

2023年11月3日

地缘政治影响消散，供应回归或压制价格

——原油聚酯11月月度投资策略

东海策略

能源化工

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

投资要点：

- **原油：**前期地缘政治影响消散，短期俄罗斯供应小幅回归，另外委内瑞拉和伊拉克的供应回归风险也仍然存在。供应环比增长，叠加24年1月减产前景不明，将会持续计价，对盘面造成一定压力。但是短期减产效果存续，结构仍然偏强，叠加宏观情绪对明年降息仍有预期，不宜过份看空。11月原油价格大概率80左右有较坚实支撑，短期波动性将走低。
- **PTA：**11月多套装置检修挺价，但后期回归预期仍在，叠加新装置投产，老装置复产等，供应压力将使得盘面持续承压。叠加下游利润走差，库存累积，后续备货意愿或将走弱，PTA下行压力较大，但PX后续偏紧格局不改，对PTA仍有一定支撑，下方空间或有限。
- **乙二醇：**原料成本支撑不改，开工变化不大，基差小幅走强，但短期过剩周期下，乙二醇将继续保持震荡走势。但近期港口库存走高，前期原料支撑时段的进口增量，短期供应压力将增加，叠加11月下游需求走弱概率增加，乙二醇盘面震荡格局不变，但波动将继续走低，11月或将以更小幅度震荡。
- **结论：**原油供应压力仍有计价余地，短期宏观情绪不明，但后续降息预期仍在不宜过份看空，油价将保持中枢震荡或小幅阴跌。聚酯品种供应压力均有增加，以及11月下游需求走弱，盘面大概率以波动缩小的偏弱震荡为主。
- **操作建议：**原油短期震荡为主，操作性一般。PTA加工费或仍存部分下行空间；乙二醇可进行波动的卖空，或可尝试卖出宽跨或累购/沽结构。
- **风险因素：**地缘政治因素再度影响原油生产格局，伊拉克、委内如来供应出现增量，俄罗斯减产力度不够或额度下降，OPEC后期减产执行不如预期，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等。

正文目录

1. 策略概述	4
2. 原油	4
2.1. 地缘政治风险退散，供应回归开始计价	4
2.2. 低位库存下仍有支撑，宏观情绪不宜过份看空	6
3. 聚酯	9
3.1. PTA：供应压力增加，需求环比下行	9
3.2. 乙二醇：过剩及成本双向作用，波动进一步降低	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 俄罗斯海运出口情况	5
图 4 部分油品现货贴水	5
图 5 委内瑞拉产量情况.....	5
图 6 沙特油品官价.....	5
图 7 美国开钻未完成钻井情况.....	6
图 8 Permian 盆地每井产量情况.....	6
图 9 主要消费地汽油库存情况.....	7
图 10 主要消费地柴油库存情况.....	7
图 11 俄罗斯柴油出口情况.....	7
图 12 美国柴油利润.....	7
图 13 美国炼厂裂解差.....	8
图 14 欧洲炼厂裂解差.....	8
图 15 主要消费地原油在岸库存情况.....	8
图 16 全球浮仓情况.....	8
图 17 美国耐用品新订单情况.....	9
图 18 美国 2Y 国债收益率.....	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

10月原油经历了较大的地缘政治风险刺激，哈以冲突的冲突溢价一度使得市场极度担忧中东供应和运输的安全性，油价也大幅上行至前期的高点。但随着哈马斯不断释放人质以及以军军事活动的收缩，市场紧张气氛逐渐缓解，供应的风险溢价逐渐消散。而在美联储对利率决议给出最新的表态之前，油市短暂回归自身供需交易。但近期中东供应反复，俄罗斯出口增加，美国和委内瑞拉供应都有回升的可能，整体供需环比宽松。叠加近期各地炼厂利润大幅收缩，即便短期有减产托底，油价将仍然呈中枢区间稳定或阴跌趋势。

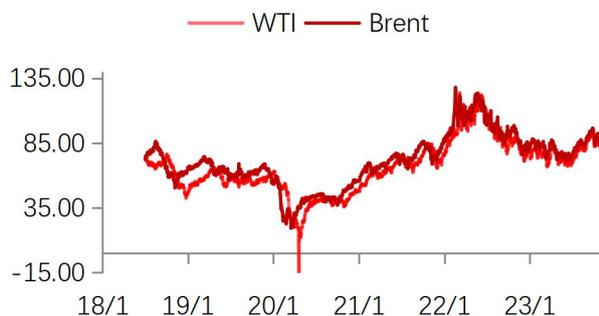
聚酯方面，汽油的弱势导致芳烃持续走低，PX在10月也一度探到2个多月低位。但05合约的估价上，后期PTA投产以及复产装置仍然较多，PX紧缺局面仍然不改，成本支撑将会对PTA底部形成承托。但11月后下游需求将逐渐走弱，对聚酯品种的上行驱动将会是利空因素。随着终端开工的逐渐稳定，下游工厂备货需求的下降，PTA和乙二醇价格的上方空间将有限。

2. 原油

2.1. 地缘政治风险退散，供应回归开始计价

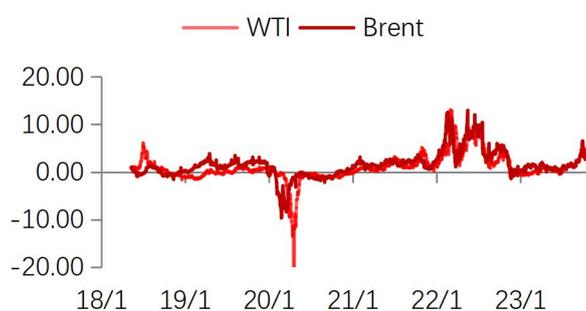
10月的原油价格经历了地缘政治的刺激后大幅攀升，一度到达前期的高点，在冲突并未持续发酵后油价褪去风险溢价，重回中枢水平。在此轮上升中，其实结构并未出现和绝对价格相等的转强，所以我们也提到过，绝对价的上升某种程度上是缺乏结构的支持的，之后绝对价的下降也证实了这一点。后期供应回归将逐渐计价，短期油价波动性将放低，11月若需求水平没有超预期的增长，那么价格将大概率呈现稳定或者阴跌的趋势。

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



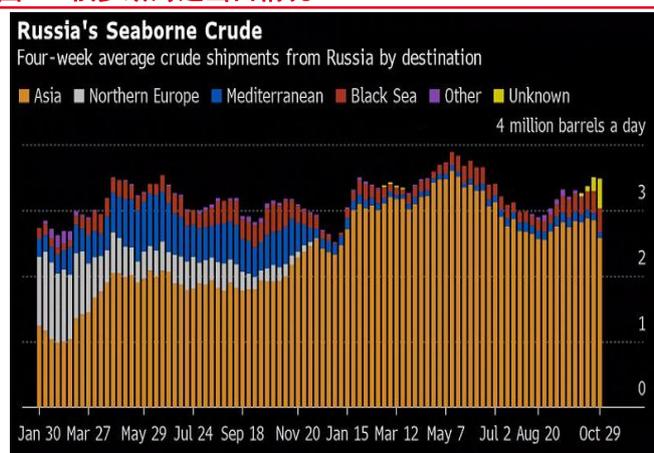
资料来源：东海期货研究所，Wind

虽然近期OPEC减产力度仍然尚可，也为油价底部承托，但是并不意味着目前的价格不存在过高的估价，整体供应环比增加在最近逐渐计价，盘面也体现了这一点。俄罗斯前期已经传出了24年开始将会放松减产幅度的声音，其减产情况在最近一段时间中已经出现了

较大的反复。截至 10 月底，俄罗斯的出口已经连续保持在 340 万桶/天以上，最后一周的出口已经达到了 364 万桶，远高于其减产水平对应的 300 万桶/天的出口量。从 10 月开始，俄罗斯的出口就持续处在快速回升的过程中。

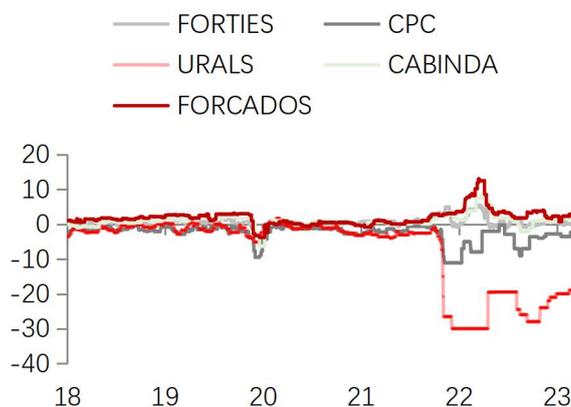
不过近期俄罗斯的成品油出口仍然处在偏低位置，柴油出口仍然维持在不到 75 万桶/天，燃料油出口也在 80 万桶/天左右，相比与前几个月的高位有接近 50 万桶/天的差距，可能的原因是近期炼厂处在检修时段，供应相对有限。但这终究造成了目前成品油并未出现和原油相等的跌幅，总体裂解利润稳中小幅回升。

图 3 俄罗斯海运出口情况



资料来源：Bloomberg

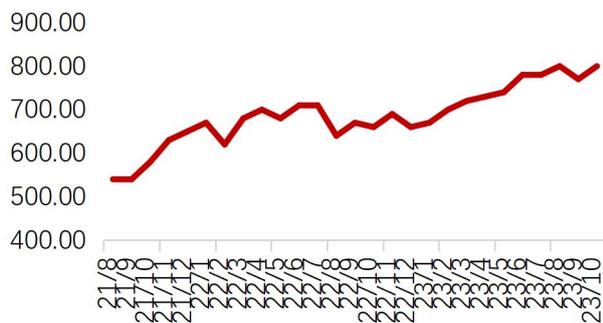
图 4 部分油品现货贴水



资料来源：Reuters, 东海期货研究所

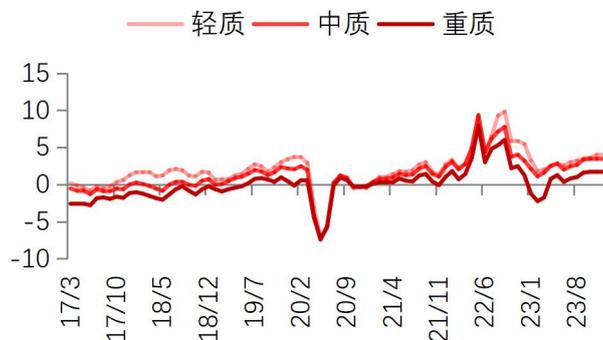
委内瑞拉前期与美国达成了协议，将会以民主选举来换取部分的制裁解除。但是委内瑞拉的储量多为超重质油品，生产过程中需要凝析油等轻质油品进行调和，而进口生产所需原料方面，委内瑞拉的经济支撑稍显欠缺，加上生产设备等问题，委内瑞拉短期的原油供应可能不会有很快的增长，但是一段时间后回归的概率仍然不低，后期仍然会是需要关注的点。

图 5 委内瑞拉产量情况



资料来源：Bloomberg, 东海期货研究所

图 6 沙特油品官价

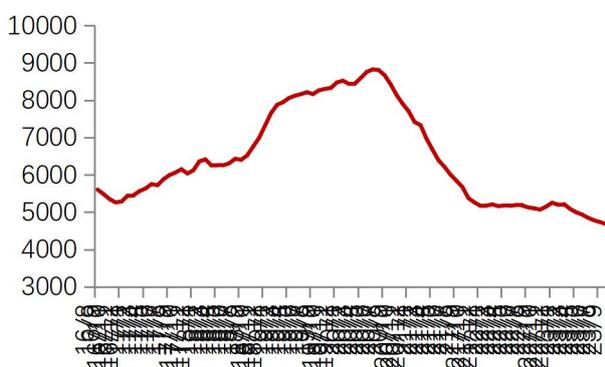


资料来源：Bloomberg, 东海期货研究所

可能是考虑到后期的供应回归较多，目前的炼厂利润又不足以支撑强烈的购买，沙特本月没有对其官价进行抬高，也反映出了目前买兴总体偏低，后续的供应紧张程度是得到了不小的缓和的。

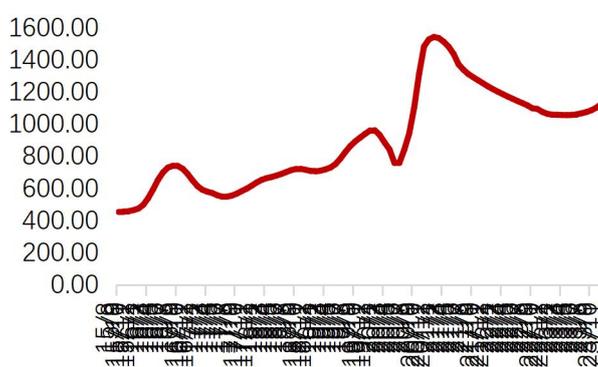
美油方面，页岩油的复产方面市场一直都未引起足够的重视。EIA 对于美国 4 季度产量的预估在 2 个月之内增加了 52 万桶/天，达到了 1313 万桶/天，而目前的产量已经到达了 1320 万桶，11 月后产量进一步增长仍然是可能的。8 月到目前的产量增长已经达到了 60 万桶/天，从目前情况来看，即便后期的产量增长只有前几个月的一半，到年底美油产量也仍然可能到 1340 万桶/天。而近期页岩油公司的并购也引起了广泛注意，虽然最近一笔打并购中，Hess 公司的主营业务 30% 布局在圭亚那，对于页岩油生产影响有限，但是其他的并购中，如美孚对 Pioneer 的收购，对于 Permian 盆地资源的整合仍然会导致之后产量的回升。而近年来随着钻井技术的继续提升，生产效率本就在提高中，后期总产量提升仍是大概率。

图 7 美国开钻未完成钻井情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 8 Permian 盆地每井产量情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

其他的层面上，两伊的供应回归仍然可能会是后续市场的关键利空。伊朗供应短期释放或已经比较充足，剩余上升空间不大，而伊拉克北部 40 万桶/天左右的出口目前仍然没有释放，一旦其与土耳其谈判完成，对于当下的油市来说将仍然是较大的冲击。

从供应层面来说，前期的减产已经去化了较多的库存，无论是在岸库存还是浮仓，近一个季度以来都处在偏低位置，而低位库存从长期来看是保证了油价的底部支撑的，所以除非发生了预期外供应的大幅回归，否则 11 月深跌可能性不会太大，但是供应环比小幅增加的事实仍然在计价，供应压力也压低了 11 月油价的上行空间，整体波动性在 11 月将会缩小。

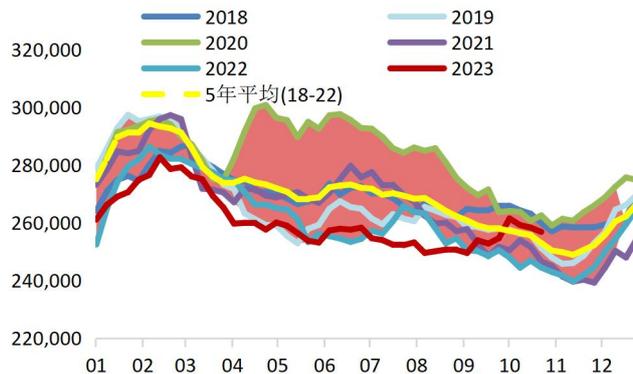
2.2. 低位库存下仍有支撑，宏观情绪不宜过份看空

进入到 11 月之后，油品需求都在走弱。汽油的颓势已经延续了一段时间，这也造成了芳烃类价格整体持续的低迷。而后期将转到柴油消费旺季，10 月下旬开始，农机收割等需

求旺盛，而到 12 月，取暖需求也将进入峰季，不过从目前来看，柴油需求还是处在今年的低位区间，近期的表需更是仅有 476 万桶/天，突破了 5 年区间低位。

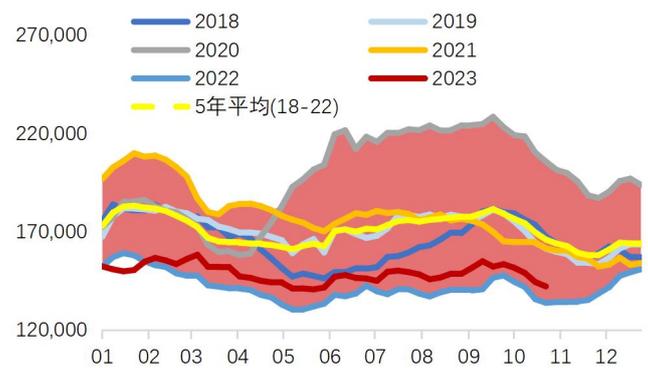
从库存上看，近期汽油在累库后重回稳定，而柴油库存则继续缓慢去库。之所以目前柴油库存在低位需求的情况仍然能去库，原因仍然在目前的供给上。

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

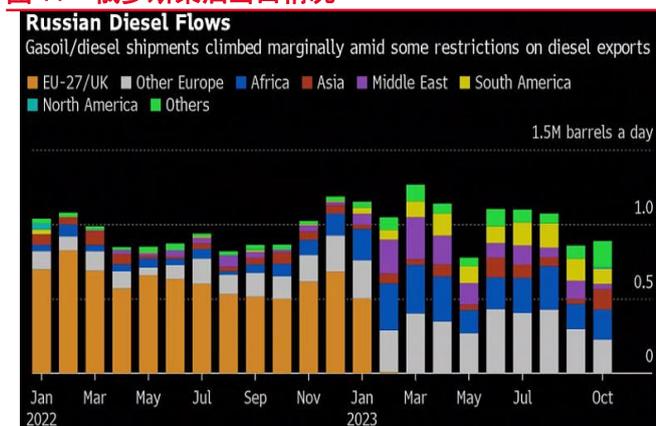
图 10 主要消费地柴油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

首先目前海外炼厂仍然在检修尾段，根据彭博数据，目前美国及欧洲炼厂仍然有约 150 万桶/天炼能处在检修中，所以这就导致炼厂进料偏低，成品油整体供给偏少。其次近期俄罗斯的柴油出口仍然受到影响，当下的柴油出口仅有 90 万桶/天不到，相比于三季度减少了约 20-30 万桶/天。这就导致海外汽油整体出现了供需双弱的情况，一定程度也顶住了油品裂解，并为原油提供了一定支撑。

图 11 俄罗斯柴油出口情况



资料来源：Bloomberg

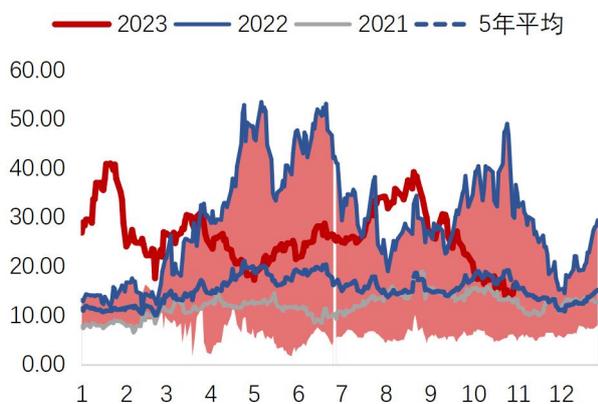
图 12 美国柴油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

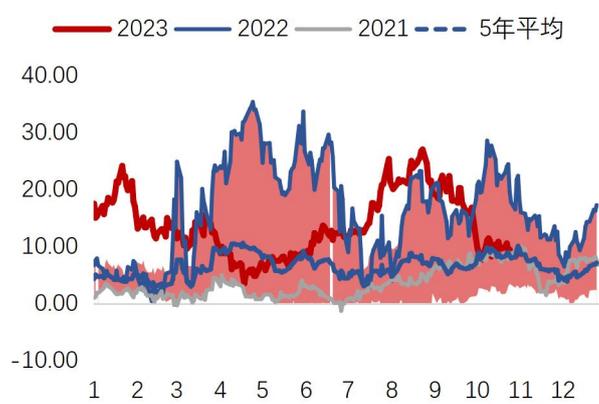
近期成品油的偏稳定，也使得前期不断下行的炼厂利润得到一定支撑，颓势暂停。但是短期炼厂购买意愿仍然不及之前一阶段，如前文所述整体现货贴水都有所起伏，原油现货近期能够对盘面起到的支撑较为一般。

图 13 美国炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

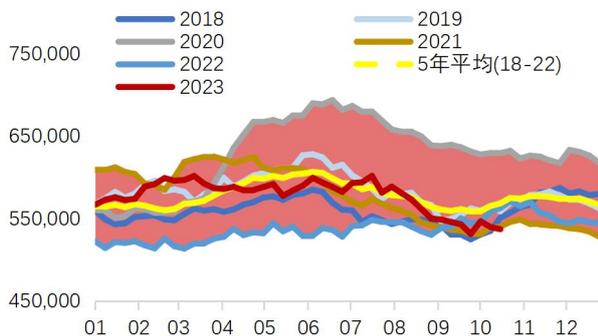
图 14 欧洲炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

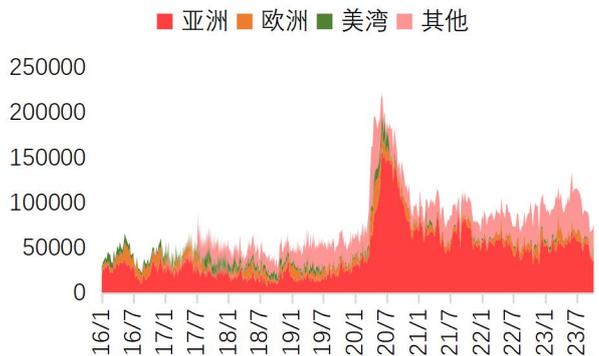
但是从供需和库存角度来看，近期库存水平，不管是在岸还是浮仓，都已经去化较多，整体库存偏低位，在此情况下，短期油品需求虽然较弱，但是如果不出出现大的供应回归情况，即便后续检修炼能回归，冬季需求的回归也将部分抵消多余供应，供需双弱的格局将大概率维持，低位库存将继续对当下价格的底部进行支撑情况。

图 15 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

图 16 全球浮仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

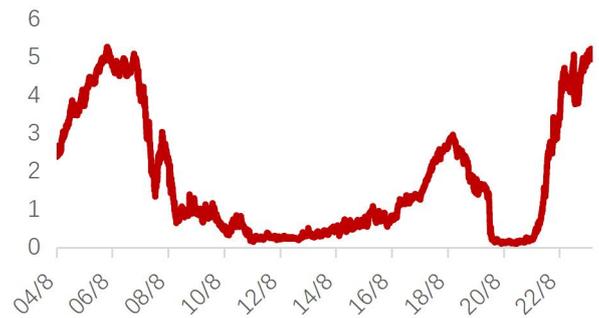
另外，联储年内大概率停止加息，但是降息时点仍然未定，美元指数继续上突概率也较低，叠加近期中美关系缓和，所以虽然工业需求的预期仍然较为一般，各类订单数据等未见明显恢复，但是后期情绪上不宜过份看空原油。

图 17 美国耐用品新订单



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

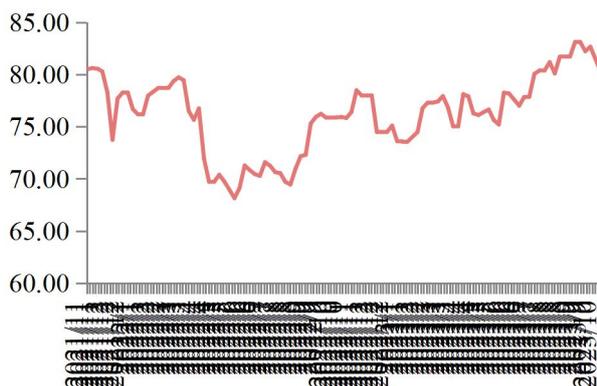
图 18 美国 2Y 债券收益率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

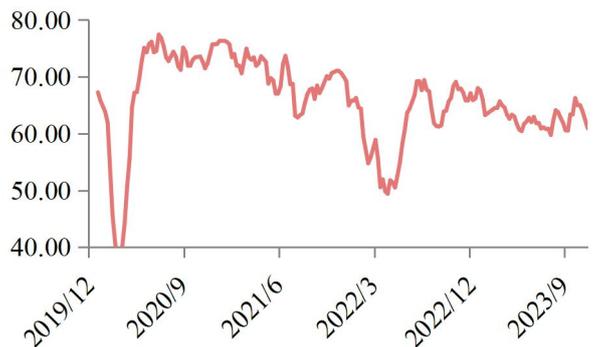
中国开工同样受到了炼厂利润下降的影响, 近期中东油品官价维稳也是对亚太客户买兴的担忧。另外 24 年首批非国营进口贸易配额下放, 数额与 23 年持平, 从该角度看明年 1 季度的购买也将保持在中性偏高的稳定水平, 难以有预期外的超额需求出现。

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, 油价目前已经到了中枢位置, 短期供应增加的趋势仍然在计价中, 11 月可能仍有稳定或小幅阴跌的时段。但由于减产施行程度仍然较高, 结构仍然偏强, 短期底部承压仍然存在, 宏观情绪短期稳定, 供需将成为驱动主因, 而供需两弱可能会继续放低后续行情的波动性, 下跌空间也不会太大。目前 Brent 价格在 85 左右, 基本处在合理位置, 后续或继续在 5 美金左右波动。

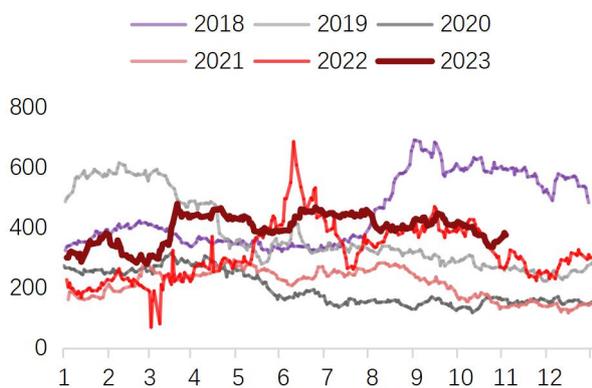
3. 聚酯

3.1. PTA: 供应压力增加, 需求环比下行

PTA 价格在 10 月跟随原油出现下行，但是油价跟随地缘政治风险上升时却并未跟涨，而在月末油价地缘政治风险消散回调时候，反而相对坚挺。整体凸显出了当下 PTA 价格已经到了利润低点，且产业格局短期无法改变，原料价格刺激相对已经有限。

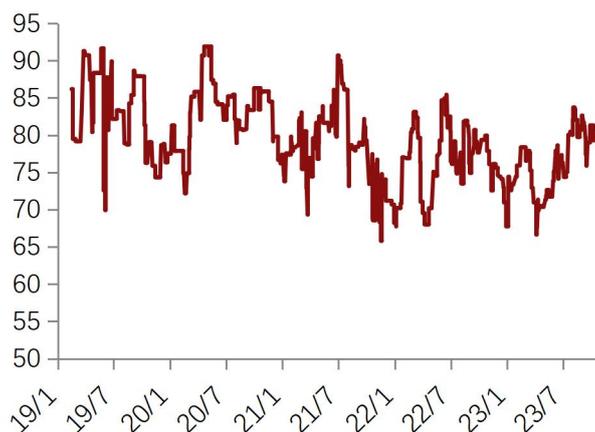
10 月海外调油的下行仍然刺激 PX 价格下行，PX 外盘价格从前期的 1120 以上高位下跌已经超过 100 美金，当下在 1020 美金左右。国内 PX 装置前期开工部分回升也是原因之一，近期盛虹 400 万吨装置开工提高，国内装置开工基本稳定在 80%左右，相比于前期走高不少。

图 21 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

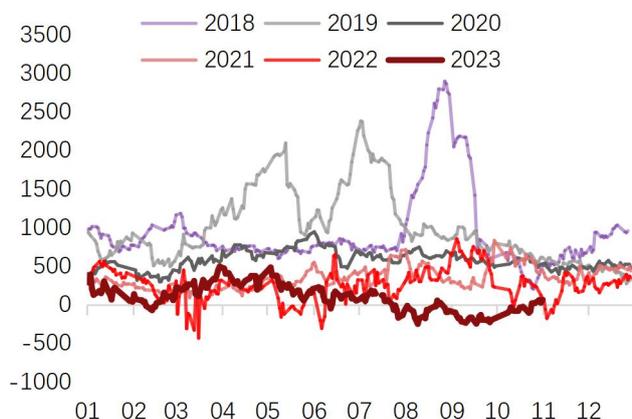
图 22 PX 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

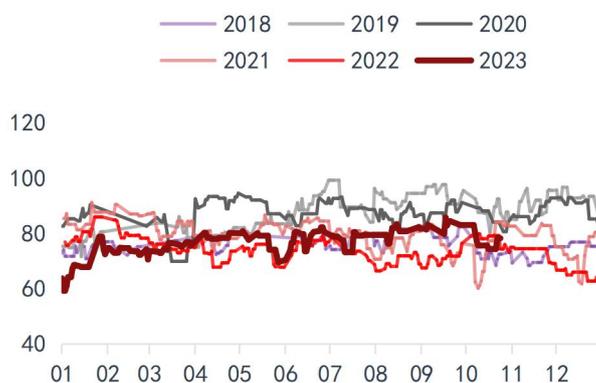
不过后期 PX 偏紧仍然是长期格局，且 11 月可能是重新开始计价 PX 紧缺的时段。首先后期福佳大化，中金等都有检修计划，届时开工可能会再度下降，另外目前 PTA 装置检修较多，虽然现在不断有检修存续或增加，但 11 月回归后可能会再度出现原料紧缺程度走高的情况，叠加后续的 PTA 海南投产以及汉邦的复产，下游需求量将会使得 PX 底部得到支撑。近期的 PXN 基差一定程度反映了这一点，目前 350 美金左右的低位已经难以再继续下行，而从盘面来看，05 合约 8250 左右的低点已经得到了一阶段的验证，底部支撑明显。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 24 PTA 开工率



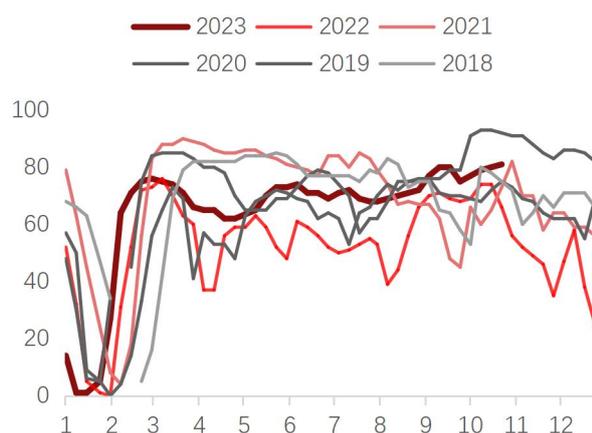
资料来源：东海期货研究所，Wind

PTA 的加工费从近期的上游跌价中获得了少许让利，但目前仍然在盈亏平衡左右。目前老旧装置开工已经有所下降，但加工费仍然极低，头部厂商被倒逼进行减产，或延后检修等，但到目前为止，PTA 主港基差仍然偏弱，绝对价下行后也未见明显回升。月差已经转为正向结构，说明整体过剩预期持续发酵，盘面走势压力明显。

产销方面，前期下游备货较多，且在经历了下半年行情后，往日的采购节奏已经有所变化，目前价格上涨时，下游不再跟随抢料，所以上涨时产销一般，跌至低位时候下游会进入备货，一定程度上也降低了 PTA 的波动性。

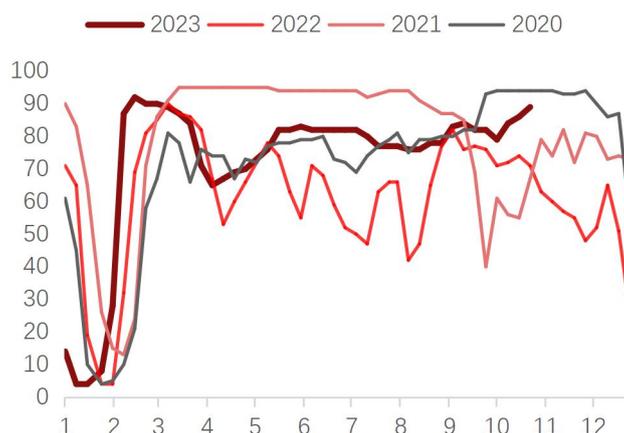
从终端的开工和产销情况来看，有一定恢复，织机开工目前保持在 81% 左右的前期高位，加弹开工近期回升也较为明显，下游产销在前期原料跌至低位时有所好转。目前虽然已经进入淡季，但距离年末的绝对低位尚有时间，开工下行或更多以渐进方式进行。但到 11 月后，下行终究概率较大，更多的是下行空间大小问题。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

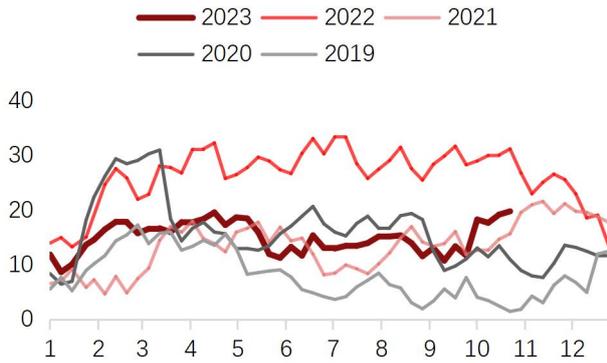
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

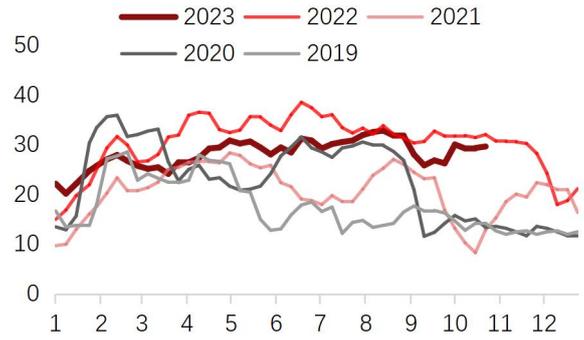
下游品类开工上，除了瓶片继续低谷徘徊，长丝及短纤仍然能保持 91% 及 88% 的高位，前期浙江受影响下游工厂开工恢复明显。但是在聚酯原料在低位徘徊的时段中，目前下游利润回调非常明显，也说当下的终端需求已经出现了比较明显的下行，后续可能会大幅影响采购意愿。

图 27 POY 库存指数



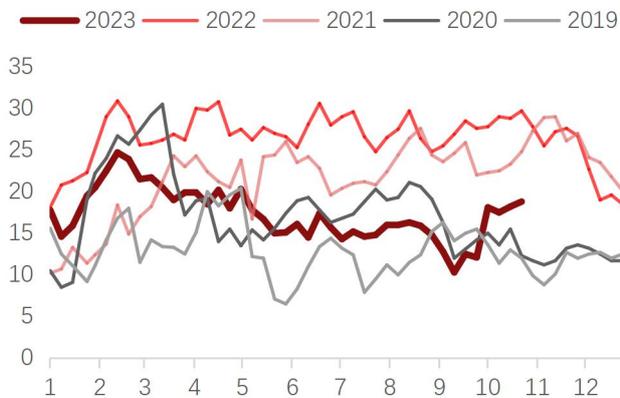
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



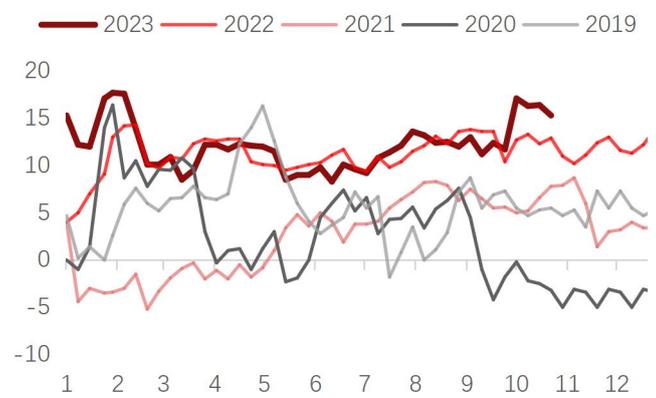
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

从目前的库存情况来看，多数厂家 10 月节前备货，但是直至目前库存仍然未得到明显去化，多数库存都在 20 天当量以上，这也从侧面印证了目前终端需求正在转差，对原料需求已经开始走弱。

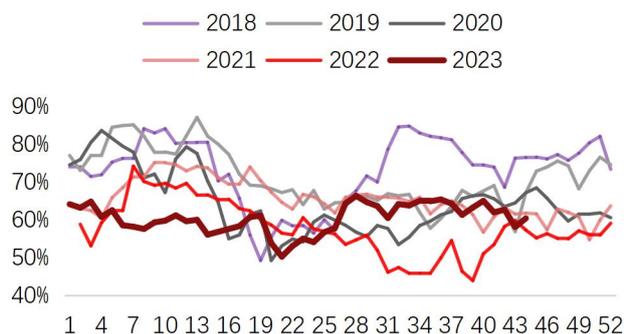
最后盘面资金也在不断减少对 PTA 的持仓，短期 PTA 已经不再成为多配的选择之一，近期持仓也在不断减少，波动性不断走低。

综合来看，由于下游利润不断下行，库存不断走高，后续原料采购意愿将会不断下降。而 PTA 短期检修装置较多，头部厂商挺价，但后期检修回归、新投产、复产等都会增加供应压力，使得 11 月的过剩预期更强，PTA 近期盘面压力较大。但后期 PX 紧缺依旧，对 PTA 的支撑将会继续，PTA 在 11 月将大概率呈阴跌行情。

3.2. 乙二醇：过剩及成本双向作用，波动进一步降低

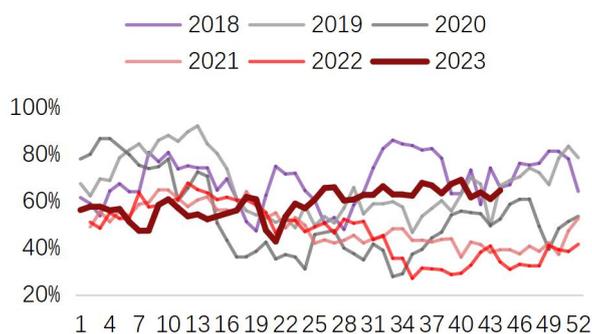
乙二醇在 10 月总体波动相较以往更加小，也凸显出目前过剩预期仍然不改变，且原料也未能给出过多驱动的尴尬情况。11 月虽然煤日耗降低，但是后期供应预计仍然偏紧，即便蒙煤等进口量预计将维持高位稳定水平，库存仍将持续低于去年水平。这就导致了乙二醇下方支撑坚挺，但是上方过剩压力仍在，波动愈小的情况。

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

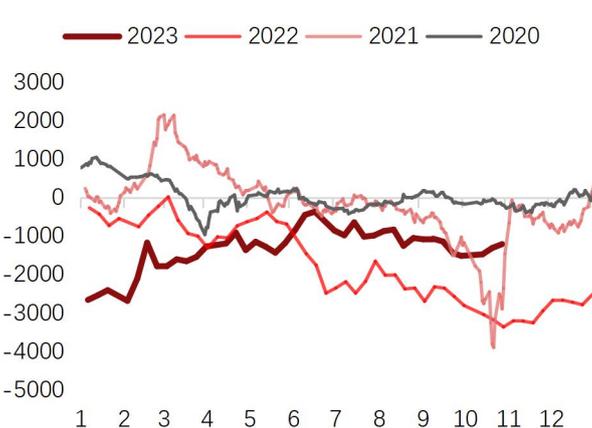
短期从开工上可以看出，煤制开工稳定，但整体开工仍然有小幅下行。近期基差情况小幅回升，一方面是因为下游开工短暂恢复，另一方面也是因为供应压力轻微减弱。但国内过剩预期仍然不变，当下乙二醇仍处在长期大幅过剩的周期内。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

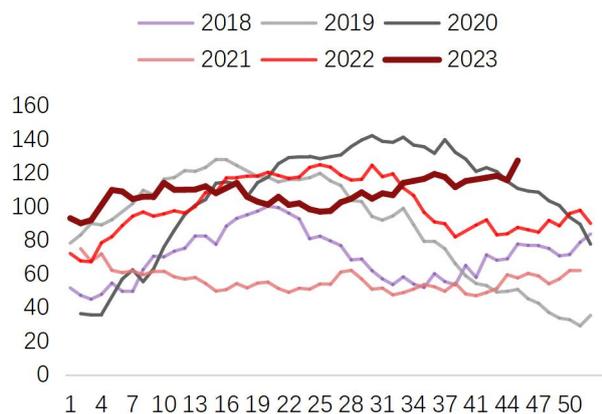
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

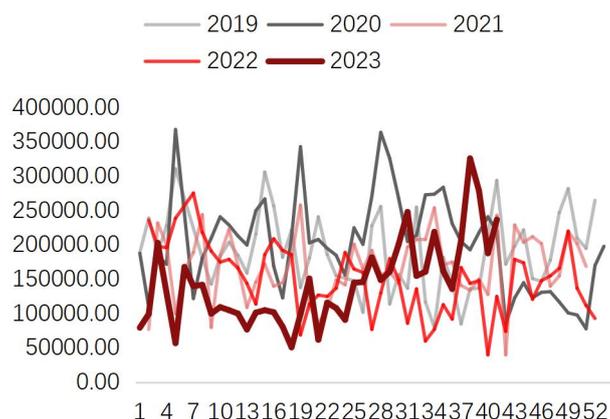
前期国内价格收到煤价抬升刺激的影响仍在，近期国内进口仍然保持高位水平，库存滞后体现明显，当下华东主港库存已经达到了 127 万吨，且近期的到港将持续保持在 20 万吨以上的高位水平，乙二醇向上波动性将会进一步被压制，盘面也体现较为明显。

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

后期乙二醇的波动性将会进一步走低，煤价支撑底部价格，而高进口、高库存以及过剩周期将进一步压制上方波动区间，短期乙二醇绝对价格可操作空间将较小，若原料没有出现的大幅波动，11月大概率将继续保持4100中枢，200-300点之间波动的行情。

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