

2024年5月6日

需求预期下行，原料将成波动来源

——能源化工策略报告

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+的减产没有大变动的情况下，计价效用已经越来越低，进入5月，成品油需求验证，以及宏观情绪的扰动将成为原油波动的最主要来源，从短期的数据来看，目前不做看好。另外5月北美出口管道通行，或重塑区域内重油供给格局，中期或刺激供应出现增量。对5-6月油价不做过高看待，短期维持震荡，长期仍有偏空压力。
- **PTA**：淡季后终端订单消耗较多，下游开工出现调降，成品库存去化停滞，导致PTA备货节奏大幅放缓。前期大装置检修挺价效用减弱，PTA中枢下移后或维持低波动格局，主要波动在短期将更多来自上游原料端。
- **乙二醇**：显性库存去化停滞，以及05合约仓单压力，导致前期价格中枢下行。但工厂乙二醇备货量目前已到极低位置。产能出清仍在过程中，阶段性供应回归仍属正常，乙二醇09合约在4450左右或仍有较强支撑，但上行空间仍需时间兑现。
- **结论**：下游需求短期恢复中，但是增量或相对有限，5月开始更多的波动将来自于上游成本端。
- **操作建议**：5月原油价格在回调后或维持短期低波运行，成品油消费弱化数据验证后或继续压制盘面，PTA和乙二醇维持低波动运行，趋势多来自原料端，可短期进行波动卖空操作。
- **风险因素**：加拿大供应短期受刺激出现增量，地缘政治风险影响生产运输，OPEC减产率大幅走差，伊拉克库尔德供应出现回归，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	5
2. 原油	5
2.1. OPEC+供应保持平稳，北美供应或有变量	5
2.2. 需求或存弱化可能，宏观亦有共振冲击风险	8
3. 聚酯	11
3.1. PTA：成品库存去化停滞，上游波动将成主要驱动	11
3.2. 乙二醇：显性库存去化停滞，价格中枢被打压	14

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	5
图 6 俄罗斯柴油出口情况	5
图 7 TMX 管道情况	6
图 8 美湾主要重质油品原料贴水	6
图 9 主要消费地原油库存情况	7
图 10 主要消费地汽油库存情况	7
图 11 美国汽油裂解差	7
图 12 欧洲汽油裂解差	7
图 13 美国炼厂裂解差	8
图 14 欧洲炼厂裂解差	8
图 15 Brent 基金持仓	8
图 16 WTI 基金持仓	8
图 17 国营炼厂开工率	9
图 18 地炼开工率	9
图 19 美国 GDP 消费分项	9
图 20 非农就业情况	9
图 21 PX-石脑油价差	10
图 22 PTA 基差情况	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

油价在4月下旬开始了明显的回吐，符合我们之前的预期，即在供需没有更多利多支撑，而地缘政治紧张程度也逐渐放缓（哈马斯已在谈判停火协议条件）的情况下，地缘溢价的回吐会带动油价回落，而宏观在近期方向的逐渐清晰也带动了需求预期的弱化，以及降息预期的推后，都使得油价在4月末5月初的时间段内持续下行。从当下的就业以及消费数据来看，后期油品消费可能仍然会受到限制，多海外品种的逻辑或许会受到影响，叠加加拿大运输管道的扩能，供需在2季度可能不会有过强的表现，油价大概率仍将继续小幅走低，以等待新的供需平衡点。

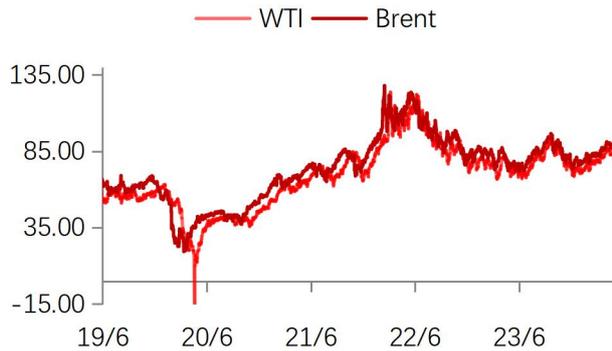
聚酯方面，4月整体价格保持下行，PTA以及乙二醇价格，尤其是近月价格均受到较大压力。主要原因是下游在4月出现了一定程度的弱化，导致订单数量减少，采购需求节奏大幅放缓，价格压力增加。如果5月仍然无法看到成品库存的去化，那么在原料价格大概率保持低位或者阴跌的基础上，聚酯价格将继续保持低位共振。

2. 原油

2.1. OPEC+供应保持平稳，北美供应或有变量

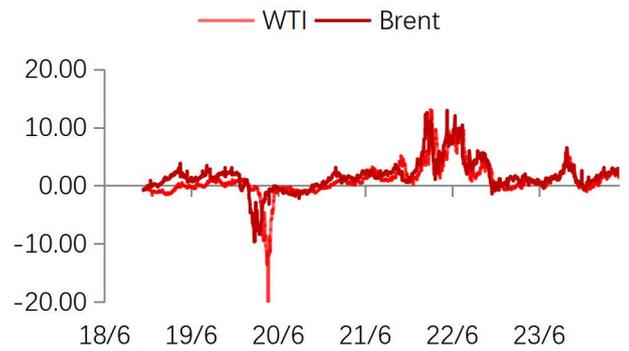
我们在4月的策略中曾提过，前期油价的上行并不代表价格中枢的上升，更多仍然是地缘政治溢价的体现。但不得不说，结构的变化在此轮价格变化过程中是部分失效的，从最高价位接近92左右回落的过程中，原油结构仍然保持了较强态势，一方面也说明从基本的供需层面上来看，当下供需并没有过弱的驱动，此轮价格变化更多是跟随宏观。另外也可以看出，供需近期仍有弱化恐慌情绪。由于当下结构部分失真，后期价格将继续跟随宏观变化，更可能在5月造成驱动的有几个因素，一是旺季成品油消费的大幅偏离预期，二是北美供应的迅速增长，三也是最重要的，宏观预期带来的板块共振，包括铜价在内的大宗均或受影响。

图1 基准油价格



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

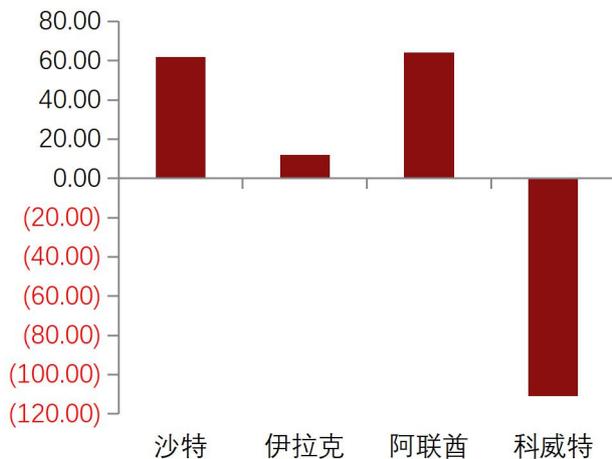
图2 基准油三月月差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

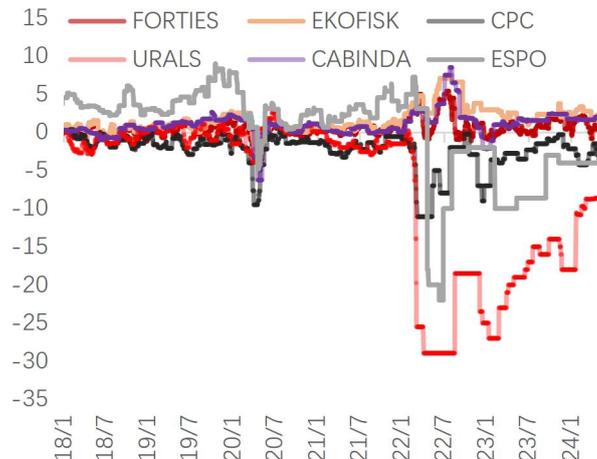
OPEC+虽然有部分国家要减产以弥补此前多余产量的承诺,但是从产量来看,基本没有太大的变化,OPEC基本维持在2680万桶/天。伊拉克和哈萨克斯坦方面表示将会在后续弥补其一季度60万桶/天和40万桶/天的超额产量,但时限将会是在今年整年,所以即便真的能做到,产量削减的幅度也仅会在30万桶/天以内,幅度相对有限。

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

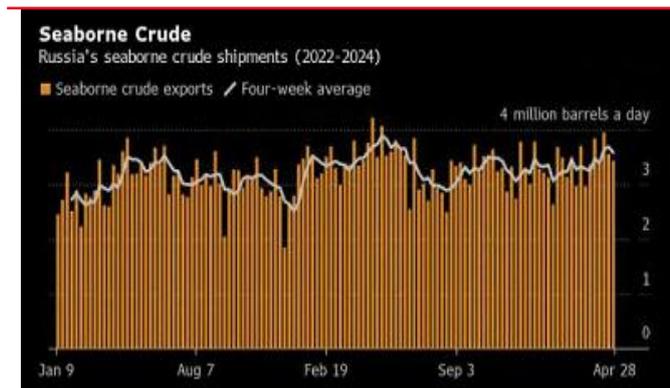
图4 部分现货贴水



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

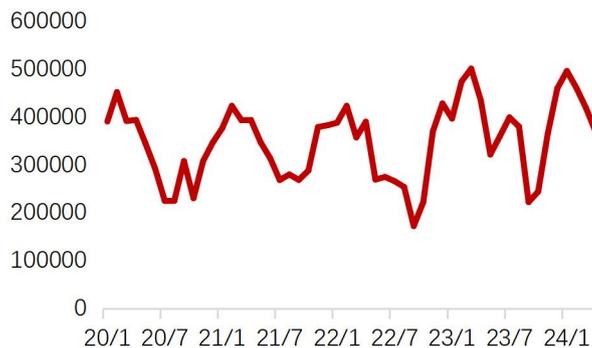
而俄罗斯方面,前期美国已经开始对俄国有油轮公司进行了制裁,并且已经初见成效,但是随着近期海外通胀的再度粘滞,美国再度放宽了对俄银行的制裁,由此俄罗斯供应也随之小幅走高。不过在4月俄罗斯柴油出口仅为36.2万桶/天,环比减少5万桶/天。另外俄罗斯位于Ryazan的国有炼厂PJSC再度受到乌克兰无人机袭击,其炼能位34万桶/天,受影响装置为6万桶/天,但目前为止其装置运行未受到明显影响,是否会影响到装载计划仍需后续观察。

图5 俄罗斯原油海运情况



资料来源: Bloomberg

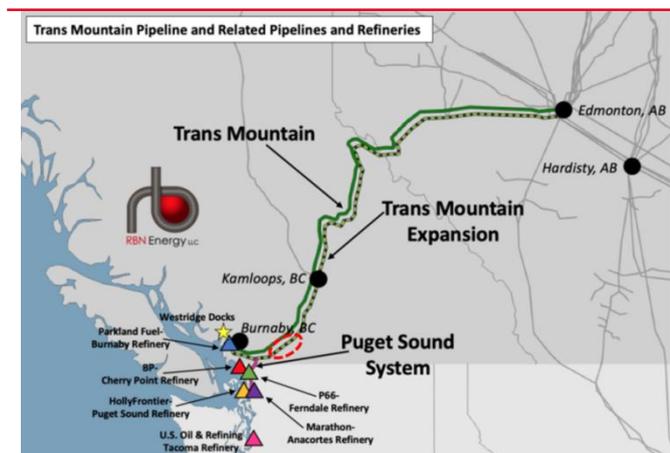
图6 俄罗斯柴油出口情况



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

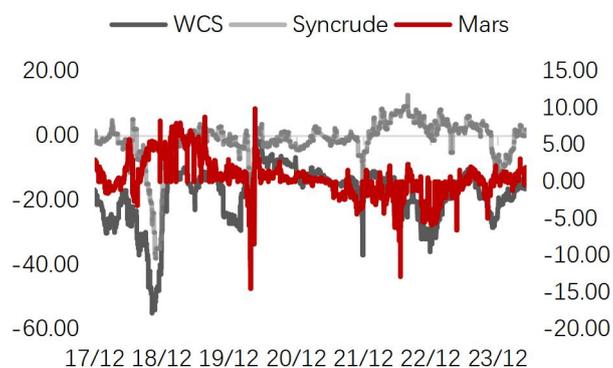
北美方面，前期提到的 Trans Mountain Expansion 段已经开始投入商业运营，原有的 30 万桶/天运将扩展 59 万桶至 89 万桶/天。首批船运装载将会在 5 月中旬，目前未完全收到长约预定运载。届时北美重油贸易流将会重塑，加拿大油砂将会增加对亚洲炼厂的出口，亚太重质原料选择将不再局限于南美，而传统的美湾客户得到加拿大原料的难度将会更大，继而只能选择南美或者国内油品，近期美湾重油 Mars 的价差就已经出现了明显的增加。加拿大油砂虽然相对 Brent 有 10 美元以上的折价，但是近年来其开采成本已经大幅下降，从过去的接近 70 美元/桶下降至目前平均 45 美元/桶，部分资产已经降低至 30 美元以下。虽然目前整体开采成本仍然偏高，且勘探成本仍然在 55 美元/桶以上，但短期油价持续保持高位，叠加运输打通，就仍有扩大输出的空间。所以从原油供需总量上来看，短期内加拿大出口将会部分取代南美以及美国的油品出口，但中期来看，加拿大自身的产能将会受到刺激从而增长，并且这并不需要耗费很长的时间，所以在 2-3 季度来看，这仍会成为对油价的压制。

图7 TMX 管道情况



资料来源: RBN

图8 美湾主要重质油品原料贴水



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

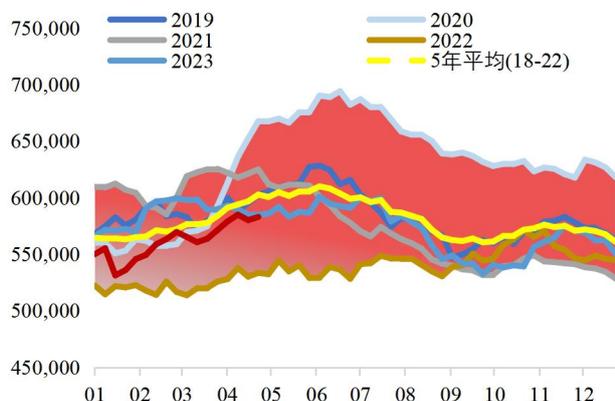
除此之外油市的供应变化并不多，虽然目前有预计 OPEC+ 会减少减产份额的声音，但是大概率 6 月 OPEC+ 仍还是会维持原有减产配额。除去地缘政治引发的可能造成供应影响外，2 季度更多的焦点将会集中在旺季需求验证情况，以及宏观带来的需求预期变化，或者包括大宗商品的共振影响。

所以从供应层面上看，目前基本匹配需求，供需差并不大，前期结构的持续强势就说明了这一点。但是需要看到，在近期价格下行后，现货贴水也跟随下降，整体供需正处在转变过程中，供应后期有增加风险。需求是否能够消化供应增量，以及宏观需求预期的变化，将成为下一个阶段的主题，由此来看，2 季度尤其是 5-6 月将成为油价一段时间内变动的关键时点，需求验证以及美联储决议将成为后期市场指引。

2.2. 需求或存弱化可能，宏观亦有共振冲击风险

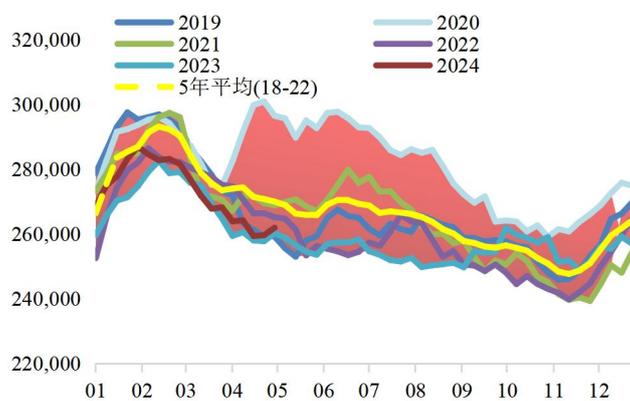
4 月末的价格下行，除去以哈逐渐向达成停火协议接近而出现的溢价回吐，总体供需出现小幅弱化也是主要原因。从最近的库存情况来看，已经出现了连续的累库情况，当然前期由于欧洲仍处于检修高峰，亚太炼厂开工总体也不高，所以受到一定影响，该时段累库总体也属于同期正常水平，但是没有看到库存再度去化之前，价格将较难有真正的上行驱动。

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

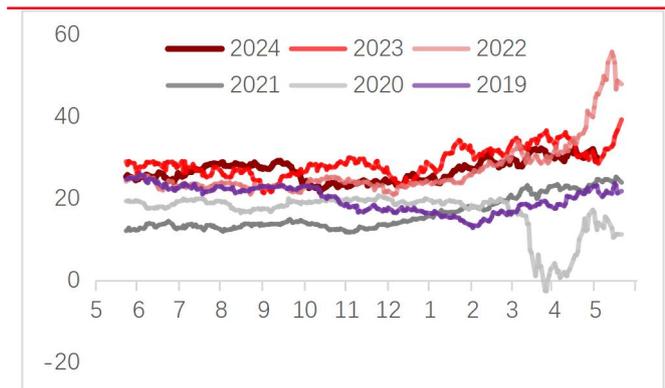
图 10 主要消费地汽油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

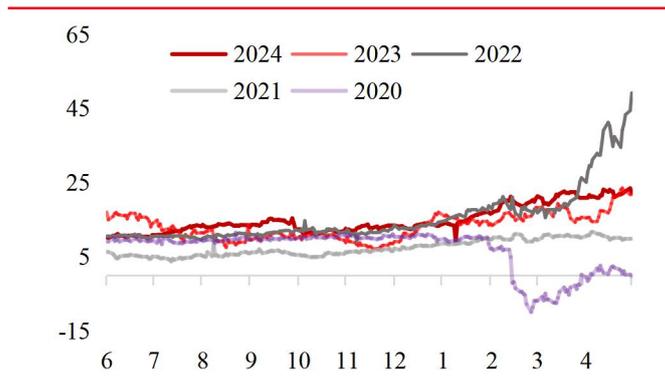
并且近期的利润水平已经体现了这样的趋势，轻质馏分到目前为止并未体现出明显的上行，前期的强势到目前时点基本已经消耗殆尽，从芳烃的流向来看，前两年出现的调油料炒作，在今年也基本偃旗息鼓，价差上并未显示出调油料有跨区套利的经济性，也侧面说明了近期海外油品需求的预期弱势。近期轻质馏分的小幅累库，也印证了当下需求的颓势。

图 11 美国汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

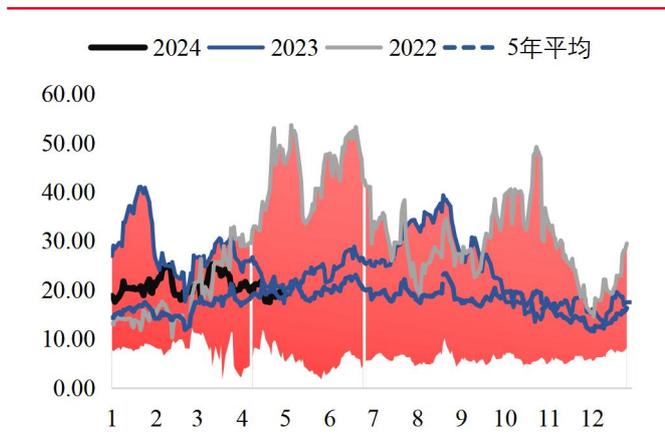
图 12 欧洲汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

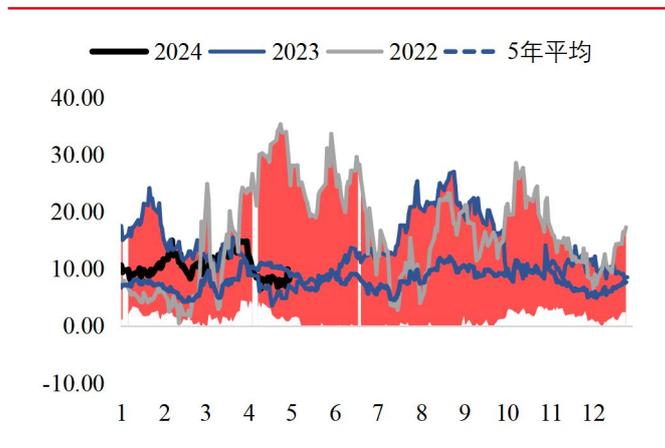
而从炼化利润上来看,海外的低迷也是此轮价格下行的最主要因素。和前文的贴水相印证,成品需求低迷的情况下,此轮原油价格的上行并未带动炼厂利润的上调,所以现货买兴相对一般,我们前期对油价长期不看多的支撑在此得到支持。后续如果利润持续保持低位,旺季价格可能会继续受到压制。

图 13 美国炼厂裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

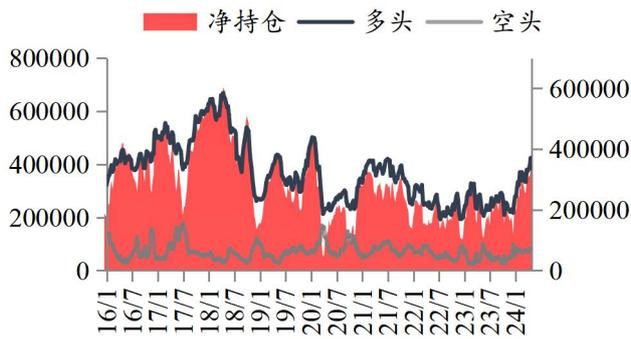
图 14 欧洲炼厂裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

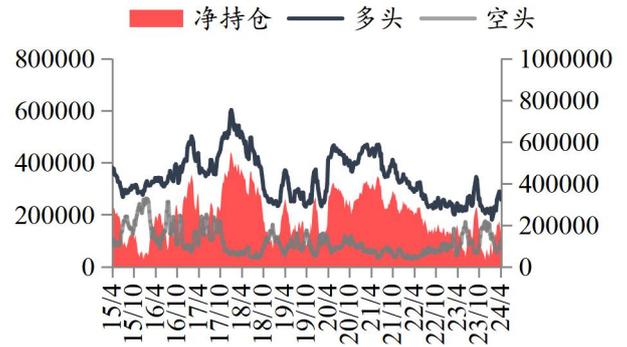
而从资金角度看,近期的空配持仓已经连续增加,Brent 以及 WTI 的空仓已经升至 1 月以来的最高值,4 月以来净多持仓也出现了明显的下行。相比于其他大类资产如黄金和铜,原油在 4 月的表现相对低迷,多配价值有限,也是近期资金流入相对一般的原因。

图 15 Brent 持仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 16 WTI 持仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

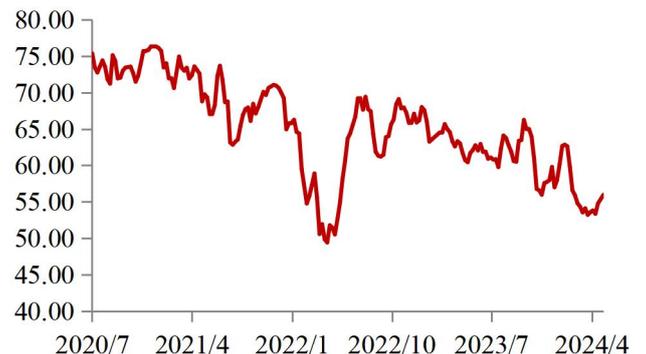
亚太需求中，虽然对俄罗斯进口仍然较多，但是中国需求恢复速度仍然偏慢，国营与地炼开工均维持低位，国内炼化利润偏低之外，副产品如沥青等产销情况较差，化工品需求同样不好，都对上游炼化需求带来负反馈。不过近期对中国出口油轮数量已经再度增加，整体开工有一定反弹。5 月预计走出检修之后，亚太需求将有一定反弹，但是空间或仍较为有限。

图 17 国营炼厂开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 18 地炼开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

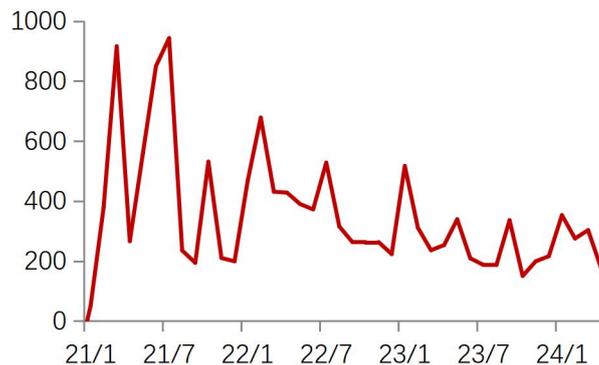
5-6 月，最关键的将会是宏观带来的需求预期的改变。从近期的数据来看，工资增速基本契合通胀，但就业数据已经显现出颓势，另外商品消费数据同样出现了环比的小幅下行，和当先仍然偏高的服务消费形成了劈叉。另外，薪资增速近几月环比放缓也较为明显。因此后期的海外商品需求，尤其是包括油品的大宗需求可能不容乐观。

图 19 美国 GDP 消费分项



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 20 非农就业情况



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

目前美联储对于今年的定调仍然是不会再加息，但是降息预期当下已经越来越低。从实际数据来看，消费数据所引申出的可能的弱势，会导致从 2020 年开始的海外宽松导致的通胀下商品价格强势逻辑改变，已经此前延续两至三年的多配海外强势品种的主基调可能会在近期发生变化。

我们在前度的月度策略中曾提到，进入 2 季度或 3 季度的时点，油价仍将面临较大压力。此次油价回调较早兑现了我们的预期，2 季度后油市将进入旺季需求验证阶段，我们仍然不对当下需求做过于乐观的预期，但是相对的，目前的供需虽然在逐渐宽松，但是并无急剧矛盾点，不管是供应增量，还是低迷需求的体现，仍需一定时间来兑现，由此油价在回吐了地缘政治溢价后，5 月或阶段性震荡，但季度内我们仍对油价持偏空预期。

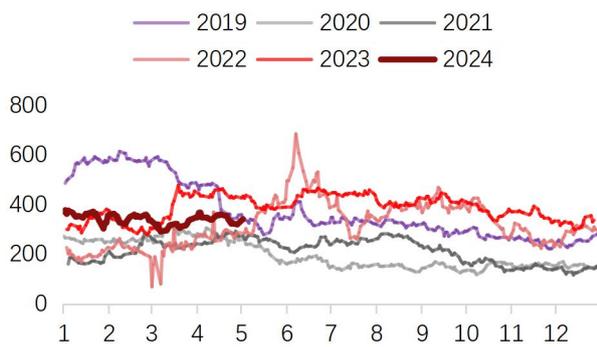
3. 聚酯

3.1. PTA：成品库存去化停滞，上游波动将成主要驱动

4 月 PTA 出现明显下行，原因在于两点，一是下游需求出现了缓慢的弱化，二是原油出现弱化，带动 PX 等原料出现下行。5 月 PTA 驱动大概率难出现变化，预计将持续主力在 5750-5950 的震荡。

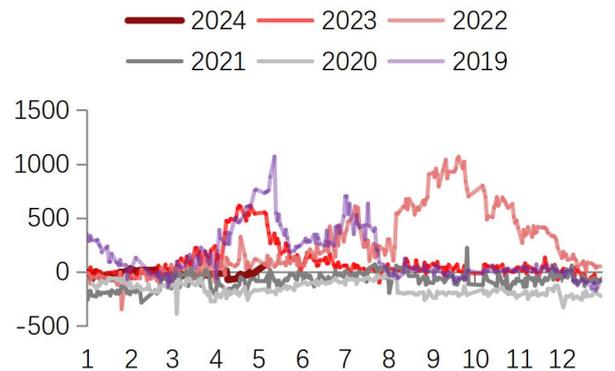
除去原油，原料方面 PX 在进入交割后，05 价格持续下行，仓单数量仍然足够，至此 PX 第一波交割行情结束，对 PTA 和下游品种的影响并不大。另外，4 月末多套装置结束检修后重启，包括乌石化，恒力和浙石化在内，约有 550 万吨产能 4 月末 5 月初恢复，即便之后东营仍有检修计划，短期 PX 供应仍将增加。

图 21 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

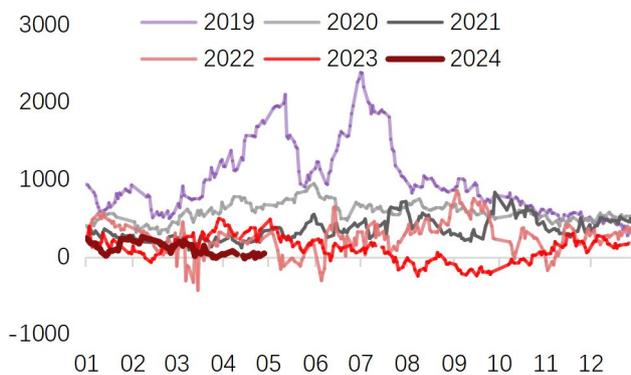
图 22 PTA 基差情况



资料来源：东海期货研究所，Wind

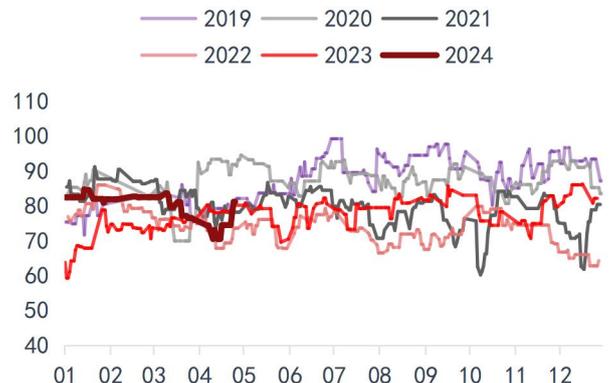
如我们上次所说，PX 今年大概率将难有实质性的项目性投产，腾龙芳烃的复产可能会再度搁置，而裕龙岛装置产出集中在 MX。所以在今年 PTA 仍有投产预期的情况侠，PX 长期格局仍然偏紧。但对应的 PTA 装置方面，由于前期头部装置早就检修挺价，叠加近期多套大装置，包括威联，嘉通等均开始检修，PTA 开工率持续下行，所以 PX 短期供应的恢复反而会压制原料成本，PX 短期并不紧缺。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 24 PTA 开工率

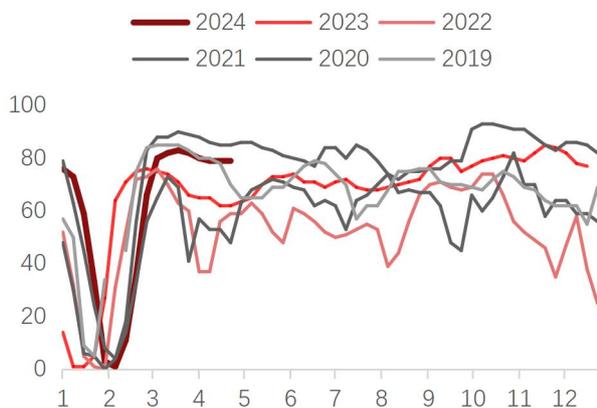


资料来源：东海期货研究所，Wind

造成这样的原因，仍然要归结于目前极低的加工利润。从 4 月开始，PTA 加工费就持续处在历年来极低位置，这也造成了大量装置被动进行检修。包括恒力等头部装置持续进行检修，检修在前期略有挺价效果，但在之后边际效用也越来越低，叠加原油出现弱化，PTA 随后跟跌。

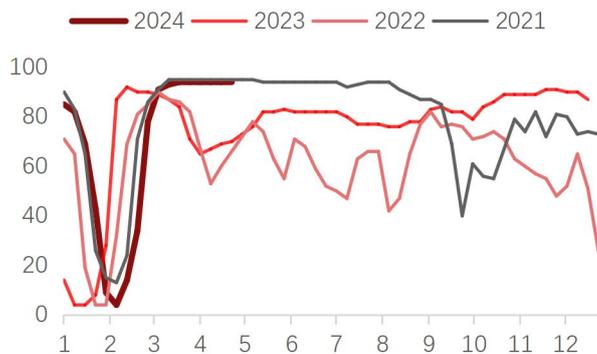
下游来看，订单明显出现了放缓的情况。3至4月，大量终端企业的订单虽然有一部分来自即时需求，但相当一部分来自于年前累积订单，到4月中下旬开始，此部分订单基本消化完毕，新订单跟随有限，导致下游开工出现了收缩，原料备货节奏明显放缓。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

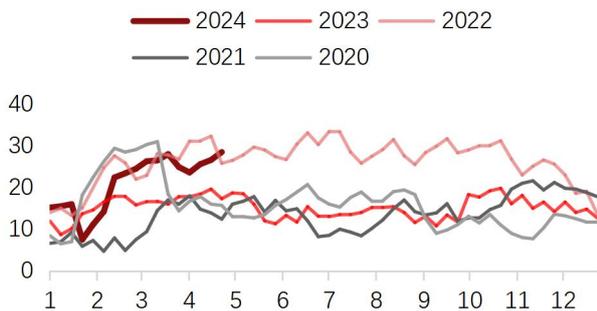
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

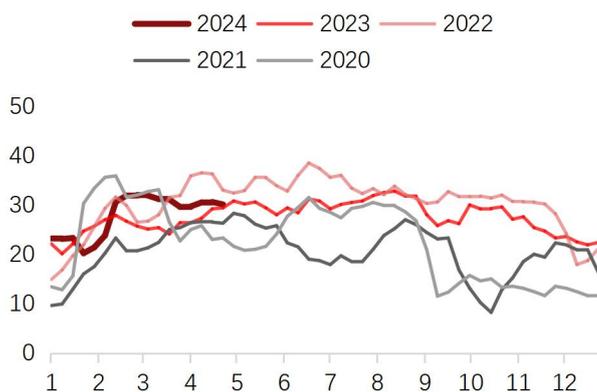
下游方面，长丝库存从4月中旬开始去化停滞，由此即便下游厂家原料备货量目前仍属低位，但采购节奏仍然较慢。短纤库存去化较多，但加工费也并未有明显起色。下游成品库存在去化之前，PTA 基差难有真正上行节奏。

图 27 POY 库存指数



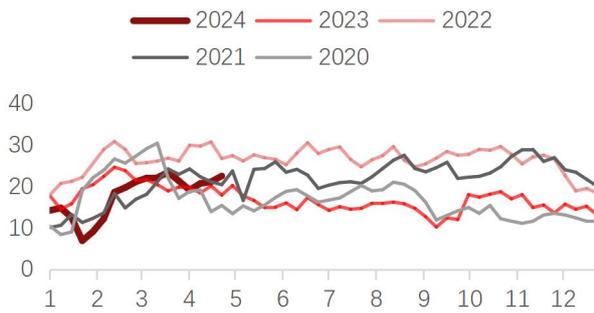
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



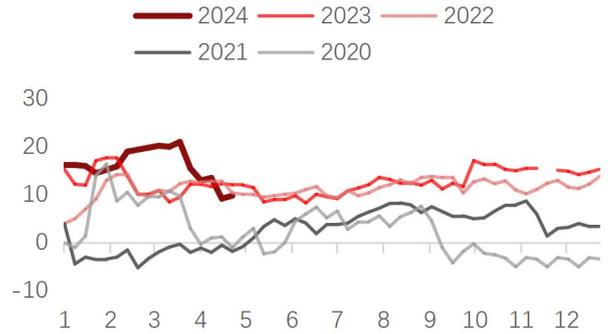
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

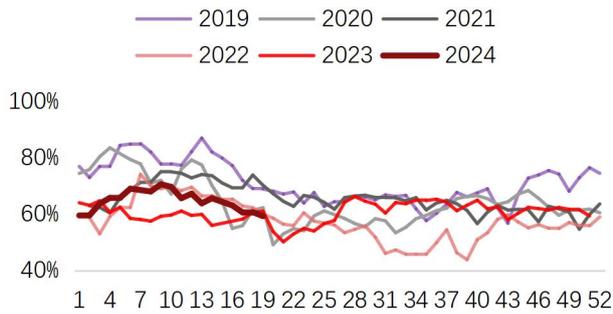
不过，从利润上来看，近期下游加工费已经从低位有所反弹。所以在 PTA 价格出现一定程度的下跌后，低价的囤货性需求仍然存在，在 4 月下 5 月初的时段内，价格跟随原油下跌后，基差就出现了小幅走强，只是这样的低位囤货需求难以成为价格真正的上行因素，更多只是底部支撑。

4 月末有数套装置检修结束回归运行，在下游开工小幅回落的情况下，短期供应压力较大。5 月如果未见终端订单向好，以及下游采购的恢复，成品库存只要居高不下，那么 PTA 价格就将延续低位波动的格局，更多的价格变动将仍然来自于原料端。5 月 PTA 价格中枢预计在 5700-5950，除去原料波动外可继续进行波动率卖空的操作。

3.2. 乙二醇：显性库存去化停滞，价格中枢被打压

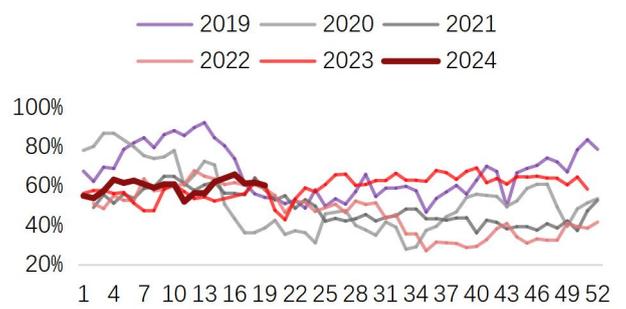
乙二醇 4 月价格遭受到较大压力，主要原因是下游需求的弱化导致的采购减量，另外从 1 季度开始的乙二醇价格中枢上抬，也一定程度支撑了煤制开工的走高。最后，盘面高价格与现货形成反差，导致较多货品被抛至盘面，4 月开始仓单量大幅增加，对 05 合约造成了较大压制，带动其他月份价格下行。

图 31 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

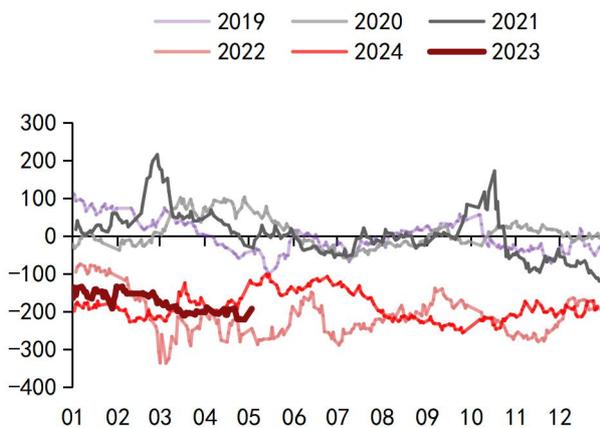
图 32 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

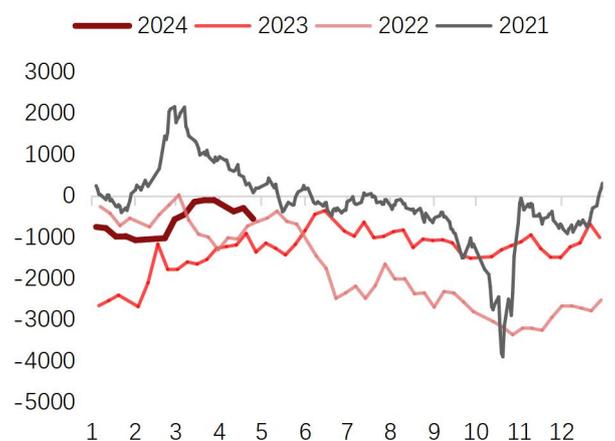
从利润来看，前期较高的煤制利润也出现了小幅下行，后续部分煤制装置在 5 月的回归仍可能存在变数。而部分油制大装置在前期的检修计划推迟，也是造成 4 月乙二醇价格中枢下行的主要原因。不过从下游的乙二醇备货量来看，目前已到了极低位置，后续聚酯下游开工不大幅下跌的情况下，09 合约继续下跌的概率较低。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

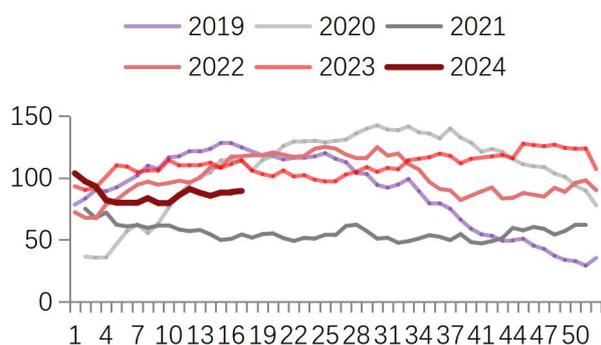
图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

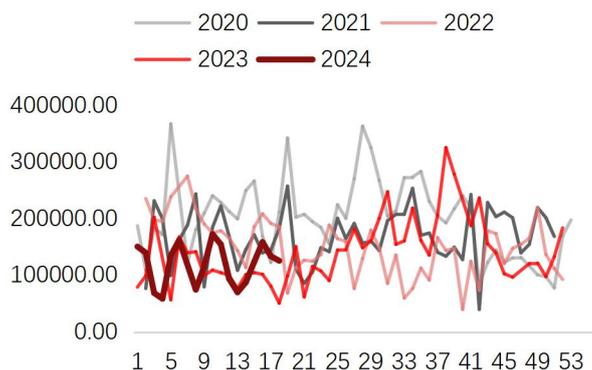
4 月价格中枢下行的另一个原因是显性库存的去化停滞，反而小幅回升，造成了市场情绪的恐慌，认为乙二醇再度回到了 23 年的季度过剩水平。但从后期的下游开工以及目前的检修计划来看，后期乙二醇仍然处于缓慢去库的过程中，产能出清的节奏一定会伴随阶段性的装置回归以及库存的回累，但从长期来看乙二醇在低位的支撑仍然较强，只是没有时间积累的情况下，上行幅度仍然有限。

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

前期盘面大量抛货导致 05 合约中枢被大幅下压，仓单增至 4000 左右，导致 5-9 出现大幅下行，这一因素在交割结束后短期发酵影响将减弱。另外，在作为盘面较少的底部支撑明显品种，乙二醇在板块共振下跌的情况下往往充当了多配资金的安全地，而近期大宗商品如黄金，铜等品种上行趋势明显，较多资金流向明显去往其他多配品种，乙二醇蓄水作用减弱。

在 05 合约结束后，仓单问题对 09 的压力将大幅减弱，09 合约将继续运行长期产能出清逻辑。短期聚酯开工低位，港口显性库存的去化将维持较低速率，而下游工厂的备货低位库存将给乙二醇带来较多的采购低位支撑。后期乙二醇低位仍然探明，09 合约 4450 左右仍然支撑明显，但多配价值需要时间体现，短期操作价值有限，建议进行卖空波动操作。

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