

2023年7月3日

需求计价基本完成，供应影响边际上升

——原油聚酯7月月度投资策略

投资要点：

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.cn

联系人

王亦路

从业资格证号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

联系人

蔡文杰

从业资格证号：F03114213

电话：021-68757827

邮箱：caiwj@qh168.com.cn

- **原油**：海外加息预期再起，原油定价逻辑印证再次不变，弱预期下盘面再次受到影响，同时本周数据也较差，很可能劳动力市场宽松已经对消费起到弱化作用，导致油品消费走强程度一般，月差也有所走弱。但是7月减产即将到来，可以少许期待减产情况，如果仍然支撑不起，则短期逻辑证伪，油价将可能继续小幅阴跌。
- **PTA**：PX成本支撑仍在，但是原油支撑可能会在近期走弱，另外新装置投产也会放大供应压力。下游已经开始出现库存累积，后期开工走弱压力仍然较大，PTA仍有一定下行压力。
- **乙二醇**：煤价下行幅度明显，导致煤制开工上行，但从库存来看累库幅度一般。后续煤价有峰季持稳可能，乙二醇窄幅震荡格局将维持。
- **结论**：原油减产将带来一定支撑，但幅度或将有限，月差或有少许恢复，但宏观情绪未达拐点下，价格仍将偏弱运行。化工板块整体情绪尚可，但PTA自身供应恢复压力较大，价格或小幅阴跌，乙二醇则将继续区间震荡。
- **操作建议**：原油月差继续轻仓尝试看多，PTA轻仓看空，乙二醇继续窄幅区间操作。
- **风险因素**：伊朗伊拉克供应出现回归，俄罗斯产量情况持续保持高位，OPEC不减产或减产不如预期，俄乌冲突出现解决迹象，以及国内需求恢复水平速度仍然极低。

正文目录

1. 策略概述	4
2. 原油	4
2.1. 减产在即，盘面更多体现宏观情绪	4
2.2. 需求继续保持平稳，但宏观逻辑仍是主要驱动	7
3. 聚酯	10
3.1. PTA	10
3.2. 乙二醇	13

图表目录

图 1 基准油价格	4
图 2 基准油三月月差	4
图 3 俄罗斯海运原油出口情况	5
图 4 俄罗斯出口目的地情况	5
图 5 全球浮仓情况	5
图 6 伊朗出口情况	5
图 7 北海产量	6
图 8 美国汽油表需	7
图 9 美国柴油表需	7
图 10 美国当周初次申请失业金人数	8
图 11 美国个人出席占收入比例	8
图 12 美国炼厂裂解差	8
图 13 欧洲炼厂裂解差	8
图 14 美国炼厂进料	9
图 15 主要消费地汽油库存去化情况	9
图 16 Dubai-Oman 价差	9
图 17 中国制造业 PMI 新订单指数	9
图 18 国营炼厂开工率	10
图 19 地炼开工率	10
图 20 PX-石脑油价差	11
图 21 PX 开工率	11
图 22 PTA 加工费	11
图 23 PTA 开工率	11
图 24 织机开工率	12
图 25 加弹开工率	12
图 26 POY 库存指数	12
图 27 DTY 库存指数	12
图 28 FDY 库存指数	13
图 29 短纤库存指数	13
图 30 乙二醇开工率	13
图 31 煤制乙二醇开工率	13
图 32 油制乙二醇利润	14
图 33 煤制乙二醇利润	14
图 34 乙二醇华东港口库存	14
图 35 乙二醇华东到港	14

1. 策略概述

油价在 6 月基本处在震荡中，走弱幅度有限，情绪也总体没有太大转机，并且结构上已经出现了较为宽松的转弱。但是总体来说这些变化仍然来自于需求预期的变化，美联储在 6 月的表态继续加深了加息预期，需求计价再次发酵，油价出现明显下行。但是往好的一面看，7 月沙特将开始减产，虽然其幅度可能会被伊朗，伊拉克和俄罗斯的供给增量对冲一部分，但是现货市场仍然可以有部分供应减量支撑。而需求方面和我们之前预测的类似，基本处于高于去年，稍低于前年的水平。如此短期的现货市场将继续保持供需基本稳定的情况，盘面将可能偏稳定，并且有一些上行可能。但是上行空间目前来看仍然不大，长期来看需求的下行仍然会对油价中枢起到压制。

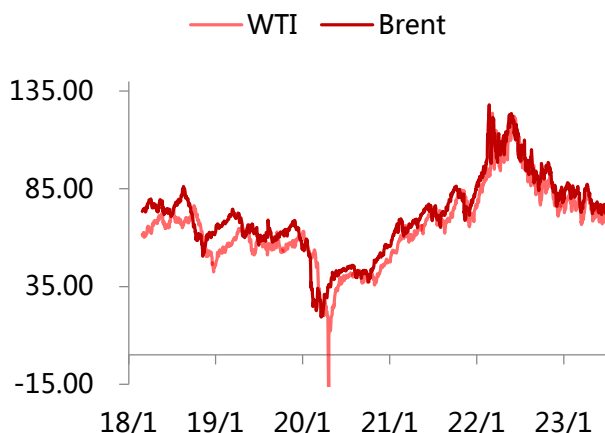
聚酯方面，虽然 6 月的下游需求继续给出惊喜，开工持续保持高位，但是终端的开工也终究是出现了一些弱化迹象，后续下游的开工保持高位仍然存疑。PTA 的装置在检修回归之后，供应压力也较大，短期更多依靠原料支撑挺价。而乙二醇则是在煤价拉低煤化中枢的板块大背景下，中枢出现下行，但是中长期来看供应过程仍在继续，窄幅区间震荡的逻辑暂且不变。

2. 原油

2.1. 减产在即，盘面更多体现宏观情绪

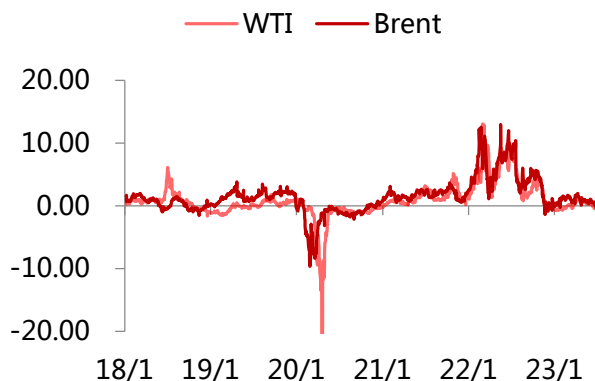
6 月随着中国需求继续不及预期，以及更重要的联储表态加深年内加息预期，情绪拐点似乎仍未到来。所以即便当下整体供需情况不温不火，结构仍然出现了极为明显的下行，Brent 和 WTI 的月差都在近期大幅转弱，其中 Brent3 月月差已经彻底弱化至 Contango，也印证了市场对于后期整体供需态度极为悲观。

图1 基准油价格



资料来源：东海期货研究所，Wind

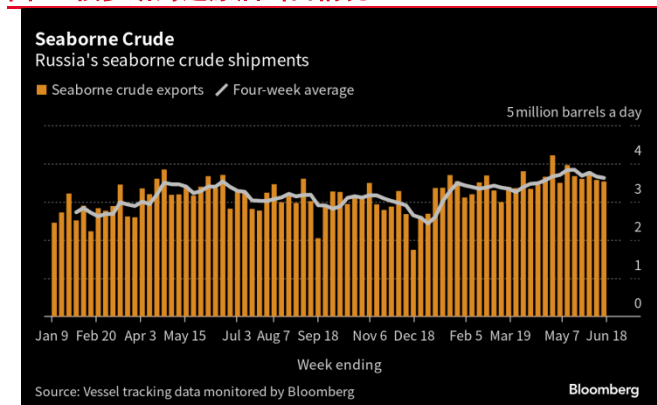
图2 基准油三月月差



资料来源：东海期货研究所，Wind

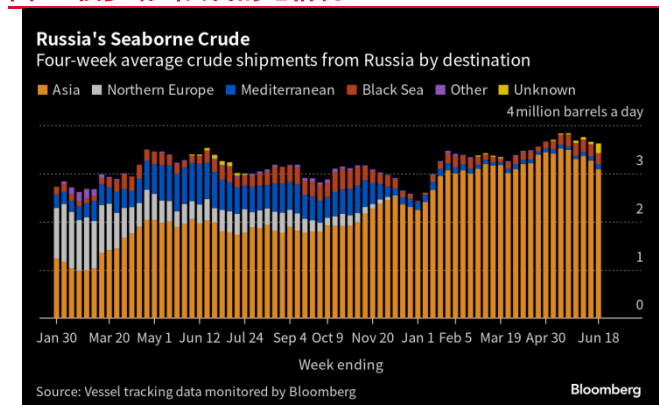
后期在供应方面，变量仍然在几个方面，首先是俄罗斯，其出口近期总体稳定，6月由于其国内炼厂检修逐渐结束，其国内炼厂加工量近期已经达到了560万桶/天，基本恢复了正常进料水平，这导致其原油出口小幅回落至前期低位水平。但是另一方面，7月俄罗斯的成品油出口也同样将会环比增加，对欧洲的柴油出口计划将达到244万吨，这也会对已经极为疲弱的柴油消费带来一定负面影响，对于后期的原油价格中枢来说会有更多的压制。

图3 俄罗斯海运原油出口情况



资料来源：Bloomberg

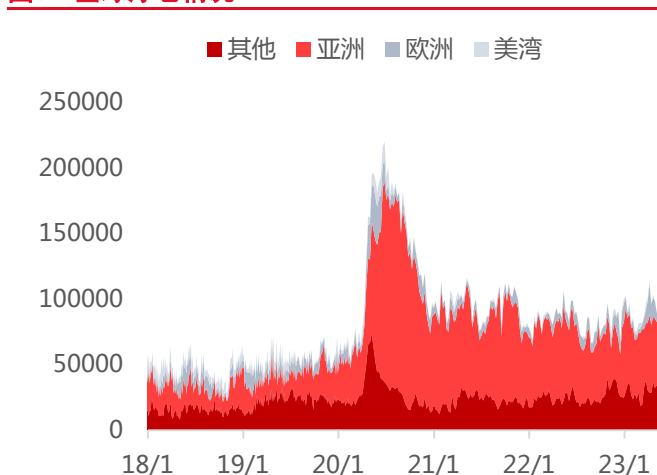
图4 俄罗斯出口目的地情况



资料来源：Bloomberg

而近期由于供应整体偏小幅宽松，主要消费地的在岸原油库存在峰季的去化表现一般，另外浮仓最近也有所增加，一个可能的原因是前期山东滞港情况较为严重，由于对老旧油轮的检验导致卸货速度变慢，浮仓数量有所增加，并且也影响到了中东船货发港量，但这一情况近期已经随着山东地区滞港情况的缓解而有所好转。

图5 全球浮仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图6 伊朗出口情况

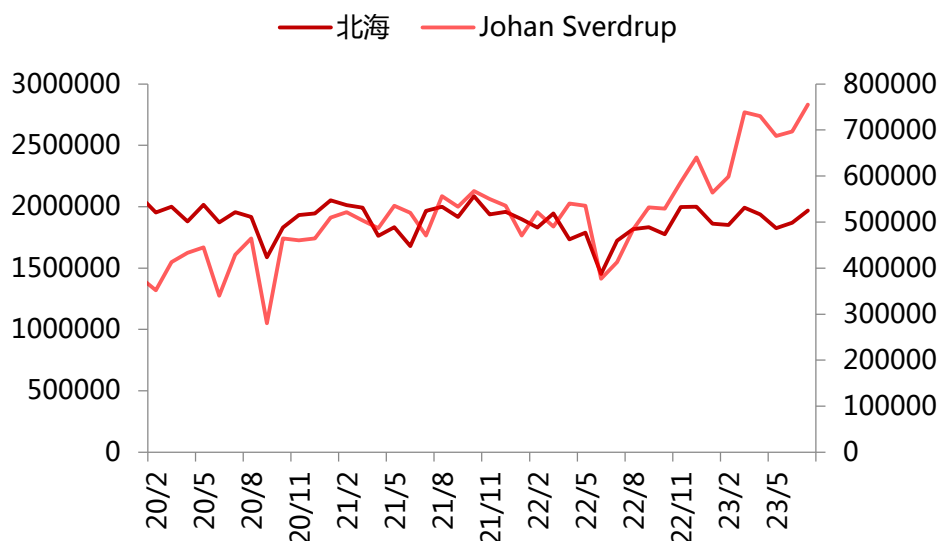


资料来源：Bloomberg

第二个变量在于近期的预期外供应回归。此前传出伊朗和美国达成协议的谣言，一度让原油市场大幅走弱，但从近期的伊朗原油出口来看，可能也并非完全是空穴来风。前期伊朗虽然持续取消船舶定位，但是根据可追踪数据，其原油出口一直保持在 100 万桶/天左右，但是 5 月以来其出口已经跃升至 150 万桶/天以上，这对于后期的减产将会是较为严重的冲击，如果该出口持续维持，沙特的减产将会被极大地稀释，这在近期的原油现货市场中也有所体现。虽然中国近期已经下发了国内第三批进口配额，并且荣盛的大批量购买也对现货市场带来了较大利好，但是 Dubai-Oman 价差的抬升情况也仍然较为一般。而除去伊朗供应回归外，伊拉克北部的出口可能也会在近期出现变量。从 3 月开始超过 40 万桶/天的 Ceyhan 管道出口就陷入停滞，但是近期伊拉克和土耳其已经再次谈判，一旦出现成果则其北部出口将会回归，在以往的减产中，伊拉克通常是表现地较差的，此次同样需要考虑其供应回归的风向。

传统产量方面，此前我们提过北海产量可能会出现检修，从目前来看，计划装载量较为稳定。另外，主体油田 Johan Sverdrup，近期的装载量将会达到 77.5 万桶/天，增产较为顺利，也说明后续的供应将维持中性偏高水平。

图7 北海产量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

对于油市来说，第三个变量就在沙特减产，从 5 月减产数据来看，减产情况基本达标，沙特 7 月 100 万桶/天减产额度预计也将会得到较好的执行。但是由于前文所提到的预期外供应的出现，其对市场的影响可能将会低于其实际的减产数字，这也是近期市场在宏观情绪出现弱化后，结构出现明显转弱的驱动之一，即供应减量很可能无法带来能够超出预期的影响，在当下宏观需求预期占据主导逻辑的情况下，7 月现货市场很可能继续出现维持平稳，但是盘面继续偏弱震荡的局面。

最后的重中之重，仍然要提及地缘政治影响。6月末俄罗斯出现一系列政治事件，加上近期乌克兰战事反攻取得一些进展，如果俄乌冲突在近期出现事态的最终结果，那么俄罗斯供应可能会以多种路径，出现供应回归或者供应收缩的两种结果，而无论是哪种结果，对于油市的影响都会是较为巨大的，所以对于该风险一定不能忽视。

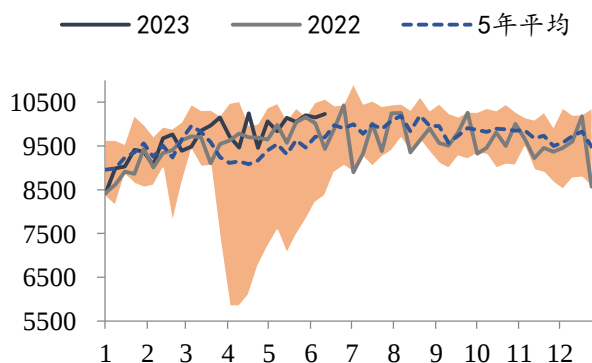
总体来看，供应端口会出现变化，但是沙特减产可能会被缓冲，总体供应情况仍然偏向宽松。

2.2. 需求继续保持平稳，但宏观逻辑仍是主要驱动

即便6月的整体需求恢复路径基本如我们之前所想，保持在优于去年，基本持平于前年的水平上，但是油价整体运行逻辑仍然受到了较大的宏观冲击。鲍威尔的表态再一次加深了加息预期，使得需求预期再次出现了大幅度的弱化，油市的绝对价和结构都做出了极为明显的回应。

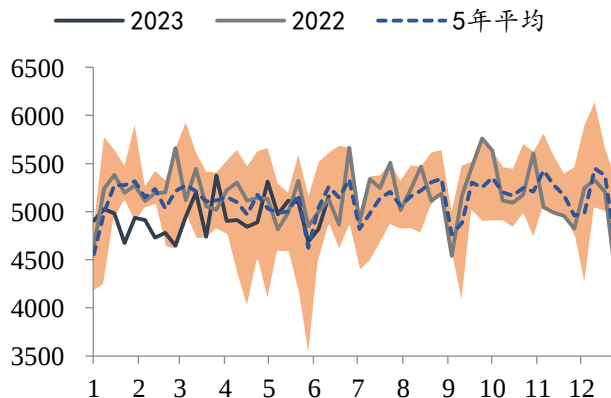
但是从海外的消费市场来看，目前需求水平并不像其盘面体现的那么差。美国汽油需求自从6月旺季开启以来，持续保持在中性偏高水平，汽油需求平均在1030万桶/天，柴油需求水平稍弱，但是也基本稳定。

图8 美国汽油表需



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图9 美国柴油表需



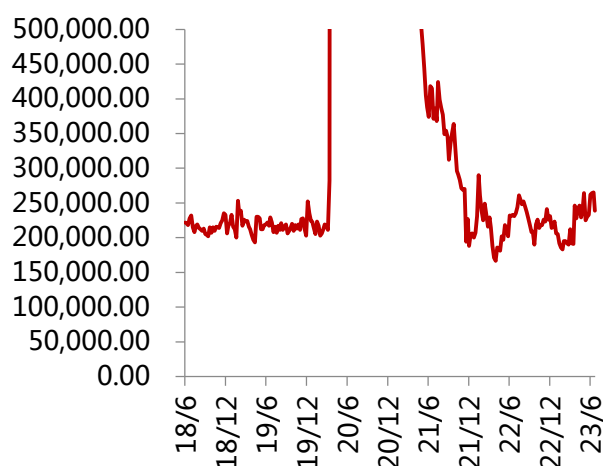
资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

总体来看目前的需求水平良好，成品油的刺激也带动了炼厂利润，汽油和柴油的利润在近期都相对稳定，从而扩大了炼厂进料，这也是近期成品油库存总体小幅增加的原因，这并不完全代表需求弱势。

而目前最主要的需求驱动仍然在于预期的弱势，即加息的预期影响仍未看到结束拐点。在鲍威尔的表态后，市场普遍预期年内2次加息，年内不会有降息。而从目前的就业水平来看，加息对劳动力市场的影响已经较大，当下职位空缺已经逐渐增加，前期对预计从就业到消费的传导逻辑一段时期后可以发酵。目前就业市场已经出现弱化，而工资增速仍然较为粘

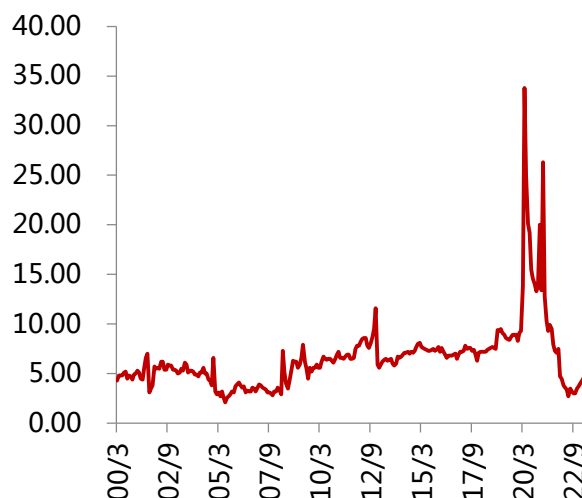
滞，一旦二者传导畅通，那么消费弱化将实打实地体现在包括原油在内的商品需求中，油价的下方空间可能会打开，而目前已经可以看到储蓄收入占比的提升。

图10 美国当周初次申请失业金人数



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图11 美国个人储蓄占收入比例

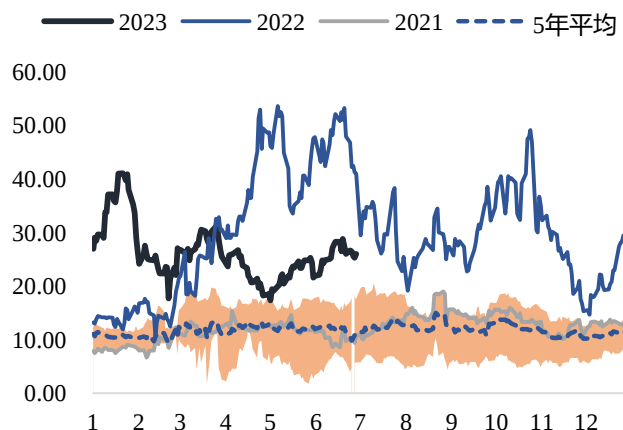


资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

这就造成了市场出现提前计价的现象，如果价格在 2-3 季度上行后被再度打压，资金将失去上行驱动，而提前进行弱势计价，这在行情无法出现真正趋势而波动的时候是较为常见的，况且目前联储仍有加息预期，后期需求甚至尚未见底。

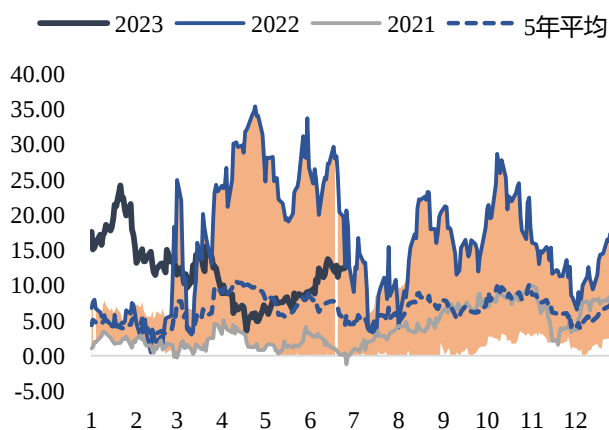
而从近半年的油价来看，原油作为商品的属性很明显阶段性弱化，如之前所说，除非出现超出预期的供需变量，否则原油将基本作为资产配置的商品继续运行其宏观逻辑。这样的情况可能至少会延续至出现降息预期拐点之后，而保守年内，乐观三季度内，都可能较难出现这种情况。所以近期油价中枢将继续保持低位，但是下方有基本面承托，空间也较为有限，更多会呈现 70 美元出头的弱势震荡行情。

图12 美国炼厂裂解差



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

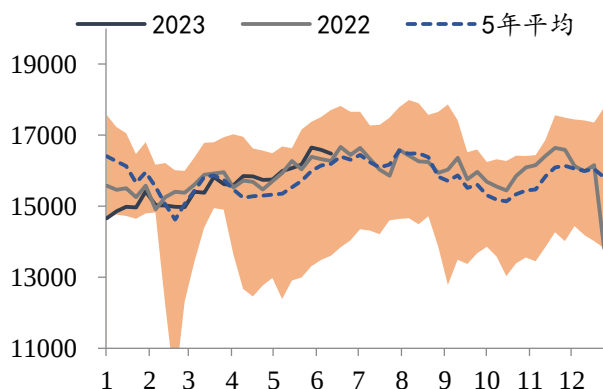
图13 欧洲炼厂裂解差



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

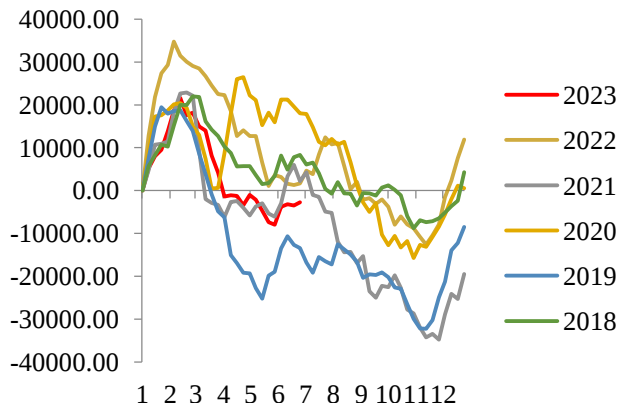
从近期的裂解利润来看，也支持这一逻辑。炼厂利润虽然有弱化但是绝对水平仍然处在历年高位，成品油的刺激仍在继续。

图14 美国炼厂进料



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

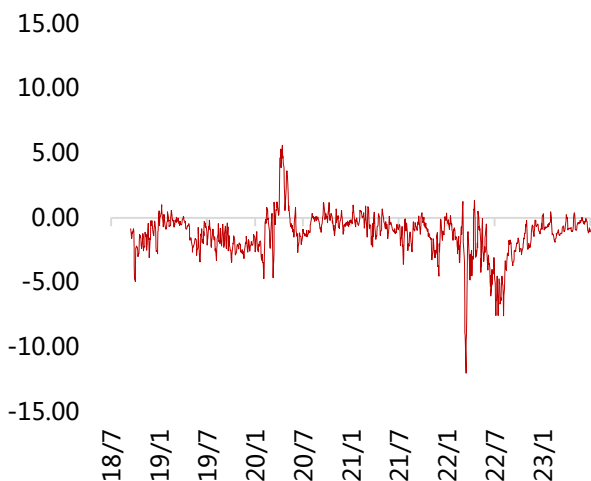
图15 主要消费地汽油库存去化情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

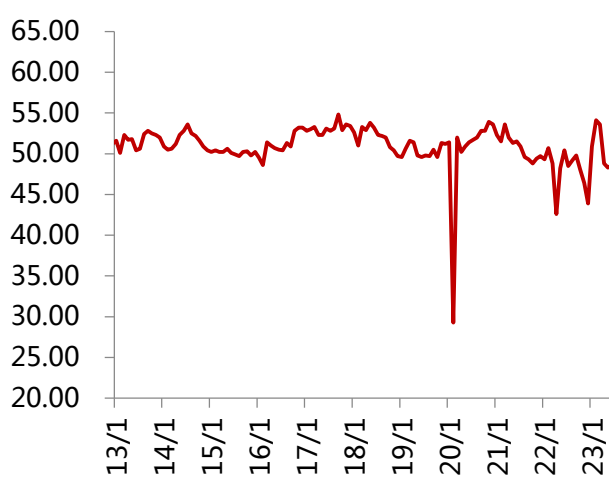
并且国内第三批进口配额的下方，一定程度会刺激进口需求，加上近期国内汽油利润尚可，以及前期港口滞港情况的缓解，中国需求并不会出现太大程度的改变。荣盛近期的千万桶级别购买就抬升了整体亚太现货市场。

图16 Dubai-Oman 价差



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

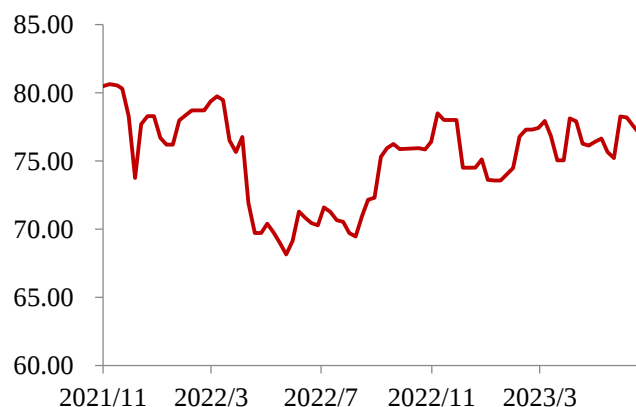
图17 中国制造业新订单指数



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

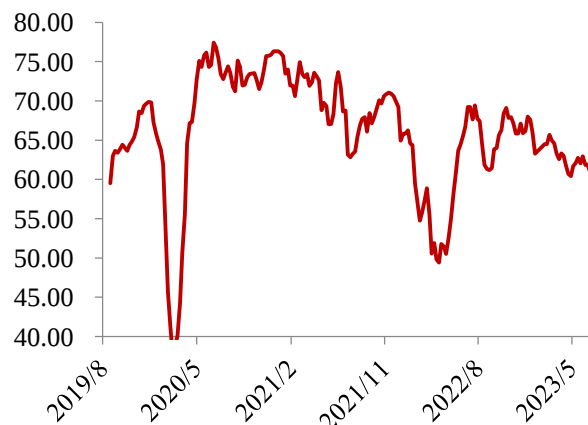
不过和之前一样，虽然出行数据尚可，但是工业需求整体继续低迷，新订单数量仍然较低。虽然市场对刺激政策较为期待，但是截至目前节点，上午明显的利多消息出现，紧绷的市场情绪可能最后会因为被证伪而再次下行，所以长期来看，需求水平的走弱仍然是较为确定的。

图18 国营炼厂开工率



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图19 地炼开工率



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

综合来看，供需水平较为正常，基本处在不温不火的水平，并且后续供给将会出现减量，带动短期内一定利多，但是中长期内，供应减量会被一些与其外供给所冲击，需求的长期下行目前也仍然较为确定，而这也还是当下油市运行的主要逻辑，所以月内油价可能有所稳定，绝对价和结构或有小幅回稳，但是长期中枢下行预期仍然不变。

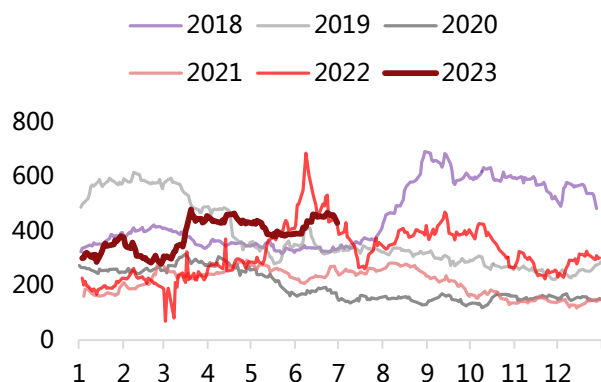
3. 聚酯

3.1. PTA：下游开工持续高位，装置问题或成下阶段主逻辑

PTA 在 6 月价格基本保持震荡，其中居高不下的下游开工，以及持续偏强的 PX 成本成为了 PTA 价格的最大基本面支撑。而同时化工整体在接近新低后，除去煤化工板块，整体板块情绪都出现了探底修复情绪，资金流入较为明显，结合近期消息面因素颇多且无法证伪，PTA 在现货持续走弱的情况下保持了偏稳定的态势。

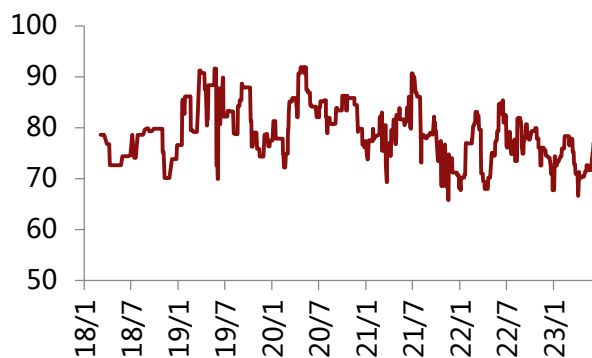
原料方面，7 月 PX 可能仍将面临小幅偏紧的局面，但是总体程度相较 6 月将会大幅缓和。虽然 6 月数套装置回归，但是 7 月浙石化再出装置情况，PX 预计将符合，叠加九江和海南炼化等装置，面对已经恢复开工的 PTA 装置，PX 总体仍将处于偏紧局面。目前 PX 对石脑油价差虽然有所回落，但是仍然处在 430 以上。随着后续 PX 开工仍然有下行空间，其成本支撑可能会暂时持续。

图20 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

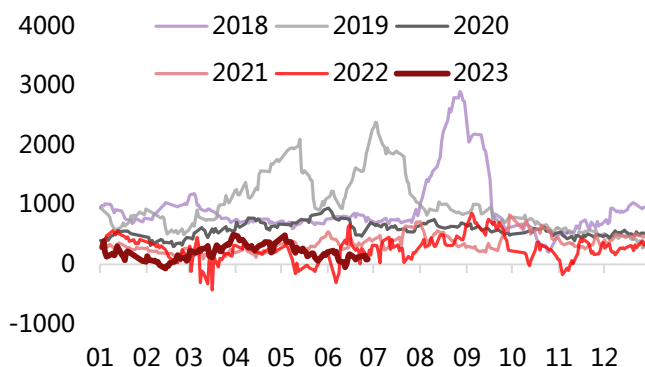
图21 PX 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

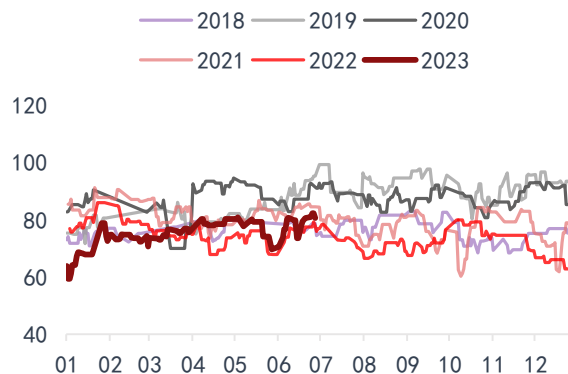
不过需要注意的是，随着海外成品油需求交易时段逐渐过去，芳烃需求将逐渐减弱，后期亚太 PX 供应总体会有所恢复，所以 PX 支撑可能会更多以缓慢下行姿态变化，对于盘面的影响可能较为有限。

图22 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图23 PTA 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

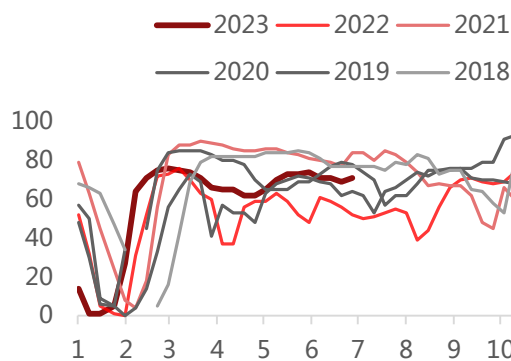
PTA 的加工费可能会成为接下来时段的关键。虽然前期嘉通，百宏等装置回归，但是供应恢复后，PTA 加工差持续保持在低位水平，目前加工费水平已经不足 100，结合之前长时间的低位加工水平，可能会在近期成为老旧装置开工下行的推动。华南已有 450 万吨装置已经开始了长期检修，其成本和检修时点也符合当下利润情况。

而近期现货市场基差也不断出现走弱，对主力的基差已经从接近 130 下行到了目前的 60 左右，整体港口库存有所回升，流动性较为充裕。所以从供应上看，总体较为宽松，但是需要继续考量开工受到加工费挤压而下行的风险。

另外需要考量的风险仍然在下游，整个 6 月下游开工都处在较高水平，持续保持在 92% 甚至 93% 以上，总体来看对于 PTA 价格支撑较大。但是从终端来看，分化也较为明显，由于上半年长丝的产量受到了 4 月行情淡季的冲击，减产导致整体产量增速有限，FDY 效益

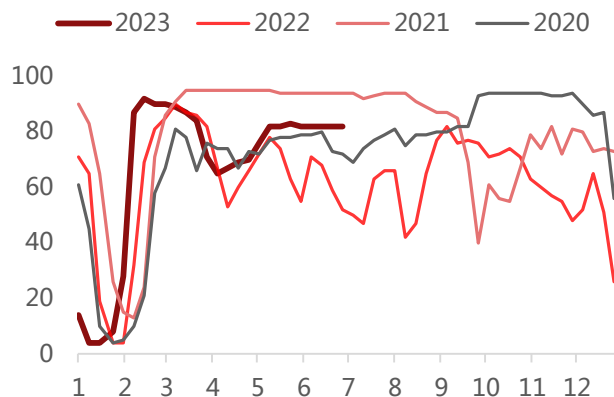
较好，另外长丝出口也缓解了国内的部分供应压力。但是需要考虑到前期价格总体处在下跌过程中，外需相对尚可，但是目前 PTA 价格基本持稳，仍然需要考虑下游下行的风险。

图24 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

图25 加弹开工率

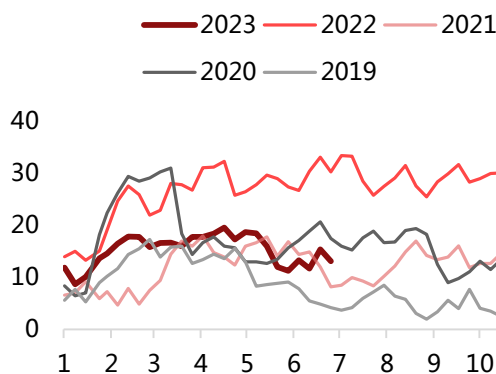


资料来源：东海期货研究所，Wind

从终端来看，目前开工仍然较为稳定，织机开工持续保持在 70%左右，但是相比 6 月初已经有放缓迹象，加弹开工则暂时企稳。

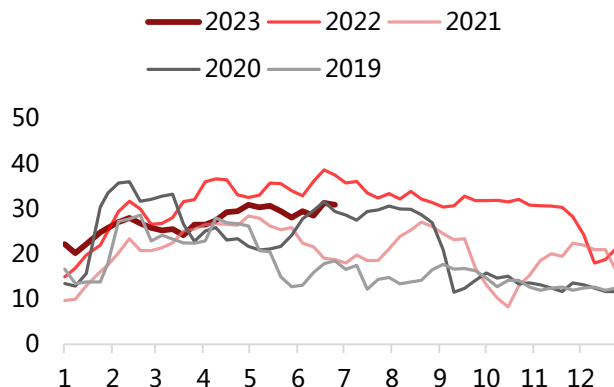
而从利润方面来看，下游利润虽然绝对水平仍然保持在偏强位置，但是相较于 6 月中旬的高位，下行也较为明显。只是目前的利润水平仍然撑得起现在的高位开工，如果利润继续下行，尤其是在出口周期性转弱的情况下，下游高开工的持续性仍然会存疑。而近期 PTA 基差的持续下行，某种程度也印证了需求也基本处在了高点偏下行的过程中。

图26 POY 库存指数



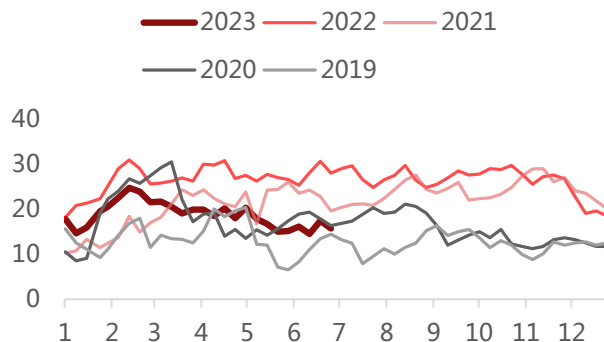
资料来源：东海期货研究所，Wind

图27 DTY 库存指数



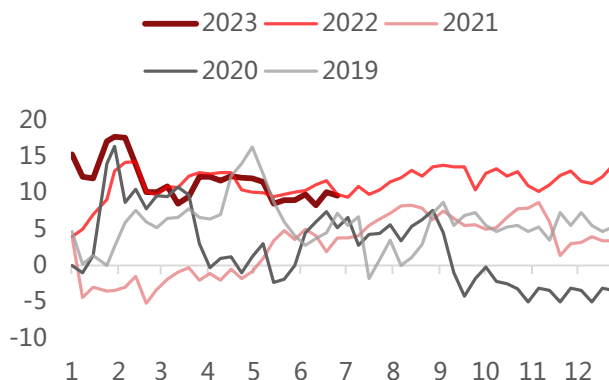
资料来源：东海期货研究所，Wind

图28 FDY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

图29 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

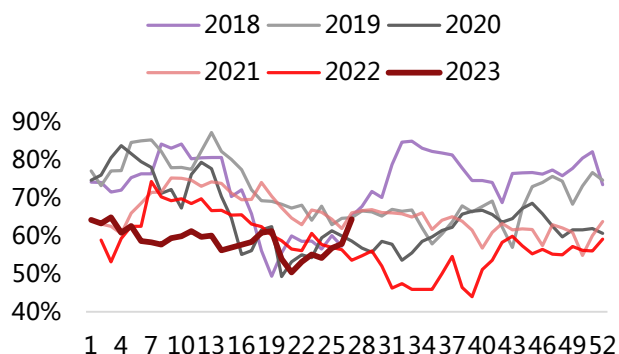
从目前的库存来看，下游库存继续保持偏低位置，暂时没有出现明显累库，但是开工和利润的边际下行也是较为确定的，后续库存一旦开始出现累库，那么对于PTA的需求支撑将会较为明显地体现。

综合来看7月PTA将更多处于供应压力增加，下游需求边际放缓的情况中。需要注意的两个风险点，第一是低加工费是否会对装置开工造成影响，第二是板块整体情绪是否会持续对盘面绝对价进行抬升。

3.2. 乙二醇：煤化压低价格中枢，但空间已经有限

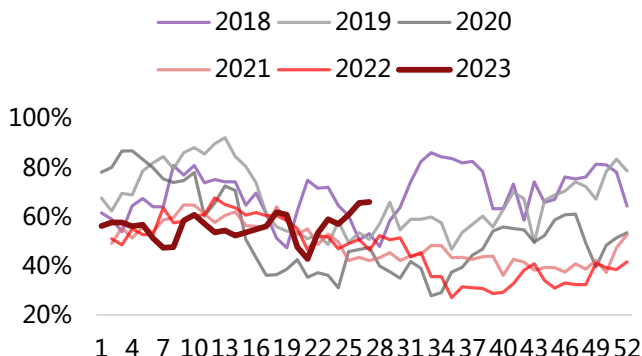
乙二醇在6月总体阴跌，主要原因仍然是当下成本支撑持续走弱。坑口煤价目前已经跌至680左右，首先对价格直接反应就是成本支撑下行，造成乙二醇主力在6月下探新低，同时煤制开工也明显走强，供应过剩压力继续增加，现货基差也持续走弱。

图30 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

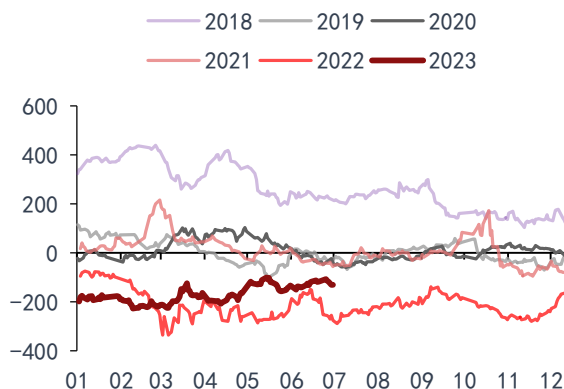
图31 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

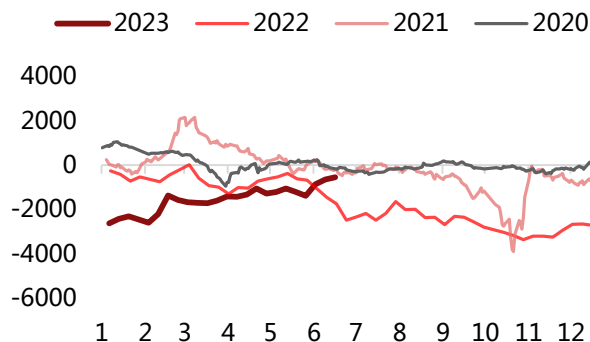
但是需要注意的是，虽然煤价长期下行趋势不太会改变，但是夏季用电高峰下，电价的走弱幅度可能会放缓，所以整体的成本走弱会有减弱风险，并且在板块整体情绪走强的带动下，价格下行的空间也可能较为有限。

图32 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

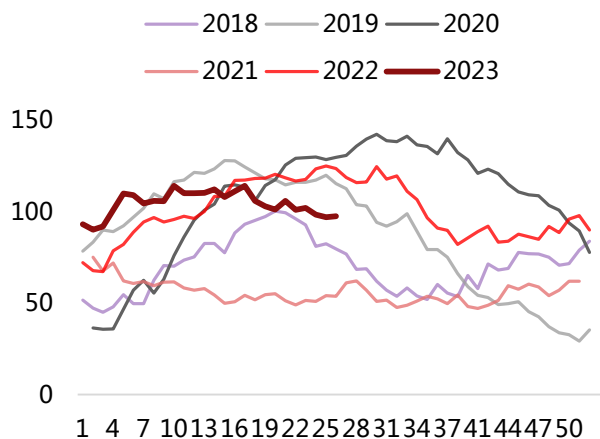
图33 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

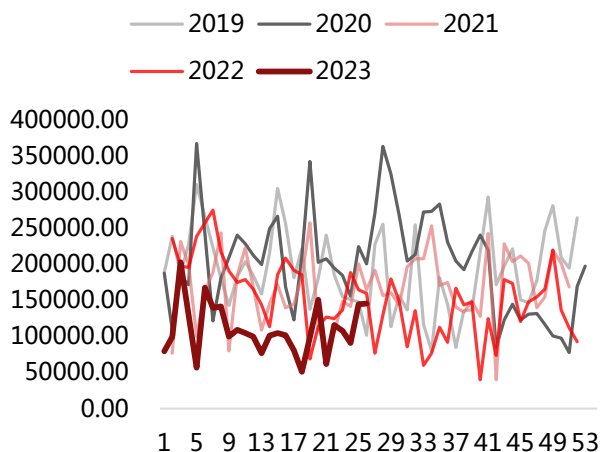
从库存上看，港口库存基本没有出现持续累库的情况，虽然企业厂库有一定增加，但是总体仍然能说明当下的供需并没有出现太大的转变。

图34 乙二醇华东港口库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

图35 乙二醇华东到港



资料来源：东海期货研究所，Wind

价格方面，6月末盘面的回升已经说明了乙二醇下行空间总体有限，基差在过去一段时间内的走弱程度也基本放缓，乙二醇主力的窄幅震荡仍然会是下一阶段的最可能的实现形式。

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：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn