

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：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

4 月聚酯展望——

原料短缺 vs 产业负反馈，修复交给时间

观点摘要：

PX:

4 月，中东地缘冲突大概率延续，成本端给到 PX 支撑。供应端，原料持续断供逼停亚洲部分 PX 生产装置，国内装置也面临负荷下降的局势，供应减量扩大；需求环节，产业链负反馈拖累 PTA 和聚酯负荷。PX 价格暂时跟随油价波动为主，但封航对石脑油影响更大，PXN 价差延续偏弱。

PTA:

成本端，美伊紧张局势延续，难改油价偏强格局。PTA 或因原料短缺而供应减少的可能也在增大，尽管近期聚酯负荷略微回落，但 TA 供需累库压力有所缓解，远端随着原料供应偏紧，制约 PTA 产量，去库幅度扩大。价格方面，由于近油端供需偏紧，且 PX-PTA 效益已被挤压至低位，因此 PTA 价格大概率高位宽幅波动。

MEG:

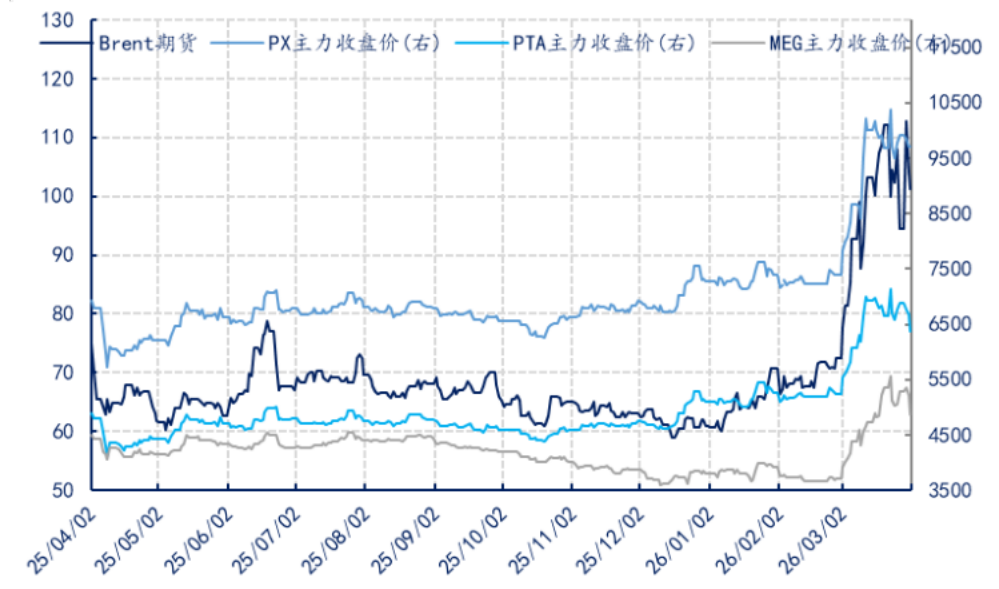
4 月 MEG 国产量仍将运行在低位，油制装置维持低负荷运行中，后续不排除因原料紧缺个别装置出现停车可能。煤制月内产出增量相对有限。在进口量降至低位以及海外出口的共同作用下，MEG 港口库存去化将明显加速。需求端，聚酯负荷预计稳中有降。4 月 MEG 去库幅度或超 40 万吨，现货基差或将呈现偏强态势。

风险:

- 1、地缘超预期发酵

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、CGF

3 月原油价格重心大幅抬升, 较 2 月显著走高。上旬, 受霍尔木兹海峡通航受阻影响, 海湾多国原油外运受限、库容受限导致削减产量, 油价上涨; 中旬, 中东局势持续发酵, 市场消息显示美方不排除增兵可能, 供应风险进一步升温, 油价继续上行; 下旬, 市场对地缘冲突升级的担忧未消, 供应缺失已成定局, 油价高位宽幅震荡。

3 月 PX 价格上涨, 海湾地缘发酵, 供应风险担忧提振国际油价, 同时日本宣布 PX 长约供应减少, 中国部分 PX 工厂预防性降负荷, 期间大榭装置还故障停机, 供应存在继续回落的可能, PX 价格大幅跟涨。而霍尔木兹海峡封航, 对石脑油影响更大, PXN 价差持续回落。

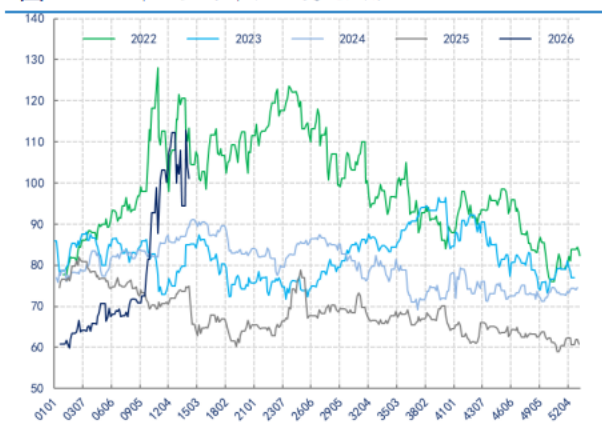
3 月, PTA 价格跟随原料价格波动。上旬地缘风险持续发酵叠加浙石化重整停车、PX 月中停车的炒作, PTA 价格持续上涨; 中旬, 美伊局势进入拉锯, 亚洲炼厂相继降负, 成本端给到支撑, 但 PTA 供需双弱, 特别是聚酯加大减产力度, PTA 价格转入震荡; 下旬, 地缘反复使得原料价格剧烈波动, 而产业链负反馈, PTA 价格宽幅震荡。

3 月份, MEG 呈上涨趋势。受中东地缘局势影响, 国际油价大幅上涨, MEG 成本端支撑较强。供需方面, 海外供应被动缩减, 国内供应端也有一定的收紧, 整体供应缩量明显; 受上游原料价格持续上涨, 聚酯端对原料需求提升缓慢, 中下旬逐步降负来规避风险。成本推动叠加供需大幅改善双重利好, MEG 价格持续上涨。

二、行情分析

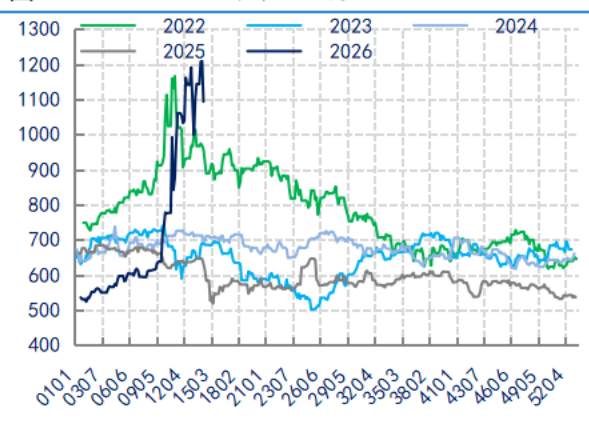
PX:

图 2： 布油主力单位：美元/桶



数据来源：新世纪期货、CCF

图 3： 石脑油 CIF 日本单位：美元/吨

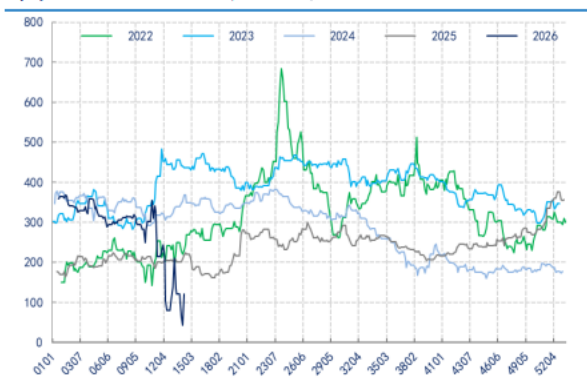


数据来源：新世纪期货、CCF

影响油市的主要矛盾仍是美、以与伊朗之间的冲突，前期美方所提停火提议未得到伊方认可，中东地缘局势仍存不确定性，双方对峙态势短期难缓解，冲突大概率仍将延续。另一边，为应对霍尔木兹海峡封航带来的原油供应危机，美国暂时豁免对俄罗斯和伊朗原油的制裁，同时持续推动国内及委内瑞拉原油增产。加上 IEA 4 亿桶战略储备逐步投放，多重努力共同应对供给缺口，阶段性缓解全球原油供应紧张局面。此外，美方释放和谈意愿，美方态度促使市场对原油供应风险的担忧降温。需求方面，前期霍尔木兹海峡通航阻断原油运输，亚洲主要原油消费国炼厂普遍下调开工率。同时主流机构预警美国经济衰退概率上升，原油需求前景不佳。

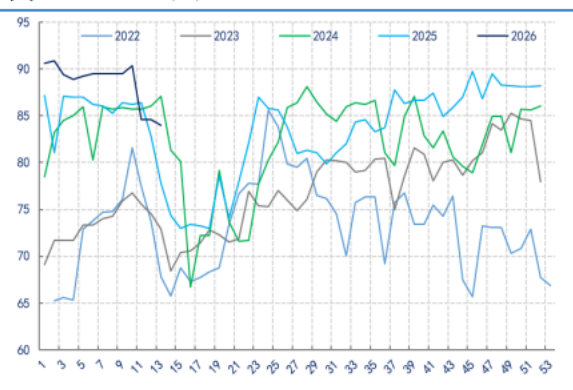
4 月中东局势仍存极大不确定性，若冲突持续焦灼导致霍尔木兹海峡受阻，油价大概率仍将呈现偏强态势。目前伊朗与美国、以色列暂无实质性和谈进展，冲突快速结束可能性较小，不管是特朗普对外讲话表态将在未来 2-3 周结束在伊朗的行动，还是新闻媒体中流出的“美国和以色列已制定计划，若谈判失败则将升级战争态势”等消息，市场预计冲突可能至少还将延续两周，在此背景之下，4 月布伦特原油价格可能仍是高位宽幅波动为主。

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：%

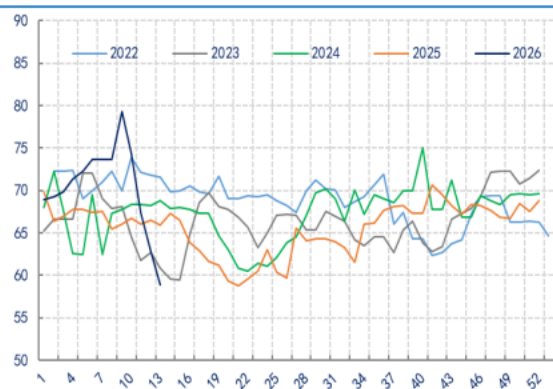


数据来源：新世纪期货、CCF

3 月国内 PX 负荷自高位回调后震荡，而亚洲 PX 负荷(除中国之外)则是一路回调。一方面一季度也是传统炼厂检修季，装置计划内检修为主，像国内浙石化一套 250 万吨装置停车，韩国 Soil 一套 77 万吨线停车按计划停车检修。另一方面，东北亚以及东南亚 PX 工厂受原料中断影响，PX 开工持续下降，前期这些装置还是防御性减产，到了后期部分 PX 装置直接停车了。另外还有像中海油大榭 160 万吨 PX 装置意外停车。亚洲 PX 工厂陆续对下游客户发布不可抗力通知，中东原油供应中断已经对亚洲 PX 工厂造成实质性的冲击。

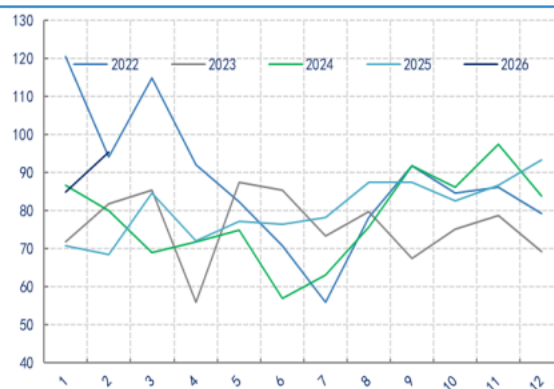
随着海峡封锁时间延长，原料断供持续，原料以及下游产品库存均在持续去化，在局势未有扭转前，PX 进一步降负预期走强，但同时需求端也受限于成本压力，负荷和产销表现不佳，负反馈直接作用上游。短期来看随着供应收缩预期逐步落实，产业矛盾将进一步激化。

图 6： 亚洲_除中国 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

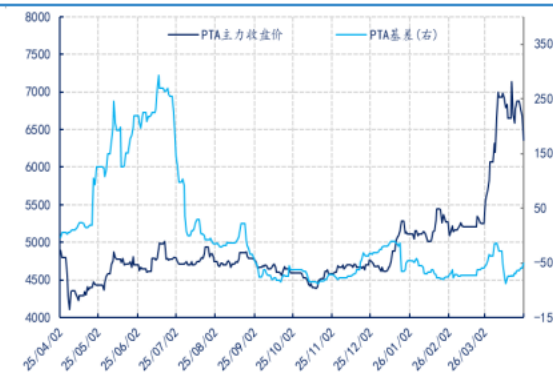


数据来源：新世纪期货、海关总署

4 月，中东地缘冲突大概率延续，运输阻断给到原油较高的溢价，从成本端给到 PX 支撑。供应端，原料持续断供逼停亚洲部分 PX 生产装置，国内装置也面临负荷下降的局势，供应减量扩大；需求环节，产业链负反馈拖累 PTA 和聚酯负荷，但在纺服成品库存持续去化以及出口订单存在增长的预期下，未来聚酯负荷还是有回升空间。PX 价格暂时跟随油价波动为主，但封航对石脑油影响更大，PXN 价差延续偏弱。

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

3 月 PTA 装置变动较多，上旬逸盛新材料 360 万吨装置提升至满负荷，独山能源 250 万吨、英力士 125 万吨重启，福海创 450 万吨装置也提负，而仪化 300 万吨装置停车检修，PTA 负荷上调至 81%；月中逸盛新材料 360 万吨、威廉化学 250 万吨装置降负，嘉兴石化 150 万吨装置因故停车，PTA 负荷下调至 77.3%，靠近下旬福海创 450 万吨、福建百宏 250 万吨装置降负，嘉兴石化 150 万吨装置短停恢复，仪征 300 万吨装置重启，其他个别装置提负，PTA 负荷回升至 80.8%，随后窄幅波动。而需求端聚酯负荷是先扬后抑。节后终端下游复工，聚酯开工缓慢恢复；中东地缘冲突爆发带动原料价格大幅上涨，成本往产业下游传导困难，聚酯工厂反而开始联合减产，聚酯开工回落。

3 月 PTA 供需延续累库，尽管 PTA 加工差压缩，但价格走低下装置检修偏少(原料备货时价格不高，另外也是产业链效益变现的需要)，原油价格走高聚酯提负节奏放缓，供需开工差异导致 PTA 库存量进一步增加。预估 3 月 PTA 累库量超 40 万吨附近。

图 10: PTA 上下游负荷单位: %



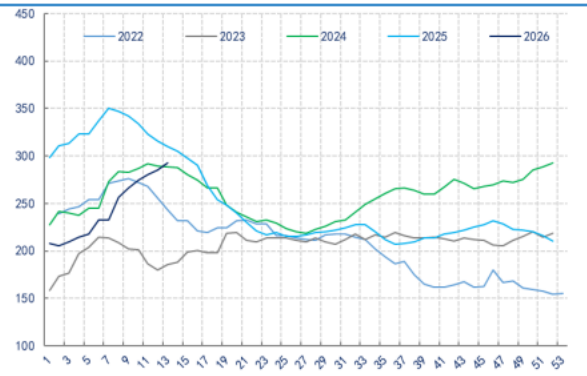
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 11: PTA 净进口量单位: 万吨



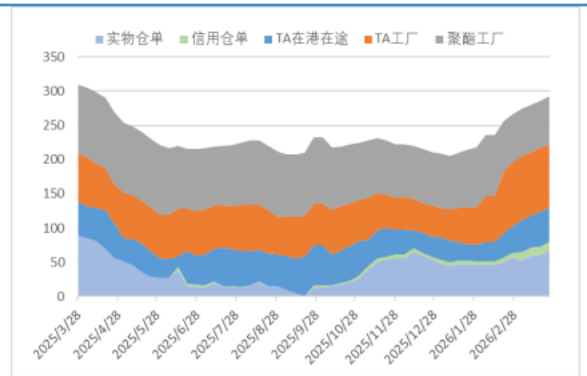
数据来源: 新世纪期货、CCF

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

4 月 PTA 装置减停产或增加。随着时间的推移, 4 月 PTA 装置因原料 PX 不可抗力的影响逐渐扩大, 目前三房巷 320 万吨装置已降负, 百宏 250 万吨装置降至 6~7 成, 逸盛新材料 720 万吨装置 4 月初逐步降负, 按计划预估降至 7 成附近。随着 PX 缓冲库存的减弱, 不排除一些 PTA 装置因原料问题引发减产。另外就是当前公布的装置检修计划集中在 5-6 月, 受产业负反馈的影响同样也有前置的可能。

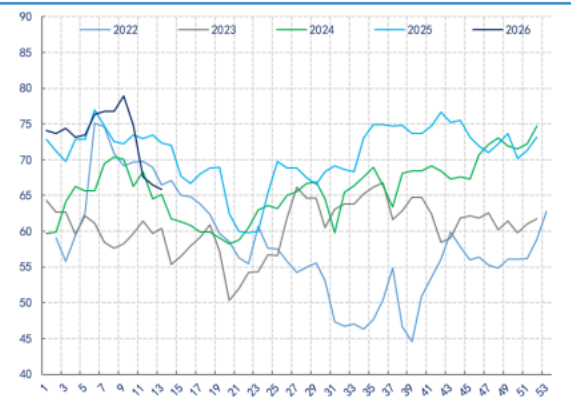
成本端, 美伊紧张局势延续, 难改油价偏强格局。随着海峡封锁持续, 亚洲炼厂降负范围逐渐扩大, 国产及进口 PX 供应减少预期下, PTA 或因原料短缺而供应减少的可能也在增大, 尽管近期聚酯负荷略微回落, 但 TA 供需累库压力有所缓解, 远端随着原料供应偏紧, 制约 PTA 产量, 去库幅度扩大。价格方面, 由于近油端供需偏紧, 且 PX-PTA 效益已被挤压至低位, 因此 PTA 价格大概率高位宽幅波动。

MEG:

3 月份国内 MEG 月产量在 173.2 万吨左右, 其中合成气制 MEG 产量在 67.0 万吨附近。进口方面, 受冲突影响, 进口减量或达 20 万吨, 且有部分港口货源转出口。同时 3 月聚酯产量在 657 万左右, 对应 MEG 的消耗量在 218.1 万吨附近。综合来看, 3 月 MEG 呈现去库, 幅度预计 5 万吨附近, 且去库多体现于隐性环节。

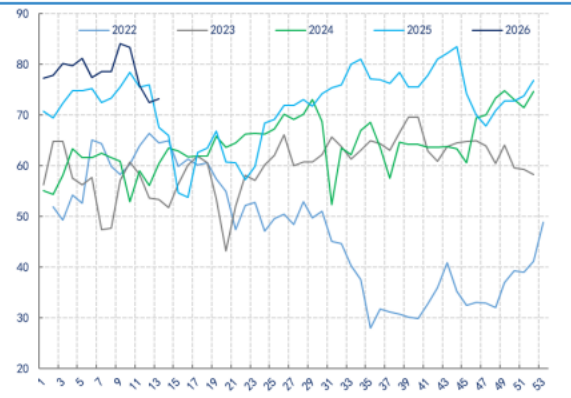
3 月 MEG 国内供应缩量明显, 受海峡持续封锁影响, 油制装置进行预防性减产, 整体降幅在 15% 附近, 个别装置存在停车动作。煤化工方面, 榆林化学、榆能化学、中昆等装置按计划推进检修, 合成气制开工率呈现明显下滑。进出口来看, 月内到货整体影响不大, 船期多集中于下半月体现, 预计三月 MEG 进口量在 45 万吨附近。另外有小部分货源涉及转口。需求环节来看, 3 月聚酯平均负荷在 86% 附近, 刚需支撑好转。

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: %



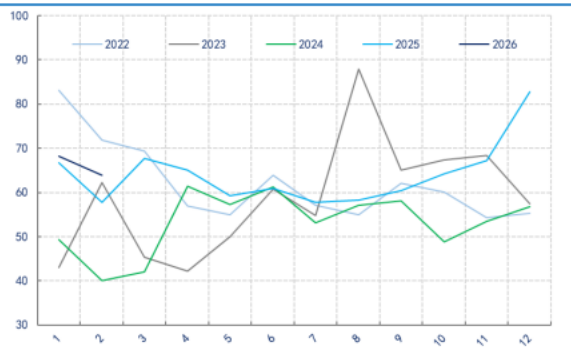
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 16: MEG 利润单位: 美元/吨、元/吨



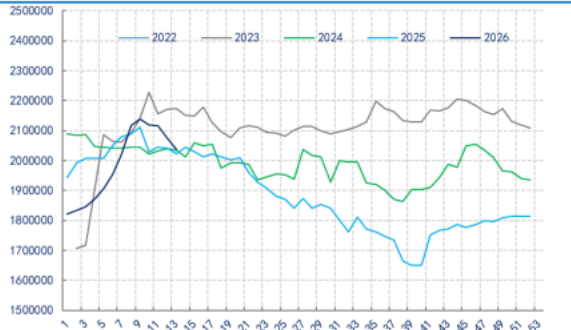
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口单位: 万吨



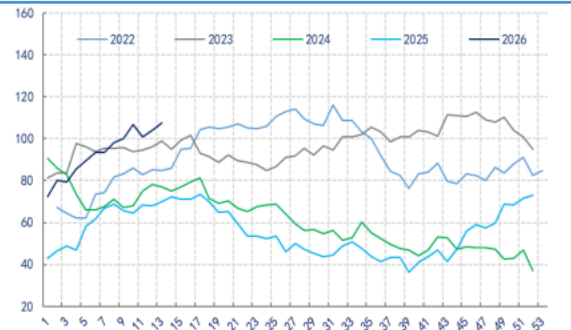
数据来源: 新世纪期货、CCF

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

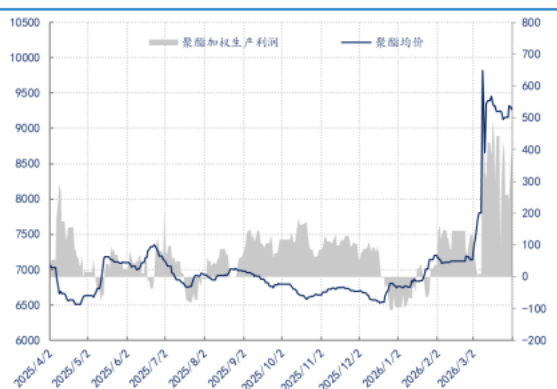
4月, 国产部分装置受原料影响或逐步开始降负, 包括三江、福炼、海炼、中科、中化、镇海等装置, 环比冲突爆发之前的月产量损失在 20 万吨以上, 考虑到其他装置可提产的空间, 实际损失也将在 15-20 万吨/月。进出口方面, 外轮到货量在 4 月开始将会骤降, 根据 CCF 统计预计单周在 5 万吨附近; 另一方面, 亚洲市场, 除中国外都面临缺货状态, 尤其是印度、越南等地, 截止目前转口及出口成交量合计预估已超 5 万吨, 其中部分货已经在 3 月下旬陆续发船, 而剩下的将在 4 月份逐渐出去, 预计港口 MEG 库存会加速去化。总的来看, 如果冲突延续, 4 月中国 MEG 供应减量或达 40 万吨左右。

美伊冲突以来, 霍尔木兹海峡持续封锁已有月余, 包括沙特等国 MEG 装置多有停车以及降负动作。近期亚洲部分国家对中国询盘积极, 且成交体量尚可, 4 月内出口货源将陆续装运。未来在进口量降至低位以及海外出口的共同作用下, MEG 港口库存去化将明显加速。国内方面, 4 月国产量仍将运行在低位, 油制装置维持低负荷运行中, 后续不排除因原料紧缺个别装置出现停车可能。煤制方面, 4 月内仍有黔希煤化工、榆林化学一线检修安排, 月内

产出增量相对有限。需求端，聚酯负荷预计稳中有降。4月 MEG 去库幅度或超 40 万吨，货源收紧将变成现实，后续现货基差或将呈现偏强态势。

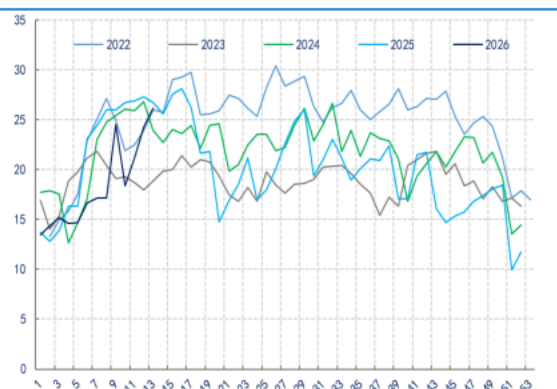
下游：

图 20： 聚酯效益单位：元/吨



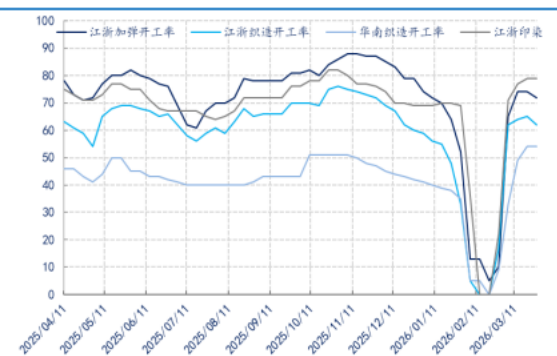
数据来源：新世纪期货、CCF

图 21： 聚酯长丝加权库存单位：天



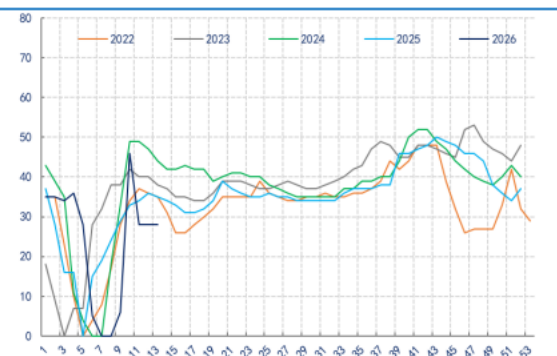
数据来源：新世纪期货、CCF

图 22： 下游负荷单位：%



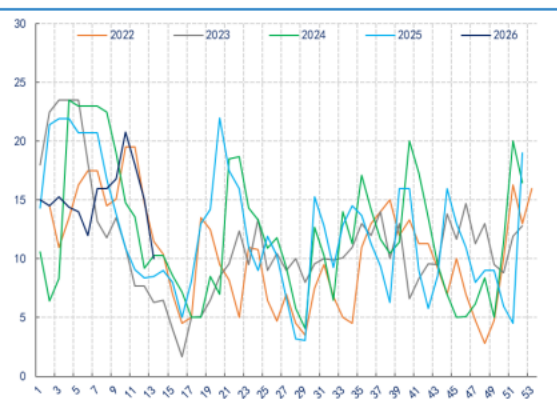
数据来源：新世纪期货、CCF

图 23： 织造新订单指数单位：点



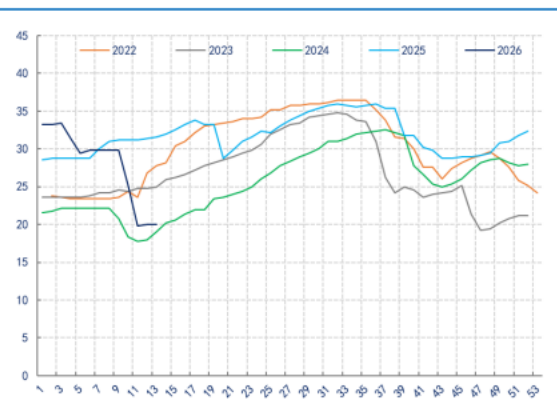
数据来源：新世纪期货、CCF

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

当前下游呈现原料库存低、成品库存低的“双低”局面。但由于坯布价格尚未完全跟进丝价涨幅，现实现做存在不同程度亏损，且为防范后期高成本库存的跌价贬值风险，下游在刚需采购的同时，减产意愿也在增大。部分企

业计划趁清明节适度放假几天，短期下游开机率预计将有所下降。近期，下游加弹开机率下降至 69%，织造开机率下降至 60%，印染开工率则提升至 81%。4 月初聚酯负荷略微下滑至 86.6%。由于下游终端开机率近期下降，聚酯企业产销虽有阶段性放量，但总体库存仍呈上行趋势。为平衡产销，同时防止未来库存贬值风险，聚酯企业跟随下游适度加大减产力度。预计 4 月聚酯负荷为 85.5%，但如果中东局势持续，月均负荷将继续下调。

三、 行情展望

4 月，中东地缘冲突大概率延续，成本端给到 PX 支撑。供应端，原料持续断供闭停亚洲部分 PX 生产装置，国内装置也面临负荷下降的局势，供应减量扩大；需求环节，产业链负反馈拖累 PTA 和聚酯负荷，但大幅向下可能性较小。PX 价格暂时跟随油价波动为主，但封航对石脑油影响更大，PXN 价差延续偏弱。

成本端，美伊紧张局势延续，难改油价偏强格局。PTA 或因原料短缺而供应减少的可能也在增大，尽管近期聚酯负荷略微回落，但 TA 供需累库压力有所缓解，远端随着原料供应偏紧，制约 PTA 产量，去库幅度扩大。价格方面，由于近油端供需偏紧，且 PX-PTA 效益已被挤压至低位，因此 PTA 价格大概率高位宽幅波动。

4 月 MEG 国产量仍将运行在低位，油制装置维持低负荷运行中，后续不排除因原料紧缺个别装置出现停车可能。煤制月内产出增量相对有限。在进口量降至低位以及海外出口的共同作用下，MEG 港口库存去化将明显加速。需求端，聚酯负荷预计稳中有降。4 月 MEG 去库幅度或超 40 万吨，现货基差或将呈现偏强态势。

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：浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编：310006

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn/>