

# 调油逻辑降温 苯乙烯如何走

分析人士表示,进入8月以来,原料端和苯乙烯装置检修利多基本兑现,暂未出现新的利多因素。在上行驱动不足的背景下,苯乙烯自身供需略转弱,但近端低估值和低库存仍对价格形成有效支撑,并且货源偏紧维持现货价格居于高位。因此,盘面在高位盘整后,苯乙烯价格借助能化板块转暖的时机走出短期基差修复行情,随后略有回落维持强势运行。

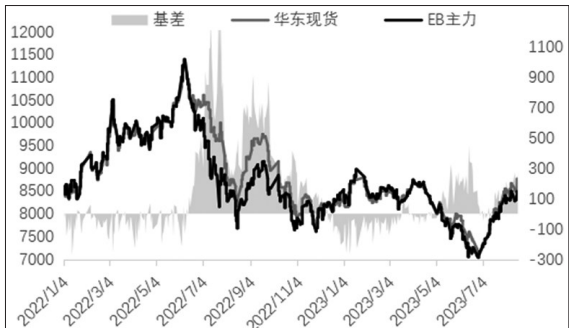
深度分析

姚学雯

## 后市续涨的可能性不大

苯乙烯经过5—6月的大幅下跌后,市场整体不乐观情绪得以充分释放,多头信心逐渐恢复,加之成本端原油不断向上突破,汽油旺季阶段调油逻辑偏强,带动苯乙烯直接上游纯苯及乙苯价格持续上涨。在此期间,苯乙烯因检修供应端缩减,需求表现则相对平稳,基本面并无突出矛盾。因此,6月底至7月,苯乙烯期货主力合约价格跟随相关品从近7000元/吨的位置快速向上反弹至8500元/吨左右,整条产业链核心矛盾在于偏上游原料端,而非苯乙烯自身。因此,在价格上涨的过程中,苯乙烯生产利润反而不断被压缩。

进入8月以后,原料端和自身检修利多基本充分兑现,并未出现新的利多因素,但低估值和低库存仍对苯乙烯价格形成有效支撑。因此,盘面高位盘整后,苯乙烯价格借助能化板块转暖的时机走出短期修复基差的行情,随后略有回落维持强势运行。



图为苯乙烯期现价格及基差走势(单位:元/吨)

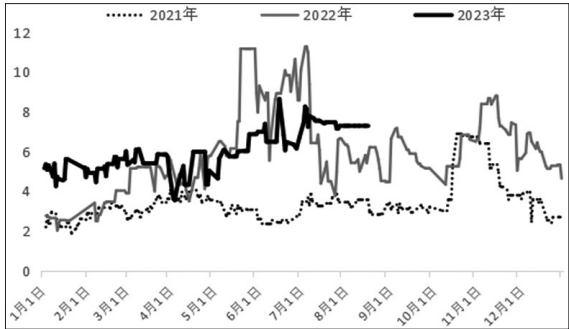
## 汽油处于旺季尾部 原料上行驱动不足

关注近月以来整个芳烃链的强弱对比,不难发现主要矛盾集中在原料端,从原油到成品油再到纯苯,苯乙烯上游相关产品基本面均偏紧,自上而下的成本传导效应非常明显。因此,现阶段需继续关注上游相关产品未来走势。

此波原油价格从底部70美元/桶附近涨至80美元/桶以上,最核心的驱动有两点:一是OPEC+和沙特减产,供应端缩减加深了市场对未来原油供需偏紧的预期;二是美国经济衰退预期阶段性落空,美国非农数据等多项指标表明美国整体经济表现较为强劲,高利率带来的不乐观情绪快速消散。站在当前时间节点上看,主要产油国继续减产的幅度有限,供应缩减带来的利好已被充分交易,而原油价格走高意味着美国通胀问题仍未得到根本解决,后续高利率维持的时间将被延长,美国经济衰退逻辑有可能会被市场再次交易。因此,在不出现新利好因素的前提下,中期原油价格仍将面临回落风险。

从季节性角度来看,汽油夏季高峰消费一般延续至9月上旬。当前整体需求表现较好,汽油裂解价差仍处于40美元/桶左右的高位,并且高低辛烷值价差也处于绝对高位水平(约在7美元/桶)。然而,目前汽油消费端已迈入旺季尾部阶段,成品油继续上涨的动能逐步减弱,随着消费淡季临近,预计裂解价差及辛烷值价差将高位收窄。

正因为前期汽油强供需的支撑,芳烃产品的调油逻辑较强,从而带动纯苯价格上行,不仅纯苯的上游裂解汽油、重整汽油、甲苯及二甲苯可用作调油组分,下游乙苯也可直接作为调油组分,供需两端都改善了纯苯的基本面情况。此外,4—8月持续偏低的进口量,驱使纯苯价格一路走高。如果后续调油逻辑转弱,芳烃系列产品都会存在下跌风险,但纯苯进口放量暂无征兆,所以相对抗跌。



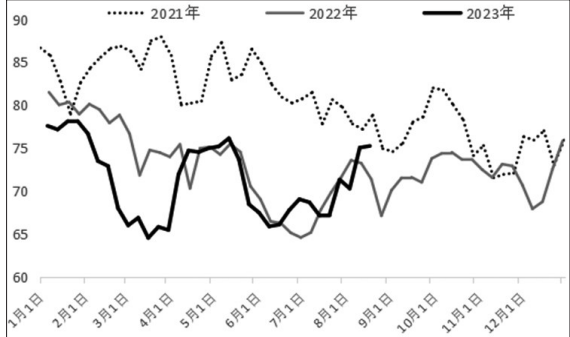
图为亚洲97号—92号汽油价差(单位:美元/桶)

## 装置投产如期落地 国内产量再上台阶

新增产能方面,1—7月合计292.5万吨苯乙烯产能落地,8月预计可以投产的装置有宁夏宝丰20万吨和浙石化60万吨,再往后暂无新增投产计划。全年来看,苯乙烯产能增速为21.2%,整体供应仍处于高速增长阶段。从节奏上看,8月待投产的两套装置均已试车成功,近期落地出产品的概率较大。因此,新增产能压力较大,但四季度及以后并无新增产能压力。

检修方面,自5月中旬开启的一波检修小高峰已过,多套装置逐步恢复高负荷运行,如淄博峻辰、天津大沽、浙石化等。后续检修计划显示,未来新增检修装置数量较少,当前开工已从底部66%附近攀升至75%以上,8—9月开工运行或维持在中性区间,存量供应仍有一定增长空间。

产量方面,前期低开工对应着低产量,6月苯乙烯实际产量相比5月减少15.40万吨,总计为118.42万吨,而7月新增一套40万吨安庆石化装置,开工也略有抬升,总产量环比增加11.23万吨至129.66万吨。在开工提升和新增产能的双重作用下,预计8月国内总产量会继续增加,整体供应压力也将逐步显现。

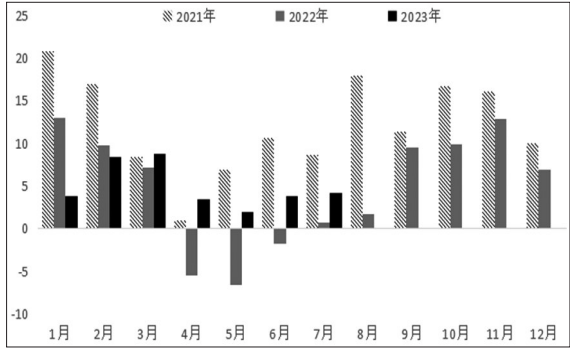


图为苯乙烯周度开工率(单位:%)

## 海外检修收紧货源 进口处于绝对低位

从长期趋势来看,苯乙烯进口因国内投产高速增长而被逐年挤出,进口依存度逐年下滑,出口窗口则逐步打开。然而,今年苯乙烯整体进口偏低,主要原因不仅在于国内产能投放,还受到海外检修装置偏多的影响,在二者的共同作用下,苯乙烯进口大大缩减,但出口则有所增加。数据显示,苯乙烯7月进口量和出口量分别为7.48万吨、3.32万吨,折算成净进口量为4.17万吨,环比增加0.33万吨。对比往年同期来看处于绝对低位,这一点从观察港口的到货量和提货量可见端倪。

细看海外检修计划可以发现,5月美国和韩国多套装置开启检修,所以该月成为本年度海外检修损失量最大的月份,损失量约为48万吨。随后6—8月部分检修装置有所恢复,但损失总量仍处于绝对高位。美韩作为全球苯乙烯出口大国,一旦产量下滑,出口缩减,会对全球货源形成冲击,尤其是进口集中地欧洲。若按检修计划表推演,海外装置集中回归将在9—10月,届时全球货源偏紧状况将有所缓解,我国进口量或有所增加,但短期来看进口仍将维持绝对低位,进而缓解苯乙烯供应端的压力。



图为苯乙烯月度进口量(单位:万吨)

## 终端产销表现不佳 下游需求预期转弱

从苯乙烯直接三大下游来看,进入7月以后,下游企业整体供需变化不大,但上游纯苯及苯乙烯供需偏紧,原料价格持续上调,下游产品提价不顺畅,相对应的是生产利润被不断压缩。当前亏损暂未引发下游开工下滑,ABS开工率维持在90%附近,EPS开工率在60%附近,PS开工率回落至60%,下游加权开工率约在70%,正处于同期中性水平。考虑到企业从采购到生产需要一定间隔,且下游工厂之间存在内卷效应,从持续亏损到实际负反馈的发生一般存在滞后效应。当前,结合下游成品库存已累至中性偏高位置,我们认为,8—9月苯乙烯直接下游开工或有所下滑,整体需求存在转弱预期。

除直接下游外,分析过程中还需关注终端未来是否存在较大变化,进而判断能否自下而上对苯乙烯产生较大影响。苯乙烯终端应用领域主要集中在家用电器、汽车、房地产以及日用品包装等。其中,日用品及包装领域以刚性需求为主,波动相对较小。因此,后市主要关注房地产、家用电器、汽车三大终端表现。

地产工期最新数据显示,7月新开工累计同比和施工面积累计同比分别为-24.5%、-6.8%,对比去年同期下滑,与6月相比跌幅小幅扩大,而竣工端表现较好,累计同比在20.5%,环比持续上升。今年政策的核心发力点也在竣工端,新开工和施工数据则符合“房住不炒”等长期风向。从商品房销售面积数据来看,7月累计同比为-6.5%,相较于去年房屋销售较为平淡,但下跌速率明显放缓。

家用电器作为地产衍生需求之一,整体行业景气度较大程度受到地产行业的影响。从产销数据来看,冰箱、洗衣机、空调、彩电四大产品的实际产量在上半年出现明显的正增长,但实际销售情况增长幅度不及生产端。据统计,7月家用电器出口量累计同比在1.9%,家用电器和音像器材零售额累计同比为0%。终端产销并无明显提振,这一点在三大下游的成品库存数据上有所体现,预计偏弱的产销情况会在后市拖累苯乙烯下游需求表现。

汽车行业的总体产量大于销量,7月乘用车产量累计同比在5.3%,销量累计同比在1.7%,年内均实现正增长,但整体行业景气度并不高,尤其是上半年促销优惠活动较多。促销虽说明汽车行业竞争激烈,不利于终端需求维持高增速,但中短期对苯乙烯直接下游的影响却是正面的。因此,无论是从苯乙烯直接下游来看,还是从终端需求来看,三季度、四季度苯乙烯总需求并无高速增长点,甚至在下游客观影响下需求将有所转弱。

结合供需两端的表现可以看出,过去3个月,苯乙烯现货流转整体偏紧,对应到库存指标上表现为持续去库,工厂库存最低去化至12万吨左右,港口库存最低去化至6万吨左右。然而,进入8月以后,上游生产企业开工整体抬升,下游企业补库力度一般,厂库流畅去化节奏被打断,库存量开始向上累积。与之相反的是,港口库存仍维持去化趋势,进口到港量和接单量均未出现放量,当前产业链总库存仍处于偏低位置,压力并不大。8—9月,国内供应将有所增加,需求端存在转弱预期,而进口端大幅放量的可能性较小。因此,预计未来上游厂库将继续增加,港口库存则维持绝对低位,整体库存压力小幅增加,但并不十分明显。

综合上述分析,苯乙烯价格继续上涨的可能性不大,盘面上涨以及基差修复之后,更可能走出高位振荡或回落趋势。不过,短期市场关注焦点还未发生转变,政策支撑能化板块氛围,且原材料价格仍居于高位,苯乙烯自身供需仅边际转弱,所以近月合约仍将维持偏强运行。中长期主要关注两方面的驱动因素:一方面,成品油旺季即将结束,整体调油逻辑热度下降,原料端原油、成品油、纯苯等产品上行动能不足,存在一定的回落风险;另一方面,苯乙烯自身检修高峰期已过,未来计划内检修装置数量偏少,且部分装置待投产,总供应存在增长预期,而现阶段下游陷入亏损状态,PS开工率已明显下滑,下游成品库存也不断累积,压力正在聚集,未来需求端以大概率转弱为主。然而,结合苯乙烯低利润和低库存现状,预计价格下跌并不会从苯乙烯开始,而是原料价格回落带动苯乙烯价格下跌,其间或伴随着苯乙烯和下游产品利润小幅上修,以及产业链总库存累积。操作上,建议暂时观望,待观测到情绪降温、原料回落,可尝试介入空单。

(作者单位:新潮期货)



市场观察

记者 郑鑫

## 分析人士: 成本端的影响犹在

自6月见底后,苯乙烯期货7月以来振荡上行,不断突破左侧压力位,已反弹近两个月,最高涨幅在25%左右。市场人士表示,近期苯乙烯期货表现偏强,主要是受到成本端和库存偏紧的支撑。

中财期货能化分析师冯献中告诉期货日报记者,原油供应偏紧是苯乙烯本轮上涨的主因。苯乙烯原料对原油的依赖度仅次于PTA,这导致苯乙烯与原油走势高度相关,两者近3个月的相关性在0.85,涨幅基本一致。沙特在7月执行100万桶/天的减产,并且减产至少延续到9月,OPEC+原油产量创下两年新低。与此同时,恰逢美国夏季出行旺季,炼厂开工历史高位,8月原油消费超过了2019年的同期水平。他说,汽油短缺也间接助长芳烃调油需求,由于亚洲芳烃发往北美存在套利空间,中国纯苯库存从一季度的历史高位加速去化至偏低水平,伴随着纯苯加工费从1000元/吨以下走扩到1600元/吨。反观苯乙烯及下游子行业仍处于产能高速扩张的尾部阶段,加工利润被长期压制处在低位,乙苯脱氢工段亏损在-200元/吨,过剩的格局导致成本定价的特性尤为明显。

“受益于成品油利润的高企和烷基化油按照汽油征收消费税的影响,乙苯调油的经济性逐渐显现,国内调油商逐渐使用乙苯进行调油,导致乙苯调油需求增加,一方面提振纯苯价格走高,另一方面降低炼厂生产苯乙烯的产量。”徽商期货能化分析师魏龙飞表示,近期国内苯乙烯生产装置意外检修导致开工率迟迟难以提升,但下游开工率回升使得市场对需求预期乐观,供需偏紧背景下,苯乙烯库存降到近5年的绝对低位水平。数据显示,截至8月21日,苯乙烯华东港口库存为4万吨,较上期减少0.11万吨,环比下降2.68%,同比下降42.42%。苯乙烯在低库存和强成本带动下走势偏强。

期货日报记者了解到,目前三大下游整体处于亏损状态,PS亏损最高,开工率也处于最弱状态;EPS利润稍好,ABS开工持续走高,整体下游需求正向反馈暂不足。不过,华联期货能化分析师黄桂仁表示,就偏向内型商品而言,国内政策对消费端、稳地产有正向利多效应,进而对苯乙烯终端消费有一定支撑。

展望后市,魏龙飞认为,纯苯仍然维持偏强格局,纯苯库存当前在低位水平运行,市场货源偏紧;纯苯下游表现强劲,库存一直维持去库节奏,成本支撑仍在。从供需来看,当前苯乙烯开工率已经提升至75%以上,产量处于逐渐回归节奏。在下游开工率处于较高水平和三大下游均亏损的情况下,需求进一步提升空间有限。短期来看库存状态预计维持,近强远弱和利润压缩的逻辑仍在。中期来看大概率呈现累库格局,苯乙烯价格或承压。

“本轮反弹主要由苯乙烯自身库存下行、估值驱动走强以及外国商品大势反弹带动,与以往美国调油需求短时的大涨不同。苯乙烯基本面上中长期偏向供应过剩,但成本端的影响犹在。因此,苯乙烯价格波动将围绕供需偏弱与成本支撑博弈。苯乙烯期货主力合约关注8700—9000元/吨的中期压力,支撑位在8000元/吨,短期谨慎偏多,中长期偏空。”黄桂仁说。

在冯献中看来,目前行业总库存已经降至历史同期低位,在油价没有出现较大利空的前提下,一旦苯乙烯供应增加不及预期,近月合约很容易出现空头回补,月间价差也将走扩。9—10月以后,原油消费季节性回落,沙特减产效果也在边际递减,成本端的调整将是未来苯乙烯下跌的最大因素。