



PTA 会议纪要

2018 年 3 月

PTA

研发中心

孙伟

研究员，期货执业证书编号 F3033371

sunwei@dxqh.net

2018 年中国经济及商品市场策略-叶燕武

全球股市商品大幅下跌，资产价格的系统性下跌，研究宏观价值的体现。

最近这两三年，专注黑色的研究。寻找宏观的微观验证。体现在黑色产业链上。

供需平衡表，任何商品供需平衡表决定它的最主要矛盾，有时候是静态的平衡大环境发生变化时，产业觉知的比较晚。特别在国内，因为经济是政策经济。政策的变化其实远远超过产业的变化。所以基于供需平衡表，在 1 后面加 0。第一个 0 是基于经济增长，经济处于什么状态，因为国内的周期品价格的趋势和波动和整个投资的波动保持一致。经济处于什么状态，是宏观处于什么状态，也是商品定价的第二个核心变量。第三个货币信用，钱的问题，流动性的问题，资产价格商品价格，通胀预期。即使自身情况很好，需求很好，如果没钱，价格的波动区间会非常窄。所以大宗，一方面商品属性，另一方面金融属性。往往在形式好的时候涨的过头，跌的时候跌的过头，是流动性导致，水涨船高，水落石出，这是第二个 0。第三个 0，去年下半年开始大家担忧有没有通胀问题，通胀如果起来，显现商品的配置价值。过完年后适当被证伪了。

每个阶段，呈现的矛盾的尖锐性不一样。现在这个节点，对于市场，钱的问题是主导。

两个问题，一个观点。经济增长的持续性是怎么样的。进入 18 年，无论股票还是商品大家都乐观。因为全球的经济数据良好，大家对于全球的经济都抱有很高的预期。所以黑色还有其他商品贸易商都屯了大量的存活。过完年，不仅仅是黑色，还有有色，其实需求没有想象的那么好。预期差导致了大幅度的调整。

不同阶段矛盾的尖锐性不一样，目前钱的问题是主导。

预期差变化导致价格差的调整。流动性钱的问题，应该是市场的核心矛盾。二季度可能比一季度流动性更加紧张。去杠杆

1. 经济增长的持续性

2. 流动性与汇率问题

目前流动性问题

3. 周期商品内弱外强

内弱外强，内弱是黑色和有色，外强是原油。相对而言原油是国际定价，所以原油的表现会比黑色有色强。

时间的差异问题导致大的宏观的不确定性。因为不确定所以来的时候会触不及防。宏观的范围太大，太复杂。

宏观研究的根本是两只手，看不见的手是经济规律。西方，政府逆周期调控的有限性，所以经济危机有周期性。而国内是政治经济学，所以调控很强。

所以宏观研究是看得见的手，是政府的手。2016-2017，看得见的手就是结构调整，就是供给侧改革，18 年开始，比较明确，降杠杆，去库存，补短板。后三个而不是前两个。

现阶段，刚刚结束的两会，美国对我们的贸易战，刚刚中朝会面，这个问题是短期影响市场的因素，在这个事情发生的时候，商品股市暴跌。国内大家的反应，应对反映不足。这个变量可能是中期风险变量。

经济方面，08 到过去 10 年，全球经济温和增长，并没有强势上升，2017 年欧洲经济不错美国也不差，美国是消费结构 70%消费，支撑欧洲的是出口，归因于中国，出口拉动欧洲经济，欧元大幅度升值。

消费贡献已经超过投资，我们要成为消费性的国家是存在问题。要脱虚向实，美国因为美元是全球货币，全球为他买单，中国国内消费的是外汇储备，我们没有多少外汇可以消费，人民币都还没有走出去。讲消费扩内需，浪费的是这么多年积累的外汇储备。

2012 年开始-2017 年，实际 gdp 一直 6，几乎没有大的波动，但是我们的大宗价格翻天覆地，很重要的原因是，做大宗要关注名义 gdp 的变化， $\text{名义 gdp} = \text{实际 gdp} \times \text{价格}$ ，企业的盈利和商品的价格，其实都在变化，16-17 年名义增长很快，所以供给侧收缩的行业利润好的不得了。

第二产业才是 16-17 年名义 gdp 增长的最大贡献，第二产业是 gdp 增长的主因。

第二产业是工业部门和建筑业部门，建筑业是基建房地产相关的，工业部门指的是制造业，16-17 年还是靠投资的驱动带动的。还是传统经济的反弹，不是所谓的新经济的开始。那么 18 年我们的持续还是要回到传统。房地产，制造业和基建。最新数据，基建下滑、制造业增速小幅下滑。所以没有从制造业看到设备投资周期的开始。过去

16-17 年一方面是基建，另一方面是房地产投资的贡献，从供给侧角度的理解，去库存实际上是去房地产的库存，房地产卖的好了库存也去了。

目前，基建增速肯定往下，因为中央对融资，表外的包括 ppp 管控非常严。地方，基建投资预算相对年初都有 20% 左右的下滑。制造业往下走。

房地产，3.14，房地产数据超预期，盘中价格很大反弹，细分发现，土地购置费用比较高导致的，同比上升 46% 多。

从三大需求来看，边际需求减弱。而且今年过完春节，春节前后和不同行业接触。

1、黑色有色化工面临终端需求不足，产生了预期差。大家之前都对需求有很大预期，发现需求都不太好。

2、钱比大家想象的还紧张。特别是房企缺钱厉害。实业的融资情况怎么样，民营企业额度都在下降。

需求一直没起来，导致黑色产生非常强的修复，跌了 20%，从这角度理解国内的经济状态，名义上增长 2016-2017 超级反弹到尾声，18 年开始传统需求面临边际转弱的格局。尤其到 2 季度还会显现。4 月份如果需求还是不要预期，商品还会下跌。

1. 中美关系，中期的系统性风险变量

2. 原来的去产能已经过去，目前是去杠杆去成本，支撑 2018 年终端需求转弱。

第一个问题，经济转弱

第二个问题，3 月金融数据出来，害怕，钱的指标，钱的供给，m1-m2 的剪刀差，活钱，m1 全社会可用资金快速增长，国内决定需求的是钱，钱是领先指标，15 年 4 季度转正，16-17 经济反弹，剪刀差增速变负，全社会流动变差。m2 和社融都没有目标，2017 年之后，政府所有的工作标高，所有指标都超额完成，只有 m2 的指标没达标本来 12%，去年 8 都不到。因为 7 月金融会议开完，去杠杆压力非常高，央行资产负债表变化。货币当局，总资产，上方是水龙头放水，从流动性角度，15 年 4 季度开始，央行基础货币大幅上升救经济，表扩张的很厉害，2017 年 2 季度以后到今年，往下的态势很明显，说明央行在锁表，商业银行还在缩表。辩证

最近上海出了新规，非上海本地银行，都设立了同业部门。所有上海设立的部门都要回迁到总部。去杠杆的力度超乎想象。（所有非上海的银行金融机构）

第三个指标，社融

1，2 月社会融资累积负增长，代表人民币的贷款还可以，表外的信托被压制很厉害。金融去杠杆，大整顿。表外的项目对接的地方融资平台，房地产企业。

全社会流动性趋紧，紧张程度将进一步恶化，2 季度将更加明显。所有品种基本面再好，往上表现也是有限的。4，5 月份终端需求，有没有可能不及预期，这是个风险点。

汇率，15 年 818 汇改，16 年后的人民币大幅贬值，建立在 16 年的贬值，所以 2017 年的净出口，对经济出现超预期的正贡献。2017 年，人民币一路升值，2018 年出口怎么样。过去每次国内货币政策的调整都是根据美国，从 17 年金融会议开完，已经提前美国开始降杠杆，降杠杆的目的是为了防止风险爆发。美国接下来还有好几次加息。国内利率领先美国，美国加息，25bp，国内才加了 5bp，所以接下来美联储加息对我们的压力并不大。利差比较高，汇率方面，从市场角度抛开政策变化，压力并不大，人民币不会有很大的贬值压力。

原油刚上市，

ppi 周期品，方向和工业品走势一样。黑色已经被杀伤。接着可能会是有色。化工在周期品里面，相对黑色和有色偏强。2018 年原油从供需角度，库存去化，原油价格应该区间小幅抬升。

PTA 期货套利交易策略-吴文海

临近交割合约产业客户在合约非常活跃。主力合约成交量都在减少。流动性问题严重，价格跳跃式。双十一涨停到跌停，流动性问题。

套利，产品成熟了，投机很难了。单边趋势难度比较大。套利机会比较多。套利的本质是价差的不合理存在，如果市场价差很合理，那么没有套利机会。

不同市场，铜和原油。衍生品，现货不同月份合约还有期权。替代和上下游加工。

离开产业背景的套利，本身就有风险的。组合交易不同交易所。无风险套利的机会少

期限套利的核心是资金成本。

Px 盘面的虚拟加工费套利，原油上市跨品种套利。锚是现货，基差=现货-期货。

没必要把所有时间画上去，因为供给发生了变化了。过去价格变化 6000-8000。目前是 4000-6000。大周期底部震荡，研究 15 年以来的数据变化很重要。一直属于负基差，15 年 10 月，去年 12 月到 2 月。PTA 企业购买现货，导致推涨。价格发现功能，其实是基差从负到正和正到负，现货价格一直涨，期货贴水最高 200，随着市场走高，期货率先下来，现货挺了很久，期货马上下来。不光是 PTA 还有螺纹钢。期货领先现货见顶。现货一直上涨，期货不跟，十之八九期货已经率先见顶。在底部的时候是另一种基差变化。

传统套利，正向市场，买入低的现货，卖出高的期货合约。

反向市场今年 1，2 月份，卖出现货买入期货，需要持续的现货库存，有很强的现货能力。现货市场价格比较虚，有时候可能代表一个区域和某个时点的价格。不能完全反映整个市场。1803 合约是卖出交易的产业客户做的比较好的例子。产业客户运用期货非常成熟。

期货大于现货，负基差，正向市场。基差从走强到走弱的过程。负基差的绝对值不断缩小的过程。1 月底还是负基差，到 2 月已经是正的 200 点。5，9 合约为例，买近套远，买现货空期货。

期货小于现货，正基差，反向市场。基差从走强到走弱，这波 3 月份下跌很明显，不仅是 PTA 一个品种。这波 PTA 期货比现货跌的多，本身 PTA 现货比期货强，所以贴水。下跌基本反套，上涨走正套。

今年黑色领跌，去年黑色有色比较抗跌能化领跌，去年 2 月所有化工品从期货价格低变成期货价格高的过程，市场从一个反向市场到一个正向市场，现货价格跌的更多。

反向市场比较复杂，期货的现货价格一直很高。如果一个期货品种一直是正向市场，说明有了定价功能，价格发现。如果现货价格一直比期货价格高比如甲醇，期货没有定价权。现货价格高，比较难做。反向市场套利，也是基差从走强到走弱，现货升水不断缩小的过程，反套过程，基差走弱，现货升水走弱，期现正套，跨期正套，因为基差的变化方向和跨期月差的变化高度一致。一般套利，正向市场基差从走弱到走强，期货从升水变贴水，做正套最好，或者现货升水很小到越大，在甲醇上比较多。

如何判断基差，基差最核心的因素是库存，库存是供需关系最直接的反应那么库存的变化就会影响一个基差和一个月差的变化。

PTA 仓单的变化，16 年比较高，商品应该 2011 年以来的大底，所有商品普涨，PTA 还涨得比较少，但是 PTA 全年涨幅不小，一直升水，所以 PTA 现货商的套保压力非常大。仓单非常高，17 年下游聚酯非常高，去年 4-5 月开始处于高景气阶段，PTA 一直库存比较低，然后到 18 年，今年春节正常的累库存，目前库存上升，走了一波反套，库存走到 3 月底 4 月也差不多了，最晚 5 月也是去库存，今年聚酯表现特别好，比去年好。虽然宏观不好，但是 PTA 自身的供需都不差，总体库存水平低于去年，所以即使做反套今年远月的升水 5-9 也很难升到 -150，可能就是 -50-60。所以基差的核心就是库存同比的变化。今年整个化工品，从液体化工开始，库存都是创了几年的新高，尤其高利润引起，比如塑料，PVC，相比 PTA 更早比如 1 月份，开始走反套，现货明显承压涨不动。以前有观点期货升水，认为大家未来预期看好，但是我不太认为，这是相对强化的变化，期货升水恰恰说明现货太弱，现货强的时候都是现货升水，而不是期货升水，比如橡胶，去年期货最高升水比现货高 3000。现在压缩到 800，这波在其他商品在创几年新高，橡胶不断创新低，高升水的品种可以后市不断创新低，橡胶是非常典型的，高升水只能不断吸引套利，吸引更多仓单，现在橡胶仓单有 40 多万，交割库都放不下，标准仓单都没地方放，很多进口非标套利，去年 10 月份整个社会总库存已经 100 多万吨，现在有所下降。说明很多商品真的进入产能过剩的时代，一旦利润改善就有新的供给出来，大家保持警惕，不能过于乐观，这几年商品的反弹都是靠不断的货币宽松和放水来刺激需求，而不是正常的经济明显的复苏带动商品牛市，需求稳定的刚性增长。

跨期套利，期货近远月合约的套利，合约研究月差的变化，期现实研究基差的变化。期货合约，月差的变化不说正向市场或反向市场。而研究正向结构，PTA 活跃合约太少，期现曲线画出来很难看，期现合约价格一直比过去高，

那么就是一个升水，曲线向右上方倾斜，Contango 升水。如果期货下一个合约一直比前一个合约低，他就是一个贴水结构，back。近今年市场从 contango 到 back，再从 back 到 contango 变化非常快，几乎每年都交替，这提供了大量月间价格的套利机会。月差的变化和基差的变化完全一样，如果按现货用现货的近月替代。基差的套利和期货的月间也一样。所以现货企业不仅做基差，而且做月差套利。跨期套利有两种模式，正套，多近空远，反应现货市场库存下降，供不应求，牛市容易走正套，15 年以来，牛市必有正套行情。这在螺纹甲醇比较明显。反套一般是空近多远，一般反应现货库存增加，熊市走反套。现在有固定规律，每年的三月必有黑色的三月，所有工业品在三月必定是累库存的，需求没有启动，春节期货检修的不多，下游休息，所以库存是上来的，所以三月份，去年大家都对 PTA 相当看好，从 2009 年以来 PTA3 月份下跌的概率是 90%，结果两次是大涨，2009 和 2016 年，都有共同的背景，前一年四季度暴跌创了几年的新低，只是一个恢复性的反弹。所以其他年份都是下跌。很多工厂都是惯性思维，在期货上涨时，喜欢囤货，一定要改掉。年前上涨年后必跌，预期都在年前反应，淡季上涨必定透支旺季。最近几年都没见过淡旺季共涨的，可能在 08 年之前供不应求的时代。现在的时代都没出现过。所以套利也要关心季节性的规律，容易走反套行情，特别是现货容易下跌。跨期套利这是期货 1，5，9 每年都有一个正套和反套的机会，曲线向上走走正套，往下走走反套，而且正套现在期货市场基本 200 点到顶，正套价差基本见顶和 PTA 加工费到 1000 见顶差不多。基差见顶差不多 300，高 100 点，因为现在产能过剩的大背景下相对理性，出现不合理的情况都非常理性，持续的时间都不会特别长，要逆向思维。1，5，9 已经很成熟了。去年 10 月开始搞奇数月合约，其实是 PTA 的套利机会增加，以前只是 1，5，9 之间，现在 6 个合约之前都可以出现套利机会。去年第一次 3 月进行交割，3，5 特别明显。超过了 200 点，而且今年最厉害的是 3，9 在 2 月份前的套利。当时 1 月底，9 月比 3 月的升水下跌调整的时候，9 月比 3 月升水一度跌到 -40 点，之后一路上涨，3 月反套 9 月之后价格高了 400 点，这个套利相对做了两对正套。季节的规律，3 月反套行情。3，5 的正套，5，9 的正套。如果三月没有量是做不起来的，有量就可以做加强版的套利。多 3 空 9。尤其在现货强势的时候，这个获利空间相当巨大，这个套利价差相当于 PTA 下跌的价差幅度。

未来大家关注 7 月，1，5，9 价差套利机会。多 7 空 5，空 9。

多差帮忙观察品种处在顶部还是底部，不仅看一个品种，看同一个板块的不同品种，可靠性大大提高。近远月方向大部分都是一致的，不一致本身就有套利机会，但是方向一致的情况下，变动的强弱总是相反的，有差异，在某一阶段近月强的时候远月相对弱，近月弱的时候远月相对强，直接导致月差是负还是正，因为近远月的定价原理不一样，近月更多反映当下的供需，更多受现货的影响。那么远期合约对当下供需的反应可能只有 50%，更多反应对未来预期以及整个市场宏观情绪。所以远月合约的变化更加频繁更加灵敏，近月的变化有一定的滞后性，所以当行情上涨进入顶部阶段的时候注意观察远月的升水变化，肯定会有异常。近月越是涨得异常，远月的升水，尤其是一个正向市场，远月的升水不断缩小。

如果是反向市场，远月价格一低，这个阶段他的远月贴水越来越大，像螺纹钢见底，5 月 10 月月差的变化，10 月的贴水越来越大，等贴水不再缩小的时候，近月见顶了。这是顶部的时候的规律。

那么底部，现在已经跌了一个月，进入底部阶段，远月合约的升水，pta 下跌，5 月先升水变贴水，9 月升水扩大，接着 5 月重新走强，5 月变正的月差，市场进入底部阶段但是没见底，但是从月差，5 月相对 9 月抗跌，整个市场进入重要的底部阶段。假如说远月本来就是贴水，那么贴水会越来越小直到不再缩小的时候，基本市场真正见底。可以观察 PVC 甲醇的情况。3 月比较强的时候，可以不用急着卖空，可以空到 5 月，等临近交割把 5 月的空单移到 3 月。有价差收益，因为一开始就套在 3 月，3 月越来越强，动弹不得。

月差变化，期货近月和远月合约价格在相对强弱总是相反的。

当行情上涨进入重要顶部阶段时，多数情况下远月合约价格升水不断缩小（或者贴水不断扩大）

当行情下跌进入重要底部阶段时，多数情况下远月合约价格升水不断扩大（或者贴水不断缩小）

PX 纸货和 PTA 期货盘面虚拟加工费的套利，该套利策略主要是具有 PTA 生产企业背景做 PX 纸货与 PTA 期货盘面虚拟加工费的套利。做空 PTA 期货盘面加工费，当 PTA 期货盘面加工费达到区间高位买入新加坡市场 PX 纸货，卖出 PTA。加工费回落到区间低位时卖出 PX 纸货买入 PTA 期货平仓，套利结果。

做多 PTA 期货盘面加工费，当 PTA 期货盘面加工费达到区间低位时买入 PTA 期货，卖出 PX 远期船货，工厂配合减产。PTA 期货后市上涨平仓了结，后市下跌持有到期交割，补充减产造成的产量损失。

跨品种套利，原油和 PTA 套利，因为原油和 PTA 的相关性比较高，以前 PX 比较强势，现在 PX 也比较宽松了，未来 PX 成本推动 PTA 上涨越来越不明显了。按照 rmb 原油和 PTA 价差在 3000 元。目前原油波动比较大，涨跌停板设置比较小，有点像当年的铁矿石，容易涨跌停，不太适合，等原油期货交割几次后再参与。按照比例关系，24 手 PTA：1 手原油。3000 以下可以考虑多 PTA 空原油，3500 以上考虑空 PTA 加工费。

后市套利机会，1.23-2.26PTA 近远月 5-9 合约走出 234 点正套行情，3.5-3.28 走出 248 点的反套行情。套利行情不输于单边趋势。

PTA 后市跨期套利机会展望，目前可在 PTA7-9 负价，布局多 PTA1807 合约空 PTA1809 合约的正向跨期套利策略。

或者进行空 PTA1805 多 PTA1807 合约空 PTA1809 的蝶式的套利策略。

因为，上半年 PTA 和聚酯环节高库存总体抑制价格反弹，同时刚需和成本支撑，PTA5500 关口下方杀跌空间不大，存在较强支撑。4-5 月通过 PTA 装置检修去库存，6-7 月份价格低位有望刺激 9 月旺季来临前的补库存需求，推动价格反弹，PTA 现货和近月合约价格有望再次走强。1807 合约最受益，9 月合约面临仓单集中注销压力，中期承担。春节后仓单数量持续攀升，1805 合约受制于库存压力和资金流出换月，在 5 月交割前难有太强势的表现。

PTA 圆桌讨论

弘则王沛

春节到现在，16-17，整个中国，全球都在复苏，背景在全球经济在 16 年走了两年复苏。从 16-17 年商品价格上涨的过程，很多人归因为供给侧的改革，国内补库的周期。实际上另一背景是整个全球的经济从 16 年走了两年的复苏，这种复苏的周期持续的时间非常长，在历史上 10 多年有连续两年持续的复苏周期相对来说都比较罕见，我个人认为从 18 年来看整个全球的复苏周期已经结束了，或者要走接近 1 年的经济放缓周期，这个是决定整个商品大方向的背景，为什么这么判断，这个时间点去看全球的经济数据，其实好像还不弱，为什么觉得复苏周期结束，归结于全球的低利率环境，实际上美国的加息周期从 15 年开始启，但是刚开始的 1 年半时间，美国的短端利率没有带动全球的短端利率进入加息周期，美国的加息周期相比全球提前 3 个季度或者 1 年，所以从 15 年到 16 年这一年半时间，美国的短端利率在不断抬升，但是看全球平均的短端利率在下降，所以 16-17 年全球的利率环境是处在非常宽松的环境，而这种低利率环境在历史上往往会对经济产生刺激作用，而且持续的时间往往在 1 年到 1 年半，所以对应在 16-17 年全球经济都处于共振性的复苏，但是在这个时点上 17 年的下半年，全球的短端利率终于上去包括中国欧洲和新兴国家，全球的平均利率也开始向上，进入加息周期，那么根据 1 年到 1 年的周期对应，从 18 年开始全球经济复苏的周期告一段落，他很有可能进入放缓的周期，而且放缓的时间相对可能长一点，因为如果仅仅放眼国内讨论的东西比较纠结，从春节开始觉得国内实体经济资金比较紧导致下游需求复苏比我们预期的低，第二方面大家谈的从春节过后农民工返城，相对来说返城时间比较晚，造成春节期间积累的高的显性库存没有快速在节后去化，这一点引发前段时间所有大宗商品黑色和化工品价格的下跌，如果纠结这几点，那么资金面可能比之前 3 月份有所好转，所以往往 3 月份季末加上春节后资金是最紧的时刻。所以 4 月比 3 月份会好点。同时整个需求，如果从宏观上看衰，但是需求的下滑的速度有点偏慢，同时在下需求起来，同样 4 月份会比 3 月份有所好转，单纯这两个逻辑。所有的商品在经历了整个大幅的调整后，是不是重新进入了反弹或者是反转的窗口。如果基于国内比较微观的经济，可能得出这个结论。但是从国际更大的经济，18 年全球都在放缓的周期，那么 18 年即使在 4 月-5 月，因为季节性的原因，暂时资金面出现的宽松带来的商品的反弹，那么它的反弹就不会很强。这样从交易上，和资产结构上都放缓，对应的是整个债券的价格在底部阶段，无论是中国还是美国，背后另外一个可能性，美联储的加息节奏还比大家预期的低。美国利率不仅表征美国的经济，更表征全球的经济走势，美国从 12 年开始到现在，还是比较持续，相对中国去杠杆完成的比较早。低利率的经济结束之后，美国以外的经济可能出现拐点。从这个角度，全球经济处于放缓，债券价格处于中周期价格底部区间。总的商品价格，至少在上半年，宏观对商品价格不利，4 季度可能会好转。从宏观的角度，大家可能觉得商品价格是前高后期。但是我更

多倾向于前低后高。很多人看空房地产，限购限贷的政策，未来房地产会不会放松，从大面不会。贸易战，本身可能打不起来，金融市场风险偏好过低，可能造成波动过大比较脆弱，而某段时间金融市场风险偏好比较高，那么可能会忘记这些负面因素。非常典型的是 11 年和 13 年的，欧债，是中期的影响，但在那段时间，风险偏好比较低，市场会放大这些风险。但是在短期金融数据比较好的时候，金融市场好像会忘了这回事。

友山基金周小康

今年整体的原油评价，今年上半年波动性角度比去年下半年大，比同年小。2016 年之后，抄底资金认为原油价格可能是机会，同时市场主流标的需要股票增厚收益，在去年不断上升，弱化美元做多通货膨胀。今年意外因素，地缘政治，原油供给的意外减少很可能对于油价产生剧烈影响。目前来看影响大于库存。美油的供需目前影响最大的是不稳定的进出口。在现在市场格局下，实际上 2016 年 opec 减产，市场当时不相信，目前仍然担心某些国家的影响不能继续，但是 opec 有意愿去维持，目前油价的上升是由于库存从高位下了 2/3，但没有下到更低水平使油价大幅上升，在过去两年油价处于高库存，需要持续的去库存，来抵消美国页岩油的增长，让油价上涨。Opec 采取的是联合限产，在这些国家中坚定执行的是沙特，还有一些不可抗因素地缘政治因素影响，在这种情况下首先影响的是布伦特，布伦特从去年上半年从升水到下半年 back 不断扩大，到了去年 12 月，拉成交大的 back。但是这种情况在今年 1 月份发生了比较大的变化，首先在经历了 12 月到 1 月，对原油影响贡献最大的不是库存，贡献最大的是美元，弱势美元大幅推升油价。同时上升过程美元的大幅波动和大类资产的波动对油价产生影响。宏观因素占主导。

去年的需求，印度低于预期，但是 150 万桶消费的增长，欧洲超预期的好，中国的供给侧改革为全球带来了大量的需求。当全球比较强调美国复苏，从前年到去年柴油转强。供应的损失支撑了布伦特，利比亚等地的不稳定提供了近端的支撑。

这轮原油价格的上涨，欧洲最先感受到压力。今天的油价向上 70 美元压力比较大，向下这个位置是否会对美国的页岩油产生足够的弹性。经过过去 3 年时间，页岩油的反应，页岩油弹性不如预期好，向上向下都有钝化，向下体现在，之前是成本有比较明显的下降，当油价下降时，可以支付比较少的即期成本来兑现这些产量，除非油价出现新的大幅下跌。

页岩油随油价上升会不会出现灾难性后果，美国无风险利率上升，美国的信用债比较高，随着整个市场信用溢价的上升，这些企业需要更高的成本融资，意味着不得不去考虑债权人和股东的双重利益。如何考虑，更加稳定的资产负债表，保持稳定的现金流去付息，同时对股东去回馈。这意味着油价上升，美国页岩油的产量也不能无节制的上升。

在目前的市场中，需要把库存打回到远月，消费目前有比较高的增速，但是未来的增速可能在 1% 或以内。未来需求很难成为推动原油的因素。只能靠低迷的投资压缩产量。在油价不算高的情况下，主要的资产还在页岩油区块上。随着页岩油低成本的区块上的消耗，未来有可能会推升新的页岩油的边际成本，加上财务成本的提升，有可能成为新的支撑点。

当国内的化工品受到自身库存周期的影响，而他的库存可能短期和原油波动背离。原油对于国内化工品的推动是下降的。

永安期货王金

15 年认为经济处于复苏，16 年可能趋势性机会，商品的贡献比较高，17 年高位震荡，交易难度在增加，17 年股票表现趋势更好。现在高价格对基本面比较大的影响，黑色特别明显，恢复在起来，库存表现在积累。过高价格对商品抑制作用比较明显，反应在股票上是风险溢价。商品和股票来看，高价格的压力比较明显。需求走弱，基本面开始反应。17 年宏观数据年中表现出现，当时库存偏低。上半年，去库存压力导致商品价格承压。18 年整年，倾向震荡走低，整体需求还在，但是走弱。商品价格分化需要关注，板块内部价格比差，需要关注，基本面需要关注，极端比价可能比单边机会更大。

能化相对其他品种会更强，主要原因原油支撑整个平台。具体到内部分化，芳烃/烯烃比价经过几年的走弱，17 年应该看到明显见底，从 18 年角度，比价回归。PTA 行业 17 年随着整个居民收入提升，服装下游的消费增速比较

高。18 年很有可能持续，聚酯的消费能维持，那么 PTA 整个平衡的产能需要提升，需要一个高加工费。烯烃的角度，持续多年的高利润，产能投放的速度在持续，去年在 pe 上表现比较明显。这两年线性进口的外盘对国内的影响越来越大，从基差上来看，17 年明显的基差比前几年弱。这个点，18 年还会持续，芳烃和烯烃比价的关系可能修复，但也不会很强。震荡走高的概率偏大。

逸盛许总

作为生产企业从两个方面来说：大环境判断和生产加工费高低

1、PTA 产业来看，下降通道到行业景气周期，14 开始单位效益下降，压缩了很多新建装置积极性。

聚酯复苏要提前一年，景气周期先于 PTA，聚酯扩产先于 PTA，导致聚酯投产较 PTA 多。18、19 年 PTA 会产生相对紧平衡，而从库存来说，从高位 100 多到低位 50 多，至于当前库存是可控的。PTA 金融化程度提高，现货强于近月期货，近月强于远月。套利更为复杂化。

2、单位加工费提高，800 以上，今年到 1200、1300，平均 900 以上的加工费

对二季度的看法：今年较往年好，下游已经开始启动，短纤、瓶片单位利润好，库存可控，长丝产销也好转，良性传导下，还是比较有信心。装置集中检修，新装置投产-就装置检修，出现剪刀差。2-3 天社会库存对价格有冲击。大小周期来看产业都比较看好。

最后是成本、环保、产业集中化的影响。成本：上升很明显，不能归于某个因素，是国家供给侧改革希望和引导的结果。环保：查的很严，越到下游越明显，但对聚酯有积极性长期影响：短纤效益好，废瓶片、废塑料的控制，印染控制的正面作用：长丝火爆，淘汰落后产能。产业集中化：明显提升：大厂一体化，中型自用配套，小型代加工，尤其是长丝行业，PTA 的这个现象也会越来越明显，协调供需，协调资金流转问题。

鸿凯投资杨冬

2018 年来看，投资越来越难做，春节前预期很乐观，但春节后高库存，去杠杆等影响，压力比较大。

聚酯行业价格以及利润处在阶段性高位，2017 年开始，PTA 在行业中的话语权将会越来越大，后面应该能看到 PTA 利润高于产业链其他产品，PTA 在 2017 年涨幅是最小的，让利给下游，聚酯利润是过去很多年内少有的稳定。

在 2017 年底 2018 年初对市场是有期待的，但是年后表现的不及预期，PTA 期货靠近 6000 时，受黑色产业链的影响而回落。对 PTA 后市维持原来的观点，有很强的成本支撑，加工利润也会有比较强的保证。

目前来看 PTA 向下的空间十分有限，还是逢低做多的。但实际操作又要有另一种应对方式。相比黑色产业链的高利润高投资，PTA 则大不相同，利润比较低，投资量也有限。目前来看黑色受宏观影响更大，所以在弱势的宏观表现下，偏向于多 PTA，空黑色。

华瑞赖天明

春节前都是偏乐观的，春节后，能化产品表现好于黑色产品。一季度到目前为止，PTA 库存还是在微幅上累的。下游补库需要风吹来信心，比如原油上涨等。目前来看下游聚酯库存目前来看，整体去了 6 天左右的库存了。

PTA 方面，目前库存还在上累，后面上累的都在显性上的，对信心影响大的也是显性库存。下游聚酯负荷和织机都已经高位见顶，后面 PTA 在 4-5 月供需关系将适度修复。PX 端目前表现较为稳定，PTA 成本端除 PX 外都在缓慢上升。PTA 库存方面在 4-5 的紧平衡修复后又将低位抬升，在 6 月开始进入累库。预期 5-6 月投产的聚酯产能将推迟投产，需求端将不及预期。

MEG 方面，二季度装置检修相对较集中，检修产能超 300 万吨，占总产能的 1/3 以上。二季度有阶段性走强预期。2018 年后市进口将继续维持大幅增长，全年 MEG 的产量增速预计达到 15% 左右。综合而言整年度供需将明显过剩。

免责声明：本报告中的信息均数据来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。