

沥青：冬储初现端倪  
高低硫：供需不强

2025年11月30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

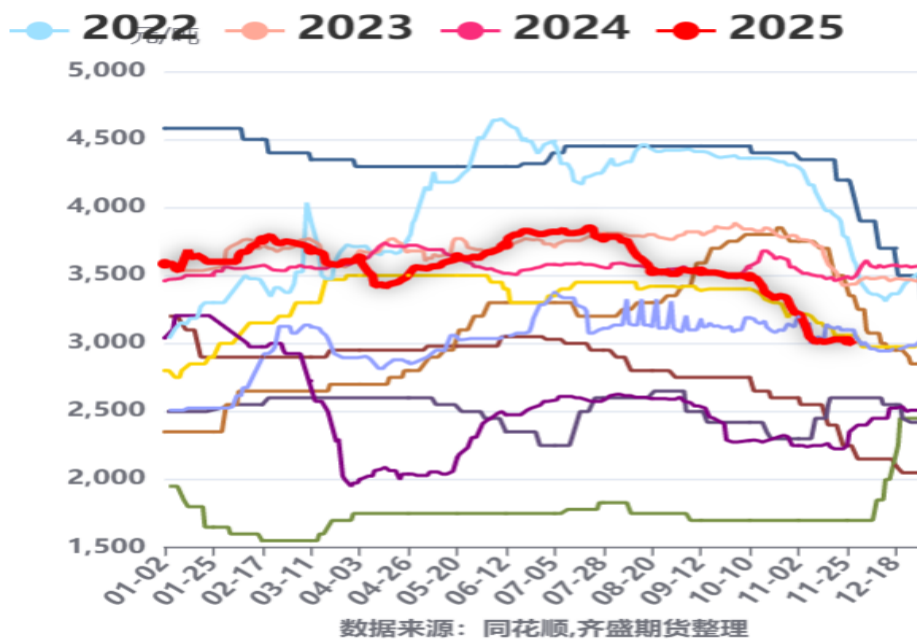
- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

## 沥青单边趋势

### 沥青与布伦特



### 重交沥青山东现货价格

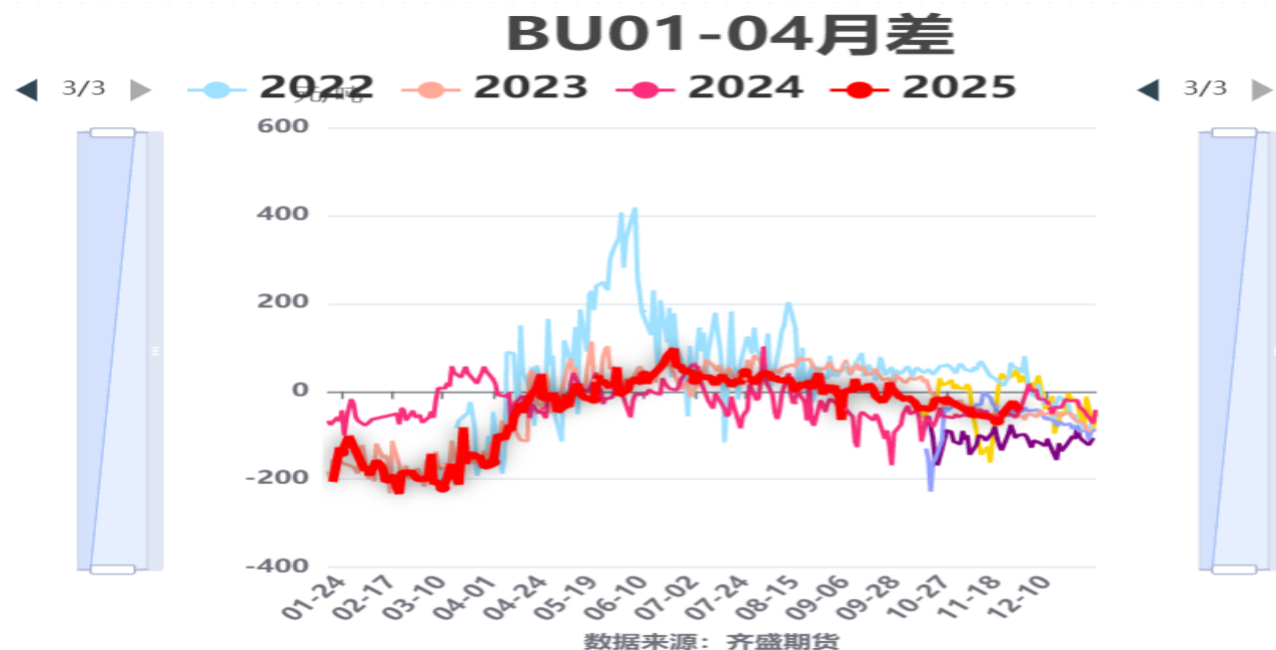
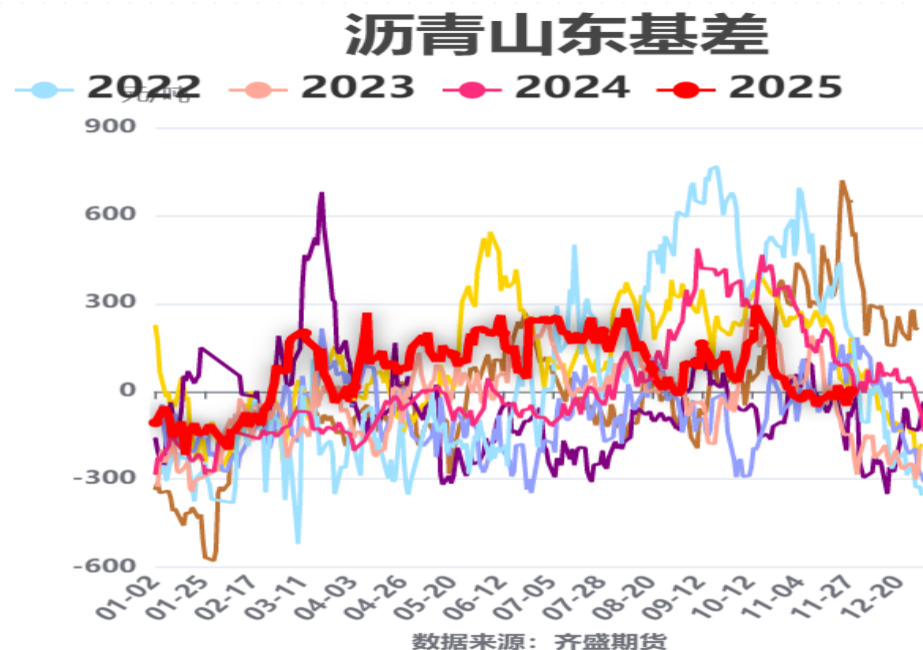


**期货方面：**11月沥青整体呈现回落行情，期货收盘较上月底价格走弱241点左右。从期货驱动来看，基本面维持偏弱反馈，原油成本逻辑较为动荡但整体维持偏弱。后续基于原油长线趋势看震荡偏弱，但基本面淡季底部有望触底却缺少驱动，主力单边震荡偏弱行情看待。

**现货方面：**整体节奏上与期货类似，月内走弱240元/吨。主要是因为期间基本面稳定驱弱转向淡季，市场价格在持续看跌中连续回落。后续冬储底有望显现，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。



## 沥青月差、基差



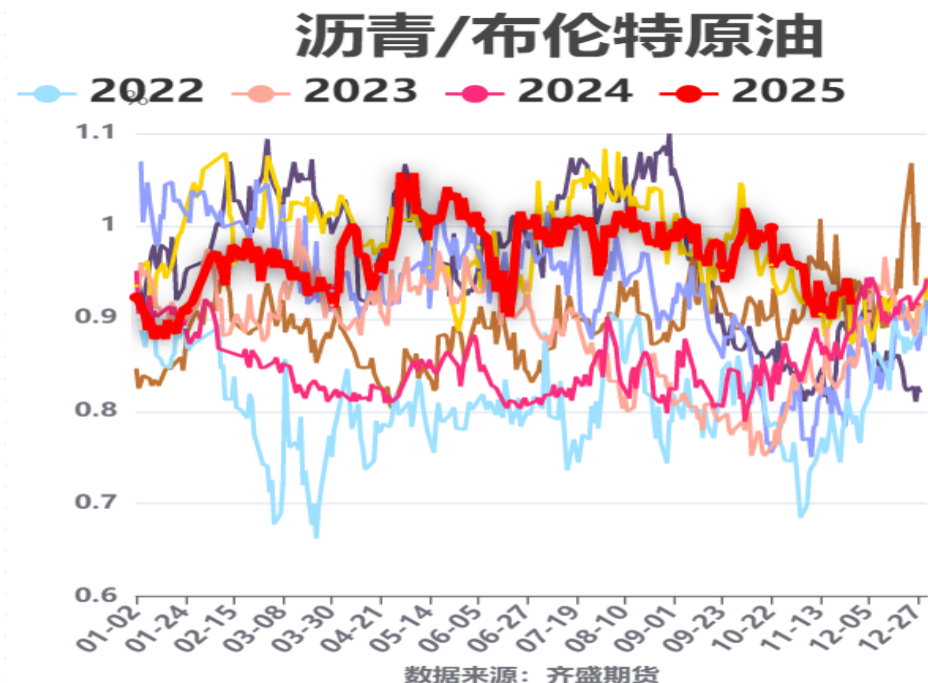
**月差方面：**01-04月差周期内震荡偏弱运行，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续月差继续走弱预期更大，01弱势交易淡季逻辑，04上有望在冬储落地后触及估值支撑逻辑，按照今年基本面情况，预计价差下边际参考在-100水平附近或以下。

**基差方面：**月内基差持续在0值附近弱势震荡运行，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，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



◀ 3/3 ▶



## 沥青-SC裂解差

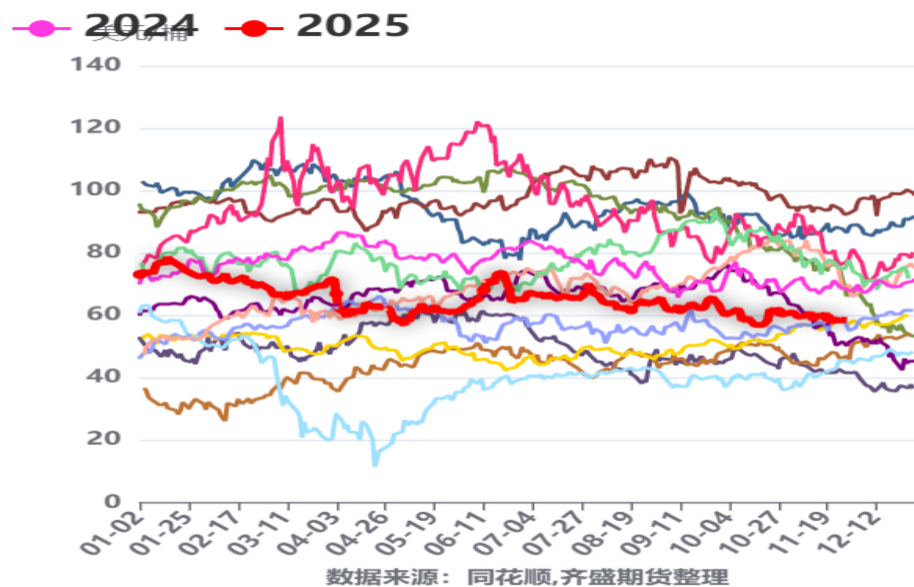


**沥青/布伦特比值：**周期内沥青估值震荡偏弱运行，沥青布伦特的比值最低触及0.9水平，同期水平并不低，但也相对合理，因为基本面库存底色相对健康，且原油也并没有大幅走弱。后续来看中短期原油氛围偏弱DNA缺少趋势，基本面有支撑少驱动，沥青相对估值或在冬储落地后从自身夯实支撑，按照季节性来看，如果1月中旬前原油没有大涨预期，那大概率会在1月中下旬到二月上旬之间出现适度走强，上边际参考值在0.98到1的水平。期间如果原油走强，其估值可能阶段被动承压，如果原油走弱则可能会拉高其估值上边际。。

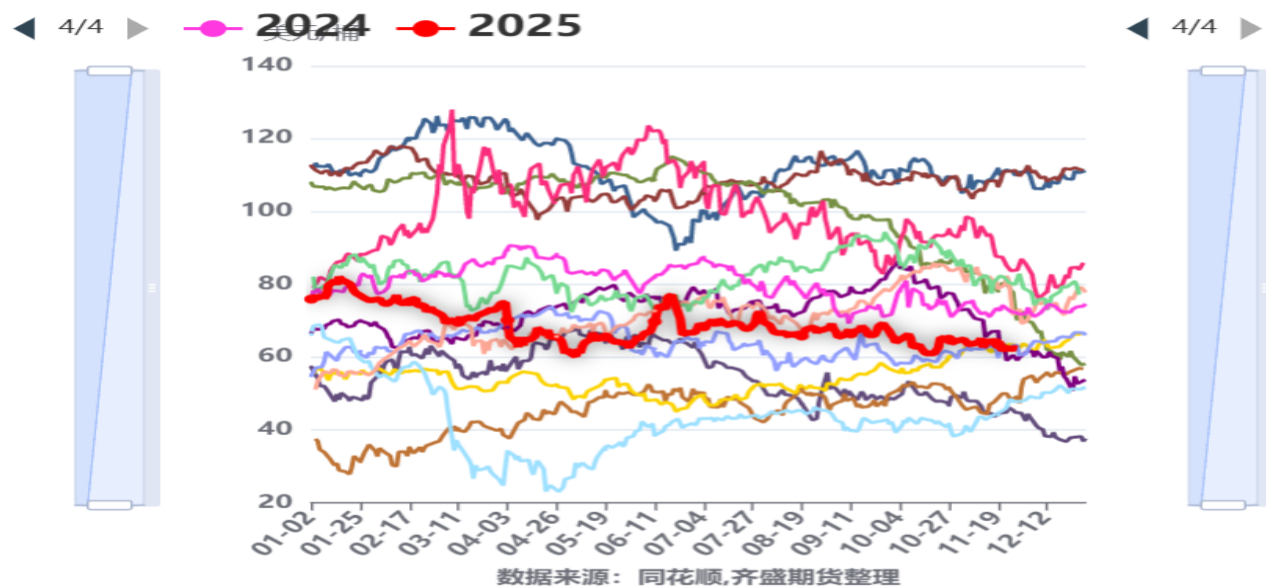
**沥青-SC价差：**看较于SC的估值价差溢价，周期内沥青主动走弱幅度更大，两者价差负值水平加深，后期沥青支撑性提高，SC逻辑上还是偏弱震荡（运费震荡/人民币汇率略有走强/增产兑现利空/国内需求中性）。

## 沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）

### WTI原油期货活跃



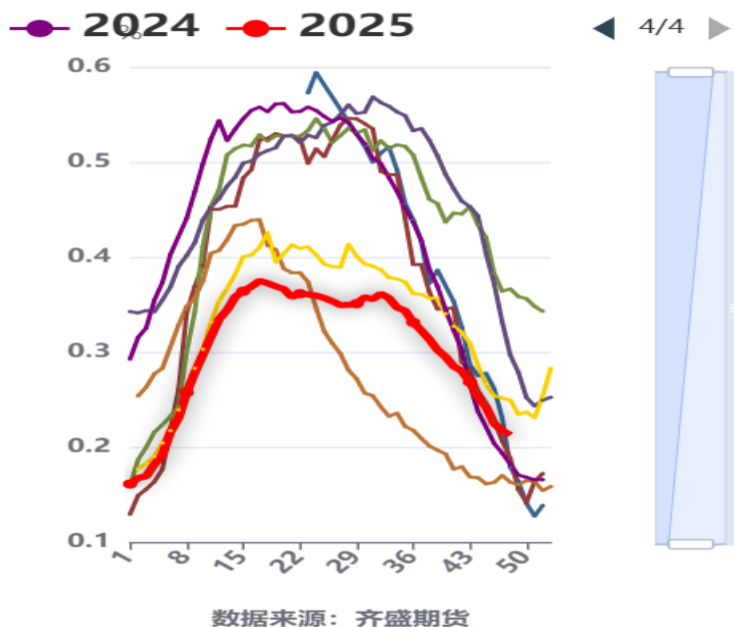
### 布伦特原油期货活跃



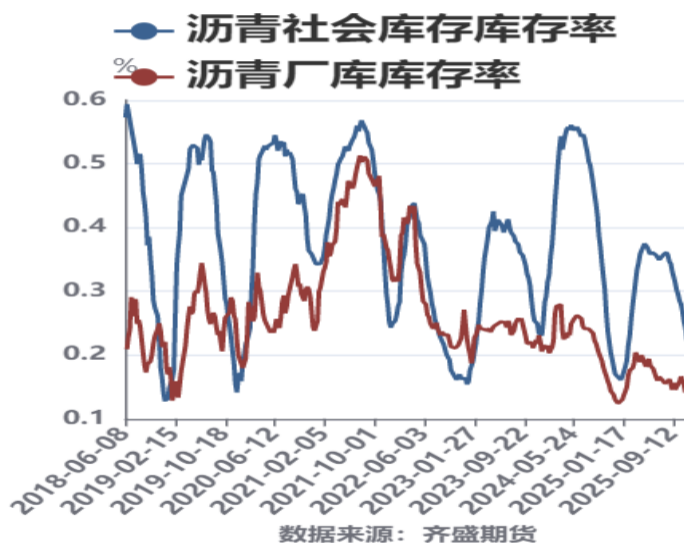
►原油：原油目前宏观氛围较前期有改善，基本面中期供需维持中性偏弱，价值存在支撑，价格仍有承压。留意围绕俄乌地缘局势的变量，阶段缓和的风险并不稳定，当前欧、美、俄乌当局的核心矛盾依然突出，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。从持仓来看，总持仓高位，净多持仓低位稳定，可见60上方资金博弈性依然延续，但并未形成趋势性行情。

# 库存

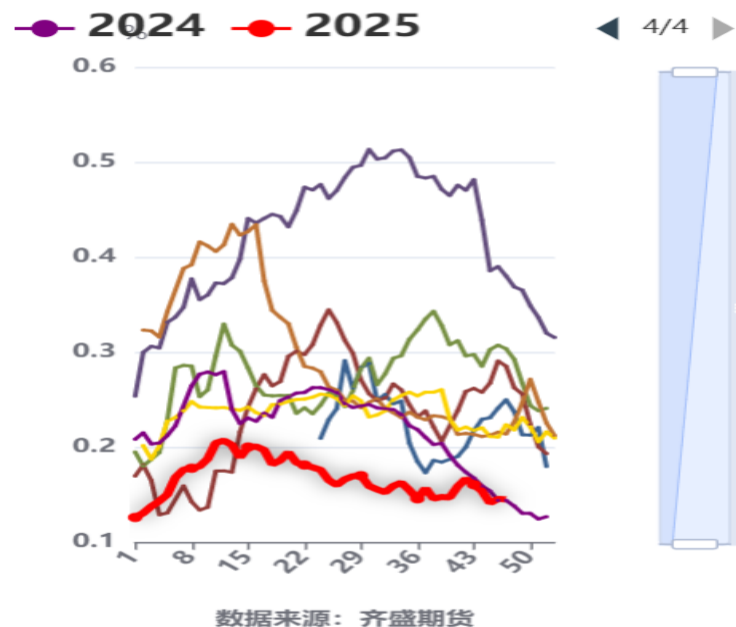
## 沥青社会库存库存率



## 沥青厂家及社会库存库存率



## 沥青厂库库存率

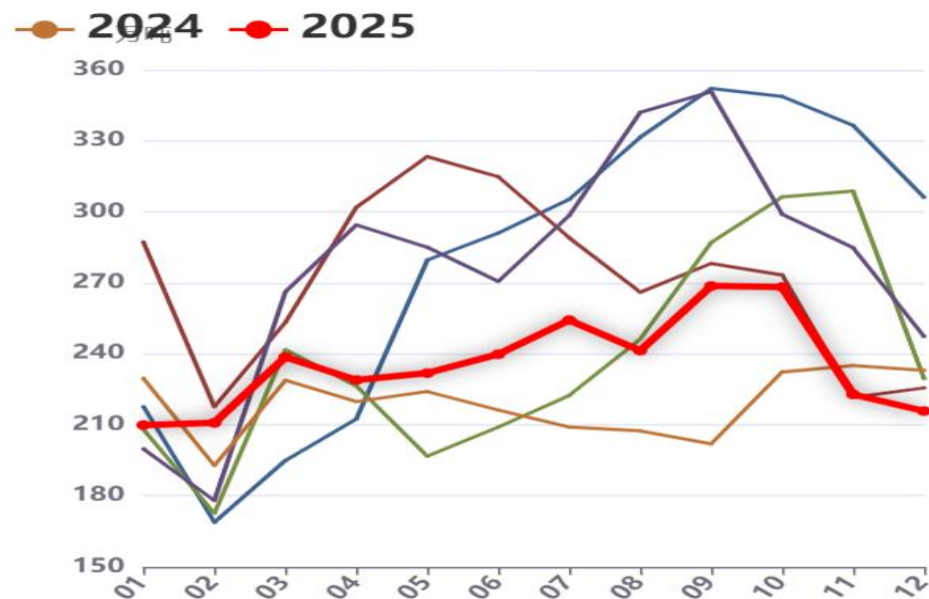


- 社会库存去库收尾中，去库量总体符合预期，价格维稳基础下，对价格反馈为中性。
- 厂库库存仍在低位，对价格反馈同样中性，从12月预期来看，缺少需求的情况下，供给环比存在适度增量。库存或有一定增加，但按照库存率基础暂时不太会对价格造成冲击。
- 总体来看，当前库存对价格维持中性反馈。



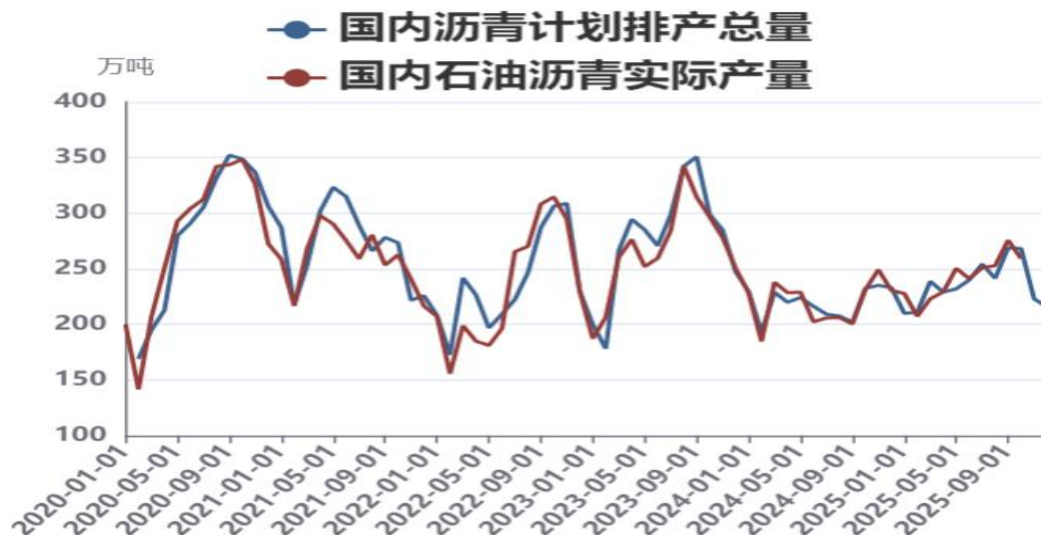
# 沥青排产

## 国内沥青计划排产量



数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

## 国内沥青计划排产与实际产量



数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

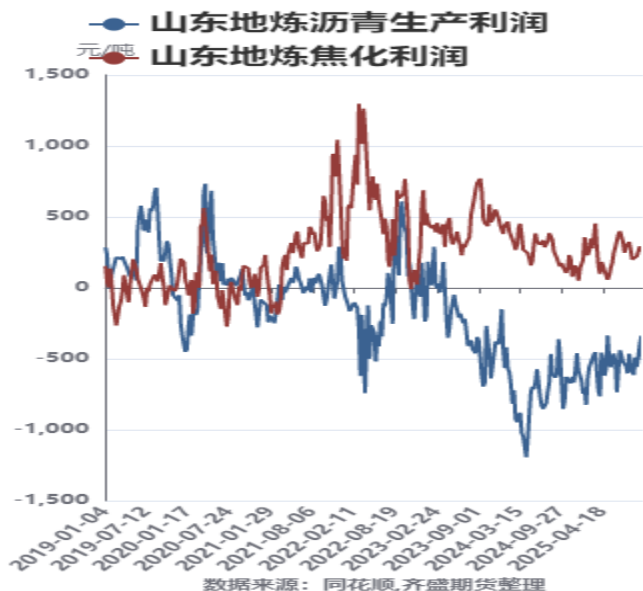
➤2025年12月份国内沥青总排产量为215.8万吨，环比下降7.0万吨，降幅3.1%，同比下降34.4万吨，降幅13.8%。（排产与实际产量存在误差）。

➤排产同比回落，符合季节性，总体来说算是中性影响，对价格冲击不大。

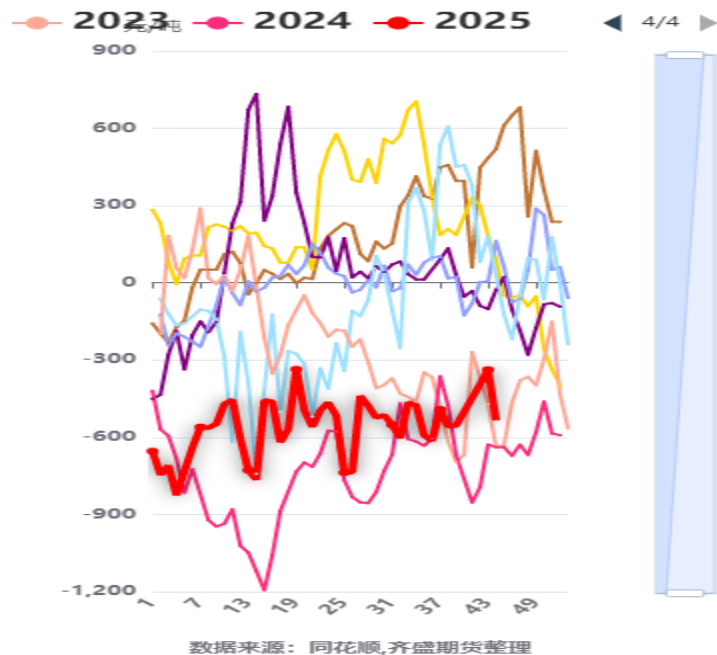


# 利润

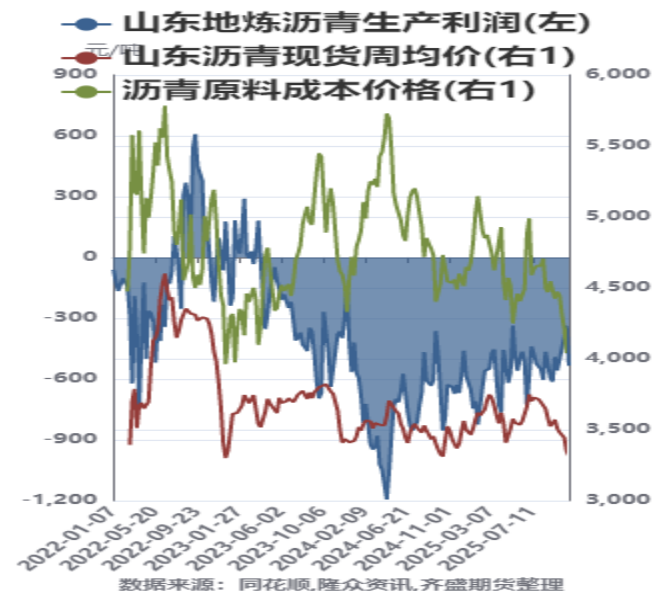
## 沥青生产利润及焦化利润对比



## 山东地炼沥青生产利润



## 沥青周度利润

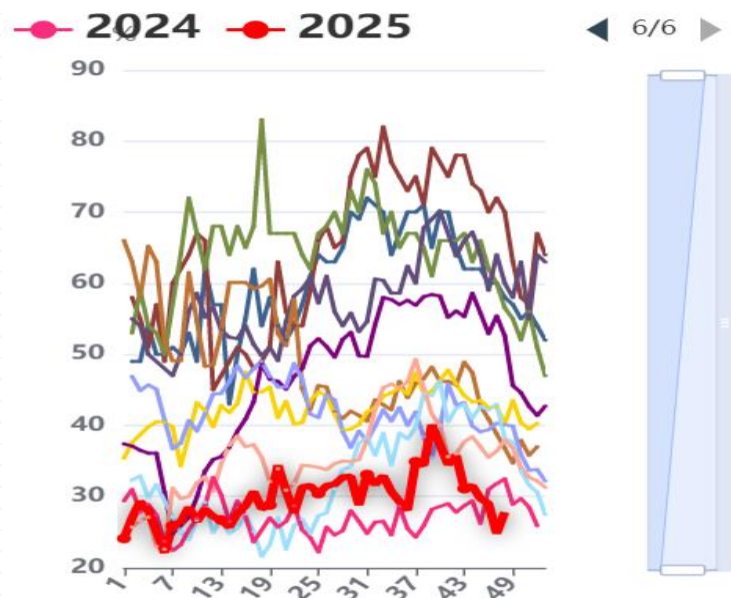


➤ 焦化利润不看更强，主营综合利润回落，需求见顶，后续继续机动转产沥青，因此沥青理论利润同样维稳为主，较前期有所收敛，对于市场上存量的主营和配额性地方炼厂，总体算是中性反馈，综合来看暂时不会推动产量大幅波动，但环比会出现一定供给边际增量的影响。



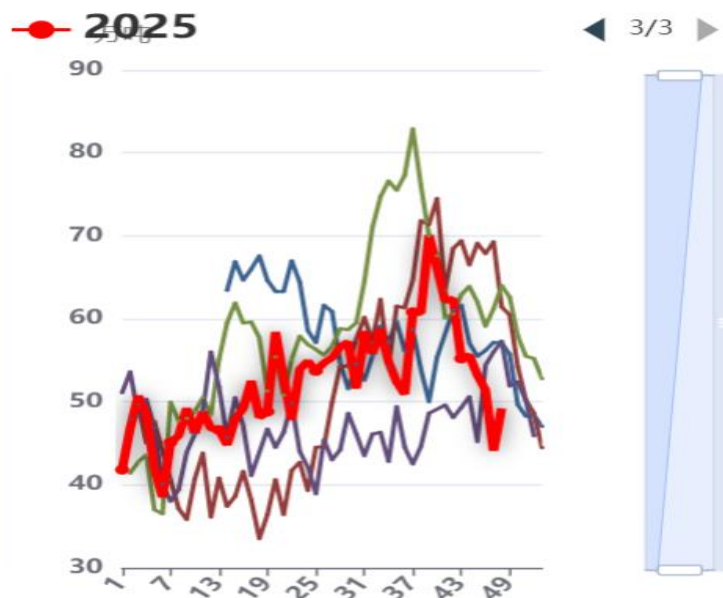
## 沥青开工产量

### 沥青炼厂开工率



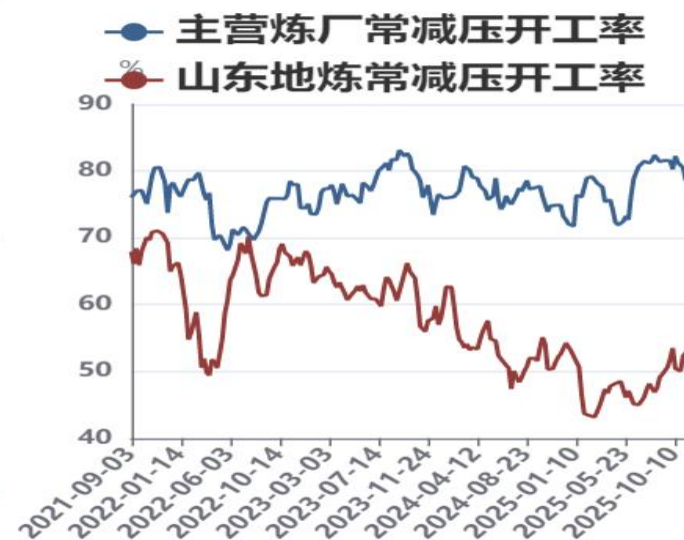
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

### 沥青周度产量



数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

### 炼厂常减压开工率



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

► 沥青开工和产量触底，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。



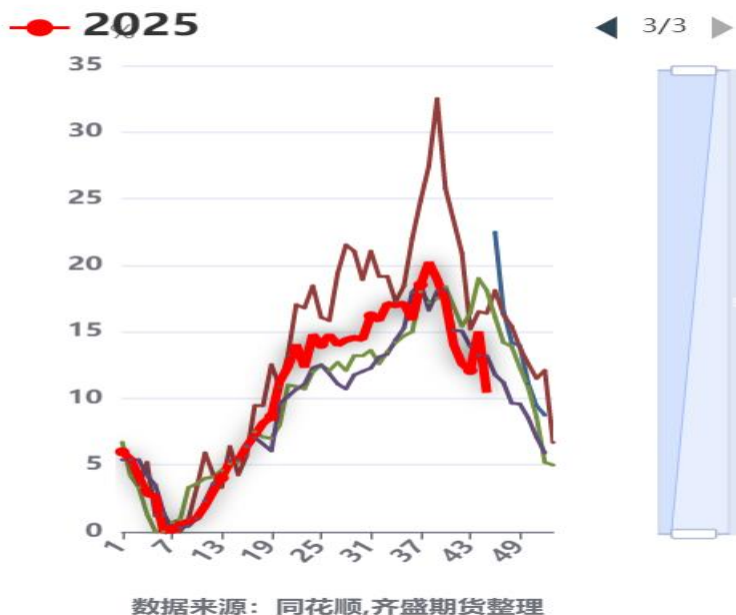
齐盛期货  
QISHENG FUTURES

## 沥青需求反馈-改性加工率

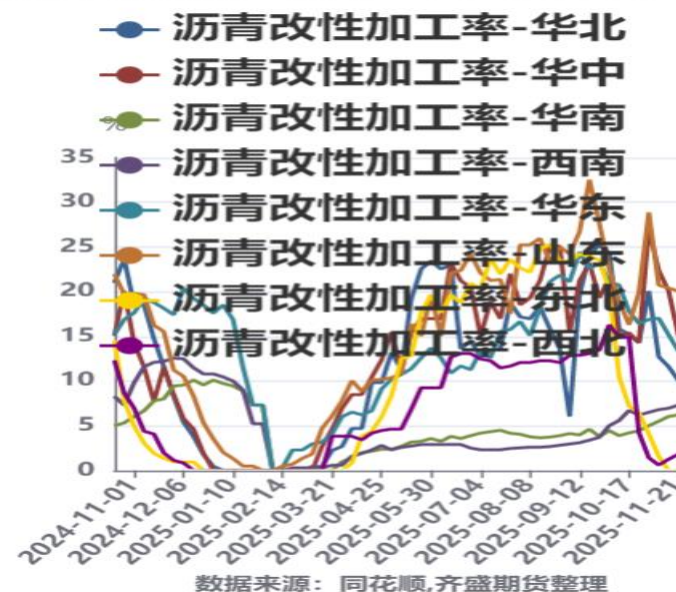
### 沥青改性加工率



### 沥青改性加工率



### 沥青改性加工率分地区

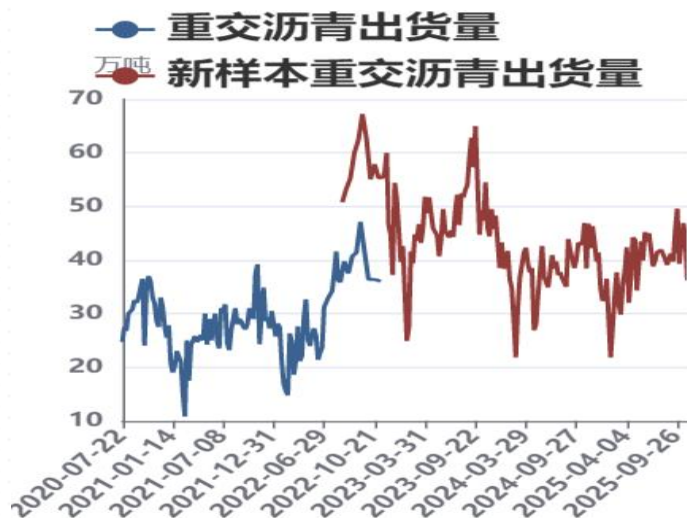


►从改性开工来反馈和推断终端需求，今年的沥青刚需基本与去年持平，未见明显增量。改性开工在周期内快速大幅回落，如预期未见桥位行情，后续也继续想着归零的方向运行，一直到明年的2月份。

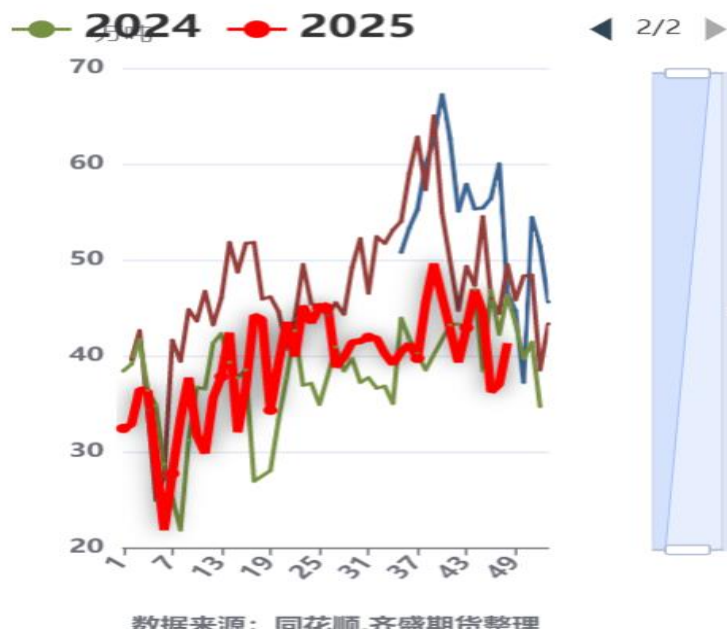


## 沥青需求-出货反馈

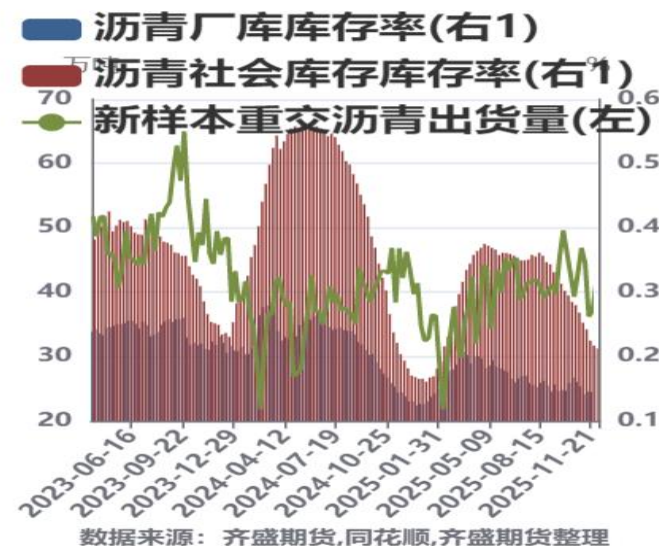
### 重交沥青出货量



### 新样本重交沥青出货量



### 厂家出货流向



- 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



## 沥青核心逻辑总结

- **原油：**原油目前依然缺少大方向大区间指引，中期逻辑上宏观还有支撑，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，地缘围绕俄乌委内局势产生变量，阶段缓和的风险并不稳定，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。
- **沥青：**沥青市场自身处于淡季现实，但资金并未过分交易该利空，总体算是等待冬储观望后市为主。炼厂供应现实不算高对价格略有支撑，炼厂出货量及改性开工率的回落尚未到底。厂库社会库存水平均不高，厂库仍处于多年低位水平，后期累库压力也相对可控，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。。

# 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	建议观望或择机偏空参与。
套利	继续关注交易近月基差月差走弱，关注03以后合约裂解走强的操作机会。
产业	等待冬储，冬储行情中性看待，建议考虑使用原油套保，适当参与近月期权卖虚值看涨，场外适度参与累购以补充冬储，也适当参与累沽锁定收益和增收。

# 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。



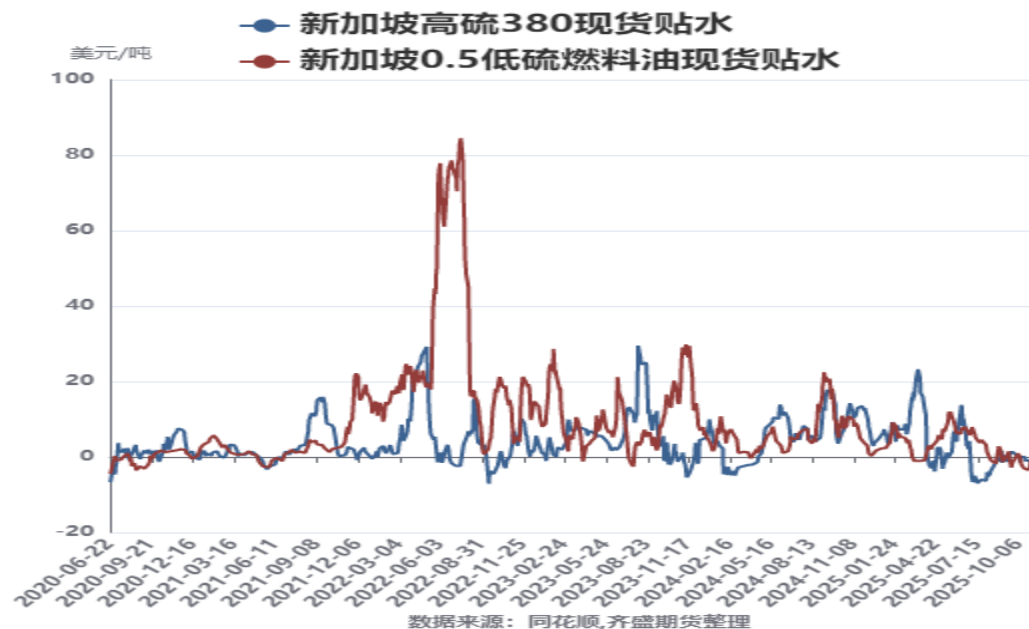


# 高低硫燃料油现货走势

## 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，但是基于低估值以及柴油的边际支撑，近期维持弱势但跌幅可控，而高硫相对弱势一些。



# 高低硫燃料油走势回顾-月差、基差、裂解差走势

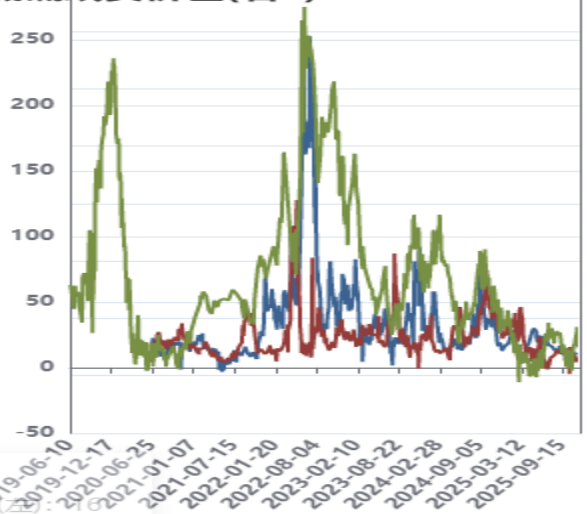
## 新加坡高低硫纸货月差走势



新加坡0.5低硫燃料油纸货月差 (左): 15.57  
新加坡高硫380纸货月差 (右): 15.57  
数据来源: 齐盛期货

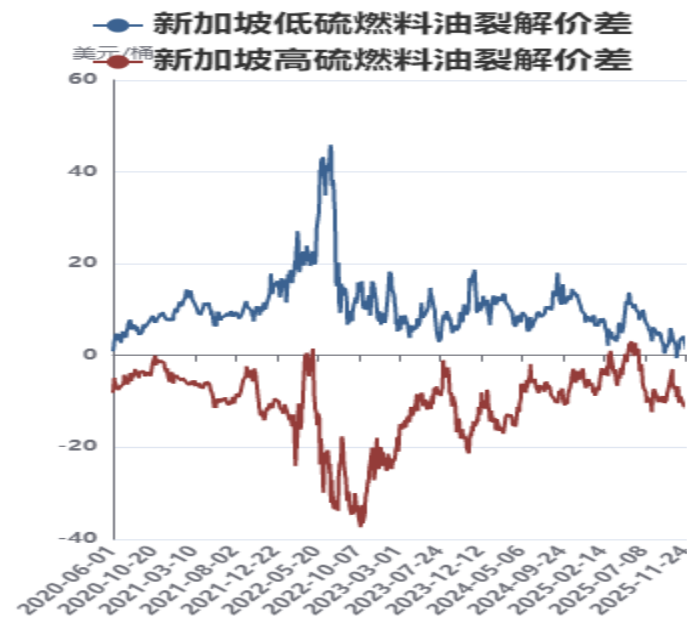
## 新加坡高低硫基差对比

低硫基差 (新加坡VLSFO-新加坡低硫纸货)  
高硫基差 (新加坡HSFO-新加坡高硫纸货)  
高低硫纸货价差 (右1)



数据来源: 齐盛期货

## 新加坡高低硫裂解差



数据来源: 齐盛期货

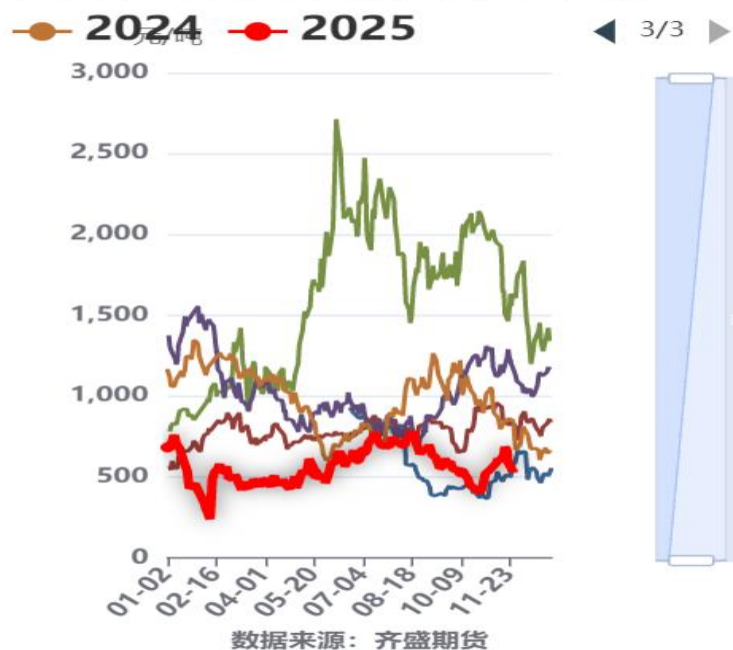
- 有图可见，类似现货及升贴水的表现，高硫月差出现走弱，低硫月差震荡偏弱。基差层面，则因为高低硫现货市场实际情况均存在供应充足的情况，所以两者基差在新加坡市场表现分期不大，维持了弱势震荡反馈



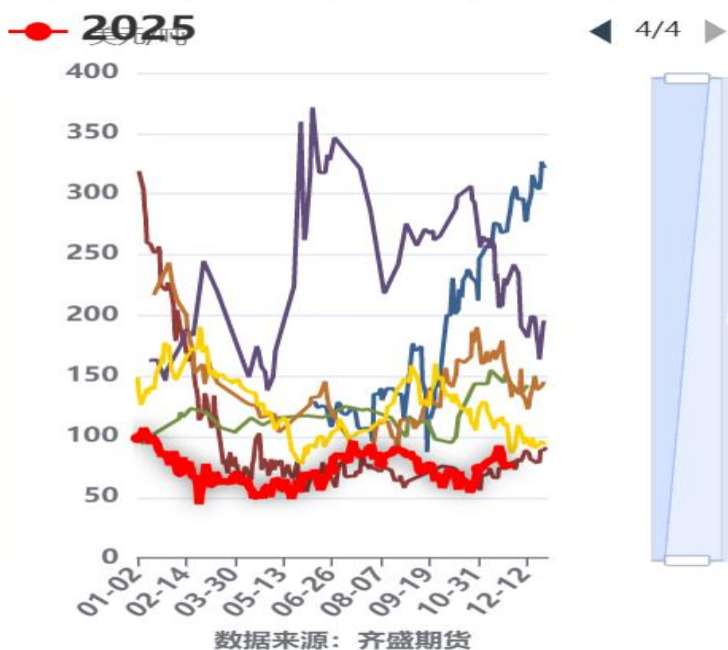
齐盛期货  
QISHENG FUTURES

## 高低硫燃料油低高硫价差走势

### 高低硫燃料油期货价差



### 新加坡高低硫纸货价差



### 新加坡高低硫现货价差



- 月内低高硫价差触底小幅承压回落，主要是高硫高估值压力环境，且基本面逻辑边际改善，低硫虽然缺少强逻辑，但是低估值显示了较强的支撑性，后续低高硫两者基本面虽然没有明显的强弱现实和预期，但相比之下还是高硫压力更大一些，后续两者价差看震荡运行为主。



## 高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**原油目前依然缺少大方向大区间指引，中期逻辑上宏观还有支撑，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，地缘围绕俄乌委内局势产生变量，阶段缓和的风险并不稳定，仍需关注后期地缘溢价再度影响市场情况。

➤ **基本面主逻辑：**

高硫方面，新加坡高硫航运加注推动高库存阶段去库，缓解供大于求的压力，再者高硫较于成本的估值跌至偏低位水平，对高硫价值形成了一定支撑。不过欧佩克的增产以及俄乌局势的发展目前对高硫依然存在一定牵制，总体而言高硫基本面逻辑仍不能认定为良好，只是在价格压力方面出现一定缓和。大概率阶段交易成本逻辑为主。

低硫整体供需一直不强，是资金持续不看好其价值溢价的原因，另外市场开始关注科威特炼厂月底时候重新提供供应增量的可能性，再者近期俄乌局势的缓和推进，稀释了柴油的强裂解支撑作用，相对于低硫的边际支撑性也有所弱化，只是当前低硫估值仍处于低位，不存在相对估值压力。





## 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的声誉、经济损失保留追诉权利。



◀ 扫码关注齐盛期货 ▶