

2020年10月22日

金信期货研究院

这个冬天有点冷

肖彧

·从业资格编号 F3074397

·投资咨询编号 Z0015476

## 内容提要

上游原油端看，市场对需求复苏预期放缓加上四季度利比亚突然恢复供应，在四季度难以从成本端对沥青有太大的带动。

沥青本身看，今年产量始终高企以及今年带着高库存进入冬储时间段是今年冬天最大的矛盾点所在。若冬储执行，社库势必创下纪录高位，最终传导到行情情绪之中；若冬储冷清，则厂库直线上升，最终也会传导到行情情绪之中。

当然，行情的演绎往往会出乎意料，先炒一波冬储上涨然后证伪下跌也是存在其可能性。但是我们认为，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。

## 风险提示

沥青产量骤降，原油端出现巨大政策利好。



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

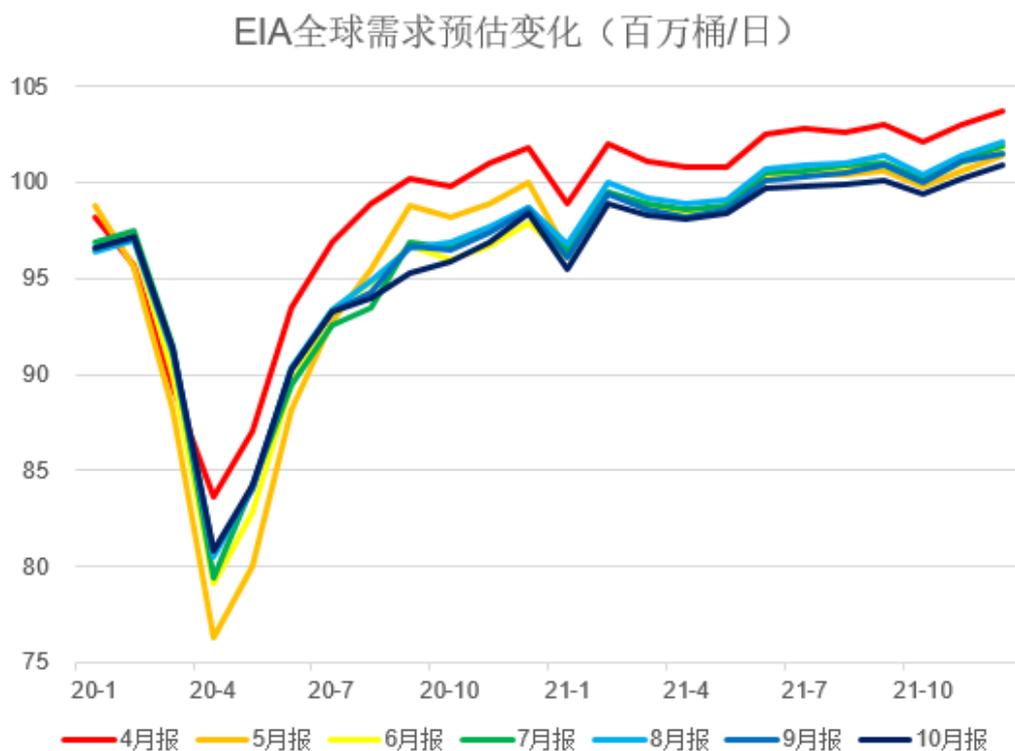
## 一、成本端难以提供足够支撑，关注风险节点

### 1、逐渐降低的预期

年初原油崩跌后，随着 OPEC+重新回到减产轨道，油价也出现了一定的反弹，再度回到了 40 美元附近，仿佛一切都回来了。但与年初原油同样在 40-50 美元附近的时期比较，一切还是有着很大的不同。首先是需求更弱了，年初原油大跌只是中国疫情，而现在是全球疫情一波未平一波又起，其次是库存更高了，年初 OPEC+增产叠加疫情导致的需求衰退使得原油库存快速积累。因此年初原油能够随着中国疫情缓解快速反弹至 55 附近，而现在的原油在 40 附近长期僵持。

更不利的事实是，市场对于需求复苏的预期还在逐渐降低中，这意味着油市修复进程还将放缓。从今年 EIA 月度报告可以看出，自 9 月以来，市场对于后市需求的预估开始不断下调，对于市场关注点已经从减产力度转为需求恢复的油市而言，并非善事。

图 1：EIA 不同时期对于指定时间段全球原油需求预估：（百万桶/日）



		2020Q4		2021H1		2021Y
4月报		100.88		101.03		101.95
5月报	↓	99.05	↓	98.65	↓	99.60
6月报	↓	96.83	↓	98.59	↑	99.71
7月报	↑	97.63	↑	98.79	↑	99.88
8月报	↑	97.74	↑	99.10	↑	100.17
9月报	↓	97.50	↓	98.49	↓	99.60
10月报	↓	97.05	↓	98.13	↓	99.09

数据来源：EIA，金信期货研究院

## 2、利比亚重启生产打压油价

四季度除了需求端以外,原油一大不利因素是利比亚复产。利比亚战前产量约维持在 120 万桶,今年由于内战原油生产及出口几乎处于停滞状态,但 9 月以来利比亚已经解除了国内最大油田 Sharara 的不可抗力,目前复产进程较为稳定,并计划于下个月重启一些其他稍小油田的生产。利比亚并不在减产协议框架内,其边际产量增加将给予油市额外的压力。

## 3、潜在的政策变化节点

OPEC+的减产协议依然是现阶段最能够改变平衡表的存在。根据现行减产协议,OPEC+ 将从明年 1 月份,将减产力度从 770 万桶/日下降至 580 万桶/日。由于需求复苏逐渐疲弱,利比亚重启生产,诸如 IEA 等机构已经指出油市已经无法再承受额外的产量,而 OPEC+也已经出现口风转变,2021 年年初增产推迟预期增加,在 9 月的 JMMC 会议上沙特油长也提过可以不必等到 OPEC+大会直接提高减产力度。因此 11/30-12/1 举行的 OPEC+大会(有推迟可能)以及 11 月、12 月月中举行的 JTC 以及 JMMC 会议均是潜在的政策变化节点,或点燃市场情绪阶段性扭转原油颓势。

此外,美国大选结果对美国能源行业政策的影响也是市场关注的重要方面,我们也不能错过大选对行情带来的影响。

## 4、成本端难以提供足够支撑,关注风险节点

原油作为沥青直接上游,是沥青定价体系的重要组成部分,历史上两者的紧密相关性也较为明显。四季度原油由于供应边际增加需求恢复缓慢市场情绪偏悲观,大概率依然维持目前的弱势震荡走势,难以突破上行给与沥青足够支撑。风险方面关注一些潜在的政策变化节点,此外风险主要来自于四季度原油需求恢复超预期、疫情持续恶化以及地缘政治冲突。

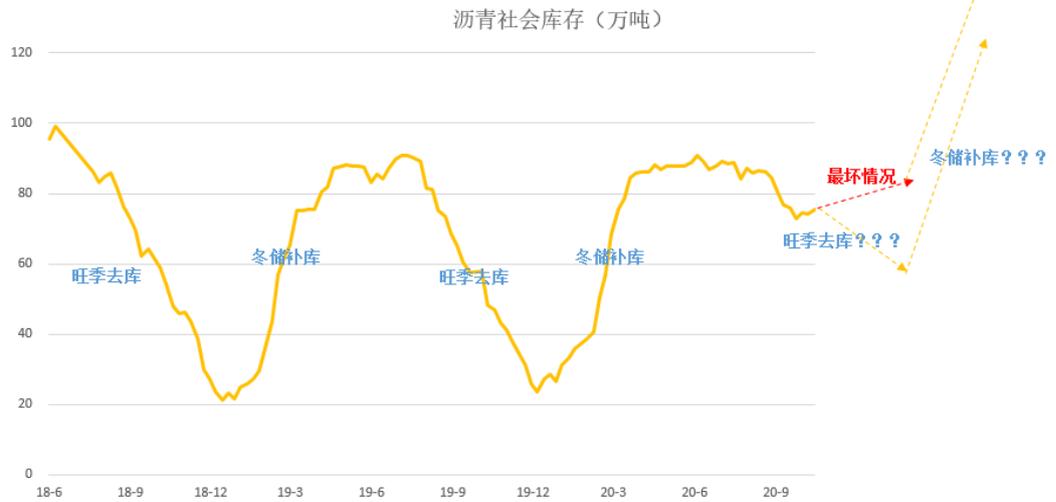
# 二、旺季去库缓慢,冬储面临压力

由于地方专项债预期,油价反弹提振,公路建设投资总额同比大增,宏观面阶段性见底等因素推动,今年沥青在 4-5 月出现了淡季不淡的走势,在梅雨期间依然维持上行势头,大打旺季更旺的预期牌。但在今年超长的梅雨季以及长江流域洪灾影响下,今年旺季需求释放一度受阻,而上游开工率居高不下,旺季中游贸易商实际去库不到往年的 1/3,在预期证伪下,沥青开启了下跌行情,将 3 月以来的涨幅抹去了一半。

四季度是传统的冬储开启的季节,一般而言冬储能够给行情带来一定支撑,去年在东北公布冬储政策后,由于得到指导价支撑,期货提前现货一个月止跌回升。今年情况或有不同,旺季期间沥青厂库社库均没有充分去库,上游开工率依然处于偏高位置,冬储或面临一定压力。

关于社库的补库,由于今年大概率是拉尼娜带来的冷冬,冬季前的道路建设收尾赶工时段不会太久,对于处于目前位置的沥青社会库存,无论是正常冬储导致库存爆表还是由于库存较高导致冬储清淡,最终传递到沥青价格上的结果恐怕都不会太好。

图 2: 沥青社会库存 (万吨)

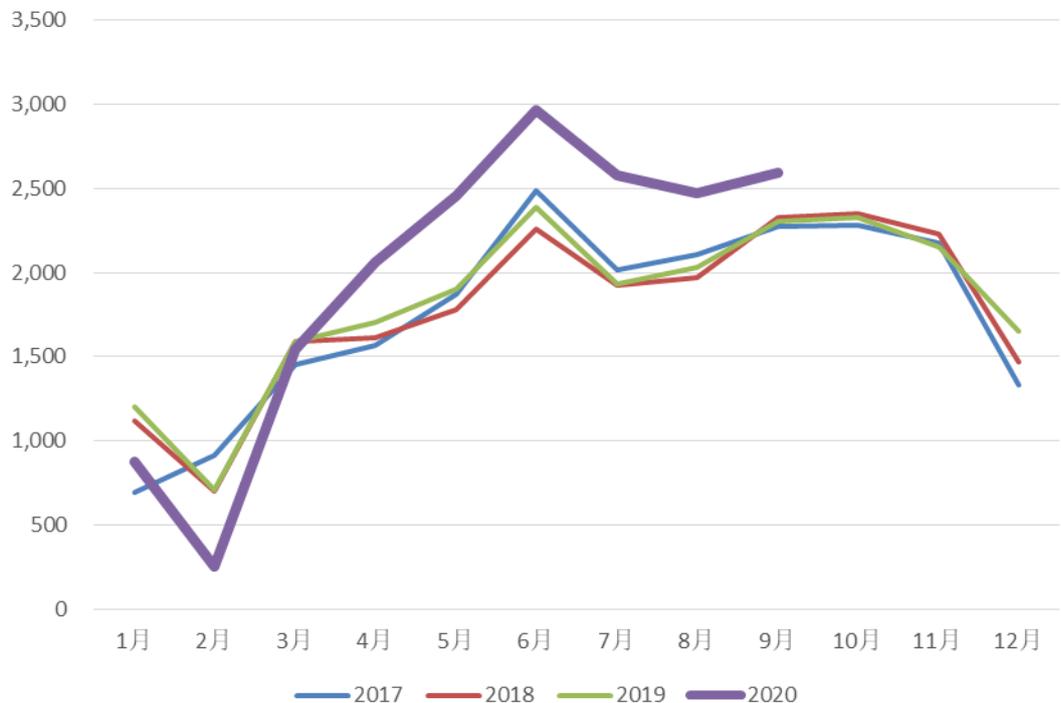


数据来源: Wind, 金信期货研究院

今年旺季降库失败并不是需求问题, 从资金面看, 今年 7-9 月公路建设资金虽然与 6 月相比环比收窄力度略大于往年, 但绝对值上依然远远高出过去任何一年。

图 3: 交通固定资产投资: 公路建设 (亿元)

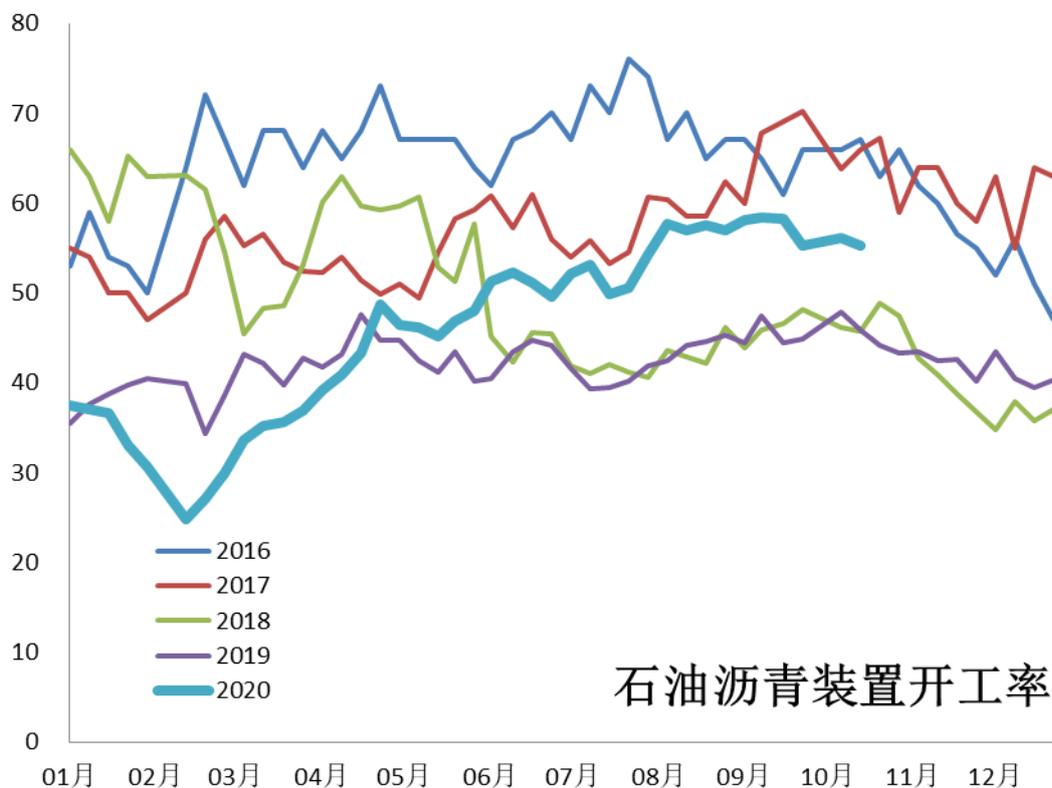
交通固定资产投资: 公路建设 (亿元)



数据来源: Wind, 金信期货研究院

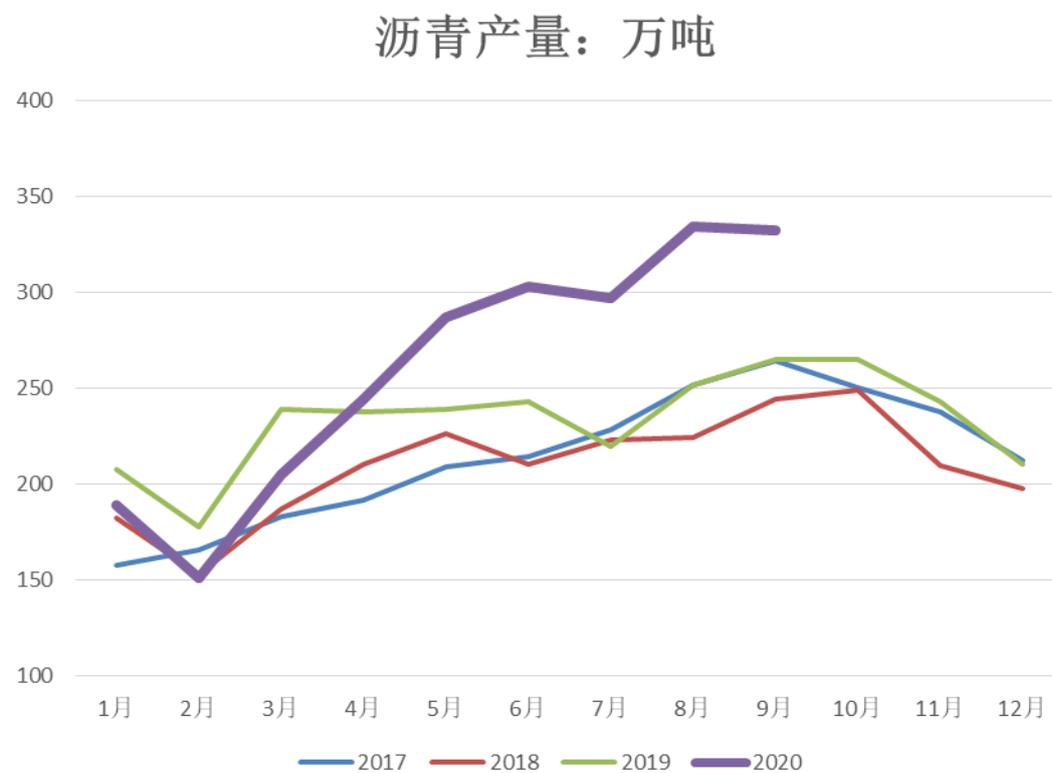
但今年沥青全年产量受利润驱动始终保持高位, 因此并不是需求不够好, 只是供应更能打。但问题是, 由于客观物理规律, 沥青无法在低温状态下使用, 如果冬季沥青开工率依然保持激昂状态, 下游库存和具体的冬储又将何去何从?

图 4：石油沥青装置开工率



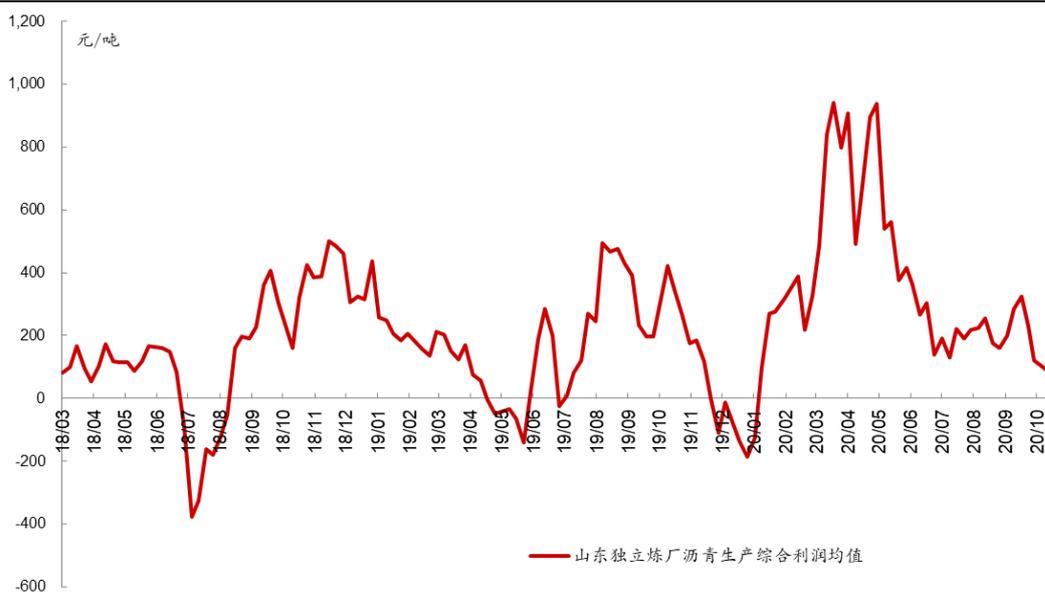
数据来源：Wind，金信期货研究院

图 5：沥青产量：万吨



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

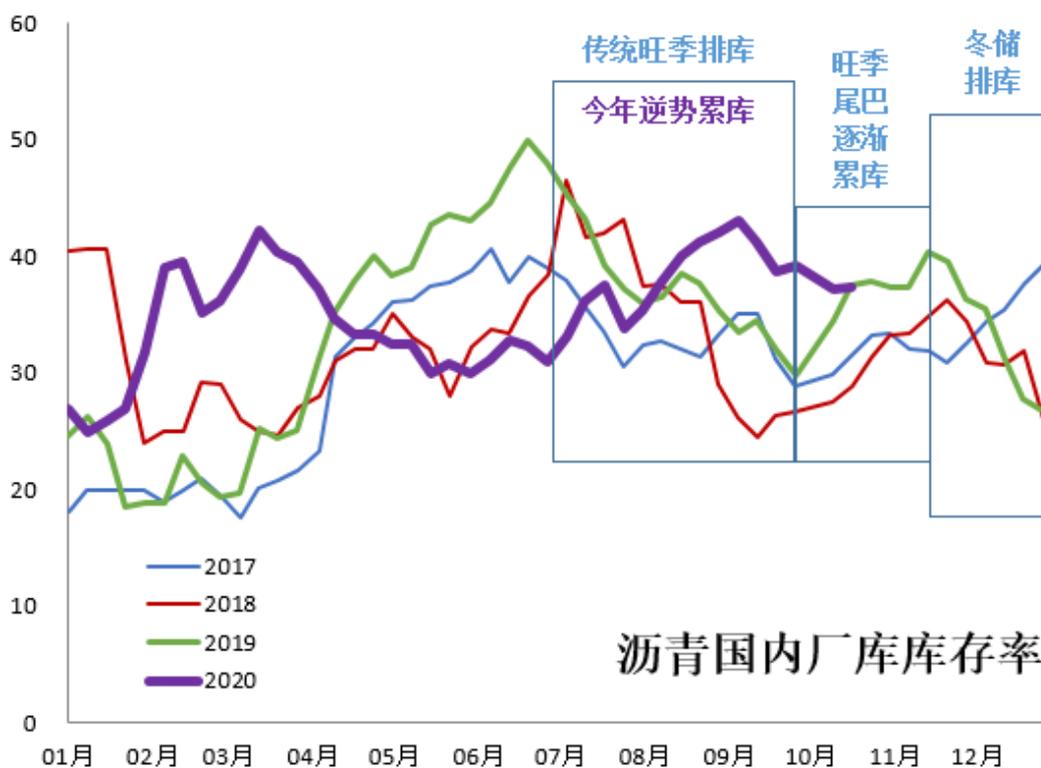
图 6: 沥青生产利润



数据来源: Wind, 金信期货研究院

厂库端, 今年旺季在高供给的影响下, 同样没能借助旺季排库, 之后旺季尾巴局部赶工季节性累库。今年由于夏天降雨较多, 赶工需求或偏多, 这段走势或略好于往年。但最终问题还是落在了冬储排库。考虑到上文提过的社库存, 今年冬储难度或较大。

图 7: 沥青厂库库存率

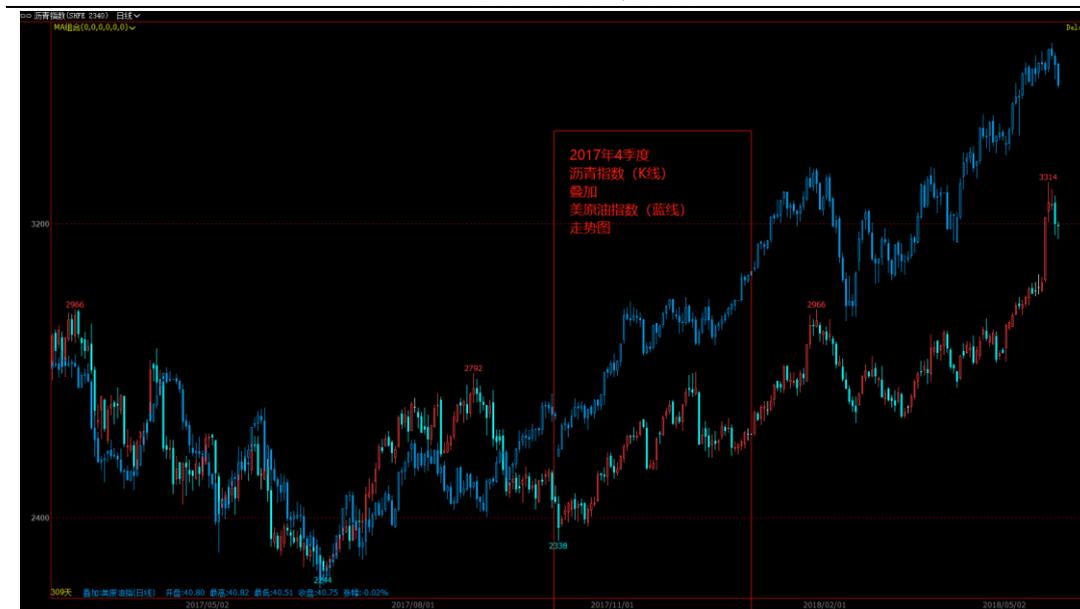


数据来源: Wind, 金信期货研究院

我们也可以借鉴图中蓝线部分: 2017 年冬天, 冬储排库期厂库逆势上涨, 当时的沥青行情是这样的: 美原油指从 10 月 9 日开盘价的 49.76 美元上涨至 12 月 29 日收盘价的 59.51 美

元，涨幅 19.59%；而沥青指数从 10 月 9 日开盘价的 2436 元上涨至 12 月 29 日收盘价的 2626 元，涨幅仅 7.80%，远低于同期原油涨幅，该价差直到 18 年 2 月才得到一定修复，我们也可以看到图 7 中 18 年 1 月份的厂库库存率发生了快速回落，部分解释了价差修复的原因。

图 8：沥青历史走势回顾



数据来源：金信期货研究院

因此，在产量不出现戏剧性骤减的情况下，冬季不是社库爆表就是厂库逆势走高，对应的沥青行情都会较为承压。

### 三、演绎路径千万条，条条道路通罗马

当然，行情的演绎往往会出乎意料，或许行情持续低迷，或许先炒作一波冬储然后发现库存不对了价格再降下来，也可能会先出现恐慌情绪下跌释放后行情企稳。但是我们认为，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。

### 四、风险提示

沥青产量骤降，原油端出现巨大政策利好。

## 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”。