

# 原油韧性较足，下游短期悲观

## ——原油聚酯 11 月月度投资策略

2022-11-01

能源化工策略组

研究员：

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

联系人：

王亦路

从业资格证号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：Wangyil@qh168.com.cn

相关研究报告

### ◎ 投资要点：

◆ **原油**：在 10 月 OPEC 大幅增加减产幅度之后，原油价格小幅回升，但在之后由于宏观需求的弱预期下持续走低。但在 10 月中下旬，由于气温的走低，柴油需求大幅增加，全球主要消费地的库存量本身就处于 5 年低值之下，且近期去化速度极快，造成了成品油市场的恐慌，支撑了原油价格保持在高位。后期欧美炼厂检修后，成品油供给量将有所增加，但柴油紧缺料仍将持续。同时核心通胀仍然居高不下，时薪方面也未见明显下降。后续需求弱化将逐渐体现，这一点股债已经反应得比较明显，但在传导至原油等商品端仍有一些时间。

◆ **PTA**：盛虹 PX 装置投产基本确定，结合原油长期下行趋势，01 合约成本支撑减弱。旺季结束，需求水平整体不如意，下游出现订单崩塌，库存累积的情况结合原油长期下行趋势，01 合约成本支撑减弱，继续下行概率增加。

◆ **乙二醇**：短期利润仍然极低，同时后期新装置投产预期仍在需求仍然极度弱势，乙二醇过剩局面仍然没法改变，短期 3800 支撑下弱震荡。

◆ **结论**：总的来说我们认为 11 月原油将继续以 90-95 美元为中枢震荡。聚酯端，11 月需求已经弱化，下游开工缓慢下行。PTA 将继续下探，而乙二醇价格仍行较足。

◆ **操作建议**：短期供应变数增加，绝对价不建议操作。

◆ **风险因素**：伊核协议进展，11 月经济数据大幅弱于预期，美联储议息结果超过市场预期，OPEC 再次大幅减产。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

## 正文目录

1. 策略概述.....	3
2. 原油.....	3
2.1. 结构稳定，中质馏分缺口突出，价格短期支撑仍在.....	3
2.2. 通胀预期或有回落，但宏观需求开始弱化.....	5
3. 聚酯.....	7
3.1. PTA：成本支撑不在，下游需求崩塌.....	7
3.2. 乙二醇：库存去化，但需求弱化，过剩预期仍难改变.....	9

## 图表目录

图 1 基准油价格.....	3
图 2 基准油月差.....	3
图 3 主要消费地中质馏分库存.....	4
图 4 美国柴油表需.....	4
图 5 美国柴油裂解差.....	4
图 6 美国炼厂检修.....	4
图 7 长短利差.....	5
图 8 美元指数.....	5
图 9 美国当周初次申请失业金人数.....	5
图 10 美国非农企业时薪环比.....	5
图 11 个人抵押贷款指数.....	6
图 12 美国大中城市房价指数.....	6
图 13 欧洲天然气库存.....	6
图 14 欧洲天然气库存可用天数.....	6
图 15 PX 开工率.....	7
图 16 PX-石脑油价差.....	7
图 17 PTA 加工费.....	7
图 18 PTA 库存天数.....	7
图 19 织机开工率.....	8
图 20 加弹开工率.....	8
图 21 DTY 库存.....	8
图 22 FDY 库存.....	8
图 23 POY 库存.....	8
图 24 短纤库存.....	8
图 25 POY 加工利润.....	9
图 26 DTY 加工利润.....	9
图 27 FDY 加工利润.....	9
图 28 切片加工利润.....	9
图 29 乙二醇华东到港.....	10
图 30 乙二醇港口库存.....	10
图 31 油制乙二醇开工率.....	10
图 32 煤制乙二醇开工率.....	10
图 33 油制乙二醇利润.....	11
图 34 煤制乙二醇利润.....	11

## 1.策略概述

在 10 月 OPEC 大幅增加减产幅度之后，原油价格小幅回升，但在之后由于宏观需求的弱预期下持续走低。但在 10 月中下旬，由于气温的走低，柴油需求大幅增加，全球主要消费地的库存量本身就处于 5 年低位之下，且近期去化速度极快，造成了成品油市场的恐慌，支撑了原油价格保持在高位。后期欧美炼厂检修后，成品油供给量将有所增加，但柴油紧缺料仍将持续。同时核心通胀仍然居高不下，时薪方面也未见明显下降。后续需求弱化将逐渐体现，这一点股债已经反应得比较明显，但在传导至商品端仍有一些时间。

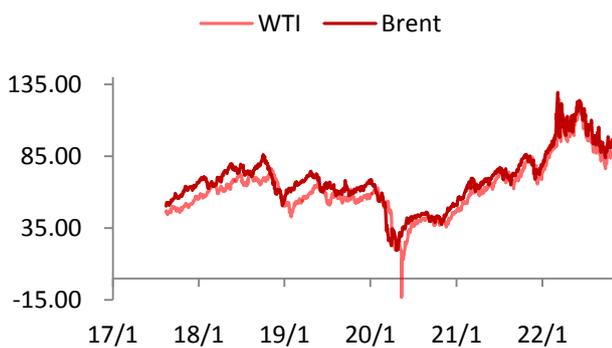
原油成本支撑弱化的背景下，下游品种的价格也开始下行。PX 装置投产明确后，价格一路下行，导致 PTA 的成本支撑也逐渐淡化，由此绝对价格出现了下行捅破。而近期现货供应紧张有所缓解，基差也小幅下行。最关键的是在逐渐到淡季时点后，需求已经出现了断崖式下跌，后期下游累库将可能反逼上游减产，此过程中绝对价格的下行恐仍未结束。

## 2.原油

### 2.1.结构稳定，中质馏分缺口突出，价格短期支撑仍在

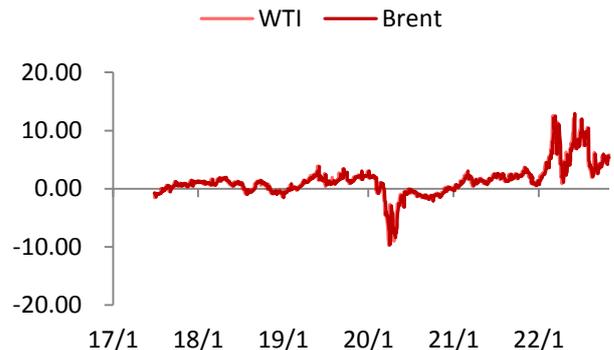
10 月宏观情绪基本稳定，对后市的需求仍然较为悲观，但这部分预期量更多体现在股债等大类资产价格上，包括原油在内的商品价格短期仍然受到基本面的提振。从月差来看，在 OPEC 做出减产决定之后，结构就已经跟随绝对价格转强，之后基本保持稳定，由此可见短期价格将仍然会有一定支撑。

图 1 基准油价格



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

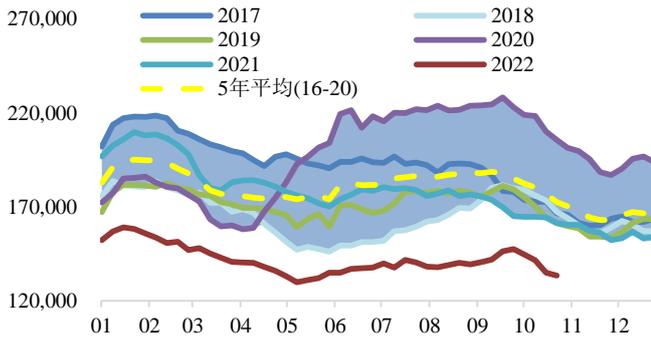
图 2 基准油月差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

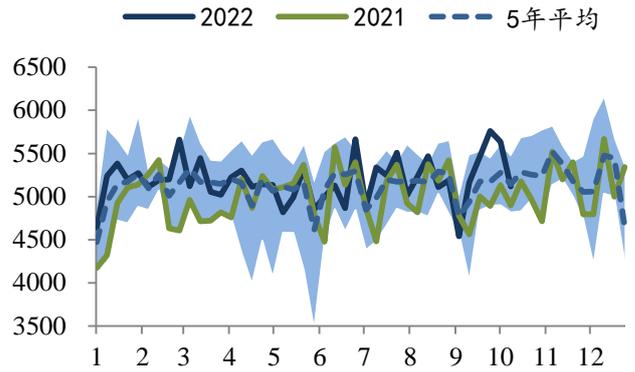
柴油库存的短缺当下仍然是最受关注的问题。主要消费地的柴油库存前期的绝对水平处于低于 5 年最低位的水平，同时近几周逐渐进入柴油消费旺季，农机收割，取暖需求等逐渐这导致市场出现了一定程度的恐慌。

图3 主要消费地中质馏分库存



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图4 美国柴油表需



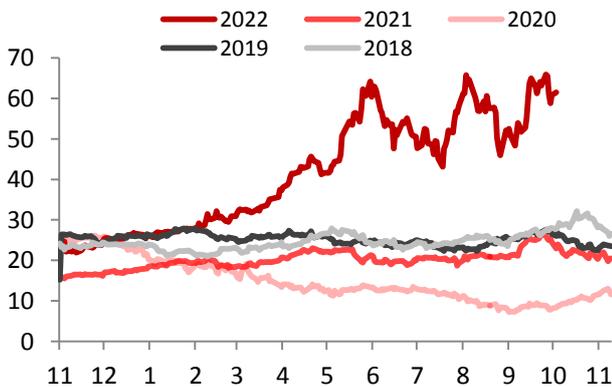
资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而近期成品油的火热,在利润上也体现得极为明显。柴油利润近期已经升至油价6月大跌前的历史高位,并且在供应缺口被填补之前,该情况还将继续。而因为近期成品油的库存下行幅度偏大,近期美国原油出口和成品油出口都出现了极大的增加,PADD 1 柴油库存作为进出口流动平衡的关键地区,10月末出现了超过163万桶的减量,这也是近期原油价格的主要支撑。同时在柴油的带动下,已经进入消费淡季的汽油利润也同样出现了逆季节性的回升。因此欧美炼厂的炼化利润总体都处于较高水平,这也导致了近期现货情况总体在原油绝对价格不断受到宏观压制下,仍然能够保持稳定,采购买兴短期将继续支撑成交。

不过仍然需要注意的是,当下时点是欧美炼厂的秋季检修季节,而从检修计划量来看,虽然今年的检修量相比往年处于偏低位置,但是绝对量上仍有有超过150万桶的水平,因此成品油短期供应将会偏低,一旦检修逐渐恢复,中质馏分虽仍将紧缺,但是否还能维持近期的强度将存疑。

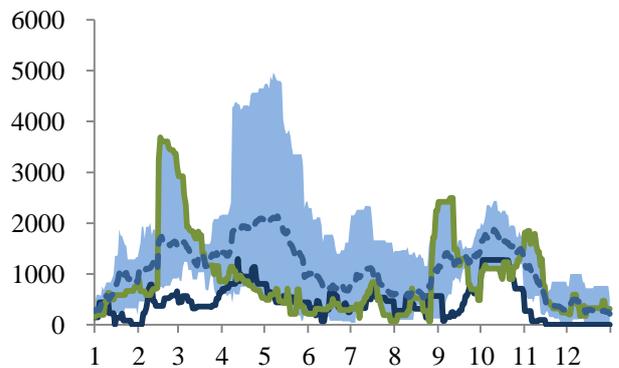
同时近期多有今年冬天为暖冬的预期,长期来看也不能确定柴油需求能否持续维持偏高位置。不过至少短期来看,成品油的强势将会成为原油价格4季度为数不多的支撑。后期基本上,市场将更多开始计价宏观加息情况,以及12月OPEC的产量决议,以及12月5日俄罗斯制裁最后期限前的执行情况。目前来看,欧洲仍然在做最大努力与俄罗斯能源进行切割,贸易流向转变也在加速,但是如此短的时间内能否完全进行了结,尤其是在近期成品油如此短缺的情况下,将成为后期油价的关键。

图5 美国柴油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图6 美国炼厂检修量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

## 2.2.通胀预期或有回落，但宏观需求开始弱化

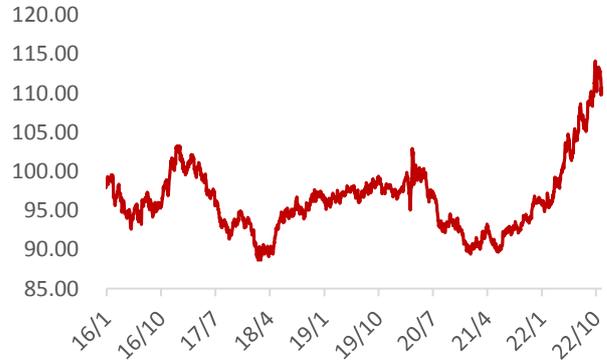
近期美国国债 2 年和 10 年期的倒挂情况有所持稳，目前基本保持在 30-40bp，和近期市场对联储将会放缓加息幅度的预期相关。同时美元指数前期一度下破 110，也让市场一定程度上对明年加息幅度将会放缓的预期有所转强。

图 7 长短利差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

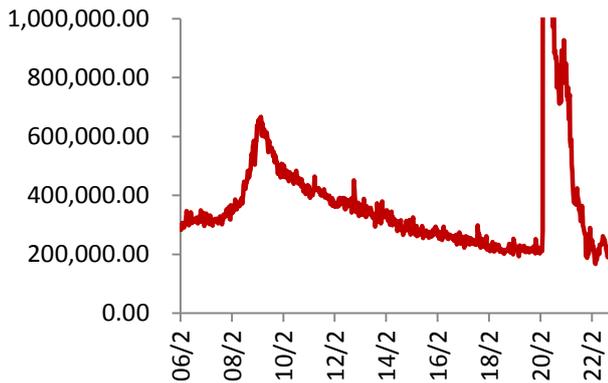
图 8 美元指数



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

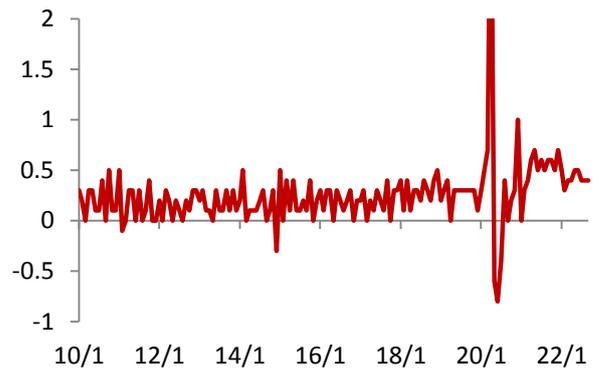
而虽然就业市场边际走强的速度已经开始放缓，甚至已经出现了小幅度的下降，但目前的薪水水平仍然没有下降的态势。对于联储来说，如果工资水平没有办法被压制，那么真正的压制通胀距离有成效仍然有相当的距离。目前薪金的控制仍然没能做到降温，从美国非农业的平均时薪来看，目前仍然处于 32.46 美元的位置，同比仍在走高，而环比增速也只是保持稳定，尚未出现增幅放缓的迹象。在薪金影响无法控制的情况下，后期通胀的控制时点将会更加被延后。

图 9 美国当周初次申请失业金人数



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 10 美国非农企业时薪环比

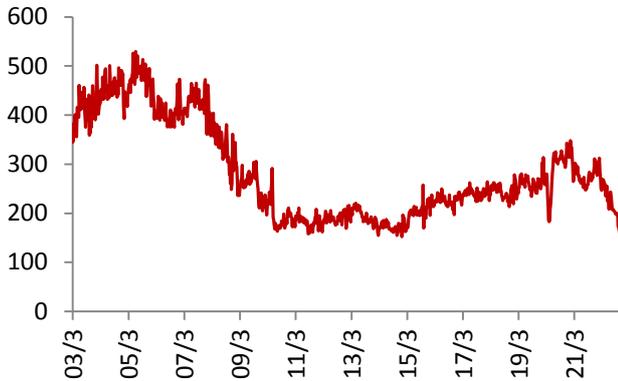


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而住房方面，更多的数据已经指向目前的消费开始出现明显的颓势，可支配收入持续下降，3 季度初开始房价指数也开始了明显的下行，个人房屋抵押贷款指数也在 10 月里出现了急剧的下跌。消费的颓势已经从这些数据中开始得到印证，而近期的股市和债市更多的反映了这样的消费弱势。而正如我们之前所说的，商品价格近期出现的反弹，只是由于近期交易衰退预期后，经济数据短期仍具有一定韧性，导致消费者信心的反弹的阶段性结果。而油价等原材料价格的上升，对于压制通胀的不利，必然会引起需求的弱化，从而最终引起商品等风险资产价格中枢的下降，而这一个逻辑链条将会需要一段时间的传导。而

从 GDP 增速来看，未来 2 个季度可能都会继续下行，目前市场真正关心的点在于，美联储减少加息的幅度，以及停止加息的时间拐点会是何时。

图 11 个人抵押贷款指数



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

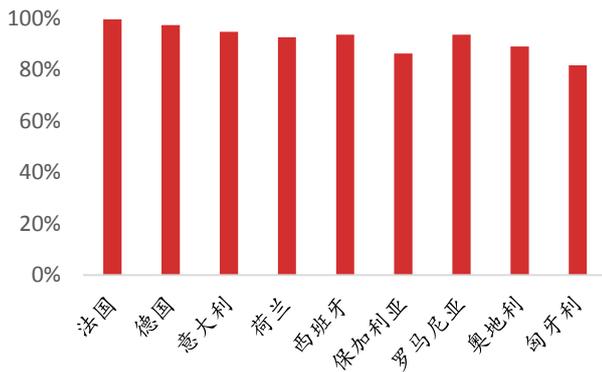
图 12 美国大中城市房价指数



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

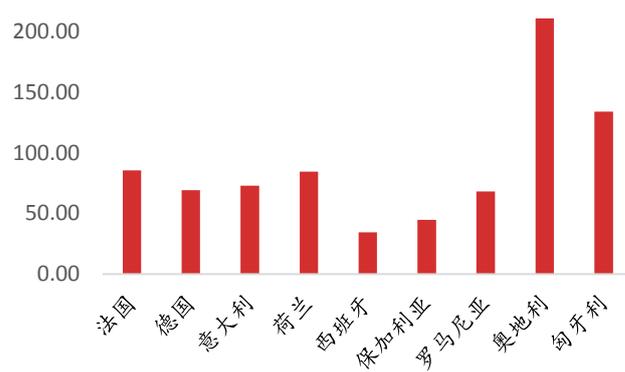
欧洲方面，由于天然气 TTF 近期价格已经大幅下降，10 月能源通胀大概率将会下行不少。目前英国，法国，德国，意大利，荷兰等受到北溪停运影响较大国家的库容量分别在 100%，98.35%，95.14%，93.43%和 92.75%，总体水平尚可。按照欧盟的 2021-2022 年 4 季度至 1 季度的需求数据来进行估算，截至 10 月中旬的库存量也基本能够支撑 2-3 个月的用量。此前收到供应影响的区域中，法国库存量可用库存天数最高，为 86 天，德国最低为 70 天，库存量偏稳定。所以 10 月欧洲能源通胀大概率将会下行不少。只是后期原油方面的制裁将会使得油价短期小幅得到支撑，不过按照此逻辑，相比美国欧洲可能要更早走出大幅加息的需求阶段。

图 13 欧洲天然气库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 14 欧洲天然气库存可用天数



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

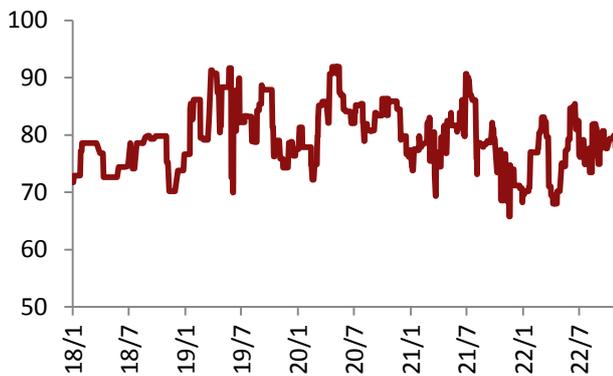
短期原油基本面和宏观矛盾的冲突将会继续，长期来看，加息引发的宏观需求的弱化已经从数据中得到了初步的体现，油价长期下行的大趋势目前来看并没有太多的变化，但是短期来看，由于今冬供应的短缺，以及成品油需求的旺盛，导致原油很难在近期出现较大幅度的下降，90-95 美元区间仍然是运行概率更高的震荡中枢。

### 3. 聚酯

#### 3.1.PTA：成本支撑不在，下游需求崩塌

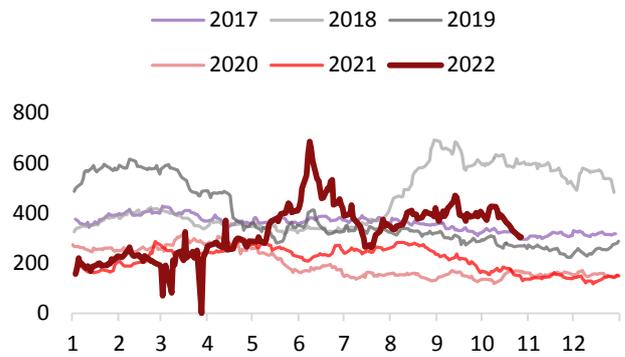
此前PTA一直都受到PX的成本强支撑，开工率一度受到影响，货物流动也有所减少导致基差曾一度涨至1000的高位。但10月下旬，盛虹炼化PX已经产出合格品，目前主要以试车为主。尽管尚未有正式投产时间，但是目前看，其PX各个流程已基本试车完毕。未来如果炼厂投产，可能会在01合约之前就进行商业化投放。另外中石油广东石化的PX预计也会在12月下旬前商业运行。威联化学二期的PX同样也会在11月投产，但是更多用于对接自己250万吨PTA装置的自用。所以总体来看PX在年内将小幅增加供应，到12月预计将会达到230万吨以上的水平。此前PX的紧缺局面将会逐渐被缓和，目前从盘面来看，这部分因素已经大部分被计价，PXN价差也弱化了不少。总体来看，01合约还是将失去最强的成本支撑逻辑。

图 15 PX 开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

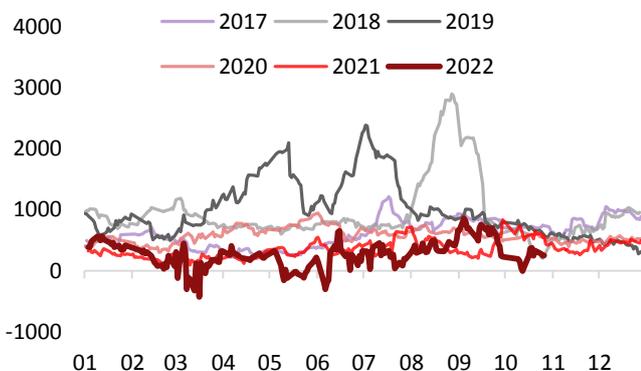
图 16 PX-石脑油价差



资料来源：Wind，东海期货研究所

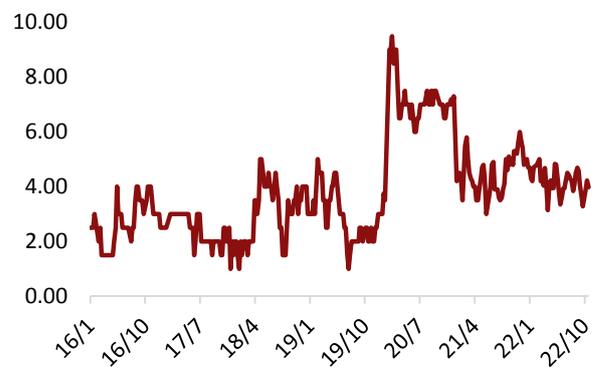
PTA 上游成本支撑不在后，在近期已经下突破 5000 点的支撑位，并且大有继续下行的趋势。

图 17 PTA 加工费



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 18 PTA 库存天数



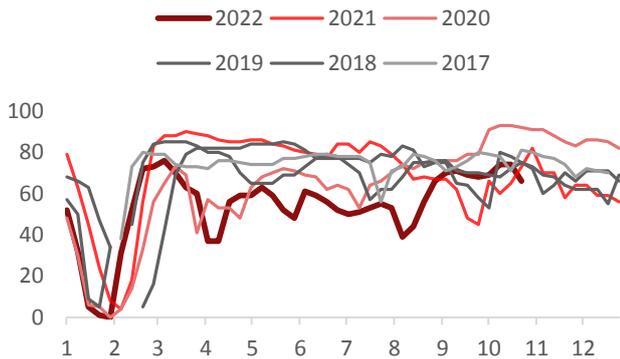
资料来源：Wind，东海期货研究所

本身今年的“金九银十”在9月中下旬之后就基本已经淡化，需求的颓势并不足以支撑PTA价格持续定在高位。而进入11月后，下游需求弱化程度更加明显。制造的新订单

急剧下降，这其中除了一些纺织批发市场受到疫情影响导致制造企业发货困难外，更多是实打实的需求上出现了疲态，并且这样的需求弱化将至少延续到明年春季需求旺季，目前看不到太多转机的预期。

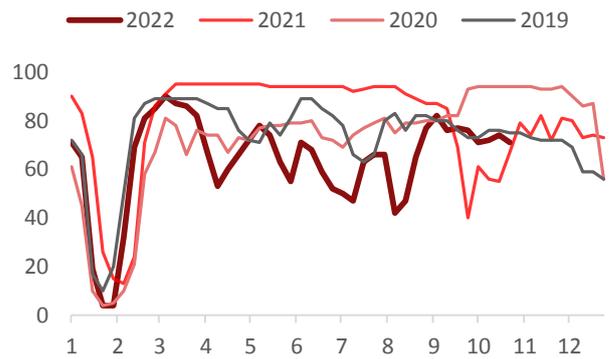
从下游的开工上可以看的比较清楚，织机的开工已经下降了接近8%到66%。并且按照目前的织造订单的断崖式下跌的幅度来看，此轮终端开工的下跌仍然没有结束。此前下游降价促销往往能有不错的效果，但是此轮需求下跌中，促销的收获已经甚微，下游已经不再进行投机性补库，仅仅是维持刚需购货，这也说明11月后也确实很难出现能让产业心态转变的需求改变预期。

图 19 织机开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 20 加弹开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

所以从近期的下游库存来看也可以看出，目前下游已经开始逐渐受到终端需求下行影响，库存已经开始有所累积。

图 21 DTY 库存

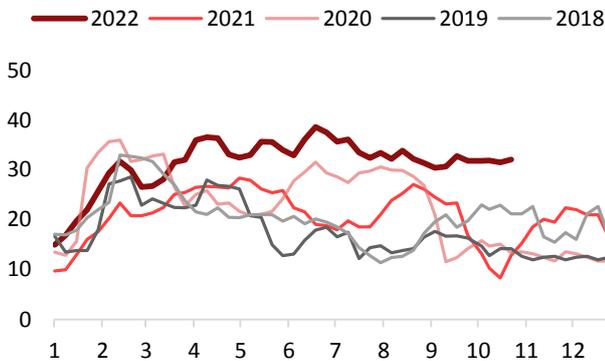
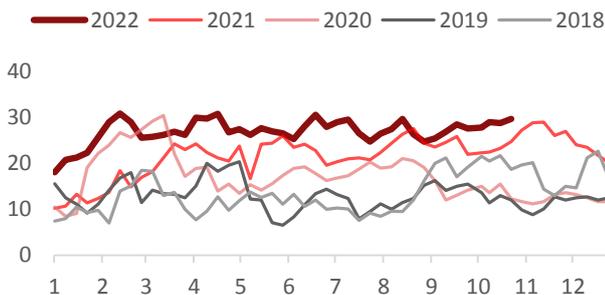


图 23 FDY 库存



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 22 POY 库存

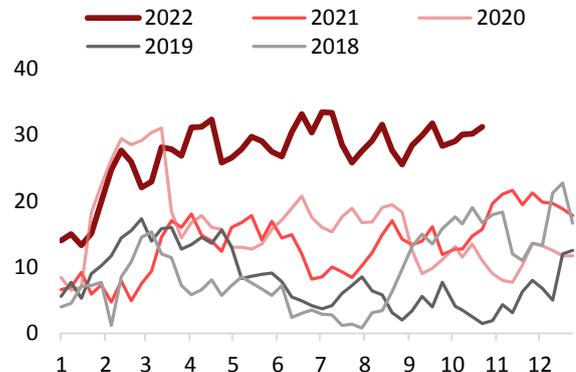
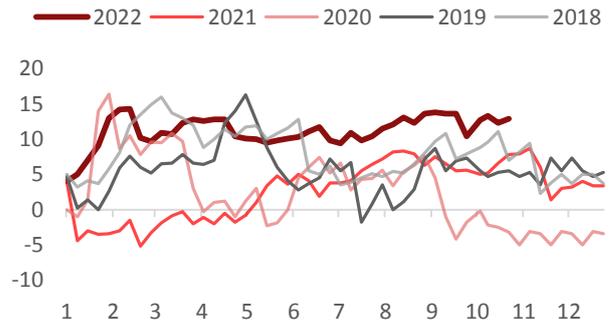


图 24 短纤库存



资料来源：Wind，东海期货研究所

并且和之前不同的是，上游利润的让渡并没有带来太多下游利润的恢复，并且后期聚酯开工基本确定会有较多的下行，从目前的加工利润来看，初步预计将会测试 80% 的开工低位。

图 25 POY 加工利润

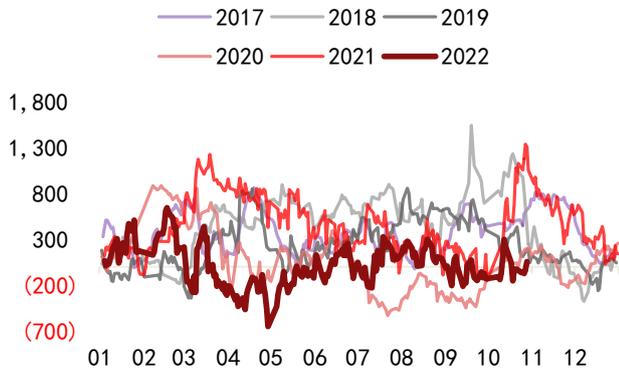


图 26 DTY 加工利润

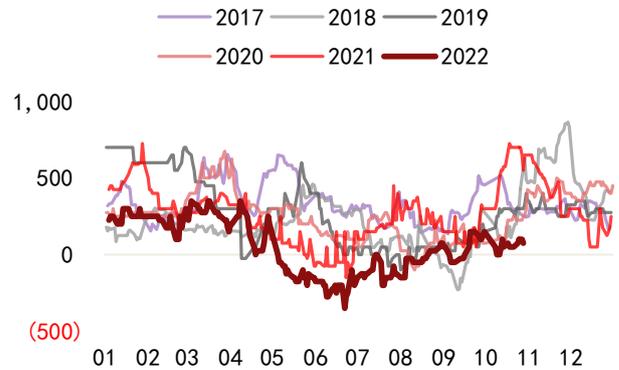


图 27 FDY 加工利润

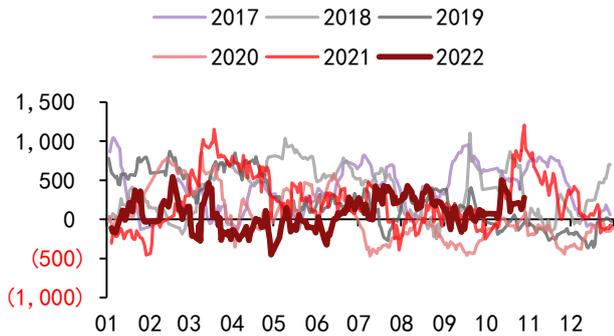
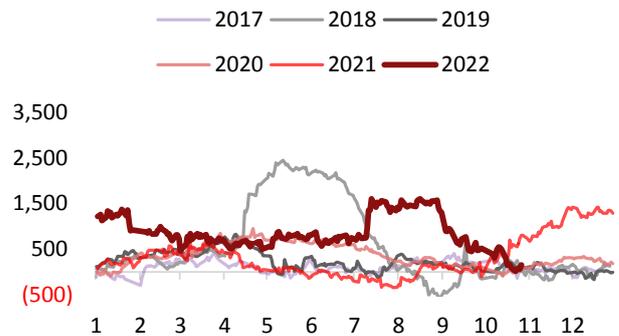


图 28 瓶片加工利润



资料来源：Wind，东海期货研究所

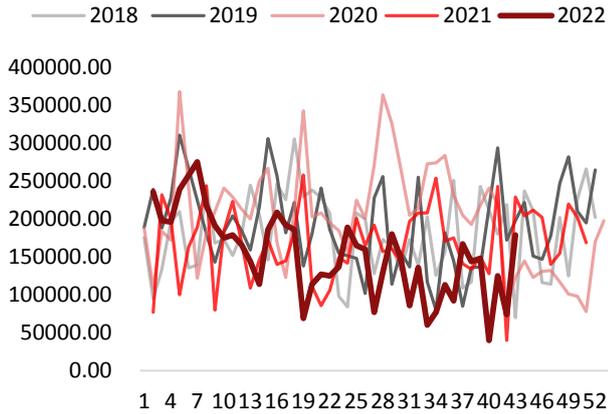
资料来源：Wind，东海期货研究所

11 月在基差已经大幅走弱到 550 的情况下，整体的货品紧缺将会逐渐缓和，并且后期供应预期较高，下游需求预期极弱的情况下，PTA 在 11 月供需可能会出现小幅的过剩情况，价格将会尝试继续下破。短期可以进行下方空间的保护，直至聚酯减产逐渐影响到 PTA，最终在开工被动下降后，叠加下游需求可能出现的转机最终带来重新去库，PTA 才能真正结束弱势震荡，否则近期可能将持续在 5000 下沿中枢波动。

### 3.2. 乙二醇：库存去化，但需求弱化，过剩预期仍难改变

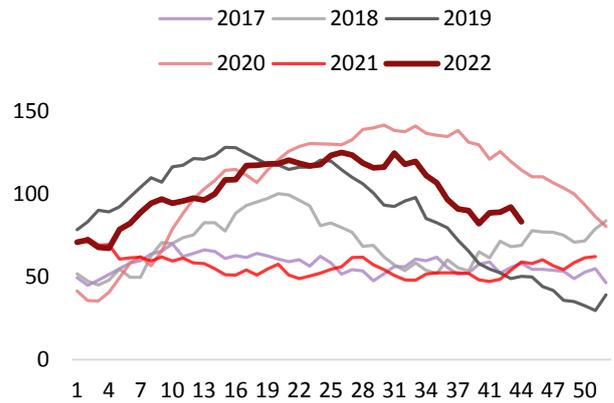
乙二醇在 10 月的去库虽然仍在小幅进行，作为高库存及高产能投放通道中的液化品，价格更是持续领跌，10 月末价格击穿了此前的低位 4000，市场情绪极度低迷。

图 29 乙二醇华东到港



资料来源：Wind，东海期货研究所

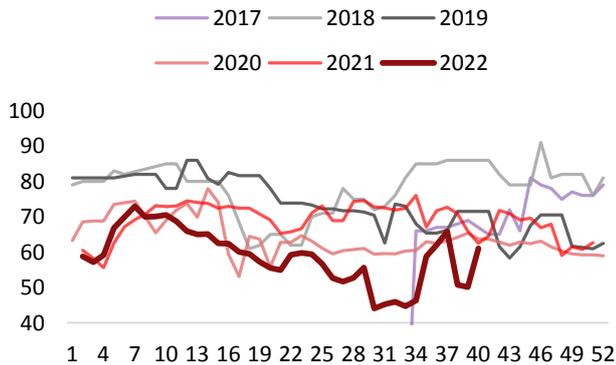
图 30 乙二醇华东库存



资料来源：Wind，东海期货研究所

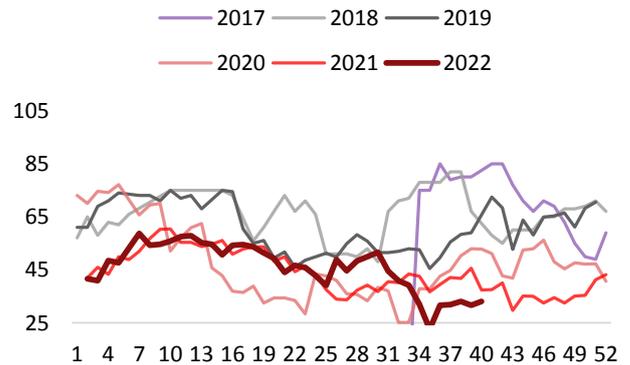
从库存来看，主港库存基本在 10 月去化停滞，这也是近期价格大幅下行的主要原因。但是从开工来看，仍然能够获得一定短期价格韧性的支撑。

图 31 油制乙二醇开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 32 煤制乙二醇开工率



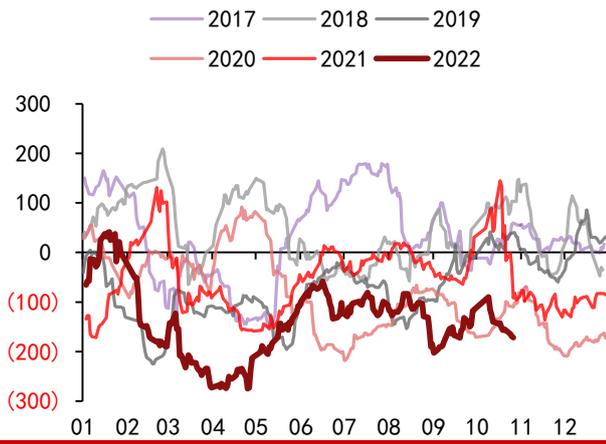
资料来源：Wind，东海期货研究所

利润方面，乙二醇总体仍然极低，并且近期由于油化工利润整体走低，环氧乙烷利润的下降导致部分装置转产，乙二醇产量小幅增加。不过煤化工负荷进一步下行至 33% 附近，高成本下煤化工端供应仍在进一步挤出，且低价和低利润下后期回归的动能有限。短期盘面 3800 的支撑可能会比较强势，前期的破位大多仍然是来自于聚酯需求的悲观预期的计价，这之后乙二醇可能会再次陷入之前的低迷震荡。

不过长期来看，乙二醇的投产夜里仍在，明年有多套装置落地，过剩的预期较难改变，所以该背景下，乙二醇价格中枢也很难有真正的上行突破支撑。

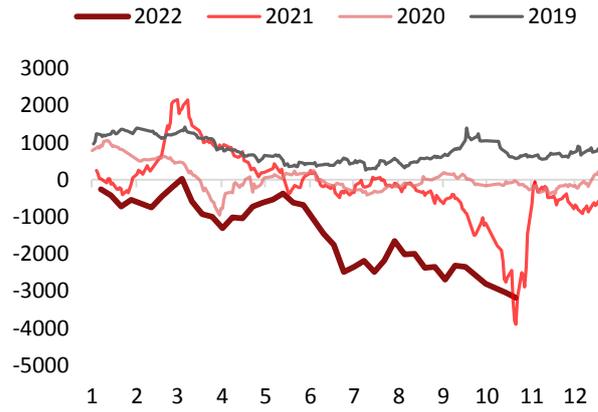
总结来看，原油价格仍然是聚酯端最大的风险因素，而在 PX 影响下，PTA 的紧缺程度至少在 12 月前大概率会放缓，叠加需求弱势，PTA 现货转向过剩将会使得绝对价格继续下探 5000 下的位置。乙二醇方面，由于过剩局面较难改变，成交太差，11 月预计价格中枢仍将 4000 以下一些的低位徘徊，上下空间都已经弹性较小。

图 33 油制乙二醇利润



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 34 煤制乙二醇利润



资料来源：Wind，东海期货研究所

## 分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

## 免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn