

沥青：供需赛跑

高硫：有所承压

低硫：中性稳定

2025年6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

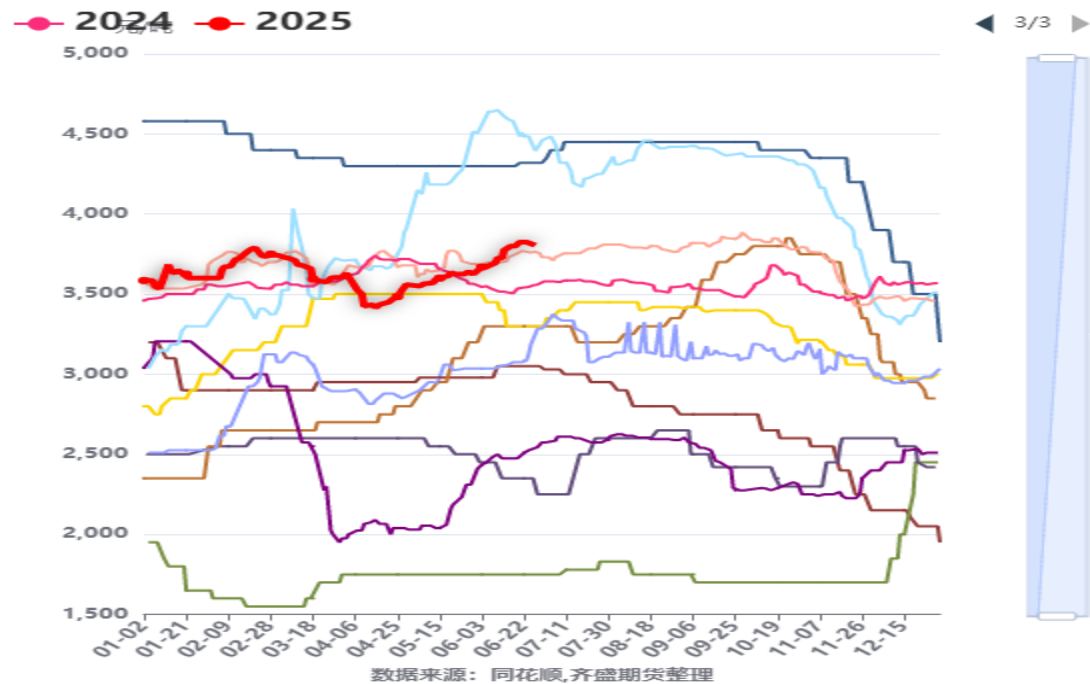
- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

沥青单边趋势

沥青与布伦特



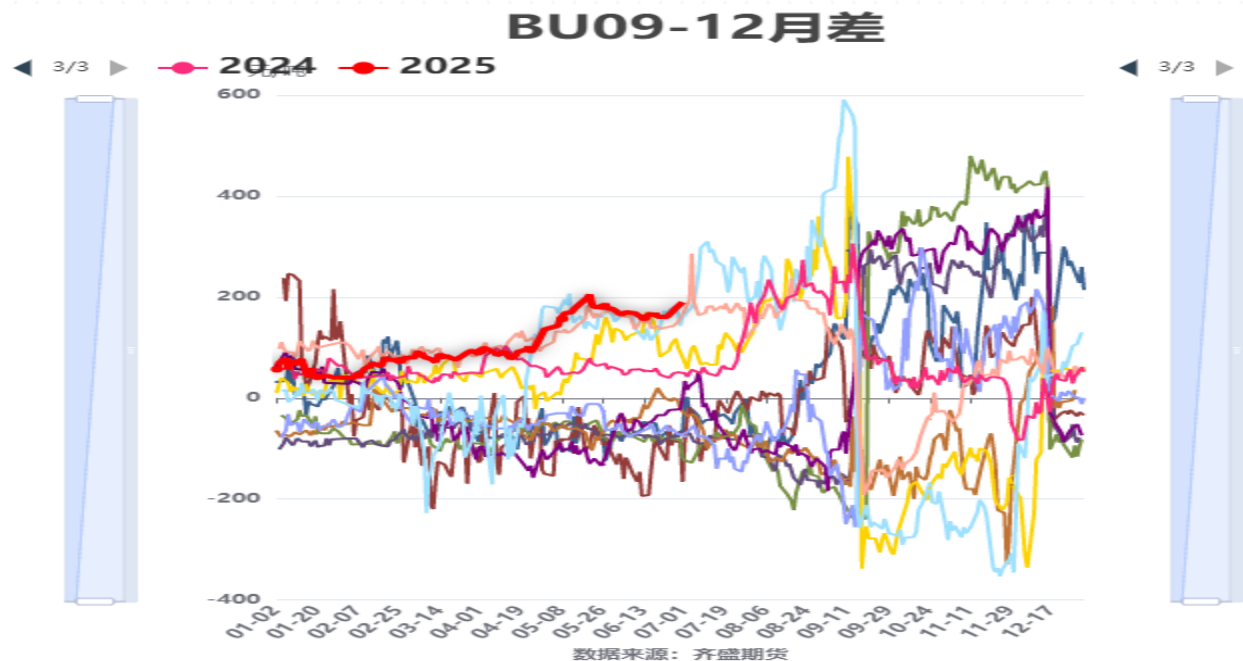
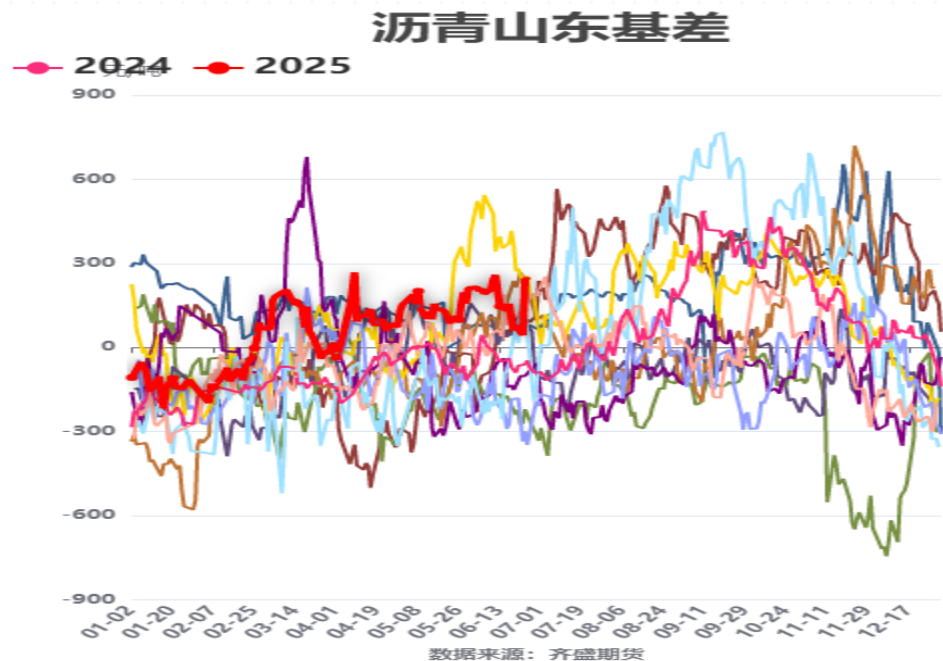
重交沥青山东现货价格



期货方面：6月沥青整体呈现涨后回跌行情，月底收盘较上月底价格仍保留150点左右的涨幅。从期货驱动来看，基本面维持强支撑弱驱动，主要交易原油成本逻辑为主，6月中旬为节点由强转弱，回吐大部分涨幅后转为震荡。后续基于原油长线趋势看震荡偏弱，以及基本面供需博弈前景，主力单边维持震荡行情看待。

现货方面：整体节奏上于期货同步涨跌，幅度上稳于期货。主要是因为期间供应低位稳定，但需求仍有牵制。后续基本面看供需同增前景，供给支撑逻辑有所转弱但不退场，需求逻辑或逐步走强，但量级依然承压，因此还是以中性氛围略偏强看待，不看能兑现超预期的向上溢价。

沥青月差、基差

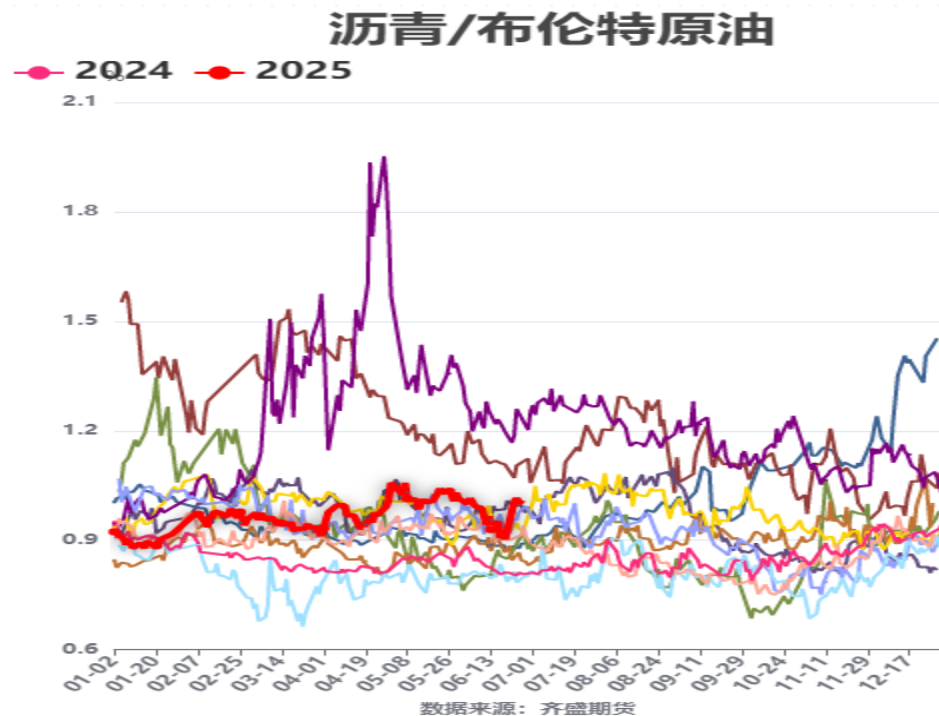


月差方面：09/12月差震荡走强，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续月差还是偏正套逻辑，09上供需同增，但预期旺季需求对应供给增量增速有限，逻辑还是偏强。而12上是供需双弱前期，供应上有消费税改革施压四季度供给，且12也不是交易需求的合约。

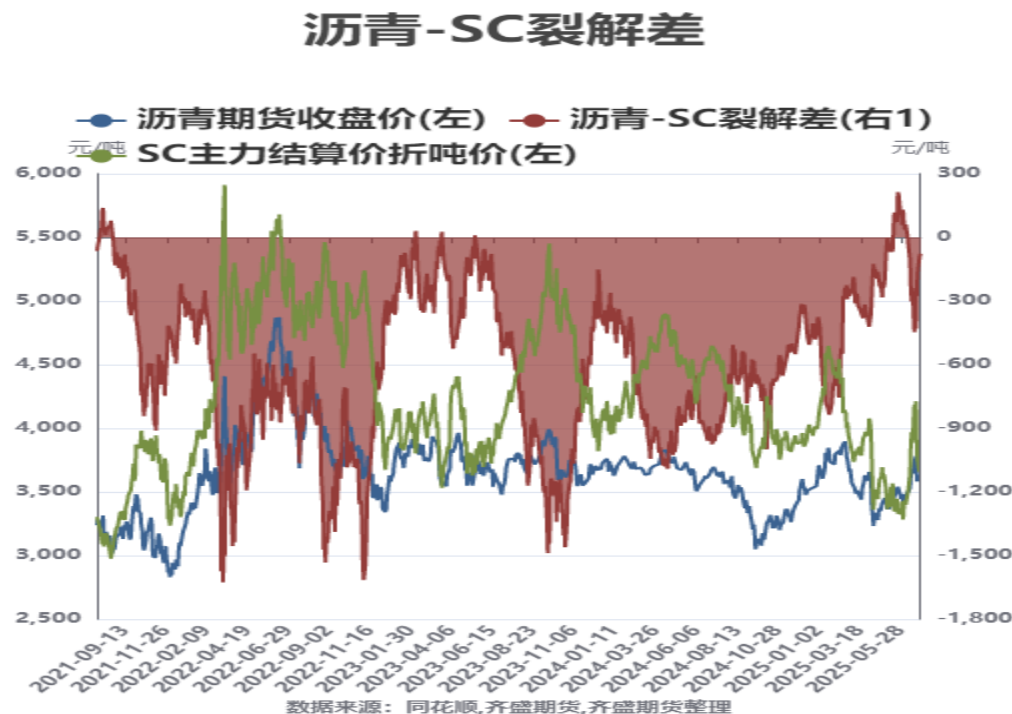
基差方面：月内基差自高位快速走弱又快速走强走了一个来回，主要是因为期货反应原油大涨大跌，而现货稳于期货的原因。后续来看基差高位结构略有压力，因为短线阶段需求兑现量级不足，供给到厂库压力略有增加，因此现货较于期货逻辑边际走弱，但趋势基差或以正值偏高位震荡为主，主要依赖于旺季支撑以及库存去库的基本面韧性背景。



沥青裂解估值



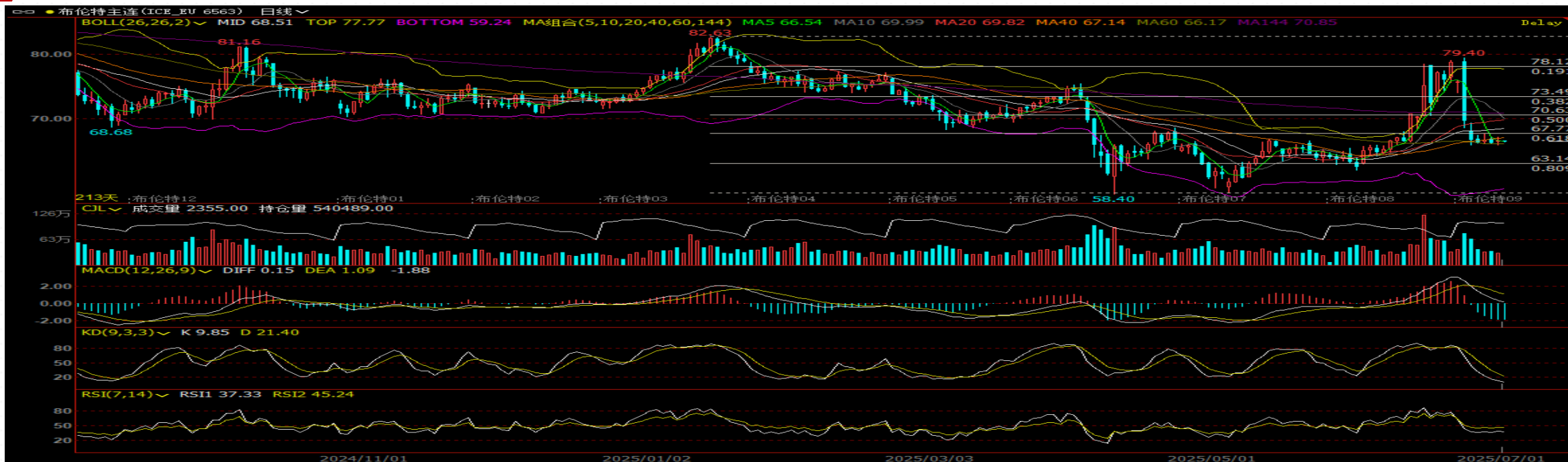
3/3



沥青/布伦特比值：周期内沥青跟基差一样跌后反弹走了一个来回，目前沥青布伦特1.0的比值处于合理水平。后续来看中短期缺少趋势，因原油和基本面均有博弈点，中长期来看还是偏高位看待，有概率重回五月份1.0以上的高估值。

沥青-SC价差：放在实操层面上看较于SC的估值价差溢价，在SC大幅走弱的情况下，两者基差依旧维持负值水平，当前沥青已经不算高估，后期沥青自身基本面中性略偏强，SC从逻辑上还是偏弱（运费震荡走弱/人民币稳中偏强/增产兑现利空/国内需求中性），后续来看SC逻辑仍弱于沥青，因此综合来看该价差大概率阶段高位震荡。

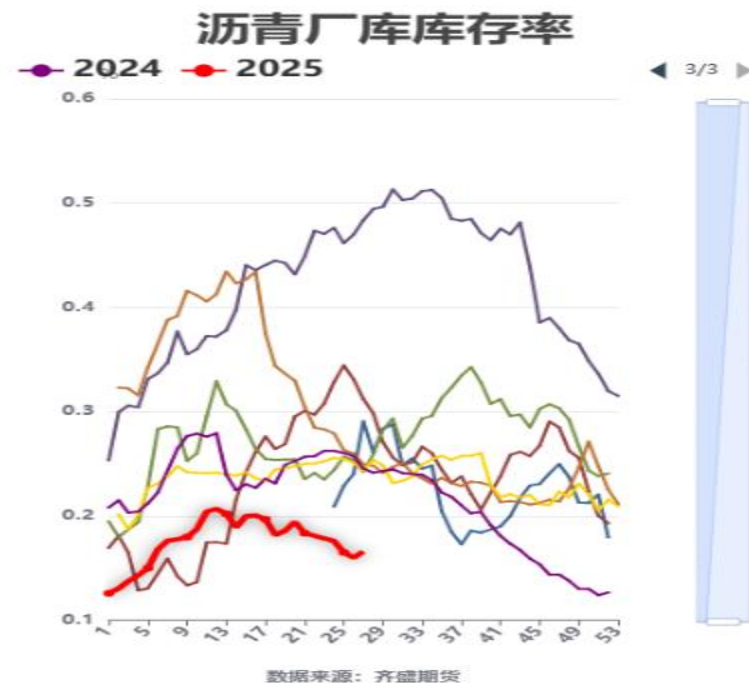
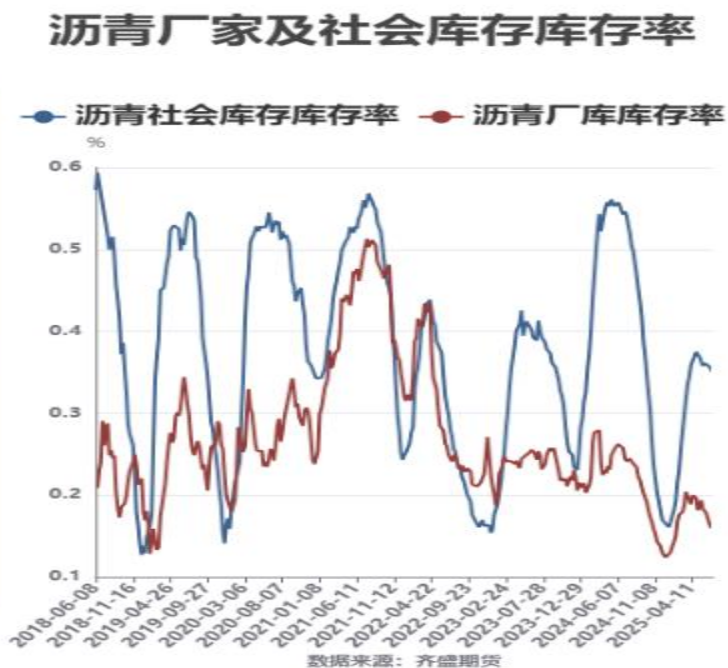
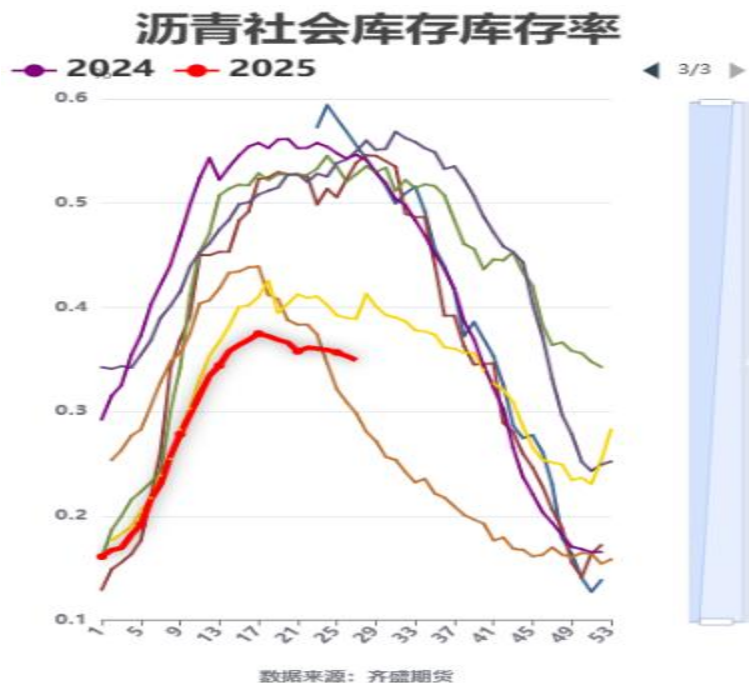
沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）



►原油：当前关税政策温和基调中仍有不确定性，地缘溢价从逻辑上情绪上均出现明显弱化，三季度降息预期也并不同意，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看原油逻辑还是中性偏弱看待，但缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主。

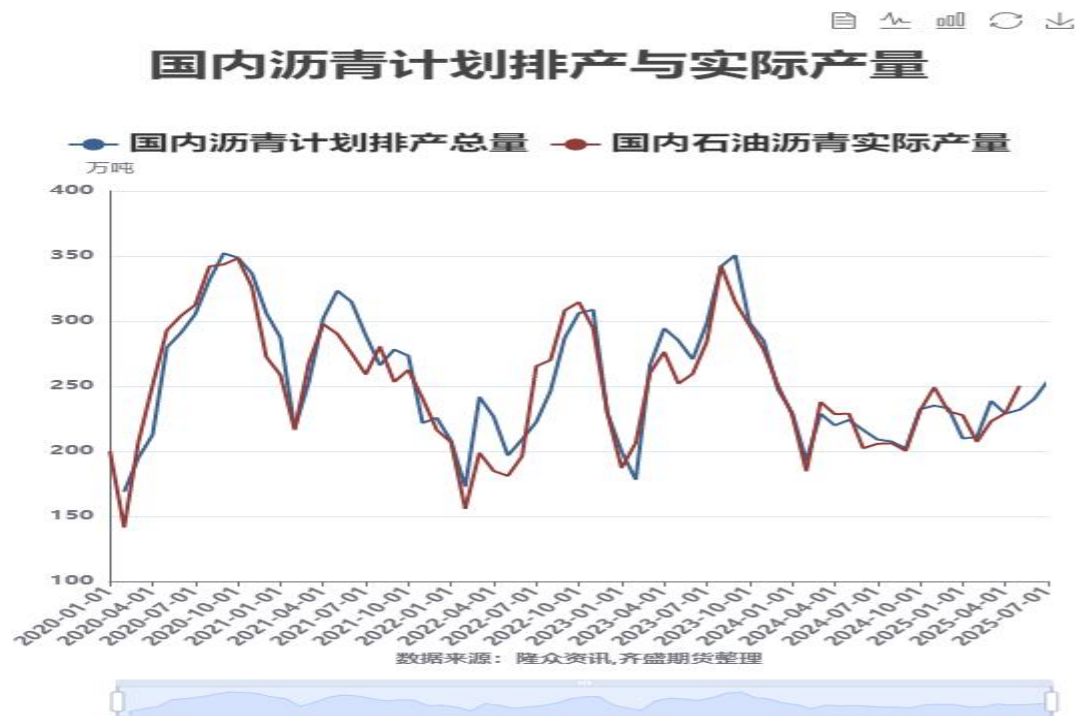
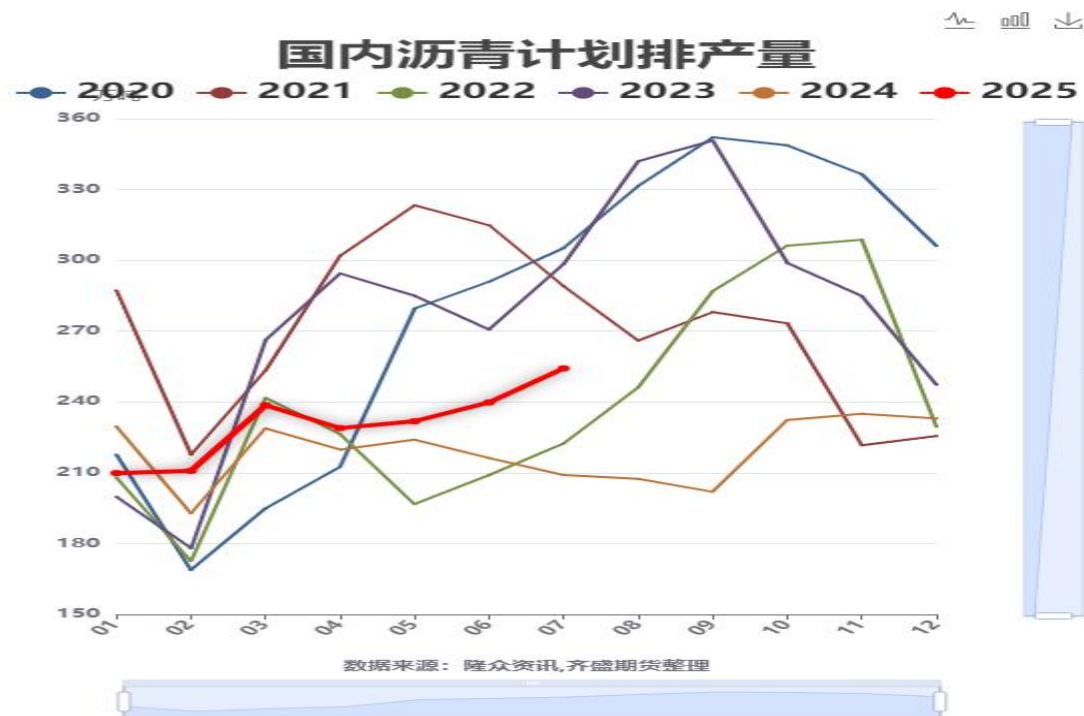


库存



- 社会库存维持去库，库存率水平不高，实际存量并不小，且基于三季度供应增量还不多，价格有维稳的基础，面对即将来临的旺季，社会库出货难度并不大，后期大概率维持缓慢去库为主，对价格反馈为中性。
- 厂库压力还是小，供给增量不多的情况下，长期视角下或继续托底估值下限，不过短时间内供给增量对标需求后滞，或对估值有些许牵制，但随着时间的后移，市场逻辑从供给和成本逐步看向需求，下游需求对估值的支撑有望回升。
- 总体来看，当前库存对价格维持正向支撑。

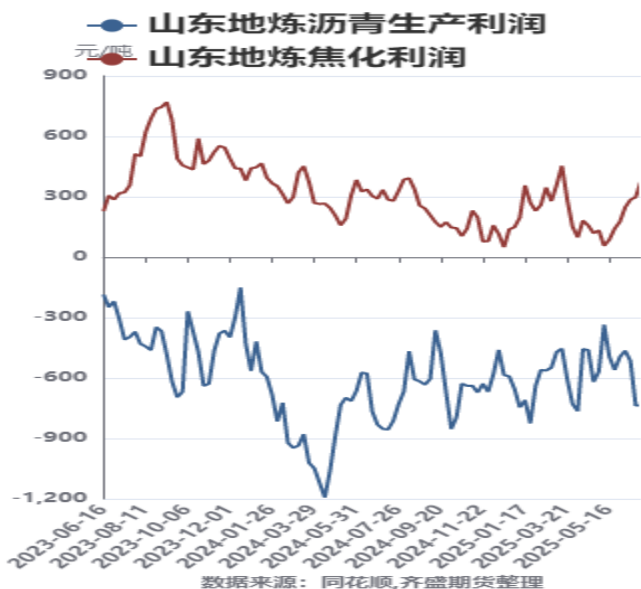
沥青排产



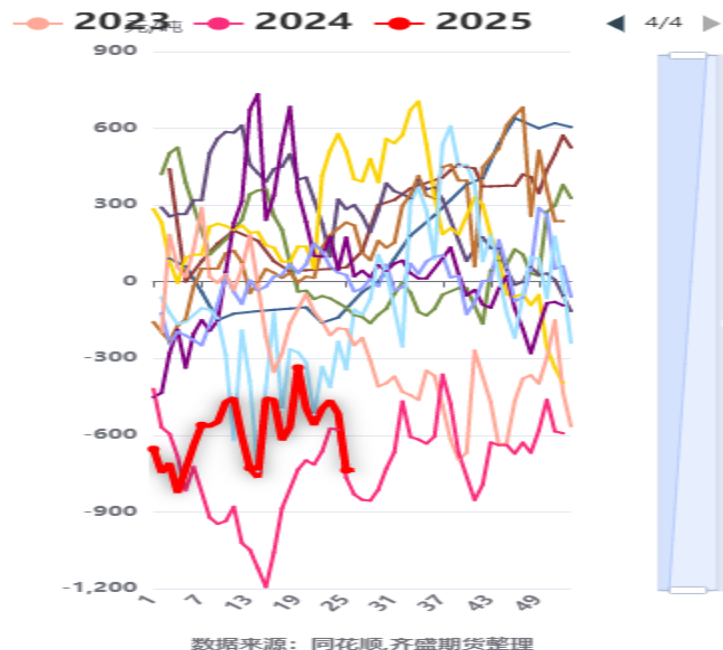
- 根据隆众对92家企业跟踪，2025年7月份国内沥青总排产量为254.2万吨，环比增加14.4万吨，增幅6.0%，同比增加48.5万吨，增幅23.6%。（排产与实际产量存在误差）。
- 排产增量上升主要是地炼的增量，这次为结构性增量，并非总开工水平的大幅提升，而是部分炼厂的开工增量，支撑原因主要有旺季来临前的季节性增量，附加一部分利润增加的支撑，对于消费税抵税比例增加的兑现的增量还需要观察。
- 主营的排产受限问题，则主要考虑综合财务成本，存在持续转产深加工的情况，无法兑现足够的沥青供给增量。

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

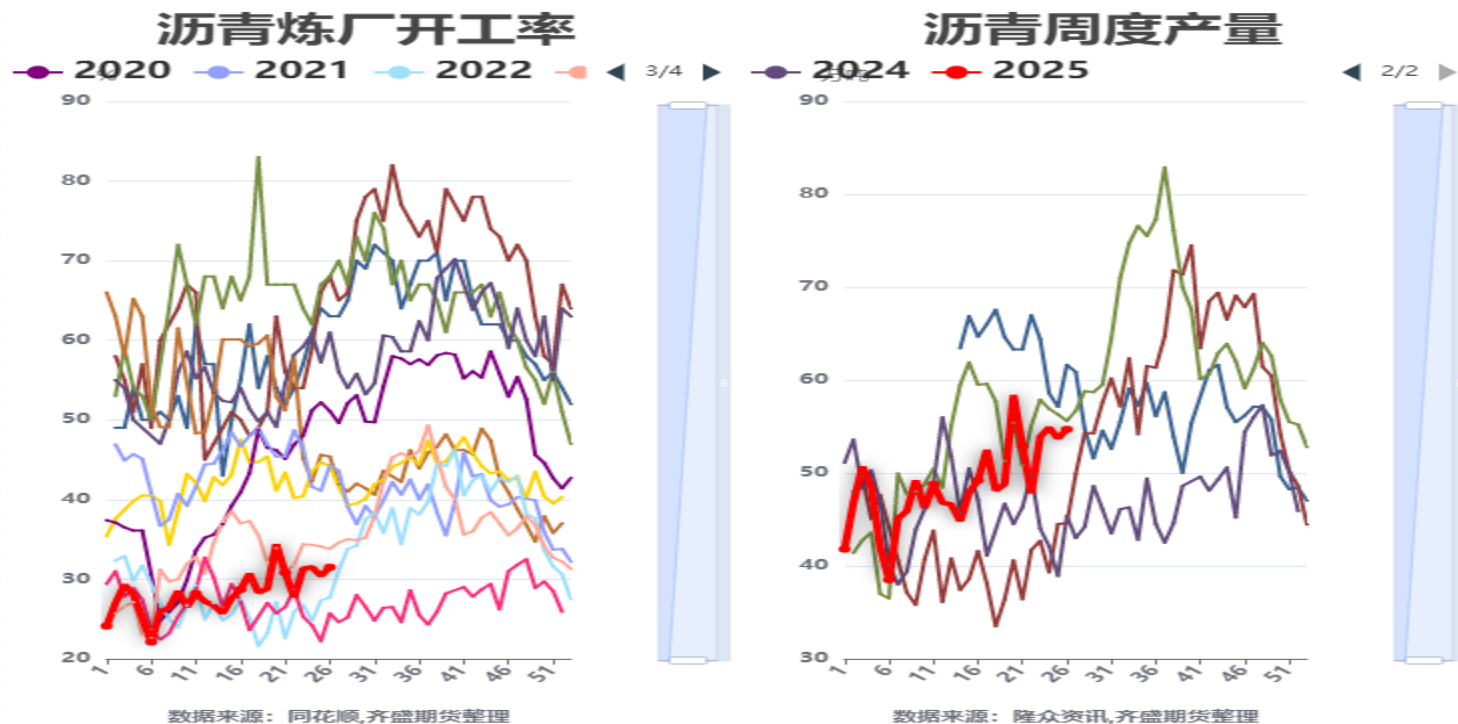


沥青周度利润



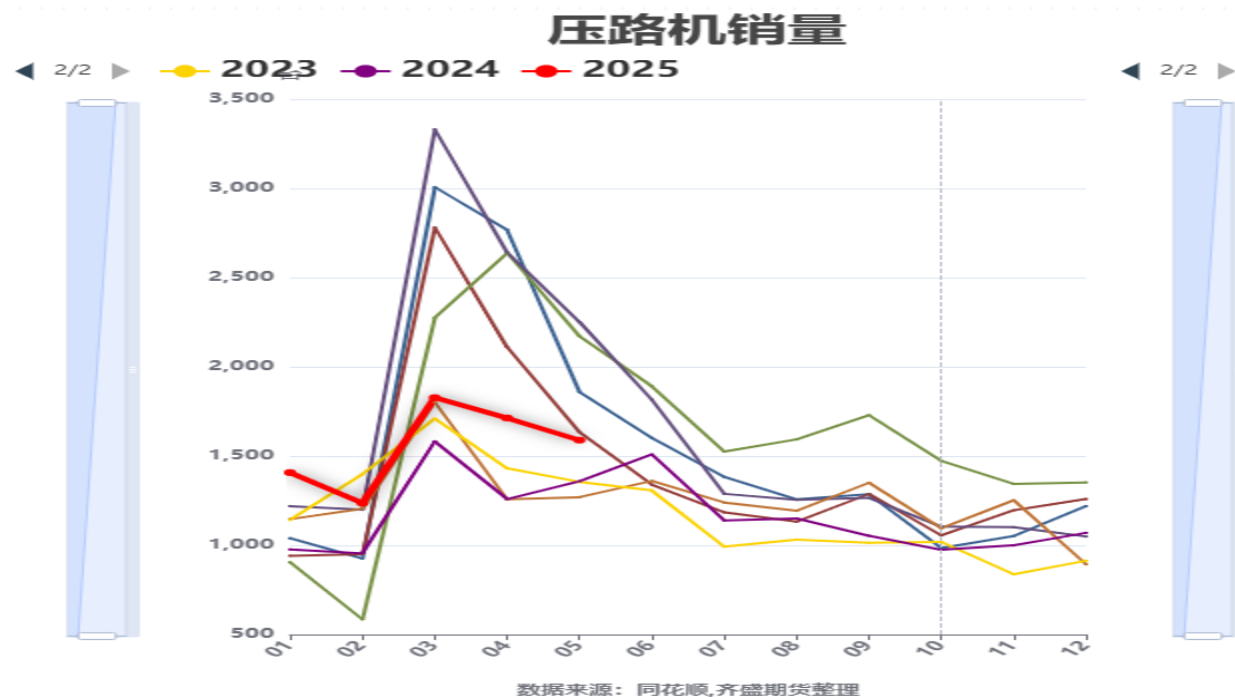
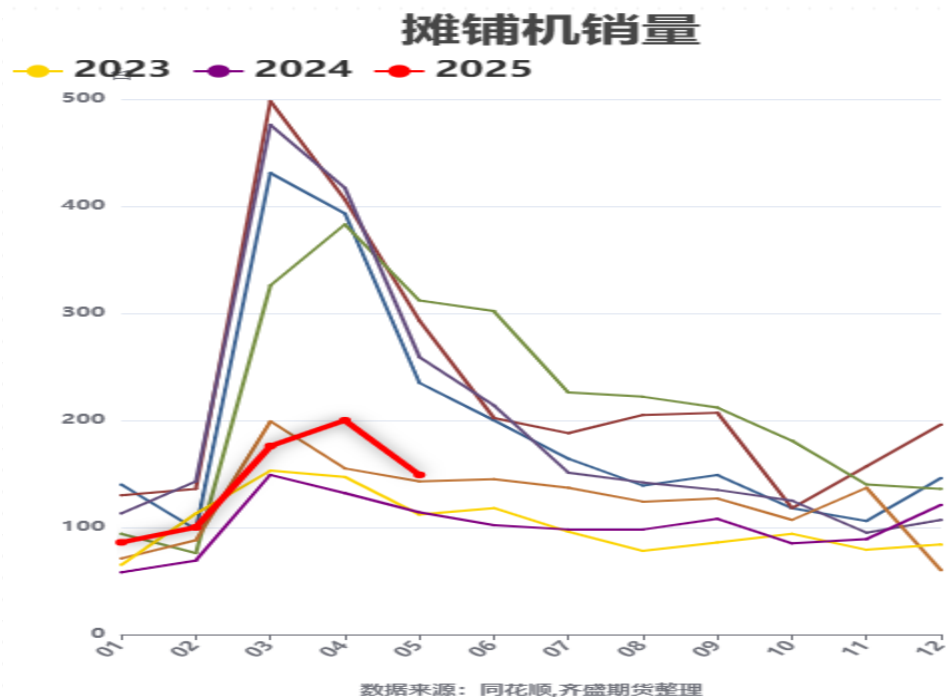
- 虽然利润已经不是沥青现阶段最直接的供给推动因素，但还是重要因素。
- 最近原油大起大落，但焦化利润还是稳步增强，主营走深加工路线较多，地炼方面渣油经济性也有增强，因此沥青当前这种利润水平，对于市场上存量的主营和配额性地方炼厂，算是中性反馈，即便考虑进去消费税抵税问题，短期也无法预期出产量激增的局面。

沥青开工产量



➤ 沥青开工和从低位略有抬升，产量还是维稳为主，主要是地炼常减压缺少增量，渣油分流一部分后，压制了沥青产量水平。

沥青需求反馈-辅助指标



►从辅助指标来看，进入二季度后的摊铺机及压路机效率反馈偏强，均处于2022年以来的季节性销量高位，结合年初对于十四五背景下公路里程增量以及消费增量的判断，进一步印证了年内需求同比向好的支撑

沥青需求反馈-改性加工率

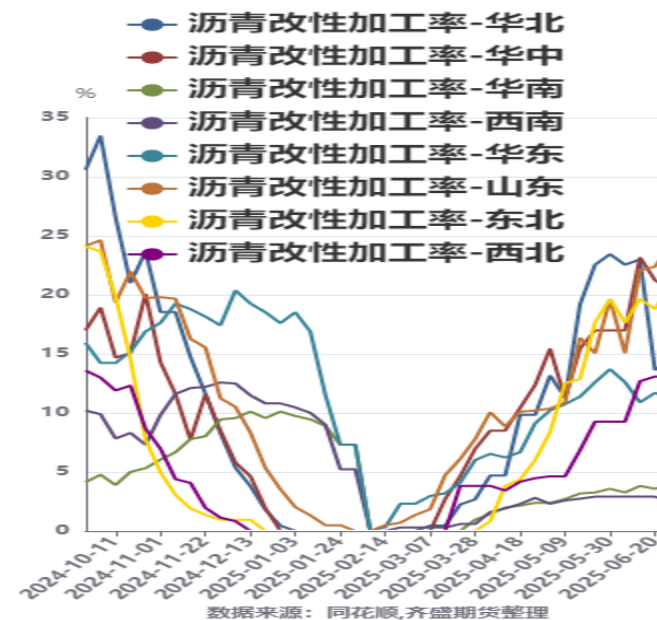
沥青改性加工率



沥青改性加工率



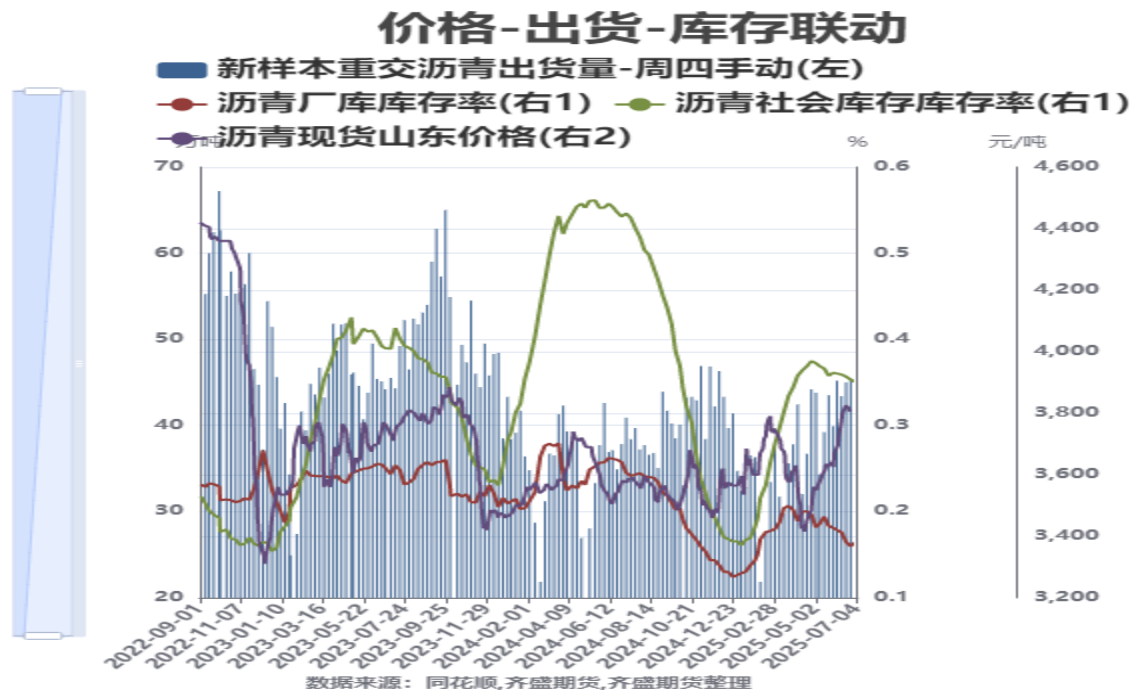
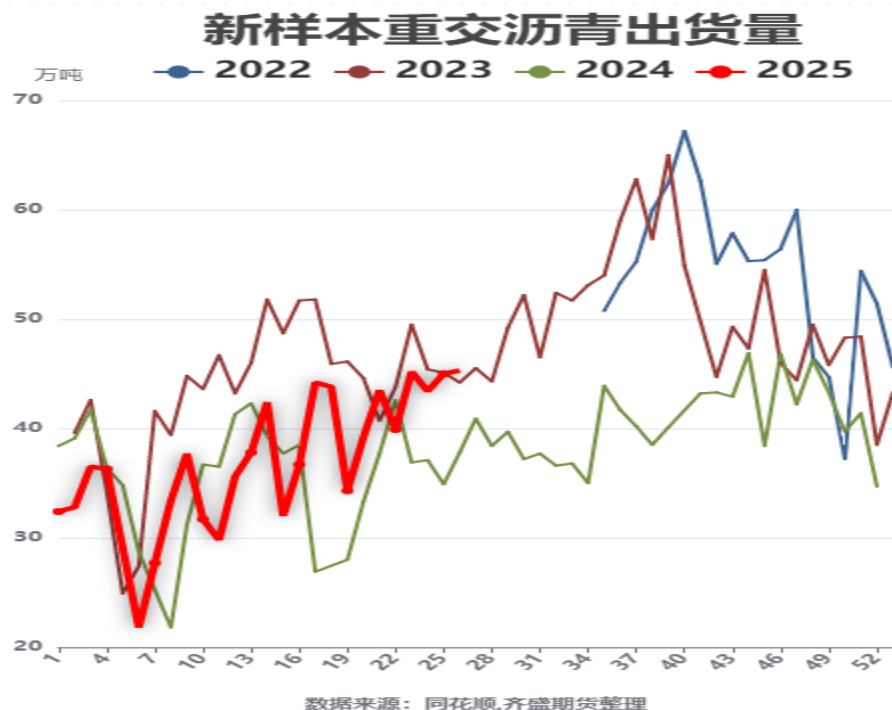
沥青改性加工率分地区



►总体来看，今年的沥青需求中性略偏强，同比存在增量现实。6月份需求季节性表现中性，环比5月份的强势氛围略有弱化，主要是北方降雨有所增多，而华东华南西南表现还比较弱。



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，当前炼厂的出货量算是中位水平，配合库存动量来看，厂库库存率基本维持在在0.2水平以下，没有造成出货压力，社会库五月份转去库符合季节性节奏。综合判断下当前的需求算是温和偏好反馈。



沥青供需平衡表

日期	产量	进口	出口	表观 消费量	隆众厂库 换算值	厂库 变化	隆众社会 库换算值	社会库 变化	总变化量	刚需	刚需+投 机
2021年全年	3118	321	55	3384						3429	3354
2022年全年	2762	301	56	3008						3124	3050
2023年全年	3120	310	56	3374						3343	3469
2024年全年	2595	344	44	2894						3054	2926
2025年1月1日	228	20	3	244	76	4	128	1	5	239	240
2025年2月1日	207	21	5	223	90	14	197	69	83	140	209
2025年3月1日	223	26	6	243	107	16	358	161	177	66	227
2025年4月1日	229	28	4	253	100	-7	388	30	23	230	260
2025年5月1日	250	40	6	285	95	-5	375	-13	-17	302	289
2025年6月1日	240	30	5	265	88	-8	365	-11	-18	283	273
2025年7月1日	254	28	6	276	90	3	353	-12	-9	285	273
2025年8月1日	277	29	5	300	94	3	330	-23	-20	320	297
2025年9月1日	262	23	4	281	90	-4	303	-27	-31	312	285
2025年10月1日	267	25	4	288	83	-7	267	-35	-42	330	295
2025年11月1日	239	23	5	256	80	-4	226	-41	-45	301	260
2025年12月1日	200	20	6	214	70	-10	210	-16	-26	240	224
2025年E	2875	313	60	3128						3047	3130



沥青核心逻辑总结

- **原油：**当前关税政策温和基调中仍有不确定性，地缘溢价从逻辑上情绪上均出现明显弱化，三季度降息预期也并不同意，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看原油逻辑还是中性偏弱看待，但缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主。
- **基本面：**原油的快速下跌后，沥青估值重回偏高位水平，但并未触及极高值，基差快速拉高后，留意期货重回韧性。
- 沥青基本面继续显示出支撑大于驱动的格局。配额紧张以及汽柴油需求疲弱下，地炼常减压开工持续低位，对应沥青的低供给逻辑有望延续到三季度，需求层面，现实还受南方雨季的制约表现偏弱，但预期层面仍有信心支撑，且库存方面还是正向反馈，厂库低位，社会库步入去库周期，总体夯实基本面韧性反馈。

沥青量化赋分表

石油沥青量化赋分表(2025-06-29)						
类别	分类因素	逻辑	权重 (%)	赋值	得分	前值回顾
						2025-06-22
宏观	原油	当前关税政策温和基调中仍有不确定性，地缘溢价从逻辑上情绪上均出现明显弱化，三季度降息预期也并不同意，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看原油逻辑还是中性偏弱看待，但缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主	40	0	0	0.8
供需	供应	主营反复转产深加工，沥青排产增量不足，地炼存量配额炼厂受控于大环境开工持续低位，暂时无法兑现较大供给增量。	10	0	0	0.1
	需求	需求季节性回升提升，北方刚需有一定支撑，南方考虑降雨依然承压偏弱，终端反馈中性为主。贸易商库存不低尚未有效消耗，且预期不足，投机存货意愿较低。	20	1	0.2	0.2
	库存	厂库压力持续不大，社会库有望缓慢去库。总体库存水平依然不高。	8	1	0.08	
成本利润	成本	理论成本随着原油震荡，成本逻辑随着时间后移，成本参考将成为社会资源存量成本与下游接受价格的博弈	5	1	0.05	0.1
价格	基差	基差高位，预期震荡，资金压力不大，期货韧性增强	4	0	0	-0.04
	估值	估值中性合理，套利结构反馈观望	5	1	0.05	0.05
技术面	技术形态	原油承压回落后转震荡	5	0	0	0.05
资金面	资金情绪	趋势资金缺位	3	0	0	
总分			100	4	0.38	1.26
注：	1. 权重总和为1,各项目权重代表此项在所有影响因素中影响力，可调整。 2. 赋值区间[-10,10],正值利多，负值利空 3. 得分为各项权重与赋值乘积，总分负代表弱势，正代表强势，绝对值越大代表趋势越强。					

数据来源：齐盛期货整理

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	原油震荡偏弱，沥青主力结构合理，现货基本面多空博弈，缺少趋势逻辑，建议观望或择机短线少量偏空参与，后期趋势配置多头建议关注9月，需要择低位介入。
套利	关注9-12正套可能。
产业	基差缺少套利空间及套保时机，尽量以高位择机销售现货为主，适当参与买入看跌规避下行风险。

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涨后回落，低硫裂解震荡反馈，高硫裂解震荡走弱，期间驱动除了原油兑现较大影响外，高硫因欧佩克增产延续性而持续承受资金压力，其基本面现实矛盾相对不大，低硫受益于柴油强势以及高硫弱势，受到一定资金层面的支撑，其基本面变化不大，以中性稳定反馈为主。

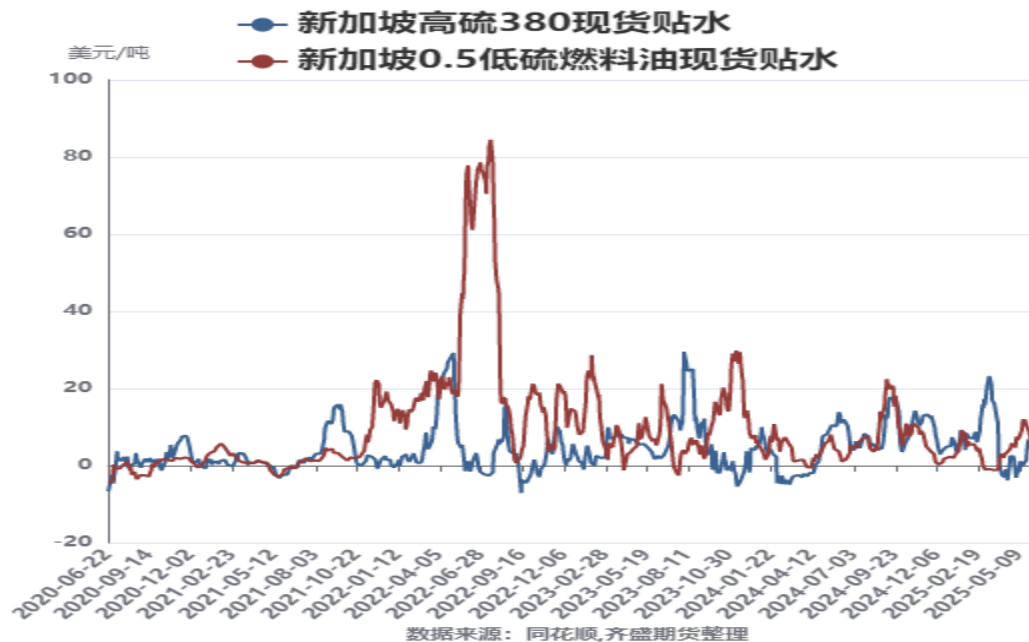


高低硫燃料油现货走势

新加坡高低硫现货价格



新加坡高低硫现货贴水



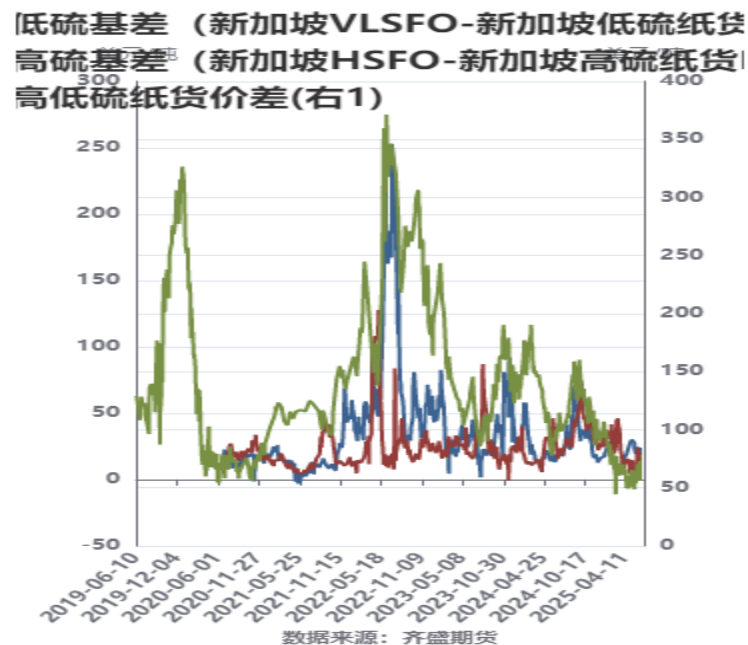
- 月内新加坡高低硫现货也是涨后回落走势。主要驱动跟期纸货类似，是因为原油上涨的和回落。
- 从现货升贴水来看，低硫略有回落，高硫贴水出现了大幅回落。

高低硫燃料油走势回顾-月差、基差、裂解差走势

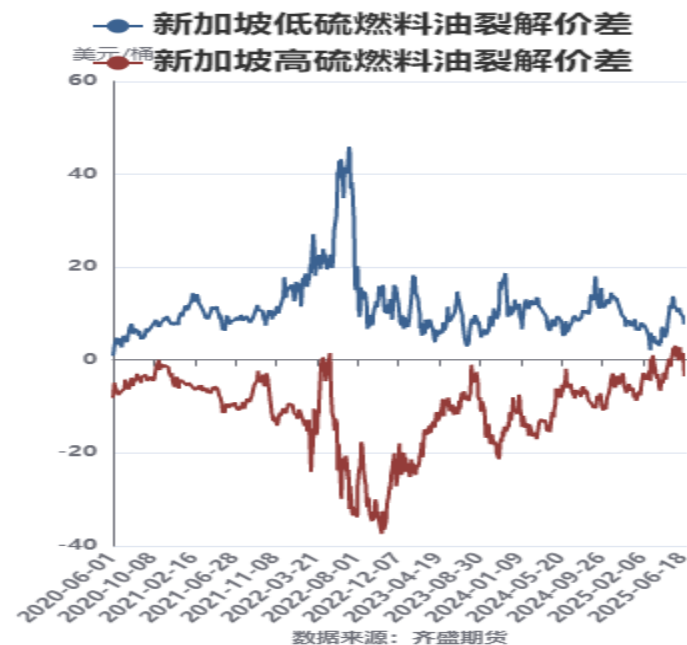
新加坡高低硫纸货月差走势



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，高硫月差大幅收敛，低硫月差小幅走弱。从基差来看，基差走弱中，高硫基差走弱也更为明显。



高低硫燃料油低高硫价差走势



- 低前期预期低高硫价差有望在四季度合约内逐步走强，以高硫自身的逻辑走弱和资金压力逐步体现来完成。目前两者主力均切换至9月，月内高低硫价差进一步回升，主要是高硫裂解有所回落，同时低硫裂解支撑力也有所显现，总体来看资金操作方向较为明显。

高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**当前关税政策温和基调中仍有不确定性，地缘溢价从逻辑上情绪上均出现明显弱化，三季度降息预期也并不同意，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看原油逻辑还是中性偏弱看待，但缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主。

➤ **基本面主逻辑：**

- 高硫：欧佩克+兑现增产是供给压力，虽然近期地缘动荡加剧了不确定性，但富查伊拉及新加坡反馈供给依然充足，不过高硫发电需求也在增加，因此供需现实暂未凸显出较大矛盾，不过EFS开始走强，资本逐步交易增产逻辑，高硫资金压力有所上升，同时其高估值也是压力。
- 低硫：低硫供应持续不缺，而地缘政治局势的不确定性以及关税问题对全球贸易影响偏空，航运需求预期还是较差，拖累市场反馈依然疲弱，总体来看低硫的供需逻辑有改善却还是不强。



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 ▶