

海阔凭鱼跃 天高任鸟飞



宝城期货 陈栋

2020年7月31日

主要内容

1

近期沥青走势回顾

2

宏观面对沥青价格的影响

3

沥青基本面情况

4

交易策略及风险

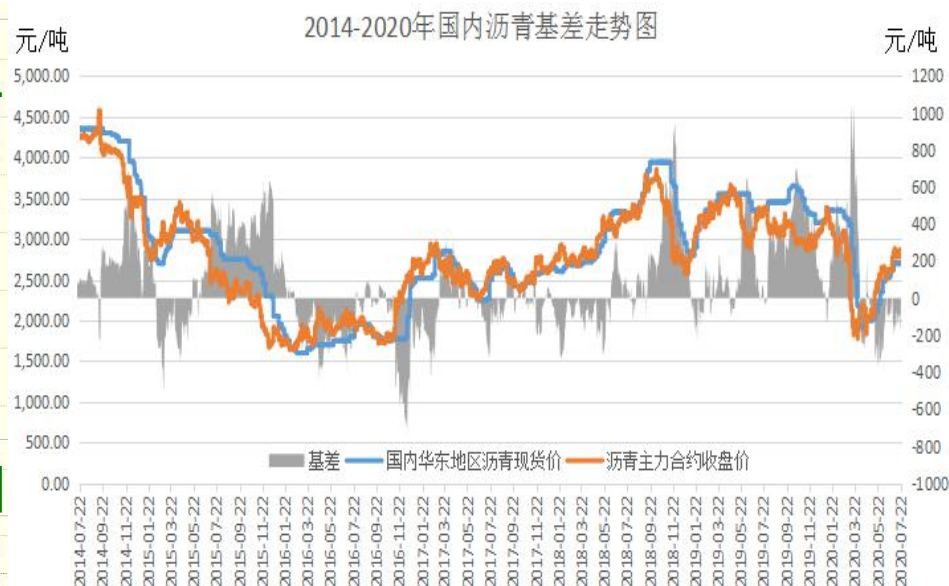
一、近期沥青走势回顾

沥青走势回顾

图1、今年3月下旬以来国内沥青2012合约触底反弹，一路振荡上行



图2、7月以来国内沥青基差明显收敛，维持在-70至-200元/吨区间内



今年以来，国内沥青期货主力合约期价呈现先抑后扬的走势。年初受疫情冲击，期价自3000元/吨一线上方高台跳水，快速下跌至1800元/吨一线下方。随着国内迅速控制住疫情以后，在复工复产因素积极推动下，沥青期价筑底企稳，振荡走高。由于一季度国内经济下滑显著，同比萎缩6.8%，为了弥补损失，依靠扩大基建投资拉动经济回升，成为二季度沥青上涨的主要驱动逻辑，期价也从1800元/吨一线回升至7月底的2900-3000元/吨区间。

从沥青基差表现来看，一季度基差高升水的显著缓解，步入二季度以后，转入贴水模式，基本维持在-70至-200元/吨区间内。上半年沥青基差由升水转为贴水，修复显著，无疑表明“最黑暗”的时刻以及过去，未来沥青供需前景有望继续向好。

二、宏观面对沥青价格的影响

全球疫情仍在扩散

图3、截至7月31日海外新冠累计确诊病例超过1738万例

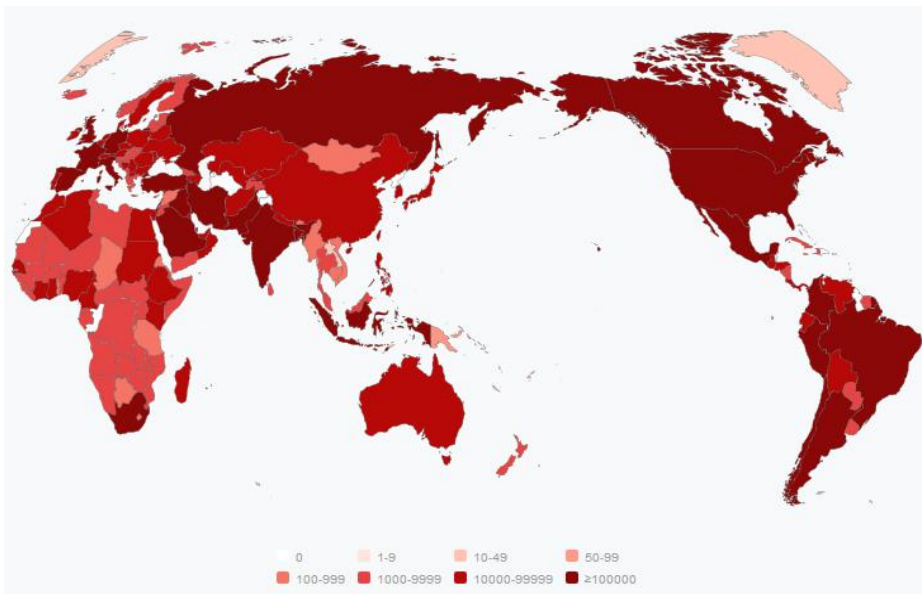
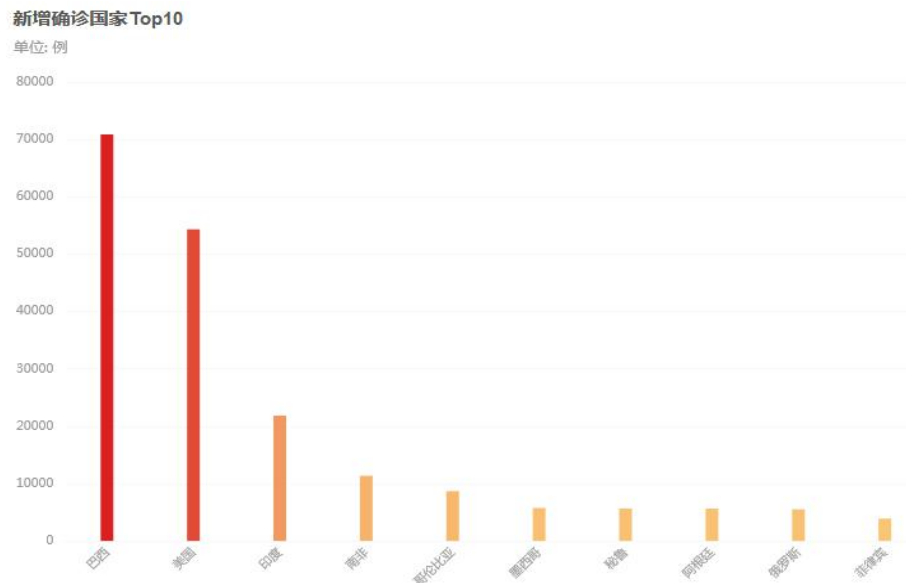


图4、截至7月31日海外新冠累计确诊病例分布图



步入2020年以来，全球爆发新冠肺炎疫情。由于对疫情防控意识不强，导致传染迅速并蔓延至世界各地，确诊人数快速增加。截止7月底，全球疫情仍在持续发酵中，在缺乏疫苗的背景下，预计持续时间可能会超出预期。

截至北京时间31日，全球累计确诊新冠肺炎病例1738.84万例，累计死亡病例67.21万例，81个国家确诊病例超过万例。

美国累计确诊新冠肺炎病例4552032例，累计死亡153395例。与前一日6时30分数据相比，美国新增确诊病例53689例，新增死亡病例1104例。目前，巴西确诊病例和死亡病例仍居全球第二，仅次于美国。单日新增病例6.9万例，为单日最大增幅，累计确诊255万例。

欧美经济现状

图5、全球主要发达经济体制造业PMI呈现连续回升态势

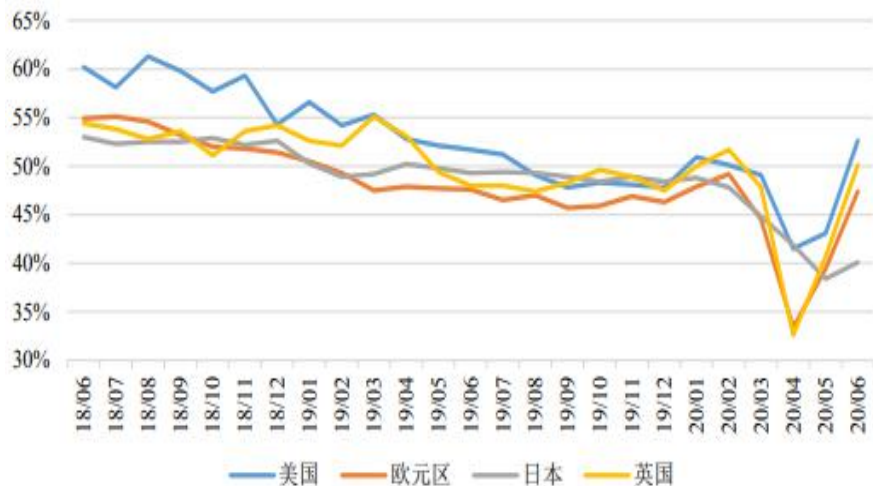


图7、美国零售环比继续超预期反弹

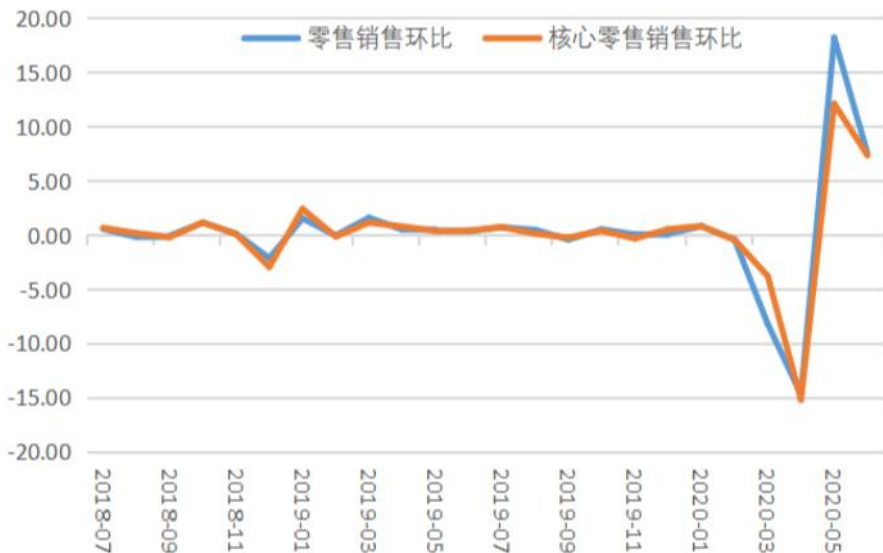


图6、当周初请人数降幅骤缩图

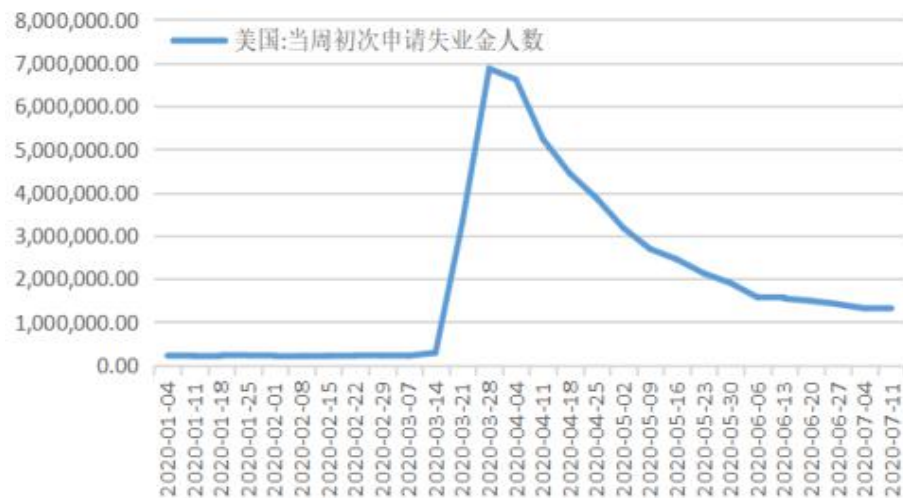
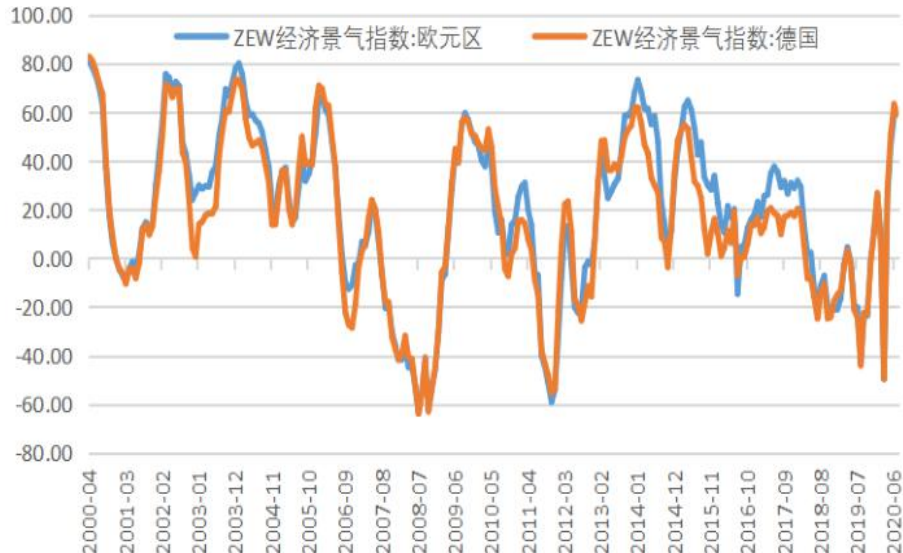


图8、欧元区经济景气指数回升，德国经济景气指数下降



全球流动充裕

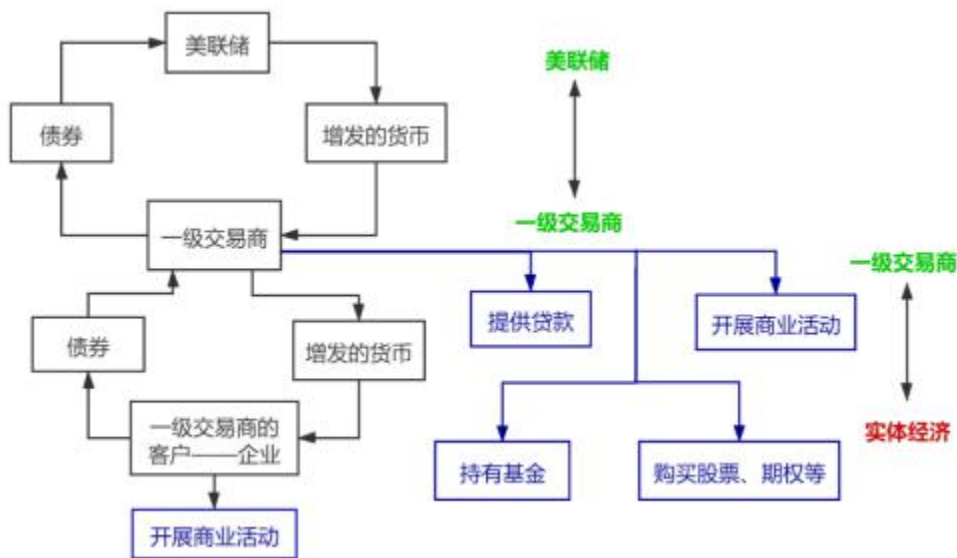
图9、2020年上半年财政政策刺激规模

国家	财政政策刺激规模	财政政策刺激规模 (亿美元)	刺激规模占 2019 年 GDP 比重	货币政策刺激规模 (本币)	货币政策刺激规模 (美元)	占 GDP 比重	主要措施
中国	4.2 万亿人民币	5935	4.2%	中国人民银行	9.32 万亿人民币	13197 亿	9.3% 定向降准, MLF, 公开市场逆回购, 再贷款再贴现等
美国	2.8 万亿美元	28000	13.1%	美联储	3 万亿美元	30000 亿	降息, 量化宽松等
日本	117.1 万亿日元	10922	21.2%	欧央行	18451 欧元	20733 亿	购买资产计划, 公开市场操作
德国	5090 亿欧元	5709	14.8%	日本央行	32.2 万亿日元	2987 亿	购买 ETF、债券等
英国	4605 亿英镑	5680	20.7%	英国	7450 亿英镑	9162 亿	购买资产计划、量化宽松等
法国	3150 亿欧元	3533	13.1%	加拿大	4200 亿加元	3074 亿	购买资产计划等
西班牙	2000 亿欧元	2244	16.1%	新西兰	600 亿新西兰元	385 亿	购买资产计划
韩国	245.5 万亿韩元	2039	12.5%	瑞典	8000 亿瑞典克朗	858 亿	购买债券、为企业提供贷款等
澳大利亚	2455 亿澳元	1684	12.2%	印度	4 万亿卢比	530 亿	降息, 降准, 量化宽松, 公开市场操作
加拿大	2050 亿加元	1497	8.6%				
马来西亚	2600 亿马币	606	16.6%				
俄罗斯	32774 亿卢布	471	2.9%				
意大利	800 亿欧元	897	4.5%				
泰国	2.507 万亿泰铢	811	15.3%				
巴西	6400 亿巴西雷亚尔	1167	11.0%				
瑞士	730 亿瑞士法郎	770	10.8%				
新西兰	621 亿新西兰元	399	19.5%				
新加坡	929 亿新加坡元	667	18.4%				
越南	316.5 万亿越南盾	136	5.2%				
印度	13.6 万亿印度卢比	1799	6.1%				

图10、2020年上半年货币政策刺激规模

图11、美联储如何支持实体经济流向图

7月下旬, 欧盟达成一份强大的经济刺激计划。在预算基础上设立总额7500亿欧元(折合人民币约6万亿)的“恢复基金”。美国为8月即将到期的新冠经济刺激计划进行新一轮讨论。或推总值万亿美元(折合人民币超7万亿)的刺激计划, 主要削减薪资税。



全球流动充裕

图12、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

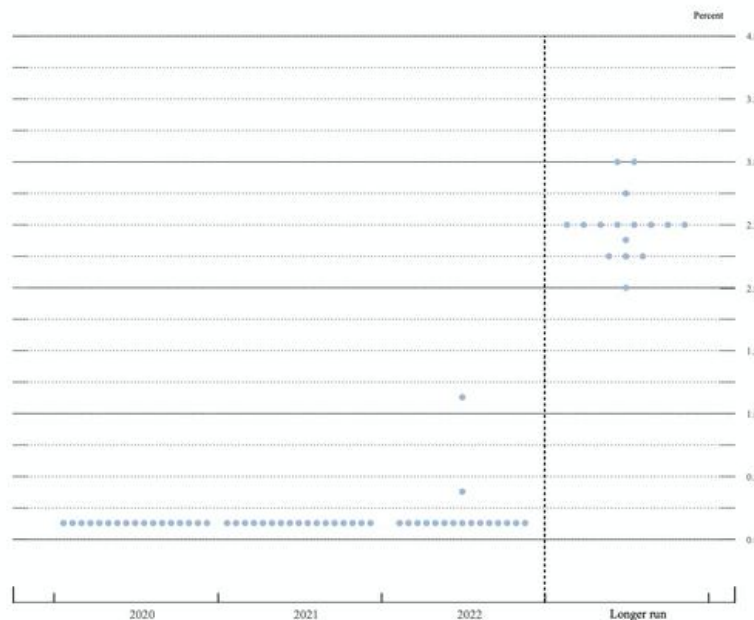
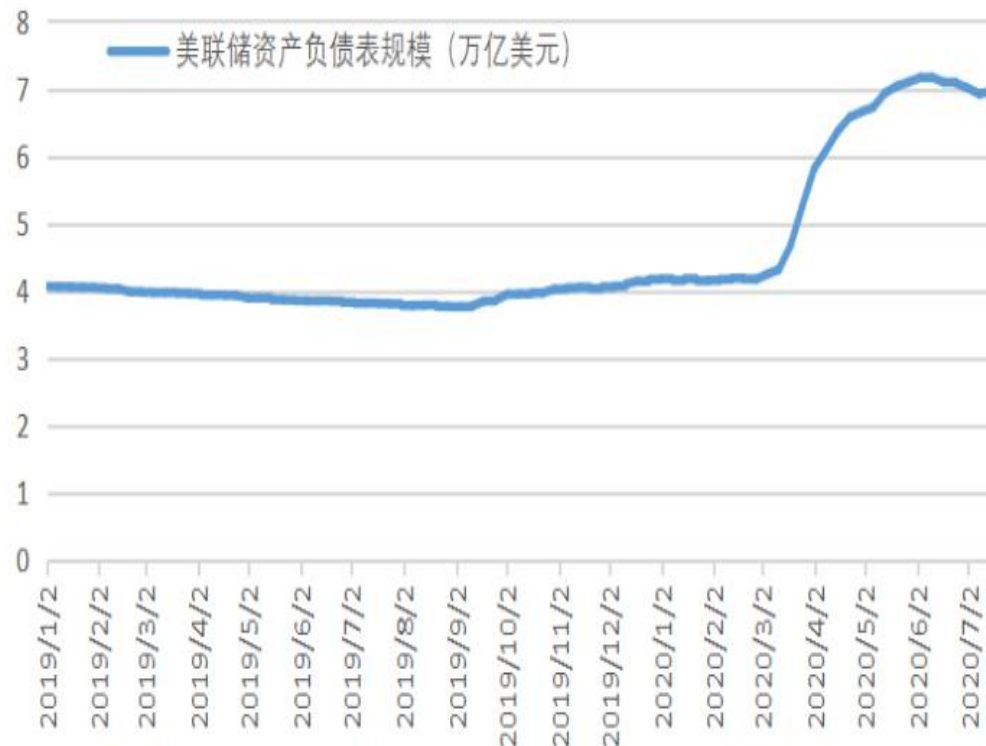


图13、美联储资产负债表转缩为扩



美国二季度GDP初值报告出炉。数据显示，美国第二季度实际GDP年化季率初值下跌32.9%，创下1947年季度GDP数据公布以来最差纪录。与此同时，美国第二季度实际个人消费支出季率初值录得-34.6%，也创历史最大降幅。

美联储数据显示，至7月15日，美联储资产负债表规模升至7.01万亿美元，是6月10日以来首次上升，此前一周为6.97万亿。这证实了美联储将继续维持宽松的货币政策。

全球经济展望

小结：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%**，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%**。

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。

国内经济企稳回升

图14、2020年二季度我国GDP增速回升至3.2%

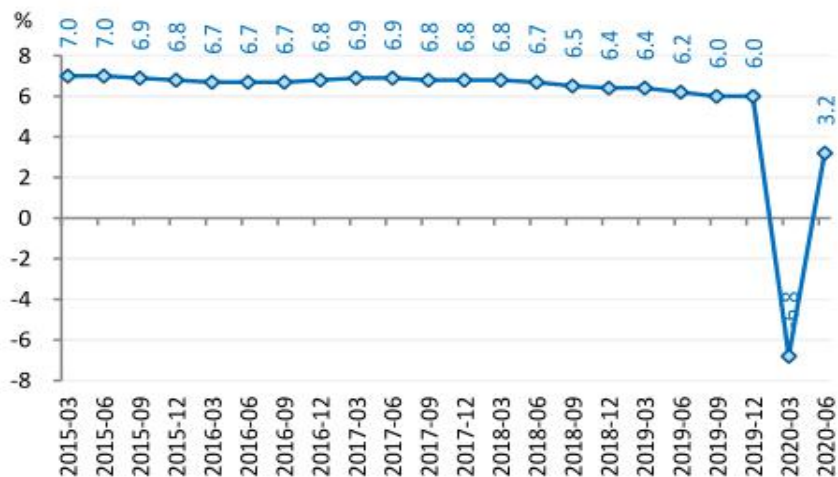


图16、2020年6月我国制造业PMI指数保持平稳运行

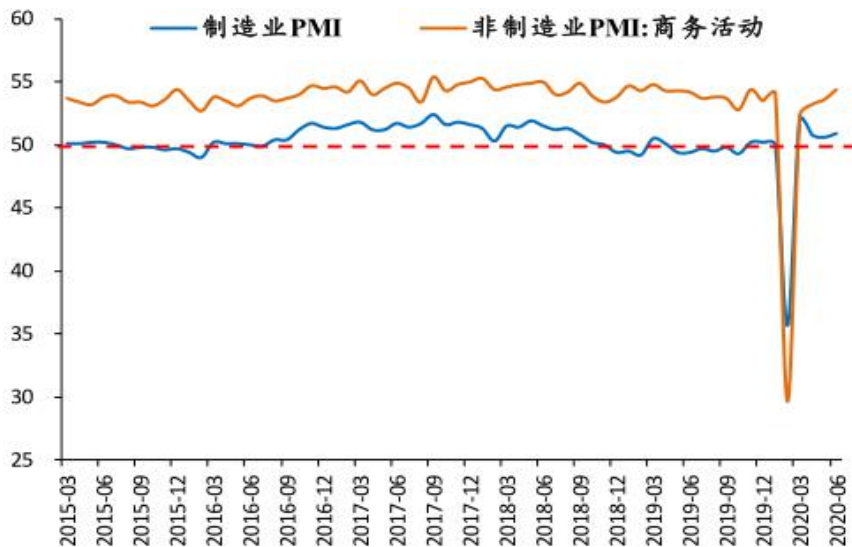
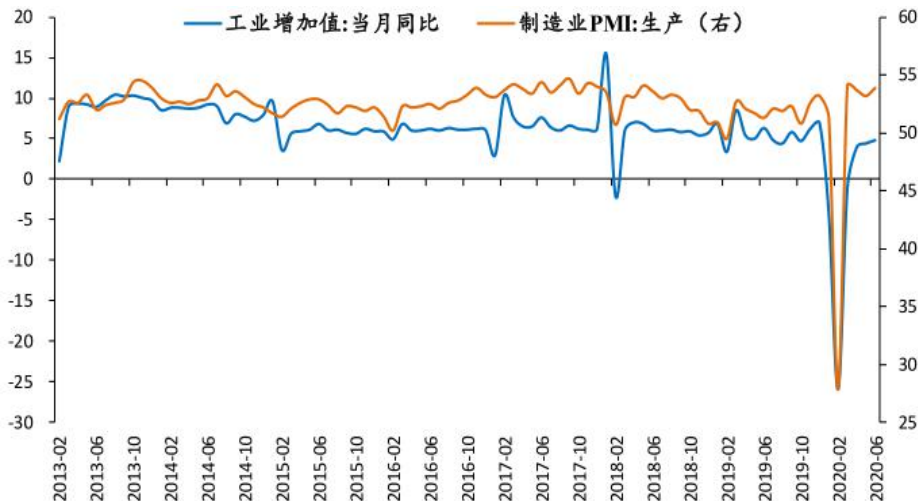


图15、2020年6月我国工业增加值继续回升至4.80%



为了防止疫情对我国经济形成外部冲击，推动经济稳步回升，在政策持续强调基建扩内需作用及“两新一重”共同发力下，二季度我国宏观经济呈现稳步回升的态势。据显示，上半年我国GDP同比下降1.6%。其中，一季度同比下降6.8%，二季度增长3.2%。上半年我国经济先降后升，二季度经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏。但二季度经济回升仍属于恢复性增长，疫情冲击的损失尚未完全弥补，推动经济回归正常水平还需要付出艰苦努力。

国内经济企稳回升

图17、2020年6月我国社会消费需求增速回升至-1.8%

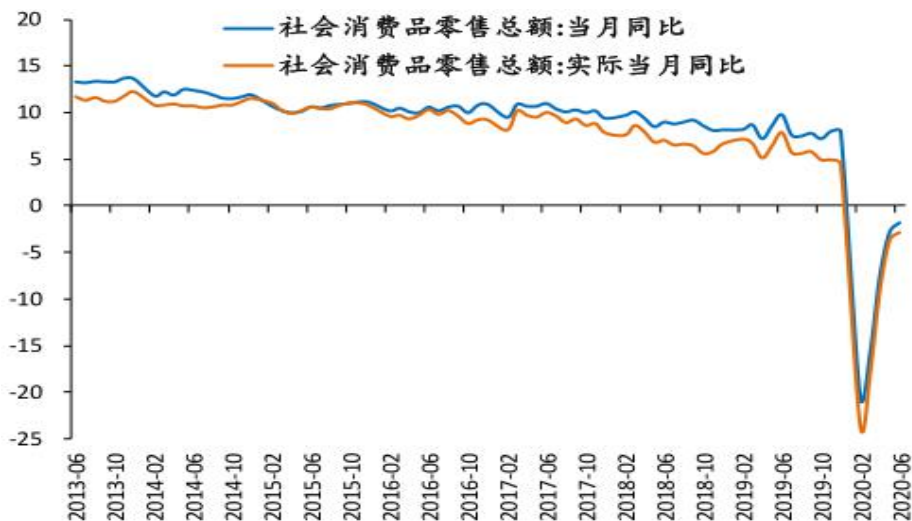


图18、2020年6月我国固定资产投资完成额同比增速继续回升%

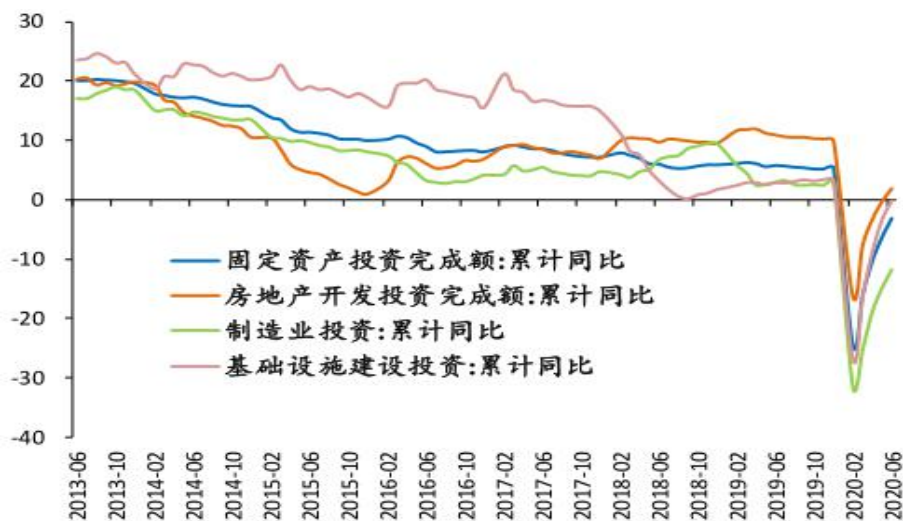
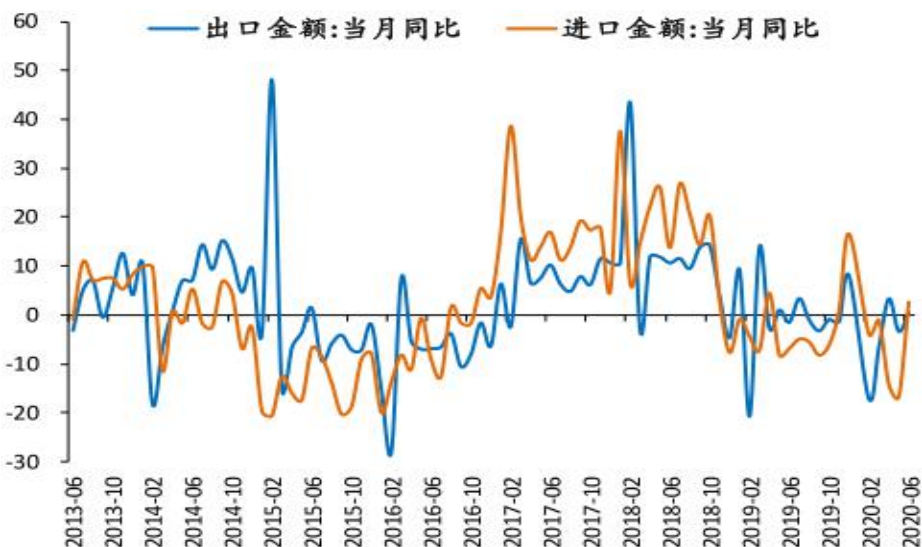


图19、2020年6月我国出口、进口金额当月同比增速回升



二季度在海外疫情形势仍严重、主要经济体经济增速大幅负增长的背景下，中国GDP增速回升至3.2%的水平，成绩来之不易。这次抗击疫情和恢复生产展现了中国经济的体制优势和强大韧性。经济持续恢复，但形势仍然严峻，基建和地产投资恢复快，消费和制造业投资恢复慢，海外疫情严重，还不能掉以轻心。

国内流动性保持充裕

图20、我国今年上半年采取的降息降准措施

政策类型	时间	利率变化		总降幅（基点）
7 天期公开市场逆回购利率	2 月 3 日	中标利率从 2.5%下降至 2.4%		30
	3 月 30 日	中标利率从 2.4%下降至 2.2%		
14 天期公开市场逆回购利率	2 月 3 日	中标利率从 2.65%下降至 2.55%		30
	6 月 18 日	中标利率从 2.55%下降至 2.35%		
MLF 操作利率	2 月 17 日	操作利率从 3.25%下降至 3.15%		30
	4 月 15 日	操作利率从 3.15%下降至 2.95%		
TMLF 操作利率	4 月 24 日	操作利率从 3.15%下降至 2.95%		20
LPR 贷款市场报价利率		一年期	五年期	
	2 月 20 日	从 4.15%下调至 4.05%	从 4.80%下调至 4.75%	一年期：30
	4 月 20 日	从 4.05%下调至 3.85%	从 4.75%下调至 4.65%	五年期：15
		中小型存款类金融机构	大型存款类金融机构	大型：50
降准/定向降准	1 月 6 日*	从 11%下调至 10.5%	从 13%下调至 12.5%	
	4 月 15 日	从 10.5%下调至 10%		中小型：150
	5 月 15 日	从 10%下调至 9.5%		
超额存款准备金率	4 月 7 日	从 0.72%下调至 0.35%		37

以中国的货币政策为例，我国也是从价格型和数量型政策两方面着手。价格型政策方面，我国央行根据实际情况进行多次小幅下调和定向降息降准。我国偏向于宽信用，通过定向降准、创设直达实体经济的货币政策工具等旨在更直接地向实体经济注入流动性，以避免导致实体经济疲软、金融市场过热的情形。

国内经济展望

小结：虽然二季度我国宏观经济呈现稳步回升的态势，但二季度经济回升仍属于恢复性增长，疫情冲击的损失尚未完全弥补，推动经济回归正常水平还需要付出艰苦努力。

为了防止疫情对我国经济形成外部冲击，推动经济稳步回升，在政策持续强调基建扩内需作用及“两新一重”共同发力下，预计三季度货币政策不会全面大幅收紧，从超宽松步入结构性宽松，财政政策发力新基建领衔的“两新一重”建设扩大内需，兼顾稳增长稳就业和培育新经济新技术。对于沥青需求前景依然维持偏乐观的基调。

三、沥青基本面情况

成本端——原油OPEC+实施最大规模减产

图21、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

在4月中旬OPEC+产油国最终达成一项长达两年的减产协议。进入5月后，产油国减产进入实质性阶段，为期两个月（自2020年5月1日至6月30日）的减产措施正式启动，OPEC+产油国合计减产970万桶/日。

随后在6月6日，欧佩克与非欧佩克产油国同意将日均970万桶的原油减产规模延长至7月底。同时沙特、科威特和阿联酋先前自愿在协议基础上在6月额外减产118万桶。

此外5月和6月未能百分百完成减产配额的國家，将在7月至9月额外减产作为弥补。

成本端——原油OPEC+履行较好

图22、OPEC产油国产量执行情况（万桶/天）

	产量（万桶/天）			本月产量增长 （万桶/天）	增长率		
	4 月	5 月	6 月	6 月减产量	5 月	6 月	
OPEC	阿尔及利亚	100.6	81.9	80.9	-1	-19%	-1%
	安哥拉	131.3	127.5	122.4	-5.1	-3%	-4%
	刚果	29.3	28.5	29.5	1	-3%	4%
	赤道几内亚	12.5	9	11.4	2.4	-28%	27%
	加蓬	19.6	19.4	20.4	1	-1%	5%
	伊朗	197.3	195.4	194.7	-0.7	-1%	0%
	伊拉克	450.5	416.5	371.6	-44.9	-8%	-11%
	科威特	311.8	219.8	210.3	-9.5	-30%	-4%
	利比亚	8.2	8	9.3	1.3	-2%	16%
	尼日利亚	177.7	159.2	150.4	-8.8	-10%	-6%
	沙特阿拉伯	1164.2	847.9	755.7	-92.2	-27%	-11%
	阿联酋	384.1	247.8	234.9	-12.9	-35%	-5%
	委内瑞拉	62.4	55.5	35.6	-19.9	-11%	-36%
OPEC 合计		3049.5	2416.4	2227.1	-189.3	-21%	-8%

自今年5月份开始，OPEC+产油国进入实质性减产阶段以后，除了个别产油国未能履行减产协议外，其他多数产油国均完成减产份额。据OPEC最新月报显示，6月OPEC原油产量环比继续减少189.3万桶/天至2227.1万桶/天，减产执行率达107%。其中，沙特原油产量减少92.2万桶/天至755.7万桶/天，伊拉克原油产量减少44.9万桶/天至371.6万桶/天，伊朗原油产量减少0.7万桶/天至194.7万桶/天，阿联酋产量减少12.9万桶/天至234.9万桶/天。预计6月全球原油产量同比减少1276万桶/天。

成本端——原油OPEC+履行较好

图23、非OPEC原油产量（万桶/天）

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2020 增量	2020 增幅
美洲	2575	2659	2374	2259	2271	2390	-184	-7.17%
美国	1840	1904	1712	1592	1607	1703	-137	-7.42%
欧洲	371	402	389	394	407	398	27	7.38%
亚太地区	53	53	57	59	59	57	4	8.43%
OECD 总计	2998	3114	2820	2712	2736	2845	-153	-5.09%
亚洲其他地区	348	343	324	332	332	333	-16	-4.48%
拉丁美洲	601	630	574	616	637	614	13	2.17%
中东	321	321	311	305	307	311	-10	-3.16%
非洲	153	150	145	144	145	146	-7	-4.83%
Total DC	1424	1444	1355	1397	1420	1404	-20	-1.41%
前苏联	1437	1451	1293	1220	1243	1302	-135	-9.42%
俄罗斯	1144	1151	1020	971	985	1031	-113	-9.87%
欧洲其他地区	12	12	12	11	11	12	0	-3.14%
中国	405	415	411	399	401	407	1	0.35%
其他地区总计	1854	1878	1716	1631	1656	1720	-134	-7.25%
非 OPEC 国石油产量	6276	6436	5892	5740	5812	5969	-307	-4.89%
Processing gains	226	207	207	207	207	207	-19	-8.48%
非 OPEC 国石油供给	6502	6643	6099	5947	6019	6176	-326	-5.02%
原始估计	6503	6654	6144	5931	5997	6180	-323	-4.97%
本月调整	-1	-11	-45	16	22	-4	-3	

考虑到6月OPEC+产油国减产执行率达107%，产量供应开始不及需求预期，或造成下半年供应短缺风险。因此在7月15日的OPEC+联合减产会议中决定自8月开始至年底，将减产规模从970万桶/天下调到770万桶/天。对于减产没有达到100%的国家，将在8-9月进行共约80万桶/天的补偿性减产。因此8月OPEC+供应收缩并不明显，油市供应偏紧优势仍有望延续。

美国原油产量持续下滑

图24、2001-2020年美国原油产量走势图（千桶/日）

美国原油产量走势图（千桶/日）



图26、2016-2020年美国活跃石油钻井平台数量走势图

美国油企活跃钻井机数（座）

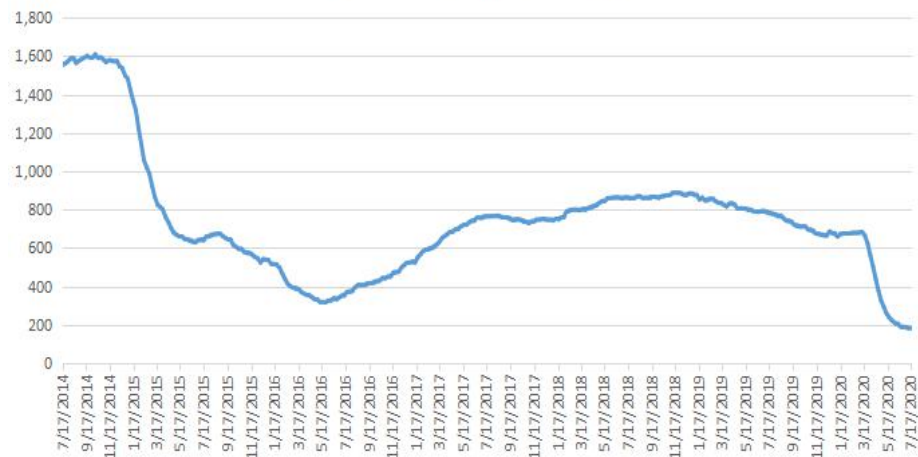
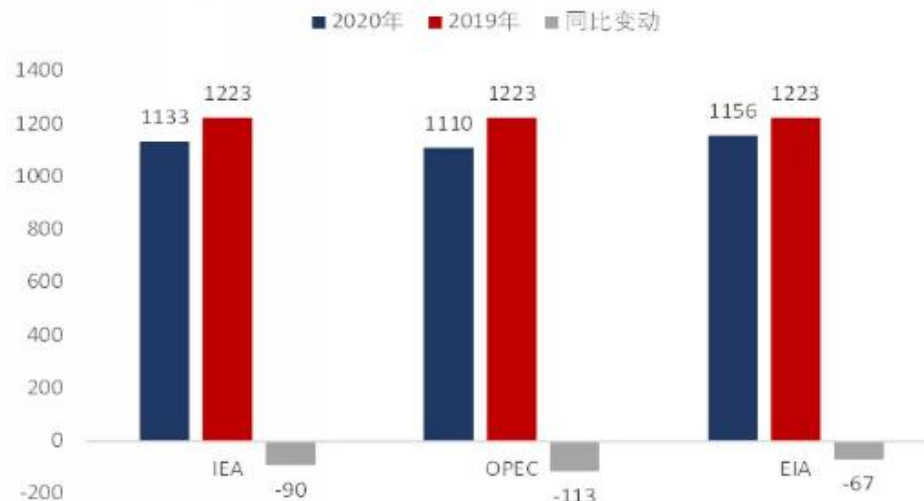


图25、三大机构对美国原油产量的预测



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月中旬，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7月17日当周继续下降1座至180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。

2014-2020年美国炼厂开工率

图27、2014-2020年美国炼油厂产能利用率走势图

2014-2020年美国炼油厂产能利用率走势图

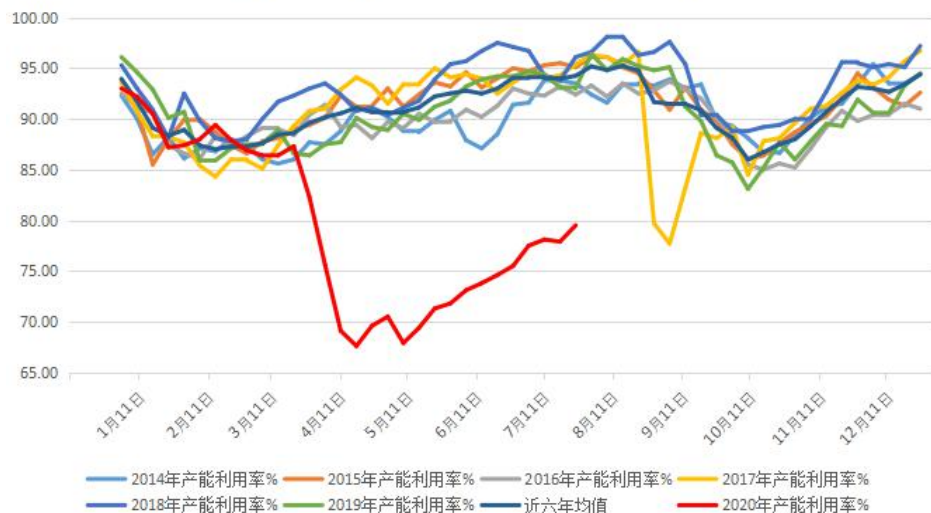
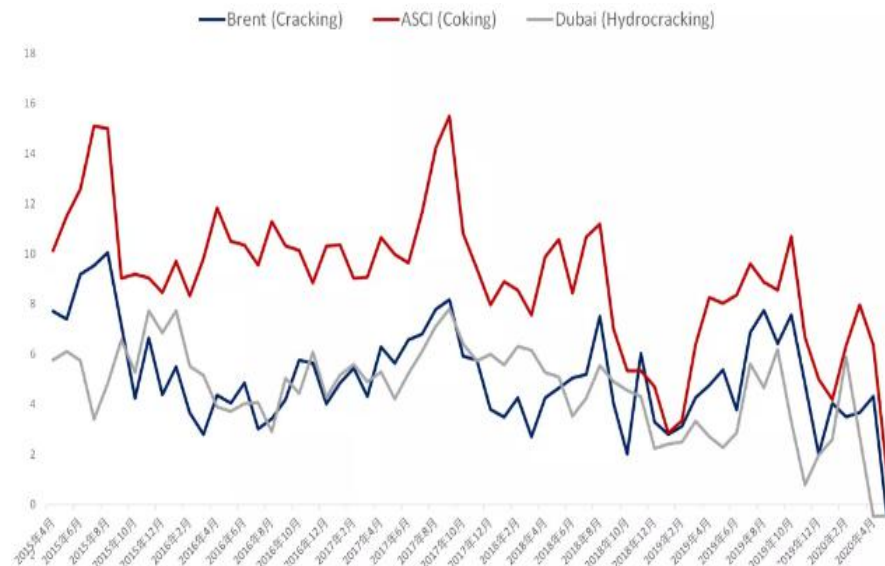


图28、2020年5月全球炼油利润大幅收缩



从往年原油消费季节性规律来看，随着5月27日美国阵亡将士纪念日一过，意味着北美夏季用油高峰期的将正式开启，美国炼厂开工率将稳步回升并处于高位水平，原油消费将呈现季节性旺季特征。但今年情况有点特殊，新冠疫情突然爆发导致原油需求锐减，炼厂开工率持续走低，并维持低位运行。据统计，截止7月24日当周，美国炼厂开工率维持在79.50%，周环比小幅回升1.60%，虽然季节性旺季特征略显，不过较去年同期大幅下跌14.52%，为2014年以来的最低水平。

2013-2020年美国商业原油库存

图29、美国商业原油周度库存走势图（千桶）

2013-2020年美国商业原油周度库存走势图（千桶）

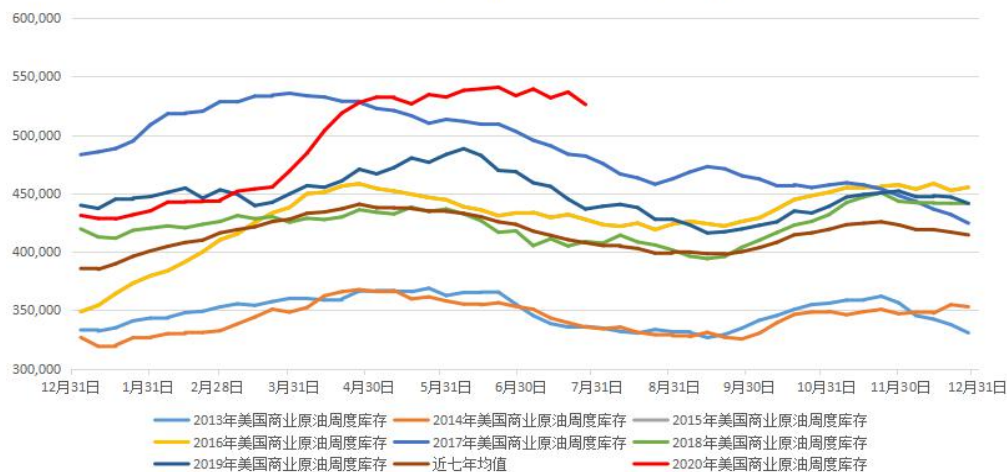
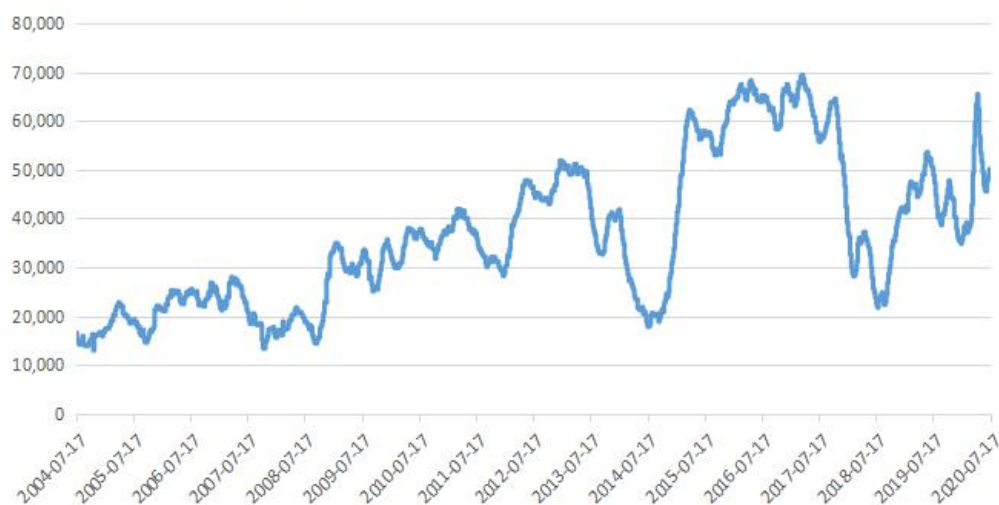


图30、美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）

美国库欣地区原油库存量（千桶）



在需求尚未完全恢复的背景下，美国原油库存累库趋势仍未结束，去化时间点还未到来。据统计，截止7月24日当周，美国商业原油库存量为5.26亿桶，周环比小幅回落，季节性特征略显，稍稍出现去化迹象，不过较去年同期增长20.48%，较今年初大幅增加22.02%。不难看出，目前美国原油库存依然处于历史偏高水平。

根据2007-2018年这12年的统计数据发现，美国商业原油库存量，一般会在5月初步入去化周期，直到8月中下旬结束。不过由于今年疫情因素影响，美国经济恢复并不顺利，如果出现疫情二次爆发风险，则夏季出行旺季需求很可能会泡汤。今年北半球夏季原油消费季节性旺季行情或不在出现，料炼厂开工率维持低位运行，原油库存仍将持续处于高位，去化动作并不明显。

中长期原油需求展望

图31、全球石油消费量—IEA（百万桶/日）

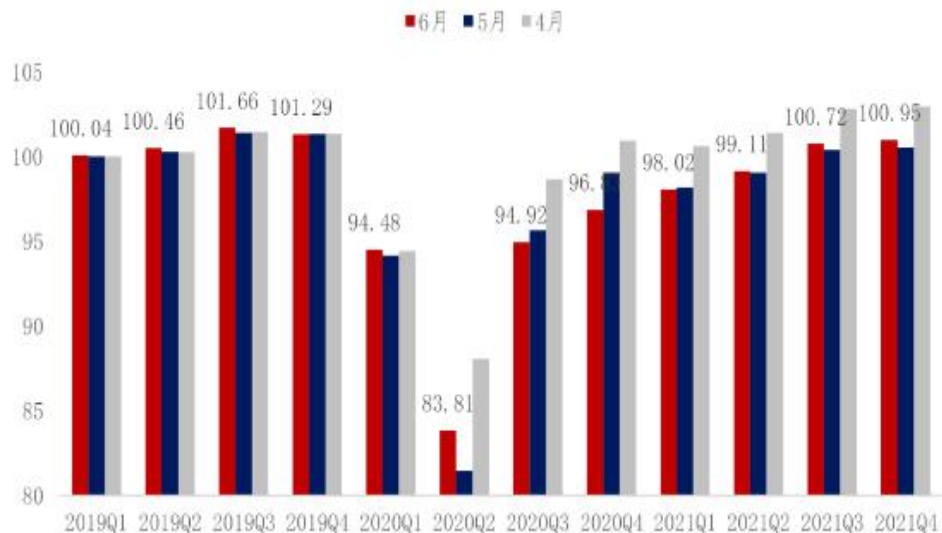
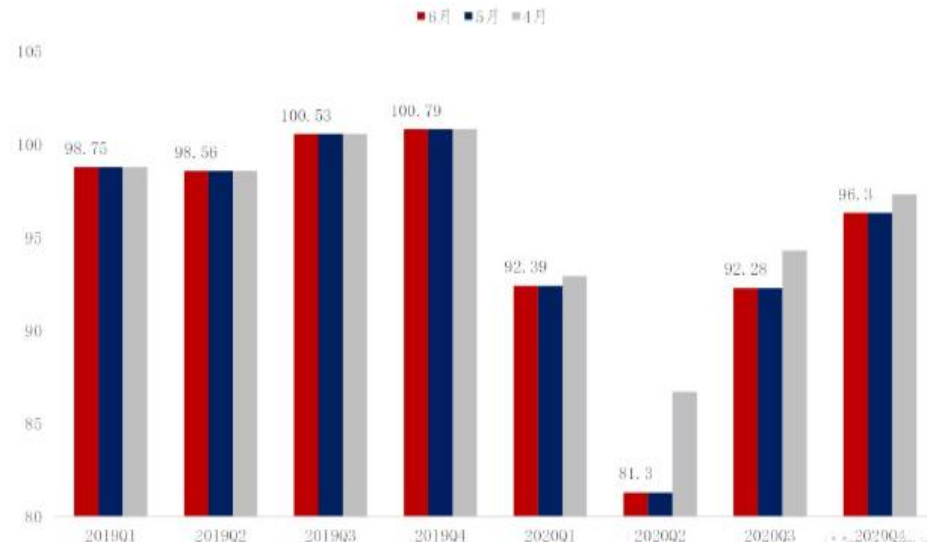


图32、全球石油消费量—OPEC（百万桶/日）



中期角度来看，根据石油输出国组织（OPEC）的7月份月报预测，2020年全球原油需求同比减少895万桶/天（8.98%）至9072万桶/天，较上月预期上调了13万桶/天。其中OECD地区需求量同比减少492万桶/天（10.28%）至4296万桶/天，中国需求量同比减少95万桶/天（7.29%）至1212万桶/天。虽然OPEC在其最新月度报告中认为，随着全球经济从冠状病毒大流行中复苏，2021年全球石油日需求量将创纪录地增加700万桶，但仍将低于2019年的水平。

供需结构展望

图33、2017-2020年全球原油供需平衡走势图



图34、全球石油库存积累预期图



多数能源机构认为，欧佩克对需求复苏的预测可能过于乐观，预计2021年需求将反弹约500万桶/日。笔者认为，这一预测的假设前提颇多，在**中美贸易关系缓解**、**政府高负债现状改善**以及**第二波冠状病毒疫情得到控制**的背景下，主要经济体复苏有望带动原油消费回暖。但就目前全球新冠确诊病例每日增加数量来看，疫情得到控制的假设较难实现。同时中美贸易关系未见好转，反而朝着科技战、政治战、局部军事对抗方向发展的倾向。

中长期原油需求展望

图35、2020年7月三大机构对全球原油供需平衡表

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2020 增量	2020 增幅
美洲	2562	2444	1927	2439	2506	2330	-231	-9.04%
美国	2081	1986	1551	2004	2049	1899	-182	-8.76%
欧洲	1433	1330	1019	1325	1361	1259	-174	-12.13%
亚太地区	793	773	643	664	746	706	-87	-10.92%
OECD 总计	4788	4547	3589	4429	4613	4296	-492	-10.28%
亚洲其他地区	1387	1305	1190	1240	1367	1276	-111	-8.01%
印度	484	474	370	394	483	431	-54	-11.10%
拉丁美洲	659	620	581	624	615	610	-49	-7.47%
中东	820	783	701	793	762	760	-60	-7.36%
非洲	445	438	417	407	420	420	-24	-5.49%
Total DC	3311	3146	2888	3065	3164	3066	-245	-7.40%
前苏联	484	450	408	445	461	441	-43	-8.94%
欧洲其他地区	76	71	55	47	56	57	-19	-25.18%
中国	1307	1027	1255	1237	1328	1212	-95	-7.29%
其他地区总计	1868	1548	1717	1729	1846	1710	-158	-8.45%
全球需求总计	9967	9241	8195	9222	9622	9072	-895	-8.98%
原始估计	9967	9239	8130	9228	9630	9059	-907	-9.10%
调整	0	2	65	-6	-8	13	12	

当期的平衡表显示，2020年全球原油需求仍处于萎缩状态，不过萎缩程度在趋缓，三四季度去库存仍是主基调。

中美关系趋于恶化

图33、特朗普支持率持续走低，拜登支持率领先

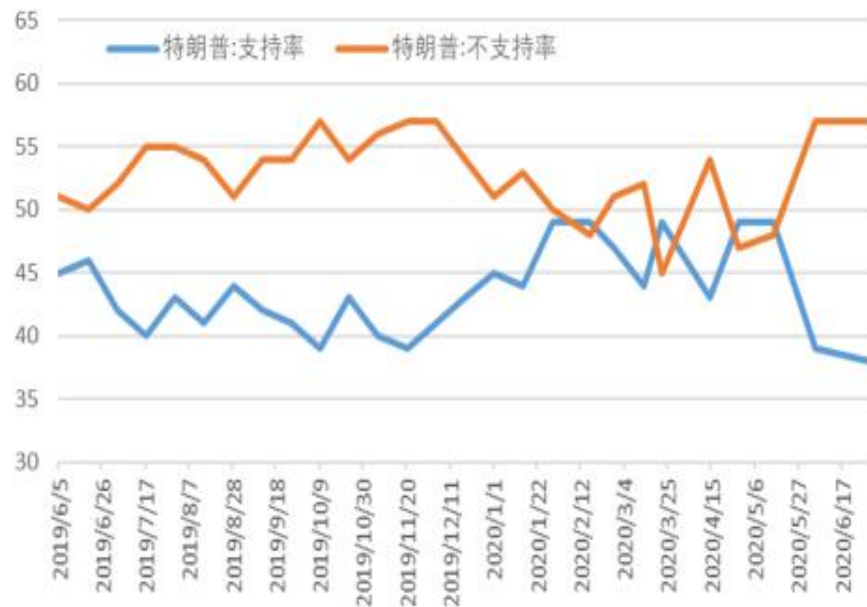
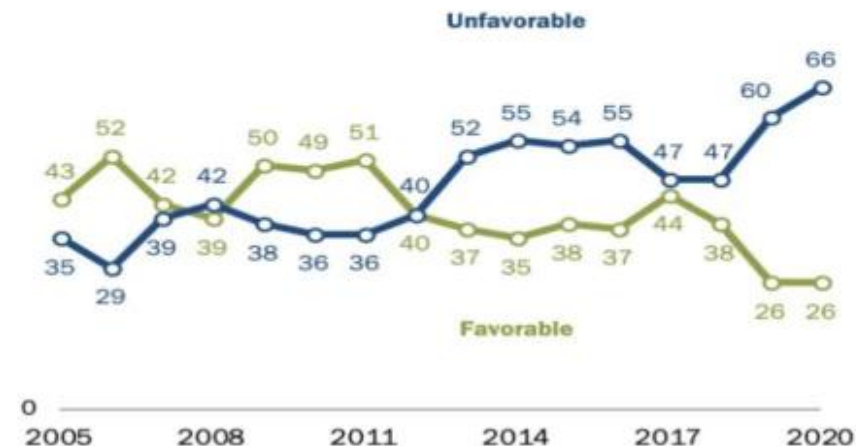


图34、美国民众对中国的负面态度持续上升

Negative views of China continue to grow in U.S.

% who say they have a ___ opinion of China

100 %



临近美国今年11月份大选，我们要做好充分准备，包括各种底线思维，预防一切有可能发生的各种事件。目前外部环境已经反复敲响警钟，中央领导多次强调，要以国内经济循环为主，充分做好国内市场，一切立足自主可控、自力更生。中美关系趋于恶化，或导致中国进口委内瑞拉的马瑞油陷入供应中断的风险，美国强化对委内瑞拉制裁并限制马瑞油中转进口至中国，从而强化沥青的原料端偏紧优势。

小结

图35、原油与沥青相关性分析



原油与沥青相关度高达**88.48%**，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。

沥青供需情况

图36、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

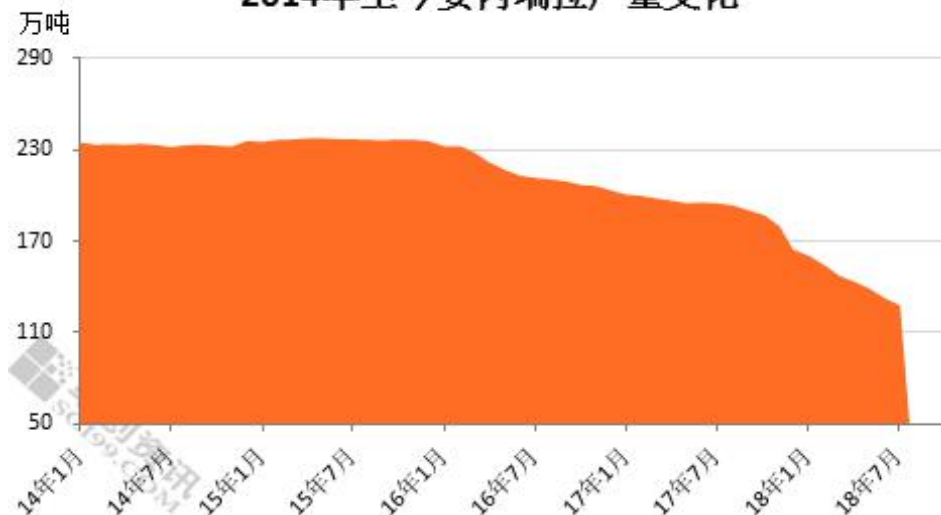


图37、委内瑞拉至中国的原油出口量走势图



委内瑞拉的马瑞油是生产沥青的优质原油。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。

沥青供需情况

图38、委内瑞拉原油主要出口国

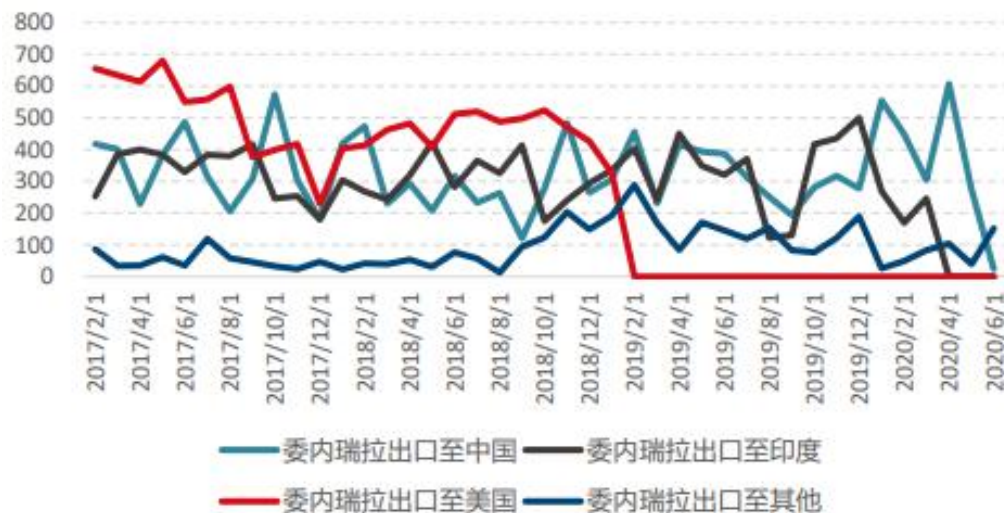
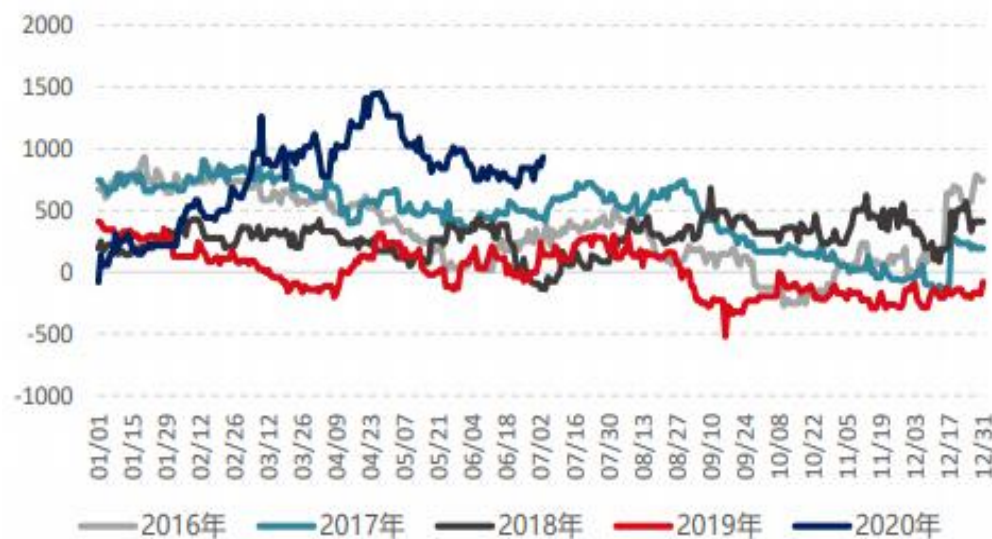


图39、沥青2012合约-马瑞原油裂解价差走势图



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。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，7月以来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。

沥青供需情况

图40、沥青全国开工率走势图

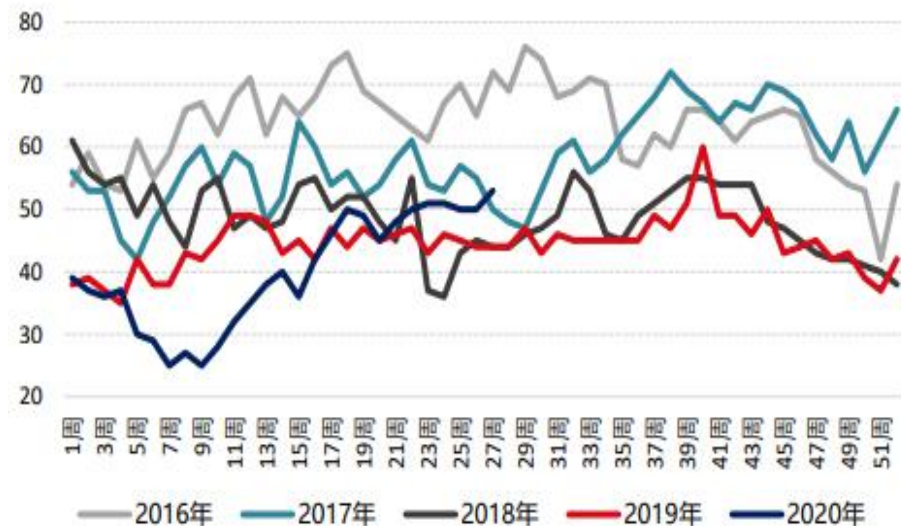
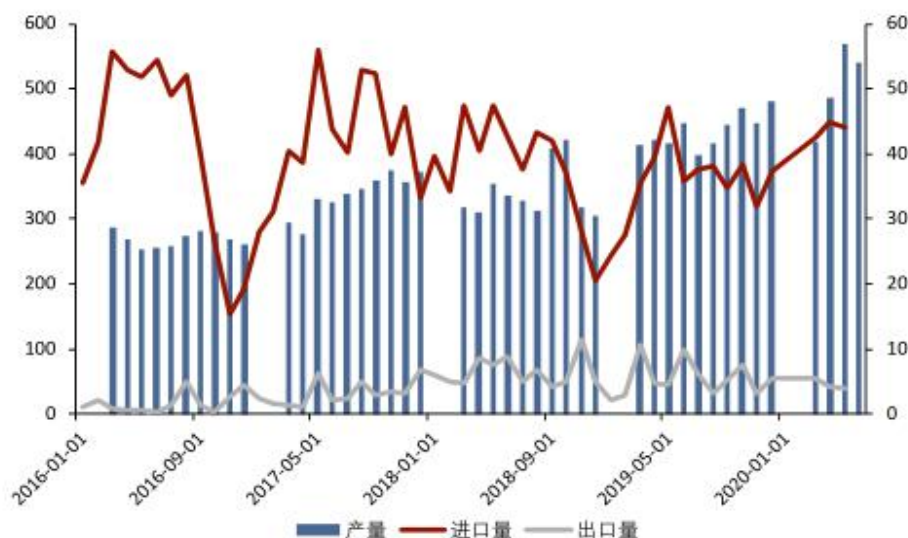


图41、沥青产量及进出口量走势图（万吨）



受疫情影响，今年上半年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。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%。6月国内沥青产量为**278.59**万吨，为同期最高。中石化、中石油6月产量相对5月略有上升，地炼6月产量相对5月略降。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%。

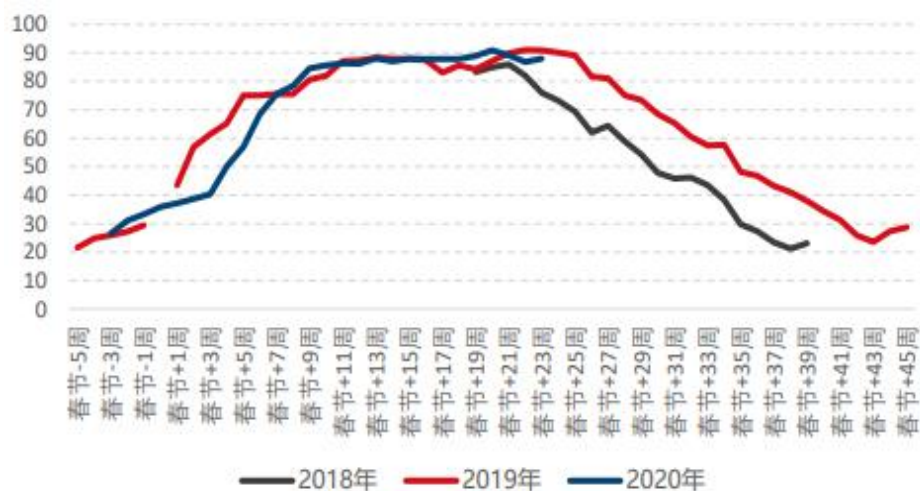
从炼厂利润角度来看，目前基本回落到盈亏平衡点附近。参照国内产量的变化，二季度因炼厂利润持续向好叠加工厂赶工，产量明显回升，但相比去年同期的累计量仍有所减少，主要是一季度受国内疫情影响带来上游停工减产导致的。目前随着炼厂生产利润的回落，即使在上游库存没有压力的背景下，炼厂加大开工的动力或不足。

沥青供需情况

图42、全国沥青社会库存



图43、全国沥青社会库存



众所周知，沥青需求市场的发展与我国道路建设密不可分。二季度交通固定资产投资额同比大幅增长，给予需求利多支撑。短期而言，随着夏季高温天气到来，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，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，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，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，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。后期国内沥青需求依然值得期待，维持偏乐观预期。

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，主要是因为国内疫情后复工复产的持续，炼厂库存开始转移至社会库存。炼厂库存创下往年同期的低位，该趋势一直维持到现在。现货价格则也更多的呈现出易涨难跌的局面。

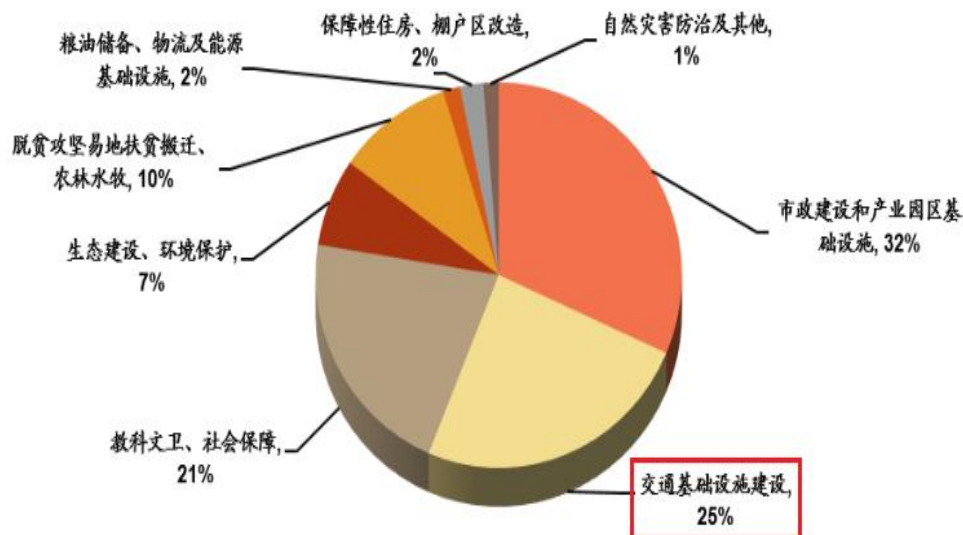
目前上游开工率的持续回升，以及产量的持续增加，但炼厂库存仍能保持低位且还在持续下行的过程中，凸显目前为止下游需求较好。

专项债政策发力

图44、收费公路轨道交通专项债发行额逐年增加（亿元）



图45、专项债主要投向交通运输领域的公路建设



今年年初以来，地方政府专项债政策不断发力，并侧重于基建。今年地方政府专项债发行额度将达到3.75万亿元，同比增加1.6万亿元，而2019年地方政府专项债发行2.15万亿元，同比增加8000亿元。过去几年，专项债投向基建领域的占比在30%左右，而今年前几个月占比高达70%。

并且专项债发行进度明显加快。截至5月底，新增专项债的发行金额达到2.15万亿元，已经达到全年计划发行总量的57%，1月单月发行量达到7148亿元，而5月单月发行量高达9980亿元，创单月历史新高。从专项债投向来看，在明确了今年专项债投向侧重于基建的前提下，1—6月有60%的项目收益专项债投向了收费公路，另外轨道交通占比在27%。

总体而言，今年地方政府专项债发行呈现发行总量显著增加、发行进度明显加快、投向基建的比例明显提升等特点，而政策的发力也会对公路建设以及沥青需求带来进一步支持。

我国沥青供需平衡表

图46、我国沥青供需平衡表明细

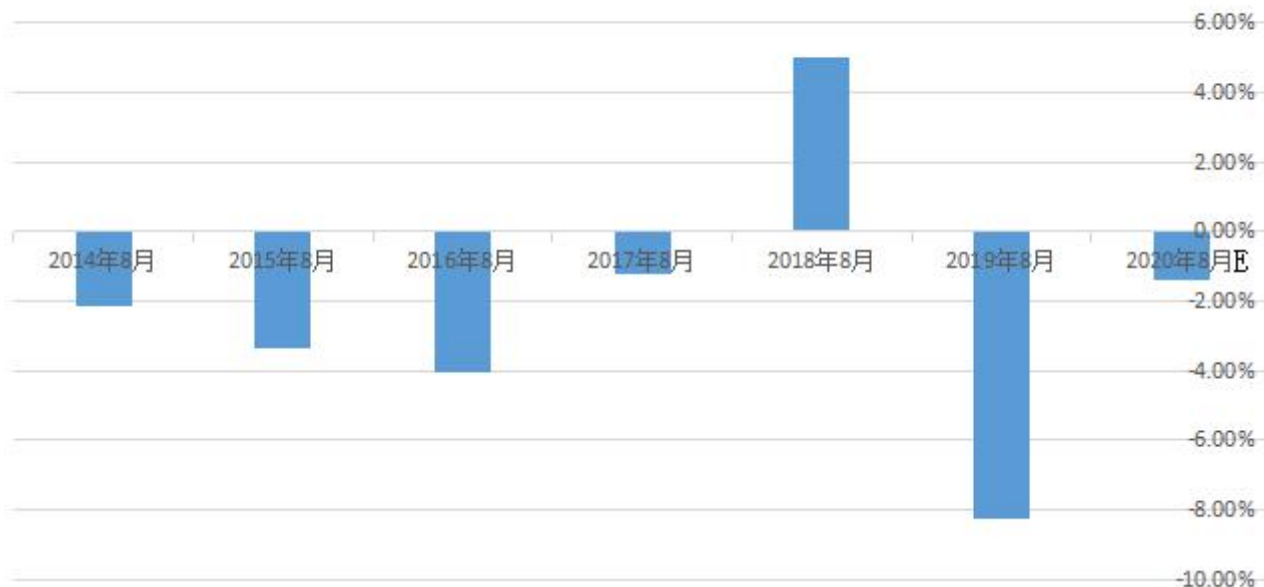
国内沥青供需平衡表										
日期	沥青产量	进口	出口	净进口	表观消费量	产量同比	表观需求同比	产量累计同比	净进口累计同比	表观消费累计同比
2019年1月	222	25	2.22	22.78	244.78	22.65%	13.92%	22.65%	-32.74%	13.92%
2019年2月	185	28	2.92	25.08	210.08	22.52%	16.70%	22.59%	-23.89%	15.19%
2019年3月	246	35.6	10.6	25	271	32.26%	18.65%	26.06%	-30.80%	16.46%
2019年4月	237	39.56	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%

预计2020年6月我国沥青产量达292万吨，表观消费量达322万吨，7月沥青产量达298.1万吨，表观消费量达328.1万吨。产量增速略高于表观消费增速。

历史涨跌统计

图47、2014-2019年沥青涨跌幅统计图

2014-2019年沥青涨跌幅统计



2014-2019年沥青涨跌幅统计		
日期	涨跌	幅度
2014年8月	跌	-2.14%
2015年8月	跌	-3.35%
2016年8月	跌	-4.04%
2017年8月	跌	-1.25%
2018年8月	涨	5.01%
2019年8月	跌	-8.29%
2020年8月		-1.39%

2014-2019年8月份，上涨概率16.67%，下跌概率83.33%，平均跌幅-1.39%；

预计2020年8月份，沥青2012合约振荡下行的概率较大，期价平均跌幅在-1.39%左右。

核心观点

宏观层面：基于全球疫情的反复将维持很长时间，使得全球流动性不会有趋势性收紧信号出现。宏观面流动性宽松格局至少在今年下半年不会发生改变，此有利于沥青期市处于宽松流动性背景下。国内经济随着复工复产，需求稳步回升，景气度持续走强，有助于提振沥青需求前景。

基本面：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。随着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，维持偏乐观判断。

四、交易策略及风险

沥青后市展望

图48、沥青2012合约呈现中期上涨的趋势



图49、未来沥青2012-2106合约价差有望由贴水转为升水



在策略上，建议投资者采取偏多思路，可以做买2012抛2106套利策略。

交易策略

策略发布时间：2020.7.31

具体操作：如果沥青2012-2106合约升水至-130至-150元/吨区间内，存在买2012合约抛2106合约对冲套利机会，目标位在升水70元/吨区间止盈离场。

在策略制定后的半个月內，择机建立的10%的底仓，持有期限在3个月，可以进行补仓。

交易标的合约：沥青2012合约、2106合约

建仓头寸：拟计划在BU2012-2106升水价差在-130至-140元/吨，建仓10%的仓位。在-140至-150元/吨，补仓10%的仓位。预计中线最大仓位20%，

止损位：价差向下跌破-200元/吨，止损出局。

止盈位：价差回升至70元/吨以上，止盈出局。

预计盈亏比：3.5：1

交易周期：2个月（2020.7.31-8.31）

风险提示

策略主要风险：

（1）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。

（2）近六年以来，国内沥青期货主力合约在8月份，下跌概率83.33%，平均跌幅-1.39%；

谢谢聆听

THANKS FOR YOUR ATTENTION

