

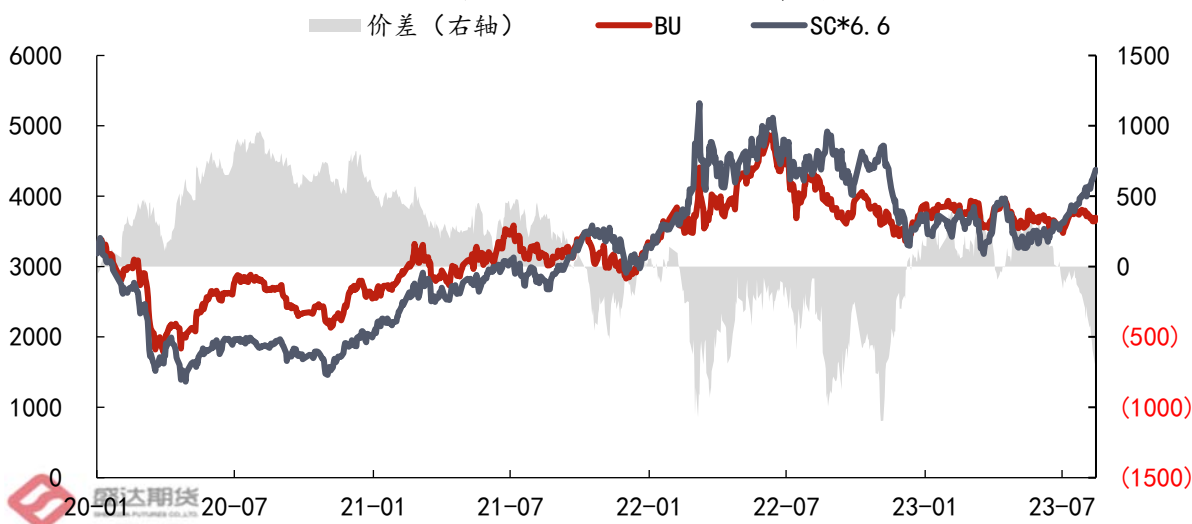
令人“头秃”的沥青裂差之我见

作者：傅晓阳&刘威辰

【导语】

沥青价格自6月中旬以来，沥青裂解价差一路走低，截至2023年8月14日，沥青与原油主力裂解价差-691元/吨，已达到历史同期最低位，本次走低主要原因如下：1. 原油端由于供应端的收缩延续涨势；2. 沥青则由于供应增速增加过快表现偏弱。后市沥青裂解价差是均值回归还是继续下行？针对此问题，本文将从裂解价差主要关注要素以及后续方向判断两个角度出发，对沥青裂解进行详细解读。

BU主力与SC*6.6主力价差时间序列



*****具体分析*****

一、裂解价差主要关注要素

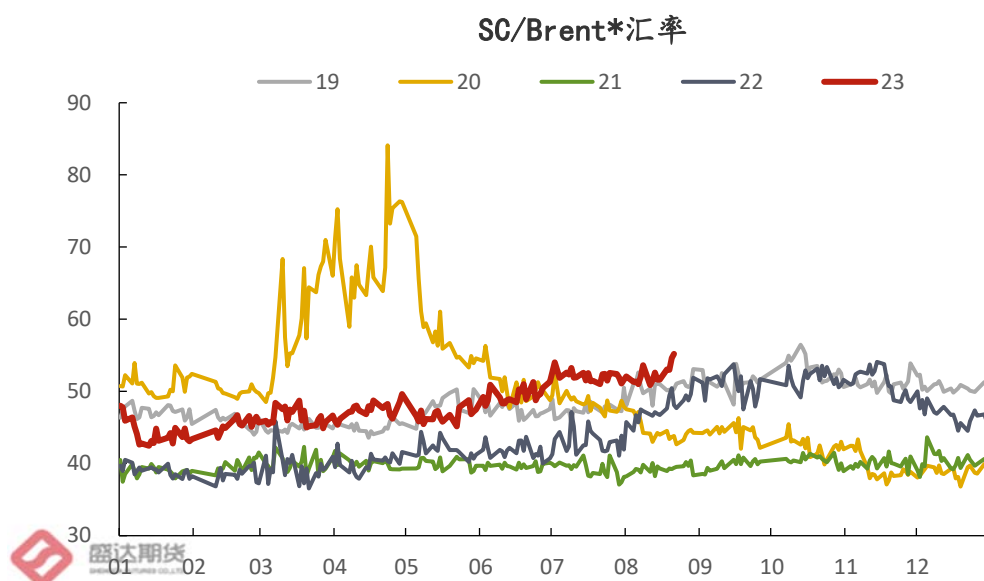
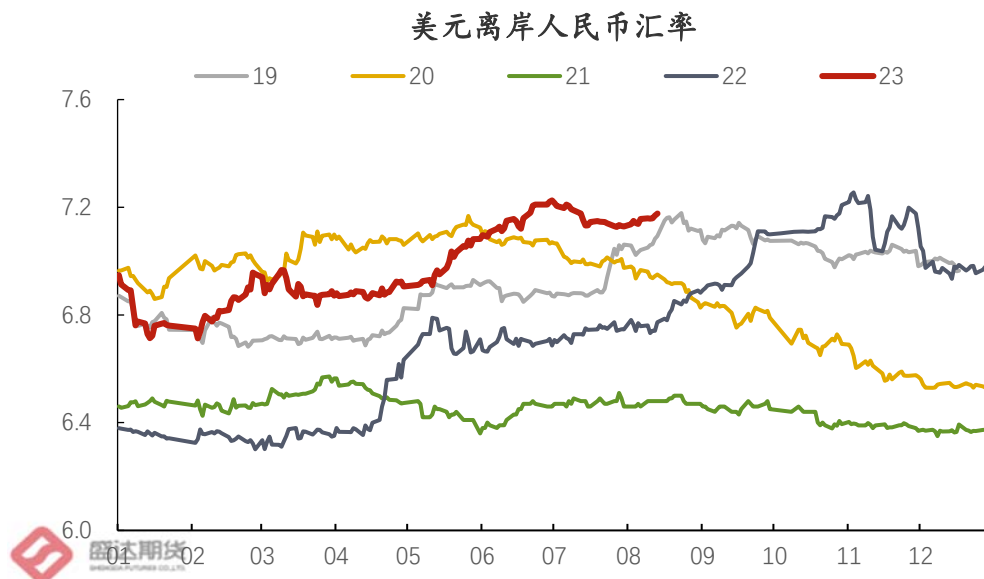
①为何选择裂解价差套利？

近期市场维持油强沥青弱的格局，对于沥青品种来说，目前单边与套利出现趋势性行情的可能性较小（盈利空间较小），而沥青裂解价差作为80%由原油端主导的头寸，则是更为激进的一种选择。市场交易者对于裂解价差的头寸选择有两种：1. 沥青BU与国内原油SC；2. 沥青BU与国际原油Brent。

原油头寸选择Brent还是SC的判断因素之一是汇率，对于汇率的预期不同，对于原油种类的选择也不同，如下表所示：

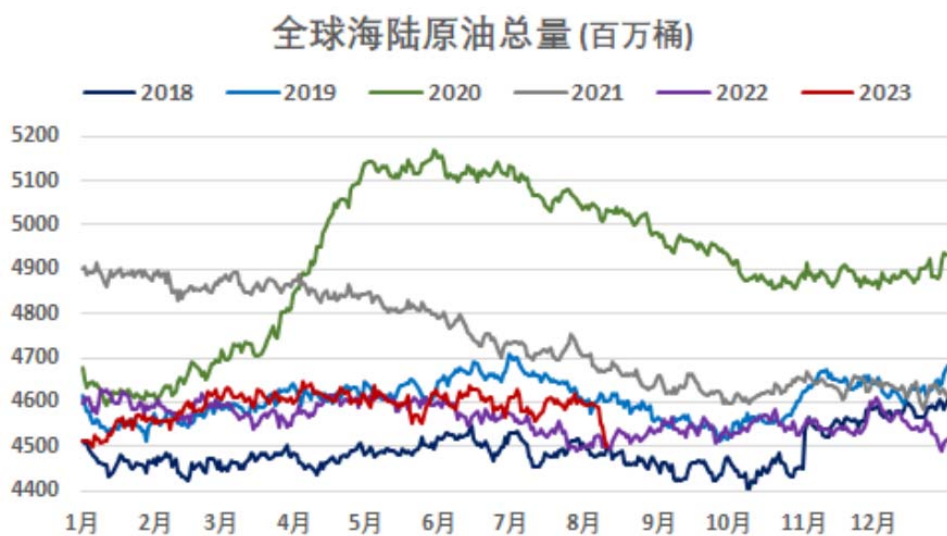
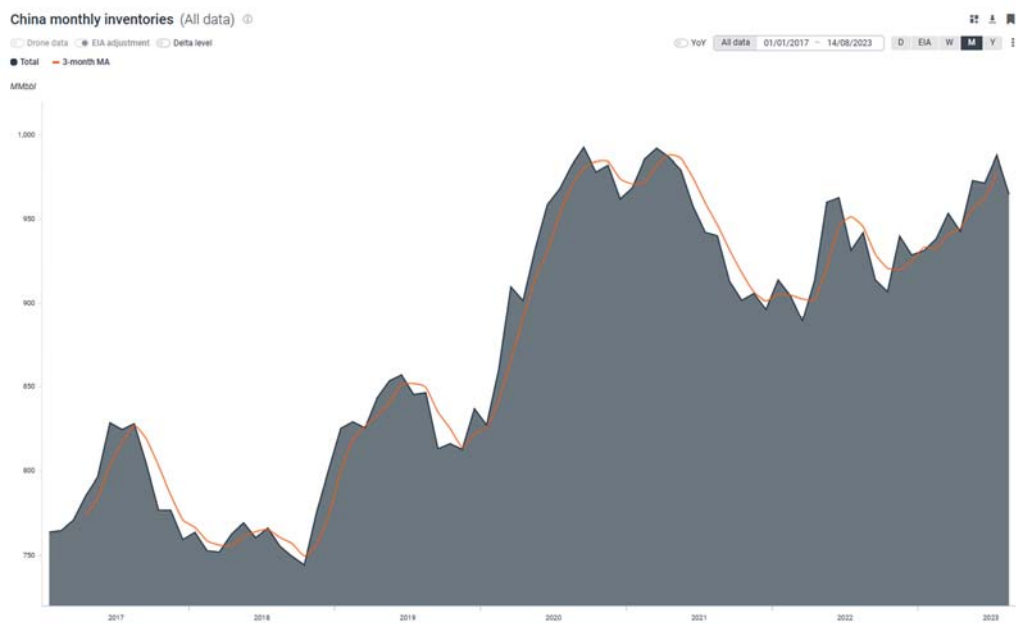
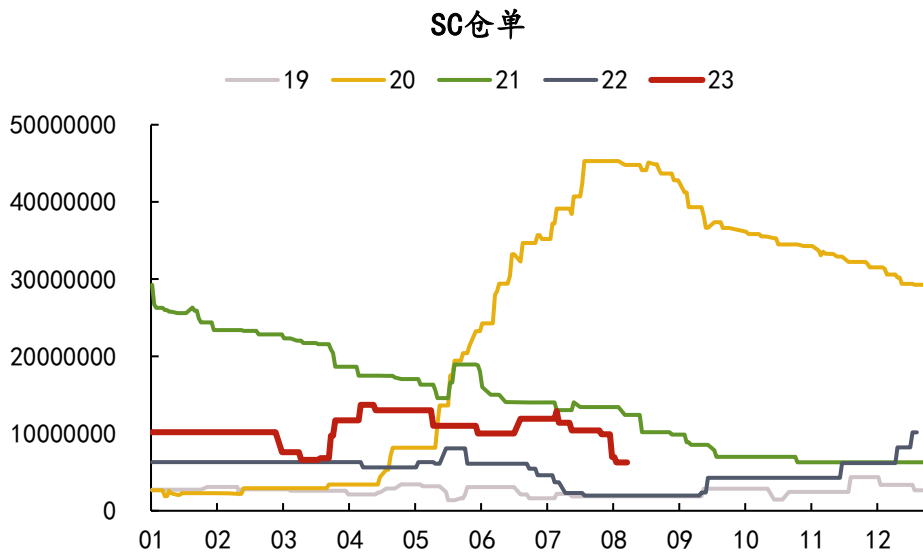
	预期人民币贬值	预期人民币升值
做空裂解价差	选择 SC	选择 Brent
做多裂解价差	选择 Brent	选择 SC

当前由于会后政策预期暂未兑现，人民币不断贬值，国内原油SC价格表现更为强势。



而在汇率无法解释时，则需要结合原油库存（仓单+实物库存）来看，俗话说“库存是表象，供需是核心”，库存可以很好地反映出不同种类原油自身的基本面情况。例如，2020年二季度，SC仓单处于历史低位，交割逻辑带动SC大幅走强；而当前来看，SC库存虽然处于高位，但高昂的交割成本导致了仓单低位，交易者出于对交割逻辑的担忧，SC价格表现相对Brent偏强。

	库存异动：SC>Brent	库存异动：SC<Brent
做空裂解价差	选择 SC	选择 Brent
做多裂解价差	选择 Brent	选择 SC



综合来看，除了汇率及库存对原油头寸选择的影响之外，企业/机构的操作顺畅度、偏好情况、资金规模、风控标准等也是需要考量的点。

②裂解价差套利头寸如何配比？

按照沥青与原油头寸统一成吨计算，裂解价差头寸的配比为 BU: SC/Brent=15: 1。以 SC 为例，一手裂解头寸的保证金占用为 15 万元左右（以当前为例），其中沥青端 $3700 \times 15\% \times 10 \times 15 = 83250$ 元，原油端 $640 \times 1000 \times 10\% = 64000$

元。

③裂解价差套利适用场景及人群。

该头寸投机属性较强，资金要求较高，因而交易者多为生产企业、规上贸易企业以及专业资金机构。

对于生产企业交易有一定分化，该头寸多应用于地方炼厂当中，主要是为了增强企业利润来源，而对于主营炼厂，由于期货审批较为复杂，故参与度较低。

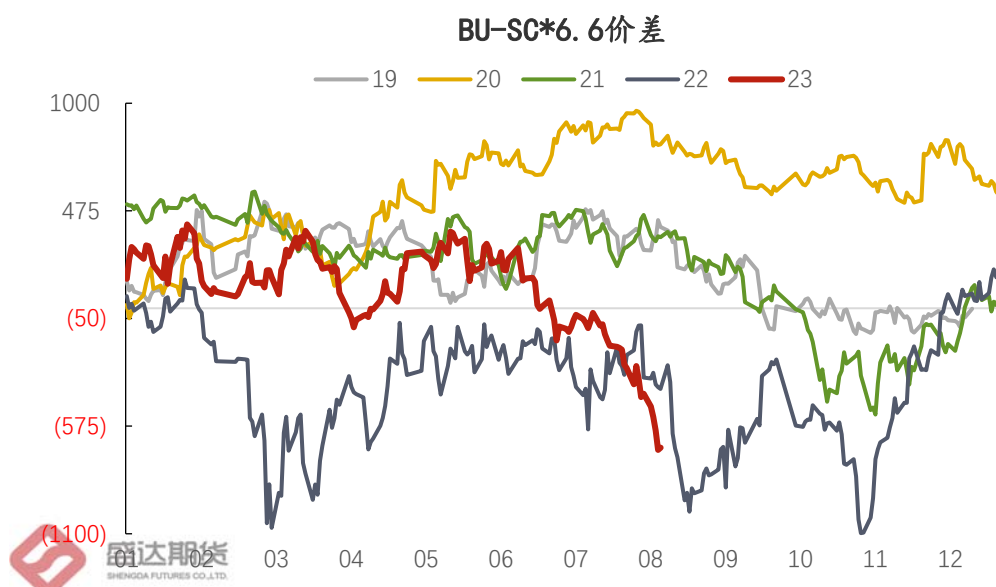
对于贸易企业而言，套保之余会选择该头寸扩大盈利来源。

对于机构而言，主要考虑收益问题。

二、当下裂解价差演绎方向

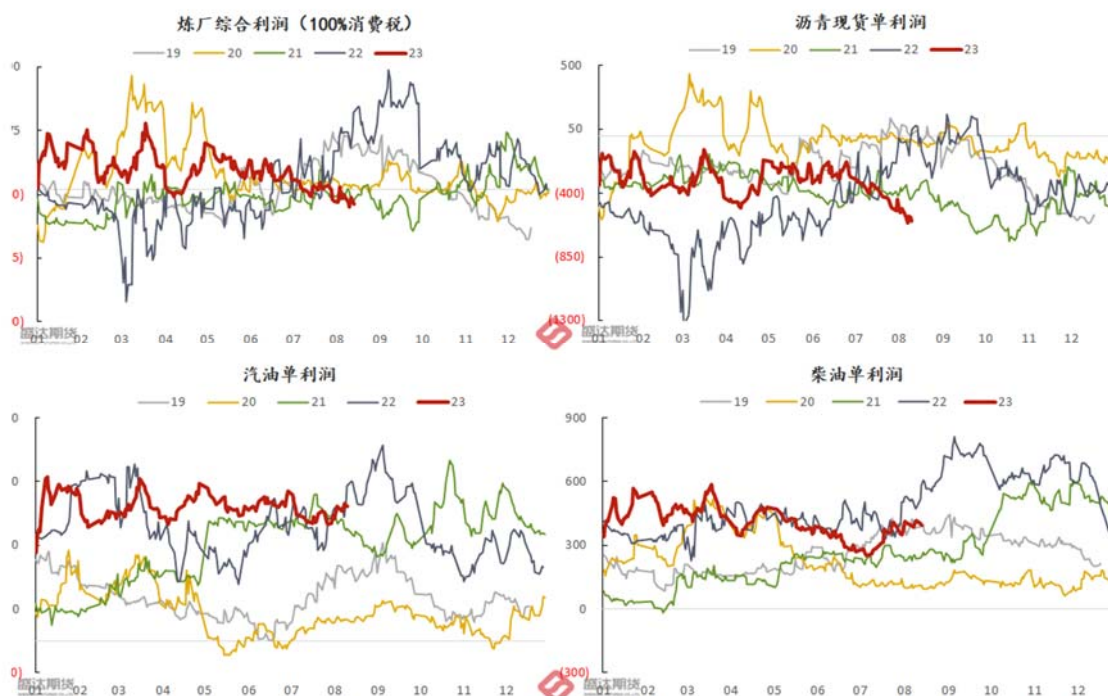
①裂解价差有义务回归吗？

季节性来看，裂解价差当前已经位于季节性同期最低位置，估值端来看，做多的安全边际很高，因此部分市场交易者可能会去关注多裂解价差头寸，但事实真的要回归吗？并不是，因为估值仅提供了安全边际，但并不能成为该头寸回归的驱动。



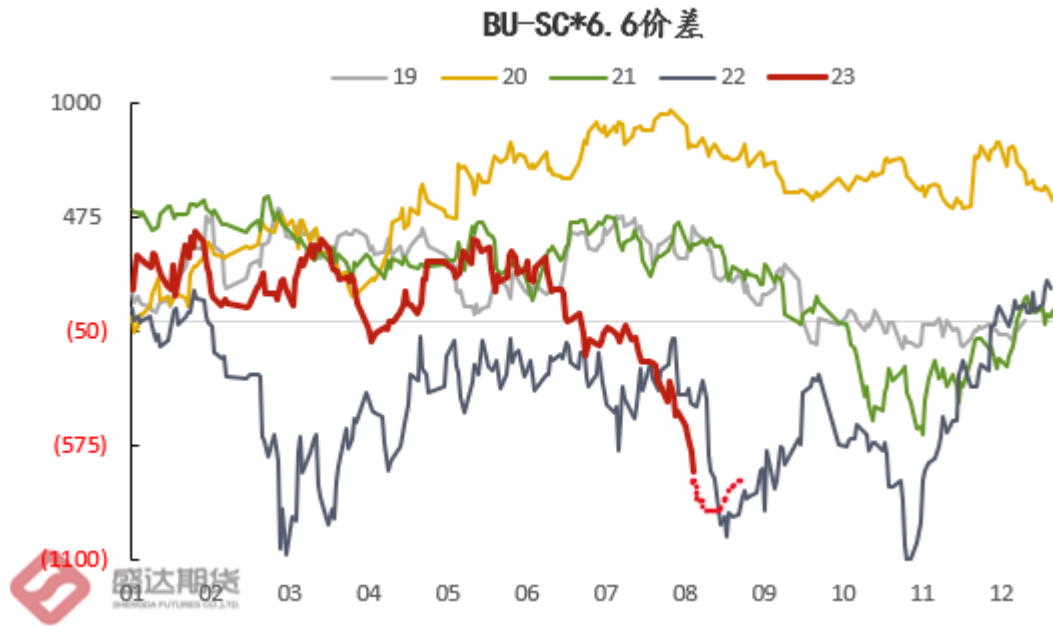
首先，沥青裂解价差仅仅是沥青与原油强弱关系的表达，并不能严格代表生产沥青型炼厂的综合加工利润，沥青作为炼厂常减压装置生产的副产品，并不是炼厂利润的主要来源，故不能以单一产品逻辑进行判断。

目前来看，地方炼厂综合生产利润处于盈亏水平线附近，目前并不影响大部分炼厂的生产，其中主要的利润贡献来自于成品油，且三季度柴油存在旺季预期，沥青在自身基本面较弱的情况下，暂无挺价动能。出于综合利润及基本面情况的考量，沥青估值完全可以不回归。



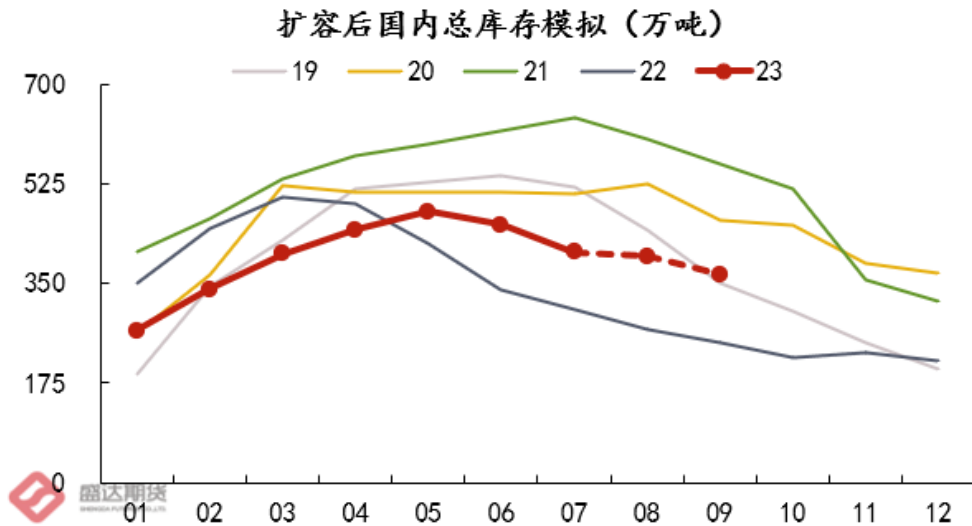
②裂解价差 8 月走弱空间有限，9 月有一定修复。

8 月来看，无论是从原油还是沥青角度，裂解价差驱动向下。



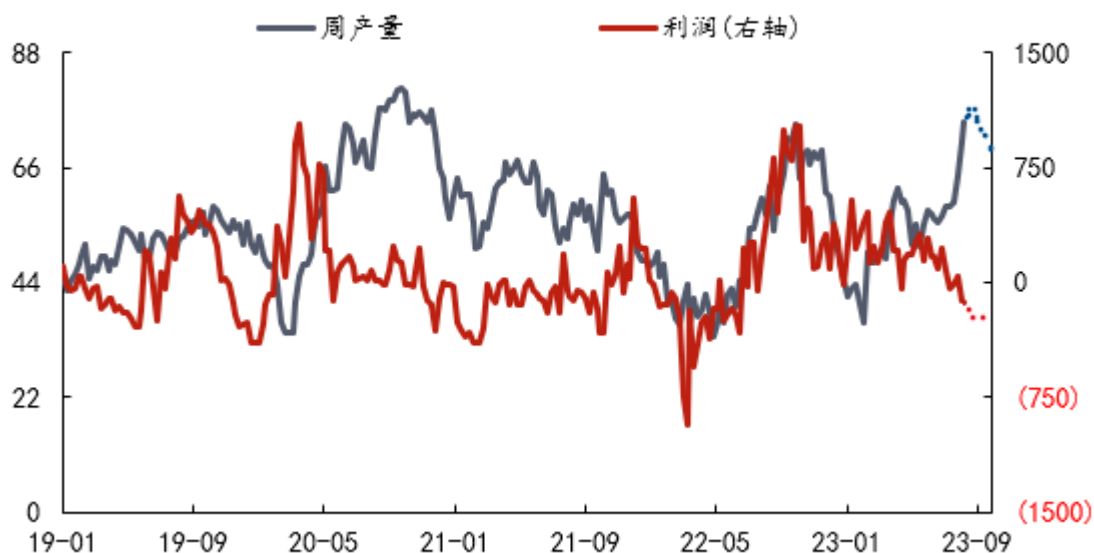
原油方面，短期内仍维持偏强态势，主要基于：1. 美国原油钻机继续下滑；2. 沙特将 100 万桶/天额外减产延长至 9 月；3. 俄罗斯将在 9 月额外减产 30 万桶/天；4. 成品油旺季需求预期较好。

而从沥青角度分析，当前沥青基本面表现弱势，主要由于：1. 产量端，由于炼厂目前使用的是前期点价的低价原料，炼厂开工积极性较高，且随着岚桥和鑫海的开工复产，将带动 8 月份产量持续增加，预计后续周产能够达到 80 万吨附近；2. 需求端，下游普遍反馈环比好转，同比仍差，未出现爆发式增长；3. 库存端，在 8 月份的时间节点，只要出现累库或平库则表现为利空，且目前来看，是大概率事件。

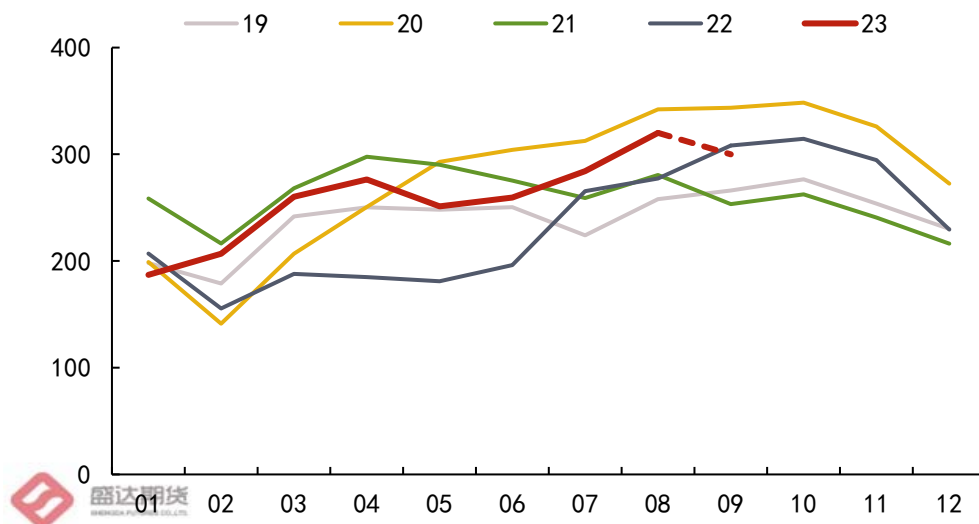


9 月来看，在利润与产量严重劈叉的情况下，低利润对产量的负反馈预计逐步体现（如下图所示），沥青周产量将在 8 月达峰后有所下降。而后续对于炼厂利润的判断主要关注原油价格和稀释沥青贴水的博弈：1. 对于大型炼厂来说，稀释沥青贴水的下降可以弥补油价走强带来的成本抬升，目前沥青成本并没有继续增加的趋势；2. 对于小型炼厂来说，此类炼厂对稀释沥青贴水的议价能力较弱，故成本端抬升明显，目前维持低负荷运转，待原料进一步消耗后，中小炼厂产量将持续下降。

沥青产量与利润关系



沥青产量—合计



本文对沥青裂解价差的主要关注要素总结梳理后，相信大家对该头寸有了更深刻的认识。后市来看，8 月份沥青供应增量较为确定，基本面呈现供需弱平衡，预计裂解价差难以回归；而对于九月份而言，低利润对于中小炼厂产量的负反馈或将扭转沥青基本面的弱势，带动沥青9 月份产量回落至 300 万吨及以下，叠加旺季需求好转的预期，届时沥青自身挺价动能较强，预计9 月份裂解价差有一定修复。