



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2月4日星期四

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

原油涨幅有限 沥青下行压力仍较大

摘要：

美元指数持续高位以及原油供需面无明显改善将在未来继续对油价施压，当前虽然为美国冬季取暖旺季，但取暖需求不及往年，原油库存及成品油库存全面增长并达到历史高位，而伊朗原油在解禁后在未来几个月将向市场供应更多的原油进一步加大市场整体的供应压力，但值得关注的是，俄罗斯以及OPEC等产油国正在寻求联合减产，然而基于各自利益，最终能达成一致协议的难度较大。整体来看，各产油国联合减产的协议能否达成将成为未来影响油价走势的关键，但预计减产协议较难达成，油价整体上行的空间也比较有限，在市场对减产希望落空后，油价或将重归跌势，而且会更加猛烈。

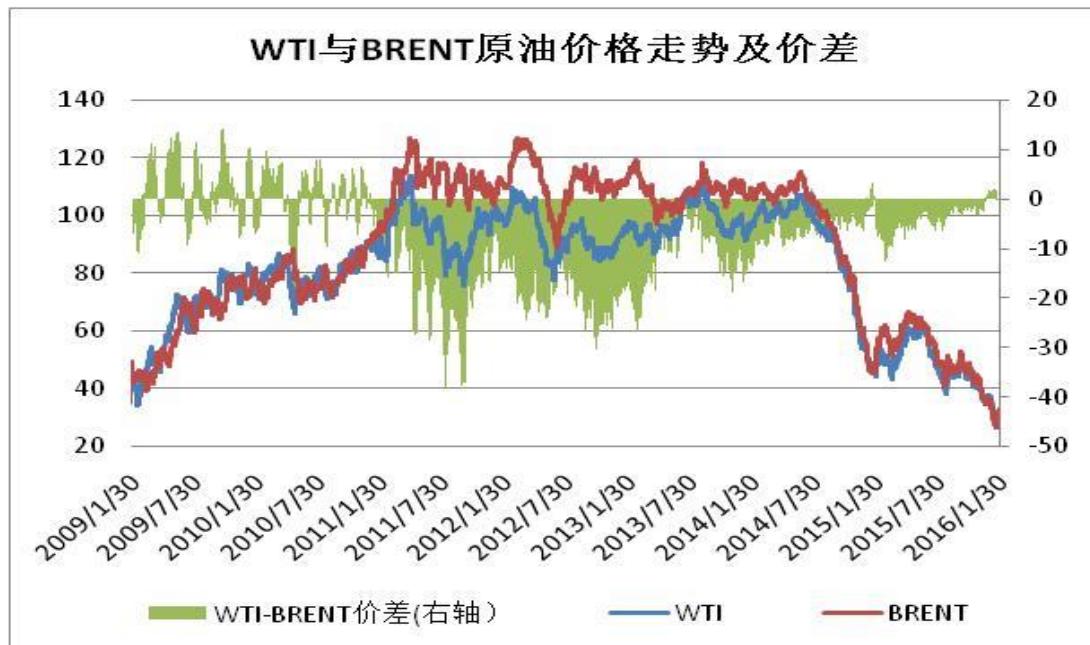
沥青方面，国际油价近期的反弹使得下游观望情绪减弱，沥青市场贸易商冬储意愿有所增强，同时受春节因素影响，沥青现货市场近期将以稳定为主，而冬储需求有望在春节后集中启动，届时沥青现货价格有望迎来拐点。而沥青主力1606合约近期空头仍在加仓，量仓有增无减，未来仍会给市场带来较大的下行压力，并仍可能创新低，但鉴于现货市场有利好预期，预计期价下行幅度也较为有限。

评级：原油：跌、沥青：跌

一、原油及沥青期货走势回顾

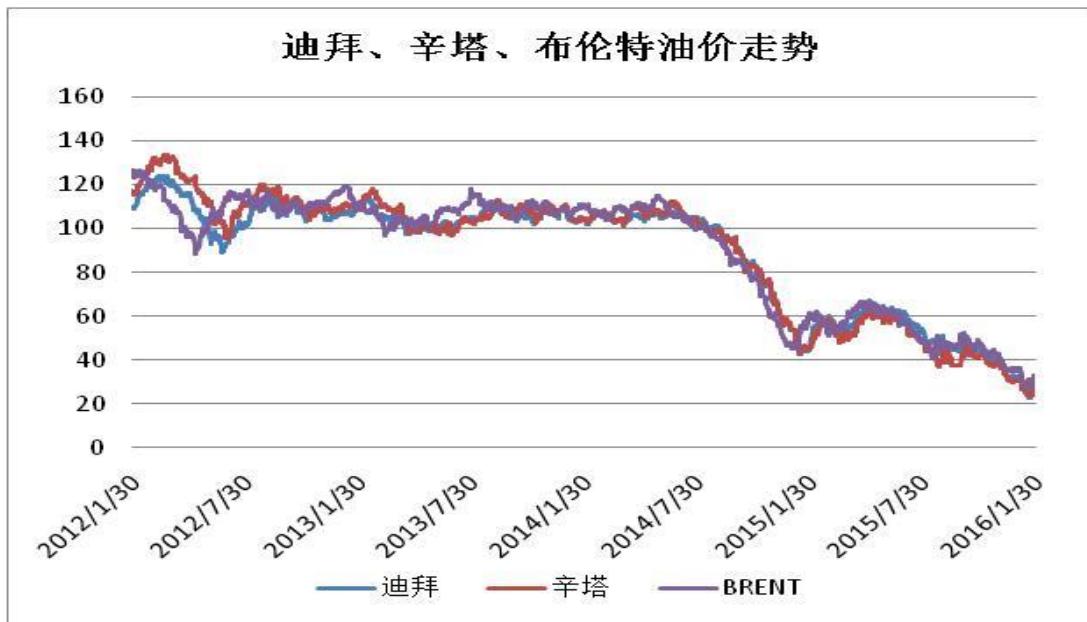
过去一个多月里，国际油价呈现“V”字型走势，WTI原油最低下探至26美元，Brent原油最低跌至27美元，均创2003年以来新低，然而1月下旬受空头回补以及一些利好因素提振，油价低位反弹，重回30美元上方，整体波动性加大。而WTI-Brent原油价差在不断收窄，基本保持在1美元以内，WTI原油一度较Brent原油出现溢价。

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

1月份国内沥青价格延续跌势，但整体跌幅较前期有明显收窄，中石油、中石化仍在降价销售，地方炼厂也在加大优惠力度。截止1月底，东北地区沥青主流成交价格跌至1650-1700元/吨，跌幅达250元/吨，西北地区跌至1750-2350元/吨，跌幅达100元/吨，华北地区跌至1650-1850元/吨，跌幅达100元/吨，华东地区跌至1600-1800元/吨，跌幅为300元/吨，山东地区跌至1600-1800元/吨，跌幅为200元/吨，华南地区跌至1750-1900元/吨，跌幅在300元/吨左右。而沥青主力1606合约整体延续震荡下跌走势，但跌幅较前期明显收窄，月跌9.5%，量能继续放大，成交量一度升至190万手，持仓量最高达50万手以上。

图 3: 沥青现货市场价格（截止1月29日，单位：元/吨）

市场	主流成交区间
东北	1650-1700
华北	1650-1850
山东	1600-1800
西部	1750-2350
华南	1700-1800
华东	1600-1800
西南	2300-2500

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

美联储 1 月份的议息会议决定维持 0.25%-0.5% 的联邦基金利率水平不变。美联储认为近几个月以来，美国家庭支出和固定资产投资在缓慢回升，房地产市场回暖，劳动力得到更加充分的利用，但通胀水平依然远低于 2% 的长期目标，且出口还很疲弱，存货投资放缓，因此本次议息会议决定维持目前利率水平不变，这一决定基本符合市场预期。实际上，美国经济并入如想象的那样强劲，如 12 月 CPI 环比下降 0.1%，不及预期，上周美国初次申请失业的人数上升至 29.3 万，暗示 1 月非农就业或不佳，此外，全球经济金融动荡也会传导给美国，市场普遍预期今年联储最早加息时间将推迟到 7-9 月份，加息次数也将减少至 1 次。

与此相对应的是，欧洲央行行长德拉吉近日宣布今年将推出另一轮宽松以提振经济，他称全球不确定性、地缘政治风险对经济增长构成威胁，经济下行风险再度上升，欧洲央行政策立场需要在 3 月重新审视，并表示利率将处于现有或更低水平相当长时间，可能比之前预想的时间还要久，而欧洲央行有能力、有决心、有意愿采取行动，欧洲央行也有足够多的工具来动用。油价的下跌给欧洲通胀带来一定的下行压力，这将促使欧央行在今年采取更多的宽松政策。

二、基本面因素分析

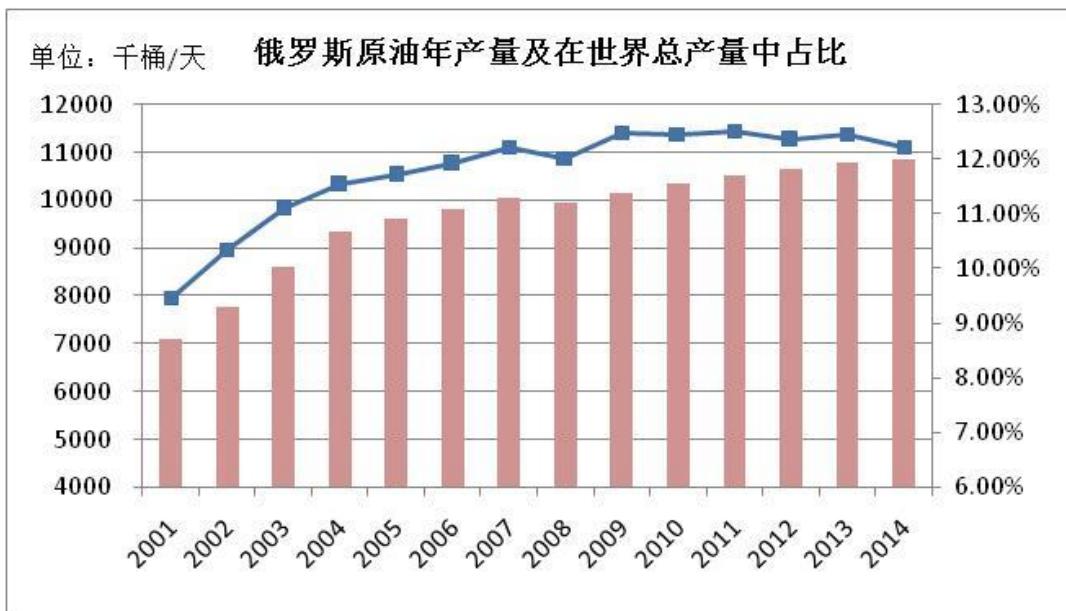
(一) 原油基本面因素分析

1. 俄罗斯与 OPEC 协同减产难度较大

1 月底有消息称，以俄罗斯为首的非 OPEC 产油国将于 OPEC 产油国协同减产以应对低油价，减产幅度最多为 5%，但随即该消息遭到沙特方面的否认，而此前沙特就多次表达了不减产的政策。而对于一个财政收入 50% 以上依赖于石油出口的国家来说，低油价令俄罗斯经济不堪重负，经济陷入衰退，货币大幅贬值，减产或许是目前应对油价下跌的最有力和最有效的措施。但单方面减产是任何一个产油国都不愿意的承受的，因很可能因此而丢失一部分市场份额，然而联合减产难度又比较大，仍有一些产油国不愿意减产。自油价

下跌以来，有关产油国减产的消息多次出现，但最终均不了了之，而此次俄罗斯方面也是“一头热”，减产协议预计将“难产”。

图 5：俄罗斯原油产量及在世界总产量中占比



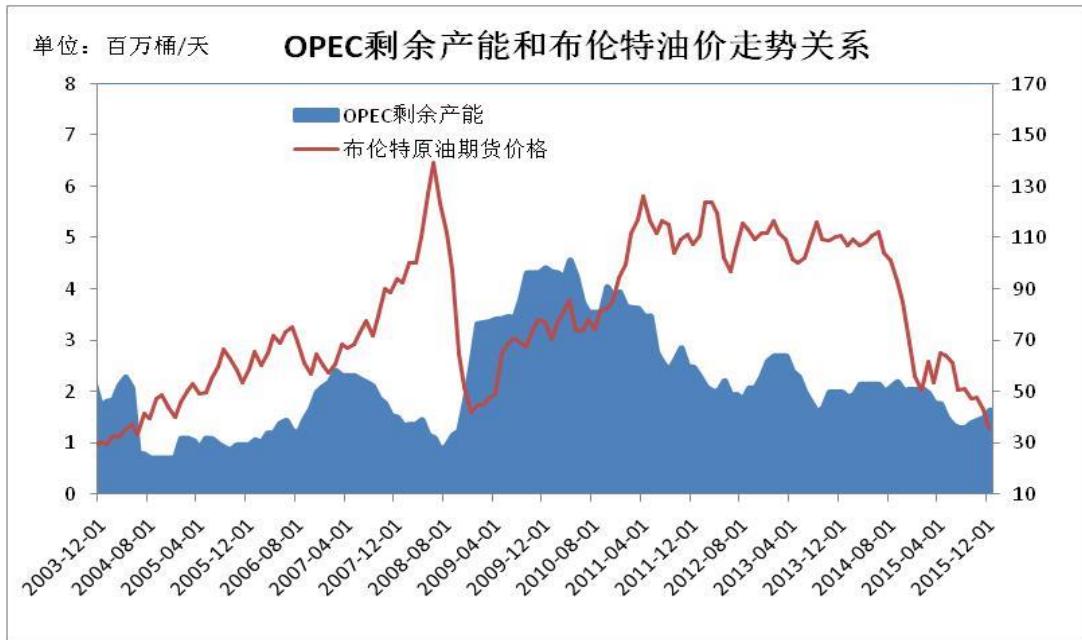
数据来源：Wind，方正中期研究院

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. 伊朗原油解禁 潜在增量带来巨大冲击波

国际机构在去年宣布对伊朗原油实施解禁后，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。根据IEA的数据，今年全球石油需求增长将进一步放缓，而2016年伊朗原油供应的增量基本可以抵消非OPEC原油供应的下降。在全球经济增长将进一步放缓的预期下，我们难以寄希望于需求增长来平衡市场，而寄希望于供应下降来平衡市场也变得更加艰难。

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. 美原油库存压力进一步加大

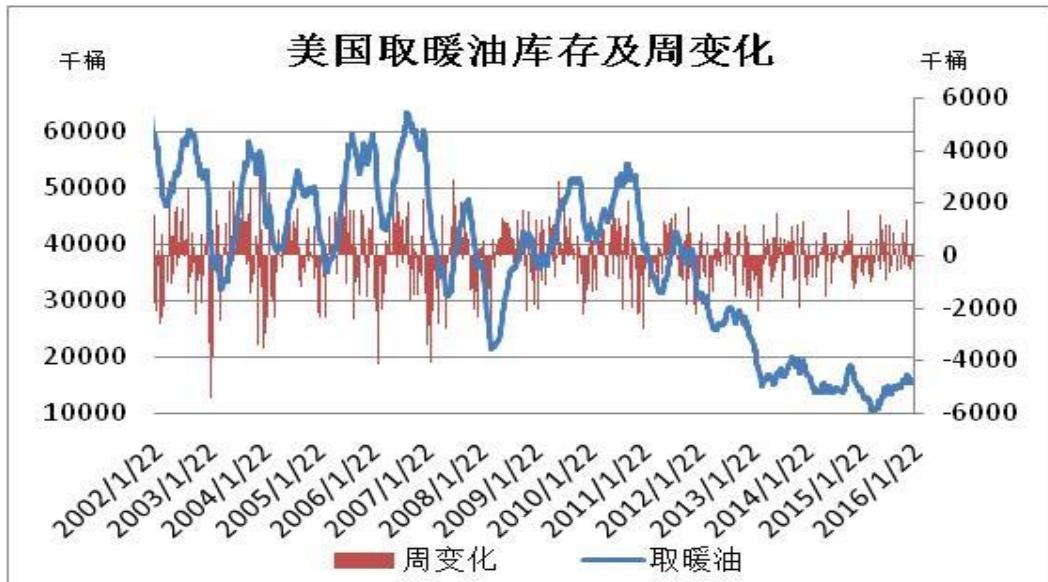
图 9: WTI 原油及美国原油库存对比



数据来源: Bloomberg, 方正中期研究院整理

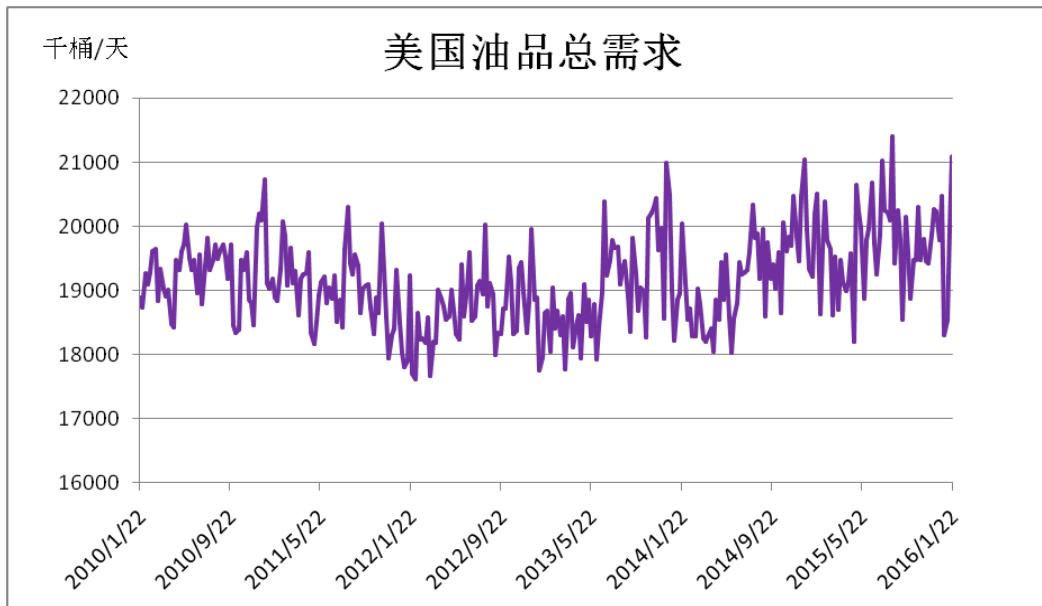
冬季部分炼厂进入检修时期，美国炼厂开工率不断走低，最近一周炼厂开工率跌至 86.6%，而原油加工量的下降也使得原油库存不断攀升，截止 1 月 29 日当周，美国原油库存总量达到 5 亿桶，创有纪录以来的新高，与此同时，冬季驾车出行较少，美国汽油库存连续 12 周增长，库存总量也创近十几年来新高，此外因近期美国遭遇严寒天气，取暖需求较前期有所提升，包括取暖油在内的馏分油库存连续 3 周下降，但库存总量依然处于近几个月的高位。整体来看，当前美国原油及成品油库存均达到较高水平，库存压力较大，但在近期美国石油出口禁令得以解除，美国石油将可以通过贸易渠道进行出口，这或许会在一定程度上在未来对美国原油的高库存水平起到一定的缓解作用。

图 10: WTI 原油及美国取暖油库存对比



数据来源:Bloomberg, 方正中期研究院整理

图 11: 美国油品总需求及周变化



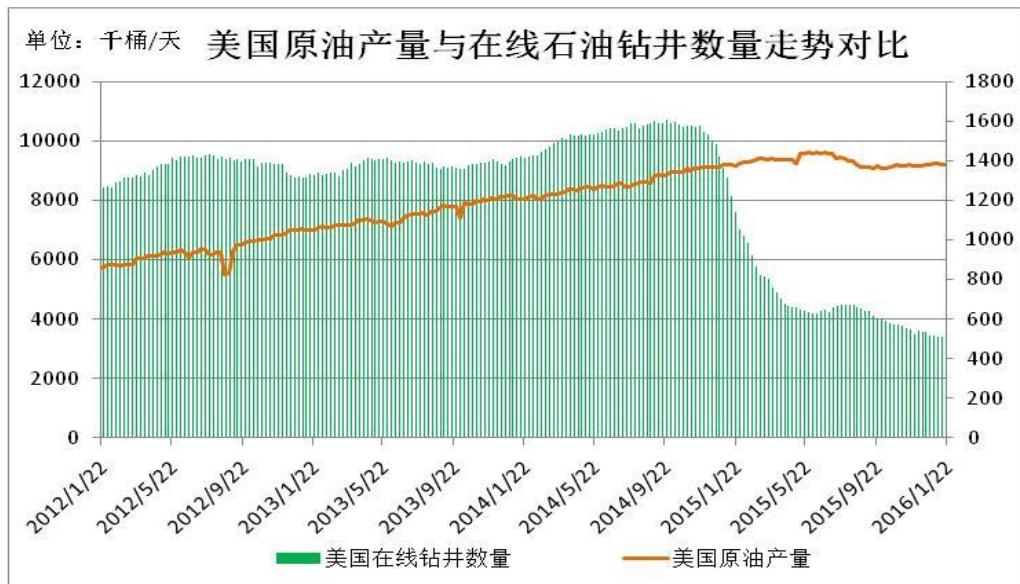
资料来源: Bloomberg, 方正中期研究院

4. 美国在线钻井平台数量持续减少

因油价的持续下跌以及石油开采商压缩投资活动，美国石油钻井平台数量在急剧减少，在过去 22 周，美国在线钻井有 20 周减少，截止 1 月 29 日的当周，美国在线钻探油井数量 498 座，为五年来最低，比去年同期减少 725 座，美国在线钻探油井总数比 2014 年 10 月高点 1069 座低了约 48%。贝克休斯公布的数据还显示，同期美国天然气井数 121 座，比去年同期减少 198 座。其中美国陆地石油和天然气平台共计 590 座，比去年同期减少 892 座。美国油气钻井平台总计 619 座，比去年同期减少 924 座。但我们看到，虽然美国在线石油钻井数量一直在下降，但美国原油产量在去年 9 月份降至日均 910 万桶后再度回升，产量整

体降幅远不及钻井平台的降幅，主要由于被迫关停的油井大多是效率较低的油井，而在线运转的油井效率相对较高。此外，我们预计，若油价继续下跌，美国石油钻井平台数量也将继续减少。

图 12：美国原油产量与在线石油钻井数量走势对比



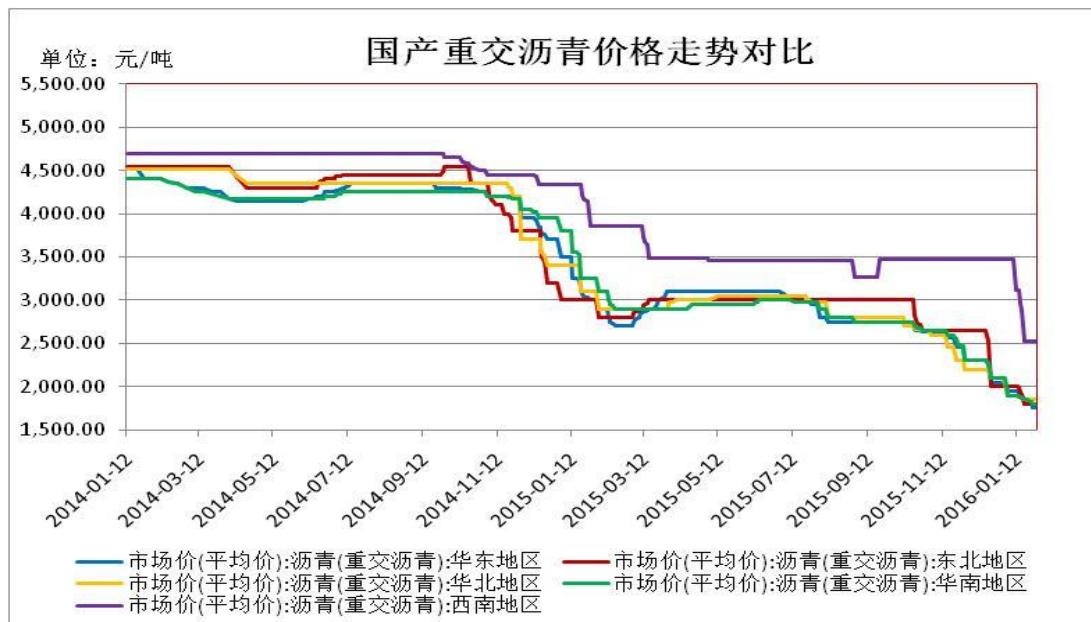
资料来源：Bloomberg，方正中期研究院

（二）沥青基本面因素分析

1. 沥青现货价格跌幅收窄

年初以来，国内沥青现货市场仍然延续前期的跌势，中石油、中石化继续降价销售，现货价格整体下跌幅度较前期有所收窄，截止1月底，东北地区沥青主流成交价格跌至1650-1700元/吨，跌幅达250元/吨，西北地区跌至1750-2350元/吨，跌幅达100元/吨，华北地区跌至1650-1850元/吨，跌幅达100元/吨，华东地区跌至1600-1800元/吨，跌幅为300元/吨，山东地区跌至1600-1800元/吨，跌幅为200元/吨，华南地区跌至1750-1900元/吨，跌幅在300元/吨左右。由于过去1年沥青价格一直在下跌，而且目前价格已处于较低水平，同时恰逢冬储季节，因此为防止在二季度以后沥青需求相对旺盛时期增加采购成本，贸易商在这一时期冬储以为来年备货是较好的选择，但由于原油仍处下行通道使得市场观望情绪加重，大部分贸易商不敢贸然冬储，怕储备后价格再度走跌。因此在市场几乎没有刚需支撑且冬储未集中启动的情况下，沥青现货价格找不到支撑的理由，一直延续跌势，但我们看到近一个月的跌幅较前期明显收窄，而市场普遍预期冬储需求的集中释放有望出现在春节后，届时沥青现货价格有望企稳，并迎来价格的拐点。

图 13：国产重交沥青价格走势对比



资料来源: Bloomberg, 方正中期研究院

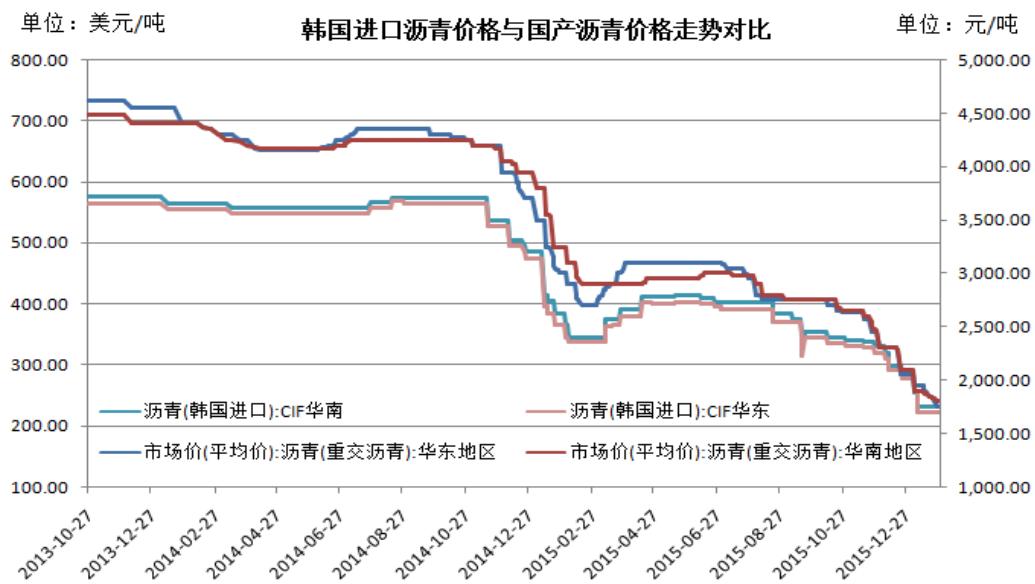
2. 沥青供需走弱 冬储延至春节后

受需求走弱影响，国内炼厂沥青装置开工呈下滑趋势，1月底，国内主要炼厂沥青装置开工率下滑至50%左右，市场资源供应量继续减少。而需求上也较为清淡，北方受气温影响道路施工基本停止，而临近春节南方地区道路项目也基本停工，刚需较为有限。此外，备受关注的冬储目前尚未大规模启动，仅有华东、华北以及东北部分地区出现一些备货需求，因油价仍处于下跌通道，沥青价格也仍在走跌，因此大部分贸易商目前仍在观望，预计春节以后冬储需求有望集中释放，沥青需求将迎来一波小高峰。

3. 进口沥青价格大跌 冲击国内市场

年初以来，进口沥青价格也出现了较大跌幅，韩国进口沥青价格累计下跌77.5美元/吨，折合人民币510元/吨，跌价后，韩国沥青至华东地区折合人民币价格约为1700-1800元/吨，与华东地区国产沥青1600-1800元/吨的主流成交区间基本持平。而新加坡和泰国进口沥青价格跌幅相对较小，新加坡进口沥青跌17.5美元，泰国进口沥青跌27.5美元/吨，主要因近几个月这两国沥青主要销往需求相对旺盛的东南亚市场，运往中国的沥青数量较为有限，但从1月下旬起，因东南亚需求逐步萎缩，新加坡及泰国沥青会将出口重心转往中国，并不得做出降价销售以适应中国行情。

图 14: 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

四、基金净多头持仓增长 但预计较难持续

从CFTC数据来看，在最近两周，基金在欧美原油期货上的总持仓和净多头持仓均出现增长，尤其是净多头持仓近两周增幅较为明显，两周累计增幅达到25%，截止1月26日当周，纽约商品交易所原油期货中持仓量1761883手，净多头205710手，为连续两周增长，而多头持仓量创近9个月以来新高。而从布伦特原油期货持仓数据上看，总持仓连续三周增加，而净多头持仓连续四周增加，多头增仓以及空头减仓趋势明显。结合盘面来看，油价在连续反弹后本周重回跌势，回吐前期涨幅，虽然基金在过去几周增加了多头仓位，但在原油供需面没有实质好转的前提下，基金方面也难有持续性做多的动力。

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

美元指数持续高位以及原油供需面无明显改善将在未来继续对油价施压，当前虽然为美国冬季取暖旺季，但取暖需求不及往年，原油库存及成品油库存全面增长并达到历史新高，而伊朗原油在解禁后在未来几个月将向市场供应更多的原油进一步加大市场整体的供应压力，但值得关注的是，俄罗斯以及 OPEC 等产油国正在寻求联合减产，然而基于各自利益，最终能达成一致协议的难度较大。整体来看，各产油国联合减产的协议能否达成将成为未来影响油价走势的关键，但预计减产协议较难达成，油价整体上行的空间也比较有限，在市场对减产希望落空后，油价或将重归跌势，而且会更加猛烈。

沥青方面，国际油价近期的反弹使得下游观望情绪减弱，沥青市场贸易商冬储意愿有所增强，同时受春节因素影响，沥青现货市场近期将以稳定为主，而冬储需求有望在春节后集中启动，届时沥青现货价格有望迎来拐点。而沥青主力 1606 合约近期空头仍在加仓，量仓有增无减，未来仍会给市场带来较大的下行压力，并仍可能创新低，但鉴于现货市场有利好预期，预计期价下行幅度也较为有限。

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