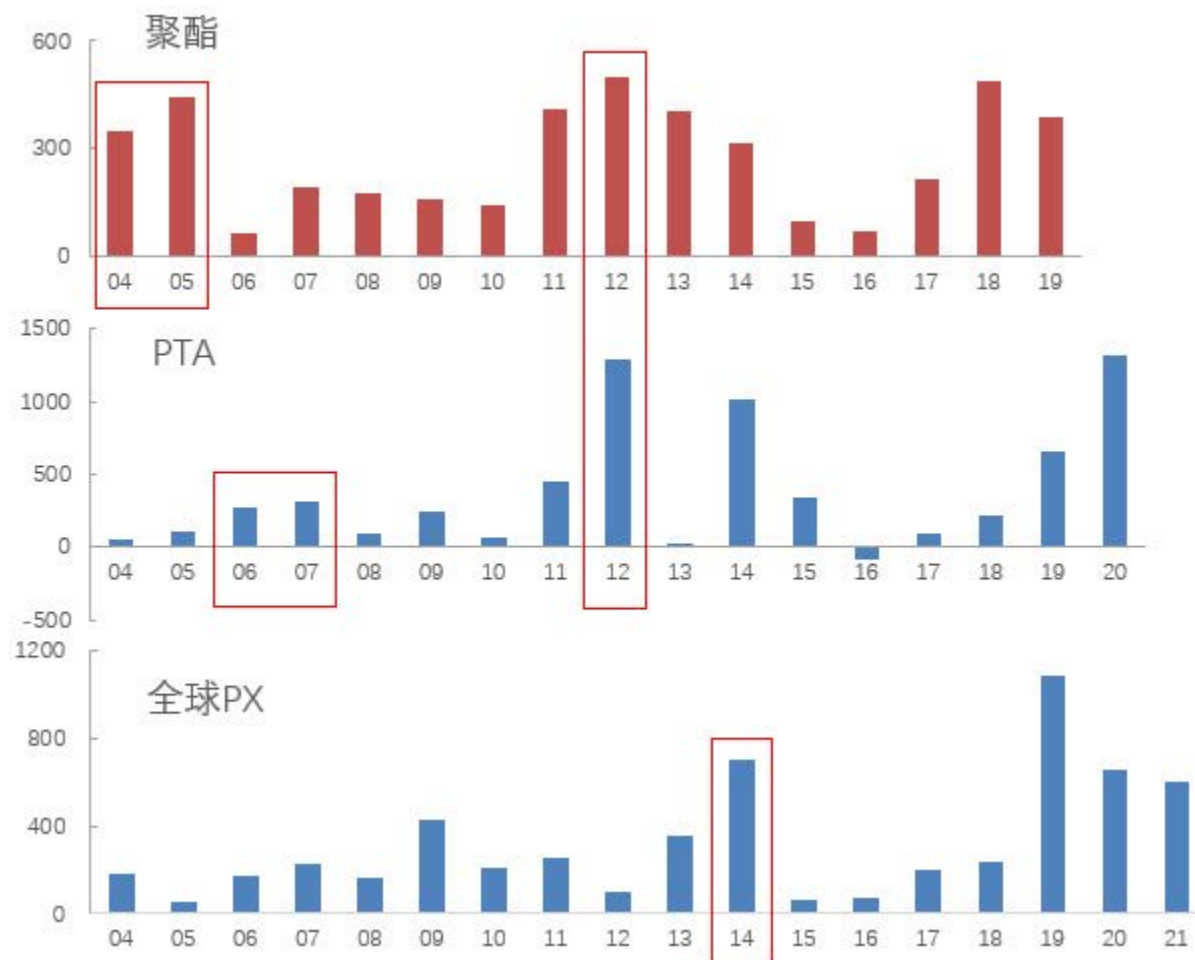


## 2.2 产能周期

10年经济周期影响PTA的成本和需求，产能周期影响供应。

2019年聚酯产能增速7.4%。2017和2018年聚酯产能利用率85%。

2019年聚酯需求增速预计5%-9%。

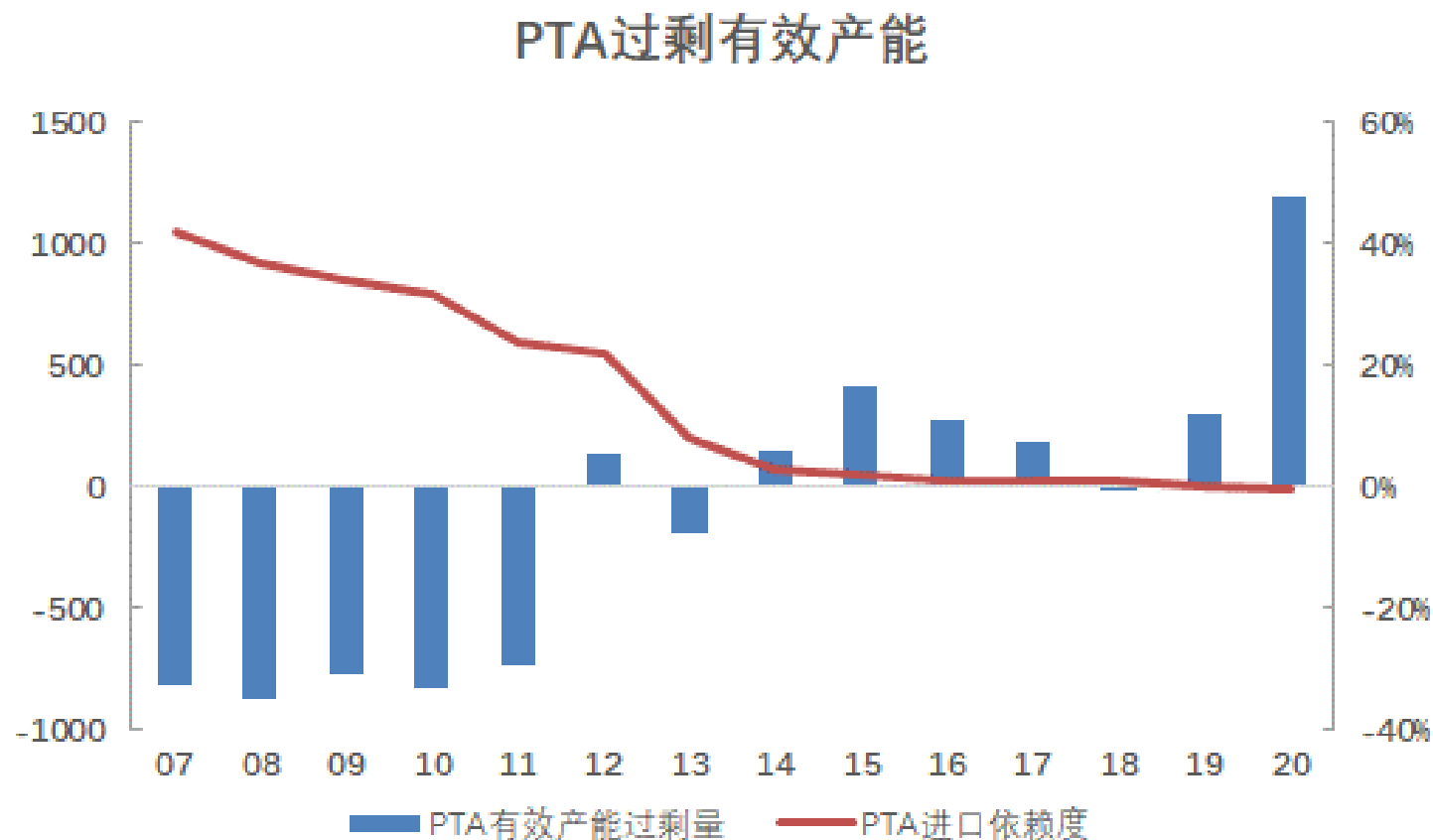


## 2.2 产能周期

2011—2013年，中国PTA产能爆发式增长，翔鹭、逸盛、恒力等相继扩产。

2017年，中国产能4703万吨，占全球产能的58%。中国PTA需求占全球的58%。

2018年，中国PTA产能4923万吨，有效产能4508万吨。2019年有效产能过剩305万吨。



## 2.2 产能周期

PTA产能从2019年下半年开始过剩。

2019-2020年国内PTA计划新增产能

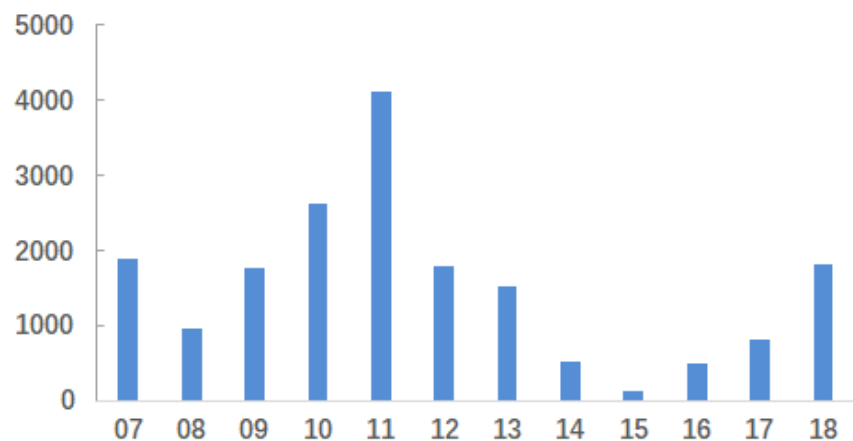
| 企业             | 新增产能（万吨/年） | 预计投产时间   |
|----------------|------------|----------|
| 新凤鸣一期          | 220        | 2019Q3   |
| 中泰化学           | 120        | 2019Q3   |
| 蓝山屯河（一期）       | 60         | 2019Q3   |
| 恒力石化PTA-4      | 250        | 2019Q4   |
| <b>2019年合计</b> | 650        |          |
| 恒力石化PTA-5      | 250        | 2020Q1   |
| 逸盛石化           | 330        | 2020Q1   |
| 福建百宏           | 250        | 2020Q2   |
| 宁波台化           | 150        | 2020Q4   |
| 佳龙石化           | 220        | 2020Q4   |
| 宝塔石化           | 120        | 2020Q4   |
| <b>2020年合计</b> | 1320       |          |
| 晟达石化           | 100        | 待定，建成未投产 |

## 2.2 产能周期

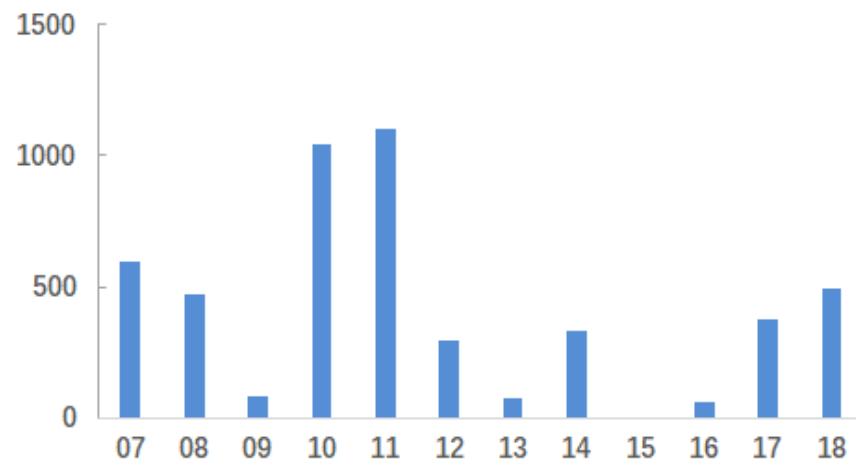
产能扩张源于产业链利润。

产能大幅扩张，会导致产业链利润压缩。

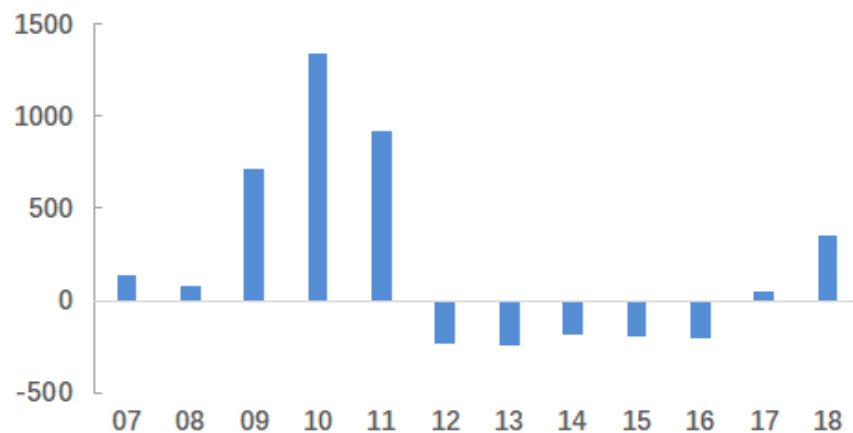
产业链利润



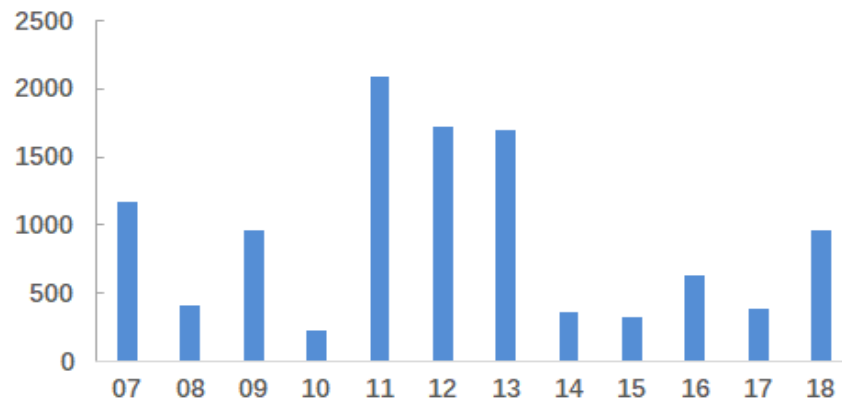
涤纶POY利润



PTA利润



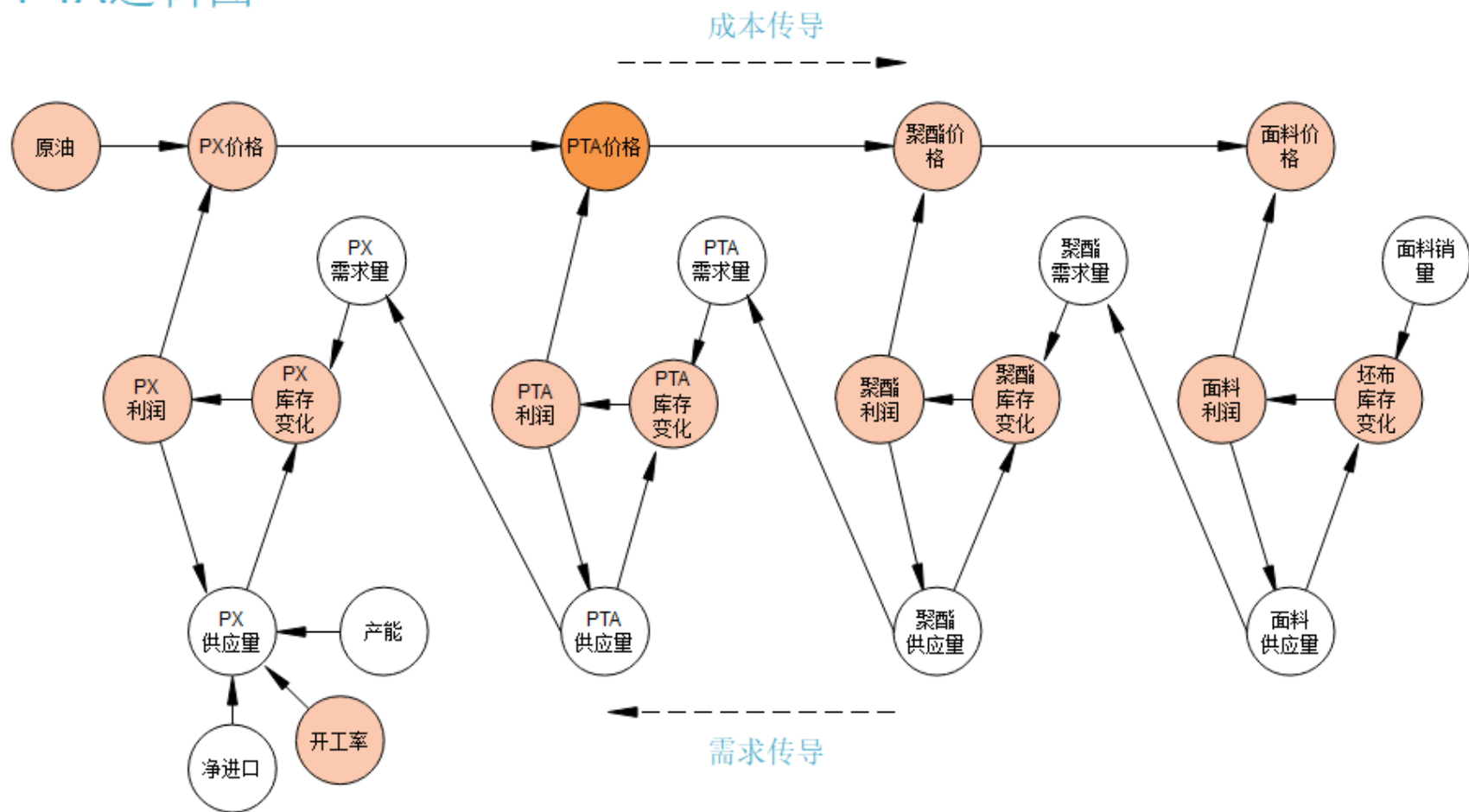
PX利润



## 2.3 下游消费

2019年下游春季旺季照常会出现，秋季旺季是否出现取决于春季旺季大小。

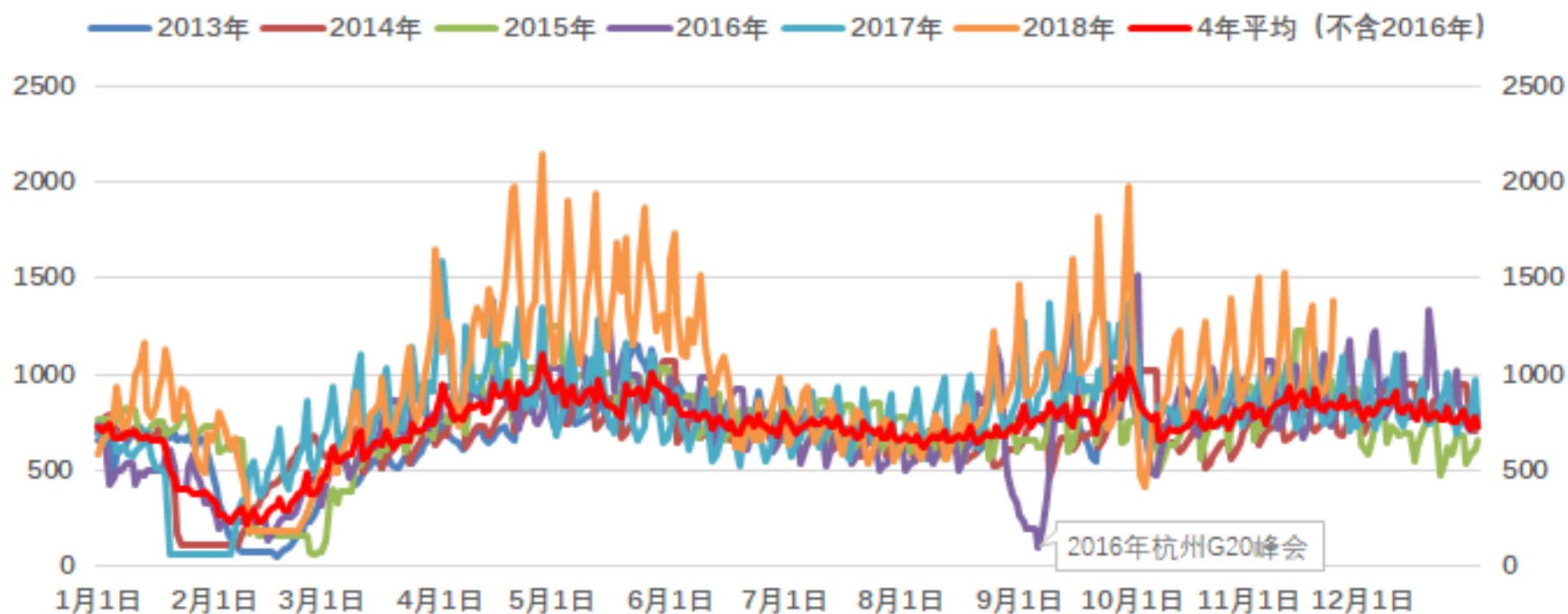
### PTA逻辑图



## 2.3 下游消费

终端面料销售有季节性，纺织品服装出口有季节性，导致聚酯和PTA环节的多个变量都有季节性。季节性规律越往上游传导越弱，因为库存起缓冲作用。如织造开工率，聚酯开工率，坯布库存，PTA库存。

中国轻纺城面料日成交量（万米/天）

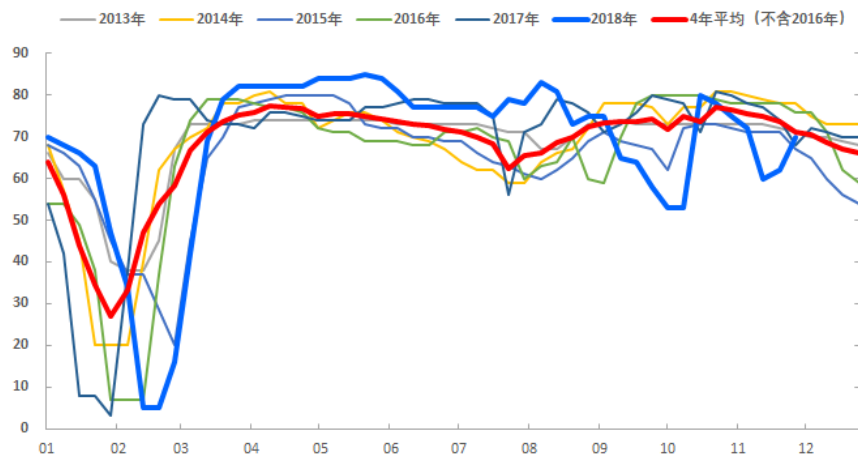


## 2.3 下游消费

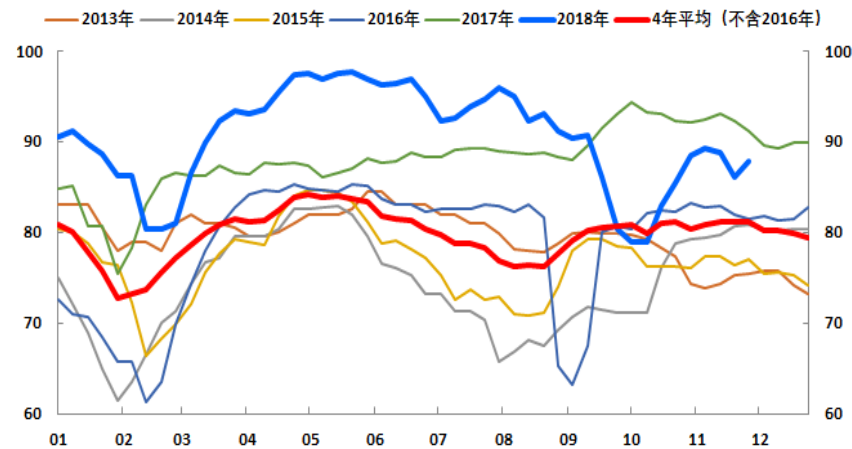
传导时间。从下游面料消费旺季到上游PTA行情启动，传导时间大概是2到3个月，这是由于库存的缓冲作用。

面料销售的春季旺季是在3-5月，秋季旺季在9-11月。所以PTA价格的季节性上涨集中在12月到1月，和7月左右。由于2018年下游秋季旺季消失，所以今年12月和1月PTA的上涨行情预计消失。下游消费是先行指标。

江浙织造开工率



聚酯开工率





## 2.3 下游消费

PTA主力合约价格有季节性。上涨的月份：7月，12月到1月。

下跌的月份：最明显的是9月。其次是3月至5月。

因此，2019年反弹节奏预计在7月左右。

PTA主力连续月涨跌幅

|      | 1月     | 2月     | 3月      | 4月     | 5月     | 6月     | 7月     | 8月     | 9月      | 10月    | 11月     | 12月    |      |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|------|
| 2018 | 2.69%  | 3.32%  | -6.70%  | 2.46%  | 1.28%  | 1.85%  | 8.29%  | 22.36% | -8.65%  | -4.57% | -13.65% |        | 2018 |
| 2017 | 3.86%  | -1.49% | -12.21% | -0.96% | -3.65% | 2.32%  | 6.55%  | 2.79%  | -4.24%  | 0.31%  | 4.18%   | -0.72% | 2017 |
| 2016 | -1.62% | 1.01%  | 6.35%   | 2.37%  | -7.18% | 6.88%  | -6.02% | 3.86%  | -1.42%  | 3.66%  | 5.22%   | 5.29%  | 2016 |
| 2015 | -2.34% | 7.17%  | -6.07%  | 13.91% | -6.88% | -4.03% | -7.49% | -0.36% | -1.61%  | -0.94% | -5.73%  | -0.89% | 2015 |
| 2014 | -5.95% | -5.91% | 1.98%   | -4.29% | 7.21%  | 12.73% | -0.19% | -8.84% | -8.32%  | -3.99% | -1.95%  | -5.97% | 2014 |
| 2013 | 1.03%  | -3.17% | -5.73%  | 1.41%  | 2.21%  | -1.66% | -0.28% | 1.01%  | -2.65%  | -3.29% | -0.80%  | -1.71% | 2013 |
| 2012 | 8.15%  | -0.29% | -4.99%  | -0.86% | -9.67% | -4.06% | 2.61%  | -1.76% | 1.91%   | 2.55%  | -1.33%  | 9.80%  | 2012 |
| 2011 | 11.29% | -1.61% | -8.48%  | -3.44% | -5.27% | -8.73% | 7.65%  | 4.27%  | -12.13% | -4.56% | -3.52%  | 1.99%  | 2011 |
| 2010 | -3.57% | 5.81%  | 2.37%   | -2.57% | -9.17% | -2.68% | 6.86%  | -0.65% | 5.76%   | 3.47%  | 5.24%   | 11.37% | 2010 |
| 2009 | 14.27% | -5.85% | 15.35%  | 9.26%  | -7.28% | 0.20%  | 13.38% | -8.33% | -10.26% | 10.90% | 5.36%   | 4.87%  | 2009 |
| 均值   | 2.78%  | -0.10% | -1.81%  | 1.73%  | -3.84% | 0.28%  | 3.14%  | 1.43%  | -4.16%  | 0.35%  | -0.70%  | 2.67%  | 均值   |

## 2.4 原油

2019年原油预计震荡下行。逻辑如下：

- 1、2019年或步入大宗商品下行周期。
- 2、原油CFTC基金净多头持仓大幅减少。
- 3、美国产量持续增加，市场份额越来越大。
- 4、OPEC减产及执行。OPEC在油价和市场份额间做权衡。OPEC的话语权在减弱。
- 5、制裁伊朗。制裁伊朗导致的供应减少量有限，且未来仍有变数。

# 总结

2019年影响PTA价格的核心变量：

- 1、2019面临一轮周期结束的风险；
- 2、PTA产能从2019年下半年开始过剩。
- 3、2019年下游春季旺季可期。
- 4、原油2019年预计震荡下行。

2019年PTA预计全年震荡下行。

节奏方面，7月左右可能会有一波反弹行情。

### 三、PTA国际化

PTA期货国际化的核心在于吸引境外企业和投资者参与，促使PTA期货成为全球聚酯产业定价基准。

与原油期货和铁矿石期货引入境外交易者区别：

- 1、PTA期货具有全球唯一性。
- 2、现货市场不同。中国PTA产能占全球58%，是全球最大生产国和消费国。

保值和定价权

聚酯企业：目前与我国PTA产业有业务往来的境外公司大都是聚酯工厂。

有利于境外贸易商参与套期保值。

有助于促进聚酯的出口贸易。

PX企业：PX的定价权目前是在国外的供应商。

随着国内PX产能2019年大幅扩张，PX定价权有望向国内转移。

PTA期货在PX进口贸易中的影响力会增强。