

政策利好需求，沥青再接再“沥”

摘要：

行情回顾：2019 年，沥青期价整体呈现出冲高回落的走势。随着年初原油价格上涨，外加低库存利好和马瑞油断供事件，直接带动国内沥青价格震荡上行；9-11 月受天气情况恶劣和地方政府隐性债务的影响，道路施工受阻，沥青需求受到明显打压，沥青期价随之大幅度走低，但 12 月冬储行情火爆和政策预期的利多，带动沥青价格迎来最后的上涨。

宏观环境：伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。国内宏观经济压力仍存，但相对宽松的货币政策和积极的财政政策，经济下行压力有望得到缓解，外需受到国际贸易形势冲击的边际影响正在逐渐减弱，2020 年或有一定好转。

供需关系：基本面，OPEC 加大减产力度，同时中东地区地缘政治局势威胁原油供应，加之中美贸易关系缓和，2020 年的原油市场将表现出相对偏强的走势，对沥青将形成有效的成本支撑。生产方面，2020 年沥青产能较为过剩局面依然难以出现明显改善，整体供应将依然充裕；进口方面，从韩国地区进口量当前呈现出逐年减少的趋势，预计 2020 年沥青进口量将有所下滑；需求端，2020 年是“十三五规划”的最后一年，公路建设赶工和五年一次的道路养护需求，外加专项债的提前下发，由此带来的对沥青的刚性需求仍将保持在较高水平。

不确定风险：马瑞油再度断供、国内车市回升不及预期、中美贸易摩擦再度加剧

沥青年度报告

作者姓名：李彦杰

邮箱：LIYanjie@csc.com.cn

期货从业资格号：F3005100

期货投资咨询从业证书号：Z0010942

研究助理：刘书源

邮箱：liushuyuan@csc.com.cn

期货从业资格号：F3066303

电话：023-81157285

发布日期：2019 年 12 月 31 日

目 录

一、2019 年行情回顾	5
二、价格影响因素分析	6
1.宏观经济分析	6
1.1 国际宏观	6
1.1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松	6
1.1.2 美国经济平稳运行 经济动能逐渐减弱	7
1.1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软	9
1.1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松	10
1.1.5 国际宏观小结	11
1.2 国内宏观	11
1.2.1 经济下行压力不减，外需接棒施压	11
1.2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整	13
1.2.3 定调稳健，货币“边际宽松”方向不变	14
1.2.4 利率保持低位运行，定向调整为主	16
1.2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性	17
1.2.6 国内宏观小结	17
2、供需分析	18
2.1 国内沥青产能持续扩大，但开工率有所下滑	18
2.2 国内沥青产量同比减少	20
2.3 中国沥青进口量下降	21
2.4 2020 年沥青消费受政策支撑	23
2.5 沥青表观消费量同比增长	25
2.6 沥青的出口有一定放缓	25
2.7 沥青库存受季节性影响较为明显	26
2.8 沥青价格全年季节性明显、炼厂利润受原油波动较大	26
3、价差及套利分析	28
4、技术分析	29
三、行情展望与投资策略	30
3.1 总结	30
3.2 行情展望	30
3.3 企业套保策略	30

图表目录

图 1: 2019 年沥青主力合约价格走势（元/吨）	5
图 2: 华东沥青现货价格（元/吨）	5
图 3: 沥青 06 合约（元/吨）	5
图 4: 沥青 09 合约（元/吨）	5
图 5: 全球 GDP 实际增速及预测	6
图 6: 摩根大通全球采购经理人指数	6
图 7: 经合组织综合领先指标	6
图 8: 经合组织商业及消费者信心指数	6
图 9: 美国国内生产总值及其增速	7
图 10: 美国新增非农就业人数及失业率	7
图 11: 美国非农企业薪酬及工作时长	7
图 12: 美国非农职位空缺数	7
图 13: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	8
图 14: 美国物价指数变动情况	8
图 15: 美国国际贸易及其增速	8
图 16: 美国国内消费及其增速	8
图 17: 欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速	9
图 18: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化	9
图 19: 欧元区采购经理人指数	9
图 20: 欧盟和欧元区制造业产能利用率	9
图 21: 欧盟 28 国失业人数及失业率	9
图 22: 欧盟及欧元区核心 CPI	9
图 23: 美国基准利率及债券收益率	错误!未定义书签。
图 24: 英国及欧元区利率	错误!未定义书签。
图 25: 中国国内生产总值及其增速	11
图 26: 中国固定资产投资及其增速	11
图 27: 中国社会消费品零售总额及其增速	12
图 28: 中国进出口贸易额及其增速	12
图 29: 中国固定资产投资增速	12
图 30: 中国制造业投资增速	12
图 31: 中国工业增加值同比增速	13
图 32: 中国制造业 PMI 指数	13
图 33: 中国公共财政收入和支出及其增速	14
图 34: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速	14
图 35: 中国货币供应增速及剪刀差变动	15
图 36: 中国人民银行现金净投放	15
图 37: 中国社会融资规模及新增信贷占比	15
图 38: 中国新增人民币存贷款	15
图 39: 中国人民银行存款准备金率	16

图 40: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	16
图 41: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	16
图 42: 中国物价变动情况	16
图 43: 中国外汇储备变动情况	17
图 44: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	17
图 45: 国内沥青年度产能 (万吨)	18
图 46: 国内炼厂平均开工率	18
图 47: 沥青产能分布	19
图 48: 沥青月度产量 (千吨)	20
图 49: 沥青当月产量 (万吨)	20
图 50: 2019 年 1-11 月中国主要省份沥青产量占比	20
图 51: 2019 年 1-11 月中国各地区沥青产量 (千吨)	20
图 52: 2019 年 1-11 月中国各企业沥青产量占比	21
图 53: 2018、2019 年 1-11 月中国各企业沥青产量 (千吨)	21
图 54: 2015-2019 年沥青月度进口量&同比 (千吨、%)	21
图 55: 2015-2019 年沥青进口量 5 年平均值 (万吨)	21
图 56: 中国沥青进口地区分布	22
图 57: 2019 年沥青主要进口地区进口量 (吨)	23
图 58: 2019 年沥青各地区进口占比	23
图 59: 公路建设固定资产投资同比增速.....	23
图 60: 各地区公路建设固定资产投资占比 (万元)	23
图 61: 2013-2018 年公路里程 (万公里)	24
图 62: 2013-2018 年高速公路里程 (万公里)	24
图 63: 2019 年 PPP 新增项目占比.....	24
图 64: 2019 新增公路项目数量 (个)	24
图 65: 中国沥青表观消费量&同比增速 (千吨、%)	25
图 66: 中国沥青月度表观消费量 (千吨)	25
图 67: 2015-2019 年沥青月度出口量&增速 (千吨、%)	25
图 68: 2015-2019 年沥青出口量 5 年平均值 (万吨)	25
图 69: 沥青炼厂库存 (万吨)	26
图 70: 沥青炼厂和社会库存对比 (万吨)	26
图 71: 季节性价格走势 (元/吨)	27
图 72: 国内沥青炼厂理论利润	27
图 73: 沥青期货价差走势 (元/吨)	28
图 74: 沥青期现价差走势 (元/吨)	28
图 75: 沥青地区价差 (元/吨)	28
图 76: 沥青内外盘价差 (元/吨)	28
图 77: 沥青主力合约周 K 线图 (元/吨)	29

表目录

表 1：2019 年国内沥青新增炼厂产能（万吨）	19
表 2：沥青主要进口地区进口量（吨）	22

一、2019 年行情回顾

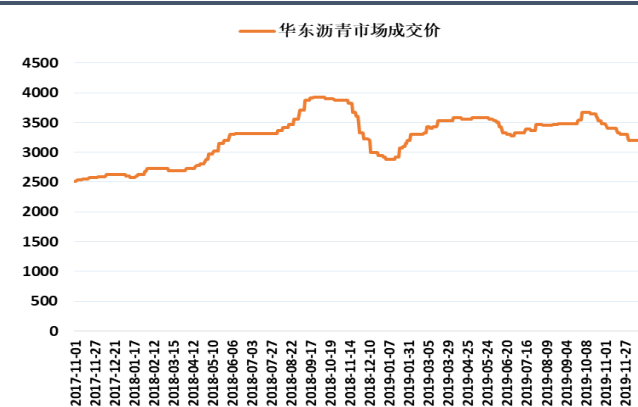
2019 年沥青价格在供需表现平淡的背景下，整体维持宽幅震荡，具体走势可分为五个阶段。第一阶段（1 月-5 月），随着原油价格止跌上涨，低库存的利好支撑，带动国内沥青市场一路上行，涨至五月 3678 元/吨，涨幅达 479 元/吨。第二阶段（5 月-6 月），沥青资源供应不断增加，炼厂以及社会库存不断累积，沥青价格涨势放缓，6 月份沥青价格高位回落。第三阶段（6 月-8 月），市场供应短暂偏紧，外加马瑞油直接断供炒作，导致沥青价格直线拉涨。第四阶段（8 月底-12 月上旬），受多个省份环保检查影响，道路施工进一步受到影响，沥青需求受到明显打压，且需求持续低迷，下游道路施工减少。第五阶段（12 月中旬至今），原油价格受 OPEC 减产上涨和低库存，沥青价格得到一定支撑，此外道路收尾需求释放，特别是华东和华南等地需求较好，沥青价格迎来最后的上涨。

图 1：2019 年沥青主力合约价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 2：华东沥青现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：沥青 06 合约（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 4：沥青 09 合约（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

二、价格影响因素分析

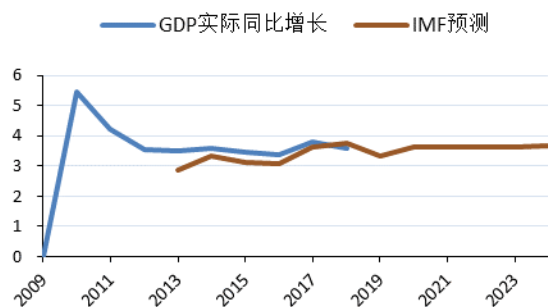
1. 宏观经济分析

1.1 国际宏观

1.1.1 全球经济承压 货币政策持续宽松

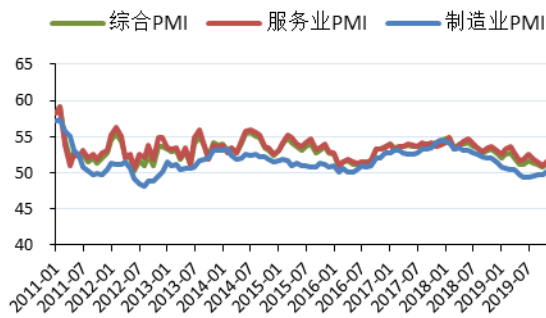
2019 年来全球经济下行压力愈发凸显，贸易摩擦反复，全球产业链逐渐割裂，全球主要经济体均出现下行趋势。IMF 年内多次下调全球经济增速预期，IMF 在最近的报告中预计发达经济体今明两年经济增速均放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体今明两年经济增速分别放缓至 3.9% 和 4.6%，而全球经济增速预期为 3%，相比于 1 月下调 0.5 个百分点。

图 5：全球 GDP 实际增速及预测



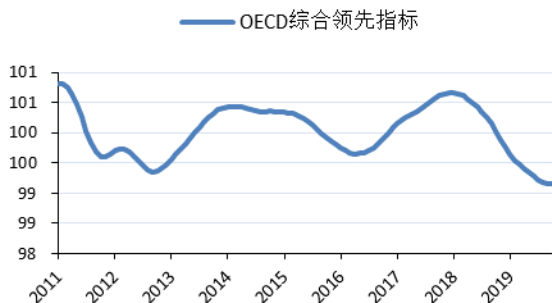
数据来源：Wind，IMF，中信建投期货

图 6：摩根大通全球采购经理人指数



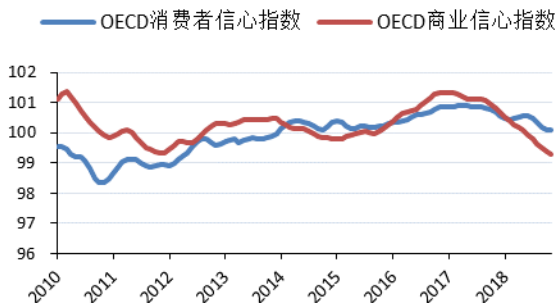
数据来源：Wind，中信建投期货

图 7：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年以来，全球经济整体承压运行，市场景气程度较 2018 年进一步下滑，同时商业信心低迷。摩根大通全球 PMI 指数显示，2019 年以来，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数上半年延续 2018 年下行之势，而下半年在全球降息浪潮开启后，市场预期有一定好转。其中，制造业 PMI 表现最差，且在 2019 年 5 月跌破枯荣线，7 月跌至年内最低值 49.3，较 2018 年年初下降 5.1，直到 11 月才重回枯荣线上方，整个经

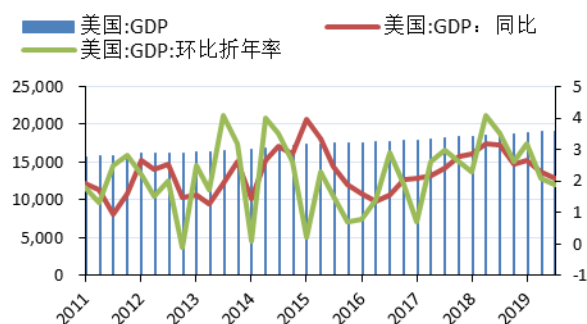
济预期较为悲观。在这样的背景下，商业信心和消费者信心指数均有所下滑，且商业信心指数的下降速度快于消费者信心指数。

1.1.2 美国经济平稳运行 经济动能逐渐减弱

美国经济分析局公布的统计数据显示，2019 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 19.12 万亿美元，同比增长 2.08%，增速较 2018 年同期下滑 1.05 个百分点，环比增 1.9%，经济下行压力有所显现。

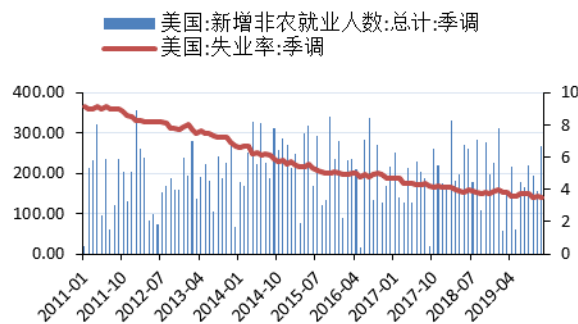
美国经济当前运行形势基本平稳，不过预期指标与滞后指标存有一定分歧。目前美国消费者预期与企业预期持续走低，但就业市场强劲，薪资温和增长。美国经济的主要拉动力为消费和投资，消费决定经济长期趋势，而投资决定经济的边际波动，下面我们将主要围绕这两部分展开。

图 9：美国国内生产总值及其增速



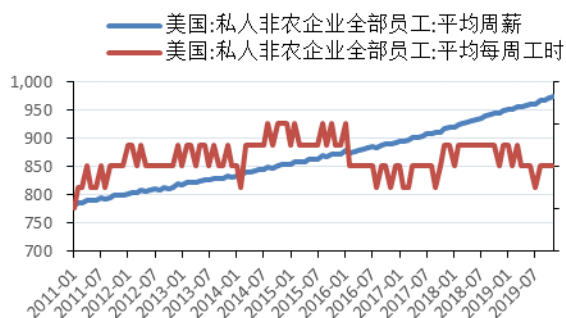
数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

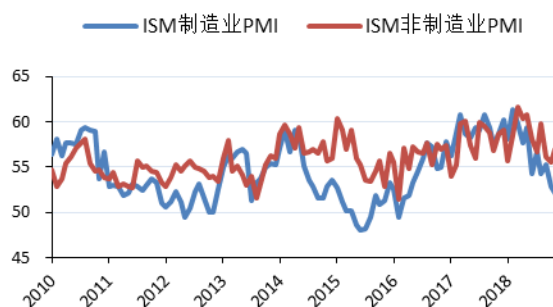
图 12：美国非农职位空缺数



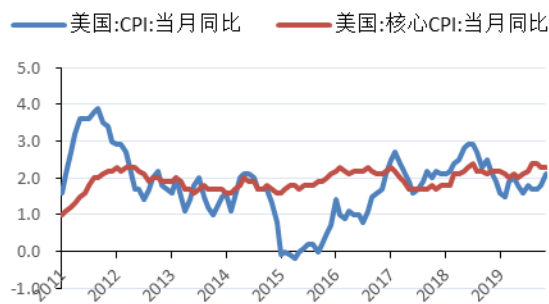
数据来源：Wind，中信建投期货

全球经济放缓的大背景下，美国消费者信心指数和企业预期持续降低，但就业及消费数据强劲，具体来看，制造业 PMI 持续回落，并在 2019 年 8 月跌破枯荣线，而密歇根消费者信心指数更是在 8 月跌至近三年来的最低水平，但零售销售同比增速则呈上涨趋势，失业率低于自然失业率，维持在 60 年代以来低位。2019 年美国失业率下行速率放缓，同时时薪位于高位并温和增长，劳动力市场存有张力，根据 NBER 的定义，当前经济处于金融危机以来的晚周期阶段。2019 年 11 月新增非农就业人数为 26.6 万人，较同期大幅增长 35 个百分点，失业率进一步降低至 3.5%；2019 年 11 月美国非农企业员工平均周薪 973.18 美元，较 2018 年同期增加 29.59 美元；职位空缺延续回落态势，2019 年 9 月经季节性调整后的职位空缺数达到 702.4 万人，而 2018 年 9 月为 739.2 万

人；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，与 2018 年同期持平，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间。

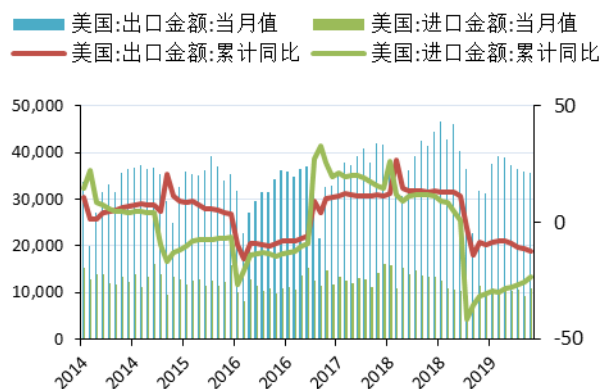
图 13：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数


数据来源：Wind，中信建投期货

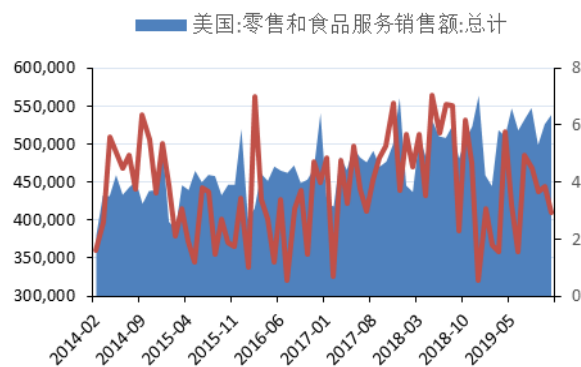
图 14：美国物价指数变动情况


数据来源：Wind，中信建投期货

美联储制定货币政策的核心依据是核心 PCE，从 2018 年 10 月起该项指标已持续低于目标值 2%。其中商品价格指数已落入通缩区间，具体来看，耐用品价格指数增长长期保持在零以下，而 2019 年 11 月非耐用品价格指数更是较 2018 年同期下降了 0.3%，拖累整个商品价格指数走低。服务业价格指数同比降幅低于商品价格指数，其中金融服务价格是服务价格降低的主要原因。

图 15：美国国际贸易及其增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 16：美国国内消费及其增速


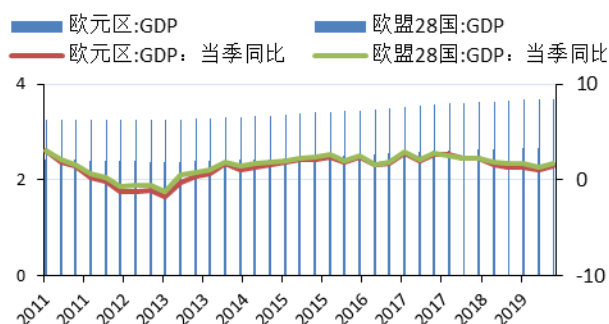
数据来源：Wind，中信建投期货

贸易摩擦也逐渐显现其后果，2019 年美国耐用品订单大幅回落，进出口对 GDP 形成拖累。2019 年 1-10 月美国耐用品订单同比中枢为-0.56%。2019 年 5 月以来美国库存总额同步大幅下滑，与美国宣布上调对华商品关税时点吻合。美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑，净出口对 GDP 环比增速为负向拉动。美国经济分析局最新的统计数据显示，2019 年 11 月份美国出口和进口同比减少 12.50% 和 23.30%，增速较 2018 年同期降低 25.4 和 28.3 个百分点，贸易摩擦对美国进出口影响巨大，其中对进口的影响更加明显。

1.1.3 欧元区政局动荡 经济或延续疲软

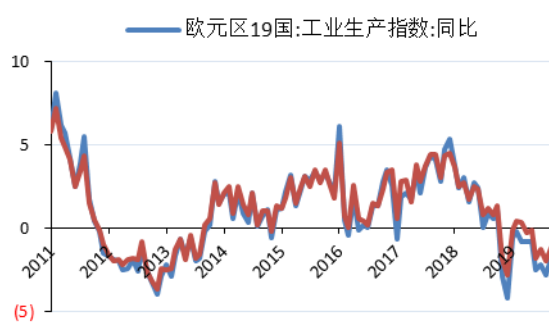
欧元区内部矛盾仍未解决，约翰逊在大选中获压倒性胜利，英国脱欧前景仍存不确定性，欧元区经济整体承压。

图 17：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

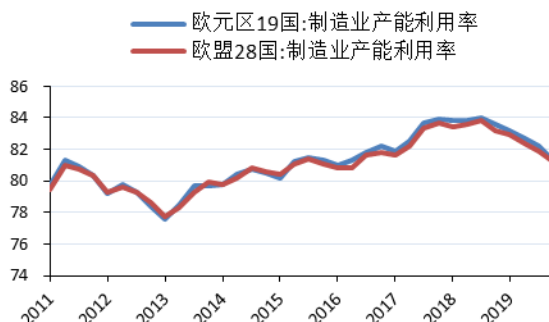
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.68 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期基本持平；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.69 万亿欧元，同比增长 1.7%，增速较 2018 年同期低 0.2 个百分点。英国仍存无协议脱欧风险，同时欧元区国家与欧盟关于预算赤字存有争端，欧洲经济前景难言乐观。

图 19：欧元区采购经理人指数



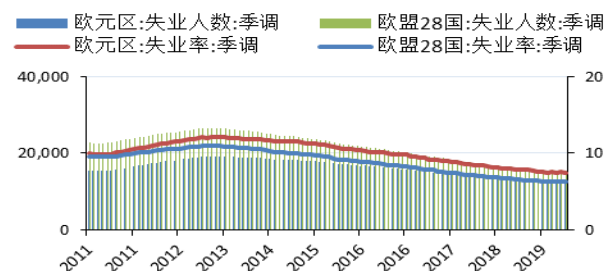
数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：欧盟和欧元区制造业产能利用率



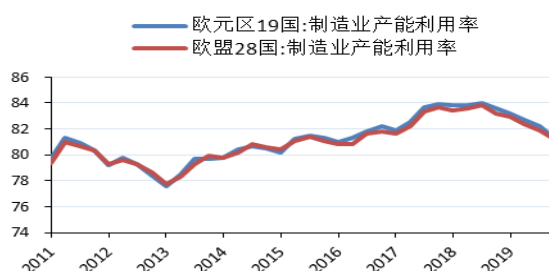
数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

从采购经理人指数角度看，虽欧元区服务业景气程度有所回升，但制造业前景低迷，经济整体承压。统计机构最新的统计数据显示，2019 年 12 月欧元区 Markit 综合、制造业和服务业 PMI 指数分别报 50.6、45.9 和 52.4，其中欧元区 Markit 综合及制造业 PMI 较 2018 年同期下降 0.5 和 5.5，其中制造业 PMI 持续 11 个月运行在枯荣线下方，但服务业 PMI 较前期上升 1.2。

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济下行趋或将持续。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 10 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比下降 2.2% 和 1.7%，增速较 2018 年同期分别低 3.3 及 3 个百分点，且增速延续下行态势；此外 2019 年以来，制造业产能利用率持续降低，2019 年第三季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 81.3% 和 81.2%，均较 2018 年同期分别下降 2.3 和 2 个百分点。制造业下滑一方面是由于全球经济放缓，出口疲软，另一方面是欧洲政局存有一定不确定性，金融条件偏紧。

虽然经济增长面临困难，但欧洲就业市场有一定韧性，失业人数不断降低。欧盟统计局最新的统计数据显示，2019 年 12 月份欧盟 28 国失业人数为 1558.3 万人，较 2018 年同期减少 93.9 万人；失业率已经降至 6.3%，较 2018 年同期低 0.4 个百分点。

欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但商品需求不强，经济缺乏内在动力，通胀在 1% 上下波动。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 11 月欧元区核心 CPI 同比增长 1% 和 1.3%，增速分别较 2018 年同期下降 0.1，上升 0.4 个百分点。

1.1.4 美联储表态偏鸽 欧央行或持续宽松

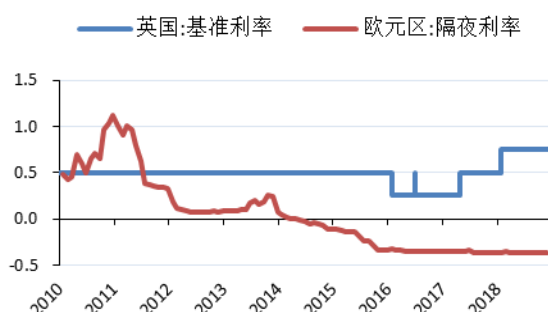
目前美国经济面临诸多不确定性，通胀承压，2019 年内已经实施了三次降息，开始了被动扩表，并在四季度后进入货币政策观察期，观测和讨论明年的降息节奏。美联储主席鲍威尔表明了对经济增长的乐观态度，但同时强调了通胀不达预期的不利影响，美联储将致力于实现 2% 的通胀目标。点阵图偏鸽，长期联邦基金利率的预期维持在 2.5%，到 2020 年的点阵图仍显示利率低于该水平。这意味着，通过点阵图反映出的共识是一段时间内将保持宽松政策。总的来看，美国制造业和经济整体景气程度较低，商品价格缺乏基层上涨动力，同时耐用品订单呈负增长，需求收缩，商品通胀短期内难以改善。此外，贸易摩擦拖累企业投资，抑制资本品价格，2020 年美联储仍存较大降息操作空间。

图 23：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：英国及欧元区利率



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲方面，由于欧元区经济下行压力仍大，欧央行或持续宽松，QE有望扩大规模，但利率政策的空间相对有限。12月欧央行决定，维持当前的低利率水平不变，同时债券购买将持续进行，释放流动性。欧洲央行行长拉加德表示，在长时间内需要宽松立场；如有所需，欧洲央行将调整所有工具；将紧密监测通胀水平。在9月12日的议息会议上，又进一步下调第三轮TLTRO的利率，由此前的“上限为平均主要再融资利率(MRO rate)+10BP，下限为平均depo rate+10BP”，下调为“上限为平均MRO rate，下限为平均depo rate”。

1.1.5 国际宏观小结

伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。2019年美国经济增长放缓，呈温和扩张态势，2020年美国经济增长大概率温和走弱，货币政策空间充裕，降低概率较大。欧洲经济前景低迷，且政局或持续动荡，为经济带来负面影响，美强欧弱局面或将延续。

1.2 国内宏观

1.2.1 经济下行压力不减，外需接棒施压

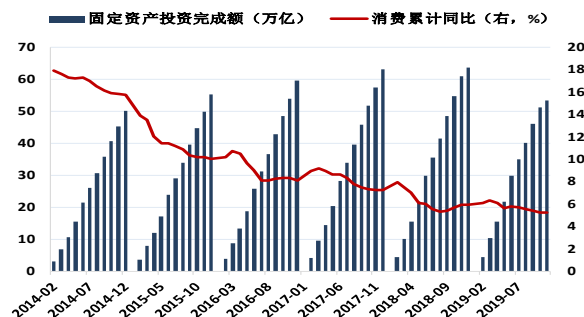
2019年，受中美贸易摩擦和世界经济低迷的影响，国内宏观经济延续2018年以来较大的下行压力。国家统计局数据显示，2019年第一、第二和第三季度国内生产总值(GDP)同比增长6.4%、6.2%、6.0%，增速较去年同期低0.5、0.5和0.4pct，其中第三季度GDP增速创1990年以来最低水平。但总体来说，经济运行总体平稳，结构性调整稳步推进。2019年1-11月，固定资产投资完成额53.4万亿元，同比增长5.2%，而社会消费品零售总额为37.3万亿元，同比增长8.0%，出口2.276万亿美元，同比回落0.3%。今年消费增速延续下降态势但依然维持高位，投资走低速度有所放缓，而出口增速低迷，对经济的拉动不断减弱，主要原因是国际市场需求乏力和贸易环境恶化导致。

图 25：中国国内生产总值及其增速



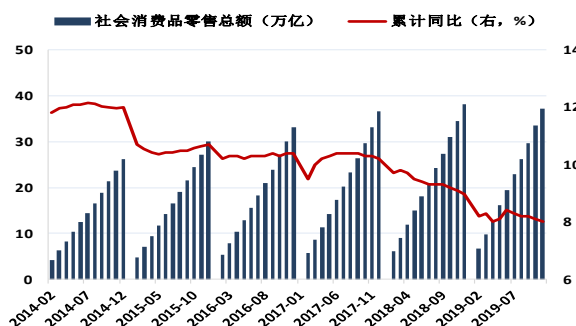
数据来源：Wind，中信建投期货

图 26：中国固定资产投资及其增速



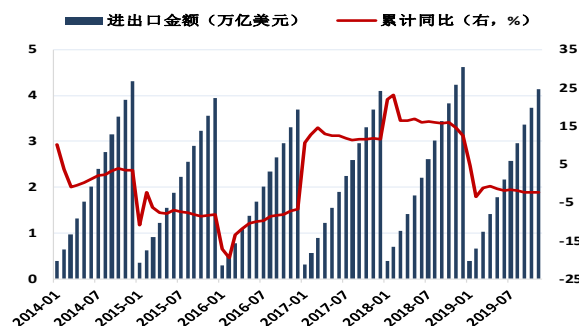
数据来源：Wind，中信建投期货

图 27：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

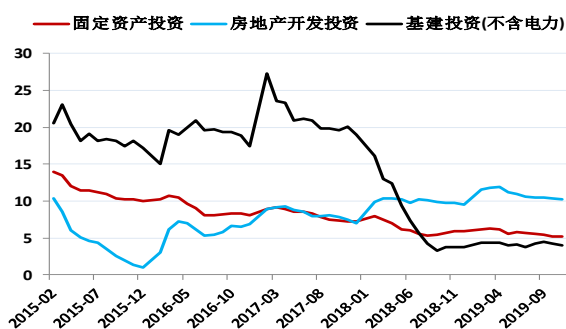
图 28：中国进出口贸易额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

分析宏观经济在一定时期内运行状况好坏离不开拉动 GDP 增长的三驾“马车”——投资、消费和出口，三架“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型增长转向国内消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

图 29：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：中国制造业投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

固定资产投资按细分项目来看，可被拆分为房地产投资、基建投资和制造业投资三方面。2019 年，房地产方面，从“全国严控”到“因城施策”的政策过渡中，“房住不炒”的社会共识深入人心，但在对住房的刚需和销售较为景气的背景下，投资仍然维持着较高增速。前 4 个月受到土地购置费延迟支付的影响，房地产开发投资增速连续上升至 11.9%，而后随着土地购置费增速进一步回落，房地产投资小幅回落至 1-11 月的 10.2%，而结构上，建安增速和土地购置费增速自 2018 年走向基本相反后分化已逐渐缩小，预计土地购置费将在明年年中见底，叠加 2019 年新开工面积高位增长有望支撑明年增速，因此我们分析，明年房地产投资增速具有韧性。基建方面，增速较 2018 年年末投资有所改善，今年基建投资（不含电力）增速自 1-2 月的 4.3% 小幅回落至 1-11 月的 4.0%，预计明年将继续受到地方政府专项债改革的带动和项目审批步伐加快的影响，基建投资增速将企稳。制造业方面，2019 年相比去年出现较大滑坡，1-11 月增速下滑 7pcts 至 2.5%，主要原因是内外需求疲软、工业品出厂价格（PPI）降幅扩大和工业企业利润增速连续负增长。但在国家政策推动和制造业技术转型升级等背景下，高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润增速加快，有望持续带动制造业发展。总体来看，房地产投资韧性较强，在基建和制造业投资回暖带动下，2020 年总的固定资产投资有望企稳。

消费方面，受经济下行、居民消费价格涨幅扩大的影响，增速延续下降态势。国家统计局数据显示，2019 年

1-11 月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长 8.0%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts。特别注意的是，2019 年 4 月、10 月消费增速仅 7.2%，为 1999 年以来最低值。细分看，1—11 月城镇消费增速降低 1pcts 至 7.9%，乡村消费增速降低 1.2pcts 至 9.0%，同时城乡收入差距不断缩小。2020 年，经济下行和居民消费价格水平的上升仍是影响消费的主要不利因素，推涨物价水平的猪肉价格短期内难以回落，通过加大进口和国内多项政策改善供不应求的现状仍需时间，但是，今年以来国家开始推行大规模的减税降费政策抵消通过增加居民收入对冲消费增速下行的部分压力。因此对于 2020 年，我们认为总体消费增速将延续 2019 年放缓趋势。

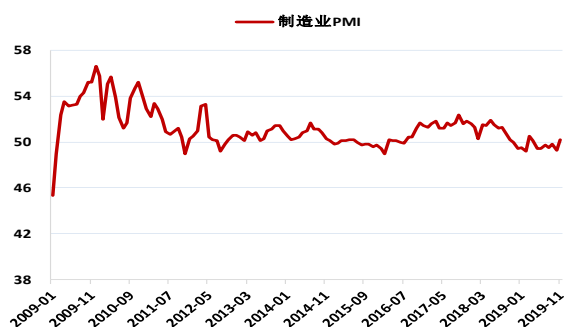
出口方面，受限於中美贸易摩擦和全球经济下行风险两大因素，今年我国对外贸易明显下滑，成为经济增长最大拖累。海关总署统计数据显示，2019 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 4.14 万亿美元，同比增长 -2.2%，增速较 2018 年下滑近 18.8pcts。分出口和进口来看，出口增速为-0.3%，进口增速为-4.5%，进口受影响程度高于出口。需要注意的是，2018 年 11 月进出口增速均出现断崖式下跌后，除了 2019 年第一季度进出口有所反弹，对外贸易增速低迷的态势延续至 2019 年。同时，在制造业 PMI 分项指标中，出口新订单指数自去年 6 月份以来一直处于 50 荣枯线下方，在今年 2 月触底 45.2，至 10-11 月震荡回升至 47 和 48.8。我们分析，该指数揭示了市场对出口增速改善的潜在预期。并且，12 月中美经贸高级别团队在多番磋商后达成第一阶段文本协议共识，国际贸易环境和市场悲观情绪有所改善，加之我国不断提高对外开放水平、深入推进“一带一路”建设的政策指导、和不断优化贸易结构，尽管 2020 年将继续面临全球经济增速下行风险，和国际关系日益增加的不确定性，但我们预计对外贸易增速大概率将得到改善。

图 31：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，在内外因素叠加的背景下，国内经济增长速度下行压力不减，工业增加值同比增速重心下移，制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊。2019 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 5.6%，较去年同期降低 0.7pct，1-3 月反弹后保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2018 年 12 月起在荣枯线窄幅游移，数据显示，尽管受全球经济下行市场悲观情绪影响，但 PMI 较欧美地区更有韧性。截至 11 月，PMI 重回扩张区间，经济回暖的概率进一步增大。整体来看，房地产投资存较大韧性，但基建增速支撑乏力，投资增速持续下降；消费则由于经济下行、物价上涨，增速进一步放缓；出口方面，中美贸易摩擦在第四季度得到缓和，出口增速才从低迷中有所回暖。因此，2019 年中国经济面临较大挑战，经济小幅回落至 6% 的增速。2020 年，总的投资增速有望企稳，出口增速较有可能得到改善，但消费大概率延续弱势，因此，宏观经济面临下行压力不减，需谨慎乐观。

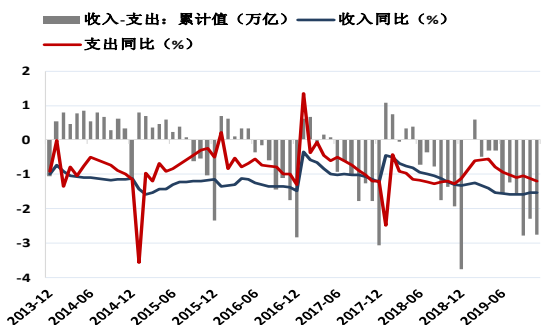
1.2.2 积极的财政政策侧重提质增效和结构调整

2019 年财政政策继续作为经济调控的主要手段，政府通过深化自 2018 年以来的大规模减税降费来积极实

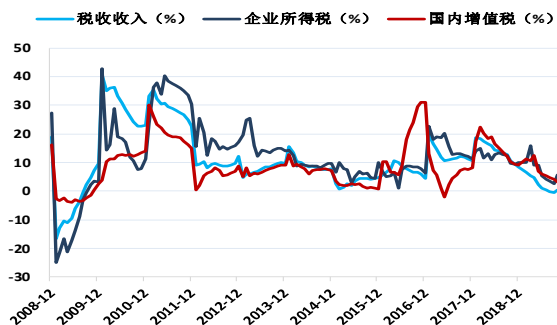
施财政政策。深化力度空前，具体措施包括出台规模超过 2 万亿元、占 GDP 比重超 2% 的减税降费政策，持续推动资金流向制造业等实体经济领域，尽管规模较去年有所减小，但前期政策叠加今年深化累计效应持续发挥作用。

受财政政策调整的影响，2019 年财政收入下行与支出增速上升。财政部公布的统计数据显示，2019 年 1-11 月份全国公共财政支出累计达成 206,463 亿元，增速从年初开始持续回落，但较 2018 年同期回升 0.9pcts。重点支出预算执行良好，其他增加主要在教育、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务方面，1-11 月同比分别增长 4.5%、-6.4%、1.4%、6.1% 和 5.2%，此外，尽管科学技术支出下滑 6.4pcts，但仍旧保持 8.9% 的较高速增长。全国公共财政收入 178,967 亿元，较去年同期同比增长 3.87pcts。其中非税收入同比大幅增长 25.4%，税收收入同比增长 0.5%，主要税种收入通过特定国有金融机构和国企上缴利润，以及多种渠道盘活国有资源资产等方式增加非税收入。

2020 年，国内经济形势下行压力不减，政府明确将继续实施积极的财政政策，主要关注赤字率和地方债发行情况。12 月份的中央紧急工作会议指出，积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。财政部在 2019 年底提前下达了 2020 年部分新增专项债额度 1 万亿，较 2019 年增加了 1900 亿，作为基建资金的重要来源，基建投资作为 2020 年经济增长的重要力量，叠加减轻企业增值税支出提振经济效益和市场活力，预计将增强经济增长后劲，部分对冲 2020 年宏观经济下行压力。

图 33：中国公共财政收入和支出及其增速


数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国税收收入和企业所得税收入累计增速


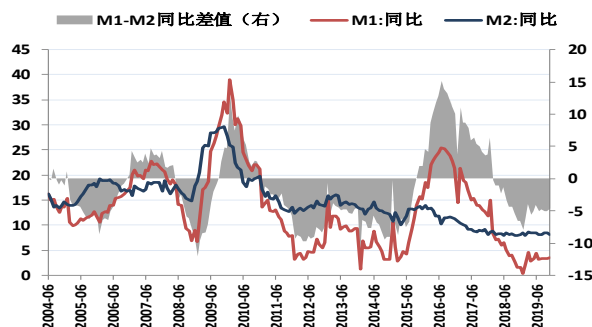
数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.3 定调稳健，货币“边际宽松”方向不变

2019 年初，在人民币贬值压力显著降低和近两年金融去杠杆取得明显效果的背景下，央行在工作会议上提出保持“市场利率水平合理稳定”的政策目标。第一季度延续去年宽信用导向，金融条件和融资环境改善取得成效后，第二季度宽信用政策回归常态，央行在第三季度货币执行报告中坚持“常态货币政策”立场，总体来看，2019 年央行通过综合使用新的货币政策工具和多次降准向市场投放流动性，在逆周期调节中同时实现稳健、灵活两大政策特点。

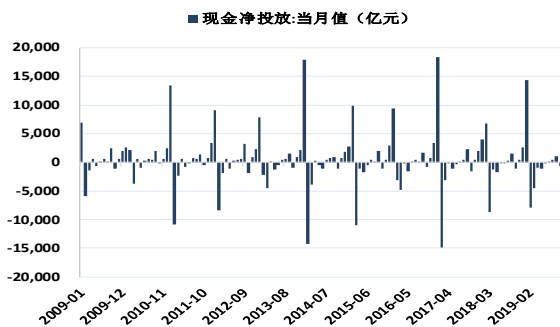
2019 年，融资形势有所改善。人民银行统计数据显示，截至 2019 年 11 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 3.5%，较 2018 年同期增长 2pcts，结束自 2016 年中以来回落态势；广义货币供应量 M2 同比增长 8.2%，增速较 2018 年同期高 0.2pcts，增速低位运行。M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平 -6.5% 缩窄至 -4.7%，表明在积极的财政政策和稳健的货币政策实施下，企业融资压力有所减小。

图 35：中国货币供应增速及剪刀差变动



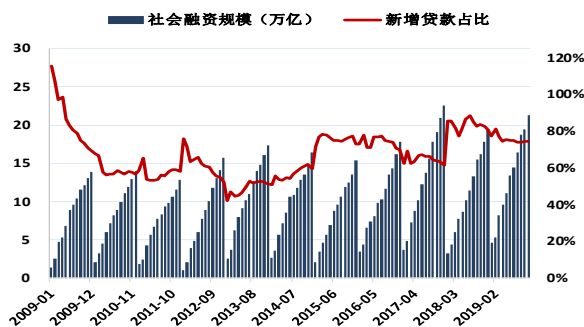
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国人民银行现金净投放



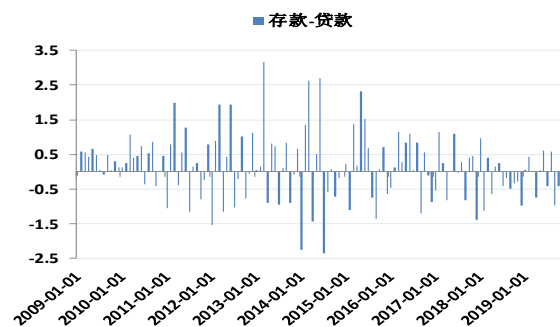
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：中国新增人民币存贷款



数据来源：Wind，中信建投期货

当前中国经济增长处于稳中放缓的阶段，稳健的货币政策或将成为常态。在货币供应小幅回升的背景下，人民银行向市场净投放资金的力度有所回升。人民银行统计数据显示，2019年1-11月，人民银行向市场净投放现金合计765亿元，相比于2017年同期净回笼82亿元有所增加，创2016年后新高。

从融资需求来看，2019年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据显示，2019年1-11月，社会融资规模达到21.23万亿元，较2018年同期多3.43万亿元，增长幅度达19.27%。结构上看，表外融资持续收缩，委托贷款、信托贷款、为贴现银行承兑汇票相较去年同期均有所下降，但银行信贷的支持力度增强，企业债券、地方政府专项债券及非金融企业境内股票余额均保持较高增速。2019年1-11月，新增人民币贷款15.81万亿元，同比增长7.21%，但增速较2018年同期下降3.9cts。由于新增信贷增速放缓，使得新增信贷在社会融资中的占比有所回落，2019年11月为74.45%，较2018年同期下落近8个百分点。

2019年前11个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加5.15万亿元，中长期贷款增加10.45万亿元。从结构上看，其中居民户中长期贷款新增量较去年同期上升7%，侧面表明了房地产行业的韧性，对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长12.5%，占同期社会融资规模存量的68%，银行信贷的支持力度有所加强，而表外融资，包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票呈现持续收缩态势。

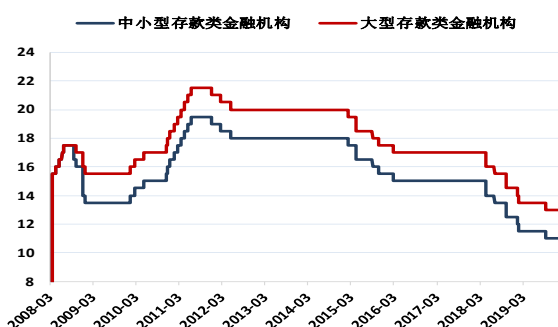
在2019年12月中央经济工作会议中指出，2020年在实施稳健的货币政策基础上，将灵活适度，保持流动性合理充裕，深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和

中小微企业融资难融资贵问题。同时，平衡调控通胀和稳增长的关系，强化逆周期调节，不断推动利率市场化改革，强化 MLF 定价基准地位和防范化解金融风险。因此，我们分析认为，明年的货币政策将保持“边际宽松”方面。

1.2.4 利率保持低位运行，定向调整为主

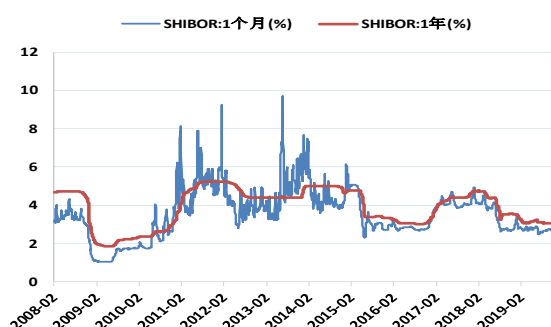
2019 年，货币市场利率中枢维持低位，波动性加剧。Wind 统计数据显示，截至 2019 年 12 月 27 日，上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)1 个月和 1 年期分别报 2.991%和 3.105%，分别较 2018 年底低 0.241 和 0.412pcts，整体回落至 2016 年第一季度的水平。利率波动性加大体现在 2019 年隔夜 Shibor 的方差为 0.23，较 2018 年的 0.06 大幅上升，主要原因是中小银行风险引发波动。2019 年，央行分别于 1 月、5 月和 9 月共进行三次降准，大型机构存款准备金率降至 13.0%，中小结构降至 11.0%，已处于 2008 年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约 2.68 万亿元，市场流动性已经达到相对充裕的状态。

图 39：中国人民银行存款准备金率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



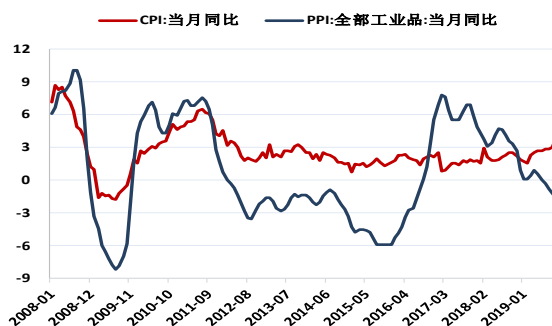
数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，全球降息潮来临，国内货币政策操作空间较有所拓宽，流动保持合理充裕。央行通过多次降准向市场释放流动性，以及通过 LPR 报价改革来疏通货币政策传导渠道，推进利率市场化改革，下调 MLF 和逆回购利率带动银行贷款利率下行。

据国家统计局数据，2019 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.4%，较去年同期下降 0.3pct，延续自 2018 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.7%，较去年同期上升 0.4pct，延续自 2018 年触底反弹后的平

稳趋势。尽管收入、消费增长乏力，但由于非洲猪瘟严重影响国内猪肉供应推高食品价格，导致 2019 年消费者物价指数同比连续 3 个月冲高，11 月 CPI 指数自 2012 年 2 月来首次“破 4”。但剔除食品和能源的核心 CPI 全年持续下滑。同时，今年以来，受到内外需疲软影响，PPI 逐步回落，可见通货紧缩压力进一步加大。预计在 2020 年，猪肉价格短期内不会回落到猪瘟前水平，因此我们预计 CPI 回到正常水平仍需要一定时间。此外 PPI 将继续受到全球经济下行影响承压，但年底中美经贸关系缓和迹象或将让 PPI 下方空间有限。

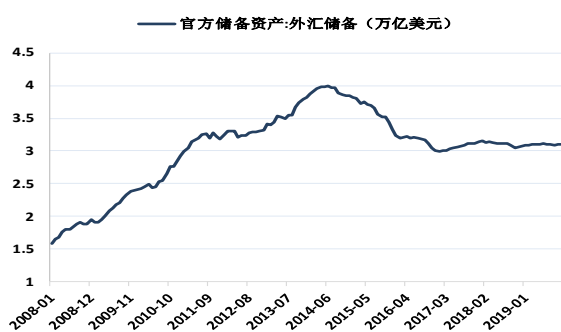
美国方面，2019 年美联储降息三次，美国联邦基金利率已经降至 1.50%-1.75% 区间。11 月非农数据公布前，市场仍预计 2020 年美联储有一次降息，但非农数据公布后，黄金短线跳水，美股期指集体拉升，但非农数据公布利好，12 月美联储按下暂停降息键。根据 12 月利率决议后鲍威尔的发言，唯有经济前景出现“重大”变化才会进一步降息，因此市场普遍认为下一次降息或在 2021 年发生，人民币利率面临的压力或将有所回升。

1.2.5 外汇储备平稳，汇率有韧性

2019 年，受全球经济增长、货币政策预期、贸易局势等因素的影响，在岸、离岸人民币于 8 月双双破 7，突破市场重要心理关口，外汇储备规模小幅上升。2018 年 3 月中美摩擦升级打断自 2017 年来人民币的稳步升值步伐后，美元兑人民币从 6.2822 的低位一路攀升至 7.0884，回到 2008 年的高位水平。外汇储备方面，外汇管理局统计数据显示，11 月中国外汇储备为 3.0956 万亿美元，较年初上升 229 亿美元，升幅 0.7%，总体相对稳定，主要国家债券价格有所下跌、汇率折算和资产价格变化是影响今年规模变化的主要原因。

2020 年预计人民币维稳为主，贬值空间不大。虽然进入“衰退时”顺差收窄阶段，叠加随着美联储对利率“三连降”的暂停，人民币进一步贬值的压力有所增加，但在欧日实施负利率且中国推进金融对外开放的前提下，外来资金会进一步加大对我国资本市场配置，为人民币汇率带来韧性。但需要注意的是，若现阶段中美贸易摩擦掉头转向恶化，人民币汇率仍将面临较大贬值风险。

图 43：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

1.2.6 国内宏观小结

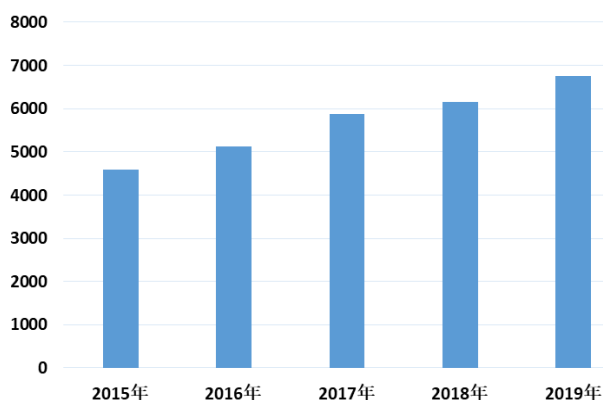
2020 年，在全球经济疲弱的背景下，预计国内宏观经济压力仍存，但 2020 年作为未来十年重要的开端之年，也是“十三五”规划的收官之年、实现“全面小康”和“三大攻坚战”的攻坚之年，结合国内相对宽松的货币政策和积极的财政政策，经济下行压力有望得到缓解，外需受到国际贸易形势冲击的边际影响正在逐渐减弱，明年或有一定好转。制造业 PMI 的企稳也给宏观经济预期带来一定的信心。总体上看，在 10 年稳增长的目标下，明年宏观经济整体将稳步运行，下行压力将减小。更大的不确定性依然来自外部，复杂的国际形势将会影响国内经济企稳和回升的节奏。

2、供需分析

2.1 国内沥青产能持续扩大，但开工率有所下滑

2014 年至 2019 年国内沥青产能呈现逐年增长的态势。百川资讯统计数据显示，2019 年国内沥青产能为 6755 万吨，同比增长 9.6%。

图 45：国内沥青年度产能（万吨）



数据来源：百川资讯，中信建投期货

图 46：国内炼厂平均开工率



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

“十三五规划”期间，国内沥青产能在公路建设带动下继续增加。百川资讯统计数据显示，2019 年国内多家炼厂有新增产能投放，截至 12 月中旬，新增产能合计达到 696 万吨。但由于这几年国内沥青供应过剩，导致沥青炼厂装置开工率逐年下降，2019 年开工率基本维持在 50%-67%，平均 55%；2015-2018 年保持平均 60% 左右的开工率，尤其是 2015、2016 年，最高接近 80% 的开工率。

据百川资讯了解，2020 年暂时只有新增扬子石化扩产，预计新增产能年产达 70 万吨。此外，着重关注未来恒力石化的 600 万吨新增产能出产情况。短期来看沥青供应端持续偏宽松为主，但是长期来看（直到 2020 年底），在全年平均开工率持续偏低，且明年新增产能增速没有往年明显的情况下，供应端压力可能会有所缓解。

表 1：2019 年国内沥青新增炼厂产能（万吨）

炼厂	地址	计划投产时间	新增产能	投产情况
新疆塔星沥青有限公司	新疆	2019-01	15	投产
辽宁华路特种沥青有限公司	辽宁	2019-01	36	投产
中国石油化工股份有限公司长岭分公司	湖南	2019-01	10	投产
恒力石化(大连)炼化有限公司	辽宁	2019-04	600	投产
沧州金承石油化工有限公司	河北	2019-04	35	尚未投产

数据来源：百川资讯，中信建投期货

分地区看，全国沥青产能集中度较高，2019 年东北、华东（包含山东）和华北地区成为产能密集区。东北地区产能主要集中在辽宁、大连；华东地区产能主要集中在福建、山东、江苏；华南地区产能主要集中在广东。预计 2020 年新增产能分布没有太大变化，依旧是东北和华东地区为主，着重关注恒力石化新增 600 万吨产能的情况。

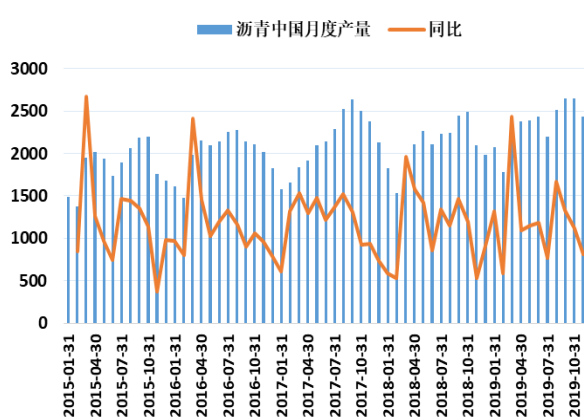
图 47：沥青产能分布


数据来源：百川资讯，中信建投期货

2.2 国内沥青产量同比增加, 增速放缓

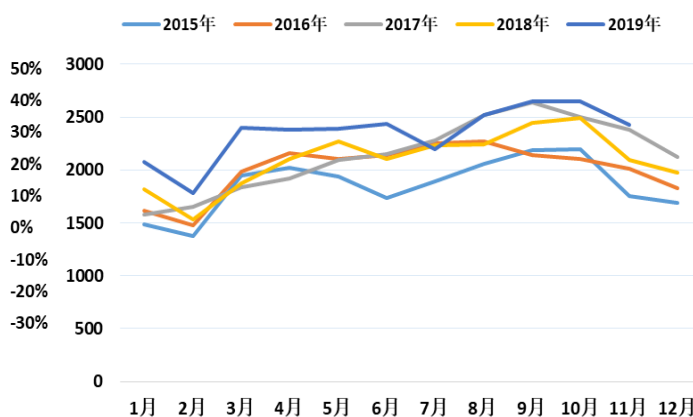
随着国内炼厂产能的不断释放, 沥青产量呈现一个逐年增加的趋势。卓创统计数据显示, 2015-2018 年中国沥青产量年均增速达到 2%, 但 2018 年例外(受到成本端的原油价格下跌影响, 10 月后产量有一定减少), 2018 年国内沥青总产量为 2519 万吨, 同比减少 1.86%; 2019 年 1-11 月我国沥青产量为 2589.42 万吨, 同比增长 11.55%。因全年的开工率同比以往年减弱, 导致 2019 年沥青月度产量增速有一定放缓, 但整体来看, 由于产能的扩张, 2019 年 1-11 月的沥青产量仍高于往年。从沥青的整个生产周期看, 沥青产量有明显的季节性, 5-10 月是沥青生产的旺季, 主要原因是受到需求的拉动。

图 48: 沥青月度产量(千吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

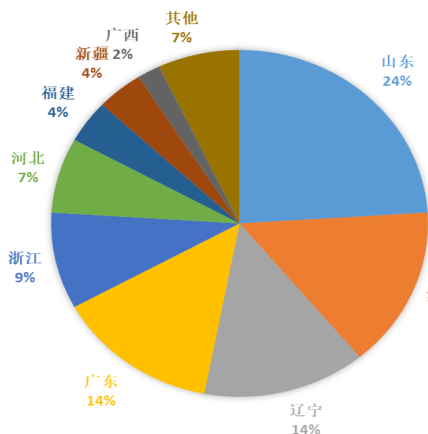
图 49: 沥青当月产量(万吨)



数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

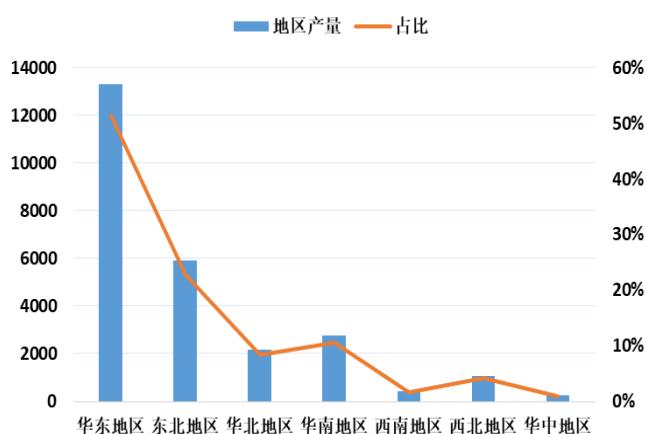
从产量区域分布来看, 山东、江苏、辽宁、广东和浙江是我国主要的沥青产地, 我国七成的沥青都由这五个省的炼厂生产出来。百川资讯统计数据显示, 2019 年 1-11 月这五个省的产量分别达到 621.46 万吨、388.41 万吨、362.51 万吨、360.60 万吨和 233.04 万吨, 分别占国内沥青总产量的 24%、15%、14%、13.5% 和 9%。在市场份额方面, 华东地区仍为沥青主产地, 2019 年 1-11 月华东地区沥青产量 1331.99 万吨, 同比增长 11%, 东北和华南地区产量分别为 588.14 万吨和 276.03 万吨, 三个地区产量占比达到 85%, 沥青产业集中度较高。

图 50: 2019 年 1-11 月中国主要省份沥青产量占比



数据来源: 百川资讯, 中信建投期货

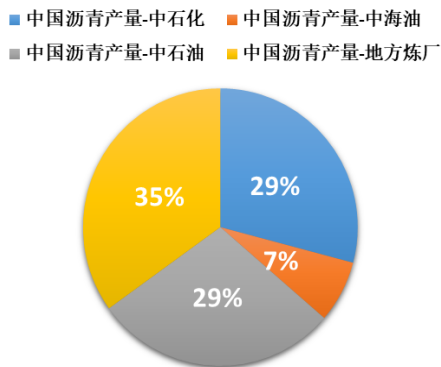
图 51: 2019 年 1-11 月中国各地区沥青产量(千吨)



数据来源: 百川资讯, 中信建投期货

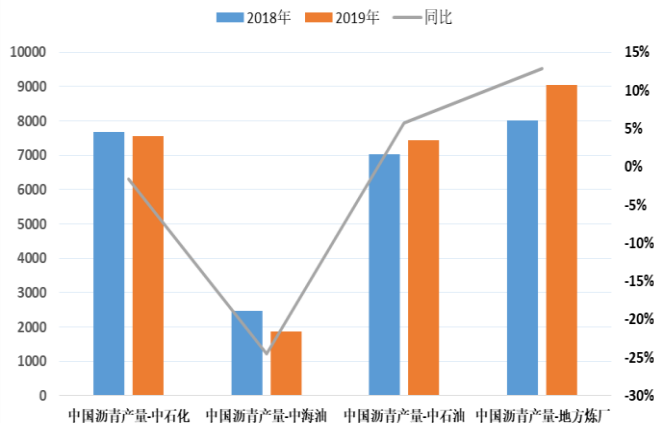
近几年伴随国内地方炼厂产能的扩张和原油进口权限的逐步开放，地方炼厂成为了国内沥青产量的中坚力量。百川资讯统计数据显示，2019年1-11月，地方炼厂产量达到905万吨，产量占比超过中石化和中石油达到35%，同比增长13%。而中石化由于自生炼厂优势，依然是国内沥青生产的重要支柱，2019年1-11月沥青产量累计达到754万吨，同比减少2%，而中石油为742万吨，同比增长6%；中海油产量为187万吨，同比下降25%。虽然2019年三大油的产量变化不大，但随着地炼扩张产能，2020年沥青产量仍有进一步增长的空间。

图 52：2019 年 1-11 月中国各企业沥青产量占比



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 53：2018、2019 年 1-11 月中国各企业沥青产量（千吨）

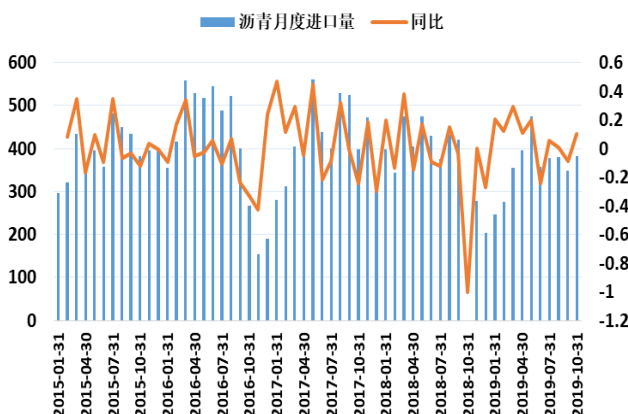


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2.3 中国沥青进口量下降

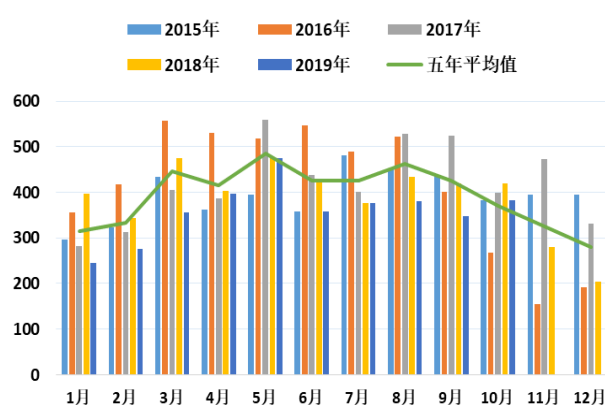
近几年我国高速公路建设快速发展，对沥青的需求量不断增加，进口沥青成了弥补国内沥青需求缺口的重要途径。Wind 统计数据显示，2019年1-11月，我国沥青累计进口达到359.4万吨，同比下降22.76%，全年进口量都低于五年平均值，主要原因是国内沥青产量的大幅增加，导致对外依赖性减弱。

图 54：2015-2019 年沥青月度进口量&同比（千吨、%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 55：2015-2019 年沥青进口量 5 年平均值（万吨）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

国内沥青进口主要分布在韩国、新加坡、马来西亚、泰国和日本（进口体量很小，故忽略不计），其中韩国和日本进口沥青主要达到华东和华南地区，其中华东地区主要集中在南京、青岛，华南地区主要集中在广州；

新加坡和马来西亚进口沥青主要到达华南地区。因此，华东和华南地区沥青价格在进口价格具有优势的情况下，容易受到进口沥青的冲击。关于沥青的主要生产原料，委内瑞拉的马瑞油，据我们了解到，截止 2019 年 12 月中旬，国内十二月马瑞原油通过俄罗斯航运公司到马来西亚转运至 105 万吨，同时预计明年一月到港马瑞为 84 万吨，直发马瑞原料供应或逐步恢复，国内原料断供预期减弱。此外，一旦马瑞油真正不能转口到中国的时候，中石油等炼厂也会寻求其他原料替代，影响也较为有限。

图 56：中国沥青进口地区分布



数据来源：百川资讯，中信建投期货

Wind 统计数据显示，自 2016 年以来，中国从马来西亚进口的沥青一直保持稳定的增长，增速可观，然而进口体量太少。从其他地区的进口量变化看，虽然韩国一直是中国的主要进口国，但从 2016 年以来，进口量逐年减少较为明显，2019 年 1-10 月韩国的进口量同比减少 27.28%，据消息称，主要因为 IMO 政策导致韩国炼厂进行装置改动，沥青的产量减少，外加今年韩国出口到中国利润不佳，所以整体进口量下滑；新加坡进口量变化幅度不大，2019 年 1-10 月新加坡的进口量同比减少 4.74%。

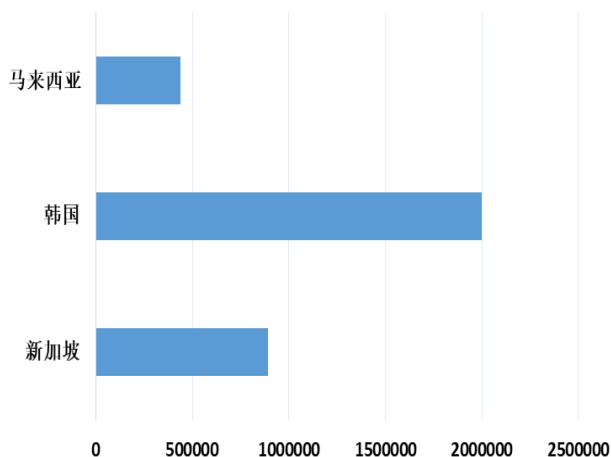
表 2：沥青主要进口地区进口量（吨）

	韩国	新加坡	马来西亚
2015 年	3404816	861051	175286
2016 年	3754154	824344	136758
2017 年	3649377	965725	227851
2018 年	2974584	1130760	284281
2019 年 1-10 月	1997019	893311	439856

数据来源：Wind，中信建投期货

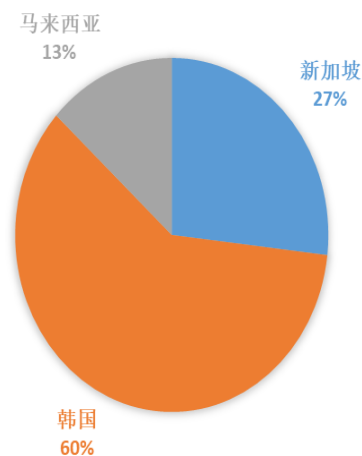
沥青进口保持减少态势。百川资讯统计数据显示，2019 年 1-11 月中国从韩国、新加坡、马来西亚累计进口沥青数量分别为 199.7 万吨、89.33 万吨、43.98 万吨，分别占总进口量的 60%、27%、13%，其中从韩国和新加坡地区进口的沥青数量占总进口量的 87%，进口集中性较高。综合看，从韩国地区进口量当前呈现出明显减少的趋势，从新加坡地区进口并无太大变化，从马来西亚进口增幅有限，预计 2020 年沥青进口量将有所下滑。

图 57：2019 年沥青主要进口地区进口量（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 58：2019 年沥青各地区进口占比



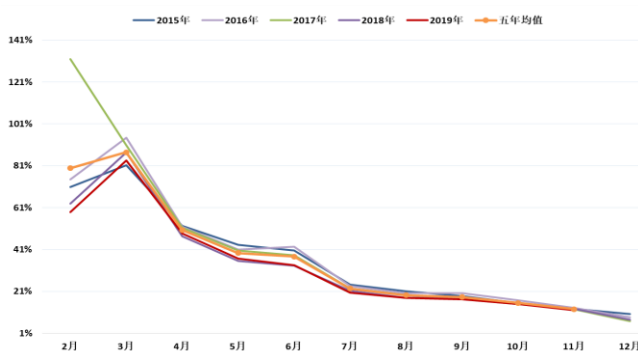
数据来源：百川资讯，中信建投期货

2.4 2020 年沥青消费受政策支撑

中国沥青的消费与中国经济整体发展形势密切相关。2015 年以来，国内基建投资快速发展，公路建设固定资产投资不断增加。Wind 统计数据显示，2018 年中国公路建设固定资产投资达到 21335.1 亿元，较 2017 年增长 8.15%。2019 年 1-11 月公路建设固定资产投资达到 20242.1 亿元，同比减少 6.05%，基建投资增速同比明显放缓，究其原因，一方面从 2018 年年底开始，国内加强对地方政府隐性债务的管理，清理存在风险的地方政府隐性债务；另一方面，十三五计划中的前三年年均新增建设里程超出之前预期，2019 年赶工需求减缓。此外，经国务院同意，2019 年 12 月初，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，优先考虑今冬明春具备施工条件的地区，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，且这次专项债明确不能用于房地产领域，使基建投资能够起到更好的效果。

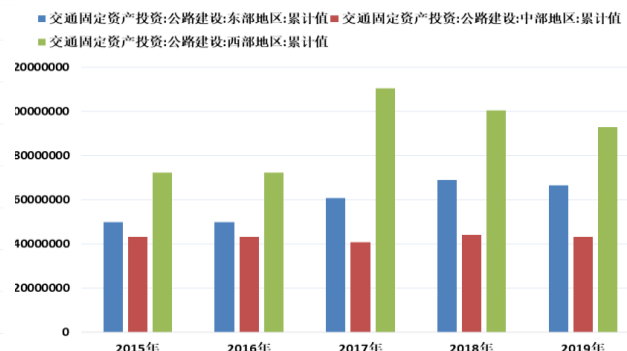
分地区投资来看，公路建设固定资产投资分布在西部地区、东部地区和中东部地区，占比分别为 49.88%、30.95%和 19.17%。由于中部和东部地区公路建设相对成熟，所以国家主要对西部地区公路建设为主，十三五计划表明：甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至 2020 年底分别计划建成 7300 公里、10000 公里、5000 公里和 12000 公里高速公路。

图 59：公路建设固定资产投资同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

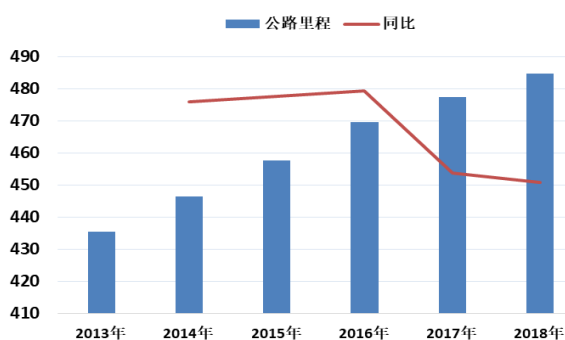
图 60：各地区公路建设固定资产投资占比（万元）



数据来源：Wind，中信建投期货

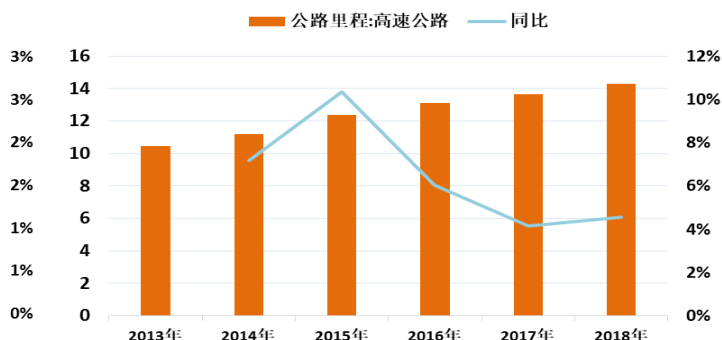
公路建设和高速公路建设增速放缓（公路建设包含高速公路建设）。Wind 统计数据显示，截至 2018 年，我国公路总里程达到 484.65 万公里，其中高速公路总里程达到 14.26 万公里，近三年同比增速有一定放缓。十三五计划到 2020 年，公路建设 500 万公里，全国高速公路总里程达到 15 万公里。2015 至 2018 年，年均新增公路 5.12 万公里，年均新增高速公路 0.64 万公里，分别按此增速计算，明年虽有赶工需求，但整体压力都不大。同时，2020 年为我国五年一次的全国公路养护的‘国检’，道路养护需求可能会迎来一波高峰。综合看，2020 年作为十三五最后一年，中国公路建设的收尾和养护需求将为沥青市场需求提供一定支撑。

图 61：2013-2018 年公路里程（万公里）



数据来源：Wind，中信建投期货

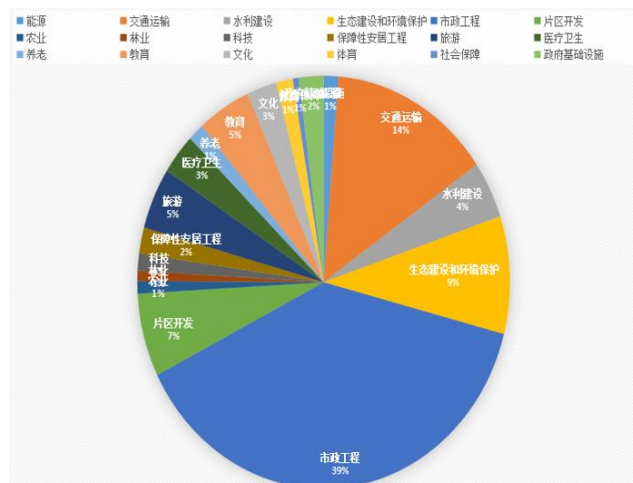
图 62：2013-2018 年高速公路里程（万公里）



数据来源：Wind，中信建投期货

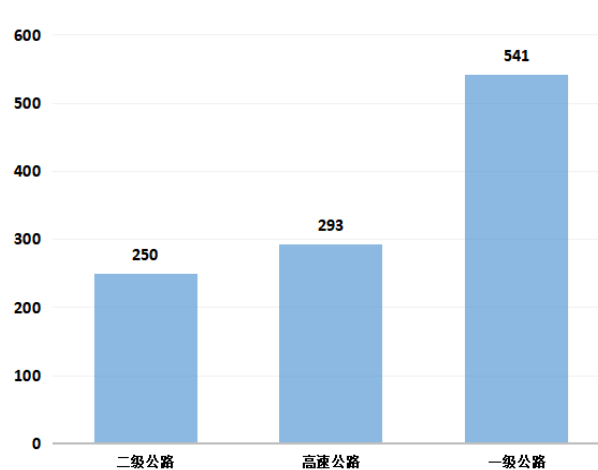
从 PPP 新增项目的占比来看，交通运输 1695 个（同比小幅下降 4.29%），占比 14%，排在所有项目的第二，如果这些项目落实，仍会对沥青需求有一定的拉动。Wind 统计数据显示，截止 2019 年 11 月末，在新增公路项目中，一级公路、高速公路和二级公路项目数量分别为 541、293 和 250 个，此外，专项债提到的铁路项目、轨道交通也会提振沥青的需求。总体来看，交通运输投资额的占比和公路项目的数量，均对 2020 年沥青需求有一定乐观预期支撑。

图 63：2019 年 PPP 新增项目占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 64：2019 新增公路项目数量（个）

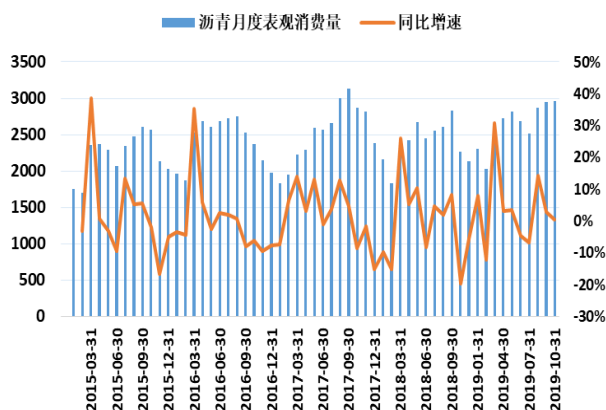


数据来源：Wind，中信建投期货

2.5 沥青表观消费量同比增长

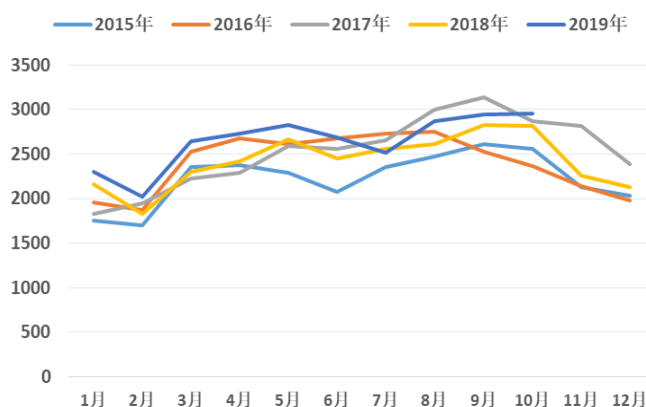
沥青表观消费增速加快，2020 年沥青消费值得期待，据百川盈孚统计，2019 年 1-11 月中国沥青表观消费量达 2954.39 万吨，同比增加 220.3 万吨，同比上涨 8%，处于近五年的高位。

图 65：中国沥青表观消费量&同比增速（千吨、%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：中国沥青月度表观消费量（千吨）

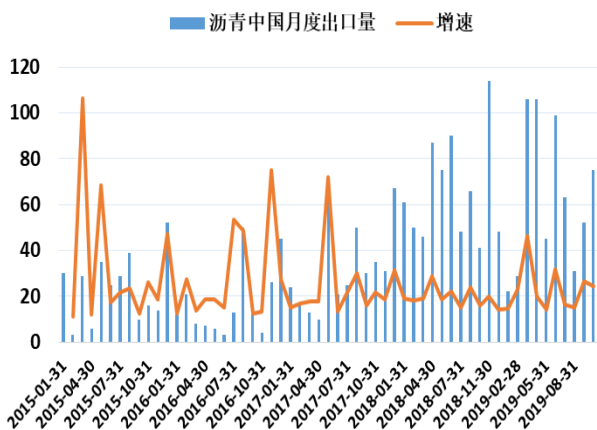


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

2.6 沥青的出口有一定放缓

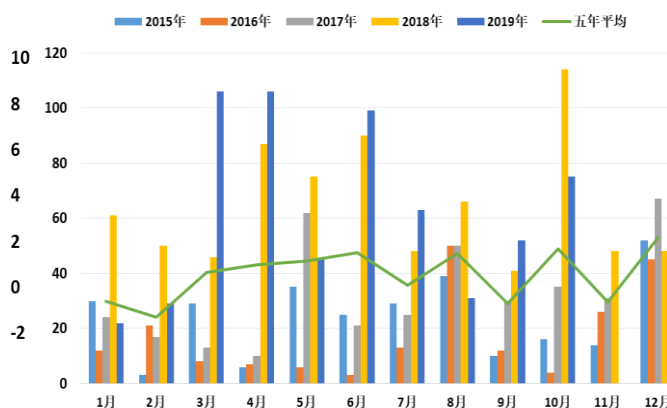
据百川盈孚统计，2019 年 1-11 月中国沥青出口量 60.22 万吨，同比减少 12.48 万吨，同比下降 17%，同比出口增速有一定放缓。但大多数月出口量仍高于 5 年均值，尤其是 2019 年 3 月和 4 月，主要因为 1-3 月份沥青产量提升明显，而一季度并非沥青需求旺季，因此部分炼厂出货压力加大，只有依靠增加出口缓解库存压力。然而，2019 年 8 月份开始，出口量同比有一定下滑，或因 2019 年海运费、保险费涨价，导致出口价格提高，外加委内瑞拉传出马瑞原油断供，部分炼厂出现阶段性的供应紧张，令整体出口数量下滑。

图 67：2015-2019 年沥青月度出口量&增速（千吨、%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 68：2015-2019 年沥青出口量 5 年平均值（万吨）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

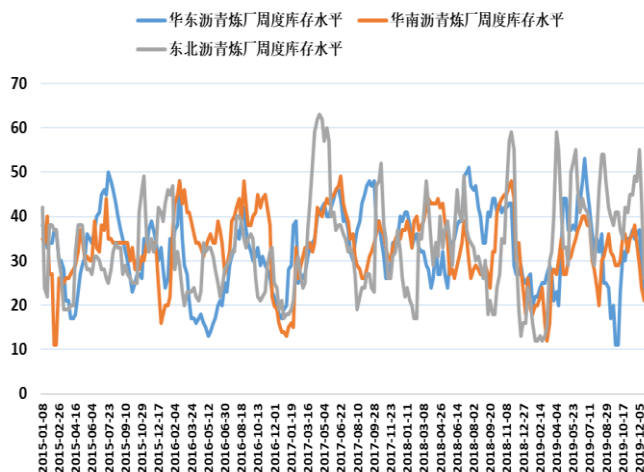
2.7 沥青库存受季节性影响较为明显

由于沥青的下游需求主要是基建项目，难以准确的对需求进行量化，但通过跟踪库存的变化，可以一定程度上反映出沥青需求的好坏。2019 年国内沥青库存变化大致可分为三个阶段，一季度在炼厂开工率相对较低，且冬储需求和贸易商备货，消耗炼厂库存使得库存在低位水平；整个二、三季度，随着道路施工进入旺季，对沥青社会库存有一定消耗，但市场整体供大于求的局面并未改变，沥青库存攀升至高位水平；进入第四季度，随着北方地区天气变冷，道路施工结束，同时马瑞油陆续到港，部分炼厂复产沥青，但部分沥青流向焦化和船燃方向，库存整体呈现波动走势。

2019 年沥青期货库存总体处于偏多水平。第一季度贸易商积极备货是库存下降的主要原因；第二季度，开工率提高，库存增加明显；第三季度，沥青需求旺季，库存大幅下跌；第四季度初，下游需求较弱，累库明显，但 12 月原油大涨，冬储行情爆发，库存一度下降到历史低位。综合看，2020 年沥青库存大概率仍将受原油和需求变化影响呈现一定的规律，一季度在冬储需求和贸易商备货的刺激下，库存走低概率较大；二季度在炼厂产能释放的背景下，库存或将稳步走高；三季度沥青施工收尾阶段，需求较旺，库存下跌明显；四季度随着道路需求降温，库存重新累积。

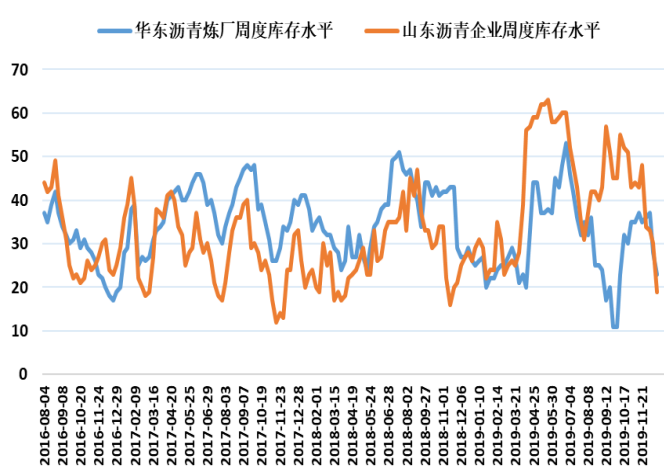
对于今年 10 月沥青旺季不旺的说法，从沥青炼厂和社会（企业）库存对比来看，9 月炼厂库存低位，社会库存高位，炼厂库存转移到下游，直到 10 月底炼厂库存开始积累，然而社会库存却下跌，表明贸易商出货情况较好，所以今年 9-10 月，沥青需求仍有一个从淡变旺的过程。

图 69：沥青炼厂库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 70：沥青炼厂和社会库存对比（万吨）



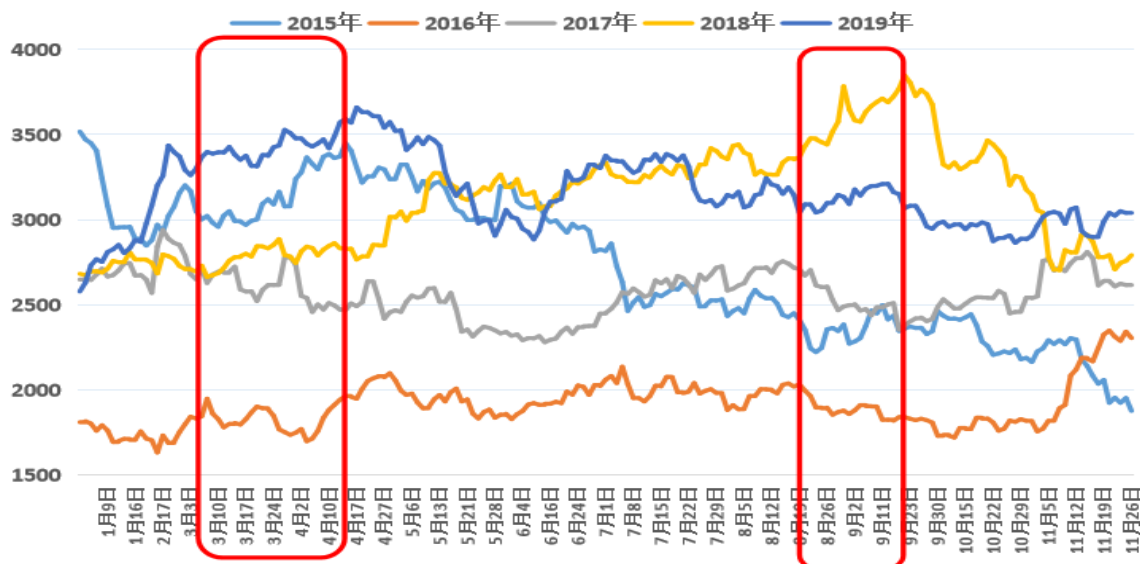
数据来源：Wind，中信建投期货

2.8 沥青价格全年季节性明显、炼厂利润受原油波动较大

沥青的季节性主要体现在自身的温度特性，寒冷的冬季使我国绝大部分地区地温低于 10℃，按照公路交通部门施工要求，不能进行搅拌和摊铺。所以，按惯例每年 11 月中旬以后，我国绝大部分地区会下达停工令，进入冬储季节。来年春暖花开，地温回到 10℃ 以上，又可以摊铺施工了，此时已是第二年的四、五月份了。这样，一年 12 个月，石油沥青销售基本上一半时间为使用期，一半时间为冬储期。但沥青价格季节性分析还需结合产量、原油价格等影响因素。从过去五年的情况来看，除了 17 年 3-4 月份价格呈下降趋势以外（受到原油价格下跌影响），其他年份沥青价格在 3 月-4 月初均是正向上涨，主要与下游贸易商有提前备货需求有关；除了 2016

和 2017 年以外，其余年份在 8-9 月也有小幅的上涨，与沥青在 9-10 月有最后的赶工需求有关。

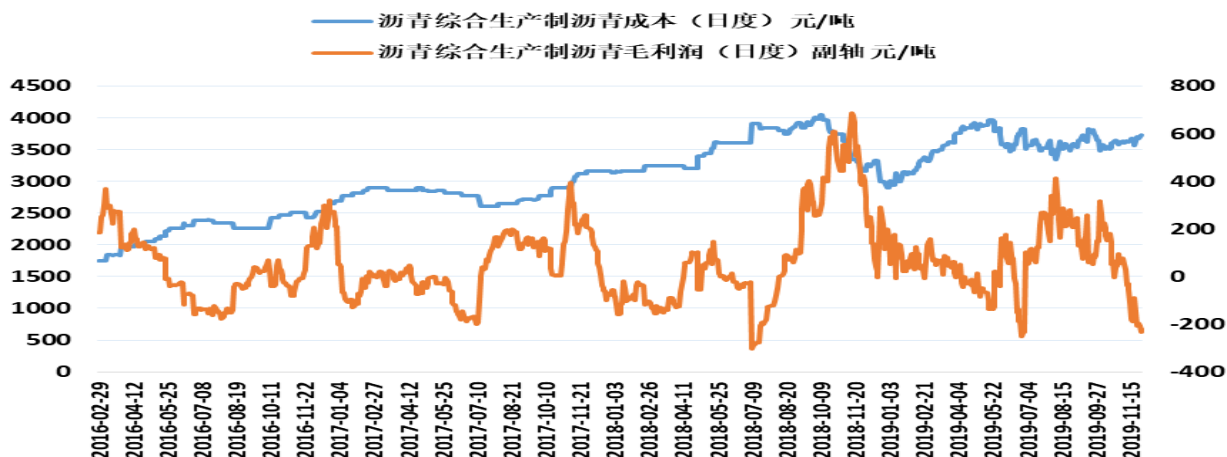
图 71：季节性价格走势（元/吨）



数据来源：Wind 中信建投期货

2019 年国内沥青炼厂利润处于一个震荡的趋势。上半年沥青价格在需求不佳的背景下，呈现震荡下跌的走势；成本端，原油价格也呈现下跌的走势，但跌势不及沥青，沥青整体利润下降。进入三季度，传统的需求旺季刺激沥青需求，带动沥青价格不断走高，此期间原油价格也呈现上涨，沥青利润处于 400 元/吨的稳定水平。进入四季度初，受环保、天气和国庆等因素影响，沥青需求出现下滑，价格不断走低，沥青利润大幅萎缩，一度接近没有理论利润的情况。然而，12 月份的 OPEC 减产力度较大，直接利好原油价格上涨，导致沥青成本端价格的上涨，沥青受到成本支撑挺价明显，截止 12 月 1 日，国内沥青炼厂理论利润均价为-180 元/吨。在原油价格保持稳定，沥青供应端偏宽松，需求尚可的背景下，预计 2020 年沥青利润上涨空间有限。

图 72：国内沥青炼厂理论利润

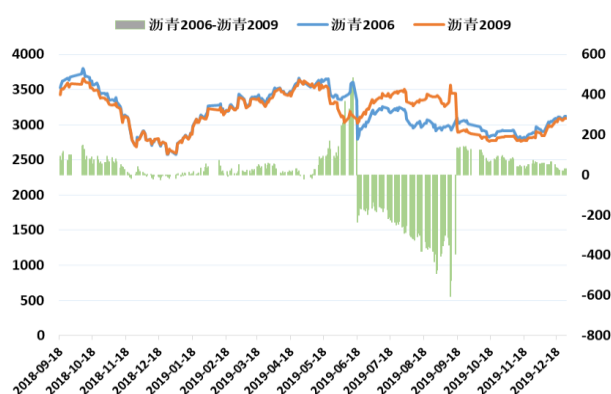


数据来源：卓创资讯，中信建投期货

3、价差及套利分析

从跨期价差看 bu2006-bu2009 整体运行区间在-200 到 100 区间，结合沥青季节性规律看，上半年沥青需求较下半年沥青需求较弱，综合看 06 合约相较 09 合约较弱，价差缩小可能性较大，建议采取空 06 合约，多 09 合约的反向套利策略。基差方面，华东地区主力期现基差主要运行区间在-200-500 元/吨区间。跨区价差方面，隆众资讯统计数据显示，华东与西北地区运费为 450 元/吨，华东与西南地区运费为 270 元/吨，根据价差与运费之间的关系可判断是否存在跨区套利机会。内外盘价差方面，2019 年进口大部分时间处于价格倒挂，主要源于国外沥青价格高企，进口利润持续为负，预计 2020 年在国内沥青价格重心上移的背景下，进口利润或将有所改善。

图 73：沥青期货价差走势（元/吨）



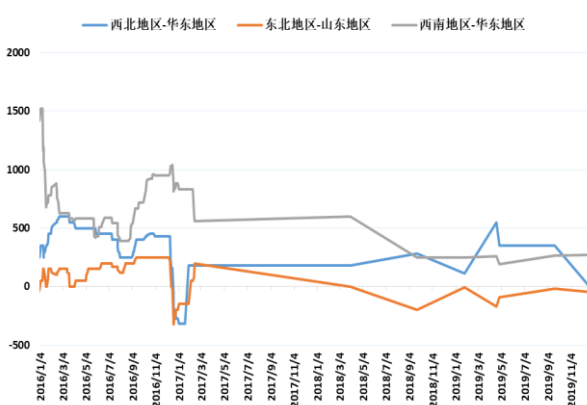
数据来源：Wind，中信建投期货

图 74：沥青期现价差走势（元/吨）



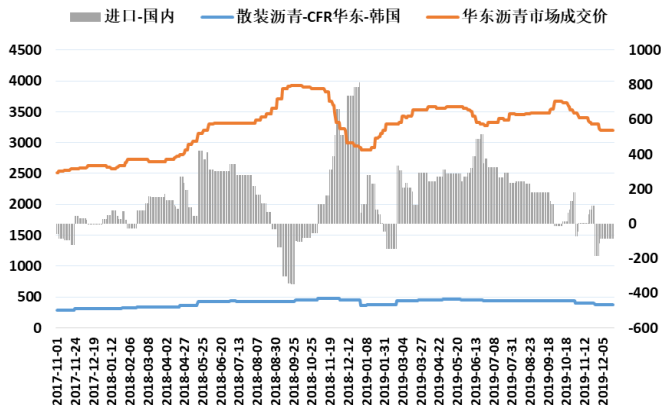
数据来源：Wind，中信建投期货

图 75：沥青地区价差（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 76：沥青内外盘价差（元/吨）

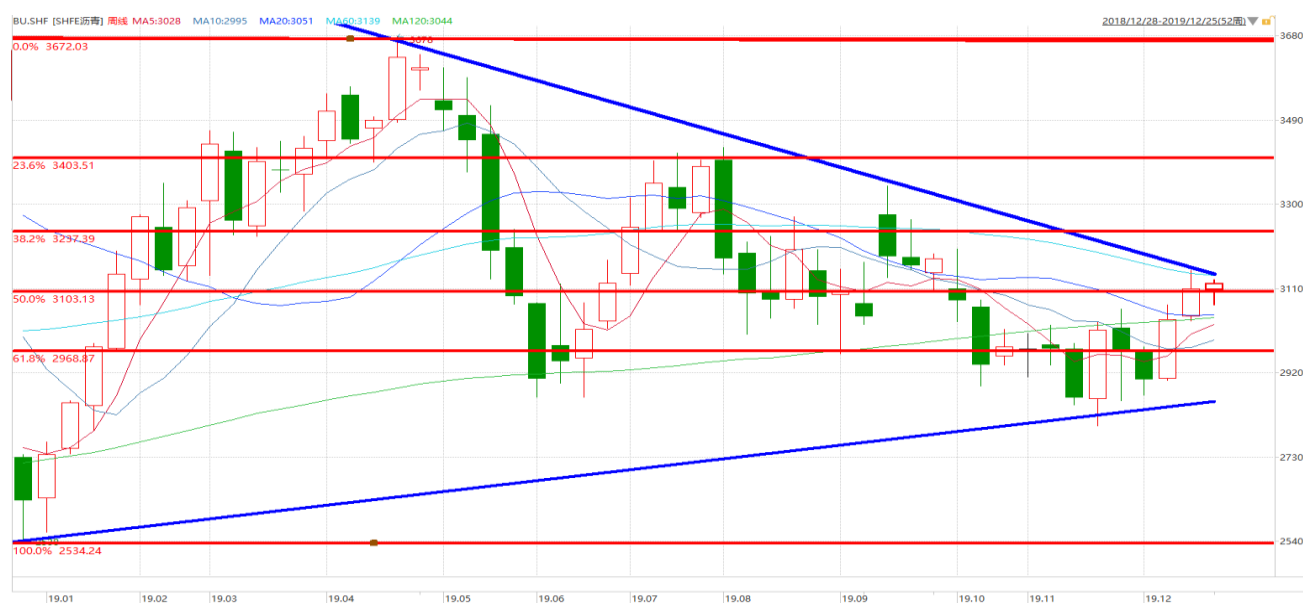


数据来源：Wind，中信建投期货

4、技术分析

2019 年沥青主力合约整体呈现一个震荡收敛的走势。从周线的走势可以看出，沥青运行在收敛三角形内，同时 10、20、60、均线都有向上发散的趋势，120 均线支撑较为稳固，大方向依然偏多。下方支撑位可参考均线和黄金分割线，根据黄金分割线测算原理，下方支撑分别为 2530 和 2800 元/吨，上方压力在 3700-3800 元/吨附近。

图 77：沥青主力合约周 K 线图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、行情展望与投资策略

3.1 总结

宏观层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，未来全球主要经济体仍面临下行压力。2020 年美国大概率温和走弱，货币政策空间充裕，降低概率较大；欧洲经济前景低迷，且政局或持续动荡，为经济带来负面影响，美强欧弱局面或将延续。2020 年，在全球经济疲弱的背景下，预计国内宏观经济压力仍存，但 2020 年作为未来十年重要的开端之年，也是“十三五”规划的收官之年、实现“全面小康”和“三大攻坚战”的攻坚之年，结合国内相对宽松的货币政策和积极的财政政策，经济下行压力有望得到缓解，外需受到国际贸易形势冲击的边际影响正在逐渐减弱，明年或有一定好转。

基本面，OPEC 加大减产力度，同时中东地区地缘政治局势威胁原油供应，加之中美贸易关系缓和，2020 年的原油市场将表现出相对偏强的走势，对沥青将形成有效的成本支撑。生产方面，2020 年沥青产能较为过剩局面依然难以出现明显改善，整体供应将依然充裕；进口方面，从韩国地区进口量当前呈现出逐年减少的趋势，预计 2020 年沥青进口量将有所下滑；需求端，2020 年是“十三五规划”的最后一年，公路建设赶工和五年一次的道路养护需求，外加专项债的提前下发，由此带来的对沥青的刚性需求仍将保持在较高水平。

3.2 行情展望

综上，宏观环境改善及成本端对沥青有一定的支撑作用，但产能过剩问题有待化解，我们预计沥青在 2020 年整体上将更多的受原油和国家政策利好基建需求的影响，呈现震荡偏强走势。

具体来看，上半年，特别是一季度，贸易商春季备货拉动沥青需求，进一步降低库存，同时在原油价格坚挺的情况下，价格上涨概率较大；来到下半年，三季度下游需求有望得到释放，将再次刺激沥青价格。总体上，全年沥青价格高点有望突破 2019 年高点，下方 3000-3200 元/吨区间有较强支撑。套利方面，可以考虑背靠 BU2006-BU2009 价差 80-100 元/吨区间空 06 合约，多 09 合约。

3.3 企业套保策略

买入套保：春节过后，冬储备货将陆续开展，对沥青价格将会有一定的刺激，此期间对于买入保值的企业是一个很好的介入时期；三季度随着道路需求的大规模释放，价格或将迎来新一轮的上涨，需要做买入保值的企业亦可根据企业备货需求进行买入保值。

卖出套保：上半年，4、5 月份冬储结束后，但道路需求仍未释放，此期间价格或维持偏弱走势，同时，需要特别注意的是，如果 OPEC 没有延长减产协议，三月份后原油价格或承压回落，沥青也可能受此影响高位回落，炼厂可以根据销售计划和库存情况进行卖出保值；进入四季度，在环保检查和天气等因素影响下，下游项目逐渐停工，沥青需求也将降至低点，沥青价格因此受到拖累，此期间企业也可做出卖保。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4，C

电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 111

电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼（阳光城·央座）1306/07 室

电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间

电话：010-85951101

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 611、613 室

电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 1809-1810 室

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com