

2025年5月6日

超预期增产持续，能化中枢仍有下行空间

——原油聚酯5月月度策略

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：**OPEC再度开启价格战式的超预期增产，哈萨克斯坦等国减产履约持续低位导致组织内部已无逐步增产耐心，后续扩产速度或将继续快于市场预期。**长期结构开始出现4年来的首次转向，油价下行路径基本确立，中枢预计在50美金水平。**短期由于伊核谈判以及以巴等地缘问题，关税反复，以及当下原油成品油库存均保持低位，价格波动拉高或有小幅反弹，但后期60美金或再度被测试。
- **PTA：**短期价格稳定后，终端囤库回升，导致下游库存压力减小，叠加头部厂商挤兑货源导致PTA基差大幅走强。但加工费拉高后月内检修量或走低，供应回升，叠加终端订单仍未有转好迹象，复反馈5月有较大发酵空间，传导或逐渐进行。**在短期油价稳定的基础上，盘面或将继续保持偏弱震荡格局。**
- **乙二醇：**煤价仍然偏低，煤制装置结束检修后利润回升，供应再度回归。叠加下游面临需求走低风险，乙二醇隐形库存仍然短期难以去化，港口显性库存也将保持稳定。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：**原油逢高空，PTA维持区间偏弱震荡格局，乙二醇暂时观望。
- **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：OPEC 增产持续超预期，远期供需大幅转差	4
2.1. 制裁风险朦胧，OPEC 增产速度大幅加快	4
2.2. 短期库存压力压力，长期需求下行担忧仍在	8
3. 聚酯：下游库存阶段去化，负反馈仍待观察	12
3.1. PTA：库存去化明显，下游负反馈仍有计价空间	12
3.2. 乙二醇：煤制供应再度回升，去库时点继续推后	16

图表目录

图 1 DFL	4
图 2 Dubai-Oman 价差	4
图 3 全球供应占比变化	5
图 4 OPEC 8 国配额情况	5
图 5 对配额超产率	5
图 6 主要供应国家外部盈亏平衡价	5
图 7 俄罗斯船运装载情况 (千桶/天)	6
图 8 俄罗斯船运出口情况 (千桶/天)	6
图 9 伊朗船运出口情况 (千桶/天)	6
图 10 制裁国家包括浮仓库存情况 (百万桶)	6
图 11 委内瑞拉出口情况	7
图 12 主要油品现货贴水	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 沙特财政亏损 十亿美元	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 仓单	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	17
图 48 乙二醇供需预估	17
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	18
图 52 乙二醇工厂库存	18

1. 策略概述

4 月油价经历了历史级的下跌，美国关税失控加码，以及 OPEC+ 超量增产，使得 3 季度后市场供需的过剩预期极强，油价出现了超过 15 美金的大幅下行。但在这之后关税一度出现缓和迹象，以及现货情况并未有明显弱化，都使得 60 美金成为了 Brent 的较强支撑位。但在美联储降息路径仍然模糊，以及 OPEC 仍有继续加码增产，以及减产履约率较低的情况下，油价长期偏空趋势仍然不变，短期可能会受到库存去化支撑以及风险资产止跌的共振影响，波动继续走高。

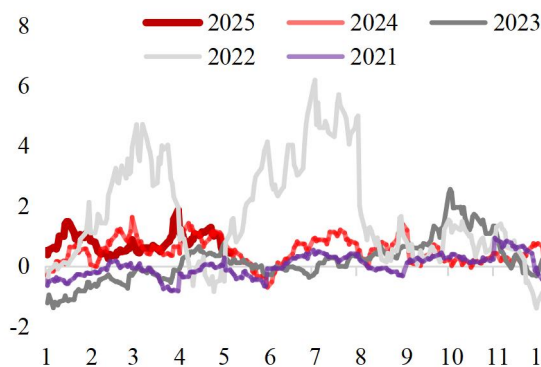
聚酯方面，多品种跟随原油跌破前期价格支撑，后保持区间波动。但一来原油长期仍有下跌空间，二来终端开工在 4 月明显开始走低。从我们的调研经验来看，终端多数有五一多放假的计划，而这可能会导致下游开工跟随走低。近期长丝开工已经有回落迹象，一旦下游库存持续累积，负反馈发酵可能会在 5 月延后体现。PTA 以及乙二醇等链条品种仍可能保持偏弱震荡，最差甚至有继续跌破支撑位的可能。

2. 原油：OPEC 增产持续超预期，远期供需大幅转差

2.1. 制裁风险朦胧，OPEC 增产速度大幅加快

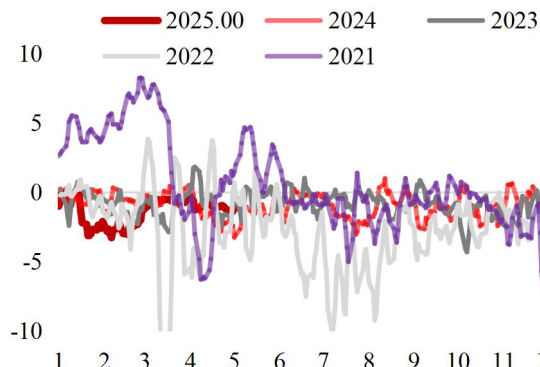
在 4 月的下跌过程前夕，整体结构处在较强状态，但在 3 月 28 日，已经出现了长短月差结构变动背离的情况，说明市场已经开始对关税公布前夕的需求预期产生了较大不桶预期，而这一情况在 4 月初关税公布后在盘面得到了发酵，油价明显下行。但在价格下行之后，结构仍然保持偏强状态，这也反映出当下现货并未体现出和盘面计价逻辑相对应的弱势，在 4 月的价格运行中也基本得到印证。

图 1 DFL



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 2 Dubai-Oman 价差

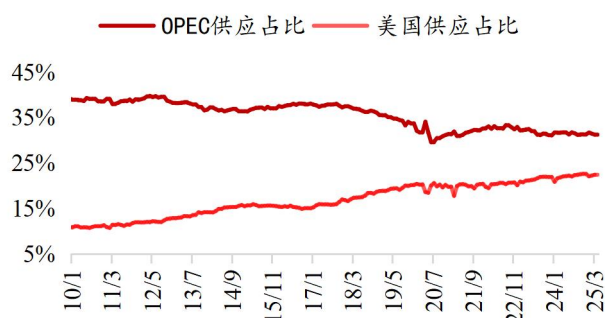


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

但在 4 月末 5 月初，盘面月差结构出现了急速回落，且现货结构出现了明显的走低，反映出预期和现实端正在逐步并轨，后期供需过剩逻辑计价空间仍然存在，并且 5 月 2 日当天 Brent 的 12 月差转为 Contango，这是 20 年 11 月来的首次结构转向，所以我们对长期油价看空仍然不变。

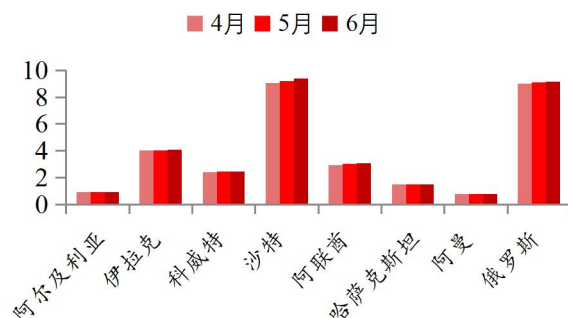
我们在专题《原油：周期会怎样实现》中提及，此轮 OPEC+ 的产量回归将会是此轮油价下跌的最主要原因。在过去的十五年中，OPEC 已经失去了较多的市场份额，长期来看依靠减产来承接价格的驱动必将减弱，而其回归驱动在过去半年中已经得到了较为充分的验证，这一点我们不再赘述。

图 3 全球供应占比变化



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

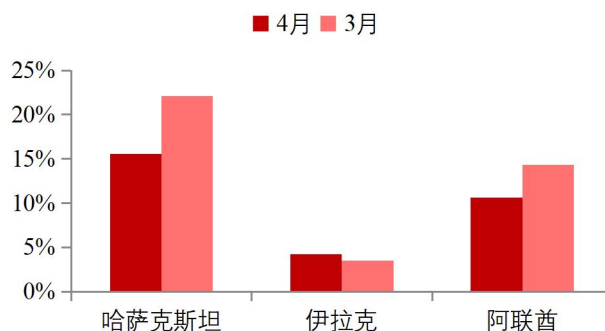
图 4 OPEC 8 国配额情况



资料来源：OPEC，东海期货研究所

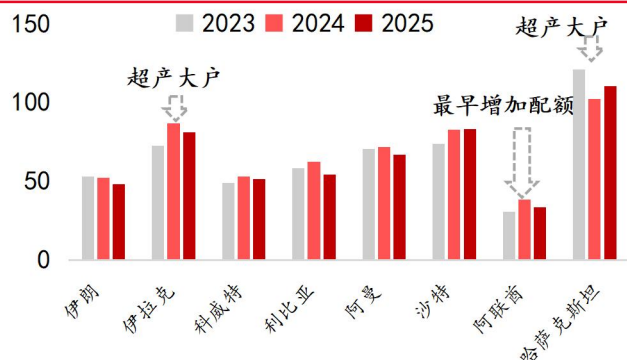
从外部环境来看，OPEC+ 增产当然有来自美国的较大压力，但是而在过去的时段中，哈萨克斯坦，伊拉克等国的减产情况较为一般，在 3 月和 4 月的巢产卵分别达到了 22%，16% 和 14%，11%。这也是导致 OPEC 其他各国此次表态增产速度加快的最主要原因，在匀速增产以及补偿减产均得不到保证的情况下，其他成员国的减产意义已经不大，OPEC 内部已经开始重新开启了类似“价格战”的增产路径，目前已经基本确定在 3 个月内恢复了前期确认的 220 万桶/天的增产份额的一半，也符合我们前期策略中认为 OPEC+ 增产路径将会快于市场预期的看法。

图 5 对配额超产率



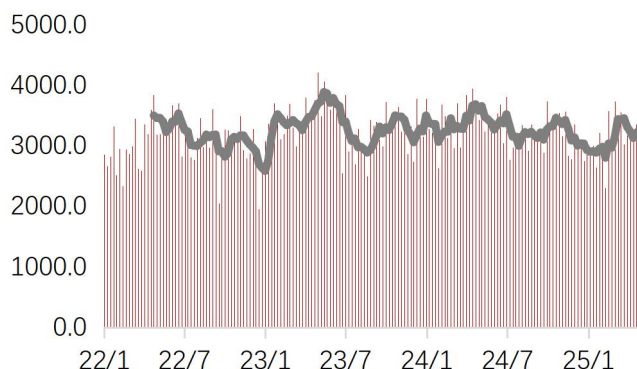
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 6 主要供应国家外部盈亏平衡价

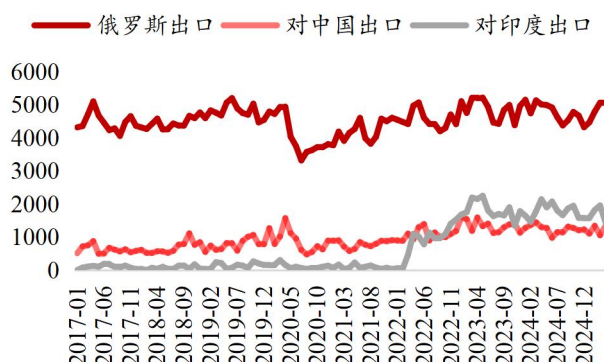


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

而哈萨克斯坦和伊拉克的财政平衡需求价格为 OPEC 各国里较高的，这也导致了其很难真正在减产补偿行动中保持较高的履约率。且伊拉克本身就在持续推进北部库尔德地区的管道出口恢复，而哈萨克斯坦 Tengiz 油田今年增产实施也较为顺利，长期来看此二国都没有明显的真正减产动力。而阿联酋则因为平衡价较低，所以在此前的供应回归中也是呼声最高的，其对价格的容忍程度也是各成员国中较高的，超量增产也符合逻辑。

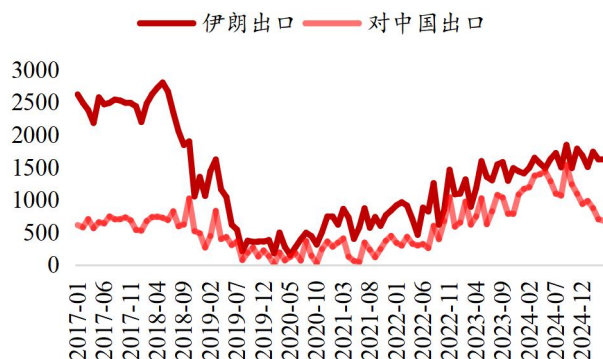
图 7 俄罗斯船运装载情况 (千桶/天)


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 8 俄罗斯船运出口情况 (千桶/天)


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

俄罗斯供应近期并无实质性减少，甚至在俄乌和谈持续的情况下，来自美国的制裁相应明显有减轻的迹象。其港口库装载在 4 月末平均达到了 326 万桶/天，增幅明显高于其配额和产量增幅。船运数据也显示自从 3 月以来，俄罗斯的油品总出口已经达到了平均 490 万桶/天的水平，相比去年年底和今年 1-2 月回升幅度明显。在俄乌冲突彻底得到解决之前，很难说俄罗斯供应将会继续受到制约，其产量预计将会持续正常回升，海运出口也仅会受到国内炼厂开工影响。

图 9 伊朗船运出口情况 (千桶/天)


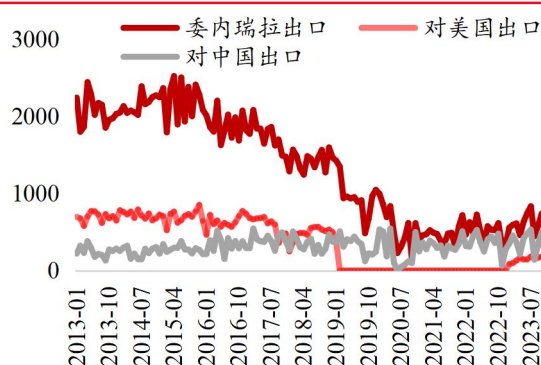
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 10 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

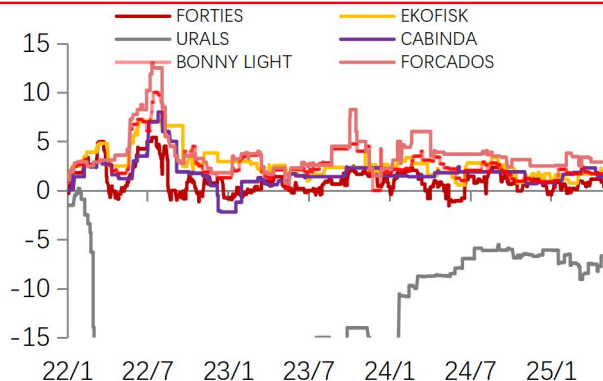
而从浮仓来看，卫星数据显示，1-4 月伊朗海上浮仓增加了 894 万桶，而 1-4 月伊朗对中国出口量减少了 95 万桶/天左右，3 个月内基本对应增加 850 万桶/天当量，符合浮仓增量水平。当下较多伊朗船货仍在马来西亚等地进行转口，且已经出现了印度等炼厂逐步开始接受伊朗船货的情况，所以伊朗供应并未被排除出市场，只是供应路径通畅程度有所放缓。目前伊朗核协议谈判前景仍然不明朗，前期美国多次变换对铀浓缩丰度的底线表态，而在连续三次谈判后，前期双方表述的建设性进展陷入停滞，第四轮谈判被推后，结合美国近期对进口伊朗相关船运公司，港口，炼厂，船舶等施加更多封禁，不排除后期伊朗供应渠道逐渐被封锁。

图 11 委内瑞拉出口情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 12 主要油品现货贴水



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

委内瑞拉方面，此前美国已经收回了雪佛龙在委内瑞拉的合作生产许可，后期委内瑞拉产量可能下降至少 20 万桶/天左右，且存在外国合资生产商进一步撤资的可能。另外委内瑞拉持续对圭亚那海上油田生产区块进行骚扰，美国表示严正警告。后期委内瑞拉供应可能有进一步减量，这在近期已经有一定程度的体现，其总出口量已经下降了 25-30 万桶/天水平，可能会对供应产生阶段性干扰。

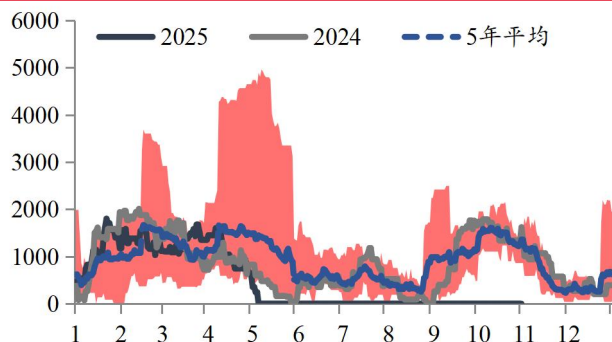
而近期美国海外施压的策略也相对明朗，即扶持 OPEC+ 供应，压制伊朗与委内瑞拉供应。从中短期来看，伊朗与委内瑞拉如果制裁风险落定，其产量影响将会较快在短期落定，而供应层面由于 OPEC+ 增产速度将会持续超出预期。但从供应上看，短期仍然不能完全无视制裁风险的发酵可能。

所以总体来看，虽然 OPEC+ 供应回归的节奏将会继续复刻“价格战”时的路径，回归速度持续超出预期，但制裁供应问题仍然可能阶段性发酵，尤其在油价支撑水平左右，可能配合宏观数据或者关税反复消息等作价。。

2.2. 短期库存压力压力，长期需求下行担忧仍在

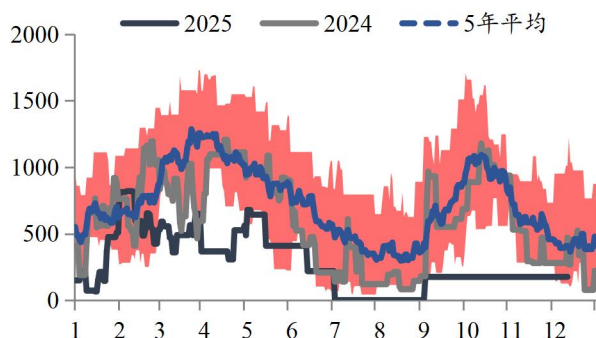
短期海外需求水平尚可，近期价格回升的主要驱动除了关税担忧计价暂歇外，最主要的仍然是供需层面并未给出大的下行驱动。

图 13 美国炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

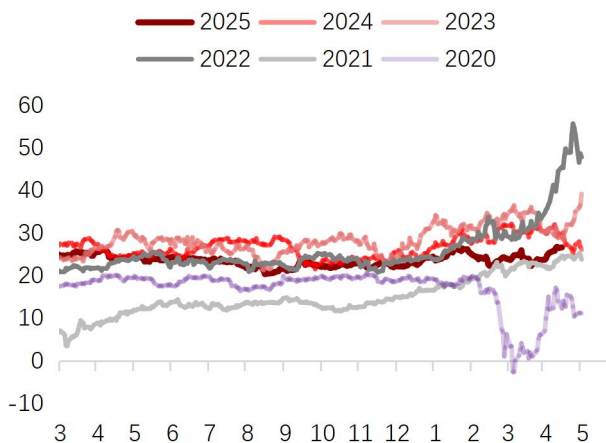
图 14 欧洲炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

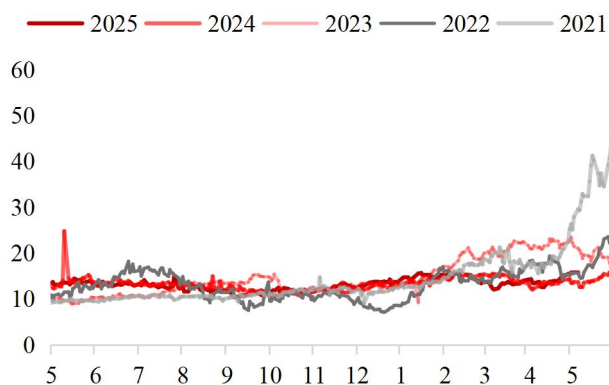
欧洲降息路径相比美国更加明确，这也使得成品油消费近期更加旺盛，从单品裂解来看，近期超出市场预期的成品油消费使得裂解明显增长。

图 15 美国汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

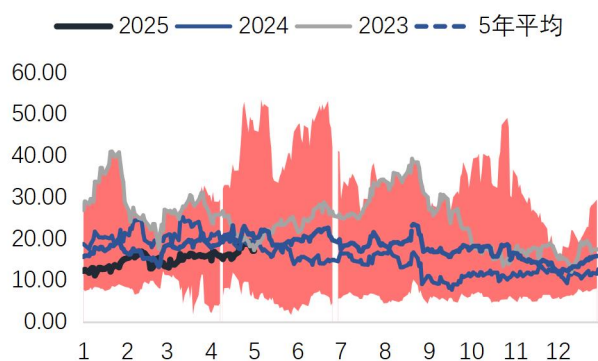
图 16 欧洲汽油裂解差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

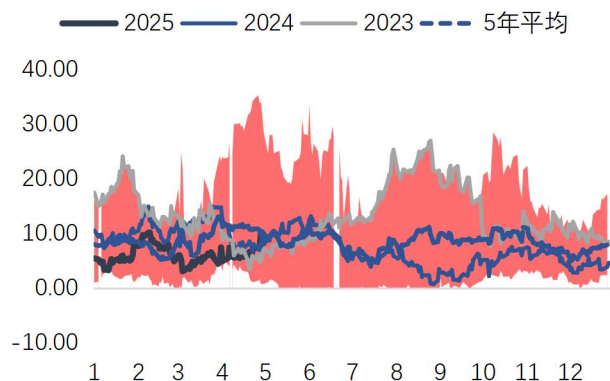
海外利润来看，近期炼化利润也有明显的回升，美湾以及西欧炼化利润近期回升明显，现货贴水也基本保持了平稳状态，近期北海贴水基本保持平稳，尤其是 WTI 贴水在 5 月各时段成交贴水均未见下行，现货情况总体稳定，这也是近期油价支撑的最主要驱动之一。

图 17 美湾炼厂利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

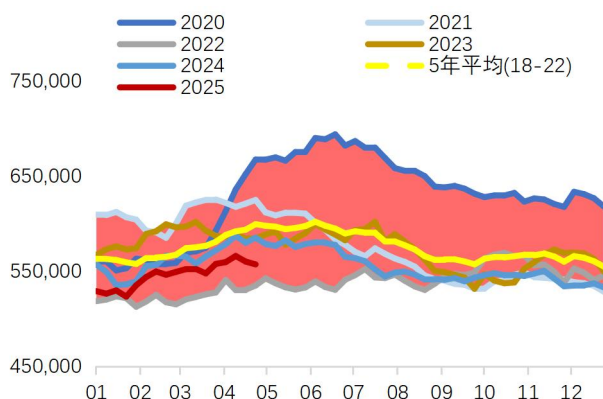
图 18 欧洲炼厂利润



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

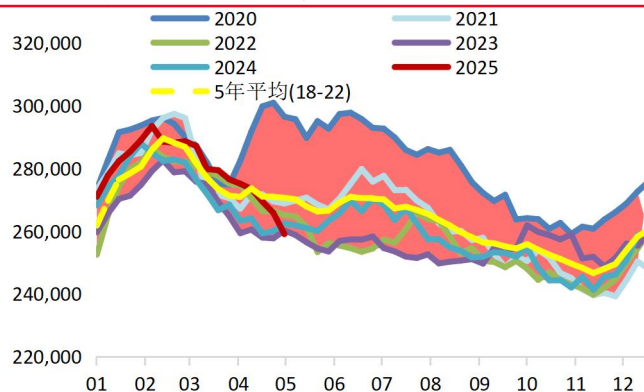
从库存来看，原油库存在检修时段并未有明显的增量，总体平稳，而柴油库存在近期甚至有超季节性的去化，总体库存处在5年区间低位。汽油库存去化速度较快，目前已至区间低位，叠加近期海外服务性通胀仍然较高，出行需求在短期仍有将有一定支撑，以及去年4季度起汽油就持续给出超季节性表现，可以对今年夏季需求持有一定乐观预期。

图 19 主要消费地原油库存



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

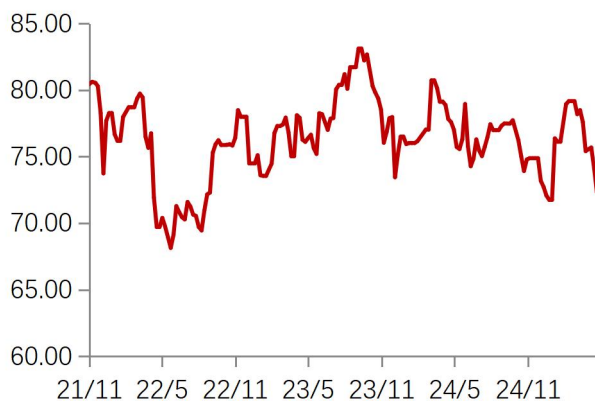
图 20 主要消费地汽油库存



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

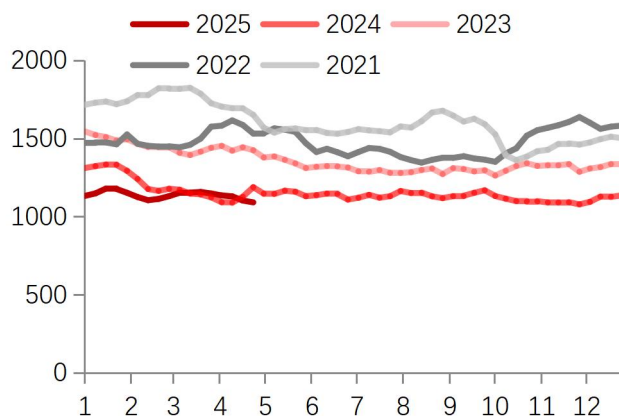
图 22 地炼开工率



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

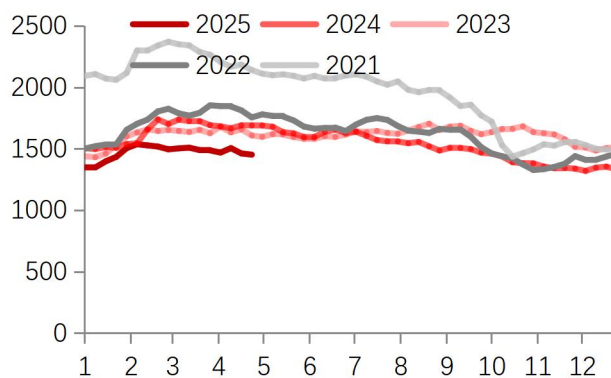
成品油样本库存仍然保持极低位置, 汽油库存基本保持平稳, 柴油库存则保持今年来最低水平。汽柴油库存持续低位, 也持续反映了近期需求仍然偏低。国内供需两弱的格局预计将继续保持。

图 23 国内汽油样本库存



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

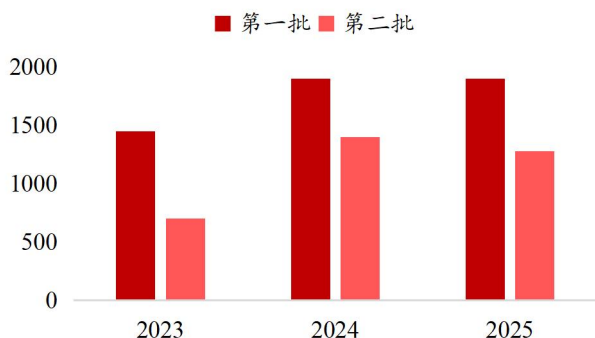
图 24 国内柴油样本库存



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

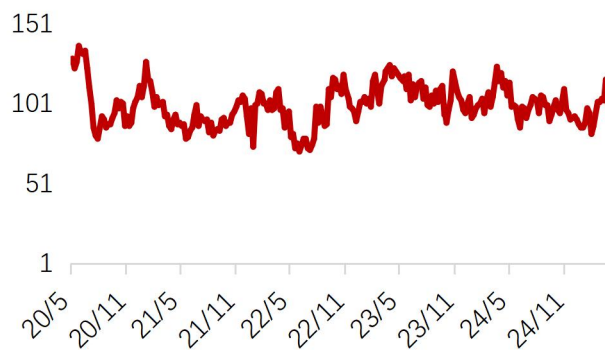
进出口方面, 进口船舶量略有走高, 包括中国在内的亚太炼厂近期原料进口难度已经有所降低。俄罗斯油等制裁油品已经可以较为安全地进行卸载, 包括印度在内的港口都已经出现了制裁船舶进行安全卸载的情况, 美国方面近期在和谈进程中已经明显放松了对于俄罗斯油品的制裁。而在出口方面, 近期第二批成品油出口配额下放, 相比于去年有一定程度降低, 但是考虑到上文所述的库存压力, 库存适度降低也属正常。

图 25 中国成品油出口配额



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

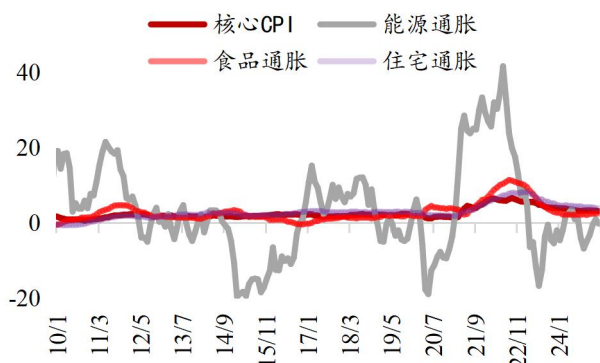
图 26 对中国出口油轮量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

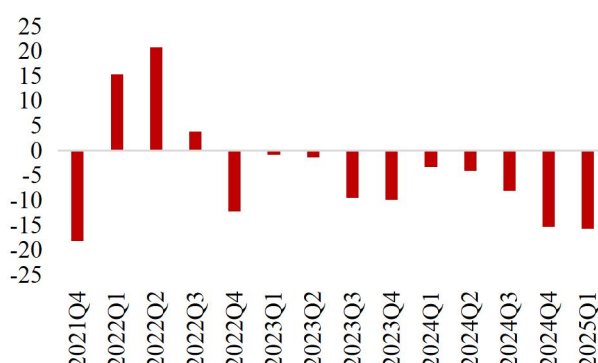
另一个关键在于关税导致的需求担忧持续发酵, 并且在 3 月一度由大幅落空信心指数引发海外滞涨担忧, 导致油价跟随风险资产进行明显回调。但目前需要看到的是, 虽然美联储迟迟未有松动对今年的降息节奏, 但目前较多通胀仍然集中在住房租金部分, 而官方数据可能出现了较为严重的之后显示。从租房平台的数据俩看, 近期房屋租金已经出现了明显的下行, 而采用实际租房平台数据的通胀数据来看, 实际美国通胀已经降至较低水平, 甚至确定已在 2% 目标以下, 故今年美联储控场表示仅剩余 1 次降息仍然值得观察, 而这一点担忧将会长期存在在后期包括油价在内的风险资产定价逻辑中。

图 27 美国通胀分项



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 28 沙特财政亏损 十亿美元



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, 但短期制裁问题以及关税反复将可能带来更高波动。

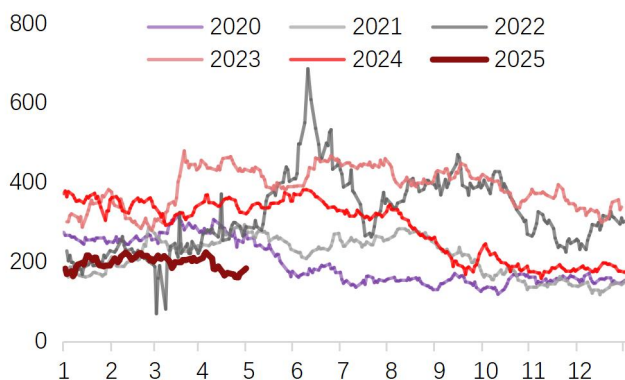
3. 聚酯：下游库存阶段去化，负反馈仍待观察

3.1. PTA：库存去化明显，下游负反馈仍有计价空间

4 月 PTA 价格在跟随油价大幅下跌之后，进入小幅反弹阶段，最重要的依据便是自从 3 月以来 PTA 社会库存持续去化。4 月末 PTA 基差甚至出现了大幅拉升，幅度超过 100，虽然后期有一定回落，但是基于装置检修，叠加头部厂商货源挤兑导致的基差上行也说明了目前 PTA 仍然处在偏紧格局。但后期检修装置降逐渐回归，叠加近期加工费保持稳定，后期检修计划可能推后，供应回归叠加下游需求可能的高位回落，以及原油后期长期路径的下行，PTA 后期仍以逢高偏空为主。

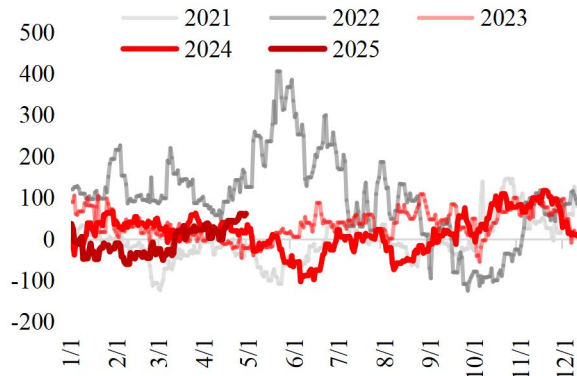
从原料端口来看，PX 价格近期相对有一些支撑，其中更多仍然是来自装置检修以及海外汽油超预期表现带来的调油预期。包括扬子石化，辽阳石化，中海油惠州，福佳大化等都有装置检修计划或降开工，涉及产能达到 780 万吨。另外海外装置，韩国蔚山，韩华道达尔等，近期也有较大产能出现了开工调降的情况，故 PX 价格下行后企稳明显。调油方面，前文所述海外汽油近期表现超预期，近期的调油价差也出现了一定空间的打开。但需求方面，由于 PTA 检修量也大幅增加，PX 供应减量被下游需求减量对冲，总体价格虽然上行，但对石脑油裂解差并未出现大幅拉涨，仅小幅上行至 183 美金左右。5 月后 PX 供需预计双增，但调油需求或好于去年水平，PX 价格相比其他聚酯链品种或相对偏强。

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



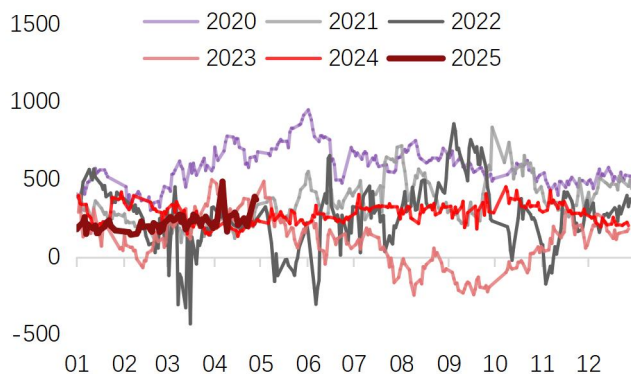
资料来源：东海期货研究所，Wind

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 在 4 月末犹豫货源挤兑而出现基差大幅走强情况，加工费也出现了大幅走高，目前在 300 以上高位，这导致近期部分独山等装置检修计划已经取消，后期不排除部分老旧装置

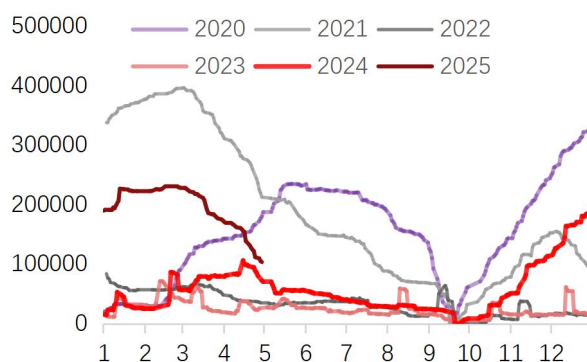
2-3 季度的长期降开工计划也将取消或缩短时长，对 PTA 来说供应压力将会持续增加。另外，近期 PTA 仓单去化明显，社会总库存下降较多，工厂库存向下游转移犹豫下游高开工也较为顺畅，不排除后期 PTA 开工持续走高的情况。

图 31 PTA 加工费



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 32 PTA 仓单

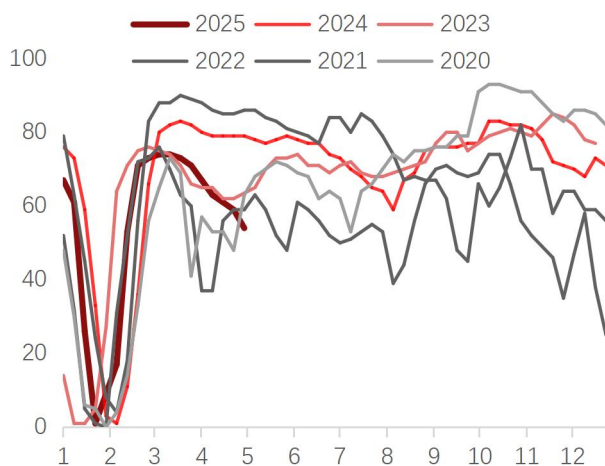


资料来源：东海期货研究所，Wind

前期 PTA 的库存去化，除了其装置自身的开工走低，也有下游开工的持续保持高位。近期下游开工虽然仍在历史高位，且终端近期囤库氛围转暖，负反馈尚未传导至上游，但如果关税持续不见扭转迹象，终端开工的下行预计将继续维持一段时间，下游开工的高位维持仍将受到影响，负反馈仍有发酵空间。

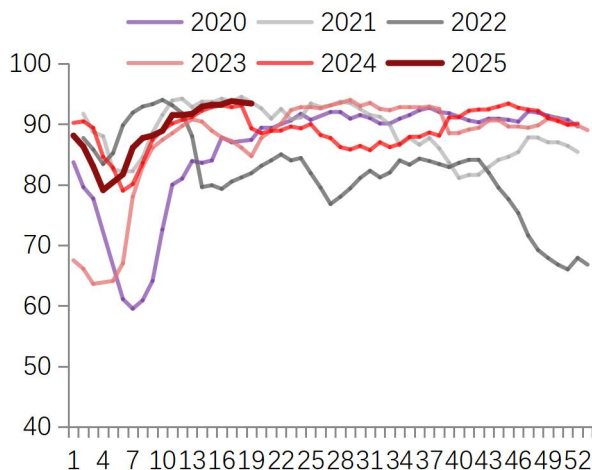
终端订单 4 月受到关税影响，涉美部分基本保持停滞，东南亚转口订单恢复，持续赶工，但目前由于其产能及效率问题，抢出口数量极其有限，所以下游出口方面可能会有一些增量，但不会太多。下游织机，加弹等厂家的长期策略均为保持低库存运行，且成品库存较多，基本处在 70% 水平以上，后期持续性囤库的积极性很难持续保持在高位。

图 33 织机开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

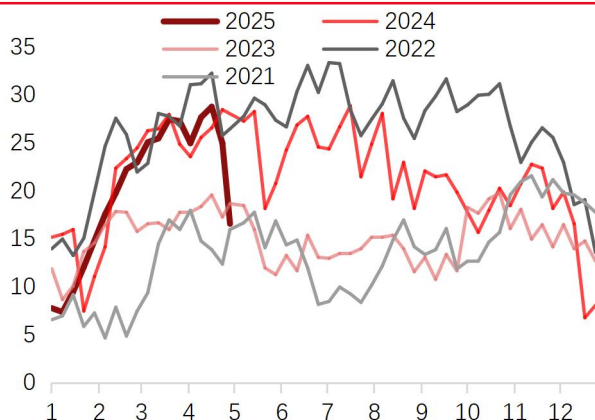
图 34 聚酯开工率



资料来源：东海期货研究所，Wind

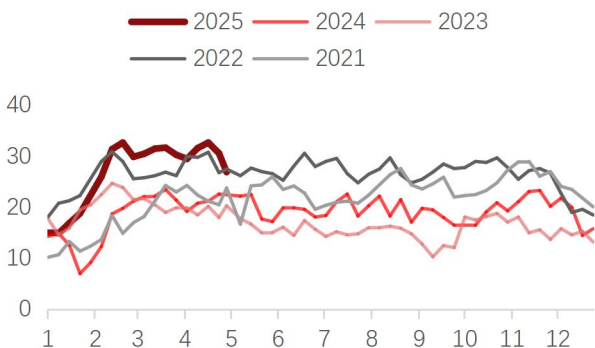
虽然终端开工下行明显，其中经编，加弹等厂普遍成品库存偏高，但是4月末仍有部分囤库进行，这多有赖于PTA货源阶段性挤兑，以及关税转入长期拉锯，偶有反复转好刺激出现，这也导致近期丝端库存近期去化明显，其中POY自身供需相对较好，FDY今年产能增加较多，且利润已经至亏损水平，去化明显不及其他品类。但这之后下游加弹，经编等将进入库存消化阶段，原料和成品库存双高，账期相比之前也有所放慢，补库资金将大幅减少，下游库存继续去化的动力大概率将走低。

图 35 POY 库存指数



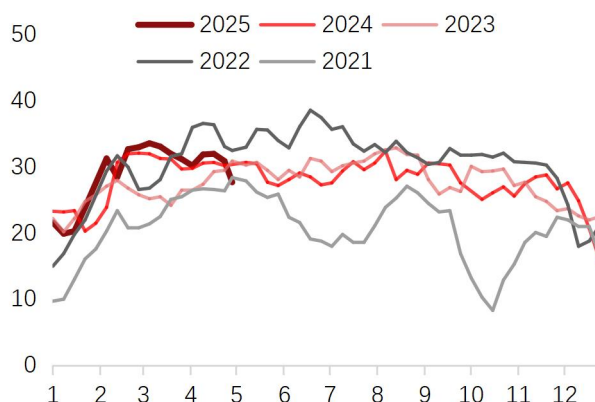
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 37 FDY 库存指数



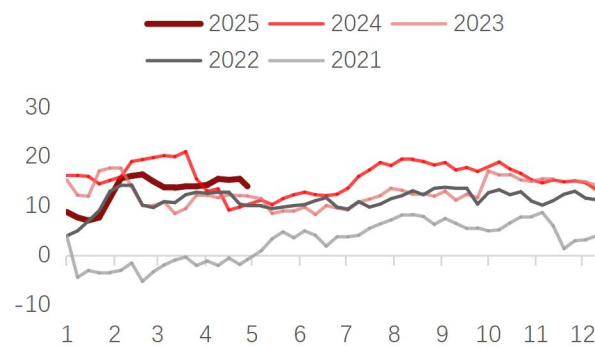
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 36 DTY 库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

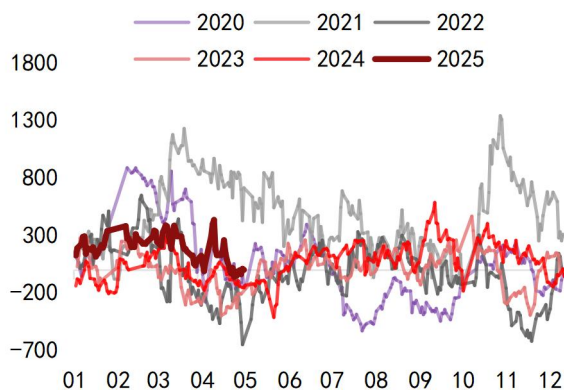
图 38 短纤库存指数



资料来源：东海期货研究所，CCF

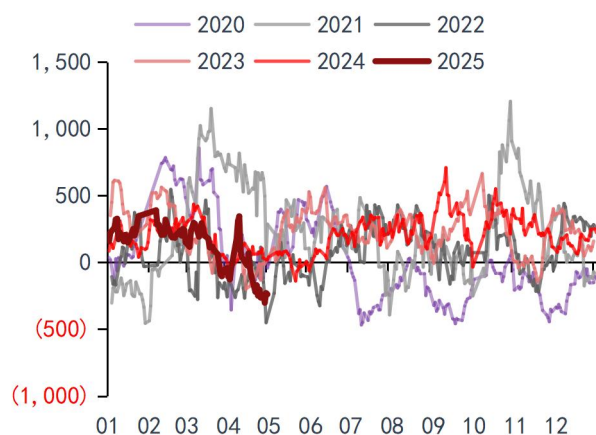
利润方面，各品类利润均明显下行，其中POY利润保持盈亏左右，DTY相对也稳定，FDY由于最为过剩，目前已经亏损200以上，此次库存去化中，FDY去化量也是极低的。后期更大去库机会也仍然较大概率依然在POY上。

图 39 POY 现金流



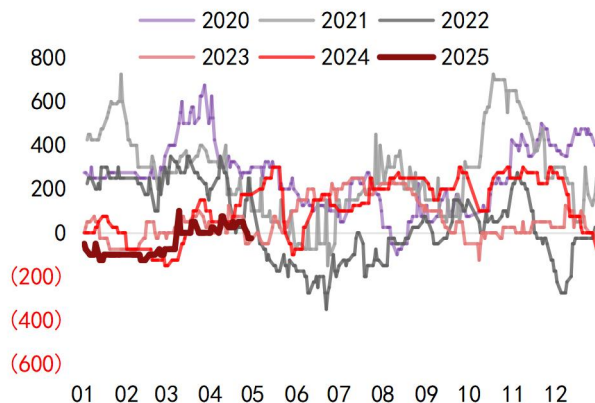
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 41 FDY 现金流



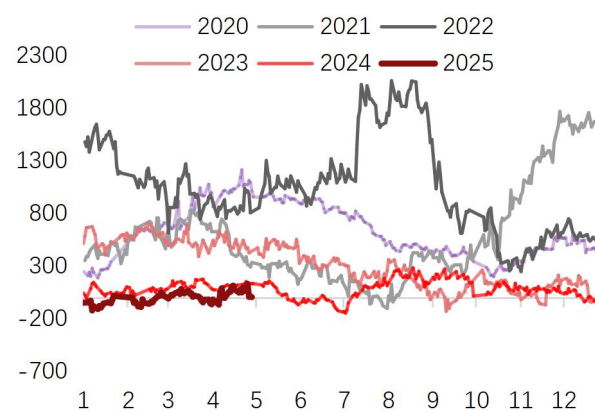
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 40 DTY 现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

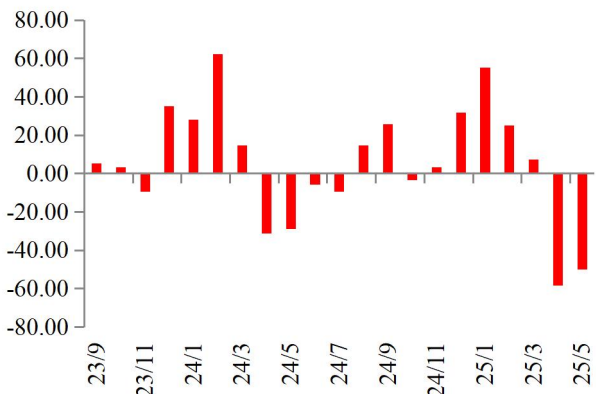
图 42 瓶片现金流



资料来源：东海期货研究所，Wind

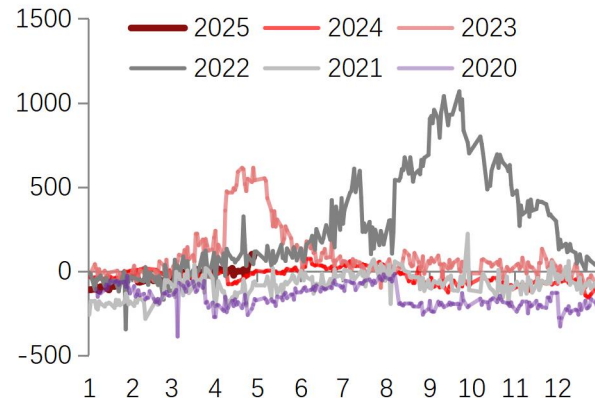
4 月末盘面已经对终端带来的阶段性去库有计价反映，5 月将会是库存压力最大的时段，终端订单未见恢复，下游库存仍有继续累积风险，上游原料加工费抬升增加检修减量预期，PTA 后期虽然能有一定去库，但幅度不及 4 月，且仍可能更多体现在仓单去化上。除非下游出现实质性的行业自律，否则终端负反馈的传导仍然有计价空间。

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



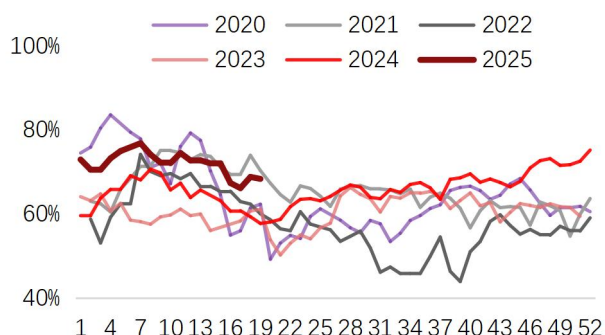
资料来源：东海期货研究所，Wind

我们对 PTA 继续维持震荡看法，原油短期保持稳定的情况下，PX 检修维持偏高位置，可能会在近期继续带来 PTA 部分上行驱动，但 PTA 加工费走高或导致检修产能减少供应回升，后期下游高开工持续保持高位概率仍然不高，终端囤货意愿将逐渐放低，负反馈或开始发酵，PTA 在 5 月反弹空间或有限。

3.2. 乙二醇：煤制供应再度回升，去库时点继续推后

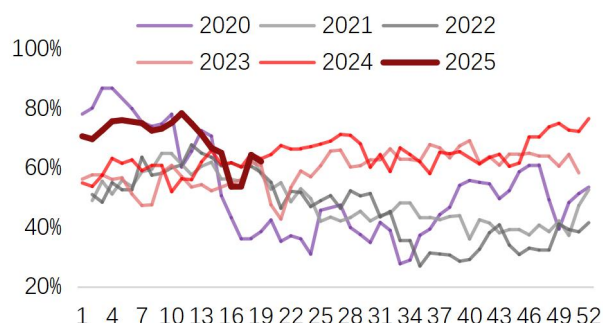
乙二醇在 4 月受到关税影响价格下行后，虽然由于进口乙烷问题一度有过波动，但总体来看仍然保持区间偏弱震荡。和 PTA 一样，乙二醇也面临下游高开工后期可能走弱的风险。下游开工收到终端负反馈影响风险仍在，乙二醇开工也出现明显增量，供曾需减的前景下 5 月大概率维持库存稳定格局。

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

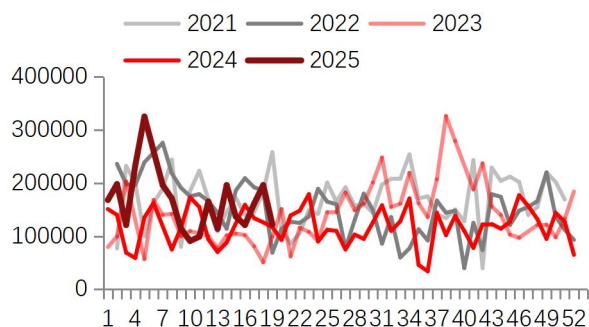


资料来源：东海期货研究所，CCF

由于坑口价格仍然保持低位，煤制利润前期出现了较为明显的抬升，4 月以来再度回归盈利状态，而前期出现较多春检的煤制装置近期也明显出现回归，包括天业，榆林中昆等装置均会在 2 季度恢复生产。5 月中下旬，在黔西煤化工和榆林等重启后，煤制产里昂可能相比 4 月要增加 10 万吨水平，整体供应压力回归也使得乙二醇价格上行空间仍然有限。

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 万吨平均水平。但近期乙二醇价格下行后，预计后期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

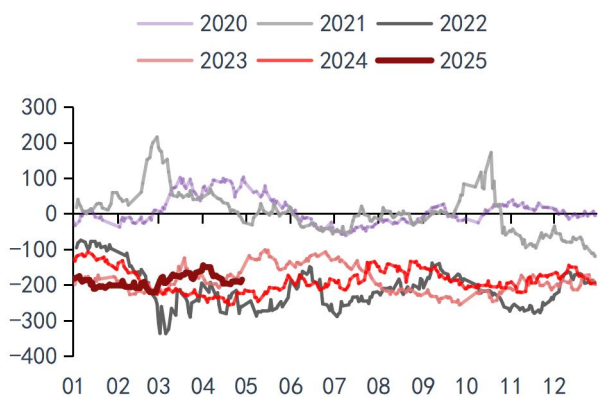


资料来源：东海期货研究所，CCF

此外，发货上近期主港也出现明显回升。4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仍然保持80万吨水平，去化有限。此外厂家原料库存也持续保持小幅累积状态，目前5万吨以上的隐形库存仍然偏高。

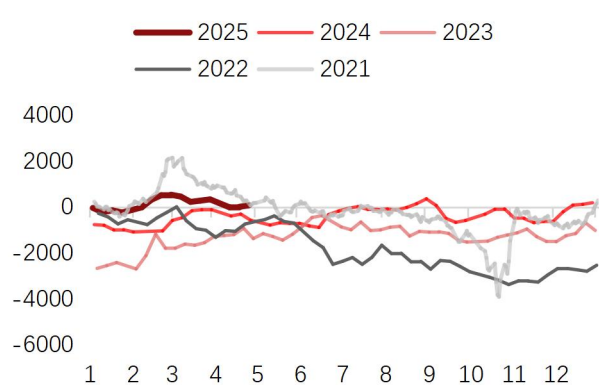
利润方面，近期煤价略有止跌迹象，煤制利润小幅下行但相比近几年仍处在偏高水平，煤制装置从中期来看，只要利润恢复，近期降负的装置供应都仍有恢复可能，所以从长期来看，乙二醇仍然需要等待下游需求恢复以及新投产来对存量装置进行消化。

图 49 乙烯制乙二醇利润



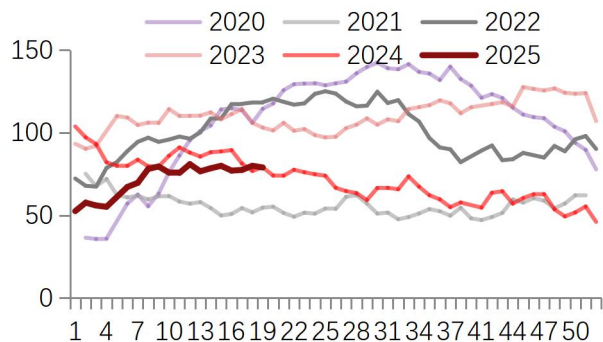
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 50 煤制乙二醇利润



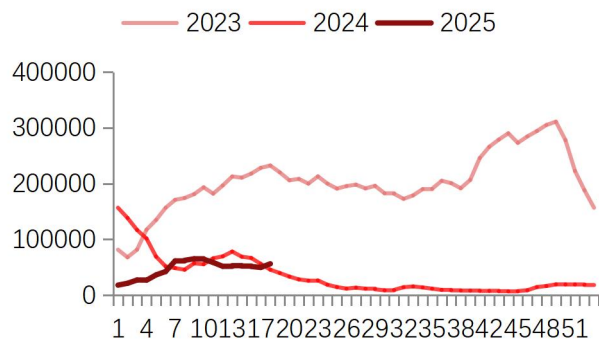
资料来源：东海期货研究所，Wind

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

5 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。5 月下游开工若被动出现负反馈传导，导致乙二醇发货情况走差，预计价格将继续保持偏低运行状态。短期能够带来价格彻底扭转的仍然仅有关税逻辑的变动。

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