



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号
能源&宏观组

疫情下能源投资策略展望

——信油汇首期线上能源交流会会议纪要

本期摘要：

中国在国际能源市场地位举足轻重，是全球最大原油进口国第二大消费国、2019年油品需求占全球15%，贡献四分之三全球需求增量。一季度发生的新冠疫情导致国际油价大幅下跌，疫情逐渐恢复后能源市场如何展望？会议纪要详见正文。

研究员：

桂晨曦（原油）
021-60812997
guichenxi@citicsf.com
从业资格号：F3023159
投资咨询号：Z0013632

联系人：

罗奂劼（宏观）
021-60812979
luohuanjie@citicsf.com
从业资格号 F3016675
杨家明（燃料油、沥青）
021-80365287
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931

石飞（LPG）
021-60812955
shifei@citicsf.com
从业资格号：F3061043

议程如下：

- | | | |
|--------------------|-------------|-----|
| 1. 疫情对国内外经济影响展望 | 中信期货宏观研究员 | 罗奂劼 |
| 2. 疫情对原油市场影响分析及展望 | 中信期货能源首席研究员 | 桂晨曦 |
| 3. 疫情对沥青市场影响分析及展望 | 京博石化沥青期现经理 | 张鹏 |
| 4. 疫情对燃料油市场影响分析及展望 | 中信期货燃料油研究员 | 杨家明 |

共克时艰，我们一起努力！

中信期货研究部竭诚为您提供最专业、最全面的研究服务！

一、罗旻劼：以“非典”为鉴——新冠疫情对中外经济的影响简析

（一）对中国经济的影响：

参考“非典”疫情来看，新冠疫情对于中国经济的影响可以从宏观、中观和微观三个层面来分析。

宏观层面，从需求端来看，此次的疫情爆发在春节假期，导致对于需求相关的“三架马车”的冲击比“非典”时期更大。从消费来看，疫情防控必须人口隔离导致个人消费需求锐减；从投资来看，复工复产的延迟或者受阻令制造业、房地产、基建等投资几乎全部停滞；从贸易来看，中国被 WHO 列为“国际公共卫生紧急事件”（PHEIC）以及部分重点地区甚至有被列为“疫区”的潜在风险导致出口受到较大限制。

中观层面，服务行业受此次的“冲击”较大。其中“受伤”最严重的是餐饮行业、电影行业和旅游文娱行业，其次是交通运输业、实体教育培训行业、实体服装零售行业、金融行业和房地产行业。此外，建筑和汽车行业等也受到较大波及。另一方面，此次疫情也催生了一些行业的兴起，主要包括生物医药及医疗服务行业和线上衍生行业。

微观层面，疫情对不同微观个体的冲击程度不一样，此次从受冲击程度来看，民企远大于国企，小微企业远大于大中企业。生产营业的停摆，收入和现金流中断，但是房租、工资、利息等费用刚性支付，使得这些企业将蒙受巨大损失。经营中断可能导致订单合同违约、资金周转困难，部分体量较小、抗风险能力较弱的民企和中小微企业将面临破产倒闭的困境，风险还可能沿着供应链和担保链上下及横向传导，引发局部性危机。

对未来 GDP 预测方面，当前在外部，中国正处于逆全球化和贸易保护主义抬头，中美贸易摩擦不断，短期暂缓的时期。但中美贸易摩擦仍存反复的可能，且已逐渐升级至科技、金融、地缘政治和舆论等全方位的博弈。在内部，中国经济处在大的增速换挡阶段，自 2010 年以来持续下行，人口老龄化趋势加快，宏观杠杆率偏高，2019 年底经济低位暂稳但基础不牢。并且，当前第三产业对经济拉动作用不断提高，消费对经济的贡献占主导。

综合以上情况来看，根据此次肺炎疫情的三种发展情形，GDP 会有不同的增长预测。

情景一：防控及时得力到位，疫情持续时间较短，拐点出现在 2 月下旬或 3 月上旬，3-4 月彻底结束，WHO 解除 PHEIC 认定。对经济的冲击也主要局限在一季度，全年 GDP 预计 5.6-5.7%。

情景二：由于春节复工人口流动、气温较低利于病毒传播加之防控百密一疏，疫情或延续至二季度，但最终各方面努力下并在气温升高的帮助下于 6 月左右结束，WHO 维持 PHEIC 判断至 6 月。对经济的冲击持续两个季度，全年 GDP 增速为 5.4-5.5%。

情景三：考虑到病毒的前期潜伏期长、传染性强以及存在未来变异的可能性、复工以后再次形成较大范围的扩散和传播，疫情持续时间可能会超出预期，WHO 或将“湖北”定义为“疫区”，并提出更为严格的建议措施。对经济的冲击持续至第三季度甚至更久，全年 GDP 增速为 5.1-5.2%。

（二）对全球经济的影响：

首先是拖累了全球和各国的经济。2003 年，中国经济仅占全球经济体量的 4.2%。根据 IMF 的统计，2019 年中

国 GDP 接近全球的 17%，并且贡献了当年全球经济扩张的 39%。因此，此次的疫情比“非典”时期对全球和各国经济的影响要大得多。

牛津经济研究院预测，疫情冲击将导致今年全球经济增长减少 0.2%，年增速跌至 2.3%，创 2008 年金融危机以来的最低增速；高盛预测，假设由于中国的积极应对措施，感染率在 2 月和 3 月显著放缓，2020 年全球经济增长将放缓 0.1-0.2 个百分点；巴克莱银行、摩根士丹利等机构预测，这场疫情可能将导致今年全球经济增长下降 0.2% 至 0.4%。同时，和中国经济关系密切国家的经济在前两个季度也会受到了不同程度的影响。

疫情同时造成了供应链的大规模停摆。中国是全球多个商品最重要的生产地之一。随着疫情的爆发和扩散，使得生产线停滞、物流链中断，全球供应链面临着可能随时断裂的威胁。

疫情对于旅游和相关消费的影响显著。牛津经济研究机构预测，美国 2020 年来自中国的访美游客将下降 28%，美国旅游业将因此受损超过 58 亿美元。意大利政府预计，旅游业将损失 45 亿欧元；其时尚行业今年上半年销售额预计下滑 1.8%，而此前的预期是增长 3%。日本政府估计，疫情期间，每个月的观光与休闲相关行业以及零售业的损失估计超过 1500 亿日元；若旅游业受到的影响达到“非典”期间的程度，可能会使日本经济损失约 6,110 亿日元。并且疫情很有可能影响到今夏在东京举行的奥运会。

二、桂晨曦：疫情对原油市场影响及展望

（一）价格逻辑

国际油价自春节以来先跌后涨。下跌来自中国疫情带来的需求端压力，上涨来自欧佩克减产带来的供应端支撑。前期多空因素已逐渐兑现：需求端压力随国内疫情消退及复工推进正在逐渐好转，欧佩克产量下降支撑在近期油价回升中也得到一定程度体现。后期新增潜在多空发酵：若国际疫情扩散加快将使金融市场及油价强劲再度承压，欧佩克扩大减产决议和美国制裁委内瑞拉导致产量进一步下降或使供应中断风险再度上行。油价上行至 60 美元，整数关口存在一定压力；短期或需休整，中期维持震荡。前期多单暂时止盈（2 月 5 日入场），等待再次入场时机。

（二）疫情进展

国内疫情大幅好转。春节以来油价节奏与新增确诊/疑似病例节奏较为一致。新增确诊病例已连续数日降至三位数，现有总病例及医学观察比例持续下行。疫苗动物实验宣布产生抗体，血浆临床治疗效果显著，中国疫情暂时得以控制。交通客流量稳步回升，企业复产进度加快，工业生产耗煤量及商品房成交面积均探底回升。国内需求逐渐进入回升通道。

国际疫情开始蔓延。日本、韩国确诊人数分别已经达到 781、602 人。日本确诊病例中有 634 人来自钻石公主号邮轮，韩国宗教集会出现超级传播者。新加坡、意大利、伊朗、美国分别确诊 89、79、43、35、34 人。美国确诊者部分来自从钻石公主号撤侨人员，政府称未来不排除停工停学可能。目前海外疫情仍处发展初期，若得不到有效控制导致大幅爆发，金融市场及油价前景将再度承压。

（三）需求变化

新冠疫情主要从交通运输和工业活动角度影响成品油需求。中国成品油需求结构有 70%来自汽柴油，其中 70%应用于交通运输行业。2020 年一月新冠肺炎导致春运前三十天道路旅客发送量同比累计下降约 40%；若影响持续两个月，折算年度汽油/柴油/煤油交运需求降幅分别下降约 14/13/5 万桶/日，合计减少约 32 万桶/日。

（四）供应变化

需求压力供应对冲。一月利比亚内战导致供应减少 90 万桶/日；三月欧佩克讨论减产 60 万桶/日；五月美国制裁俄石油或导致委内瑞拉产量再度减少 50 万桶/日。若减产完全兑现将导致约 200 万桶/日供应减量，为油价提供托底支撑。

（五）供需平衡

EIA、IEA、OPEC 分别将 2020 年全球油品需求增量下调 31、38、23 万桶/日至 100、83、99 万桶/日；美国供应增幅下调 14、5、17 万桶/日。预计 2020 年市场对欧佩克原油需求为 2929、2845、2870 万桶/日；欧佩克一月产量 2886 万桶/日。若维持一月产量将出现累库；若二月减产兑现基本均衡；若三月扩大减产或将出现去库。

三、张鹏：疫情影响下的沥青市场展望

美国计划制裁俄石油贸易子公司 RTSA，引发了未来原油供给收缩+国内马瑞原料供给紧张的预期，原油、沥青期货强势上涨，但该制裁有三个月的豁免期，实质对上半年的委内瑞拉原油出口并无重大影响，事件驱动消化后，盘面仍将回归基本面走势。该事件需在后市持续关注美俄制裁是否出现反复。

近期现货价格略有上调，以远期货价格为主，随着新冠疫情逐渐得到控制，企业加快复工，物流限制逐渐放开，炼厂发货量增加，炼厂移库和贸易商补库同时进行，炼厂累库放缓，社会库存明显增加；同时炼厂沥青开工率拐点出现，预计未来 3 月份之后，沥青开工率将明显回升；根据沥青贸易商反映，部分重点工程或将在 3 月逐渐开工，但其他工程项目暂无明确开工时间，仍可能继续延后。因此，在 3 月份大概率或将出现炼厂库存回落，但因为下游施工启动较少，总库存仍将继续上行。

当前沥青自身基本面主要矛盾仍然是在供给端，其中炼厂沥青开工率创历史新低，利好盘面利润走势，不过盘面利润已经打出上边际，判断短期内将是高位盘整为主；但我们看到炼厂沥青开工率在逐渐恢复，贸易商库存持续上升，下游工程开工整体后延，一季度贸易商的补库将在二季度转变成供给，但随着炼厂开工率的提升，盘面利润方向或将转为逐渐下行。另外，本月政府逆周期调节再度发力，提振市场预期，从宏观领先指标来看，一季度也将是基建、财政政策发力或落地的时间段，整体利多基建产品。二季度仍面临传统的施工淡季，炼厂订单需求或将下降，则二季度市场主逻辑将是高供给与弱需求带来的总库存压力增加，进而导致利润下行。具体来看，二季度进口量季节性复苏带来总供给的增加，贸易商补库基本结束，社会库“蓄水池”作用减弱，且面临传统的沥青施工淡季，炼厂订单需求减少，供需逐渐过剩将导致总库存压力增加。未来二季度未来成品油走势仍将偏弱为主，从利润角度考虑，炼厂或将继

续倾向于选择多产沥青，沥青供给将一定程度走强。

最后，对于沥青策略上，建议做空 BU2006。空利润、多基差策略继续持有，但需警惕未来沥青原料贴水上调而限制沥青原油比价的下行幅度。不建议继续追空 BU06-12 月差。近期原油月差在修复，美俄制裁事件更多影响下半年尤其是第三季度的原料供给预期，BU2009 合约走势最强，但事件驱动在盘面反应完成后，短期 06 合约基本面还是偏强，因此已经不适合继续追空近远月差。

四、杨家明：疫情对燃料油市场影响分析及展望

高低硫同为船用燃油，但 IMO 导致两者驱动因素不同，近期同样的局势，低硫裂解价差大幅走弱而高硫持续走强。高硫燃料油在 2019 年通过价格下跌悲观预期释放，近期裂解走强是供应下降预期强化，主要体现在欧佩克减产、美国制裁俄石油贸易公司俄罗斯-欧洲燃料油物流或受影响进而影响亚太高硫燃料油供应预期、委内瑞拉-亚太燃料油下降，超预期需求有增多趋势。其中，美国、印度炼厂燃料油需求增加，美国制裁俄石油贸易公司后美国炼厂或寻找其他来源燃料油、国内沥青炼厂或短期用高硫燃油替代俄油供应马瑞。低硫燃料油份额超 80%，疫情主要冲击需求，国内低硫产能释放预期。

亚太高硫和低硫燃料油供应量均持续下降，高硫供应降幅明显。进入 2020 年 IMO 实施，低硫份额取代高硫，新加坡燃料油销量逆势增加（低硫为主），但受疫情冲击，国内干散货需求大降，巴西、澳洲铁矿发货大降，可以预计二月新加坡燃料油销量大概率下降。

近期新加坡 380 裂解价差触底反弹，贴水、月差大幅反弹；VLSFO 表现弱势。BDI 企稳或意味贴水、月差企稳概率大，月差正值，套利空间预示三月亚太到港燃料油继续下降（高硫供应或更少），低硫主体用油因此受疫情冲击较大，此外国内首单出口退税燃油并未使用配额，或意味着国内炼厂出口船燃相较于成品油而言不受配额限制，近期 VLSFO 较柴油走弱，但生产 VLSFO 炼厂仍有较高经济性，且配额不受限制将极大释放国内低硫产能。

燃料油（海关编码 27101922，未区分高低硫）残渣型燃料油消费税 1211 元/吨，消费税 376（按国内高硫燃料油 3265 元/吨计算），合计税费 1587 元/吨，税费占产品单价 49%，不退税的话不具备与保税区高硫燃料油（进口来

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7052

