



## 芳烃月报

2024年2月2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

## PTA累库不止，关注节前降负

### PX核心观点：

2024年1月，PXN价差震荡偏弱。一方面，红海危机对大宗商品盘面价格影响降温，汽油库存累库，调油逻辑未启动。成本端对PX价格支撑力度减弱。另一方面，中国及亚洲PX开工水平高位，供给格局宽松，累库压力较大，PXN价差承压。2月，我们预期PXN价差将继续在300美元/吨附近震荡趋弱。虽然中国及亚洲PX开工水平高位，但同时PTA开工水平也保持在历史高位水平，下游聚酯需求表现较好，或传导至上游对PX价格形成支撑。另外，PX环节利润可能向下游PTA以及聚酯产品环节转移。

### PTA核心观点：

近期PTA加工费先跌后涨，PTA开工水平维持高位。已有部分炼厂于节前停产降负，建议持续关注春节假期前后炼厂停产降负相关消息。PTA社会库存持续累库，且累库增速未出现减缓趋势。表明年前PTA基本面偏空，炼厂开工高位，累库压力较大。从需求端来看，一方面，由于PTA作为固体容易存储，春节期间投机需求增加。近期外贸订单旺盛，订单天数好转，部分地区织造机械开工水平较为稳定，预计今年聚酯产业大规模降负的时间将会延后。但是由于上游偏高的成本，聚酯各产品利润难以大幅好转。建议持续关注市场利多预期能否被证伪，择机空配PTA。观点仅供参考。

## PX

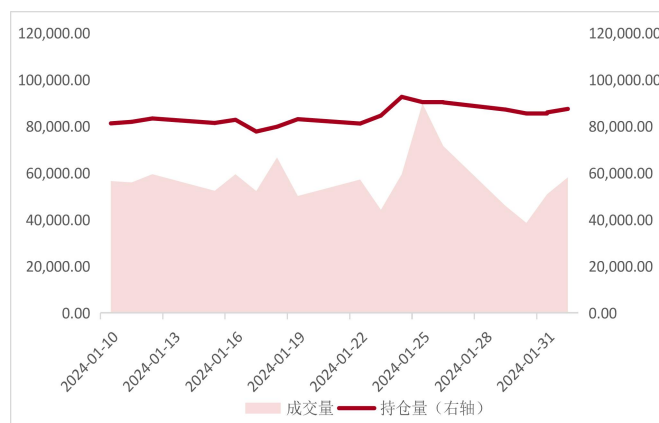
### 1、PX 行情回顾：受 PTA 影响被动上涨。

图表 1：PX 主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 9 月 25 日至 2024 年 2 月 2 日）



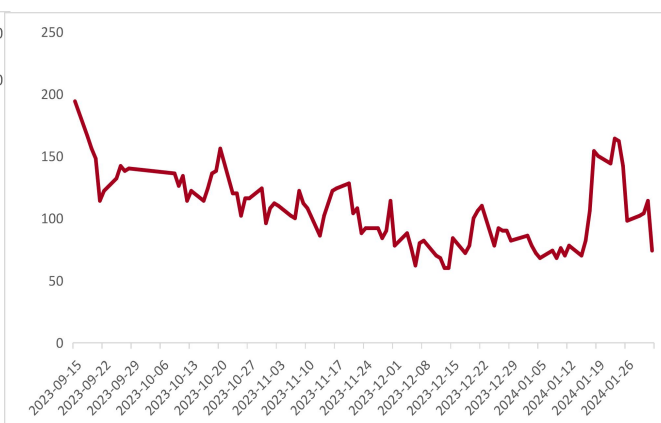
资料来源：文华财经，中银期货

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



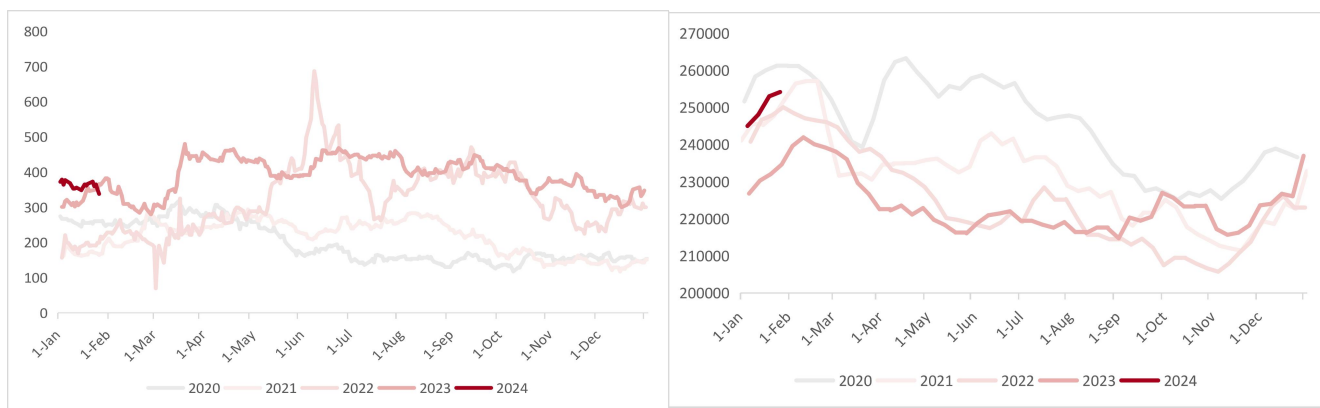
资料来源：郑商所，ifind，中银期货

截至 2024 年 1 月 31 日，对二甲苯主力合约 PX2405 收盘价为 8598 元/吨，当月以来累计涨幅 0.09%，振幅为 5.87%，日均结算价格为 8518.8 元/吨。从运行情况来看，截至 2024 年 1 月 31 日，当月对二甲苯期货主力合约日度最大成交量达 105868 手，出现在 1 月 8 日。月内日度最小成交量为 38583 手，出现在 1 月 30 日。1 月日均成交量为 60012.6 手，环比减少 6.2%。1 月，对二甲苯主力合约持仓量最高达 93080 手，出现在 1 月 13 日，持仓量最低为 77738 手，出现在 1 月 17 日。1 月日均持仓量为 85914.7 手，环比增加 7.08%。

1月上旬，红海危机对盘面影响力下降，原油价格下降，对PX支撑力度减弱。PXN价差仍然维持高位震荡，PX供给格局宽松，累库压力较大，PX表现偏弱。1月中旬起，PX价格受PTA影响同步上行，突破前高。盘面PTA加工费大幅走阔，在此轮上涨中突破PX上市以来历史新高。盘面结构来看，PX5月与9月月差维持Backwardation结构，1月先涨后跌，一度突破150元/吨以上，截至1月31日已回落到114元/吨。

## 2、PX上游：调油逻辑未启动，PX环节利润或让利下游。

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）

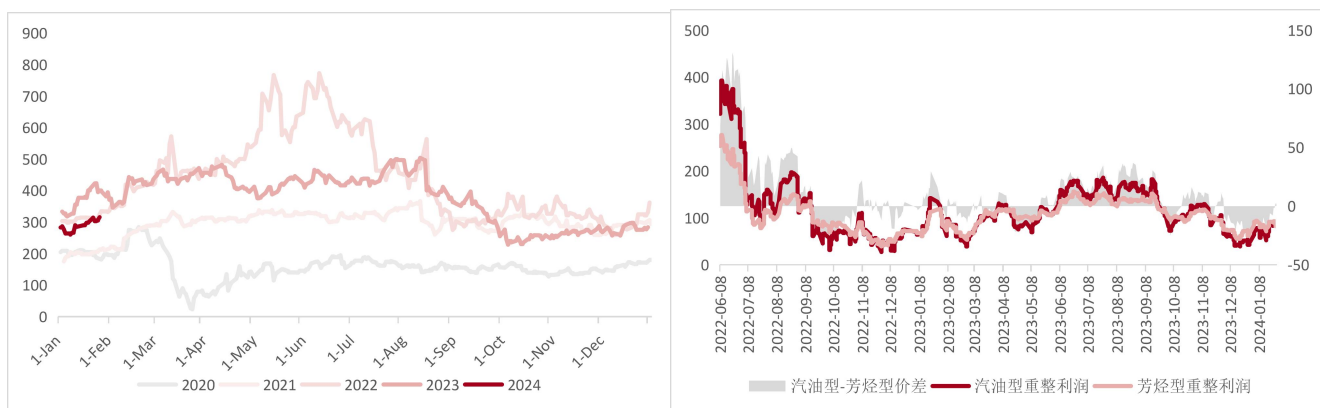


资料来源：钢联，中银期货

资料来源：EIA，中银期货

图表 6：美国汽油裂解价差

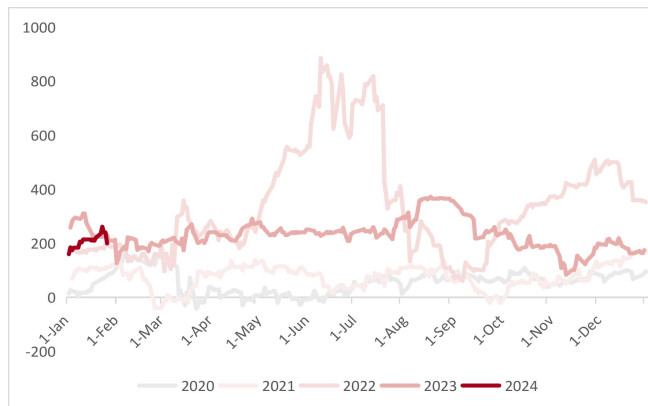
图表 7：亚洲汽油型与芳烃型重整利润



资料来源：ifind，中银期货

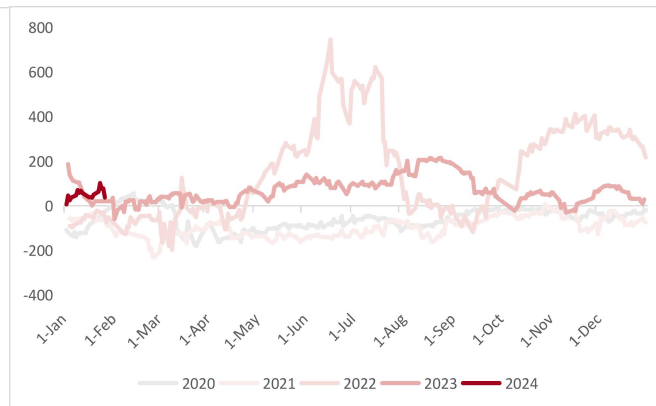
资料来源：钢联，中银期货

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

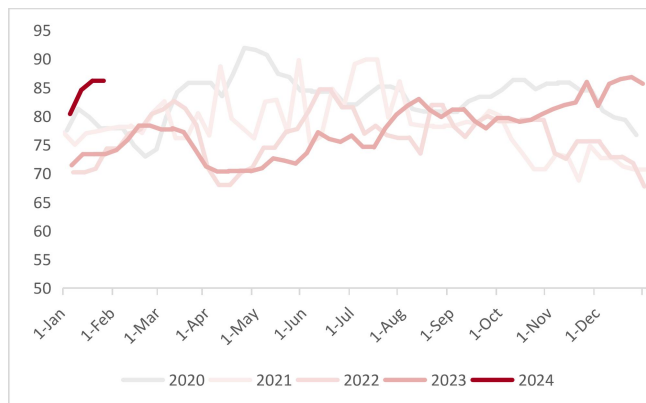
2024 年 1 月，PXN 价差震荡偏弱。一方面，红海危机对大宗商品盘面价格影响降温，汽油库存累库，调油逻辑未启动。成本端对 PX 价格支撑力度减弱。另一方面，中国及亚洲 PX 开工水平高位，供给格局宽松，累库压力较大，PXN 价差承压。

虽然本月美国汽油裂解价差上涨，甲苯及 MX 美亚价差走阔，但是亚洲汽油型重整利润未能超过芳烃型重整利润，同时 EIA 汽油库存仍然处于累库周期，调油逻辑未能启动。截至 2024 年 1 月 26 日，根据 EIA 公布，美国汽油库存达到 2.5298 亿桶，月度环比累库 1602.3 万桶。根据历史数据，可以观察到 2024 年的累库幅度已经超过发生调油需求的 2022 年与 2023 年。汽油库存过高可能会削弱 2024 年汽油需求对 PX 价格的影响。

2 月，我们预期 PXN 价差将继续在 300 美元/吨附近震荡趋弱。虽然中国及亚洲 PX 开工水平高位，但同时 PTA 开工水平也保持在历史高位水平，下游聚酯需求表现较好，或传导至上游对 PX 价格形成支撑。另外，PX 环节利润可能向下游 PTA 以及聚酯产品环节转移。

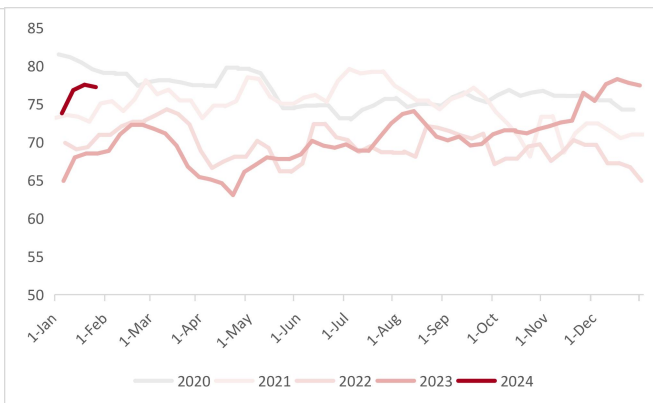
### 3、PX 供给:维持供需宽松的格局，累库压力较大。

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

1 月，国内 PX 月均产能利用率为 84.3%，较上月环比下跌 2.1 个百分点，但仍然处于历史高位。由于 PXN 价差长期维持高位，PX 开工利润偏高，叠加前期 PX 原料从调油板块回流至化工板块，PX 开工水平从 10 月中旬起就持续上行，已从近五年历史低位回升至历史最高位。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，但年内亚洲 PX 装置开工整体低于国内开工率，1 月亚洲 PX 月均产能利用率为 76.3%，较上月环比下跌约 1.8 个百分点，较国内涨幅更大，目前开工水平已经见顶回落。

## PTA

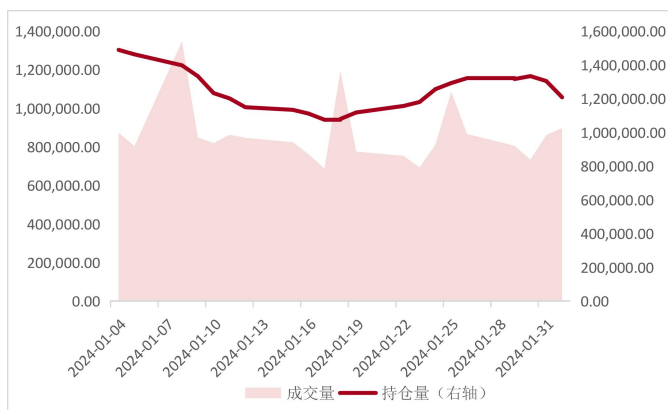
### 4、PTA 行情回顾：多头增仓，月差走阔。

图表 12：PTA 主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 7 月 11 日至 2024 年 2 月 2 日）



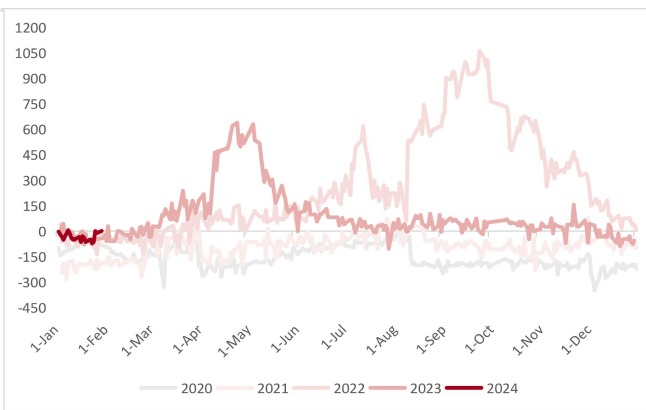
资料来源：文华财经，中银期货

图表 13：PTA 成交量与持仓量（手）



资料来源：郑商所，ifind，中银期货

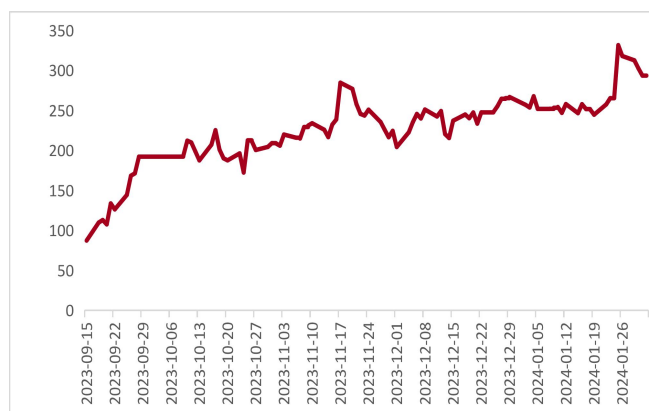
图表 14：PTA 主力基差（元/吨）



资料来源：钢联，中银期货

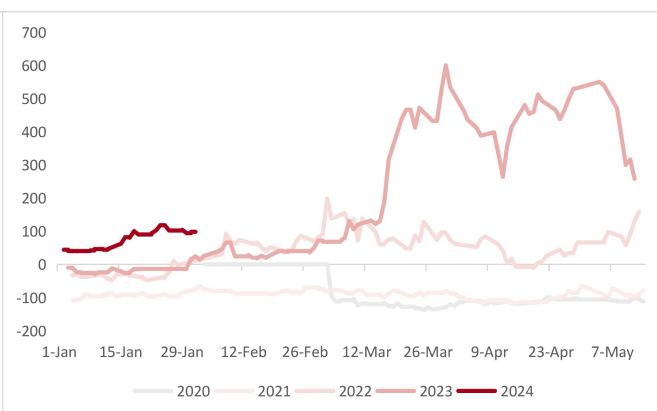


图表 15: PTA-PX\*0.66 盘面加工费 (元/吨)



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

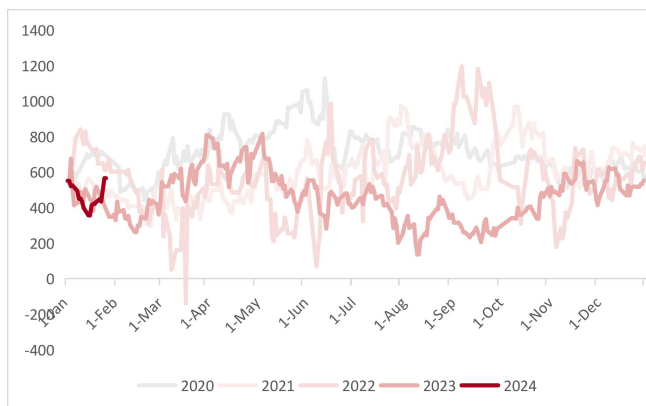
截至 2024 年 1 月 31 日,PTA 主力合约 PTA2405 收盘价为 5968 元/吨,当月以来累计涨幅 0.54%, 振幅为 6.81%, 日均结算价格为 5890.7 元/吨。从运行情况来看,截至 2024 年 1 月 31 日,当月 PTA 期货主力合约日度最大成交量达 1347147 手,出现在 1 月 8 日。月内日度最小成交量为 687880 手,出现在 1 月 17 日。1 月日均成交量为 866866.8 手,环比减少 11.5%。1 月,PTA 主力合约持仓量最高达 1520081 手,出现在 1 月 2 日,持仓量最低为 1074854 手,出现在 1 月 17 日。1 月日均持仓量为 1271535.5 手,环比增加 9.5%。交割方面,1 月当月 PTA 交割量为 29644 手,即 14.822 万吨。

2024 年 1 月,PTA 期货主力合约与 PX 期货主力合约走势相近,呈“V”型走势,先跌后涨。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 加工费大幅上涨,突破历史新高,一度涨至 300 元/吨以上,PTA 表现强于 PX,带动 PX 价格上涨。截至 1 月 31 日,盘面加工费收于 293.3 元/吨,对比现货加工费利润,盘面 PTA 加工费仍然偏低。同时现货 PTA 同步上涨,涨幅超过盘面。PTA 主力合约基差从 Contango 转为 Backwardation 结构。从盘面结构来看,PTA2-5 月差从深度 Contango 结构转为平水,PTA5-9 月差维持 Backwardation 结构,并持续走阔。

2024 年 1 月 PTA 合约的交割结算价格经计算得 5712.8 元/吨,相对 1 月 15 日 PTA 现货价格贴水 17.2 元/吨。本月共入库 39315 手 PTA 仓单,其中逸盛石化(厂库)入库量最大,本月达到 16400 手仓单。1 月共出库 29644 手仓单,其中江苏恒科出库量最大,本月内达到 8907 手。截至 1 月 31 日,库内剩余 25275 手 PTA,近月虚实盘比为 2.98,近期 PTA 合约没有逼仓风险。

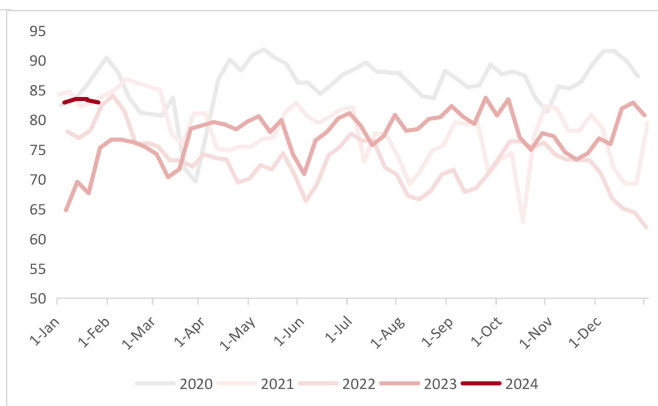
## 5、PTA 供给：开工水平维持偏高位置。

图表 17：PTA 加工费（含醋酸）（元/吨）



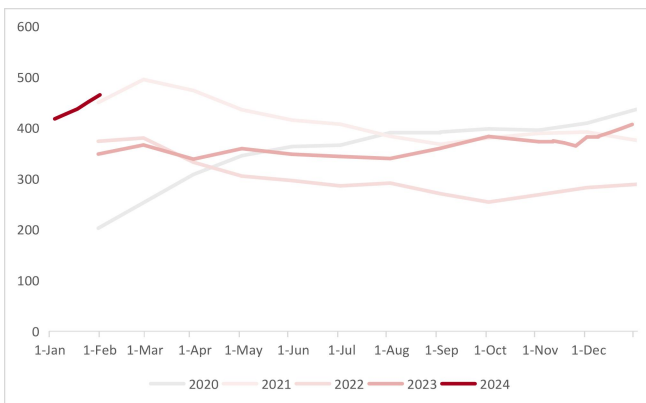
资料来源：钢联，中银期货

图表 18：周度 PTA 产能利用率（%）



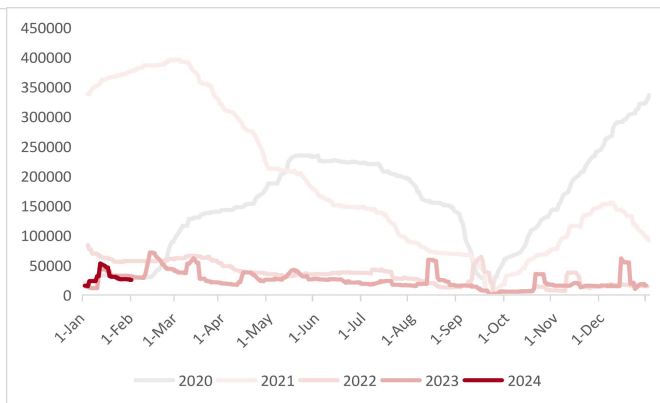
资料来源：钢联，中银期货

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

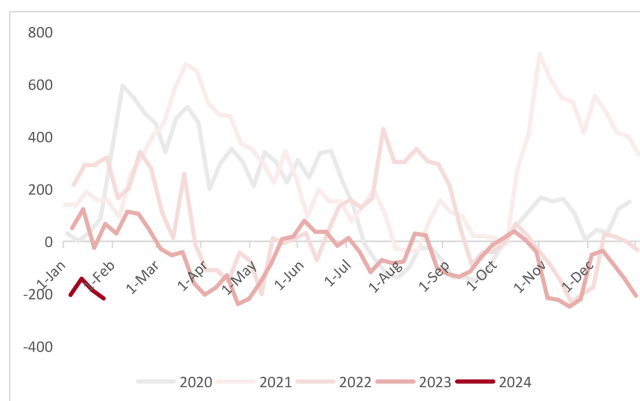
本月，PTA 加工费先跌后涨，PTA 开工水平维持高位。福海创 450 万吨装置，自 1 月 16 日起从 8 成降负至 5 成。逸盛宁波 3 号线 200 万吨装置，1 月 26 日停车。四川能投 100 万吨装置，1 月 26 日停车。逸盛大化 2 号线 375 万吨装置，预计 2 月底检修。宁波逸盛 3 号线 200 万吨装置，预计 3 月初停车改造。临近春节长假，PTA 炼厂检修降负的可能性增加。1 月，PTA 炼厂月均开工水平达到 83.2%，环比上涨 3.5%。建议持续关注春节假期前后炼厂停产降负相关消息。

本月，PTA 社会库存持续累库。根据隆众口径，截至 2024 年 2 月 1 日，PTA 社会总库存继续累库，达到 465.3 万吨，月度环比上涨 58.2 万吨，且累库增速未出现减缓趋势。表明年前 PTA 基本面偏空，炼厂开工高位，累库压力较大。



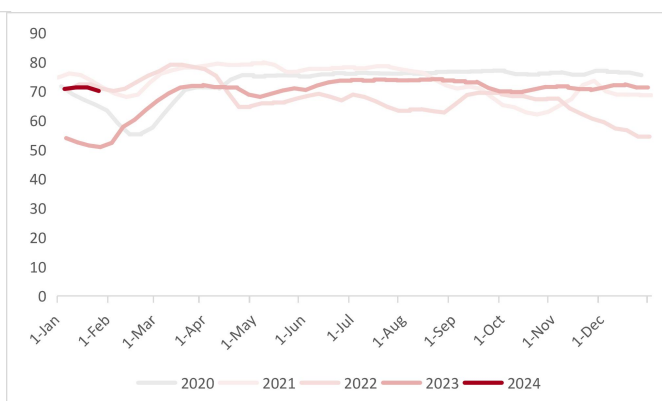
## 6、PTA 需求：下游订单同比转好，预计今年聚酯产业大规模降负的时间延后。

图表 21：聚酯加权综合毛利（元/吨）



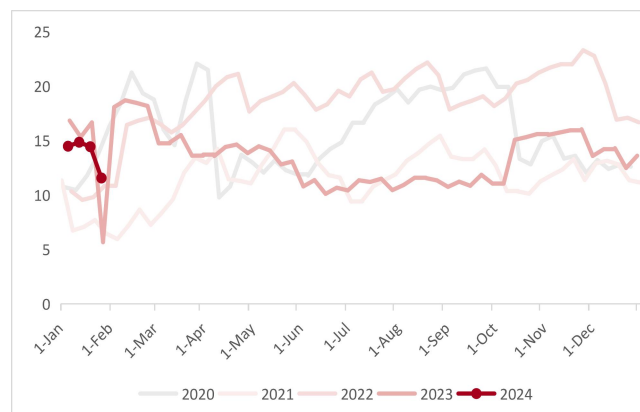
资料来源：钢联，中银期货

图表 22：聚酯加权产能利用率（%）



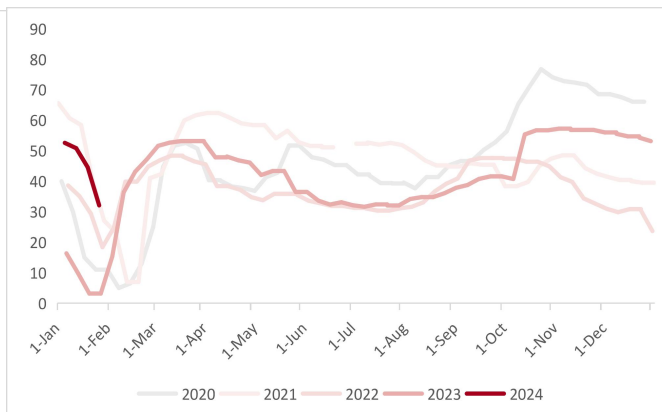
资料来源：钢联，中银期货

图表 23：聚酯加权库存可用天数（天）



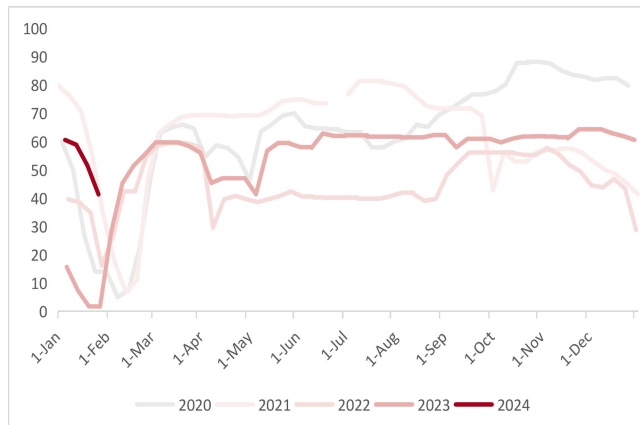
资料来源：钢联中银期货

图表 24：周度中国纺织企业圆机开工率（%）



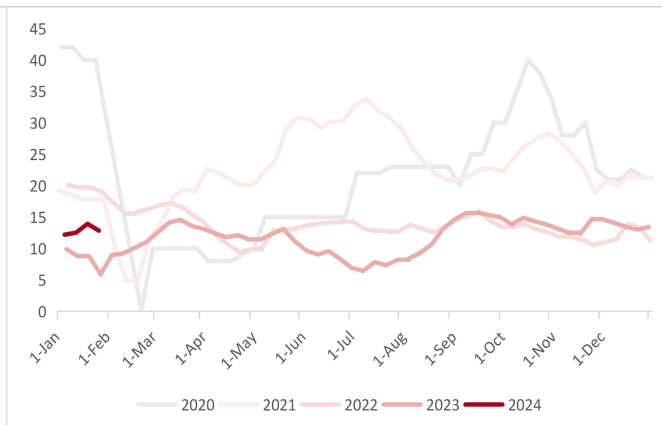
资料来源：钢联，中银期货

图表 25：周度中国纺织企业经编织机开工率（%）



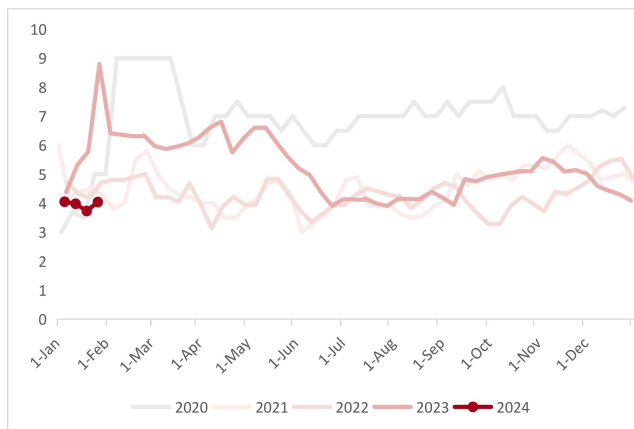
资料来源：钢联，中银期货

图表 26：周度中国纺织企业订单天数（天）



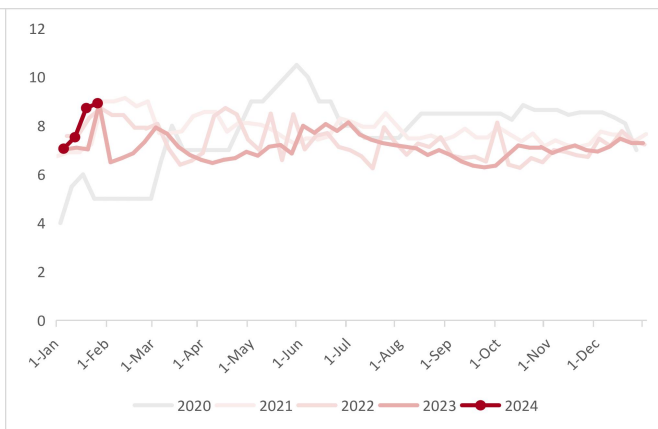
资料来源：钢联，中银期货

图表 27: PTA 中国炼厂库存天数 (天)



资料来源: 钢联, 中银期货

图表 28: 聚酯工厂原料库存可用天数 (天)



资料来源: 钢联, 中银期货

本月, 聚酯综合利润依然在 0 值以下震荡, 处于亏损境地。分板块来看, 短纤以及长丝中 FDY、POY 利润下滑, 且三者权重占比较大, 进一步拉低了聚酯加权综合毛利。据隆众口径统计的数据, 本月加权产能利用率于月末小幅下滑, 环比下跌 1.2%。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。由于年前聚酯工厂主动降低库存, 聚酯加权库存于本月末显著去库, 截至 1 月 26 日, 聚酯加权库存可用天数达到 11.6 天, 较上月末环比减少 2.9 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 1 月中旬起出现累库格局。截至 2024 年 2 月 1 日, PTA 工厂库存天数为 4.18 天, 聚酯工厂原料样本库存天数为 8.87 天。库存天数由库存与需求之比计算得出, 说明 PTA 下游需求于 1 月中旬起转弱。

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年前降负的周期, 都有不同程度的下滑。截至 1 月 26 日, 精编织机的开工水平为 41.3%, 月度环比下跌 19.3%。另外, 圆机开工水平为 32.1%, 月度环比下跌 21.1%, 跌幅较大。中国纺织企业订单天数同比转好, 截至 1 月 26 日为 12.83 天, 较上月末环比下滑了 0.58 天, 同比增长了 6.9 天。综合来看, 近期外贸订单旺盛, 订单天数好转, 部分地区织造机械开工水平较为稳定, 预计今年聚酯产业大规模降负的时间将会延后。但是由于上游偏高的成本, 聚酯各产品利润难以大幅好转, 改善利润的动力不足。

## 7、后市展望：持续关注市场利多预期能否被证伪。

2024 年 1 月，PXN 价差震荡偏弱。一方面，红海危机对大宗商品盘面价格影响降温，汽油库存累库，调油逻辑未启动。成本端对 PX 价格支撑力度减弱。另一方面，中国及亚洲 PX 开工水平高位，供给格局宽松，累库压力较大，PXN 价差承压。2 月，我们预期 PXN 价差将继续在 300 美元/吨附近震荡趋弱。虽然中国及亚洲 PX 开工水平高位，但同时 PTA 开工水平也保持在历史高位水平，下游聚酯需求表现较好，或传导至上游对 PX 价格形成支撑。另外，PX 环节利润可能向下游 PTA 以及聚酯产品环节转移。

同时，PTA 加工费先跌后涨，PTA 开工水平维持高位。已有部分炼厂于节前停产降负，建议持续关注春节假期前后炼厂停产降负相关消息。PTA 社会库存持续累库，且累库增速未出现减缓趋势。表明年前 PTA 基本面偏空，炼厂开工高位，累库压力较大。从需求端来看，一方面，由于 PTA 作为固体容易存储，春节期间投机需求增加。近期外贸订单旺盛，订单天数好转，部分地区织造机械开工水平较为稳定，预计今年聚酯产业大规模降负的时间将会延后。但是由于上游偏高的成本，聚酯各产品利润难以大幅好转。建议持续关注市场利多预期能否被证伪，择机空配 PTA。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