

# 石油化工

## 七问原油市场

**引言：**近期原油跌幅之大、跌速之快，可谓前所未见。我们暂时不尝试预测市场走向，仅就正在发生的事情和市场关注的焦点做个跟踪。

### 一问：近期加速急跌的原因？

**下跌引发了期权的 gamma 效应。**页岩油套保的投行，用于对冲他出售的看空期权，需要抛期货作为对冲。这个对冲比例在靠近行权价的时候，会急剧增加，导致投行在期货市场上大量抛售。页岩油套保区间在 45~60 美金/桶，或许在 WTI 靠近 45 美金左右能够逐渐平稳。

### 二问：需求端是否出了严重的问题？

**130 万桶/天这个需求增幅在历史上属于中等水平，但预期调整方向的转向的确应该（但没有）得到足够重视。**追踪 IEA 对原油需求预测的调整路径：年初 IEA 上调需求预期，2018 年全球原油需求预期增幅上调 10 万桶至 150 万桶/天。5 月份，由于当时油价涨幅较大，因此 IEA 将 2018 年原油需求增幅下调为 140 万桶/天。从 10 月份开始，由于经济前景疲软、贸易担忧、油价上涨以及中国数据修正，IEA 再度下调需求预期，2018 年和 2019 年全球原油需求分别下降 10 万桶/天至 130 万桶/天和 140 万桶/天。

### 三问：美国的管输瓶颈难道一夜之间消失了？

**并没有，问题是出在美国内需上。**根据 RBN 预计，从 Permian 到墨西哥湾的两条管道 EPIC 和 Cactus II 分别于 2019Q2/3 投产。出口终端方面，适合 VLCC 的出口终端在规划的有 5 个，但最早在 2020 年投产。但是这个瓶颈一定程度上被疲软的需求化解了。从 8 月底以来，美国原油净进口减少 120 万桶/天（主要因为出口增加），同时美国成品油出口增加近 100 万桶/天，成品油出口不受 VLCC 终端影响。美国内需放缓，叠加此前炼厂加工利润在高位，就导致了这一正一负共 220 万桶/天的市场冲击。

### 四问：伊朗制裁因何低于预期？

**中国意外豁免。**美国给出的 8 个地区豁免名单里，印、韩、日等均在预期内，而中国的意外豁免则对市场形成一定冲击。10 月份，中国从伊朗进口 82 万桶/天，明显高于制裁之前（2016 年~2018 年 5 月）66 万桶/天的水平，其中一部分进入保税仓库，可能因为担心制裁的抢进口行为。

### 五问：特朗普对油价的真实想法是什么？

**我们揣测或许是希望终结加息。**特朗普可能不仅想要低于 3 美金/加仑的汽油价格，还想要低油价提供更温和的货币政策空间，不希望加息把美股加崩。10 月 9 日至 10 月 11 日，特朗普连续 3 天指责美联储加息太快，称美联储已经“疯了”。10 月 23 日，特朗普称美联储是对美国经济最大的威胁。

### 六问：目前市场关心的地缘风险是什么？

**沙特的风险何时暴露。**沙特政局潜在的风险包括：1) 沙特家族内部不稳定；2) 卡舒吉事件后，沙特在中东的影响力将进一步下降；3) 低油价环境。15~17 年沙特连续三年财政赤字，尽管沙特采取了一系列措施将 2017 年财政平衡油价降低到 70 美金左右，但目前不到 60 美金的布油价格可能对沙特的稳定性造成威胁。

### 七问：我们此前看多（及市场上其他看多观点）错在哪里？

1) 对需求预测下调，以及一系列指标——裂解价差、月差出现的变化不够重视。2) 对卡舒吉事件的短期利空影响没有充分解读。3) 对交易因素引发的连锁效应预期不足。

**风险提示：**油价进一步跌破页岩油套保区间的风险；2019 宏观经济和原油需求低于预期的风险

证券研究报告

2018 年 11 月 24 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樾樾 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

刘子栋 联系人  
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业专题研究:石油视角看 VLCC》2018-11-18
- 2 《石油化工-行业研究周报:黑色 10 月之后，石化行业向何处去？》2018-11-11
- 3 《石油化工-行业专题研究:烯烃系列专题报告之二:美国 NGL 储运体系详解——瓶颈在哪里？》2018-11-04



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com