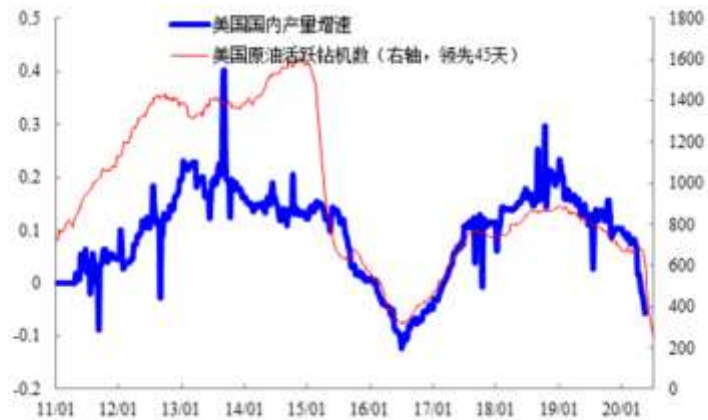
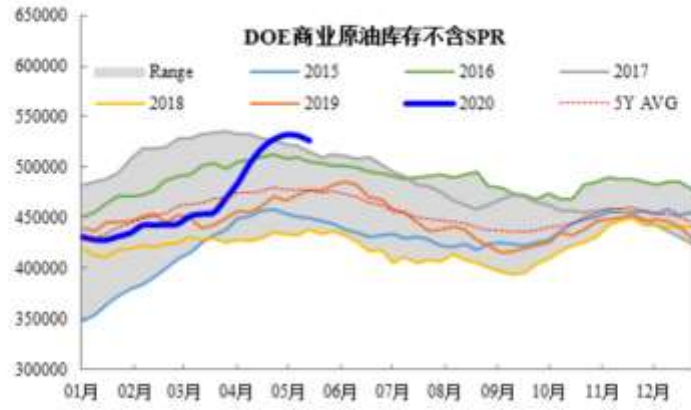


# 化工周报

## 原油

美国炼厂需求开始明显回升





美国市场目前供需两端对于库存的去化都是正向贡献：从3月底至今美国产量已回落150万桶/日产量：一方面在于前端资本开支急剧收缩，体现在钻机数已从680+台的水平快速回落至230+台；另一方面4月份完井数快速下降，库存井的数量甚至在过去一年多内首次上升，这说明偏后端用库存并出原油产量这种行为在4月份也出现了减少。虽然是被动减产，但不论是从环比还是同比的角度来看，供应端的收缩比较显著。

而需求端的改善也在持续，如果参考比较高频的指标美国炼厂CDU装置的检修量，可以观察到从5月中下旬开始明显回落，这意味着未来2周我们看到的美国炼厂开工率的数据会有大幅提升，炼厂对于原油投料的需求对于库存的去化是偏正向贡献的。

炼厂投料需求的恢复能不能持续在于下游对于成品油库存的消化能力，从最近汽油基差的走势来看，持续性的走强还没有看到。5月份的美国虽然50个州都已经开始复工，但仍是节奏仍然比较缓慢。但这不改变需求转好的方向，我们认为未来6月份的复工强度可能会强于5月，那么下游对成品油的消化能力也会变强。

美国WTI交割地区库存在5月1日当周库容使用率达到83%的高峰，但截止到5月15，库容已经连续2周出现下降，库容使用率下降至74%左右的水平。库存数据可能比较滞后，但从更高频的月间差来看，交割库的库存压力还在持续缓解。

**非美市场供需也在边际好转，其中欧洲恢复相对低于预期**

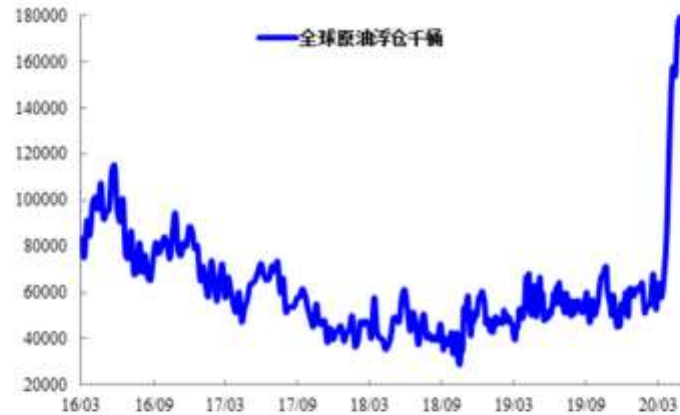




5月份OPEC+减产开始，截止到22日5月份的前三周沙特原油发货量与4月份前三周相比下降30%以上。我们对于本次减产协议份执行率比较乐观，主要是通过沙特、阿联酋以及科威特等超额完成任务的国家弥补那些减产能力不足的小国。

欧洲CDU装置检修量从一个月以前就已经开始回落，但站在一个月以后的今天看，恢复的程度还是不佳。主要原因还是和下游对于成品油库存的消化能力不足有关，西欧港口的成品油库存已经高于过去五年最高水平，最近2周还在高位震荡，没有开始明显回落。

而新加坡成品油库存所表征的亚洲需求回归的更加稳定，如果看成品油库存合计是在上升，但主要是因为燃料油库存较高，而轻质和中质馏分油的库存已经出现持续几周的回落。这和亚洲市场疫情恢复的早有关。非美市场里有些区域需求恢复稳定，有些不及预期，这也是为什么brent在油价反弹的过程中并没有强于wti。



全球原油海上浮仓已经超过2014-2016年油价下跌时浮仓的高峰了。从不同区域来看，欧洲和亚洲的浮仓基本已经见顶，但是在月间差收窄需求开始恢复的情况下，浮仓还没有大规模抛售。中国的需求已经回归，山东地炼原油开工率超过过去几年的高峰，山东原油库存也在下降。了解到山东地炼目前原油库存水平相对比较紧张，这是因为由于贸易商做无风险套利的成本高，虽然月差收窄了，需求也有所恢复，但是浮仓的数量还是没有抛售出来对现货造成压力。

在供应和需求边际改善的情况下油价向上的方向判断仍然不断，但我们认为非美市场未来面临的问题就是当油价在反弹过程中浮仓抛售对现货市场的压力和需求恢复能力这两股力量的强弱之争。因此未来油价定价的主要逻辑还是在于需求能以什么样的节奏恢复，可以通过汽油基差、CDU装置检修量这种高频指标来跟踪。

## 橡胶

### 核心观点

本周的波动有点大，或者说市场气氛的转向来的让人有些措手不及，从盘面几次冲击前期高点到全线回调，仅仅只用了一个晚上，如果回去观察本轮回调，会发现内外盘几乎是联动的，而从下跌的时间点来看，与人大首场新闻发布会的时间相近，同时vix恐慌指数迅速拉升，商品股票全面回调，因此猜测造成回调的主要原因还是一些宏观上的不确定性，尤其是中美对抗进一步加剧的可能性。

在基本面没有太大变动，疫情发展又相对稳定的情况下，目前盘面的矛盾又回到了恐慌情绪与复苏预期的博弈，而从现在来看，恐慌情绪以及其所带来的资金风险偏好下降，是导致盘面下跌的主要因素。

而另一个市场前期抱有比较大希望的利好，即两会的经济政策刺激，也是有些不及预期，仍然以稳为主，这也使得投机的情绪有所降温。

据泰国气象厅消息，目前已经正式进入雨季，北部东北部开割，但收料反馈不佳，南部少量开割。

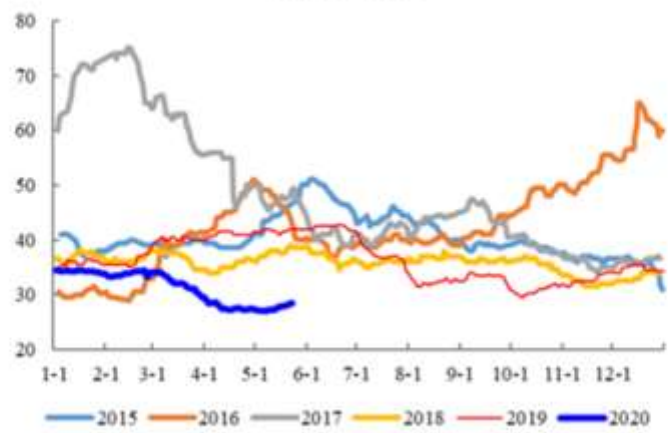
印尼苏门答腊地区也已经正常开割，产量释放较好，加里曼丹地区少量开割，但是因为订单还是没起来，开工不高，停收原料的情况持续。

从目前的情况来看，并未出现明显的弃割情况，甚至胶农会有一部分囤货的情况出现，因此短期想看到原料的下降可能会比较困难，更多的可以关注成品端。

胶水价格季节性



杯胶价格季节性

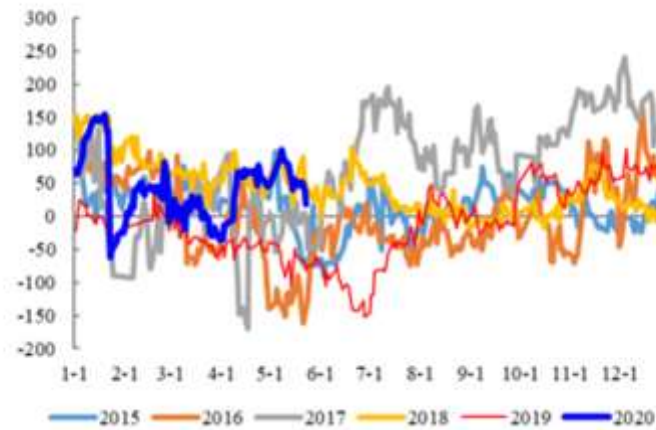


胶水-杯胶





泰标加工利润

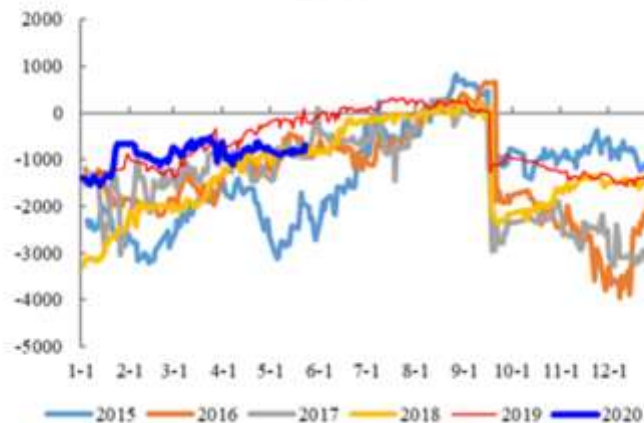


在本轮回调的过程中，其实会发现一个比较有意思的事情，91的价差在下跌过程中又逐步扩开了，之前在反弹冲上轨的时候，91其实是走缩的，且从建仓情况来看，多单更多的会选择在9月建仓而不是1月，而拉9在现在的基本面背景下其实是一个纯属投机的行为，即我们前期说的“讲故事”，因此在回调的过程中，9月的投机热情消退，甚至是对近月的悲观预期重来，都会导致91价差的重新走扩。

9-1价差

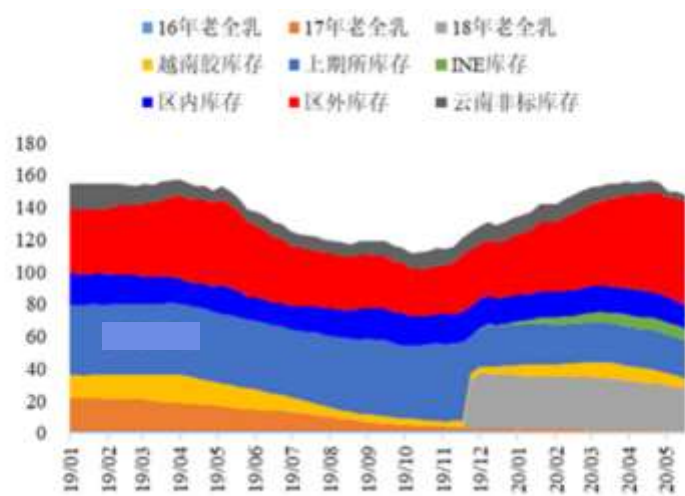
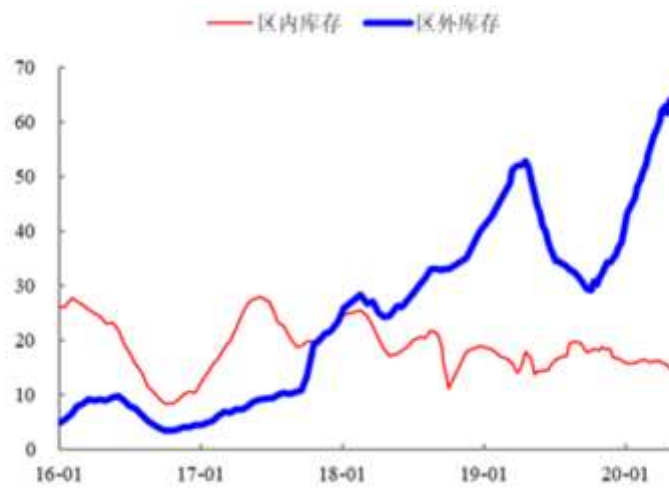


混合-09



截至5月18日，国内可统计库存（除轮胎厂厂库）合计为147.8万吨，较上期继续去化。

浅色胶库存去化速度有所放缓，不知是否和厂家备货节奏改变有关，从季节性来看，目前仍然是一个去库的时间点，近期库存不太容易出现较大规模累积。

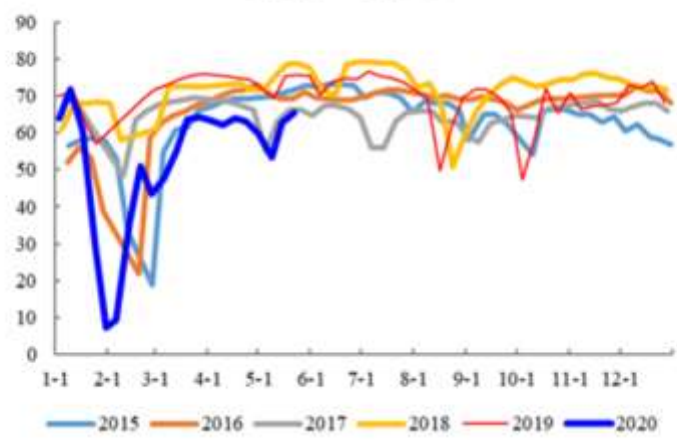


半钢经过前期停产检修去库后，开工已经开始恢复，但距正常水平仍有一定差距，头部工厂通过降价促销等方式抢占市场，并没有看到明显的降开工，而二线品牌压力相对较大，新增订单少，并不能支持高开工。

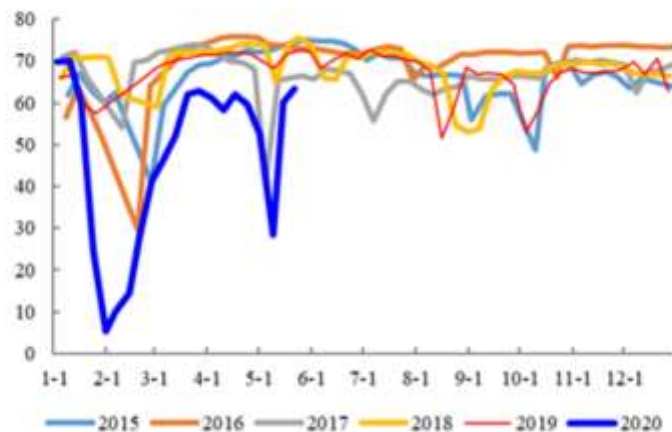
全钢开工回升较快，一方面停产工厂开工逐步恢复，另一方面也有部分工厂适度提产。

从订单反馈来看，欧洲与中东地区订单逐步开始看到恢复迹象，但美国暂时还没有看到，这一点也与疫情的发展及复工复产进度密切相关。

全钢开工率季节性



半钢开工率季节性



如果没有新的利好出现，股价大概率在短期会跟着基本面运行，即回到前期的震荡区间，但考虑到疫情的发展在逐步向好，而欧美也开始逐步推进复工复产，基本面目前还是向着好的方向在运行，因此逢低买的思路仍然不变，在没有系统性风险影响的前提下，我们不认为股价会再次出现大幅下跌甚至跌穿前期低点，考虑到下方空间不大，轻仓多单可逐步在万点附近开始入场，重点关注9855一线压力位与9580的五一前低这两个点位。

## 聚酯

### 核心观点

织造：坯布贸易市场成交本周延续一般，原料上涨坯布涨价无力致利润承压，内贸生意为主，库存维持，厂家积极性较前期恢复，同时原丝绝对价格历史低位下，抄底囤货意愿仍较强，海外订单十分有限，主要是秋冬季订单前期打样，厂家表示对比疫情之前，仍存较大差距，主要海外服装厂商销售一般，订单匮乏。

织造厂家逐渐恢复，织机负荷正常恢复至历史波动区间内，但原料备货和产品库存均达历史高位，库存压力较大，原料持续上涨，投机备货仍会存在，织造市场需要更长时间消化。

聚酯：整体库存压力一般，短纤、瓶片维持健康状态，长丝下游订单恢复力度一般，短期聚酯整体负荷继续维持。

分品种看，首先长丝端，原油及原丝反弹，刺激织造工厂积极备货，长丝产销较好，库存大幅转移，目前进入库存正常波动区间内，短期无压力，利润有望小幅扩张。

聚酯各品种加权利润中性，长丝仍不及短纤、瓶片。长丝产品中POY、FDY本周利润扩张，POY再次扭亏为盈，盈亏线附件。短纤、瓶片维持较高现金流。

瓶片近期现金流小幅收缩，但仍维持高利润状态，处在旺季节点，叠加部分装置长停，新装置暂未投产预计维持高利润运行。

PTA/EGTA：TA上周的涨幅来看的话其实是超过了原油带来的成本端抬升的涨幅，主要还是来自于汉邦装置的停车，对于6月份的平衡表来说达到了均衡甚至去库的状态。从我们的角度讲，我们还是认为TA长期角度看是一个逢低买的品种——1、因为对于远期的原油和需求总是偏向于正面；2、按30-40美金的原油（250px加工费，50万桶油裂解，500TA加工费），PTA的价格在3300-3650左右；3、目前比较担心的还是终端的需求问题，当下时点聚酯端相对健康，但终端的超高库存与需求不匹配，是否有负反馈有待关注

EG：对于EG而言我们的观点一直没有改变，短期偏空，但整体仍是在煤化工和油化工成本之间波动，按照当前的情况对应的区间应该在3600-3800（3900）之间，也就是说如果到了3600的价位下跌是需要成本下跌来完成的。短期来看的话，宏观预期或者说化工品共振讲好的预期这一轮已经过去，回归到基本面的本身——1、盘面走强，基差仍是较弱，不少套保盘入场，未来需关注这部分所释放的流动性；2、港口问题目前来看虽然胀库但整体问题并不大，需关注未来到港的货物是否有罐容；3、和TA类似，终端的天量库存与需求并不匹配，是否会造成堰塞湖需关注；



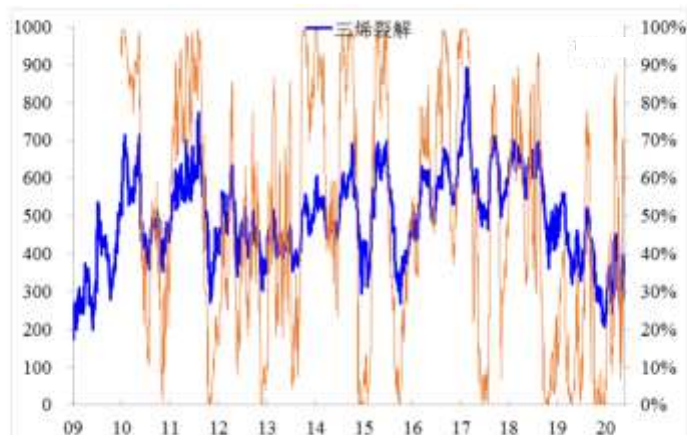
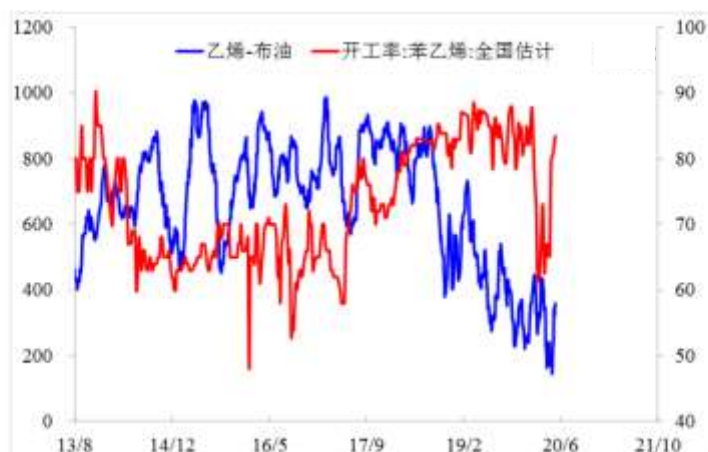
# 沥青

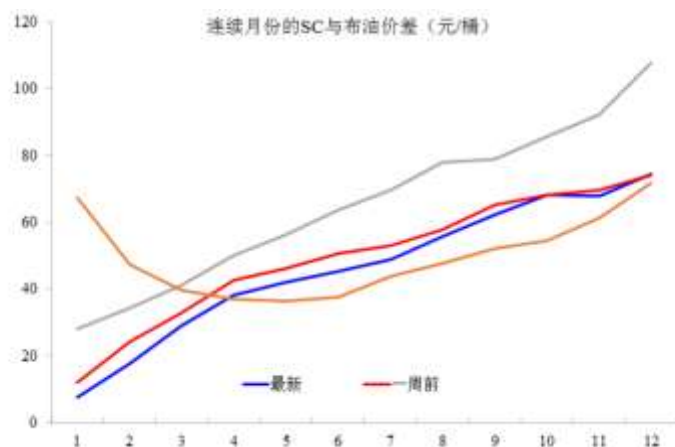
## 化工的整体观点

近期乙烯单体无论是绝对价格，还是相对价差都显著反弹。除了外盘乙烯的装置短期故障之外，有朋友倾向与认为近期的反弹与EG、PE关系不大，而与EB开工率特别是外采的显著提升有关。

从石脑油的三烯裂解价差看，裂解价差明显回升。从统计学的角度，百分位计算回到了最近一年的中位数以上，主要的贡献来自于丙烯单体的相对乙烯和丁二烯的高利润。

从主要期货化工品种与原油的价差来看，与布油的价差回落，与SC的价差还在扩大。原因不是化工品在上涨，而是SC与布油的内外盘价差明显收缩。截止这周末的数据，我们注意到远端的SC与布油的价差也明显缩小。随着原油供求关系在大方向上的改善，这一价差有继续收缩的空间。



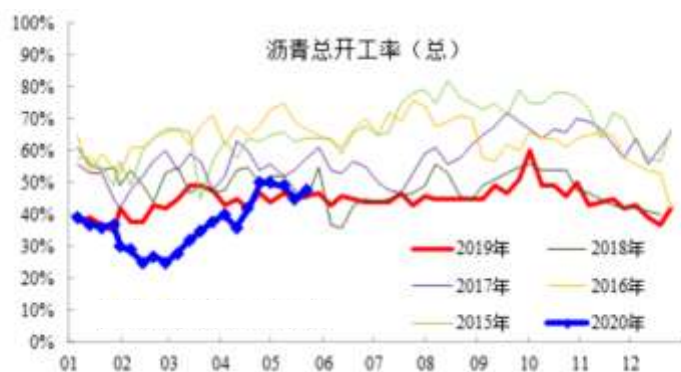


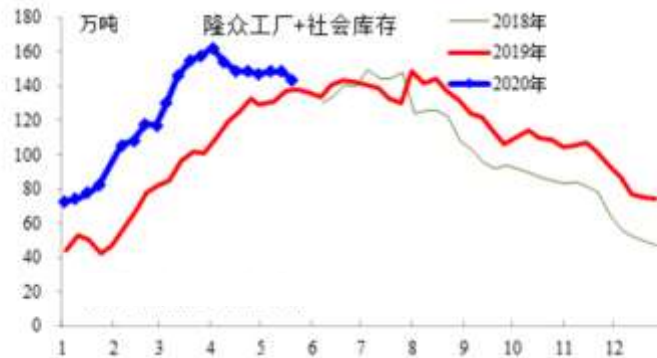
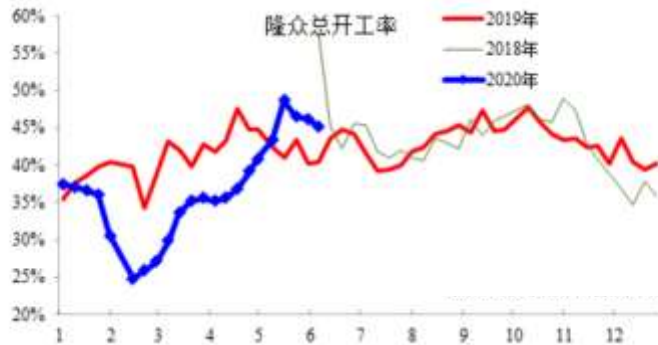
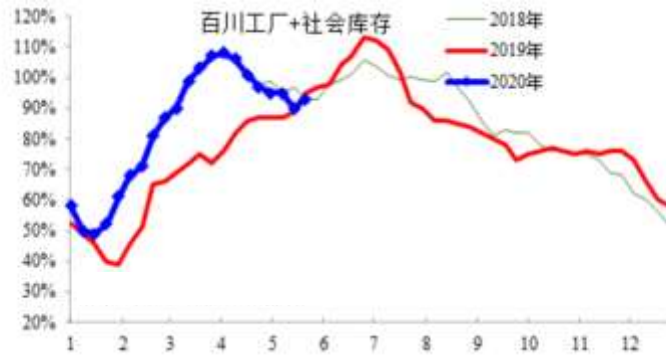
**再来看一下BU的相关情况**

从BU-SC价差表现看，如前段所说，因为SC与布油价差的缩小，以及远端SC的走弱，同时BU的基本面数据依然良好，因此12月的BU-SC价差已经创近期新高，从我们最早推荐的250左右上涨到了500。

后续的行情怎么看？从最近一周的周度数据而言，百川和隆众的数据稍稍有所不同，百川的数据显示开工率和库存均小幅上升，而降众的数据则指向开工与库存还在小幅回落。参考水泥的开工率仍然在往上走，说明基建和地产的需求依然比较强劲。参考估值的角度，现在的估值已经中性偏高一些。因此，尽管BU的利润非常高，但至少说从基本面的数据看还没有做空的理由。如果是稳健的朋友，可以考虑利润扩大的头寸止盈一部分。

SC-B*USDCNY	18.2593
BU-B*USDCNY*6	927.3557
SHFE沥青 - INE原油	817.8
沥青6月交割 - 原油6月交割	648.8
沥青9月交割 - 原油9月交割	527.4
沥青12月交割 - 原油12月交	508.2





## 甲醇

### 核心观点

本周甲醇价格出现了下跌，一方面，油价回落；一方面长石化上调超期仓储，市场担心抛货压力。未来看，需求弱势下，下游很难消耗过高的原料成本，且港口高库存的问题暂无法解决，预计向上空间有限；但由于整体估值偏低，因此下方也有支撑，预计价格区间波动为主，内地现货在1300-1500左右，港口现货在1500-1800左右的区间判断未改变。

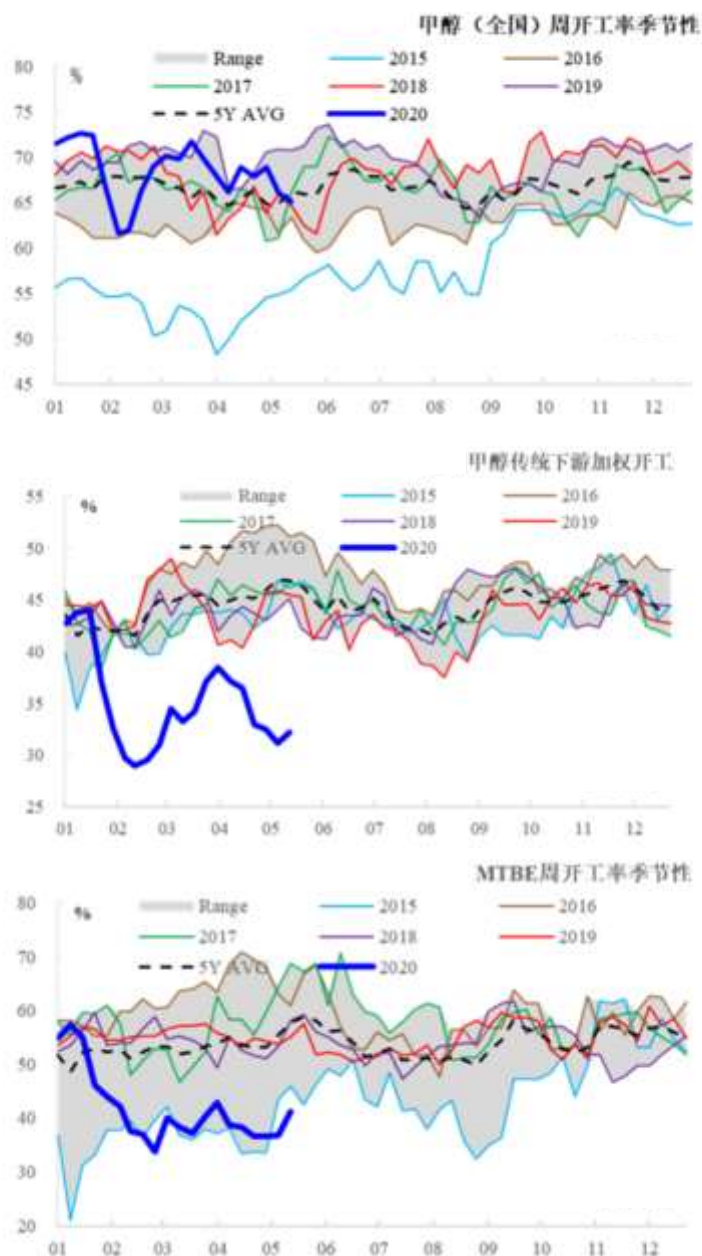
### 上游厂家开工负荷继续回落

截止5月21日，内地开工负荷65.17% (-0.88%)，传统下游综合开工负荷32.26% (+1.12%)。

内地方面，本周1330-1350区间的价格成交很好，部分贸易商和厂家补库的积极性很高，表明这个价格还是有一定支撑的。假设价格持续低于1300，内地上游企业也会通过停车降负的动作来平衡市场，价格也很在水下持续很久。此外，宝丰2期220万吨的甲醇装置已经投产，目前了解到日产在1000吨左右，未来供应正常后，内地市场也会有一定的压力，当然这个要边走边看。

但上方的空间，我们也不看太高，主要是传统下游需求和利润相对弱一些，依旧大幅低于季节性水平。买方市场下，下游对上游定价，因此在需求不好的状态下，下游会通过压招标价格的方式倒逼内地出货价格的下跌。但本周我们看到的一个乐观的信号是传统下游的综合负荷出现了回升，主要是炼厂MTBE开工负荷回升了4.5%，未来关注能否持续。价格的超预期上涨需要看到下游需求的恢复和利润的回升，在这之前需要看到的是内需和外需的回升（例如：部分传统下游比如醋酸、氯甲烷等出口的比例很高，因此在外需没有明显恢复的状态下，这部分的需求就会很差）

**价格方面，在下游需求没有明显回升的状态下，预计未来西北厂家出货价格在1300-1500区间摆动。**



### 港口现实压力依旧较大

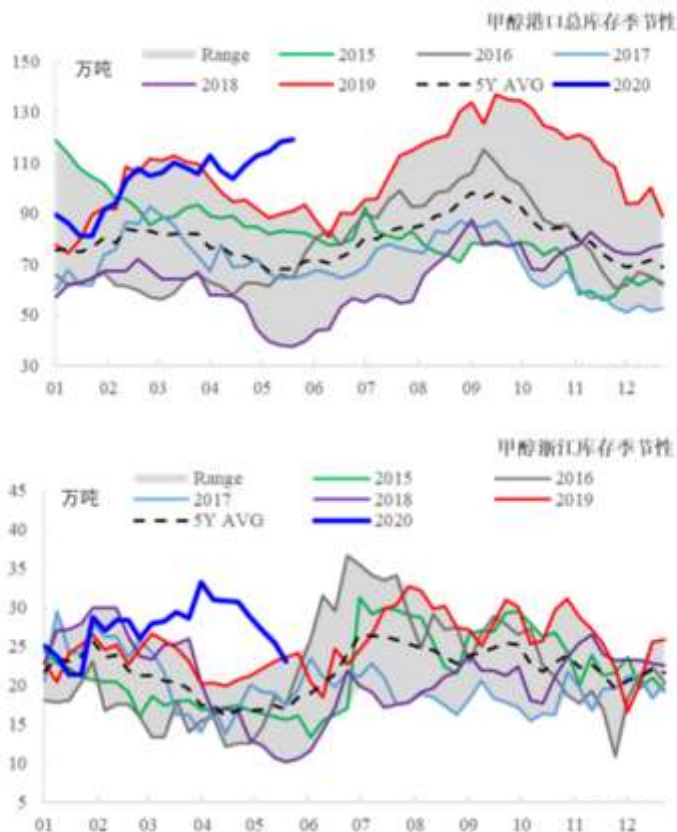
截止5月21日，港口库存继续增加0.82万吨至119.32万吨，主要还是滞港货物压力后延的问题。

从现实的角度来看，由于港口罐容较满以及滞期费较高，买家在库和提走的价格差异巨大，极端可以给到100元以上的差价，而本周长石化增加超期仓储费也会加速货源流出，长石化由于是纸货的交割地，因此对于价格而言会有一些的压力。



进口方面，5月由于滞港的船较多，因此整体的进口量也比较多。未来看进口的话，**我们觉得有三点要关注一下，这或许会影响未来平衡表的预期**：一是，由于港口罐容紧张，罐子不好订，这将导致合约量的被动减少；二是，滞港导致拉货周期延长，变相导致船的运输效率下滑，这也会影响6月份以后的进口；三是，四月份部分进口来自东南亚，未来外围恢复，这部分货源也会减少。

需求方面，MTO装置运行正常，从浙江区域的库存来验证的话，连续7周出现了下滑，表明MTO的需求尚可；醋酸开工负荷依旧低迷，主要还是外需走弱的问题，未来关注6月份海外经济活动（尤其东南亚）能否重启。**供需双弱下，考虑到港口罐容已满，预计港口平衡表累库速度将放缓。多头可以交易累库的斜率在下降，空头可以交易的是过剩问题无法解决，这取决于价格的绝对水平以及商品整体的氛围。**



**整体来看，内地和港口供需依旧承压，向上的驱动不强，但由于价格偏低，因此往下的空间也有限，预计内地现货波动区间在1300-1500左右，港口现货在1500-1800左右的判断暂维持。**

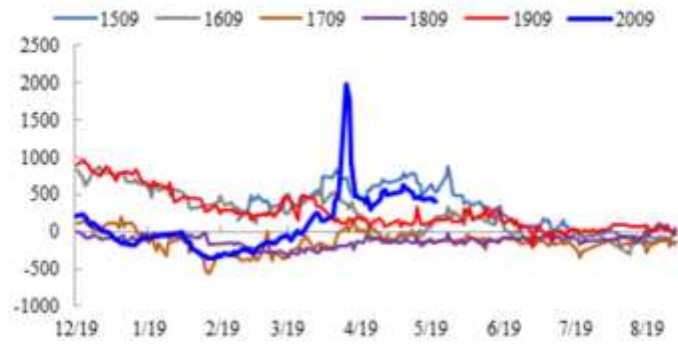
## 聚烯烃

### 近端压力确实存在

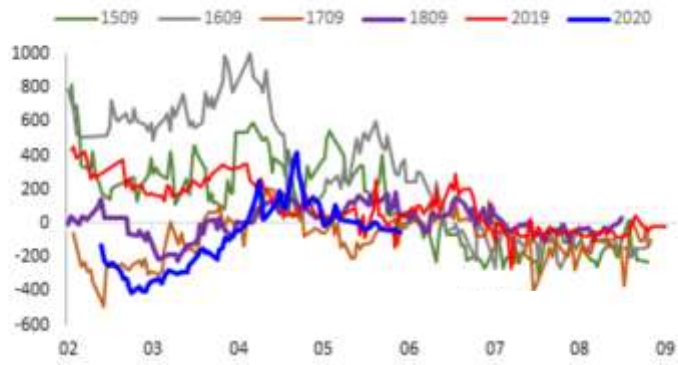
此前，我们预判的5月供应压力正在逐步兑现中，包括进口到港的增加，粉料供应的增加，拉丝排产的回升；另一方面，近期PE端也出现了短期的节奏性利空因素，即品种间排产比例出现分化，LL排产比例有所提升，而HD、LD排产比例出现明显下降（近期检修导致的产量损失更多来自于HD、LD产量的下滑，LL的产量受到影响偏小），当然，从价差角度看，目前LL-HD价差在相对中性水平，不存在价差对于LL排产持续提升的持续驱动，但短期现货方面还是会受到一定程度影响。

从结果看，近期聚烯烃基差出现了收窄，PP基差从09+550到目前的09+400，PE基差从09+50-100至09-30-50。

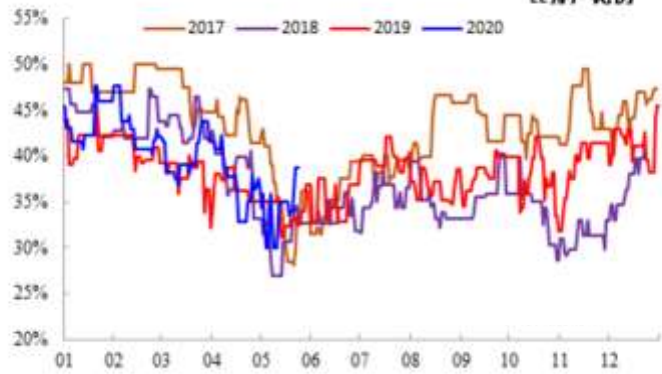
PP09基差



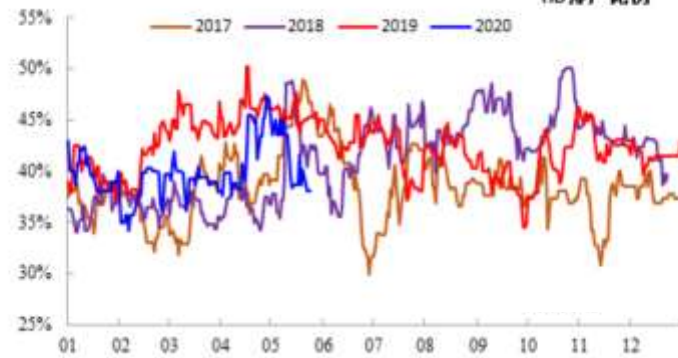
09基差

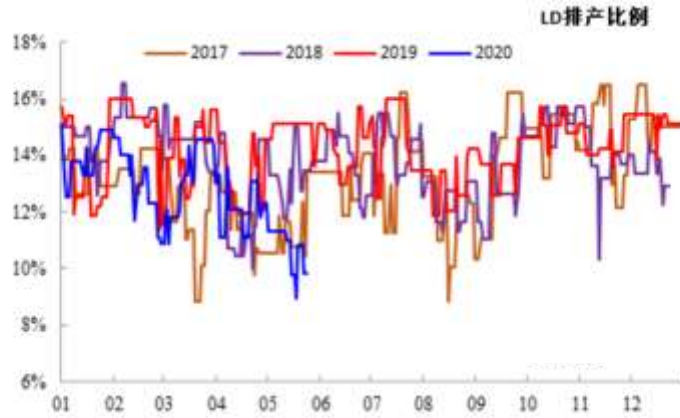


LL排产比例



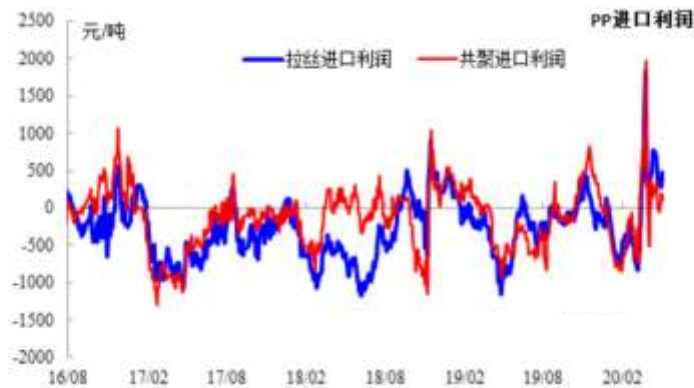
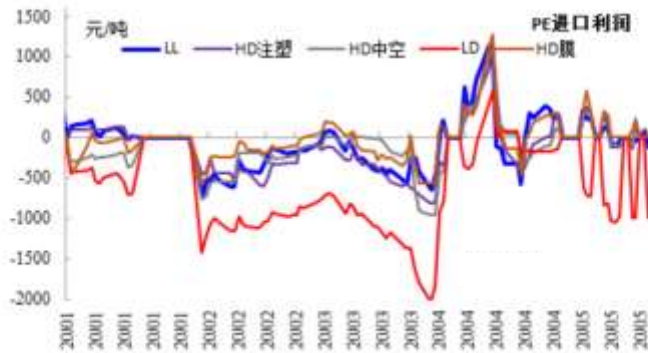
HD排产比例





### PE进口窗口关闭，PP粉料利润明显收缩

此前我们预判，随着外需的恢复，预计能够从外盘价格抬高，进口利润缩小，进口减量的路径影响国内供需，目前看，这个判断有开始兑现的迹象。本周周中出现了PE进口窗口的关闭，外盘货报价走高，进口窗口抬升至6500左右，从进口利润驱动看，可以预期未来进口货的减少。PP的外盘货价格提涨相对温和，进口窗口仍处打开状态，未来需进一步观察。据了解，近期外盘拿货也确实出现了减少，包括PP,PE。按照当下时点推算，进口货的开始减少大致会出现在6月底到7月。



本周PP粉料利润出现明显收缩，目前粉料利润在100左右，处于较低水平，从利润驱动角度，未来粉料供应有收缩预期（目前，本周的粉料开工率没有下滑，仍处高位）。

故而，当下聚烯烃供需确实存在，但指向远期基本面好转的指标已经开始显现，可以预期远期基本面的好转。

### **■ 当下的压力可以体现在基差的走弱，而非单边价格上**

由于09合约的整体平衡表偏中性，没有明显的向上或向下驱动，虽然现货的供需存在先弱后强的节奏分化，但目前处在油价上行趋势中，且指向远期基本面好转的指标逐步显现，盘面价格可以跳过当下的压力，反映基本面好转的预期。而现货端当下的压力，可以更多体现在基差的走弱上，而非单边价格。

单边价格的方向上，需关注进口窗口的走势，高频指标还需关注油价。若进口窗口持续上抬，PE盘面价预计动态跟随进口窗口价位上抬（进口窗口目前在6500），另一上边际可参考，LD减400的中性价差，目前在6850左右；PP的盘面价格也应修复至丙烯对应成本之上，即7450的水平。