

**采掘9月视角：**

**需求下行尚未结束，能源品价格短期料仍将偏弱**

**任志强      S0360518010002**

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

**请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。**

# 9月：需求下行尚未结束，能源品价格短期料仍将偏弱

- **宏观：**在FED降息的确认下，全球主要经济体都进入了“衰退式宽松”的进程。国内进出口部门仍在向下寻底的进程中，工业因为价格预期向下，投资谨慎，继续主动去库存；房地产则在资金端接连遭受到信托收紧、债券发行遇阻和预售款承压的问题，预计在开发投资方面承压向下，经济压力依旧。
- **煤炭：**站在周期的角度，电煤因为需求负增长，以下游高库存为特征的过剩局面已经形成，定价权已经转移到下游电厂手中，煤价整体呈现出易跌难涨的局面，供需矛盾的解决必须以电力需求增速再次抬升为条件；对于双焦而言，螺纹供需矛盾指向供给端减产，焦煤利润中枢面临拐点，而焦炭生产利润则因为高炉的成本优势而围绕零轴运行。**就9月而言：**1) **动力煤：**当前电厂处于结构性补库和被动累库的转换档口，随着日耗的下滑，电厂对坑口和港口的采购都会出现边际弱化，9月价格仍以坑口、港口共振下跌为主，预计现货短期有望跌至560元/吨附近，月度区间预计为560-580元/吨，中轴为570元/吨。2) **焦炭：**成材过剩指向供给端减产，因为高炉相对电炉存在可持续的成本优势，焦炉在相当长的时间内仍需要满负荷生产，即仍需有生产利润的存在。但由于焦化厂散小乱弱，对上下游议价能力较差，其利润中轴将无限靠近与零轴。在9月，预计两轮提降后出厂1750元/吨的焦炭仍有两轮提降的空间，吕梁准一出厂有望降至1550元/吨。3) **焦煤：**在焦炉满负荷生产的条件下，国产焦煤仍然在相当长的时间内维持紧平衡，但由于“成材供给端减产”的需求，焦炭的利润将主要来自于焦煤端，即焦煤利润拐点已经临近。在9月，安泽主焦预计将重新考验1550-1750元/吨区间价格的下沿，年内可能会触及1400元/吨的低点。
- **原油：**从静态供需关系看，全球原油供需关系偏紧，其中两对变量分别为OPEC+减产对抗美国增产，供给的实质性收缩来自于伊朗和委内瑞拉的被动减产。需求端Q4的增量主要源于亚太（含中国），该部分能吃掉80万桶/天的产量增长。从动态供需关系看，美油的增产将在Q4使得原油供需格局趋于宽松，而且OPEC+减产联盟还存在俄罗斯和伊拉克两大隐患，加上全球经济下行压力不减，需求增速仍存在下修的预期。因此，油价整体料会在强现实和弱预期中运行，震荡偏弱运行，区间为45-55美元/桶，该价格处于美油盈亏成本线以上，可以使得全球供需供需逐步进入过剩。
- **投资建议：**作为能源票的煤炭和原油，在未来的Q3和Q4都面临着周期性需求下滑的压力，供需矛盾均需需求复苏方能解决。所以，整个能源板块在未来的1-2个季度里，趋势性行情或将较为匮乏，核心在于对于业绩和估值预期差的挖掘，以寻求波段性的配置价值。在当前这个时点，**我们首推中国神华。**
- **风险提示：**逆周期调节政策超预期、地产韧性超预期。

SECTION 1

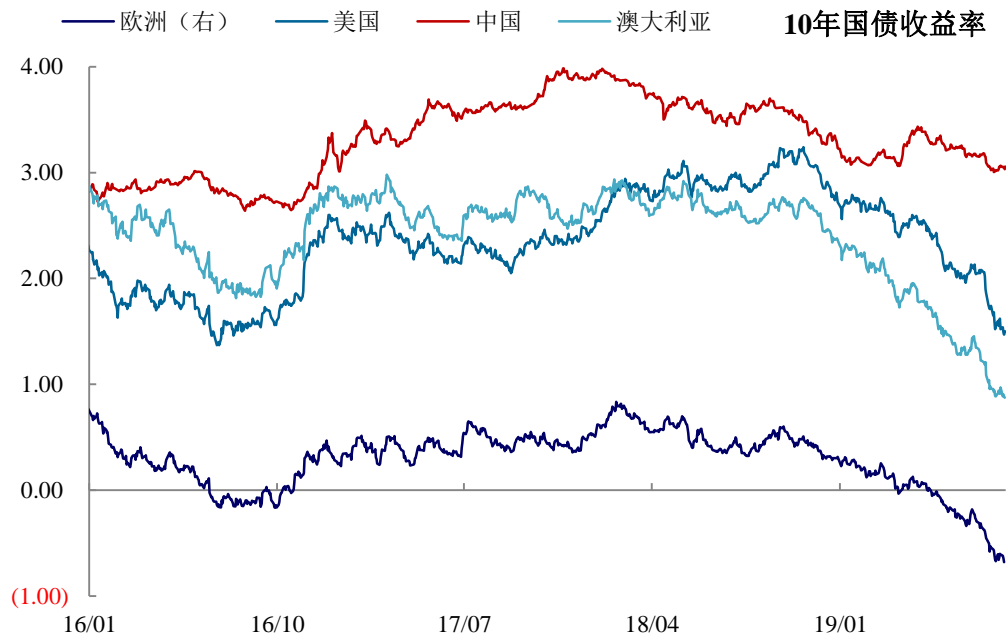
---

**宏观：全球宽松序幕初开，国内经济压力依然严峻**

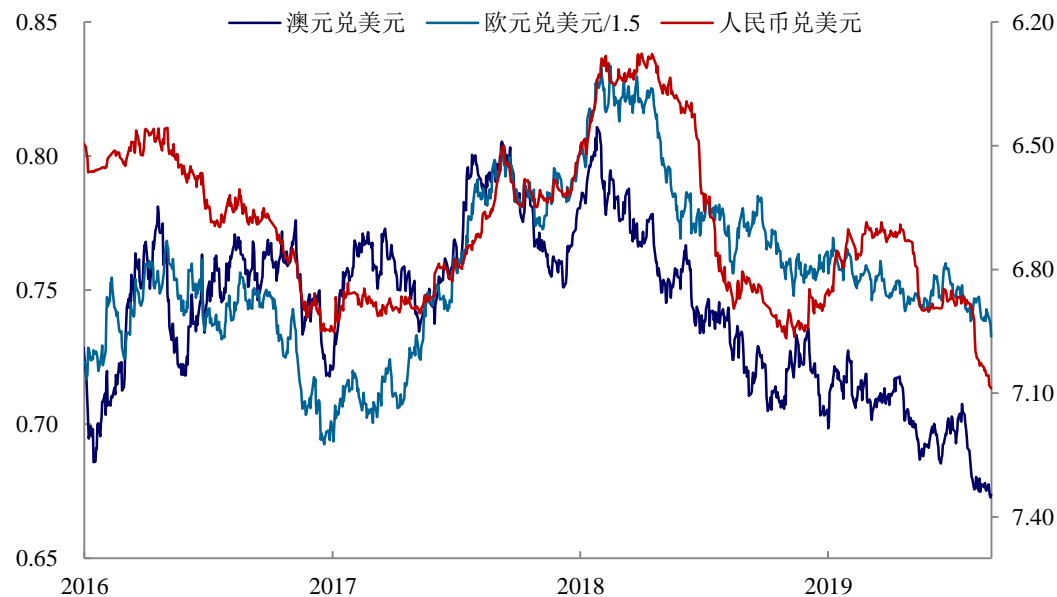
# 全球：衰退式宽松拉开序幕，美元指数被动走强

1) 全球主要经济体中，美国是创新中心，中国是制造中心，澳大利亚是资源中心，欧洲是消费中心；在FED首轮降息25BP的确认下，全球进入了宽松的环境。伴随着PMI的大幅下行，主要经济体10年期国债到期收益率相对2016-2019年的高点下行了80-250BP不等，其中资源中心澳大利亚下行幅度高达211个BP，宽松的背景处于衰退的进程中，即衰退式宽松正式拉开帷幕。

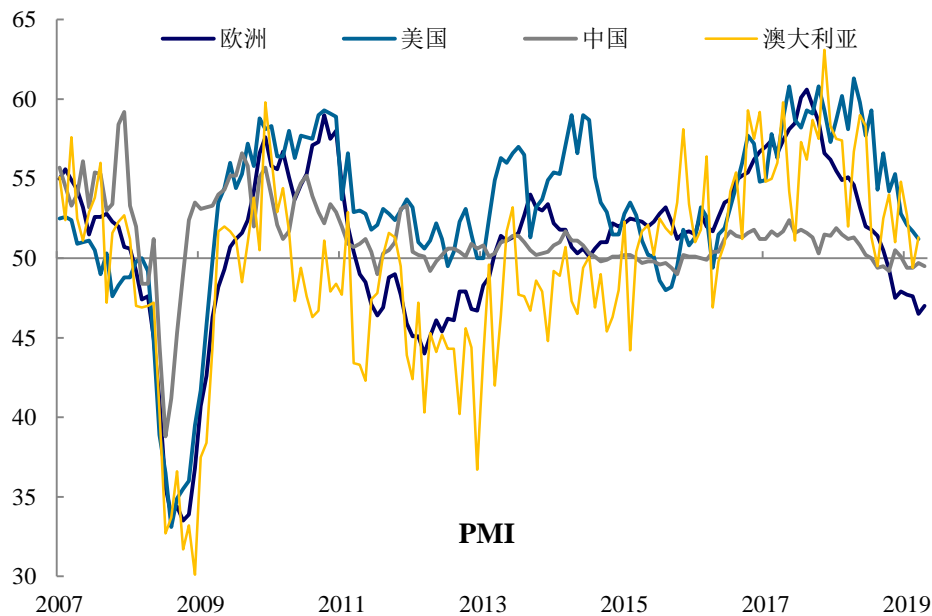
3) 在货币端、人民币、欧元、澳元均相对美元大幅走弱，美元指数被动走强，外汇头寸对冲方向成了多美元空其他国家货币。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

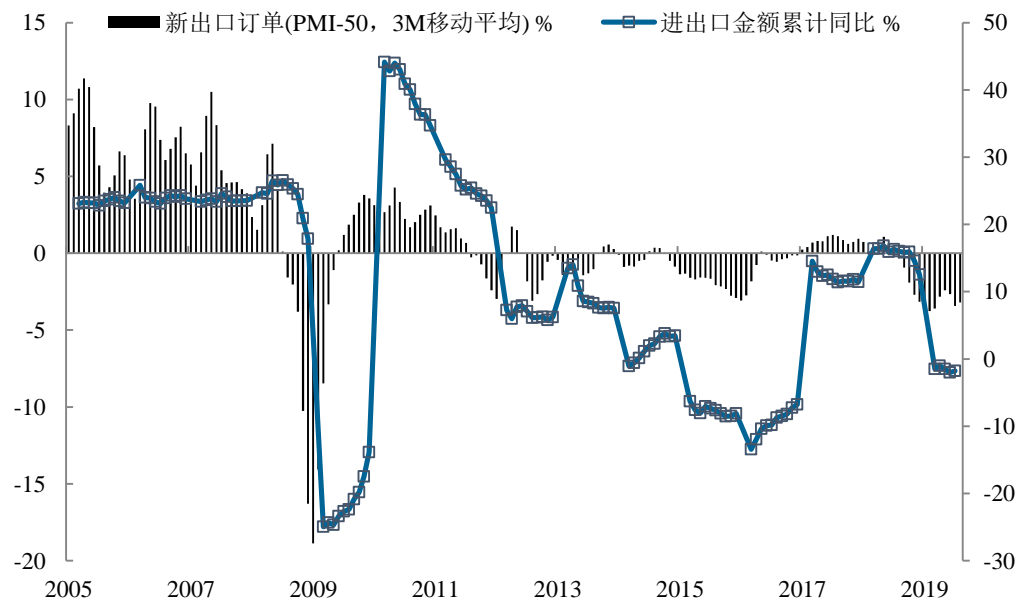
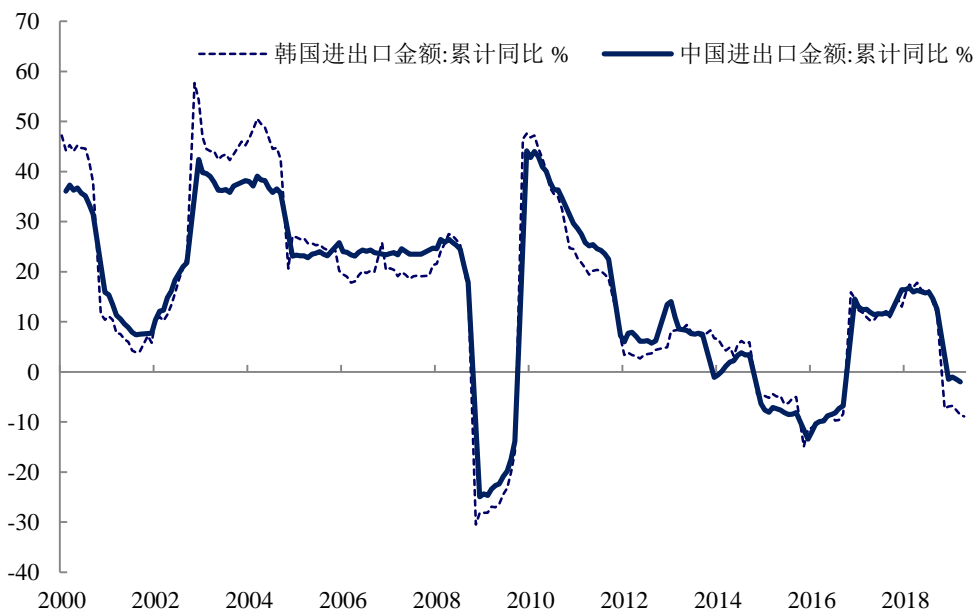
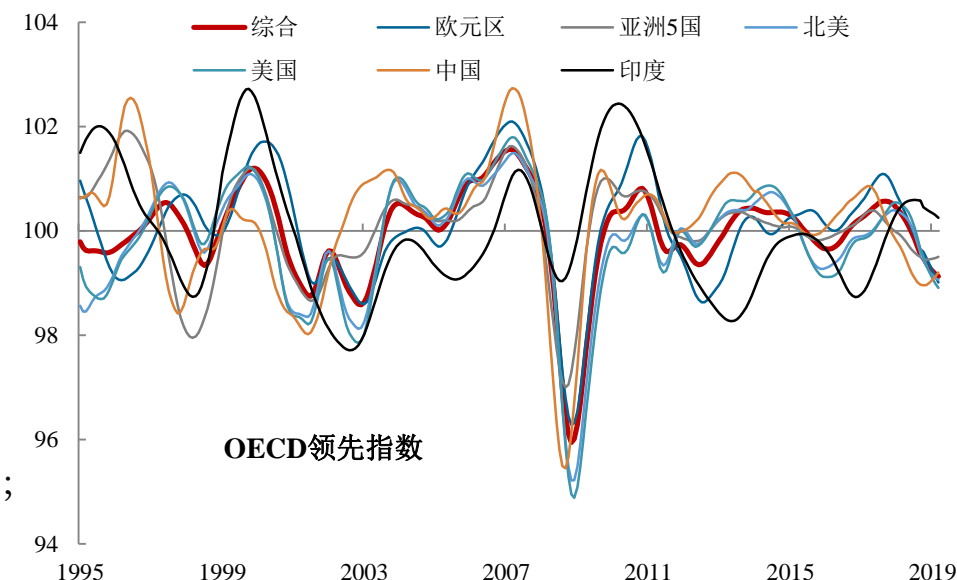


数据来源: wind、华创证券

# 出口：海外市场低迷，进出口艰难寻底

1) 在贸易战的影响下，全球OECD领先指数6月报99，已经处于1995年以来的第三低点，仅高于2009年和2012年的极低值。在主要经济体中，欧洲、中国、日本PMI已经降至荣枯线以下，澳大利亚和美国也不断向荣枯线靠近，海外市场持续低迷。

2) 美欧日是我国主要的贸易伙伴，我国2018年与三个区域发生的进出口总额为1.64万亿美元，占全国进出口贸易总额4.62万亿美元的35.56%。1-7月中美贸易、中欧贸易和中日贸易累计同比依次增长-13.62%、+4.45%和-4.85%，其中中美贸易进出口累计同比负增长的幅度在2月一度超过2009年时的局面，向下动力较弱；但中欧和中日仍存在一定向下空间，我国进出口仍在艰难寻底的过程中，见底的条件是预期为国内经济的企稳回升。



# 房地产：“钱”+“地”两头压制，新开工还有下行空间

1) 从本质上看，房地产属于一个资本密集型的土地加工行业，地是“原料”，钱是“加工设备”，即“地”和“钱”是房地产行业运行的核心约束条件。按照土地成交对开工的领先关系，趋势上，新开工累计同比增速料将在2019Q4见到阶段性底部。在实际运行中，通过“强化期房销售”+“加大应付账款”的方式来维持快周转模式，新开工下行增速下行的斜率料将较为平和。

2) 在边际上，地产行业的变化主要集中在资金层面；开发资金层面，2018年到位资金16.6万亿，应付账款占用3.7万亿；根据用益信托的统计，2018年信托资金中有9200亿流入了房地产行业，按照23号文对信托的监管，该部分将面临相当力度的下滑；房地产AA+利差走势与10年国债走势背离，意味着债券融资也存在障碍。销售端，货币市场向房贷利率传导不畅，加上“棚改”的透支，销售持续负增长，“预付款”到位也面临压力。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

# 工业：预期谨慎，工业主动去库存仍在持续

1) 在以制造业为核心的工业周期中，制造业投资取决于预期和利率环境，前者与工业产成品库存周期基本一致，后者取决于经济整体的格局。前期工业高ROE使得供给基本追平需求，叠加贸易战触发的需求回落，工业企业进入去库存周期，投资整体较为谨慎。

2) 面对着地产压力+出口压力，在价格驱动的ROE回落过程中，工业企业开始减弱生产强度开始主动去库存周期，在工业品供给实质性收缩和需求实质性好转前，工业企业仍将在去库存周期中持续。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



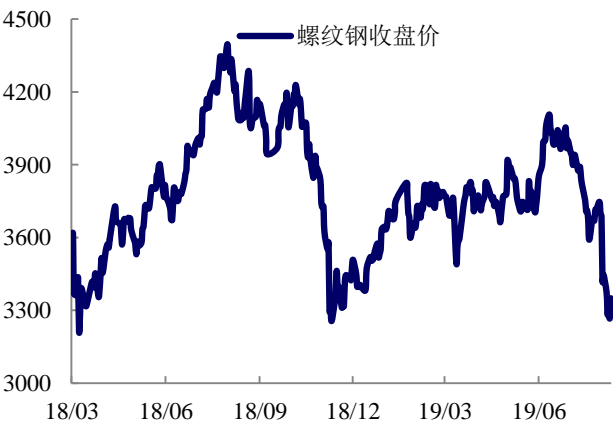
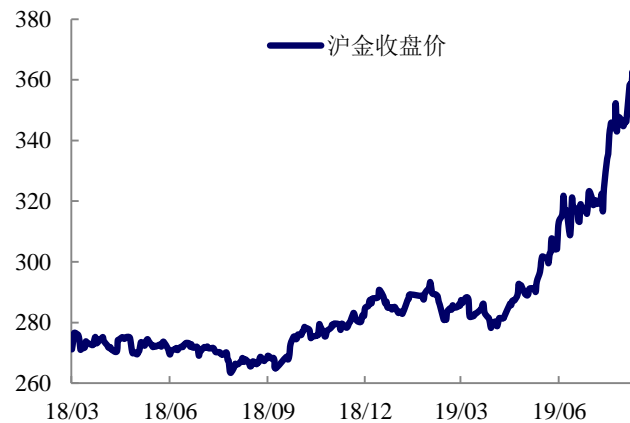
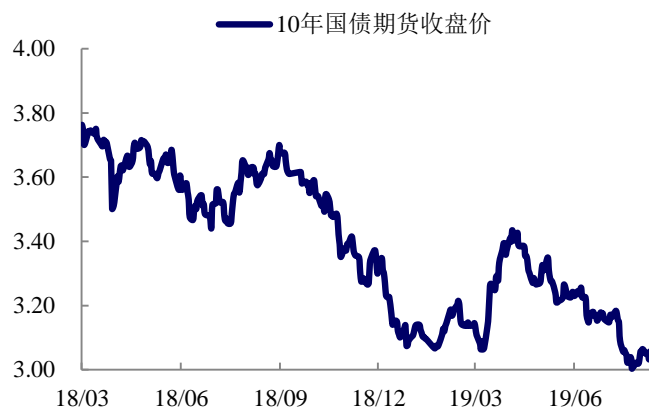
数据来源: wind、华创证券

# 资产：全球衰退式宽松拉开序幕，“防御”继续占优

1) 在FED降息的确认下，全球主要经济体都进入了“衰退式宽松”的进程。

2) 国内进出口部门仍在向下寻底的进程中，工业因为价格预期向下，投资谨慎，继续主动去库存；房地产则在资金端接连遭受到信托收紧、债券发行遇阻和预售款承压的问题，预计在开发投资方面承压向下，经济压力依旧。

3) 在全球“衰退式宽松”和国内经济承压的背景下，“防御性资产”诸如黄金、国债继续占优；而“看多经济”的标的资产主要商品原油、螺纹承压向下；提前反映经济预期的股票则处于震荡区间，在估值的历史低位等待向上驱动的出现。



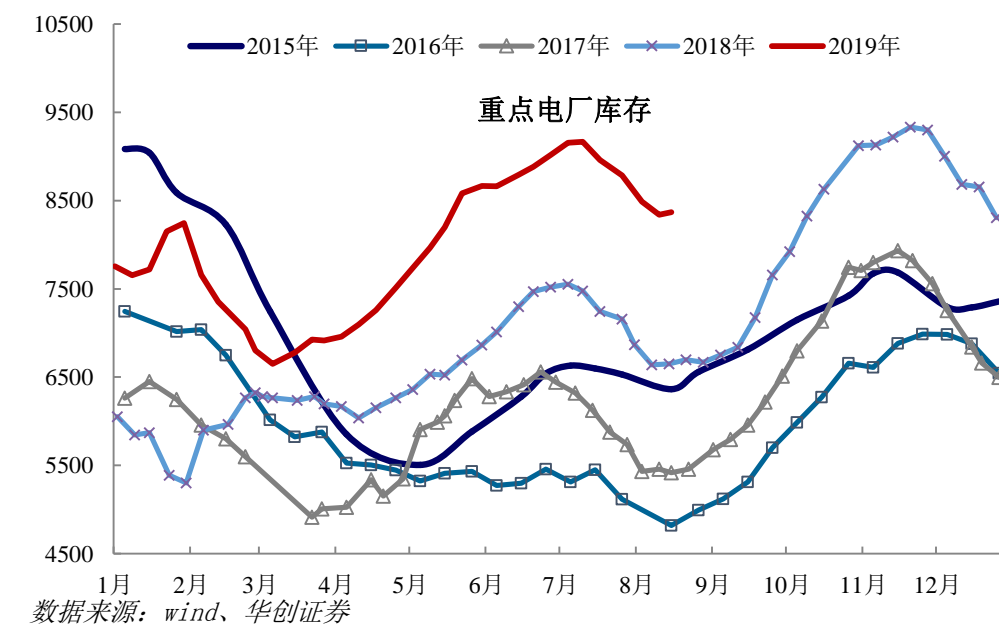
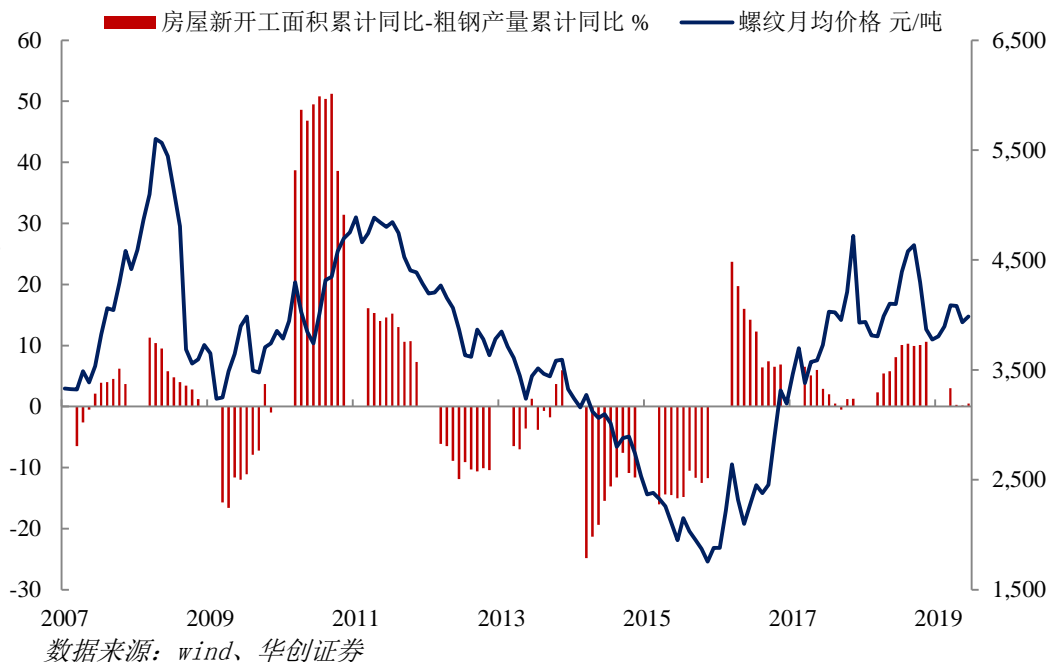
数据来源：wind、华创证券



# 大宗品再定位：原油供需偏紧，国内主流品种考验成本

1) 供给侧改革叠加棚改，国内以螺纹钢和动力煤为代表的大宗商品在主动补库存的进程中启动了一轮牛市，牛市中的高利润驱动产量增长开始加速（产量增长多因为产能利用率，而不是与固定资产投资有关的产能增长），目前螺纹供给已经追平需求，动力煤则因为电煤需求负增长陷入过剩的局面。再往后，国内的螺纹将考验成本支撑，动煤考验政策底。

2) 对于原油而言，在全球衰退的背景下，需求增速预期不断遭到主流机构的下调，而供给端美油相对2018年10月已经增产130万桶/天，若非委内瑞拉和伊朗的被动减产158万桶/天的对冲，原油已然过剩。在当下，供需关系较为紧张，油价被预期显著压制；往后，原油需求端压力仍存，供给端核心变量仍在委内瑞拉、伊朗和美国。



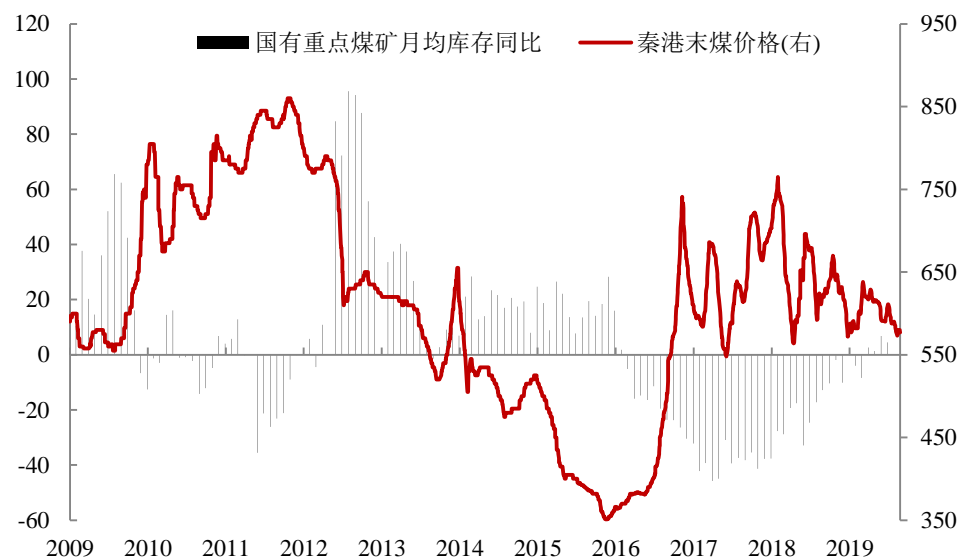
SECTION 2

---

**动力煤：淡季已至冬储尚早，价格考验政策底**

# 供需：矿难影响已成过去，电煤需求零增长已经造成过剩

1) 按照汾渭能源测算，榆林矿难+进口减量在2月份造成了4000万吨左右的供需缺口。而按照我们模拟的全口径库存看，市场在2月+3月上旬共消耗库存2700万吨，而去年同期库存累积了2200万吨，即对供需缺口的影响达到4900万吨。在1-7月火电发电量累计同比增长0.1%，电煤的近似零增长造成了煤矿端累库、下游再度回到高库存，矿难对供需面的影响已经全然消退，行业再度回到过剩的格局。1) 根据供需平衡表测算2019年供需平衡表逐步转宽松，从被动的煤矿库存与最敏感的市场煤价格中枢的相关性角度判断，2019年的价格中枢缓步下行但维持高位，三级跳无法考验年度长协价格。市场煤价格的底在560元/吨，月度长协的底在575元/吨，年度长协的底在555元/吨以上，下半年价格中枢预期为580元/吨。



数据来源: wind、华创证券

动力煤供需平衡表	2016年	2017年	2018年	2019年
产量	27.54	28.74	29.60	30.35
净进口	1.89	1.96	2.12	1.92
总供给	29.43	30.69	31.72	32.27
电力	19.11	18.81	19.71	20.30
冶金	1.42	1.44	1.54	1.54
化工	2.07	1.76	1.75	1.95
建材	4.95	3.06	2.83	2.83
供热	2.20	2.32	2.65	2.65
其他	1.25	3.98	3.70	3.35
总需求	31.01	31.37	32.17	32.62
供需缺口	-1.58	-0.68	-0.45	-0.34

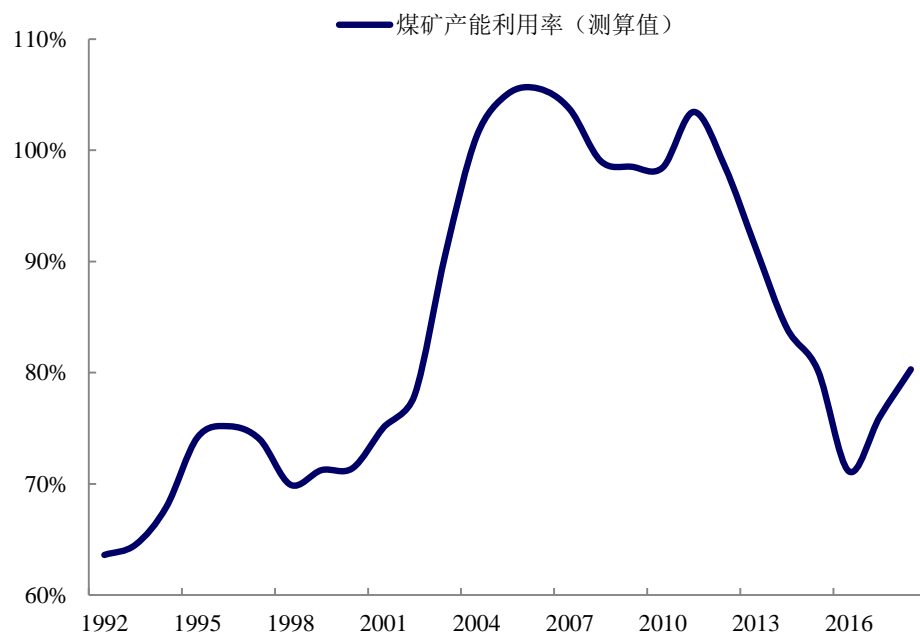
数据来源: wind、华创证券

# 库存：主动补库进入下半场，总库存走势横盘是关键

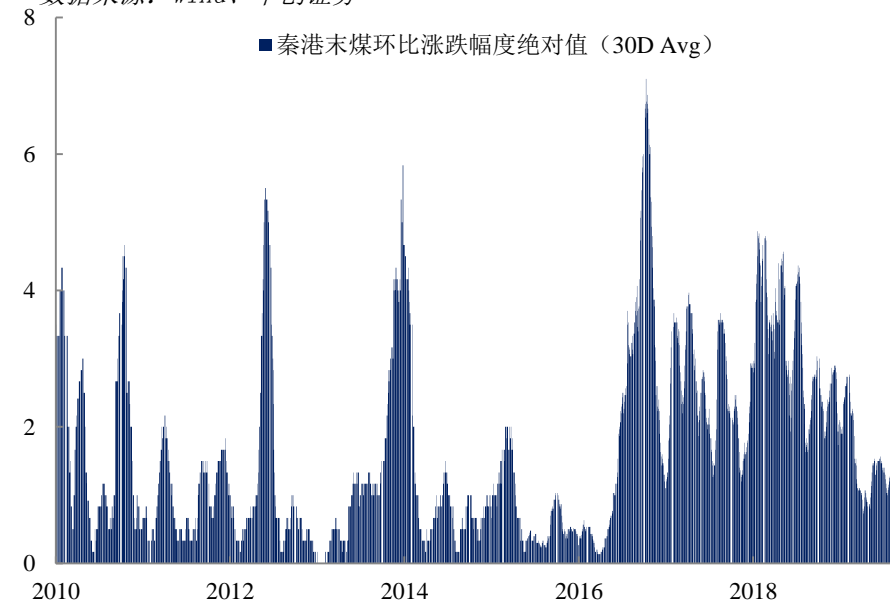
1) 按照煤价的周期，主要分为三个阶段：**a) 被动去库阶段**，即供给或者需求的变动导致供需关系趋紧，消费端库存被动去化，价格完成主升阶段；**b) 主动补库阶段**，即消费端为抵抗高煤价进而采取高库存策略，不断推高消费端的中转地、港口和电厂库存，价格维持高位震荡；**c) 被动补库阶段**，即因为需求回落的问题，供需关系逐步趋于宽松，电厂由于无法及时调整采购量，导致库存周转率下降而导致累积出天量库存，价格快速调整。按照上一轮后期划分，2013-2014年底属于被动补库；2015-2016年9月属于被动去库阶段，2016年9月到至今属于主动补库阶段。

2) 目前仍处于主动补库阶段，因为供给弹性不足叠加需求韧性而尚未进入被动累库阶段。但以6大电厂为代表的需求端库存端已经进入较高的水平，形成了对港口价格显著的压制作用。在真实需求不差+高库存的框定下，**2018年下半年以来，港口煤价波动率大幅下滑，高供给考验需求，库存走势在临界值上起舞。**

3) 供给端的增长主要来自于产能的提升和产能利用率的提高，从官方公布的数据肯，**煤矿产能利用率在2016-2018年这轮小周期中从71%提升至80%，为最主要原因。**而2016和2017年两年中产能净减少2亿吨，其中去产能5亿吨，产能净投放3亿吨，而投放的产能据我们的统计结果显示2017年并表在产能1.6亿吨，为产能投放的主要来源。根据行业吨煤固投和Capex的情况，后续扣除并标量产量增长速度将放缓，而需求端由于地产韧性和出口回升，增速有望超预期，煤价有望高位低波动持稳，为库存周期下半场。



数据来源：wind、华创证券



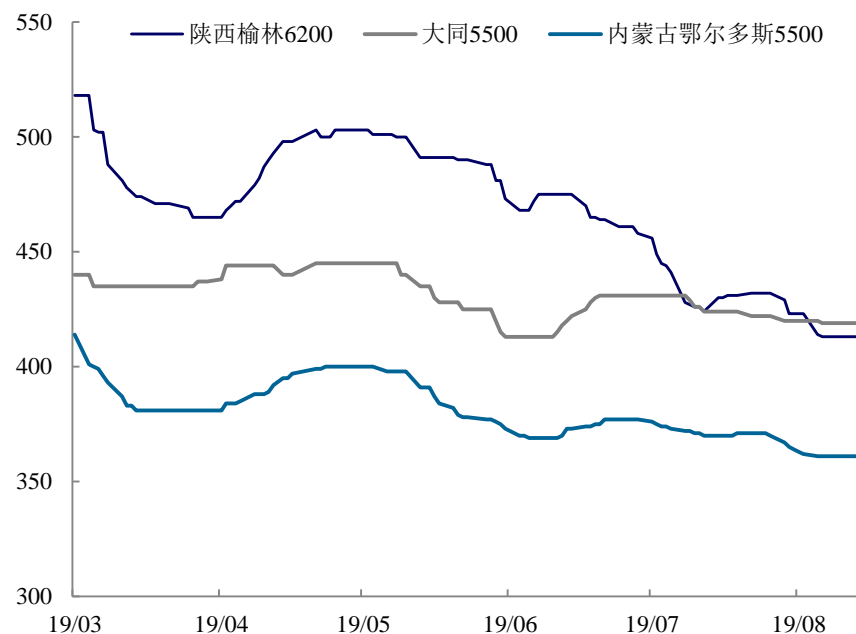
数据来源：wind、华创证券

# 产地：供给限制尚较弱，采购疲软驱动下行

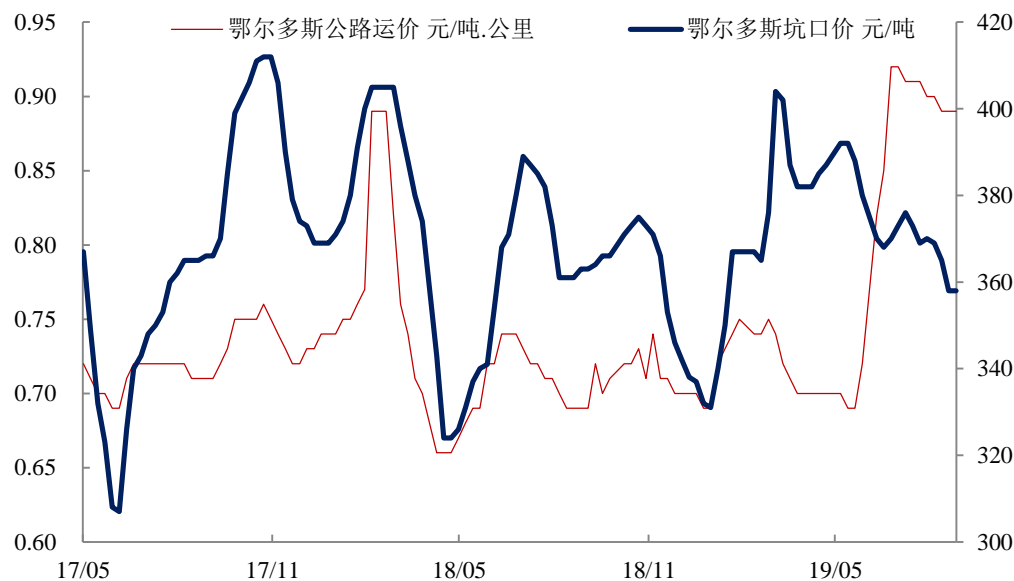
1) 从坑口煤价的运行看，晋陕蒙地区分别以大同、榆林和鄂尔多斯为代表区域，价格压力以榆林最为显著、鄂尔多斯次之，大同最为平稳。目前榆林6200卡煤价已经降至413元/吨，相对矿难前低13元/吨。

2) 在“大庆安监”的角度，经历过2017年7-10月的全国安全生产大检查后，安监已经只会局部约束产量，很难改变全局性的、统计级别的产量，我们认为对供给影响较为有限。而针对大秦线对港口调入的影响，检修期间正常发运量一般为110-120万吨/天，当前运量为120万吨/天，这意味着9月5日开始为期25天的检修对发运量的影响基本可以忽略不计。生产和运输端对供给的限制均较弱。

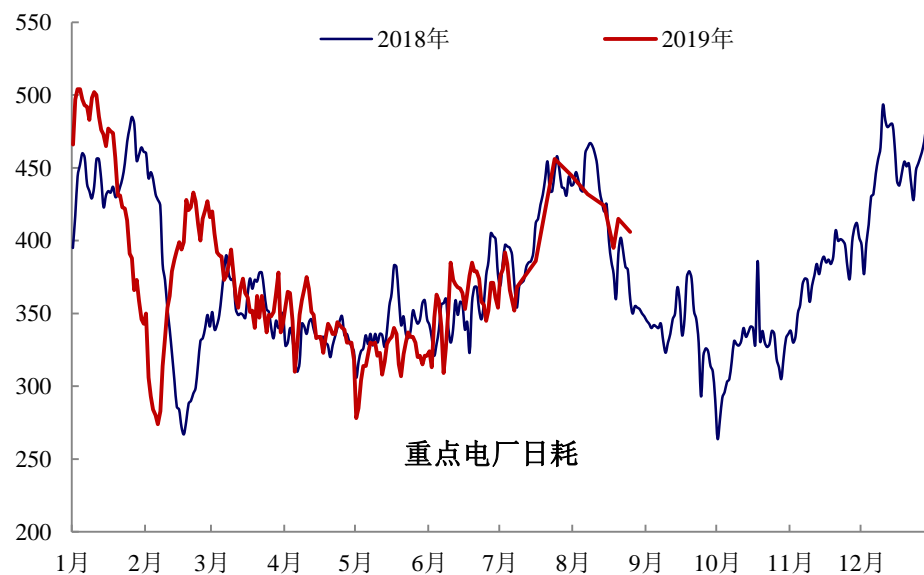
3) 坑口运价鄂尔多斯、榆林向港口汽运价格缓步走低，意味着港口对抗口的拉运仍然消极，采购较为疲软，且预计随淡季进一步下滑。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



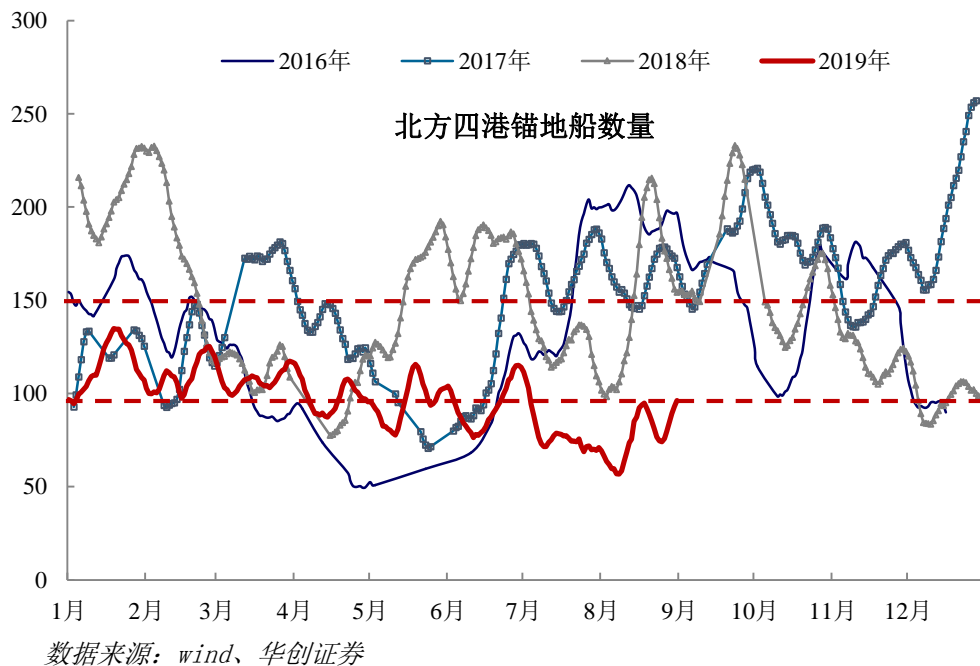
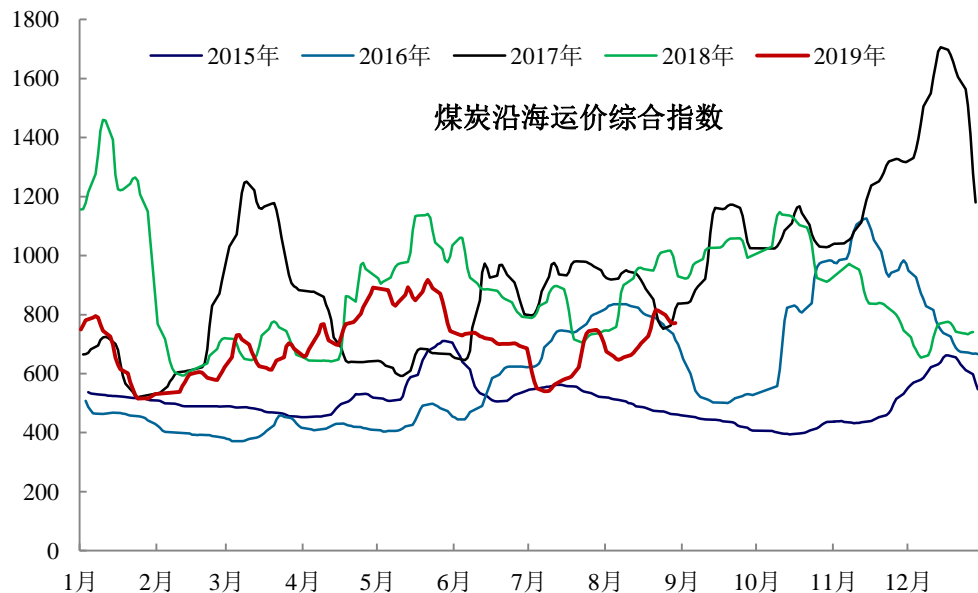
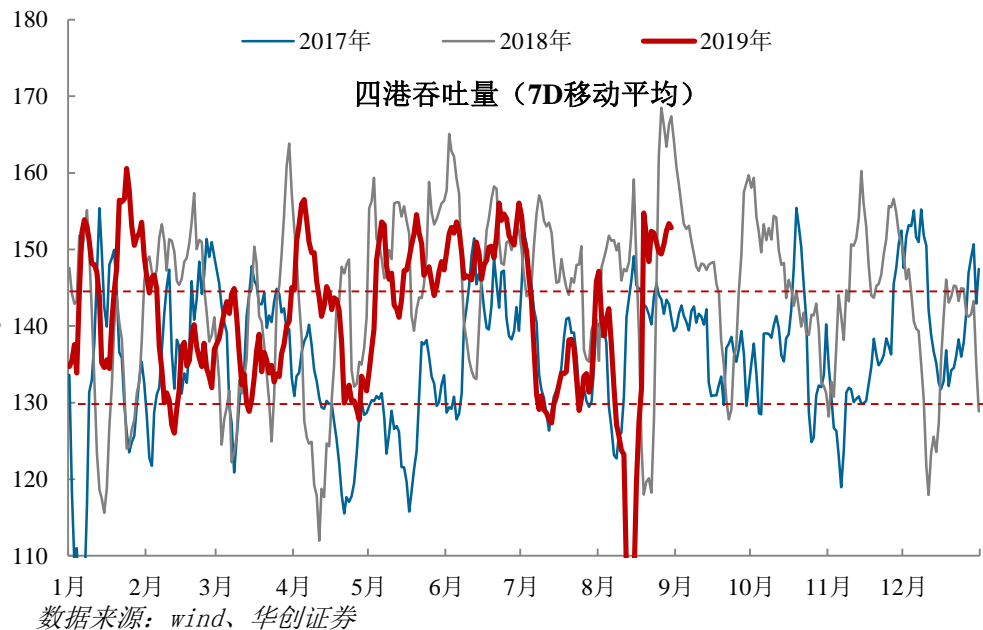
数据来源：wind、华创证券

# 港口：处于冰点的成绩边际略有改善，终难敌需求疲软

1) 以秦皇岛、曹妃甸、黄骅港和京唐港为代表的北方四港吞吐量一直处于区间运行的态势，近期因为“秋老虎”边际有所改善。

2) 从沿海运价对港口成交的领先关系看，需求的边际改善已经接近尾声，走出弱化的态势。

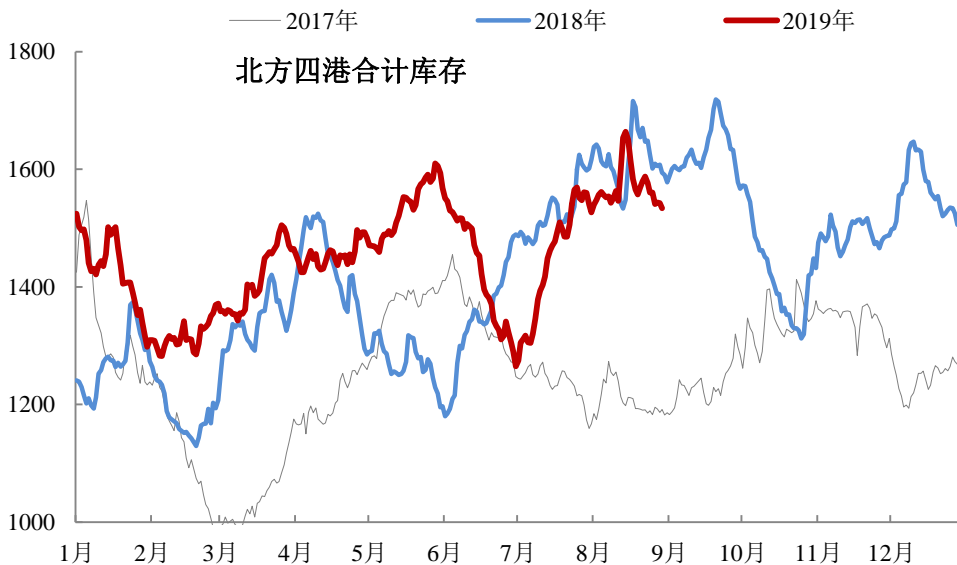
3) 在今年出现的一个明显规律在于，对北港的需求边际好转，并不能形成一个趋势性的涨价，核心原因在于以锚地船数量为有效衡量指标的成交热度持续处于低位，电厂接管了港口价格的节奏。在下游电厂主动降库存为“秋季廉价煤”做准备的阶段中，需求的小幅改善都是假象，弱需求持续的格局下实质性的成交好转只能等到库存降到合理位置后的冬储。



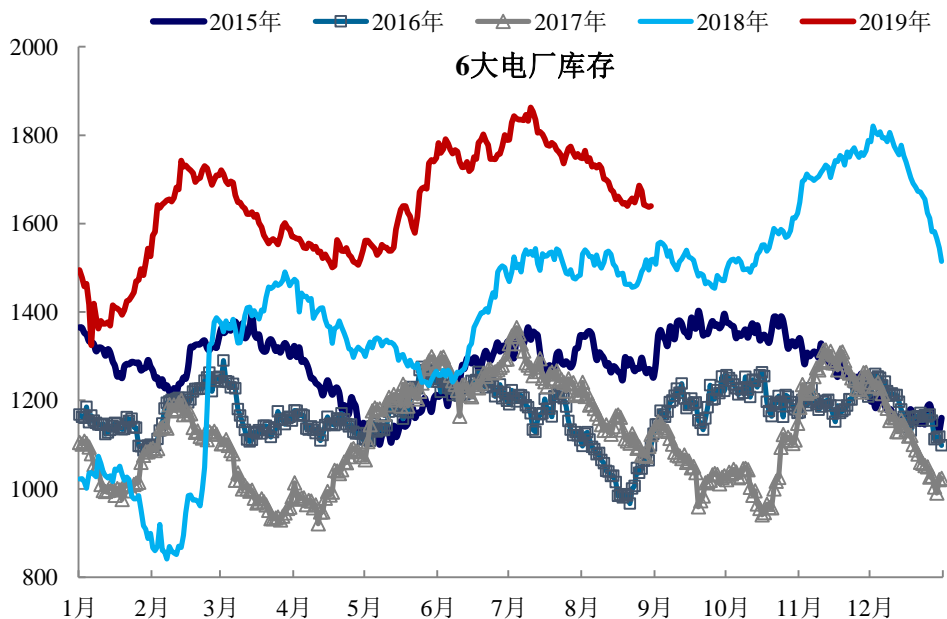
# 库存：“主动去库”仍在持续，“冬储”尚未到来

1) 在旺季过后的库存节奏一般有三个阶段，第一阶段是结构性补库，主要是弥补旺季过后的结构性低库存以应对“秋老虎”的可能性，然后紧接着是“主动去库”（第二阶段），以腾出仓库中的高价资源以买入相对廉价的低价煤（第三阶段，冬储），而目前正处于第二阶段中。

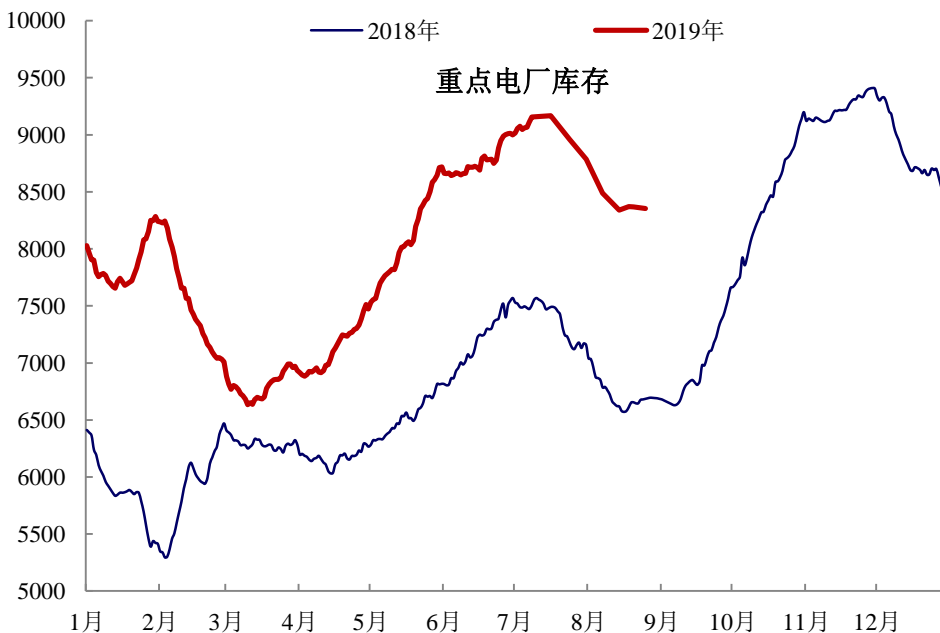
2) 在过去的8月，6大电厂日耗均值74.8万吨/天，同比负增长2.4%；重点电厂日耗均值414万吨/天，同比负增长1.4%（扣除口径问题同比负增长5.6%）；需求疲软仍是“高库存”的源头。在冬储到来之前，日耗的下滑将带来一定程度的被动累库，直到10月中旬日耗企稳后才有冬储。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

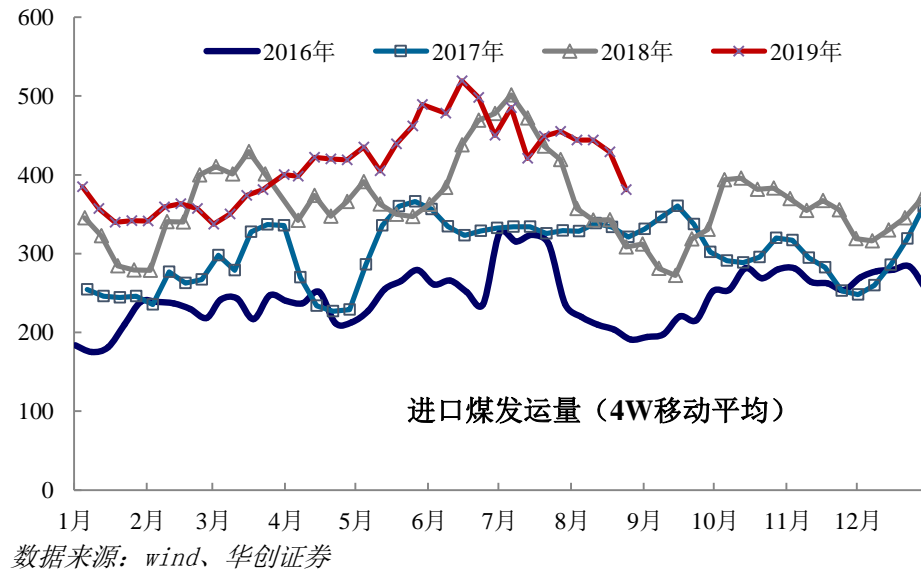
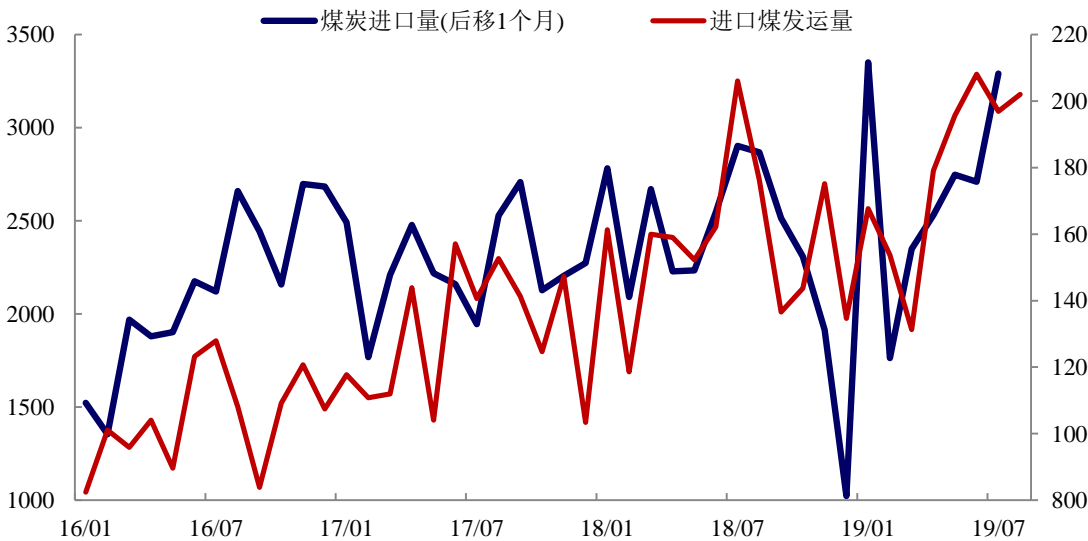
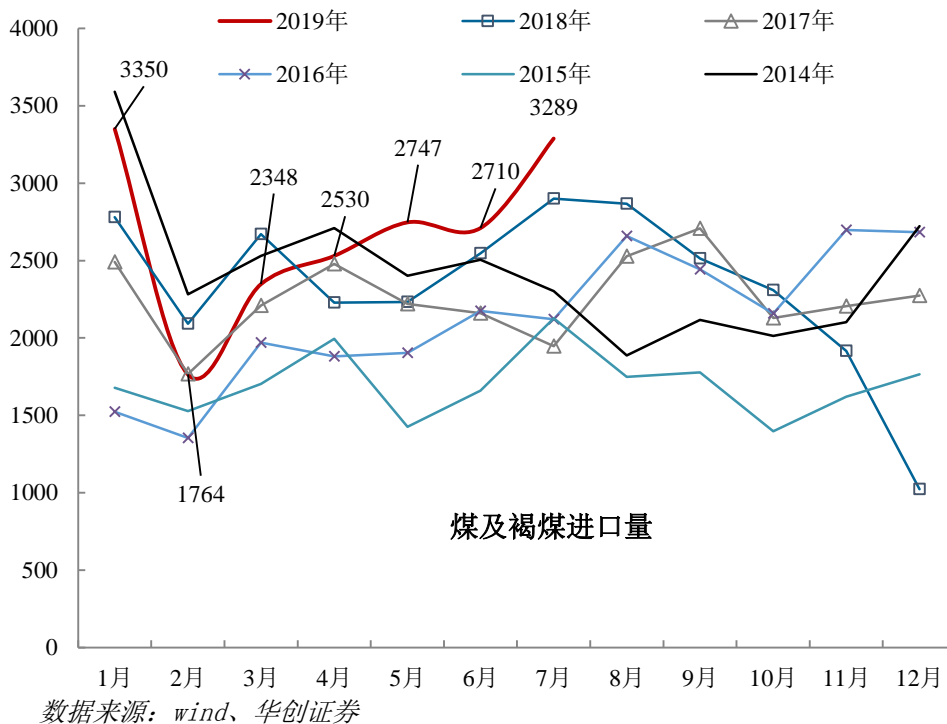


数据来源: wind、华创证券

# 进口：发运量季节性回落，月进口量已经见顶

1) 从总量控制的角度，全国1-7月进口煤1.87亿吨，同比增长7%；若按照8000万吨焦煤进口，2亿吨动煤进口，电煤在8-12月的总额度仅剩余6000万吨，月均额度1200万吨，相对2018年均值少600万吨，相对上半年均值2050万吨少850万吨，需要显著收紧。由于市场煤价格尚未考验年度长协价格，进口控制预计只会逐步收紧，而不是“一脚踩死”。

2) 从发运数据观察，7月煤炭发运总量为1969万吨，仍处于近5年的高位，按照对进口量的领先关系，8月进口量预计仍在2500万吨以上，未来进口煤额度将越来越紧张。在发运端，自8月开始，随着印尼和澳洲发运量的季节性下跌，出现明显回落，给出月进口量顶信号。但值得强调的是，华南目前进口煤吨煤成本算上40元/吨港杂+20元/吨滞期费也就570元/吨附近，按照当地售价利润仍十分丰厚，料始终会驱动“够得着”的电煤买方进场。



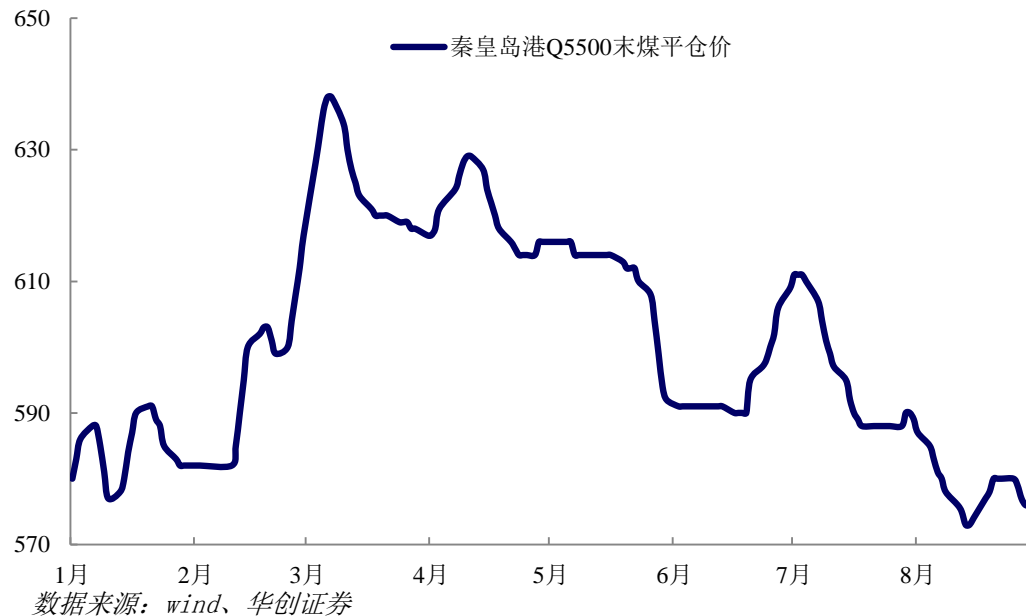


# 9月价格预判：坑口、港口继续共振下行，月均570元/吨

1) 在Q3季度中，进出口贸易持续低迷，地产投资面临下行压力，工业企业主动去库存预计将持续到2019Q4，这意味着电力总需求将持续低迷；在总需求低迷的背景下，火电属于劣后上网的调峰电力，需求将持续负增长。在当下，煤价定价权基本掌握在买方电厂手中，Q3将持续之前的季度级别下跌的判断，价格的底部背靠年度长协，预计为560元/吨。当价格受到年度长协价格支撑以后，煤价能否出现反弹，则取决于政策的意志。

2) 月度级别上，9月随着日耗的边际下行，结构性补库之后的电厂处于主动去库存向被动累库的阶段买进，煤价整体将依旧疲软。在坑口采购和北港采购同步弱化的进程中，支撑因素在大秦线的检修和大庆安监预期，随着两者都难以对供给形成有力压制，但在港口成交清淡的背景下，“询货”的强度能左右预期，使得“煤价继续高速小幅折返跑”进入10月以后，进口管控的力度和冬储启动的时点，将为实质性反弹提供可能性。

3) 价格预测：预计9月价格呈现为坑口+港口共振下跌的趋势，现货短期有望跌至560元/吨附近，月度区间预计为560-580元/吨，中轴约为570元/吨，不断产生市场煤和月度长协之间的套利空间。



SECTION 3

---

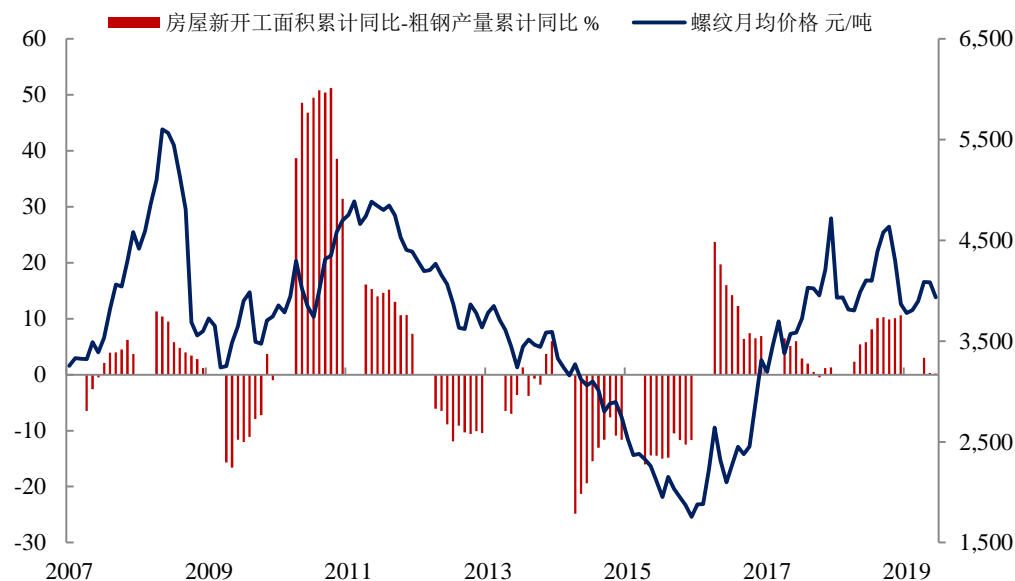
**双焦：成材陷入过剩，双焦偏弱运行**

# 螺纹：供需矛盾指向“减产”，“过剩”考验成本支撑

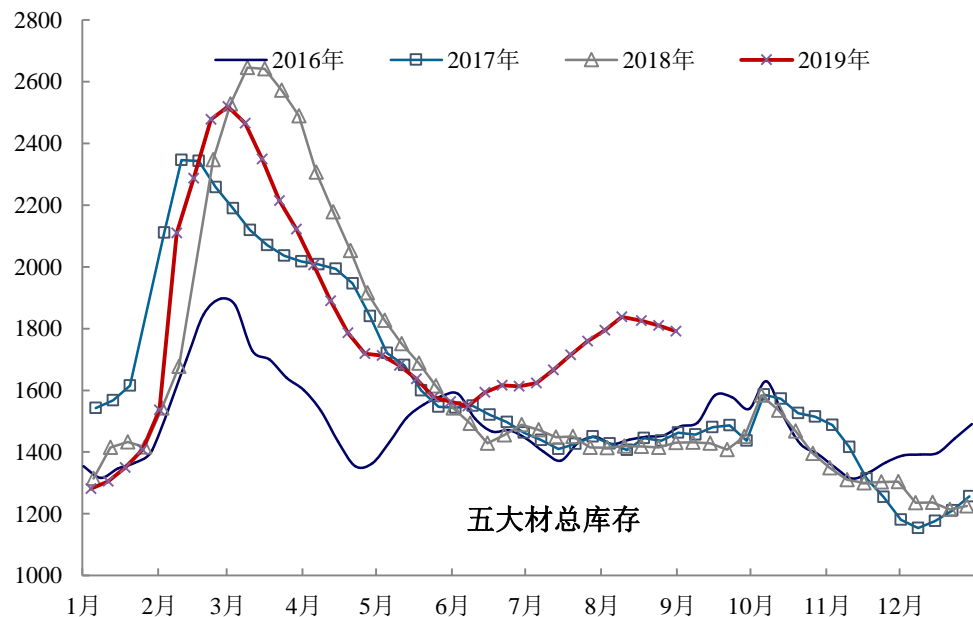
1) 从低频数据的角度，目前粗钢产量增速已经追平了房地产新开工面积增速，持续在需求不差产量更强的局面运行，这使得以螺纹为代表的成材出现了“大库存”的过剩特征。按照周期的特征，这意味着成材的景气周期已然结束，由供给造成的“过剩”在需求增速边际放缓的进程中，只能通过“减产”来解决。

2) 按照全国螺纹3740元/吨的价格，高炉螺纹尚有340元/吨左右的利润，而江苏电炉已经连续1个月处于亏损状态。因此，在转炉废钢用量下降+叠加电炉减产，螺纹周产量相对高位下降33万吨，其中高炉螺纹减少19万吨，电炉螺纹减少14万吨。按照当前349万吨/周的产量（同比约6%），同比高260万吨的螺纹库存是有希望消化掉的。但问题在于，铁矿石疏港量预示着高炉已经开始增产，价格若反弹电炉增产也是必然，螺纹的旺季大概率“去库”与“增产”的纠缠中度过，且预期将变得日渐悲观。

3) 根据我们的测算，随着张家港重废高位下跌230元/吨，电炉成本已经下沉至3700元/吨，若用谷电单班生产则成本更低；若螺纹价格就地反弹，将驱动电炉增产，过剩将愈发严重，若螺纹价格就地震荡向下，废钢价格将进一步下沉，导致电炉利润再次反弹；这意味着钢价旺季反弹将十分疲软，价格顶部背靠电炉成本，且随着废钢逐步下沉。预计9月上海螺纹价格现货将在3200-3700元/吨之间震荡，3200对应的是2000元/吨的重废、65美元/吨的铁矿和2350的到厂焦炭。



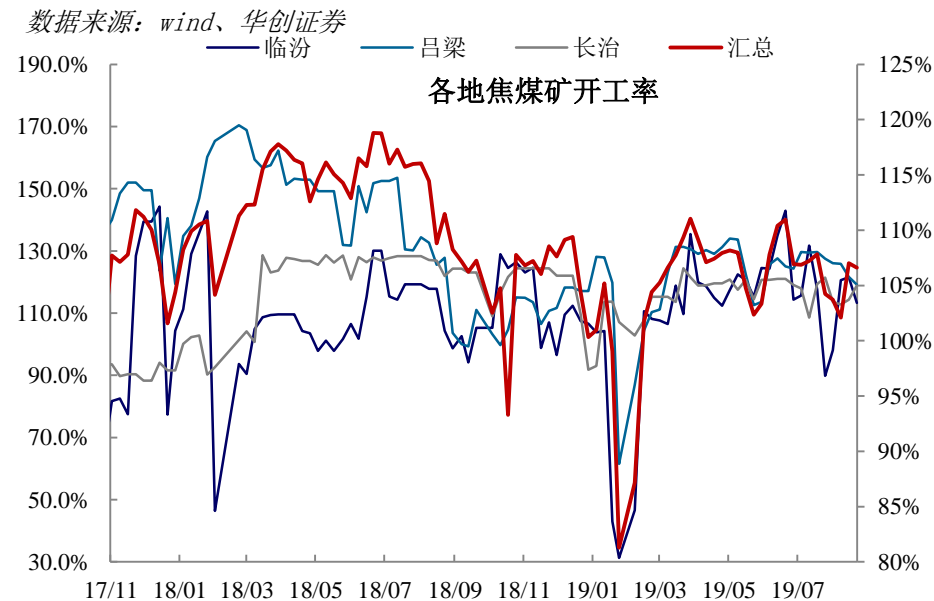
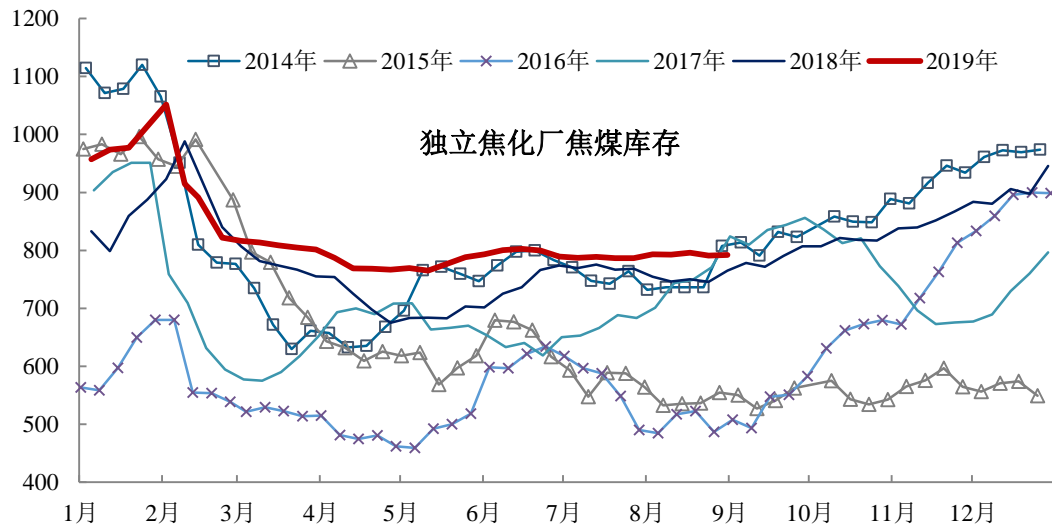
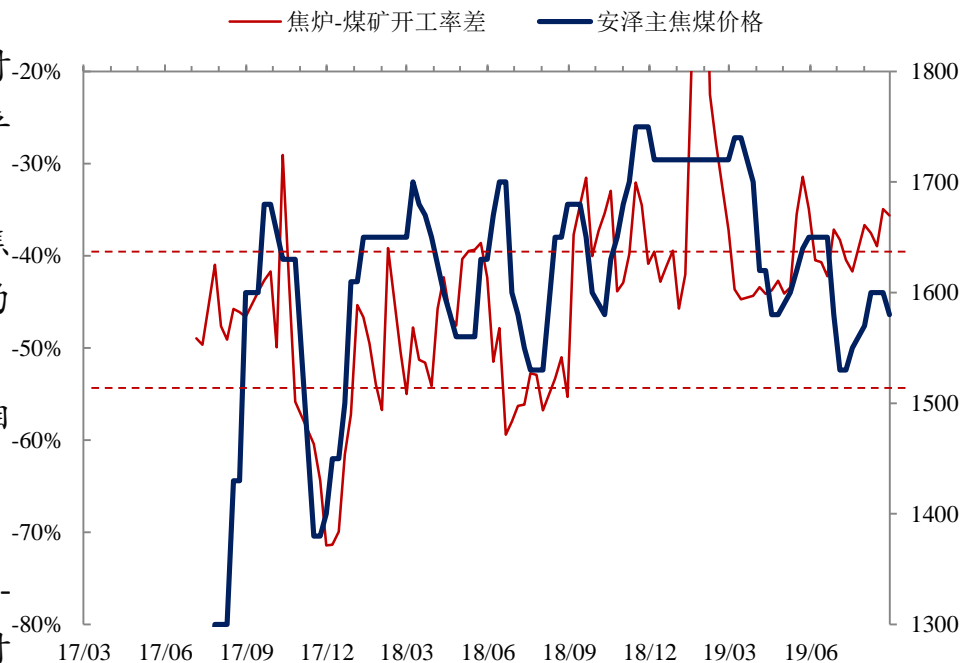
数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

# 焦煤：利润拐点逐步靠近，震荡偏弱运行

- 1) 在我国焦煤的供应体系中，国产焦煤最贵，进口焦煤相对实惠。因此，当国内焦煤供需偏紧时，进口焦煤即使过剩，价格也会相对平稳，这边是之前进口港焦煤库存同比增长104%，价格仍然相对平稳的原因。
- 2) 在当下，国内焦煤需求在高炉生产强度的保障下仍较好，国内焦煤供需相对平稳。但随着两轮焦炭价格提降落地，以乌海为代表的焦化厂将率先向焦煤要利润，焦煤价格下行已然开始。
- 3) 在成材的旺季，螺纹价格虽然上涨难度较大，但是下跌风险也相对可控，这使得供需矛盾仅仅需要电炉减产便可应对，到了淡季，在预期和低成本电炉的压制下，价格往往朝着压制高炉产量进行，这将使得焦煤开始面临利润拐点。安泽主焦预计将重新考验1550-1750元/吨区间价格的下沿，甚至可能会接触到1400元/吨，按照其对入炉煤300元/吨左右的溢价，入炉煤成本低点预计会到1100元/吨。

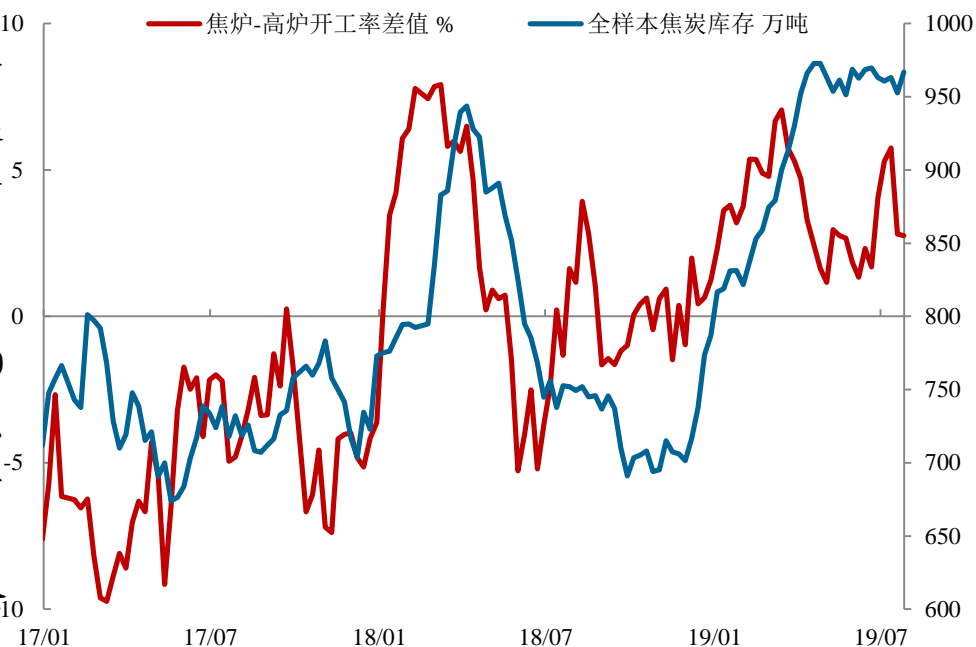


# 焦炭：焦化厂利润围绕零轴震荡

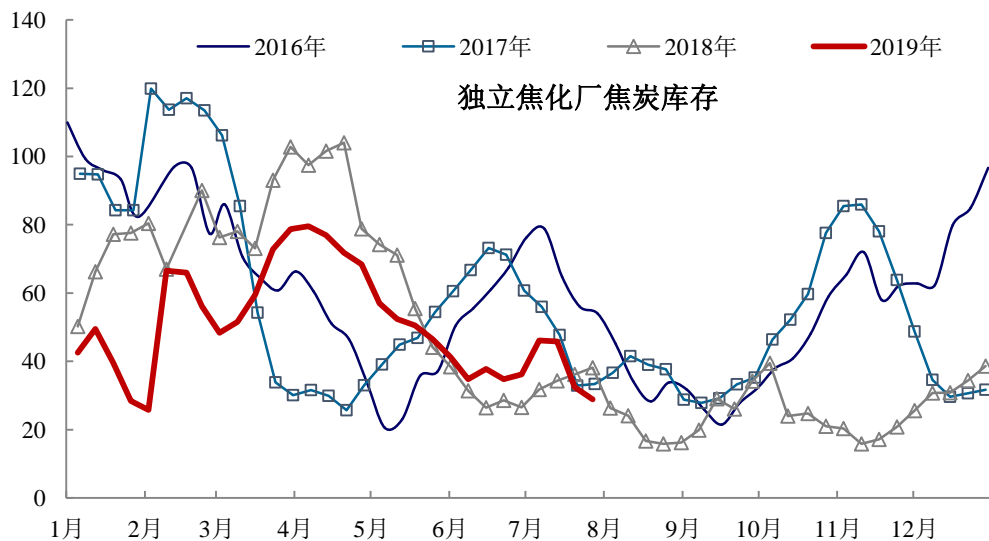
1) 在“减产以解决供需矛盾”的前提下，焦化厂的合理利润在区间-100—+300中运行，且不断向中轴下方运行。但由于高炉在铁矿石供需矛盾缓解以后仍存在明显的成本优势，其高炉有利润的保障下，焦化厂仍然需要满产，即利润当在零轴以上，但考虑到成材过剩的问题，利润将围绕零轴震荡，绝对价格取决于入炉煤成本的走势。

2) 按照对于入炉煤低点在1100元/吨的判断，焦炭出厂成本为1430元/吨，到港成本为1630元/吨。即对于港口焦炭价格而言，随着焦煤成本的下沉，绝对价格还存在较大的下行空间。若按照吕梁准一计算，出厂价区间可从1550-1950调整为1450-1950元/吨。

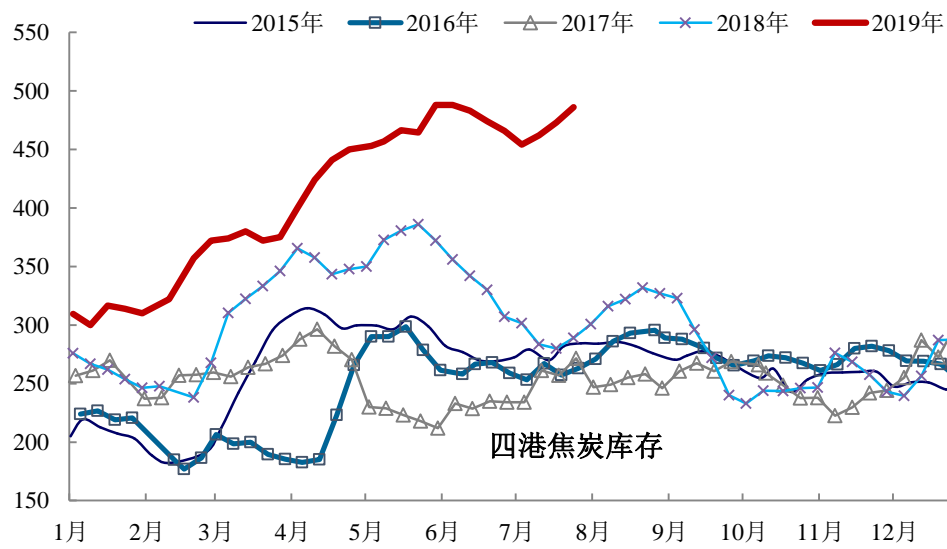
3) 在9月，由于高炉强化生产，焦煤价格仍然区间内运行，两轮提降后当前吕梁准一出厂价1750元/吨，毛利尚有100元/吨，随着焦煤价格的下调，预计还有2轮下跌，绝对价格预期可到1550元/吨。



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券



数据来源: wind、华创证券

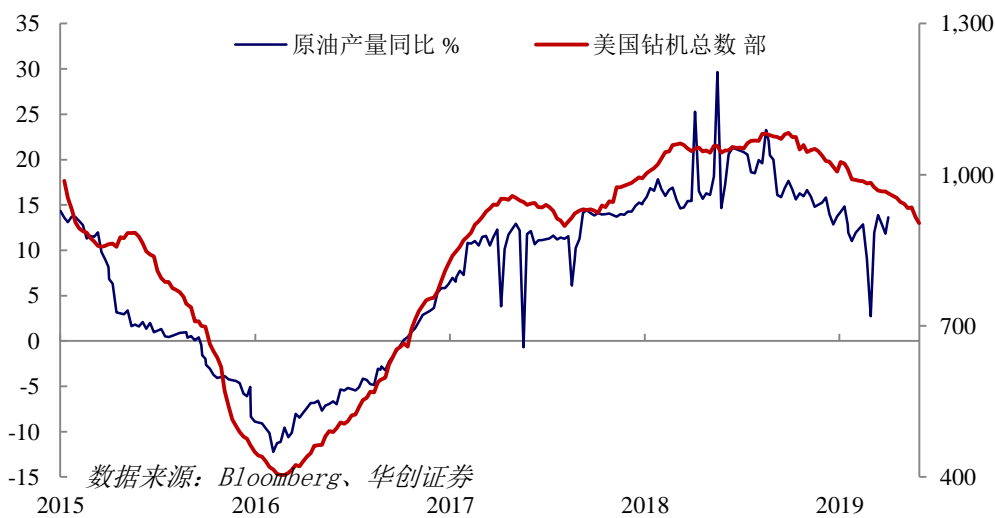
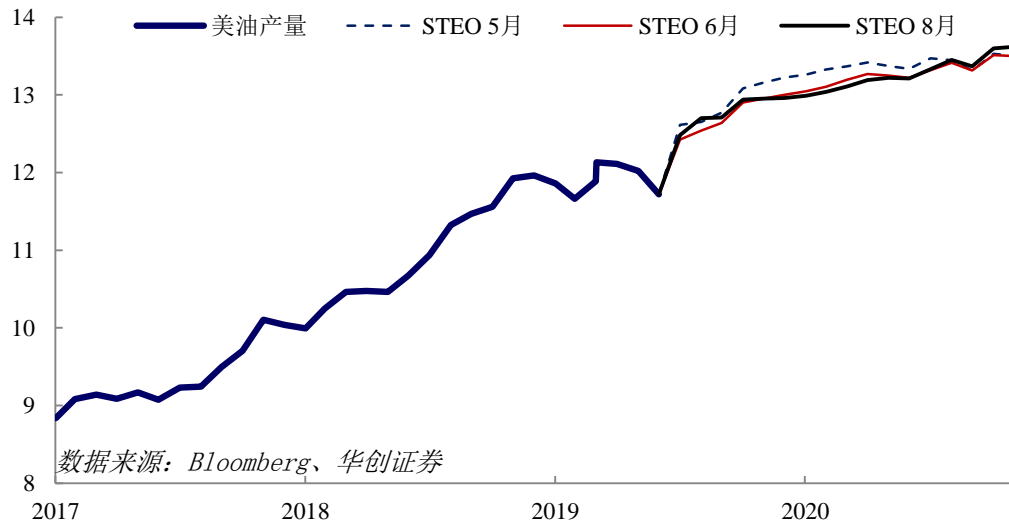
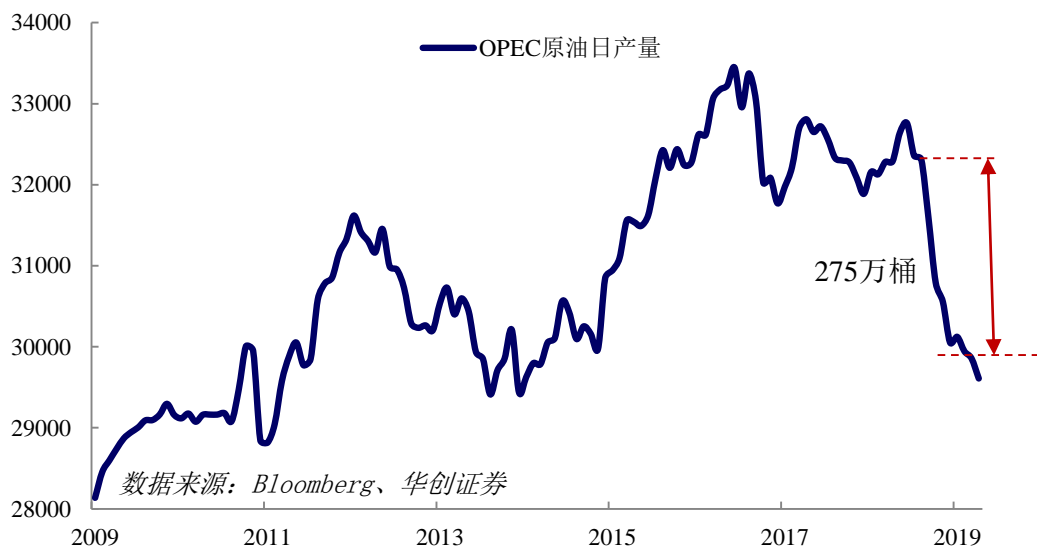
SECTION 4

---

**原油：紧平衡下的需求滑坡，美油成本定价**

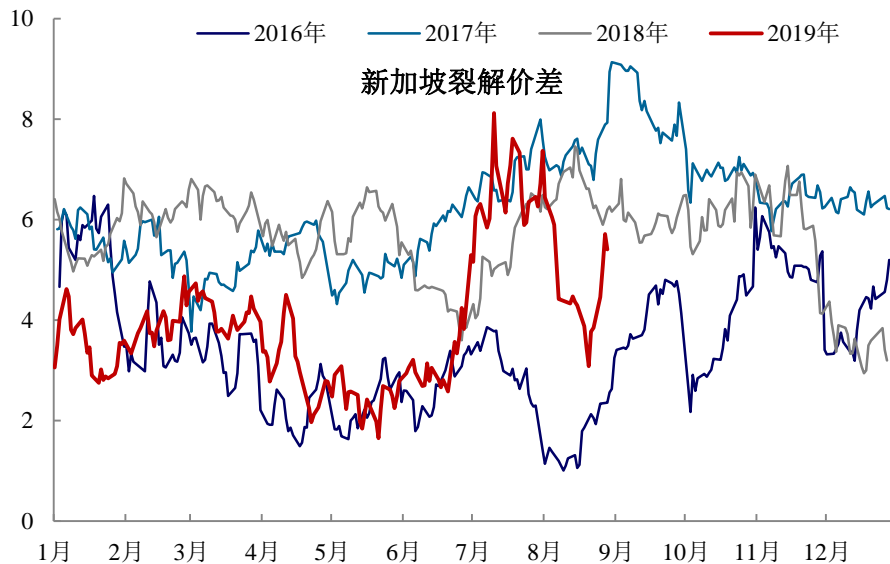
# 供给：减产联盟出现裂痕，减量的核心来自于被制裁国

按照7月JMMC会议，OPEC+维持原有减产份额至2020年3月31日，会后沙特、尼日利亚带头减产，但是俄罗斯和伊拉克却逆势增产，“减产联盟”出现列横。OPEC国家相对2018年10月减产总量达到275万桶/天，其中伊朗、委内瑞拉、利比亚贡献162万桶/天，伊朗和委内瑞拉的减量主要是因为美国的制裁；Non-OPEC国家的核心俄罗斯相对2018年10月减产12万桶/天，低于协议的23万桶/天，减产不及预期；与此同时，美油相对2018年10月增产145万桶/天，基本对冲了豁免国之外的125万桶/天的减产，可以说全球原油供给收缩主要来自于减产豁免国的产量被动下降。

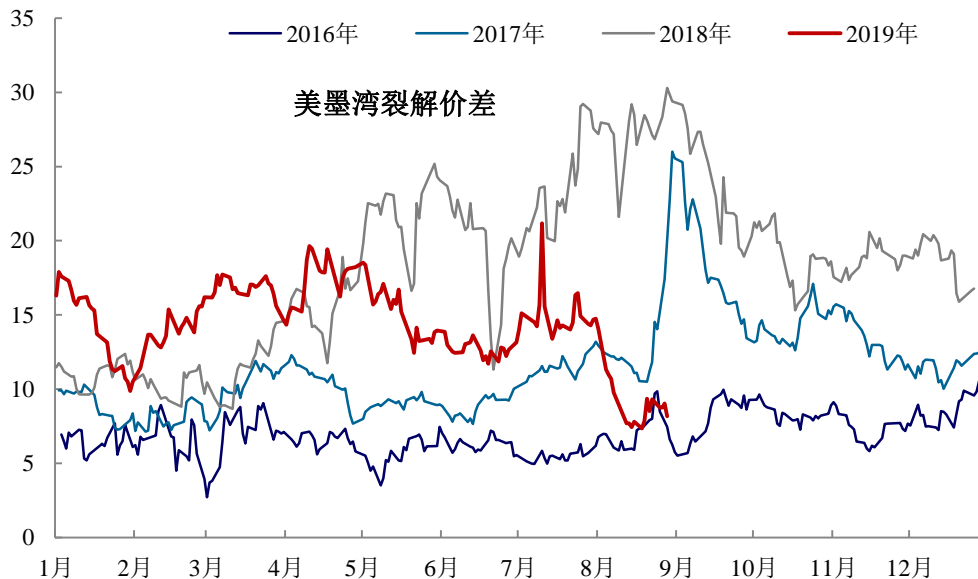


# 需求：Q4总量微增，亚太是关键

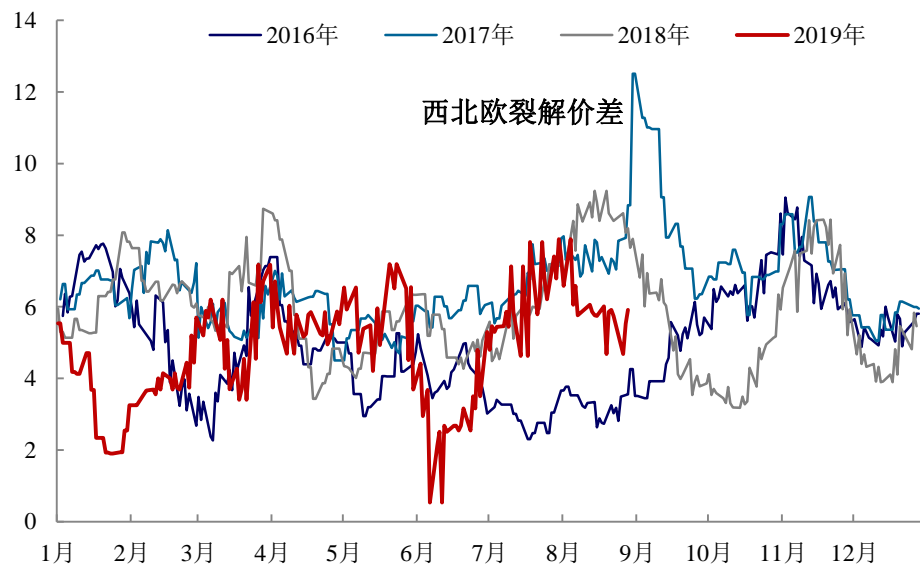
- 1) 按照季节性，全球原油消费总量从Q1向Q4是环比递增的，其中斜率最大的是Q3。分区域看，其中Q2的环比增量主要来自中国和欧洲，Q3的环比增量主要来自于美国和欧洲，Q4的环比增量主要来自于中国和亚太地区（不含中国）。
- 2) 目前处于Q3向Q4转进的时间节点，欧洲将逐步退出旺季，需求边际减弱；若中国和亚太地区的需求增量能有效接力，需求总量仍然维持微增的格局，目前的预期是中国Q4需求环比增长43万桶/天，亚太增长38万桶/天。
- 3) 从裂解价差的角度，亚太、美湾和欧洲地区绝对值均同比偏低，且走势相对疲软；结合全球经济运行的情况，需求预期并不乐观。



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



# 供需：供需边际转宽松，美油转入累库阶段

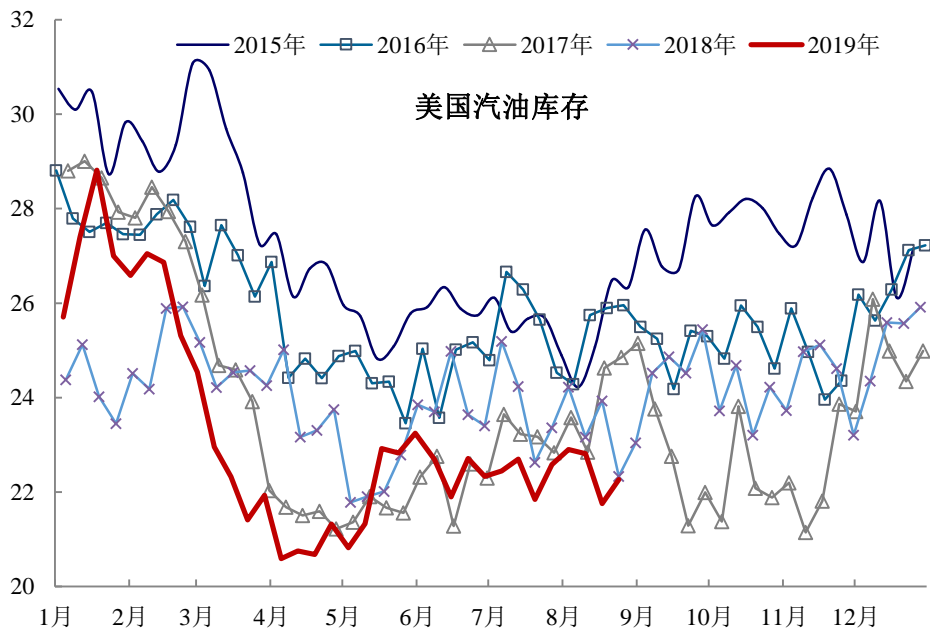
	2015年	2016年	2017年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年
<b>总需求</b>	<b>94.15</b>	<b>95.63</b>	<b>97.32</b>	<b>97.82</b>	<b>98.04</b>	<b>99.37</b>	<b>99.63</b>	<b>98.72</b>	<b>98.79</b>	<b>99.25</b>	<b>100.68</b>	<b>100.91</b>	<b>99.91</b>
OECD	46.52	46.97	47.42	47.69	47.24	48.16	48.14	47.81	47.69	47.55	48.50	48.43	48.04
美洲	24.59	24.87	25.06	25.20	25.40	25.78	25.74	25.53	25.25	25.66	26.08	26.02	25.75
欧洲	13.83	13.99	14.30	13.95	14.19	14.68	14.32	14.29	13.97	14.18	14.68	14.30	14.28
亚太	8.10	8.11	8.06	8.54	7.65	7.70	8.08	7.99	8.47	7.71	7.74	8.11	8.01
DCs	30.89	31.53	32.16	32.46	32.62	32.89	32.59	32.64	32.97	33.06	33.40	33.10	33.13
FSU	4.58	4.63	4.70	4.66	4.65	4.94	5.01	4.82	4.75	4.74	5.03	5.11	4.91
欧洲其他	0.67	0.70	0.72	0.73	0.69	0.73	0.82	0.74	0.75	0.71	0.75	0.84	0.76
中国	11.49	11.80	12.32	12.28	12.84	12.65	13.07	12.71	12.63	13.19	13.00	13.43	13.06
<b>总供给</b>	<b>95.22</b>	<b>95.43</b>	<b>96.12</b>	<b>97.65</b>	<b>98.01</b>	<b>99.50</b>	<b>100.80</b>	<b>99.00</b>	<b>99.03</b>	<b>98.54</b>	<b>99.05</b>	<b>100.76</b>	<b>99.35</b>
Non-OPEC	59.54	58.64	59.47	61.20	61.59	62.72	63.96	62.38	63.76	63.72	64.18	65.90	64.39
OECD	25.36	24.85	25.71	27.27	27.53	28.65	29.47	28.24	29.28	29.57	30.08	31.24	30.04
美洲	21.08	20.58	21.49	22.93	23.37	24.52	25.15	24.00	25.01	25.49	25.91	26.77	25.80
欧洲	3.82	3.85	3.82	3.94	3.79	3.70	3.89	3.83	3.84	3.61	3.69	3.97	3.78
亚太	0.46	0.42	0.39	0.40	0.38	0.42	0.44	0.41	0.43	0.47	0.48	0.50	0.47
DCs	13.78	13.53	13.39	13.45	13.52	13.40	13.50	13.47	13.43	13.46	13.73	13.86	13.62
FSU	13.69	13.85	14.05	14.10	14.14	14.33	14.57	14.29	14.55	14.16	13.92	14.30	14.23
欧洲其他	0.14	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
中国	4.40	4.09	3.98	4.01	4.03	3.97	4.05	4.01	4.10	4.13	4.05	4.10	4.10
数据处理异常值	2.17	2.19	2.21	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
<b>OPEC</b>	<b>35.68</b>	<b>36.79</b>	<b>36.65</b>	<b>36.45</b>	<b>36.42</b>	<b>36.78</b>	<b>36.84</b>	<b>36.62</b>	<b>35.27</b>	<b>34.82</b>	<b>34.87</b>	<b>34.86</b>	<b>34.96</b>
凝析液和非常规油	4.44	4.58	4.64	4.66	4.81	4.82	4.76	4.76	4.80	4.82	4.87	4.86	4.84
OPEC 原油	31.24	32.21	32.01	31.79	31.61	31.96	32.08	31.86	30.47	30.00	30.00	30.00	30.00
<b>供需缺口</b>	<b>(1.07)</b>	<b>0.20</b>	<b>1.20</b>	<b>0.17</b>	<b>0.03</b>	<b>(0.13)</b>	<b>(1.17)</b>	<b>(0.28)</b>	<b>(0.24)</b>	<b>0.71</b>	<b>1.63</b>	<b>0.15</b>	<b>0.56</b>

数据来源：Bloomberg、华创证券

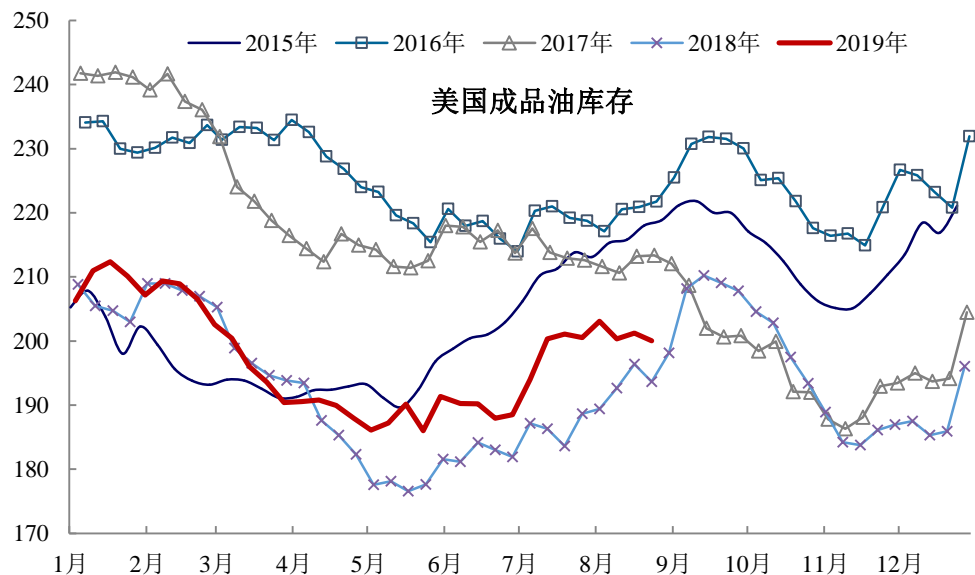
- 1) 在OPEC+减产联盟的帮助下，全球原油供给线路得到了有效压制，但是随着美油在Q4的显著增产，供需关系将相对Q3出现明显的宽松化，这种“宽松”而非“过剩”主要仰仗于亚太地区（含中国）在Q4的80万桶/天的需求增量。
- 2) 按照季节性，美国原油商业库存将于9月中旬转入累库阶段。而近期原油商业库存的环比大幅下滑主要源自于进口的显著下滑，8月23日美国净进口原油仅291万桶/天，达到历史底部，相对2018年均值589万桶腰斩。若后期美国原油净进口量持续低于400万桶/天，美国原油商业库存在Q4将持续去化。

# 美国：汽油转入累库周期

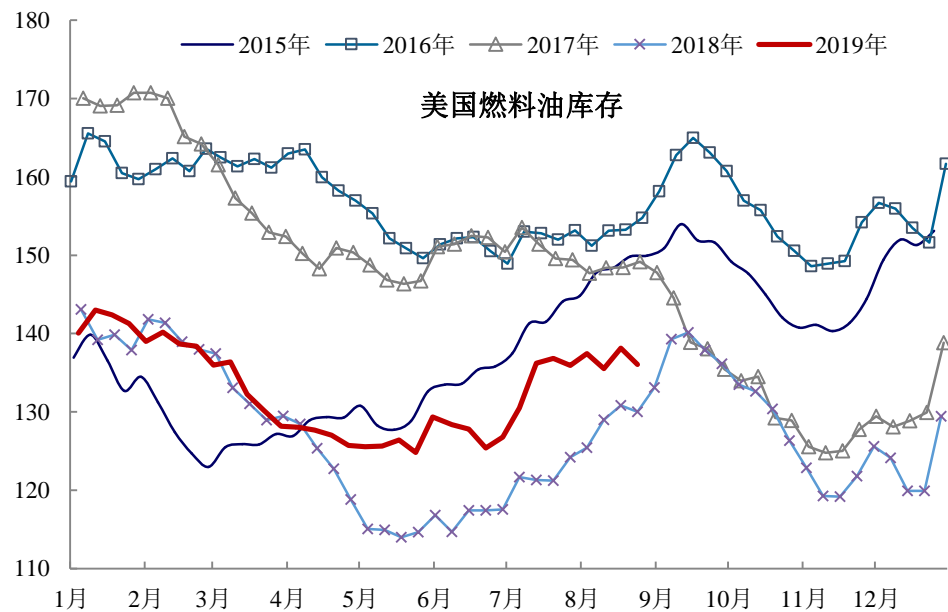
本周美国成品油库存去库120万桶，其中汽油累库51万桶，煤油累库35万桶，燃料油去库206万桶



数据来源：Bloomberg、华创证券



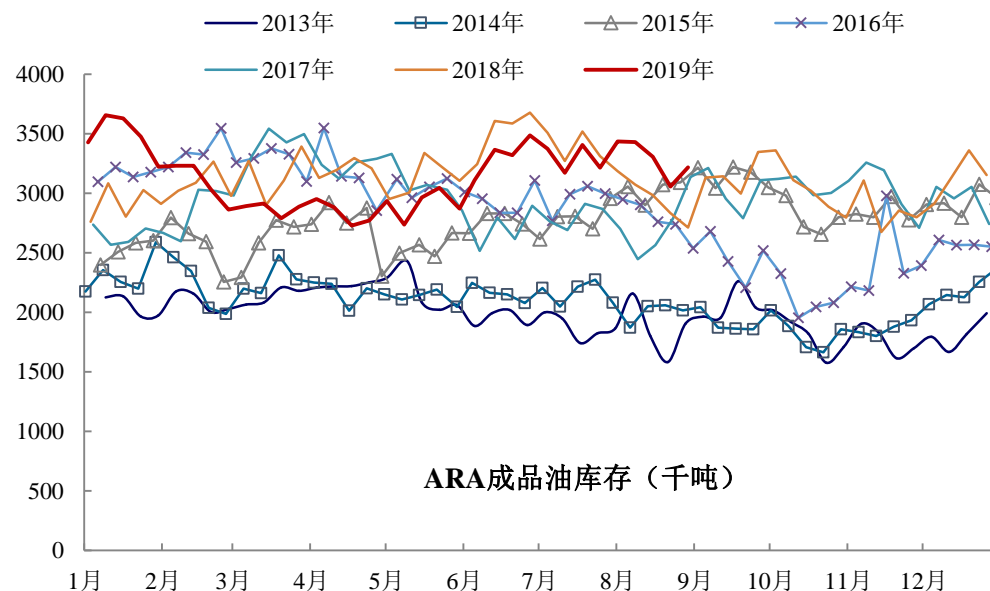
数据来源：Bloomberg、华创证券



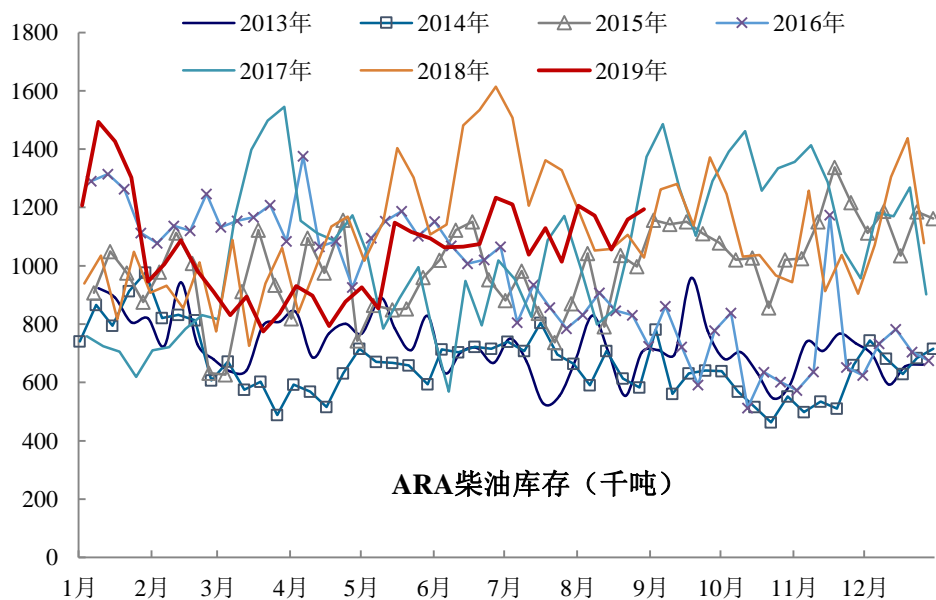
数据来源：Bloomberg、华创证券

# 欧洲：柴油意外累库

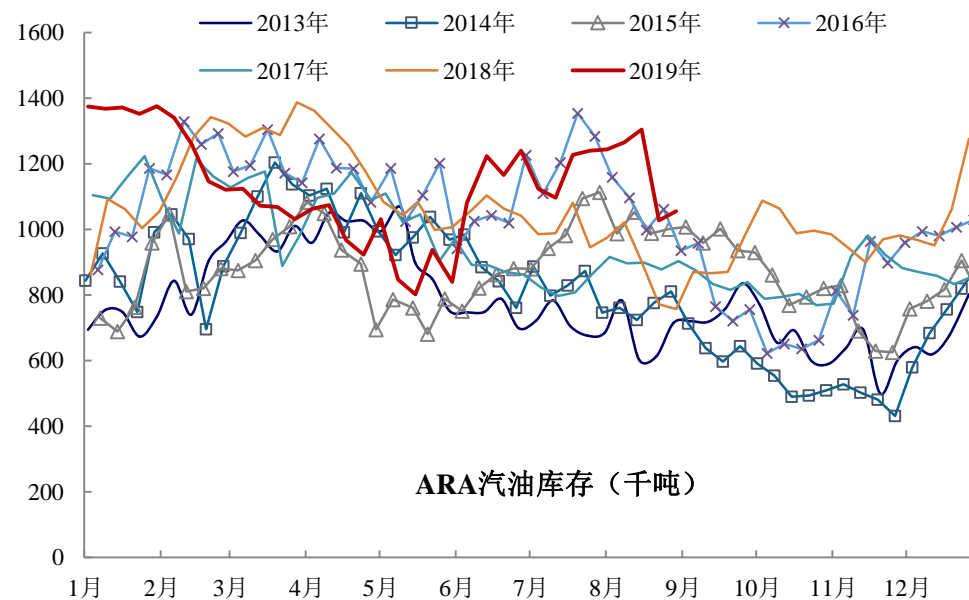
本周欧洲成品油累库16千吨，其中汽油累库3千吨，柴油累库4千吨，石脑油累库7千吨，航空煤油累库3千吨。



数据来源: Bloomberg、华创证券



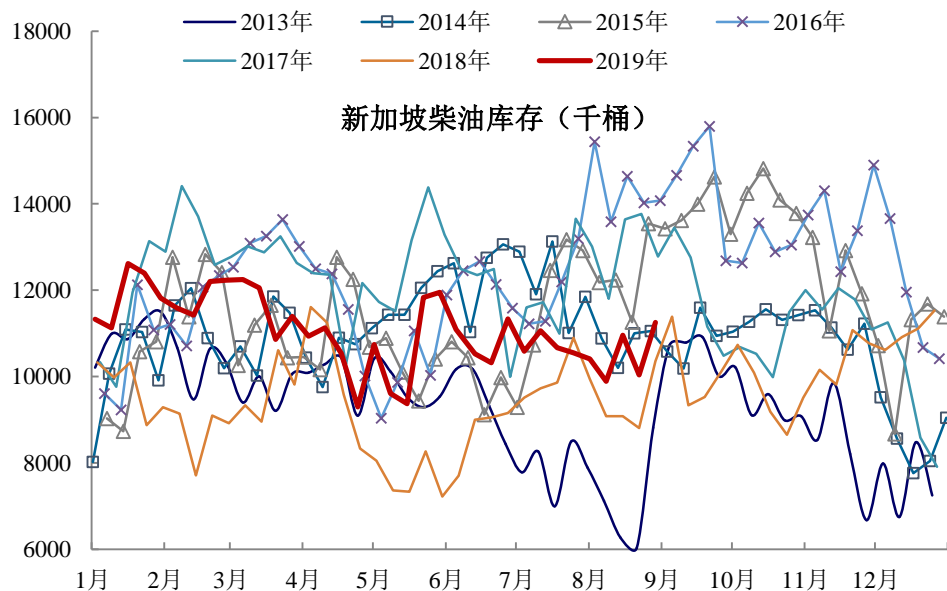
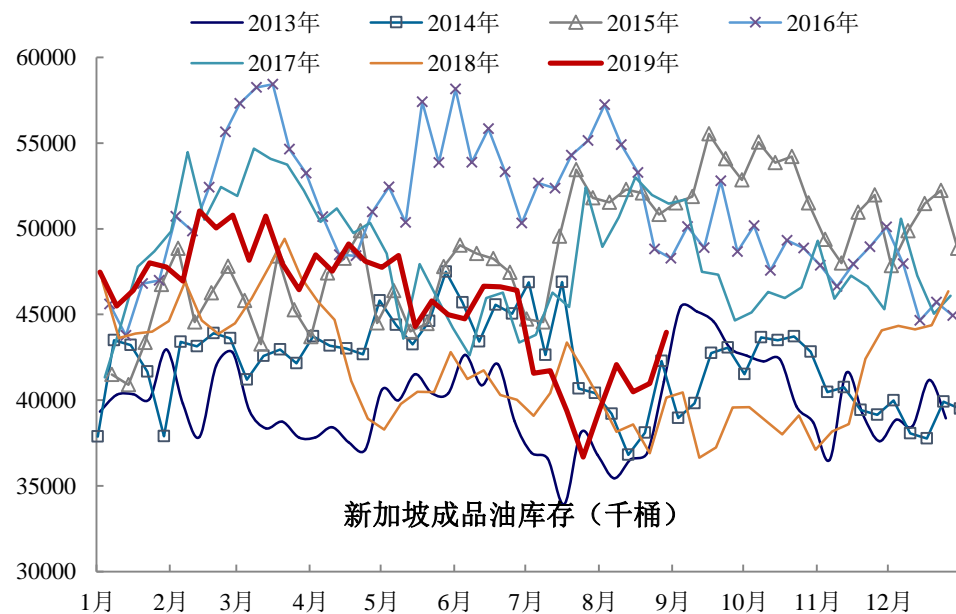
数据来源: Bloomberg、华创证券



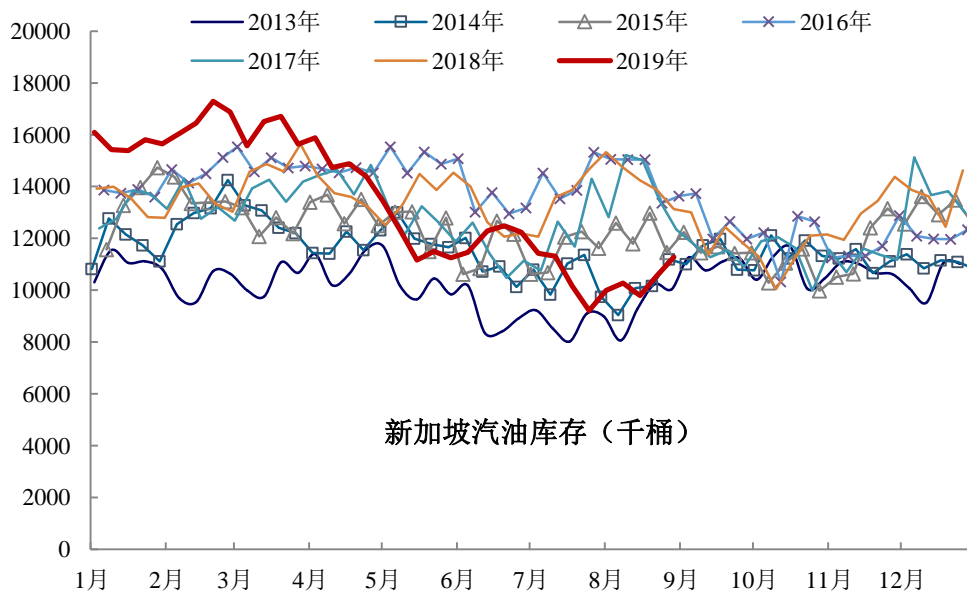
数据来源: Bloomberg、华创证券

# 新加坡：成品油持续累库

本周新加坡成品油库存累库299万桶，其中燃料油累库107万桶，汽油累库71万桶，柴油累库121万桶。

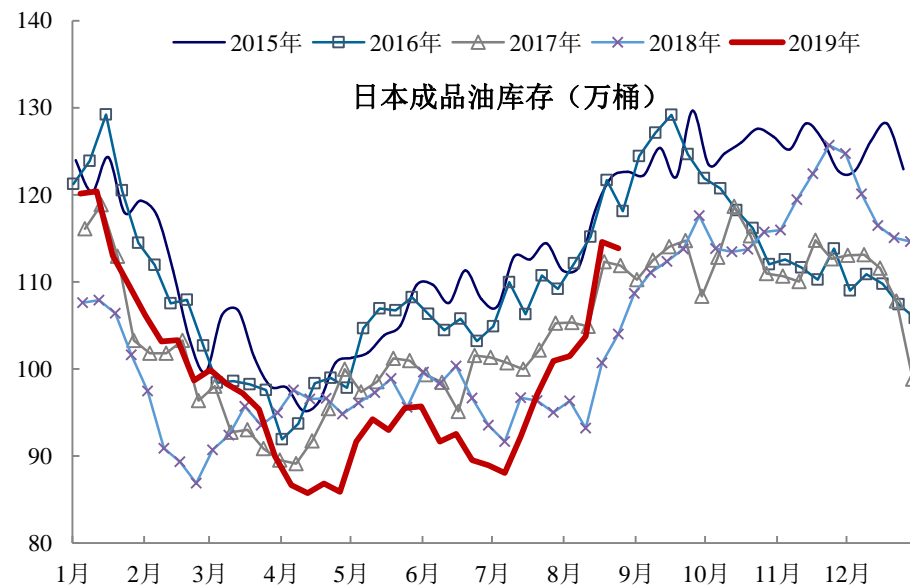


数据来源: Bloomberg、华创证券

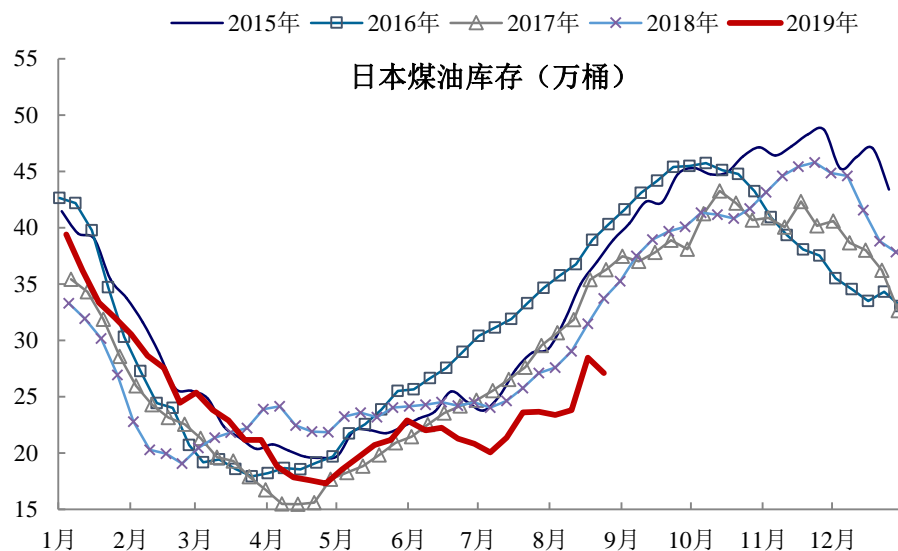


# 日本：成品油持续累库

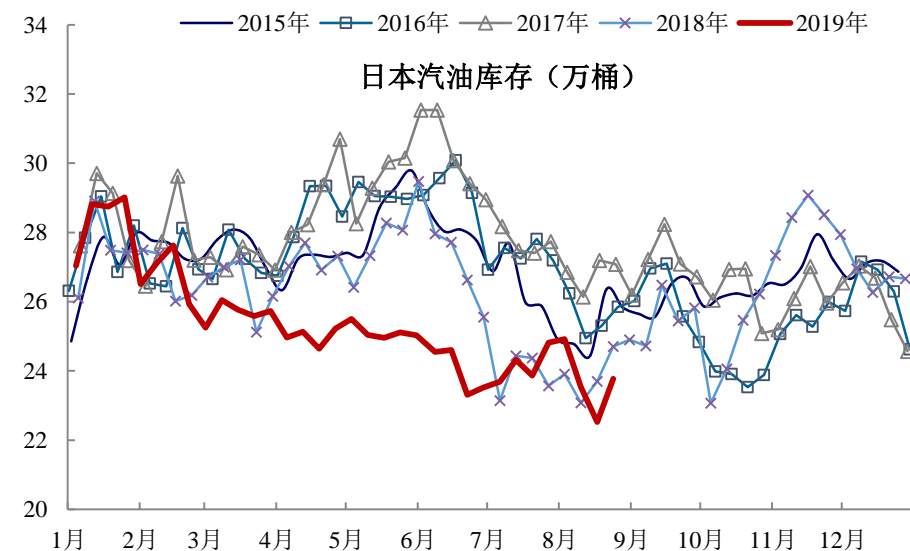
本周日本成品油库存去库0.44万桶，其中汽油累库1.24万桶，柴油去库1.34万桶，煤油累库0.70万桶，石脑油去库1.05万桶



数据来源: Bloomberg、华创证券



数据来源: Bloomberg、华创证券

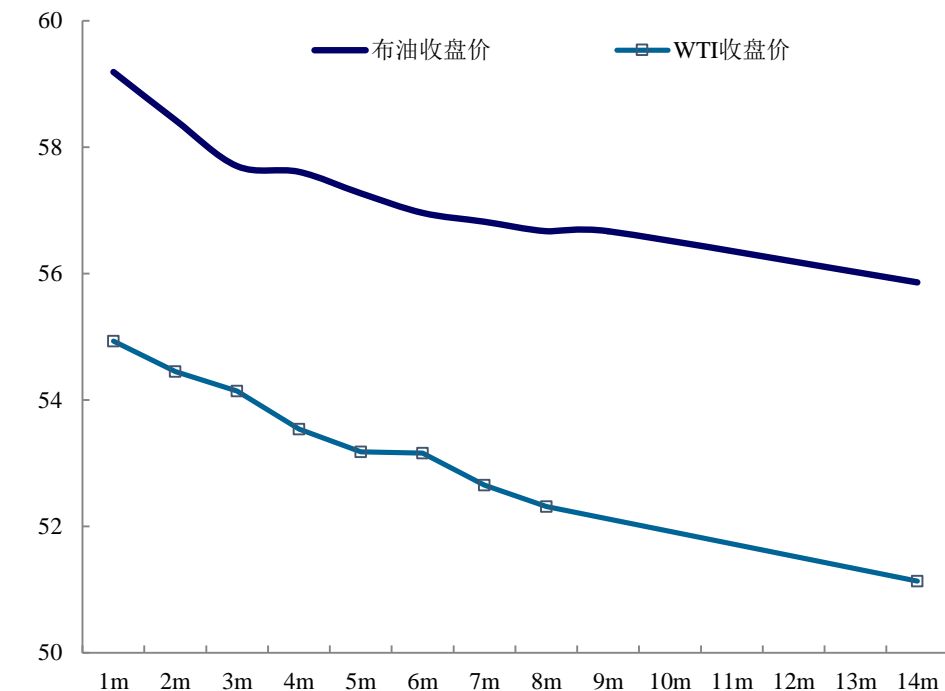


数据来源: Bloomberg、华创证券

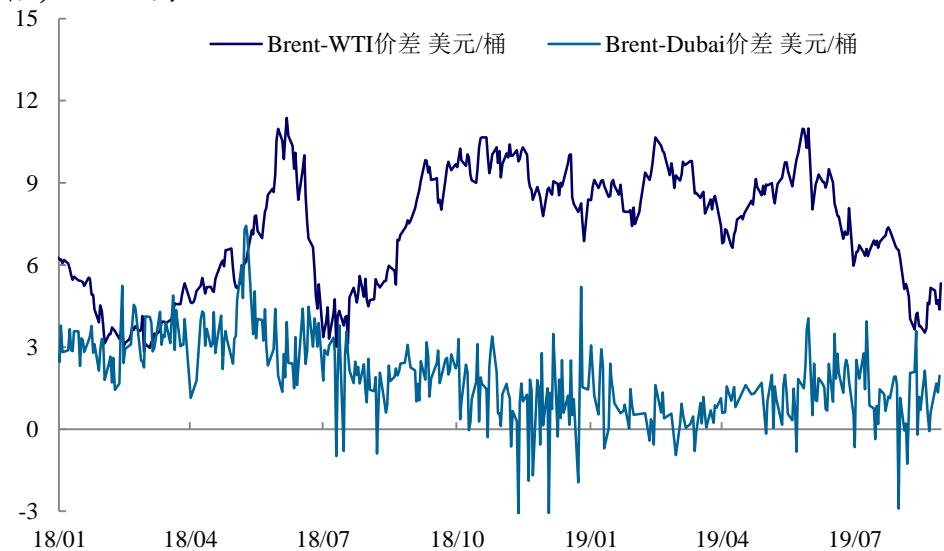
# 结论：Q4美油价格区间预计为45-55美元/桶

1) 从静态供需关系看，全球原油供需关系偏紧，其中两对变量分别为OPEC+减产对抗美国增产，供给的实质性收缩来自于伊朗和委内瑞拉的被动减产。需求端Q4的增量主要源于亚太（含中国），该部分能吃掉80万桶/天的产量增长。从动态供需关系看，美油的增产将在Q4使得原油供需格局趋于宽松，而且OPEC+减产联盟还存在俄罗斯和伊拉克两大隐患，加上全球经济下行压力不减，需求增速仍存在下修的预期。因此，油价整体会在强现实和弱预期中运行，震荡偏弱运行，区间约为45-55美元/桶，该价格处于美油盈亏成本线以上，可以使全球供需供需逐步进入过剩。

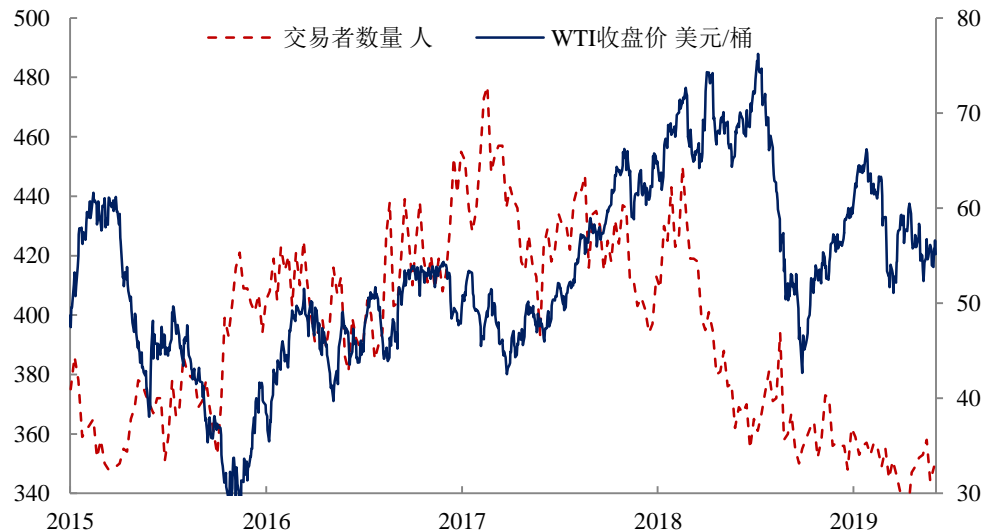
2) 从库存的角度，美油以压缩进口的方式，正在向全球输出其过剩的轻质页岩油，也会通过B-W价差收缩的方式给B油价格产生压力。



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

逆周期调节政策超预期、地产韧性超预期。

## 证券分析师：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

电话：021-20572571

执业编号：S0360518010002

邮箱：[renzhiqiang@hcyjs.com](mailto:renzhiqiang@hcyjs.com)

## 联系人：张文龙

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

电话：010-66500983

邮箱：[zhangwenlong@hcyjs.com](mailto:zhangwenlong@hcyjs.com)



## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。