

## 沥青冬储来临，该如何操作？

2022年1月6日

报告联系人：  
信达期货研究所  
商品研究部

杨思佳  
从业资格号：F3059668  
投资咨询号：Z0016970  
联系方式：0571-28132515

李港琛  
从业资格号：F03087539  
联系方式：0571-28132528

### 核心提要：

- 沥青供需双弱，库存去化，基本面边际好转。
- 炼厂高库存导致贸易商冬储意向偏弱，但成本端推动沥青价格上涨有利于冬储行情。
- 油价涨跌仍是关键。如果原油继续上涨，冬储向好将推动沥青表现更为强势；原油下跌，沥青基本面边际改善支撑更为抗跌。
- 由此，我们推荐后市可以在投资组合中多配沥青，推荐多沥青空原油或多沥青空燃料油的组合。

信达期货有限公司  
CINDAFUTURESCO., LTD  
杭州市萧山区宁围街道  
利一路188号天人大厦19-20层  
全国统一服务电话：  
4006-728-728  
信达期货网址：[www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

春节将至，许多品种陆续开始冬储。沥青期货近日随成本端原油上涨而走高，冬储行情捉摸不定。接下来我们将带大家了解一下什么是冬储，再基于此展望沥青今年的冬储行情。

## 一、什么是冬储

不少工业品在春节前，均会出现一定的囤货现象，也就是所谓的“冬储”。目前期货上市品种中，冬储现象相对明显的主要集中在黑色系商品和能化板块部分品种上，黑色系中以玻璃、焦煤、焦炭、动力煤、铁矿石、螺纹钢、热卷为主；能化板块中以沥青、塑料为主。

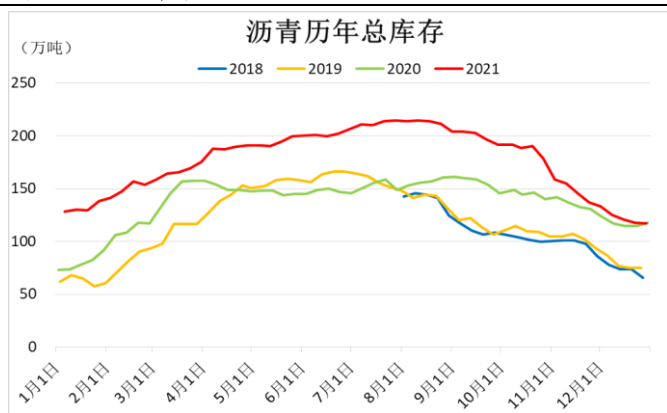
这些品种之所以会出现冬储，主要是由它们的下游需求特点决定的。比如，冬天有取暖需求，为了保证假期的正常运作供暖，下游厂商会囤积动力煤；螺纹、热卷、玻璃的下游需求主要为建筑行业，冬天工地施工通常会因降温、雨雪天气受阻，需求疲软导致价格走低，贸易商趁节前低价囤货，节后高价卖出。

由此，可以总结出冬储的两类不同原因：

- 一是：下游厂商为了保证假期的正常生产进行囤货；
- 二是：贸易商想趁节前价格低囤货，节后高价卖出。

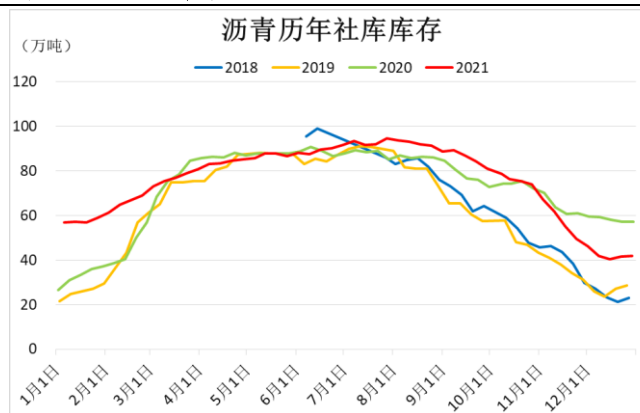
沥青主要用于铺路，冬天气温较低不适合沥青的搅拌和摊铺，道路施工停工。通常情况下，冬季沥青需求淡季，价格下跌处于低位，这会调动贸易商冬储的积极性，然后待天气、价格回暖后高价卖出赚取利润。这就导致沥青的库存呈现很明显的季节性。

图 1：沥青总库存



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：沥青社会库存



资料来源：Wind，信达期货研究所

## 二、影响冬储的因素

冬储还是不冬储，生产厂商和贸易商的想法并不一样。一般来说，下游厂商囤货是为了保障正常生产，更具有刚性；而贸易商囤货更多是为了赚取价差，因此弹性更大，对春节后价格的预判会明显影响冬储规模。

沥青冬储主要是需求淡季贸易商低价囤货驱动，因此，沥青冬储价格将很大程度影响沥青冬储规模。说到底，沥青冬储最重要的还是价格。

## 三、展望沥青冬储行情

目前沥青基本面偏弱但有所好转，全国沥青炼厂综合开工率截止 2021 年 12 月 29 日最新录得 32.2%，较去年同期低 10 个百分点。其中西北和东北石油沥青装置开工率位于 21%附近，华北开工率降至 30%以下，录得 28.4%。供给端石油沥青装置开工率已来到历史同期低位。

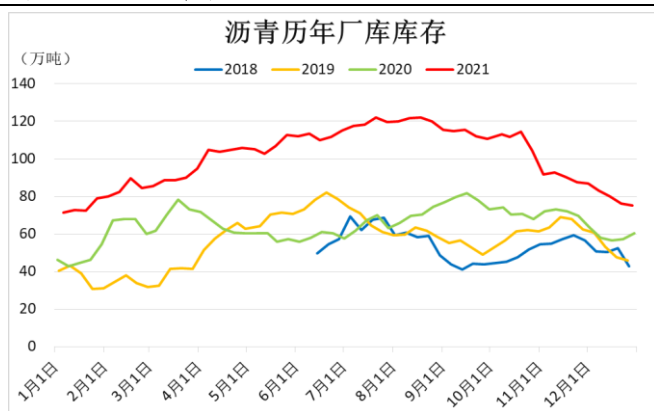
库存方面沥青总库存与去年同期基本持平，但仍处于高位。而社会库存已低于去年同期，与疫情前往年水平相当。进入冬季后，北方需求下降明显，但部分炼厂转产船燃及焦化料，减少了市场供应，沥青价格相对稳定。南方地区需求良好，施工陆续收尾进入铺设阶段，沥青社会库存下降。如果原油价格不出现大幅下滑，各地区沥青价格很可能进一步走高。但炼厂库存持续处于历史高位，叠加冬季需求寡淡，或影响下游企业和贸易商冬储积极性。

进入 1 月，沥青市场迎来冬储，贸易商和下游集中备货待明年使用。参照往年同期冬储价格，以山东地区为例，2019 年沥青现货冬储价格在 2800—3000 元/吨，2020 年在 2900—3150 元/吨，2021 年在 2300—2350 元/吨。目前沥青价格已经处于偏高位置，主要是由于原油成本端抬升导致的上涨。虽然沥青价格吸引力不够，但考虑到原油价格触底后持续上涨，下游拿货力度可能并不弱。而一旦油价下跌，则炼厂远期合约极有可能暂时观望，难以成交。原油走弱，沥青生产成本下降，炼厂存在下调动力，不过 2021 年沥青炼厂利润一直欠佳，沥青价格下跌幅度恐有限。

同时，炼厂逐步释放冬储货时，期现商可能接货转抛 3 月或 6 月的沥青期货合约，届时远月价格可能有所压制，月差或有所收窄。短期来看，全国大多数地区项目处于收尾阶段，叠加入冬，需求难以言好。在供需端双弱的情况下，沥青以跟随成本端原油价

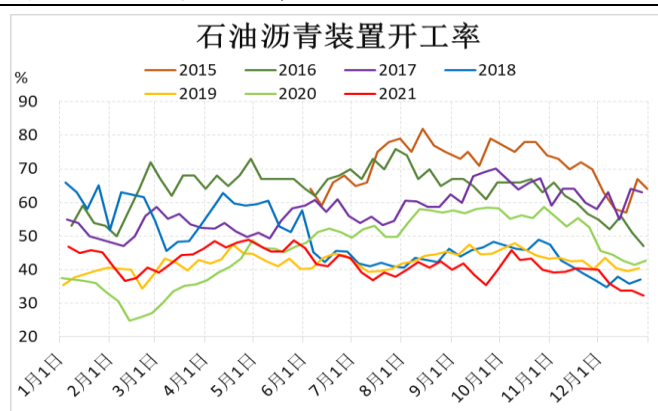
格为主逻辑。

图 3: 沥青炼厂库存



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 4: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 信达期货研究所

综上所述,当前沥青基本面开始转好,沥青炼厂开工处于历史同期偏低位置,社会库存去化,降至往年同期水平,总库存与去年水平持平。但炼厂的库存仍然偏高,叠加下游需求偏弱,造成贸易商及下游企业的冬储意向降低。

按往年同期来看,如果沥青生产企业接不到大量的冬储订单,同时原油及沥青价格下滑,其会在沥青价格偏高时段注册仓单套保,以保护企业利润。但近期原油价格上涨,沥青成本端重心上移,如果预期油价将继续维持上涨态势,贸易商冬储心态发生转变,有利于冬储合同成交,届时沥青价格或将进一步推涨。

后市来看,原油价格的涨跌仍是影响沥青价格走势的关键,同时也将决定沥青今年冬储规模。如果原油预期继续上涨,那么我们认为冬储的向好将推动沥青表现更为强势;如若原油触顶下跌,随着沥青基本面边际改善,也是更为抗跌的选择。由此,我们推荐后市可以在投资组合中多配沥青,推荐多沥青空原油或多沥青空燃料油的组合。

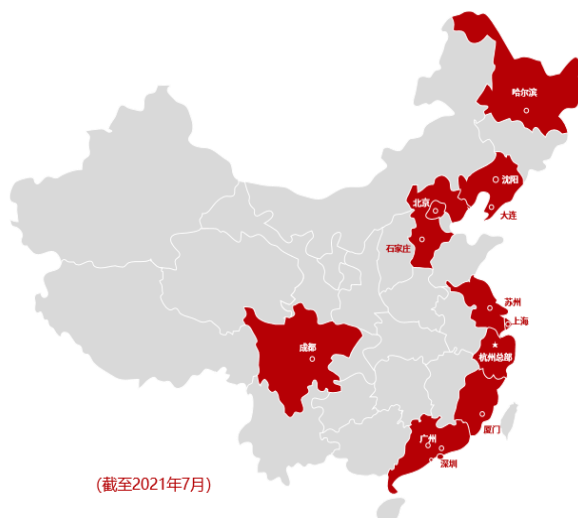
### 【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】



### 公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部