

2020年1月19日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

肖或

·从业资格编号 F3074397

·投资咨询编号 Z0015476

沥青冬季专题总结暨新年展望

内容提要

前期回顾：

[【金信专题报告·沥青】这个冬天有点冷](#)

[【金信专题报告·沥青】沥青高开工率会否延续](#)

[【金信专题报告·沥青】预期与现实交织下的沥青行情推演](#)

总体而言，我们前面几期专题报告的推测都得到了验证：

价格上看，涨幅远不及原油，即使放在整个能源化工板块里，其弱势也是数一数二；

冬储上看，订单量不及往年同期一半，矛盾体现地淋漓尽致；

产量上看，11月统计局沥青产量逆周期上涨，印证了我们认为的高开工率会无视沥青利润走低持续偏高。

本文我们主要对2021年提出新的展望：

2021年全年沥青价格大概率上涨，注意1季度沙特减产以及上半年冬储延迟释放带来的提前推涨，综合炼油利润威风不在使得沥青额外的生产意愿消失。风险方面关注OPEC+内部风险以及马瑞油恢复供应窗口期对国内沥青成本的冲击。

风险提示

OPEC+减产协议的稳定作为原油供给的保障是本文绝大多数观点的根基
疫情逐渐放缓以及疫苗的有效性作为原油需求的保障同样也是

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、专题总结

专题以来沥青相对原油走势一览			
下午3点收盘价	沥青2106	SC2103	美原油03
10/22	2616	298.0	40.95
1/18	2726	333.0	52.29
涨跌	+110	+41.4	+11.34
涨跌幅	+4.20%	+13.89%	+27.69%

首先对今年冬季系列专题的核心观点进行回顾：今年**持续的高产量**以及**冬储库存起点较高**是市场挥之不去的一个矛盾点，无论市场届时是走的哪一条**心路历程**，迟早都绕不开这个弯，至少会有一段时间反应在盘面上。沥青今年的这个冬天可能会有点冷。

从整个冬季看，沥青疲态明显。**价格上看**，不仅涨幅远不及原油，即使放在整个能源化工板块里，其弱势也是数一数二的；**冬储上看**，订单量不及往年同期一半，未能给市场提供足够的需求，矛盾体现地淋漓尽致；**产量上看**，11月沥青产量逆周期上涨，印证了我们认为的高开工率会无视沥青利润走低持续偏高的观点。

总而言之，我们之前的猜想大多得到验证，在回顾完过去后，我们将在后文对今年的沥青市场提出更多的猜想。

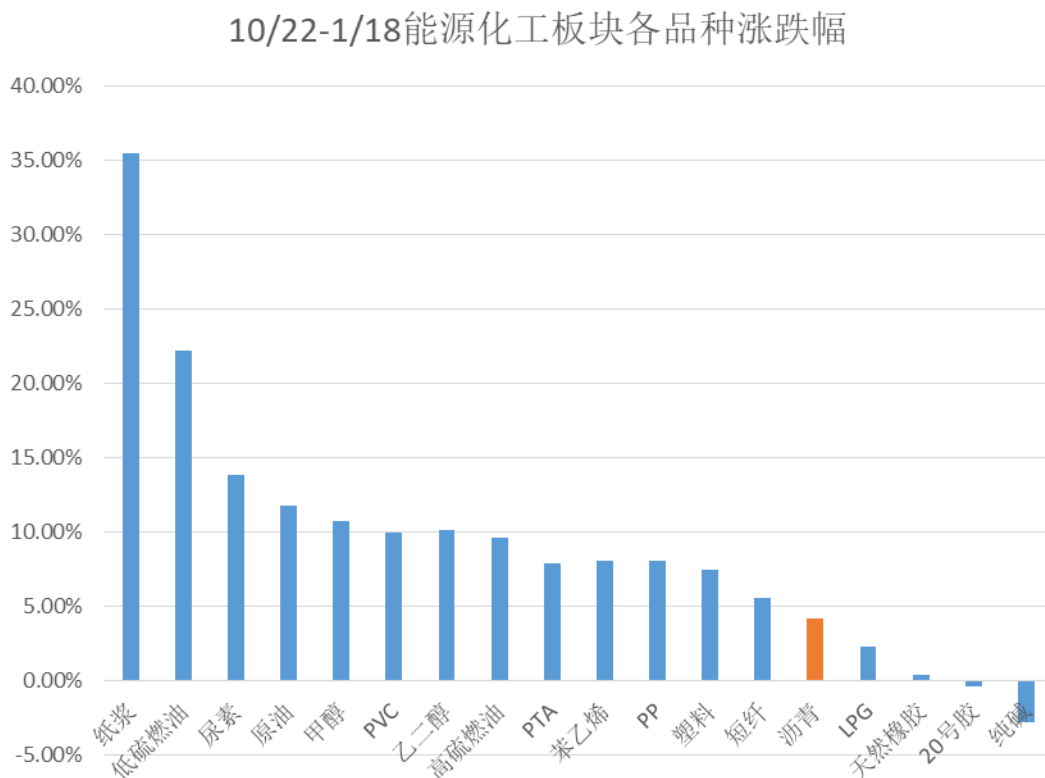
前期回顾：

[【金信专题报告·沥青】这个冬天有点冷](#)

[【金信专题报告·沥青】沥青高开工率会否延续](#)

[【金信专题报告·沥青】预期与现实交织下的沥青行情推演](#)

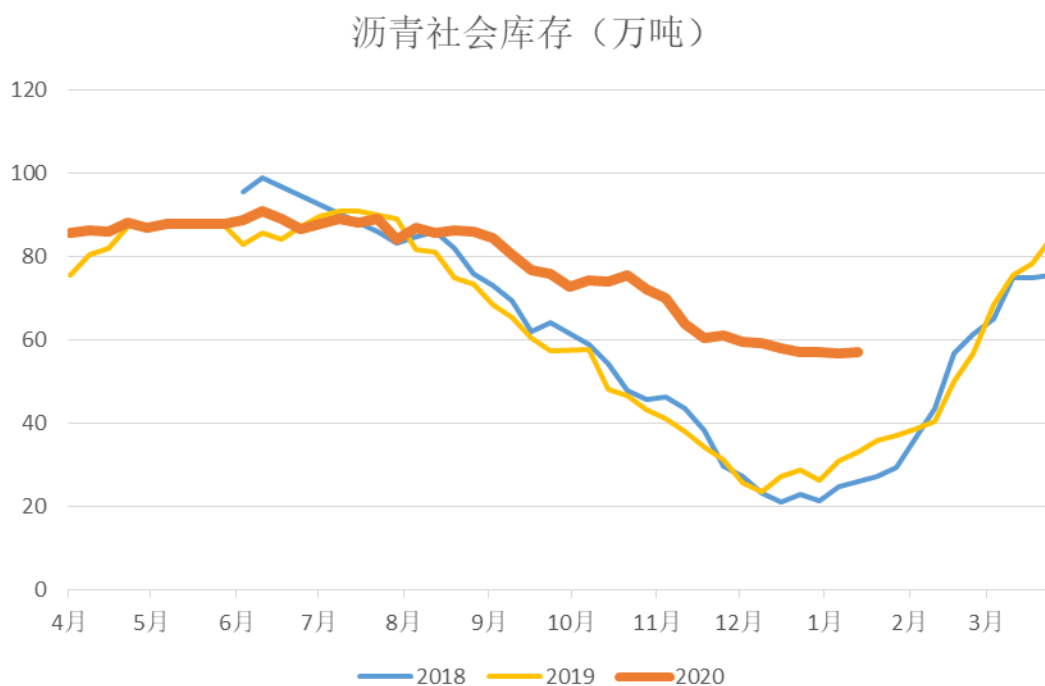
图 1: 10/22-1/18 能源化工板块各品种涨跌幅



数据来源：金信期货研究院

可以看到这段时间比沥青走得弱的品种，几乎都不是原油相关的。换句话说，沥青弱势的基本面使得其被原油带动的幅度最小。

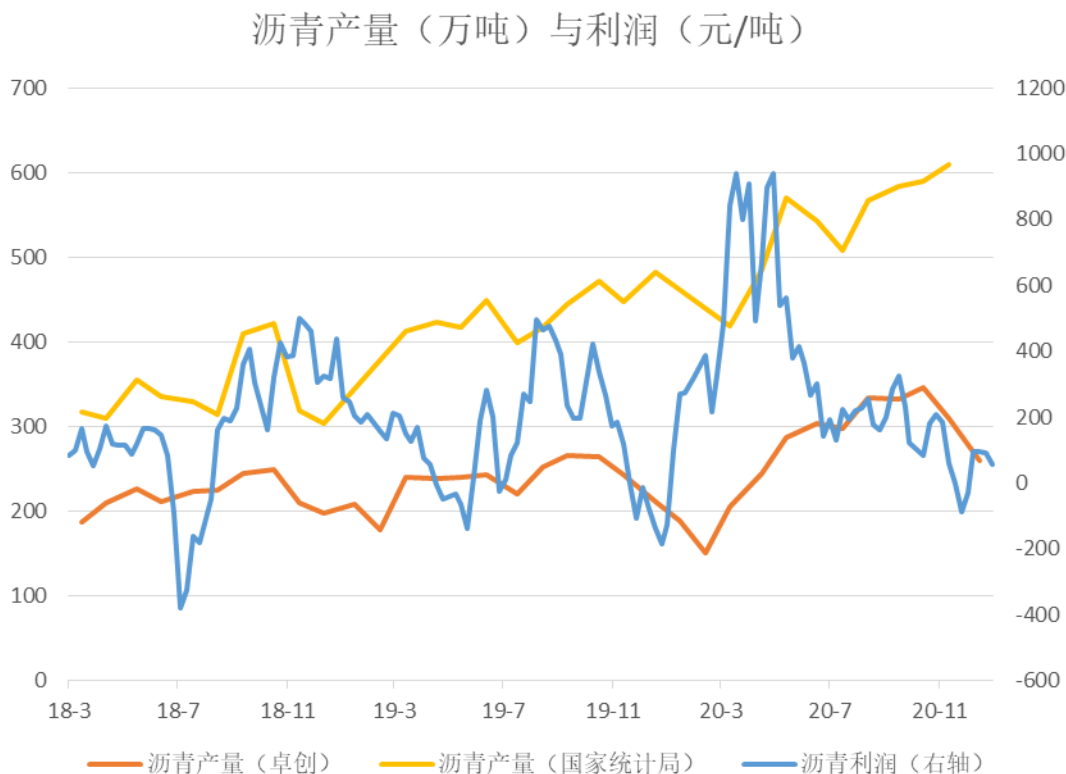
图 2: 沥青社会库存



数据来源：Wind，金信期货研究院

社会库存图中，2020年9-12月旺季消费期间向下斜率较往年明显放缓，显示去库不及往年有力。12月以后库存走平，迟迟不见抬头，显示冬储进展迟缓，符合外界今年冬储进展不及往年一半的说法。后期重点关注集中冬储开展时间点，也就是斜率明显向上翘的节点。

图 3: 沥青产量与利润关系 (万吨)



数据来源: 国家统计局, 卓创资讯, 金信期货研究院

在今年冬天, 也就是 11 月和 12 月的国内沥青产量来看, 卓创的沥青产量与国家统计局的沥青产量出现了劈叉。一方面, 秉着客观求是的态度, 我们把两者的数据都体现在了图表上; 另一方面, 在侧重方面, 倒不是我们选择有利于自身结论的数据, 我们认为国家统计局的统计口径更大, 且为官方机构, 可信度相对而言更高。

因此我们以官方数据为准, 8 月以来国内沥青产量不断走高, 与不断走低的沥青利润呈反比关系。我们认为利润减小并不是产量的影响因素, 只是产量增加的结果。在国内综合炼油利润偏高以及稀释沥青不算在原油配额的情况下, 沥青产量以及开工率维持高位是很顺理成章的, 只要这个逻辑依然成立, 沥青的利润就无法反过来影响沥青产量。

二、新年展望

1: 油价在 2021 年大概率走高，带动沥青价格重心上移

无论从理论分析还是历史验证，沥青价格与油价具有高度的相关性，近 3 年两者相关系数达到 0.83。2021 年随着宏观环境改善，疫情大概率得到疫苗遏制，原油需求有望同比回暖，同时 OPEC+ 的减产将贯穿全年，油价在 2021 年走高是市场普遍预期，料将带动沥青价格重心上移。

图 4: 沥青价格及原油价格关系



数据来源：金信期货研究院

2: 沙特超预期自愿额外减产，原油主升浪时间点或提前

表 1: EIA12 月报 (OPEC+ 同意 1 月增产 50 万桶/日，并每月讨论后续产量)

2021 年	Q1	Q2	Q3	Q4
供应	94.46	96.91	98.79	99.45
需求	96.30	97.56	99.20	99.61
差值	-1.84	-0.65	-0.41	-0.16

表 2: EIA1 月报 (OPEC+ 同意俄罗斯哈萨克斯坦增产，沙特自愿额外减产)

2021 年	Q1	Q2	Q3	Q4
供应	93.66	96.90	98.76	99.11
需求	95.93	97.28	98.58	99.26
差值	-2.27	-0.38	+0.18	-0.16

原本市场预计 2 季度原油供应将开始偏紧，全球最大的 2 个原油需求国在一季度都将面临需求下降的问题，中国传统农历春节以及美国例行春检会使得中美的原油需求释放高峰从 2 季度开始（表中黑色加粗）。但随着沙特在 2-3 月的超预期自愿额外减产力度远远盖过俄罗斯与哈萨克斯坦的增产力度，美国由于新井投产周期短期不具备大幅增产可能性，供应偏紧的时间点或提前到来（表中红色加粗），这也将影响同期沥青走势。

3: 自愿减产是机遇，也是风险

算上 11 月底的 OPEC+ 全体大会，已经连续 2 次 OPEC+ 会议出现了延期举行的情况，且 2 次都是因为俄罗斯为首的部分 OPEC 外国家与 OPEC 国家意见不一。俄罗斯一心增产，且自身减产执行率每况愈下，而 OPEC 则倾向于维持减产，尤其考虑到疫情形势依然严峻。由于 OPEC+ 组织的减产决议必须得到所有国家的同意，而非少数服从多数，因此任何裂痕都有使得减产协议破裂的可能性。在沙特与俄罗斯，这两个 OPEC+ 组织内最有影响力国家的角力下，1 月会议最终结果以沙特的全面妥协告终，不但允许了俄罗斯特立独行的增产，自己还减产 100 万桶/日为全世界产油国买单。

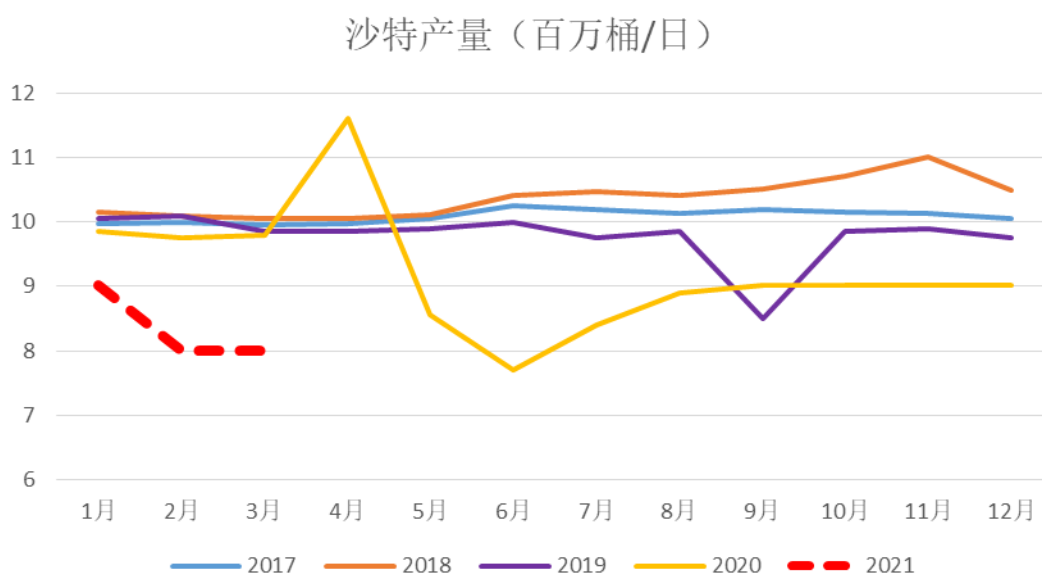
沙特的妥协透露着种种诡异，在这里我们不负责地做一些猜想：

1. 沙特依然有着身为（自称）全球原油央行行长的自觉，期待以身作则带动减产持续。
2. 沙特身背去年 3 月主动发动价格战的“恶名”，在产油国内部以及国际关系上需要给自己寻求道义上的背书和依据。
3. 原本将在去年 4 月庆祝产量达到 1300 万桶/日的沙特，经济上是严重依赖原油收入的国家。若 2-3 月额外减产 100 万桶/日，届时其产量将只有 800 万桶/日左右。

因此如果在 OPEC+3 月产量会议上，一些国家还是不知进退，一意孤行，在减产不达标和意图增产的路上越行越远，那不排除沙特退无可退，仁至义尽，忍无可忍再度出手的可能性。

我们需要注意的是，市场上的看涨预期，都是基于 OPEC+ 减产协议不被破坏的前提下建立的，一旦根基动摇，一切都无从谈起。

图 5: 沙特产量



数据来源：EIA，金信期货研究院

4: 油价上涨, 炼油综合利润驱动逐渐退出, 沥青生产利润地位逐步提高

随着国际油价已经攀升至 50 上方, 国内成品油调价机制下的大利润出现明显回落, 其给予沥青炼厂额外的生产动力也逐渐退出。2021 年沥青自身的生产利润地位将提高, 与焦化利润争夺装置开工率。

图 6: 炼油综合利润



数据来源: 卓创资讯, 金信期货研究院

5: 原油重质化将优化沥青成本

随着伊朗对美国在拜登政府的领导下重返伊核协议, 解除对其制裁信心满满, 伊朗已经做好了全力生产和出口的准备。无独有偶, 另一个正遭受着美国最高级别经济制裁的委内瑞拉也在蠢蠢欲动, 据称在美国大选结果明朗化之后, 年底前已经有马瑞油流入国内。若两国原油出口正常化, 将给全球带来将近 400 万桶/日的额外供应, 且其中大部分为重质原油。

众所周知, 生产沥青的最好用料就是重质原油, 重油含有的沥青质比例较高, 有利于沥青生产。而马瑞油是过去我国最受青睐的沥青生产原料之一, 在委内瑞拉接受制裁后, 我国不得不去寻求替代品生产沥青, 因此随着美国政府换届, 2021 年全球原油供应将往重质化方向倾斜, 优化国内沥青生产成本和利润。

6: 冬储不只是冷冰冰的数字

虽然说今年冬储起点时社会库存较往年同期明显偏高, 但明年原油价格上涨也是市场普遍预期, 那为何冬储释放速度如此缓慢呢?

这还得从去年冬储开始说起, 去年 12 月 9 日东北炼厂冬储政策正式出台后, 从炼厂正式公布 2856 元/吨左右的冬储价格, 到 2906 元/吨的价格不再接单, 仅有 3-4 天的时间。12 月 12 日-13 日, 宝来生物能源、辽河石化、盘锦北方沥青及辽宁华路先后上调沥青价格, 东

北地区的第一轮冬储基本告一段落。之后随着中美第一阶段协议会谈成功以及美伊冲突，油价带着沥青一路上涨，1月北方主流价格来到了3200元/吨。但由于沙特俄罗斯爆发了价格战，以及新冠疫情在国内和全球范围内先后持久反复爆发，导致年内油价大受冲击，拖累沥青价格下跌，去年年前即是一年沥青现货价格高点，这使得去年贸易商的沥青冬储大多亏损。除了库存过高的问题外，亏损后心态偏向于谨慎也给今年的冬储需求释放也带来一定压力。

图 7：沥青北方现货价



数据来源：Wind，金信期货研究院

根据目前的情况，贸易商普遍的冬储心理价是 2500 元/吨，这明显使得冬储释放受到阻碍，心理因素也是决定冬储市场的一个因素。

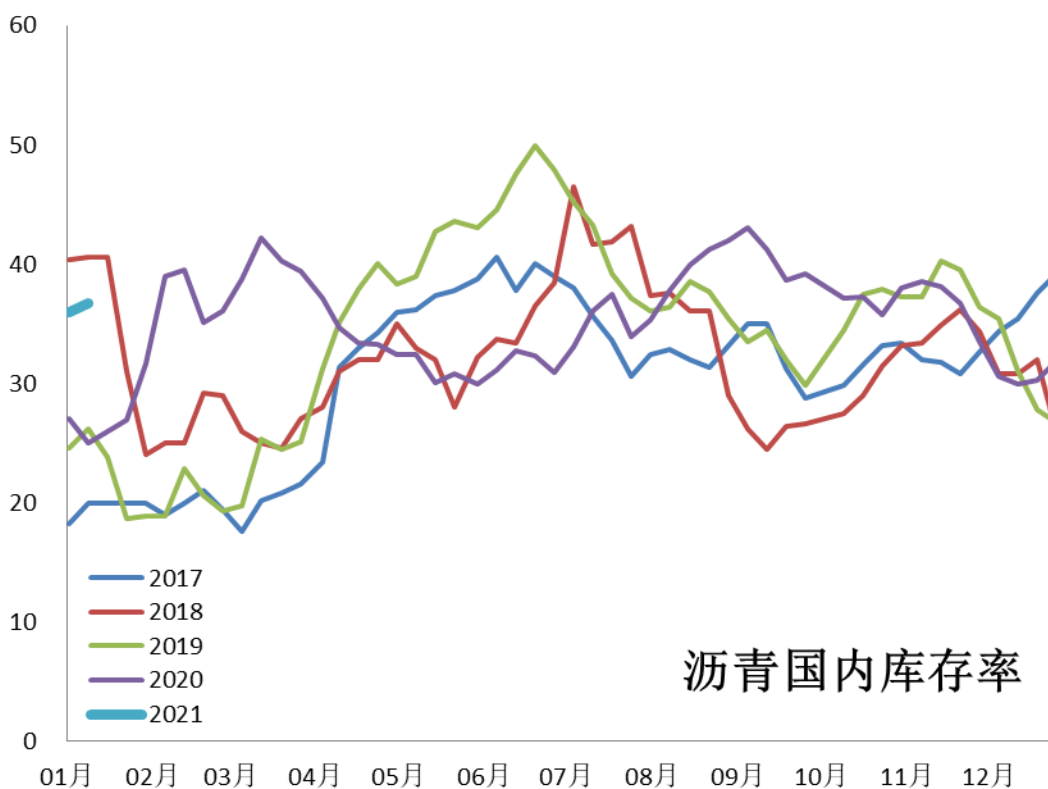
7：冬储需求释放延后有利于沥青价格后期走高

冬储需求对于沥青而言，虽不是下游刚性需求，但也是重要的季节性需求。在沥青炼厂库存偏低的背景下，这就好比一个不得不放的大招，早放早涨，晚放晚涨，毕竟随着出货量的增加，炼厂讨价还价的地位会越来越高。

如果今年未能完全释放冬储需求，到了今年需求旺季，沥青市场很有可能会同时面临社库偏低，下游道路需求同比增加，成本端油价上涨等利多因素的共振，阶段性的上涨行情可期。

这就是一种动态平衡：早冬储，早涨价。涨价后社库迅速走高价格就会受到压制；晚冬储，前面价格不涨，后面积蓄的力度足够了也会爆发上涨。冬储本质上是上下游之间的过渡地带，并不会影响平衡表，因此放在长期看，只是影响行情出现的时间点而已。但若冬储损失量过大，使得炼厂出现库存堆积，因此将沥青装置检修或者转产渣油焦化料却是会切实损害沥青供给，使得后期行情相对更强。

图 8：沥青厂库库存率



数据来源：Wind，金信期货研究院

8: 小结

2021 年全年沥青价格大概率上涨，注意 1 季度沙特减产以及上半年冬储延迟释放带来的提前推涨，综合炼油利润威风不在使得沥青额外的生产意愿消失。风险方面关注 OPEC+内部风险以及马瑞油恢复供应窗口期对国内沥青成本的冲击。

三、风险提示

OPEC+减产协议的稳定作为原油供给的保障是本文绝大多数观点的根基
疫情逐渐放缓以及疫苗的有效性作为原油需求的保障同样也是

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。