

2025年4月1日

制裁下油价仍有空间，下游需求驱动有限

——原油聚酯二季度投资策略

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：021-80128600-8622
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：021-80128600-8616
邮箱：fengb@qh168.com.cn

- **原油**：制裁导致的供应风险和关税导致的需求长期风险近期一起计价，但对短期盘面而言，当下成品油需求小幅超预期，现货贴水未见明显下行，结构良好，炼厂利润中性，采购节奏稳定，基本面弱化导致价格走低驱动有限，需求逻辑更偏长期，而制裁风险计价时点更近，对油市影响更快，即便OPEC+增产将长期压低价格中枢，但短期供应风险将使得油价波动将有所放大，短期缓慢反弹。
- **PTA**：下游采购节奏持续不及预期，终端开工有见顶迹象，订单恢复较差。PTA加工费持续保持低位，近期检修重新增加，但盘面已经计价。后期短纤等下游已经开始出现自律，执行程度需要观察。PX成本有抬升可能，一定程度对冲下游弱势，短期油价稳定的基础上，盘面或将继续保持震荡格局。
- **乙二醇**：煤价大幅走低导致煤制装置前期回归后，近期加工费回落，检修量大幅增加，4月供应收缩，但隐形库存仍偏高，港口线性库存去化也较慢，需要看到下游库存去化带动采购节奏回归。乙二醇长期仍然有多配价值，但短期去库时点或继续推后且幅度偏弱，近期或维持底部震荡格局。
- **结论**：俄乌和谈路径或仍存阻碍，伊委制裁下供应减量风险仍存，油价将缓慢反弹，但长期中枢受到OPEC+增产压力不变。聚酯下游需求不及预期，后期PTA与乙二醇或保持低位震荡格局，区间或有缓慢抬升。
- **操作建议**：原油短期低位区间多，乙二醇维持区间逢低多，PTA维持区间震荡格局。
- **风险因素**：制裁影响再度加剧，关税影响原油供应贸易流变化，中东地缘政治风险影响生产运输，OPEC+减产政策再出变数，伊拉克北部供应出现回归，俄罗斯供应再度走高，俄乌冲突缓和影响制裁，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：供需短期良好，制裁加码支撑价格回升	4
2.1. 供应长期回升，短期制裁风险仍存	4
2.2. 短期供需尚可，关税担忧长期存在	7
3. 聚酯：下游需求落空，减产效果待评估	12
3.1. PTA：下游减产部分抵消检修，等待下游开工最后恢复	12
3.2. 乙二醇：煤制供应回升暂歇，去库延迟缓慢进行	16

图表目录

图 1 Brent 即期价差	4
图 2 基准油三个月月差	4
图 3 俄罗斯船运装载情况	5
图 4 俄罗斯船运出口情况 (千桶/天)	5
图 5 伊朗船运出口情况 (千桶/天)	5
图 6 制裁国家包括浮仓库存情况 (百万桶)	5
图 7 对美湾出口重油贴水	6
图 8 委内瑞拉出口情况	6
图 9 关税加征阶段加主要管道运量	6
图 10 OPEC 产量	6
图 11 伊拉克产量	7
图 12 阿联酋产量	7
图 13 美国炼厂检修	8
图 14 欧洲炼厂检修	8
图 15 美国汽油裂解差	8
图 16 欧洲汽油裂解差	8
图 17 美湾炼厂利润	9
图 18 欧洲炼厂利润	9
图 19 主要消费地原油库存	9
图 20 主要消费地汽油库存	9
图 21 国营炼厂开工率	10
图 22 地炼开工率	10
图 23 国内汽油样本库存	10
图 24 国内柴油样本库存	10
图 25 中国成品油出口配额	11
图 26 对中国出口油轮量	11
图 27 美国通胀分项	11
图 28 非官方口径 CPI	11
图 29 PX-石脑油价差	12
图 30 亚洲甲苯调油价差	12
图 31 PTA 加工费	13
图 32 PTA 开工率	13
图 33 织机开工率	13
图 34 聚酯开工率	13
图 35 POY 库存指数	14
图 36 DTY 库存指数	14
图 37 FDY 库存指数	14
图 38 短纤库存指数	14
图 39 POY 现金流	15
图 40 DTY 现金流	15
图 41 FDY 现金流	15
图 42 瓶片现金流	15
图 43 PTA 供需预估	15
图 44 PTA 基差情况	15
图 45 乙二醇开工率	16
图 46 煤制乙二醇开工率	16
图 47 华东到港预报	16
图 48 乙二醇供需预估	16
图 49 乙烯制乙二醇利润	17
图 50 煤制乙二醇利润	17
图 51 乙二醇华东港口库存	17
图 52 乙二醇工厂库存	17

1. 策略概述

一季度油价波动相比于 24 年底大幅抬升，先是船舶制裁导致价格大幅上行，而后俄乌和谈下供应回归担忧再起使得前期溢价完全回吐，最后伊朗制裁风险再度攀升，以及现货需求情况良好，成品油需求超预期，价格破低位失败，重新缓慢抬升。但由于 OPEC+ 的产量缓慢增加，我们长期油价的中枢仍然持偏空看待，但在短期由于现货供需仍然良好，油价并不具备下行基础，以及近期伊朗制裁将逐渐计价，油价小幅上行仍可实现，或重回 72-77 区间。

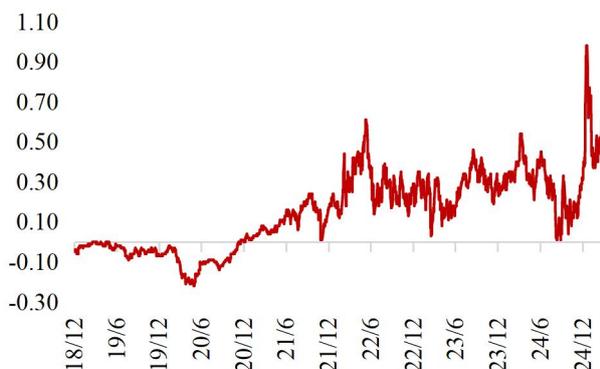
聚酯方面，终端订单情况仍然偏低，下游产销情况一般，但开工缓慢回升。PTA 与乙二醇在自身下游预期落空计价，以及原油共振带动，主力价格大幅走低，但原油持稳后同步止跌。叠加三四月检修量大幅增加，价格出现反弹，但是由于下游库存未见明显去化，反弹高度仍然有限。后续旺季需求将逐渐回落，短期虽然开工仍在上行，但 PTA 去库时段可能缩短，而乙二醇去库时点则由于近期煤制检修大幅增加，探底基本完成，但上行空间或受阶段性存量供应回升的压制。

2. 原油：供需短期良好，制裁加码支撑价格回升

2.1. 供应长期回升，短期制裁风险仍存

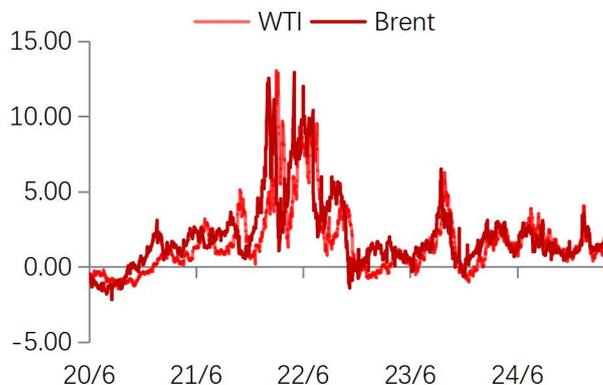
一季度油价经历了制裁带来的溢价，以及和谈协议带来的溢价回吐。虽然在季末再次因为当下良好的供需以及制裁风险再度回归，价格出现了明显的止跌。但是长期来看，OPEC+ 增产仍将会打压长期价格中枢，但短期价格将继续收到供需层面的支撑，以及制裁风险的可能落地影响。

图 1 Brent 即期价差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

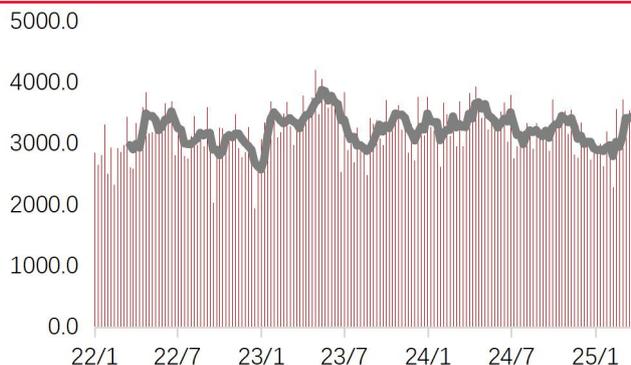
图 2 基准油三个月月差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

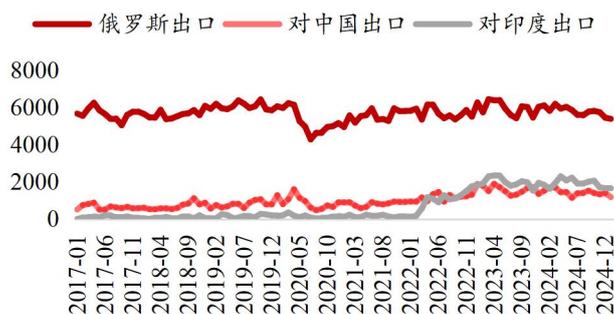
从结构来看，近期结构明显转强。WTI 的 3 月差恢复至 1.5 美金，Brent 则恢复至 2 美金，另外前期由于加拿大制裁导致 WTI 油品一度出现供应短缺担忧，B-W 价差最低收缩至 2.8 美金，近期重新恢复至 4 美金以上的水平，而这也 在资金持仓中得到体现，前期的净多增持集中在 WTI，且 3 月初 Brent 与 WTI 形成多空剪刀差，但近期 Brent 持仓明显恢复。

图 3 俄罗斯船运装载情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 4 俄罗斯船运出口情况（千桶/天）



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

2 月开始的价格大幅缩水，其关键仍在于市场担心俄罗斯油将完全回归市场。但我们前度的策略也已经显示，俄罗斯油品实际并未离开过市场，市场的担心实际并不完全实际。至 5 月甚至有信源称俄罗斯海运出口装载将达到 390 万桶/天，而即便从目前的装载数据来看，3 月平均装载也能达到 345 万桶/天，接近 1 年来的最高水平。而从船运跟踪数据来看，近期俄罗斯总出口也仍然维持在较高水平的 540 万桶/天。

图 5 伊朗船运出口情况（千桶/天）



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 6 制裁国家包括浮仓库存情况（百万桶）

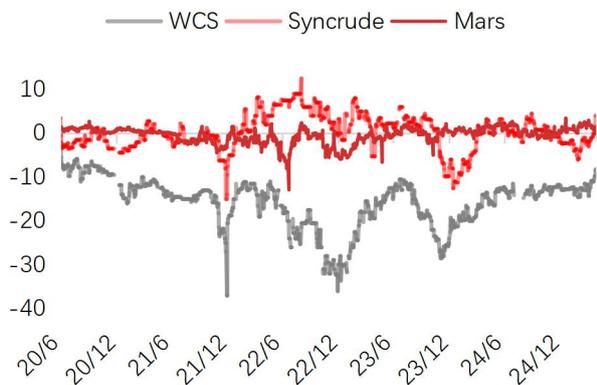


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

另外，美国对所有自委内瑞拉购买石油天然气的国家征收 25% 关税，以及不再续保雪佛龙的委内瑞拉合作生产证，将导致委内瑞拉出口可能面临大幅削减。这之后委内瑞拉军舰进入圭亚那的美孚生产区域，也显示出该区块生产可能面临不确定性风险。委内瑞拉产量将大概率在后期减少来自雪佛龙的合作产量至少 20 万桶/天，而出口更是可能面临更大的限制，

这将使得本就可能后期受到加拿大关税影响的区域性重质馏分供应更加紧缺，近期美湾常用重质馏分油品，除加拿大油品外，Mars 也出现了明显的贴水走强。而短期炼厂处于检修期，后期进料回升，供应问题可能会更有计价空间。

图 7 对美湾出口重油贴水



资料来源：CER，东海期货研究所

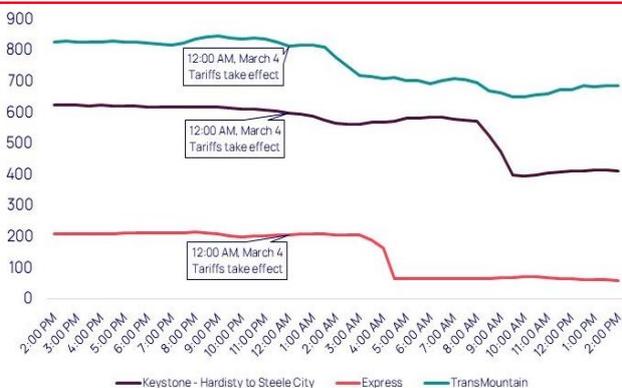
图 8 委内瑞拉出口情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

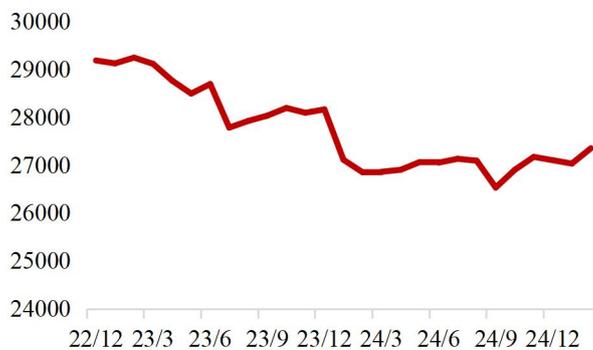
而尽管短期美关税再度被推迟 1 个月，但在施行的短暂时间中，仍可以看到贸易流产生了部分变化，在 4 号当天关税短暂实施的时段中，加拿大对美输送的几大管道流量均出现了明显下行，Southbow 的 590,000 桶/天 Keystone-Hardisty 至 Steele City 管道、Trans Mountain 的 890,000 桶/天系统和 Enbridge 的 307,000 桶/天 Express 管道，其平均流量下降 31%。其中 Keystone 管道流量从 60 万桶/天一度下降至 39.5 万桶/天，Trans Mountain 管道流量从 83 万桶/天下降至 65 万桶/天，Express 管道流量则从 20.6 万桶/天下降至仅有 6.5 万桶/天。虽然在关税撤销后，流量恢复正常，但如果美政府后期仍然一意孤行进行关税加征，此次流量缩减可能将成为后期的实景预热，区域性供应可能继续出现紧张。

图 9 关税加征阶段加主要管道运量



资料来源：Wood Mackenzie

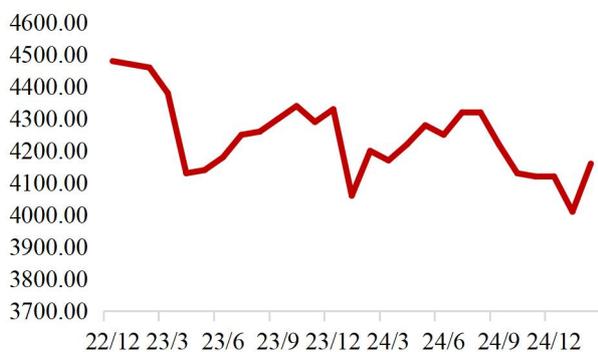
图 10 OPEC 产量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

但就长期来看，OPEC+的恢复生产以及组织外新兴产地增量，将持续对今年的油价产生中枢压力，但短期由于伊朗以及委内瑞拉制裁将持续发酵，制裁风险将会更快落实在盘面。供应长短期明显错配，这一点在近期的盘面上的纠结表现也得到了证实。虽然 OPEC 的 7 国表示将进行补偿性减产，但从过去的表现来看，补偿减产执行率较低，并且诸如哈萨克斯坦，伊拉克等今年均有大幅扩产计划，寄希望于补偿减产以在中期限制供应的概率将较低。2 月 OPEC 产量已经出现了明显的增量，后期增产将成为今年油价中枢受到压制的最大驱动，而在年中之后的增加产量可能会成为后期制裁风险落定之后，油价压制逐渐增加的最大风险。近期沙特可能继续调低 5 月的官价也说明了虽然当下供需水平尚可，但后期需求水平仍然有小幅下降可能。

图 11 伊拉克产量



资料来源：Wood Mackenzie

图 12 阿联酋产量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

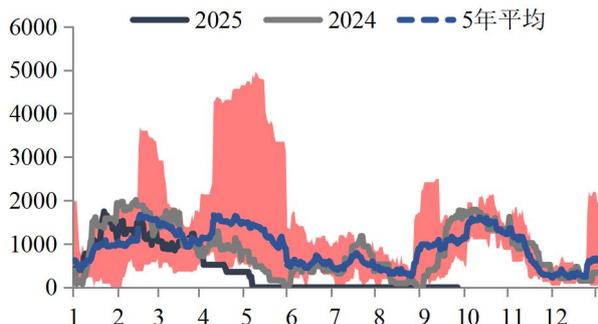
而近期美国海外施压的策略也相对明朗，即扶持 OPEC+供应，压制伊朗与委内瑞拉供应。从中短期来看，沙特和俄罗斯等产量回升需要时间，而伊朗与委内瑞拉如果制裁风险落定，其产量影响将会较快在短期落定，所以从供应层面上来说，后期 OPEC+与制裁总的影响将会是短缺在前，恢复在后。

所以总体来看，伊朗，加拿大，墨西哥以及委内瑞拉后期的关税及制裁一旦落定，短期将会对区域性供应造成较明显的干扰，以前期的 WTI 为例，价格将会出现相对明显的上抬，且类似伊朗制裁的底层逻辑变动一旦实现，高达上百万桶/天的供应变量可能会拉高价格中枢。短期大概率价格维持缓慢反弹趋势，但中长期的供应压力将会对中枢造成压力。

2.2. 短期供需尚可，关税担忧长期存在

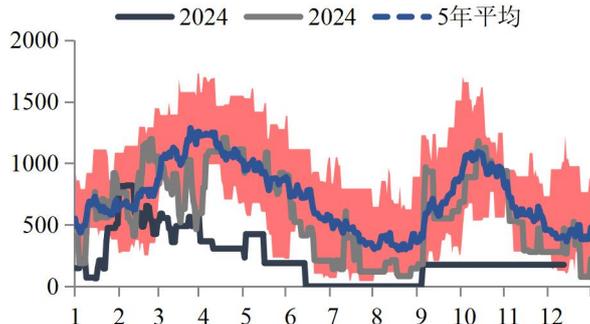
短期海外需求水平尚可，近期价格回升的主要驱动除了关税担忧计价暂歇外，最主要的仍然是供需层面并未给出大的下行驱动。

图 13 美国炼厂检修



资料来源: Bloomberg

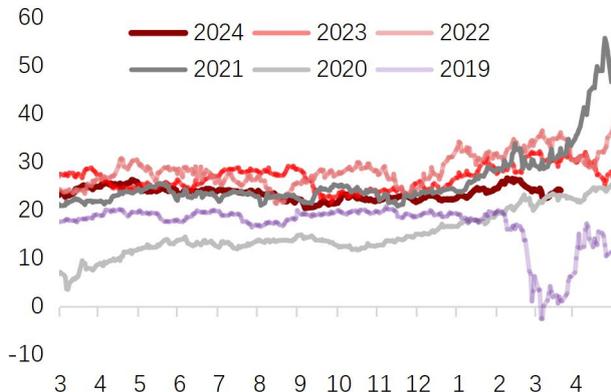
图 14 欧洲炼厂检修



资料来源: Bloomberg

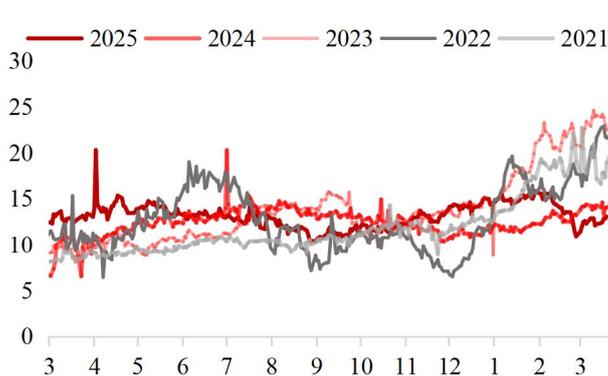
虽然目前处在检修时段高峰,且仍将维持一段时间,但是近期库存并未表现出明显的累积,一定程度也体现出近期需求仍然处在相对平稳水平,甚至有超预期表现。这在近期的成品油裂解中也明显得到体现。海外汽油裂解在一季度得到了寒潮供应短缺下的阶段性支撑后,2月下旬开始明显走弱,但后期寒潮影响淡出后,汽油需求仍然有超预期表现,目前欧洲即美国汽油裂解均再度出现了明显的回升。

图 15 美国汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

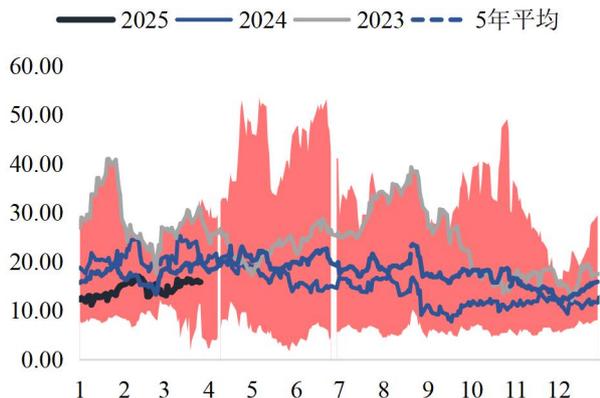
图 16 欧洲汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

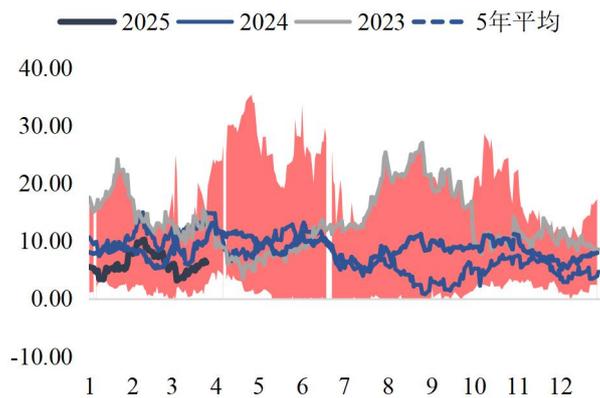
海外利润来看,近期炼化利润也有明显的回升,美湾以及西欧炼化利润近期回升明显,现货贴水也基本保持了平稳状态,近期北海贴水基本保持平稳,尤其是 WTI 贴水在 4 月各时段成交贴水均未见下行,现货情况总体稳定,这也是近期油价支撑的最主要驱动之一。

图 17 美湾炼厂利润



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

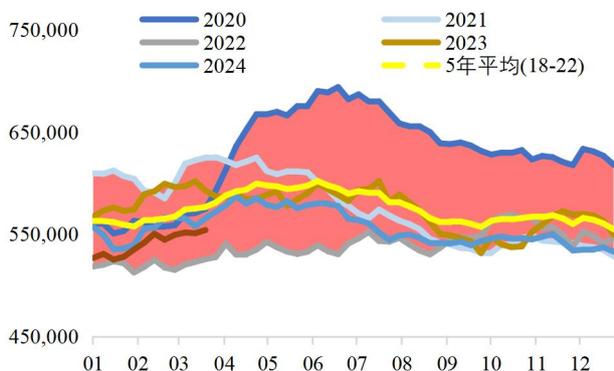
图 18 欧洲炼厂利润



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

从库存来看,原油库存在检修时段并未有明显的增量,总体平稳,而柴油库存在近期甚至有超季节性的去化,总体库存处在5年区间低位。汽油库存虽然在库存区间的偏高位置,但去化速度也较快,且目前海外服务性通胀仍然较高,出行需求在短期仍有将有一定支撑,叠加去年4季度起汽油就持续给出超季节性表现,可以对今年夏季需求持有一定乐观预期。

图 19 主要消费地原油库存



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

图 20 主要消费地汽油库存



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

亚太方面,近期利润明显回复,这也导致国内出口套利区间打开。但目前为止第二批成品油出口配额仍然同比偏低,而这主要是因为近段时间以来供需双绕导致的库存压力有限。国内炼厂近期开工有回落趋势,地炼开工持续由于消费税与原料问题而保持极低位置,而前期对地炼开工进行弥补的国营炼厂近期开工也有下调迹象,供应持续保持中性低位。

图 21 国营炼厂开工率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

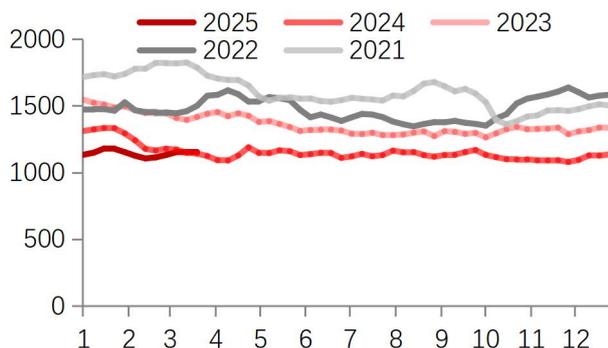
图 22 地炼开工率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

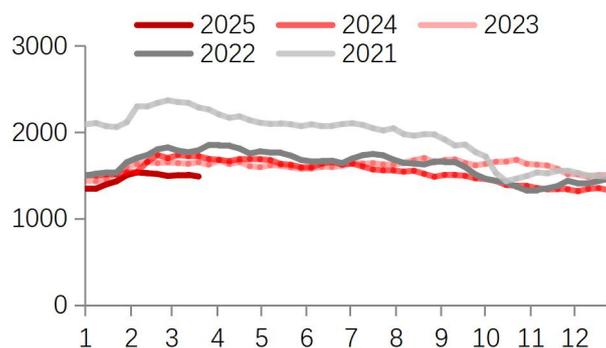
成品油样本库存仍然保持极低位置, 汽油库存基本保持平稳, 柴油库存则保持今年来最低水平。汽柴油库存持续低位, 也持续反映了近期需求仍然偏低。国内供需两弱的格局预计将继续保持。

图 23 国内汽油样本库存



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

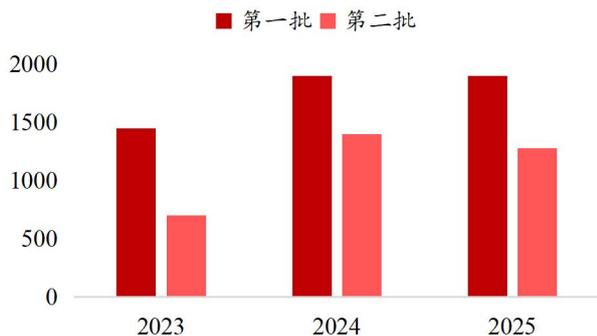
图 24 国内柴油样本库存



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

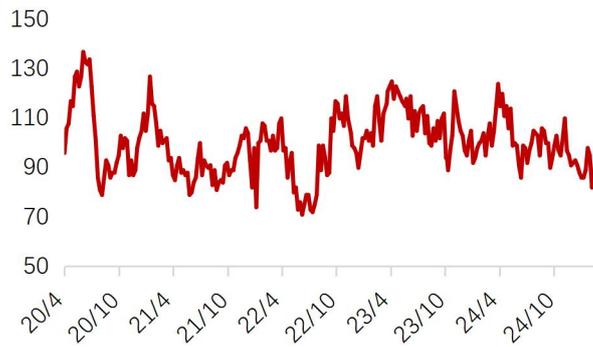
进出口方面, 进口船舶量略有走高, 包括中国在内的亚太炼厂近期原料进口难度已经有所降低。俄罗斯油等制裁油品已经可以较为安全地进行卸载, 包括印度在内的港口都已经出现了制裁船舶进行安全卸载的情况, 美国方面近期在和谈进程中已经明显放松了对于俄罗斯油品的制裁。而在出口方面, 近期第二批成品油出口配额下放, 相比于去年有一定程度降低, 但是考虑到上文所述的库存压力, 库存适度降低也属正常。

图 25 中国成品油出口配额



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

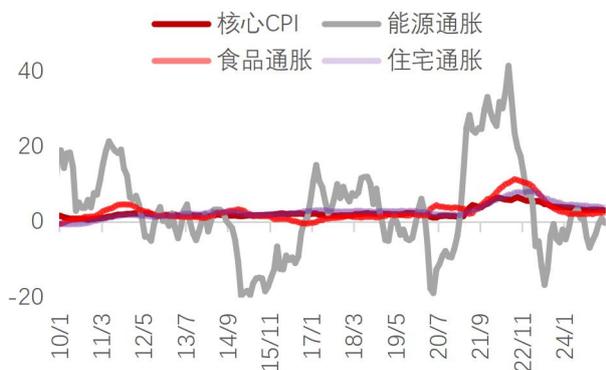
图 26 对中国出口油轮量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

另一个关键在于关税导致的需求担忧持续发酵, 并且在 3 月一度由大幅落空的心指数引发海外滞涨担忧, 导致油价跟随风险资产进行明显回调。但目前需要看到的是, 虽然美联储迟迟未有松动对今年的降息节奏, 但目前较多通胀仍然集中在住房租金部分, 而官方数据可能出现了较为严重的之后显示。从租房平台的数据俩看, 近期房屋租金已经出现了明显的下行, 而采用实际租房平台数据的通胀数据来看, 实际美国通胀已经降至较低水平, 甚至确定已在 2% 目标以下, 故今年美联储控场表示仅剩余 1 次降息仍然值得观察, 而这一点担忧将会长期存在在后期包括油价在内的风险资产定价逻辑中。

图 27 美国通胀分项



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 28 非官方口径 CPI



资料来源: Truflation

总结来看, 到目前为止, 全球主要消费地需求水平仍然保持中性, 主要油品贴水均未见明显下行, 成品油需求小幅超预期, 库存去化支撑油价。另外制裁风险也未落定, 价格仍有进一步上升空间。但长期来看, OPEC+供应回升以及需求长期增量的缺失仍将给油价中长期中枢带来较大压力, 季度内或许不会体现, 但在年中之后可能会逐渐兑现。

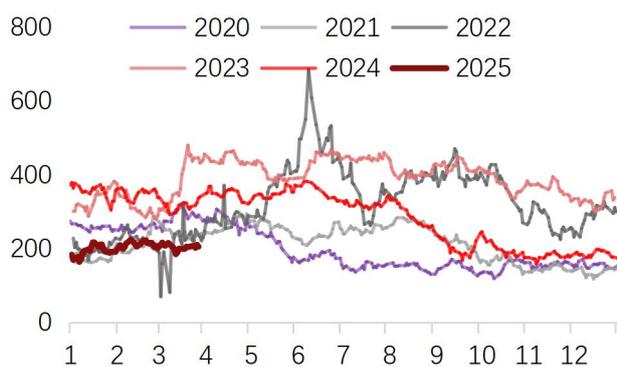
3. 聚酯：下游需求落空，减产效果待评估

3.1. PTA：下游减产部分抵消检修，等待下游开工最后恢复

3月聚酯端跟随原油缓慢回升，但总体跟涨幅度不及上游。究其根本是因为3月旺季基本验证需求落空，下游品种库存累积较为明显，终端订单始终未达到去年旺季水平，甚至落后于年初水平，且3月开机出现见顶迹象。这导致需求弱势逻辑计价，聚酯品类整体始终无法在原油支撑下借机上行，基本保持低位窄幅震荡格局。但3月低价造成的另一个结果就是利润低位促成供应走低，近期原料以及下游均出现检修以及减产情况。后期价格将受到供应减量支撑，底部较为夯实，但持续上行需要看到供应减量能否持续造成去库。

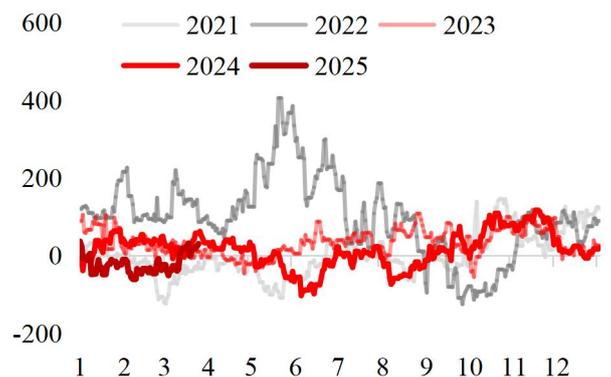
PX价格在近期得到一定抬升，更多仍然是来自装置检修以及海外汽油超预期表现带来的调油预期。包括浙石化，中海油惠州，福佳大化都出现了装置检修情况，设计产能达到470万吨。另外海外装置，主要是韩国Soil，韩华道达尔等，近期也有接近540万吨的产能出现了开工调降的情况，故PX相对于下游明显出现了更大涨幅。调油方面，前文所述海外汽油近期表现超预期，近期的调油价差也出现了一定空间的打开。但需求方面，由于PTA检修量也大幅增加，PX供应减量被下游需求减量对冲，总体价格虽然上行，但对石脑油裂解差并未出现大幅拉涨，仅小幅上行至210美金左右。2季度PX供需预计双增，但调油需求或好于去年水平，PX价格仍有小幅上行提升空间。

图 29 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 30 亚洲甲苯调油价差



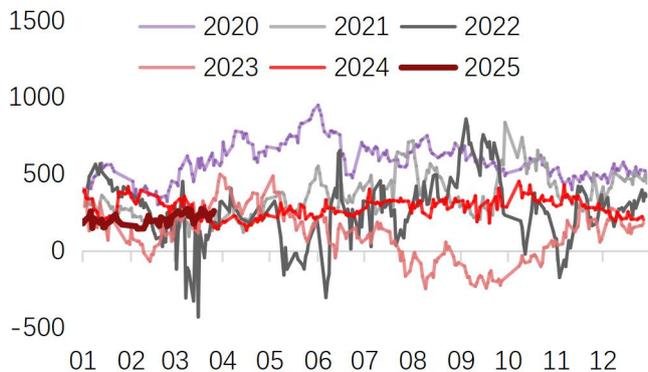
资料来源：东海期货研究所，Wind

短期亚太甲苯调油价差出现小幅套利空间，若持续时间存续，后期PX将逐渐面临调油价差逻辑，这在近期已经在盘面得到部分体现。后期PX成本的抬升将带给PTA部分成本支撑，但PTA自身去库量的逐渐降低可能会使得跟涨幅度有限。

PTA加工费近期持续保持200-250之间的中性偏低水平，且关键的是前期工厂库存转移较为顺畅，但近期下游工厂原料库存水平已经开始抬升，这表明下游承接度已经较为有限，

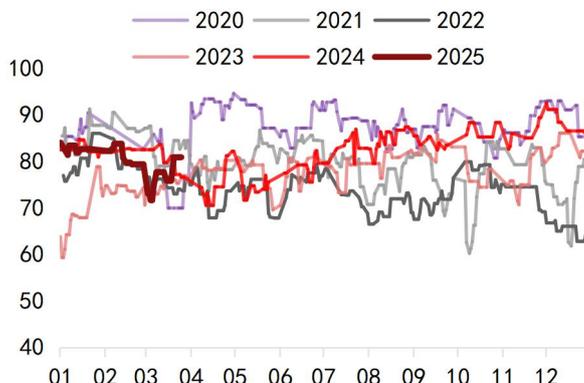
港口库存同样出现了累积，这使得近期包括大化，台化等装置均增加了检修计划，PTA 4 月以及 2 季度的供应量明显减少。

图 31 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 32 PTA 开工率

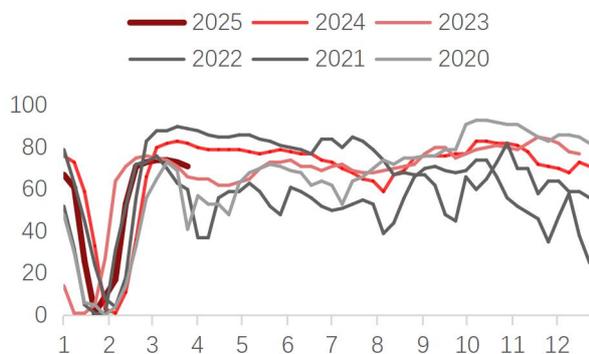


资料来源：东海期货研究所，Wind

所以近期远月尤其是 4 月货成交价差明显抬升，最高一度达到对 05 升水 10 块，虽然之后再度回落，但是总体仍然走强也显示出 PTA 近期检修增量造成的价格上行驱动计价较为完备。但是 PTA 绝对价格如果要进一步上行，还需要看到下游库存的明显去化，这在近期相当程度上制约了包括乙二醇和 PTA 的聚酯原料价格反弹。

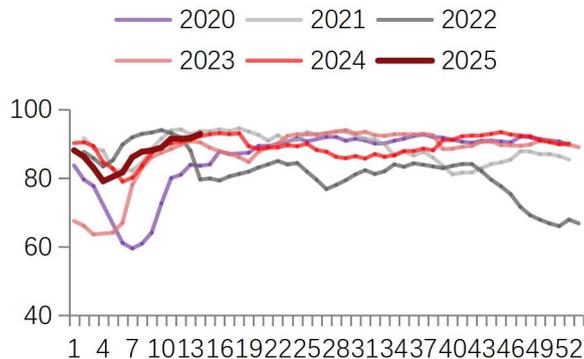
终端订单 3 月呈持续保持不及预期水平，并且近期织机，加弹等开工均有触顶回落迹象，这就导致了下游开工恢复持续慢于市场预期水平，并且上限可能不高。3 月末聚酯总开工回升至 92.9%，但从库存以及利润等指标来看，继续走高的空间已经极低，且近期短纤已经传出行业自律，后续下游开工调降将会是大概率情况。

图 33 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

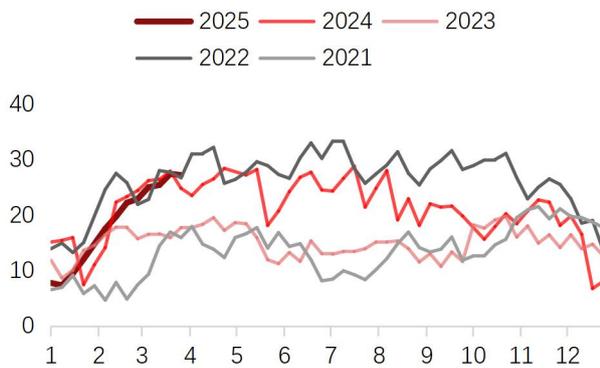
图 34 聚酯开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

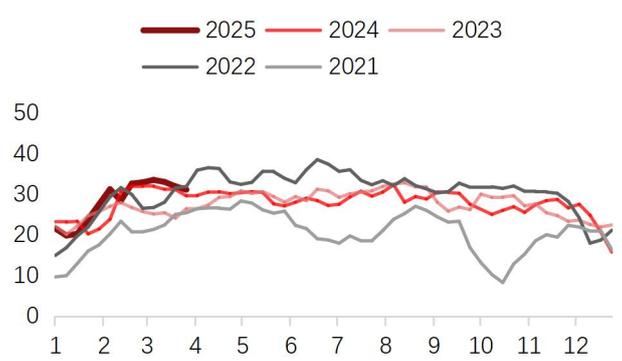
由于终端开工大幅低于往年水平，丝端库存近期已经出现了明显的走高。其中 FDY 甚至得到了历史极值。而目前库尺寸水平同样处在历史极值水平的短纤已经有数家企业表态将进行行业自律，普遍幅度在 10%，不排除后期长丝也出现相类似自律情况，但从往年经验来看，执行力度仍然需要从持续关注。

图 35 POY 库存指数



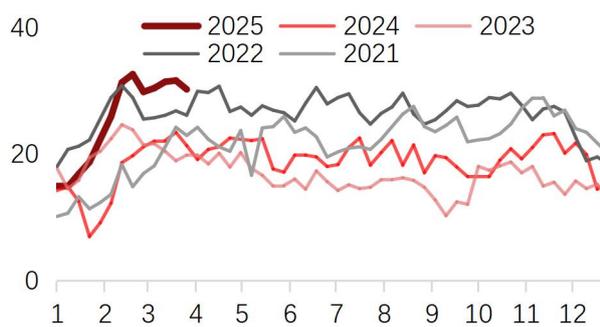
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 36 DTY 库存指数



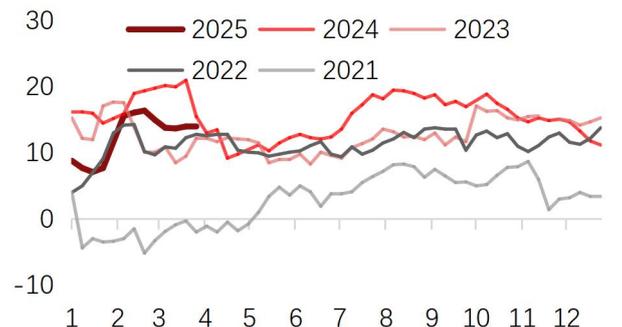
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 37 FDY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

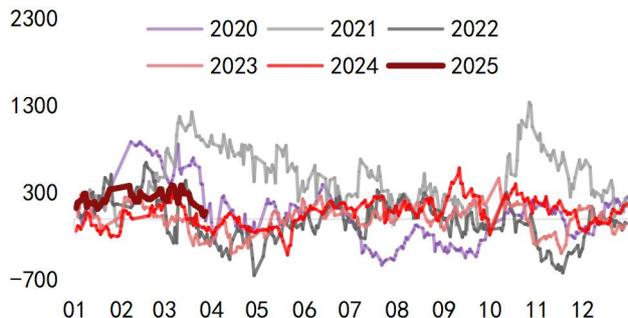
图 38 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

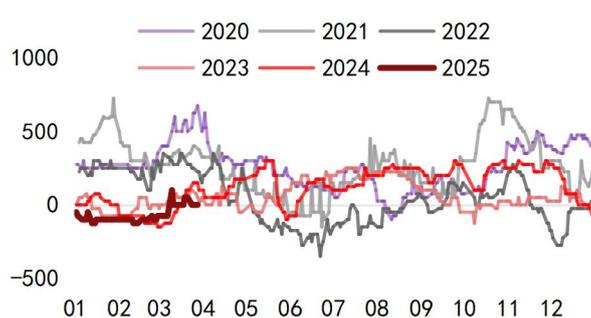
利润方面，各品类利润均明显下行，3月中上旬的盈利空间基本回吐，丝端接近亏损，短纤利润也基本接近盈亏平衡。另外，虽然后期瓶片有继续抬升开工的可能，尤其是4月后饮料厂需求增加劳动需求，但考虑到目前瓶片的利润情况，开工提升力度可能也相对有限。

图 39 POY 现金流



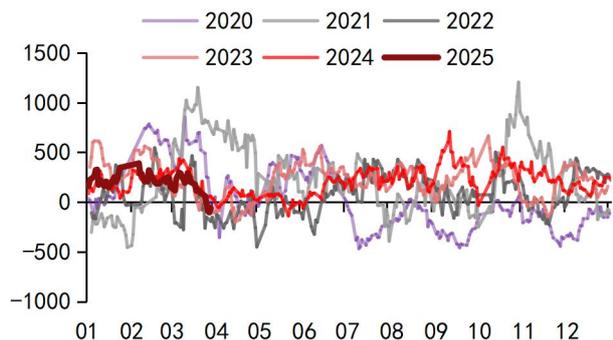
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 40 DTY 现金流



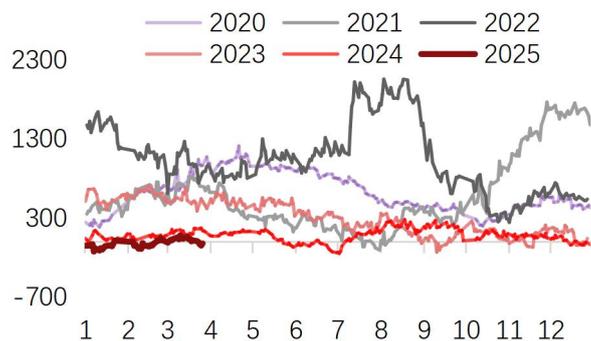
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 41 FDY 现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

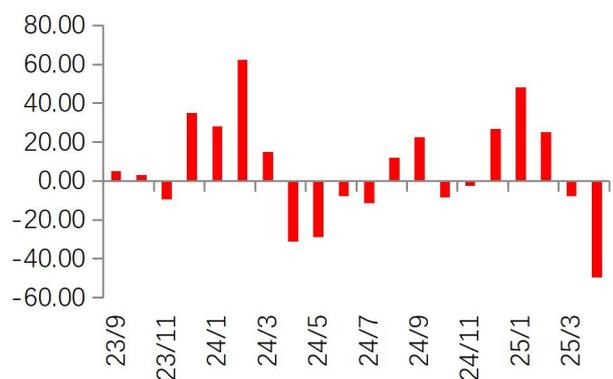
图 42 瓶片现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

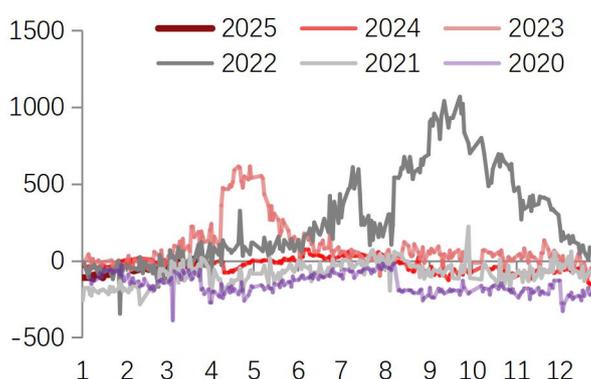
目前盘面已经对 PTA 的装置检修带来的去库已经有了较明显的计价，基差近期也基本处在小幅度走强状态，但后期下游减产将给 PTA 需求造成明显影响。

图 43 PTA 供需预估



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 44 PTA 基差情况



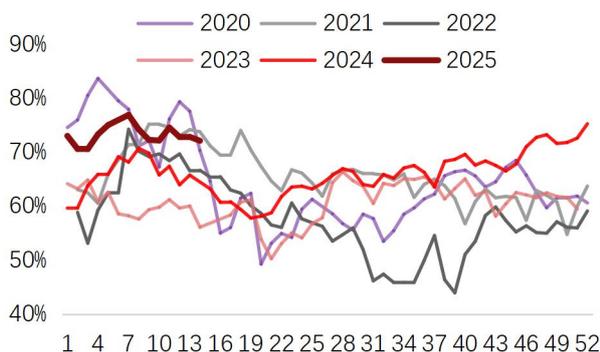
资料来源：东海期货研究所，Wind

我们对 PTA 继续维持震荡看法，短期检修增量以及上游成本受到成品油带动而上行可能会在近期继续带盖 PTA 部分上行驱动，但后期下游需求的持续不及预期，以及可能发生的更多行业自律可能会带给 PTA 需求若驱动，中枢跟随油价变动的基础上，PTA 在 2 季度反弹空间或有限。

3.2. 乙二醇：煤制供应回升暂歇，去库延迟缓慢进行

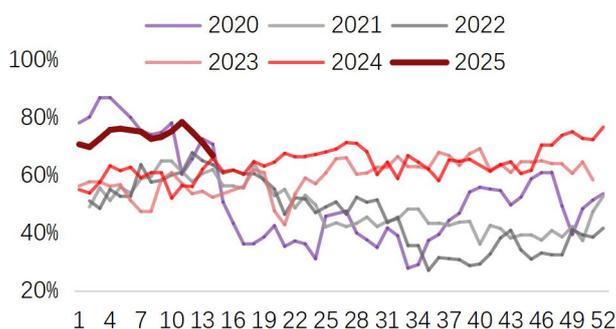
乙二醇在3月大幅走低，盘面主力一度跌至前低水平，下游需求的持续不及预期，以及煤价超预期下行带来的煤制利润回升，煤制供应抬升是此轮价格回落的最大驱动。后期乙二醇存量产能仍可以回归，但回归后供需最差情况已经基本出现，此轮价格低点将会是后续价格长期中较为坚实的支撑水平。

图 45 乙二醇开工率



资料来源：东海期货研究所，CCF

图 46 煤制乙二醇开工率

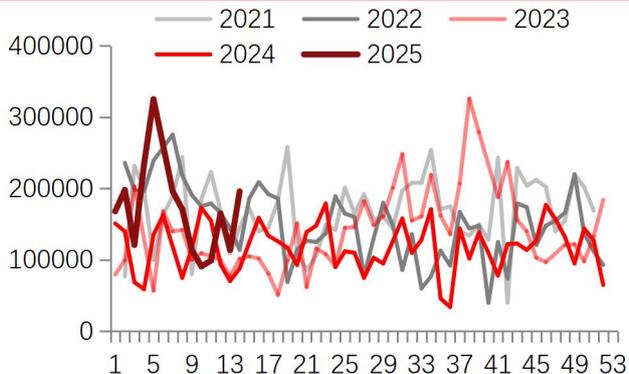


资料来源：东海期货研究所，CCF

由于坑口价格的持续下降，煤制利润前期出现了较为明显的抬升，2-3月煤制利润最高达到超过300水平，这导致煤制供应最高升至接近80%水平。包括广汇，兖矿，天业，昊源，中化学等装置均出现了计划内外的降负荷，短停，推迟复产等情况，因此煤制供应相比2-3月供应高点减少了接近20万吨。

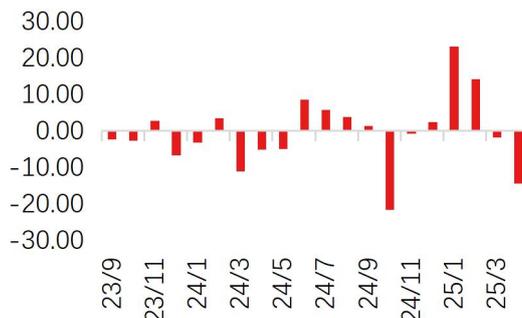
除此以外，近期进口也有小幅增量，进口空间微幅打开，导致近期到港持续保持在15万吨以上。但近期乙二醇价格下行后，预计进口量也将会有明显回落。

图 47 华东到港预报



资料来源：东海期货研究所，CCF

图 48 乙二醇供需预估

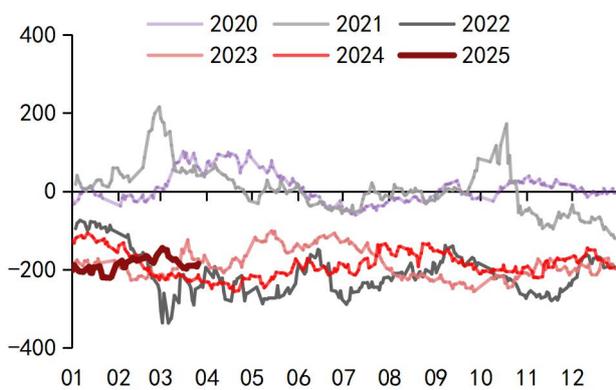


资料来源：东海期货研究所，CCF

此外，发货上近期主港也出现明显回升。3月最差时点发货仅有5000吨水平，近期发货量基本反弹至1万吨以上正常水平。库存方面，乙二醇港口显性库存大幅累至最高80万吨，此外3月厂家原料库存也持续保持极高水平，隐形库存也累至高位，工厂库存也累至去年同期水平高位，近期价格下跌后略有缓解，但相比于去年价格上行时候的水平，目前5万吨以上的隐形库存仍然偏高。

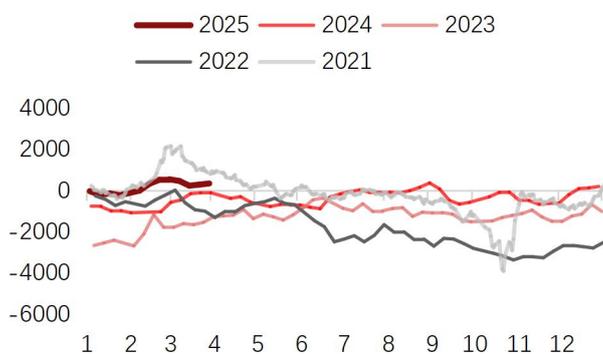
利润方面，近期煤价略有止跌迹象，煤制利润小幅下行但相比近几年仍处在偏高水平，煤制装置从中期来看，只要利润恢复，近期降负的装置供应都仍有恢复可能，所以从长期来看，乙二醇仍然需要等待下游需求恢复以及新投产来对存量装置进行消化。

图 49 乙烯制乙二醇利润



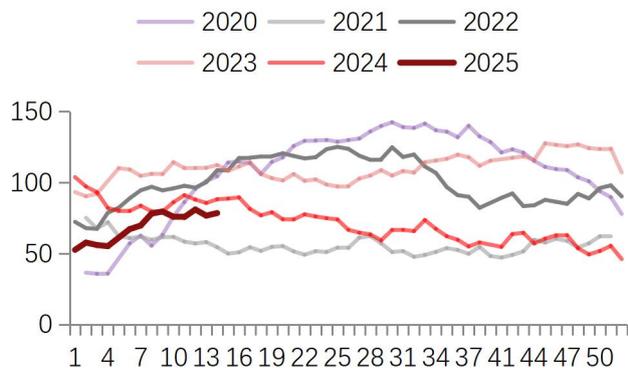
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 50 煤制乙二醇利润



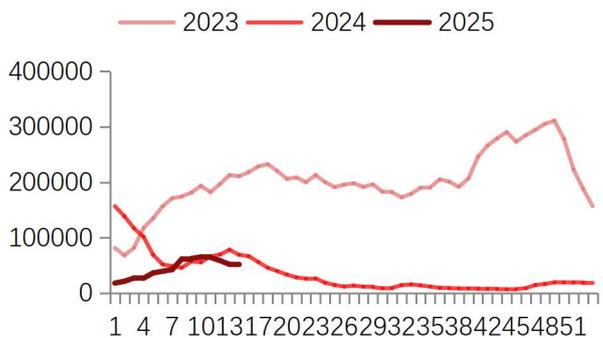
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 51 乙二醇华东港口库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 52 乙二醇工厂库存



资料来源：东海期货研究所，Wind

4月乙二醇价格预计将继续维持区间震荡，目前价格处在区间偏低位置，后期需观察下游恢复情况，下游需求也仍然是后期市场关注的最重要逻辑。4月开工率若恢复至平均92%以上，并且终端订单有所缓解，在下游库存去化的情况下，乙二醇将能够有效去化显隐性库存，价格有进入小幅回升通道的可能，在此之前乙二醇将继续保持低位震荡格局。

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：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn