

研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

报告日期 2020 年 7 月 9 日



供需格局转强 沥青稳步上涨

内容摘要

一、端午节归来，受全球疫情再度爆发的担忧，国内外原油期货价格承压回落，不过国内沥青期货 2012 合约顶住压力，低开高走，稳步上行，期价表现较其他能化商品坚挺。

二、为了遏制疫情对全球实体经济的冲击，多个经济体陆续采取宽松货币政策。其中最新一期美联储 FOMC 委员会继续将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变。据美联储点阵图显示，除非确信经济已经度过了最近的危机，并走上实现最大就业和价格稳定目标的轨道，否则预计将维持当前低利率至 2022 年年底。

三、从产业链的角度来讲，沥青加工成本增加主要体现在两方面：一方面国际原油价格重心上升；另一方面由于马瑞原油供应缩减，令沥青产量增速受限。

四、其次，美国持续对委内瑞拉制裁令马瑞油产量减少。委内瑞拉生产的马瑞原油和波茨坦原油都是当前我国中石油和地方炼厂的青睐油种。其中马瑞原油是中石油和地炼生产沥青的主要原料。从原油种类在沥青产能中的占比来看，马瑞原油占比在 47.67% 左右，中东原油占比在 29.71% 左右，海洋油占比 10.42% 左右，其他当地原油占比在 12.20% 左右。

五、预计今年国内沥青产量在 3140 万吨，同比增加 240 万吨或 8.3%。其中，6—12 月，产量在 2050 万吨，同比增加 270 万吨或 15%。

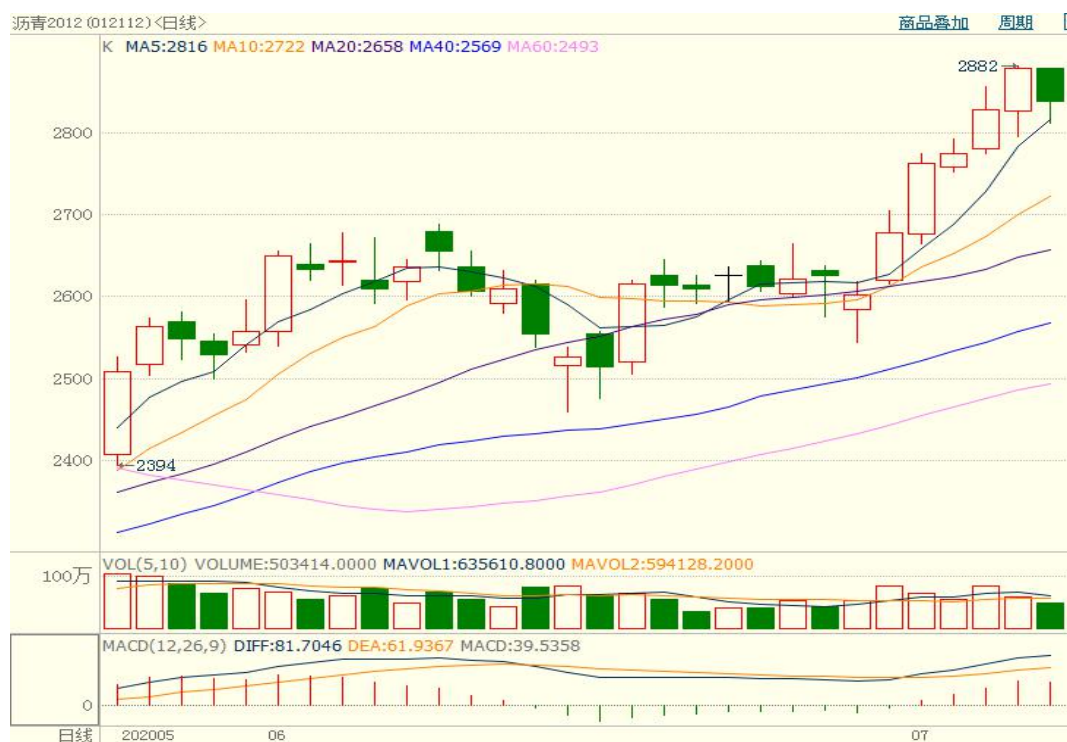
六、众所周知，沥青需求市场的发展与我国道路建设密不可分。从短期需求角度来看，随着南方梅雨季节性的过去，后期将迎来夏季高温天气，沥青下游需求会重新回升，出现旺季消费特征，社会库存也有望迎来季节性去库阶段。从中长期的需求角度来看，随着国家对公路沥青路面要求标准逐渐提高，公路网中沥青路面的占比将会较大提高，预计在未来较长的一段时间内路面换铺需求将进一步刺激沥青市场。

七、综合来看，预计三季度国内沥青供需格局将进一步好转，维持偏紧状态。在策略上，建议投资者采取偏多思路对待。建议可以做买 2012 抛 2106 套利策略或更为稳妥。

一、端午节后沥青异军突起

端午节归来，受全球疫情再度爆发的担忧，国内外原油期货价格承压回落，并拖累下游能化商品在节后首个交易日呈现集体低开弱势运行的景象。不过国内沥青期货 2012 合约顶住压力，低开高走，稳步上行，期价表现较其他能化商品坚挺。在随后的六个交易日内，沥青 2012 合约呈现连续收阳上涨的态势，期价从 2600 元/吨一线下方稳步攀升至 2882 元/吨，累计涨幅达到 11% 左右。

图 1、国内沥青期货 2012 合约呈现稳步上涨的态势



数据来源：WIND

二、疫情倒逼全球流动性维持宽松格局

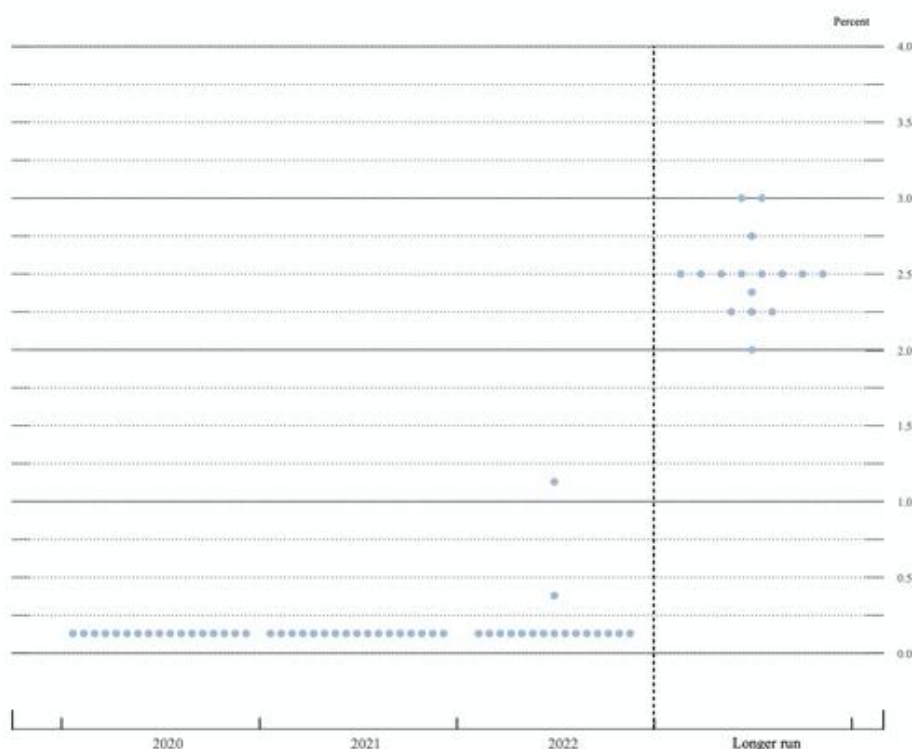
受新冠疫情的冲击，尽管欧美国家和亚洲主要经济体陆续复工复产，但对全年的经济拖累依然存在。据世界银行发布最新的《全球经济展望》显示，受新冠肺炎疫情影响，全球经济受到巨大冲击，预测今年全球经济将萎缩 5.2%，将是自二战以来最严重的衰退，人均产出下降的经济体比例将达到 1870 年以来的最高水平。其中发达经济体的经济活动预计将在 2020 年萎缩 7%；新兴市场国家和发展中经济体今年预计将收缩 2.5%。人均收入预计将下降 3.6%，这将使数百万人在今年陷入极端贫困。

为了遏制疫情对全球实体经济的冲击，多个经济体陆续采取宽松货币政策。其中最新一期美联储 FOMC 委员会继续将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变。据美联储点阵图显示，除非确信经济已经度过了最近的危机，并走上实现最大就业和价格稳定目标的轨道，否则预计将维持当前低利率至 2022 年年底。就短期来看，据芝商所（CME）旗下“美联储观察”最新更新的统计结果显示，市场参与者预计，美联储在 7 月、9 月维持利率在 0%-0.25% 区间的概率均为 100%，加息 25 个基点的概率均为 0%。考虑到全球疫情的反复将维持很长时间，预计 2020 年底全球确诊人数会达到 7000 万人以上。这就使得全球流动性不会有趋势性收紧信号出现。美联储会维持当前的货币政策，不会贸然退出。中国央行也会继续维持稳健而又灵活适度的货币政策基调。因此宏观面流动性宽松格局至少在今年下半年不会发生改变，此有利于商品期

市保持“水润滋养”状态。

图 2、美联储点阵图显示将维持低利率水平直至 2022 年年底

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：WIND 资讯

三、成本端优势凸显 沥青重心抬升

推动本轮沥青期货价格稳步上涨的背后原因，笔者认为成本端优势凸显是第一因素。众所周知，上游原油与下游沥青相关度很高。运用 Eviews 数理分析统计软件将过去两年的国内原油期货与沥青期价导入到 EViews 模型分析软件中进行一元线性回归研究，采集的样本数据为 2018.3.26-2020.3.10，共计 476 个样本数据。最终结果发现原油与沥青相关度高达 80%，证明二者具有很强的内在联系，相关性强。

从产业链的角度来讲，沥青加工成本增加主要体现在两方面：一方面国际原油价格重心上移；另一方面由于马瑞原油供应缩减，令沥青产量增速受限。

首先，在原油方面，自从二季度以来，OPEC+产油国达成史上规模最大的减持协议，并在 5-7 月份实施 970 万桶/日的减产计划，除了伊拉克、尼日利亚等个别国家产油国未能完成减持额度外，其他产油国均很好履行减产职责，沙特、科威特和阿联酋等国甚至还在应有额度外，合计追加减产 118 万桶/日。除 OPEC+产油国显性减产措施外，美国页岩油企业受油价低迷冲击，也存在隐性减产的行动。据了解，截至 7 月初，美国原油产量连续第 12 周下滑至 1050 万桶/日，创 2019 年 7 月以来新低，较峰值已经回落 150 万桶/日。同时，作为美国原油产量的先行指标——活跃钻井平台数量在 6 月 7 日当周继续大幅下降 16 座至 206 座，创 2009 年 9 月以来新低。预示未来美国原油产量还将继续下滑。基于此，三大国际能源机构对美

国原油产量的预期均值是 2020 年将同比下跌 90 万桶/日，EIA 预期偏乐观，OPEC 偏低。按照上述均值来看，美国原油产量均值为 1030 万桶/日附近。全球原油市场供应端偏紧优势得到巩固。在需求方面，随着欧美国家在 5 月中旬以来，陆续复工复产，原油需求预期见底回升，尽管全球疫情仍在持续蔓延，累计确诊病例接近 1200 万例，但重回经济封闭状态的可能性较低。在原油市场供需格局不断改善的背景下，原油期货价格重心稳步抬升，并带动下游沥青期货价格重心跟随上移。

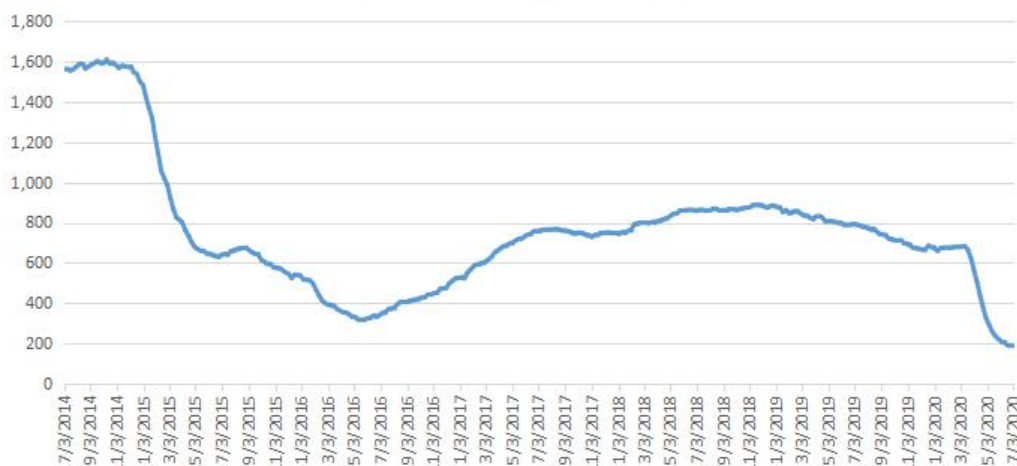
图 3、OPEC+在 2020 年 4 月 12 日达成新的减产协议（万桶/天）

国家	2018年10月基准产量	产量调整	减产幅度(%)	2020年5月-6月	2020年7月-12月	2021年1月-2022年4月
阿尔及利亚	106	-24	-23%	82	86	91
安哥拉	153	-35	-23%	118	125	132
刚果	33	-7	-23%	25	27	28
赤道几内亚	13	-3	-23%	10	10	11
加蓬	19	-4	-23%	14	15	16
伊拉克	465	-106	-23%	359	380	402
科威特	281	-64	-23%	217	230	243
尼日利亚	183	-42	-23%	141	150	158
沙特阿拉伯	1100	-251	-23%	849	899	950
阿联酋	317	-72	-23%	245	259	274
OPEC 10国	2668	-609	-0.23	2060	2182	2303
阿塞拜疆	72	-16	-23%	55	59	62
巴林	21	-5	-23%	16	17	18
文莱	10	-2	-23%	8	8	9
哈萨克斯坦	171	-39	-23%	132	140	148
马来西亚	60	-14	-23%	46	49	51
墨西哥	175	-10	-6%	165	175	175
阿曼	88	-20	-23%	68	72	76
俄罗斯	1100	-251	-23%	849	899	950
苏丹	8	-2	-23%	6	6	7
南苏丹	13	-3	-23%	10	11	11
非OPEC	1717	-362	-21%	1,355	1,436	1,506
OPEC+合计	4385	-970	-0.22	3415	3617	3809

数据来源：WIND 资讯

图 4、美国油企活跃钻井平台数量走势图

美国油企活跃钻井机数（座）



数据来源：WIND 资讯

四、马瑞油产量萎缩 原料端促沥青价格上行

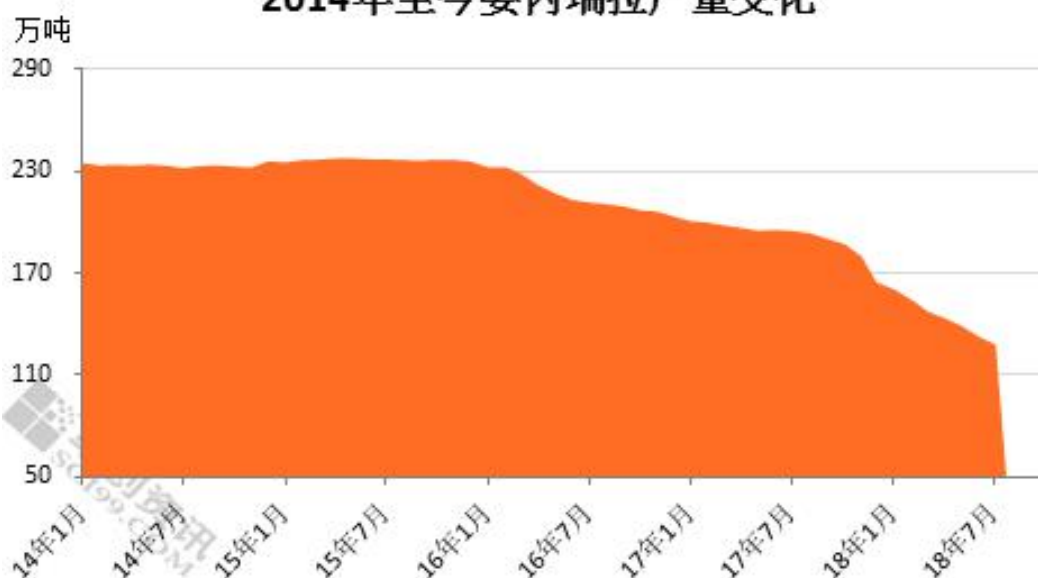
其次，美国持续对委内瑞拉制裁令马瑞油产量减少。要知道，委内瑞拉的马瑞油是生产沥青的优质原油。据显示，委内瑞拉的原油资源非常丰富，其探明石油储量超过 3000 亿桶，约占 OPEC 探明石油储量的四分之一，20 年前原油产量超过 300 万桶/日。由于该国财政收入过于依赖石油出口，2014 年下半年国际油价自高位跌落以来，委财政收入大幅缩水，经济陷入困境，高通胀及新旧政府的交替带来不稳定性。自 2017 年以来，美国持续不断加大对委内瑞拉经济制裁，导致该国原油出口持续下滑，在缺乏资金投入和维护的情况下，原油产量自 2016 年开始下滑，2017 年之前也一直维持在 200 万桶/日的水平之上，2018 年的降幅尤为明显。而目前的产量已经跌破 150 万桶/日，2019 年降至 100 万桶/日。IEA 预计，到 2020 年底委内瑞拉原油产量将跌至 60-80 万桶/日。马瑞油供给收缩将限制国内沥青产量增长速度，从而进一步加剧了沥青的供需缺口。

委内瑞拉生产的马瑞原油和波茨坦原油都是当前我国中石油和地方炼厂的青睐油种。其中马瑞原油是中石油和地炼生产沥青的主要原料。从原油种类在沥青产能中的占比来看，马瑞原油占比在 47.67%左右，中东原油占比在 29.71%左右，海洋油占比 10.42%左右，其他当地原油占比在 12.20%左右。不管是从产能还是企业分布角度来看，马瑞原油的供应都会对我国沥青产量及供应有着重大的影响。但十分不巧的是，马瑞原油的供应正持续面临萎缩的境遇。据了解，有消息称特朗普政府已经加大了对伊朗和委内瑞拉等国的制裁力度，并表示将针对中间商以及船对船的转运进行制裁，近期有好几船马瑞油漂在海上没有贸易商敢接货，有些货甚至在海上的时间较长，带来市场担忧后期国内炼厂沥青生产原料短缺可能带来的产量减少，我国马瑞原油断供风险仍存，制裁事件的升级成为沥青期价上涨的最重要因素。

早在今年 2 月 18 日，美国就曾对俄罗斯石油子公司的制裁，或可能影响国内后期的沥青产量，该事件或影响国内后期沥青 10%产量。一旦发生制裁事件，则对沥青短期的供应扰动较大，对行情影响也会比较大。随着美国制裁的不断升级，国内炼厂担忧后期原料的不稳定，开始寻求其他来源国的原油，但总体来看，国内对马瑞原油的依赖度依然较高。2019 年 8 月，国内担心委内瑞拉的受制裁进一步升级，在此期间基本停滞了从该国直接进口马瑞原油，转而出现了俄石油子公司代理的马瑞原油，该公司主要从马来西亚港口转口到国内。国内 4 月份到港量仍大幅增加，主要来自马来西亚港口的转口，市场对于后期原料紧缺的担忧明显加剧，因此带来这次的原料端炒作在盘面上的推动更为有力。

图 5、2014 年以来委内瑞拉原油产量大幅下滑

2014年至今委内瑞拉产量变化



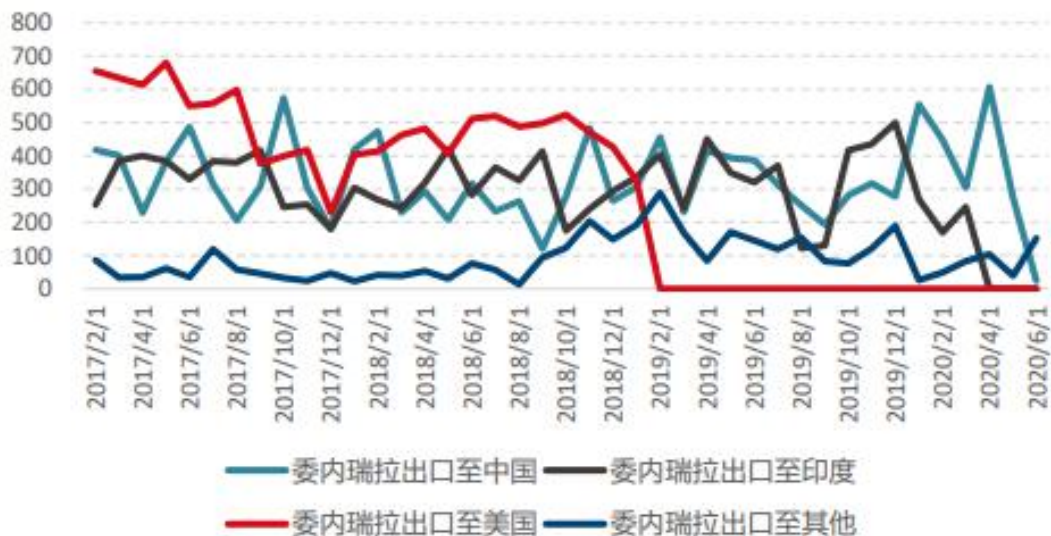
数据来源：卓创资讯

图 6、委内瑞拉至中国的原油出口量走势图



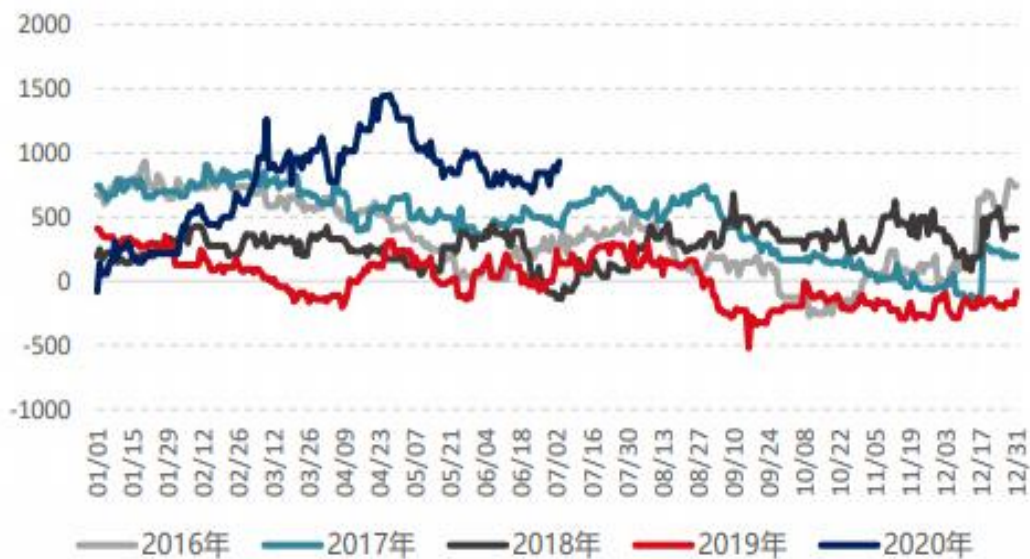
数据来源：WIND

图 7、委内瑞拉原油主要出口国（单位：千桶/日）



数据来源：WIND

图 8、沥青 2012 合约-马瑞原油裂解价差走势图（单位：元/吨）



数据来源：WIND

五、上游沥青库存去化顺利 供应压力减轻

今年上半年，受疫情影响，国内炼厂开工率一度低至 25%，为近五年来最低水平。但随着国内疫情逐渐缓解，炼厂开始加大开工率，预计下半年沥青产量将进一步增加。不过，由于马瑞原油供应有所缩减，一定程度上将拉低炼厂产量增速。据了解，虽然有炼厂已寻找到替代马瑞原油的原料，但其沥青出率相对较低，预计对全年产量影响不到 2%。预计今年国内沥青产量在 3140 万吨，同比增加 240 万吨或 8.3%。其中，6—12 月，产量在 2050 万吨，同比增加 270 万吨或 15%。

从炼厂利润角度来看，总体受益于成本端价格的大幅下行，炼厂生产利润大幅好于历年同期，且绝对值处于很高的水平。5 月开始，随着原油价格的持续反弹，炼厂生产利润开始重新回落，目前基本回落到

盈亏平衡点附近。参照国内产量的变化，二季度因炼厂利润持续向好叠加工厂赶工，产量明显回升，但相比去年同期的累计量仍有所减少，主要是一季度受国内疫情影响带来上游停工减产导致的。目前随着炼厂生产利润的回落，即使在上游库存没有压力的背景下，炼厂加大开工的动力或不足。

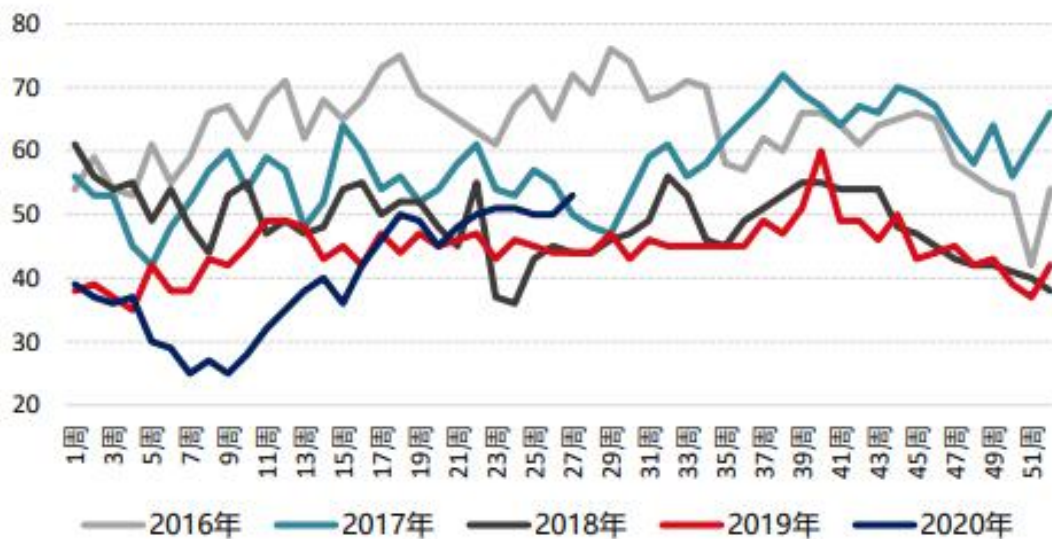
从炼厂库存变动来看，在3月中旬库存达到顶峰后，开始逐步回落，3月中旬到4月中旬的库存下降，主要是因为国内疫情后复工复产的持续，带来物流恢复之后，大部分炼厂库存开始转移至社会库存，当时的实际下游需求并没有真正吸收这部分库存的量，而炼厂库存在4月中旬开始步入新的阶段，库存创下往年同期的低位，该趋势一直维持到现在，这期间库存的下降则主要来自两个方面因素影响，一是，4月下旬开始，国内下游开始出现赶工情况，下游需求开始真正消耗库存，而到了6月中下旬则因为南方季节性雨季来临，实际需求有所放缓，更多来自中下游的囤货需求导致炼厂库存进一步下滑。因此，在整个炼厂库存下降的过程中，上游没有任何销售压力，现货价格则也更多的呈现出易涨难跌的局面，我们看到的是4月中旬开始，现货价格触底回升，一直处于上升通道中。因此，在看到上游库存重新累库且面临较大库存压力之前，现货价格都将呈现易涨难跌的局面。

图 9、山东炼厂沥青利润走势图



数据来源：WIND

图 10、沥青全国开工率走势图（%）



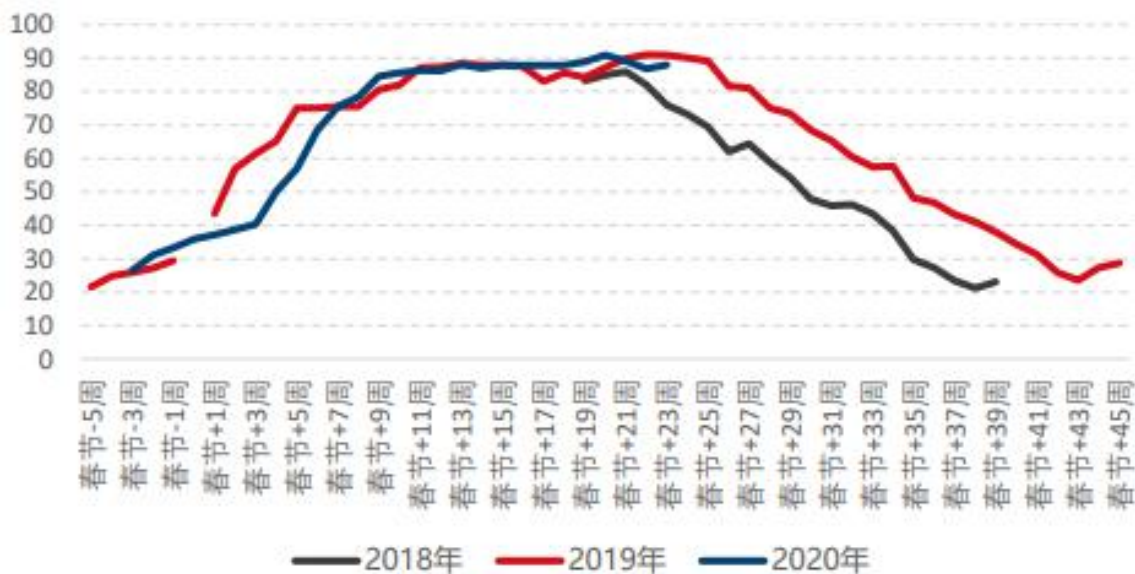
数据来源：WIND

图 11、长三角沥青装置开工率走势图 (%)



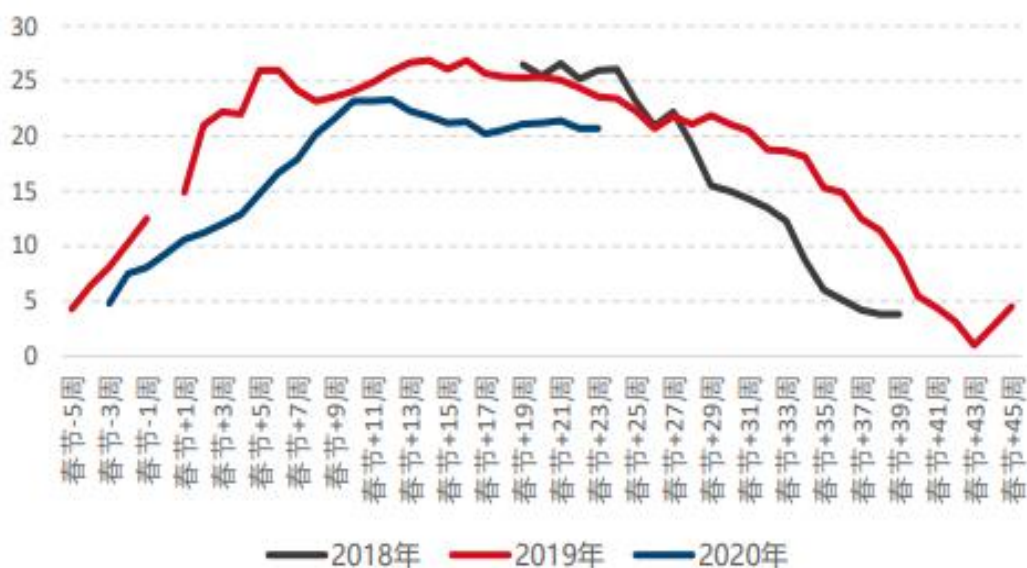
数据来源：WIND

图 12、全国沥青社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: WIND

图 13、山东沥青社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: WIND

六、中短期需求前景乐观 沥青受益

众所周知,沥青需求市场的发展与我国道路建设密不可分。从短期需求角度来看,随着南方梅雨季节性的过去,后期将迎来夏季高温天气,沥青下游需求会重新回升,出现旺季消费特征,社会库存也有望迎来季节性去库阶段。目前上游开工率的持续回升,以及产量的持续增加,但炼厂库存仍能保持低位且还在持续下行的过程中,至少可以反映出,到目前为止下游的需求是超出市场预期的,无论是实际赶工需求的回升还是囤货需求的快速攀升,至少从显性社会库存来看,社会库存并没有明显增加。可以预见,随着旺季到来以后,沥青消费将再上一个台阶。

从中长期的需求角度来看，今年是“十三五”收尾的最后一年，在《交通强国建设纲要》指导下，到2020年我国将完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务。随着国家对公路沥青路面要求标准逐渐提高，公路网中沥青路面的占比将会较大提高，预计在未来较长的一段时间内路面换铺需求将进一步刺激沥青市场。同时，随着道路的建成时间逐渐增加，全国公路养护的周期性高峰逐渐来临，道路养护对沥青的需求也将长期维持较大的体量。因此，笔者认为，下半年国内沥青需求依然值得期待，维持偏乐观预期。

图 14、国内沥青供需平衡表(单位: 万吨)

国内沥青供需平衡表										
日期	沥青产量	进口	出口	净进口	表观消费量	产量同比	表观需求同比	产量累计同比	净进口累计同比	表观消费累计同比
2019年1月	222	25	2.22	22.78	244.78	22.65%	13.92%	22.65%	-32.74%	13.92%
2019年2月	185	28	2.92	25.08	210.08	22.52%	16.70%	22.59%	-23.89%	15.19%
2019年3月	246	35.6	10.6	25	271	32.26%	18.65%	26.06%	-30.80%	16.46%
2019年4月	237	39.56	4.73	34.83	271.83	8.22%	8.73%	20.76%	-20.98%	14.24%
2019年5月	242	47.35	4.49	42.86	284.86	5.68%	6.29%	17.18%	-14.11%	12.38%
2019年6月	244.69	35	8	27	271.69	14.88%	10.00%	16.77%	-15.17%	11.95%
2019年7月	231.47	37.74	6.32	31.42	262.89	3.80%	2.69%	14.70%	-13.75%	10.51%
2019年8月	248.75	38.03	3.13	34.9	283.65	5.85%	4.67%	13.43%	-12.37%	9.68%
2019年9月	266.8	34.84	5.21	29.63	296.43	4.63%	1.17%	12.25%	-13.53%	8.56%
2019年10月	267.48	38.33	7.51	30.82	298.3	4.08%	3.22%	11.27%	-12.62%	7.94%
2019年11月	232	31.89	3.17	28.72	260.72	5.94%	10.47%	10.78%	-8.83%	8.16%
2019年12月	211.74	37.36	5.42	31.94	243.68	2.79%	10.26%	10.14%	-4.03%	8.31%
2020年1月	190.03	33.37	4.63	28.74	218.77	-14.40%	-10.63%	-14.40%	26.16%	-10.63%
2020年2月	134.7	33.37	4.63	28.74	163.44	-27.19%	-22.20%	-20.21%	20.10%	-15.97%
2020年3月	202.13	42.58	5.4	37.18	239.31	-17.83%	-11.69%	-19.32%	29.92%	-14.37%
2020年4月	247.72	44.82	4.05	40.77	288.49	4.52%	6.13%	-12.97%	25.76%	-8.79%
2020年5月	286.22	44.11	3.93	30	316.22	18.27%	11.01%	-6.29%	9.88%	-4.39%
2020年6月	292	35	5	30	322	19.33%	18.52%	-1.74%	10.07%	-0.39%
2020年7月	298.1	35	5	30	328.1	28.79%	24.81%	2.66%	7.88%	3.26%

数据来源: WIND、宝城期货

七、总结

综合来看，国内外原油期货价格重心稳步抬升，带动下游沥青价格同比上移，同时委内瑞拉持续受经济制裁，马瑞油产出趋于回落，国内沥青原料供应萎缩，产量预期无法有效提升，减轻了沥青供应压力。与此同时，上游炼厂开工率虽持续回升，但炼厂库存仍能保持低位，证明下游需求稳步改善，社会显性库存为显著回升。考虑到随着南方梅雨季节即将过去，夏季沥青消费旺季来临，短期需求将进一步增强。而中长期受益于交通运输体系发展规划各项任务，道路养护对沥青的需求也将带来更多的需求增量。预计三季度国内沥青供需格局将进一步好转，维持偏紧状态。在策略上，建议投资者采取偏多思路对待。建议可以做买 2012 抛 2106 套利策略或更为稳妥。

策略风险：8 月开始 OPEC+产油国将减产额度缩减 200 万桶/日，至 770 万桶/日，原油供应偏紧优势稍减，或令原油价格承压，对下游沥青产量负面影响。

宝城期货各地营业部

宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路 100 号环球金融中心 1408 室

电话：0573-82689030

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612648

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路 157 号金石国际广场 A 座 1602 室

电话：0532-81111856

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

宝城期货南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 1568 号汉港凯旋中心 805 室

电话：0791-86259955

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

