

沥青：价涨少市

高低硫：跟随成本溢价

2026年1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

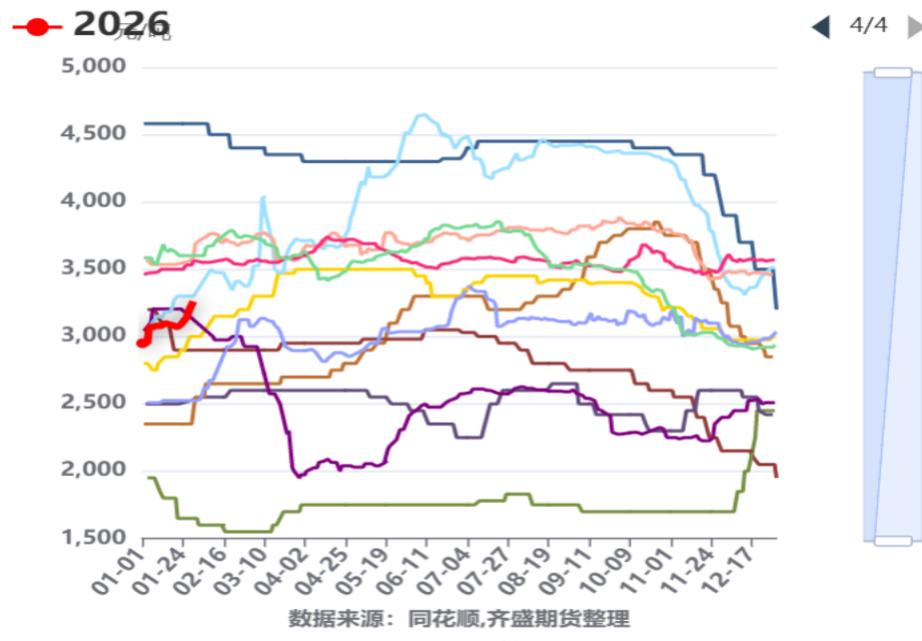
- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

# 沥青单边趋势

## 沥青与布伦特



## 重交沥青山东现货价格

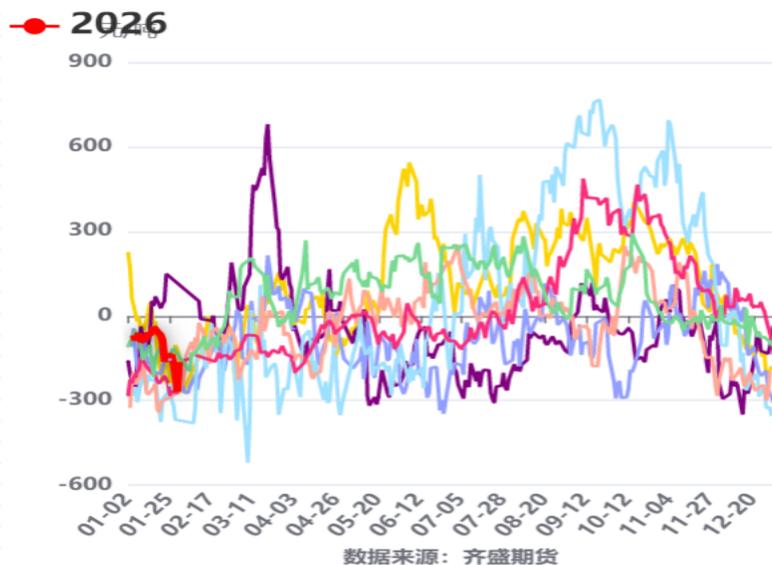


**期货方面：**1月沥青整体呈现单边上涨行情，期货收盘较上月底价格走强388元/吨。从期货驱动来看，主要是原油成本端大幅溢价推动，再就是市场炒作后期原料贴水上涨的逻辑。后续基于原油趋势中性震荡略偏强，但基本面淡季底部触底却缺少驱动，主力单边震荡行情看待。

**现货方面：**整体节奏上也是上涨，山东市场绝对价格月内涨幅310元/吨。主要是因为期间冬储落地后现货有底，后续跟随成本溢价。临近春节，缺少现货交投环境，后续或在有价少市的氛围中维持震荡。

# 沥青月差、基差

## 沥青山东基差



## BU03-06月差

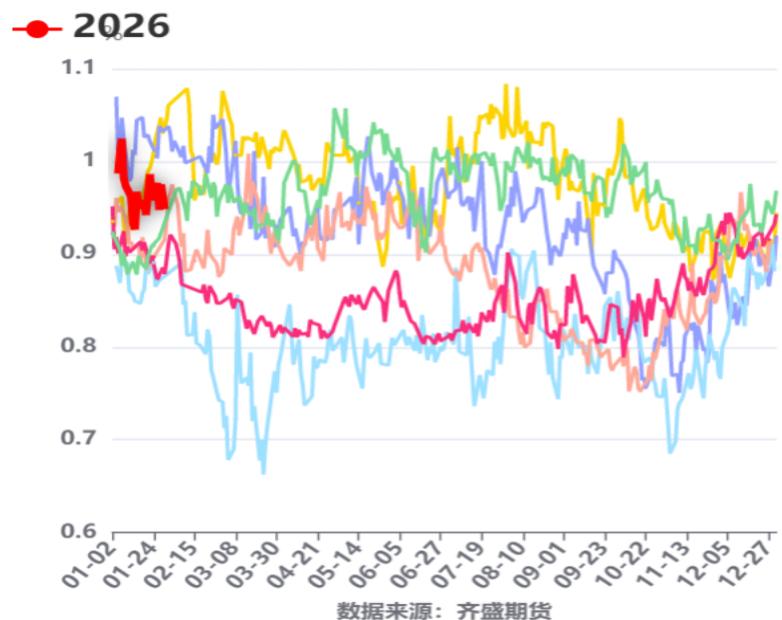


**月差方面：**03-06月差周期内震荡运行，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续03在原油强推动过后，还得交易淡季逻辑，06上预期还不到证伪阶段，按照今年基本面情况，现在该价差支撑性较强。

**基差方面：**月内基差弱势震荡运行，主要是因为期货跟随原油逻辑震荡偏强，而现货完成原料贴水溢价后仍受需求淡季牵制，后续来看近月及主力基差大概率还是表现偏弱，基差重新走强需要到2月份以后。

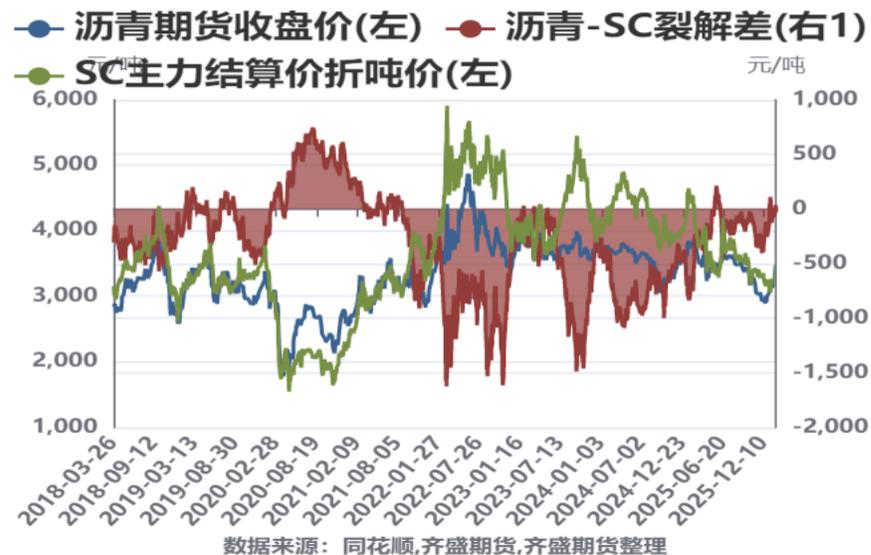
# 沥青裂解估值

## 沥青/布伦特原油



◀ 4/4 ▶

## 沥青-SC裂解差



**沥青/布伦特比值：**周期内沥青估值震荡偏强运行，沥青布伦特的比值最高触及0.98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，且原油大涨后也有回调预期，按照季节性来看，2月期间如果原油不破前期高点，其估值维持在0.98-1水平之间，三月份后可能存在弱化预期。

**沥青-SC价差：**看较于SC的估值价差溢价，周期内沥青存在被动走弱牵制，但是波动幅度不大，基本在0值±50点水平运行，主要是沥青有成本溢价但是也存在需求牵制，SC同样表现不算强，后期临近春节，沥青观望运行为主，SC逻辑上也有改善（运费震荡/人民币汇率略有走弱/延续不增产预期/国内需求中性。）

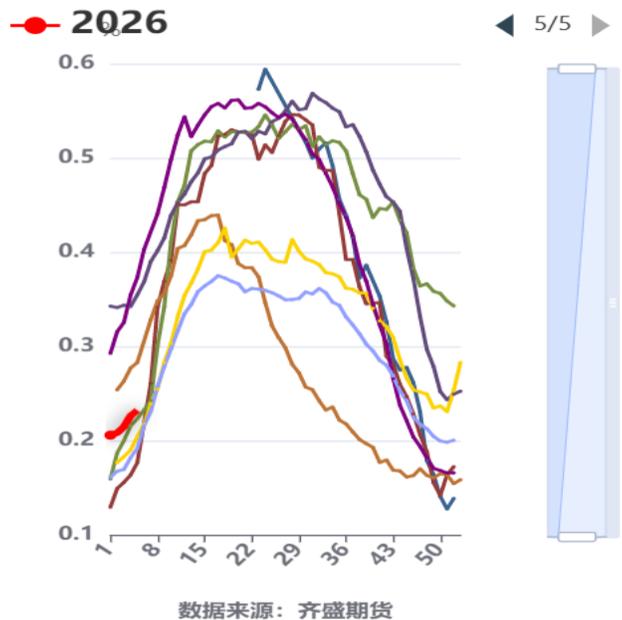
## 沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）



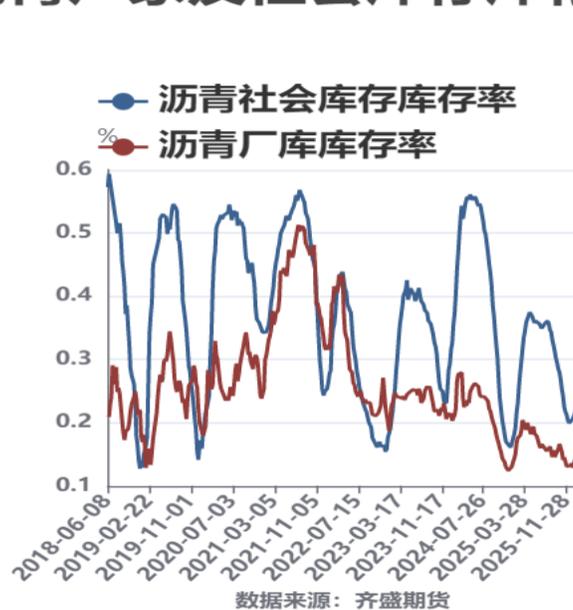
►**原油：**原油反复出现大波动行情，主要基于地缘持续不稳定以及供应过剩大环境以及特定环境下的区域性供需矛盾不突出的定价逻辑的角逐，布伦特月底逼仓完成后，近月多头氛围回落，叠加宏观大类资产金银铜油联动承压忽略，继续留意技术性回落的情况。

# 库存

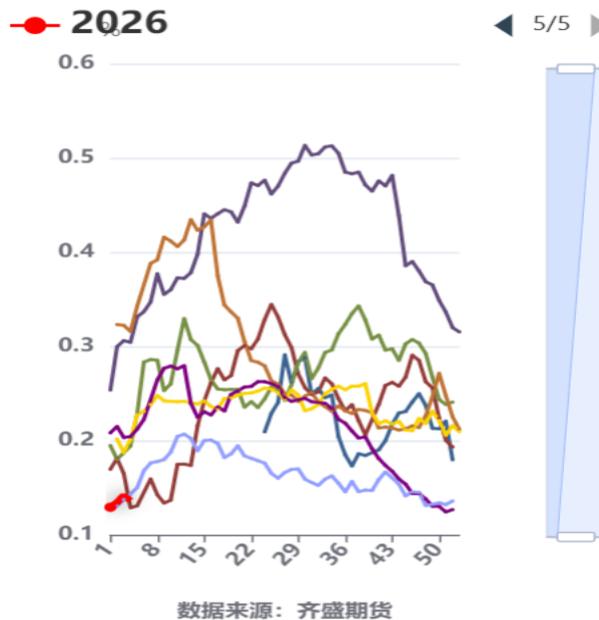
## 沥青社会库存库存率



## 沥青厂家及社会库存库存率



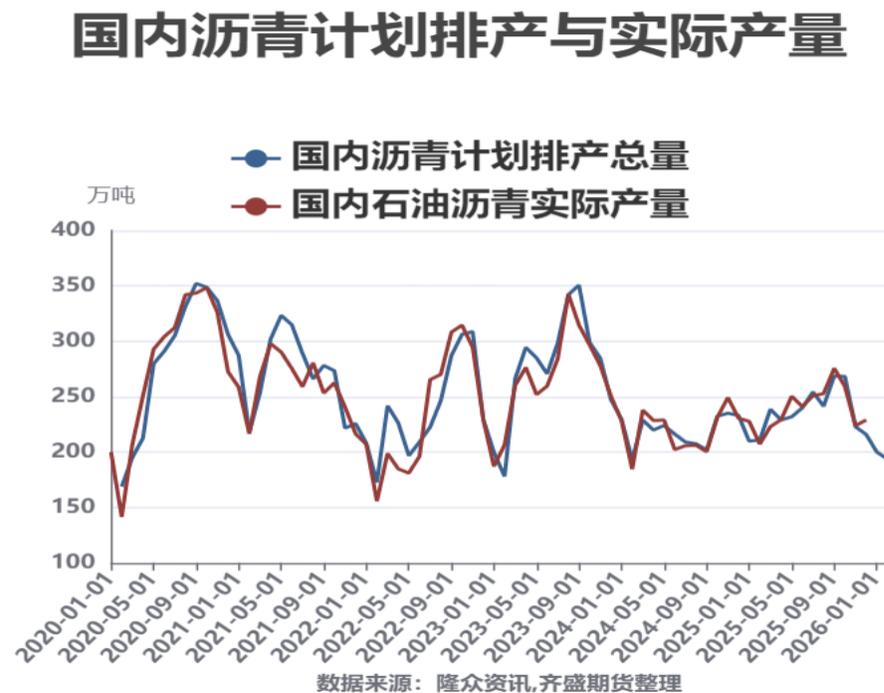
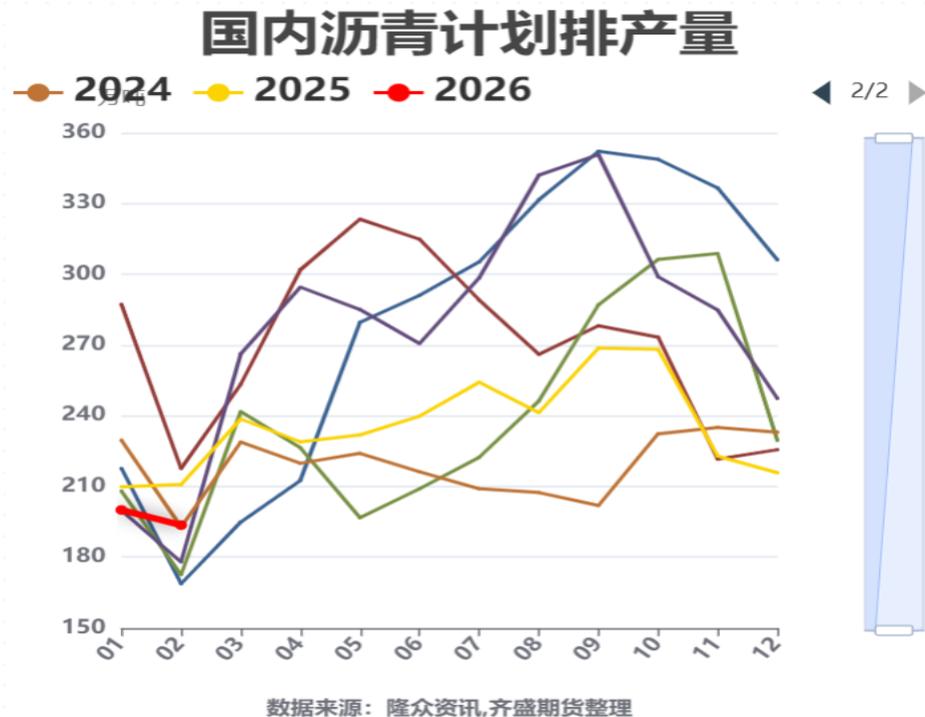
## 沥青厂库库存率



- ▶ 社会库存步入主动累库阶段，起步水平中性不算高，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2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。



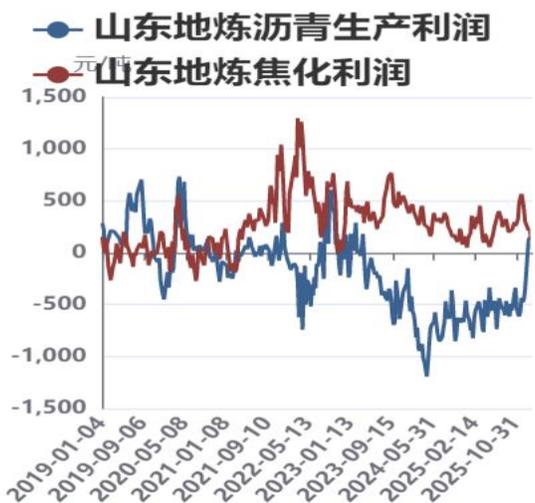
# 沥青排产



- ▶ 2026年2月份国内沥青总排产量为193.6万吨，环比下降6.4万吨，降幅3.2%，同比下降13.5万吨，降幅6.5%。（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。

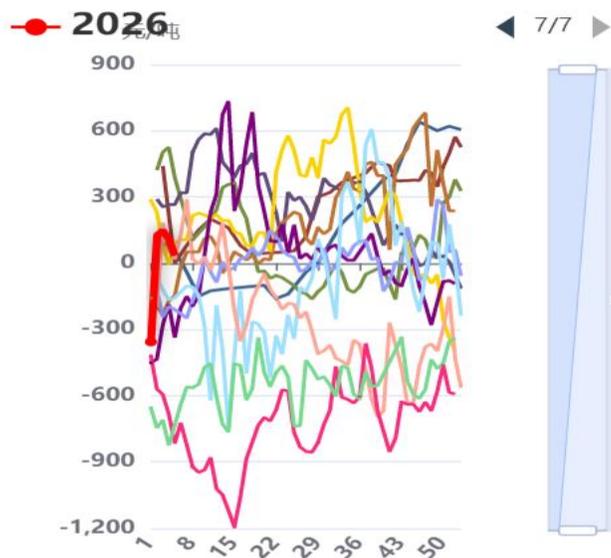
# 利润

## 生产利润及焦化利润对比



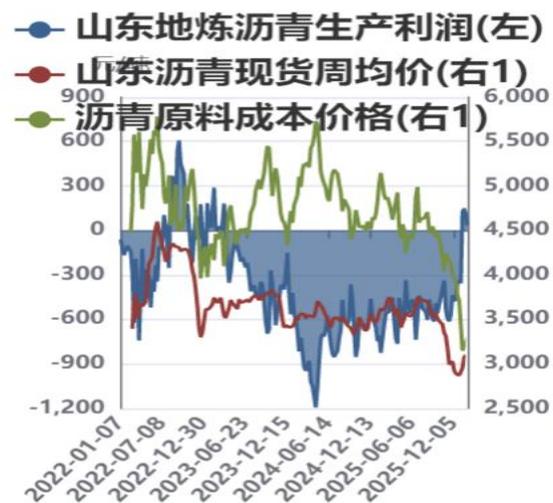
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

## 山东地炼沥青生产利润



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

## 沥青周度利润



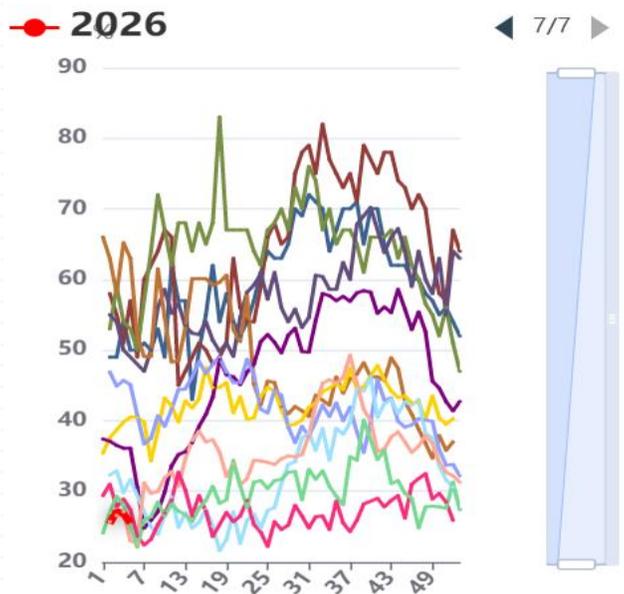
数据来源：同花顺,隆众资讯,齐盛期货整理

►地炼综合炼油、常减压、焦化利润同步走弱，对沥青产量属于多空参半，总利润承压属于支撑，焦化利润承压属于边际压力。主营综合利润还在高位，后续继续机动低水平转产沥青。沥青理论利润虽也有收缩，但是还是好于焦化。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。



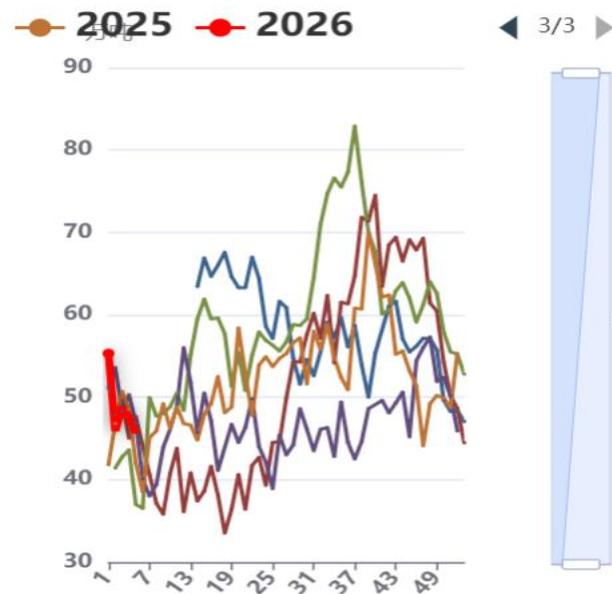
# 沥青开工产量

## 沥青炼厂开工率



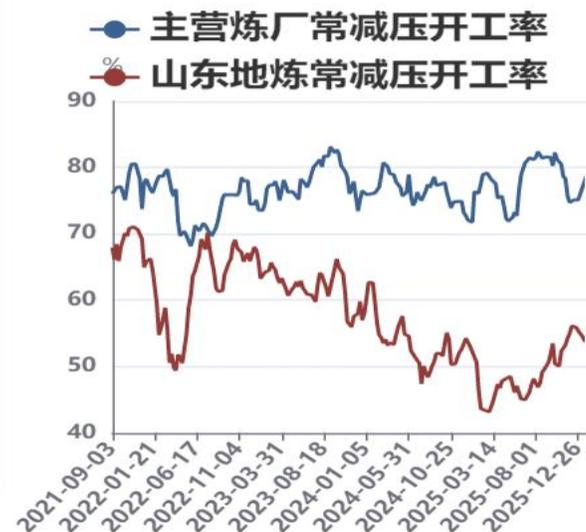
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

## 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

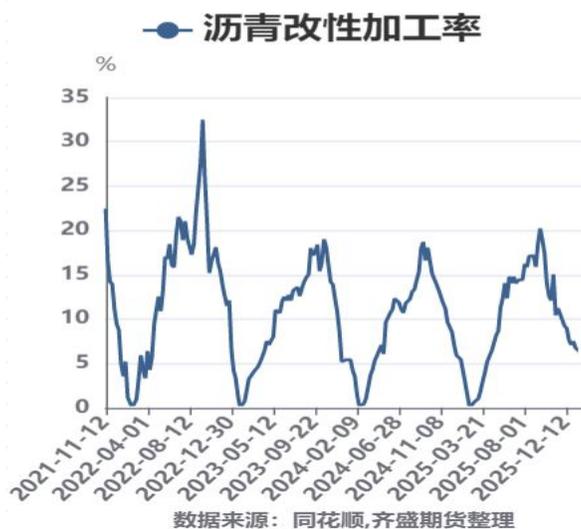


数据来源：同花顺,齐盛期货整理

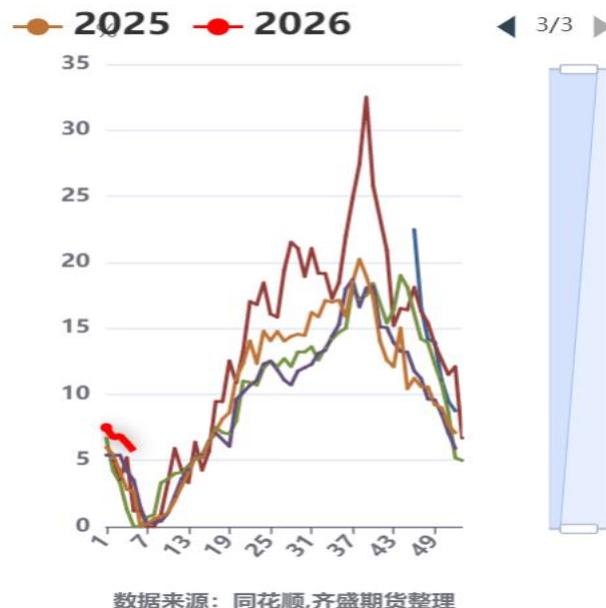
► 沥青开工和产量处于季节性低位水平，即便后续有一定增量，也只是转产的边际变量，从季节性来看，中期产量水平依然维持偏弱前景，对价格不会造成冲击性的影响。

# 沥青需求反馈-改性加工率

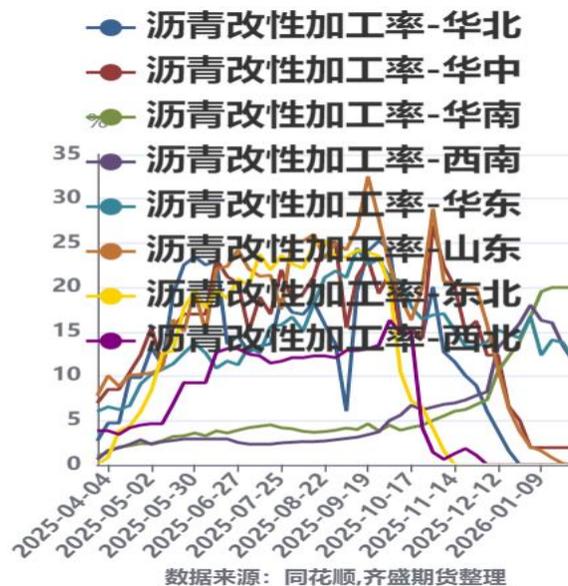
## 沥青改性加工率



## 沥青改性加工率

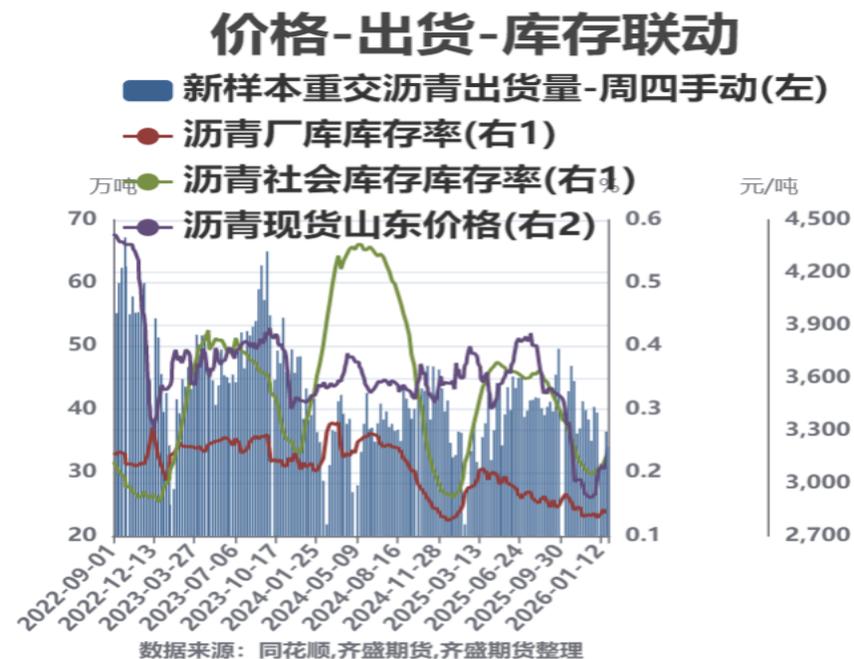
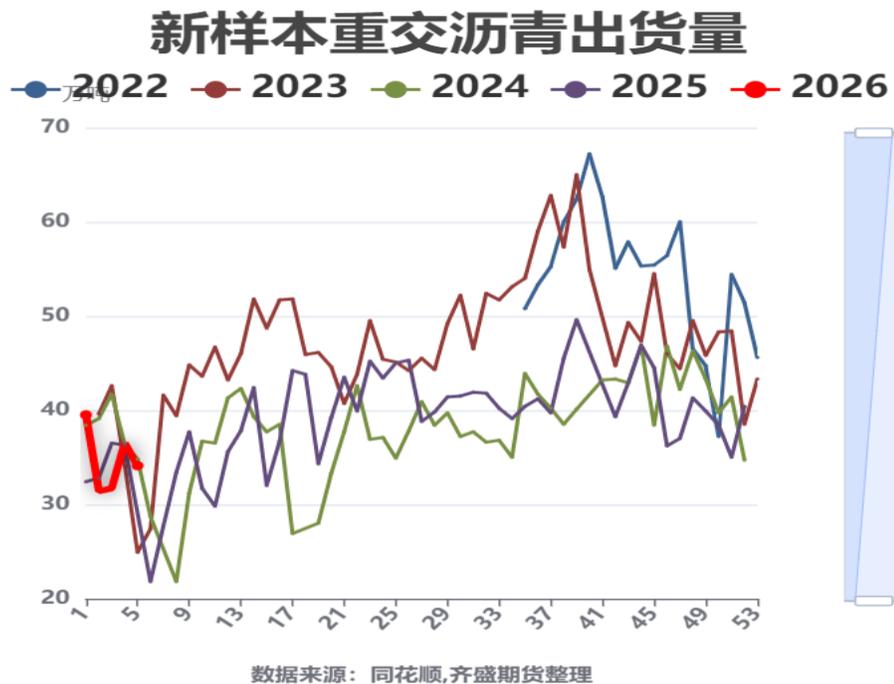


## 沥青改性加工率分地区



►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，一直到2月份。

# 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。后续大概率厂库社会库均会有适度的增量。

## 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	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	202	23.1	4	221	71	3	241	29	32	190	219
2026年2月	195	25.8	5	216	102	31	369	128	159	57	185
2026年3月	246	26.4	5	267	139	37	548	179	216	51	230
2026年4月	248	30.6	4	275	148	9	588	40	49	226	266
2026年5月	268	36.3	5	298	149	1	594	6	7	292	297
2026年6月	253	29.2	3	279	152	3	601	7	10	268	275
2026年7月	269	27.6	5	291	150	-2	589	-12	-14	305	293
2026年8月	270	28.9	4	294	151	1	594	5	6	288	293
2026年9月	274	27.4	5	296	134	-17	515	-79	-96	392	313
2026年10月	252	26.2	4	274	129	-5	503	-12	-17	291	279
2026年11月	206	30.6	5	231	116	-13	439	-64	-77	308	245
2026年12月	213	23.5	7	229	108	-8	414	-26	-33	263	237
2026年逐月E	2895	336	58	3173		36		286	322	2932	3133



## 沥青核心逻辑总结

- **原油：**原油反复出现大波动行情，主要基于地缘持续不稳定以及供应过剩大环境以及特定环境下的区域性供需矛盾不突出的定价逻辑的角逐，布伦特月底逼仓完成后，近月多头氛围回落，叠加宏观大类资产金银铜油联动承压忽略，继续留意技术性回落的情况。
- **沥青：**沥青基本面要同时关注一二季度两个不同的逻辑，目前冬储锚定还基本都在三月底之前，现货低价稳定中存在小幅溢价，需求淡季对应供应低位，供需矛盾并不突出，所以现货难以兑现强溢价，所以期货也只能在现货及基差牵制的基础上，适度跟涨理论成本，无法兑现大幅上涨的行情。当然如果原油存在下跌，沥青跟跌也不容易。从二季度逻辑来看，还有炒作原料贴水溢价以及基准价理论成本溢价的故事性，供应上来看估计二季度压力也不大，从沥青的生产利润虽然可预见地炼会在节后增产沥青，但是基于常减压总开工难以上量，同时结合沥青厂库库存不高的情况，也不能定性为确定性的趋势利空。重点留意的利空变量来自于三四月份第一波需求不及预期的可能性。



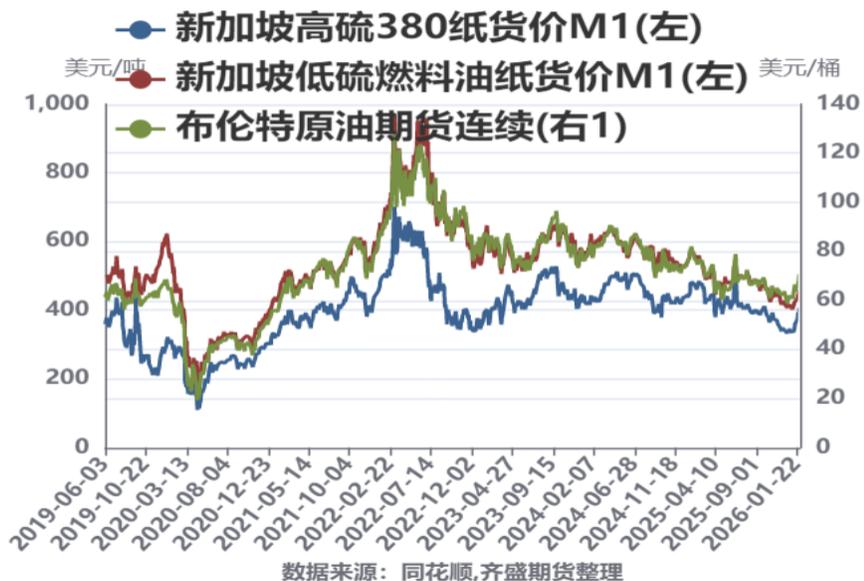
## 沥青核心观点

沥青后市观点	
策略类型	观点及操作建议
单边	暂时观望。逻辑上看弱近月，略看强远月。
套利	裂解走强告一段落，节后关注基差走强的思路，预计期货裂解价差存在一定下修的可能性。
产业	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震荡偏强运行为主，低硫裂解、高硫裂解也是走强反馈，尤其是高硫基于地缘以及天然气推动走强异常明显。后续来看高硫估值已经修复至相对季节性略偏高水平，后续大概率转为震荡。

# 高低硫燃料油现货走势

## 新加坡高低硫现货价格



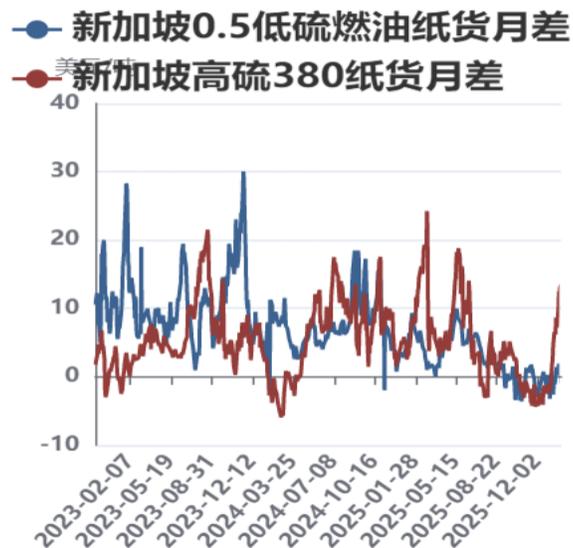
## 新加坡高低硫现货贴水



- ▶ 月内新加坡高低硫现货也是震荡偏强走势，主要驱动跟期纸货类似，是因为原油强溢价，以及天然气大涨、汽柴油裂解强势影响。高硫方面还有地缘溢价的加持。
- ▶ 从现货升贴水来看，低硫表现依然偏弱，高硫局面相对强势。

# 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



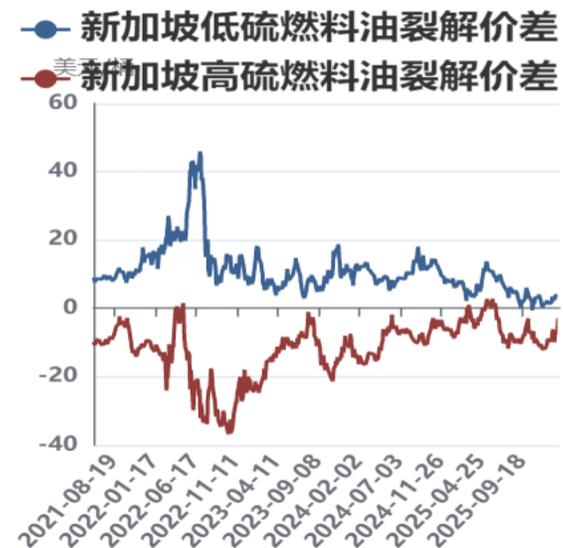
数据来源：齐盛期货

## 新加坡高低硫基差对比



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，高硫月差出现大幅走强，低硫月差震荡为主环比改善。基差层面，则因为低硫现货市场实际情况均存在供应充足的情况，但是高硫虽然供应现实也不缺，但有供应收紧的故事性可讲，所以高硫基差裂解差都比低硫表现要好。

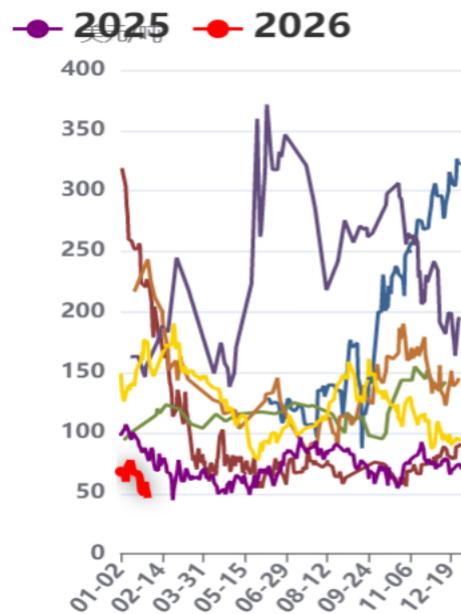


# 高低硫燃料油低高硫价差走势

## 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承压回落，主要是高硫有多头可炒作的逻辑，估值自低估值上修，低硫还面临后期的供应进一步增加的压力，后续两者价差看震荡弱勢运行为主。

## 高低硫核心逻辑

➤ **原油主逻辑：**原油反复出现大波动行情，主要基于地缘持续不稳定以及供应过剩大环境以及特定环境下的区域性供需矛盾不突出的定价逻辑的角逐，布伦特月底逼仓完成后，近月多头氛围回落，叠加宏观大类资产金银铜油联动承压忽略，继续留意技术性回落的情况。

➤ **基本面主逻辑：**

从高硫来看，近期新加坡市场纸货月差及现货升贴水连续上涨，主要基于汽柴油裂解上涨以及天然气大幅上涨的侧线逻辑的推动，当然中东及俄乌地缘消息面也有一定扰动，但是相对还是复杂多变没有形成趋势性，理论上来讲当前EFS走强以及中东油疲弱对于高硫来说并不友好，且即便是天然气大涨推动发电经济性，但当前也不是炒作发电需求的时间，且从需求来看航运需求也没有体现出强势反馈，所以总体来看近期高硫的走强在逻辑上说得通，但缺少强有力的趋势逻辑支撑。

从低硫来看，还是弱势反馈，近期原油大涨、汽柴油裂解溢价均没有有效推动低硫行情，从单边上表现为适度跟涨原油，但是结构未见明显走强。



# 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 ▶