

成本继续主导沥青燃料油

2026年3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

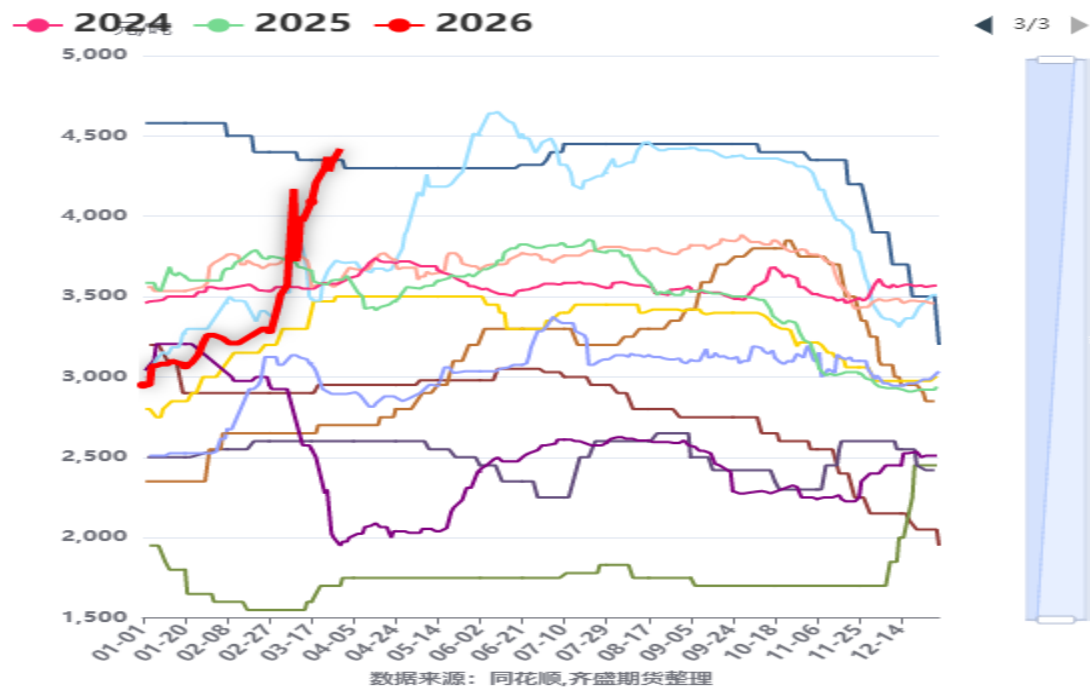
- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

沥青单边趋势

沥青与布伦特



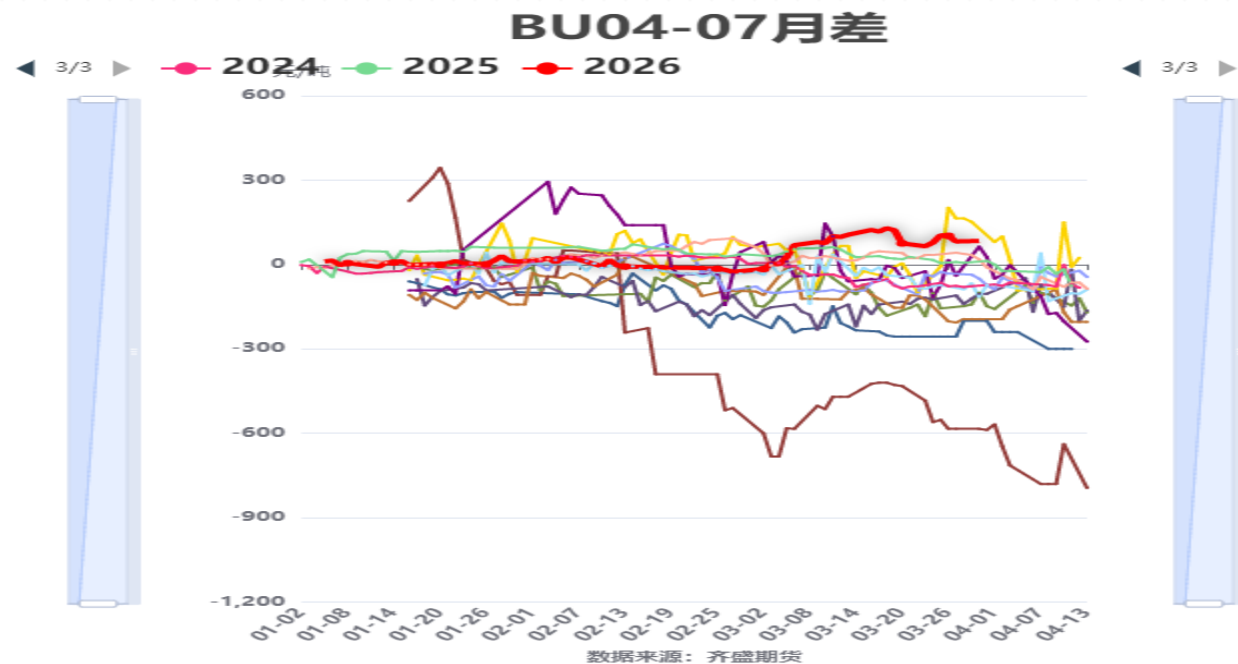
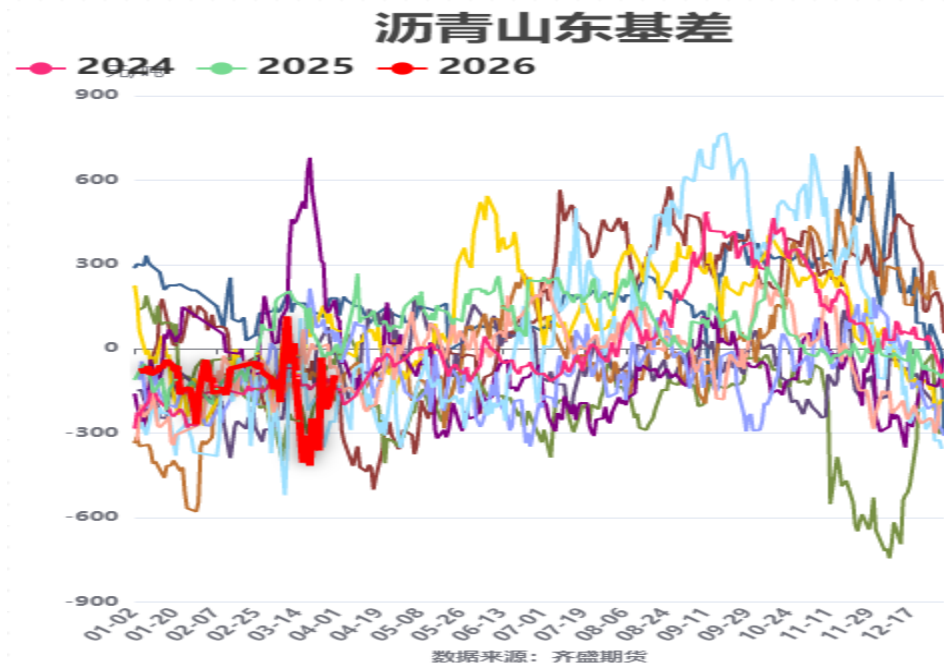
重交沥青山东现货价格



期货方面: 3月沥青整体行情非常极端, 期货收盘(截至30日)较上月底价格上涨1167元/吨。从期货驱动来看, 主要是周期内原油成本端极端交易地缘溢价为主, 从成本端推动价格高企, 其基本面及估值逻辑影响弱化。后续基于原油偏强, 但基本面支撑性较强, 估值偏低, 主力单边延续偏强看待, 中东留意原油极端波动。

现货方面: 整体节奏上也是极端上涨, 山东市场绝对价格(截至30日)月内涨1120元/吨至4420元/吨。主要也是交易成本溢价以及供应弹性受限, 后续价格支撑韧性仍在, 但有价少市的氛围存在牵制, 同样暂时偏强, 留意高波动影响。

沥青月差、基差



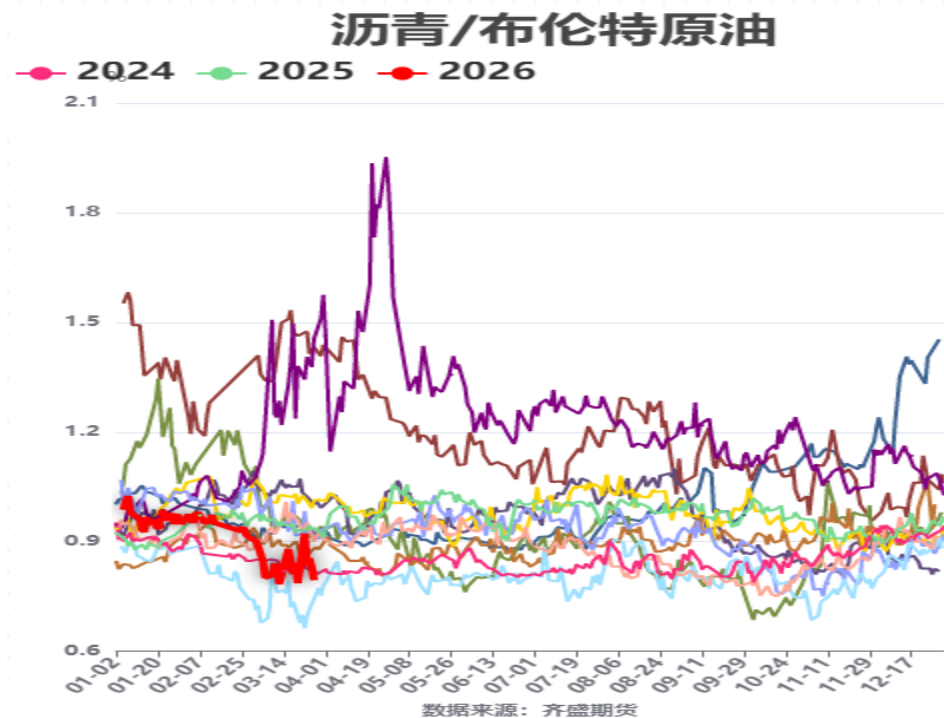
月差方面：04-07月差周期内阶段走强后震荡运行，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续04还是缺少基本面支撑，所以阶段定价成本后，资金还是表现相对就inside，07上同样定价成本，但是预期博弈性较大，所以月差难以拉开极端差距。

基差方面：月内基差波动较大，结构上略有走强，但是依然没有拉开趋势，主要是因为期间期货资金情绪波动较大，而现货持货商考虑成本端的支撑存在阶段韧性，后续来看4月主力基差支撑性依然较强，择机低位偏多操作基差还是第一选择。

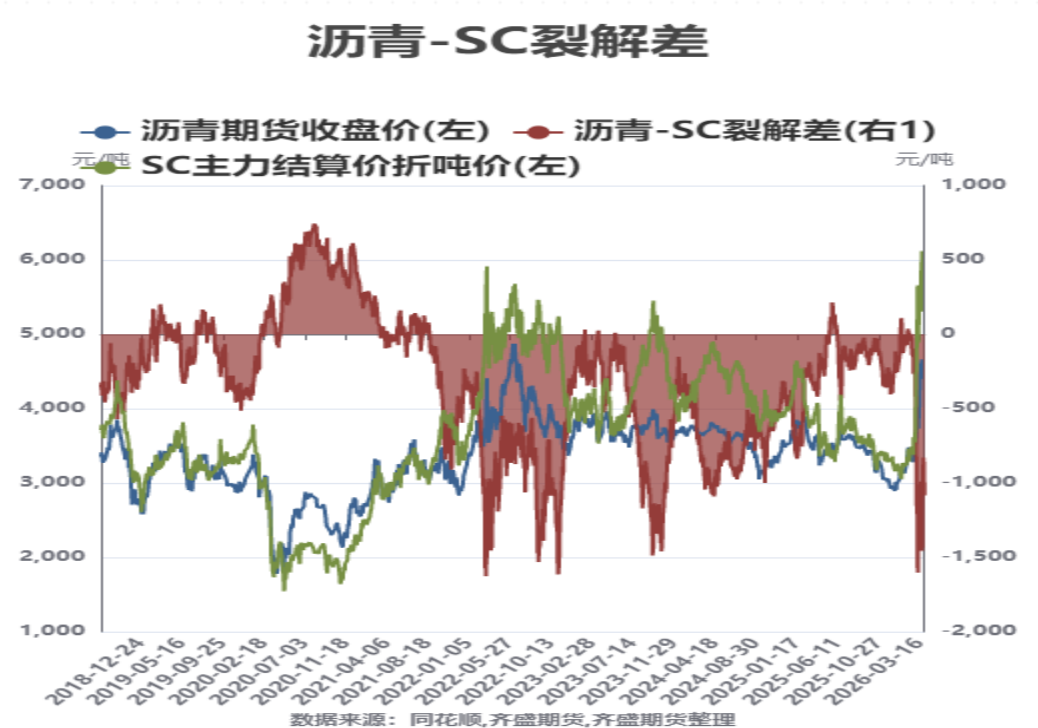
齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青裂解估值



3/3



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被动承压至0.78水平，估值支撑性开始凸显，后期的二季度本身就是估值走强的季节，只是风险在于原油的极端向上波动，估值继续被原油波动率压制，个人认为原油高位高波动预期更大，基于时空逻辑，依然可以低位考虑做多其裂解估值。

沥青-SC价差：看较于SC的估值价差溢价，周期内沥青自身存在被动走弱牵制，所以裂解差反复承压，后续中短期仍有承压逻辑，主要是沥青有成本溢价强但是也存在需求牵制，4月需求到现货逻辑略有抬头，但不够强势，沥青有价少市对估值拖累依然存在，总体是支撑更大于驱动。SC逻辑上变量较大（运费/人民币汇率/中重质供给变量/国内需求。）

沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）

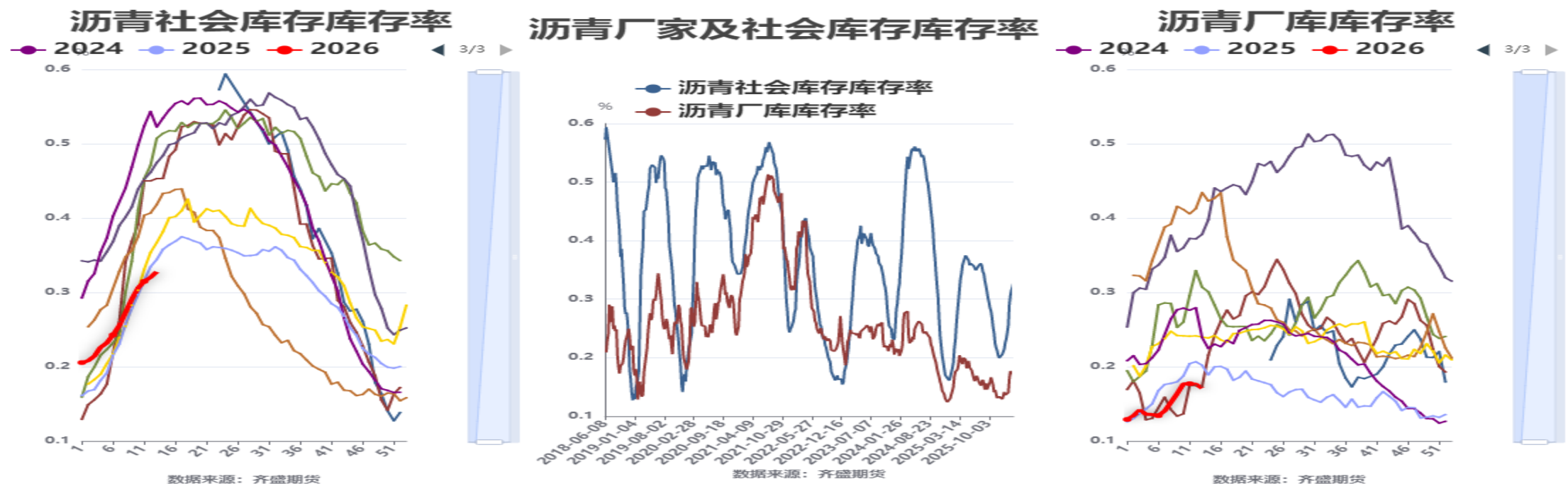


►原油：目前原油市场延续偏强运行，从驱动上看分现实和预期，现实是延布富查伊拉趋于稳定或扩大装载，霍尔木兹海峡选择性有条件性通航，预期是美伊双方提出的停火条件缺乏谈判性，后期存在变数的概率还比较大，总体而言现在地缘问题还未得到有效缓解，因此还是以控风险为主，谨慎参与交易。

齐

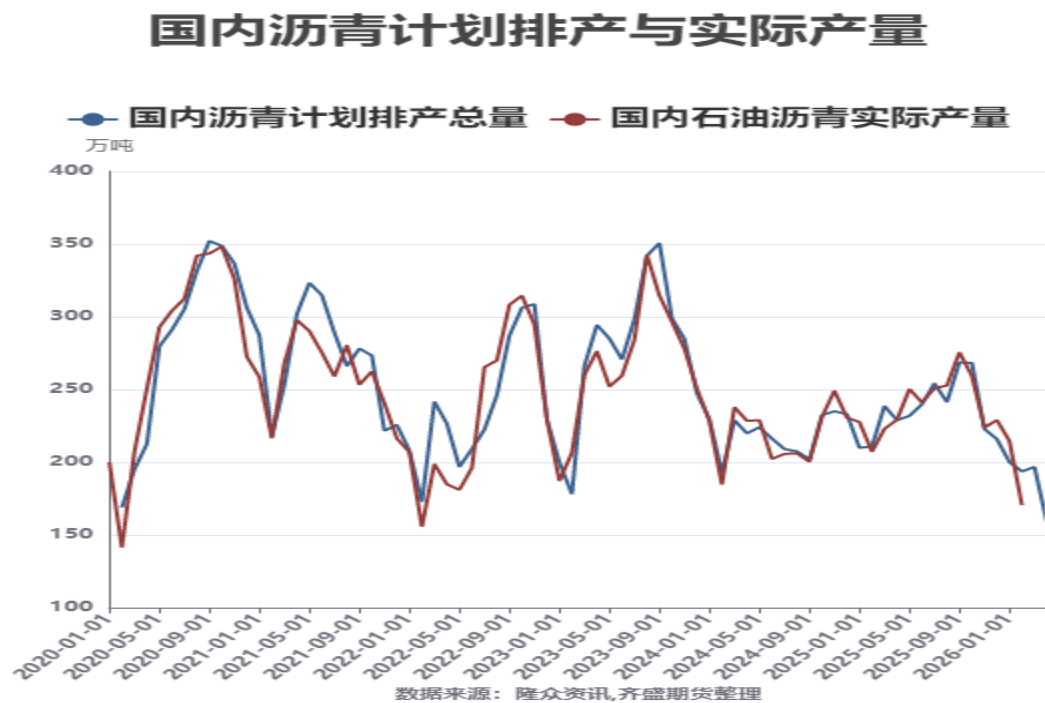
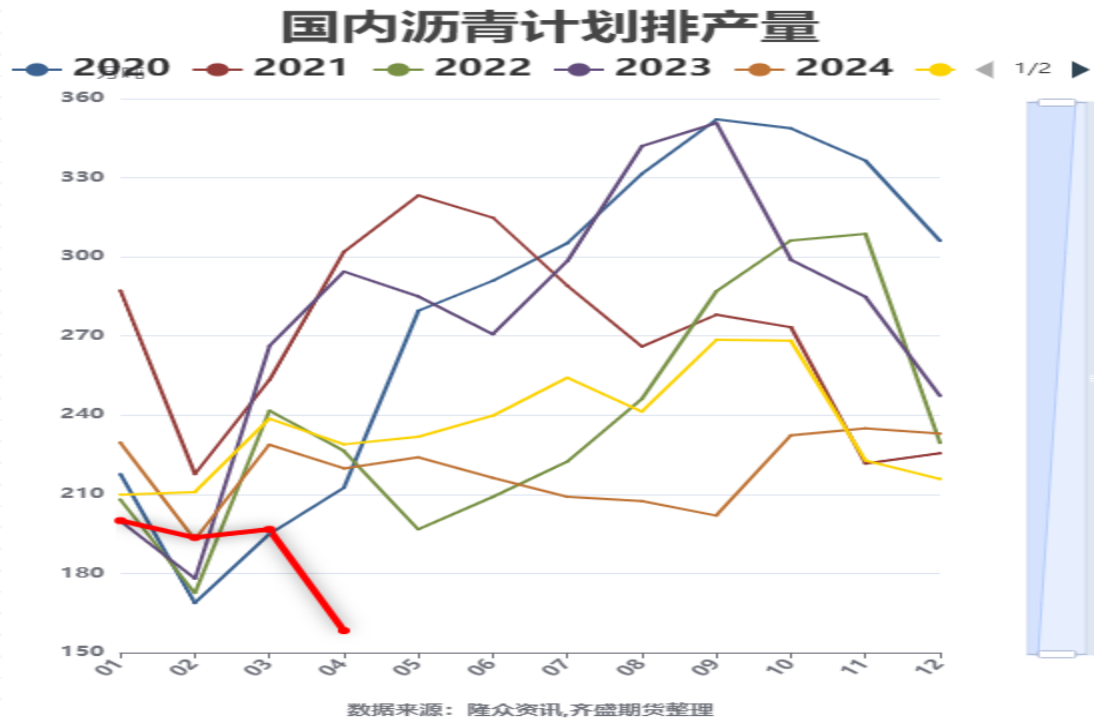
齐盛期货
QISHENG FUTURES

库存



- ▶ 社会库存季节性累库量回落，累库水平远低于往年，对价格影响性中性偏多，且放在全年视角下，其作为供给中和地带的影响力回落。
- ▶ 厂库库存累库预期更是大幅回落，不仅全年不看累库，而且大概率还会维持在多年低位水平，有概率推动沥青现货行情影响顺位增强。
- ▶ 总体来看，当前库存对价格存在支撑。

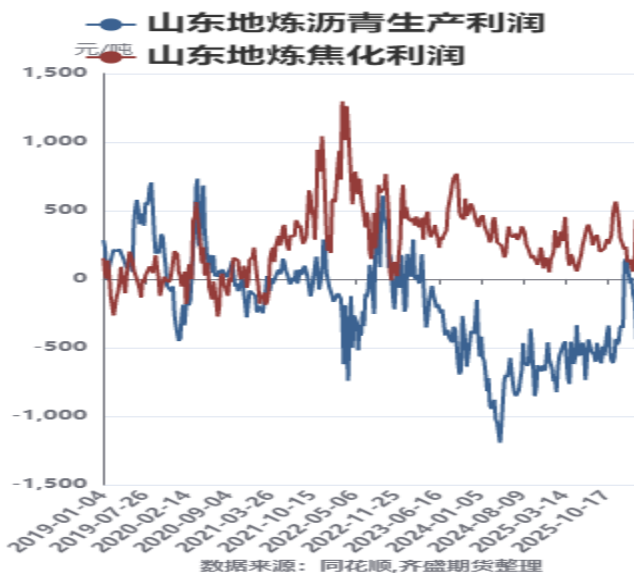
沥青排产



►根据隆众对92家企业跟踪，其中2026年4月份国内沥青排产预计152.7万吨，环比减少44万吨，降幅22.4%，同比减少76.4万吨，降幅33.3%。（排产与实际产量存在差异）

利润

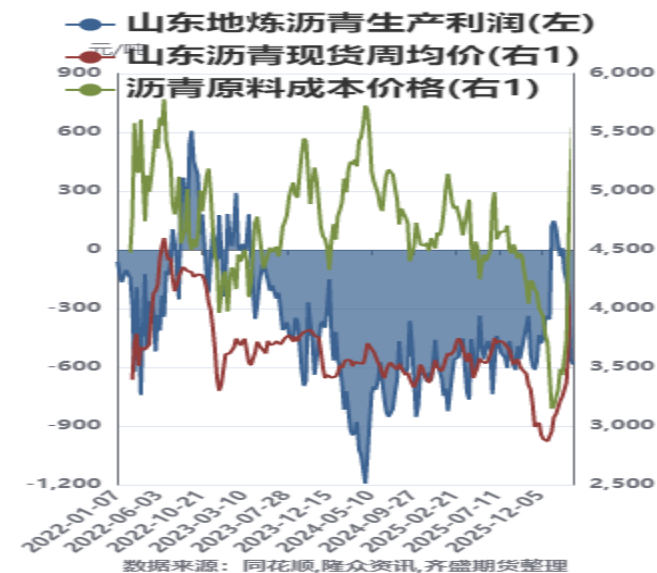
沥青利润及焦化利润



山东地炼沥青生产利润



沥青周度利润



►主营综合粮油利润大增，且政策保供能化，还是主要看地炼，地炼综合炼油有所回升、常减压利润依然承压、焦化利润走强，对沥青产量总体挤压为主。只是这时候对于地炼来说即便是利润亏损，也只能是机动调低产量而非全面停工，因为高原料成本不能锁定持续高产品价格，所以这种原料后点价的模式，在这种极端行情下，会让利润和产量形成一定时间上的差异。



沥青开工产量



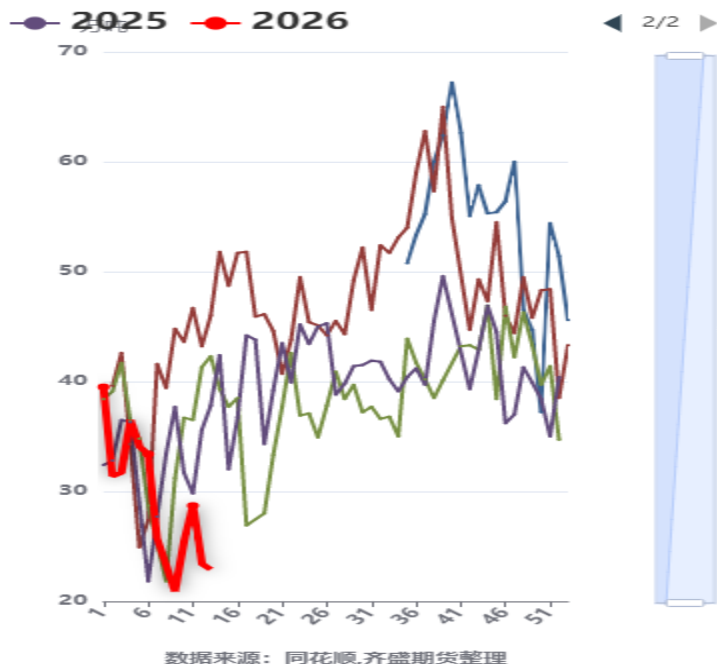
► 沥青开工和产量处于多年季节性低位水平，即便后续有一定增量，也只是转产的边际变量，从季节性来看，中期产量水平依然维持偏弱前景，独立炼厂常减压开工率，也包括沥青开工率，总体保持低位机动运行为主。

沥青需求-出货反馈

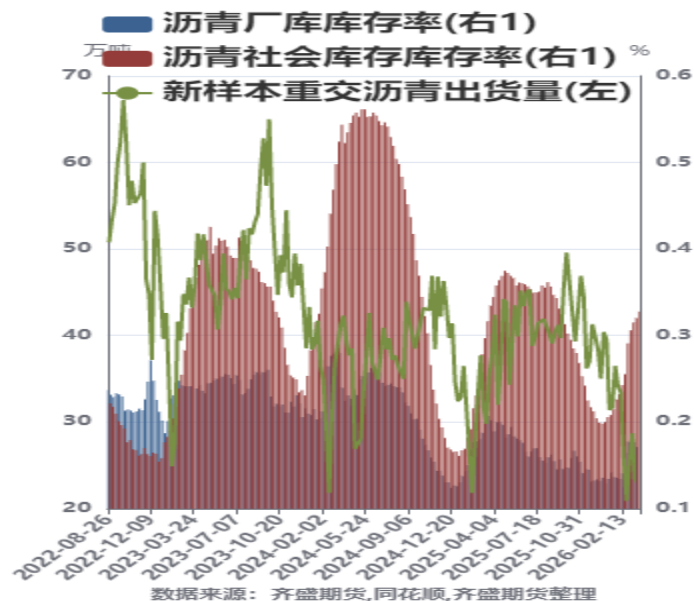
重交沥青出货量



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，厂库库存率低位运行，社会库累库不足。



沥青需求反馈-改性加工率

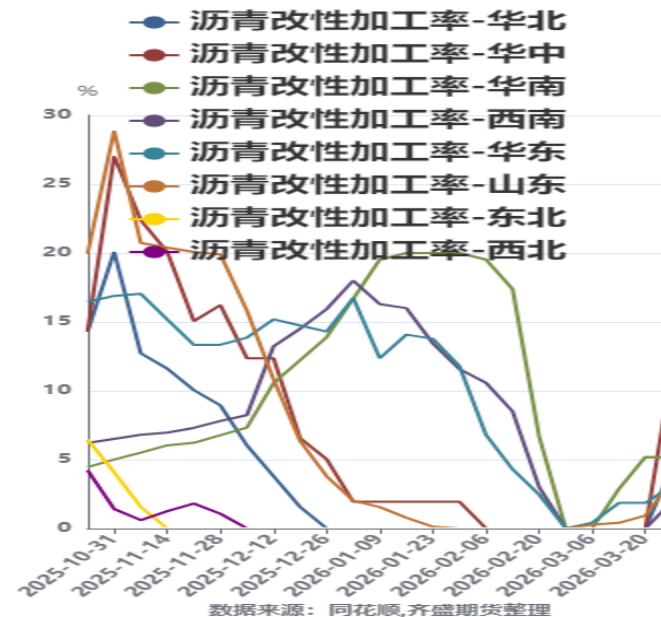
沥青改性加工率



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，改性开工在周期内继续回落触底，自三月份开始各区域已经触底回升回升，季节性已经有所体现，但是还不能提供较强推动。另外现阶段高价已经超出多数终端项目预算承受范围，不少非硬性通车的需求，已开启重新核算成本或延后施工进度，后续刚需对价格的传导也是拖累。

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	3221	303	57	3467	105	-3	263	127	124	3343	3469
2024年全年	2653	346	48	2951	72	-33	128	-135	-168	3119	2984
2025年全年	2869	393	71	3191	69	-3	212	84	81	3109	3194
2026年年初E	2850	300	60	3090						2900	3050
2026年1月	215	37.5	11	241	71	3	241	29	32	209	238
2026年2月	170	31.1	6	196	87	15	304	63	78	117	180
2026年3月	180	26.4	5	201	89	2	342	38	40	161	199
2026年4月	160	30.6	4	187	94	5	367	25	30	156	181
2026年5月	160	36.3	5	191	95	1	371	4	4	187	190
2026年6月	177	29.2	3	203	97	2	375	4	6	197	201
2026年7月	247	27.6	5	269	96	-1	367	-7	-9	278	271
2026年8月	252	28.9	4	277	97	1	370	3	4	273	276
2026年9月	287	27.4	5	309	86	-11	321	-49	-60	369	320
2026年10月	282	26.2	4	304	82	-3	314	-7	-11	315	307
2026年11月	240	30.6	5	265	74	-9	274	-40	-48	313	274
2026年12月	213	23.5	7	229	69	-5	258	-16	-21	250	234
2026年逐月E	2583	355	67	2872		-3		130	127	2826	2872



沥青供需平衡表解读

- 原料成本高企倒逼年度表观供需均缩量约300万吨/年左右，2022年缩了356万吨。
- 月度向下修正3-12月产量减少300万吨，刚需减186万吨，总需求减少276万吨，基本和产量减值等同。厂库累库预期减少39万吨，社会库累库预期减少156万吨。
- 结论：全年供需双弱，上半年尤为突出，下半年部分补量。全年厂库库存继续保持多年低位水平，社会库累库预期大幅降低，季节性累库创多年低位。



沥青核心逻辑总结

- 目前原油市场延续偏强运行，从驱动上看分现实和预期，现实是延布富查伊拉趋于稳定或扩大装载，霍尔木兹海峡选择性有条件性通航，预期是美伊双方提出的停火条件缺乏谈判性，后期存在变数的概率还比较大，总体而言现在地缘问题还未得到有效缓解，因此还是以控风险为主，谨慎参与交易。
- 沥青还是炒成本溢价和供应收缩逻辑，部分炼厂前期未实行锁价，高成本低利润（甚至亏损）倒逼出现生产减量逻辑，厂库累库预期确有明显缓和，供应逻辑总体偏利好一些，不过参照2022年油价高企的路径来看，地炼存量炼厂高价低利润时期的产量政策，大概率还是不会过分减量，反而是维持适度增量的，因为他们原料是后点价操作，存在一定时间差的操作可能性，所以阶段缺的是低价资源而非资源，但是资金选择交易现实高成本供给低弹性的逻辑也是完全没错的，毕竟主营还是实质大幅收缩供给的。再看需求，随着气温回升全国各区域均有一定程度的需求触底向暖，贸易商存在适度的套利备货，终端施工也小有起色，但是从季节性同比来看，高价对需求的负反馈非常严重，基本全部区域的改性开工都远弱于以往年份。



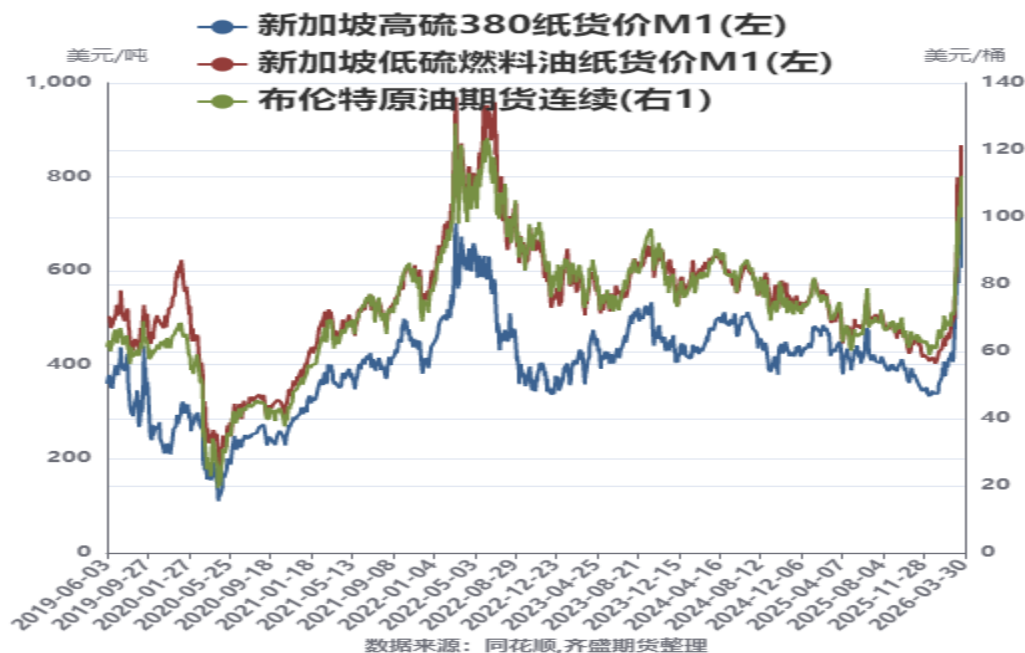
沥青核心观点

沥青后市观点	
策略类型	观点及操作建议
单边	阶段偏强，趋势中性。
套利	关注裂解触底布局的可能性
产业	择机做多基差。



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

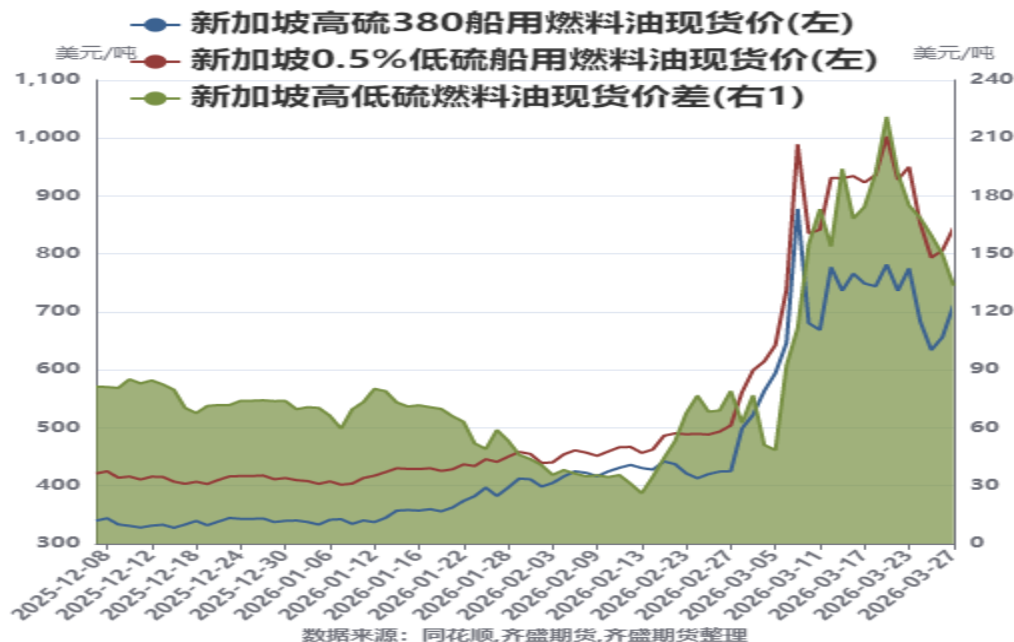


► 从单边走势来看，本月高低硫整体跟随原油极端强势运行为主，周期内低硫最高溢价2904点，高硫最高溢价2151点。后续来看还是重点关注原油高位高波动的风险，其价格中反应的保险及运费的溢价已经明显会吐，且随着国内交易所政策的管理，现在高低硫波动率已经出现明显回落，开始回归正常成本及供需逻辑为主。



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

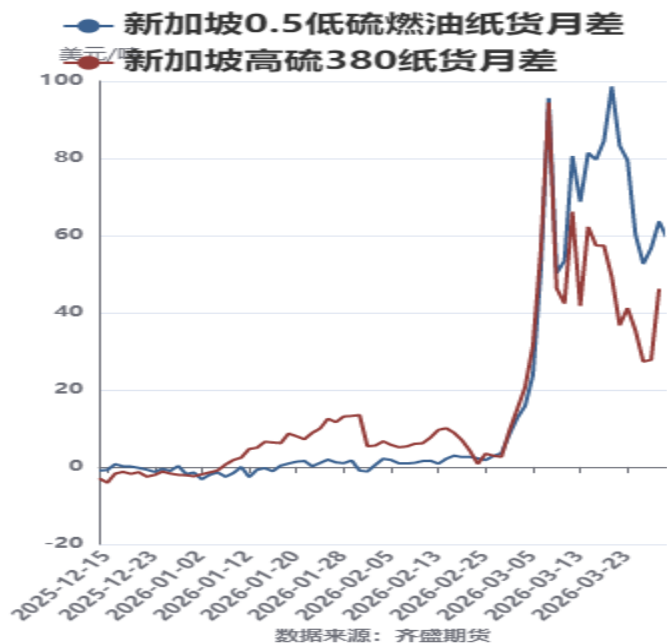


- ▶ 月内新加坡高低硫现货也是极端溢价后转为整理行情，主要驱动跟期纸货类似，是因为原油强溢价以及地缘推动下的定价混乱，但后半个月很明显高硫的强势有所回落。
- ▶ 从现货升贴水来看，虽然强势回落，但依然处于高位水平。



高低硫燃料油走势回顾-月差、基差、裂解差走势

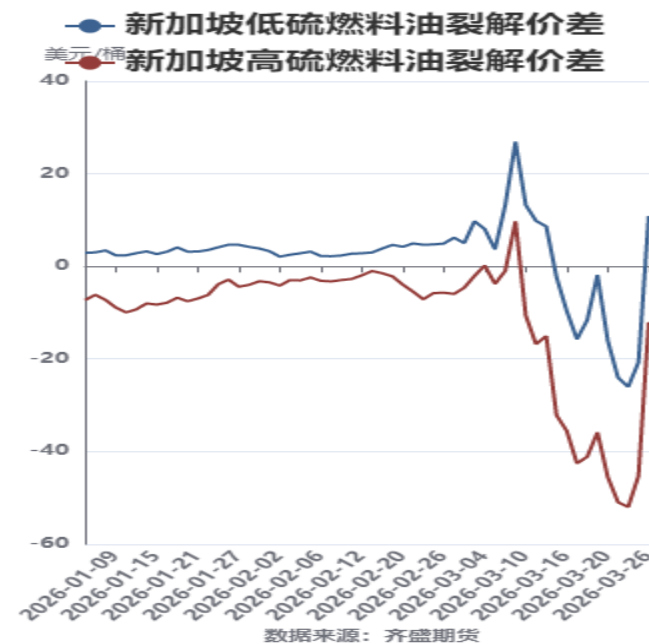
新加坡高低硫纸货月差走势



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，两者月差出现高涨后趋于回落。基差层面，则均出现了回落，说明市场还是炒作成本逻辑为主，自身需求缺少强推动。

高低硫燃料油低高硫价差走势



- ▶ 月内低高硫价差大幅走强后再度回落，但较上个月还是保留了较强的一家，主要是期间低硫承受与中质馏分挤压，供给溢价的逻辑更强，而高硫虽然地缘推动持续存在，但是美国阶段释放俄罗斯及伊朗的制裁资源，对其供应强势逻辑形成中和，后续两者价差逻辑分化不够突出，地缘逻辑依然存在，对两者均有支撑，定价混乱现象也逐步缓解，进一步影响有待评估，因此价差看震荡运行为主。



高低硫核心逻辑

- 目前原油市场延续偏强运行，从驱动上看分现实和预期，现实是延布富查伊拉趋于稳定或扩大装载，霍尔木兹海峡选择性有条件性通航，预期是美伊双方提出的停火条件缺乏谈判性，后期存在变数的概率还比较大，总体而言现在地缘问题还未得到有效缓解，因此还是以控风险为主，谨慎参与交易。
- 低硫方面，外盘价格再次反弹，中东科威特阿祖尔减产，汽柴油分流低硫组分导致供给减少的逻辑还没有逆转，需求多空博弈下缺少强逻辑，中东地缘导致运距拉长，阶段利好需求，但长期视角下高硫、柴油的替代压力以及全球经济疲弱对航运需求的制约是较大压力。
- 高硫方面，支撑还是地缘，现在局势风险依旧，对其绝对价格支撑性依然挺强，但美国实质放松对伊朗俄罗斯的制裁敏感油的采购是供给利空，需求端后期则认为有所上扬，从本月开始中东地中海地区以及南亚地区要开始交易夏季发电终端需求逻辑，这是每年都不会缺位的季节性利好。



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 ▶