

中美关税大幅下调，如何理解原油与化工当前的背离？

报告要点

本篇报告分析了中美贸易谈判成功后，原油和化工市场的走势略显背离，这背后的原因是什么，以及未来两者的价格走势将如何演绎。

摘要

（一）原油与化工当前面临了怎样的基本格局？

结论一：原油库存将逐步累积，供需趋弱

国际原油期货的价格难有较大的反弹。最关键的因素是 OPEC+ 开启了增产节奏，且增产幅度较大。4月3日，OPEC+ 宣布5月增产幅度是此前的3倍。5月3日该组织再次环比增产41.2万桶/日。这三个月增产的累积效应是 OPEC+ 6月的产量环比3月高达96万桶/日。原油的供需平衡看，OPEC+ 6月增产幅度就高达96万桶，非 OPEC+ 中的巴西、加拿大、圭亚那则可能在2025年下半年逐步增产100万桶/日。2025年原油已经将要进入逐步累库的格局了。

结论二：化工品面临需求增长而供给减量的双重利好

2025年我国炼厂的春季检修在3月启动。石油化工品大都是炼厂的副产物，即使不是直接从炼厂生产，原料也来自于炼厂。我国炼厂的检修季就会导致化工品的供给逐步下滑。除了炼厂正常检修带来的减量外，生产亏损也导致化工品开工率超预期下滑。化工面临的另一个重大利好就是中美关税的下调。

（二）原油与化工的背离会长久吗？

展望后市，我们认为原油端近期更可能是震荡格局，支撑因素是成品油裂解价差的强势。

化工整体产业链矛盾不统一，格局仍偏强势，化工整体估值正在回归正常的进程中。所有化工品的产业终端都会有一个中美贸易战缓和的需求预期。未来需求是否如期释放，需要时间观察，只有看到明确结束了做空可能才有较大胜算。化工品在5月到6月中上旬期间可能呈现利润扩张格局。

风险提示：美国再次对中国加征高额关税，产油国发生意外大幅减量。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司及相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

能源化工组：

研究员：

董丹丹

从业资格号 F03142141

投资咨询号 Z0021744

目录

一、当前原油和化工市场面临了怎样的基本面格局？	3
（一）原油库存将逐步累积，供需趋弱	3
（二）化工品面临需求增长而供给减量的双重利好	5
二、原油与化工的背离会长久吗？	8

图表目录

图表 1： OPEC+5 月 3 日宣布的增产计划表与 4 月 3 日的计划表比较	3
图表 2： 哈萨克斯坦 2024 年到 2025 年 4 月的超产情况	4
图表 3： 哈萨克斯坦 2025 年 6 月的出口计划再次接近历史记录高位	4
图表 4： 伊朗的产量与产能	5
图表 5： 巴西的产量季节性增速	5
图表 6： 中国的炼厂开工率走势	5
图表 7： 中国炼厂产能检修量走势	5
图表 8： PX 的加工费走势（PX-石脑油）	6
图表 9： PX 的加工费走势（PX-MX）	6
图表 10： 纯苯的加工费走势（Bz-石脑油）	6
图表 11： 中国歧化利润走势	6
图表 12： 中国聚酯开工率走势	6
图表 13： 终端织造开工率走势	6
图表 14： 苯乙烯下游 3S 的加权开工率	7
图表 15： 纯苯下游的加权开工率走势	7
图表 16： 美国批发商、零售商的库存同比变化	7
图表 17： 美国服装及服装面料的批发商金额库存走势	8
图表 18： 美国汽油裂解价差走势	8
图表 19： 美国柴油裂解价差走势	8

一、当前原油和化工市场面临了怎样的基本格局？

（一）原油库存将逐步累积，供需趋弱

国际原油期货的价格难有较大的反弹。最关键的因素是 OPEC+开启了增产节奏，且增产幅度较大。我们看到 OPEC+在 3 月 3 日计划用 18 个月的时间缓慢增产 220 万桶/日。4 月 2 日美国宣布关税“解放日”，几个小时，沙特宣布 5 月增产幅度是此前的 3 倍。5 月 3 日沙特同样出人意料地再次环比增产 41.2 万桶/日。这三个月增产的累积效应就是 OPEC+组织 6 月的产量环比未开启增产时的 3 月高达 96 万桶/日，同比 2024 年同期，该组织的增产幅度也是 96 万桶/日。

图表1：OPEC+5 月 3 日宣布的增产计划表与 4 月 3 日的计划表比较

国家	4 月（4 月 3 日决定的产量）	5 月（4 月 3 日决定的产量）	6 月（5 月 3 日决定的产量）
阿尔及利亚	911	919	928
伊拉克	4012	4,049	4,086
科威特	2421	2,443	2,466
沙特	9034	9,200	9,367
阿联酋	2938	3,015	3,092
哈萨克斯坦	1473	1,486	1,500
阿曼	761	768	775
俄罗斯	9004	9,083	9,161
总和	30554	30963	31375
数据的意义：	4 月开启增产，4 月环比 3 月增加 13.8 万桶/日。	5 月增产幅度是计划的两倍，5 月环比 4 月增产 41 万桶/日。	6 月环比 5 月增产幅度 41.2 万桶/日，4-6 月累积环比 3 月和去年 6 月的增产量为 13.8+41+41.2=96 万桶/日。

资料来源：OPEC 中信期货研究所

沙特这么做的最主要原因是哈萨克斯坦、伊拉克等国持续的超产，且全球经济格局前景也受到了贸易战的冲击。当前我们看到，作为 OPEC+的核心国家，沙特仍有可能在未来继续维持较高的增产产量。因为哈萨克斯坦可能仍不会遵守配额，该国 2-4 月超产幅度较大。

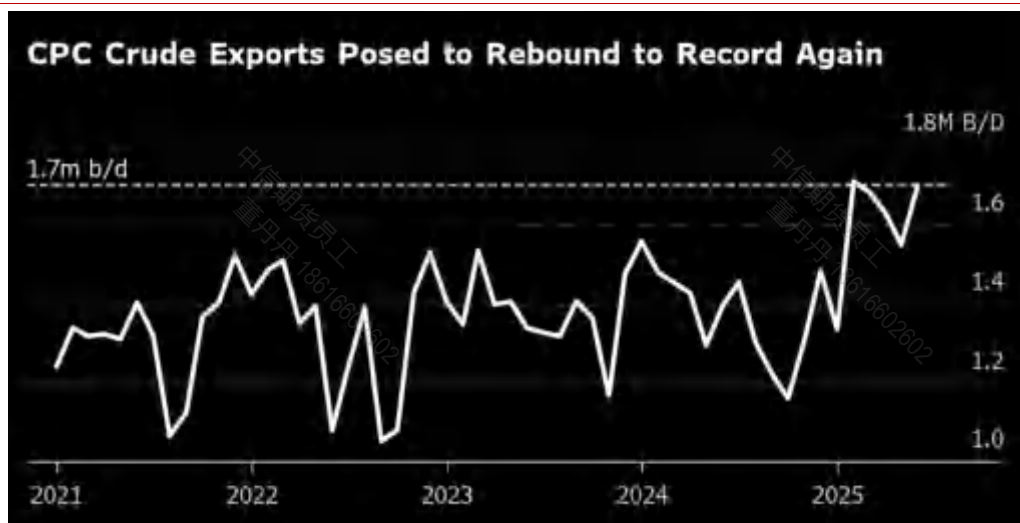
哈萨克斯坦曾经对媒体公开表态，该国无法减产，因为该国的原油增量都来自海外的石油公司，例如 2025 年扩能投产的 Tengiz 油田，该油田就是由雪佛龙（50%）、埃克森美孚（25%）、哈萨克斯坦国家石油公司（20%）和俄罗斯卢克石油（5%）共同开发运营的。项目投资高达 480 亿美元，投产后回收成本的动力，导致这些油企没有配合 OPEC+减产的动力。

图表2：哈萨克斯坦 2024 年到 2025 年 4 月的超产情况



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表3：哈萨克斯坦 2025 年 6 月的出口计划再次接近历史记录高位



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

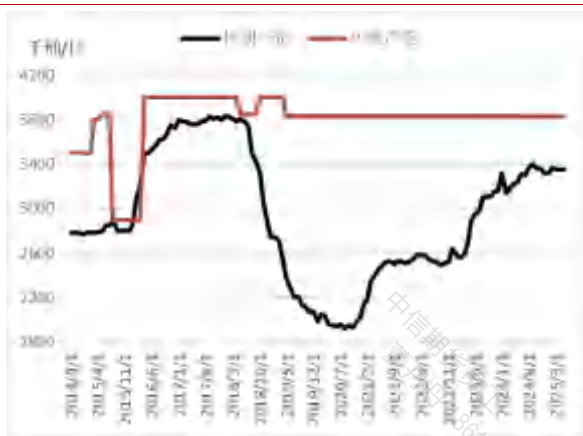
面对油价的下跌与沙特的敦促，哈萨克斯坦也曾公开表态会做出补偿性减产。然而 5 月 14 日的，该国通过 CPC 管道的 6 月原油计划出口量却高达 170 万桶/日，这意味着 6 月份哈萨克斯坦的原油产量可能再创新高。

除了 OPEC+组织的计划性的增产，我们看到不被减产约束的 OPEC 成员国伊朗，也可能有更大的供应释放。5 月 15 日彭博报道，伊朗愿意在与美国的协议中承诺不拥有核武器，以换取美方解除制裁。伊朗官员 Ali Shamkhani 表示，伊朗已准备好在特定条件下签署协议。这可能会带来 40-50 万桶/日的原油增量（更详细解读可以关注团队李云旭老师《原油异动点评：美伊谈判指向乐观，供应压力延续》）。

非 OPEC+之外的巴西，2025 年的增产幅度也很可能超预期。该国 4 月产量同比增长了 40 万桶/日，这

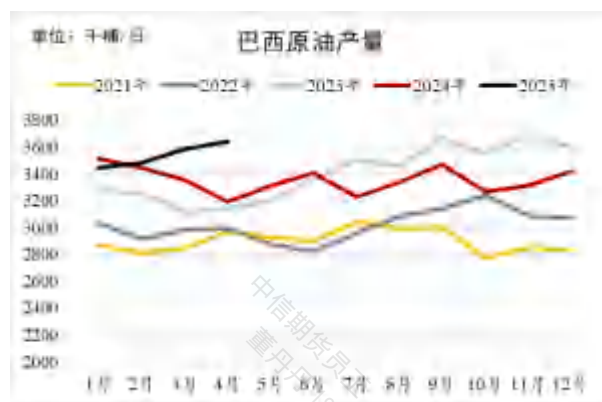
种趋势很可能延续下去。因为巴西 2025 年的产能计划就高达 87 万桶/日。

图表4：伊朗的产量与产能



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表5：巴西的产量季节性增速



资料来源：Bloomberg, Rystad, 中信期货研究所

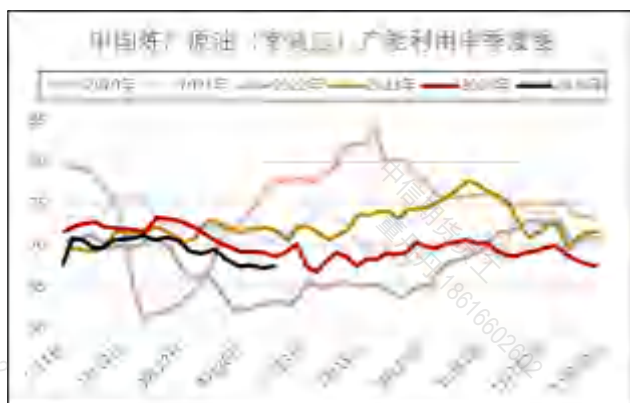
与供给对应的另一方面，全球的原油需求则表现平平。美国发动全球贸易战时可能带来经济衰退、需求走弱，油价因此下滑。美国开始与各个国家和谈时，对原油需求的提振则比较有限，需求回归正常水平的增速也就是 1%左右，即 100 万桶/日。

原油的供需平衡看，OPEC+将在 6 月增产幅度就高达 96 万桶，非 OPEC+中的巴西、加拿大、圭亚那则可能在 2025 年下半年增产 100 万桶/日。2025 年原油已经将要进入逐步累库的格局了。

（二）化工品面临需求增长而供给减量的双重利好

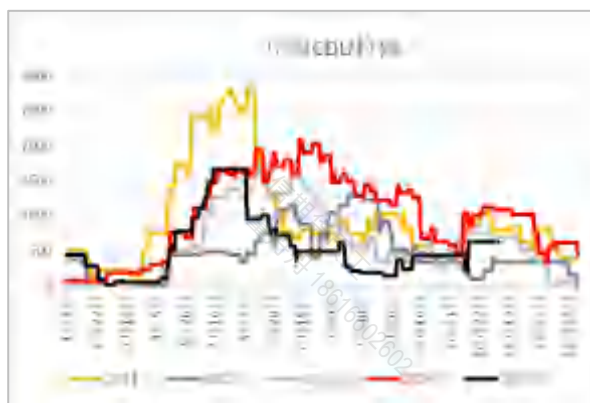
2025 年我国炼厂的春季检修在 3 月启动。石油化工品大都是炼厂的副产物，即使不是直接从炼厂生产，原料也来自于炼厂。我国炼厂的检修季就会导致化工品的供给逐步下滑。

图表6：中国的炼厂开工率走势



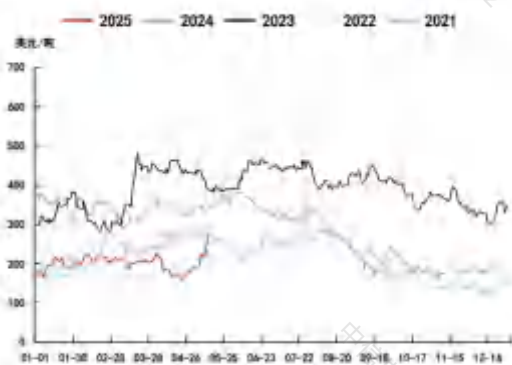
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表7：中国炼厂产能检修量走势



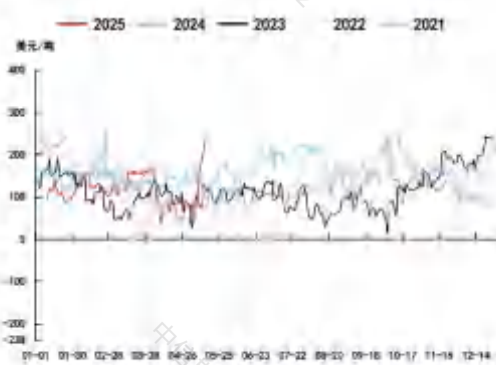
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表8：PX 的加工费走势（PX-石脑油）



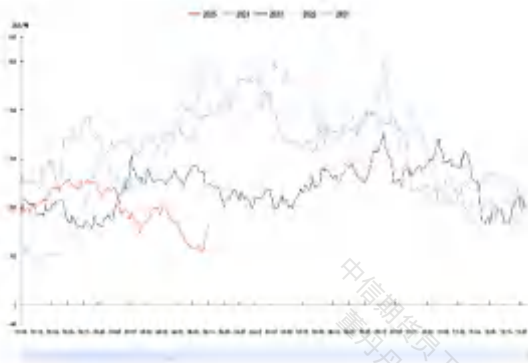
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表9：PX 的加工费走势（PX-MX）



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表10：纯苯的加工费走势（Bz-石脑油）



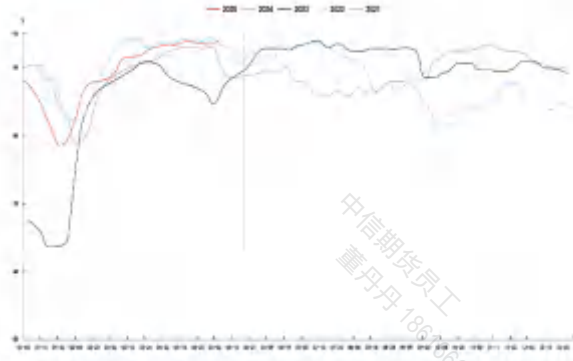
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表11：中国歧化利润走势



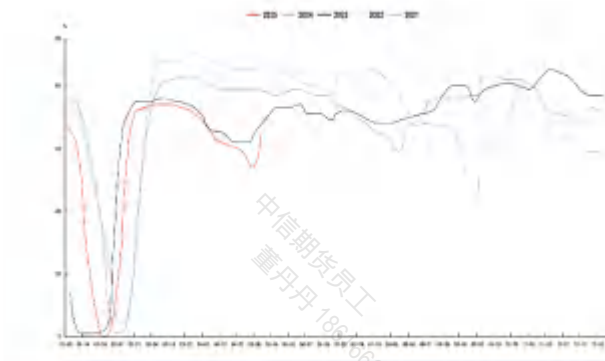
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表12：中国聚酯开工率走势



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表13：终端织造开工率走势

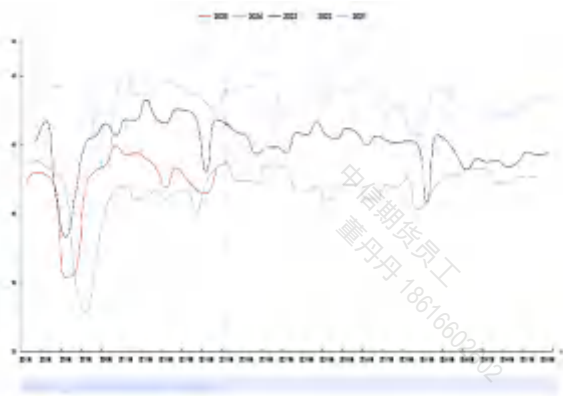


资料来源：CCF 中信期货研究所

除了炼厂正常检修带来的减量外，生产亏损也导致化工品开工率超预期下滑。以芳烃为例，PX 与石脑

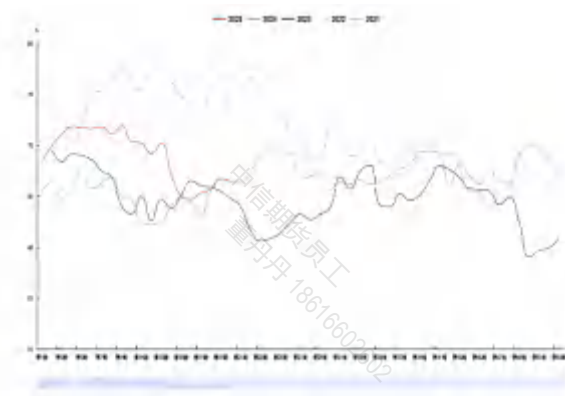
油的价差跌至五年最低，PX 与 MX 的价差也是五年最低，纯苯与石脑油的价差同样大幅下挫。因此一旦汽油裂解价差有反弹，芳烃的减量就成为必然。

图表14：苯乙烯下游 3S 的加权开工率



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表15：纯苯下游的加权开工率走势



资料来源：钢联 中信期货研究所

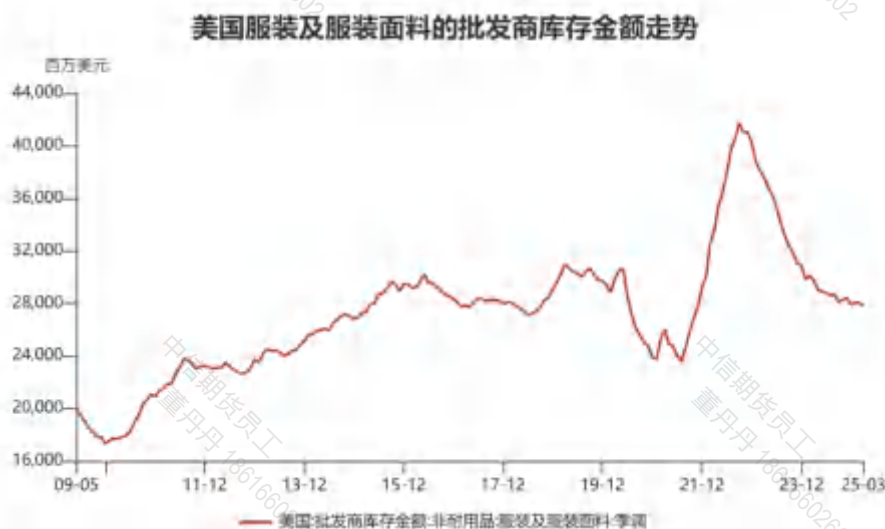
化工面临的另一个重大利好就是中美关税的下调。以纺织服装为例，特朗普第一任期对整个行业加征了 18% 的关税，拜登政府期间并未削减；特朗普第二任期上台伊始陆续加征了 20%，4 月 2 日解放日后又要新加征关税 145%；5 月 13 日双方谈判成功，对纺织品等领域关税在 90 天的豁免期内仅加征 10%。因此当前纺织服装的关税税率就为 48%。48% 貌似很高，实际上其中的 18% 在 2018 年到 2024 年 1 月 15 日之间已是常态，2025 年 1 月 15 日到 4 月 2 日期间，新加征的 20% 也逐步被市场所接受。新的 10% 与此前的 145% 相比，也大幅下降，势必会引发产业链各个行业的补库行为。

图表16：美国批发商、零售商的库存同比变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

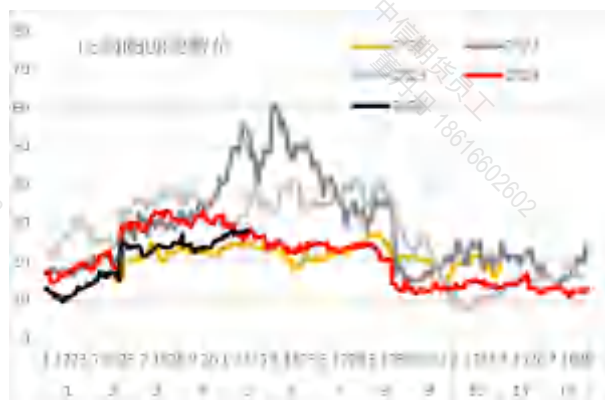
图表17：美国服装及服装面料的批发商金额库存走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

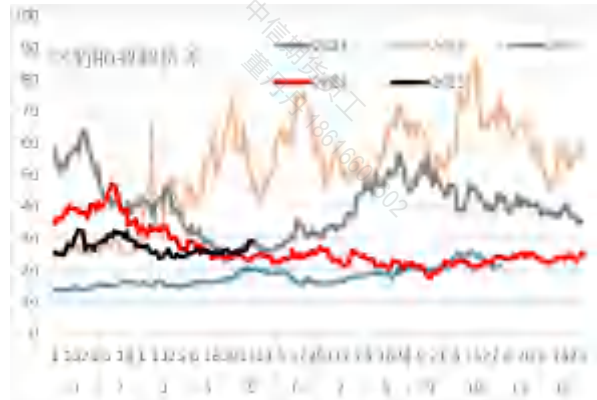
二、原油与化工的背离会长久吗？

图表18：美国汽油裂解价差走势



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表19：美国柴油裂解价差走势



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

展望后市，我们认为原油端可能更多地呈现一种震荡格局，时间可能处于5月到6月的中上旬。利空因素是前文提到的未来的供应增加。支撑因素则是成品油裂解价差的强势。这是炼厂春季检修之后，成品油降库导致的。成品油裂解价差较高，油价下跌就会引发产业链的点价行为，天然就会形成一种支撑。

化工整体产业链矛盾不统一，格局仍偏强势，化工整体估值正在回归正常的进程中。所有化工品的产业终端都会有一个中美贸易战缓和的需求预期。我们推测，美国可能各个环节会有补库，叠加正常的抢进口，可能带来的需求增量较大。未来需求是否如期释放，需要时间观察，只有看到明确结束了做空可能才有较大胜算。化工品在5月到6月中上旬期间可能呈现利润扩张格局。

2025 年下半年化工品还会再度迎来估值和绝对价格的下跌。化工的需求前置，原油的成本拖累，化工自身的产能过剩，这些利空还需要时间才能显现。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>