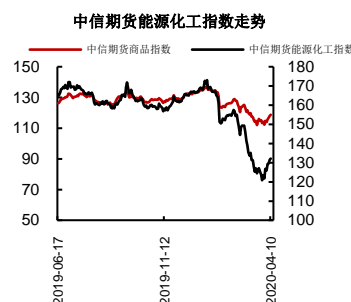


## 亟待需求启动去库存

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

通胀预期带动原油价格反弹至高位，供需缺口逐步缩小对油价的支撑将逐步减弱。沥青需求尚可但供应压力持续存在，施压沥青-原油价差，市场亟待需求启动带动沥青去库存。



### 摘要：

油价上涨反映通胀预期，疫情反复扰动需求恢复路径。通胀预期持续反弹至历史相对高位，带动原油价格已恢复至 2020 年年初水平，尽管市场认为美国利率将维持在低位，十债收益率继续向上将带动通胀预期继续上扬对油价带来支撑，但通胀预期如果向上空间不及预期，对原油继续向上的推动作用将逐步减弱。近期新冠人数增加使得原油现实需求向预期需求恢复的路径受到扰动，油价出现调整。

轻质化向重质化过渡将延续，沥青或因供应压力提前反映该趋势。尽管三月欧佩克+超预期减产下全球中重质原油产量低位，但油价持续反弹，2021 年沙特继续维持减产或深化减产的概率逐步下降（全年维持 800 万桶/天的概率偏低），配合俄罗斯产量在减产框架内小幅回归，年内中重质原油产量回归速度将继续大于美国轻质原油产量回归速度，轻质化向重质化过渡的趋势将延续；俄罗斯燃料油产量、出口难继续大幅下降。沥青因供应压力裂解价差持续下降，或已提前反映重质化趋势。

沥青-原油价差已反映悲观预期，高库存下需要更多需求故事。一季度沥青需求尚可甚至高于疫情前水平，但供应高位带来的累库预期不断强化，反映在沥青-原油价差不断走弱，未来该价差修复需要有超预期的需求带动沥青去库存。

### 策略建议

多 BU2106-FU2105（400 元/吨左右入场）

风险提示：沥青需求不及预期，燃料油需求超预期

### 能源研究团队

研究员：  
桂晨曦（原油）  
021-60812997  
guichenxi@citicsf.com  
从业资格号：F3023159  
投资咨询号：Z0013632

杨家明（燃料油、沥青）  
021-80365287  
yangjiaming@citicsf.com  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

## 目 录

摘要:	1
一、油价上涨反映通胀预期，疫情反复扰动需求恢复路径	4
二、轻质化向重质化过渡将延续	5
二、宏观支撑减弱但沥青需求仍有韧性	8
四、价差弱势反映累库预期，高库存亟待需求消化	11
免责声明	14

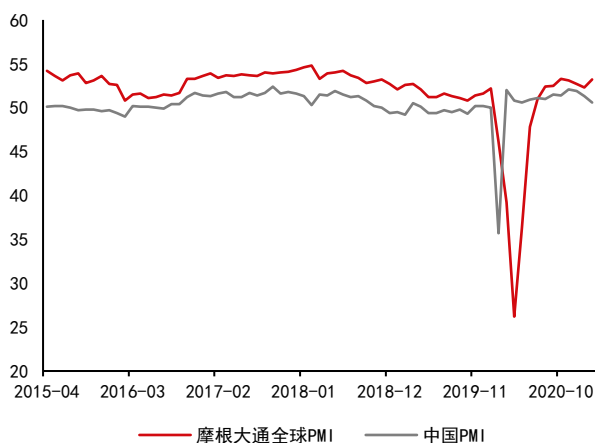
## 图目录

图 1:	全球 PMI 与中国 PMI	4
图 2:	中国 CDFI 与 BSI	4
图 3:	美英法德单日新增人数与油价 单位: 人, 美元/桶	4
图 4:	各类资产较 2020 年初涨跌幅	4
图 5:	通胀预期 单位: %	5
图 6:	原油与通胀预期 单位: 美元/桶, %	5
图 7:	美国原油产量预估 单位: 百万桶/天	5
图 8:	美国页岩油井 单位: 口	5
图 9:	油价与美国库存井/完井 单位: 美元/桶	6
图 10:	油价与月差 单位: 美元/桶	6
图 11:	美国终端需求 单位: 千桶/天	7
图 12:	美国商业原油库存与油价 单位: 千桶, 美元/桶	7
图 13:	轻重原油产量 单位: 千桶/天	7
图 14:	沥青裂解价差与迪拜-布伦特价差 单位: 美元/桶	8
图 15:	2021 年二季度沥青市场总结	8
图 16:	沥青现货/期货/WTI 单位: 元/吨, 美元/桶	9
图 17:	GDP 与固定资产投资 单位: %	9
图 18:	交通固定资产投资 单位: 万元	9
图 19:	固定资产投资完成额累计同比 (分项) 单位: %	9
图 20:	地方债发行 单位: 亿元	10
图 21:	项目收益专项债投向 单位: 亿元	10
图 22:	沥青真实需求 (结合库存变动) 单位: 万吨	10
图 23:	沥青炼厂开工与利润 单位: 元/吨	11
图 24:	沥青炼厂利润与基差 单位: 元/吨	11
图 25:	委内瑞拉原油出口 单位: 千桶/天	11
图 26:	国内稀释沥青进口量 单位: 吨	11
图 27:	华东基差与华东-山东现货价差 单位: 元/吨	12
图 28:	华东基差与华东-东北现货价差 单位: 元/吨	12
图 29:	沥青炼厂开工	12
图 30:	国内沥青库存 单位: 万吨	12

图 31:	沥青/汇率/6.1-WTI	单位: 美元/桶.....	13
图 32:	沥青裂解价差与迪拜-布伦特价差	单位: 美元/桶.....	13

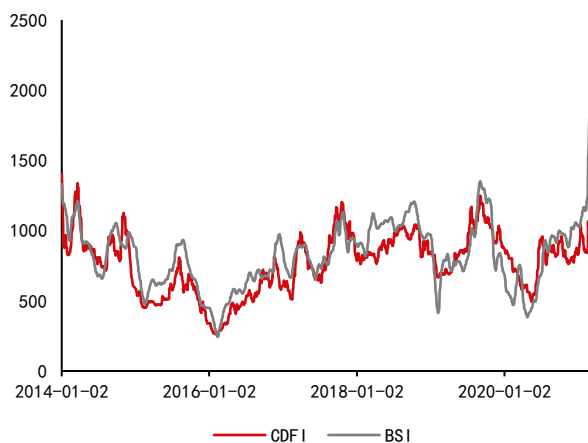
## 一、油价上涨反映通胀预期，疫情反复扰动需求恢复路径

图 1：全球 PMI 与中国 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究部

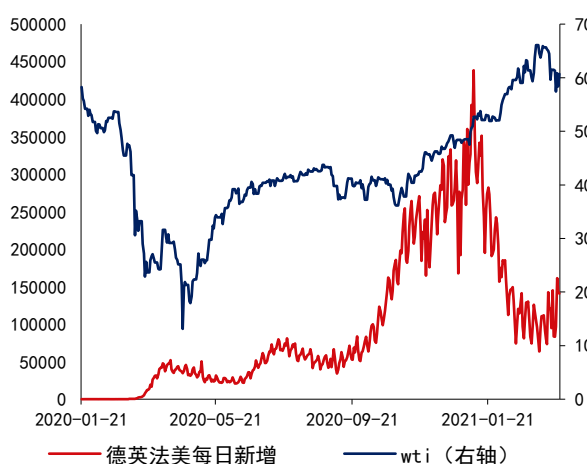
图 2：中国 CDFI 与 BSI



资料来源：Wind 中信期货研究部

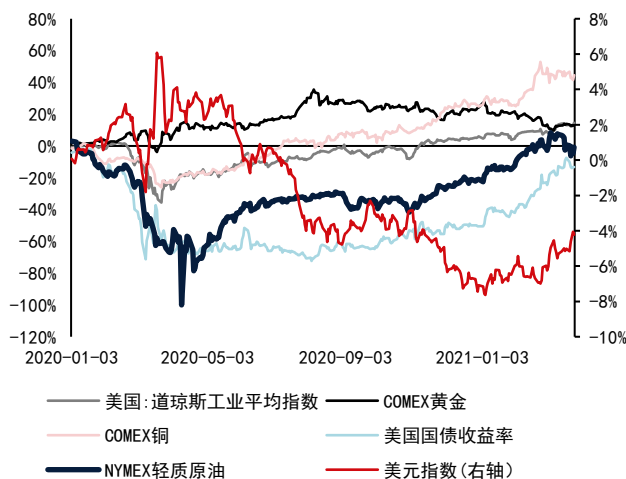
中国先于全球其他国家从疫情中恢复，中国 PMI 先于全球 PMI 反弹至正常水平，近期高位边际转弱；中国 CDFI（中国进口干散货运价指数）涨幅远低于 BSI 涨幅（超级大灵便型运费指数），或暗示全球干散货指数提升并非主要由中国干散货需求提振（BSI 中航线与中国港口有关，近期背离可能跟运力不足等有关）。

图 3：美英法德单日新增人数与油价 单位：人，美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 4：各类资产较 2020 年初涨跌幅



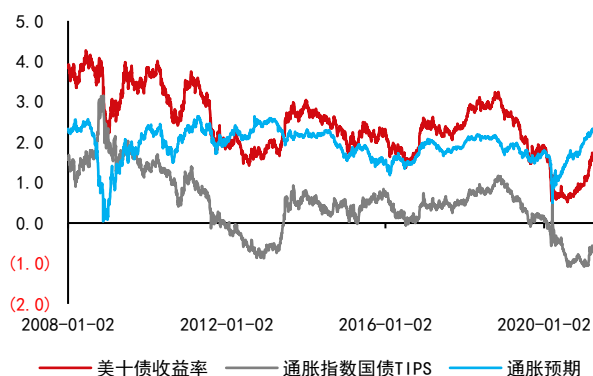
资料来源：Wind 中信期货研究部

随着疫苗在各国陆续投放，每日新冠疫情新增人数持续下降，市场对原油需求恢复至正常水平愈发乐观，油价反弹与新增人数下降持续。但近期每日新增人数反弹，如果说现实的油价反映了未来需求的完全恢复，疫苗持续投放将帮助油

价维持在高位，但近期新冠人数增加使得原油现实需求向预期需求恢复的路径受到扰动，油价出现调整。

图 5：通胀预期

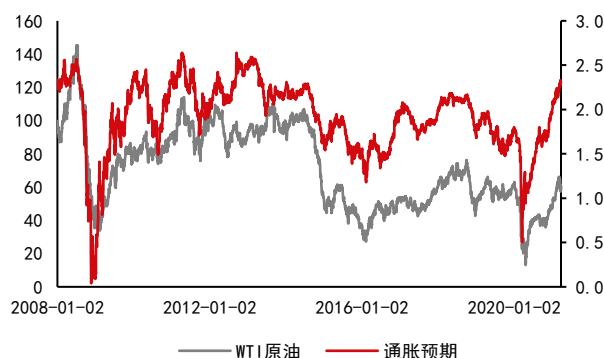
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 6：原油与通胀预期

单位：美元/桶，%



资料来源：Wind 中信期货研究部

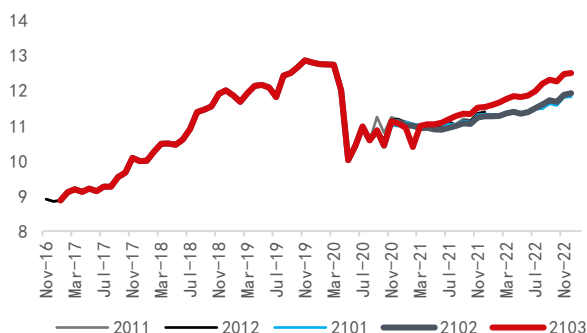
通胀预期与原油价格高度相关，2020 年 4 月后通胀预期持续反弹至历史相对高位，带动原油价格已恢复至 2020 年年初水平，尽管市场认为美国利率将维持在低位，十债收益率继续向上将带动通胀预期继续上扬对油价带来支撑，但通胀预期如果向上空间不及预期，对原油继续向上的推动作用将逐步减弱（TIPS 近期持续反弹）。

## 二、轻质化向重质化过渡将延续

美国页岩油贡献了该国原油产量的主要增量，经历了 2020 年原油产量大幅下降之后 EIA 开始上调原油产量预期（认为美国原油产量将在 2021 年年底环比增加），尽管钻机数量低位，但美国原油产量仍能维持在 1100 万桶/天水平，暗示库存井对新井产量的补充，可以认为美国原油产量已大概率触底。

图 7：美国原油产量预估

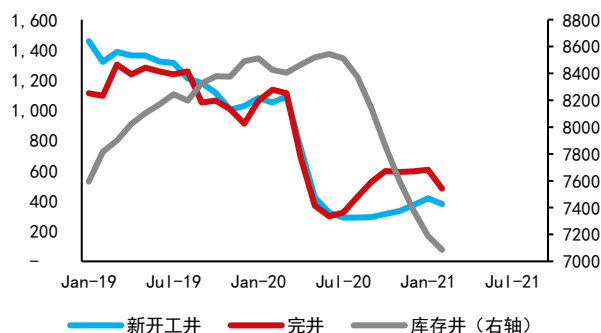
单位：百万桶/天



资料来源：EIA 中信期货研究部

图 8：美国页岩油井

单位：口



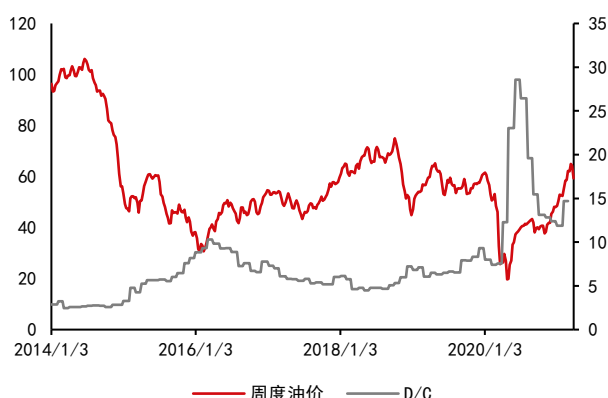
资料来源：EIA 中信期货研究部

原油价格持续反弹带来库存井/完井比值持续下降，尽管油企投资下降引发

市场对 2021 年美国页岩油产量回归的悲观预期，但随着原油价格持续走高桶油收益持续提升，美国原油产量有概率企稳提升（需要警惕库存井一旦触底反弹或意味着美国页岩油的全面回归，近期比值回归为二月寒潮带来的数据修正扰动）。近期原油绝对价格对原油月差的敏感性提升，月差持续反弹至历史相对高位，月差正值反映市场供需存在缺口油市相对健康，但月差一旦转负，市场或放大该指标对油市的指引作用，引发供需转弱的预期。

图 9：油价与美国库存井/完井

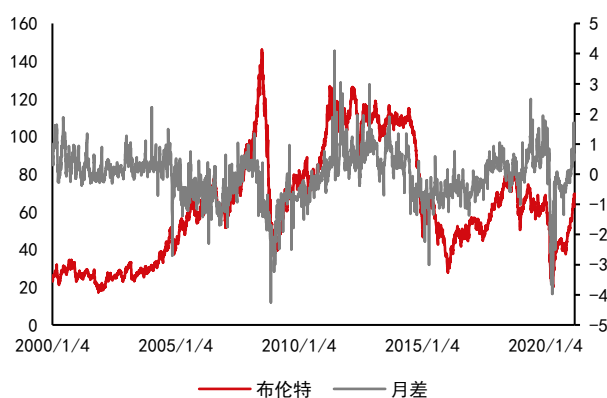
单位：美元/桶



资料来源：EIA 中信期货研究部

图 10：油价与月差

单位：美元/桶



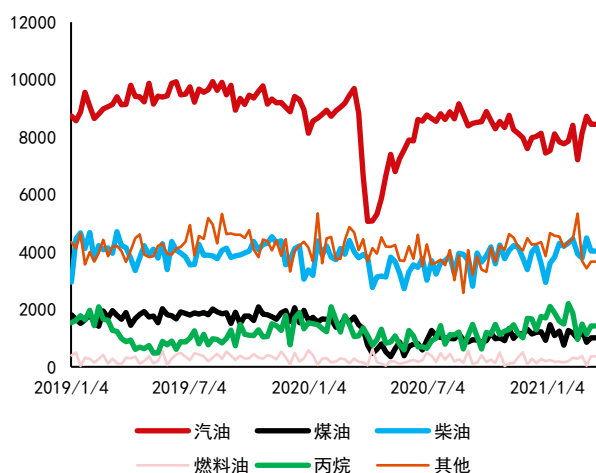
资料来源：Wind 中信期货研究部

以美国终端需求为例，尽管汽油需求持续提升，但航煤需求仍在低位，现实的需求仍距离疫情前水平有一定差距。油价 WTI 60 美元/桶回到疫情前水平，反映了 2020 年 4 月以来欧佩克+减产、美国产量难以回归、疫苗投放需求恢复带来的原油供不应求，库存下降与油价反弹持续。站在当下，需求向上增量有限（EIA 预估航煤需求可能在 2030 年完全恢复正常），油价持续反弹之后供不应求对油价的刺激逐步钝化，如果供应持续回归将带来供需缺口的持续减少（如果伊朗原油产量增至 200 万桶/天，将造成供不应求向供过于求快速转化）。随着利多逐步反映，市场需要沙特维持坚定的减产态度。

尽管三月欧佩克+超预期减产下全球中重质原油产量低位，但油价持续反弹，2021 年沙特继续维持减产或深化减产的概率逐步下降（沙特全年维持 800 万桶/天产量的概率偏低），配合俄罗斯产量在减产框架内小幅回归，年内中重质原油产量回归速度将继续大于美国轻质原油产量回归速度，轻质化向重质化过渡的趋势将延续。

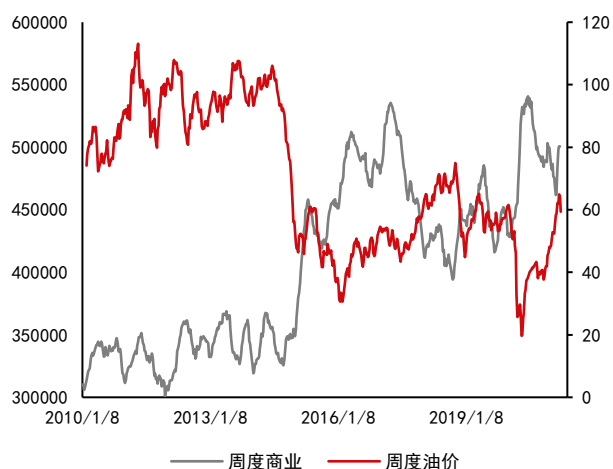
图 11： 美国终端需求

单位：千桶/天



资料来源：EIA 中信期货研究部

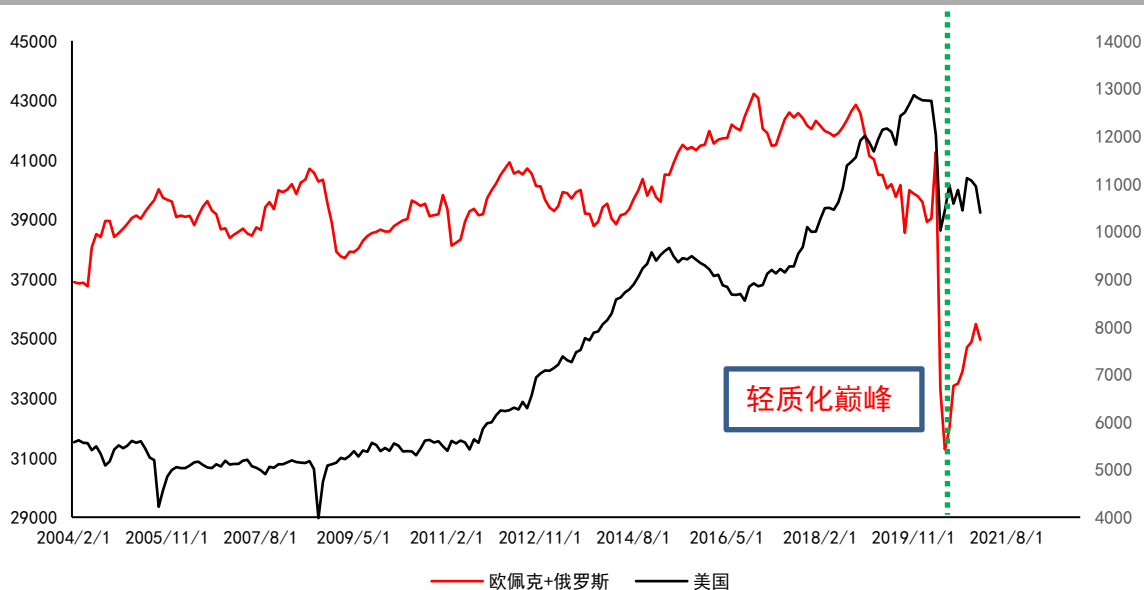
图 12： 美国商业原油库存与油价 单位：千桶，美元/桶



资料来源：EIA 中信期货研究部

图 13： 轻重原油产量

单位：千桶/天



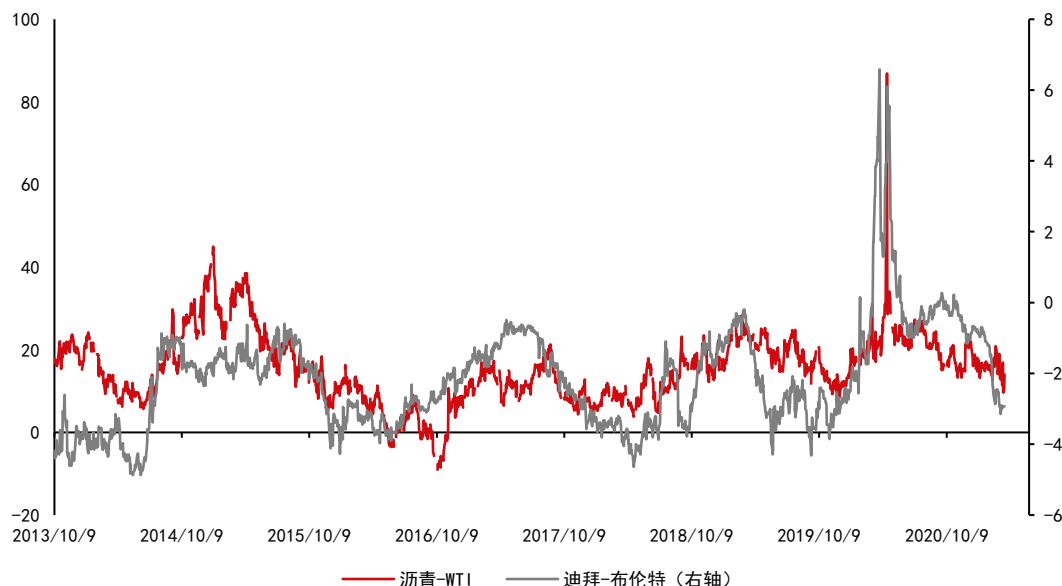
资料来源：彭博 中信期货研究部

在美国制裁委内瑞拉、伊朗背景下，如果没有疫情驱动的欧佩克+原油主动减产、美国被动减产，全球炼厂原料轻质化趋势大概率维持，但疫情导致油价大幅下跌，以 2020 年 4 月为基准（此前轻质化趋势一直延续），截至 2020 年 6 月，欧佩克+俄罗斯（未考虑加拿大等其他国家原油产量）原油产量下降 9990 千桶/天，美国原油产量下降 1573 千桶/天，欧佩克+俄罗斯原油产量降幅大于美国原油产量降幅，此阶段轻质化趋势是强化的。此后两集团原油产量均逐步提升，意味着此阶段轻质化向重质化趋势转变，此外随着欧佩克+随着减产规模缩小，市场中

重质原油逐渐增多，此主动减产产量恢复速度远高于页岩油，如果 2021 年美国原油产量维持在 1100 万桶/天水平，而欧佩克+原油产量逐步提升，轻质化趋势将逐步转向重质化（美国对伊朗、委内瑞拉制裁的豁免将加速重质化趋势）。

图 14： 沥青裂解价差与迪拜-布伦特价差

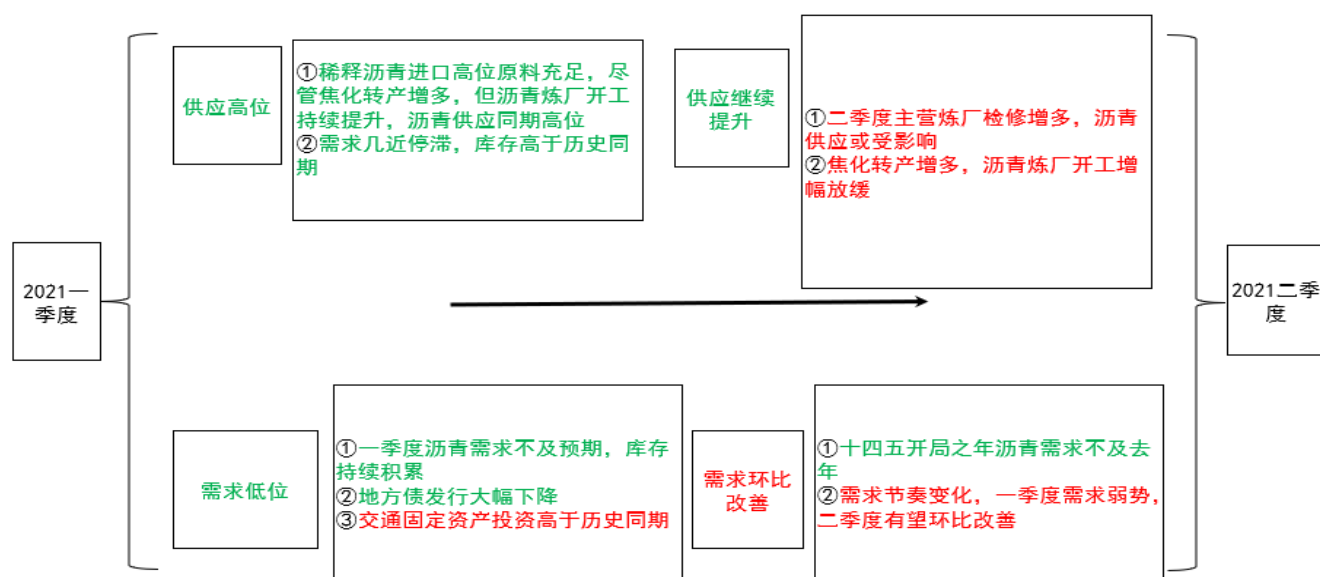
单位：美元/桶



资料来源：彭博 中信期货研究部

## 二、宏观支撑减弱但沥青需求仍有韧性

图 15： 2021 年二季度沥青市场总结



资料来源：中信期货研究部

2020 年一季度新冠疫情冲击下国内固定资产投资大幅下跌转负，2021 年一季度低基数效应显现增速大幅攀升，数据失真，后期高增速将逐步放缓。但一月交通固定资产投资同比大幅增长，超过 2019 年同期，证实投资水平恢复至疫情前水平，分地区来看，西部投资增幅最大，且 1-2 月摊铺机、压路机销量增幅明显。分项来看道路投资完成额累计同比明显低于其他投资项。

图 16： 沥青现货/期货/WTI 单位：元/吨，美元/桶



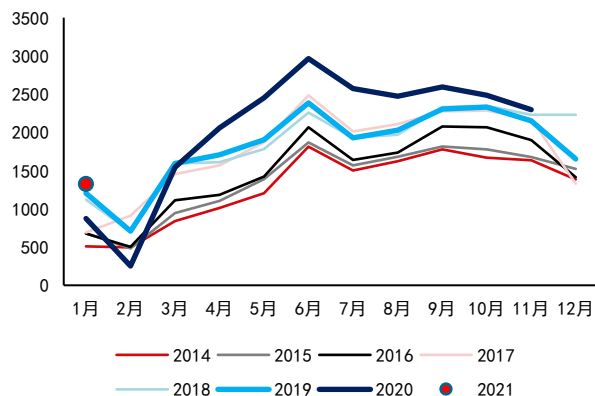
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 17： GDP 与固定资产投资 单位：%



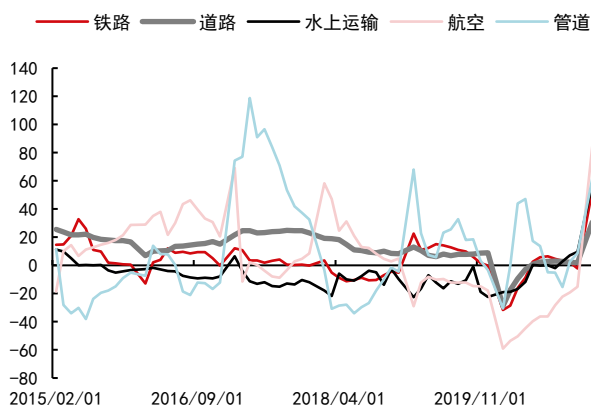
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 18： 交通固定资产投资 单位：万元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 19： 固定资产投资完成额累计同比（分项）单位：%

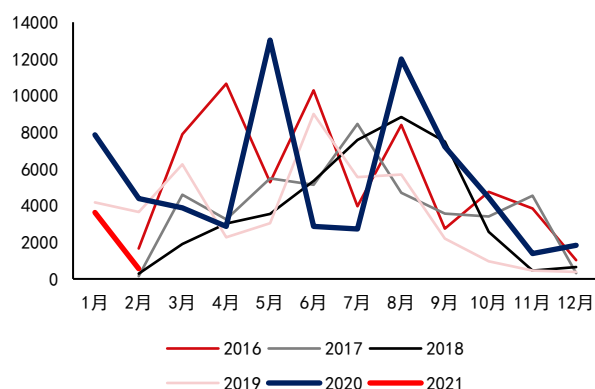


资料来源：Wind 中信期货研究部

一季度地方债发行数量同比大降，项目收益专项债仅有三月部分投向棚户区改造，且没有投向收费公路引发基建投资不足的预期。但从月度需求数据可知，1-2 月份考虑上库存变动，沥青真实需求同比超过 2019 年同期，证实沥青需求已恢复甚至优于疫情前水平。

图 20： 地方债发行

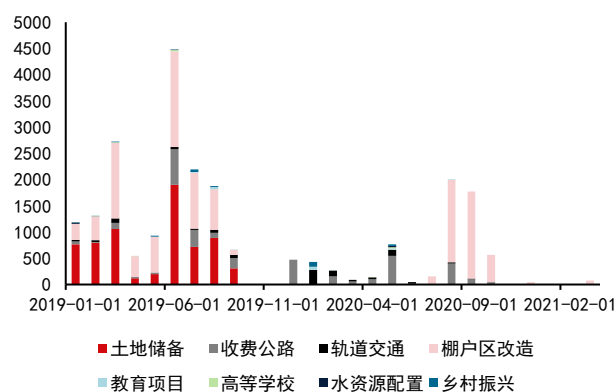
单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 21： 项目收益专项债投向

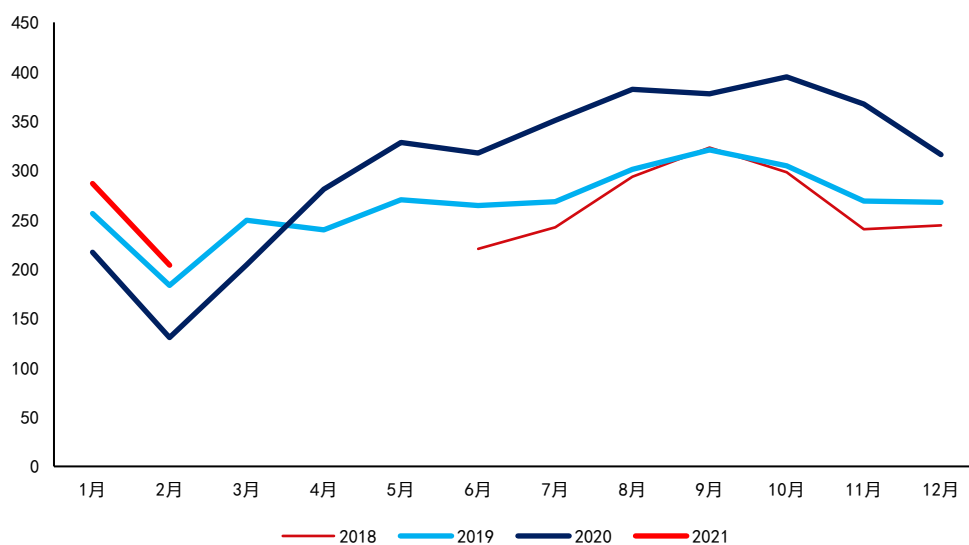
单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 22： 沥青真实需求（结合库存变动）

单位：万吨

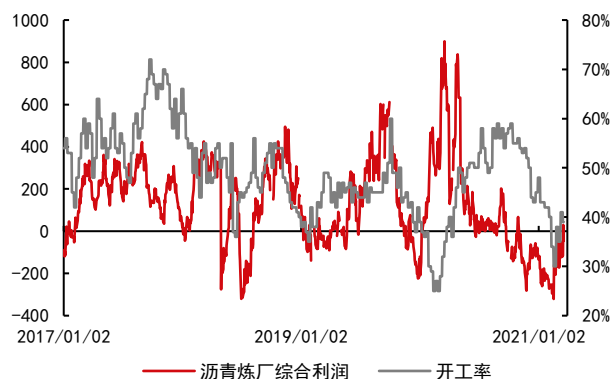


资料来源：隆众 中信期货研究部

## 四、价差弱势反映累库预期，高库存亟待需求消化

图 23： 沥青炼厂开工与利润

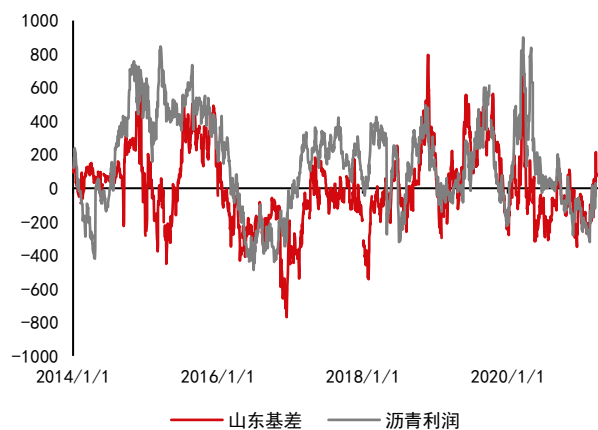
单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

图 24： 沥青炼厂利润与基差

单位：元/吨

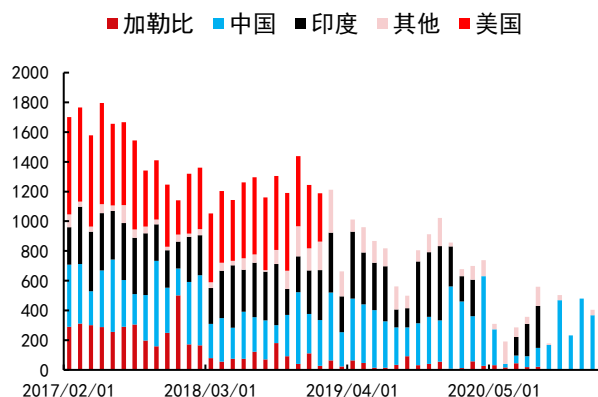


资料来源：隆众 中信期货研究部

沥青炼厂开工与炼厂综合利润正相关，沥青为山东沥青炼厂主产品，沥青炼厂利润与山东沥青基差正相关，近期炼厂开工持续提升驱动沥青供应持续增加。

图 25： 委内瑞拉原油出口

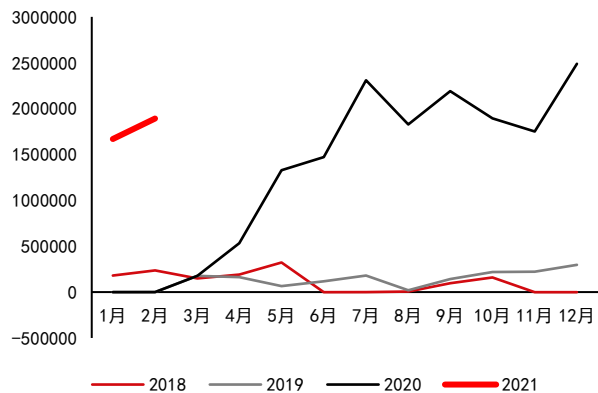
单位：千桶/天



资料来源：彭博 中信期货研究部

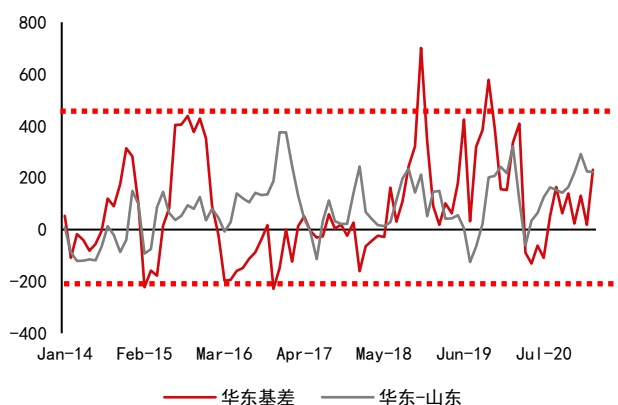
图 26： 国内稀释沥青进口量

单位：吨



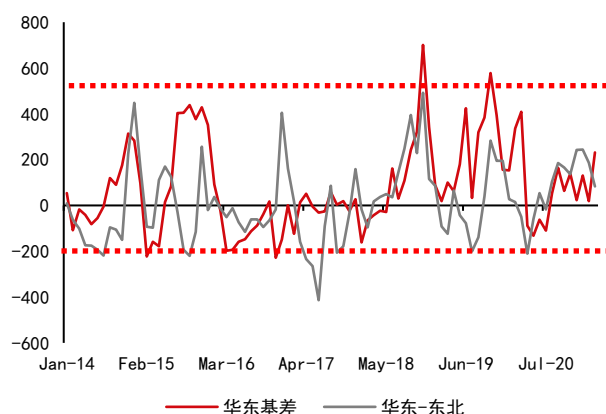
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 27： 华东基差与华东-山东现货价差 单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

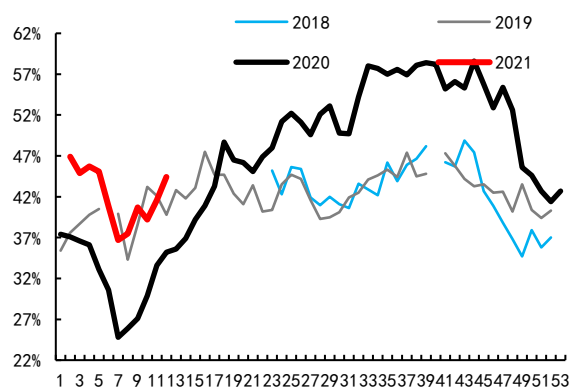
图 28： 华东基差与华东-东北现货价差 单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

2018 年后华东沥青基差与华东-山东、华东-东北沥青现货价差高度相关，上下边界相对清晰，可为基差贸易提供一定的参考。华东基差高位意味着华东沥青市场强势，此时如果跨区价差出现由北向南的套利空间，将驱动北方沥青南下，山东、东北沥青市场对华东市场的影响逐渐增强，区域流动更加活跃。从另一个角度来看，当山东基差持续走强，期现贸易商将陆续出货获利了结，对华东沥青现货市场带来冲击，华东沥青基差将承压；当华东基差偏弱直至出现期现无风险套利机会时，期现贸易商将陆续采购现货，对现货市场沥青需求带来支撑，华东沥青基差将受到提振。总结来看，利润、基差同向变动，进而驱动炼厂开工提升或下降，举例来说自 2020 年 4 月以来沥青基差持续上行，当前沥青基差属于中性略高水平，可上可下，但上方的空间可能没有下方空间大，现实来看沥青库存高位，炼厂开工仍在继续提升，未来仍有累库预期，基差有下行驱动，但是如果沥青需求大幅好转实现去库存，基差也是有可能继续上行的。

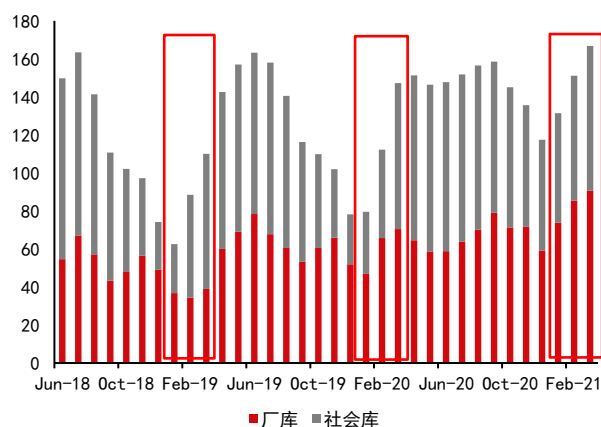
图 29： 沥青炼厂开工



资料来源：隆众 中信期货研究部

图 30： 国内沥青库存

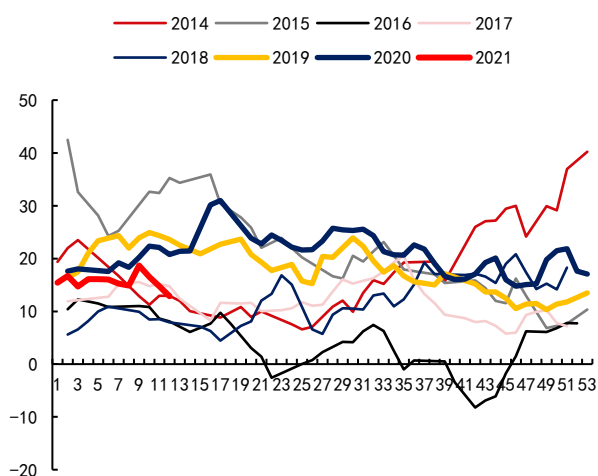
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

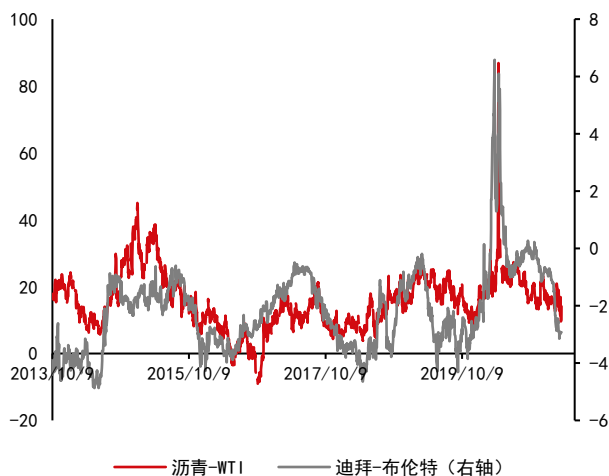
2021 年一季度库存总量高于 2020 年同期，考虑到疫情对 2020 年一季度沥青需求的扰动，2019 年数据更有可比性：当前库存大幅高于 2019 年同期，库存增量主要由炼厂库存贡献，与 2019 年 3 月同期相比，2021 年总库存同比增量为 52%，其中炼厂库存同比增量 133%（绝对值已超过单月历史新高），社会库存同比增量 7%；总产量同比增量为 18%（三月产量未公布，比较的是 1-2 月份总产量同比增量）。通过对比可知，在沥青产量同比 2019 年增加 18% 的背景下，炼厂库存同比 2019 年增幅 133%、社会库存同比增幅 7%，炼厂库存向社会库存转移的现象有所显现，炼厂库存绝对值已创下 2018 年 6 月以来的单月库存新高（我们的数据只从 2018 年 6 月开始），可以说沥青市场从来像现在一样渴望需求启动实现去库存，如果不能去库存，那么沥青现货的压力将持续存在，期货市场也在反映这一现实引发的悲观预期，沥青-WTI 价差持续走低，沥青库存积累的预期或已通过价差走低反映，再继续走低需要进一步的利空数据，比如说开工大幅提升、库存大幅度积累，但只要需求稍微启动一些，库存大幅积累的可能性就会下降，所以从沥青基本面角度对沥青-WTI 价差走势难以继续悲观，可能视需求启动的情况震荡或者反弹的概率偏高。沥青-原油价差已反映悲观预期，高库存下需要更多需求故事。

图 31： 沥青/汇率/6.1-WTI 单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 32： 沥青裂解价差与迪拜-布伦特价差 单位：美元/桶



资料来源：彭博 中信期货研究部

我们在【中信期货能源(沥青)】沥青-原油价差影响因素探究——专题报告 20210108 中指出：沥青-WTI 价差本质是全球重轻原油价差的反映，按照该价差的影响程度排序：重轻原油价差（迪拜-布伦特）、380 裂解价差、沥青自身供需、焦化利润（成品油裂解价差）、原油绝对价格。在欧佩克+逐步逐步缩小减产规模预期、全球疫情恢复预期之下该价差仍有一定的下跌空间（但下跌空间或有限，已从 2020 年 5 月持续下跌），但在苏伊士运河拥堵事件以及欧洲疫情反复的扰动下该价差或将小幅反弹，对沥青-WTI 价差带来意外支撑；380 裂解价差仍在高位，随着沥青-燃料油价差走低，该价差对沥青的支撑不断增强；国内炼厂转产焦化也在增多；原油绝对价格如果下跌，将对沥青-WTI 价差带来支撑。

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>