



PX 专题

2023 年 9 月 14 日

中银期货研究部

彭程

投资咨询号：Z0017156

从业资格号：F03093150

联系方式：021-61088052

联系人：龚一闻

从业资格号：F03108237

联系方式：021-60816237

对二甲苯期货上市首日策略

1、对二甲苯期货合约上市挂牌基准价与其他交易关键规则。

(1) 上市交易合约与挂牌基准价：PX2405、PX2406、PX2407、PX2408、PX2409。挂牌基准价皆为 9550 元/吨。

(2) 上市日期：2023 年 9 月 15 日。交易时间：上市当日集合竞价时间为上午 8:55—9:00，交易时间为 9:00—11:30 和 13:30—15:00。9 月 15 日当晚开展夜盘交易。

(3) 保证金及涨跌停板幅度：保证金为 12%，涨跌停板幅度为 $\pm 10\%$ ，首日涨跌停板幅度为 $\pm 20\%$ 。

2、PX 估值与驱动

2.1 PX 估值：升水外盘报价。

2.2 PX 驱动：现货流通少，库存低；调油逻辑支撑，供需偏紧。

3、PX 首日策略

跨期策略：月间正套。

跨品种策略：多 PX 空 PTA。

4、风险提示

美国汽油消费快速大幅回落、未来 PTA 投产不及预期、宏观系统性利空风险。

1、对二甲苯期货合约上市挂牌基准价与其他交易关键规则。

(1) 上市交易合约与挂牌基准价：

对二甲苯期货上市合约代码为“PX”。首批上市交易的对二甲苯期货合约分别为 PX2405、PX2406、PX2407、PX2408 和 PX2409。根据《郑州商品交易所交易规则》等有关规定，对二甲苯期货首批上市交易合约 PX2405、PX2406、PX2407、PX2408 和 PX2409 的挂牌基准价为 9550 元/吨。

(2) 上市日期与交易时间：

对二甲苯期货自 2023 年 9 月 15 日（星期五）起上市交易。上市当日集合竞价时间为上午 8:55—9:00，交易时间为 9:00—11:30 和 13:30—15:00。9 月 15 日当晚起开展夜盘交易，夜盘交易时间为 21:00—23:00。

(3) 保证金及涨跌停板幅度：

对二甲苯期货合约交易保证金标准为 12%，涨跌停板幅度为±10%。根据《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》有关规定，对二甲苯期货合约上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±20%。

(4) 期货合约表

图表 1：对二甲苯期货合约表

交易品种	对二甲苯
交易单位	5吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	2元/吨
每日价格波动限制	上一交易日结算价±4%及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定
最低交易保证金	合约价值的5%
合约交割月份	1 - 12月
交易时间	每周一至周五（北京时间 法定节假日除外） 上午9:00-11:30，下午1:30-3:00及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约交割月份的第10个交易日
最后交割日	合约交割月份的第13个交易日
交割品级	见《郑州商品交易所对二甲苯期货业务细则》
交割地点	交易所指定交割地点
交割方式	实物交割
交易代码	PX
上市交易所	郑州商品交易所

2、PX 估值与驱动

2.1 PX 估值：升水外盘报价。

根据《郑州商品交易所交易规则》等有关规定，对二甲苯期货首批上市交易合约 PX2405、PX2406、PX2407、PX2408 和 PX2409 的挂牌基准价为 9550 元/吨。

从现货市场来看，由于历史上 PX 进口依存度长期高达 50%~60%，中国 PX 市场的定价权并不在国内。作为我国最大的 PX 进口贸易伙伴，韩国 PX 工厂掌握了中国 PX 市场的定价权。主流的长约价格以及现货价格都参考 Platts、ICIS 和 Argus 定价。此处我们列出了韩国、美湾与欧洲地区的 FOB 低端价以及台湾地区的 CIF 低端价与期货合约首日挂牌价对比，值得注意的是，FOB 价格指离岸价，CIF 价格指到岸价，两者价差包含了运费和保险。由于 FOB 价与 CIF 价和国内价格相比还包含了内外价差，所以我们还列出了中石化的挂牌价格作为参考。根据表格可以看出，PX 期货合约的首日挂牌价较韩国、美湾、欧洲 FOB 价及台湾 CIF 价格大幅升水，较中石化挂牌价格小幅升水 50 元/吨。

图表 2：对二甲苯期货合约表

PX 各地域价格	9月6日 (美元/吨)	9月13日 (美元/吨)	折合人民币 (元/吨)	涨跌	涨跌幅	期货合约	首日挂牌价	与各地区价 格升贴水
韩国FOB低端价	1089.67	1116	8023.4	26.3	2.4%	PX2405	9550元/吨	-1526.6
台湾省CIF低端价	1112.67	1139	8188.7	26.3	2.4%	PX2406		-1361.3
美国海湾地区FOB低端价	1170.42	1197.09	8606.4	26.7	2.3%	PX2407		-943.6
鹿特丹港FOB低端价	1188	1198	8612.9	10.0	0.8%	PX2408		-937.1
	8月28日	9月13日	(元/吨)					
中石化挂牌价	9100	9500	9500.0	400.0	4.4%	PX2409		-50

资料来源：郑州商品交易所，钢联数据，中银期货

2.2 PX 驱动：现货流通少，库存低；调油逻辑支撑，供需偏紧。

1) 现货流通少，库存偏低。

从 PX 贸易方式来看，虽然现在中国 PX 产能已经在全世界占比达到一半以上，远超韩国与日本，但在第三轮民营大炼化投产周期前，历史上 PX 进口依存度长期维持在 50%~60%，导致走货形式演变为国外 PX 生产企业直接以长约形式供应给下游 PTA 工厂企业，目前国内 PX 生产企业对 PTA 工厂也延续了这种形式。一般 PX 工厂会在每一年四季度与 PTA 工厂谈下一年长约，长约价

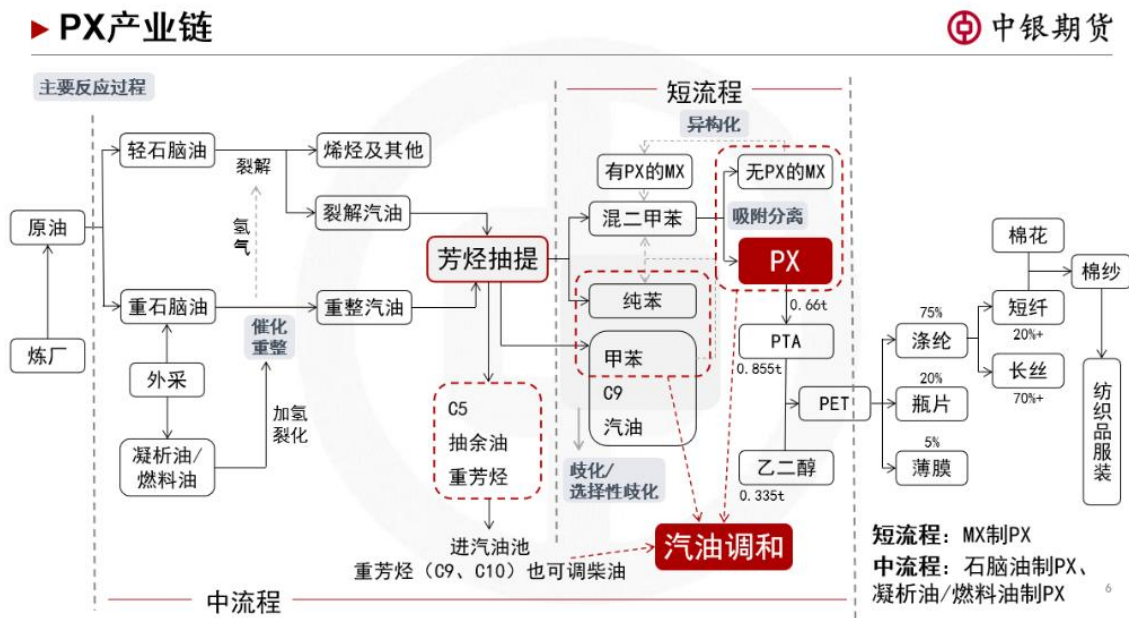
格参考 Platts、ICIS 和 Argus 定价，仅预留小部分比例作为现货。同样地，下游 PTA 工厂也更倾向于签长约。PTA 工厂停产成本大，原料来源稳定有利于 PTA 工厂维持生产，降低风险。因此，大部分 PX 工厂长约比例在 90% 以上，有些甚至达到 100%。

另外，PX 与空气混合会产生爆炸性混合物，属于危险化学品。PX 储罐需要特别改造许可，面临化工品资质问题，想参与 PX 贸易必须有能力处理实货。叠加现实中 PX 贸易多工厂间点对点贸易，国内 PX 的贸易商较少。且目前 PX 现货价呈 Backwardation 结构，不利于贸易商囤货，PX 库存偏低。

2) 调油逻辑支撑, PX 供需偏紧。

去年起，市场便关注到上游汽油对芳烃的影响。从产业链上来看，PX 上游重整装置可以分为汽油型重整装置和芳烃型重整装置，若调油利润较好，炼厂会偏向开汽油型重整装置。重整汽油进入芳烃抽提装置后，得到的纯苯、甲苯与 C9 等产品都属于高辛烷值调油组分，用于调和汽油可以提高汽油的品质。

图表 3: 对二甲苯期货合约表



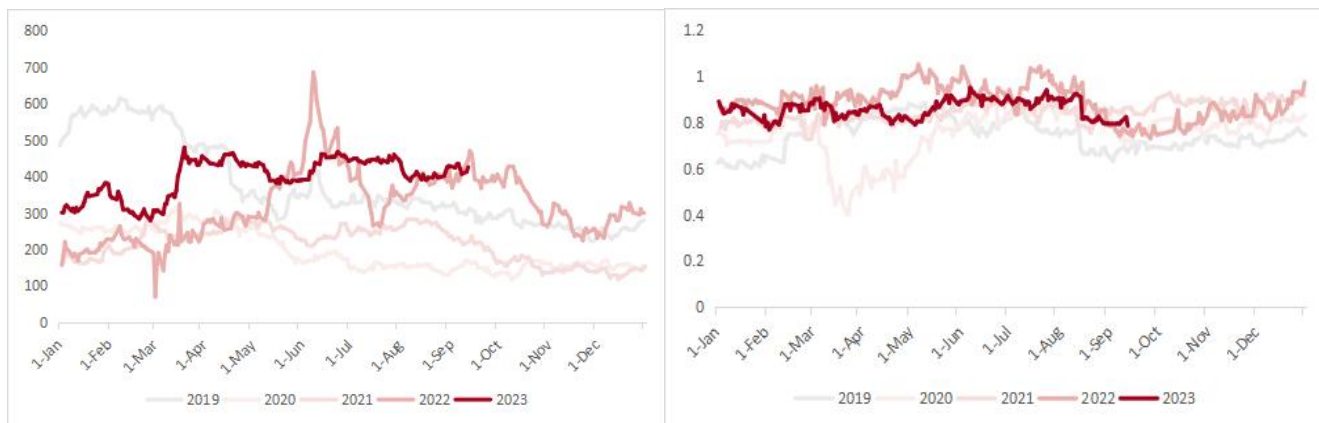
资料来源：网络公开资料，中银期货

近期，美国调油经济性明显回落。美国汽柴油裂解价差大幅下滑，甲苯调油利润已接近0

美元/吨，美国 MX 调油利润回到 200 美元/吨附近。根据最新一期 EIA 数据，截至 9 月 8 日当周，美国汽油库存较上周增加 556.1 万桶，绝对水平达到 22031 亿桶，前期预测增加约 20 万桶。

然从历史相对位置来看，虽然汽柴油裂差回落，但目前仍处于历史同期高位水平，而美国汽油库存也持续处于近五年绝对低位。从地域价差来看，MX、甲苯的美亚价差正位于近五年高位水平，跨区套利窗口开放。可见虽然夏季汽油消费旺季即将结束，但是调油逻辑仍然影响着 PX 上游的供给端。在调油逻辑结束、PX 上游的调油料流回至化工逻辑之前，PX 价格难以大幅下跌。

图表 4: PXN: PXCIF 台湾-石脑油 CIF 日本 (美元/吨) 图表 5: 美国 MX 调油经济性

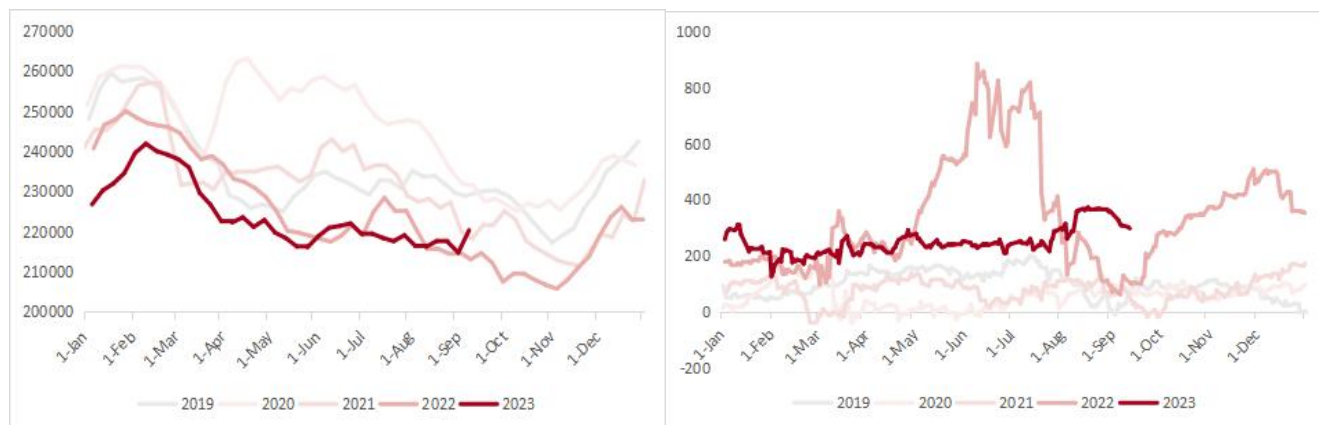


资料来源：钢联数据，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

图表 6: 美国汽油库存 (千桶)

图表 7: 甲苯美亚价差 (美元/吨)



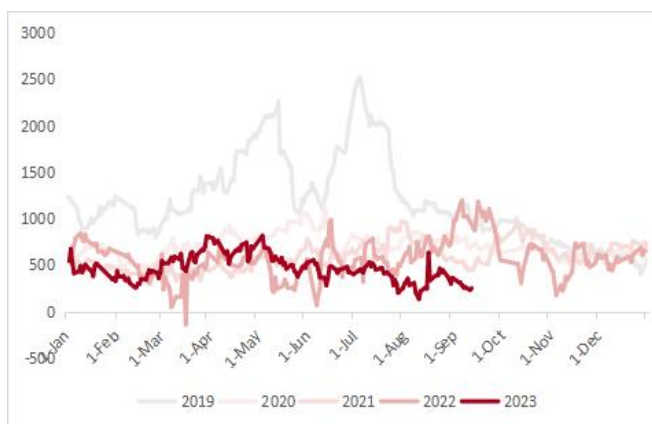
资料来源：EIA，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

从 PX 需求来看，下游开工水平虽暂时回落，但仍处于较高位置。近一周内，250 万吨年产的虹港石化 2#装置按计划停车，200 万吨年产的逸盛海南临停，嘉通石化 1#250 万吨装置降负至 5 成，逸盛宁波 220 万吨装置降负 5 成。此次减产共影响产能 685 万吨，占非长停产能的 10%左

右，但影响时间最长不超过七天。聚酯产业链秋冬恢复的预期在缓慢兑现中，下游占比较大的 DTY、FDY 和 POY 等产品库存表现健康。截至 9 月 8 日，纺织企业订单天数继续上行，较上周环比增加 1 天，但仍然以刚需为主。根据隆众口径，PTA 行业总库存已连续两周累库，说明近期下游聚酯需求对 PTA 的高供给消耗较为勉强。

图表 8：PTA 加工费（元/吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 9：PTA 开工水平（%）



资料来源：钢联数据，中银期货

综合来看，调油利润虽有回落迹象，但是依然会对 PX 上游供给产生较大影响，支撑 PX 价格。PX 下游 PTA 开工水平虽有临时减产，但影响时间较短，整体开工水平维持高位。下游聚酯消费秋冬恢复的预期在缓慢兑现中。整条聚酯产业链的利润近期会继续集中在上游 PX 端，PX 供需两端虽都有转弱现象，但当下 PX 基本面供需偏紧，预计 PXN 的价差将继续维持高位震荡，不宜过分看空。

3、PX 首日策略：推荐月间正套。

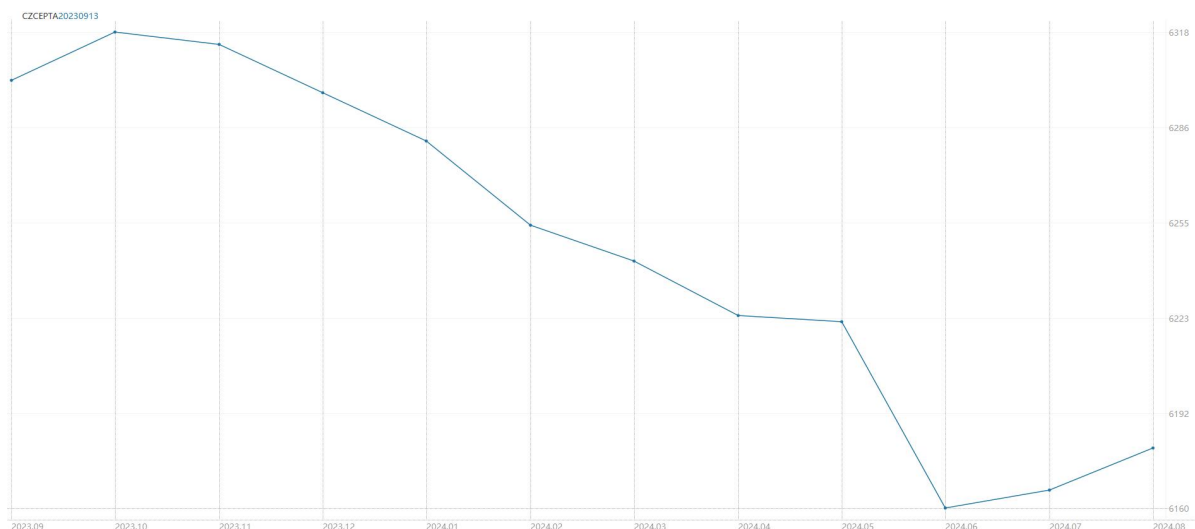
由于已上市的 PTA 期货主力合约的轮换顺序为“1-5-9”，且产业链中 PX 与 PTA 上下游关系极为紧密，预计 PX 主力合约的轮换将与 PTA 同步。就 PX 首批上市的合约来看，我们预计 PX2405 将会成为主力合约。

前文提到，目前聚酯产业链的利润集中在 PX 环节，PXN 价差高位震荡，供需偏紧。但从期货盘面上来看，最早的合约也要等到明年 2024 年 5 月才能进行交割，与现在间隔了近 8 个月的时间。我们预期上市首日 PX 盘面价格波动剧烈，除了当下的基本面外，未来的宏观环境、成品

油价格、地缘政治以及自身供需关系等多重因素都会对盘面价格造成影响，应警惕期货市场的波动性风险。同时，PX 盘面报价升水外盘价格，与中石化挂牌价基本持平，因此单边策略的风险较大。

为避免价格大幅波动的风险，我们更推荐买近抛远，月间正套策略。一方面，现货市场上 PX 月间结构呈 Backwardation 结构，根据无风险套利原则，期货市场结构应与现货市场结构相同，否则就会产生无风险套利机会。另一方面，PTA 期货盘面结构同样呈 Backwardation 结构，PX 作为生产 PTA 最直接的原料，预期盘面结构将与 PTA 相似。

图表 10：PTA 盘面结构



资料来源：郑州商品交易所，wind，中银期货

就跨品种套利策略，我们认为可以考虑多 PX 空 PTA。目前聚酯产业链利润集中在 PX 环节，PX 调油利润对 PX 上游供给造成扰动，减少了 PX 流向化工领域的比例，PX 供给偏紧，PXN 价差维持高位震荡。从 PTA 来看，PTA 加工费因 PX 价格过高遭受挤兑处于历史绝对低位，但由于大炼厂设置一体化装置，PTA 的开工水平依然偏高。终端聚酯需求的回暖预期缓慢兑现，恢复速度不及供给端，对上游 PTA 消耗不及时，导致 PTA 行业库存连续两周累库。PTA 后续缺乏上涨动力，基本面表现相对 PX 偏弱。从长期来看，2023 年 PX 产能投产已经结束，而 PTA 下半年还有投产计划。2024 年，PTA 的计划投产的产能也多于 PX。我们预期 2023 年下半年乃至 2024 年，PTA 对 PX 需求将维持旺盛。

4、风险提示

美国汽油消费快速大幅回落、未来 PTA 投产不及预期、宏观系统性利空风险。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国（上海）自由贸易试验区
世纪大道 1589 号 903-909 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513