

金融工程组

电话：0571-87923821
 邮编：310000
 地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
 网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

5 月宏观、有色与原油市场展望——
 全球经济复苏之路依然坎坷 原油
 与有色金属仍将震荡上行

2021-4-26

二季度有色与原油市场展望——
 全球经济复苏存大重大风险，原油
 与有色的上行之路或将延后

2021-3-25

3 月有色与原油市场经济展望——
 量化宽松与财政刺激助力全球经济
 复苏 原油与有色上行之跌依然畅
 通

2021-2-25

2 月有色与原油市场经济展望——
 中美经济复苏步伐或将分化 原油
 与有色上涨依然可期

2021-1-29

2021 年有色与原油市场展望——
 全球经济复苏不同步下的大宗商品
 牛市将呈现分化

原油将继续向上修复而铜与锌虽将
 上行但将分化

2020-12-30

6 月宏观与能源市场展望—— 印度疫情对全球经济冲击有限 中美经济仍将错峰复苏 原油仍将震荡上行 沥青或将回归弱勢

观点摘要：
宏观经济：

整体来看，一方面，虽然当前印度疫情仍处于失控状态，但其疫情对于全球经济的冲击有限；另一方面，伴随着经济的回升，中美两国的通胀均出现了大幅的上扬，但从中美两国央行对于通胀不同的观点来看，未来中美两国经济仍将呈错峰复苏之势。

原油：

一方面，虽然 OPEC、EIA、IEA 三大机构继续看好全球原油消费前景期，但在伊朗原油将重返国际市场的情况下，全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，这将对原油需求的复苏起到了一定的支撑。此外，虽然伊核协议取得了重大进展，美伊之间关系将重返特朗普退出伊核协议前的水平，但巴以冲突持续升级，或将使得中东地区再陷战端，而这些都将对国际原油价格形成影响。

从整体来看，我们认为虽然自 5 月以来国际原油价格呈现震荡上行之势，但展望未来，虽然伊朗原油将重返全球市场，但随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，全球原油的消费需求增速仍将快于供应的增加，整体来看，在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行，而从短线来看，受当前全球经济以及伊核谈判的进展、亚太地区疫情仍然失控等诸因素的影响，国际原油价格可以逢高少量抛空。

沥青：

虽然消费税征收消息或将提振远月合约价格，但近月合约仍将在炼厂社库存与库存高企、炼厂利润回升导致开工率上行、国内供需过剩局面依然持续等因素作用下承压下行。

关注点：

1. 亚太地区新冠肺炎疫情的发展；
2. 中美欧三大经济体的经济前景；
3. 伊核谈判进展、OPEC 政策前景；
4. 沥青的下游消费需求前景。

目 录

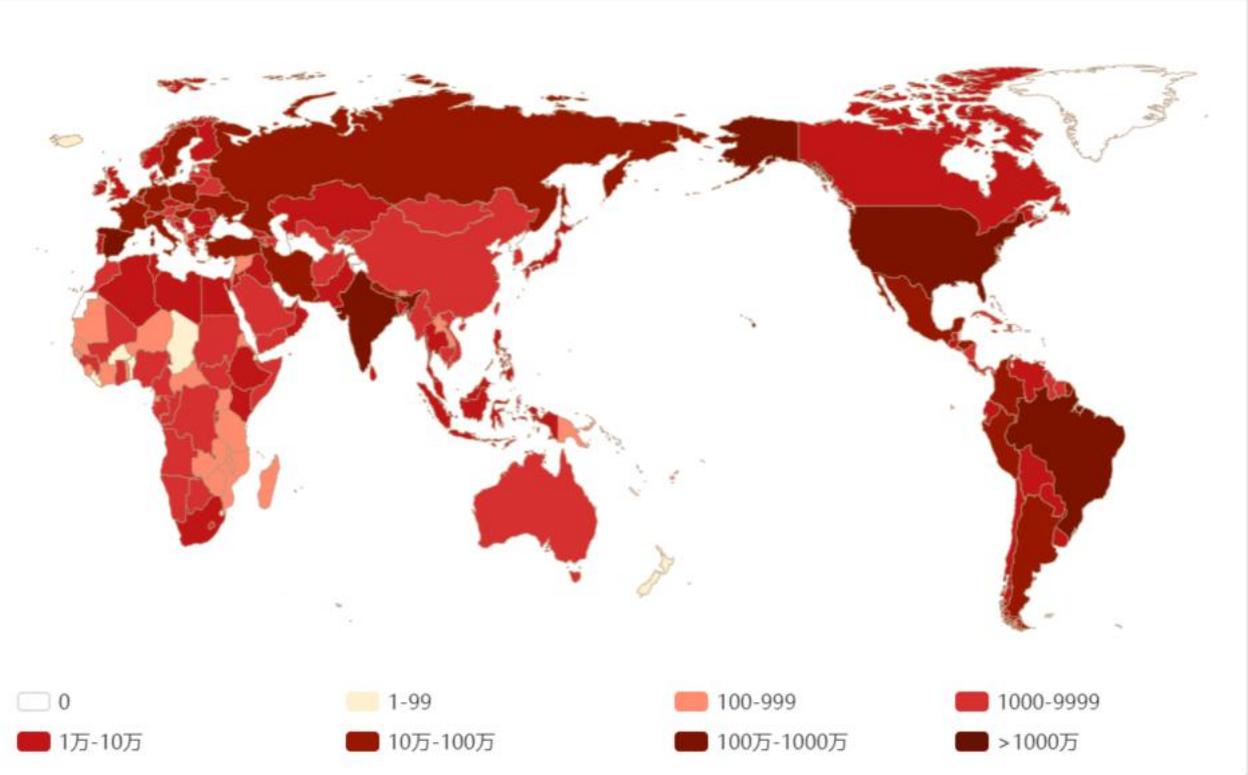
一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 印度疫情持续失控对全球经济的影响有限.....	3
(二) 相同的通胀，不同的货币政策—中美经济继续错峰复苏.....	4
1. 中国通胀将持续上升，货币政策将边际从紧，政治局定调二季度经济.....	5
2. 美国经济持续向好并已恢复至疫情前水平，美国通胀大幅攀升使得美联储压力上升.....	11
二、 伊朗原油虽将重返全球市场，但不改全球供需偏紧格局，原油价格仍将继续上行.....	16
(一) 供需：欧美疫情缓解，三大机构继续看好未来原油需求.....	17
(二) 巴以冲突的升级为原油价格增添了不确定性.....	20
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	22
三、 消费税改革 VS 库存维持高位与产能过剩 沥青将重返弱势.....	23
1. 征收水费税将提升国内沥青成本，对沥青形成利多.....	23
2. 供需过剩格局仍将持续，这将制约沥青价格上涨的空间.....	26
3. 未来走势判断.....	28
免责声明.....	29

一、全球经济复苏前景展望

(一) 印度疫情持续失控对全球经济的影响有限

截止 2021-5-26 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 16843 万人，累计死亡超 349 万人。

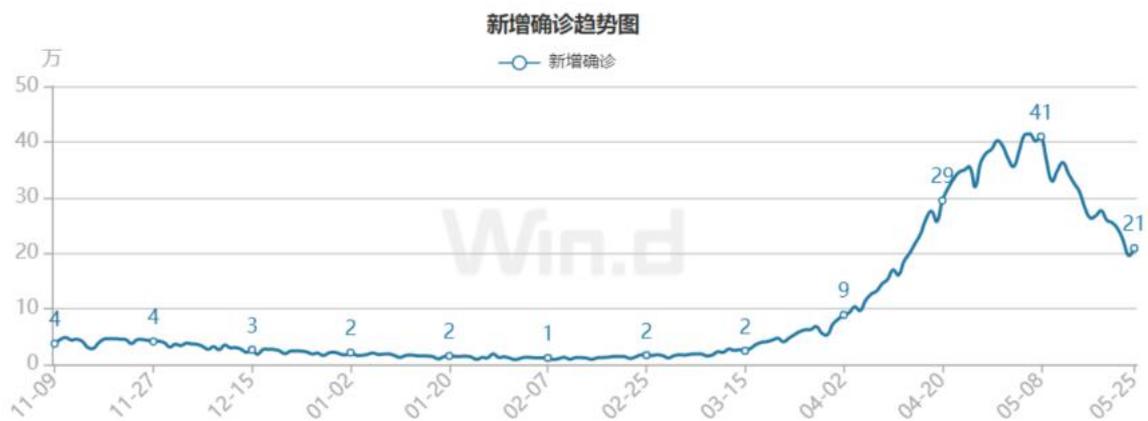
图 1：全球累计确诊新冠肺炎人数超 16843 万人



数据来源：WIND 新世纪期货

虽然自 5 月 16 日以来，印度日新增新冠确诊病例降至 30 万下方，但形势依然严峻，其累计死亡人数已超 31 万，成为继美国与巴西之后，全球第三个死亡人数超 30 万的国家。

图 2：印度疫情新增趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

虽然印度疫情依然十分严峻，但其对全球经济基本没有什么太大的影响。一方面，从印度经济的总量角度看，2020年印度经济占全球经济的总量仅3.2%，而且这几年仍有下降趋势；另一方面，从印度对外依存度看，2020年印度经济的对外依存度23.9%左右，且这几年下降趋势越来越快。尽管印度经济这几年发展较快，然而从整体角度看，印度对世界经济的影响还非常小。

从疫情爆发对印度自身的影响来看，实际上去年受疫情影响，印度经济已经大幅缩水。印度经济以服务业为主，此次疫情的爆发会使得原本尚未恢复的服务业进一步低迷。今年印度政府财政预算中，2021-2022财年财政支出为34.83万亿卢比（约合人民币3万亿元），占国内生产总值的比重约为9.5%，大幅超出预期。为应对财政赤字，2021财年印度政府计划借入12万亿卢比（约合人民币1万亿元），高于此前预算的7.8万亿卢比，接近历史纪录。此次疫情的再度爆发无疑是让印度原本脆弱的经济雪上加霜；此外，相对于防疫较好的西方发达国家而言，印度的疫情不会改变发达国家经济复苏的态势，但对于全球运输、航运的复苏或将产生一定的迟滞作用。

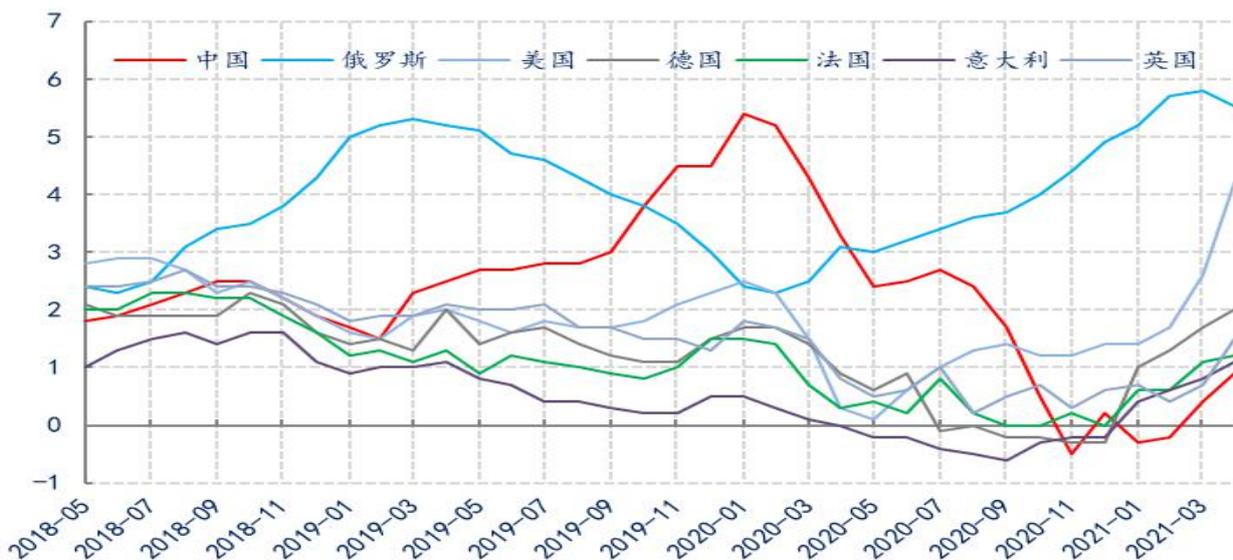
从贸易层面来看，尽管印度进出口金额占全球比重仅为2%左右，对全球贸易层面的直接冲击可能是较为有限的。但是对生物技术、汽车、矿物与纺织领域而言，印度在全球行业的供需链上还是有较强的话语权，当前印度的疫情将对全球相关行业的复苏形成负面影响。

（二）相同的通胀，不同的货币政策——中美经济继续错峰复苏

今年3月以来全球部分国家及地区各个口径的通胀指标均开始快速走高。比如，4月德国CPI同比升至2%，为两年新高；4月欧元区调和CPI同比升至1.6%，为两年新高；4月美国CPI同比升至4.2%，为2008年10月以来最高；3月俄罗斯CPI同比为5.8%，创2016年11月以来新高；中国4月非食品CPI同比也创下疫后最高。此外，3月欧元区PPI同比为4.3%，创下2018年11月以来新高；4月美国最终需求PPI同比为6.1%，创下同口径有数据以来最高；4月中国PPI同比6.8%，创下2017年11月以来最高。

除了内生性涨价因素外，输入型通胀也是各国通胀走高的主因之一。主要经济体进口价格指数同比走势一致。

图 3：世界主要经济体 CPI 同比对比



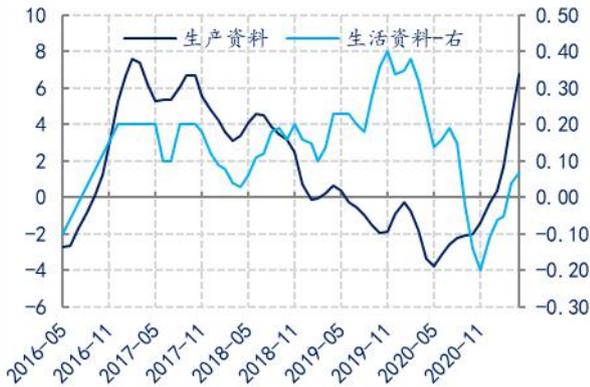
数据来源：Wind 新世纪期货

1. 中国通胀将持续上升，货币政策将边际从紧，政治局定调二季度经济

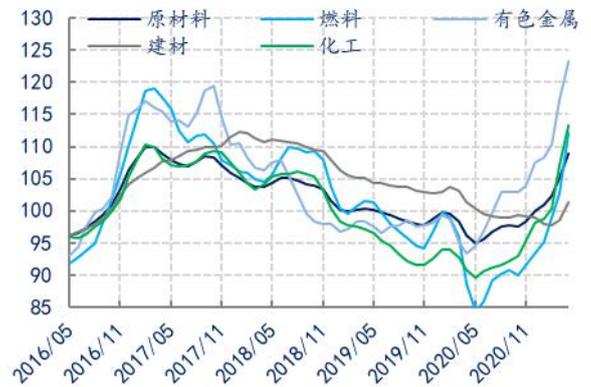
自一季度中以来，国际及国内大宗商品价格快速上行，国内 PPI 出现类似于 2016-2017 年的快速走高。然而，4 月政治局会议并未提及通胀问题，一季度货币政策执行报告也强调通胀仅仅是“阶段性的”。整体而言，央行对于 PPI 走高十分有定力，并暗示后续货币政策并不会受阶段性 PPI 读数走高的扰动而出现趋紧调整。

1) 大宗商品价格快速上行拉动 PPI 涨幅超预期，后续 PPI 仍将继续上行

国家统计局公布的数据显示，2021 年 4 月 CPI 同比为 0.9%，符合预期，PPI 同比为 6.8%，强于预期的 6.2% 和前值的 4.4%。分数据来看，大宗商品价格快速上行拉动生产资料超预期上涨。4 月以来，以铁矿石、铜、煤炭等为代表的大宗商品价格快速上涨，拉动生产资料价格同比上涨 9.1%，较上月涨幅扩大 3.3 个百分点。从工业生产者购进价格来看，受铁矿石涨价影响，黑色金属材料涨幅最大，环比涨幅为 3.0%。其次为化工原料类、有色金属材料类，价格环比涨幅分别为 2.6%、2.5%，虽高于季节性，但是较 3 月数据有一定回落。值得注意的是，今年以来较弱的建筑材料价格，环比由负转正，为 1.0%。而农副产品价格在猪价的拖累下，环比由正转负，为 -0.4%。

图 4： 生产资料与生活资料同比对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 5： 原材料采购价格指数分类别对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 6： PPI 分行业指数对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 7： PPI 各工业部门指数对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

除了上游大宗商品之外，下游价格也开始上涨。4月CPI同比为0.9%，核心CPI同比为0.7%，涨幅较上月扩大0.4个百分点。自2021年2月以来，下游价格开始渐进修复，核心CPI环比开始超季节性复苏，并且在2021年4月加速修复。下游价格的加速修复可能反映上游涨价对下游的传导，也可能反映前期较弱的终端需求的修复。从一季度GDP数据来看，消费整体相对投资、生产滞后复苏，但3月表现好于投资及生产。终端需求是否开始加速复苏仍需后续经济数据进行验证。

图 8： 三驾马车对于 GDP 的累计同比贡献率对比


数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 9： 三驾马车对于 GDP 累计同比的拉动率


数据来源：国家统计局 新世纪期货

往后看，PPI 同比继续上行，高点或在 8% 以上。5 月初，黑色系大宗商品价格在供给端因素的推动下继续上行，叠加终端消费修复，生活资料价格上行，再加上 2020 年低基数的影响，后续 PPI 同比可能加速上行，高点可能达到 8.9%。

2) 货币政策将边际从紧，但不会过快转向，同时央行认为输入性通胀风险可控

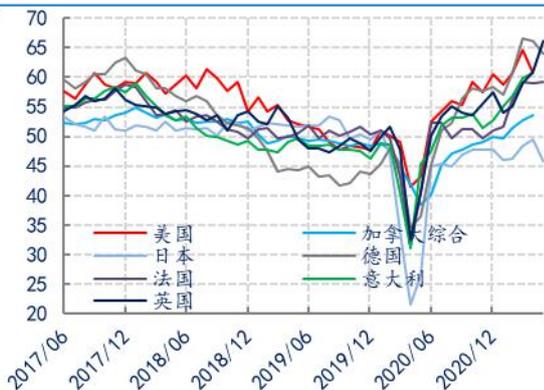
2021 年 5 月 11 日，我国央行发布《2021 年第 1 季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了 2021 年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了 2021 年二季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。

本次报告对货币政策的定调，总体延续了 2021 年政府工作报告、2021Q1 央行货币政策例会等提法，但对“货币总闸门”表述从“把好”转为“管好”并删去“不急转弯”，再结合 4 月政治局会议提出的“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”，我们判断：二季度开始我国货币政策将边际从紧，但不会过快转向，政策组合表现为“紧信用+稳货币”，其中，房地产、去杠杆（国企和地方隐性债务）、表外融资（尤其是信托）等三大领域趋于收紧。

从央行对经济评估来看，央行对全球经济更加乐观，关注复苏不平衡、金融风险隐患和货币政策转向的外溢效应、全球通胀升温等问题，认为美债利率上行和美联储调整货币政策对我国影响有限且可控；我国经济稳定恢复，并首次突出刻画了碳达峰、碳中和目标下电力行业的发展。

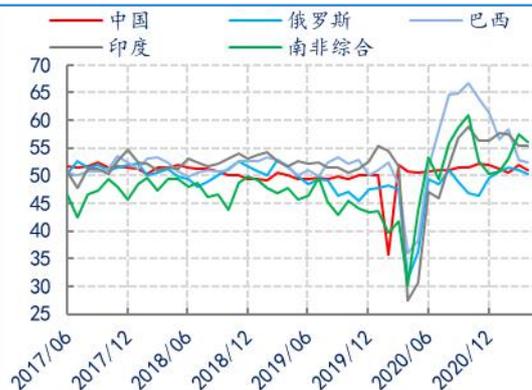
全球经济方面，央行总结了几大特征，即：疫苗接种速度加快，但 3 月下旬以来疫情出现反复；全球经济增长预期明显改善；劳动力市场恢复相对缓慢；主要经济体出现再通胀迹象。

图 10: G7 制造业 PMI 对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 金砖五国制造业 PMI 对比



数据来源: Wind 新世纪期货

对于通胀，央行更明确地认为仅国际大宗商品价格上涨并不容易引发明显的输入性通胀。PPI 上涨不具备持续性，基数效应与供给因素消退后，PPI 将趋稳。我们认为 PPI 将持续超预期，警惕下半年可能整体高位；短期大宗价格可能维持强势，有 3 条跟踪线索。PPI 传导不畅可能挤压中下游企业利润，目前尚难引起货币政策转向。

央行在专栏 4《如何看待近期国内外物价走势》中分析认为“全球大宗商品价格上涨和通胀走高的原因在于主要经济体刺激方案提升需求预期、全球后疫情时代需求和供给恢复不同步、全球流动性环境持续极度宽松。预计全球通胀中枢可能在一段时间里延续温和抬升”。对于我国，“国外通胀的输入性影响和低基数可能推高我国二、季度的 PPI 涨幅，对此要客观看待，即有低基数的因素，也要看到历史上 PPI 本身波动就相对较大，大宗涨价有后疫情导致的阶段性供求错位因素，随着疫情好转涨势可能放缓”。央行认为近年来 PPI 向 CPI 传导减弱，叠加猪价下行，今年 CPI 涨幅较为温和，也不会引发明显的输入性通胀。

综合看，央行认为大宗商品涨价可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀风险总体可控，我国不存在长期通胀或通缩的基础。同时也指出，要密切关注大宗涨价的影响，综合施策保供稳价。

对于大宗商品涨幅的追踪来看，可以从全球供需缺口、流动性和原油、铜、螺纹钢等重点品种来进行。从传导上来说，大宗商品向我国 PPI 传导较为通畅，PPI 上游向下游的传导以及向 CPI 的传导已经开始，但目前为止传导效果并不好。

此次 PPI 快速上行部分是由于碳中和政策对黑色等高碳排放原材料进行限产。因此，本轮 PPI 上行与 2016-2017 年类似，皆有供给侧改革因素的推动。但是，与 2016-2017 年需求端也有大幅政策刺激（棚改+7 万亿 PPP 项目）不同，本轮大宗商品价格的上行并未有需求端的

大幅刺激，而更多是供需错配导致的。因此，本轮通胀与 2016-2017 年不同点的关键在于本轮内需实际并不如 2016-2017 年强劲，这也导致了在两轮 PPI 上行周期中，央行的“反应函数”并不相同。在 2016-2017 年这一轮周期中，当 2017 年 1 月 PPI 同比上涨至 6.9% 时，央行态度明显转紧并提高了 MLF/SLF 的操作利率。在本轮周期中，2021 年 4 月 PPI 同比已达到 6.8%，但央行仍然保持稳健中性的货币政策。不地在随着 PPI 继续超预期上行，则可能引发货币政策边际收紧，但短期难切实转向。

从央行对于货币政策的表述来看，央行强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持流动性合理充裕，推动实际贷款利率进一步降低，管好货币总闸门”，总体延续了 2021 年政府工作报告、2021 年一季度货币政策委员会例会的基调。与去年 Q4《报告》相比，本次对于“货币总闸门”的提法从“把好”转为“管好”，并删去了“不急转弯”。总体看，货币政策较去年 Q4 边际收紧，但并未转向。

3) 政治局会议为二季度经济把脉定调

2021 年 4 月 30 日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，对于把握二季度经济政策定调具有重要意义。

鉴于经济活动指标受到显著的基数效应扰动，会议强调要“辩证看待”一季度经济数据。会议指出当前经济恢复尚“不均衡”、“基础不稳固”，且未来疫情等方面的不确定性持续存在。得益于经济活动处于上行周期，会议要求要用好稳增长压力较小的窗口期，凝神聚力深化供给侧结构性改革。因此，会议重申保持宏观政策“连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯”。

去年以来，我国工业生产的快速恢复在很大程度上得益于出口的优异表现，得益于中国与海外在疫情防控上的差异，属于外生因素。一季度工业增加值两年复合增速是 6.8%，已显著高于 2019 年的 5.7%。而今年一季度服务业和消费的加速修复主要是其滞后复苏。这体现为服务业的两年复合增速 6.8% 刚回到 2019 年的 6.9% 附近，社会消费的两年复合增速 4.1% 仍较 2019 年的 8% 有明显差距。如果不能将出口提振工业生产转化为制造业投资和居民收入的全面改善，那么中国经济增长的持续性就得不到保障。这是当前经济政策面临的主要问题。

当前，二季度经济数据的同比仍然处于低基数影响下，经济数据的环比由于假期减少或将较一季度还有所抬升，而到三季度预计将看到经济数据的同比向常态回归。因此，二季度是个不折不扣的“窗口期”。

“窗口期”要做的事情，一方面是着力于当前经济的不稳固之处，扩大内需，推动经济稳中向好；另一方面是着眼长期新发展格局的构建，“凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点”。因此，逆周期政策势必很难加码，正常化仍然是大方向，预计很难看到譬如加息、基建提速等“大开大合”的经济政策变化；但政策转弯又会受到促进制造业投资和居民消费意愿恢复等的约束，会议确实也重申了“不急转弯”的提法。

从政策安排上来看，会议对第二季度的财政和货币政策要求上均做了减法，给下半年经济政策留下空间。

对财政政策的要求是“落实落细”、兜底基层“三保”（保基本民生、保工资、保运转）、“发挥对优化经济结构的撬动作用”，而没有提保持支出强度。

对货币政策的要求是“保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持”，而没有提社融、M2 与名义 GDP 增速匹配，以及宏观杠杆率问题。

4) 从当前经济数据看未来前景

经过一季度的数据扰动后，4 月宏观数据的表现又回到了 2020 年第三季度的节奏，即出口带动制造业投资走强，房地产韧性依旧，基建不及预期，同时消费复苏非常缓慢，仍未摆脱疫情影响。但是，与去年下半年有显著区别的是，当前生产端的改善基本结束，PMI 已经连续数月走弱。受政策影响，社融和 M2 等金融指标也处于下行区间。随着信用扩张进入下半场，前期积累的潜在信用风险或将逐步释放出来。

接下来，中国经济复苏将面临更大的不确定性。随着监管政策效应逐渐落地，房地产和基建投资向下是大概率事件，并带来新的需求缺口。即使下半年出口依然可以保持强劲，在消费迟迟不能恢复正常的背景下，仅靠制造业投资恐怕难以弥补的上述需求缺口。

工业生产继续高位运行，但 PMI、PPI 等指标反映出生产端的边际改善接近尾声。投资再次展现出 2020 年下半年的特征，即房地产投资保持较高韧性，制造业投资有所改善，但基建投资不及预期。出口继续保持强劲，但国内消费恢复依然乏力。相比之下，国内消费的恢复复苏还是不尽如人意。种种迹象表明，当前经济没有完全恢复到正常状况。

总体而言，当前经济仍持续复苏，但复苏呈现边际减弱态势。生产端保持较高增长，但边际改善接近尾声。需求端，在出口带动下，制造业投资强劲，基建投资处于低位，消费未能充分摆脱疫情影响仍偏弱。这一方面是因为经济逐步回归正常状态后，触底反弹的加速度在消失，也有部分原因来自宏观政策，其中主要是货币政策提前离场。

2. 美国经济持续向好并已恢复至疫情前水平，美国通胀大幅攀升使得美联储压力上升

受疫情影响，美国经济在 2020 年 3 月、4 月遭受严重打击，而后在 5 月开始踏上复苏之路，具体表现为美国 2020 年二季度实际 GDP 环比折年率为-31.4%，同比增长-9.0%，而 2020 年三季度 GDP 环比折年率为 33.1%，同比增长-2.9%；进入四季度后环比增速大幅下降至 4.3%，但仍高于 2016—2019 年（从制造业 PMI 数据看，2016-2019 是美国最近的一次经济短周期）的四季度环比增速均值 2.5%，同比增速则录得-2.4%。2021 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为 6.4%，高于 2016-2019 年一季度增速均值，换算为同比增速即 2021 年一季度同比增长 0.4%。但需要注意的是，美国 2020 年一季度实际 GDP 环比折年率为-5.0%，即 2020 年一季度美国经济已经开始步入衰退，因此我们计算 2021 年一季度实际 GDP 较 2019 年四季度的增速，为-0.9%，而 2021 年一季度较 2019 年一季度的实际 GDP 同比增速为 0.7%，可以说当前美国经济已基本恢复至疫情前水平。

从 GDP 各分项的环比贡献率看，2021 年一季度美国经济增长几乎全部由消费拉动。一季度美国“三驾马车”：个人消费、私人投资和净出口对实际 GDP 的环比增长拉动率分别为 7.0%、-0.87%和-0.87%，另外政府支出的拉动为 1.1%，一季度环比增长 6.4%。

图 12： 美国 GDP 环比与各分项的拉动率对比



数据来源：美国商务部 新世纪期货

1) 美国 4 月通胀上升至十年最高水平凸显供需错配依然没有得到缓解

美国 4 月份经济继续上行，房地产、消费、工业生产走高，通胀同时快速上行并创下十年新高。产业链的供给压力已经影响到了美国的生产，最新的 PMI 数据显示原材料供应短缺仍然较为严重。劳动力市场出现了两级分化，一方面用工企业招工困难，另一方面劳动者工作意愿

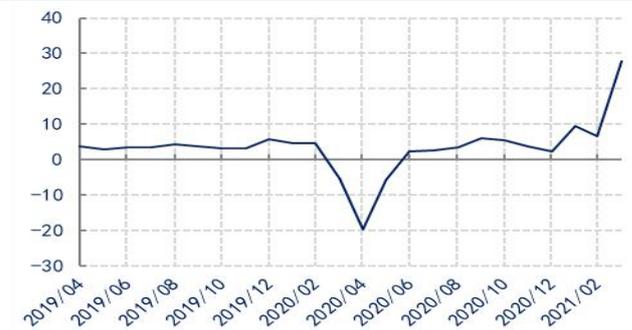
不强，所以失业率4月份反而小幅上行，新增就业人数也大幅不及预期。

图 13: 美国4月通胀双双创下十年新高



数据来源: 美国劳工部 新世纪期货

图 14: 美零售销售持续回升



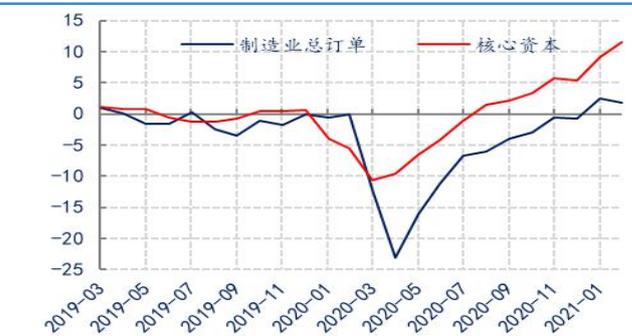
数据来源: 美国各地联储 新世纪期货

图 15: 美国制造业新订单持续向好



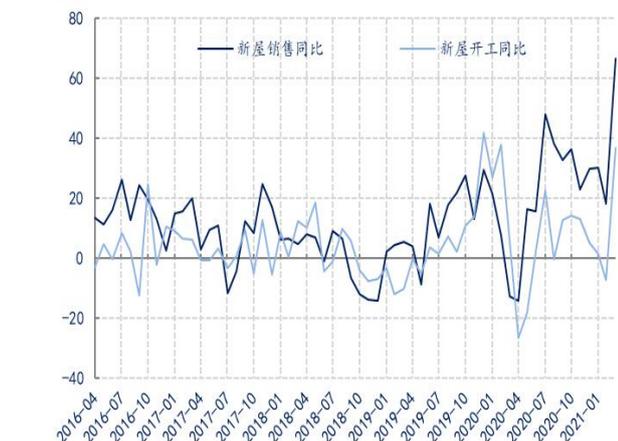
数据来源: 美国商务部 新世纪期货

图 16: 美国制造核心资本订单持续向好



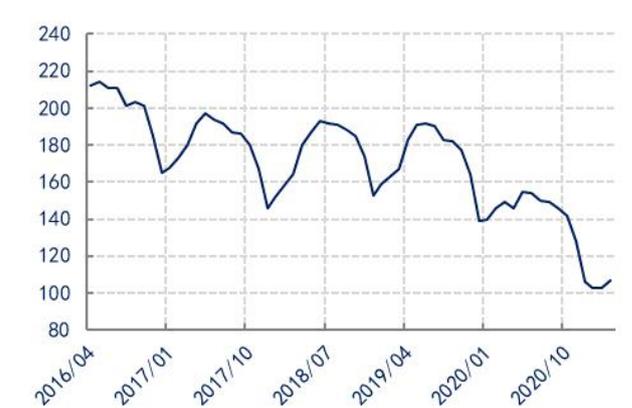
数据来源: 美国商务部 新世纪期货

图 17: 美新屋销售与开工数持续回升



数据来源: 美国商务部 新世纪期货

图 18: 美国成屋库存持续回落



数据来源: 美国商务部 新世纪期货

从库存的角度来看，当前美国的生产与零售端的库存“裂口”正在进一步的扩大，由于此次疫情导致的拖累复工和直接发钱式刺激消费的特征，美国零售端的库存本来就去化非常严重、但生产端因为复工缓慢则去化有限。这一“裂口”去年下半年开始已逐步收敛，符合我们此前

补库周期开启的判断。然而，自今年一季度以来，美国零售端库存又再度进入下行通道并快速去化、而生产端库存则持续攀升，使其裂口反而进一步扩大。不仅是库存的名义值、增速和库销比也均是如此。这一局面也侧面印证了美国进一步加剧的供需错配。

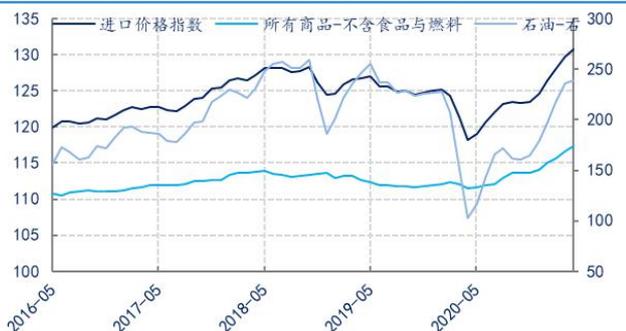
图 19： 今年一季度以来，美国零售库存再度进入下行通道快速去化，而生产端库存则持续攀升



数据来源：美国商务部 新世纪期货

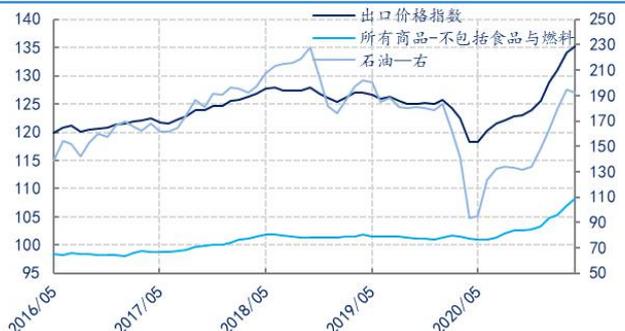
从当前市场备受关注的 4 月通胀创下十年新高来看，除了大宗商品快速拉升在一定程度上推波助澜外，2 月以来美国供需“裂口”的进一步扩大是推动近期美国物价超越基数效应超预期上涨的核心因素。一方面，从需求端看，3 月中生效的新一轮财政补贴刺激需求（3 月零售消费环比激增、4 月持平），而疫苗接种持续推进下服务性需求也在快速回升。另一方面，从供给侧角度，2 月份寒冷天气、部分产品缺货等因素明显拖累了美国国内生产的爬坡，使得到目前为止美国产能利用率依然没有回到 1 月水平。

图 20： 美进口物价指数大幅上涨



数据来源：美国商务部 新世纪期货

图 21： 美出口物价指数大幅上扬



数据来源：美国商务部 新世纪期货

2) 美国不断攀升的通胀使得美联储压力上升

4月29日凌晨，备受瞩目的美联储4月FOMC议息会议落下帷幕。如市场所预期，美联储在此次会议中按兵不动，维持基准利率在0-0.25%不变、1200亿美元购债规模不变。政策声明显示，“得益于强有力的政策支持和新冠疫苗接种取得进展，美国经济活动和就业指标有所加强。受新冠疫情影响最严重的经济部门仍然疲弱，但已有所改善。美国通货膨胀率有所上升，但主要是受暂时性因素影响。”美联储用“经济前景仍存在风险”，软化了此前有关疫情构成“相当大风险”的说法，这也是本次会议相较于3月会议的一个重大不同。这一说法与4月中旬美联储发布的经济褐皮书中对于经济的描述相吻合。总体来看，美国经济已经走出了去年二季度下降31.4%的深坑，呈现V型反弹。

对于通胀问题，美联储态度淡定。鲍威尔在新闻发布会上表示，“通胀上升主要反映了暂时性因素。”对此，市场存在两种不同的声音。在“新债王”、双线资本（DoubleLine Capital）的首席执行官冈拉克（Jeffrey Gundlach）看来，现在还无法确定美国的通胀是不是会像美联储经济学家所说的那样只是“暂时的”。冈拉克认为，美联储可能低估了货币政策大放水的影响。而美联储主席鲍威尔则认为，当前一些通胀预期指标只是回到了2014年和2018年的水平，还不足以证明通胀的可持续性。但他也表示，“如果通胀持续且实质性地超过2%，那么美联储将使用工具来降低通胀”。

5月中旬公布的美联储会议纪要显示，货币政策方面，部分官员预计在即将召开的会议上开始讨论缩减量化宽松。多位官员认为，如果经济继续快速增长，在即将召开的会议上“某个时候”开始讨论缩减购债规模是合适的。通胀方面，几位官员将通胀上升至“不受欢迎”水平的风险提高到了足以明显引发政策反应的水平。部分官员认为，农业部门的状况有所改善，农民的收入受到了更高的农作物价格和联邦援助的支持。部分官员认为，由于基数效应，通胀将在近期升至2%以上。官员们普遍预计，在短期效应消退后，通胀会有所缓解。许多官员表示，尽管衡量通胀的指标在短期内预计会出现波动，但长期通胀预期指标仍保持在与实现长期目标大体一致的水平。展望未来，官员们预计，随着时间的推移，通胀将与美联储货币政策委员会的目标一致。

经济前景方面，纪要显示，经济前景面临的风险不像之前几个月那么高。官员们一致认为，会后声明应承认，经济活动和就业指标有所加强，但受大流行病影响最严重的经济部门仍然疲弱，尽管这些指标有所改善。官员们判断，尽管前景仍存在风险，但疫苗接种和宽松货币和财政政策的持续进展极有可能巩固经济活动和就业的进一步增长，并限制经济前景出现风险。

尽管在美联储今年 3 月份和 4 月份召开货币政策会议前，市场就曾出现对美联储退出量化宽松措施的预期，但鉴于美联储高层的鸽派表态，此前市场大多预期美联储会在今年下半年着手退出量化宽松措施，但通胀形势也可能促使在今年年中就释放有关信息。因为有越来越多的证据表明，美国经济将强劲复苏，通胀水平将不断上升。

表 1: 2021 年 5 月来美联储投票委员对于货币政策及经济预期的相关表述

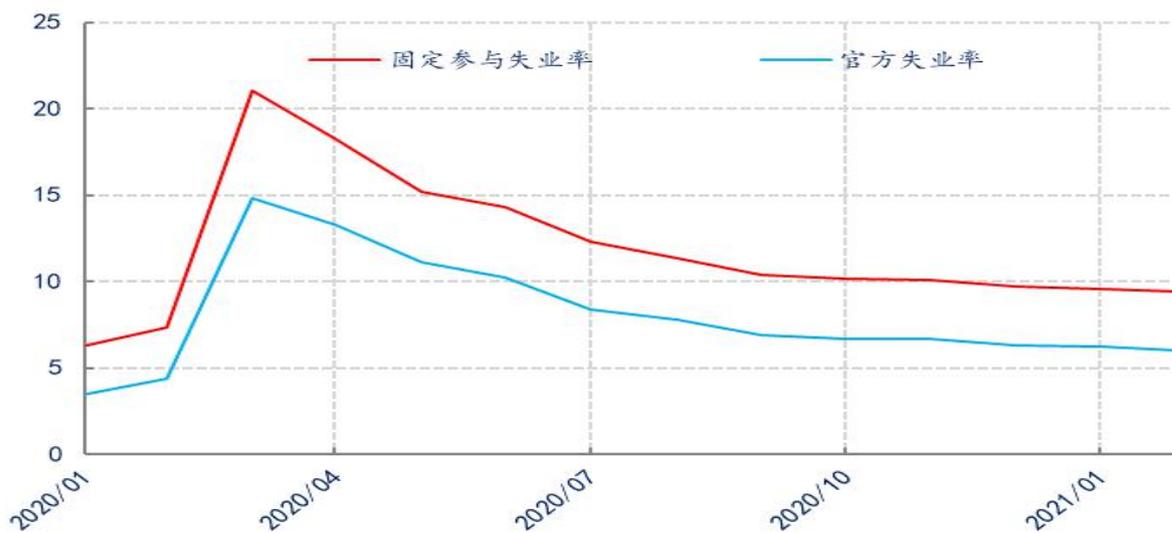
姓名	职位	联储政策相关表述	经济展望相关表述
Bostic	亚特兰大联储行长	如果看到实质性进展，我将提议调整政策方向。但目前我们尚未看到。1 们仍然有 800 万工作岗位的短缺，通胀水平也尚未持续位于我们预期的目标水平以上。（5 月 19 日）	过去几个月，经济数据不及预期，希望未来几个月可以看到数据的变化。（5 月 19 日）
Barkin	里士满联储行长	我主要观察就业人数占总人口比重，2020 年 2 月这一指标为 61.1%，因此需要看到这一指标取得实质性进展接近 61%。（5 月 3 日）	/
Quarles	美联储理事	如果通胀担忧被证明比我们目前分析的更持久、更高，美联储就有解决通胀的工具（5 月 19 日）	任何偶然灾害或对经济活动施加限制的突然出现，通常都伴随着价格的暂时性上涨——有时在这种现象是十分明显的（5 月 19 日）
Clarida	美联储副主席	4 月份的就业报告显示我们没有取得实质性的进展。如果我们计划缩减采购的步伐，我们肯定会提前发出警告（5 月 17 日）	我们需要一段时间在劳动力市场，特别是服务业实现供需平衡。随着工人重新就业，可能会对价格产生一定的上涨压力。（5 月 17 日）
Williams	纽约联储主席	我们现在看到的数据还不足以让联邦公开市场委员会改变其货币政策立场。（5 月 3 日）	我们预期一旦价格逆转和经济重新开放带来的短期失衡结束，明年通胀率将回落至 2% 左右。（5 月 3 日）

数据来源：美联储，新世纪期货

虽然当前市场预期美联储在三季度末至四季度末的某次议息会议上宣布削减宽松，但回顾上一轮美国货币政策退出（2013 年）的过程以及确定退出的条件来看，我们认为，一方面，虽然 4 月议息会议只有不超过 5 名委员提及削减宽松，但会议并未讨论削减宽松的条件，因此我们预计确定削减宽松的讨论或将延期至 9 月的会议；另一方面，虽然 4 月美国失业率为 6.1%，低于 2013 年宣布退出时的 6.9%，但从从鲍威尔和耶伦所青睐的替代指标来看，4 月的真实失业率仍然高达 8.9%，并且近三个月下降的速度在放缓，此外，由于劳动力供给的短缺很难在 9 月的失业救济金到期日前解决，月均 60 万人的新增就业在年内是一个很高的门槛，只有达到月均 60 万，今年年底劳动力市场的复苏才与 2013 年退出前的情形相一致，当时的非农就业修

复了金融危机造成损失的 80%。而从 CPI 的角度来看，我们预计美国 CPI 至少至 2022 年二季度前都将保持上涨之势，到明年二季度时，美国核心 CPI 或将达到 2.8%-3% 的水平，即使本轮通胀上升致使美国核心 CPI 达到了接近 3% 的水平，也不是非常离谱，因为按照美联储的平均通胀目标，核心通胀在 2% 以上较长时间的话它才会采取行动，因此从目前来看，美联储的政策基调短期之内应该还是不会改变。综合来看，我们预计，美联储讨论削减宽松至少要等到 9 月议息会议，而正式宣布则要等到 2022 年的一季末或二季度初。

图 22： 美国官方失业率与鲍威尔&耶伦青睐的固定参与失业率对比



数据来源：Wind 新世纪期货

二、伊朗原油虽将重返全球市场，但不改全球供需偏紧格局，原油价格仍将继续上行

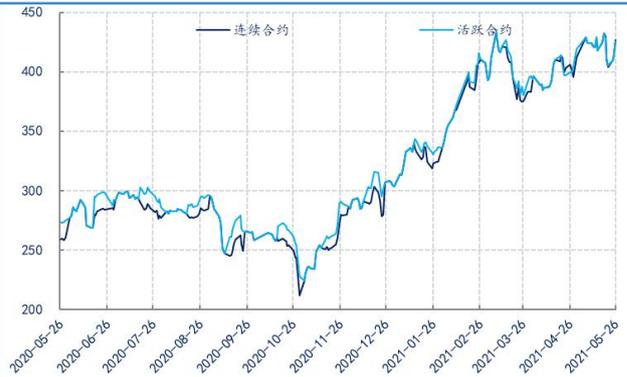
回顾五月以来的国际原油价格走势，我们看到，虽然在本月上旬受美国最大燃油管道运营商 Colonial 在遭遇勒索软件网络攻击后被迫关闭了整个管道系统、三大国际机构最新月报继续看好 2021 年全球原油需求前景的利好支撑下，国际原油价格呈现震荡上行之势，但随着 Colonial 重启管道、伊核谈判取得重大进展、伊朗原油即将重返全球市场、中国加在对大宗商品价格的管控力度等因素的共同影响下，国际原油价格呈现宽幅的震荡整理态势。整体来看，虽然本月际原油价格呈现上涨之势，但涨幅有限，符合我们此前的预判。

图 23: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 供需: 欧美疫情缓解, 三大机构继续看好未来原油需求

1. 供应: 全球供应量将继续增加, 伊朗原油将重返全球市场

综合 IEA、OPEC 及 EIA 五月的最新月报来看, 一方面, 根据 OPEC5 月报告, OPEC 国家 4 月原油产量为 2508 万桶/日, 较上月上升 3 万桶/日, 预计 2021 年非 OPEC 国家油品供应增量为 70 万桶/日, 上升幅度较上月预测值下调约 20 万桶/日; 另一方面, 根据 IEA 的 5 月报告, 4 月份全球供应上升了 33 万桶/日, 达到 9340 万桶/日, 与此同时, 3 月 OECD 国家商业库存环比下降 2500 万桶至 29.51 亿桶; 此外, 根据 EIA 的 5 月报告, 4 月原油产量上升至 1100 万桶/日, 预计 2021 年第四季度原油产量分别为 1130 万桶/日, 预计 2022 年美国原油产量为 1180 万桶/日。整体来看, 今年全球原油的供应量仍将继续增加, 但增幅有限。

表 2: 全球非 OPEC 国家原油产量展望

单位: 百万桶

世界石油产量	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.77	26.59	23.55	24.10	24.65	24.72	-1.05	-4.08	24.07	24.58	25.24	25.86	24.94	0.22	0.89
美国	18.43	19.05	16.81	17.34	17.30	17.62	-0.80	-4.35	16.61	17.49	17.79	18.30	17.55	-0.07	-0.40
欧洲	3.71	4.05	3.90	3.80	3.89	3.91	0.20	5.32	4.01	3.78	3.93	4.07	3.95	0.04	1.01
亚太地区	0.52	0.53	0.54	0.54	0.52	0.53	0.01	1.61	0.51	0.56	0.55	0.55	0.54	0.01	1.92
OECD	30.01	31.17	27.99	28.43	29.06	29.16	-0.84	-2.82	28.59	28.92	29.72	30.48	29.43	0.27	0.93
中国	4.04	4.13	4.12	4.13	4.08	4.12	0.07	1.76	4.25	4.20	4.21	4.18	4.21	0.09	2.27
印度	0.82	0.79	0.76	0.76	0.76	0.77	-0.06	-6.74	0.76	0.75	0.74	0.73	0.75	-0.02	-2.62
亚洲其他国家	2.69	2.61	2.47	2.46	2.50	2.51	-0.18	-6.70	2.51	2.46	2.47	2.46	2.48	-0.03	-1.27
拉丁美洲	6.09	6.35	5.83	6.14	5.91	6.06	-0.03	-0.51	5.96	6.32	6.33	6.52	6.28	0.23	3.75
中东	3.20	3.19	3.20	3.15	3.17	3.17	-0.03	-0.83	3.19	3.20	3.23	3.24	3.22	0.04	1.29
非洲	1.50	1.44	1.44	1.40	1.37	1.41	-0.08	-5.51	1.37	1.36	1.34	1.32	1.35	-0.07	-4.84
欧洲	11.61	11.68	10.38	10.01	10.31	10.59	-1.02	-8.78	10.47	10.66	10.66	10.66	10.61	0.02	0.21
俄罗斯	3.07	3.16	2.92	2.73	2.85	2.91	-0.16	-5.13	2.97	2.94	2.98	2.98	2.97	0.05	1.78
欧洲其他国家	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.12	0.00	-3.27	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	-0.01	-6.92

非 OECD	33.14	33.46	31.23	30.90	31.06	31.66	-1.49	-4.48	31.59	32.01	32.06	32.20	31.97	0.31	0.97
非 OPEC	65.42	66.77	61.07	61.48	62.27	62.89	-2.52	-3.86	62.37	63.13	63.98	64.88	63.60	0.70	1.12
前一次预估	65.41	66.76	61.05	61.45	62.17	62.85	-2.56	-3.92	62.79	63.06	64.19	65.23	63.83	0.93	1.48
本次修正	0.00	0.02	0.02	0.03	0.10	0.04	0.04	0.06	-0.42	0.07	-0.21	-0.35	-0.23	-0.23	-0.36

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

我们在此前的月报中曾提出，当前全球原油供应增量最大的变数就在于伊朗原油将于何时重返全球市场。

本月中旬，伊朗总统鲁哈尼称伊核协议接近达成，但仍需 要对一些细节进行磋商，协议尚未最终达成，谈判的双方都希望在 6 月 18 号伊朗大选前达成新的伊核协议。虽然近期进展较预期更为顺利，但需要注意核协议达成和实际的制裁解除间可能会存在一定的时间差，如果伊朗石油不是过早地（7 月前）回归，那么随着原油消费的逐步回升，叠加欧佩克产量的调节，我们认为原油市场足以消化伊朗供应的增量，油价下方存在支撑，且中期存在进一步上行的驱动。

从美国对伊朗解除制裁后，伊朗原油重返全球市场的量来看，当前伊朗原油出口量可能已经接近 100 万桶/日，在解除制裁后预计增量在 150-200 万桶/天之间。如果按乐观预期来看，伊朗原油供应的增量将在 100-125 万桶/日（按全年折算），但考虑到仍存在的不确定性，其实际增量可能远不及预期规模。

根据 IEA 的预期，今年全球原油供需缺口在 200 万桶/日，即便考虑伊朗增量全部释放，市场仍将处于供应偏紧的状态。

2. 需求：欧美疫情缓解，三大机构继续看好未来全球原油需求

随着欧美等国疫苗接种稳步推进，疫苗接种人数上升。CDC 的数据显示，当前全美近 45% 的成年人都接种了疫苗，美国多个州的新增新冠死亡病例数降至个位数。欧洲方面，根据世卫组织的数据来看，当前欧洲单日新增新冠确诊病例和死亡病例正在减少，每周新增病例数已从 4 月中旬的约 170 万例降至上周的 68.5 万例，一个月内约减少了 60%。从疫苗的接种率来看，目前欧洲区域只有约 23% 的人口接种了一剂新冠疫苗，11% 的人口完成接种。

随着欧美疫情的缓解，叠加即将到来的夏季驾车出行高峰，市场预期欧美市场的需求将大幅攀升。而从本月三大机构的五月报告来看，OPEC 预计 2021 年全球油品需求增量为 600 万桶/日，持平于上月预期；而 IEA 则预期 2021 年全球油品需求预计同比增加 540 万桶/日。虽然二者的预期数据略有差异，但从增量来看均大于 500 万桶/日，表明全球原油的需求还是比较旺

盛的。

表 3: 全球石油需求展望

单位: 百万桶

世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.65	24.35	20.01	22.72	23.15	22.56	-3.09	-12.06	23.54	24.45	24.69	24.75	24.37	1.80	8.00
美国	20.86	19.67	16.38	18.67	19.04	18.44	-2.42	-11.60	19.18	19.86	20.24	20.45	19.94	1.50	8.12
欧洲	14.25	13.34	11.03	12.85	12.56	12.45	-1.80	-12.64	12.12	12.71	13.59	13.74	13.05	0.60	4.81
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.69	7.34	7.08	-0.71	-9.11	7.54	7.18	7.17	7.55	7.36	0.28	3.98
OECD	47.69	45.44	37.58	42.27	43.05	42.09	-5.61	-11.75	43.19	44.34	45.45	46.04	44.78	2.69	6.38
中国	13.48	11.34	13.25	13.87	14.28	13.19	-0.29	-2.18	12.95	14.27	14.93	15.05	14.30	1.11	8.43
印度	4.91	4.84	3.58	4.01	5.15	4.40	-0.52	-10.54	4.94	4.29	4.68	5.61	4.88	0.49	11.10
亚洲其他国家	9.04	8.30	7.79	8.11	8.33	8.13	-0.91	-10.06	8.33	8.96	8.57	8.59	8.61	0.48	5.92
拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.20	6.12	6.01	-0.58	-8.83	6.15	6.16	6.46	6.40	6.29	0.28	4.67
中东	8.20	7.88	6.91	7.94	7.65	7.60	-0.60	-7.37	7.87	7.62	8.45	7.97	7.98	0.38	5.06
非洲	4.45	4.37	3.77	3.95	4.28	4.09	-0.35	-7.94	4.41	3.97	4.18	4.49	4.26	0.17	4.10
欧洲	3.61	3.44	3.04	3.20	3.43	3.28	-0.33	-9.20	3.57	3.37	3.37	3.58	3.47	0.19	5.93
俄罗斯	1.24	1.07	0.99	1.01	1.23	1.07	-0.16	-13.04	1.18	1.19	1.14	1.28	1.20	0.12	11.31
欧洲其他国家	0.76	0.71	0.55	0.64	0.69	0.65	-0.12	-15.33	0.70	0.62	0.68	0.74	0.68	0.04	5.82
非 OECD	52.29	48.05	45.49	48.94	51.16	48.42	-3.87	-7.40	50.10	50.45	52.45	53.70	51.69	3.27	6.75
全球	99.98	93.49	83.07	91.21	94.21	90.51	-9.48	-9.48	93.29	94.79	97.90	99.74	96.46	5.95	6.58
前一次预估	99.98	93.10	83.07	91.20	94.13	90.39	-9.60	-9.60	93.43	95.09	97.75	99.45	96.46	5.95	6.58
本次修正	0.00	0.40	0.00	0.00	0.08	0.12	0.12	0.12	-0.14	-0.30	0.15	0.29	0.00	0.00	0.00

数据来源: OPEC 月报 新世纪期货

3. 总供需: 今年仍处于紧平衡之中

综合 OPEC 与 EIA 的报告来看, 虽然当前亚太地区, 特别是印度与日本的疫情仍处于失控的状态, 但随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏, 预计下半年全球原油的消费增速会回升, 全年仍将维持紧平衡状态。

表 4: 全球石油供需及库存展望

	2020				2021				2022				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021	2022
供应 (百万桶/日)															
OECD	32.95	29.44	29.98	30.69	30.15	30.67	31.33	31.80	31.96	32.29	32.66	33.20	30.76	30.99	32.53
美国 (50 个州)	20.22	17.58	18.30	18.31	17.57	18.61	18.78	19.09	19.26	19.73	20.19	20.51	18.60	18.52	19.93
加拿大	5.65	4.92	4.95	5.56	5.66	5.26	5.74	5.77	5.81	5.78	5.80	5.83	5.27	5.61	5.80
墨西哥	2.00	1.94	1.91	1.90	1.93	1.97	1.88	1.84	1.78	1.74	1.71	1.68	1.94	1.89	1.73
其他 OECD 国家	5.08	5.00	4.82	4.92	4.99	4.88	4.92	5.10	5.11	5.03	4.95	5.18	4.95	4.97	5.07

非 OECD 国家	67.71	63.05	61.09	62.12	62.58	64.87	67.55	67.81	67.52	68.94	69.52	69.38	63.48	65.72	68.85
OPEC	33.49	30.71	28.64	29.99	30.34	31.18	33.37	33.92	34.06	33.92	33.95	33.99	30.70	32.22	33.98
原油部分	28.28	25.65	23.63	24.88	25.08	25.93	28.05	28.55	28.47	28.47	28.47	28.47	25.60	26.92	28.47
其他	5.21	5.07	5.02	5.12	5.26	5.25	5.32	5.37	5.58	5.45	5.48	5.52	5.10	5.30	5.51
欧亚大陆	14.73	13.18	12.72	13.13	13.39	13.70	13.74	13.90	14.07	14.66	14.82	14.95	13.44	13.68	14.63
中国	4.96	4.91	4.95	4.90	5.05	4.98	4.98	5.03	5.00	5.03	5.03	5.07	4.93	5.01	5.03
其他非 OECD 国家	14.52	14.24	14.78	14.09	13.80	15.07	15.46	14.97	14.40	15.33	15.72	15.36	14.41	14.81	15.21
全球总供应量	100.66	92.49	91.07	92.81	92.73	95.54	98.88	99.61	99.48	101.22	102.18	102.58	94.24	96.72	101.38
非 OPEC 供应量	67.17	61.77	62.42	62.82	62.39	64.36	65.51	65.69	65.43	67.37	68.23	68.58	63.54	64.50	67.40
需求 (百万桶/日)															
OECD	45.28	37.43	42.10	42.83	42.47	43.78	44.99	45.79	45.55	45.29	46.26	46.40	41.91	44.27	45.88
美国 (50 个州)	19.33	16.08	18.36	18.71	18.31	19.60	19.88	20.22	20.03	20.46	20.84	20.78	18.12	19.51	20.53
美国本土	0.17	0.15	0.16	0.17	0.20	0.18	0.18	0.19	0.20	0.18	0.19	0.20	0.16	0.19	0.19
加拿大	2.33	1.88	2.16	2.05	2.11	2.19	2.29	2.29	2.28	2.23	2.33	2.32	2.10	2.22	2.29
欧洲	13.35	11.04	12.85	12.54	12.22	12.77	13.38	13.31	13.08	13.27	13.66	13.37	12.45	12.92	13.35
日本	3.69	2.89	3.03	3.50	3.66	3.00	3.13	3.45	3.67	3.07	3.09	3.40	3.27	3.31	3.29
其他 OECD 国家	6.41	5.41	5.55	5.87	5.98	6.04	6.12	6.33	6.29	6.13	6.17	6.33	5.81	6.12	6.23
非 OECD 国家	50.13	47.45	51.21	52.59	52.29	53.18	53.92	54.25	54.45	55.79	55.92	55.99	50.35	53.42	55.54
欧亚大陆	4.86	4.48	5.28	5.17	4.92	5.07	5.40	5.24	5.09	5.17	5.58	5.43	4.95	5.15	5.32
欧洲	0.71	0.69	0.71	0.72	0.72	0.73	0.73	0.74	0.74	0.74	0.76	0.76	0.71	0.73	0.75
中国	13.89	14.08	14.65	15.11	15.10	15.57	15.22	15.57	15.80	16.02	15.70	15.94	14.43	15.34	15.86
其他亚洲国家	13.16	11.64	12.60	13.61	13.88	13.86	13.79	14.22	14.68	14.97	14.48	14.89	12.75	13.94	14.74
其他非 OECD 国家	17.53	16.55	17.98	17.99	17.65	18.09	18.77	18.54	18.14	18.95	19.40	18.98	17.51	18.27	18.87
全球总需求量	95.41	84.88	93.31	95.42	94.76	96.96	98.91	100.05	100.00	101.08	102.19	102.39	92.27	97.69	101.42
供需平衡 (百万桶/日)															
美国 (50 个州)	-0.43	-1.68	0.49	0.89	0.56	0.12	-0.10	0.48	0.07	-0.53	0.03	0.42	-0.18	0.26	0.00
其他 OECD 国家	-0.50	-1.17	0.04	0.68	0.59	0.47	0.04	-0.01	0.14	0.12	-0.01	-0.19	-0.23	0.25	0.01
其他	-4.33	-4.75	1.72	1.04	0.88	0.89	0.09	-0.03	0.30	0.27	-0.01	-0.42	-1.56	0.45	0.03
总供需	-5.25	-7.60	2.25	2.61	2.03	1.42	0.03	0.44	0.52	-0.15	0.07	-0.19	-1.97	0.97	0.05
期末商业库存 (百万桶/日)															
美国	1,321	1,453	1,422	1,344	1,295	1,300	1,309	1,269	1,267	1,319	1,319	1,290	1,344	1,269	1,290
OECD	2,963	3,201	3,166	3,026	2,923	2,897	2,897	2,858	2,842	2,884	2,885	2,873	3,026	2,858	2,873

数据来源: EIA 月报 新世纪期货

(二) 巴以冲突的升级为原油价格增添了不确定性

虽然当前伊核谈判取得了重大进展,但按下葫芦浮起瓢,中东局势并未因伊核谈判取得进展而消停,随着巴以冲突的持续升级,中东形势再度趋于紧张。

2021年5月10日，恰逢以色列纪念1967年占领耶路撒冷的“耶路撒冷日”，犹太人的庆祝活动，引发了部分巴勒斯坦人极度不满，最终再次引爆了巴以冲突。

自4月中旬的斋月以来，二者冲突持续升级。“耶路撒冷日”当天，以军轰炸了巴勒斯坦哈马斯位于加沙地带的多处军事目标。接着，哈马斯武装向以色列发射了1000枚火箭弹予以报复。以色列的“铁穹”反火箭弹系统在夜空中化解了这波反击。紧接着，以军派出80架战机迅速而精准地打击了哈马斯指挥官团队；同时摧毁了哈马斯地下隧道系统，试图让对方无处躲藏。以军还以提前电话“通知”业主的方式，轰炸了个别被怀疑藏匿哈马斯情报及武器装备的居民楼。被动的哈马斯试图谋求停火，怎奈以色列方面意志坚决，加大对加沙地带的袭击。在埃及的斡旋下，哈马斯与以色列达成停火协议。据巴以双方公布的数字，截至20日晚，冲突已致以方12人死亡、300余人受伤，巴方有232人死亡、1900余人受伤。

5月21日，巴以双方正式达成停火协议，停火从凌晨开始，这轮历时11天的军事冲突在国际社会各方斡旋下终于按下暂停键。

当然，几乎所有人都相信，这种“停火”也只是暂时的。从阿以冲突到中东战争、巴以冲突，再到如今的哈以冲突，该地区的冲突似乎陷入了“暴力的陷阱”。

翻看历史，自1948年以色列建国以来，巴以冲突迄今未能得到解决。在可预期的未来，这一中东痼疾，仍将无解。虽然自反恐战争以来，阿富汗问题、伊朗核问题、叙利亚内战、也门内战此起彼伏，但巴以冲突早已不再是国际头条。此外，自《戴维营协议签署》以来，以色列已与埃及、阿联酋、巴林、苏丹和摩洛哥等多个伊斯兰国家建交，而第五次中东战争已结束近40年之久。

巴以冲突的背后隐藏着复杂的历史根源，既有宗教、文化、民族的内在因素，也有大国干预的外在因素，互相影响、激化，其复杂性非同一般，决不能简单概括为以色列犹太人和所有巴勒斯坦阿拉伯人之间的双边冲突。

从政治的角度来看，此次巴以冲突为以色列总理内塔尼亚胡与巴民族权力机构主席阿巴斯成功避免了下台的风险，以色列看守政府总理内塔尼亚胡下令以军痛打哈马斯武装力量，一方面，可以巩固自身以色列“安全卫士”的形象，为极有可能再次进行的组阁或大选塑造民望，捞取政治资本；另一方面，打击试图“从地图上抹去以色列”的哈马斯，警告耄耋之年但仍然贪恋权力的阿巴斯，令其远离好战的哈马斯；而对于阿巴斯而言，继续执政并排斥哈马斯，显然是高光时刻的延续，因此我们也可以看到在此次巴以冲突中，巴勒斯坦解放组织（即“法塔赫”）没有遭到以军打击，而哈马斯则受到重创。

虽然当前中东地区的核心问题还是伊核谈判，但随着伊核谈判取得重大进展，美伊之间的关系或将重返特朗普退出伊核协议前的水平，为该地区的和平与稳定奠定基础，不过，随着巴以冲突的升级，我们预计，在伊朗处理好与美国的关系、伊朗原油重返国际市场后，伊朗将腾出手来介入巴以之间的冲突，再加上与阿拉伯世界国家的联手，哪怕不是给以色列毁灭性的打击，也将给以色列带来重创，而这又将使得中东地区战端重启，助推国际原油价格的上行之势。

（三） 未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，虽然 OPEC、EIA、IEA 三大机构继续看好全球原油消费前景期，但在伊朗原油将重返国际市场的情况下，全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，这将对原油需求的复苏起到了一定的支撑。此外，虽然伊核协议取得了重大进展，美伊之间关系将重返特朗普退出伊核协议前的水平，但巴以冲突持续升级，或将使得中东地区再陷战端，而这些都是将对国际原油价格形成影响。

从整体来看，我们认为虽然自 5 月以来国际原油价格呈现震荡上行之势，但展望未来，虽然伊朗原油将重返全球市场，但随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，全球原油的消费需求增速仍将快于供应的增加，整体来看，在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行，而从短线来看，受当前全球经济以及伊核谈判的进展、亚太地区疫情仍然失控等诸因素的影响，国际原油价格可以逢高少量抛空。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，从跨品种的套利交易策略来看，当前的多原油空燃料油的策略可继续持有。

图 25： 国内原油与燃料油价差区间

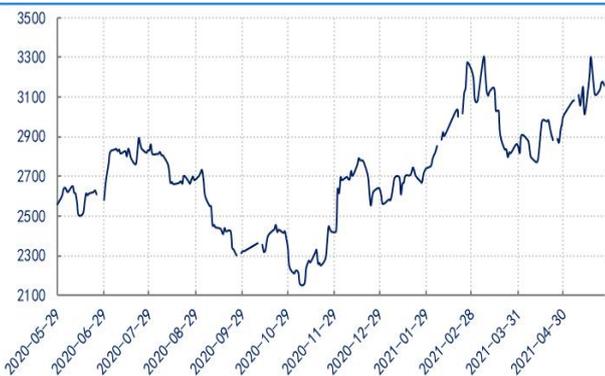


数据来源：Wind 新世纪期货

三、消费税改革 VS 库存维持高位与产能过剩 沥青将重返弱势

自 5 月初以来，我们看到，受国际原油价格与煤炭价格走强、消费税改革的利多支撑影响，国内沥青价格在上旬呈现震荡走强之势，但在高库存与产能过剩、国际原油价格在伊核谈判取得重大进展的情况下出现回归等因素的影响下，沥青价格于中下旬呈宽幅震荡整理之势。

图 26: SHFE 沥青价格走势



数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: 国内沥青现货市场主流价格对比



数据来源: Wind 新世纪期货

1. 征收水费税将提升国内沥青成本，对沥青形成利多

2021 年 5 月 14 日，财政部、海关总署、税务总局明确对部分成品油征收进口环节消费税，主要涉及三种成品油。一是归入税则号列 27075000，“混合芳烃”，二是归入税则号列 27079990、27101299 “轻循环油”，三是归入税则号列 27150000，“稀释沥青”，预计对沥青、高低硫燃料油供需、价格带来较大扰动，根据供需影响不同或产生不同程度的利多效应。

稀释沥青，进口税则号 27150000（以天然沥青等为基本成分的沥青混合物），是以天然沥青、石油沥青、矿物焦油或矿物焦油沥青为基本成分的沥青混合物，稀释沥青不光作为炼厂原料，甚至作为船用油调和原料，应用范围越来越广。

2021 年 5 月 12 日，财政部、海关总署、税务总局明确对部分成品油征收进口环节消费税通知下发，自 2021 年 6 月 12 日起，对部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税。

图 28: 征税文件



The screenshot shows the official website of the State Taxation Administration (国家税务总局). The main content is an announcement (公告) from the Ministry of Finance (财政部) and the General Administration of Customs (海关总署) regarding the imposition of import duties on certain refined petroleum products. The announcement is dated May 12, 2021.

国家税务总局
State Taxation Administration

请输入关键字 搜索

本站热词: 疫情防控 减税降费 个税 增值税 小微企业 发票

总局概况 信息公开 新闻发布 税收政策 纳税服务 税务视频 互动交流

财政部 海关总署 税务总局关于对部分成品油征收进口环节消费税的公告

财政部 海关总署 税务总局公告2021年第19号

全文有效 成文日期:2021-5-12

字体: [【大】](#) [【中】](#) [【小】](#) 打印本页 [🔗](#) [👤](#) [👤](#)

为维护公平税收秩序,根据国内成品油消费税政策相关规定,现将有关问题公告如下:

- 一、对归入税则号列27075000,且200摄氏度以下时蒸馏出的芳烃以体积计小于95%的进口产品,视同石脑油按1.52元/升的单位税额征收进口环节消费税。
- 二、对归入税则号列27079990、27101299的进口产品,视同石脑油按1.52元/升的单位税额征收进口环节消费税。
- 三、对归入税则号列27150000,且440摄氏度以下时蒸馏出的矿物油以体积计大于5%的进口产品,视同燃料油按1.2元/升的单位税额征收进口环节消费税。
- 四、本公告所称视同仅涉及消费税的征、退(免)税政策。
- 五、本公告自2021年6月12日起执行。

特此公告。

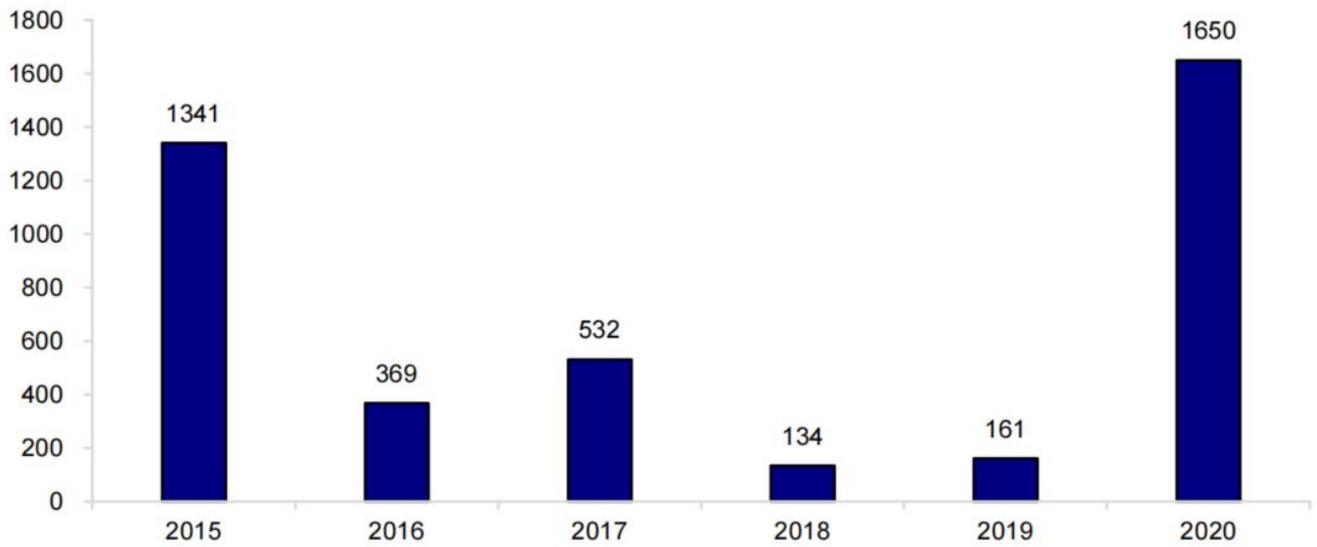
财政部 海关总署 税务总局
2021年5月12日

数据来源: 国家税务总局 新世纪期货

从财政部关税司(国务院关税税则委员会办公室)对于此次征税的解读来看,一方面,“轻循环油”、“混合芳烃”、“稀释沥青”通常含有较多芳烃或沥青成分,一般不用作燃油,近年来,少数企业大量进口,加工生产为不符合国家标准的燃油,流向非法经营渠道,危害成品油市场公平,存在较大社会安全隐患,造成环境污染;另一方面,本次对部分成品油征收进口环节消费税,有利于规范市场秩序,促进公平竞争。

稀释沥青主要作为国内沥青型炼厂加工重质原油的替代原料。随着委内瑞拉重质原油进口量的下降,国内稀释沥青进口量大幅增长,2020 年达到 1650 万吨。此次进口稀释沥青征收消费税后,进口成本将提升 1.2 元/升(约 1276.21 元/吨)。

图 29： 稀释沥青进口量（万吨）



数据来源：Wind 新世纪期货

表 5：稀释沥青、混合芳烃、轻循环油消费税测算

	密度 克/立方米	桶/吨	消费税 (元/升)	消费税 (元/吨)
稀释沥青	0.94	6.69	1.2	1276.21
混合芳烃	0.87	7.27	1.52	1387.28
轻循环油	0.89	7.07	1.52	1348.31

数据来源：新世纪期货

从征税的影响来看，目前地炼是国内沥青第一生产集团，2020 年地炼沥青产量 3289 万吨，其中地炼产量 1491 万吨，占比 45%，2021 年地炼沥青产量高位占比延续。2020 年国内稀释沥青进口 1596 万吨，假设该进口稀释沥青全部用作生产沥青，按照 60%沥青出率计算，对应沥青产量 957 万吨，占地炼沥青产量比重为 64%，占全国沥青产量比重为 29%，意味着稀释沥青已成为国内地炼沥青的主要原料，影响全国沥青产量近 30%。

当稀释沥青征收 1276 元/吨的消费税后，稀释沥青成本上移，或驱动国内 64%地炼的沥青成本（30%全国沥青的成本）向上移动。面对成本上移，国内沥青炼厂会在 2021 年 6 月 12 日这个时点前后采取不同的方法来解决。

在 2021 年 6 月 12 日之前，地炼在短暂的时间窗口大量采购稀释沥青通关，那么稀释沥青进口短期增加，不过现在从委内瑞拉采购 7 月才能到货，这将错过采购窗口，仅能通过马来西亚采购，通过委内瑞拉原油 3-4 月出口可知我国 5-6 月稀释沥青到港 194 万吨/月，马来西亚有多少稀释沥青库存以及近期马来西亚封国措施都将对窗口关闭前采购带来挑战。

在 2021 年 6 月 12 日之后，一方面，炼厂鉴于稀释沥青生产沥青的优越性，以及其他重质原料短缺，将高额的消费税转嫁至沥青，沥青裂解价差面临长期大幅上涨压力；另一方面，炼厂选择切换原料，采购中东、加拿大原油，原料供应不稳定、装置切换原料生产不稳定以及原料改变沥青出率下降将造成沥青供应下降，沥青裂解价差面临中长期上涨压力；此外，贸易商可以将稀释沥青指标调和成原油指标，以原油形式报关，但调和需要测试，沥青裂解价差面临短期上涨压力，而通过原油报关进口地炼将增加原油进口需求（相当于重新将委内瑞拉原油制裁），消耗原油进口配额，对原油价格带来支撑，沥青价格也面临短期的上涨压力。

因此，不论炼厂还是贸易商采取何种应对措施，都将大概率地提升沥青的价格。

2. 供需过剩格局仍将持续，这将制约沥青价格上涨的空间

从数据上来看，当前沥青交易所库存、社会库存与厂库均位于历史同期的高位，叠加近期加工利润大幅提升后或驱动炼厂开工率的回升，这些均对沥青的价格形成压制。

图 30：国内沥青交易所库存五年历史同期对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 31：国内沥青社会库存五年历史同期对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 32：国内沥青厂库五年历史同期对比



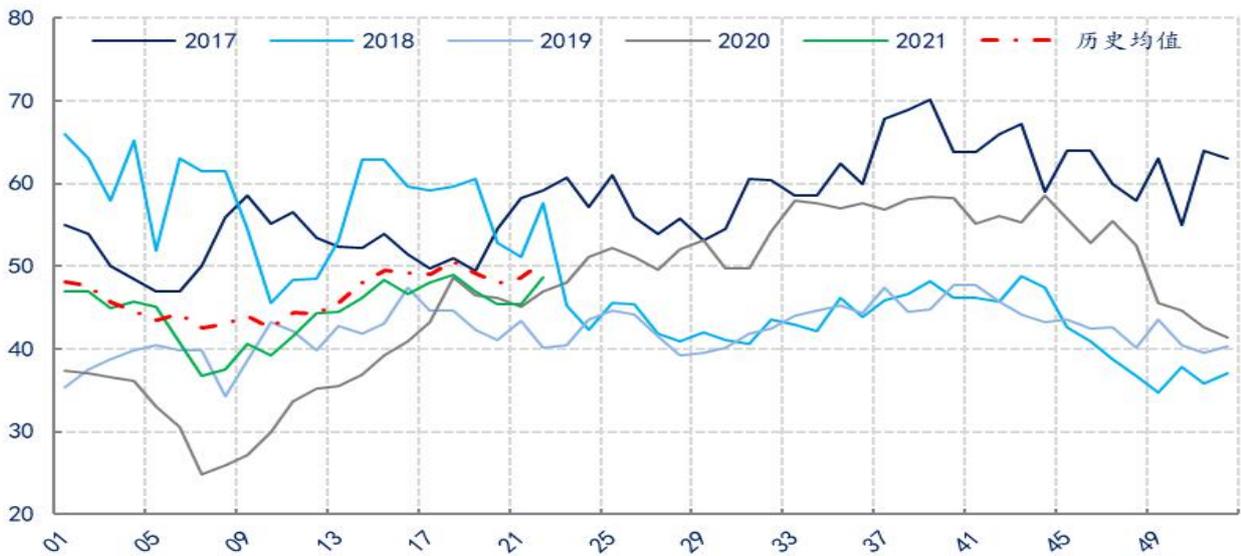
数据来源：Wind 新世纪期货

图 33：近期国内沥青深加工利润大幅回升



数据来源：Wind 新世纪期货

图 34: 近期国内沥青开工率有所回升



数据来源: Wind 新世纪期货

从供需变化来看,在不计入净进口的情况下,我国当前的沥青供需呈小同短缺之势,而在计入净进口量后,则转为不幅过剩之势,而在计入交易所库存、社会库存与厂库之后,则当前国内沥青供需呈现大幅过剩之势,根据估算,当前国内沥青供应过剩约 200 万吨左右,若沥青需求不能大幅提升,则在库存继续积累的同时供应过剩量亦将大幅增加。

图 35: 国内沥青产量五年历史同期对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 36: 国内沥青销量五年历史同期对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 37: 国内沥青供需平衡对比 (不计入库存与净进口)


数据来源: Wind 新世纪期货

图 38: 国内沥青进口量五年历史同期对比


数据来源: Wind 新世纪期货

图 39: 国内沥青出口量五年历史同期对比


数据来源: Wind 新世纪期货

图 40: 国内沥青净进口量五年历史同期对比


数据来源: Wind 新世纪期货

3. 未来走势判断与交易策略

综上所述, 我们认为, 虽然消费税征收消息或将提振远月合约价格, 但近月合约仍将在炼厂社库存与库存高企、炼厂利润回升导致开工率上行、国内供需过剩局面依然持续等因素作用下承压下行。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证, 不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性, 过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内, 公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易, 或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新世纪期货研究院

地址: 浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编: 310006

电话: 400-700-2828

网址: <http://www.zjncf.com.cn/>