

油价何时维稳，解铃仍需系铃人

内容提要：

- ◆ 长期来看，20+美元/桶的原油价格已远低于页岩油平均作业成本，沙特及俄罗斯的传统油田的成本虽低，但从财政盈亏平衡的角度来看，将会出现严重的财政赤字，20+美元/桶之下的油价难以长期存在。
- ◆ 中短期来看，疫情引发的需求悲观预期难改，而主产国亦无继续减产动作，疲弱基本面预期并无改善迹象，油价难言企稳，低位将有震荡反复，市场波动风险加剧。
- ◆ 油价何时维稳，解铃仍需系铃人，将主要关注以下两个问题：一、海外疫情拐点何时到来？二、俄罗斯、沙特及美国何时重回谈判或页岩油被动减产？
- ◆ 成本崩塌拖累沥青期货跌至2016年的低价区域；在疫情出现拐点或OPEC+正式启动谈判前，原油难言企稳，成本重心下移。自身基本面而言，政策强基建预期提振沥青未来需求，国内疫情有效控制，随着气温逐渐回暖，各地道路施工有望逐步展开，但南方雨季制约需求回升力度，季节性需求旺季仍未启动；而高利润驱动力下，国内沥青开工有望继续攀升，供应持续增加；库存压力难以释放，基本面支撑有限。
- ◆ 成本端主导市场节奏，沥青盘面利润仍有压缩空间，原油有效企稳前，沥青下跌风险仍在，密切关注疫情动向及中东局势变化。

原油沥青

张伟伟

商品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831160

E-MAIL：zhangweiwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

疫情担忧引发恐慌式下跌

OPEC+扩大减产迫在眉睫

（月报）202003

各自基本面占据主导 能化

板块走势分化（年报）

201912

供应偏紧博弈产能扩张

乙二醇短多长空思路（月

报）201909

原油重心下移 VS 需求回升

预期 8月沥青或先抑后扬

（月报）201908

原油高位将有震荡反复 化

工板块回归各自基本面（月

报）201905

第一部分 2020年一季度原油化工市场回顾

一季度，国际原油期货断崖式下跌，最大跌幅近70%。具体细分一下，本轮原油下跌主要包括两个阶段。第一阶段，OPEC+会议前，市场交易的主要逻辑是疫情所引发的需求担忧，1月下旬中国武汉爆发新型冠状病毒肺炎疫情并快速蔓延至全国，油价大幅下挫，2月中旬中国疫情得到有效控制，但海外疫情开始扩散，原油经过短暂休整后再度下跌，WTI原油从1月初的65.65美元/桶跌至2月底的45美元/桶附近。第二阶段，3月6日OPEC+会议最终以未能达成任何减产协议宣告结束，随后沙特大幅调低其不同级别的主要原油定价，并制定4月大幅增加原油产出的计划，打响价格战，油市赖以支撑的供应收缩预期落空，市场遭遇恐慌抛售，WTI原油短短两个交易日重挫近20美元/桶；而随着海外疫情愈发严重，各地政府宣布更多防止疫情扩散措施，进一步加重燃料需求悲观预期，国际原油价格运行重心继续下移，WTI原油主力最低下探至20.06美元/桶。截止3月26日收盘，WTI原油主力报收于23.18美元/桶，较2019年12月31日收盘下跌62.13%；布伦特原油主力报收于29.31美元/桶，较2019年12月31日收盘下跌55.61%；国内原油期货报收于253.2元/桶，较2019年12月31日收盘下跌47.63%。

图1. 2016年以来WTI原油走势及关键影响因素（单位：美元/桶）



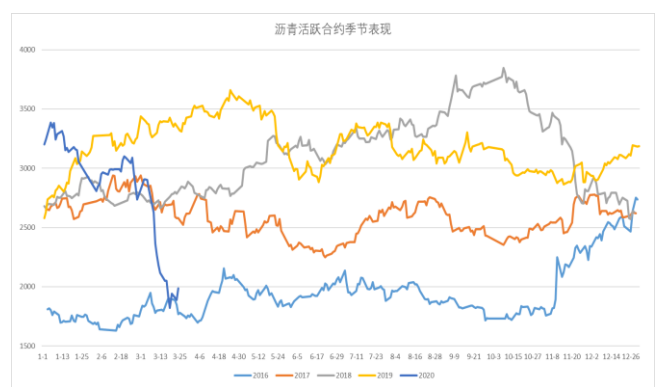
资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图2. 三大原油期货（单位：美元/桶，元/桶）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图3. 沥青活跃合约季节性表现（单位：元/吨）

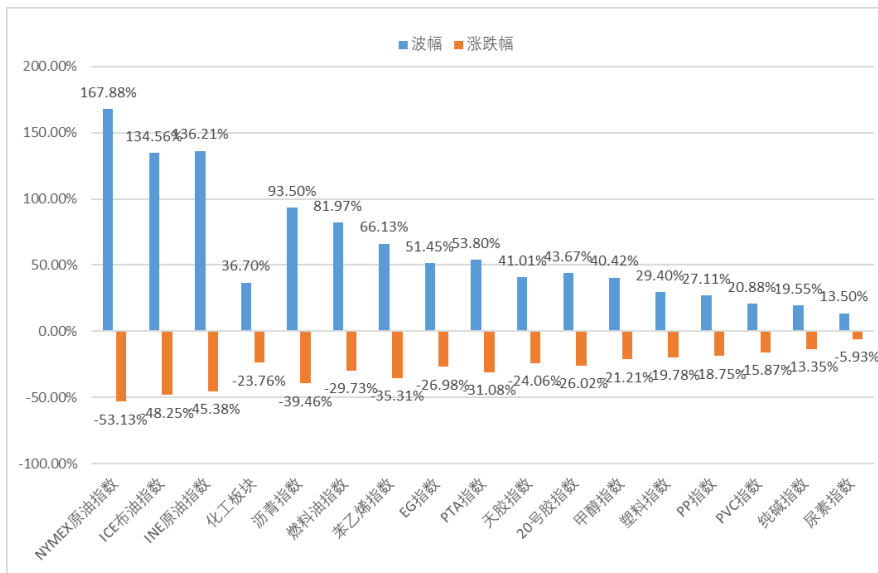


资料来源：文华财经 新纪元期货研究

一季度，沥青期货跟随原油重挫。1-2月，沥青走势相对强于原油。终端需求本就处于季节性淡季，疫情对需求的实际影响有限，反而导致炼厂开工负荷降至历史低位，而政策强基建预期利好未来需求，沥青现货价格坚挺支撑盘面。但进入3月，OPEC+减产联盟破裂，原油史诗级下跌导致成本崩塌，沥青期现货齐跌，主力合约最低下挫至1776元/吨。3月下旬，原油低位止跌，沥青一度修复性反弹，但高额利润促使炼厂开工率持续回升，而下游需求依旧低迷，库存压力高企，沥青期货再次寻底。截止3月26日，沥青主力报收于1880元/吨，较2019年12月31日收盘下跌41.03%。

从一季度原油及国内化工品价格波动情况来看，三大原油波幅均超130%，其中WTI原油波动最大；沥青及燃料油波幅超80%，苯乙烯、PTA及乙二醇波幅达到50%以上。涨跌幅度来看，三大原油跌幅50%左右，成本端崩塌，国内化工板块全线下跌；与原油关联性更大的沥青跌幅近40%，苯乙烯跌幅超35%，PTA及燃料油跌幅30%左右，乙二醇、双胶跌幅超24%；甲醇及聚烯烃跌幅20%左右。

图4. 2020年1月2日-2020年3月26日原油及化工品波幅及涨跌幅度（单位：%）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

从相关性来看，一季度国内化工板块与原油的相关性大幅回升，多数品种的相关性高达0.9以上，成本端原油崩塌是本轮化工品下跌的关键因素之一。

表1. 内外盘原油及化工品相关性分析

周期: 日线 2020/01/01 - 2020/03/26													
	WTI 原油	ICE 布油	INE 原油	SHFE 沥青	SHFE 橡胶	CZCE 甲醇	CZCE PTA	DCE 塑料	DCE PP	DCE PVC	SHFE 燃油	DCE EG	DCE B
WTI 原油	1.00	1.00	0.98	0.98	0.92	0.96	0.98	0.92	0.8	0.87	0.97	0.96	0.95
ICE 布油	1.00	1.00	0.98	0.97	0.93	0.96	0.98	0.91	0.8	0.86	0.97	0.95	0.93
INE 原油	0.98	0.98	1.00	0.97	0.94	0.96	0.98	0.91	0.9	0.84	0.97	0.93	0.91
SHFE	0.98	0.97	0.97	1.00	0.89	0.95	0.97	0.90	0.8	0.86	0.99	0.96	0.95

沥青													
SHFE 橡胶	0.92	0.93	0.94	0.89	1.00	0.96	0.95	0.96	0.9	0.88	0.89	0.92	0.87
CZCE 甲醇	0.96	0.96	0.96	0.95	0.96	1.00	0.98	0.95	0.9	0.90	0.95	0.97	0.95
CZCE PTA	0.98	0.98	0.98	0.97	0.95	0.98	1.00	0.96	0.9	0.92	0.95	0.98	0.97
DCE 塑料	0.92	0.91	0.91	0.90	0.96	0.95	0.96	1.00	0.9	0.96	0.88	0.96	0.92
DCE PP	0.86	0.86	0.87	0.85	0.94	0.92	0.92	0.99	1.0	0.92	0.82	0.92	0.87
DCE PVC	0.87	0.86	0.84	0.86	0.88	0.90	0.92	0.96	0.9	1.00	0.82	0.95	0.93
SHFE 燃油	0.97	0.97	0.97	0.99	0.89	0.95	0.95	0.88	0.8	0.82	1.00	0.93	0.92
DCE EG	0.96	0.95	0.93	0.96	0.92	0.97	0.98	0.96	0.9	0.95	0.93	1.00	0.99
DCE EB	0.95	0.93	0.91	0.95	0.87	0.95	0.97	0.92	0.9	0.93	0.92	0.99	1.00

资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 原油市场分析

一、历次原油暴跌回顾

表 2. 最近 6 次原油历史性暴跌行情比较（单位：美元/桶）

事件	历史低点 (WTI 主连)	最大 跌幅	持续 时间	下跌的 主要原因	企稳的 信号
1997 年亚洲 金融风暴	10.65	60%	1997 年 1 月-1998 年 12 月 (24 个月)	亚洲金融危机引发的 石油需求增速下滑	OPEC 减产
科网股泡沫	17.10	43%	2001 年 9 月-2001 年 11 月 (3 个月)	互联网泡沫破裂+911 事件+OPEC 增产	OPEC 两次宣布限 产保价
2008 年次贷 危机	33.20	75%	2008 年 7 月至 2008 年 12 月 (6 个月)	全球金融危机	OPEC 三次限产保 价, 全球实施量 化宽松政策
2014 年页岩 油革命	26.05	76%	2014 年 6 月-2016 年 2 月 (20 个月)	页岩油产量迅速增长 +OPEC 拒绝减产, 沙特	OPEC 与俄罗斯等 国家组成减产联

				发动价格战	盟
中美贸易战	42.36	45%	2018年10月-2018年12月（3个月）	中美贸易争端升级+OPEC增产	OPEC+达成120万桶/日减产协议并超预期执行
本轮	20.06 (2020-3-18)	69%	2020年1月8日至今	新冠肺炎疫情+OPEC增产	全球量化宽松政策已经陆续实施

资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

通过分析这几次历史性暴跌行情的前因后果，我们可以总结以下几点：

(1) 每次历史性下跌的终结都需要主产国减产来配合，而全球量化宽松货币政策的实施，将缩短下跌时间和提振后期的反弹幅度；

(2) 多次原油的暴跌皆由需求端引起，如1997-1998年的亚洲金融风暴、2001年的科网股泡沫、2008年的次贷危机及2018年的中美贸易冲突，供应国的减产行动能够对油价带来支撑作用，但需求端的回稳力度将决定反弹空间；

(3) 供给端主导的暴跌主要发生在2014-2016年，是供给侧革命性的变化，下跌持续的时间较长，新旧供应经过激烈的博弈后，最终是传统原油供应国割让出市场份额，美国页岩油产量爆发性增加；

(4) 历史性暴跌行情的持续时间最短3个月，最长24个月，下跌幅度最小43%，最大76%；

(5) 本次暴跌是由供给端的主动增产及疫情引发的需求大降预期双重利空打压，下跌速度最快，按照76%的最大跌幅测算，WTI原油的极限价格在16-17美元/桶。

二、OPEC+减产联盟破裂，4月原油产量或明显增加

新冠病毒疫情在全球蔓延，全球经济下滑引发的需求悲观预期导致国际原油价格大幅下挫，市场寄希望于3月5日-6日的OPEC+会议上能达成新的减产协议来提振油价。3月5日，OPEC内部达成一致，计划在已有的减产协议基础上再减产150万桶/日，并将执行期限延长至2020年底。按照以往的惯例，第二天会议上俄罗斯通常会在最后一刻同意减产，但万万没想到，本次OPEC+会议最终以未能达成任何减产协议宣告结束。作为回应，以沙特主导的OPEC决定取消对其自身产量的所有限制，这意味着自2017年1月开始的减产协议正式结束，4月1日后各方的产量不再受到限制。3月7日，沙特阿美石油公司宣布大幅降低售往欧洲、远东和美国等国外的市场的原油价格，其中4月卖往亚洲的原油定价下调4-6美元/桶，4月卖往美国的原油定价下调7美元/桶，折扣幅度创逾20年来之最。与此同时，沙特宣布4月开始将大幅增加产量将大幅增加至1000万桶/日，同时表示如果需要增加产量，沙特将很快恢复至1200万桶/日的纪录高位。沙特再次打响石油价格战，全面增产抢占市场。2014年11月，沙特曾进行过类似操作，试图用低油价逼死美国页岩油，结果导致国际原油价格一路暴跌。而本次的神操作导致原油的跌势更猛，WTI原油轻松跌破2016年初的低点，最低下探至20美元/桶关口。

自2016年12月以来，沙特一直积极推动OPEC+减产并承担了较大的减产份额，以牺牲自己市场占有率的条

件维持了油价的相对稳定。2019年下半年以来，其石油产量基本维持在1000万桶/日下方。但俄罗斯方面一直对于减产不积极，多数时间都没有很好的执行减产协议，沙特本就不满。而在疫情严重威胁油价的背景下，俄罗斯仍然采取消极态度，彻底激怒了沙特。沙特发动价格战，一方面想逼迫俄罗斯重回谈判桌，另一方面也是想打击美国页岩油，收回部分丢失的市场份额。

从目前的形势来看，OPEC+取消原定于3月18日在维也纳举行的技术委员会会议，短期沙特与俄罗斯并无重回谈判桌的迹象。沙特阿美计划将4月份原油产能增至1230万桶/日，俄罗斯方面表示有能力将原油日产量提高50万桶。此外，其他OPEC国家积极响应，尼日利亚表示4月可以将产量提高至250万桶/日，阿联酋4月将原油产能增加至400万桶/日以上。合计下来，4月OPEC内部原油产量增幅将超400万桶/日。

表3. 2019年下半年以来OPEC各成员国原油产量（单位：千桶/日）

	2019年 7月	2019年 8月	2019年 9月	2019年 10月	2019年 11月	2019年 12月	2020年 1月	2020年 2月	1月环比 降幅	2月环 比降幅
阿尔及利亚	1,027	1,016	1,020	1,019	1,027	1,019	1,012	1,007	-7	-5
安哥拉	1,385	1,385	1,404	1,358	1,283	1,408	1,375	1,390	-33	15
伊朗	2,218	2,193	2,163	2,147	2,107	2,093	2,082	2,080	-11	-2
伊拉克	4,736	4,781	4,732	4,693	4,641	4,568	4,508	4,594	-60	86
科威特	2,667	2,638	2,658	2,648	2,707	2,710	2,658	2,662	-52	4
利比亚	1,076	1,074	1,162	1,166	1,183	1,140	793	146	-347	-647
尼日利亚	1,805	1,870	1,851	1,809	1,782	1,750	1,760	1,789	10	29
沙特	9,687	9,851	8,796	10,001	9,868	9,671	9,739	9,683	68	-56
阿联酋	3,074	3,082	3,083	3,105	3,110	3,117	3,027	3,040	-90	13
委内瑞拉	755	735	644	687	719	735	756	760	21	4
加蓬	208	204	197	207	198	222	192	191	-30	-1
赤道几内亚	121	117	122	126	120	122	125	123	3	-2
合计	28,759	28,946	27,832	28,966	28,745	28,555	28,027	27,465	-528	-562

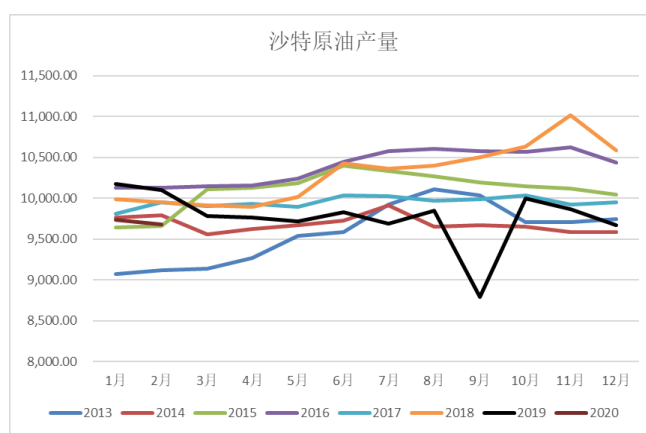
资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图5. OPEC原油产量（单位：千桶/日）



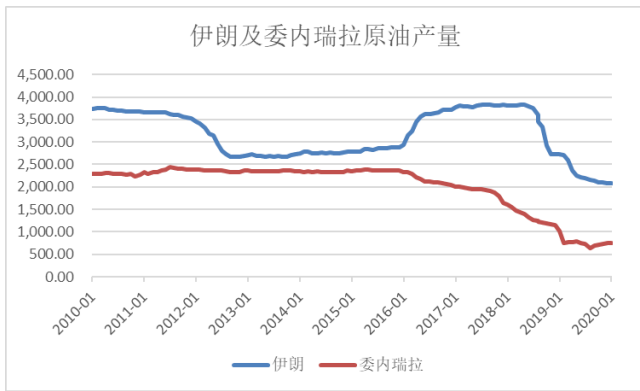
资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图6. 沙特原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图 7. 伊朗及委内瑞拉原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

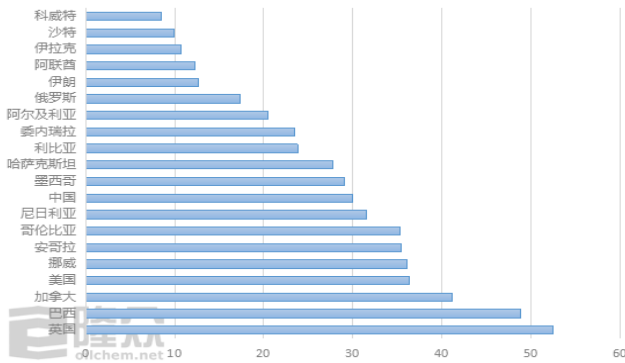
图 8. 利比亚原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

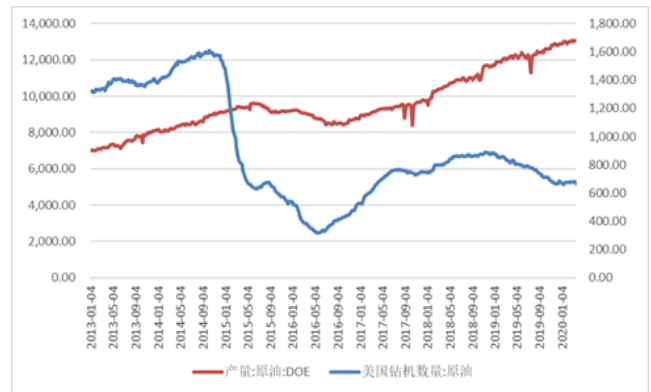
三、美国页岩油产量维持高位，关注活跃钻机数量变化

图 9. 全球主要产油国综合开采成本（单位：美元/桶）



资料来源：Rystad Energy 新纪元期货研究

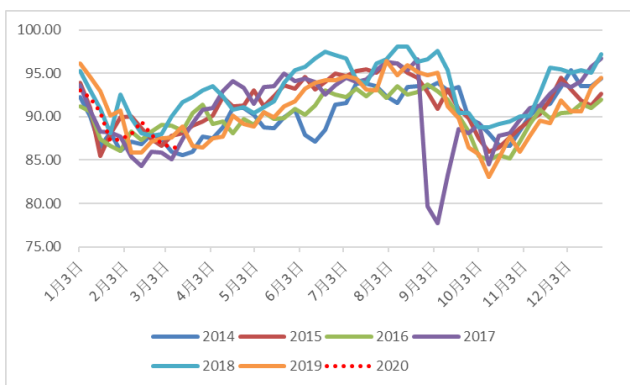
图 10. 美国原油产量及钻机数（单位：千桶/日，座）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

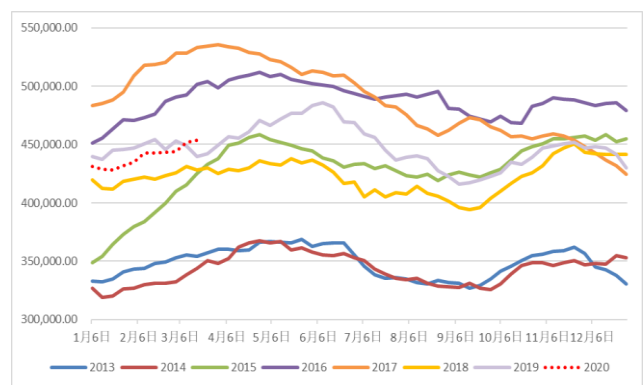
刚刚我们提到过，沙特发动价格目的之一是打掉部分页岩油产量。据 Rystad Energy 统计，沙特及科威特的采油成本低于 10 美元/桶，俄罗斯的采油成本 17 美元/桶左右，而美国页岩油的平均开采成本较高，在 35 美元/桶附近。当前原油价格跌破美国页岩油核心区块平均生产成本，如果油价长期在当前位置运行，美国页岩油增产的动力将大幅减弱。但目前来看，原油产量并无明显变化，美国炼厂维持相对强劲的速度运转。EIA 周度数据显

图 11. 美国炼厂产能利用率（单位：%）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

图 12. 美国原油库存（单位：万桶）



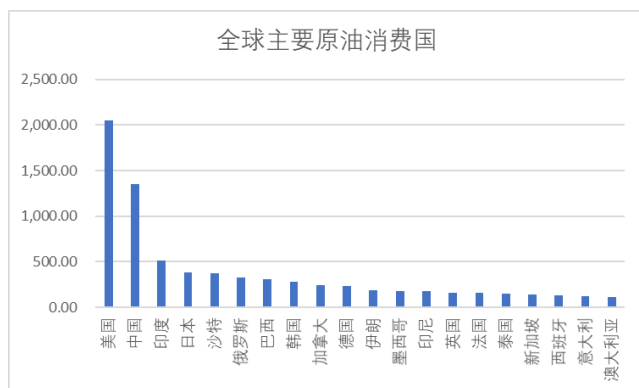
资料来源：EIA 新纪元期货研究

示，截止3月20日，美国原油产量环比下降10万桶/日至1300万桶/日，仍位于历史高位；美国炼厂利用率上升0.9个百分点至87.3%。不过，美国原油活跃钻机数明显下降。贝克休斯数据显示，截止3月20日当周，美国石油钻井数环比减少19座至664座。

疫情给美国能源需求的影响逐渐显性化，原油库存持续增加。EIA数据显示，截止3月20日当周，美国燃料需求减少210万桶/日至1940万桶/日，为2019年12月以来最大降幅；美国原油库存4.554亿桶，环比增加160万桶，连续九周上升。

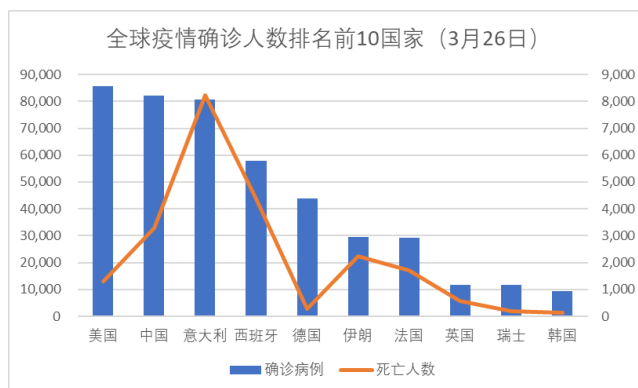
四、海外疫情拐点仍未到来，需求悲观预期难改

图 13. 全球主要原油消费国（单位：万桶/日）



资料来源：BP 新纪元期货研究

图 14. 全球新冠肺炎确诊病例前 10 国家（单位：人）



资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

海外新冠疫情继续蔓延，世卫组织总干事谭德塞表示，新冠肺炎大流行正以指数级速度增长。根据美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据，截至北京时间27日上午8时，全球新冠肺炎确诊病例达到531684例，累计死亡23970例。其中，美国确诊85486例，成为全球新冠肺炎确诊病例最多的国家；意大利累计确诊病例超8万，西班牙确诊病例超5.7万，德国确诊病例接近4.4万，伊朗确诊病例近3万。根据BP统计年鉴2018年的数据，疫情确诊病例排名前10国家的总消费量4700.2万桶/日，占全球总消费量的比例为47.08%。

各国政府为控制疫情而实施的封锁禁令，极大地抑制原油、汽油和航空煤油等石油产品的需求，诸多投行及分析机构下调全球原油需求前景和二三季度原油价格。高盛在最新报告中称，3月原油需求将下降1050万桶/日，4月可能将下降1870万桶/日；预计今年二季度布伦特原油价格料保持在近20美元/桶，WTI原油价格将跌至20美元/桶下方。渣打银行预计2020年全球石油需求降负将创纪录，4月需求同比将下降1040万桶/日，2020年平均需求降幅将达到创纪录的330万桶/日；第二季度布伦特原油价格预估为23美元/桶，二季度低点将低于20美元/桶，第三季度为27美元/桶。费氏全球能源资讯公司预计，全球封锁可能导致4月石油需求暴跌1700万桶/日，二季度石油需求将同比减少1240万桶/日，全年减少640万桶/日。

按照我国疫情的进程来看，湖北封城21天左右出现新增病例的高峰期，随后开始逐渐下降；意大利3月10日开始封国，美国3月12日封航，西班牙3月14日封城，德国3月14日停课，法国3月16日停课。最乐观估计，这几个国家的新增病例高峰期将出现在4月上旬，但鉴于这些国家人们的防控意识并不强，高峰期时间或进一步往后拖延。4月海外疫情仍难乐观，我们保守估计，3-4月全球原油需求将下滑1000万桶/日以上。

表 4. 2019 年下半年以来 OPEC 各成员国原油产量（单位：千桶/日）

机构	布伦特			WTI			需求前景	日期
	第二季度	第三季度	2020年	第二季度	第三季度	2020年		
雷斯塔德能源	--	--	--	--	--	--	2020年下滑490万桶/日	3月25日
Energy Aspects	--	--	--	--	--	--	2020年下滑280万桶/日	3月25日
巴克莱银行	22	24	31	19	21	28	2020年减少3.21%	3月24日
法国巴黎银行	29	35	41	26	32	38	2020年减少74万桶/日	3月23日
瑞银*	20	30	--	20	29	--	2020年下滑250-300万桶/日	3月23日
花旗银行	17	25	30	17	25	29	--	3月20日
荷兰银行	33	30	36	30	30	35	2020年第二季度减少10-15%	3月18日
高盛股票研究	20	30	35.89	20	28	33	--	3月18日
高盛商品研究	20	30	36.5	20	28	33	2020年减少110万桶/日	3月17日
渣打银行	23	28	35	21	26	32	2020年减少339万桶/日	3月17日
摩根士丹利	30	35	--	27.5	32.5	--	2020年减少100万桶/日	3月16日
澳新银行*	35	38	39	30	34	35	2020年上半年减少160万桶/日	3月13日
德国商业银行	35	43	45	32	40	42	--	3月12日
瑞银*	30	37	--	28	35	--	--	3月11日
巴克莱银行	37	41	43	34	38	40	--	3月10日
法国兴业银行	30	35	38.75	--	--	--	2020年上半年减少400万桶/日	3月9日
渣打银行	23	28	35	21	26	32	2020年增加11万桶/日	3月9日
美国银行全球研究部	--	--	45	--	--	41	2020年增加25万桶/日	3月8日
高盛商品研究	30	30	--	29	28	--	--	3月8日
瑞银*	40	45	--	--	--	--	--	3月8日
摩根士丹利	35	40	--	30	35	--	需求预估持平于50万桶/日	3月6日
荷兰银行	43	49	49	38	44	43	--	3月6日
澳新银行*	48	53	53	43	49	49	2020年上半年减少160万桶/日	3月5日

资料来源：文华财经整理 新纪元期货研究

五、总结及行情展望

长期来看，20+美元/桶的原油价格已远低于页岩油平均作业成本，沙特及俄罗斯的传统油田的成本虽低，但从财政盈亏平衡的角度来看，将会出现严重的财政赤字，20+美元/桶之下的油价难以长期存在。但中短期来看，疫情引发的需求悲观预期难改，而主产国亦无继续减产动作，疲弱基本面预期并无改善迹象，油价难言企稳，低位将有震荡反复，市场波动风险加剧。

油价何时维稳，解铃仍需系铃人，将主要关注以下两个问题：一、海外疫情拐点何时到来？二、俄罗斯、沙特及美国何时重回谈判或页岩油被动减产？

基于供需方面存在的诸多不确定性，我们做出几个情境假设：

(1) 若全球疫情得到有效控制，沙特与俄罗斯恢复谈判并加大减产力度，这是最乐观的情形，那原油将快速拉涨并回归 50-60 美元/桶震荡区间；

(2) 若全球疫情得到有效控制，OPEC+继续执行现有的 170 万桶/日减产协议，那原油将重回 40 美元/桶上方，需求的回升力度将决定原油的反弹空间，上半年较大概率维持在 40-50 美元/桶区间；

(3) 若全球疫情继续蔓延，除非 OPEC+超预期减产或页岩油被动减产，否则 WTI 原油弱势格局难改，低位将反复震荡并有进一步跌破 20 美元/桶关口的风险。

第三部分 沥青市场分析

一、利润高企，沥青开工率持续攀升

受春节及疫情影响，2月沥青原油产量大幅下降。隆众数据显示，2月沥青总产量141.27万吨，环比下降29.0%，同比下降21.1%。其中，中石油产量37.25万吨，环比下降12.0%，同比下降17.1%；中石化产量48万吨，环比下降28.5%，同比下降5.9%；中海油产量11.1万吨，环比下降28.4%，同比下降18.4%；地炼总产量44.92万吨，环比下降39.3%，同比下降35.3%。

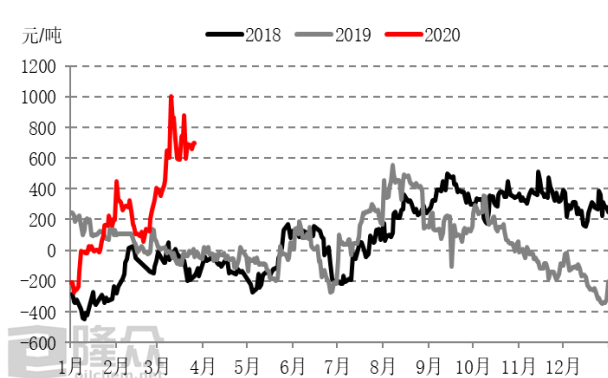
表 5.1-2 月国内沥青产量统计表(单位: 万吨)

日期	中石油	中石化	中海油	地方炼厂	合计
2020年1月	42.35	67.1	15.5	73.95	198.9
2020年2月	37.25	48	11.1	44.92	141.27
2019年2月	44.95	51	13.6	69.45	179
环比	-12.0%	-28.5%	-28.4%	-39.3%	-29.0%
同比	-17.1%	-5.9%	-18.4%	-35.3%	-21.1%

资料来源：隆众 新纪元期货研究

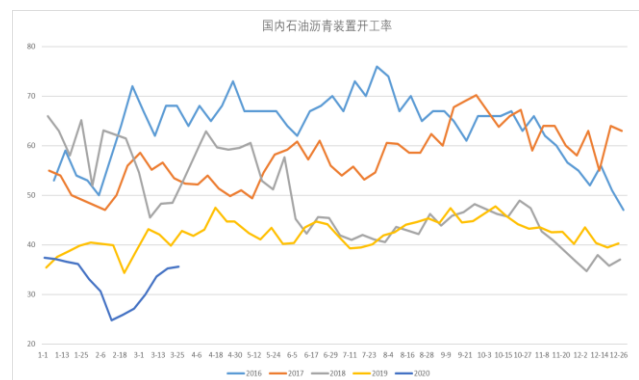
进入3月，原油大跌成本崩塌，沥青综合利润大幅回升。隆众资讯数据显示，截止3月23日国内沥青原料成本在1406元/吨，较周初减少46.2%，较节前减少57.3%，综合利润较节前大幅增加543.6%至660元/吨。在高利润驱动力下，国内沥青开工率逐步提升，但整体开工水平仍低于去年同期。截止3月26日，国内沥青66家开工率为35.6%，环比上月增加8.5个百分点，较去年同期低7.2个百分点。

图 15. 国内沥青理论利润变化(单位: 元/吨)



资料来源：隆众 新纪元期货研究

图 16. 国内炼厂开工率(单位: %)

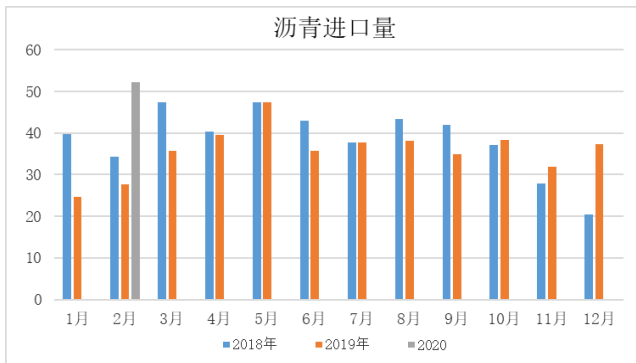


资料来源：隆众 新纪元期货研究

二、疫情对沥青进口的影响有限

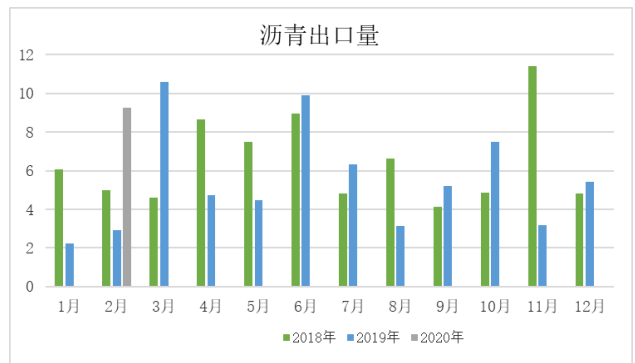
受油价下跌影响，1-2月沥青进口量增加。海关数据显示，2020年1-2月沥青累计进口量52.22万吨，同比增加27.81%。1-2月沥青累计出口9.25万吨，同比大增79.96%。我国沥青的主要进口国是韩国、新加坡和马来西亚。韩国确诊人数较多，但其他两个国家的疫情不严重，预计对沥青的进口影响有限。

图 17. 沥青主要进口国 (单位: 吨)



资料来源: 海关总署 新纪元期货研究

图 18. 沥青出口数量 (单位: 万吨)

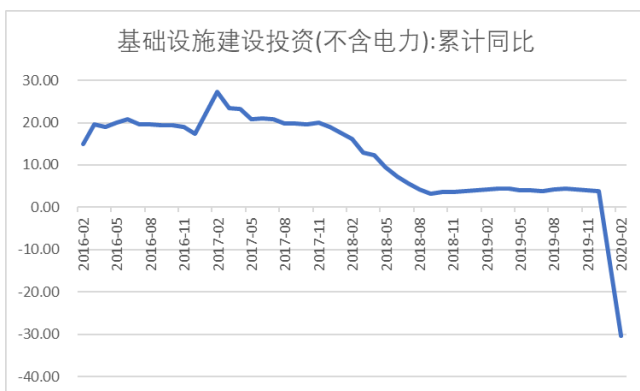


资料来源: 海关总署 新纪元期货研究

三、强基建预期提振未来需求, 但季节性需求支撑不强

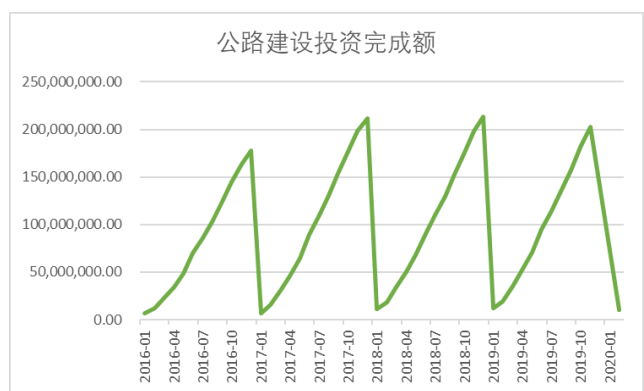
受疫情影响, 基建投资推迟。1-2 月基建投资 (不含电力) 累计同比下降 30.3%, 较上期下行 34.1 个百分点。不过随着国内疫情有效控制, 全社会积极复产复工, 前期停滞的基建项目逐渐重启。同时, 中央一系列稳投资、稳增长措施稳步实施, 2020 年 3 月, 中共中央政治局常务委员会召开会议提出, 加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度, 投资有望触底向好, 基建投资在固定资产投资中的比例逐月抬升。从资金来源上看, 早在 2019 年 11 月底财政部已经提前下达 1 万亿元 2020 年新增专项债券额度, 2020 年 1 月 20 日再下达 2900 亿元, 截至目前已经累计下达 12900 亿元新增专项债额度。据 Mysteel 不完全统计, 截至 3 月 26 日, 2020 年 1-3 月全国 37 个发债主体共发行地方政府债券 479 支, 发行规模合计 15202.97 亿元, 同比增加了 8.08%。从债券类型来看, 2020 年发行的专项债券比例大幅提升。1-3 月共发行专项债券 10535.09 亿元, 占总发行规模的 69.30%, 而 2019 年的专项债券占比仅为 49.02%。从投放领域来看, 1-3 月的专项债券大量投放至基建领域。其中, 市政及产业园区建设占比 19%, 未注明具体用途的专项债券占比 18%, 交通基础设施建设占比 15%。综合而言, 宏观政策加大调节力度, 财政政策更加积极有为, 二三季度基建投资有望加码, 提振沥青未来需求。

图 19. 基建投资完成额累计同比 (单位: %)



资料来源: 国家统计局 新纪元期货研究

图 20. 公路建设投资完成额 (单位: 万元)



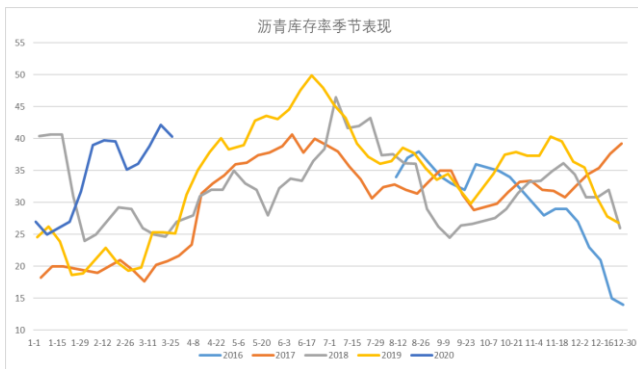
资料来源: 国家统计局 新纪元期货研究

道路建设的沥青铺设环节受温度和气候因素影响较大, 低温和降水都对施工不利, 随着气温逐渐回暖, 各地道路施工有望逐步展开, 但南方雨季制约需求回升力度, 需求端支撑仍有限。

四、沥青库存仍将继续累积

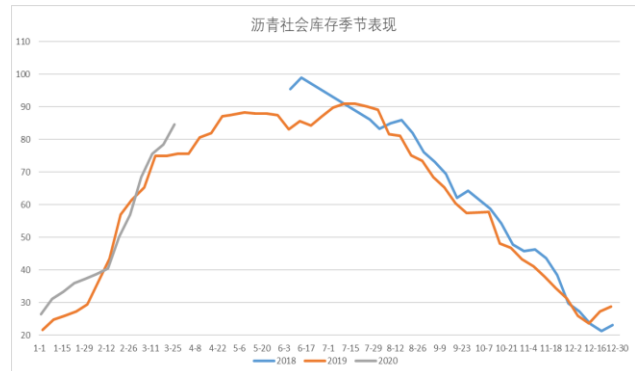
受疫情和季节性因素影响，下游需求恢复不畅，沥青库存累积明显。隆众数据显示，截止3月26日，厂家库存率增加至40.28%，明显高于去年同期的25.11%；33家样本沥青社会库存84.57万吨，高于去年同期的75.53万吨；国内沥青总库存157.67万吨，同比大增40.88万吨，增幅达35%。供应持续增加，而终端需求恢复缓慢，沥青库存仍将继续累积。

图 21. 国内沥青厂家库存率（单位：%）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

图 22. 沥青社会总库存（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

五、结论

OPEC 会议未达成减产协议、沙特发动价格战、全球公共卫生事件蔓延等一系列恐慌因素导致国际原油价格暴跌，成本崩塌拖累沥青期货跌至 2016 年的低价区域；在疫情出现拐点或 OPEC+ 正式启动谈判前，原油难言企稳，成本重心下移。自身基本面而言，政策强基建预期提振沥青未来需求，国内疫情有效控制，随着气温逐渐回暖，各地道路施工有望逐步展开，但南方雨季制约需求回升力度，季节性需求旺季仍未启动；而高利润驱动力下，国内沥青开工有望继续攀升，供应持续增加；库存压力难以释放，基本面支撑有限。

成本端主导市场节奏，沥青盘面利润仍有压缩空间，原油有效企稳前，沥青下跌风险仍在，密切关注疫情动向及中东局势变化。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#