



2020 年 11 月 25 日

金信期货研究院

预期与现实

肖晟

· 从业资格编号 F3074397

· 投资咨询编号 Z0015476

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](#)

从近期走势看，原油上涨初期沥青不跟反跌，反应了其弱势基本面。但随着原油不断拉高，沥青作为成本几乎完全依托于原油的品种，不得不进行补涨，由于此前价格位置偏低上方空间多，在补涨的速度上甚至超过了原油本身。

在之前的专题报告中，我们分别论证了**库存**和**高产量**，从周度月度数据看，两者依然较为符合我们预期，但行情却出现了一定程度的反弹，这主要是由于上游原油与沥青本身的预期和现实在不断切换中，这也是市场正在走的**心路历程**。

原油近期走势会在强预期与弱现实之间反复摇摆，因为两者出入实在太太大，而判别市场摇摆的节奏是近期交易上的难点。

作为沥青而言，近期也会面临冬储预期和现货价现实的抉择。

	预期	现实
原油	短期预期： OPEC+全体大会将延长减产协议	当下需求现实： 中国饱和，欧洲拉胯，美国边际向好
	中期预期： 美国总统权力开始逐步移交给 倡导新能源政策的拜登班子	
	长期预期： 疫苗利好持续提振疫区国家需求预期	中期供给现实： 利比亚增量料保持在至少 130 万桶/日
沥青	东北冬储预期	2012 合约即将到期交割现实

值得一提的是，随着近期原油大涨，市场大多数预期已经 price in。

风险提示

国际油价剧烈波动，新的系统性风险事件。

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

一、近期沥青相对原油走势一览

近期沥青相对原油走势一览			
下午3点收盘价	沥青2012	SC2012	美原油2012
10/22	2420	266.7	40.05
11/11	2258	255.9	42.01
涨跌	-162	-10.8	+1.96
涨跌幅	-6.69%	-4.05%	+4.89%
近期沥青相对原油走势一览			
下午3点收盘价	沥青2012	SC2012	美原油2101
11/11	2258	255.9	42.30
11/25	2452	279.0	45.20
涨跌	+194	+23.1	+2.90
涨跌幅	+8.59%	+9.03%	+6.86%
10/22至今涨幅	+1.32%	+4.61%	12.05%

我们对于今年冬季沥青的总体预期依然不变：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。

从近期走势看，原油上涨初期沥青不跟反跌，反应了其弱势基本面。但随着原油不断拉高，沥青作为成本几乎完全依托于原油的品种，不得不进行补涨，由于此前价格位置偏低上方空间多，在补涨的速度上甚至超过了原油本身（国内 SC 原油同理）。

在之前的专题报告中，我们分别论证了**库存**和**高产量**，从周度月度数据看，两者依然较为符合我们预期，但行情却出现了一定程度的反弹，这主要是由于上游原油与沥青本身的预期和现实在不断切换中，这也是市场正在走的**心路历程**。

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](#)

图 1：沥青社会库存预估版本



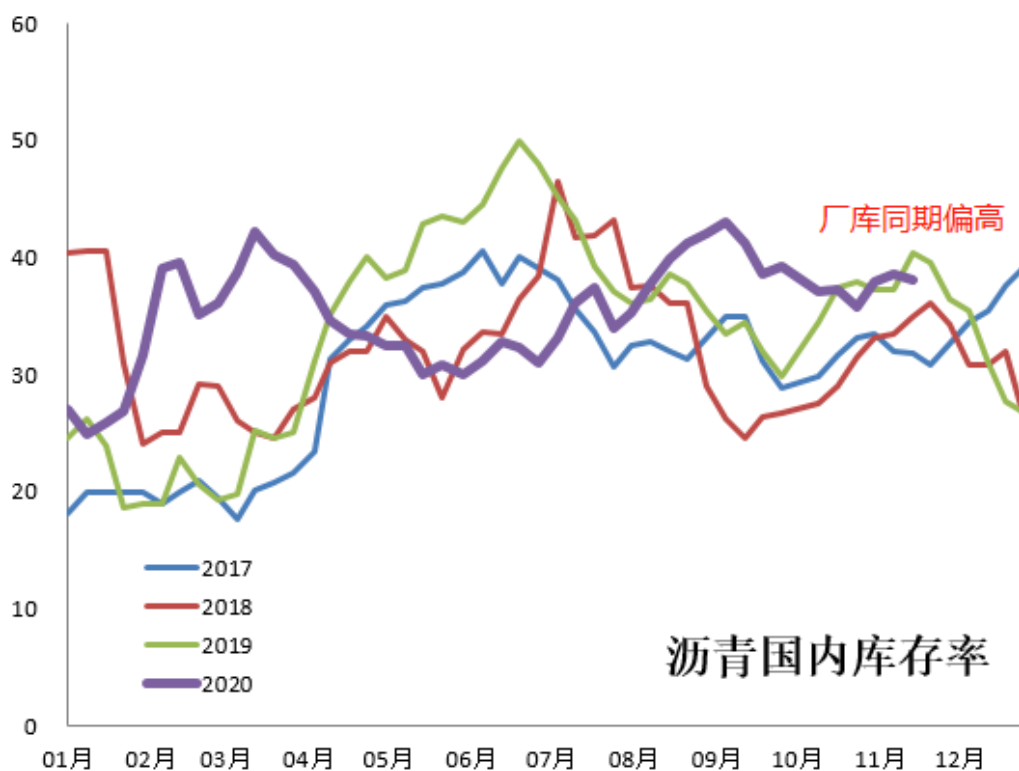
数据来源：Wind，金信期货研究院

图 2：沥青社会库存现实版本



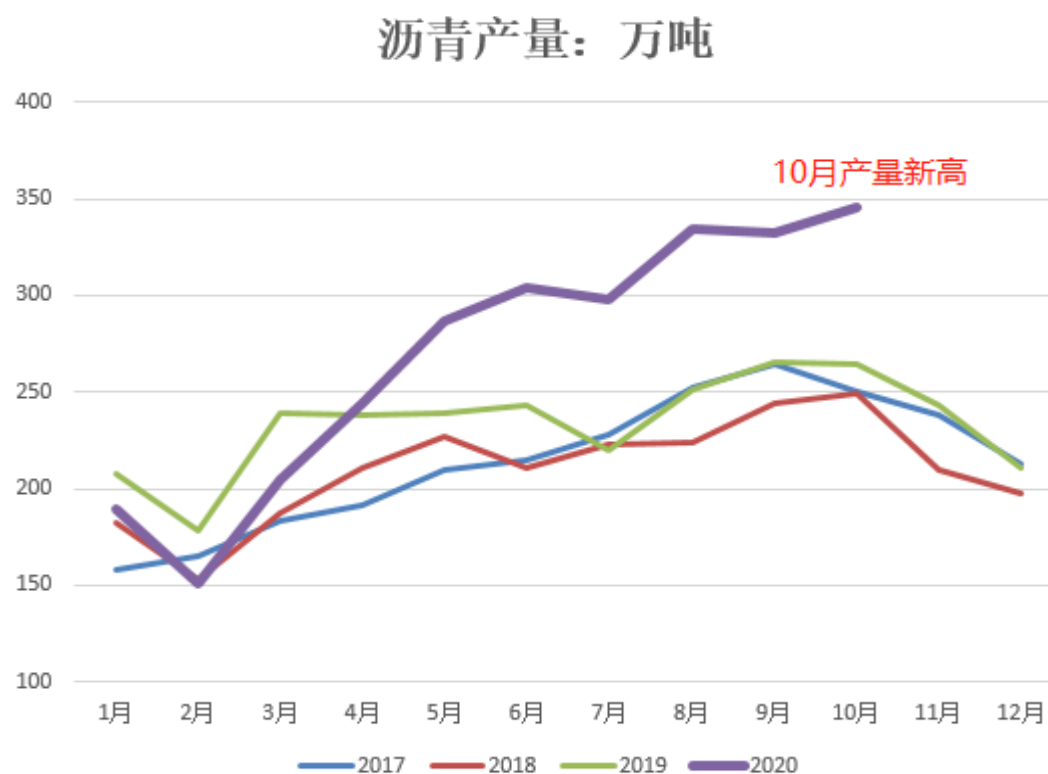
数据来源：Wind，金信期货研究院

图 3：沥青周度厂库库存



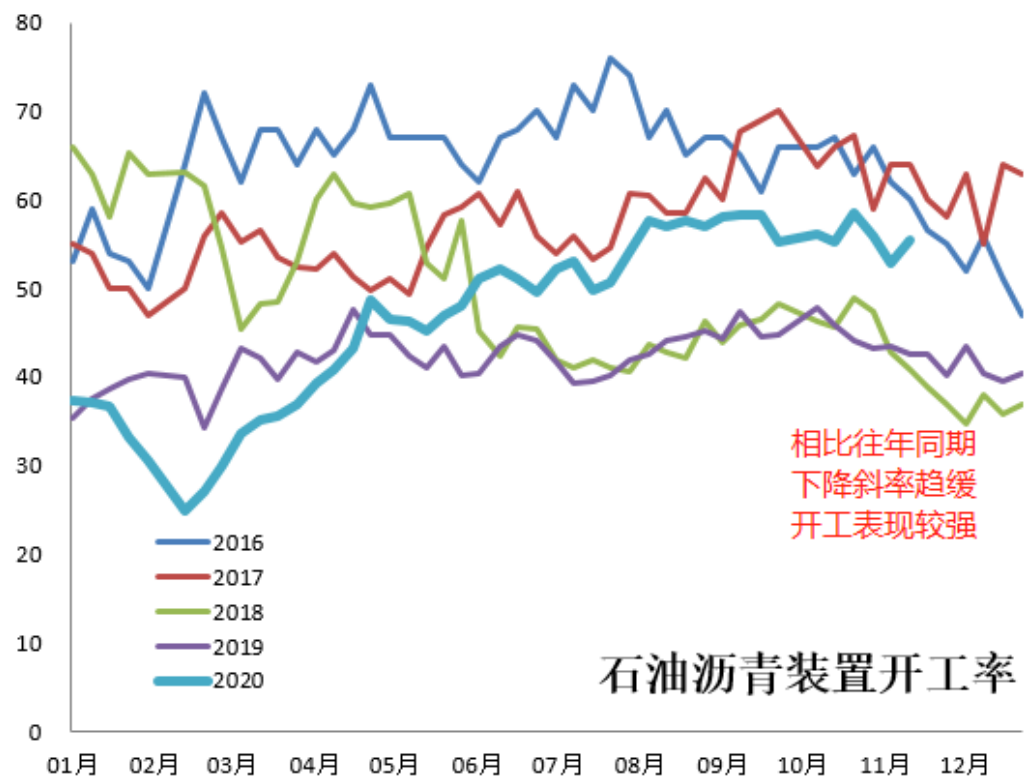
数据来源：Wind，金信期货研究院

图 4：沥青产量（万吨）



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

图 5：沥青开工率



数据来源：Wind，金信期货研究院

二、原油的预期与现实

原油近期走势会在强预期与弱现实之间反复摇摆，因为两者出入实在太大，而判别市场摇摆的节奏是近期交易上的难点。

预期 1：疫苗测试喜讯频传

首先这是一个预期，疫苗试验到真正全面铺开需要时间，全面铺开后到经济生活节奏恢复正常依然需要时间，但这不妨碍对市场信心的影响。欧美人饱受疫情困扰亦久矣，作为一个中国人，我无从判断 8 个月在疫情背景下生活是什么心态。因为我即没有在连续 8 个月的疫情下生活的经历，也没有切身体会过西方的所谓封锁隔离政策与中国有什么不同。因此我也无法直接通过自己来判断疫苗测试喜讯频传对市场心态的影响，但从已知行情来看，预期似乎比想象中要来的更强。目前疫苗测试传来喜讯的有辉瑞，莫得纳和阿斯利康等三家制药公司，不排除后续还有新鲜利好传来。

图 6：伦敦金走势



数据来源：Wind，金信期货研究院

我们不妨从避险资产伦敦金走势观察疫苗对市场带来的情绪，可以看到美国二次疫情爆发与伦敦金 6 月开始的主升浪前期完美重叠，而欧洲二次疫情与美国三次疫情相继爆发后，伦敦金自 9 月底开始重新走强，从缓慢走高到逐渐加速。但疫苗利好改变了一切，辉瑞声称 90% 成功率当天黄金即告大跌，随后不断破位下行，已经创下 4 个月新低，即便在美国三次疫情并无好转迹象情况下。

图 7：美国新冠新增确诊趋势图



数据来源：Wind，金信期货研究院

预期 2: OPEC+会议很可能会延长现有减产协议

首先这是一个短期预期, 因为无论如何到下周二 OPEC+全体会议结束, 都会有一个确定的结果。其次也是因为在短期内就将落地, 现时段是预期反应最强的时间。

目前已知的消息是, 沙特与俄罗斯均对此有过积极言论, 市场普遍预计将延长当下减产力度 3 个月, 即 2021 年前 3 个月, OPEC+产量会较预定额外缩减 190 万桶/日。

已知的坏消息也有, 10 月伊拉克与俄罗斯的原油产量均超过协议规定的数量, 给这个看似互利互惠的联盟制造了嫌隙。

此外未知的影响因素是, 短期原油上涨是否会对 OPEC+全体会议的最终决策产生影响, 但也不排除 OPEC+为了巩固油价涨势顺势趁热打铁的可能性。

我们认为在原油目前的涨幅而言, OPEC+的延长减产已经相当程度地 price in, 除非 12 月 1 日结束的 OPEC+全体大会出现超预期内容, 由延长减产方面给油价带来的利好将难以持续。

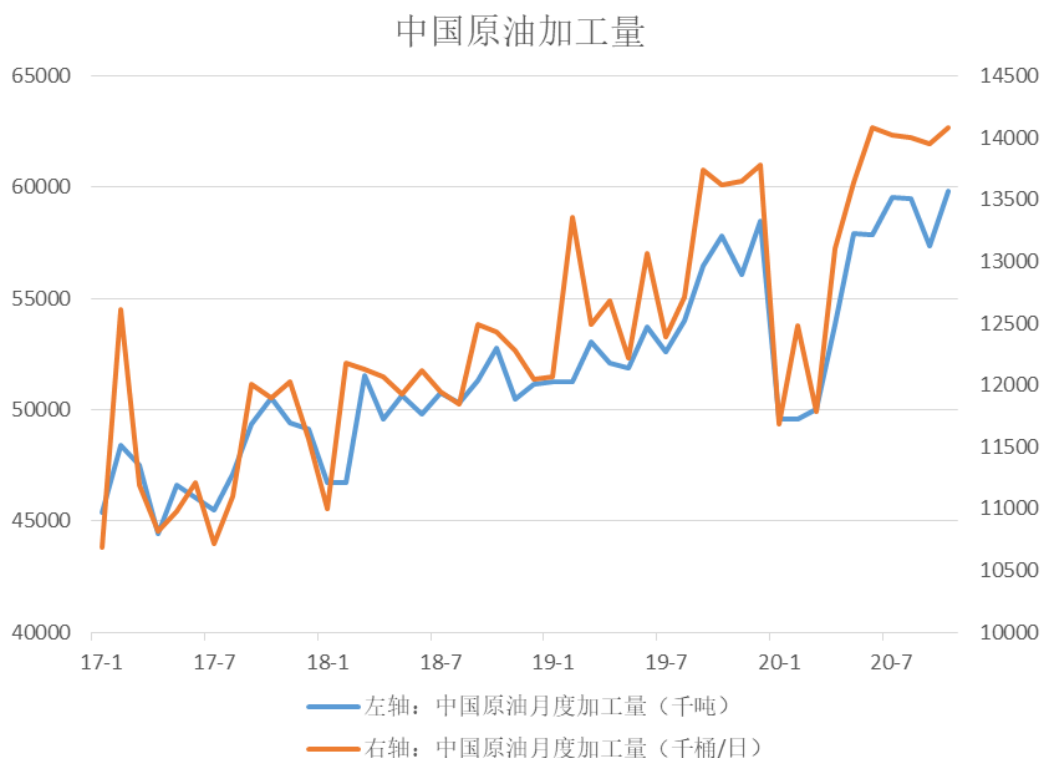
预期 3: 美国总统权力开始交接

尽管美国历任总统正式就职日期为明年 1 月 20 日, 特朗普已经授意其团队开始与拜登团队开始权力交接, 这意味着美国选举进程从动荡转为稳定, 目前停摆的紧急救助法案再度获得出台期望。此外众所周知的是, 拜登倡导的新能源政策会削减原油产量, 一定程度上支撑油价, 拜登团队开始接收权力对油价构成一定信心提振。

现实 1: 油市总体依然很弱: 中国饱和, 欧洲拉胯, 美国边际向好

虽然大家希望在一篇报告中看到更多的干货而非主观判断, 但显而易见地是, 油市总体依然很弱, 油市需求复苏低于预期, 否则 OPEC+为什么会讨论延长现有减产协议, 多卖点油他不香吗?

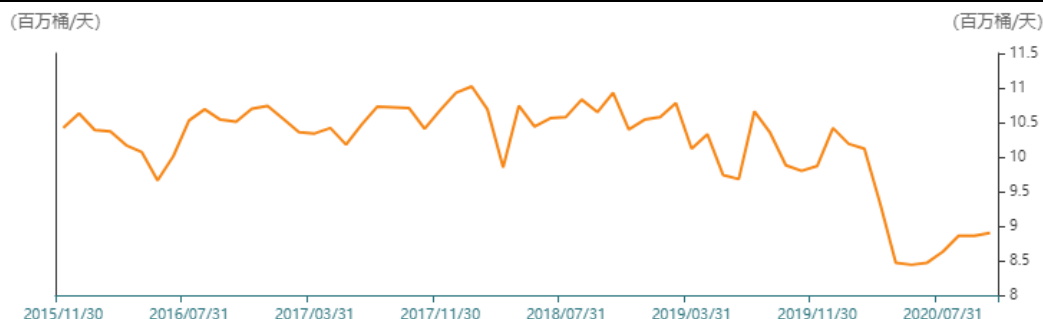
图 8: 中国原油加工量



数据来源: Wind, 金信期货研究院

如我们之前系列报告所述，今年我国炼油综合利润受外部环境影响明显转好，因此加工量持续高位，开工率基本封顶，没有太多可继续压榨的上升空间，不能指望中国能给全球提供额外的原油需求，同时也意味着沥青的产量大概率持续高位。

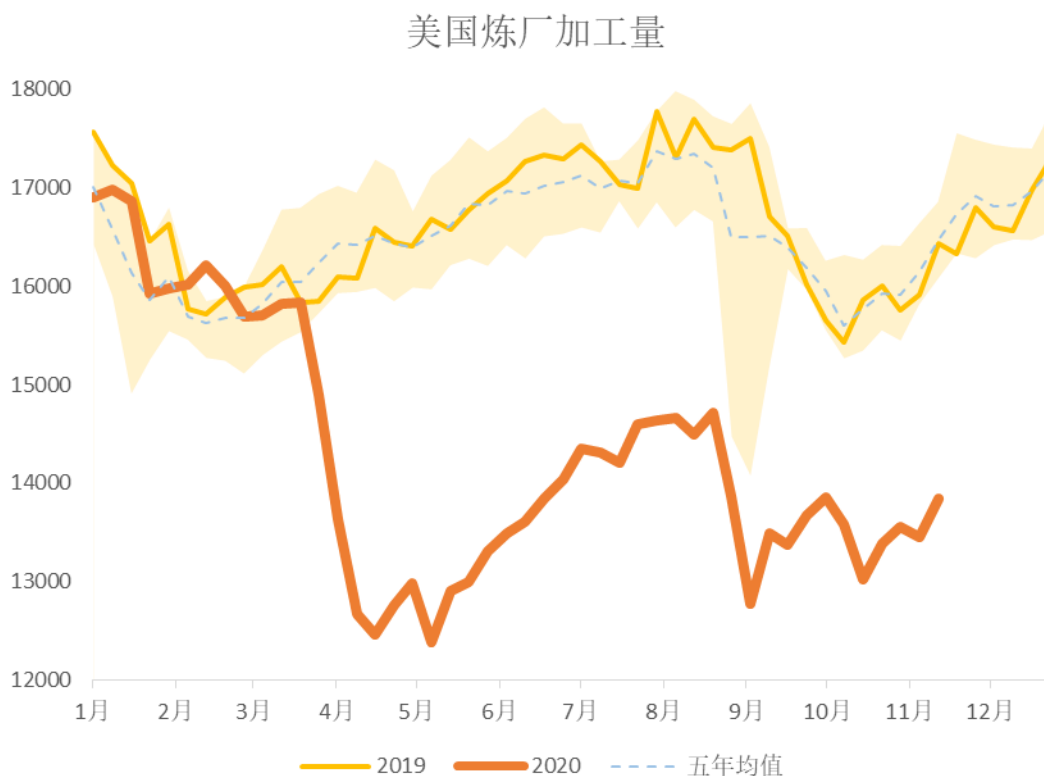
图 9：欧洲 16 国炼厂加工量



数据来源：Wind，金信期货研究院

欧洲的原油需求复苏进程明显拉胯，其反弹趋势在 9 月份即告终结，彼时欧洲二次疫情还未完全爆发，但炼油厂加工量已经开始走平。10 月欧洲需求小幅修复，但向上斜率明显不及前期，料后期需求恢复阻力依然较大，欧洲相对于美国更严格的封锁隔离政策对原油需求的损害以及更低的裂解价差将继续压制欧洲需求复苏。

图 10：美国炼厂加工量（千桶/日）



数据来源：Wind，金信期货研究院

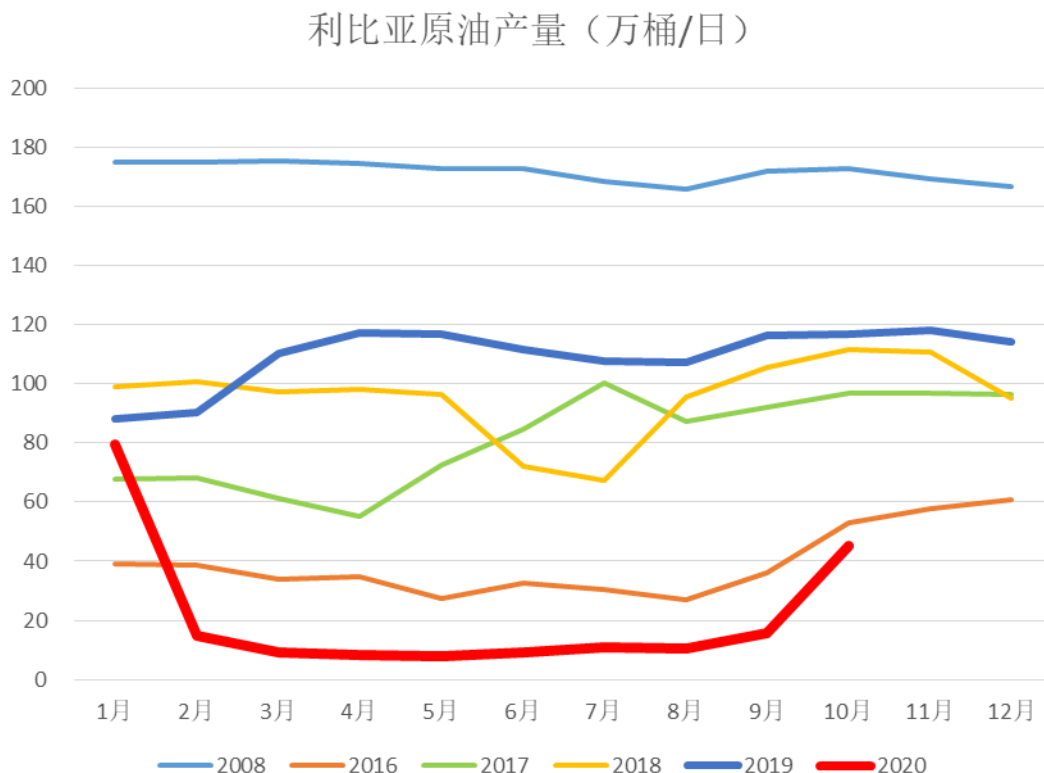
美国原油需求在一次疫情拉胯后，在 5 月上旬逐步解禁复产后疲态开始缓解，后期走势总体走势符合季节性规律，其需求量与 5 年均值的差值也从 5 月初最多的 4133 千桶/日明显收窄为最新的 2625 千桶/日。虽然差距依然很大，但已经得到相当的修复。四季度是美国传统的取暖油消费旺季，在春检之前，炼厂加工量呈季节性反弹，今年迄今为止的加工量走势

能够跟上往年规律，有望在冬天继续走高。总体而言，美国需求虽然与往年依然相距甚远，但边际已经出现向好势头，这点应归功于美国对疫情实行了相对宽松的管控。

现实 2：利比亚恢复产量如火如荼，不在协议框架内增产无所顾忌

根据利比亚国家石油公司 NOC 上周三的发言，其产量已经恢复至 125 万桶/日，接近内战前水平，NOC 董事长此前表示将在 1 个月内将产量增至 130 万桶/日，并称在产量到达 170 万桶/日之前，不会采取任何产量上的限制。但 2008 年以来利比亚的产量就再也没有到达过 170 万桶/日，NOC 正与法国道达尔讨论进一步增产的方法。

图 11：利比亚原油产量（千桶/日）



数据来源：Wind，金信期货研究院

我们认为利比亚产量在年底达到 130 万桶/日是可信的，130 万桶/日以上的部分依然存疑。由于 4 月全球讨论减产之时利比亚仍在内战，NOC 当时处于不可抗力状态下产量几乎为 0，因此利比亚作为减产豁免国并不在减产协议框架内，本次增产将不受任何约束。这就不得不提 OPEC+ 可能推迟的减产计划，是将原定 580 万桶/日的减产协议维持在 770 万桶/日的水平，削减了 190 万桶/日的输出，但利比亚一己之力就能输出 130 万桶/日。

三、 沥青的预期与现实

关于沥青冬储后社库和厂库在高开工率下的运行假设我们已经在前两篇专题报告中详尽展开，到目前为止库存和开工率的运行路径依然与我们预计的大抵相符，然而今年沥青冬储仍然没有开始，这里我们就着重说一下冬储本身给市场带来的预期，以及沥青 2012 合约即将走完的现实。

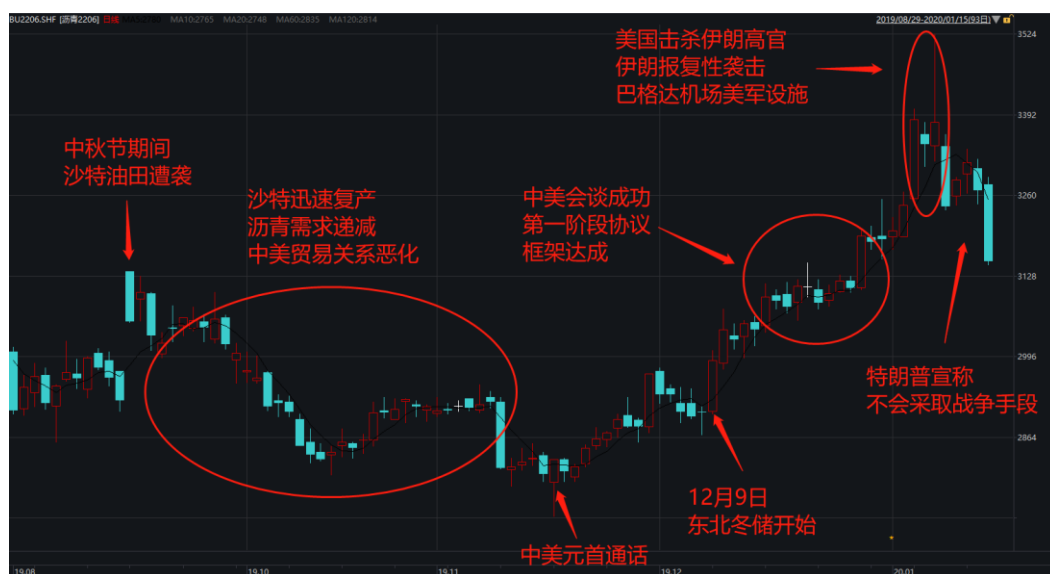
预期：冬储预期提振市场心态

沥青适合施工的环境是干燥以及 10℃ 以上，因此冬季是沥青的传统淡季。但我们通过观察历史行情可以发现，沥青在冬季并不呈现规律性下跌走势，因为冬季的沥青还存在另一个需求体现——冬储。

以去年为例，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。几日之内，宝来生物能源、盘锦北沥和辽宁华路为主的几家炼厂签订的冬储合同量已经达到了 30-40 万吨之多。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。

冬储还有一个作用就是减轻北方货源南下冲击力度，使得南方沥青价格也能得以企稳。总而言之冬储预期可以理解为贸易商对炼厂产生的集中需求，本质上构成支撑。但今年实际情况下，高库存起点以及高产量下，冬储能否遵循往年传统运行依然存在变数。

图 12：2019 年冬储前后行情示意图

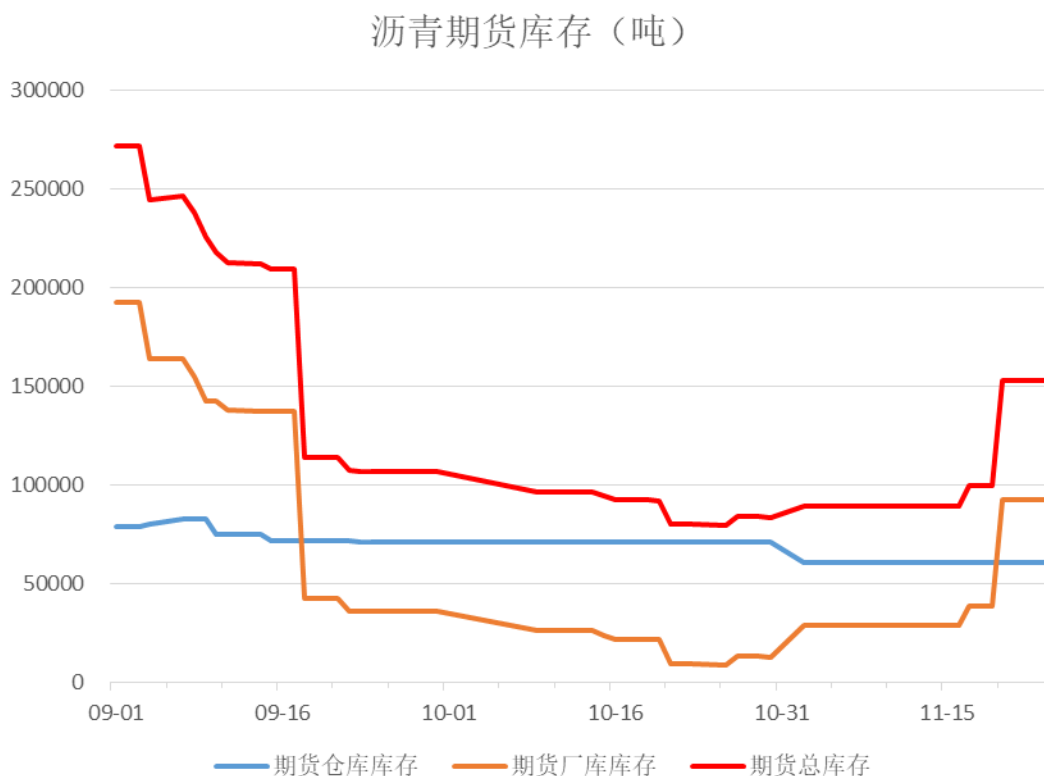


数据来源：Wind，金信期货研究院

现实：沥青 2012 合约即将到期，最后将回归现货逻辑

众所周知，沥青 2012 合约最后交易日为 2020 年 12 月 15 日，距离现今只剩 20 个自然日，根据卓创昨天数据，基准交割地山东华东区域主流最低成交价为 2150 元/吨，算上转换仓单以及仓储运输交割成本并给予市场价格充分跟涨空间，假设原油后市运行平稳，满打满算对标盘面 2300-2350 元区间。随着合约到期越来越近，盘面若持续保持高升水，将有越来越多的沥青被抛至盘面，打压行情走势。

图 13：近期沥青期货库存示意图



数据来源：Wind，金信期货研究院

从近期期货库存看，持续的盘面高升水正在持续吸引沥青货源抛入盘面，随着合约逐渐到期，沥青 2012 合约最终将转回现实的交割逻辑。

四、 风险提示

国际油价剧烈波动，新的系统性风险事件。

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”。