



沥青强势背后的逻辑分析

报告摘要

推动沥青期价这波上涨行情的因素来自多个方面：近期关于美国加大对委内瑞拉制裁事件的升级是期价上涨的直接推动因素，而成本端的支撑以及沥青自身基本面因素是这波行情推动更深层次的原因。

我们看到的是上游开工率的持续回升，以及产量的持续增加，但炼厂库存仍能保持低位且还在持续下行的过程中，我们认为，至少可以反映出，到目前为止下游的需求是超出市场预期的，无论是实际赶工需求的回升还是囤货需求的快速攀升，至少从显性的社会库存来看，社会库存并没有明显增加，二季度产量的增量，要么被下游真正消化掉了，要么则是显性库存隐性化了，这也是目前市场上比较有争议的焦点。而从沥青社会库存来看，我们看到的是，库存并没有明显回升，且从后期下游需求季节性推断，随着南方梅雨季节性的过去，后期将迎来下游需求的重新回升，社会库存也有望迎来季节性去库。

对于后期供应的变化，我们的判断是，在当前生产利润低位，上游提升开工意愿较低，因此，产量短期或难以大幅增加，但从产量季节性规律来看，三季度仍较二季度有所回升，预计今年三季度产量或与二季度基本持平，供应同比表现出略偏紧的格局。需求来看，随着南方雨季过后，将迎来季节性旺季，实际需求将环比改善，但同时还要考虑囤货需求对于后期实际需求的提前透支。需求端或呈现稳定或继续增加的状态。三季度沥青供需格局将呈现偏紧状态，而在上游库存无压力的背景下，现货价格将易涨难跌。

策略上建议，三季度沥青偏多思路对待。基于上游低库存的现状，9月合约有望强于12月合约，但因目前仓单库存高企的不确定，该套利仍存较大风险，建议可以做买2012抛2106套利策略或更为稳妥。另外基于当前较低的炼厂生产利润，而后期较长时间内上游处于销售无压力的状态，建议可以做多炼厂生产利润。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuaning@htfc.com

从业资格号：F3049404

节后沥青期价重新上扬

国内端午假期前夕，因对全球爆发二次疫情的担忧，原油受到需求拖累，美原油价格在反弹到近42美金一线开始调整，但沥青假期过后第一天的期货盘面走势，在能化板块中表现异常强劲，期价稍微低开后，盘中就展开了V型反转，当天就以小阳线收盘，之后期价展开了新一轮的快速上涨行情。

沥青强势背后逻辑分析

推动沥青期价这波上涨行情的因素来自多个方面：近期关于美国加大对委内瑞拉制裁事件的升级是期价上涨的直接推动因素，而成本端的支撑以及沥青自身基本面因素是这波行情推动更深层次的原因。具体如下：

原料端紧缺担忧再起

近期美国对委内瑞拉制裁事件的升级是推动沥青期价上涨的主要因素，有消息称，近期有好几船马瑞油漂在海上没有贸易商敢接货，有些货甚至在海上的时间较长，带来市场担忧后期国内炼厂沥青生产原料短缺可能带来的产量减少，给与期价支撑。

回顾近些年来美国对委内瑞拉的制裁，导致该国经济严重受挫，因资金流的困扰，直接带来委内瑞拉国内原油装置的老化，原油产量出现明显下滑。随着美国制裁的不断升级，国内炼厂担忧后期原料的不稳定，开始寻求其他来源国的原油，但总体来看，国内对马瑞原油的依赖度依然较高。2019年8月，国内担心委内瑞拉的受制裁进一步升级，在此期间基本停滞了从该国直接进口马瑞原油，转而出现了俄石油子公司代理的马瑞原油，该公司主要从马来西亚港口转口到国内。

而在今年2月18日，美国对俄罗斯石油子公司的制裁，或可能影响国内后期的沥青产量，我们在《美国制裁俄石油子公司对沥青的影响》专题中，有做专门的推演，该事件或影响国内后期沥青10%产量。后期主要关注该事件的发展，如果美国持续对该公司制裁，将影响国内产量。但在当前高利润吸引下，要停止俄罗斯跟国内地炼的交易是比较难的，因此，风险将会发生在后期贸易结算时候，美国追溯制裁的可能。一旦发生制裁事件，则对沥青短期的供应扰动较大，对行情影响也会比较大。

因此，我们看到的是国内4月份到港量仍大幅增加，主要来自马来西亚港口的转口，因此直接从马瑞进口的原油已经从去年9月份就开始停止了。炼厂的沥青生产利润持续高企，带来买货意愿增加，不少厂商锁利润的套利操作也会增加原材料的采购意愿。目前则因为炼厂生产利润的持续下滑，

预计贸易商将不再重操 4、5 月份的操作，而是会放缓进口的步伐，目前则因为炼厂生产利润的持续下滑，市场对于后期原料紧缺的担忧明显加剧，因此带来这次的原料端炒作在盘面上的推动更为有力。

上游炼厂库存持续下降，销售无压力

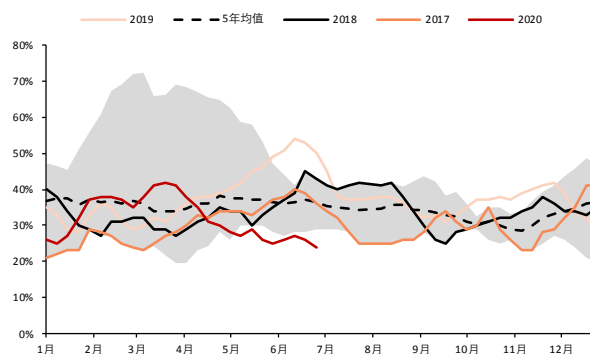
从炼厂库存变动来看，在 3 月中旬库存达到顶峰后，开始逐步回落，3 月中旬到 4 月中旬的库存下降，主要是因为国内疫情后复工复产的持续，带来物流恢复之后，大部分炼厂库存开始转移至社会库存，当时的实际下游需求并没有真正吸收这部分库存的量，而炼厂库存在 4 月中旬开始步入新的阶段，库存创下往年同期的低位，该趋势一直维持到现在，这期间库存的下降则主要来自两个方面因素影响，一是，4 月下旬开始，国内下游开始出现赶工情况，下游需求开始真正消耗库存，而到了 6 月中下旬则因为南方季节性雨季来临，实际需求有所放缓，更多来自中下游的囤货需求导致炼厂库存进一步下滑。因此，在整个炼厂库存下降的过程中，上游没有任何销售压力，现货价格则也更多的呈现出易涨难跌的局面，我们看到的是 4 月中旬开始，现货价格触底回升，一直处于上升通道中。因此，在看到上游库存重新累库且面临较大库存压力之前，现货价格都将呈现易涨难跌的局面

图 1： 沥青现货价格 单位：元/吨



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

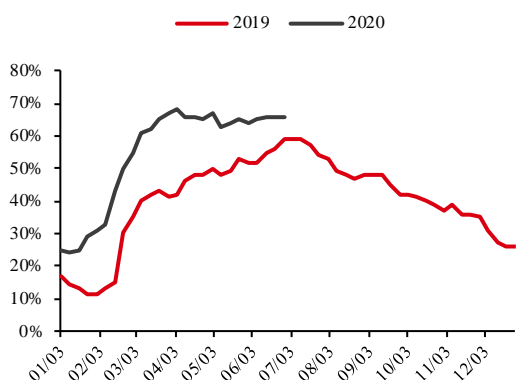
图 2： 沥青炼厂库存率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

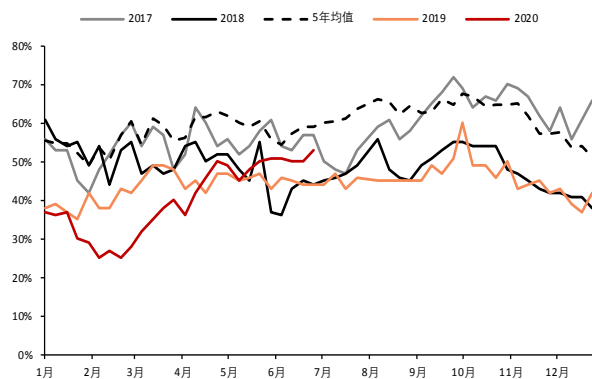
而与此同时，我们看到的是上游开工率的持续回升，以及产量的持续增加，但炼厂库存仍能保持低位且还在持续下行的过程中，我们认为，至少可以反映出，到目前为止下游的需求是超出市场预期的，无论是实际赶工需求的回升还是囤货需求的快速攀升，至少从显性社会库存来看，社会库存并没有明显增加，二季度产量的增量，要么被下游真正消化掉了，要么则是显性库存隐性化了，这也是目前市场上比较有争议的焦点。而从沥青社会库存来看，我们看到的是，库存并没有明显回升，且从后期下游需求季节性推断，随着南方梅雨季节性的过去，后期将迎来下游需求的重新回升，社会库存也有望迎来季节性去库。

图3: 沥青社会库存率 单位: %



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图4: 炼厂沥青装置开工率 单位: %

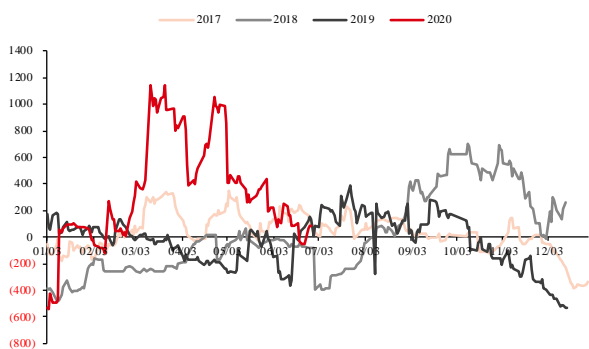


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

炼厂生产利润回落, 抑制上游开工率

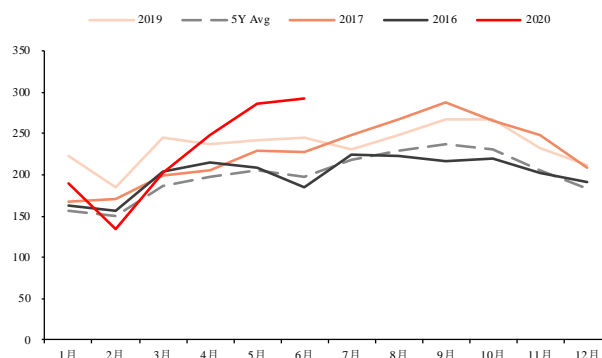
今年2-4月份, 总体受益于成本端价格的大幅下行, 炼厂生产利润大幅好于历年同期, 且绝对值处于很高的水平。5月开始, 随着原油价格的持续反弹, 炼厂生产利润开始重新回落, 目前基本回落到盈亏平衡点附近。参照国内产量的变化, 二季度因炼厂利润持续向好叠加工厂赶工, 产量明显回升, 但相比去年同期的累计量仍有所减少, 主要是一季度受国内疫情影响带来上游停工减产导致的。目前随着炼厂生产利润的回落, 即使在上游库存没有压力的背景下, 炼厂加大开工的动力或不足。

图5: 山东炼厂综合生产利润 单位: 元/吨



数据来源: Reuters 华泰期货研究院

图6: 国内沥青产量季节性 单位: 吨



数据来源: Reuters 华泰期货研究院

后期行情展望

对于后期供应的变化, 我们的判断是, 在当前生产利润低位, 上游提升开工意愿较低, 因此, 产量短期或难以大幅增加, 但从产量季节性规律来看, 三季度仍较二季度有所回升, 预计今年三季度产量或与二季度基本持平, 供应同比表现出略偏紧的格局。需求来看, 随着南方雨季过后, 将迎来季节性旺季, 实际需求将环比改善, 但同时还要考虑囤货需求对于后期实际需求的提前透支。需求端或呈现稳定或继续增加的状态。三季度沥青供需格局将呈现偏紧状态, 而在上游库存无压力的背景下, 现货价格将易涨难

跌。

策略上建议，三季度沥青偏多思路对待。基于上游低库存的现状，9月合约有望强于12月合约，但因目前仓单库存高企的不确定，该套利仍存较大风险，建议可以做买2012抛2106套利策略或更为稳妥。另外基于当前较低的炼厂生产利润，而后期较长时间内上游处于销售无压力的状态，建议可以做多炼厂生产利润。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代理行独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com