

能化组

研究员：倪佳林
期货从业证号：F03086824
投资咨询证号：Z0019845

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

3 月聚酯展望——

中东战火重燃，地缘主导行情

观点摘要：

PX:

3 月，国内外 PX 装置陆续开始检修，PX 供应有望从高位回落。另外中东地缘冲突致使霍尔木兹海峡关闭，令亚洲炼厂原料短缺预期大幅提升，部分工厂预防性降负或增加 PX 供应损失。而需求端下游聚酯负荷逐步恢复，PXN 价差或止跌回升。尽管 PX 自身供需较强，但更重要的还是要关注中东地缘局势的发展对 PX 成本的扰动。预计 PX 大概率跟随油价偏强宽幅运行。

PTA:

中东地缘局势持续发酵，且 PX 供需强势，成本端支撑相对偏强。供应增加而需求恢复不及预期致使 PTA 3 月延续累库格局。随着 PX 走强，PTA 基本面承压，PTA 加工差面临压缩，基差预期偏弱。综合来说，PTA 基本面不佳导致效益压缩，但由于成本端支撑较强，预计短期 PTA 价格跟随原料价格波动为主。

MEG:

3 月 MEG 平均负荷或将下降至 70% 偏下，进口受航运阻断或大幅减少，整体供应缩量可观。而需求环节逐步恢复，3 月起 MEG 供需结构转向去库。地缘冲突带来的成本抬升和进口减少促使 MEG 价格暴力修复，后续地缘发展主导 MEG 盘面走势，预计 3 月 MEG 偏强维持。

风险:

- 1、地缘超预期发酵
- 2、下游复工不及预期

一、行情回顾

图 1: 布油、PX、TA 和 EG 期货收盘价单位: 美元/桶、元/吨、元/吨、元/吨



数据来源: 新世纪期货、CGF

2月原油价格重心抬升。上旬，市场担忧美伊关系存在不确定性，潜在供应风险未消除，油价上涨。中旬，市场担忧美伊局势升级，叠加俄乌和谈暂无实质性进展，潜在供应风险再度增强，油价上涨。下旬，美伊新一轮谈判取得一定进展但分歧依旧较大，油价高位盘整。

2月PX价格偏强。月内地缘紧张，原油价格上涨，成本支撑偏强。供需方面，国产PX供应延续高位，下旬甚至继续提负，进口维持稳定，整体供应宽裕；下游PTA负荷偏低，聚酯负荷降负超预期，PX整体供需累库。PXN价差缓慢收缩。尽管PX供需不佳，但PX价格在成本端支持下偏强波动。

2月PTA价格维持震荡。月内美伊谈判反复持续扰动油价，原料价格从成本上给到一定支撑。节前产业链受需求季节性走弱、累库加速带来的冲击，压制PTA价格，节后需求修复缓慢，依旧拖累PTA价格，PTA加工差也随之收窄。偏强成本端跟季节性走弱供需博弈，PTA价格维持震荡。

2月MEG价格重心震荡走弱。月初，贵金属大幅回调带崩其他商品，MEG走势回归基本面，价格重心大幅下移。月中随着春节临近市场交投萎缩，MEG价格震荡偏弱。节后华东部分主港MEG累库不及预期，叠加成本端适度抬升，MEG价格低位略微修复。

二、行情分析

PX:

图 2： 布油主力单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、

图 3： 全球原油供需单位：百万桶/日

													y/y change		
	4Q2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2023	2022	
Liquid balance															
Demand	104.8	103.9	103.4	104.1	105.8	105.7	104.8	104.3	104.9	106.7	106.7	105.7	105.7	0.8	0.9
OECD	46.2	45.9	45.2	45.4	46.3	46.1	45.8	45.0	45.2	46.1	45.9	45.6	45.6	0.1	0.2
Non-OECD	58.6	58.1	58.2	58.7	59.5	59.6	59.0	59.3	59.7	60.6	60.8	60.1	60.1	0.9	1.1
Non-OPEC supply	73.3	72.2	73.0	73.3	73.7	73.5	73.4	73.1	73.5	73.9	73.5	73.5	73.5	1.2	0.1
USA	21.1	20.9	21.0	21.2	21.2	21.2	21.1	21.1	21.1	21.2	21.1	21.1	21.1	0.3	0.0
Russia	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	0.0	0.0
OPEC NGLs/condensate	5.6	5.5	5.7	5.8	5.8	5.9	5.8	5.8	5.9	6.0	6.0	5.9	5.9	0.3	0.1
Call on OPEC crude	25.8	26.2	24.7	25.0	26.3	26.3	25.6	25.3	25.5	26.8	27.2	26.2	26.2	-0.6	0.6
OPEC crude	30.0	29.5	30.1	30.1	30.0	30.0	30.0	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	0.5	0.2
Implied balance	4.2	3.3	5.4	5.1	3.7	3.7	4.4	4.5	4.3	3.0	2.7	3.6	3.6	1.2	-0.8
Misc to balance	-1.9	-1.8	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.2	-2.5	-2.6	-2.7	-2.9	-2.7	-2.7	-0.4	-0.4
Stock change	2.3	1.5	3.3	2.9	1.4	1.3	2.2	2.1	1.7	0.3	-0.2	1.0	0.7	-1.2	

数据来源：新世纪期货、IEA

2月底骤然引爆的中东地缘局势，特别是伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡，使得市场对原油供应担忧急剧上升，当前原油市场核心逻辑已从“供需过剩”转向“地缘风险”的定价。市场普遍认为，随着霍尔木兹海峡这一“世界油阀”的关闭，地缘风险溢价将被快速推高。该海峡每日承担约 2000 万桶原油运输，占全球海运石油贸易量的 20% 之上。其关闭直接威胁全球原油供应，多家机构预计短期油价将大幅上涨。

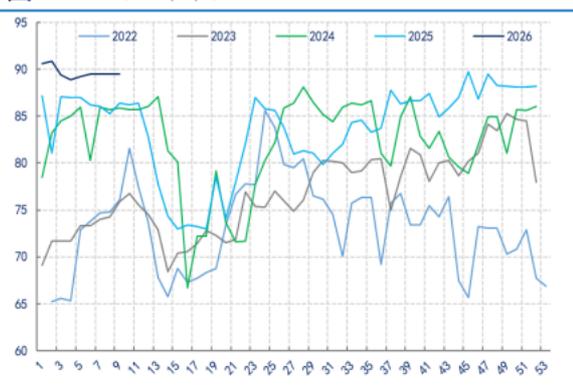
当前油价飙升引发市场对美联储控制通胀能力的质疑，降息预期随之降温，战争为货币政策增添了新的不确定性。在伊朗愿意重返谈判之前，中东紧张局势仍将持续。特朗普虽多次试图通过言论为油价降温，但随着局势逐渐失控，平抑油价效果不佳。另一方面，航运未见恢复迹象，伊拉克等国减产持续扩大，实际供应损失已成定局。当前油价走势仍由战争主导，未来关注焦点仍是美伊双方是否有缓和冲突的想法。如果冲突持续两周，布油价格或突破 90 美元/桶，如果持续一月，布油价格不排除创历史新高的可能。

图 4： PXN 价差单位：美元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 5： PX 开工率单位：%

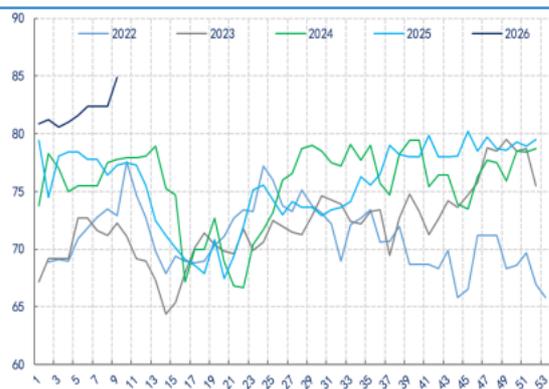


数据来源：新世纪期货、CCF

2月，国内PX负荷再创新高，月内国内PX开工升至92.4%的近七年高位后维持。具体来看，随着浙石化2月初负荷逐步恢复以及中化泉州PX装置在2月上旬出料，国内PX开工上升至92%后持稳运行。海外方面同样，科威特芳烃装置按计划检修后于2月上旬重启，推动海外PX装置开工进一步提升。月内其他装置基本平稳运行，无计划外变动。

供应方面：2月PX产量为318万吨，较1月产量减少21万吨。2月生产天数较少，即使浙石化和中化泉州恢复，国内月度产量仍下降。需求方面：2月PTA产量579万吨。2月PX进口量预估在90万吨左右。按照这个核算2月PX供需预计累库29万吨左右。

图 6： 亚洲PX 负荷单位：%



数据来源：新世纪期货、CCF

图 7： PX 进口量单位：万吨

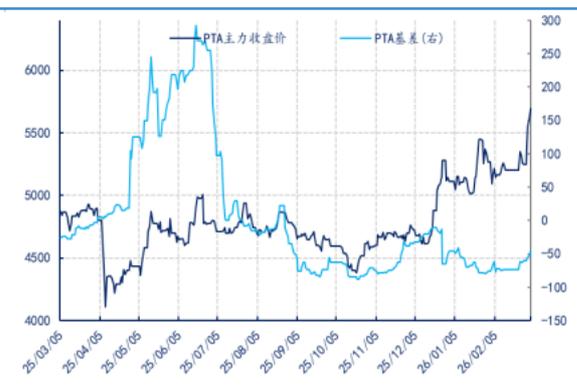


数据来源：新世纪期货、CCF

3月，国内外PX装置陆续开始检修，PX供应有望从高位回落。另外中东地缘冲突致使霍尔木兹海峡关闭，令亚洲炼厂原料短缺预期大幅提升，尽管短期内依靠储备可以维持生产，但部分工厂防御性降负进一步增加PX供应损失。而需求端下游聚酯负荷逐步恢复，春季行情预期在需求环节支撑PX。尽管PX自身供需较强，但更重要的还是要关注中东地缘局势的发展对PX成本的扰动。预计PX大概率跟随油价偏强宽幅运行，PXN价差或止跌回升。

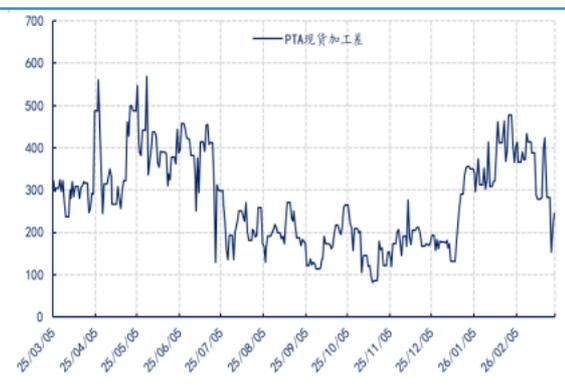
PTA:

图 8： PTA 主力收盘和基差单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 9： PTA 加工差单位：元/吨



数据来源：新世纪期货

供应方面，2月份国内PTA装置变动较多，新材料360万吨、英力士125万吨装置和独山2期250万吨装置相继落实检修，春节假期个别装置意外，英力士110万吨装置短停，新材料1期360万吨装置降负至5成。能投100万吨装置恢复，中泰维持低负荷运行。月底独山能源2期，英力士125万吨装置重启。2月PTA产量在579万吨。

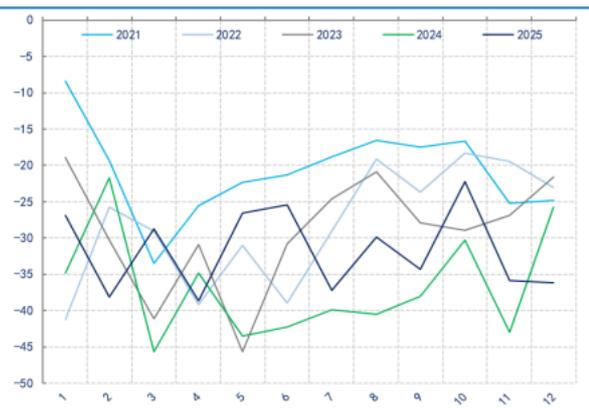
需求方面，2月聚酯负荷季节性下行，春节后提负，月均负荷在78~79%附近，2月聚酯产量在541万吨左右，实际PTA消费量463万吨左右。2月非聚酯开工率回落，DOTP负荷从7成降至4成；PBT低位6成降至4成、PBAT负荷2成附近，对PTA需求量在21万吨附近。2月内外盘价差缩小，商谈氛围转淡，部分供应商出口前期订单，2月预计出口量不到30万吨。综合看，2月国内PTA供需累库超60万吨。

图 10: PTA 上下游负荷单位: %



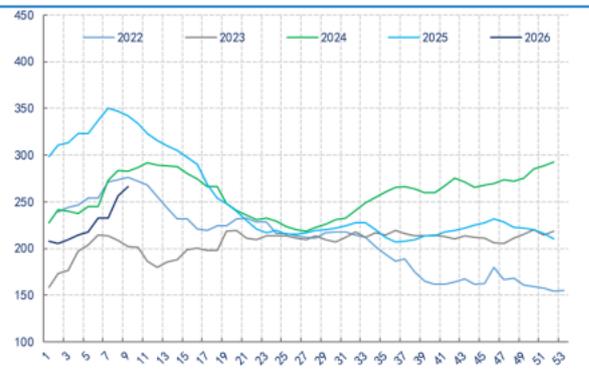
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 11: PTA 净进口量单位: 万吨



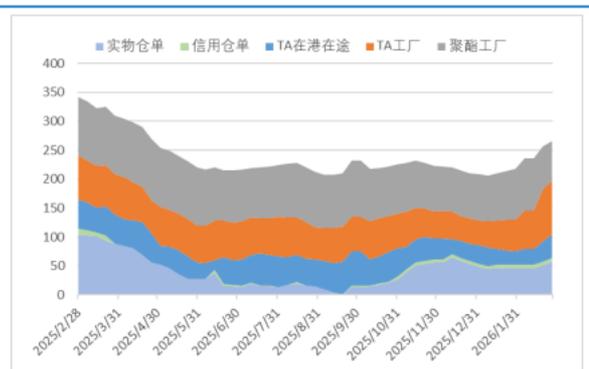
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 12: PTA 社会总库存单位: 万吨



数据来源: 新世纪期货、忠朴

图 13: PTA 库存结构单位: 万吨



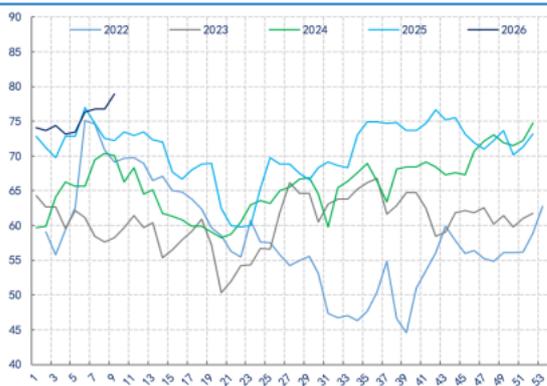
数据来源: 新世纪期货、忠朴

成本端, 中东地缘局势持续发酵, 油价阶段性支撑, 同时 PX 供需改善下, PXN 价差修复可能性上升, 成本端支撑相对偏强。而从 PTA 自身供需来看, 3 月下游聚酯工厂陆续提负, 但节奏可能较预期放缓, 同时由于前期 PTA 加工差尚可, 不少工厂盘面上锁利, 近期 PTA 装置负荷回升, 2 月底独山能源 2 期 250 万吨装置重启, 英力士 125 万吨装置提前重启, 福海创 450 万吨计划 3 月提负, 供应增加而需求恢复不及预期致使 PTA 3 月延续累库格局。另外, 3 月浙石化 PX 装置计划检修, 其他炼厂也因原料问题降负减产, PX 供需预期去库, 随着 PX 走强, PTA 基本面承压, PTA 加工差面临压缩, 基差偏弱预期。综合来说, PTA 基本面不佳导致生产效益压缩, 但由于成本端偏强支撑, 短期预计 PTA 价格跟随原料价格波动为主。

MEG:

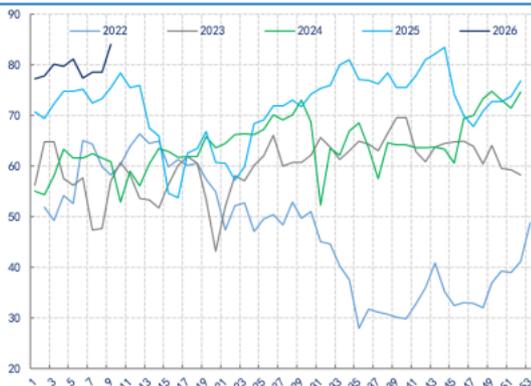
2026 年 2 月国内 MEG 产量在 180.7 万吨附近, 较上月减少 3.2 万吨; 2 月聚酯产量在 541 万左右, 聚酯对 MEG 的消耗量在 179.6 万吨附近。2 月 MEG 呈现大幅累库, 整体幅度超过 40 万吨。2 月国内供应维持高位, MEG 月平均负荷在 78% 附近。装置运行相对平稳, 富德能源以及中化石化于一月底顺利重启, 产出增量可观。另外春节期间 EO 运输受限, 部分联产装置进行产品调节从而提升 MEG 负荷, 像 3 江石化、远东联石化、中科炼化、成都石油化工等装置。国外进口方面, 中旬起 MEG 外轮到货逐步减少, 沙特, 科威特以及台湾货均呈现一定缩量, 预计 2 月 MEG 进口量在 60 万吨附近。需求环节来看, 聚酯工厂减停产计划落实, 聚酯负荷快速大幅下滑。2 月聚酯平均负荷仅在 79% 附近, 刚需支撑不佳。

图 14: MEG 整体负荷单位: %



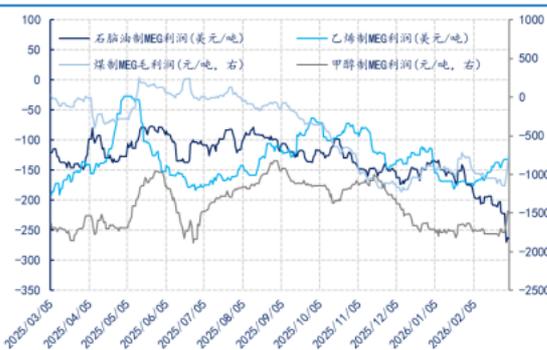
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 15: MEG 煤制负荷单位: %



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 16: MEG 利润单位: 美元/吨、元/吨



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口单位: 万吨



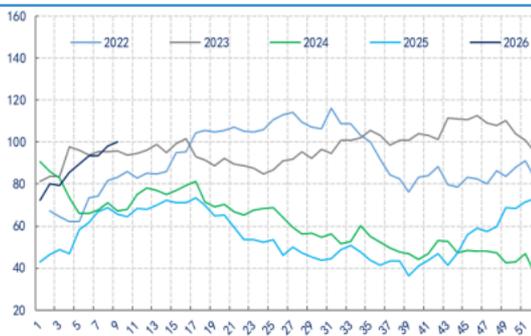
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 18: EG 社会总库存单位: 吨



数据来源: 新世纪期货、钢联

图 19: EG 港口库存单位: 万吨



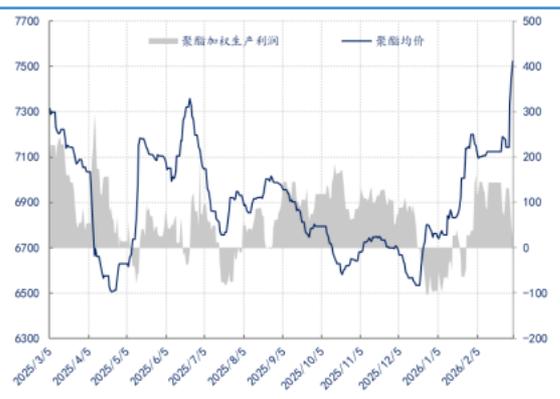
数据来源: 新世纪期货、CCF

中东地缘紧张, 而海湾地区又是我国 MEG 重要的进口来源区域, 进口可能大幅减少。其中伊朗自身具有 190 万吨 meg 产能, BCCO 45 万吨装置已进入停车状态, Farsa 40 万吨装置暂停装运计划, 后续恢复时间待定。除去伊朗装置直接影响, 霍尔木兹海峡通行受阻对 MEG 进口板块影响更甚。伊朗、科威特、沙特东海岸的货源运输, 预计一半以上的 MEG 进口货源将受到影响。若该海峡航行受阻时间延长, 或致使后续 MEG 进口大幅缩减。此外, 原油供应担忧下, 国内个别 MEG 装置进行预防性降负, 后续关注其余装置变化。

3 月, 榆林化学、榆能、中昆、中化学等装置均有停车或降负安排, 加上古雷石化计划性检修落实以及个别炼化装置降负荷, 3 月 MEG 平均负荷将下降至 70% 偏下。需求环节逐步恢复, 3 月聚酯平均负荷将提升至 89% 附近, 刚需支撑走强。3 月起 MEG 供需结构转向去库, 同时进口预期调整下 4 月份 MEG 去库幅度将明显放大。3 月 MEG 价格平台抬升为主。

下游:

图 20: 聚酯效益单位: 元/吨



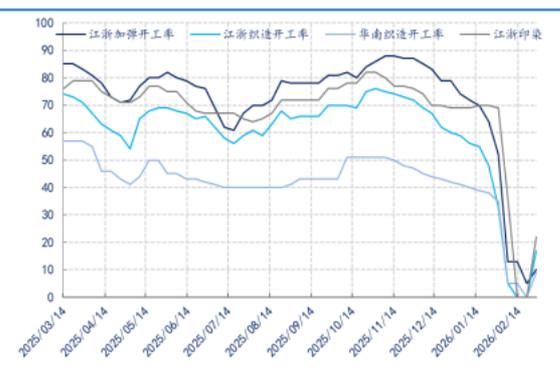
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 21: 聚酯长丝加权库存单位: 天



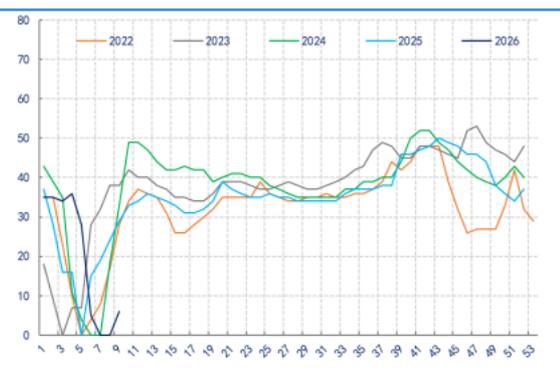
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 22: 下游负荷单位: %



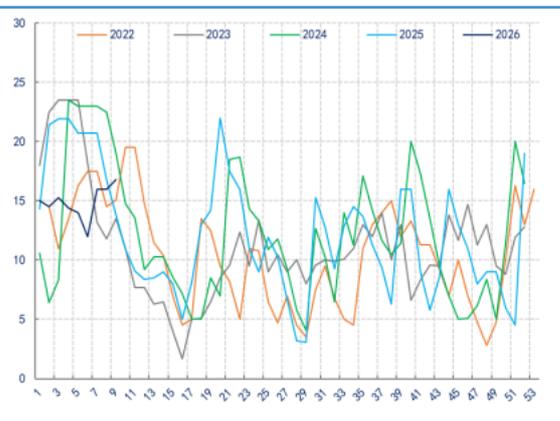
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 23: 织造新订单指数单位: 点



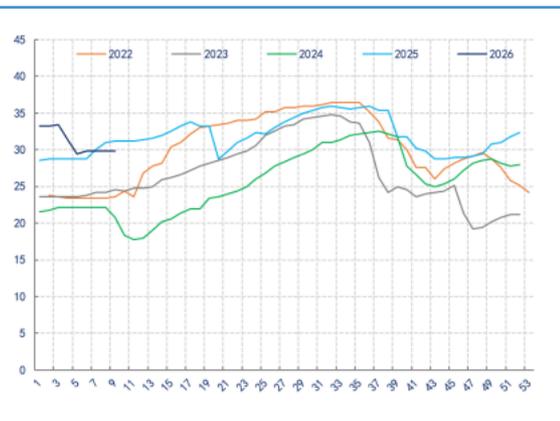
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 24: 织造原料库存单位: 天



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 25: 织造基地库存水平单位: 天



数据来源: 新世纪期货、CCF

此次美伊冲突给聚酯产业链短期带来库存收益利好, 实现了上下游涨价去库存的超预期效果, 让产业链中下游库存回归合理水平。但也埋下了中期的隐患, 随着时间推移, 炼厂缺油减产或引发原材料新一轮上涨, 届时中下游价格跟涨乏力, 成本传导受阻的背景下, 对于中下游企业影响将转为利空。因此在上游成本波动较大的情况下, 对于中下游企业来说, 如果有订单建议提前锁定原料, 同时控制年后负荷, 防范后期风险。

三、行情展望

3月，国内外PX装置陆续开始检修，PX供应有望从高位回落。另外中东地缘冲突致使霍尔木兹海峡关闭，令亚洲炼厂原料短缺预期大幅提升，部分工厂预防性降负或增加PX供应损失。而需求端下游聚酯负荷逐步恢复，PXN价差或止跌回升。尽管PX自身供需较强，但更重要的还是要关注中东地缘局势的发展对PX成本的扰动。预计PX大概率跟随油价偏强宽幅运行。

中东地缘局势持续发酵，且PX供需强势，成本端支撑相对偏强。供应增加而需求恢复不及预期致使PTA 3月延续累库格局。随着PX走强，PTA基本面承压，PTA加工差面临压缩，基差预期偏弱。综合来说，PTA基本面不佳导致效益压缩，但由于成本端支撑较强，预计短期PTA价格跟随原料价格波动为主。

3月MEG平均负荷或将下降至70%偏下，进口受航运阻断或大幅减少，整体供应缩量可观。而需求环节逐步恢复，3月起MEG供需结构转向去库。地缘冲突带来的成本抬升和进口减少促使MEG价格暴力修复，后续地缘发展主导MEG盘面走势，预计3月MEG偏强维持。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，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期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编：310006

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn/>