

沥青：供给端缩紧，下游公路发力、中期上行有动力

投研部 苏涛

电话：020-22827847

核心观点：

- 综上所述，尽管美国钻井数量持续回升、页岩油产量回归以及高企的库存，但近期市场风险事件集中，OPEC 延长减产协议或是大概率事件，且 6 月加息尚未到来，原油价格重心或仍上移，重回 55 美元以上可能较大。
- 沥青方面，供应缩减，低库存均支持价格，同时 4 月份炼厂检修集中，天气逐渐回暖，下游开工率或将逐步回升，终端基建发力或是重要利好。短期来看，现货市场有望延续盘整局面，期货市场主力合约技术上跌势已成，且文华商品指数跌破前期低位，但是现货市场对其有支撑，重点关注 2500 一线的有效性，总体逢低入多。

一、行情回顾

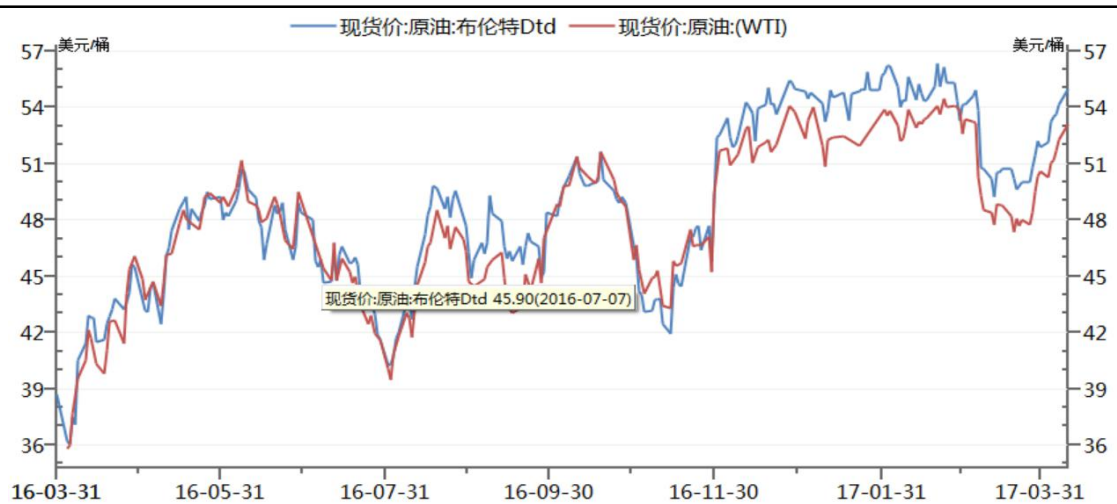
1、3 月原油先抑后扬，沥青期价下跌，沥青现货价格继续走高

原油方面，3 月份以来原油价格整体是“V”形先抑后扬的走势。自去年 12 月 OPEC 达成减产协议至 3 月初，国际油价整体重心处缓慢抬升的态势，但 3 月 8 号布伦特原油暴跌超过 4%，其后最低至 49.71 美元，油价在半个月时间内重回减产前。油价暴跌的核心是 EIA 不断上调美国原油产量令市场担心页岩油产量可能大幅回升致 OPEC 为重占市场份额而调整减产政策。沙特放出不会无视页岩油产量的增长，更加剧了市场的担忧。其后，油价在多个产油国表露支撑 OPEC 延长减产协议的意向及利比亚多个油田受阻关停等利好下低位反弹。目前，油价重回 56 美元附近，技术上仍有上行的动力。

图 1：布伦特主连-日 k 线图



图 2：原油现货价格



数据来源：文华财经、Wind、广金期货投研部整理

沥青方面，进入 3 月份补库需求放缓后，沥青价格结束了去年补库存需求引发的涨势，先于原油价格开始了回调之路，其后在原油价格大幅下行的拉动下，沥青期价也破为下跌，后虽有反弹，但为难改整体回落态势，主力 1706 合约最低下挫至 2490 元/吨，整个 3 月份累计下跌 9.22%。目前，截至 4 月 10 日，主力 1706 合约收于 2734 元/吨，较上月底小

有反弹，但技术面走弱之势难改。

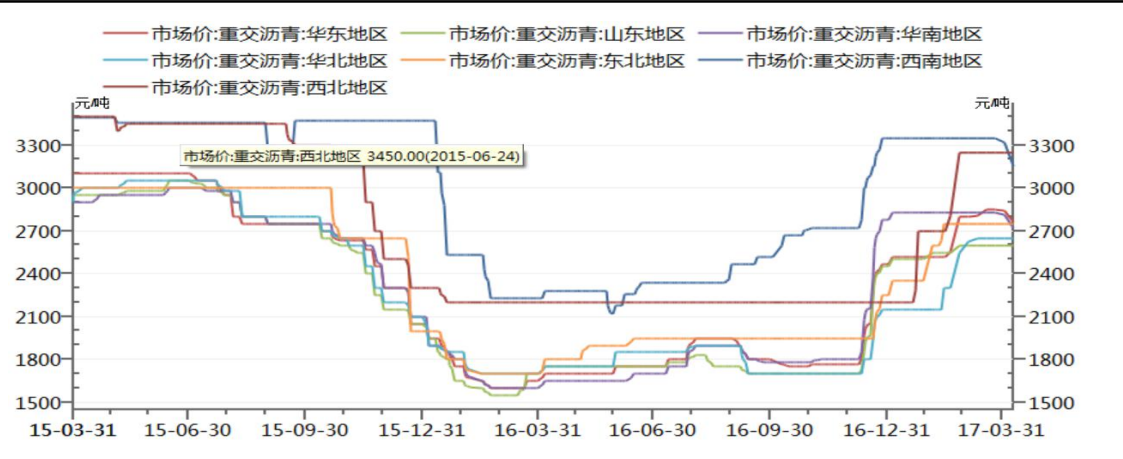
图 3：沪沥青主力-日 k 线图



数据来源：文华财经，广金期货投研部整理

现货方面，3 月份国内沥青现货市场涨势有所放缓，主流消费地华东与华南地区价格持稳，但山东、东北地区涨幅达到百元，其中西北地区涨幅达 200 元/吨。据有关数据，截止 3 月底，国内炼厂重交沥青汽运主流成交价：西北 2750-3000，东北 2850-2950，华北 2650-2750，山东 2650-2750，长三角 2750-2850，华南 2770-2870，西南 3320-3330 元/吨。同时南北价格有所收窄，山东地区价格较长三角贴水从年初最高 375 元/吨收窄月底的 100 元/吨。

图 4：国内重交沥青地区现货价格



数据来源：文华财经，广金期货投研部整理

二、宏观面

1、美指与原油同涨跌

3 月份美联储加息落地，加息 25 个基点，但随后美指暴跌 1.2%，但这并未对大宗商品

走势带来支持，近 1 个月美指与商品同跌同涨。美联储官员表示年内或将加息 4 次，6 月份或是下次加息点。此外，未来几个月，荷兰、法国以及德国将陆续举行大选，近期还美国打击叙利亚，地缘政治风险有抬头之势，宏观市场的不确定性加剧，欣喜的是美国及中国各项经济指标不断向好，经济复苏之势，特别是中国设立雄安新区的决定对建筑材料有很大的利好作用。

图 5：布伦特原油及美指走势



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

三、产业链供需分析

1、2 月 OPEC 减产力度降低，延长减产协议可能较大

自去年 11 月底 OPEC 达成减产协议后，布伦特原油由 48 美元附近被快速拉至 55-56 美元附近，跟减产前的市场预计基本相同。但原油价格在窄幅震荡了三个月后，难以向上突破，反而在进入 3 月份后重回至 50 美元水平。

从协议执行来看，根据 OPEC 及 IEA 发布的数据，执行力度超过预期。两家机构分别对前 2 个月的减产执行率的评估为 100%和 98%。具体来看，今年 1 月份及 2 月份 OPEC 产量分别为 3210 万桶/天及 3196 万桶/天，较去年高峰的 3330 万桶/天，分别降低了 120 万桶/天河 134 万桶/天，但是 2 月份的减产力度明显不及 1 月份的减产，表明随着油价重新走高，大家减产的意愿在下降。分国家来看，2 月份，沙特产量降至 979.7 万桶，较去年 12 月份下降了 64.6 万桶/日，减产幅度超协议中的 48.6 万桶/天；伊拉克产量降至 414.4 万桶/日，降幅达到 22.8 万桶/日；科威特产量降至 270.9 万桶/日，降幅达到 15.0 万桶/日；阿联酋产量降至 292.5 万桶/日，降幅达到 7.5 万桶/日；此外，委内瑞拉也减产了 15 万桶/天。拥有减产豁免权的尼日利亚和利比亚产量分别增加 13.4 万桶/天和 5.9 万桶/天，伊朗产量 381.4 万桶/天增加了近 9 万桶/天，超过了 1 月起的 379.7 万桶/天配额。

截止 2 月份产量数据，目前仅有安哥拉、沙特两国产量低于 1 月的配额，伊拉克、卡塔尔、阿联酋和委内瑞拉四国 2 月产量均超过配额 4-6 万吨，其中伊拉克超过了 6 万吨。总体来看，按照协议，从 2017 年 1-6 月，欧佩克日均减产 120 万桶原油，实际执行率为 90%，该轮减产是欧佩克历年减产行动中力度较大的一场减产。

图 6：OPEC 产油国产量走势



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

按照协议 11 个非欧佩克产油国日均减产 55.8 万桶原油，其中俄罗斯承担 30 万桶/天。但最大的非 OPEC 产油国俄罗斯产量降幅并不明显，根据俄罗斯能源部数据，其 2 月产量较 16 年 11 月份仅下降 13.4 万桶/天，不及减产指标的一半。其能源部长称将在 4-5 月实现减产 30 万桶/天的目标，或许又是一种姿态。实际上，考虑到俄罗斯一向特立独行，雷声大雨点小，且当前国内经济困难，继续外汇以平衡国家开支，对其期待不可过高。IEA 认为，非 OPEC 国家在 1-2 月的减产执行率仅为 37%，而另据产油国技术监督委员会的数据，非 OPEC 前两个月的减产执行率为 64%，可见非欧佩克减产可能更多的是一种姿态。

近期利好市场的是，关于延长减产协议的传言不断出现。俄罗斯与伊朗方面发布联合声明称将在减产方面积极合作，并称减产协议可能在 6 月份以后继续执行；沙特表示在 5 月份讨论是否延长减产协议，科威特石油部长表示同其他几个 OPEC 国家都支持延长减产协议。目前的油价并未达到 OPEC 减产的目标区间，减产政策若不能延续，则面临大幅下行的危险。

2、美国页岩油复苏迅速 钻井数量及库存不断上升

油价上行，推动了美国页岩油行业的复苏。近期美国原油产量、页岩油产量及钻井数量呈现同步回升的态势。至 3 月底，美国原油产量升至 912.9 万桶/日，创近 1 年来新高，自去年 9 月份开始美国原油产量开始稳步上升；一季度石油已累计增产 41 万桶/日。美国石油库存远远高于四年来平均上限，目前仍然处于历史最高位。据贝克休斯报告，截至 3 月 31 号，美国活跃钻机数增加 10 座至 662 座，为连续第 11 周增加，去年同期活跃钻机数为 362 座。1-3 月份，共增加 137 座，增幅仅次于 2011 年第二季度的 152 座近年最大增幅。美国页岩油产业的加快复苏必将抵消部分传统产油国的减产量，给油价上行带来阻碍。未来油价或在高库存及传统产油国减产、新兴页岩油增产中宽幅震荡。

去年 9 月份以来，随着产量的持续回升，美国原油库存也在同步增长。数据显示，截止 3 月 31 号，美国原油库存升至 5.51 亿桶，同比增加 5.65%，较去年 9 月份最低点的增幅已达到 6000 多万桶。但美国成品汽油库存近期不断下降，或许表明美国国内经济增长较好，整体需求改善，从季节性图表也可以看出，在近三年中，今年的成品汽油降低速度应该是最快的。根据 EIA 数据，截止 3 月 31 号，美国成品汽油库存为 2.2 亿桶，连续七周下降，总体水平处于历史低位。

图 7：美国两大原油库存走势

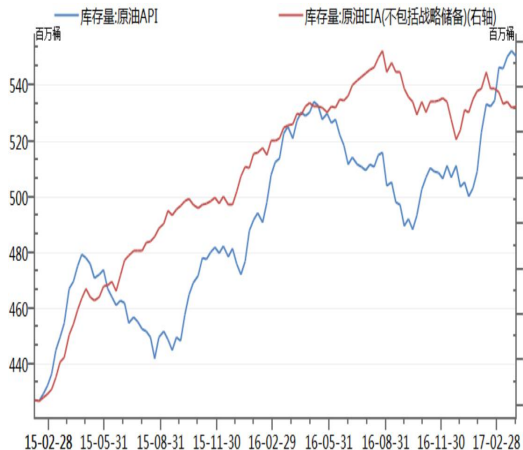
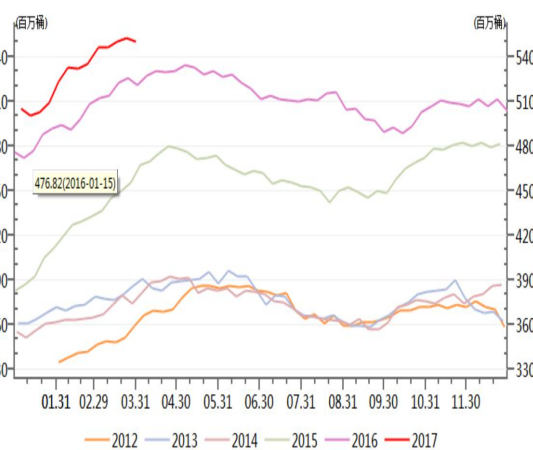


图 8：美国 API 原油库存季节走势



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

图 9：美国成品汽油库存走势

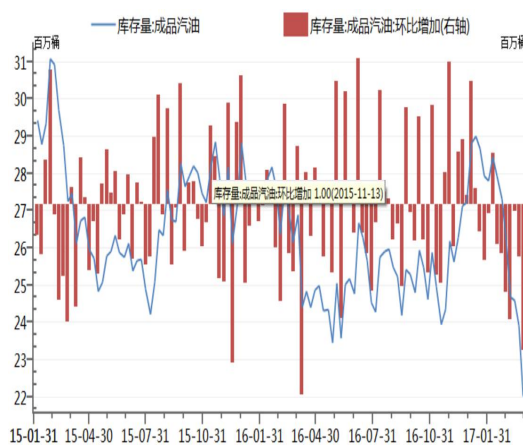
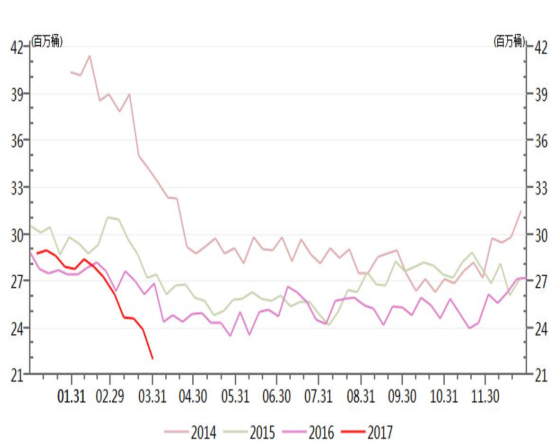


图 10：美国成品汽油库存季节走势



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

3、沥青供给趋紧 4 月炼厂集中检修

产量与进口方面。据国家统计局数据，今年 1-2 月份，国内石油沥青累计产量为 477.8 万吨，同比下降 6.73%；根据海关的数据，2 月份石油沥青进口量为 59.37 万吨，同比下降 23.19%。产量及进口的双降，除了季节因素外，供应缩减或许才是主因。

图 11：国内沥青产量累计值

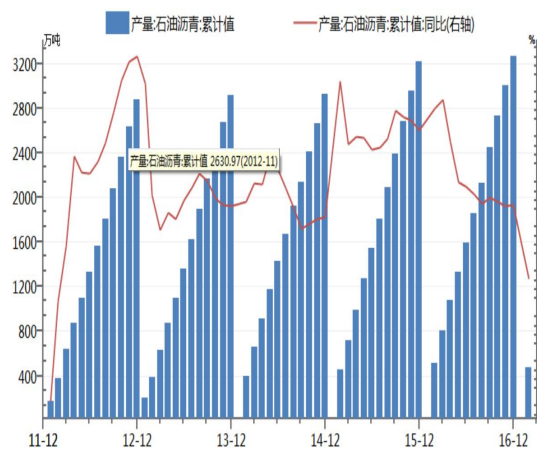
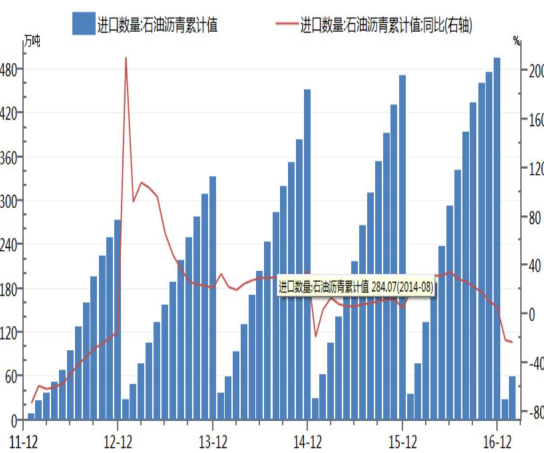


图 12：进口石油沥青累计量



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

图 13：国内沥青装置开工率走势

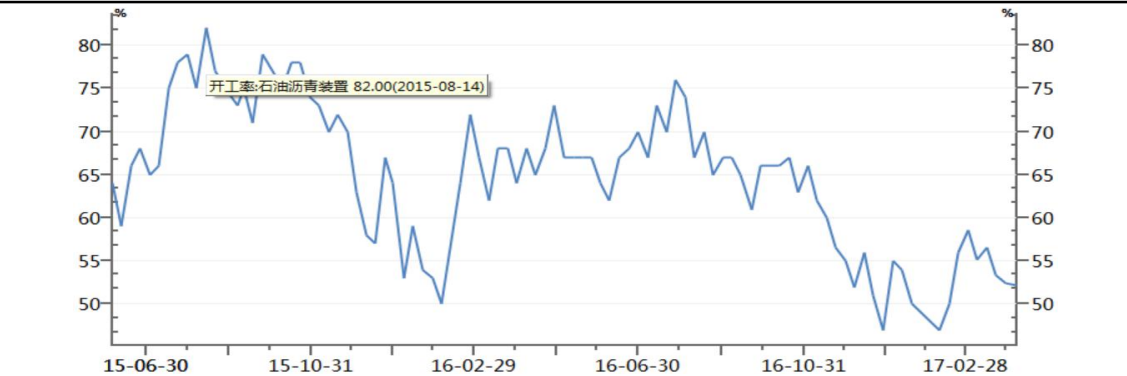


图 14：国内沥青装置开工率季节走势



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

根据 2017 年地炼原油配额，东明、京博、弘润三家地炼原油配额同比于 2016 年均有所减少，其中最为突出的是京博石化 2017 年的配额为 78 万吨，较去年减少 3 倍以上。原油配额减少，意味着地炼企业沥青产量提升的空间被压缩。开年以来，山东地炼主力生产沥青的

炼厂东明等均有原料导致间隙性停产，甚至转产渣油的情况。各方面因素的叠加造成供应缩减，对沥青价格形成支撑。

开工率方面也证实了供应趋紧。年初以来，国内沥青炼厂开工率整体偏低，1-3 月开工率整体在 50-55% 左右，比 2016 年同期低 5-10 个百分点。至 3 月底，国内主要沥青炼厂开工率仍然在 60% 以下，华南、东北及山东地区开工率相对较高，而长三角地区开工率仍在 50% 以下。3 月份开工率不升反降，恢复速度为负值，其一可能因于市场需求并不强劲，其二 1、2 月份成品油价格的走高令部分炼厂转产焦化料，导致沥青整体开工率较低，其三地炼原料的缺乏是导致一季度特别是三月炼厂开工低位的原因。随着 4 月到港量的增加，沥青原料紧张情况或有所缓解。此外，4 月份，上海石化、兴能炼厂、齐鲁石化、中油高富等多家炼厂集中安排检修，或致市场继续趋紧。

4、仓库库存及厂库库存均维持低位

库存维持低位。截止 4 月 11 号，交易所仓库及厂库库存分别为 12.56 万吨及 7.43 万吨，较高峰期分别下降 10 万吨及 7 万吨。据报道，今年国内开工率偏低，炼厂库存水平也不高，3 月底炼厂库存仍在 30% 以下。从各地区来看，山东主产区、长三角及华南地区库存达到 30%，东北地区由于焦化和船燃需求稳定，库存降至 20% 左右。因炼厂开工短期内不会大幅增长，需求平稳，炼厂库存未来一段时间或仍将维持较低水平。

图 15：仓库及厂库库存走势

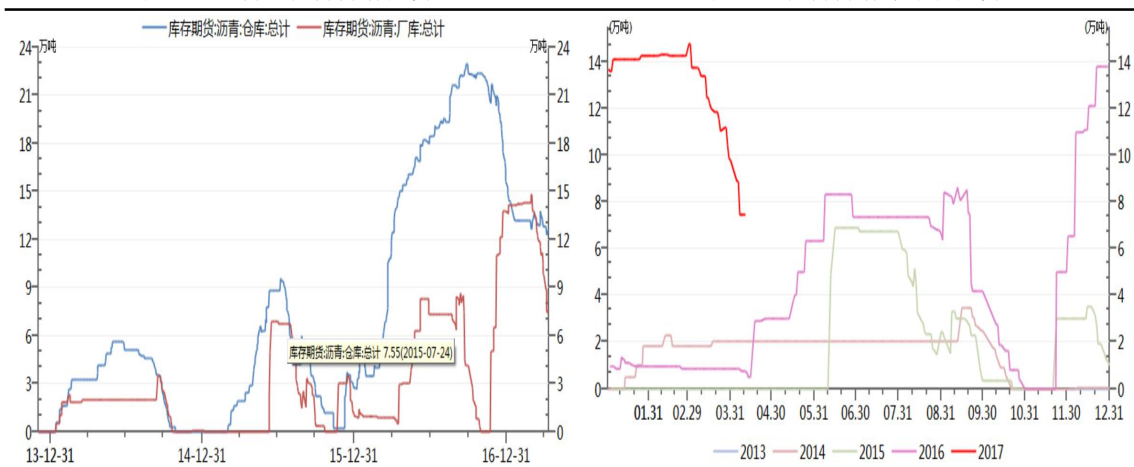


图 16：厂库库存季节性走势

数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

5、下游需求分析

石油沥青的主要用于公路、市政、机场以及建筑等方面，其中公路消费是拉动沥青消费的主要增长点。2017 年 1-2，全国公路建设投资额出现大幅调增的情况，其中 2 月份交通固定资产投资累计完成 1726 亿元，同比大涨 35.96%，而去年平均水平在 7-8% 左右，其中东部地区大涨 47.28% 居首、其次西部地区 32.10%、中部地区最低 29.64%，均大幅超过去年的平均水平。17 年开局良好，说明公路投资开始发力。

据报道，今年我国固定资产投资增速预计保持在 8% 左右，房地产投资下降后，基建将成为稳增长的主要力量。此外，“十三五规划”交通运输建设方面，整体目标在大约在 15 万亿，其中铁路与公路分别占比 23% 和 52%。随着“一带一路”的推进、千年大计雄安新区的设立及 PPP 项目的加快落地，所涉及的基础设施建设将对沥青定有提振作用。随着气温的逐步回暖，沥青的需求必将逐步增加，未来或出现补库存需求。

图 17：公路建设投资额



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

四、基金持仓动向

3 月份由于原油价格下跌，基金的净多头持仓持续下滑，基金在 WTI 原油期货上的净多头持仓累计减少 16 万手，累计降幅达到 29%。数据显示，基金在 WTI 原油期货上的空头持仓由 2 月底的 16.5 万手增至 3 月底的 25 万手，增幅约 8.5 万手，但是多头减少有限，由 2 月底的 69 万手减至 3 月底的 65 万手，仅减少 4 万手。说明短期内多头有所退让避险，但是多头并未完全反转，最近两周随着油价的上涨，净多又有抬头之势。

图 18：基金净多持仓情况

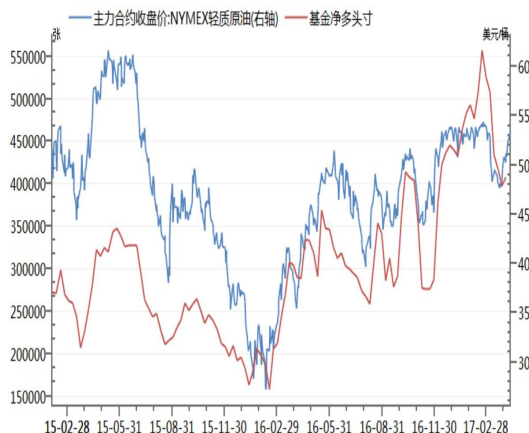
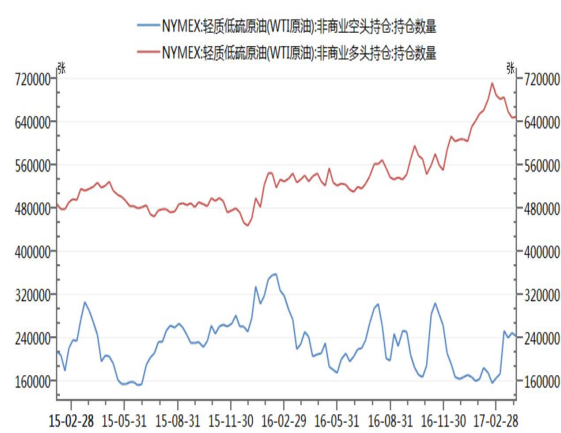


图 19：基金多空持仓情况



数据来源：wind 资讯，广金期货投研部整理

五、4 月沥青价格展望及操作策略

综上所述，尽管美国钻井数量持续回升、页岩油产量回归以及高企的库存，但近期市场风险事件集中，OPEC 延长减产协议或是大概率事件，且 6 月加息尚未到来，原油价格重心或仍上移，重回 55 美元以上可能较大。

沥青方面，供应缩减，低库存均支持价格，同时 4 月份炼厂检修集中，天气逐渐回暖，下游开工率或将逐步回升，终端基建发力或是重要利好。短期来看，现货市场有望延续盘整局面，期货市场主力合约技术上跌势已成，且文华商品指数跌破前期低位，但是现货市场对其有支撑，重点关注 2500 一线的有效性，总体逢低入多。

免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广永期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。