

原油又被“炸”上去

市场一致偏空的化工品何去何从？

能源化工团队
信达期货研究中心
2020年1月7日



观点和策略总结:

- 伊朗事件对化工品影响从大到小：甲醇、乙二醇、塑料、PTA、PP、PVC。
- 观点总结：
 - 原油：即使中东爆发战争，油价不一定会持续上涨；原油市场基本面不支撑油价出现趋势性上涨；
 - 燃料油：限硫令下高硫燃料油供需再平衡，一季度偏空运行；
 - 沥青：中东风险若解除，一季度可进行多BU2006空FU2005对冲操作。
 - 甲醇：做空05合约（2000-2350）或者5-9反套机会；
 - PTA：单边做空完全看原油能否下跌；5-9反套确定性大（0至-200）；
 - 乙二醇：3月份之前，做空行业利润或者反套；3月份以后，关注投产不及预期的正套行情。
 - 聚烯烃：多L空PP, PP5-9反套。



能源品解读

原油、燃料油、沥青

美军袭杀伊朗名将，中东地缘风险急剧升温

➤ 美伊间“苏莱曼尼”事件进展

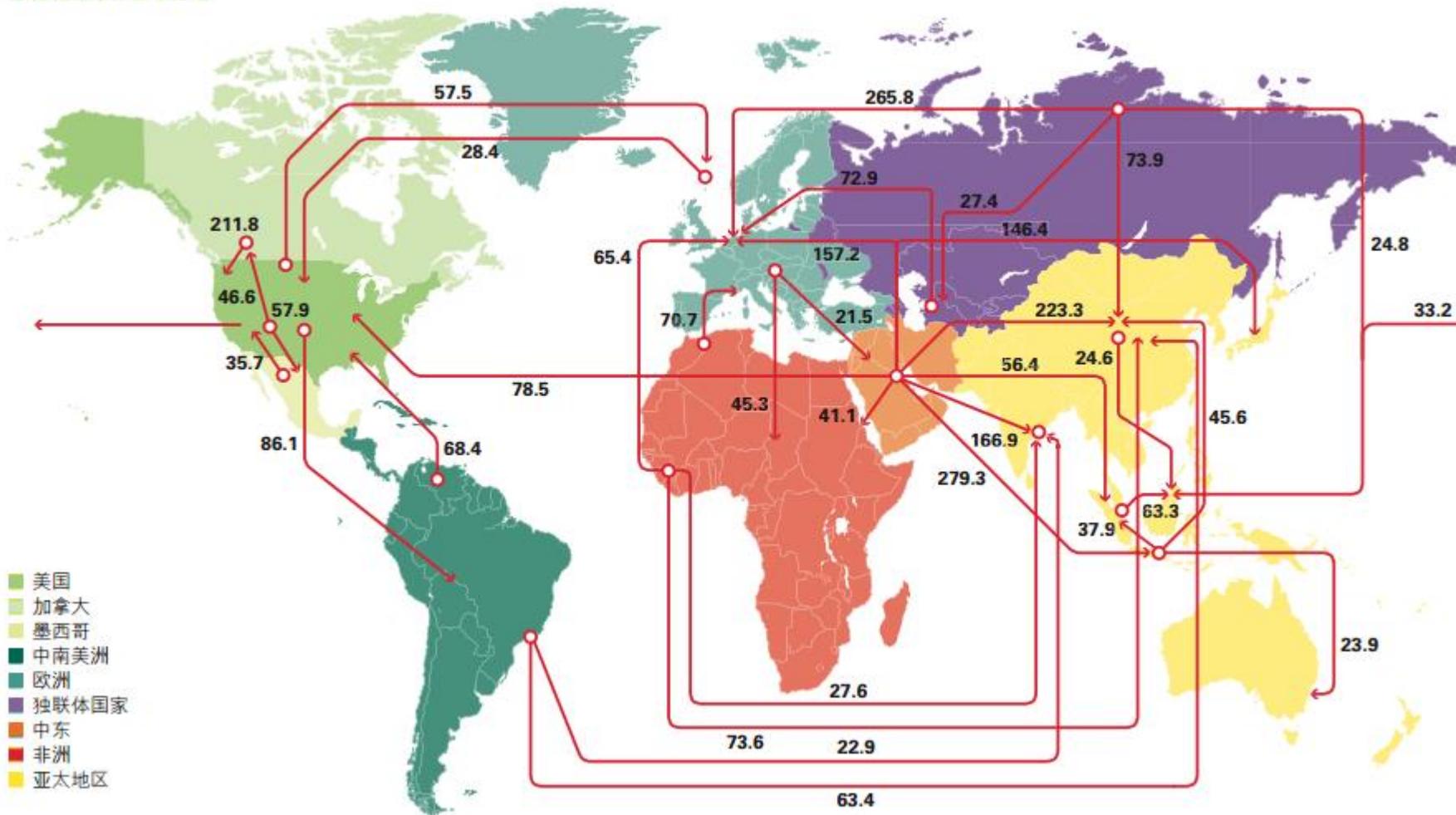
- 1月3日：美国对伊朗2号人物苏莱曼尼进行斩首行动
- 1月4日：美国政府网站遭遇黑客袭击；美军驻伊拉克基地及大使馆外爆炸声不断。
- 1月5日：伊朗决定减少履行伊核协议第五阶段，不拒绝与美国在“5+1”框架内谈判
- 1月6日：伊朗表示无意与美国进行战争，悬赏8000万美元刺杀特朗普。

Date	Missile Strike	Location	Stocks**		Gold		Oil	
			1-Day	5-Day	1-Day	5-Day	1-Day	5-Day
1/17/1993	Operation Southern Watch	Iraq	0.2%	1.1%	0.3%	0.5%	-0.2%	-1.1%
6/26/1993	Operation Southern Watch	Iraq	0.9%	-0.5%	-0.5%	2.3%	0.3%	-4.7%
9/10/1995	Operation Deliberate Force	Bosnia	0.5%	0.4%	0.3%	0.9%	0.2%	2.6%
9/3/1996	Operation Desert Strike	Southern Iraq	0.0%	0.9%	-0.2%	-1.0%	5.2%	6.7%
8/20/1998	Operation Infinite Reach	Afghanistan & Sudan	-0.5%	-6.5%	0.6%	-0.5%	3.3%	1.6%
12/16/1998	Operation Desert Fox	Iraq	0.3%	4.9%	0.7%	-1.8%	7.2%	-3.7%
3/24/1999	Operation Allied Force	Serbia & Montenegro	-0.3%	1.5%	-0.2%	-1.2%	-1.1%	8.3%
3/3/2008	Dobley Airstrike - Horn of Africa	Somalia	-1.1%	-4.7%	0.9%	-0.1%	0.6%	3.3%
12/17/2009	US Involvement Denied	Yemen	-1.8%	0.5%	-2.5%	-3.7%	0.0%	5.5%
3/19/2011	Operation Odyssey Dawn	Libya	1.5%	2.8%	0.7%	0.7%	2.0%	4.3%
9/22/2014	Operation Inherent Resolve	Syria	-0.9%	-2.4%	0.1%	-0.1%	-0.9%	2.1%
10/12/2016	Response to Attack on US Navy Vessels	Yemen	-0.3%	0.4%	-0.2%	0.6%	-1.2%	-1.0%
4/6/2017	Shayrat Airbase Missile Strike	Syria	0.0%	-0.7%	0.4%	2.4%	1.1%	3.8%
4/14/2018	Response to Douma Chemical Attack	Syria	0.4%	0.2%	0.2%	-0.7%	-1.7%	1.5%
Average			-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	1.0%	2.1%
Percentage of Negative Moves			57%	36%	36%	57%	43%	29%

美伊对峙变为美国、伊朗、伊拉克博弈，背后有更多势力参与

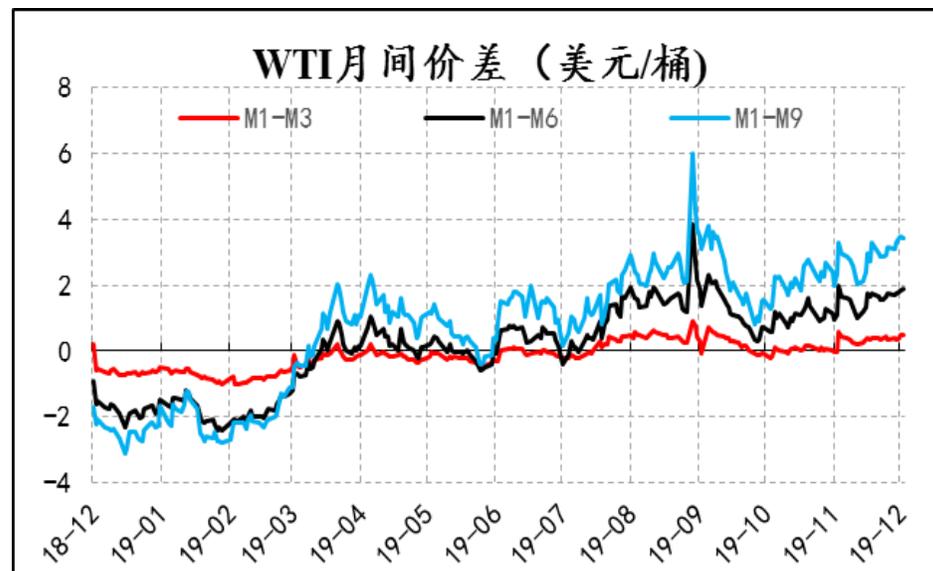
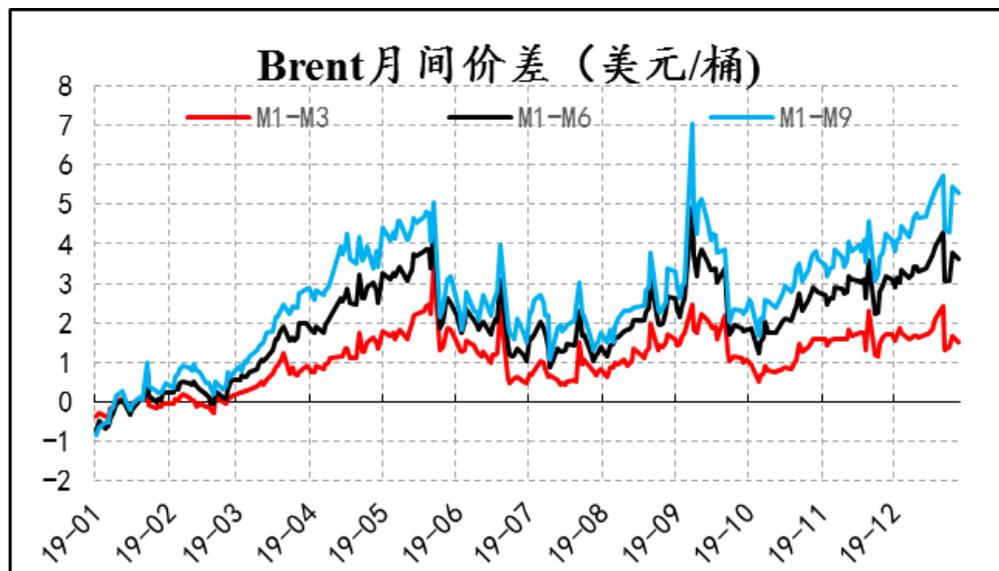
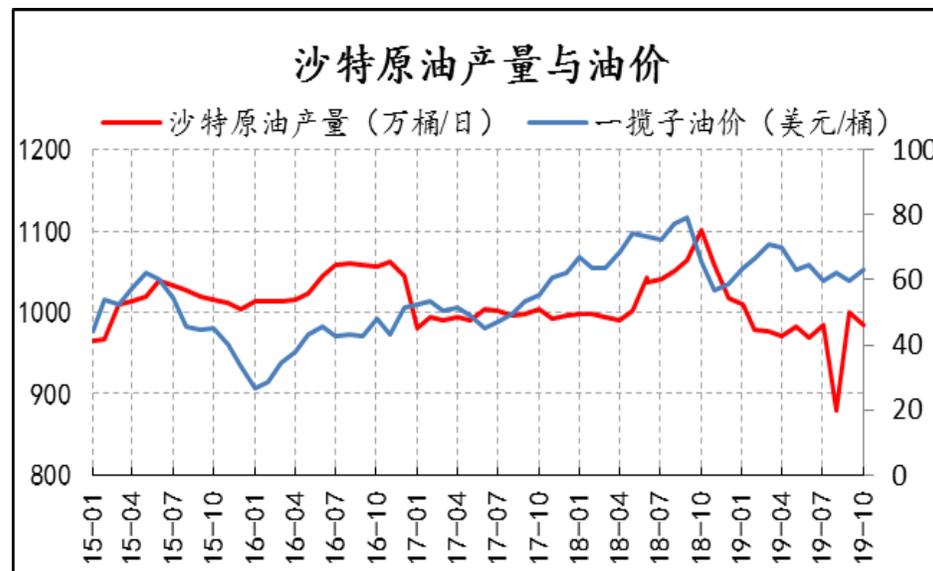
➤ 引发原油市场潜在风险：伊朗、伊拉克、沙特等中东产油国断供；霍尔木兹海峡被封锁

2018年石油主要贸易流向
全球贸易流向(单位:百万吨)



对标：2019年9月沙特重要石油设施遇袭事件

➤ 沙特约570万桶/日的产能短暂中断，国际油价跳涨，Brent月差跟随单边大幅波动，WTI表现稍逊。



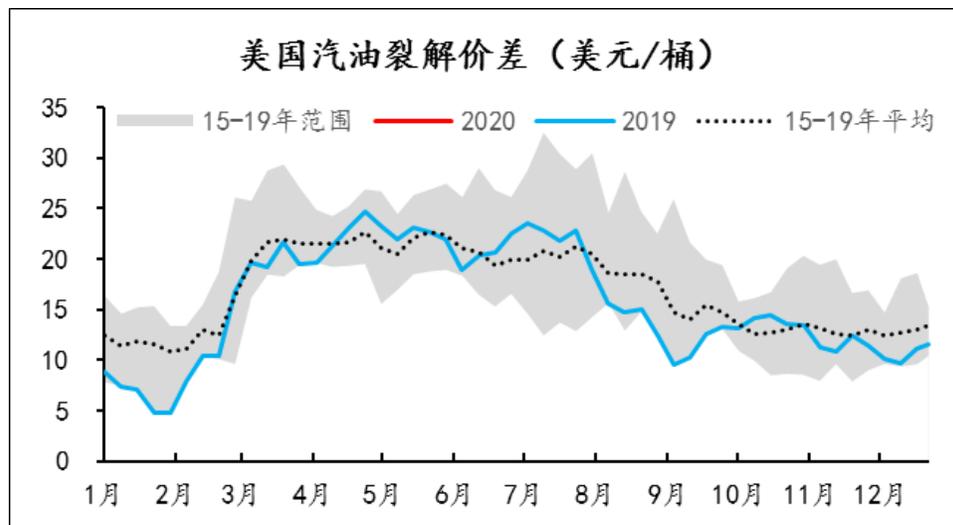
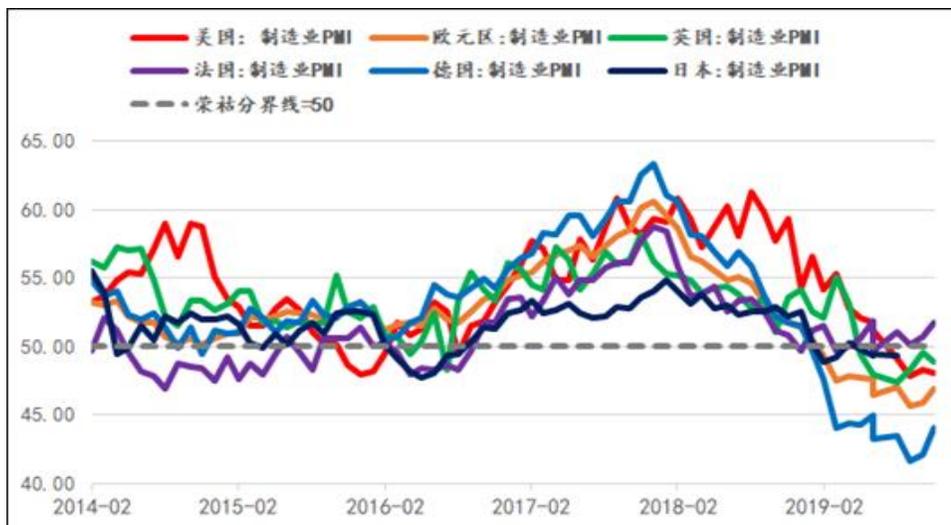
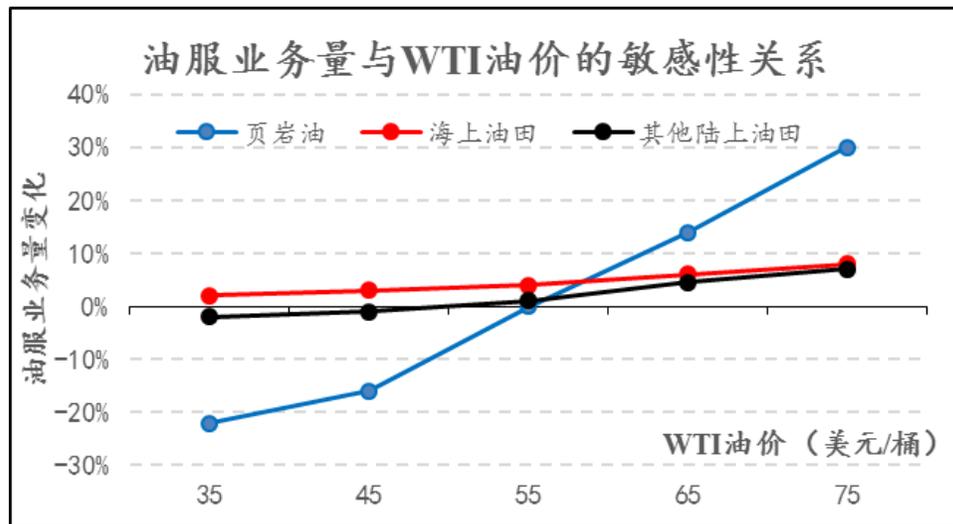
假如中东爆发战争，油价一定会上涨吗？从历史上看，不一定

➤ 当全球原油库存处于低位，供需缺口趋于扩大时，中东地区战乱会导致油价出现趋势性上涨。

战争名称	开始时间	后1个月	后3个月	后半年	后1年	后3年
<u>第四次中东战争</u> (赎罪日战争)	1973年10月	1.17%	101.54%	117.14%	127.54%	141.80%
<u>伊朗政变</u>	1978年12月	4.98%	4.98%	41.65%	88.95%	150.73%
两伊战争 (第一次波斯湾战争)	1980年9月	0.00%	5.66%	5.01%	6.66%	-5.92%
第五次中东战争 (黎巴嫩战争)	1982年6月	-3.98%	0.92%	-8.26%	-4.13%	-17.89%
海湾战争	1990年8月	45.16%	13.27%	-29.91%	-18.40%	-32.95%
<u>伊拉克战争</u> (第二次海湾战争)	2003年3月	-16.88%	-2.74%	-5.93%	15.21%	114.66%
叙利亚内战	2011年3月	6.76%	-10.59%	-25.79%	-3.47%	-4.82%
伊拉克内战	2014年1月	5.23%	2.31%	0.70%	-50.52%	-45.83%
也门内战	2015年1月	3.15%	23.61%	-2.32%	-30.31%	/

当下原油市场基本面不支撑油价出现趋势性上涨

➤ OPEC+处于减产状态，闲置产能回升；美国页岩油供给弹性；终端需求未有明显起色，炼厂利润压缩。



2020年原油展望：偏弱格局，趋势性行情难觅

- 新一轮减产前景存忧；美国页岩油存在韧性；海上油田产能陆续投放。
- 全球炼厂炼油利润不佳，大炼化投产后开工率难以保持高位。
- 2020年油价高点或有望出现在一季度，此后油价重心会逐步下移，预计Brent区间55-70美元/桶，WTI区间50-65美元/桶，SC区间400-510元/桶。

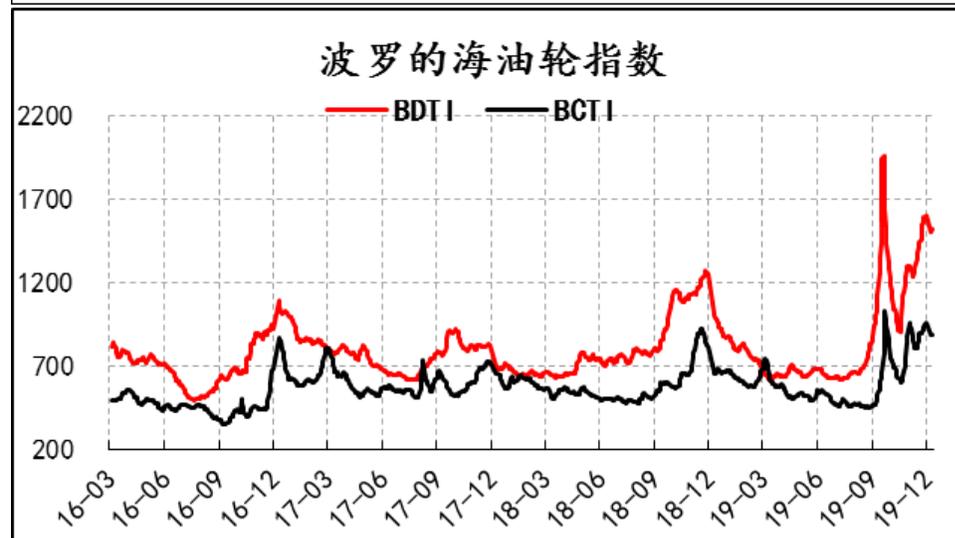
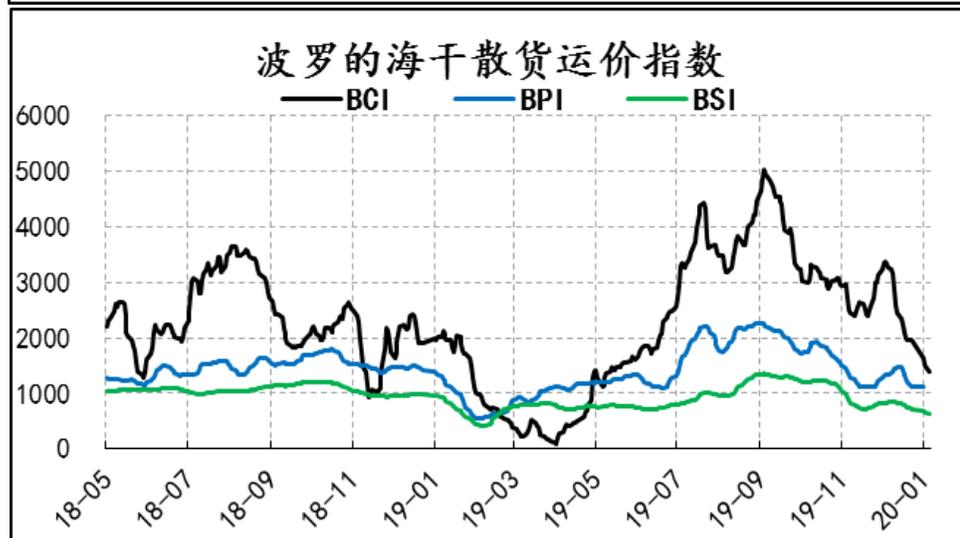
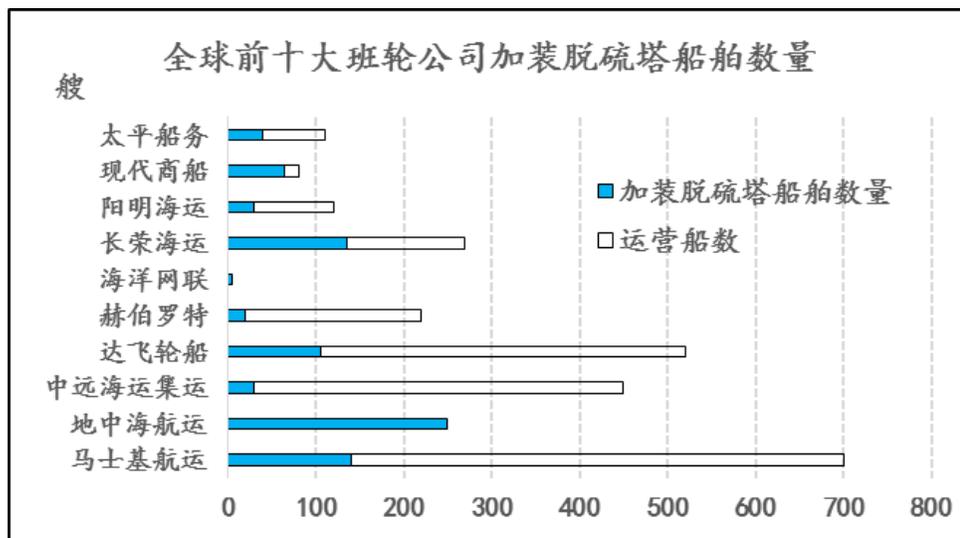
	2019					2020					y/y change		
	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2019	2020
需求	98.82	98.76	98.76	100.69	100.95	99.79	99.78	99.79	101.78	102.12	100.87	0.97	1.08
OECD	47.93	47.65	47.26	48.44	48.44	47.95	47.73	47.31	48.51	48.51	48.02	0.02	0.07
非OECD	50.89	51.11	51.50	52.25	52.51	51.84	52.05	52.48	53.27	53.61	52.85	0.95	1.01
供给	99.10	99.08	98.60	98.35	99.71	98.94	99.69	100.36	101.36	102.29	100.93	-0.16	1.99
非OPEC	62.47	63.80	63.81	64.25	65.31	64.29	65.82	66.09	67.03	67.81	66.69	1.82	2.40
OPEC凝析液	4.76	4.80	4.82	4.71	4.86	4.80	4.83	4.83	4.83	4.83	4.83	0.04	0.03
OPEC原油	31.86	30.48	29.97	29.39	29.54	29.85	29.04	29.44	29.50	29.65	29.41	-2.02	-0.44
库存变动	0.28	0.32	-0.16	-2.34	-1.24	-0.85	-0.09	0.57	-0.42	0.17	0.06	-	-

燃料油：价格没变，钱没了，高硫燃料油悲观预期逐步兑现



燃料油：限硫令下高硫燃料油供需再平衡，一季度偏空运行

- 一季度高硫燃料油供需最为宽松，二三季度因炼厂检修以及需求的恢复（脱硫塔、发电厂）而明显改善，四季度供需宽松压力或再度出现。



燃料油：出口退税政策呼之欲出，高低硫价差收窄会对高硫油形成压制

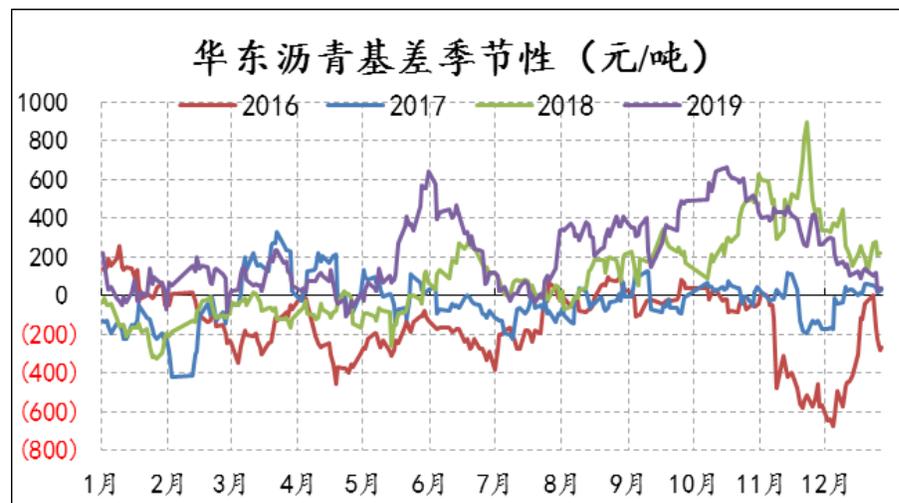
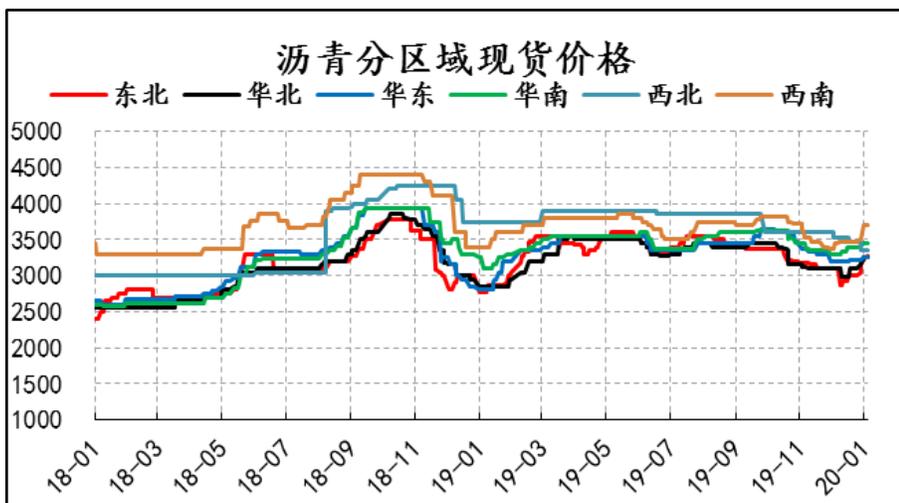
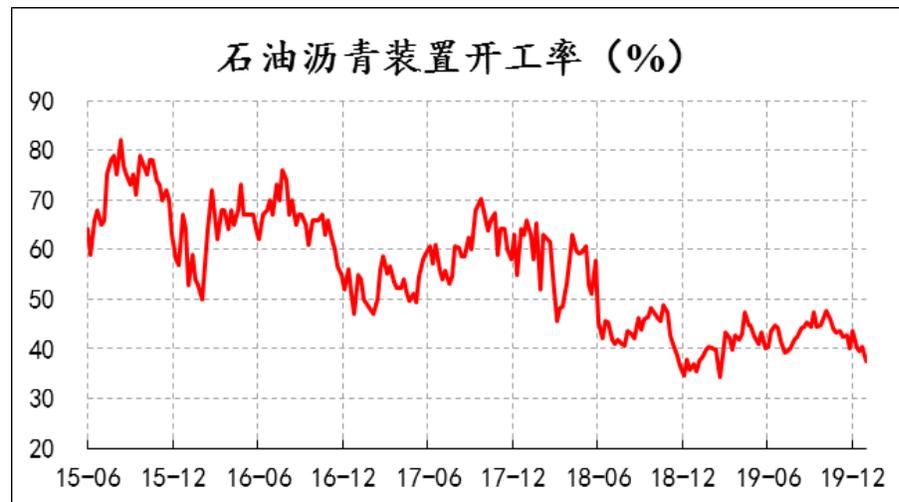
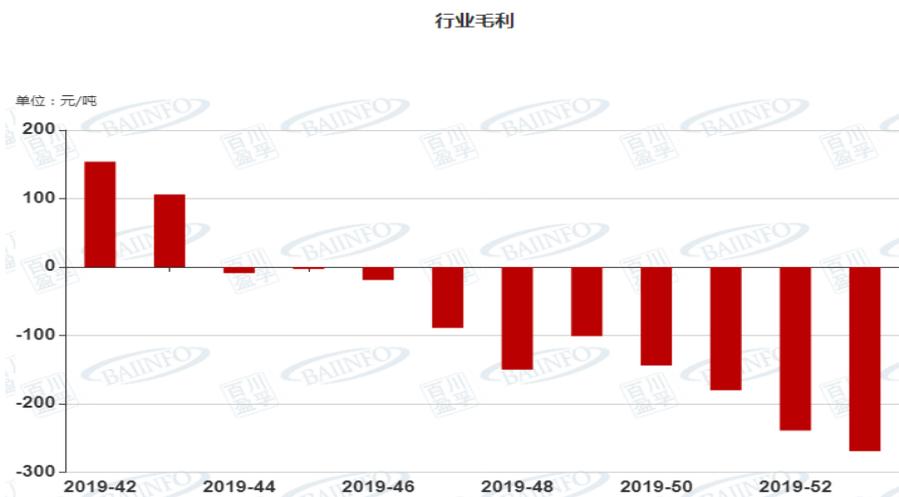
- 2019年中国保税船燃需求量1200万吨，中石化、中石油、中海油和中化规划2020年低硫燃料油产能1815万吨，出口退税政策是实现低硫燃料油边际增量的关键。

石油企业	炼厂	供应量（万吨/年）	供应量（万桶/日）
中石化	天津炼化、齐鲁石化、青岛石化、金陵石化、上海石化、镇海炼化、茂名石化、湛江东兴、海南炼化、中科炼化	1000	17.4
中石油	辽河石化、大连石化、广西石化等	400	7
中海油	惠州炼化等	360	6.3
中化	泉州石化	55	1
总计		1815	31.6

脱硫塔费用（中大型船舶）	成本回收期	
	高低硫价差200美元/吨	高低硫价差300美元/吨
脱硫塔设备 200万美元 改造及安装费用 180-250万 零运	油轮：VLCC（1年内）、苏伊士型（1.4年）、阿芙拉型（2年）	油轮：VLCC、苏伊士型、阿芙拉型均能在1年内回本
	散货船：好望角型（1.6年）、卡尔萨姆型（3.2年）、超灵便型（3.8年）	散货船：好望角型（1年）、卡尔萨姆型（2年）、超灵便型（2年）

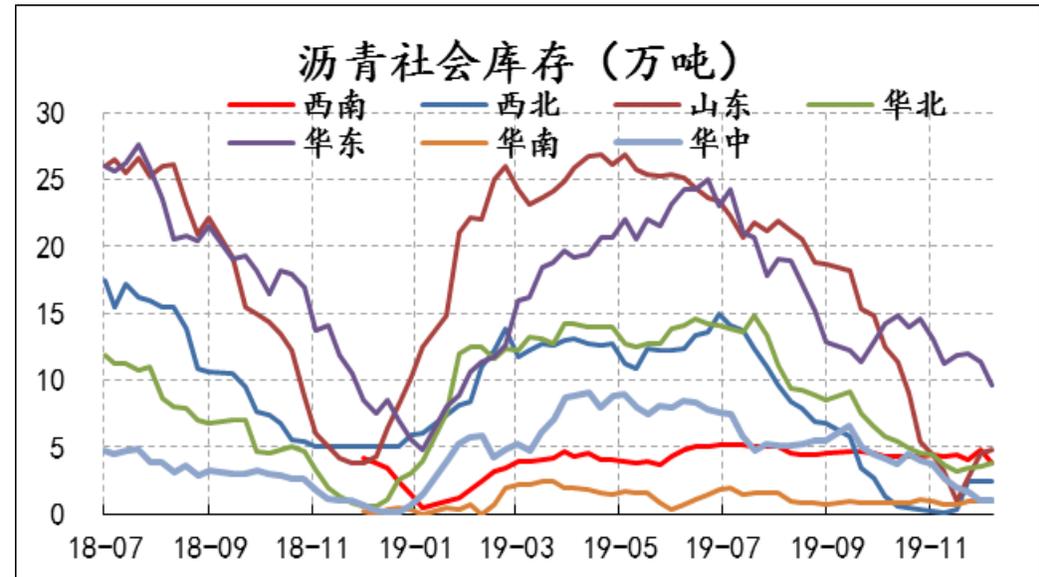
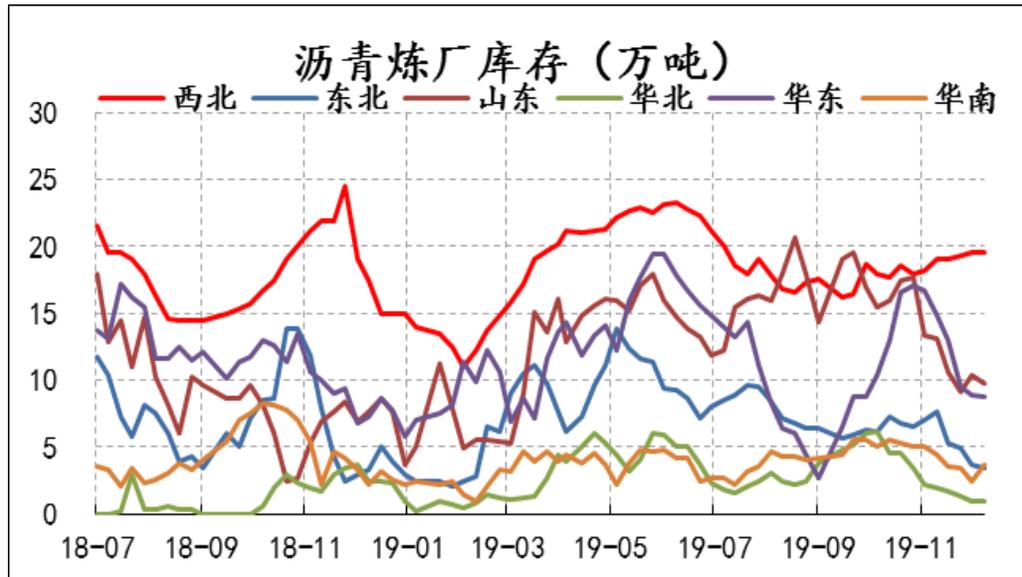
沥青：炼厂生产利润亏损显著，开工率下滑，炼厂惜售心理增强

- 沥青核心上涨逻辑在于供给端，2019年下半年炼厂生产利润亏损持续扩大，炼厂和社会库存低位情况下，开工下滑导致现货流通量减少，现货价格坚挺，期价上涨修复基差。



沥青：短期看点在于冬储，中长期看点在于道路基建和IMO2020限硫令

- 春节前后无用货期，原油是第一风险。炼厂利润修复后，开工率料将增加，库存有累库压力。
- “十三五”规划收官之年，专项债限额提前下达，需求预期较为乐观。
- 大炼化中恒力石化有新增沥青产能，现有沥青产能部分会向低硫船燃倾斜。
- 待原油回调后，一季度仍可进行多BU2006空FU2005对冲操作。



The background of the slide features a city skyline at sunset, with the sun low on the horizon behind several skyscrapers. In the foreground, a road with white lane markings curves into the distance. The image is overlaid with semi-transparent white geometric shapes, including a large triangle on the left and a horizontal bar.

化工品解读

甲醇、乙二醇、PTA、聚烯烃

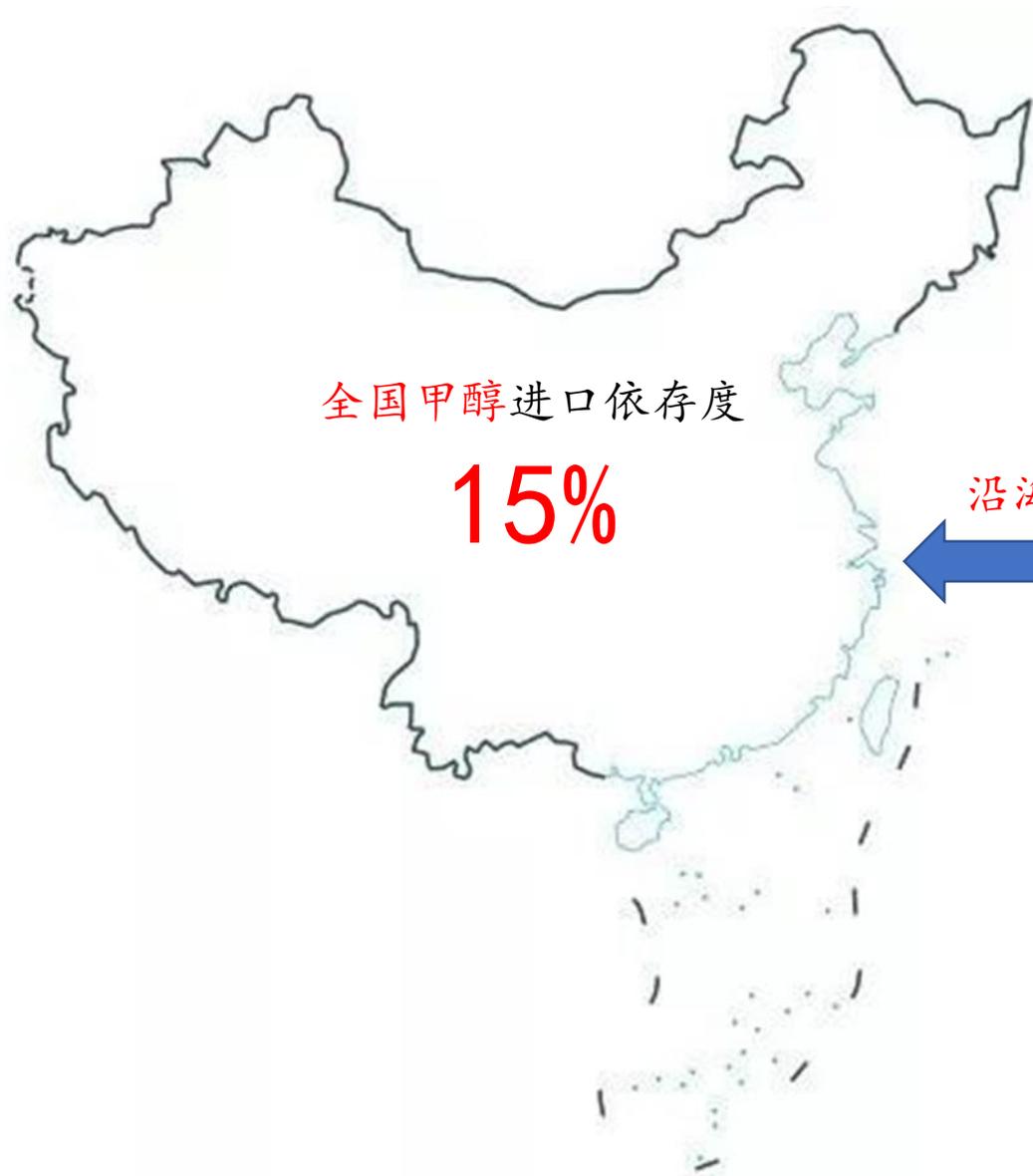
两次中东事件能化品种走势对比

品种	沙特事件 涨幅(%)	两个月后 (%)	本次伊朗事 件涨幅(%)
乙二醇	11	-15	3.3
布油	11	-7	5.1
燃料油	10	-18	10.5
沥青	8	-14	5.7
塑料	7	-8	1.8
甲醇	6	-17	4.4
PTA	5	-12	3.0
PP	4	-6	0.7
PVC	2	-3	-0.1

数据来源：文化财经品种指数，信达期货研发部

- 相同点：
 - 原油、沥青、燃油涨幅居前；其它化工品跟涨。
- 不同点：
 - 在化工品中，上次是乙二醇涨的最欢，这次是甲醇。

甲醇：伊朗是最重要的进口来源国，一旦出口受到影响，甲醇面临严重供需偏紧

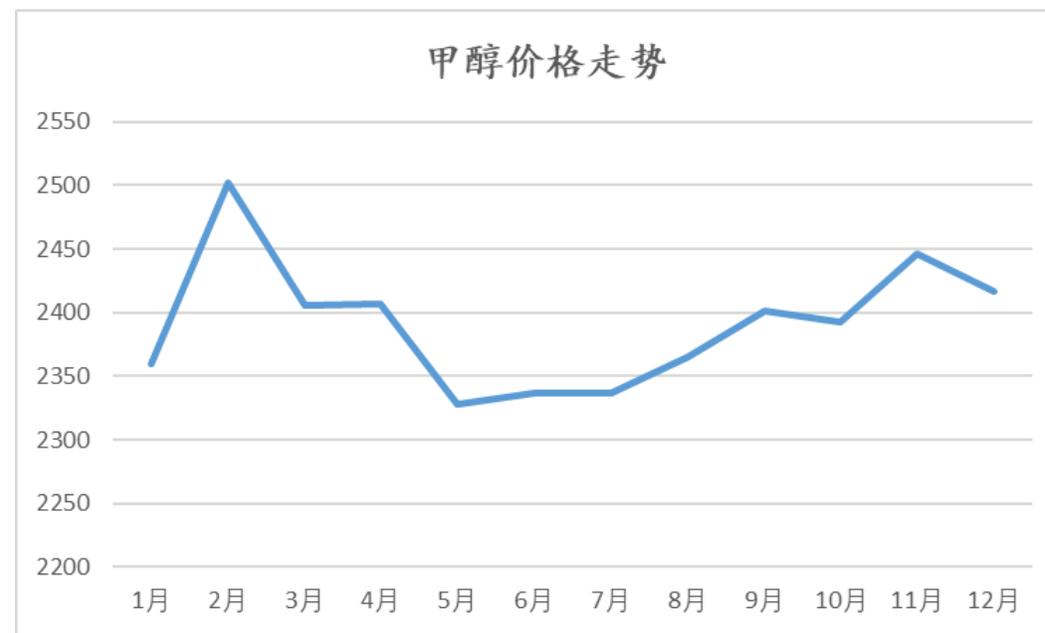
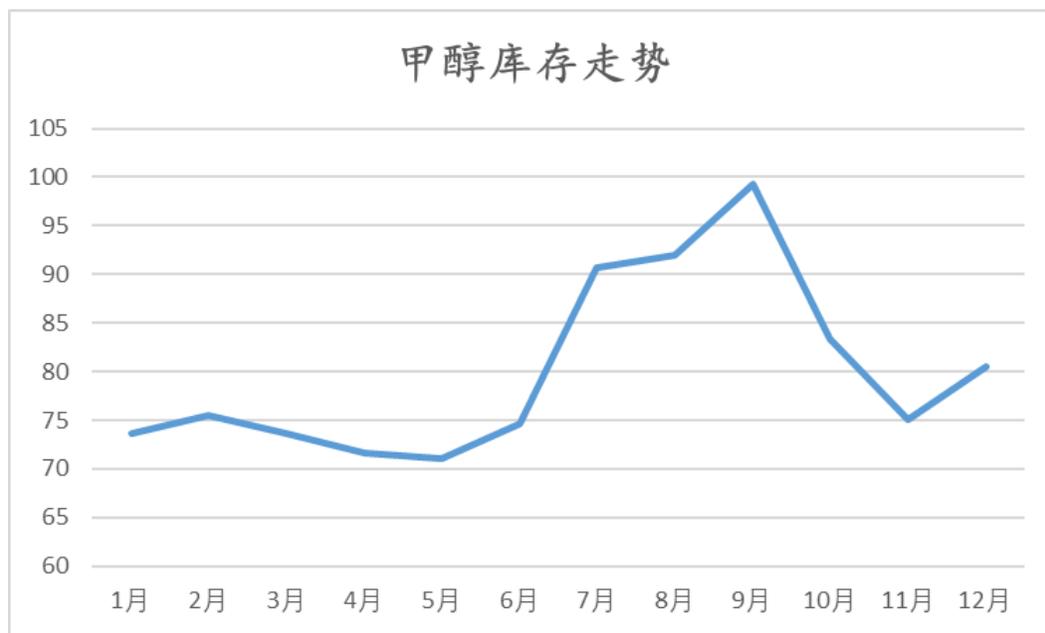


主要进口来源国：

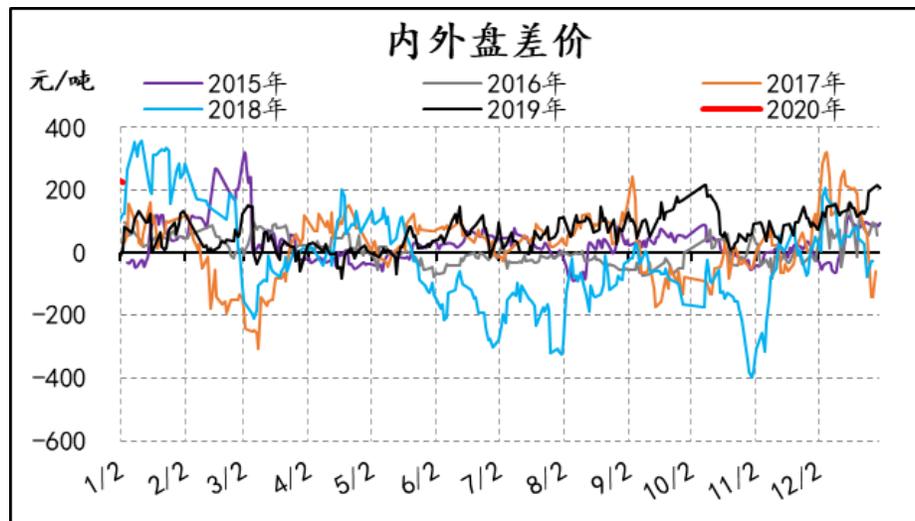
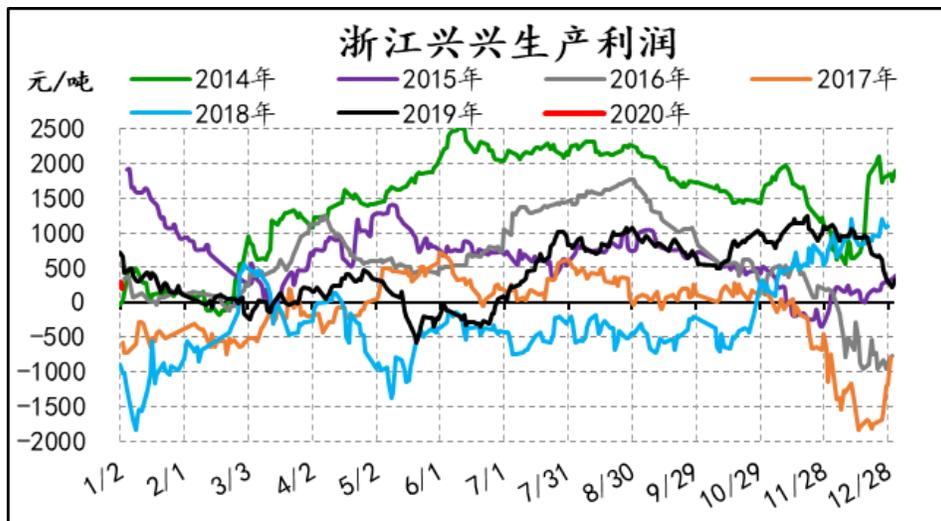
- 伊朗：36%
- 沙特：10.2%
- 阿曼：10.6%

➤ 若事件恶化，原油 + 甲醇自身进口供应受到影响，供需偏紧的情况下，甲醇有望大幅走强。

甲醇：若事件无恶化，重回甲醇供需格局主导；虽然05合约供需无突出矛盾，但价格往往创下低点。

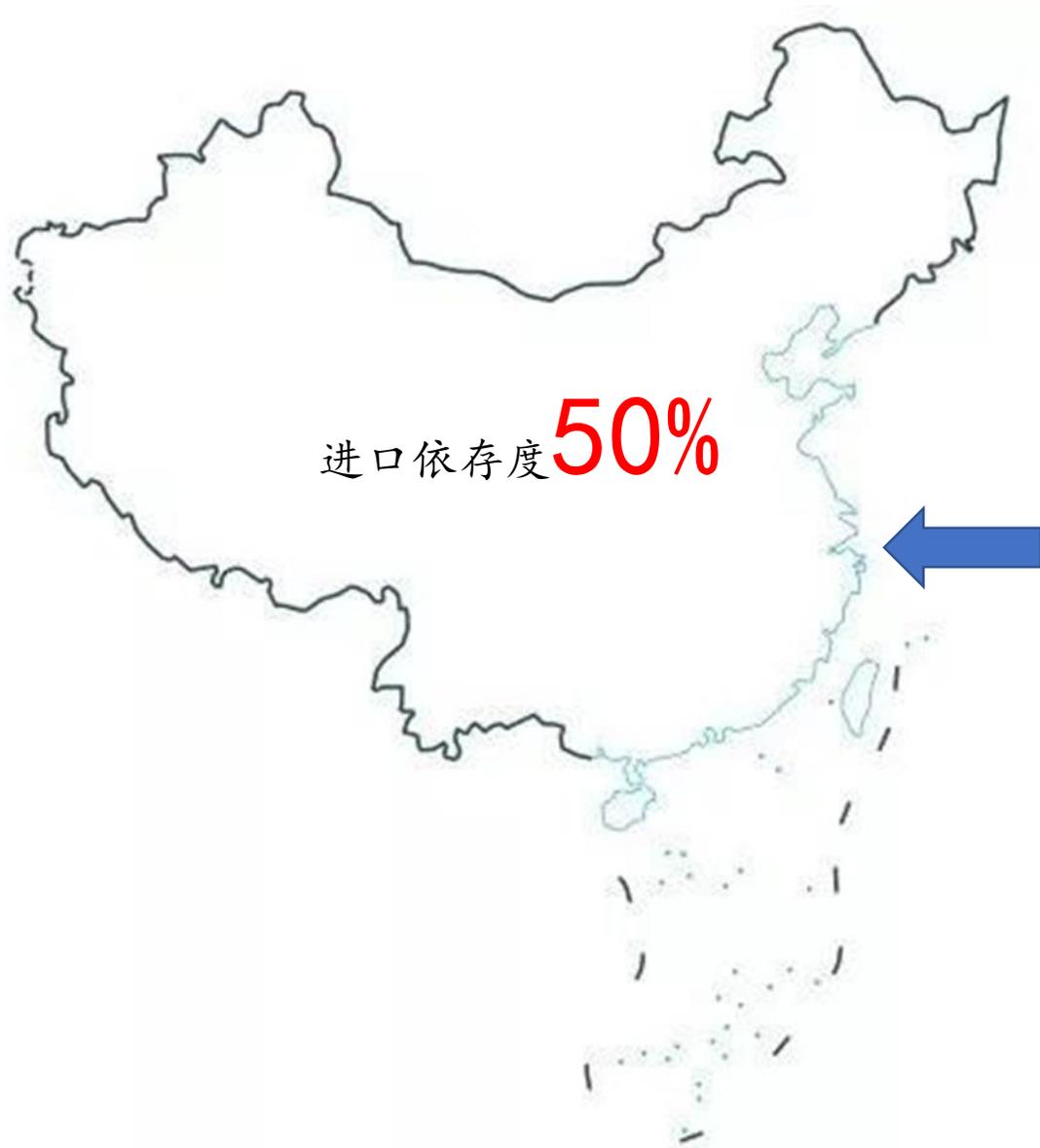


甲醇：上边际，下游烯烃企业利润；下边际，进口和国产成本线。



- 目前甲醇制烯烃企业利润在200附近，可以甲醇上涨幅度约70，折算甲醇05合约阻力位约在2370附近（技术上阻力位在2350附近）；
- 若下跌，进口支撑为在2000附近。
- 风险因素：海外检修超预期

乙二醇：主要进口来源国是沙特，伊朗进口极少



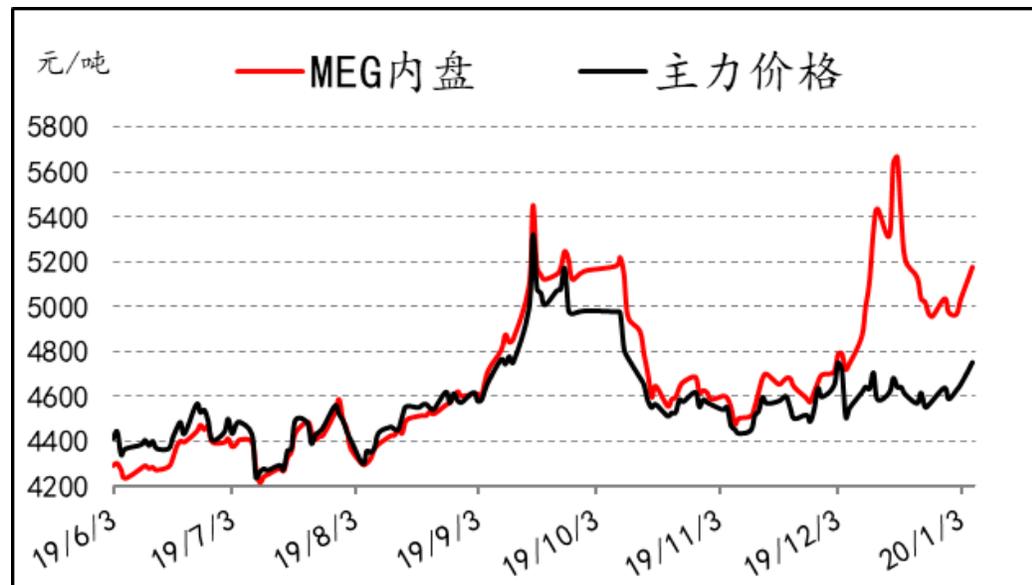
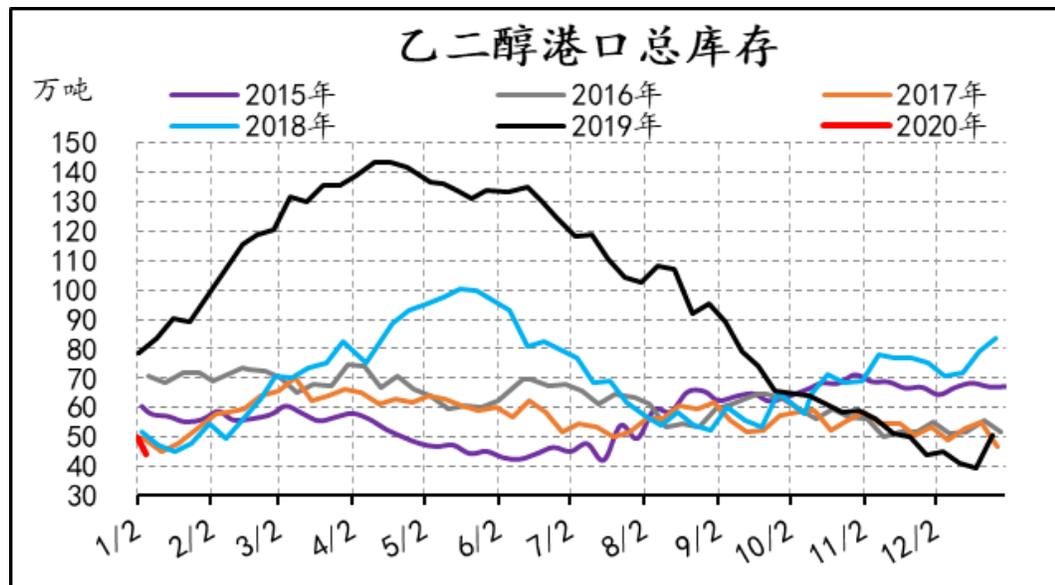
主要进口来源国：

- 沙特：45%
- 伊朗：基本没有
- 其它：新加坡、中国台湾等

影响传导：

- 若不涉及沙特，乙二醇供需影响不大；
- 影响主要体现在成本支撑上；我国沿海、沙特和新加坡等地，乙二醇装置多以原油为原料，原油价格的上涨将导致乙二醇生产成本的抬升，造成价格重心的上移。

乙二醇：强现实和弱预期的博弈并没结束



新装置			
恒力	90	大连	倒开车试运行结束，等待裂解环节开车
浙石化	70	舟山	裂解装置已投产，MEG预计1.10附近试车
新装置			
内蒙古兖矿	40	内蒙古	出料聚酯级MEG，负荷提升中
马来西亚石油	75	马来西亚	目前MEG环节停车中，装置仍在调试中

➤ 市场主流观点做空：

逻辑：装置顺利投产后，供应面临轻微过剩；

风险：投产不顺利，供需偏紧；原油持续偏强。

➤ 个人观点：

3月份之前，做空行业利润或者反套；

3月份以后，关注投产不及预期的正套行情。

PTA：国内自产自销，影响主要体现原油的成本支撑上

完全
自给自足

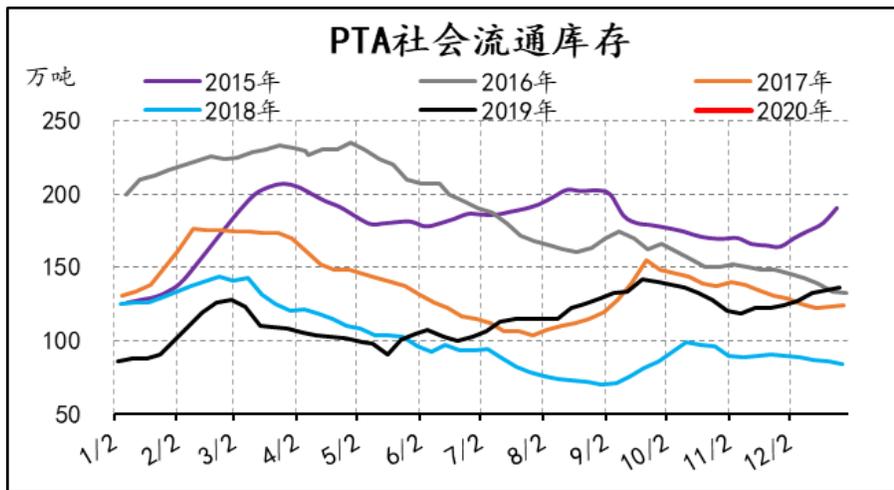


► 影响传导：

事件对PTA最大的影响是原油，因原油是PTA源头（成本端）。

对PTA自身供需无直接影响。

PTA：供应确定过剩，驱动向下，但做空赚的钱不是行业利润，而是押注做空原油

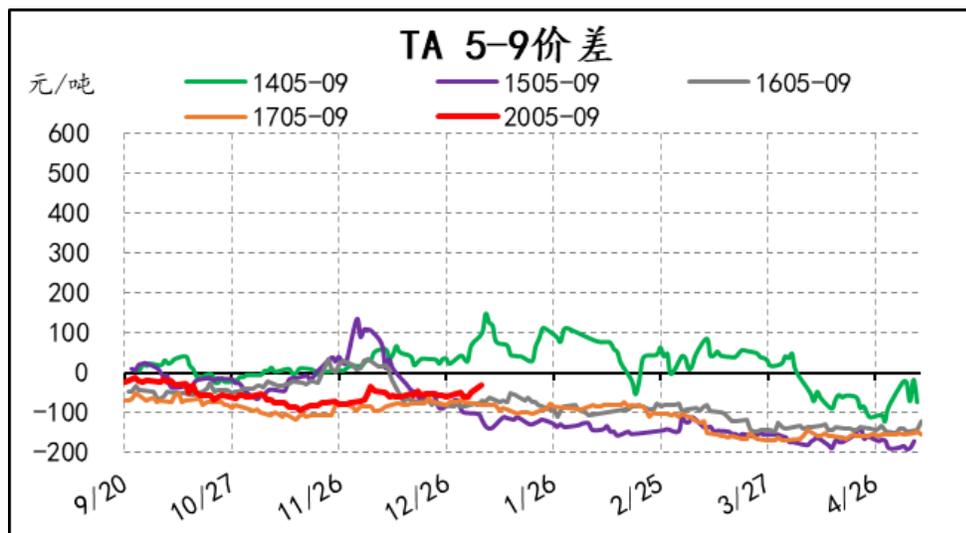
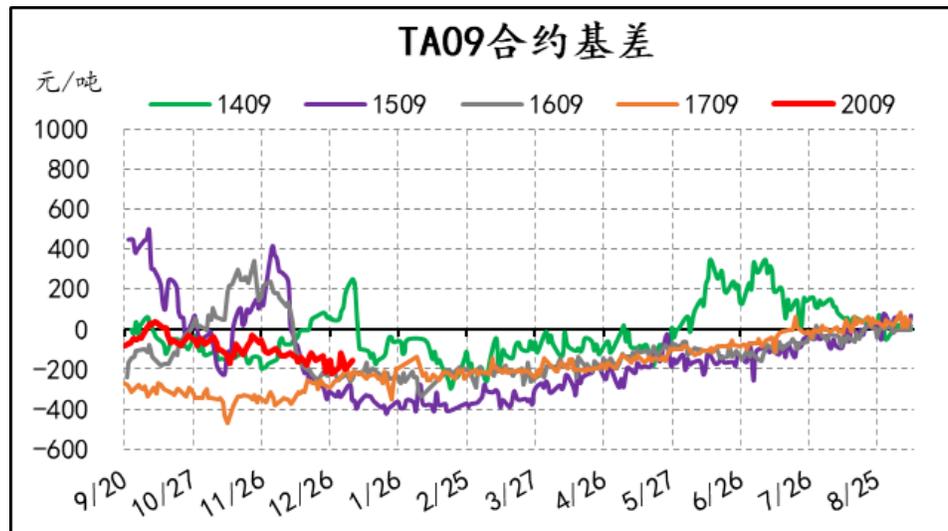
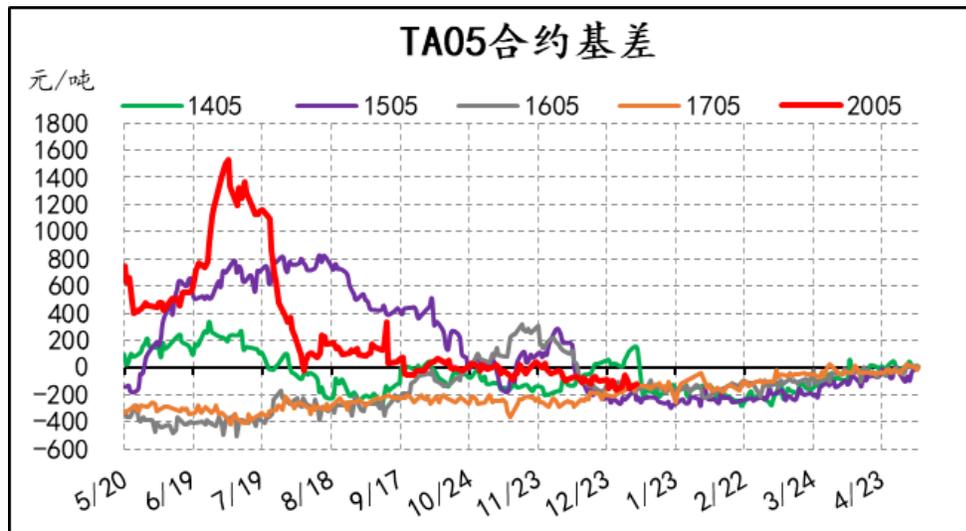


PTA装置投产情况

企业名称	产能(万吨)	地点	投产时间
中泰化学	120	新疆	2020年1月
恒力石化4#	250	大连	2020年1月
恒力石化5#	250	大连	2020年4月
福建百宏	240	泉州	2020年8月份
中金石化(荣)	330	宁波	2020年三四季度
新凤鸣2#	250	桐乡	2020年三四季度



PTA：鉴于原油的不确定性，稳健者可以关注5-9反套

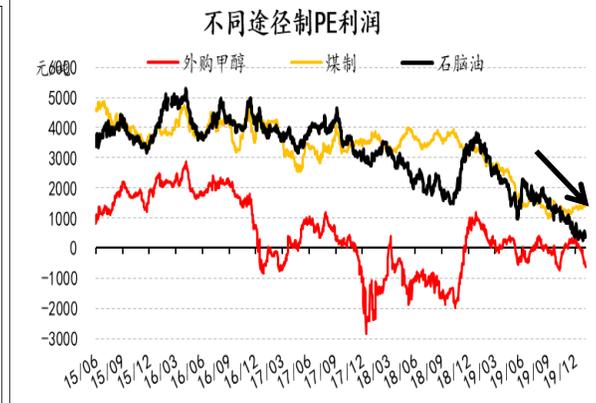
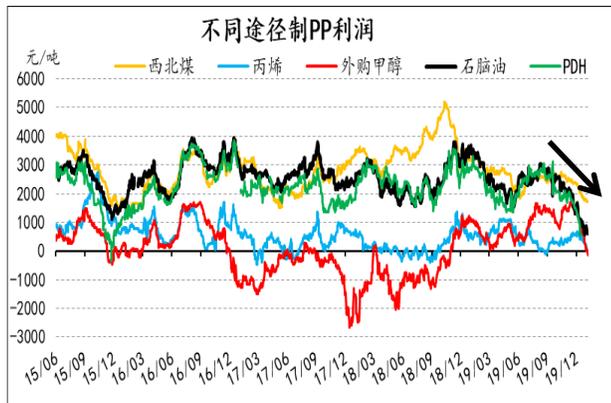
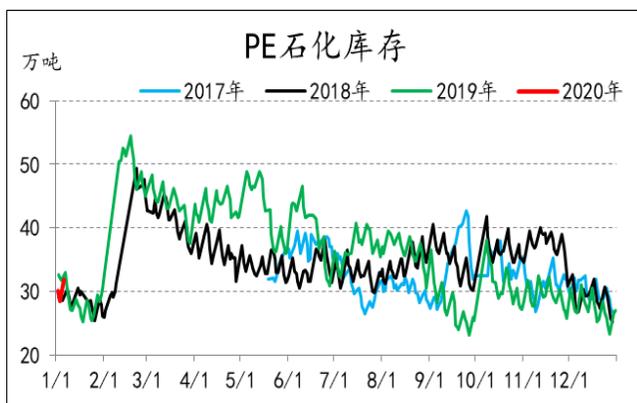
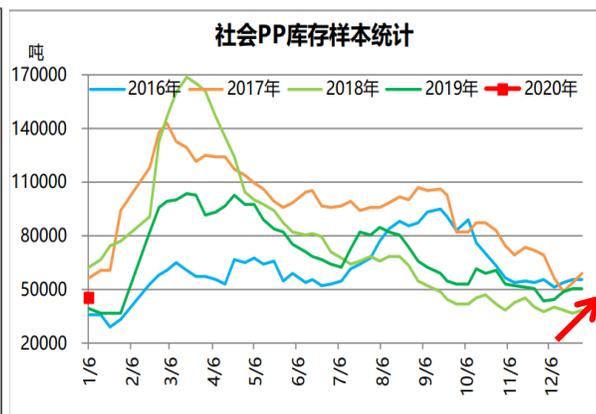
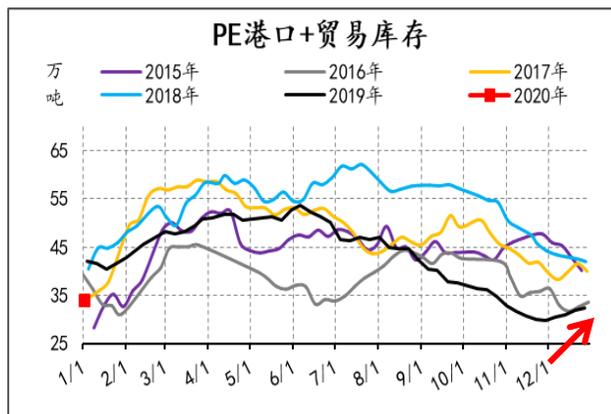
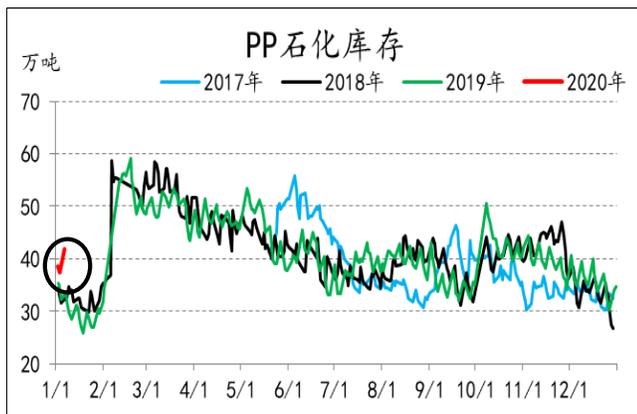


目前可以入场，目标位在-200附近，平水止损；
风险在于：PTA装置因行业利润压缩，多套装置主动检修停车。

小结

- 伊朗事件对化工品影响从大到小：甲醇、乙二醇、塑料、PTA 、PP、PVC。
- 观点总结：
 - 甲醇：做空05合约（2000-2350）或者5-9反套机会；
 - PTA：单边做空完全看原油能否下跌；5-9反套确定性大（0至-200）；
 - 乙二醇：3月份之前，做空行业利润或者反套；3月份以后，关注投产不及预期的正套行情。

聚烯烃：市场主要矛盾点在于偏弱供需面VS成本支撑，短期绝对价格向下阻力变大



聚烯烃：当前操作建议

1. 多L空P

主要逻辑：

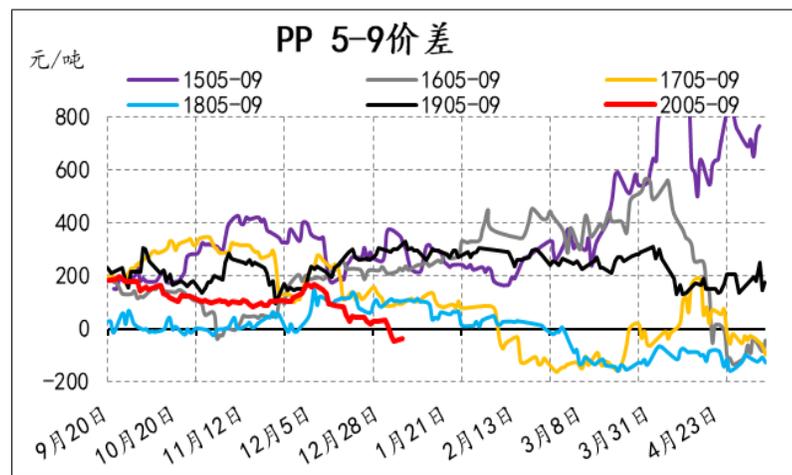
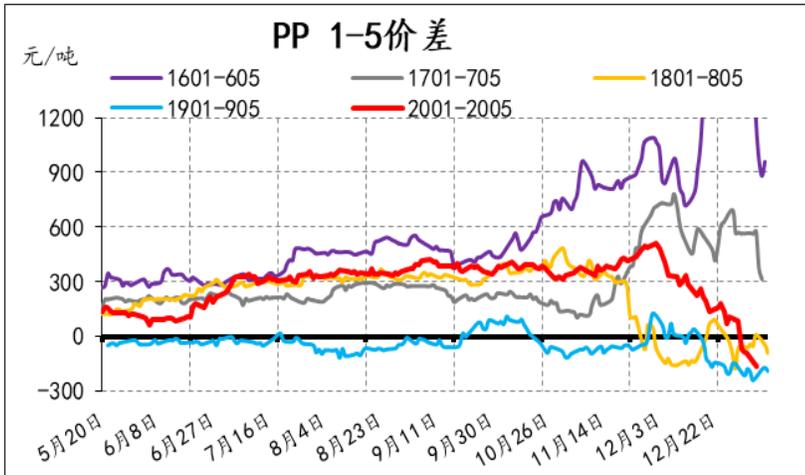
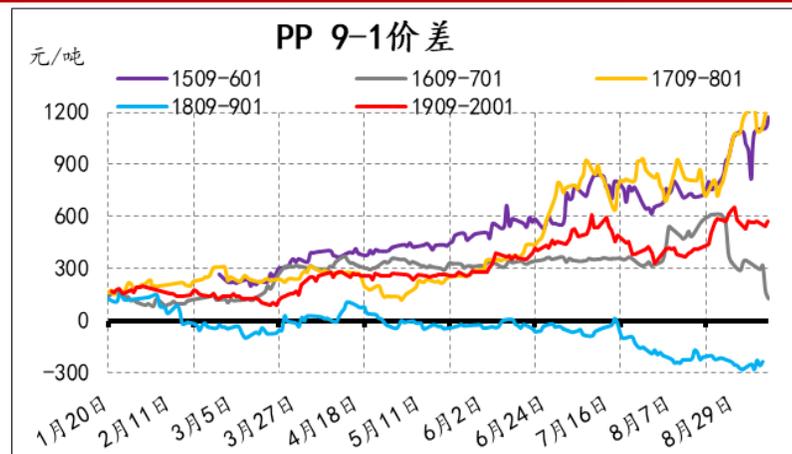
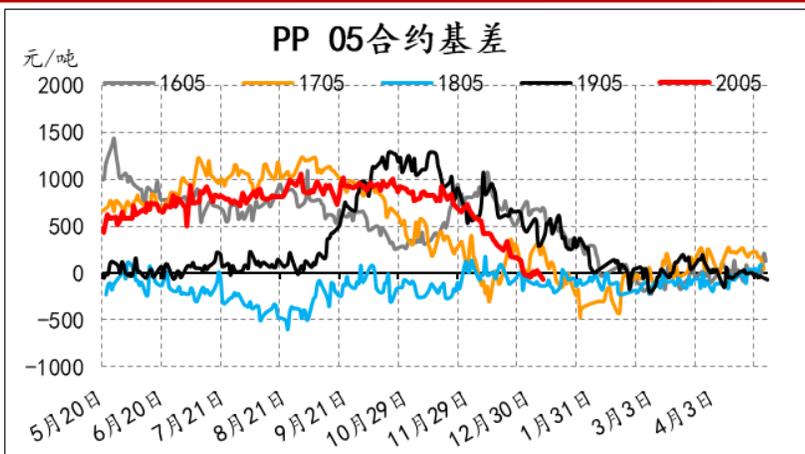
- (1) 上半年PE供需面优于PP（PE上半年供应增速相较于2019年放缓，PP供应压力持续）
- (2) 伊朗事件继续升级对PE影响大于PP，如果事态进一步升级，对头寸有利
- (3) 当前PE的成本支撑相较于PP来得更为有效

2. PP5-9反套

主要逻辑：

PP已经进入过剩，期现结构从back到contango的过程中，月间走反套，现货带着近月合约走弱，远月会因为成本支撑以及市场预期上游降负重新调节供需而相对走强，参考之前的PE

PP跨期走势回顾



9-1价差：Back结构下的正套行情，多头移仓阶段性反套，随后再次正套（9月没有成为过剩合约）

1-5价差：前半段Back结构下的正套行情（在1月基差修复完毕时点达到最高值517）；后半段现货崩塌的趋势反套行情，伴随期现结构的改变（1月成为过剩合约）

5-9价差：Contango结构，现货方向仍然向下，反套操作为主

谢谢

陈敏华

投资咨询资格编号：Z0012670

臧加利

原油、燃料油、沥青

执业编号：F3049542

电话：0571-28132632

邮箱：zangjiali@163.com



韩冰冰

甲醇、乙二醇、PTA

执业编号：F3047762

电话：0571-28132528

微信：hanbb360



杨思佳

PP、PE、PVC

执业编号：F3059668

电话：0571-28132528

微信：hanbb360

