



宏观风险增加，总体中枢下移

东海原油聚酯周度策略

东海期货研究所能化策略组

2024-8-5

投资咨询业务资格：证监许可[2011]1771号

分析师：

王亦路
从业资格证号：F3089928
投资咨询证号：Z0019740
电话：021-68757827
邮箱：wangyil@qh168.com

分析师：

冯冰
从业资格证号：F3077183
投资咨询证号：Z0016121
电话：021-68758859
邮箱：fengb@qh168.com

主要内容

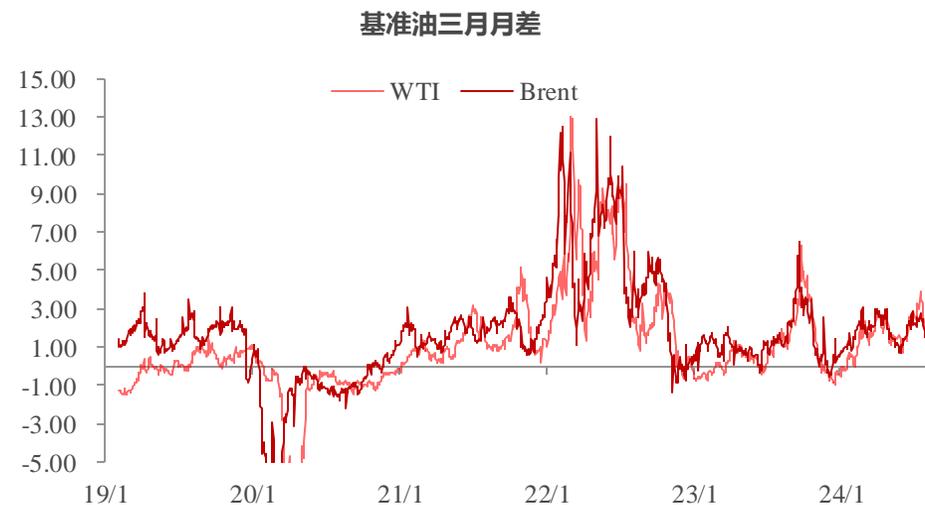
	原油	聚酯
观点	后期仍有回调风险	短期偏弱震荡
逻辑	哈马斯领导人遇袭导致地缘情绪短暂上升，但美股大幅回调再度导致油价共振下行，油价需求担忧逻辑也持续发酵，为价格回调提供支撑。短期旺季去库或仍能持续一阶段，油价自身基本面矛盾偏长期，短期大幅下探需更多累库验证，宏观逻辑或再度成为短期计价中心，市场或过早过足计价降息，价格继续偏弱震荡。	下游开工回升但幅度有限，叠加近期原料弱势，PTA持续处于区间加盐。但目前市场仍对后期旺季备货有期待，叠加前期下游库存促销去化，PTA价格下沿支撑仍在。但8月PTA大概率累库，后期订单若未出现季节性好转，或原油继续下行，PTA或向5700进行测试。 乙二醇港口库存继续下行，8月预计继续小幅去库。工厂库存持续低位，前期流动性影响已经出现盘面计价，后期终端需求有望回升，发货量维持良好，乙二醇远月多配价值持续存在。
策略	空单止盈	PTA震荡，乙二醇可轻仓建多
风险	后续减产执行度较低，加拿大供应增加，产油国介入冲突导致供应出现风险，俄乌冲突出现结果，两伊等预期外供应回归	原油价格大幅走弱，下游开工恢复远不及预期

01 **原油：需求担忧叠加衰退逻辑，油价大幅下行**

02 **聚酯：终端仍未明显恢复，原料弱势计价**

前期结构强势偏离基本面，目前已转弱

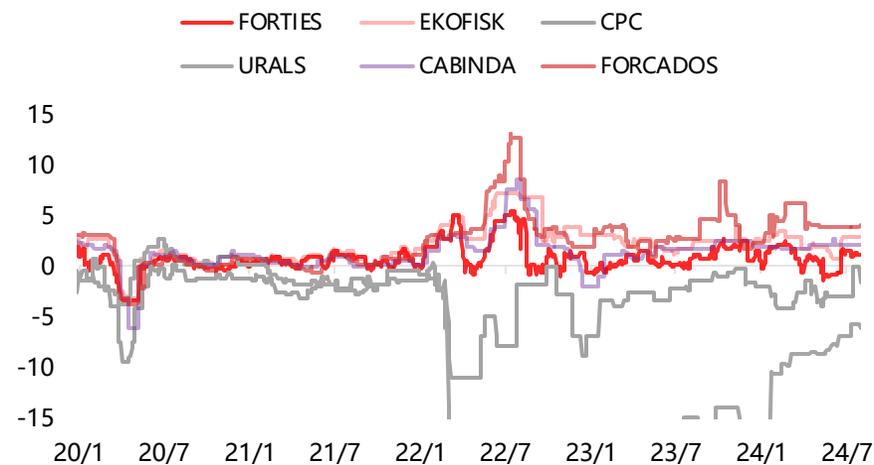
7月原油的变动并不来自供应，更多是需求问题，上旬的价格上升主要来自于海外通胀的超预期下行所带来的降息预期，以及由此带来的风险共振支撑。而在美股出现下行之后，原油的风险支撑也随即走弱，月余持续被压制的弱基本面逻辑开始计价，原油价格崩塌。上旬开始我们在日度策略中就及时进行了风险警示，8月我们对后期原油价格仍不作看好，但短期价格已进入超卖，且月差回调后仍保持偏强态势，价格若要继续走弱需要更多时间兑现



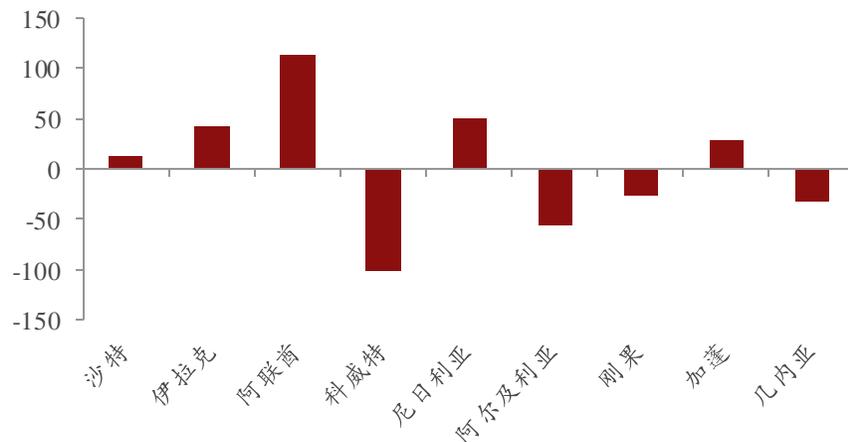
现货成交部分止跌，OPEC产量符合减产配额

短期OPEC的内部产量与其减产配额基本符合，季度内产量预计都将维持在2700万桶/天左右，供应变量有限。后期OPEC内部供应风险可能会兑现的地方，仍然在于伊拉克，伊朗以及委内瑞拉。伊拉克北部40万桶/天产能的库尔德自治政府辖区油田，目前仍在停产中，自治政府与中央政府的谈判在6月再度陷入停滞，后期仍有可能回归。而伊朗和委内瑞拉在制裁下的产能短期变化有限。总体来看OPEC供应变量有限，出口方面，沙特，两伊，阿联酋和科威特的总出口持续保持在1600万桶左右/水平，近期甚至有小幅下降，但更多是亚太需求弱势导致，并非主动减量

主要现货贴水情况



OPEC配额减产执行情况



OPEC+ 后期政策将成关键

但OPEC在10月是否能给出超预期减产，仍是3-4季度的关键。伊拉克等国的补偿减产大概率是得不到实施的，市场焦点将集中在10月OPEC是否会正常退出减产，抑或是继续给出超预期减产。目前中东出口需求整体也较为一般，这点从Dubai-Oman价差也可以看出，不过7月末油价持稳后，部分信源传沙特将会提高对亚官价，如果属实则可侧面反映其对需求确实仍有较强信心，近期市场预计OPEC或将在10月正常退出减产，届时确实可能有概率发生，而盘面可能会出现类似6月初的悲观情绪。

主要现货贴水情况



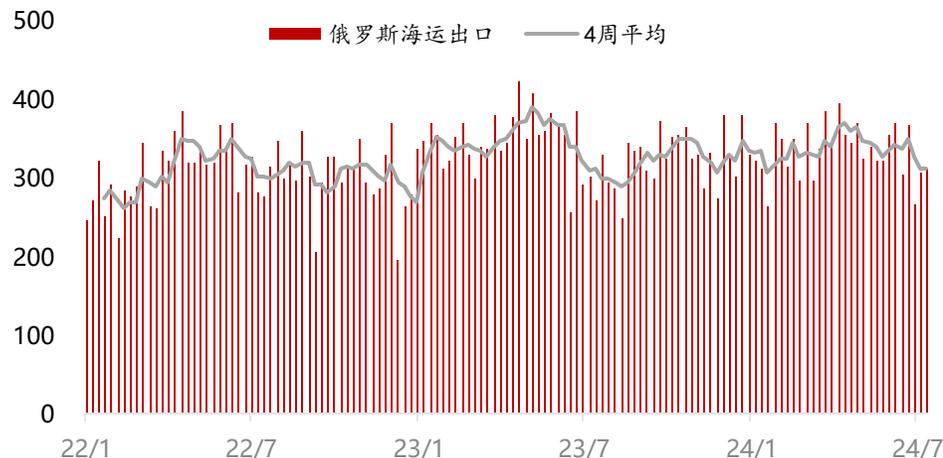
Dubai-Oman价差



俄罗斯装载下行，持续度需观察

俄罗斯方面，近期受到了欧美进一步的制裁，包括石油天然气制品，金属矿及加工品等工业品的出口制裁被收紧，同时欧美对与俄交易的次级金融机构提出具体制裁措施。叠加近期对俄罗斯航运公司施加的深度结算制裁，俄罗斯近期出口可能受到一定制裁影响，7月中下旬的海运出口装载下降至不足310万桶/天。在东向供应增加但短期亚太需求低迷的情况下，俄罗斯供应被动实现了其承诺的“自愿减产”，成品油出口方面增量也较为有限。但长期来看，需要注意若特朗普上台可能出现的政策转向，且拜登政府也亟需选前控制能源价格，俄出口短期大幅收紧的概率也不高。

俄罗斯原油海运出口情况



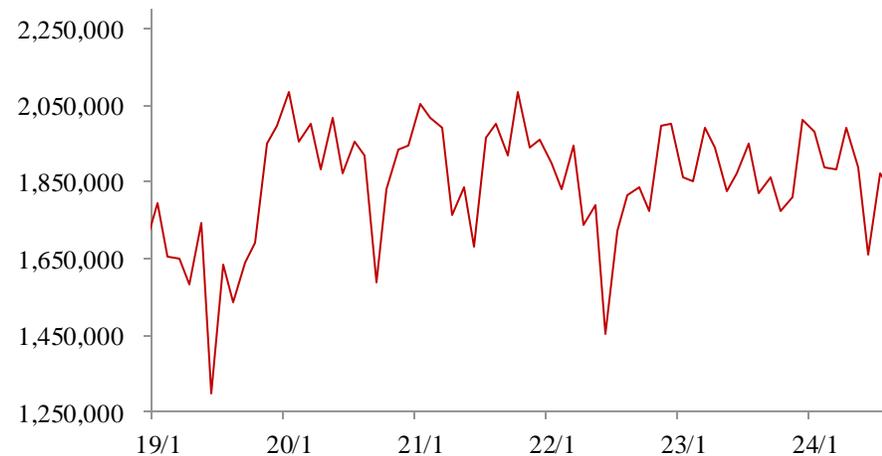
俄罗斯柴油出口情况



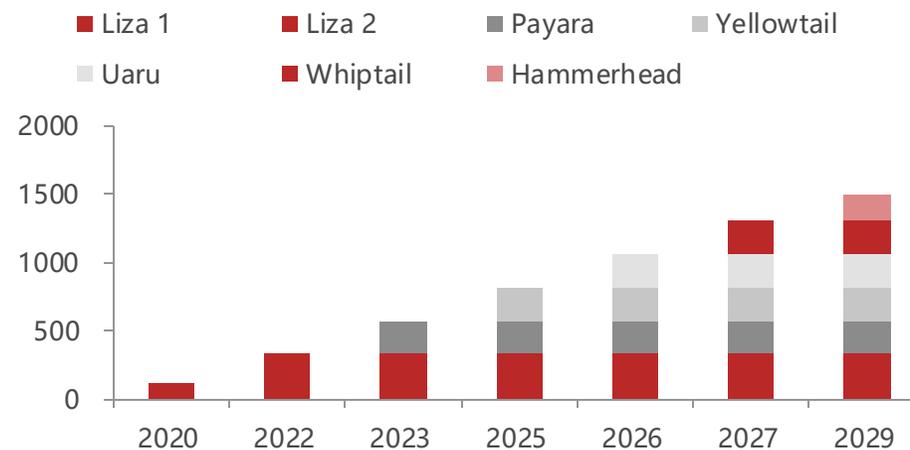
OPEC+之外产量总体平稳

另外北海装载在经历了3季度的检修后，供应将会稳步恢复，恢复量预计在15万桶/天，对市场冲击有限。另外圭亚那的生产计划在2024年并无释放，下一阶段的Payara油区产量释放会在2025年，所以非传统产区新增产能仍然较为有限。

北海装载量



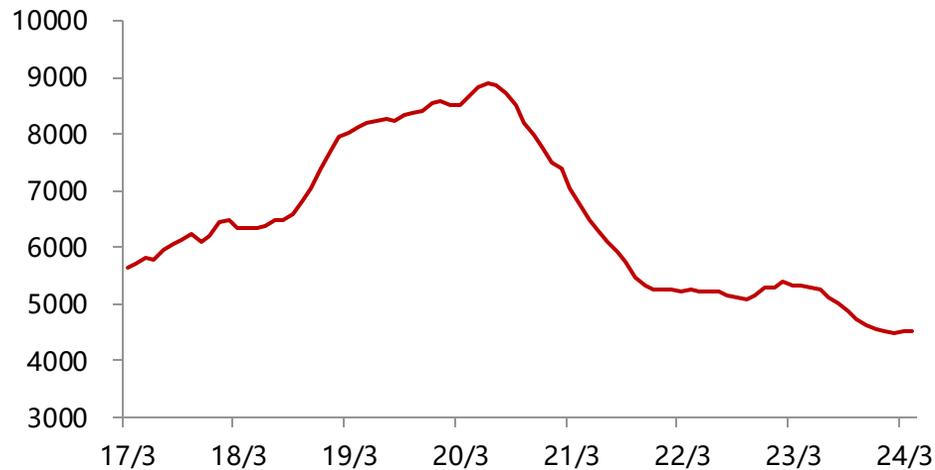
安哥拉产量



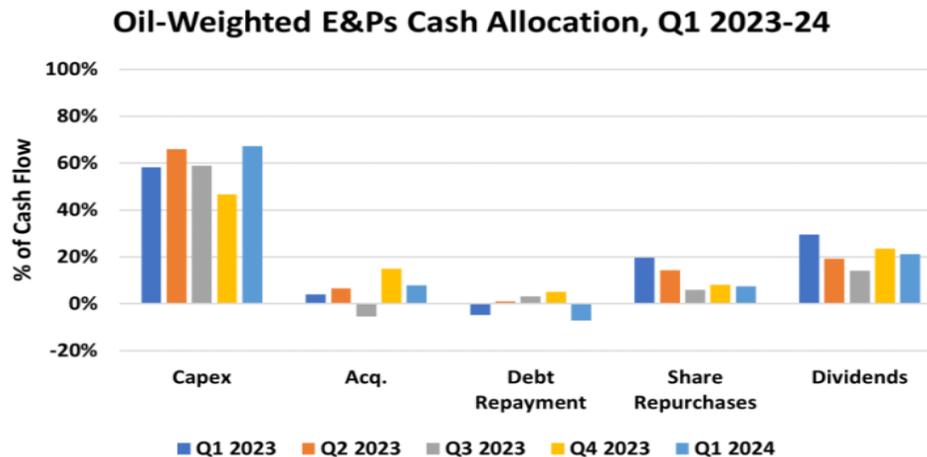
北美长期供应今年增量仍将有限

美油的供应在短期变量仍然有限，虽然近期整体页岩油公司并购不断，主要页岩油产地以及海外新型产地的资源都在被头部公司不断整合，但是目前的勘探费用仍然仅维持在保持目前产量的基准上，上游开支相比于去年的增量相对有限，仍然大幅低于19年以前的高位水平。除非短期内油价再度出现10美金以上的增幅，否则依靠目前消耗DUC的形势，美油产量今年短期内大幅增长的难度仍然是极高的。

美国开钻未完成井 (DUC) 数量



页岩油公司现金流向

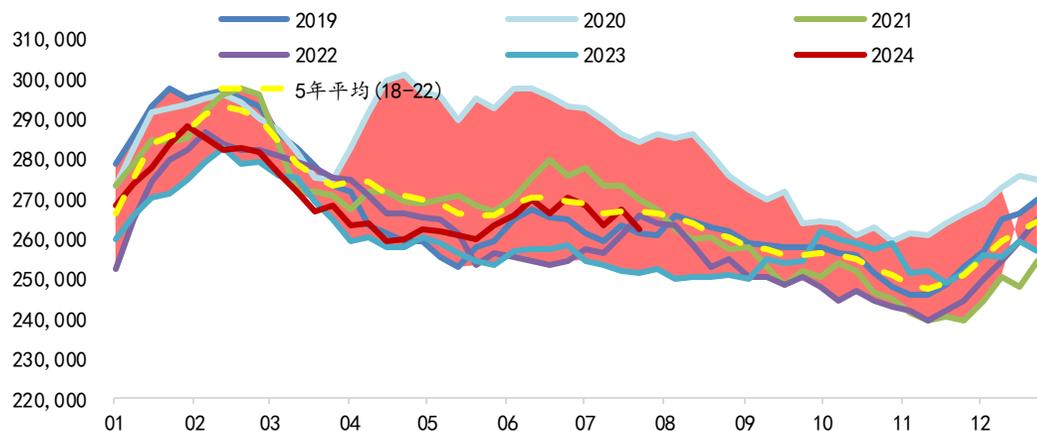


短期上下游双去库支撑底部价格，但时间或有限

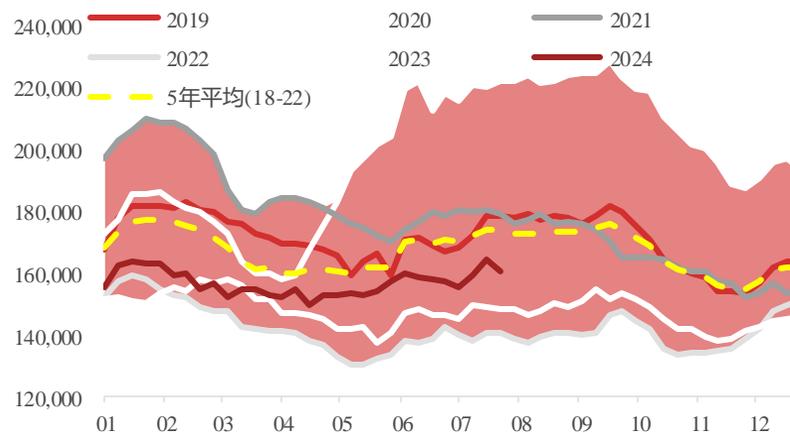
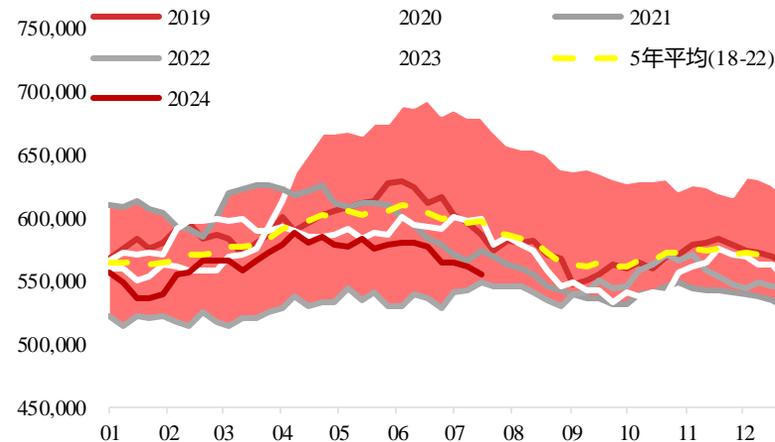
需求忧虑是盘面持续博弈的计价逻辑中心，6月至7月初，市场持续给出较高的海外旺季消费预期，但是从目前看，今年旺季需求水平基本可以盖棺定论，属于近年来的中下水平。整体乏善可陈。并且9月后将淡出需求旺季，留给汽油库存去化带动价格逻辑的时间已经不多了。

不过在临近8月时点，需求环比确实有所好转，从主要消费地的库存总览上可以看出，在原油汽油库存最终有所去化的基础上，叠加中东地缘政治再生波澜，使得油价在79左右支撑位稳定。

主要消费地汽油库存情况



主要消费地原油库存情况



利润问题尚未解决，或持续发酵

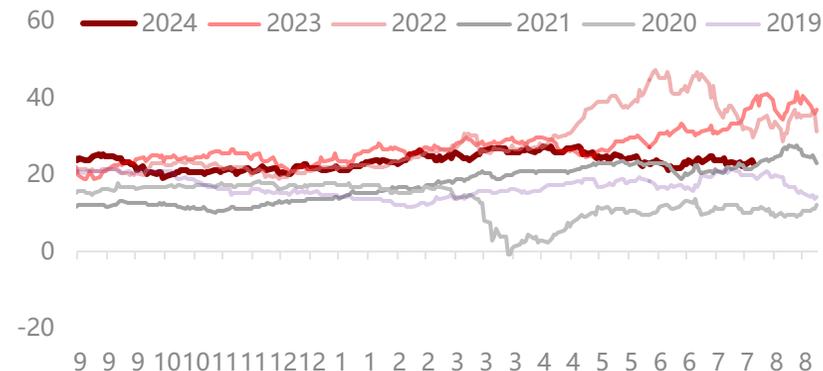
旺季需求在后半段仍有一定体现。主要成品油运输管道Colonial的价格贴水在7月下旬最终仍体现初季节性上行，后期的需求数据也验证跟随贴水回升。所以在旺季余下的时间内，由于进料偏低，且出口有一定增量，库存的去化仍然是可以期待的，这也是近期油价最大的支撑。

但炼厂进料受到利润压制的情况并没有真正解决，并将会继续发酵，并且可能成为后期油价中枢得不到减产支撑而大幅下行路径的最重要推手

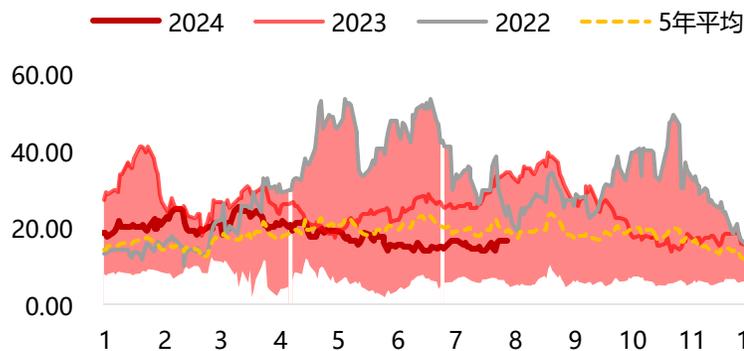
汽油管道运输价-RBOB贴水 与表需对比



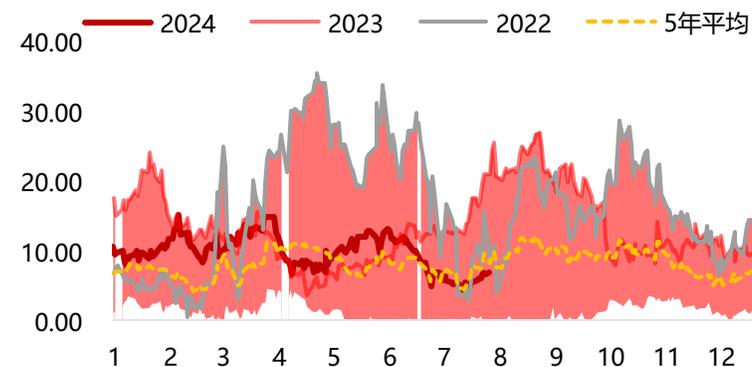
美国汽油裂解



美国炼厂裂解



欧洲炼厂裂解



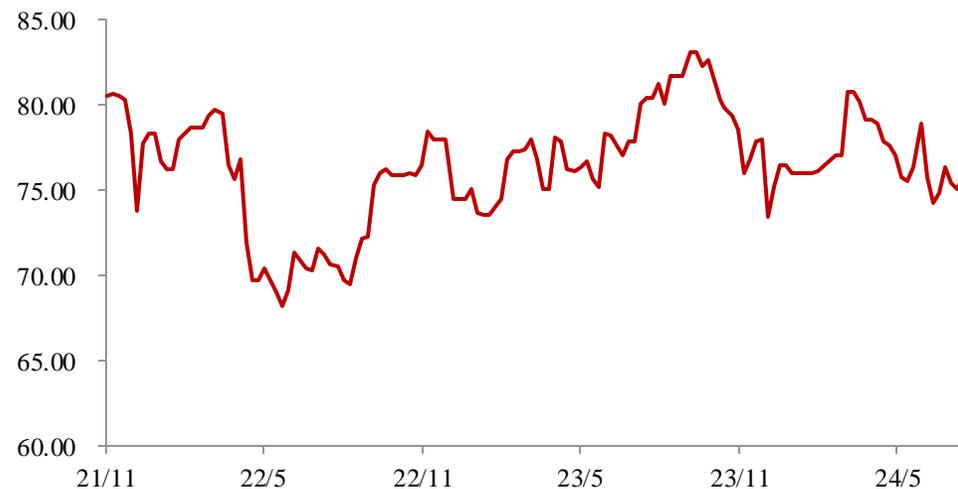
亚太需求恢复总体仍然偏慢

去年9月开始，中国原油进口同比增率开始走低，今年5月开始，进口同比转负，且目前对中国出口的油轮量仍然处于历年低位，回升有限。且目前中东至中国的油轮运费也处在偏低位置，在这些指标，以及炼厂开工明确印证出现恢复之前，对中国需求恢复不及预期的担忧可能会持续存在，并且最终可能成为4季度大幅拉低原油价格的最重要逻辑。

3月内驶向中国港油轮量



国营炼厂开工率



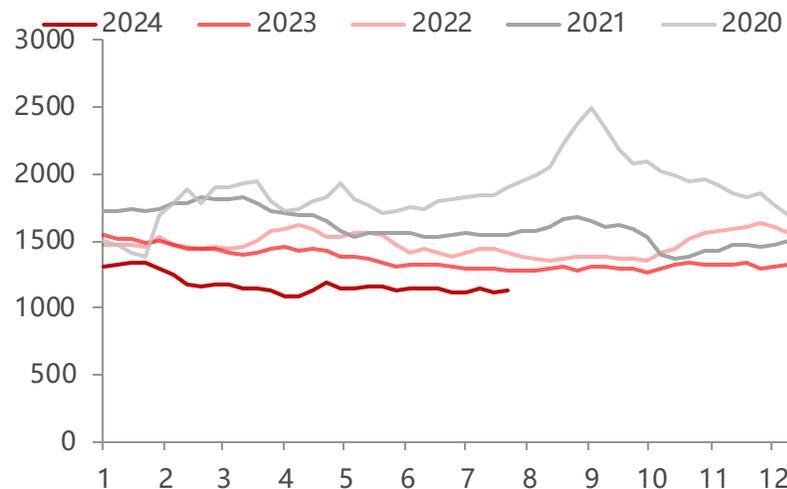
地炼开工率



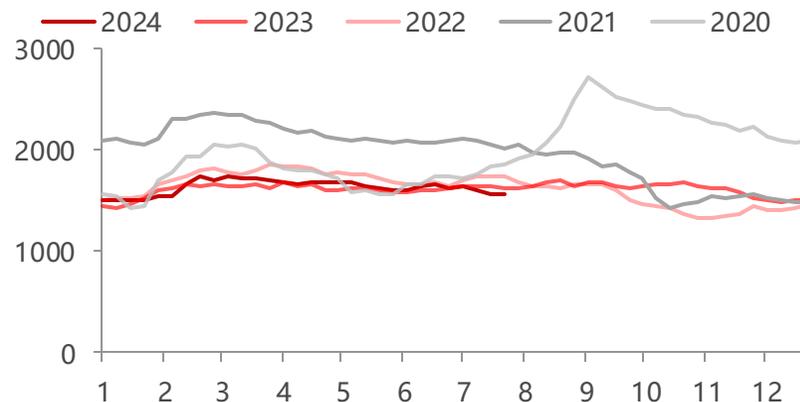
国内持续供需两弱，成品库存延续低位

国内成品油库存也继续保持低位，这更多是需求负反馈至炼厂进料大幅降低的结果，供需双弱的局面要改变，需要更多的时间。8月后，国营炼厂或有增加进料的计划，并且裕龙项目至目前已经购买了300万吨9月抵达原料，装置开车后将会对国内进口需求持续有一定提振。

中国汽油库存



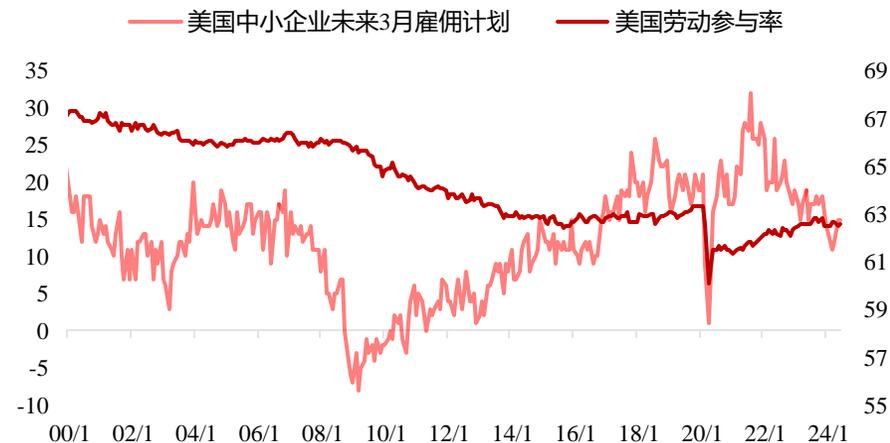
中国柴油库存



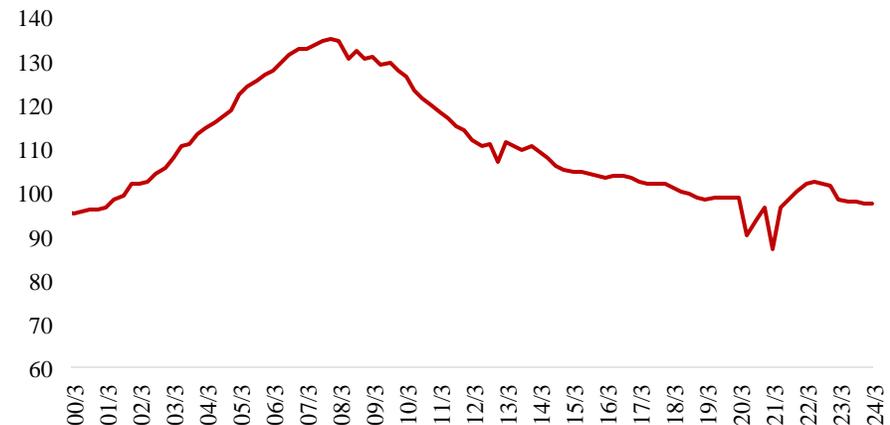
降息预期过早过足，后期变化值得警惕

目前虽然失业率已在缓慢上升，但就业率也仍处高位，中小企业未来3月的雇佣计划在最近季度触底反弹。另外劳动参与率也在缓慢抬升，整体就业市场虽然边际有转弱迹象，但总体仍然是偏热的。家庭杠杆率也在近期再度有所下降，总体消费有一定底部支持，“软着陆”可能增加，并且通胀项中租金等或有重新抬升的风险，联储可能更多是通过话术调整市场预期，但实际的降息的路径可能会一再超出市场预期的滞后，对于油价来说，需要防范由此带来的类似去年9月后的风险共振带来的价格压力。

美国雇佣及劳动参与情况



美国家庭杠杆率



01 原油：需求担忧叠加衰退逻辑，油价大幅下行

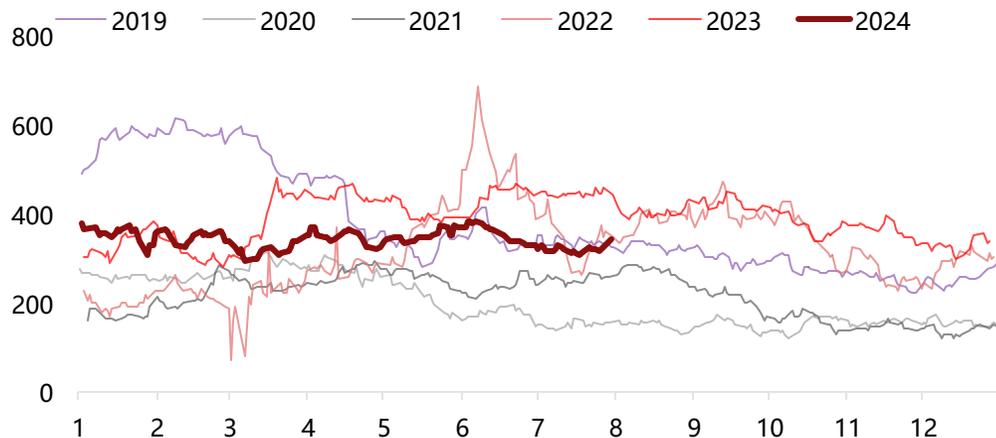
02 聚酯：终端仍未明显恢复，原料弱势计价

短期原料弱势，但支撑仍在

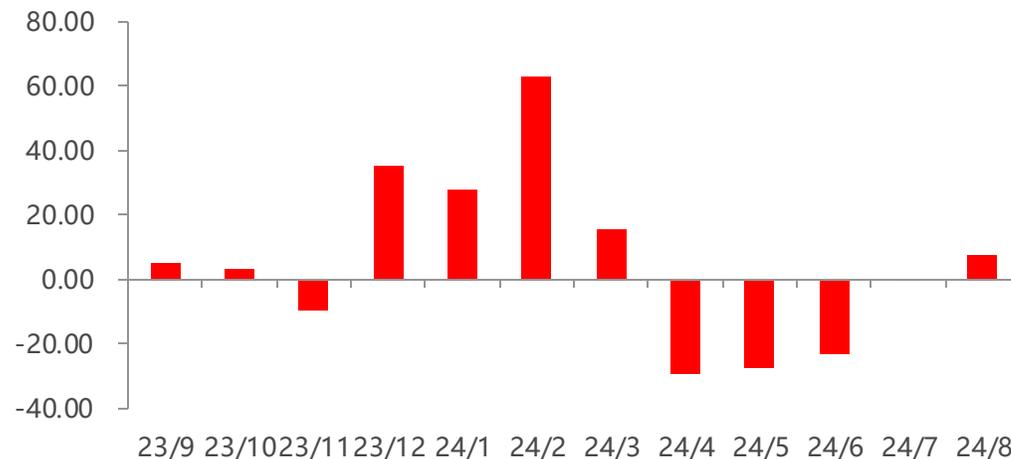
上游端除了原油价格的下行，7月PX价格也持续疲软，主港CFR最低跌至993美金，海外汽油需求弱势仍然是近期芳烃走弱的最主要因素。目前调油价差仍然处在极低位置，美湾歧化价差也处在低于过去5年平均的水平，整体反映了今年海外旺季需求不振，与我们前文所述相印证。另外，PX的短流程装置外采MX原料的利润价差也在较低位置，也部分反映了PTA链条利润的走低对产业链的影响。

后期PX海外大装置有检修计划，国内金陵同样有检修，叠加8月终端带动下开工回升可能增加，预计PX供需有所好转，可以重回500点左右震荡格局。

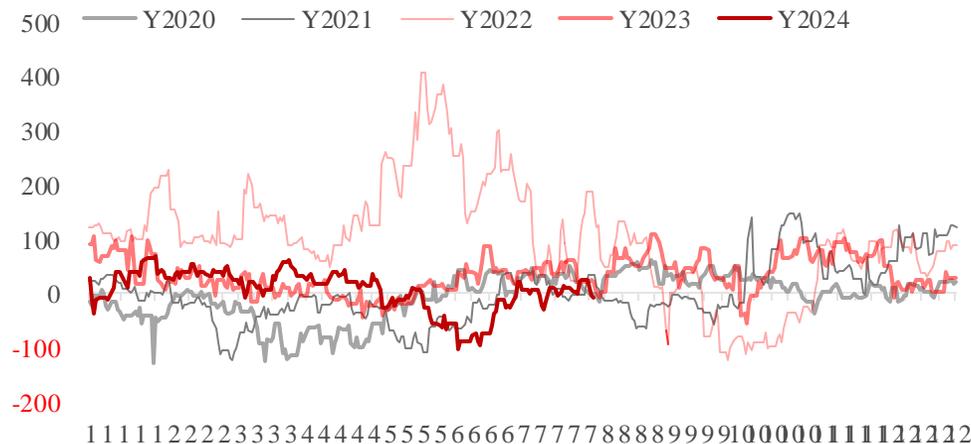
PX-石脑油价差



PTA基差情况



PTA库存天数

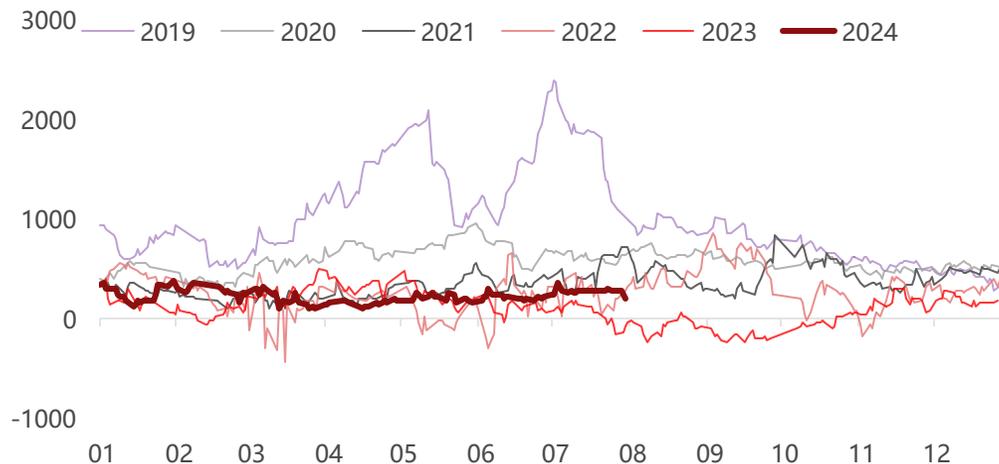


下游利润博弈后抬升，上游利润恢复有限

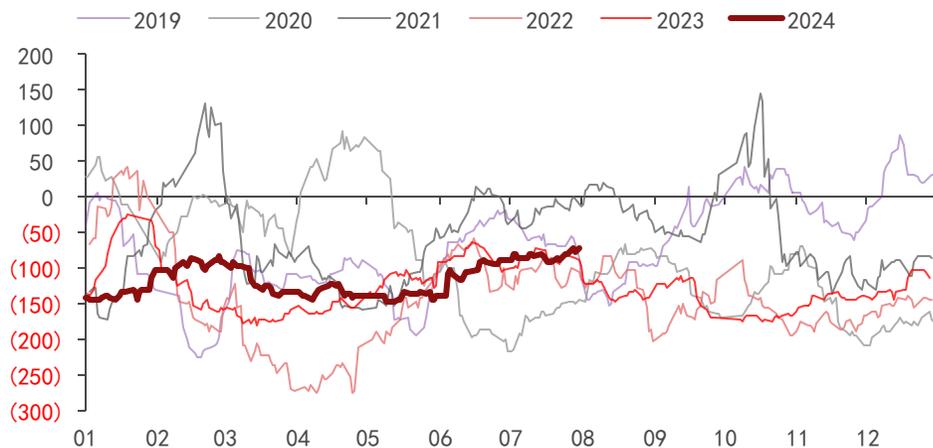
PTA在短期仍然中性偏低，下游挺价后博得部分产业利润，下游利润上行明显。

乙二醇方面近期乙烯制利润部分企稳，而煤制利润近期明显回升。近期煤价下行，导致煤制利润出现明显增长，且近期有部分贸易商大举采购乙二醇，也部分抬升了现货基差，导致利润有所上行。后期需要观察利润回升后，存量装置是否有回归/提升开工问题。

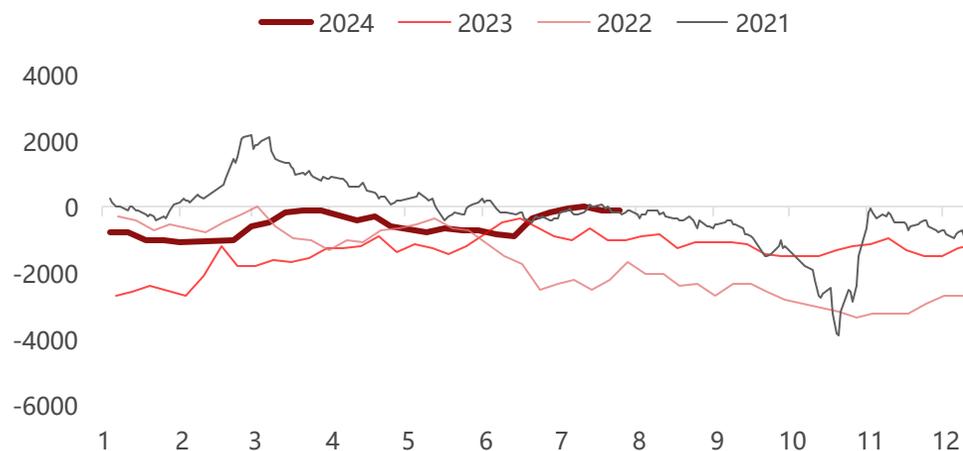
PTA加工差



乙烯制乙二醇利润



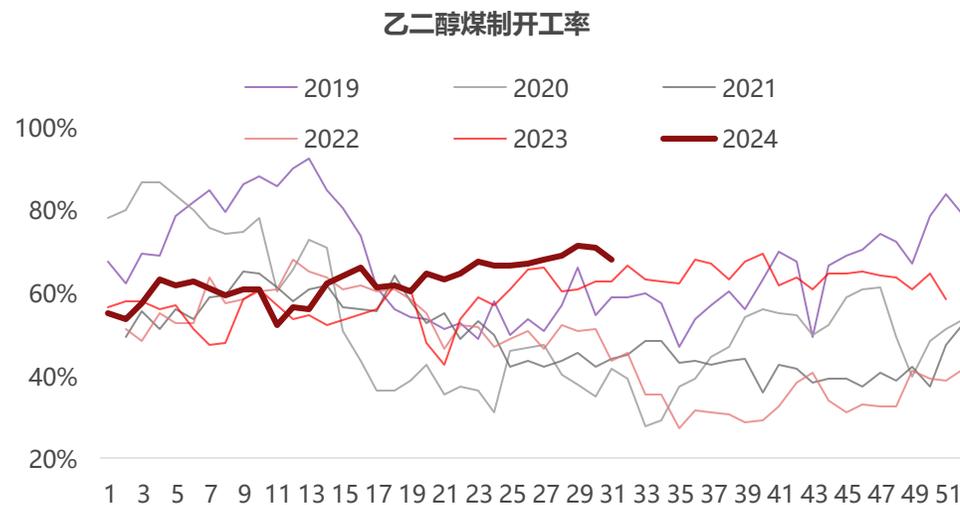
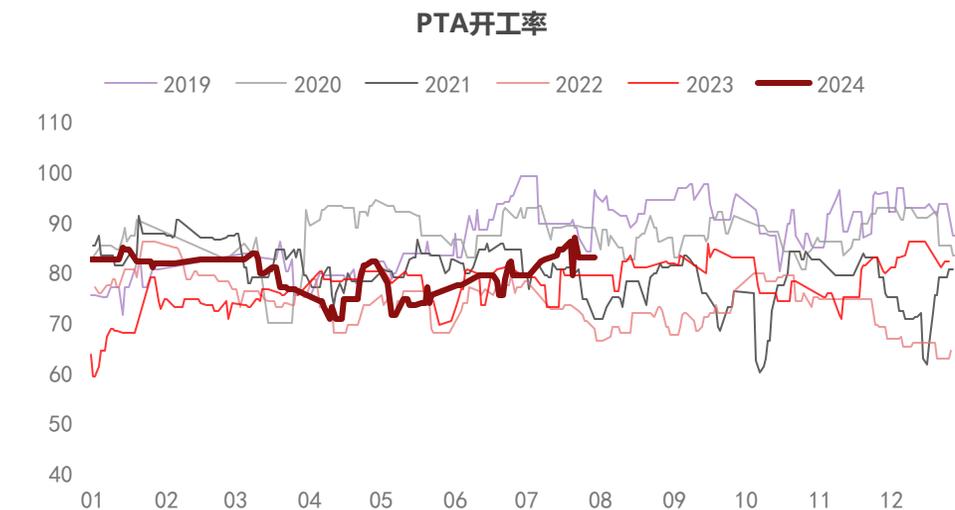
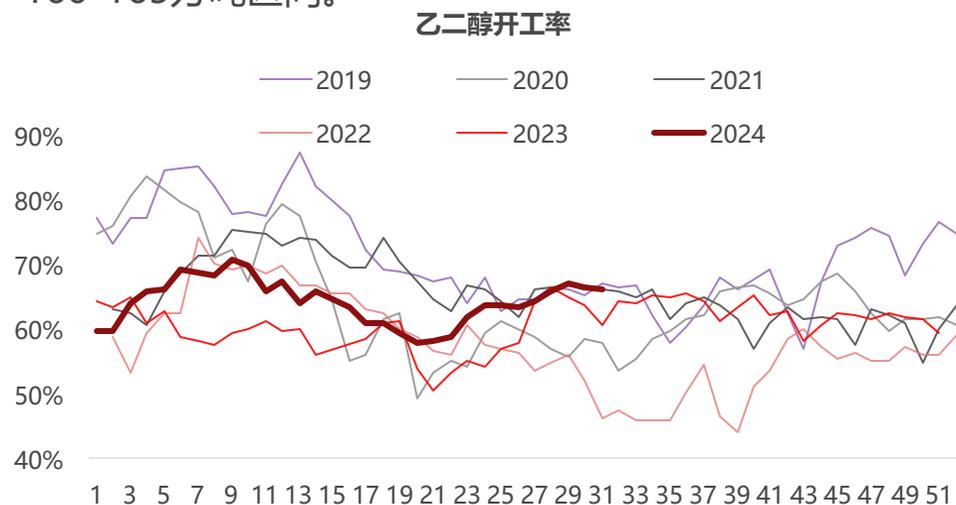
煤制乙二醇利润



8月PTA确定累库，乙二醇或存持续去库希望

PTA8月检修量集中在，嘉通，和恒力5线上，另外福海创将继续保持5成左右开工，蓬威或有不稳定情况，另外台化二期150万吨预计8月重启。7月总体供应微幅增加，叠加下游前期一口价挺价模式过于强硬，需求负反馈传导，8月开始转为累库格局。

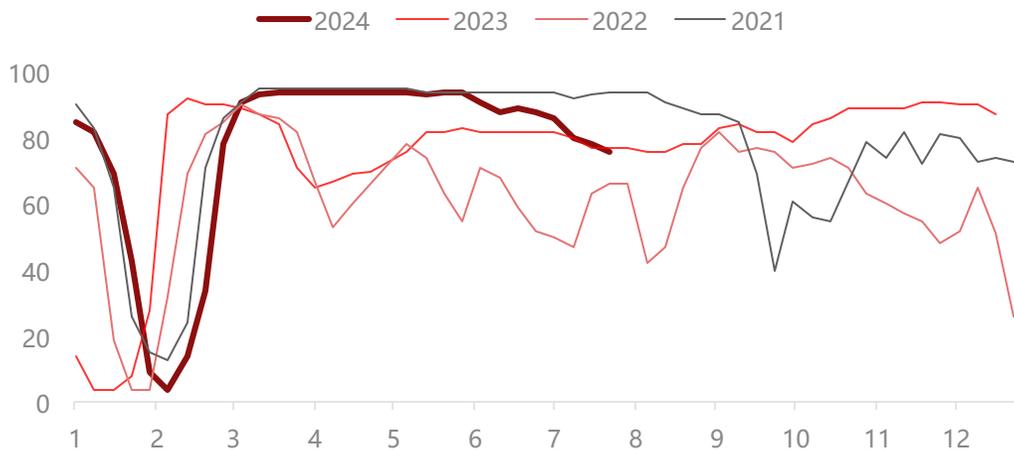
乙二醇8月煤制装置检修较多，包括通辽，永城，兖矿，沃能，建元等装置均在8月有检修计划，另外美锦将会持续降负，8月煤制供应总体微幅降低。但浙石化负荷近期仍在提升中，包括福炼在8月的大概率回归，以及扬巴的提负等，一体化开工略有提升，部分弥补了煤制供应的损失量。8月供应预计和7月持平，均维持在160-165万吨区间。



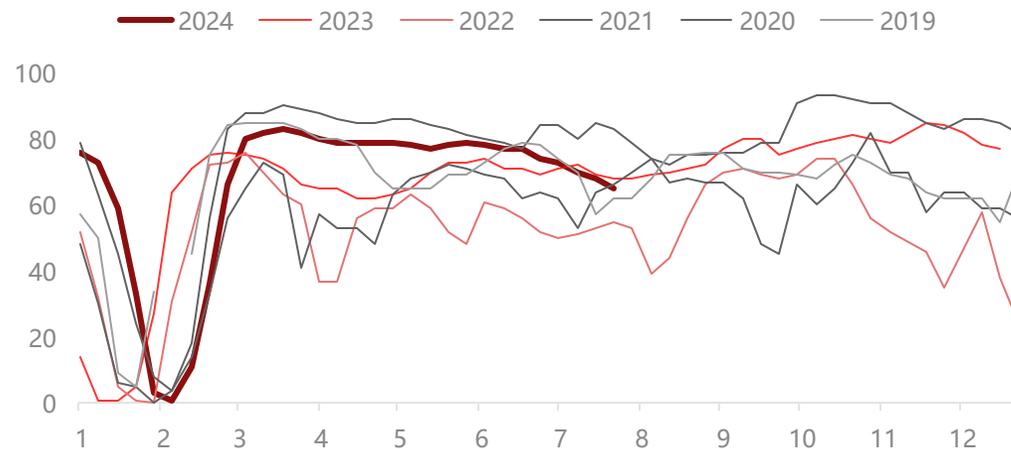
终端开工下行后负反馈

终端开工是7月导致聚酯品种价格中旬全面回调的最主要原因。5-6月下游硬性挺价，从长丝到瓶片，实际的减产协议履行率极低，挺价仍更多以一口价方式进行，终端被动跟随。但终端订单在6月开始就已经显现环比颓势，1-2季度累积的订单逐渐消耗后，后续需求明显跟随乏力，导致终端开工最终在7月淡季明显下行。产业在初始仍对旺季备货节奏有所期待，但随着终端的持续观望，预期终被打破，下游被动跟随降低开工，从而对全产业链产生负反馈。

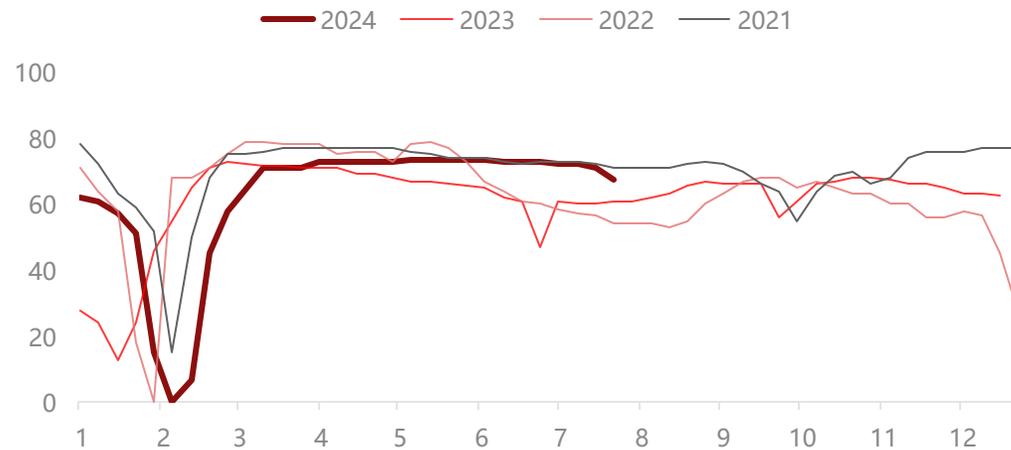
加弹开工率



织机开工率



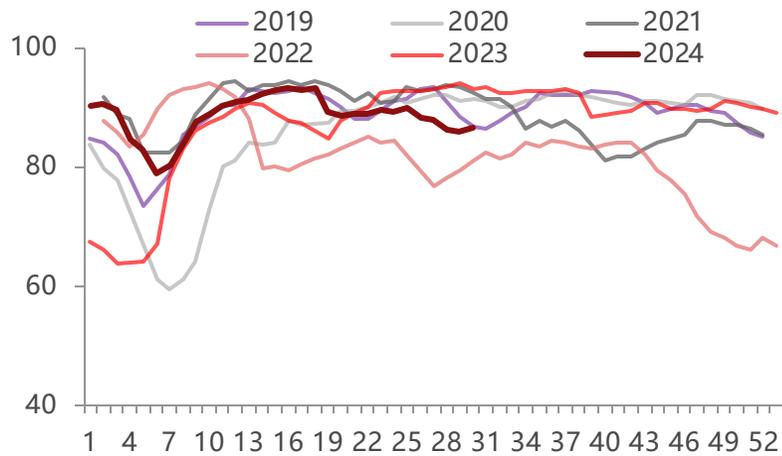
涤纱开工率



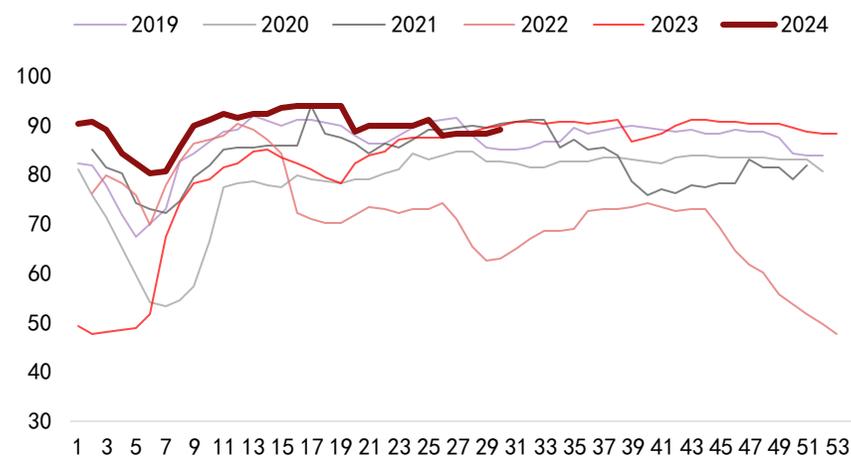
下游开工跟随下调

持续了2个多月的挺价活动，在淡季持续的驱动已经有所淡化，终端开工下行，订单减少导致观望情绪浓厚，下游负反馈开工下调明显。

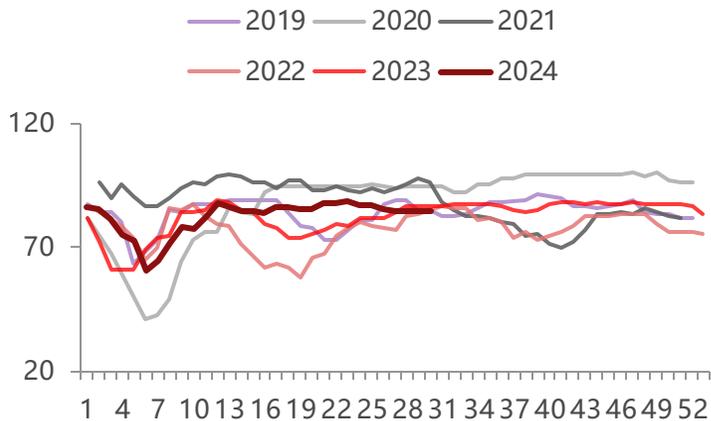
聚酯开工率



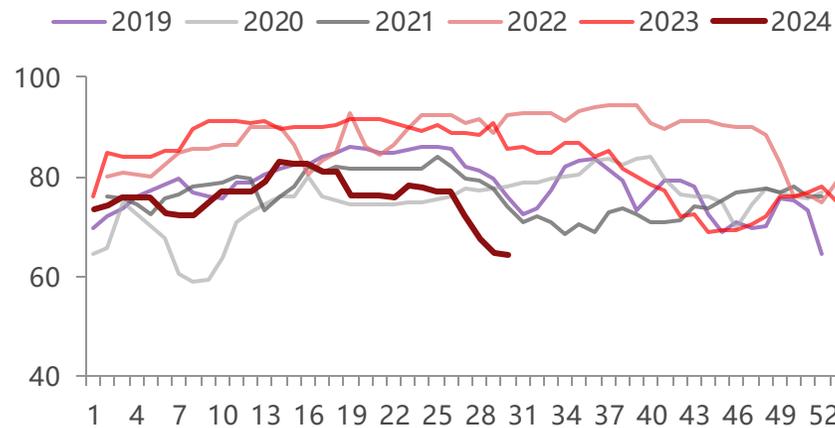
长丝开工率



短纤开工率



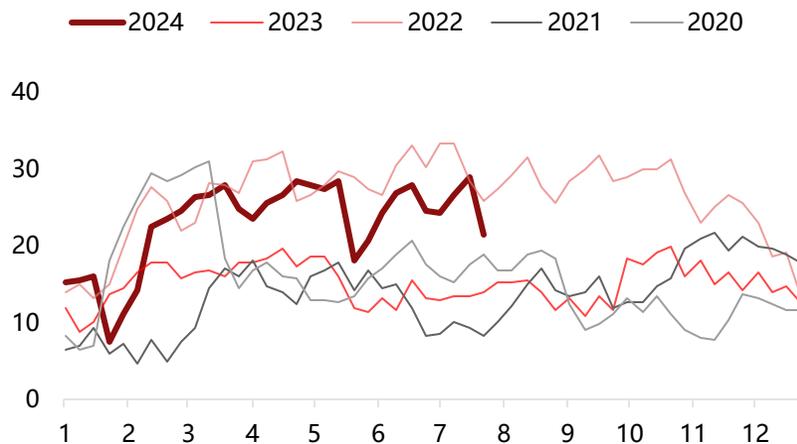
瓶片开工率



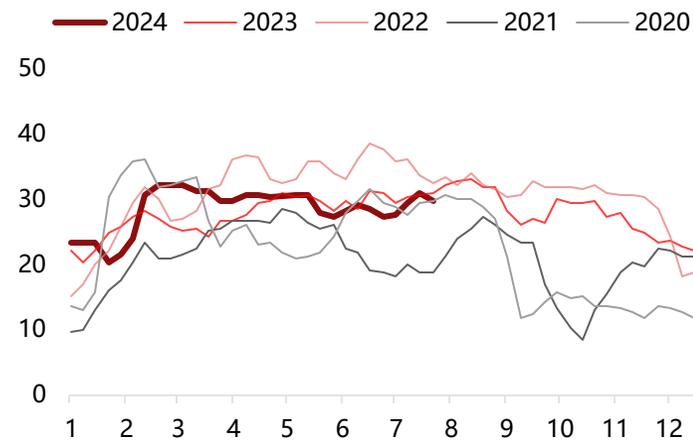
下游优势在于库存最终有所去化

除了短纤库存外，总体仍保持在中性水平。旺季前夕终端开工仍有季节性恢复的空间，只不过鉴于目前下游的原料库存走高，后期终端需求即便恢复，传导至上游原料也需要相比往常更多的时间，叠加PTA自身累库预期较为夯实，下游观望情绪也需要更多时间进行调整。

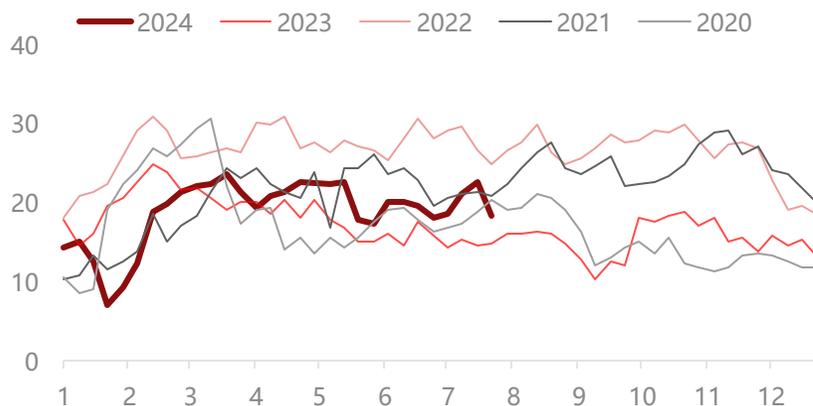
POY库存



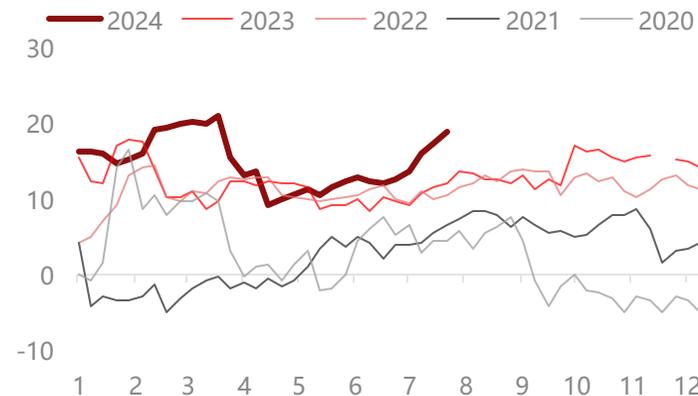
DTY库存



FDY库存



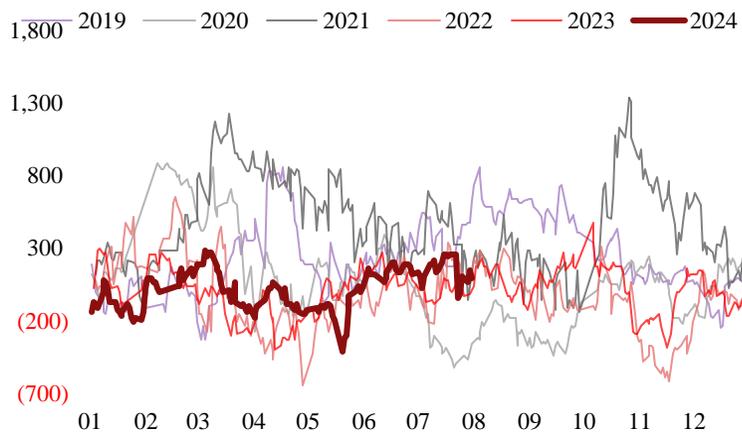
短纤库存



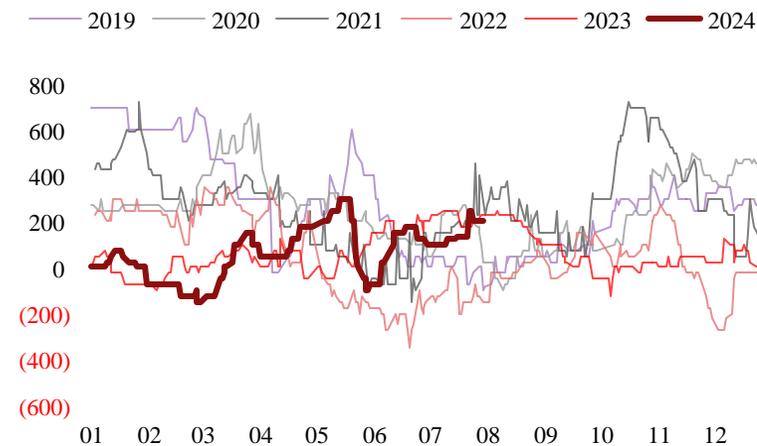
下游利润继续抬升

下游利润在前期挺价过程中也得到了明显的支撑，各品类现金流均上行。库存保持去化的过程中，利润仍能有所上行，一部分确实是挺价造成的价格强势，以及产业链环节利润的博弈优势，但另一方面也说明了下游需求并不差，由终端带来的短期弱势更多只是季节性原因，进入传统旺季后仍能够有值得期待的上方空间。

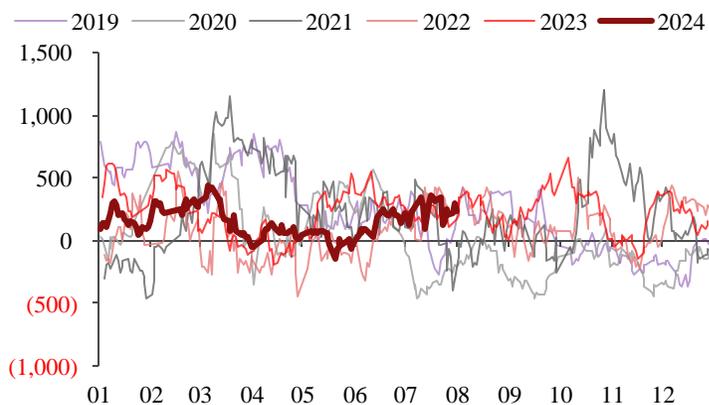
POY利润



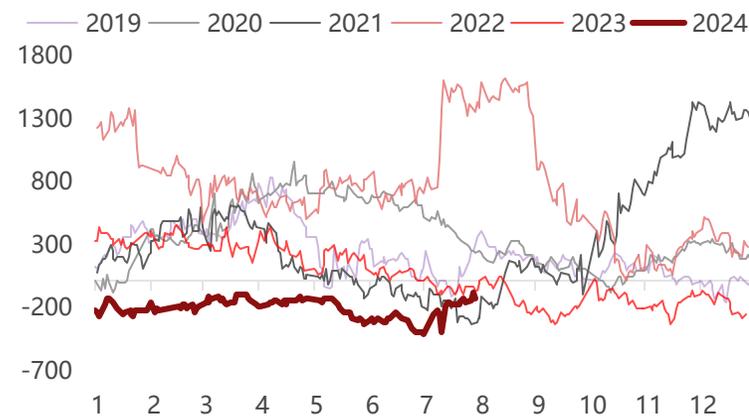
DTY利润



FDY利润



瓶片利润

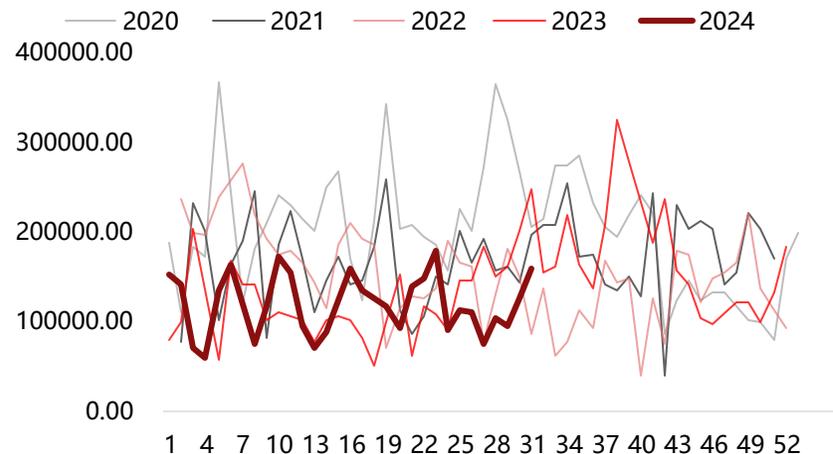


乙二醇流动性问题发酵条件越来越成熟

7月前夕乙二醇曾出现流动性紧缺问题，原因主要在两点，首先是到港的阶段性低位。到主港船货在7月初曾出现小幅阶段性短缺，更多货仓留存空间为苯乙烯，导致乙二醇进口减量有发酵空间；其次有船货出现污染情况，也导致主港货源小幅走低；最后，头部贸易商在此期间大量囤货，导致流动性一度出现大幅紧张，乙二醇近月被动大幅走强。但后期，乙二醇进口恢复正常，叠加下半旬需求弱势计价，乙二醇加工重回4650左右中枢。

但需要看到，乙二醇已经具备初步流动性计价的条件，一旦再出现类似船货短缺，囤货意愿增加，或是天然气原料受影响等事故，乙二醇价格在后期是具备上涨驱动的。

华东乙二醇港口库存



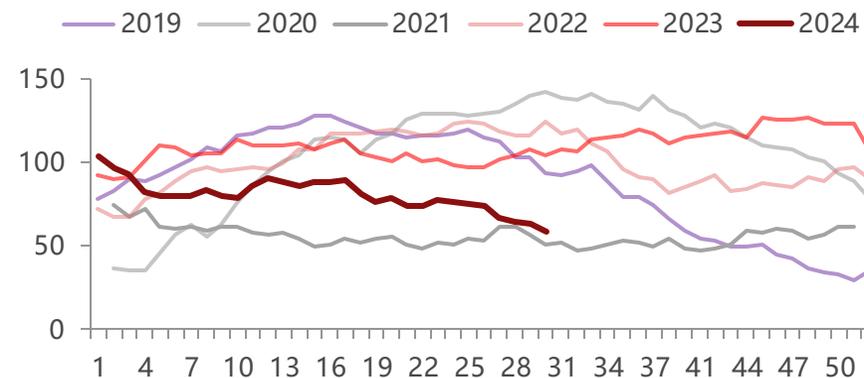
乙二醇供需预估



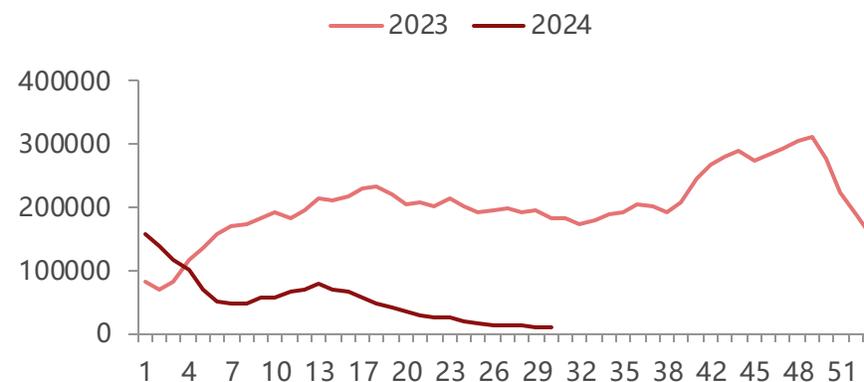
乙二醇显性库存持续去化，25年远月合约具备多配价值

7月显性库存继续去化，由于进口减量，去库超预期。工厂库存目前仍然保持在低位，主港发货持续保持在11000吨左右，产销水平良好。8月初步排产乙二醇继续去库，去库两不及7月，但港口库存如果持续去化至40万吨以下，一旦终端需求季节性抬升，囤货需求提高，流通性问题可能会复刻7月造成近月价格持续上行。

华东乙二醇港口库存



乙二醇工厂库存



免责声明

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。

感谢聆听

公司地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

邮政编码：200127

公司网址：www.qh168.com.cn



微博：东海期货-创新发现价值



微信公众号：东海期货研究 (dhqhj)



021-68757181



Jialj@qh168.com.cn