

悲观现实叠加悲观预期，等预期差出现

报告要点

2021 年极端天气频发可再生能源供能不稳定缺点暴露、冷冬预期以及大国博弈等驱动天然气供需错配、天然气价格上涨，热值修复驱动原油价格上涨，而沥青因不能燃烧缺席热值修复，裂解价差弱势；随着宏观走弱、冷冬预期兑现、天然气供需压力陡增，天然气价格回落后原油价格终将回落，沥青或因不能燃烧而缺席热值向下修复。

摘要：

宏观经济动能下行趋势确立，能源价格承压。货币供应收紧，全球 PMI 逐步回落，经济动能下行趋势确立，需求端压制能源价格。面临供应增加、需求回落，原油供应过剩压力显现，原油价格承压则沥青价格承压。

油气替代炒作尾声，轻质化向重质化过渡继续施压沥青裂解价差。2021 年极端天气频发可再生能源供能不稳定缺点暴露，夏季天然气需求意外提升淡季不淡导致欧美天然气库存低位；冷冬预期以及大国博弈等驱动天然气供需错配、天然气价格上涨，热值修复驱动原油价格上涨，沥青因不能燃烧缺席热值修复，绝对价格上涨幅度远小于原油，裂解价差走弱。随着冷冬逐步兑现极端天气对天然气供需扰动结束、北溪 2 管道博弈结束，天然气价格有望重回供需驱动，供应过剩将驱动天然气价格震荡回落，热值修复将驱动原油价格回落，沥青因不能燃烧仍缺席热值修复呈现抵抗式下跌走势，裂解价差走强，但重质化趋势将限制沥青裂解价差走强空间。

高库存下的悲观现实叠加悲观预期，等待预期差出现。当前沥青裂解价差低位反映市场对沥青悲观的供需现实与预期。2022 年交通固定资产投资企稳呈现底部形态，沥青需求有望企稳，但托而不举总基调意味着需求增量有限；供应端委内瑞拉原油产量或随着伊朗解除制裁而逐步提升，沥青原料充足，沥青产能充足，等待供应端原料、去产能扰动等预期差的出现驱动利润提升。

策略建议

多 BU2206-FU2205 (多炼厂利润)

风险提示：冷冬背景下天然气价格超预期大涨

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）
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

目 录

摘要:	1
一、货币供应高位已过，经济上行动力不足	4
二、轻质化向重质化过渡将持续施压沥青裂解价差	7
三、交通固定资产投资托而不举，底部确立但上方空间有限	9
四、原料充足、产能压缩不及预期，沥青利润走强需要供应端贡献更多减量	12
免责声明	15

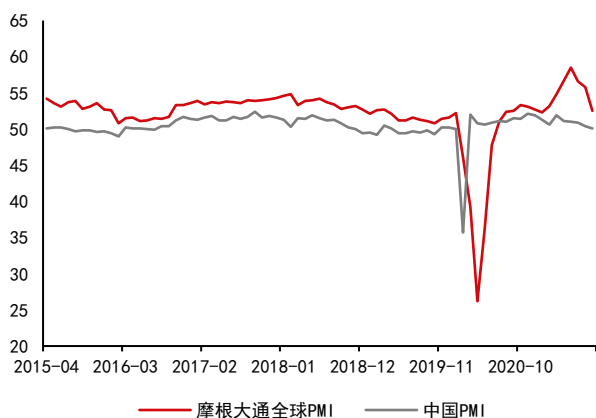
图目录

图 1:	全球 PMI 与中国 PMI	4
图 2:	中美 M2-GDP	单位: % 4
图 3:	美国经济动能	4
图 4:	美国销售总额同比-库存总额同比	4
图 5:	中国 M1-M2 同比与 PPI 同比	单位: % 5
图 6:	美国密歇根大学指数	5
图 7:	美国 PPI 同比与油价同比	单位: % 5
图 8:	美国 PMI 与油价同比	单位: % 5
图 9:	美国利率与美债价差	单位: % 6
图 10:	美国通胀与利率	单位: % 6
图 11:	油价变动与通胀预期	单位: % 6
图 12:	美国石油消费与 GDP 同比	单位: % 6
图 13:	原油需求与供应同比	单位: % 7
图 14:	美国原油库存与油价	单位: % 7
图 15:	欧佩克+俄罗斯与美国原油产量	单位: 千桶/天 7
图 16:	欧佩克+俄罗斯与美国原油产量	单位: 百万桶/天 7
图 17:	伊朗/委内瑞拉原油产量	单位: 千桶/天 8
图 18:	高硫燃油供应地炼厂检修	单位: 千桶/天 8
图 19:	布伦特-迪拜价差与沥青裂解价差	单位: 美元/桶 8
图 20:	沥青与 380 燃油裂解价差	单位: 美元/桶 9
图 21:	沥青-燃油价差	单位: 元/吨 9
图 22:	中国 GDP 与固定资产投资同比	单位: % 9
图 23:	固定资产投资同比分项	单位: % 9
图 24:	交通固定资产投资（公路）	单位: 万元 10
图 25:	压路机销量	单位: 台 10
图 26:	沥青表消与投资	单位: 万元, 万吨 10
图 27:	沥青表消与投资	单位: 万元, 万吨 10
图 28:	沥青表消与公路里程	单位: 万吨, 万公里 11
图 29:	沥青表消与公路里程	单位: 万吨, 万公里 11
图 30:	收费公路收入与支出	单位: 万元 11

图 31:	收费公路债务与投资	单位: 万元.....	11
图 32:	沥青真实需求（结合库存变动）	单位: 万吨.....	12
图 33:	稀释沥青进口	单位: 吨.....	12
图 34:	委内瑞拉原油出口	单位: 千桶/天.....	12
图 35:	沥青炼厂开工		13
图 36:	国内沥青炼厂库存	单位: 万吨.....	13
图 37:	沥青炼厂开工与利润	单位: 元/吨.....	13
图 38:	沥青炼厂利润与基差	单位: 元/吨.....	13
图 39:	沥青现货与沥青期价	单位: 元/吨.....	14
图 40:	沥青裂解价差	单位: 美元/桶.....	14
图 41:	山东沥青基差	单位: 元/吨.....	14
图 42:	沥青炼厂综合利润	单位: 元/吨.....	14

一、货币供应高位已过，经济上行动力不足

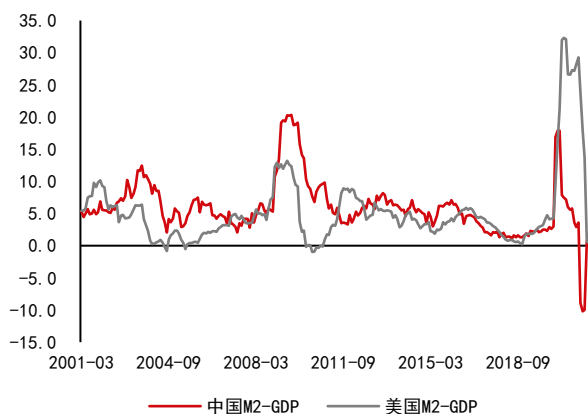
图 1：全球 PMI 与中国 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 2：中美 M2-GDP

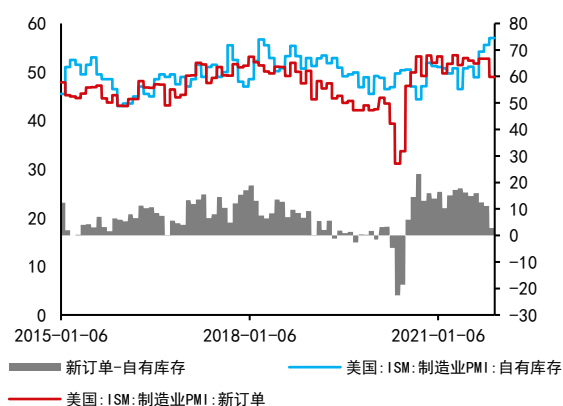
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

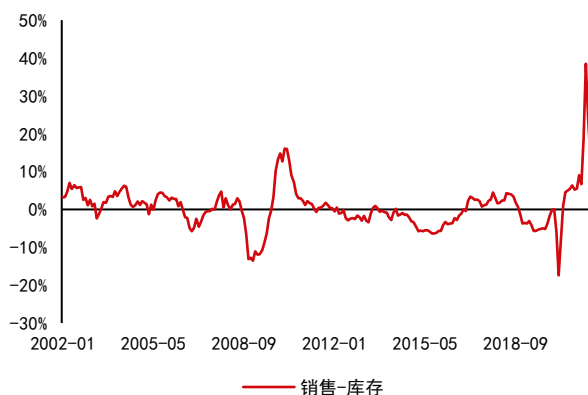
货币供应量随着美国缩减购债规模、加息预期等逐步减少，美国消费支撑减弱，经济向上的动能逐步走弱。

图 3：美国经济动能



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 4：美国销售总额同比-库存总额同比

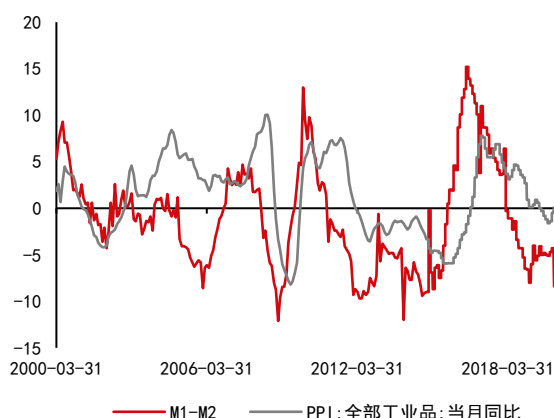


资料来源：Wind 中信期货研究部

中国 M1-M2 同比持续下行，与 PPI 背离较难延续，流动性对经济上行的支撑减弱，大概率驱动 PMI、PPI 持续回落，宏观层面中国货币端对商品的需求支撑减弱。

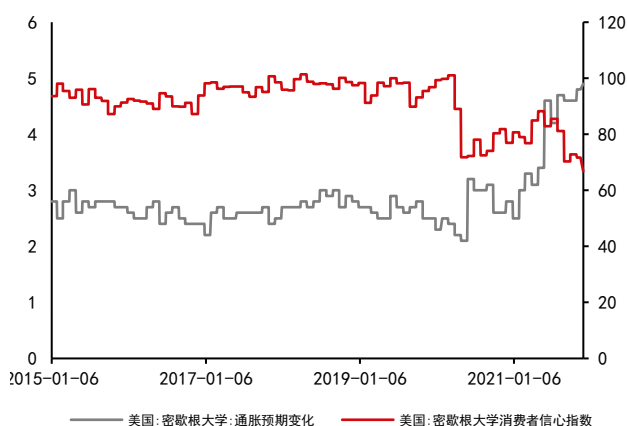
图 5：中国 M1-M2 同比与 PPI 同比

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 6：美国密歇根大学指数

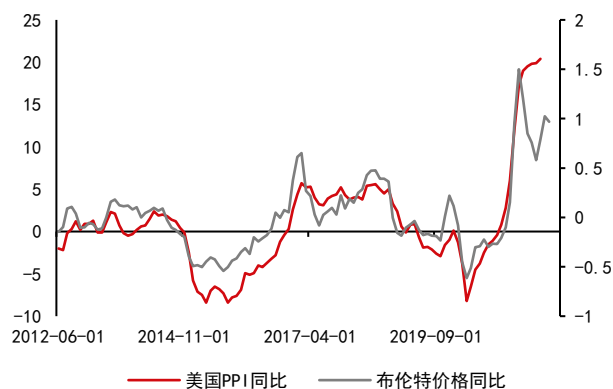


资料来源：Wind 中信期货研究部

除此之外原油价格过快上涨驱动美国 PPI 处于高位，各国尤其是美国持续采取手段压制通胀，包括不仅限于供应端施压欧佩克原油增产、本国以及日本、韩国和印度释放原油储备、加快美伊和谈等降低原油、汽油价格以及加快缩减购债规模、加息节奏等。原油及其他商品持续承压，沥青价格承压。

图 7：美国 PPI 同比与油价同比

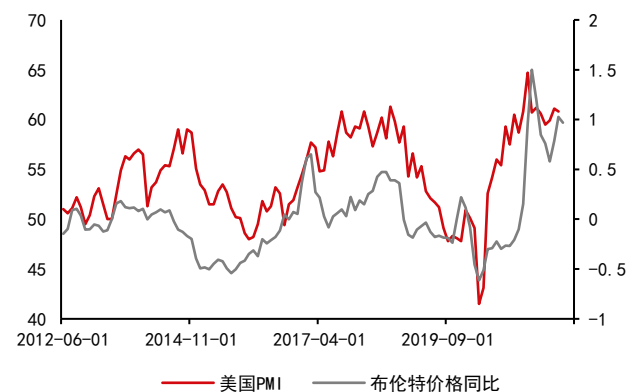
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 8：美国 PMI 与油价同比

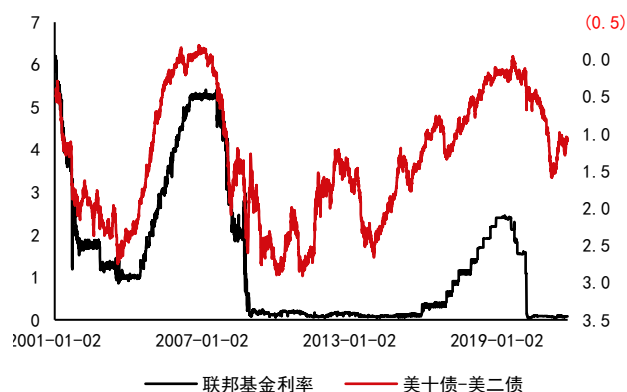
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 9：美国利率与美债价差

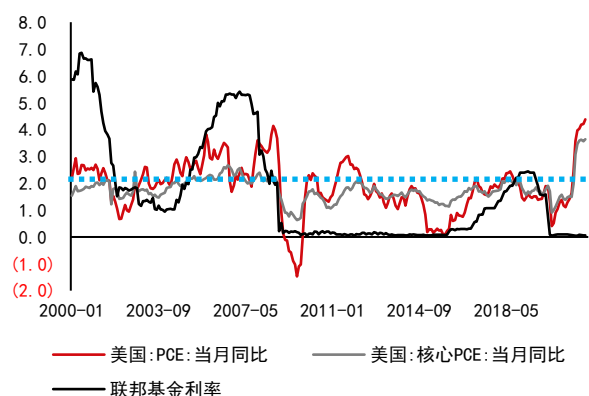
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 10：美国通胀与利率

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

通胀高企，美十债-美二债利差持续走弱，暗示资本市场提前反映加息预期；过高的通胀预期势必驱动美国等国家下定决心压制通胀，油作为目前通胀的主要拉动者恐难独善其身。

图 11：油价变动与通胀预期

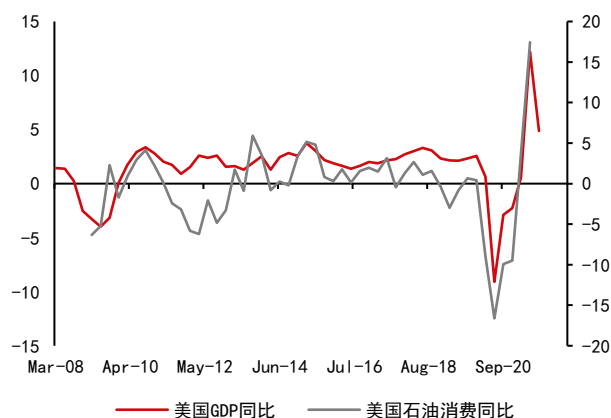
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 12：美国石油消费与 GDP 同比

单位：%

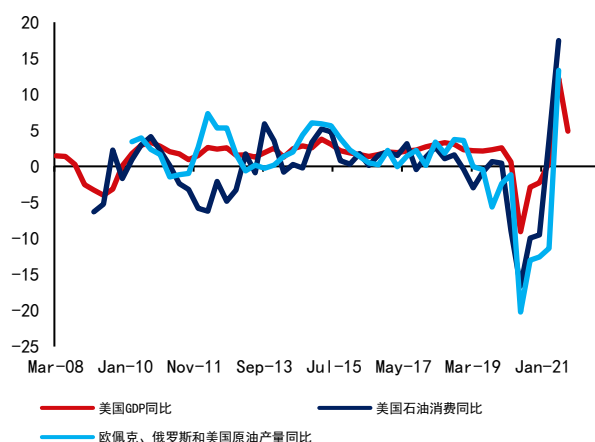


资料来源：Wind 中信期货研究部

基本面原油库存仍在低位驱动油价高位，原油开始累库存，宏观与基本面共振压力意味着现在的油价高处不胜寒。

图 13： 原油需求与供应同比

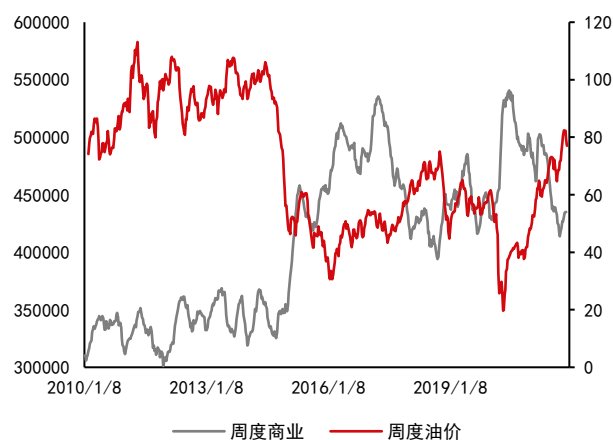
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 14： 美国原油库存与油价

单位：%

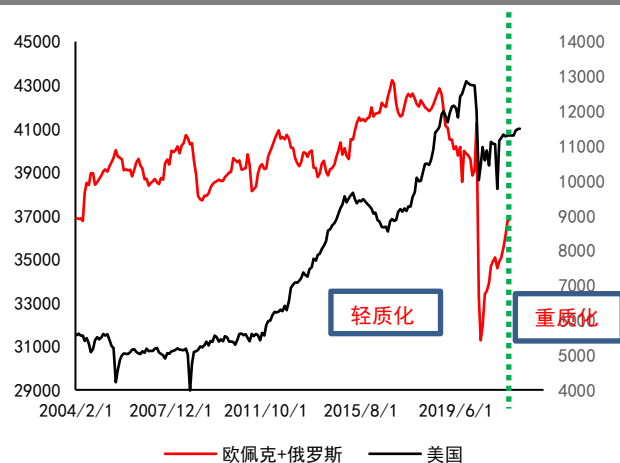


资料来源：Wind 中信期货研究部

二、轻质化向重质化过渡将持续施压沥青裂解价差

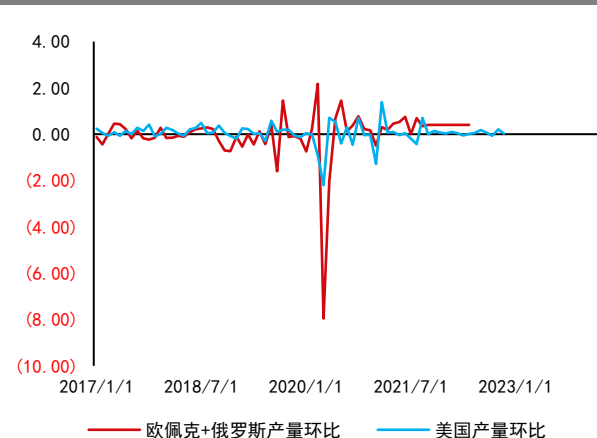
欧佩克+原油持续增产，美国页岩油产量增速仍受钻机数量少压制，叠加伊核协议即将达成，伊朗甚至是委内瑞拉原油产量或加速回归，全球炼厂进料轻质化向重质化过渡，沥青裂解价差持续受压制。

图 15： 欧佩克+俄罗斯与美国原油产量 单位：千桶/天



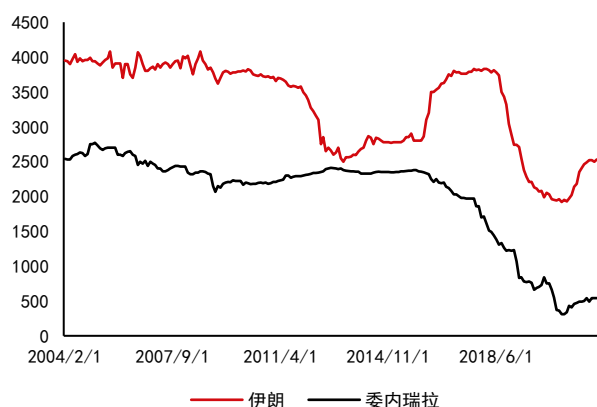
资料来源：彭博 中信期货研究部

图 16： 欧佩克+俄罗斯与美国原油产量 单位：百万桶/天



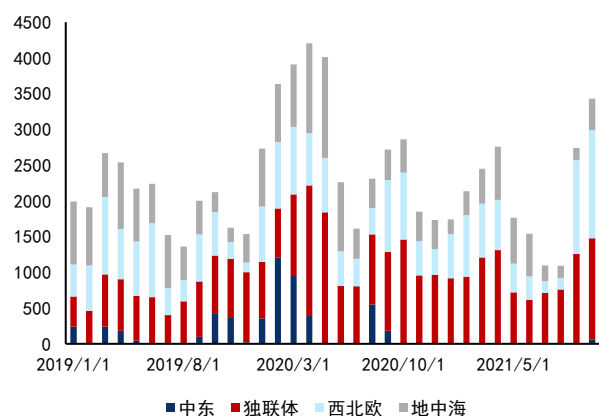
资料来源：彭博 中信期货研究部

图 17： 伊朗/委内瑞拉原油产量 单位：千桶/天



资料来源：彭博 中信期货研究部

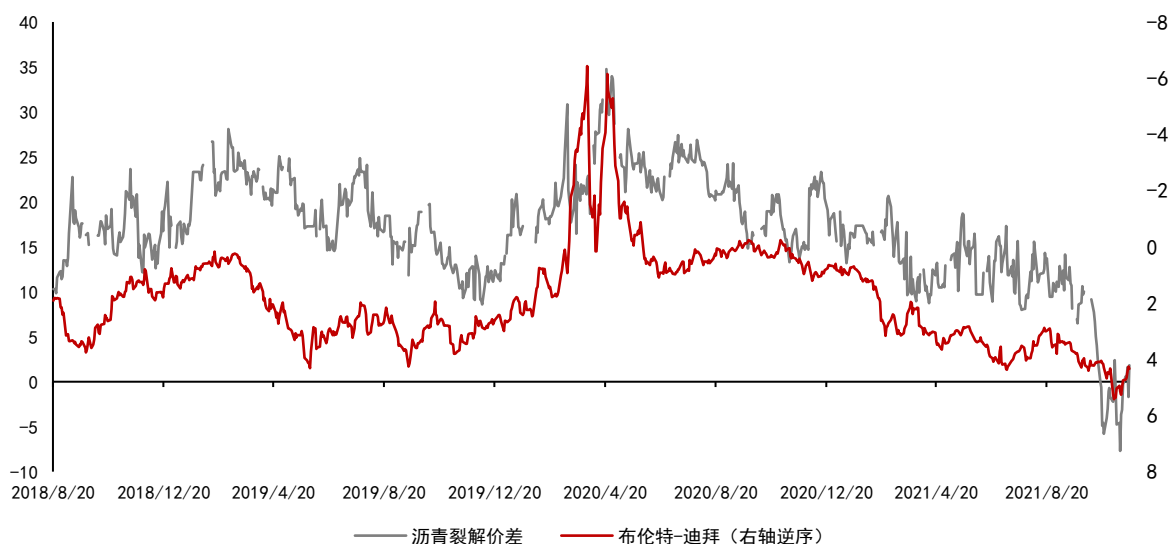
图 18： 高硫燃油供应地炼厂检修 单位：千桶/天



资料来源：彭博 中信期货研究部

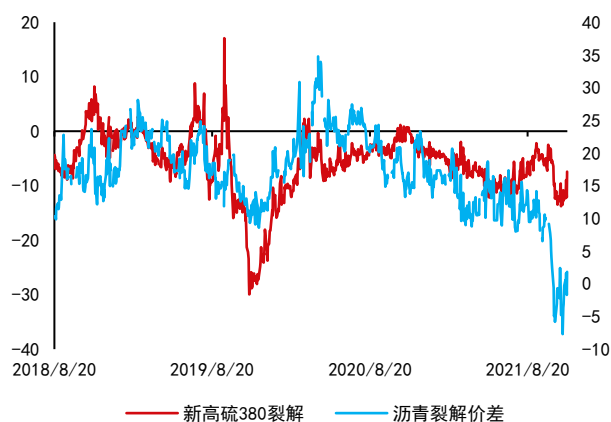
2021 年 11 月预计美国重返伊核协议，该协议达成后伊朗原油出口有望大幅提升，伊朗-委内瑞拉石脑油出口提升，也会提升委内瑞拉原油产量/出口量（沥青原料短期或供应充足），中重质原油供应提升，全球炼厂进料轻质化向重质化过渡。布伦特-迪拜价差有望维持高位，沥青裂解价差持续受压制，沥青-燃油价差可作为沥青炼厂利润表征，未来炼厂利润修复将驱动该价差走强。

图 19： 布伦特-迪拜价差与沥青裂解价差 单位：美元/桶



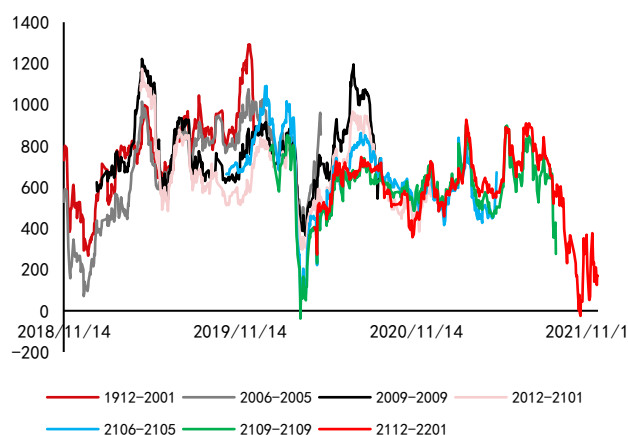
资料来源：彭博 中信期货研究部

图 20： 沥青与 380 燃油裂解价差 单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 21： 沥青-燃油价差 单位：元/吨

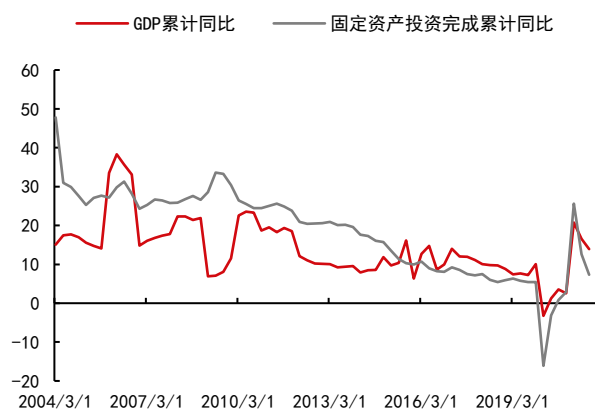


资料来源：Wind 中信期货研究部

三、交通固定资产投资托而不举，底部确立但上方空间有限

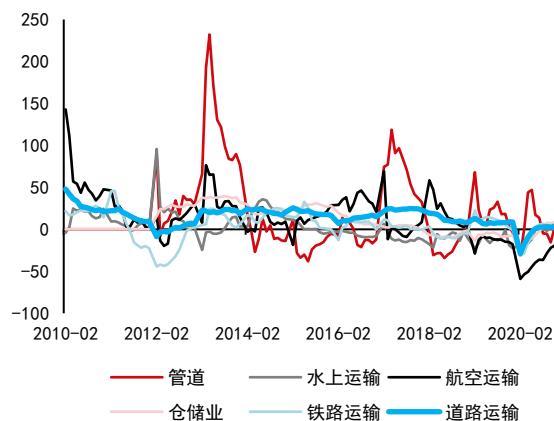
2021 上半年疫情后国内快速复工复产，配合 2020 年低基数效应，GDP、交通固定资产投资同比涨幅较大，下半年低基数效应逐步减退，GDP、交通固定资产投资持续回落，预计在年底有望企稳止跌，但大幅反弹的概率偏低。

图 22： 中国 GDP 与固定资产投资同比 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

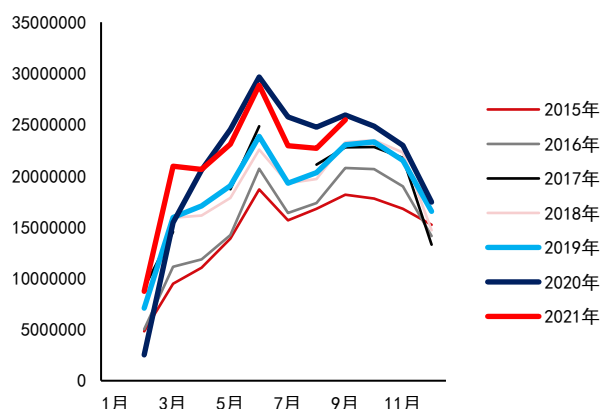
图 23： 固定资产投资同比分项 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 24： 交通固定资产投资（公路）

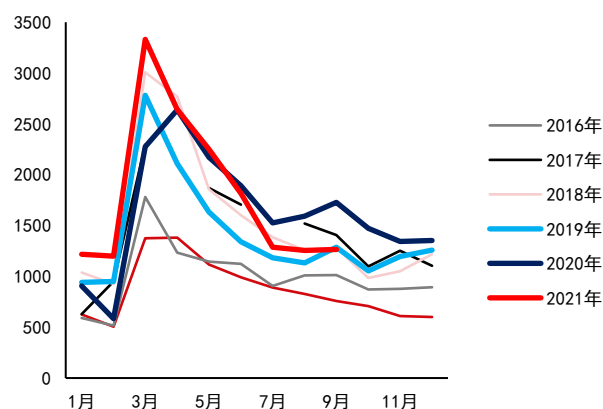
单位：万元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 25： 压路机销量

单位：台

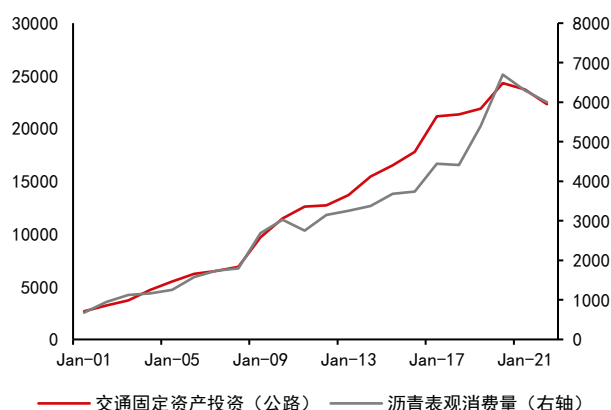


资料来源：Wind 中信期货研究部

沥青表观消费增量主要由四级公路或农村公路（县道、乡道为主）、交通固定资产投资（公路）带动，其中交通固定资产投资（西部）对沥青需求的带动明显，或与近年来公路投资向农村倾斜有关。

图 26： 沥青表消与投资

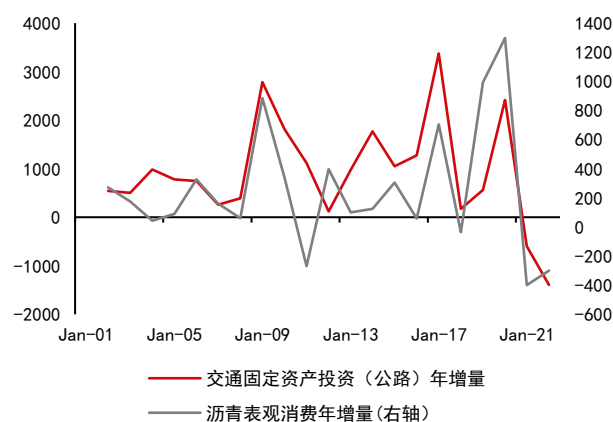
单位：万元，万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 27： 沥青表消与投资

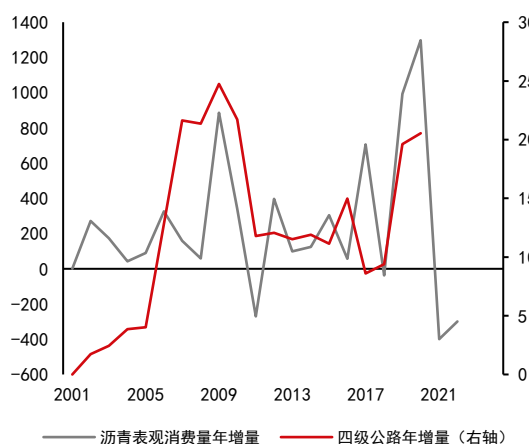
单位：万元，万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

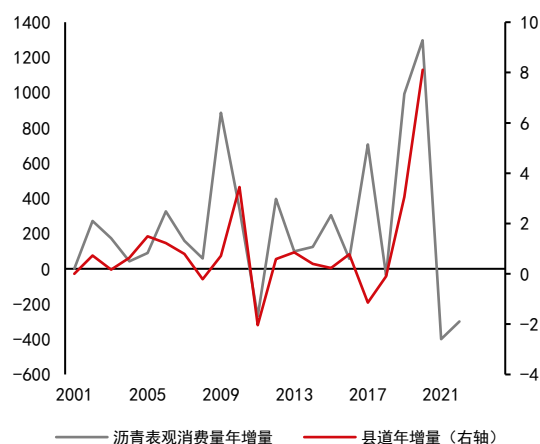
预计 2021 年完成交通固定资产投资 2.55 万亿元（同比-1%），沥青表观消费量 6300 万吨（统计局口径，同比-6%）真实需求 3520 万吨（同比-4%）；预计 2022 年完成交通固定资产投资 2.4 万亿元（同比-6%），沥青表观消费量 6000 万吨（统计局口径，同比-5%）真实需求 3344 万吨（同比-5%）。

图 28： 沥青表消与公路里程 单位：万吨，万公里



资料来源：Wind 中信期货研究部

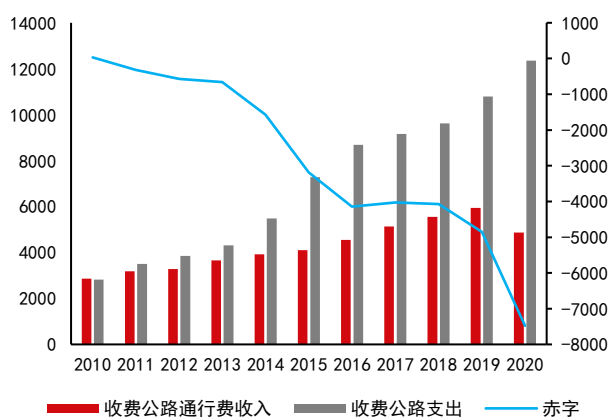
图 29： 沥青表消与公路里程 单位：万吨，万公里



资料来源：Wind 中信期货研究部

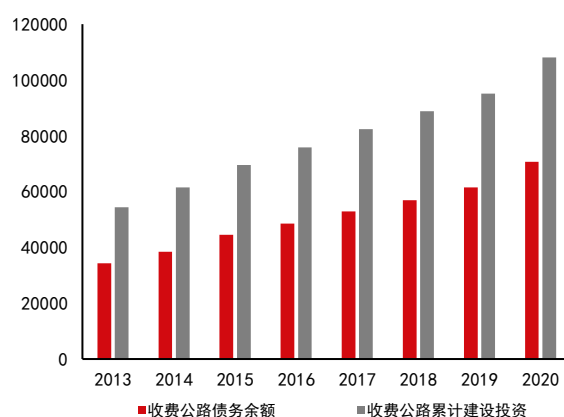
我们给出沥青需求悲观的前提是基于国内收费公路的债务压力以及未来新基建投资更多投向新能源、5G 等领域的趋势。受收入减少、支出增加两方面因素的影响，2020 年度全国收费公路通行费收支缺口比上年增加 2628.4 亿元，增长 54.2%，全国收费公路支出总额比上年净增 1558.7 亿元，增长 14.4%，主要原因是随着债务规模持续扩大，还本付息支出不断增加。2021 年随着疫情后高速公路收费恢复，收入将有提升，但无法改变收支缺口高位、利息支出高位的现状，压缩赤字目标或限制进一步的支出，或限制沥青的需求增量。

图 30： 收费公路收入与支出 单位：万元



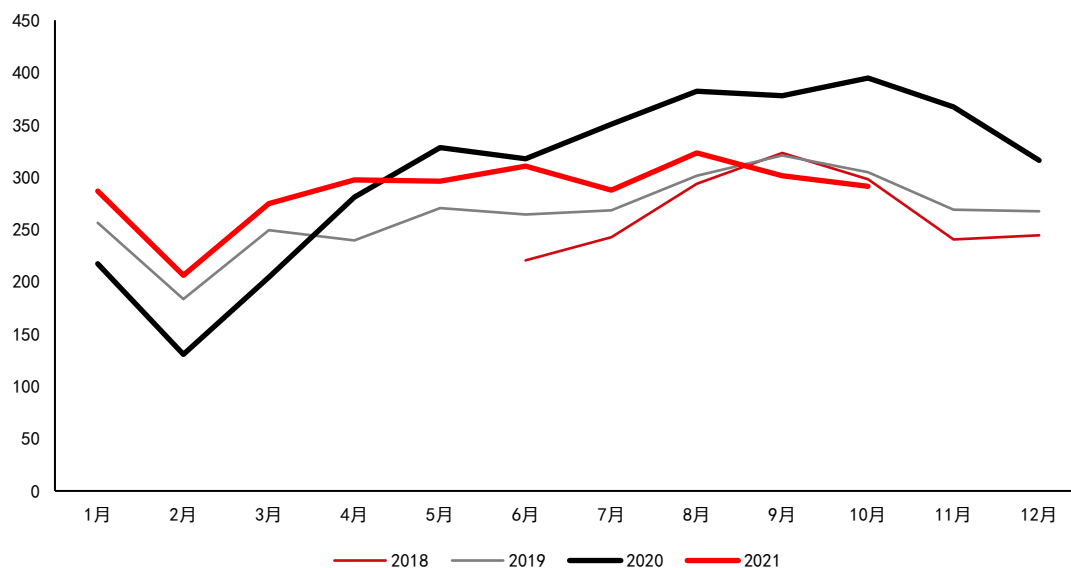
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 31： 收费公路债务与投资 单位：万元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 32： 沥青真实需求（结合库存变动） 单位：万吨

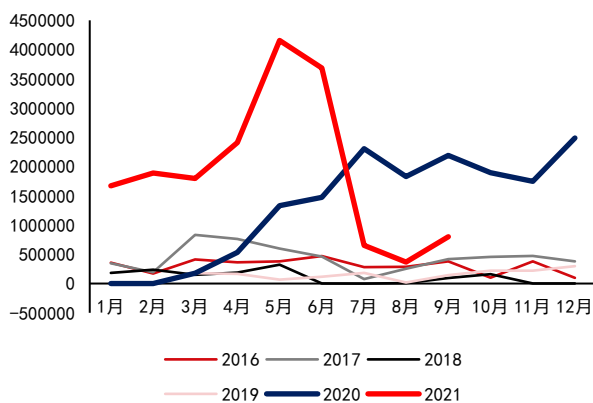


资料来源：隆众 中信期货研究部

四、原料充足、产能压缩不及预期，沥青利润走强需要供应端贡献更多减量

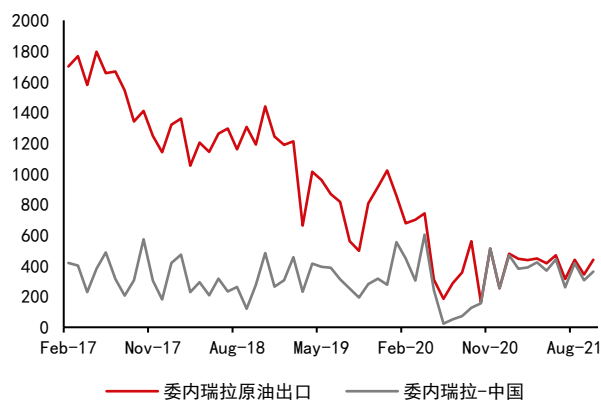
供应

图 33： 稀释沥青进口 单位：吨



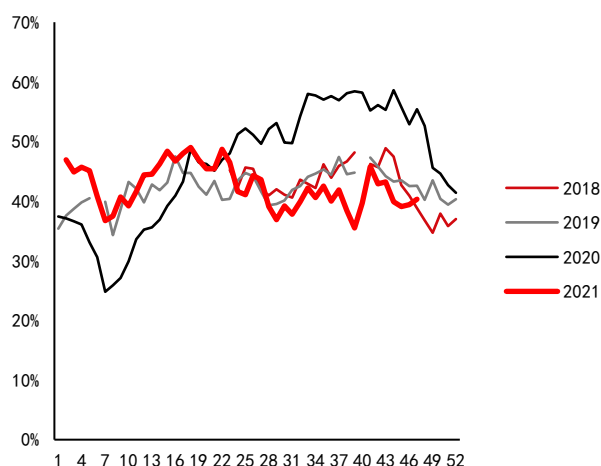
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 34： 委内瑞拉原油出口 单位：千桶/天



资料来源：Wind 中信期货研究部

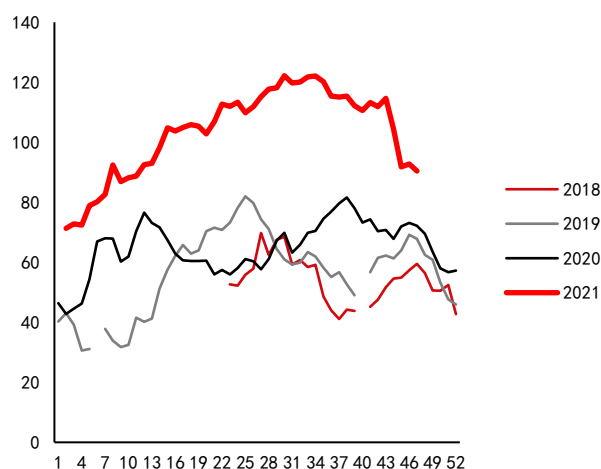
图 35： 沥青炼厂开工



资料来源：隆众 中信期货研究部

图 36： 国内沥青炼厂库存

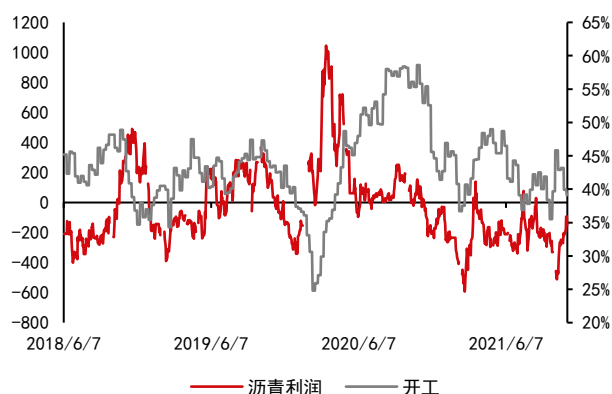
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

图 37： 沥青炼厂开工与利润

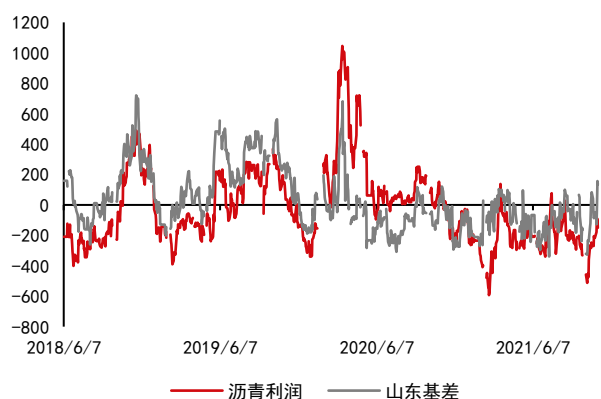
单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究部

图 38： 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

2021 年沥青需求不及 2020 年，尽管利润低位驱动供应大幅下降，但需求端减量更多，驱动沥青库存持续高位。

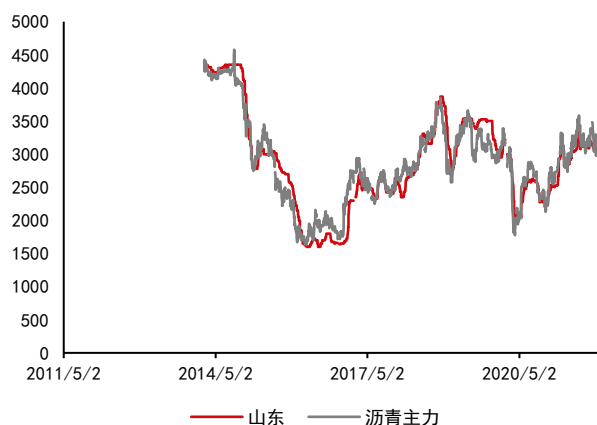
前文可知，2021 年政策端对固定资产投资托而不举的态度，沥青需求仍难言乐观。供应端随着伊朗原油解除制裁、委内瑞拉原油逐步提升，沥青原料或呈现充足格局；2021 年炼厂利润低位驱动开工同比大幅下降或已压缩至相对低位，若没有政策端引导的产能置换，可能沥青的供应底已经出现，此外 2022 年广东石化 129.6 万吨/年的沥青装置即将投产，不排除沥青产能增加的可能，等待沥青供应端出现减量或只能依靠：委内瑞拉原油断供、政策端强制要求地炼压减产能等，一旦出现该情况，沥青的裂解价差才有望大幅反弹，否则沥青裂解价差仍然是震荡磨底的过程，但基于当前沥青裂解价差是现实和当前对未来预期的充分反映的

角度，沥青裂解价差已经跌无可跌。

价格

图 39： 沥青现货与沥青期价

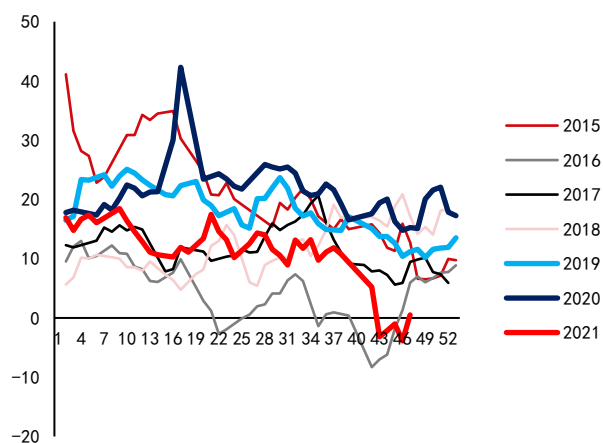
单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 40： 沥青裂解价差

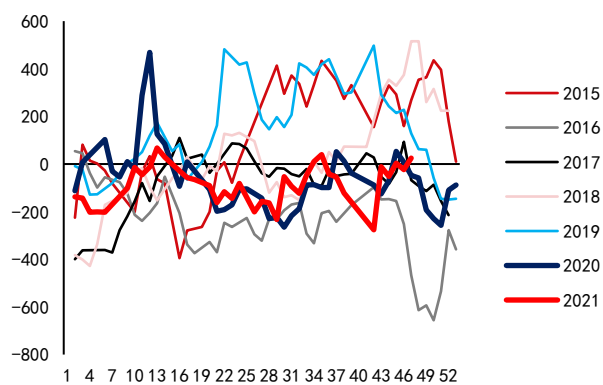
单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 41： 山东沥青基差

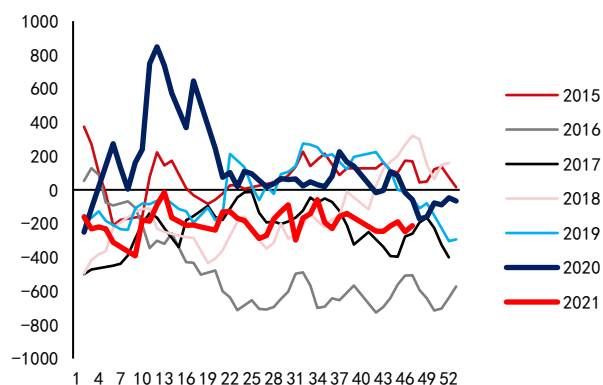
单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 42： 沥青炼厂综合利润

单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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