

# 后疫情阶段能化系列专题之二： 疫情背景下化 工品需求放缓的危与机

广州期货研究所

能源化工组

苗扬 从业资格号：F3039271

薛晴 从业资格号：F3035906

李威铭 从业资格号：F3029957 投资咨询号：Z0014369

2020年3月18日星期三



当前的新冠疫情已经在海外国家快速蔓延，并且产生出毒株的变异，加重了全球防疫压力。从全球情况来看，欧美和亚洲部分国家已经成为“重灾区”，并且防疫政策分歧加重，未来宏观层面不确定性因素进一步增加，拖累全球石油化工行业需求下滑。从近期国际原油价格战到美联储利率调整为零，全球化工品市场上演了多场过山车似行情。在目前在国内化工市场下游需求偏弱的形势下，相关化工品种期货盘面下行压力可能增加。但经历巨浪之后，我们也会发现潜藏其中的投资机遇。

### 一、全球疫情蔓延，宏观冲击使得市场波动加剧

自疫情全球蔓延以来，全球市场“断崖式”跌停让投资者触目惊心，3月12日美股再次触发第二次熔断，道琼斯指数一度逼近21000关口而后又大幅反弹至23000以上，风险扩散使得同期至少11国股市熔断。在疫情引发的市场动荡之下，避险资产似乎失灵，国际金价大跌、美国国债收益率不降反升，市场从“风险跌，避险涨”演化成“风险、避险资产齐跌”。

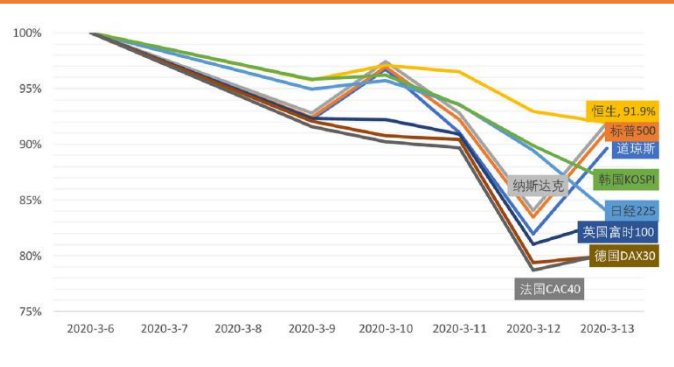
当前疫情全球大爆发形势下，欧美防控思路差异较大，将长期对宏观产生冲击。欧美疫情防控孤注一掷，通过大面积的感染，形成全民免疫。例如瑞典官方决定，停止对新冠肺炎确诊病例的统计，不再对轻症患者和疑似患者进行检测；英国官方表示，政府目标是延缓新冠疫情高峰，让人们产生群体免疫力。欧美防控思路使得全球疫情陷入持久战模式，不但会大大延长疫情传播时间，也将持续影响全球总需求。海外疫情的传播时间和广度将超预期，夏季控制疫情已经不可能实现，无论是中国自身的总需求，还是海外需求，长时间的大幅下滑可能性较大，或使得我国化工行业面临的下行压力大于预期。

图表 1: VIX 指数波动大幅升高



数据来源: Wind, 广州期货

图表 2: 全球股市波动幅度加大



数据来源: 金联创, 广州期货

从国内宏观情况来看，3月9日国内股票市场一路标绿，上证A股下行3.01%。采购经理人指数统计结果，我国今年的开局因为新冠疫情的影响出现显著下滑。两者都表明，今年国内GDP增长可能下行0.5%左右。对比国外指标，美国综合采购经理人指数（PMI）的新订单已降至2009年该系列开始以来的较低水平，而日本采购经理人指数（PMI）的新订单则降至7年来的最低水平，而这一点早于最近中国以外感染者的增加。由于需求弹性差异，目前受疫情影响导致BCI-BPI差值持续向下，反映至国际油价也是如此，国内化工品因需求不及预期多数呈现成本塌陷式下跌。

图表3：中国、美国、日本PMI新订单对比，%



数据来源：Wind，广州期货

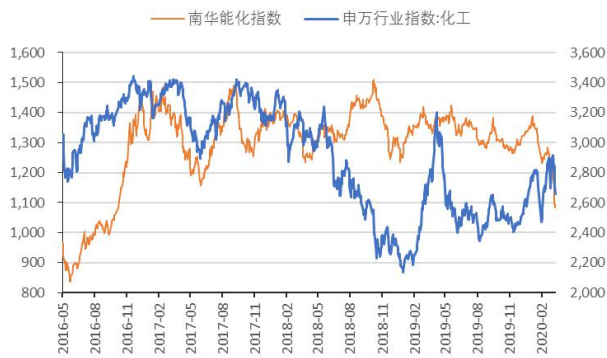
图表4：化工品价格回落加快



数据来源：Wind，广州期货

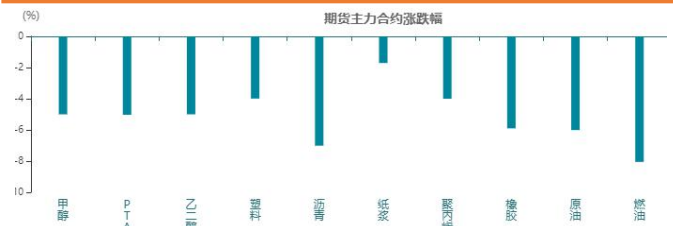
全球疫情爆发下，受到沙特大幅度下调官方销售价且4月份将大幅度增产的影响，近期国际油价创12年来最大单周跌幅。纽约商品交易所轻质低硫原油首月期货净跌9.55美元，跌幅23.13%；每桶结算均价32.34美元，比前一周低13.238美元，结算价最高每桶34.36美元，最低每桶31.13美元；交易区间27.34-36.35美元。伦敦洲际交易所布伦特原油首月期货净跌11.42美元，跌幅25.23%；每桶结算均价34.89美元，比前一周低15.14美元，结算价最高每桶37.22美元，最低每桶33.22美元；交易区间31.02-39.70美元。同时，国内社融不及预期，规模增量为8554亿元，市场预期18750亿元，前值为50674亿元，悲观气氛主导国内能化市场，其中申万一级行业化工板块下行8.72%，南华能化跌破1100。

图表 5: 能化市场因宏观冲击和需求疲软下行



数据来源: Wind, 广州期货

图表 6: 国内能化期货品种前期开盘跌幅显著



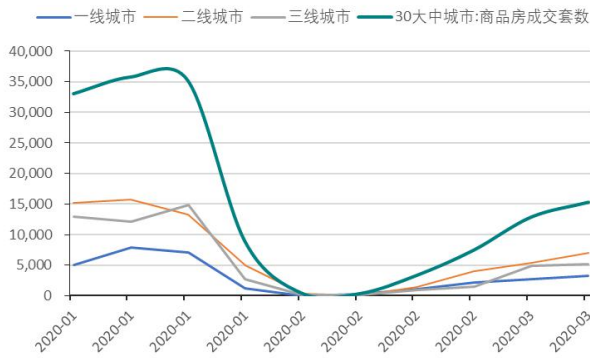
数据来源: Wind, 广州期货

## 二、 房地产恢复缓慢， 家电消费明显下滑

据民生银行研究院测算，目前全球经济因为疫情影响将经受 1-2 个季度衰退。与过去衰退不同的是，此次全球经济面临油价下跌、金融市场下跌、病毒影响和全球需求的多重打击。全球范围内实行封关禁令等举措将进一步削弱以消费者为导向的经济面。本次经济衰退可能比过去的低迷时期表现得更快。实体经济需求较弱是当前国内宏观调控的重点和难点，2 月份房地产行业同比大幅下降。部分头部企业开始采用线上促销的方式加快库存清理，但新开工受疫情影响未能全面恢复，对于能化商品需求减量显著。

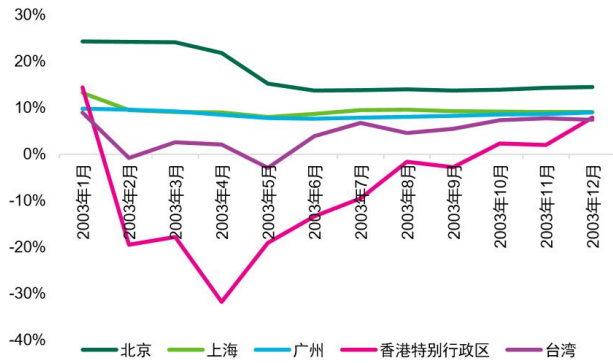
对比国内两次疫情发现，在非典期间，2003 年第二季度，北京、广州和上海的社零增速均出现放缓，香港和台湾出现负增长。但上述市场在当年下半年均企稳反弹。与疫情更严重的城市相比，上海零售物业市场受到的影响较轻，时间较短。2003 年北京零售物业市场的租赁活动在很大程度上受到抑制，当年前两个季度的净吸纳量接近于零，下半年逐渐复苏。此次新冠疫情也呈现类似的趋势，国内房地产最直接的影响就是“延迟”。一方面，多个省市发文，暂停了售楼处的开放、严禁中介线下带客看房；另一方面，全国各地的人都在家自主隔离，客流趋近于 0。导致买卖双方都受到抑制。但随着疫情的结束，之前抑制的需求会逐步的释放出来。国内疫情负面影响逐步消除，地产零售复苏带动房屋开工再次回升，但这轮疫情可能需要更长的时间使地产行业恢复，提升国内能化商品消费。

图表 7：房地产一手成交数量恢复缓慢



数据来源：Wind，广州期货

图表 8：对比 SARS 期间房屋零售额需要更长时间恢复



数据来源：CBRE，广州期货

最近一轮地产周期自 2015 年开始启动，2015 年 2 月房屋销售累计同比数据开始触底反弹。回顾本轮地产周期，自 2017 年 2 月房屋竣工累计同比数据见顶回落，随后持续下滑，至 2018 年 2 月，房屋竣工累积同比在-10%附近低位运行，直至 2019 年 6 月自-12.7%的近年低位逐渐回升。

期间房屋竣工累积同比与房屋新开工、施工累积同比，分别在 2017 年 4 月和 2017 年 8 月出现背离，在新开工、施工累积同比水平相对较高的背景下，竣工数据持续偏低。这一次竣工与开工、施工的背离时间较长，直至房屋竣工累积同比在 2019 年 6 月见底后逐渐反弹，向开工及施工数据靠拢，竣工与新开工及施工的背离才逐渐走向修复。

图表 9：房地产开工累计同比



数据来源：Wind，广州期货

图表 10：房地产开工当月同比



数据来源：Wind，广州期货

从当月同比数据看，房屋竣工面积当月同比从 19 年 8 月开始转正，之后三个月均为正值。8 月份是 19 年以来首次出现竣工同比正值，且竣工同比增速延续性表现较好，在转正后基本与新开工、施工同比变动保持一致变动。2019 年 11 月及 12 月竣工同比数据均好于同期新开工与施工同比数据，且竣工与新开工、

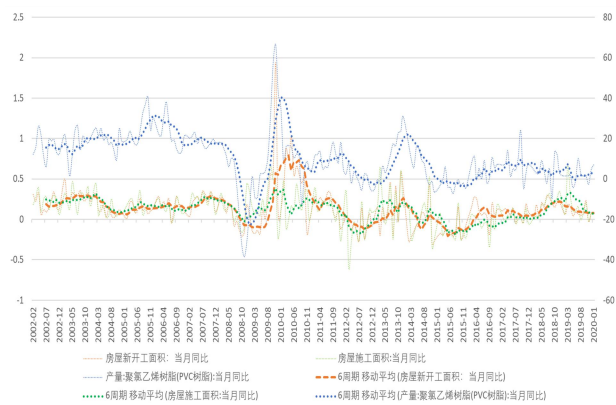
施工同比增速有逐渐拉开差距的趋势，反映在累计同比上就是竣工与新开工、施工的劈叉逐渐修复。

本次疫情对地产行业的影响较大，首先反映在地产销售仍未恢复，其次是，地产项目竣工阶段涉及税费缴纳、工程款结算等费用，疫情期间经济活动受限，地产销售下滑将导致房企现金流状况吃紧，竣工同样将受到拖累。房屋建设中使用的以化工为原料的制品，需求更多集中于房屋建设的中后期，与施工、竣工阶段相关度较高，地产在疫情中受到影响，也将直接导致化工制品需求下降，令大宗原材料库存去化受阻。通常一季度是地产销售的淡季，地产方面韧性更多取决于在疫情得到控制后的施工恢复进程。而在疫情影响结束后，地产端复工弹性将预计保持较大张力，无论销售环节、施工环节都可能在政策刺激下快速修复，甚至有赶工补偿的操作空间。

地产对化工品需求的影响主要表现在两方面：首先，房屋建设中使用到以大宗化工品为主要原料的制品，如塑料管材、型材、板材（涉及甲醛，三聚氰胺等和甲醇、尿素）装修材料。其次是家电、纺织品等与地产行业高度相关的消费，这部分需求体现在房屋交付后，而其生产材料也不同程度的涉及到大宗原材料，当然也包括化工品。

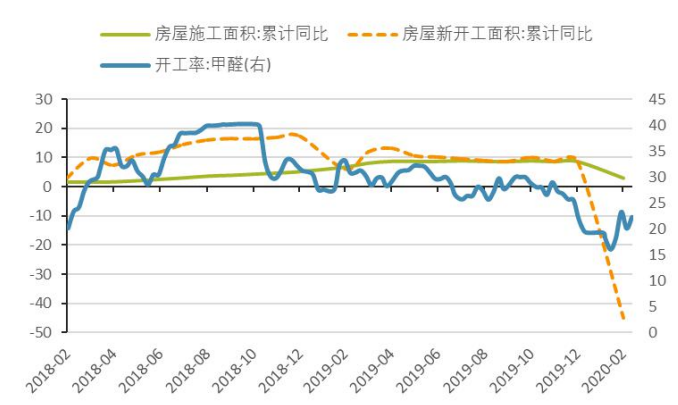
第一部分需求更多集中于房屋建设的中后期，与施工、竣工阶段相关度较高，疫情影响地产施工，也将直接导致化工制品需求下降，令大宗原材料库存去化受阻。同时，若国内疫情控制有效，地产环节复工后赶工补偿此前疫情影响，该部分需求在未来为工业品库存去化贡献上仍值得期待。

**图表 11：PVC 产量同比与房屋新开工、施工同比的关系**



数据来源：Wind，广州期货

**图表 12：甲醇下游甲醛开工与地产开工关联度大**



数据来源：中国汽车工业协会，广州期货

第二部分需求主要与房屋销售数据相关度高，且韧性较强。已购房屋在家电、

家具、家纺用品上的需求是刚性的；在国内疫情影响结束后，地产相关行业销售预计将有较明显反弹，库存压力可以顺利传导。但也要注意，本次疫情可能对居民消费弹性造成影响，即疫情期间部分行业停摆，部分企业现金流困难可能传导到个人，这部分对于居民消费的影响将对家用电器、家纺、家具的置换需求造成冲击。

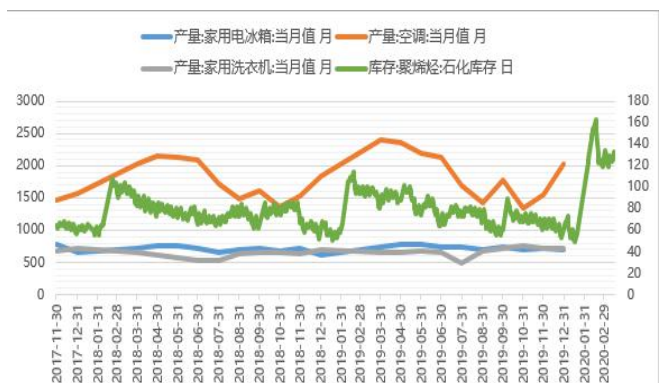
国内房地产和制造业的快速发展，使得国内对聚丙烯注塑件的需求不断增加，注塑制品主要应用为小家电、日用品、玩具、白色家电、黑色家电等领域。大部分家电的内部构件和外壳均由注塑级共聚聚丙烯制造。家电、塑料日用品领域，生产主要集中在华东、华南等经济发达地区。受春节错位影响，1月空调行业内销、出口出货量同比分别下降34%和28%；2月受疫情影响，内销、出口出货量继续明显下滑。短期来看，对于上游聚烯烃库存去化不利，但从房地产的景气度来看，未来家电市场或有亮眼表现。

图表 13：国内汽车产量情况



数据来源：Wind，广州期货

图表 14：国内白色家电生产带动聚烯烃库存去化



数据来源：Wind，广州期货

### 三、疫情冲击全球汽车产业链，上游化工原料去库难度加大

新冠肺炎疫情在全球蔓延以来，全球汽车产业链供需两端均受到较大冲击。从全球供给端看，中国、韩国、意大利等国家整车和零部件企业受疫情直接影响大幅停工减产。同时，多国整车企业受采购环节间接影响被迫停产。我国是零部件出口大国，受新冠肺炎疫情影响，现代、丰田、日产、戴姆勒、大众等多家大型车企，均出现因零部件产能不足而导致部分生产线停产的情况。

从国内汽车市场来看，2月全国乘用车零售增速初步判断为去年同期的20%，同比下滑达到80%，这是近20年以来的最大降幅。其中1-2周同比下滑92%，第

三周的日均零售量同比下滑 83%。同时，乘联会目前估计 2020 年 1-2 月累计同比下降幅度达到 41%。汽车消费需求减弱使得化工品消费同样出现减弱，后期需关注政策面对于汽车市场的调节力度。2020 年 2 月汽车经销商库存预警指数为 81.2%，环比上升 29.5%，同比上升 27.7%，库存预警指数位于警戒线之上。销量不及预期情况下，厂家汽车库存累库，不利于厂商开工，带动橡胶需求回稳。

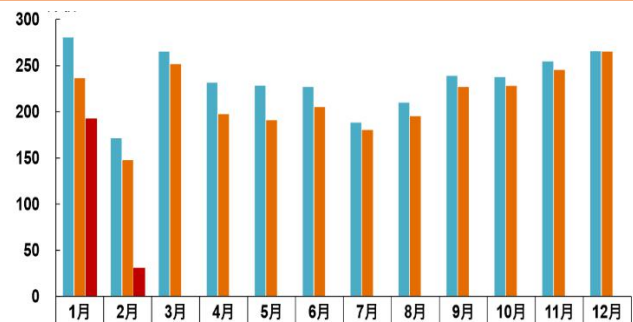
因疫情全球蔓延影响，多行业开工率不及常规水平，导致物流行业运输量减少，也对轮胎替换需求形成拖拽，从而影响橡胶去库程度。全球需求减弱致使 3 月中下旬轮胎及其它零配件出货面临压力，预计橡胶下游产品库存压力继续攀升。此外，汽车产业链受到冲击也使得上游涉及聚烯烃为原料的零部件销售受到影响，厂家无法接收订单，减弱了对于 PP 的需求。

图表 15: 国内汽车产量情况

	2月	1-2月累计	环比增长	同比增长	同比累计增长
汽车	28.5	204.8	-83.9	-79.8	-45.8
乘用车	19.5	163.1	-86.4	-82.9	-48.1
轿车	9.2	74.0	-85.8	-83.1	-50.4
MPV	0.9	7.9	-87.2	-89.4	-65.7
SUV	9.3	78.5	-86.6	-81.0	-42.3
交叉型乘用车	0.1	2.7	-94.9	-94.3	-53.0
商用车	8.9	41.7	-73.0	-66.9	-34.8
客车	0.9	3.7	-68.8	-43.4	-23.6
其中:客车非完整车辆	0.0	0.2	-77.8	-69.0	-37.4
货车	8.0	37.9	-73.4	-68.3	-35.8
其中:半挂牵引车	2.2	7.3	-55.7	-29.0	5.0
货车非完整车辆	1.5	5.8	-64.9	-63.2	-43.3

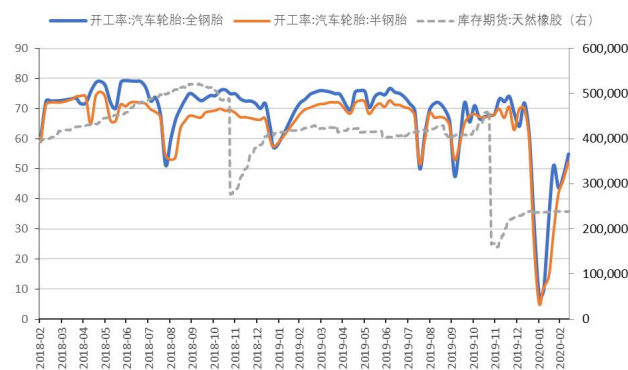
数据来源: 中国汽车工业协会, 广州期货

图表 16: 国内汽车销量情况, 万辆



数据来源: 中国汽车工业协会, 广州期货

图表 17: 国内橡胶库存随汽车配件开工变化波动



数据来源: Wind, 广州期货

图表 18: 国内汽车销量情况, 万辆



数据来源: Wind, 广州期货



#### 四、纺织服装行业需求先减后增

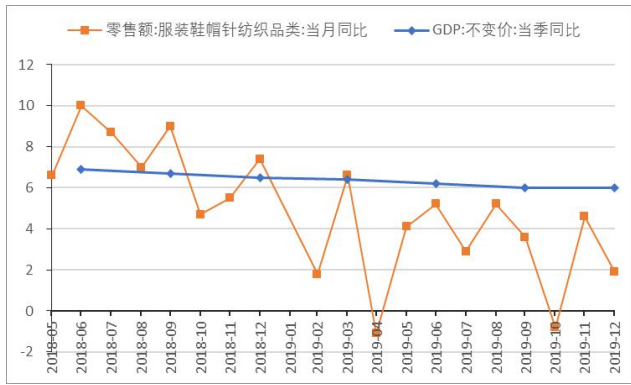
2010年以来我国纺织服装品消费的同比变化趋势基本与GDP同比增速趋势一致，纺织服装行业零售额增速持续放缓。尤其2018年以后当月同比增速由10%左右的运行区间下降至5%以下的运行水平。进入2019年后，逐渐出现个别月份同比数据为负值的情况。随着我国GDP增速高位回落，国内纺织服装消费同比增速将较难回到长期处于10%以上的高增速，但纺织服装消费刚需属性将导致其韧性较高，国内消费增速可能持续在10%以下同比增速区间运行。

从纺织业出口数据来看，其当月同比数据波动较大，2012年以来基本在0轴附近宽幅波动。2018年、2019年受到中美贸易战反复拉锯，出口交货值当月同比波动频率加快，但并未超出此前波动区间。随着中美贸易协定阶段性达成，在美国当地时间2020年2月19日，美国贸易代表办公室(USTR)公布的第9批2000亿美元加征关税商品排除公告中，包括纺织服装产品的8个税号，39类纺织品。2019年四季度数据显示，纺织业出口交货值同比数据已经开始重新反弹，纺织业出口可能在较长周期内对纺织服装需求形成带动作用。

2019年我国服装鞋帽、针、纺织品类零售额为13516.6亿元，纺织业出口交货值为2842.7亿元。二者统计口径存在差异，一个是国内零售值，另一个是出口交货值，若忽略纺织业与服装鞋帽、针、纺织品类涵盖的差异，考虑出口交货单价理论上较零售价更低，纺织服装业出口占总需求比例可能在20%左右。如果2020年纺织业出口累积同比由2019年底的-2.4%反弹至7%左右，则对整体纺织服装业贡献的需求增速可能在1.8个百分点。同时，考虑到海外疫情影响，若出口增速二季度收到明显阻力，出口对全年需求可能大幅下滑，但仍可能形成正向影响。

图表 19：疫情前期纺织服装行业增长持续下行

图表 20：海外市场因疫情影响需求将减弱



数据来源: Wind, 广州期货



数据来源: Wind, 广州期货

2020 年全年来看, 我国纺织服装业整体需求或仍有较高韧性, 但年初的新冠疫情对于短期及中期表现或形成较大干扰, 这也将传导至聚酯原料相关的期货品种。海外新冠疫情扩散超出市场预期, 纺织服装业出口在二季度可能大幅受挫, 国内新冠疫情对主要影响一季度织造终端开工情况, 坯布库存或延续 19 年高位, 短期难以去化, 然而织造开工逐渐向好, 国内终端需求恢复仍可期。

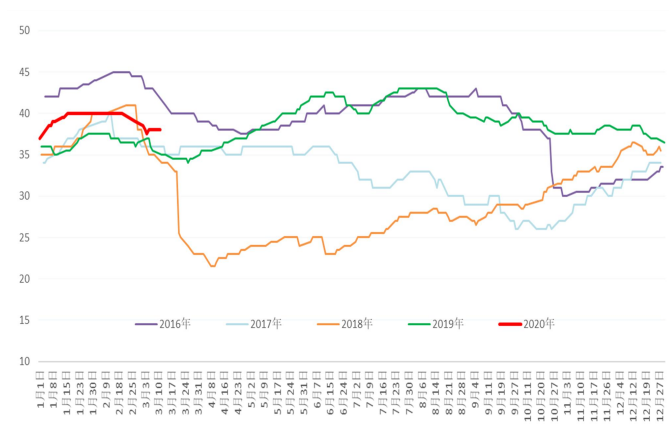
综上, 现阶段聚酯环节部分产品利润较好, 但化纤产业链库存整体高位, 尤其春节后聚酯原料 PTA 与 MEG 库存高企, 产业链终端恢复向上游传导仍需时日。纺织服装业短期受到新冠疫情影响, 预计一二季度无论内需或出口都面临较大压力。然而从偏长周期角度衡量, 终端需求恢复可能与产业链去库形成阶段性共振, 聚酯原料底部盘整期间仍可能出现阶段性上行机会。

图表 21: 2019 年四季度纺织品出口交货有所恢复



数据来源: Wind, 广州期货

图表 22: 海外市场因疫情影响需求将减弱



数据来源: Wind, 广州期货

## 五、防疫用品消耗激增, 促进上游烯烃消费

假设国内疫情基本可在 4 月底结束, 全民大概平均 15 天居家自我隔离, 隔

离时间大概占测算时间长度约 12.5%，叠加外部出口订单大概率下降，我们测算塑料制品产量同比减 20%，按照往年 1-4 月塑料制品平均产量 2500 万吨，测算国内相应的塑料制品产量同比减少约 500 万吨，折算 PE 和 PP 需求减少量大约为 300 万吨（折算聚烯烃材质塑料制品占比约 6 成），占比 2019 年 PE 和 PP 供应量约 10%。

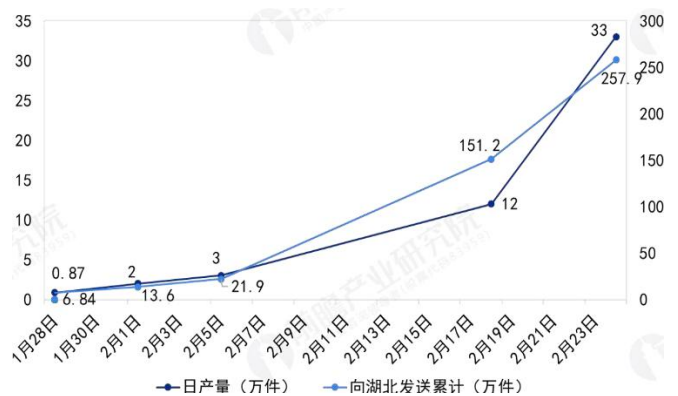
当前全国口罩日产能达到 1.1 亿只，日产量达到 1.16 亿只，意味着口罩产能利用率已超过 100%。1 吨 PP 纤维料大约可以生产 25 万个防护口罩或者 5000 件防护服，假设疫情严控 120 天，则需要消耗 PP 约 8 万吨。1 吨 PP 透明料可生产约 50 万个医用一次性注射器。上述三种产品，在 120 天里累计消耗的 PP 原料约 10 万吨。另外，部分医疗物资如洗手液、消毒液等配套产品包装、一次性聚丙烯塑料餐盒的需求也会增加，假设这些包装盒 PP 或者 PE 用量约 200g，生产 1 亿个包装盒需要的聚烯烃用量约 20 万吨，粗略估计疫情防控期间的医疗物资对聚烯烃需求的增量约 30 万吨，远少于近 300 万吨的聚烯烃需求损失量。综合测算，受疫情影响，前四个月聚烯烃国内需求净损失约 270 万吨，同比减少约负增长 10%。

图表 23：中国聚丙烯纤维料产量，万吨



数据来源：卓创资讯，广州期货

图表 24：医用防护服产量不断拉升



数据来源：工信部，前瞻研究院，广州期货

综合来说，海外疫情蔓延情况严重，各国政府也逐步重视并采取不同程度的防控措施，但由于海外疫情防控政策出现重大分歧，加上宏观刺激政策并未取得预期效果，使得本次疫情对全球工业产业、居民消费预期、终端需求的负面冲击影响更深刻更长远。国内商品市场情况不容乐观，短期国内化工品面临供需结构性失衡的局面，部分化工品种库存高企，并且一定程度上限制了生产负荷提升效

率。其次是原油价格暴跌后，能化商品生产成本进一步降低，使得化纤原料、苯乙烯、聚烯烃出现成本坍塌式下跌，价格逐渐向事件驱动转变。

我们认为，当前化工品整体策略应以偏空思路为主。聚酯原料方面，PTA下行动力主要来自于成本端下行，成本支撑将成为未来市场反复检验的逻辑，化纤产业链整体高库存情况可能随终端需求恢复逐渐去化，但需要较长时间验证，短期可关注5-9反套策略；苯乙烯和甲醇可根据宏观局势择机布局空单或者暂时观望局势拐点；目前，从宏观角度来说聚烯烃产品作为风险产品，仍将震荡筑底，其向上的基础并不牢固。从盘面上看，聚烯烃已经跟随原油价格进入大幅杀跌的状况，未来等待PP和PE超跌后可布局多单；橡胶短期内价格仍偏悲观，05合约可能下探10000点关口，建议有条件的轻仓空单，但需持续观察其供应端减量情况，09合约可能有转折机会。仅供参考！

莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量！

## 研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的优秀分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托股东单位—越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

**核心理念：研究创造价值，深入带来远见**

## 联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-23382623

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。