

能化组

研究员：倪佳林
期货从业证号：F03086824
投资咨询证号：Z0019845

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦 2
幢 1104 室、1201-1206 室
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

9 月聚酯展望——

地缘悬而未决，原料供需堪忧

观点摘要：

PX:

地缘悬而未决，短期油价高位震荡，PX 成本端支撑暂时仍在。但随着 PX、PTA 负荷进一步提升，供应增大将削弱支撑；终端需求持续疲软，传统旺季需求回归尚不明朗，PX 甚至可能进一步累库。短期现货流通紧张背景下 PX 仍有支撑，中期供应回归压力增大、需求疲软，上行空间将受压制，PXN 价差或继续压缩。

PTA:

原油延续高位震荡，PX 库存低位且供需难以明显累库，PTA 成本端有一定支撑。供需方面，9 月 PTA 负荷环比提升较为明显，但由于 EG 进口回归较慢，且部分聚酯产品亏损扩大，聚酯负荷不升反降，PTA 供需逐渐累库，上半月因补库需求以及部分 PTA 入库交割，暂时能拖延 PTA 下行，后期随着持续累库，PTA 市场转弱。关注地缘变化以及聚酯需求变化情况。

MEG:

9 月 MEG 虽然呈现供增需减态势，但依旧供需去库，整体幅度预计在 10 万吨附近。中长期预期不佳，拖累 MEG 价格。港口显性库存仍将面临继续压缩，场内可流转货源紧张，现货基差仍将表现强势，后续关注原料紧张倒逼下聚酯是否新增减产停产。另外关注美伊局势进展。

风险:

- 1、地缘局势变化
- 2、各环节负荷变化

一、行情回顾

图 1： 布油、PX、TA 和 EG 期货收盘价 单位：美元/桶、元/吨、元/吨、元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

8 月油价震荡偏强，地缘政治溢价贯穿全月。7 月底，特朗普暂停对伊空袭，油价回调；随后美伊谈判陷入僵局，谅解备忘录 17 日到期，卡塔尔等国斡旋无果，海峡流量远低于冲突前水平，油价再度反弹。19 日特朗普宣布对伊"史上最严厉经济行动"，油价继续反弹。下旬谈判现积极信号，叠加 EIA 美国商业原油库存意外大增，油价回落；但月末美伊时隔一个月再次互袭，布油重回 90 美元上方。

8 月 PX 价格呈现宽幅震荡。上旬美伊释放和谈信号，油价下跌，PX 跟随回落；随后美伊局势反复升级，原油自低位反弹带动 PX 上行。从供需来看，PX 供给回归预期压制价格，但同时前期持续去库导致现货紧张，形成底部支撑。另外，PX 价格涨幅不及成本端，PXN 价差自高位震荡回落。

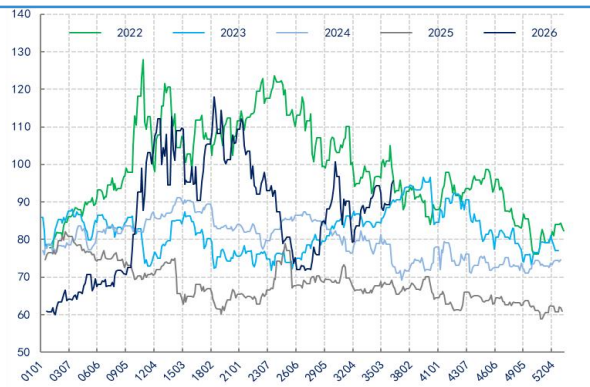
8 月 PTA 价格冲高后回落，整体表现强于成本端。上旬 PTA 装置检修集中，叠加台风致多套装置防御性降负，负荷新低，即使成本回落价格下跌也有限。月中 PTA 装置重启不及预期，局部流通性紧张，成本助推上涨。下旬重启进度再度推后，聚酯负荷走弱，PTA 价格跟随成本走弱；月底 PTA 装置集中恢复，但成本推涨下再度反弹。

8 月 MEG 市场波动受持货结构、双海峡通行受阻以及聚酯负荷变化影响为主。月内 MEG 海外供应降至低位，外轮到港量仅在 10 万吨附近，港口显性库存持续下降。可流通现货收紧以及持货集中背景下绝对价格以及现货基差同步走强。期间因原料供应紧张，部分聚酯工厂出台减停产计划，MEG 一度短暂回调。

二、 行情分析

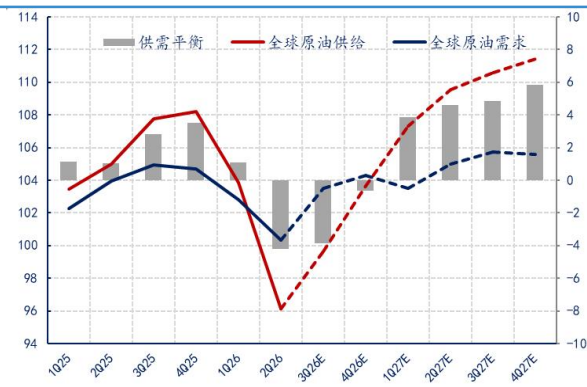
PX:

图 2： 布油主力收盘价 单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、钢联

图 3： EIA 8 月全球原油供需 单位：万桶/日



数据来源：新世纪期货、IEA

8 月国际油价波动剧烈，核心驱动来源于中东地缘局势的反复。月初，美伊双方释放和谈信号，特朗普称已同意取消对伊军事打击并计划举行双边谈判，地缘风险溢价快速消退，油价自高位连续下跌，触及月内低点。中旬，6 月 17 日签订的美伊 60 天谅解备忘录到期，而特朗普拒绝延长，随后宣布对伊朗发动"规模空前的经济战与孤立"，市场对供应中断的担忧再度升温，地缘溢价快速攀升，油价持续冲高至月内高点。随后，贝森特"经济登陆日"制裁雷声大雨点小，未触及最敏感目标；伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡"临时航道"达成框架，为外交解决提供了久违的想象空间；美国开始向部分中东外交机构派遣人员返岗，进一步确认了冲突降级的判断。油价连续回落。但到了月末，美伊冲突急剧升级，美军以"清除布雷威胁"为由袭击拉腊克岛，伊朗向约旦两处美军空军基地发射导弹和无人机以回应，而特朗普"我们将狠狠打击他们"的表态，令市场对军事升级循环的担忧急剧升温。市场重新定价地缘风险，油价快速上行。

地缘溢价提供底部支撑、宏观预期给到驱动，将是 9 月油价运行的基本格局。地缘风险对油价的支撑仍在，但定价能力正在减弱。美伊继续互袭，以色列威胁摧毁伊朗能源设施，但布油不涨反跌，市场已经为持续"打而不扩"的冲突模式付了足够多的溢价。短期内，冲突胶着但可控，油价的定价正在由霍尔木兹的战火向美联储的利率转移。

而美联储内部的分歧明显，但鹰派的声音在非农数据出来之后变得更加清晰。沃什偏向鹰派，哈马克等地区联储行长明确支持立即行动，而美联储理事沃勒则主张再等一次数据。如果核心 CPI 环比维持在 0.2%，沃勒的"等待"将被验证，加息概率或从 61%重新回落到 40%以下。对油价而言，这意味着美元回落，地缘溢价重新获得释放空间，布油价格有望在 90 美元/桶上方进一步夯实底部。如果核心 CPI 意外上行至 0.3%或更高，沃什的"工作要做"与哈马克的"现在就该行动"将得到数据背书，9 月加息将从"可能"变成"大概率"。届时，强势美元给到油价压力，即便美伊战争持续下去，短时间油价的上行空间也将被压制。总的来说，9 月布油价格大概率还将维持高位震荡。

图 4： PXN 价差 单位：美元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 5： PX 开工率 单位：%

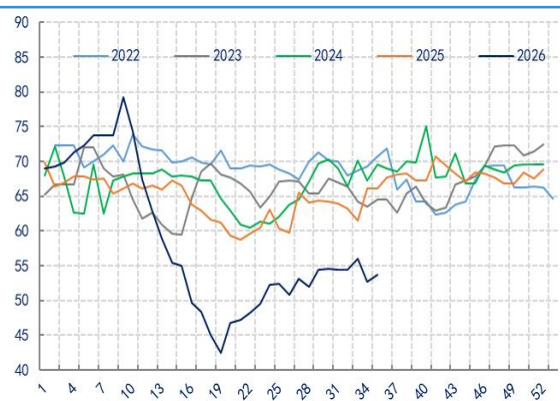


数据来源：新世纪期货、CCF

中东紧张局势仍存变数，霍尔木兹海峡通行情况堪忧，预计短期内油价仍将维持高位震荡，PX 成本端支撑暂时仍在。但从 PX 自身的供需来看，9 月 PX 和 PTA 负荷将进一步提升，供应增大或将削弱 PX 的支撑力度。与此同时，终端需求持续疲软，金九银十需求能否回归尚不明朗，PX 甚至可能进一步累库。短期来看，在当前低库存、进口保持低位、近月现货仍偏紧的背景下，PX 价格仍有一定支撑；但随着 9 月 PX 和 PTA 供应进一步提升、终端需求持续疲软未见明显回归的情况下，PX 上行空间将受到明显压制。哪怕美伊局势再度升级，原油价格大幅冲高，成本端可能很难继续推升 PX 价格。整体来看，PX 价格短期跟随油价高位震荡，中期随着供应回归压力增大及终端需求疲软将有所下移。

8 月，PX 装置陆续重启、供给回归预期持续压制 PX 价格，而原料石脑油受调油需求支撑跌幅相对较小，整体上 PX 涨幅不及石脑油，导致 PXN 价差收窄。前期 PX 供应回归过程中，PTA 负荷也是迎来一轮回升，但聚酯负荷反而开始下降。目前已处传统旺季，后续需求端还不能一改当前的颓势，PXN 价差或继续被压制。

图 6： 亚洲 PX 负荷 单位：%



数据来源：新世纪期货、CCF

图 7： PX 进口量 单位：万吨

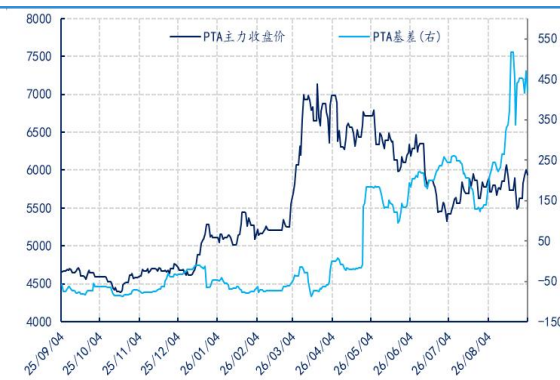


数据来源：新世纪期货、CCF

地缘悬而未决，短期油价高位震荡，PX 成本端支撑暂时仍在。但随着 PX、PTA 负荷进一步提升，供应增大将削弱支撑；终端需求持续疲软，传统旺季需求回归尚不明朗，PX 甚至可能进一步累库。短期现货流通紧张背景下 PX 仍有支撑，中期随供应回归压力增大、需求疲软，上行空间将受压制，PXN 价差或继续压缩。

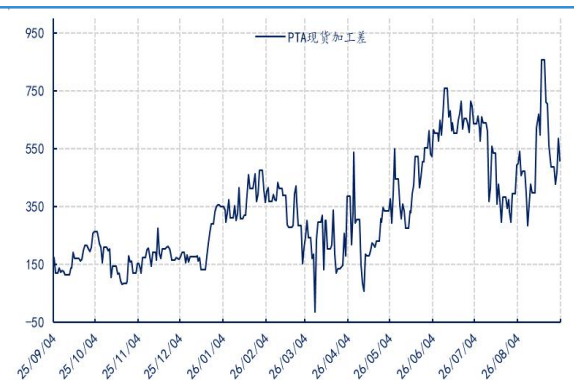
PTA:

图 8： PTA 主力收盘和基差 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 9： PTA 加工差 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货

8 月下旬开始，独山能源 250 万吨、虹港石化两套 250 万吨、威联化学 250 万吨、嘉兴石化 150 万吨以及福海创 450 万吨装置重启，PTA 检修装置恢复产能累计达到 1600 万吨，另外三房巷 320 万吨装置也将在 9 月中旬重启。尽管逸盛大化 225 万吨装置计划外停车，恒力石化 2 期 220 万吨装置近期计划检修，此外个别装置小幅降负，截止

9月3日负荷已经提升至68%附近，较8月中提升将近10%。后续PTA装置计划检修较为有限，百宏250万吨、嘉通300万吨装置预计四季度检修，但未来PX能否保障这么多的PTA工厂开工也是存疑的，不排除一些装置因原料问题计划外降负或者停车。

前期聚酯原料库存紧张且价格高企，瓶片、短纤和切片效益持续被挤压，目前短纤负荷降至7成，瓶片降至7成以下，国内聚酯负荷已经下移至75%附近。根据PX未来供应情况，预计最大程度能支撑85%左右的聚酯开工。但后续聚酯的负荷的瓶颈在于EG的供应，若后续EG进口依旧维持较低水平，聚酯提负节奏可能偏慢，届时PTA将面临较大的累库压力。反之，PTA累库压力可能没这么大。

图 10： PTA 上下游负荷 单位：%



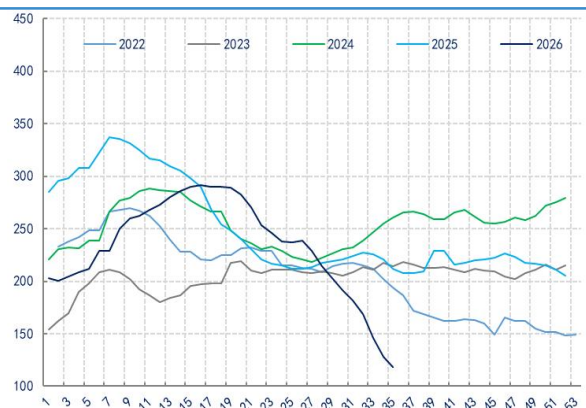
数据来源：新世纪期货、CCF

图 11： PTA 净进口量 单位：万吨



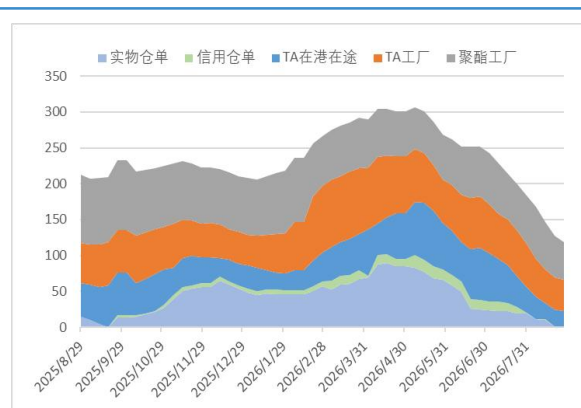
数据来源：新世纪期货、海关总署

图 12： PTA 社会总库存 单位：万吨



数据来源：新世纪期货、忠朴

图 13： PTA 库存结构 单位：万吨



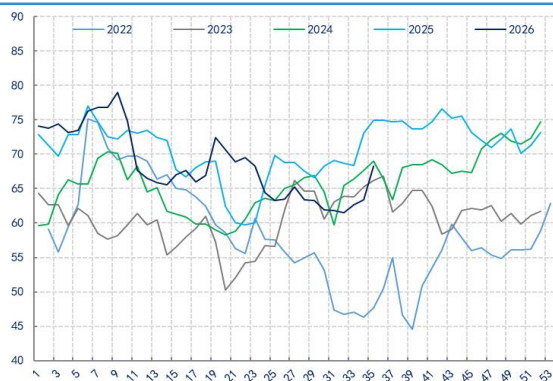
数据来源：新世纪期货、忠朴

短期美伊争端难以解决，原油延续高位震荡。PX装置负荷回升预期，目前整体社会库存低位，且PTA装置陆续恢复，PX供需难以明显累库，浮动价格偏强，PTA成本端有一定支撑。供需方面，9月PTA负荷环比提升较为明显，但由于EG进口回归较慢，且部分聚酯产品亏损扩大，促使聚酯负荷不升反降，PTA供需逐渐累库，上半月因补库需求以及部分PTA入库交割，暂时能拖延PTA下行，后期随着持续累库，PTA市场转弱。关注地缘变化以及聚酯需求变化情况。

MEG:

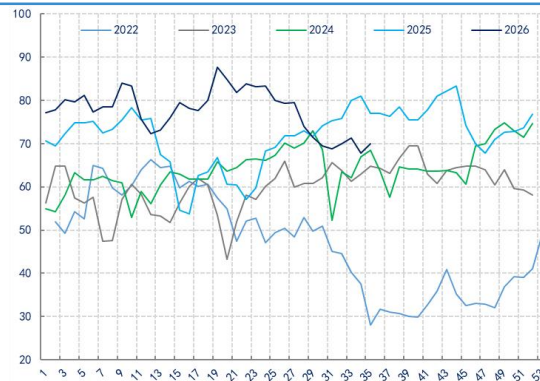
油制方面，8月下旬巴斯夫 80 万吨、盛虹 90 万吨装置相继复产，其余油制装置因现金流明显改善而负荷有所提升。目前非煤制 MEG 负荷回升至 73%附近，较 8 月中旬附近提升 10%附近。而煤制方面，9 月不少煤制装置仍在执行检修：正达凯 60 万吨、新疆天业 60 万吨、榆能化学 40 万吨、通辽金煤 30 万吨、沃能 30 万吨等装置。此外，建元 26 万吨装置计划 9 月中检修，河南煤业永城两套共计 40 万吨装置计划 9 月底检修。总的来看，国内 MEG 供应增量还是逐步兑现。进口方面，近期少量 MEG 船只穿越霍尔木兹海峡，中国市场因价格以及航运周期因素的影响并不是海外供应商的第一选择，沙特西海岸货源仍在绕行中，月内供应量仍将保持低位。9 月 MEG 进口量仍将维持低位，预计不会超过 20 万吨。

图 14: MEG 整体负荷 单位: %



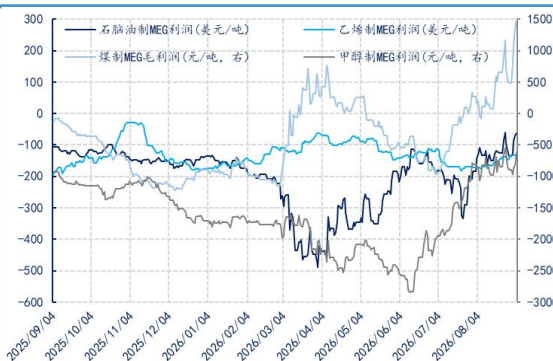
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 15: MEG 煤制负荷 单位: %



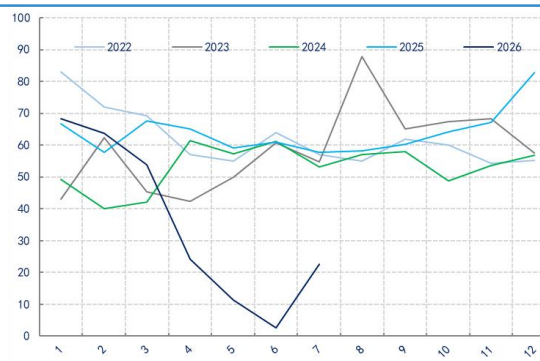
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 16: MEG 利润 单位: 美元/吨、元/吨



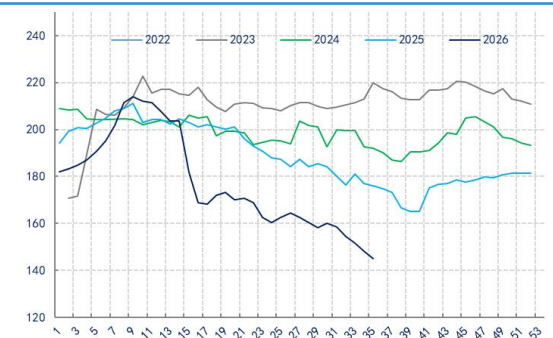
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口 单位: 万吨



数据来源: 新世纪期货、CCF

图 18: EG 社会总库存 单位: 吨



数据来源: 新世纪期货、钢联

图 19: EG 港口库存 单位: 万吨



数据来源: 新世纪期货、CCF

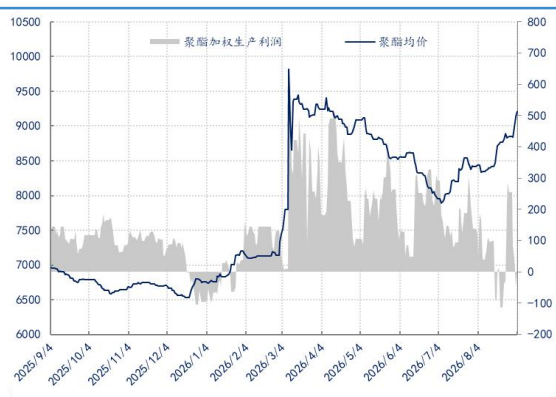
海外供应阻断背景下，MEG 港口库存持续新低，极低的库存又给到了 MEG 更高的价格弹性。对于高价且偏紧的原料，聚酯工厂选择进一步减产，尤其是亏损加大的瓶片、切片、短纤环节更为明显。事实上，当前已经步入传

统的“金九”，但需求端也受原料高价影响拖累，实际订单偏小、偏散。聚酯负荷堪忧。

综合来看，9月MEG虽然呈现供增需减态势，但依旧供需去库，整体幅度预计在10万吨附近。中长期预期不佳，拖累MEG价格。港口显性库存仍将面临继续压缩，场内可流转货源紧张，现货基差仍将表现强势，后续关注原料紧张倒逼下聚酯是否新增减产停产。另外关注美伊局势进展。

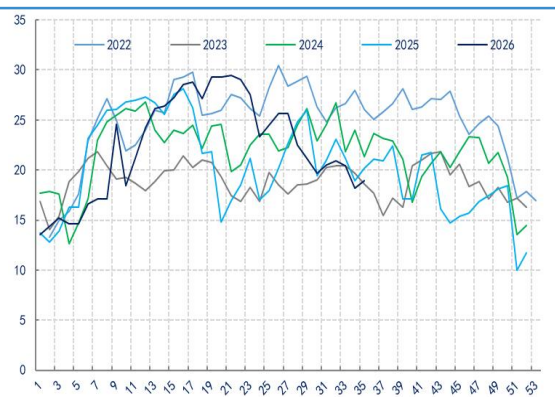
下游：

图 20： 聚酯效益 单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

图 21： 聚酯长丝加权库存 单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

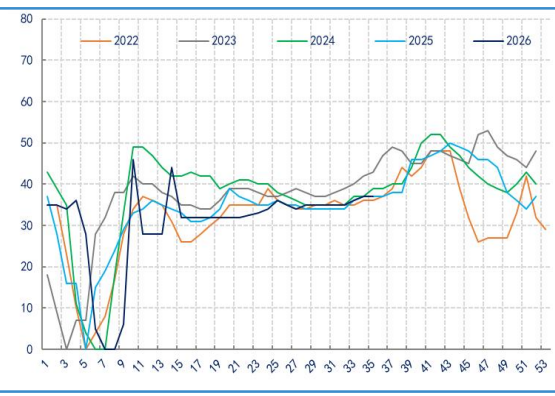
目前聚酯均格持续上涨，几乎逼近3月份高点位置。下游对当前聚酯价格的接受度正明显减弱，面对原料高价带来的不确定风险，以及现实现做出现亏损的现实，大部分企业已不愿主动追高，甚至开始筹划减产。9月下旬前后需要重点关注下游减产力度。

图 22： 下游负荷 单位：%



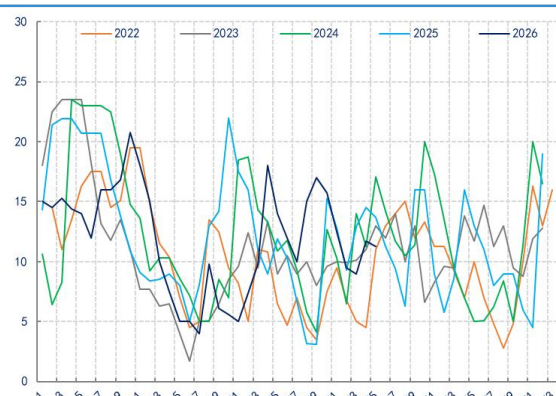
数据来源：新世纪期货、CCF

图 23： 织造新订单指数 单位：点



数据来源：新世纪期货、CCF

图 24： 织造原料库存单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

图 25： 织造基地库存水平单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

8月以来，国内纺织企业可以说是如履薄冰，不光原料涨、染费涨，海运费也涨，加上汇率也在升值，内销外贸两端压力都大。下游对“金九银十”传统旺季的看法也逐步变得悲观。一方面，由于各环节成本抬升，整体需求大概率收缩。另一方面，节奏上，旺季需求可能更多表现为“脉冲式”释放，由于多数企业备货不多，订单拖到无法再拖时，才被迫集中下单，所以这种需求缺乏持续性。

终端消费也是令人担忧，今年厄尔尼诺可能带来暖冬，国内内需单月同比增速已开始回落，7月甚至出现负增长。出口方面，上半年对美国出口大幅增长，一度弥补了中东等市场的损失，但这其中有明显的抢出口因素，美国此前对全球加征的10%临时性关税至7月底结束，后续将替换为新关税。基于新关税的不确定性，不少商品赶在7月底前集中出口，下半年对美出口或边际转弱。

三、行情展望

地缘悬而未决，短期油价高位震荡，PX成本端支撑暂时仍在。但随着PX、PTA负荷进一步提升，供应增大将削弱支撑；终端需求持续疲软，传统旺季需求回归尚不明朗，PX甚至可能进一步累库。短期现货流通紧张背景下PX仍有支撑，中期随供应回归压力增大、需求疲软，上行空间将受压制，PXN价差或继续压缩。

原油延续高位震荡，PX库存低位且供需难以明显累库，PTA成本端有一定支撑。供需方面，9月PTA负荷环比提升较为明显，但由于EG进口回归较慢，且部分聚酯产品亏损扩大，聚酯负荷不升反降，PTA供需逐渐累库，上半月因补库需求以及部分PTA入库交割，暂时能拖延PTA下行，后期随着持续累库，PTA市场转弱。关注地缘变化以及聚酯需求变化情况。

9月MEG虽然呈现供增需减态势，但依旧供需去库，整体幅度预计在10万吨附近。中长期预期不佳，拖累MEG价格。港口显性库存仍将面临继续压缩，场内可流转货源紧张，现货基差仍将表现强势，后续关注原料紧张倒逼下聚酯是否新增减产停产。另外关注美伊局势进展。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：浙江省杭州市拱墅区滨绿大厦2幢1104室、1201-1206室

邮编：310006

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn/>