

沥青：现货有底
高低硫：估值筑底

2025年12月31日

齐盛沥青及燃料油月报



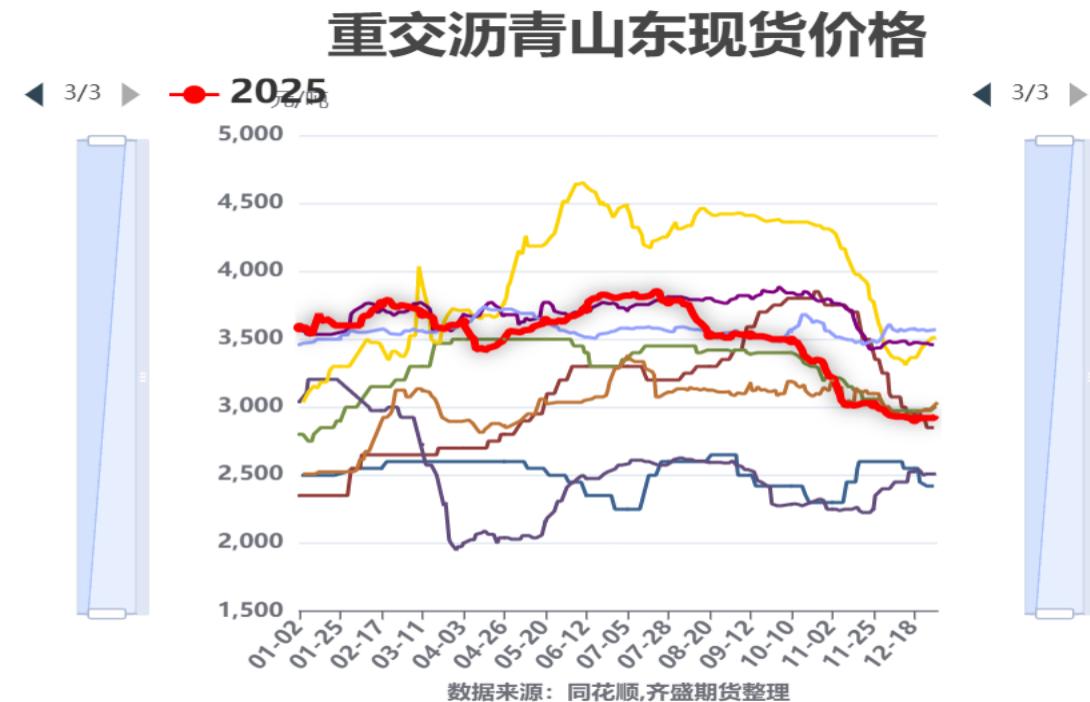
作者：张淄越

期货从业资格号：F3078598
投资咨询从业证书号：Z0021680

目 录

- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

沥青单边趋势



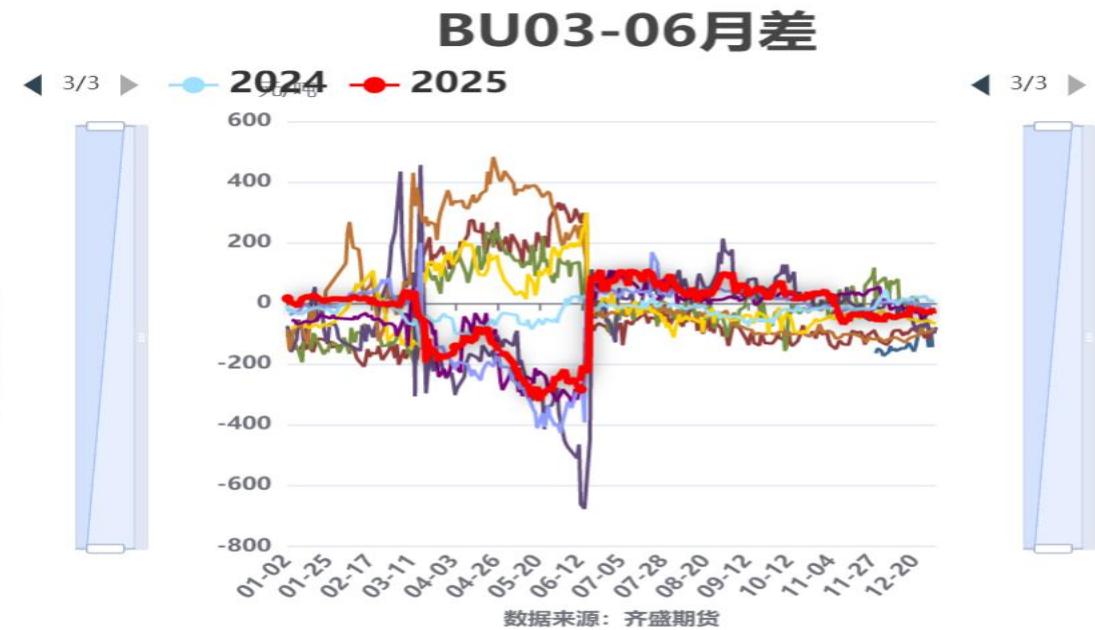
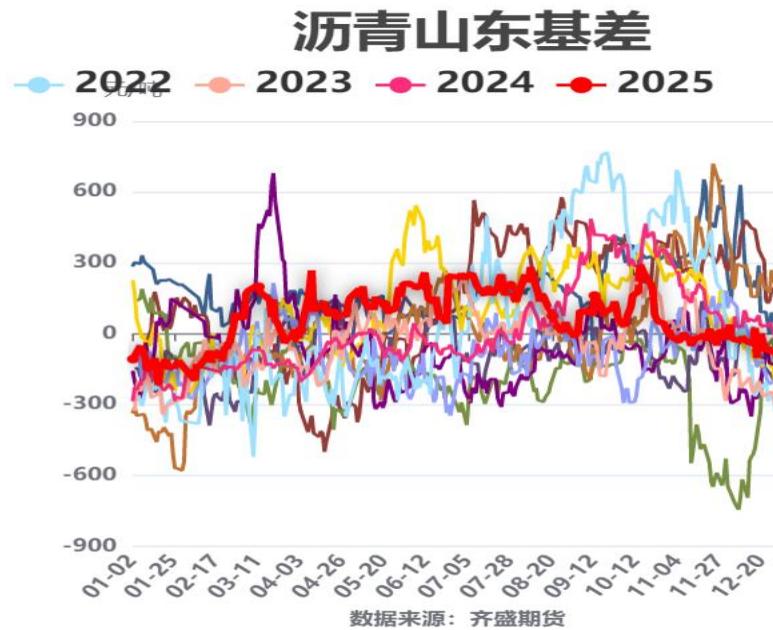
期货方面：12月沥青整体呈现筑底行情，期货收盘价较上月底价格走强26点左右。从期货驱动来看，基本面维持供需双弱反馈但现货冬储落地后开始筑底，原油成本逻辑较为动荡但整体维持偏弱。后续基于原油长线趋势看震荡偏弱，但基本面淡季底部触底却缺少驱动，主力单边震荡行情看待。

现货方面：整体节奏上也是震荡，绝对价格月内触底小幅反弹。主要是因为期间冬储底显现，兑现估值支撑，但还缺少驱动且成本逻辑依然偏弱，因此还是以弱势看待。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青月差、基差

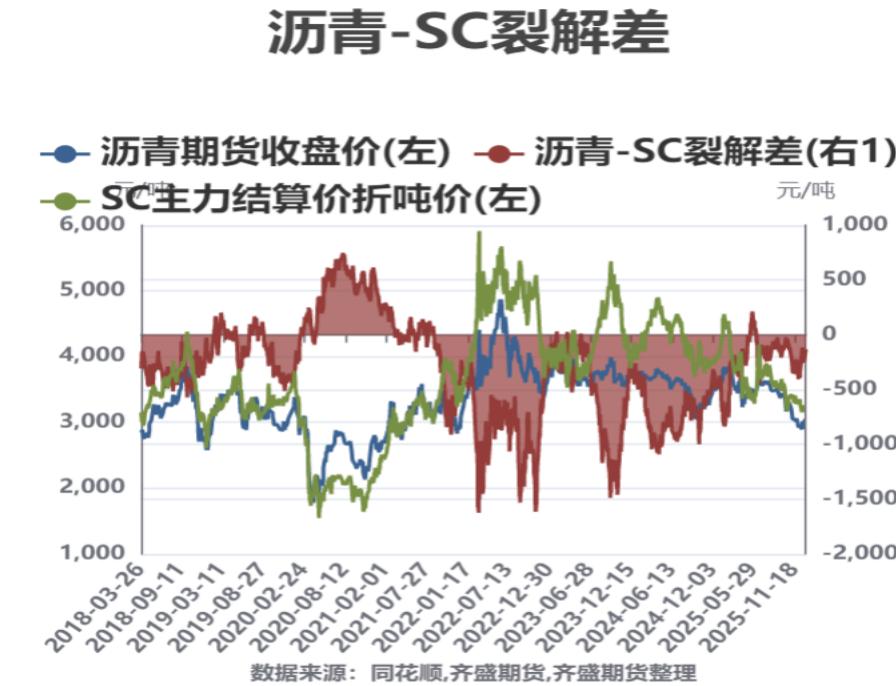
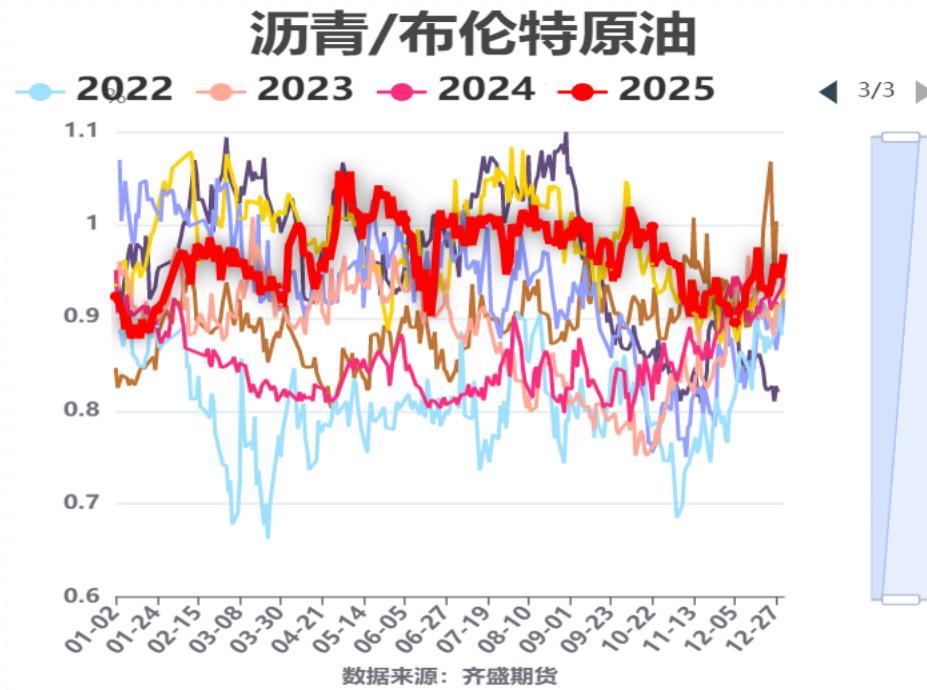


月差方面：03-06月差周期内震荡偏弱运行，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续月差继续走弱预期更大，03还在交易淡季逻辑，06上也还缺少预期指引，按照今年基本面情况，现在该价差支撑性较强，后续虽然近端有逻辑，但是空间不大，暂时看小幅度溢价，上边际正值低位概率较大。

基差方面：月内基差弱势震荡运行，主要是因为期货跟随原油逻辑震荡偏弱，而现货继前期大跌后转为阴跌，周期内两者运行频率未见明显分歧。后续来看近月及主力基差大概率还是表现偏弱，因为期现货均不易上涨，但冬储落地后对标03以后得合约将受到一定估值支撑，而且近期地缘扰动对期货也有一定利好影响，一月底前的基差下边际参考在-150附近甚至以下，基差重新走强需要到2月份以后。



沥青裂解估值



沥青/布伦特比值：周期内沥青估值震荡偏强运行，沥青布伦特的比值最高触及0.98水平，同期水平并不低，但也相对合理，因为基本面库存底色相对健康，且原油也表现偏弱。后续来看中短期原油氛围偏弱延续，基本面有支撑少驱动，沥青相对估值或在冬储落地后从自身夯实支撑，按照季节性来看，如果1月中旬前原油没有大涨预期，那大概率会在1月中下旬到二月上旬之间出现适度走强，上边际参考值1的水平。期间如果原油走强，其估值可能阶段被动承压，如果原油走弱则可能会拉高其估值上边际。

沥青-SC价差：看较于SC的估值价差溢价，周期内沥青主动走弱幅度更大，两者价差负值水平加深，后期沥青支撑性提高，SC逻辑上还是偏弱震荡（运费震荡/人民币汇率略有走强/增产兑现利空/国内需求中性）。

沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）

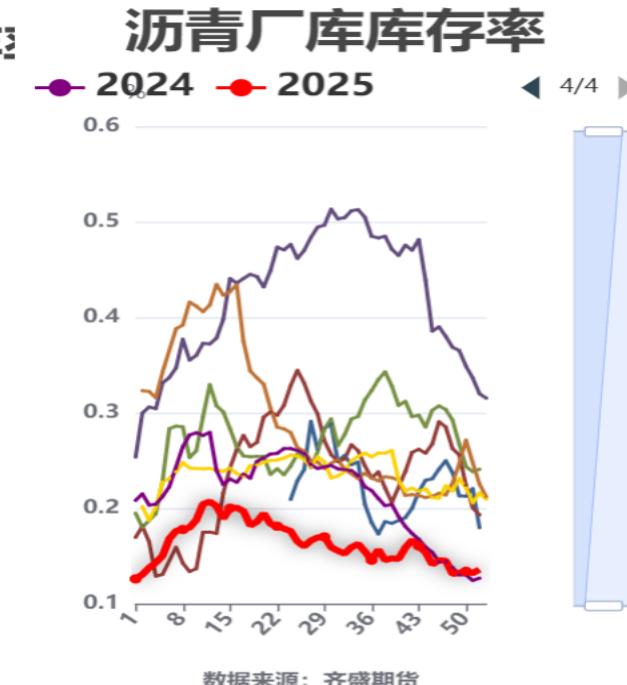
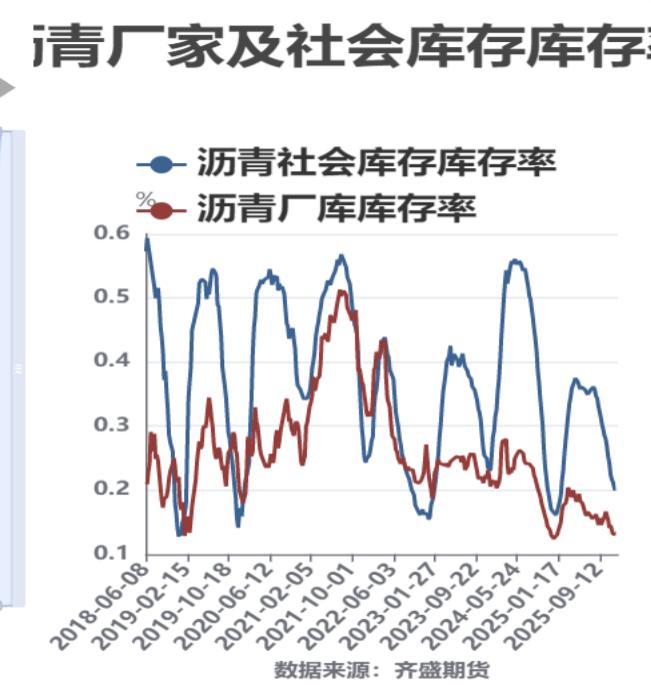
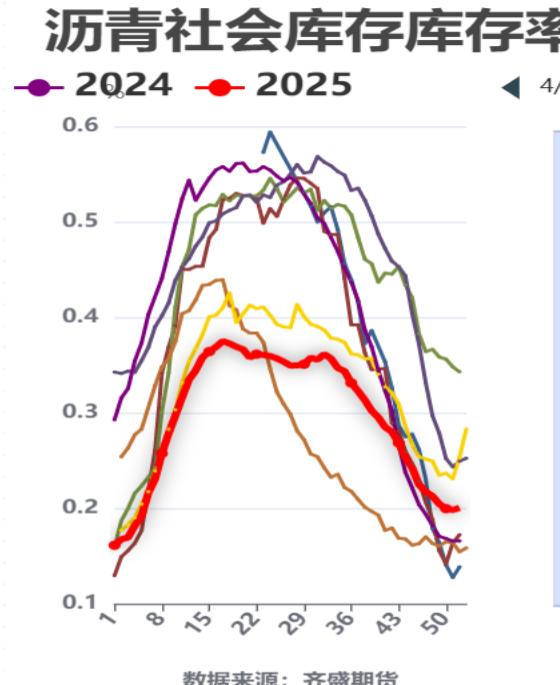


►原油：原油目前宏观氛围中性，基本面中期供需维持中性偏弱，价值存在支撑，价格仍有承压。留意围绕地缘局势的变量，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。从持仓来看，总持仓高位，净多持仓低位稳定，可见60上方资金博弈性依然延续，但并未形成趋势性行情。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

库存

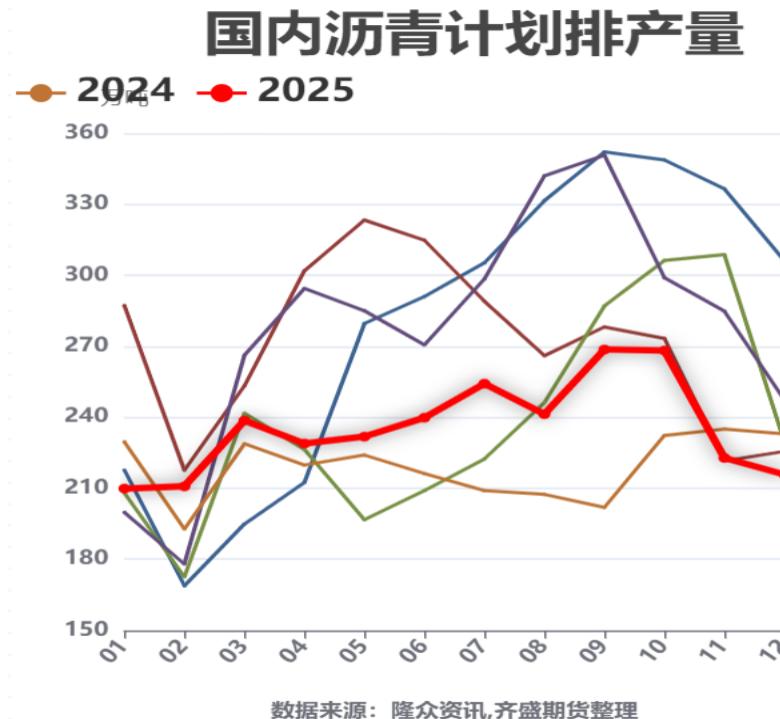


- 社会库存去库收尾，去库量总体符合预期，价格维稳基础下，对价格反馈为中性。
- 厂库库存仍在低位，对价格反馈同样中性，从12月预期来看，缺少需求的情况下，供给环比存在适度增量。库存或有一定增加，但按照库存率基础暂时不太会对价格造成冲击。
- 总体来看，当前库存对价格维持中性反馈。



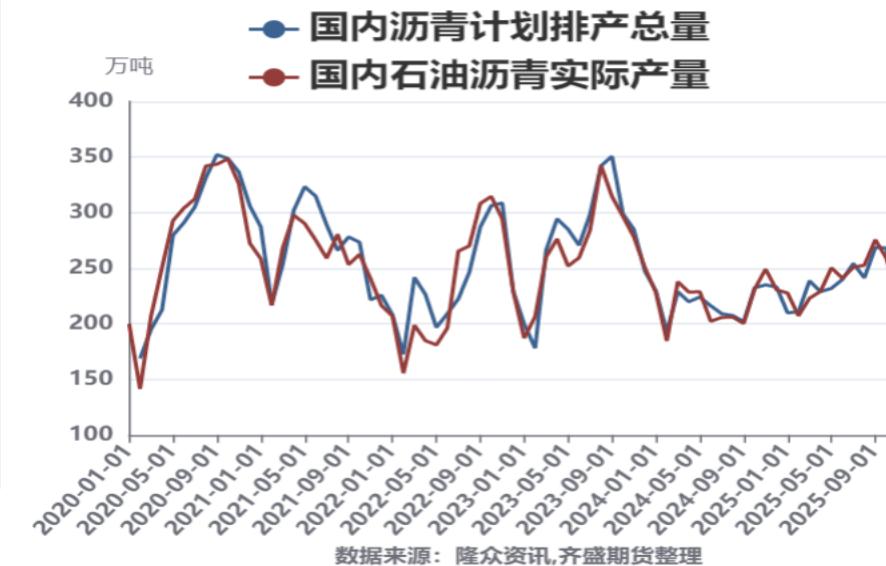
齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青排产



◀ 2/2 ▶

国内沥青计划排产与实际产量

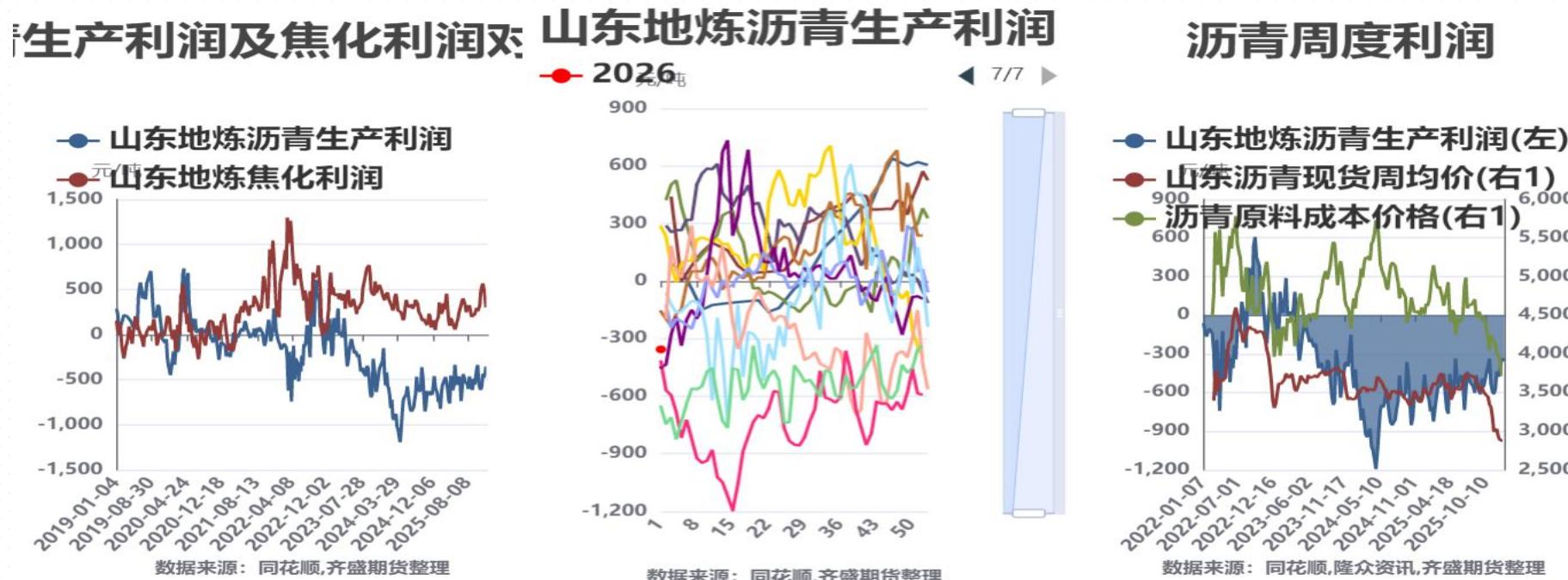


- 2026年1月份国内沥青总排产量为200万吨，环比下降15.8万吨，降幅7.3%，同比下降27.6万吨，降幅12.1%。
(排产与实际产量存在误差)。
- 排产同比回落，符合季节性，总体来说算是中性影响。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

利润

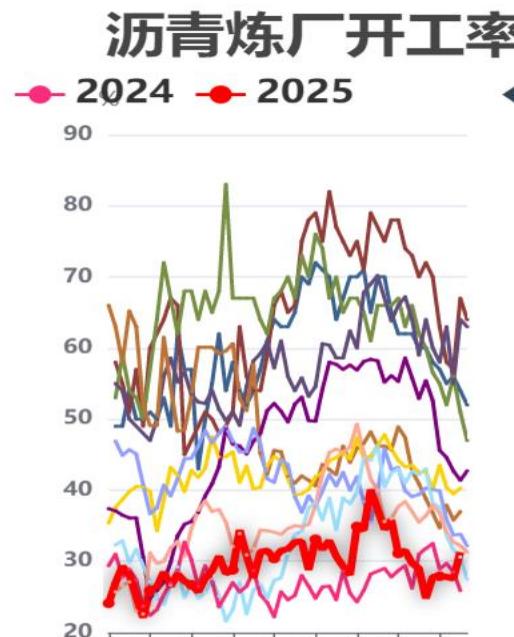


➤ 焦化利润不看更强，主营综合利润还在高位，后续继续机动低水平转产沥青，因此沥青理论利润同样维稳为主，较前期有所收敛，对于市场上存量的主营和配额性地方炼厂，总体算是中性反馈，综合来看暂时不会推动产量大幅波动，但环比会出现一定供给边际增量的影响。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

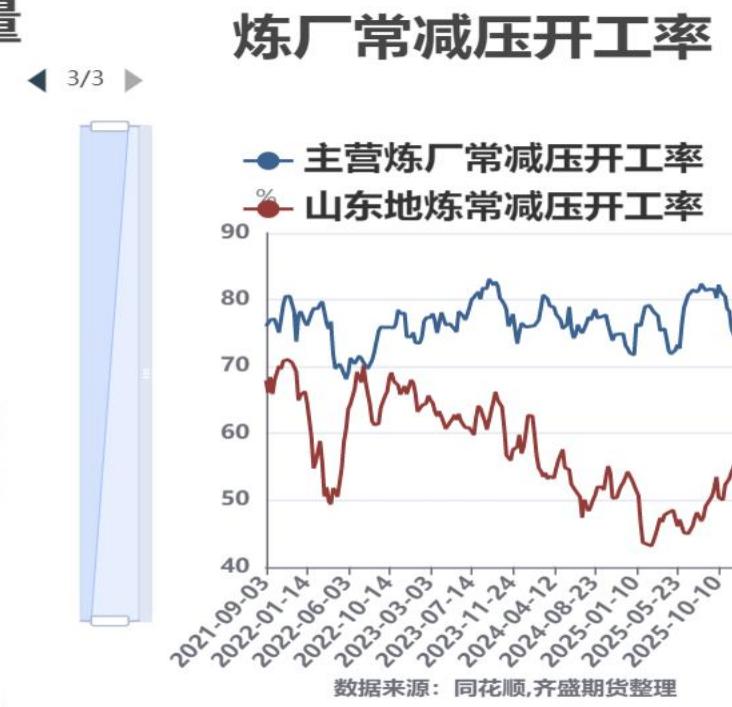
沥青开工产量



数据来源：同花顺,齐盛期货整理



数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

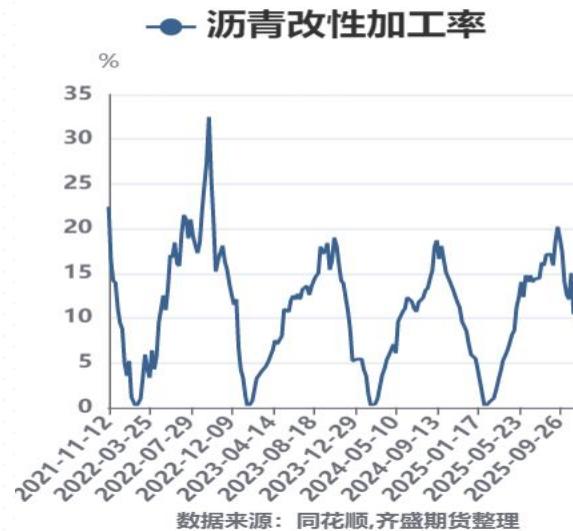
➤沥青开工和产量触底回升，后续有一定增量。按照当前水平依然是多年低位水平，即便后续有一定增量，也只是转产的边际变量，从季节性来看，中期产量水平依然维持偏弱前景，对价格不会造成冲击性的影响。



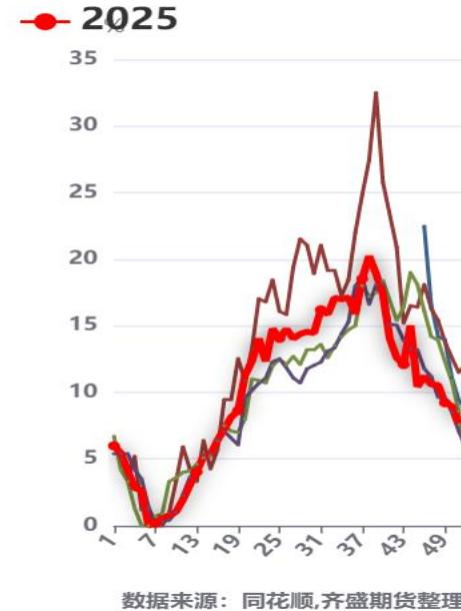
齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青需求反馈-改性加工率

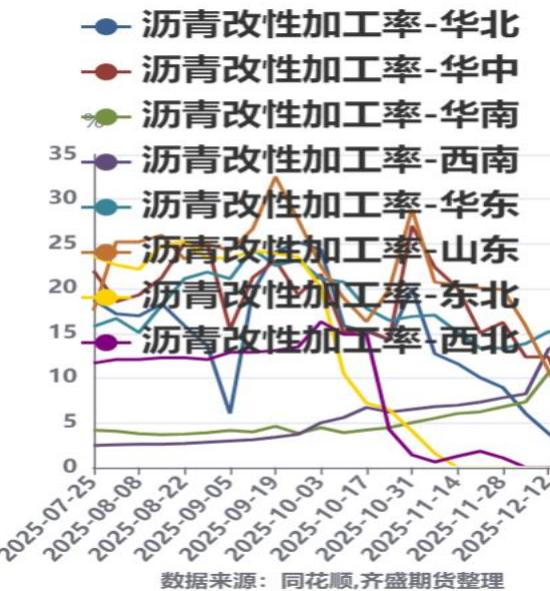
沥青改性加工率



沥青改性加工率



沥青改性加工率分地区

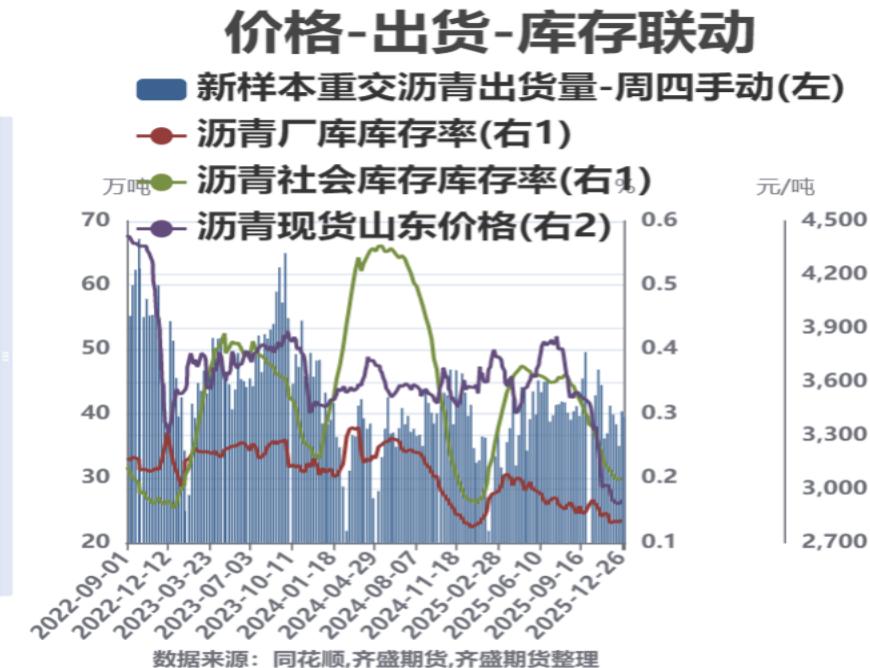
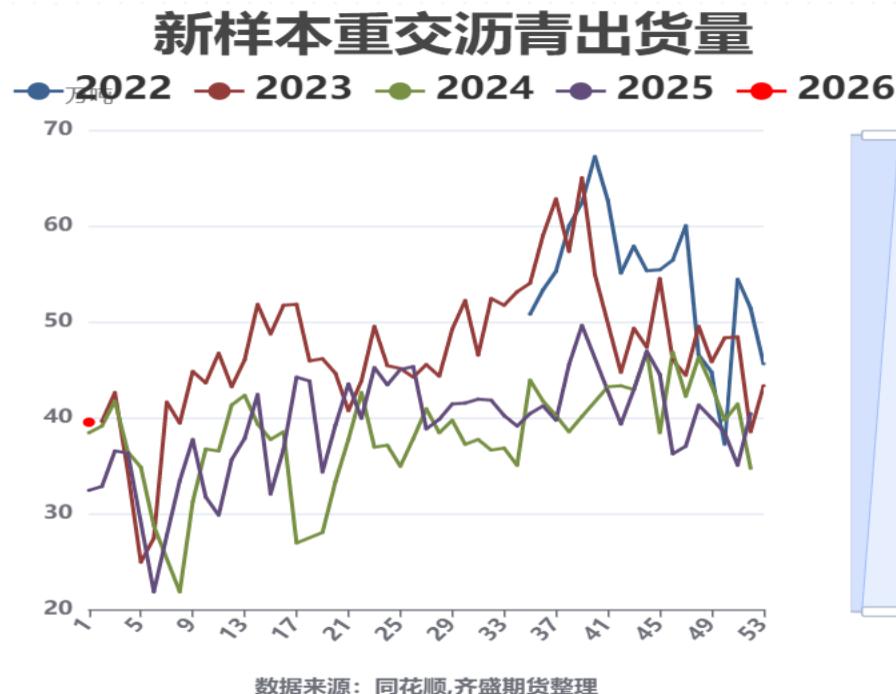


➤从改性开工来反馈和推断终端需求，今年的沥青刚需基本与去年持平，未见明显增量。改性开工在周期内继续回落，尤其是华东西南还有回落空间，一直到2月份。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青需求-出货反馈



- 出货量是炼厂的出货指标，不能作为需求的准确指标，但可以侧面反馈需求，尤其是和库存的联动反馈同时观察。
- 从数据来看，当下就是供需双弱的现实，低供给低出货，厂库库存率暂时未见明显增加，社会库去库进一步缓慢。后续大概率厂库会有适度的增量



沥青供需平衡表

| 日期 | 产量 | 进口 | 出口 | 表观 消费量 | 厂库期末 库存 | 厂库 变化 | 社会库期 末库存 | 社会库 变化 | 总变化量 | 刚需 | 刚需+投 机 |
|----------|------|------|----|-----------|------------|----------|-------------|-----------|------|------|-----------|
| 2020年全年 | 3340 | 476 | 57 | 3759 | 120 | 12 | 285 | 99 | 111 | 3563 | 3732 |
| 2021年全年 | 3118 | 321 | 55 | 3384 | 150 | 30 | 210 | -75 | -45 | 3429 | 3354 |
| 2022年全年 | 2762 | 301 | 56 | 3008 | 108 | -42 | 136 | -74 | -116 | 3124 | 3050 |
| 2023年全年 | 3120 | 310 | 56 | 3374 | 105 | -3 | 263 | 127 | 124 | 3343 | 3469 |
| 2024年全年 | 2595 | 344 | 44 | 2894 | 72 | -33 | 128 | -135 | -168 | 3054 | 2926 |
| 2025年1月 | 228 | 19.7 | 3 | 244 | 76 | 4 | 128 | 1 | 5 | 239 | 240 |
| 2025年2月 | 207 | 20.9 | 5 | 223 | 90 | 14 | 197 | 69 | 83 | 140 | 209 |
| 2025年3月 | 223 | 26.4 | 6 | 243 | 107 | 16 | 358 | 161 | 177 | 66 | 227 |
| 2025年4月 | 229 | 28.2 | 4 | 253 | 100 | -7 | 388 | 30 | 23 | 230 | 260 |
| 2025年5月 | 250 | 39.8 | 6 | 285 | 95 | -5 | 375 | -13 | -17 | 302 | 289 |
| 2025年6月 | 241 | 37.6 | 3 | 276 | 87 | -9 | 365 | -11 | -20 | 295 | 284 |
| 2025年7月 | 251 | 38.1 | 6 | 283 | 82 | -4 | 370 | 5 | 1 | 282 | 288 |
| 2025年8月 | 253 | 26.9 | 8 | 272 | 81 | -1 | 356 | -14 | -15 | 287 | 273 |
| 2025年9月 | 276 | 34.2 | 8 | 302 | 77 | -4 | 310 | -46 | -50 | 352 | 306 |
| 2025年10月 | 259 | 39.1 | 5 | 293 | 81 | 4 | 262 | -48 | -44 | 337 | 289 |
| 2025年11月 | 204 | 40.0 | 6 | 238 | 69 | -12 | 220 | -42 | -54 | 292 | 250 |
| 2025年12月 | 210 | 28.0 | 6 | 232 | 72 | 3 | 220 | 0 | 3 | 229 | 229 |
| 2025年E | 2830 | 379 | 67 | 3143 | | 0 | | 92 | 92 | 3050 | 3142 |

齐
盛

齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青核心逻辑总结

- **原油**：原油目前宏观氛围中性，基本面中期供需维持中性偏弱，价值存在支撑，价格仍有承压。留意围绕地缘局势的变量，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。从持仓来看，总持仓高位，净多持仓低位稳定，可见60上方资金博弈性依然延续，但并未形成趋势性行情。
- **沥青**：沥青供应总水平处于季节性低位水平，环比来看转产沥青带来的边际增量不构成压力。需求处于淡季底部，炼厂出货量及改性开工率的回落尚未到底，需求依然是负反馈现实。厂库社会库存水平均不高，厂库仍处于多年低位水平，社会库的去库略有超预期，虽然同比去年仍偏高，但并未明显偏离多年季节性水平，因此总体来看库存水平相对健康。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青核心观点

沥青后市观点

| 策略类型 | 观点及操作建议 |
|------|--|
| 单边 | 建议观望。 |
| 套利 | 继续关注03以后合约裂解走强的操作机会，另外不排除月差有适度走强的机会，基差大概率是小幅走弱后再度走强。 |
| 产业 | 冬储行情中性看待，建议考虑使用原油套保，现在自身基差套保也可能给出较好的机会，可以适当把握。 |



齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫燃料油期纸货单边走势

新加坡高低硫纸货与布伦特



高低硫期货与SC



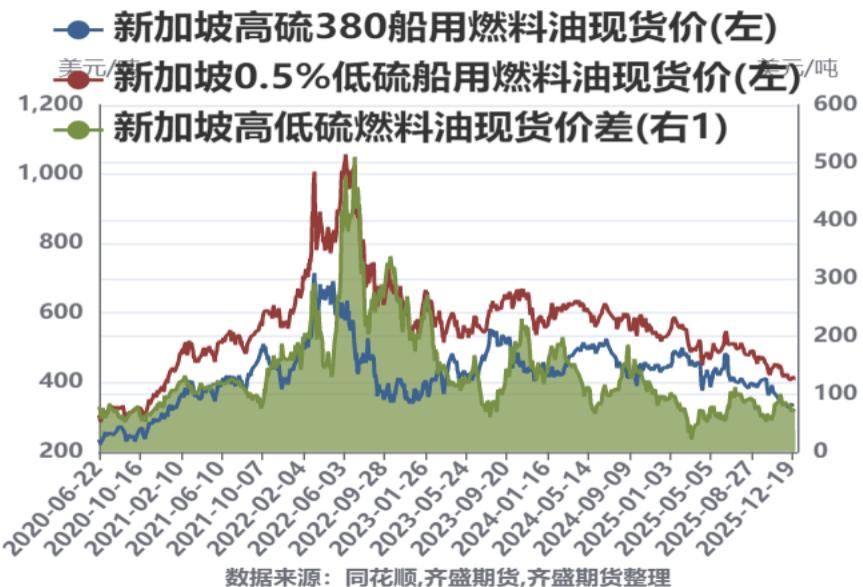
- 从单边走势来看，本月高低硫整体跟随原油震荡偏弱运行为主，低硫裂解、高硫裂解也是震荡反馈，没有明显趋势，期间驱动除了原油兑现较大影响外，高硫方面还受到地缘扰动，但其基本面现实矛盾相对不大，低硫供给充足，需求中性，以中性稳定反馈为主。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫燃料油现货走势

新加坡高低硫现货价格



新加坡高低硫现货贴水



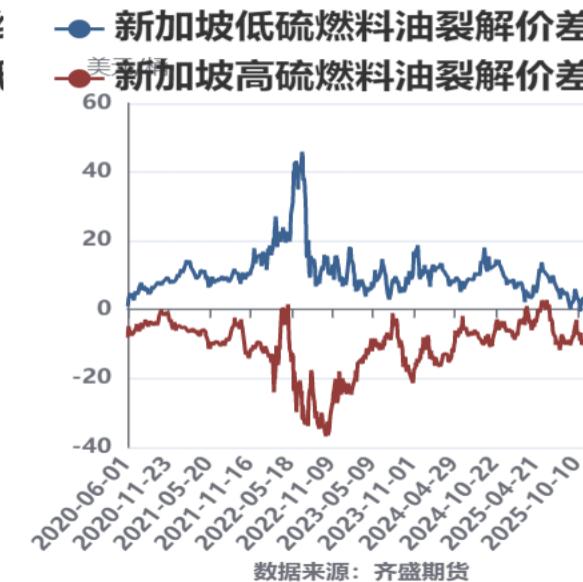
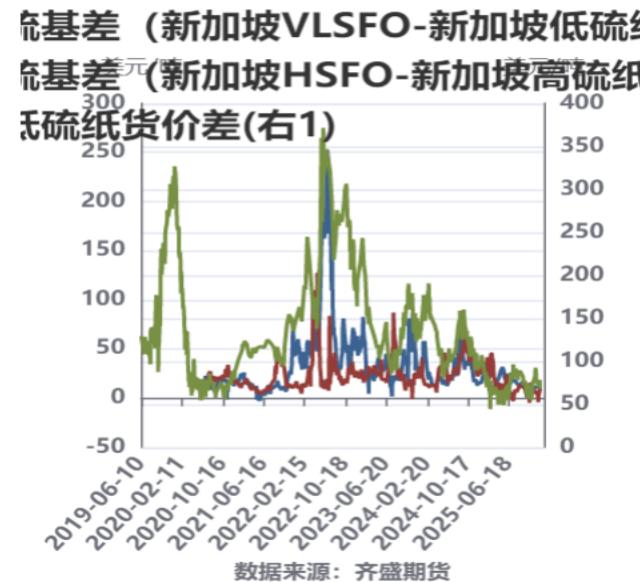
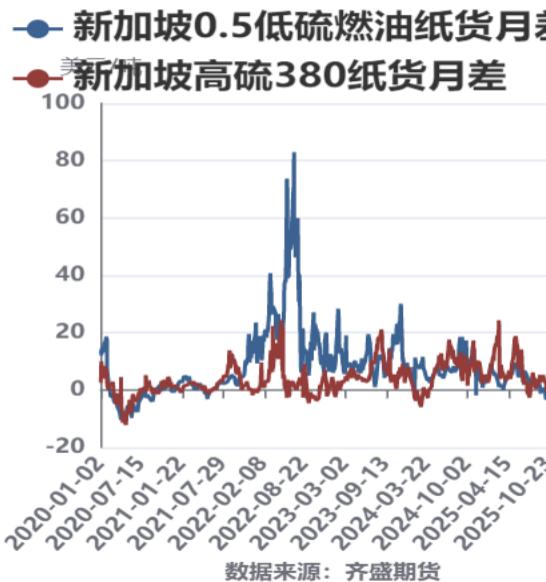
- 月内新加坡高低硫现货也是震荡偏弱走势，主要驱动跟期纸货类似，是因为原油震荡偏弱影响。
- 从现货升贴水来看，低硫表现依然偏弱，高硫弱势局面略有改善。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫燃料油走势回顾-月差、基差、裂解差走势

新加坡高低硫纸货月差走 势回顾-新加坡高低硫基差对比 新加坡高低硫裂解差

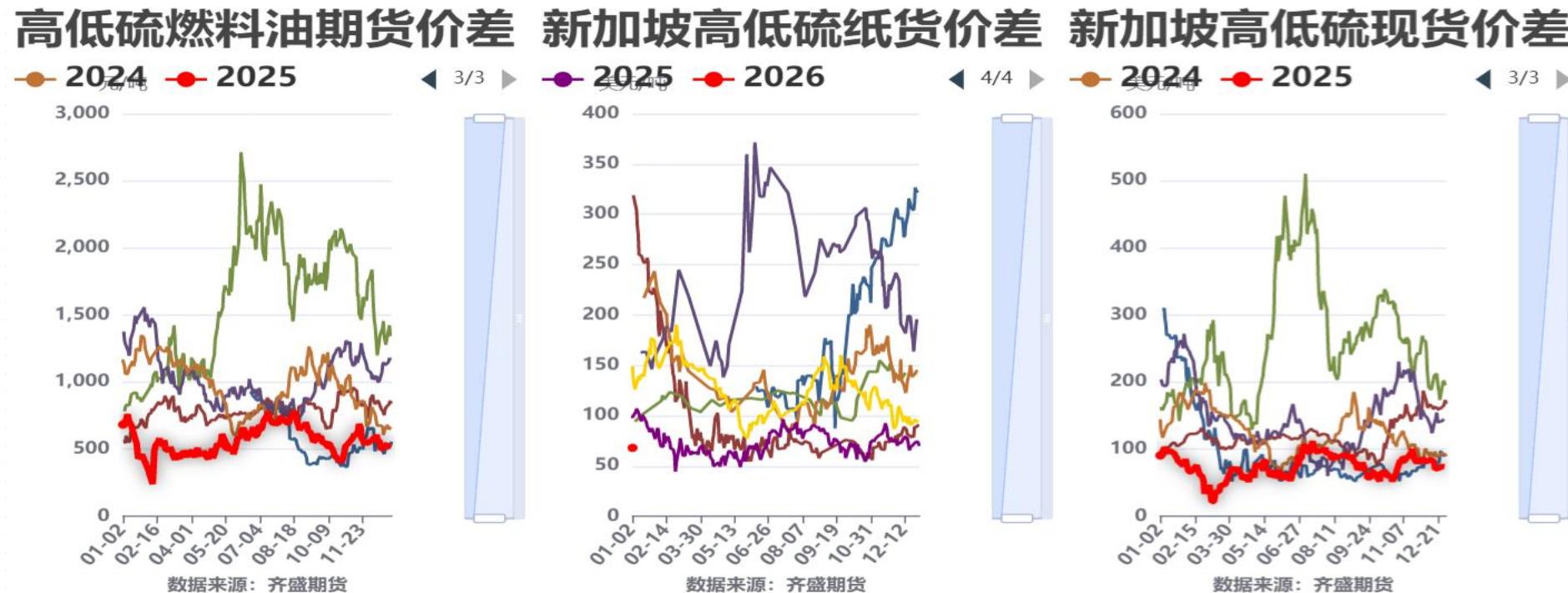


- 有图可见，类似现货及升贴水的表现，高硫月差出现走弱，低硫月差震荡偏弱。基差层面，则因为高
低硫现货市场实际情况均存在供应充足的情况，所以两者基差在新加坡市场表现分期不大，维持了弱
势震荡反馈



齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫燃料油低高硫价差走势



- 月内低高硫价差触底承压回落，主要是高硫估值压力环境改善，低硫还面临后期的供应进一步增加的压力，后续两者价差看震荡弱势运行为主。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**原油目前宏观氛围中性，基本面中期供需维持中性偏弱，价值存在支撑，价格仍有承压。留意围绕地缘局势的变量，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。从持仓来看，总持仓高位，净多持仓低位稳定，可见60上方资金博弈性依然延续，但并未形成趋势性行情。

➤ 基本面主逻辑：

高硫方面，供应依然不缺，且超多的敏感油对高硫逻辑也有冲击，不过因为轻中质馏分裂解差持续走弱，叠加最近地缘扰动重质油供给逻辑，前期跌至低位的高硫裂解略有小涨，涨幅不大且缺少趋势性。

低硫方面，再连续两个月存在供给收缩的情况下，整个亚太市场依然面临供应充足的压力，这主要是因为需求缺少支撑，存量资源无法有效向下疏导的原因，再者柴油的连续走弱对低硫冲击性依然延续，截止目前低硫结构依然偏弱运行，近期跟随原油的反弹表现也较为谨慎。还要注意下个月供给增量回归的影响。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出的结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。交易者据此做出的任何交易决策与本公司和作者无关，本公司不承担交易者对此作出交易决策而产生的任何风险，亦不对交易者作出此类交易决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成声誉、经济损失保留追诉权利。



◀ 扫码关注齐盛期货 ▶



齐盛期货
QISHENG FUTURES