

PX 基本面难言乐观，逢高沽空思路对待

2024 年 10 月 11 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

联系人

吴森宇

F03121615

wusy@xzfutures.com

● 报告摘要

三季度，PX 价格基本呈现单边下行的趋势。主力合约收盘价由最高 8768.00 元/吨下降至最低 6734.00 元/吨，连续打破上市以来的新低的价格。在此期间，PX 的基差和月差也持续表现偏弱。

假期期间，原油由于地缘冲突激化大涨和国内经济情绪修复，PX 也随着原料上涨但加工费有所缩窄。其中原料端石脑油从 657 上涨 48 美元至 705 美元/吨，PX 从 899 上涨 23 美元至 923 美元，但涨幅明显不及成本端表现。近期随着原油陷入震荡格局，PX 涨势也明显放缓。

展望后市，我们认为四季度 PX 基本面难言乐观，逢高沽空思路对待。从基本面来看，随着传统汽油消费旺季的结束，导致汽油裂解价差走弱以后，亚洲芳烃估值加速走弱，目前裂解价差低位徘徊，PXN 重回 250 美金以上水平面临压力。同时，尽管今年 PX 处于新增产能投放真空期，但在亚洲及国内装置高负荷运行情况下，今年国内 PX 产量增长速率较高。目前来看，短流程装置 MX 异构化效益依然较好。近期 PX-MX 价差持续上行，目前基本上已经维持在 110 美元/吨附近，目前区域内的 MX 调和汽油暂无明显需求及跨预期的价差都没有明显优势的情

况下，MX 可能依旧以化工生产为主，短流程开工维持高位，叠加四季度进口量或环比回升。整体看 PX 面临的供应压力仍是较大，近期 PTA 计划外检修略有增加，开工率环比小幅度下行，需求环比走弱。因此，若是后续 PX 高开工情况没有出现明显下调，短期受到宏观情绪转暖后的修复性反弹之后可能基于基本面存在再度下行的压力，操作策略上逢高沽空为主。而风险点在于一是原油端的价格波动，如近期反复的地缘冲突、突发的飓风影响等等，原油的波动对于 PX 存在一定方向上的指引，但是振幅不及原油；二是九月底宽货币政策的出台有助于提振需求，传导至实体存在时滞，实际刺激效果有待观察。

目录

一、行情回顾：成本&供应压制，PX 价格持续下行	4
二、行情展望：基本面难言乐观，逢高沽空思路对待.....	5
2.1 汽油旺季对调油市场的影响弱化	5
2.2 PX 开工或延续高位，供应压力仍存	7
2.3 四季度进口量或环比回升	9
三、总结.....	10

图表目录

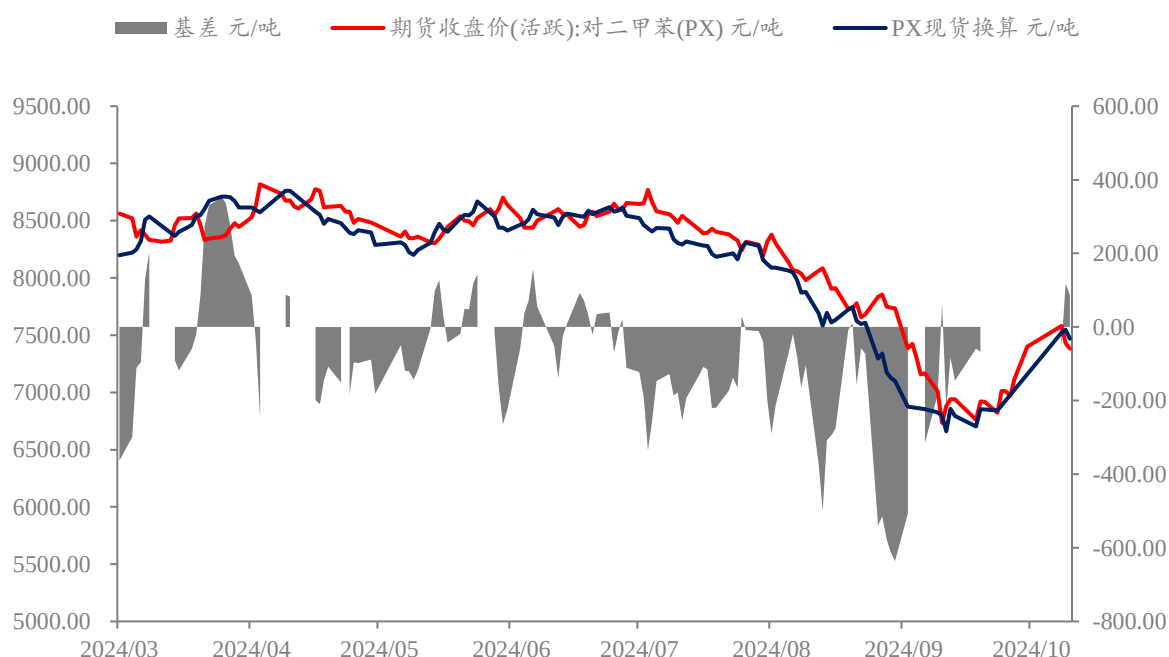
图表 1 行情回顾.....	4
图表 2 原油价格走势.....	5
图表 3 新加坡辛烷值价值.....	5
图表 4 汽油裂解价差季节性.....	6
图表 5 汽油裂解价差和 PXN.....	7
图表 6 PX 国内负荷.....	7
图表 7 PX 亚洲负荷.....	8
图表 8 PX-MX.....	8
图表 9 PX 进口数量当月及同比.....	9
图表 10 2024 年 1-8 月 PX 进口分布.....	9

一、行情回顾：成本&供应压制，PX 价格持续下行

三季度，PX 价格基本呈现单边下行的趋势。主力合约收盘价由最高 8768.00 元/吨下降至最低 6734.00 元/吨，连续打破上市以来的新低的价格。在此期间，PX 的基差和月差也持续表现偏弱。主因在于一方面，自 7 月以来，日本加息及美联储降息预期使油价承压，成本支撑转弱明显，带动 PX 价格重心下移；另一方面，检修装置回归后，三季度供需表现偏宽松，PX 自身供需面较差带动价格下跌。8 月中下旬，中东地缘局势不稳定，原油需求前景有所缓和，跌势放缓，8 月底至 9 月中旬，宏观环境较弱，且 OPEC+ 的减产计划反复，叠加原油需求较弱的基本面没有改变，国际油价跌至 33 个月内低点，PX 持续下行。直至 9 月下旬，国内宏观政策集中释放，权益市场行情火爆，带动市场做多氛围浓厚，商品反弹，成本及宏观驱动 PX 反弹。

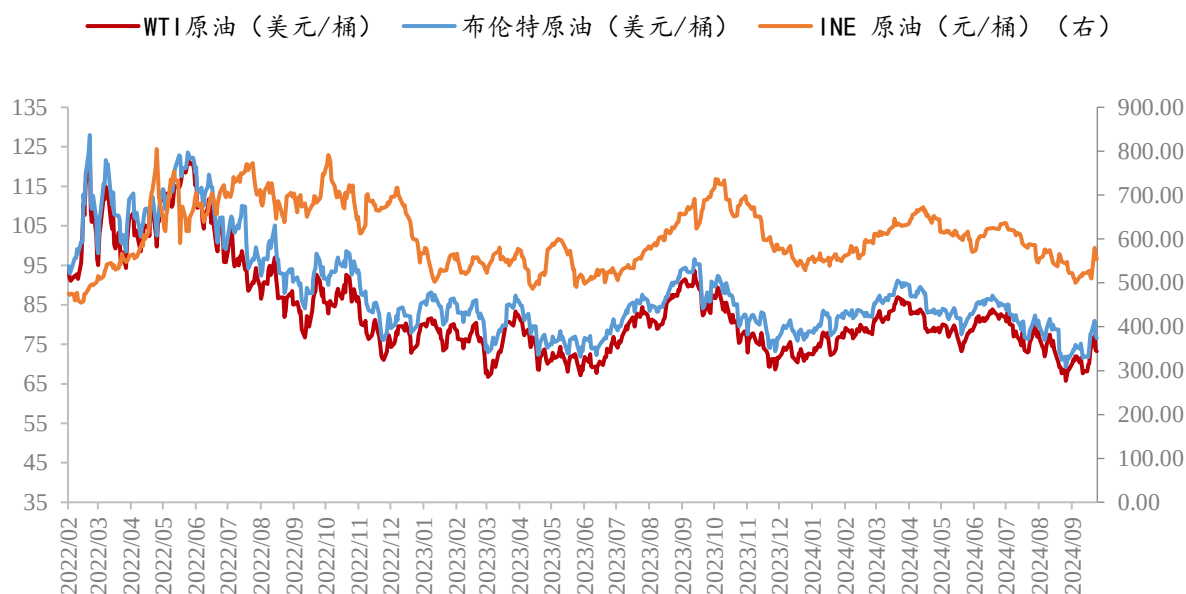
假期期间，原油由于地缘冲突激化大涨和国内经济情绪修复，PX 也随着原料上涨但加工费有所缩窄。其中原料端石脑油从 657 上涨 48 美元至 705 美元/吨，PX 从 899 上涨 23 美元至 923 美元，但涨幅明显不及成本端表现。

图表 1 行情回顾



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 2 原油价格走势



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

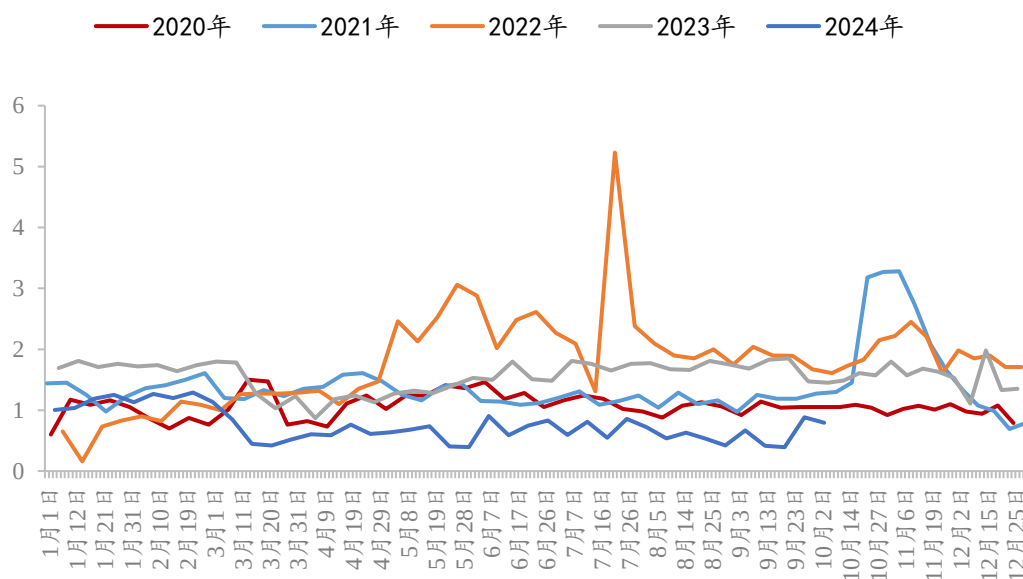
二、行情展望：基本面难言乐观，逢高沽空思路对待

2.1 汽油旺季对调油市场的影响弱化

2022 年 2 月俄乌战争爆发，全球原油和成品油产出开始缩紧，当年夏季因美国芳烃调油短缺，亚洲芳烃调油用料大量往北美增加运输量，导致亚洲出现阶段性化工芳烃原料的短缺。这一轮行情之后，每年夏季汽油需求高峰来临之前，化工好像都要讲一下芳烃调油逻辑。但从今年三季度的表现来看，是近几年调油最弱的季节性。

从观测数据上看，今年的亚洲汽油辛烷值相对价值低于 2022 和 2023 年夏季之前水平。而且今年亚洲辛烷值相对价值从 1 月开始是一路走低的，纵观 2022 和 2023 年同期，上半年的辛烷值相对价值都是一路走高的，侧面反映今年的亚洲汽油调油组分不像往年出现明显缺口。

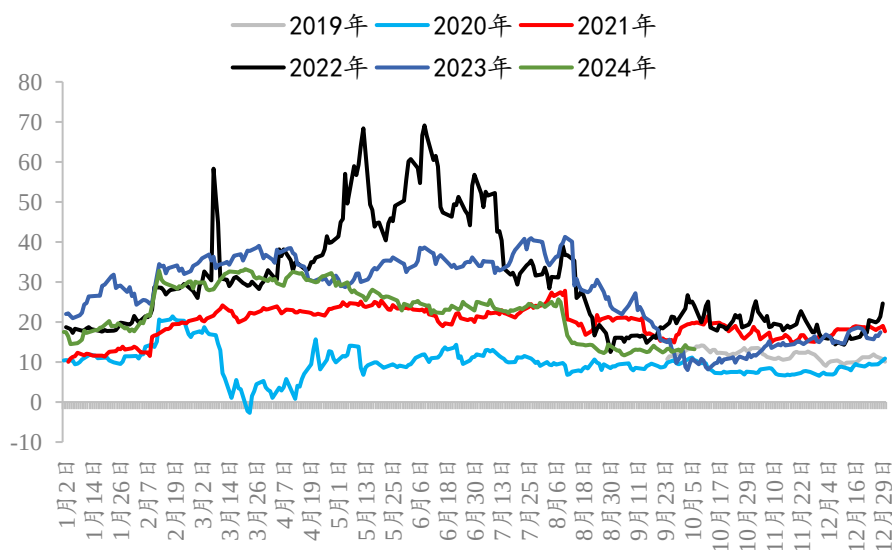
图表 3 新加坡辛烷值价值



数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

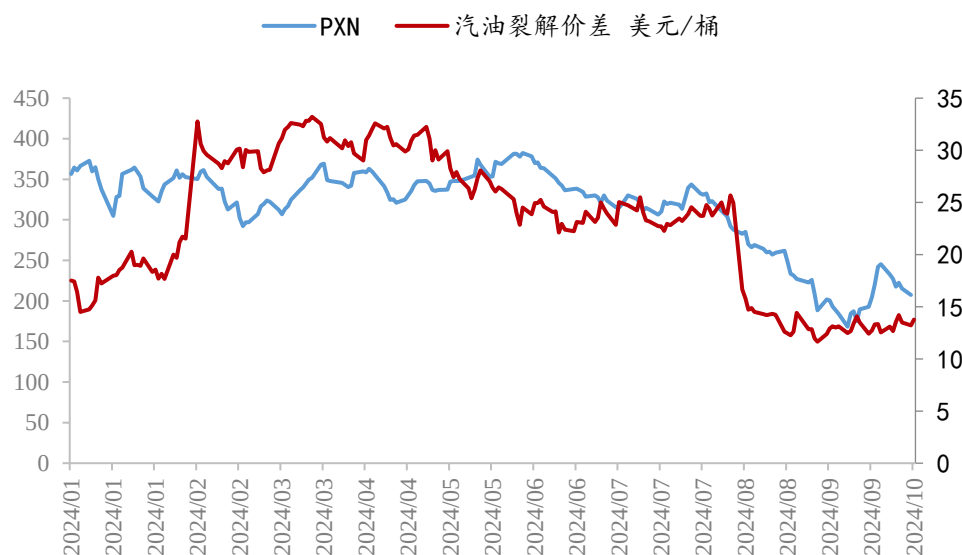
从估值角度看，在日韩现货趋宽松的背景下，PXN 跟随汽油裂解价差由 343 美元/吨一路跌至 168 美元/吨。PXN 估值压缩和前两年相似的点在于都是和汽油裂解价差同步走弱，反应调油需求弱化后估值溢价的消退。但值得注意的是，汽油裂解价差对比往年同期都表现更弱得多，因此 PXN 难以得到明显支撑，也大幅度下挫。目前随着传统出行旺季结束，汽油裂解价差低位徘徊，PXN 重回 250 美金以上水平面临压力。

图表 4 汽油裂解价差季节性



数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

图表 5 汽油裂解价差和 PXN

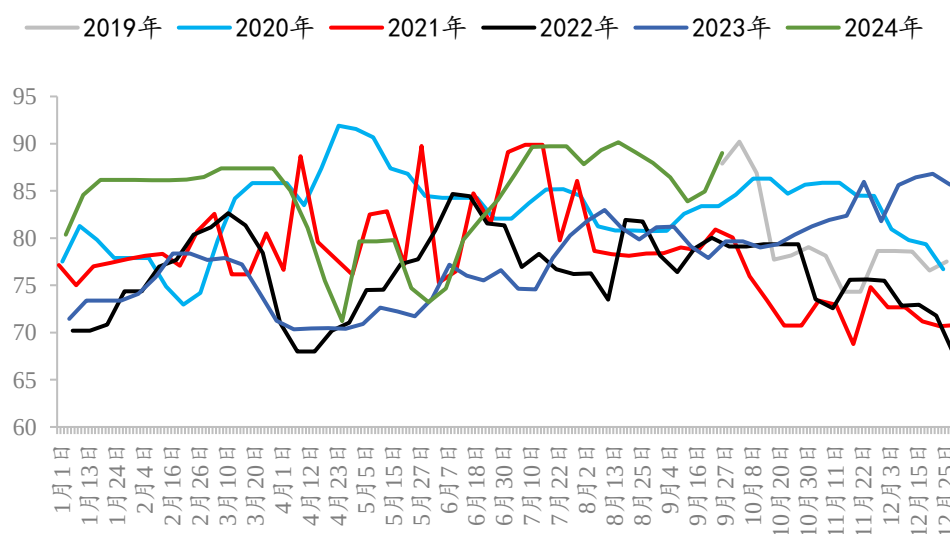


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

2.2 PX 开工或延续高位，供应压力仍存

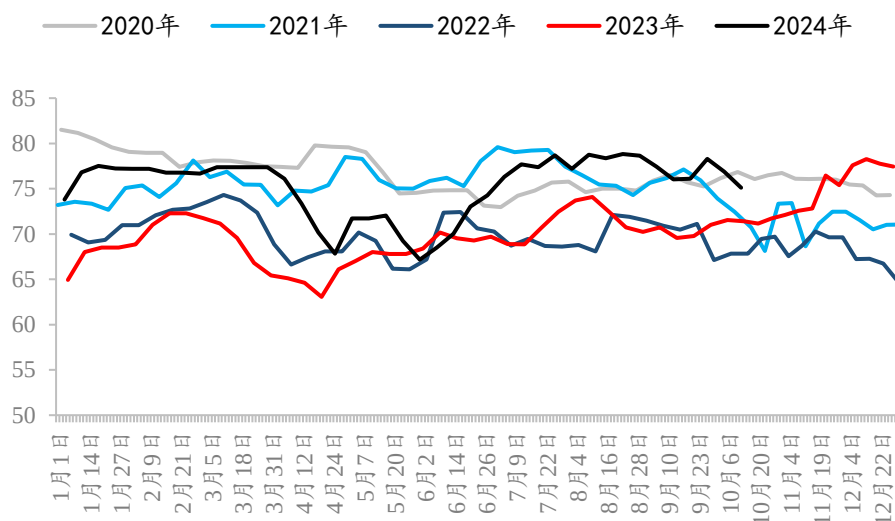
尽管今年 PX 处于新增产能投放真空期，但在亚洲及国内装置高负荷运行情况下，今年国内 PX 产量增长速率较高。据统计，2024 年 1-9 月 PX 国内产量合计 2769.69 万吨，累计同比增速 17.24%。2024 年 1-9 月 PX 亚洲产量合计 4567.35 万吨，累计同比增速 14.36%。

图表 6 PX 国内负荷



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

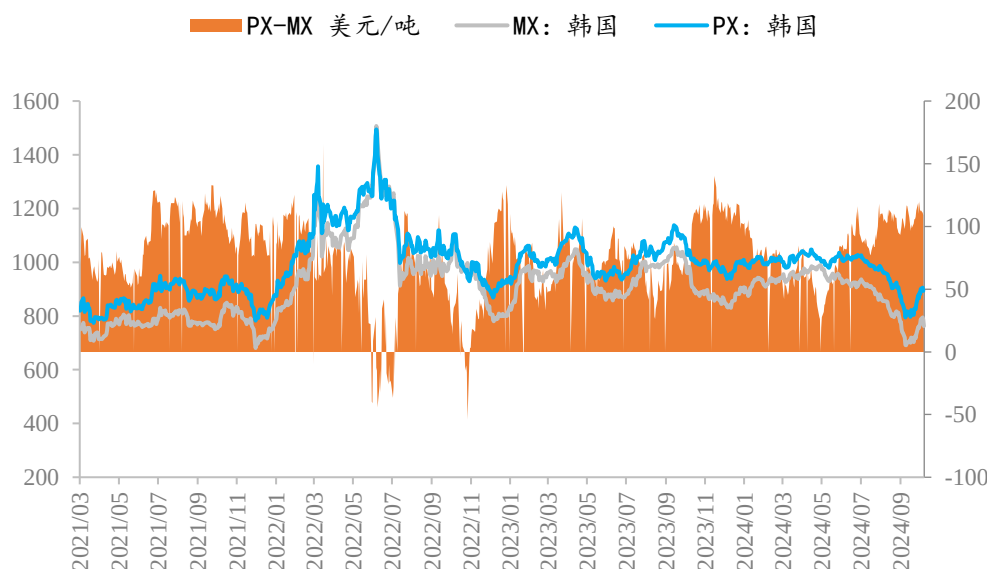
图表 7 PX 亚洲负荷



数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

由于调油利润下降，海外日韩 PX 短流程装置开工同样在三季度明显提升。目前来看，短流程装置 MX 异构化效益依然较好。近期 PX-MX 价差持续上行，目前基本上已经维持在 110 美元/吨附近，处于年内相对高位，生产处于理论盈利的状态，目前区域内的 MX 调和汽油暂无明显需求及跨预期的价差都没有明显优势的情况下，MX 可能依旧以化工生产为主，短流程开工维持高位。

图表 8 PX-MX

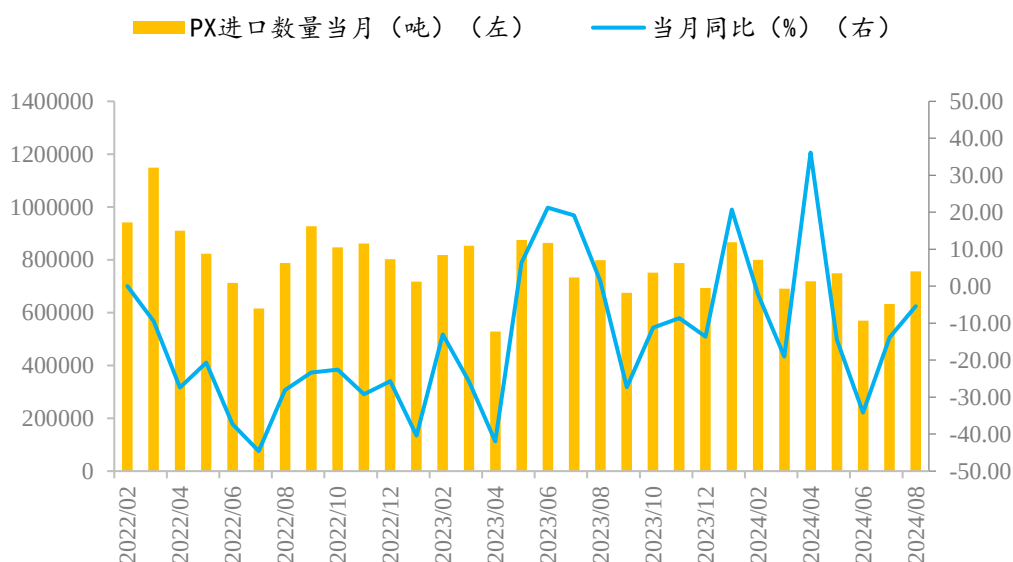


数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

2.3 四季度进口量或环比回升

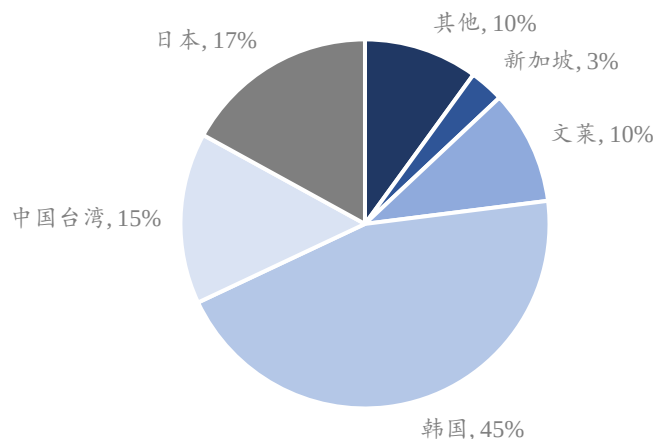
根据海关总署最新数据，2024 年 8 月中国 PX 进口 75.60 万吨，较上月增加 12.38 万吨，涨幅 19.58%。2024 年 1-8 月，PX 进口量合计 578 万吨，进口依赖度 20.3%。三季度和海外日韩 PX 开工率提升同步的还有国内 PX 进口量的提升。四季度来看，由于汽油旺季结束，调油需求难有起色，叠加日韩短流程装置开工或维持高位，四季度进口量或环比回升。

图表 9 PX 进口数量当月及同比



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 10 2024 年 1-8 月 PX 进口分布



数据来源：Wind、隆众资讯、iFind、兴证期货研究咨询部

三、总结

三季度，PX 价格基本呈现单边下行的趋势。主力合约收盘价由最高 8768.00 元/吨下降至最低 6734.00 元/吨，连续打破上市以来的新低的价格。在此期间，PX 的基差和月差也持续表现偏弱。

假期期间，原油由于地缘冲突激化大涨和国内经济情绪修复，PX 也随着原料上涨但加工费有所缩窄。其中原料端石脑油从 657 上涨 48 美元至 705 美元/吨，PX 从 899 上涨 23 美元至 923 美元，但涨幅明显不及成本端表现。近期随着原油陷入震荡格局，PX 涨势也明显放缓。

展望后市，我们认为四季度 PX 基本面难言乐观，逢高沽空思路对待。从基本面来看，随着传统汽油消费旺季的结束，导致汽油裂解价差走弱以后，亚洲芳烃估值加速走弱，目前裂解价差低位徘徊，PXN 重回 250 美金以上水平面临压力。同时，尽管今年 PX 处于新增产能投放真空期，但在亚洲及国内装置高负荷运行情况下，今年国内 PX 产量增长速率较高。目前来看，短流程装置 MX 异构化效益依然较好。近期 PX-MX 价差持续上行，目前基本上已经维持在 110 美元/吨附近，目前区域内的 MX 调和汽油暂无明显需求及跨预期的价差都没有明显优势的情况下，MX 可能依旧以化工生产为主，短流程开工维持高位，叠加四季度进口量或环比回升。整体看 PX 面临的供应压力仍是较大，近期 PTA 计划外检修略有增加，开工率环比小幅度下行，需求环比走弱。因此，若是后续 PX 高开工情况没有出现明显下调，短期受到宏观情绪转暖后的修复性反弹之后可能基于基本面存在再度下行的压力，操作策略上逢高沽空为主。而风险点在于一是原油端的价格波动，如近期反复的地缘冲突、突发的飓风影响等等，原油的波动对于 PX 存在一定方向上的指引，但是振幅不及原油；二是九月底宽货币政策的出台有助于提振需求，传导至实体存在时滞，实际刺激效果有待观察。

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。