

沥青：旺季缺少强预期

高低硫：供给充足需求偏弱

2025年8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

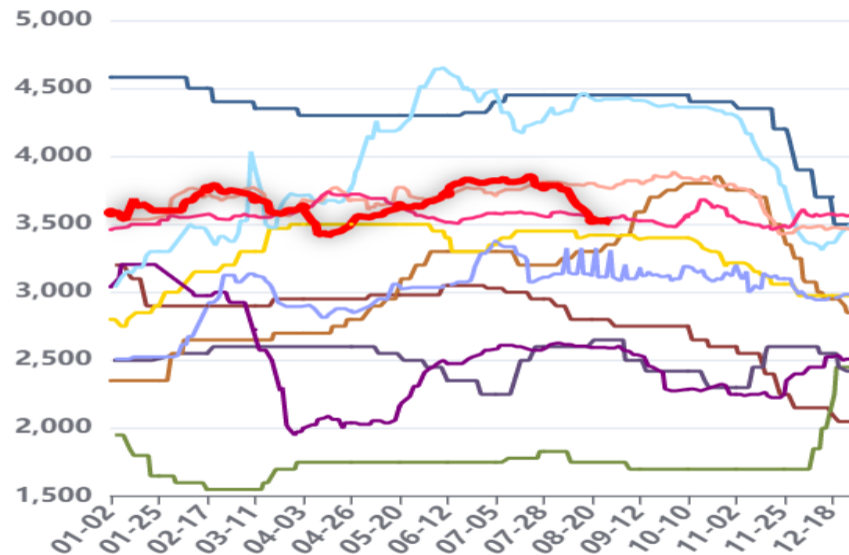
沥青单边趋势

沥青与布伦特



重交沥青山东现货价格

● 2022 ● 2023 ● 2024 ● 2025



3/3

期货方面：8月沥青整体呈现震荡偏弱行情，月底收盘较上月底价格走弱160点左右，主力11合约收于3489附近。从期货驱动来看，基本面维持偏弱反馈，原油成本逻辑也震荡走弱。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。

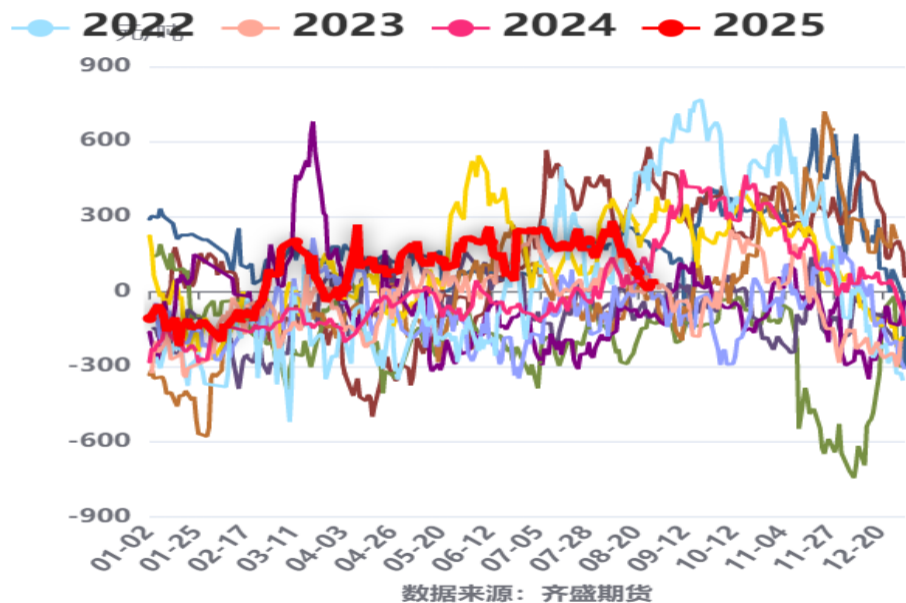
现货方面：整体节奏上与期货类似，月内走弱170元/吨。主要是因为期间供应阶段增加，但需求仍有牵制。后续基本面看供需同增前景，供给支撑逻辑有所转弱但暂无太大压力，需求逻辑或逐步走强，但量级依然承压，因此还是以中性氛围略偏强看待，不看能兑现超预期的向上溢价。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

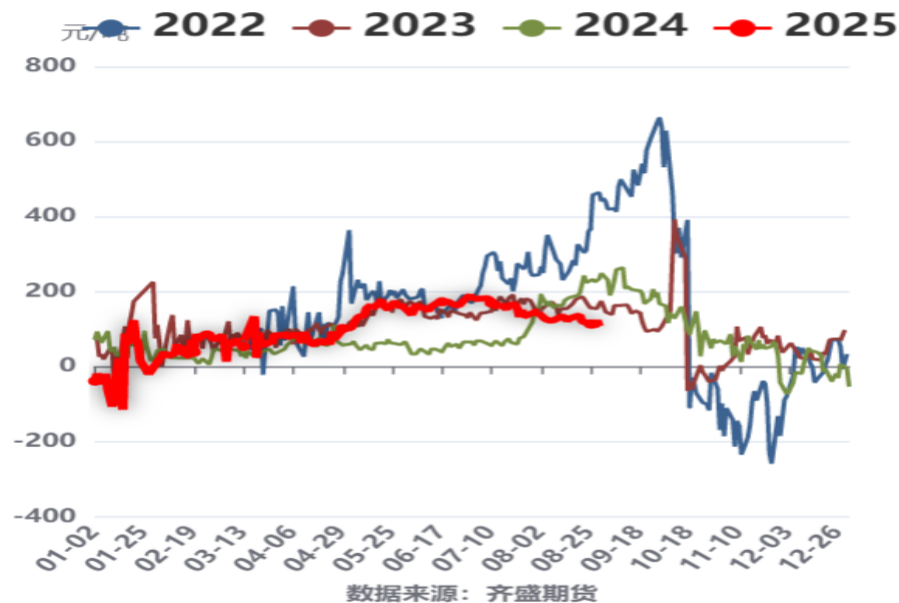
沥青月差、基差

沥青山东基差



3/3

BU10-01月差



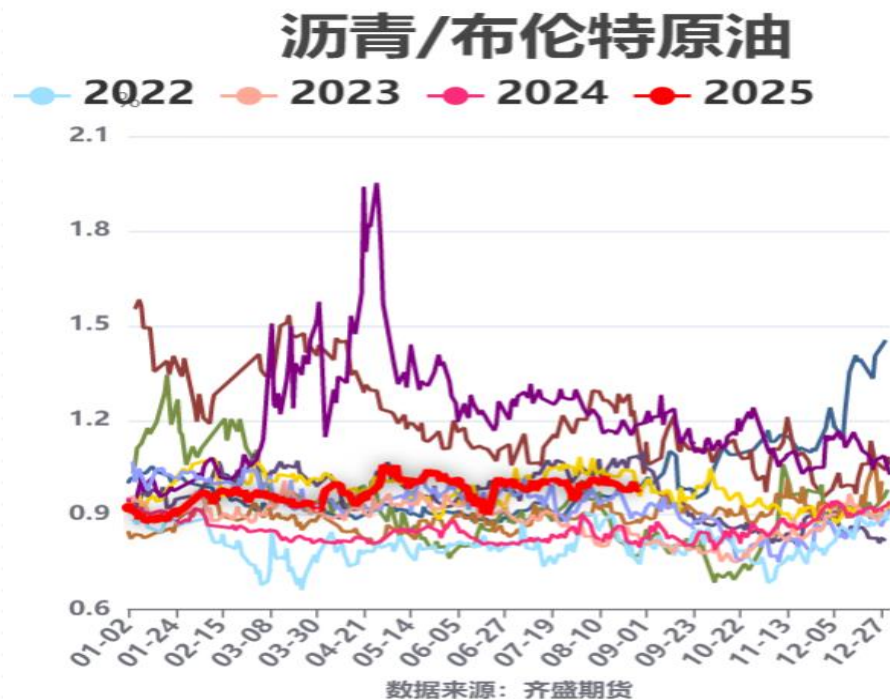
月差方面：10/01月差震荡走弱，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续月差继续走弱空间不大，10上供需同增，旺季逻辑支撑性增强，但预期旺季需求对应供给增量增速有限。而01上是供需双弱前景，淡季合约存在估值下修的语气，且原油预期层面承压也较大。

基差方面：月内基差正值震荡回落，主要是因为期货跟随原油逻辑震荡缺少空间，而现货表现也相对不强。后续来看基差继续看正值震荡，现货不能过分依赖旺季支撑以及库存去库推动的溢价，期货端则也会因为原油缺乏推动而震荡为主。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

沥青裂解估值



3/3



沥青-SC裂解差



沥青/布伦特比值：周期内沥青估值维稳为主，目前沥青布伦特0.98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，中长期来看还是偏震荡高位看待，不排除重回五月份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，周期内SC出现走弱，两者价差负值水平略有走强，当前沥青不算高估，后期沥青自身基本面中性，支撑性大于驱动性，SC从逻辑上还是偏弱（运费震荡/人民币汇率走强/增产兑现利空/国内需求见顶），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）

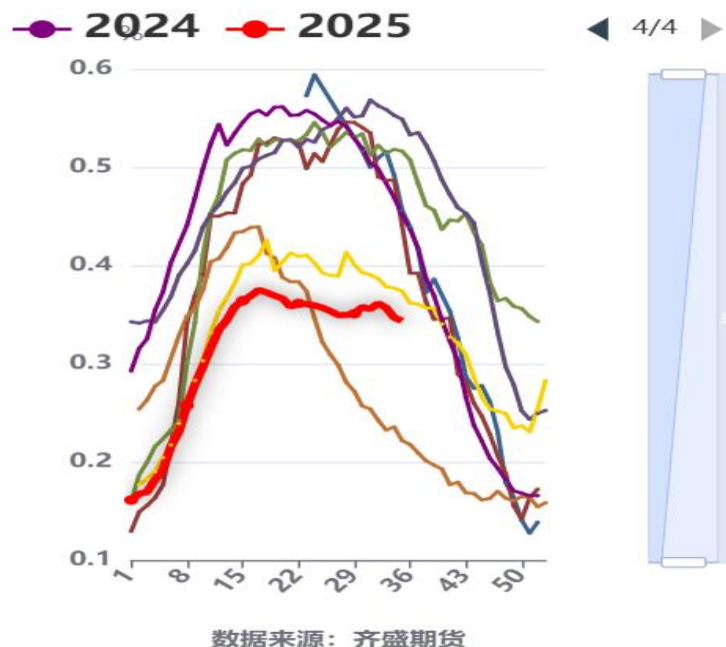


►原油：原油多空博弈延续，维持震荡预期。持仓高波动风险在凝结，但市场依然未形成统一预期。目前供需基本面预期偏空但现实库存反馈仍有支撑，美联储降息的趋势逻辑还不够清晰，地缘消息影响仍有反复。阶段暂时还是以震荡看待。

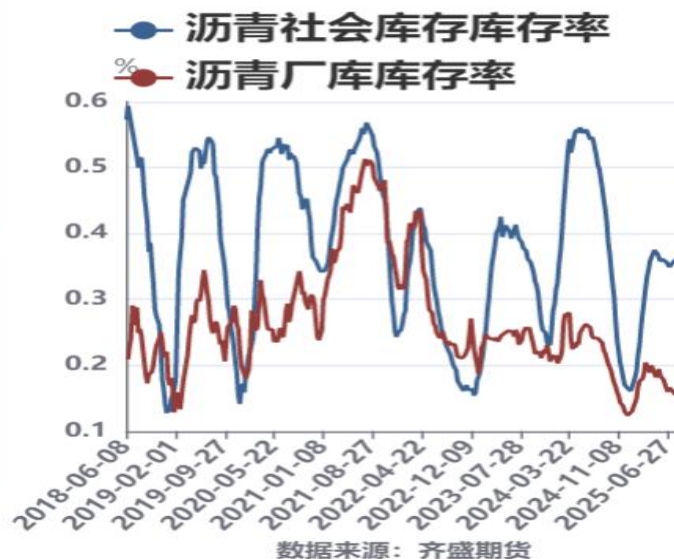


库存

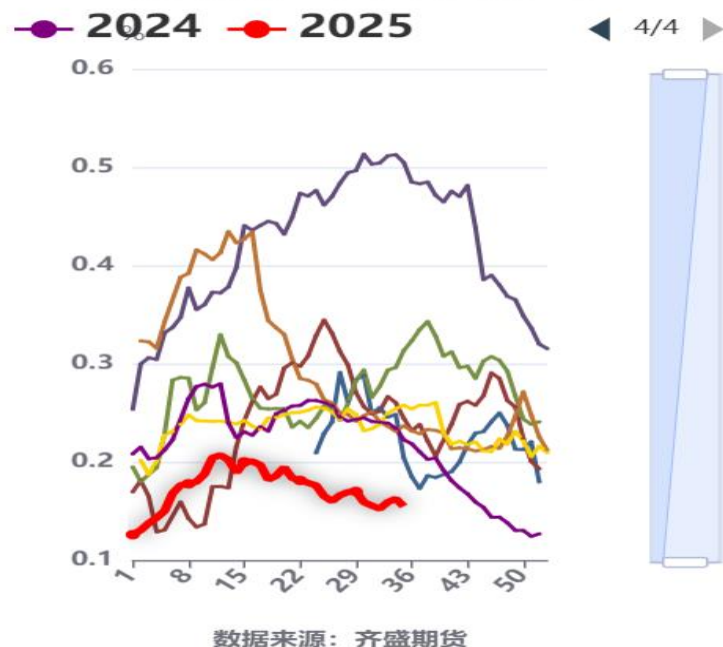
沥青社会库存库存率



沥青厂家及社会库存库存率



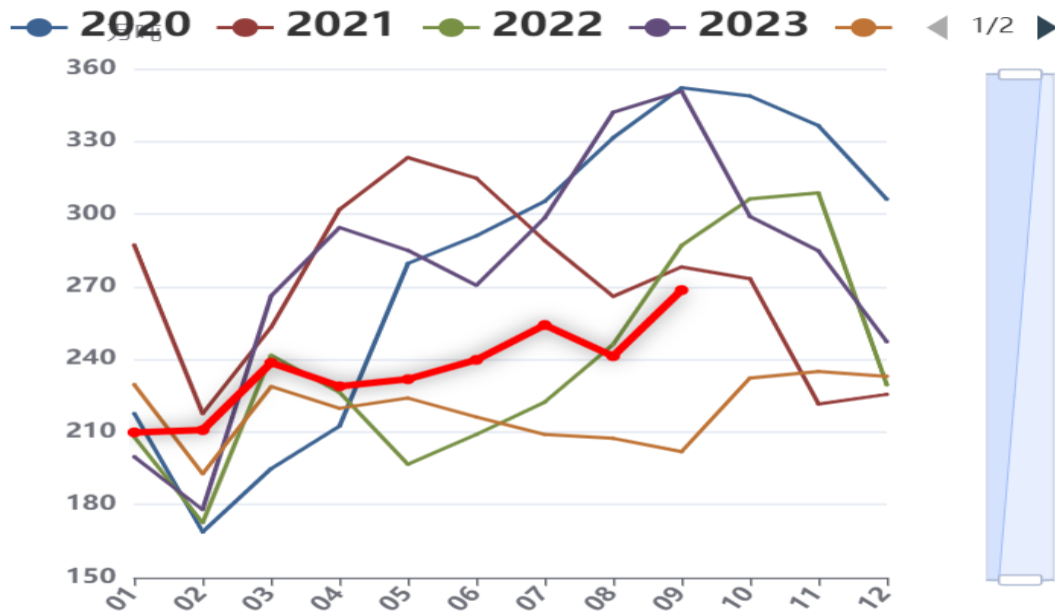
沥青厂库库存率



- 社会库存去库不太顺畅，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温和中性反馈。

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



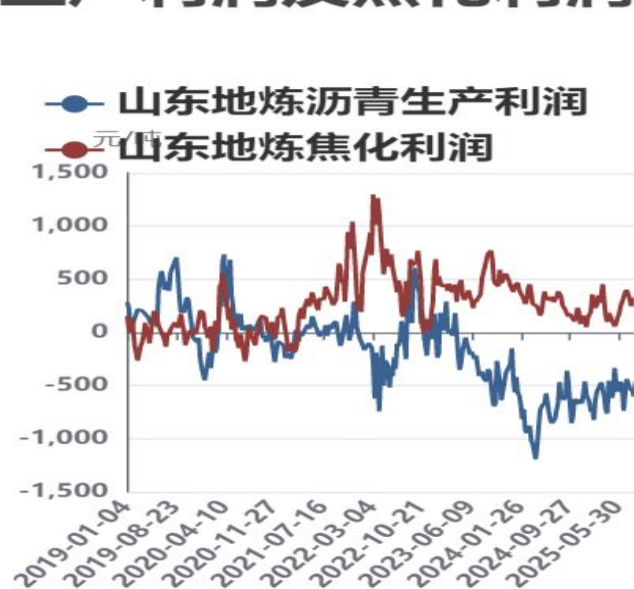
数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

➤2025年9月国内沥青厂排产计划总量263万吨，环比8月预计产量（修正后）将增加12万吨，同比大幅增加50万吨。

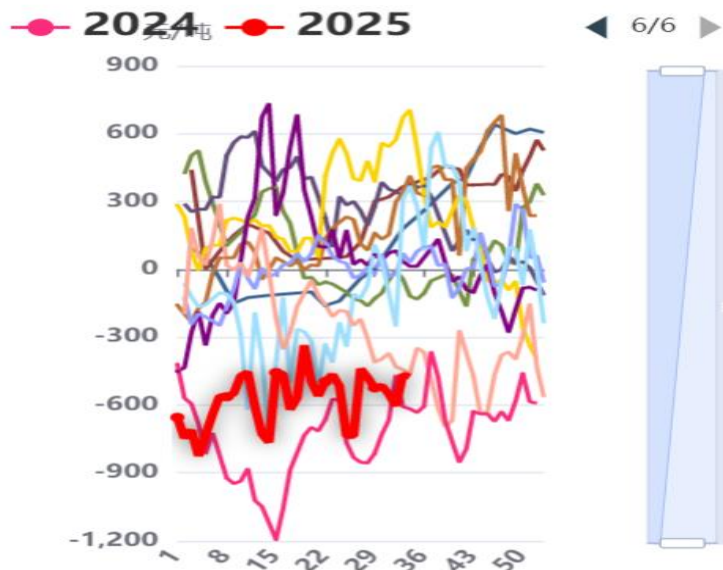
➤其中地炼9月排产计划154万吨，较8月预计产量环比增加14万吨，同比增加35万吨；中石化9月排产计划46万吨，较8月预计产量环比小幅增加1万吨，同比减少5万吨；中石油9月排产计划44万吨，较8月预计产量环比小幅下降，同比增加14万吨；中海油9月排产计划19万吨，较8月预计产量环比持平，同比增加6万吨。

利润

生产利润及焦化利润对比 山东地炼沥青生产利润

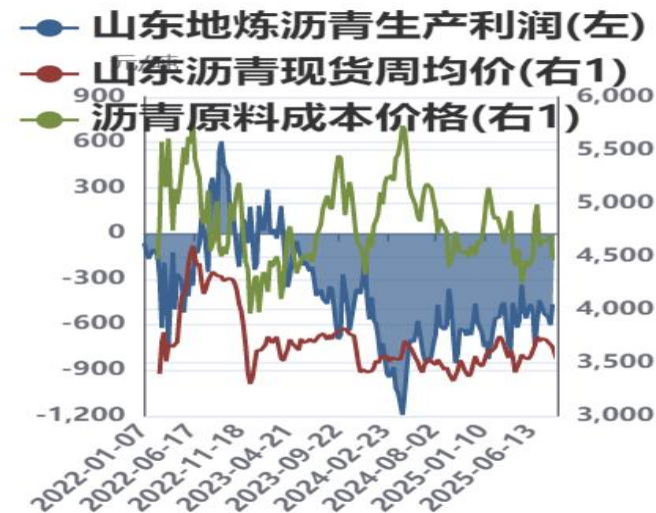


数据来源：同花顺,齐盛期货整理



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

沥青周度利润

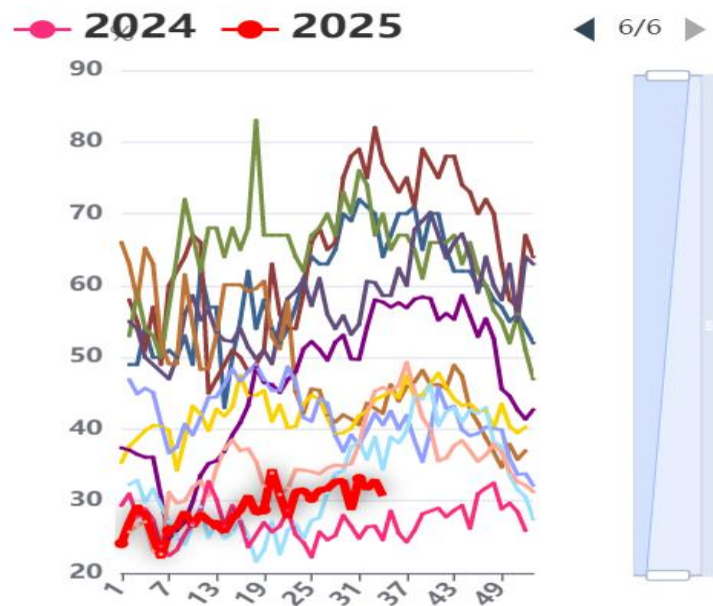


数据来源：同花顺,隆众资讯,齐盛期货整理

- 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。
- 最近焦化利润维稳，主营综合利润回落，需求见顶，后续继续机动转产沥青，因此沥青理论利润地位，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，但是较于前两个月支撑性转弱，综合来看暂时不会推动产量大幅回增。

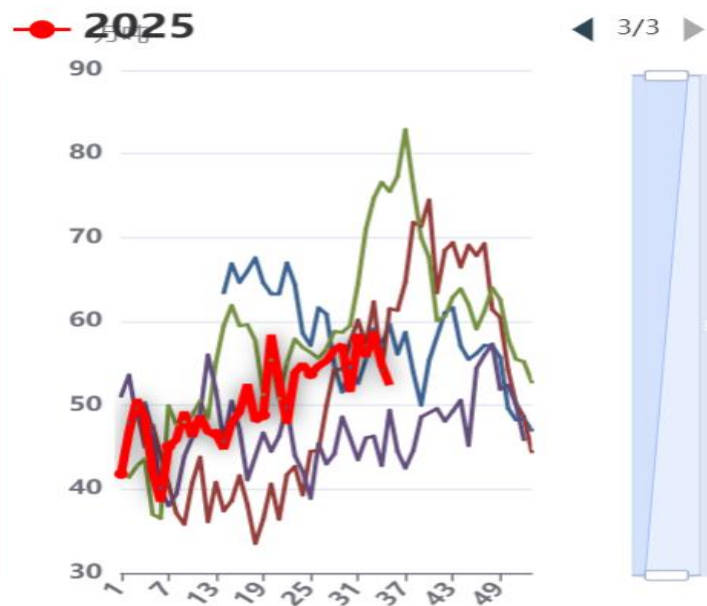
沥青开工产量

沥青炼厂开工率



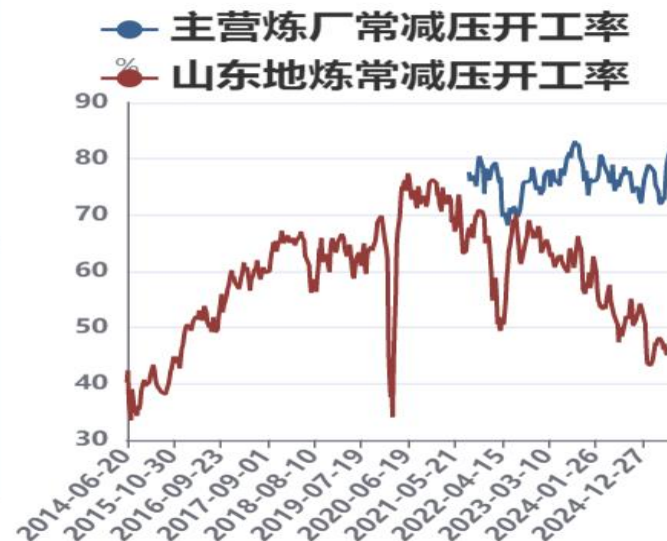
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

沥青周度产量



数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

中国主营炼厂开工率



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

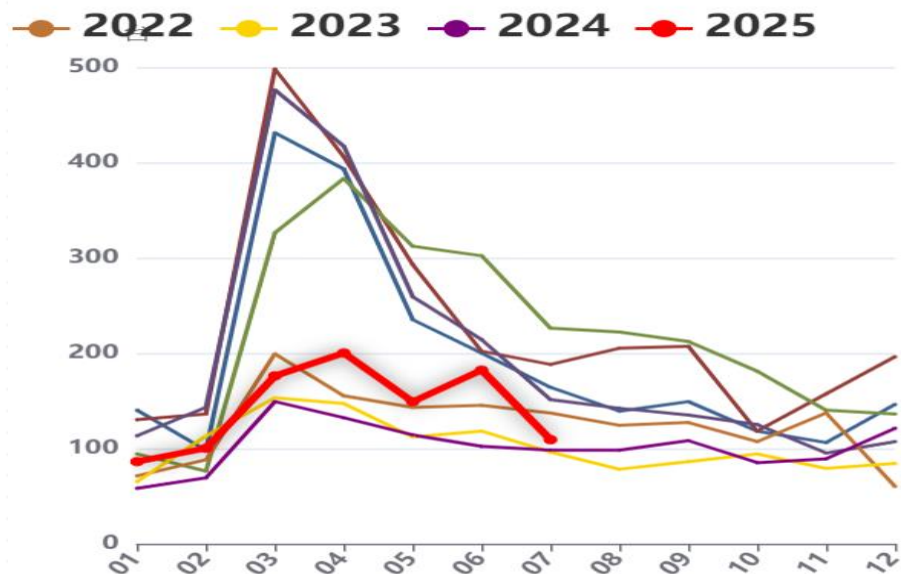
➤ 沥青开工和从低位略有抬升，产量还是维稳为主，主要是地炼常减压开工持续低位，缺少总体增量，而且存量炼厂还有反复转产渣油的情况，压制了沥青产量水平。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

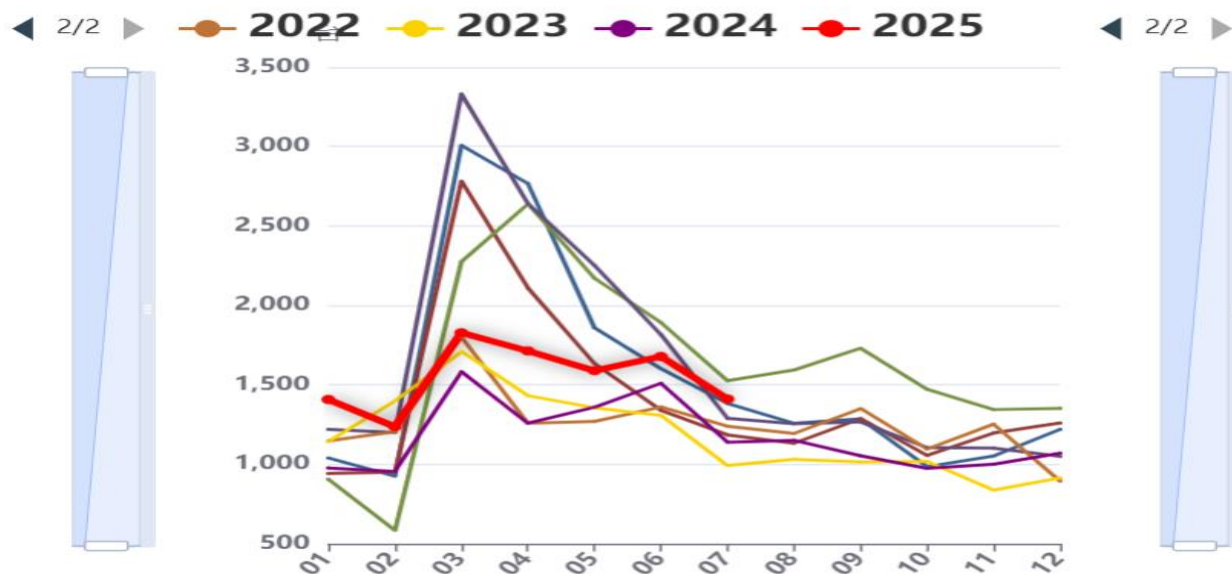
沥青需求反馈-辅助指标

摊铺机销量



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

压路机销量



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

➤从辅助指标来看，摊铺机及压路机效率同比反馈偏强，但环比走弱，稀释了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，淡化了旺季预期。

沥青需求反馈-投资指标

公路投资和沥青表观消费量



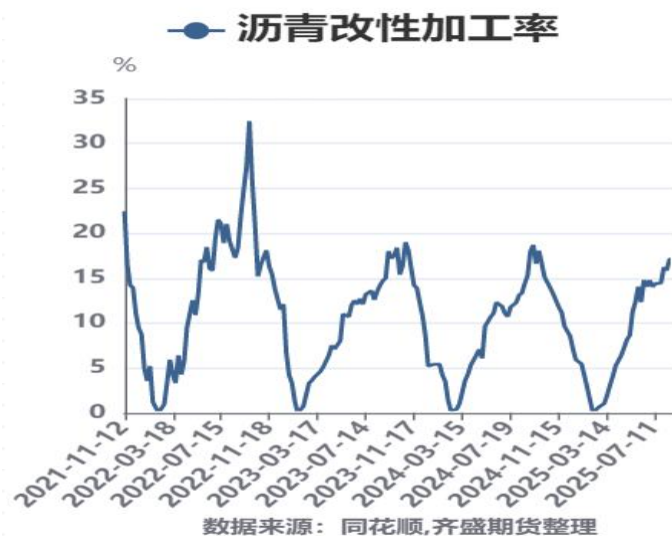
地方政府专项债和沥青表观消费量



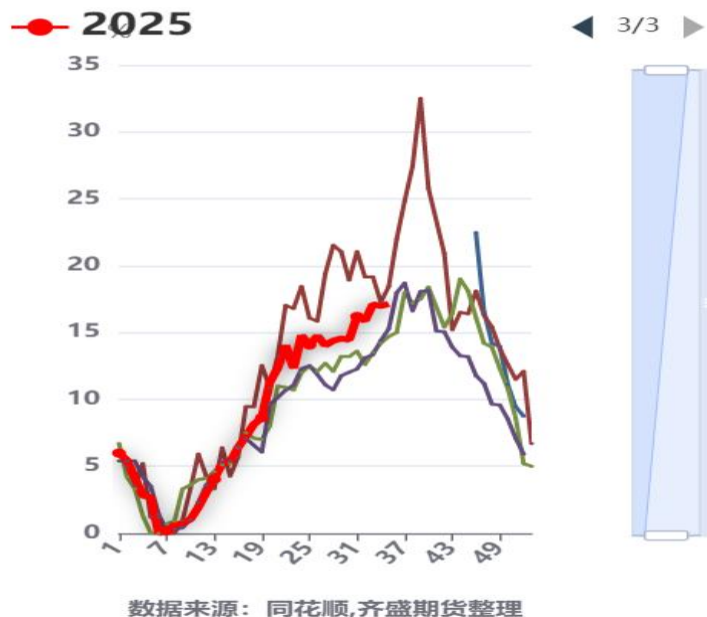
►从投资指标来看，7月公路投资环比走弱，季节性上符合规律，但总量还是十四五五年以来的最低水平。7月地方政府专项债总额环比微幅增加，同比保持五年高位，细分来看，5月份之后新增专项债发行量增加，目前同比处于五年高位，再融资债券发行量也在增加，同样处于五年同期高位，综合来看地方政府专项债为需求环境还是传递一定利好。

沥青需求反馈-改性加工率

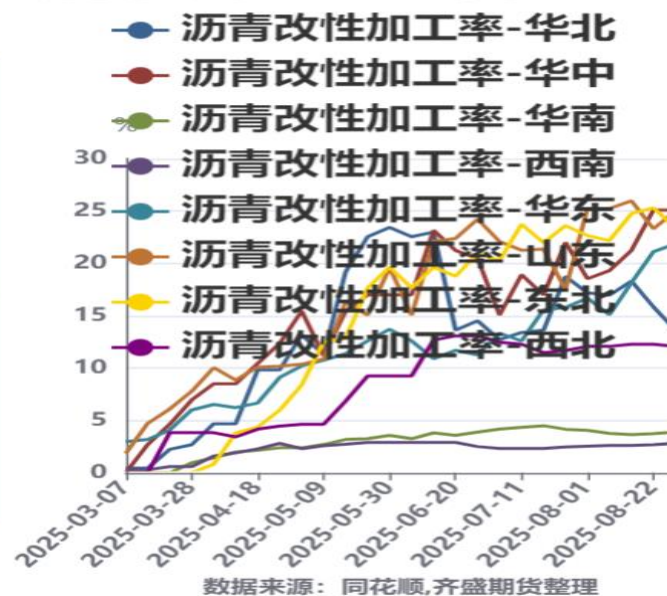
沥青改性加工率



沥青改性加工率



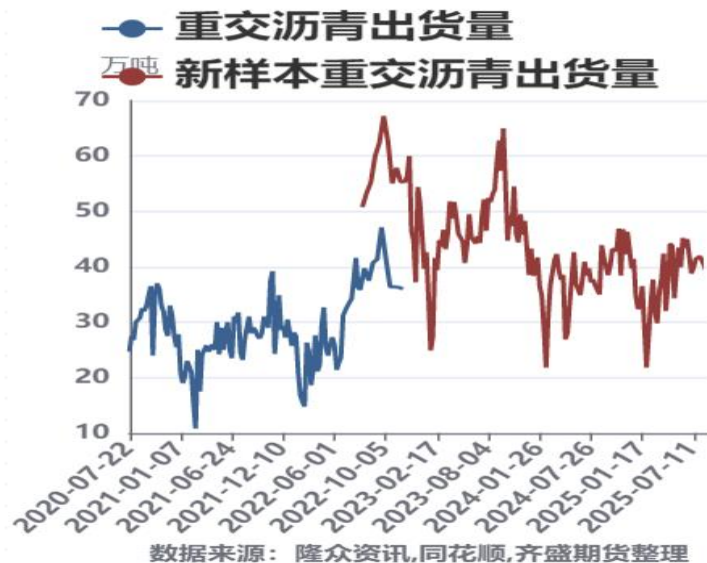
沥青改性加工率分地区



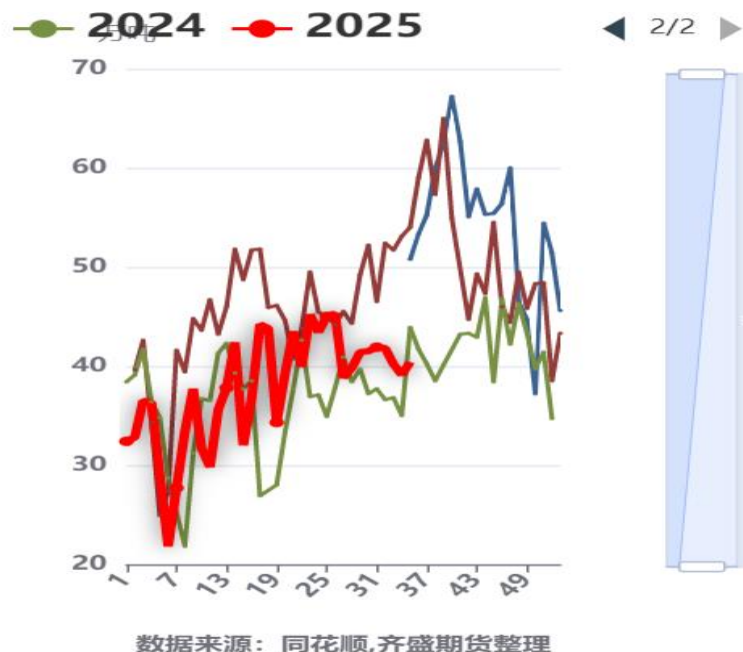
- 从改性开工来反馈和推断终端需求，今年的沥青需求中性为主，同比存在增量但量级不大。7-8月份改性开工总体反馈华东华南增量以及华北东北等北方的赶工需求，目前来看没有形成拖累，但也无法支撑强预期，主要是今年降雨有所增多，拖累终端需求。
- 最近两周改性开工持稳为主，华东华南略有改善，华北的阶段回落问题不大，市场对旺季预期的期待大概率还是会兑现，也提升了低端现货价格的支撑性

沥青需求-出货反馈

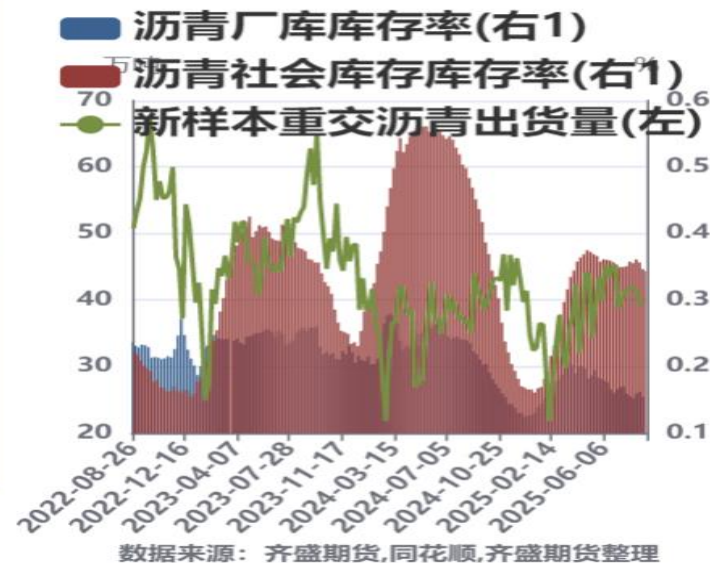
重交沥青出货量



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，近期炼厂的出货有所承压，配合库存动量来看，厂库库存率没有明显增加，社会库去库虽然缓慢，但依然保持去库，总体来看终端是有消耗的，需求现实算是温和反馈。



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	19.7	3	244	76	4	128	1	5	239	240
2025年2月1日	207	20.9	5	223	90	14	197	69	83	140	209
2025年3月1日	223	26.4	6	243	107	16	358	161	177	66	227
2025年4月1日	229	28.2	4	253	100	-7	388	30	23	230	260
2025年5月1日	250	39.8	6	285	95	-5	375	-13	-17	302	289
2025年6月1日	241	37.6	3	276	87	-9	365	-11	-20	295	284
2025年7月1日	251	38.1	6	283	82	-4	370	5	1	282	288
2025年8月1日	230	28.9	5	254	81	-1	356	-14	-15	269	255
2025年9月1日	255	23.5	4	274	78	-3	327	-29	-32	306	277
2025年10月1日	267	25.3	4	288	72	-6	289	-38	-44	332	294
2025年11月1日	239	22.6	5	256	69	-3	244	-45	-48	304	259
2025年12月1日	200	20.1	6	214	60	-9	227	-17	-26	240	223
2025年E	2819	331	58	3093						3004	3104



沥青核心逻辑总结

- **原油：**原油多空博弈延续，维持震荡预期。持仓高波动风险在凝结，但市场依然未形成统一预期。目前供需基本面预期偏空但现实库存反馈仍有支撑，美联储降息的趋势逻辑还不够清晰，地缘消息影响仍有反复。阶段暂时还是以震荡看待。
- **沥青：**沥青进口原料增加，存量炼厂存在生产利润，且汽柴油价格有所回落，渣油经济性有所承压，综合来看供应弹性增加。从实际数据来看，地炼排产却有增加，但常减压综合开工依然受限，产量暂无失控增加的可能性，是边际上或有弱化表现。从动量供给来看，需求持续缺位下，市场有竞争出货的现象，造成供给从现象层面出现一定压力影响。即将步入季节性旺季，但今年天气反常，预期限制终端反馈还是不强，贸易商库存高位，投机需求承压，炼厂出货受到一定阻力，综合来看需求现实还是拖累，不过因为旺季预期持续压缩，但正因如此所以也没办法彻底证伪，所以预期还支撑一部分信心。总体库存水平依然不高，尤其厂库压力持续不大，社会库有望缓慢去库，不过社会库总库存不低，且季节性去库迟迟没有兑现，需要进一步留意旺季兑现竞争出货的可能性。



沥青量化赋分表

石油沥青量化赋分表(2025-08-31)						
类别	分类因素	逻辑	权重(%)	赋值	得分	前值回顾 2025-08-24
宏观	原油	多空博弈延续，维持震荡预期。基金净空高位对应非基金净空低位，高波动风险在凝结，但也说明市场依然未形成统一预期。目前供需基本面预期偏空但现实库存反馈仍有支撑，美联储降息的趋势逻辑还不够清晰。阶段暂时还是以震荡看待。	40	0	0	
供需	供应	进口原料增加，存量炼厂存在生产利润，且汽柴油价格有所回落，渣油经济性有所承压，综合来看供应弹性有所增加。数据上来看，地炼排产有所增加，但常减压综合开工依然受限，产量暂无失控增加的可能性，但是边际上或有弱化表现。从动量供给来看，需求持续缺位下，市场有竞争出货的现象，造成供给从现象层面出现一定压力影响。	10	-1	-0.1	-0.1
	需求	即将步入季节性旺季，但今年天气反常，预期限制终端反馈还是不强，贸易商库存高位，投机需求承压，炼厂出货受到一定阻力，综合来看需求现实还是拖累，不过因为旺季预期持续压缩，但正因如此所以也没办法彻底证伪，所以预期还支撑一部分信心。	20	1	0.2	0.2
	库存	总体库存水平依然不高，尤其厂库压力持续不大，社会库有望缓慢去库，不过社会库总库存不低，且季节性去库迟迟没有兑现，需要进一步留意旺季兑现竞争出货的可能性。	8	0	0	
成本利润	成本	这段时间随着原油回落，成本有所回落，但旺季阶段并非锚定成本逻辑，而是需求逻辑，所以并不构成下行指引，但对上行形成一定牵制	5	0	0	
价格	基差	基差正值依然偏高，主要是持货商成本较高，折价出货效用也不高，所以仍在持货观望为主，所以基差看震荡略偏弱，对期货形成一定结构支撑	4	1	0.04	0.04
	估值	估值相对合理，裂解水平被动走高后，跟随为主，虽然基本面不够强，但是相较于原油依然是韧性	5	1	0.05	0.05
技术面	技术形态	原油震荡指引，沥青空头减仓对应盘面成交增量，价格适度上涨	5	-1	-0.05	-0.05
资金面	资金情绪	趋势资金缺位	3	0	0	
总分			100	1	0.14	0.14
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，现货基本面中性，缺少趋势逻辑，建议观望或择机在远月少量偏空参与。
套利	暂时观望。
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震荡偏弱运行为主，低硫裂解、高硫裂解均震荡反馈，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，所以没有相对估值的明显走强或者走弱，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

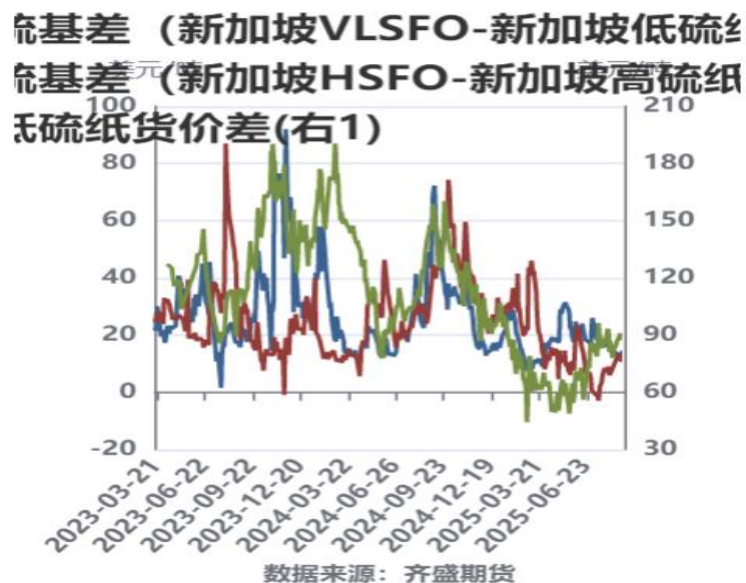


- 月内新加坡高低硫现货也是震荡偏弱走势，主要驱动跟期纸货类似，是因为原油震荡偏弱影响。
- 从现货升贴水来看，两者均有一定程度的走强，集中体现在8月中下旬，高硫走强更明显，但依然维持负值，低硫月底略有走强，保持正值低位。



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



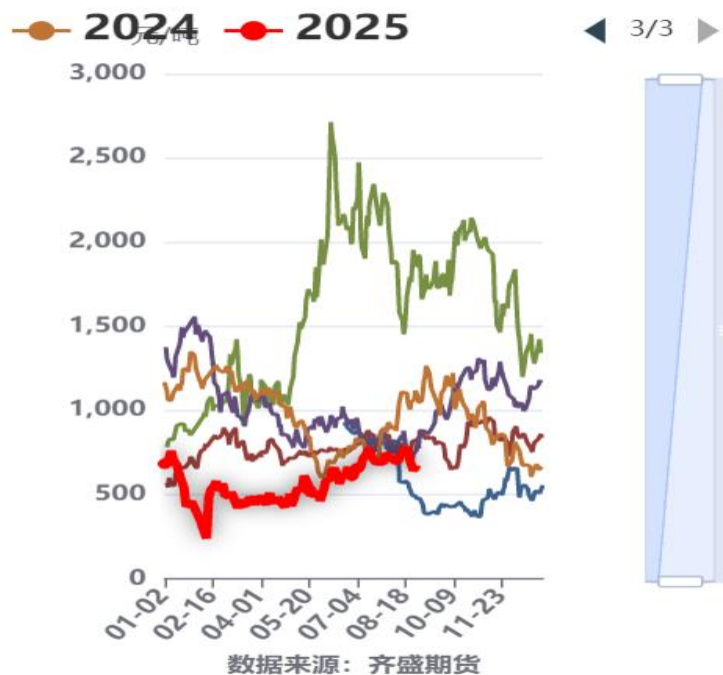
新加坡高低硫裂解差



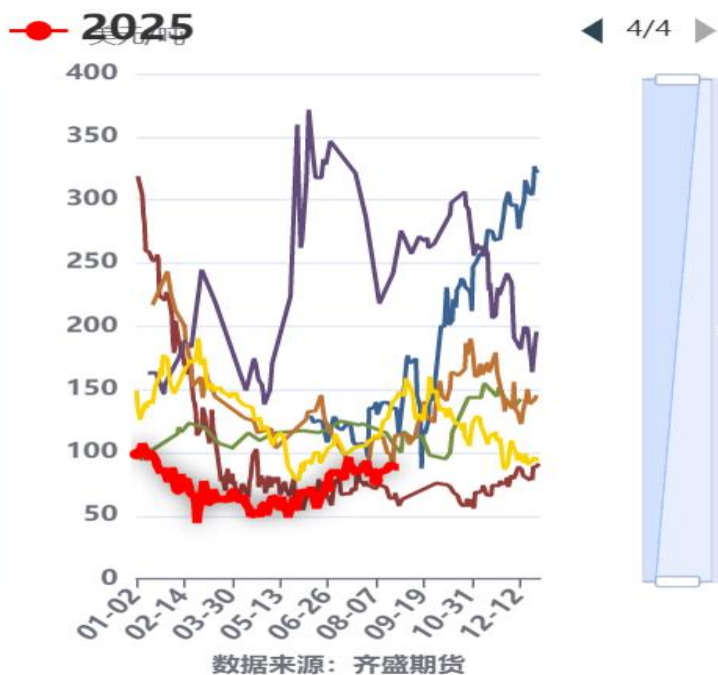
- 有图可见，类似现货及升贴水的表现，高低硫月差均在中上旬走弱，周期下旬略有反弹，低硫月差略好于高硫。基差层面，则因为高硫现货绝对价的溢价，而表现略好于低硫。

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



- 月内低高硫价差没有形成进一步上涨，反而出现了阶段走弱，主要是高硫受制裁和地缘层面的扰动影响较大，阶段推高了价格溢价，但个人认为没有延续性，因为整个亚太市场的供需没有明显的矛盾，低高硫两者的基本面也没有明显的强弱现实和预期，还是认为两者价差看震荡为主。



高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**原油多空博弈延续，维持震荡预期。持仓高波动风险在凝结，但市场依然未形成统一预期。目前供需基本面预期偏空但现实库存反馈仍有支撑，美联储降息的趋势逻辑还不够清晰，地缘消息影响仍有反复。阶段暂时还是以震荡看待。

➤ **基本面主逻辑：**

高硫方面，因俄罗斯炼厂遇袭，将带来7万桶/日的燃油供应减量，将体现在8月和9月的船期中，最新数据来俄罗斯高硫本周出口约85万吨（环比-8%），该事件阶段支撑高硫估值回升。但长期来看高硫压力依然不小，俄罗斯、中东8月出港排船均不低，整体看供应依旧充足。需求端，发电需求过季，高硫船燃需求及进料需求中性反馈并未有驱动行情。

低硫整体供需中性，并没有特别大的矛盾。新加坡8月低硫到港高位，但国内主营排产预期较弱。其实拖累低硫的更多的是需求，关税制约下全球经济增长的不确定性影响着航运需求，进而影响燃料油加注需求。此外随着航运业碳中和趋势，导致低硫市场份额被逐步替代，5月份开始生效的 ECA 区域已经导致欧洲低硫船用油需求下滑，因此需求的利空对低硫估值溢价阻力仍较大。



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 ▶