



## 【建投专题】梳理 PX 供需现状，09 合约难现交割行情

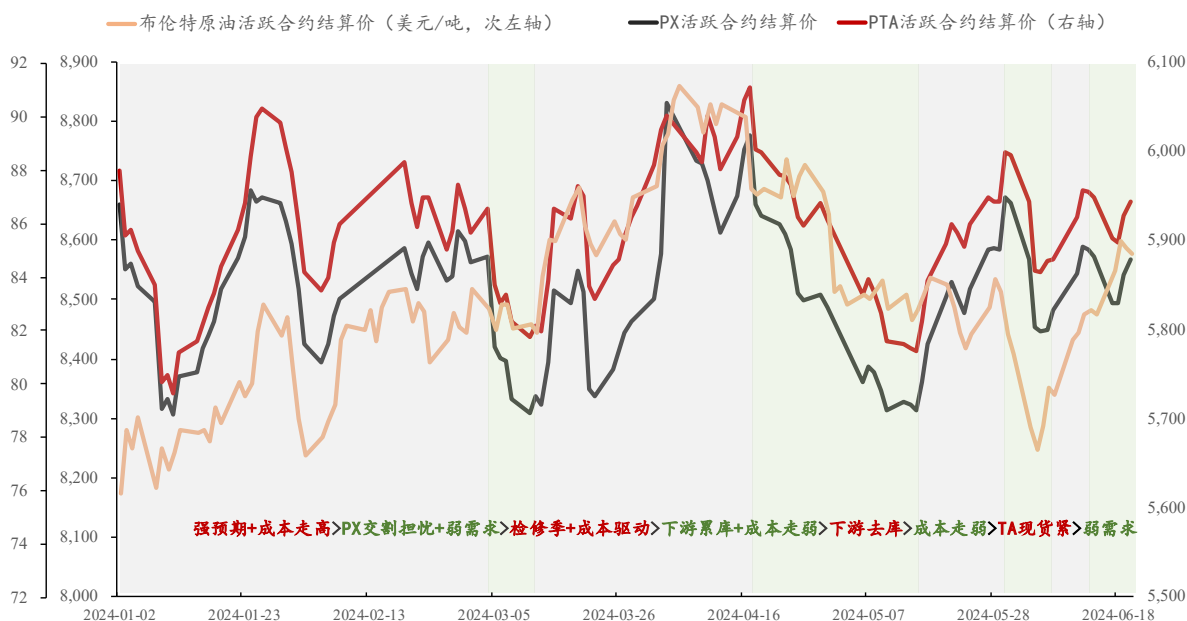
分析师：董丹丹 期货交易咨询从业信息：Z0017387 期货从业信息：F03095464

研究助理：李怡辉 期货从业信息：F03122116

报告完成日期：2024 年 6 月 22 日

2024 年进程过半，PX 和 TA 经历了强预期到弱现实的转换；经历了检修季下库存压力的逐步缓解；经历了 PX 期货的首次交割，从普遍担忧到顺利进行；正在经历下游聚酯工厂对定价权的争夺。当前市场似乎回到了博弈的起点，PX 和 TA 的库存回归至中性水平，装置检修基本结束，调油驱动或已经落空，只剩下需求端还存在一定的变数。本文希望从上半年 PX 产业链中一些变化，寻找后市行情演变的关键因素。

图表 1：2024 年上半年布油、PX 和 TA 活跃合约价格走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

### 一、PX 期货上市带来了哪些变化？交割行情是否还会发生？

PX 期货于 2023 年 9 月 15 日顺利上市，此后价格一直运行平稳，与现货价格、下游 TA 价格均有较强的联动性，充分发挥了套期保值、风险对冲等功能。市场前期对首次交割抱有一定的担忧，一方面在于合约首次交割，缺乏前车之鉴，参与方行为偏谨慎；另一方面在于此前 PX 贸易门槛较高，参与过 PX 贸易的企业较少，且在 PX 库存处于历史高位的情况下，贸易商接单转卖有折价风险，而下游工厂原料库存水平偏高，接货能力也有限。进而导致单边价格在 3 月初大幅下跌，基差、月差同步快速走弱。

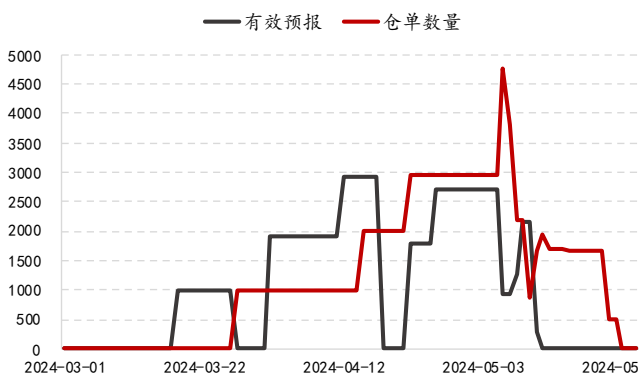
但实际上，PX2405 合约顺利完成交割，在此期间，PX 市场发生了什么变化？



1) PX 贸易市场开放, 参与方增加。针对此前市场对于接货方的担忧, 实际情况是在 PX 期货上市后, 相较此前工厂定价、直接供给下游工厂的内盘贸易模式, 人民币计价的 PX 有了更透明、更市场化的基准, 部分现货贸易开始采用盘面基差报价, 交割规则开放公允的设置也给不少贸易商打开了 PX 贸易的大门, 无论是现货贸易还是仓单贸易, 参与方都不再只是窗口上的供需大厂和外商, 国内聚酯的主流贸易商也正参与其中, 最终 PX2405 合约的交割均由仓库完成, 共有 10 家企业参与最终交割, 另有企业回撤仓单预报, 以现货方式成交。

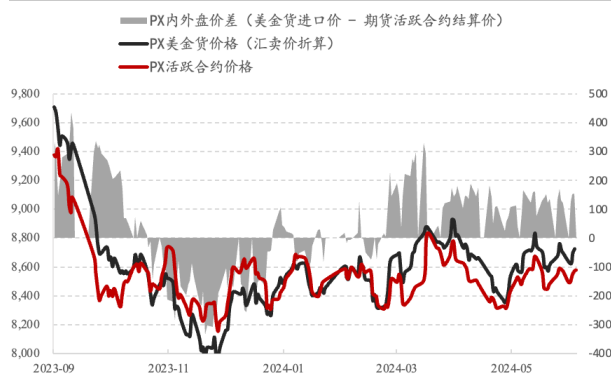
2) PX 库存压力缓解, 内外盘价差拉开凸显仓单性价比。经过 23Q4 和 24Q1 的累库, 国内 PX 库存处于历史高位, 同时下游 PTA 工厂公布大量检修计划, 市场担心高库存压力将转移至盘面, 进一步催化 3 月初的 PX 的大跌行情。但随后的 4 月份, PX 装置与下游同步开启检修, 部分装置因故提前检修, 避免了库存的持续累积。另一方面, 3-4 月原油价格快速抬升, 外盘 PX 价格跟涨, 内外盘价差迅速拉开, 美金货进口价格最高升水超 300 元/吨, 人民币现货以及仓单的性价比提升。PX2405 合约累计注册仓单 5997 张, 最终实际交割 4499 张 (折现货约 2.25 万吨), 其中未完成实际交割的仓单以现货的方式完成交易。

图表 2: PX2405 合约仓单注册情况 (张)



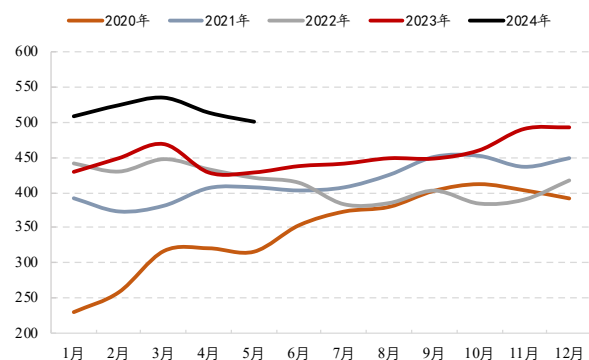
数据来源: 郑州商品交易所, 中信建投期货整理

图表 3: PX 内外盘价差 (元/吨)



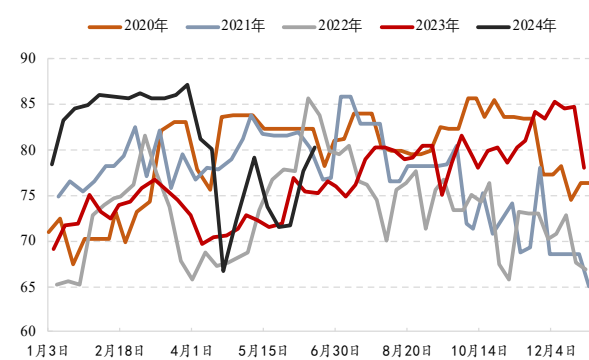
数据来源: CCF, 中信建投期货

图表 4: PX 表现社会库存指数



数据来源: 海关总署、CCF, 中信建投期货整理

图表 5: 中国 PX 周度负荷季节趋势 (%)



数据来源: CCF, 中信建投期货整理

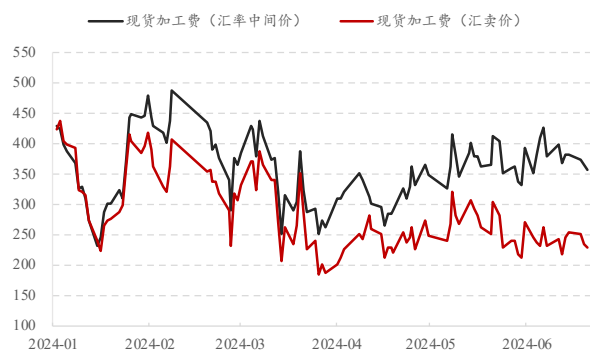
3) PX 人民币贸易增加, 下游工厂汇率风险减弱, 加工差得到优化。上半年 PX 在高库存的背景下, 不少供应商有出货意愿, 而 PX 的内盘贸易多以【人民币中间价汇率】或【盘面基差】的方式进行结算, 相较于按照【离岸人民币汇率】进行结算的直接进口价有明显的优势, 同时相较提前报价的外盘贸易而言, 灵活度更好, 因此国内下游厂商更多参与内盘贸易, 作为买方在外盘窗口进行报价的次数明显下降, 一方面规避了离岸人民



币汇率波动的风险，优化自身原料成本；另一方面导致期货盘面价格更贴合以中间价折算的外盘价格，且内外盘价格趋于收敛，价差趋于稳定。

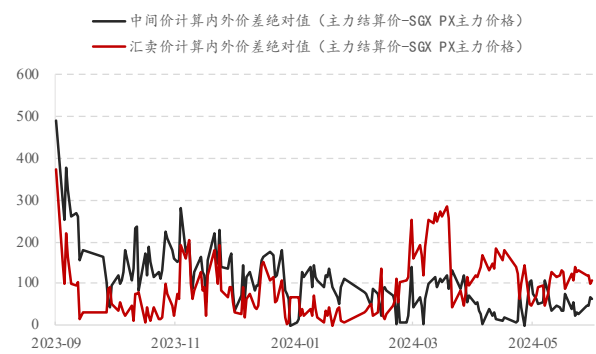
4) 交割库成为蓄水池，工厂负荷调节更加灵活。除了上述现货贸易带来的加工费优化外，PX 合约的顺利交割向市场证明 PX 期货交割的可行性，交割库未来或将成为下游工厂的蓄水池，因为直接采购进口原料至少需要提前一个半月对未来的 PX 用量进行确认，对 PTA 工厂后续的开工形成了一定的限制，利用 PX 期货则可以在规避汇率风险的同时有效提高工厂负荷调控的灵活性。

图表 6：不同汇率加工费比较（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

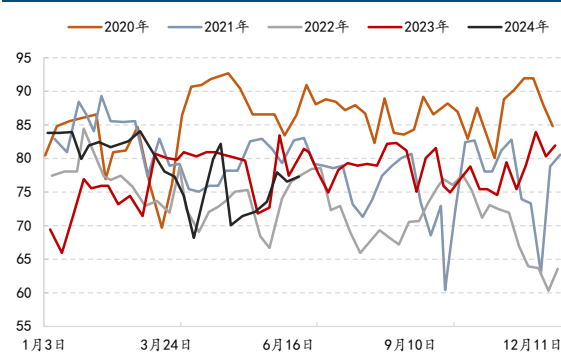
图表 7：内外盘价差绝对值比较（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

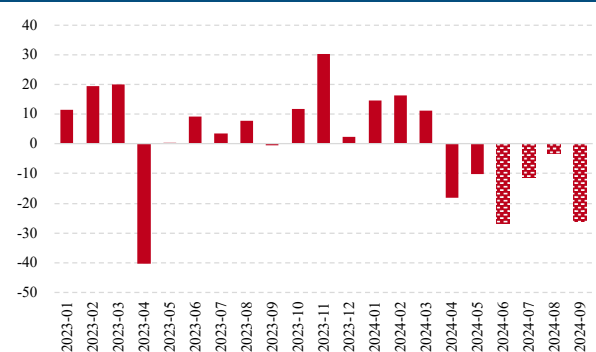
5) PX 供需格局逐步好转，交割担忧消除，交割引发的下跌行情在 PX2409 合约上难再发生。随着 PX 和 PTA 的检修季结束，装置陆续回归，PX 进入供需双强格局，外加三季度为传统的汽油消费旺季，虽然今年调油强度目前看来仍然偏弱，但对于 PX 产量仍然能够形成一定限制，PX 三季度形成去库的可能性较高，高库存带来的盘面交货压力难以再现。另一方面，如前所述，随着内盘 PX 贸易的参与方逐渐增加，接货方更为丰富，同时内外盘价格联动更为密切，内外盘价差趋于平稳。综上所述，交割催化的内外价差收敛行情在 2409 合约上很难看到。

图表 8：PTA 周度负荷季节趋势（%）



数据来源：CCF，中信建投期货整理

图表 9：PX 当月盈余变化（万吨）



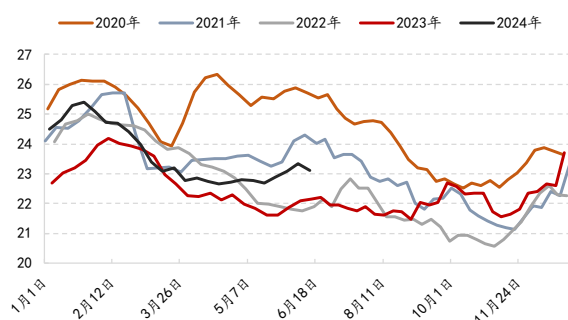
数据来源：海关总署、CCF，中信建投期货整理

## 二、后市展望：供需紧平衡，估值回落后等驱动

内盘贸易活跃后，TA 工厂加工差优化，短期内对 PX 需求稳固。如前所述，内盘 PX 贸易多采用人民币中间价进行核算，随着人民币现货贸易量的提升，在离岸汇率和在岸汇率差价相对稳定的情况下，PTA 工厂原料成本有明显的下滑，当前加工费对多数工厂而言能够实现盈亏平衡。除此之外，PX 期货的上市让 PTA 工厂增加了锁定加工费的工具，PTA 环节加工费或更为平滑，短期内 PTA 装置的开工预计将相对稳定，为 PX 需求提供一定的支撑。

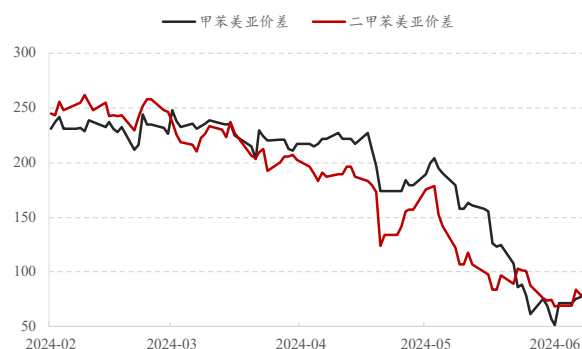
调油淡化，强驱动转为价格支撑。从驱动的角度来看，随着 PX 和 TA 的检修季结束，PX 转入供需双强的格局，产业层面暂时缺乏明确指引。对于过去两年最强的调油驱动，今年难以成型，美国汽油库存偏高，美亚芳烃套利窗口持续关闭，短流程装置利润优于往年，亚洲供需缺口收窄，汽油只能通过推进原油去库来提供一定的成本支撑，PX 环节过往由汽油赋能的议价权正在逐步减弱。

图表 10：美国汽油库存（千万桶）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

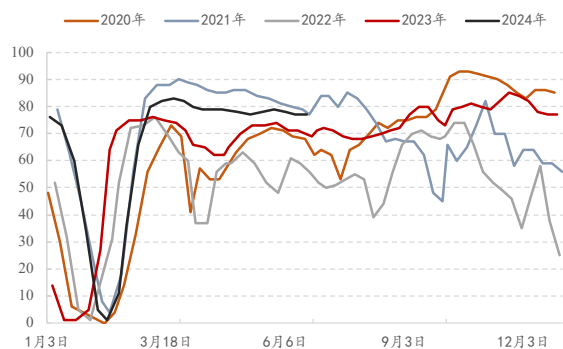
图表 11：芳烃美亚价差（美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

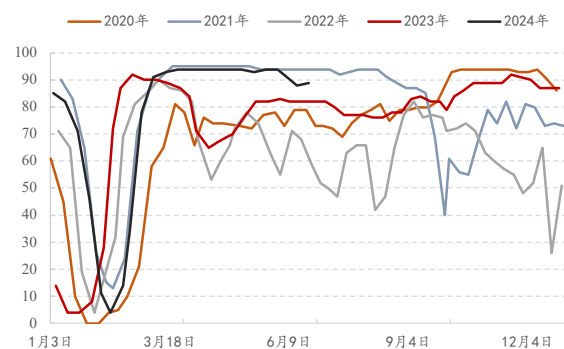
聚酯工厂抢夺定价权，驱动焦点从上游向下游转移。于此相反，目前看来今年对于议价权渴望度最高的是聚酯工厂，自 5 月份开始的减产保价至今虽尚未有进一步深化，但从织造端的开工负荷、聚酯端库存，乃至宏观层面的统计数据来看，需求都难言乐观，终端工厂淡季下对于高价原料的接受度比较有限，存在向上形成负反馈，倒逼上游减产的可能性，下游负荷如何演绎将成为后续价格走势的关键。

图表 12：江浙织机周度负荷季节趋势（%）



数据来源：CCF，中信建投期货整理

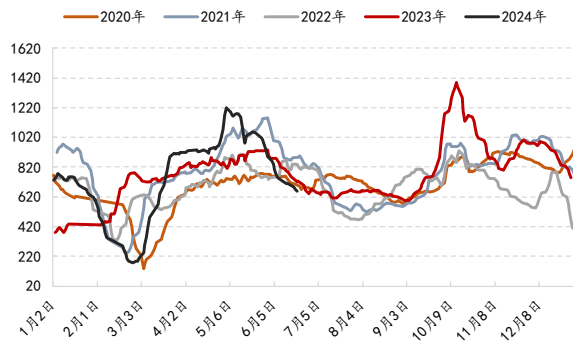
图表 13：江浙加弹机周度负荷季节趋势（%）



数据来源：CCF，中信建投期货整理

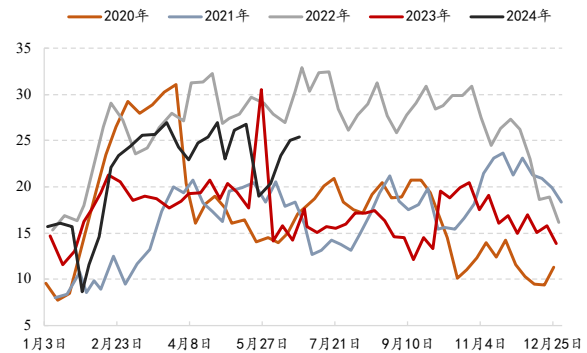


图表 14: 中国轻纺城成交量 DMA10 (万米)



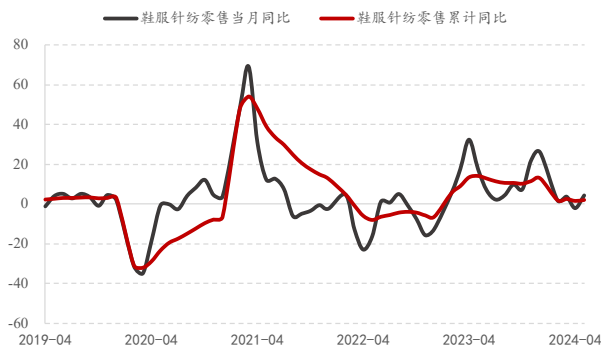
数据来源: CCF, 中信建投期货整理

图表 15: 涤纶长丝加权库存 (天)



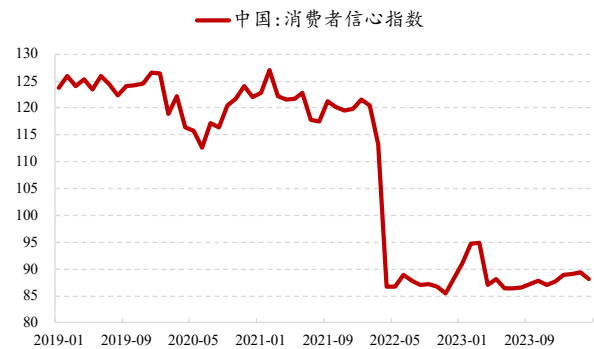
数据来源: CCF, 中信建投期货整理

图表 16: 中国鞋服针纺零售增速



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

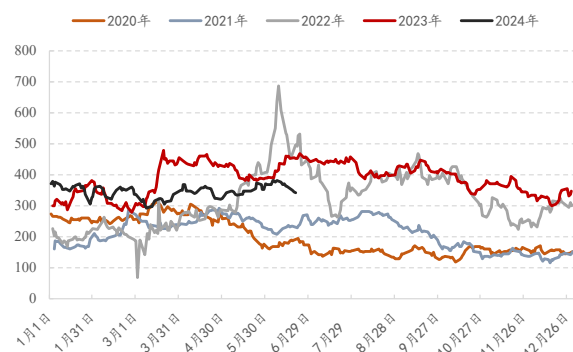
图表 17: 中国消费者信心指数



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

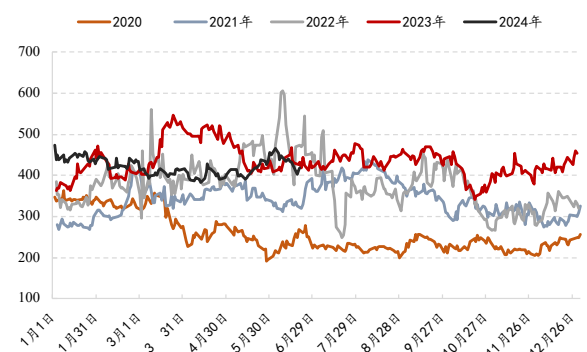
驱动偏弱下, PX 估值已至高位, 难以向上突破。综上所述, PX 虽然短期内处于供需双强的健康格局, 但估值已至高位, 在聚酯负荷上行空间受限的情况下, 做多的逻辑仅剩汽油端强势的超预期表现以及供应端的意外消缺。而下游需求能否在高位维持是近在眼前的疑问, 深化减产对需求的打击可能向上传递。因此从策略角度而言, 短期推荐单边短空, 或卖出虚值看涨期权。价差方面, 以 9-1 月间反套或做空 PX-SC 价差为主, 持续关注聚酯端开工变化。

图表 18: PXN 价差季节趋势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货整理

图表 19: PX-原油价差季节趋势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货整理



## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、了解公司更多信息，扫描右方二维码即可



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。