

2022年6月1日

需求预期计价，价格短期承压

——能源化工6月月度投资策略

东海策略

能源化工

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

联系人

王亦路

从业资格证号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

联系人

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- **原油**：5月OPEC减产幅度有限，叠加俄罗斯出口仍然保持高位水平，短期市场供应偏宽松。叠加联储年内加息预期升高，后市需求预计再三被打压，短期需求现实计价程度不高。所以除非OPEC能给出亮眼减产决策，或者夏季成品油需求持续保持高位水平，带动库存去化，否则价格将继续承压。
- **PTA**：6月PTA尽管供给会有部分回归，但是下游的高开工仍然会维持一段时间，去库即使有所扭转也不会累积太多，价格中枢更多挂钩成本。价格如果下行过多，PTA开工很可能出现下行，且至成本位空间也不大，所以如果出现原油下跌，PTA很可能跟跌力度有限。
- **乙二醇**：在煤价不出现继续坍塌的情况下，3900至4000已经算是一阶段的低位，但是如果煤价继续下行，目前的成本计价将会继续下一，乙二醇价格波动中枢会随之下行。
- **结论**：短期需求现实已经不是主要问题，宏观带来的需求预期极差，并不断提前计价，使得价格承压。如果供给和需求上无法出现亮眼的现实端表现，价格将保持偏低水平运行。
- **操作建议**：二季度开始油价中枢将保持偏低位置，但聚酯品种将维持窄幅震荡。
- **风险因素**：俄罗斯产量情况持续保持高位，OPEC不减产或减产不如预期，俄乌冲突出现解决迹象，以及国内需求恢复水平速度仍然极低。

正文目录

1. 策略概述	错误! 未定义书签。
2. 原油	4
2.1. 供给较宽松，市场等待进一步减产	4
2.2. 需求总体小幅好转，但宏观弱预期锚定基调不改	7
3. 聚酯	9
3.1. PTA	9
3.2. 乙二醇	12

图表目录

图 1 基准油价格	4
图 2 基准油三月月差	4
图 3 俄罗斯海运原油出口情况	错误! 未定义书签。
图 4 俄罗斯出口税情况	5
图 5 主要消费地原油库存	5
图 6 全球浮仓情况	5
图 7 北海产量	6
图 8 美国汽油表需	7
图 9 美国柴油表需	7
图 10 美国制造业 PMI	7
图 11 零售和食品服务销售	7
图 12 美国炼厂裂解差	8
图 13 欧洲炼厂裂解差	8
图 14 欧洲炼厂裂解差	8
图 15 主要消费地汽油库存去化情况	8
图 16 二手车销售指数	9
图 17 CPI 二手车项	9
图 18 国营炼厂开工率	9
图 19 对中国出口油轮量	9
图 20 PX-石脑油价差	10
图 21 PX 开工率	10
图 22 PTA 加工费	10
图 23 PTA 开工率	10
图 24 织机开工率	11
图 25 加弹开工率	11
图 26 POY 库存指数	12
图 27 DTY 库存指数	12
图 28 FDY 库存指数	12
图 29 短纤库存指数	12
图 30 乙二醇开工率	13
图 31 煤制乙二醇开工率	13
图 32 油制乙二醇利润	13
图 33 煤制乙二醇利润	13
图 34 乙二醇华东港口库存	14
图 35 乙二醇华东到港	14

1. 策略概述

油价在 5 月开始的下行后陷入了震荡，联储不降息表态越来越强硬，市场对后市仍有加息预期下的需求表示极度悲观，这使得在最后数天，油价再一次探底。后市年内或仍有 2 次加息，同时中国需求恢复速度大幅低于预期，市场对工业需求发展预期极为不看好，这导致当下的事实兑现已经不太敏感，计价点始终锚定远期低迷需求。所以在俄罗斯供给始终保持高位，OPEC 很可能也拿不出冲击性的减产方案，而成品现实消费情况也无法达到极其亮眼地步的情况下，油价或许还要面临一阵阴跌。

聚酯方面，5 月下游开工出现了两眼的超预期恢复，这也给上游原料带来了去库。但对 PTA 来说，上下游的利好并未成为自身加工费走高的契机，反而行业利润被上下游挤压，导致检修增加。6 月检修多数将回归，而下游火热的高开工有退烧风险，小幅去库可能结束。而对乙二醇来说，煤价的利空才是最大的支撑坍塌，成本如果一直下陷，可能此前 4000 左右的支撑位无法守住。。

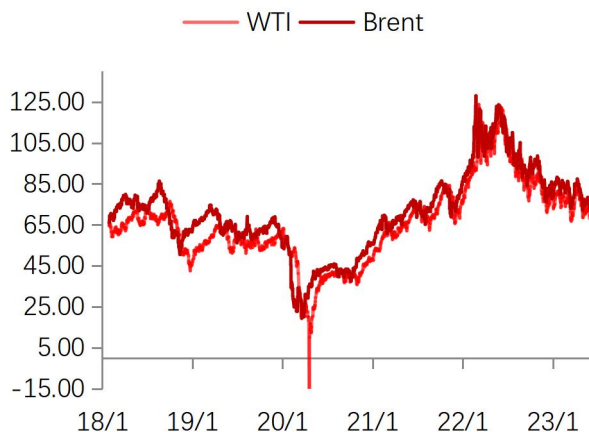
2. 原油

2.1. 供给较宽松，市场等待进一步深度减产

5 月原油价格大幅走弱，其中最主要原因仍然是宏观情绪的弱化，对海外需求的极度悲观，以及中国需求恢复的不及预期，都使得原油消费预期下行，油价中枢在弱预期下被大幅拉低，价格和月差都出现明显走弱。

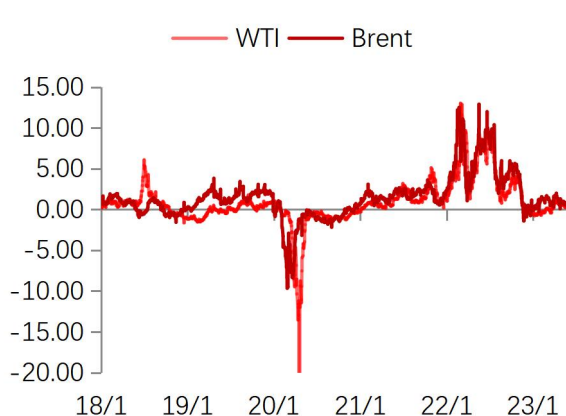
WTI 的 1 个月月差以及期现货都转为正向结构，也说明了目前市场心态极度偏空，如果没有级别较大的刺激，可能油市将面临后期柴油需求段的提前计价，即如同 5 月一样的阴跌行情会持续，油价下方将仍有 5-10 美元空间。

图 1 基准油价格



资料来源：东海期货研究所，Wind

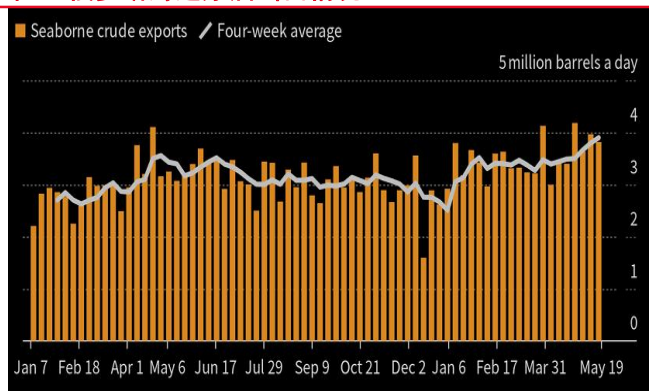
图 2 基准油三月月差



资料来源：东海期货研究所，Wind

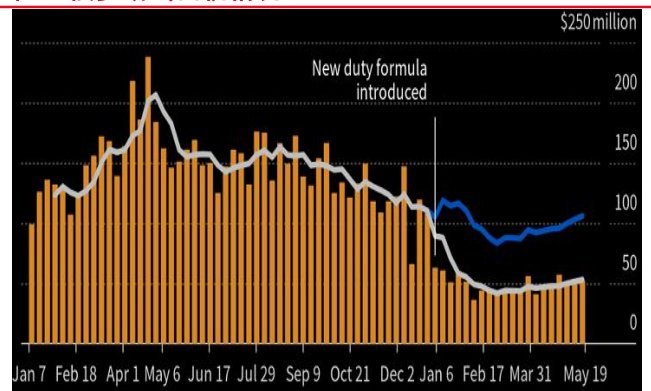
供应方面，5月如预想中的，俄罗斯并未出现承诺的减产。从目前的贸易流数据来看，出口是持续保持在高位的，至5月19号的装载数据仍然有380万桶/天左右。虽然对波兰的友谊管道在几周前断供，但是其实管道运输量已经较少，可能20万桶/天左右，就算海运要进行管道运输的补运，增量也没有贸易数据显示的这么多。而从俄罗斯的动机上来看，现在市场越来越确信俄罗斯没有减产动力。自从12月的石油禁运之后，欧洲遏制俄罗斯收入的效果还是非常明显的，俄罗斯的原油出口税收收入从去年4季度平均的每周大概1.3亿美元，到现在大概只有5000万美元左右。俄罗斯今年整体的财政情况一直也都很差，去年一年的财政盈利在一季度被扭转至财政赤字，二季度情况可能更加糟糕。所以在这种情况下，现在市场也在一步步计价俄罗斯不减产的情况。唯一在考量外的一种可能，是俄罗斯确实在进行减产，目前的高出口更多是建立在去库的基础上，但是至少从目前来看，这样的论调并没有能够去进行数据检验的可能，之后也不太会被市场所计价。。

图3 俄罗斯海运原油出口情况



资料来源：Bloomberg

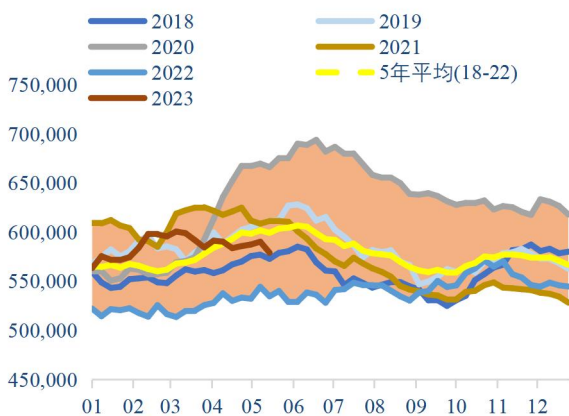
图4 俄罗斯出口税情况



资料来源：Bloomberg

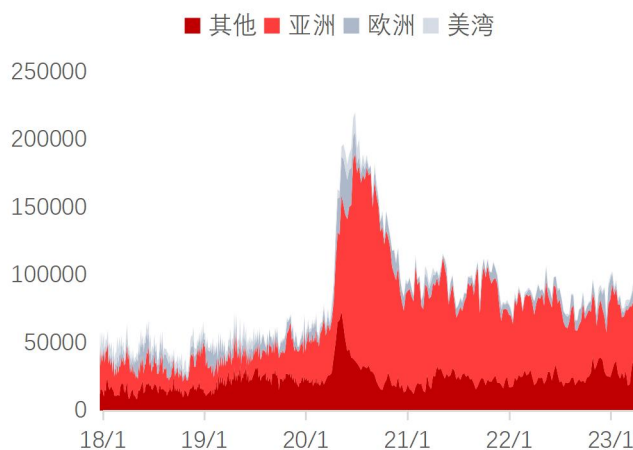
而目前的整体库存方面，其实累积的并不多，甚至5月中下旬美国有超过1200万桶的超大幅度去库，所以OPEC以外地区，库存并没有透露出太多和当下价格相符合的迹象。

图5 主要消费地原油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

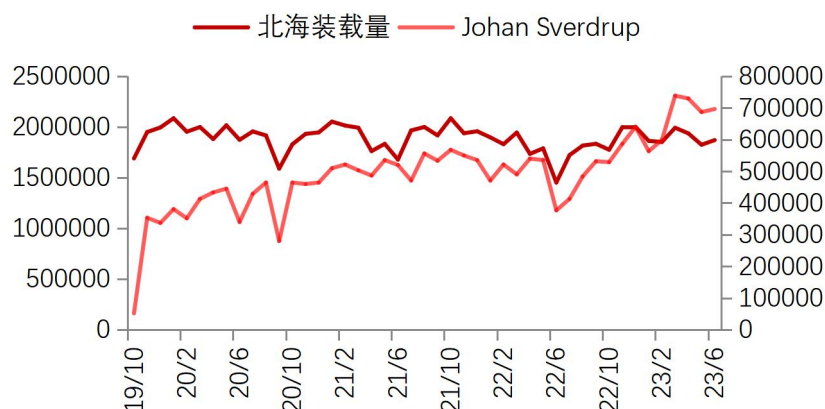
图6 全球浮仓情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

传统产量方面，由于6月是北海的传统检修季节，从目前的装载计划水平来看，今年5-6月产量仍然会下降20万桶/天不到的水平，这对于目前虽然纳入美油成分计价，但仍然受到美油冲击的Brent将会是一些利好，不过这样级别的供应减量在后市的计价中，可能较难起到真正的作用。

图7 北海产量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

美油方面，页岩油公司E&P有小幅度增长，但是美国产量短期也不会有明显变化，所以OPEC+外产量变化也有限。

对于OPEC来说，继续深化减产将会是唯一可能对短期市场造成影响的供应变化。5月OPEC初步产量数据显示，整体保持在2800万桶/天，其中沙特1000万桶/天，伊拉克400万桶/天，阿联酋289万桶/天，科威特255万桶/天，其中伊拉克是因为Ceyhan出口仍然受到限制而出现了多余减量，阿联酋和科威特均为踩线不达标，沙特也超出减产配额20万桶/天，所以从OPEC角度出发，他们仍有一定底牌。只是经过5月和俄罗斯的一番口头较量后，市场对OPEC的预期阈值已被拉高，OPEC的表态一定程度上已让自己骑虎难下，如果无法给出市场满意的减产答卷，很可能会出现反作用，继续压低原油价格反弹空间。

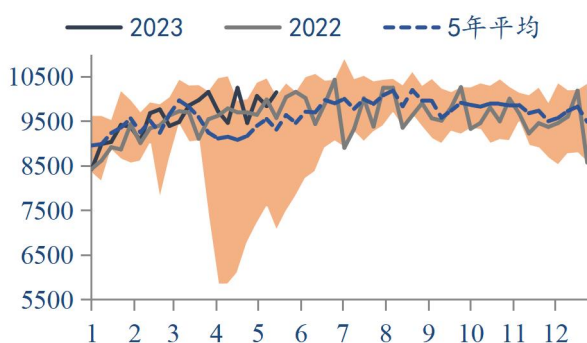
最后地缘政治仍然需要得到极大关注。近期俄乌冲突持续白热化，已经多次传出乌军进入俄本土的情况，俄罗斯也提出了停火条件，尽管目前不被乌克兰和欧洲接受。后期双方冲突仍呈白热化，并且可能会在较近的时期内出现结果，届时俄罗斯包括能源在内的商品供给，可能会呈现另一种格局。

总体来看，供给端变化不大，总体偏宽松，市场均期待OPEC能给出真正的大幅度减产，而组织自身也将调门起高。所以如果没有增加减产，或者减产幅度不及预期，那么油价将深化下行空间。

2.2. 需求总体小幅好转，但宏观弱预期锚定基调不改

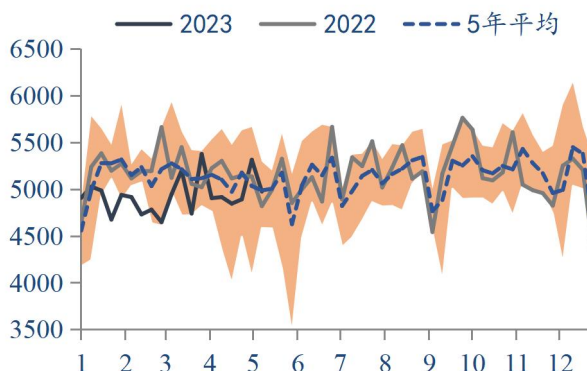
当下需求预期对油价的计价影响远超过实际需求的影响，这主要是受到近期美国债务上限问题影响，但更多的仍然是来自对联储后续加息的担忧，需求预期已经降到了极差的水平。但从实际的成品油需求来看，海外需求尤其是汽油总体处于良好水平，柴油则继续保持了偏弱状态。

图8 美国汽油表需



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图9 美国柴油表需



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

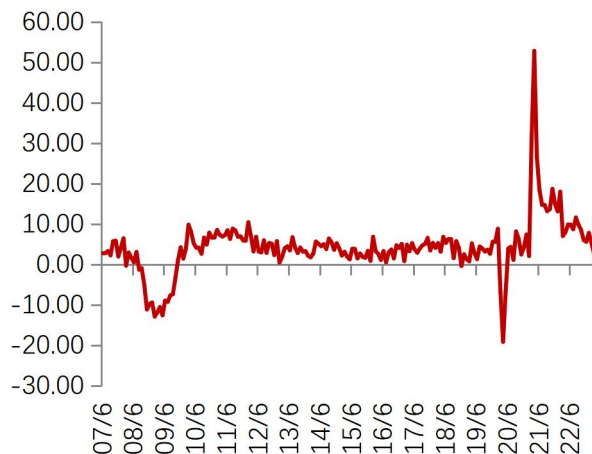
而对标目前的制造业 PMI，连续处于收缩区域的新订单水平，以及目前降到 0 左右的零售销售增速，都预示着今年的工业需求会持续保持弱势水平。这就导致导致了到柴油计价的 3-4 季度，原油价格中枢很可能会受到拖累无法真正上行，所以从这个角度出发，今年原油将不会有真正意义上的上行趋势，即使由 OPEC 深化减产带来的可能的价格上行，也是价格在中枢上方的波动。

图10 美国制造业 PMI



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图11 零售和食品服务销售

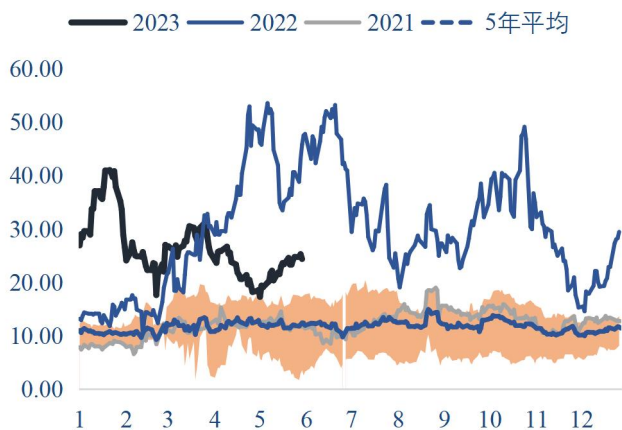


资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

这就造成了市场出现提前计价的现象，如果价格在 2-3 季度上行后被再度打压，资金将失去上行驱动，而提前进行弱势计价，这在行情无法出现真正趋势而波动的时候是较为常见的，况且目前联储仍有加息预期，后期需求甚至尚未见底。

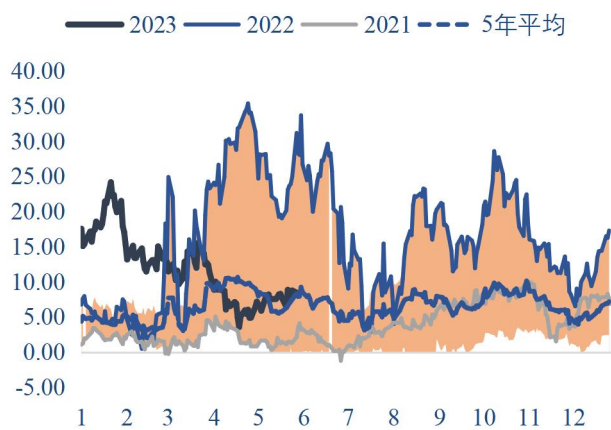
所以从需求预期的角度看，目前油价已经被宏观裹挟下行。而实际上的炼厂买兴并不如盘面看上去的这么悲观。目前美湾炼厂裂解利润仍能保持在理念来的高位，欧洲炼厂利润也在 5 月反弹。现货市场上，油种升贴水涨跌不一，北海油品贴水普遍有所回调，但西非油品贴水出现回升。

图 12 美国炼厂裂解差



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

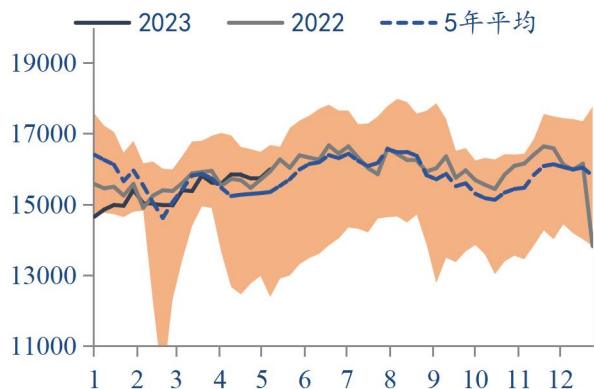
图 13 欧洲炼厂裂解差



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

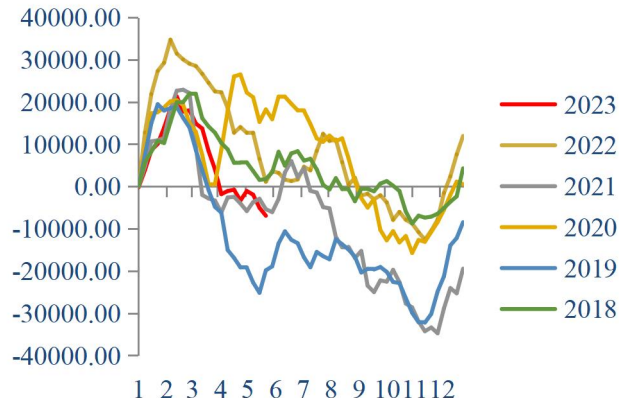
从 5 月下旬来看，炼厂开工也在利润的支持下不断提升，而成品油也能在供给增加的情况下持续去库，这本身就体现了成品油尤其是汽油水平消费相对良好。

图 14 美国炼厂进料



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图 15 主要消费地汽油库存去化情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

另外，二手车市场的回稳也为后期的夏季汽油消费提供一定支持，在今年价格相对去年大跌的背景下，汽油消费大概率不会跌至过差水平，只是市场计价需要看到极其亮眼的去库数据，否则前文所说的提前弱预期计价将会彻底打压反弹空间。

图 16 二手车销售指数



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

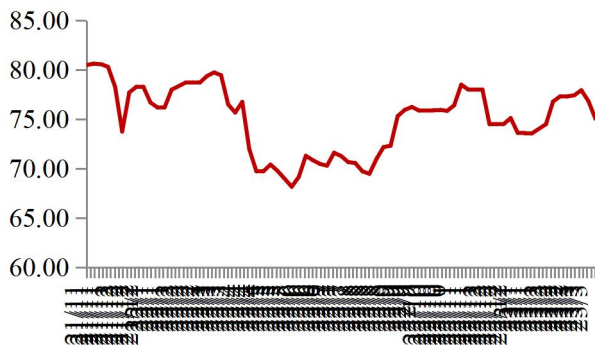
图 17 CPI 二手车项



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

中国方面，虽然出行出局尚可，但是工业需求持续低迷，整体需求也难以给出太多利好。按照往常的规律，进口情况通常会稍之后于国内主营炼厂开工情况，而近期主营炼厂开工已经下调，但进口仍然处于高位，如果不是进行储备，那么很可能后期的进口量也较难维持目前的高位水准。

图 18 国营炼厂开工率



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图 19 对中国出口油轮量



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

综合来看，海外需求目前仍有一定支撑，但是预期极差并提前计价，而中国需求也难以在近期给出较大的利好驱动。所以接下来需要看到 2 个点，一是 OPEC 给出符合市场预期程度的减产决策，二是夏季成品油消费持续高位，去化库存，否则在宏观悲观情绪未见底的情况下，油价将难有真正的反弹行情。

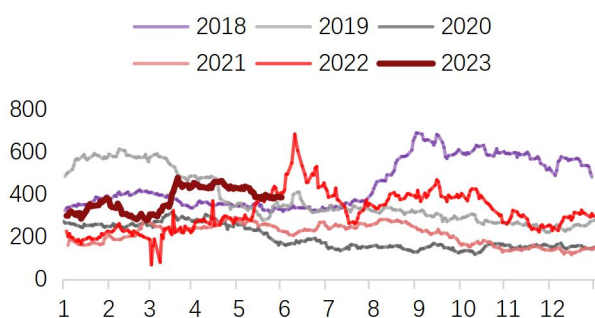
3. 聚酯

3.1. PTA：成本支撑后期转弱，下游开工持续存疑

PTA 在 5 月价格下行明显，主要有 2 个原因，一是原油价格的不断下行，二是 5 月合约结束后，现货流动性有所增加，基差跟随 05 合约一路下行，09 合约价格也跟随下跌。

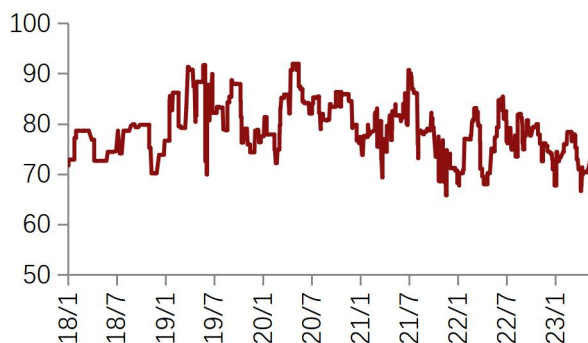
原料方面，5 月原油价格大幅下行的基础上，PX 也跟随下行，在中旬左右外盘到达最低位 962 美元，之后 PX 持稳震荡，PTA 价格也跟随有一定支撑。PX 在近期开工一直保持偏低位置，主要是因为近期国内外 PX 有多套装置检修，总量在 750 万吨以上，6 月 PX 将会有多套装置重启，山东威联华信，乌石化，中石化海南等等，届时 PX 供需将有明显好转，对 PTA 支撑将走弱。唯一需要注意的是，PX 的中流程和短流程装置效益都较差，如甲苯歧化流程甚至出现原料产品价格倒挂，可能会对后期重启造成影响。

图 20 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

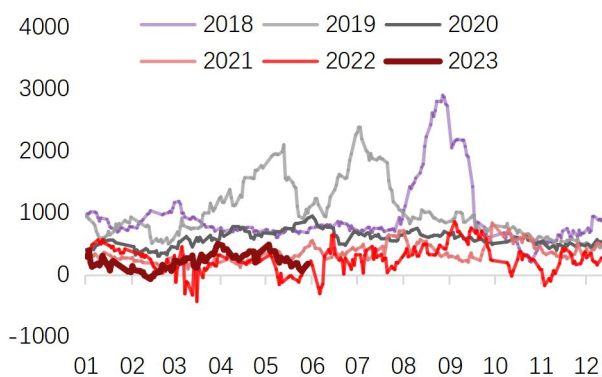
图 21 PX 开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

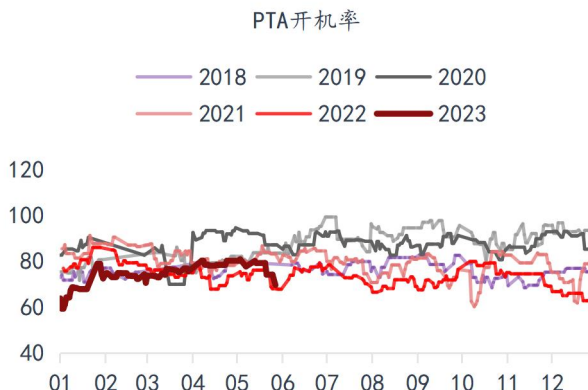
目前 PX 对石脑油价差在 390 美元左右，一部分也有前期美湾数家炼厂事故导致的芳烃走强。不过，虽然近期海外汽油表现相对强势，但是到目前为止，确有贸易商对国内进行纯苯询价，但实际成交和贸易极少，所以可以说站在 6 月的时点来讲，或许今年的调油逻辑基本已经是被证伪了。

图 22 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 23 PTA 开工率



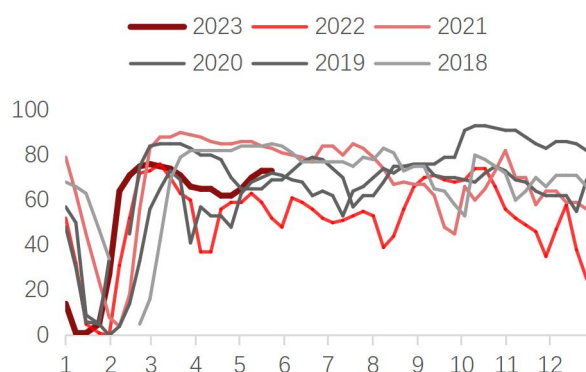
资料来源：东海期货研究所，Wind

另外 PTA 自身加工费也受到了上下游的双重挤压，目前加工费已经跌至 180 左右。低迷的加工费也使得近期的 PTA 装置检修明显增加，恒力，百宏，新凤鸣和嘉通等装置都进行了检修。但即便如此，加工费仍然没能挺住。6 月除了前期的检修装置会回归以外，威廉化学 250 万吨装置也将重启，届时虽然有少量 6 月新检修装置，但总体 PTA 供给将在 6 月面临较大压力。

现货流动性方面，基差跟随 05 合约接近结束时的 5-9 价差大幅下行，目前已经接近 130 左右，前期高基差时的贸易商库存流出，流动性大幅提高。所以综合来看 5 月小幅去库的库存可能会被扭转。

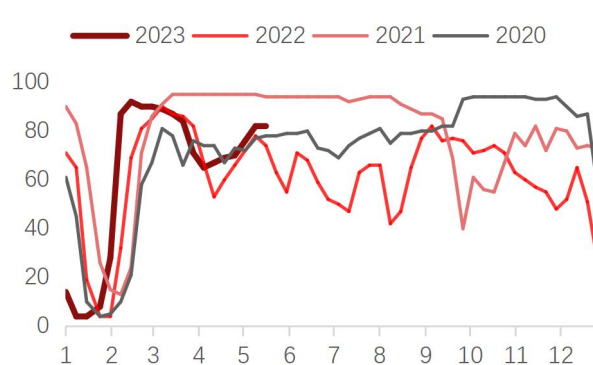
这一考量另一个关键点就在于目前下游的高开工率能否维持。从 5 月初开始，终端开工率就出现了明显的恢复，传导后下游聚酯开工甚至增加到了 90% 以上。而从出口来看，实际是没有明显的增量的，所以大多需求都仍来自国内。

图 24 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

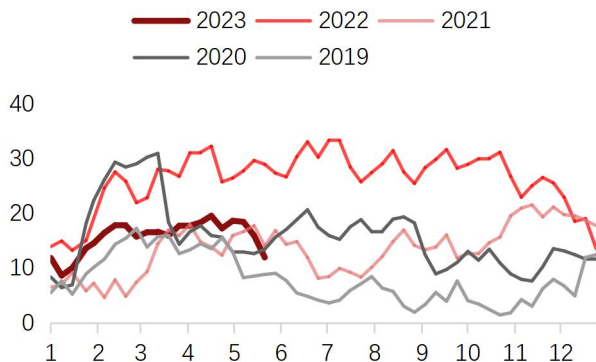
图 25 加弹开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

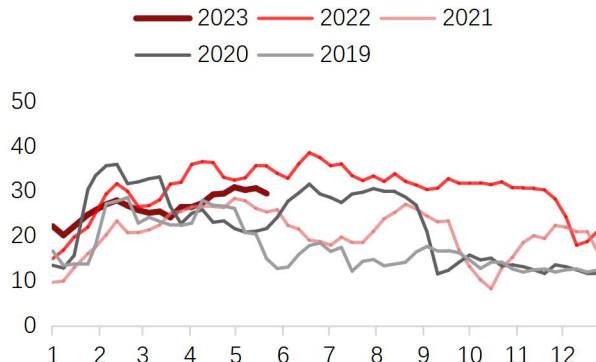
终端和下游近期开工的大幅回升，一方面是需求的好转，另一方面也有企业自身因素。从终端来看，织机和加弹开工确实有不少修复，但是分化也比较明显，应季纺料明显销售良好，而去年冬季因疫情因素而堆积的纺料销量较差。总体来说，终端开工的回升，下游库存的去化，都显现出需求是有明显好转的。但是另一方面，开春以来，下游企业目前对于市场份额抢占意愿较高，这导致企业开工持续高企。再者 PTA 在 4 月中下旬开始的价格下跌，也一定程度上使得下游的补库需求高涨，也推动了下游的购买需求，导致近期 PTA 港口库存持续下降。

图 26 POY 库存指数



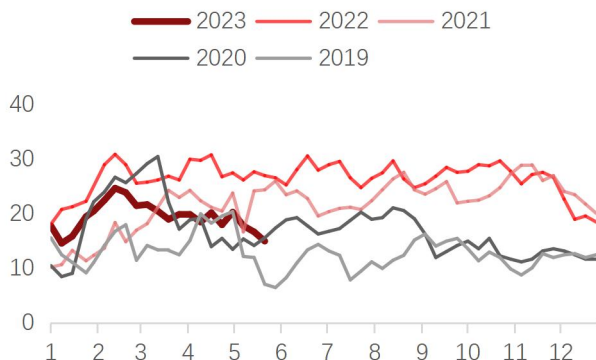
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 27 DTY 库存指数



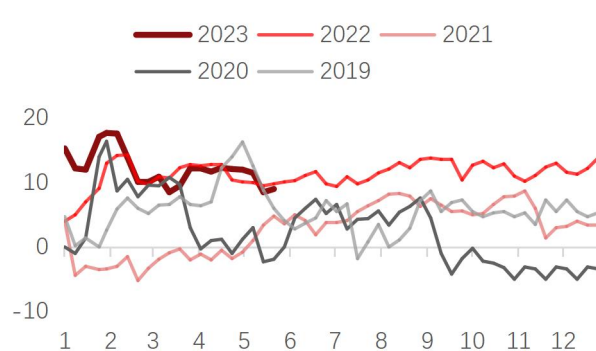
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 28 FDY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 29 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

从目前的库存来看，下游库存去化明显，这也说明目前终端开工确实有一定提升，所以从这点出发，高开工率并不会在短期就完全结束。另外下游现金流情况在近期也明显转好，长丝短纤均在近期扭亏为盈，也支撑目前开工继续维持一段时间。

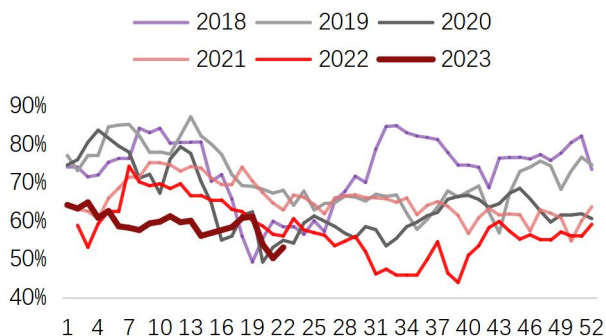
所以 6 月 PTA 尽管供给会有部分回归，但是下游的高开工仍然会维持一段时间，去库即使有所扭转也不会累积太多，价格中枢更多挂钩成本。价格如果下行过多，PTA 开工很可能会出现下行，且至成本位空间也不大，所以如果出现原油下跌，PTA 很可能跟跌力度有限。

3.2. 乙二醇：供应减少但过剩不改，短期锚定原料价格

乙二醇在 5 月继续保持窄幅震荡行情，其中在 5 月初商品全面溃败时，乙二醇曾有数天极其亮眼的逆势涨幅，但是在商品盘面中枢下行，维持偏弱震荡后，乙二醇再次陷入了窄幅震荡的老套路。近期随着煤炭进口的增加，在不确定夏季用电高峰需求水平如何的情况下，

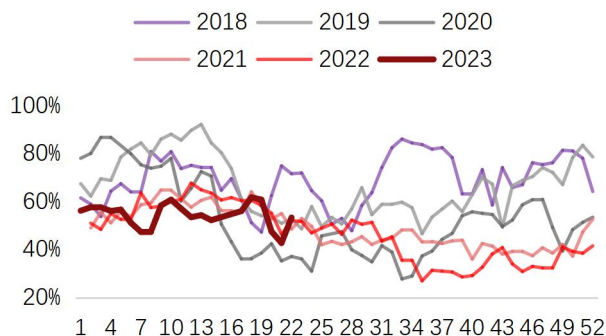
煤价仍然有进一步的下行空间，这也在 5 月的盘面中反映的极为充分，包括乙二醇在内，甲醇、PVC 等煤化均受到成本影响而探近期新低，6 月预计成本仍然是最主要的决定因素。

图 30 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 31 煤制乙二醇开工率

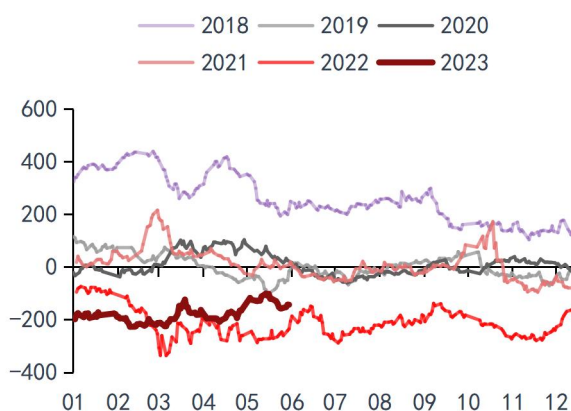


资料来源：东海期货研究所，Wind

从开工上来说，目前化工板块普遍加工费偏低，供给过剩，而乙二醇是第一个明确见到供应减量的品种，这也是 5 月初乙二醇能够成为普跌市场中多头蓄水池的主要原因。此前我们也提过，多套装置的转产，重要装置的检修等，都使得乙二醇的供应处在虽然过剩但是在向好的过程中。不过由于煤制成本的降低，目前煤制开工回升较多，目前已经回升至 53.45%，总开工也回升至 53.11%，6 月的供应按目前情况可能还会维持高位。

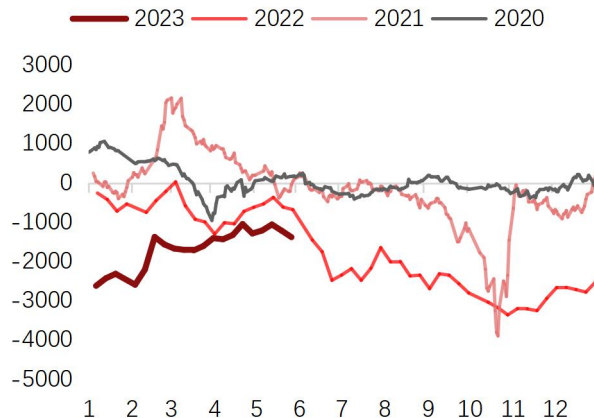
利润方面，煤制利润仍然保持在较多亏损，4 月以来随着煤价的下跌，利润已经有了小幅改观，但是这也是煤制开工出现小幅增长的原因。但是总体来看利润都仍然处于亏损水平。

图 32 油制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

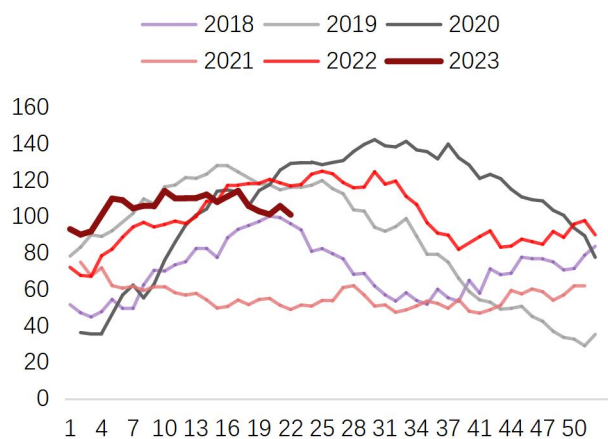
图 33 煤制乙二醇利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

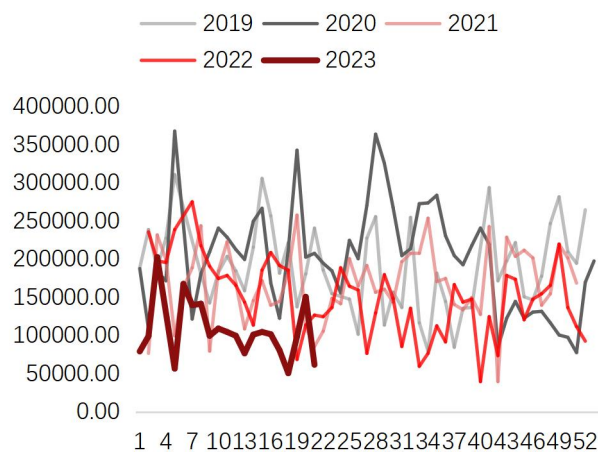
进口量将长期保持偏低状态，而港口库存前期已经见到了供应减量带来的去化。但后期乙二醇投产压力仍在，过剩预期不改，只是从资金角度出发，做多的安全边际已经随着供应减量而持续增加。

图 34 乙二醇华东港口库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 35 乙二醇华东到港



资料来源：东海期货研究所，Wind

价格方面，在煤价不出现继续坍塌的情况下，3900 至 4000 已经算是一阶段的低位，但是如果煤价继续下行，目前的成本计价将会继续下一，乙二醇价格波动中枢会随之下行。

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

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn