

2023年8月1日

供应影响边际减弱，需求风险持续增加

——能源化工策略报告

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

投资要点：

- **原油**：前期宏观影响下，叠加供应超预期减量，油价上行明显。但是目前需求水平地区分化，海外终端需求稍显一般，亚太需求良好。之后终端需求将有季节性下行风险，而近期成品油也明显处于超买状态，预计供应计价仍会持续，但边际影响将越来越小，上行空间将有限。
- **PTA**：PX成本支撑仍在，短期将继续支撑PTA价格，但是下游开工将逐渐受到限产影响，此外出口也可能随着汇率的持稳而有所下行，原料端也可能受到季节性需求回落以及海外装置检修结束的影响而走弱，PTA的8月盘面将面临较大压力。
- **乙二醇**：煤价短期保持平稳，乙二醇港口小幅累库。基本面情况变化不大，预计继续保持400点左右窄幅震荡。
- **结论**：原油超预期减产仍然能够支撑油价，但是需求计价效用将逐渐增加，上行空间有限。聚酯端口下游限产影响将计价，盘面临较大压力。
- **操作建议**：原油月差前期做多可了结，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，化工下游限产程度大幅超预期，以及国内需求恢复水平速度仍然极低等。

正文目录

1. 策略概述.....	4
2. 原油.....	4
2.1. 减产超过预期，盘面持续抬升.....	4
2.2. 裂解利润新高，但需求稍显一般.....	7
3. 聚酯.....	10
3.1. PTA.....	10
3.2. 乙二醇.....	14

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.....	6
图 6 主要消费地原油在岸库存情况.....	6
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 美国汽油利润.....	8
图 11 欧洲汽油利润.....	8
图 12 美国炼厂裂解差.....	9
图 13 欧洲炼厂裂解差.....	9
图 14 新加坡轻质馏分库存.....	9
图 15 欧洲秋库存.....	9
图 16 Dubai-Oman 价差.....	10
图 17 中国制造业 PMI 新订单指数.....	10
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.....	12
图 23 PTA 开工率.....	12
图 24 织机开工率.....	12
图 25 加弹开工率.....	12
图 26 POY 库存指数.....	13
图 27 DTY 库存指数.....	13
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.....	14
图 31 煤制乙二醇开工率.....	14
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.....	15
图 35 乙二醇华东到港.....	15

1. 策略概述

7月随着美国CPI的出炉，对之后美联储结束加息的情绪不断升温，而伴随着沙特的大额度减产，以及意外出现的俄罗斯供应减量，和尼日利亚与利比亚的短暂供应缩减，油价迅速摆脱6月以来的震荡态势，出现了大幅的上行。整体结构也出现了明显转强，说明目前在供应减量下，整体供需都逐渐偏紧。但是在市场一片看多的情绪中，油市仍然有风险存在。夏季终端需求在最近几周有落空的迹象，而从时点来看，目前对旺季的交易也接近尾声，成品油的超幅上升有超买风险。8月沙特减产将持续，但9月减产前景尚不清晰，基于以上逻辑暂对油价不作过多看多预期，预计85美元将是月内的短期高点。

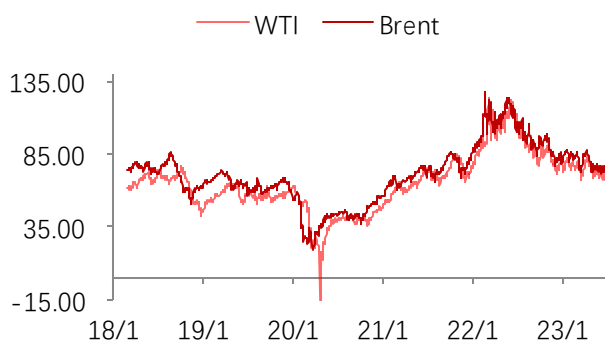
聚酯方面，原料的抬升是近期板块上行的最主要驱动。7月PX上月阴跌止住后便开启了大幅度的转强，外盘PX持续上顶，支撑聚酯产业链上行。另外下游出口也保持偏高水平，内盘产销也尚可，聚酯处于持续的偏高位开工，也支持短期的盘面上行。但是后期亚运将对萧山的聚酯工厂开工提出要求，下游需求将有下行空间。另外海外调油需求也接近尾声，PX的支撑可能会在后期逐步下行。综合来看盘面目前的高位将有回调风险。而乙二醇短期的主要驱动仍在原料端口，近期煤价偏稳定，盘面将继续保持区间的窄幅震荡。

2. 原油

2.1. 减产超预期，盘面持续抬升

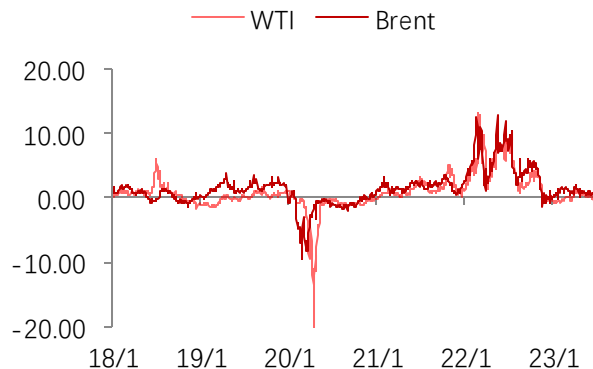
在美国CPI数据放出之后，部分超预期的下行导致市场对年内联储有结束加息期望，而虽然最终联储的表态仍然未给出具体的时间表，但是海外经济的软着陆前景已经被抬升，整体风险情绪上行，美元指数一度在月中下破100，推动了原油和铜等大宗商品明显上行。目前虽然整体情绪有所缓和，但是从月差来看，基准油品的结构仍然处于较强态势，整体供应面偏紧的局面并未改变。

图1 基准油价格



资料来源：东海期货研究所，Wind

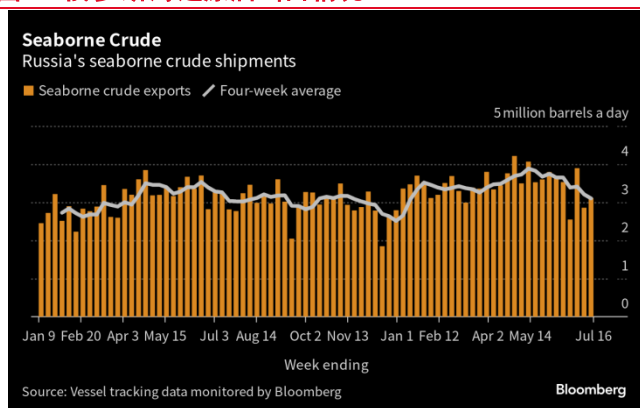
图2 基准油三月月差



资料来源：东海期货研究所，Wind

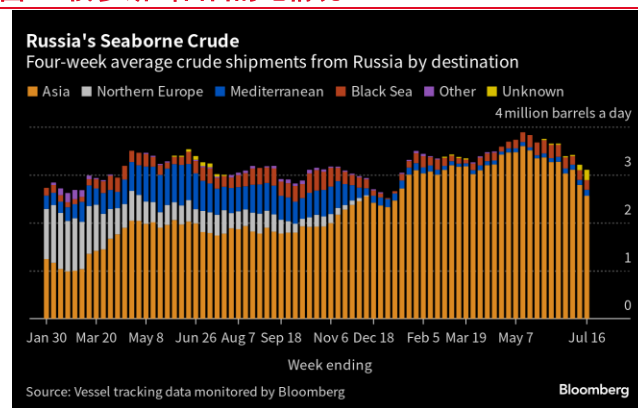
近期的数个供应变量，除了沙特的 100 万桶/天至 8 月的延长减产外，俄罗斯以及西非均出现了超预期的减量。其中俄罗斯由于其国内的财政压力，从 3 月做出减产承诺开始到现在，市场一直都很难以看到其有减少供应的迹象，甚至一度海运出口有出现超过 400 万桶/天以上的高运量。不过从 7 月开始，俄罗斯的海运装载量确实是出现了一些惊喜，连续半个多月的装载量都在减少，最近的装载量只有 340 万桶/天，基本符合了之前的 50 万桶/天的减量。减产贯彻下，以至于其标志性油品 Urals 的贴水已经逼近了欧盟的 60 美元的价格上限，近期 Urals 俄罗斯油品等以及之前受到影响的 CPC 的贴水已经由于亚太的购买而回升，最近的走高更加明显，也说明了减产在现货市场上有了明显的作用。相对应的，传统的北海油品等贴水表现都一般，也说明了当下欧美市场总体偏平淡，或者总体仍表现为正常供需水平。

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

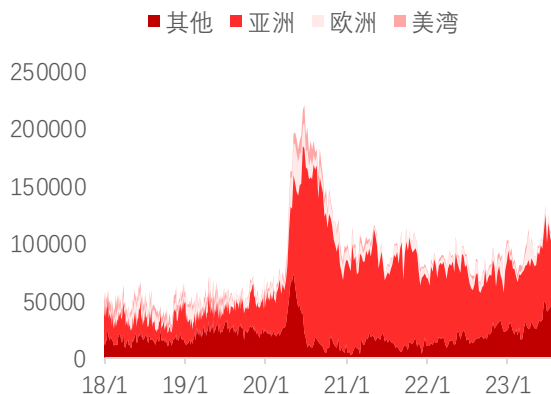


资料来源：Bloomberg

另外，月初利比亚 sharara 等油田因为国内抗议对生产活动造成影响而关停，目前已基本恢复政策，但在油价上行过程中仍然给出了超过 30 万桶/天的供应减量。而另一处西非供应事故地尼日利亚的 Forcados 则因为港口装载问题而停滞外运，影响量同样超过 20 万桶/天，而在月末短暂正常运行后，再次出现了装载泄露的情况，后期该供应事故将会持续抬升油价中枢。

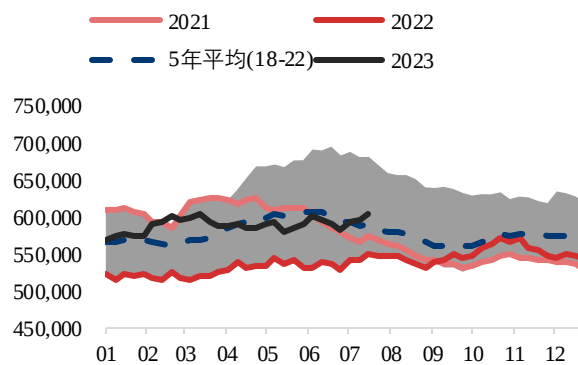
而从浮仓量以及在岸库存量来看，近期整体的原油去库水平仍然较为一般。其中浮仓水平仍然有不小的上升，而主要消费地的在岸库存则在近期有着不小的上升，其中海外尽力啊水平一般仍然是当下的主因。由于过去三年中炼能本身有缩减，再加上近期美湾以及新加坡的炼厂事故频出，导致近期炼厂开工率在偏高位置，但是海外炼厂进料却维持在一般水平，这就导致了近期的库存水平去化并不如意。

图5 全球浮仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图6 主要消费地原油在岸库存情况

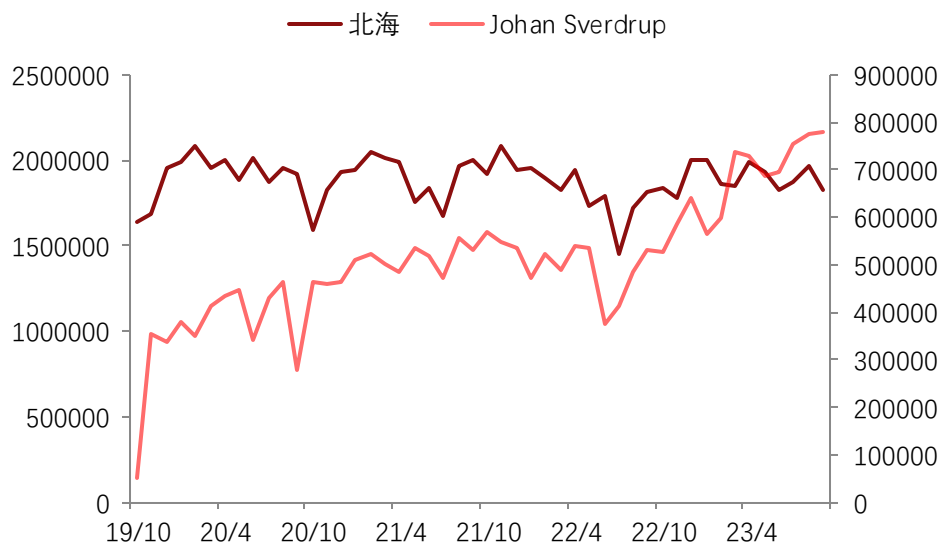


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

后期沙特的减产能否延续仍然是油市供应层面的最关键逻辑，此前阿联酋已经表态，目前 OPEC+ 的行动已经足够，如果需要采取任何进一步的措施，OPEC+ 只需要在内部通气便可进行，但是实际上从上次的会议来看，除了沙特之外的其他海湾国家，减产意愿相对有限。而如果仅靠俄罗斯的 50 万桶/天减产，肯定无法支撑当下的油市的，况且俄罗斯自身财政吃紧，也并不能为产油国抬轿者，其减产的先决条件也必然是沙特在进行更大份额的牺牲，所以从这点出发，在时间推后，季节性需求下降的情况下，沙特支撑油市的必要性是极高的。而从往年的减产计划来看，2021 年沙特同样是实施了 3 个月的 100 万桶/天减产计划，然后缩减规模，所以此次再次延长一个月，并在 3 个月后逐步减量的可能性仍然较高。

而传统产量方面，目前北海已经基本度过了传统的检修季，后期 Johan Sverdrup 油田也将持续迎来产量的增长，传统北海产量将持续保持较为充实的供应水平。

图7 北海产量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

最后我们仍然需要强调的，就是地缘政治的影响，不管是近期伊朗出口的缓慢恢复，还是委内瑞拉出口的增量，都体现出目前预期外的增量在持续回升，即便近期供应层面整体比较紧张，但只要需求出现季节性的减量或者，近期需求的弱势开始计价，那么供应增量将再次成为压垮市场的稻草。除此意外，俄乌局势对供应产生的影响也需要持续关注，各种可能的结局对于其后期的供应将带来不同的影响。

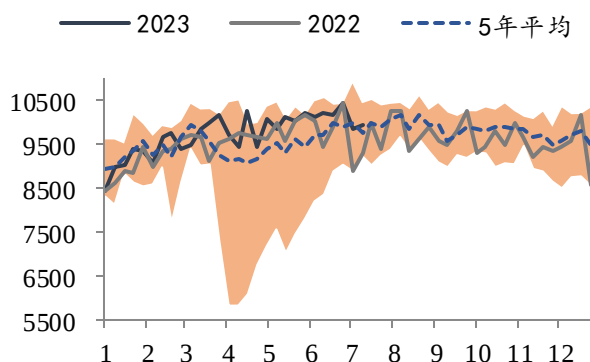
总体来看，供应目前处于偏紧局面，但是从库存上来看，实际的偏紧程度也相对有限，更多的是区域性的紧缺，对于欧美来说，沙特减产带来的外溢效应相对有限，更多的情绪体现在盘面，实际现货的紧缺程度稍显逊色。

2.2. 裂解利润新高，但需求稍显一般

虽然7月整体运行的最主要逻辑仍然是供应端口，但后期值得注意的仍然是需求端口，因为短期配合宏观情绪上行的是较为显性的减产，并且在亚太市场起到了较为明显的作用，但是实际目前市场分化也较为明显，亚太市场整体需求也较为健康，而海外市场需求相对一般，所以该部分需求因素并未在市场中发酵完全，并且在后期如果持续，是可能成为油价再度回调的导火索的。

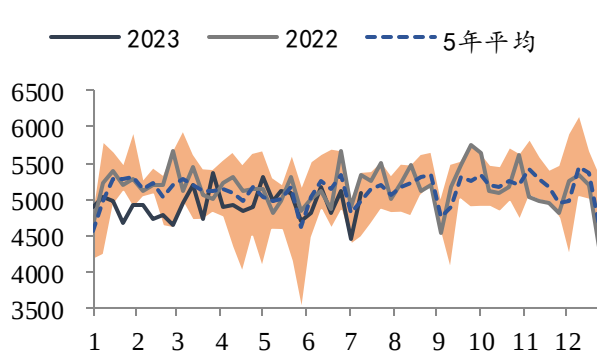
海外需求整体的情况简而言之，在尚未减产的时段中没那么差，但在减产之后也并没有那么好，至少从近几周的表需数据来看，海外的需求数据表现得确实较为一般。美国汽油在出口已经维持偏高位置，而进料保持低位的情况下体现出的表需量近三周仅有990万桶/天，已经属较差的季节性需求水平了。而柴油需求则是仍然保持了今年持续的颓势，并未见到明显的增量出现。

图8 美国汽油表需



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图9 美国柴油表需



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而和表需形成了较大反差的是目前的海外成品油利润水平，不管是欧洲还是美国，其成品油利润都出现了较为明显的增长。

不管是美国还是欧洲，汽油利润近期都出现了匹敌去年俄乌时期幅度的上行，而这样的轻质馏分的利润大幅上行也最终对化工产业造成了较大的影响。造成该情况的原因可能有两个，首先是近期供应端的受限以及库存的持续低位，此前美湾以及新加坡的炼厂有多套催化裂化装置出现问题，导致了整体的汽油供应处于偏低位置，所以美国汽油可以在表需相对表现乏力的情况下持续去库。而新加坡的轻质馏分库存更是已经到达了历史区间的低位，这导致近期调油市场异常紧张，汽油裂解直线上行。

图10 美国汽油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图11 欧洲汽油利润

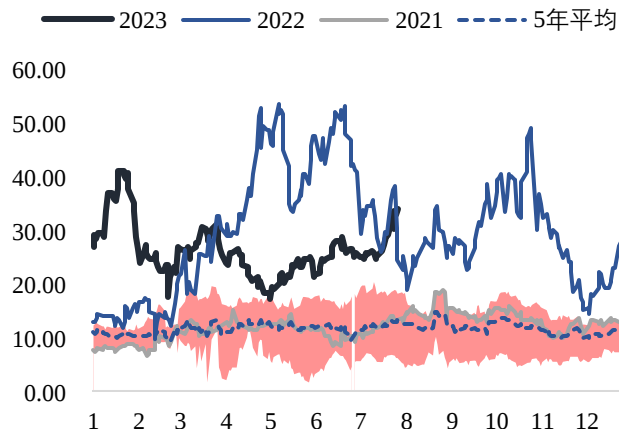


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

另一个原因则是近期资金市场上对油品的乐观推动，使得成品油成为了需求计价的前端工具，Nymex 的汽油的净持仓目前已经达到了 17 个月以来的新高。在任何的波段行情中，资金永远都会成为持续推升的推手，并且涨跌幅往往都会超过其对应的基本面程度，所以此次的汽油行情可能仍然会持续一段时间，但是如上所说，在需求量表现一般的情况下，最终盘面的计价仍然会回归到纠正的位置中来。

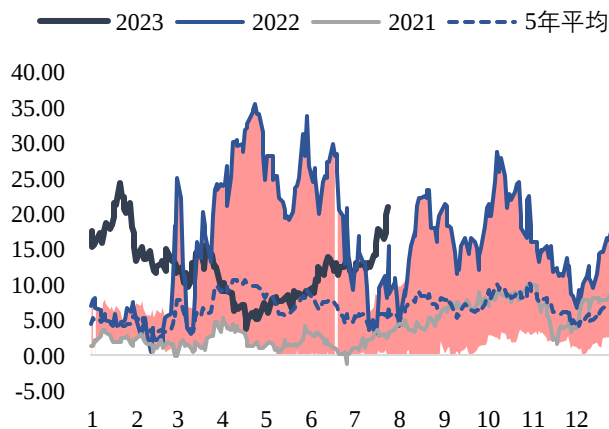
从近期的炼厂利润来看，受到轻质馏分的带动，美国欧洲以及亚太地区的炼厂利润都大幅上行到了历史高位，但是从汽油的库存水平来看，目前计价最多的仍然在亚太地区，欧洲和美国板块的汽油需求实际与目前的高价已经出现了一定程度的背离，这在 8 月的季节性需求交易之后，可能会出现一定程度的纠偏。

图12 美国炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

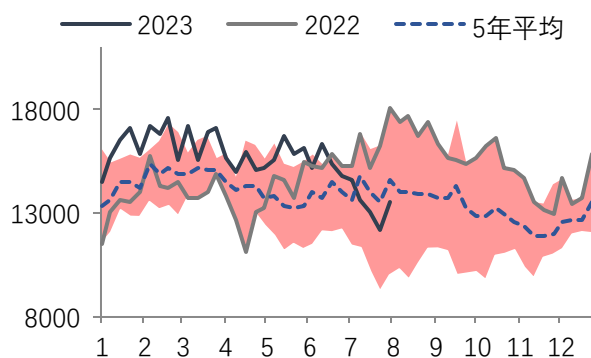
图13 欧洲炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

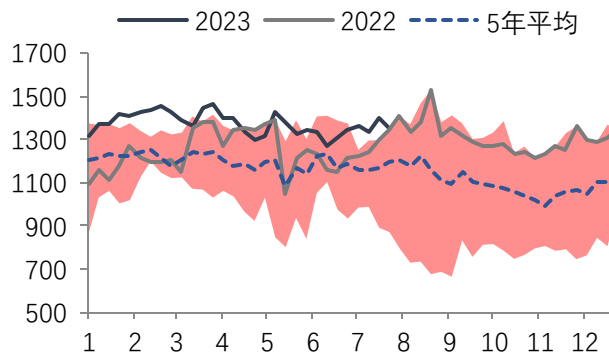
所以从该点出发，近期油价的上行仍然会有一定余温，但是如果仅从基本面角度来看，上行的空间或许是不会太大的。

图14 新加坡轻质馏分库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

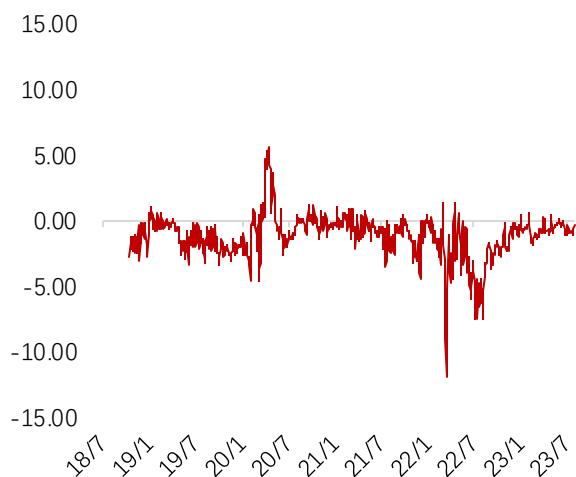
图15 欧洲汽油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

不过近期的宏观计价仍然较为强势，中国消费刺激政策不断，叠加近期工业品下游产销出现了内销和出口的双重恢复，整体需求确实有了一定的起色，这也对近期亚太需求起到了较强的支撑。短期中国的需求仍处在恢复中，虽然在工业品端诸如地产等的大宗需求量仍然难以有明显起色，但是预期刺激下，整体的需求恢复路径较为确定，只是节奏上会比较反复。

图16 Dubai-Oman 价差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

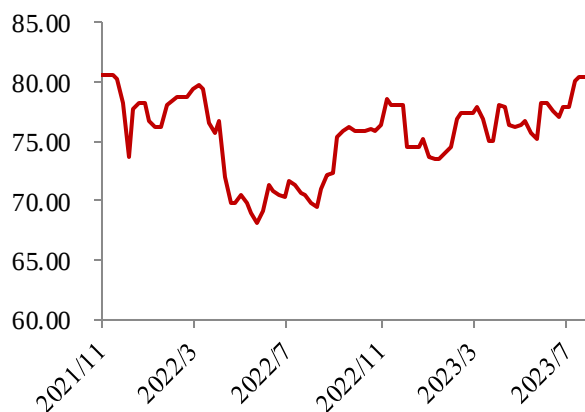
图17 中国制造业新订单指数



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

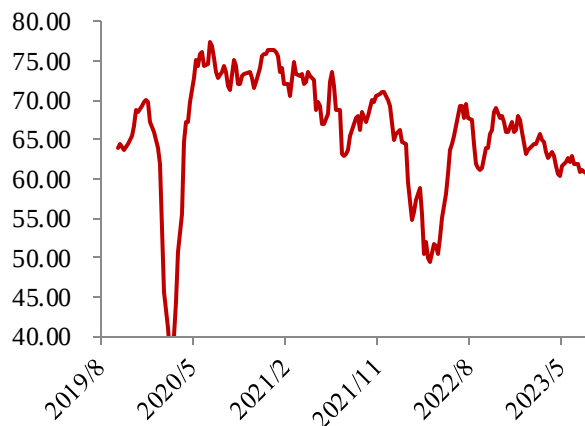
在第三批配额下发之后,整体的炼厂购买也有了较为明显的放量。从 Dubai-Oman 价差来看,近期有小幅修复,也侧面印证了近期亚太需求的转强。而国营近期对北海 Forties 以及美油的购买扩量,虽然直接原因是沙特减产带来的价格提升,但是也可以看作是需求外溢的效果,近期的国营以及地炼开工率均出现了明显的上行。

图18 国营炼厂开工率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图19 地炼开工率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

综合来看,油市的供需相比之前确实是有部分改观,尤其是亚太方面的需求,叠加沙特以及俄罗斯的减产,导致区域性的供需偏紧逐渐外溢到其他市场。但是从海外板块来看,当前的需求并不突出,供给矛盾相对有限,这在之后可能会成为季节性需求回落导致油价回调的驱动。短期内,宏观计价将再持续一段时间,配合沙特减产,油价预计将继续在 78-83 中枢运行,但是随着时间进入秋季交易段,需要越来越注意实际需求计价的风险。

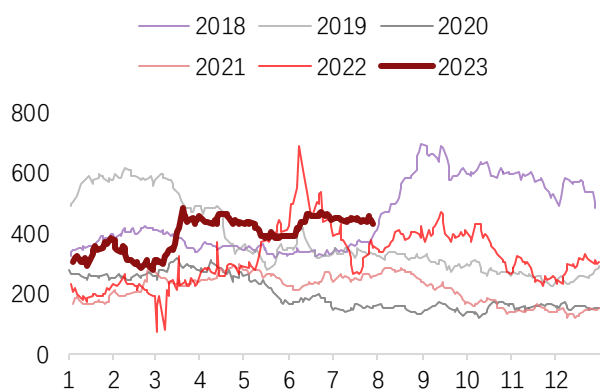
3. 聚酯

3.1. PTA：成本支撑仍能支撑，但下游开工成后期关键

PTA 在 7 月价格持续走高,从成本端到下游都给出了较强的支撑。首先原油行情带动下,PTA 在 7 月上旬和其他化工品出现了同涨情况,而在下半月中,化工品种出现分化,PTA 仍然能够凭借持续上升的原料以及持续保持高位下游开工继续上行,目前主力已经在 6000 突破,继续上突的空间打开。

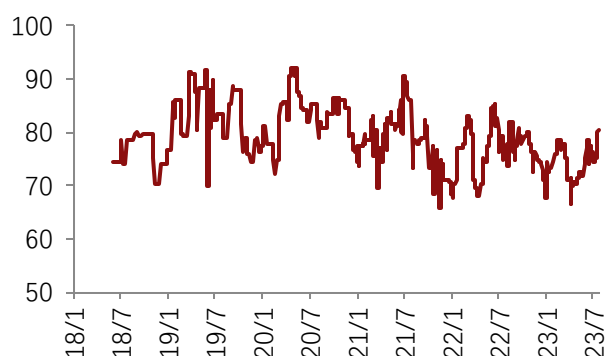
原料方面,我们此前预计 7 月 PX 将会继续保持偏紧局面,但是即便如此,之前对当下的强势程度仍然出现了预估的错误。近期汽油尤其是亚太汽油的强势,已经通过新加坡的轻质馏分低库存表现了出来,而在调油逻辑的持续计价下,芳烃整体都表现出了强势,PX 外盘已经被顶到 1100 的位置,而 PXN 也在 400 以上。但需要注意的是,上周新加坡轻质馏分库存已经出现了累库,并且海外汽油需求也并不如其价格体现出的那么利好,当下的季节性需求可能会在之后出现回落。

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

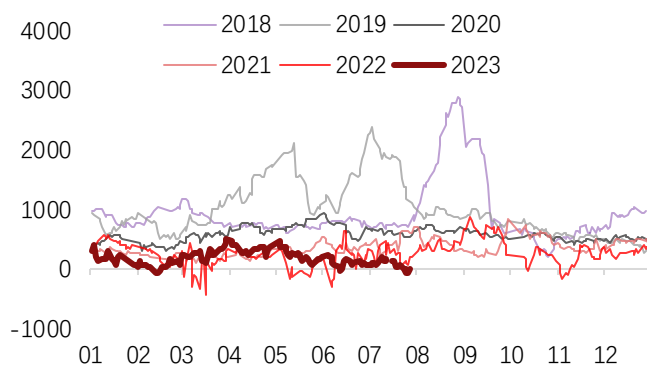


资料来源：东海期货研究所，Wind

近期国内 PX 开工尚可,但是海外装置检修较多,韩国大山和蔚山等 PX 装置均出现较长时间的检修,而外盘也被韩国买家的买入力量所持续上顶。保守估计该现象将至少维持到 8 月下旬,届时 PX 的强势将开始有所下行。

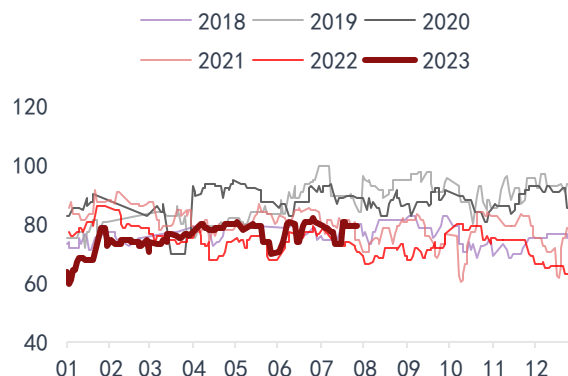
对于一体化装置来说,目前过多集中在上游的效益可以和较低的 PTA 加工费进行综合,总体是工厂乐见的。但是对于外采原料的装置来说,持续的高额原料成本压力必然较大,所以近期龙头装置也在扩大放货,意图压低短流程装置的开工率扩占市场份额,但是直到现在整体的行业 PTA 开工率都仍然比较高,归因在于前期下游需求水平比较好,接得住上游的过高供应。

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

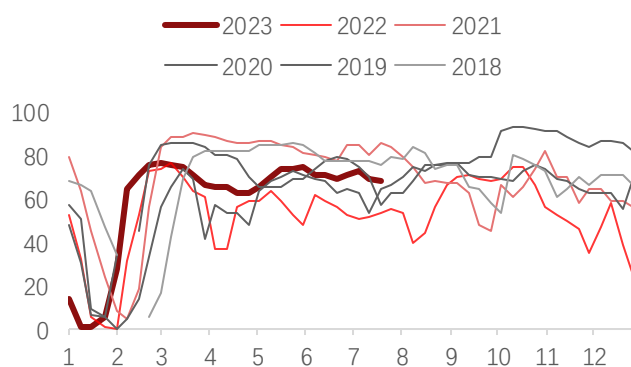
目前 PTA 加工费已经到了极低的位置，目前已经到了接近亏损的程度。短期多数一体化装置可以进行效益的归总，但是这样的先决条件是下游开工能够持续保持在较高位置，承接 PTA 的高产量。

尽管目前聚酯的开工持续保持在 92-93%以上的高位，并且下游坯布产销也有所好转，但是后期仍然有两个风险点会对下游开工造成较大的影响。

首先是亚运会导致的下游开工受影响的问题，根据我们此前的调研，杭州萧山附近的聚酯下游工厂可能会在开工上啊厚道 30-40%左右的影响量。由此 PTA 的高产量将必然会受到影响。目前萧山已有长丝装置开始减产，切片装置全部停滞生产，而近期 PTA 盘面已经开始逐渐计价下游的利空问题。

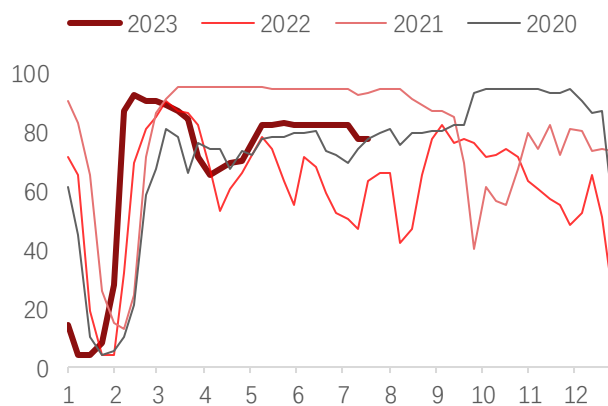
而另外一点是前期汇率下行带来的高下游出口，可能会在后期被影响。随着国内产需和其他行业的消费在逐渐恢复，汇率近期也逐渐持稳，前期的下游高出口可能会在近期受到影响。

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

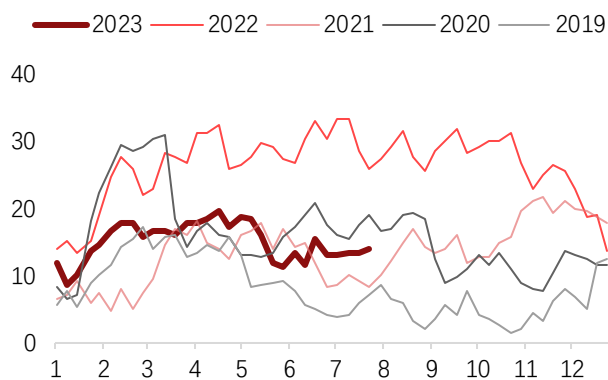


资料来源：东海期货研究所，Wind

从终端来看，目前开工总体较为稳定，织机开工持续保持在 75%左右，加弹的开工已经出现了小幅度的下行。

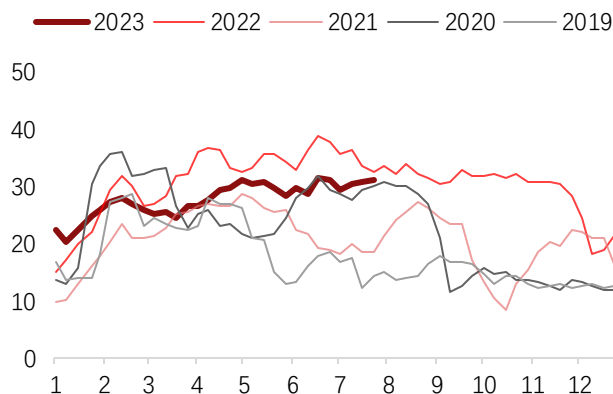
而从利润方面来看，之前表现最为良好的瓶片近期回落明显，而长丝和短纤的利润也有部分回调但是幅度相对有限，受到近期产销转强以及出口的刺激，总体下游利润都处在中位偏上水准。但近期影响因素均不太与利润水平挂钩，所以后期下游利润水平对行情可指导意义在短期内相对有限。

图26 POY 库存指数



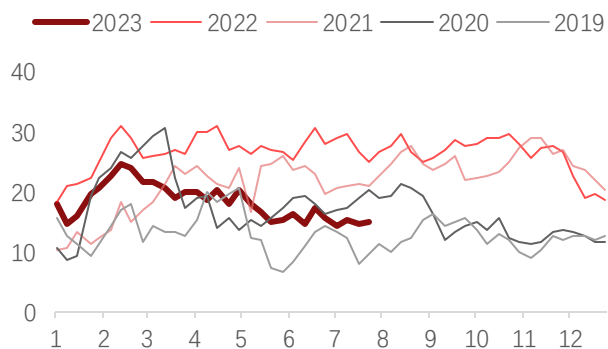
资料来源：东海期货研究所，Wind

图27 DTY 库存指数



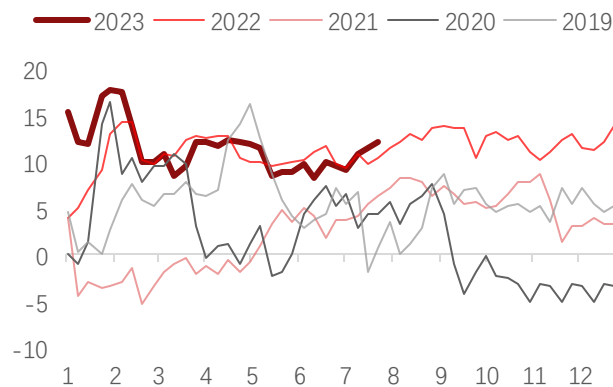
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

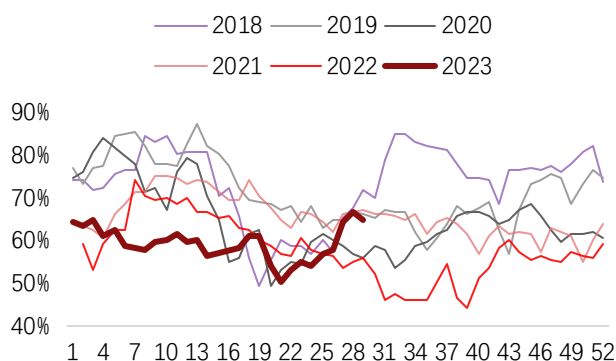
从目前的库存来看，下游库存的去化也基本走到了尾声，库存开始累积也将会带给上游较大消化压力，此前基差已经有所走弱，盘面预计将逐渐计价下游需求风险。

综合来看 8 月，原料仍能维持一定程度强势，但下行风险将逐步累积。而下游的风险则更加直接，限产带来的利空将更加迅速地体现在盘面上。短期原料行情或仍能支撑一阶段价格，但后期 PTA 价格预计将有较大回落风险。

3.2. 乙二醇：煤化压低价格中枢，但空间已经有限

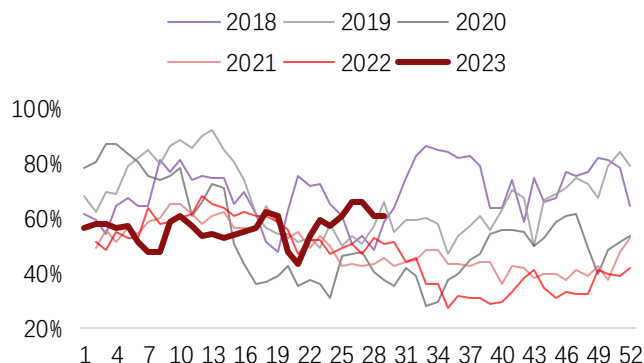
乙二醇在7月回升后基本再度陷入停滞，煤价的短期持稳给乙二醇的盘面带来的支撑基本到头。8月油化整体面临回调压力，同时随着夏季用电高峰的过去，乙二醇可能会跟随出现成本下行的区间震荡。

图30 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

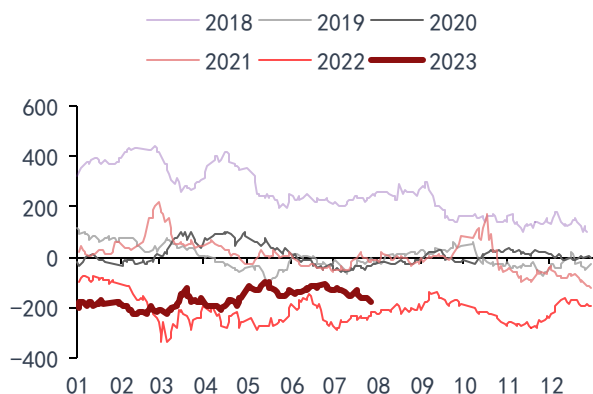
图31 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

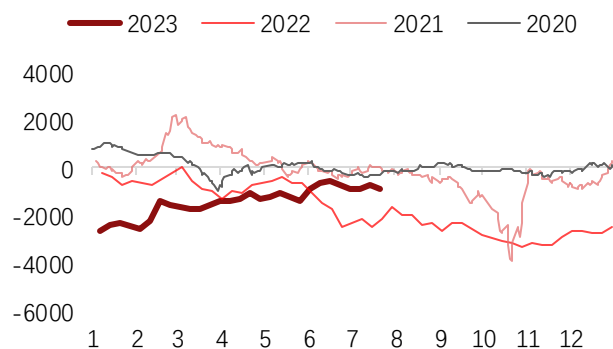
从开工和利润上来看，前期煤价下行带来的煤制开工走高仍然产生了一些影响，基差近期总体偏弱，产销相比之前也有了弱化的情况。

图32 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

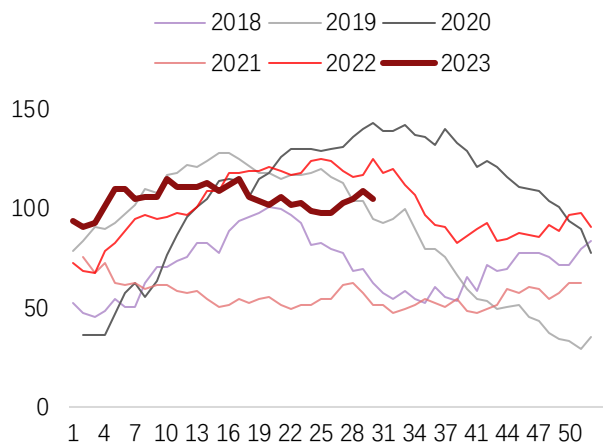
图33 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

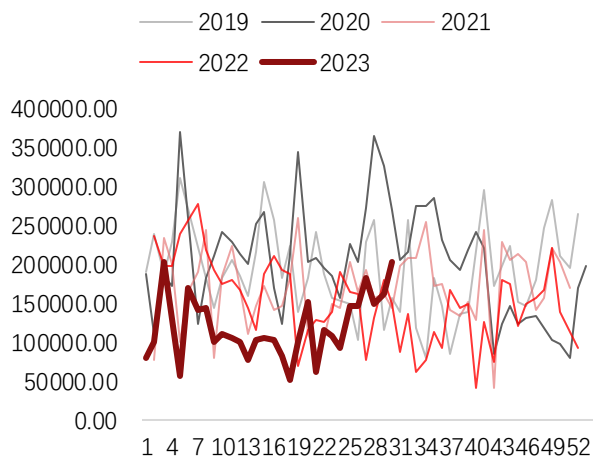
从库存上看，港口库存也有部分累库情况，而内盘的煤制利润总体有所修复后，到港近期也再度有所增加，促成了港口的累库。

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

后期乙二醇的格局将不会有太大的变化，总体过剩情况仍在继续。下游聚酯面临限产影响下，产销在后期将面临压力，区间震荡的格局不太会改变，预计仍然在 3900 至 4300 之间窄幅震荡。

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10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn