有投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

东海期货 DONGHAI FUTURES

东海策略

能源化工

2024年2月1日

风险溢价或退散，能化重回中枢震荡

——原油&聚酯2月月度投资策略

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**：事件性影响在1月造成了较多风险溢价，2月在宏观影响驱动相对偏弱的情况下，供需可能会更多重回计价中心。前期焦点均在地缘政治，但实际减产情况较差，在盘面发酵程度较低。且需求虽然有恢复，但更多是触底反弹，对价格起到托底作用，而非上行支撑。另外资金入场情况也一般，所以2月油价可能存在回调风险，重回75-80中枢震荡。
- **PTA**：终端开工继续加速下降，下游开工跟随下调，备货节奏进一步放缓，年后原料采购仍在观望。虽然头部厂商检修进行挺价，但是多数厂家仍在趁高价放货，高位套保压力较大。另外资金多配增加后，集中度已经较高，上行空间节前有限。节后观察需求恢复情况，短期价格偏震荡格局概率仍较高。
- **乙二醇**：库存去化已在盘面得到计价，短期价格上行后开工跟随上调，压制上突驱动。长期价格上行趋势基本不变，但节奏仍会受到供应阶段性恢复的干扰。下游库存较低，若节后需求恢复情况较好，多配性价比仍然较高。
- **结论：**风险溢价退散之后，原油中枢或重新回到前期位置，带动下游品种震荡。但针对聚酯品种，本身库存较低，如果节后需求恢复较快，价格上行仍存空间。
- **操作建议：**2月原油绝对价不建议操作，PTA可继续区间低位偏多操作，乙二醇继续多配。
- **风险因素**：地缘政治风险影响生产运输， OPEC减产继续走差，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低于预期等。

正文目录

1. 策略概述 4
2. 原油 4
2.1. 供应过剩仍有发酵空间 4
2.2. 需求改善幅度有限 7
3. 聚酯 10
3.1. PTA：终端开工下行，市场偏向观望 10
3.2. 乙二醇：库存去化印证，长期中枢上移 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 伊拉克北部产量 5
图 4 圭亚那产量 5
图 5 俄罗斯原油海运情况 5
图 6 俄罗斯成品油出口情况 5
图 7 美国产量增长预测 6
图 8 美国产量情况 6
图 9 主要消费地原油库存情况 7
图 10 主要消费地柴油库存情况 7
图 11 沙特官价情况 7
图 12 部分现货贴水 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 美国住房 CPI 9
图 18 美国 PMI 新订单情况 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 14
图 34 煤制乙二醇利润 14
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

2 月能化市场核心逻辑将不会有太大改变，仍然是基于原油中枢上行冲高可能比较有限，下方支撑有较为夯实的情况下，部分下游品种继续视自身库存和需求情况分化的行情。对原油来说，短期在中东地缘政治危机逐渐有缓解迹象，前期对于油市过多供应的担忧仍然会得到实质性的印证，从而使得价格中枢仍会回到中枢水平震荡。而由于当前需求确实有小幅度的触底性质和季节性的恢复，大幅下跌的概率不高，但是 2 月后期季节性需求回落的背景下，油价维持在区间高位的时间可能会逐渐减少。

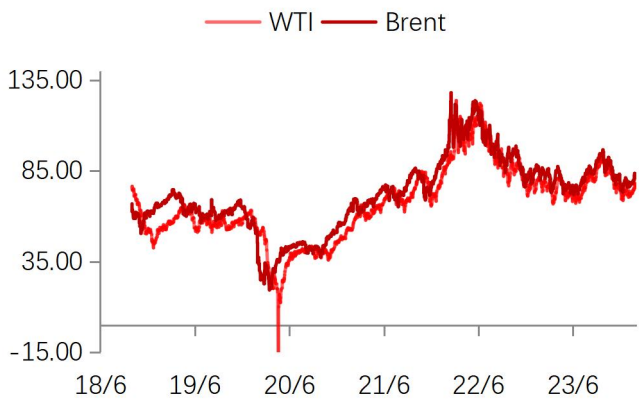
聚酯方面，1 月的出口需求仍有部分亮眼表现，下游订单水平尚可，这也导致了近期下游库存持续处于低位。不过节前下游开工已经下降，后期备货节奏大幅放缓，厂家处于观望中，节后一旦上游成本价格出现下降，或出现低水平备货。不过 PTA 和乙二醇近期库存均有部分去化，资金近期多配增加，不排除在成本稳定的情况下有小幅冲高的行情。

2. 原油

2. 1. 供应过剩仍有发酵空间

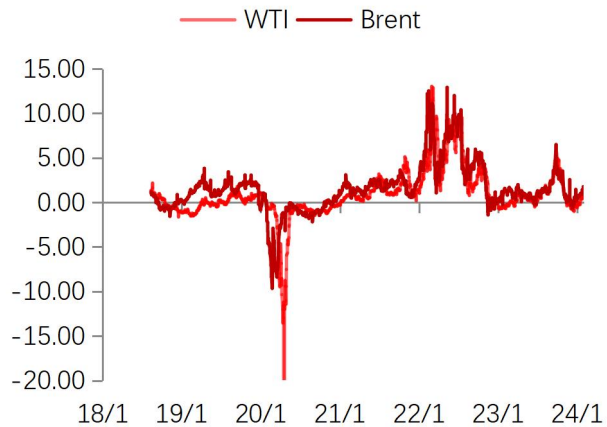
1 月原油实现了自 9 月来的首次月度上行，最主要的原因仍然是中东地缘政治的扩大风险，以及油价短周期触底带来的资金配置需求。1 月总体来看，减产逻辑并未得到充分的盘面计价，多为地缘政治风险带来的供应干扰担忧，但总体而言，相比于 11-12 月的情况仍确有部分好转，这就导致结构出现了根本性的回转。基准油的月差结构在 1 月先后都实现了从正向到负向的转变，但是这样的转变并不足以支撑油价继续上行，更多是夯实了下方的 12 月前低，油价后期即便下跌，破 70 至 75 的概率仍然较低。

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

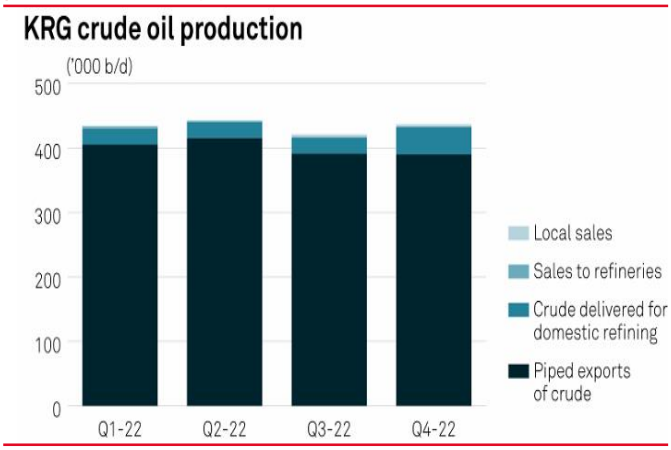


资料来源：东海期货研究所，Wind

1 月的减产情况从目前来看是不理想的，并且这个过剩因素可能会在后期继续发酵，从而影响盘面。对于 OPEC 供应，从初步的二手汇总来看，1 月产量大概率仍然维持在 2850 万桶/天，除去已经退出的安哥拉（产量仍然受到投资限制从而增量有限），这个产量相比于 12 月并未太多变化，甚至可能有微量增幅，这就使得减产条线能给出的上行驱动极其弱势。并且，目前伊拉克正在和北部库尔德半自治政府继续就其于 23 年 3 月停止的 45 万桶/天左右的原油出口的收益分配问题进行谈判，可能会在近期出现良好结果，一旦伊拉克愿意给北库尔德以 20 美元/桶的补贴，此部分供应量对于市场来说将会是另一个较大的回归供应压力。

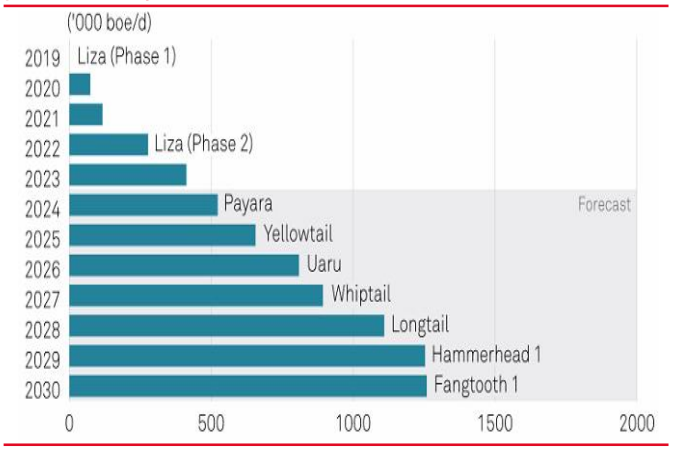
另外的部分增量来自非 OPEC 地区，圭亚那在 24 年的产量仍有少量提升，但随着 Payara 区块的产能提升至 22 万桶/天水平，24 年的产能预计将会保持在 55 万桶/天左右。

图 3　伊拉克北部产量



资料来源： Platts

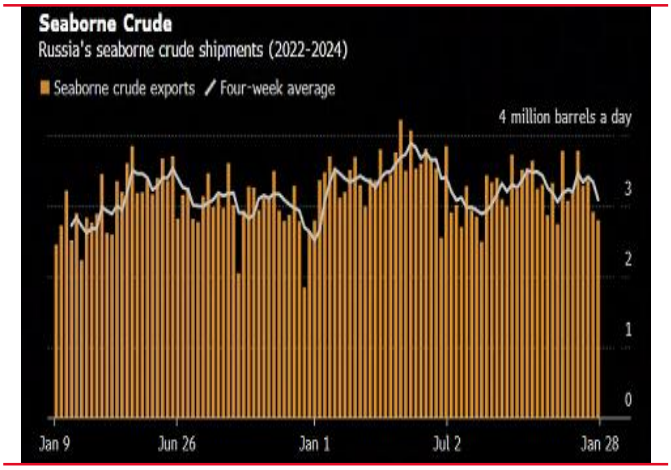
图 4　圭亚那产量



资料来源：Platts

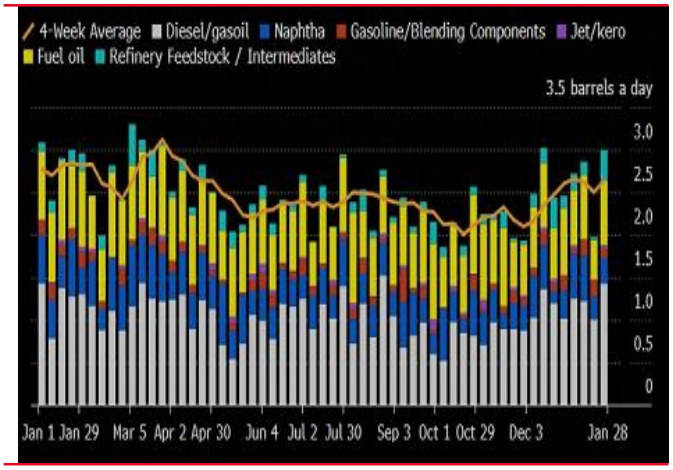
而俄罗斯方面，目前能够看到的供应情况，仍然显示出当下的供应仍然处于未减量水平，即便 1 月下旬其炼厂受到袭击，但综合来看，其所承诺的减产基本在 1 月仍未得到实行。

图 5　俄罗斯原油海运情况



资料来源： Bloomberg

图 6　俄罗斯成品油出口情况



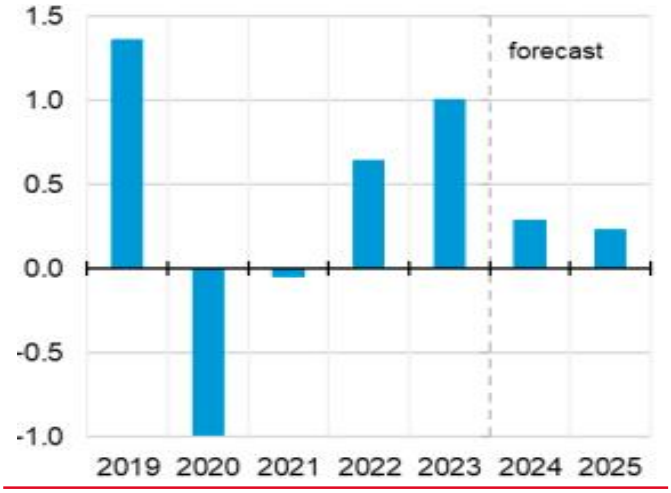
资料来源： Bloomberg

至 1 月的数据来看，下旬其港口装载受到了寒潮风暴的干扰，使得 Kozmino 港停装，黑海 Ust-Luga 港口也经历了受到战事袭击导致的 4 天的检修干扰。但是在 Primorsk 装载量平历史记录的 11 艘船量的情况下，总出口装载仍然保持在了较高水平，1 月总体的装载量

仍然达到了 309 万桶/天。而成品油方面，即便装在俄罗斯燃油的船舶也受到了袭击，其成品油出口仍然达到了 263 万桶/天，月末甚至达到了 300 万桶/天水平。1 月相比于其承诺的 20 万桶/天的成品油减产量，超量仍然有 30 万桶/天。而目前伊朗和美国都有将事态控制的表态，某种程度也透露出后期红海运输风险弱化仍是主线，只是路径仍然较为坎坷，后期俄罗斯出口安全性得到保护的情况下，其出口仍有较大概率回升至 1 月的偏高位水平。

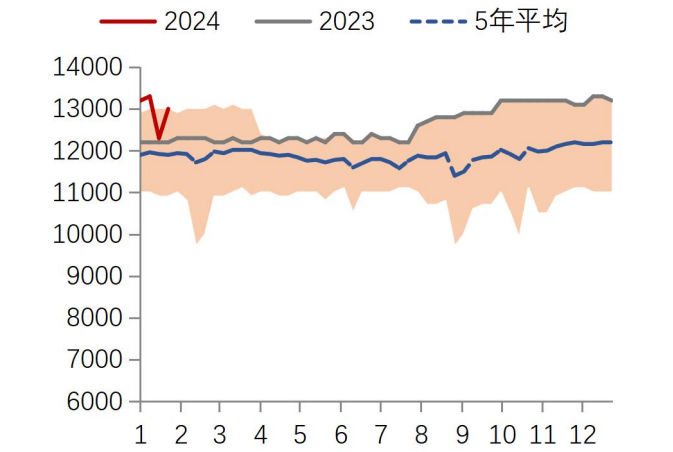
美油方面，由于寒潮对北达科塔州生产影响，产量短暂下行，但是目前已经基本恢复，目前从当周数据来看，产量基本可以维持在 1300 万桶/天以上，预计后期回到 1330 万桶/天高位。EIA 对于 2024 年的美油产量增量仍为 30 万桶/天，此前我们也谈论过美国 24 年页岩油生产前景，资本开支有限的情况下，预计产量增幅不如 23 年。而 23 年的页岩油公司大并购，更多会对海外资产的产量上升形成保障，如 Hess 的圭亚那区块建设，所以总体来看，美国页岩油公司的产量更多是多区块化的缓慢过程。

图 7　美国产量变化预测



资料来源： EIA

图 8　美国产量情况



资料来源： Bloomberg，东海期货研究所

而唯一的减量可能来自委内瑞拉，前期其产量一度达到 80 万桶/天以上，但是由于其与美国的制裁谈判问题不断，其产量可能会在后期再度受到限制，初步预计其供应或在近期跌会 60 万桶/天水平，但综合来看，这仍然不足以弥补其他供应的增量。

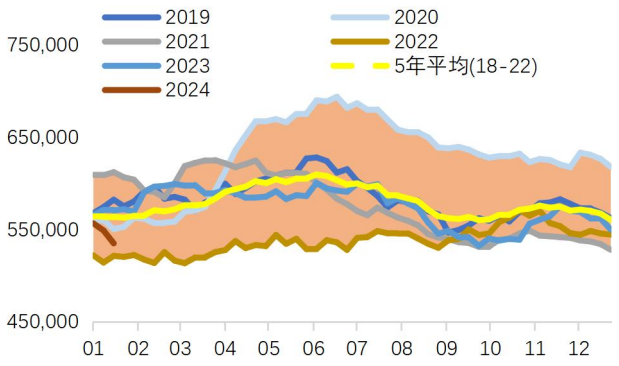
从供应层面来说，减产驱动是油价能否上升的核心逻辑，但 OPEC 的自愿减产显然让市场失望了，而前期的供应增量点，如俄罗斯、美国和圭亚那等，近期有受到运输和天气风险干扰，但是后期这些问题也趋于解决，供应过剩问题仍无法解决，所以从这点出发，在需求没有出现极大利好增量的情况下，油价已经处在区间偏高位置。后期地缘政治的风险仍然无法即刻消除，并且可能会在 2 月仍有发酵空间， 但总体而言，在目前的价格偏高位置，过剩发酵的空间将会更大 。

2.2. 需求改善幅度有限

供应变化仍是后期压制油价上方的最主要因素，但从需求端来看，虽然也没有明显利多，且需求总体仍然较差，但是至少触底情况是比较明显的，这更多会给之后可能的悲观情绪发酵提供底部上限。

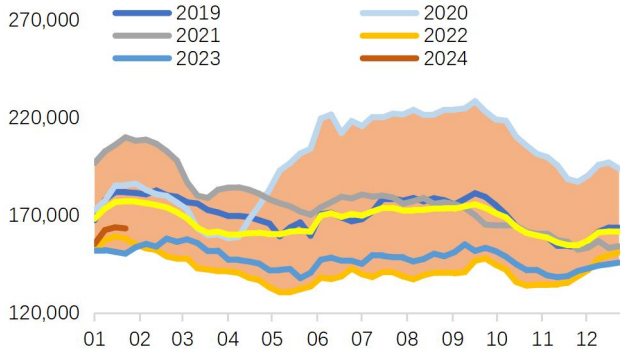
最直观地从库存上看，前期的原油和成品油累库的情况已经得到了极大的缓解，1 月主要地区的原油库存小幅下降，柴油库存虽然去化程度一般，但也基本保持平稳，并未出现需求大幅弱化导致的累库。而虽然原油去库有天气影响， 但是从去化幅度上来看，即便将近 2 周受影响的产量和炼厂进料的轧差剔除，库存仍能基本实现小幅去化。但后期需求弱化供应仍有增量的情况下，累库风险仍在。

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

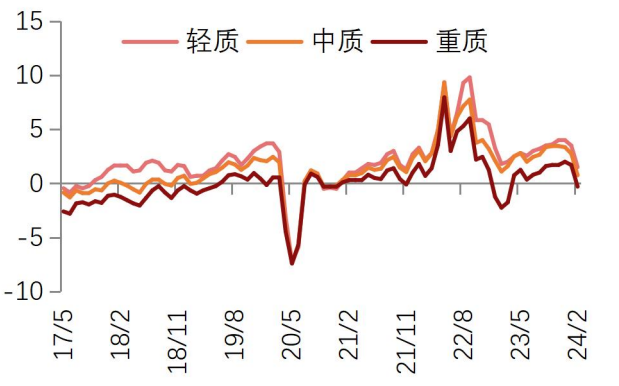
图 10　主要消费地柴油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

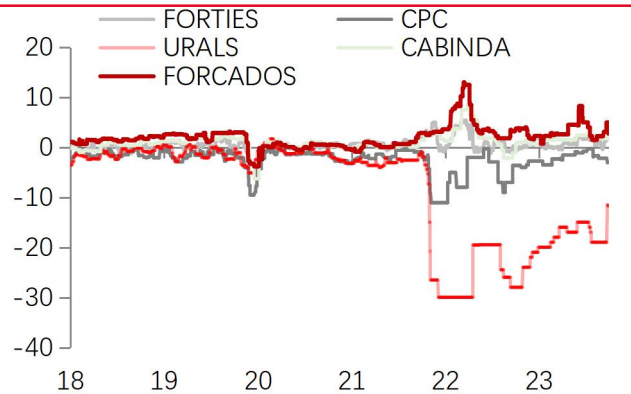
造成去化的原因主要有四点。第一是当下季节性需求虽然峰值较差，但是环比确实有增长；二是红海运输风险发生之后，欧洲部分炼厂出现小幅的购买及加工潮，也一定程度放缓了过剩情况；三是沙特的大幅降价使得部分包括印度的厂商，都出现了小幅的囤货低价购买，四是前期中国进口配额的下放，使得国内地炼购买重新回到市场。

图 11　沙特官价情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

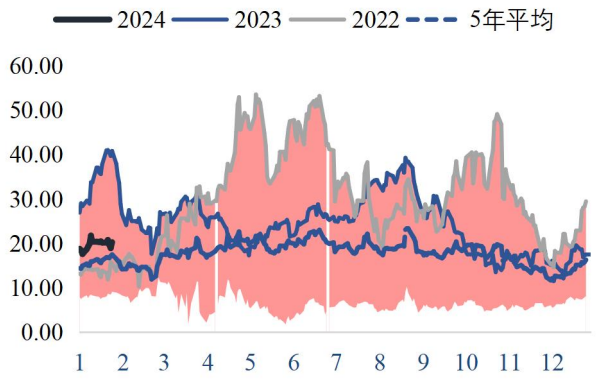
图 12　部分现货贴水情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

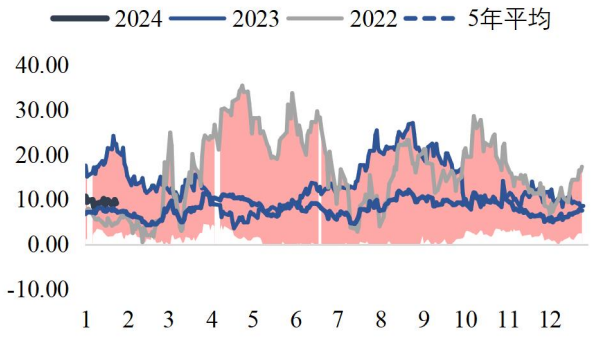
成品油裂解利润的稳定也带动了炼厂利润的低位回稳，1 月以来美国柴油主力裂解也回升到了 35 美元/桶，欧洲柴油裂解也升至 30 美元/桶以上的高位，这是可以和 22 年俄乌冲突以及 23 年 6 月油价大幅上行之后的裂解差相媲美的水平。不过由于汽油受到寒潮影响相对表现较差，且近期宏观降息对消费预期也处于悲观，总体油品裂解一般，炼厂利润在 1 月小幅回升后基本维持稳定。从现货市场也能看出，1 月总体受到运输风险后，油品贴水有大幅上升，但是后期乏力，贴水有小幅回落的情况。

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

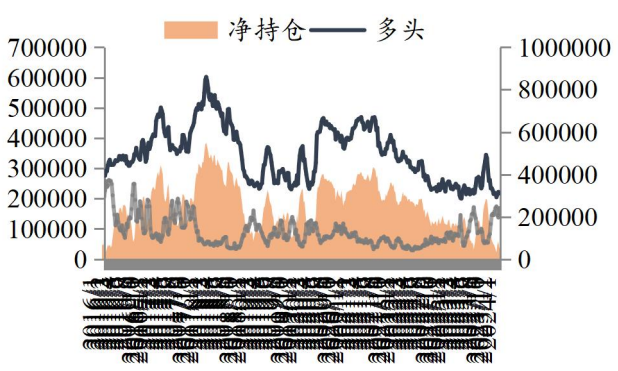


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而时间进入到 2 月后，季节性需求将逐渐弱化，炼厂在后期也将逐渐进入检修期，所以不排除整体现货采购继续出现小幅弱化的情况。不过这需要得到后期裂解利润的下降，以及后期库存持续累积的印证。

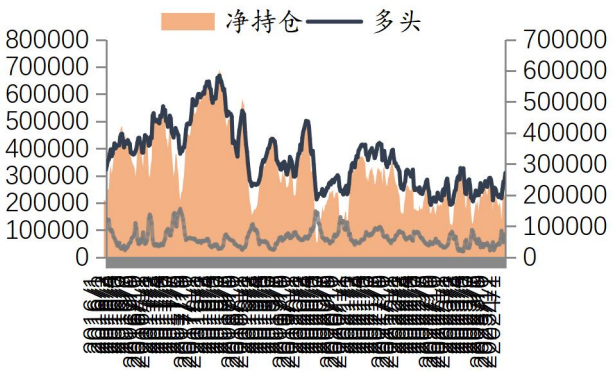
而从资金角度看，近期仍然处在触底行情的典型资金进场情况。总体而言净多持仓有所增加，但是持续性不强，且目前油价位置已在区间高位，部分处于超买，一旦前期计价较多的地缘政治因素出现缓和迹象，油价很可能会出现溢价回吐的情况。

图 15　WTI 持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

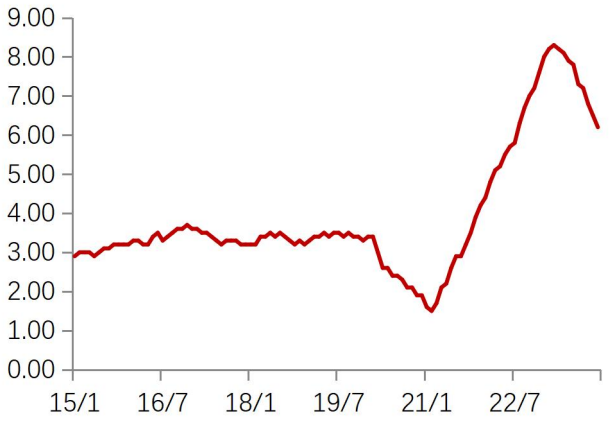
图 16　Brent 持仓



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而从宏观角度看，美联储在极力压制市场对降息的预期，1 月决议上联储再次否认了 3 月加息的可能，也是对前期通胀出现回升的合理回应。从该角度出发，工业需求极有可能持续保持低迷。而另一方面，虽然关键的住房通胀有所下调，但是从就业数据来看，可能仍然处于就业低迷的初期，初申失业金等数据增幅不明显。所以从宏观出发，造成油价弱势共振的驱动短期也并不强烈。但从油品消费角度看，薪资的上升受限可能会成为后期需求弱化的最主要驱动。

图 17　美国住房 CPI



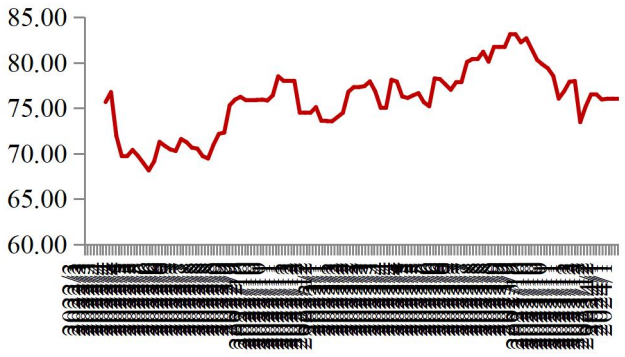
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 18　美国 PMI 新订单情况

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，当下油市过剩情况有小幅改善，但是幅度极为有限，更多起到对前低的托底作用。短期价格由于地缘政治计价，已经到了震荡区间高位，后期减产不力等过剩因素在该价位仍有计价空间，油价短期下探存在可能，但长期来看破 70-75 前低可能性不高。

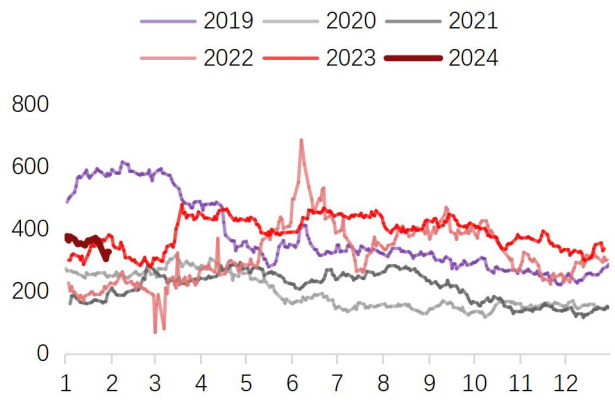
3. 聚酯

3.1. PTA：终端开工下行，市场偏向观望

PTA 在 1 月出现了跟随原料触底上涨，但是在月末原油仍然定在高位的情况下，已经出现了上突不力的情况。根本原因是近期需求再度重现弱势，导致市场多配力量陷入观望。

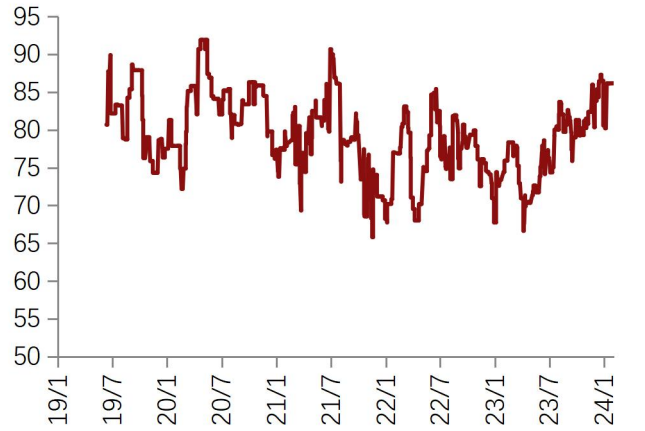
原料方面，原油带动 PX 在月初触底回升，外盘价格从 990 美金一路升至 1030 美金以上，内盘主力也从前低升至 8600 以上高位。但对聚酯产业来说，1 月的上游利润挤压的情况并没有改善，上游成本由于地缘政治风险的上行，并未完全带动下游出现同等增幅。

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



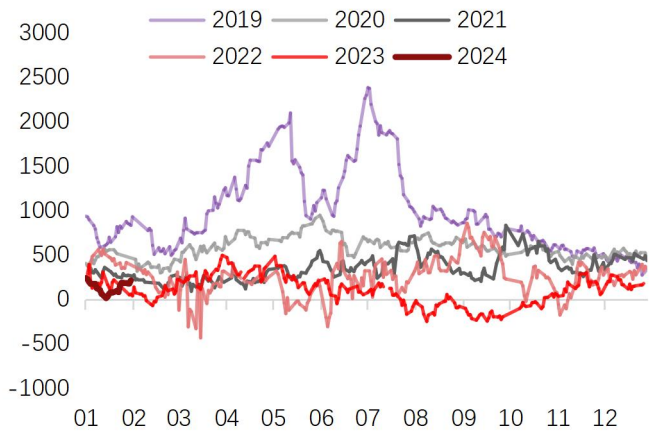
资料来源：东海期货研究所，Wind

PX 对石脑油价差由于石脑油出现地缘政治风险，从而出现了大幅下行的情况，PXN 最低在月末达到了 304 美金，但由于下游需求持续不畅，石脑油的强势已经出现了弱化，后期 PXN 预计能重新回到 350 美金以上。1 月后国内福佳等开工回升，但亚太 PX 开工率有所下行，这也导致外盘仍然处在偏高位置。总体来看 PX 仍然部分释放了利润空间，但是后期海外开工较低的情况下能否持续仍然存疑。

PTA 的加工费在 1 月呈先走弱再恢复的趋势，但是这仍然难阻部分老旧装置开工下行，部分外采装置已经在 1 月中旬进行了开工调低，头部工厂也在 1 月频频放出检修消息，大装

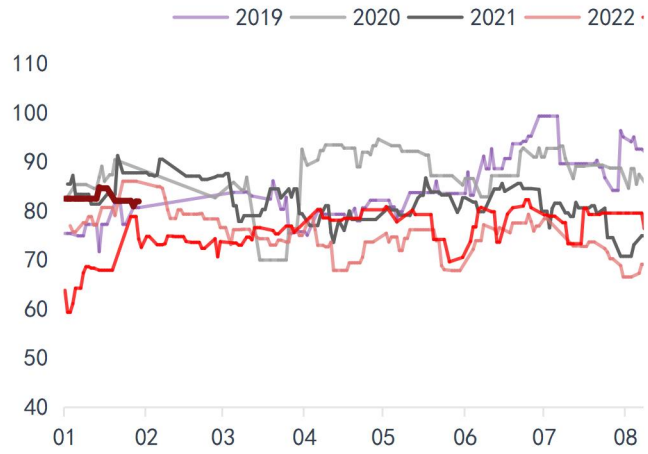
置的检修消息放出后一度使得盘面走高，但是同时，较多厂商趁价格高位在进行超量出货，导致盘面的套保仓明显增多，前高突破不力下压力增加。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

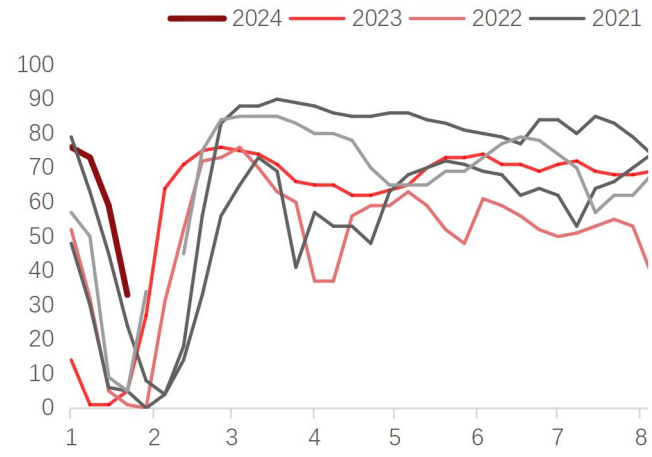
图 24 PTA 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

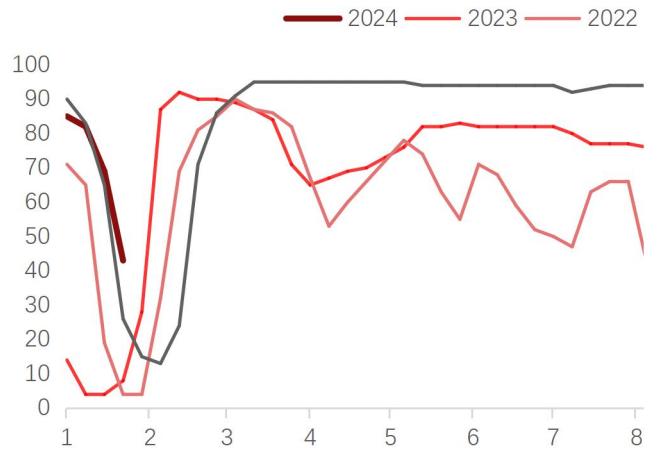
供应上 2 月在大装置检修预期下，预计可以维持中性偏低水平，关键是节后的需求恢复水平，能否重现前期超预期发挥，而不是被过早透支。因为 1 月的订单情况总体较高，当然这和节日较往年更晚有关，但来自海外订单需求明显也更高，使得今年的下游开工季节性下行明显慢于往年。到目前为止，织机开工率已经开始下行，终端厂家基本放假，下游厂家开工也跟随下行。厂家前期备货较多，但是节后需求不明晰的情况下，节后的备货基本处于停滞状态，更多厂家目前在观望。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

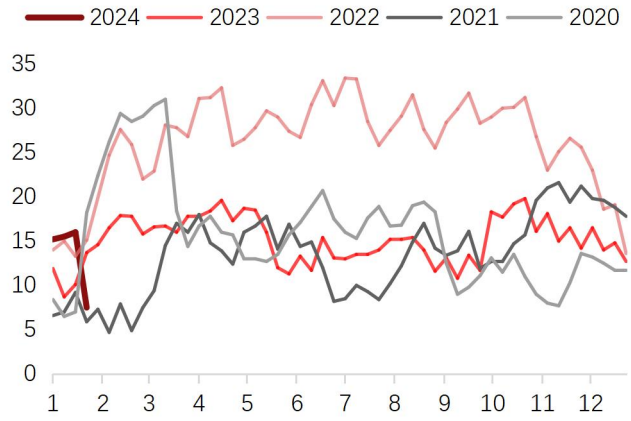
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

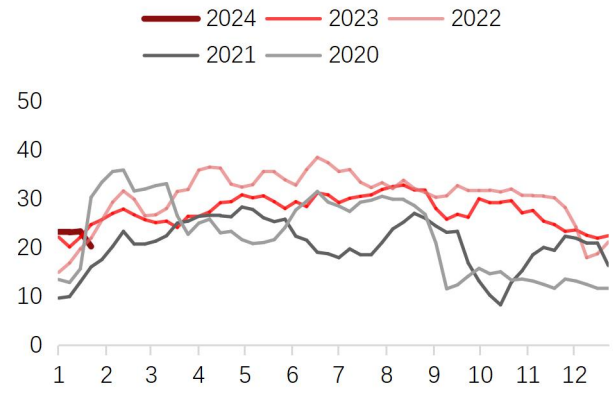
从利润来看，虽然订单情况总体突出，但是由于 PTA 前期的头部检修挺价，以及资金的多配加持，成本上行压制明显，使得下游丝端的利润出现了继续被压制的情况。这也是终端以及下游厂商近期不愿进行更多囤货的主要原因。

图 27 POY 库存指数



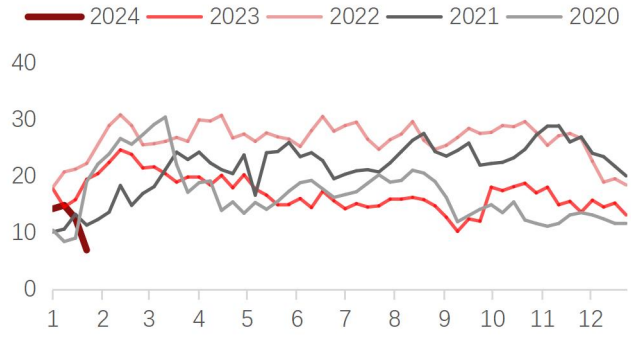
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



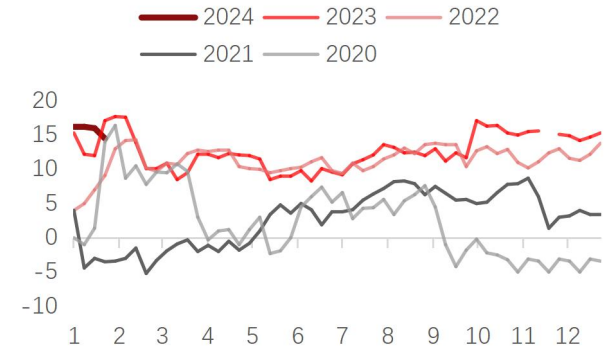
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

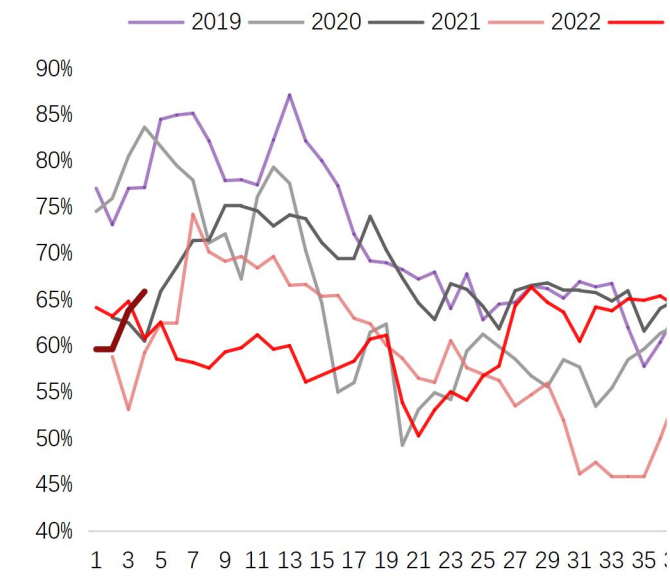
当然从目前的库存来看，下游各品类库存明显处于低位，一旦节后需求仍能保持良好延续态势，对聚酯原料来说，行情是存在继续小幅推高的可能的。从近两年的推高驱动来看，下游的低库存往往是行情出现的主要原因，即便需求届时无法超预期利好，只要库存维持中低为止，PTA 作为多配大头品种，是存在上行空间的，只是空间大小能否突破前高问题。

所以综合来看，虽然存在超量出货情况，但 2 月厂家检修挺价总体仍有一定效果。PTA 主要逻辑在于节后需求能否出现超预期利好，一旦下游订单恢复的速度较快，下游和终端的低位库存将能够提供较大的上行支撑。节前 PTA 价格将更多震荡，等待需求水平进行验证。

3.2. 乙二醇：库存去化印证，长期中枢上移

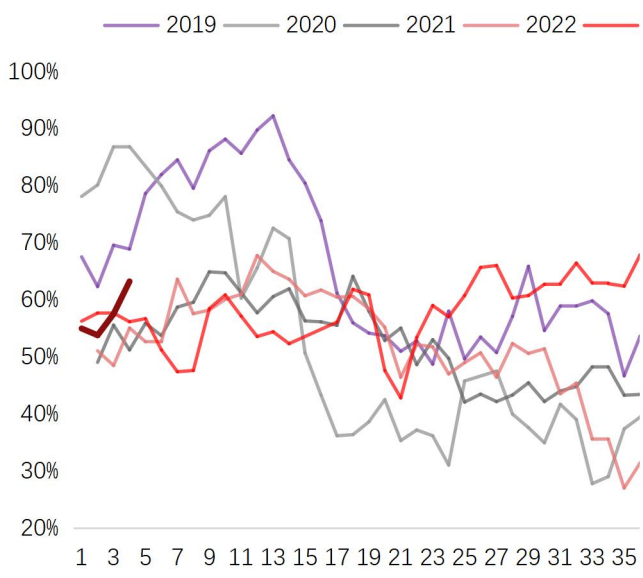
乙二醇在 1 月价格不断高位运行，多次在大板块下跌的情况中成为了少有的涨势品种，仅从盘面也可以看出目前乙二醇的利多情况，其安全性相对较高，经常在市场弱势时充当资金的避风港。但乙二醇的问题仍然在于其过剩产能仍在出清阶段，一旦价格出现走高，油煤制装置的开工都会出现调高的情况。近期这样的开工提升就在持续出现，尤其在 EO 经济性走差的情况下，技改回 EG 的装置量在之后会只多不减。煤制装置同样出现了开工走高，且还是在成本价格提升的情况下，所以乙二醇短期的趋势和实现路径应是两种情况，出清后半段趋势上行应无太大问题，但是阶段性的开工调升必然会导致价格出现节奏问题。

图 31　乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

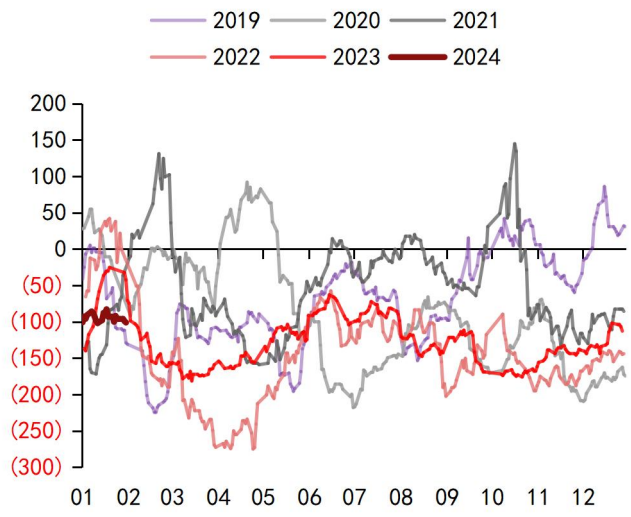
图 32　煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

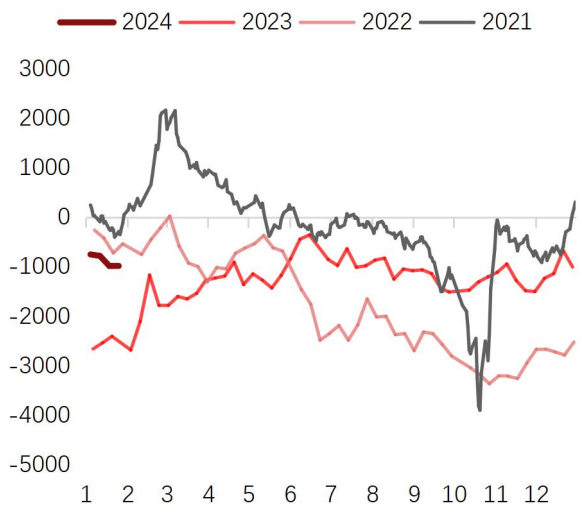
近期煤化利润受到前期坑口价格偏弱势影响，总体处在较好水平，包括甲醇和酵素，以及乙二醇，都处在开工上行阶段。但节日期间煤矿生产计划会受到放假停产的较大影响。从榆林样本看，预计有 80%产能会受到他减产或停产影响。产量下行后价格上涨，后期开工上行幅度可能会受到一定程度的限制。2 月煤价成本不宜过分看空，所以从这点出发，利润继续上行的空间可能也较为有限，国内供应阶段性增加，长期出清的格局并没有太大改变，后期乙二醇更多仍然是关注需求端情况。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

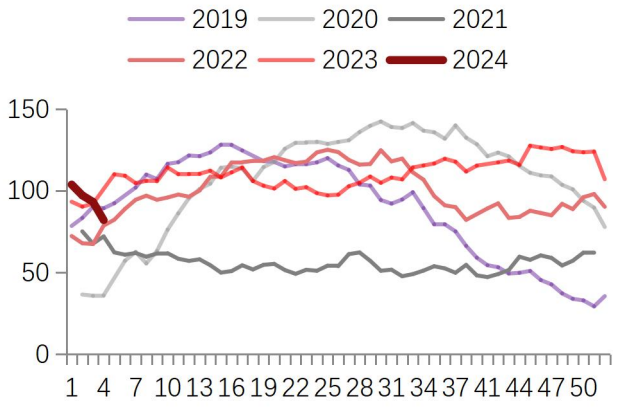
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

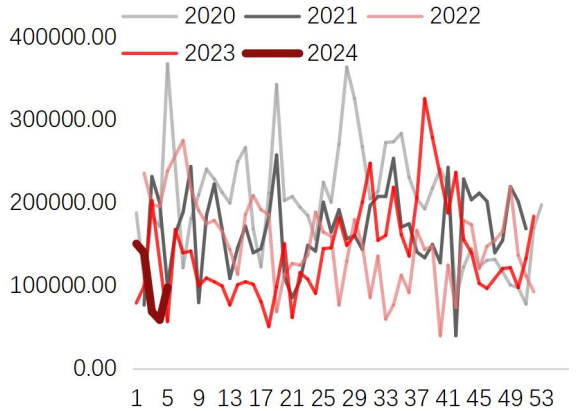
而沙特装置恢复之后，后期到港情况或有所转好，近期的到港已经有所恢复。不过港口库存的持续去化也是本轮价格上行的最重要印证支撑。短期供应确有恢复，但是只要下游后期能够维持节前高开工，那么库存的去化仍然是较大概率的。一旦得到去化的持续印证，乙二醇的价格中枢上行的唯一问题就是短期的抢跑。

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

2 月中乙二醇价格预计将继续维持在 4600 中枢震荡，直至节后需求情况的验证。供应短期能够影响供需量较低，更多是需要看到终端开工能否保持前期节奏的持续，如果下游高开工恢复，港口库存去化持续，那么突破概率将会大幅增加。

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