

2023年10月9日

需求计价提速发酵，宏观成波动主因

——原油聚酯10月月度投资策略

投资要点：

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

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

- **原油**：供应变化有限，当下计价逻辑更多在需求现状以及宏观变动带来的需求预期变化。供应端口至年底都将处于小幅偏紧局面，但是月差结构的走弱也显示出前期供应计价过度，当下已经纠偏。需求目前明显下行，叠加宏观情绪发酵，加息预期再起引发的预期下行，导致回调明显，后期供需将回归正常小幅偏紧局面，油价或将在85美元左右震荡。
- **PTA**：PX成本支撑下行，PTA价格自10月将会受影响而回落。另外下游需求将会转弱，近期库存累积明显，订单前期透支，后期或压制PTA价格上限，10月可能会造成PTA价格小幅弱化。
- **乙二醇**：煤价短期继续强势，抬升煤制成本，盘面下限也提升，但是前期价格上行后进口大幅增加，港口库存预计将累积，过剩态势不改，继续区间震荡。
- **结论**：原油延续减产下供应变化不大，但是到淡季后需求下行明显，以及近期宏观数据导致海外需求预期走弱，原油价格或维持中枢位震荡。聚酯板块需求下行，更多带来弱化影响。
- **操作建议**：原油短期回调风险兑现仍在，10月预计维持震荡，PTA或小幅弱化，乙二醇继续窄幅区间操作或卖出宽跨式期权。
- **风险因素**：紧张的地缘政治影响产油国格局，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后期减产不如预期，俄乌冲突出现解决迹象，化工下游需求弱化程度大幅超预期，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. 供应变化相对有限，计价过度有所纠偏	4
2.2. 需求小幅走弱，宏观影响扩大	6
3. 聚酯	9
3.1. PTA	9
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 OPEC 产量情况	5
图 4 沙特产量情况	5
图 5 伊朗产量情况	5
图 6 伊拉克产量情况	5
图 7 Cushing 库存情况	6
图 8 美国进料情况	6
图 9 主要消费地汽油库存况	7
图 10 主要消费地柴油库存情况	7
图 11 欧洲汽油利润	7
图 12 欧洲柴油利润	7
图 13 美国炼厂裂解差	8
图 14 欧洲炼厂裂解差	8
图 15 美国汽油持仓	8
图 16 美国柴油持仓	8
图 17 美国新增非农就业	9
图 18 美国 PMI	9
图 19 国营炼厂开工率	9
图 20 地炼开工率	9
图 21 PX-石脑油价差	10
图 22 PX 开工率	10
图 23 PTA 加工费	11
图 24 PTA 开工率	11
图 25 织机开工率	11
图 26 加弹开工率	11
图 27 POY 库存指数	12
图 28 DTY 库存指数	12
图 29 FDY 库存指数	12
图 30 短纤库存指数	12
图 31 乙二醇开工率	13
图 32 煤制乙二醇开工率	13
图 33 油制乙二醇利润	13
图 34 煤制乙二醇利润	13
图 35 乙二醇华东港口库存	14
图 36 乙二醇华东到港	14

1. 策略概述

9月原油经历了一波火箭式的上升，在沙特和俄罗斯宣布将维持原油减产规模之后，Brent 价格一度突破前期阻力位，带动所有能化商品进行了一波上行冲刺。但是从技术面上看，过快的冲高已经使油价到达了超买区域，而在10月随着一波宏观数据的放出，海外加息预期再度大幅走强，带动避险情绪提升，美债悲观情绪浓厚，金价下跌，原油等商品都出现了不同程度的下行。原油自身的供需变化相对有限，供应基本保持稳定，需求在淡季的弱化兑现，成品油弱化此轮计价较充分，预计10月后减产支撑仍然存在，油市格局重新回归略微偏紧局面，价格也继续在合理85美元左右的中枢区间。

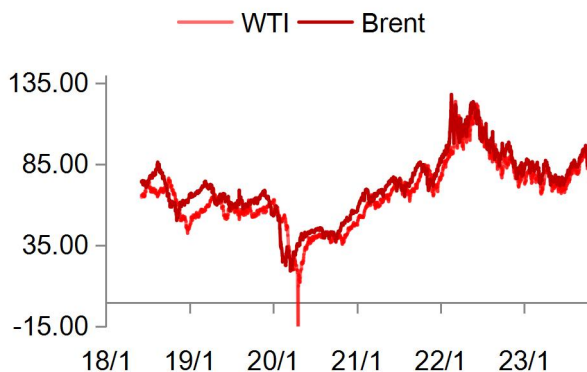
聚酯方面，9月PX上市后给出了内盘的原料定价工具，而上市后PX连续走弱，也契合了淡季下成品油的下行影响。PTA自身供应变量相对有限，更多计价中心在成本支撑，所以此轮跟随原料波动幅度较大，后期PX仍然处于较长期的偏紧格局，所以PTA价格深跌可能部大，但是下游需求的弱化仍然会对价格产生明显的影响。

2. 原油

2.1. 供应变化相对有限，计价过度有所纠偏

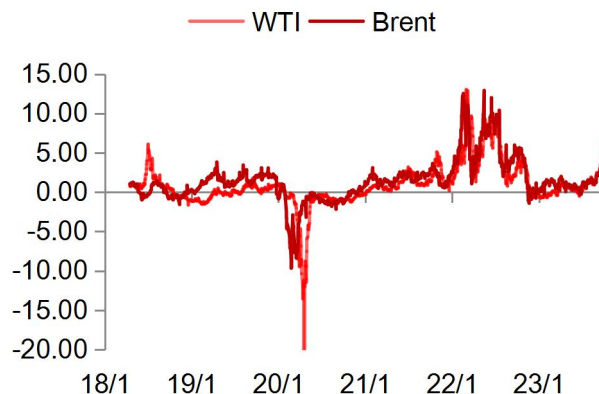
9月的火箭式上升后，油价在高位平稳了较长时间，而10月第一周，油价上演了大跳水。价格大幅走弱的同时，月差的大幅弱化也支持绝对价格的下行。目前Brent的3月月差虽然仍然在比较强的3美金以上，但是距离9月下旬超过6美元的极致强势支撑结构已经有较大差距，这反映出当下油市仍然是偏紧的，只不过前期过度超买的局面已经被扭转，目前的月差水平仍然比较强势，也支撑油价托底，只不过短期在加息预期影响下，整体的波动会继续被放大。

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

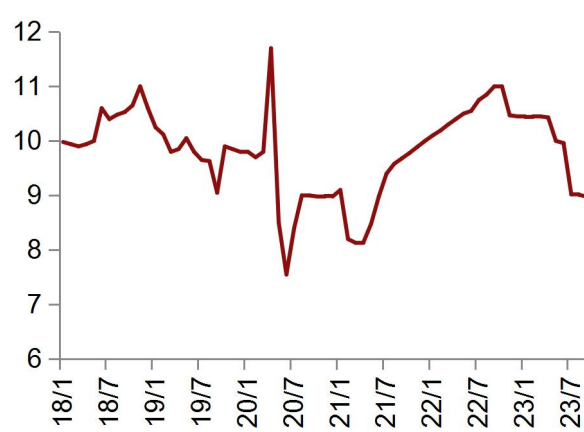
沙特和俄罗斯的减产将会维持到年底，由此油市的供应变化将较为有限。此前俄罗斯曾经对国内成品油颁布了出口的禁令，但是 10 月其柴油的出口禁令已经解除，仅剩汽油出口仍然存在，但是俄罗斯汽油出口量相对较低，主要出口仍然在中重质油品，因此，禁令解除基本意味着近期的成品油供应问题相对有限。出口禁令解禁后，欧洲的成品油利润尤其是柴油利润就出现了大幅的下调。而 9 月的原油供应上来看，OPEC 及俄罗斯做的仍然相对出色，沙特的产量维持在，而俄罗斯的产量则维持在 950 万桶/天左右，减产施行度较高。OPEC+ 内部阿联酋以及科威特的产量均有小幅增加，但是幅度也极为有限，总体来看目前的减产施行率是较高的，按此外推，沙特和俄罗斯至年底的减产也将会给油市供应持续带来偏紧的格局。

图 3 OPEC 产量情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

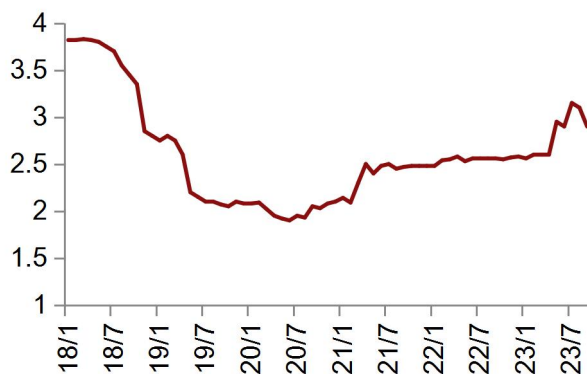
图 4 沙特产量情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

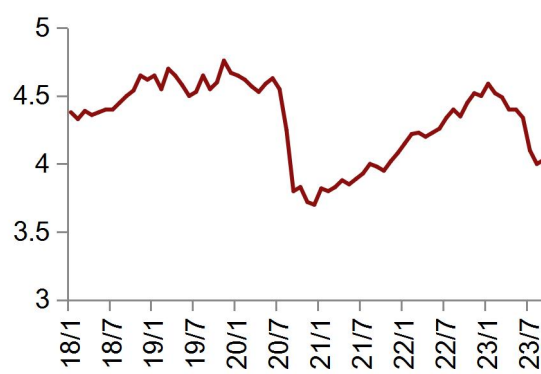
伊朗的出口情况可能在之后的回归量相对有限。从目前的信息来看，虽然伊朗收回了此前的出口油品回款，但是短期的谈判继续陷入到僵局，近期的产量回归已经是当下情况中比较充分的释放，9 月的产量同样出现了小幅下降，仅有 290 万桶/天左右，预计 10 月将会继续维持偏稳定的产量及出口。

图 5 伊朗产量情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 6 伊拉克产量情况

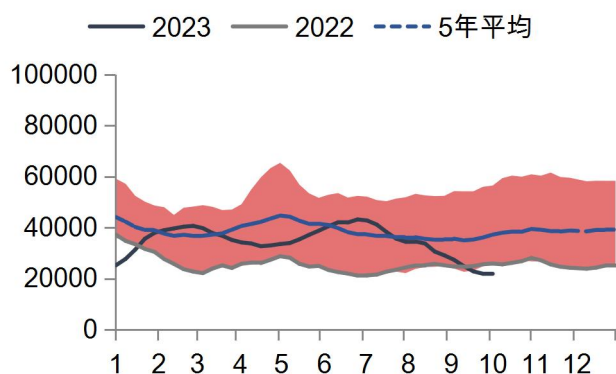


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

其他供应方面，伊拉克北部经由土耳其的出口管道目前仍然未能投入运行，在商业和金融问题得到解决之前，通过土耳其管道重新启动伊拉克石油出口的谈判会持续进行。而委内瑞拉以及其他地区的供应增量短期的可能性更加小，所以 10 月来看，整体供应偏紧仍然是较大概率。

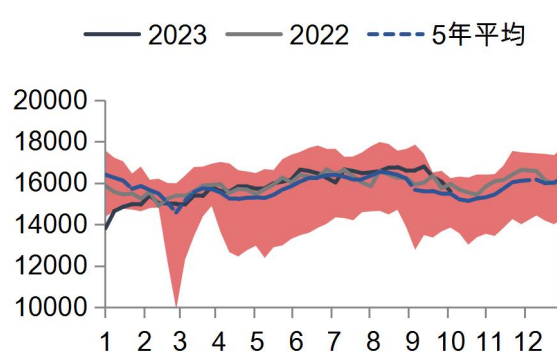
美油方面，前期 Cushing 库存过低的情况导致了 WTI 持续的供应担忧，现货溢价持续走高。但是从 10 月的数据来看，终于出现了多周以来的首次累库，也说明 10 月整体供应有所缓解，炼厂总进料在接近 4 个月以来首次下降至 1600 万桶/天以下，预计后期在检修季进料持续保持低位的情况下，Cushing 库存将会迎来一阶段的小幅累库阶段。

图 7 Cushing 库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 8 美国进料情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

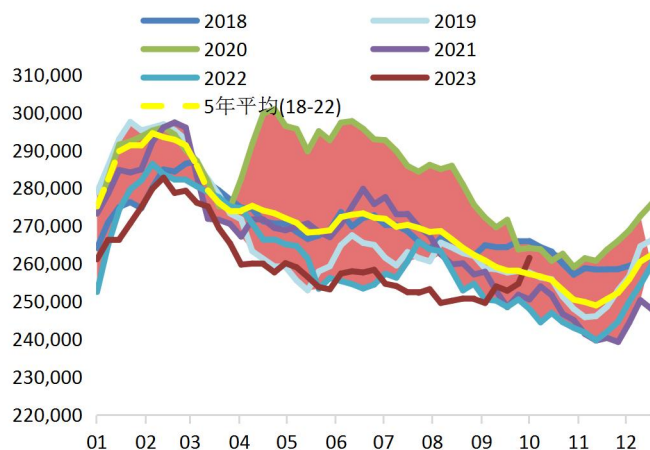
供应层面，从原油端到成品油，10 月整体的变化并不大，和我们此前所说的一样，油价当下供应计价已经比较充分，后期更多将会是需求计价以及宏观带来的预期变化影响。

2.2. 需求小幅走弱，宏观影响扩大

在供应变化相对有限的情况下，当下油市最主要的逻辑在向需求端口靠拢。同样的俄沙维持减产，9 月带动油价大幅走高，10 月却大幅压制油价，也说明了当下供应并不是市场的主要矛盾，真正的计价中心在实物端的需求以及宏观端口的需求预期变化。

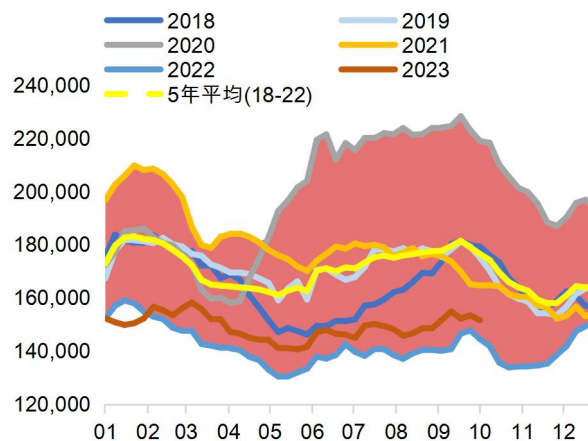
从库存上看，9 月成品油结束旺季之后，各地区或多或少均有累库情况，欧洲和亚太地区累库幅度一般，美国累库幅度较大，带动整体消费地库存大幅回升。

图9 主要消费地汽油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

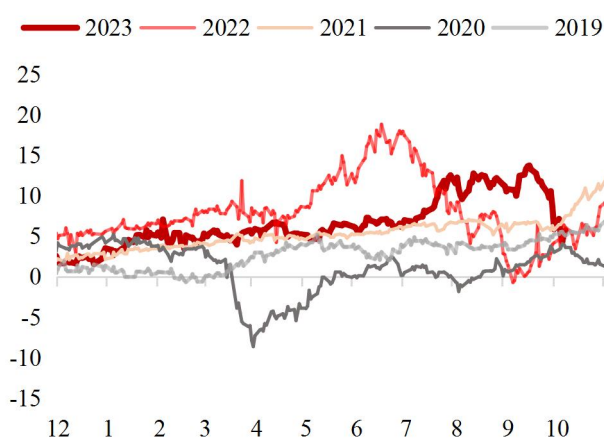
图10 主要消费地柴油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

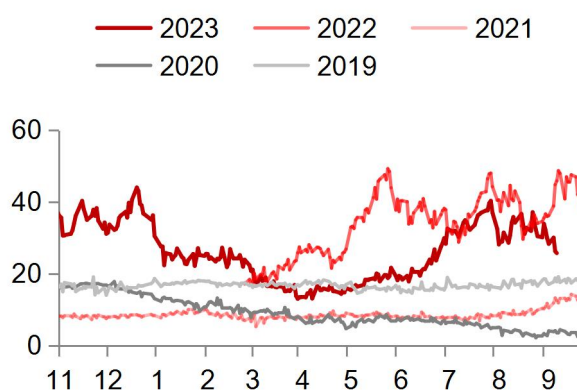
俄罗斯柴油出口的解禁也推波助澜，一定程度上缓解了成品油的供应担忧，所以当下的成品油利润来看，至少欧洲的汽柴利润都出现了较大幅度的转弱。也说明当下成品油消费在旺季过后已经出现了较为明显的下行态势。

图11 欧洲汽油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

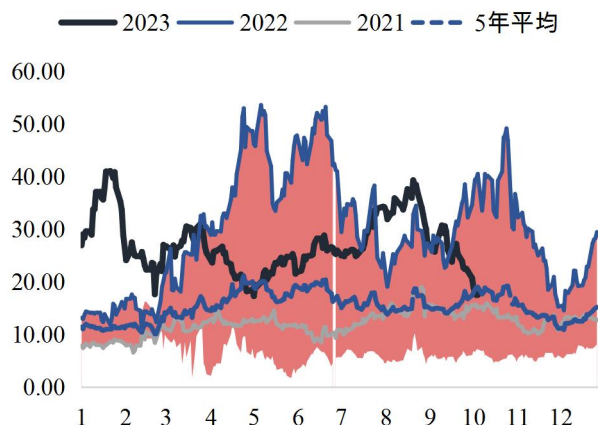
图12 欧洲柴油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

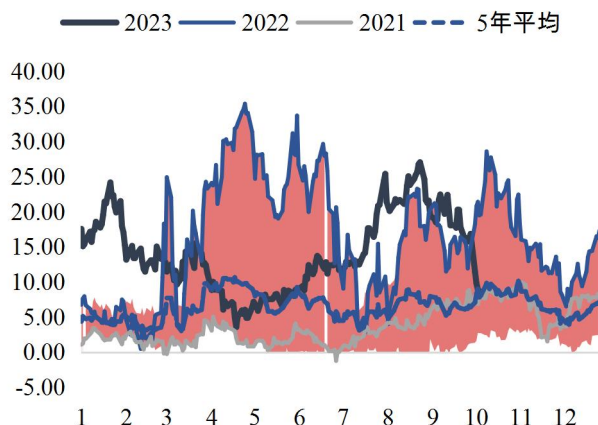
成品油裂解利润下行也带动了炼厂利润的弱化，并且这是在近期炼厂进料下降，成品油供应小幅下降的情况下的情况，更加确定了成品油的转弱。后期炼厂供应在10月预计会继续下行，此前我们所说的成品油库存的印证已经显现，如果10月主要消费地的库存继续累积，那么油品价格会继续下降至区间下沿。后期柴油仍然将成为更重要的计价点，从利润来看柴油虽然下降较多，但是仍然在除2022年以外的历年高位。相比于完全下行至政策水平汽油仍然要强势不少。后期柴油消费的两个关键点，取暖需求及工业需求如何发酵，则更多涉及到需求预期情况的变化。

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

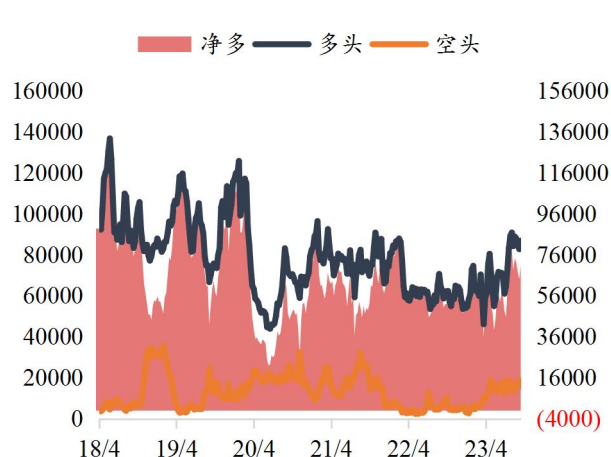


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

从利润来看，海外炼厂利润的大幅下行，可能会影响到后期的进料情况。但是从当下的数据来看，现货市场贴水并未出现过大的跟幅，也说明目前油市基本盘仍然偏紧，价格波动的逻辑仍然锚定在预期偏多，供需自身带来的购买变化相对有限。

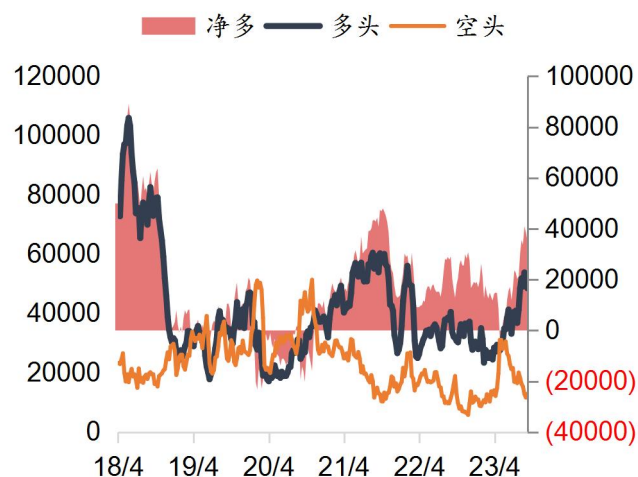
另外在持仓方面，10月海外整体多头持仓增加，资金总体仍然偏向增持近月合约，另外柴油的持仓也在增加中，从资金角度看后期油价仍不能过分看空。

图 15 美国汽油持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

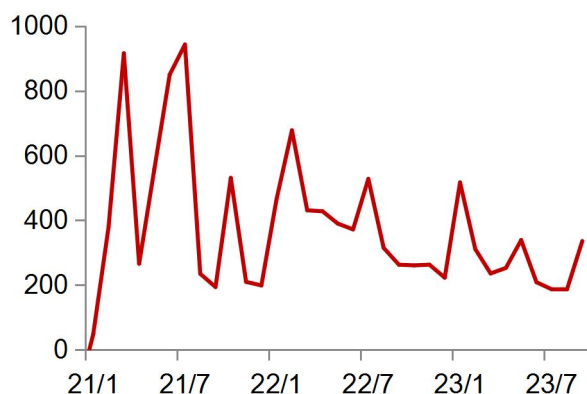
图 16 美国柴油持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

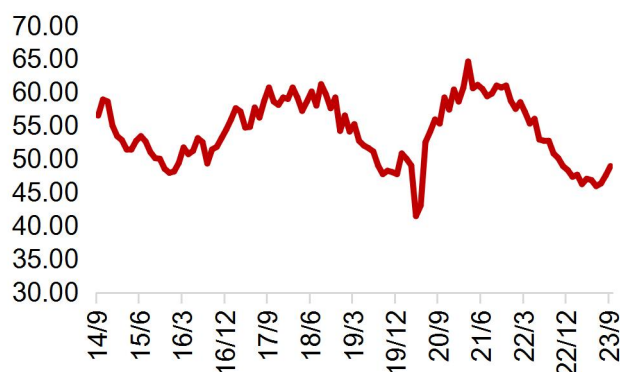
而从宏观角度看，近期就业数据的超预期增量再度提升了对联储的加息预期，美债近期再度走高，商品消费预期再度走弱，导致原油等商品价格大幅回落。

图 17 美国新增非农就业



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

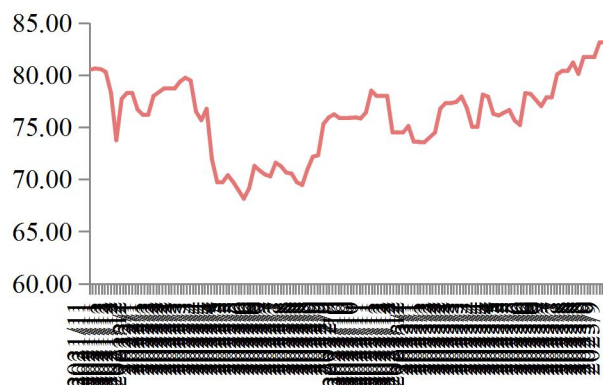
图 18 美国 PMI



资料来源: Bloomberg

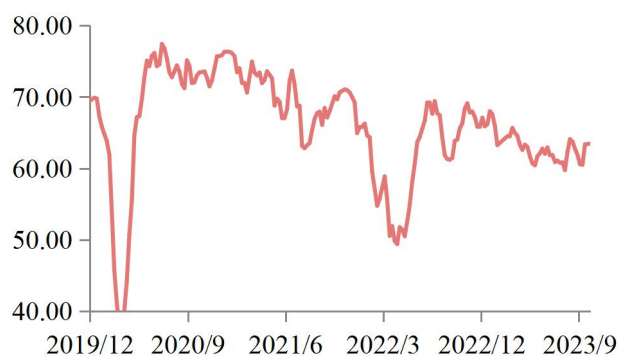
最后中国需求近期可能和海外形成劈叉, 需求虽然有波动, 但是整体需求仍然处于逐渐恢复过程中。从油轮数据上看, 仍然处在中性水平以上。

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, 油市供应计价已经较为充分, 当下需求有明显转弱, 但是幅度不足以大幅压制油价中枢。宏观计价是接下来一段时间的主要波动来源, 但是随着时间推移, 利率高企的不合理终将得到纠正, 后期油价偏强的格局仍然不变。

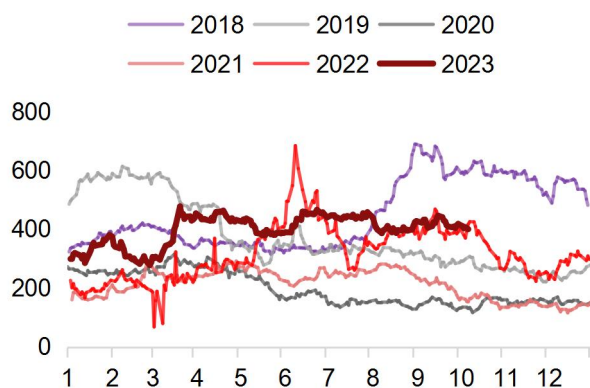
3. 聚酯

3.1. PTA: 成本支撑下降, 终端需求下行

PTA 价格在 9 月经历了先跟随原料走强,再受到下游和原料支撑双重影响刺激后走弱的行情。PX 的上市给了国内市场一个相对方便的价格发现工具,上市后持续的走弱也是对前期过于强势的原料进行了纠偏,也带动了 PTA 价格的弱势稳定。后期在 10 月,由于需求将进一步下行,成本支撑也将走弱,PTA 价格将继续跟随走低。

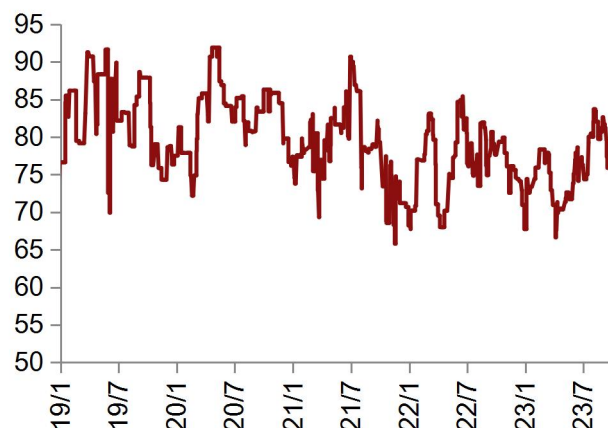
原料方面,国内盘面 PX 上市后一直持续跟随外盘定价的低位区间运行,目前 PX 对石脑油价差小幅走弱到 400 美金左右,对 PTA 的成本支撑也体现在了现货上,节后现货价格已经下行到了 5800 左右。但是从长期来看,PX 的短缺仍然是比较确定的,此次的原料下行更多是资金对于此前过于超额强势的幅度的纠偏。PX 在今年乃至明年上半年都没有新投产计划,但是 PTA 仍然会有装置投产,这让本身就偏紧的 PX 将会继续保持紧缺的基本格局,只是前期由于调油带来的强势逐渐被抹平,体现在了目前的成本价格上。

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

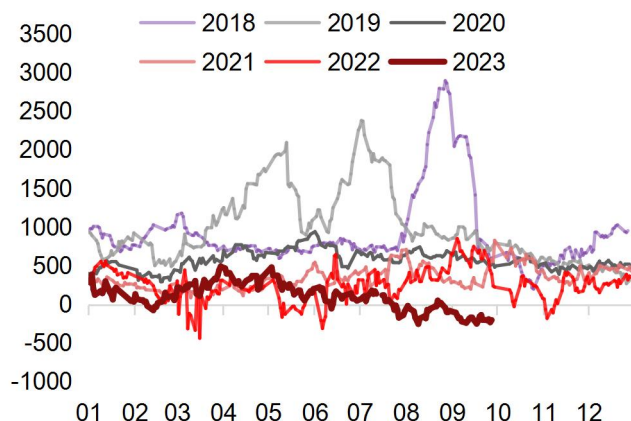


资料来源:东海期货研究所, Wind

另外前期国内 PX 装置检修较多,近期开工总体小幅回升也是近期 PX 价格下降的原因。之前浙石化等装置因检修等问题而降负,总开工率最低维持在 78.6%,但之后开工回升,目前已经重回 80.5%以上。另外一点原因,海外 PX 在 9 月明显受到了调油弱化的影响。9 月开始调油经济性明显下行,亚太芳烃强势有所纠偏,日韩的 PX 出口虽然仍然偏高,但是相比 7 至 8 月已经有了大幅的下行。

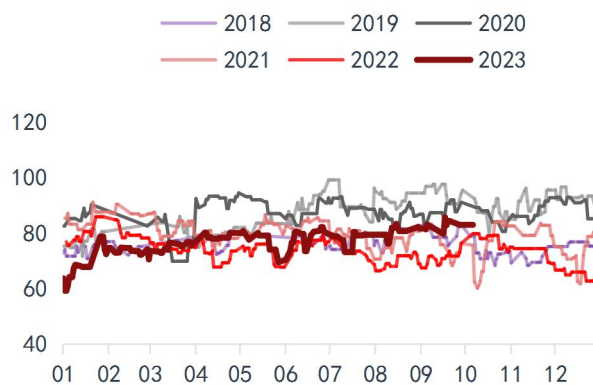
目前上游仍然侵占了行业大部分的利润,从 PTA 的加工费目前保持在亏损可以看出,少数外采装置目前的压力仍然较大,不排除会在短期开工出现下行。但目前 PX 价格持续下行,内盘空头集中度不断走高,也给外采装置缓解不少压力。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 24 PTA 开工率



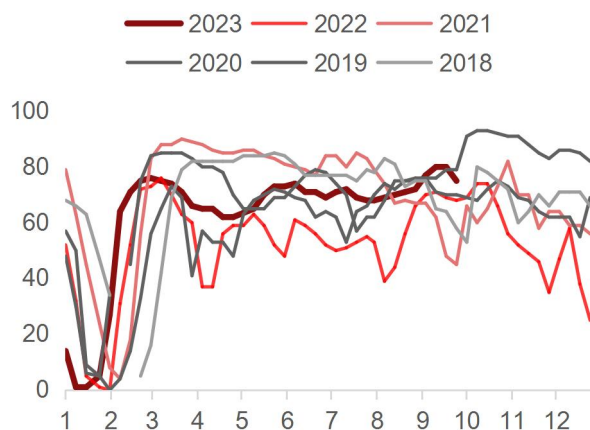
资料来源：东海期货研究所，Wind

一体化装置或中流程装置总利润受到影响，但是幅度相对有限，目前 PTA 总开工仍然在 81.5-82% 左右。年内逸盛海南仍然有 250 万吨装置待投产，预计 PTA 供应压力仍然较大，价格中枢可能会继续小幅下行。

供应短期维持稳定，并且价格支撑中枢可能会弱化。而下游需求近期也出现了小幅的下降。萧山地区的企业停工小幅扩大，预计 10 月上旬后将有所恢复。目前总开工基本维持在 89% 左右，后期更多将受到下游订单影响。

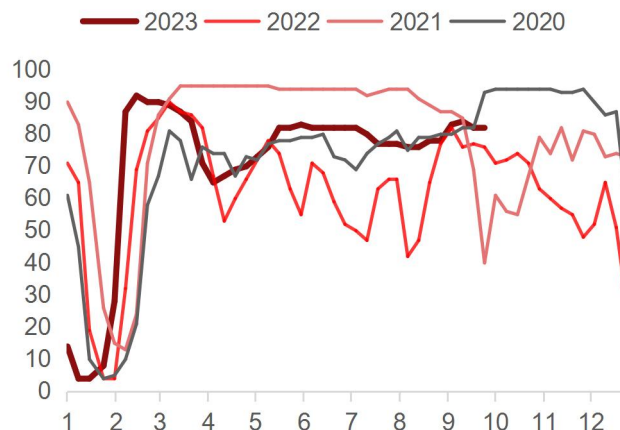
从目前来看，下游产销比较一般，今年旺季时点并未给出过高的下游需求支撑，并且 9 月的产销存在一定的节前备货，后期需求可能会被部分透支。

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

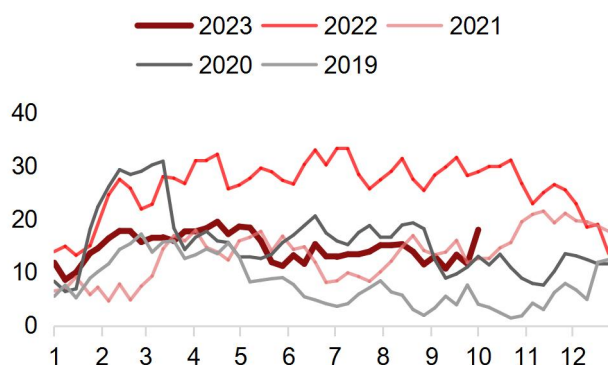


资料来源：东海期货研究所，Wind

从终端来看，目前开工已经冲高回落，但总体仍然保持在今年的偏高位置，也说明 3 季度总体恢复情况的确良好，旺季时点虽未体现出更多的支撑，但是总体已经将需求中枢上移不少。短期的开工回调也属正常，但确实从环比来看，将会对 PTA 价格起到部分支撑减弱作用。

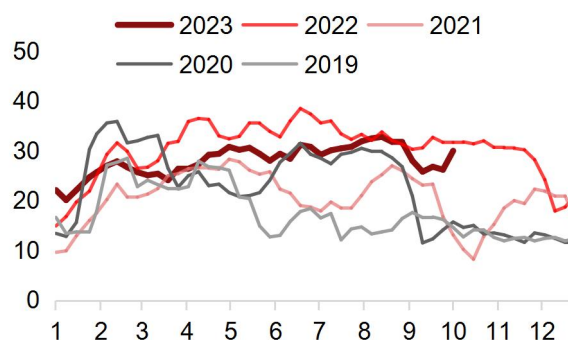
利润方面叫较为分化，节后的下游价格较为坚挺，导致 POY 和 FDY 利润大幅走强，下游受到原料影响明显有限。

图 27 POY 库存指数



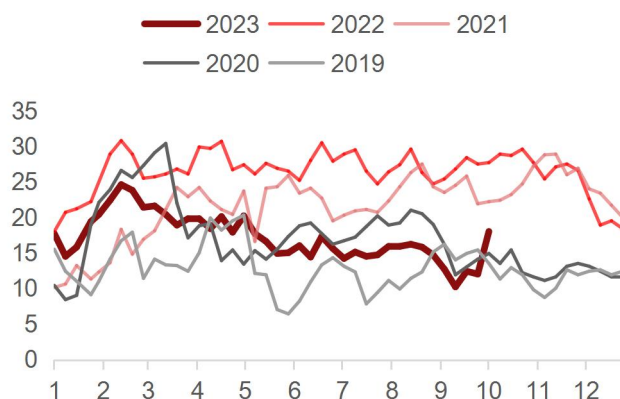
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



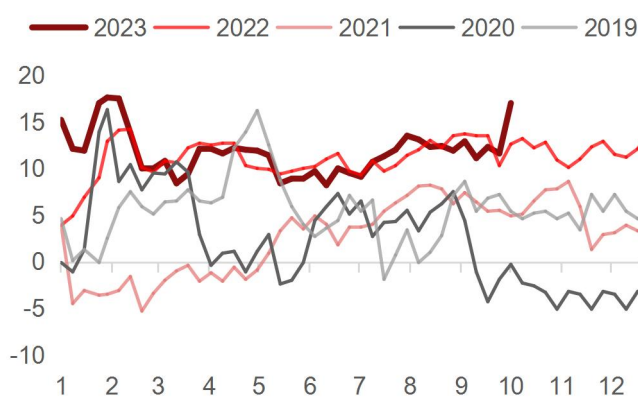
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

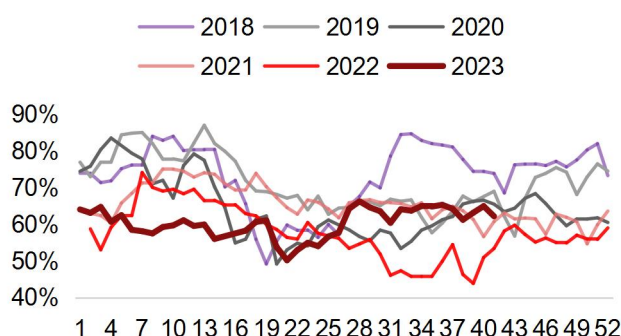
但是从目前的库存来看，各品类库存明显增加，前期我们所说的累库风险已经开始兑现，所以下游利润有所转强后下游的备货已经完成，目前下游的库存绝对水平已经到了偏高位置，后期继续保持较高买兴的概率将会偏低。

综合来看，由于下游库存不断增加，以及订单在淡季将会下行，10 月 PTA 价格中枢将会小幅下行，但是成本支撑依然存在，所以深跌概率相对较低，预计在 5700 至 6000 左右震荡运行。

3.2. 乙二醇：成本支撑下限，进口压制上限

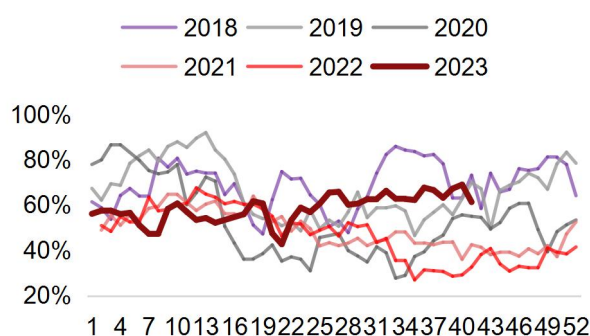
乙二醇在 9 月回升后总体价格相对于其他能化品种来说偏强势，最重要的支撑在于煤价的持续走强。虽然日耗已经出现了拐头下行，但是近期煤矿供应由于安检等导致的偏紧局面仍然在持续，这导致了煤化出现了和油化完全不一样的劈叉情况。目前煤制开工已经出现了明显的下行，也使得近期的乙二醇跌幅相对其他化工品种更小。

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

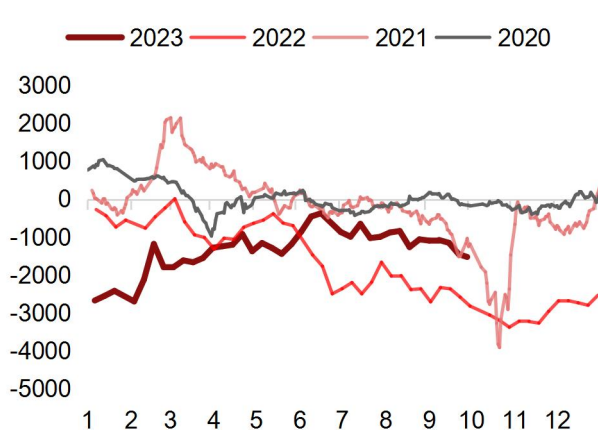
开工以及利润上反映出，乙二醇油化利润小幅回升，而煤化利润则出现了明显的下降，这也将会带动 10 月乙二醇供应出现小幅度的回落。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

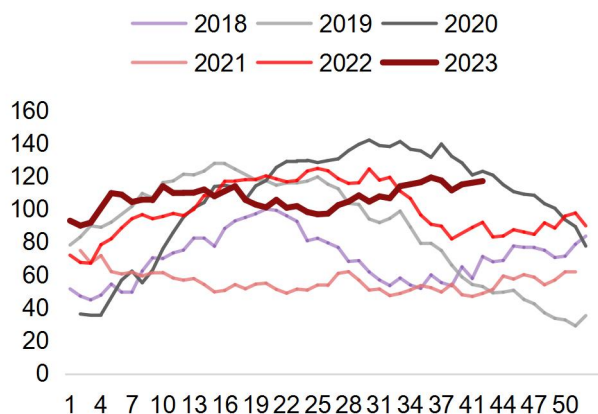
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

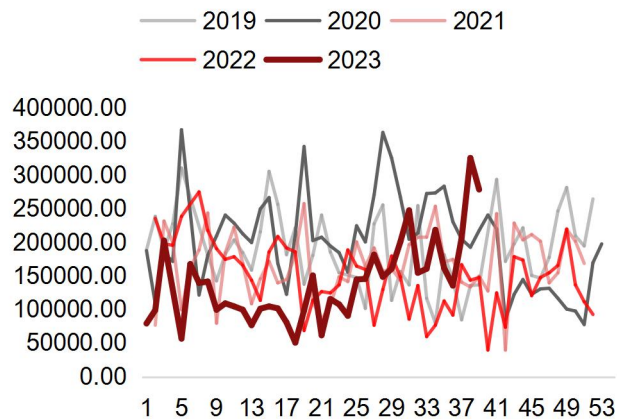
而由于前期国内价格短暂上行，进口曾出现大幅增加，导致近期港口库存明显走高，也对盘面造成一定压力。

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。下游聚酯需求 10 月有一定支撑但是总体仍然在转弱过程中，预计价格将会在 4000 至 4300 左右继续区间震荡。

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