

2024年12月27日

需求验证未有结果，远期预期略有改善

——聚酯策略报告

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

- **短期逻辑：**短期原油价格正在窄幅波动区间，长期过剩预期仍然较难改变，但从远端结构来看，对当下的需求以及供需平衡的预期，正在出现小幅度的改善。短期进入到柴油需求季节，需求水平仍然没有到验证阶段，但后期气温仍有下行空间，预计取暖需求仍有增量。
- **后续预期：**1月特朗普政府上台后，将有不小概率继续对伊朗等供应国继续加大制裁，造成的供应减量可能引起市场较大冲击。另外OPEC+后续的回归市场也可能带给供应端较大压力。中期来看事件性影响较大，波动预计将逐渐放大。
- **操作建议：**短期底部价格逐渐夯实，继续震荡操作，中期等待制裁及OPEC+增产落地。
- **风险因素：**中东地缘政治风险影响原油生产运输，OPEC+减产政策再出变数，美国对伊朗等供应再加制裁，聚酯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. 原油近期波动逻辑及后期展望	4
2.1. 长期过剩预期仍在，OPEC 减产优化远期结构	4
2.2. 制裁供应及 OPEC 政策仍未后期价格关键变量	6

图表目录

图 1 主要机构需求预期	4
图 2 IEA 季度需求预测	4
图 3 Brent3 月差	5
图 4 Brent12 月差	5
图 5 美国柴油裂解	5
图 6 欧洲柴油裂解	5
图 7 美国柴油库存	5
图 8 ARA 柴油库存	5
图 9 西北欧气温走势	6
图 10 亚太柴油裂解	6
图 11 伊朗出口量	7
图 12 委内瑞拉产量	7
图 13 经常账户盈亏平衡价预测	7
图 14 OPEC 闲置产能	7

1. 策略概述

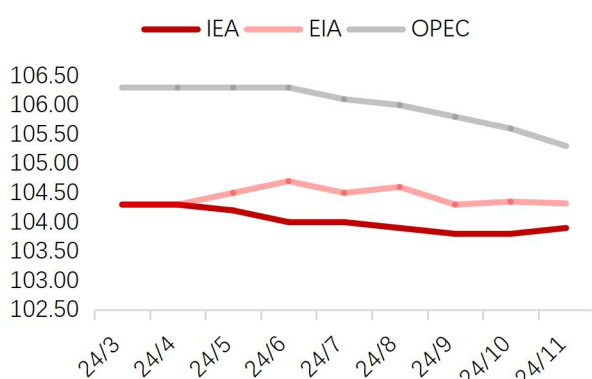
近期原油价格持续保持窄幅波动，一方面是因为短期过剩预期仍然较难改变，但 OPEC+ 延迟增产后，对后期过剩计价程度已经较高，另一方面是因为假期阶段外盘成交清淡，油价也难有真正的趋势量。展望后市，油价短期将进入现实端验证时期，供需端的实质检验将成为价格后期的变化驱动。

2. 原油近期波动逻辑及后期展望

2.1. 长期过剩预期仍在，OPEC 减产优化远期结构

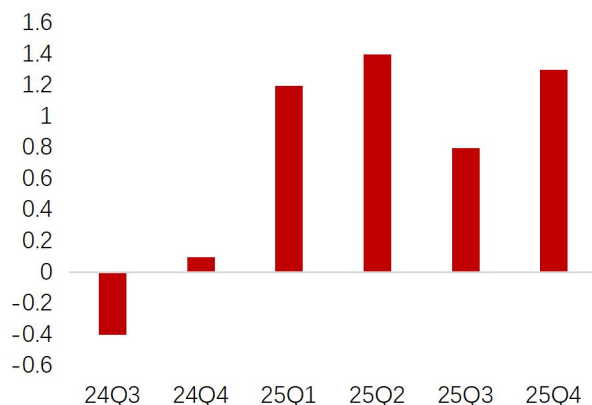
前期三大机构持续调低明年需求预期，到目前为止，以 IEA 预测为例，明年将表现为大幅过剩局面，除去近年来逐渐增加的供应项目外，需求持续未见亮眼表现也是过剩预期较强的主要驱动。

图 1 主要机构需求预期



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 2 IEA 季度需求预测

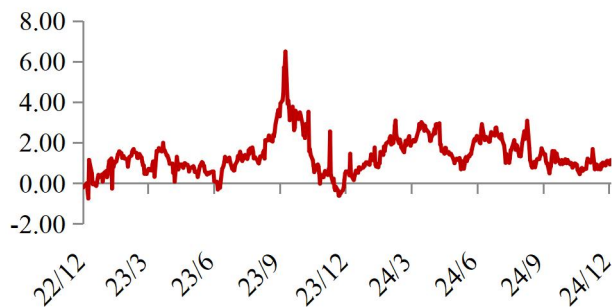


资料来源：Wind，东海期货研究所

但随着 OPEC+ 推迟增产，过剩需求短期未能持续计价，以及美联储放低明年降息幅度，使得美元指数近期小幅回升，油价再度遭到压制。

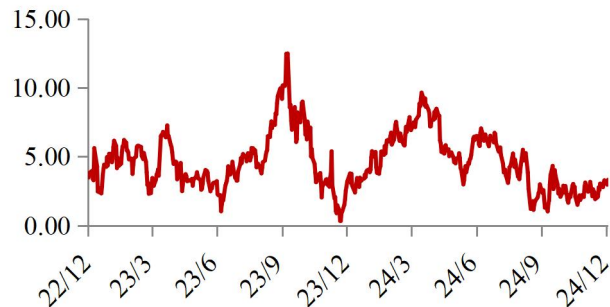
但近期由于伊朗出口船舶受到制裁，伊朗货价格上升，以及中东减产起效，虽然对明年过剩需求仍在，但从结构来看，远期预期已经在好转，12 月差走强幅度明显大于近月及 3 月差走强幅度。

图3 Brent 3月差



资料来源：Wind，东海期货研究所

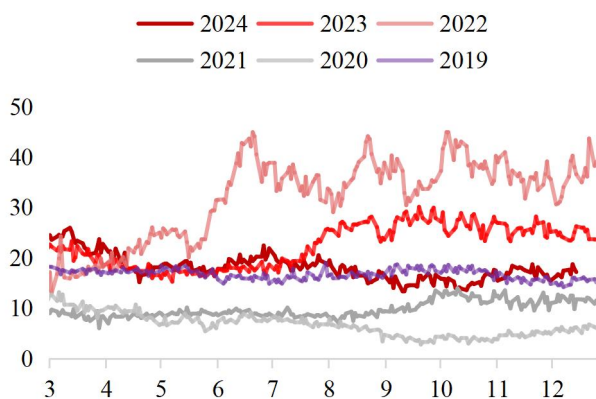
图4 Brent 12月差



资料来源：Wind，东海期货研究所

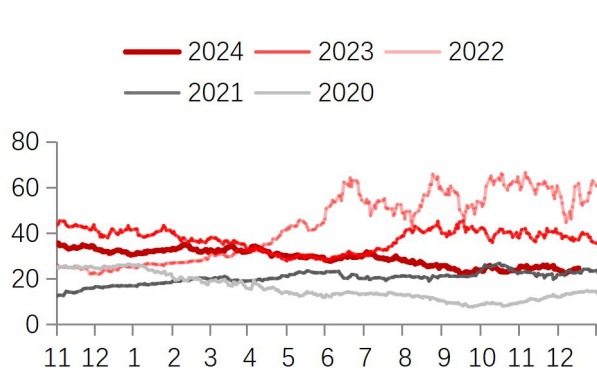
另外逐渐进入到柴油需求峰季，需求端验证情况将成为后期加工变动的主要逻辑。短期成品油需求未能给出亮眼表现，近期裂解基本仍然保持在正常水平，而柴油库存也未现明显的去化。当然目前仍然未到需求顶端，库存仍有一定的季节性累库压力，后期一旦出现正常库存去化，则价格在远端结构稳定的情况下，可能会出现近端再度小幅反弹的局面。

图5 美国柴油裂解



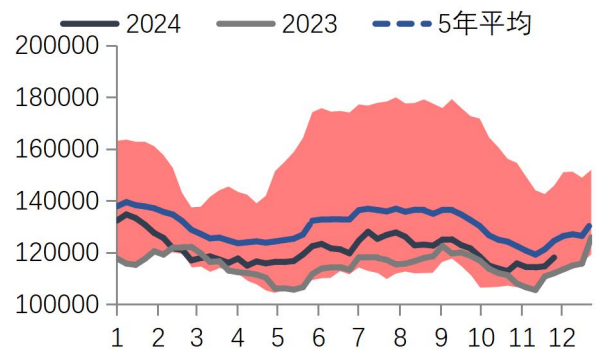
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图6 欧洲柴油裂解



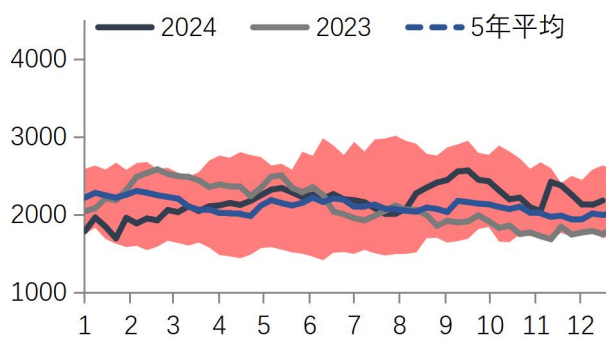
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图7 美国柴油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

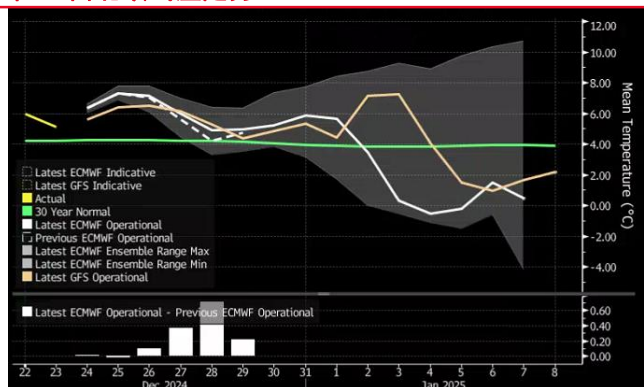
图8 ARA柴油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

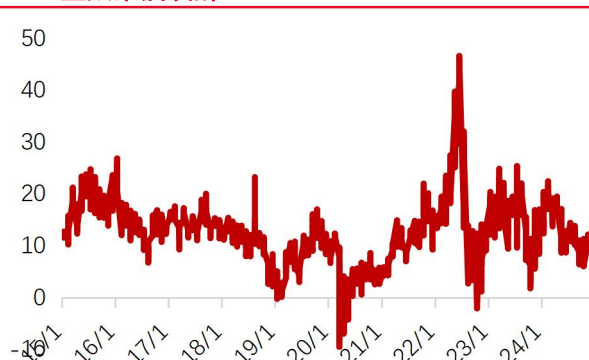
而从后期的气温预测来看，柴油需求仍然有转强可能，西北欧以及北欧地区的气温近期虽然高于近 30 年平均，但是在 1 月之后，冷冬可能出现，届时柴油消费可能会出现明显的转机。

图 9 西北欧气温走势



资料来源：Bloomberg

图 10 亚太柴油裂解



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

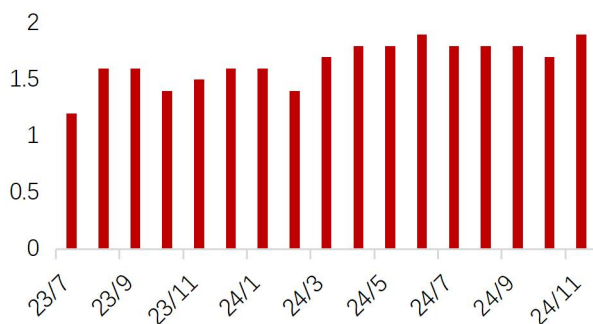
而在亚太地区，因新年及圣诞假期到来，亚太地区汽油需求表现较前期有所反弹，同时由于中国和沙特等主要供应国 12 月出口环比减少，汽油裂解涨至近 4 个月的高位。不过柴油市场和欧美类似，由于短期气温仍然近期偏高，取暖油需求较疲软，东西方套利关闭，亚太市场尤其是新加坡柴油市场相对弱势。国内柴油市场方面，工业用油需求有所转弱，但炼厂库存及社会库存较低，产量也保持低位，这对价格起到一定支撑，柴油裂解利润涨至 4 个月高位近 15 美元/桶，另外临近年底及春节，道路物流需求仍较强劲，对柴油需求也将有所支撑。

所以总体来看，冬季需求后期仍然可能给出增量表现，对于目前计价现实端需求验证的油市逻辑来说，价格继续出现底部夯实，等待反弹的表现。

2. 2. 制裁供应及 OPEC 政策仍为后期价格关键变量

特朗普即将在 1 月开启第二任期，而他相对不可预期的外交政策，以及第一任期中对中东部分国家的外交压制，将可能成为后期原油市场最不可预测的关键变量。其中伊朗、委内瑞拉等国可能再度受到制裁近期已经引起市场的担忧，前期民主党执政期间，由于能源项通胀较为搞起，所以实际对伊朗等国制裁有所放松，这导致受制裁供应近几年持续回升，伊朗出口量在 11 月已经接近 190 万桶/天水平，相比 18 年已经多出近百万桶水平。一旦美国重新加大对伊朗制裁例如，如近期对伊朗影子船队进行更多制裁，后期受制裁供应的不确定性，将成为供应中不可忽视的变量因素。

图 11 伊朗出口量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

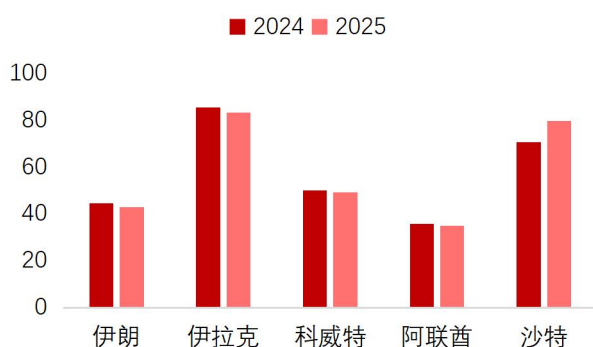
图 12 委内瑞拉产量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

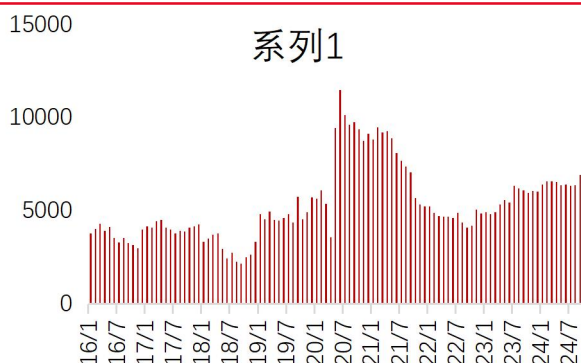
委内瑞拉供应也类似, 虽然仍然接受美国制裁, 但近几年供应仍然呈缓慢恢复状态, 近期其产量已经回升至 88 万桶/天, 而其出口多经由马来西亚等地转口进入包括中国的亚太市场, 这也一度让马来西亚一度在 4 季度成为对中国最大的出口国。

图 13 经常账户盈亏平衡价预测



资料来源: CCF, 东海期货研究所

图 14 OPEC 闲置产能



资料来源: CCF, 东海期货研究所

另外, OPEC+ 虽然再度推迟 3 个月增产, 但其减产动力已经明显弱化。从 23 年 12 月会议上已经可以看出, 阿联酋等国对于持续减产, 尤其是深化减产已经较为抗拒。24 年 9 月 OPEC 也一度表示, 价格目标将不会是组织最主要的考量。虽然时候 OPEC 表示此举并不是意在重续价格战, 但长久以来, 伊拉克、哈萨克斯坦等国减产履约率不足, 俄罗斯、阿联酋等间歇性供应提升, 都反映出 OPEC+ 的减产行动已经越来越难存续。

从 OPEC+ 的减产动机来看, 最终仍然是要实现组织国家财政收入最大化。但目前沙特原油出口收入已经降至 3 年多来的最低值, 外汇储备也有回落趋势, 俄罗斯出口收入同样受到了较大的影响。所以对于多数 OPEC 国家来说, 如果无法将价格保持在一定位置之上, 对于实现经常性账户收益最大化的最好做法, 可能恰恰是扩大产量, 这一点对于盈亏平衡价格较低的阿联酋来说, 其多次表态抗拒减产已经可以说明一些问题。另外明年 OPEC+ 以外

新增产能也较多，OPEC 需要考虑在需求可能达峰的市场中，是否还需要持续让出市场的问题。

所以综合来看，油价短期货仍保持窄幅震荡格局，但后期需求验证计价逻辑或有导致油价出现转强空间。长期从供应端来说，不确定性较大，油价仍需随时跟踪事件性影响。

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