

2024年3月1日

上游过剩小幅去化，需求恢复仍偏缓慢

——能源化工月度策略报告

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：** OPEC延续减产至2季度，油市过剩小幅消化，结构转强。海外炼厂开工继续恢复，且前期检修或透支春检产量，叠加亚太需求缓慢恢复中，价格支撑继续。但下游需求仍偏缓慢，且宏观数据外推今年消费或仍然较差，油价短期区间震荡格局较难改变。
- **PTA：** 终端和下游开工继续恢复，但目前订单情况一般，上游原料和下游产成品库存过高，工厂库存和港口库存不断累积，转移不畅，基差小幅收敛。但价格继续大幅下跌空间有限，因成本支撑仍在，叠加下游低价有屯库需求，PTA或在3月偏弱区间震荡。
- **乙二醇：** 海外装置回归，叠加国内装置回转产，乙二醇产能出清仍有节奏型压力。港口库存重新累积，下游需求低迷。但近期煤制开工受到原料影响而走低，给出价格低位，长期出清仍在，价格或仍在区间运行，存在多配价值。
- **结论：** 下游需求决定上限，长期无法过于看多，但供应减量决定下线，短期无法过于看空。3月区间震荡或仍将进行。
- **操作建议：** 3月原油绝对价不建议操作，PTA或有回调风险，乙二醇则继续4500低位多配。
- **风险因素：** 地缘政治风险影响生产运输，OPEC减产率继续走差，伊拉克供应出现回归，俄罗斯供应再度走高，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. 过剩供应小幅去化	4
2.2. 需求缓慢恢复，但空间仍或有限	7
3. 聚酯	10
3.1. PTA：开工恢复不及预期，库存转移不力	10
3.2. 乙二醇：回转产压力回归，出清节奏仍然缓慢	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 主要国家对配额减产执行量	5
图 4 部分现货贴水	5
图 5 俄罗斯原油海运情况	6
图 6 俄罗斯原油出口收入	6
图 7 Brent-MEH 价差	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 美国汽油裂解差	8
图 12 欧洲汽油裂解差	8
图 13 美国炼厂裂解差	8
图 14 欧洲炼厂裂解差	8
图 15 美国炼厂检修	9
图 16 欧洲炼厂检修	9
图 17 美国中小企业 3 个月开工计划	9
图 18 美国 PMI 新订单情况	9
图 19 国营炼厂开工率	10
图 20 地炼开工率	10
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	12
图 26 加弹开工率	12
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

如我们在前度月度策略中所阐述的，2月整体行情变化幅度相对有限，总体成本支撑下价格中枢持稳，但是上行空间也相当窄，未出现明确的趋势性行情。3月伊始，市场逻辑将进入需求验证阶段，工厂节后复工情况以及春季需求基本可以得以窥视。另外供应成本因素也将会在3月有更大的计价空间，原油供给已经出现过剩小幅消化迹象，煤价同样可能在3月出现变化，成本变动或成为3月价格变化的最主要来源。对于原油来说，后期除了需要关注OPEC+的新减产决议，还需关注需求短期恢复情况，和美联储表态对需求恢复预期的影响。

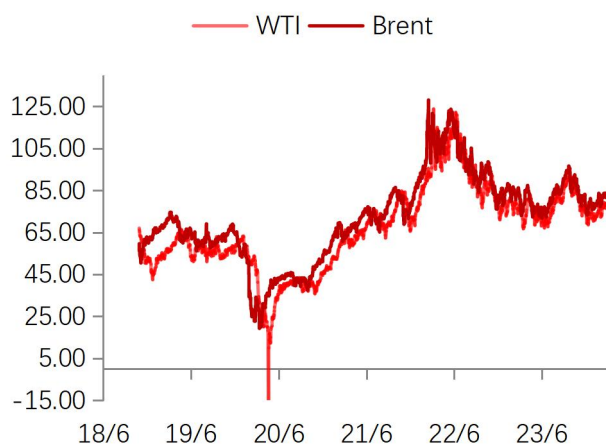
聚酯方面，2月基本处于需求恢复状态，但总体下游备货意愿不强烈，一方面雨雪天气导致下游开工恢复速度慢于往年，另一方面聚酯原料价格相对高位也致使下游不愿高位采购。3月聚酯需求恢复将到彻底验证阶段，终端订单如果无法重现年前高度，库存持续累计将可能会在盘面计价。此外新装置可能3月底上马，供应压力将会更大。所以相对来说成本支撑和后续需求恢复情况将成为计价关键，PTA以及MEG价格或将保持区间上沿震荡。

2. 原油

2.1. 过剩供应小幅去化

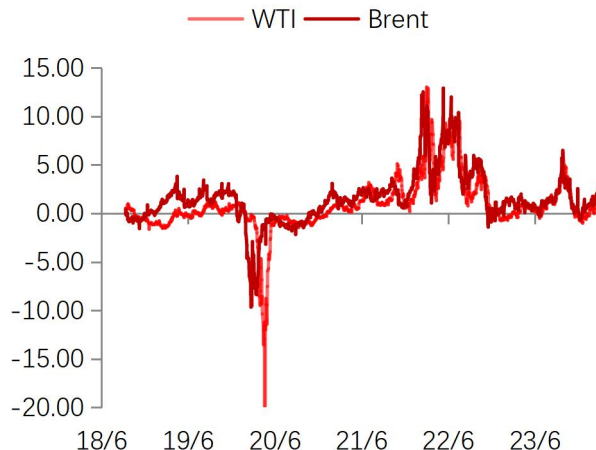
2月原油价格持续保持在区间上沿震荡，表面上是地缘政治局势持续紧张造成的供应担忧溢价，但实质是整体供需格局出现了小幅的优化。从结构上来看，2月出现了明显的走强，也显示油市出现了明显的供应收紧信号。所以虽然不能说供应过剩已被完全消除，但是过剩去化是实在显现的。因此对油价的基本判断，是长期依旧不能太看多，但短期不能过分看空。

图1 基准油价格



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

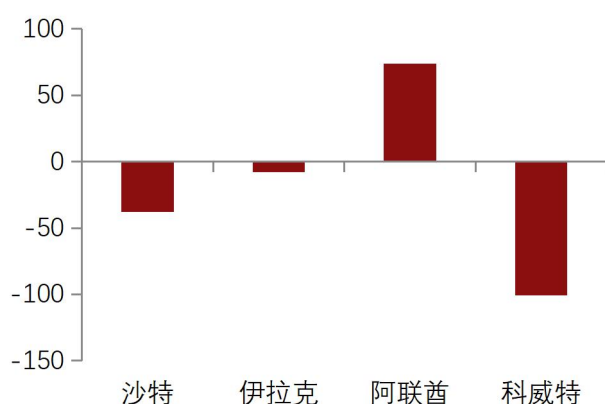
图2 基准油三月月差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

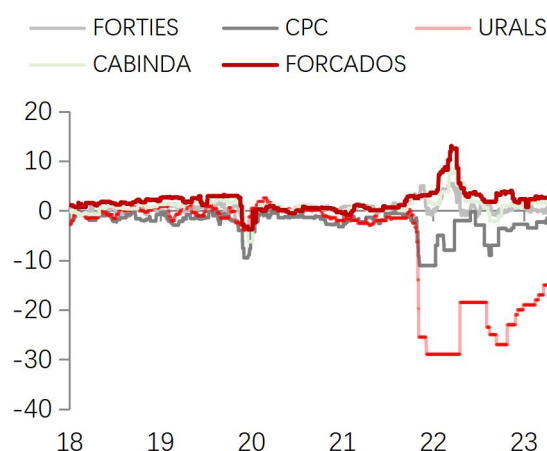
从减产上来看，2月 OPEC 产量仍然保持 1 月水平。1 月 OPEC 产量在 2650 万桶/天，2 月目前能获取信息来看，总体出口基本维持在 2100 万桶/天左右。主要生产国中，沙特，科威特自愿减产情况较好，伊拉克和阿联酋减产情况相对一般，尤其是阿联酋，产量仍然超出其承诺配额约 10 万桶/天。但是 1-2 月，OPEC 仍然贡献出了约 30 万桶/天的减产量，这对油价底部支撑起到了雪中送炭的作用。1-2 月过剩更多的因素仍然在于需求的持续孱弱，以及需求预期的低位，供应部分在近期的格局中并未出现过大幅度的过剩，所以从官价来看，2 月基本维持 1 月水平，且 Dubai 月差仍然保持较强态势，说明过剩量相对有限。并且由于红海运输风险的持续，OPEC 以外的油品贴水还能继续出现小幅上行。

图 3 主要国家对配额减产执行量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

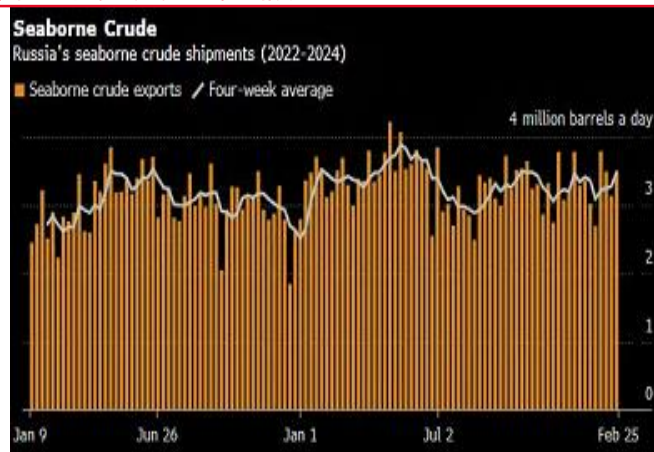
图 4 部分现货贴水



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

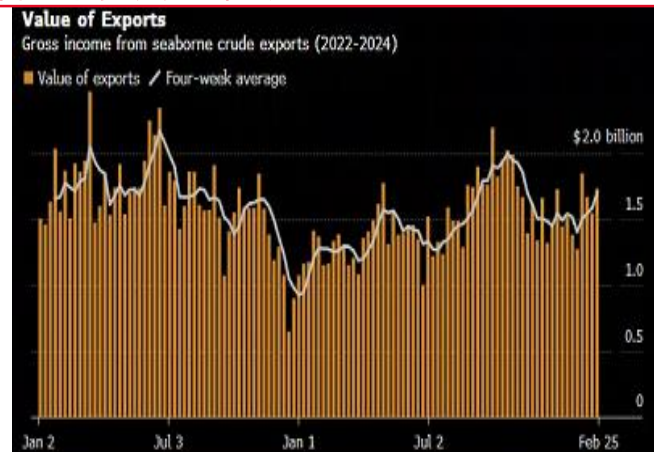
俄罗斯供应在 1 月末小幅下行后，2 月中下旬再度出现了大幅上升。2 月平均出口虽然受到了天气影响，但原油总出口量仍然能够维持在 348 万桶/天左右，大幅超出其承诺减产份额。不过，在去年 10 月美国财政部制裁 50 艘运输俄罗斯油品的油轮后，约有一半油轮已经进入闲置状态，而近期美国再度对俄罗斯国有航运公司下属的 14 条油轮进行制裁，在欧美再度提高对俄制裁强度之后，其出口预计将持续受到影响，再度出现去年年中高供应量的概率可能会越来越低。在近期受到制裁之后，已经再度出现 2 艘运载俄罗斯油品的油轮完全改变航向的可疑行为，照此情况发展，后期俄罗斯出口将大概率继续保持在 350 万桶/天以下。另外虽然俄将从 3 月开始进行 6 个月的汽油出口禁令，但由于其出口本身就集中在柴油、燃料油和渣料等中重质油品以及石脑油上，汽油出口长期仅维持在 10-20 万桶/天，所以汽油禁令对地区供应格局影响相对较小，不过由此计算，俄罗斯总油品出口基本维持在减产配额线的少量之上。另外，从出口收入上来看，俄罗斯大幅降低出口的驱动也较低，基本维持在配额线左右，可能已经是其能做出的最大让步。

图5 俄罗斯原油海运情况



资料来源：Bloomberg

图6 俄罗斯原油出口收入

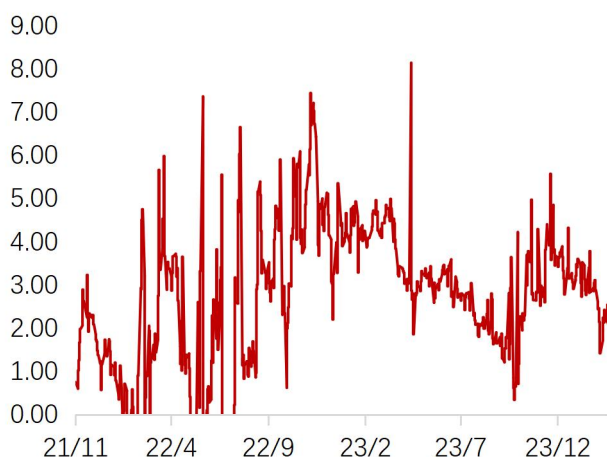


资料来源：Bloomberg

而近期由于红海运输的持续影响，确实有部分船舶绕开风险趋于航行，受影响航线运输成本仍然居高不下。由此部分客户，尤其是欧洲客户就出现了对于美油的增量购买。近期 Brent 对休斯顿标的 MEH 的价差大幅下行，比较充分地反映出近期美油抢手程度的增加，如果红海风险得不到解决，可能会有另外一小部分的贸易流被重塑。

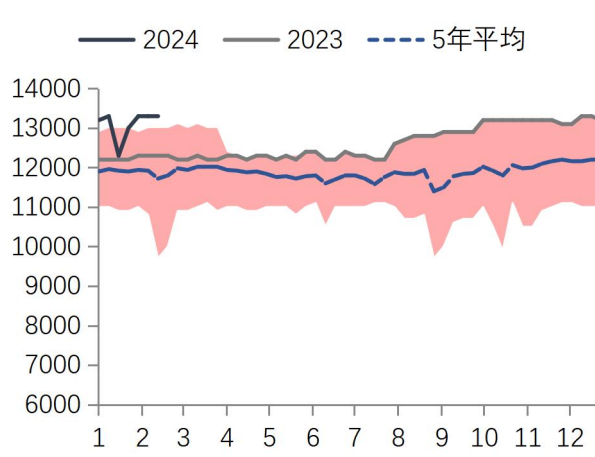
另外，由于前期寒潮天气影响较大，原油生产及炼厂开工均保持低位。但2月原油生产迅速恢复，目前已经完全回到了1330万桶/天的正常位置。虽然短期要继续维系去年3季度的增量概率不大，但是在炼厂开工受到检修影响，恢复速度缓慢的情况下，就造成了库存持续累积。但另一方面，需要看到近期炼厂。

图7 Brent-MEH 价差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图8 美国产量情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

后期的供应变量相对有限，排除地缘和天气风险影响，伊拉克北部出口可能是为数不多的一个。近期其中央政府仍然在和库尔德半自治政府进行补贴谈判，如果出现结果，那么40万桶/天的产出回归仍然会稳稳压制油价中枢。

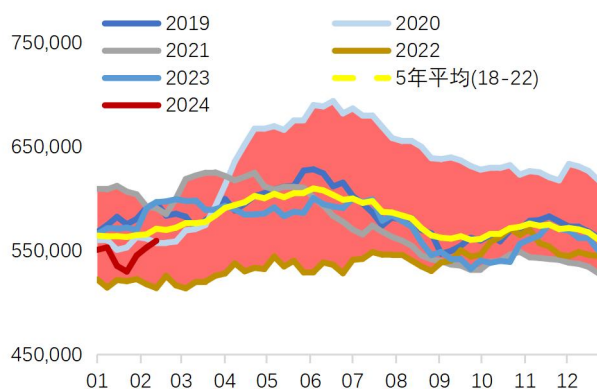
所以从供应层面上看，前期过剩供应目前已经被部分压制，结构的转强，贴水的回升已经说明近期供应层面已经有了不少改观，整体库存仍然上升的最主要原因更多是近期需求的弱势。OPEC+近期维持减产至2季度，但更关键的是其实际减产力度能不能维持或进阶到更高水平。在此背景下，3月供应层面的变量相对有限，更多是维持2月的微幅过剩产量，油价的关键驱动后期将转移至需求的恢复速率。

2.2. 需求缓慢恢复，但空间仍或有限

3月供应不出现大变化的情况下，如果需求继续改善，油价中枢是可以小幅抬升，大概率可以稳定在80美元以上，但相对来说空间也较为有限，短期利润以及长期宏观环境可能都会对需求恢复造成压制。

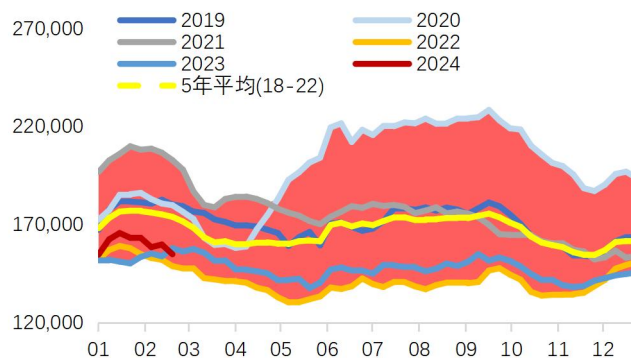
主要消费地的原油库存存在2月累积明显，主要仍然是前期天气影响，北美炼厂开工回升速率较慢。检修较多，导致美国炼厂进料仅仅恢复到1500万桶/天不到，并且在进料如此低的情况下，成品油去化情况也极为一般，所以今年目前为止，需求恢复情况都是比较差的。并且到3月之后，消费将进入到淡季水平，整体需求可能再度部分回落，届时价格继续保持在高位的概率可能会有所下降。

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

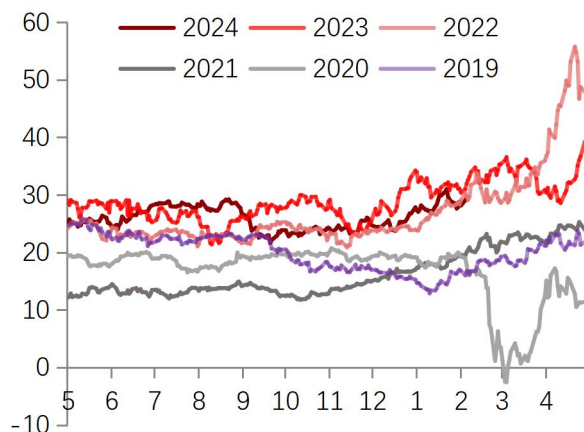
图10 主要消费地柴油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

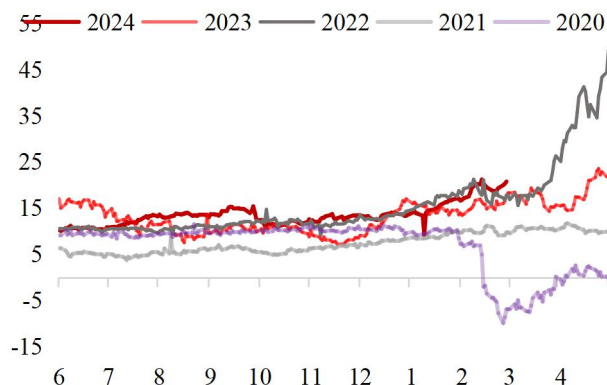
近期相对的利好是轻质馏分裂解出现回升，一方面俄罗斯禁止汽油出口带来了部分情绪刺激，另一方面这更多仍然是进料走低带来的影响，但并不妨碍汽油裂解小幅上行，这也会在短期促进炼厂进料的迅速回归，但最终的空间仍然要视5月之后的情况而定，只是从过去两年的需求外推，叠加近期高利率影响的不断显现，需求恢复的空间可能会有所限制。

图 11 美国汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

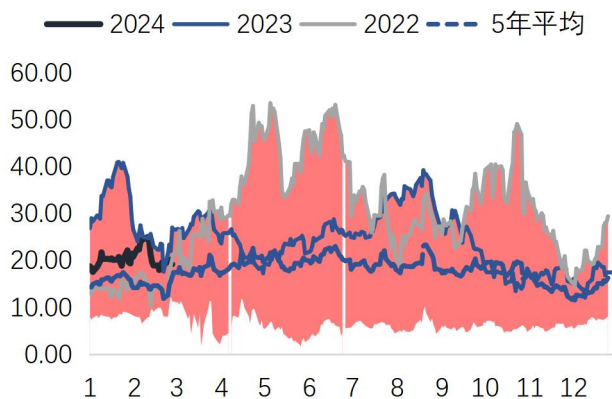
图 12 欧洲汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

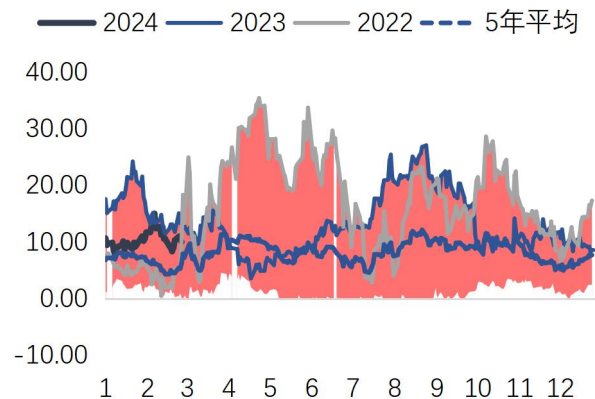
不过柴油需求仍然较差，这导致了近期炼厂利润总体仍然处在中性水平，这在上述的贴水情况中也可以看出，上升空间并不大。并且近期新订单数据以及就业数据都出现了对应需求弱化的表现，从目前来看成品油需求的下行趋势仍然是比较确定的，这也是后期油价仍有较大下行压力的最主要原因。

图 13 美国炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

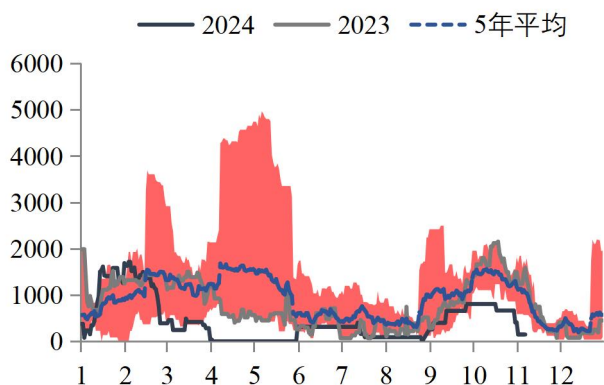
图 14 欧洲炼厂裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

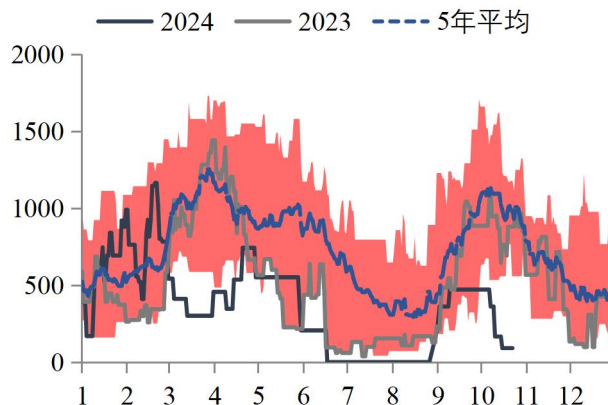
而从资金角度看，近期仍然处在震荡行情中，资金多配持仓也未出现明显的增加，持续处在短期震荡操作，低多高卖的情况明显，这也侧面说明油价的上行力量将较为有限，资金短期推多的意愿是比较低的。

图 15 美国炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

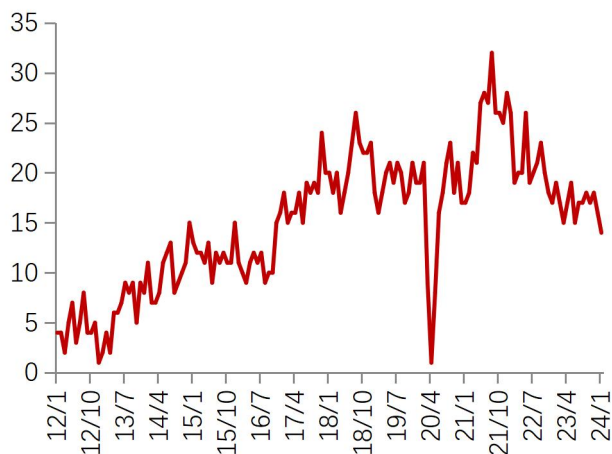
图 16 欧洲炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

后期需要注意的是，虽然即将进入到检修季，但是由于前期天气影响下，较多炼厂已经提前进行了检修，所以检修量预计同比低于往年水平，所以春季可能会出现去库水平要稍高于往年水平的局面。但是另一方面，如果成品油库存持续去化不力，那么即便原油去库，炼厂利润无法进一步走强，原油价格继续上行的空间还是极为有限的。

图 17 美国中小企业 3 个月雇佣计划



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 18 美国 PMI 新订单情况

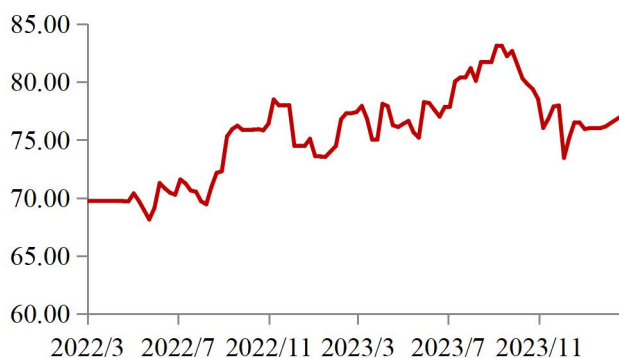


资料来源：Bloomberg

近期海外需求，尤其是美国需求弱化的概率，从就业以及工业品订单中可见一斑。虽然服务业薪资仍然粘滞，但工业拼订单继续保持弱势，而就业方面，无论是企业雇佣计划，还是持续申领救济金人数，都在指向需求持续弱化。而近期美联储也一再推后今年加息的预期，高利率的影响预计会在上半年持续压制需求中枢，油价很难有超出预期的利好。

亚太需求近期虽然总体仍然偏弱势，但是也仍然处在恢复过程中。中国炼厂开工近期仍处于低位，但从近期的进口数据来看，船期数据也处在缓慢回升的状态，这也匹配最近两个月沙特官价并未进一步下调。

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，由于减产得到一定程度的执行，油市过剩情况有小幅改善，但是幅度仍然较为有限。需求仍处在缓慢恢复的过程中，但是不管从利润，还是从宏观数据来看，恢复空间都将较为有限，所以 3 月油价除非出现重大地缘政治事件，否则大概率将处在区间 75 至 85 美元的上沿震荡，但长期来看仍有缓慢走弱风险。

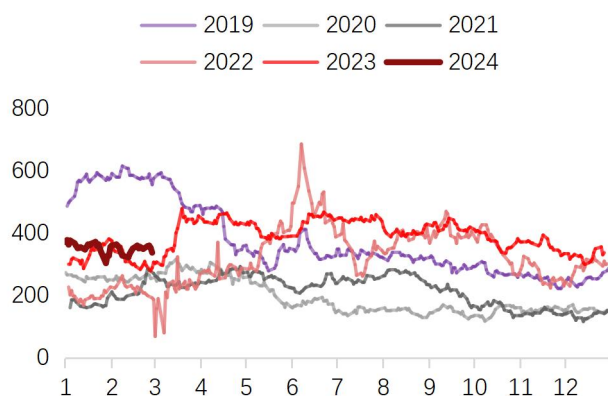
3. 聚酯

3.1. PTA：开工恢复不及预期，库存转移不力

2 月 PTA 价格震荡幅度极窄，市场主要交易需求恢复预期，因此可验证产业显示相对有限。到目前为止 PTA 仍然处于 5800-6000 区间，3 月在需求可能进一步下行的情况下，价格或有向下突破区间风险，但由于成本依旧较为强势，所以大幅下跌空间也有限。

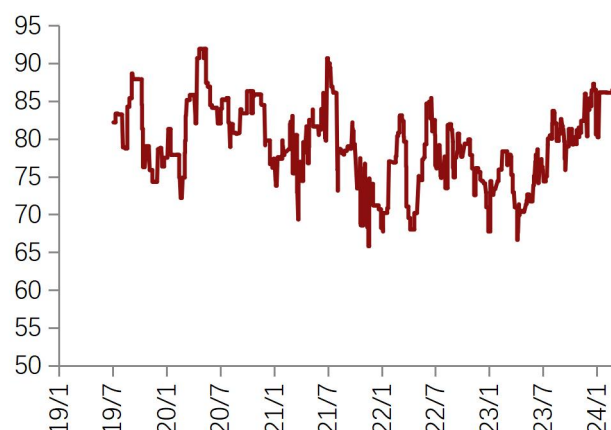
原料方面，PX 虽然月初曾由于油价短暂回调的影响，但在节后原油再度带动 PX 回升，外盘价格持续保持在 1020 美金以上，内盘主力也从保持在 8500 以上高位，并未受到 PTA 弱势的影响。3 月后，PX 将逐渐进入到 05 合约的交割行情计价中，当下供需基本处于紧平衡，但是后期仍有两个变化因素可能会导致成本端出现较大变动。

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

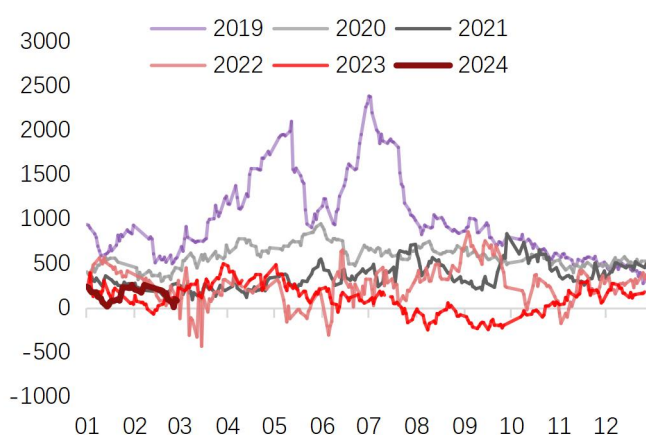


资料来源：东海期货研究所，Wind

目前 PX 对石脑油价差持续保持在高位，仅在近期由于海外轻质馏分偏紧，稍微下行至 300 左右。新装置上，3 月预计仪征 300 万吨装置将会先开一条线，另外台化 2 期的 150 万吨装置也预计会在 3 月底开车。新装置目前看都已经提前采购原料，但从国内 PX 供需来看，今年裕龙岛很可能无法投产，所以 PX 3 月底格局将会更紧，成本紧缺将会给予 PTA 底部位置较强的支撑。

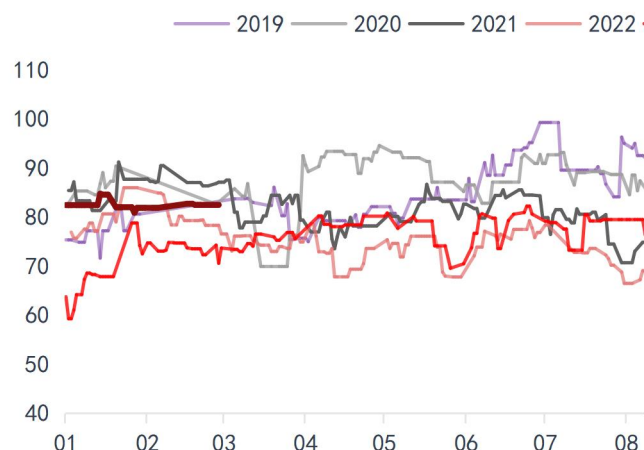
在强势成本的带动下，PTA 加工费大幅度下行，目前已经再度到了盈亏线以下，所以目前老旧装置开工依旧保持在偏低水平，短期并没有恢复的可能，并且在新装置投产后，可能会继续压制低利润装置开工，直至产能出现更换出清。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

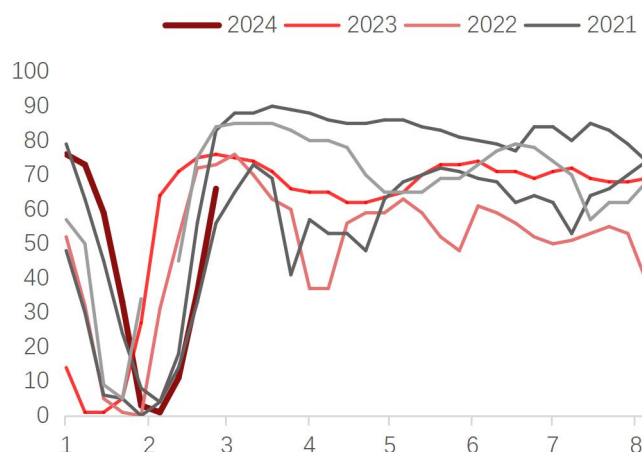
图 24 PTA 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

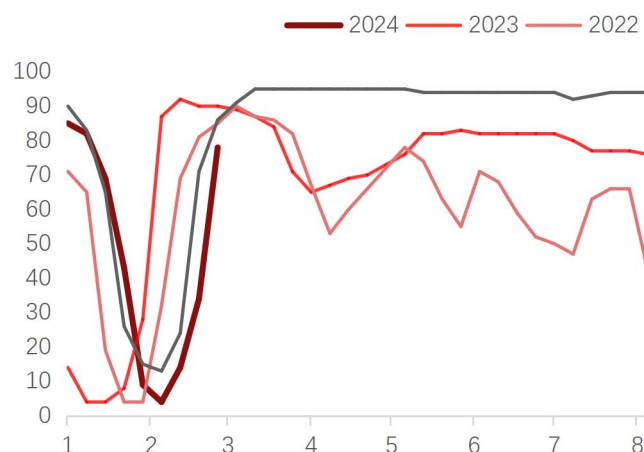
2 月价格出现窄幅震荡的主要原因来自下游，到目前为止下游备货节奏极为缓慢，上下游库存转移极不顺利。终端虽然已经在逐渐恢复开工水平，但是由于年前订单部分透支，成品库存高企，即便目前开工未完全恢复到正常水平，后续需求可能也仍然呈偏弱态势。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

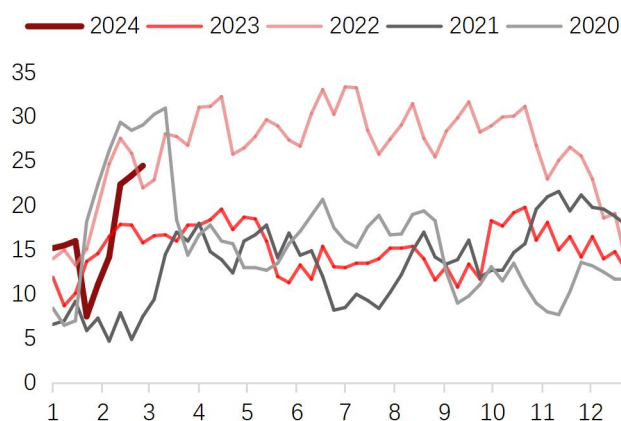
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

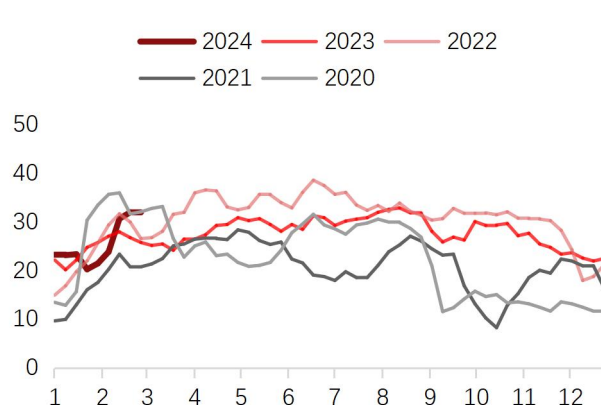
从利润来看，下游端利润继续偏中性，但是成品库存上的累库速率仍然过快。这也造成了 PTA 基差近期的下行，导致港口库存和工厂库存大幅增加且高于往年同期水平。

图 27 POY 库存指数



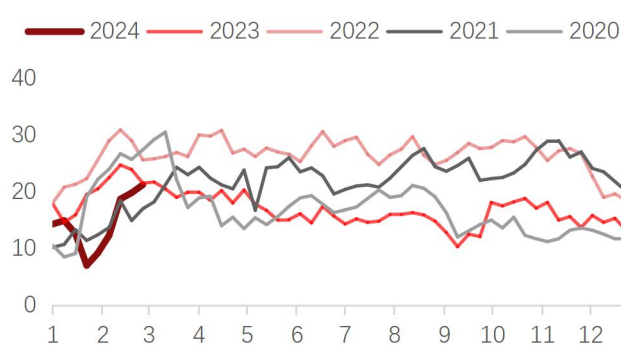
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



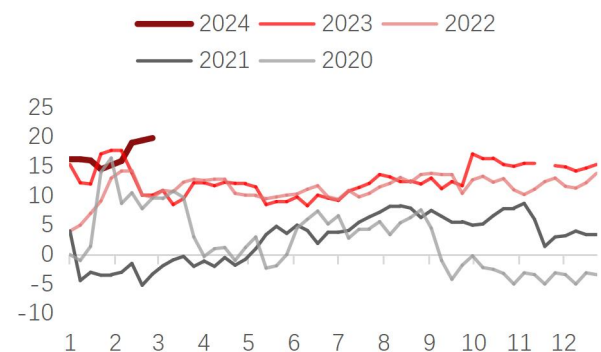
资料来源：东海期货研究所，Wind

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



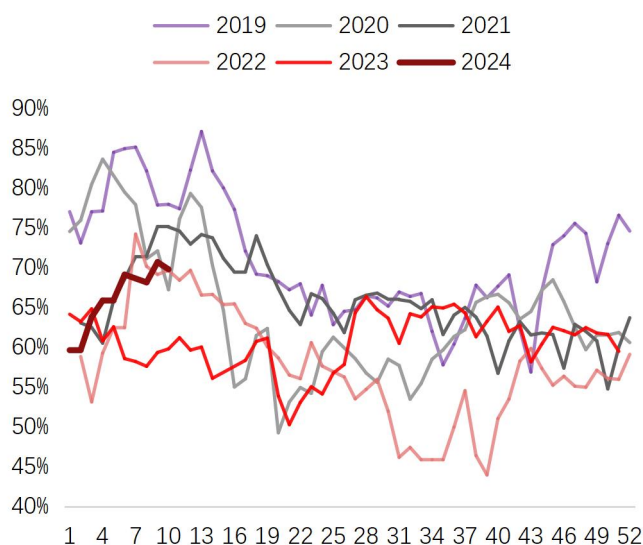
资料来源：东海期货研究所，Wind

这导致近期多配资金也开始大幅减持 PTA，所以综合来看，3 月 PTA 需要继续验证需求情况，但是目前需求预期已经开始小幅弱化，价格更多倚靠原料成本进行支撑，或有小幅回调风险。但考虑到目前下游利润并未太差，若原料价格下跌，仍可能出现低位接货囤库行为，PTA 下行空间也不会过大，预计 5700-5800 以上区间震荡。

3.2. 乙二醇：回转产压力回归，出清节奏仍然缓慢

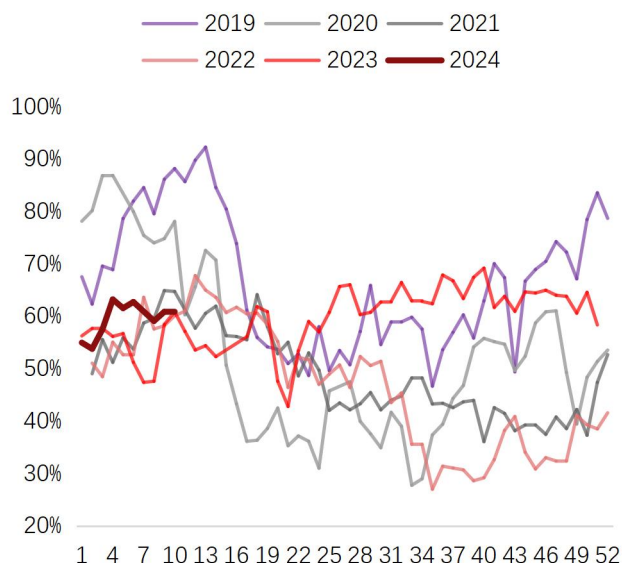
乙二醇 2 月价格中枢上升至 4500 以上，并保持 4500-4750 的震荡格局。短期需要看到产能出清的后半段，价格中枢逐渐上行是趋势，但是节奏上势必会受到多方面影响，其中就包括了以往装置的回转产、开工的增加、海外供应的回归等等，而这在 2 月均已有了部分体现。

图 31 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

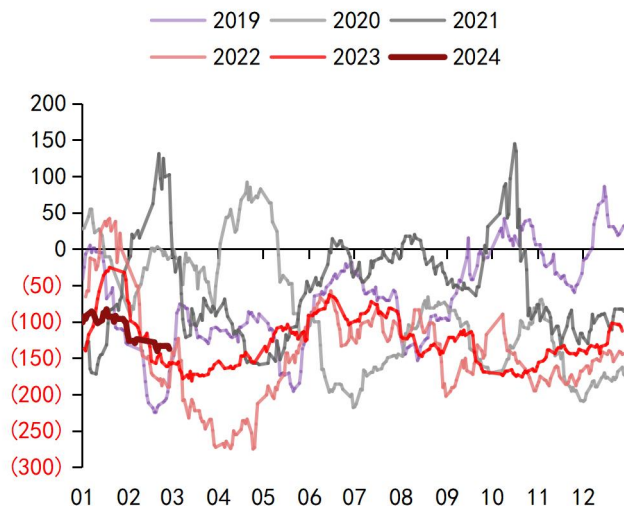
图 32 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

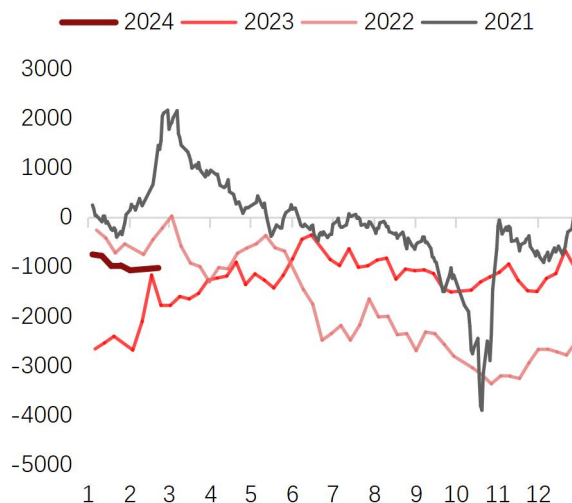
煤制装置方面，由于近期西北煤出现减产，煤制装置出现较多检修，一度使得盘面上挺，3 月煤制的检修量接近 200 万吨。煤制利润目前仍然在恢复过程中，如果成本出现下行，煤制装置开工回升会较快，而这本来是 2 月盘面担心的逻辑之一，短期被检修所暂缓，后期装置供应仍可能逐渐提升开工。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

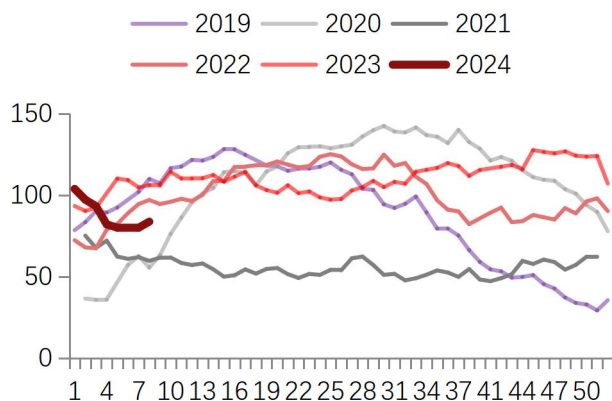
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

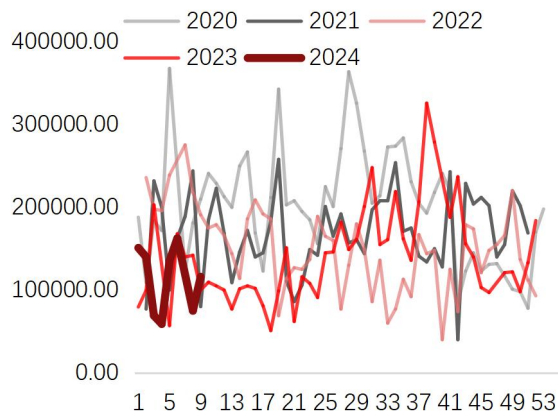
油制以及海外装置同样有这种情况。在过去 2 年内转产 EO 的部分装置，最近回转产乙二醇的情况频频出现。另外，近期海外装置中，沙比克重启及推迟重启的消息也跟随原油价格而反复。从短期来看，油制成本继续上行的概率不会太大，且乙二醇出清后半段，利润一旦继续出现恢复，回转产驱动将会持续存在，海外装置同样可能增加供应压力。所以虽然目前趋势性行情继续确认，但是中枢提升的过程中，产能闲置池里的供应恢复将会节奏性地压制价格。

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 月我们对乙二醇的看法是持续中枢 4600 左右的震荡，3 月大概率这样的行情将会延续。但随着下游近期需求有弱化被验证的可能，加上近期港口库存开始回升，装置供应的回归，乙二醇可能会在 3 月更加靠近中枢下沿运行，从长期来看，多配价值仍然存在。

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