MEG：累库兑现叠加需求疲弱，乙二醇震荡重心下移

基本面分析

价格、价差：本周MEG主力合约下跌至5,159元/吨，周中一度跌破5,000元/吨后小幅修复，基差由541元/吨快速收敛至386元/吨，反映低库存支撑的近月溢价快速消退；月差结构不一致，01-05、05-09为正套，09-01为反套，并非全线近强远弱。分工艺利润方面，仅动力煤制维持正利润410元/吨，石脑油制与甲醇制亏损分别为-299.8美元/吨和-2,974.58元/吨，成本端对供应结构的约束强化。

供应：国内产量和开工维持高位，供应结构上煤制路线因正利润支撑而开工续升，综合开工率63.98%，煤基合成气制开工67.94%；日产量5.92万吨，与上周基本持平；损失量3.33，同比上升10.8%，仍处阶段性高位。周度到港量6.5万吨，环比回落22.2%，但属于阶段性节奏，不足以改变10-11月进口集中回升的预期。中沙古雷100万吨新装置临近量产，叠加进口增量，中期供应由紧转松预期的确定性较强。

需求：需求端持续偏弱。聚酯产量134.74万吨，环比仅微增0.5%，同比下滑13.3%；聚酯产能利用率72.68%，显著低于去年同期87.78%，损失量环比下降但同比大幅上升，实际原料消耗弱于名义负荷。虽然下游各产品加工差同比明显修复，但织造订单天数不足10天、喷水织机开工同比降28.6%、港口出库量环比降22.8%，终端疲软阻碍了加工差改善向原料补库的传导。需求端对MEG的拖累仍是最核心的利空驱动。

库存：库存端由前期支撑转为压制。华东主港库存单周增加4.5万吨至16万吨，前值11.5万吨，累库速度明显，印证前期低库存逻辑阶段证伪；社会库存134.41万吨，周环比基本持平，仍处历年同月偏低位置。港口累库由前期集中抵港资源落地与出库放缓共同推动，出库量环比降22.8%。短期周度到港虽有回落，但10月末至11月仍有多批货源集中抵港，中期累库风险尚未解除，库存端对价格弹性构成的压力将持续存在。

策略建议

策略上，短期MEG由低库存支撑的高基差结构已明显收敛，港口库存大幅回升与终端需求疲软形成共振，盘面重心仍面临下移压力，但动力煤制利润为正对煤制成本形成下方约束，

石脑油制与甲醇制深度亏损亦限制整体供应弹性释放。短期可考虑以震荡偏弱思路应对，关注港口累库斜率与新产能投料节奏；价差结构上，基差收敛背景下，近远月正套逻辑的延续性趋弱，反套风险需结合后续到港节奏审慎权衡。

风险提示

1. 地缘风险超预期升级
2. 聚酯提负幅度超预期
3. 新装置投产出料延后
4. 进口集中到港不及预期
5. 原油或煤炭价格超预期上涨

一、 价格、价差：现货与盘面共振回落，基差大幅收敛挤压近月溢价

图1：MEG主力合约收盘价与基差



图2：MEG国际市场价



图3：MEG华东市场价分年统计

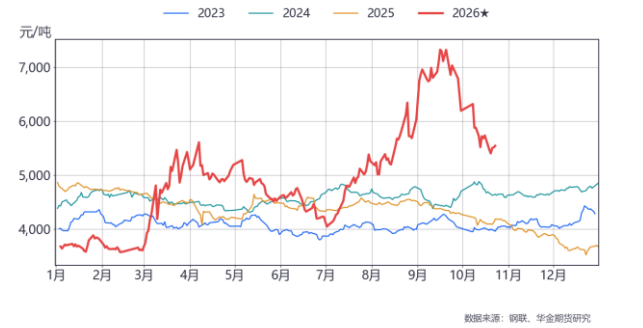


图4：MEG合约收盘价



图5：MEG 01-05价差



图6：MEG 05-09价差

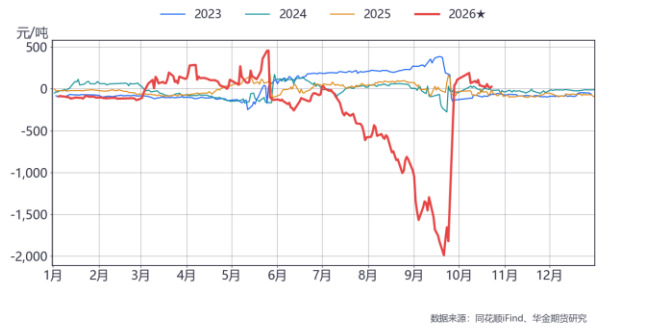


图7：MEG 09-01价差

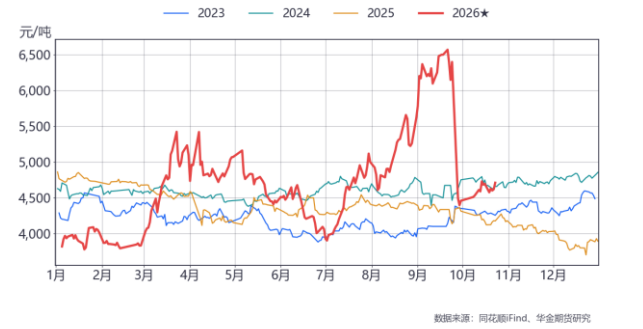


图8：甲醇制利润

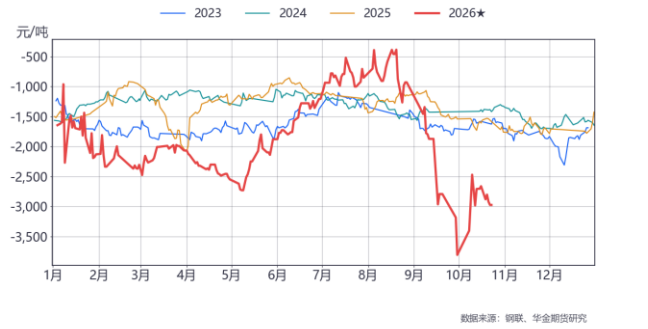


图9：石脑油制利润

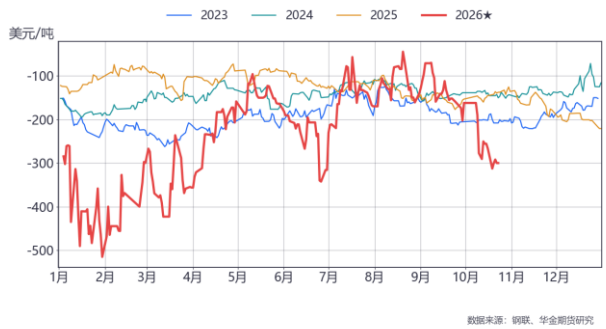


图10：煤制利润



本周乙二醇价格重心显著下移，但后半周出现止跌迹象。主力合约收盘价由上周同期的5,196元/吨回落至5,159元/吨，环比下跌37元/吨，跌幅0.7%，当前价格位于近1年61百分位（见图1）。周中盘面一度跌破5,000元/吨整数关口，随后小幅修复，整体呈现先跌后稳的运行节奏。华东现货最新报5,545元/吨，仍高于期货盘面，期内张家港现货一度下跌262元/吨至5,475元/吨，华南送到价亦同步下调。

基差是本周期价结构变化最突出的环节。DCE MEG基差最新为386元/吨，较上周同期541元/吨回落155元/吨，环比降幅28.7%，与去年同期91元/吨相比仍高出295元/吨（见图1）。基差快速收敛意味着前期由低库存支撑的近月现货溢价正在消退，市场从“强现实”定价转向对远期累库的“弱预期”定价。月差结构表现不一致：01-05价差148元/吨、05-09价差25元/吨仍为正套，但09-01价差-173元/吨为反套，并非全线近强远弱（见图5、图6、图7）。

国际市场上，中国CFR价最新667美元/吨，环比下跌2.6%；东南亚CFR价780美元/吨、西北欧CIF价622欧元/吨、美湾FOB价28.25美分/磅，三者**均有所下滑，国际价格全线下行，中国到岸价相对东南亚偏弱的格局未变**。成本端，东北亚乙烯CFR价1,160美元/吨，环比上涨2.7%，中东原料扰动及日韩老旧裂解退出背景下，乙烯价格抬升对乙烯制路线成本形成压力（见图2）。

分工艺利润表现明显分化。动力煤制利润最新410元/吨，扭转了去年同期-609元/吨的亏损局面，成为甲醇制、石脑油制、动力煤制三条路线中唯一实现正利润的工艺（见图10）；石脑油制利润-299.8美元/吨，亏损环比继续加深，低于去年同期-135.74美元/吨（见图9）；甲醇制利润-2,974.58元/吨，处于深度亏损区间且同比明显走弱（见图8）。利润分化决定边际供应结构将更倾向于煤制产出，油制与甲醇制路线缺乏主动提负动力。本章主力合约、基差数据截至10月23日，国际市场价、乙烯CFR截至10月22日。

二、 供应：煤制开工续升，到港回落难改中期供应转松预期

图11：MEG产能利用率

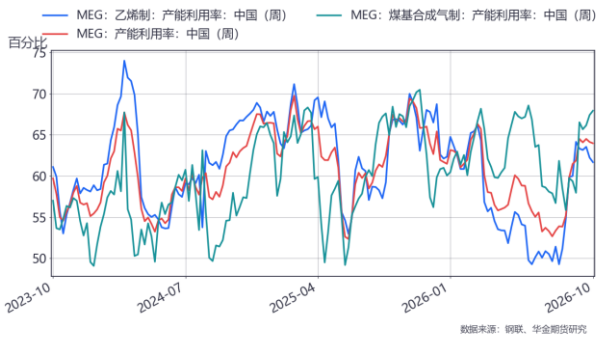


图12：MEG预计到港量

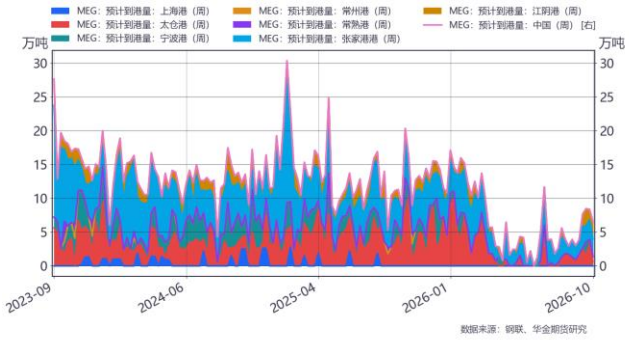


图13：MEG产量、损失量



图14：MEG产量分年统计

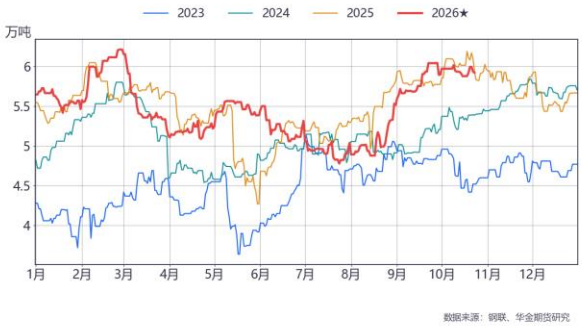


图15：MEG损失量分年统计

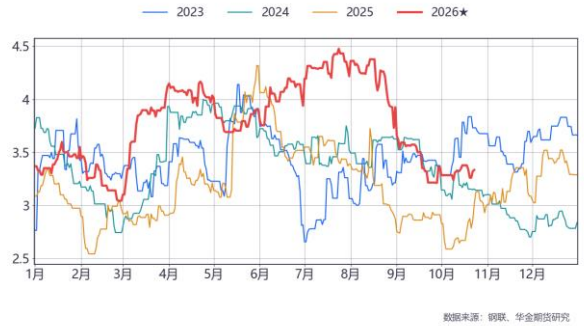


图16：MEG产能利用率分年统计



图17：MEG煤基合成气制产能利用率

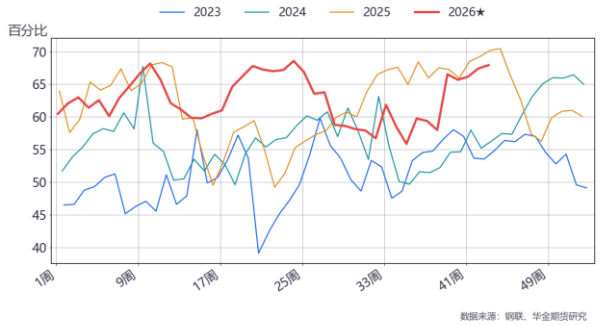
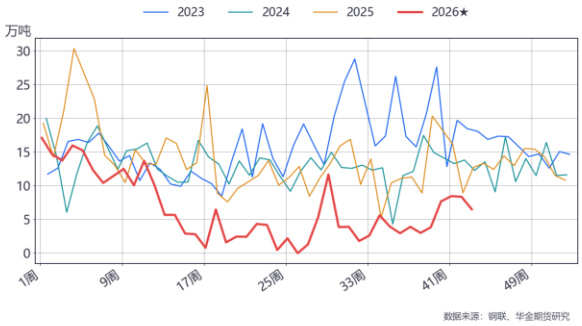


图18：MEG预计到港量分年统计



本周国内乙二醇供应延续高位运行，结构上煤制开工与综合开工变动方向分化。最新中国乙二醇产能利用率63.98%，环比上周64.14%下降0.16个百分点，同比低于去年同期69.05%（见图11）。其中乙烯制产能利用率61.68%，环比下降0.56个百分点；煤基合成气制产能利用率67.94%，环比上升0.53个百分点，且高于综合开工率，供应结构边际变化向煤制倾斜（见图11）。这一方向与此前利润数据一致：动力煤制利润为正而油制亏损，利润导向下煤制装置维

持高负荷生产意愿。

产量端，中国日度产量最新5.92万吨，环比上周5.88万吨增加0.04万吨，同比略低于去年同期5.95万吨（见图13）。损失量3.33**万吨**，同比上升10.8%，仍处阶段性高位，计划外停车对供给的减量贡献有限（见图13）。周度产量与产能利用率同步处于年内中高水平，国内供给端并未出现实质性收缩。

到港端本周环比回落，但远期压力仍存。中国预计到港量最新6.5万吨，环比上周8.35万吨下降22.2%，同比亦下降27.2%（见图12）。分港口看，太仓港到港量由上周3.3万吨降至0.6万吨，环比降幅81.8%，是全周到港收缩的主要拖累项；宁波港到港量升至0.8万吨，张家港港2.6万吨、江阴港2.5万吨，均处相对稳定水平（见图12）。需注意周度到港回落属于阶段性节奏，在11月新产能及集中到港预期下，不宜据此判断进口端压力解除。

供应端中期压力来自新产能投放与进口回升。中沙古雷100万吨/年装置已试车成功，10月下旬附近出料；若顺利量产，国内供给将进一步宽松。据新浪财经10月21日报道，按船期估算10月进口量有望达25—30万吨，11月已有部分船货通过海峡，后续到港预期仍强。新产能与进口双线补充，叠加煤制开工高位，将共同抬升四季度供给约束面临的压力。

三、 需求：聚酯负荷处近年绝对低位，终端订单不足抑制补库

图19：MEG港口出库量

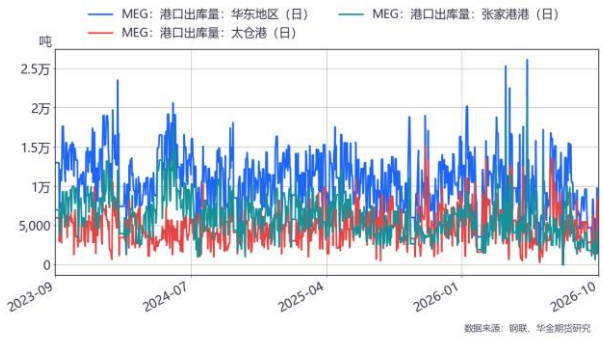


图20：MEG港口出库量分年统计

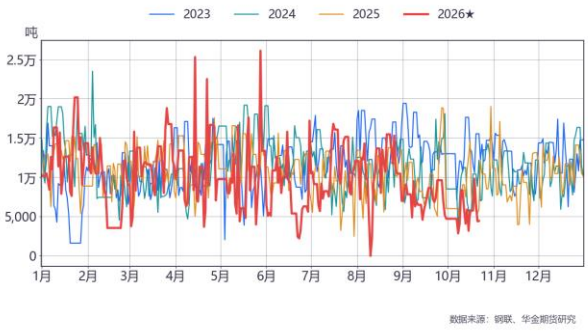


图21：聚酯产量



图22：聚酯产量分年统计

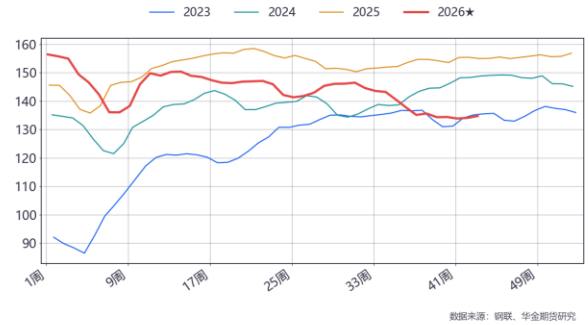


图23：聚酯产能利用率、损失量

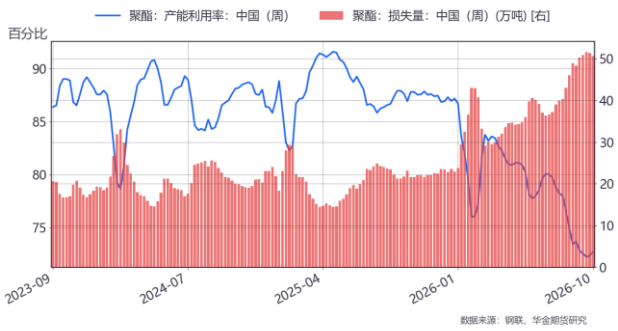


图24：聚酯产能利用率分年统计

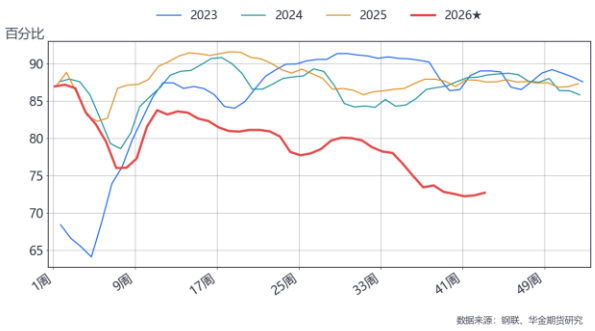


图25：聚酯损失量分年统计

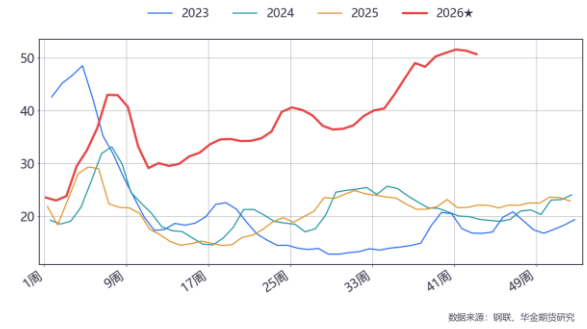


图26：PF加工差



图27：瓶片加工差



图28：涤纶工业丝加工差

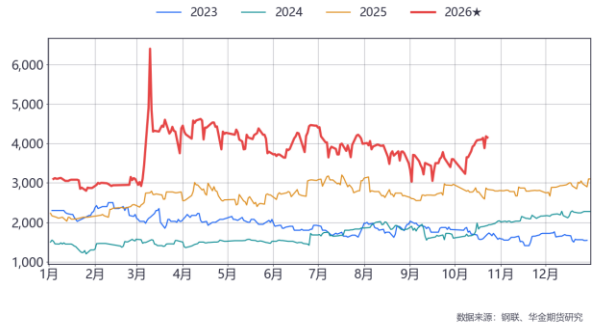


图29：DTY加工差



图30：FDY加工差



图31：POY加工差



图32：聚酯薄膜加工差



图33：喷气织机开机率

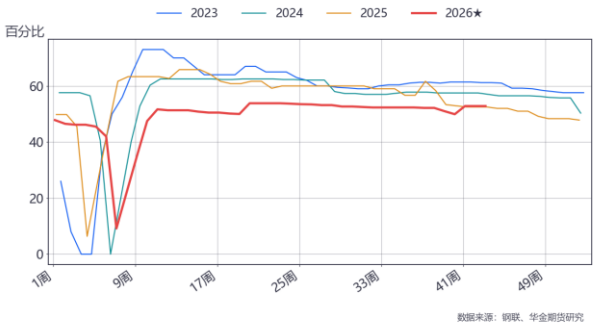


图34：喷水织机开机率

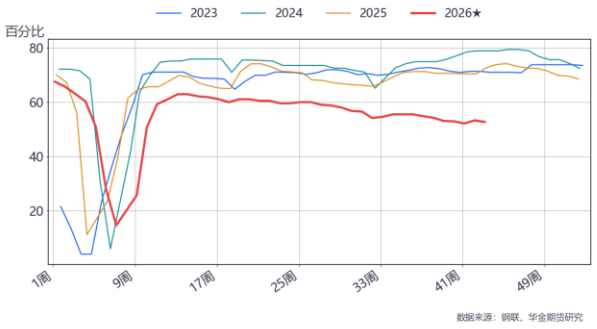


图35：圆机开机率

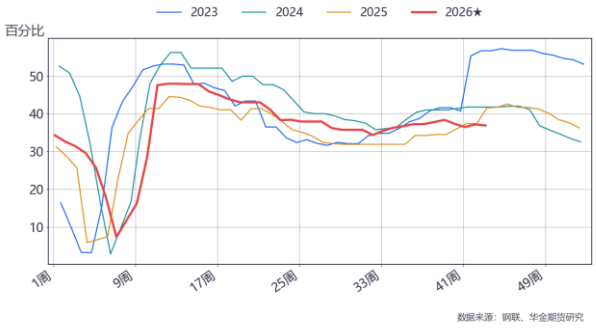
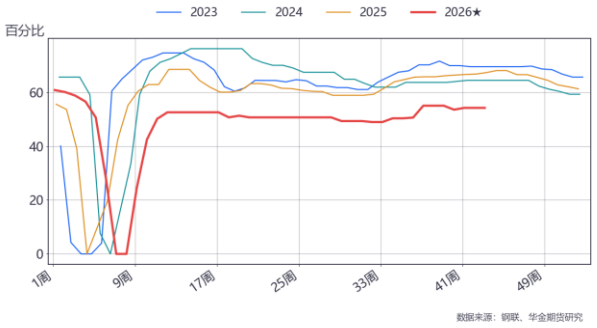


图36：印染开机率



需求端是本周基本面中偏弱环节，聚酯端景气度处于近年低位。聚酯周产量最新134.74万吨，环比上周134.08万吨增加0.5%，但同比大幅下降13.3%，绝对水平位于近1年区间下沿（见图21）。产量回稳主要受涤纶短纤产量增加带动，短纤周产量环比增8.35%至11.16万吨，但持续性仍待观察。

聚酯产能利用率最新72.68%，环比上周72.32%上升0.36个百分点，同比大幅低于去年同期87.78%，处于近1年低点附近（见图23）。聚酯损失量最新50.66，环比下降0.65%，损失端仍处于阶段性高位（见图23）。负荷偏低与损失量偏高的组合，指向聚酯行业实际原料消耗弱于名义产能，对上游MEG需求形成实质拖累。据CCF口径，9月聚酯月均负荷约74.6%，10月预计仅74.43%，处近年绝对低点。

下游加工差整体修复，但终端订单不足限制提负意愿。POY加工差最新9,375元/吨，FDY加工差9,525元/吨，DTY加工差1.04万元/吨，均较去年同期明显走高（见图29、图30、图31）；

短纤加工差8,910元/吨、瓶片加工差843.53元/吨、聚酯薄膜加工差2,200元/吨，同比亦录得不同程度改善（见图26、图27、图32）。加工差修复理论上有利于聚酯提负，但终端环节的订单不足制约了这一传导链条。

织造端开工分化，整体仍弱。喷气织机开机率52.83%，同比上升0.8个百分点；喷水织机开机率52.73%，同比大幅下降28.6%（见图33、图34）；圆机开机率36.89%，印染开机率54.22%，均处偏低水平（见图35、图36）。江浙织造订单天数平均9.06天，虽较上周增加0.48天，但仍不足10天，外贸订单偏弱，企业随用随采。终端需求疲软通过织造、聚酯逐级向上游传导，是MEG需求改善乏力的核心制约。港口出库量4,450吨，同比回落25.0%，反映下游提货意愿转弱（见图19）。

四、 库存：港口库存回升，低库存支撑逻辑阶段性证伪

图37：MEG厂内库存



图38：MEG社会库存分年统计

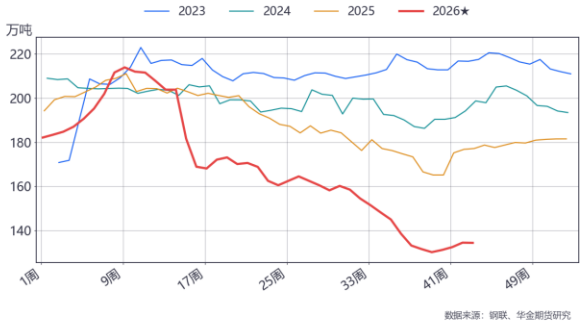


图39：MEG社会库存

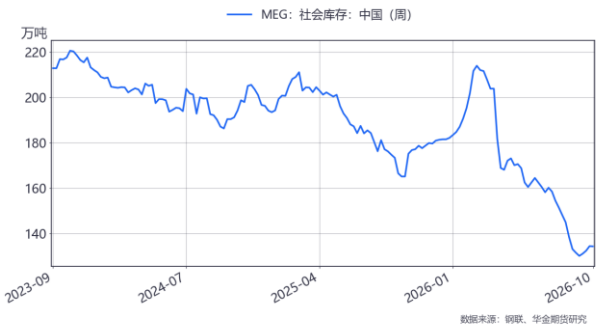


图40：MEG厂内库存分年统计

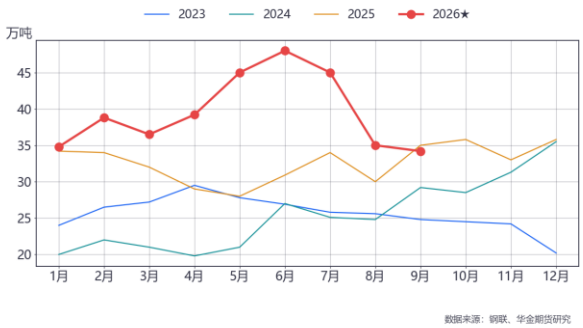


图41：MEG华东主港库存

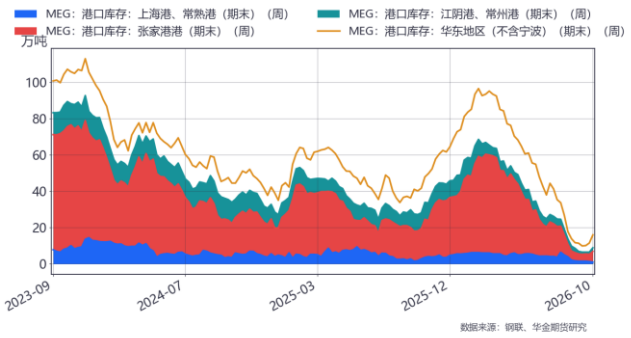
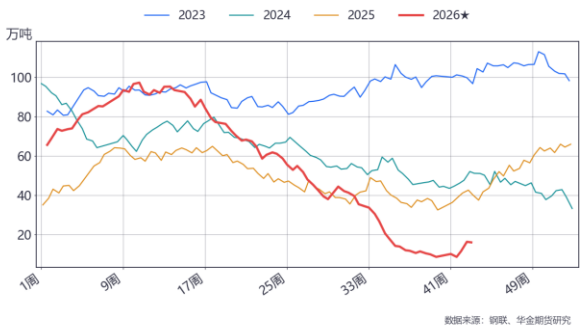


图42：MEG华东主港库存分年统计



库存端是本周期价走弱的核心触发因素，低库存对近月的托底逻辑正在被快速累库所修正。从周度高频数据看，华东地区（不含宁波）港口库存最新16万吨，周环比增加4.5万吨，增幅39.1%；上周同期为11.5万吨，单周累库幅度明显（见图41）。分港口看，张家港港库存升至5.9万吨，环比增加1.9万吨；江阴港、常州港库存升至2万吨，环比增加0.8万吨；上海港、常熟港库存降至1万吨，环比减少0.3万吨（见图41）。港口库存由前期低位单周快速回升，累库信号强化。

社会库存端同步回升。MEG社会库存最新134.41万吨，环比上周134.5万吨仅小幅下降0.09万吨，环比基本持平，近期环比趋势呈震荡走低（见图38）。社会库存绝对水平仍较去年同月178.69万吨、2024年同月198.67万吨明显偏低，处于近三年同月偏低位置。

港口库存与社会库存的走势方向出现分化：港口端单周大幅累库，而社会库存周环比基本持平。这表明当前累库压力主要集中在华东主港环节，由前期集中抵港的资源落地与出库放缓共同驱动。港口出库量本周4,450吨，环比下降22.8%，同比下降25.0%，提货走弱与前期到港落地叠加推动港口库存快速回升（见图19）。

从节奏上看，周度到港量本周回落至6.5万吨，环比降幅22.2%，短期到港压力有所缓解；但考虑到10月末仍有伊朗、台湾、沙特货源抵港，11月进口或升至30万吨以上，中期累库驱动未减（见图12）。当前港口库存虽较近年同月仍处偏低位置，但已由年内低点快速反弹，前期“低库存支撑近月”的多头逻辑阶段性证伪。随着四季度新产能落地与需求季节性走弱，累库趋势或进一步确立。



韩旭
从业资格号：F03155035
交易咨询号：Z0024358

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可[2019]2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司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。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为"华金期货有限公司"，且不得断章取义或有悖原意。