

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：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>

相关报告

10 月聚酯展望——

原料价格高企，银十机会在哪？

观点摘要：

PX:

短期低库存叠加现货紧张，PX 价格存在韧性；中长期看，PX 装置复产带来供给增量，叠加终端需求乏力，PX 上行空间受限。需警惕地缘风险反弹：一旦美伊冲突再度激化、原油供应受阻，PX 企业或再度选择降负减产，届时供给收缩将推涨 PX 价格。综合来看，PX 价格短期高位偏强震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格存在回落风险。

PTA:

油价高位波动为主，PX 供需依旧偏紧，PTA 成本端仍有支撑。考虑原料 PX 供应情况，后期个别装置或有降负，PTA 月均负荷环比下降。聚酯高价影响下终端需求表现偏淡，聚酯负荷短期难以提负，不过海外 PTA 紧缺，出口或仍有支撑，10 月 PTA 累库压力不大。10 月，PTA 价格跟随原料价格波动为主，基差坚挺。PTA 产业链上端强下端弱，近月 PTA 高加工差很难延续到 01 合约，关注做空 01 合约 PTA 合约加工差的机会。

MEG:

三季度 MEG 供需逐步累库，现货流动性逐步宽松。供应增量显著，国产负荷维持高位；海外到货增多，预计 10 月进口回升至 25 万吨，11 月有望维持。需求端修复乏力，聚酯月均负荷预计维持 74.5%。现货基差偏弱，但社会库存低位，MEG 绝对价格受原油、中东扰动宽幅震荡，后续关注海峡航运情况。关注 01 合约上逢高做空 PTA 和 MEG 比价机会、在 01 合约上逢高做空煤制 MEG 利润的机会。

风险:

- 1、地缘局势变化
- 2、各环节负荷变化

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

9 月国际油价受地缘冲击，价格重心抬升。上旬美伊再次互袭，同时胡塞武装袭击沙特炼厂及红海沿岸设施，沙特东西输油管道关停，霍尔木兹和曼德海峡两大出口通道受阻，油价冲高突破百元。中下旬局势缓和，美伊释放谈判信号，沙特恢复原油出口并重启管道，供应担忧降温，布油回落至 100 美元/桶下方。后续美伊虽谈判遇阻，但霍尔木兹海峡油运运量修复，继续压制油价。

9 月 PX 价格冲高后震荡，价格跟随油价波动为主，偏紧供给推升 PXN 价差，但终端低迷限制上方空间。上旬原油走强叠加 PX 装置重启缓慢、现货偏紧支撑价格，但终端需求疲软限制涨幅。中旬中东能源供应风险扩散，PX 负荷修复不及预期，叠加库存低位，走势强于油价，PXN 价差继续走扩。下旬油价先扬后抑，PX 表现得较为抗跌。

9 月 PTA 跟随原料波动。月初 PTA 供需逐步累库，PTA 盘面涨幅不及成本端，不过现货市场流通性紧张，现货价格加速上涨。中下旬，PTA 负荷进一步提升，聚酯负荷微降，叠加成本松动，PTA 价格小幅回落。下旬，成本端震荡，但由于聚酯工厂假期前备货，现货价格依旧坚挺。9 月，PTA 现货流通性紧张，基差持续走强。

9 月，MEG 价格先扬后抑，基差波幅较大。地缘局势升级导致原油价格大幅上涨，MEG 价格跟随成本端波动为主。MEG 在供增需减背景下当月供需结构达到宽平衡，但是显性库存以及现货流动性压缩至极低位，交割期内现货基差波动剧烈。月底，节前补货需求回落以及减仓影响下，MEG 基差大幅下挫。

二、行情分析

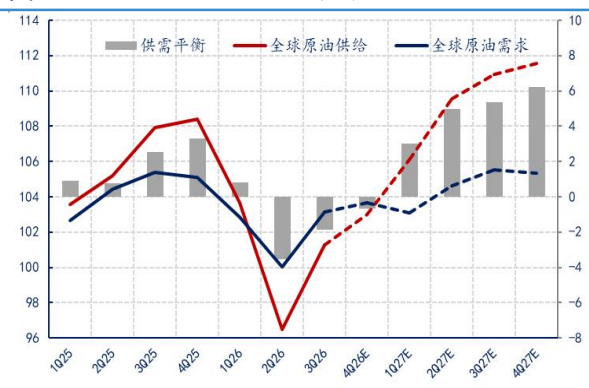
PX:

图 2： 布油主力收盘价 单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、钢联

图 3： EIA 10 月全球原油供需 单位：万桶/日



数据来源：新世纪期货、EIA

9 月，上月美伊再次相互袭击，此外胡塞武装与沙特冲突也进一步升级，红海航运袭击事件频发，并导致沙特东西石油管道突发关停，市场对中东原油输送中断的担忧快速升温。布伦特原油价格一度冲高至 110 美元/桶附近，同时带动油运运价上行，市场交易重心转向供应端风险。后续沙特受损管线完成检修重启，原油输送恢复正常，供应恐慌情绪降温，油价自高位回落至 100 美元/桶附近区间震荡，市场重新回归供需基本面博弈。下旬地缘消息反复，伊朗提交谈判草案，海湾区域航运秩序逐步修复，沙特同步增加船对船转运量，缓解部分出口压力，油价再度承压走弱。综合来看，全球原油整体库存水平偏低，成品油维持结构性缺口，现货端韧性较强，对油价形成底部支撑。但高油价开始抑制下游采购意愿，炼化企业谨慎备货，多以刚需补货为主，远期需求预期边际走弱，限制油价上行空间。

10 月，短期市场将聚焦三个变量：一是墨西哥湾 Isaias 飓风的实际影响：目前已经有约 150 万桶/日产量关闭，主流机构预测累计损失约 720 万桶，但风暴路径仍在变化，实际损失可能改变；二是美伊谈判进展：特朗普承诺中期选举前不打伊朗，伊朗正在评估美方对七天重开海峡方案的回应，但制裁仍在加码，谈判能否取得实质突破仍存疑问；三是俄柴油实际到货量：普京同意供应逾 30 万吨柴油的表态令取暖油暴跌 5%，但实际交付量、运输路径、制裁限制以及乌克兰的袭击，能否令俄罗斯交付这些数量的柴油仍是未知数。

另外，美伊冲突以来，霍尔木兹海峡的通行量成为最具杀伤力的变量，而大部分机构统计口径皆以 VLCC 为主，当前船对船 STS 分段转运已经是霍尔木兹海峡主要手段，某种程度上油运数据失真，原油供需评估难度加大。但可以肯定的是，在美伊达成实质性协议之前，油价将维持高波动状态。10 月布伦特原油价格预计在 90-120 美元/桶区间波动。

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

美伊冲突有缓和预期，近期特朗普在社交媒体上表态：美国正与伊朗进行"富有成效的讨论"，伊朗"在经济和军事上都处于非常糟糕的境地"，并明确承诺："在美国 11 月 3 日举行中期选举之前，我们任何时候都不会袭击伊朗。"这一表态暂时缓解了市场对白宫要求五角大楼制定打击方案的担忧。但霍尔木兹海峡通航风险尚未完全消除，尽管近几周经霍尔木兹海峡的石油运输量有所增加，但袭击频率也在同步上升。伊朗袭击船只的频率目前已达到开战以来的最高水平，后续可能进一步上升。国际油价高位运行，PX 成本端支撑暂。

供应方面，9 月海南炼化 160 万吨、福佳大化 70 万吨 PX 装置检修，而扬子石 55 万吨以及福海创 160 万吨 PX 装置重启，整体来看，PX 检修装置复产进度不及预期，现货偏紧格局短期延续，对 PX 价格形成托底；进入 10 月，如果原油供应压力缓解，叠加多套检修 PX 装置陆续重启，供给增量释放后，来自供应端的价格支撑将逐步走弱。但目前来看，并没有发生，PX 负荷反而进一步走低。主要是 10 月初浙石化一套 200 万吨装置检修，但这并不是在市场预期内，尽管浙石化四套装置今年已经有三套装置，是该轮到这套没有检修过的装置了，但当前节点超预期检修背后的原因给到了市场更多的猜测，节后甚至一度造就化工品一波普涨行情，事实上中东原油供应确实依旧紧张，并未改善，从国内高溢价采购沙特原油中可见一斑。

需求方面还是出现分化，PTA 加工费尚可，PTA 工厂生产积极性较好，持续带来 PX 采购需求。但终端聚酯产销表现偏弱，只有间歇性脉冲式地放个量，满足刚需采购，若终端消费持续疲软，产业链负反馈将向上传导，拖累 PTA 与 PX 价格。

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

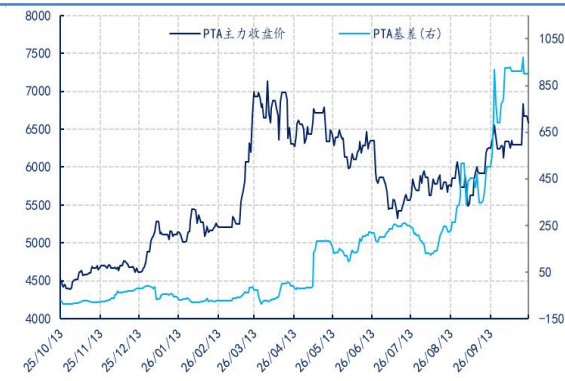


数据来源：新世纪期货、CCF

短期低库存叠加现货紧张，PX 价格存在韧性；中长期看，PX 装置复产带来供给增量，叠加终端需求乏力，PX 上行空间受限。当然也需警惕地缘风险反弹：一旦美伊冲突再度激化、原油供应受阻，PX 企业或再度选择降负减产，届时供给收缩将推涨 PX 价格。综合来看，PX 价格短期高位偏强震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格存在回落风险。

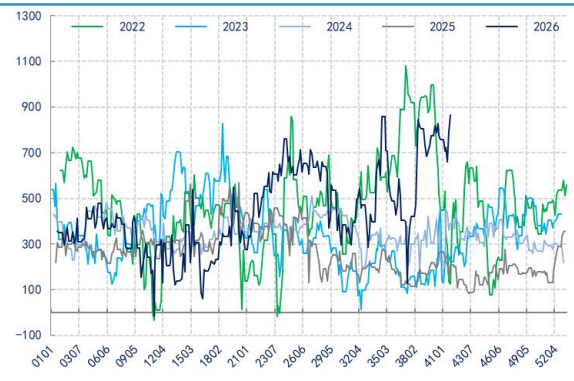
PTA:

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

10月随着独山能源 300 万吨、嘉兴石化 150 万吨 PTA 装置停车检修，三房巷 320 万吨装置负荷提升至 8 成，目前开工负荷降至 71% 附近，后期嘉通 300 万吨、百宏 250 万吨或有检修计划，10 月 PTA 负荷有可能回落至 7 成偏下。其实，我们从 PTA 加工差角度来看，当前加工差比较高的，PTA 工厂开工意愿其实是强烈的，可惜受制于原料供应，特别是本身没有原料环节配套布局的 PTA 大厂，最终 10 月 PTA 负荷环比 9 月下降，按照聚酯负荷 74% 附近预估的话，10 月 PTA 累库量环比下降。

但目前社会库存仍处于低位，10 月累库对市场的影响相对有限。目前，短期 PTA 卖方市场主导，10 月主流供应商缩减合约供应，贸易可售货源有限，尽管码头库存可能会有一定增长，但 PTA 基差表现偏强，特别是未来原料供应仍存不确定性情形下。

图 10： PTA 上下游负荷单位：%



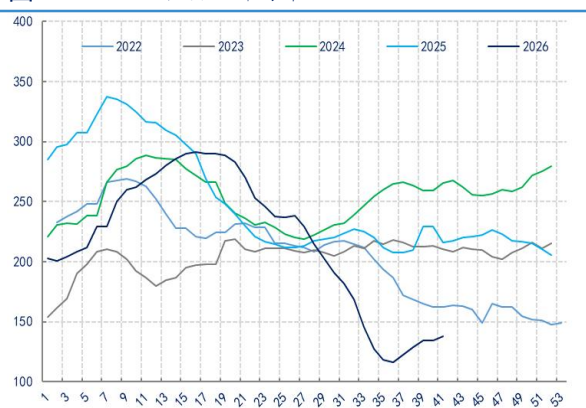
数据来源：新世纪期货、CCF

图 11： PTA 净进口量单位：万吨



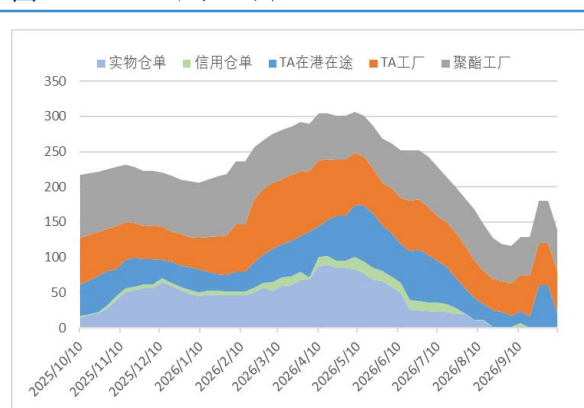
数据来源：新世纪期货、海关总署

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

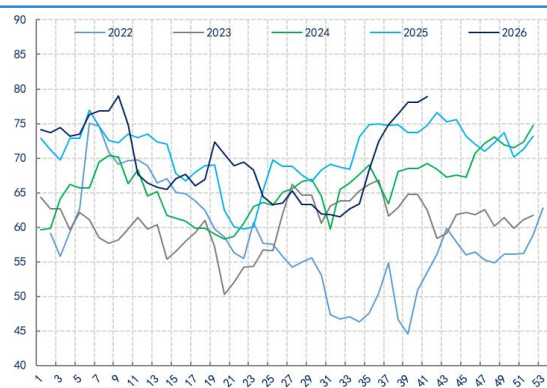
海峡问题尚未实质性解决，供应端风险依旧存在，油价高位波动为主。原料方面，虽然国内 PX 负荷已经提升至相对较高水平，但后续提升空间有限，且海外进口回归偏慢，PX 供需依旧偏紧，因此 PTA 成本端仍有支撑。目前 PTA 负荷已经回升至 71% 附近，后续嘉通、百宏或有检修，但考虑原料 PX 供应情况，后期个别装置或有降负，PTA 月均负荷环比下降。聚酯高价影响下终端需求表现偏淡，聚酯负荷短期难以提负，不过海外 PTA 紧缺，出口或仍有支撑，10 月 PTA 累库压力不大。10 月，PTA 价格跟随原料价格波动为主，基差坚挺。

MEG:

9月以来，国产 MEG 装置变动较多，通辽金煤 30 万吨、沃能 30 万吨、天业三期 60 万吨、正达凯 60 万吨、天盈 15 万吨、美锦 30 万吨、榆能化学 40 万吨、鑫润能源 40 万吨装置陆续重启复产，此外下旬建元 26 万吨装置停车检修。海外方面，中国台湾南亚 1#36 万吨装置重启，而台湾中纤 20 万吨装置重启推后，马来西亚石油 38 万吨装置重启并稳定运行。可见国产 MEG 装置复产较多，国产负荷持续回升，MEG 负荷目前已经回升到年内高点，甚至是近几年来高点，其中主要还是煤化工装置贡献，主要原因是：相较于暴涨的国际油价，国内煤价涨势相对温和，给到煤制 MEG 工厂良好的企业效益，此外化工煤受地缘扰动较小，供应也相对稳定。

10 月份 MEG 进口量或回升至 25 万吨附近，较 9 月份抵港量几乎实现翻倍。其中沙特货抵港量增加明显，预计在 12 万吨水平，较 8-9 月大幅增加。加拿大货源到港量微增，月内到货计划为 5 船。另外近洋货源到货相对平稳，东北亚共计到货量在 5 万吨附近，目前近洋装置运行良好，中国台湾南亚 1、3 号线以及马来西亚石油装置均正常生产中。

图 14: MEG 整体负荷单位: %



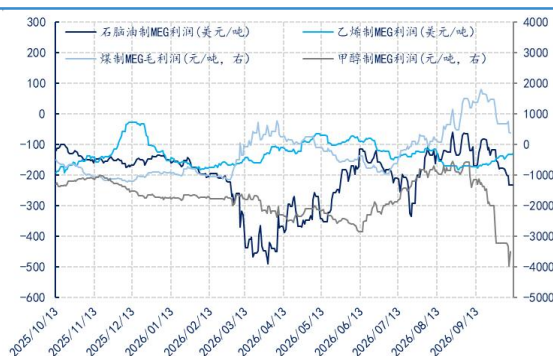
数据来源: 新世纪期货、CCF

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



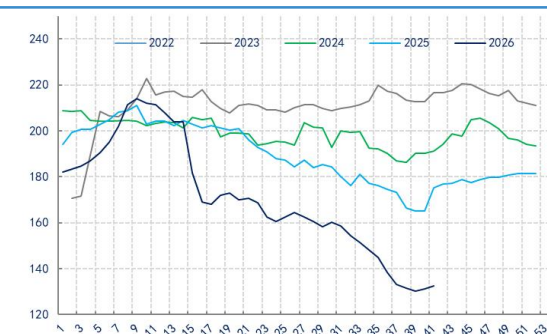
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口单位: 万吨



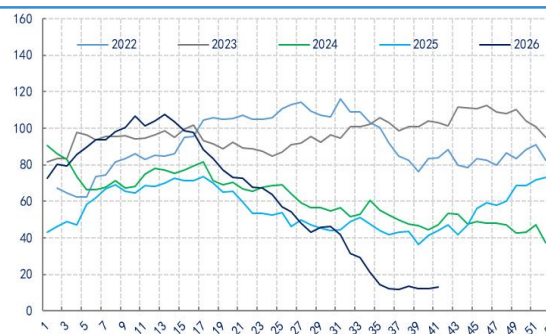
数据来源: 新世纪期货、海关总署

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

总的来说，国产和进口都出现了回升，当然大头还是国产装置贡献，需求环节受制于高原料价格，下游开工低迷，银十也大概率步金九后尘，聚酯负荷低位震荡。MEG 供增需减，累库幅度较大，当前库存不高还好，后续压力或逐步显现。

10 月 MEG 基本面转为累库，累库幅度约 20 万吨，现货流动性逐步宽松。供应端增量显著：国内产量有望升至 200 万吨，多数装置高负荷运行，鑫润能源 9 月底重启，部分合成气制装置检修延后，中沙古雷新装置计划 10 月下旬投产；海外沙特到货增多，预计 10 月进口回升至 25 万吨，11 月有望维持。需求端修复乏力，PTA 供应偏紧，终端尤其是加弹企业减产增多，产业链难形成正向循环，聚酯月均负荷预计维持 74.5%。现货基差偏弱，但社会库存低位，MEG 绝对价格受原油、中东扰动宽幅震荡，后续关注海峡航运情况。

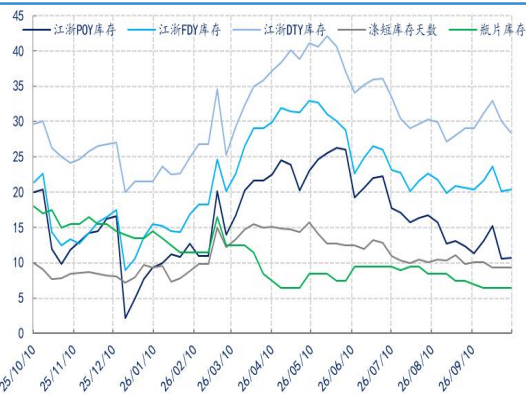
下游：

图 20： 聚酯产品效益 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 21： 聚酯产品库存 单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

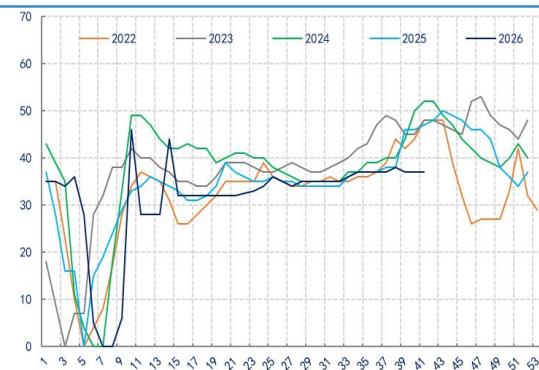
今年需求整体不及往年，9 月受高位原料冲击，下游加弹、织造开机率走弱运行，双节前后开工皆低于 50%，十一假期之后加弹、织造开机率也仅恢复至 57%、54%，原生涤纱开机率恢复至 46.4%。同期如此低位负荷也仅在 2021 年有出现，而当初主要受制于能耗双控，被迫停车降负，今年更多的受制于高价和低迷的需求。

图 22： 下游负荷单位：%



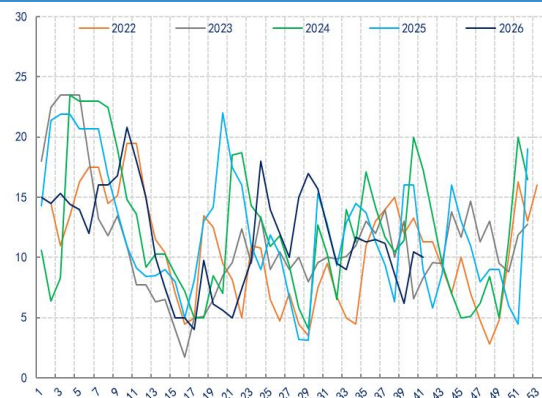
数据来源：新世纪期货、CCF

图 23： 织造新订单指数单位：点



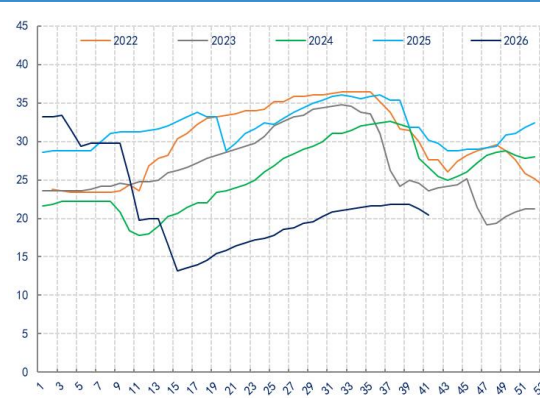
数据来源：新世纪期货、CCF

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

近几年的纺织市场格局已经发生变化，订单变成碎片化小单，也存在多次打样后还不能正式下单的情况存现。而一旦下单，就要求织造厂快速交货，交付周期短。往年采购方只是在价格方面做比较，这两年还需参照生产商交付周期。坯布贸易商、成品电商、批发商、品牌商和非品牌零售商都在控成品库存，按需采购为主。甚至电商也从“现货”演变成“期货”，预售模式使得采购控制的更为刚需。这种模式，往年织造厂为了应季去抢市场单，在成本压力有限下会相对做库存，但在今年高位的原料成本持续性不确定下，织造厂的生产备货也变得更加谨慎，这种谨慎在最近一轮成本快速拉涨时体现得淋漓尽致。最近半个月的坯布去库却是以织造降负换来的，而非大家想象中银十带来的订单改善。四季度来看，冬季的刚需仍存在，因此织造端偶尔会有一波短期订单回暖，但很难改变市场整体需求偏弱的格局。

三、 行情展望

短期低库存叠加现货紧张，PX 价格存在韧性；中长期看，PX 装置复产带来供给增量，叠加终端需求乏力，PX 上行空间受限。当然也需警惕地缘风险反弹：一旦美伊冲突再度激化、原油供应受阻，PX 企业或再度选择降负减产，届时供给收缩将推涨 PX 价格。综合来看，PX 价格短期高位偏强震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格存在回落风险。

海峡问题尚未实质性解决，供应端风险依旧存在，油价高位波动为主。原料方面，虽然国内 PX 负荷已经提升至相对较高水平，但后续提升空间有限，且海外进口回归偏慢，PX 供需依旧偏紧，因此 PTA 成本端仍有支撑。目前 PTA 负荷已经回升至 71% 附近，后续嘉通、百宏或有检修，但考虑原料 PX 供应情况，后期个别装置或有降负，PTA 月均负荷环比下降。聚酯高价影响下终端需求表现偏淡，聚酯负荷短期难以提负，不过海外 PTA 紧缺，出口或仍有支撑，10 月 PTA 累库压力不大。10 月，PTA 价格跟随原料价格波动为主，基差坚挺。PTA 产业链上端强下端弱，近月 PTA 高加工差很难延续到 01 合约，关注做空 01 合约 PTA 合约加工差的机会。

10 月 MEG 基本面转为累库，累库幅度约 20 万吨，现货流动性逐步宽松。供应端增量显著：国内产量有望升至 200 万吨，多数装置高负荷运行，鑫润能源 9 月底重启，部分合成气制装置检修延后，中沙古雷新装置计划 10 月下旬投产；海外沙特到货增多，预计 10 月进口回升至 25 万吨，11 月有望维持。需求端修复乏力，PTA 供应偏紧，终端尤其是加弹企业减产增多，产业链难形成正向循环，聚酯月均负荷预计维持 74.5%。现货基差偏弱，但社会库存低位，MEG 绝对价格受原油、中东扰动宽幅震荡，后续关注海峡航运情况。近期 PTA 和 EG 比价已经处于历史偏高位置，关注 01 合约上逢高做空比价机会。另外，当前水平的煤制 MEG 效益较难长时间维持，关注在 01 合约上逢高做空煤制 MEG 利润的机会。

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/>