

2024年8月1日

季节性改善支撑价格，长期供需矛盾仍存

——能源化工月度投资策略

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：**供需季节性好转，至9月上需求仍有计价释放时间，成品去库仍可持续，叠加近期中东地缘政治风险回升，**油价8月或维持震荡格局**。但低利润问题并未解决，炼厂进料缓慢走低，后续或影响现货买盘，以及中国需求恢复不及预期，如果10月OPEC+不给出超预期退出减产方案，**油价长期中枢下行趋势将不会结束**。
- **PTA：**短期终端开工淡季走弱，备货节奏放缓，8月累库预期不改，短期价格区间下沿震荡。但后期下游采购或有季节性回升，叠加近期资金卖盘力量开始减少，PTA突破下沿概率较低，窄幅震荡格局持续
- **乙二醇：**8月仍维持去库格局，港口库存持续去化，厂家库存维持低位，7月流动性行情显示乙二醇已具备中枢上行基础。8月后观察终端开工恢复情况，若下游带动开工回升，乙二醇去库状态下远月多配价值将持续增加。
- **结论：**海外成品油需求总体一般，但旺季需求仍有剩余发酵时间，去库仍可给市场信心，原油价格预计短期有支撑，长期过剩问题仍然存在，若OPEC+维持原有退出减产行动，则油价或在9月后面面临进一步回调趋势。化工板块整体回调幅度或不及原油，部分品种如乙二醇可适机低位多配。
- **操作建议：**8月原油可进行区间操作，趋势性行情出现概率较低。下游方面乙二醇远月合约可进行逢低多或期权看涨操作，PTA维持区间震荡操作。
- **风险因素：**OPEC+仍维持原有减产政策，北美供应短期受刺激出现增量，地缘政治风险影响生产运输，伊拉克北部供应出现回归，俄罗斯供应再度走高，俄乌冲突缓和影响制裁，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：需求担忧长期存在，季节性恢复短期支撑	5
2.1. 供应变量不大，现货调整有限	5
2.2. 旺季中低位需求仍有释放空间，长期矛盾或在持续酝酿	9
3. 聚酯：终端需求等待恢复，震荡格局不改	14
3.1. PTA：供应增量叠加下游弱势，后期累库预期持续	14
3.2. 乙二醇：显性库存继续去化，远期多配价值持续	19

图表目录

图 1 Brent 即期价差	4
图 2 基准油三个月月差	4
图 3 主要油品贴水情况	5
图 4 OPEC 配额减产执行情况	5
图 5 OPEC 中东主要国家总出口情况	6
图 6 Dubai-Oman 价差	6
图 7 俄罗斯原油海运情况	6
图 8 俄罗斯柴油出口情况	6
图 9 北海装载量	7
图 10 圭亚那生产计划	7
图 11 页岩油公司现金流向	7
图 12 美国开钻未完成井 (DUC) 数量	7
图 13 主要消费地原油库存	8
图 14 主要消费地汽油库存	8
图 15 美国炼厂进料	9
图 16 美国生产汽柴比	9
图 17 美国汽油裂解差	9
图 18 汽油管道运输价-RBOB 贴水 与表需对比	9
图 19 美国炼厂裂解差	10
图 20 欧洲炼厂裂解差	10
图 21 国营炼厂开工率	10
图 22 地炼开工率	10
图 23 中国汽油库存	11
图 24 中国柴油库存	11
图 25 中国原油进口同比变化	11
图 26 对中国出口油轮量	11
图 27 美国雇佣及劳动参与情况	12
图 28 美国家庭杠杆率	12
图 29 PX-石脑油价差	13
图 30 美湾甲苯调油价差	13
图 31 PTA 加工费	14
图 32 PTA 开工率	14
图 33 织机开工率	14
图 34 聚酯开工率	14
图 35 POY 库存指数	15
图 36 DTY 库存指数	15
图 37 FDY 库存指数	15

图 38 短纤库存指数	15
图 39 POY 现金流	16
图 40 DTY 现金流	16
图 41 FDY 现金流	16
图 42 瓶片现金流	16
图 43 PTA 供需预估	16
图 44 PTA 基差情况	16
图 45 乙二醇总开工率	17
图 46 乙二醇煤制开工率	17
图 47 乙二醇华东到港预报	18
图 48 乙二醇供需预估	18
图 49 乙烯制乙二醇利润	18
图 50 煤制乙二醇利润	18
图 51 乙二醇华东港口库存	19
图 52 乙二醇华东港口库存	19

1. 策略概述

我们在 7 月策略中提醒了能化的中枢回调风险，中旬开始盘面也确由原油带领出现下跌，前期由 WTI 风险共振的硬拉行情转为对基本面需求的担忧，直至 7 月末，盘面仍然偏弱势震荡。8 月我们预计该情况或略有缓和，因为近期海外成品油需求略有恢复，整体去库在 9 月前或能维持，且目前市场对于今年加息 1-2 次仍有不小期望，**原油价格短期急速大幅下探的概率不高**。但降息预期仍然是极大的不稳定因素，且需求预期仍然较差，9 月后市场将进入检修季和柴油旺季，以目前的工业需求来看，后期需求弱势可能继续酝酿计价空间，所以仍**不对原油做过多看好，短期弱势震荡，且后期仍有下行空间**。

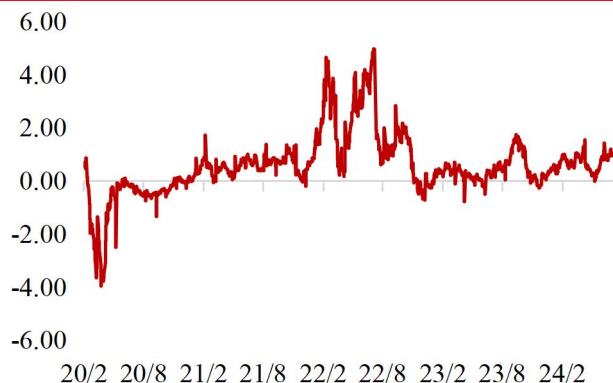
聚酯品种价格上，短期跟随原油回调，且 7 月本身需求淡季，下游前期的挺价行为又造成了一定影响，最终导致终端开工下行，订单走弱，下游备货节奏大幅放缓，开工大幅走低。另外 PTA 装置近期恢复后供应压力陡增，累库持续，叠加资金持续加空，中枢不断下移，8 月需求或有小幅好转，**但 PTA 累库预期不改，预计仍偏弱势震荡**。乙二醇库存不断去化，虽然终端需求弱势，但长期产能出清已经到了后半阶段，**乙二醇逢低多的性价比继续在抬升**。

2. 原油：需求担忧长期存在，季节性恢复短期支撑

2.1. 供应变量不大，现货调整有限

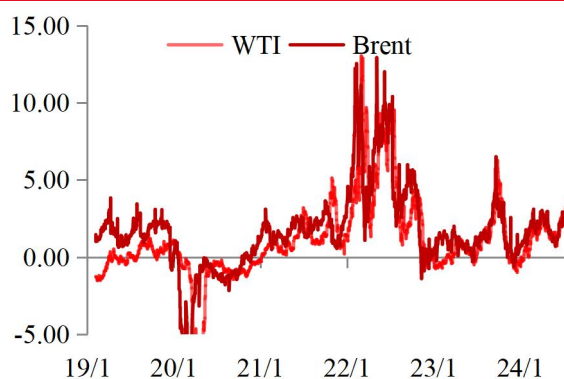
7 月原油的变动并不来自供应，更多是需求问题，上旬的价格上升主要来自于海外通胀的超预期下行所带来的降息预期，以及由此带来的风险共振支撑。而在美股出现下行之后，原油的风险支撑也随即走弱，月余持续被压制的弱基本面逻辑开始计价，原油价格崩塌。上旬开始我们在日度策略中就及时进行了风险警示，8 月我们对后期原油价格仍不作看好，但短期价格已进入超卖，且月差回调后仍保持偏强态势，价格若要继续走弱需要更多时间兑现。

图1 Brent 即期价差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图2 基准油三个月月差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

简单复盘此轮价格下跌，我们可以发现是有迹可循的。首先7月上旬的上涨行情中，WTI月差带动更多，B-W价差急剧缩小，最低到2.3美金，两大基准原油的运行逻辑分化明显，Brent被拖动上行的效果是越来越差的；其次，Brent在上旬的上行中，月差虽然也跟随小幅走强，但近月价拉涨一般，远月价甚至小幅下跌，这并不是价格能够维持稳定的信号，明显市场开始对远期开始需求担忧计价；最后，Brent的即期价差也显示当时的价格处在超买阶段，基本面变动不大的情况下，即期价差上行过快且到达了比价去年9月末，今年4月末的高点，和过去时点后价格大幅下跌相类似，溢价回吐的风险较大。所以WTI支撑走弱后，16号左右往常波动较低的亚盘时间也开始出现下行压力，2天后价格全面回调，这与前期释放信号以及过去类似特征时点价格的运行是一致的。

但从现货情况来看，走弱并不十分明显。前期7月上旬，北海油品贴水确实略有走弱，但下旬买盘重新回归，近期贴水仍有支撑，其他的地中海以及西非油品贴水总体走弱幅度也有限，由于价格中枢下行，现货市场总体小幅转好，叠加近期仍然是需求旺季，海外炼厂进料增加，即便目前水平也只有中性，且后期仍有可能回落，但短期支撑是仍然存在的，这点需要正视。近期油价在79-81区间左右得到一定支撑，也是因为短期基本面有所持稳。

图3 主要油品贴水情况

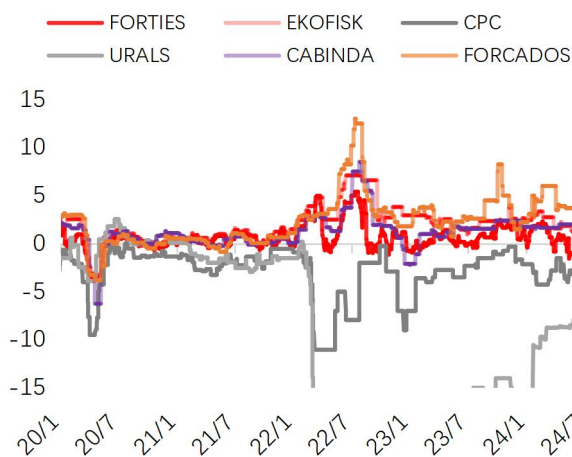
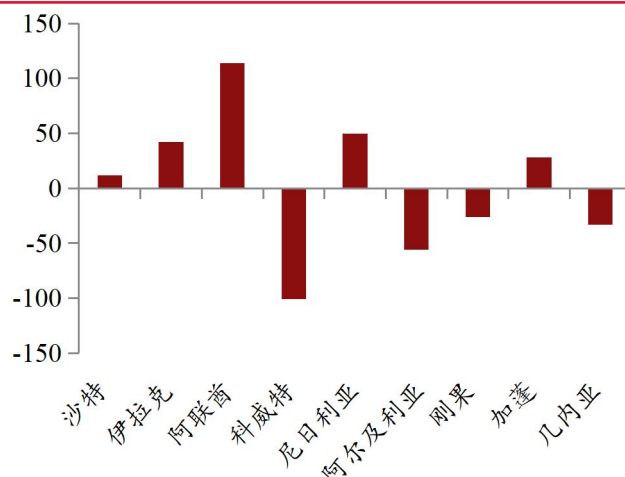


图4 OPEC配额减产执行情况



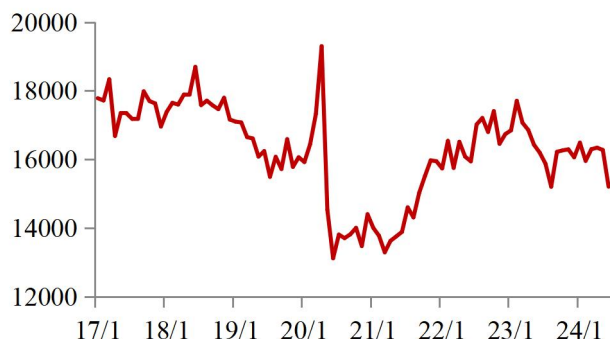
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

短期 OPEC 的内部产量与其减产配额基本符合，季度内产量预计都将维持在 2700 万桶/天左右，**供应变量有限**。后期 OPEC 内部供应风险可能会兑现的地方，仍然在于伊拉克，伊朗以及委内瑞拉。伊拉克北部 40 万桶/天产能的库尔德自治政府辖区油田，目前仍在停产中，自治政府与中央政府的谈判在 6 月再度陷入停滞，后期仍有可能回归。而伊朗和委内瑞拉在制裁下的产能短期变化有限。总体来看 OPEC 供应变量有限，出口方面，沙特，两伊，阿联酋和科威特的总出口持续保持在 1600 万桶左右/水平，近期甚至有小幅下降，但更多是亚太需求弱势导致，并非主动减量。

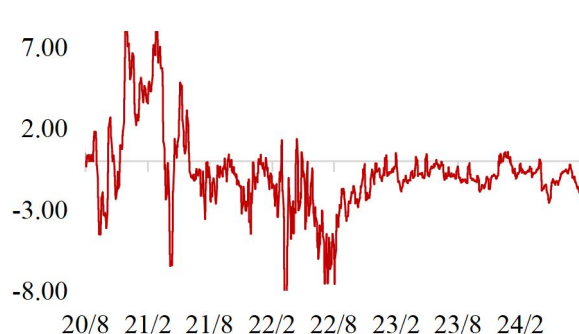
但 OPEC 在 10 月是否能给出超预期减产，仍是 3-4 季度的关键。伊拉克等国的补偿减产大概率是得不到实施的，市场焦点将集中在 10 月 OPEC 是否会正常退出减产，抑或是继续给出超预期减产。目前中东出口需求整体也较为一般，这点从 Dubai-Oman 价差也可以看出，不过 7 月末油价持稳后，部分信源传沙特将会提高对亚官价，如果属实则可侧面反映其对需求确实仍有较强信心，近期市场预计 OPEC 或将在 10 月正常退出减产，届时确实可能有概率发生，而盘面可能会出现类似 6 月初的悲观情绪。

图 5 OPEC 中东主要国家总出口情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

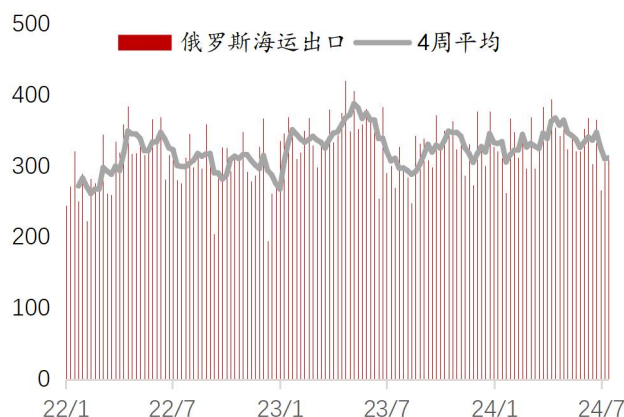
图 6 Dubai-Oman 价差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

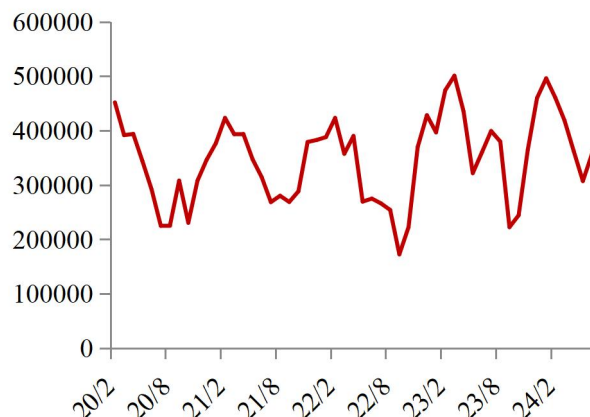
另外俄罗斯方面，近期受到了欧美进一步的制裁，包括石油天然气制品，金属矿及加工品等工业品的出口制裁被收紧，同时欧美对与俄交易的次级金融机构提出具体制裁措施。叠加近期对俄罗斯航运公司施加的深度结算制裁，**俄罗斯近期出口可能受到一定制裁影响**，7 月中下旬的海运出口装载下降至不足 310 万桶/天。在东向供应增加但短期亚太需求低迷的情况下，俄罗斯供应被动实现了其承诺的“自愿减产”，成品油出口方面增量也较为有限。但长期来看，**需要注意若特朗普上台可能出现的政策转向**，且拜登政府也亟需选前控制能源价格，俄出口短期大幅收紧的概率也不高。

图7 俄罗斯原油海运情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

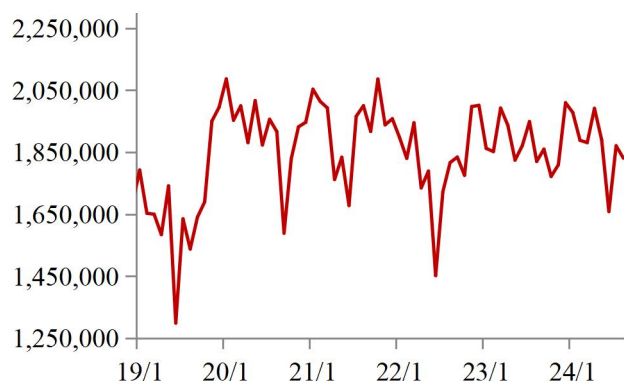
图8 俄罗斯柴油出口情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

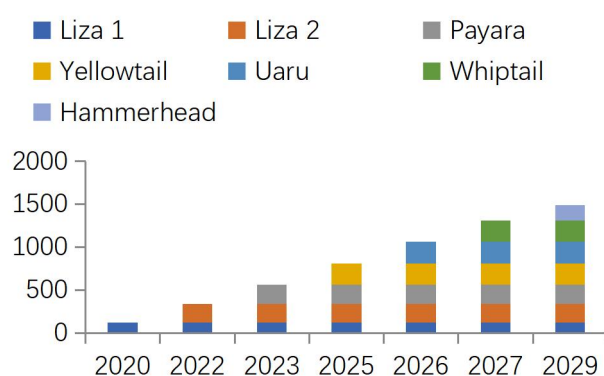
另外北海装载在经历了3季度的检修后，供应将会稳步恢复，恢复量预计在15万桶/天，对市场冲击有限。另外圭亚那的生产计划在2024年并无释放，下一阶段的Payara油区产量释放会在2025年，所以非传统产区新增产能仍然较为有限。

图9 北海装载量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

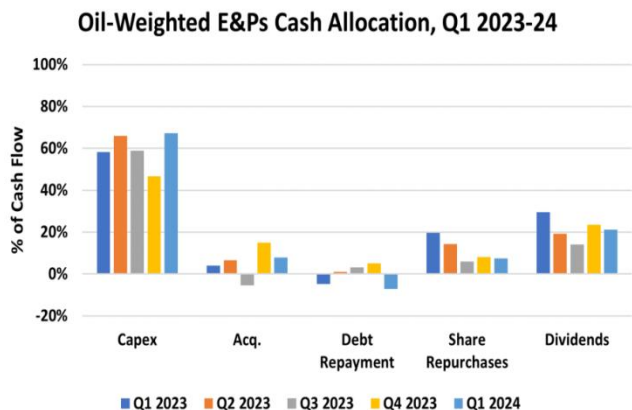
图10 圭亚那生产计划



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

美油的供应在短期变量仍然有限，虽然近期整体页岩油公司并购不断，主要页岩油产地以及海外新产地的资源都在被头部E&P公司不断整合，但是目前的勘探费用仍然仅维持在保持目前产量的基准上，上游开支相比于去年的增量相对有限，仍然大幅低于19年以前的高位水平。除非短期内油价再度出现10美金以上的增幅，否则依靠目前消耗DUC的形势，美油产量今年短期内大幅增长的难度仍然是极高的，页岩油公司策略更多是维持现有产量，而非增产。

图 11 页岩油公司现金流



资料来源: RBN

图 12 美国开钻未完成井 (DUC) 数量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

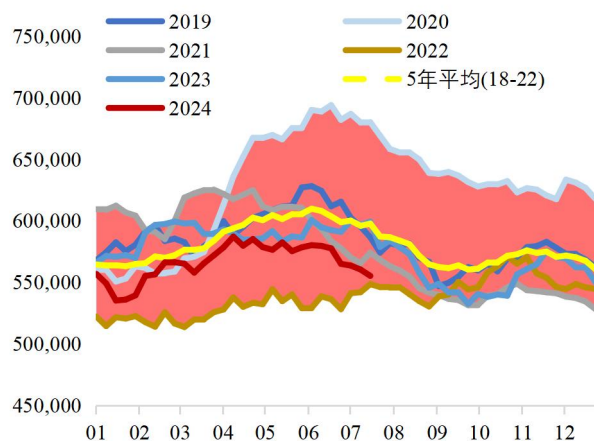
近期计价关键并非供应, 且供应层面上, 近期变量较少, 传统产区增减互补, 总体保持平稳, 另外补偿减产大概率实施不到位, 后期关键点仍在于 10 月 OPEC 是否会按原计划逐渐退出减产, 鉴于 10 月后炼厂逐渐进入检修季以及柴油需求旺季, 考虑到柴油可能的外推需求弱势, 如果 OPEC 不继续做出超量减产, 而是逐渐退出减产, 供应压力很可能会在 4 季度前夕成为大幅压制价格中枢的因素。

2.2. 旺季中低位需求仍有释放空间, 长期矛盾或在持续酝酿

需求忧虑是盘面持续博弈的计价逻辑中心, 6 月至 7 月初, 市场持续给出较高的海外旺季消费预期, 但是从目前看, 今年旺季需求水平基本可以盖棺定论, 属于近年来的中下水平。整体乏善可陈。并且 9 月后将淡出需求旺季, 留给汽油库存去化带动价格逻辑的时间已经不多了。

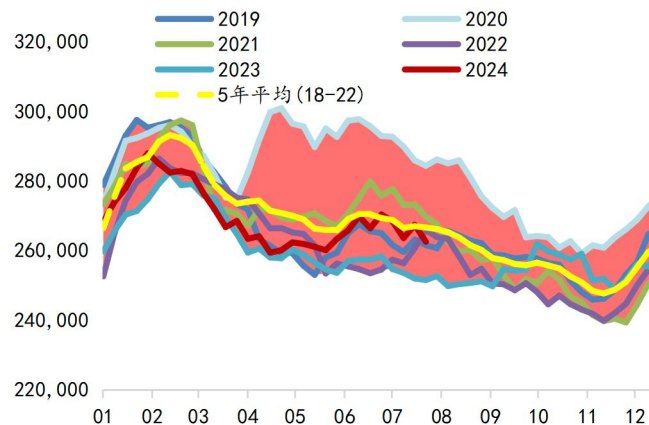
不过在临近 8 月时点, 需求环比确实有所好转, 从主要消费地的库存总览上可以看出, 在原油汽油库存最终有所去化的基础上, 叠加中东地缘政治再生波澜, 使得油价在 79 左右支撑位稳定。

图 13 主要消费地原油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

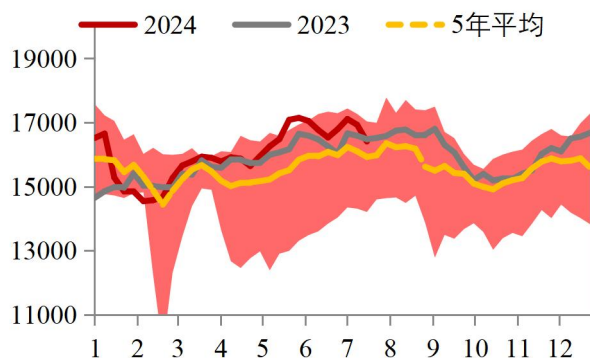
图 14 主要消费地汽油库存情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

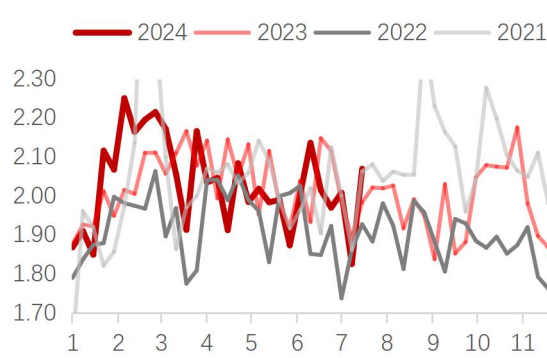
但我们仍对今年旺季海外需求作中下水平的定义，是因为在六七八月的大部分时间内，都无法看到进料稳定下，原油和成品油尤其是汽油的双去库，即便7月末情况有所改观，但是这样的转强仍然有些晚。并且在大部分时间内，成品油的库存去化是来自进料减少的负反馈，并不能体现终端消费的转强，这点在今年的生产汽柴率，以及汽油裂解中可以得到验证。

图 15 美国炼厂进料



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

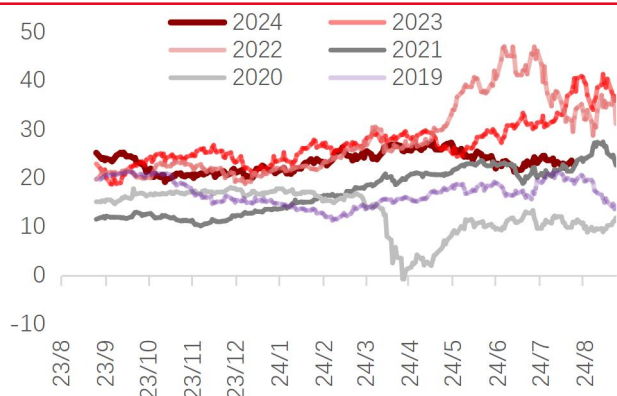
图 16 美国生产汽柴比



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

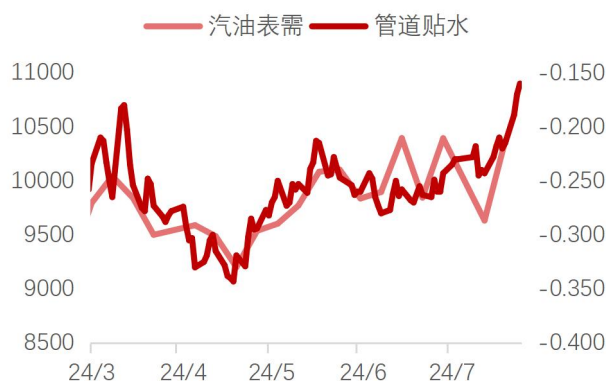
今年的炼厂进料受到裂解利润降低的影响，在旺季前期走高备货后，总体呈现小幅下行态势。相比于2023年的弱势，24年旺季需求仅稍好。考虑到今年汽油价格仍低于去年，薪资增速总体也仍然稳定，6月至7月中下旬平均1012万桶/天的汽油表观消费难言真正利好。

图 17 美国汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 18 汽油管道运输价-RBOB 贴水 与 汽油表需 对比

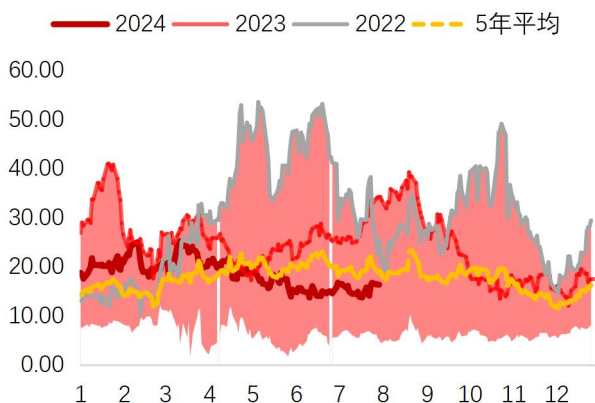


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

不过也需要看到近期的变化，旺季需求在后半段仍有一定体现。主要成品油运输管道 Colonial 的价格贴水在 7 月下旬最终仍体现初季节性上行，后期的需求数据也验证跟随贴水回升。所以在旺季余下的时间内，由于进料偏低，且出口有一定增量，库存的去化仍然是可以期待的，这也是近期油价最大的支撑。

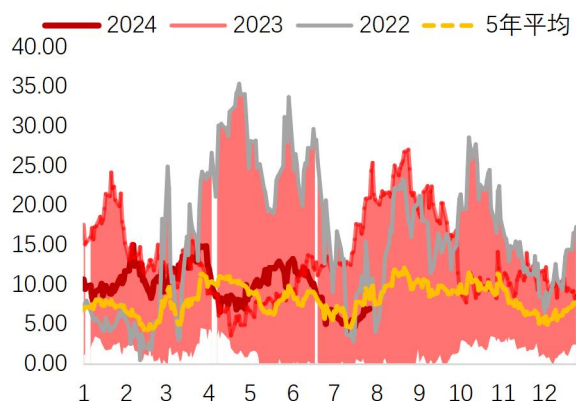
上个月我们提到，前期较强的结构和偏低的利润，必有一个进行自我纠错，目前来看最终是利润小幅上行，另外欧洲炼厂利润也小幅回升，但总体仍然在中性偏低位置。到目前为止这样的利润回升幅度也还是相对有限，并且剩余时间已经不多。炼厂进料受到利润压制的情况并没有真正解决，并将会继续发酵，并且可能成为后期油价中枢得不到减产支撑而大幅下行路径的最重要推手。

图 19 美国炼厂裂解差



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

图 20 欧洲炼厂裂解差

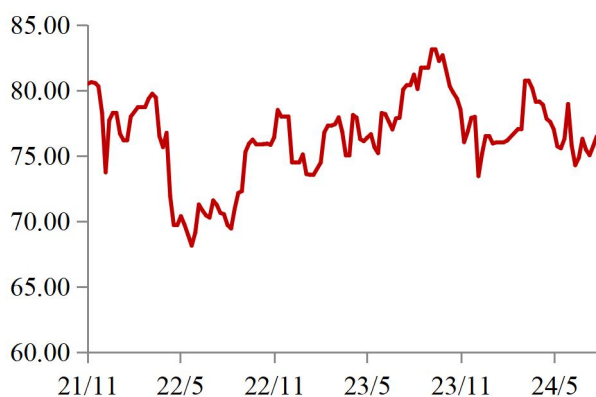


资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

亚太需求中，印度需求略有恢复，近期对俄有进口小幅增加但幅度有限。中东及东南亚的夏季发电需求也在提振，3 季度需求仍有一定支撑。但近期中国炼厂开工仍然保持在偏低

位置，回升幅度有限，地炼开工和进口也仍然保持在极低位置。目前中东至中国运费继续走低，对中国出口油轮数量也大幅下行，中国需求恢复仍需一定时间。

图 21 国营炼厂开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

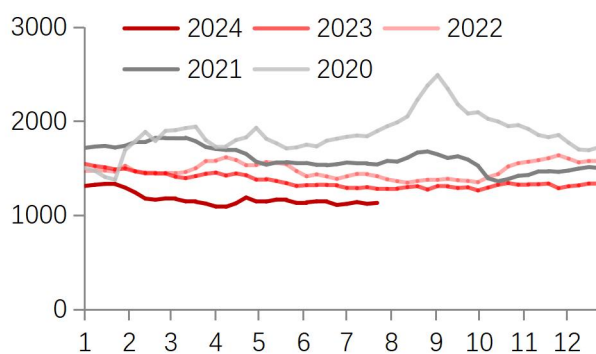
图 22 地炼开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

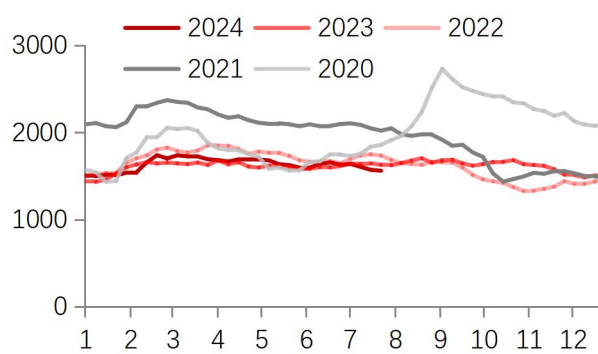
国内成品油库存也继续保持低位，这更多是需求负反馈至炼厂进料大幅降低的结果，供需双弱的局面要改变，需要更多的时间。8 月后，国营炼厂或有增加进料的计划，并且裕龙项目至目前已经购买了 300 万吨 9 月抵达原料，装置开车后将会对国内进口需求持续有一定提振。

图 23 中国汽油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

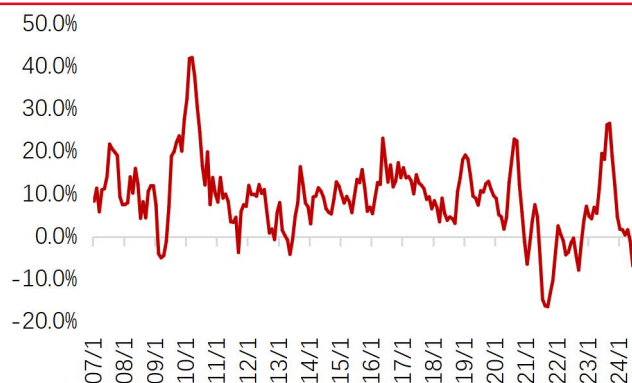
图 24 中国柴油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

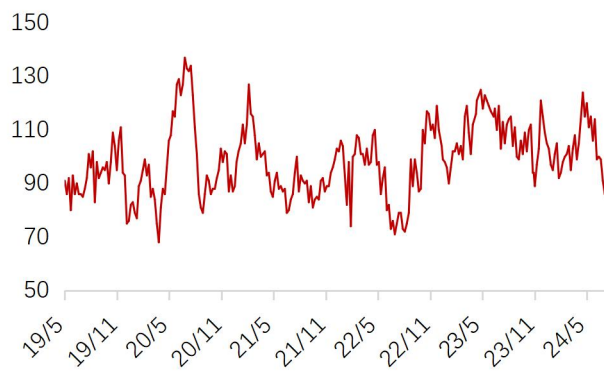
从去年 9 月开始，中国原油进口同比增率开始走低，今年 5 月开始，进口同比转负，且目前对中国出口的油轮量仍然处于历年低位，回升有限。且目前中东至中国的油轮运费也处在偏低位置，在这些指标，以及炼厂开工明确印证出现恢复之前，对中国需求恢复不及预期的担忧可能会持续存在，并且最终可能成为 4 季度大幅拉低原油价格的最重要逻辑。

图 25 中国原油进口同比变化



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 26 对中国出口油轮量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

宏观方面, 美联储近期的表态持续在放大市场对 9 月降息的解读, 短期资金已经出现从抱团科技股走出寻觅新板块的情况, 并造成了美股的短暂回调。但对于 9 月的降息预期, 目前市场是否过于乐观, 盘面是否计价过早过足, 仍然是需要谨慎的点。

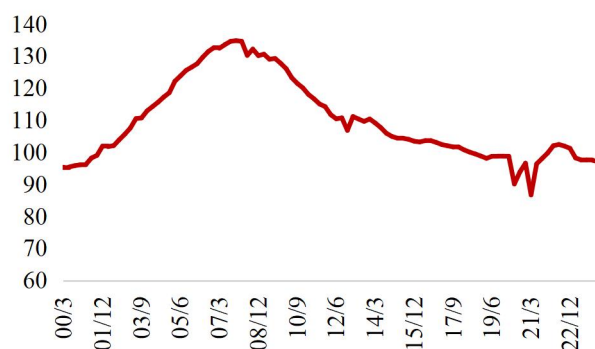
目前虽然失业率已在缓慢上升, 但就业率也仍处高位, 中小企业未来 3 月的雇佣计划在最近季度触底反弹。另外劳动参与率也在缓慢抬升, 整体就业市场虽然边际有转弱迹象, 但总体仍然是偏热的。家庭杠杆率也在近期再度有所下降, 总体消费有一定底部支持, “软着陆”可能增加, 并且通胀项中租金等或有重新抬升的风险, 联储可能更多是通过话术调整市场预期, 但实际的降息的路径可能会一再超出市场预期的滞后, 对于油价来说, 需要防范由此带来的类似去年 9 月后的风险共振带来的价格压力。

图 27 美国雇佣及劳动参与情况



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 28 美国家庭杠杆率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

短期来看, 海外需求虽然表现一般, 但剩余旺季时间仍有需求释放空间, 且正常旺季去库仍可带给市场一定信心。只是近几期数据中, 炼厂进料下行仍然较为明显, 成品裂解以及炼厂利润恢复程度有限, 短期对现货影响不多, 但后期进入检修季以及柴油消费季后, 工业

需求的弱势或难以像出行需求一样阶段性拉高消费，最终传导至现货购买，负反馈借由宏观情绪的变化体现至盘面。另外，虽然中国需求后期或有小幅提升，但若长期看不到确切的逆转恢复势头，整体市场信心仍会受到影响。

由此，8月的原油价格可能重回窄幅震荡，或小幅有限抬高的局面，但OPEC+后期退出减产方式，以及中国需求恢复仍然是油市最为关键的两个因素，如果看不到更多预期外好转迹象，那么9月检修季后，复刻往年低利润负反馈的行情概率会大幅增加，按此路径外推，我们不对9月及4季度的价格中枢做过高看待，油价届时或重新面临过剩压力，下行趋势可能并未完结。

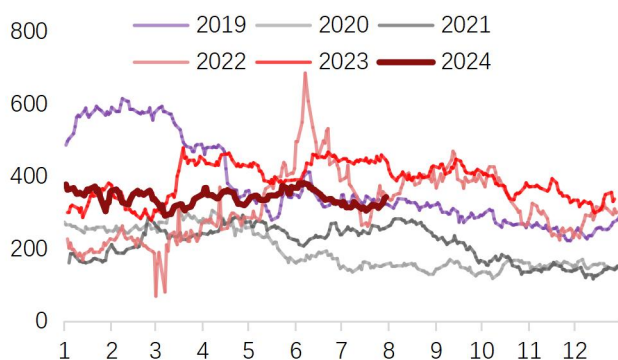
3. 聚酯：终端需求等待恢复，震荡格局不改

3.1. PTA：供应增量叠加下游弱势，后期累库预期持续

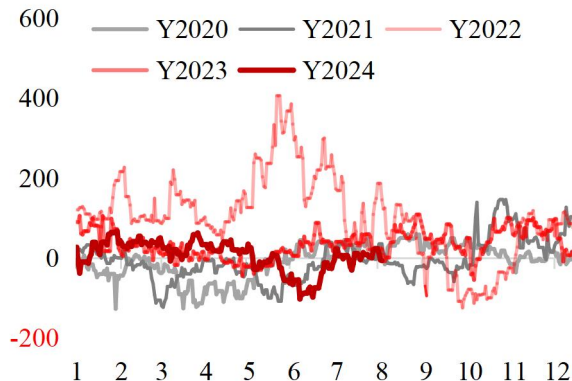
聚酯品类7月受到原油影响较大，上中旬价格跟随明显回调，并且打出月内新低。中下旬终端需求弱势持续计价，叠加下游库存短暂累库，聚酯品类价格持续保持低位运行。PTA最低测试5700底部，乙二醇也一度跌至4600以下。8月PTA和乙二醇装置供应总量变化不大，检修和回归装置量基本抵消，但目前下游库存再度去化，且后期仍有旺季备货的下游开工环比转强预期，但PTA累库格局不改，乙二醇或能继续小幅去库，价格仍有多配价值。

PTA方面，上游端除了原油价格的下行，7月PX价格也持续疲软，主港CFR最低跌至993美金，海外汽油需求弱势仍然是近期芳烃走弱的最主要因素。目前调油价差仍然处在极低位置，美湾歧化价差也处在低于过去5年平均水平，整体反映了今年海外旺季需求不振，

与我们前文所述相印证。另外，PX 的短流程装置外采 MX 原料的利润价差也在较低位置，也部分反映了 PTA 链条利润的走低对产业链的影响。

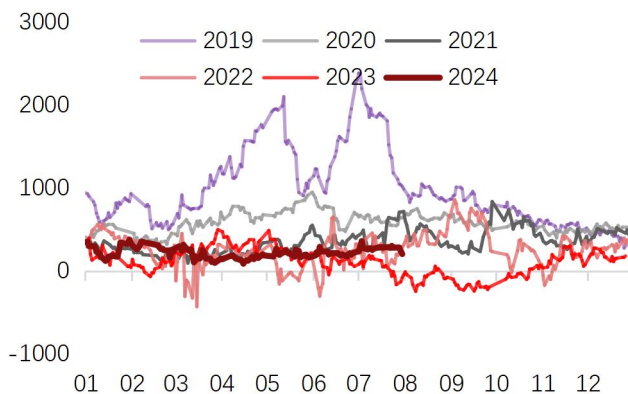
图 29 PX-石脑油价差


资料来源：东海期货研究所，Wind

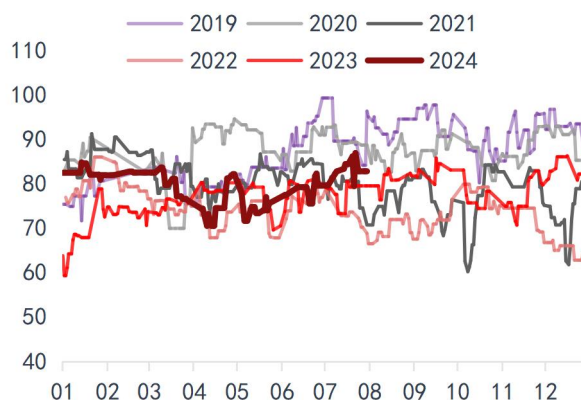
图 30 美湾甲苯调油价差


资料来源：东海期货研究所，Wind

PX 今年没有实质性投产，裕龙岛 4 季度预计能够开车，但今年更多供应将集中在 MX，PX 或需至年底或明年才能开出，即便能够开车，PX 今年也仅将维持紧平衡的状态。PX-石脑油价差在月中最低达到了 306 美金低位，月末跟随原油小幅反弹，以及韩国蔚山 100 万吨装置发生火灾短停后降负运行，导致 PX 重新小幅走强，PXN 价差回升至 340 左右。后期海外大装置有检修计划，国内金陵同样有检修，叠加 8 月终端带动下下游开工回升可能增加，预计 PX 供需有所好转，可以重回 500 点左右震荡格局。

图 31 PTA 加工费


资料来源：东海期货研究所，Wind

图 32 PTA 开工率


资料来源：东海期货研究所，Wind

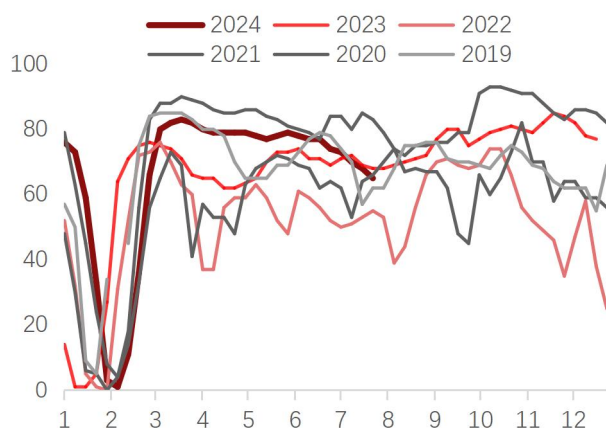
PTA8 月检修量集中在，嘉通，和恒力 5 线上，另外福海创将继续保持 5 成左右开工，蓬威或有不稳定情况，另外台化二期 150 万吨预计 8 月重启。7 月总体供应微幅增加，叠加

下游前期一口价挺价模式过于强硬，导致终端淡季转入观望，需求负反馈传导，8月开始PTA将结束小半年的去库，转为累库格局。

具体累库更多体现在隐性库存，港口库存总体保持平稳，PTA工厂库存和下游库存近期累积较多，或影响后期的采销。基差受到下游需求弱勢影响，从月中+40回落至月末+30左右，后期基差稳定，盘面恢复震荡格局也对基差有所支撑。

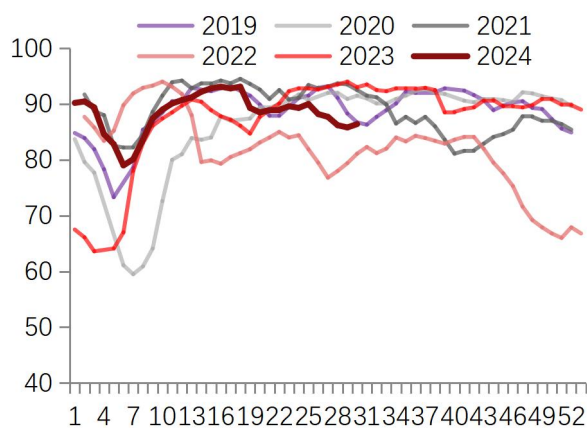
终端开工是7月导致聚酯品种价格中旬全面回调的最主要原因。5-6月下游硬性挺价，从长丝到瓶片，实际的减产协议履行率极低，挺价仍更多以一口价方式进行，终端被动跟随。但终端订单在6月开始就已经显现环比颓势，1-2季度累积的订单逐渐消耗后，后续需求明显跟随乏力，导致终端开工最终在7月淡季明显下行。产业在初始仍对旺季备货节奏有所期待，但随着终端的持续观望，预期终被打破，下游被动跟随降低开工，从而对全产业链产生负反馈。

图 33 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

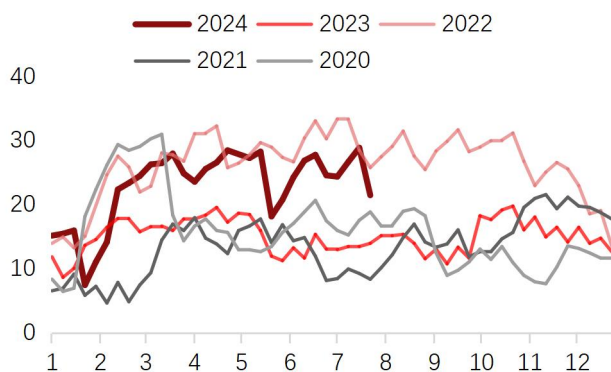
图 34 聚酯开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

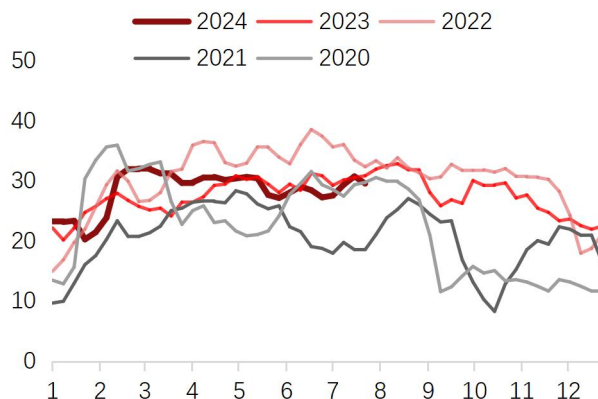
但需求在8月并不是不能有所期待的，下游前期挺价定销过程中，总体仍然实现了高库存的去化，除了短纤库存外，总体仍保持在中性水平。旺季前夕终端开工仍有季节性恢复的空间，只不过鉴于目前下游的原料库存走高，后期终端需求即便恢复，传导至上游原料也需要相比往常更多的时间，叠加PTA自身累库预期较为夯实，下游观望情绪也需要更多时间进行调整。

图 35 POY 库存指数



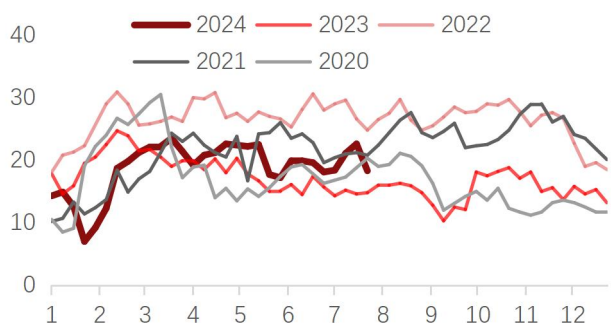
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 36 DTY 库存指数



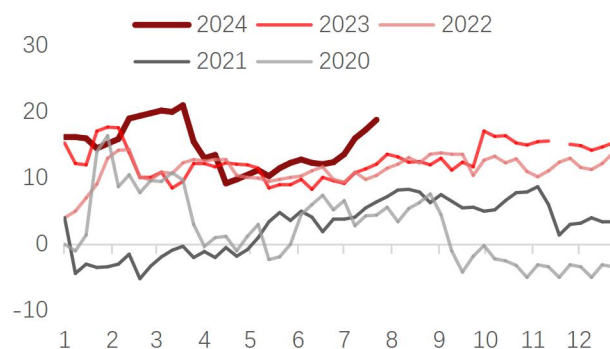
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 37 FDY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

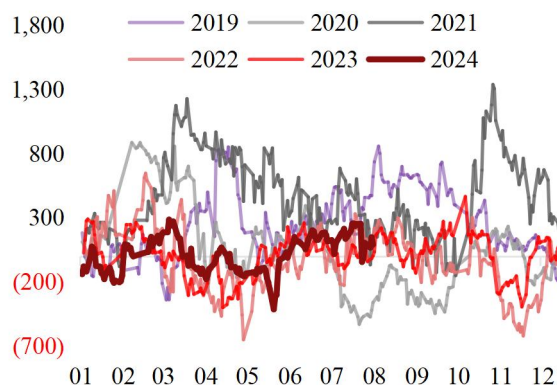
图 38 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

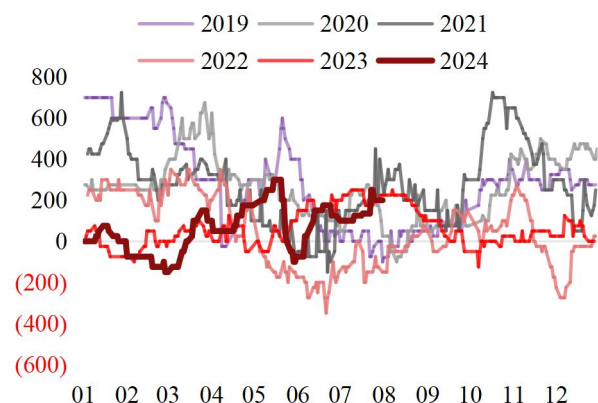
下游利润在前期挺价过程中也得到了明显的支撑，各品类现金流均上行。库存保持去化的过程中，利润仍能有所上行，一部分确实是挺价造成的价格强势，以及产业链环节利润的博弈优势，但另一方面也说明了下游需求并不差，由终端带来的短期弱势更多只是季节性原因，进入传统旺季后仍能够有值得期待的上方空间。

图 39 POY 现金流



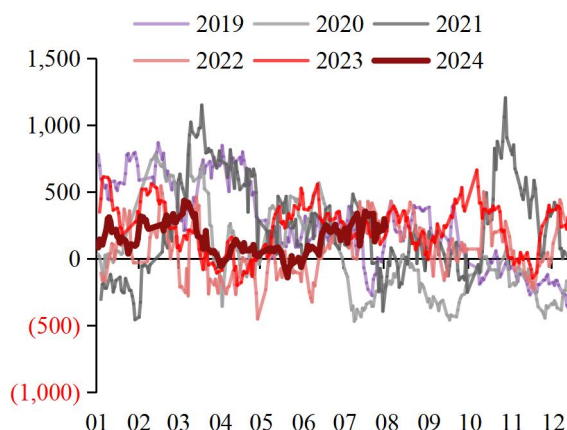
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 40 DTY 现金流



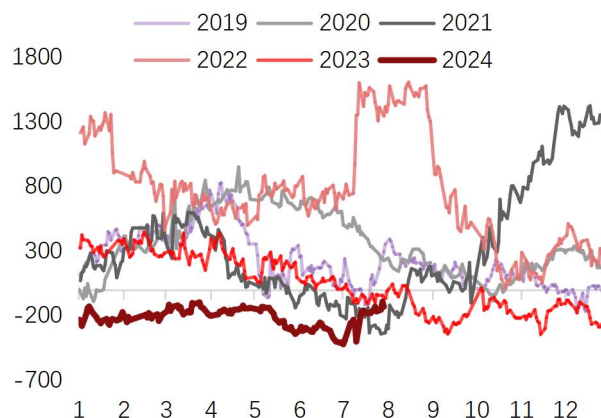
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 41 FDY 现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

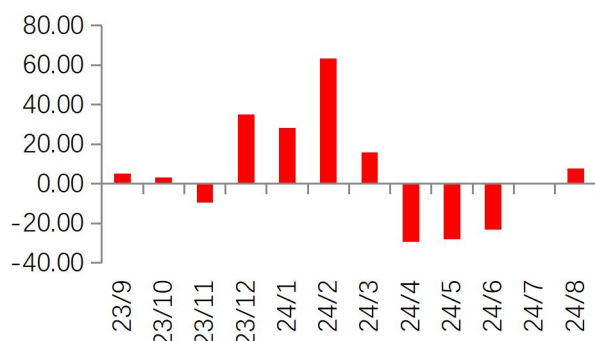
图 42 瓶片现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

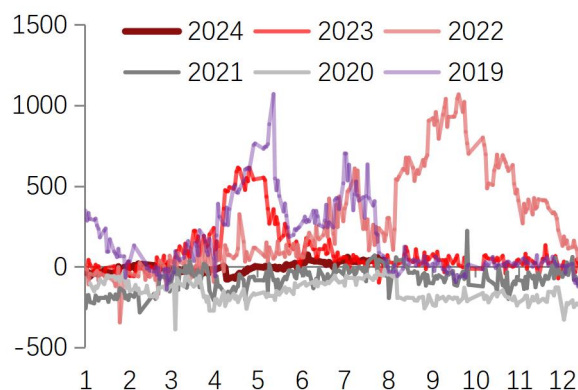
最后需要注意的是，资金在 7 月末大幅加仓 PTA，目前空单累计已经达到主力合约的超过四分之一，继续加仓的空间已经较为有限，近期已有逐渐减空的趋势，PTA 主力短期继续下探的驱动也在边际减弱。

图 43 PTA 供需预估



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 44 PTA 基差情况



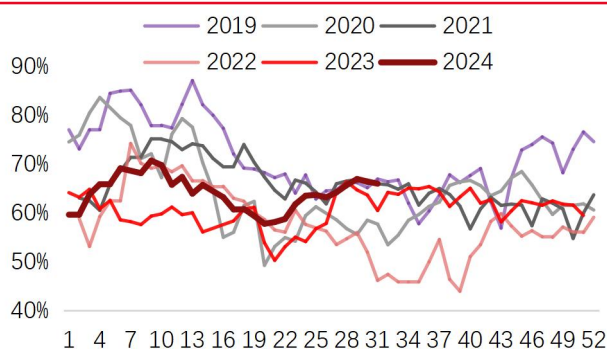
资料来源：东海期货研究所，Wind

7 月我们对 PTA 的预期是维持 5700-6100 的震荡不变，价格基本实现了此震荡格局。一方面下游及终端在 8 月或有好转，另一方面原油带动或在 8 月有阶段性反弹，叠加空位资金空间已经不多，震荡区间 5700 下方支撑仍然存在。但 8 月后累库预期不变，PTA 价格大幅上行的概率也较低，8 月我们仍维持 PTA 在 5700-6100 窄幅震荡的预期不变。

3.2. 乙二醇：显性库存继续去化，远期多配价值持续

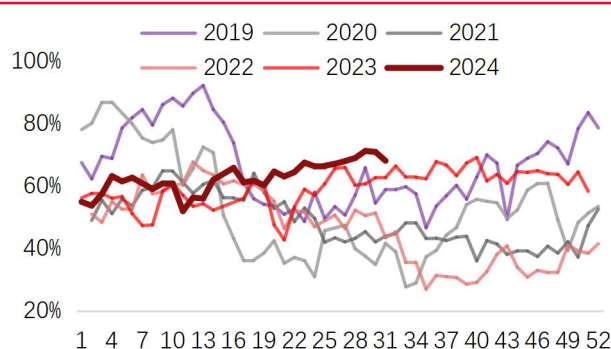
乙二醇 7 月价格反弹明显，总体中枢仍在缓慢上移。产能出清格局我们在前期的报告中有所阐述，至明年乙二醇价格仍有抬高空间，远月合约的多配价值仍在。

图 45 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

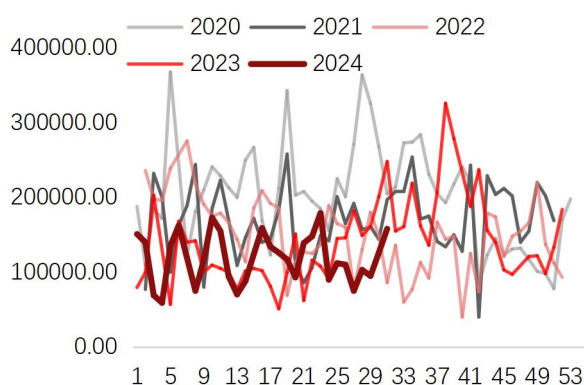
图 46 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

装置上，8 月煤制装置检修较多，包括通辽，永城，兖矿，沃能，建元等装置均在 8 月有检修计划，另外美锦将会持续降负，红四方以及中昆近期运行状态仍不稳定，广汇检修回归对冲小幅减量，8 月煤制供应总体微幅降低。但浙石化负荷近期仍在提升中，包括福炼在 8 月的大概率回归，以及扬巴的提负等，一体化开工略有提升，部分弥补了煤制供应的损失量。8 月供应预计和 7 月持平，均维持在 160-165 万吨区间。

图 47 华东到港预报



资料来源：东海期货研究所，CCF

图 48 乙二醇供需预估



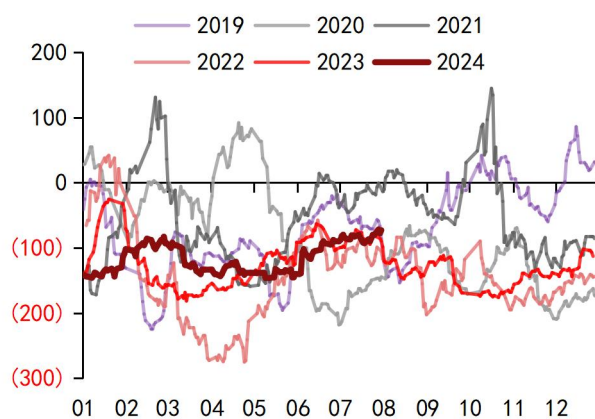
资料来源：东海期货研究所，Wind

7 月前夕乙二醇曾出现流动性紧缺问题，原因主要在两点，首先是到港的阶段性低位。到主港船货在 7 月初曾出现小幅阶段性短缺，更多货仓留存空间为苯乙烯，导致乙二醇进口减量有发酵空间；其次有船货出现污染情况，也导致主港货源小幅走低；最后，头部贸易商在此期间大量囤货，导致流动性一度出现大幅紧张，乙二醇近月被动大幅走强。但后期，乙二醇进口恢复正常，叠加下半旬需求弱势计价，乙二醇加工重回 4650 左右中枢。

但需要看到，乙二醇已经具备初步流动性计价的条件，一旦再出现类似船货短缺，囤货意愿增加，或是天然气原料受影响等事故，乙二醇价格在后期是具备上涨驱动的。

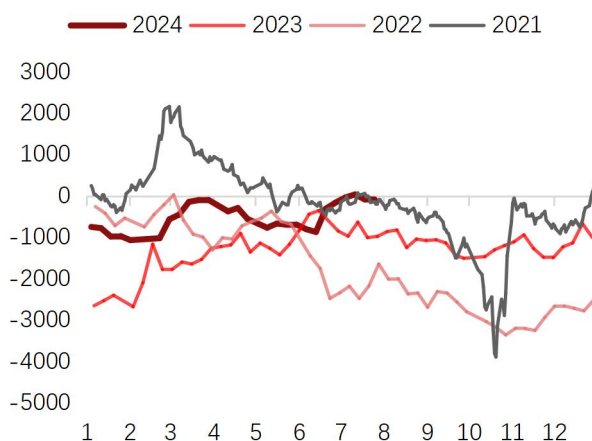
利润方面，近期乙烯制利润部分企稳，而煤制利润近期明显回升。近期煤价下行，导致煤制利润出现明显增长，且前有部分贸易商大举采购乙二醇，也部分抬升了现货基差，导致利润有所上行。后期需要观察利润回升后，存量装置是否有回归/提升开工问题。此前出清过程中的转产装置或许较难出现回转产的情况，但煤制装置开工确有提升空间。但从盘面来说，目前国内整体缺乏多配选择，乙二醇是少有的处在出清后段，库存正在去化向好发展，且估值也在中性偏下的品种，所以一旦出现类似 21 年的天然气装置原料危机等驱动，资金推涨反应一定是快于装置变化的，从这点上可以对明年的远月合约保持乐观态度。

图 49 乙烯制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

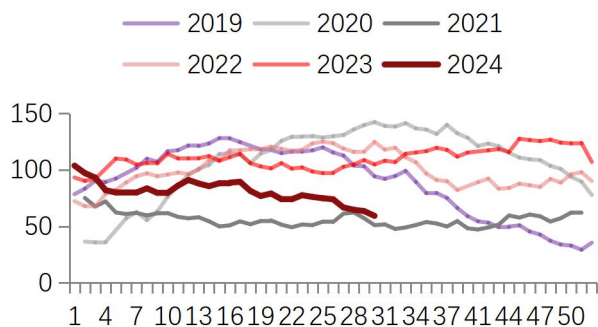
图 50 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

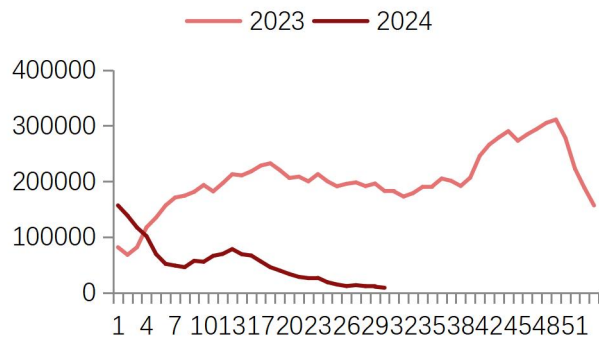
7 月显性库存继续去化，由于进口减量，去库超预期。工厂库存目前仍然保持在低位，主港发货持续保持在 11000 吨左右，产销水平良好。8 月初步排产乙二醇继续去库，去库不及 7 月，但港口库存如果持续去化至 40 万吨以下，一旦终端需求季节性抬升，囤货需求提高，流通性问题可能会复刻 7 月造成近月价格持续上行。

图 51 乙二醇华东港口库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 52 乙二醇工厂库存



资料来源：东海期货研究所，百川

8 月乙二醇大概率维持偏强格局，尤其是在原油阶段性震荡支撑，以及终端需求有望季节性恢复的情况下，远月合约多配价值持续增加，01 合约在 4650 以下低多性价比持续抬升。

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