

现货宽松叠加累库压制近月，关注 5-9 价差走势

2024 年 3 月 15 日星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

吴森宇

从业资格编号：F03121615

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

联系人：吴森宇

邮箱：

wusy@xzfutures.com

● 报告摘要

进入三月以来，PX 整体呈现出一波较为流畅的下跌趋势，PX 价格快速下跌引发市场关注，主力合约价格一度跌破 8300 元/吨。市场围绕的焦点无外乎是调油需求、累库幅度、交割逻辑等及几方面进行。尽管近期随着原油基本面数据改善，价格逐步走强，短期内有小幅带动 PX 价格回暖的趋势，但从盘面表现来看，整体涨幅明显弱于成本端。

同时关注到，05-09 合约的价差仍是处于持续走弱的格局当中，我们认为主要原因如下：一是由于 PX 自去年四季度以来国内和亚洲开工始终维持高位，库存累积较为明显，近端宽松格局未变；二是目前来看，近期汽油裂解价差小幅走弱，调油预期暂未兑现，能否反映在 05 合约上存疑，同时也存在先前预期落空的情况；三是交割逻辑同样压制近月价格，给盘面较大压力。

展望后市，我们其实是预计下跌空间相对有限的，一方面是目前原油价格坚挺，又重回 80 美元/桶大关，绝对价格高位，PX 有成本端支撑。另一方面，3-6 月的传统检修季国内外的装置检修有明显增加，叠加 PTA 台化、仪征化纤 450 万吨装置或于

三月底四月初投放，边际带动 PX 需求增量，所以供需平衡来看，4、5 月份应该是有较为可观的去库幅度。不过后续还需要关注一是原油价格走势，毕竟地缘政治冲突依然持续影响油品价格表现；二是需要密切关注今年调油行情会如何演绎；三是临近交割对于 PX 价格的影响。

目录

一、三月以来，PX2405 合约快速下跌.....	4
二、开工始终维持高位，近端宽松格局未变.....	5
三、调油预期暂未兑现，能否反映在 05 合约上存疑.....	6
四、交割逻辑同样压制近月价格.....	7
五、总结与展望.....	8

图表目录

图表 1 盘面行情回顾	4
图表 2 PX2405-PX2409	4
图表 3 PTA2405-PTA2409.....	4
图表 4 中国 PX 负荷表现.....	5
图表 5 亚洲和中国 PX 月度产量	5
图表 6 PTA 库存表现	6
图表 7 聚酯负荷表现	6
图表 8 汽油裂解价差走势.....	6
图表 9 甲苯调油 vs 化工经济性	7
图表 10 二甲苯调油 vs 化工经济性.....	7

一、三月以来，PX2405 合约快速下跌

进入三月以来，PX 整体呈现出一波较为流畅的下跌趋势，PX 价格快速下跌引发市场关注，主力合约价格一度跌破 8300 元/吨。市场围绕的焦点无外乎是调油需求、累库幅度、交割逻辑等及几方面进行。尽管近期随着原油基本面数据改善，价格逐步走强，短期内有小幅带动 PX 价格回暖的趋势，但从盘面表现来看，整体涨幅明显弱于成本端。截至 2024 年 3 月 14 日，PX 收盘价主力合约收于 8458 元/吨。

图表 1 盘面行情回顾

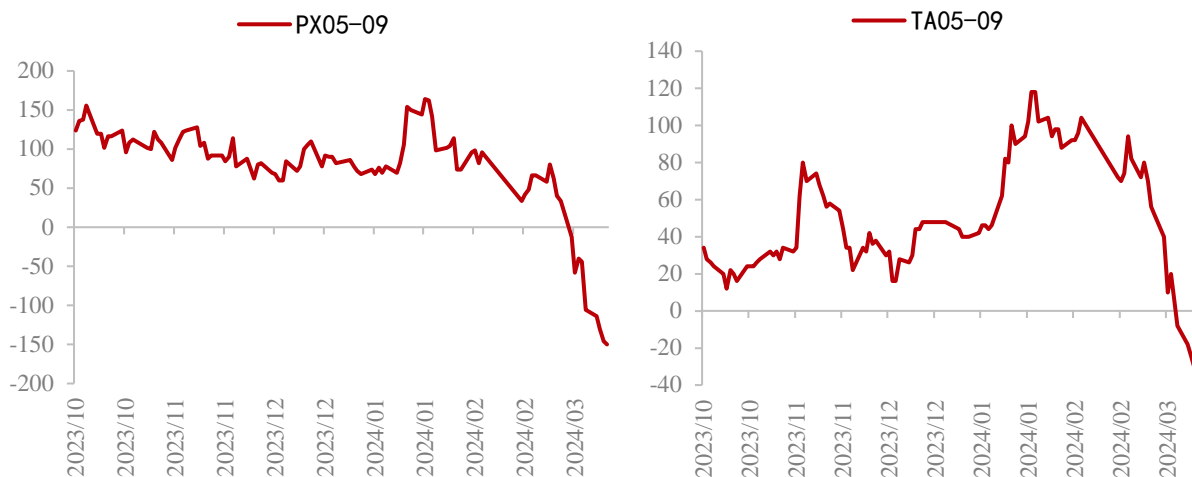


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

值得注意的是，PX2405-2409 的价差亦走弱明显，无论是处于 3 月初的价格下跌阶段，或是近期随成本端原油的反弹阶段，05 合约从盘面表现来看始终比 09 合约弱得多，期限结构也从 Back 结构变成 Contango 结构，同时压力也给到了 PTA。截至 2024 年 3 月 14 日，PX2405-2409 价差已跌至-150 元/吨。

图表 2 PX2405-PX2409

图表 3 PTA2405-PTA2409

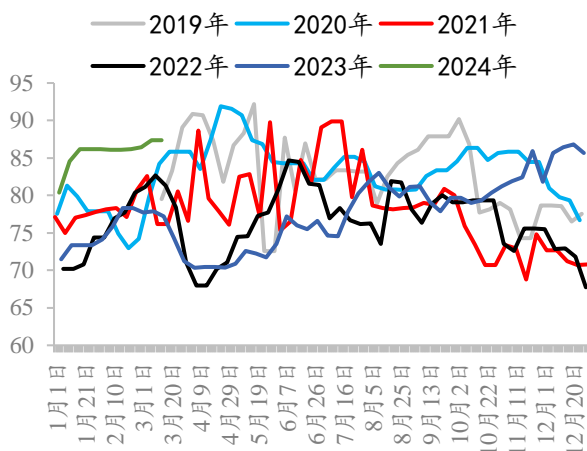


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

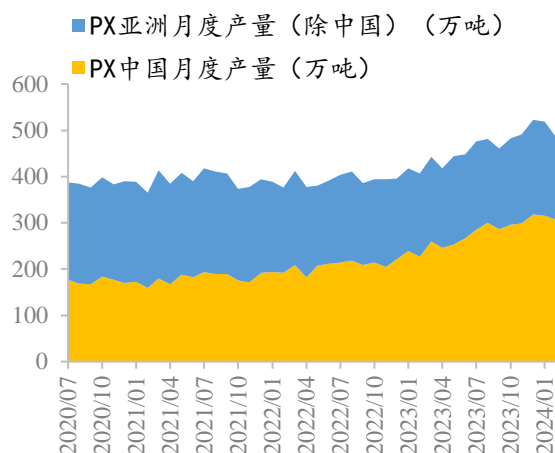
二、开工始终维持高位，近端宽松格局未变

尽管市场均知道，今年已经到了PX产能投放的末期，根据计划2024年至2026年仅有裕龙石化和华锦阿美两套装置将投放。但是自去年四季度以来，我国国内乃至亚洲地区的PX开工负荷均处于历年同期的高位，尤其是2月份以来基本维持在85%以上的开工负荷，而亚洲则基本在77%以上的水平，而下游PTA的开工负荷表现相对中性，再往终端看，今年聚酯春节后的复工节奏和进程明显是不及市场预期的，同样造成了原料端整体累库较为明显。

图表 4 中国PX负荷表现

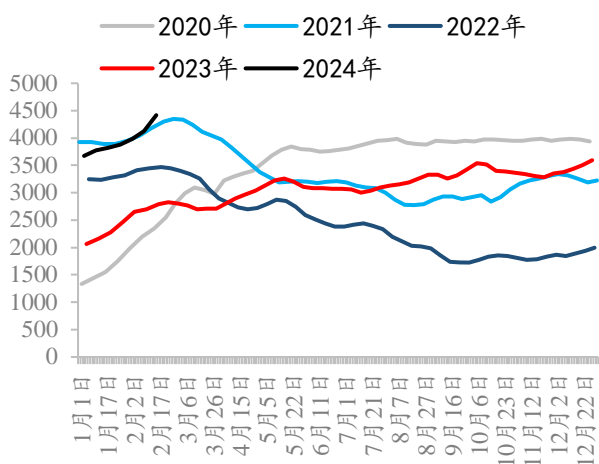


图表 5 亚洲和中国PX月度产量

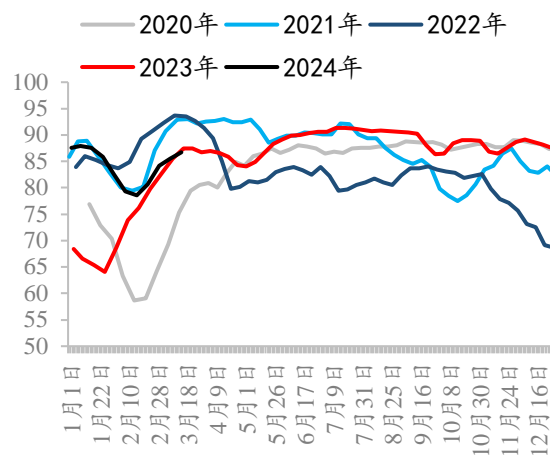


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 6 PTA 库存表现



图表 7 聚酯负荷表现

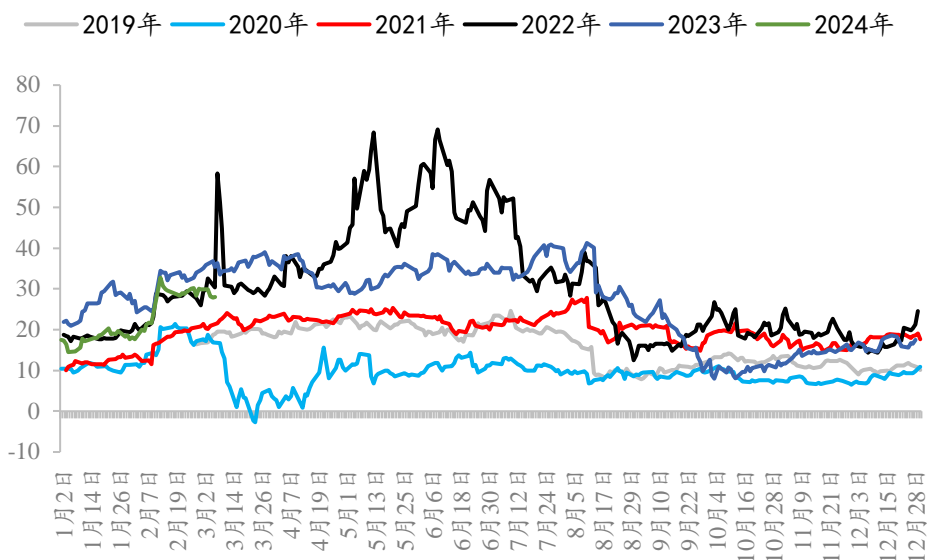


数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

三、调油预期暂未兑现，能否反映在 05 合约上存疑

2022 年俄乌冲突后引起全球油品贸易物流变动，调油逻辑主导芳烃价格走势。2023 年市场在 2 季度同样有过一轮调油的交易，叠加当时成本原油端还算配合，芳烃价格同样在二季度表现尚可。今年来看，虽然调油预期仍存，但是整体预期表现幅度会较弱。从近期汽油裂解价差的表现来看，甚至有呈现出下滑的趋势，数值亦处于近两三年偏低的位置，同时美国辛烷值有所回落，短期调油需求难以驱动芳烃价格。从 05-09 价差来看，若是调油方面有驱动的话基本更能反映在 05 合约上，从先前持续维持的 Back 结构也能看出来，尤其是在 1 月初，市场传部分日韩部分芳烃运往美国时，调油预期就渐起，也能看到当时 05-09 合约价差持续走强，而目前持续走弱或也有预期落空的表现。

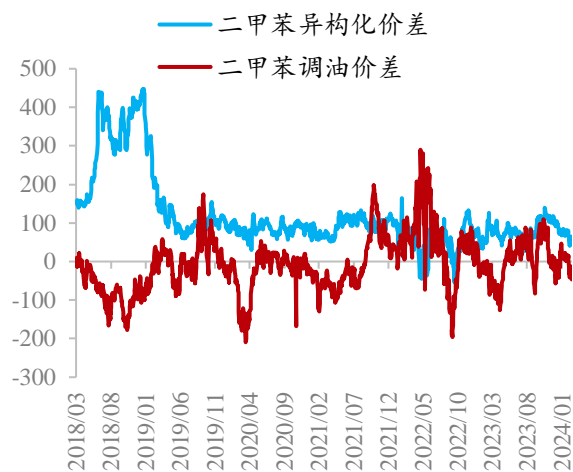
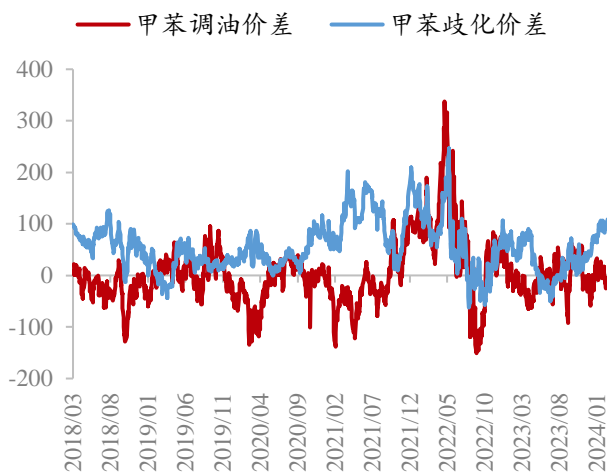
图表 8 汽油裂解价差走势



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 9 甲苯调油 vs 化工经济性

图表 10 二甲苯调油 vs 化工经济性



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

四、交割逻辑同样压制近月价格

随着 05 合约首次交割的临近,市场也在逐步关注 PX 的首次交割。对于该品种而言,交割方面,市场担忧 05 受到交割时的集中交货压制。同时, PX 的交割也具备一定的特殊性:一是根据交易所公布的交割规则, PX 的仓储费用较高,具体为 3 元/吨·天,按

照 5-9 合约的期限，约 120 天，那么仓储费用就达到 360 元/吨，还未考虑到出入库费用、质检费用、资金成本等各方面，总体来看，期货成交相对一般，工厂和贸易商接货积极性不足；二是 PX 属于危化品，易燃，储存时应远离火种及热源，需要保温、防止泄漏。因此首次交割的情况下，买方相对谨慎，自然容易缺乏多头力量。三是短途运输成本较高，买方从交割库运至目的地的成本较高，多头承接能力有限。导致部分市场参与者通过反套进行操作，05-09 价差持续走弱。

五、总结与展望

展望后市，我们其实是预计下跌空间相对有限的，一方面是目前原油价格坚挺，又重回 80 美元/桶大关，绝对价格高位，PX 有成本端支撑。另一方面，3-6 月的传统检修季国内外的装置检修有明显增加，叠加 PTA 台化、仪征化纤 450 万吨装置或于三月底四月初投放，边际带动 PX 需求增量，所以供需平衡来看，4、5 月份应该是有较为可观的去库幅度。不过后续还需要关注一是原油价格走势，毕竟地缘政治冲突依然持续影响油品价格表现；二是需要密切关注今年调油行情会如何演绎；三是临近交割对于 PX 价格的影响。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。