

原油运行重心上移，需求制约沥青反弹空间

内容提要：

- ◆ OPEC+多数国家严格执行减产协议，6月沙特、科威特及阿联酋额外再减产118万桶/日，OPEC+减产目标将达到1088万桶/日；美国及其他非OPEC国家原油产出亦持续下降。
- ◆ 对于下半年，是否放宽减产幅度，OPEC及俄罗斯存在较大分歧。OPEC+将于6月9-10日召开视频会议，讨论减产协议的影响及决定未来的产量政策。
- ◆ 发达经济体逐步放松对新冠病毒的封锁措施，需求不断恢复，全球新一轮量化宽松政策的利多影响将逐步显现，需求预期持续好转；但部分新兴国家的疫情愈演愈烈，而欧美国家过早过快解封也埋下引发新一波疫情的隐患，加之中美紧张关系升级，需求的恢复过程将缓慢且曲折。
- ◆ 虽然5月OPEC+开始执行历史最大减产协议，但需求复苏缓慢，5月全球原油仍是累库周期，只是累库速度明显放缓，高盛乐观预计全球油市将在6月出现供应短缺。
- ◆ 国内政策强基建预期，中长期利好沥青需求，但从季节性表现来看，6月南方进入梅雨季节，多雨天气影响终端道路施工，需求依旧低迷；炼厂利润收缩但仍有盈利，国内沥青开工有望维持平稳，供应保持稳定；6月沥青库存或小幅增加。
- ◆ 原油及沥青中期多头配置，短线将有震荡反复，等待需求进一步回升。中美紧张关系、OPEC+下半年减产幅度及海外疫情反复等不确定性因素加大市场波动风险。

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

供需预期边际改善 5月原油有望震荡筑底（月报）
202005

油价何时维稳 解铃仍需系铃人（月报）202004

疫情担忧引发恐慌式下跌
OPEC+扩大减产迫在眉睫
（月报）202003

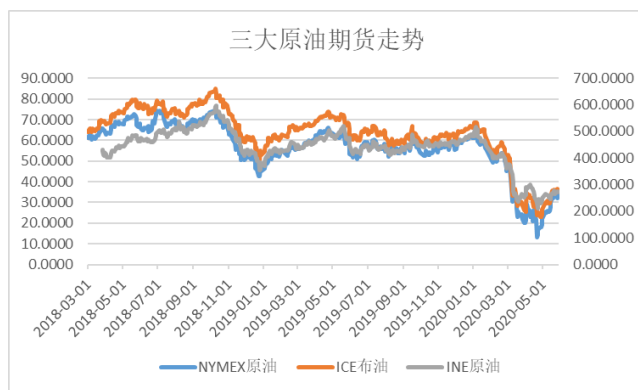
各自基本面占据主导 能化板块走势分化（年报）
201912

供应偏紧博弈产能扩张
乙二醇短多长空思路（月报）201909

第一部分 2020年5月原油及沥青市场回顾

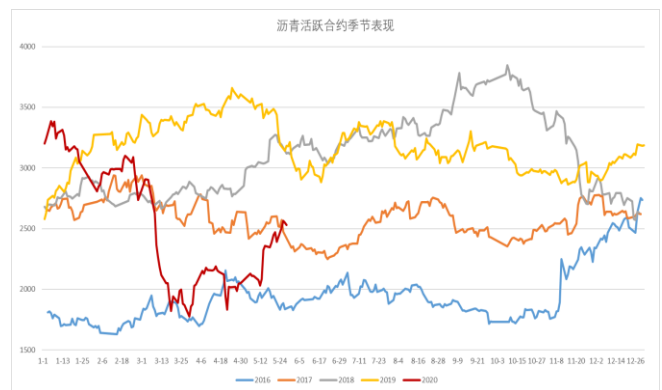
供需预期边际改善，5月内外盘原油企稳反弹。五一期间，OPEC+开始实施减产行动，叠加欧美国家逐步放松疫情期间的封锁措施，国际原油价格强势反弹，5月5日WTI主力合约最高上冲至25.49美元/桶，较4月28日低点反弹逾150%。不过随后WTI原油展开一周的窄幅整理走势，因需求担忧仍在，且市场对于OPEC+的减产执行力仍报以怀疑态度。5月中旬，沙特、科威特及阿联酋相继承诺6月将扩大减产幅度，IEA预测下半年原油供应紧张，市场预期进一步好转，国际原油重心再度拉升，WTI原油主力最高上探至34.81美元/桶。进入5月下旬，市场关注焦点转向中美紧张关系，且OPEC及俄罗斯对于下半年是否逐步放宽减产的问题存在分歧，油价再度陷入震荡走势。由于前期内外盘价差过大，本月国内原油期货表现滞涨。截止5月29日15:00，WTI原油07合约报收于33.17美元/桶，较4月30日收盘上涨50.7%；布伦特08合约报收于35.72美元/桶，较4月30日收盘上涨25.69%；国内原油期货07合约报收于275.2元/桶，较4月30日收盘上涨10.66%。

图1. 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2. 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

5月沥青期货震荡反弹，整体呈现先抑后扬走势。上半月，受南方雨季影响，下游仍处季节性淡季，现货价格维持低迷，基本面平稳制约反弹动能，沥青被动跟随原油波动；下半月，国际原油继续走强抬升成本重心，而两会再提西部大发展进一步提振基建预期，沥青期货突破震荡平台，呈现明显的偏强走势。截止5月29日，沥青主力报收于2558元/吨，较4月30日上涨8.94%。

从相关性来看，5月国内化工板块与原油的相关性有所增加，尤其是沥青、PTA及燃料油，成本端的提振力度明显，而甲醇、橡胶及LPG则走出自己独立的行情。

表1. 内外盘原油及化工品相关性分析

周期:日线 2020/05/01 - 2020/05/28													
	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 EB
WTI 原油	1.00	0.99	0.74	0.94	0.10	-0.68	0.92	0.75	0.56	0.94	0.80	0.77	0.75
ICE 布油	0.99	1.00	0.80	0.94	0.09	-0.69	0.93	0.78	0.60	0.95	0.85	0.79	0.78
INE 原油	0.74	0.80	1.00	0.72	0.47	-0.45	0.86	0.85	0.79	0.84	0.96	0.79	0.81
沥青	0.94	0.94	0.72	1.00	0.01	-0.62	0.87	0.81	0.65	0.92	0.75	0.85	0.74

橡胶	0.10	0.09	0.47	0.01	1.00	0.32	0.41	0.27	0.34	0.10	0.52	0.34	0.33
甲醇	-0.68	-0.69	-0.45	-0.62	0.32	1.00	-0.46	-0.32	-0.21	-0.70	-0.47	-0.24	-0.29
PTA	0.92	0.93	0.86	0.87	0.41	-0.46	1.00	0.83	0.70	0.88	0.92	0.87	0.85
塑料	0.75	0.78	0.85	0.81	0.27	-0.32	0.83	1.00	0.94	0.81	0.80	0.90	0.82
PP	0.56	0.60	0.79	0.65	0.34	-0.21	0.70	0.94	1.00	0.67	0.71	0.81	0.77
PVC	0.94	0.95	0.84	0.92	0.10	-0.70	0.88	0.81	0.67	1.00	0.86	0.77	0.70
燃油	0.80	0.85	0.96	0.75	0.52	-0.47	0.92	0.80	0.71	0.86	1.00	0.79	0.78
EG	0.77	0.79	0.79	0.85	0.34	-0.24	0.87	0.90	0.81	0.77	0.79	1.00	0.83
EB	0.75	0.78	0.81	0.74	0.33	-0.29	0.85	0.82	0.77	0.70	0.78	0.83	1.00
LPG	0.06	0.17	0.57	0.18	0.46	-0.05	0.31	0.54	0.71	0.32	0.51	0.38	0.32

资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 原油市场分析

一、OPEC+积极执行减产协议，6月产量降幅进一步扩大

表 2. OPEC+历史性减产协议（单位：千桶/日）

国家	减产基准	计划减产量	减产幅度	减产后产量	6月额外减产幅度	6月减产极限
阿尔及利亚	1,057	-243	-23%	814		814
安哥拉	1,528	-351	-23%	1,177		1,177
厄瓜多尔	127	-29	-23%	98		98
伊拉克	4,653	-1,070	-23%	3,583		3,583
科威特	2,809	-646	-23%	2,163	-80	2,083
尼日利亚	1,829	-421	-23%	1,408		1,408
沙特阿拉伯	11,000	-2,500	-23%	8,500	-1000	7,500
阿联酋	3,168	-729	-23%	2,439	-100	2,339
加蓬	187	-43	-23%	144		144
刚果	325	-75	-23%	250		250
OPEC10	26,683	-6,107	-23%	20,576	-1180	19,396
俄罗斯	11,000	-2,500	-23%	8,500		8,500

资料来源：OPEC+ 新纪元期货研究

5月OPEC+开始执行减产。其中，5-6月，OPEC+减产970万桶/日，沙特和俄罗斯的减产目标是850万桶/日。从目前了解的情况来看，各主产国积极执行减产协议。消息人士表示，5月1-19日，俄罗斯石油和天然气凝析油产量降至942万桶/日，凝析油不包括在OPEC+协议中，仅石油产量约为872万桶/日，接近850万桶/日的减产目标。5月中旬，沙特宣布自6月份开始“自愿”在850万桶的基础上再削减100万桶/日，届时产量水平将

回到18年前。随后科威特及阿联酋表态在5月基础上再削减8万桶/日及10万桶/日。如果各国都能严格执行减产，6月OPEC+减产极限是1088万桶/日。但市场对于伊拉克的执行力度仍报以怀疑态度，5月中旬伊拉克表示削减70万桶/日的产量，比协议的106万桶幅度减少三分之一。

对于下半年，是否放宽减产幅度，OPEC及俄罗斯存在较大分歧。有消息人士表示，俄罗斯的立场是坚持原定协议，希望其减产幅度将从7月逐渐下降。而沙特和其他产油国考虑将970万桶/日的减产举措延长至2020年年底。OPEC+将于6月9-10日召开视频会议，讨论减产协议的影响及决定未来的产量政策。

图3. OPEC原油产量（单位：千桶/日）

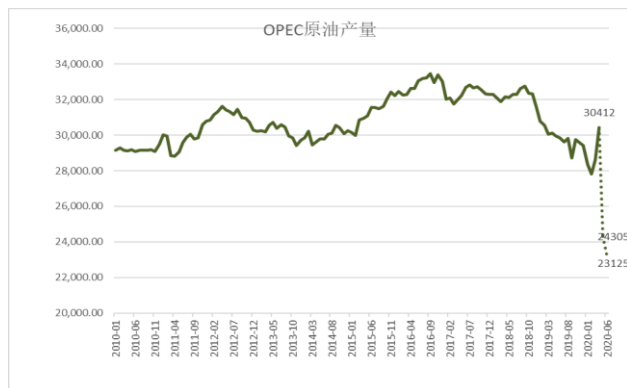
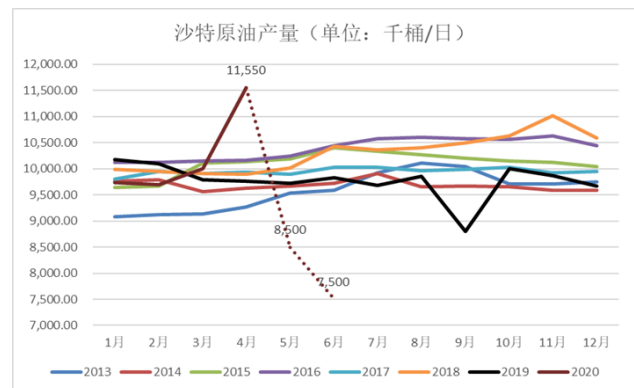


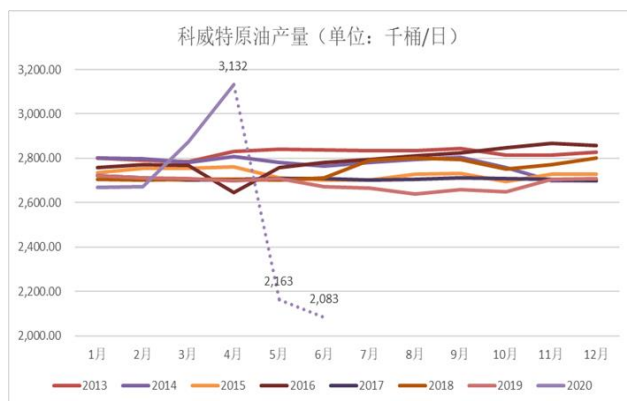
图4. 沙特原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

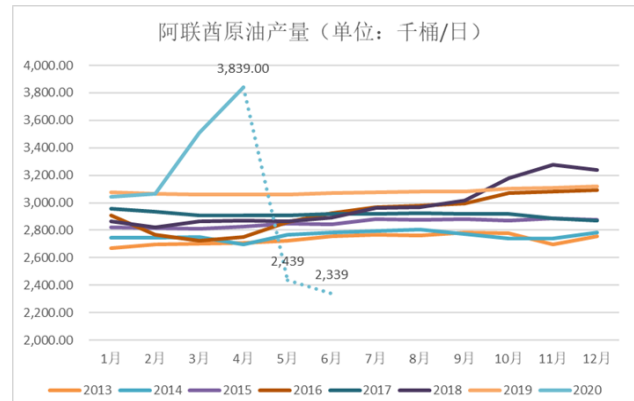
资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图5. 科威特原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC 新纪元期货研究

图6. 阿联酋原油产量（单位：千桶/日）

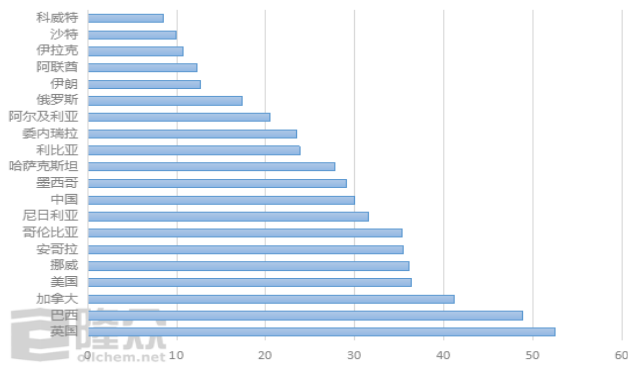


资料来源：OPEC 新纪元期货研究

二、美国原油减产动能下降

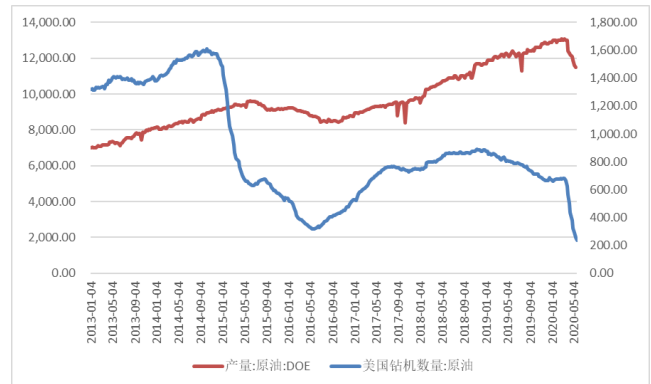
3月中旬以来，美国原油活跃钻机数持续下降。贝克休斯数据显示，截止5月22日当周，美国石油钻井数237座，环比上月下降141座，较3月中旬下降446座。产量方面，EIA周度数据显示，截止5月22日当周，美国原油产量1140万桶/日，环比上月下降70万桶/日，较3月中旬下降170万桶/日。最近两周美国原油产量的周度降幅收窄至10万桶/日。根据挪威分析机构Rystad Energy给出的成本统计，美国原油综合开采成本在35美元附近。随着原油价格的反弹，美国原油减产的动能或下降，其他产油国是否严格执行减产协议也存在极大不确定性。

图7. 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8. 美国原油产量及钻机数（单位：千桶/日，座）

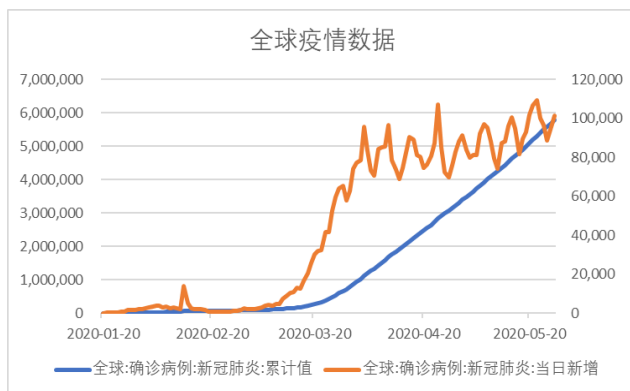


资料来源：EIA 新纪元期货研究

三、需求预期持续好转，但恢复过程缓慢且曲折

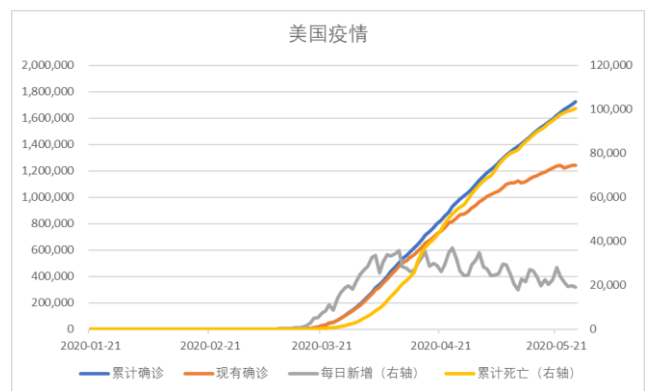
全球新冠肺炎疫情依旧糟糕，新增病例加速，5月下旬每日新增病例稳定在10万左右。Worldometers 世界实时统计数据显示，截至北京时间5月28日7时07分，全球新冠肺炎累计确诊病例超过578万例，达到5780030例，累计死亡病例接近35.7万例。分国家来看，美国新冠肺炎累计确诊病例全球最多，超过174万例，达到1744793例，累计死亡病例超过10.2万例，达到102053例；巴西新冠肺炎累计确诊414661例，俄罗斯累计确诊370683例，西班牙累计确诊病例达283849例，英国累计确诊268619例，意大利累计确诊231139例，法国累计确诊183038例，德国累计确诊182448例，土耳其累计确诊159797例，印度累计确诊158414例，伊朗累计确诊141591例，秘鲁累计确诊135905例，加拿大累计确诊88989例。

图9. 全球疫情数据（单位：人）



资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图10. 美国疫情数据（单位：人）



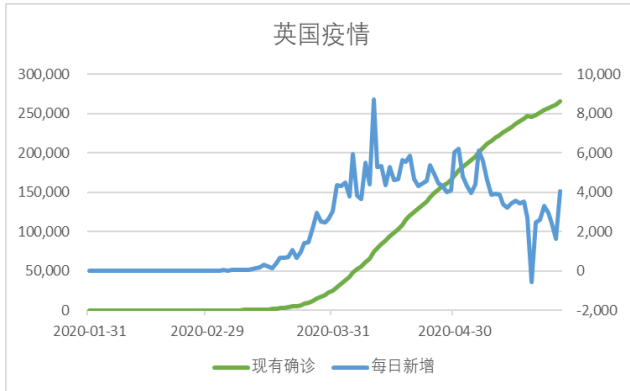
资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

疫情中心从欧美开始向新兴国家转移。除英国以外，其他欧洲国家疫情都得到有效控制，新增疫情高峰期已过，现有确诊人数往下走。美国每日新增病例缓慢下降，现有确诊人数走平，疫情有所降速。巴西、俄罗斯、印度和秘鲁等新兴国家的疫情形势非常严峻，巴西每日新增病例超2万，俄罗斯及印度每日新增病例超7000人，秘鲁每日新增病例超5000人。

随着疫情的好转，欧美日等发达经济体逐步放松封锁。4月底德国率先在部分州放松封锁，5月4日意大利放松封锁并有超过440万人复工，法国和西班牙5月中下旬放松封锁。5月25日傍晚日本首相安倍晋三在记者会上宣布，解除东京都、北海道、埼玉县、千叶县、神奈川县等5个都道县的紧急状态；至此，日本全国47个

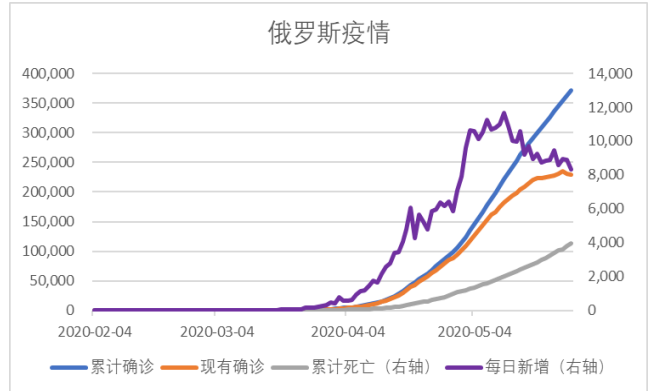
都道府县全部被解除紧急状态。美国已有逾 30 州部分解除封锁，而目前疫情依旧较为严重的华盛顿也宣布将于 5 月 29 日开始逐步解封。经济复苏使得燃料需求回升，炼厂逐步增产。EIA 数据显示，截止 5 月 22 日当周，炼厂产能利用率 71.3%，连续第二周回升，但仍较去年同期下降近 20 个百分点。

图 11. 英国疫情数据（单位：人）



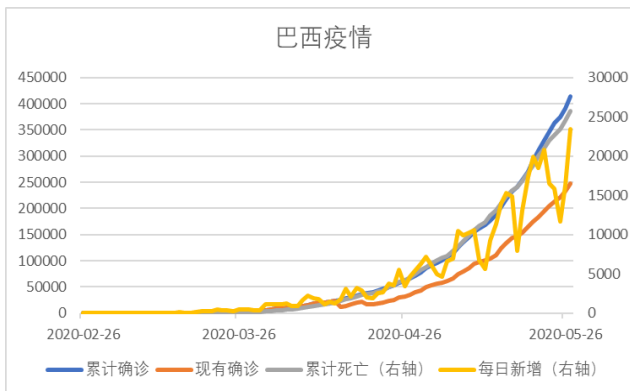
资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图 12. 俄罗斯疫情数据（单位：人）



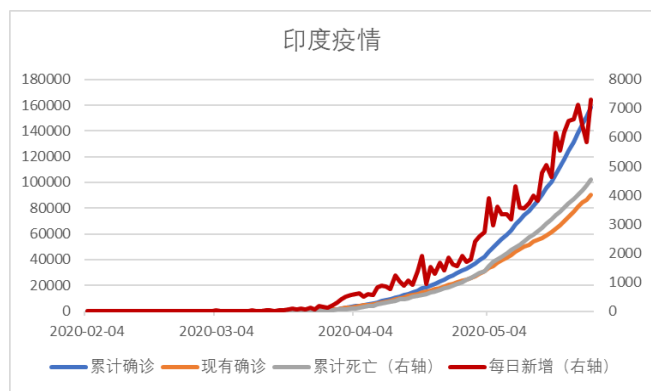
资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图 13. 巴西疫情数据（单位：人）



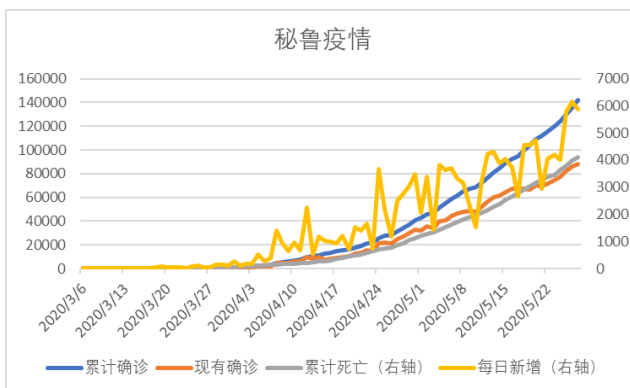
资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图 14. 印度疫情数据（单位：人）



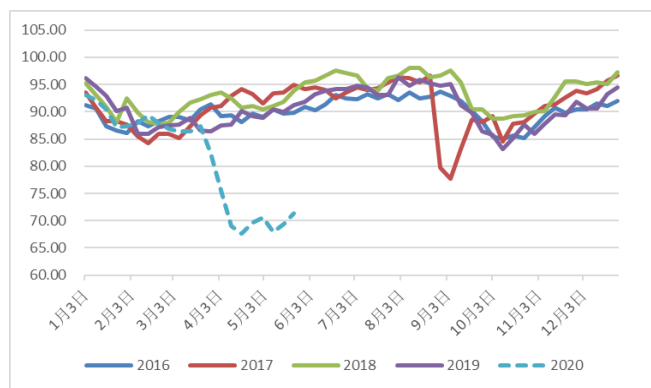
资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图 15. 秘鲁疫情数据（单位：人）



资料来源：新闻资料整理 新纪元期货研究

图 16. 美国炼厂产能利用率（单位：%）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

5 月三大机构月报中，EIA 和 OPEC 大幅下调全年尤其是二季度的需求预估，但是 4 月很悲观的 IEA 却在上调需求预估。IEA 将二季度全球石油需求的预期上调 320 万桶/日，不过二季度石油消费损失仍在 1990 万桶/日；预计全年石油需求下降 860 万桶/日，较上月预估上调 69 万桶/日。分月来看，4 月全球石油需求将同比减少 2520

万桶/日，5月下降2150万桶/日，6月下降1300万桶/日。高盛更乐观一些，将5月全球石油需求预估上调140万桶/日，但仍较疫情爆发前水平低1600万桶/日。

表3. 三大机构5月报需求预估（单位：万桶/日）

	EIA		OPEC		IEA	
	5月	环比	5月	环比	5月	环比
二季度需求同比预估	-1876	-656	-1726	-540	-1990	+320
全球需求同比预估	-814	-291	-907	-222	-860	+69

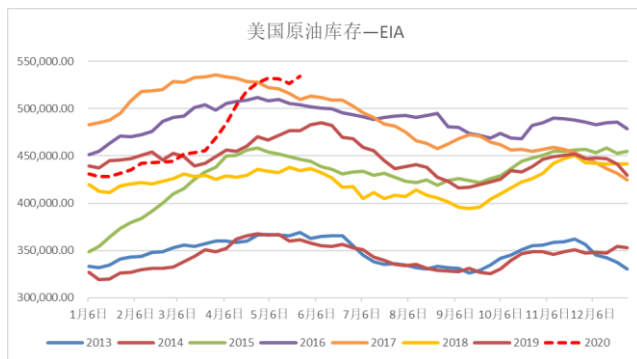
资料来源：EIA OPEC IEA 新纪元期货研究

随着发达国家经济活动逐步恢复，全球新一轮量化宽松政策的利多影响开始显现，需求预期持续好转。不过全球疫情形势依旧严峻，尤其是部分新兴国家的疫情愈演愈烈，而欧美国家过早过快解封也埋下引发新一波疫情的隐患。此外，中美紧张关系升级加大金融市场不确定性风险，需求的恢复过程将缓慢且曲折。

四、累库速度放缓，下半年或将去库

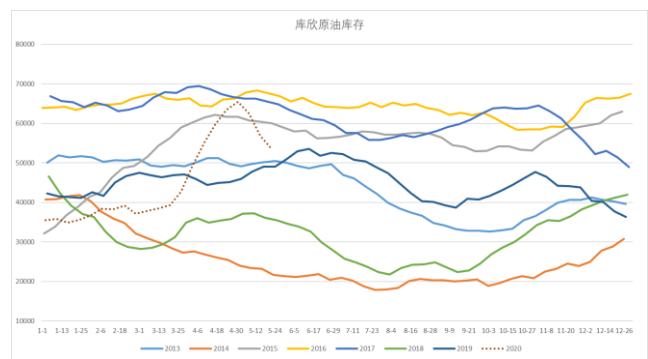
连续两周下降后，美国原油库存再度增加。EIA数据显示，截止5月22日当周，美国原油库存意外增加792.80万桶至5.34422亿桶，分析师预期为下滑190万桶。不过库欣库存减少340万桶至5346.2万桶，连续第三周下降。

图17. 美国原油库存（单位：千桶）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

图18. 库欣地区库存（单位：千桶）



资料来源：EIA 新纪元期货研究

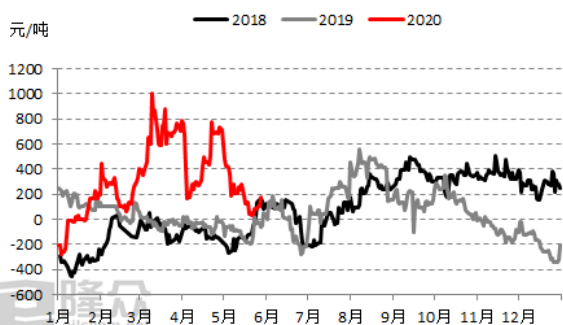
按照前面的分析，虽然5月OPEC+开始执行历史最大减产协议，但需求复苏缓慢，5月全球原油仍是累库周期，只是累库速度明显放缓。高盛乐观预计全球油市将在6月出现供应短缺，但也表示，需求回到正常水平仍需要耗费一定时间，库存压力依旧较大。更多机构预期全球原油去库周期将出现在下半年。

第三部分 沥青基本面分析

一、利润压缩，但沥青供应保持稳定

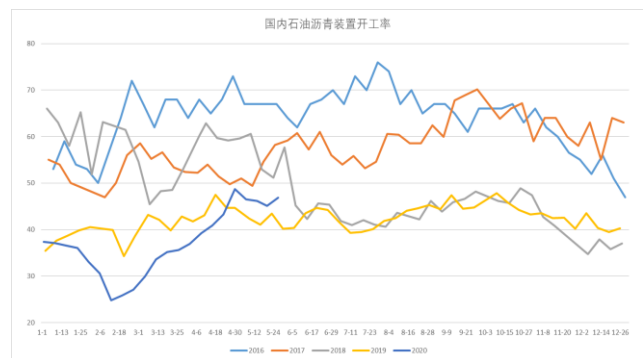
4月底以来，原油价格持续回升，而沥青现货价格相对平稳，炼厂综合利润明显收缩。隆众资讯数据显示，截止5月27日当周，马瑞原油周度均价为2046元/吨，较上月同期上涨59.72%；加工马瑞原油利润盈利98.33元/吨，较上月同期大降85.63%。山东、浙江、新疆等多套装置检修，5月中上旬国内沥青开工率小幅下滑，不过随着宁波科元、广西东油及金海弘业三套装置陆续重启，沥青开工负荷提升。截止5月27日，国内沥青66家炼厂综合开工率为46.9%，环比上周回升1.8个百分点，较4月30日下降1.8个百分点，较去年同期回升6.7个百分点。

图 19. 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

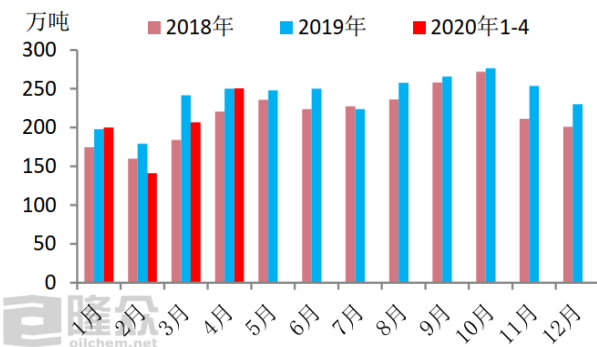
图 20. 国内炼厂开工率（单位：%）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

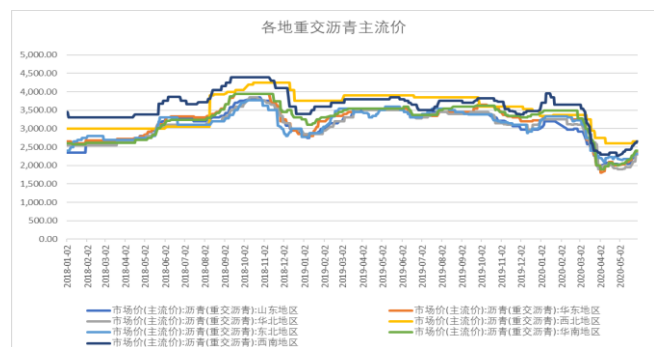
产量方面，隆众数据显示，4月沥青总产量250.56万吨，环比大增21.1%，同比微增0.1%。预计5月排产计划279.6万吨，6月排产计划279.5万吨。

图 21. 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 22. 各地重交沥青主流价（单位：元/吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

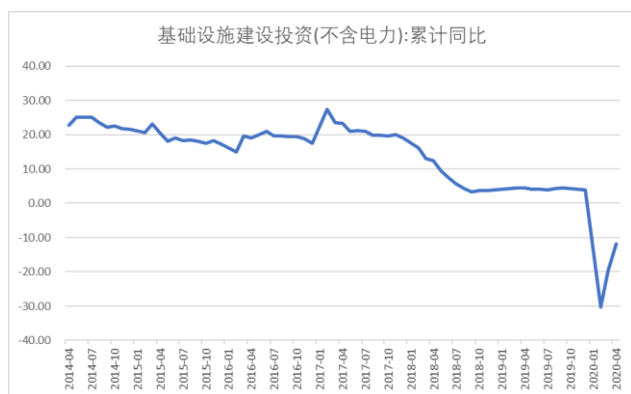
二、强预期博弈弱现实，6月需求仍低迷

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。1-4月基建投资（不含电力）累计同比下降11.8%，较上月回升8.1个百分点。另据交通运输部数据显示，4月交通运输行业复工复产取得积极

进展，主要指标延续回升势头，部分领域已接近或恢复至去年同期水平。其中4月公路完成投资2057亿元，环比增加33.2%，同比增加20.6%。

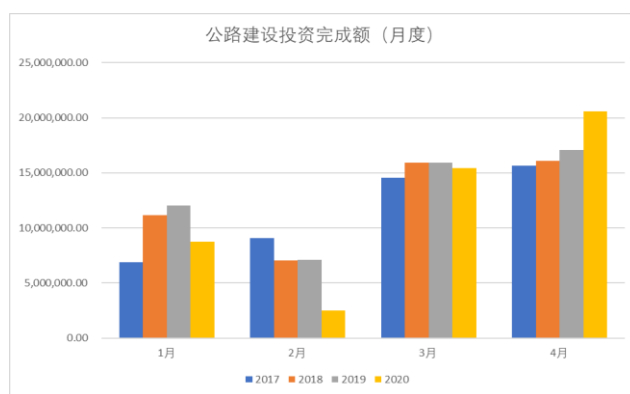
5月22日，十三届全国人大三次会议审议的2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年国民经济和社会发展计划草案中，提出今年经济社会发展将着力做好九方面工作，其中六方面的多项工作直接涉及交通运输。此外，两会再提西部大开发战略，也利好传统基建。对沥青中长期需求带来支撑。

图 23. 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 24. 公路建设投资完成额（单位：万元）

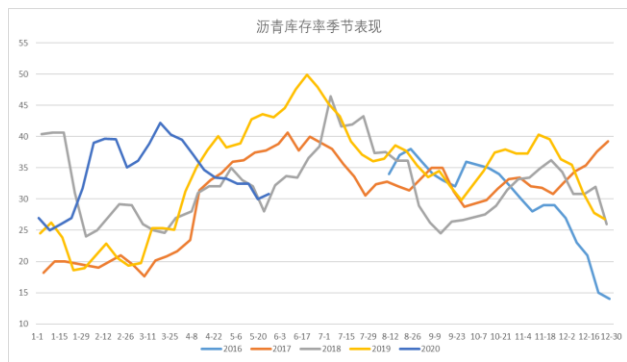


资料来源：国家统计局 新纪元期货研究

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。6月北方刚性需求相对稳定，但南方季节性梅雨来临，多雨天气影响施工需求，整体需求依旧低迷。

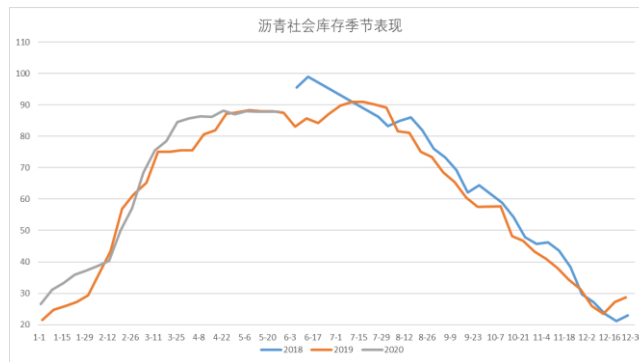
三、6月沥青库存或小幅累库

图 25. 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 26. 沥青社会总库存（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

5月，原油反弹提振刚需补货，沥青厂家库存延续去库，社会库存保持平稳。隆众数据显示，截止5月27日，沥青厂家库存率30.78%，环比上月下降2.5个百分点，较去年同期下降12.28个百分点；25家样本厂家库存为57.41万吨，环比上月减少4.95%，同比大降18.86%；33家样本沥青社会库存87.85万吨，环比上月增加0.98%，同比微增0.4%。供应保持稳定，而需求相对低迷，6月沥青库存或小幅累库。

第四部分 后市展望

原油：供需预期继续改善，运行重心缓慢上移

供给方面，OPEC+多数国家严格执行减产协议，6月沙特、科威特及阿联酋额外再减产118万桶/日，OPEC+减产目标将达到1088万桶/日；美国及其他非OPEC国家原油产出亦持续下降。需求方面，发达经济体逐步放松对新冠病毒的封锁措施，需求不断恢复，全球新一轮量化宽松政策的利多影响将逐步显现；但部分新兴国家的疫情愈演愈烈，而欧美国家过早过快解封也埋下引发新一波疫情的隐患，加之中美紧张关系升级，需求的恢复过程将缓慢且曲折。

沥青：强预期博弈弱现实，基本面制约反弹空间

国内政策强基建预期，中长期利好沥青需求，但从季节性表现来看，6月南方进入梅雨季节，多雨天气影响终端道路施工，需求依旧低迷；炼厂利润收缩但仍有盈利，国内沥青开工有望维持平稳，供应保持稳定；6月沥青库存或小幅增加。

策略推荐及风险提示：

原油及沥青中期多头配置，短线将有震荡反复，等待需求进一步回升。中美紧张关系、OPEC+下半年减产幅度及海外疫情反复等不确定性因素加大市场波动风险。

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#