

2024年1月2日

供需两弱，减产及地缘情况将成计价中心

——原油聚酯1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：**事件性风险短期或告一段落，美联储短期将继续控制降息期望在可控范围，所以宏观情绪近期将难有较大转变，进入1月后主要驱动将成为减产履约情况。近期炼厂开工普遍回升，需求小幅回暖，累库有效缓解，如果减产得力，则油价将继续小幅偏强运行，但目前来看概率仍然较低。
- **PTA：**终端需求好于往年，订单尚可，下游库存不高，且利润仍然尚存余量。而成本端即便PXN有所下降，但PX仍然偏紧，加上原油触底较为坚实，原料支撑仍在。资金偏向库存较低品种，PTA库存尚可，基本面矛盾不突出，但短期计价已较充分，后期将偏稳运行。
- **乙二醇：**红海运输风险造成的进口问题无法证伪，短期价格虽然已经下降，但后期进口预报完全证伪前仍有一定情绪支撑。另外近期寒潮下电力供应紧张，煤供应偏紧，成本仍然有支撑。乙二醇自身产能出清继续，今年价格中枢偏向上升。
- **结论：**原油减产将成为下一阶段的计价中心，超预期减产概率较低，油价带动下游稳定运行。
- **操作建议：**1月原油及PTA可区间进行操作，乙二醇可逢低适度偏多操作。
- **风险因素：**地缘政治风险影响生产运输，OPEC后期减产不如预期，伊朗伊拉克供应出现回归，俄罗斯产量情况持续保持高位，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. 供应短期仍是计价中心	4
2.2. 需求短期触底，回升幅度有限	7
3. 聚酯	10
3.1. PTA：终端仍超预期，成本抬升明显	10
3.2. 乙二醇：出清仍在继续，进口透支行情	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 较历史配额减产情况	5
图 4 中东至新加坡运费	5
图 5 俄罗斯海运情况.....	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 主要消费地原油库存况.....	7
图 10 主要消费地柴油库存情况.....	7
图 11 美国柴油利润.....	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 WTI 持仓.....	8
图 16 Brent 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

12月原油价格呈现下跌后缓慢回升的态势，前期来自过剩的担忧持续压制价格中枢至年中左右的位置，后期计价到位后红海的运输风险担忧则配合仓位的方向性反弹，将价格重新打至75-80左右区间。在1月中，需求端可能仍将保持触底，但难有亮眼表现的情况，更多的计价中枢仍然在供应层面。1月开始的OPEC+减产情况将会成为市场关注的焦点，不排除其他头部生产国到位减产的可能，只是从安哥拉退出组织来看，除沙特以外生产国的减产配合度可能仍然不会很高，油价的中枢由此也缺乏真正上行的支撑，1月预计价格至多小幅反弹，但基本保持稳定。

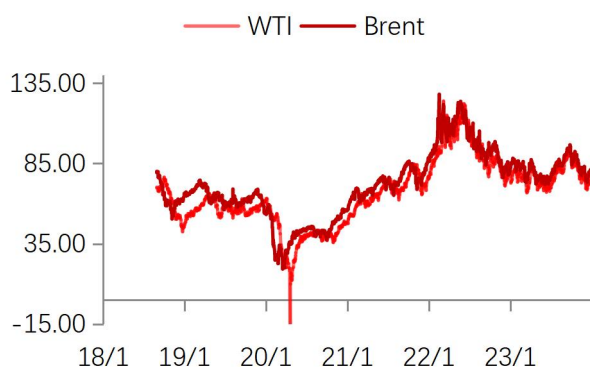
聚酯方面，终端的需求今年超出往年平均水平，这也给了聚酯品类价格以不小的支撑，12月价格由此也借助原油触底行情，出现了幅度相当的反弹。订单尚可也给了下游更多低价进料的刺激，聚酯原料的低位承托将相对较为坚实。PTA价格已经计价较多，1月将保持小幅升高，多偏稳的格局。另外乙二醇由于煤价成本以及红海运输的问题，同样打至前高，但是目前出清尚未完成，进口减量也未证伪，可能将继续小幅回调。

2. 原油

2.1. 供应短期仍是计价中心

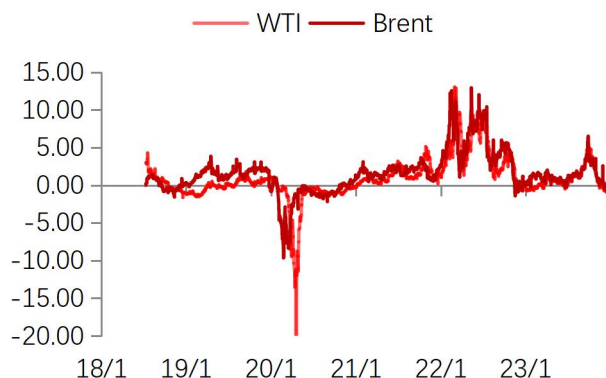
12月原油价格总体维持中枢稳定，虽然红海运输风险持续在盘面发酵，使得绝对价格从前期的过剩低点反弹，但月差出现了明显的分化，Brent由于受到红海运输影响，结构出现了小幅度的转强，但是WTI结构仍然处在偏弱势的位置，这也和美油持续创造产量高位有关，也说明当下原油供应市场上，仍需要看到真正的持续性确定矛盾，否则后期Brent仍有计价过度的风险。

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

1月开始，最根本的问题仍然是减产能否得到较为高效的贯彻和执行，但是从安哥拉的退出开始，OPEC+的减产前景就已经盖上了阴影，市场对于沙特以外的减产均持有相对悲观的预期。后期的两种状况，一是减产确实不如承诺水平，那么供应过剩计价将会再度发酵，油价继续演绎11月中下旬的弱震荡行情，二是减产超预期，那么油价便可借助红海运输进行供需收紧焦点的炒作，油价将能够中枢回到80以上。对后期供应的预测上，由于当下平均75甚至80的油价仍然能够保持在其他头部生产国的财政平衡价位预期之上，所以OPEC+的减产可能会有，但到位的概率将会较低。

而红海运输情况，虽然在近期已经让BP、马士基等多家航运和油品公司停运该部分航线，但是伊朗支持的胡塞武装受到的压力仍然较大，尤其是在美国宣布将会对该海域护航的同时，俄罗斯的油品经由苏伊士运河向东的运输也受到了不小的影响，所以从外交发展的路线上看，虽然当下运费已经对油价造成了不小的影响，但红海运输风险持续性发酵的概率可能不是很高。

图3 较历史配额减产情况



资料来源：Bloomberg

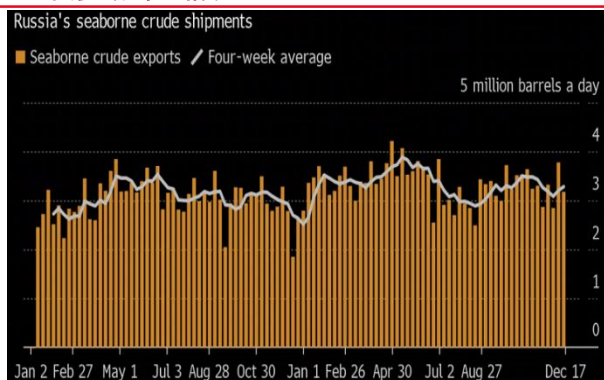
图4 中东至新加坡运费



资料来源：Reuters，东海期货研究所

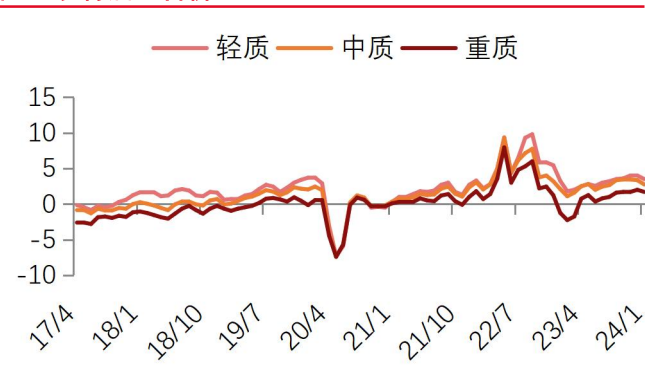
由此沙特也较为明晰当下的过剩格局可能一时半会无法改变，由此其官价也在近期得到了下调，某种程度也透露了1月的整体价格运行趋势。

图5 俄罗斯海运情况



资料来源：Bloomberg

图6 沙特油品官价

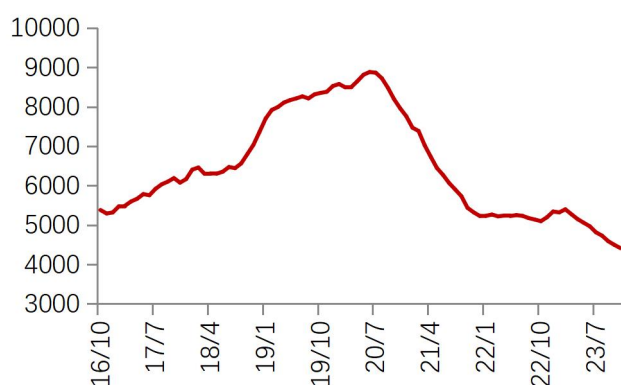


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

俄罗斯方面，近期的油品出口再度攀升至偏高位置，截至 12 月中旬的数据仍然保持在 328 万桶/天以上，距离其承诺的 30 万桶/天减产也仍有距离。1 月需要注意的是红海对俄罗斯的出口影响，在西向出口被大幅掐断之后，俄罗斯的东向出口已经成为其原油最重要流向，但是约有 170 万桶/天的出口都经由黑海向苏伊士运输，再经东南流向运输，此次红海运输对俄油也造成了较大影响，如果后期胡塞仍然不罢手，俄罗斯油品的经济性可能会受到一定程度的打击，其海运出口量可能会受到影响。

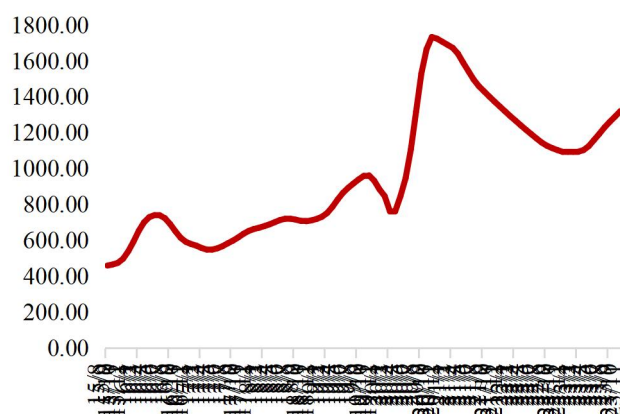
美油方面，页岩油的复产终于是在近期计价。EIA 对于美国明年产量的预估 1311 万桶/天，目前的产量已经超过了该数量。但由于我们也提过，美国页岩油的产量增长，第一是依靠前期的开钻未完成井数的消耗来进行生产，第二是依靠产油效率的提升来进行增产，真正通过上游 E&P 的资本开支的增加来进行增量生产的因素较少。而效率提升目前体现的已经较为完全，但后期 DUC 的消耗模式能否继续，仍然需要观察，所以仍旧不能下结论说 EIA 的生产预估过于保守。

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。

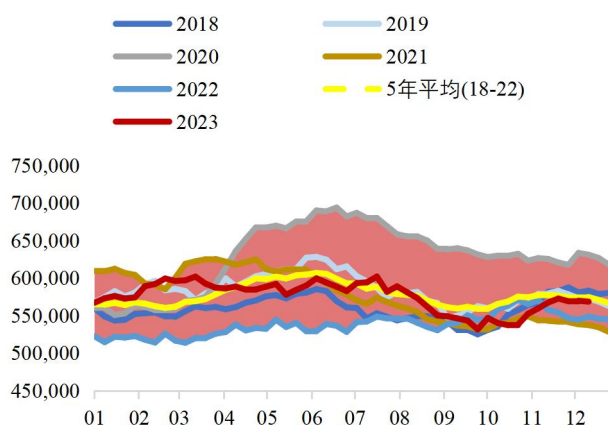
从供应层面来说，可能后期的减产会得到一定程度的执行，但是距离市场所期待的程度有较大概率会有一段距离。所谓的自愿减产，从历史的减产履行率上来看就是不太现实的，所以供应上 OPEC+ 将很可能提供不出太多的利多支撑，至多是较少的下方托底，由此油价在 1 月将较难有真正的上行突破契机，除非红海出现了绝对性的持续性的运输风险，或者其他地缘政治出现了较大的风险情况等。

2.2. 需求短期触底，回升幅度有限

供应变化可能无法给出较多的利多支撑，而需求端可能在1月更多表现的也是触底回升有限的情况，对于盘面的支撑同样无法给出太多的利好。

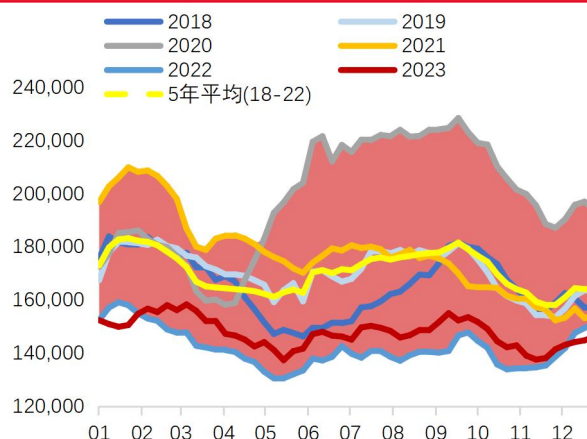
从库存上看，从11月炼厂开工达到了低位后反弹的情况来看，近期需求确有小部分增量，尤其是结束了检修之后，12月各地炼厂开工均出现了明显回升，这也导致近期的原油库存出现了累库放缓的情况。

图9 主要消费地原油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

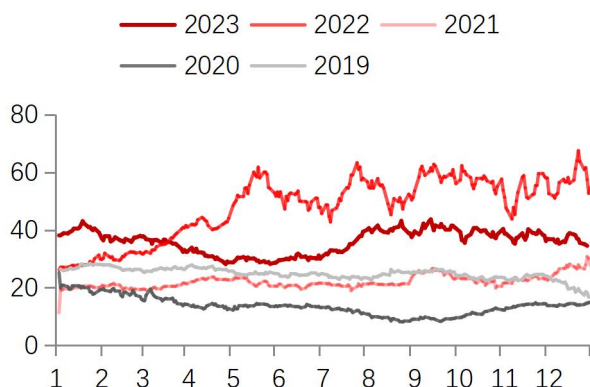
图10 主要消费地柴油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

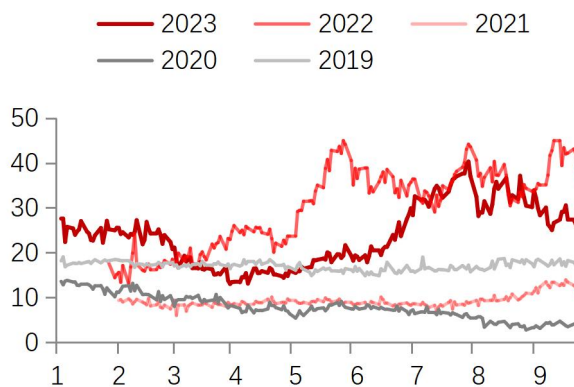
而从利润上看，目前海外利润虽然有明显下行，但是当下柴油裂解利润仍然能够保持在历史高位水平，冬季柴油需求仍有下限支撑。

图11 美国柴油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

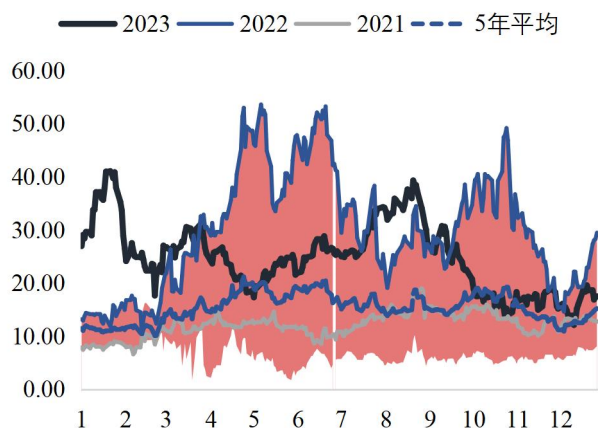
图12 欧洲柴油利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

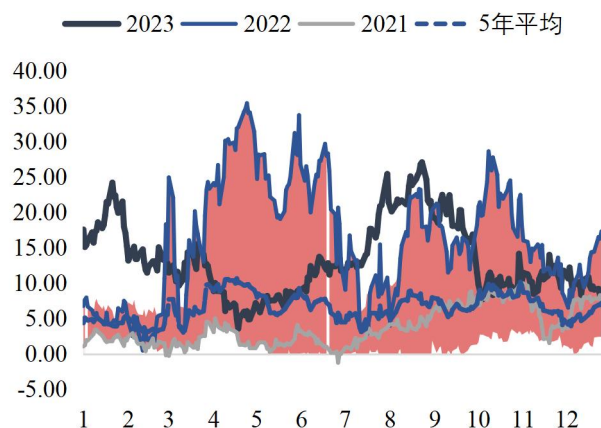
成品油裂解利润的稳定也带动了炼厂利润的持续回稳，考虑到这是在海外炼厂开工率持续回升的过程中的表现，当下短期内的需求水平已经尚可，从库存上也可以看出，近期的冬季需求水平也支持柴油库存持续保持低位，目前主要消费地的柴油库存水平仍然保持在今年来的最低水平。

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

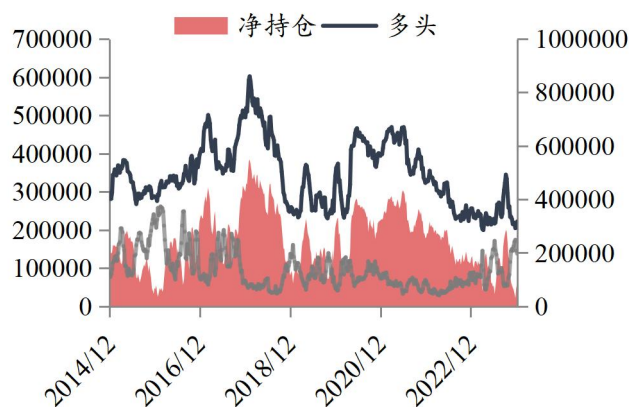


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

目前从现货市场来看，前期多数油品现货贴水跟随盘面绝对价下行后，并未出现特别明显的回升，也说明了目前的炼厂需求虽然没有过差，但是期望在短期内出现回升的概率也较低，尤其是沙特已经主动降低官价的情况下，盘面由此来自于油品基本面的支撑将会较少，更多的仍然是给予风险的炒作以及宏观情绪的体现。

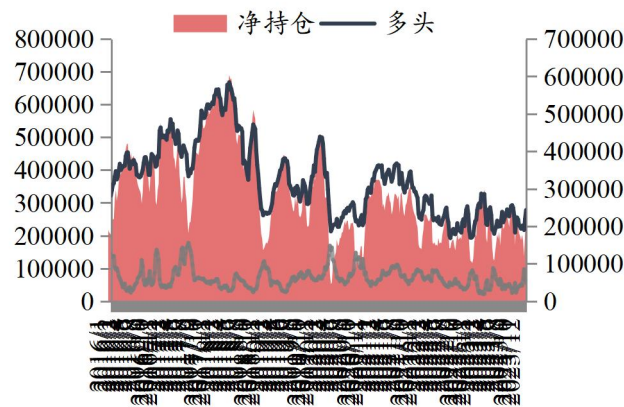
不过需要注意的是，近期由于前期利空计价已经较为充分，从11月底开始，资金持仓已经出现了明显回升，从这点出发，油价继续大跌的驱动也较低。

图 15 WTI 持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

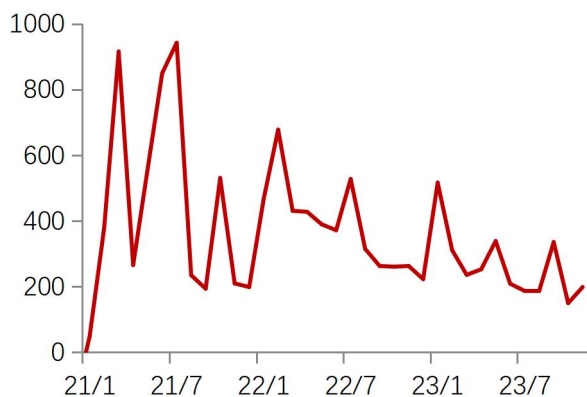
图 16 Brent 持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

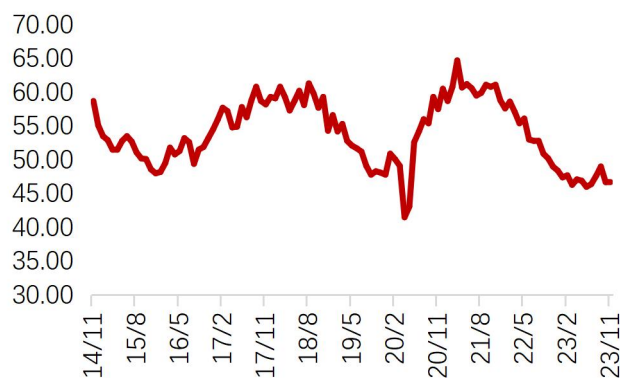
而从宏观角度看，近期海外就业数据的仍然有走弱，今年海外的需求能否软着陆仍然存在较大的不确定性，但是从高利率的之后影响来看，类似就业市场的走弱，预计上半年海外市场可能会继续经历一些工业活动和个人消费数据的下行，对于原油消费以及风险资产情绪来说将会是偏利空的压制。

图 17 美国新增非农就业



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

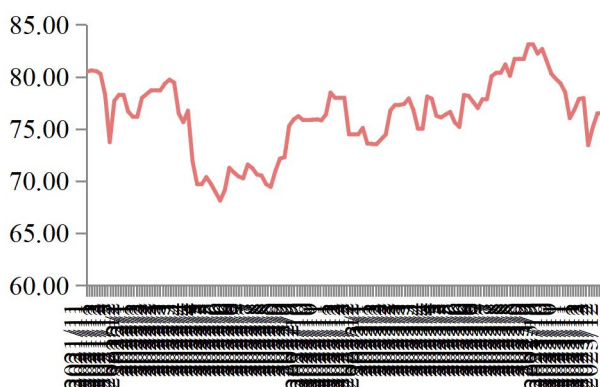
图 18 美国 PMI



资料来源：Bloomberg

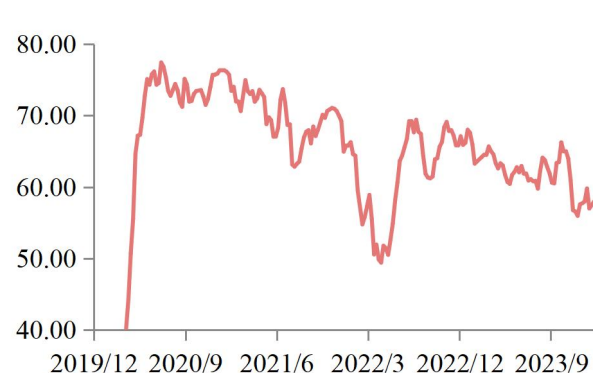
最后中国需求已经出现了明显的恢复，短期虽然开工仍然没有回到前期的高位水平，但是随着国内开工的提升，以及近期进口配额的下放，国内购买将会重回市场，为油市进行托底。而成品油配额的发放可能会在后期继续去年的情况，冲击亚太成品油市场，但是时间上仍有一定距离，短期计价仍以原油现货采购回归为主。

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，当下供需基本处在双弱的情况，短期除了地缘政治情况，不太能够看到有明显改变原油价格势头的驱动，预计油价将在 75 中枢继续震荡，等待后期宏观情绪的落地，以及今年降息预期的明晰。

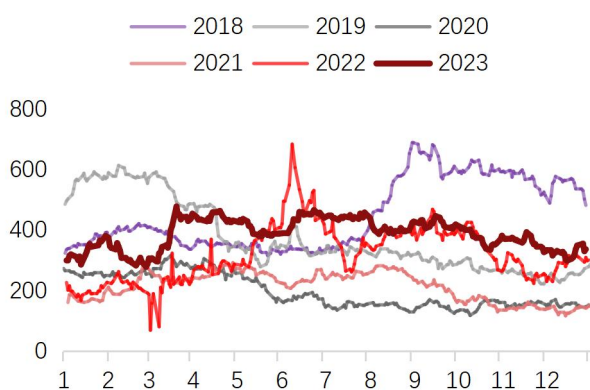
3. 聚酯

3.1. PTA：终端仍超预期，成本抬升明显

PTA 价格在 12 月跟随原油跌破 5600 之后，随着原油的反弹大幅升高，一度逼近冲破 6000，并持续保持资金流入的强配置情况。一直偏强且资金多配的最主要原因有两个，一是近期 PX 装置短修不断，PX 成本带动下游绝对价回升，另一个是年底终端表现明显好于预期，超出往年的订单水平使得业界低位备货心态较为坚实，而作为底部支撑较强的品种，PTA 也能获得相对于其他下游需求一般的品种更多的资金流入。

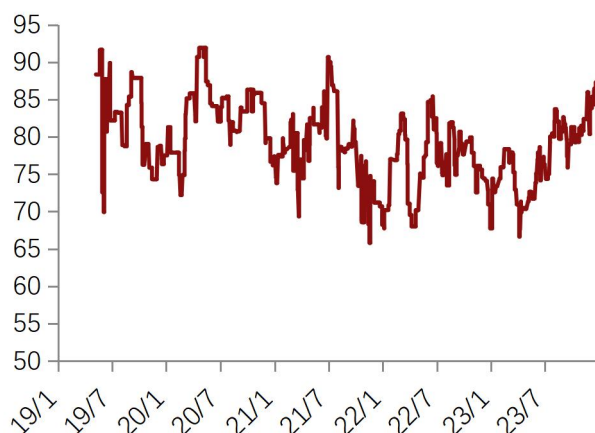
原料方面，PX 由于对台湾进口税务减免政策的改变而出现了一波成本性的上调。虽然近几年国内 PX 进口依赖程度已经明显下降，但是进口仍然占据国内需求的四分之一以上，台湾的进口 PX 则占据进口量的 14% 左右，调整后台湾 PX 成本将会不可避免抬升，近期 PTA 开工仍然有短修，到明年多套装置投产，PX 紧缺度更加明显的时候，成本可能会再度重演 23 年行情，这也是 PX 底部坚实，对 PTA 价格持续有支撑的最主要原因。

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



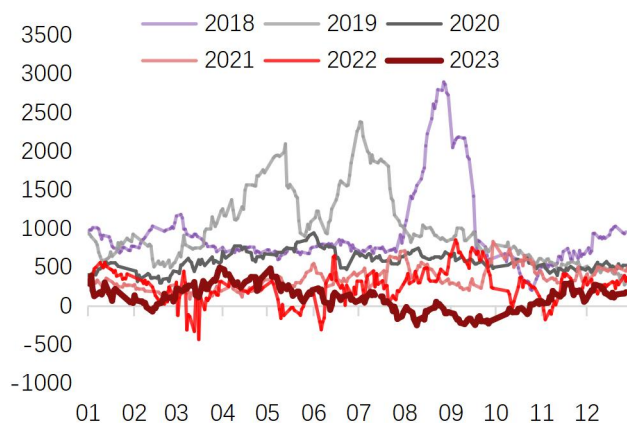
资料来源：东海期货研究所，Wind

不过近期 PX 仍然是给下游让渡出了不少利润，PX 对石脑油价差前期已经下降到了 350 美金以下，近期稍有恢复。另外近期广东石化、福佳大化等装置的短停检修，整体开工不高，12 月后期保持在 80% 以下，外盘价格也从最低的 960 美金回到了 1020 美金以上。内盘在逼近 8000 左右的前低之后，由于 24 年偏紧的格局，叠加原油的低位反弹，PX 走出了一波非常顺畅的反弹。且近期头部厂商的 PX 长约仍然没有落地，短期 PX 外盘仍有可能继续炒作，内盘仍有可能继续偏强运行。

目前虽然上游利润仍然偏高，但是从 11 月下旬开始，PTA 加工费就已经出现了明显的被让渡，已经能够保持在平均 200 以上。多数装置的开工也出现了小幅的恢复。不过对于头

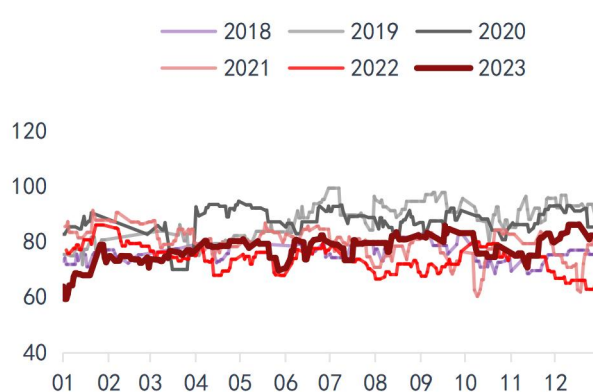
部装置来说，仍然需要不时进行短期调降开工，毕竟从基差上可以看出，虽然下游的接货在低价能够有一定的回升，但是基差也并没有实际性的恢复，所以这种下游接货支撑仍然是建立在底部支撑而非上行突破的逻辑上，由此 PTA 在 12 月末尾的突破不力行情也可以得到解释。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

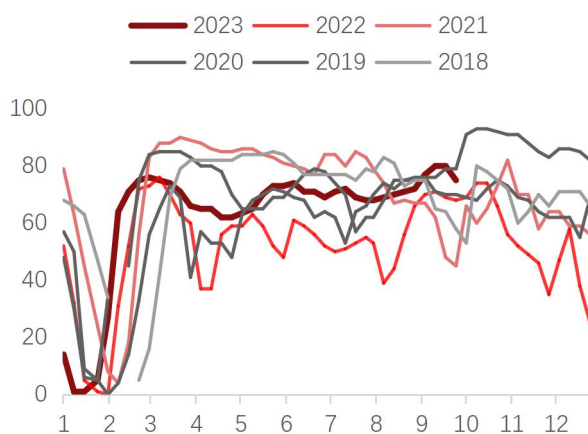
图 24 PTA 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

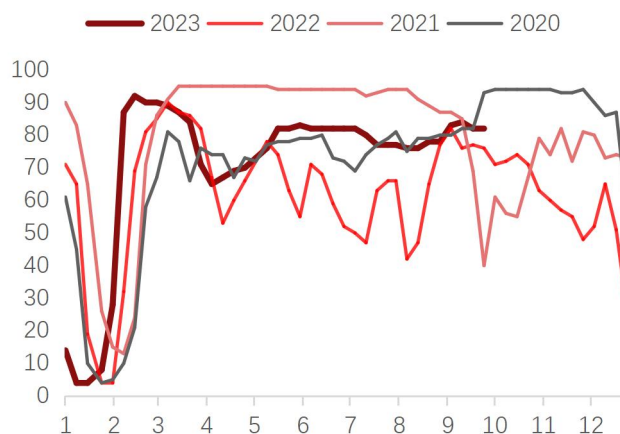
从目前来看，下游产销节奏的好于往年，明显来自于终端开工的信心。截至 12 月末终端的织机开工仍然能够保持在 77%，加弹也能够保持在 87% 以上，订单需求明显好于往年。虽然近期有一些下行态势，但是产业整体情绪仍然偏预期外乐观。从 11 月下旬以来的整体节奏也是，价格低位接货由于库存低位而明显有支撑，但是到价格高位，产业整体心态偏观望，因为下游心态也是普遍预估较难有真正的上行突破。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

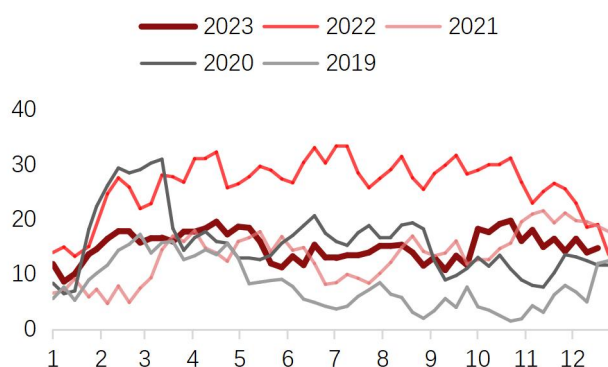
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

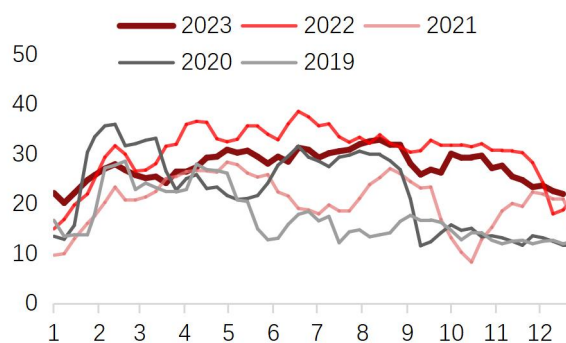
从利润来看，虽然下游利润年底总体仍然能保持在正现金流，但是后期利润还是出现了较为明显的下行。短期对上游原料的采购可能会由于年前开工降低正常走弱，而按照低库存的备货节奏来看，可能 1 月 PTA 的现货产销节奏会受到部分影响。

图 27 POY 库存指数



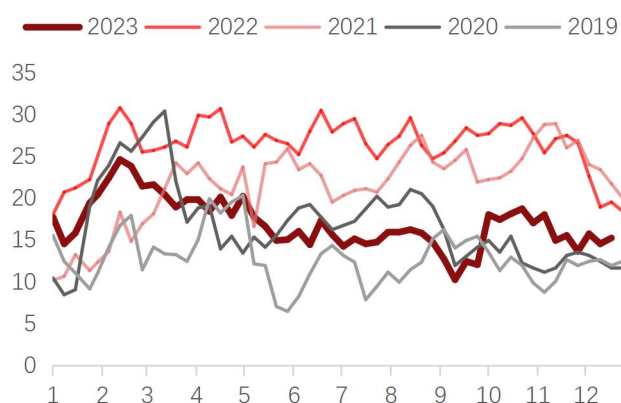
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



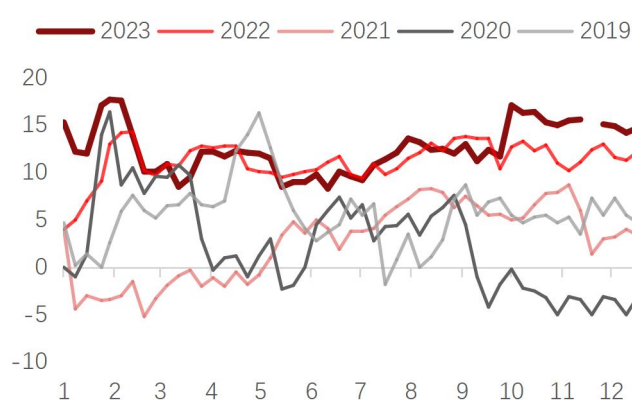
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

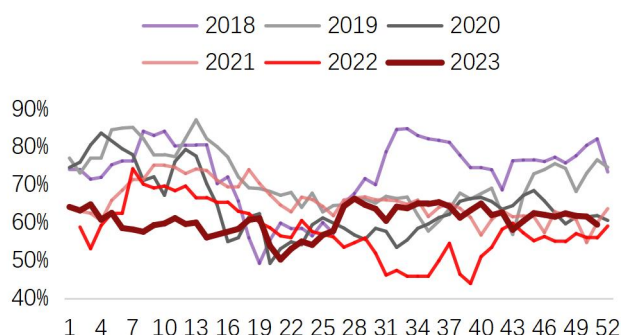
从目前的库存来看，各品类库存明显处于低位，前期上游库存下移后，消化水平良好，所以对于长期的价格来看，也不用持续悲观。在上游的原油以及 PX 底部支撑都较为坚实的情况下，库存水平良好的品种将会在近期受到青睐，资金的多配在近期也非常明显，相比于地产相关品种的需求回升不确定性，PTA 等品种在 24 年的中枢仍然是相对可以偏看高的。

所以综合来看，1 月虽然下游开工可能会受制于利润的小幅度压制而季节性下调，但是库存的低位仍然是关键，叠加原料底部支撑非常明显，所以短期大幅下跌的基础较为薄弱，更多是维持 12 月中旬后的区间进行震荡。

3.2. 乙二醇：出清仍在继续，进口透支行情

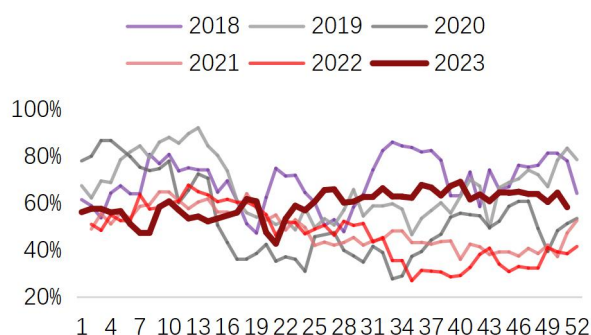
乙二醇在 12 月出现了由于红海运输风险导致的价格冲高，价格一度有上突可能，但是随着红海事端发酵路径的不清晰，乙二醇价格最后出现了挺价不力的情况。其实某种程度上，此轮行情是演绎了 24 年的产业心态，即经过了 2 年的行业产能出清之后，24 年乙二醇的价格已经不完全是低位无配置价值，而是可以适度多配，但是此轮行情由于未见有持续性的证实的进口减量，所以多少有透支后期行情的嫌疑，短期进口预报不减的情况下，价格退烧也在情理之中。

图 31 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

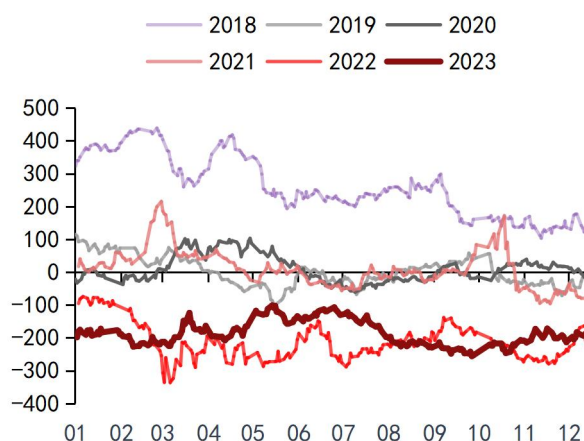
图 32 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

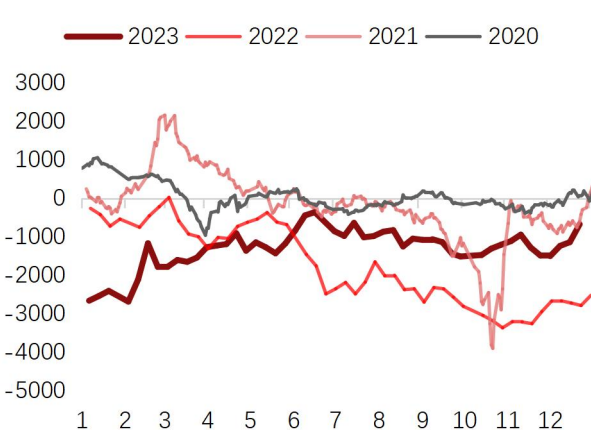
另外的短期焦点在于煤制成本。由于蒙煤生产短期出现原料缺失，国内供应也由于安监等原因短期受到限制，近期电网压力陡增的情况下，煤的日耗仍在继续增加。且该情况在 1 月将会持续进行，对于乙二醇价格将会是较为坚实的底部支撑。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

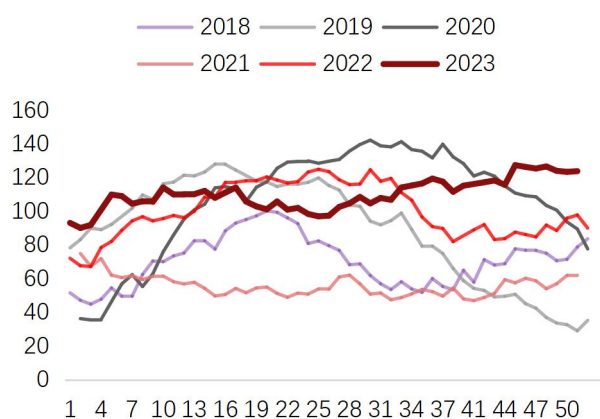
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

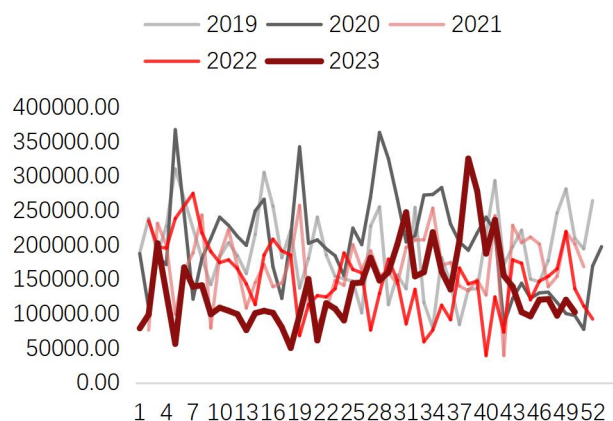
而红海运输的担忧并未影响到目前港口库存的持续高位，基差也未出现大的变动，所以除非到港预报出现实质性的大幅降低，否则乙二醇的高位突破仍然卫视过早。而且即便进口下行，当下国内开工整体偏低，进口的降低仍可能被补齐。

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

后期乙二醇的短期格局将不会有太大的变化，总体过剩情况仍在继续，但中枢或小幅上移到 4200-4300。24 年乙二醇更多将成为多配品种出现，操作建议上可更多逢低操作。

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