#### CHINA FUTURES RESEARCH

### 原油产业链 2019 年半年度报告

# 供应利好难掩需求忧虑 原油涨势或难

# 持续

#### 摘要:

- 全球宏观经济整体面临下行风险
- ▶ 美国原油供应有望重新增长
- ▶ OPEC 延长减产协议,供应继续呈现收紧
- ▶ 美联储降息预期升温,美元或持续承压
- ▶ 地缘政治隐忧仍存,供应端相对脆弱
- ▶ 综上,我们预计原油在2019年下半年或呈现冲高回落 走势。

#### 不确定风险:

- ➤ OPEC+减产执行情况
- ▶ 全球贸易局势演变
- ▶ 中东地缘局势演化

# 原油产业链半年度报告

#### 作者姓名:李彦杰

邮箱: LIYanjie@csc.com.cn

电话: 023-81157293

投资咨询从业证书号: Z0010942

发布日期: 2019年07月01日



# 景

一、	行情旦赆	5
	1、原油/燃料油行情回顾	5
	2、沥青行情回顾	6
=,	原油产业链价格影响因素分析	7
,	1、宏观经济形势	
	1.1、国际宏观	
	1.1.1 全球经济增长乏力,下行压力逐渐显现	
	1.1.2 美国经济不再强劲,驱动因素逐渐减弱	
	1.1.3 欧洲内部矛盾未决,经济增速持续下滑	11
	1.1.4 美联储由鹰转鸽,欧央行尚未加息或又宽松	
	1.2、国内宏观	13
	1.2.1 经济下行压力大,投资担维稳重任	13
	1.2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现	16
	1.2.3 服务高质量成货币政策新主线	17
	1.2.4 外汇储备与汇率稳定可期	19
	1.3、宏观小结	20
	2、原油价格走势	20
	2.1、原油供给	20
	2.1.1 OPEC 产量及减产计划	20
	2.1.2 美国产量	22
	2.1.3 俄罗斯原油产量	23
	2.2、原油需求	23
	2.2.1 美国原油需求及库存	24
	2.2.2 中国需求	25
	2.3、美元走势	
	2.4、地缘政治	
	3、燃料油价格走势	27
	3.1、燃料油供给	27
	3.2、燃料油需求	28
	3.3、燃料油裂解价差	28
	4、沥青价格走势	
	4.1、沥青供给	
	4.1.1 国内沥青产量	
	4.1.2 中国沥青的进口	
	4.2、沥青的消费	
	4.3、沥青库存	31
三、	行情展望与投资策略	31





1、	总结	31
2、	行情展望	32



# 图目录

图	1:	Brent 期现价格(美元/桶)	5
图	2:	WTI 期现价格(美元/桶)	5
图	3:	新加坡燃料油现货价格(美元/吨)	6
图	4:	国内燃料油保税价格(美元/吨)	6
图	5:	沥青期现价格(元/吨)	7
图	6:	全球 GDP 实际增速及预测	8
图	7:	摩根大通全球采购经理人指数	8
图	8:	经合组织综合领先指标	8
图	9:	经合组织商业及消费者信心指数	8
图	10:	美国国内生产总值及其增速	9
图	11:	美国新增非农就业人数及失业率	9
图	12:	美国非农企业薪酬及工作时长	9
图	13:	美国非农职位空缺数	9
图	14:	美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	10
图	15:	美国物价指数变动情况	10
图	16:	美国国际贸易及其增速	10
图	17:	美国国内消费及其增速	10
		欧元区和欧盟 GDP 及其增速	
		欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化	
图	20:	欧元区采购经理人指数	12
图	21:	欧盟和欧元区制造业产能利用率	12
图	22:	欧盟 28 国失业人数及失业率	12
图	23:	欧盟及欧元区核心 CPI	12
		美国基准利率及债券收益率	
图	25:	英国及欧元区利率	13
图	26:	中国国内生产总值及其增速	14
图	27:	中国固定资产投资及其增速	14
图	28:	中国社会消费品零售总额及其增速	14
图	29:	中国进出口贸易额及其增速	14
图	30:	固定资产投资增速	15
		制造业投资增速	
图	32:	中国工业增加值同比增速	16
		中国制造业 PMI 指数	
		中国公共财政收入和支出及其增速	
		中国税收收入累计增速	
		中国货币供应增速及剪刀差变动	
		中国人民银行现金净投放	
		中国社会融资规模及新增信贷占比	
图	39:	中国存贷差额	18



冬	40:	中国人民银行存款准备金率18
图	41:	上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)18
图	42:	城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速19
图	43:	中国物价变动情况19
图	44:	中国外汇储备变动情况
图	45:	美元和欧元兑人民币汇率中间价19
图	56:	中国原油净进口(千桶/天)25
图	57:	中国原油表观消费量(万吨)25
图	59:	新加坡轻中重质燃料油库存当周值27
		BDI 与 BCI 指数
图	61:	BDTI 与 BCTI 指数
图	62:	新加坡 380 燃料油对 Brent 裂解价差(元/桶)29
		沥青累计产量(万吨)29
		沥青当月产量(万吨)29
		沥青进口量累计值(万吨)30
		2018年沥青进口量当月值(万吨)30
		公路建设固定资产投资(亿元)30
		国内沥青表观消费量(万吨)30
		沥青库存率(%)31
图	70:	沥青期货库存(万吨)31
		表目录
表	1:	原油一月行情回顾(美元/桶)(2019.1.2-2019.6.28)5
表	2:	燃料油一月行情回顾(美元/吨)(2019.1.2-2019.6.28)
表	3:	沥青现货(元/吨)和进口价格(美元/桶)一月行情回顾(2019.1.2-2019.6.28)7
表	4:	OPCE 产量(千桶/天)21
表	5:	OPEC 历届大会及对油价的影响

# 一、行情回顾

# 1、原油/燃料油行情回顾

1-6 月份(1 月 2 日-6 月 28 日)原油震荡上涨。期货端,Brent 主力合约上涨 9.87 美元/桶至 64.55 美元/桶,涨幅 18.05%,WTI 主力合约上涨 11.88 美元/桶至 58.20 美元/桶,涨幅 25.65%;现货方面,英国布伦特 Dtd 上涨 12.24 美元/桶至 66.39 美元/桶,WTI 上涨 11.93 元/桶至 58.47 美元/桶。

图 1: Brent 期现价格(美元/桶)

图 2: WTI 期现价格(美元/桶)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

表 1: 原油一月行情回顾(美元/桶)(2019.1.2-2019.6.28)

	6月28日	1月2日	涨跌	涨跌幅	半年均价
美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)	58. 47	46. 54	11. 93	25. 63%	57. 42
英国布伦特 Dtd	66. 39	54. 15	12. 24	22. 60%	66. 13
OPEC 一揽子原油价格	65. 60	52. 14	13. 46	25. 82%	65. 48
原油(阿联酋迪拜):环太平洋	65. 04	51.87	13. 17	25. 39%	65. 63
原油(阿曼):环太平洋	65. 12	52. 23	12. 89	24. 68%	65. 80

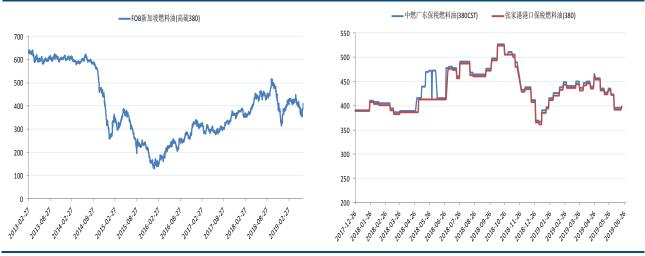
数据来源: Wind, 中信建投期货

1-6 月份(1月2日-6月28日)燃料油在原油上涨及新加坡供应收紧的背景下,走势偏强。期货端,燃料油主力合约上涨451元/吨至2775元/吨,涨幅19.4%;现货方面,中燃广东保税燃料油价格上涨27美元/吨至396美元/吨;张家口保税燃料油价格上涨34美元/吨至399美元/吨。



#### 图 3: 新加坡燃料油现货价格(美元/吨)

#### 图 4: 国内燃料油保税价格(美元/吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

表 2: 燃料油一月行情回顾(美元/吨) (2019.1.2-2019.6.28)

	6月28日	1月2日	涨跌	涨跌幅	半年均价
中燃广东保税燃料油(380)	396. 00	369. 00	27. 00	7. 32%	427. 28
张家口保税燃料油(380)	399. 00	365. 00	34. 00	9. 32%	423. 22
FOB 新加坡燃料油(高硫 380)	410. 20	325. 94	84. 26	25. 85%	402. 31
FOB 阿拉伯湾燃料油(高硫 380)	395. 50	308. 10	87. 40	28. 37%	387. 93
FOB 韩国燃料油(高硫 380)	405. 00	325. 50	79. 50	24. 42%	401. 70

数据来源: Wind, 中信建投期货

# 2、沥青行情回顾

1-6 月份(1 月 2 日-6 月 28 日)沥青在原油上涨的背景下,整体走势偏强。期货端,沥青主力合约上涨 492 元/吨至 3122 元/吨,涨幅 18.7%;现货方面,华东地区市场价上涨 550 元/吨至在 3350 元/吨;山东地区价格上涨 500 元/吨至 3300 元/吨;华南地区价格市场价上涨 125 元/吨至 3375 元/吨。

#### 图 5: 沥青期现价格(元/吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

表 3: 沥青现货(元/吨)和进口价格(美元/桶)一月行情回顾(2019.1.2-2019.6.28)

	6月28日	1月2日	涨跌	涨跌幅	半年均价
华东地区	3350	2800	550	19. 64%	3378. 28
山东地区	3300	2800	500	17. 86%	3291. 07
东北地区	3300	2775	525	18. 92%	3339. 34
西北地区	3850	3750	100	2. 67%	3847. 95
华北地区	3275	2850	425	14. 91%	3287. 09
华南地区	3375	3250	125	3.85%	3446. 93
西南地区	3500	3400	100	2. 94%	3712. 30
FOB 新加坡	415. 00	415. 00	0.00	0.00%	407. 81
FOB 泰国	395. 00	405. 00	-10.00	-2. 47%	397. 58
FOB 韩国	380. 00	355. 00	25. 00	7. 04%	394. 73

数据来源: Wind,中信建投期货

# 二、 原油产业链价格影响因素分析

### 1、宏观经济形势

### 1.1、国际宏观

### 1.1.1 全球经济增长乏力,下行压力逐渐显现

全球经济自 2018 开始增长乏力,随着美国财政刺激效果减弱,贸易摩擦影响开始显现,今明两年全球经济或面临较大的下行风险。IMF 在 2019 年 4 月的《世界经济展望》中指出,受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升以及商业信心疲软等多重因素影响,全球经济活动自 2018 年下半年起显著放缓,并下调对 2019 年世界经济增速的预期至 3.3%,这相比于 2019 年 1 月的预测下调了 0.2 个百分点。

图 6: 全球 GDP 实际增速及预测

图 7: 摩根大通全球采购经理人指数

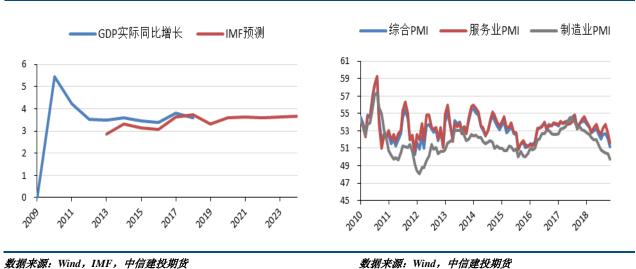


图 8: 经合组织综合领先指标

图 9: 经合组织商业及消费者信心指数



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

2018年初以来,全球经济见顶回落,经济扩张减速、市场景气程度不断下滑、消费信心也开始走弱。摩根

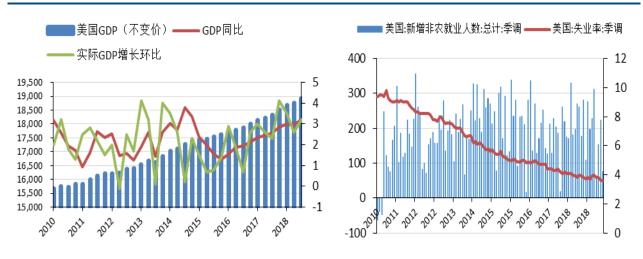
大通全球 PMI 指数显示, 自 2018 年 1 月前后, 综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶 后逐步下行,其中全球制造业 PMI 指数回落最快,从 2018 年初时的 54.4 的水平持续下滑至 2019 年 5 月的 49.8, 表明全球制造业已进入收缩区间,全球经济增长乏力。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下,消费者信心也逐 渐下滑。经合组织统计数据显示,2019年5月份,商业和消费者信心指数分别为99.9184点和100.6877点,分 别较 2018 年同期低 1.1915 点和 0.1973 点,呈现下降的趋势,且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指 数,表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

### 1.1.2 美国经济不再强劲,驱动因素逐渐减弱

2018年下半年以来,美国经济强劲的增长势头放缓,虽然劳动力市场仍然保持紧张的局面,但制造业扩张 程度逐渐见顶回落,通胀也呈现逐步疲软的态势,美国消费者的信心逐渐下滑,美国经济的驱动力开始转弱。

图 10: 美国国内生产总值及其增速

图 11: 美国新增非农就业人数及失业率



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 12: 美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

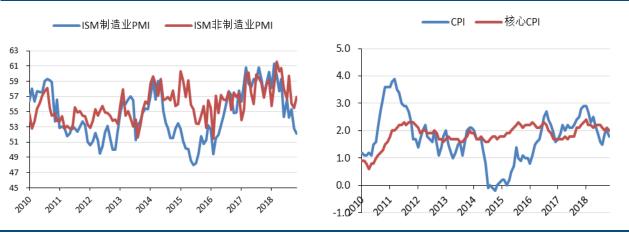
美国经济分析局公布的统计数据显示,2019 年美国第一季度 GDP(不变价)达到 18.91 万亿美元,同比增

长 3.20%,增速较 2018 年同期高 0.62 个百分点,保持着较快的增长速度,但从环比增速来看,美国经济有见顶回落的风险。

美国就业形势持续改善,但前景隐忧逐渐显现。美国劳工部最新统计数据显示,2019 年 5 月份新增非农就业人数达为 7.5 万人,较此前数据有较大幅度下滑;经季节性调整后的失业率进一步降至 3.6%,相比于 2018 年同期低 0.2 个百分点,为 50 年来的低位。美国失业率的降低,伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加,且非农企业员工工作时长保持在稳定区间,这意味着美国就业市场仍保持较好的状态。美国劳工部公布的最新统计数据显示,2019 年 5 月份美国非农企业员工平均周薪达到 957.35 美元,较 2018 年同期增加 26.19 美元,延续着持续增加的趋势;5 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时,与 2018 年同期持平,平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间;唯一值得担忧的是,美联储关心的职位空缺数有见顶的可能,2019 年 4 月经季节性调整后的职位空缺数达到 744.9 万人,而在 2019 年 1 月与 2018 年 11 月此数据均超过 762 万。

图 14: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数

图 15: 美国物价指数变动情况



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 16: 美国国际贸易及其增速

图 17: 美国国内消费及其增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

制造业及非制造业扩张程度持续放缓从另一个侧面反映出美国经济不复此前的强劲势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示,2019年5月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1 和 59.6,较 2018年同

期分别低 6.60 和 1.70。

制造业和非制造业放缓的状况下,美国物价水平难以维持较高的增长。美国劳工部公布的统计数据显示,2019 年 5 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.0%,较去年同期增速低 0.2%,这从侧面显示民众的消费动力正在减退。

此外,贸易摩擦问题也逐渐显现其后果,美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑,美国经济驱动力正在减弱。美国经济分析局最新的统计数据显示,2019年5月份美国出口和进口同比减少8.40%和29.60%,增速较2018年同期降低22.0和41.5个百分点,贸易摩擦对美国进出口影响巨大,其中进口影响更加明显;5月份美国零售销售总额同比增长3.46%,增速较2018年同期低3.51个百分点,增速显现出回落的倾向。

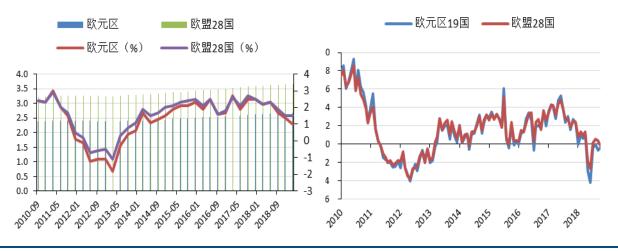
总之,美国经济仍保持着增长的势头,但经济增长下行压力逐渐显现。

### 1.1.3 欧洲内部矛盾未决, 经济增速持续下滑

欧元区内部矛盾仍未解决,英国脱欧前景难测,而债务问题再度浮现,欧洲经济增速持续下滑。

图 18: 欧元区和欧盟 GDP 及其增速

图 19: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



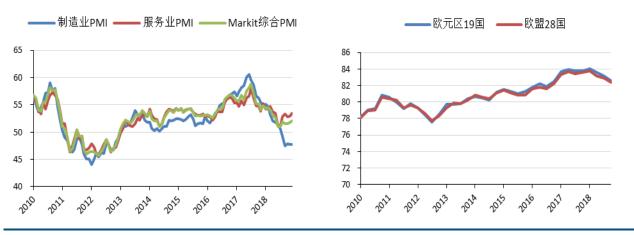
数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

欧盟统计局最新统计数据显示,2019年第一季度,欧元区国内生产总值(季调、不变价)达到2.66万亿欧元,同比增长1.0%,增速较2018年同期降低1.2个百分点;欧盟28国国内生产总值(季调、不变价)达到3.66万亿欧元,同比增长1.5%,增速较2018年同期低0.7个百分点。随着英国脱欧问题持续拖延,以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题,欧元区和经济增速不断下滑,欧洲经济前景难言乐观。

#### 图 20: 欧元区采购经理人指数

#### 图 21: 欧盟和欧元区制造业产能利用率

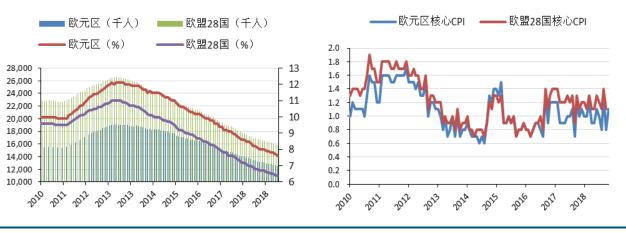


数据来源: Wind, 中信建投期货

图 22: 欧盟 28 国失业人数及失业率

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 23: 欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓,也佐证了欧洲经济正经历下行周期。欧盟统计局最新统计数据显示,2019年5月份,欧元区19国和欧盟28国工业生产指数同比下降0.4%和0.1%,增速均较2018年同期低2.0个百分点,且增速延续着震荡下行的态势;此外,制造业产能利用率也呈见项回落的态势,2019年第二季度欧元区19国和欧盟28国制造业产能利用率分别达到82.6%和82.4%,均较2018年同期下降1.2个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影,面临内部问题以及外部压力,欧盟未来产能利用率或继续下降。

从采购经理人指数角度看,欧洲市场景气程度不断回落,制造业、非制造业扩张速度持续下滑。数据统计机构最新的统计数据显示,2019 年 6 月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1、47.8 和53.4,分别较 2018 年同期下降 2.8、7.1 和 1.8,制造业 PMI 已低于枯荣线。

虽然经济增长面临困难,但欧洲就业形势仍在不断改善。欧盟统计局最新的统计数据显示,2019年4月份 欧盟 28 国失业人数为 1580.2 万人,较 2018年同期减少 139.4 万人;失业率已经降至 6.4%,较 2018年同期低 0.6 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善,失业人数也持续性减少,但欧元区的消费却持续低迷,令欧洲的

物价水平持续处于低位。欧盟统计局最新统计数据显示,2019年5月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心CPI同比增长0.8%和1.1%,增速分别较2018年同期低0.4和0.2个百分点,仍然徘徊于1%附近,未能摆脱长期低迷的状态。

### 1.1.4 美联储由鹰转鸽, 欧央行尚未加息或又宽松

在经济前景持续转弱,通胀转向低迷的背景下,美联储的态度今年以来发生了较大幅度的转变。此前,美联储预计年内仍可能加息,但在美联储 6 月会议以后,市场对美联储的降息预期大幅增加。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示,经济的不确定性增加,总体和核心通胀都将低于 2%;密切关注经济指标的变动,将采取正确行动维持经济的扩张;在政策声明中删除"耐心"一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示,对政策声明作出重大调整,将采取适当措施维持扩张;商界和农业合约对贸易的担忧加剧,金融市场的风险情绪恶化;坚定实现 2%的通胀目标,预计回升至 2%的步伐放缓。美联储态度转鸽将使得全球经济下行压力得到一定程度的释放,各国央行也有更灵活的货币政策操作空间。

图 24: 美国基准利率及债券收益率

图 25: 英国及欧元区利率



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

欧洲方面,由于欧元区经济复苏乏力,欧央行不断推迟加息时间点,从目前来看,很可能加息尚未进行,又将进行新一轮的宽松。在 2019 年 6 月欧央行政策利率会议声明中,欧央行表示,预计将保持现有关键利率水平不变至少到 2020 年上半年,这一时间点在近半年会议中不断推迟;并决定第三轮定向长期再融资操作(TLTRO)主要利率为 0.1%。欧央行行长德拉吉表示,适度的货币宽松政策是必要的;距离政策正常化仍旧遥远,部分委员提出降息或重启 QE 的可能性;欧洲央行必要时可以降息,如果降息则有可能使用利率分级制度;已经开始考虑财政政策。

# 1.2、国内宏观

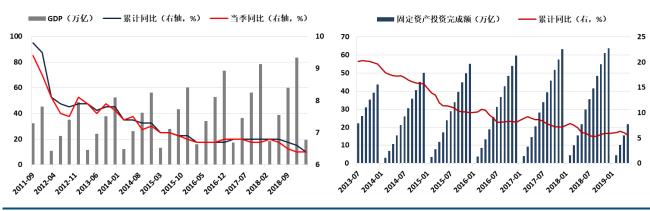
# 1.2.1 经济下行压力大,投资担维稳重任

2019年上半年,受到自身经济结构调整和国际形势的挑战,经济增长放缓。国家统计局数据显示,2019年第一季度国内生产总值(GDP)同比增长 6.4%,环比 2018年四季度持平,较 2018年同期低 0.4pct,出现较明显的下滑。在经济下行压力增大的情况下,消费和进出口等正反馈因素同步走弱,投资则再度承担起"维稳"

任务。2018年1-5月,社会消费品零售总额为16.1万亿元,同比增长8.1%,较去年同期下降1.4个百分点;出口9583亿美元,同比增长0.4%,较去年同期大幅下降12.52个百分点;而固定资产投资完成额21.76万亿元,同比增长5.6%,较去年同期下降0.5个百分点。消费的下滑除了受高杠杆影响外,还反映出经济活动的减少和消费者对于未来预期的悲观倾向。出口方面,2017-2018年受国际经济形势转好及抢出口影响,基数较大。2019年,随着中美贸易摩擦进一步加剧,及全球经济增长的放缓,出口增速大幅下滑。投资方面,尽管今年投资增速并未大幅上涨,但投资仍对稳定经济增长起到了非常重要的作用。在经济转型换挡时期,投资的维稳作用不再如以往一般是为了保持经济高速增长,而是为了保证经济下滑的速度不至于过快,保证经济结构的平稳过度。因此,2019年上半年,我们仍能看到投资在维持经济稳定增长方面起到的重要作用。

#### 图 26: 中国国内生产总值及其增速

#### 图 27: 中国固定资产投资及其增速

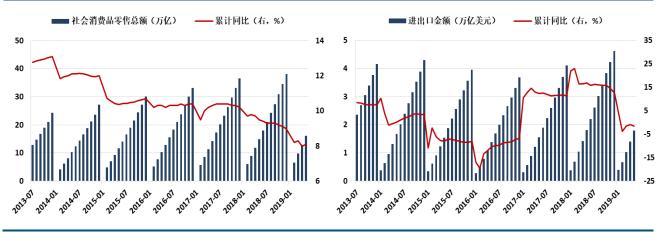


数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 28: 中国社会消费品零售总额及其增速

图 29: 中国进出口贸易额及其增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

尽管我国经济正从投资拉动型转向消费拉动型,但短期内,投资仍然是经济增长的最大拉动力量,其次则 为消费,最后才是出口。因此,预测未来经济走势仍需从投资、消费、进出口三方面入手。

投资有所侧重,维稳和促转型两不误。固定资资产投资增速整体仍保持在低位,但其中涉及转型升级的投资则保持高速增长,比如制造业中的技术改革投资增长 15%、生态保护和环境治理增长 41.5%、信息传输投资增长 14.9%、高技术产业投资增长 11.9%。各种迹象表明,未来投资的重点将由"铁公基"转向高新技术行业,

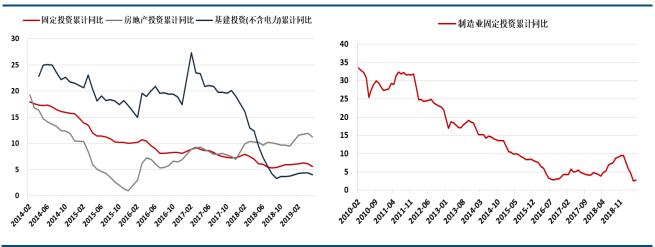
其经济维稳的效果或许相对较差,但将对我国经济发展和转型带来更深远的影响。

房地产方面,在经济增长压力增大的背景下,房地产投资大概率维持平稳。国家统计局数据显示,2018年1-5月份,房地产投资同比增长11.2%,增速较2018年同期提高1pct。尽管房地产投资保持高速增长,但其中蕴藏的风险不可忽视。2019年1-5月,商品房销售面积减少1.6%,销售额增长6.1%,商品房市场面临着量缩价涨的怪象。我们认为,后期房地产市场或面临销售压力,房企回款效率降低,并进一步影响房地产投资。

基建方面,受制于地方债务的影响,投资增速难以持续回升。2019年1-5月,基建投资(不含电力)增速仅为4%,较去年同期显著降低,但较去年下半年有所回升。但是,我们需要注意的是,地方债务仍处于高位,其对基建投资的增长更显"有心无力"。后期,随着专项债的提前释放,基建投资的增长可能进一步下滑。

#### 图 30: 固定资产投资增速

#### 图 31: 制造业投资增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

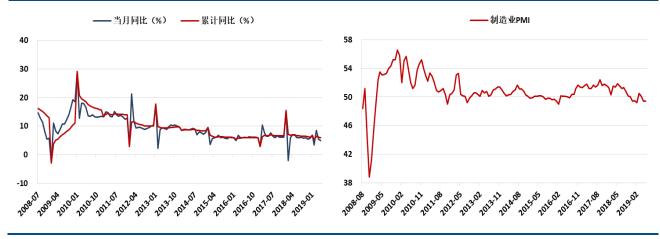
消费方面,短期内仍难有较大改善。我们认为消费取决于两点,一是有钱,二是愿意消费。针对第一点,受前期房价大幅上涨影响,居民杠杆快速上升,财富集中进入部分富人阶层和房地产企业中,而富人和房地产企业消费增量有限,另一部分居民消费能力则大幅下降,导致居民整体消费潜力不足。尽管有个税抵扣、减税等措施增加居民可支配收入,但目前来看,效果并不显著,仍需关注政策的长尾效应,以及后期更强有力刺激政策。针对第二点,在经济下行期,居民避险情绪上升,消费意愿将明显下降。因此,我们认为 2019 下半年总体消费增速或延续上半年缓慢下滑的趋势。

出口方面,全球经济增长放缓叠加中美贸易摩擦,出口继续承压。今年以来,欧美经济均显现出一定的颓势,对我国出口带来较大不利影响。此外,中美贸易摩擦仍未解决,并且不排除进一步加剧的可能,亦对我国出口不利。事实上,我国 PMI 新出口订单指数已连续一年处于 50 荣枯线下方,表明出口正处于持续的收缩状态。2019 下半年,全球经济增长大概率持续放缓,中美贸易摩擦仍将持久化,出口预计仍难见到显著的改善。



#### 图 32: 中国工业增加值同比增速

#### 图 33: 中国制造业 PMI 指数



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

2019年1-5月,国内经济增长放缓的压力仍在,工业增加值同比增速维持低位,制造业 PMI 回落至荣枯线以下。2019年1-5月,中国工业增加值累计同比增长6%,较去年同期降低0.9pct,仍保持向下趋势。从制造业PMI看,多数时间仍处于荣枯线下方。截至6月,PMI为49.4,经济增长仍面临压力。

整体来看,投资不高"大水漫灌",而是精挑细选,短期效果不显,长远影响显著;消费则面临双重影响,短期内增速将进一步放缓;出口方面,受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦影响,下半年料难有显著改善。因此,2019年下半年经济或延续上半年的弱势。

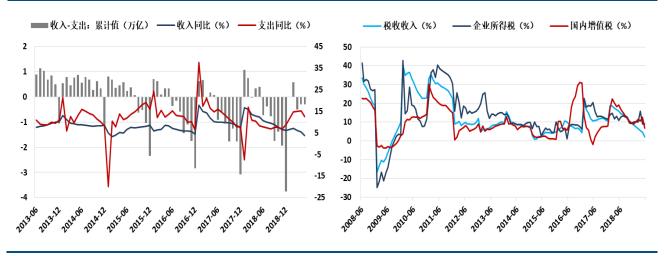
# 1.2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现

2019 年上半年,积极地财政政策主要延续 2018 年减税降费的定调。中华人民共和国国务院令第 707 号第四次修订的《中华人民共和国个人所得税法实施条例》自 2019 年 1 月 1 日起施行。4 月 1 日期,制造业等行业原有 16%增值税税率降为 13%,交通运输、建筑、房地产等行业现行 10%税率降为 9%,保持 6%一档税率不变。5 月 1 日起,城镇职工基本养老保险单位缴费比例可从 20%降到 16%,切实减轻企业社保缴费比例。

受财政政策调整的影响,上半年财政收入增速继续下滑,财政支出增速回升。财政部公布的统计数据显示,2019年1-5月份,全国公共财政收入同比增长3.8%,增速较去年同期大幅下降8.4pcts,且是近5年最低值。具体看,1-3月增值税增长1900亿元,4-5月则与去年同期持平;1-5月,个人所得税4800亿元,较去年同期大幅减少30%。过去两年,财政收入在上半年均取得高速增长,而今年上半年则基本延续去年的下降趋势。我们认为,伴随着减税降费的进一步推进,财政收入增速或将继续放缓。经济下行压力下,财政支出仍然保持较快增速。1-5月,财政支出同比增长12.5%,增速较去年同期上升4.36个百分点。从组合效应来看,财政政策一方面在降低企业和个人的税费负担,另一方面又在加大支出,利用宏观杠杆效应,盘活存量。尽管财政政策的刺激并不能快速见效,但随着积极政策的深化推行,经济增长终将受到极大助益。

图 34: 中国公共财政收入和支出及其增速

#### 图 35: 中国税收收入累计增速



数据来源: Wind, 中信建投期货

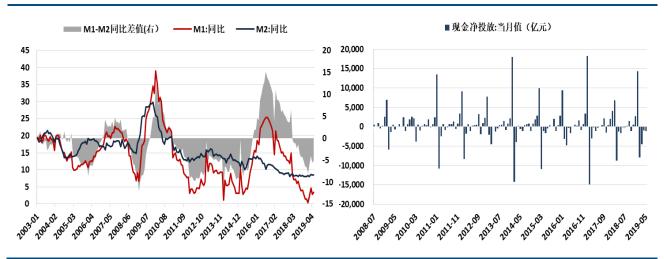
数据来源: Wind, 中信建投期货

### 1.2.3 服务高质量成货币政策新主线

2018 年低,央行四季度会议的表述中,对稳健货币政策的表述删除了"保持中性",删除了"管好货币供给总闸门",货币信贷及社会融资规模合理增长从"引导"改为"保持","推动形成经济金融良性循环"修改为"推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环,促进国民经济整体良性循环",扩大金融对外开放前增加修饰词"进一步"。2019 年一季度,央行例会强调要保持战略定力,坚持逆周期调节,把好货币供给总闸门,坚持不搞"大水漫灌"。而央行二季度例会中,关于货币政策的表述有所调整,一是强调外部不确定不稳定因素增多(一季度为不确定性仍然较多);二是将"坚持逆周期调节"改为"适时适度实施逆周期调节",并提出加大对高质量发展的支持力度。

图 36: 中国货币供应增速及剪刀差变动

图 37: 中国人民银行现金净投放



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

从近三个季度央行货币决策委员会例行会议的决策表述看,货币政策似有"边际收紧"的趋势。事实上, 我们从 1-5 月的货币的供应走势亦能够看出些许迹象。1-3 月,新增社融 8.18 万亿,较去年同期多增 3.32 万亿,

占去年全年新增社融的 42.47%,而 4-5 月仅新增 2.78 万亿,仅较去年同期多增 600 亿元。这种明显的下滑,除了"额度"和融资需求等方面的限制外,还反映出央行关于货币供应态度的微小转变。

应该理解的是,央行的这种转变并不意味着货币政策的宽松状态将要结束,我们的观点是,货币政策的宽松将以定向为准,重点服务高质量行业。事实上,经过一系列的"开闸"手段,国内货币供应已经出现的明显的好转,M1 增速从年初的 0.4%升至 3.4%,M2 增速从去年底的 8.1%升至 8.5%,M1-M2 剪刀差明显收窄。从利率端看,10 年期国债收益率处于区间下沿,Shibor 隔夜拆解利率一度跌破 1%,创 08 年金融危机以来的新低,表明货币市场的流动性相当充裕。

图 38: 中国社会融资规模及新增信贷占比

图 39: 中国存贷差额

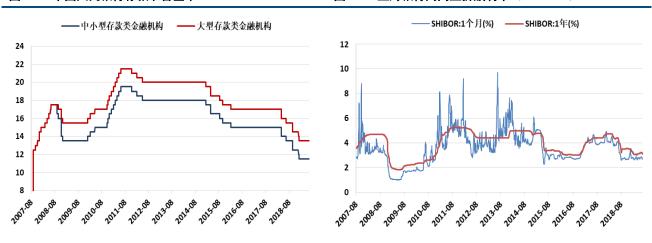


数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

#### 图 40: 中国人民银行存款准备金率

图 41: 上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 42: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速







数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

结合二季度的央行会议表述,我们认为,后续货币政策的全面宽松概率不大,仍是以定向宽松为主要手段,尤其关注高质量行业。原因主要是以下两点:一是货币市场流动性已经相当充裕,在货币传导机制出现的问题的情况下,全面的宽松只会酿造更大的灾难;二是我国正在面临经济转型的关键期和阵痛期,货币政策的扶持重点理应有所偏重,促进转型更快更好的完成。因此,我们判断下半年货币政策的放松空间相对有限,重点将是扶持高科技企业。

### 1.2.4 外汇储备与汇率稳定可期

2019年,受贸易摩擦、国内经济变化等影响,人民币汇率波动性上升,外汇储备则重回升势。年初,随着中美贸易摩擦的缓和,以及国内经济出现触底反弹的迹象,人民币走强,美元兑人民币一度跌至 6.67。但是,随着特朗普新一轮关税实施,中美贸易摩擦再度升温,叠加国内经济数据回落,人民币贬值,最高至 6.9366.。与此同时,外汇管理局统计数据显示,中国外汇储备从去年底的 3.07 万亿美元升至 3.1 万亿。

图 44: 中国外汇储备变动情况

图 45: 美元和欧元兑人民币汇率中间价





数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

2019年下半年,人民币进一步贬值的空间不大,外汇储备亦能够保持稳定。首先,随着美国经济后续增长

动力减弱,加息进程结束,降息预期逐渐升温,人民币贬值的压力大幅减轻;再者,国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放,但中国作为全球最大的新兴市场,仍然极具投资价值,随着对外开放的加速,能够吸引大量资本流入。因此,下半年人民币汇率将维持相对稳定,不具备进一步大幅贬值的空间,外汇储备亦能够维持相对稳定。

### 1.3、宏观小结

宏观层面,伴随着贸易摩擦带来的负面效应,目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象,而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后,目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险,美联储的态度也相应由鹰转鸽,给市场一定的降息预期,这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑,同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。

国内方面,2019下半年,出口和消费仍难出现显著的回暖;投资亦不会"大水漫灌"般全面铺开,而是重点产业重点投资;财政政策仍以减税降费为主,同时加大支出,盘活存量;货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是,当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上,而是要保持战略定力,不误经济结构的转型升级。因此,我们认为2019年下半年经济增速将稳中小幅下滑,但经济的质量将更上一层楼。

### 2、原油价格走势

## 2.1、原油供给

### 2.1.1 OPEC 产量及减产计划

图 46: OPEC 产量 (千桶/天)

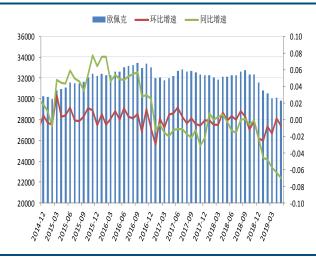
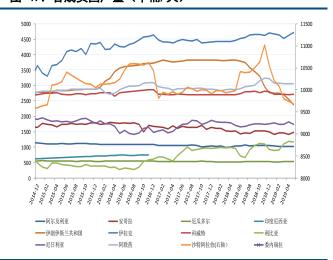


图 47: 各成员国产量(千桶/天)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

2019 年 OPEC 原油供应有望继续收紧。2019 年上半年,在 OPEC+坚定实施减产以及地缘政治风险的双重作用下,原油供应端呈现持续下降趋势。OPEC6 月月报数据显示,14 个 OPEC 成员国 5 月欧佩克原油产出为



2988 万桶/日,较上月减少 23.6 万桶/日。其中,伊朗原油产量降幅最大,环比减少 22.7 万桶/日,同时沙特继续大幅减产,环比减少 7.6 万桶/日。此外,OPEC 的老大沙特的减产意愿非常坚定,并且近几个月来,沙特石油部长法利赫多次暗示,OPEC 可能会延长减产。总体来看,在 OPEC 实行减产的背景下叠加部分成员国产量的被动减少,预计 2019 年下半年 OPEC 原油供应或继续收紧。

表 4: OPCE 产量(千桶/天)

	产量目标	1月产量	2月产量	3月产量	4月产量	5月产量
阿尔及利亚	1057	1041	1026	1018	1013	1029
安哥拉	1515	1416	1457	1454	1413	1471
厄瓜多尔	521	515	522	524	528	529
印尼	-	-	-	-	-	-
伊朗	-	2754	2743	2698	2554	2370
伊拉克	4654	4669	4633	4522	4630	4724
科威特	2753	2710	2709	2709	2697	2710
利比亚	-	895	906	1098	1176	1174
尼日利亚	1760	1792	1741	1733	1819	1733
沙特阿拉伯	10637	10213	10087	9794	9742	9690
阿联酋	3177	3078	3072	3059	3060	3061
委内瑞拉	-	1106	1008	732	768	741

数据来源: Wind, 中信建投期货

历届 OPEC 会议显示,OPEC 大会如果没有达成收缩产量的协议,未来 3 到 6 个月时间里原油价格大概率下跌,而在达成减产协议的情况下,油价上涨概率明显增加。2018 年 12 月 7 日,OPEC+组织达成在 10 月的产量基础上减产 80 万桶/日,同时俄罗斯等非 OPEC 产油国将减产 40 万桶/日,双方合计减产 120 万桶/日,持续至 2019 年 6 月底的协议。此外,俄罗斯总统普京近期表示,他与沙特方面都赞同将现有的减产 120 万桶/日的政策延长六至九个月,直到 2019 年 12 月或 2020 年 3 月。综合来看,在 OPEC 达成减产协议并且减产协议有望延续的情况下,供应端收紧将继续利好油价。



#### 表 5: OPEC 历届大会及对油价的影响

	时间	会议结果	当日收 盘价	1周后涨 跌幅	1 个月后 涨跌幅	3 个月后 涨跌幅	6 个月后 涨跌幅
第 166 届	2014年11月27日	维持原油产量 目标不变	65. 99	-0. 55%	-18. 53%	-24.96%	-12.64%
第 167 届	2015年6月5日	维持原油产量 目标不变	58.88	2. 63%	-10. 53%	-22. 27%	-38. 62%
第 168 届	2015年12月4日	宣布解除产能 上限	40. 14	-11. 93%	-8. 12%	-9.49%	21.77%
第 169 届	2016年6月2日	没有达成任何 冻产协议	49. 05	5. 06%	0. 47%	-9.89%	5. 36%
第 170 届	2016年9月28日	(临时会议)	-	ı	I	-	-
第 171 届	2016年11月28日	达成八年来首 份减产协议	46. 90	10. 19%	14. 41%	15. 14%	6. 59%
第 172 届	2017年5月25日	延长减产协议 9个月	48. 71	-1.40%	-10.72%	-1.75%	21.06%
第 173 届	2017年11月30日	延长减产协议 9个月	57. 42	-0.89%	+4. 30%	+7. 19%	16. 86
第 174 届	2018年6月22日	恢复 100%减 产执行率	69. 28	+7. 17%	-1. 65%	+2.06%	-34. 44%
第 175 届	2018年12月6日	达成6个月减 产协议	51. 71	+2.20%	-5. 70%	8. 66%	2.84%

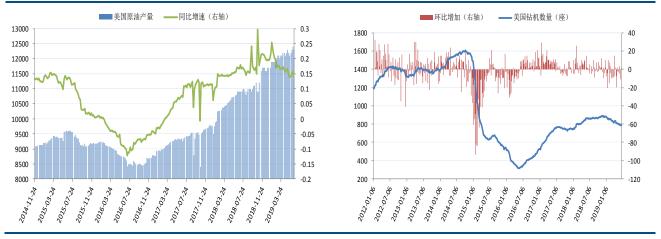
数据来源: Wind, 中信建投期货

# 2.1.2 美国产量

上半年,美国的原油产量出现放缓,但下半年供应有望加速释放。钻井数的不断下降以及国页岩油的运输瓶颈使得美国原油产量并未大幅增长。最新的 6 月 EIA 报告显示,近期美国国内原油产量减少 10 万桶至 1220 万桶/日,同时美国石油活跃钻井数同比减少 65 座至 793 座。下半年原油运输的瓶颈问题将会随着新管道的落成而逐渐好转,而运输成本的下降将会加速二叠纪盆地石油钻井的投产。综合来看,随着运输瓶颈得到解决,美国的原油产量增速可能会再度加快。

图 48: 美国原油产量(千桶/天)

#### 图 49: 美国钻机数量(千桶/天)



数据来源: Wind, 中信建投期货

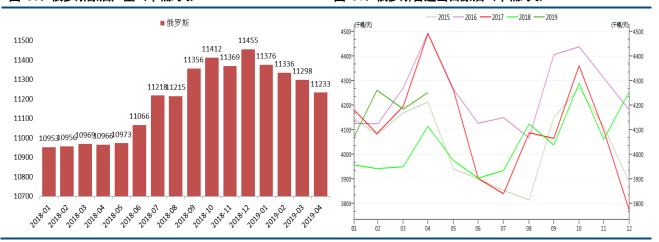
数据来源: Wind, 中信建投期货

### 2.1.3 俄罗斯原油产量

俄罗斯同意延长减产协议,OPEC+供应再迎利好。俄罗斯能源部数据显示,5 月原油产量 1111.4 万桶/日,同比增长 1.49%,环比下滑 1.06%;2019 年 4 月份,其管道出口原油达 425.2 万桶/天,相较 2017 年同期增加 13.8 万桶/天,但德鲁日巴管道因原油污染事件或削减俄罗斯原油出口。此外,俄罗斯和沙特领导人于 OPEC+会议前在大阪举行了会晤,俄罗斯总统普京与沙特王储萨勒曼达成协议,今年下半年将延长当前的欧佩克协议产量水平,并可能延长至 2020 年初的前几个月。综合来看,2019 年俄罗斯原油产量减少将对油价形成一定利好支撑。

图 50: 俄罗斯原油产量(千桶/天)

图 51: 俄罗斯管道出口原油(千桶/天)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

### 2.2、原油需求

随着各种不确定性有增无减,近期多个国际组织下调今年全球或部分区域经济增长预期。IMF 主席拉加德指出,今年以来全球经济已失去进一步增长的动力,IMF 下调全球经济增长预期。IMF 预计今年 70%的全球经济体将出现增速放缓。世界银行追随着 IMF 的脚步,将今年全球经济增长预期下调 0.3 个百分点至 2.6%,而 1



月时的预期为 2.9%。这一最新预测为 2016 年以来的最低水平,下调幅度也是三年来最深。而全球经济的下滑,对于原油需求端有重大的影响。

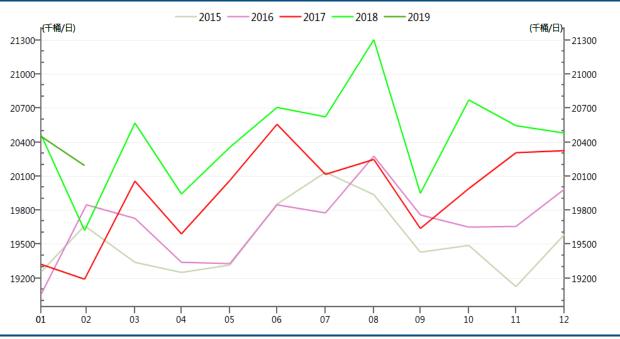
#### 图 52: 世界原油需求量(百万桶/天)



数据来源: Wind, 中信建投期货

### 2.2.1 美国原油需求及库存

### 图 53: 美国石油产品消费量(千桶/天)



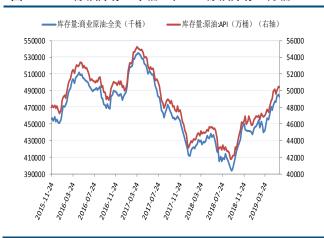
数据来源: Wind, 中信建投期货

美国原油需求增速或将放缓,但消费季节性特征明显。美国原油需求整体与 GDP 保持较高相关性,美国商务部公布第一季度实际 GDP 年化季率初值为 3.2%,预期 2%,前值为 2.2%,但减税刺激效应的消退和全球贸易局势的不确定性使得美国经济增长仍面临一定的压力。另一方面,EIA 预计 2019 年美国原油需求将增加 19万桶/日,此前为 25 万桶/日;预计 2020 年美国原油需求将增加 25 万桶/日,此前为 28 万桶/日。综合来看,在美国经济增速放缓的情况下,原油季节性消费旺季特征也将有所削弱。

库存方面,2019年上半年,美国原油库存在美国原油产量增长同时需求淡季的背景下整体呈现上升趋势。 EIA 数据显示,截止6月21日当周,美国商业原油库存为4.7亿桶,环比前一周下降1279万桶,连续2周录得下滑,但相较1月初仍大幅增加2983.8万桶。美国石油协会公布的原油库存(API)为4.96亿桶,相较1月初同样增加了3740.6万桶。后期来看,美国原油需求旺季叠加出口高增长将在一定程度上抵消原油产量的增加,预计后期美国原油或呈现季节性去库。

图 54: EIA 原油库存(千桶)和 API 原油库存(万桶)

图 55: 库欣商业原油库存(千桶)





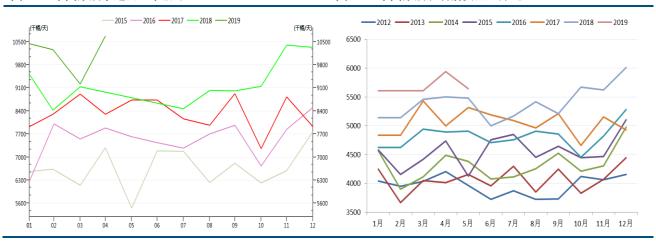
数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

#### 2.2.2 中国需求

#### 图 56: 中国原油净进口(千桶/天)

图 57: 中国原油表观消费量(万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

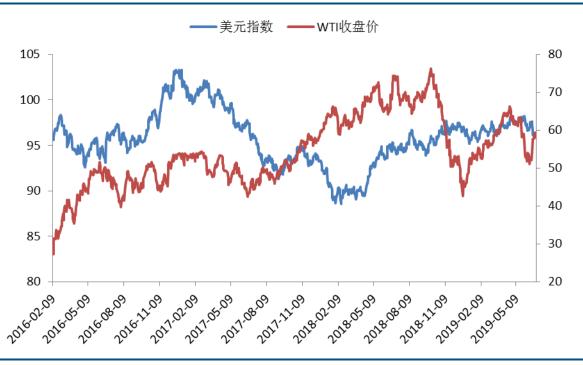
数据来源: Wind, 中信建投期货

中国作为全球第二大原油消费国和第一大原油进口国,对原油需求的情况将对国际原油市场形成较大影响,而 2019 年原油进口和消费量双双增长。OPEC 数据显示,2019 年 4 月我国原油净进口量 1067 万桶/天,环比增长 145.6 万桶/天。Wind 数据显示,2019 年 1-5 月,我国原油累积表观消费 2.84 亿吨,同比增加 1670.3 万吨。展望 2019 年下半年,随着国内宏观经济增速放缓、汽车销量下滑,国内成品油消费边际或将放缓,而中国原油需求增长也将跟随成品油的消费同步趋缓。

### 2.3、美元走势

在经济前景持续转弱,通胀转向低迷的背景下,美联储的态度今年以来发生了较大幅度的转变。此前,美联储预计年内仍可能加息,但在美联储 6 月会议以后,市场对美联储的降息预期大幅增加。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示,经济的不确定性增加,总体和核心通胀都将低于 2%;密切关注经济指标的变动,将采取正确行动维持经济的扩张;在政策声明中删除"耐心"一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示,对政策声明作出重大调整,将采取适当措施维持扩张;商界和农业合约对贸易的担忧加剧,金融市场的风险情绪恶化;坚定实现 2%的通胀目标,预计回升至 2%的步伐放缓。美联储态度转鸽后期将使得美元持续承压,从而对油价形成一定支撑。

#### 图 58: 美元与原油走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

## 2.4、地缘政治

上半年地缘局势给油价带来的影响主要集中在中东,尤其是美伊局势持续紧张。此外美国对委内瑞拉的制裁也收紧了全球原油市场的供应。导致 OPEC 非自愿性减产大增,进一步收紧了 OPEC 的供应。委内瑞拉方面,上半年美国的制裁和委内瑞拉本身经济问题已经使得该国供应量进一步减少,同时大面积停电、经济和政治危机以及美国的严厉制裁打击了委内瑞拉的石油行业。伊朗方面,美国对伊朗结束了豁免期,美国和伊朗的关系

一直持续紧张,使得伊朗的石油产量自去年以来仍然大幅下滑。

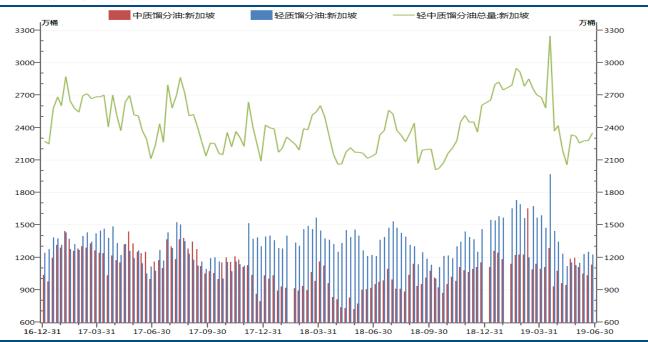
最近一个月,伊朗伊斯兰革命卫队宣布在霍尔木兹海峡附近击落一架进入伊朗领空的美制无人机,特朗普随即批准美军攻击包括雷达和导弹在内的多个伊朗军事目标,但在晚间突然改变主意,叫停行动。而伊朗通过瑞士大使告诉美国,若伊朗受到任何军事打击,那美国必须负责其后果。6月17日,美国代理国防部长宣布美军将再向中东增兵约1000人,以应对当地威胁。毫无疑问,2019年下半年美伊关系演变将对原油市场产生重要影响,同时霍尔木兹海峡会成为关注的焦点,一旦霍尔木兹海峡被切断,将会推升油价。

### 3、燃料油价格走势

### 3.1、燃料油供给

原油进料轻质化以及炼厂装置升级共同推动燃料油供应下降供应的下降。2019年上半年以来,燃料油供应的下滑速度明显加快,主要原因是原油轻质化矛盾的加剧促进了燃料油产量的下滑,使得未来高硫燃料油的过剩得到一定程度缓解。其次,市场对低硫燃料油的筹备也部分限制了高硫燃料油的供应,其中包括中石化、BP、埃克森美孚等国际石油巨头均已公布了低硫油的全面供应计划,暗示其工艺已逐步向低硫燃料油转变。综合来看,IMO2020新规带来的低硫燃料油效应势必使得高硫燃料油产量下降。





数据来源: Wind 中信建投期货

2019 年上半年虽然燃料油供应呈现收紧,但受套利经济性及地缘政治等因素使得使得东西地区库存呈现分化。6月26日,新加坡当周燃料油库存359.64万吨,环比上周下降4%;6月27日当周,ARA燃料油库存123.3万吨,环比上周上涨15%,同比去年下降24%;6月24日富查伊拉燃料油库存172.08万吨,环比上周上涨7%,同比去年上涨22.5%。进入2019年下半年,主产区供应偏紧的状况会继续保持,欧美至新加坡的套利船货大概率会维持低位,同时中东地缘政治因素使得中东燃料油消费转移至新加坡也对新加坡库存起到一定的去化,

预计供应端对燃料油整体呈现利好效应。

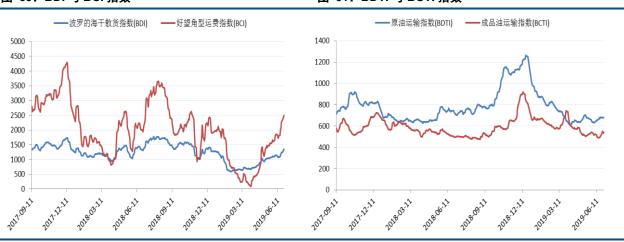
### 3.2、燃料油需求

高硫船燃需求将逐步减少。受 IMO2020 新规影响,高硫船燃需求将逐步减少,但部分船东通过加装脱硫装置从而规避处罚,市场预计到 IMO2020 生效之际全球脱硫塔对高硫燃料油需求的保留量在 52 万桶/天,同时市场 20%左右的船东通过作弊行为也会继续使用高硫燃料油。综合来看,按照目前 350 万桶/天的燃料油需求来看,扣除违规保留 70 万桶/天以及脱硫塔保留 52 万桶/天的船用燃料油需求,预计 228 万桶/天的高硫油消费将被合规低硫燃料取代。

中东地区逐步进入高温季节,燃油发电需求或逐步释放。根据 JODI 数据,过去 5 年 5-9 月中东燃料油需求平均在 165.5 万桶/天,相较 1-4 月份的水平涨幅约为 13.3 万桶/天。事实上,当前的燃料油市场已经明显感受到来自电厂消费旺季的支持,特别是进入 6 月份之后,中东地区气温迅速上升带动了以沙特为首的中东国家夏季用电高峰燃料油进口量。综合来看,虽然船燃需求预期表现悲观,但中东燃油发电需求增长仍对燃料油有一定支撑。

图 60: BDI与BCI指数

图 61: BDTI与BCTI指数



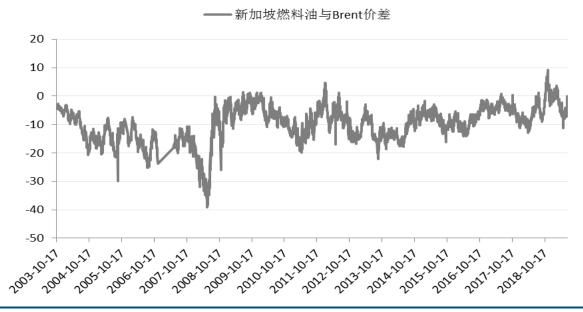
数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

### 3.3、燃料油裂解价差

2019年上半年燃料油裂解价差整体呈现先抑后扬的走势。一季度,燃料油在需求疲弱同时原油上涨的背景下,裂解价差持续走弱;二季度,随着燃料油供应收紧加之原油下跌,裂解价差走强。wind 统计数据显示,截止 6月 28日,新加坡 380 燃料油对 Brent 裂解价差为-1.79 美元/桶,相较 1 月初增加 1.03 美元/桶。进入 2019年三季度,燃料油供给趋紧格局或将延续,而原油在 OPEC 减产的背景下或呈现偏强走势,裂解价差维持高位概率较大;四季度,随着燃料油供给过剩加剧,裂解价差有望再度走弱。

图 62: 新加坡 380 燃料油对 Brent 裂解价差 (元/桶)



数据来源: Wind 中信建投期货

### 4、沥青价格走势

### 4.1、沥青供给

# 4.1.1 国内沥青产量

图 63: 沥青累计产量(万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货货

图 64: 沥青当月产量(万吨)

船期数据显示, 2019 年上半年马瑞原油到港量为 767 万吨, 较 2018 年同期增加 106 万吨或 16%。虽然年 初马瑞原油供应紧张的预期较浓,但从马瑞原油实际到港情况以及炼厂原料反馈情况来看,上半年马瑞原油供 应暂无出现紧张情况。马瑞原油的充足供应,为沥青生产提供最基础的保障,据卓创数据统计,2019上半年沥

青装置平均开工率为 54.58%, 较 2018 年同期开工率上涨 1.48 个百分点。原料供应充足、沥青生产利润可观是支撑沥青装置开工率同比增长的主要原因。Wind 统计数据显示, 1-5 月份沥青产量为 1869.5 万吨,同比增长 13.6%。后期来看,马瑞原油供应或维持稳定,且与汽柴油生产相比,沥青生产效益依旧略好,后期沥青供应有望保持充裕。

### 4.1.2 中国沥青的进口

2019 年 5 月份中国沥青进口量为 47.35 万吨,环比增长 7.79 万吨或 19.70%;同比下滑 0.04 万吨或 0.08%,进口量略高于过去五年均值的 46.92 万吨。2019 年 1-5 月份中国沥青进口总量为 174.76 万吨,同比下滑 34.39 万吨或 16.44%。据船期统计的 6 份到港量据船期统计的 6 月份到港量大约在 28.37 万吨左右,较 5 月船期统计量高出 3.06 万吨,据此推算 6 月份沥青进口可能在 45-50 万吨左右。综合看,2019 上半年总进口量预计在 223 万吨,较 2018 年同期减少 29 万吨或 12%,进口沥青供应量整体呈现下滑趋势。

图 65: 沥青进口量累计值(万吨)

图 66: 2018 年沥青进口量当月值(万吨)



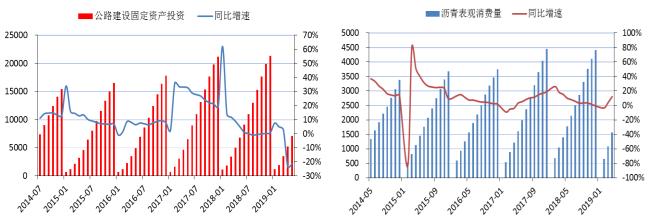
数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

### 4.2、沥青的消费

图 67: 公路建设固定资产投资(亿元)

图 68: 国内沥青表观消费量(万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

从交通固定资产投资来看,2019年明显的变化是总投资增速放缓。Wind统计数据显示,2019年1-5月公路建设固定资产投资达到7114.62亿元,同比下降21.52%,同比增速连续两个月下降且远不及去年同期4.87%。进入2019年下半年,随着国家大力发展基建政策的推进加之气温回升利于道路施工项目的建设,公路建设固定资产投资增速有望回升。

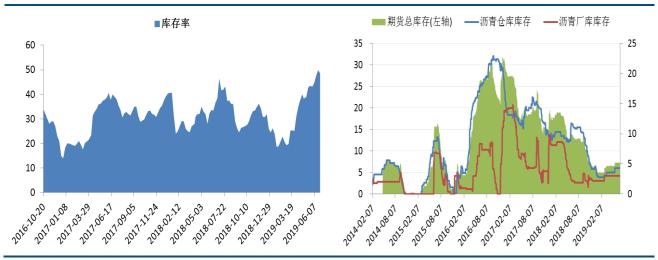
公路建设沥青需求预期较好,表观消费增速或将加快。Wind 统计数据显示,2019 年 1-4 月国内沥青表观消费量为 1558.83 万吨,同比增长 12.10%,增速较 2017 年减少 3.18 个百分点。进入 2019 年下半年,国家加大基础设施领域补短板的力度,以及加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对"一带一路"建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目,加快推进重点省区沿边公路建设,公路建设方向沥青需求有望大幅改善,成为国内沥青需求增长最大的推动力。

### 4.3、沥青库存

2019 年上半年国内沥青炼厂综合年均库存水平为 32.47%,同比去年 31.5%增加 0.97 个百分点。其中,1-2 月贸易商冬储备货加之炼厂停产排库,库存降至年内低点 18.62%;进入 3 月以后,前期停工炼厂逐步复产,同时需求仍处季节性淡季,供需矛盾加剧导致库存持续上升,截止 6 月 28 日当周,国内炼厂综合库存率为 48.55%,相较年内低点大幅增加 29.93%。展望 2019 年下半年,随着道路建设项目的实施,同时部分炼厂停产排库,预计炼厂库存或呈现下降趋势。

图 69: 沥青库存率 (%)

图 70: 沥青期货库存(万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

# 三、行情展望与投资策略

### 1、总结

宏观层面,伴随着贸易摩擦带来的负面效应,目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象,而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后,目前也逐渐显露出疲态。国内方面,出口和消费仍难出现显著的回暖,财政政策仍以减税降费为主,同时加大支出,盘活存量;货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级,2019年下半年国内经济增速将稳中小幅下滑。综合来看,国内外经



济仍面临一定的下行风险、宏观经济对商品价格影响偏空。

原油: OPEC 与俄罗斯积极配合减产以稳定油价,同时地缘政治局势进一步降低原油供应,但下半年美国原油有望重新增长或稀释减产利好。另一方面,全球宏观经济增速放缓或抑制原油需求增长。综合来看,供应利好难掩需求利空,预计下半年原油或呈现冲高回落走势。

燃料油:供给端,主要炼厂装置升级以及进料轻质化的影响,轻质馏分产出比例增大,或将导致燃料油产量结构性下滑;但四季度,船燃新规临近或将加剧高硫燃料油的供应过剩。需求端,三季度中东地区燃油发电需求预期向好支撑燃料油价格,进入四季度 IMO 新规或使得燃油需求跌至低谷。综合来看,基本面后期或由好转差,预计燃料油价格或呈现先扬后抑走势。

沥青:供应端,马瑞原油供应或维持稳定,且与汽柴油生产相比,沥青生产效益依旧略好,后期沥青供应有望保持充裕。需求端,2019年三季度公路建设固定资产投资有望回升加之温度回升有利于道路建设项目施工,沥青需求有一定乐观预期支撑。但四季度随着需求的转淡,沥青供需矛盾或再度凸显。综合来看,三季度需求端或主导沥青价格,四季度基本面或再度恶化,预计沥青价格整体或呈现先扬后抑的走势。

### 2、行情展望

操作策略: 2019 年下半年,建议原油以逢高沽空的策略为主;燃料油套利建议做多 FU1909-FU2001 价差,单边可逢高做空 FU2001;沥青建议逢低做多 BU1912,套利方面后期可关注做空 BU-SC 价差。



# 联系我们

#### 中信建投期货总部

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B,名义层11-A,8-B4,C 电话: 023-86769605

#### 中信建投期货有限公司上海分公司

地址:中国(上海)自由贸易试验区浦电路 490号,世纪大道 1589号 8楼

电话: 021-68765927

#### 中信建投期货有限公司湖南分公司

地址: 长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话: 0731-82681681

#### 南昌营业部

10-11 单元

地址: 南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404

电话: 0791-82082702

#### 中信建投期货有限公司河北分公司

地址:廊坊市广阳区金光道66号圣泰财富中心1号楼4层西侧4010、4012、

4013、4015、4017 电话: 0316-2326908

#### 漳州营业部

地址: 漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话: 0596-6161588

#### 西安营业部

地址: 西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话: 029-89384301

#### 北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话: 010-85282866

#### 北京北三环西路营业部

地址:北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话: 010-82129971

#### 武汉营业部

地址: 武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话: 027-59909521

#### 中信建投期货有限公司杭州分公司

地址: 杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话: 0571-28056983

#### 太原营业部

地址:太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A座 902 室

电话: 0351-8366898

#### 中信建投期货有限公司济南分公司

地址:济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020

电话: 0531-85180636

#### 中信建投期货有限公司大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦

2901、2904、2905、2906 室

电话: 0411-84806316

#### 中信建投期货有限公司河南分公司

地址: 郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话: 0371-65612397

#### 广州东风中路营业部

地址:广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话: 020-28325286

#### 重庆龙山一路营业部

地址: 重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话: 023-88502020

#### 成都营业部

地址:成都市武侯区科华北路62号(力宝大厦)1栋2单元18层2、3号

电话: 028-62818701

#### 中信建投期货有限公司深圳分公司

地址:深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话: 0755-33378759

#### 上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话: 021-64040178

#### 南京营业部

地址:南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话: 025-86951881

#### 中信建投期货有限公司宁波分公司

地址:浙江省宁波市江东区朝晖路 17号

电话: 0574-89071681

#### 合肥营业部

地址: 合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905

室

电话: 0551-2889767

#### 广州黄埔大道营业部

地址: 广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话: 020-22922102

#### 上海浦东营业部

地址: 上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话: 021-68597013

# 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,中信建投期货力求准确可靠,但对 这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构 成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。 客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话: 400-8877-780

网址: www.cfc108.com