

2025年5月30日

PTA：供增需减下关注结构回落机会

——能化策略报告

投资要点：

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928
投资咨询证号：Z0019740
电话：021-68757092
邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183
投资咨询证号：Z0016121
电话：021-68757092
邮箱：fengb@qh168.com.cn

- **减产驱动存续：**终端订单需求不及预期，且前期囤库仍然需要近半月消化时间，导致下游出货将仍然困难，库存出现累积情况，且相比前期此轮库存为高原料成本，对下游聚酯厂利润影响极大，被迫减产驱动较强，预计落实程度将较高且存续时间较长，PTA需求6月起将明显走低。
- **供应压力回归：**前期PTA高基差多为流通环节库存减少原因，6月后多套装置将结束检修，短期检修损失量相比4-5月平均减少30万吨，叠加新装置将投产，供应压力回升明显，预计6月PTA将阶段性结束去库，或至供需平衡或微幅累库水平，流通紧张程度大幅缓解，出口也大概率没有明显增量，基差届时将有下行风险。
- **后续操作建议：**PTA供增需减背景下，6月基差将面临高位回落风险，近期被现货推动走高的9-1结构也有走低可能，叠加原油后期由于增产也有明显向下压力，结构走低可观察右侧入场机会。
- **风险因素：**关税政策反复，下游自律减产有变化，装置检修变动，地缘事件（俄乌，伊朗制裁）/生产意外（加拿大山火等）导致原油成本波动加剧等。

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 策略概述 | 4 |
| 2. 终端负反馈仍有发酵空间，下游减产有持续驱动 | 4 |
| 3. 检修回归新装置投产，6 月 PTA 或维持供需平衡 | 8 |
| 4. 策略：等待月差收敛右侧入场时点 | 10 |

图表目录

| | |
|------------------------|----|
| 图 1 PTA 基差情况 | 4 |
| 图 2 PX-石脑油价差 | 4 |
| 图 3 样本企业坯布库存水平 | 5 |
| 图 4 织机开工 | 5 |
| 图 5 加弹开工 | 5 |
| 图 6 长丝产销率 | 6 |
| 图 7 短纤产销率 | 6 |
| 图 8 长丝开工率 | 6 |
| 图 9 短纤开工率 | 6 |
| 图 10 POY 加工差 | 7 |
| 图 11 FDY 加工差 | 7 |
| 图 12 短纤加工差 | 7 |
| 图 13 瓶片加工差 | 7 |
| 图 14 POY 库存 | 7 |
| 图 15 DTY 库存 | 7 |
| 图 16 FDY 库存 | 8 |
| 图 17 短纤库存 | 8 |
| 图 18 6 月装置检修损失量 | 8 |
| 图 19 PTA 各环节库存情况 | 9 |
| 图 20 PTA 仓单情况 | 9 |
| 图 21 PTA 加工费 | 9 |
| 图 22 PTA 供需平衡情况 | 9 |
| 图 23 原油价格/结构情况 | 10 |
| 图 24 原油主要消费地库存 | 10 |
| 图 25 PTA 9-1 价差 | 10 |

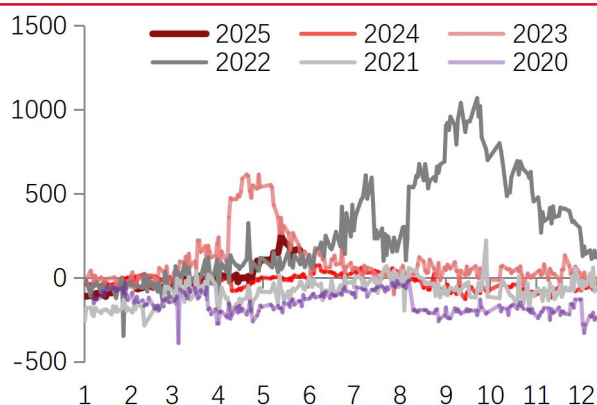
1. 策略概述

关税缓和半个多月后，终端订单迎来部分补发，但由于抢出口时间窗口有限以及终端厂家分化较大，总体来看近期下单量并未能弥补前期损失量，需求恢复不及关税缓和后的预期。这导致下游化纤利润仍然偏低，减产持续，6月的去库幅度或有明显下降。后期结构上存在操作机会，可继续关注 9-1 价差的回落时点节奏。

2. 终端负反馈仍有发酵空间，下游减产有持续驱动

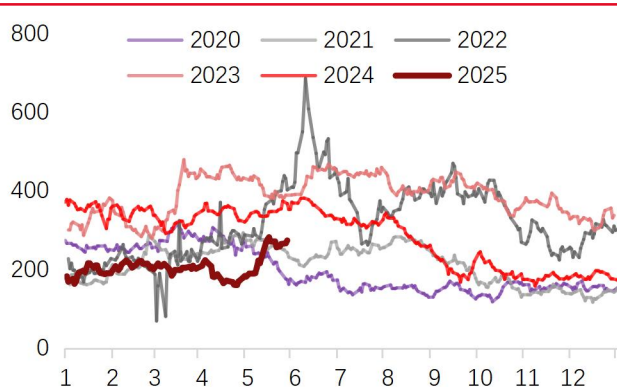
关税公布首日，市场彻底扭转订单预期后，下游产销大爆，导致下游开工持续保持高位，初始几日 PTA 基差大幅上行，现货基差最高超过+240，现货 9-1 也连续推高。就短期而言，PTA 的去库确实仍能保持一段时间，其中检修装置偏多，仍然给出了供应端的较大利好。5月仍有较多套装置检修，叠加原料也较为强势，预计 PTA 现货流动性短期仍将较为紧缺。

图 1 PTA 基差情况



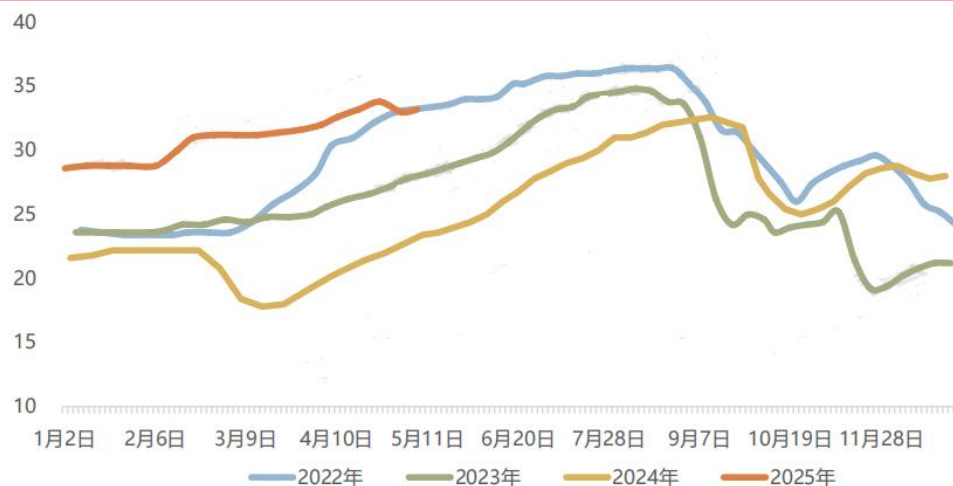
资料来源：Wind，东海期货研究所

图 2 PX-石脑油价差



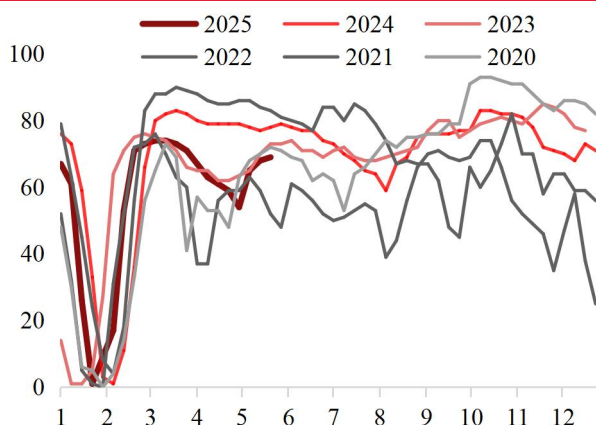
资料来源：Wind，东海期货研究所

但是，终端及下游的负反馈仍是近期主要逻辑。从终端来看，首先，库存水平偏高，目前对囤积采购的支持力度较低。在 4 月底和 5 月初，由于前期织造企业均秉持低库存经营策略，企业对于可能出现的价格上涨非常敏感，故在出现关税缓和预期导致的两波较大的恐慌性的囤库后，大部分企业的原料库存均累至 30 天以上，甚至部分企业囤库量在 2-3 个月，行业平均库存使用量可至 6 月中旬。

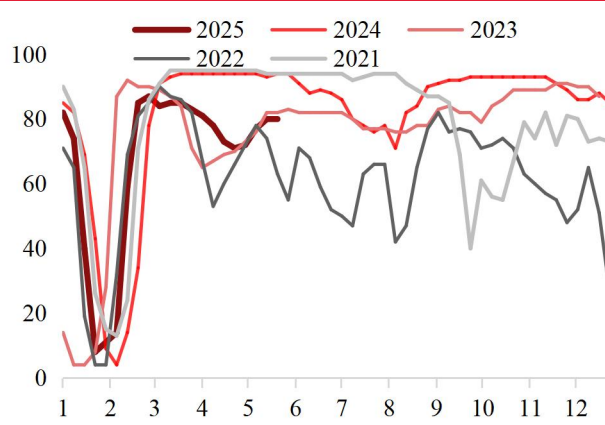
图3 样本企业坯布库存水平

资料来源：CCF，东海期货研究所

其次，订单恢复程度要低于关税缓和时点预期。本轮周期来看，90天的缓和窗口期由于清关等时间因素，实际可操作时间也就在6月底前，但由于时间有限，且不确定性仍然较高，客户首先选择的仍然是成品现货或者面料，而非再度对织造厂下单。叠加换季时点下，也只有大陆款能够获得较多需求，所以虽然涉美出口企业的库存下降明显，但是大部分仍然是前期订单暂停而留存的成品，织造厂再进行加工的量明显低于预期，后期除非关税确定彻底取消，否则也很难有真正的转变。故在关税缓和半个月后，虽然有一定恢复，但终端开机水平仍然大幅低于往年平均水平，织机开工仅比22年高，为72%，前期偏弱的加弹机开工同样如此，目前开工仅有83%。

图4 织机开工

资料来源：Wind，东海期货研究所

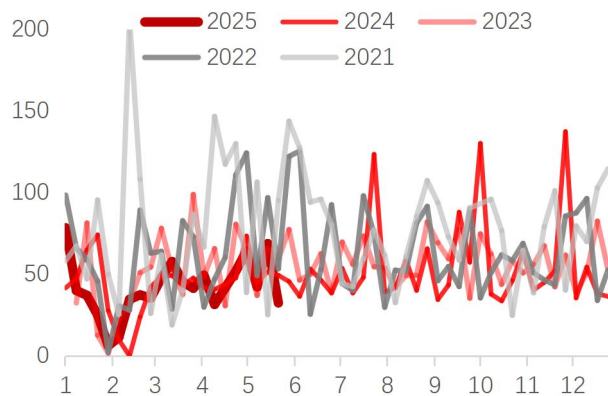
图5 加弹开工

资料来源：Wind，东海期货研究所

所以这导致终端对原料采购维持谨慎，前期长丝已经上涨700以上，但坯布涨幅大多被限制在200多的水平，部分品类甚至基本没有涨幅。现货库存本来就偏高的基础上，现买现做的利润还被压缩，织造企业短期对原料的购买意愿将不会抬高，一段时间将以消耗库存备

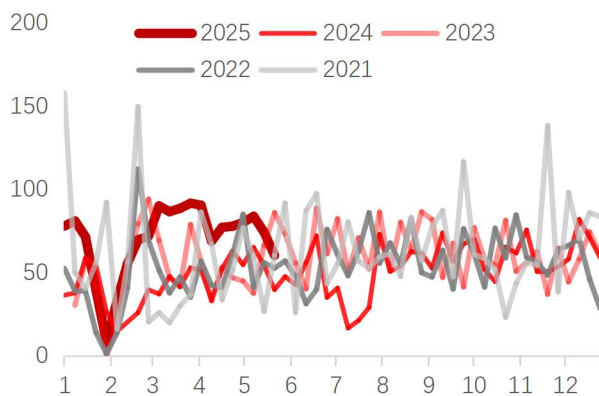
货为主，长丝及短纤产销率近期大幅下行，持续仅有 5 成左右，这导致了下游化纤被迫减产的驱动增加。

图 6 长丝产销率



资料来源：Wind，东海期货研究所

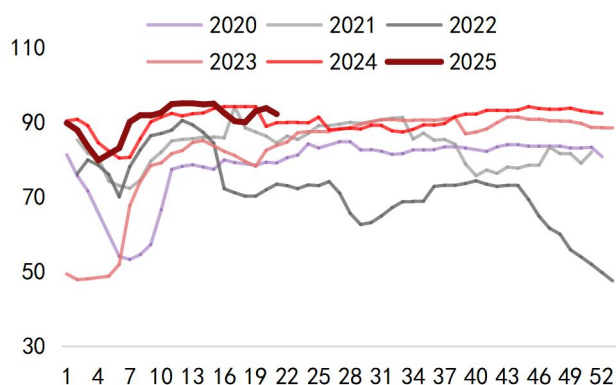
图 7 短纤产销率



资料来源：Wind，东海期货研究所

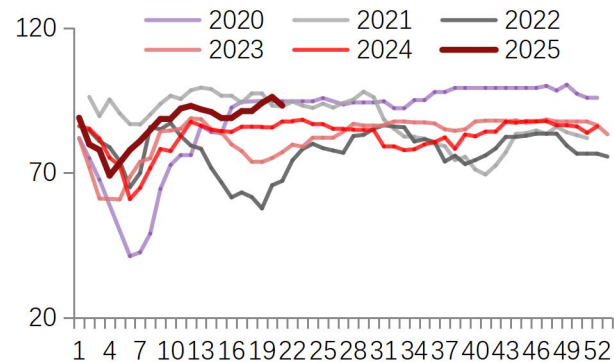
前期在头部厂商宣布减产之后，市场一度对 15% 减产持怀疑态度，因为此前宣称的 10% 也仅有不到 5% 得到落实。但近期下游长丝开工已经从前期的最高超过 95% 下降至 92%，按照前三家减产厂商的总产能来计算，虽然未必有 15% 减产力度，但 10% 以上的减产执行仍然基本是到位的。而在 5 月底，大厂再度发布联合声明，将联合减产 23%。后续若持续扩大减产幅度，即便不达到 23% 水平，其效果也将较为明显。

图 8 长丝开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

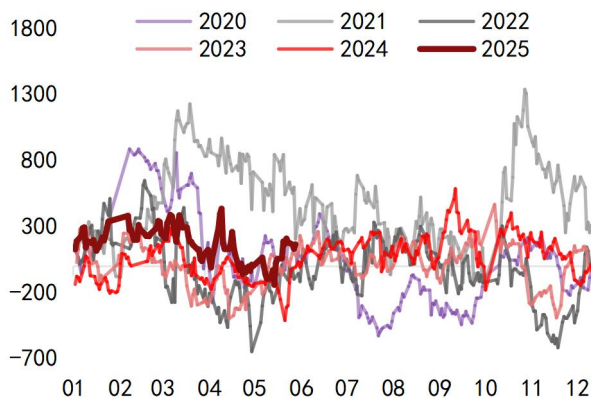
图 9 短纤开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

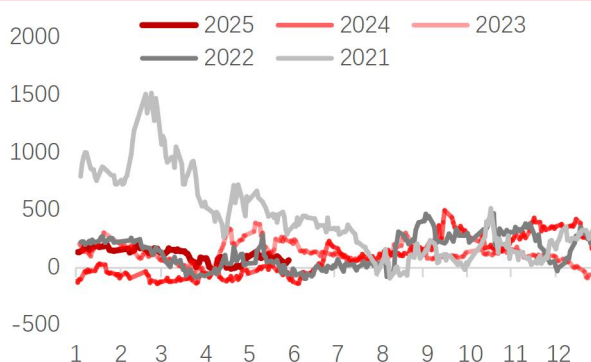
目前下游利润有一定增加，但是对下游化纤企业来说，由于终端采购量极低，所以目前也仅停留在账面利润回升的情况，实际有价无市/少市的情况较多。尤其对于长丝企业来说，前期被迫低价出清了高位成品库存，目前再度被迫在原料高位的情况下累库，企业实际收益较低，减产显然成为了较差境遇中不是更差的选择。

图 10 POY 加工差



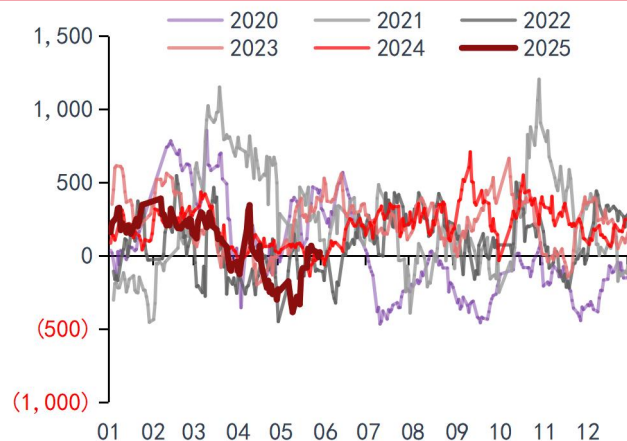
资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 12 短纤加工差



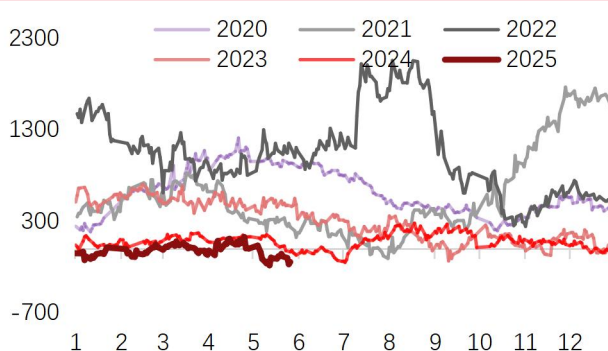
资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 11 FDY 加工差



资料来源: Wind, 东海期货研究所

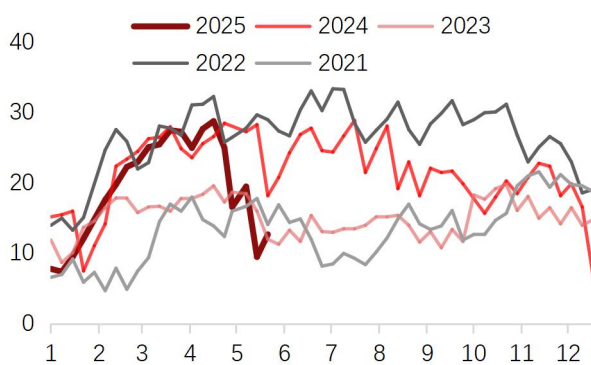
图 13 瓶片加工差



资料来源: Wind, 东海期货研究所

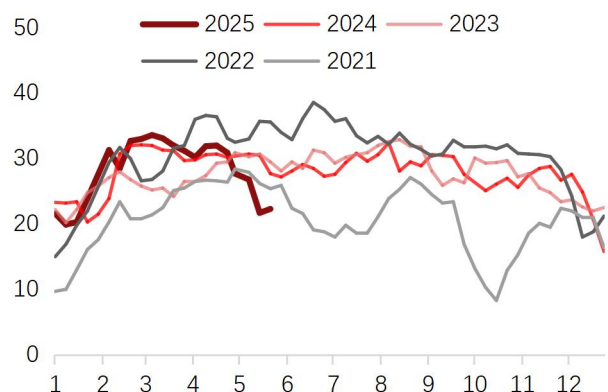
目前丝端 POY 利润略有恢复, 加弹丝利润也仅恢复至账面盈亏平衡。但近期 PTA 和乙二醇持续保持高基差, 原料成本高企, 且终端跟价不力拿货驱动不足, 聚酯厂商此轮的累库若持续, 从成本和终端的走单量来看, 相比 3-4 月周期的累库显然伤害要更大, 所以近期下游库存一有再抬头迹象, 头部厂商旋即再度宣布将进行共 23% 的减产, 属于意料之外, 情理之中, 持续时间和减产执行力均可以期待。

图 14 POY 库存



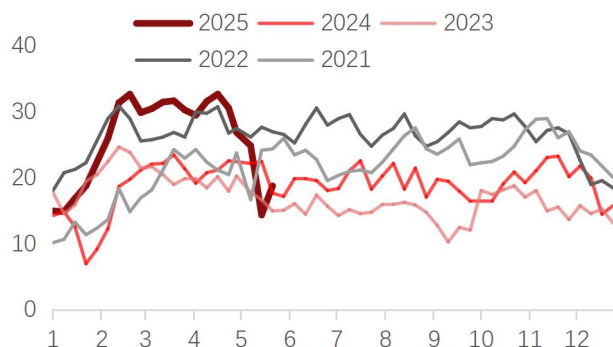
资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 15 DTY 库存



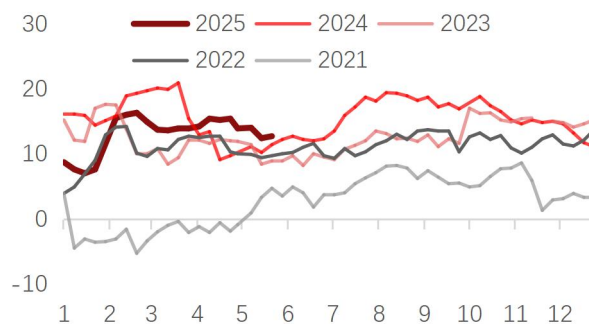
资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 16 FDY 库存



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 17 短纤库存



资料来源: Wind, 东海期货研究所

后期下游减产预计将持续维持一阶段时间。在终端库存消耗之前，即 6 月中旬左右，下游将大概率被迫持续进行减产，这对于聚酯原料将形成明显负反馈，近期已经有 PTA 长约减量，但现货基差和盘面价格尚未体现，更多是供应因素影响。

3. 检修回归新装置投产，6 月 PTA 或维持供需平衡

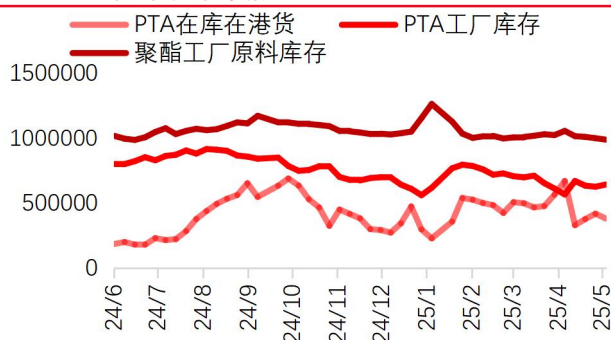
至 5 月末，PTA 现货基差仍然能够维持在接近+200 水平，这多有赖于 4-5 月偏高的检修量，但 6 月检修量明显减少，常规装置检修损失量仅有 42.7 万吨，相比 4-5 月平均 65 万吨以上的检修损失大幅走低，叠加虹港三期将在 6 月上旬投产，6 月供应压力将明显增加。

图 18 6 月装置检修损失量

| 厂家 | 装置产能 | 检修情况 | 常规损失量 |
|------|------|--------------|-------|
| 福海创 | 450 | 6月中检修2个月 | 18.5 |
| 逸盛大化 | 225 | 4.27检修，预计6周 | 4.3 |
| 威联化学 | 250 | 6月底起45天 | 3.4 |
| 台化 | 120 | 6.6起停车 | 8.2 |
| 独山能源 | 300 | 5.27检修，预计10天 | 4.9 |
| 嘉通能源 | 250 | 5.22起检修，预计2周 | 3.4 |
| 总计 | | | 42.7 |

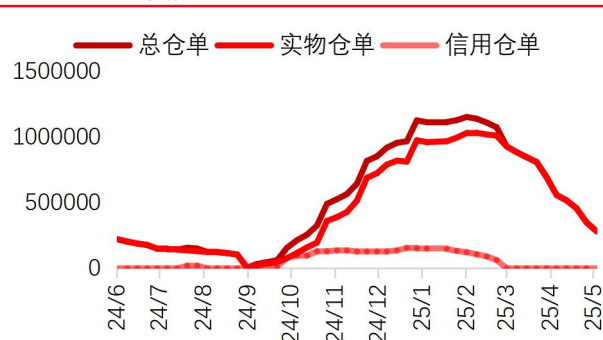
资料来源: CCF, 东海期货研究所

图 19 PTA 各环节库存情况



资料来源：忠朴，东海期货研究所

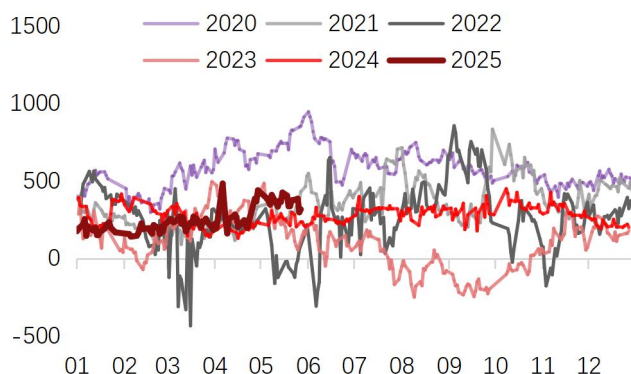
图 20 PTA 仓单情况



资料来源：Wind，东海期货研究所

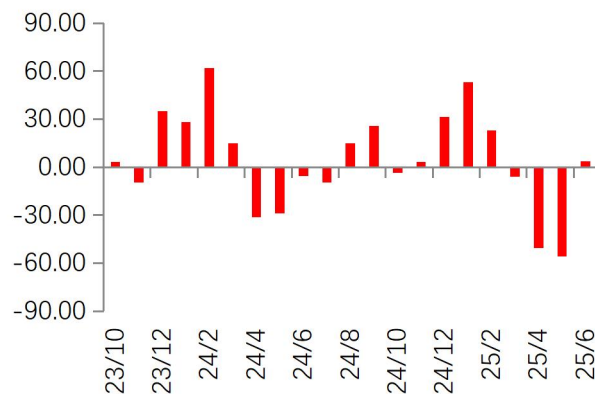
目前现货紧张原因仍然在于短期流通环节库存的急剧去化。港口及流通环节库存和 4 月高点相比去化近 30 万吨，仓单同样也大幅去化，叠加头部厂商对于出货节奏的把控，PTA 短期维持超高基差。但后期一旦厂家库存累积，向流通环节库存的转移也并不需要太多时间，6 月中下旬可能会是基差开始回落的时点。PTA 加工费也持续维持在 300 以上水平，也支持装置在近期开工恢复。并不需要从左侧对基差进行过早判断，届时装置回归后，右侧参与同样会有较多操作空间。

图 21 PTA 加工费



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 22 PTA 供需平衡情况



资料来源：Wind，东海期货研究所

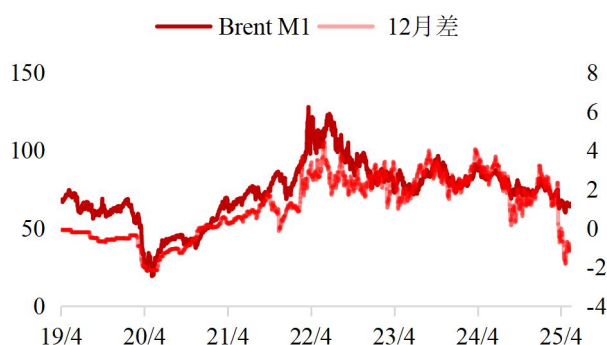
而出口方面，国内外价差缩小，6 月主流供应商 PTA 出口力度大概率减弱。后期来看，中国台湾亚东一套 150 万吨 PTA 装置计划检修，但该厂商已有备货，暂时没有对外采购计划，对于国内出口暂无明显影响。如果内外盘价差没有明显变化，海外询盘仍然偏淡，预计 PTA 出口量提升较为有限。

所以在下游减产存续甚至幅度扩大，PTA 装置回归的基础上，6 月 PTA 供需一改前期大幅去库的概率将较高，最终可能维持供需平衡，甚至微幅累库格局。

4. 策略：等待月差收敛右侧入场时点

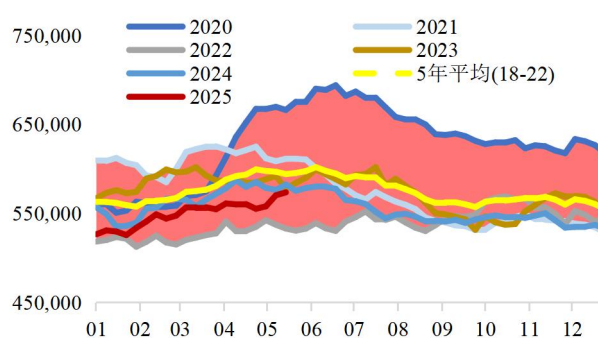
原油端除非出现对俄罗斯或者伊朗的制裁，或者地缘因素以及生产事故等事件影响，否则 OPEC+ 的复产节奏下，油价大概率仍然是逢高空节奏。6 月后期进入到旺季需求验证时点，目前 Brent 长期结构已经转为 Contango，库存也在逐渐累积过程中，一旦旺季需求不及预期，原料价格是不利于聚酯中枢继续上移的。

图 23 原油价格/结构情况



资料来源：Wind，东海期货研究所

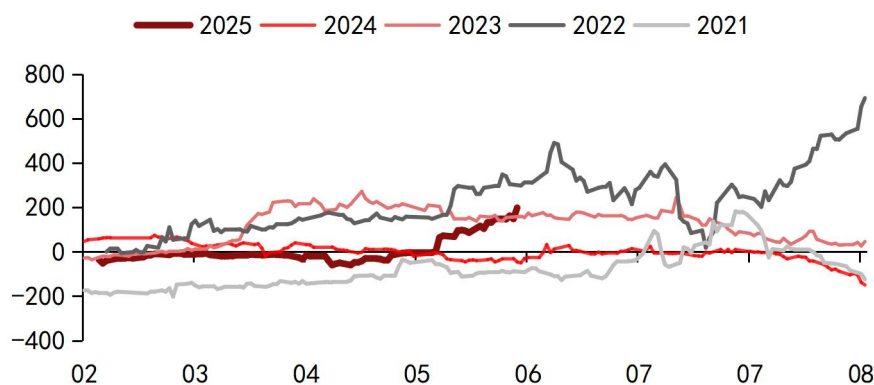
图 24 原油主要消费地库存



资料来源：Wind，东海期货研究所

短期市场仍有去库驱动，9-1 价差预计也将仍然受到现货推动保持高位，但 6 月后随着下游减产以及 PTA 开工恢复和新投产，流通环节库存紧缺大概率得到缓解。进入到 7 月后，旺季提前备货需求也仍然有限，且面临关税缓和到期的政策风险，下游开工恢复的概率目前看不高，PTA 基差带动结构回落的时点或在 6 月下旬至 7 月可进行观察。而终端和下游的负反馈也仍需一段时间的发酵，可以不必急于左侧入场，待近期多头持仓开始有明显离场迹象后，可关注 PTA 月差结构回落带来的右侧入场机会。

图 25 PTA 9-1 价差



资料来源：CCF，东海期货研究所

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦12楼

联系人：贾利军

电话：021-80128600-6925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn