



作者：能源化工组 隋晓影

执业编号：F0284756 投资咨询号：Z0010956

联系方式：010-68578690/ suixiaoying @foundersc.com

成文时间：2016年3月4日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

原油、沥青涨幅有限 整体维持低位

摘要：

全球经济持续低迷以及美国在加息周期下美元指数维持高位对油价形成压制，同时在持续增产的状况下全球原油库存水平升至历史高位，未来一些石油产量被迫挤出成为必然。近期市场仍在关注产油国减产的消息，“冻产协议”意义不大而集体减产又有难度，短期看市场将继续维持现状，供需关系难有明显改善，油价整体维持低位震荡。

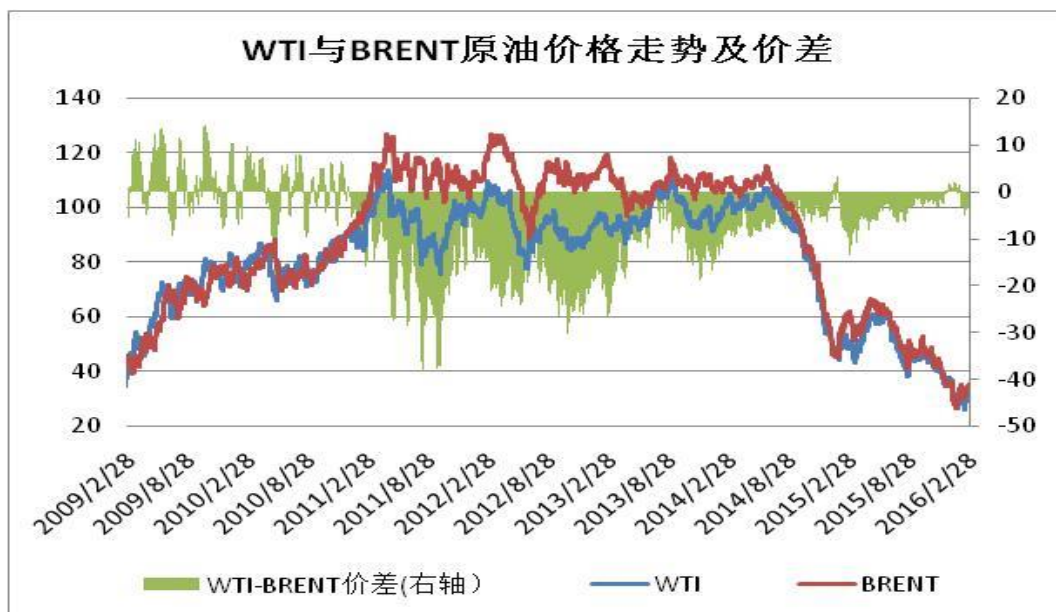
沥青方面，国际油价持续维持较低水平对沥青形成成本压制，节后虽然贸易商冬储积极性有所提高，但市场整体需求仍然不温不火，冬储需求的释放仍未到高峰，3月份随着天气的回暖南方地区将有一些刚需释放，但对市场支撑有限，虽然业内认为沥青价格基本触底，但基本面难以支持价格反弹，料将维持低位盘整。而沥青期货投机性较强，主力1606合约在资金推动下连续反弹，但资金推动因素较多，现货利好较少，限制整体上行空间。

评级：原油：震荡、沥青：震荡

一、原油及沥青期货走势回顾

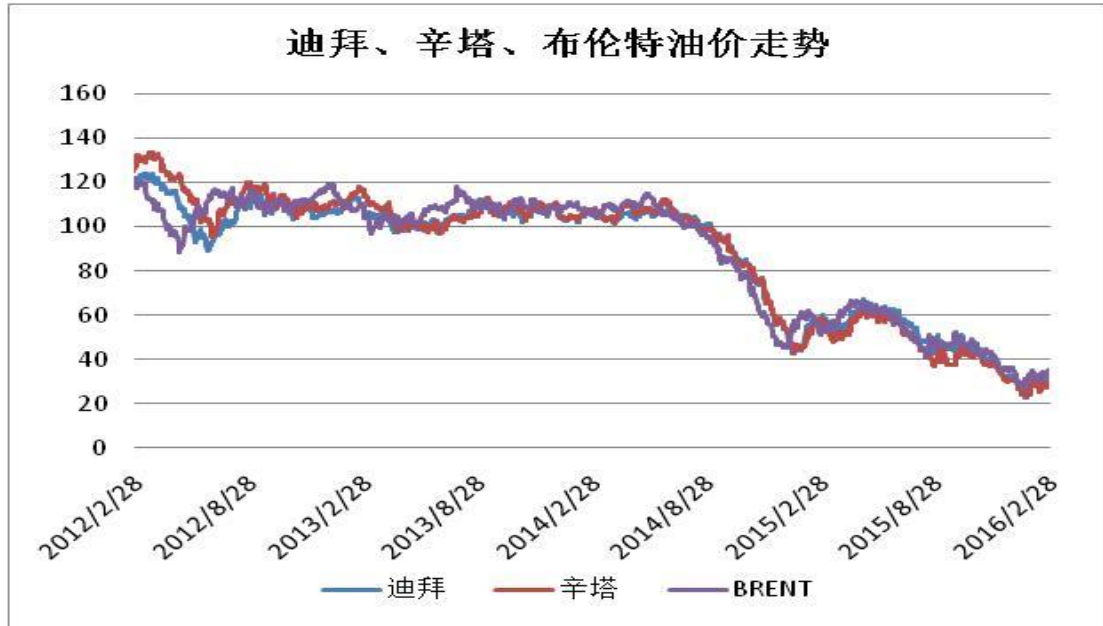
2月份国际油价整体先跌后涨，WTI原油主力4月合约月跌4.26%，Brent原油主力4月合约月跌7.62%，Brent原油在月底一度上冲至37美元，创近连个月以来新高。但2月份油价呈现低位震荡走势，由于各产油国减产的相关消息不绝于耳，引发油市的大幅波动，油价震荡加剧。而近期WTI-Brent原油价差较前期有所扩大，从此前的1美元放大至3美元左右。

图1：WTI与Brent油价走势及价差



资料来源：Bloomberg，方正中期研究院

图 2：迪拜、辛塔、布伦特油价走势



资料来源：Bloomberg，方正中期研究院

2 月份国内沥青价格稳中小幅走跌，受春节因素影响现货价格变动不大，华北、华东、华南及山东地区沥青价格有所调整，降幅在 50-100 元/吨之间。截止 2 月底，东北地区沥青主流成交价格在 1650-1700 元/吨，较前月持稳，西北地区在 1550-1750 元/吨，较前月持稳，华北地区跌至 1550-1750 元/吨，跌幅达 100 元/吨，华东地区跌至 1550-1800 元/吨，跌幅为 50 元/吨，山东地区跌至 1550-1800 元/吨，跌幅为 50-100 元/吨，华南地区跌至 1650-1750 元/吨，跌幅在 50 元/吨左右。而沥青主力 1606 合约整体呈现低位震荡，最低下探至 1620 元/吨后反弹，月涨 2.22%，量能再度放大，成交量一度超过 200 万手，持仓量最高超过 70 万手，均创上市以来新高。

图 3：沥青现货市场价格（截止 2 月 29 日，单位：元/吨）

日期	东北地区	西北地区	华北地区	华东地区	山东地区	华南地区
2月1日	1650-1700	1750-2250	1650-1850	1600-1700	1600-1800	1700-1800
2月29日	1650-1700	1750-2250	1550-1750	1550-1800	1550-1700	1650-1750
涨跌	0/0	0/0	-100/-100	-50/0	-50/-100	-50/-50
涨跌幅度	0%/0%	0%/0%	-6.06%/-5.41%	-3.125%/0%	-3.125%/-5.56%	-2.94%/-6.25%

资料来源：卓创资讯，方正中期研究院

图 4：沥青现货期货主力合约走势图



资料来源：文华财经，方正中期研究院

二、宏观方面

过去一个多月里，国际金融市场剧烈波动，2月初由于欧元区的德意志银行出现了巨亏，债券面临违约，加大了市场对欧洲经济的担忧。而欧元区2月CPI令人失望，四大经济体中，德国、法国、西班牙三个国家的CPI不及预期，较上月出现下滑，但这也意味着欧央行可能在3月会议上扩大刺激措施。此外，最为第二大原油消费国，中国在2月底宣布降准，自3月1日起普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，旨在保持金融体系流动性合理充裕，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境，并提振国内经济。而美国近期的经济数据整体表现较为强劲，去年第四季度GDP修正值年化季率增长1.0%，预期增长0.4%，前值增长0.7%。而美国2月密歇根大学消费者信心指数终值较初值90.7大幅上修至91.7，高于预期的91。经济数据的较好表现也令美联储加息的预期继续升温，而美元指数在2月份一度大幅下探后反弹，但整体依然维持高位震荡，对大宗商品走势来说依然会形成较强的压制。

二、基本面因素分析

(一) 原油基本面因素分析

1. 产油国“冻产协议”意义不大 减产仍然艰难

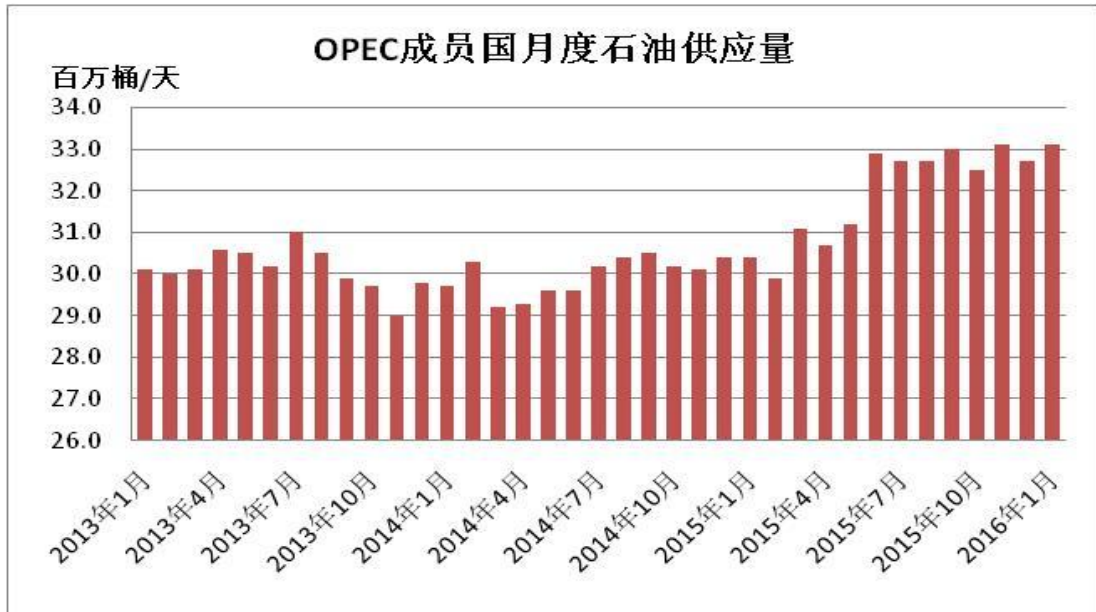
在经历了几个月的市场呼吁及商议后，有关产油国减产终于有了积极的消息，2月中旬，俄罗斯、沙特、委内瑞拉和卡塔尔四国就冻结石油产量达成协议，同意将石油产量冻结在今年1月份的水平，这离各产油国合作减产又近了一步。但“冻产协议”实际意义并不大，因为在1月份各产油国的产量水平基本已处于历史高位，继续增产的空间较为有限，因此冻结产量并不能缓解原油市场供给过剩的局面。目前来看，仅有减产能再度平衡市场供需，但各产油国对于减产似乎兴趣不大，沙特、伊朗等国一再表明将继续捍卫市场份额的态度。因此，短期来看，各产油国能减产的可能性也并不大。但在3月中旬，产油国会议将重启，预计各国将对是否减产有进一步的说明。

图 5：俄罗斯原油产量及在世界总产量中占比



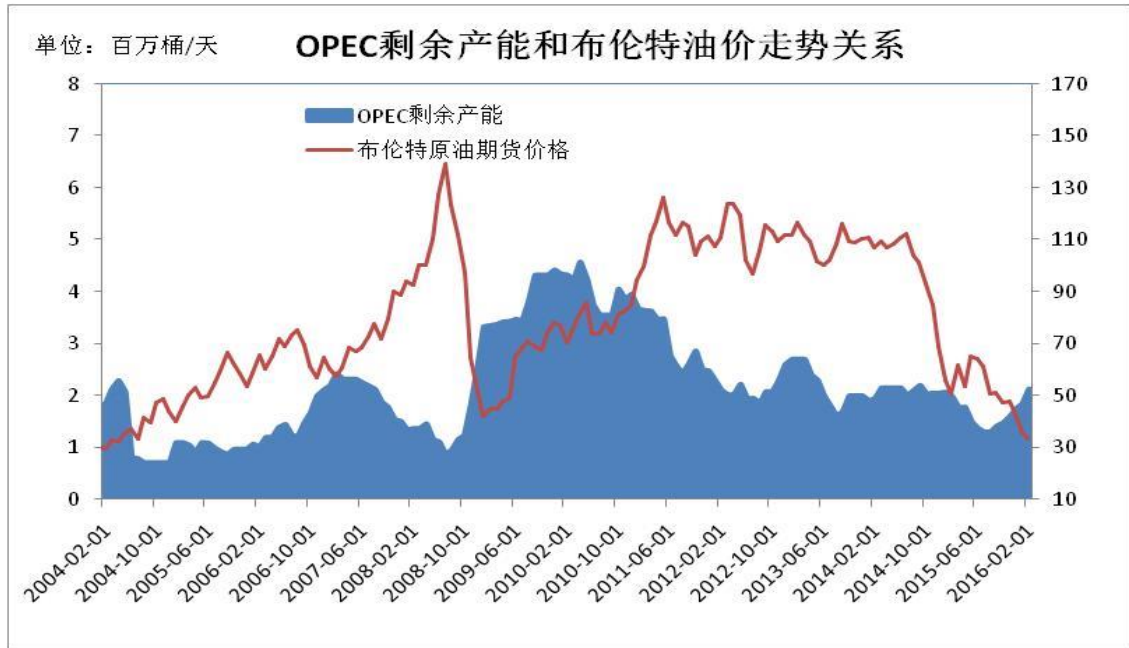
数据来源：Wind，方正中期研究院

图 6：OPEC 成员国月度石油供应量



数据来源：Bloomberg，方正中期研究院

图 7：OPEC 剩余产能与 Brent 油价走势对比



数据来源：Bloomberg，方正中期研究院

2. 伊朗不参与减产 未来仍将增产

今年年初，伊朗原油得到全面解禁，在今年1月份进入实质的执行阶段，与伊朗核问题有关的经济和金融方面的制裁得到全面的解除，随即伊朗方面便宣布将立即上市场释放50万桶/日的原油，并在几个月内再增加50万桶。伊朗曾是OPEC第二大原油生产国及出口国，原油产量在制裁前达到400万桶/日，出口能力也曾达到250万桶/日，然而西方国家对伊朗的支撑导致伊朗石油产出大幅下降，2015年底伊朗原油产量仅为280万桶/日左右，出口量仅为150万桶/日左右。多年的制裁导致一部分伊朗原油难以流向国际市场，然而制裁解除后对于本已供需失衡的原油市场来说显然是“雪上加霜”，对市场的冲击将十分巨大。即便如此，虽然俄罗斯及OPEC几大产油国正在积极寻求减少供给，但鉴于伊朗原油产出处于历史低点，因此“冻产协议”以及未来可能的“减产协议”仍会把伊朗排除在外。

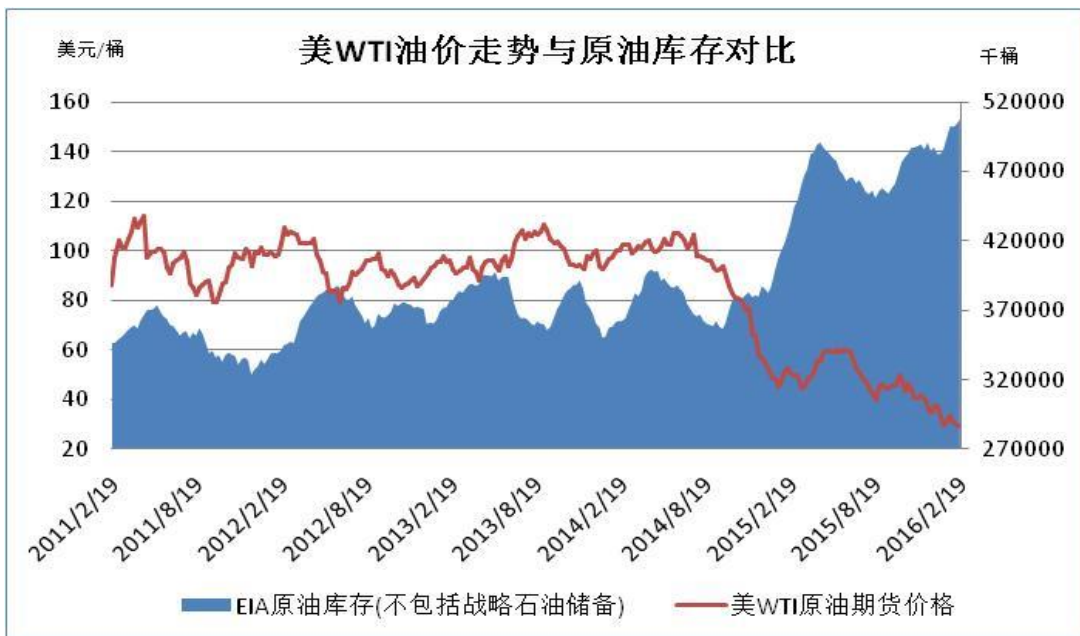
图8：伊朗原油出口量及出口到亚太地区数量



资料来源: Wind、方正中期研究院整理

3. 全球原油库存逼近极限

图 9: WTI 原油及美国原油库存对比



数据来源: Blomberg, 方正中期研究院整理

在过去两年时间里, 由于原油市场供给不断增加, 供需失衡局面加剧, 全球石油库存水平也在不断升高, 主要国家及地区原油库存均达到历史高位, 库存压力愈发明显。数据显示, 目前 OECD 国家的油品总存储量超过 30 亿桶的历史纪录, 比往年正常水平多出 5 亿桶, 其中西欧储油设施利用率已高达 97%。有

消息称，欧洲最繁忙的海港鹿特丹港原油存储容量已到达极限，每天等待卸货的油轮暴增至往常的两倍。而这种现象并不只在欧洲，美国同样如此，因页岩油产量的暴增以及需求增长放缓，美国原油库存总量已达到近 80 年来的最高水平，截止 2 月 19 日当周，美国原油库存总量已达到 5.08 亿桶，而美国原油期货交割地库欣地区原油库存已超过 6500 万桶，在 1 月初便已刷新历史纪录，而库存告急的情况也已经从库欣地区蔓延至墨西哥湾地区，截止 2 月 19 日当周，美国墨西哥湾库存水平已接近 7500 万桶，设施利用率达到 62%。全球原油库存逼近极限加大了未来油价继续下跌的概率，若未来某地区原油库存突破存储能力，或引发连锁反应，对油价来说仍是“致命打击”，届时油价跌至 20 美元甚至跌破 20 也并不会令人感到意外。

图 10：美国库欣地区原油库存及周变化



数据来源:Blomberg, 方正中期研究院整理

4. 国际石油巨头纷纷减产

过去 1 年多时间里，持续走低的油价对石油开采业形成最直接的打击，包括埃克森美孚、壳牌、康菲、BP 等国际大型油企经营利润均出现不同程度的下滑，净利润降幅均超过 50%。这说明在油价跌至如此低水平时，“难受的”不仅仅是页岩油企业了，其他石油企业也陷入经营困境。在此背景下，一些国际石油巨头均做出减产以及削减支出的决定，而中国的几大油企也未能幸免，为避免亏损加大，国内几大油企均宣布减产。中石化旗下胜利油田在 2015 年首现亏损并决定在今年关停 4 个小油田，虽然这 4 个小油田年产量仅占胜利油田的 0.2%，但说明油企对后市仍持悲观态度；中石油旗下的大庆油田在去年便已开始减产，预计此后连续每年调减产量 150 万吨；中海油在今年初也表示将缩减资本支出，年石油产量也将调减；陕西延长石油同样也在今年加入了减产行列。显然，低油价已经对石油上游行业形成了巨大的冲击，减产或许只是刚刚开始，未来只有一些产油大国集体减产才有望改善目前的供需关系。

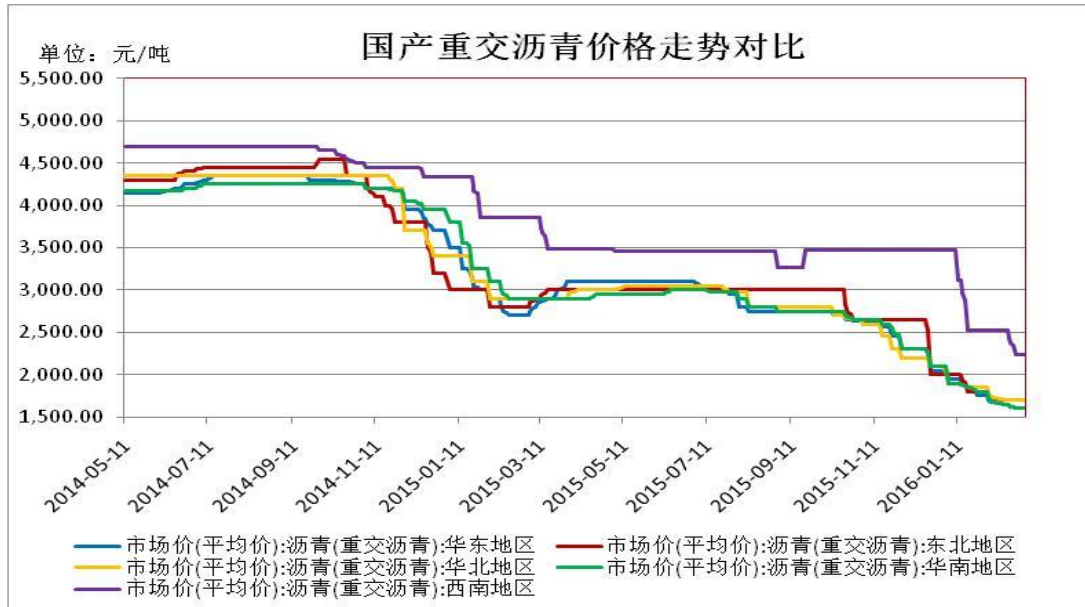
（二）沥青基本面因素分析

1. 沥青现货价格逐渐企稳

2 月份以来，受春节因素以及冬储预期影响，各大炼厂对沥青价格调整幅度不大，仅华北、华东等地小幅下调 50-100 元/吨，其他地区价格基本持稳。2 月上旬恰逢中国春节假期，沥青市场需求基本停滞，市场

交投清淡，炼厂库存有所提高，节后部分炼厂对沥青价格进行小幅下调以促进出货，同时节后冬储备货需求有一定释放，北方地区主力炼厂库存明显降低，市场供过于求的局面有所改善，对沥青价格形成一定支撑。目前业内基本认为沥青现货价格已经触底，并进入低位盘整期，价格的拐点或已形成。

图 11：国产重交沥青价格走势对比



资料来源：Bloomberg，方正中期研究院

2. 节后炼厂开工率逐步回升

2 月份春节因素导致国内沥青炼厂装置开工率大幅下滑，春节期间一度跌至 50% 以下，但节后炼厂逐步恢复生产，炼厂开工率回升至 60% 以上。而随着 3 月份冬储需求的逐步释放以及刚需的好转，炼厂开工率有望继续提高，市场资源供应量也将随之增加。

图 12：国内主要炼厂沥青装置开工率走势图

国内主要炼厂沥青装置开工率走势图



资料来源：卓创资讯，方正中期研究院

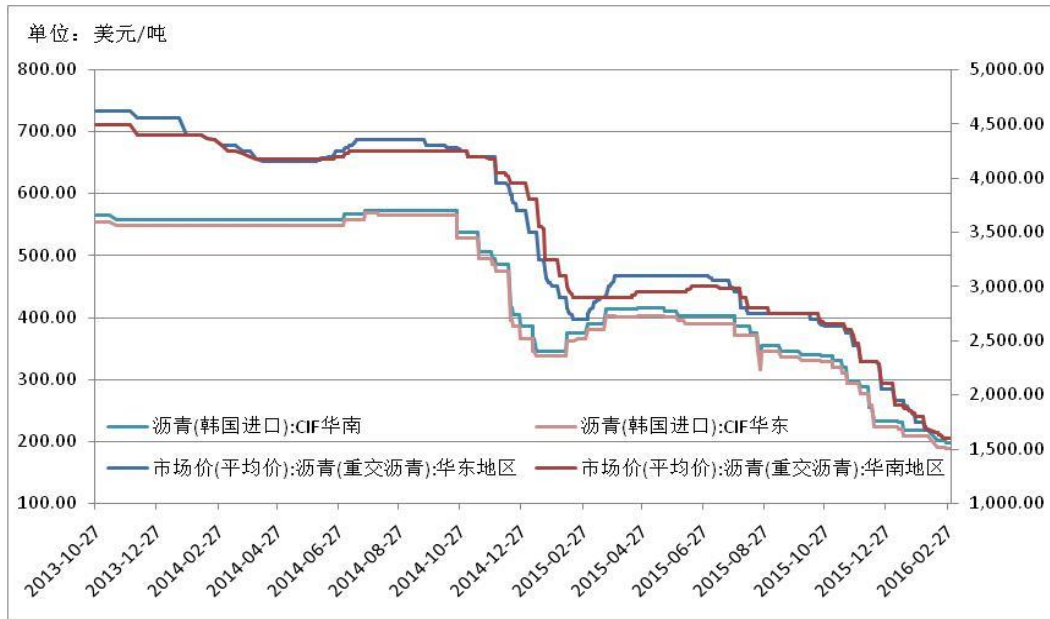
3. 冬储需求不温不火

沥青需求在春节期间出现短暂停滞，节后冬储需求有所释放，部分有备货需求的贸易商开始囤货，但由于原油价格持续处于低位，贸易商对后市仍不看好，市场抄底热情不足，投机需求受到抑制，冬储需求不温不火。进入3月份，随着气温的回暖，南方地区一些道路项目将进入施工期，沥青刚性需求将有所改善，这将在一定程度上对市场形成支撑，同时3月份仍将有一部分冬储备货需求得到释放，未来整体需求面将较过去几个月进一步好转，但改善程度有限。

4. 进口沥青价格普跌 冲击国内市场

近几个月，进口沥青价格出现普遍下跌，对国内市场形成一定冲击。韩国沥青 FOB 离岸价跌至 140-150 美元/吨，CFR 华东地区到岸价跌至 185-190 美元/吨。新加坡沥青到华南地区的到岸价折合人民币完税价格最低能到 1500 元/吨左右，甚至低于国产沥青价格，对华南炼厂构成较大冲击。另外，泰国沥青进口至国内价格与国产沥青价格相当，但因泰国国内需求回升，出口至中国的数量较为有限。

图 13：韩国进口沥青价格与国产沥青价格走势对比



资料来源：Wind，方正中期研究院

5. 焦化需求旺盛 对重交沥青供应形成分流

2月份以来，因炼厂补库需求以及炼厂排产计划较少，国内焦化料供应出现紧张局面，焦化料价格出现大幅反弹，调油商及地方炼厂均在四处寻货、竞相采购。而作为焦化料的主产区，东北地区因冬储需求较为旺盛，主力炼厂大力排产重交沥青，因此并没有转产焦化料的计划，这也加剧了焦化市场的供应紧缺局面。2月下旬，中海沥青滨州110#沥青价格上涨200元/吨至1900元/吨。而焦化需求的高涨对重交沥青资源也形成一定的分流，对重交沥青价格也有一定支撑，但我们认为这或许只是短期的紧张局面，随着冬储需求接近尾声以及炼厂开始逐步排产焦化料，市场供给紧缺局面将缓解。

图 14：沥青和焦化料价格走势对比



资料来源：卓创资讯，方正中期研究院

四、基金持仓呈多头局面

近两个月，基金在欧美原油期货上的持仓情况基本呈现多头局面，但 WTI 原油相对弱于 Brent 原油。美国商品期货管理委员会最新统计显示，截止 2 月 23 日当周，纽约商品交易所原油期货中持仓量 1776696 手，较前周减少 63355 手，基金净多头 205856 手，比前一周增加 46869 手，增幅接近 30%，净多头持仓量创去年 12 月以来新高。而从 Brent 原油期货的持仓上看，总持仓量和净多头持仓量基本保持同步增长，总持仓量达到 2240739 手，净多头持仓量达到 310704 手，均为近年来的最高水平。

整体来看，虽然近期在减产等一些利好预期下，基金逢低做多热情上升，但预计较难持续，结合盘面来看，油价已涨至 35 美元附近的压力位，有可能引发做多资金获利了结离场。

图 15: WTI 原油与投机基金持仓对比



数据来源: Wind, 方正中期研究院

五、后市展望与操作策略

全球经济持续低迷以及美国在加息周期下美元指数维持高位对油价形成压制，同时在持续增产的状况下全球原油库存水平升至历史高位，未来一些石油产量被迫挤出成为必然。近期市场仍在关注产油国减产的消息，“冻产协议”意义不大而集体减产又有难度，短期看市场将继续维持现状，供需关系难有明显改善，油价整体维持低位震荡。

沥青方面，国际油价持续维持较低水平对沥青形成成本压制，节后虽然贸易商冬储积极性有所提高，但市场整体需求仍然不温不火，冬储需求的释放仍未到高峰，3 月份随着天气的回暖南方地区将有一些刚需释放，但对市场支撑有限，虽然业内认为沥青价格基本触底，但基本面难以支持价格反弹，料将维持低位盘整。而沥青期货投机性较强，主力 1606 合约在资金推动下连续反弹，但资金推动因素较多，现货利好较少，限制整体上行空间。

方正金融，正在你身边。

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，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的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明：

涨：当日收盘价>上日收盘价；

跌：当日收盘价<上日收盘价；

震荡：（当日收盘价-上日收盘价）/上日收盘价的绝对值在 0.5%以内；

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜城门外大街甲 34 号方正证券大厦 2 层

电话：010-85881117

传真：010-64636998