

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

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦2幢1104室、1201-1206室
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

聚酯 2026 年中期投资策略 进入后冲突时代，重心回归产业链

PX:

下半年 PX 或先扬后抑。三季度地缘拖累 PX 装置重启节奏，而传统纺织旺季带动聚酯、PTA 需求回暖，库存低位支撑 PX 价格震荡偏强，PXN 价差存在修复空间。四季度，海内外 PX 装置复产，国内甚至有新装置投产，同时下游需求季节性走弱，PX 供需承压。此外需关注地缘带来的阶段性扰动。

PTA:

下半年 PTA 整体近强远弱。前期成本与低库存共同支撑 PTA 盘面，良好的供需甚至能给到 PTA 较高加工费。后续 PX 供应恢复缓解原料紧张局面，PTA 供应逐步宽松。传统旺季带来阶段性需求提振，但最终 PTA 供需还是转弱。此外，PX 新产能的投放或让利部分加工费。

MEG:

下半年 MEG 整体呈近强远弱、震荡偏弱格局。三季度受国内装置检修尾声、港口低位库存、中东地缘扰动影响，价格存在阶段性反弹机会，但需求偏弱限制上涨空间。后续检修装置集中复产，进口货源逐步回归，供需边际转松。新增产能投放进一步加大供应压力，累库预期升温，价格承压。短期供应端给到底部支撑，趋势性上涨缺乏需求驱动。关注地缘变化与传统旺季下游补库力度。

风险:

- 1、地缘变化
- 2、产业旺季成色

目录

观点摘要:	1
目录:	2
图目录:	3
一、行情回顾.....	4
二、行情分析.....	5
(一) PX 行情分析.....	5
(二) PTA 行情分析.....	7
(三) MEG 行情分析.....	9
(四) 下游行情分析.....	10
三、行情展望.....	12
免责声明.....	13

图目录

图 1:	原料期货价格	4
图 2:	原料供需平衡	4
图 3:	布油主力	5
图 4:	7 月 EIA 全球原油供需平衡	5
图 5:	美国炼厂负荷	5
图 6:	北美汽油裂解毛利	5
图 7:	美国汽油库存	5
图 8:	中国炼厂负荷	5
图 9:	霍尔木兹海峡化工船通过量	6
图 10:	BDTIVLCC-TCE	6
图 11:	PXN 价差	6
图 12:	PX 开工率	6
图 13:	亚洲_除中国 PX	7
图 14:	PX 进口量	7
图 15:	PTA 主力收盘和基差	7
图 16:	PTA 加工差	7
图 17:	PTA 上下游负荷	8
图 18:	PTA 净进口量	8
图 19:	PTA 社会总库存	8
图 20:	PTA 库存结构	8
图 21:	MEG 整体负荷	9
图 22:	MEG 煤制负荷	9
图 23:	EG-0.715*EO	9
图 24:	MEG 净进口	9
图 25:	EG 社会总库存	10
图 26:	EG 港口库存	10
图 27:	聚酯负荷	10
图 28:	聚酯效益	10
图 29:	聚酯长丝加权库存	10
图 30:	聚酯产品库存	10
图 31:	下游负荷	11
图 32:	织造新订单指数	11
图 33:	织造原料库存	11
图 34:	织造基地库存水平	11

一、行情回顾

图 1： 原料期货价格 单位：美元/桶、元/吨



数据来源：新世纪期货、WIND

图 2： 原料供需平衡 单位：万吨

月份	PX 净进口	PX 国产	PX 库存变化	PTA 净进口	PTA 国产	非聚酯用 PTA	PTA 库存变化	EG 净进口	EG 国产	MEG 库存变化	聚酯 产量	聚酯产能	聚酯负荷
2016-01	85	339	-7	-40	651	24	12	68	184	12	673	8972	88.0
2016-02	96	318	30	-21	579	21	75	64	181	49	541	8972	79.0
2016-03	104	329	-12	-31	673	23	57	54	173	-7	657	8972	86.0
2016-04	69	304	-19	-29	593	24	-0	24	166	-33	632	9052	85.0
2016-05	48	306	-2	-33	538	24	-59	11	179	-33	632	9088	82.0
2016-06	48	289	-32	-36	558	23	-11	3	162	-46	597	9133	78.0

数据来源：新世纪期货

上半年布伦特原油先扬后抑，油价核心驱动由地缘供给缺口转向宽松供需，波动幅度显著放大。年初受全球需求疲软、OPEC+增产预期压制，油价走势偏弱。2 月底中东冲突升级，霍尔木兹海峡阻断，供应担忧引爆行情，3 月布油冲至近 120 美元/桶高位。4-5 月油价维持高位波动。5 月下旬美伊谈判预期升温，叠加全球制造业走弱、加息预期打压大宗商品，油价快速回落。同时产油国增产意愿增强，供给宽松预期发酵，6 月末油价跌至 73 美元/桶附近。

上半年 PX 跟随原油波动，整体呈先涨后回落走势。年初进口充足，市场小幅累库，PX 效益低迷。2 月底受美伊冲突扰动，原油与石脑油价格快速抬升，霍尔木兹海峡阻断使得亚洲 PX 原料紧张，供应大幅收缩，PX 价格大幅上涨，PX 现货一度涨至 1346 美元/吨附近。高原料成本挤压产业链下游利润，下游装置开始大规模集中降负，一度形成负反馈。5 月中下旬开始，中东地缘改善从预期变成现实，成本逐步下移，PX 价格也持续走弱，但得益于 PX 持续去库，PXN 价差修复后高位震荡。上半年国内无大规模新增 PX 产能，供需阶段性错配主导行情，终端纺织需求一般但难抵原料高价带来的压力。

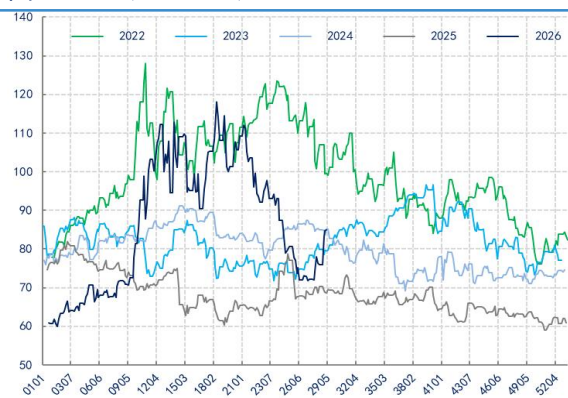
上半年 PTA 整体呈供需双弱格局，价格主要跟随 PX 价格波动为主。一季度春节织造淡季，聚酯开工偏低，PTA 高产导致持续累库，全年无投产预期使得加工差维持在 400 元/吨上下。2 月底美伊冲突推涨原油与 PX，原料成本大幅抬升，3 月 PTA 现货价格一度冲高至 7200 元/吨高位。二季度高原料成本挤压聚酯利润，下游降负检修形成负反馈，5 月起港口库存逐步去化，加工差同步修复。6 月地缘缓和，PTA 价格随成本端快速下行，基差阶段性坚挺。

上半年 MEG 走出先低位震荡、中期暴涨、后期持续回落行情，波动幅度大于 PTA。春节前后下游开工下降，MEG 港口库存季节性累积，现货价格维持低位。2 月底美伊冲突爆发，海峡航运阻断，冲击原料和 MEG 的进口，国内炼厂保油减化，MEG 供应收紧，现货价格一度冲高至 5600 元/吨附近。二季度中后期地缘缓和，进口开始恢复，而聚酯受高原料成本影响持续降负，需求同步走弱，MEG 库存去化变慢，价格一路回调至 4100 元/吨附近。上半年仅巴斯夫一套 80 万吨新装置投产，行情由原料价格主导。

二、行情分析

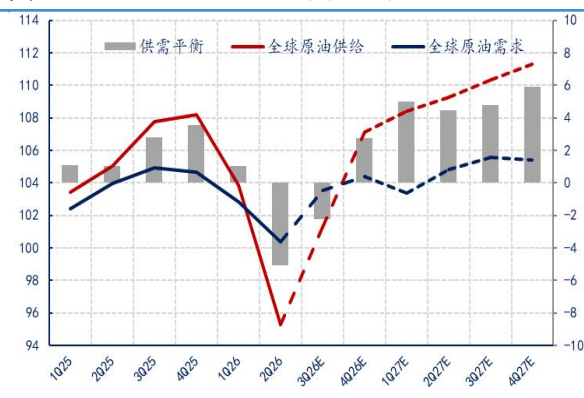
（一）PX 行情分析

图 3： 布油主力 单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、WIND

图 4： 7 月 EIA 全球原油供需平衡 单位：mb/d



数据来源：新世纪期货、EIA

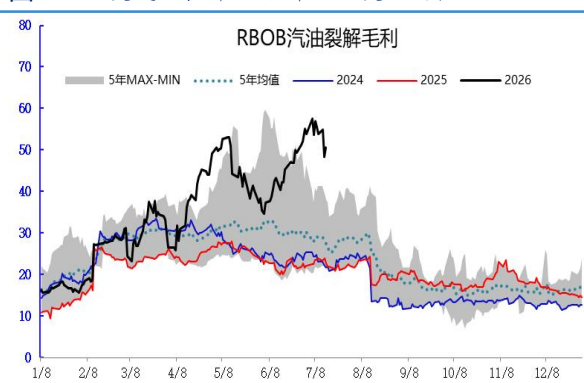
6 月美伊签署谅解备忘录、霍尔木兹海峡通航逐步恢复，市场上调全球原油供应预期，原本年底大部分原油产量重回冲突前水平，而关停产能也将于 2027 年一季度陆续恢复。但近期美伊冲突再度反复，地缘风险再度成为市场上最大变量，海峡航运稳定性遭到破坏，拖累中东原油出口恢复速度，为油价带来风险溢价。

图 5： 美国炼厂负荷 单位：%



数据来源：新世纪期货、WIND

图 6： 北美汽油裂解毛利 单位：美元/桶



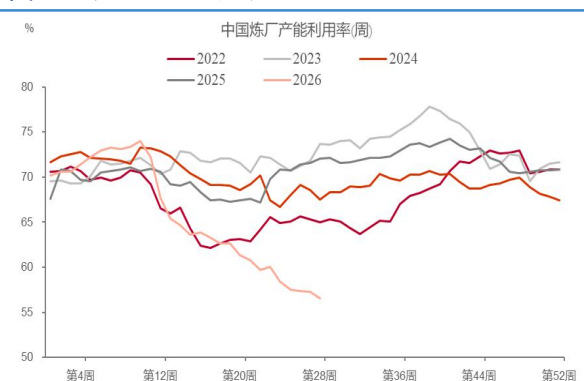
数据来源：新世纪期货、EIA

图 7： 美国汽油库存 单位：千桶



数据来源：新世纪期货、WIND

图 8： 中国炼厂负荷 单位：%

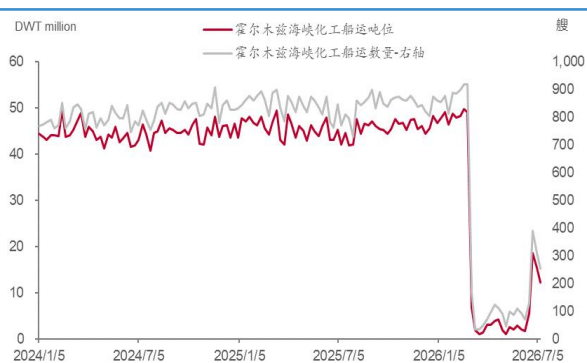


数据来源：新世纪期货、WIND

当前全球原油需求区域分化显著，北美是唯一强支撑。美国正值夏季驾车旺季，汽油库存持续低位，超高效益促使炼厂负荷持续高位，此外成品油出口进一步抬升原油消耗，短期韧性充足。欧洲需求持续萎缩，欧元区制造业低迷拖累柴油消费，叠加炼厂永久关停、电动车替代，本地原油进料量逐年走低，无季节性拉动。亚太整体偏弱，国内新能源持续挤压汽油，化工下游需求疲软，7-9月炼厂集中检修压制原油加工；日韩石化装置降负，石脑油需求明显下滑，成为需求减量主力。南亚、东南亚等新兴市场因高油价和原料短缺制约着消费修复；中东夏季发电自用原油小幅抬升本地消耗，仅小幅对冲出口波动。整体看三季度仅北美拉动需求走强，欧亚持续拖累，旺季过后全球原油需求将再度陷入颓势。

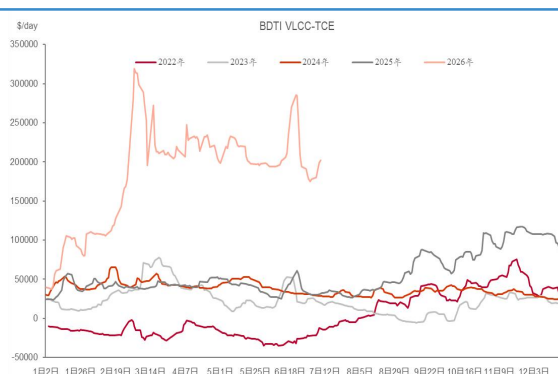
油运运价三季度冲高、四季度回落但韧性仍在。三季度或为全年高点：北美炼厂高开工、亚洲炼厂检修结束，叠加全球原油低位补库、中东货源集中释放，VLCC需求旺盛；地缘扰动拉长运距、有效运力偏紧，推动原油轮运价大幅上行。四季度景气边际回落：北美旺季结束、炼厂开工下滑，补库力度减弱，原油轮运价从高位回调，但OPEC+出口稳定、美国回补SPR仍提供支撑。整体看，下半年油运结构性行情明确，VLCC维持高景气，运力紧张与补库需求支撑运价，四季度难现深跌，某种程度上给到下游油化产品一定价格溢价。

图 9： 霍尔木兹海峡化工船通过量 单位：艘



数据来源：新世纪期货

图 10： BDTI VLCC-TCE 单位：美元/天



数据来源：新世纪期货

综合来看，下半年原油呈现基本面偏弱、地缘扰动延续的特征。3季度在旺季需求与地缘博弈支撑下油价宽幅震荡，4季度供应持续回升的压力逐步主导行情，油价中枢存在下移空间。后市重点跟踪美伊博弈走向、海峡通航状态，一旦冲突升级引发航道受阻，油价将再度出现阶段性大幅冲高。预计布伦特原油下半年将在 65-100 美元/桶区间波动。

图 11： PXN 价差 单位：美元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 12： PX 开工率 单位：%



数据来源：新世纪期货、CCF

6-7月国内炼厂进入检修高峰，其中有原料供应的问题，也有经济效益的问题，而此轮检修结束后，年内大部分企业的计划内检修都已经完成，未来随着检修后的重启，PX的开工率也将慢慢地恢复正常。霍尔木兹海峡封锁问题一定程度上拖累了PX负荷的回归节奏，预计在8月中下旬附近国内的PX开工率反弹至70%以上，9月开工率或将继续回升至80%附近。未来如果海峡通航顺畅，炼厂原料供应逐步恢复正常，部分前期减停产的装置恢复，则不排除后期国内PX最高开工率再度回归至25年四季度85%-90%附近。近期原料价格剧烈波动，使得PXN价差也是出现宽幅波动，未来原料价格的走弱和下游需求的复苏或引发PXN价差出现修复行情。

图 13： 亚洲_除中国PX负荷 单位：%



数据来源：新世纪期货、CCF

图 14： PX进口量 单位：万吨



数据来源：新世纪期货、海关总署

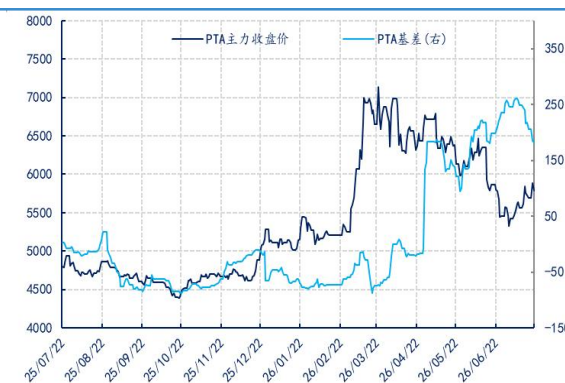
多元化原料采购解决原料短缺问题；裂解价差高企，炼厂有提负动力；东南亚内需形成支撑。以上种种原因促使近期亚洲炼厂开工缓慢回升，可以预见未来PX进口量也将逐步回归。

近几年来得益于下游PTA庞大的产能，PX需求一直不是个问题，所以乐观估计下，PX供应的回归将解放PTA生产原料的限制，PTA前期大幅去化的库存是PX需求硬性保证。但是，下半年PX还是有新产能投放的可能，需要注意华锦阿美200万吨装置投产进度。

下半年PX或先扬后抑。三季度地缘拖累PX装置重启节奏，而传统纺织旺季带动聚酯、PTA需求回暖，库存低位支撑PX价格震荡偏强，PXN价差存在修复空间。四季度，海内外PX装置复产，国内甚至有新装置投产，同时下游需求季节性走弱，PX供需承压。此外需关注地缘带来的阶段性扰动。

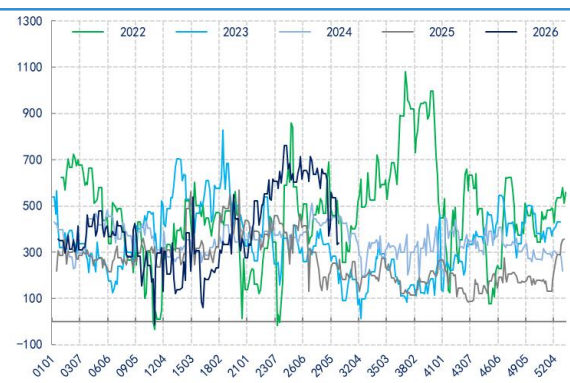
（二）PTA 行情分析

图 15： PTA主力收盘和基差 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 16： PTA加工差 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货

对 PTA 而言，产业相对健康的基本面仍然存在。自美伊冲突爆发以来，原料端 PX 海内外大幅降负荷，供应收缩明显，在原料偏紧的背景下，再一个自身装置意外停车，PTA 同样开工不足，库存也是连续去化。后续随着国内 PX 检修的集中到来，7 月国内 PX 负荷快速回落至 60% 附近，PTA 阶段性也在 60% 附近维持，最低一度跌至 56% 附近，PTA 仍然处于去库存节奏之中。从中我们可以看到，尽管 PTA 有庞大的产能，但 PTA 供应长时间受制于原料端。可以预见，下半年 PTA 产量恢复还是要看 PX 供应回归节奏，低库存和偏紧供应预期给到了 PTA 加工差修复的可能。

图 17： PTA 上下游负荷 单位：%



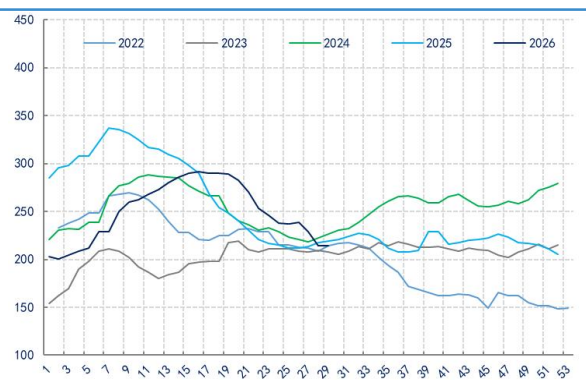
数据来源：新世纪期货、CCF

图 18： PTA 净进口量 单位：万吨



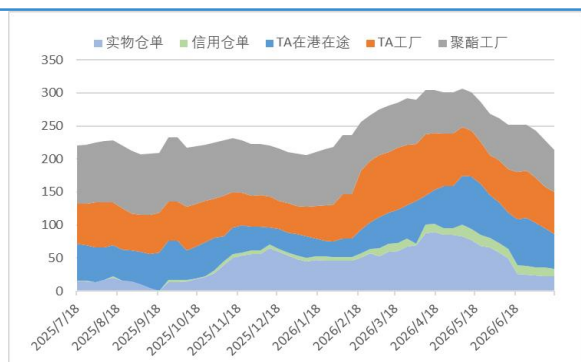
数据来源：新世纪期货、CCF

图 19： PTA 社会总库存 单位：万吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 20： PTA 库存结构 单位：万吨



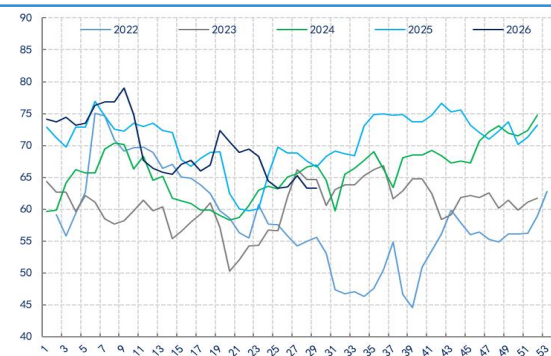
数据来源：新世纪期货、CCF

库存压力缓解的现实和季节性旺季预期，促使聚酯负荷已进入修复通道，但上方高度存在不确定性。在中东地缘未来会逐步缓解的假设背景下，聚酯负荷仍有望在三季度末到四季度站上 90%。如果中东紧张局势持续不减，将会带来诸多不利因素，届时将会下修聚酯负荷高度，但聚酯负荷重心较上半年有所抬升。综合来看，需求端还是存在修复的，幅度大小的问题。

2026 下半年 PTA 整体近强远弱。前期成本与低库存共同支撑 PTA 盘面，良好的供需甚至能给到 PTA 较高加工费。后续 PX 供应恢复缓解原料紧张局面，PTA 供应逐步宽松。传统旺季带来阶段性需求提振，但最终 PTA 供需还是转弱。此外，PX 新产能的投放或让利部分加工费。

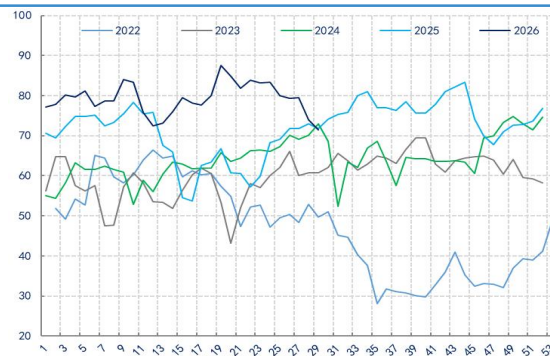
(三) MEG 行情分析

图 21: MEG 整体负荷 单位: %



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 22: MEG 煤制负荷 单位: %



数据来源: 新世纪期货、CCF

下半年来看, 第一个是来自国内供应的增长预期。7-8 月份国内有多套合成气制 MEG 装置实施检修, 但随着本轮集中检修的结束, 9 月上旬开始国内合成气制的负荷预计可以再度提升至 90%, 甚至不排除更高的水平, 环比目前单月产量增加 15 万吨。另外还有就是四季度存在 MEG 新产能投放, 其中古雷石化一套 100 万吨计划 10 月份投产。传统装置方面, 近日华东 EO 现货价格上涨至 7000 元/吨, EG-0.715*EO 价差回升至 0 元/吨附近。从联产装置的运行情况来看, 近期镇海炼化、远东联石化均有进行 EO/EG 的调节, 远期看, 国内传统存量装置复产的空间存在, 根据 CCF 测算合计产能在 200 万吨附近, 折单月 15 万吨。

图 23: EG-0.715*EO 单位: 元/吨



数据来源: 新世纪期货、CCF

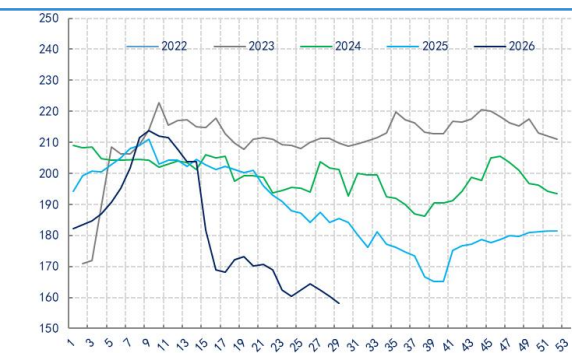
图 24: MEG 净进口 单位: 万吨



数据来源: 新世纪期货、CCF

进口方面, 6 月初起韩国以及中国台湾部分 MEG 装置重启并提负, 区域内供应回升。韩国乐天、KPIC、韩华此前负荷仅在 6-7 成附近, 现已提升至满负荷运行, 涉及产能 55 万吨。叠加 6 月下旬波斯湾内部分浮仓供应至印度、东南亚地区, 覆盖当地 MEG 需求缺口。个别供应商表示近期越南等地区需求有所转弱, 少量货源回流至中国大陆。远洋主要还是集中在以沙特为主的中东国家, 北美货源优先选择出口欧洲, 欧洲 MEG 市场价更有竞争力, 套利窗口更大。市场上主流观点是美伊最终还是倾向于通过外交谈判手段解决争端, 所以远期中东 MEG 出口回归是大概率的事件。

图 25: EG 社会总库存 单位: 吨



数据来源: 新世纪期货、钢联

图 26: EG 港口库存 单位: 万吨



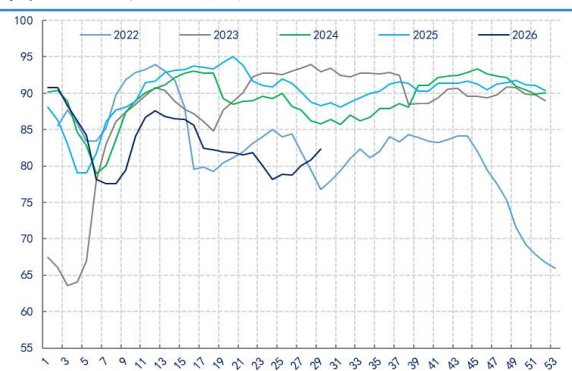
数据来源: 新世纪期货、CCF

下半年聚酯产业存在各环节低库存和季节性旺季需求的基本盘, 如果美伊冲突继续, 原料供应减少倒逼需求也减少, 供应端下降可能大于需求端; 如果冲突缓和, 需求能给到供应正反馈, 需求端弹性不比供应端小。两种场景下, MEG 供需都将先偏紧后宽松。

下半年 MEG 整体呈近紧远松、震荡偏弱格局。三季度受国内装置检修尾声、港口低位库存、中东地缘扰动支撑, 价格存在阶段性反弹机会, 但聚酯终端订单偏弱, 下游按需采购, 上涨空间受限。8 月后检修装置集中复产, 进口货源逐步回归, 供需边际转松。四季度新增产能投放进一步加大供应压力, 累库预期升温, 价格承压。短期成本供应端给到底部支撑, 趋势性上涨缺乏需求驱动。关注地缘变化与传统旺季下游补库力度。

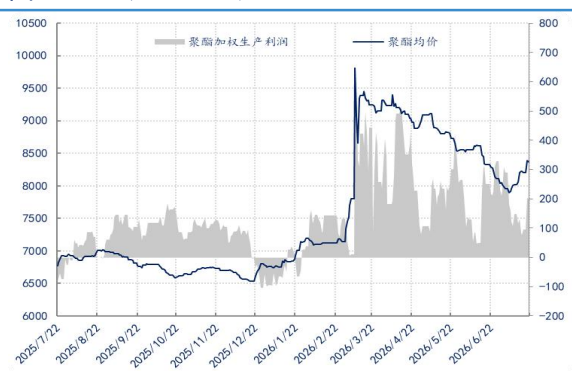
(四) 下游行情分析

图 27: 聚酯负荷 单位: %



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 28: 聚酯效益 单位: 元/吨



数据来源: 新世纪期货

图 29: 聚酯长丝加权库存 单位: 天



数据来源: 新世纪期货

图 30: 聚酯产品库存 单位: 天



数据来源: 新世纪期货、CCF

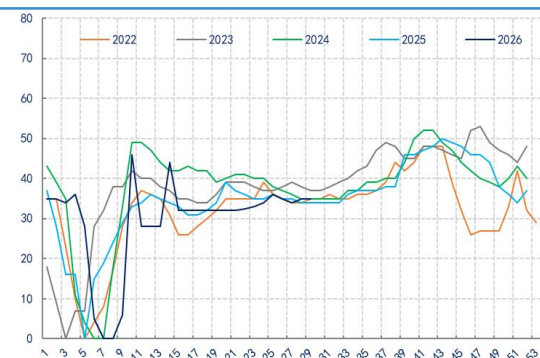
上半年聚酯整体呈现供需双弱格局。负荷方面，一季度节后聚酯开工缓慢提升，2月底中东地缘冲突推升原料成本，下游织造订单偏弱，4-6月聚酯主动降负，长丝减产力度最大，行业整体开工同比偏低，聚酯大厂依靠调控产量缓解供需压力。库存方面，一季度季节性累库，成本上行压制采购意愿，成品库存持续走高；二季度持续减产对冲弱势的需求，库存累库放缓，5月末开始小幅去库，但长丝库存仍处于同期中位偏上，瓶片库存压力最小。聚酯效益重心抬升，冲突初期原油上涨挤压加工差，聚酯现金流承压；二季度地缘溢价回落，原料价格下行，而聚酯产品价格具备韧性，加工利润修复。不过终端内外需求未有显著回暖，织造持续低负荷，行业整体盈利高度受限，聚酯企业以保价控产为主。产业链呈现供需双减特征，利润修复依赖持续减产，缺乏需求端趋势性驱动。

图 31： 下游负荷 单位：%



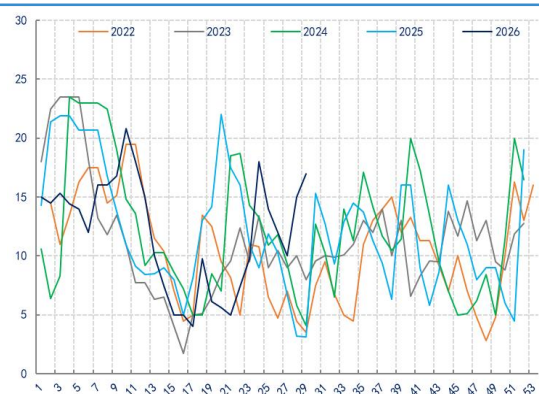
数据来源：新世纪期货、CCF

图 32： 织造新订单指数 单位：点



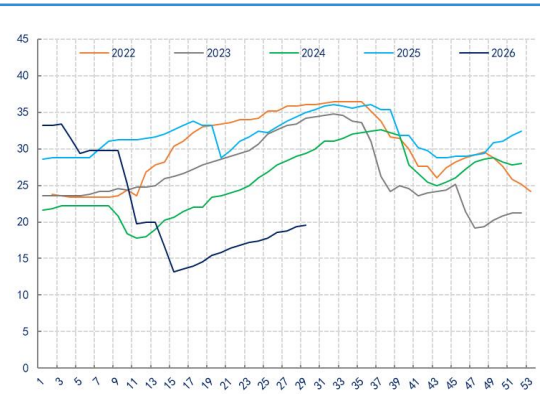
数据来源：新世纪期货、CCF

图 33： 织造原料库存 单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

图 34： 织造基地库存水平 单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

从终端需求情况来看近期针织订单局部改善，一些布商开始少量分批准备下半年备货。但美伊战争反复，低库存下终端需求提前改善并不如预期估计。在原料高波动性背景下，下游产品低库存并不意味着要提前补库。不过由于纺织服装消费对原材料成本敏感度不高，下半年产业季节性旺季依旧会出现。根据往年经验，时间在 8 月中旬前后，目前时间点正在临近，下半年季节性需求开始进入改善通道。在当前下游谨慎弱补库的情况下，旺季时期部分面料或者纱线供货可能会出现阶段性紧张的局面。

三、行情展望

下半年原油呈现基本面偏弱、地缘扰动延续的特征。3 季度在旺季需求与地缘博弈支撑下油价宽幅震荡，4 季度供应持续回升的压力逐步主导行情，油价中枢存在下移空间。后市重点跟踪美伊博弈走向、海峡通航状态，一旦冲突升级引发航道受阻，油价将再度出现阶段性大幅冲高。预计布伦特原油下半年将在 65-100 美元/桶区间波动。

下半年 PX 或先扬后抑。三季度地缘拖累 PX 装置重启节奏，而传统纺织旺季带动聚酯、PTA 需求回暖，库存低位支撑 PX 价格震荡偏强，PXN 价差存在修复空间。四季度，海内外 PX 装置复产，国内甚至有新装置投产，同时下游需求季节性走弱，PX 供需承压。此外需关注地缘带来的阶段性扰动。

下半年 PTA 整体近强远弱。前期成本与低库存共同支撑 PTA 盘面，良好的供需甚至能给到 PTA 较高加工费。后续 PX 供应恢复缓解原料紧张局面，PTA 供应逐步宽松。传统旺季带来阶段性需求提振，但最终 PTA 供需还是转弱。此外，PX 新产能的投放或让利部分加工费。

下半年 MEG 整体呈近强远弱、震荡偏弱格局。三季度受国内装置检修尾声、港口低位库存、中东地缘扰动影响，价格存在阶段性反弹机会，但需求偏弱限制上涨空间。后续检修装置集中复产，进口货源逐步回归，供需边际转松。新增产能投放进一步加大供应压力，累库预期升温，价格承压。短期供应端给到底部支撑，趋势性上涨缺乏需求驱动。关注地缘变化与传统旺季下游补库力度。

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：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2 幢 1104 室、1201-1206 室

邮编：310006

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn/>