

沥青：旺季缺少强预期不旺

高低硫：跟随原油

2025年9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

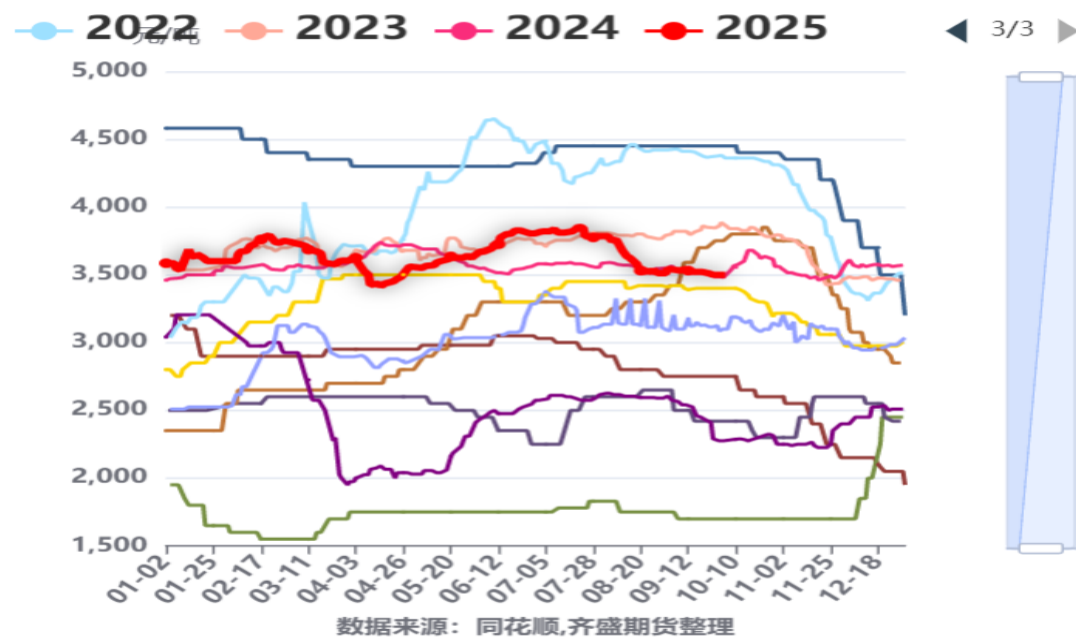
- 1 沥青总结与前瞻
- 2 沥青核心逻辑
- 3 沥青逻辑总结、策略建议
- 4 高低硫总结与前瞻
- 5 高低硫核心逻辑
- 6 高低硫逻辑总结、策略建议

沥青单边趋势

沥青与布伦特



重交沥青山东现货价格

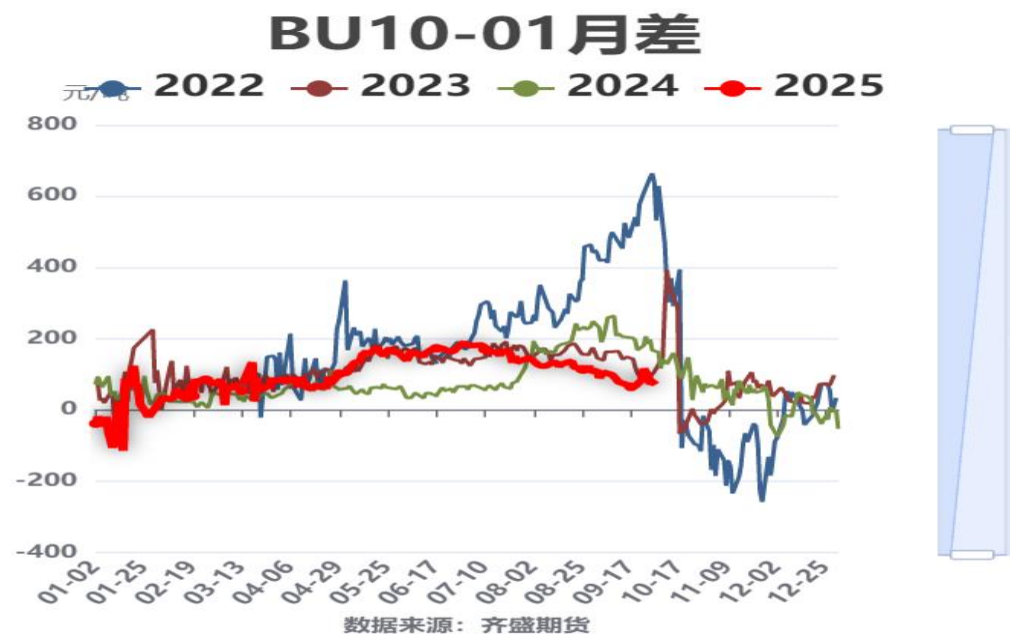


期货方面：9月沥青整体呈现震荡行情，月底收盘较上月底价格走弱83点左右，主力11合约收于3424附近。从期货驱动来看，基本面维持偏弱反馈，原油成本逻辑也震荡走弱。后续基于原油长线趋势看震荡偏弱，以及基本面供需博弈前景，主力单边维持震荡行情看待。

现货方面：整体节奏上与期货类似维持稳重偏弱，月内走弱10元/吨。主要是因为期间供应增加，但需求仍有牵制。后续基本面看供需同增前景，供给逻辑转弱而需求适度走强，因此还是以中性氛围看待，不看能兑现超预期的向上溢价。



沥青月差、基差

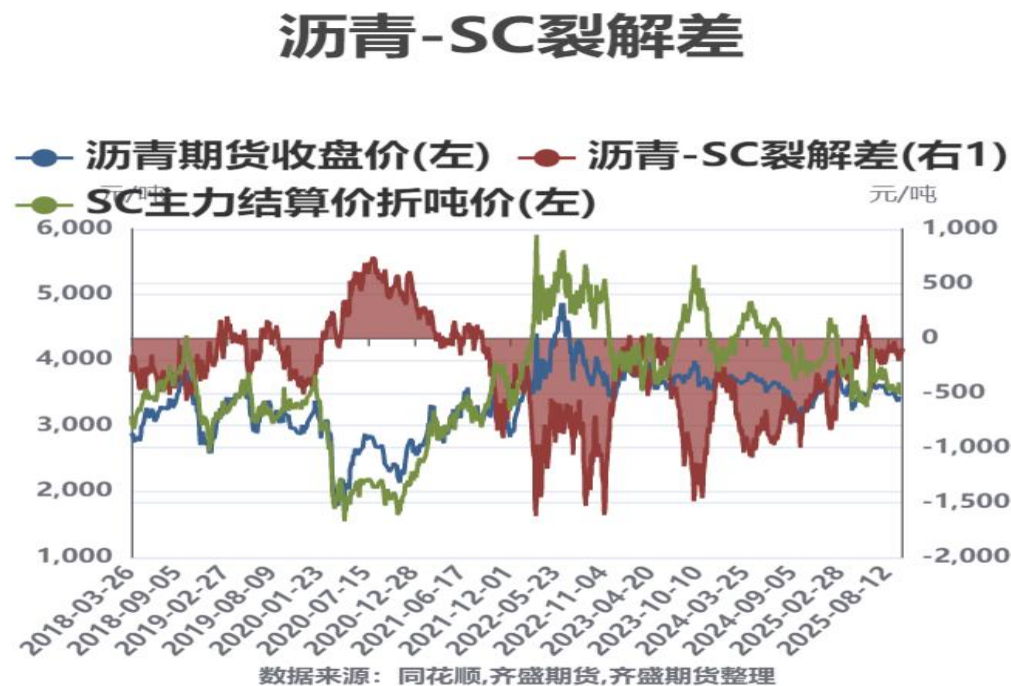
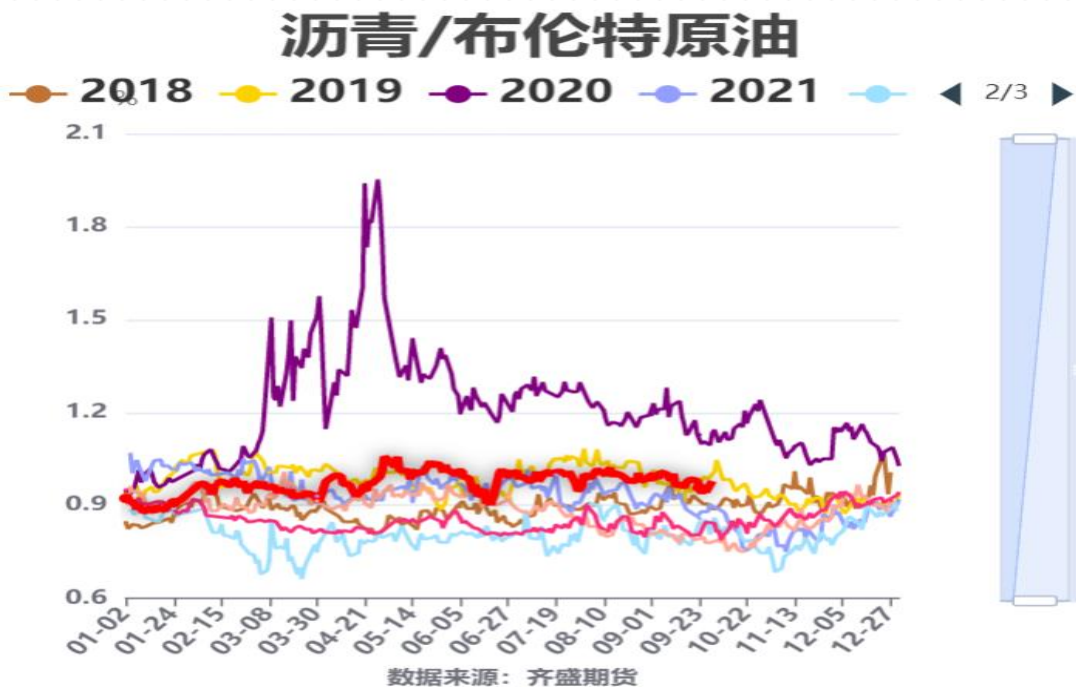


月差方面：10/01月差震荡运行，月差主要交易的是基本面和合约价值的共振，后续月差继续走弱空间不大，10上供需同增，总体中性反馈不够强势，而01上是供需双弱前景，淡季合约存在估值下修的预期，但原油方面缺少有效指引，无法预见大跌空间，因此资金也不敢过多做空远月。

基差方面：月内基差正值震荡，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。



沥青裂解估值

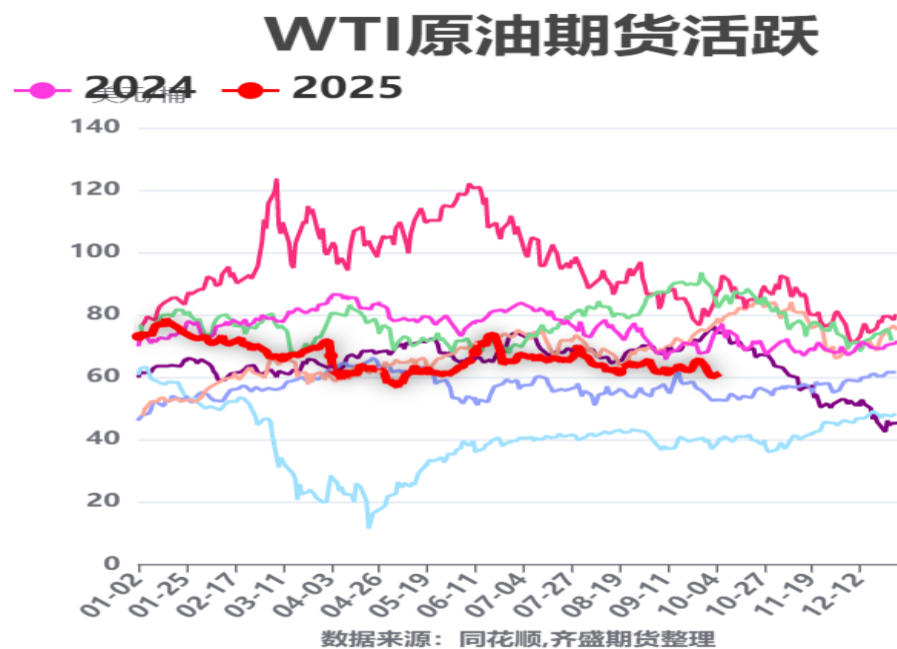


沥青/布伦特比值：周期内沥青估值维稳为主，目前沥青布伦特0.98的比值处于合理水平。后续来看中短期缺少趋势，因原油和基本面均有博弈点，中长期来看还是偏震荡看待。

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。



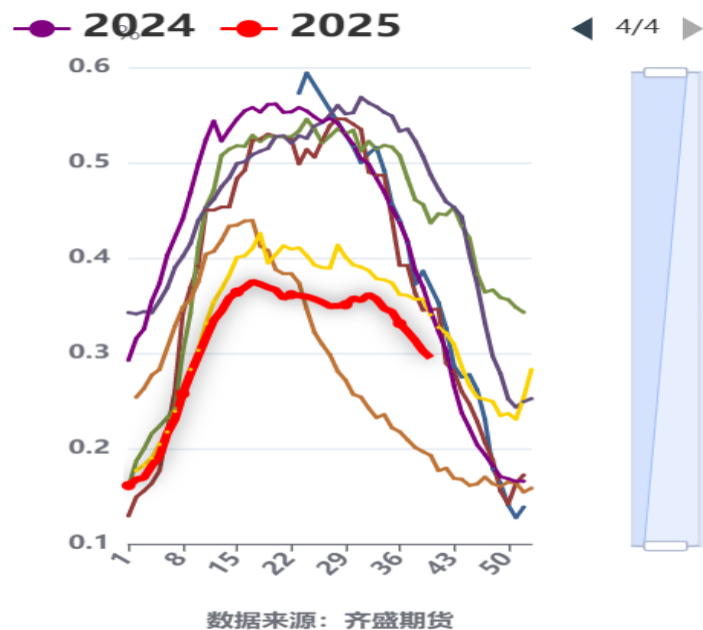
沥青核心逻辑-国际原油（重要的趋势和空间逻辑）



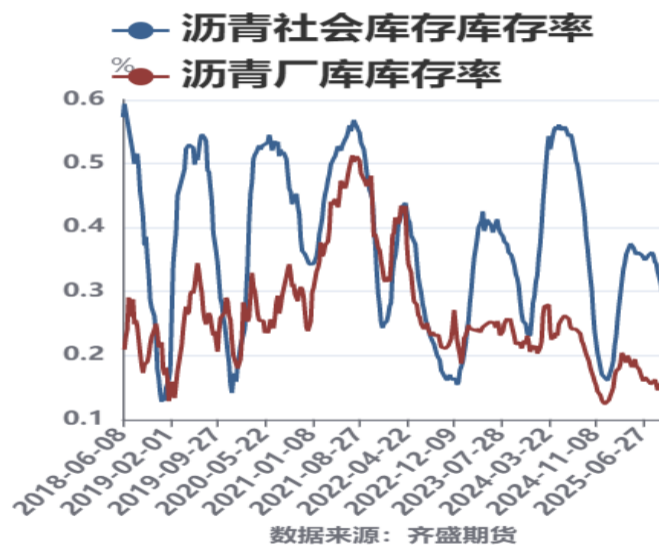
►原油：原油多空博弈延续，维持震荡预期，市场依然未形成统一预期。目前供需基本面预期偏空但现实库存反馈仍有支撑，宏观层面地缘消息影响仍有反复，大类资产均表现强势，原油战略大宗属性虽然存在空配压力，但趋势却也因此而存在支撑，总体还是以震荡看待。

库存

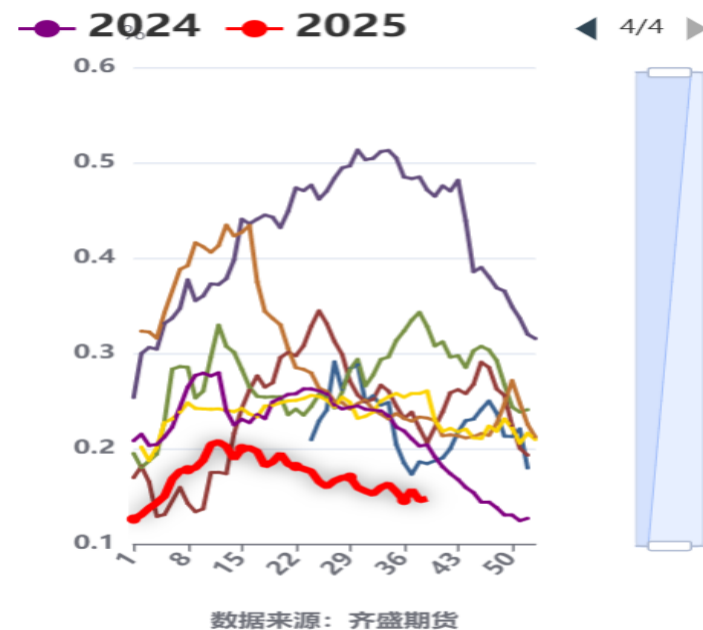
沥青社会库存库存率



青厂家及社会库存库存率



沥青厂库库存率



- 社会库存去库中，去库量总体符合预期，价格维稳基础下，社会库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，供给增量可控的情况下，长期视角下或继续托底估值下限，不过短时间内供给增量或对估值有些许牵制。
- 总体来看，当前库存对价格维持温和中性反馈。

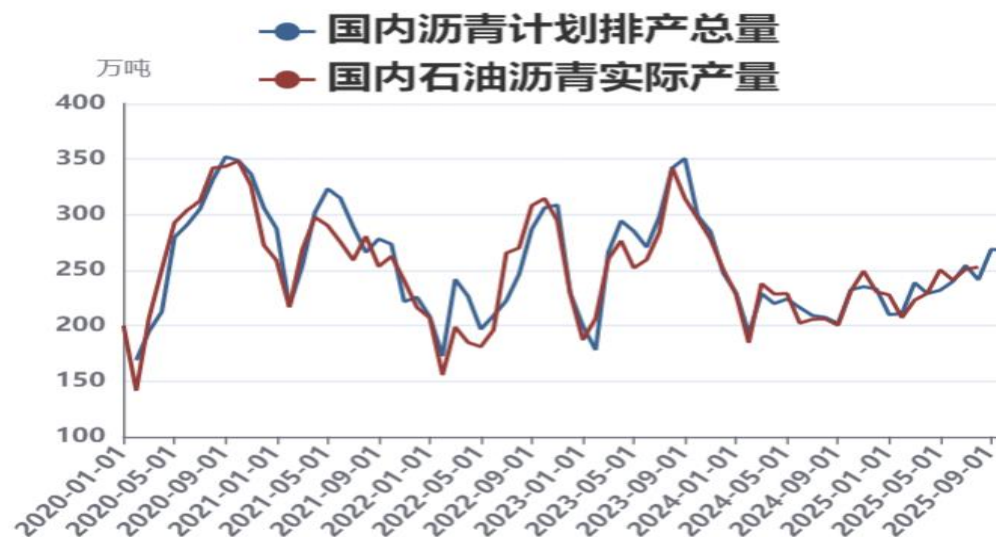
沥青排产

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



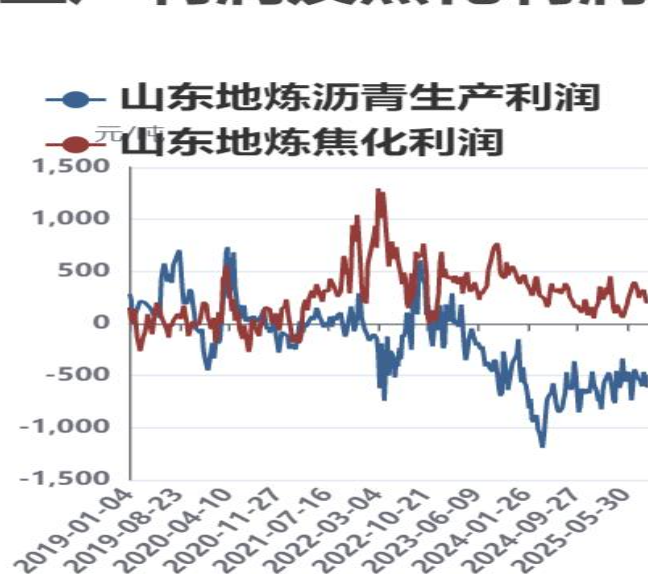
数据来源：隆众资讯,齐盛期货整理

➤2025年10月份国内沥青总排产量为268.2万吨，环比下降0.4万吨，降幅0.1%，同比增加35.0万吨，增幅15.0%。（排产与实际产量存在误差）。

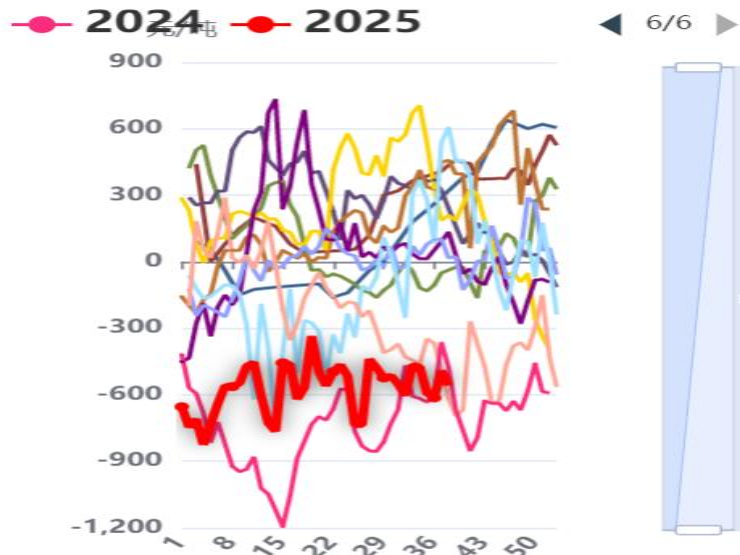
➤排产同比增加，环比增量可控，总体来说算是边际偏弱影响，但对价格冲击不大。

利润

生产利润及焦化利润对比 山东地炼沥青生产利润

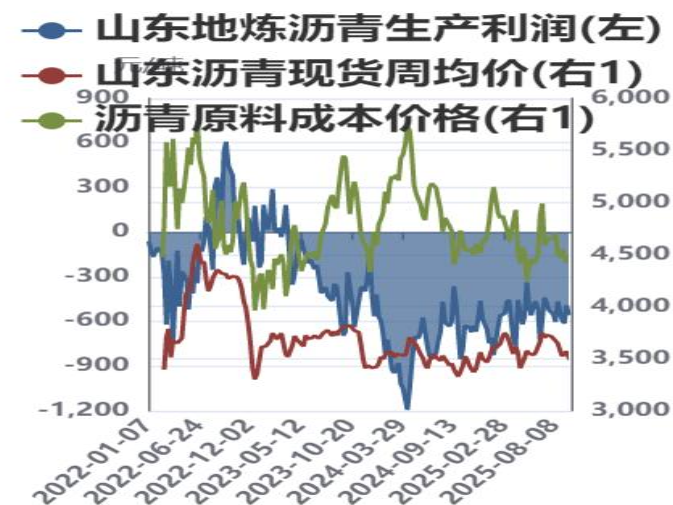


数据来源：同花顺,齐盛期货整理



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

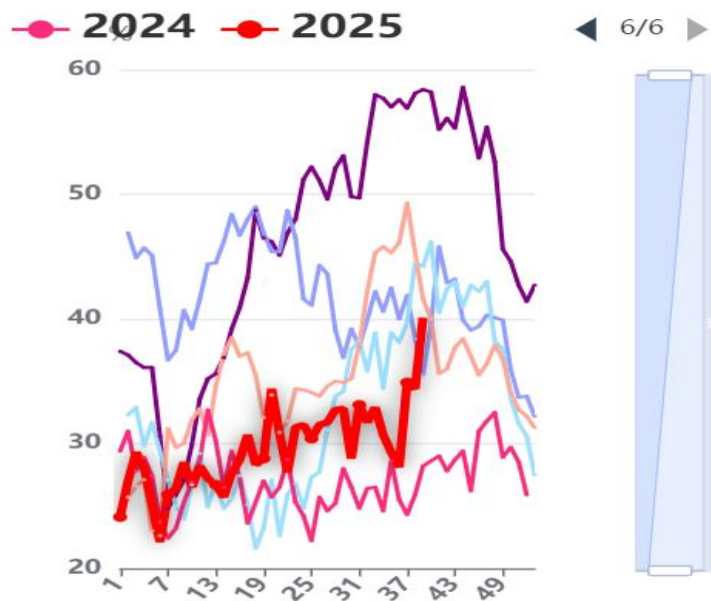
➤焦化利润维稳，主营综合利润回落，需求见顶，后续继续机动转产沥青，因此沥青理论利润地位，对于市场上存量的主营和配额性地方炼厂，总体算是中性反馈，综合来看暂时不会推动产量极端回增，对价格支撑转牵制。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

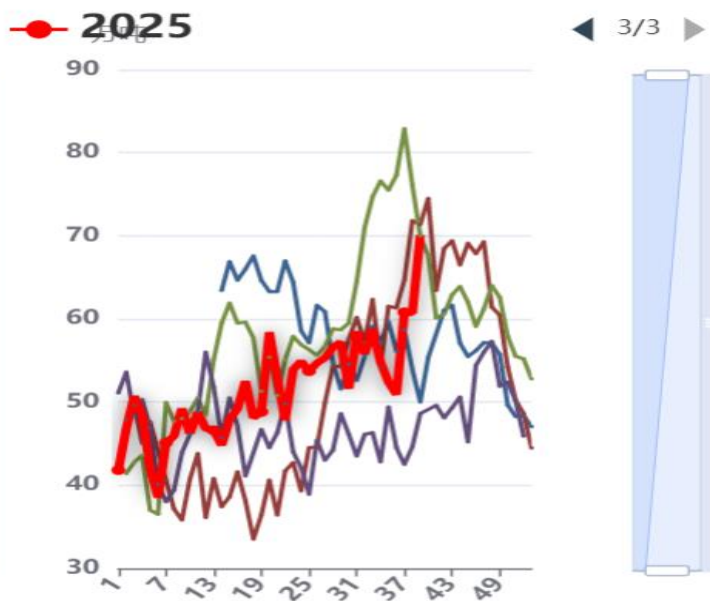
沥青开工产量

沥青炼厂开工率



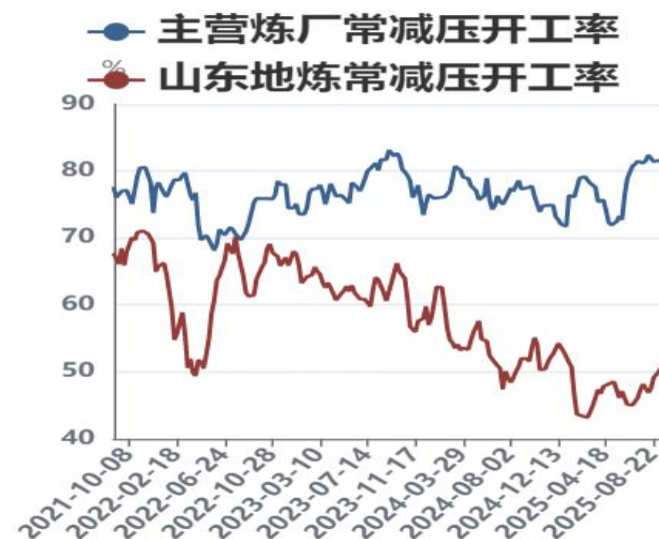
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

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

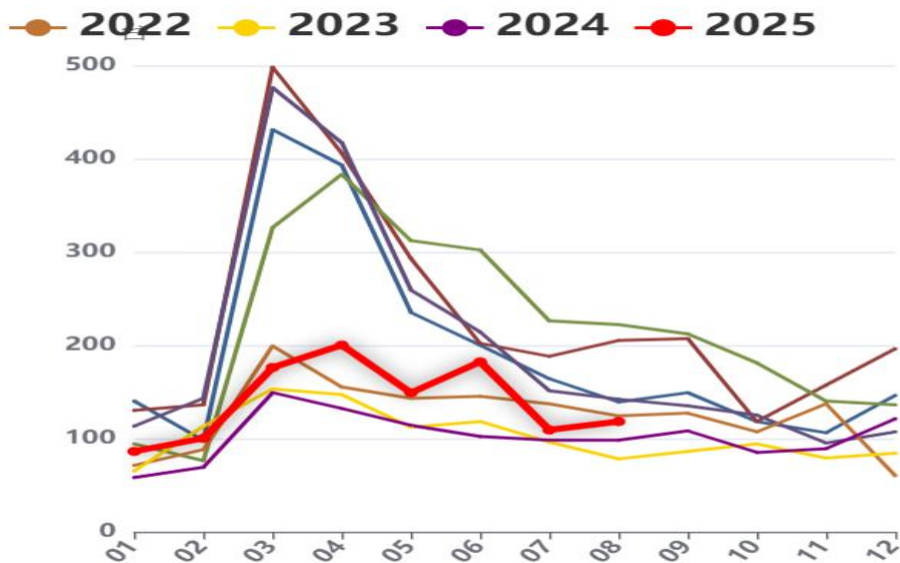
► 沥青开工和产量从低位明显抬升，主要是地炼常减压开工明显提增，且存量炼厂转产沥青先对积极情况，推动了沥青产量水平回增。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

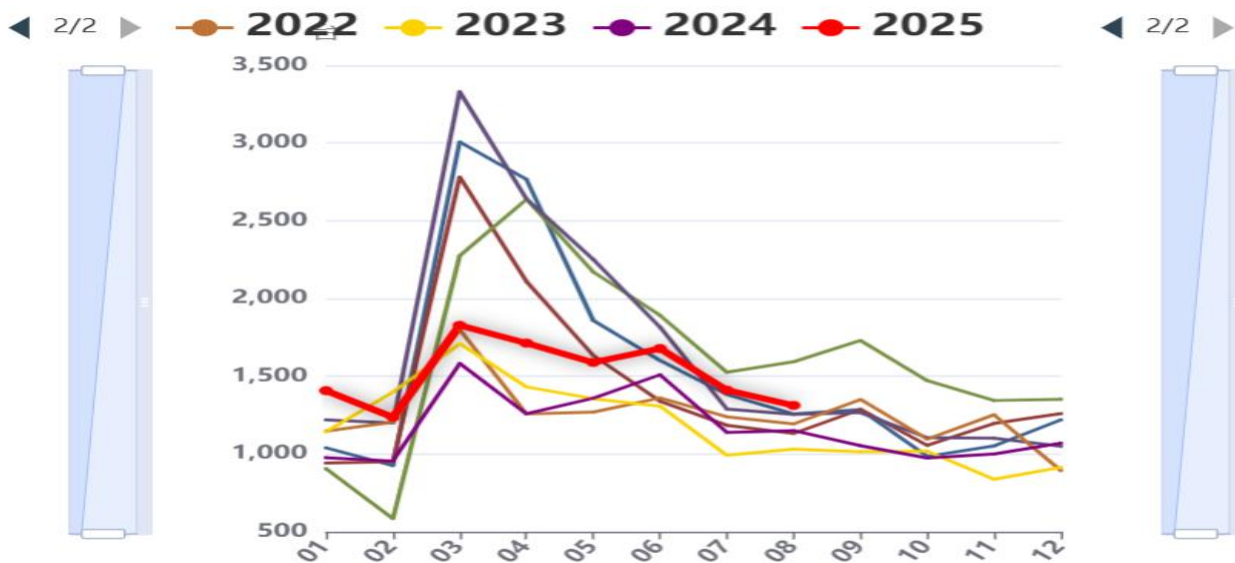
沥青需求反馈-辅助指标

摊铺机销量



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

压路机销量

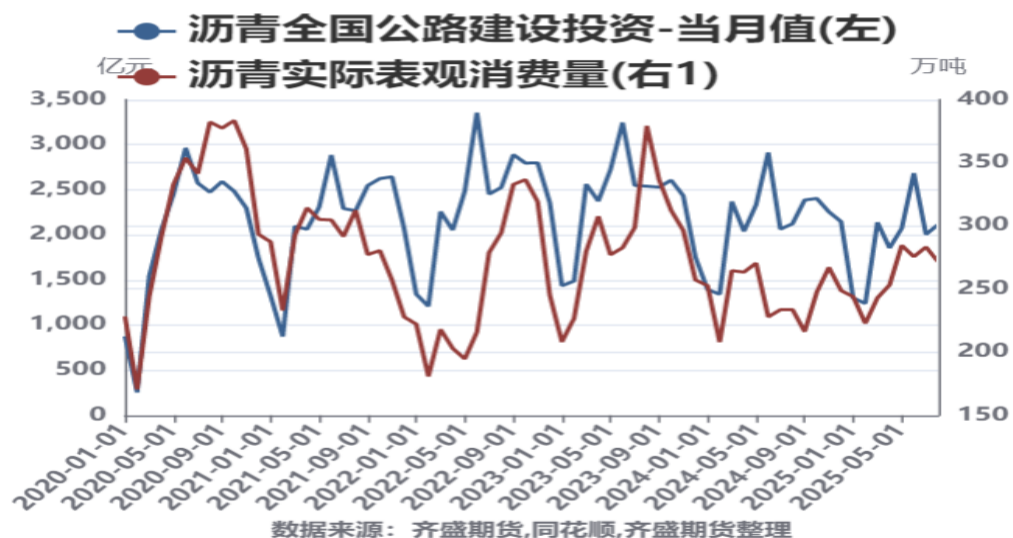


数据来源：同花顺,齐盛期货整理

►从辅助指标来看，摊铺机及压路机效率同比反馈偏强，但环比不强，且总体水平没有贡献实际利好，该表现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, 8月公路投资环比小幅增加, 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。
- 8月地方政府专项债总额逆转前期积极表现, 环比出现较大回落, 存在逆季节性的表现, 同比过去两年的同期水平也收缩明显。

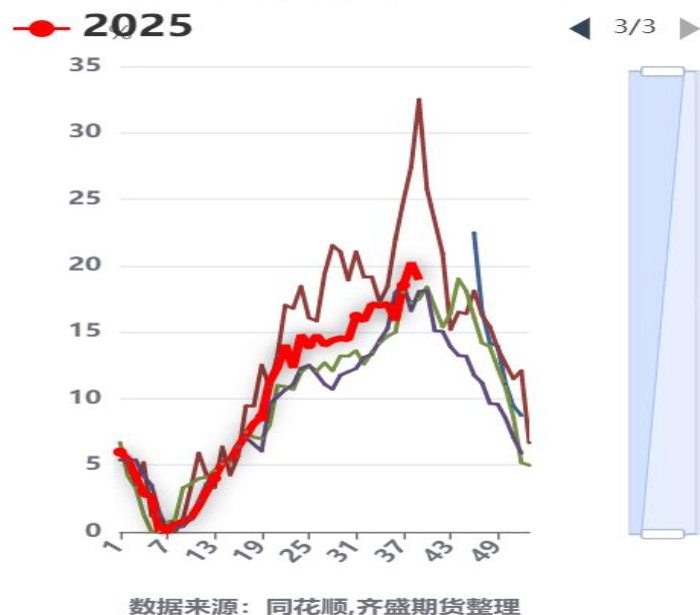


沥青需求反馈-改性加工率

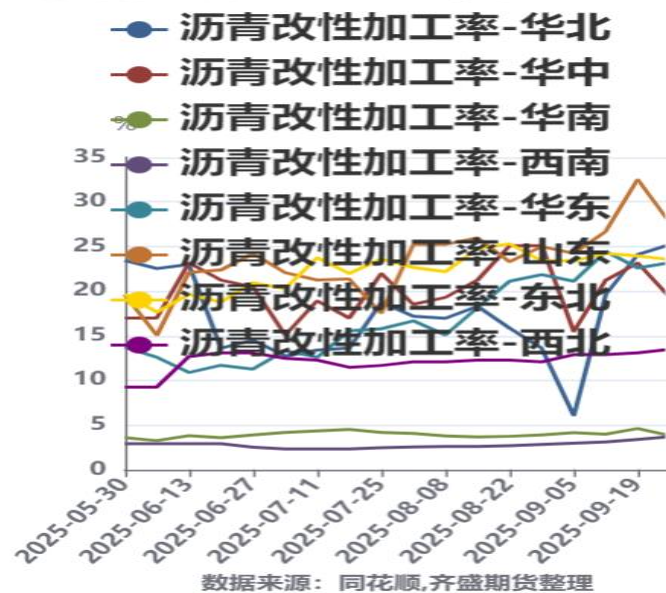
沥青改性加工率



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。改性开工在九月下旬顺季节性出现见顶，峰值水平较前两年收高，算是兑现了十四五收官之年的9-10月份的旺季改善预期，但也无法支撑强预期，也没有太强的需求拖尾预期，主要是今年降雨有所增多，拖累终端需求。



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，基于低价在炼厂让利端，旺季需求推动近期炼厂的出货出现增量，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	253	26.9	8	272	81	-1	356	-14	-15	287	273
2025年9月1日	261	24.0	8	277	77	-4	308	-48	-52	329	281
2025年10月1日	267	25.3	8	284	72	-6	272	-36	-41	326	290
2025年11月1日	249	22.6	6	265	68	-3	230	-42	-45	311	269
2025年12月1日	218	20.1	6	232	67	-2	214	-16	-18	250	234
2025年E	2876	330	69	3137						3055	3142



沥青核心逻辑总结

- **原油：**原油多空博弈延续，维持震荡预期，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，宏观层面地缘消息影响仍有反复，大类资产均表现强势，原油战略大宗属性虽然存在空配压力，但趋势却也因此而存在支撑，总体还是以震荡看待。
- **沥青：**沥青基本面延续供需同增的中性反馈为主。具体来看，供应上因地方炼厂常减压开工提增明显，叠加汽柴油消费支撑不足，渣油深加工利润回缩，存量炼厂转产增量沥青的情况比较明显，因此沥青开工环比前几个月出现明显增加，但常减压开工体量基本是存量炼厂的经济性选择，暂未出现边缘炼厂产能回归的情况，后续进一步提量的空间相对有限。而需求算是正常兑现季节性需求增量，没有超预期的增量或者缩量，所以综合评估下的供需差还是弱平衡中维持去库前景，对价格延续的中性反馈。总体来看现货还是维稳为主，基差则继续保持正值低位波动，较于成本的估值在近月暂时不会快速拉低，但是在远月层面后续估值或面临季节性下修压力。。



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偏空参与。
套利	关注远月基差走弱和裂解走弱的机会。
产业	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、高硫裂解也是震荡反馈，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



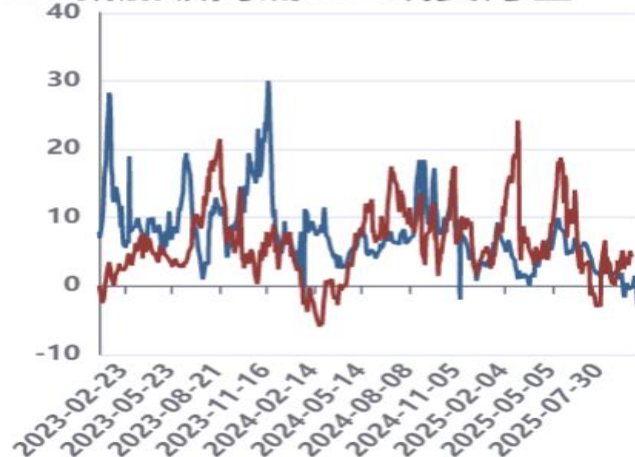
- 月内新加坡高低硫现货也是震荡偏弱走势，主要驱动跟期纸货类似，是因为原油震荡偏弱影响。
- 从现货升贴水来看，低硫表现相对弱势，持续震荡走弱是负值低位，而高硫走强更明显，实现了负值转正值低位。

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：新加坡高低硫基差对比

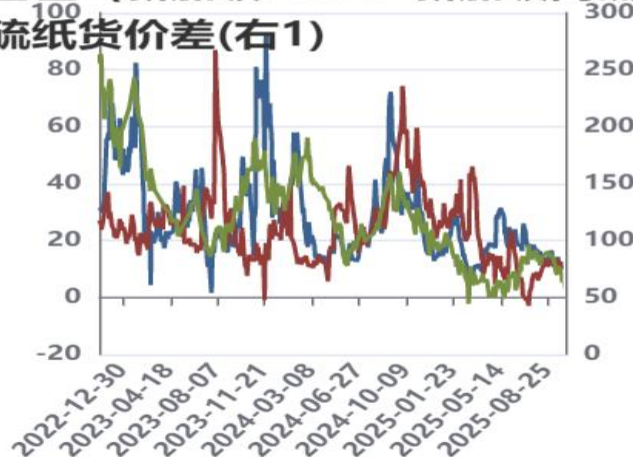
新加坡高低硫裂解差

● 新加坡0.5低硫燃油纸货月差
● 新加坡高硫380纸货月差



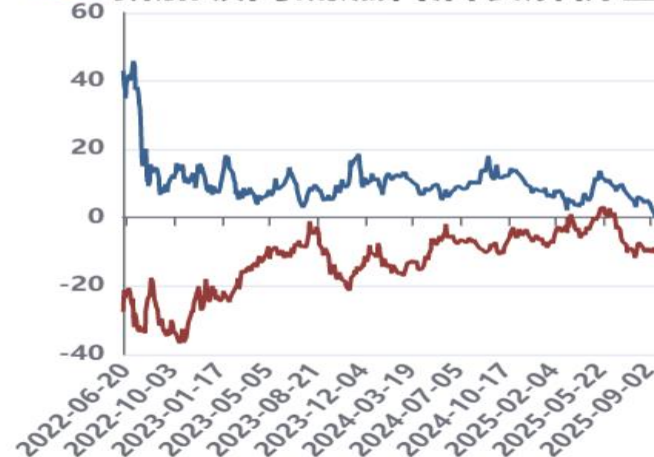
数据来源：齐盛期货

● 基差 (新加坡VLSFO-新加坡低硫纸货)
● 基差 (新加坡HSFO-新加坡高硫纸货)
● 裂解价差 (右1)



数据来源：齐盛期货

● 新加坡低硫燃料油裂解价差
● 新加坡高硫燃料油裂解价差



数据来源：齐盛期货

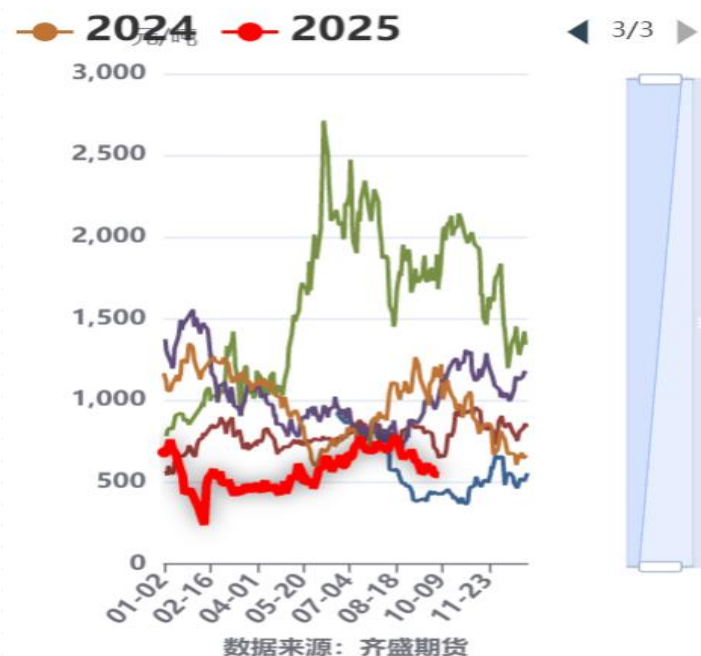
- 有图可见，类似现货及升贴水的表现，高硫月差出现走强，低硫月差震荡偏弱。基差层面，则因为高低硫现货市场实际情况均存在供应充足的情况，所以两者基差在新加坡市场表现分期不大，维持了弱势震荡反馈



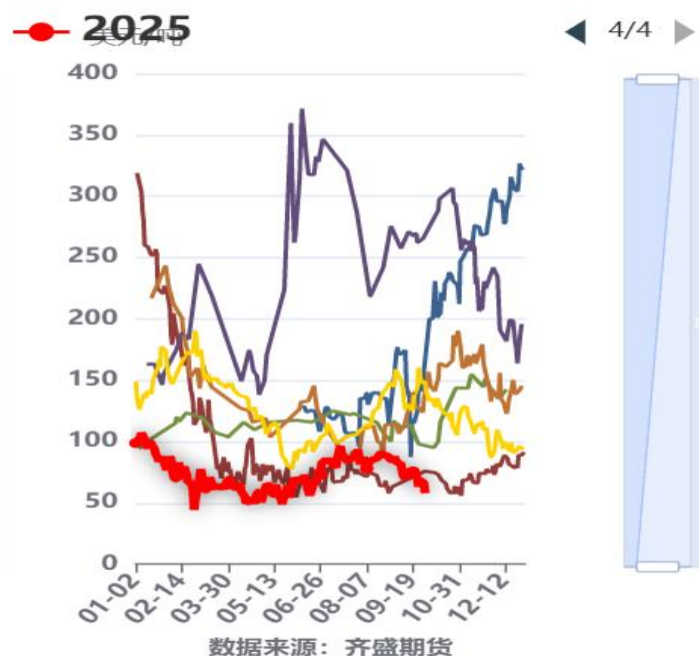
齐盛期货
QISHENG FUTURES

高低硫燃料油低高硫价差走势

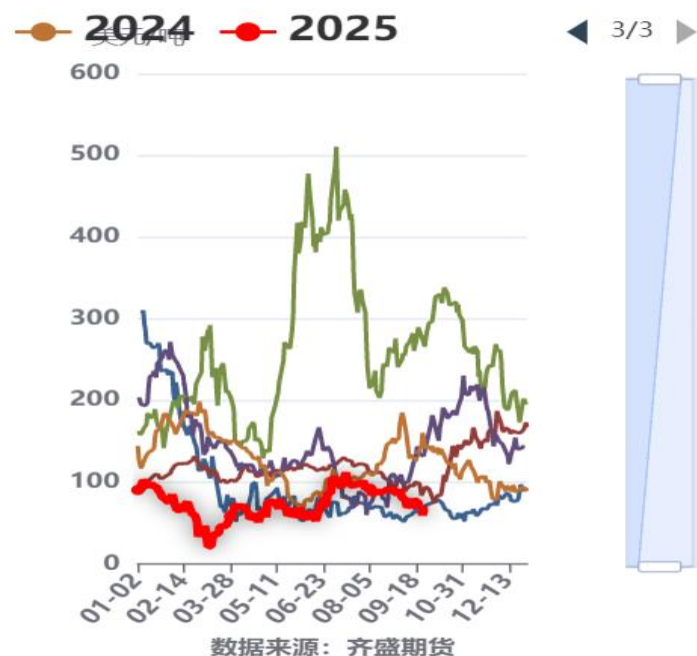
高低硫燃料油期货价差



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，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，宏观层面地缘消息影响仍有反复，大类资产均表现强势，原油战略大宗属性虽然存在空配压力，但趋势却也因此而存在支撑，总体还是以震荡看待。

➤ **基本面主逻辑：**

高硫方面，地缘对高硫的支撑性依然存在，不过近期EFS低位小涨，资金端有一定压力，从逻辑上来讲，地缘影响下的俄罗斯供应存在现实及预期的减量，但长期来看高硫压力依然不小，整体看供应依旧充足。现货成交反馈来看，商谈贴水结构缓和，但依然维持负值。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。

低硫整体供需依然不强。除了日本持续恢复供应之外，巴西对亚太出口量8月底也有所回升，再加上近期起运的部分欧洲套利货源，供应增加施压整个亚太现货价格。另外航运需求持续缺少炒作热点，总量施压以及替代冲击的影响仍是利空牵制。



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 ▶