

盛于理念 达于机会，盛情服务 达您所需

交易咨询资格：浙证监许可[2023]3号

【沥青套期保值及含权贸易案例分析】

作者：刘威辰

2024年07月05日

www.sdfutures.com.cn



盛达期货
SHENGDA FUTURES CO.,LTD.

Catalog 目录

01

沥青套期保值及案例分析

02

沥青含权贸易

03

2024年沥青供需库探讨

市场风险

因原材料价格、产成品价格、资金利率、汇率等市场因素变化产生的不确定性。

信用风险

因交易对手违约产生的不确定性。

流动性风险

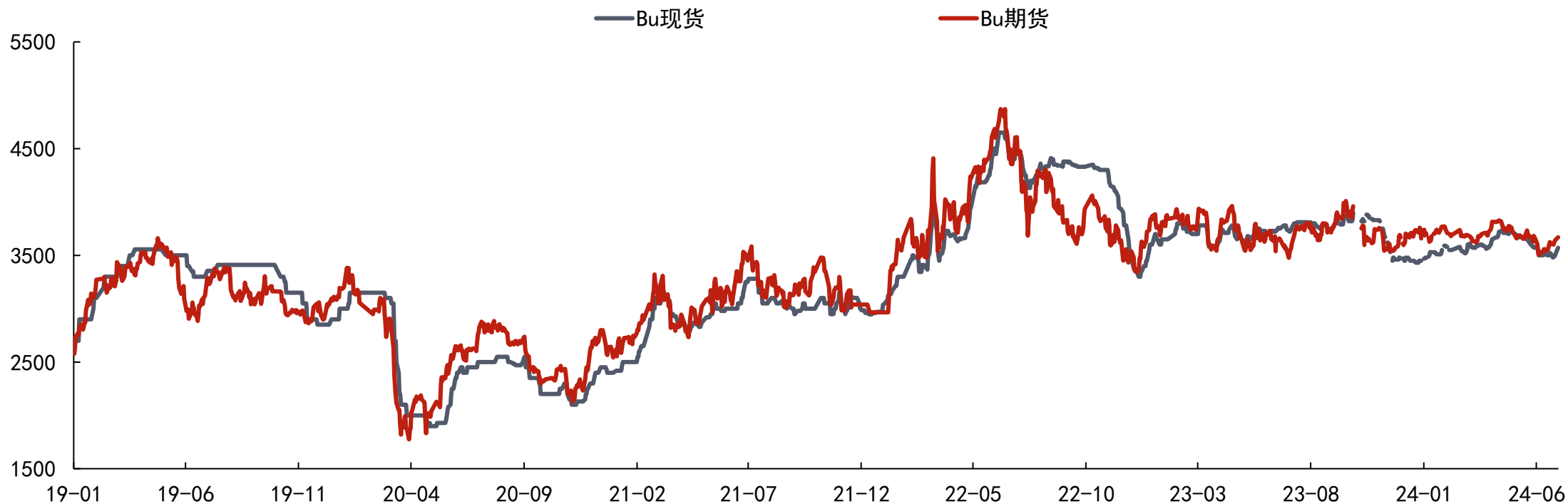
因资金短缺、原材料短缺而无法完成生产计划衍生出的不确定性。

操作风险

因内部管理控制体系的不完善造成的风险，由于期货套期保值等金融衍生品操作有一定复杂性，对人员的专业性要求较高，一旦管控不严格容易造成意外的损失。



沥青期现货价格走势



■ 沥青期现货价格运行特征

1. 期现货价格波动方向一致，但强弱不一致；
2. 期现货价格出现极值的时间基本一致；
3. 近年来现货价格波动频率较低，期货价格波动频率相对较高

- 市场风险的核心在于价格
- 借助期货市场尽可能规避或转移现货市场的价格风险

概念：套期保值策略是指利用期货头寸为现货市场的多头或空头头寸进行保值，保值者在现货市场某一笔交易的基础上，在期货市场上做一笔**资产数量相当、期限相同但方向相反的交易**，以期保值。

规避风险

- ✓ 时间风险。
- ✓ 价格风险。
- ✓ 库存风险。

原理

- ✓ 供需影响因素相同，长期走势趋于一致。
- ✓ 期现货价格回归。

目标

- ✓ 降低经营风险。
- ✓ 平滑经营利润。
- ✓ 踏准产能周期。
- ✓ 更多精力专注于核心竞争力。

基本准则

- ✓ 品种相同。
- ✓ 数量相等。
- ✓ 时间一致。
- ✓ 方向相反。

➤ 操作模式：

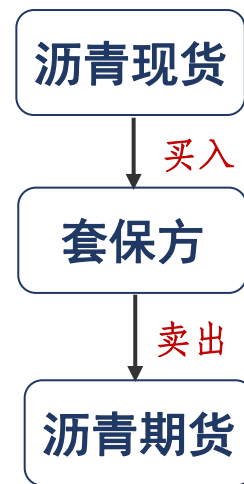
- 套期保值的一方收购符合期货交割标准的沥青现货，同时卖空期货。如右图所示；
- 期货合约到期，套保方将标准沥青形成仓单进行交割。

➤ 操作机会：

- 期、现货价差大时才能操作，出现的机会很少（一年一两次），已经不能满足近年来现货贸易中的持续不断的经营方式。

➤ 关注点：

- 期、现货价差的绝对值。沥青符合质量要求，仓单注册时间，交割库关系，物流等问题。



➤ 操作模式：

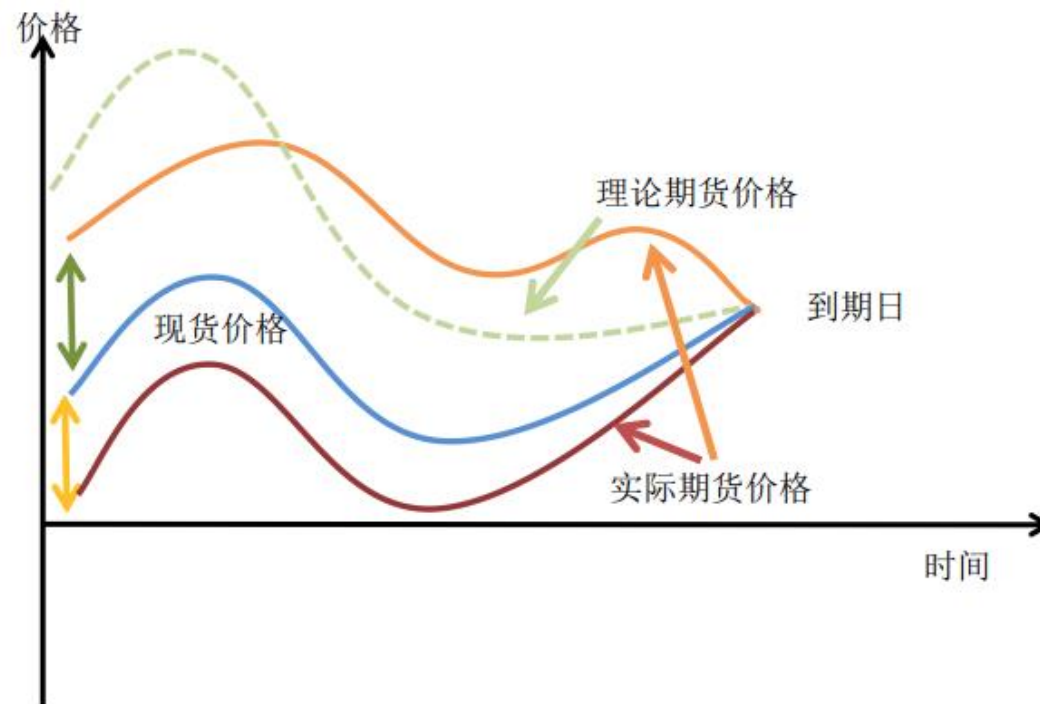
- 成熟的套期保值是利用期货市场与现货市场价格同步的特点，来尽可能规避价格变动风险，或是**利用期、现价差（基差）变动来获利**。

➤ 操作机会：

- 对期、现货价差变动方向有一定判断，一年中能够多次操作。

➤ 关注点：

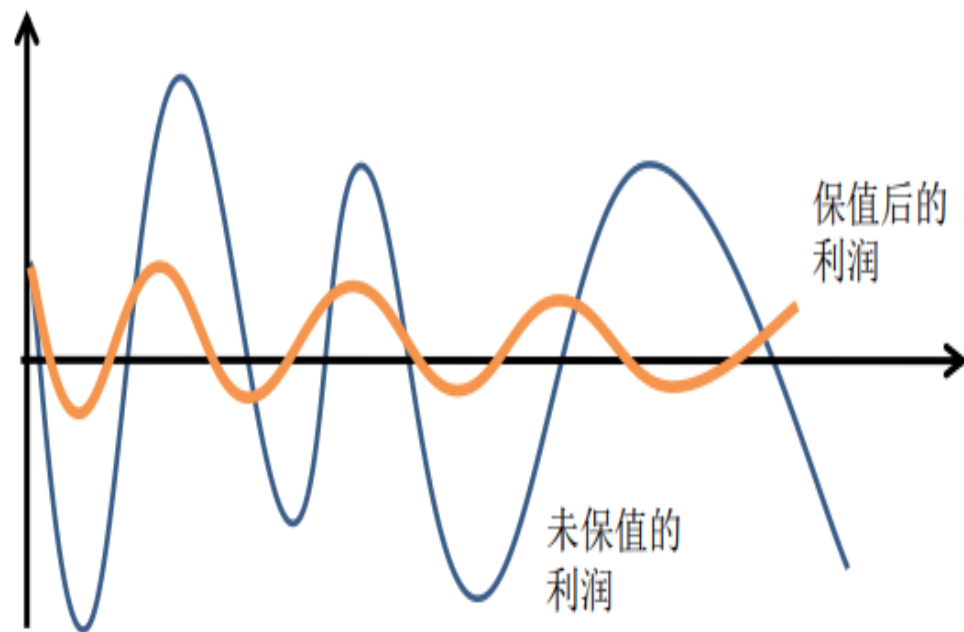
- 期、现货价差的变动趋势；
- 不需要考虑这些内容：沥青符合质量要求，仓单注册时间交割库关系，物流等问题。



买入套期保值		卖出套期保值
操作	现货预售，买入期货	现货买入，做空期货
本质	对冲价格上涨风险（控制成本）	对冲现货价格下跌风险 (锁定销售利润、保库存价值)
资金占用	10%–20%	120%
适用情形	<p>现货空头或未来要买入现货</p> <p>1) 预计在未来要购买某种商品或资产，购买价格尚未确定时，担心市场价格上涨，使其购入成本提高；</p> <p>2) 目前尚未持有某种商品或资产，但已按固定价格将该商品或资产卖出（此时处于现货空头头寸），担心市场价格上涨，影响其采购成本；</p> <p>3) 建立虚拟库存。认为目前现货市场的价格很合适，但由于资金不足等原因，不能立即买进现货，担心日后购进现货，价格上涨。</p>	<p>现货多头或未来要卖出现货</p> <p>1) 持有现货，担心价格下跌，使其持有的商品或资产市场价值下降，或是销售收入下降；</p> <p>2) 已经按固定价格买入未来交收的商品或资产（也是现货多头），担心市场价格下跌；</p> <p>3) 预计在未来要销售某种商品或资产，但销售价格未定，担心市场价格下跌。</p>

基差变化情况	套期保值种类	套期保值效果
基差不变	卖出套期保值	完全套保
	买入套期保值	完全套保
基差走强(包括正向市场或者反向市场走强)	卖出套期保值	完全套保+超额收益
	买入套期保值	非完全套保+净亏损
基差走弱(包括正向市场或者反向市场走弱)	卖出套期保值	非完全套保+净亏损
	买入套期保值	完全套保+超额收益

- 套期保值的本质是“风险对冲”，以降低价格波动风险对企业经营活动的影响，实现稳健经营。因此，在评价套期保值效果时，**应将期货头寸的盈亏与现货盈亏作为一个整体进行评价。**如果仅以期货头寸盈亏来评价套期保值效果，容易导致期货操作“投机化”。
- 套期保值操作也会涉及一些成本费用，比如人员费用、管理费用、资金占用等，在行情波动不大时，需要综合考虑成本与收益。但在逆全球化、疫情等黑天鹅频扰、地缘政治风险不断的大背景之下，**大宗商品价格波动明显加剧，企业利用套期保值已是大势所趋。**
- 企业是否要进行套期保值，在多大程度上进行套期保值，取决于企业对于未来价格的判断、企业自身风险的可承受程度以及企业的风险偏好程度。如果价格波动幅度不大或企业希望承担一定风险来获取更高的回报，这些情况下，企业就不必进行套期保值。





行情①：

操作：买期保值，企业面临冬储原材料采购，担心价格上涨。因此，在已经有下游订单的情况下，通过买入对应原料期货进行套期保值。

作用：担心未来价格上涨，提前锁定原材料成本；锁定加工量利润，建立虚拟库存。

行情②：

操作：卖期保值，对未来预期一般，库存囤积较高；同时下游需求的真实情况不可知，担心库存跌价风险。

作用：避免库存跌价损失；淡季刚性采购量大于使用量，避免原料库存跌价风险。

假设目前沥青现货价格为3570元/吨，某生产企业基于此时生产成本，认为该价位有一定利润空间，因此加紧生产，由于担心现货市场上供给过度2个月后价格将会下跌，为避免价格下跌带来风险，该企业决定进行套期保值。具体操作如下：

现货市场		期货市场	基差
10月15日	市场价格3570元/吨	3838元/吨卖出20手沥青12月合约（建仓）	-268元/吨
12月15日	现货价格下跌250元/吨3320元/吨卖出200吨沥青	期货价格下跌442元/吨 3396元/吨买入20手沥青12月合约（平仓）	-76元/吨
结果	较10月份价格亏损250元/吨	较10月份价格平仓后，获利442元/吨	192元/吨

- 若该企业10月份未利用期货市场锁定当时价格，12月份卖出时将亏损250元/吨（3570元/吨理想价格）；
- 若利用期货市场锁定了价格，12月份卖出时盈利192元/吨（3570元/吨理想价格）。

- ✓ 为了降低基差风险，我们要选择合适的期货合约，它包括两个方面：选择合适的标的资产和合约的交割月份。
- ✓ 在选择合约的交割月份时，要考虑是否打算实物交割。



- ✓ 选择标的资产的标准是标的资产价格与保值资产价格的相关性，相关性越好，基差风险就越小。
- ✓ 如果不打算实物交割，应选择随后交割月份的期货合约，因为交割月份的期货价格常常很不稳定，因此在临近交割月份平仓常常要冒较大的基差风险。

交割：

期货合约到期，现金与实物的交换。

关键点：标准仓单系统、增值税票流转、交割库、交割品牌。

卖出交割：标准品→仓单→交割流程→货款

买入交割：货款→交割流程→仓单→提货

移仓（展期）：

指的是近月合约平仓，远月合约开仓。
通常合约即将到期时，合约的活跃性会降低，如果没有计划交割，或者短期不能进行交割的，就需要适时地移仓。

平仓：

是套保最常见的了结方式，现货数量发生变动，期货保值头寸也要随之发生变动。

例：工程承包投标结果出来，确认中标或工程所需材料已定，那么可以将期货合约平仓，在现货市场上买入相应数量的材料。

Catalog 目录

01

沥青套期保值及案例分析

02

沥青含权贸易

03

2024年沥青供需库探讨

➤ 含权贸易

就是基差贸易利用期货衍生工具为现货交易提供的一个新交易模式。

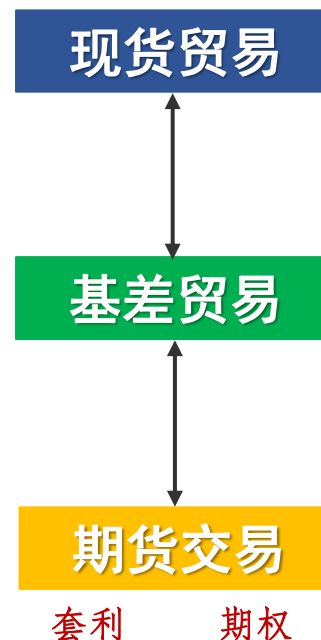
通俗来讲是包含了权利的贸易，这个权利也可以理解为期权。市场上很多贸易合同的签订的时候，都赋予了某一方或者双方一定的权利，这种镶嵌了期权的贸易方式叫做含权贸易。

如二次点价，最高限价，常年一口价。

➤ 为什么含权贸易要用基差+期权？

期权交易的标的是期货价格。只有通过基差贸易把现货定价变成期货定价，才能尽可能实现100%现货套保。

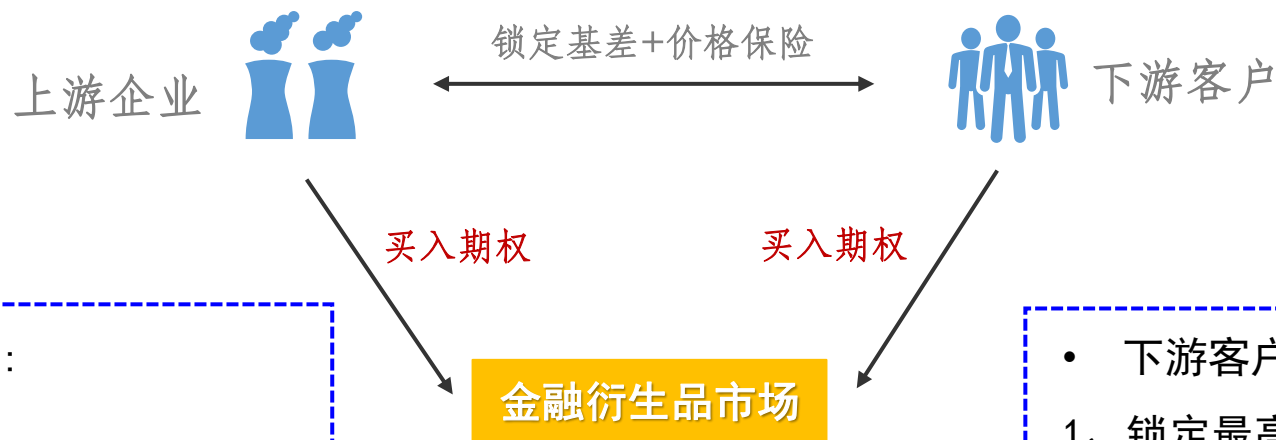
➤ 基差贸易是联系现货市场与期货市场的纽带。



对立博弈的矛盾关系

- ✓ 确定销售数量、品质;
- 担心行情上涨, 卖便宜了

- ✓ 确定了远期订单;
- 担心买贵了, 以及资金占用情况!



- 上游企业享受的权利:
 - 1、锁定最低销售价;
 - 2、买入看涨, 获得价格上涨的潜在收益
- 最低销售价=现货+基差-权利金

- 下游客户享受的权利:
 - 1、锁定最高采购价;
 - 2、买入看跌, 获得价格下跌的潜在收益;
- 最高采购价=现货+基差+权利金

Catalog 目录

01

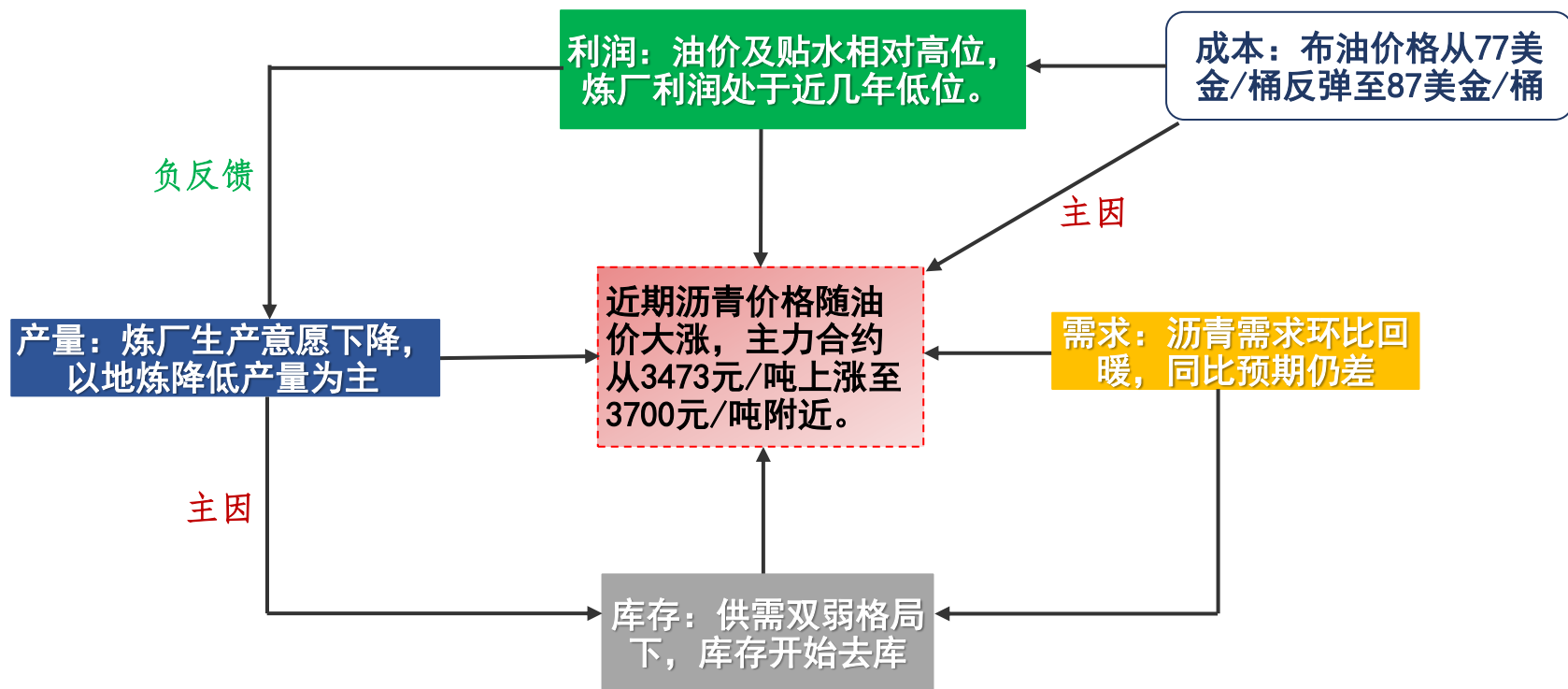
沥青套期保值及案例分析

02

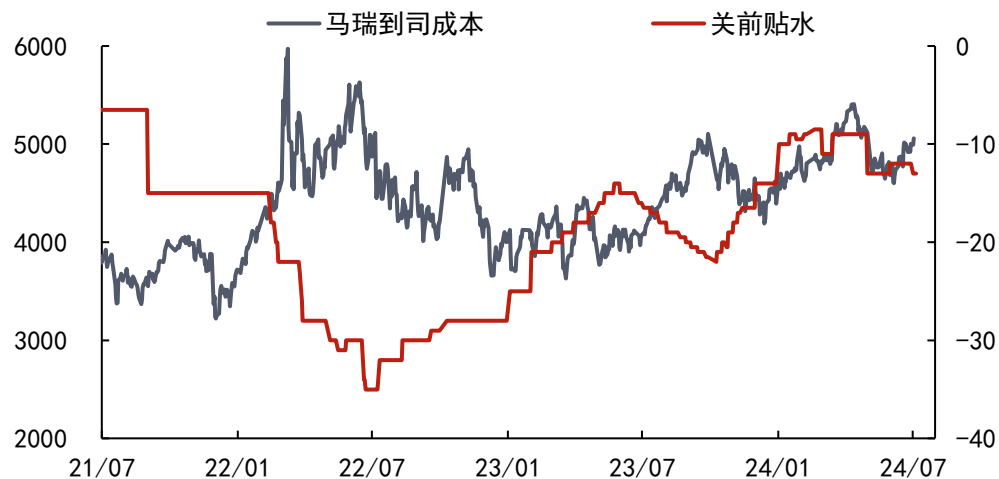
沥青含权贸易

03

2024年沥青供需库探讨



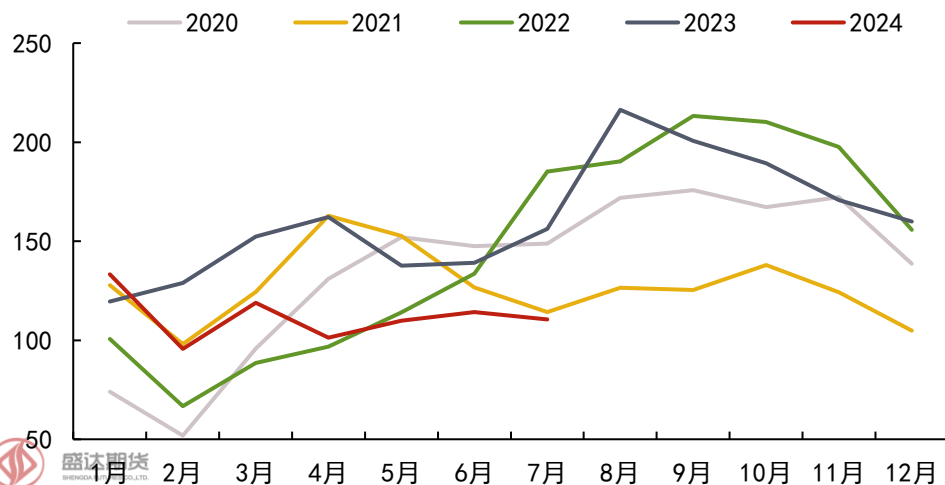
稀释沥青到司成本与关前贴水走势



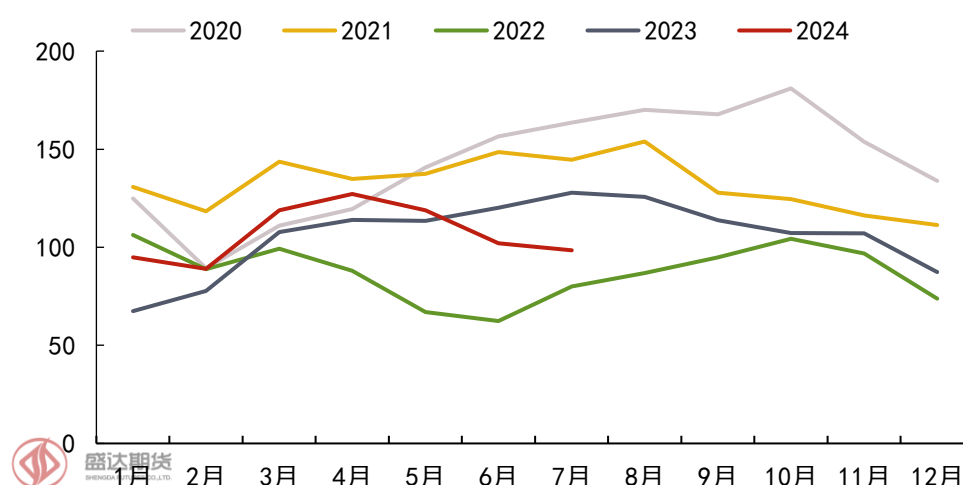
沥青周产量与理论利润走势



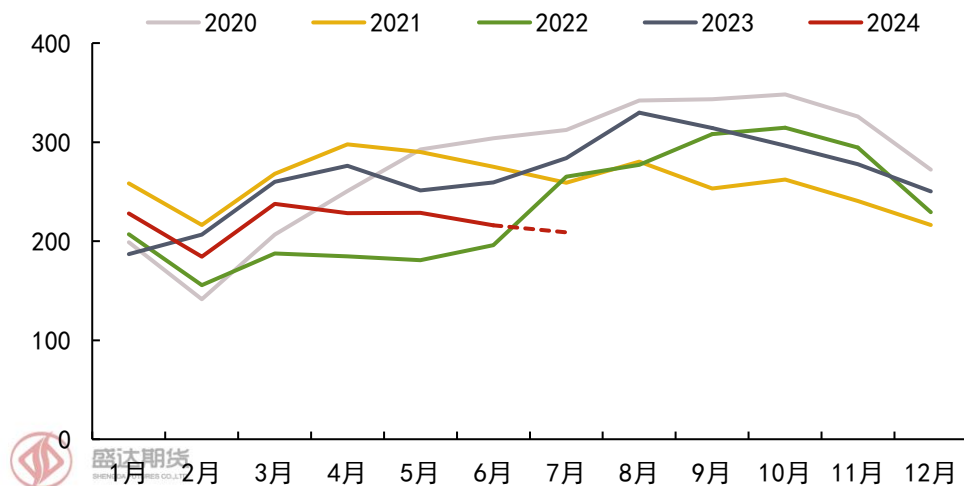
隆众产量—地炼



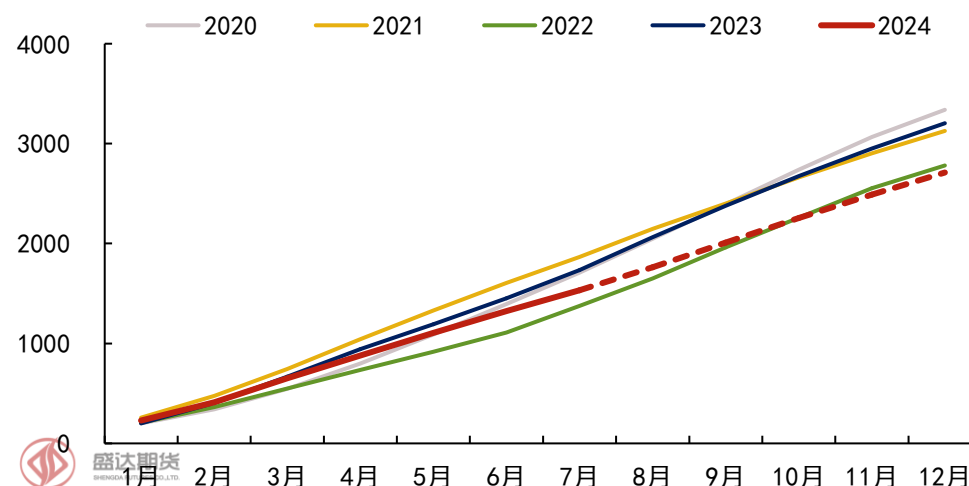
隆众产量—主营



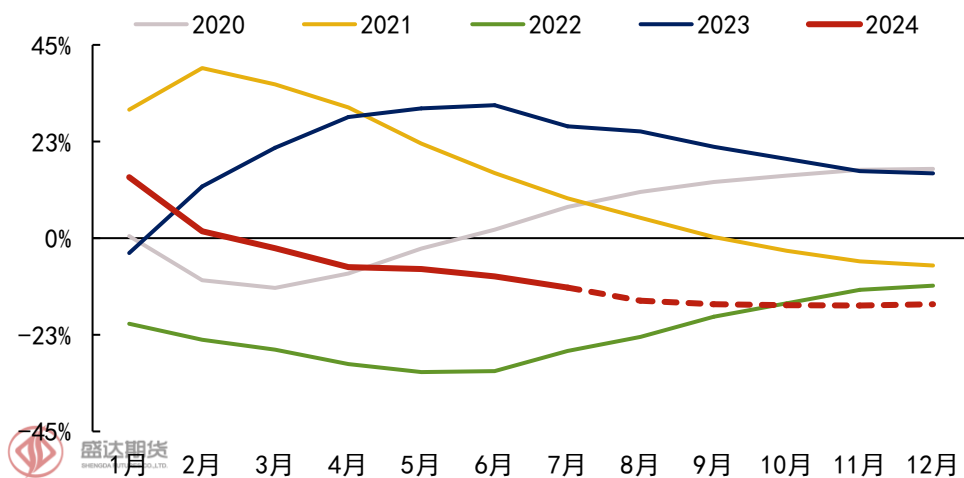
隆众产量—合计



国内总产量累计



国内总产量累计同比



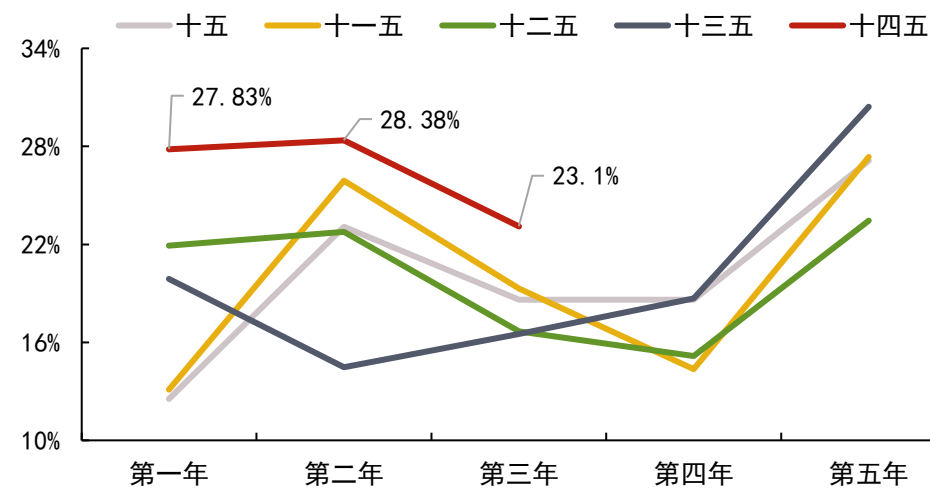
产量统计：

2023年1-7月沥青累计总产量1725万吨，2024年1-7月沥青累计总产量1533万吨，同比减少11.13%（192万吨）。

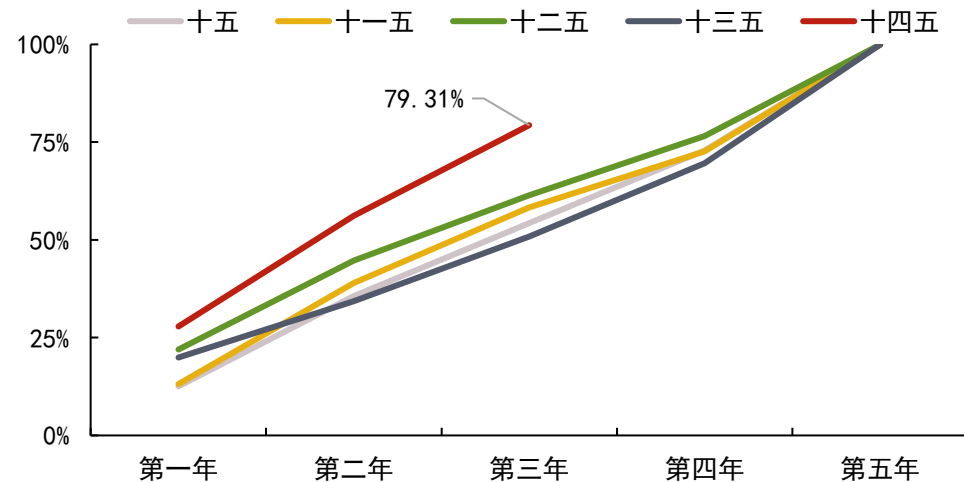
重交沥青出货量



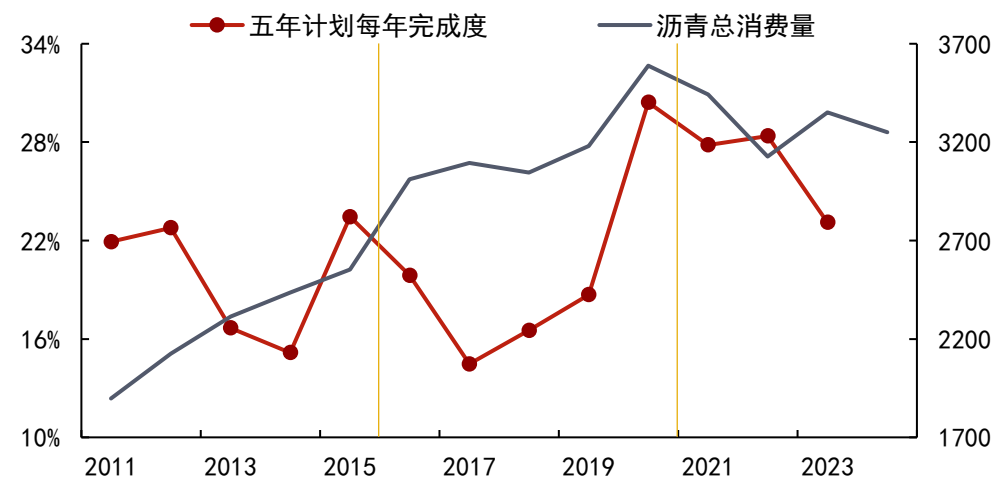
五年计划高速公路完成度



五年计划高速公路累计完成额



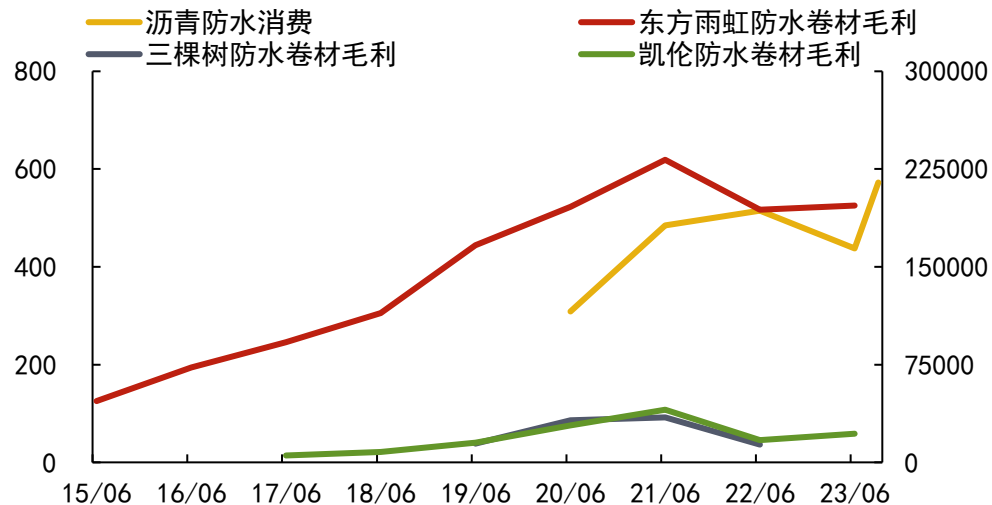
沥青总消费与五年计划每年完成度



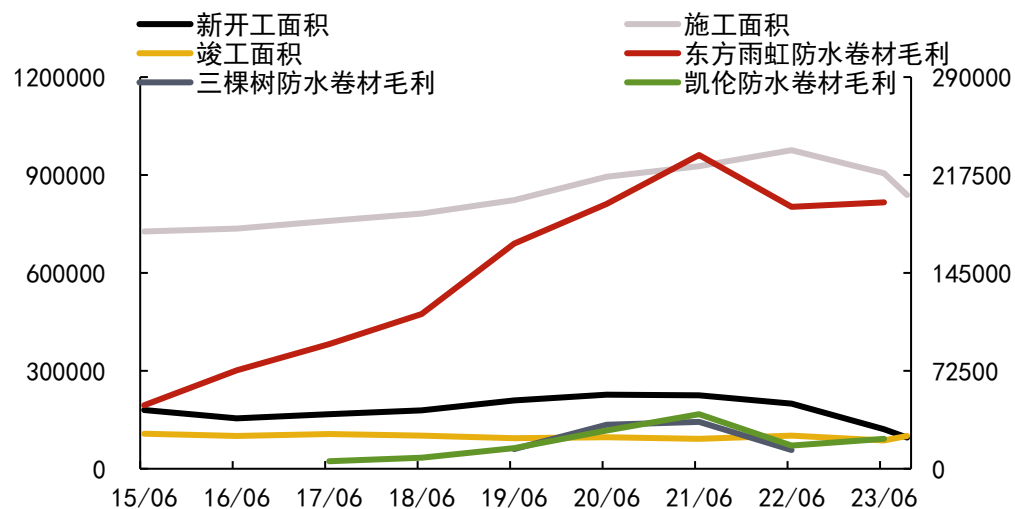
道路需求 — 环比好转，但同比预期差

年份/指标名称	中国:等级公路里程	中国:公路里程:高速公路 (万公里)	高速公路里程在五年计划内完成度占比	中国:公路里程	公路里程在五年计划内完成度占比	等级公路里程增量	高速公路增量	公路里程增量	等级外公路	沥青青年消费量 (库推)
2000	131.59	1.63		140.27					8.68	
2001	133.60	1.94	12.6%	169.80	55.9%	2.01	0.31	29.53	36.20	
2002	138.29	2.51	23.1%	176.52	12.7%	4.69	0.57	6.72	38.23	
2003	143.87	2.97	18.6%	180.98	8.5%	5.58	0.46	4.46	37.11	
2004	151.58	3.43	18.6%	187.07	11.5%	7.71	0.46	6.08	35.48	
2005	159.18	4.10	27.1%	193.05	11.3%	7.60	0.67	5.99	33.88	
2006	228.29	4.53	13.1%	345.70	73.5%	69.11	0.43	152.65	117.41	
2007	253.54	5.39	25.9%	358.37	6.1%	25.25	0.86	12.67	104.83	
2008	277.85	6.03	19.3%	373.02	7.0%	24.31	0.64	14.64	95.16	
2009	305.63	6.51	14.4%	386.08	6.3%	27.77	0.48	13.07	80.46	
2010	330.47	7.41	27.4%	400.82	7.1%	24.84	0.91	14.74	70.35	2021
2011	345.36	8.49	21.9%	410.64	17.2%	14.89	1.08	9.82	65.28	1898
2012	360.96	9.62	22.8%	423.75	23.0%	15.60	1.13	13.11	62.79	2126
2013	375.56	10.44	16.7%	435.62	20.9%	14.60	0.82	11.87	60.07	2315
2014	390.08	11.19	15.2%	446.39	18.9%	14.53	0.75	10.77	56.31	2437
2015	404.63	12.35	23.5%	457.73	19.9%	14.55	1.16	11.34	53.10	2553
2016	422.65	13.10	19.9%	469.63	19.2%	18.03	0.75	11.90	46.97	3012
2017	433.86	13.64	14.5%	477.35	12.4%	11.20	0.54	7.72	43.49	3095
2018	446.59	14.26	16.5%	484.65	11.8%	12.73	0.62	7.31	38.07	3045
2019	469.87	14.96	18.7%	501.25	26.7%	23.29	0.70	16.60	31.38	3180
2020	494.45	16.10	30.4%	519.81	29.9%	24.58	1.14	18.56	25.36	3589
2021	506.19	16.91	27.8%	528.07	27.4%	11.74	0.81	8.26	21.88	3442
2022	516.25	17.73	28.4%	535.48	24.5%	10.06	0.82	7.41	19.23	3127
2023		18.40	23.1%	544.1	28.6%		0.67	8.62		3352
2024										3251
2025		19.00		550.00						

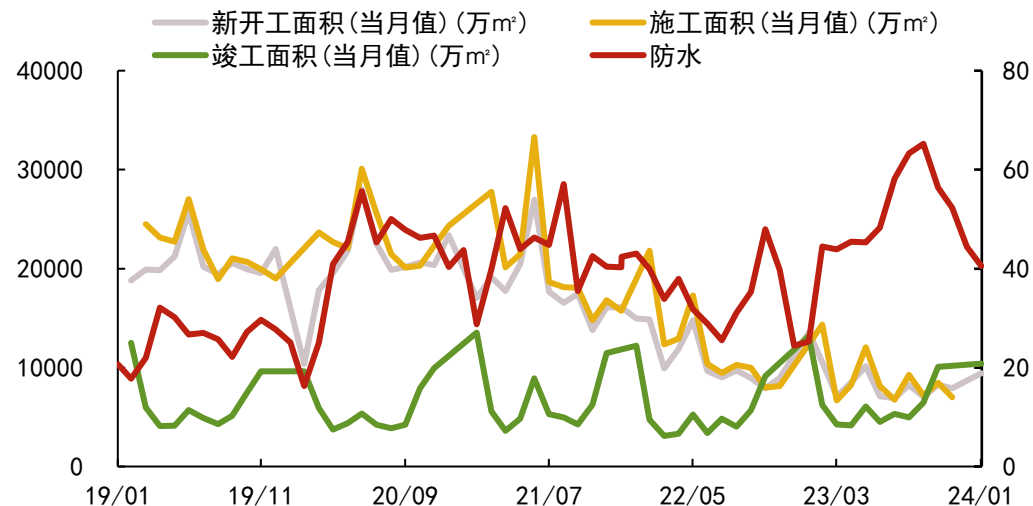
沥青防水消费与防水企业龙头毛利走势



地产数据与防水企业龙头毛利走势



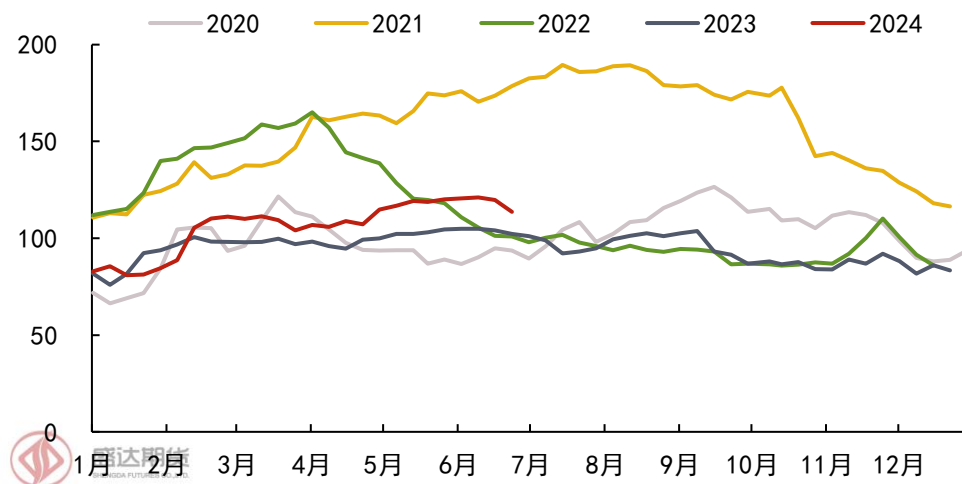
地产与沥青防水需求



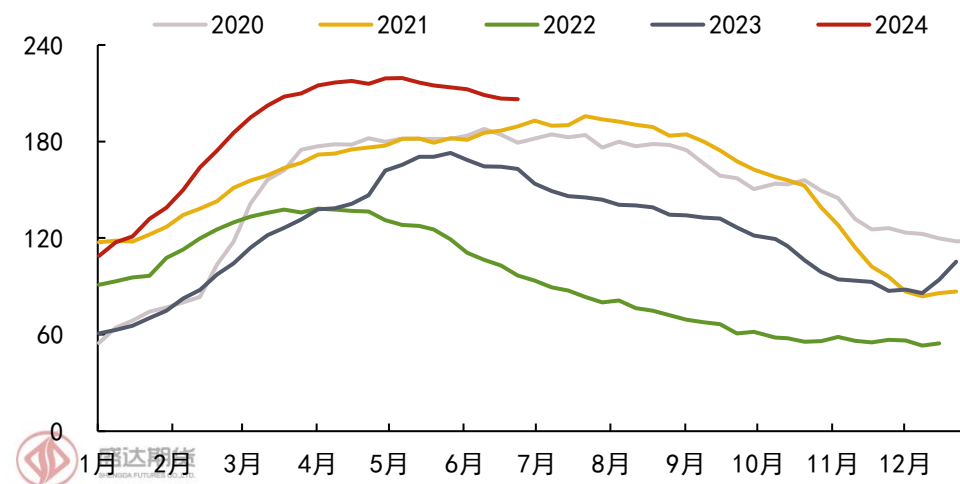
■ 防水方向:

2016年前后地产迎来牛市，其中防水企业龙头东方雨虹防水卷材毛利上涨明显，而三棵树以及凯伦股份防水卷材利润抬升节点略微落后，但仍与房地产新开工面积、施工面积呈现正相关关系（企业防水卷材毛利峰值领先一年出现）；后市来看，若地产数据表现偏弱，沥青防水需求将失去继续增加的动力。

国内厂库库存



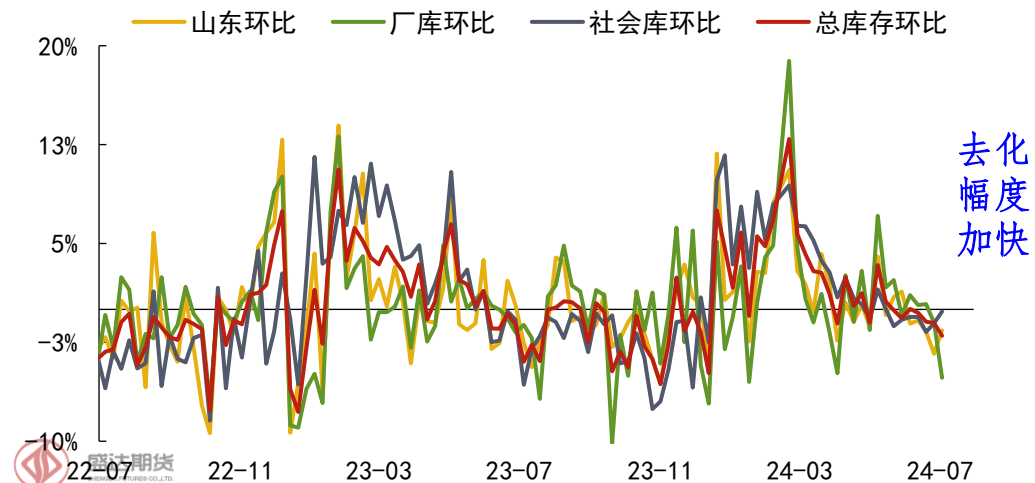
国内社会库存



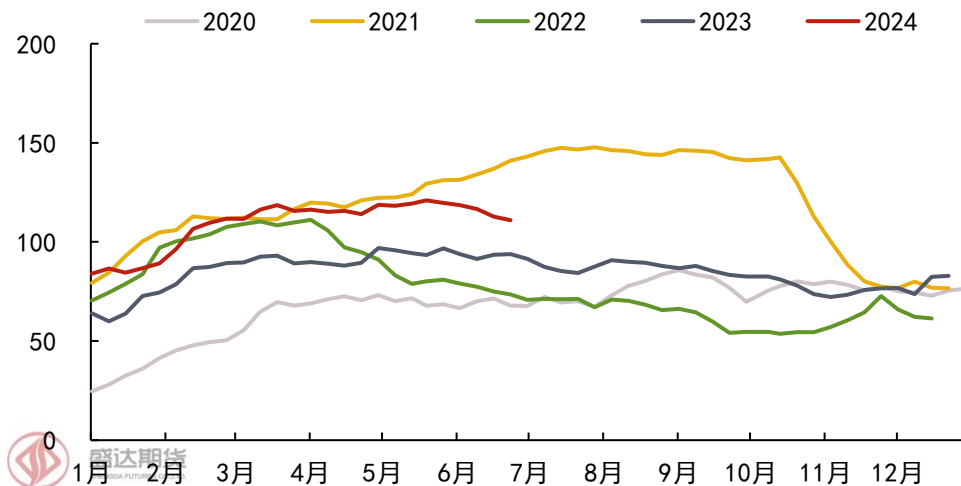
沥青总库存与基差走势



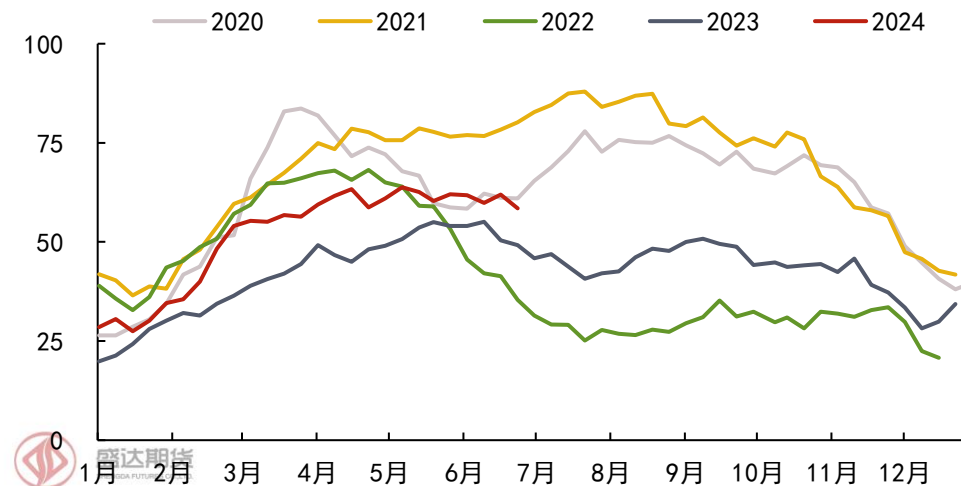
库存增减幅度环比变化



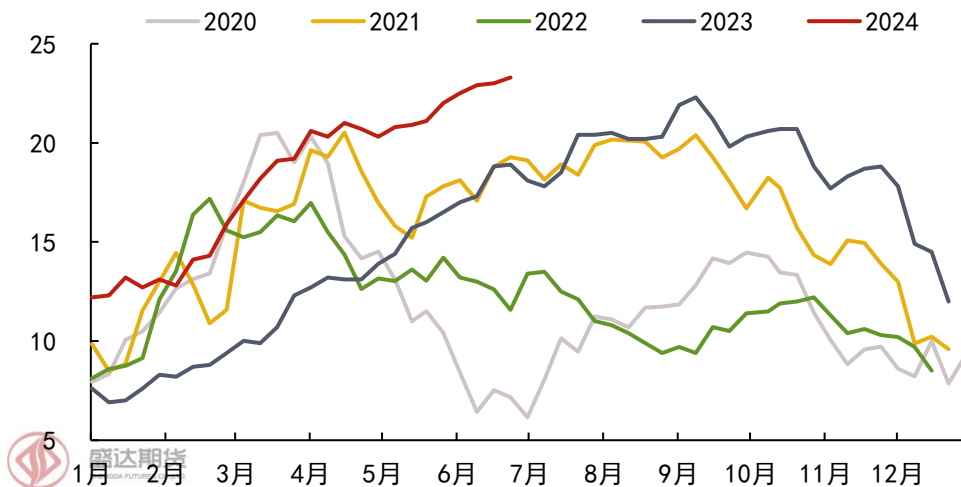
山东总库存



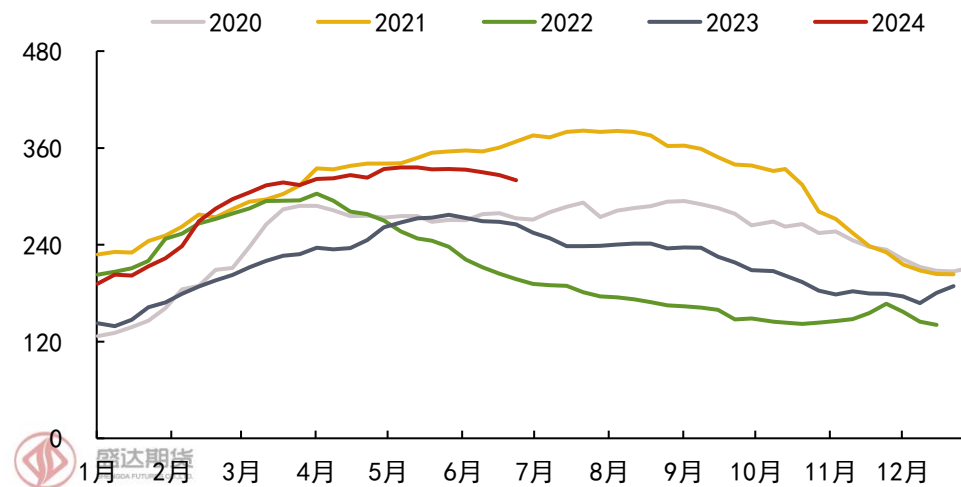
华东总库存

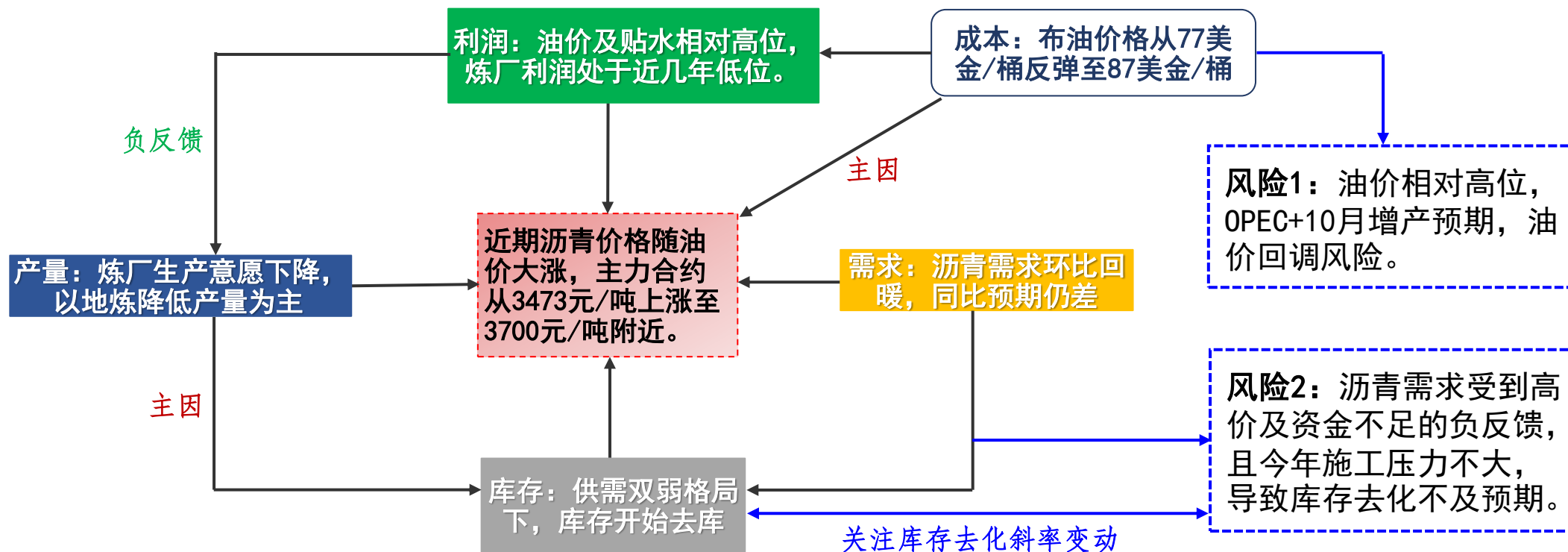


华南总库存



国内总库存





■ 结论：

1. 由于利润压制以及个别炼厂生产重心的偏移，2024年下半年沥青产量预计难以恢复至往年水平；而需求端由于前三年（2020年-2023年）已经完成高速规划的79.31%，接下来的两年中高速路修建施工压力较小，对沥青整体刚性需求的支撑较弱，价格对于需求的影响占比增加，高价对于需求的负反馈更加显著。
2. 沥青下半年预期与现实端的博弈仍会存在，大概率为旺季预期炒作后逐步向弱现实靠拢的过程，注意把握交易节奏，重点关注：战争、OPEC会议对成本端的影响以及库存去化斜率变陡或放缓节点。



【法律声明】

盛达期货有限公司（以下简称“本公司”）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，本公司研究员力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断。本报告仅供符合证监会、交易所适当性管理规定的期货交易者参考，且不构成对期货交易者的交易咨询建议。期货交易者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及研究员无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

盛于理念 达于机会，盛情服务 达您所需

THANKS

