



## 芳烃月报

2023年11月3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

## 利润小幅改善，炼厂主动去库

### PX 核心观点：

随着调油逻辑告一段落，PX 的现货价格于 10 月明显下行，然受石脑油回落速度过快的影响，PXN 价差于月末反弹。目前来看，PX 价格的下跌趋势告一段落，暂时限制了 PTA 加工费继续上涨的空间。由于四季度 PTA 仍有新装置投产计划，然 PX 装置投产计划已于上半年基本结束，因此整体来看，PX 相对 PTA 供应偏紧的格局将会持续，利多我国 PX 的开工水平，而供需数量的差异则由韩国等其他亚洲国家进口来补足。我们预计四季度，PX 相对 PTA 依然维持偏紧格局，但相对三季度会明显好转。

### PTA 核心观点：

长时间低加工费的负反馈于四季度逐渐显现。国庆节后，为了主动降低库存，多个 PX 大型装置选择停产检修，影响时间较长。11 月，除逸盛新材料 1# 下旬投料影响时间较短外，其他装置截至目前还未能恢复生产。除此之外，新一批装置决定 11 月起检修，影响产能达到 360 万吨。预计在没有大型装置临时恢复产能的前提下，预计 11 月开工水平还有继续下行的空间。目前，终端对聚酯以及中游 PTA 的消耗并不通畅。10 月末 PTA 开工率小幅反弹，PTA 库存就出现环比窄幅累库，终端聚酯则维持库存高位。整条聚酯产业链的基本面正在转弱，建议偏空思路对待，关注 1-5 反套交易机会。观点仅供参考。

## PX

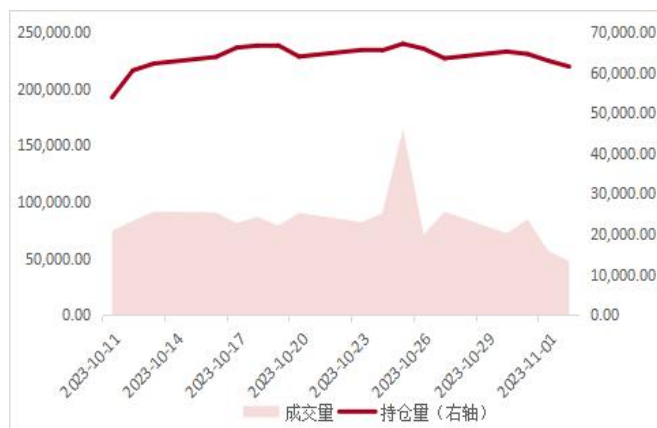
### 1、PX 行情回顾：先跌后涨，呈“V”形结构。

图表 1：PX 主力 1 小时 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 9 月 15 日至 2023 年 10 月 30 日）



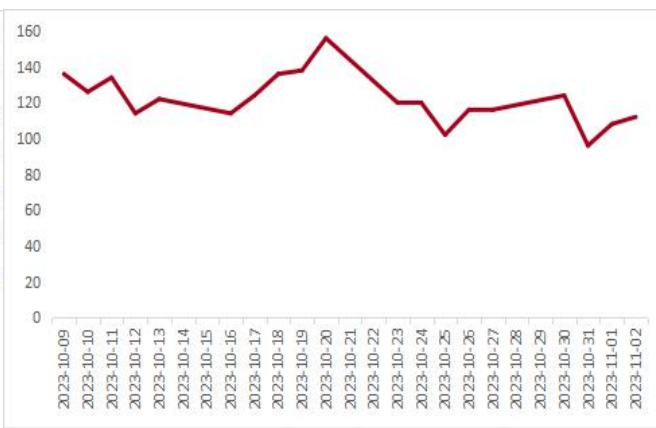
资料来源：Wind，中银期货

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 2023 年 10 月 31 日，对二甲苯主力合约 PX2405 收盘价为 8638 元/吨，当月以来累计跌幅 4.09%，振幅为 6.52%，日均结算价格为 8472.5 元/吨。从运行情况来看，截至 2023 年 10 月 31 日，当月对二甲苯期货主力合约日度最大成交量达 164517 手，出现在 10 月 25 日。月内日度最小成交量为 52618 手，出现在 10 月 10 日。10 月日均成交量为 84528.1 手，环比减少 25.6%。10 月，对二甲苯主力合约持仓量最高达 67143 手，出现在 10 月 25 日，持仓量最低为 43936 手，出现在 10 月 9 日。10 月日均持仓量为 40467.5 手，环比增加 53.1%。自对二甲苯期货上市以来，

10月日均持仓较9月环比大幅上涨，说明市场参与度不断提高，对二甲苯期货稳健运行。

10月国庆长假后首个交易日，受节内成本端原油大幅波动影响，对二甲苯期货主力合约跳空低开，价格重心继续下移。另外，自9月中旬起美国汽油裂解价差大幅回落，叠加节内美国汽油库存超预期累库，国庆节后，汽油型重整利润回落，小于芳烃型重整利润，两者价差由正转负，预示着调油逻辑暂时告一段落。PX失去调油需求的支撑，现货市场价格明显回落，同时带动主力合约价格重心继续下移。10月下旬，由于局部地缘冲突爆发，成本端原油价格高位波动，对二甲苯期货主力合约减仓补涨。

由于PX期货合约上市时间较短，以及合约到期时间距今过远，其中还包含了进口运费和保险费，导致PX的期货合约与现货合约的价差较大。期货合约减仓小幅上行。从盘面结构来看，5月与9月月差自上市以来持续收敛，目前维持Backwardation结构，10月31日收于96元/吨。

## 2、PX上游：调油逻辑结束。

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）

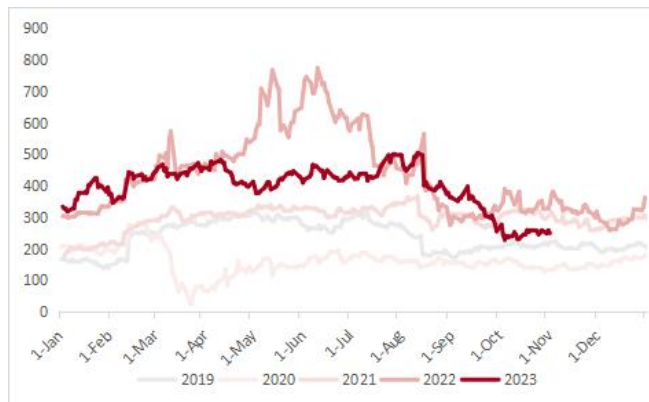


资料来源：钢联，中银期货



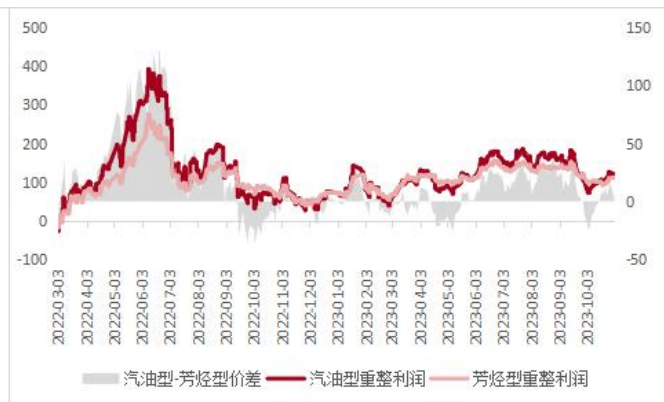
资料来源：EIA，中银期货

图表 6：美国汽油裂解价差



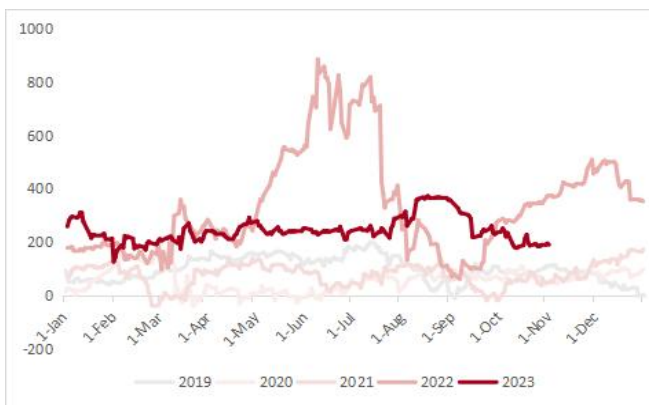
资料来源：ifind，中银期货

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

从 PX 上游来看，本月最大的变化是调油逻辑的结束。2023 年调油逻辑始于 6 月，汽油型重整利润长期高于芳烃型重整利润。PX 上游甲苯、MX 以及 PX 等产品流向调油板块，PXN 价差长期高位，PTA 加工费受挤压，限制 PTA 的开工水平。国庆节期间，我们认为调油逻辑出现了结束信号，PX 会逐渐暂时回归化工逻辑，但不排除明年汽油消费旺季，调油逻辑重启的可能。

从汽油需求来看，9 月中旬起美国 EIA 汽油库存超预期累库，RBOB 汽油裂解价差自 9 月中旬回归至历史正常区间，预示着欧美成品油市场需求转弱。自 10 月起，汽油型重整利润低于芳烃型重整利润，两者价差由正转付，同时甲苯美亚价差、MX 美亚价差也从高位回落，表明美国对汽油的消费需求下降。

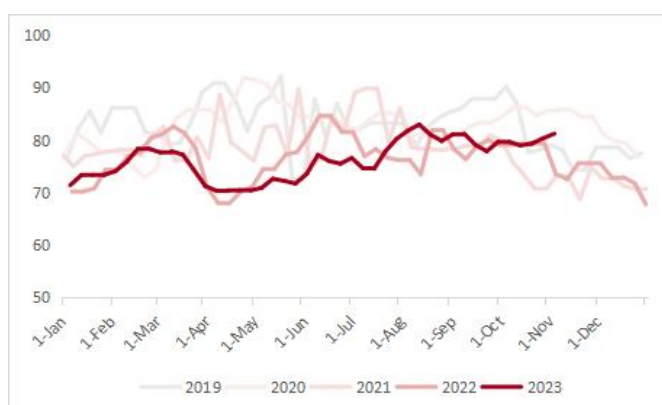
据最新一期 EIA 数据显示，截至 10 月 20 日当周，美国汽油库存增加约 16 万桶，至 2.23457 亿桶，而市场预期为减少 90 万桶，累库程度超过市场预期。美国汽油裂解价差回落至正常区间

震荡，甲苯美亚价差以及 MX 美亚价差也明显回落。将亚洲汽油型重整利润与芳烃型重整利润比较，汽油型重整利润难以长时间超过芳烃型重整利润，调油故事已经告一段落。

随着调油需求消失，PX 价格回落明显，然受石脑油回落速度过快的影响，PXN 价差于月末反弹。截至 10 月 31 日，PX 对石脑油价差收于 370 美元/吨附近。目前来看，PX 价格的下跌趋势告一段落，暂时限制了 PTA 加工费继续上涨的空间。我们预计四季度，PX 相对 PTA 依然维持偏紧格局，但相对三季度会明显好转。

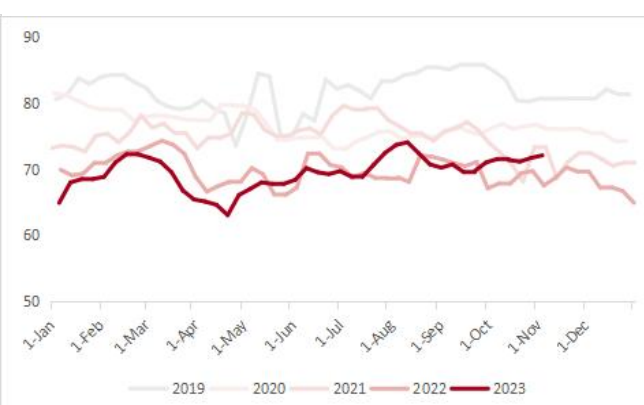
### 3、PX 供给:PX 上游原料回归对亚洲 PX 装置影响更大。

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

10 月，国内 PX 月均产能利用率为 79.6%，较上月环比上涨 0.15 个百分点。10 月月末由于 PX 上游甲苯及混二甲苯等原料回归化工领域，PX 开工水平小幅抬升，10 月 27 日收于 80.4%。亚洲 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，但今年年内亚洲 PX 装置开工整体低于国内开工率，同样受调油逻辑结束的影响，10 月亚洲 PX 月均产能利用率为 71.5%，较上月环比上涨约 1.7 个百分点，较国内涨幅更大。原因是亚洲 PX 装置中韩国装置占比最大，而韩国芳烃市场受美国调油需求更大。随着欧美成品油市场需求转弱，韩国 PX 上游原料回归的影响相较于国内表现更加明显。



## PTA

### 4、PTA 行情回顾：Backwardation 结构转平。

图表 12：PTA 主力日 K 线走势图（元/吨，自 2023 年 3 月 1 日至 2023 年 10 月 31 日）



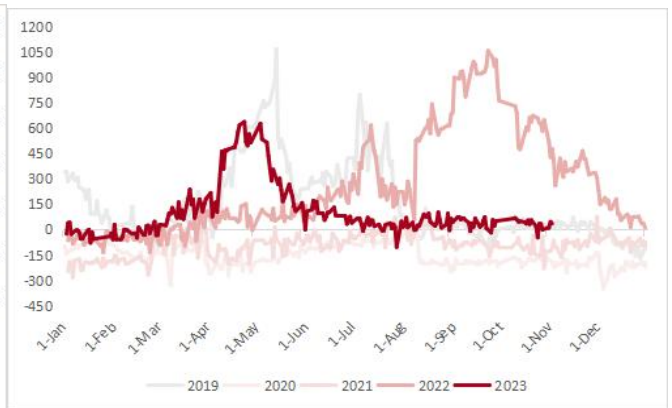
资料来源：Wind，中银期货

图表 13：PTA 成交量与持仓量（手）



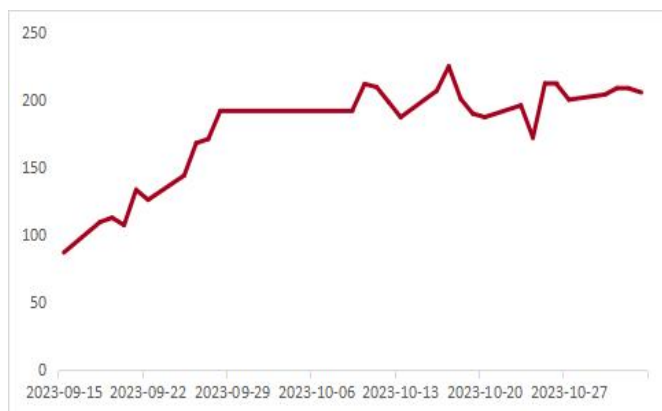
资料来源：郑商所，ifind，中银期货

图表 14：PTA 主力基差（元/吨）



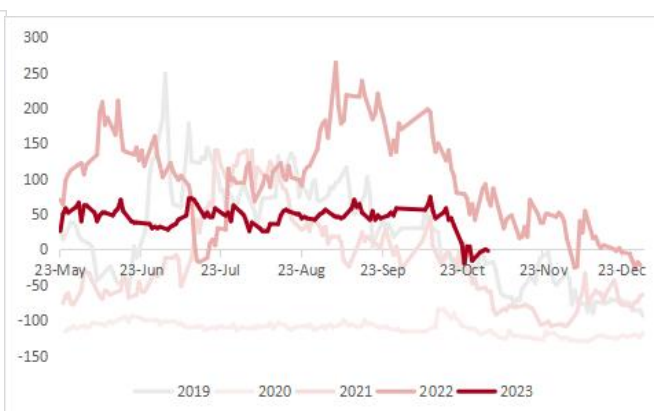
资料来源：钢联，中银期货

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 1-5 月差 (元/吨)



资料来源: 郑商所, ifind, 中银期货

截至 2023 年 10 月 31 日, PTA 主力合约 PTA2401 收盘价为 5908 元/吨, 当月以来累计跌幅 4.6%, 振幅为 6.88%, 日均结算价格为 5821.6 元/吨。从运行情况来看, 截至 2023 年 10 月 31 日, 当月对二甲苯期货主力合约日度最大成交量达 1778485 手, 出现在 10 月 25 日。月内日度最小成交量为 953212 手, 出现在 10 月 11 日。10 月日均成交量为 1192839.8 手, 环比减少 17.8%。10 月, 对二甲苯主力合约持仓量最高达 1487671 手, 出现在 10 月 23 日, 持仓量最低为 1367664 手, 出现在 10 月 11 日。10 月日均持仓量为 1409059.8 手, 环比减少 11.2%。交割方面, 10 月当月 PTA 交割量为 19774 手, 即 98870 吨。

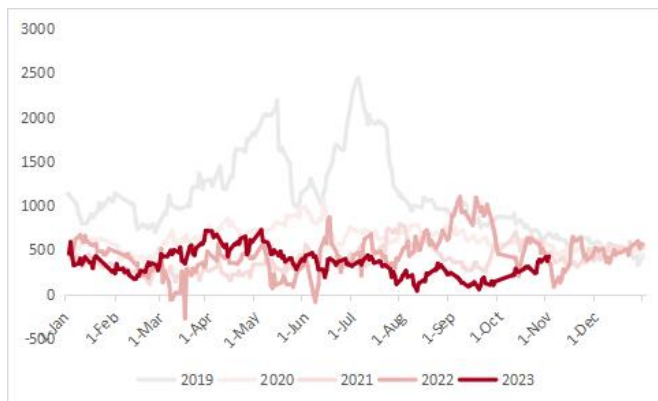
2023 年 10 月, PTA 期货主力合约与 PX 期货主力合约走势相近。节后 PTA 受调油逻辑影响, 价格继续下挫。下半月, PTA 期货主力合约减仓上行, 空头止盈离场。我们用 PTA2405 合约价格按比例减去 PX2405 合约价格, 可以得到 24 年 5 月 PTA 盘面加工费。本月盘面 PTA 加工费小幅走阔, 截至 10 月 31 日收于 208.9 元/吨, 对比现货利润, 盘面 PTA 加工费仍然偏低。PTA 主力基差维持在 0 元附近震荡, 较月初小幅收敛, 一度短暂突破转为 Contango 结构, 截至 10 月 31 日收于 12 元/吨。本月随着 PTA 主力合约价格重心下移, PTA 期货盘面结构从稳固的 Backwardation 结构转平, 呈浅 V 型结构, 11-1 月月差明显收敛, 远端 1-5 月差由 Backwardation 结构转为 Contango 结构, 截至 10 月 31 日收于 -2 元/吨。

2023 年 10 月 PTA 合约的交割结算价格经计算得 5848.4 元/吨, 比 PTA 现货高 19.4 元/吨。但算上仓储费用和手续费, 盘面的价格相对现货价格不具有优势, 且盘面结构长期处于 Backwardation 结构, 因此 PTA 仓单库存长期低位。本月共入库 29736 手 PTA 仓单, 其中张家港外服入库量最大, 本月达到 11236 手仓单。截至 10 月 31 日, 库内剩余 15601 手 PTA, 近月虚实

盘比为 1.23，11 月出现较大的逼仓行情可能性较小。

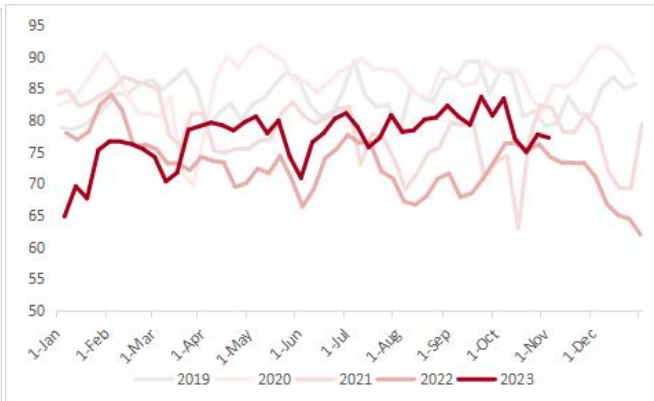
## 5、PTA 供给：四季度炼厂主动检修，降低库存。

图表 17：PTA 加工费（含醋酸）（元/吨）



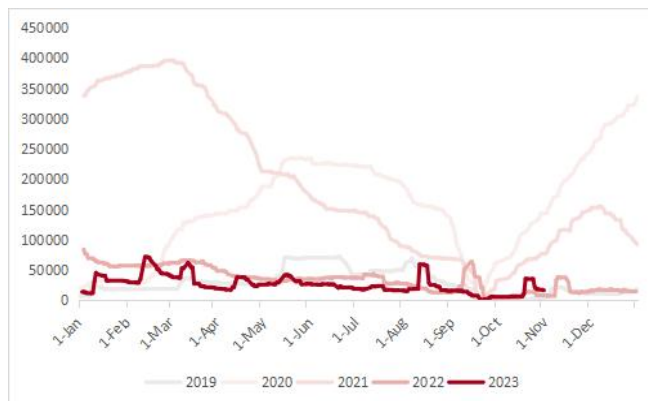
资料来源：钢联，中银期货

图表 18：周度 PTA 产能利用率（%）



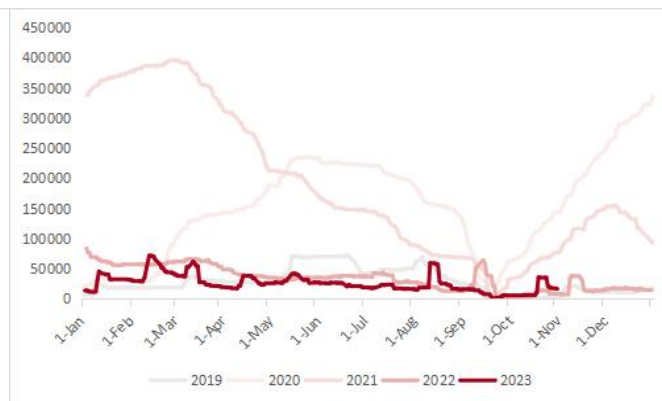
资料来源：钢联，中银期货

图表 19：炼厂 PTA 库存可用天数（天）



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

由于 10 月月初 PX 价格下跌，现货市场 PTA 加工费明显反弹。截至 10 月末，PTA 加工费已经回升至历史区间下边界。今年下半年，PTA 加工费长期处于近五年最低水平，国庆节后，低加工费负反馈显现，恒力石化 2#、福海创以及逸盛新材料 1#等大型装置于 10 月中上旬开始检修，检修影响时间从短期至一个半月不等，时间较长。国庆节后涉及检修的产能达到 825 万吨。10 月国内 PTA 装置月均产能利用率为 78.3%，较上月环比减少 3.7 个百分点。

10 月末，因逸盛新材料 1#重新投料，国内 PTA 开工水平小幅上涨。但根据最新消息，11 月

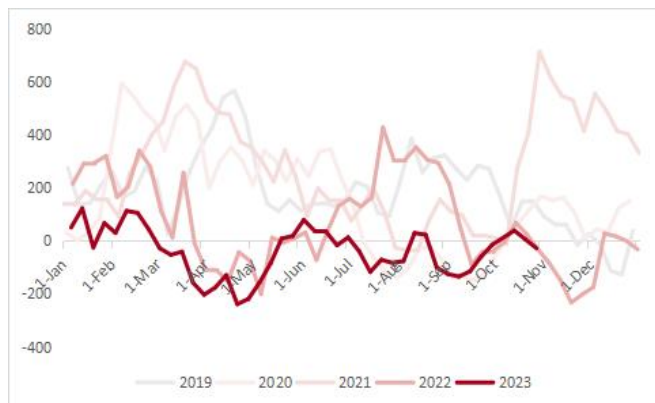


亚东石化、逸盛宁波计划 11 月初检修，仪征化纤 2# 预计 11 月中上旬检修，影响产能达到 360 万吨。而上月检修产能大部分还未恢复，预计在没有提前临时投料开工的产能的前提下，预计 11 月开工水平还有继续下行的空间。

因加工费低位，PTA 各炼厂选择在四季度集中检修，主动去库存。根据隆众口径，截至 2023 年 11 月 2 日，中国 PTA 行业总库存量为 292.04 万吨，节后先累库后去库，较上月末环比下降了 4.67 万吨，与历史同期相比增加 80.22 万吨。截至 10 月 26 日，炼厂 PTA 库存可用天数达到 5.12 天，较上月末环比累库 0.22 天，月内持续累库。聚酯工厂 PTA 原料库存 7.13 天，较上月末环比累库 0.77 天。虽然本月行业库存以去库为主，但是 10 月末 PTA 开工率小幅反弹，PTA 库存就出现环比窄幅累库。结合中游 PTA 炼厂累库以及下游聚酯工厂 PTA 原料累库来看，表明下游聚酯对 PTA 消耗不畅，PTA 开工一旦小幅抬升，行业库存就由去库转为累库。

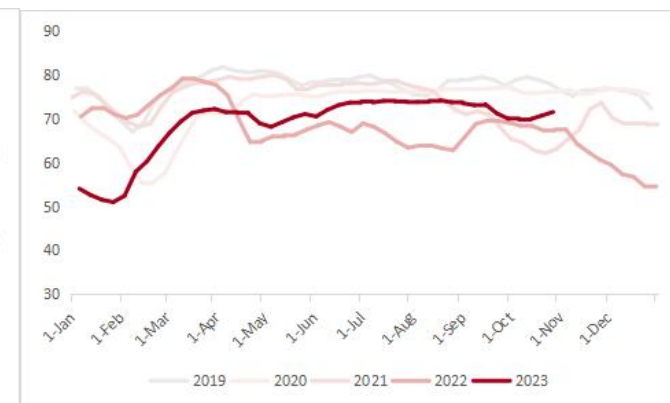
## 6、PTA 需求：下游聚酯库存累库延续。

图表 21：聚酯加权综合毛利（元/吨）



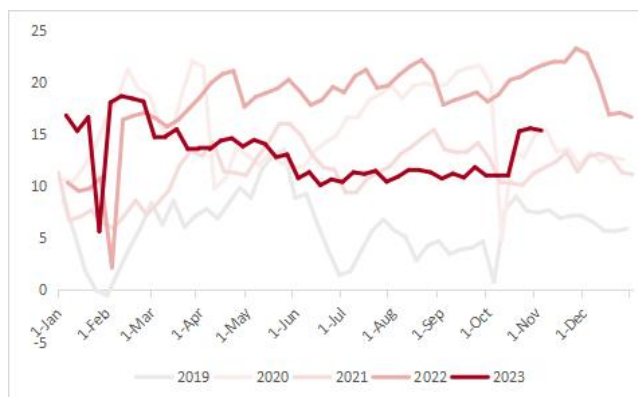
资料来源：钢联，中银期货

图表 22：聚酯加权产能利用率（%）



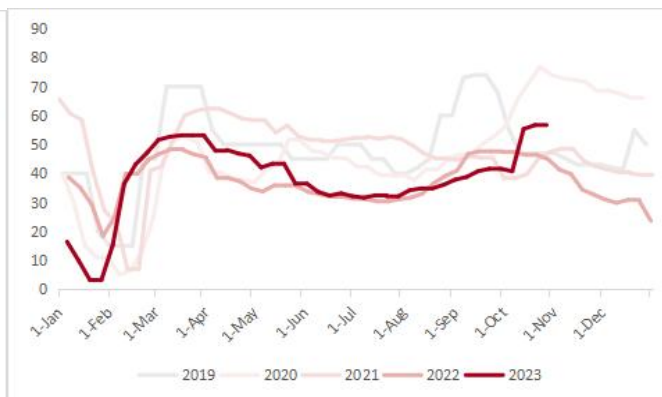
资料来源：钢联，中银期货

图表 23: 聚酯加权库存可用天数 (天)



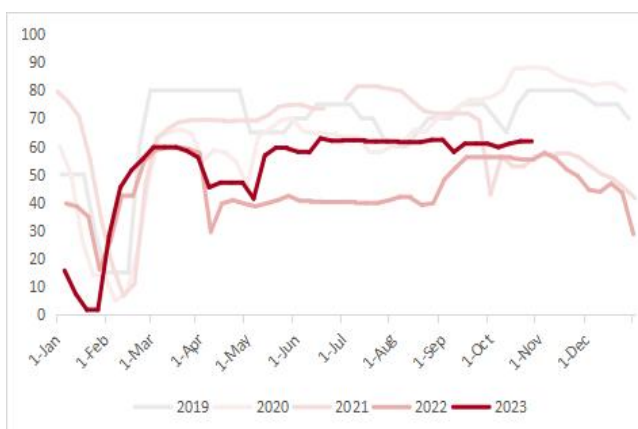
资料来源: 钢联, 中银期货

图表 24: 周度中国纺织企业圆机开工率 (%)



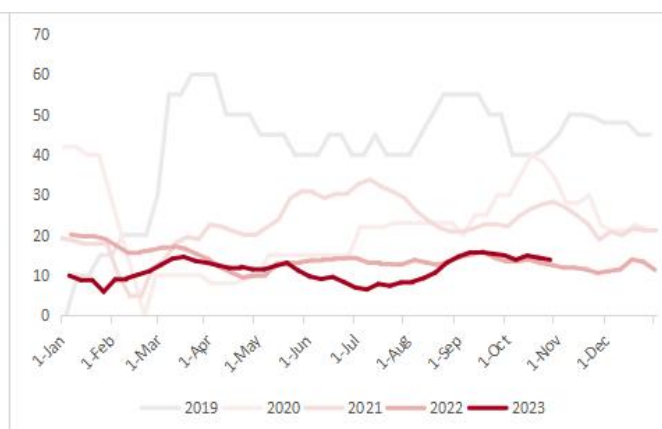
资料来源: 钢联, 中银期货

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

本月, 聚酯加权综合毛利先涨后跌, 先处于近五年历史绝对低位。分板块来看, 除了 DTY 之外, 长丝中 FDY、POY 由正转负, 短纤和瓶片继续下探, 进一步拉低了聚酯加权综合毛利。据众口径统计的数据, 本月加权产能利用率环比小幅上涨, 涨幅 1.9%。但随着产能利用率上涨, 聚酯加权库存于本月大幅累库, 截至 11 月 3 日, 聚酯加权库存可用天数达到 15.4 天, 较上月末环比增加 4.3 天, 处于近五年同期偏高水平。聚酯端加权产能利用率上涨未能有效消耗聚酯工厂的 PTA 库存, 生产出的聚酯也积于聚酯工厂累库, 说明终端消费不够顺畅, 导致聚酯累库, 再由下而上传导至 PTA 库存累库。

根据终端各机械开机率来看, 仅圆机的开工率表现最好。截至 11 月 3 日, 圆机开工水平达到 57.3%, 环比大幅上涨了 15.6%。除圆机外, 精编织机、喷水织机的开机率都较为稳定, 处于

近五年同期中等水平。中国纺织企业订单天数月度环比小幅减少，截至 11 月 3 日为 13.15 天，较上月末环比下滑了 1.8 天，与去年同期水平相近。订单仍以刚需为主，随着“金九银十”的消费旺季来临，市场对秋冬季内需的回暖预期在逐渐兑现中，但速度缓慢。长期来看，考虑潜在宏观风险，今年终端订单无大幅增长的预期，远端需求偏空。

## 7、后市展望：PTA 及聚酯同步累库，终端消耗并不通畅。

随着调油逻辑告一段落，PX 的现货价格于 10 月明显下行，然受石脑油回落速度过快的影响，PXN 价差于月末反弹。目前来看，PX 价格的下跌趋势告一段落，暂时限制了 PTA 加工费继续上涨的空间。由于四季度 PTA 仍有新装置投产计划，然 PX 装置投产计划已于上半年基本结束，因此整体来看，PX 相对 PTA 供应偏紧的格局将会持续，利多我国 PX 的开工水平，而供需数量的差异则由韩国等其他亚洲国家进口来补足。我们预计四季度，PX 相对 PTA 依然维持偏紧格局，但相对三季度会明显好转。

由于国内多为一体化装置，炼厂对于 PTA 低加工费的忍耐力度增长。但四季度长时间低加工费的负反馈也逐渐显现。国庆节后，为了主动降低库存，多个 PX 大型装置选择停产检修，影响时间较长。11 月，除逸盛新材料 1# 下旬投料，影响时间较短外，其他装置截至目前还未能恢复生产。除此之外，新一批装置决定 11 月起检修，影响产能达到 360 万吨。预计在没有大型装置临时恢复产能的前提下，预计 11 月开工水平还有继续下行的空间。

目前，终端对聚酯以及中游 PTA 的消耗并不通畅。10 月末 PTA 开工率小幅反弹，PTA 库存就出现环比窄幅累库。结合中游 PTA 炼厂累库以及下游聚酯工厂 PTA 原料大幅累库的现象来看，表明下游聚酯对 PTA 消耗不畅，PTA 开工一旦小幅抬升，行业库存就由去库转为累库。我们认为，整条聚酯产业链的基本面正在转弱，建议偏空思路对待，关注 1-5 反套交易机会。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

## 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