

2024年4月1日

需求变数有限，上游或成下阶段波动主因

——原油聚酯4月月度投资策略

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：**对OPEC+持续减产的情绪提前计价，盘面继续保持偏强震荡。短期汽油小幅回暖，也造成炼化利润保持中高位，现货支撑存续。不过短期新驱动相对有限，变化更多仍在宏观端口，降息预期变动仍可能成为下一周期最主要变化因素。在此之前油价继续保持偏强震荡，但依然不作过强预期。
- **PTA：**终端开工继续走高，订单有所增加，下游成品库存近期去化明显，利润也有所走高。盘面空单离场明显，低位得到支撑，叠加4月检修仍在，短期有小幅走强可能。但今年内需基本处于平稳状态，下游出口也弱于去年水平，备货量可能同比减少，上行空间仍然不看过多。
- **乙二醇：**短期装置回归以及下游需求的弱势带动乙二醇持续保持4490左右震荡，但随着下游订单的逐渐恢复，以及成品库存的去化，预计后期备货节奏将会逐渐转强，对乙二醇在当前价位的多配建议仍然不变，只是价格上行仍然需要较长时间。
- **结论：**下游需求短期恢复中，但是增量或相对有限，4月开始更多的波动将来自于上游成本端。
- **操作建议：**4月原油绝对价仍然偏多对待，但时间接近5月后谨防回调风险，PTA或小幅上行，但空间有限，乙二醇则继续4450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. 过剩去化已得到计价体现，存量供应仍有回归风险	4
2.2. 需求短期增量有限	7
3. 聚酯	10
3.1. PTA：下游库存逐渐去化，等待上游波动	10
3.2. 乙二醇：装置变动预期反复，出清过程仍较缓慢	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 北美主要管道情况.....	6
图 8 美国进口 API20-25 油品比例.....	6
图 9 主要消费地原油库存情况.....	7
图 10 浮仓情况.....	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 美国炼厂检修.....	8
图 16 欧洲炼厂检修.....	8
图 17 国营炼厂开工率.....	9
图 18 地炼开工率.....	9
图 19 美元指数.....	9
图 20 亚特兰大联储工资跟踪.....	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.....	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

我们在前度的月度策略中阐述的原油过剩去化在 3 月的行情中得到了应验，价格确实出现了对供应偏紧发展的小幅上行。另外地缘政治也出现了持续的溢价体现，各类风险事件在影响实际供需以及风险情绪。但是 3 月中下旬的行情，并不能完全判断为中枢的上移，后期原油价格的变动，仍然要结合 5 月后的需求情况，以及宏观层面终端需求数据，以及降息预期变动来进行观察。

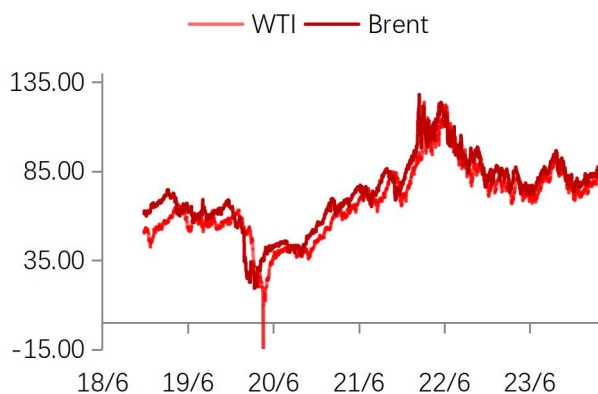
聚酯方面，3 月受到原料影响波动较大，叠加到 3 月聚酯品种盘面价格小幅走弱。但是和近期的资金仓位一样，近期的行情仍然偏短期化，波动低位化，聚酯品种价格仍然没能走出确定性的趋势性行情。4 月可能会是聚酯品类波动提高的时间，原因在于需求的边际好转，装置的变动，新装置的投产，以及 PX 原料临近交割的影响，需要结合届时的实际情况进行判断。

2. 原油

2.1. 过剩去化已得到计价体现，存量供应仍有回归风险

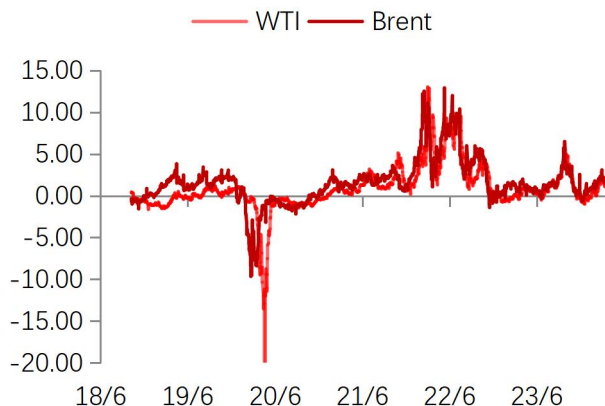
我们在 3 月的月度策略中明确对供应过剩的去化做出了说明，并且 3 月行情也确实出现了明显的上行震荡。目前 Brent 价格稳定在 85 左右，不过波动再度出现了降低。而从月差来看，目前结构也仍然处于偏强的形态。Brent3 月月差仍然在 2 美金左右，WTI 月差略有走弱，但也保持在 1.8 美金。总体结构支持价格短期继续保持在偏高位置。从盘面角度看，供需转好的情绪体现地比较明显，并且从短期看供需层面也没有太多的弱化迹象，所以预计 4 月油价仍然能够保持偏强震荡。

图 1 基准油价格



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

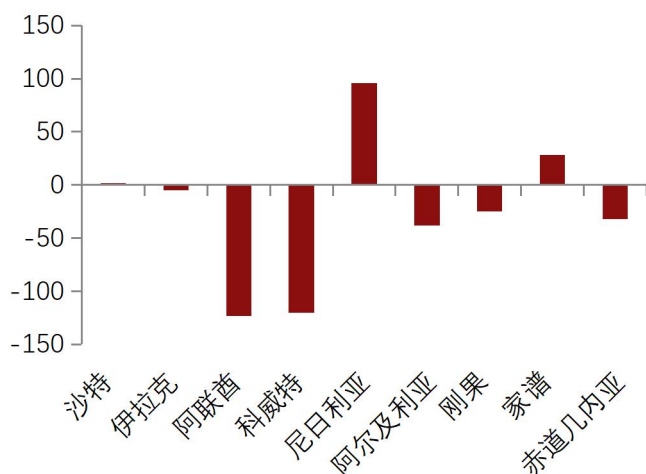
图 2 基准油三月月差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

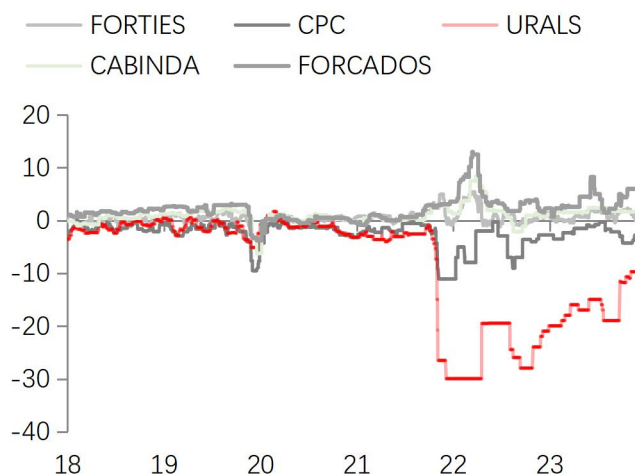
OPEC+表示将会延续减产到6月底，目前看来，其效果在短期仍然是能够得到体现的。1-3月，OPEC产量基本维持在2650万桶/天左右，与其所承诺的产量基本无差。即便加上近期有所变化的伊朗，安哥拉产量，总体也仍然保持低位，这也是3月价格得以攀升至区间更上沿的主要原因。不过从最近的贴水来看，供应减量基本已被计价，北海油品贴水甚至已经出现走弱，当然这与近期美油更为强势也有关，但是相对来说，可以看出此轮减产带来的效应基本已经结束，短期供应没有太大变化的话，价格上行需要更多的需求增量刺激。

图3 主要国家对配额减产执行量



资料来源：OPEC，东海期货研究所

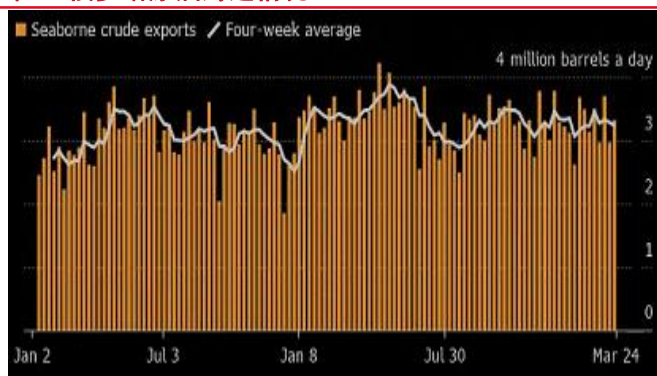
图4 部分现货贴水



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

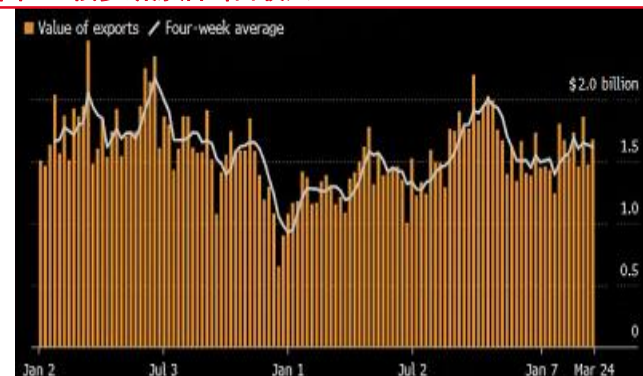
虽然前期减产执行超预期得好，但是俄罗斯供应将可能会继续成为下一阶段的最大变数，原因在于美国制裁再度扩占到了油轮船运端，而这可能再次对俄罗斯的出口贸易流进行重塑。在美国宣布对俄罗斯石油航运巨头 Sovcomflot 进行制裁之后，俄罗斯的石油航运再度受到了影响，印度短期内已经减少了对俄油的购买。俄油目前继续保持在320万桶/天左右，短期来看俄油如果再度受到限制，那么对于其他平替油品来说将会形成需求的替代支撑，但是如果最终俄油仍能较为轻易地寻找到买家，那么不排除会再度出现类似22年制裁后贸易流重塑形成的供应压力。

图5 俄罗斯原油海运情况



资料来源：Bloomberg

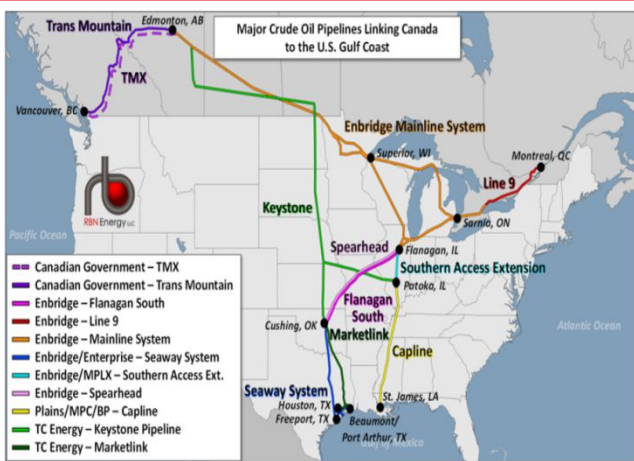
图6 俄罗斯原油出口收入



资料来源：Bloomberg

美国出口近期保持高位，近期变化不大，但是需要关注到北美出口可能会再度因为管道增设而出现变化。加拿大西部的 Trans Mountain Expansion 管道据悉目前已经进入最后的收工阶段，近期管道公司已经在哥伦比亚省的最后一段进行施工，且已经开始分阶段为管道注入石油试运行，一旦该管道完工，将会极大地拓展加拿大的出口能力。目前 Trans Mountain Expansion (TMX) 管道的运能为 59 万桶/天，管道路线依附于原有的 Trans Mountain 段 (30 万桶/天)。管道完工后，首先美湾炼厂将会得到更多的加拿大重质高硫油，美油国内市场将会受到进一步排挤，其原油出口可能进一步走向出口，另外具备较多复杂炼厂的亚太地区也将会有一个更好的重质油品进口选择，加拿大出口市场或将成为下一个产量增加变数。预计管道可能会在 2-3 季度投入运行，这可能会成为后期对油市的供应增量，仍需持续观察。

图 7 北美主要管道情况



资料来源：RBN

图 8 美国进口 API 20-25 油品比例



资料来源：Bloomberg, 东海期货研究所

叠加此前我们一直提醒的伊拉克北部出口，需要注意的是，虽然当下油市基本处于供需平衡状态，但是油市的存量供应仍然不少，并且今年需求恢复更多的比例仍然在煤油，汽柴到目前为止能给出的需求增量预期相对有限，所以一旦油市的供应出现存量回归，油价仍然可能会受到比较大的打击。。

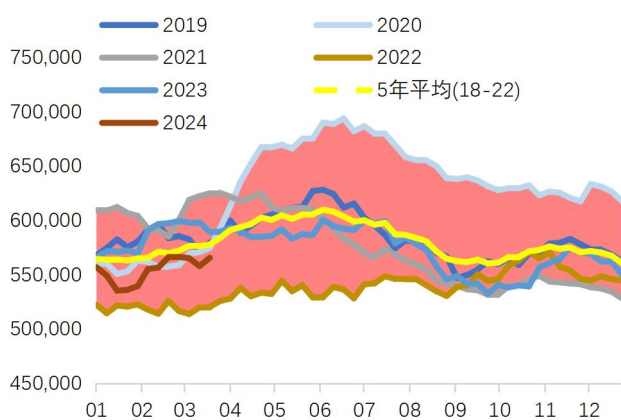
所以从供应层面上看，过剩供应的去化已经被减产较好地消化，并且短期宏观风险相对有限，供需因素有较多计价空间，目前的价格已经比较完全地体现了当下的过剩消化情况。不过从供应存量上来看，后续仍有继续释放的风险，如果需求没有超出预期的季节性水平的体现，或者宏观再度给出对风险资产的预期压制，那么油价上行空间将会继续被压缩。

2.2. 需求短期增量有限

在3月中旬之前，海外的库存仍然呈现挪移现象，即北美去库，欧洲累库。所以虽然EIA库存前期连续多周去库，但原油总库存并没有得到去化。不过在3月中旬之后，总库存得到了明显的去化，所以盘面得到了供需好转的配合，得以在3月中旬连续上涨。

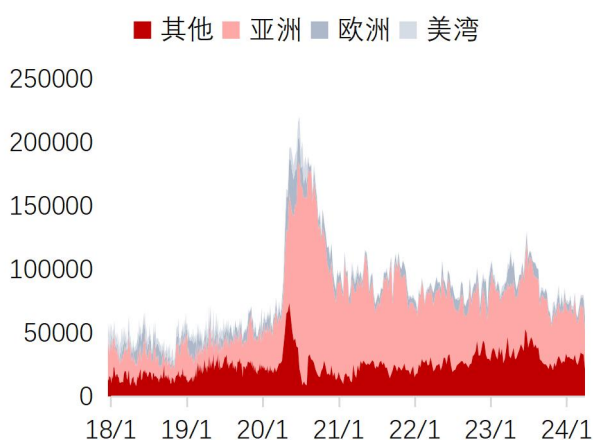
不过在3月下旬开始，主要消费地的原本就微弱的原油库存去化基本停滞，另外浮仓去化情况也较为一般。并且近期俄罗斯浮仓再度出现增量，而这并未体现在浮仓数据中。从目前来看，除非炼厂利润出现明显的刺激，否则需求短期难看到有更多的增量。

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

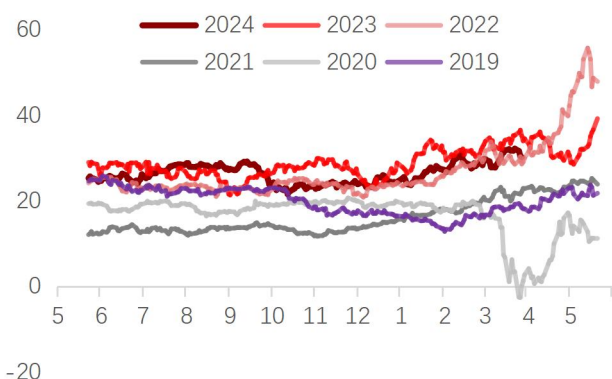
图10 浮仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

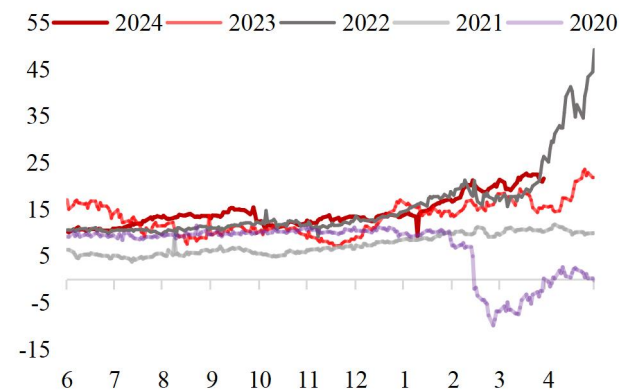
前期相对比较利好的轻质馏分，最近也出现了明显的回调。和往年相比，从芳烃的进口来看，今年的美亚地区套利窗口也并未打开，侧面也说明了今年的需求预期并不像往年那么高。目前欧美汽柴油裂解均出现了小幅走弱的情况。虽然在3季度前，季节性的去库仍将会维持一段时间，但是速率可能是慢于往年水平。

图11 美国汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

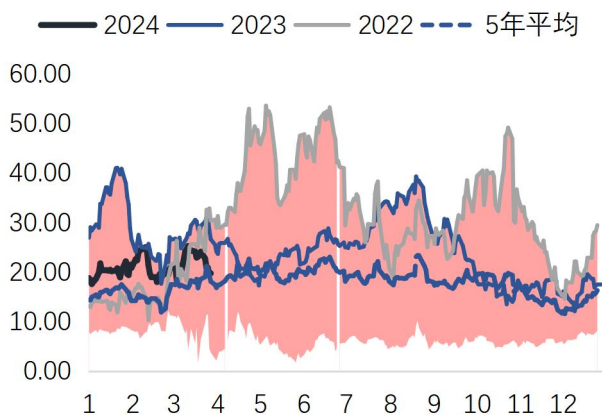
图12 欧洲汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

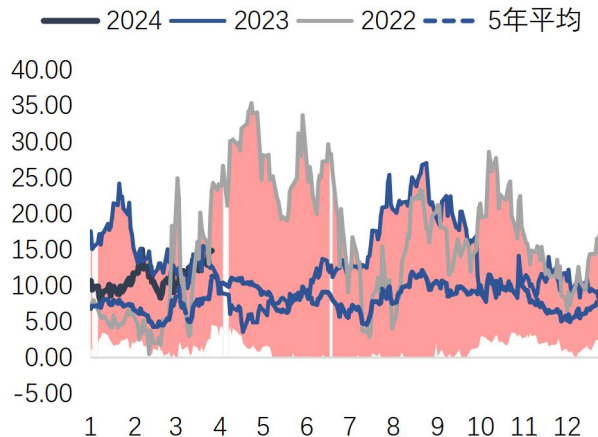
由此导致近期海外炼化利润也出现了下行，对应当下的现货贴水，总体出现了略有走弱的情况，二者是基本符合的。

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

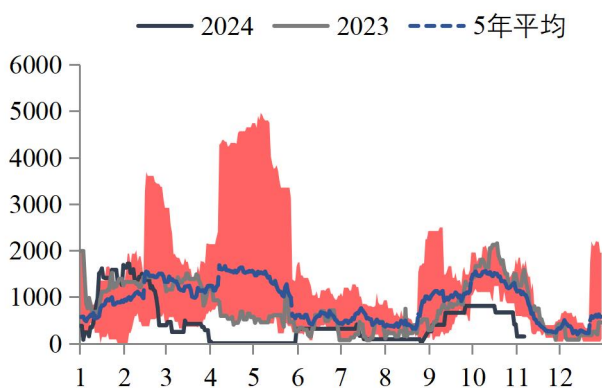


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

另外近期俄罗斯炼厂遇袭，造成的炼能缺失约在 60 万桶/天上下，本质上这是油市的利空，但是在地缘政治情绪以及前期过剩明显去化的作用下，并未形成明显的盘面计价，而实质上该事件导致的原油和燃料油的同期上涨是有一定逻辑割裂的。

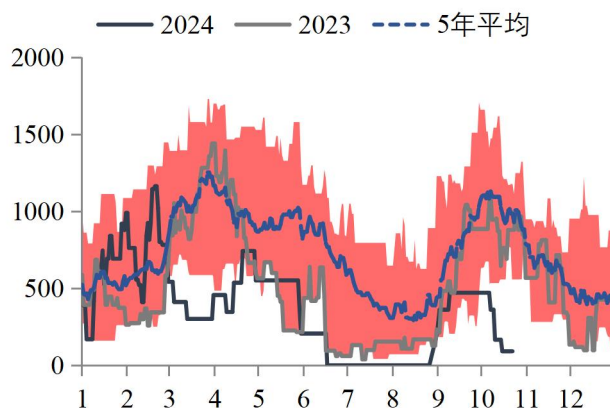
而从资金角度看，近期仍然处在震荡行情中，资金多配持仓也未出现明显的增加，持续处在短期震荡操作，低多高卖的情况明显，这也侧面说明油价的上行力量将较为有限，资金短期推多的意愿是比较低的。

图 15 美国炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

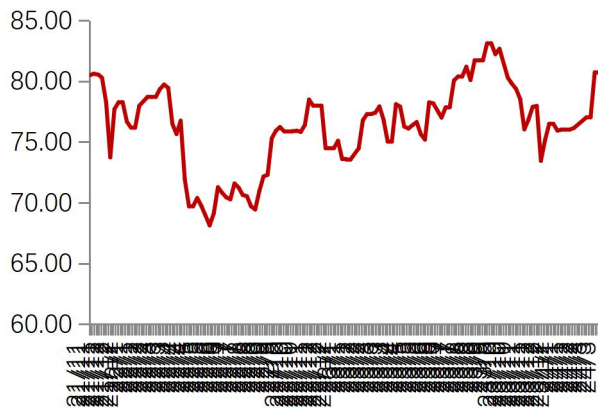
图 16 欧洲炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而且前期需求恢复的另一个问题是春季检修的提前进行，在 3 月给到了较为突出的恢复量，而这样的需求增量在 4 月将不再复现。甚至从目前能够看到的检修计划量上，欧洲炼厂在 4 月仍有一波小的检修潮，检修量约在 40 万桶/天左右，后期需求海外需求增量仍然相对有限。

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

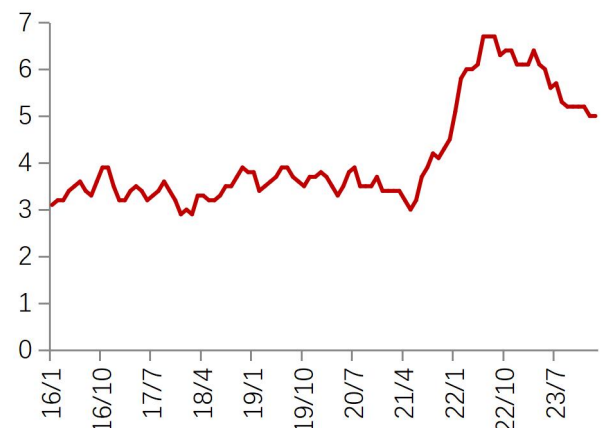
亚太需求中，印度需求近期平稳，中国采购量虽然也在很缓慢恢复，但是从炼厂开工率来看，国营开工回升明显，但地炼开工继续保持低位。从近期的进口数据来看，船期数据也处在缓慢回升的状态，但是幅度和去年同期仍然无法相比。

图 19 美元指数



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 20 亚特兰大联储工资跟踪



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

另外，近期美国工业活动再度出现回暖，工资粘滞性也依然较强，目前对美联储年内加息 3 次的预期在 5 月前仍有可能出现变动，一旦再度出现延后，或者经济数据大幅下滑确实支持降息，对油价都将形成压制。所以需求上来看，短期也并无太多出彩亮点。

综合来看，供需两弱局面将会维持，油价 4 月或继续能保持高位震荡，但后期宏观和供应回归压力仍在，进入 2 季度末至 3 季度的时点，油价仍将面临较大压力。

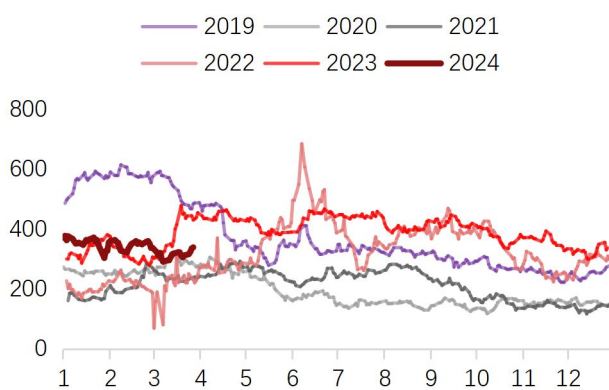
3. 聚酯

3.1. PTA：下游库存逐渐去化，等待上游波动

3月PTA价格仍基本在5700至6000区间震荡，自身装置变动仍然较少，更多逻辑计于下游需求恢复情况，短期供需矛盾并不明显。下游已经出现小幅回暖的情况下，预计4月更多波动将集中在原料成本端，PTA价格将可能中枢小幅上行后继续保持强势震荡。

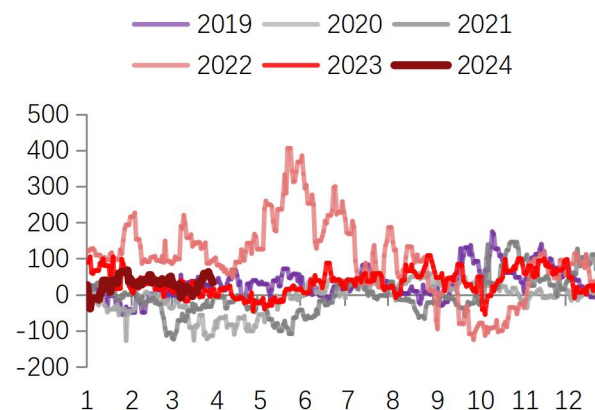
原料方面，PX即将进入05交割节点，目前盘面仍有5万手持仓。现在已经有近3000张仓单注册，前期据悉部分库存已经交满，不过近期空头离场较为明显，如果多头有消化能力，那么05合约仍能保持较强势收尾。从3月到现在，PX已经释放了较多的利润，对石脑油价差最低跌至300美金以下，直至3月末PXN才恢复至315美金以上水平。今年调油价差也未给出明显的美亚套利，所以PX短期更多将有国内及亚太供需来决定。

图 21 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 22 亚洲甲苯调油价差

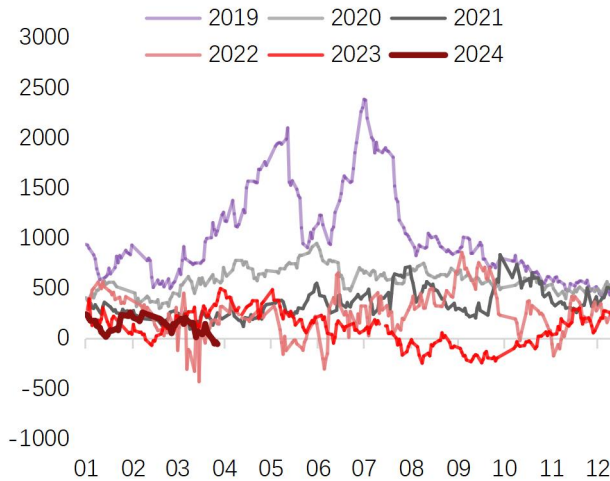


资料来源：东海期货研究所，Wind

此前传闻裕龙岛已在进行原料采购的询价，另外也有报道称腾龙芳烃也在进行原料询价，但较可靠的情况是裕龙岛确实会在年内投产，但是更多是产出MX。而腾龙芳烃的开工目前并未有实质性的进展。考虑到今年PTA仍有数套即将投产，PX短期价格的恢复也仍然说明了今年整体供需将会继续保持偏强态势。所以05交割更多影响近月，对09来说，PX的价格仍有较强支撑

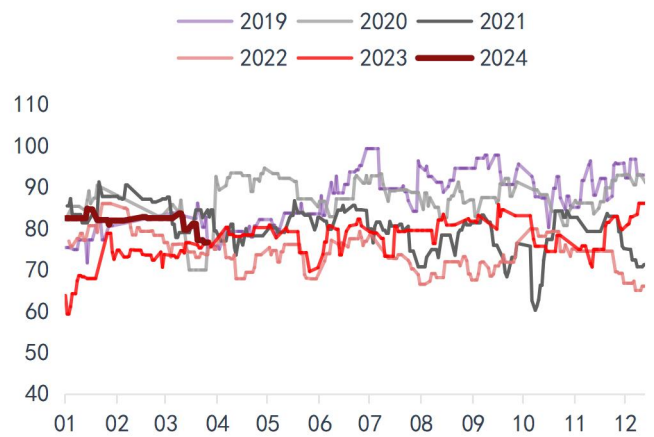
在成本本身较为强势的基础上，PTA近期虽然有仪征的150万吨投产，但头部厂商的降负以及检修，仍然导致近期总体开工出现小幅下降。叠加老旧装置也在3月下旬进行约半月的检修，PTA预计4月整体供应仍然会受到限制。

图 23 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 24 PTA 开工率



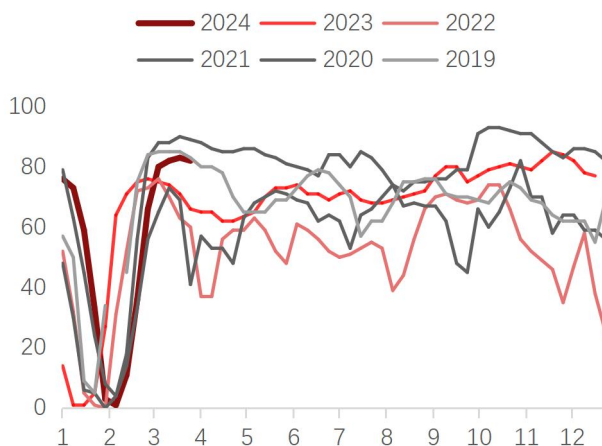
资料来源：东海期货研究所，Wind

不过相对应的，目前的加工费用已经到了极低位置，PX 先行回升后，PTA 虽有跟涨，但是幅度明显不够。目前加工费已经到了平衡以下，这也是近期老旧装置被动降开工，以及头部装置挺价的最主要驱动。但短期 PX 成本或难以大幅下行，PTA 在不看到下游备货节奏难以放量的情况下，将更多由成本支撑拉升，但幅度将较为有限。

而今年从出口情况来看，1-2 月出口近 55 万吨，相比于往年同期高出不少，一定程度也缓解了前期工厂和港口库存过高的窘境。不过后期仅仅依靠出口，也仍然不能完全解决新装置投产后的小幅过剩。

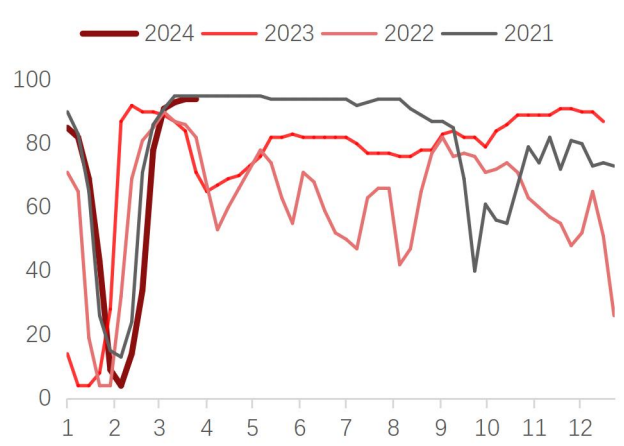
近期另外一个变化是下游的备货情况。从终端来看，目前织机开工已经恢复至往年正常水平。虽然订单水平仍然不及去年，但是轻纺城成交也在慢慢恢复，产销在 3 月末开始放量，如果持续，则下游库存去化将会较为简单。

图 25 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

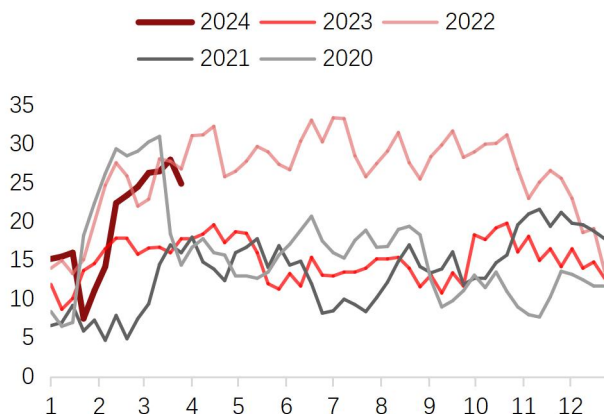
图 26 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

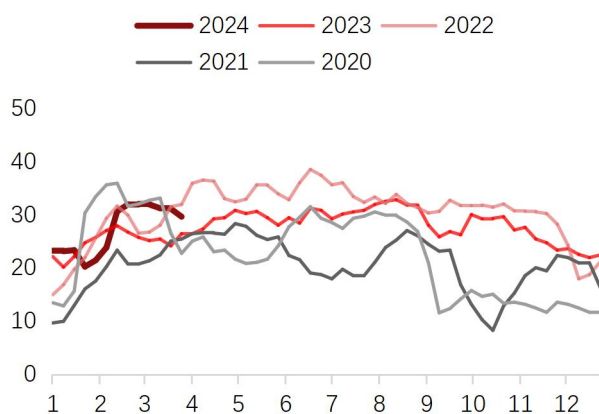
从利润来看，下游端加工费继续偏中性，其中长丝利润有所下降，瓶片加工费同样有一定走弱，而前期一直处于低位的短纤加工费，近期已经开始出现了小幅度的回升。

图 27 POY 库存指数



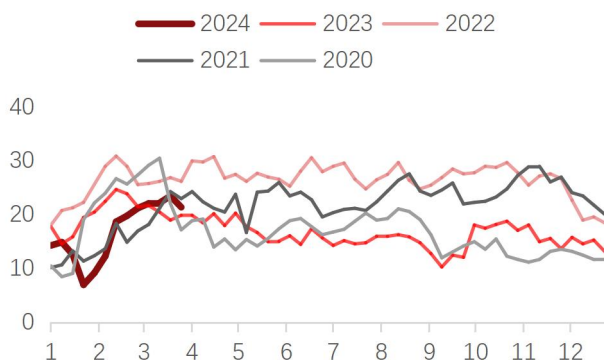
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 DTY 库存指数



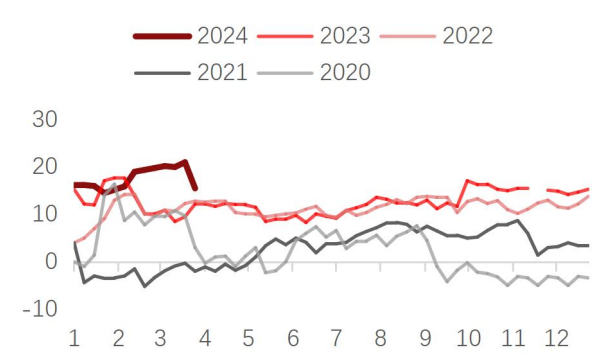
资料来源：东海期货研究所，Wind

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



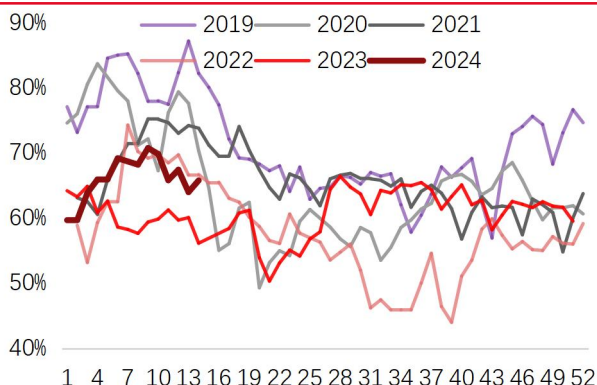
资料来源：东海期货研究所，Wind

下游成品库存的去化使得下游企业的备货节奏得以回归正常水平，加上前期下游企业原料量已经降低至较低位置，一旦 PTA 及 MEG 价格出现小幅回落，低位采购囤货欲将实现放量增长，所以对 PTA 来说，本身 4 月装置降负检修情况较多，且供需过剩有在去化，从月差也可以看出近期下跌有所放缓。所以下位 5750 左右或将会是近期的低位，如果 PX 出现上行波动，那么短期 PTA 价格将可能实现小幅的提升。

3.2. 乙二醇：装置变动预期反复，出清过程仍较缓慢

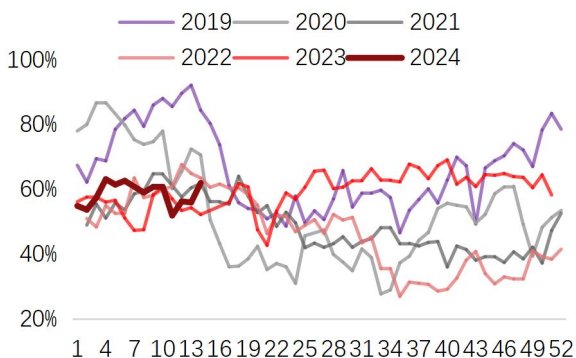
乙二醇3月价格中枢小幅下行，最低到达4450左右，最主要变动因素仍然来自装置变化。此前国内装置反复变动，较多转产EO装置回转产EG，导致EG价格中心小幅走低，基差也一度走弱。但是随着镇海和中科广东进行了较长时间的检修，富德在3月下旬也开始了短休，煤化装置在3月底也多出现检修情况，EG短期实现了低位稳定以及基差的恢复。

图 31 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

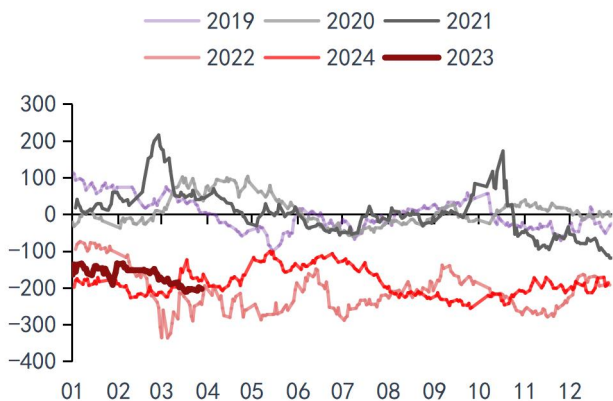
图 32 煤制乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

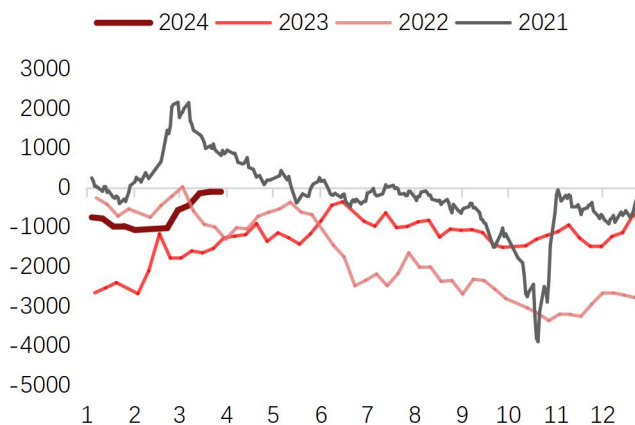
不过后续煤化装置将逐渐在4月中下旬开始逐渐恢复开工，广汇，榆林，榆能等均有复产规划，乙二醇价格短期仍然会受到复产的供应压制。需要下游备货节奏转强来进行产能的继续出清。

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

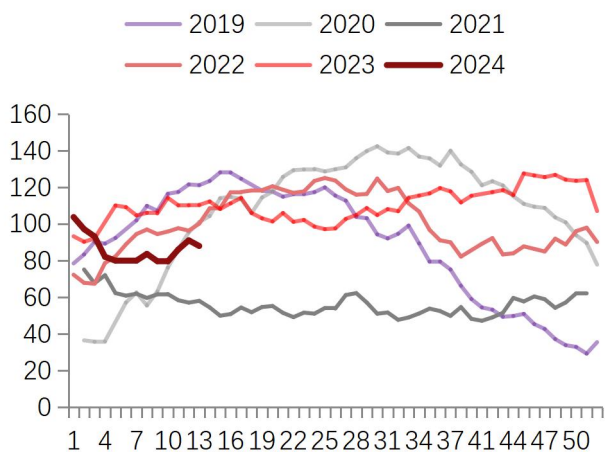


资料来源：东海期货研究所，Wind

另外，近期海外装置中，JUPC 也在近期重新启动，后期的进口预期可能会重新有所增加。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

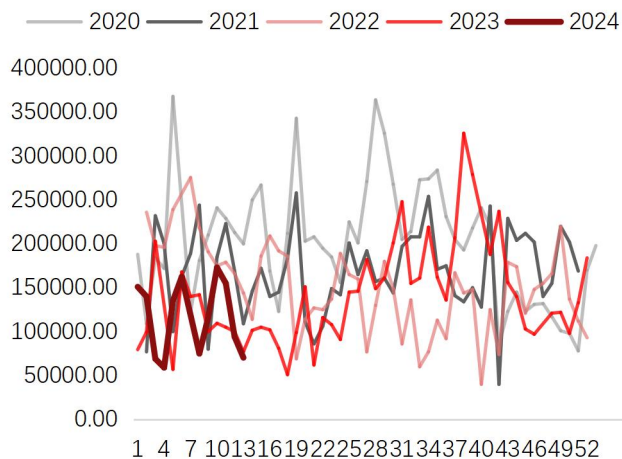
出现恢复，回转产驱动将会持续存在，海外装置同样可能增加供应压力。所以虽然目前趋势性行情继续确认，但是中枢提升的过程中，产能闲置池里的供应恢复将会节奏性地压制价格。近期乙二醇价格中枢的下行，就是来自于港口库存去化停滞，甚至累库，但随着下游权益库存的走低，备货节奏的变快，预计乙二醇港口库存将会重新回到缓慢去化的通道中。

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

综合来看，3月乙二醇价格基本已探出近期的低位，4月之后，4450 以上的价格仍然具有多配价值，只是进入后需要长久时间的等待，如果库存去化能够重新得到验证，那么中枢小幅上行将会重现，但预计煤化集体复产将仍然会拖慢这一行情的节奏。

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