

## 聚酯月报

2024年3月1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

## 关注终端内需和检修，存在累库改善预期

**PX:** 3月，在成本端原油的支撑下，我们预期PXN价差将持续高位，若调油逻辑在3月中下旬被证实，PXN价差或将继续上探至400美元/吨以上。

**PTA:** 今年春节对PTA开工水平影响较小，PTA开工水平未出现与往年相同的于2月季节性下滑的现象，春节前检修消息较少。据隆众最新消息，部分炼厂于2月底至3月初有检修计划，3月上旬PTA开工水平可能回落，减轻PTA社会库存的累库压力，由于PTA加工费处于历史同期偏高位置，检修情况可能不及预期。PTA社会库存累库速度较快，导致PTA整体供需基本面偏空。另一方面，近期高辛烷值调油料美亚价差打开、贸易商提前囤货的行为，都表明今年PTA调油预期仍然存在，利多未来PTA价格。

**PF:** 从下游聚酯端来看，由于去年年底部分地区外贸订单旺盛，透支了一部分节后需求，导致节后终端开工水平恢复偏慢，现实表现不及市场普遍预期。聚酯工厂成品库存累库较为严重，如短纤库存已达到近年历史同期最高位置。认为内需或等待3月后启动，而外需方面，虽然今年欧美纺服库存低位，补库潜力较大，但受节前透支以及目前偏高的物流费用影响下，上半年外贸订单难以给聚酯需求较大的增量。

**策略:** 若未来调油逻辑启动，PX环节依然将侵占聚酯产业链大部分利润。PTA以及下游短纤等聚酯环节利润承压。另一方面，建议关注3月后终端内需恢复情况，叠加PTA开工水平回落以及PX年度检修季来临，或改善整条聚酯产业链超预期的累库困境。盘面上PF加工费偏低，基差走强，可考虑择机做多PF加工费。观点仅供参考。

## PX

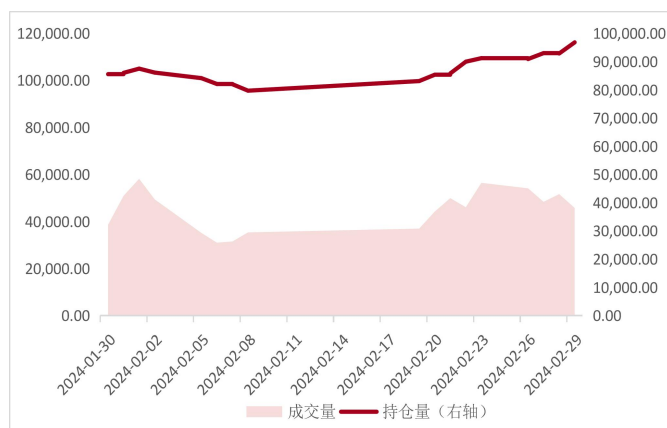
### 1、PX 行情回顾：5-9 月差收敛。

图表 1：PX 主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 9 月 25 日至 2024 年 3 月 1 日）



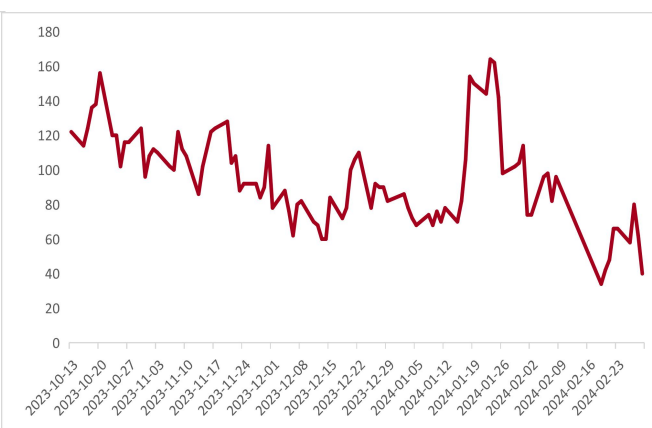
资料来源：文华财经，中银期货

图表 2：PX 持仓量与成交量（手）



资料来源：郑商所，ifind，中银期货

图表 3：PX 5-9 月差



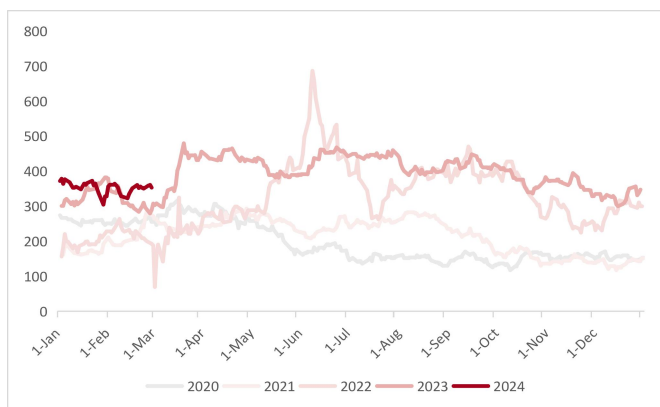
资料来源：郑商所，ifind，中银期货

截至 2024 年 2 月 29 日，对二甲苯主力合约 PX2405 收盘价为 8606 元/吨，当月以来累计涨幅 0.09%，振幅为 3.49%，日均结算价格为 8561.2 元/吨。从运行情况来看，截至 2024 年 2 月 29 日，当月对二甲苯期货主力合约日度最大成交量达 58129 手，出现在 2 月 1 日。月内日度最小成交量为 30981 手，出现在 2 月 6 日。2 月日均成交量为 44915.6 手，月度环比减少 25.2%。2 月，对二甲苯主力合约持仓量最高达 96764 手，出现在 2 月 29 日，持仓量最低为 79641 手，出现在 2 月 8 日。2 月日均持仓量为 87312.7 手，月度环比增加 1.63%。

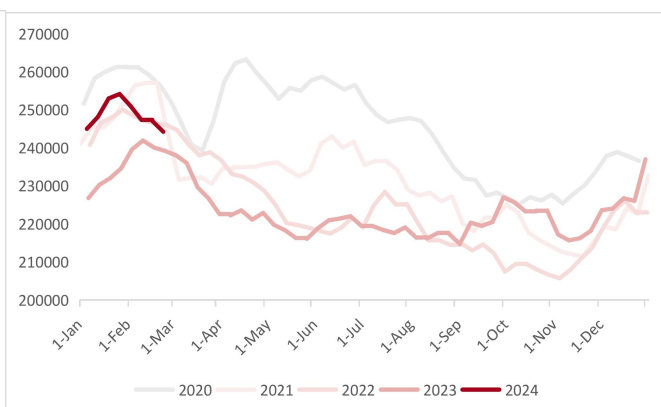
2月初，PX主力合约受成本端原油影响回落。月初PTA检修增加，PX开工水平维持高位，供给格局宽松，同时月初石脑油价格走低，也为PX带来一定利空影响。过年期间，外盘原油价格受地缘事件影响波动剧烈，WTI原油周度上涨2.1%，然由于PX偏空的基本面，节后首日，PX合约表现相较原油偏空，涨幅不如原油。5-9月差相较于节前大幅回落，收于34元/吨。随后PX主力合约维持在8500元/吨至8600元/吨附近震荡。PX5-9月差于低位反弹，截至2月29日收于40元/吨。

## 2、PX上游：调油逻辑启动后，PXN价差还有上探可能。

图表4：PXN：PX CIF 台湾-石脑油 CIF 日本（美元/吨） 图表5：EIA汽油库存（千桶）

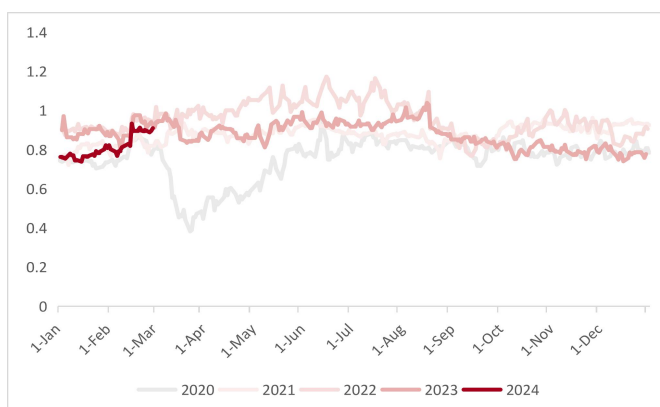


资料来源：钢联，中银期货



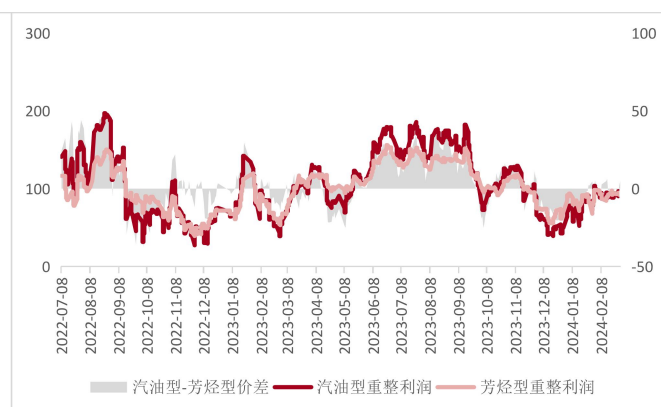
资料来源：EIA，中银期货

图表6：美国汽油裂解价差



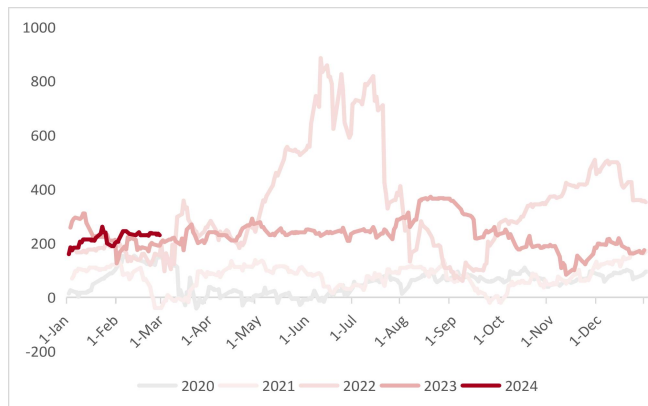
资料来源：ifind，中银期货

图表7：亚洲汽油型与芳烃型重整利润



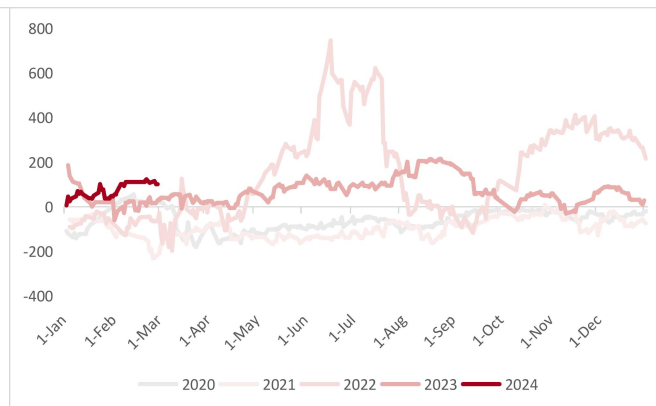
资料来源：钢联，中银期货

图表 8：甲苯美亚价差(美元/吨)



资料来源：钢联，中银期货

图表 9：MX 美亚价差 (美元/吨)



资料来源：钢联，中银期货

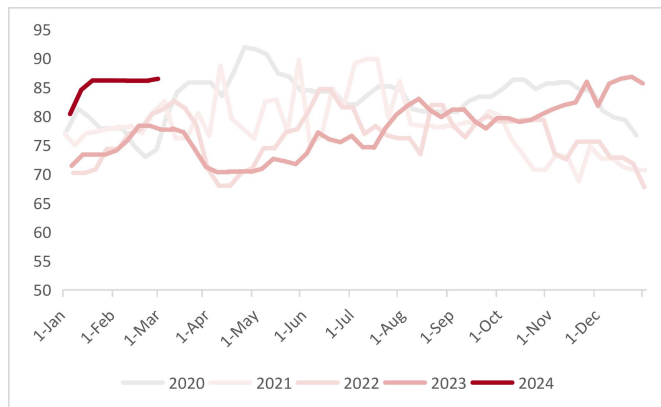
根据 EIA 公布，截至 2 月 23 日当周，美国原油库存累库，环比增加 419.9 万桶，至 4.47 亿桶。同期，美国汽油库存进入了去库周期。截至 2 月 23 日当周，EIA 汽油库存去库速度下降，较上周环比减少 283.2 万桶至 2.4421 亿桶。

近期，观察到高辛烷值组分，如纯苯、甲苯的品种相对汽油明显走强，甲苯、MX 美亚价差走阔，但汽油的基本面偏向宽松。EIA 汽油库存虽然进入去库周期，但是截至最新一期库存去库速度明显减缓，同时亚洲汽油供应也相对充裕。目前汽油型重整利润还未超过芳烃型重整利润，因此我们认为可能是在 2024 年调油预期的推动下，贸易商从 2 月中旬起提前备货，导致高辛烷值的调油组分反而相对汽油走强，并未能带动 PX 盘面价格上涨。

2024 年 2 月，PXN 价差依然维持在 350 美元/吨附近震荡，春节期间受石脑油价格影响，PXN 价差暂时收敛至 320 美元/吨。3 月，我们预期 PXN 价差将持续高位，若调油逻辑在 3 月中下旬被证实，PXN 价差或将继续上探至 400 美元/吨以上。

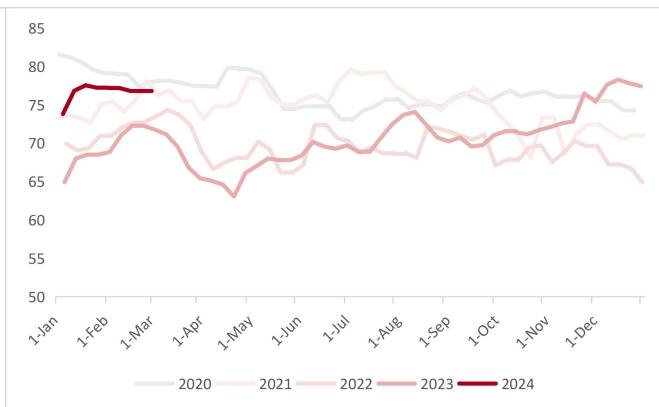
### 3、PX 供给:即将进入检修季。

图表 10: 中国周度 PX 产能利用率季节性 (%)



资料来源: 钢联, 中银期货

图表 11: 亚洲周度 PX 产能利用率季节性 (%)



资料来源: 钢联, 中银期货

截至 2 月 29 日, 国内 PX2 月月均开工水平达到 86.2%, 月度环比上涨 0.5%, 处于历史同期最高位。由于近期如纯苯、甲苯等高辛烷值调油料表现偏强, PX 上游歧化装置经济性较好, 下游 PX 开工水平也同步被动抬升。亚州 PX 装置产能利用率与国内 PX 装置产能利用率相关性较大, 走势相近, 2 月亚洲 PX 月均产能利用率表现稳定, 达到 76.9%, 环比下跌约 0.4 个百分点, 目前开工水平已经见顶回落。

3-5 月将进入 PX 装置集中检修期, 我们预计 3 月 PX 开工水平相较 2 月会从高位回落。但考虑到 PXN 价差长期处于高位, 因此其检修量可能不及往年预期。

## PTA

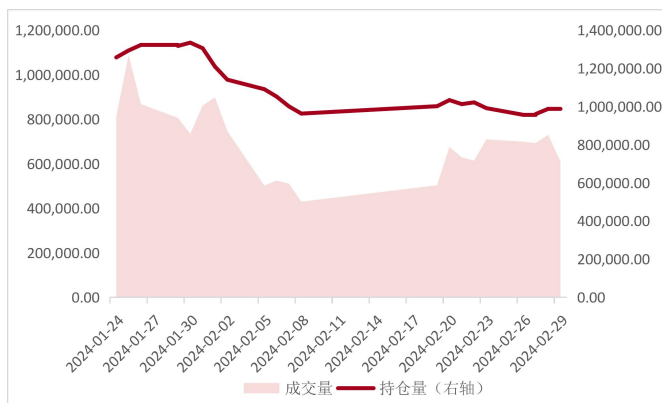
### 4、PTA 行情回顾：区间震荡。

图表 12：PTA 主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 7 月 31 日至 2024 年 3 月 1 日）



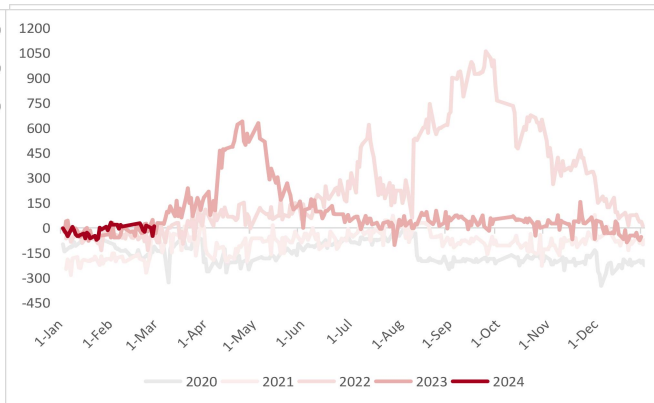
资料来源：文华财经，中银期货

图表 13：PTA 成交量与持仓量（手）



资料来源：郑商所，ifind，中银期货

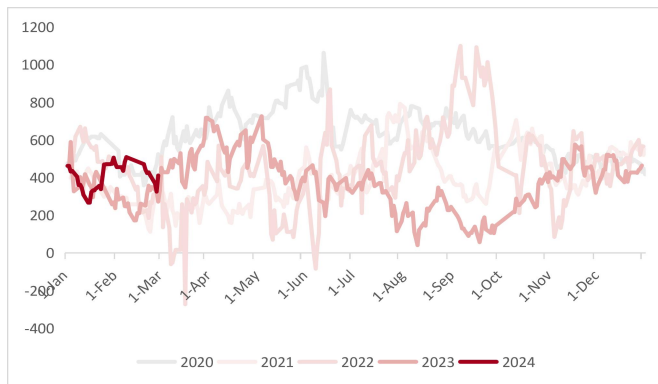
图表 14：PTA 主力基差（元/吨）



资料来源：钢联，中银期货

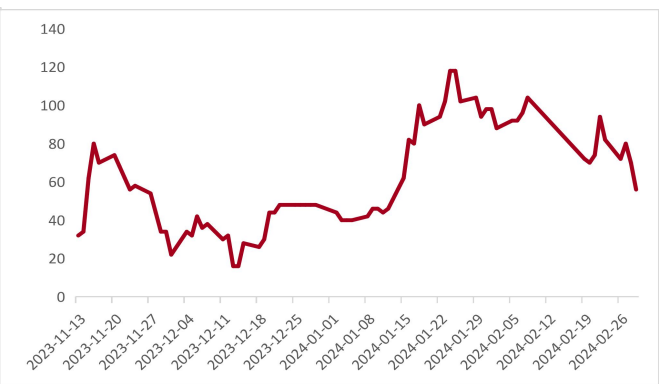


图表 15: PTA-PX\*0.66 盘面加工费 (元/吨)



资料来源: 郑商所, ifind, 中银期货

图表 16: PTA 5-9 月差 (元/吨)



资料来源: 郑商所, ifind, 中银期货

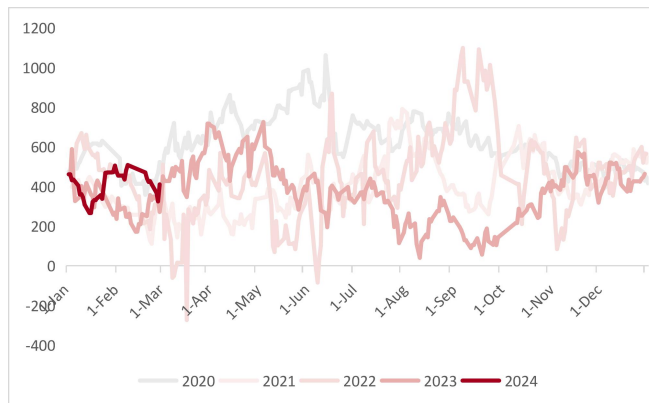
截至 2024 年 2 月 29 日,PTA 主力合约 PTA2405 收盘价为 5940 元/吨,当月以来累计跌幅 0.47%, 振幅为 3.32%, 日均结算价格为 5915.9 元/吨。从运行情况来看,截至 2024 年 2 月 29 日,当月 PTA 期货主力合约日度最大成交量达 897444 手,出现在 2 月 1 日。月内日度最小成交量为 429150 手,出现在 2 月 8 日。2 月日均成交量为 630977.3 手,环比减少 27.2%。2 月,PTA 主力合约持仓量最高达 1208321 手,出现在 2 月 1 日,持仓量最低为 955379 手,出现在 2 月 26 日。2 月日均持仓量为 1026515 手,环比减少 19.3%。交割方面,2 月当月 PTA 交割量为 33019 手,即 16.5095 万吨。

2024 年 2 月,PTA 期货主力合约与 PX 期货主力合约走势相近,先跌后涨,节后维持在 5800 元/吨至 6000 元/吨之间震荡。从相对价格来看,我们用 PTA2405 合约价格按比例减去 PX2405 合约价格,可以得到 24 年 5 月 PTA 盘面加工费。本月盘面 PTA 加工费在春节长假后首日再次冲至 300 美元/吨以上,PTA 表现强于 PX,随后盘面加工费高位回落。截至 2 月 29 日,盘面加工费收于 260.0 元/吨,月度环比下跌 33.3 元/吨。对比现货加工费利润,盘面 PTA 加工费仍然偏低。同时节后现货 PTA 跌幅超过盘面。PTA 主力合约基差 Backwardation 转为 Contango 结构。从盘面结构来看,PTA5-9 月差维持 Backwardation 结构,截至 2 月 29 日收于 56 元/吨,月度环比回落 42 元/吨。

2024 年 2 月 PTA 合约的交割结算价格经计算得 5931.6 元/吨,相对 2 月 21 日 PTA 现货价格升水 31.6 元/吨。本月大量入库 64777 手 PTA 仓单,其中江苏恒科入库量最大,本月达到 29460 手仓单。2 月共出库 33019 手仓单,其中张家港外服出库量最大,本月内达到 14815 手。截至 2 月 29 日,库内剩余 57033 手 PTA,近月虚实盘比为 0.84,近期 PTA 合约没有逼仓风险。

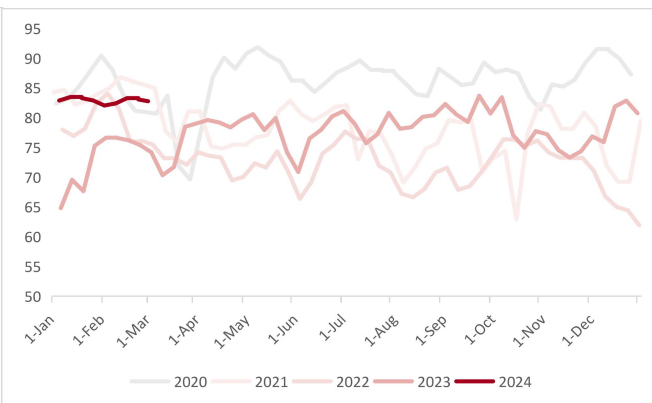
## 5、PTA 供给：。

图表 17：PTA 加工费（含醋酸）（元/吨）



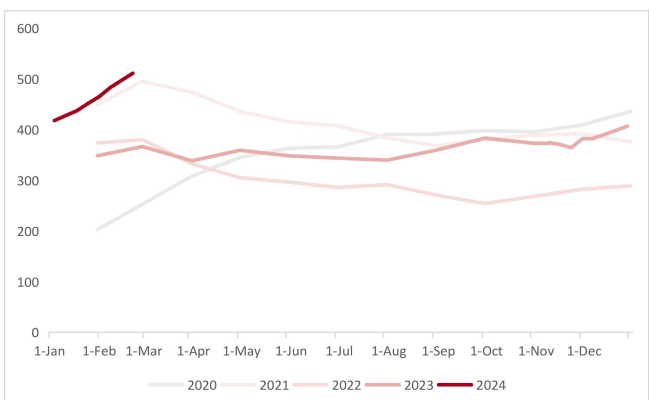
资料来源：钢联，中银期货

图表 18：周度 PTA 产能利用率（%）



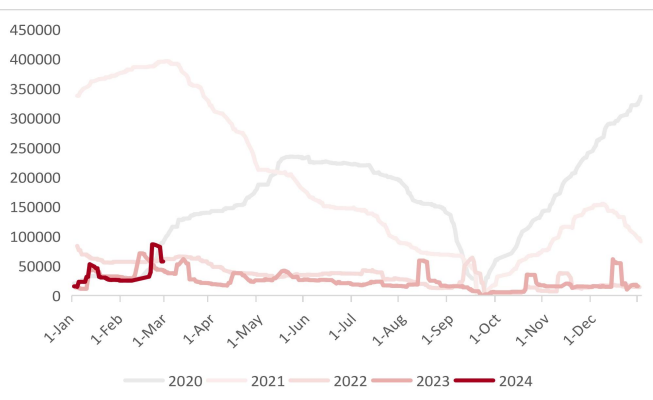
资料来源：钢联，中银期货

图表 19：中国 PTA 社会总库存（万吨）



资料来源：钢联，中银期货

图表 20：PTA 仓单（张）



资料来源：郑商所，中银期货

2 月，PTA 加工费明显回落，PTA 开工水平维持高位。由于 PTA 加工费处于历史同期偏高位置，今年春节对 PTA 开工水平影响较小，PTA 开工水平未出现与往年相同的于 2 月季节性下滑的现象，春节前检修消息较少。据隆众最新消息，逸盛大化 2 号线 375 万吨装置，预计 2 月底检修。宁波逸盛 3 号线 200 万吨装置，预计 3 月初停车改造。另外，年产 120 万吨的新疆中泰于 2 月 20 日降负。预计 3 月初 PTA 开工水平回落的可能性较大。

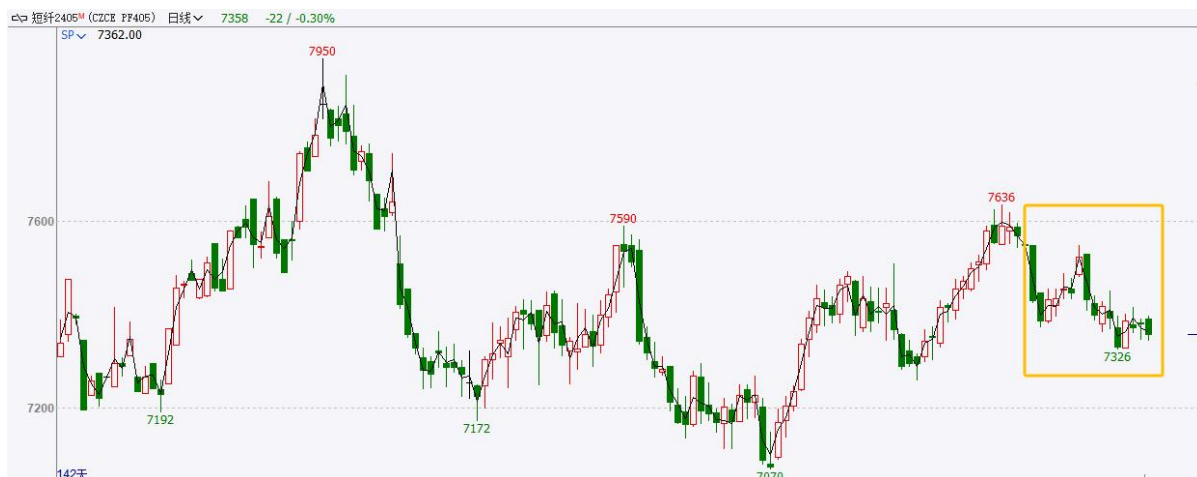
由于今年 PTA 开工水平没有遵循往年的季节性特征，PTA 社会库存累库压力在 2 月不减反增。目前，PTA 社会库存持续累库。根据隆众口径，截至 2024 年 2 月 29 日，PTA 社会总库存达到 522.2 万吨，月度环比上涨 56.9 万吨，且累库增速在春节期间变快。说明春节长假导致下游聚酯开工降负，叠加春节期间偏高的开工水平，PTA 社会库存累库压力在 2 月加剧。



## 短纤

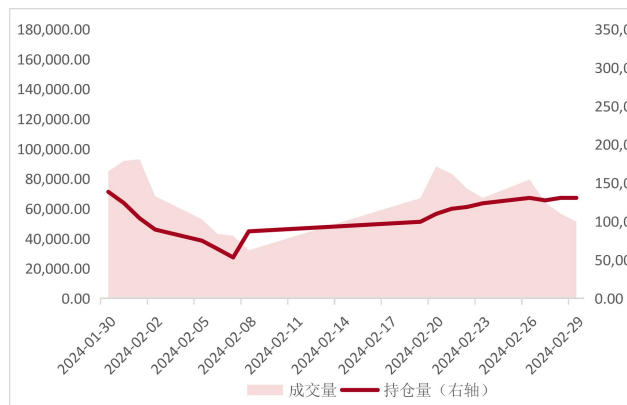
### 6、行情回顾：相对原料表现偏弱。

图表 21：短纤主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 7 月 27 日至 2024 年 3 月 1 日）



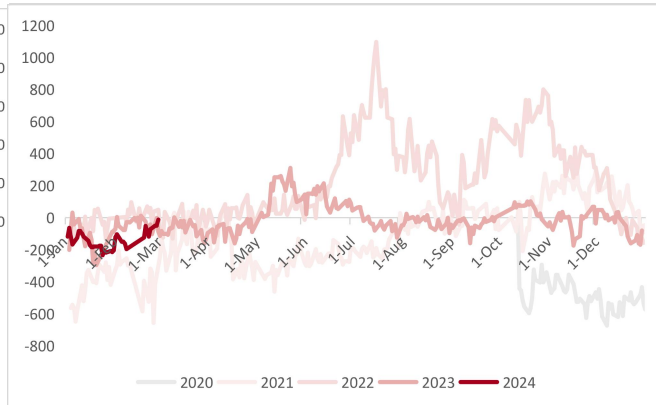
资料来源：文华财经，中银期货

图表 22：PF 成交量与持仓量（手）



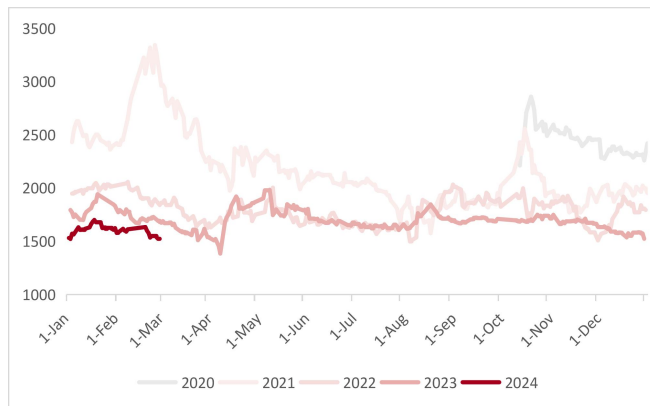
资料来源：郑商所，ifind，中银期货

图表 23：PF 主力基差（元/吨）



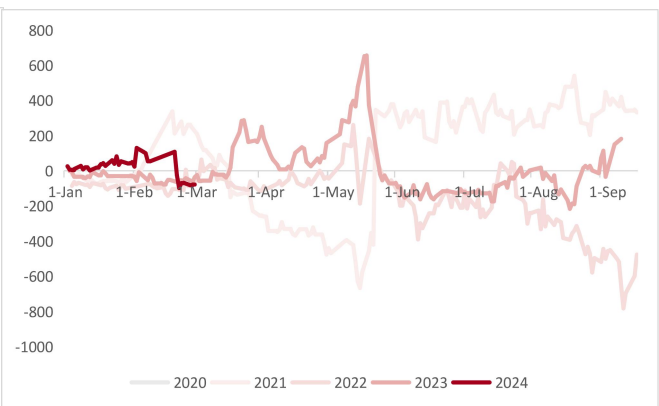
资料来源：钢联，中银期货

图表 24: PF 盘面加工费 (元/吨)



资料来源: 郑商所, ifind, 中银期货

图表 25: PF 5-9 月差 (元/吨)



资料来源: 郑商所, ifind, 中银期货

计算公式:  $PF - 0.855PTA - 0.335MEG$

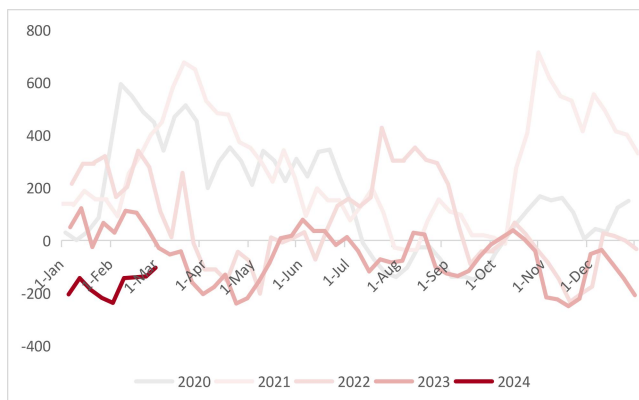
截至 2024 年 2 月 29 日, PF 主力合约 PF2405 收盘价为 7380 元/吨, 当月以来累计跌幅 2.23%, 振幅为 2.94%, 日均结算价格为 7411.6 元/吨。从运行情况来看, 截至 2024 年 2 月 29 日, 当月 PF 期货主力合约日度最大成交量达 92967 手, 出现在 2 月 1 日。月内日度最小成交量为 32099 手, 出现在 2 月 8 日。2 月日均成交量为 64068.2 手, 环比减少 32.5%。2 月, PF 主力合约持仓量最高达 130600 手, 出现在 2 月 28 日, 持仓量最低为 53170 手, 出现在 2 月 7 日。2 月日均持仓量为 103976.2 手, 环比减少 48.0%。交割方面, 2 月当月 PF 交割量为 2582 手, 即 1.291 万吨。

2024 年 2 月, PF 主力期货合约先涨后跌, 偏弱运行。在聚酯产业链中, 短纤和其他聚酯品种一样, 每生产一吨短纤需要消耗 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨乙二醇。根据该比例可以核算出盘面的 PF 加工费。本月盘面主力合约 PF 加工费一直在历史同期最低位运行, 春节节后盘面 PF 利润进一步下滑。截至 2 月 29 日, 盘面加工费收于 1530.3 元/吨。同时, 节后现货 PF 涨幅超过盘面。主力基差维持 Contango 结构, 于 2 月末转平, 截至 2 月 29 日收于 -35 元/吨。从盘面结构来看, PF5-9 月差在 2 月中转成较为稳固的 Contango 结构, 截至 2 月 29 日收于 -90 元/吨。

2024 年 2 月 PF 合约的交割结算价格经计算得 7355.2 元/吨, 相对 2 月 21 日 PF 现货价格贴水 44.8 元/吨。本月共入库 4194 手 PF 仓单, 其中福建金纶入库量最大, 本月达到 2000 手仓单。2 月共出库 2582 手仓单, 截至 2 月 29 日, 库内剩余 8065 手 PF 仓单, 近月虚实盘比为 1.14, 近期 PF 合约没有逼仓风险。

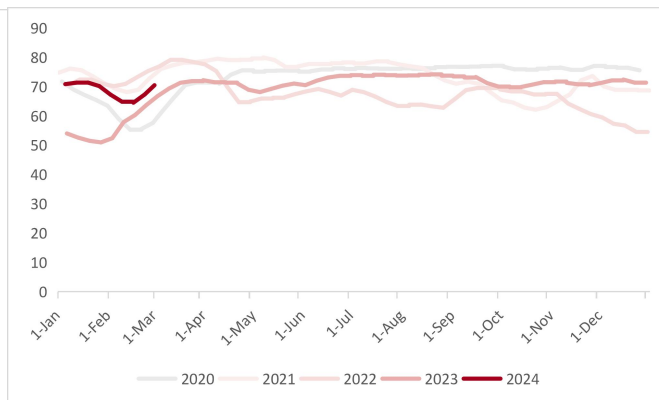
## 7、PTA 需求：节前外贸订单透支节后需求，终端恢复速度偏慢。

图表 26：聚酯加权综合毛利（元/吨）



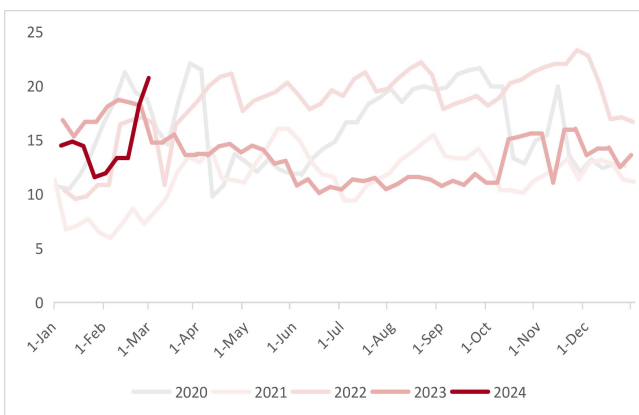
资料来源：钢联，中银期货

图表 27：聚酯加权产能利用率（%）



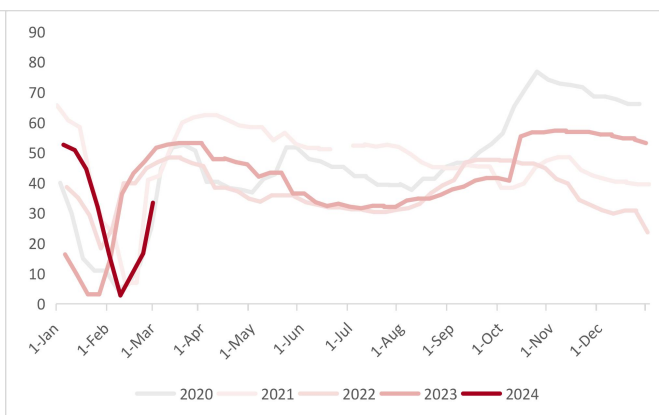
资料来源：钢联，中银期货

图表 28：聚酯加权库存可用天数（天）



资料来源：钢联中银期货

图表 29：周度中国纺织企业圆机开工率（%）



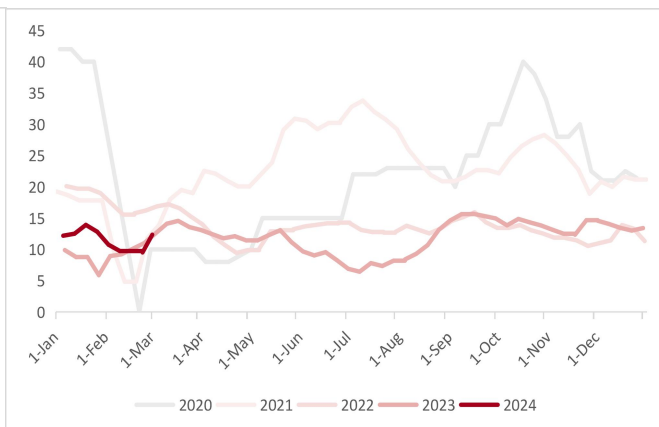
资料来源：钢联，中银期货

图表 30：周度中国纺织企业经编织机开工率（%）



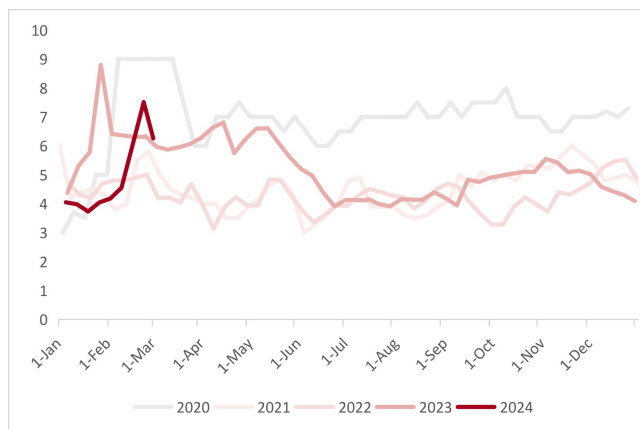
资料来源：钢联，中银期货

图表 31：周度中国纺织企业订单天数（天）



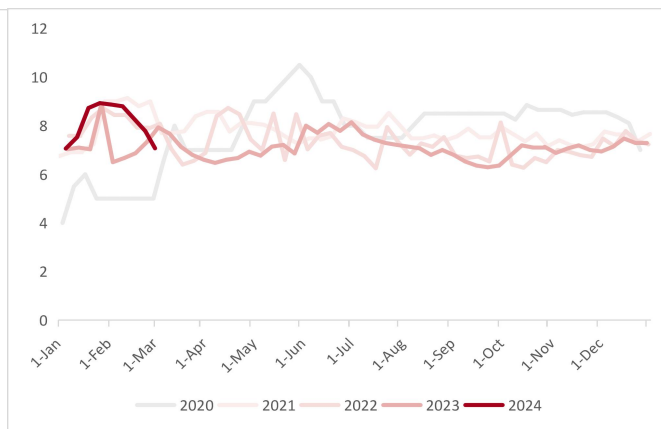
资料来源：钢联，中银期货

图表 32: PTA 中国炼厂库存天数 (天)



资料来源: 钢联, 中银期货

图表 33: 聚酯工厂原料库存可用天数 (天)



资料来源: 钢联, 中银期货

截至上周, 聚酯综合利润依然在 0 值以下震荡, 受长丝 FDY、POY 影响, 聚酯综合利润环比小幅好转。分板块来看, 短纤利润从去年年末起就一直处于-400 元/吨以下, 处于亏损严重的境地。长丝 FDY、POY 利润于年后转暖, POY 生产毛利由负转正。据隆众口径统计的数据, 聚酯加权产能利用率于节后反弹, 较上月末环比上涨 3.3%。从历史数据来看, 短纤、长丝的开工率会受春节假期影响, 于长假前出现季节性下滑。瓶片则不受长假影响, 近期开工水平持续上涨, 但相较 2022 年和 2023 年偏低。年后, 由于终端恢复时间偏晚, 聚酯工厂成品综合库存累库明显, 截至 2 月 29 日, 聚酯加权库存可用天数达到 20.7 天, 较上月末环比增加 8.8 天。

从库存消费比来看, PTA 工厂库存天数和聚酯工厂原料样本库存天数从 2 月中旬起高位回落, 库存天数由库存与需求之比计算得出, 说明下游需求正逐渐复苏。截至 2024 年 2 月 29 日, PTA 工厂库存天数为 6.26 天, 聚酯工厂原料样本库存天数为 7.07 天。

根据终端各机械开机率来看, 多类终端机械的开工水平已进入节后回暖周期, 都有不同程度的回升。截至 2 月 29 日, 圆机的开工水平为 33.4%, 环比上涨 16.8%。另外, 中国纺织企业订单天数也在年后转好, 截至 2 月 29 日为 12.4 天, 环比上涨了 2.8 天, 同比增长了 1.35 天。综合来看, 由于去年年底部分地区外贸订单旺盛, 透支了一部分节后需求, 导致节后终端开工水平恢复偏慢, 现实表现不及市场普遍预期。聚酯工厂成品库存累库较为严重, 如短纤库存已达到近年历史同期最高位置。认为内需或等待 3 月后启动, 而外需方面, 虽然今年欧美纺服库存低位, 补库潜力较大, 但受节前透支以及目前偏高的物流费用影响下, 上半年外贸订单难以给聚酯需求较大的增量。

## 8、后市展望：3月聚酯产业链各环节累库压力或能缓解。

2024年2月，PXN价差依然维持在350美元/吨附近震荡，春节期间受石脑油价格影响，PXN价差暂时收敛至320美元/吨。3月，在成本端原油的支撑下，我们预期PXN价差将持续高位，若调油逻辑在3月中下旬被证实，PXN价差或将继续上探至400美元/吨以上。

PTA方面，今年春节对PTA开工水平影响较小，PTA开工水平未出现与往年相同的于2月季节性下滑的现象，春节前检修消息较少。据隆众最新消息，部分炼厂于2月底至3月初有检修计划，3月上旬PTA开工水平可能回落，减轻PTA社会库存的累库压力，由于PTA加工费处于历史同期偏高位置，检修情况可能不及预期。PTA社会库存累库速度超预期，导致PTA整体供需基本面偏空。另一方面，近期高辛烷值调油料美亚价差打开、贸易商提前囤货的行为，都表明今年PTA调油预期仍然存在，利多未来PTA价格。

从下游聚酯端来看，由于去年年底部分地区外贸订单旺盛，透支了一部分节后需求，导致节后终端开工水平恢复偏慢，现实表现不及市场普遍预期。聚酯工厂成品库存累库较为严重，如短纤库存已达到近年历史同期最高位置。认为内需或等待3月后启动，而外需方面，虽然今年欧美纺服库存低位，补库潜力较大，但受节前透支以及目前偏高的物流费用影响下，上半年外贸订单难以给聚酯需求较大的增量。

从策略上来看，若未来调油逻辑启动，PX环节依然将侵占聚酯产业链大部分利润。PTA以及下游短纤等聚酯环节利润承压。另一方面，建议关注3月后终端内需恢复情况，叠加PTA开工水平回落以及PX年度检修季来临，或改善整条聚酯产业链的超预期累库困境。盘面上PF加工费偏低，基差走强，可考虑择机做多PF加工费。观点仅供参考。

## 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