

2023年9月1日

供应回归影响渐现，需求计价重回中心

——原油聚酯9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**：预期外供应回归风险仍在，计价未充分。短期沙特俄罗斯减产存续，市场偏紧，但程度可能有所放缓，且季节性需求转弱仍未证伪，油价短期回调风险未解除。资金持仓不断加码，抬高长期中枢，中长期油价与通胀、加息预期螺旋作用，预计年内或在10美元区间震荡，难以有真正趋势出现。
- **PTA**：PX成本支撑仍在，短期将继续支撑PTA价格，但是成品油强势出现疲态，调油完全结束时点临近，原料强势或有所放缓。下游开工持续高位，但利润下行明显，不过头部装置挺价意愿强烈，装置检修频出，PTA价格深跌基础不在，但短期风险仍难证伪。
- **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**：原油延续减产仍然能够支撑油价，但是需求计价效用将逐渐增加，且供应回归量未完全计价充分，油价上行空间有限。聚酯端口成本面临逻辑转换时点，下游利润弱化或影响开工，盘面短期资金持仓抬升，但暂不作过多看多。
- **操作建议**：原油与PTA暂且观望，乙二醇继续窄幅区间操作或卖出宽跨期权。
- **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后期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. 总体供需仍偏紧，预期外供应打压中枢	4
2.2. 裂解利润回调，谨慎看待需求情况	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	3
图 2 基准油三月月差	3
图 3 俄罗斯海运原油出口情况	4
图 4 俄罗斯出口目的地情况	4
图 5 伊朗出口情况	4
图 6 OPEC 生产情况	4
图 7 Cushing 库存情况	5
图 8 主要消费地原油库存情况	5
图 9 主要消费地汽油库存年度去化情况	6
图 10 主要消费地柴油库存年度去化情况	6
图 11 美国汽油利润	6
图 12 美国柴油利润	6
图 13 美国炼厂裂解差	7
图 14 欧洲炼厂裂解差	7
图 15 美国汽油持仓	7
图 16 美国柴油持仓	7
图 17 美国 1 年期通胀预期	8
图 18 中国原油库存	8
图 19 国营炼厂开工率	8
图 20 地炼开工率	8
图 21 PX-石脑油价差	9
图 22 PX 开工率	9
图 23 PTA 加工费	10
图 24 PTA 开工率	10
图 25 织机开工率	10
图 26 加弹开工率	10
图 27 POY 库存指数	11
图 28 DTY 库存指数	11
图 29 FDY 库存指数	11
图 30 短纤库存指数	11
图 31 乙二醇开工率	12
图 32 煤制乙二醇开工率	12
图 33 油制乙二醇利润	12
图 34 煤制乙二醇利润	12
图 35 乙二醇华东港口库存	13
图 36 乙二醇华东到港	13

1. 策略概述

8月能化中枢随原油整体有所回调，需求计价未能提供更多驱动，而供应端则因为各预期外供应的回归，不断压制了成本中枢。杰克逊霍尔会议上鲍威尔总体延续之前重视通胀态度，但也透露出一些软化转变，因此各方解读不一。而国内政策的不断出台，再度强化了市场情绪，内股和商品均显现托底上行。进入9月，需求的计价将继续成为重中之重，需求是否大幅下滑将决定今后一个月的油价中枢。另外俄油和伊朗，委内瑞拉的供应一样，也会成为后期供应端不断出现的风险。短期建议重视风险控制，等待月内数据印证后的趋势性行情。

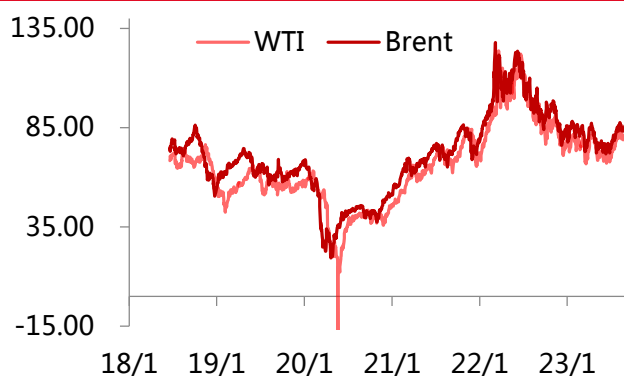
聚酯方面，成品油的强势短期继续抬升原料成本，PX价格也再次逼近4月的高点。在国内刺激政策作用下，内盘品种明显利多计价，下游涨幅高于上游。但是09合约之后，PTA和乙二醇将更多计价需求问题，而届时成本可能的下行也同样会带动原料支撑的变化。9月聚酯将更多显现和成本的同涨同跌，虽然PX将继续总体呈偏紧局势，但成本和需求风险仍不可证伪，回调风险仍在。

2. 原油

2.1. 总体供需仍偏紧，预期外供应打压中枢

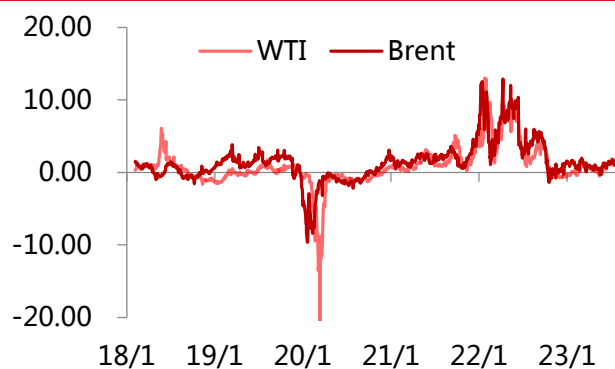
当下原油市场仍然是偏紧的，沙特及俄罗斯的减产效用明显，Dubai-Oman价差在近期持续保持走强，中东油品的紧缺和俄罗斯减产外溢效应持续，Brent和WTI的结构仍然保持在偏强位置，Brent3月月差结构回升至1.5美元以上，WTI结构则更是由于库存原因而走强到近10个月的高位。整体油价偏紧趋势不改的基础上，深跌的可能不大，但是供应和需求端的改变仍然可能会放大价格波动的区间。

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

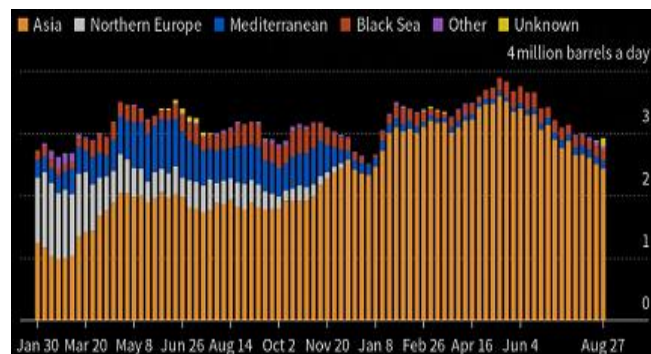
俄罗斯的意外减产是此轮油价上行的重要推手，但是9月本身其承诺的减产额度将会从50万桶/天减少到30万桶/天，而随着俄乌冲突的持续，卢比兑美元汇率已经攀升至97，7月以来的贬值幅度超过10%，所以今年俄罗斯在财政压力下，能够持续保持减产的能力和意愿都在下行，所以减产执行程度也会是较大的X因素。本身9月其炼厂将再度进入检修季，另外成品油的补贴也将减少，原油的出口有着持续增加的风险。其在8月末的供应就已经可能出现了一些问题，俄罗斯海运出口环比大幅增长近90万桶/天，回升至340万桶/天。俄罗斯7月以来的平均周度出口量，除了装载统计问题在7月第一周较高，其余时间最高均不超过310万桶/天，此次的供应回升可能只是装载统计的波动，但也可能是俄罗斯供应减量逐渐结束的前哨。其旗舰油品Urals前期已经超过了G7的60美元价格上限，按理来说俄罗斯的影子船队分销机制已经在一定程度瓦解了欧美的制裁，所以此轮的供应回升也有着明显的驱动。

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

此外，预期外的供应也在不断兑现。此前在6月，油价曾因为伊朗制裁的假消息而大幅波动过，此后我们也提示过伊朗问题并不是空穴来风，直到8月伊朗供应的回归彻底引起了市场的供应回升担忧。此前伊朗出口长期在130-150万桶/天以内，但在8月其出口加上凝析油已经超过了210万桶/天，产量也回升至接近330万桶/天。9月其产量可能还会继续增加至340万桶/天，出口也可能继续小幅放量，预期外供应的回归尾部仍有部分余量。

图5 伊朗出口情况

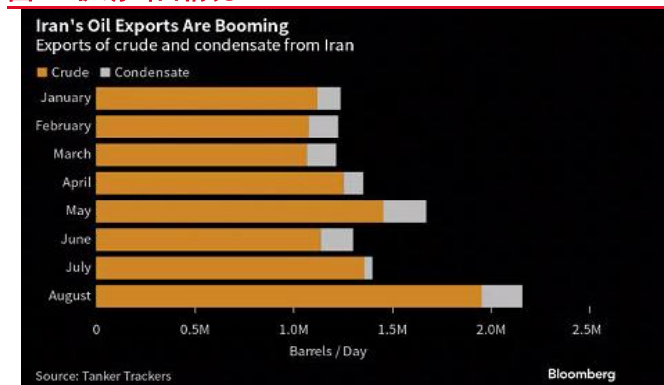
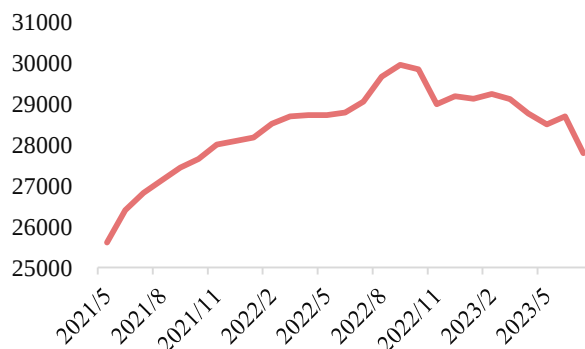


图6 OPEC生产情况



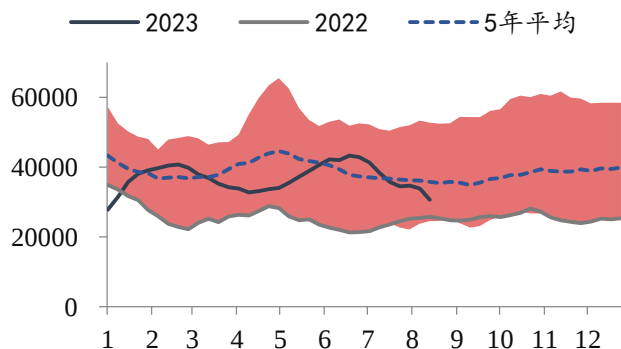
资料来源：Bloomberg

资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而委内瑞拉的问题目前仍在交涉中，短期美委仍有不少问题存在争议，委内瑞拉的供应的回归并非不可能，只是仍需一些时日。需要格外关注的是伊拉克的北部出口情况，此前其40多万桶/天的库尔德地区出口的管道装载由于收益分配问题而被土耳其掐停，近期两国原油部长已经频繁拜访会谈，如果没有大的矛盾，可能该部分供应的回归难度是相对较小的。所以综合来看从8月开始，伊朗和伊拉克的供应回归将可能在短期达到100万桶/天体量，大幅减弱沙特俄罗斯两国的减产效果，遑论俄罗斯自身后期的减产可能出现的减量，所以油市目前的偏紧局面是比较脆弱的，供应增量如同房间内的大象，随时可能会回归计价中，对于Brent的压力将随时体现，这也是油价近期难以真正突破的基本面最大阻碍。

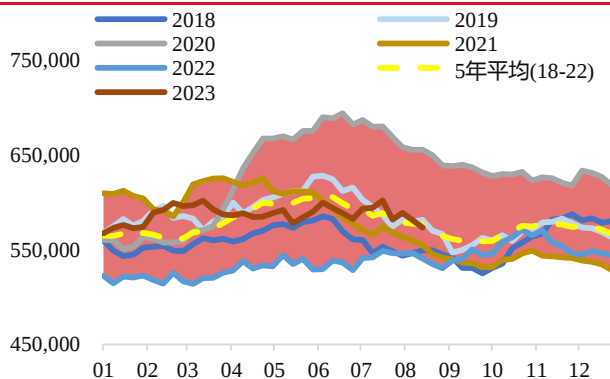
美油的问题更多是库存转移，在沙特俄罗斯减产，市场重油普遍紧张，从而造成西非和巴西等地重油贴水增长，而美国油品虽然偏轻，但由于苏伊士以东市场总体偏紧，外溢效应明显。亚太有较多买家转向北海以及美国市场，美油也搭上了此轮的便利快车，出口连续创新高。所以本质也是一种库存转移，沙特和俄罗斯的减产体现于北美库存上。所以Cushing库存虽然持续去化，目前已经接近3000万桶的库存操作警戒低位，但是从进料来看，目前的需求水平持续1650万桶/天左右的中低位置。所以当下的库存更多仍然是供应问题的计价体现，需求情况并未充分发酵。

图7 Cushing 库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图8 主要消费地原油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

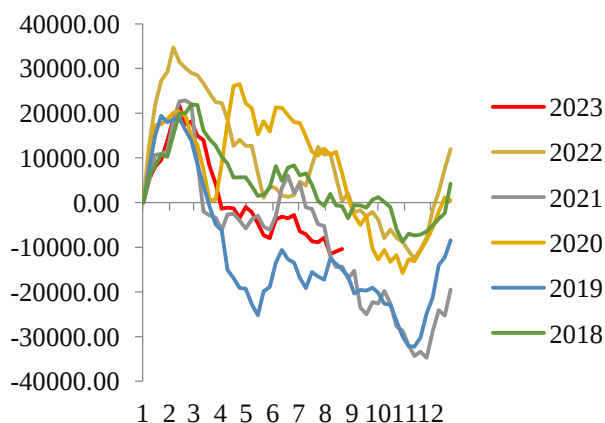
所以仅从供应层面来看，虽然目前市场仍然偏紧，但近期仍然缺乏上行的明显支撑，相反，供应增量的空间仍在。所以除非需求表现突出，或者最重要的，宏观情绪整体转强，市场风险偏好回升，否则后期价格仍然可能有较大的下行压力。

2.2. 裂解利润回调，谨慎看待需求情况

成品油的强势曾在8月末无视原油价格的下行，持续保持偏高位置，最主要的是库存的低位持续支撑，以及最重要的宏观情绪有所转强和中国经济刺激政策带来的风险偏好回升。

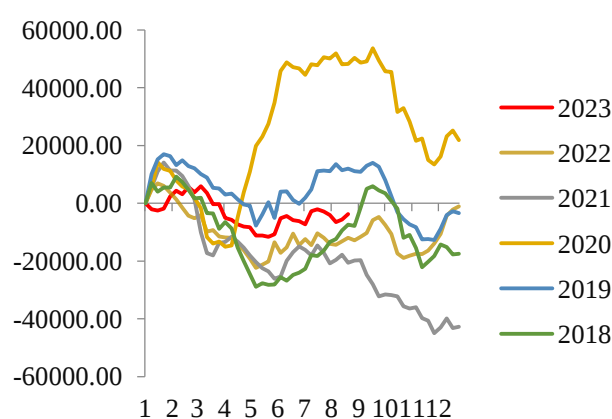
进入到9月，海外交割标的将转为冬季汽油标准，消费量也将季节性转弱。从整体成品油的库存去化来看，夏季的去库量总体中性偏下。目前的进料水平持续位于中低位置，且近期一直处于高位的美湾汽油价格出现了部分回调，也可能说明目前需求可能已经开启了下行通道。

图9 主要消费地汽油库存年度去化情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

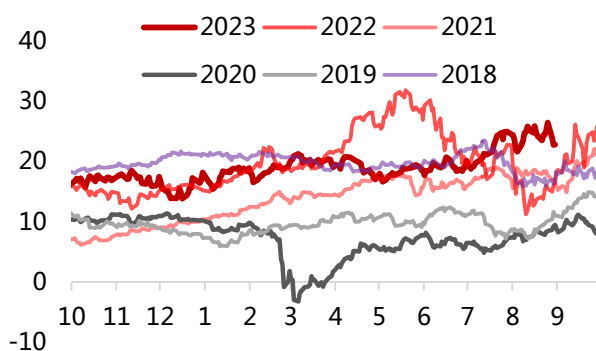
图10 主要消费地柴油库存年度去化情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

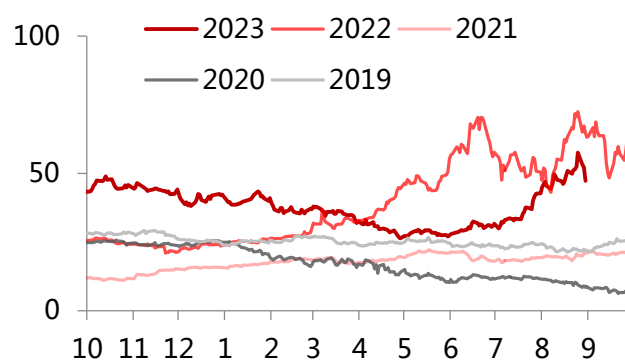
前期海外汽柴支撑原油价格持续上行，但目前美国汽柴裂解利润都出现了上行不力，甚至回调的情况，其中柴油的跌幅尤其明显。

图11 美国汽油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图12 美国柴油利润



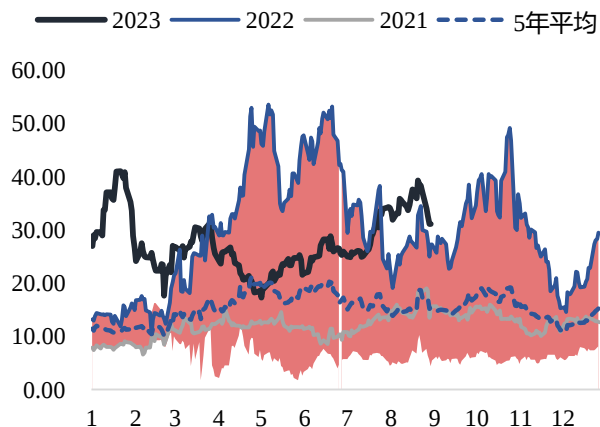
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

细分来看，近期美湾汽油出现了明显的转弱，美东地区转弱幅度不大，或是近期飓风因素导致出行需求骤减，也有标准调整的可能，但也一定程度说明了当下汽油需求水平至少已接近峰值，后期继续转弱的概率正在增加。

而柴油需求即便一直都较差，前期挺价也还是较为明显，但是此轮柴油裂解利润下行在欧美均有体现，近期柴油持续紧张的局面可能由此缓解并且外溢。

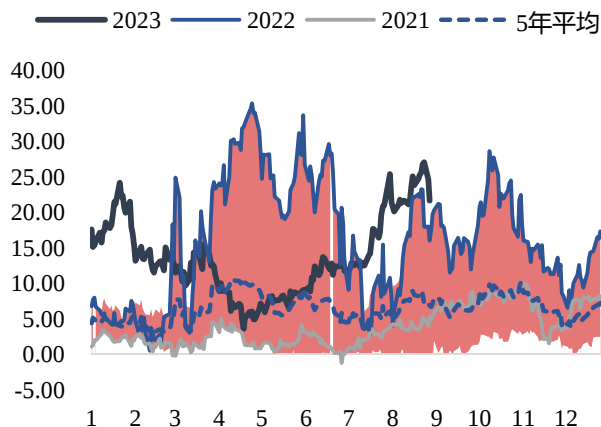
成品油裂解利润下行也带动了炼厂利润的弱化，后期炼厂需求可能会继续下行，如果之后库存尤其是欧洲库存有所体现，那么可能此轮成品油带来的强势将确认接近尾声。9月临近，季节性切换时点到来后，可能数据可证实或证伪的时点将很快到来。

图13 美国炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

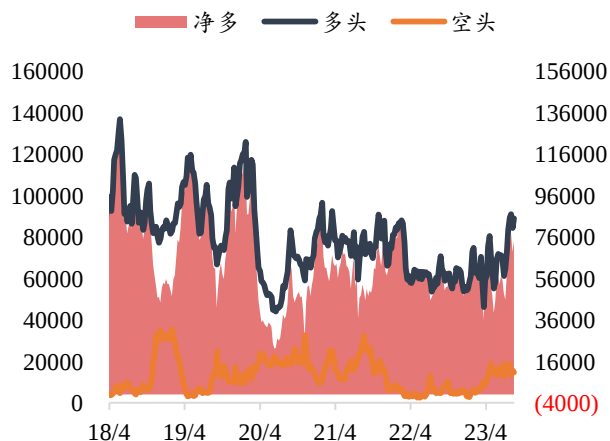
图14 欧洲炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

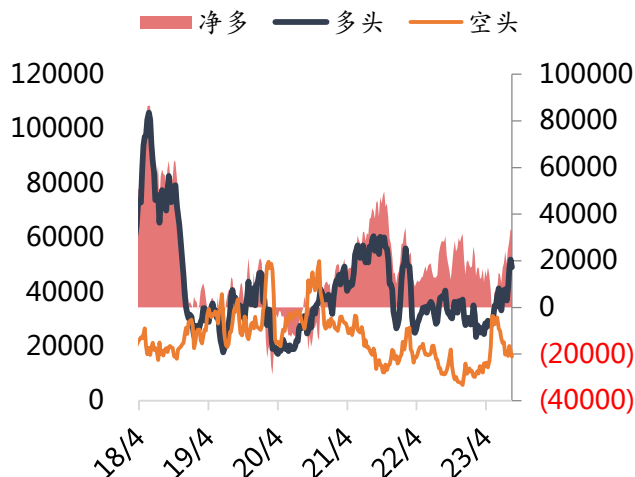
另外在持仓方面，8月美油净多持仓总体减量，Brent 净多持仓震荡。成品油方面，汽油净多持仓均为1年多以来的最高位，资金即期看好当下的成品油强势延续。而一些原油基金近期也逐渐在增加对近月合约的持仓额度，资金近期风险偏好的回升也是后期支撑原油价格的重要因素之一。

图15 美国汽油持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

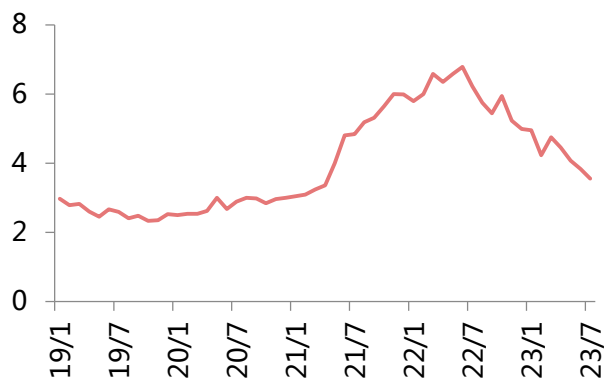
图16 美国柴油持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

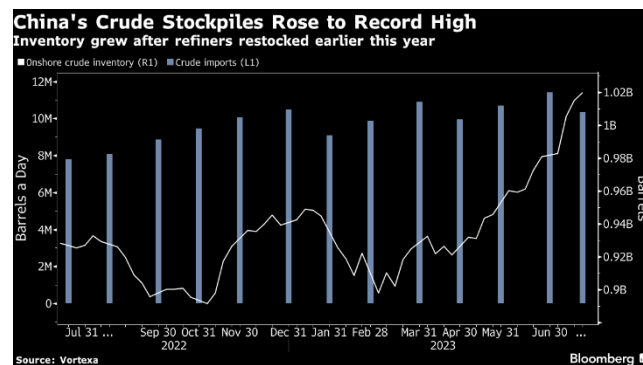
另外从长期来看，油价上行，海外通胀和加息已经形成了螺旋制约，所以在需求恢复的大背景下，油价上行带来通胀的回升，而由此联储的考量会再次影响市场对结束加息的预期，带来对油价上方空间的压制，所以长期来看，油市即便需求无虞，上方的空间也将较为有限。

图17 美国 1 年期通胀预期



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

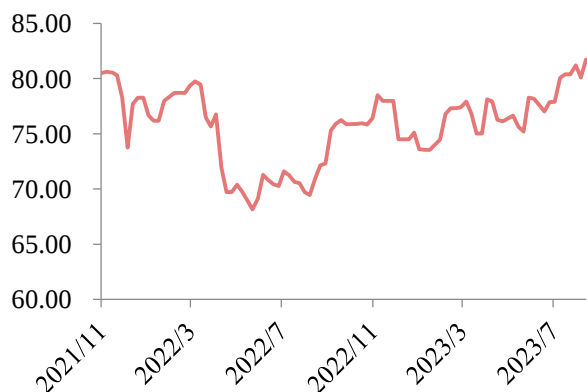
图18 中国原油库存



资料来源：Bloomberg

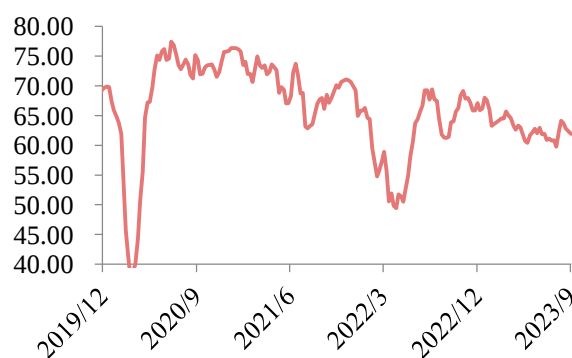
海外成品油需求虽然已经有了一些扭转趋势，但是并不是需求计价的全部。中国需求近期仍然尚可，主营开工仍在走高，地炼开工有回调但仍偏中性，进口数据来看也仍然在中高位置。但近期库存的持续走高，很可能在后期制约进口持续维持在高位。

图19 国营炼厂开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图20 地炼开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

综合来看，油市前期的供给因素计价已经较为充分，接下来的供应回归风险，以及需求季节性切换弱化的风险将有概率继续兑现。而另外宏观对结束加息的预期将不断在近期反复，提升风险偏好，油价可能受到一定抬升。所以 9 月可能继续维持弱震荡的态势，短期布油或继续在 80 中枢弱势运行，但是长期油价并不能适合看空。

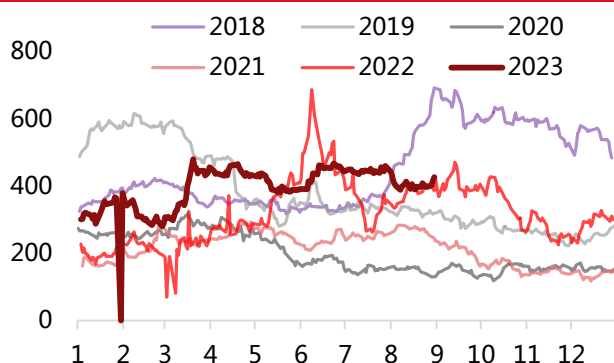
3. 聚酯

3.1. PTA：成本支撑存疑，终端需求存续

PTA 价格在 8 月经历了先走弱再回暖的过程，根本原因仍然是原料出现的波动。但是相比于上游端口，PTA 作为内盘品种的价格明显更抗跌，资金对于国内商品价格的抬升仍然较为强势。另外终端开工的持续高企，以及业内对后续旺季的需求仍然存在的较高期待，也继续支撑 PTA 价格，主港基差由此多日稳定。

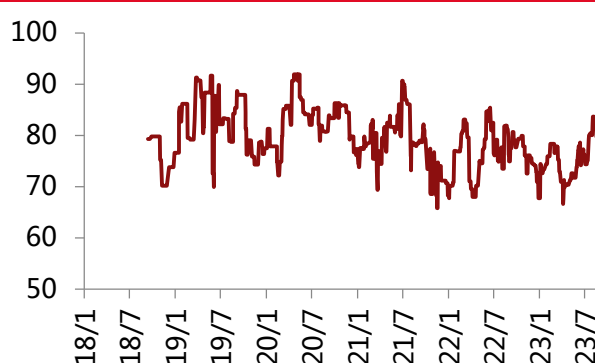
原料方面，PX 也确实仍然如之前预期的一样总体偏强势，调油端口刺激余温仍在。目前 PXN 价差虽然有所下降，但是仍然在 390-420 美金的高位区间，且月末几天随原油再度回升。之后 PX 总体从上下游供需上仍将处于偏紧局面，但是调油逻辑的彻底结束仍然可能会对 PX 价格造成一定冲击。从歧化价差来看，目前的调油经济性已经在 8 月中上旬有所拐头，9 月弱化的逻辑仍然未能完全证伪。

图21 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图22 PX 开工率

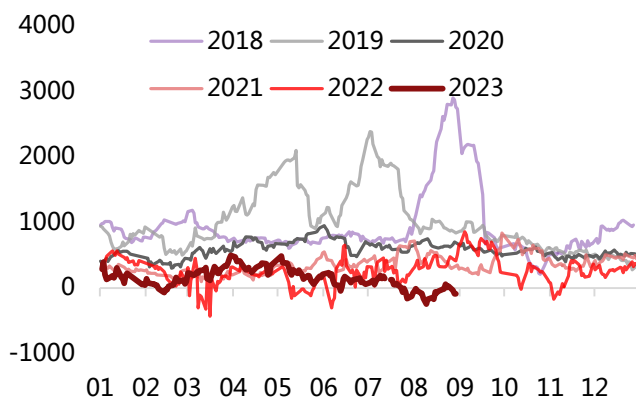


资料来源：东海期货研究所，Wind

前期国内 PX 装置检修较多，前期海南炼化，青岛丽东，福化等装置都出现了降负停工情况。而海外装置上，韩日装置，以及东南亚装置均有开工的下行。该情况或在 9 月有所缓解，海南炼化，广东石化等和福化均将或已经对开工有所提高，海外装置上台湾中油等装置开工也将有所回升，9 月总体开工小幅回升。

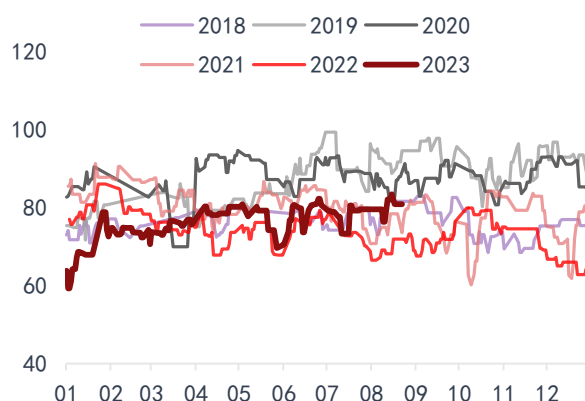
目前即便上游效益占据了产业大部分利润，外采原料装置开工仍尚未有明显的降低。部分老旧装置目前开工率仍然能保持平稳，甚至前期停工的中小装置仍能重启。主要得益于目前下游开工持续保持高位，承接能力较强，后期外采装置持续时间仍然需要重点关注。

图23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图24 PTA 开工率



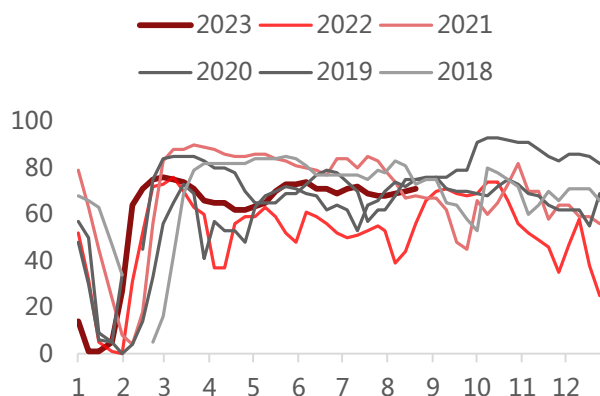
资料来源：东海期货研究所，Wind

由于上游利润的扩张，目前PTA加工费已经到了极低的位置，前期已经进入负利润，近期也仅能在盈亏平衡左右徘徊。一体化装置目前持续保持高开工，综合效益仍然较高，并且9月大装置仍然有检修预期，头部挺价意愿明显，所以光从基本供应来看，PTA价格下行的空间并不太大，加工费问题短期并不是盘面计价重心。

而尽管目前聚酯的开工持续保持在92-93%以上的高位，但是目前下游利润再度在8月末开始转弱，这可能会使下游开工后期出现支撑的弱化。

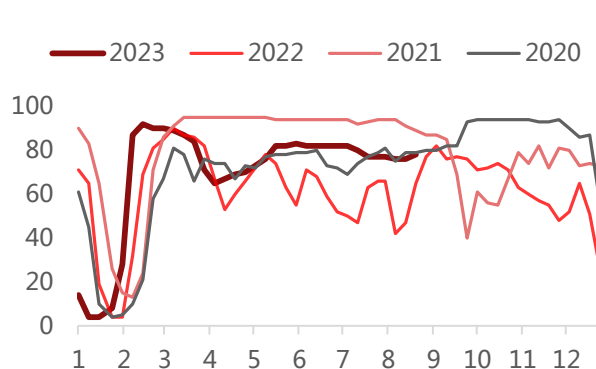
下游停工问题已经不再计价，目前萧山地区虽然有部分的下游工厂停产，但是到目前为止停工量并不大，短期基本已经可以视作该风险消除，下游的高开工仍然能够持续，承接较多上游产量。但问题在于终端订单需要持续维持高位才能保持下游开工，而一旦9月订单提前透支，需求不及预期，开工下行，那么对盘面价格的边际压力将会极高。

图25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

图26 加弹开工率

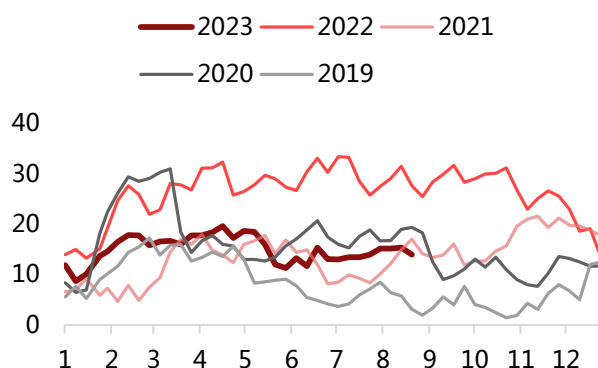


资料来源：东海期货研究所，Wind

从终端来看，目前开工总体较为稳定，织机开工持续保持在 73-75%左右，加弹的开工也保持较高水平。

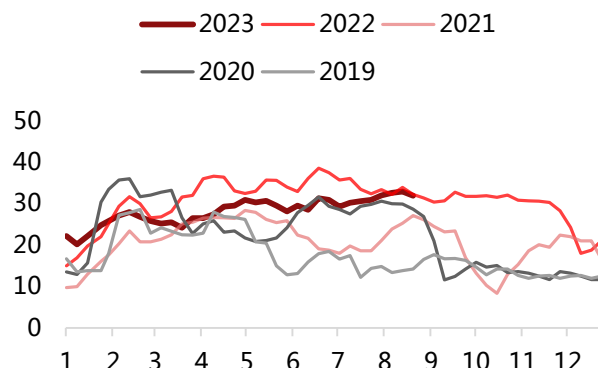
利润方面目前下游细分利润都已经出现了明显的走弱，从长丝到短纤，以及瓶切片利润，近期都出现了大幅的下行。如前文所述，前期库存的去化以及高下游开工，最大的依托除了上游成本的历史偏低价格水位，就是下游利润前期有一定回升，但是目前利润下行，可能会对后期上游开工造成影响。

图27 POY 库存指数



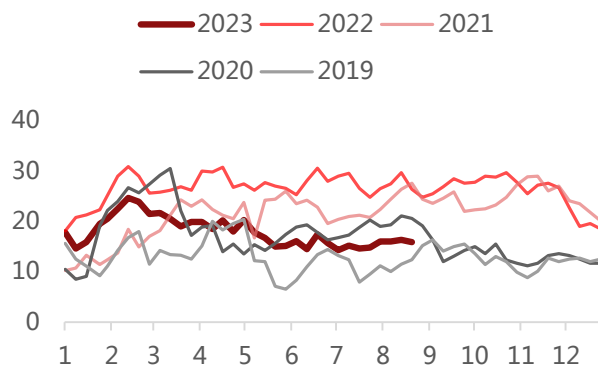
资料来源：东海期货研究所，Wind

图28 DTY 库存指数



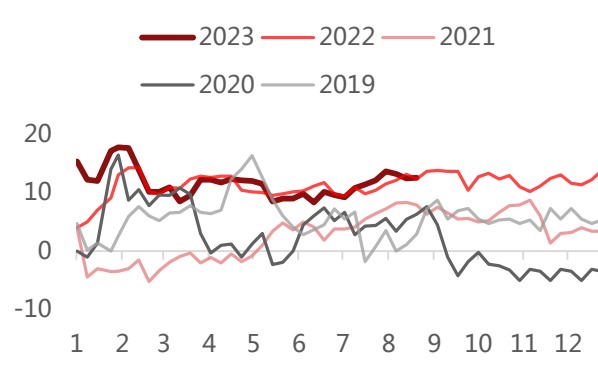
资料来源：东海期货研究所，Wind

图29 FDY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

图30 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

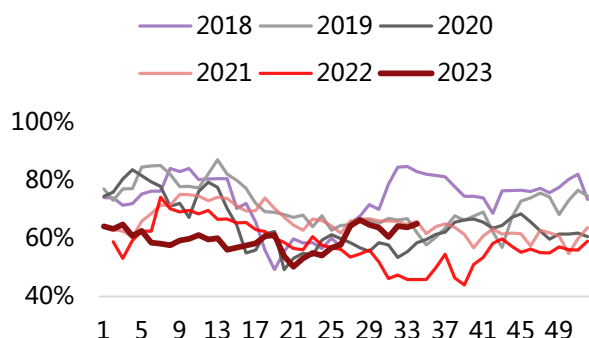
从目前的库存来看，下游库存的去化也确实基本停止，但目前仍能维持在低位区间，后期随着旺季可能的中性水平，以及下游利润的下行，库存仍有累库风险。

综合来看 9 月，需求计价的上方空间仍然较小，但是需求弱化仍需一定时间，而目前库存也总体偏低，所以相比于需求端，成本端的影响更能对 PTA 价格造成更大影响。9 月 PTA 价格仍然会和原油以及 PX 原料高度共振，在调油逻辑彻底证伪之前，暂不对 PTA 作过多利多判断。

3.2. 乙二醇：进口继续

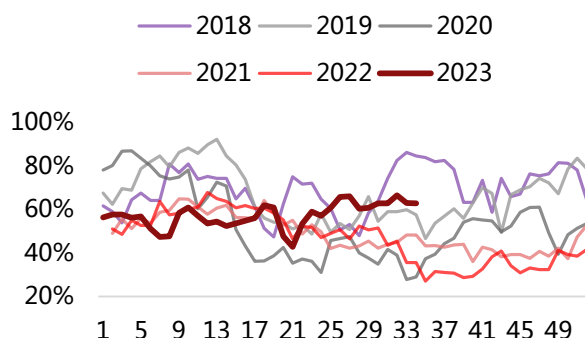
乙二醇在 8 月回升后基本再度有所转弱，但总体价格仍然处于前期震荡区间范围内，在过剩产能出清阶段，乙二醇价格较难有真正的趋势。9 月原油情况仍然需要各数据验证，而煤价日耗已经开始拐头，且库存偏高，短期价格仍稳定但后期下行风险仍在，乙二醇波动区间上沿将被压制。

图31 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

图32 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

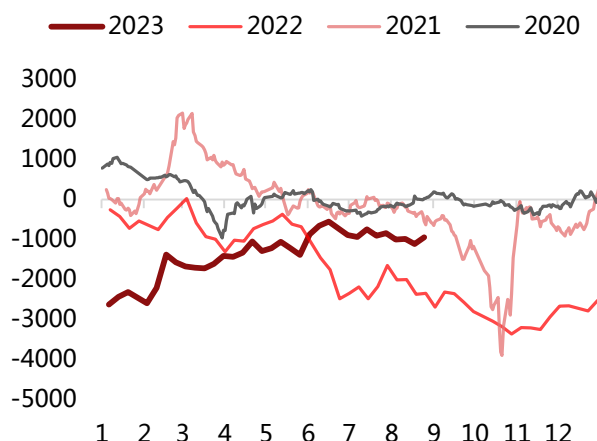
开工以及利润上反映出，乙二醇油化利润仍然在下行，出清继续。而煤化利润基本持稳，近期难有较多变量驱动。

图33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

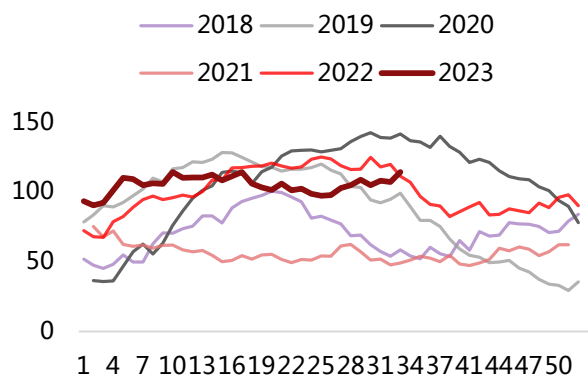
图34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

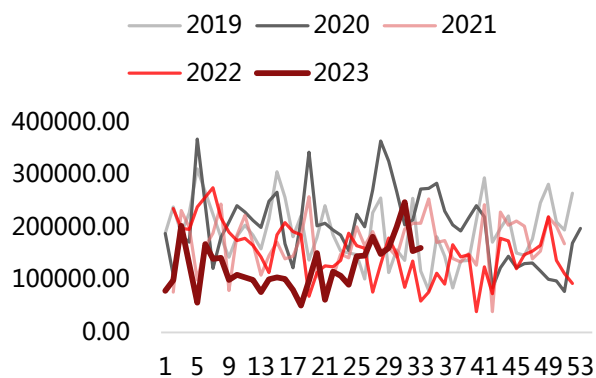
而由于前期国内价格短暂上行，进口曾出现大幅增加，导致近期港口库存明显走高，也对盘面造成一定压力。

图35 乙二醇华东港口库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

图36 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。下游聚酯短期开工仍然偏高但可能有逐渐走弱风险。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