

## 地缘风险主导市场节奏 高位波动风险加剧

### 内容提要:

- ◆ 随着疫苗大面积推广，防疫常态化，全球经济仍将进一步复苏，原油需求有望维持温和增长态势。不过美联储3月议息会议临近，预计FOMC将宣布结束资产购买，并上调联邦基金利率25个基点。随着美联储加息和缩表的开启，全球流动性将逐渐收紧，将给风险资产价格带来压力。
- ◆ 供需偏紧，3月原油仍将高位强势运行，地缘政治风险放大市场波动。后期重点关注以下三个方面：一、欧美制裁是否影响到俄罗斯原油供应？欧美现阶段对俄罗斯的制裁不包括禁止俄罗斯进入SWIFT金融系统，也未直接涉及油气领域；若后期制裁升级，一旦对俄罗斯油气出口造成实质影响，将会进一步加重原油供需紧张局面。二、伊核谈判进展。目前伊核谈判进入关键时期，若能尽快达成协议，将一定程度给油市降温。不过后期OPEC+大概率将伊朗纳入其减产协议中，伊朗原油供应恢复也将是循序渐进式。三、OPEC+是否调整增产节奏？从目前几个主要产油国石油部长的表态来看，他们无意改变OPEC+协议以及每月增产40万桶/日产量的计划。下一次OPEC+部长级会议将于3月2日举行。
- ◆ 加工利润显著压缩，PTA检修计划增多，供给端有支撑；聚酯开工恢复至高位，下游织造有序复工，但终端新订单不及预期，补库需求有限，基本面驱动力不足。成本因素继续主导市场节奏，PTA高位波动加剧，密切关注地缘局势及装置变化。

## 原油/聚酯

### 张伟伟

商品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831165

E-MAIL：zhangweiwei

@neweraqh.com.cn

### 近期报告回顾

中期上涨逻辑未改，市场波动风险加剧 2021Q4

供需格局转变，下半年或呈现先扬后抑走势 2021H2

供需格局转变 二季度聚酯板块或先扬后抑 2021Q2

原油重心上移带来成本支撑 产能扩张制约反弹空间（年报） 202101

产能大扩张背景下，PTA、乙二醇易跌难涨 2020Q4

## 第一部分 1-2月原油化工市场回顾

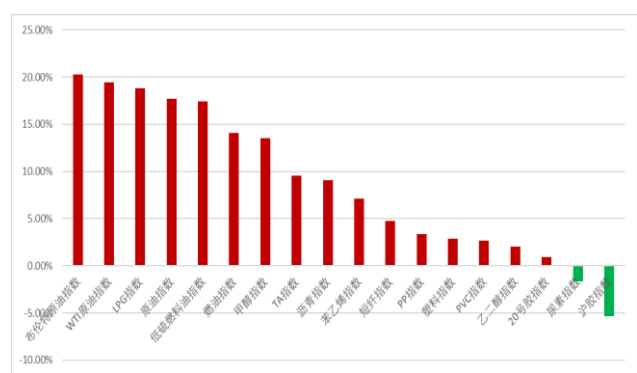
1-2月，在地缘供应担忧的支撑下，国际原油期货强势拉涨。1月初，受油价封锁和停产检修等因素影响，利比亚原油产量一度降至不足80万桶/日；与此同时，因不满政府突然提高天然气价格，哈萨克斯坦内部发生严重动乱。1月中旬，哈萨克斯坦内乱刚平息，又发生胡赛武装袭击阿联酋石油设备事件，市场供应风波不断。1月下旬以来，市场博弈的重点在于俄乌政治局势和伊核谈判进展，地缘风险溢价导致原油重心持续攀升。2月24日，普京授权军事行动，对乌克兰出兵并闪电攻陷乌克兰国民卫队司令部，国际原油价格强势拉涨，WTI原油主力一度突破100美元/桶关口，布伦特04合约最高上冲至105.79美元/桶；但美国未将俄罗斯原油供应列为制裁对象，随后原油收回大部分涨幅。地缘政治博弈仍在继续，原油高位波动风险加剧。截止2月24日，WTI原油主力报收于93美元/桶，较2021年12月31日收盘上涨23.26%；布伦特04报收于99.41美元/桶，较2021年12月31日收盘上涨28.24%；国内原油主力报收于620.8元/桶，较2021年12月31日收盘上涨24.41%。

1-2月国内能化板块多数反弹，但供需格局及成本驱动差异现，各品种走势分化。分品种来看，成本支撑强劲，原油系商品表现强势，高低硫燃料油跟随原油波动，供需不振沥青被动跟涨；油头化工品亦表现偏强，PTA及苯乙烯涨幅较大；而煤化工和双胶则表现疲弱。

图1. 三大原油期货走势（单位：美元/桶，元/桶）



图2. 1-2月能化板块涨跌幅（单位：%）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

资料来源：文华财经 新纪元期货研究

表1. 内外盘原油及化工品相关性分析

周期: 日线 2022/01/04 - 2022/02/23

	NYMEX 原油	ICE 布油	INE 原油	CZCE 动煤	SHFE 沥青	SHFE 燃油	INE 低燃	SHFE 橡胶	CZCE 甲醇	CZCE PTA	DCE 塑料	DCE PP
WTI 原油	1.00	0.99	0.90	0.84	0.78	0.90	0.96	-0.58	0.72	0.85	0.56	0.59
ICE 布油	0.99	1.00	0.93	0.85	0.74	0.90	0.95	-0.62	0.70	0.78	0.44	0.50
INE 原油	0.90	0.93	1.00	0.79	0.76	0.94	0.97	-0.63	0.71	0.75	0.39	0.48
动力煤	0.84	0.85	0.79	1.00	0.83	0.85	0.85	-0.57	0.83	0.81	0.64	0.70
沥青	0.78	0.74	0.76	0.83	1.00	0.91	0.84	-0.50	0.91	0.87	0.81	0.86
高燃	0.90	0.90	0.94	0.85	0.91	1.00	0.97	-0.66	0.83	0.84	0.60	0.67
低燃	0.96	0.95	0.97	0.85	0.84	0.97	1.00	-0.58	0.75	0.85	0.53	0.60
天胶	-0.58	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.66	-0.5	1.00	-0.46	-0.32	-0.1	-0.2
20号胶	0.06	0.11	0.11	-0.0	-0.1	-0.06	0.09	0.62	-0.05	0.09	-0.1	-0.1

甲醇	0.72	0.70	0.71	0.83	0.91	0.83	0.75	-0.46	1.00	0.79	0.83	0.88
PTA	0.85	0.78	0.75	0.81	0.87	0.84	0.85	-0.32	0.79	1.00	0.77	0.79
塑料	0.56	0.44	0.39	0.64	0.81	0.60	0.53	-0.13	0.83	0.77	1.00	0.99
PP	0.59	0.50	0.48	0.70	0.86	0.67	0.60	-0.22	0.88	0.79	0.99	1.00
PVC	0.62	0.53	0.41	0.73	0.76	0.58	0.58	-0.12	0.75	0.80	0.90	0.88
乙二醇	0.21	0.07	0.08	0.24	0.54	0.31	0.18	0.12	0.63	0.51	0.79	0.77
苯乙烯	0.80	0.77	0.74	0.79	0.76	0.80	0.80	-0.54	0.68	0.85	0.58	0.62
LPG	0.25	0.22	0.22	0.23	0.12	0.13	0.26	0.09	-0.03	0.38	0.07	0.07
短纤	0.70	0.59	0.55	0.69	0.84	0.72	0.69	-0.14	0.80	0.94	0.88	0.88

资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分 原油市场形势分析

### 一、OPEC+增产兑现不及预期，美国原油产量维持平稳

2月2日，欧佩克和非欧佩克产油国部长级会议召开，各方同意3月继续增产40万桶/日。但市场对于其能否足额增产的担忧持续升温。OPEC月报数据显示，1月份欧佩克原油产量增加6.4万桶/日，至2798万桶/日，未达到该组织协议中允许的增产25.4万桶/日的目标。部分国家因投资不足等问题增产困难，OPEC有效限制产能的下降以及全球油气资本开支的不足限制原油供应的修复。

按2022年1月实际产量测算，OPEC+闲置产能理论上近520万桶/日，但多个国家受制于种种因素无法有效提升产能，实际可提升的产能集中在沙特、阿联酋手中，而这两个国家是减产政策的受益国，将会严格执行循序渐进式增产方式。

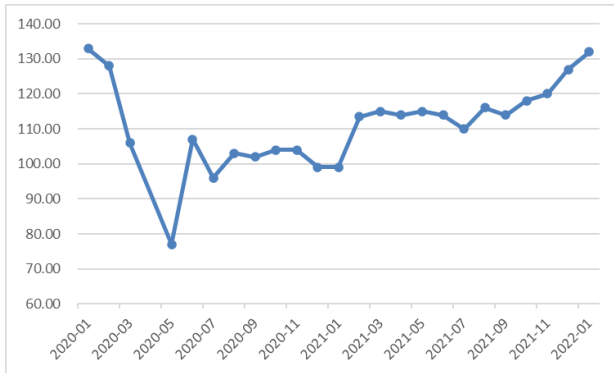
表2. OPEC+减产基数变化及剩余产能（单位：万桶/日）

	减产基准	2022年5月开始减产基准	增减变化	参考产能	2022年1月产量	较22年减产基准增产空间	剩余产能
阿尔及利亚	105.7	105.7	0.0	108	97	-8.7	11
安哥拉	152.8	152.8	0.0	145	115.5	-37.3	29.5
赤道几内亚	12.7	12.7	0.0	15	9.6	-3.1	5.4
伊拉克	465.30	480.3	15.0	480.3	424.5	-55.8	55.8
科威特	280.9	295.9	15.0	308	257.9	-38	50.1
尼日利亚	182.9	182.9	0.0	200	139.8	-43.1	60.2
沙特	1,100.0	1,150.0	50.0	1150	999.9	-150.1	150.1
阿联酋	316.8	350.0	33.2	420	292.4	-57.6	127.6
加蓬	18.7	18.7	0.0	18.7	18.5	-0.2	0.2

刚果	32.5	32.5	0.0	30	27.3	-5.2	2.7
OPEC10	2,668.30	2,781.5	113.2	2875	2355.1	-426.4	519.9

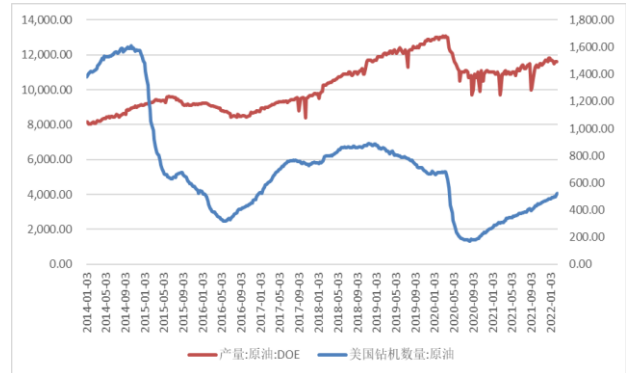
资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图 3. OPEC 减产执行率（单位：%）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图 4. 美国原油产量及活跃钻机数（单位：千桶/日，座）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

美国方面，原油产量基本保持平稳。EIA 数据显示，1-2 月美国原油产量基本 1150-1170 万桶/日之间波动，远低于疫情前的 1300 万桶/日。贝克休斯数据显示，截止 2 月 18 日当周，美国石油钻井数 520 座，较 2021 年年底增加 40 座，其中最大幅度的增量出现在二月中旬。一般而言，钻机数领先于产量兑现 1 个半月左右时间，预计三月底四月初美国原油产量将有较快的提升。

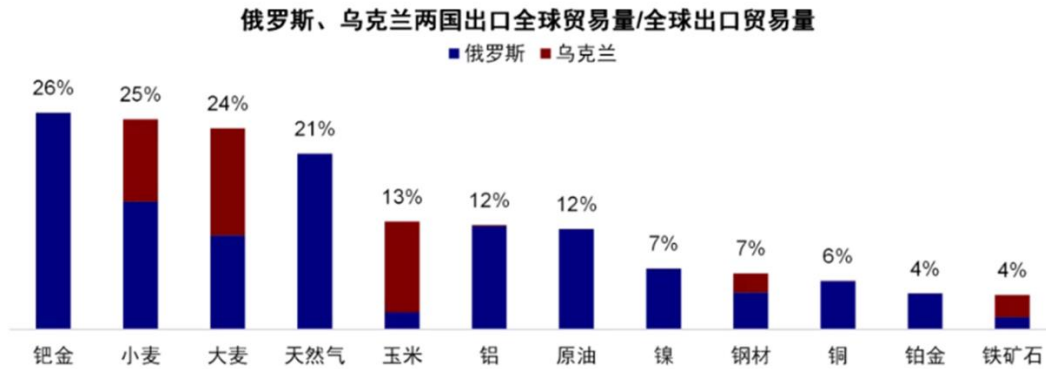
## 二、俄乌紧张局势升级，地缘风险溢价推高原油

1 月下旬以来，俄罗斯和乌克兰局势日趋紧张，近半月呈现剑拔弩张之势。2 月 21 日，俄罗斯总统普京签署总统令，承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，随后命令部队进入该地区。24 日，普京授权军事行动，对乌克兰出兵并闪电攻陷乌克兰国民卫队司令部。美国官员预计乌克兰首都基辅将在 96 小时内被俄罗斯军队占领。

俄罗斯是全球重要的油气生产国及出口国，原油产量占全球总产量的比重达到 11%，俄罗斯贡献了全球油气出口总量的 12%和 21%；欧洲对俄罗斯的油气供给依赖度更高，2021 年俄罗斯出口欧洲油气贸易量占全球出口至欧洲贸易量的 29%和 36%，俄罗斯向欧洲输送的管道气约占欧洲天然气总进口量的 35%。一旦俄乌冲突对俄罗斯的油气出口造成实质影响，将会加剧全球能源供给紧张局面。

俄乌战争爆发后，美国与七国集团的其他领导人视频会晤后，一致同意推进“毁灭性”的一揽子制裁和其他经济措施，以追究俄罗斯的责任。美国总统拜登发表讲话称，美国将推出一系列对俄罗斯的新制裁，要让俄罗斯用美元，欧元，日元交易的能力受到限制。目前美国的制裁将瞄准合计 1.4 万亿美元规模的资产，涉及俄罗斯银行业将近 80%的资产，对包括 Sberbank 和 VTB Bank 在内的五家俄罗斯大银行、以及一大批俄罗斯精英人士及其家人施加制裁，还制裁了包括国防部长在内的一些白俄罗斯人。同时，拜登还宣布美国对俄出口管控等新制裁并表示可能进一步释放战略油储。但值得注意的是，美国现阶段的制裁不包括禁止俄罗斯进入 SWIFT 金融系统（全球半数主要的跨境转账都通过其传递数据），也未直接涉及油气领域。

图 5. 俄罗斯、乌克兰两国出口贸易占比（单位：%）



资料来源：中金公司 新纪元期货研究

### 三、伊核谈判进入关键时期，伊朗原油回归提上日程

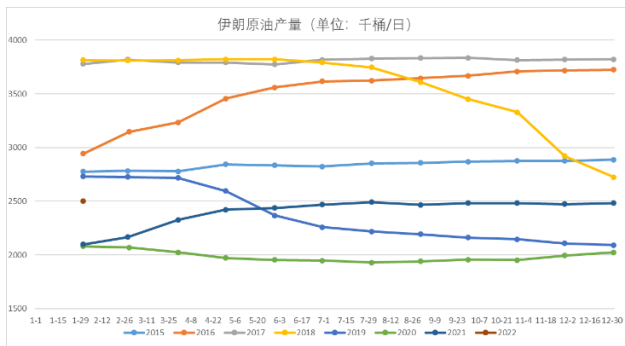
伊核谈判进入关键时期。2月17日，据路透社报道，伊核协议的大部分内容目前已经敲定，但一些关键问题尚存。协议草案文本长达20多页，规定了在协议批准后各方将实施的一系列步骤。报道称，协议执行的第一个阶段不包括对石油制裁的豁免。然而，2月18日凌晨，伊朗外交部发言人哈提卜扎德回应称，伪装成媒体报道的错误信息是危险的，让美国重返伊核问题全面协议的最终协议将与来源不明、歪曲事实的信息大不相同，协议也不会是双边的。他强调，随着伊核谈判进入最后阶段，或许会有更多歪曲事实的信息出现。伊朗外长阿卜杜拉希扬表示，西方国家必须表现出真正的主动性和灵活性，谈判才能在未来几天或几周内取得成果。

2017年，伊朗的原油产量达到380万桶/日，出口量大约在250万桶/日左右。2018年5月，美国政府单方面退出伊核协议，随后重启并新增一系列对伊制裁。伊朗原油产量急剧下滑，2020年最低下降至1930万桶/日。但2021年4月伊核协议相关方重启谈判，伊朗原油缓慢回升。OPEC数据显示，2022年1月伊朗原油达到250.3万桶/日。一旦美国取消对伊朗原油出口制裁，伊朗原油产量将有130万桶/日以上的增量。

但从伊核协议达成到伊朗原油供应恢复，仍有待时日。我们可以参考2015年伊核协议达成后伊朗原油供应的恢复情况。2015年7月，伊朗与美国、英国、法国、俄罗斯、中国和德国达成伊核协议；2016年1月《联合全面行动计划》(即伊核问题全面协议)生效。随后伊朗原油供应逐渐回升，产量从2005年12月的288.7万桶/日增加至2016年6月的360.5万桶/日。

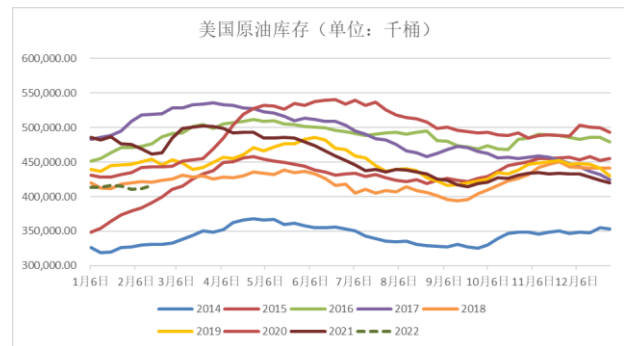


图 6. 伊朗原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图 7. 美国原油库存（单位：千桶）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

#### 四、全球原油需求好于预期，原油及成品油库存降至低位水平

奥密克戎毒株引发病症多为轻症，欧美疫情提前见顶，原油需求基本恢复到疫情前水平。机构对 2022 年全球原油需求持乐观预期。IEA 预估 2022 年需求将增长 320 万桶/日达到 1.006 亿桶/日，上调幅度为 80 万桶/日。OPEC 将 2022 年全球原油需求增速预估维持在 420 万桶/日不变，但将 2022 年对欧佩克原油需求预期上调 10 万桶/日。

供应偏紧而需求恢复，全球原油及成品油去库进展顺利。截至 2022 年 2 月 10 日，全球陆上原油库存为 28.6 亿桶，同比下降近 2.3 亿桶，较 5 年均值低 3200 万桶；全球主要地区成品油库存为 5.9 亿桶，较 5 年均值低 6500 万桶，是近年来同期最低水平。EIA 数据显示，截止 2 月 18 日当周，美国原油库存 4.16022 亿桶，较去年同期下降 10.15%，位于近七年来低位水平；美国汽油库存 2.4648 亿桶，较去年同期下降 4.13%；包括柴油和取暖油的馏分油库存 1.19678 亿桶，较去年同期下降 21.63%。

#### 五、结论

随着疫苗大面积推广，防疫常态化，全球经济仍将进一步复苏，原油需求有望维持温和增长态势。不过美联储 3 月议息会议临近，预计 FOMC 将宣布结束资产购买，并上调联邦基金利率 25 个基点。随着美联储加息和缩表的开启，全球流动性将逐渐收紧，将给风险资产价格带来压力。

**供需偏紧，3 月原油仍将高位强势运行，地缘政治风险放大市场波动。**后期重点关注以下三个方面：一、**欧美制裁是否影响到俄罗斯原油供应？**欧美现阶段对俄罗斯的制裁不包括禁止俄罗斯进入 SWIFT 金融系统，也未直接涉及油气领域；若后期制裁升级，一旦对俄罗斯油气出口造成实质影响，将会进一步加重原油供需紧张局面。二、**伊核谈判进展。**目前伊核谈判进入关键时期，若能尽快达成协议，将一定程度给油市降温。不过后期 OPEC+ 大概率将伊朗纳入其减产协议中，伊朗原油供应恢复也将是循序渐进式。三、**OPEC+ 是否调整增产节奏？**从目前几个主要产油国石油部长的表态来看，他们无意改变 OPEC+ 协议以及每月增产 40 万桶/日产量的计划。下一次 OPEC+ 部长级会议将于 3 月 2 日举行。

## 第三部分 PTA 市场形势分析

### 一、PTA 装置检修计划偏多，供给端有支撑

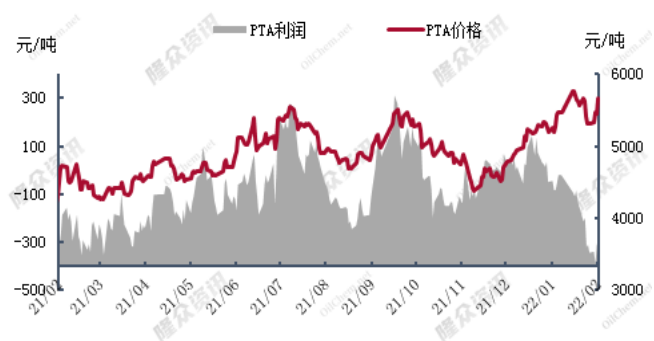
原料价格强势上涨，但 PTA 现货跟涨有限，PTA 加工区间明显压缩，隆众资讯数据显示，截止 2 月 24 日，PTA 加工费 281 元/吨，较 1 月初的 545 元/吨大降 264 元/吨；核算上醋酸价格，PTA 实际加工区间已经跌破 200 元/吨。

图 8. PTA 加工费（单位：元/吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

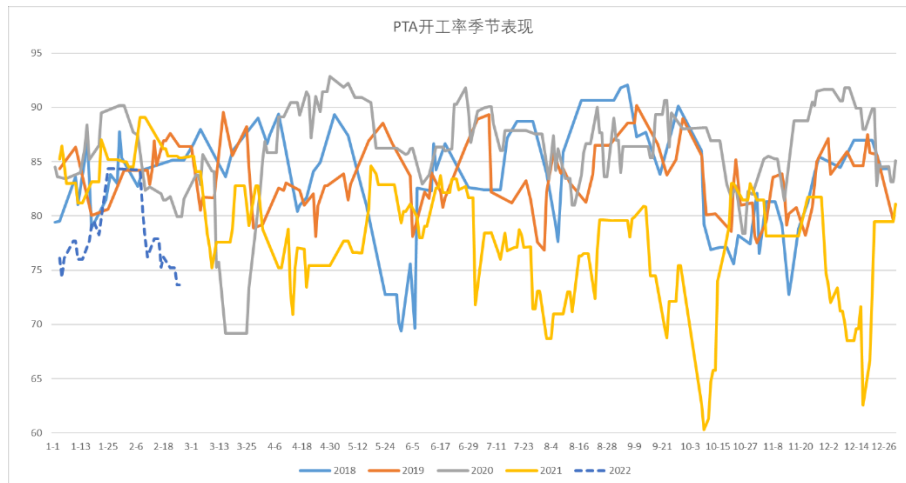
图 9. PTA 加工利润（单位：元/吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

加工费持续压缩，PTA 工厂检修计划明显增多。2 月中旬以来，逸盛多套装置降负或检修，新疆中泰昆玉降负至 83 成运行，三房巷 120 万吨及仪征化纤 65 万吨装置短停，PTA 开工率下滑。同花顺数据显示，截止 2 月 25 日，PTA 开工率 73.62%，较 1 月底回落 10.73 个百分点。

图 10. PTA 开工率季节性表现（单位：%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从目前公布的检修计划来看，3 月初逸盛新材料 1#2#720 万吨负荷提升，逸盛宁波 220 万吨计划重启；3 月仪征化纤 35 万吨、扬子石化 65 万吨、珠海英力士 125 万吨、恒力石化 4#250 万吨等四套装置有检修计划，4 月恒力石化 1#220 万吨与逸盛海南 200 万吨装置有检修计划。检修计划偏多，3 月国内 PTA 供应预期收紧。

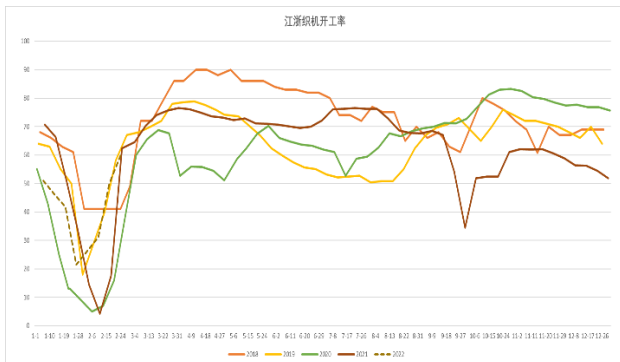
表 3. 近期 PTA 装置检修计划（单位：万桶/日）

企业名称	年产能（万吨）	装置变动	检修时间
佳龙石化	60	2019年8月2日	重启待定
蓬威石化	90	2020年3月10日	重启待定
天津石化	34	2020年4月17日	重启待定
江阴汉邦	70	2020年5月10日	重启待定
扬子石化	35	2020年11月3日	重启待定
江阴汉邦	220	2021年1月6日	重启待定
华彬石化	140	2021年3月6日	重启待定
上海石化	40	2021年2月20日	重启待定
乌石化	7.5	2021年4月1日	重启待定
宁波利万	70	2021年5月13日	重启待定
逸盛宁波	65	2021年6月29日	长期关停
宁波逸盛	220	2022年2月10日	2022年3月1日
新疆中泰	120	2022年2月1日负荷降至83成	预计4月份恢复
逸盛新材料 2#	360		2022年2月初顺利投产负荷5成运行
逸盛大化	225	2022年2月24日停车检修	待定
仪征化纤	35	2022年3月1日检修	20天
扬子石化	65	2022年3月22日检修	两个月
珠海 BP	125	2022年3月份中旬检修	半个月
恒力石化 4#	250	2022年3月10日检修	20-25天
恒力石化 1#	220	2022年4月10日检修	20天左右
海南逸盛	200	2022年4月份检修	半个月
合计		2651.5	

资料来源：隆众 新纪元期货研究

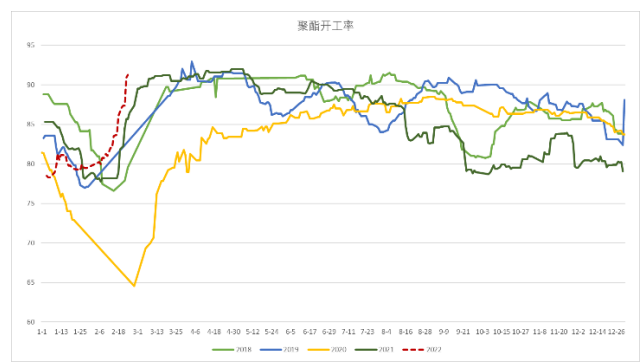
二、聚酯开工攀升至高位，静待终端需求启动

图 11. 江浙织机开工率（单位：%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 聚酯工厂开工率（单位：%）



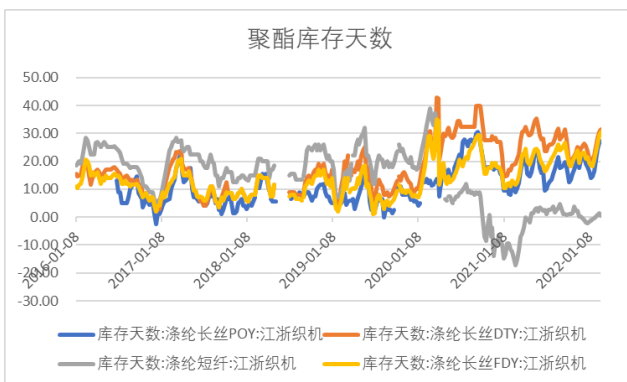
资料来源：同花顺 新纪元期货研究



多数前期减产检修聚酯工厂开始陆续复产，聚酯开工率回升至高位水平；江浙织机开工延续季节性回升。同花顺数据显示，截止2月24日，聚酯工厂开工率91.24%，较春节前回升7.57个百分点；江浙织造开工率为59.74%，较春节前低点回升38.23个百分点。

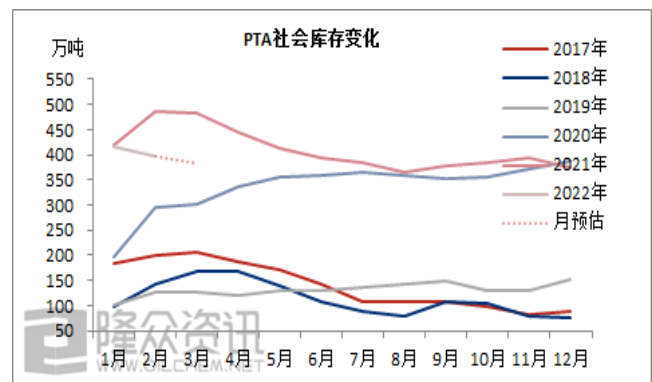
但终端订单尚未到达，下游补库不积极，聚酯各品种累库明显。同花顺数据显示，截止2月24日，江浙织机涤纶短纤库存天数0.6天，较春节前增加0.9天；涤纶长丝FDY 30.5天，较春节前增加10天；涤纶长丝DTY 31.5天，较春节前增加9.5天；涤纶长丝POY 27.2天，较春节前增加10.7天。据了解，2月底聚酯工厂有促销，或有小幅去库。但终端需求启动之前，聚酯高开工高库存局面仍难有效改善。

图 13. 聚酯库存天数（单位：天）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

图 14. PTA 社会库存（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

### 三、供应减少需求回升，3月PTA小幅去库

春节假期影响，2月PTA季节性累库。截止2月24日，社会库存401.48万吨，较春节前增加21.56万吨。3月PTA检修计划偏多，产量或小幅下降；而下游聚酯维持高负荷运行，聚酯产量稳中有增，PTA或小幅去库。

### 四、结论

加工利润显著压缩，PTA检修计划增多，供给端有支撑；聚酯开工恢复至高位，下游织造有序复工，但终端新订单不及预期，补库需求有限，基本面驱动力不足。成本因素继续主导市场节奏，PTA高位波动加剧，密切关注地缘局势及装置变化。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 成都分公司

电话：028-68850968  
邮编：610004  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518001  
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 南京分公司

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#