

# 原油宏观共振上行 化工被动跟随

国海良时期货 章正泽  
从业资格证号：F3085804  
投资咨询证号：Z0016442  
2023年8月14日

- ✓ 本轮油价上行由宏微观共振推动，宏观层面原油投机净多头持仓的增加体现了市场对于宏观预期的转好，微观基本层面，供应端OPEC+减产对油价起到托底作用，需求端下游成品油供需转好带来油价走强；
- ✓ 从微观基本层面考虑，盘面价格与近端月差共振式的上涨什么时候交易结束就取决于供需利好逻辑是否交易充分。进入8月后，供应端沙特减产利好已基本在盘面兑现，需求端美成品油需求和欧洲柴油裂解都存在边际衰减可能，在基本面前期供需利好逻辑边际弱化带动下油价可能迎来回调；
- ✓ 但考虑到宏观环境，海外加息进入尾声，高利率对于制造业的利空影响很难更大，资金开始押注全球制造业进入筑底阶段，配合国内托底经济的政策大方向也已定调，即使油价出现回调，也很难回到五六月份的价格低点。从三大机构给出的三四季度全球原油平衡表大幅去库也可以得出类似结论。
- ✓ 在上游油价推涨下，下游化工品虽也出现普涨，但以聚烯烃与聚酯为例，盘面价格上涨的同时，基差出现劈叉走弱，并且无论是自身生产利润，还是其下游制品利润整体都出现持续压缩，这表明这些品种盘面价格上涨并无现实端基本面支持，更多是受成本端估值以及宏观预期推动上涨。随着交割月的临近，弱基差大概率通过盘面下跌更多修复；
- ✓ 但以PP为例，一旦偏高估值得到修复，在远端金九银十旺季期内，下游终端极干的原料及成品库存很可能会触发至少是阶段性的补库行为对价格形成支撑，叠加远端因生产利润压缩带来的供应缩减预期，PP中期存在盘面与基差共振上涨可能。

## 一 宏微观共振推动本轮油价上行

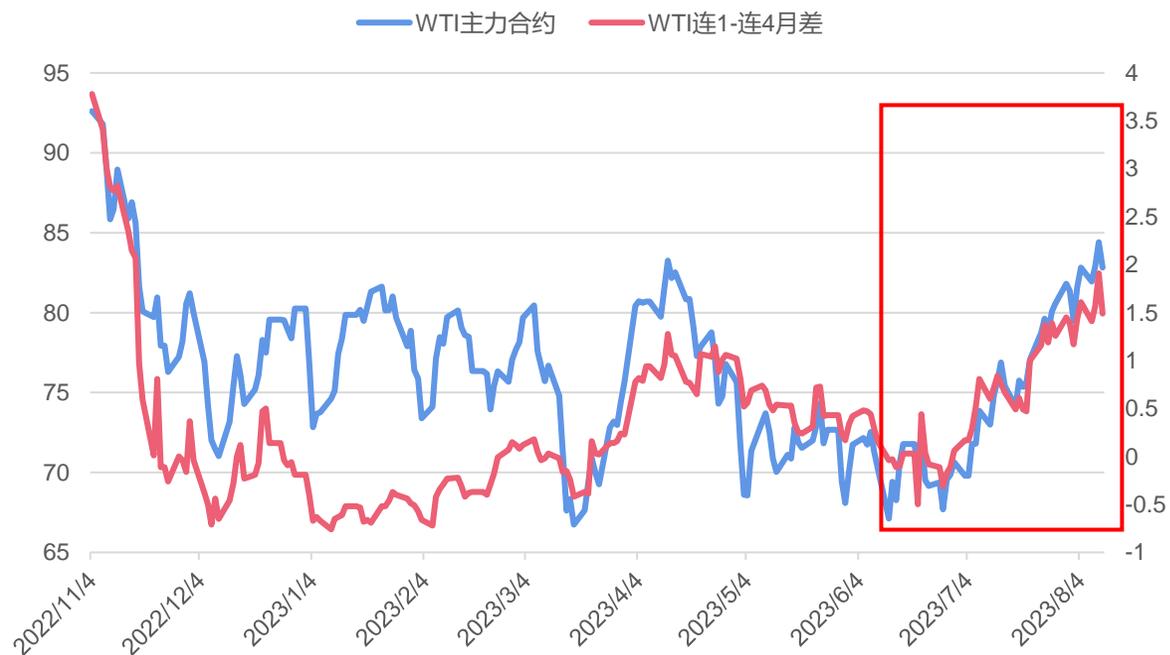
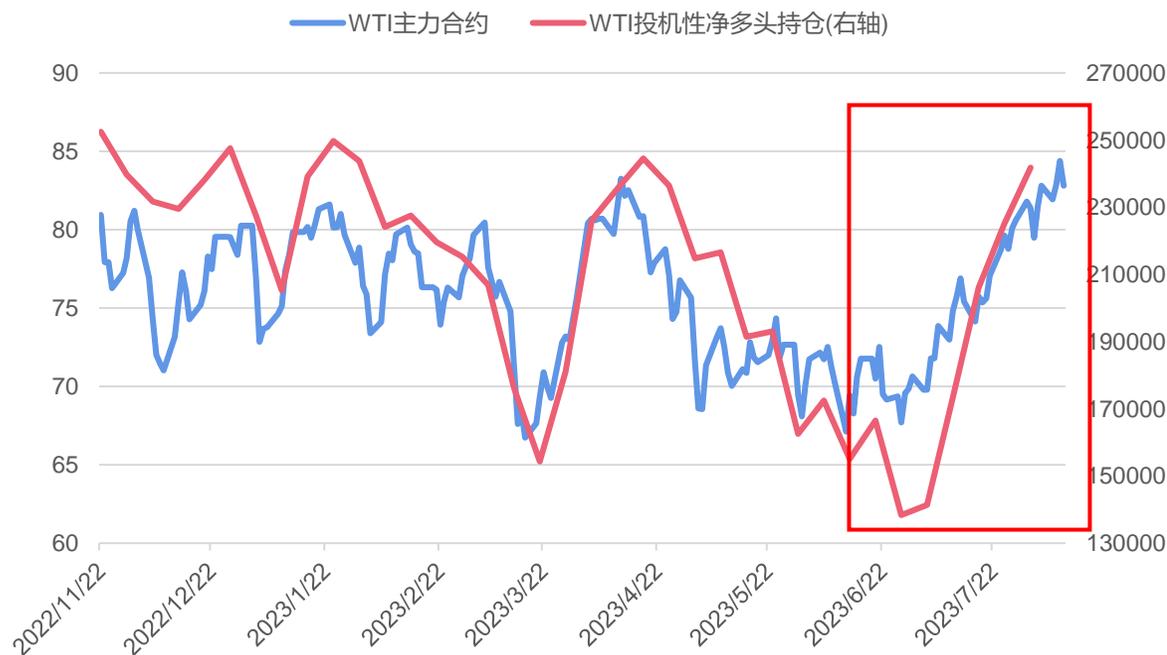
八月后基本面有边际走弱可能 但不改油价上行趋势

化工被动跟随油价 PP远端供需有改善预期

# 宏微观共振推动本轮油价上行

## 一、本轮油价上行由宏微观共同推动

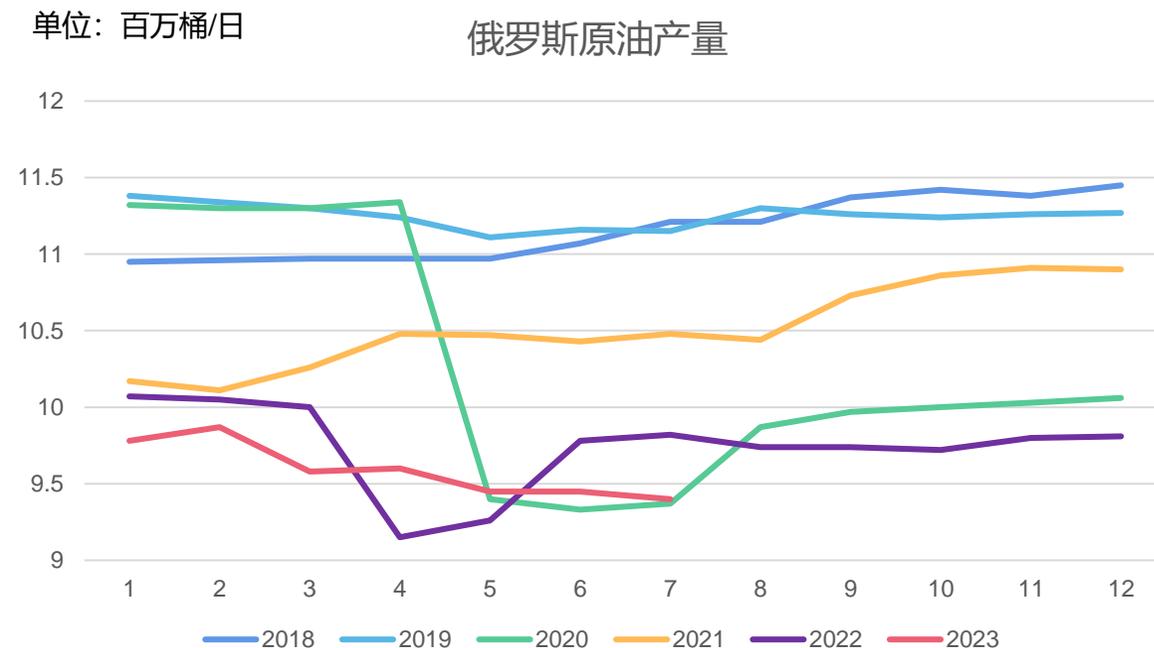
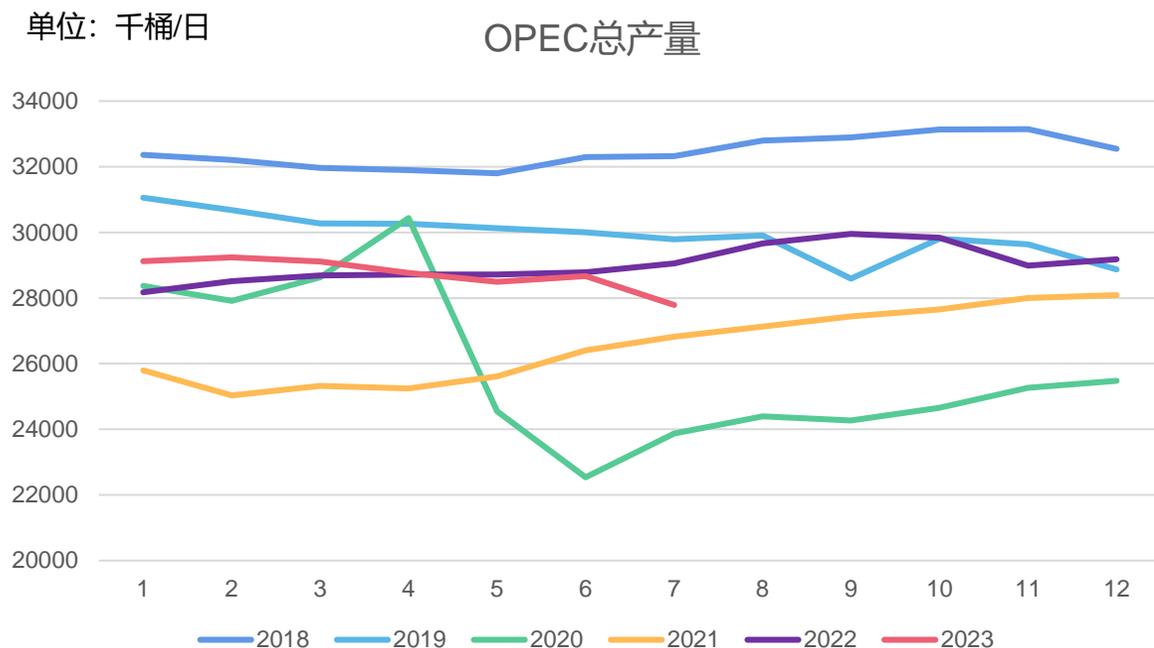
原油的定价由宏观预期和微观基本面两部分构成。本轮油价上涨就是由宏微观共同推动。以金融属性更强的WTI为例，NYMEX原油投机净多头持仓(非商业多头持仓减去非商业空头持仓)的变化会体现市场对于宏观预期的变化，宏观预期转好主要在于加息进入尾声，高利率对于需求的利空影响边际缓解。



# 宏微观共振推动本轮油价上行

## 二、微观基本面利好——供应端OPEC+减产

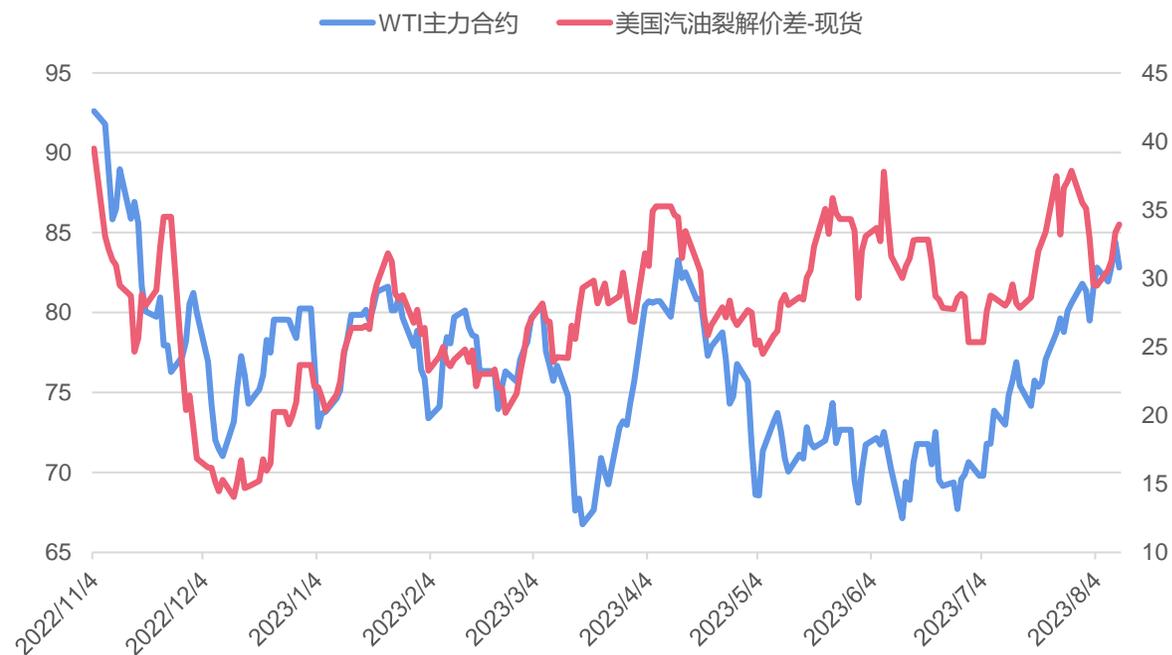
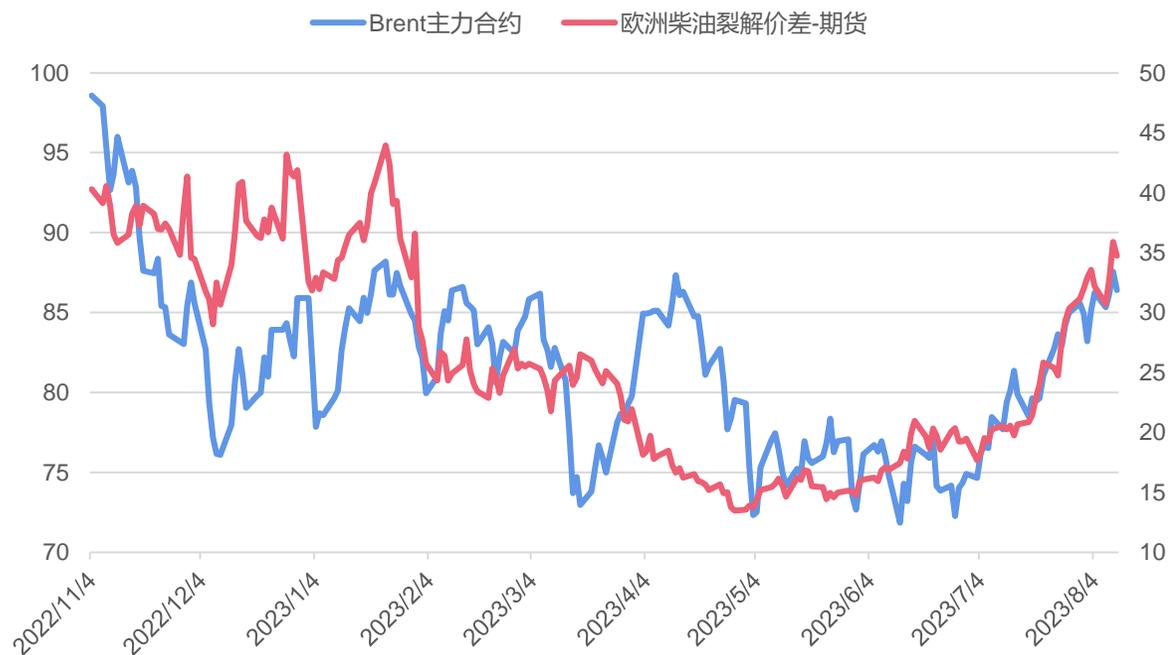
从去年底OPEC+开始推动减产，从核心国家沙特与俄罗斯目前的减产情况看，沙特宣布7-9月自愿减产100万桶/日，受此影响OPEC总产量7月环比6月下滑近90万桶/日，俄罗斯产量也一直处于边际下滑中，供应端OPEC+减产对油价起到托底作用。



# 宏微观共振推动本轮油价上行

## 三、微观基本面利好——需求端下游成品油供需转好

供应端OPEC+减产托底背景下，需求端下游成品油供需转好带来油价走强，尤其是欧洲柴油裂解价差与美国汽油裂解价差完全能够匹配上成本端原油走强幅度，甚至一定程度是下游成品油裂解价差带着原油价格上涨。



# 目录

宏微观共振推动本轮油价上行

二

八月后基本面有边际走弱可能 但油价低点已经探到

化工被动跟随油价 PP远端供需有改善预期

## 一、供应端沙特减产利好已基本在盘面兑现

沙特目前的产量政策是7-9月减产100万桶/日，而7月就已基本完成减产要求，没有临时调整政策的前提下，8-9月沙特几乎没有减产空间，供应端沙特减产利好已基本在盘面兑现，未来供应端更多要关注俄罗斯8-9月累计削减80万桶/日原油出口的落实情况。整体8月之后供应端利好会边际弱化。

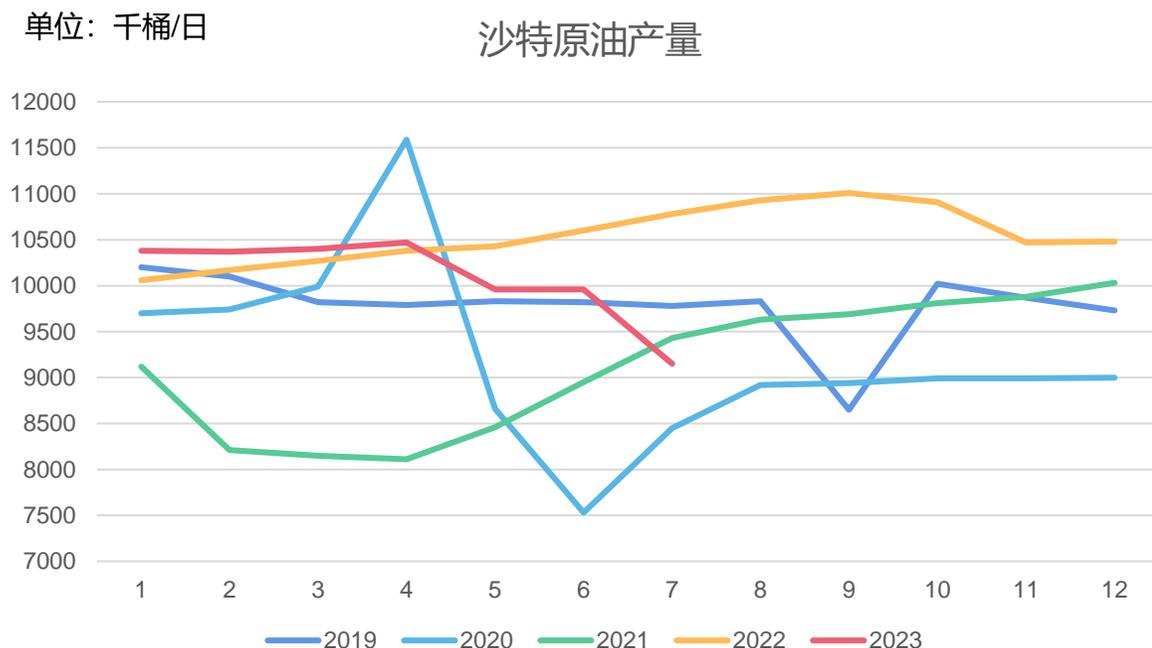


Table 5 - 7: OPEC crude oil production based on secondary sources, tb/d

Secondary sources	2021	2022	4Q22	1Q23	2Q23	May 23	Jun 23	Jul 23	Change Jul/Jun
Algeria	913	1,017	1,030	1,015	979	973	954	955	1
Angola	1,123	1,140	1,084	1,062	1,110	1,124	1,114	1,170	56
Congo	264	262	252	270	264	269	260	270	9
Equatorial Guinea	98	84	63	53	60	58	64	60	-4
Gabon	182	197	199	194	207	205	206	211	4
IR Iran	2,392	2,554	2,568	2,571	2,694	2,698	2,760	2,828	68
Iraq	4,046	4,439	4,505	4,372	4,135	4,135	4,162	4,203	40
Kuwait	2,419	2,704	2,712	2,684	2,585	2,555	2,550	2,558	7
Libya	1,143	981	1,153	1,157	1,164	1,169	1,162	1,110	-52
Nigeria	1,372	1,204	1,172	1,345	1,226	1,284	1,295	1,255	-40
<b>Saudi Arabia</b>	<b>9,114</b>	<b>10,530</b>	<b>10,605</b>	<b>10,358</b>	<b>10,152</b>	<b>9,976</b>	<b>9,989</b>	<b>9,021</b>	<b>-968</b>
UAE	2,727	3,066	3,094	3,044	2,940	2,894	2,895	2,900	5
Venezuela	553	675	663	696	735	743	734	772	37
<b>Total OPEC</b>	<b>26,346</b>	<b>28,854</b>	<b>29,099</b>	<b>28,822</b>	<b>28,252</b>	<b>28,084</b>	<b>28,146</b>	<b>27,310</b>	<b>-836</b>

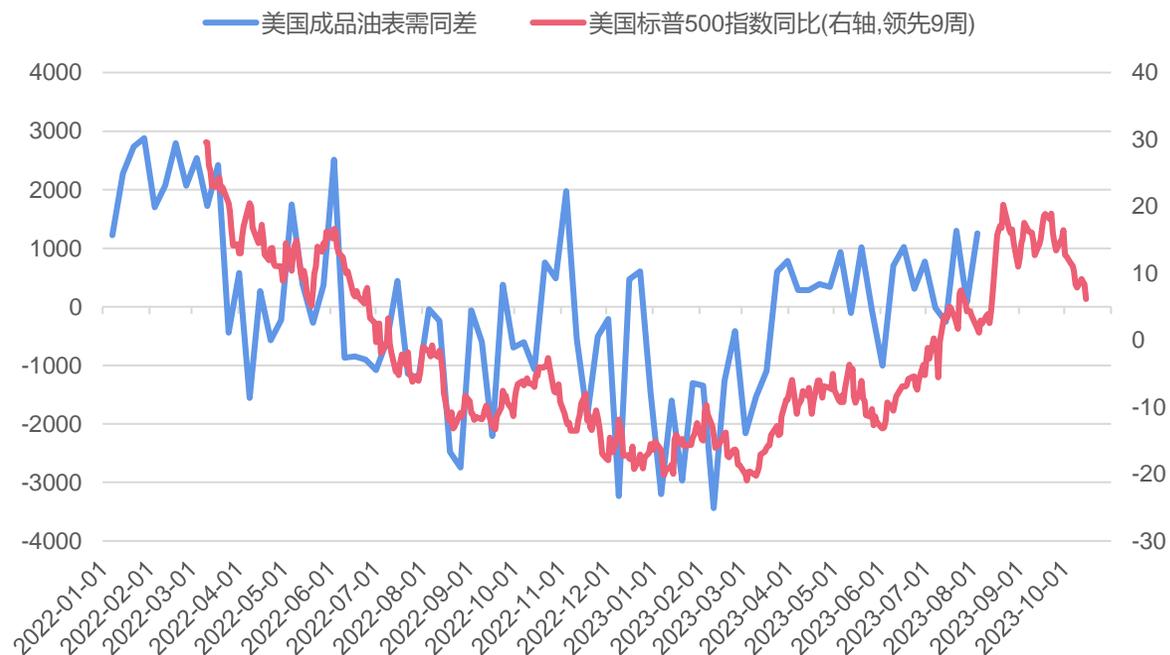
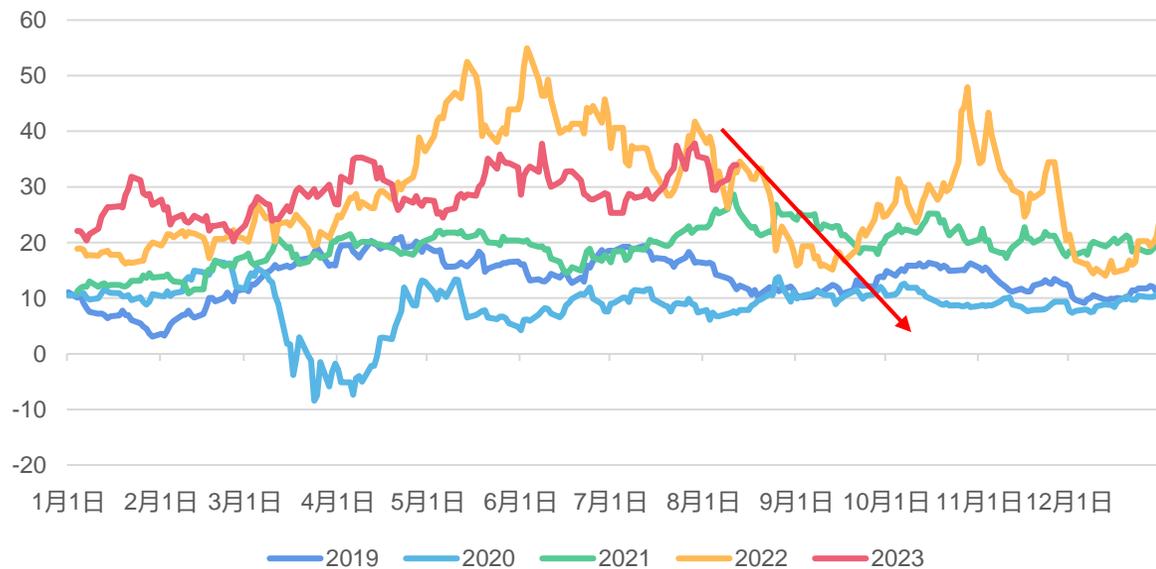
Notes: Totals may not add up due to independent rounding, given available secondary sources to date.

Source: OPEC.

## 二、需求端美国成品油需求边际走弱

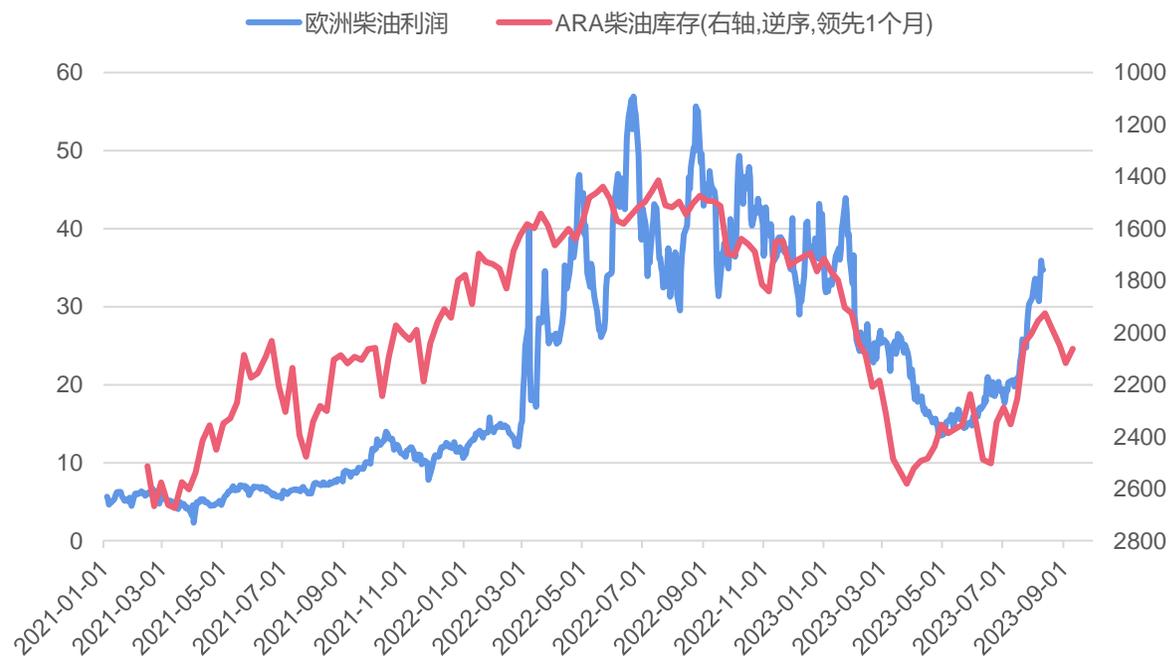
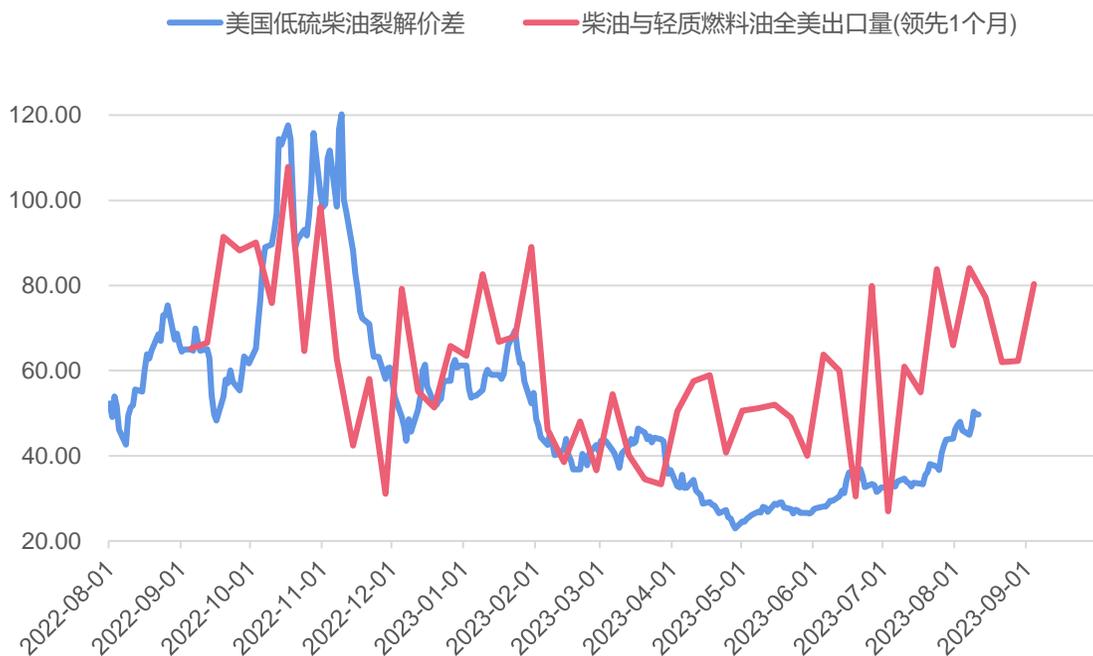
美汽裂解的强除了汽油需求旺季刺激外，也有炼厂装置检修增多导致，随着炼厂检修装置陆续回归，夏季出行旺季也将在8月见顶，美汽裂解大概率将会季节性走弱，从标普500指数对美成品油需求的领先性看，8月下旬开始美成品油需求也将开始边际走弱。

### 美国汽油裂解价差



### 三、需求端欧洲柴油裂解上行动能衰减

在欧洲制造业依然偏弱的情况下，欧柴利润的强更多还是由于沙特减产带来柴油出口供应的减少，相应看到从六七月开始美国柴油出口增加用于弥补欧洲供应缺口，进而带动美柴利润上行。随着美国货源对欧柴供应缺口的弥补，欧柴再次累库，在其指引下欧柴利润继续上行动能开始衰减，进而从利润端影响炼厂开工对于原油需求的支撑。



#### 四、年内油价低点已经探到

虽然在基本面前期供需利好逻辑边际弱化带动下油价可能迎来回调，但考虑到宏观环境，海外加息进入尾声，高利率对于制造业的利空影响很难更大，资金开始押注全球制造业进入筑底阶段，配合国内托底经济的政策大方向也已定调，即使油价出现回调，也很难回到五六月份的价格低点。从基本面层面三大机构给出的全球原油平衡表也可以得出类似结论。



U.S. Energy Information Administration | Short-Term Energy Outlook - August 2023

	2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Production (million barrels per day) (a)</b>								
OECD .....	31.68	31.95	32.53	32.95	33.47	33.75	34.08	34.63
U.S. (50 States) .....	19.50	20.19	20.59	20.65	21.05	21.52	21.63	21.74
Canada .....	5.66	5.51	5.72	5.91	5.79	5.57	5.86	6.12
Mexico .....	1.91	1.89	1.90	1.90	2.07	2.16	2.14	2.12
Other OECD .....	4.61	4.35	4.32	4.49	4.56	4.51	4.45	4.66
Non-OECD .....	67.20	66.86	68.26	68.05	67.52	67.56	66.95	67.20
OPEC .....	33.75	33.76	34.71	34.43	33.95	33.71	32.91	33.33
Crude Oil Portion .....	28.19	28.33	29.23	28.92	28.46	28.37	27.51	27.89
Other Liquids (b) .....	5.56	5.43	5.48	5.52	5.49	5.34	5.40	5.44
Eurasia .....	14.39	13.39	13.56	13.90	14.00	13.56	13.43	13.60
China .....	5.18	5.18	5.05	5.09	5.32	5.32	5.28	5.32
Other Non-OECD .....	13.89	14.53	14.94	14.63	14.26	14.96	15.34	14.95
Total World Production .....	98.88	98.81	100.79	101.00	101.00	101.31	101.03	101.83

# 目录

宏微观共振推动本轮油价上行

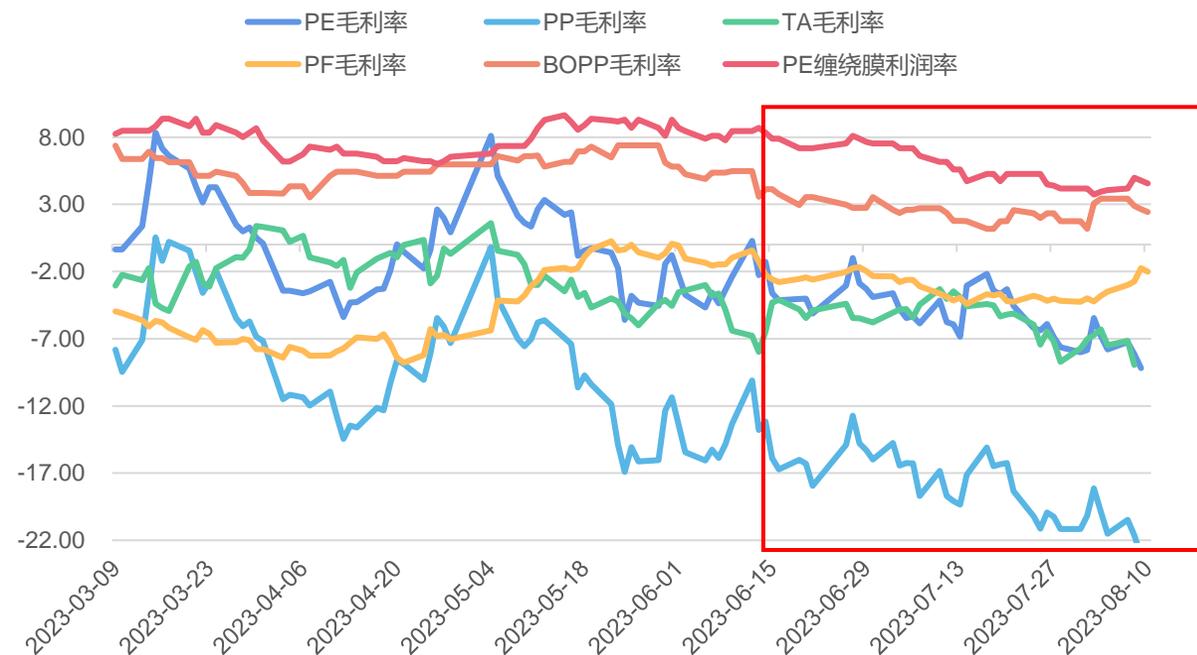
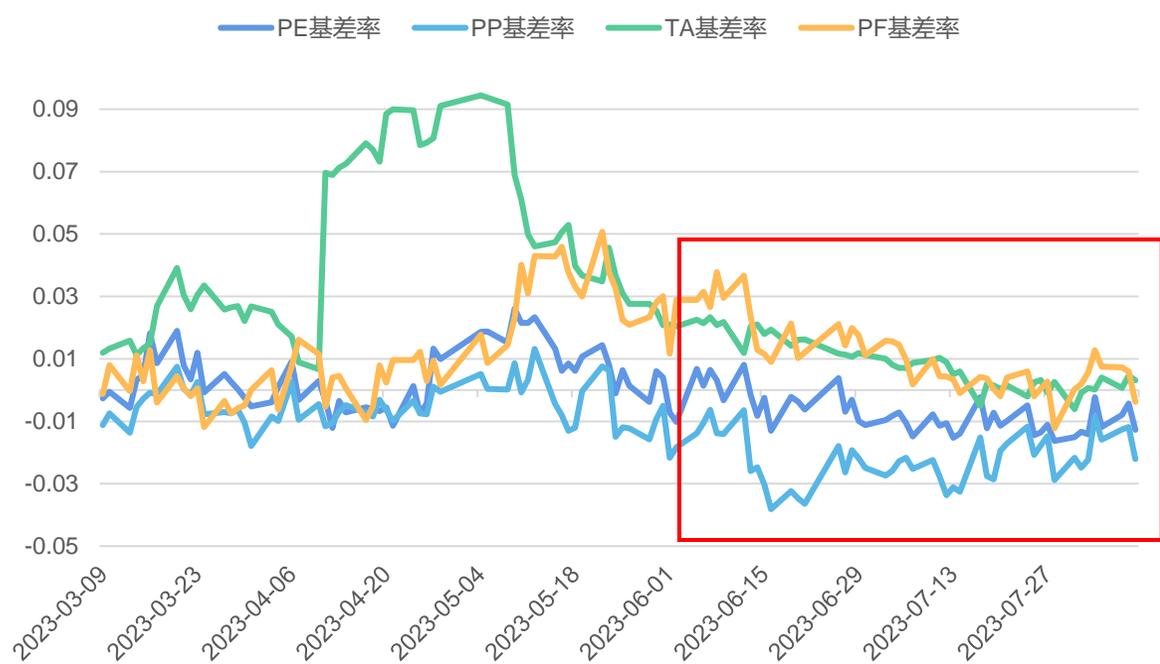
八月后基本面有边际走弱可能 但不改油价上行趋势

三

化工被动跟随油价 PP远端供需有改善预期

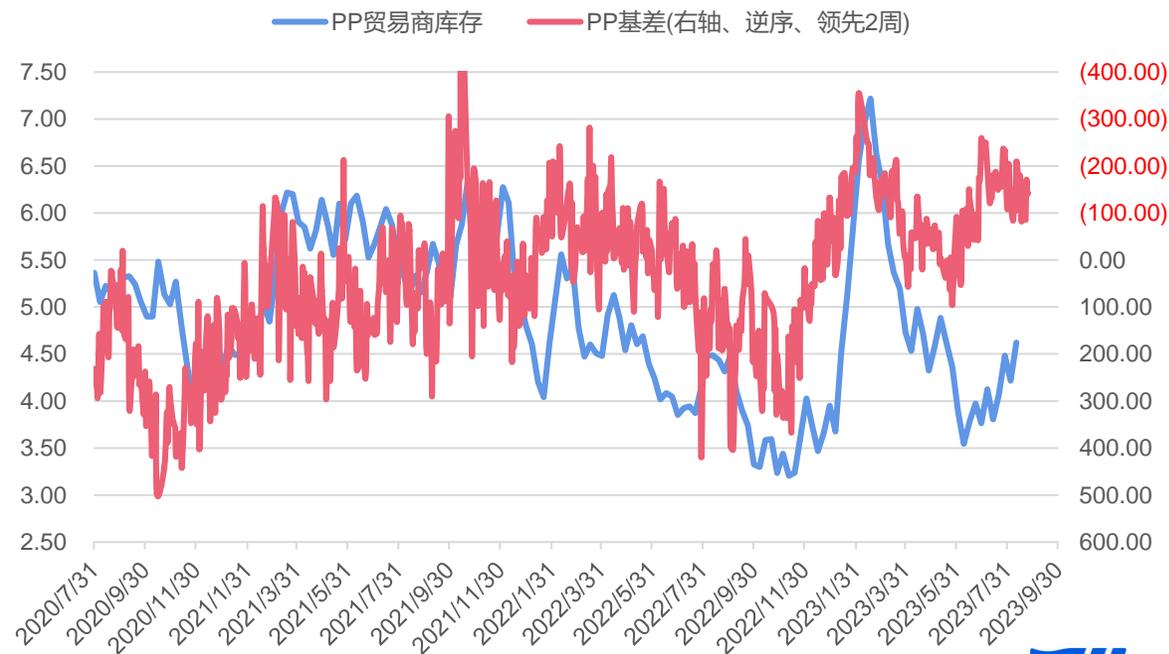
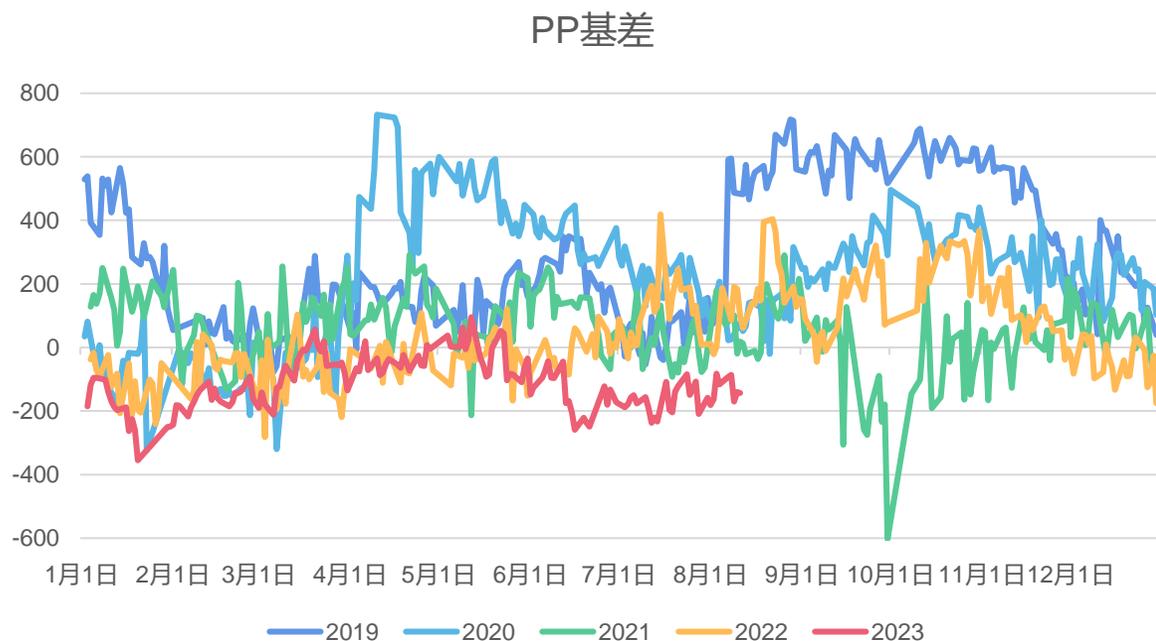
### 一、临近交割月化工品弱基差大概率通过盘面价格下跌更多修复

在上游油价推涨下，下游化工品也出现普涨，不过需要注意的是，大部分化工品的盘面上涨逻辑与油价并不一样。以下游化工两大板块聚烯烃和聚酯为例，从6月开始，在盘面价格上涨的同时，基差出现劈叉走弱，并且无论是聚烯烃还是聚酯自身生产利润，亦或是其下游制品利润都出现持续压缩，这表明下游化工盘面价格上涨并无现实端基本面支持，更多是受成本端估值以及宏观预期推动上涨。



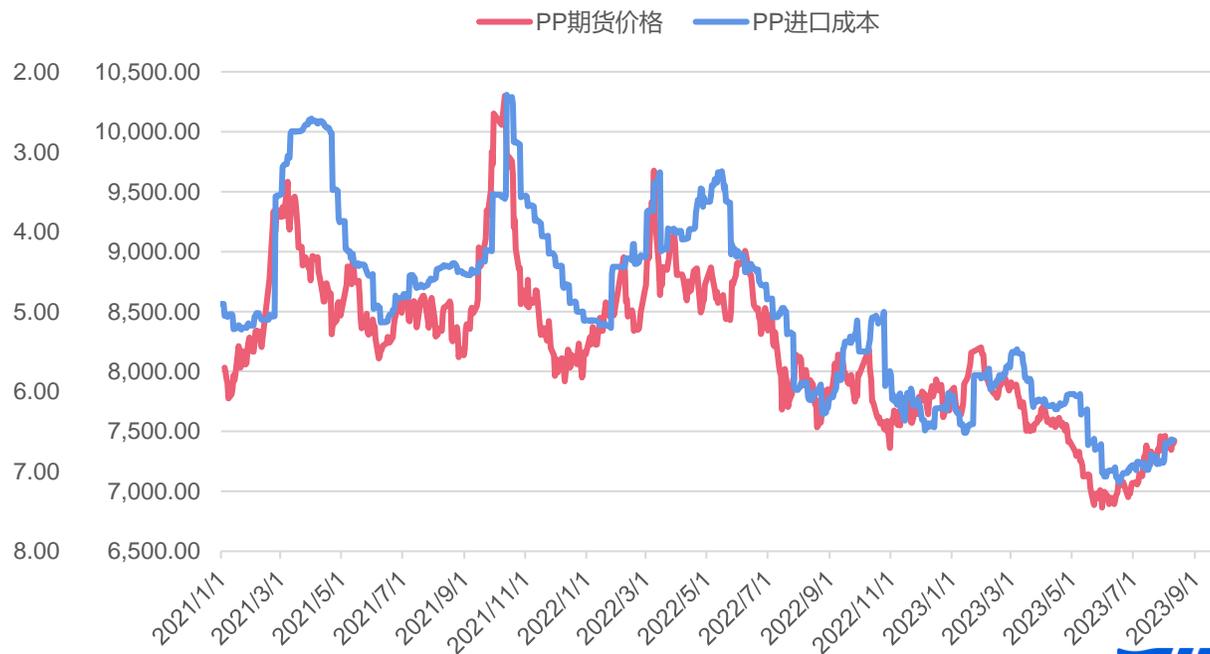
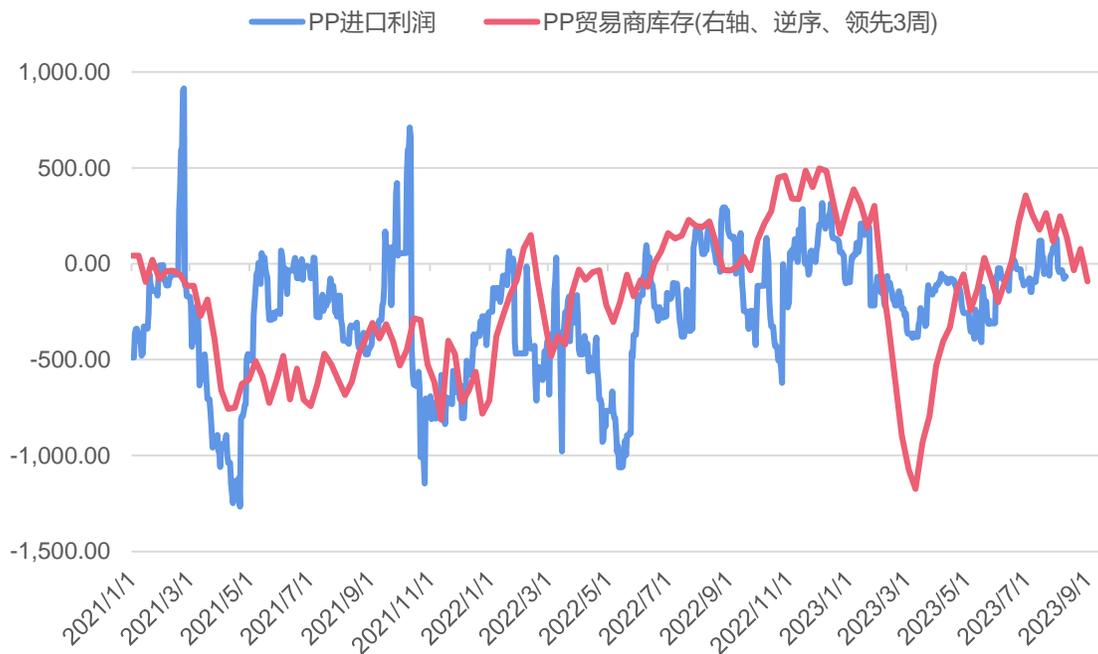
## 二、PP基差的弱势带来贸易商库存的累积

从估值角度看，在这轮盘面价格上涨的过程中，PP基差表现整体偏弱，而基差的弱势会带来贸易商期现正套进场，贸易商库存累积，从基差的反向领先性看，目前贸易商库存仍处于累库周期。



### 三、贸易商库存的累积又限制进口利润的修复

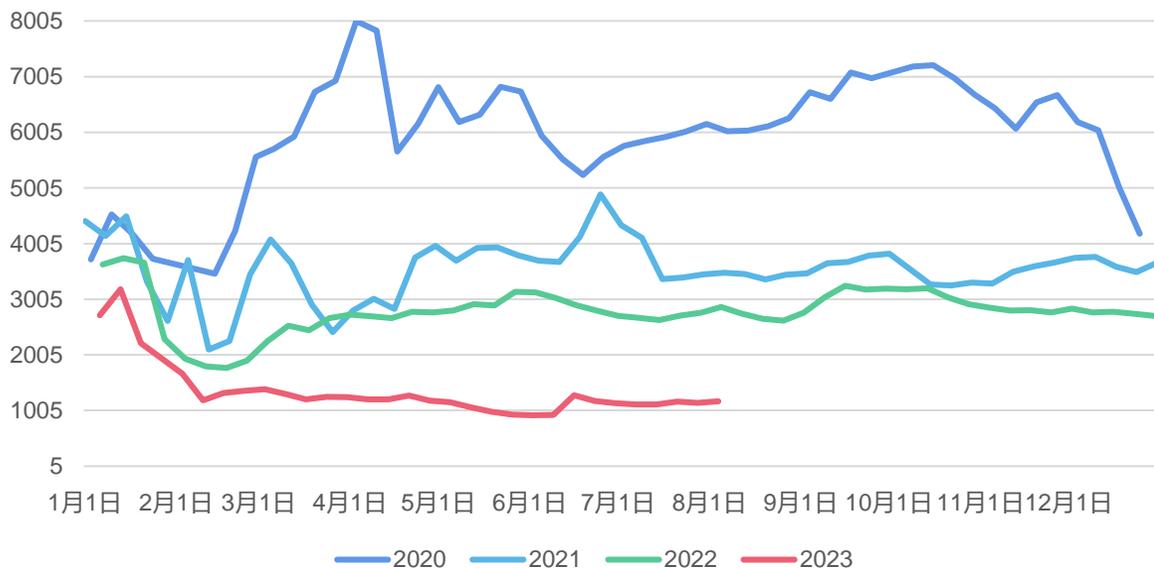
而随着这轮PP内盘价格的上涨，进口利润也来到平水附近，但考虑到在基差弱势指引下，贸易商仍处于累库周期，而贸易商库存的累积又会限制进口利润的修复空间，目前通过内盘PP价格上涨更多带来的PP进口窗口打开很难维持，叠加PP产业格局仍处于产能扩张周期，进口窗口也不具备长期大幅打开条件，可以认为PP目前盘面估值偏高，在临近交割月具备通过盘面价格下跌更多修复弱基差的条件。



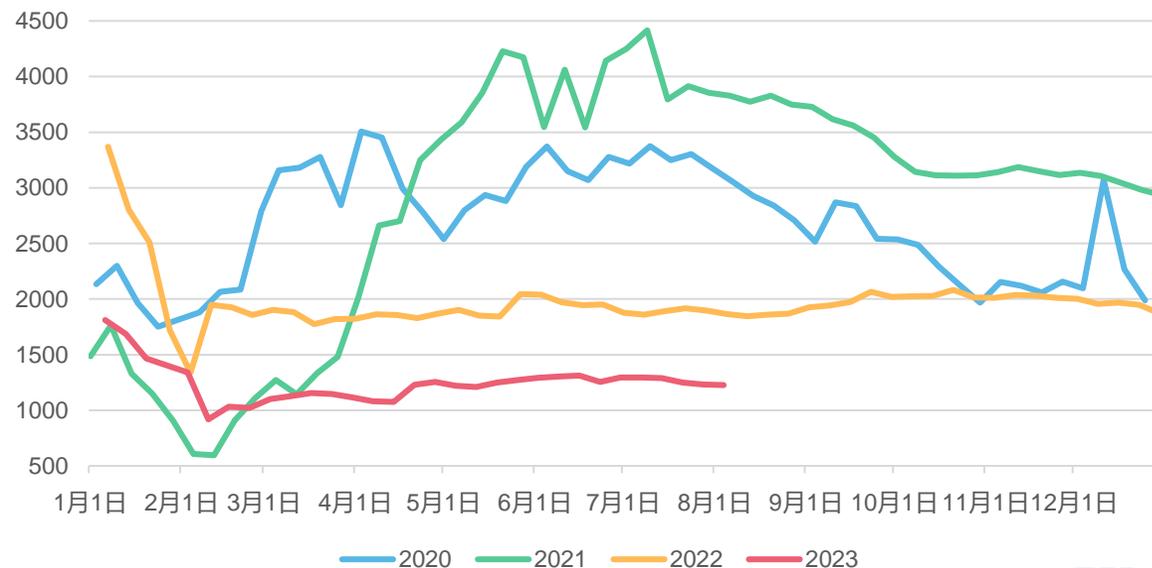
#### 四、PP偏高估值修复完成+终端低库存 带来远端需求改善预期

虽然后续PP价格存在偏高估值修复的回调风险，但随着金九银十旺季的临近，中期走势也不必过分悲观。可以观察到PP下游终端无论是原料库存，还是成品库存都非常干，一旦价格回调，估值有所修复，在旺季期内很容易触发至少是阶段性的补库行为对价格形成支撑。

PP下游企业样本加权原料库存 (BOPP+塑编)

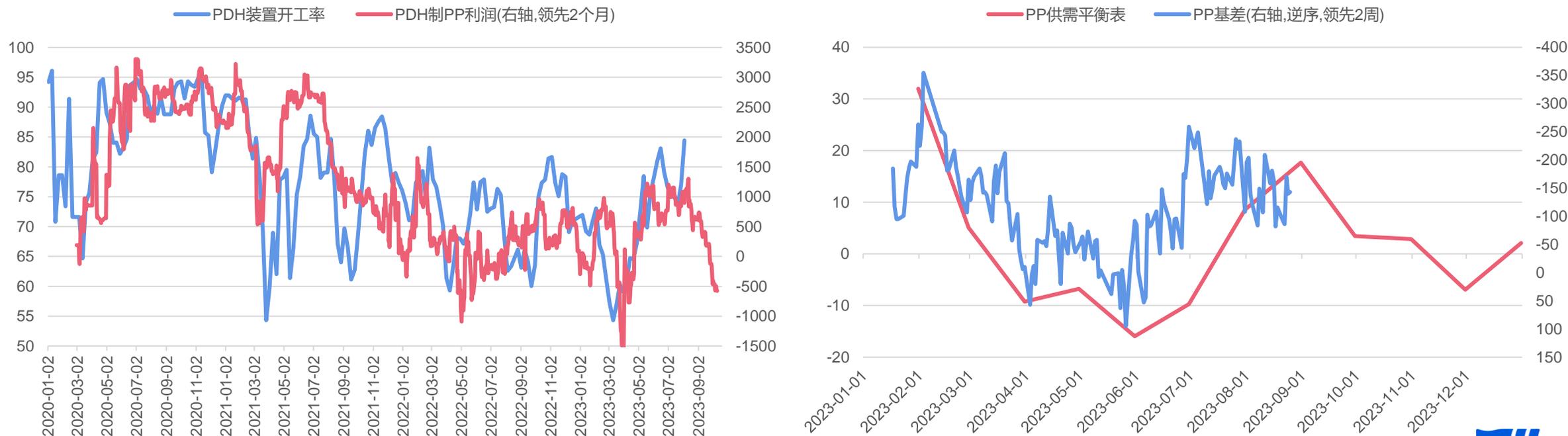


PP下游样本加权成品库存(BOPP+塑编)



### 五、叠加远端供应缩减预期 PP中期存在盘面与基差共振上涨可能

并且随着原料成本的上涨，PP自身生产利润大幅压缩，供应端增量装置已经开始出现可能投产不及预期的声音，而更为关键的是存量装置方面，起到供应端关键边际变量的PDH装置利润大幅压缩，从PDH装置利润对其开工率领先指引看，远端金九银十需求旺季期也将迎来存量装置开工下滑，基于此，我们给到9月之后平衡表环比改善、累库幅度放缓的预期，可能会出现交易现实端供需边际改善的盘面价格与基差共振的上涨行情。



# 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，为免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有投资咨询资格。



谢谢!