



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-10-29

PTA：历史价格复盘

李 晶

首席分析师

从业资格号：F0283948

交易咨询号：Z0015498

☎ 0755-23375131

✉ lijing@wkqh.cn

马桂炎（联系人）

能化研究员

从业资格号：F03136381

☎ 13923915659

✉ magy@wkqh.cn

报告要点：

本报告主要复盘了 PTA 从上市以来的主要行情走势，PTA 行业经历了两轮投产周期，分别是 2011-2014 年以及 2019 年至今，伴随着每一轮投产周期，原料估值都会有所下跌，但仔细甄别来看，每一阶段其价格主导因素都有所不同。2019 年以前，由于其估值相对较高，主要的矛盾点在于行业的基本面，2019 年后随着第二轮投产，估值压缩到历史低位，估值波动空间有限，其主导逻辑从基本面转变为原油端，但地缘争端在一定时期也会提供溢价，2022 年俄乌冲突导致芳烃物流重构，推动了一波芳烃调油行情，而随着今年汽油表现不佳，芳烃调油估值溢价回吐，预计在未来一段时间里，行业的逻辑再度回归到原油主导。

主要行情梳理：

2007 年 H2：PTA 下跌 21.3%，走势与原油背离。**基本面主导行情**，下跌主要是 PTA 和 PX 估值压缩，主因 PTA2006-2007 年产能大投放，且 2007 年因为汇率升值以及进口信用证融资等原因导致进口居高不下，从而造成供给过剩。

2008 年：上半年 PTA 上涨 39.2%，原油涨幅 45.6%，原油贡献度 56.6%；下半年 PTA 下跌 52%，原油跌幅 52%，贡献度 52%。**本轮行情为基本面和原油共振行情**，上半年原油大涨叠加欧洲原料检修造成供应紧张共同推涨 PTA，下半年全球需求萎缩，原油大跌，化工品估值坍塌。

2010 年 H2-2011 年 H1：PTA 在 2010 年下半年上涨 72.8%，同期原油上涨 20%，贡献度仅 11%，下跌过程中原油与 PTA 走势背离。**本轮行情为基本面主导行情**，上涨的主要原因是棉花大涨，涤纶的替代性需求增加，带动上游原料 PTA 和 PX 估值大涨。

2011 年-2014 年：PTA 开启长达 4 年的趋势性下跌行情，从 12000 元左右下跌至 4500 元左右，原油在 2011 年-2014 年上半年与 PTA 走势背离，**为基本面主导行情，仅在 2014 年下半年主导 PTA 走势**，贡献度 80%。本轮趋势性下跌主要原因为产业链上下游在高利润刺激下的一轮大幅投产，产业供给逐渐过剩，估值大幅压缩。

2018 年：PTA 在 7-8 月上涨 37%，原油走势震荡，贡献度仅有 5.2%；在后续下跌过程中，PTA 跌幅 30%，原油下跌 26.9%，贡献度 32.2%。本轮行情是由自身**基本面主导的行情**，经过三年的供给侧改革，原料端产能增长停滞下，需求端 2018 年大投产，导致上游进入去库周期，原料估值抬升。

2019 年-2022 年 4 月：2019 年 PTA 从 3 月至 8 月跌幅 24%，此阶段原油稳定，**基本面主导**，原料端进入新一轮投产周期，估值再度压缩至历史低位水平。**2020 年-2022 年 4 月阶段原油主导 PTA 走势**，原油波动贡献度占 PTA 价格变动近 80%。

2022 年 5 月-7 月：PTA 从 5 月 10 日起最高涨幅 21%，此阶段原油涨幅 20.4%，贡献度 56.5%，PXN 走扩近 400 美元，贡献度 151%，但因石脑油裂差弱势导致 PTA 涨幅受限。本轮行情是**基本面主导，原油助推的行情**，主因俄乌冲突爆发后，全球油品及调油品贸易物流重构，导致的芳烃调油行情。

2024 年 7 月-9 月：PTA 下跌 22%，其中原油跌幅 19.7%，贡献度 50%。**本轮行情基本面与原油共振下跌**，8 月前下跌由原油主导，8 月后，随着汽油表现较差，美韩芳烃价差缩小，芳烃调料流向化工端，我国进口压力上升，最终导致芳烃调油溢价回吐，PXN 回归至 2022 年以前的过剩阶段估值。

图 1：PTA 历史价格走势（元/吨）

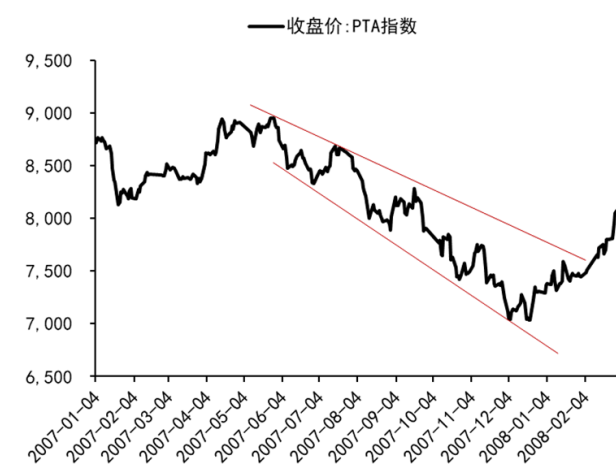


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2007 年 H2

2007 年下半年 PTA 为趋势性下跌行情，指数从高点 8948 元下跌至 7041 元，下跌 1907 元，跌幅为 21.3%。此轮下跌与原油走势背离，布油上涨 18.5 美元/桶，涨幅 26.7%。

图 2：PTA 指数收盘价（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 3：PTA 价格与原油价格背离（元/吨，美元/桶）



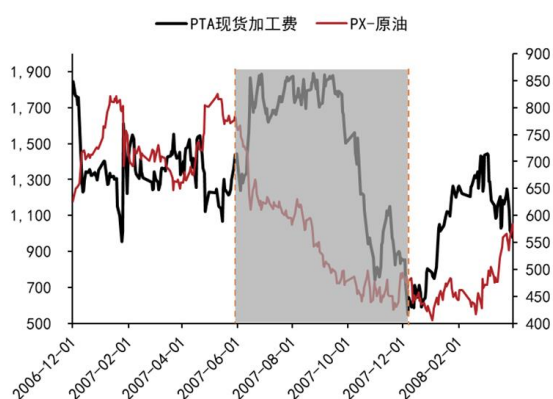
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

基本面主导型下跌：此轮下跌的主因为 PX 和 PTA 自身估值的压缩，PX 和原油价差下跌 280 美元左右，PTA 加工费下跌 833 元左右。

需求下降：2007 年 7 月起乙二醇市场价大涨，至 11 月翻倍，汇改以来人民币升值、纺织品出口退税率降低等原因导致纺织服装增长放缓，终端对化纤采购需求疲软，原料成本上升难以顺利传导到聚酯产品，导致下游聚酯工厂开工不断下滑，减少对 PTA 的需求。

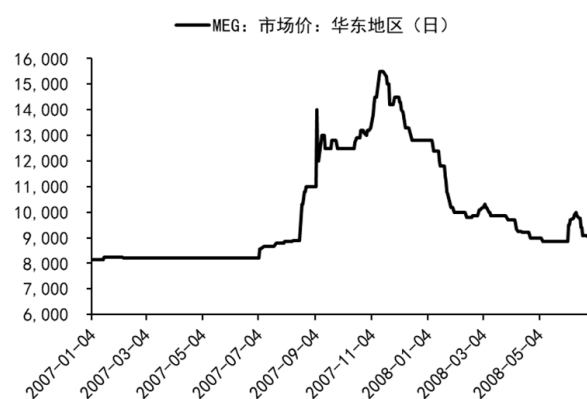
供给持续上升：PTA2006-2007 年产能大投放，2007 年产量增长近 46%，亚洲 PX 同样面临过剩格局。人民币升值海外产品具有优势，且信贷紧缩的背景下原料商通过 PTA 进口信用证的方式融资，在现货市场上低价抛售进口 PTA，进口数量在产能大增的情况依然不减。

图 4：PTA 和 PX 估值（元/吨，美元/吨）



数据来源：WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 5：乙二醇华东市场价（元/吨）



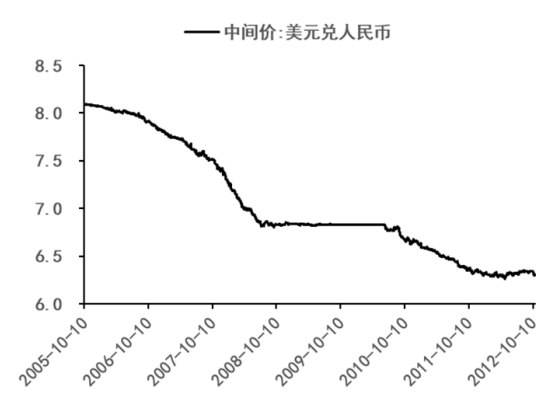
数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 6：纺织服装行业出口数量指数 2007-2009 年出现下滑



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：汇率大幅升值



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

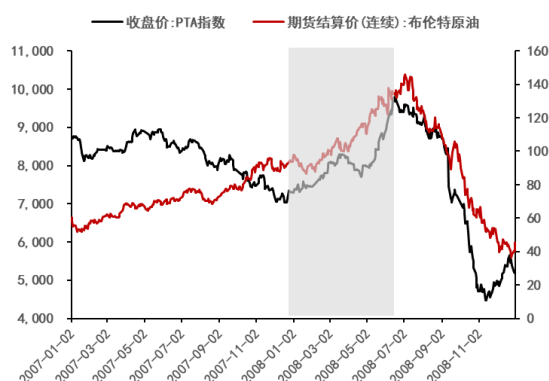
2008 年

2008 年上半年 PTA 大幅反弹，指数从 7038 元上涨至 9799 元，上涨 2761 元，涨幅为 39.2%。此轮上涨过程中原油从 92.5 美元上涨至 134.7 美元，上涨 42.2 美元，涨幅 45.6%，占 PTA 现货价格变动的 56.6%。

PTA 的估值方面，前期 PTA 加工费大幅上涨，PXN 从 2 月底起上涨，随后 4 月份回调，5 月后 PXN 大幅上涨，PTA 加工费变动不大，整个阶段 PXN 上涨 309 美元，PTA 加工费仅上涨 224 元，PX 估值的上升占 PTA 现货价格变动同样接近一半。

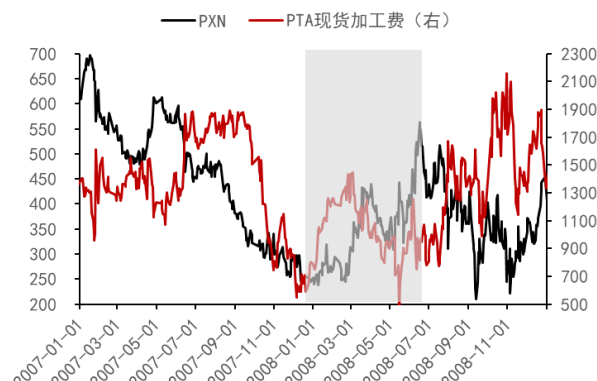
原油与基本面共振行情：本轮上涨的主要推动力是 PXN 的走扩及原油的上涨。上半年在欧佩克限产、市场对地缘局势担忧等影响下原油大幅上涨，与此同时欧洲地区因两起不可抗力事件影响导致半数以上 PTA 装置减产，PX 装置亦进行检修，原材料供应紧张。

图 8：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 9：PTA 现货加工费及 PXN（元/吨，美元/吨）

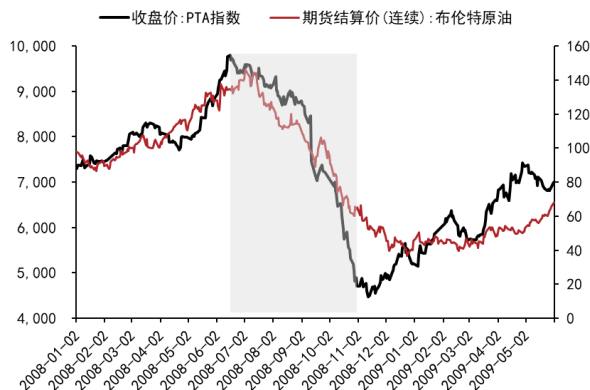


数据来源：钢联、五矿期货研究中心

2008 年下半年次贷危机爆发前后 PTA 跟随原油大幅下跌，PTA 指数从 9797 元下跌至 4707 元，共下跌 5090 元/吨，跌幅达 52%。同时段布油从 134.7 美元下跌至 65.3 美元，下跌 69.4 美元，跌幅同样为 52%。按当时平均汇率 6.85 左右进行折算，原油跌幅占成本约 52%。

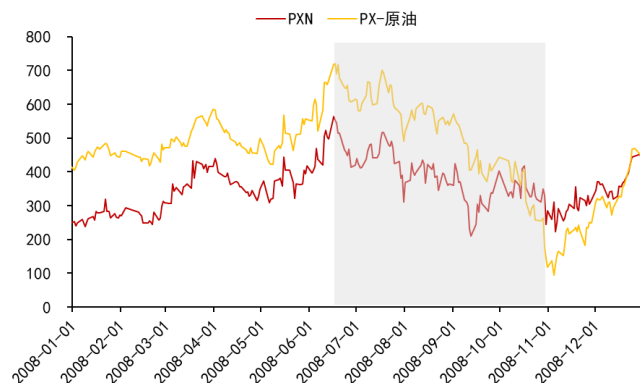
本轮 PTA 下跌由原油大跌及需求转弱共同导致，为宏观行情：次贷危机后随着下游需求的大幅萎缩，化工品估值坍塌。PXN 从 553 美元下跌至 286 美元，石脑油裂差跌至水下，共下跌 334 美元，从而导致 PX-原油价差下跌 601 美元，贡献 PTA 跌幅的 61%。

图 10：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 11：PXN 及 PX-原油价差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 12：石脑油裂差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 13：2008 年 H2-2009 年纺织服装行业出口数量指数低于 100

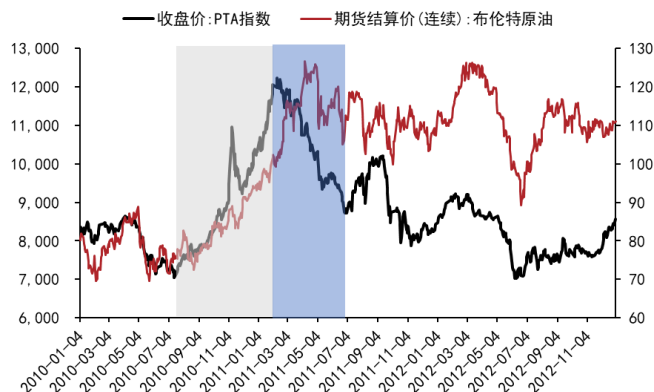


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2010 年 H2-2011 年 H1：

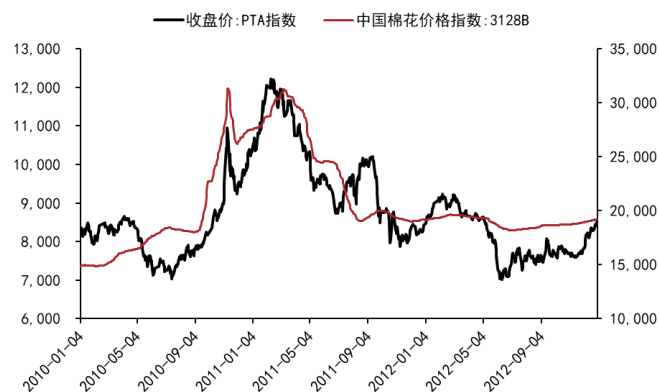
本轮行情为棉花涨价带动的，与原油关系较小。前期 PTA 指数从低位 7073 元上涨至最高 12221 元，上涨 5148 元，涨幅 72.8%，同时期布油上涨 20%，原油带动的上涨仅占 11%，而后下跌过程中价格背离。同阶段上涨行情中棉花最高涨幅 70.6%，随着棉花价格下跌，PTA 跟随跌回起涨点。

图 14：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

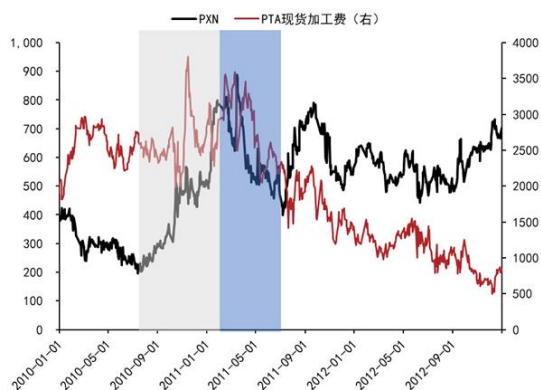
图 15：PTA 价格与棉花价格（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

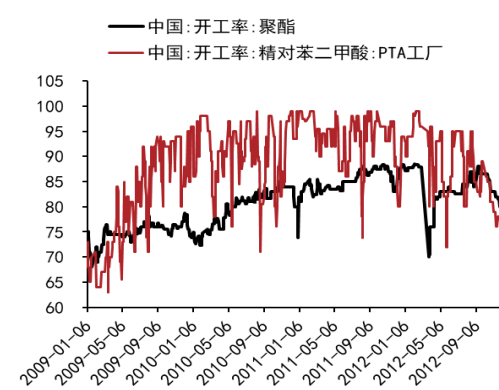
替代性需求带动的产业基本面行情：2010 年后我国纺织出口走出低迷，国内外棉花大涨，涤纶相比棉花价格有优势，替代性需求增加，聚酯开工率从 2010 年起持续上升，PTA 大幅上涨，PTA 加工费维持较高加工费，景气周期同样带动 PXN 从 215 美元上升至 900 美元左右。但随着棉花下跌，PTA 回吐涨势，且前期的高利润吸引了 PTA 产业的投资，导致 11-15 年的大投产。

图 16：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）



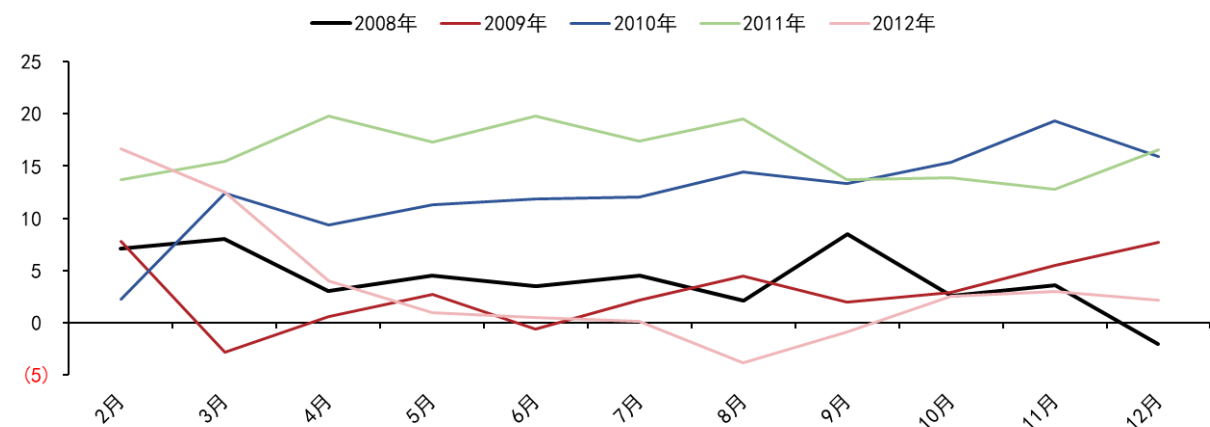
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 17：PTA 上下游开工率（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 18：中国纺织服装、服饰业出口交货值当月同比（%）



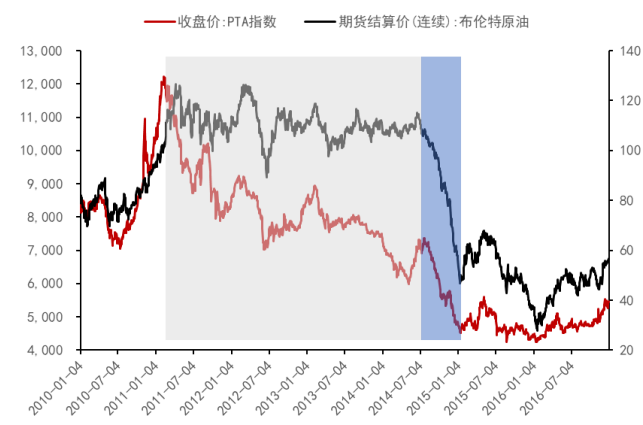
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2011 年-2014 年

供给过剩的基本面行情：从棉花带动聚酯产业链大幅上涨之后，PTA 开启了长达 4 年的下跌行情，主要因为产业链上下游在高利润刺激下的一轮大幅投产，此轮行情由产业链自身基本面导致，成本主导行情仅为 2014 年下半年的原油崩塌，导致限产联盟破裂，PTA 下跌行情加速。

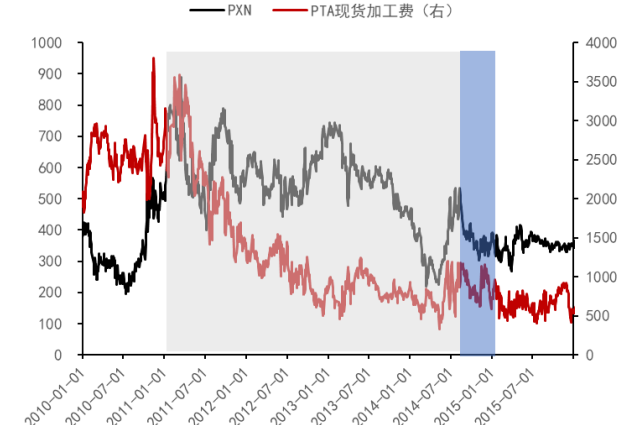
2011-2014 年上半年，PTA 价格的下跌主要由 PTA 和 PX 估值先后崩塌导致，PTA 由于投产周期早于 PX，因此加工费率先从近 3500 元下跌至最低 500 元左右，2013 年后 PX 亚洲大投产后，PXN 也从 700 美元左右下跌至 300 美元左右，估值的下跌共同导致 PTA 现货从最高 12000 元左右下跌至 6000 元左右，后因限产联盟挺价导致价格反弹至 7000 元以上。2014 年下半年，原油从 113 美元下跌至 50 美元，跌幅达 56%，原油成本下跌贡献度占 PTA 在 2014 年下半年跌幅近 80%。

图 19：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 20：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）

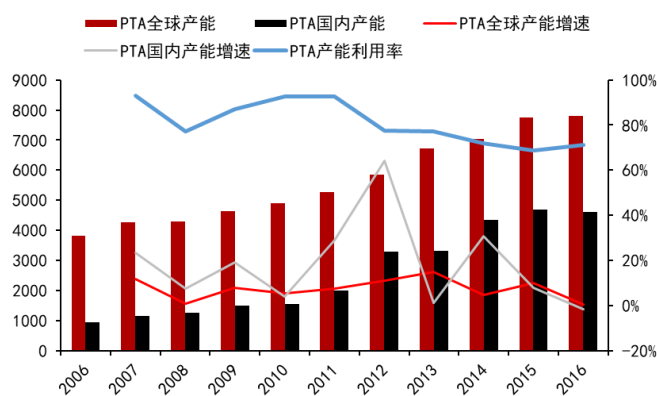


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

PTA 受高利润刺激从 2011 年后开始大规模投产，全球产能从 2010 年 4900 万吨增长至 2015 年 7752 万吨，增长 58%；中国产能从 1566 万吨增长至 4693 万吨，增长近 200%，产能利用率从 90%左右下降至 70%左右。如此高的增长速度下，PTA 迅速走向过剩，不再维持高利润的良性行业格局，利润压缩近 3000 元/吨。

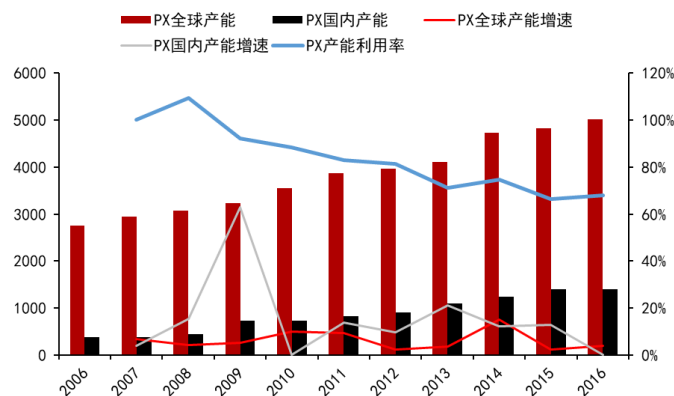
PX 投产周期慢于 PTA，因此 2011-2013 年 PXN 受益于全球 PTA 的大扩产，维持高位水平，2013-2014 年亚洲地区韩国、新加坡、沙特等地新装置落地，整个投产周期全球 PX 产能从 2010 年的 3549 万吨增长至 2015 年 4827 万吨，增长 36%，我国产能从 726 万吨增长至 1392 万吨，增长 92%，产能利用率从 85%左右下降至 70%左右。原料端供给的扩张使得良好的利润格局崩塌，PXN 进入压缩周期。

图 21：PTA 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）



数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 22：PX 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）

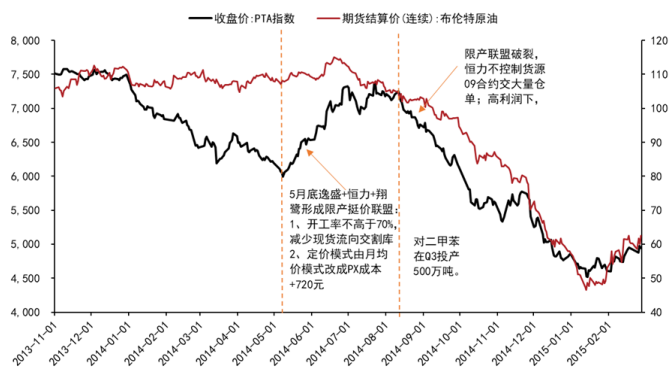


数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

限产联盟的建立：2014 年 5 月底，PTA 巨头逸盛、恒力、翔鹭联合限产，降低 PTA 开工率，并改变 PTA 的定价模式，锁定 PTA 的生产利润。具体的规定包括开工和价格两方面，定价结算模式改变为 PX 成本+720 元加工费，将价格风险转移至下游；其次规定三方开工率不得超过 70%，并减少现货流入交割仓库。

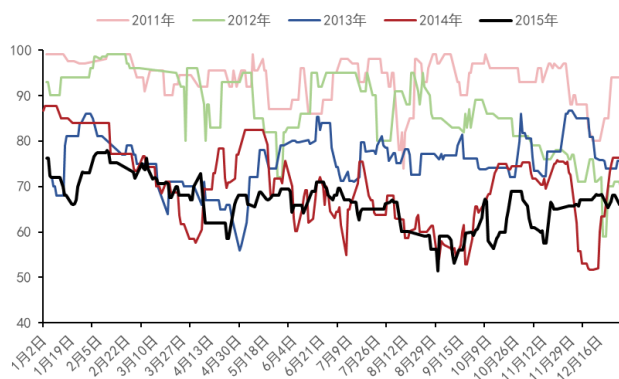
限产联盟破裂：2014 年 9 月合约上恒力交割货源，仓单量共 11660 张，占比 90%，且 8 月份开工率维持在 80%附近，并且 9 月合同定价相较于逸盛和翔鹭合同高 100 元，行为明显违背限产联盟的规定。三巨头的行动不一致主要原因是 7 月后原油的大幅下跌导致生产盈利性提高，中小厂商很多保持满负荷状态，因此大厂开始出现分歧，最终导致限产失败，PTA 跟随原油大幅下跌。

图 23：PTA 限产联盟提振 PTA 市场现价（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 24：PTA 开工率（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2018 年

供给侧改革推动的基本面行情：本轮行情是经过多年的供给侧改革，原料端产能增长停滞下，由自身基本面主导的行情。PTA 从 7 月 18 日 5830 元上涨至 8 月 28 日 8006 元，上涨 2176 元，涨幅 37%。此阶段原油仅上涨 3 美元，在 PTA 上涨过程中贡献度仅有 5.2%。PXN 从 371 美元上涨至 656 美元，上涨 285 美元，PTA 加工费从 935 元上涨至 2305，上涨 1370 元。

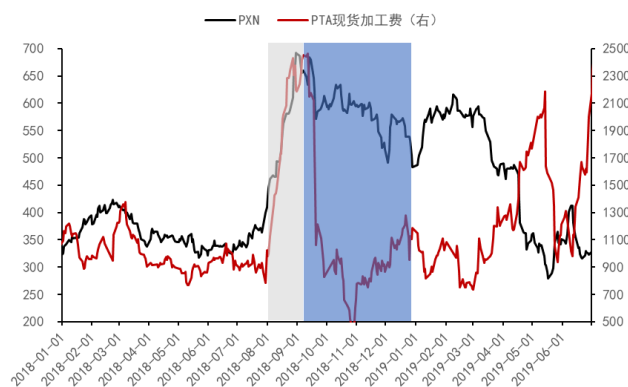
在后续的下行行情中，原油助推了行情的发展，PTA 回吐全部涨幅，从最高点下跌至 5602 元，下跌 2404 元，跌幅达 30%。此阶段原油下跌 20 美元，跌幅 26.9%，贡献度 32.2%。PXN 下跌至 487 美元，下跌 169 美元，而 PTA 加工费几乎回吐所有涨幅。

图 25：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 26：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）



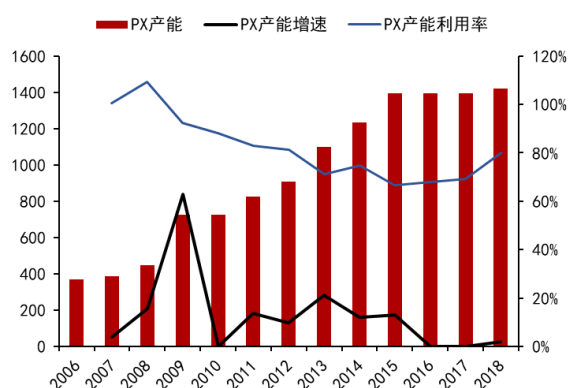
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

供需错配：2016 年供给侧改革及行业低利润背景下，2016-2018 年 PX 和 PTA 经历了三年的产能增长停滞甚至负增长，但与此同时聚酯产能却维持稳步增长的态势，尤其是在 2018 年大投产，导致 PX 和 PTA 产能利用率大幅提升。

行业景气周期叠加产能低增长导致去库：下游聚酯在大投产的情况下，开工率仍位于 5 年期历史高位，上游 PTA 和 PX 的负荷大幅提升，但仍然不足以供应下游聚酯工厂，导致社会库存大幅去化，来到历史低位，PTA 厂商从现货市场回购进一步加剧货源紧缺，上游 PX 同样处于大去库的周期，最终导致利润走扩，共同推动本轮波澜壮阔的基本面行情。

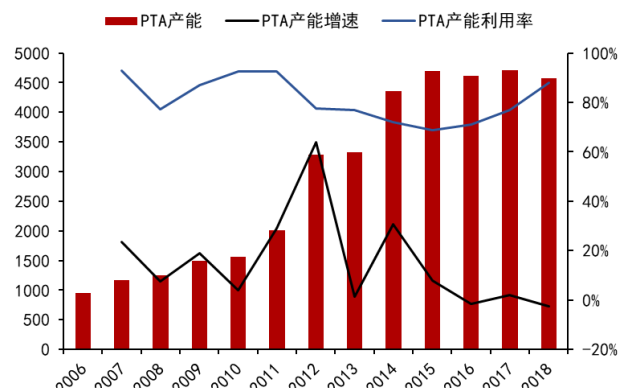
原料端上涨加速令下游措手不及，利润压缩，9 月份聚酯工厂开始大幅减产，PTA 供应商回购力度减弱共振下，本轮行情终结，PTA 重新跌回 6000 元/吨左右。

图 27：PX 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）



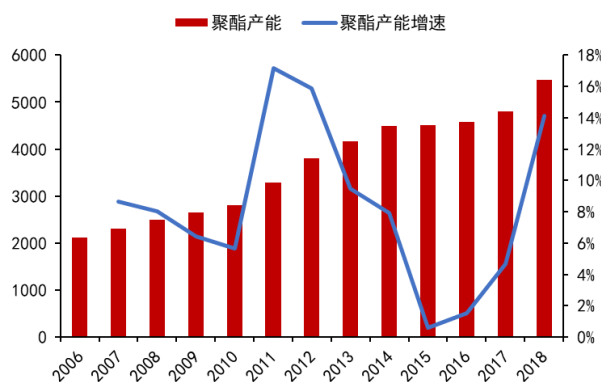
数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 28：PTA 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）



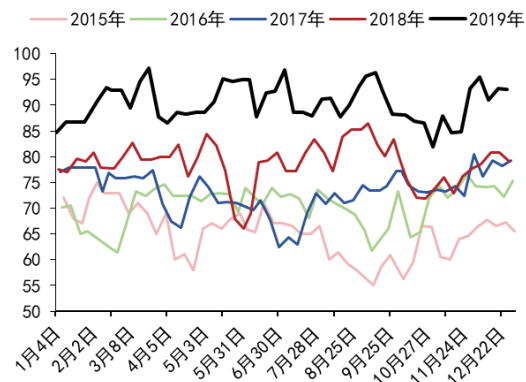
数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 29：聚酯产能及产能增速（万吨/年，%）



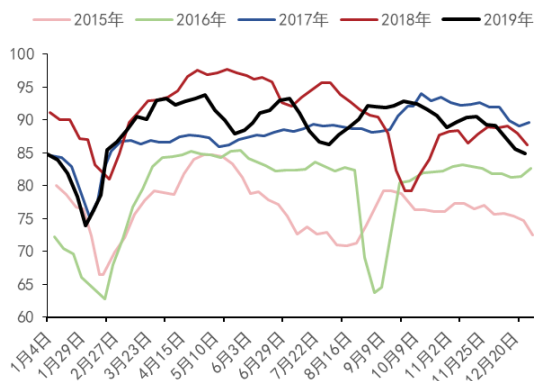
数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 30：PTA 开工率（%）



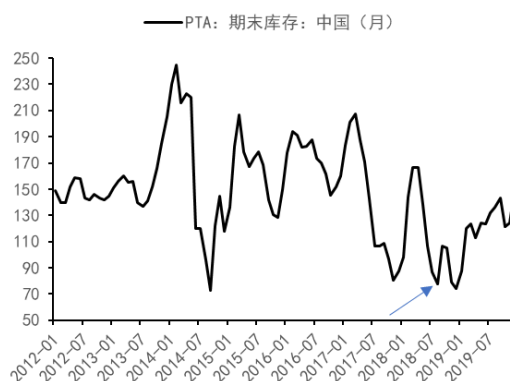
数据来源：CCF、五矿期货研究中心

图 31：聚酯开工率（%）



数据来源：CCF、五矿期货研究中心

图 32：PTA 库存（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

2019 年-2022 年 4 月

第二轮投产周期下，利润压缩后原油主导周期：2019 年后 PTA 和 PX 国内进入第二轮大投产周期，产能迅速走向过剩，估值大幅压缩，2020 年后的特征为 PTA 主要跟随原油波动，而产业链的估值见底，上方受投产压力的限制，因此利润波动较小。

2019 年：在经历 2018 年基本面行情后，2019 年 PX 大幅投产，PXN 从 3 月 600 美元左右，压缩至 2019 年底 250 美元左右，PTA 投产略慢于 PX，因此 PTA 加工费最初被动扩张，随后在投产压力下回吐，因此在 2020 年前 PTA 跌幅大于原油，PTA 从 2019 年 3 月初 6700 元左右下跌至 8 月初 5100 元左右，跌幅 24%，此阶段原油维持稳定。

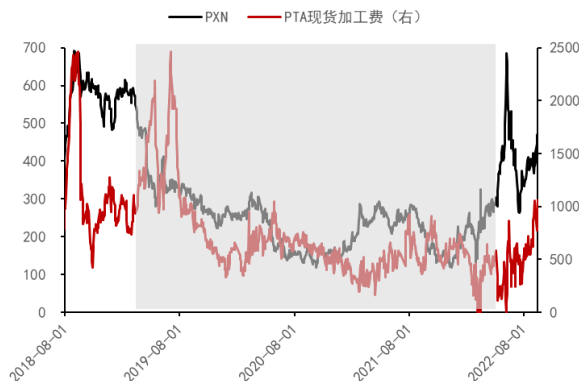
2020-2022 年 4 月：2020 年初原油暴跌，从 66 美元下跌至 27 美元，跌幅 59%，PTA 从 5004 下跌至 3138 元，跌幅 37%，原油贡献度 83%。从 2020 年底开始，PTA 从 3300 元低位上升至 2022 年 5 月上旬 6400 左右，涨幅 94%，此阶段原油从 41 美元上涨至 108 美元，涨幅 163%，贡献度 79%左右。

图 33：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

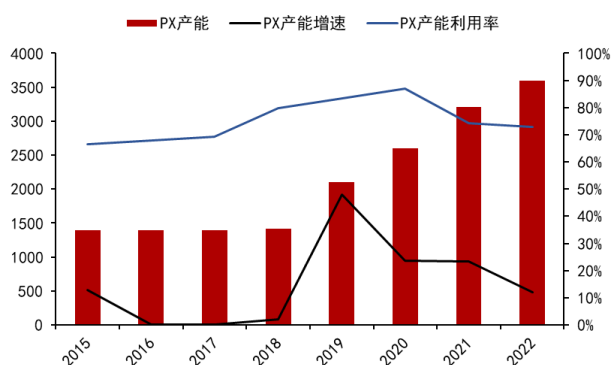
图 34：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

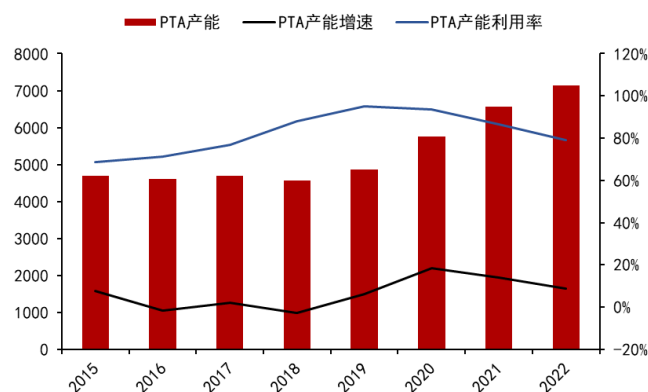
2019 年起，国内大炼化项目逐步落地，上游原料产能迅速增长，PX 产能从 2018 年 1420 万吨增长至 2022 年 3597 万吨，增幅 153%，PTA 产能从 4578 万吨增长至 7144 万吨，增幅 56%，大规模投产下，国内原料供需格局过剩，且新装置的生产成本也更低，因此原料端的估值下降至历史地位水平，PXN 维持在 200 美元左右，PTA 加工费则维持在 400 元左右，均处于历史低位水平。

图 35：PX 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）



数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

图 36：PTA 产能、产能增速及利用率（万吨/年，%）



数据来源：CCF、WIND、钢联、五矿期货研究中心

产能投放叠加开工维持高位水平，我国 PX 和 PTA 库存迅速累积，尤其是 2020 年初公共卫生事件后，库存中枢大幅上移。

图 37：PX 社会库存（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 38：PTA 社会库存（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

2022 年 5 月-7 月

芳烃调油行情，基本面主导：本轮行情 PTA 从 5 月 10 日 6174 上涨至 6 月 8 日 7488 元，上涨 1314 元，涨幅 21%；此阶段原油从 98 美元上涨至 118 美元，涨幅 20.4%，贡献度 56.5%。PXN 从 295 美元上涨至 686 美元，贡献度 151%，但石脑油市场弱势导致裂差下跌 240 美元，从而使得 PTA 最终上涨幅度受限。6 月上旬随着下游买气

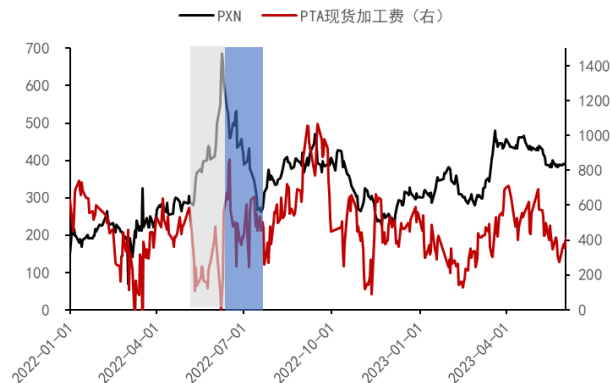
下降后 PX 见顶，PTA 大幅下跌至 5180 元，下跌 2308 元，跌幅 31%，原油下跌至 94 美元，跌幅 20%，贡献度 38.6%；而 PXN 回吐前期所有涨幅，回到 266 美元，贡献度 92%。

图 39：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 40：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）



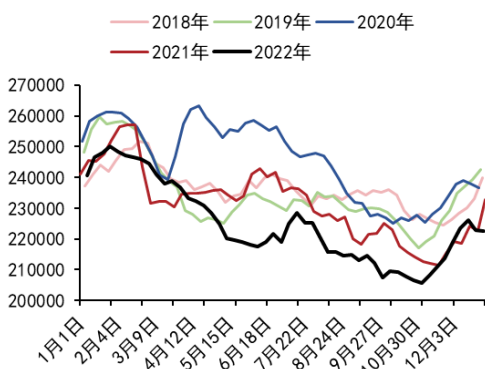
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2022 年俄乌冲突爆发后，欧美国对俄罗斯进行制裁，俄罗斯汽油、VGO 等出口受到阻碍，而美国 2022 年夏季汽油需求旺盛，汽油库存低位，高辛烷值的调油组分紧缺，美国芳烃价格大幅抬升，需要从亚洲进口大量芳烃。

美国芳烃的大幅上涨使得美国同亚洲芳烃价差迅速拉大，套利窗口（200 美元左右）打开，因此 2022 年 Q2 起亚洲大量芳烃流向美国。

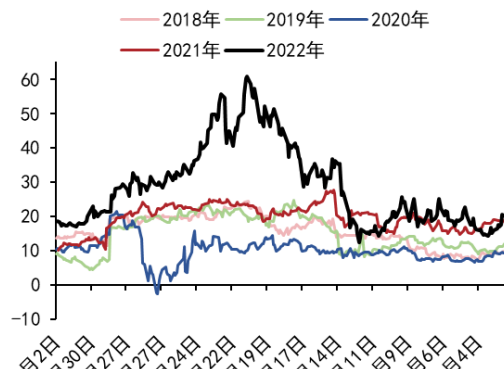
亚洲芳烃受美国需求带动，其调油性价比提高，大量原料流入调油端，化工端负荷下降，造成亚洲芳烃紧缺，推动亚洲芳烃估值上升。总的来说，本轮芳烃调油行情本质上是地缘问题导致物流重构，从而带来的地缘溢价，亚洲芳烃估值受美国芳烃带动，中枢上升，但本质上亚洲芳烃的过剩矛盾仍未解决。

图 41：美国汽油期末库存总量（千桶）



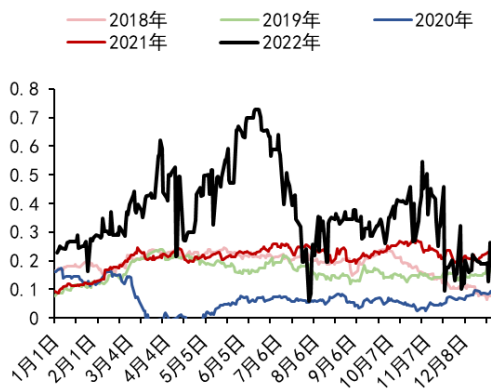
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 42：美国汽油裂解价差（美元/吨）



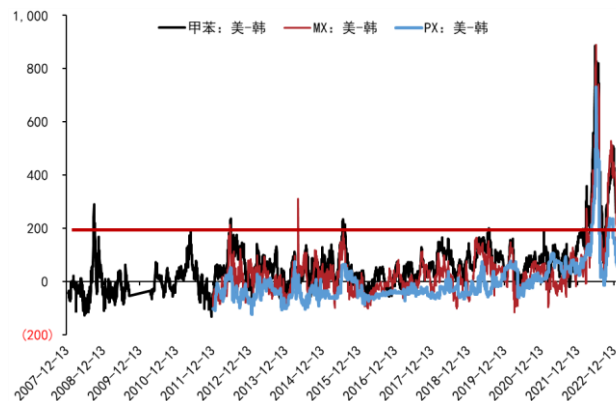
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 43：美国辛烷值价值（美元/加仑）



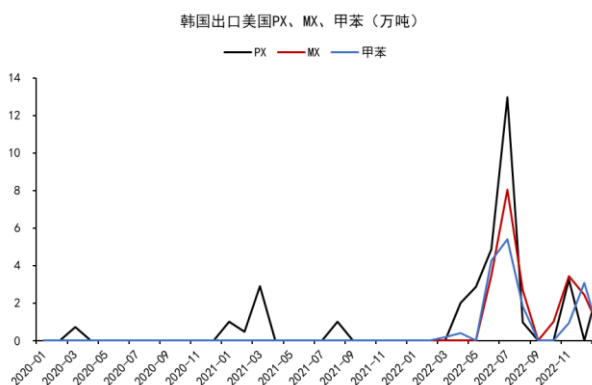
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 44：美韩芳烃价差（美元/吨）



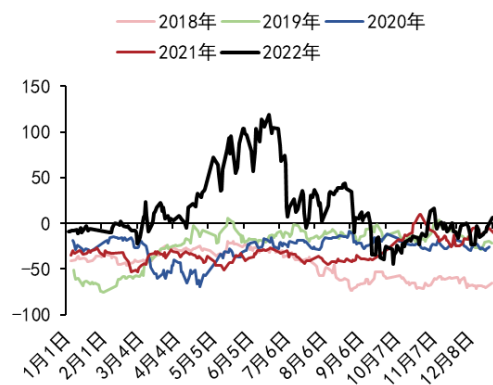
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 45：韩国出口美国芳烃（万吨）



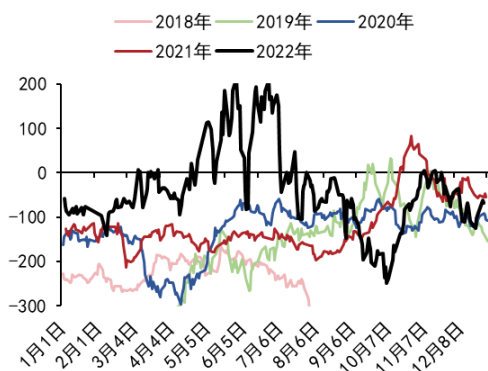
数据来源：韩国海关、五矿期货研究中心

图 46：汽油型重整-芳烃型重整利润（美元/吨）



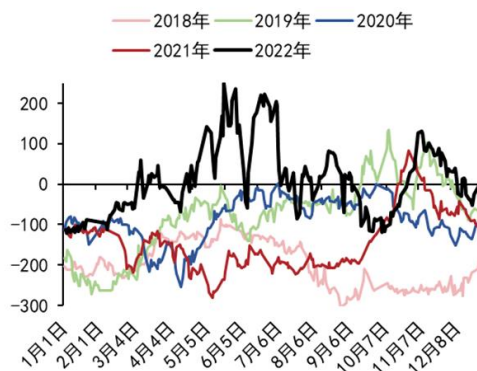
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 47：亚洲二甲苯调油-异构化价差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 48：亚洲甲苯调油-歧化价差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2024 年 7 月-9 月

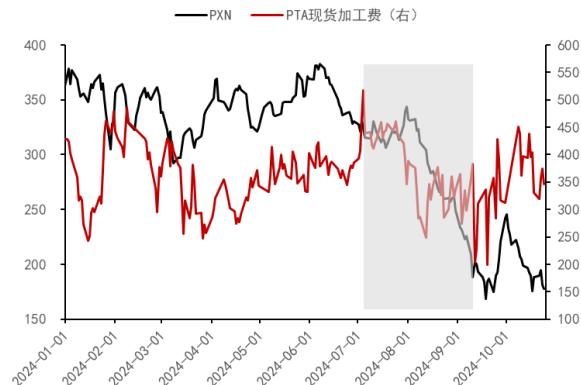
芳烃调油回吐，基本面与原油共振：本轮行情 PTA 从 7 月 3 日 6092 元下跌至 9 月 10 日 4748 元，下跌 1344 元，跌幅 22%；其中原油从 86 美元下跌至 69 美元，下跌 19.7%，贡献比例 50%，8 月前 的下 跌 由 原 油 主 导 。 8 月 5 日 起 PXN 大 幅 下 跌 ， 回 吐 芳 烃 调 油 带 来 的 溢 价 ， 从 332 美 元 下 跌 至 最 低 168 美 元 左 右 。

图 49：PTA 价格与原油价格（元/吨，美元/桶）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 50：PTA 加工费和 PXN（元/吨，美元/吨）



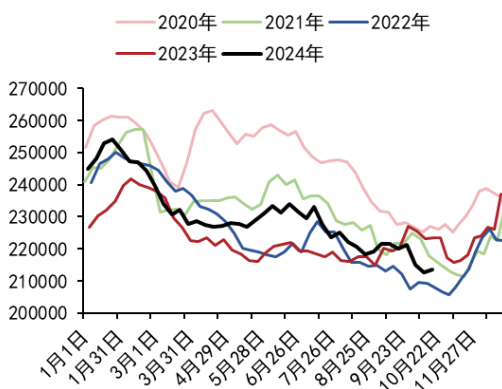
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

今年以来汽油表现较差，夏季原油库存高于 2022-2024 年同期，汽油裂解价差及辛烷值价值都出现趋势性下滑。

美韩两地芳烃价差今年整体较低，6 月后套利窗口逐渐关闭，且受到调油预期影响，调油商在全年平滑了芳烃的进口，避免集中性的采购从而推升短期价格大幅上升，7 月以后 MX 和甲苯出口量接近于 0。

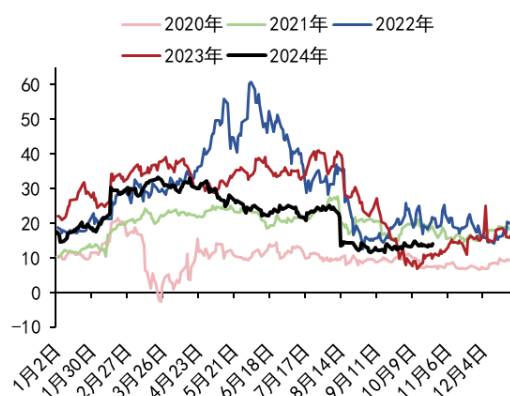
调油经济性今年显著弱于化工积极性，因此原料逐渐从调油端转回至化工端。

图 51：美国汽油期末库存总量（千桶）



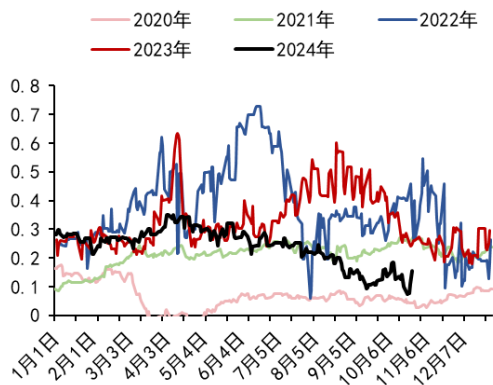
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 52：美国汽油裂解价差（美元/吨）



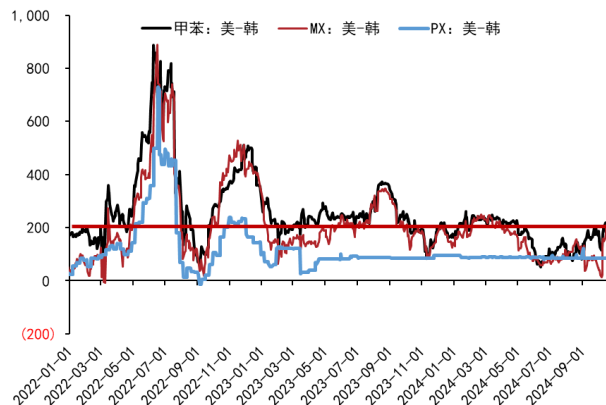
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 53：美国辛烷值价值（美元/加仑）



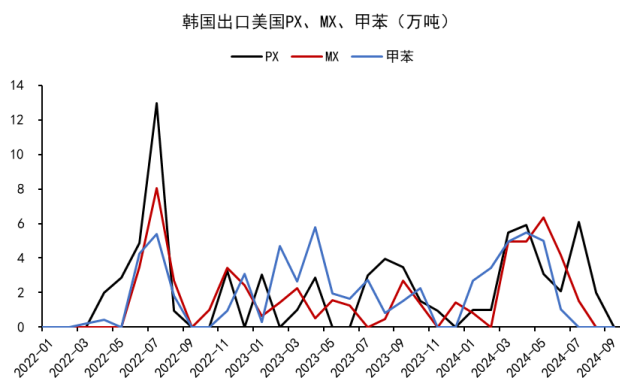
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 54：美韩芳烃价差（美元/吨）



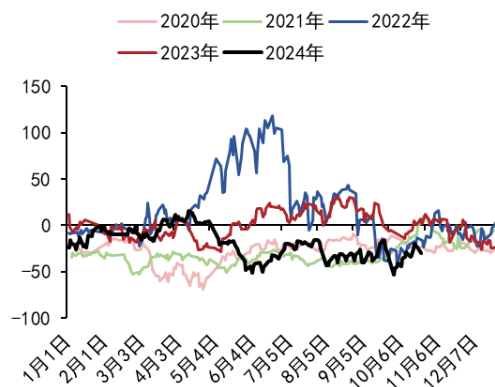
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 55：韩国出口美国芳烃（万吨）



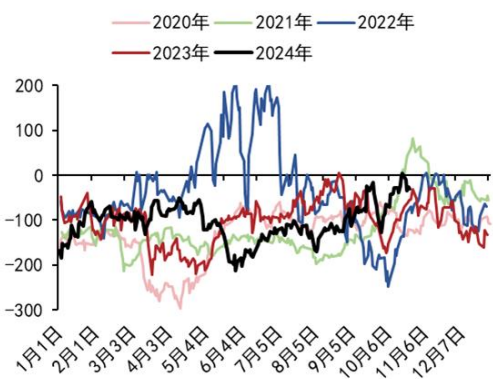
数据来源：韩国海关、五矿期货研究中心

图 56：汽油型重整-芳烃型重整利润（美元/吨）



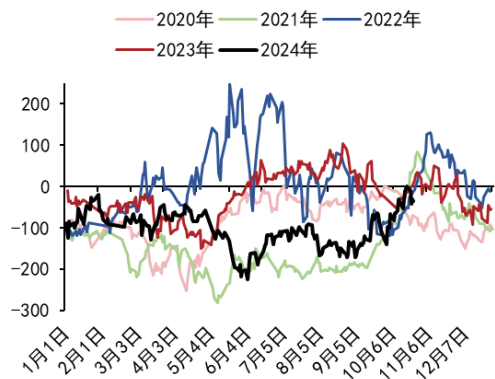
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 57：亚洲二甲苯调油-异构化价差（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 58：亚洲甲苯调油-歧化价差（美元/吨）

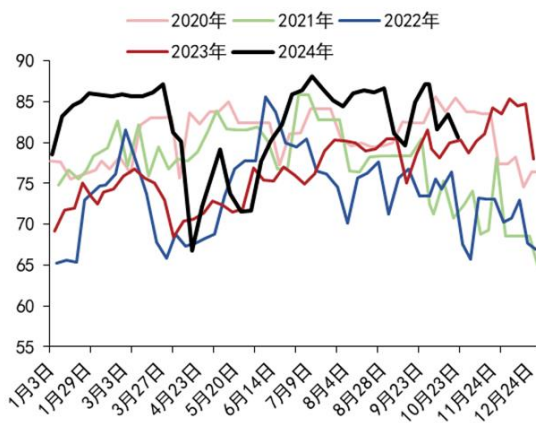


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

此外，不同于 2022-2023 年亚洲整体的低开工，今年亚洲整体开工率偏高，检修幅度小于往年，因此在汽油表现较差、美韩芳烃价差缩小的情况下，随着 8 月左右韩

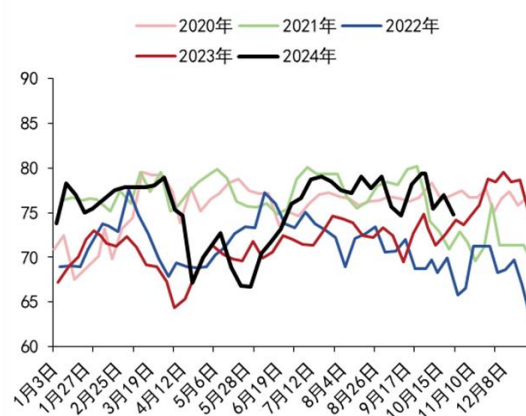
国出口美国数量减少，芳烃料转向化工端，我国进口量也大幅上升，最终引起芳烃调油溢价的回吐，PXN 回归到 2022 年俄乌战争以前的过剩阶段估值。

图 59：中国 PX 开工率（%）



数据来源：CCF、五矿期货研究中心

图 60：亚洲 PX 开工率（%）



数据来源：CCF、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn