

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

6月聚酯展望——

地缘溢价消退，等待原料企稳

观点摘要：

PX:

地缘与基本面拉扯，油价维持宽幅震荡，从成本端给PX带来扰动。PX效益改善，或使得部分装置检修推迟，需求环节PTA负荷反弹，但幅度有限。PX整体供需变化不大，或延续宽平衡，PXN价差相对坚挺。PX价格跟随油价波动为主。

PTA:

地缘反复，PX供应偏紧，成本端给到PTA一定支撑。PTA加工差改善，PTA供应有望回升，但幅度暂时有限，需求环节聚酯负荷继续低迷。得益于超低的供应，PTA整体依旧供需去库，但去化幅度收窄。PTA价格跟随原料价格波动为主，基差相对坚挺。

MEG:

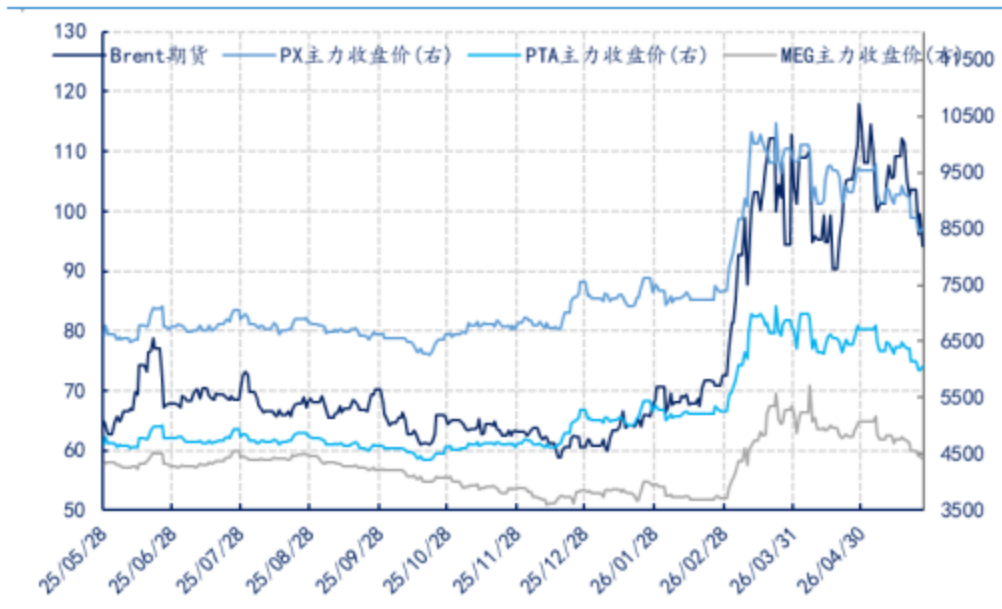
原料端变数较多，成本端支撑遭削弱。国内诸多装置检修，还有部分存在检修计划，MEG供应减量幅度不少；终端订单低迷，下游按需采购，聚酯产销不佳，聚酯负荷维持低位，MEG供需依旧去库，节奏变缓。预计MEG价格呈现宽幅波动，关注美伊局势及需求端的走势。

风险:

- 1、地缘超预期变化
- 2、终端订单提前启动

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、CCF

5 月布油价格剧烈波动，重心下行。5 月油价走势主要受地缘局势主导，霍尔木兹海峡封航一度推升油价，而美伊和谈传闻反复，多次引发单日大幅下跌。叠加 OPEC+ 内部出现分歧，以及全球原油需求偏弱，市场情绪起伏明显。油价上月高位震荡，中旬逐步回落，下旬加速下探并触及月内低点，全月波幅较大。

5 月 PX 价格走势基本与油价同步，整体高位震荡、中下旬快速回落。美伊和谈预期促使地缘溢价消退，油价大跌导致石脑油价格下挫，PX 成本端塌陷，叠加下游 PTA 与聚酯需求不佳，PX 供需转弱，PX 价格承压明显。尽管 PX 供需边际转弱，但原料价格下移更多，PXN 价差较 4 月重心抬升，月均维持在 230 美元/吨附近。

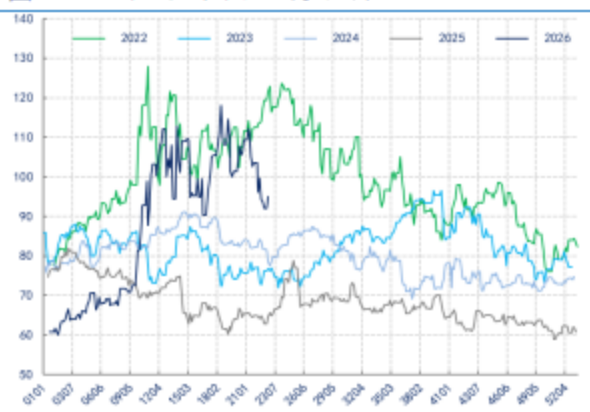
5 月 PTA 整体承压下行，价格大幅走低。月初 PTA 价格维持高位，随后逐步走弱，中下旬出现明显跳水，全月跌幅显著。尽管 PTA 供应有所收缩，但难以对冲成本与需求双重利空。虽然月末小幅反弹，但仍处于月内低位，全月价格震荡下行，波动幅度较大。库存去化缓慢，且存量较高，基差走弱。

5 月 MEG 期货高位大跌、重心持续下移，走势弱于 PTA。原料价格崩塌，成本支撑瓦解。供应减量收窄，国内装置重启、进口高于预期，港口去库缓慢。需求疲软，终端订单不佳，聚酯织造开工持续走低。MEG 整体呈现上旬冲高回落、中旬震荡下行、下旬加速探底的弱势态势。

二、行情分析

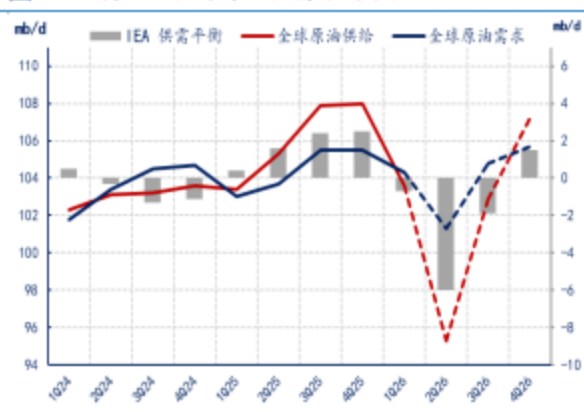
PX:

图 2： 布油主力单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、CCF

图 3： 5 月 IEA 全球原油供需平衡单位：mb/d



数据来源：新世纪期货、IEA

近期国际原油价格走势显示市场已经照着美伊达成协议来计价，或许有点过于乐观了。特别是以色列在黎巴嫩扩大地面攻击后，伊朗宣布中止与美国的谈判，并威胁将封锁范围扩大至曼德海峡，该海峡是在霍尔木兹海峡受阻后，中东原油流入全球市场的替代通道。而另一边特朗普迅速出面安抚市场，称与伊朗的谈判正快速推进，并表示以色列和真主党已同意停止在黎巴嫩相互攻击。可以看出以色列可能是美伊谈判链条中最容易出问题的一环，后续将继续得到考验。即便达成协议，根据主流机构估计，通过霍尔木兹海峡的石油出口最乐观也仅能恢复至战前水平的 80%，完全恢复正常可能要等到 2027 年初。重新开放后的头两个月，主要瓶颈是航运安全信用的重建；此后，区域原油产量恢复和炼厂运行能力将成为新的制约。协议与其说是实体危机的终结，不如说是开启了一个运输能力仍受显著影响、回归时间表充满不确定性的新阶段。

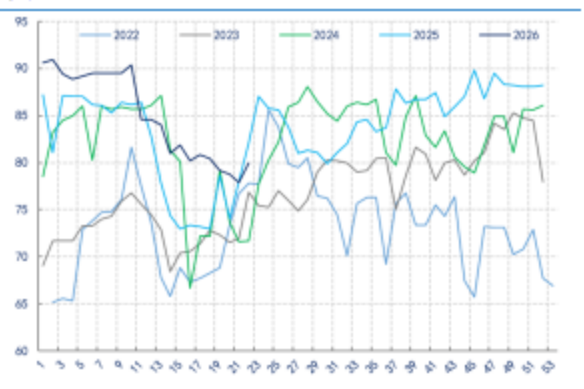
6 月国际油价或延续区间宽幅震荡。地缘缓和预期主导短期情绪，若美伊谈判推进，霍尔木兹海峡逐步恢复通航，供应担忧缓解，油价存在回调压力，同时也不能忽视曼德海峡的阴影，正在为油价重新注入风险溢价。另一方面，全球库存逼近运营红线背景下，需求边际改善，美国夏季汽油需求启动，中国炼厂开工率企稳，对冲全球需求偏弱影响，往下空间受限。整体来看，6 月原油难有单边行情，地缘反复与库存低位、需求旺季开启等因素拉扯给油价注入波动，建议关注美伊谈判进展、海峡通航恢复节奏及原油库存数据。

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：%



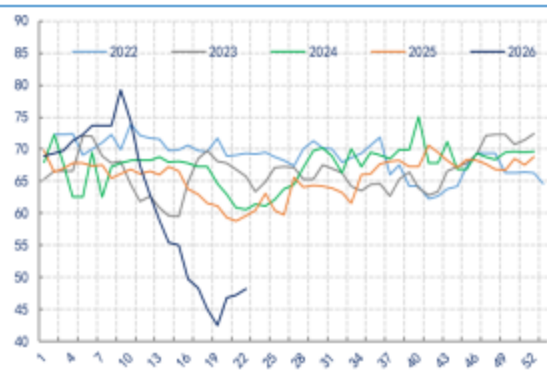
数据来源：新世纪期货、CCF

PX 的供应方面，5 月中旬扬子石化 89 万吨装置开始检修、中金石化 160 万吨装置计划 6 月初附近开始检修、海南炼化 100 万吨装置计划 6 月初开始为期 3 个月的检修，同时青岛丽东 100 万吨装置 5 月中旬重启、金陵石化

70万吨装置6月初重启、广东石化和大榭石化近期负荷有所提升。另外，近期PXN价差改善不少，不排除部分装置检修计划延后，6月PX负荷预计区间震荡为主，整体或略微下降。

下游PTA负荷预计有所反弹。除了部分装置的计划内检修、配合上游以及个别装置被动性停车，还有虹港250万吨，恒力惠州250，嘉通能源300万吨PTA装置陆续重启。6月PTA重启产能大于停车产能，PTA开工率有回升预期，但幅度较为有限。按照以上推算，PX的去库存力度较前期预期边际改善，预计整体供需宽平衡为主。

图6： 亚洲_除中国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



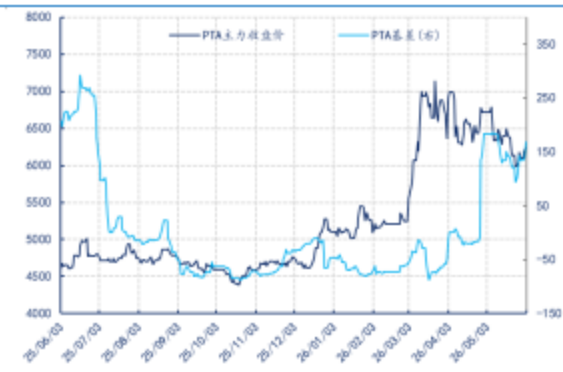
数据来源：新世纪期货、海关总署

美伊和谈逐步进行，尽管双方尚未达成最终协议，但是随着霍尔木兹海峡通航略有好转，油价已经提前反应，战争带来的溢价风险已经明显回吐。考虑到战争期间全球原油供应大幅受损，库存大幅去化，未来需求恢复，油价仍然会有支撑。当然短期内，随着美伊和谈的进程，油价可能仍然会有明显的波动，从而在成本端对PX带来干扰。石脑油方面短期内的供应增加和需求持续不佳带来的压力预计仍然延续，但是随着亚洲和西方、中东的价差收窄，后期关注跨市的流通量是否缩减。另外近期脑油相对液化石油气竞争力提升，也可能带来部分需求，不排除石脑油阶段性有走强可能。PX自身方面，尽管因部分装置可能推迟至7月检修，6月国内PX大概率是供需宽平衡，甚至可能是累库节奏，但是最迟到7月国内PX负荷迎来大幅度下降，PX库存可能出现明显的去库存，供需层面给PX带来支撑。当然从情绪上看，如果地缘缓和，霍尔木兹海峡通航，海外的PX可能会逐步恢复，海外供应有回归预期，从供应和心态上会给PX带来一定的抑制。所以未来终端聚酯的需求恢复程度就显得尤为关键了。

地缘与基本面拉扯，油价维持宽幅震荡，从成本端给PX带来扰动。PX效益改善，或使得部分装置检修推迟，需求环节PTA负荷反弹，但幅度有限。PX整体供需变化不大，或延续宽平衡，PXN价差相对坚挺。PX价格跟随油价波动为主。

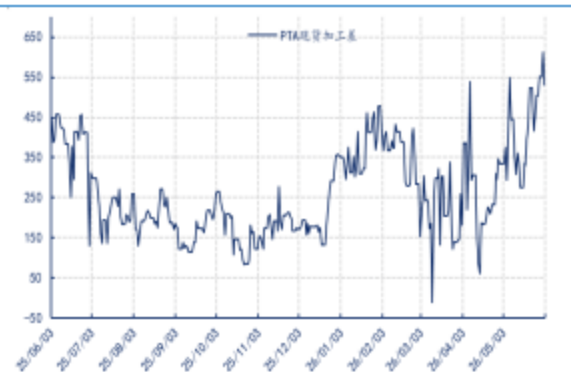
PTA:

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

5 月份国内 PTA 装置检修增多，逸盛石化，恒力石化，独山能源，嘉兴石化，嘉通能源，虹港石化，英力士等均有涉及装置检修。而月底随着虹港 250 万吨、恒力惠州 250 万吨 PTA 装置意外短停，PTA 即时负荷降至 60% 之下，这负荷是 2021 年以来新低。

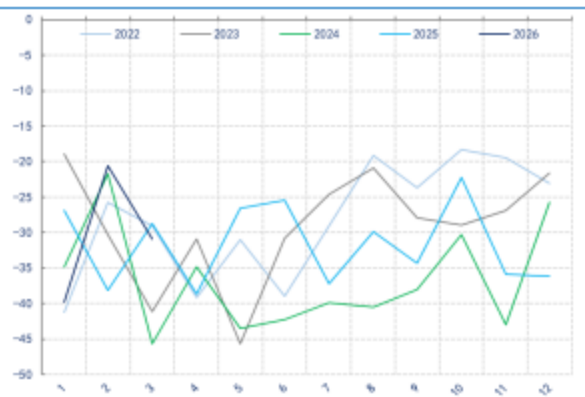
6 月，PTA 供应延续减量，从 5 月底 PTA 大厂开会情况来看，各大主流供应商将延续 5 月份生产安排。其中新凤鸣、恒力大连减产规模将不低于 5 月水平，逸盛海南进一步加大减产力度，由当前运行状态调整为停 2 号线、开 1 号线。随着虹港 250 万吨、恒力惠州 250 万吨、嘉通能源 300 万吨 PTA 装置陆续重启，海南 200 万吨重启其 250 万吨停车，台化 150 万吨重启其 120 万吨停车，另外嘉兴石化 150 万吨具体停车尚未确定，福海创 450 万吨预计 6 下检修，总的来说 6 月重启产能大于停车产能，PTA 负荷有回升预期，但幅度较为有限。考虑需求端聚酯负荷在 81% 上下波动，PTA 去库幅度环比减少。

图 10: PTA 上下游负荷 单位: %



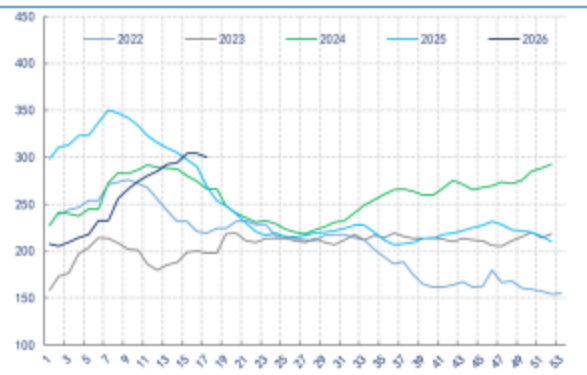
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 11: PTA 净进口量 单位: 万吨



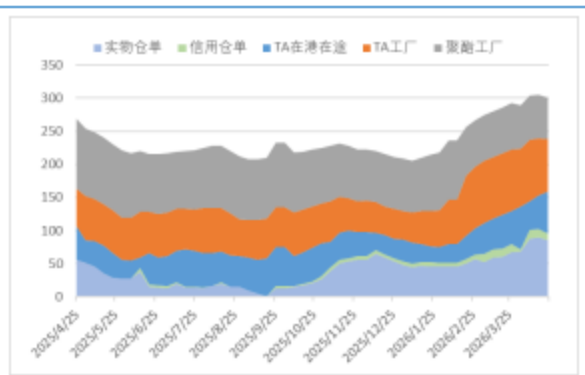
数据来源: 新世纪期货、CCF

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

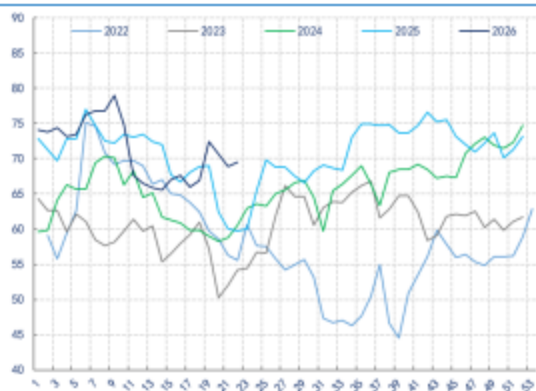
在地缘消息频繁扰动的背景下，随着时间推移原油供应缺口对盘面影响也有可能显现，油价往下空间也比较有限。原料方面，PX 部分装置仍维持检修，原料供应仍处于偏紧状态，同时近期 PTA 加工差好转下装置开工积极性提升，带动 PX 的采购意愿和需求，PX 的供需有所好转，预计 PXN 价差坚挺，成本端给到 PTA 一定支撑。PTA 自身供需来看，部分 PTA 装置维持停车或者降负，供应大幅减量下延续去库，且随着去库增加，部分区域库存下降明显，流通性大幅缩减，带动基差走强。不过考虑短期终端市场暂无起色，聚酯采购意向仍有变数，现货基差走高后仍有反复可能。关注后续终端需求跟进情况。

地缘反复，PX 供应偏紧，成本端给到 PTA 一定支撑。PTA 加工差改善，PTA 供应有望回升，但幅度暂时有限，需求环节聚酯负荷继续低迷。得益于超低的供应，PTA 整体依旧供需去库，但去化幅度收窄。PTA 价格跟随原料价格波动为主，基差相对坚挺。

MEG:

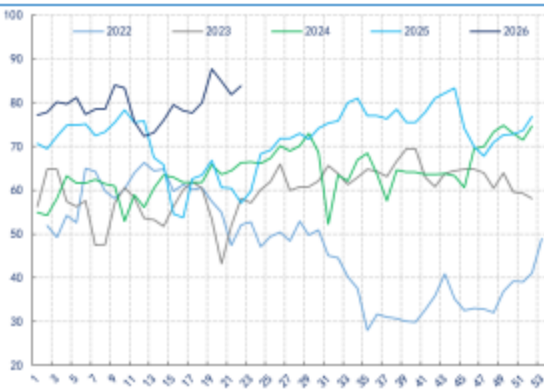
5月 MEG 社会库存持续去化, 预计幅度在 25 万吨附近。国内供应来看, 月内 MEG 产量回升明显, 榆能化学、黔希煤化工、浙江石化等装置完成检修后顺利重启, 产出环比增量可观。另外 EO 出货受阻, 下旬起部分联产装置进行产品调节, 适度提升 MEG 负荷。进口方面, 5 月霍尔木兹海峡持续封锁, 海湾内供应无法有效输出, 中东货源供应维持低位。从实际到船来看, 月内外轮抵港量不到 20 万吨, 关注存量保税货报关情况。需求端来看, 终端环节订单偏弱维持, 聚酯产销以按需采购为主, 聚酯产品库存持续堆积。月内聚酯平均负荷仅在 82% 附近, 刚需持续弱化。

图 14: MEG 整体负荷 单位: %



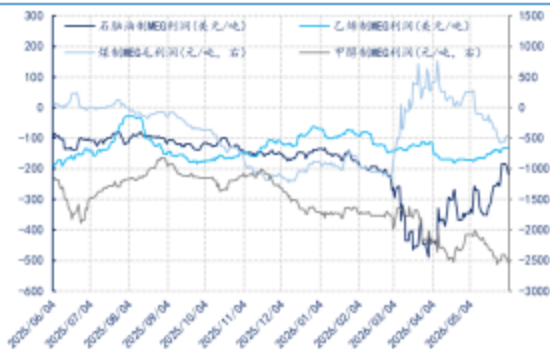
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 15: MEG 煤制负荷 单位: %



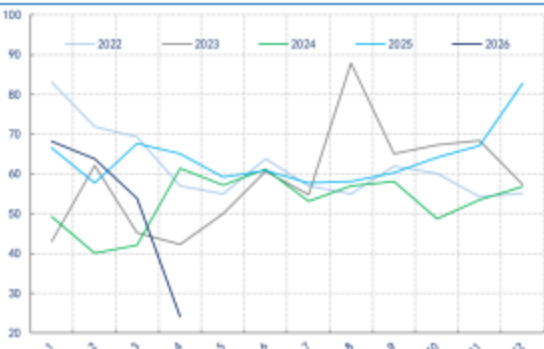
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 16: MEG 利润 单位: 美元/吨、元/吨



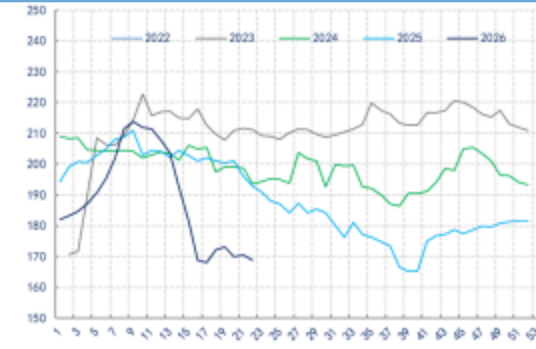
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口 单位: 万吨



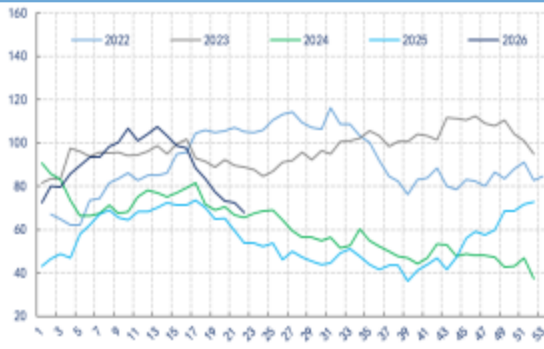
数据来源: 新世纪期货、CCF

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

国内供应来看, 6 月油制方面海南炼化、中石化武汉、浙江石化等装置将执行检修; 煤制方面中化学计划于 6 月 10 日前后停车检修, 时长 28 天附近, 延长、渭化月内可能存检修安排, 阳煤寿阳初步预计 6 月下旬或者 7 月份

起停车检修，另外广汇装置月内可能也有检修安排、但停车时间以及持续时长均未敲定。6月 MEG 整体产量损失明显，MEG 国产量预计回落至 165 万吨附近。进口端，在霍尔木兹海峡仍未开放的情况下 MEG 外轮到港量维持低位。

5 月中下旬起，乙烯等石化中间体价格持续回落，MEG 估值有所修复，乙烯制现金流得到改善。6 月初几套近洋装置如台湾南亚 3#36 万吨、马石油 38 万吨、韩国乐天 24 万吨、中纤 20 万装置等存在重启动作。这些装置重启后以满足当地需求为主，可适度弥补远洋货供应损失，从而抑制国内港口 MEG 转口需求。

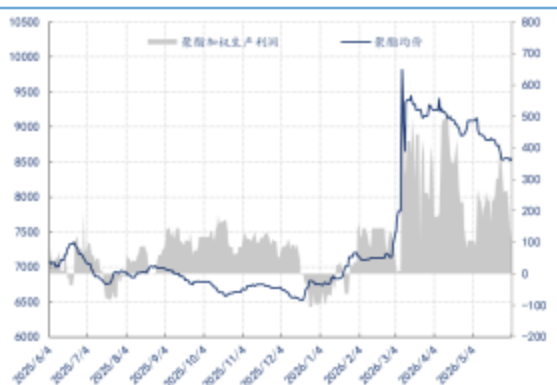
海外货源到港低位，且国产货源入罐放缓后 6 月港口库存将延续去库。中短期内 MEG 库存依旧呈现去化，6 月去库幅度预计在 30 万吨附近。但是 MEG 社会库存基数庞大，需求受损背景下市场持货意向薄弱，场内可流转现货收紧偏慢。

原料端变数较多，成本端支撑遭削弱。国内诸多装置检修，还有部分存在检修计划，MEG 供应减量幅度不少；终端订单低迷，下游按需采购，聚酯产销不佳，聚酯负荷维持低位，MEG 供需依旧去库，节奏变缓。预计 MEG 价格呈现宽幅波动，关注美伊局势及需求端的走势。

下游：

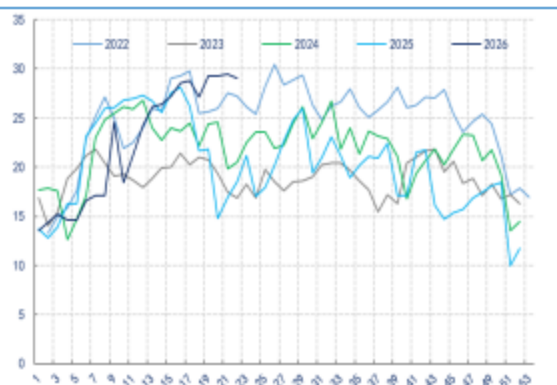
当前聚酯市场的疲软，并非终端需求的全面萎缩，更多的是出于对原料端的担忧。出于对涤纶原料价格下跌的强烈担忧，下游终端企业往往在价格高波动时期采取降低开工，减少高价采购，以消化库存为主的策略，来避免后期高价库存大幅贬值风险。下游谨慎采购策略引发产业链上游负反馈。

图 20： 聚酯效益 单位：元/吨



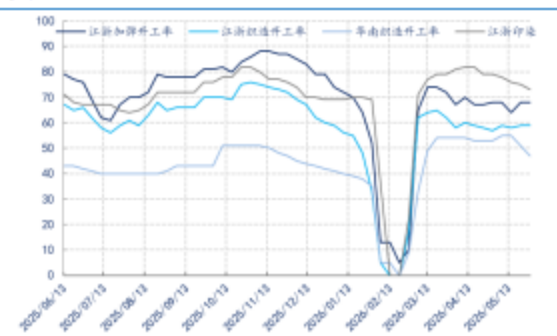
数据来源：新世纪期货、CCF

图 21： 聚酯长丝加权库存 单位：天



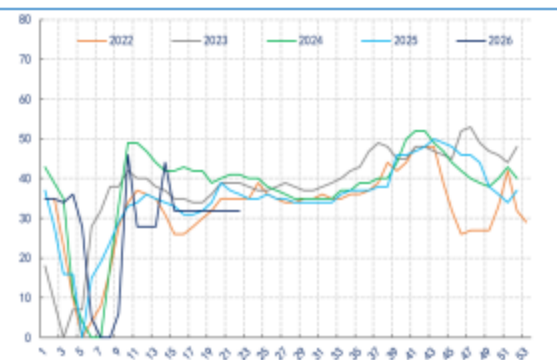
数据来源：新世纪期货、CCF

图 22： 下游负荷 单位：%



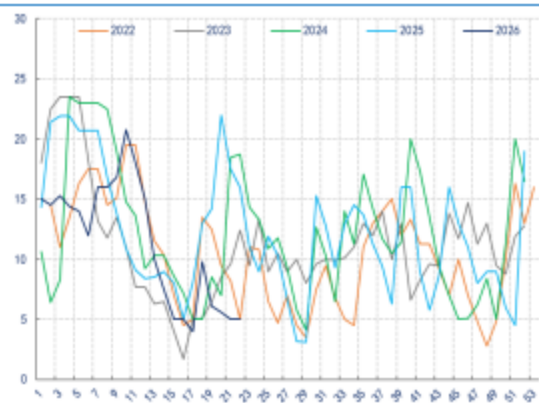
数据来源：新世纪期货、CCF

图 23： 织造新订单指数 单位：点



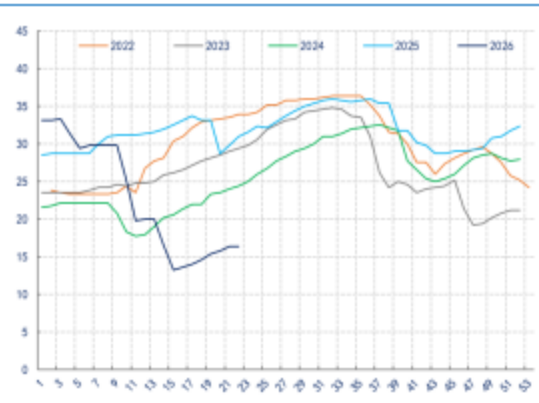
数据来源：新世纪期货、CCF

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

5月下旬以来原料价格一度回落，短纤出货较好，库存下降，同时加工费有所回升，短纤负荷短期或已见底，6月份短纤工厂暂无新增减产计划，个别企业5月底有重启计划，后期负荷将适度走高。瓶片在持续较好加工费背景下，一方面中小企业开始计划后期重启或者提负，另一方面新装置投产也在抓紧落地。目前唯一的变数就是长丝仍处于减产预期中，6月份涤丝三大主流工厂宣称要继续扩大减产，但实际落地情况仍需观察。从长丝需求端的角度看，今年上半年因价格高位波动风险大，下游各环节备货不足，导致下半年需求启动时间预计会提前。其中针织环节由于织造和下游贸易商环节备货库存不多，预期6月份会出现局部回暖迹象。如果6月份底之前需求能出现环比弱改善，那么长丝负荷也有望在6月新一轮减产触及低点，但何时回升取决于库存去化力度，可能需要等到7月再观察。6月聚酯负荷延续低位，后续即使有改善也是在中下旬后，而且幅度依旧偏弱。

三、行情展望

地缘与基本面拉扯，油价维持宽幅震荡，从成本端给PX带来扰动。PX效益改善，或使得部分装置检修推迟，需求环节PTA负荷反弹，但幅度有限。PX整体供需变化不大，或延续宽平衡，PXN价差相对坚挺。PX价格跟随油价波动为主。

地缘反复，PX供应偏紧，成本端给到PTA一定支撑。PTA加工差改善，PTA供应有望回升，但幅度暂时有限，需求环节聚酯负荷继续低迷。得益于超低的供应，PTA整体依旧供需去库，但去化幅度收窄。PTA价格跟随原料价格波动为主，基差相对坚挺。

原料端变数较多，成本端支撑遭削弱。国内诸多装置检修，还有部分存在检修计划，MEG供应减量幅度不少；终端订单低迷，下游按需采购，聚酯产销不佳，聚酯负荷维持低位，MEG供需依旧去库，节奏变缓。预计MEG价格呈现宽幅波动，关注美伊局势及需求端的走势。

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/>