

沥青：基本面支撑延续

高硫：多空博弈

低硫：中性不强

2025年3月31日

齐盛沥青及燃料油月报



作者：张淄越

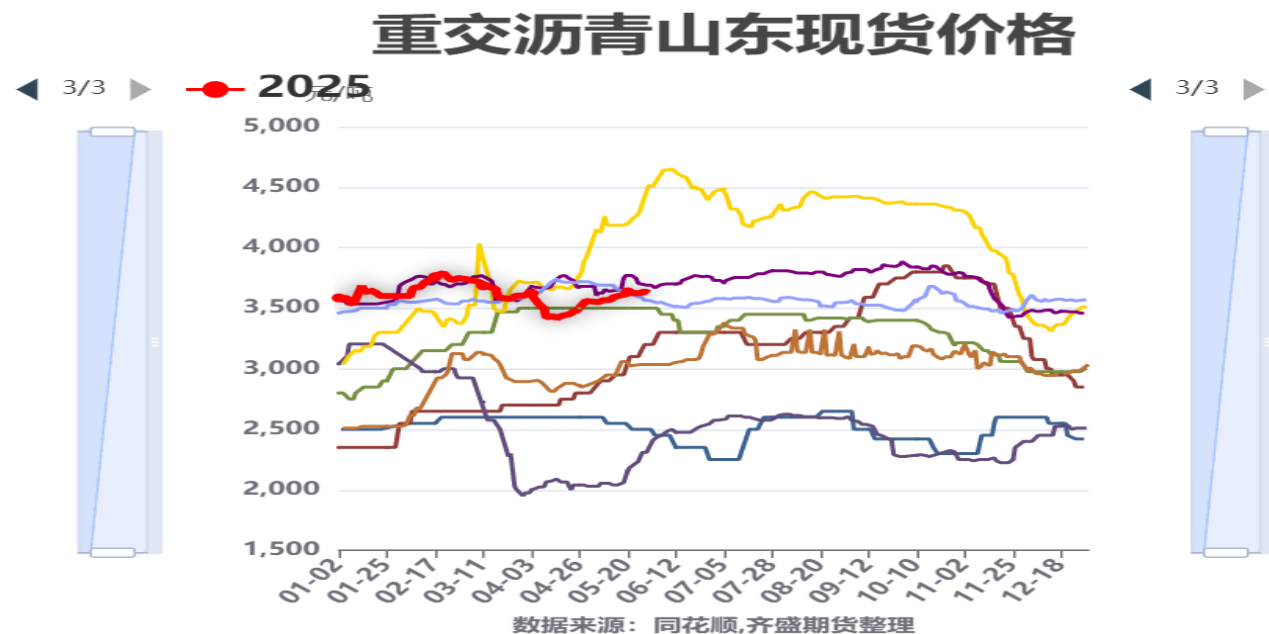
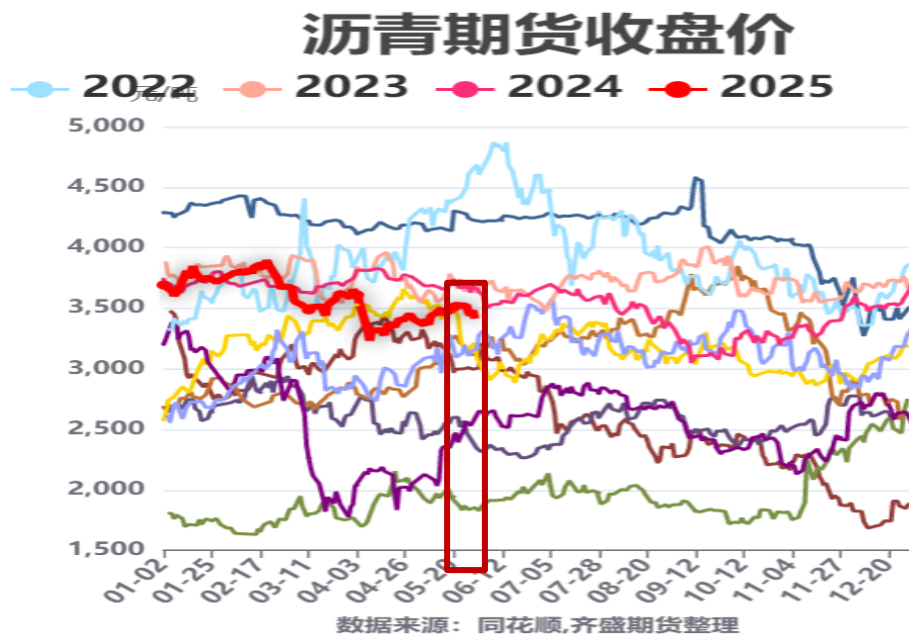
期货从业资格号：F3078598

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

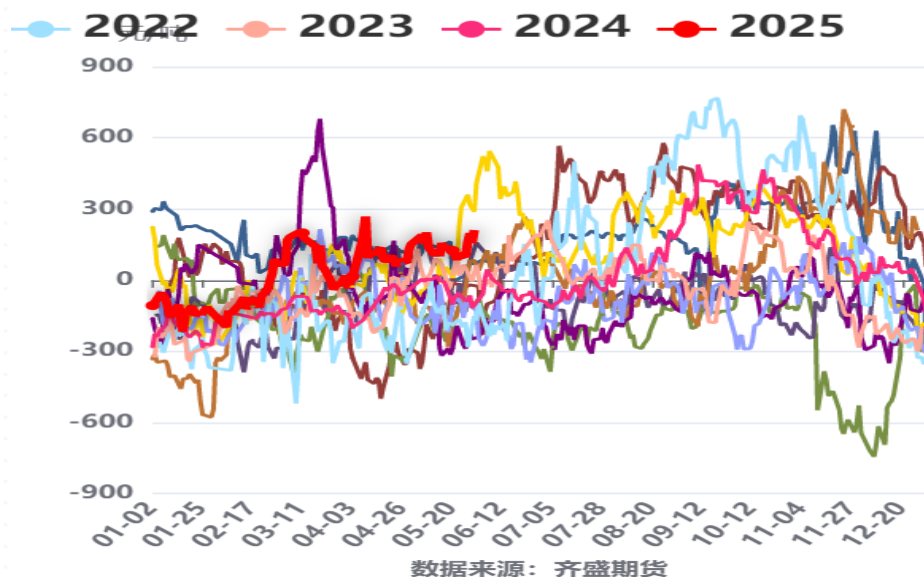


期货方面：5月沥青整体呈现涨后会跌行情，月底收盘较上月底价格基本持平。从期货驱动来看5月份市场基本面反馈出较强支撑，但整体空间受高估值限制，所以整体波动还是以成本逻辑为主。后续基于原油长线趋势看震荡，以及基本面支撑焉栩嘉，主力单边维持震荡行情看待。

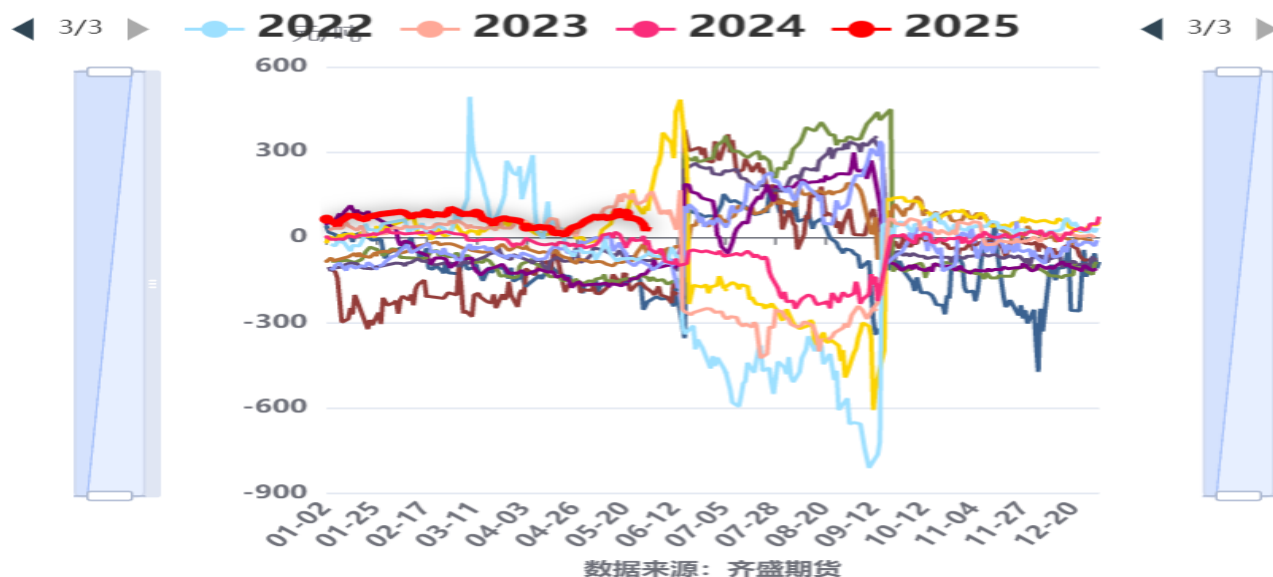
现货方面：稳于期货，基本表现为涨后转滞涨。现货支撑大于期货的原因主要是因为供应增量不足，需求季节性表现不弱提供的基本面支撑。后续基本面看维持供应无压力，需求温和向好的前景，现货维持高估值预期。

沥青月差、基差

沥青山东基差



BU06-09月差

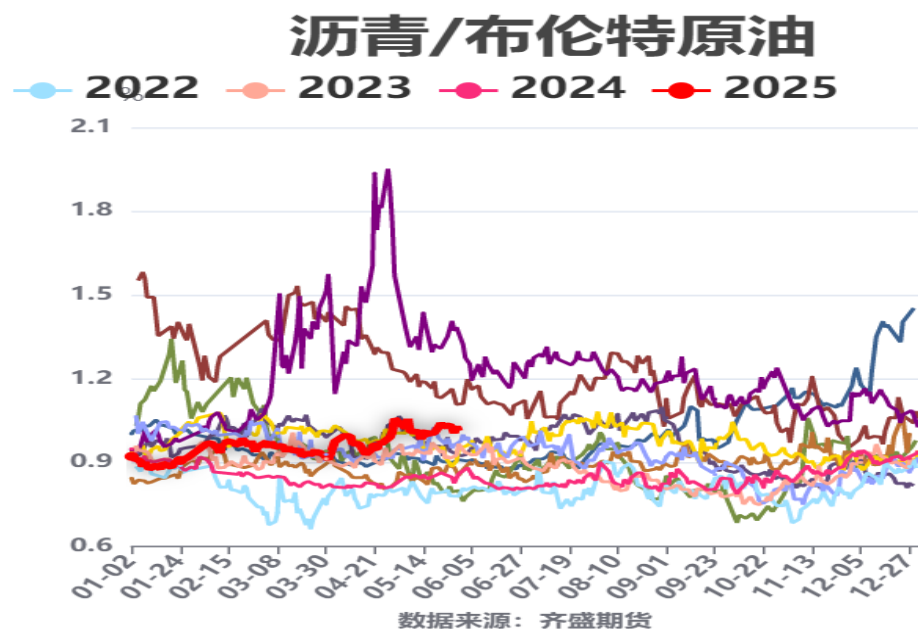


月差方面：06/09月差震荡走弱，价差结构走缩30点左右，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，走弱的原因主要基于远端需求预期支撑更强。后续06合约临近到期，近月07主力交易热度仍存，07/09两个合约中，07需求逻辑仍弱于09，且09估值空间更大，不过远端原油风险压制预期，或限制月差实际走弱的空间和节奏。

基差方面：月内基差正值反复震荡，阶段走弱后因原油带动期货下跌而再度被动走强。后续来看基差大概率维持正值震荡格局，只因基本面无法兑现利空矛盾，现货稳价概率较大，而期货端资金压力也不大，基本以跟随成本波动为主，所以基差虽处高位，但缺少向下的驱动。



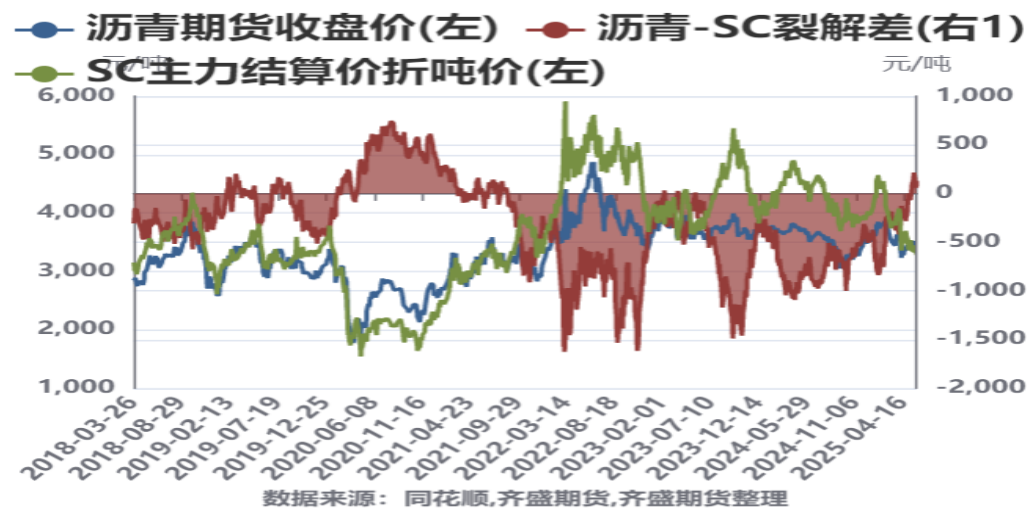
沥青裂解估值



3/3



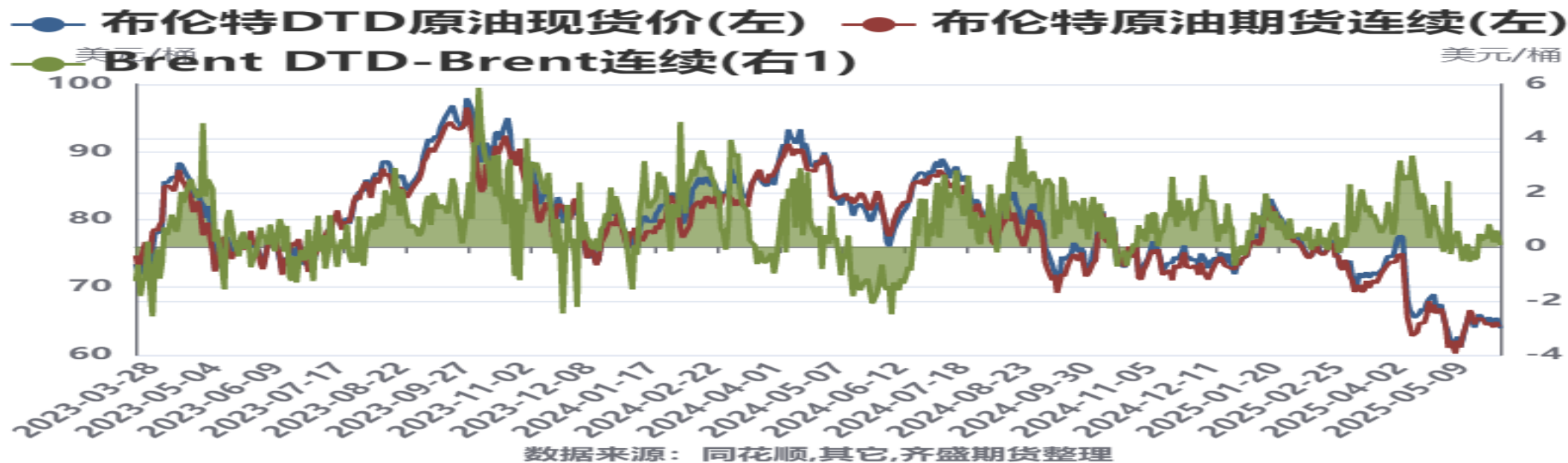
沥青-SC裂解差



沥青/布伦特比值：周期内沥青较于成本估值持续处于高位，沥青布伦特1.03的比值处于季节性高位水平（极端值除外），理论上五六月份如果原油没有快速大跌的极端行情，沥青基本面会出现供应增量增速快于需求增量的情况，会施压其估值回落，但今年税改叠加制裁的背景，令炼厂忽视高裂解出现供给增量不足，因此迟迟无法兑现估值走弱的驱动。

沥青-SC价差：放在实操层面上看较于SC的估值价差溢价，当前沥青估值实属高估，较于SC原油价格已高出近200的水平，后期沥青自身基本面强支撑难解，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，其高估值大概率要在淡季合约中回归。

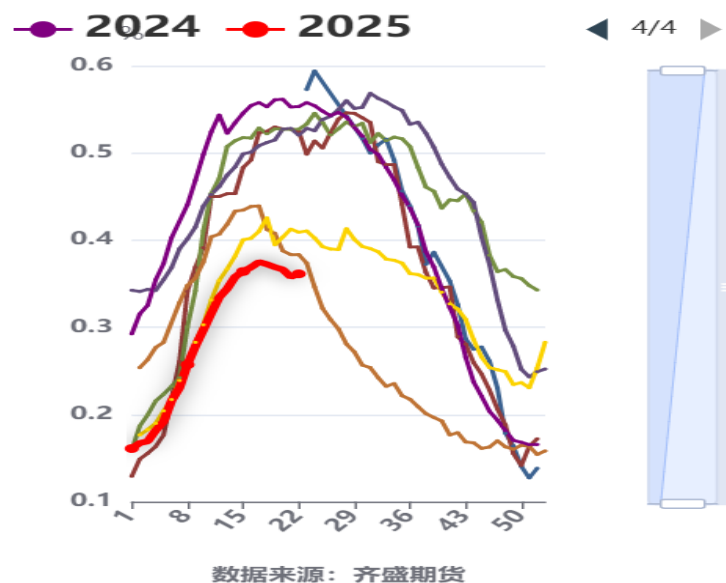
沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）



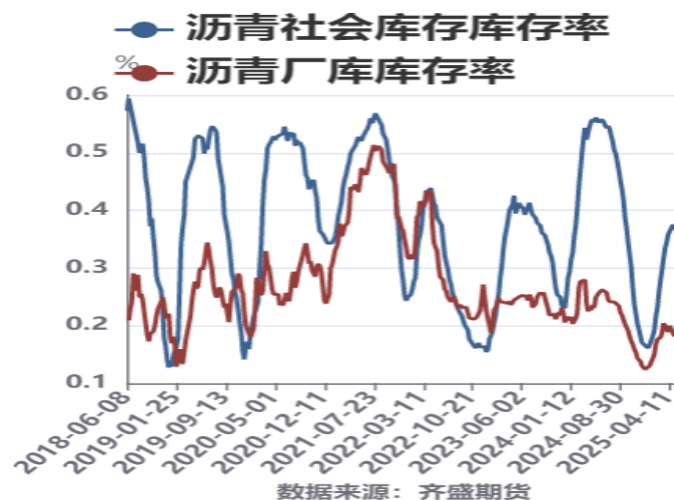
►原油：当前关税政策动向摇摆，地缘消息也持续不稳定，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看宏观及地缘影响多空摇摆，中性多变，金融属性温和偏多，核心逻辑供应增长需求中性演绎多空博弈，总体缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主。

库存

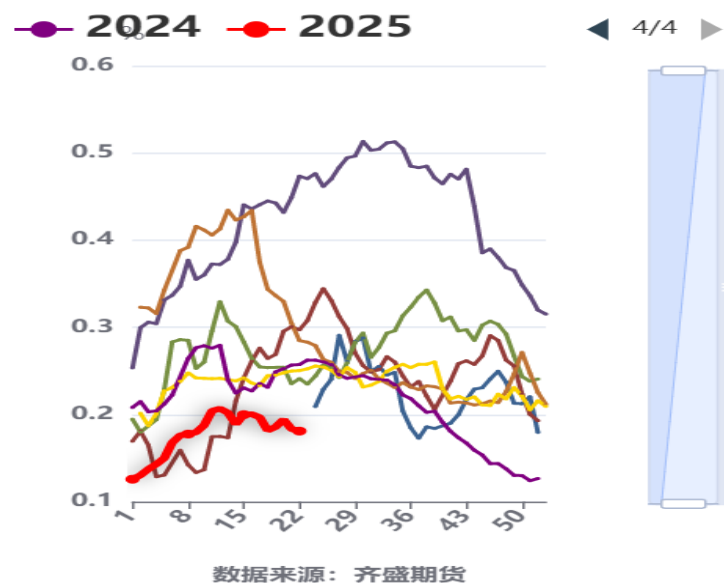
沥青社会库存库存率



青厂家及社会库存库存率



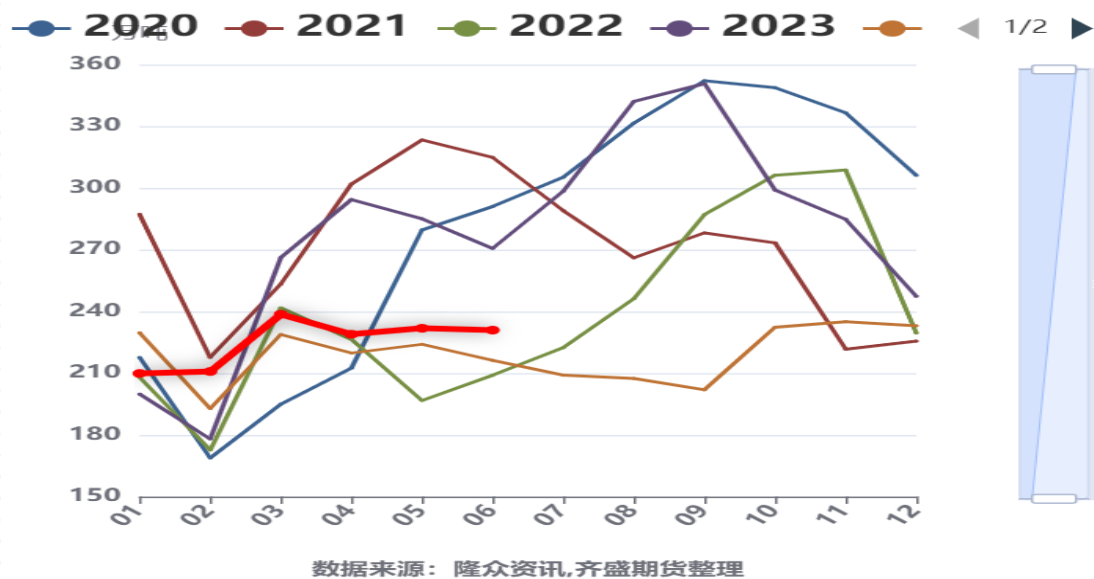
沥青厂库库存率



- 社会库存进入去库阶段，库存率水平不高，实际存量并不小，从这段时间的市场演绎来看，现货价格存在高估风险，会抑制存量需求，但且基于供应增量不足，价格有维稳的基础，社会库出货难度并不大，面对即将来临的旺季，贸易商心态尚可，竞争出货的压力相对有限，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，继续托底估值，托底价格下限，而下限理论参照成本，但随着时间的后移，市场逻辑从供给和成本逐步看向需求，下游需求接受价格也是价格下限的参考。
- 总体来看，当前库存对价格维持正向支撑。

沥青排产

国内沥青计划排产量



国内沥青计划排产与实际产量



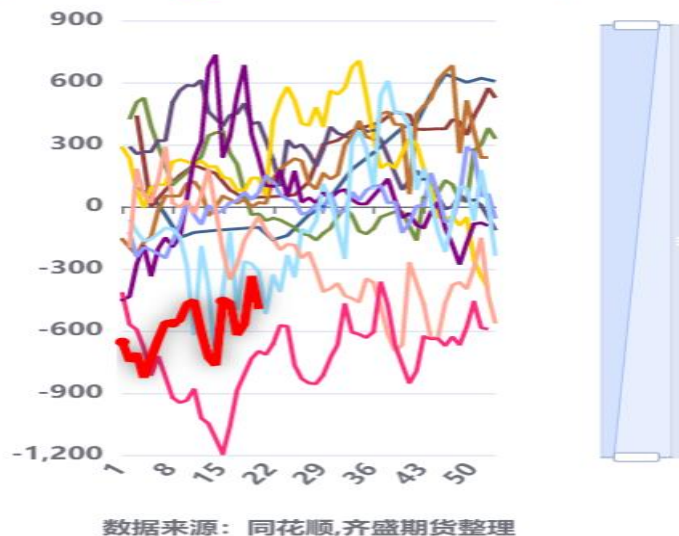
- 根据隆众对92家企业跟踪，2025年6月份国内沥青地炼排产量为130.9万吨，环比增加6.5万吨。沥青总排产量为230.9万吨，环比下降0.9万吨，降幅0.4%。从实际产量来看，处于五年均值水平，与去年同期基本持平。
- 高裂解背景下，地炼排产增量不足，本身就是存在问题的，主要考虑两方面，一方面或是因为以炼油为主的地炼在税改后同时面临汽柴油需求不足，总体开工经济性抑制常减压开工的阀门，另一方面则需要考虑地炼受限于制裁背景，存在原料资源成本溢价以及物流不顺畅的考虑。
- 主营的排产受限问题，则主要考虑综合财务成本，存在持续转产深加工的情况，无法兑现足够的沥青供给增量。

利润

生产利润及焦化利润对比 山东地炼沥青生产利润

● 2024 ● 2025

6/6



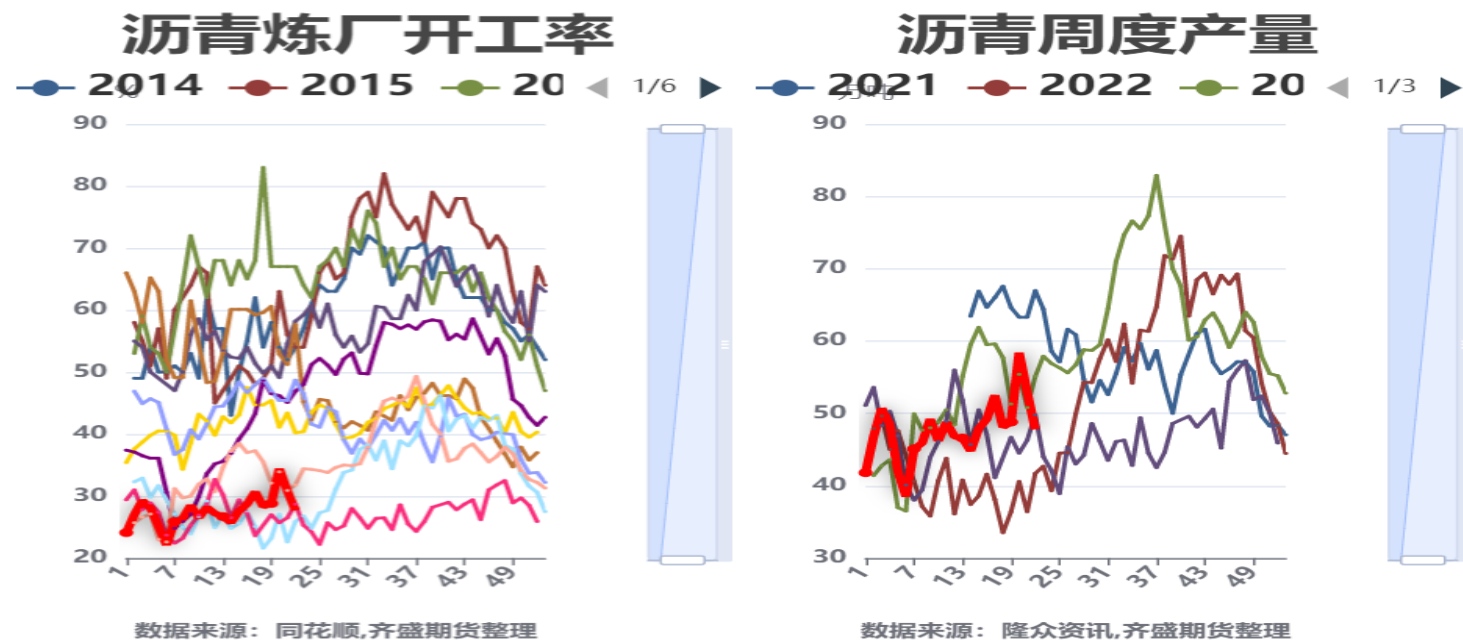
沥青周度利润



- 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。
- 最近原油震荡，焦化利润回落，沥青利润震荡走强，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。



沥青开工产量



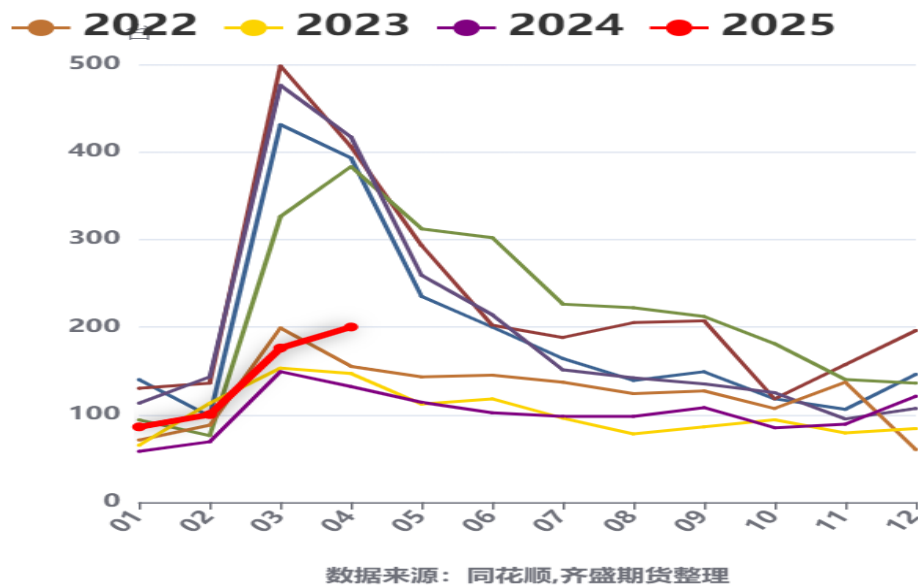
中国主营炼厂开工率



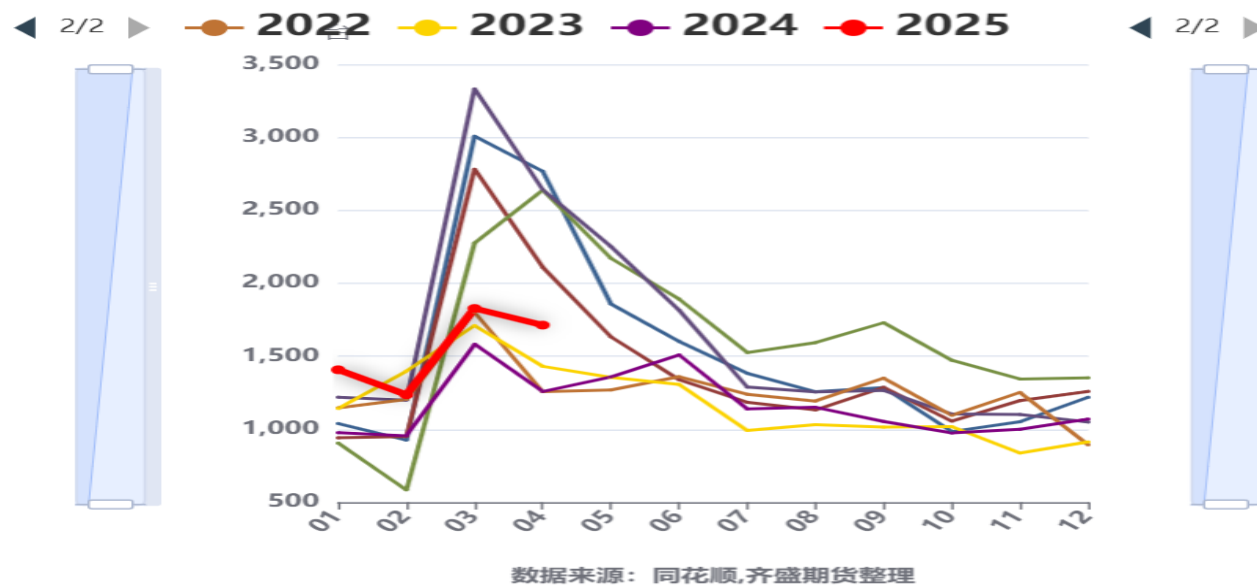
- 总体开工和沥青开工均维持低位，根据利润、成本、心态、库存以及调研的四月原料充足情况来看，冲淡了前期大幅增量的预期，支撑性有所回归。
- 图上可见，地炼沥青开工不高，无法兑现足够的增量的原因已经不是利润问题，更要是地炼常减压开工持续收缩的大背景，压制了沥青产量水平。

沥青需求反馈-辅助指标

摊铺机销量



压路机销量



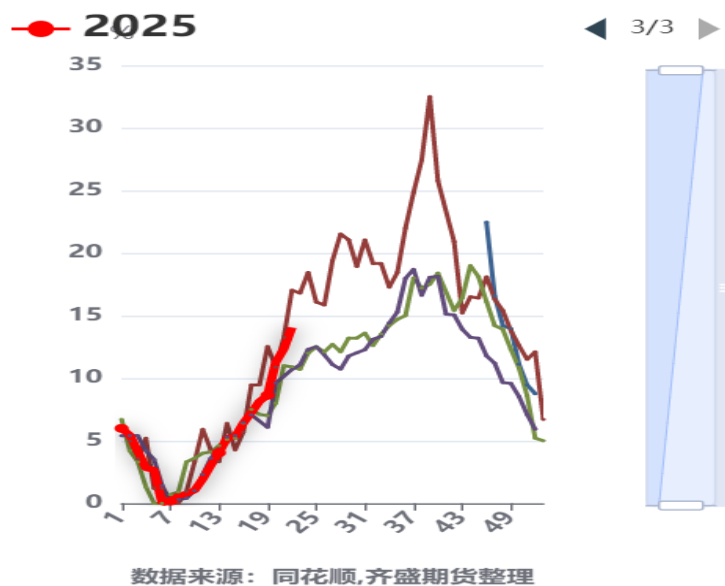
➤从辅助指标来看，进入二季度后的摊铺机及压路机效率反馈偏强，均处于2022年以来的季节性销量高位，结合年初对于十四五背景下公路里程增量以及消费增量的判断，进一步印证了年内需求同比向好的支撑

沥青需求反馈-改性加工率

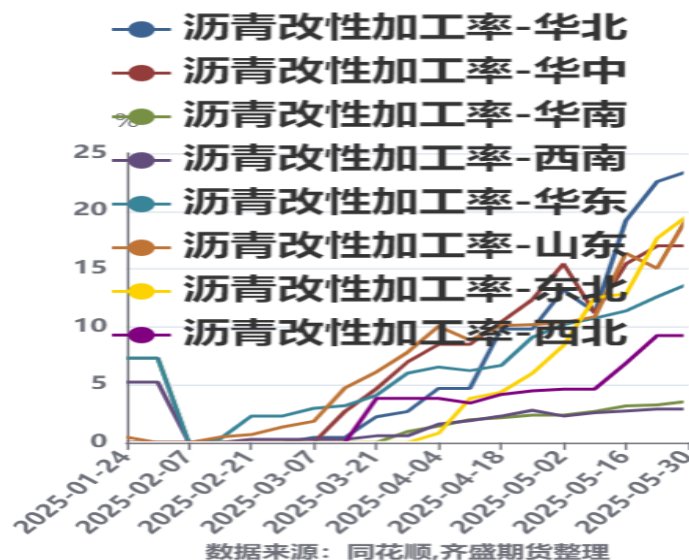
沥青改性加工率



沥青改性加工率



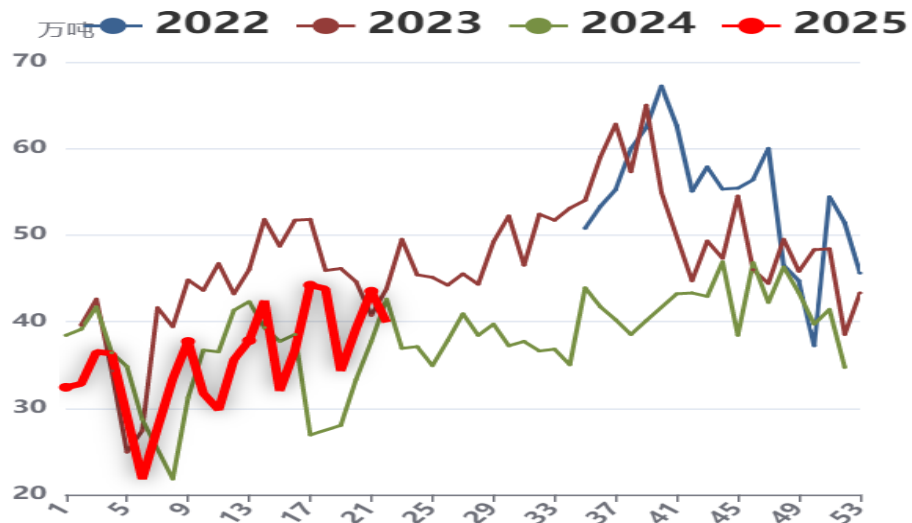
沥青改性加工率分地区



- 五月份需求季节性表现较强，东北、华北、华中、山东均有较好的表现，
- 华东南西南因为降雨的影响，表现还比较弱。
- 总体来看，今年的沥青需求中性略偏强，同比存在增量现实。

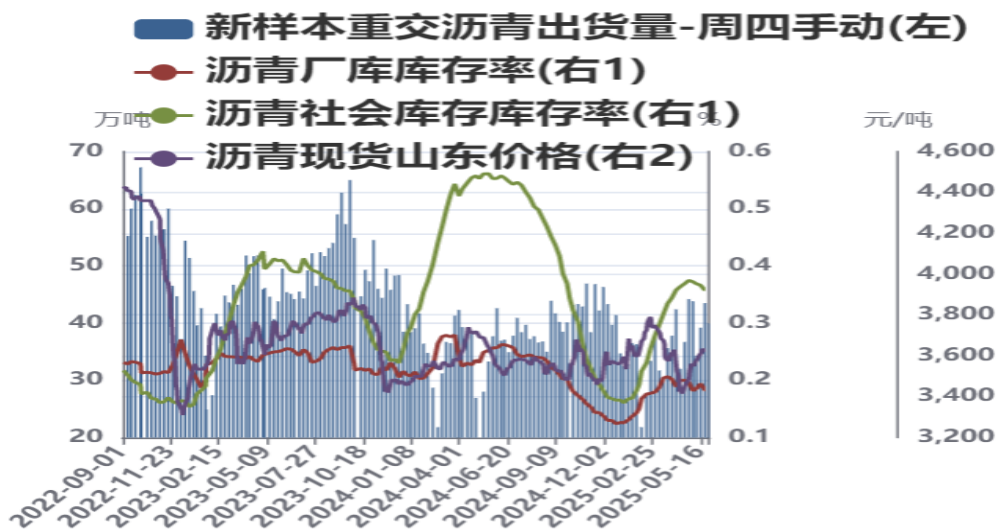
沥青需求-出货反馈

新样本重交沥青出货量



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

价格-出货-库存联动



数据来源：同花顺,齐盛期货,齐盛期货整理

➤ 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水平一下，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。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

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	228	20	3	244	84	12	182	54	67	177	232
2025年2月	207	21	5	223	102	17	220	38	56	167	205
2025年3月	223	26	6	243	120	18	276	56	74	169	225
2025年4月	229	28	4	253	113	-8	291	15	8	245	260
2025年5月	232	27	5	254	108	-5	292	1	-4	258	259
2025年6月	231	27	3	254	107	-1	284	-8	-9	264	255
2025年7月	250	24	6	268	110	3	284	0	3	265	265
2025年8月	277	26	3	299	114	4	283	-2	3	296	295
2025年9月	262	23	4	281	109	-5	259	-23	-28	309	286
2025年10月	267	25	4	288	101	-8	229	-30	-38	327	296
2025年11月	239	23	5	256	97	-5	194	-35	-40	296	261
2025年12月	200	20	6	214	85	-12	180	-13	-26	240	226
2025年E	2843	289	56	3077						3011	3064



沥青核心逻辑总结

- **原油：**当前关税政策动向摇摆，地缘消息也持续不稳定，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看宏观及地缘影响多空摇摆，中性多变，金融属性温和偏多，核心逻辑供应增长需求中性演绎多空博弈，总体缺少强趋势和大空间，个人维持看震荡为主。
- **基本面：**沥青自身核心逻辑有分歧，现实基于地炼开工仍在低位、下游需求季节性好转、厂库水平暂未形成负反馈而存在一定韧性，但从趋势来看地炼常减压排产温和偏多，焦化利润小于沥青利润，6月份沥青排产维持增量，且价格高估值同时又面临上方想象空间不足的情况下，持货商积极出货，增加供给动量，因此现货存在一定下行压力。
- 从期货角度来看，基差正值看弱的情况下，产业层面的贸易商及期现商对盘面暂未形成太大的资金下行压力，散户资金虽然关注到高估值以及原油疲弱的因素，但是暂未形成控盘局势。



沥青量化赋分表

石油沥青量化赋分表(2025-06-01)						
类别	分类因素	逻辑	权重(%)	赋值	得分	前值回顾
						2025-05-25
宏观	原油	宏观及地缘影响中性多变，金融属性温和偏多，核心逻辑供应增长需求中性，总体缺少强趋势和大空间，看震荡反馈为主。	40	0	0	
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。高裂解驱动暂时失效。	10	0	0	-0.2
	需求	需求季节性回升提升，北方刚需有一定支撑，南方依然承压偏弱，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	0	0	-0.08
成本利润	成本	理论成本随着原油震荡支撑，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	0	0	
价格	基差	基差正值高位运行。期货逻辑因成本看震荡，现货逻辑因基本面缺少矛盾，支撑性依然较强。	4	0	0	-0.04
	估值	估值高估，上行缺少空间，但缺少下行驱动。	5	-2	-0.1	-0.05
技术面	技术形态	原油均线MACD胶着，弱勢震荡反馈。沥青高位承压，承受均线及MACD阻力。	5	-1	-0.05	-0.1
资金面	资金情绪	因原油震荡反馈以及基本面矛盾不够突出又是高估值，逻辑上不支持单边做多，做空有安全边际，但是缺少点时机。期现商因为持货成本高位、基差还在正值、盘面缺乏交货积极性，因此期货缺少一定卖压。所以总体来看资金心态不够统一。	3	-1	-0.03	-0.03
总分			100	-3	0.02	-0.3
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	近端及主力高估值对应缺少趋势逻辑，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。
套利	继续关注7-9反套可能。
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，保留上涨可能。

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为主，高低硫裂解同步走强后适当回落，尤其是高硫裂解表现更为强势，作为常减压渣油组分，月内其裂解再出罕见的由负转正，这是因为周期内高硫的季节性需求逻辑支撑，而低硫若于高硫，受柴油阶段溢价而短线走高后再度回落，继续延续弱势氛围，低硫供应充足需求不强的基本面持续限制了其估值表现。



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，缺少大趋势。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，随着航运季节性需求以及中东南亚发电需求的加持，高低硫现货升水均有一定的溢价表现。。

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对比

新加坡高低硫裂解差

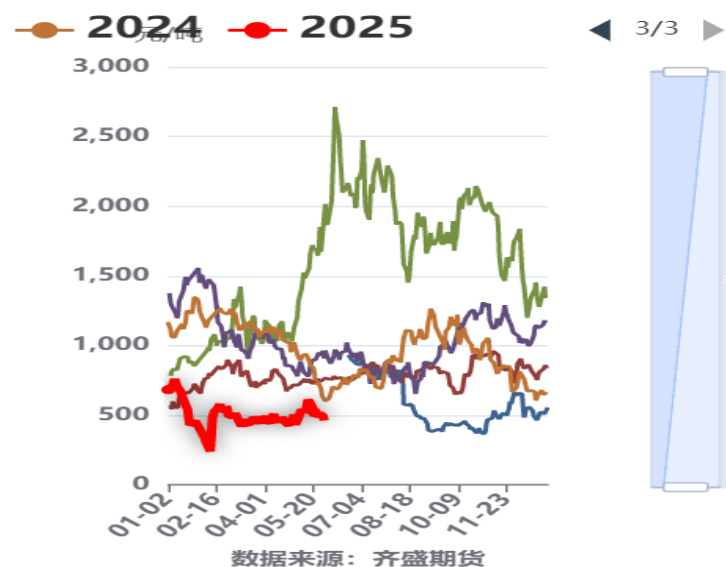


- 有图可见，不同于现货及升贴水的表现，一起高硫纸货月差在阶段走强后，于五月下旬开始走弱，说明其因为高估值高裂解且供应持续增量的逻辑开始被宏观资金关注，低硫的纸货月差则持续偏弱运行。从基差来看，低硫的基差阶段走强又再度走弱，类似其升贴水的波动节奏，高硫的基差走强也说明了其基本面现实仍存一定支撑性。



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



- 低高硫价差继续维持在低位徘徊，现阶段高硫近月及主力压力还没完全兑现，低硫缺少强逻辑，预期低高硫价差有望在四季度的合约内逐步走强，以高硫自身的逻辑走弱和资金压力逐步体现来完成。

高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**当前关税政策动向摇摆，地缘消息也持续不稳定，叠加欧佩克+增产利空影响，总体来看宏观及地缘影响多空摇摆，中性多变，金融属性温和偏多，核心逻辑供应增长需求中性演绎多空博弈，总体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：目前新加坡市场供给不缺，欧佩克+兑现增产是供给压力，但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开始有所走强，资本市场或逐步交易增产逻辑，高硫资金压力有所上升，同时其高估值也是压力。
- 低硫：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，但是短期需求现实季节性向好，船加注反馈略有好转，而且低估值也给出些许支撑，因此现货升水出现走强，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 ▶