

聚酯四季报：当时明月在，曾照彩云归

观点

当时明月在，曾照彩云归。

美联储9月，FOMC委员一致投票维持利率在5.25%-5.5%区间，符合市场预期，这是继6月后美联储本轮加息周期第二次暂停加息。相比7月，美联储在9月会议声明中将近期经济增速从“适度”改为“强劲”，将就业增长从“强劲”改为“尽管放缓但仍然强劲”，反映了近期经济数据强于预期。鲍威尔在记者会中表示，美联储在决定未来利率路径时将谨慎行动，如果合适则会进一步加息。

原油价格相对坚挺使得美联储降息的预期一致推后，市场开始关注通胀的粘性以及可能出现的进一步的加息。近期的API报告与EIA报告显示，库欣原油库存继续下降，在沙特与俄罗斯延续减产的支撑下，原油的价格延续偏强。原油供需的主要亮点在柴油，本来预期小建库，结果出现大幅去库。柴油去库的季节性从秋季开始，接下来就都是去库了，北美汽车厂的罢工可能会影响卡车运输需求。北美汽油基本和预期一致，进口大幅减少，但也只去库一点。值得注意的是汽柴油的价格已经跟不上原油的涨幅，市场比较难接受目前的高价格。现在北美炼厂维护季节已经开始，然而亚洲汽油还在大幅去库，市场整体需求较强。

聚酯出口在整个三季度都表现强势，长丝持续低库存，PTA低加工费维持，PX占据了聚酯产业链的主要利润，而由于PX后期的投产远远低于PTA，因此这样的利润结构难以发生变化。乙二醇的高库存去化困难，在煤炭和乙烯价格变化不大的情况，乙二醇依然主要关注成本端的变化。

聚酯·四季度报告

2023年10月8日 星期日

国贸期货·研究院
能源化工研究中心

陈胜

从业资格证号：F3066728

投资咨询证号：Z0017251

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

期市有风险，入市需谨慎



一、行情回顾

1. 聚酯行情回顾

2023 年的三季度聚酯市场表现震荡。

聚酯品种在创出短期价格的新高之后，价格持续回落，原油的高价格使得聚酯整个板块得到强支撑。随着北美出行旺季的结束，高辛烷值组分的需求有所回落，轻重石脑油价差收缩至 70 美元左右，但市场将面对北美 10 月炼厂的集中检修期，汽油柴油的供给或有所减少。

相较于芳烃的强势，烯烃则明显弱势，由于乙烯衍生品需求的疲软，亚洲轻石脑油的价格低迷，烯烃的裂解价差并不理想，乙二醇价格主要决定于煤炭的价格变化，煤炭价格的上涨或下跌决定了乙二醇的变化趋势。产能分散、国内开工负荷高，海外乙烯制品向国内集中流入，库存持续无法去化已经成为乙二醇的老大难。

图表 1：PTA 期货价格



数据来源：文华财经

图表 2：乙二醇期货价格



数据来源：文华财经

二、宏观展望

1. 通胀粘性高，美债收益率强势

9 月美联储料维持利率不变，市场开始关注美联储点阵图的两点微妙变化。FOMC 委员一致投票维持利率在 5.25%-5.5% 区间，整体符合市场预期，这是继 6 月后美联储本轮加息周期第二次暂停加息。相比 7 月，美联储在 9 月会议声明中将近期经济增速从“适度”改为“强劲”，将就业增长从“强劲”改为“尽管放缓但仍然强劲”。虽然预计今年不再加息，但预计明年的降息次数也将减少。更鹰加息指引超出市场一致预期，失业率走高出现前，美联储都

会保持鹰派，通胀的粘性较强，CPI 的反弹对降息形成较大的压制。仍有多名美联储官员一直不愿表明结束加息。官员担心，更为强劲的经济活动以及石油和货运价格的上涨可能导致最近的通胀下降停滞甚至逆转，从而需要上调利率。他们担心，在未来几个月结束加息后，才发现自己做得还不够。如果金融市场得出通胀和利率已经趋平的结论，结果却发现情况恰恰相反，那么这种局面可能尤其具有破坏性。

原油高价格以及通胀的高粘性包括美国汽车工人联合会对底特律三大汽车制造商的罢工事件，显示出高通胀之下，薪资和通胀螺旋式上升正在加强。从美债收益率以及美元指数近期回到 106 左右的情况看，欧洲经济的疲弱以及美债过量的发放对美债收益率与美元指数有明显的影响。更长时间的加息，更久的高利率预计将会长时间影响市场走势。

三、PTA展望

1. PTA高负荷高需求

虽然北美出名旺季已经结束，并且伴随北美汽油 RVP 值即汽油蒸汽压（雷德蒸气压）的变化，丁烷取代高辛烷值组分用于调油数量增加，北美的芳烃调油组分的紧张有明显缓解，但这并不能改变目前整体重整较强的格局。库欣原油库存继续下降，原油得到了很好的支撑。由于沙特往亚洲的原油升贴水较高，导致相较于布伦特更便宜的 WTI 就获得市场的青睐，库欣地区的库存随着北美原油出口的增加，而库存进入低位。市场比较关注 2000 万桶的所谓库欣库存“警戒线”，因为该水平是库欣运营的最低标准，低于 2000 万桶水平的油，库欣的提取将会有一定的问题，并且库存低于 2000 万桶，可能导致炼厂需求和出口受到限制。

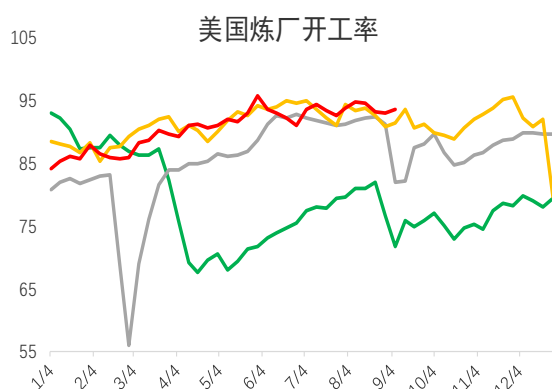
这就导致目前 WTI 相对布伦特走强，市场明显挤仓的情况。值得注意的是，随着原油价格上涨，非 OPEC+ 的地区产量有可能出现提升，伊朗的石油供应可能会增加，苏里南和圭亚那的石油也将继续进入市场。

北美辛烷值和芳烃继续表现强势，辛烷值依然相对汽油表现出溢价，重整的利润率仍然强劲，BTX 利润率略有下降，重石脑油和石脑油之间的价差已经收缩至 70 美元，相对于轻重石脑油 90 美元的高位，价差的确有明显的收缩，但整体而言，重整调油的利润依然高于化工利润，加上抽提的费用，化工需求相对汽油需求处于明显的劣势。

EIA 的数据继续支持辛烷值的强势，炼油厂开工率下降至 91.9%，并且随着 10 月至 1 月北美炼厂的集中检修，北美汽柴油的产量预计将会明显下降。在维持整个夏季高负荷之后，

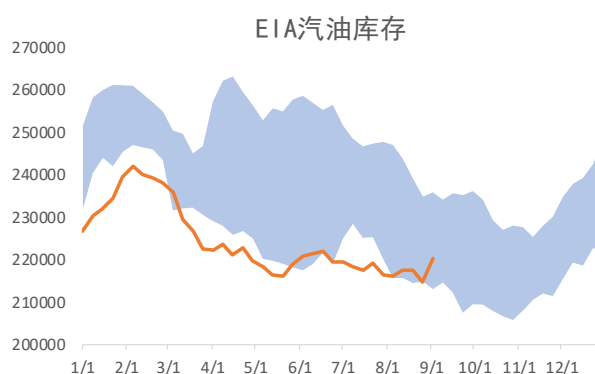
北美炼厂的装置不得不集中检修，将导致炼厂供给端将有收缩。尽管一些欧洲装置持续停运，但汽油裂解价差下降，因汽油无法跟上原油价格上涨的步伐。毕竟高汽油价格将会压制真实的需求。

图表 3：美国炼厂开工率



数据来源：国贸期货&WIND

图表 4：EIA 汽油库存

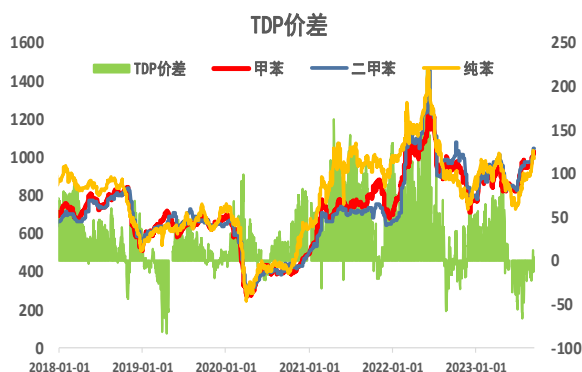


数据来源：国贸期货&WIND

石脑油价格相对于原油涨幅明显较慢，主要是受到轻质脑油的下游乙烯和丙烯的衍生品疲软的影响。由于汽柴油型炼厂的利润较好，石脑油的价格受到了明显压制，亚洲与欧洲的石脑油交易买卖虽然频繁，但买卖价差经常较大。石脑油市场主要受原料成本上涨的推动，东北亚裂解厂对轻石脑油的购买兴趣持续存在。

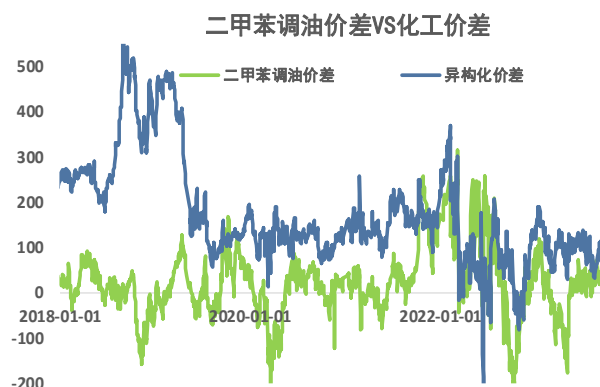
亚洲汽油价格受到供应趋紧和能源价格上涨的支撑，并且亚洲汽油的库存表现紧张，四季度传闻国内出口配额有部分的变化，亚洲汽油市场的紧张暂时难以改变。

图表 5：TDP 价差



数据来源：国贸期货&WIND

图表 6：二甲苯调油价差与化工价差



数据来源：国贸期货&WIND

许多北美 MX 的产能关闭。由于利润不佳的原因，北美的甲苯歧化（TDP）和选择性 TDP（STDP）装置处于停止生产的状况。北美与亚洲的 MX 区域价差虽然持续拉开至 200 美元以上，但是由于海外进入冬季，油品规格切换，因此虽然套利窗口打开，但四季度的不确定性较强，因此实货的套利或较难未发生。

亚洲 MX 市场四季度依然维持偏紧的状况，市场的供应依然紧张，MX 与石脑油的价差仍然非常健康，并且 PX 与 MX 之间的价差或继续维持在 80 美元以上。亚洲 PX 与 MX 价差的维持使得非一体化的装置可以通过采购 MX 来生产 PX，以提高 PX 的产量。但相较于高辛烷值芳烃的调油利润，MX 的化工效益依然缺乏竞争力。

图表 7：MX-石脑油



数据来源：国贸期货&WIND

图表 8：PX-石脑油



数据来源：国贸期货&WIND

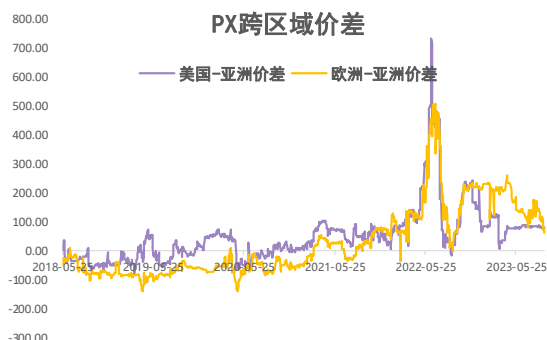
四季度，日韩的 PX 供给有所增加，但并不会改变目前亚洲偏紧的供需情况。相较于 PTA 后期的高投产，PX 的产能增速远远落后，而这种落后则会明显影响 PTA 后续的价格变动，市场的不确定性将会主要由 PX 贡献。

随着出口订单的结束以及金九银十过去，聚酯市场四季度预计将延续不温不火的现货行情，在 PTA 装置后期检修集中的大背景下，市场的基差并未走强，PTA 的成交整体略显平淡。但市场的不温不火之下，聚酯的库存的依然处于中低的位置，仅瓶片和短纤库存偏高，利润有所压缩，而长丝的利润小幅修复，在出口乐观，下游涨价良性之下，长丝去化表现偏好。受到杭州亚运会影响，聚酯负荷或有小幅下滑。这种小幅下滑的负荷预计将在亚运会结束之后恢复，除了瓶片以外的装置负荷将会提高。

整个三季度，PTA 的加工费一直维持较低的状况，虽然 PTA 最新的装置的加工费仅需要 250 元左右，但今年的加工费经常低于 100 元，甚至跌至负数，这样的加工费确实使人沮丧。

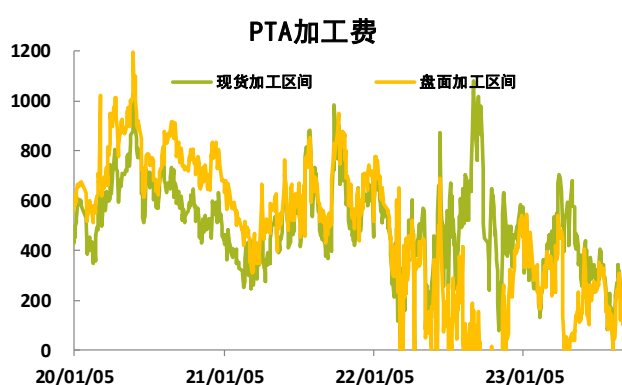
PTA 大厂无检修的意愿，更多的是做多 PX，做空 PTA，将利润留在芳烃端。今年的市场 9 月未出现集中的检修，这对 PTA 的基差以及正套是巨大的打击。而以传统的观念看，1 月合约是聚酯的淡季合约，聚酯春节检修加内需季节性转弱会导致正套难以走出理想的行情。没有芳烃调油，聚酯季节性转弱，PTA01 合约预计是相对弱势。

图表 9：PX 跨区域价差



数据来源：国贸期货&WIND

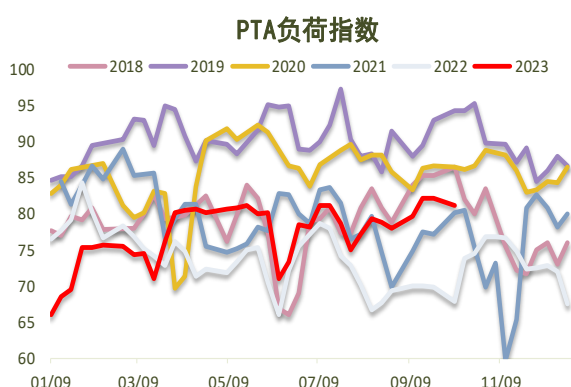
图表 10：PTA 加工费



数据来源：国贸期货&WIND

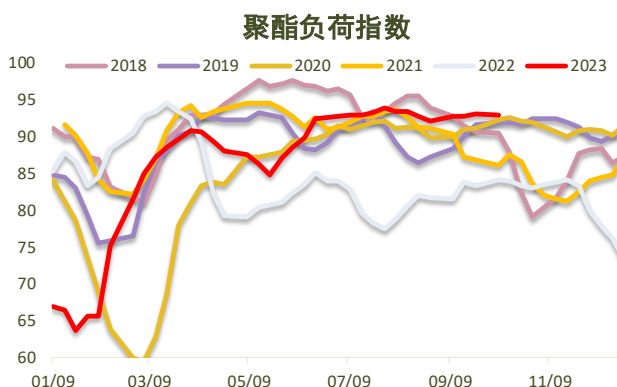
目前，聚酯 POY、FDY、DTY 的库存中性偏低，涤纶长丝整体库存不高，利润水平有所修复，部分聚酯装置近期的检修降低了市场的销售竞争，使得长丝的利润修复，并且海外订单的较好，内需在促销的节奏之下，产销情况好于去年。但由于 PTA 价格已经较高，下游的接受程度开始减弱。

图表 11：PTA 负荷指数



数据来源：国贸期货&CCF

图表 12：聚酯负荷指数

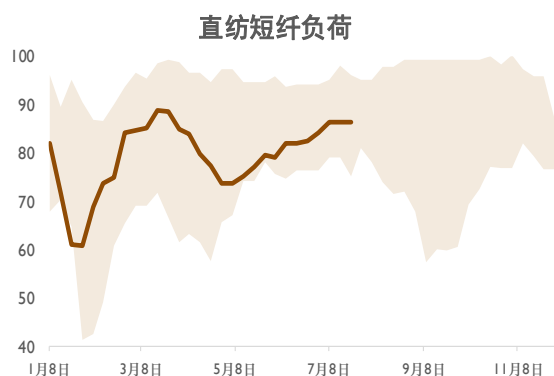


数据来源：国贸期货&CCF

聚酯下半年装置的主要投产集中于瓶片，瓶片的加工费甚至阶段性出现不如切片的情况，百宏、逸盛、三房巷、万凯的瓶片装置的投产，包括华润瓶片装置重启，严重干扰了瓶片加

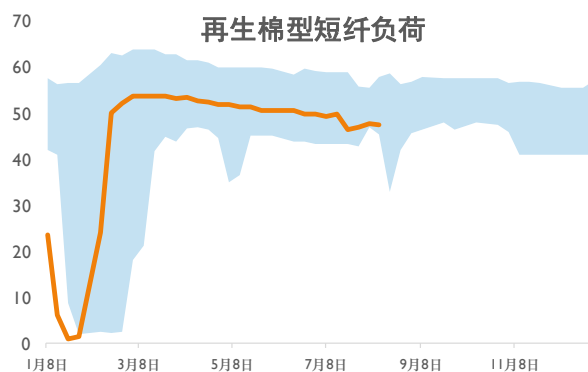
工费。四季度，预计瓶片装置将会开始进行负荷的调整，瓶片对于聚酯开工率的贡献将会下滑。这里值得注意的是，由于 PTA 和聚酯价格的下滑，聚酯已经相对于其他塑料产品表现出明显的价格优势，包括家装等方面的替代需求也开始产生，比较之下的价格优势会在方方面面产生影响。

图表 13：直纺短纤负荷



数据来源：国贸期货&WIND

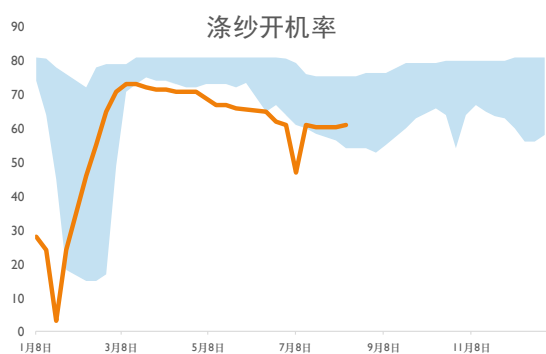
图表 14：再生棉形短纤负荷



数据来源：国贸期货&WIND

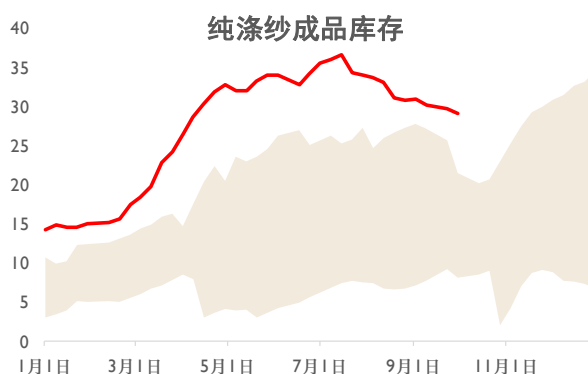
与瓶片产业类似，短纤行业的竞争也是一片红海。短纤工厂对于下游市场竞争激烈，短纤的加工费持续受到收缩。部分短纤工厂已经传出资金紧张的情况。短纤又有着明显的价格特点，即价格高于一定的范围，采购需求会被明显抑制，成交价格会持续走弱，并且贸易商会将长协现货注册为仓单，在密集而频繁的注销之下，短纤的价格受到明显压制。

图表 15：涤纱开机率



数据来源：国贸期货&WIND

图表 16：纯涤纱成品库存



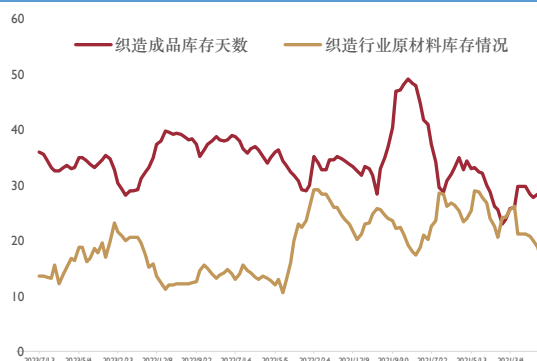
数据来源：国贸期货&WIND

新产能对于老装置的优势大概在 200-300 元之间，在财务成本、技术成本等方面的优势较为明显。短纤目前高开工，但新装置的压力面临的压力也在预期之中，在低加工费的环境下，

未来将更可能实现产业出清。短纤市场当前的窘境短期内较难改变，加工费的修复唯有通过装置的集中检修来实现。

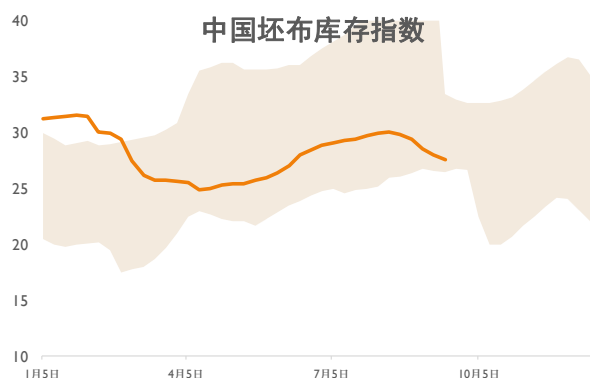
短纤期货上市以来，短纤的加工费总是围绕成本端波动，短纤的加工费基本保持在 800-1100 左右，短纤大产能的竞争使得其加工费长期处于震荡区间。

图表 17：织造成品库存天数



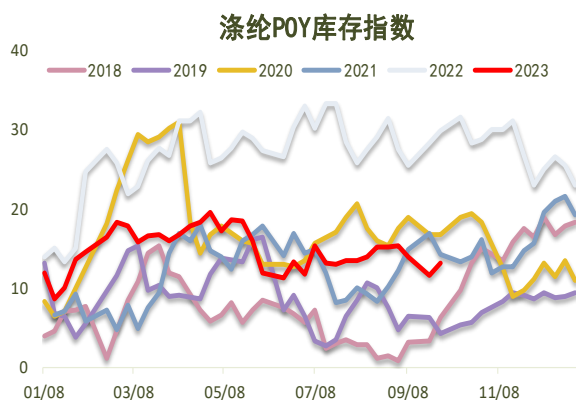
数据来源：国贸期货&WIND

图表 18：中国坯布库存指数



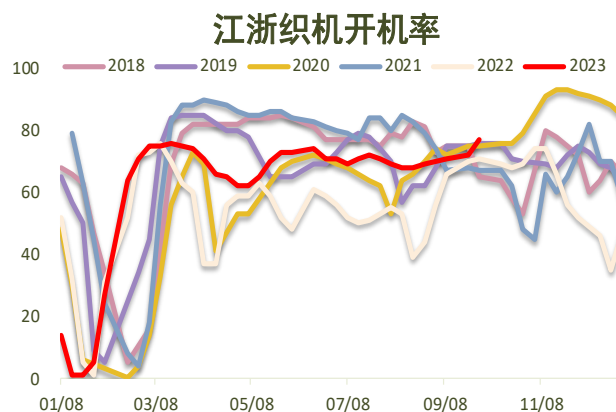
数据来源：国贸期货&WIND

图表 19：POY 库存



数据来源：国贸期货&WIND

图表 20：织造开机率



数据来源：国贸期货&WIND

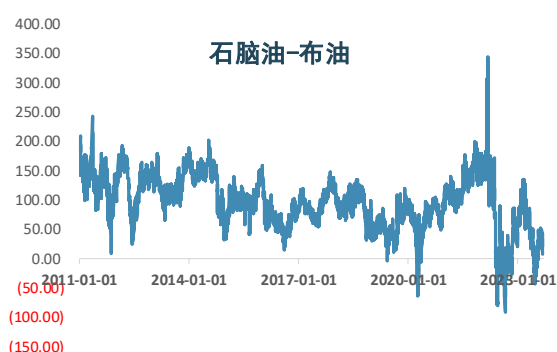
四、乙二醇

1. 乙二醇难改疲弱

石脑油价格无法跟上原油的涨幅，但在俄罗斯限制原油制品出口的局面下，石脑油的价格短期内跟随原油价格便逐渐紧密，但不得不说，石脑油与原油的裂解价依然没有明显的大幅修复。

由于乙烯以及丙烯的下游需求疲软，烯烃价格难以逆势上涨，下游带动困难也反向使得上游的成本支撑走弱，裂解利润虽然有所修复但依然处于低点。轻石脑油的下游品种，乙烯、丙烯、丙烷等品种供需关系没有明显的转变。特别是东南亚、东北亚常减压装置密集检修的结束，亚洲石脑油的供应明显增加。

图表 21：石脑油-布伦特



数据来源：国贸期货&CCF

图表 22：乙二醇港口库存



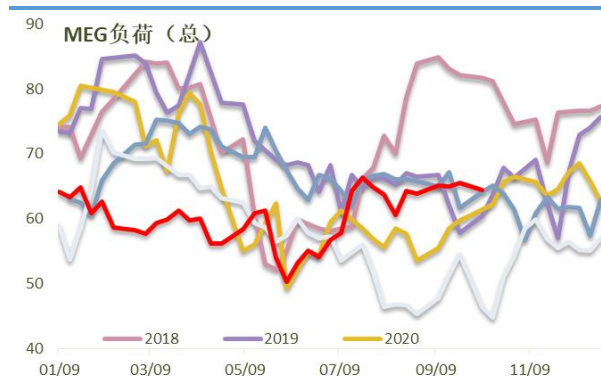
数据来源：国贸期货&CCF

四季度，预计烯烃价格仍无法赶上原料石脑油和丙烷价格的上涨。这可能使得石脑油裂解装置的利润回落。四季度亚洲乙烯检修损失小幅增加，这是由于利润下降，裂化装置运营商的降负荷将持续下去。但没有密集的检修还暂时难以改变供需现状。预计四季度由于下游需求低迷，乙烯买卖价差将依然较大。并且由于秋冬季节到来，取暖需求增加，美国乙烯将会相对强势，亚洲进口乙烯套利窗口将会关闭。浙江兴兴重新启动了 30 万吨/年的 MTO，国内裂化装置的生产利润未能盈利。由于对利润率的担忧，开工率的持续降低导致裂化装置的运行不稳定。

煤炭三季度的价格由于安全生产的影响而有所走高，目前库存情况分化，电煤库存高企，化工煤价格明显反弹。整体而言，煤炭价格上涨的驱动依然偏弱，煤制乙二醇的利润略有修复，市场预估煤制乙二醇的开工将会重新回升，乙二醇市场再次面临压力。

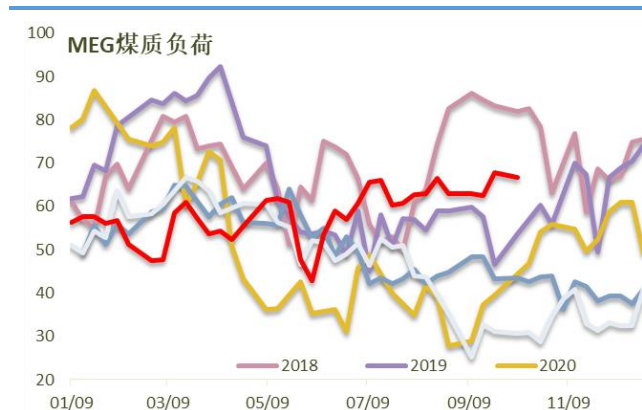
乙二醇四季度均负荷预计维持在 55%-60%左右，乙二醇去库的确定性增强，月均进口量预估在 60 万吨附近，四季度去库幅度并不大。在平衡表累库相对确定，且乙二醇价格长时间低位徘徊、利润大幅亏损之后，乙二醇依然难以有大幅的反弹。乙二醇变动主要取决于后市去库的速度以及乙烯的成本支撑情况，乙烯和煤炭的价格将对乙二醇有最大的影响。

图表 23：乙二醇总负荷



数据来源：国贸期货&CCF

图表 24：煤制乙二醇负荷



数据来源：国贸期货&CCF

乙二醇装置投产增速逐步下滑，后市的产能增量也并不大。随着盛虹炼化 100 万吨、海南炼化 80 万吨装置投产的落地，未来乙二醇装置投产量减小。海外装置方面，印度 IOC 40 万吨、伊朗 BCCO 45 万吨装置等待投产。相比于 PTA，乙二醇市场的集中度较低，产能分散，大厂对下游的影响力与溢价能力较小，这也是导致乙二醇波动相对 PTA 较小的重要原因。四季度的乙二醇预计将继续寻找底部支撑，而这样的底部很可能需要寻找到煤炭的价格底部。

五、总结

在通胀粘性较高的情况下，美联储加息周期或尚未结束，市场交易开始寻求现金类资产。美债收益率走高，美元指数走强对商品市场形成了一定的冲击。海外经济硬着陆的可能性明显上升。对于衰退风险的担忧加剧，在通胀与衰退的矛盾之中，海外的宏观环境出现恶化。

对于聚酯产业而言，四季度的市场略有转弱的迹象，随着进入传统的淡季，下游市场的变动主要集中在织造与坯布端，织造端的负荷将开始下滑，聚酯由于库存处于中低位，聚酯的开工负荷的高水位将会持续一段时间。

随着海外调油的结束，PXN 的收缩以及下游的负反馈。这两者将作为重要因素，影响 PTA 的上行的空间，需要关注部分 PX 装置在长时间高负荷运行之下的检修情况。

乙二醇的变动则更关注于成本端，市场的高库存一时间难以改变，即便海外的进口量可以因为利润等多因素下滑，国内乙二醇产能也已经较好地满足市场需求，因此随着国内乙二醇装置的负荷提升，乙二醇上行的空间就变得相对有限。

海外宏观持续搅扰市场的神经，海外高息的热潮还未结束，国内经济也处在复苏阶段，聚酯产业面临高位之后的明显回调。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。