

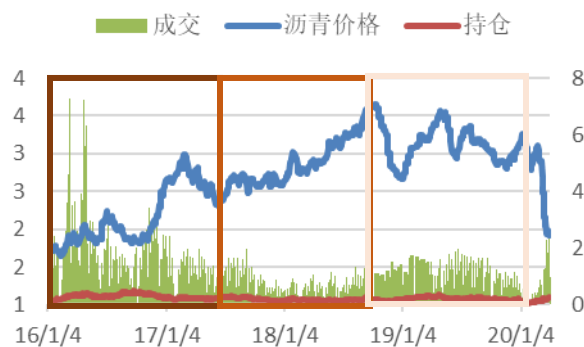
沥青走势复盘

--杜少伦

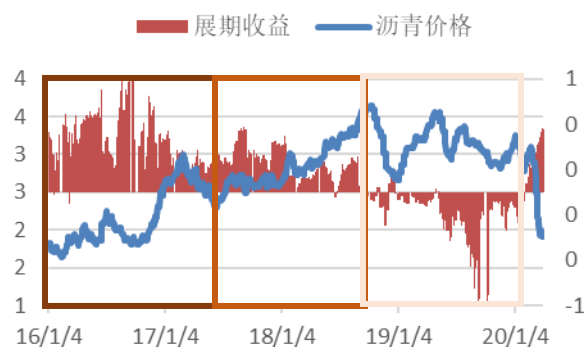
2020-03-31

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

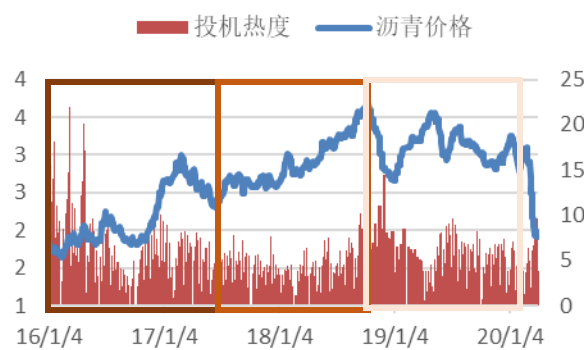
沥青是原油的直接副产品，主要用于公路建设。对于沥青其实不算是个大品种，但是我们看到从16年以来沥青的振幅明显增大，可以形成数个高达30%的宽幅震荡，这对于短线投资者是极具新引力的。这里我们重点考虑的还是沥青在不同时期行情的不同启动原因和沥青对不同宏观变量的反应。下面我们将会和以前一样从交易的角度复盘钢材的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：沥青盘面交易价格，交易量和持仓量，沥青盘面远期价格和近期价格的对比，沥青交易所库存情况，沥青行业股票指数对比，沥青和国债期货价格相关性，沥青对人民币相对走势最后还有沥青对原油的相关性对比。复盘历史范围选择从2016年开始到2019年结束。



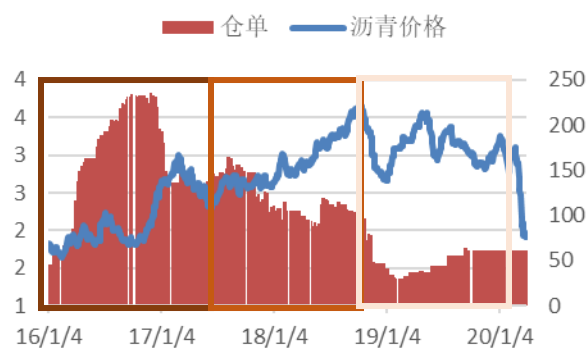
图一、沥青盘面



图三、沥青和展期收益



图二、沥青和投机热度

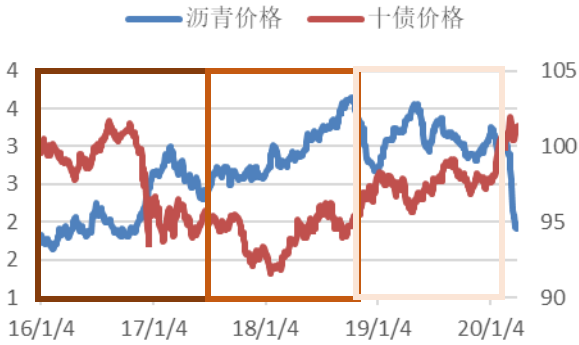


图三、沥青和仓单

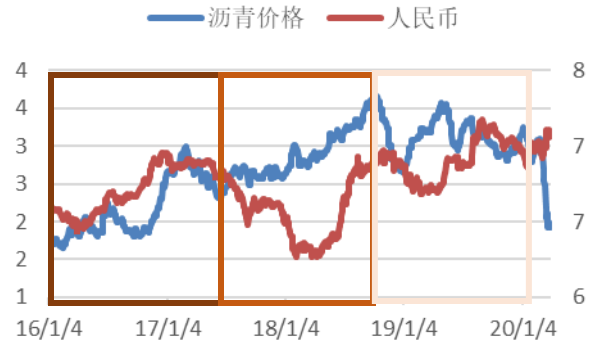
从盘面看出，沥青走势大体上可以分成三个阶段，第一阶段震荡上行（2016-2017 初），第二阶段爬升期（2017 初-2018 末期），第三阶段宽幅震荡（2018 年末至 2019 年末），第四阶段崩盘（2019 年末至今）。第一阶段的盘面特点十分明显，沥青盘面价格远期明显升水，巨幅升水同时仓单量快速上升，在远期特别高升水情况下这种仓单的上升并不能说明问题，因为贸易商

可以利用仓单进行套利。所以这种程度的仓单上行配合超高的远期价格，不构成看空理由。同时和其他品种一样，2016 年开始时候所有品种都出现了强烈的投机热情，沥青也不例外，成交量在底部巨大放量，之后开始筑底上行。可以说第一阶段的上行拉升完全是依靠了当时的大环境优势，尽管仓单大幅上行说明沥青的贸易商当时想的还是先甩货换取现金为主，并不对远期的沥青价格有过高期待，但是投机者抱着强烈的远期预期进场了。所以第一阶段的特点就成了拉升越狠，仓单越大，然后继续拉升，远期升水继续拉高，直到最后升水接近 50%！盘面崩溃，开始自由落体，因为交易者最终看到了远期价格已经过高，需要向显示回归。从第二阶段开始，远期升水结构快速回归，价格回调，所以这种回调主要是过高的远期价格开始想近期的弱势价格回归的过程，同时伴随着仓单大量减少，贸易商情绪也开始好转。双方再次开始寻找新的均衡价格。这一时期盘面在有机热情降温之后，又出现了我们熟悉的套路：仓单左右行情运行。盘面上超高的升水结构开始回归正常，同时仓单开始收敛，这两者的变动是相互联系的，方向也是相反的。盘面上价格是呈现重心上移走势，所以最终双方达成的一致意见是盘面重心上移，贸易商看到远期和近期一起上涨也修正了自己的悲观预期，沥青正式走出了一波长期的牛市行情。第二阶段的顶峰价格附近沥青的盘面升水彻底消失，同时仓单出现了长达一个季度的上涨，这种走势又符合我们的逻辑：贴水极差+上涨的仓单=看空征兆。这恰巧出现在了在第二阶段的那个头部大概是沥青价格达到 3500 左右时候。之后沥青盘面价格结构完全崩坏，保持了长达三年的升水结构消失取而代之的是贴水结构，同时价格开始了一波自由落体，直接磨平了最近两年的涨幅回到了 2017 年初的价格。同一时期沥青的仓单急速减少，达到了最近五年的历史最低点，部分原因是远期已经开始贴水行情了，仓单套利逻辑不复存在，贸易商也没有完全看空价格，所以不会亏本甩卖。这时候盘面来到了第三阶段沥青开始了宽幅震荡。行情主要特点是：远期倒挂+历史低库存+投机热度上升=做多投机有利。这种行情特点下对于做多的投机者有着很好的换月优势来节约成本。可以看到沥青的最近一次走弱是从 2019 年五月左右出现头部，开始震荡下行。但是沥青价格一开始下跌马上远期价格结构开始巨大倒挂，这充分说明了下跌过程中远期跌幅远大于近期跌幅，现货抗跌，同时贸易商也没有更多的仓单注册，远期弱现货抗跌的背景下沥青只能宽幅震荡。但是从 2020 年开始股市有了转变，原本原油的暴跌并没有引起沥青的暴跌，沥青作为原油的直接副产品没有跟随原油暴跌这一点确实让人不理解。但是复盘过之后就会明白，沥青的现货是抗跌的，同时仓单一直在历史最底部说明现货商也不会想盘面抛售库存，那么整体沥青基本面供给端其实是收缩的，只是需求端需要新的刺激，需求端方面我们等会再看。沥青扛了几天之后还是崩盘了，但是刚一崩盘远期价格结构就被拉起来了再次回到了高达 25%年化升水行情。说明这次杀跌是完全的近期价格主导的崩盘，但是远期并没有十分跟跌。沥青处在了升水环境+历史最低仓单的环境，贸易商情绪乐观十分有利于做多。

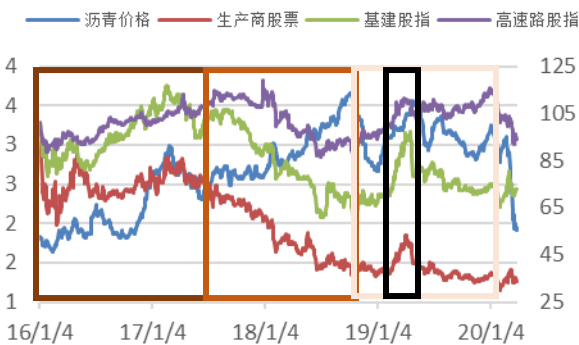
沥青从 2016 年开始到现在经历了：高升水+高库存（大环境宏观面拉升）---中等升水+中等库存（个体基本面走强）---贴水+低库存（宽幅震荡）---升水+低库存（跟随原油暴跌）。下面我们再看看沥青对其他宏观变量的相关性：



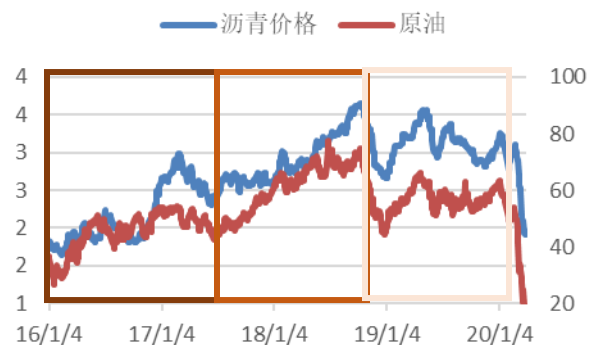
图五、沥青和十债



图七、沥青和人民币



图六、沥青和股票指数



图八、沥青和原油

从上图中可以看出，沥青价格走势和十债走势没有必然相关性，所以可以说沥青对于通胀预期反应并不敏感，以后十债价格可以退出沥青的主要考虑范围。再看沥青对人民币的反应其实也很弱势，随着人民币贬值沥青反而开始了震荡走弱这也不符合就基本经济原理，所以人民币对于沥青的影响也是可以忽略不计的。再看沥青对于各个股指行业指数的相关性，从2016年开始的第一阶段他们联动性很好，伴随着公关面经济复苏的预期，行业指数和沥青价格节节高，但是从2017年初以后两者就出现了巨大分歧，以需求端为代表的生产商指数开始溃败，甚至早早地就打破了反弹开始的低点，出现了历史新低价，说明股票市场对于沥青企业盈利能力的预期跌入了冰点，这就说明了沥青的显示需求特别弱。这种弱势从2017年初一直持续到了2018年中期才有出现了一次以基建为代表的预期爆发。但是这次爆发没有很好的拉动沥青的股票指数价格，说明最终还是没有传导到实际需求端，或者说去库存持续但是新的需求没有有效释放，库存消耗了之后生产商也不敢补充生产，因为消费商没有更多的订单新增。回到沥青价格，在这个区间趋势是在走强之后回调的，主要原因是去库存有效且明显，仓单急速减少，盘面开始出现近期缺货现象，远期价格结构开始深度倒挂，投机者进场炒作拉高了价格。再看第三阶段股票指数确实出现过一次有效的脉冲走势，但是很快就又磨平了全部涨幅（图中黑色框线）。说明市场短暂的预期被悲观的现实快速打败了，需求端还是停留在悲观的环境中。所以从这个方面可以很好的看出为什么沥青开始了宽幅震荡，但是没有继续强势原因：需求悲观+现货去库存有效+投机者利用价格结构炒作。总的说来股票行业指数还是一个很有效的指标，对于沥青来说大体上可以给出需求端的缩影和市场预期。最后看原油，沥青是原油的直接副产品，在国内没有上原油期货的时候沥青一直被

称作是小原油期货。他们相关性从上图可见一斑，基本上维持着完美的正相关走势，17年初的时候沥青有过短暂的过度拉升，但是之后还是向原油回归了，同时沥青和17-18年上涨也是和原油同步进行的，包括之后的沥青崩盘和大幅反弹，也基本上都在模拟复刻原油的走势而已。所以做沥青基本就是在做原油，同时注意着需求端有没有新的增量出现即可。现在的沥青基本面已经转变：高升水+低仓单形成了很好的做多环境，等待原油企稳，最好还有需求端增量配合就可以爆发行情。