

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

12 月聚酯展望—— 原料暂时强势，关注下游节奏

观点摘要：

PX:

12 月，油价大概率继续偏弱震荡。PX 供应依旧高位；下游 PTA 检修计划不多，终端负荷尚有韧性，但下旬后季节性回落或不可避免。尽管 PX 供需矛盾并不突出，但成本端预期偏弱，预计 PX 价格区间震荡，PXN 价差缓慢回落为主。

PTA:

PTA 价格预计近强远弱。12 月 PTA 产量不高，随着 BIS 取消后，PTA 出口接单大幅好转，同时下游聚酯负荷有韧性，短期压力不大，然中长期来看需考虑原油供需过剩削弱成本支撑，产业远端季节性转弱。PTA 价格跟随原料波动为主。

MEG:

12 月 MEG 供需结构修复，呈现宽松平衡。预计 12 月 MEG 市场低位调整为主，港口显性库存推升过程中基差呈现趋弱，关注 MEG 装置临时变动和原料价格变化。

风险:

- 1、地缘事件
- 2、下游降负节奏

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

11 月国际原油价格呈震荡走弱态势。上旬，市场权衡供应过剩风险影响，且美国政府停摆有望结束，提振经济和需求预期，油价上涨。中旬，美国提出重启俄乌和平谈判的新计划，地缘风险担忧减弱，油价下跌。下旬，市场传闻乌克兰已经同意美国提出的俄乌新版和平协议，地缘缓和，油价偏弱震荡。

11 月 PX 成本供需博弈，PX 价格重心抬升。由于歧化效益不佳，PX 企业生产意愿降低，海外 PX 供应也收缩，而 PX 需求方面有支撑，特别是下游聚酯负荷高位坚挺。PX 不差的供需格局和脑油裂解价差缩窄使得 PXN 价差上涨，进而抬升 PX 绝对价格。

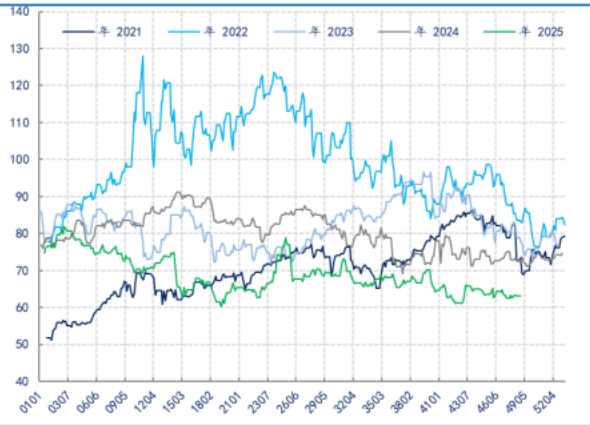
11 月，PTA 价格震荡上涨。在反内卷、关税缓和的大背景下，原料及自身供应结构不断优化，聚酯刚需韧性良好，印度 BIS 取消认证改善聚酯产业出口环境，使得 PTA 供需持续改善而去库。11 月原料价格坚挺，PTA 供需格局良好，供需预期改善，PTA 价格重心抬升。

11 月份，MEG 延续震荡下行趋势。月内油价煤价偏弱运行，MEG 成本端支撑不佳；供需方面，因效益和装置意外停车，且进口存减少预期，MEG 供应边际收缩，而聚酯负荷有韧性，供需由累库转向宽平衡，但远月累库预期压制，MEG 价格重心下移。

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、

图 3： 全球原油供需单位：百万桶/日

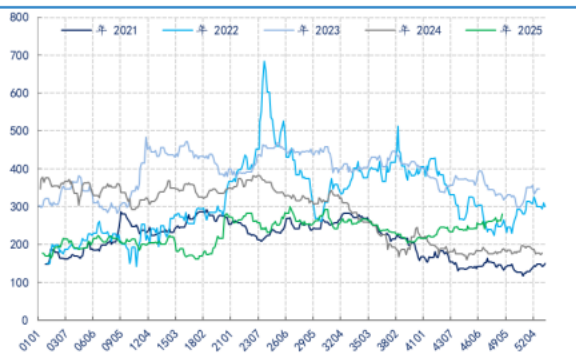
Liquids balance		4Q2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	y/y change	2024	2025
Demand		104.8	103.9	103.4	104.1	105.8	105.7	104.8	104.3	104.9	106.7	106.7	106.7	105.7	105.7	105.7	105.7	105.7	105.7	105.7	0.8	0.9	
OECD		46.2	45.9	45.2	45.4	46.1	45.8	45.0	45.2	46.1	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	0.1	0.2	
Non-OECD		58.6	58.1	58.2	58.7	59.5	59.6	59.8	59.3	59.7	60.6	60.8	60.8	60.1	60.1	60.1	60.1	60.1	60.1	60.1	0.9	1.1	
Non-OPEC supply		71.3	72.2	71.0	71.3	71.7	71.5	71.4	71.1	71.5	71.9	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5	1.2	0.1	
USA		21.1	20.9	21.0	21.2	21.2	21.2	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	0.3	0.0	
Russia		10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	0.0	0.0	
OPEC NGLs/condensate		5.6	5.5	5.7	5.8	5.8	5.9	5.8	5.8	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	0.3	0.1	
Call on OPEC crude		25.8	26.2	24.7	25.0	26.3	26.3	25.6	25.3	25.5	26.8	27.2	26.2	26.2	26.2	26.2	26.2	26.2	26.2	26.2	0.6	0.6	
OPEC crude		30.0	29.5	30.1	30.1	30.0	30.0	30.0	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9	0.5	0.2	
Implied balance		4.2	3.3	5.4	5.1	3.7	3.7	4.4	4.5	4.3	3.0	2.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	1.2	0.8	
Misc to balance		- 1.9	- 1.8	- 2.0	- 2.2	- 2.3	- 2.4	- 2.2	- 2.5	- 2.6	- 2.7	- 2.9	- 2.7	- 2.7	- 2.7	- 2.7	- 2.7	- 2.7	- 2.7	- 2.7	0.4	0.4	
Stock change		2.3	1.5	3.3	2.9	1.4	1.3	2.2	2.1	1.7	0.3	0.2	1.0	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	0.7	1.2	

数据来源：新世纪期货、IEA

近期恐慌指数回落至低位水平，美股连续反弹回升，短线跌势已经解除，整体转入高位震荡。宏观情绪显著改善，为近期原油盘面也带来情绪支撑。地缘方面存在多空对峙的局面，利空点来自于俄乌和平谈判，利多则来自于委内瑞拉以及东欧管道运输，地缘反复加剧油价波动。原油自身基本面暂时没有大变化，汽柴油裂解大幅回落，成品端对原油的支撑力度弱化。即便美国炼厂开工回升，备战冬季取暖用油小高峰，但目前开工负荷已经提升至 92%，季节性增量空间已经兑现过半，需求端改善的逻辑在原油盘面很难有体现。此外，周日 OPEC+ 会议没有超预期结果出现，八国维持明年一季度暂停增产的决定。同时部长级会议批准了关于制定“最大可持续产能”评估机制，评估后的新产能将作为 2027 年产量基线参考，但暂时没有给出明确结果。基本面对原油的影响依然是中长期压制，尤其是在短线宏观或地缘有利空消息出现后，会加剧原油盘面跌势。

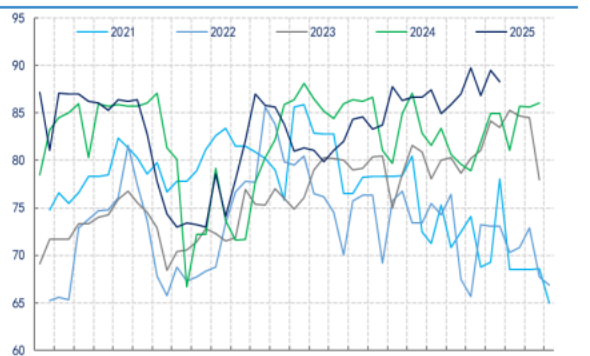
原油盘面大趋势依然是震荡下行，此前为原油盘面提供支撑的地缘因素，随着俄乌和平谈判的逐步推进，其支撑力度在逐步弱化，不过地缘因素的影响并未完全转空，还要警惕委内瑞拉方面的潜在风险。宏观层面利空压力解除，恐慌指数回落至低位，为原油短线提供情绪支撑。原油短线逻辑驱动的焦点依然在于地缘层面，预计 12 月布油在 57-67 美元/桶之间波动。

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：%



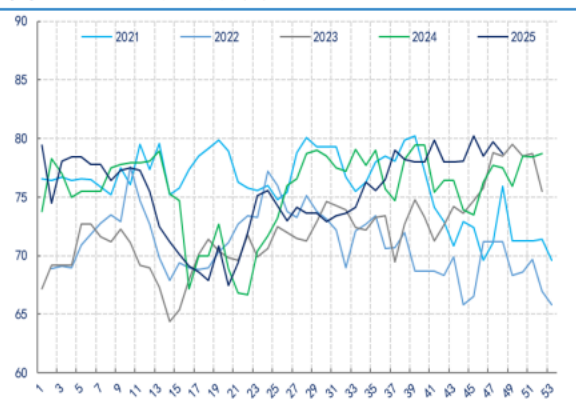
数据来源：新世纪期货、CCF

11 月，国内外 PX 装置负荷短暂回调后再度恢复至高位维持。至月底国内 PX 负荷升至 89.5% 的近六年高位。国内来看，月初福佳大化一条 70 万吨装置重启后国内负荷升至 88%，但月中受到上海石化装置短停以及中化泉州装置降负影响，国内 PX 负荷回调。下旬随着装置恢复，PX 负荷上升。同时月内受歧化效益不佳影响，盛虹和丽东

歧化装置都有降负，依靠 MX 补充，PX 负荷不受影响。海外部分装置波动降负。越南 NSRP70 万吨装置由于炼厂端检修，PX 负荷有所下滑。GS 同样因歧化效益不佳，下调装置开工，但因装置特性，PX 负荷降至 50%。

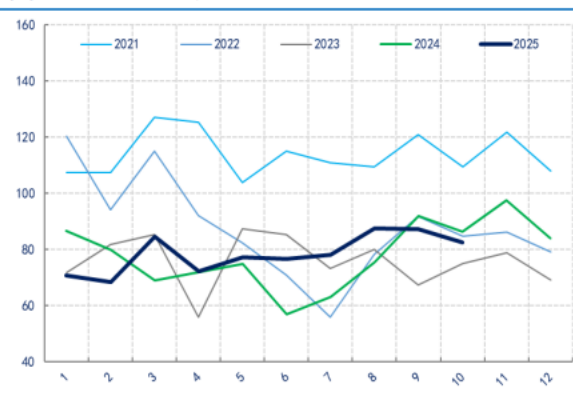
供应方面：11 月 PX 产量为 337 万吨，较 10 月产量增长 6 万吨。11 月福佳大化重启一条线，除却上海石化以及中化泉州短停和检修，其余装置均维持稳定开工，PX 产量继续上升。需求方面：11 月 PTA 产量 626 万吨，11 月 PX 进口量预估在 80 万吨左右。依此核算 11 月 PX 供需预计累库超 5 万吨。

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



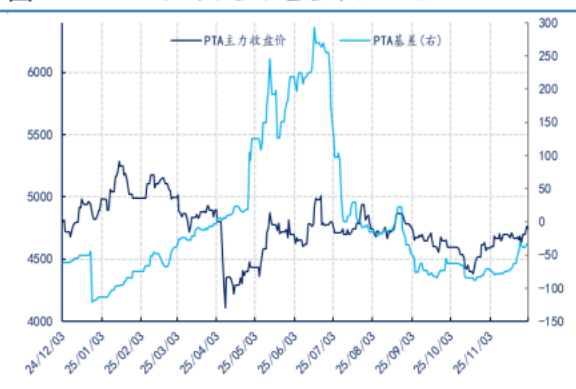
数据来源：新世纪期货、CCF

供需面来看，12 月在检装置仅有中化泉州和 GS，国内外 PX 开工还将维持在高负荷状态，PX 供应仍旧充足。并且 PX 交易进一步切换至春节，届时聚酯负荷大幅下滑，需求端松动，PX 供需转为累库。所以在高供应以及弱需求的格局下，预计 PXN 价差将有所回调。但考虑到 BIS 取消后，国内 PTA 和聚酯出口从需求环节给到 PX 支持，所以即使 PXN 价差回撤，走势预计相对平缓。

12 月，国际油价大概率继续偏弱震荡。供需方面，PX 供应依旧高位；下游 PTA 检修计划不多，终端负荷尚有韧性，但下旬后季节性回落或不可避免。尽管 PX 供需矛盾并不突出，但成本端预期偏弱，预计 PX 价格区间震荡，PXN 价差缓慢回落为主。

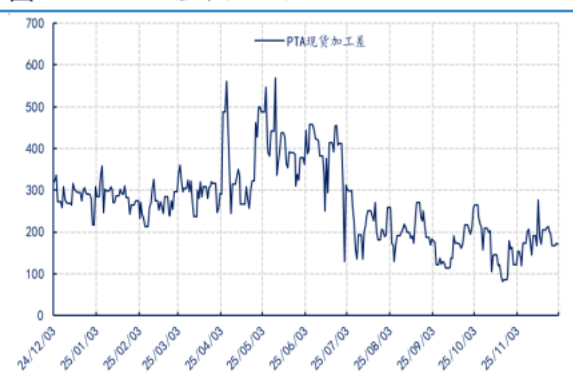
PTA:

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

11 月 PTA 装置检修增多，能投 100 万吨装置，英力士 110 万吨装置，虹港 250 万吨装置以及逸盛宁波 220 万吨装置检修，独山能源一期 250 万吨装置停车，另外中泰 120 万吨装置重启后负荷提升至满负。其他装置平稳运行。

11 月份国内 PTA 装置增加，独山能源开新停旧，能投，英力士，虹港，逸盛宁波等装置落实检修。11 月 PTA 产量在 626 万吨。外盘美金价格高位，进口量基本忽略，因此 11 月份国内 PTA 总供应量在 626 万吨。需求方面，11 月聚酯负荷维持在 91% 附近波动，11 月聚酯产量在 668 万吨附近，实际 PTA 消费量 571 万吨左右。11 月非聚酯

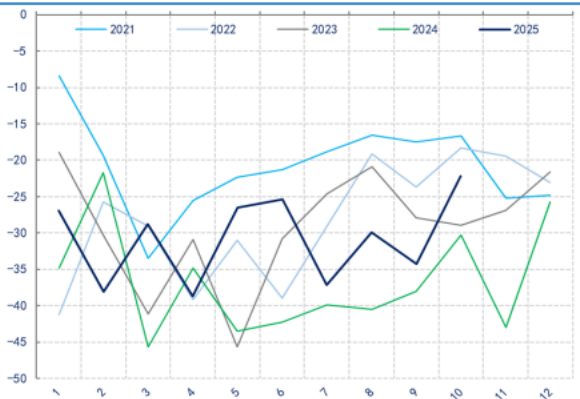
开工率偏稳，DOTP 负荷 6~7 成附近；PBT 偏稳，负荷维持在 5~6 成、PBAT 负荷 2 成附近，对 PTA 需求量在 24 万吨附近。11 月内外盘价差维持，随着印度 BIS 取消，PTA 出口接单好转，不过受船期影响，出口量主要在 12-1 月体现，11 月预计出口量 30 万吨上下。综合看，11 月国内 PTA 供需平衡。

图 10： PTA 上下游负荷单位：%



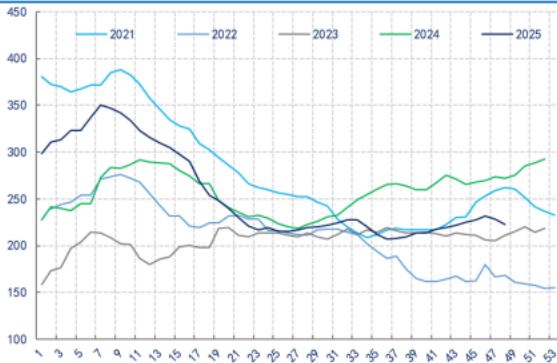
数据来源：新世纪期货、CCF

图 11： PTA 净进口量单位：万吨



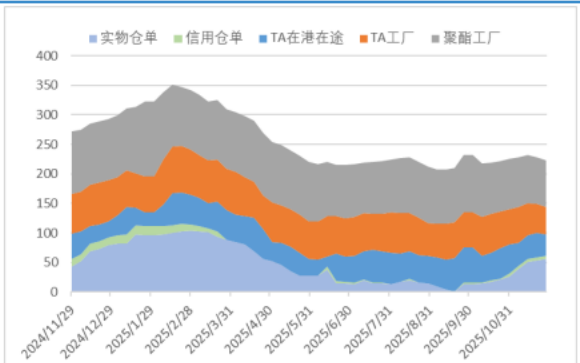
数据来源：新世纪期货、CCF

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

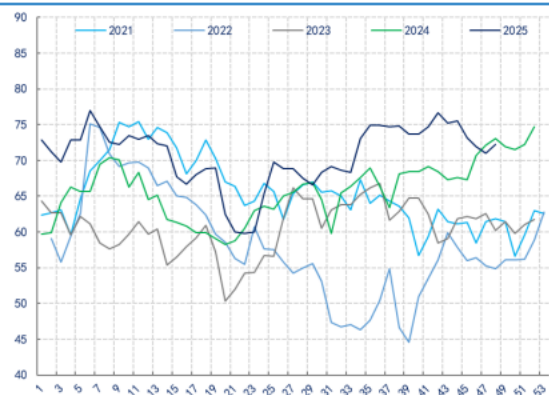
从成本端来看，国际油价大概率依然是震荡下行，随着俄乌和平谈判的逐步推进，其支撑力度在逐步弱化，不过地缘因素的影响并未完全转空，还要警惕委内瑞拉方面的潜在风险。11 月底 OPEC+会议没有超预期结果出现，八国维持明年一季度暂停增产的决定，为油价底部带来支撑，预计油价区间偏弱震荡。PX 方面，近期效益维持下 PX 开工率高位，不过受海外 PTA 装置检修影响，现货表现不如前期强势，不过没有大量累库下，效益的压缩空间也比较有限。而从 PTA 来看，12 月暂无装置计划检修，不过 11 月检修的能投，英力士，逸盛宁波预计要 12 月下重启，12 月 PTA 产量不高，12 月聚酯负荷暂时维持，随着 BIS 取消后，PTA 出口接单大幅好转，PTA 供需由累库预期转为去库，支撑 PTA 阶段性走强。

PTA 价格预计近强远弱。12 月 PTA 产量不高，随着 BIS 取消后，PTA 出口接单大幅好转，同时下游聚酯负荷有韧性，短期压力不大，然中长期来看需考虑原油供需过剩削弱原料支撑，产业远端季节性转弱。PTA 价格跟随原料波动为主。

MEG:

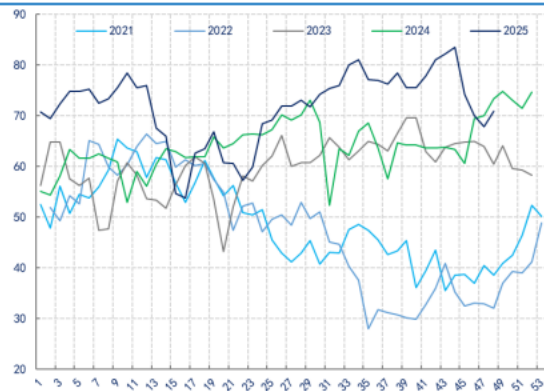
11月 MEG 供需持续呈现累库，整体幅度超 15 万吨。国内供应来看，月内榆林化学、中化学、正达凯等装置停车或降负检修，部分高成本的短流程装置降负运行，MEG 国产量缩量明显。11 月国内 MEG 产量在 184.1 万吨附近，环比上月减少 8.1 万吨。进口环节来看，海外 MEG 装置运行良好，整体供应宽裕。叠加印度反倾销影响，中东货源增量输送至中国市场。月内 MEG 外轮到货集中，沙特货抵港量呈现年内高位，预计 11 月进口量或超 70 万吨。需求方面，11 月聚酯平均负荷在 91% 附近，刚需支撑尚可。11 月聚酯产量在 668 万左右，聚酯对 MEG 的消耗量在 221.8 万吨附近。

图 14: MEG 整体负荷单位: %



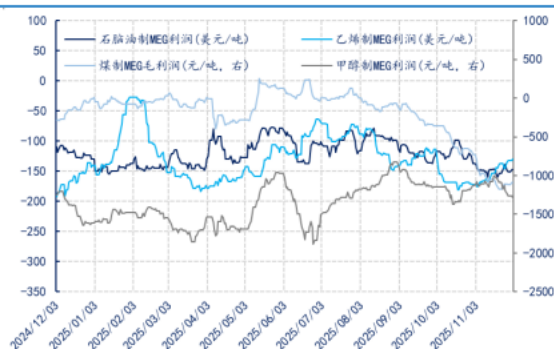
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 15: MEG 煤制负荷单位: %



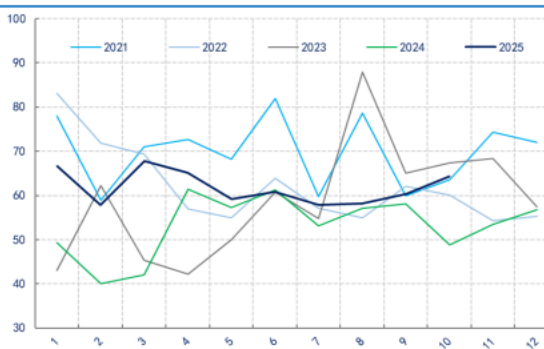
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 16: MEG 利润单位: 美元/吨、元/吨



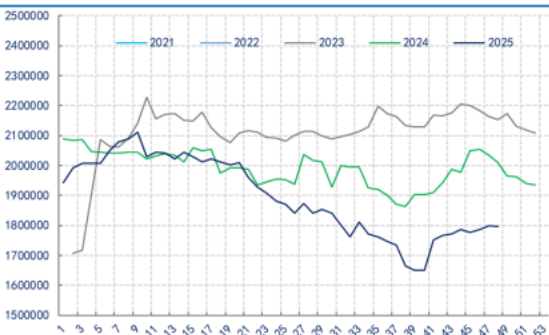
数据来源: 新世纪期货、CCF

图 17: MEG 净进口单位: 万吨



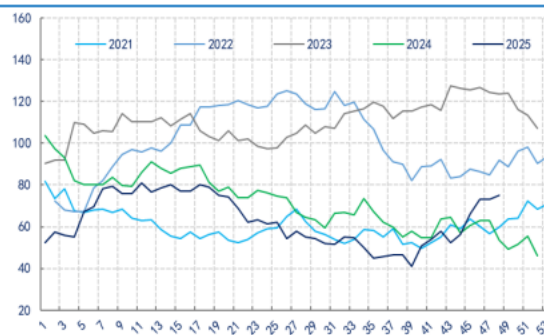
数据来源: 新世纪期货、CCF

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

12 月，国内供应方面，中化泉州、富德能源等装置执行年度检修，盛虹炼化装置中上旬起将继续维持单线开车。煤化工方面，随着中化学、兖矿、正达凯、红四方等装置恢复生产，合成气制月度产量将较 11 月回升明显。另外，EO 出货欠佳，部分联产装置进行产量调节适度提升 MEG 负荷，例如镇海炼化及远东联石化。综合来看，12

月 MEG 国产量预计在 182 万吨附近，月内关注畅亿新装置运行稳定性以及其余装置临时变动。

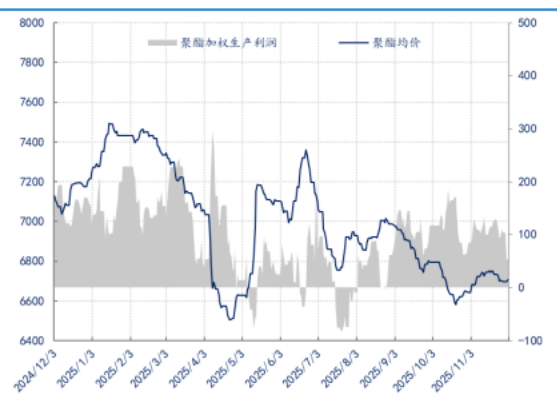
进口环节，12 月内伊朗及美国 MEG 产品将适度缩减，11 月底起 morvarid 装置执行检修，farsa 装置 12 月底仍有停车安排，伊朗地区供货量较此前有所下滑。而沙特、科威特货源供应持续呈现高位，12 月 MEG 进口量预计适度回落。

需求环节，近期下游加弹、织造开机率虽有所回落，但针织品库存不高，后续开机率下滑预期有限。且聚酯产品库存中性偏低，效益尚可，12 月聚酯平均负荷预计还能维持在 91% 附近。

12 月 MEG 供需结构修复，呈现宽松平衡。预计 12 月 MEG 市场低位调整为主，港口显性库存推升过程中基差呈现趋弱，关注 MEG 装置临时变动和原料价格变化。

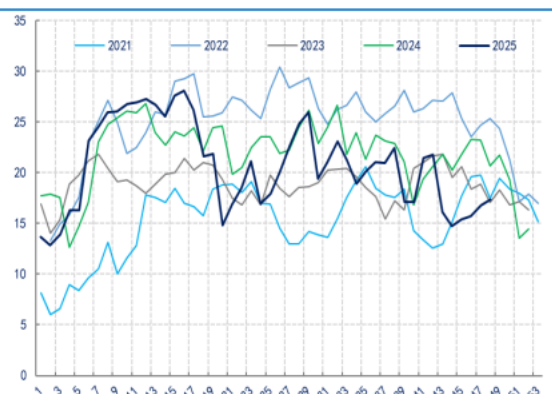
下游：

图 20： 聚酯效益单位：元/吨



数据来源：新世纪期货、CCF

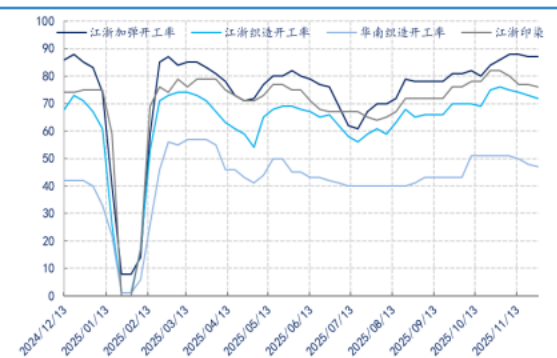
图 21： 聚酯长丝加权库存单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF

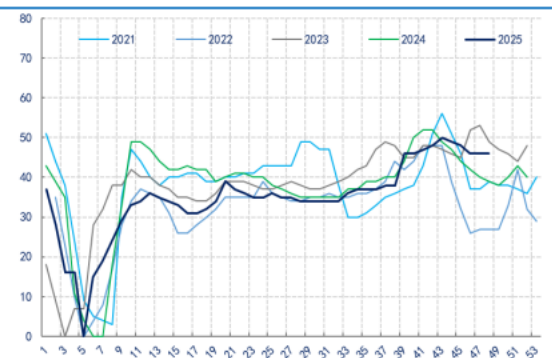
相较于 10 月份下游聚酯涤丝销售氛围由淡转强，11 月份的下订单、开机出现了缓步转弱。截至上周，江浙加弹、织造、印染开机率已经调整至 87%、72%、76%，分别较 11 月初高位下降 1%、4%、6%。虽然加弹，织造端订单和负荷均有所回落，但春节时间尚早，针织品的成品库存也不高，涤丝下游负荷回落预期或有限，未来至少半月内对上游刚需支撑仍在，同时聚酯利润良好，且库存偏低，12 月月均负荷或能维持在 91% 附近。按照往年经验来看，下游主动降负时间点至少在 12 月下旬之后。

图 22： 下游负荷单位：%



数据来源：新世纪期货、CCF

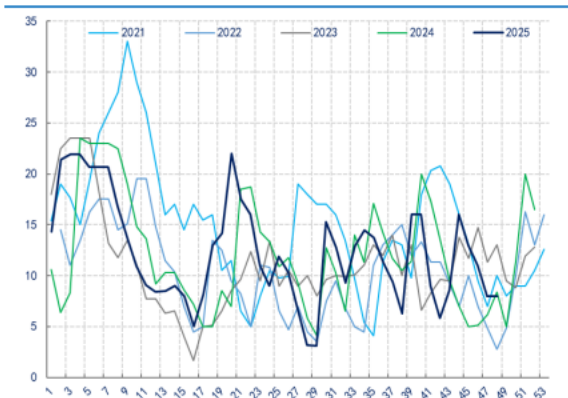
图 23： 织造新订单指数单位：点



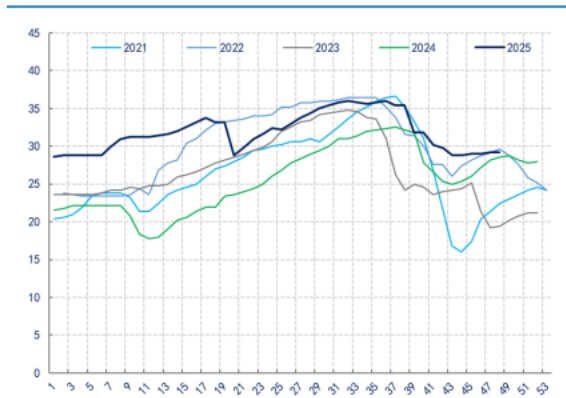
数据来源：新世纪期货、CCF

图 24： 织造原料库存单位：天

图 25： 织造基地库存水平单位：天



数据来源：新世纪期货、CCF



数据来源：新世纪期货、CCF

短期来看，聚酯产业链整体供需表现无明显结构性矛盾，聚酯负荷韧性显现，而终端的季节性走弱节奏相对缓慢，短期内聚合原料成本或跟随原油端窄幅震荡为主，聚酯纤维在库存可控下价格具备一定主动性。

三、行情展望

12月，国际油价大概率继续偏弱震荡。供需方面，PX供应依旧高位；下游PTA检修计划不多，终端负荷尚有韧性，但下旬后季节性回落或不可避免。尽管PX供需矛盾并不突出，但成本端预期偏弱，预计PX价格区间震荡，PXN价差缓慢回落为主。

PTA价格预计近强远弱。12月PTA产量不高，随着BIS取消后，PTA出口接单大幅好转，同时下游聚酯负荷有韧性，短期压力不大，然中长期来看需考虑原油供需过剩削弱成本支撑，产业远端季节性转弱。PTA价格跟随原料波动为主。

12月MEG供需结构修复，呈现宽松平衡。预计12月MEG市场低位调整为主，港口显性库存推升过程中基差呈现趋弱，关注MEG装置临时变动和原料价格变化。

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/>