

美伊地缘局势紧张，近月合约关注高基差品种

研究院 化工组

研究员

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

陈莉

☎ 020-83901135

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

联系人

杨露露

☎ 0755-82790795

✉ yanglulu@htfc.com

从业资格号: F03128371

刘启展

☎ 020-83901049

✉ liuqizhan@htfc.com

从业资格号: F03140168

梁琦

✉ liangqi@htfc.com

从业资格号: F03148380

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

主营炼厂常减压开工回升仍慢，原“减油增化”预期慎防切换回“保油减化”逻辑。化工品库存拐点延后，09合约前库存水平仍低，关注高基差品种的期现修复

核心观点

■ 市场分析

随着主营汽柴油库存压力缓解，叠加进入7月中旬海峡再度封航，慎防再度出现4月份提高汽柴油收率的可能，即重新“保油减化”的可能。分板块看，5-6月原“减油增化”的逻辑在重整芳烃品种未有兑现；乙烯裂解开工率确实出现反弹，曾一度引发市场关于原“减油增化”的逻辑兑现，但随后进入7月上旬乙烯裂解开工再度回落，在海峡地缘问题的背景下，油转化导致的乙烯供应回升预期落空，因此乙烯下游品种迎来明显估值修复反弹。

原交易逻辑是6月中旬美伊达成谅解备忘录后，市场左侧交易化工品供应回升预期，左侧交易化工品库存拐点于7-8月出现的预期。7月中旬海峡再度封航后，化工供应回升的逻辑中断，化工品库存拐点进一步往后延。BZ及EG库存拐点推迟至9-10月，一方面是原计划内的重整开工历史低位及EG检修集中期，另一方面是美国汽油紧张分流韩国供应而下修中国BZ进口、中东EG装置恢复不及预期而下修EG进口，该2个品种短期供应驱动排前列。PE、PP库存拐点推迟至8-9月，前文所述的烯烃供应回升逻辑中断；PX+PTA则基本是原计划的库存拐点待检修集中期7月过后的8月兑现预期。甲醇库存拐点相对出现较早，在7月下旬的预期，一方面是7月进口到港短期阶段性集中回升，另一方面是MTO检修集中兑现，短期库存拐点出现更早及累库速率偏快，但同时慎防地缘溢价的支撑。

从基差率大，期现回归动力强的角度看，重点关注BZ、PP、LL。而MA基差已进入负基差。

■ 策略

BZ2608、EG2609、PP2609、LL2609合约谨慎逢低做多套保

■ 风险

美伊地缘局势变化，海峡封航持续时间，海内外炼厂开工回升速率

目录

摘要	1
核心观点	1
背景	4
主营炼厂常减压开工回升仍慢，原“减油增化”预期慎防切换回“保油减化”逻辑	5
化工品库存拐点延后，09 合约前库存水平仍低，关注高基差品种的期现修复	8
重点品种的关键变量一览.....	10
美汽油强势分流韩国货源，叠加纯苯国产开工历史低位	10
EG 港口去库延续，估值快速修复	12
丙烷边际好转，PP 社会库存维持低位，基差等待进一步修复	13
甲醇短期到港集中，预期库存拐点出现更早，但地缘溢价仍存	14

图表

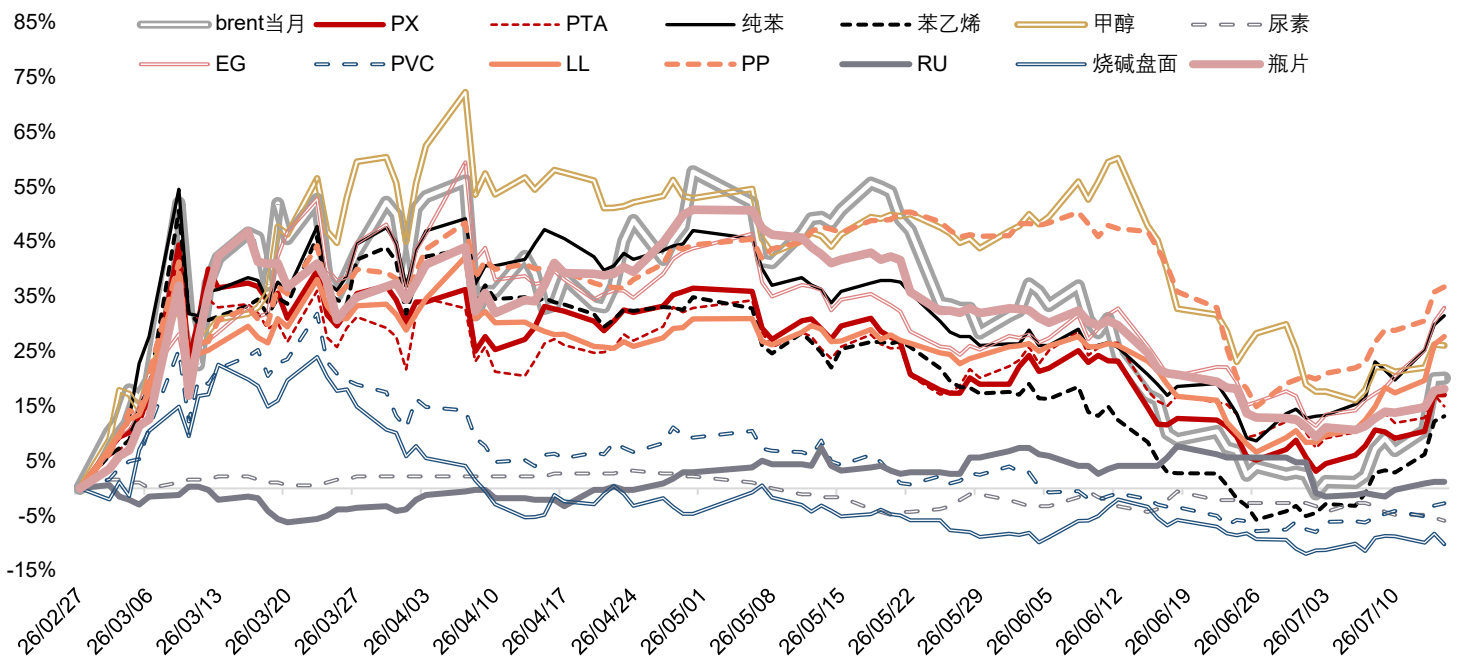
图 1: 国内化工品现货 2026 年涨跌幅 单位: %	4
图 2: 主营汽油库存 单位: 万吨	5
图 3: 主营柴油库存 单位: 万吨	5
图 4: 主营炼厂常减压开工率 单位: %	5
图 5: 主营炼厂汽油收率 单位: %	5
图 6: 主营炼厂柴油收率 单位: %	6
图 7: 主营其余产品收率 (1-汽柴煤) 单位: %	6
图 8: 国内主营炼厂常减压负荷、乙烯裂解开工、重整开工 单位: %	6
图 9: 主营炼厂常减压、乙烯裂解及烯烃品种开工 单位: %	7
图 10: 主营炼厂常减压、重整及芳烃品种开工 单位: %	8
图 11: 化工品各品种平衡表库存指数预估 单位: 无;无	9
图 12: 化工品主力基差及基差率截面数据 单位: 元/吨; %	9
图 13: 俄罗斯柴油发运量 单位: 千桶/日	10
图 14: 美国柴油发货-到货 单位: 千桶/日	10
图 15: 美国生产柴汽比 单位: 无	11
图 16: 美国汽油总库存 单位: 千桶	11
图 17: 美 RBOB-BRENT 单位: 美元/桶	11
图 18: 纯苯 FOB 美湾-FOB 韩国 单位: 美元/吨	11
图 19: 韩国纯苯出口至中国及美国 单位: 万吨/月	11
图 20: 纯苯华东港口库存 单位: 万吨	11
图 21: 中国纯苯开工率 单位: %	12
图 22: 纯苯下游加权开工 单位: %	12
图 23: 中国 EG 月度检修量 (乘-1) 单位: 万吨/月	12
图 24: 海外 EG 月度检修量 (乘-1) 单位: 万吨/月	12
图 25: EG 港口库存 单位: 万吨	12

图 26: 煤制 EG 生产利润 单位: 元/吨	12
图 27: 沙特、卡塔尔、伊朗、阿联酋 LPG 发货 单位: 万吨	13
图 28: 美国 LPG 周度发货量 单位: 万吨	13
图 29: 丙烷 CFR 华东/石脑油 CFR 日本 单位: 无	13
图 30: PDH 制 PP 生产利润 单位: 元/吨	13
图 31: PP 华东主力合约基差 单位: 元/吨	14
图 32: PP 样本社会库存 (贸易商+港口+两油+煤化工) 单位: 元/吨	14
图 33: 伊朗甲醇装置开工率 单位: %	14
图 34: 伊朗甲醇装船 单位: 万吨	14
图 35: 江苏甲醇港口库存 单位: 无	15
图 36: 外购甲醇的 MTO 装置开工率 单位: %	15

背景

2026 年 7 月 12 日以来，霍尔木兹海峡重新封锁，化工交易从 6 月中旬的美伊达成谅解备忘录而交易的化工供应回升预期，左侧交易 7 月库存拐点出现的可能；切换到化工品种供应回升预期落空，重新回到低库存现实，库存拐点普遍延后，关注高基差品种的近月期现修复行情。2026 年 6 月 15 日，美伊谅解备忘录达成且海峡通航，6 月 22 日美伊谈判逐步开展且美国解除对伊朗石油及石化产品制裁 60 天，原油及化工品价格回落。但 7 月上旬美伊冲突重燃，7 月 8 日美国重新恢复对伊朗制裁，7 月 12 日伊朗再度封锁霍尔木兹海峡，7 月 14 日特朗普通知国会伊朗战事重新爆发，7 月 18 日伊朗袭击科威特石油设施，中东地缘战火再有进一步蔓延态势。

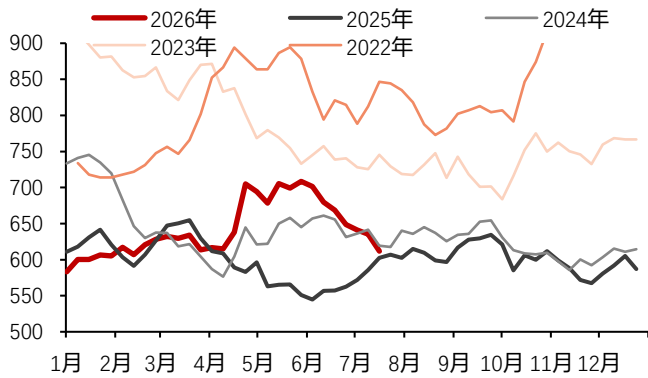
图 1：国内化工品现货 2026 年涨跌幅|单位：%



数据来源：卓创资讯 隆众资讯 华泰期货研究院

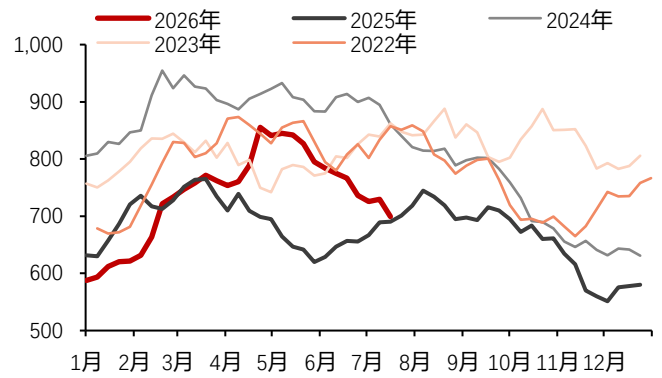
主营炼厂常减压开工回升仍慢，原“减油增化”预期慎防切换回“保油减化”逻辑

图 2：主营汽油库存 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

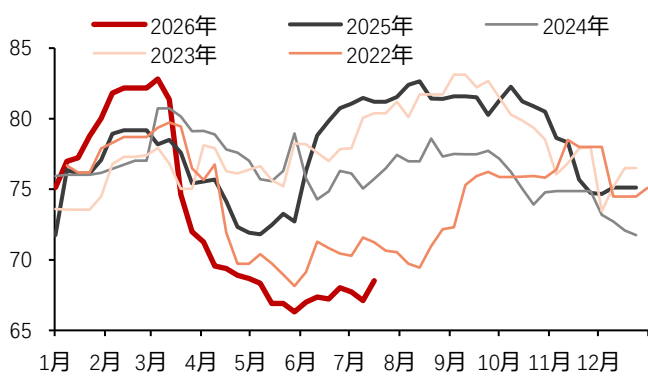
图 3：主营柴油库存 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

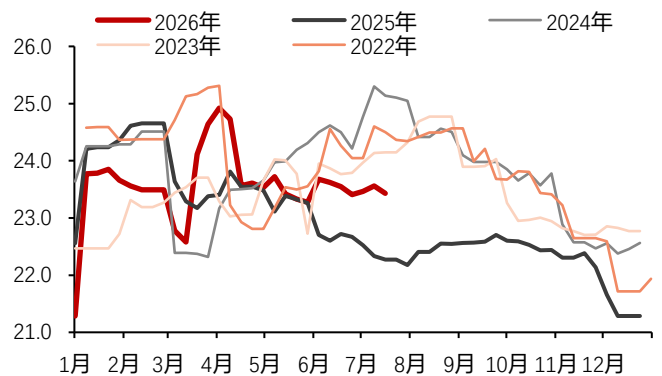
2026 年 1-6 月中国汽油及柴油消费同比增速分别跌至-7%及-8%，5-6 月主营成品油库存压力下，5 月主营汽柴油收率明显较 4 月有所回落，市场交易炼厂从“保油减化”转向“减油增化”的供应回升预期。随后进入 6 月地炼常减压开工回落后，主营汽柴油库存压力已明显缓解，换个角度看，亦为后续保证能源安全再库存让出空间。随着进入 7 月中旬海峡再度封航，慎防再度出现 4 月份提高汽柴油收率的可能，即重新“保油减化”的可能。

图 4：主营炼厂常减压开工率 | 单位：%



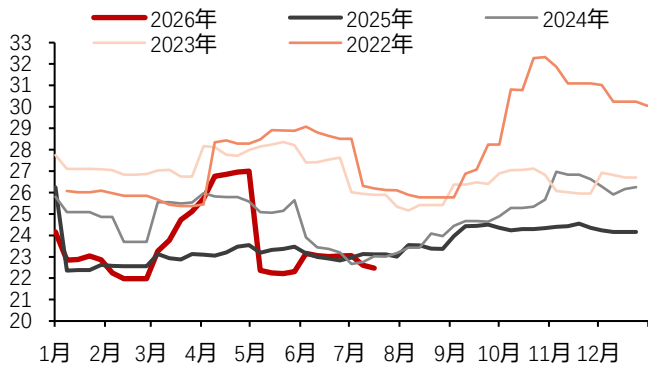
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 5：主营炼厂汽油收率 | 单位：%



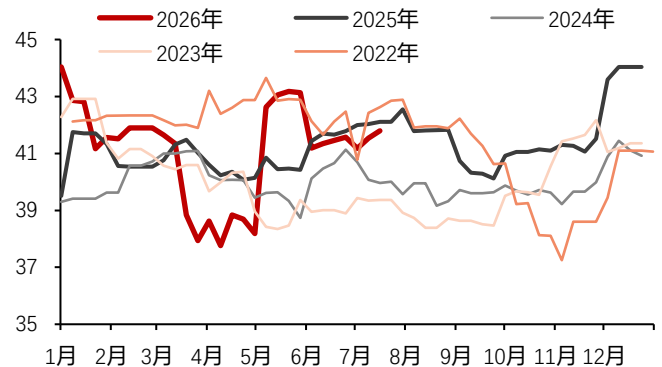
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 6：主营炼厂柴油收率 | 单位：%



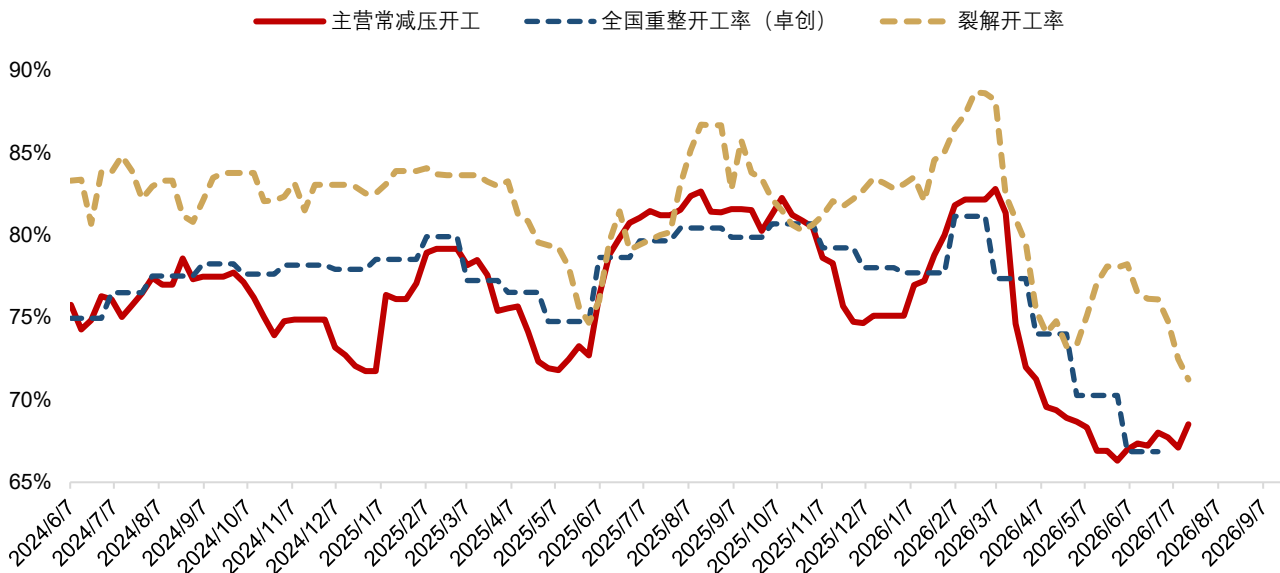
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 7：主营其余产品收率（1-汽柴煤） | 单位：%



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 8：国内主营炼厂常减压负荷、乙烯裂解开工、重整开工 | 单位：%

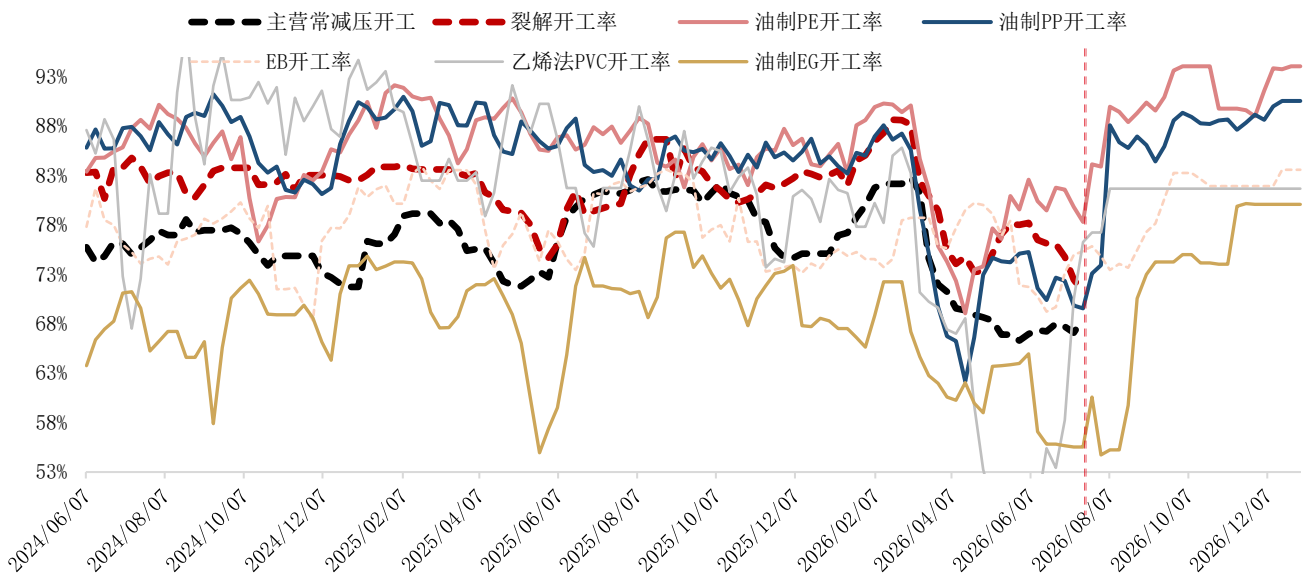


数据来源：隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院整理

5月下旬至6月上旬，乙烯裂解开工率确实出现反弹，曾一度引发市场关于原“减油增化”的逻辑兑现，但随后进入7月上旬乙烯裂解开工再度回落，在海峡地缘问题的背景下，油转化导致的乙烯供应回升预期落空，因此乙烯下游品种迎来明显估值修复反弹。

而返观重整芳烃系列。5-6月重整开工率不仅没有回升，反而还在继续降开工，因此原“减油增化”的逻辑在重整芳烃品种未有兑现，芳烃系化工品的供应一直都偏紧。

图 9：主营炼厂常减压、乙烯裂解及烯烃品种开工|单位：%

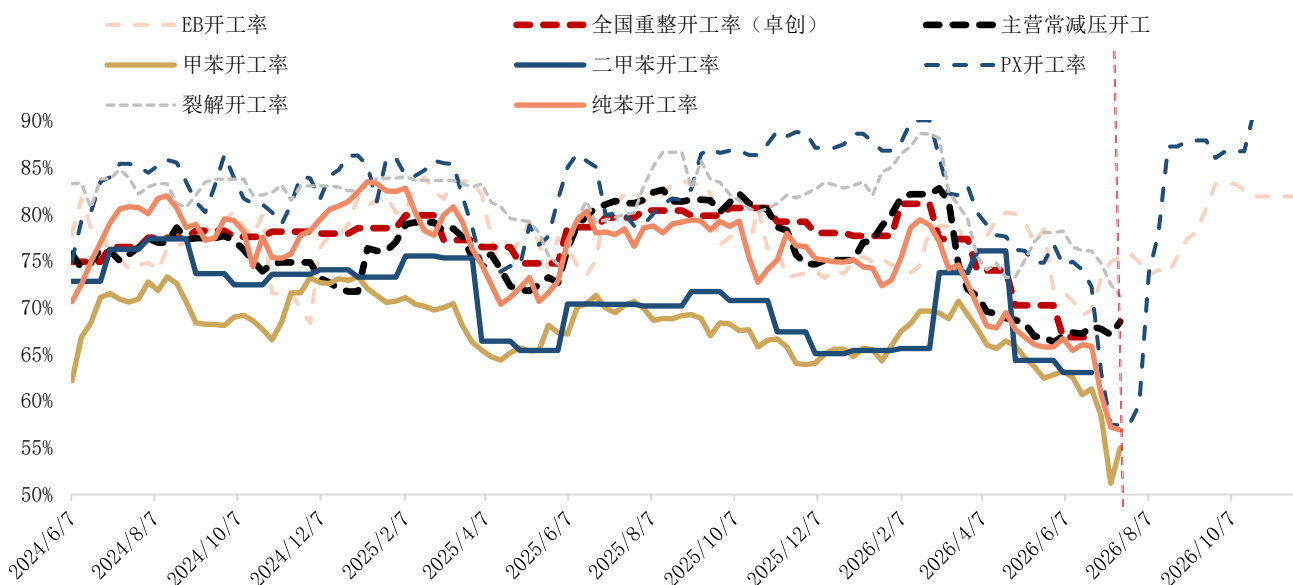


数据来源：隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院整理

从烯烃系品种来看，在 5 月下旬至 6 月上旬，乙烯裂解开工率反弹的过程中，烯烃系内部开工回升速率的排序为 PE > PP > EG，特别是 EG 本轮检修集中期持续至 8 月下旬，因此原“减油增化”逻辑下的 PE 供应回升压力最大，EG 供应持续偏紧。并且，目前乙烯裂解开工重新回落，上述烯烃品种开工进一步收紧，一方面是 PE、PP 油制路演供应回升的逻辑中断，另一方面是油制 EG 开工慎防进一步走低。烯烃内部强弱排序仍是 EG > PP > PE。

从芳烃系品种来看，前文所述，在 5 月下旬至 6 月上旬，“减油增化”在重整芳烃上并没有兑现，随着重整开工进一步走低，7 月份三苯（甲苯、二甲苯/PX、纯苯）开工均达到历史低位，三苯现实供应持续维持低位，而本轮检修高峰或待 8 月下旬再逐步开工回升。因此从供应端来看，芳烃系品种纯苯、PX 仍偏强。

图 10：主营炼厂常减压、重整及芳烃品种开工|单位：%



数据来源：隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院整理

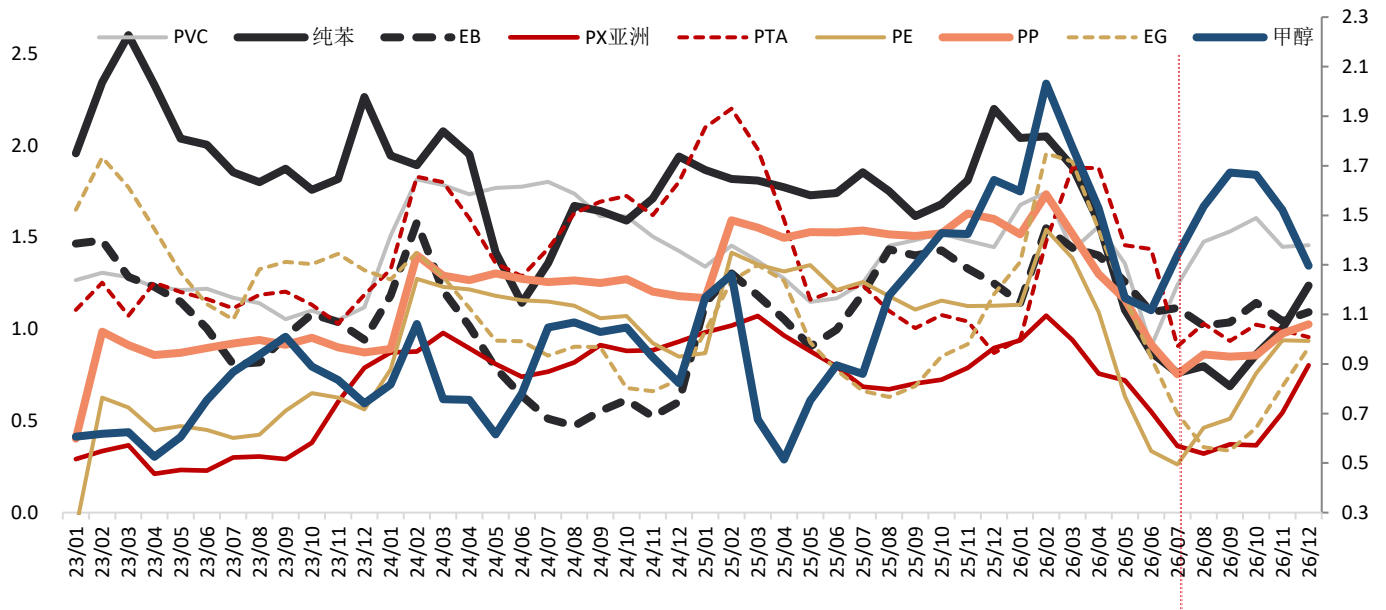
化工品库存拐点延后，09 合约前库存水平仍低，关注高基差品种的期现修复

前文所述，原交易逻辑是 6 月中旬美伊达成谅解备忘录后，市场左侧交易化工品供应回升预期，左侧交易化工品库存拐点于 7-8 月出现的预期。但一方面是国内原“减油增化”的强度并不够，化工品供应回升速率偏慢（仅 PE 及 PP 开工阶段性抬升，EG 及芳烃供应现实仍紧），本身累库拐点便有往后延的态势；另一方面是 7 月中旬海峡再度封航后，化工供应回升的逻辑中断，化工品库存拐点进一步往后延。

下图为主流化工品的平衡表库存展望（按照目前公布的检修计划、上下游新增投产计划、进口船期、下游需求定性预估等推算），红色竖线是当下 7 月。BZ 及 EG 库存拐点推迟至 9-10 月，一方面是原计划内的重整开工历史低位及 EG 检修集中期，另一方面是美国汽油紧张分流韩国供应而下修中国 BZ 进口、中东 EG 装置恢复不及预期而下修 EG 进口，该 2 个品种短期供应驱动排前列。PE，PP 库存拐点推迟至 8-9 月，前文所述的烯烃供应回升逻辑中断；PX+PTA 则基本是原计划的库存拐点待检修集中期 7 月过后的 8 月兑现预期。甲醇库存拐点相对出现较早早在 7 月下旬的预期，一方面是 7 月进口到港短期阶段性集中回升，另一方面是 MTO 检修集中兑现，未含伊朗地缘溢价下的短期库存拐点出现更早及累库速率偏快。

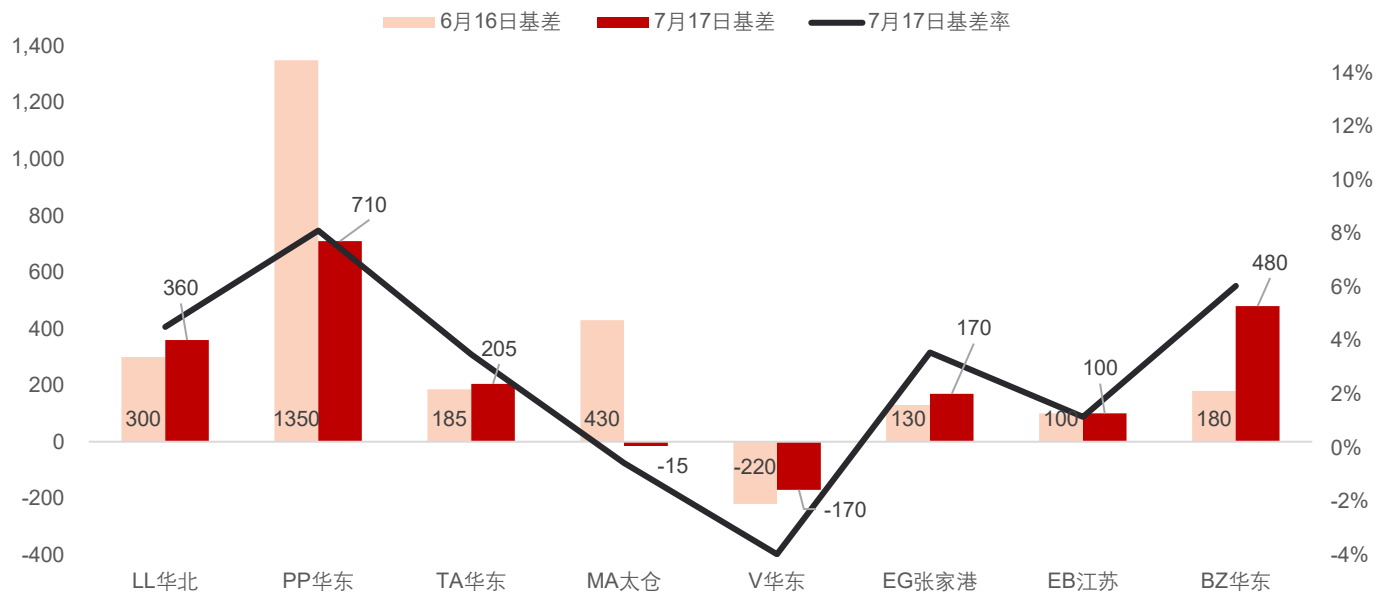
因此从短期平衡表驱动排序看，（BZ&EB，EG）>（PXPTA，PP，PE）> MA

图 11：化工品各品种平衡表库存指数预估|单位：无；无



数据来源：卓创资讯 隆众资讯 华泰期货研究院

图 12：化工品主力基差及基差率截面数据|单位：元/吨；%



数据来源：卓创资讯 隆众资讯 华泰期货研究院

上图为6月中旬（美伊谅解备忘录达成，化工品种延续价格回落）及7月中旬（海峡重新封航，化工品价格反弹）的主流化工品的主力合约基差（EB及BZ为连续合约而目前换月到08，其他品种主力合约仍为09合约）。

PP及MA基差在6月下旬价格下跌以来基差大幅下跌，但库存拐点一直未有兑现，是现实低库存背景下，市场左侧交易供应回升预期及库存拐点而导致的基差崩盘式回

落。而 PP 基差回落后仍有接近 700 元/吨，基差率接近 8%，结合当前 PP 社会库存仍偏干，关注 09 合约临近交割期现回归的机会。而 MA 基差进一步走弱至-15 元/吨，基差结构大幅走弱，期现回归动力明显不及其他品种。

BZ 在国产开工率历史低位，且海外芳烃受美国汽油强势支撑背景下，港口库存下降至低位，BZ 基差大幅走强至 480 元/吨附近，基差率接近 6%，BZ 为连续合约，08 合约存在期现回归动力，且库存拐点延后至 8-9 月。

EG 张家港基差进一步走强至 170 元/吨，基差率亦有 3.6%，基差走强挂钩港口库存持续下降，且库存拐点延后至 9-10 月，与 BZ 一样均为去库驱动强带动的基差走强。

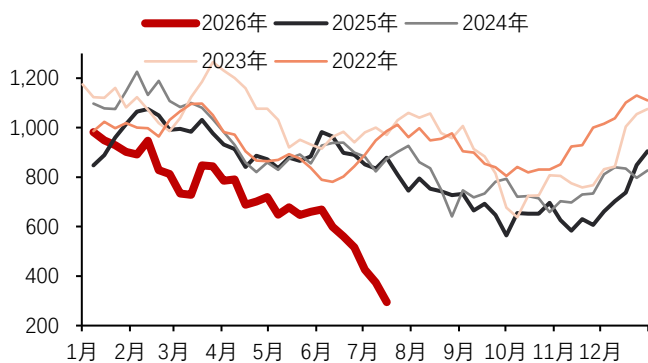
LL 华北基差仍在 360 元/吨，基差率 4.5%，09 合约贴水幅度并不小，叠加乙烯供应回升逻辑短期受中断，库存拐点延后至 8-9 月，亦有期现回归动力。

因此从基差率大，期现回归动力强的角度看，重点关注 BZ、PP、LL。而 MA 基差已进入负基差。

重点品种的关键变量一览

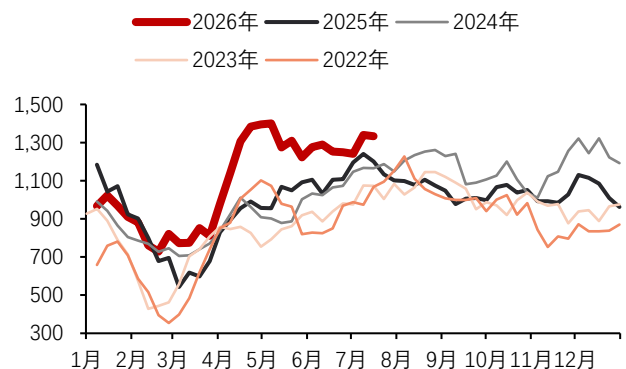
美汽油强势分流韩国货源，叠加纯苯国产开工历史低位

图 13：俄罗斯柴油发运量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

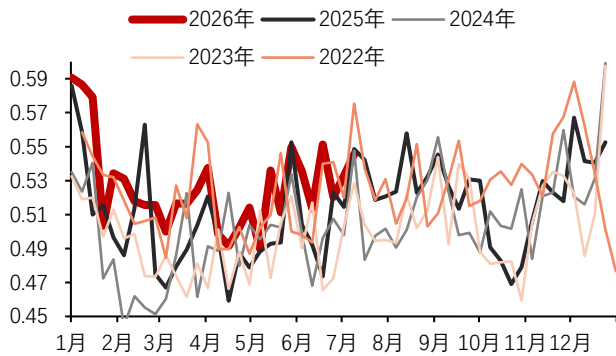
图 14：美国柴油发货-到货 | 单位：千桶/日



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

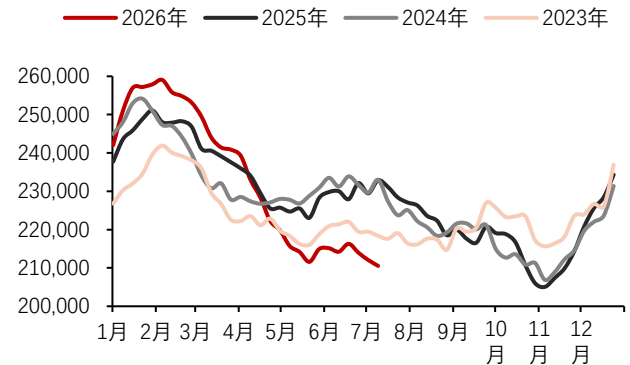
6 月中旬及 7 月中旬，乌克兰进一步袭击俄罗斯炼厂，导致俄罗斯柴油发运量进一步下降，海外柴油维持紧张局面，美国炼厂继续维持高“柴汽比”，美国炼厂保证柴油生产，生产汽油上限有限，叠加夏季美汽油消费旺季，带动美国汽油裂解价差持续走高，美国芳烃组分紧张，韩国至美国纯苯套利价差进一步走高。8 月份韩国纯苯进一步分流至美国，下调中国纯苯进口预期。而中国纯苯开工率下降至历史低位，主流供应商盛虹检修，国内外供应进一步收紧，纯苯港口库存下降至历史低位，纯苯维持低库存现实，且 8 月仍有进一步去库预期，库存偏干，叠加高基差，表现仍偏强。但仍需关注下游负反馈，下游加权开工低位。

图 15：美国生产柴汽比 | 单位：无



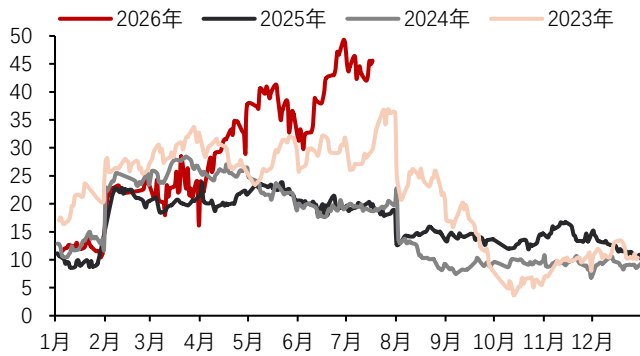
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 16：美国汽油总库存 | 单位：千桶



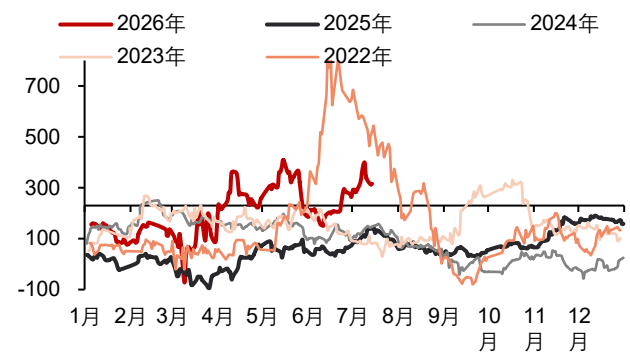
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 17：美 RB0B-brent | 单位：美元/桶



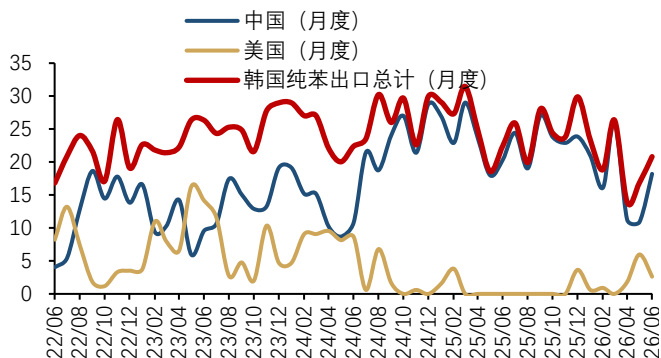
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 18：纯苯 FOB 美湾-FOB 韩国 | 单位：美元/吨



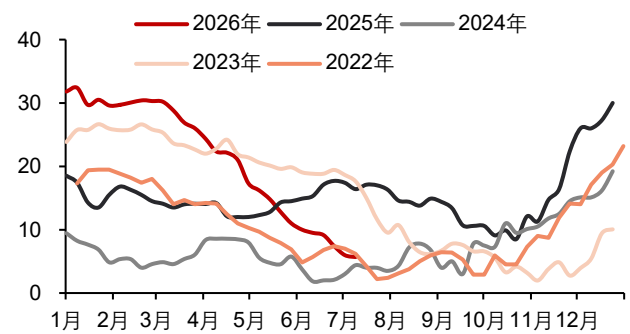
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19：韩国纯苯出口至中国及美国 | 单位：万吨/月



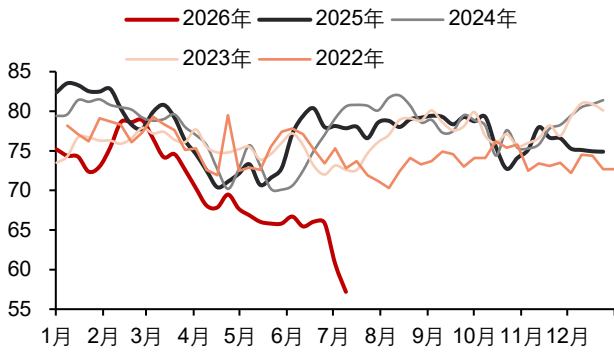
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 20：纯苯华东港口库存 | 单位：万吨



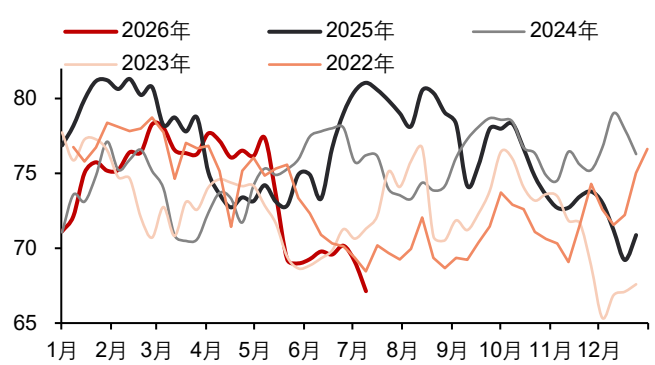
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 21：中国纯苯开工率 | 单位：%



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

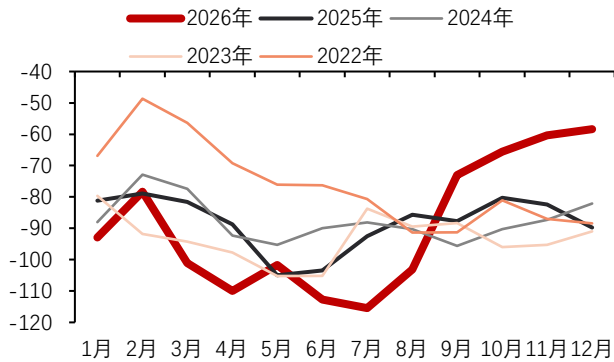
图 22：纯苯下游加权开工 | 单位：%



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

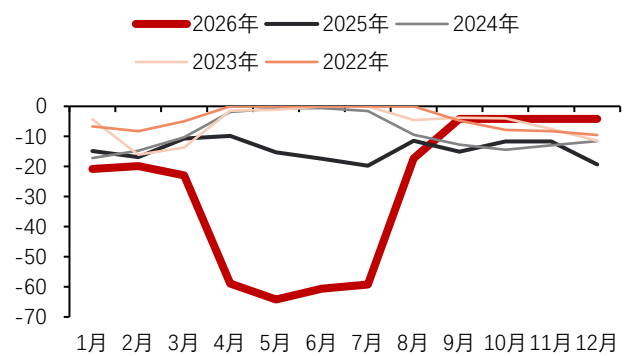
EG 港口去库延续，估值快速修复

图 23：中国 EG 月度检修量（乘-1） | 单位：万吨/月



数据来源：CCF 华泰期货研究院

图 24：海外 EG 月度检修量（乘-1） | 单位：万吨/月



数据来源：CCF 华泰期货研究院

国内供应 8 月仍是检修集中期，而海外沙特及伊朗装置复工不及预期，中国进口预期进一步下调，国内外供应持续低位背景下，EG 港口库存已下降至 5 年期低位，港口库存绝对值偏低，叠加 8 月仍有去库预期，驱动仍强。但仍需关注美伊冲突动向，EG 交易习惯经常在去库驱动 VS 煤制高利润估值之间摇摆，地缘冲突下倾向于前者。

图 25：EG 港口库存 | 单位：万吨

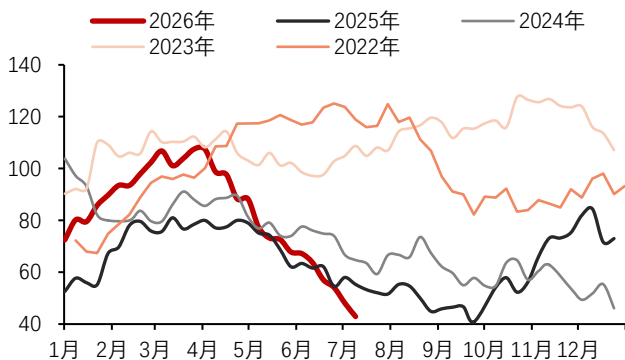
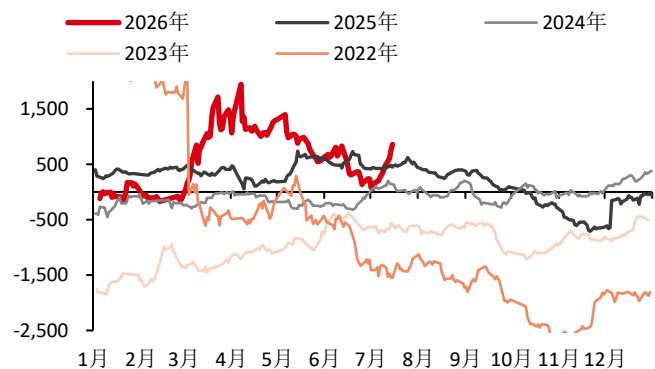


图 26：煤制 EG 生产利润 | 单位：元/吨

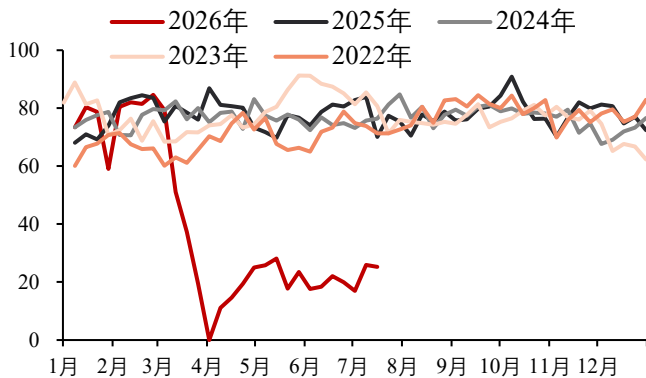


数据来源: CCF 华泰期货研究院

数据来源: CCF Wind 华泰期货研究院

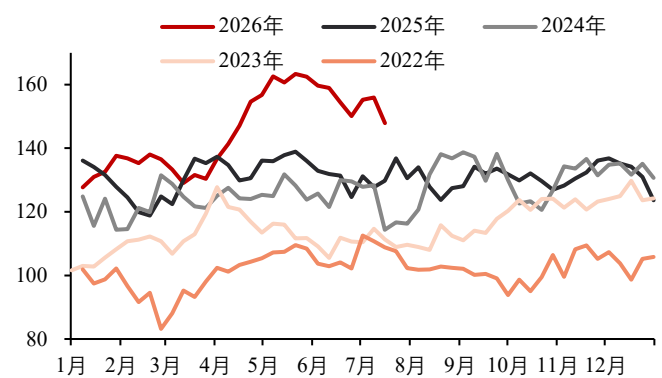
丙烷边际好转, PP 社会库存维持低位, 基差等待进一步修复

图 27: 沙特、卡塔尔、伊朗、阿联酋 LPG 发货 | 单位: 万吨



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

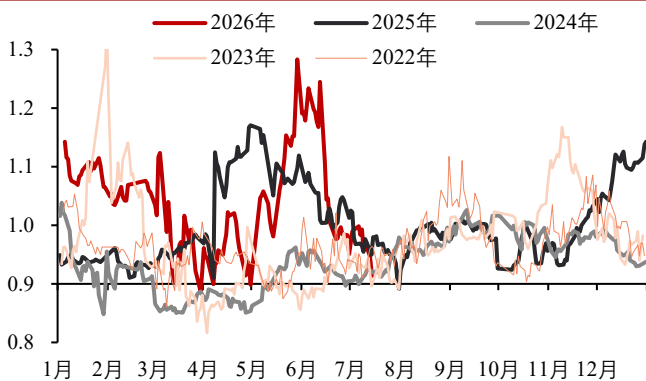
图 28: 美国 LPG 周度发货量 | 单位: 万吨



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

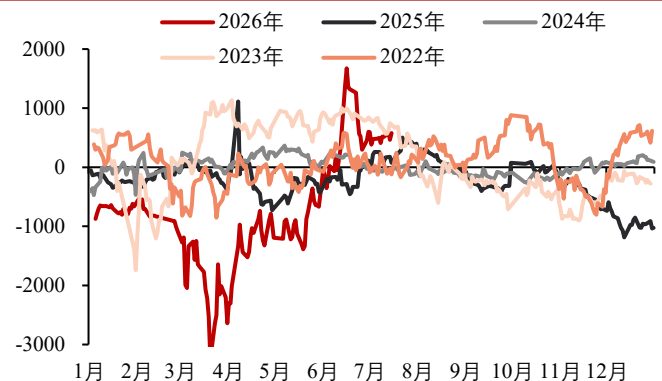
PP 目前的矛盾仍在于 09 合约深贴水, 基差如修复的问题。目前 PP 社会库存低位, 产业链库存偏干, 有 09 期货合约往现货价格修复的动能; 但同时由于 PDH 利润持续而估值偏高, 市场亦有声音认为现货补跌可能仍存。关于后者的观点, 核心在于本轮能化品 PP 及丙烷上涨过程中, 丙烷并未有更大幅度上涨, 相对 PP 表现偏弱, 因此后续丙烷的分析更为关键。从供应端看, 中东 LPG 发运回升的速率或较此前放缓, 自从 7 月中旬海峡再度封锁后, 而美国 LPG 发运量亦较前期高点有所回落, 因此丙烷供应确实在回落。而需求方面的关键变量在于乙烯裂解装置在石脑油以及 LPG 之间的切换, 由于石脑油再度二次上涨后, 丙烷/石脑油比价已足够低, 裂解装置有可能切换回更多的 LPG 进料, 丙烷供需或迎来边际改善。丙烷未进一步边际转宽松背景下, 中国 PDH 制 PP 开工进一步回升空间或仍有限, 叠加油制 PP 开工回升逻辑中断, PP 库存拐点或延后至 8-9 月, 基差修复的方式为期货往现货修复可能更大。

图 29: 丙烷 CFR 华东/石脑油 CFR 日本 | 单位: 无



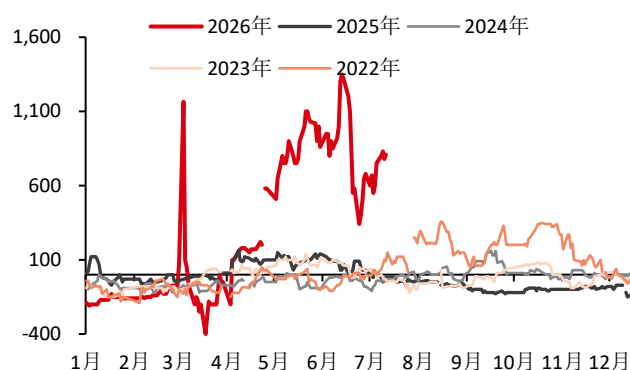
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: PDH 制 PP 生产利润 | 单位: 元/吨



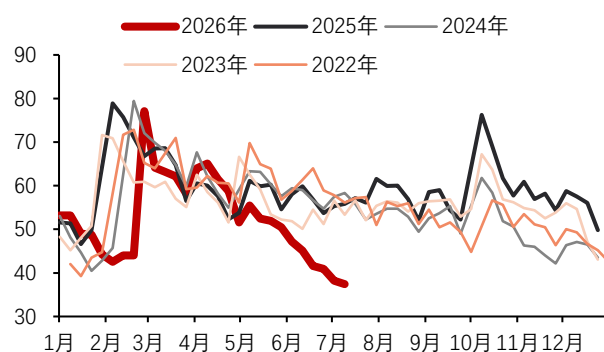
数据来源: 隆众资讯 Wind 华泰期货研究院

图 31: PP 华东主力合约基差 | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

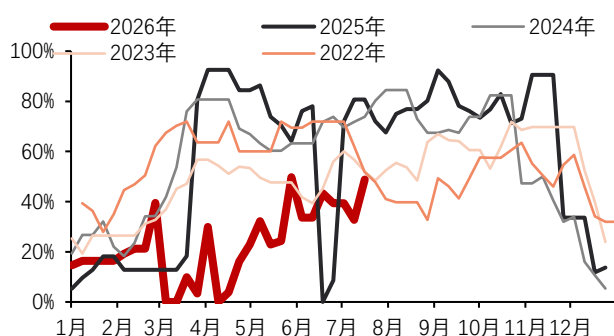
图 32: PP 样本社会库存 (贸易商+港口+两油+煤化工) | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院

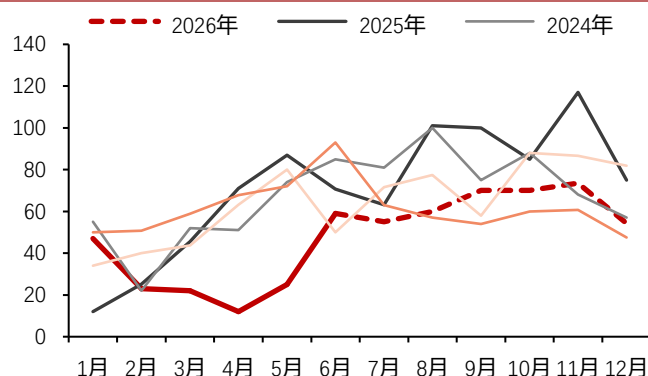
甲醇短期到港集中, 预期库存拐点出现更早, 但地缘溢价仍存

图 33: 伊朗甲醇装置开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院

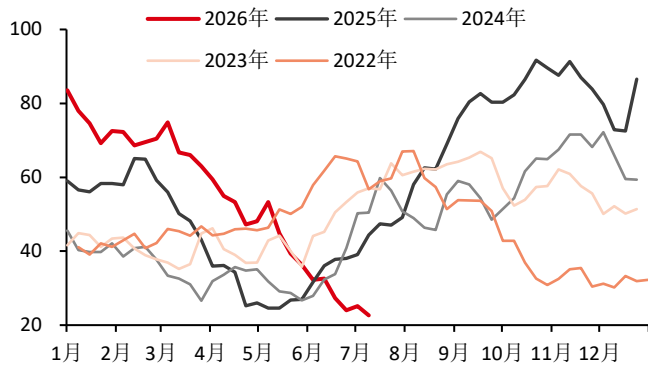
图 34: 伊朗甲醇装船 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院

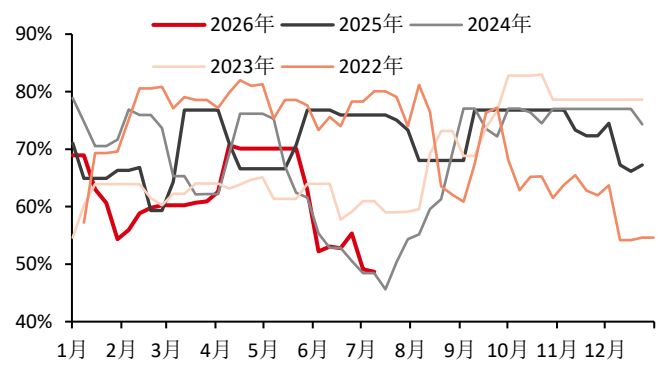
伊朗甲醇装置进入 6 月份整体开工有所抬升, 且前期浮仓库存积压, 6 月下旬伊朗甲醇装运量快速上升, 7 月中国甲醇进口大幅回升是市场预期库存拐点的主要驱动, 但由于台风天气导致卸港延后, 预期 7 月下旬至 8 月上旬逐步兑现港口累库拐点, 且叠加下游外购甲醇的 MTO 装置进一步集中检修, 供增需减, 且 09 合约甲醇基差已大幅回落至负基差结构, 因此理论上短期 09 甲醇合约在化工板块排序驱动偏弱, 但上述分析仅建立在短期 7-8 月短期供需驱动及基差结构的分析之上, 仍谨防地缘溢价对甲醇整体价格的带动, 美伊冲突进一步加剧, 亦不能排除伊朗甲醇装置重新停车, 把 9-10 月进口重新往下压的可能性。

图 35：江苏甲醇港口库存 | 单位：无



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 36：外购甲醇的 MT0 装置开工率 | 单位：%



数据来源：卓创资讯 隆众资讯 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com