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

11 月聚酯展望——
原料价格松动，产业还有机会？

观点摘要：

PX:地缘未见明朗，短期低库存叠加现货紧张，PX 价格往下空间受限；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。需警惕地缘反复带来短期剧烈波动。综合来看，PX 价格短期延续宽幅震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格承压。

PTA：11 月随着后期 PTA 装置重启，供需略微累库。后续 PTA 负荷预计环比转弱，但下降幅度上仍有较大变数，需关注原料供应情况，不排除再次去库的可能。考虑到聚酯需求淡季且原料价格持续偏高，聚酯负荷下修或改变供需结构。PTA 价格跟随原料价格波动为主。

MEG：11 月 MEG 供需结构修复至宽平衡。MEG 社会库存依旧处于历史低位，短期内地缘缓和情绪消退后 MEG 或有一定反弹修复空间。中期来看，随着盛虹炼化重启回归以及新装置投产，MEG 累库幅度逐步扩大，MEG 价格近强远弱。另外可以关注逢低做多 MEG 与 L 的价差的机会。

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

10 月国际油价呈现震荡上行的走势，月末收于高点。美伊谈判无进展、霍尔木兹海峡通航受限、胡塞持续打击沙特，叠加市场担忧美国中期选举后对伊朗的潜在行动，共同推动油价走高。Brent 期货月底收于高点 117.64 美元/桶，同时月均为 108 美元/桶，环比上涨 6.46%。

10 月 PX 价格高位震荡、重心明显抬升，月初原油受美伊地缘冲突影响维持高位，原油供给紧张推动 PX 价格同步上涨；月中，浙石化，海南装置的重启导致 PX 供给有所缓和，且石脑油端运费大涨导致 PX 涨幅不及成本端，PXN 价差收窄；下旬受油价上涨以及盛虹重整装置出现故障导致其 PX 负荷下降，PX 价格和 PXN 价差再度走强。

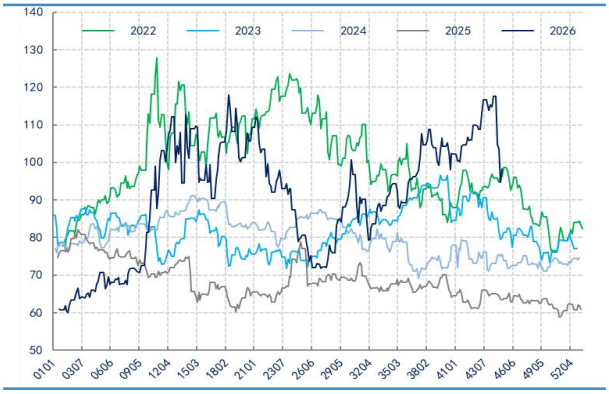
10 月 PTA 价格先抑后扬，整体高位偏强，国庆期间地缘风险溢价急剧推升，原油补涨带动下游化工品情绪上，且有 PTA 装置意外停车，PTA 节后出现报复性补涨。月中 PX 供应紧张预期缓解，PXN 价差回落导致 PTA 价格震荡回落。下旬，油价企稳反弹，PXN 价差修复下 PX 价格走强，PTA 盘面在月底震荡上涨至 6686 元/吨。

10 月 MEG 价格走势跟 PTA 接近，但 MEG 供需结构转向明显累库。供应方面，国内合成气制产量增加明显，同时 10 月霍尔木兹 MEG 船只通行量较此前明显好转，进口环比回升。需求端，月内聚酯装置检修与重启并存，整体负荷呈现窄幅波动。尽管 MEG 供增需减，但 MEG 价格还是成本端主导，高油价背景下，MEG 盘面偏强。

二、 行情分析

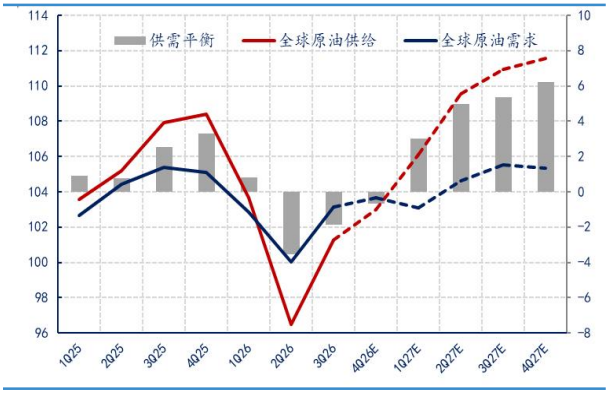
PX：

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：EIA10 月全球原油供需单位：万桶/日



数据来源：新世纪期货、EIA

原油供需方面，主流机构的判断出现了较大分歧。IEA 的观点是供应下降快于需求下降：预计 2026 年全球供应下降 5.8mb/d，需求同比下降 2.6mb/d。EIA 预测的是供需短缺：预计 2026 年全球原油约有 1.34mb/d 的供应短缺，但缺口较上月缩小约 0.63mb/d。两家观点中都折射出一个共同点：缺口在收窄，过剩风险在积累。分歧在于中东出口恢复速度及其对需求破坏程度的假设不同。

美国中期选举结束，民主党取得超预期结果，一举拿下参众两院控制权。权力格局变化意味着后续两年白宫政策将受到国会约束，财政、能源、对外经贸及外交法案推进难度改变。面对能够限制其军事选择的民主党控制国会，实力减弱的特朗普更有动力寻求协议，故而近期油价出现了大幅的回落。事实上，市场已从“战争冲突”切换至“外交努力”定价，但切换过程远未完成。市场在定价和平，而供应端和地缘端的现实并不配合。根据 UKMTO 统计数据显示 10 月共有 35 艘船只遭袭，为本轮军事行动期间单月最高纪录。同时最近一周，海湾地区至少有 5 艘船只报告遇袭事件。油价再次出现超跌后的修正。

特朗普保留行政主导权、伊朗立场未见松动，这些变量意味着，从战争到外交的切换不是单向的，任何谈判破裂的信号都可能迅速逆转当前定价，只是在共和党中期选举失利后，战争结束的概率较之前变大了而已。11 月布伦特原油价格预计在 80-110 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：%

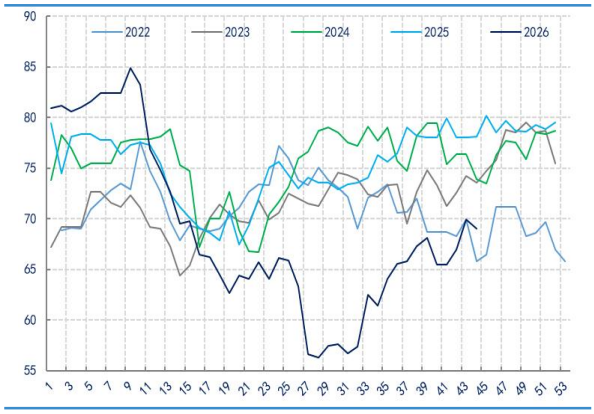


数据来源：新世纪期货、CCF

从成本端来看，美伊和谈预期与地缘袭击继续反复博弈，短期继续大幅回落可能性较小，油价预计维持震荡，PX 成本端支撑仍然存在，但需关注外交进展，若地缘溢价快速消退，成本端支撑将有所减弱。从 PX 自身供需来看，前期国内部分装置重启推动开工有所回升，供给预期有一定缓和，对 PX 价格上行形成制约。但后续 PX 装置回归速度偏慢，且库存处于低位，PX 供给整体依旧偏紧；需求方面，PTA 已经由去库转向累库，且加工费也有所收窄，或削弱对 PX 价格的支撑。

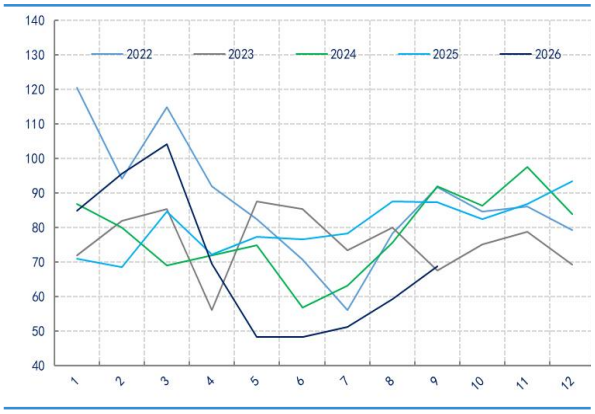
整体来看，地缘未改善之前，PX 在成本端有支撑与供给偏紧的格局下预计维持高位宽幅震荡。此外，一旦美伊冲突再度激化、原油供应受阻，PX 企业或再度选择降负减产，届时供给收缩将再度推涨 PX 价格。

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

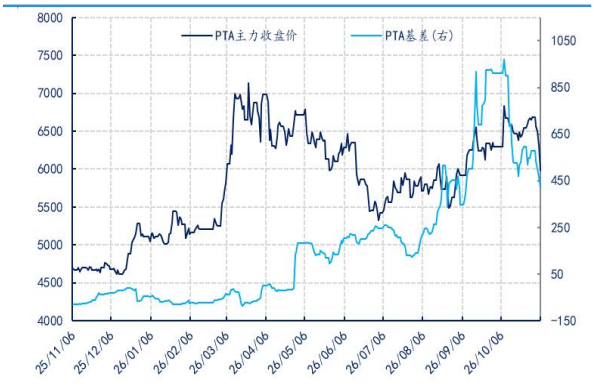


数据来源：新世纪期货、CCF

地缘未见明朗，短期低库存叠加现货紧张，PX 价格往下空间受限；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。当然也需警惕地缘反复带来短期剧烈波动。综合来看，PX 价格短期延续宽幅震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格承压。

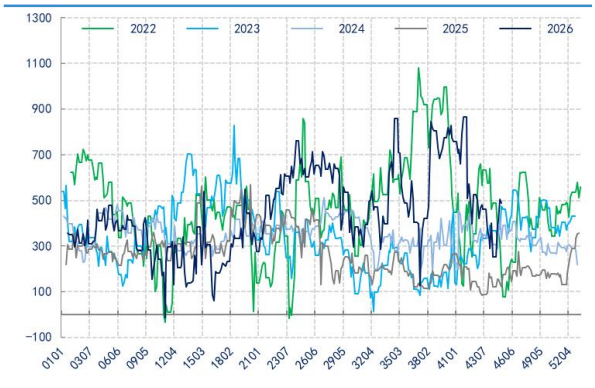
PTA：

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

11 月来看，PTA 负荷提升仍有变数。月中百宏 250 万吨装置计划重启，逸盛大化 375 万吨装置重启同时 225 万吨装置停车，PTA 负荷预计提升至 74%附近，但原料 PX 经历持续数月的去库，库存也处于较低水平，大部分 PTA 工厂的原料备货紧张，而后期随着 PX 装置检修落地，个别 PTA 装置检修预期。另外，临近年约谈判，PX 浮动价格高企，目前 PTA 加工差在 500 元/吨上下，但较高的浮动价压制了 PTA 盈利能力，因此，不排除后期 PTA 工厂根据自身需求调节开工，12 月 PTA 负荷或面临下行。

近期聚酯负荷继续回升至 77.8%附近，主要还是聚酯瓶片装置复产贡献。在现金流改善以及刚性需求的推动下，前期集中减停产的聚酯瓶片装置预计陆续在 10 月底至 11 月附近重启，包括逸盛、华润、三房巷和百宏等共计约 450

万吨装置附近。需求端有望回暖，预计至 11 月底聚酯负荷可提升至 80%附近。

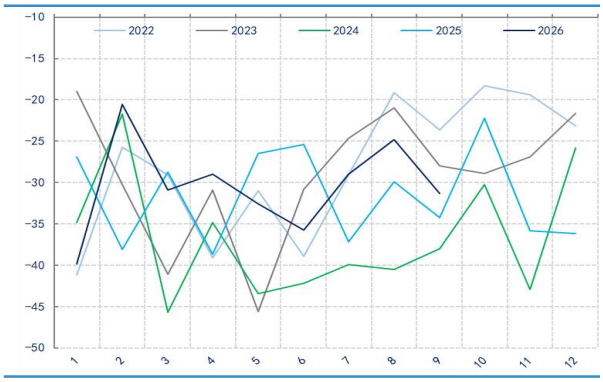
库存环节，PTA 整体社会库存仍处于偏低水平。虽然最近两月 PTA 开始供需累库，流通性紧张的情况得到改善，但目前库存依旧低于往年同期。前期的累库更多体现在隐性库存，显性库存的量增加较为有限。

图 10： PTA 上下游负荷单位：%



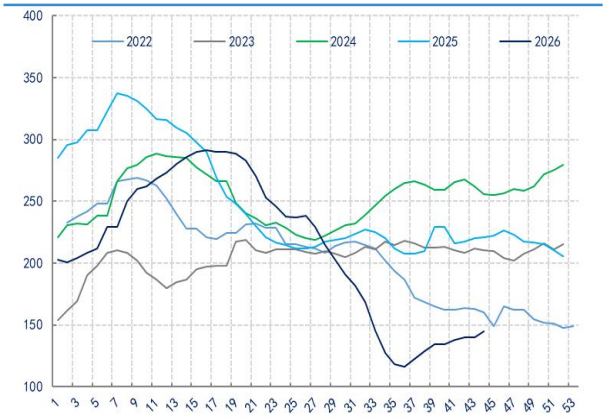
数据来源：新世纪期货、CCF

图 11： PTA 净进口量单位：万吨



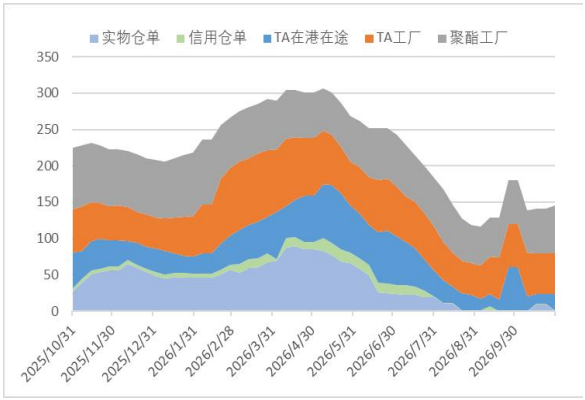
数据来源：新世纪期货、海关总署

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

因此，11 月随着后期 PTA 装置重启，预计累库超 10 万吨，关注计划外变量。后续 PTA 负荷存在环比转弱，但下降幅度上仍有较大变数，需关注上游 PX 供应情况，预计 PTA 供需平衡上下，但如果 PTA 装置减停产增加，或有再次去库的可能。不过考虑聚酯需求淡季，随着原料价格持续偏高，聚酯跟涨力度缺乏，聚酯负荷下修或改变供需结构。PTA 价格跟随原料价格波动为主。

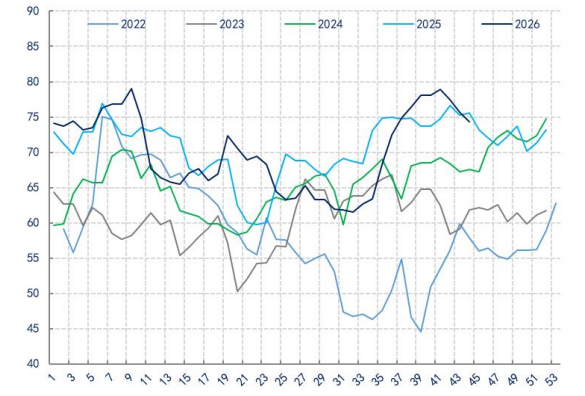
MEG：

11 月国内供应继续兑现收缩。近期 MEG 国内负荷下降至 72%附近，国内装置存在进一步的降负，煤制宁夏畅亿 20 万吨装置停车检修，油制扬子巴斯夫 34 万吨、镇海炼化 80 万吨、远东联石化 50 万吨、裕龙石化 90 万吨、成都石油化工 36 万吨、卫星石化 180 万吨装置等存在减停产计划。

进口方面，霍尔木兹海峡通行效率仍有待观察，根据 CCF 统计，最近一周内只有 4 条相关化工品船只进入波斯湾装货，但是货源流出进度偏缓，仅少量科威特货源输出。另外富查伊拉附近的 MEG 转运船只仍在停泊中，远月中东货源能否持续回升存在不确定，关注海外局势变化。另外近期个别船只分流至东南亚地区，11 月 MEG 进口量或修正至 30 万吨附近。

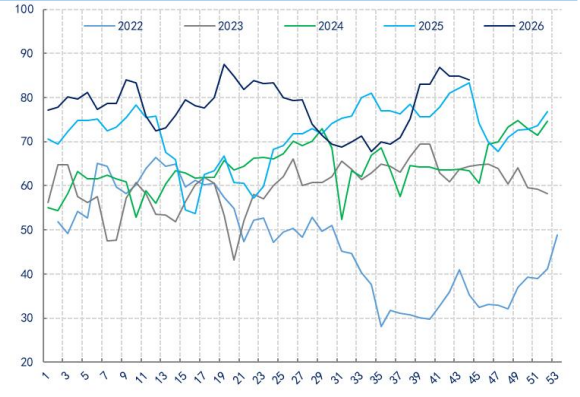
需求方面，随着效益改善，近期短纤、瓶片装置陆续重启，近期聚酯开工提升至77.8%附近，较10月底提升将近2%，后期聚酯负荷有望提升至80%附近。

图14： MEG整体负荷单位：%



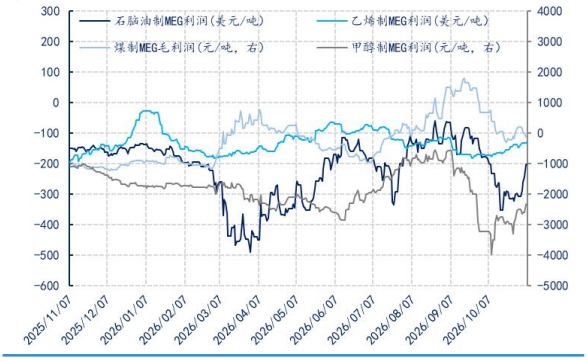
数据来源：新世纪期货、CCF

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



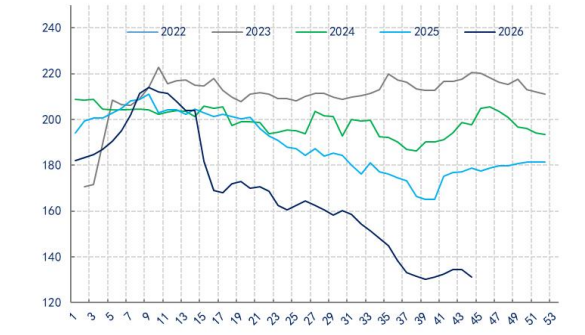
数据来源：新世纪期货、CCF

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： MEG-L价差 单位：万吨

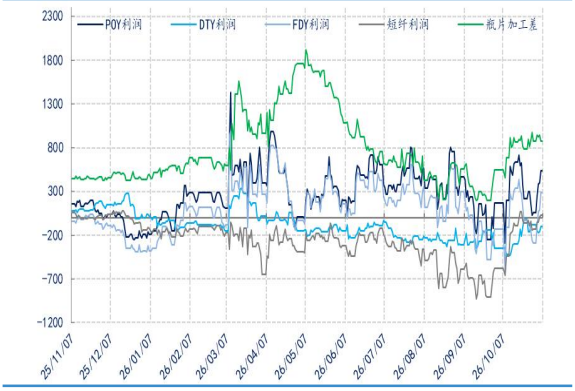


数据来源：新世纪期货、CCF

11月MEG供需结构修复至宽松平衡，累库幅度大致在5万吨左右。当下MEG社会库存依旧处于历史低位，短期内地缘缓和情绪消退后MEG或有一定反弹修复空间。中期来看，随着盛虹炼化重启回归以及新装置投产，MEG累库幅度预期扩大。另外可以关注逢低做多MEG与L的价差的机会。

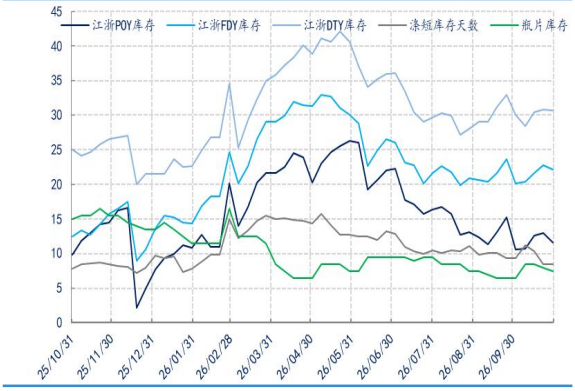
下游：

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

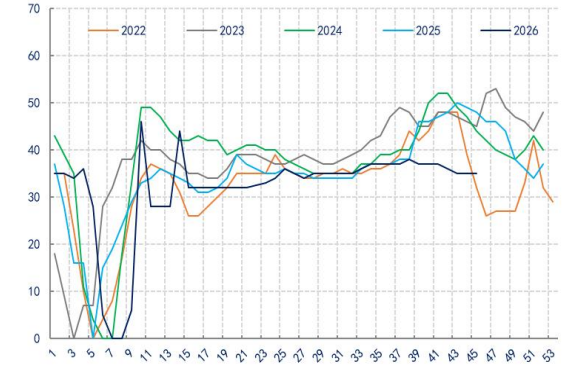
产业旺季预期落空，下游成品库存出货意愿明显增强。三季度下游为备战传统旺季提前储备的货源，旺季需求不及预期导致去库进度滞后，剩余库存需要在年前几个月消化。同时，原料的下跌风险进一步放大了下游织造端出货意愿，毕竟谁都不愿意拿着随时可能大幅贬值的成品过年。但当前坯布市场报价混乱，部分织造企业为回笼资金低价抛货，开启下游本年度最后一轮去库存。当然，如果油价相对坚挺，市场抛货心态则相对缓和，产业链去库节奏或更为温和。

图 22： 下游负荷单位：%



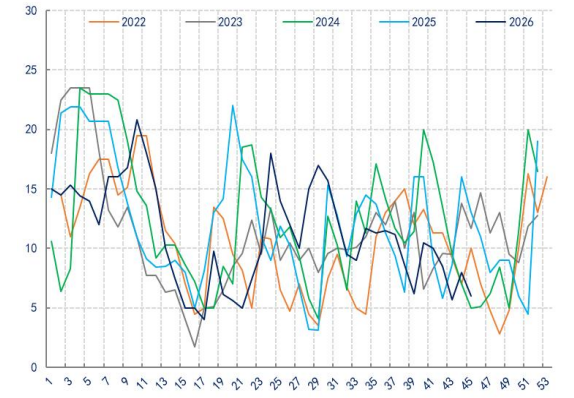
数据来源：新世纪期货、CCF

图 23： 织造新订单指数单位：点



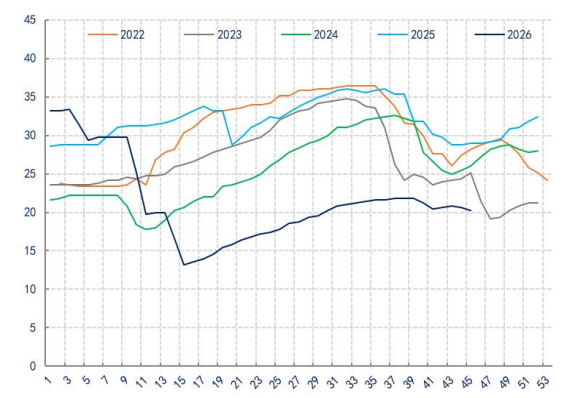
数据来源：新世纪期货、CCF

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

当前市场上大部分人观点还是比较悲观的。产业下游无论是否有最后一波需求，其主导思想都是去库存，开机率和采购节奏都偏谨慎，即使订单回暖，也大概率以短单、补单为主，很难支撑价格持续上行。还有部分产业人士寄希望于往年一样的冬季订单，寒冷天气可能带来阶段性补单，尤其是冬季面料、保暖类产品可能出现阶段性的集中采购，但站在目前这个时间节点更多是最后一波出货窗口，而非需求趋势性反转。终端谨慎的态度限制了聚酯开工负荷反弹的高度。

三、 行情展望

尽管原油供需缺口在收窄，同时市场也预期地缘缓和。但美伊从战争到外交的切换或许并不如市场预期那么容易，任何谈判破裂的信号都可能迅速逆转当前定价，在共和党中期选举失利后，只是战争结束的概率较之前变大了而已。11 月布伦特原油价格预计在 80-110 美元/桶区间波动。

地缘未见明朗，短期低库存叠加现货紧张，PX 价格往下空间受限；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。需警惕地缘反复带来短期剧烈波动。综合来看，PX 价格短期延续宽幅震荡；中期随供应压力抬升与终端需求疲软，价格承压。

11 月随着后期 PTA 装置重启，供需略微累库。后续 PTA 负荷预计环比转弱，但下降幅度上仍有较大变数，需关注原料供应情况，不排除再次去库的可能。考虑到聚酯需求淡季且原料价格持续偏高，聚酯负荷下修或改变供需结构。PTA 价格跟随原料价格波动为主。

11 月 MEG 供需结构修复至宽平衡。MEG 社会库存依旧处于历史低位，短期内地缘缓和情绪消退后 MEG 或有一定反弹修复空间。中期来看，随着盛虹炼化重启回归以及新装置投产，MEG 累库幅度预期扩大。MEG 价格近强远弱，另外可以关注逢低做多 MEG 与 L 的价差的机会。

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/