

一次能源价格下滑背景下聚丙烯何去何从

观点概述

聚丙烯：供应端产能大投放格局下，需求端毫无亮点，聚丙烯整体供需驱动偏空，从平衡表推演看，三季度仍将维持累库状态，在目前盘面交易逻辑已经从预期转为现实的背景下，预计趋势层面将会看到盘面价格与基差继续同步走弱。不过进入三季度一次能源价格弱势可能会有所缓解，成本端的企稳，可以通过打停一些高成本的边际装置限制价格下方空间，但考虑到国内外宏观经济政策短期较难出现大幅转向，供应端又处于大投产的背景下，产业链本来就应该给到低利润，阶段性的打停部分高成本装置只能给到价格的反弹，而无法逆转整个下行趋势。阶段性的走势节奏可以通过估值下边际粉料加工成本与估值上边际外盘进口成本进行把握。L-PP 价差方面，继续趋势看扩，目标位 1000。

一次能源：一次能源价格坍塌由天然气价格暴跌引起，从需求替代的角度看，天然气价格的弱势对煤炭影响远大于原油。季度尺度内，由于能源价格弱势带来企业生产成本降低，刺激工业需求反弹，高库存背景下的天然气及动力煤价格跌势可能放缓，但大幅反弹难度较大，而由于 OPEC+减产供应端有缩量的原油表现大概率仍会更好。更大的趋势层面，属于经济后周期品种的原油，其需求端也将进一步走弱，限制价格反弹高度，后续需要观察 OPEC+实际的减产执行效率，如若现有减产执行效率不达标或没有更大规模的减产计划，未来原油供需紧平衡的状态也难维持，油价不排除跟随其他一次能源价格继续走弱，存在下破 Brent70 美元/桶的可能。

风险关注

国内迅速出台强政策刺激、美联储降息行为提前。

研究员：章正泽

邮箱 zhangzz@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135825

从业资格号：F3085804

投资咨询资格号：Z0016442

2023 年 6 月 14 日

一、聚丙烯盘面运行逻辑从预期转为现实

从 2023 年年初开始，PP 盘面价格一路下行，但截止 5 月，在盘面价格下行的同时，PP 基差却一路震荡上行，表现明显强于盘面。当盘面与基差出现劈叉时，说明盘面更多在交易 PP 供需走弱的预期，PP 现实端基本面情况并未走弱。那具体交易的是供应增加的预期还是需求走弱的预期？从 PP 今年新增产能投放计划来看，PP 处于产能投放大年，全年有超 500 万吨新增装置投产，市场交易供应增加的预期很合理；而从 PP 盘面价格与下游制品 BOPP 利润的走势看，趋势层面，在 PP 盘面价格下跌的同时，BOPP 制品利润也出现走弱，说明市场也在交易需求走弱的预期。

那在这种盘面价格与基差出现大劈叉的情况下，盘面价格能否继续下行，取决于两点，一是目前盘面的估值水平是否可以定义为低估值，二是如果盘面定义为低估值，那现实端供需短期是否会跟进走差。如果估值体系中关键的原料成本端价格也出现坍塌，PP 的盘面价格始终无法定义为低估值，则即使现实端供需短期没有出现走弱，盘面价格也会持续下行，出现盘面价格与基差的长期劈叉；如果盘面定义为低估值，但现实端供需短期出现跟进走差，盘面低估值将会和现实供需匹配，基差跟进盘面同步走弱。5 月之前，价格走势的趋势层面，出现盘面价格与基差的长期劈叉，在 PP 盘面价格下跌的同时，虽然始终没有现实端供需走弱的匹配，但估值体系中的原料成本端价格也在走弱，就给到 PP 在某些价格关键下破点时估值并不低的判断，虽然这些价格下破关键点根据个人交易体系的不同不一定是空单的进场点，但可以确定的是前期估值高位进场的空单在这些位置始终可以继续持有。

在进入 5 月后，PP 基差开始跟进盘面同步走弱，盘面运行逻辑正式从预期转为现实。现实供需的走弱到底是现实供应增加导致还是现实需求走弱导致？从新装置投产时间节点以及我们表现供应的推算看，今年新装置第一轮投产高峰集中在二三月份，考虑到新装置投产初期稳定性欠佳，新增产能对市场的实际影响也大致在 5 月前后，配合表现供应的推算看 5 月开始供应增长也迎来爬坡期，现实供应增加得到确认；而从 PP 盘面价格与下游制品 BOPP 利润的走势看，虽然短期有过劈叉情况，但趋势层面 PP 盘面价格与 BOPP 制品利润仍是同步下跌，说明市场也在交易现实需求的走弱。

那什么时候这种盘面单边与基差共振的走弱可以结束呢？那就需要研判导致现实供需走弱的逻辑是否交易结束，如果交易结束，原有空单需要考虑离场，如果交易尚不充分，在趋势交易层面，原有空间可以继续持有。具体到 PP 盘面目前交易的现实走弱逻辑就是关注现实供应增加和现实需求走弱的逻辑是否交易充分。这两点我们认为目前都尚未交易结束，现实需求走弱的逻辑，可能需要国内外宏观经济政策出现大幅转向才能交易结束，供应增加的逻辑，大量增量装置无法证伪，只有通过成本端止跌压缩上游利润、挤出存量供应修复平衡表才能阶段性缓解这一逻辑。

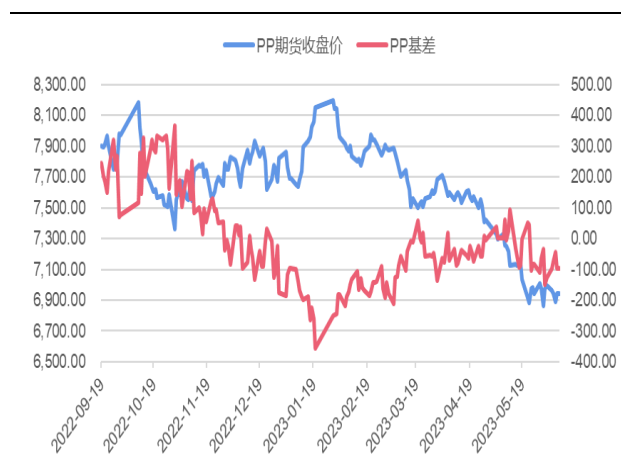
需求层面，内需除出行相关领域表现尚可，其他如地产或消费恢复都不尽如人意。我们认为目前国内经济的困境主要在于产业转型升级不可避免的阵痛期正好遇到外需下行周期。目前国内经济遇到的问题包括年轻人就业问题，主观层面在于国内产业转型升级，逐步淘汰劳动密集型低端制造业，冲击更高附加值的高端制造业，产业转型升级势必带来就业需求的减少，失业率会阶段性上升。一般解决的方法有两个，一个是通过扩大服务业需求，消化劳动力；另一个是通过攻占高附加值产业提升单

位劳动力收益，在保持家庭收益不降低的情况下，让部分劳动力回归家庭，也可以辅助后续的人口增长政策。但这两点都不是一蹴而就的，产业转型的过程中势必会出现阵痛期。客观层面，在我们产业转型的同时，外需也进入下行周期，会放大这种阵痛感，并且阿美莉卡及其盟友对国内高端产业的围剿也可能拉长阵痛期。在这一阶段，政策的定力可能是最重要的，在不改变目标的情况下，“稳”字当头，适度宽松政策可以出，但不能重走过去老路，如果再使用强政策刺激房价，让居民端再加一波杠杆，无论是对于后续的税制改革，还是产业转型，长期危害都很大。相应的，我们也看到国内今年 5% 的 GDP 目标已经隐含今年强政策刺激的阈值较高，小幅降息释放的更多是追求稳的信号，而不是强刺激的信号。时代的一粒沙落在每个人的头上就是一座山，国家也是在追求阶级跃升的过程中，尽量将对个人的负面影响降到更低。

外需在欧美停止采购和补库节奏后，国内出口就开始逐步承压，后续可能需要等待美联储降息才能转变预期，而近期从美国 CPI 数据来看，虽然美国通胀形势在降温，但很大程度上是受到能源价格回落的推动，核心通胀仍然偏高，目前市场预期 6 月不加息，7 月会加一次息，甚至加息预期进一步向 9 月蔓延，同时降息预期延后至明年，短期想要看到联储政策转向的可能性也不高。

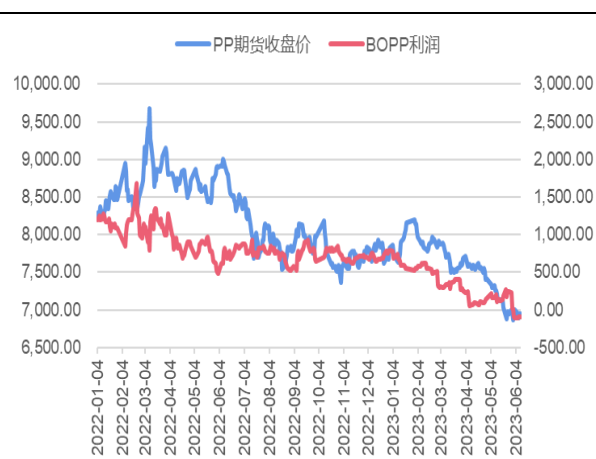
供应层面，大量增量装置投产是确定的，供应增加逻辑想要缓解，需要成本端止跌压缩上游利润、挤出存量供应修复平衡表才有可能实现，考虑到进入三季度一次能源价格弱势可能会有所缓解，成本端的企稳，可以通过打停一些高成本的边际装置限制价格下方空间，但结合国内外宏观经济政策短期较难出现大幅转向，供应端又处于大投产的背景下，产业链本来就应该给到低利润，阶段性的打停部分高成本装置只能给到价格的反弹，而无法逆转整个下行趋势。

图 1 PP 期货收盘价与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 2 PP 期货收盘价与 BOPP 利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、 产能大投放格局之下需求无亮点 聚丙烯供需驱动偏空

（一） 聚丙烯供应端投产大年带来板块内趋势套利机会

今年是 PP 投产大年，05 与 09 合约期内均有 200 万吨左右新增产能释放，近期部分新增装置投产出现滞后，次年 01 合约期内新增产能减少，但仍达到 100 万吨以上。一般说美女是对比出来的，同样大投产也是小投产对比出来的，与 PP 的大投产对比的正是好兄弟 PE，其在上半年 200 万吨左右新增产能释放后，下半年仅有一套 40 万吨新增装置投放，与 PP 的大投产形成鲜明对比。

表 1 PP2023 年新增产能

PP2023年新增产能					
石化名称	地点	产能	投产时间	工艺	装置动态
广东揭阳一线	广东揭阳	50	2023年2月	油制	12月20日开炼油，PP2月10日开车
海南炼化一线	海南	20	2023年2月	油制	12月20日全流程打通；2月15日开车
海南炼化二线	海南	30	2023年2月	油制	12月28日全流程打通；2月15日开车
广西鸿谊	广西	15	2023年3月	PDH	上半年预计产粉料：15粉+15粒；上游配套广西华谊的PDH2月22日投产；先产粉料
弘润	山东潍坊	45	2023年3月	油制+外采丙烯	2023年2月21日投产，低负荷运行；负荷提升后将需外采丙烯
京博石化一线	山东滨州	40	2023年3月	油+混烃裂解	40通用料+20高端料；3月15日开车
2305合约		200			
东华能源茂名一期	广东茂名	40	2023年7月	PDH	计划PDH6-7月份投产
巨正源	广东东莞	30	2023年5月	PDH	一线5月下旬开车，二线6月初，低负荷中
		30	2023年6月		
中石化安庆	安徽安庆	30	2023年6月	油制	2022年11月底中交，月计划5月底试开车，6月7日出产品
宁波金发一期	宁波北仑	80	2023年8月	PDH	40+40；可能还会进一步推迟不确定
2309合约		210			
安徽天大	安徽滁州	15	2023年9月	外采丙烯	15粉+15粒，已中交，推迟到9月
山东金能二期	山东青岛	45	2023年11月	PDH	PDH+PP都是11月
宝丰三期	宁夏银川	50	2023年11月	CTO	30+20；投产计划从原7月推迟，最晚11月
2401合约		110			
合计		520			

数据来源：国海良时期货研究所、ifind

表 2 PE2023 年新增产能

PE2023年新增产能									
石化名称	投产时间	工艺	类型	全密度	LLDPE	HDPE	LDPE	总产能	装置动态
中石油揭阳	2023年2月	油制	全密度/HD	80		40		120	全密度40+40；12月20日开炼油；2月12开HD；全密度2线2.17，1线2月20
海南炼化	2023年2月	油制	全密度/HD	30		30		60	1月6日打通；2月16日乙烯裂解开车；2.17投产
山东劲海（东明石化）	2023年3月	轻烃	HDPE			40		40	3月9日全流程打通，3月11日开车
2305合约				110		110		220	
宝丰三期	2023年11月	煤制	HDPE			40		40	40HD+25EVA，其中EVA24年；40万吨HD从原7月的投产计划推迟到最晚11月
2401合约						40		40	
合计				110		150		260	

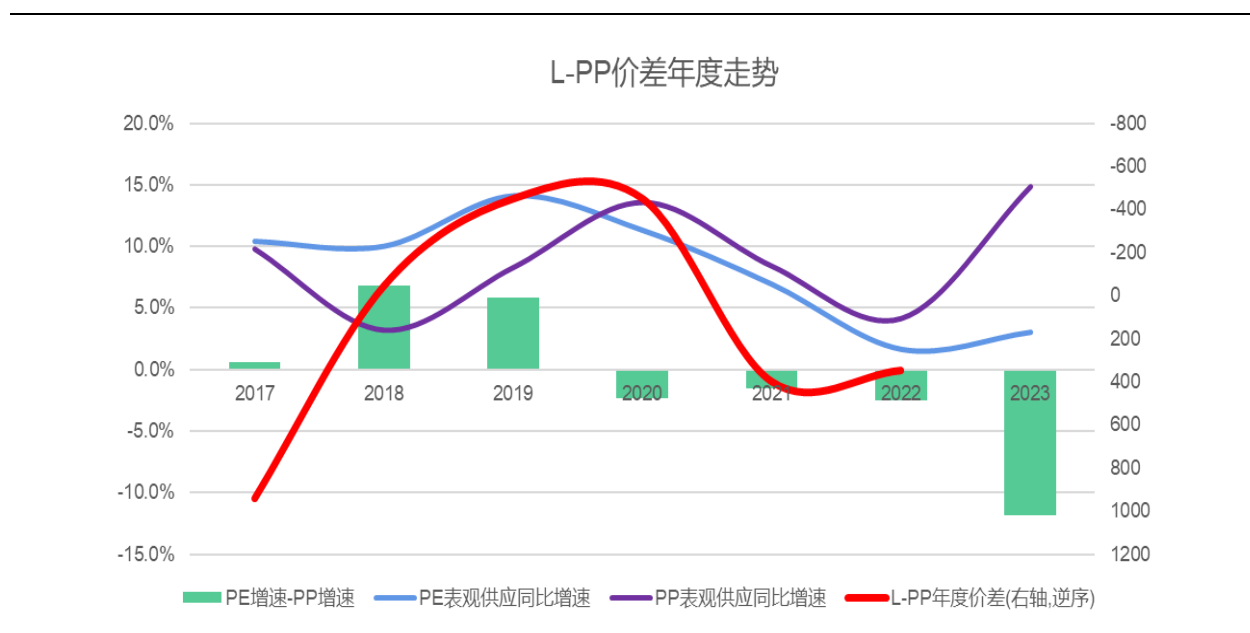
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

而二者产能投放的巨大差距又衍生出 L-PP 价差趋势套利的好机会。从年度级别的趋势层面来看，L-PP 价差走势与二者供应差存在显著反相关性。2016 年至 2019 年，PE 国内外均进入产能扩张周期，L-PP 价差持续走弱。从 2020 年开始 PP 新增产能增速也来到高位，供应增速超过 PE，理论上 L-PP 价差应该出现明显走强，但 2020 年因为防疫物资需求的额外刺激导致 PP 需求超预期增长，最终 L-PP 价差仅仅

止跌企稳，小幅上涨。2021 年，PP 供应增速继续超过 PE，叠加防疫物资需求的额外刺激也逐步转淡，L-PP 价差出现走强。2022 年 PP 供应增速维持超过 PE 状态，但 2022 年二者供应差距不大，叠加煤油比价在 2022 年天然气带动下出现走强，一定程度抵消了供应端二者增速差距，L-PP 价差出现小幅震荡走弱。进入 2023 年，PP 进入产能扩张大年，而 PE 逐步淡出产能扩张周期，二者增速差距巨大，从年度趋势角度，L-PP 价差将会出现明显走强。

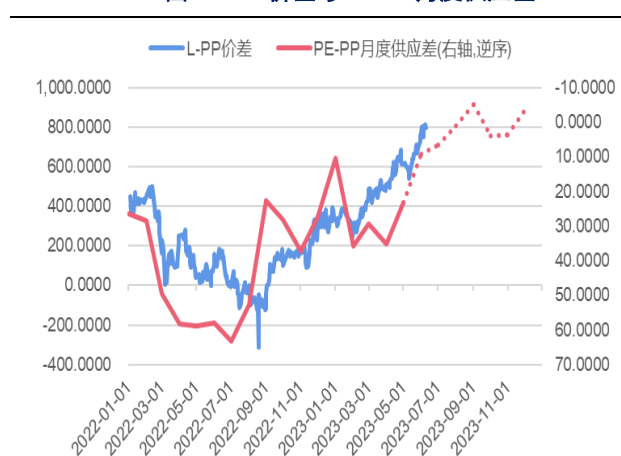
从年内的阶段性走势来看，L-PP 价差走势受到二者月度供应差以及成本端煤油比价影响较大。在 PE 供应增速大幅小于 PP，而成本端供应有收缩的原油也明显强于煤炭的带动下，L-PP 价差出现明显走强，从后续二者月度供应差的推演来看，年内 L-PP 价差的目标位可能会在 1000 附近。

图 3 L-PP 价差年度走势



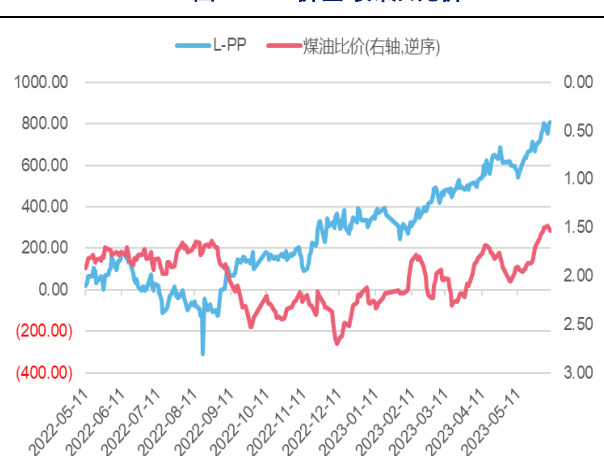
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 4 L-PP 价差与 PE-PP 月度供应差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 5 L-PP 价差与煤油比价

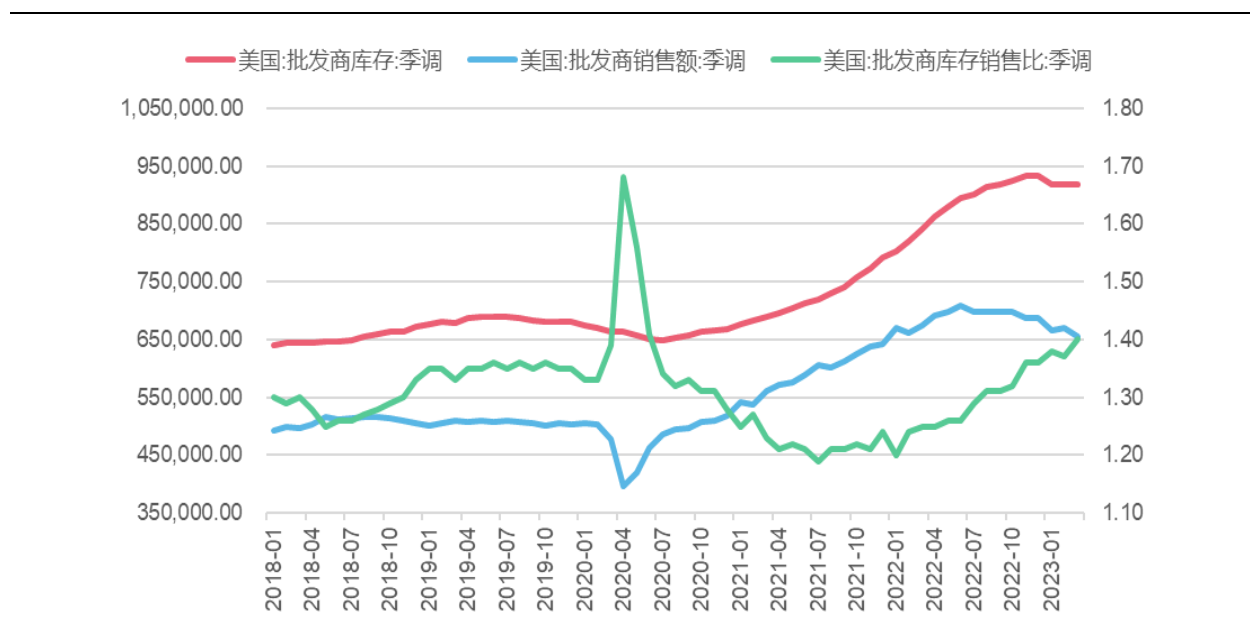


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

（二）需求端毫无亮点 需要政策刺激带来预期转向

外需方面，可以看到由于美国批发商销售数据比美国批发商库存数据下滑更快，导致美国批发商库存销售比上升，去年 11 月开始美国批发商库存进入主动去库阶段，欧美停止了采购和补库周期，相应的全球出口数据出现走差。具体到中观层面，橡胶和塑料制品出口量与美国零售同比增速存在着较强的正相关性，随着美国零售同比增速的持续走弱，橡塑制品出口数据也开始逐步走弱。外需的预期后续可能需要等待美联储降息才能转变，而近期美国非农数据超预期来看，市场已经把下半年降息预期打掉，短期想要看到联储政策转向的可能性也不高。

图 6 美国批发商库存与销售



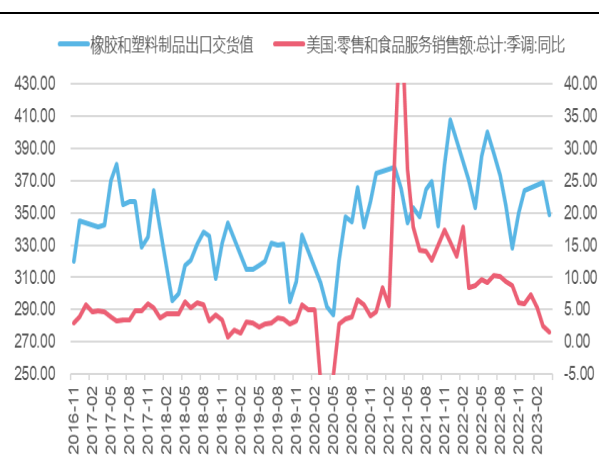
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 7 PMI:新出口订单



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 8 橡塑制品出口交货值与美国零售同比增速



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

内需方面，目前国内大宗商品的弱主要还是由于制造业 PMI 新订单项比生产项下滑更快，也就是

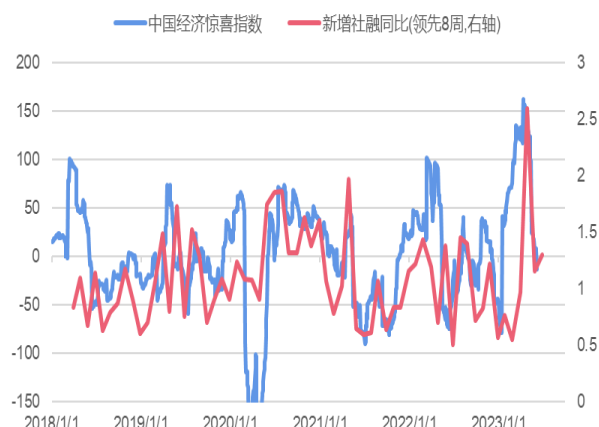
大宗商品的需求比供应下滑更快，实际的感受也是如此，内需除出行相关领域表现尚可，其他如地产或消费恢复都不尽如人意。高盛发布的中国经济惊喜指数主要统计中国各行业终端订单情况，从新增社融同比对其领先性看，也没有看到有明显改善迹象。未来需求的进一步复苏可能需要进一步宽松政策的刺激，但国内今年 5% 的 GDP 目标已经隐含今年强政策刺激的阈值较高，小幅降息释放的更多是追求稳的信号，而不是强刺激的信号。

图 9 中国制造业 PMI: 新订单-生产



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

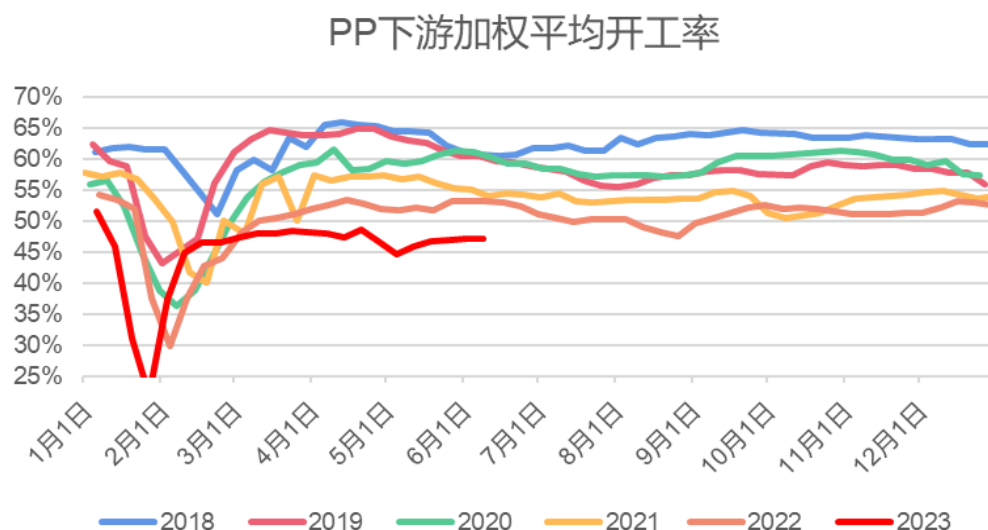
图 10 新增社融同比对经济惊喜指数的领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

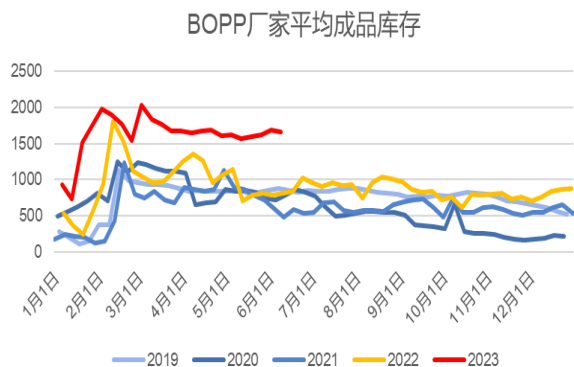
具体到聚丙烯下游微观层面，呈现出的状态就是终端订单情况不佳，产成品高库存，终端制品利润持续压缩，下游厂商维持低开工以及原料低库存。以 BOPP 行业为例，终端订单没有改善迹象，BOPP 订单与产成品库存天数差值持续走弱，在其指引下利润维持低位并被继续压缩，BOPP 开工率也来到历史同期低位，原料保持低库存状态。且终端需求的弱势目前并没有改善迹象。

图 11 PP 下游加权平均开工率



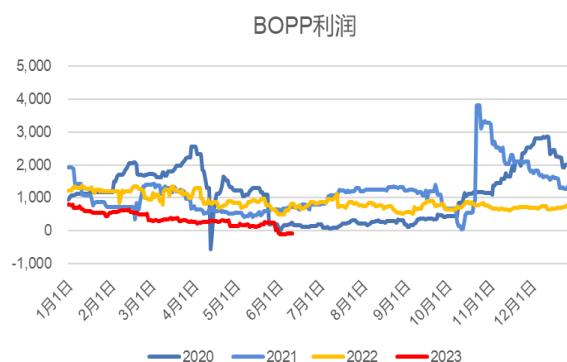
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 12 BOPP 厂家平均成品库存



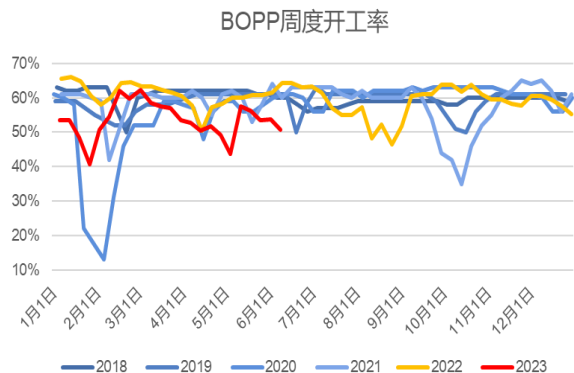
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 13 BOPP 利润



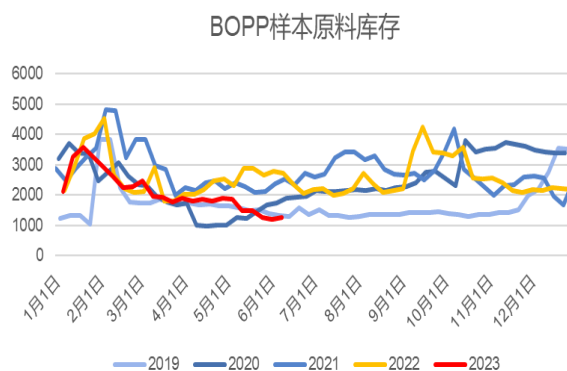
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 14 BOPP 周度开工率



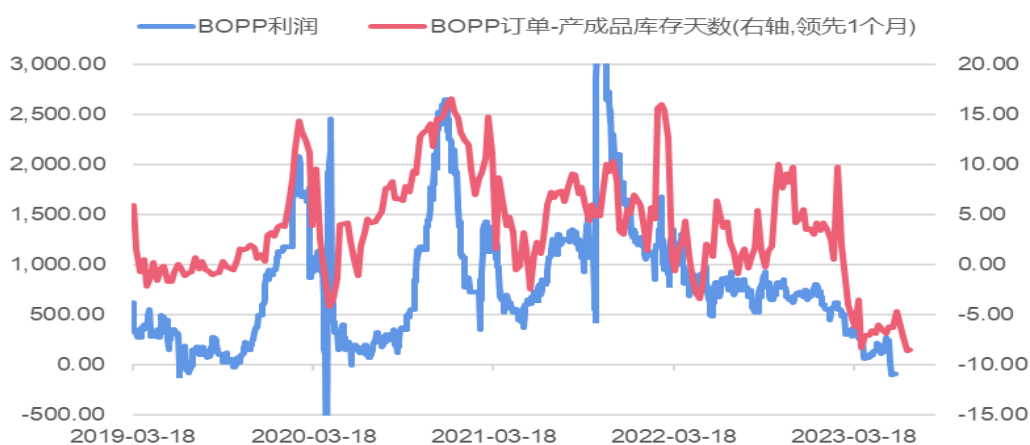
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 15 BOPP 样本原料库存



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

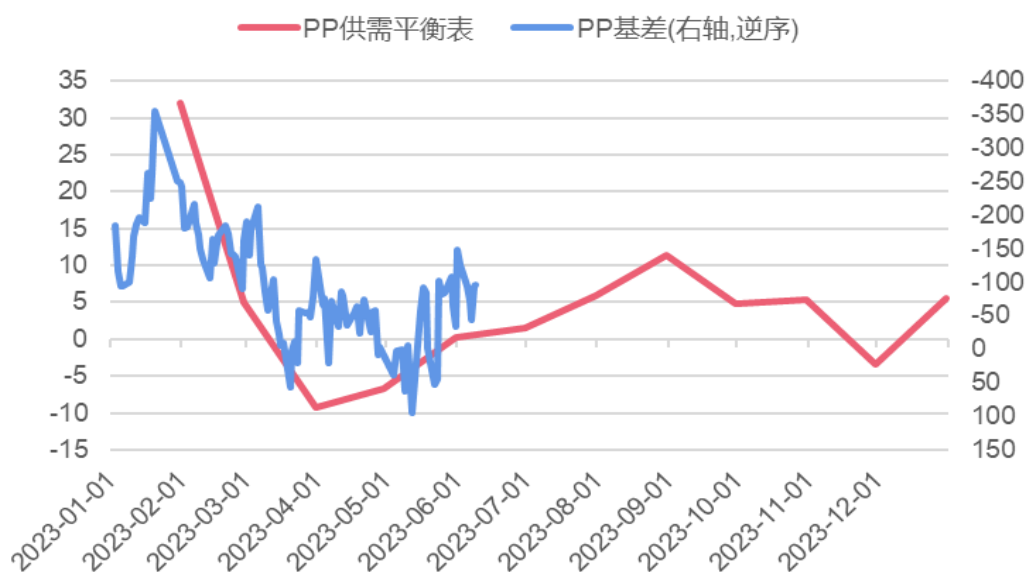
图 16 BOPP 订单与产成品库存天数差对利润领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

供应端产能大投放格局下，需求端毫无亮点，聚丙烯整体供需驱动偏空，从平衡表推演看，三季度仍将维持累库状态，在目前盘面交易逻辑已经从预期转为现实的背景下，预计趋势层面将会看到盘面价格与基差继续同步走弱。不过考虑到进入三季度一次能源价格弱势可能会有所缓解，成本端的企稳，可以通过打停一些高成本的边际装置限制下方空间，但考虑到国内外宏观经济政策短期较难出现大幅转向，供应端又处于大投产的背景下，产业链本来就应该给到低利润，阶段性的打停部分高成本装置只能给到价格的反弹，而无法逆转整个下行趋势。

图 17 PP 供需平衡表与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、 阶段性走势通过估值上下边际进行把握

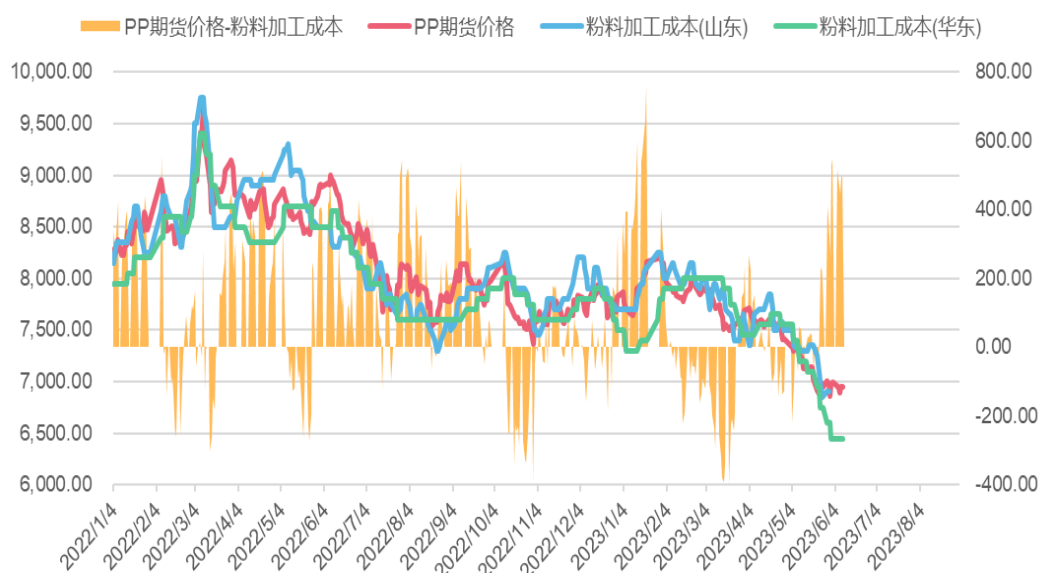
在使用中长期供需判断盘面交易的主逻辑以及大的趋势性走势基础上，阶段性走势可以使用阶段性供需配合估值体系进行把握，但因为阶段性走势不一定要交易当下现实供需情况，所以在阶段性走势的把握中估值体系的应用显得尤为重要。在判断聚丙烯趋势性走势偏空的基础上，趋势性交易者通过估值体系把握阶段性走势可以有效寻找到空单再次进场点，小波段交易者也可以把握到阶段性反弹的机会，甚至可能在未来原先趋势性逻辑已经交易相对充分的时间节点，把握到新趋势反转的机会。

（一） 聚丙烯估值下边际——粉料加工成本

通过多年的验证，我们一般以粉料加工成本作为 PP 盘面下边际效果较好，在 PP 众多工艺中为什么选择粉料加工成本，可以参见专题报告《聚丙烯估值体系上下边际探究》。事实上从历史数据来看，PP 盘面价格确实很难长期大幅跌破粉料加工成本。当粉料利润被大幅压缩后，低利润会迅速反映到开工率上，粉料供应的减少支撑粉料价格，而粉料与粒料之间在塑编等行业存在替代性，粉料价格的强

势就会传导至粒料，对粒料形成支撑。不过对于粉料加工成本的判断不能仅仅局限在静态分析层面，很有可能出现粉料的原料丙烯同步坍塌来修复粉料利润的现象，从而出现粉料加工成本与 PP 盘面价格同步下跌的情况。所以需要动态判断后续丙烯价格走势，只有在丙烯价格不会同步坍塌的情况下，粉料加工成本作为盘面下边际效果较好，才可以定义为估值偏低。

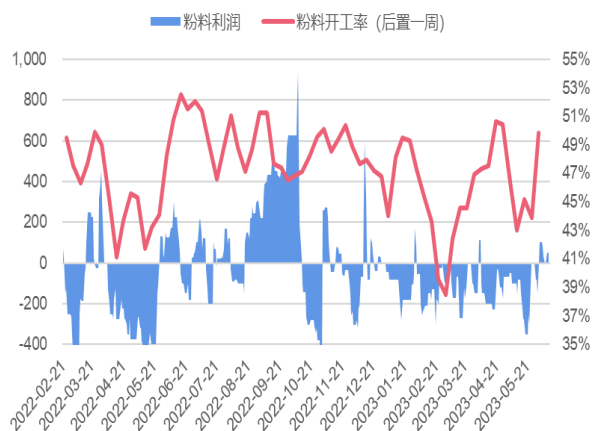
图 18 PP 盘面下边际粉料加工成本



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

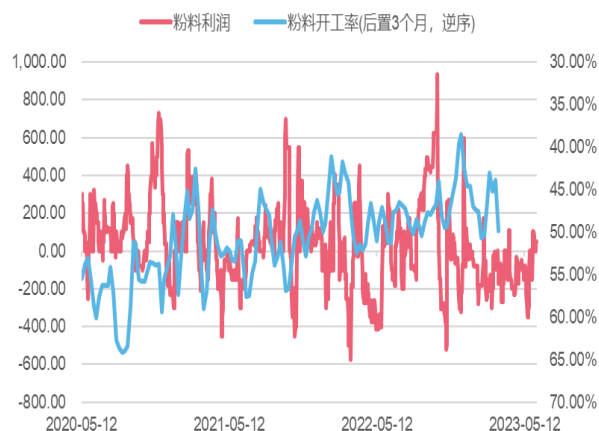
PP 粉利润对 PP 粉开工率的传导有正反向两个传导。粉料供应存在一个自循环过程，高利润正向传导，短期会带来粉料供应增加，一般开工率对利润的正向传导需要 1 个星期的时滞，但由于粉料产能整体并不短缺，中期上，供应增加又会重新对粉料价格产生压力，从而减少粉料供应，从历史数据看，一般开工率对利润的反向传导需要 2-3 个月的时滞。通过正反向传导机制，可以很好把握粉料开工率的短期与中期走势。

图 19 粉料利润正向传导



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

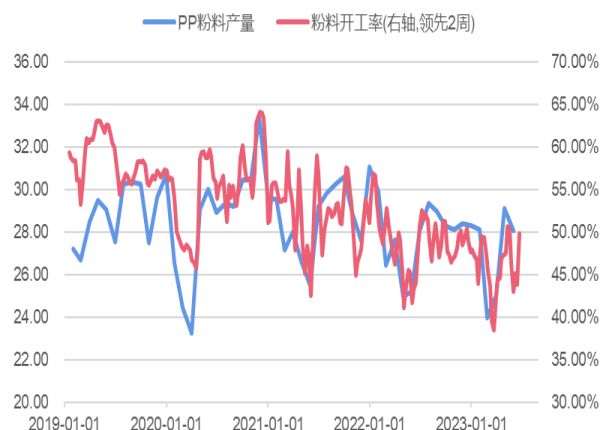
图 20 粉料利润反向传导



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

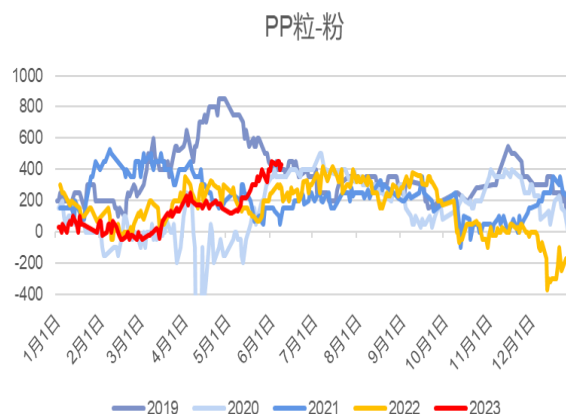
粉料开工率的承压会直接反应到 PP 粉产量上，通过 PP 粉供应的减少支撑粉料价格，而粒粉价差合理区间在 200-300 元/吨，超出这个区间就会出现相互替代，一般粉料价格的强势会通过粒粉之间的相互替代来传导至粒料。

图 21 粉料开工率对产量领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

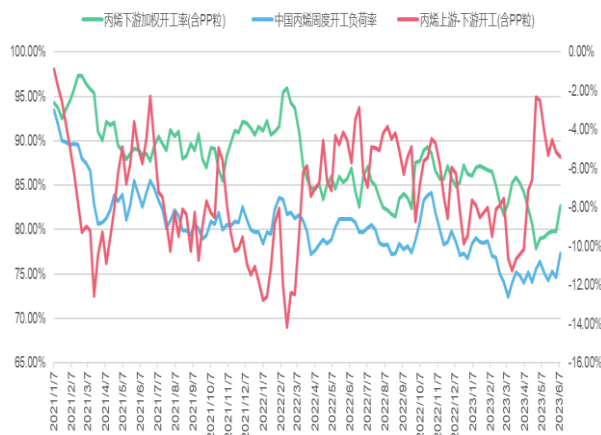
图 22 PP 粒粉价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

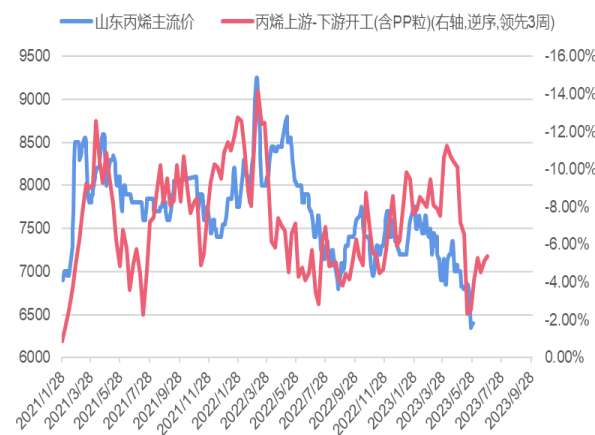
而以上传导机制有效的基础就在于丙烯价格不出现坍塌。丙烯价格的动态研判，可以通过丙烯上下游开工率进行，当丙烯上游与下游开工率差值出现走弱，说明供需情况转好，丙烯价格短期可能不会崩盘，从历史数据的验证看，丙烯上游与下游开工率差值对山东丙烯价格存在 3 周左右反向领先性。

图 23 丙烯上游-下游开工(含 PP 粒)



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 24 山东丙烯主流价



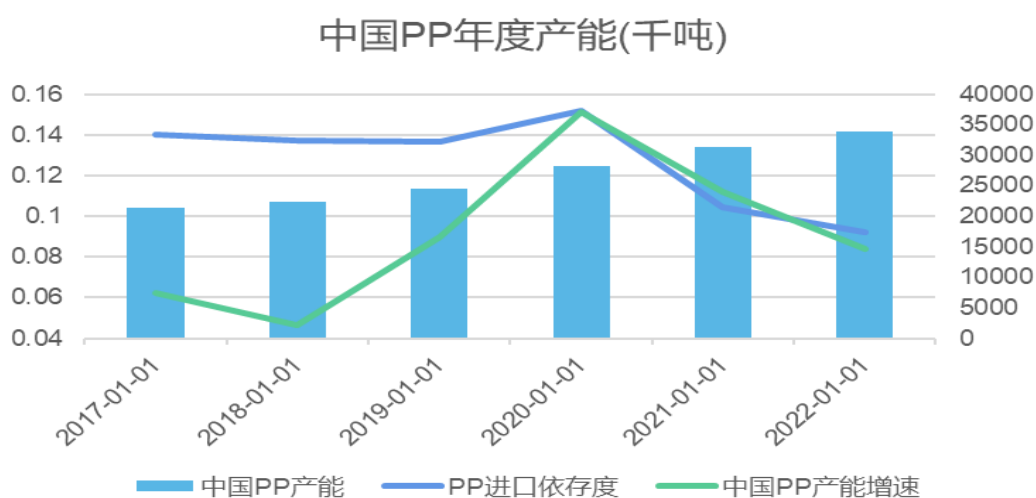
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

通过估值体系的判断，目前 PP 盘面价格估值并不低，虽然这套下边际的估值体系不能用来作为上边际使用，但从 PP 盘面价格与粉料加工成本的差值以及粒粉价差来看，水平都处在偏高位置。考虑到丙烯价格可能出现阶段性的止跌企稳，这种偏高的价差水平可能会通过粒粉价格的双向奔赴进行修复，在这种背景下，高位趋势性的空单可以继续持有。

（二）聚丙烯估值上边际——外盘进口成本

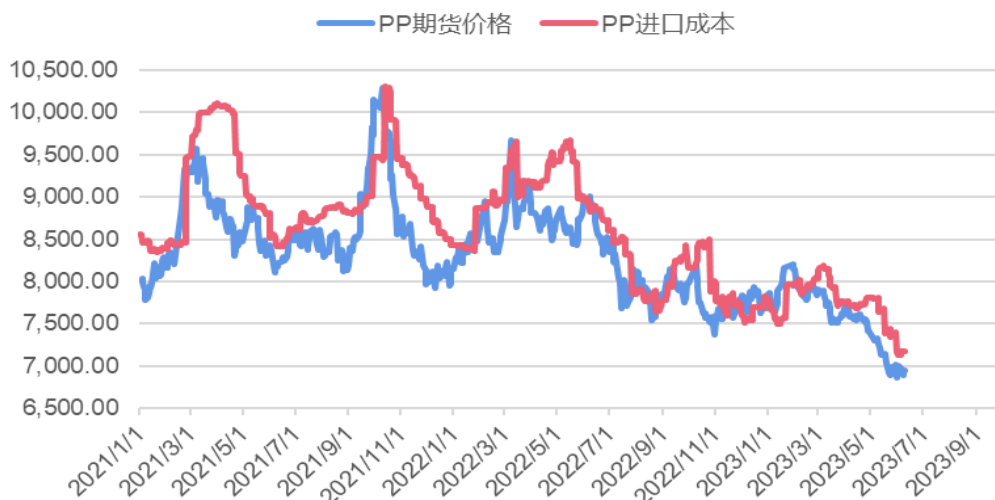
中国国内聚丙烯行业仍处于产能投放周期之内，新增产能投放增速从 2018 年开始抬升，整体维持高位，即使去年小幅回落，也在 8% 之上，而其下游需求更偏消费工业端，整体增速与 GDP 增速接近，以年度为尺度衡量的供需格局偏累库。一个由于国内产能高投放带来的偏累库格局，是很难承受进口窗口长期大幅打开带来进口量增加的冲击，相应的可以看到进口依存度在近几年从 15% 的高位下滑至 10% 以下。不过将近 10% 的进口体量其边际变动对于供应端仍存在实质影响，所以我们认为属于产能投放周期供需偏累库格局的 PP，其盘面估值上边际整体可以给到外盘进口成本附近，只是对于阶段性进口窗口是否具备打开条件还需要结合阶段性供需去评判。

图 25 中国 PP 年度产能



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

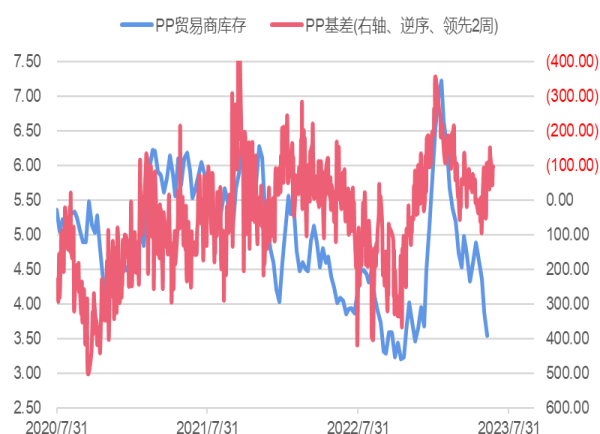
图 26 PP 盘面上边际外盘进口成本



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

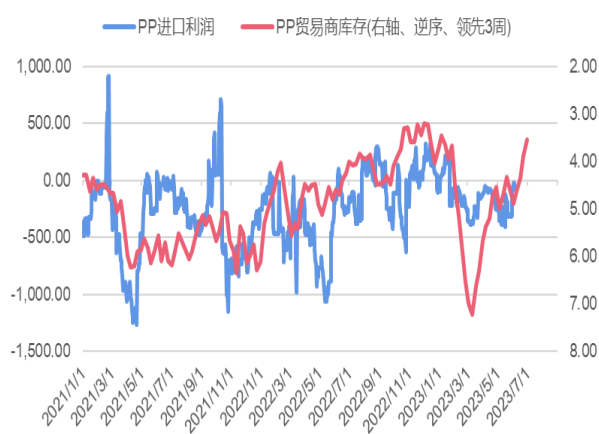
在实际操作中，我们发现进口利润与贸易商库存存在较强反相关性，且贸易商库存可作为进口利润的领先指标使用，当贸易商库存走高往往会压缩进口利润从而减少进口量，边际上降低总供应量。而基差对贸易商库存又存在较强的反向领先性，可以通过基差走势去预计后期贸易商库存走势，进而研判当前进口窗口是否具备持续打开条件。如果不具备打开条件，并且近期进口利润的修复主要由于国内价格反弹带动，在大致判断外盘价格短期也不会大幅走强于内盘价格的基础上，内盘价格反弹的上边际可以给到外盘进口成本附近。

图 27 PP 基差对贸易商库存的领先性



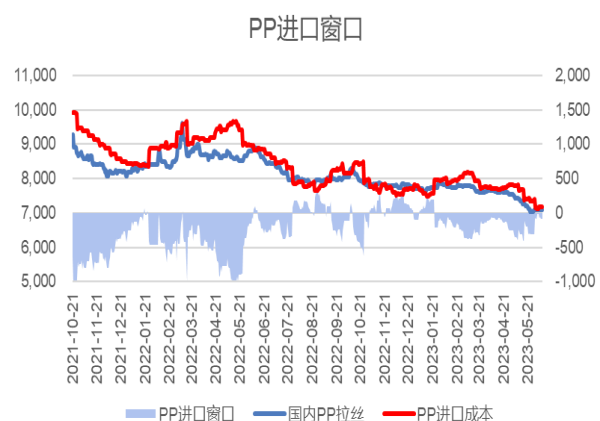
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 28 PP 贸易商库存对进口利润的领先性



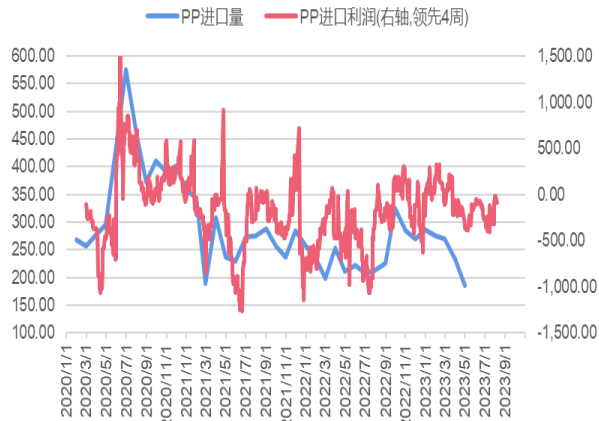
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 29 PP 进口窗口



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 30 PP 进口利润对进口量的领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

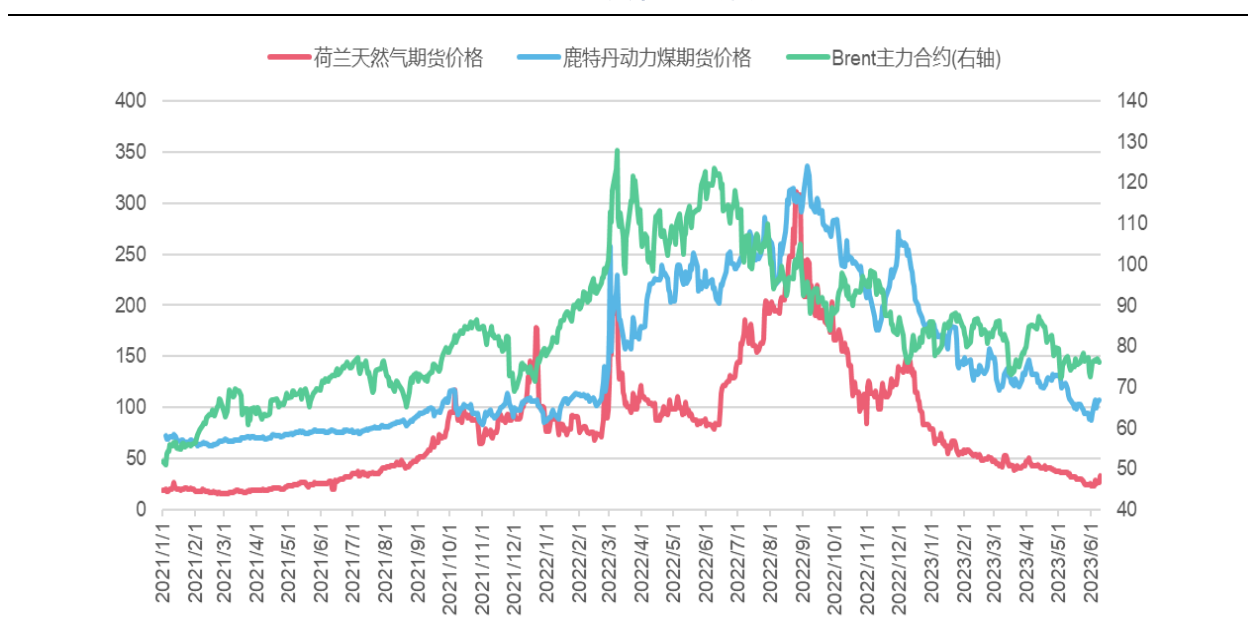
通过估值体系的判断，目前 PP 盘面价格估值接近偏高位置，进口窗口濒临打开，且进口利润的修复主要是由于内盘价格较外盘价格反弹更多导致。从近期基差的走弱来看，贸易商库存很难维持去化状态，预计随着贸易商库存的累库，进口利润修复的持续性也会受限，原有趋势空单可以继续持有。

四、一次能源价格弱势有望阶段性缓解

聚丙烯生产来源丰富，国内有煤制、油制、烯烃单体制以及其他轻烃制工艺，海外有大量气头装置，虽然其供需驱动偏空，但价格能够顺畅下跌，根源在于最上游一次能源价格出现坍塌将其价格下边际打开。一次能源价格坍塌由天然气价格暴跌引起，从需求替代的角度看，由于天然气和煤炭在发电领域需求高度重合，天然气价格暴跌引起煤炭价格的走弱，而原油和天然气需求重叠的比例相对不高，天然气一般通过制氢成本来影响柴油的供应以及电价来影响柴油的需求，间接影响原油价格，天然气价格波动对原油价格的影响远小于煤炭。

从季度尺度内看，由于能源价格弱势带来企业生产成本降低，刺激工业需求反弹，高库存背景下的天然气及动力煤价格跌势可能放缓，但大幅反弹难度较大，而由于 OPEC+ 减产供应端有缩量的原油表现大概率仍会更好。更大的趋势层面，属于经济后周期品种的原油，其需求端也将进一步走弱，限制价格反弹高度，后续需要观察 OPEC+ 实际的减产执行效率，如若现有减产执行效率不达标或没有更大规模的减产计划，未来原油供需紧平衡的状态也难维持，油价不排除跟随其他一次能源价格继续走弱，存在下破 Brent70 美元/桶的可能。

图 31 欧洲一次能源价格



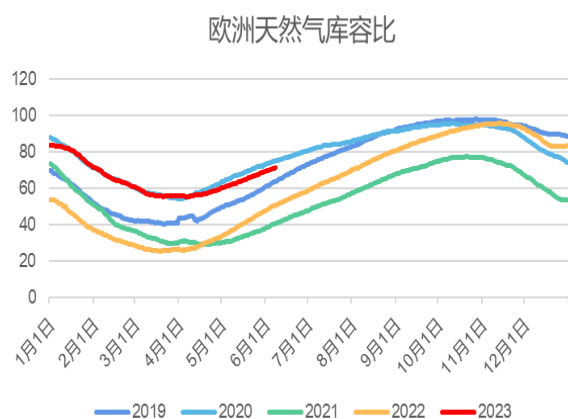
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

（一）天然气与动力煤的跌势可能阶段性放缓

欧洲天然气价格的暴跌在于两方面，供应端随着北美和中东 LNG 对俄罗斯管道天然气的替代，供应端溢价逐步被挤出，而需求端的影响更为显著，欧元区制造业 PMI 对欧洲天然气库存同差在趋势层面存在较强的反向领先性，在工业需求持续走弱的情况下，欧洲天然气库存处于同期高位，价格表现持续弱化。不过考虑到目前欧洲天然气主体已从俄罗斯管道气替换为 LNG，对比廉价的管道气，LNG 一般需要液化以及再气化等过程，接卸成本、物流运输成本更高，所以天然气价格要想下跌至 2021 年之

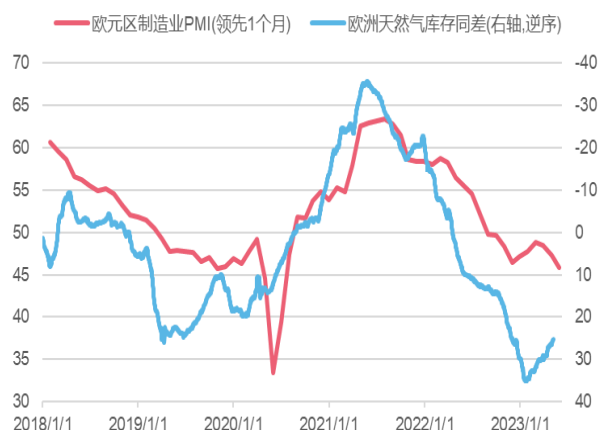
前 10EUR/MWh 以下的难度也较大，这波天然气价格的下滑最低已经来到将近 20EUR/MWh 的水平。并且随着欧洲气价的下跌，电价也出现大幅下滑，企业生产成本下降，可能出现阶段性的工业补库带来工业需求反弹，配合进入夏季用电高峰，天然气价格的跌势可能会有所放缓，但考虑到高库存的状态，要想大幅上涨难度也较大。

图 32 欧洲天然气库容比



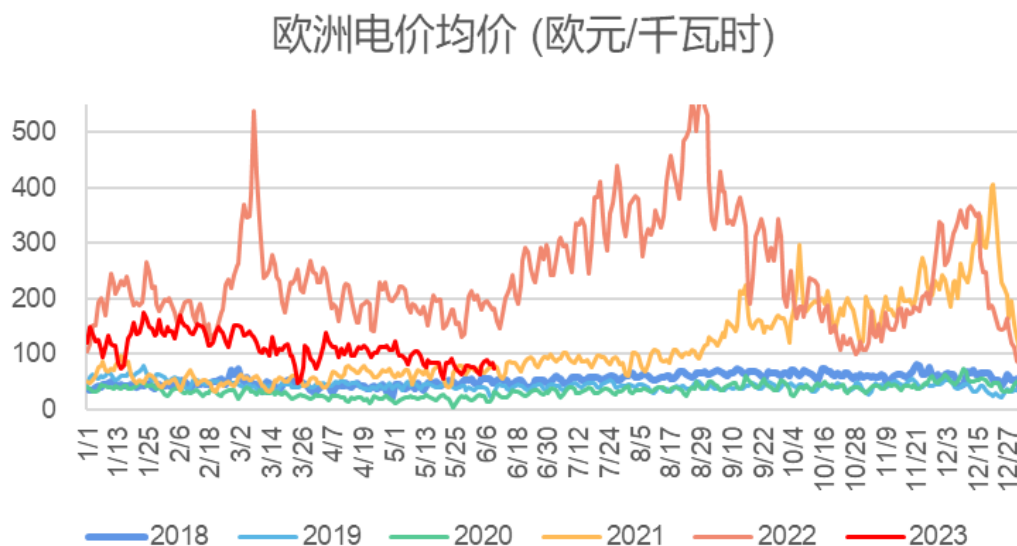
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 33 欧洲制造业 PMI 对天然气库存同差领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 34 欧洲电价均价

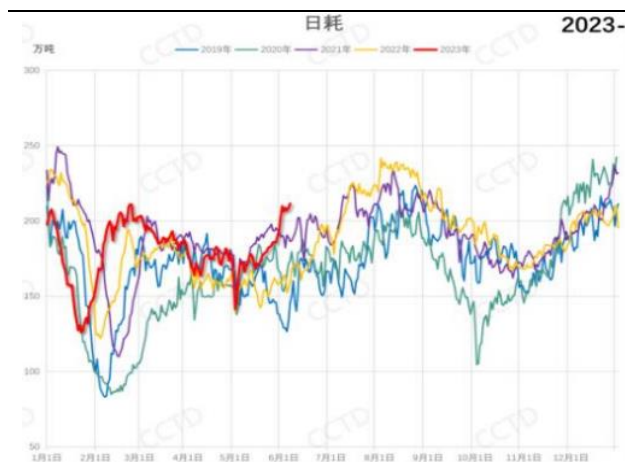


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

国内动力煤的弱和海外能源价格有较大关系，随着海外天然气价格持续走弱，煤炭经济型下降，部分外部煤炭开始冲击国内市场，加剧市场忧虑。但随着进入 6-8 月迎峰度夏期间，用电需求上升，内陆和沿海动力煤日耗都会有所增长，可能会带来动力煤库存的去化，不过和海外天然气情况类似，在高库存背景下，库存的阶段性去化可能只是让价格不太好跌，想大幅上涨难度也较大，预计后市价格

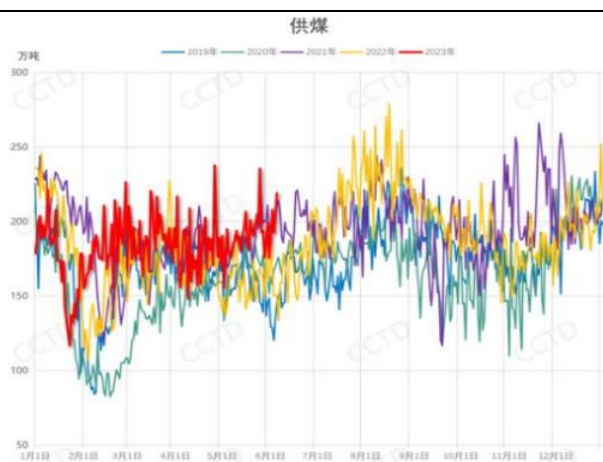
的波动率整体逐步收窄。

图 35 沿海 8 省动力煤日耗



数据来源：国海良时期货研究所、CCID

图 36 沿海 8 省动力煤供应



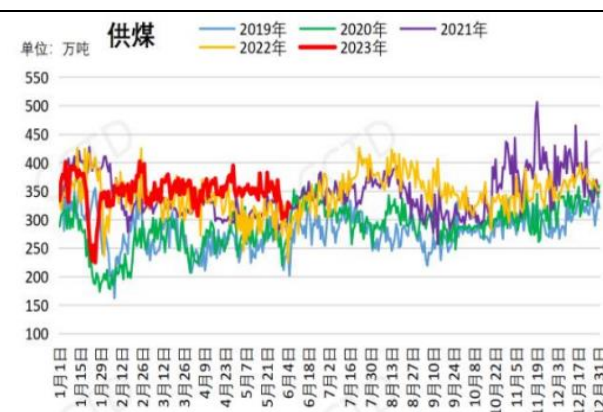
数据来源：国海良时期货研究所、CCID

图 37 内陆 17 省动力煤日耗



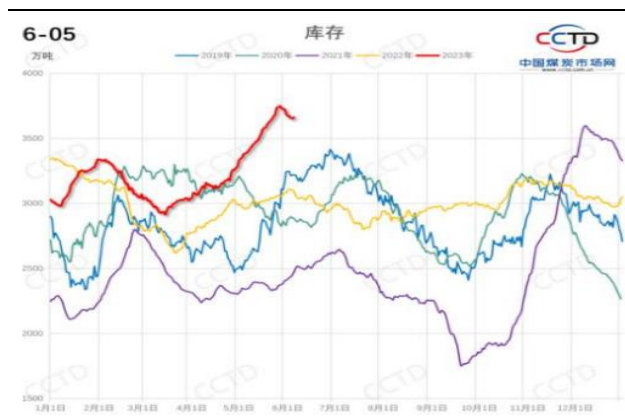
数据来源：国海良时期货研究所、CCID

图 38 内陆 17 省动力煤供应



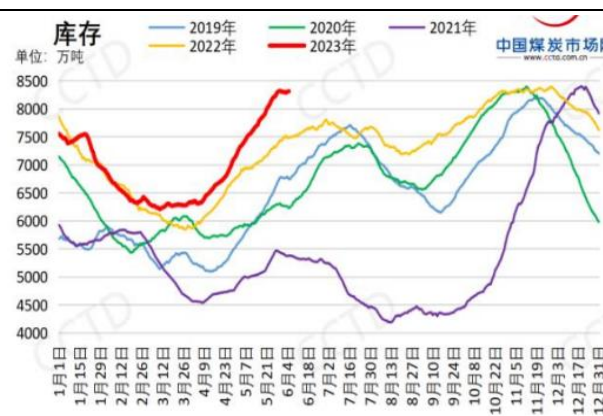
数据来源：国海良时期货研究所、CCID

图 39 沿海 8 省动力煤库存



数据来源：国海良时期货研究所、CCID

图 40 内陆 17 省动力煤库存



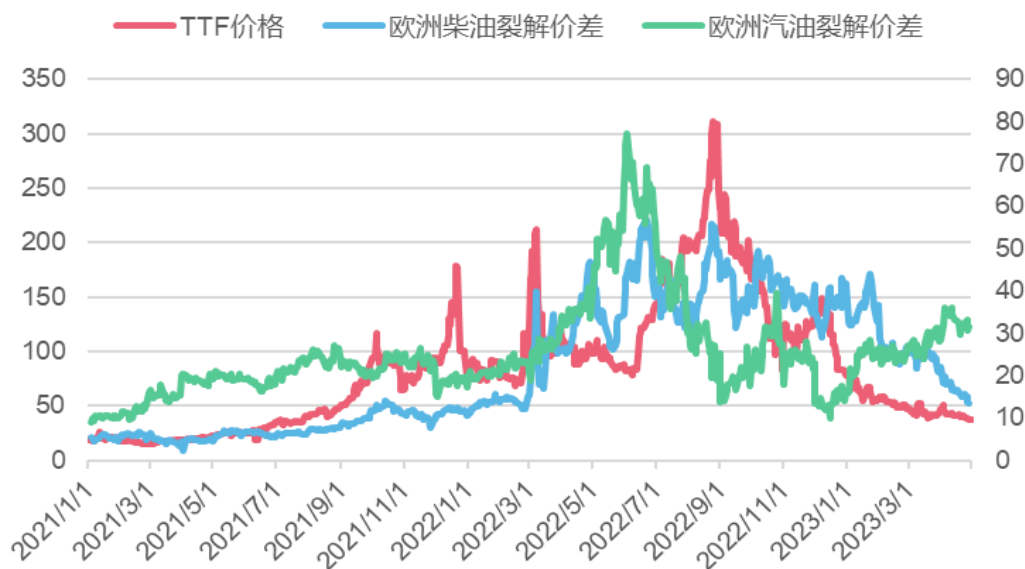
数据来源：国海良时期货研究所、CCID

（二）原油季度内可能迎来反弹 但趋势仍不乐观

原油和天然气在需求端的替代性不高，天然气更多通过制氢成本来影响柴油的供应以及通过电价来影响柴油的需求，间接影响原油价格。

柴油生产需要天然气加氢，当天然气价格下跌降低了柴油生产成本，炼厂会出于生产成本的考虑将汽油出率调低，让渡一部分给柴油，柴油供应增加就会导致柴油裂解价差走弱，出现柴油裂解和天然气价格同步下跌的情况。由于欧洲原油超过一半的需求属于柴油需求，柴油裂解价差的走弱反过来又会限制炼厂开工率，拖累原油价格。不过后续如若随着天然气价格跌势放缓，柴油裂解价差对原油价格的拖累也会降低。

图 41 欧洲成品油裂解价差与天然气价格



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

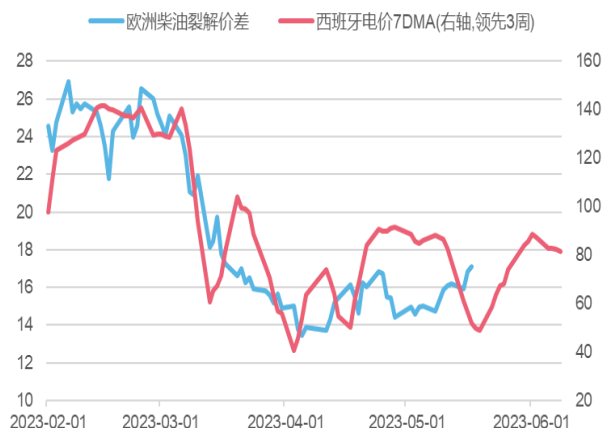
欧洲天然气价格的下滑直接导致欧洲电价走弱，而电价的走弱又会降低企业生产成本，可能导致出现阶段性的工业补库带来工业需求反弹，最终工业需求的反弹反过来又会带动电力需求增加，电力价格出现跟随上涨。从 LME 鹿特丹铜库存与欧洲电价均价的相关性上看，当电价与铜库存都处于低位时，容易出现阶段性的工业补库刺激，目前的状态就很接近去年天然气价格冲顶暴跌后的情况，LME 鹿特丹铜库存已经出现主动累库，在其领先性指引下，欧洲电价均价有望跟随迎来反弹。相应的表征工业需求的欧洲柴油裂解价差也有望在接下来将近一个季度的尺度内进入阶段性的上涨修复阶段。

图 42 LME 铜库存对欧洲电价均价领先性



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 43 西班牙电价对欧洲柴油裂解价差领先性

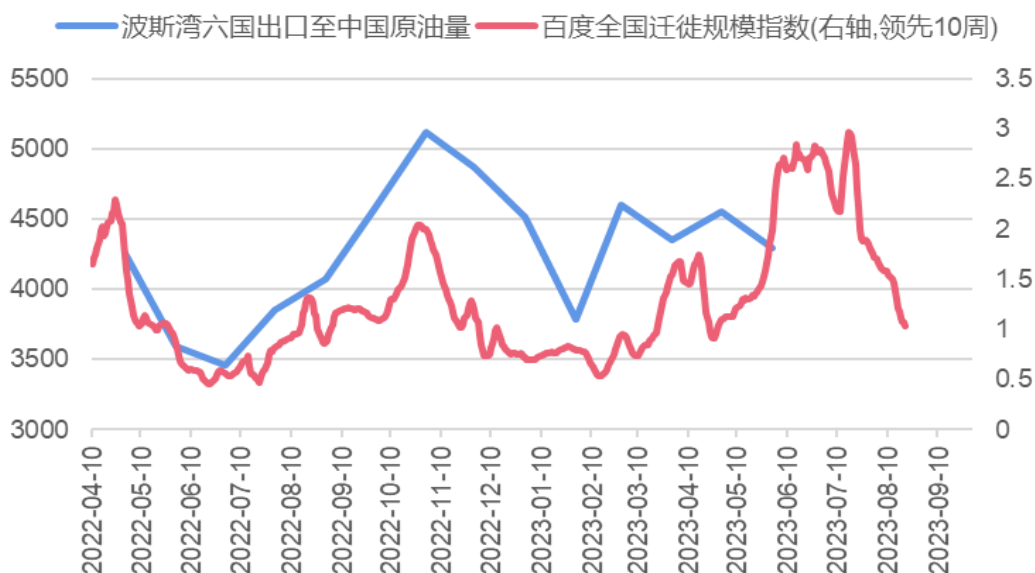


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

在欧洲原油需求占比最大的柴油需求有望迎来阶段性反弹的同时，世界另两大经济体中美两国的原油需求阶段性也仍有韧性。

中国原油需求方面，国内出行需求可能是今年国内各需求领域恢复最为亮眼的部分，百度全国迁徙规模指数对波斯湾六国出口至中国原油量存在 2-3 个月的正向领先性，从其领先性指引看，未来一个季度内中国原油需求还能维持在一个相对高位。但随着疫情管控放开后需求集中脉冲式释放完毕以及二阳感染人数上升，国内出行需求又将迎来一波回落，限制原油需求的持续抬升。

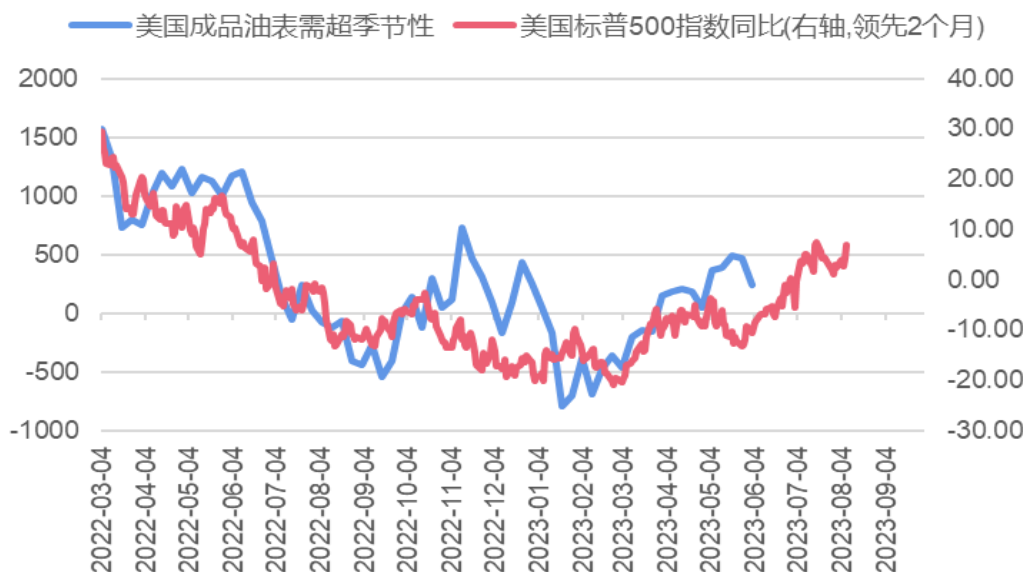
图 44 百度全国迁徙规模指数与波斯湾六国出口至中国原油量



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

美国原油需求方面，从成品油需求领先指标标普 500 指数同比的走势来看，未来一个季度尺度内成品油需求仍会有一轮超季节性的走强，这与美国汽油需求旺季的节奏也基本吻合，未来季度尺度内成品油需求对成品油裂解价差及油价仍有支撑。

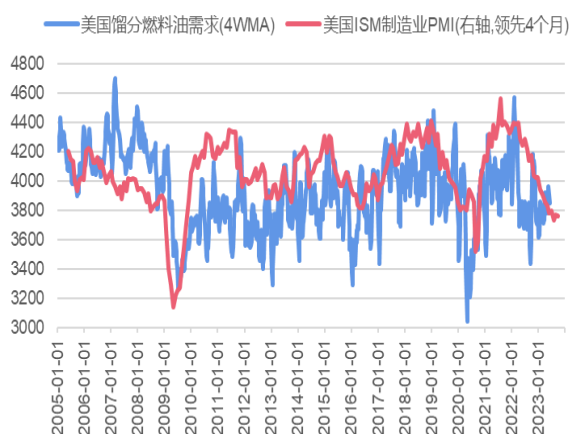
图 45 美国成品油需求与标普 500 指数



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

虽然阶段性季度尺度内原油需求表现尚可，但趋势层面，原油需求下行方向相对确定，仍将限制油价反弹的高度。原油属于经济后周期品种，柴油需求受高利率的影响预计将维持弱势，而汽油需求在未来受加息滞后影响走弱的服务消费需求带动下也存在衰减可能。

图 46 美国制造业 PMI 与馏分燃料需求



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 47 欧元区制造业 PMI 与柴油库存



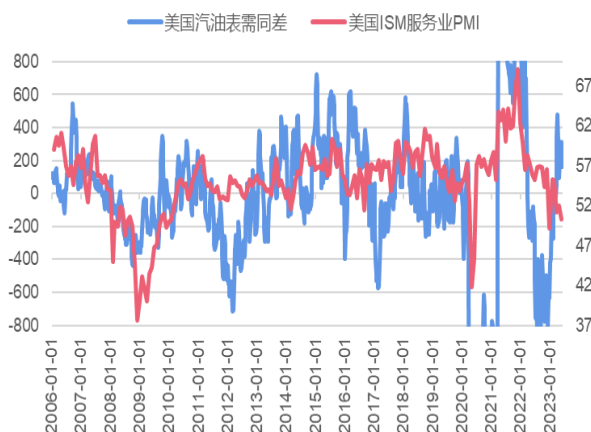
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 48 美国服务业 PMI 与联邦基金目标利率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 49 美国服务业 PMI 与汽油表需同差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

随着原油需求的持续走弱，OPEC+开始提前管理，分别在去年 10 月以及今年 4 月、6 月发布减产政策，根据 OPEC+最新减产政策调整后的 EIA 全球原油平衡表在三、四季度均从之前的累库转为小幅去库供需紧平衡的状态。不过从 6 月的 OPEC+大会上看到，由于短期原油需求可能还不会进一步的迅速坍塌，OPEC+内部开始对于是否进一步减产出现分歧，后续需要观察 OPEC+各国实际的减产执行效率，如若现有减产执行效率不达标或没有更大规模的减产计划，未来原油供需紧平衡的状态也难维持，油价不排除跟随其他一次能源价格继续走弱，存在下破 Brent70 美元/桶的可能。

图 50 全球原油平衡表与布伦特近端月差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的数据,国海良时期货有限公司对这些公开数据获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限,本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场,如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论,未免发生疑问,所请谨慎参考。投资有风险,投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关,我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有,未经我公司书面许可,不得以任何形式翻版、更改、复制发布,或投入商业使用。如引用请遵循原文本意,并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的,我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议,或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议,且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。