PX05-09 价差复盘与展望

2025 年 3 月 14 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

春节假期结束后，PX 市场开启单边下行行情。进入二月中旬以来，其价格快速回落引发市场关注，主力合约价格一度跌至 6658 元/吨（2025 年 3 月 7 日数据），创近三个月价格新低，较 2 月中旬累计跌幅达 12.7%。此轮下跌行情主要受三重压力共振：**成本塌陷压力加剧，**国际原油受 OPEC+按计划增产及俄乌局势缓和影响，布伦特原油价格中枢下移，PXN 价差持续压缩至 211 美元/吨附近；**供应压力居高不下，**国内开工率维持 85%高位，叠加 PTA 装置集中检修（3 月检修量超 1000 万吨），导致 PX 需求边际转弱，供需矛盾持续激化。**累库预期强化，**2 月 PX 社会库存攀升至 522 万吨，创近三年同期新高。当前市场焦点主要集中在调油需求季节性变化、行业高负荷运行带来的累库压力、以及 5 月份临近交割月的期现博弈逻辑等方面进行交易。

同时关注到，随着 PX 价格持续下行，5-9 合约价差同样自二月中旬以来持续走弱，二者价差自 14 元/吨持续走弱至最低近-170 元/吨。既体现近月累库压力未解，也暗示市场对接下来的去库周期开启仍存分歧。我们考虑到尽管维持原油今年重心下移的观点不变，但是由于原油短期波动较为剧烈，且

经历了一波较为顺畅下跌后可能存在估值修复的可能，又因 PX 是油品化工，受原油波动影响较强，此时单边参与难度较大，5-9 合约价差修复或是阶段性机会：一方面，季节性检修预期，二季度亚洲 PX 装置进入春检周期（如中海油惠州、扬子石化等），4-5 月产量环比下降，金三银四传统旺季需求改善，叠加调油存在一定预期，芳烃调油或有一定需求，库存或阶段性去化；另一方面，目前价差持续压缩至相对较低的位置，二者价差短期进一步压缩空间有限。

风险分析：宏观方面波动；原油大幅下挫；春检不及预期。

目录

一、节后归来，PX 价格破位下跌 4
二、5-9 价差走势复盘 5
三、总结与展望 10

图表目录

图表 1 期货盘面行情回顾 4
图表 2 PX 期现及基差走势 4
图表 3 PX5-9 价差 5
图表 4 2024 年 PX 05-09 价差走势及 PTA05-09 价差走势 6
图表 5 PX 国内负荷情况 7
图表 6 PX 亚洲负荷情况 7
图表 7 PX 检修计划 8

一、节后归来，PX 价格破位下跌

春节假期结束后，PX 市场开启单边下行行情。进入二月中旬以来，其价格快速回落引发市场关注，主力合约价格一度跌至 6658 元/吨（2025 年 3 月 7 日数据），创近三个月价格新低，较 2 月中旬累计跌幅达 12.7%。此轮下跌行情主要受三重压力共振：

1、成本塌陷压力加剧：国际原油受 OPEC+按计划增产及俄乌局势缓和影响，布伦特原油价格自 2 月中旬的 83 美元/桶跌至 3 月上旬的 76 美元/桶，地缘溢价回吐导致石脑油-MX-PX 全产业链成本中枢下移，PXN 价差持续压缩至 211 美元/吨附近。

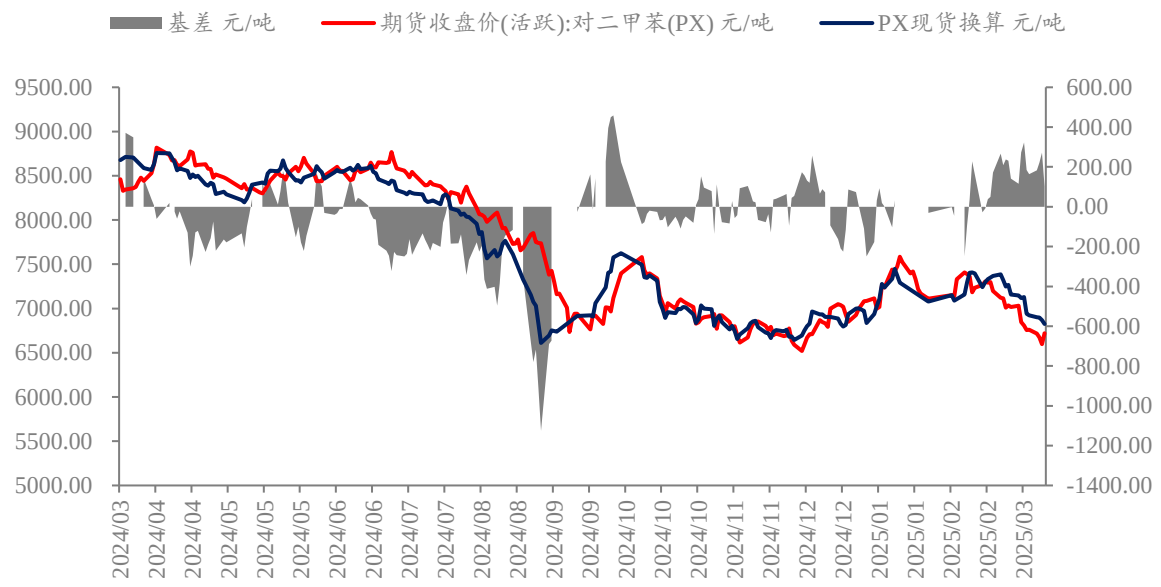
2、供应压力居高不下：尽管 3 月进入春检周期（涉及中海油惠州、扬子石化等装置），但当前亚洲 PX 开工率仍达 76.9%，国内开工率维持 85%高位，叠加 PTA 装置集中检修（3 月检修量超 1000 万吨），导致 PX 需求边际转弱，供需矛盾持续激化。

3、累库预期强化：据卓创数据显示，2 月 PX 社会库存攀升至 522 万吨，创近三年同期新高，仓单数量增至 547 张，现货贴水结构加深至 700 元/吨，反映出近月交割压。

图表 1 期货盘面行情回顾

数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 2 PX 期现及基差走势



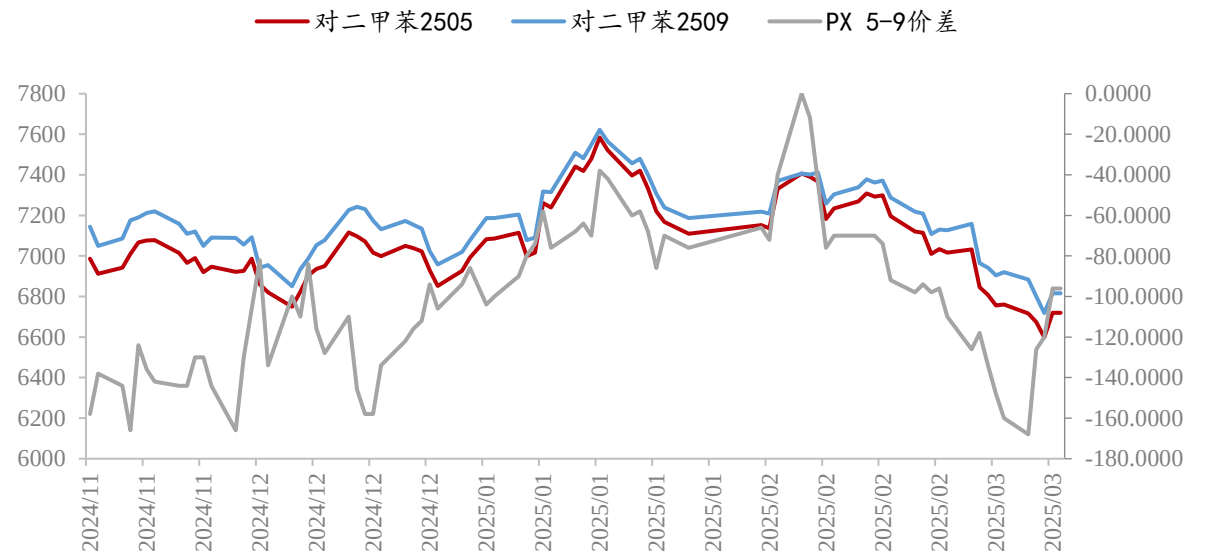
数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

二、5-9 价差走势复盘

当前市场焦点主要集中在调油需求季节性变化、行业高负荷运行带来的累库压力、以及 5 月份临近交割月的期现博弈逻辑等方面进行交易。

一是调油需求博弈，虽一季度美国调油需求存在季节性支撑，但国内新能源替代加速导致汽油消费达峰，调油逻辑对 PX 估值提振效应显著弱化 。二是期现收敛预期，随着 5 月合约临近交割，基差修复动能增强，但当前期货深度贴水结构（基差 300 元/吨）反映市场对现货流动性压力仍有担忧。 三是跨期价差异动，5-9 合约价差自 2 月中旬 14 元/吨持续走弱至-170 元/吨，创合约上市以来极值，既体现近月累库压力未解，也暗示市场对后期去库周期开启仍存分歧。

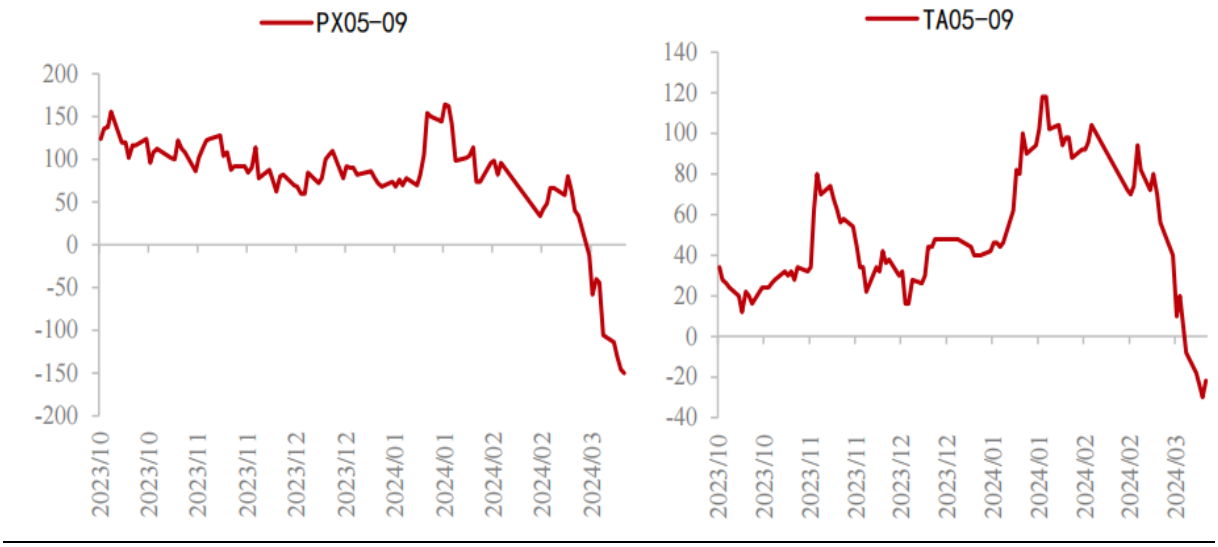
图表 3 PX5-9 价差



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

回顾 2024 年一季度行情会发现，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。

图表 4 2024 年 PX 05-09 价差走势及 PTA05-09 价差走势

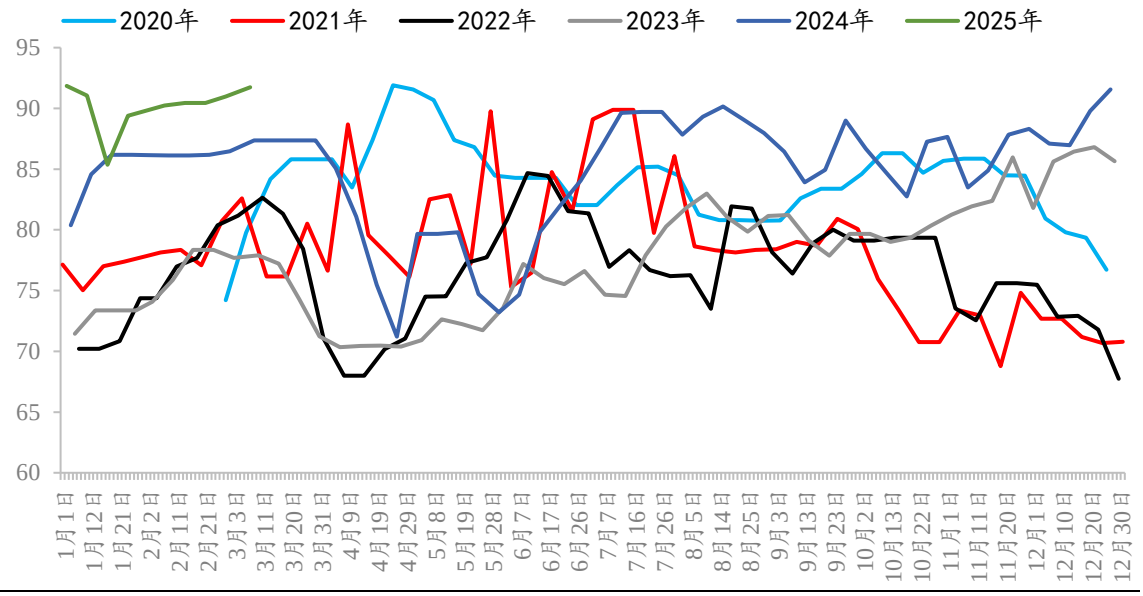


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

主要原因在于一是开工始终维持高位，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，

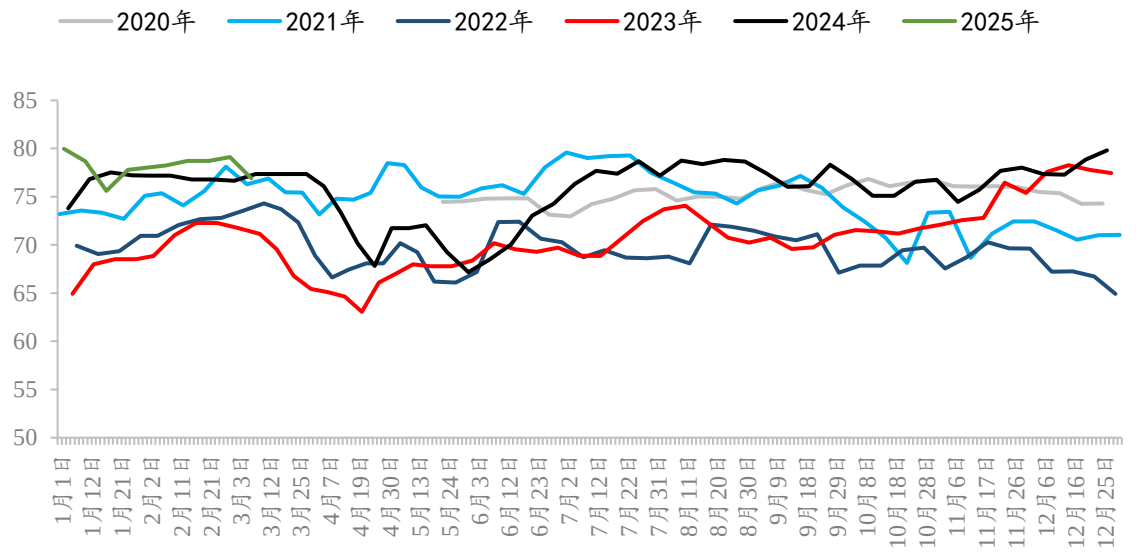
再往终端看，2024 年聚酯春节后的复工节奏和进程明显是不及市场预期的，同样造成了原料端整体累库较为明显，今年同样如此，负荷处于历年同期高位，而后期存在下降的预期，从亚洲角度来看，PX 负荷已有部分下降的情况。

图表 5 PX 国内负荷情况



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 6 PX 亚洲负荷情况



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

二是交割逻辑同样压制近月价格。2024 年市场关注 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。且网传大厂盘面交货，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。

今年来看，由于 PX 自身属性问题，仍有可能因为交割问题产生月差持续走弱的风险，但是目前距离交割仍有一段时间，随着检修落地叠加基本面环比改善，盘面正套参与或有一定空间。

图表 7 PX 检修计划

国家和地区	公司名称	产能（万吨）	装置变化动态
中国大陆	九江石化	90	2025年4月1日 - 5月26日
中国大陆	扬子石化	80	2025年3-4月计划检修45天
中国大陆	上海石化	65	2025年10月13日 - 12月7日
中国大陆	金陵石化	60	2025年11月1日 - 12月31日
中国大陆	浙江石化	250	有检修计划时间未定
中国大陆	中海油惠州	150	2025年3月计划检修2个月
中国大陆	福建泉州	140	2025年7-8月计划检修
中国大陆	中化泉州	80	2025年12月计划检修50天
中国台湾	福海创	160	初步计划2025年6-7月检修
中国台湾	CPC	40	2025年4月计划检修
韩国	韩国SK	72	2025年9月计划检修
韩国	S-OIL	40	2025年一季度计划检修
韩国	LOTTE	110	2025年4月中旬计划检修2个月
韩国	韩国韩华	120	2025年8月中旬计划检修2-6个月
日本	JX	38	2025年3月计划检修45-60天
日本	ENEOS	28	2025年9月计划检修45-60天
日本	出光	25	2025年5-6月计划检修90天
泰国	PTT	54	2025年二季度计划检修40天
新加坡	ThaiOil	77	2025年四季度计划检修40-55天
新加坡	ExxonMobil	53	2025年8-9月计划检修38天
马来西亚	马来西亚芳烃	55	2025年3月末-4月初计划检修1个月
印尼	Pertamina	27	2025年一季度计划检修1个月
沙特	Petro Rabigh	134	2025年二季度计划检修30-45天
中国大陆	盛虹炼化	70	2025年10-11月计划检修

数据来源：CCF、卓创资讯、隆众资讯、兴证期货研究咨询部

三、总结与展望

PX 市场在春节后经历大幅下跌行情，价格创近三个月新低，核心驱动来自成本、供需及库存的三重压力共振：国际原油因地缘局势缓和及 OPEC+增产导致成本塌陷（布油中枢跌至 76 美元/桶），叠加 PX 自身供应高位（国内开工率 85%、亚洲 76.9%）与 PTA 集中检修（3 月超 1000 万吨）引发的需求收缩，供需矛盾激化下社会库存攀升至 522 万吨的近三年新高，现货贴水加深至 700 元/吨，近月交割压力凸显。与此同时，5-9 合约价差自 14 元/吨走弱至-170 元/吨的历史低位，既反映近月累库压力未解，也隐含市场对后续去库节奏的分歧一方面，高仓储成本（约 360 元/吨）、危化品交割限制及 PTA 产业链传导压力抑制多头接货意愿；另一方面，二季度春检预期（如中海油惠州、扬子石化等装置检修）、旺季需求改善（“金三银四”终端纺织复苏）及芳烃调油需求季节性回升（北美原料流动）或推动供需边际好转，叠加原油短期超跌后估值修复可能，5-9 价差已具备一定安全边际，正套逻辑或随检修落地逐步兑现。然而，当前市场仍面临多重博弈：宏观层面需警惕美联储降息节奏、地缘冲突及国内政策力度对情绪的扰动；产业端若春检不及预期或调油需求弱于季节性规律，累库压力或延续至二季度。综合来看，PX 短期受交割逻辑及原油波动压制，但二季度供需改善驱动下，5-9 价差修复及价格企稳反弹的概率较大，建议关注原油企稳信号、调油需求兑现节奏及装置检修落地进展，谨慎参与近月单边行情，逢低布局正套策略。

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。