

摘要:

行情回顾: 上半年, 国内 PTA 价格维持窄幅波动, 进入 7 月份后在 PTA 装置停车检修及国际原油价格上涨带动下价格飙升, 第四季度国内 PTA 供需结构出现反转, PTA 价格大幅下跌; 乙二醇价格在上半年呈现震荡走势, 自 9 月份开始, 受国际原油市场波动以及下游聚酯产业需求下降影响, 乙二醇现货价格进入持续下行通道。

宏观环境: 2019 年, 美国经济增长继续强劲, 但增速或下降, 欧洲经济热度也面临低迷, 叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行, 全球主要经济体均面临较大的挑战。

供需关系: 2019 年有 470 万吨 PTA 新增产能; 乙二醇预计将新增产能约 275 万吨, 供应结构得到有效改善。需求方面, 2019 年国内聚酯行业产能仍将延续 2018 年的快速增长模式, 全年预计新增产能 415 万吨, 但终端市场前景不容乐观。2019 年 PTA 价格预计将呈现出先扬后抑的走势, 并且由于未来几年国内 PX 新增产能投产较多, 因此 PTA 的成本支撑较 2018 年可能偏弱, 其价格高点难以达到 18 年近 8000 元/吨水平, 预计全年将在 5300-7200 元/吨之间波动; MEG 则进入震荡走低模式, 下方目标位看向 4500 元/吨。

不确定风险: 国际原油市场波动、宏观经济运行情况、新增产能投产情况

作者姓名: 李彦杰

邮箱: liuyangqh@csc.com.cn

电话: 023-81157285

投资咨询从业证书号: Z0010942

发布日期: 2019 年 1 月 2 日

目录

一、2018 年行情回顾	5
1. 精对苯二甲酸（PTA）2018 年价格走势	5
2. 乙二醇（MEG）2018 年价格走势	6
二、价格影响因素分析	6
1.1、国际宏观	6
1.1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现	6
1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强	7
1.1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续	10
1.1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢	11
1.2、国内宏观	12
1.2.1 经济下行压力增大，结构调整继续	12
1.2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段	14
1.2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点	15
1.2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段	17
1.2.5 外汇储备与汇率稳定可期	18
1.3、宏观小结	18
2. 供需分析	19
2.1 PTA 供给维持稳定	19
2.1.1 年内暂无新增产能，PTA 装置负荷率较 2017 年水平有所提高	19
2.1.2 PTA 装置开工率处于近几年高位，年产量将突破 4000 万吨	19
2.1.3 PTA 进口量较去年大幅增加	20
2.1.4 未来原料 PX 供应逐渐宽松，PTA 成本有望下降	20
（1）2018 年 PX 产量快速增长，但整体供应仍偏紧	20
（2）未来三年 PX 新增产能较多，供应偏紧状态或难再现	22
2.2 MEG 供给持续增长	23
2.2.1 国内 MEG 产能高速增长，产量增长较快	23
2.2.2 国内 MEG 进口量处于近年来高位	25
2.3 下游聚酯需求稳定增长	25
2.3.1 聚酯产能再度快速增长，主要产品产量增幅较大	25
2.3.2 聚酯市场整体表现平稳	27
2.3.3 终端销售表现不佳，前景不容乐观	28
2.4 库存情况	29
2.4.1 PTA 库存持续处于低位	29
2.4.2 MEG 库存量较大	30
四、行情展望与投资策略	30
4.1 行情展望	30

4.2 投资策略.....	31
4.3 套保建议.....	31

图表目录

图 1: 郑商所 PTA 主力合约收盘价 (单位: 元/吨)	5
图 2: PTA 国内 (左轴) 及国际现货市场价格	5
图 3: 大商所 MEG 主力合约收盘价 (单位: 元/吨)	6
图 4: MEG 现货市场价格	6
图 5: 全球 GDP 实际增速及预测	7
图 6: 全球采购经理人指数(PMI).....	7
图 7: 经合组织综合领先指标	7
图 8: 经合组织商业及消费者信心指数	7
图 9: 美国国内生产总值及其增速	8
图 10: 美国新增非农就业人数及失业率.....	8
图 11: 美国非农企业薪酬及工作时长.....	8
图 12: 美国非农职位空缺数	8
图 13: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	9
图 14: 美国物价指数变动情况	9
图 15: 美国国际贸易及其增速	9
图 16: 美国国内消费及其增速	9
图 17: 欧元区 and 欧盟 GDP (不变价、季调) 及其增速.....	10
图 18: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化.....	10
图 19: 欧元区采购经理人指数	10
图 20: 欧盟和欧元区制造业产能利用率.....	10
图 21: 欧盟 28 国失业人数及失业率	11
图 22: 欧盟及欧元区核心 CPI	11
图 23: 美国基准利率及债券收益率	11
图 24: 英国及欧元区基准利率	11
图 25: 中国国内生产总值及其增速	12
图 26: 中国固定资产投资及其增速	12
图 27: 中国社会消费品零售总额及其增速.....	12
图 28: 中国进出口贸易额及其增速	12
图 29: 中国固定资产投资增速	13
图 30: 中国制造业投资增速	13
图 31: 中国工业增加值同比增速	14
图 32: 中国制造业 PMI 指数	14
图 33: 中国公共财政收入和支出及其增速.....	15
图 34: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速.....	15
图 35: 中国货币供应增速及剪刀差变动.....	15

图 36: 中国人民银行现金净投放	15
图 37: 中国社会融资规模及新增信贷占比	16
图 38: 中国新增人民币存贷款	16
图 39: 中国人民银行存款准备金率	17
图 40: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	17
图 41: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速	17
图 42: 中国物价变动情况	17
图 43: 中国外汇储备变动情况	18
图 44: 美元和欧元兑人民币汇率中间价	18
图 45: 国内 PTA 年产能 (单位: 万吨)	19
图 46: 国内 PTA 工厂负荷率 (单位: %)	19
图 47: 国内 PTA 装置周度开工率 (单位: %)	20
图 48: 国内 PTA 周产量 (单位: 万吨)	20
图 49: 中国 PTA 月进口量 (单位: 吨)	20
图 50: 中国 PTA 累计进口量 (单位: 万吨)	20
图 51: PX 装置开工率 (单位: %)	21
图 52: 中国 PX 月产量 (单位: 万吨)	21
图 53: 中国 PX 累计产量 (单位: 万吨)	21
图 54: 中国 PX 月进口量 (单位: 万吨)	21
图 55: 中国 PX 累计进口量 (单位: 万吨)	22
图 56: 中国 PX 月库存 (单位: 万吨)	22
图 57: 国内乙二醇月产量 (单位: 万吨)	24
图 58: 国内乙二醇累计产量 (单位: 万吨)	24
图 59: 国内 MEG 月进口量 (单位: 万吨)	25
图 60: 国内 MEG 累计进口量 (单位: 万吨)	25
图 61: 国内聚酯年产能 (单位: 万吨)	26
图 62: 2019 年聚酯计划新增产能	26
图 63: 国内聚酯切片月产量 (单位: 万吨)	26
图 64: 国内聚酯切片累计产量 (单位: 万吨)	26
图 65: 国内涤纶短纤月产量 (单位: 万吨)	26
图 66: 国内涤纶短纤累计产量 (单位: 万吨)	26
图 67: 国内涤纶长丝月产量 (单位: 万吨)	27
图 68: 国内涤纶短纤累计产量 (单位: 万吨)	27
图 69: 聚酯切片装置负荷率 (单位: %)	27
图 70: 涤纶长丝及涤纶短纤装置负荷率 (单位: %)	27
图 71: 聚酯切片及涤纶短纤产销率 (单位: %)	28
图 72: 涤纶长丝产销率 (单位: %)	28
图 73: 聚酯切片及涤纶短纤库存天数 (单位: 天)	28
图 74: 涤纶长丝库存天数 (单位: 天)	28
图 75: 服装鞋帽、针、纺织品类累计零售额 (单位: 亿元)	29
图 76: 服装类累计零售额 (单位: 亿元)	29

图 77: 纺织纱线、织物及制品累计出口额（单位：万美元）	29
图 78: 服装及衣着附件累计出口额（单位：万美元）	29
图 79: 郑商所 PTA 仓单库存（单位：张）	30
图 80: 国内 PTA 社会库存（单位：万吨）	30
图 81: 华东地区 MEG 库存（单位：万吨）	30
图 82: 国内 MEG 分地区库存（单位：万吨）	30
表 1: 未来三年国内 PX 计划新增产能	22
表 2: 2018 年国内 MEG 新增产能	23
表 3: 2019 年国内 MEG 计划新增产能	24

一、2018 年行情回顾

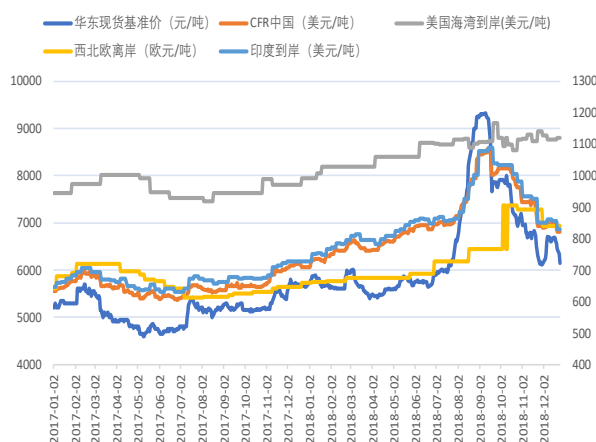
1. 精对苯二甲酸（PTA）2018 年价格走势

2018 年上半年，郑商所 PTA 主力合约基本保持在 5500 元/吨附近波动。进入 7 月份以后，随着国际原油价格上涨以及国内 PTA 装置陆续停产检修造成短期内供应出现下降，PTA 价格开启飙升模式，9 月 3 日主力合约收盘价达到年内峰值 7934 元/吨，短短两个月时间内，主力合约价格大幅上涨 2094 元/吨，涨幅达到 35.86%。高涨的价格令下游企业利润大幅收缩，并且采取停工减产的方式来应对过高的原材料价格，此后 PTA 装置陆续重启，PTA 短期的供需结构出现反转，而自 10 月起，国际原油价格开始持续下跌，PTA 成本端的支撑开始崩塌，PTA 价格也开始持续回调。截至 12 月 25 日，郑商所 PTA 主力合约 TA905 收于 5750 元/吨，较 2017 年 12 月 25 日上涨 384 元/吨，涨幅为 7.16%。

图 1：郑商所 PTA 主力合约收盘价（单位：元/吨）



图 2：PTA 国内（左轴）及国际现货市场价格



数据来源：Wind，中信建投期货

国内 PTA 现货市场价格同样在 2018 年上半年保持平稳，7 月份后开始大幅上涨，9 月份又开始持续下跌。截至 12 月 25 日，国内华东市场现货基准价为 6155 元/吨，较去年 12 月 25 日价格上涨 495 元/吨，年内均价为 6462.21 元/吨，较 2017 年均价大幅上涨 1297.59 元/吨，涨幅达 25.12%。国际市场 PTA 现货价格在 2018 年基本呈现出震荡上行走势，其中亚洲地区价格与国内 PTA 价格走势基本一致，但其波动程度明显低于国内价格。截至 12 月 25 日，CFR 中国现货中间价为 821.5 美元/吨，较去年 12 月 25 日价格上涨 111.5 美元/吨，年内均价为 857.76 美元/吨，较 2017 年均价上涨 205.84 美元/吨，涨幅达 31.57%；美国海湾到岸现货中间价为 1119 美元/吨，较去年 12 月 25 日上涨 127.37 美元/吨，年内均价为 1078.32 美元/吨，较去年均价上涨 117.03 美元/吨，涨幅为 12.17%；西北欧离岸现货中间价为 840 欧元/吨，较去年 12 月 25 日上涨 180 欧元/吨，年内均价为 738.26 欧元/吨，较去年均价上涨 78.92 欧元/吨涨幅为 11.97%；印度到岸现货中间价为 830 美元/吨，较去年 12 月 25 日上涨 102 美元/吨，年内均价为 873.82 美元/吨，较去年均价上涨 201.51 美元/吨，涨幅达 29.97%。

2. 乙二醇（MEG）2018 年价格走势

2018 年 12 月 10 日，乙二醇期货在大连商品交易所正式挂牌交易，上市当日主力合约 EG1906 成交量超过万手。12 月 20 日之前，乙二醇主力合约 EG1906 价格基本在 5570 元/吨附近波动，此后受国际原油市场大幅下跌影响，乙二醇价格开启了持续下跌之路，主力合约 EG1906 自 5576 元/吨一路下行至 5100 元/吨附近。截至 12 月 28 日，主力合约 EG1906 收盘价为 5134 元/吨，上市以来 15 个交易日内下跌 540 元/吨，跌幅达 9.52%。

图 3：大商所 MEG 主力合约收盘价（单位：元/吨）



图 4：MEG 现货市场价格



数据来源：Wind，中信建投期货

现货方面，乙二醇自 2017 年 4 月开始的上涨之路在 2018 年年初迎来尾声。2018 年上半年，国内及亚洲市场乙二醇价格呈现震荡走势，自 9 月份开始，受国际原油市场波动以及下游聚酯产业需求下降影响，乙二醇现货价格开启持续下行通道。截至 12 月 28 日，华东地区现货市场价为 5255 元/吨，年内均价为 7263.69 元/吨，较去年上涨 175.1 元/吨；华南地区现货市场价为 5125 元/吨，年内均价为 7344.12 元/吨，较去年上涨 112.58 元/吨。截至 12 月 27 日，CFR 中国主港现货中间价为 633 美元/吨，年内均价为 905.01 美元/吨，较去年上涨 57.65 美元/吨；CFR 东北亚现货中间价为 634 美元/吨，年内均价为 905.13 美元/吨，较去年上涨 56.49 美元/吨。

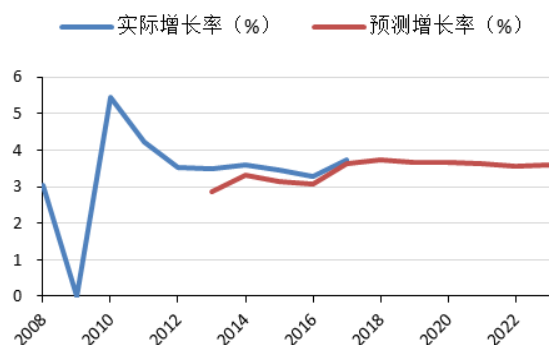
二、价格影响因素分析

1.1 国际宏观

1.1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现

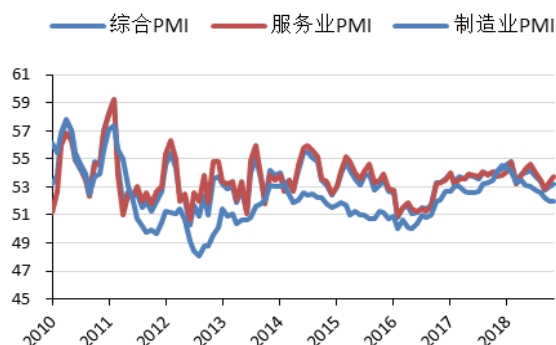
全球经济从 2016 年中期开始进入周期性复苏，随着美国财政刺激的带动，2017、2018 两年世界经济增速有所提升，但是，复苏的进程或难持续。IMF 在 2018 年 10 月的《世界经济展望》中指出，全球经济扩张的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，并基于最近的世界贸易局势变化以及货币政策变化，下调了 2018-2019 年的全球经济增速预测值至 3.7%，相比于 2018 年 4 月份的预测值均下调了 0.2 个百分点。

图 5：全球 GDP 实际增速及预测



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 6：全球采购经理人指数 (PMI)



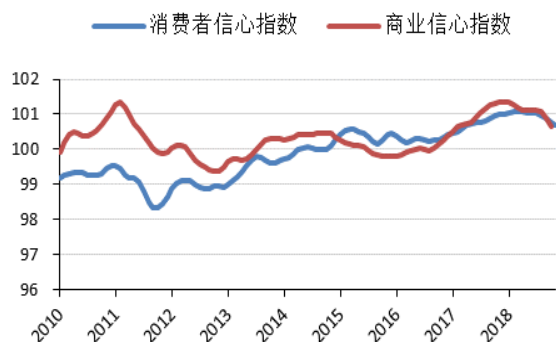
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 7：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 8：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

2016 年中期以来，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强，并在 2018 年初逐渐达到顶点，随后经济复苏的脚步渐缓，经济扩张速度减慢、市场景气程度也有所下降。摩根大通全球 PMI 指数显示，2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2017 年底时的 54.3 的水平快速下降至 52.0，表明全球制造业的扩张速度有所放缓，全球经济复苏开始减速。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据 displays，2018 年 10 月份，商业和消费者信心指数分别为 100.6432 点和 100.7753 点，分别较 2017 年同期低 0.6727 点和 0.1803 点，均呈现出逐渐下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

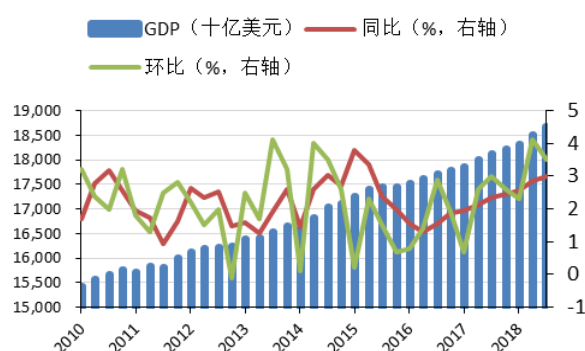
需要认识到的是，虽然全球经济复苏步伐放缓，但目前全球经济仍在继续扩张，只是目前的经济前景面临更加悲观的情景。目前大多数经济体通胀仍然低迷，全球金融市场收紧的速度可能更快、力度可能更大，加上地缘政治问题及贸易保护主义抬头，这些单因素或多因素叠加将给中长期的全球经济增长带来冲击，可以看到，目前这些因素已经给新兴经济体带来沉重的打击。从全球大宗商品角度看，2016 年至 2017 年因欧美经济复苏带来了一轮商品价格的上涨，随着经济前景的暗淡，加之美国政府为其政治目的为人为压低油价，目前国际大宗商品价格又整体走入了下降通道，而中国的供给侧改革也逐渐退潮，部分工业品价格也呈现回落的趋势。此外，以美豆为代表的农产品依然处于历史底部附近，这表明全球通胀仍低迷的状态仍将持续。从就业市场看，失业

率因全球经济的复苏而持续下行，但工人薪资改善并不明显，主要经济体工人工作时间未达到饱和状态。IMF 在最新的《世界经济展望》中指出，美国将在 2020 年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期预计将达到封顶，因此，经济增长率将下降；中国的增长将保持强劲，但预计将逐步放缓；在政策高度不确定的环境下，全球增长面临的风险偏于下行。

1.1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强

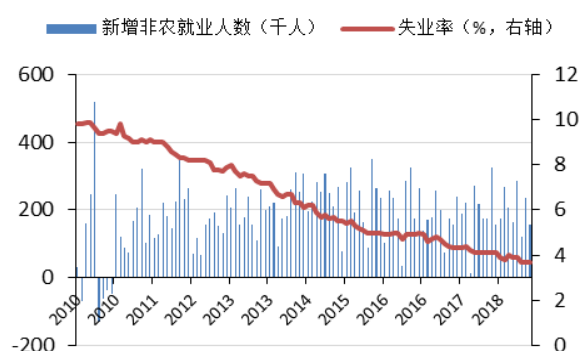
2018 年，美国经济延续着强劲的增长势头，就业市场持续性改善、制造业扩张维持在高位，保持在合理区间的物价增长支撑了民众的消费信心，美国经济的驱动力也不断得到增强。

图 9：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

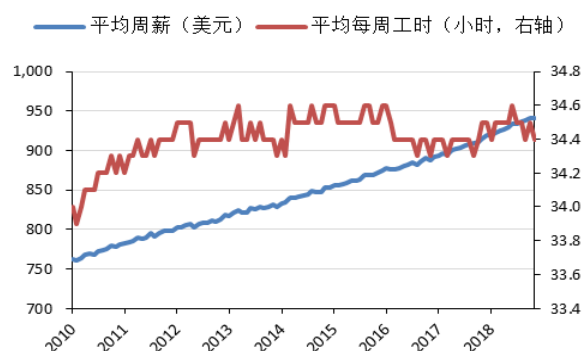
图 10：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

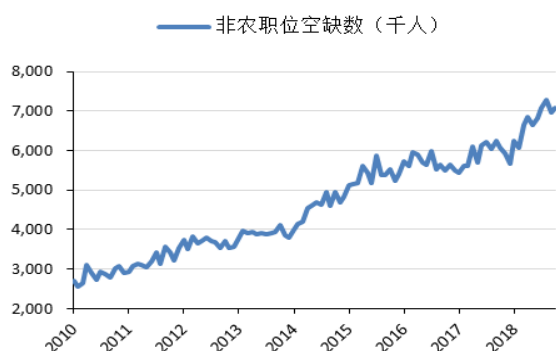
美国经济分析局公布的统计数据显示，2018 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 18.67 万亿美元，同比增长 3.00%，增速较 2017 年同期高 0.66 个百分点，延续着持续回升的态势，这已经是美国经济连续第 9 个季度同比增速加快。

图 11：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：美国非农职位空缺数

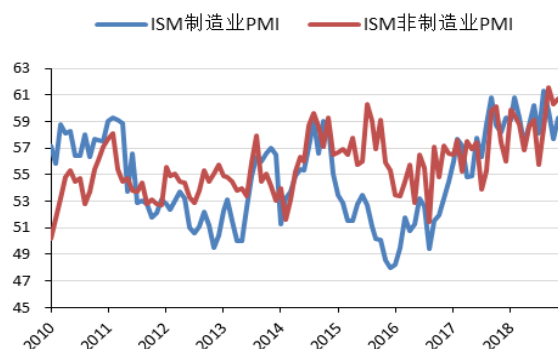


数据来源：Wind，中信建投期货

就业形势的持续改善印证了美国经济的强劲势头。美国劳工部最新统计数据显示，2018 年 11 月份新增非农就业人数达到 15.5 万人，继续保持稳定；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.7%，相比于 2017 年同期低 0.4 个百分点，并且已处于 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场持续收紧。美国劳工部公布的最新统计数据显示，

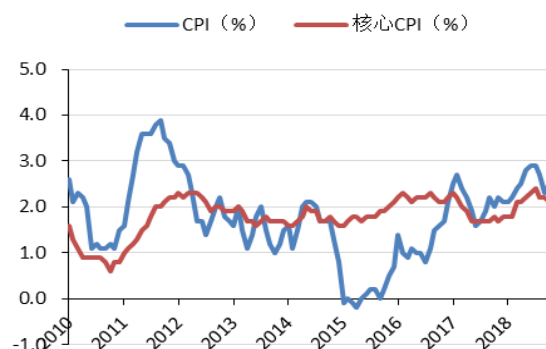
2018 年 11 月份美国非农企业员工平均周薪达到 940.84 美元，较 2017 年同期增加 25.21 美元，延续着持续增加的趋势；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，较 2017 年同期减少 0.1 小时，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；美联储关心的职位空缺数继续增加，10 月份经季节性调整后的职位空缺数达到 707.9 万人，较 2017 年同期多 102.0 万人。

图 13：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

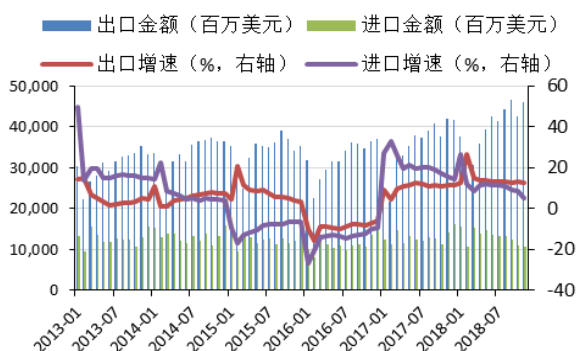
图 14：美国物价指数变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

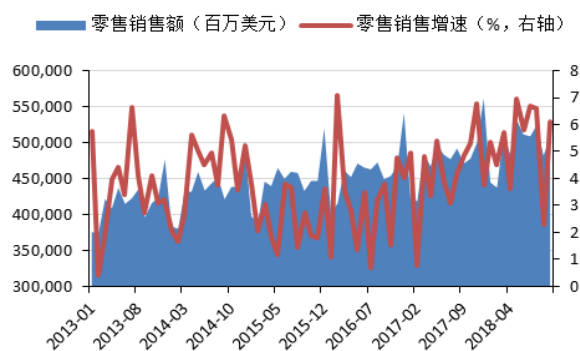
制造业及非制造业扩张持续加速从另一个侧面反映出美国经济强劲增长的势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 59.3 和 60.7，较 2017 年同期分别高 1.10 和 3.30，制造业的持续扩张为美国经济强劲的增长奠定了坚实的基础，带动非制造业景气程度也走向高位。就业市场的持续改善及制造业和非制造业扩张不断提速背景下，美国物价水平逐渐上升，美国劳工部公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.2%，较去年同期增速高 0.5%，这将有助于提升收入不断增加民众的消费需求。

图 15：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 16：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

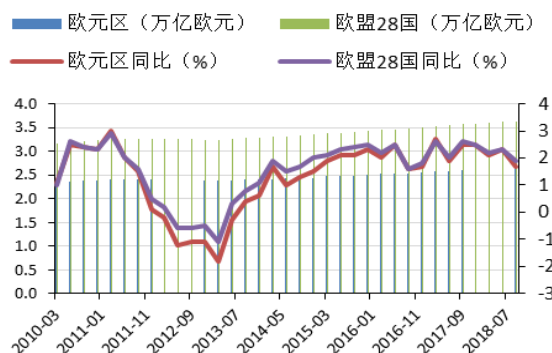
另外，虽然贸易摩擦问题存在，美国外贸及消费增速仍在高位，美国经济驱动力仍然旺盛。美国经济分析局最新的统计数据显示，2018 年 11 月份美国出口和进口同比增长 12.90% 和 5.00%，增速较 2017 年同期变化 1.10 和 -10.9 个百分点，也显现出贸易摩擦对美国进口影响较大；10 月份美国零售销售总额同比增长 6.13%，增速较 2017 年同期高 0.83 个百分点，增速延续着震荡回升的态势。

虽然 2018 年美国保持经济强势，但美国经济持续增长仍有隐忧。一方面，特朗普的财政刺激政策只能短时间有效；另一方面，美联储的加息亦使得美国经济承压。因此，美国经济复苏的持续性仍需观察。

1.1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续

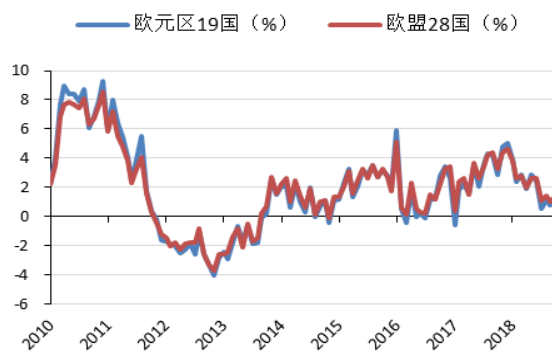
随着欧元区内部矛盾的不断显现，且欧洲央行宽松货币政策逐渐退出，欧洲经济的快速增长难以为继。

图 17：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

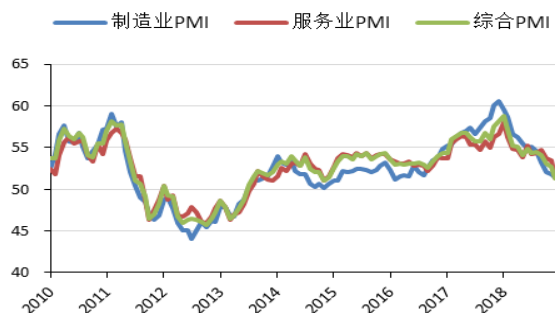
图 18：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

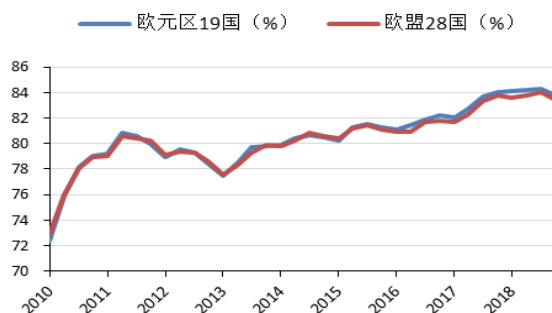
欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.65 万亿欧元，同比增长 1.7%，增速较 2017 年同期降低 0.8 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.63 万亿欧元，同比增长 1.9%，增速较 2017 年同期低 0.7 个百分点。随着脱欧问题的逐步加剧，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速冲高后回落，欧洲经济前景难言乐观。

图 19：欧元区采购经理人指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：欧盟和欧元区制造业产能利用率

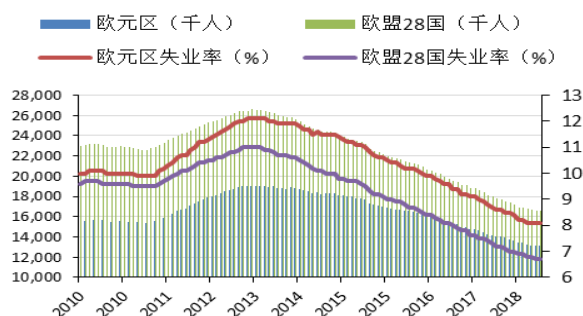


数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济难以持续复苏。欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年 11 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比增长 1.2% 和 1.3%，增速较 2017 年同期低 1.7 和 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；虽然工业生产的扩张速度放缓，但制造业产能利用率却仍在相对高位，2018 年第四季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 83.8% 和 83.4%，较 2017 年同期下降 0.2 和 0.4 个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，未来产能利用率继续下降是大概率事件。

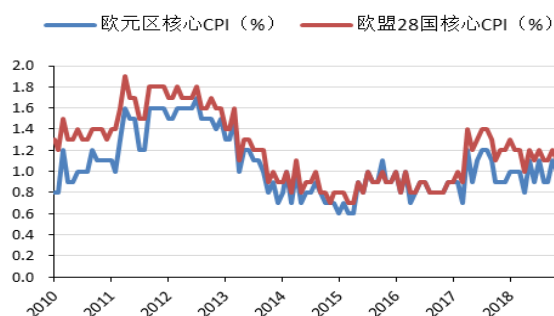
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度不断减速。数据统计机构最新的统计数据显示，2018 年 12 月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 51.4、51.4 和 51.3，分别较 2017 年同期下降 9.2、5.2 和 6.8，已逐步接近枯荣线。

图 21：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 1：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲就业形势仍在不断改善之中，这也说明目前欧洲经济增长的潜力仍存。欧盟统计局最新的统计数据显示，2018 年 10 月份欧盟 28 国失业人数为 1662.6 万人，较 2017 年同期减少 152.3 万人；失业率已经降至 6.7%，较 2017 年同期低 0.7 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但失业率依然未能下降至金融危机前的水平之下，这也是欧洲经济进一步复苏的潜在隐忧。就业形势未恢复至金融危机前的水平，也拖累了消费热情的提升，令欧洲的物价水平持续低迷。欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年 11 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 1.0% 和 1.1%，增速分别较 2017 年同期变化 0.1 和 -0.1 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

1.1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢

在经济持续复苏及对通胀逐渐达标的背景下，自 2015 年 12 月份开始，美联储开启了加息的进程。截至 2018 年 12 月份，美联储已连续加息 9 次，美联储基金利率已至 2.25%—2.5%。由于当前美国经济持续强劲，且在美国制造业和非制造业扩张持续增强背景下，后期经济有望继续保持强劲势头，加上民众收入的持续增长，将有助于增强美国民众的消费信心，进而支撑美国消费价格的继续走高。鉴于此，美联储采取进一步加息的概率较大，在最新的声明中，美联储表示，目前的利率已达到中性利率的底部，预计 2019 年还将加息两次。并且美联储的缩表也在持续进行之中，全球流动性紧缩已经给新兴市场国家带来一定的压力。

图 23：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：英国及欧元区基准利率



数据来源：Wind，中信建投期货

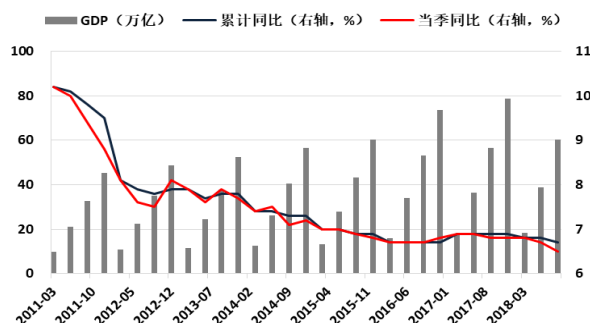
为推动欧洲经济早日实现复苏，欧洲央行于 2015 年推出“欧版 QE”，并延续至 2018 年 12 月。在 2018 年 12 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，将于 12 月底结束 QE，但仍维持三大利率不变。声明还表示，欧洲央行的关键利率至少在 2019 年夏季保持在目前的水平，直至确保欧元区中期通胀率持续趋同至低于但接近 2% 的水平。此外，在此次会议声明中，欧洲央行强化了对再投资的前瞻指引，称只要有必要，就将对到期债券进行再投资，再投资将持续到首次加息后。投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。这表明了欧洲整体的经济形势难言乐观，可以预计，2019 年欧央行并不会完全追随美联储加息的步伐，而是会根据自身的情况进行货币政策的调节。

1.2 国内宏观

1.2.1 经济下行压力增大，结构调整继续

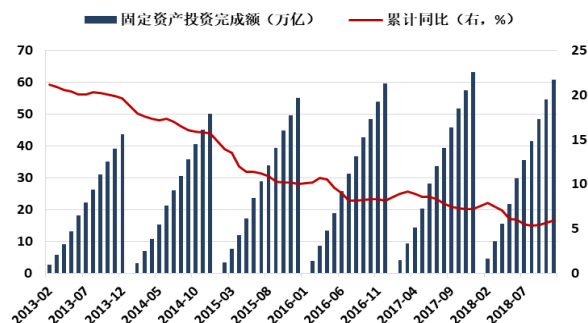
2018 年，受去杠杆和中美贸易摩擦等因素影响，国内宏观经济面临较大的下行压力。国家统计局数据显示，2018 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%、6.7% 和 6.5%，增速分别较 2017 年同期低 0.1、0.2 和 0.3pct，呈现较明显的下行趋势。尽管 2018 年经济下行的压力较大，但经济增长的结构仍在继续调整。2018 年 1-11 月，固定资产投资完成额 60.9 万亿元，同比增长 5.9%，而社会消费品零售总额为 34.5 万亿元，同比增长 9.1%，出口 2.27 万亿美元，同比增长 11.8%。从 2015 年底至 2016 年初，投资和消费的增速开始变换节奏，投资增速持续走低，消费增速则维持高位。出口方面，尽管 2018 年出口同比大增，但实际较 2014 年仅增长 7.6%，四年 CAGR 不足 2%。因此，投资仍是经济增长的主要推动力，消费对经济的拉动作用已经愈发重要，而出口对经济的拉动则不断减弱。

图 2：中国国内生产总值及其增速



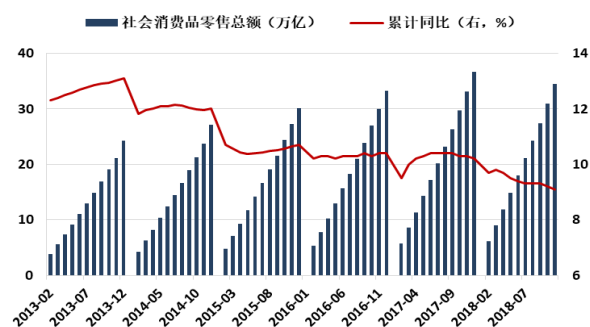
数据来源：Wind，中信建投期货

图 26：中国固定资产投资及其增速



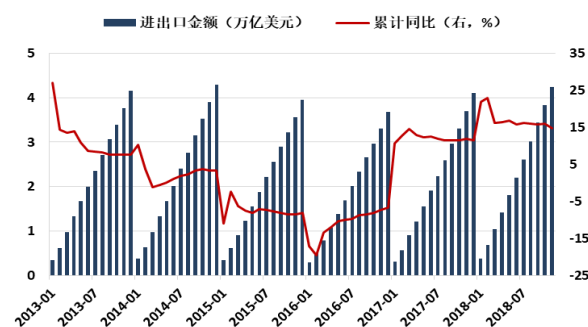
数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

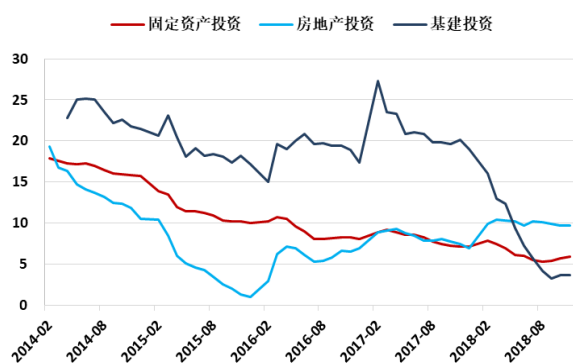
图 4：中国进出口贸易额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

经济增长的研究分析离不开投资、消费和出口三架“马车”，三架“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型经济转向消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

受基建增速下滑拖累，投资增速明显下滑。房地产方面，尽管 2018 年调控趋严，但在行业高利润、低库存的背景下，投资仍然维持着较高增速。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，房地产投资累计完成 11 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年同期提高 2.2pcts。基建方面，由于地方政府去杠杆，严控地方违规举债，基建投资增速大幅下滑。2018 年 1-11 月，基建投资（不含电力）增速仅为 3.7%，较去年同期大幅降低 16.4pcts。可喜的是，制造业投资增速在整体固定资产投资增速持续下滑的背景下，持续上升，并且显著高于固投增速，是 2012 年以来首次出现反弹迹象。

图 5：中国固定资产投资增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：中国制造业投资增速

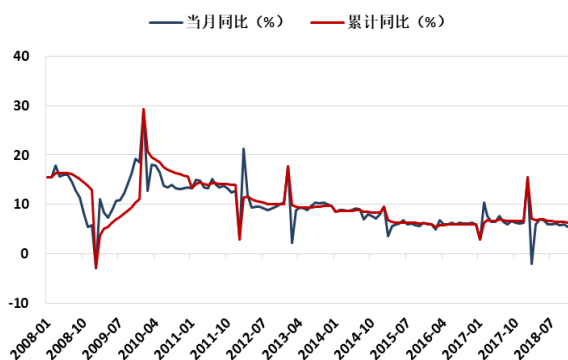

数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，投资预计能够维持稳定。首先，在高压调控下，房地产投机热潮褪去，我国城市化进程进入后半程，加之工业化已进入转型阶段，房地产投资增速料逐渐回落。其次，在经济面临下行压力下，基建的托底效应增强，中央经济工作会议亦提到将较大幅度增加地方专项债规模。因此，基建投资增速有望回升。再者，我们分析认为，当前阶段制造业投资增速触底反弹的很大一个原因是先进制造业投资加快。由于我国产业转型和制造业升级的潜力巨大，这部分投资还将保持高速增长，并带动制造业投资继续回升。综合而言，尽管房地产投资大概率回落，但在基建和制造业投资回升的带动下，2019 年总的投资增速能够保持相对稳定。

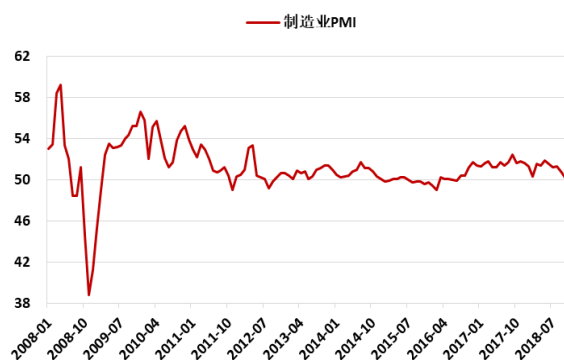
消费方面，受经济下行、居民负债快速增长影响，增速进一步回落。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长 9.1%，增速较 2017 年同期低 1.2pcts。特别注意的是，2018 年 11 月消费增速仅 8.1%，为 2004 年以来最低值。从细分看，城镇消费增速降低 1.1pcts 至 8.9%，乡村消费增速降低 1.7pcts 至 10.2%。2019 年，经济下行和居民负债的上升仍是影响消费的主要不利因素，但在降低个税，实行个税专项抵扣后，个人实际收入增加，有望部分对冲消费增速的下行压力。因此，我们认为 2019 年总体消费增速或延续 2018 年缓慢下滑的趋势。

出口方面，得益于外部经济保持较强增长和我国持续深化的开放政策，对外贸易保持了较快的增长。海关总署统计数据显示，2018 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 4.24 万亿美元，同比增长 14.8%，增速较 2017 年高近 3pcts。分出口和进口来看，出口增速为 11.8%，进口增速为 18.4%，进口增速远高于出口增速。需要警惕的是，2018 年 11 月进出口增速均出现断崖式下跌，其中 11 月出口增速从 10 月份的 13.4% 降至 5.7%，进口增速从 15.7% 降至 2.7%。同时，在制造业 PMI 分项指标中，出口新订单指数在 2018 年 10-11 月分别为 46.9 和

47. 事实上，该指数自 2018 年 5 月份以来一直处于 50 荣枯线下方，揭示了出口下滑的潜在风险。2019 年，在中美贸易摩擦尚未得到妥善解决的背景下，加之全球经济均面临增长放缓的压力，国际贸易形势难言乐观，我国出口面临较大幅度下滑的风险。

图 31：中国工业增加值同比增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：中国制造业 PMI 指数


数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年，在“内忧外患”下，国内经济增长放缓的压力逐渐增大，工业增加值同比增速逐步走低，制造业 PMI 回落至荣枯线附近。2018 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 6.3%，较去年同期降低 0.3pct，全年保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2016 年 2 季度重回扩张区间，但数据显示，经济扩张的速度并不快，PMI 远低于欧美地区。截至 11 月，PMI 已经降至 50，经济重回收缩区间的风险进一步增大。

整体来看，受基建降速拖累，投资增速继续降低；消费则由于经济下行，资产缩水，叠加负债上升，增速进一步放缓；出口方面，尽管中美贸易摩擦持续发酵，但受抢出口影响，全年出口增速并未明显放缓。因此，尽管 2018 年中国经济面临较大挑战，但经济仍能保持 6.5% 以上的增速。

2019 年，尽管总的投资增速有望保持相对稳定，但出口面临大幅下滑的风险，消费则大概率延续弱势，宏观经济面临的下行压力进一步增大。

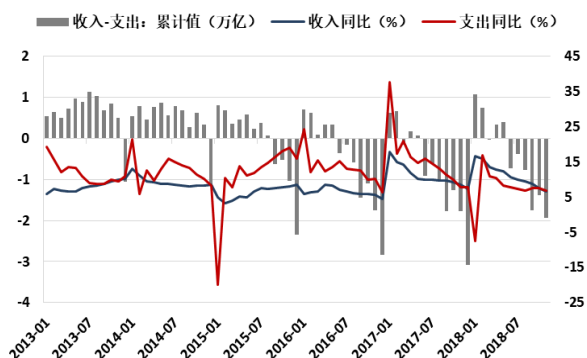
1.2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段

2018 年以来，政府继续实施积极的财政政策，财政政策逐渐成为经济调控的主要手段。积极的财政政策主要着力点是体现在加大减税降费力度、降低实体经济成本，持续推进增值税改革，降低制造业、交通运输、建筑、基础电信服务等行业增值税税率，更强调可持续性和聚力增效，降低赤字率，以效率换支出规模，促进经济结构转型，重点支持中小创新企业发展。

受财政政策调整的影响，2018 年财政收入与支出增速双双下行。财政部公布的统计数据显示，2018 年 1-11 月份，全国公共财政支出累计达到 19.18 万亿元，同比增长 6.79%，增速延续着从年初开始的持续回落态势，且相比于 2017 年同期要低 1.48pcts。支出减少主要在教育、医疗卫生与计划生育、城乡社区事务和交通运输方面，它们占财政支出的比重较高，但 1-11 月同比分别仅增长 4.2%、5.8%、3% 和 6.5%。全国公共财政收入 17.23 万亿，同比增长 6.54%，增速较去年同期大幅下降 2.56pcts。其中非税收入同比下降 9.1%，税收收入同比增长 9.5%，主要税种收入增速均超过平均水平。需要解释的是，非税收入的同比下降表明政府清理不合理收费项目的工作成效显著，而税收收入同比持续高增长并非因为减税措施的失败，而是由于征收效率的提高所致。

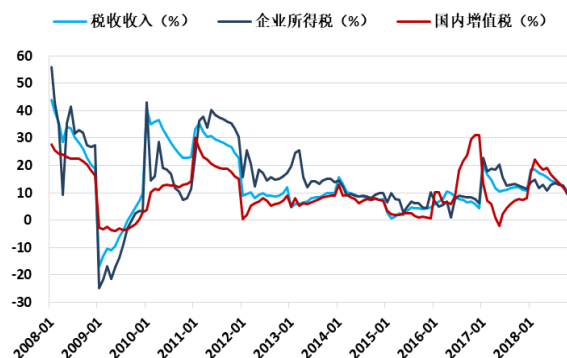
2019 年，由于国内经济形势下行的压力，财政政策料更加积极。12 月份的中央经济工作会议强调，财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。正如前文所言，地方政府基建投资大概率得以维持稳定，而企业和个人的税费负担减轻，生产和消费将得到一定提振，将部分缓冲宏观经济的下行压力。

图 33：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



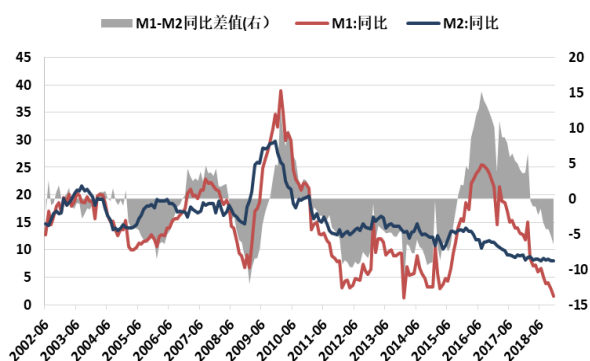
数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点

2018 年初，央行工作会议指出全年工作任务，保持货币政策稳健中性和切实防范化解金融风险居于首位。但是，随着信贷市场收紧，融资环境恶化，金融数据不断下行，先有结构性去杠杆，后又从“去杠杆”转变为“稳杠杆”。2018 年一季度，央行关于流动性的基调仍是“合理稳定”，而央行二季度例会则指出，要高度重视逆周期调节，要保持流动性“合理充裕”。因此，2018 货币政策存在一个由紧到松的过程。

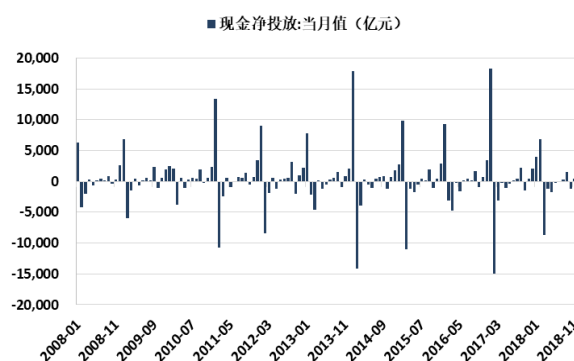
2018 年，受防风险、去杠杆以及经济形势下行等多重因素影响，融资形势不容乐观。人民银行统计数据显示，截至 2018 年 11 月份，狭义货币供应量 M1 同比增长 1.5%，增速较 2017 年同期大幅下降 11.2pcts，且延续自 2016 年中以来的回落态势，为历史次低值；广义货币供应量 M2 同比增长 8%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts，下行趋势起点可以追溯至 2010 年初，且 M2 增速创下历史最低水平。M1-M2 增速差亦达到 -6.5% 的较低水平，表明经济确实承受着较大的下行压力。

图 35：中国货币供应增速及剪刀差变动



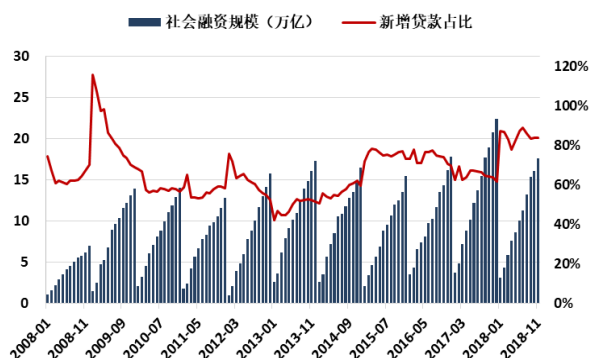
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国人民银行现金净投放



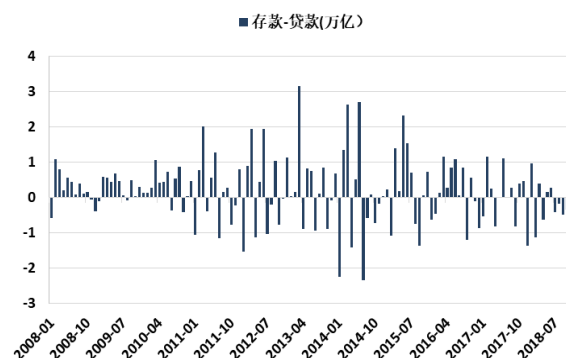
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：中国新增人民币存贷款



数据来源：Wind，中信建投期货

由于我国 M2 与 GDP 比值处于国际较高水平，M2 基数较大，同时在经济下行和转型期，单纯依靠货币供应难以产生实质的刺激作用，货币供应保持低增速或将成为常态。货币供应增速持续回落背景下，人民银行向市场净投放资金的力度也有所减小。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，人民银行向市场净回笼现金合计 82 亿元，相比于 2017 年同期净投放 319 亿元继续减少。

从融资需求来看，2018 年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，社会融资规模达到 17.64 万亿元，较 2017 年同期少 3.17 万亿元，减少幅度达 15.25%。除了去杠杆和防风险的因素外，在经济下行期，投资的需求明显回落，企业和个人对于融资的需求下降，亦是社融下滑的重要原因。受清查影子银行、防范系统风险等因素影响，表内信贷保持较高增速。2018 年 1-11 月份，新增人民币贷款 14.74 万亿元，同比增长 11.08%，但增速较 2017 年同期下降 4.8pcts。由于新增信贷快速增长，使得新增信贷在社会融资中的占比有所提升，2018 年 11 月份达到 83.59%，较 2017 年同期提高近 20 个百分点。

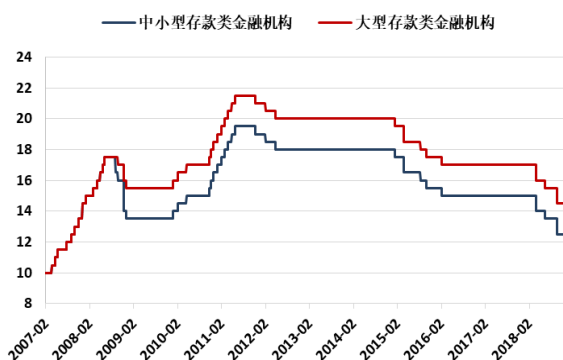
2018 年前 11 个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加 2.57 万亿，中长期贷款增加 10 万亿，其中居民中长期贷款新增量低于去年同期，表明居民加杠杆速度有所放缓。但是，需要警惕的是，2018 年 1-11 月份，新增存款与贷款的差额达到 -1.75 万亿，为历史最大值。另一方面，尽管由于影子银行等其他融资渠道关闭，社会融资需求集中到银行部门，但实际增量大幅上升的融资形式仍是票据融资等短期高信用工具。从实际情况看，即全市场融资形势恶化，中小企业面临严峻的融资难融资贵问题，而银行间利率和债券市场利率却持续走低。这种现象表明，货币市场资金相对充足，金融机构对实体企业放款趋于谨慎，偏好大型企业，对中小企业持谨慎态度。换言之，货币市场的问题不在于资金供应的不足，而在于利率传导机制的低效，因此，未来货币政策的重点是疏通利率传导的机制。

2018 年 12 月，中央经济工作会议关于货币政策的精神是稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策的传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。2017 年，相关论述为保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社融合理增长，促进多层次资本市场发展。同时，2018 年删去了保持人民币汇率基本稳定和守住不发生系统性金融风险。对比 2018 年和 2017 年相关表述，2019 年货币政策操作空间扩大，重点将着力提高资金从金融体系传导到实体的效率，同时降低实体企业融资成本，提振企业经营效益。结合前文的分析，我们认为，“大水漫灌”的可能性极低，但货币供应大概率保持边际宽松，以促进信贷和融资的合理增长，满足必要的融资需求。

1.2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段

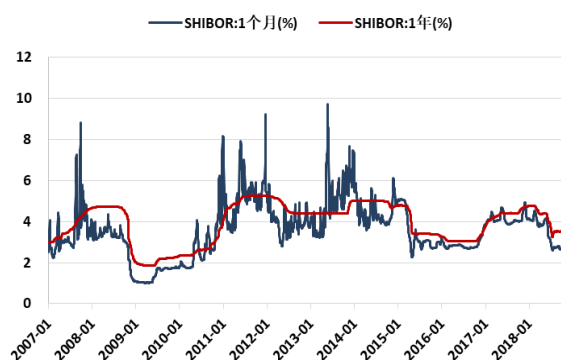
2018 年，货币政策经历由紧到松，致使利率水平前高后低。Wind 统计数据显示，截至 2018 年 12 月 24 日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）1 个月和 1 年期分别报 3.232% 和 3.517%，分别较 2017 年年底低 1.7032 和 1.2411pcts，整体回落至 2015 年下半年至 2016 年时的水平。前文提到，2018 年呈现出实体融资难融资贵和金融体系利率持续走低的矛盾现象，问题的关键在于货币政策的传导机制，而非供应问题。2018 年，央行分别于 1 月、4 月、7 月和 10 月共进行四次降准，大型机构存款准备金率降至 14.5%，中小结构降至 12.5%，已处于 2008 年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约 3 万亿元，当前市场的流动性已经达到相对充裕的状态。

图 39：中国人民银行存款准备金率



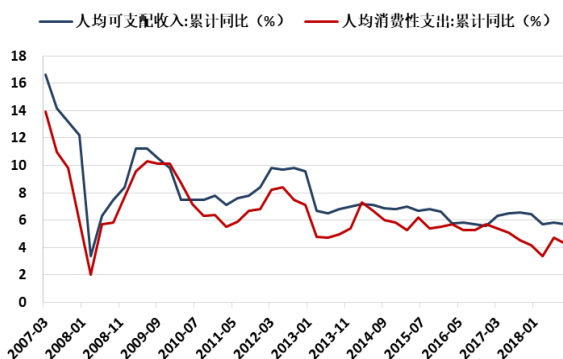
数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



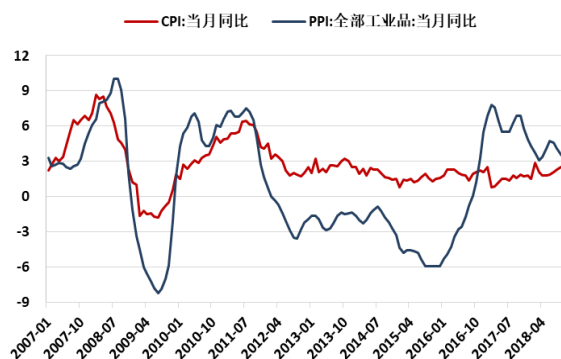
数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，由于美联储加息节奏有望放缓，国内通胀压力减小，货币政策操作空间较 2018 年大。

据国家统计局数据，2018 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.7%，较去年同期下降 0.89pct，终结自 2017 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.3%，较去年同期下降 0.23pct，基本延续下行的趋势。由于消费增长乏力，我国消费者物价指数得以保持在较低水平。此前，供给侧改革导致工业品物价指数大幅攀升，并带来 CPI 的上行压力，但 2018 年以来，PPI 逐步回落，二者趋于收敛，通胀压力已经大幅减小。

美国方面，2018 年美联储继续渐进加息，全年累计加息四次，美国联邦基金利率已经升至 2.25%-2.5% 区间。2018 年四季度以前，市场普遍预计 2019 年美联储仍将加息三次，但进入四季度后，随着美股暴跌，全球经

济增长放缓的风险增大，美联储官员关于加息的态度有所软化。若美联储加息进程放缓或停止，人民币利率面临的压力明显减轻。

尽管美联储加息节奏有望放缓和国内通胀压力减小拓展了货币政策操作空间，但全面降息的概率仍不大。一方面，货币市场利率处于历史较低水平，表明金融市场货币供应较为充裕。并且，美元利率经过多次加息，已经接近正常区间的下沿，留给人民币利率的空间并不大。因此，降息并非解决当前融资问题的最佳手段。

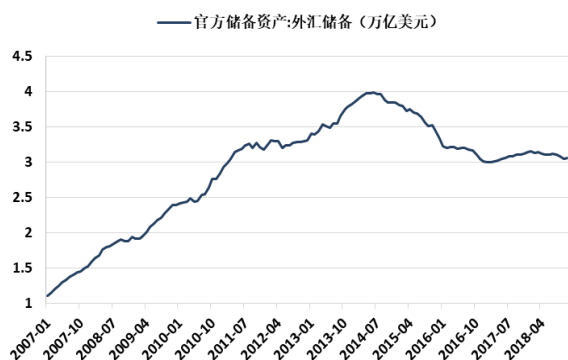
2018 年 12 月 19 日，央行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微企业等重点领域的支持力度，疏通货币传导机制的薄弱环节。在银行体系资金相对充裕的情况下，单纯通过降准提高货币乘数的方式同样不是解决当前货币传导问题的最佳手段。相比直接降准，TMLF 能够控制资金流向，完成定向支持的目标。我们认为，通过 TMLF，既能解决中小微企业融资困境，又能避免流动性泛滥，这种“定向降息”的调节手段，亦是短期内解决货币政策传导滞后的最佳手段。因此，2019 年，TMLF 大概率将成为解决融资问题、货币传导问题的最主要手段，规模和范围或适时扩大。

1.2.5 外汇储备与汇率稳定可期

2018 年，受贸易摩擦、国内经济下行和美联储加息等因素影响，人民币汇率面临较大的贬值压力，外汇储备亦终结自 2017 年以来的回升之势，全年保持下行趋势。2017 年，随着我国经济逐步走向复苏，人民币汇率稳步升至，至 2018 年 2 月份，美元兑人民币中间价最低触及 6.2822，但随后在经济下行压力增大、贸易摩擦升级和美联储持续加息等多重利空影响下，人民币重回贬值通道，并一度逼近整数关口“7”。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从年初的 3.16 万亿美元降至 3.06 万亿。

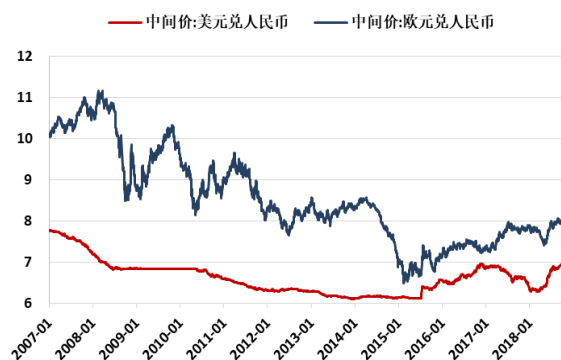
2019 年，人民币进一步贬值的空间不大，随着国际经济形势的变化，甚至可能出现一定的升值。首先，随着美联储加息进程的放缓，人民币贬值的压力大幅减轻；其次，美国经济后续增长动力减弱，美股面临回调压力，避险情绪上升，黄金相对美元资产更具投资价值；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，且中国作为全球最大的新兴市场，极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，2019 年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 43：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

1.3 宏观小结

宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济热度也

面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出 QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能导致全球商品波动进一步加剧。

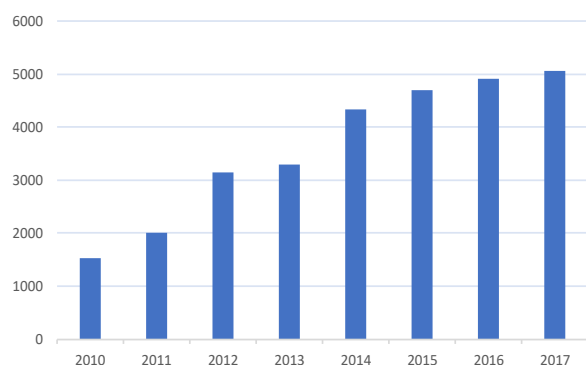
2. 供需分析

2.1 PTA 供给维持稳定

2.1.1 年内暂无新增产能，PTA 装置负荷率较 2017 年水平有所提高

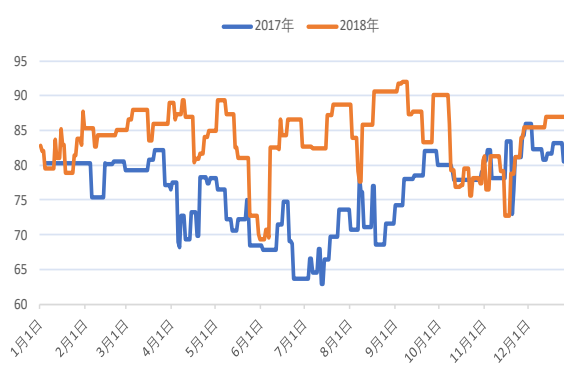
2010-2016 年国内 PTA 产能高速增长，年产能从 2010 年的 1530 万吨增长至 2016 年的 4909 万吨，年增长率达 21.45%；自 2017 年开始，PTA 产能增长明显放缓，当年仅新增产能 151 万吨，2018 年，国内暂无新增 PTA 产能，理论年产能 5060 万吨，实际产能为 4960.5 万吨。2018 年，国内 PTA 装置负荷率绝大部分时间高于去年，截至 12 月 25 日，国内 PTA 装置负荷率为 86.97%，高出 2017 年同期 6.49%；PTA 装置平均负荷率为 84.10%，较 2017 年平均负荷率高出 7.99%。

图 45：国内 PTA 年产能（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 46：国内 PTA 工厂负荷率（单位：%）



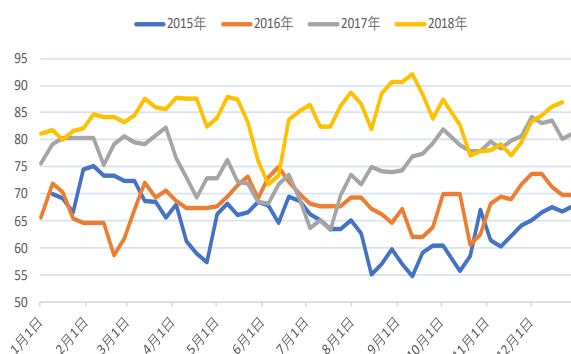
数据来源：Wind，中信建投期货

随着 PTA 利润的恢复，整个行业景气度逐渐转好，各 PTA 生产企业纷纷加快 PTA 建设。台化拟在宁波建置 150 万吨/年新产能，预计 2020 年完工投产；恒力石化再建 250 万吨/年 PTA 项目，预计 2019 年第四季度调试并试生产；浙江新凤鸣在平湖市新建 220 万吨/年 PTA 装置，预计于 2019 年第三季度投产。从目前已知的新增 PTA 产能来看，2019 年国内 PTA 产能将维持在目前水平，而 2020-2021 年将迎来新一轮产能投放高峰期，其中新凤鸣 220 万吨/年和恒力石化 250 万吨/年新产量将在 2019 年投产，但由于投产时间处于下半年，其产能完全释放预计将在 2020 年形成。

2.1.2 PTA 装置开工率处于近几年高位，年产量将突破 4000 万吨

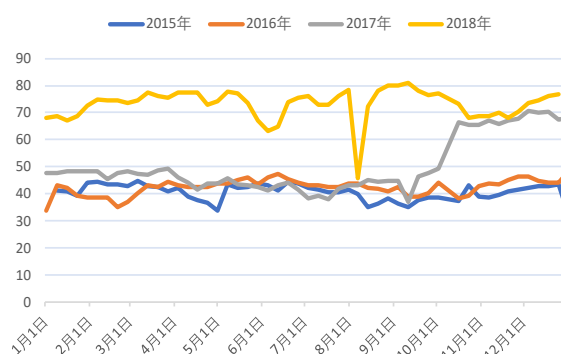
2018 年，受生产利润好转以及下游聚酯需求持续增长的影响，国内 PTA 装置开工得到进一步提升。从周度开工率来看，全年国内 PTA 装置基本处于 80% 左右水平，在 9 月初曾一度连续三周超过 90% 的，高于去年同期水平，处于最近几年以来高位。截至 12 月 22 日，国内 PTA 装置周开工率为 86.97%，较去年同期开工水平上升 6.8 个百分点；全年国内 PTA 装置平均周开工率为 83.79%，较去年上升 7.75%。

图 47: 国内 PTA 装置周度开工率 (单位: %)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 48: 国内 PTA 周产量 (单位: 万吨)



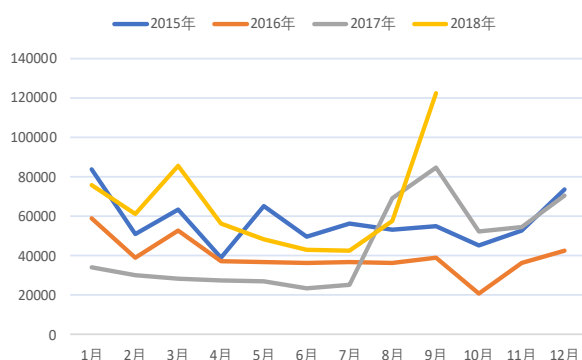
数据来源: Wind, 中信建投期货

伴随着装置开工率的提升, 2018 年国内 PTA 产量较去年有明显增加, 2-9 月更是连续 8 个月产量出现两位数的同比增长。11 月, 国内 PTA 产量为 323.8 万吨, 同比增长 4.96%; 前 11 月, 国内 PTA 累计产量为 3718.2 万吨, 较去年同期增长 14.96%。12 月前三周, 国内 PTA 产量约 264.25 万吨, 假设最后一周产量维持前三周平均产量水平 75.81 万吨, 则 12 月产量为 340.06 万吨, 同比增长 1.84%, 全年 PTA 产量约为 4058.26 万吨, 较去年增长 13.73%。

2.1.3 PTA 进口量较去年大幅增加

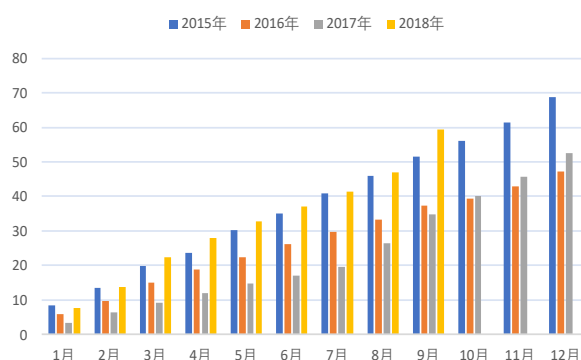
2018 年, 在国内 PTA 产量增长的同时, PTA 的进口量较去年也有较大幅度增长。从海关总署已公布的月度数据来看, 2018 年国内 PTA 月度进口量除 8 月外均大幅高于去年, 9 月更是进口 122390.02 吨, 自 14 年下半年以来首次单月进口超 10 万吨。2018 年 1-9 月, 国内累计进口 PTA 59.27 万吨, 较去年同期增长 69.77%, 增速较 1-8 月放缓 8.08%, 但仍处于一个较高的水平。

图 49: 中国 PTA 月进口量 (单位: 吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

图 50: 中国 PTA 累计进口量 (单位: 万吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

2.1.4 未来原料 PX 供应逐渐宽松, PTA 成本有望下降

(1) 2018 年 PX 产量快速增长, 但整体供应仍偏紧

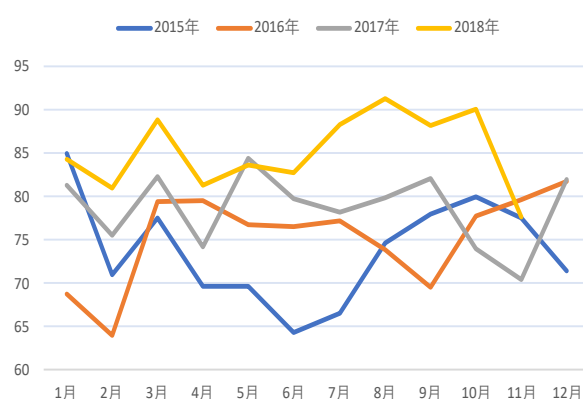
在经历了数年的快速增长后, 国内 PX 产能增长放缓, 自 2016 年开始国内便暂无新增 PX 产能, 最新数据显示, 目前国内 PX 产能为 1383 万吨。尽管 PX 产能扩张暂缓, 但得益于 PX 装置开工率的上升, 国内 PX 产量持续

增长。从单月产量来看，2018 年前 11 个月内除 5 月产量略低于去年同期外其余月份产量均明显高于去年，并且 11 个月中仅 11 月产量低于 80 万吨。1-11 月，国内平均 PX 产量达 85.18 万吨，与去年水平相比增长了 6.84 万吨；1-11 月，国内 PX 累计产量达 936.95 万吨，较去年同期相比增长 8.73%，前 11 月累计产量已接近去年全年产量。

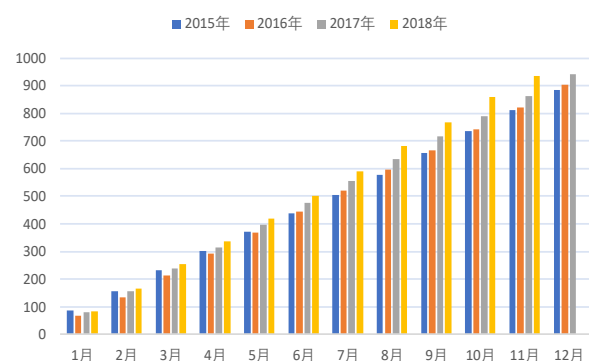
虽然 2018 年国内 PX 产量获得较大增长，但仍不及国内 PTA 产量增速。按照生产 1 吨 PTA 需要 0.66 吨 PX 作为原料进行估算，2018 年全年国内 PTA 的生产需要 PX 2678.45 万吨，前 11 月 PTA 生产需要 PX 2454.01 万吨，明显高于同期国内 PX 产量，因此国内 PX 仍然需要大量进口。2018 年国内 PX 进口量较去年有明显增长，1-9 月，国内累计进口 PX 1162.91 万吨，较去年同期增长 10.28%。同样受到 PTA 生产快速增长的影响，国内 PX 库存量在 2018 年持续快速下降。在 1 月份尚处于近几年高位的 PX 库存此后一路走低，在 9 月份降至年内最低点 119.29 万吨，10 月、11 月 PX 库存稍有回升，但仍明显低于 2015-2017 年同期水平。随着 2019 年初国内 PTA 装置检修停车安排的增多，对原料 PX 的需求将有所下降，PX 供应偏紧状态将得到一定的缓解，PX 将进入累库状态。截至 11 月，国内 PX 库存量为 135.21 万吨，较去年同期大幅减少 35.54%。

图 51：PX 装置开工率（单位：%）

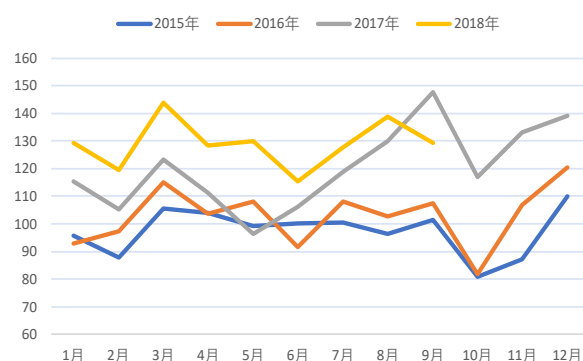

数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 52：中国 PX 月产量（单位：万吨）


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

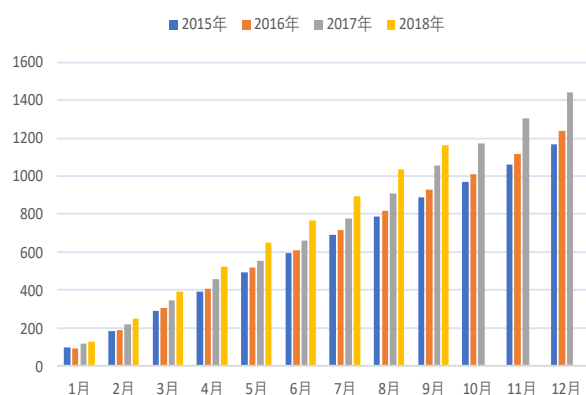
图 53：中国 PX 累计产量（单位：万吨）


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 54：中国 PX 月进口量（单位：万吨）


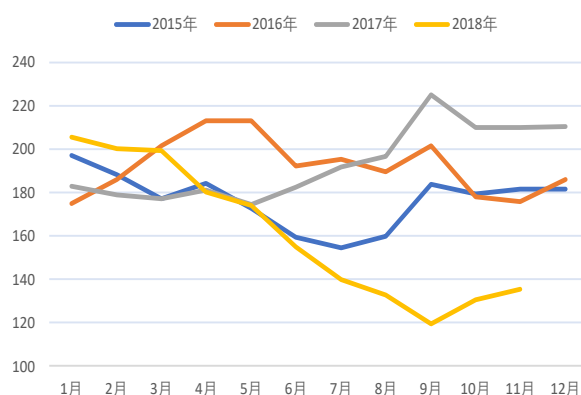
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 55: 中国 PX 累计进口量 (单位: 万吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

图 56: 中国 PX 月库存 (单位: 万吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

(2) 未来三年 PX 新增产能较多, 供应偏紧状态或难再现

尽管 2016 年至今暂无新增 PX 产能, 但自 2019 年开始, 国内 PX 产能将再度进入高速增长状态。根据目前已知的新增产能计划, 未来三年国内 PX 新增产能将达到 3260 万吨, 其中 2019 年国内将新增产能 895 万吨 (恒力石化仅计算 2019 年投产的 200 万吨新产能), 2020 年新增产能为 1200 万吨, 2021 年预计新增产能为 1165 万吨。按照 2018 年国内 PX 装置平均开工率 75.7% 进行估算, 这些新增产能将提供约 2467.82 万吨 PX 产量, 对应约 3739.12 万吨 PTA 产量。虽然这些新增产能并不一定全部按时投产并能够达到 2018 年的平均开工率, 但其仍将极大缓解目前国内 PX 供应偏紧状态。

随着 PX 供应偏紧状态的改善, 未来国内 PX 价格将大概率出现下行, PTA 的成本也将随之下降, PTA 行业利润将得到极大的改善。

表 1: 未来三年国内 PX 计划新增产能

工厂	产能 (单位: 万吨)	计划投产时间
惠州炼化 2 期	85	2019 年
中化弘润	60	已建成, 计划 2019 年 5 月投产
恒逸石化 1 期 (文莱)	150	2019 年二季度试车, 三季度出产品
浙江石化 1 期	400	2019 年下半年
恒力石化	434	2019 年投产 200 万吨
海南炼化 2 期	100	2019 年二季度
中化泉州	80	2020 年上半年
中科大炼油	120	2020 年上半年

恒逸石化 2 期（文莱）	200	2020 年下半年
中金石化 1 期	160	2020 年
浙江石化 2 期	400	2020 年
陕西华电榆横	100	2020 年
中国兵器工业集团	140 万吨芳烃联合	2020 年
镇海炼化 2 期	100	尚未建成，按建设周期 2 年算，预计在 2021 年
澄星石化	160	2020 年或以后
盛虹炼化	280	2020 年或以后
新华联合石油 1 期	200 万吨芳烃联合	2020 年或以后
新华联合石油 2 期	225 万吨芳烃联合	2020 年或以后
东营威联化学 1 期	100	2020 年或以后
东营威联化学 2 期	100	2020 年或以后

数据来源：公开资料整理，中信建投期货

2.2 MEG 供给持续增长

2.2.1 国内 MEG 产能高速增长，产量增长较快

2010 年以来，得益于逐渐成熟的煤制乙二醇技术的应用，众多煤制乙二醇装置在国内投入使用，我国乙二醇产能快速增长。2010 至 2017 年，国内乙二醇产能从 342 万吨增长至 847.2 万吨，年产量从 220.5 万吨增长至 571 万吨。2018 年，我国乙二醇产能保持高速增长态势，年内投产 11 套装置，共增加产能 253 万吨，使我国乙二醇总产能达到 1100.2 万吨。

表 2：2018 年国内 MEG 新增产能

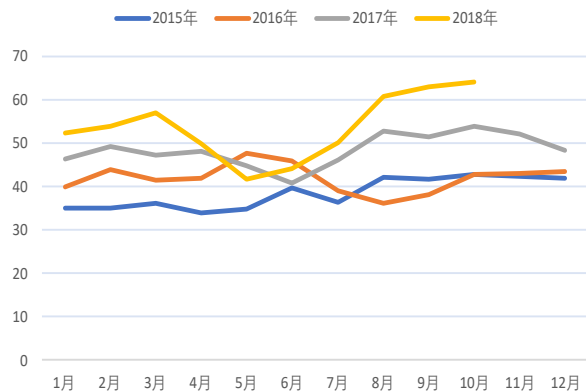
工厂	路线	产能（单位：万吨）	投产时间
利华益	煤制	20	1 月
中海油惠州	乙烯制	40	6 月 28 日
易高煤化工	煤制	12	12 月 3 日开车
黔希煤化工	煤制	30	2018 年 7 月

天盈	煤制	15	2018 年 7 月
华鲁恒升	煤制	50	10 月 8 日
中盐红四方	煤制	30	10 月 8 日
辛集化工	煤制	6	计划 12 月开车
新杭能源	煤制	10	2018 年试车
河南能源	煤制	20	2018 年试车
阳煤平定	煤制	20	2018 年试车

数据来源：公开资料整理，中信建投期货

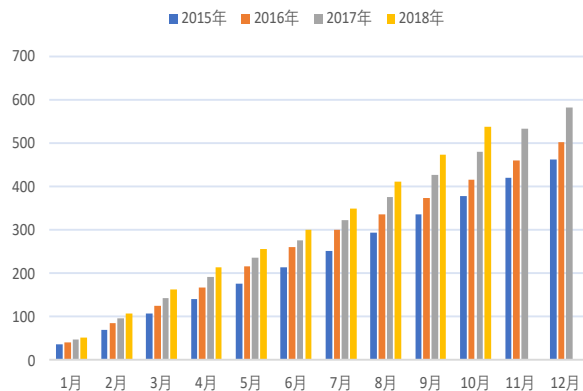
从产量上来看，2018 年前 10 个月除 5 月份产量较去年较低外，其余月份产量均显著高于去年，并且处于 2015 年以来高位。截至 10 月，国内乙二醇产量为 64.04 万吨，较去年同期增长 18.92%，1-10 月国内乙二醇累计产量为 536.93 万吨，较去年同期增长 11.67%。

图 57：国内乙二醇月产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 58：国内乙二醇累计产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年国内乙二醇产能增长态势还将延续。从目前已知的新增产能计划来看，2019 年国内约有 275 万吨新增产能投产，其中 105 万吨产能采用煤化工路线，170 万吨产能采用乙烯路线，按照 2018 年国内乙烯制乙二醇装置平均开工率 77.8%和煤制乙二醇装置平均开工率 65.76%进行估算，19 年新增产能将新提供产量 201.31 万吨，届时国内乙二醇供应将进一步得到改善。

表 3：2019 年国内 MEG 计划新增产能

工厂	路线	产能（单位：万吨）	计划投产时间
新疆天业	煤制	60	2019 年 12 月

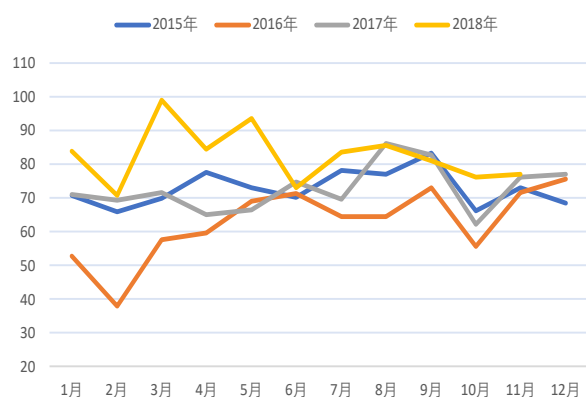
中安联合	煤制	45	2019 年 12 月
恒力石化	乙烯制	90	2019 年 10 月
浙江石化	乙烯制	80	2019 年 10 月

数据来源：公开资料整理，中信建投期货

2.2.2 国内 MEG 进口量处于近年来高位

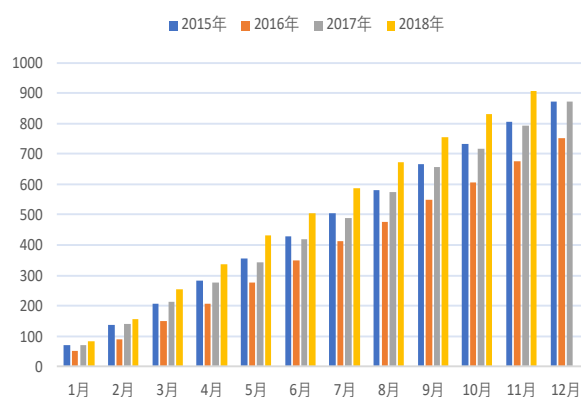
作为全球最大的乙二醇消费国，我国每年乙二醇需求量超过 1000 万吨，仅靠国内乙二醇产量难以满足，因此我国每年都需要大量进口乙二醇，是全球最大的乙二醇进口国。2018 年我国乙二醇进口量再创新高，累计进口量与去年同期相比增长 15% 左右。根据海关总署最新公布数据，2018 年 1-11 月，国内累计进口乙二醇 907.68 万吨，较去年同期增长 14.22%，全年乙二醇进口量接近 1000 万吨。

图 59：国内 MEG 月进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 60：国内 MEG 累计进口量（单位：万吨）



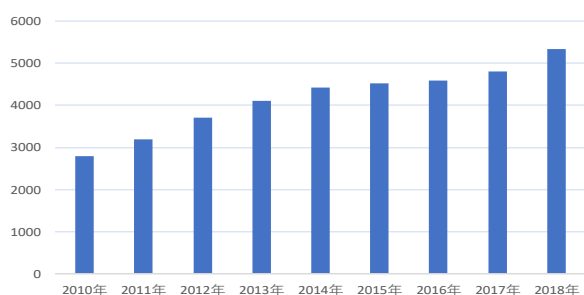
数据来源：Wind，中信建投期货

2.3 下游聚酯需求稳定增长

2.3.1 聚酯产能再度快速增长，主要产品产量增幅较大

2010-2013 年，国内聚酯年产能高速增长，从 2788 万吨增长至 4105 万吨，年均产能增速达到 13.76%；此后国内聚酯产能过剩问题较为严重，利润下滑，开工率较低，产能增速也出现回落，至 2016 年，国内聚酯年产能达 4585 万吨，较 2015 年增长 1.55%。自 2016 年下半年开始，聚酯行业逐渐走出低迷期，聚酯涤纶产品价格上涨，库存下降，新产能的投放再度提速，2017 年国内聚酯产能达 4800 万吨，较 2016 年增长 4.69%。进入 2018 年，聚酯行业景气周期延续，产能投放进一步加快，全年国内聚酯产能达到 5337 万吨，较去年增长 11.19%，增速加快 6.5 个百分点。2019 年，聚酯产能还将延续 18 年的快速增长模式，从目前已知计划来看，2019 年国内将有 415 万吨新增聚酯产能投产，届时国内聚酯产能将达到 5752 万吨，同比增长 7.78%。

图 61：国内聚酯年产能（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

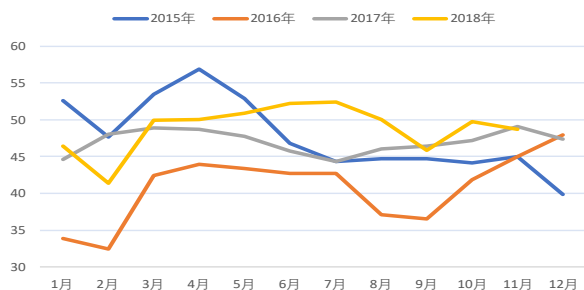
图 62：2019 年聚酯计划新增产能

工厂	产能 (单位：万吨)	计划投产时间
逸鹏二期	50	2019年3季度
新凤鸣中益	60	2019年底
恒邦四期	30	2019年底
桐昆恒优	60	2019年3季度
恒腾私企	30	2019年底
盛虹国望	25	2019年底
恒益海宁	50	2019年3季度
大连逸盛	60	2019年底
海南逸盛	50	2019年3季度

数据来源：公开资料整理，中信建投期货

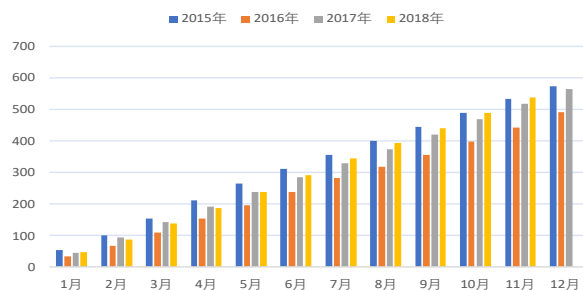
聚酯主要产品为聚酯切片，涤纶短纤和涤纶长丝，2018 年几个主要产品的产量较去年都有明显增长。具体来看，2018 年聚酯切片除 2 月份由于春节假期影响产量大幅低于去年以外，其余月份产量均与去年持平或超过去年，整体产量在最近几年也处于一个较高的水平；涤纶短纤和涤纶长丝在年内保持了较高的增长速度，月产量基本位于最近几年的最高水平，累计产量更是较去年同期保持 10% 左右的增长。最新数据显示，2018 年 11 月，国内聚酯切片产量为 48.66 万吨，同比小幅下降 0.88%，涤纶短纤产量为 47.67 万吨，同比增长 8.61%，涤纶长丝产量为 246.8 万吨，同比增长 8.44%；1-11 月，国内聚酯切片累计生产 537.57 万吨，较去年同期增长 4.01%，涤纶短纤累计生产 501.22 万吨，较去年同期增长 9.92%，涤纶长丝累计生产 2647.53 万吨，较去年同期增长 12.13%。

图 63：国内聚酯切片月产量（单位：万吨）



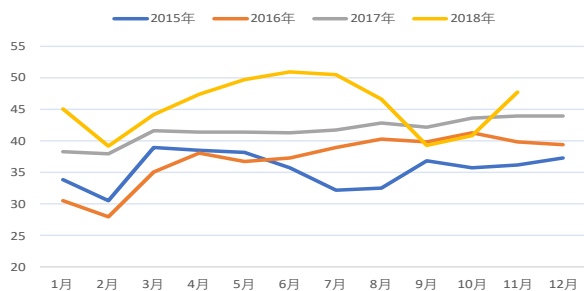
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 64：国内聚酯切片累计产量（单位：万吨）



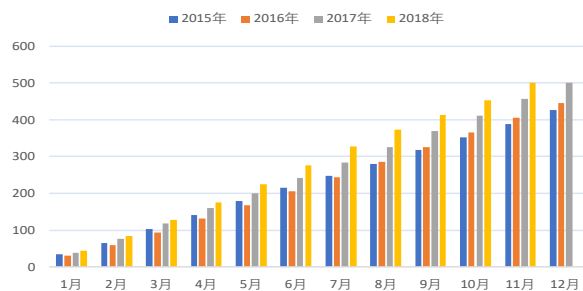
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 65：国内涤纶短纤月产量（单位：万吨）



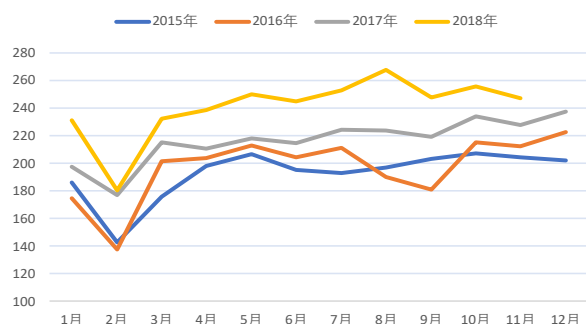
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 66：国内涤纶短纤累计产量（单位：万吨）



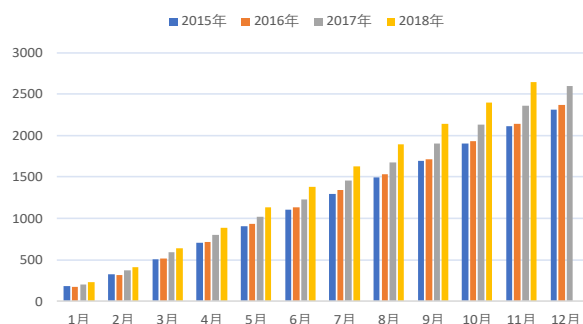
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 67：国内涤纶长丝月产量（单位：万吨）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 68：国内涤纶短纤累计产量（单位：万吨）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2.3.2 聚酯市场整体表现平稳

从装置负荷情况来看，2018 年国内织造业整体负荷在 4 月份达到年内高点后回落，基本在 60%和 80%之间波动，波动幅度较去年有所扩大。分品种来看，聚酯切片装置负荷较去年略有下降，而涤纶短纤及涤纶长丝负荷率上升，各品种波动幅度较去年均有所扩大。截至 12 月 20 日，国内织造业平均装置负荷率为 72.56%，与去年平均水平持平；聚酯切片平均装置负荷率为 63.29%，较去年平均水平略微下降 1.11%，涤纶长丝平均装置负荷率为 81.21%，较去年平均水平上升 4.44%，涤纶短纤平均装置负荷率为 81.62%，较去年平均水平上升 5.16%。

图 69：聚酯切片装置负荷率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

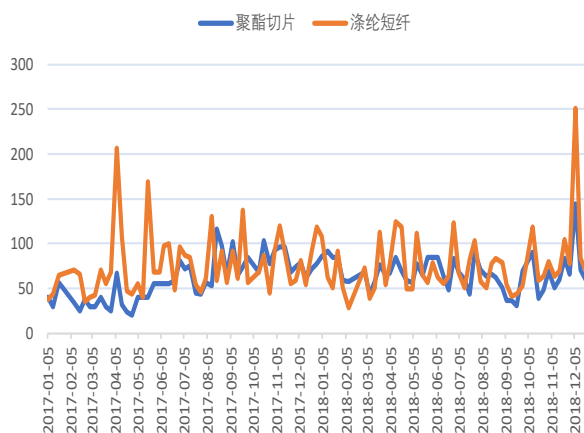
图 70：涤纶长丝及涤纶短纤装置负荷率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

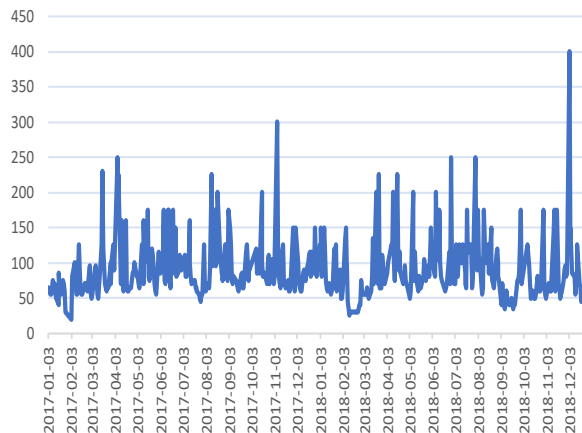
市场产销方面，12 月初，下游企业大量补货使得各品种产销率大幅上升，达到近两年的最高位，但随着补货的结束，产销率也迅速回落到年内正常水平。整体来看，2018 年聚酯切片的平均产销率较去年有所上升，而涤纶短纤和涤纶长丝平均产销率较去年出现不同程度的下降。截至 12 月 20 日，聚酯切片平均产销率为 67.36%，较去年水平上升 7.92%，涤纶短纤平均产销率为 75.73%，较去年水平微降 0.12%，涤纶长丝平均产销率为 88.25%，较去年水平下降 3.11%。

图 71：聚酯切片及涤纶短纤产销率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

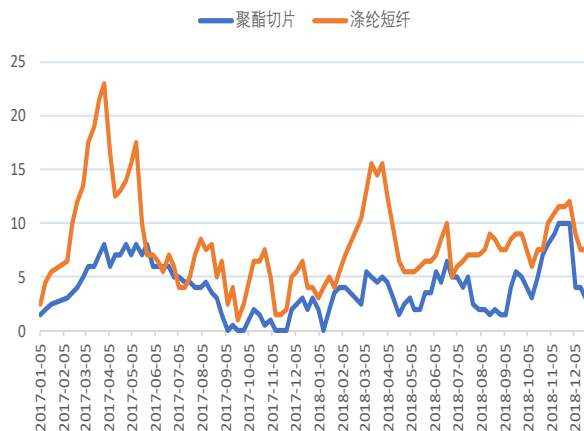
图 72：涤纶长丝产销率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

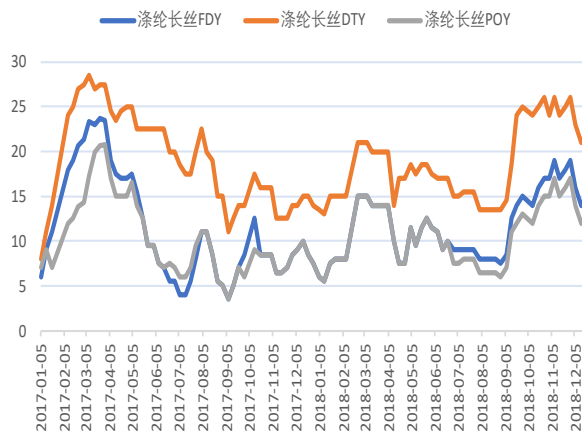
库存方面，2018 年聚酯产品库存天数较去年略有上升，仅涤纶长丝 DTY 的库存天数较去年小幅下降。截至 12 月 20 日，国内聚酯切片平均库存天数为 4.16 天，较去年上升 0.32 天，涤纶短纤库存天数为 8.19 天，较去年上升 0.14 天，涤纶长丝 FDY、POY 平均库存天数分别为 11.16 天、10.13 天，分别较去年上升 0.51 天、0.68 天，涤纶长丝 DTY 库存天数为 18.59 天，较去年水平下降 0.51 天。

图 73：聚酯切片及涤纶短纤库存天数（单位：天）



数据来源：Wind，中信建投期货

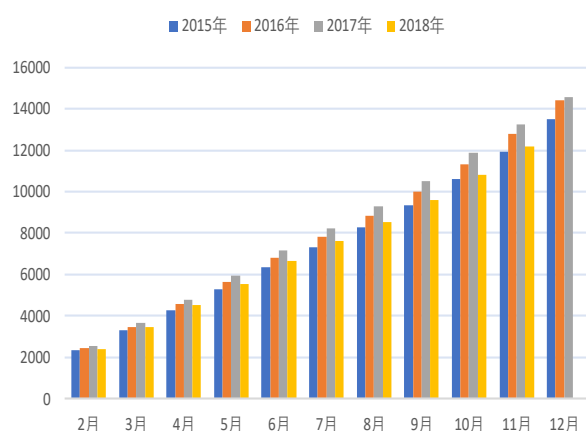
图 74：涤纶长丝库存天数（单位：天）



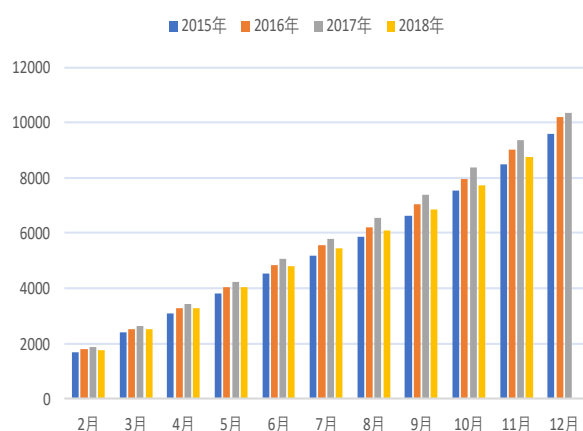
数据来源：Wind，中信建投期货

2.3.3 终端销售表现不佳，前景不容乐观

2018 年受宏观经济增速放缓影响，国内聚酯终端销售表现不佳，服装鞋帽等零售额较去年有所下降，同比增速也出现了逐月下降的趋势。根据国家统计局最新数据，2018 年 1-11 月，国内服装鞋帽、针、纺织品类累计零售额达 12197.6 亿元，累计同比增速为 8.1%；服装类累计零售额为 8757.2 亿元，累计同比增速为 8.7%。

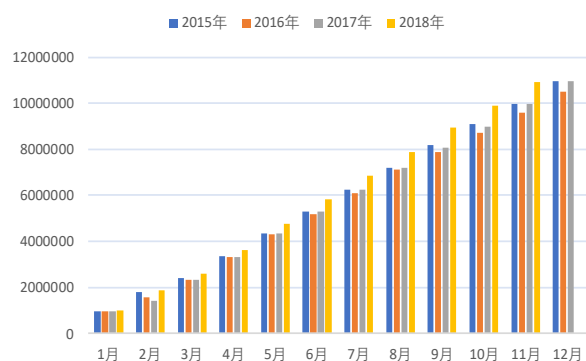
图 75：服装鞋帽、针、纺织品类累计零售额（单位：亿元）


数据来源：Wind，中信建投期货

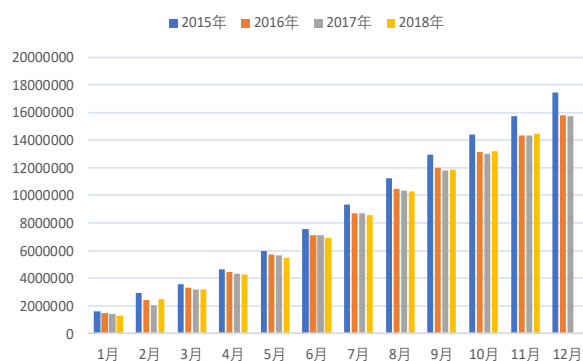
图 76：服装类累计零售额（单位：亿元）


数据来源：Wind，中信建投期货

出口方面，2018 年国内纺织纱线、织物及制品出口保持较快速度增长，累计出口金额保持在 10% 左右的增速，但增速年内呈现出逐月下降的态势；服装及衣着附件由于国际贸易摩擦尤其是中美贸易争端的影响出口放缓，前 8 个月累计出口金额低于去年同期，9 月份由于部分厂商赶在美国对华关税征收之前出口商品的原因当月出口金额大幅高于去年，累计出口金额也超过去年。截至 11 月，国内纺织纱线、织物及制品累计出口金额达 10930455.8 万美元，较去年同期增长 9.3%，服装及衣着附件累计出口金额达 14465176.1 万美元，较去年同期增长 0.9%。

图 77：纺织纱线、织物及制品累计出口额（单位：万美元）


数据来源：Wind，中信建投期货

图 78：服装及衣着附件累计出口额（单位：万美元）


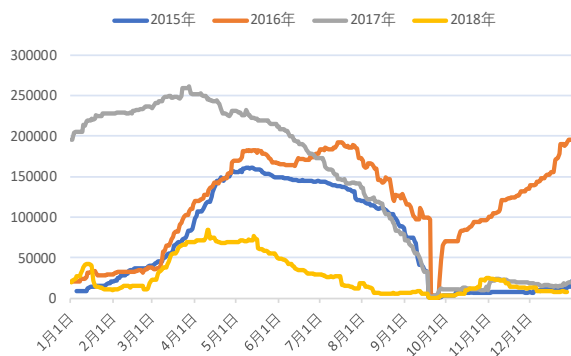
数据来源：Wind，中信建投期货

2.4 库存情况

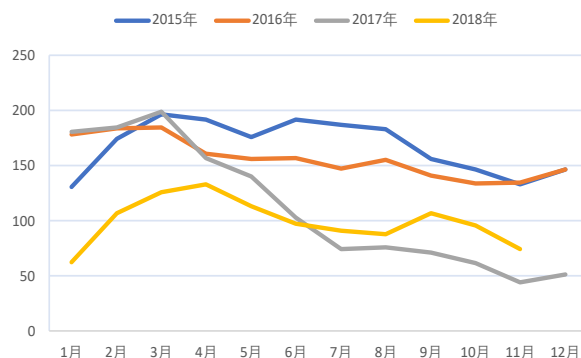
2.4.1 PTA 库存持续处于低位

近几年来，郑州商品交易所 PTA 库存仓单呈现出 3 月份开始累库，在 5、6 月份达到峰值后下降，在下半年持续处于低位的走势，这一趋势在 2015 年至今仅有 2016 年下半年出现例外。2018 年郑商所 PTA 仓单库存较往年更早达到峰值后，处于低位的时间也比往年要长，自 8 月份以来有近 100 天时间仓单库存不足 10000 张，即便是 2018 年全年的仓单库存峰值 84033 张也显著低于过去几年，整体库存水平持续处于低位。截至 12 月 27 日，郑商所 PTA 仓单库存 7358 张，有效预报 601 张。

社会库存方面，2018 年国内 PTA 库存量也处于 2015 年以来的较低水平，7 月份后社会库存量超过去年同期水平，但整体仍然显著低于 2015 年和 2016 年。截至 11 月，国内 PTA 社会库存 7.44 万吨。

图 79：郑商所 PTA 仓单库存（单位：张）


数据来源：Wind，中信建投期货

图 80：国内 PTA 社会库存（单位：万吨）


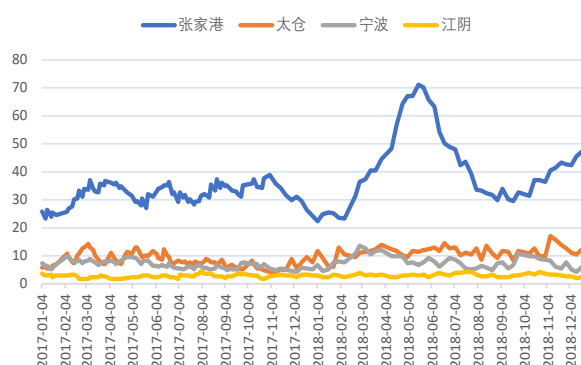
数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2.4.2 MEG 库存量较大

2018 年国内 MEG 库存量持续处于近几年高位，在 5 月中旬达到峰值 97.6 万吨，远高于过去几年库存水平。截至 12 月 27 日，国内华东地区乙二醇库存达到 77.7 万吨，较去年年末库存增加 35.2 万吨；其中，张家港库存为 50.8 万吨，太仓库存为 12.8 万吨，宁波库存为 5.9 万吨，江阴库存为 2.8 万吨。后期随着船货的陆续到港，国内乙二醇库存还将进一步增加。

图 81：华东地区 MEG 库存（单位：万吨）


数据来源：Wind，中信建投期货

图 82：国内 MEG 分地区库存（单位：万吨）


数据来源：Wind，中信建投期货

三、行情展望与投资策略

3.1 行情展望

宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济热度也

面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出 QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能导致全球商品波动进一步加剧。

供给方面，2018 年国内 PTA 暂无新增产能，但由于装置开工率的提升，PTA 产量较去年增长较多，全年预计产量将达到 4058.26 万吨，PTA 进口量同样大幅增加，1-9 月累计进口 59.27 万吨；2018 年 MEG 产能延续了前几年的高速增长态势，产量和进口量也在快速增加，全年乙二醇产量预计将增长超过 10%，进口量接近 1000 万吨。需求方面，2018 年聚酯产能投放进一步加快，聚酯切片、涤纶短纤以及涤纶长丝产量增长较多，整个聚酯市场趋于稳定，但终端销售受到宏观经济以及国际贸易摩擦影响表现不佳。库存方面，无论是郑商所仓单库存还是社会库存，PTA 库存量均处于近几年较低水平；MEG 库存则持续处于相对高位，并且随后后期船货的陆续到港库存量还将继续增加。

综合来看，2019 年虽然有 470 万吨 PTA 新增产能，但由于新产能投产将发生在下半年，因此 19 年上半年国内 PTA 供应预计将维持在 2018 年水平，下半年供应将有所增加；2019 年国内乙二醇预计将新增产能约 275 万吨，对应乙二醇产量约 201.31 万吨，乙二醇进口依存度将进一步降低，供应结构得到有效改善。2019 年国内聚酯行业产能仍将延续 18 年的快速增长模式，全年预计新增产能 415 万吨，但在国内宏观经济增速放缓以及国际贸易摩擦影响下，终端市场前景不容乐观。2019 年上半年 PTA 供应将大概率呈现偏紧状态，下半年随着新增产能陆续投产，供应将逐渐变得宽松；而乙二醇在产能持续高速增长后供应将更加宽松。2019 年 PTA 价格预计将呈现出先扬后抑的走势，并且由于未来几年国内 PX 新增产能投产较多，因此 PTA 的成本支撑较 2018 年可能偏弱，其价格高点难以达到 18 年近 8000 元/吨水平，预计全年将在 5300-7200 元/吨之间波动；MEG 则进入震荡走低模式，下方目标位看向 4500 元/吨。

3.2 投资策略

春节前 TA905 和 EG1906 在价格反弹至 5900 元/吨和 5400 元/吨附近可少量布局空单，注意设置止损，节后随着下游工厂开工恢复，TA 价格将出现反弹，TA905 前期空单止盈后可逢低适量布局多单，EG 则由于新增产能届时基本完全释放反弹力度有限，EG1906 以区间操作为主。三季度前 TA、EG 均无新增产能投放，因此 09 合约延续此前操作思路，TA09 合约以做多为主，EG09 合约则考虑区间操作。三季度后按照计划，TA、EG 新增产能开始投产，同时聚酯产业也有部分新增产能，届时 TA 可转为区间操作而 EG 以逢高沽空为主，但具体操作仍需视宏观经济运行以及新产能投产情况而定。同时，由于 TA 走势强于 EG，可考虑多 TA 空 EG 的套利策略。

3.3 套保建议

当前 PTA 期现价差偏高，后期基差进一步走强可能性不大，因此对上游企业而言目前暂不宜进行卖出套保，同时由于国内 PTA 库存偏低，因此贸易商和下游企业在可根据自身需求情况建立部分虚拟库存。MEG 目前期现价格接近平水，此后基差走强可能性较大，因此上游企业可根据自身销售及库存情况进行卖出套保操作，同时目前市场库存持续回升，贸易商同样可以根据自身情况进行卖出套保操作，春节后 MEG 基差存走弱可能，届时下游企业可视具体情况建立虚拟库存。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

济南营业部

地址：济南市历下区冻源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com