

国信期货沥青半年报

沥青

地缘政策扰波动 裂解价差显韧性

2025 年 6 月 29 日

主要结论

核心观点：下半年沥青走势仍将受原油主导，当前原油下方支撑韧性较强。在国内宏观政策托底、季节性旺季及年末冬储需求叠加影响下，若去库顺畅（预计持续至 10 月），叠加成本支撑稳固，沥青价格或延续震荡偏强运行，向上弹性预计强于原油，但需警惕原油超预期下行及资金到位不及预期的压力。

供应方面：下半年沥青产量峰值或出现在 10 月，主因终端赶工需求集中释放叠加社会库存低于去年同期，利于炼厂提升开工率。但需关注 8 月部分炼厂（日照岚桥、东明石化）检修可能引发的阶段性供应收缩，以及政策调整（如消费税抵扣优化）对地炼产量弹性的潜在扰动。

需求方面：核心变量在于“十四五”收官年道路项目赶工进度及宏观政策落地实效。三季度需求将呈渐进式回暖。6-8 月雨季结束后，刚性需求有望于 8 月底逐步恢复；9-11 月终端赶工潮或显著提振需求，峰值预计出现在 10 月。然而，12 月后北方低温导致施工停滞，需求将再度转弱。整体看，公路项目资金改善有限（仅高速公路/国省道较乐观），或制约需求复苏高度。

成本方面：原油维持区间波动逻辑，下方支撑来自美国旺季去库及低库存环境，上方压力源于 OPEC+ 增产。地缘风险反复可能加剧波动，但成本端对沥青的传导仍为核心驱动。沥青裂解价差虽处历史中高位，但在原油回落过程中或展现相对抗跌性。

市场格局与技术面：基本面呈现“低供应+稳成本+缓需求”特征——供应端受利润及政策制约维持低位，成本端原油支撑存韧性但波动风险未消，需求端温和复苏且具季节性脉冲。

风险因素：地缘政治冲击、国际贸易争端、欧佩克+产量政策等因素。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

投资咨询号：Z0011679

电话：0755-23510000-301706

邮箱：15098@guosen.com.cn

分析师助理：翟正国

从业资格号：F03132670

电话：021-55007766-305065

邮箱：

zhai zhengguo@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

2025 年上半年，沥青期货 BU2509 合约呈现“冲高-下跌-反弹”的格局。具体分阶段来看：1 月初至 2 月中旬，虽然正逢春节假期前后，沥青刚性需求逐步降至低点，但由于沥青供应偏低，叠加国际原油成本支撑及国内冬储需求释放推动，沥青市场均价出现持续上涨，高触及 3889 元/吨；2 月下旬至 4 月中旬，随着原油价格的下跌，沥青成本端支撑由强趋弱，尤其是清明节期间关税贸易战的加剧，原油价格大幅走低，沥青期货价格随之创下上半年最低点 3136 元/吨；此后，沥青期货价格跟随原油价格震荡反弹，并在 6 月中下旬随着地缘政治冲突的加剧上冲至 3804 元/吨，随后由于以伊冲突的缓和在 6 月下旬震荡下跌。截至 6 月 27 日中午收盘报收 3553 元/吨。

图：尿素期货主力合约UR2506走势



数据来源：文华财经 国信期货

图：沥青期货主力合约收盘价季节图



数据来源：钢联数据 国信期货

截至6月26日，沥青期货持仓量共为497,438手，同比增加13.46万手。

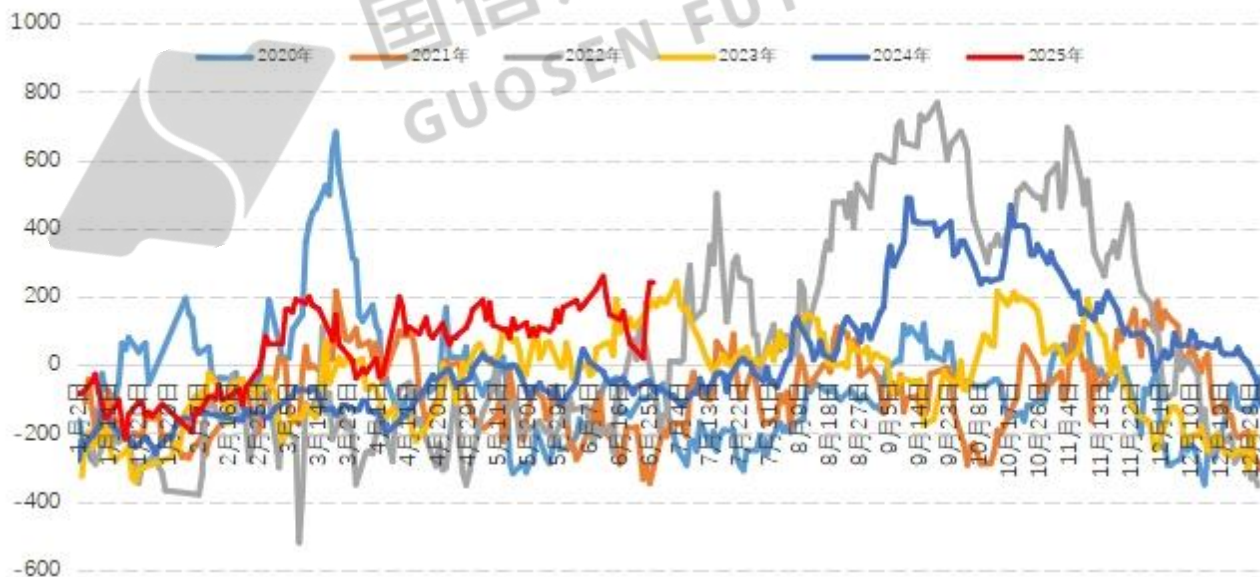
图：沥青期货持仓及成交量情况



数据来源：钢联数据 国信期货

截至6月26日，山东重交沥青基差为246元/吨，居于近六年周期内基差运行的相对高点区间，反映出近期山东地区沥青现货市场相对于期货的特定强势格局。

图：山东重交沥青基差（元/吨）



数据来源：钢联数据 国信期货

二、沥青基本面

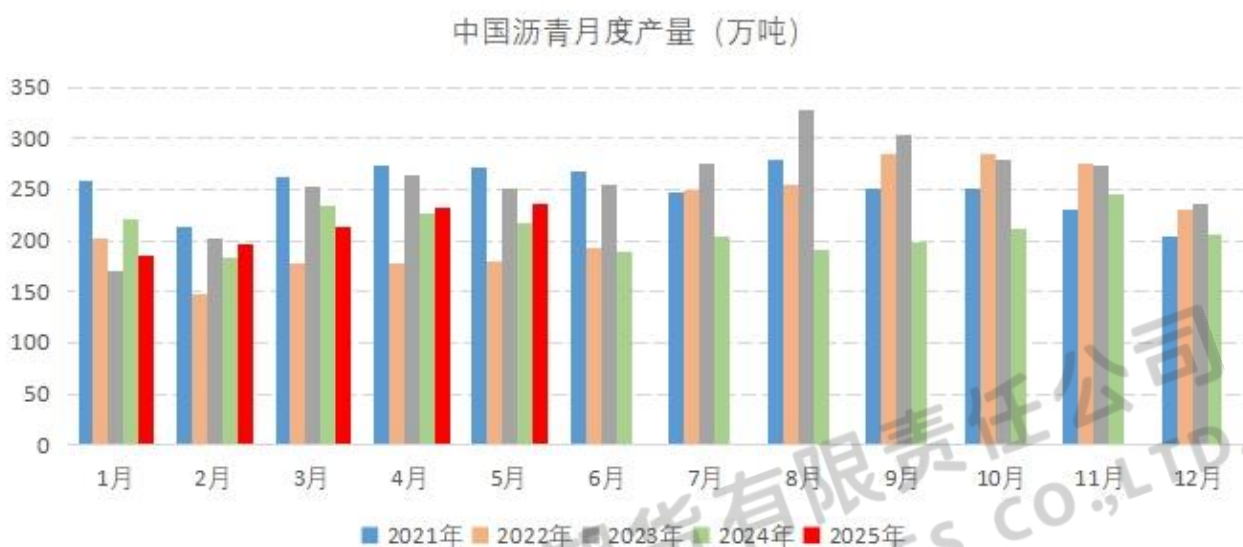
（一）供应端

今年前五个月，中国沥青累计产量为1060.86万吨，同比减少20.83万吨或1.93%。行业整体生产利

润呈现逐步回暖态势，尤其值得注意的是，部分具备原油使用配额的地方炼厂通过生产沥青已成功摆脱亏损困境，实现盈利。春节假期结束后，这些拥有配额资质的地方炼厂陆续重启沥青装置，有效驱动了月度产量的持续攀升态势。然而，依赖稀释沥青作为原料的炼厂则因生产环节持续承受亏损压力，其复产或维持沥青生产面临显著制约，这构成了全国总产量同比去年出现小幅回落的主要因素。

进入六月份，全国及山东重交沥青周度开工负荷率继续提高，预计6月沥青产量仍然保持增长态势。

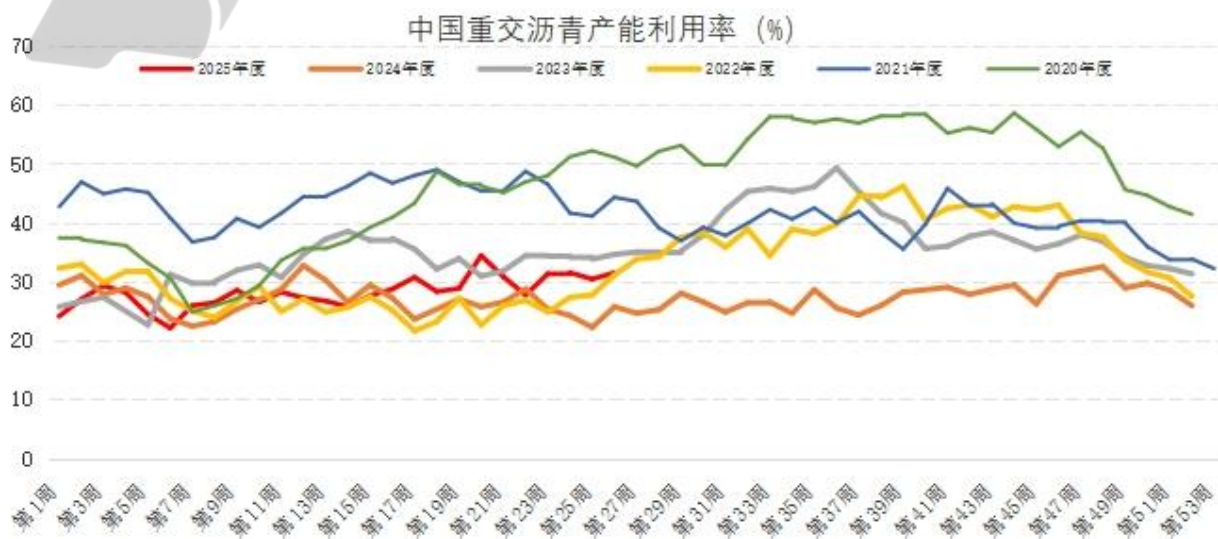
图：中国沥青月度产量



数据来源：卓创资讯 国信期货

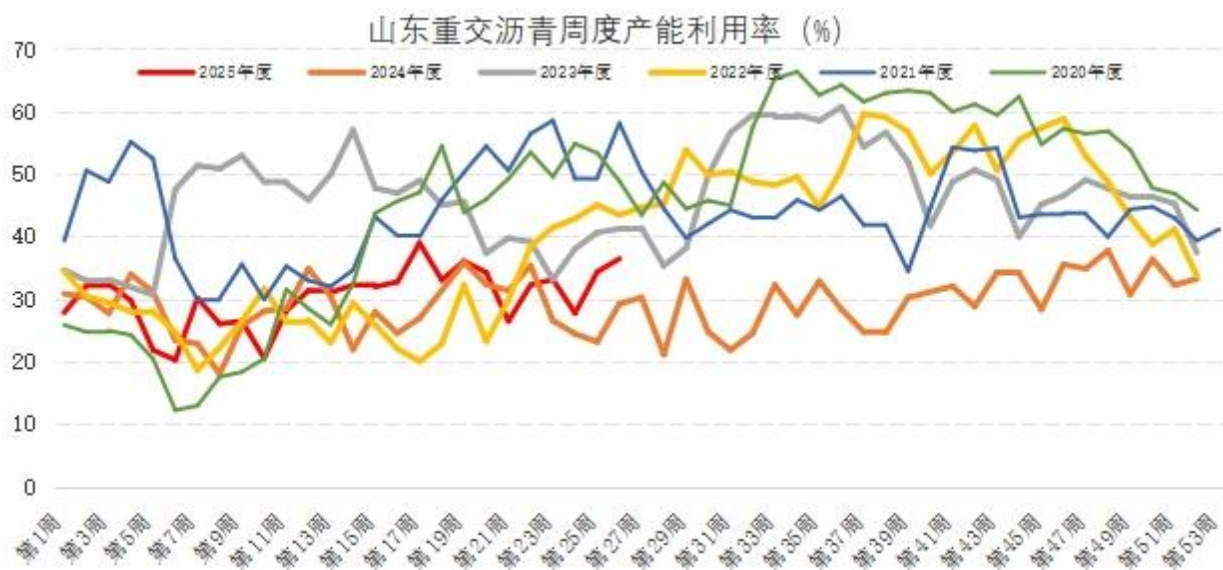
据钢联数据6月27日统计，全国重交沥青周度开工负荷率为34.5%，环比上升1.1%，同比上升5.8%；山东重交沥青周度产能利用率为36.4%，环比上升2.1%，同比上升7.2%。

图：中国重交沥青周度产能利用率



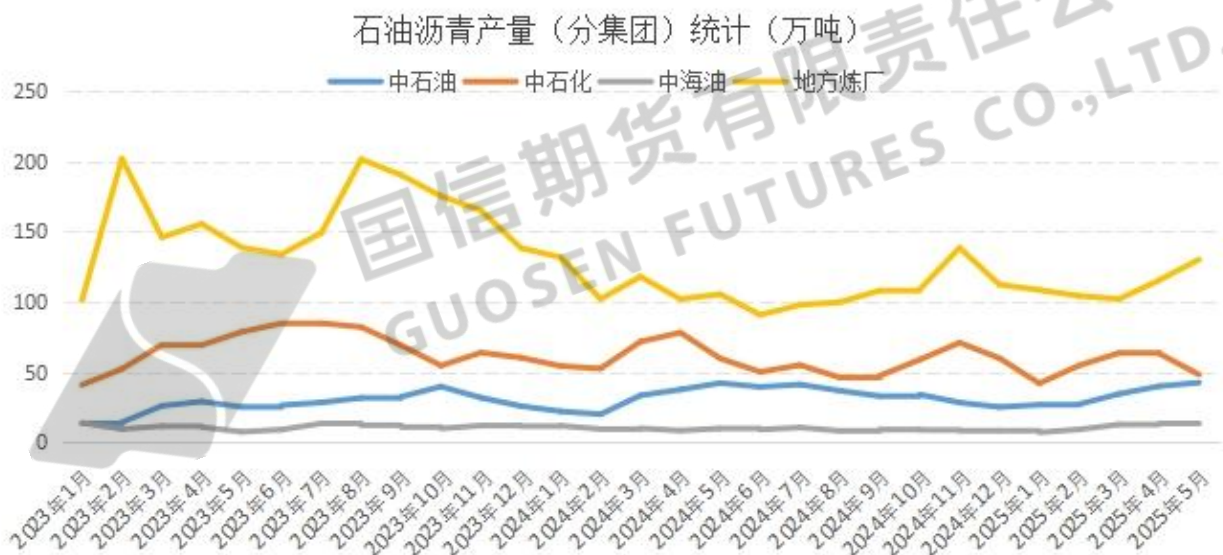
数据来源：钢联数据 国信期货

图：山东重交沥青周度产能利用率



数据来源：钢联数据 国信期货

图：石油沥青产量（分集团）统计



数据来源：卓创资讯 国信期货

中石油、中石化、中海油及地方炼厂1至5月合计生产沥青1060.86万吨，同比减少-1.93%。其中中石油、中海油及地方炼厂的产量逐月增加，中石化5月份的产量相较于4月份下滑。

展望下半年供应，沥青产能利用率有望维持同比2024年的高位运行态势。同时，部分新增产能计划下半年释放，将进一步增加市场供给潜力。然而，三季度仍需警惕传统雨季对区域生产及运输的潜在扰动，且炼厂生产计划可能依据利润变化及需求兑现节奏进行灵活调整。进入10月份，终端赶工需求较为集中，加之社会库存低于去年同期，利于炼厂沥青产量释放。综合来看，下半年沥青供应总量预计有所增长，为潜在的需求复苏提供支撑。

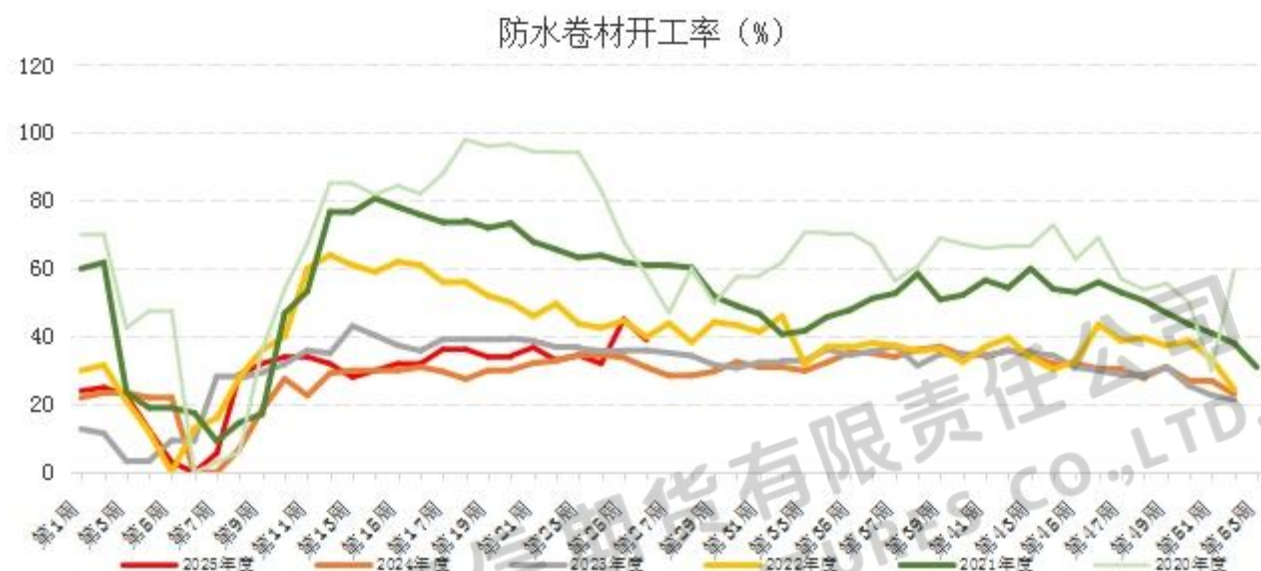
（二）需求端

上半年历来是沥青市场需求的传统淡季。今年春节位于1月下旬，元旦后南方终端项目便陆续停工，

贸易商普遍反馈节前停工早于往年，导致1月沥青需求同比偏弱。节后，龙头防水企业陆续开工，南方地区部分节前未完工项目零星复工，沥青刚性需求呈现稳步回升态势。当前，终端资金回笼不畅制约道路项目施工进度，沥青需求同比表现依旧欠佳。但鉴于2025年是“十四五”规划收官之年，部分项目存在赶工压力，沥青需求仍具可观改善潜力。

截至6月29日数据显示，防水卷材开工率为39%（环比降6%，同比升8.08%），道路改性沥青开工率为24%（环比增1.4%，同比升0.73%）。

图：防水卷材开工率



数据来源：钢联数据 国信期货

图：道路改性沥青开工率



数据来源：钢联数据 国信期货

作为“十四五”收官之年，2025年赶工道路项目带来的刚性需求仍较显著。叠加国内宏观利好政策持续推出，经济有望受到提振，国内复苏逻辑未改，道路项目资金面预期改善，道路建设需求大概率环比增加，将支撑道路沥青需求回暖；同时，稳定房地产市场的政策利好亦有望支撑防水沥青需求增长。但需警

惕成本、供应端变化及基建资金到位情况对沥青市场及价格的影响。数据显示，上半年房地产开发类固定资产投资完成额情况好于历史同期水平。

图：占固定资产投资完成额比重:房地产开发 (%)

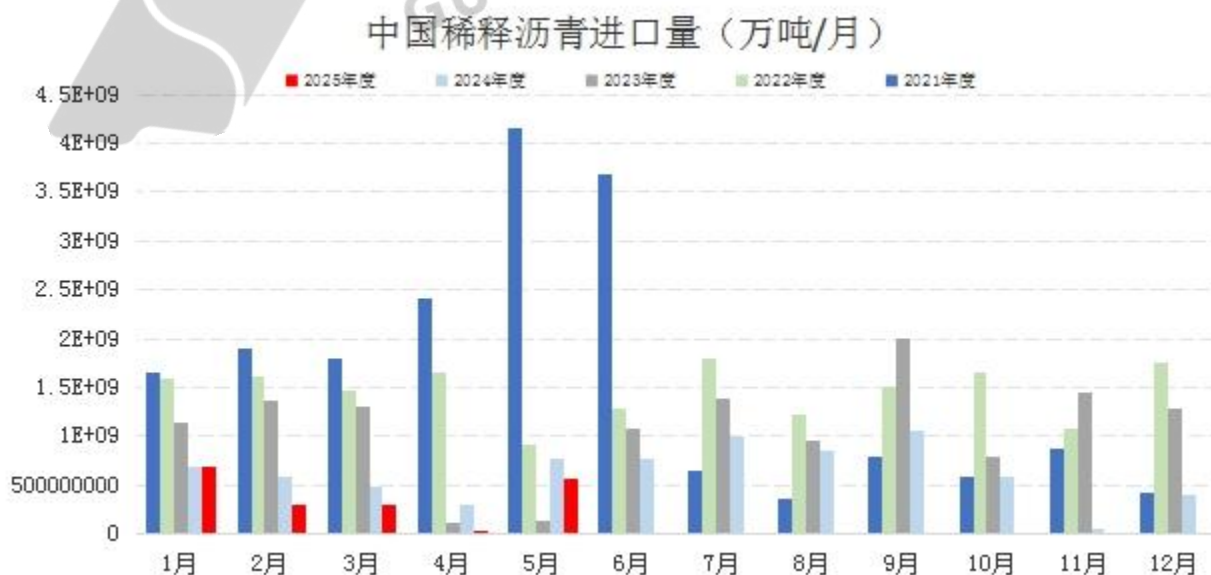


数据来源：WIND 国信期货

(三) 进出口

在关税制裁以及稀释沥青加工效益难以盈利的情况下，2025 年上半年稀释沥青进口量为 185.32 万吨，同比下滑 35.59%；沥青进口量为 134.93 万吨，同比下降 19.02%；沥青出口量为 24.98 万吨，同比上升 59.63%。

图：中国稀释沥青进口量



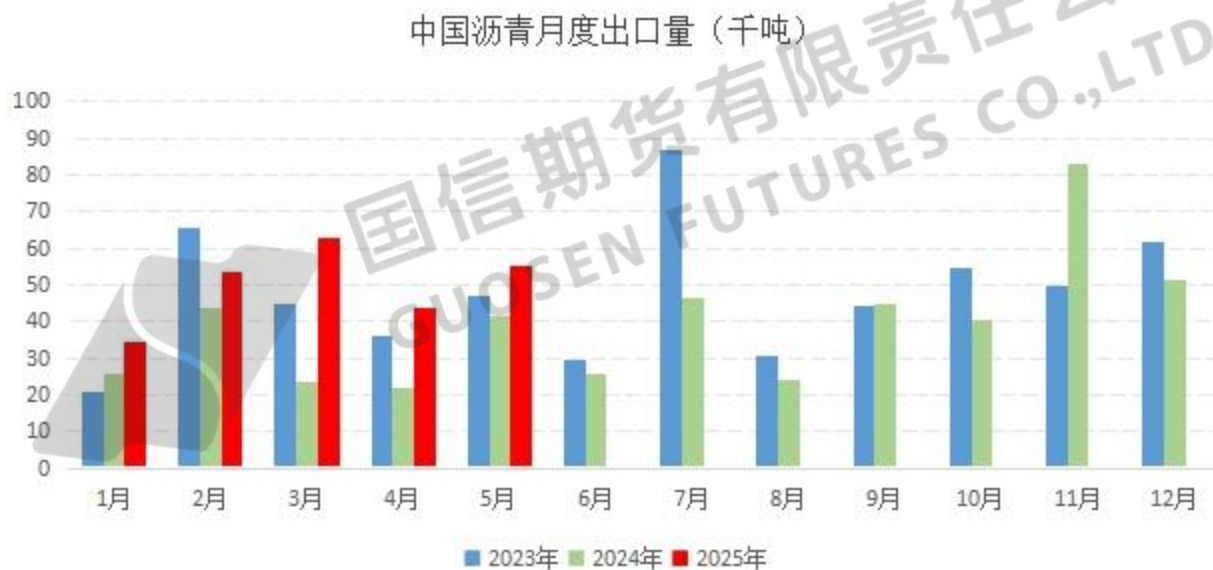
数据来源：钢联数据 国信期货

图：中国沥青月度进口量



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国沥青月度出口量



数据来源：卓创资讯 国信期货

（四）库存端

由于沥青终端消耗量相对较少，沥青资源持续从上游炼厂向贸易商和终端转移，沥青社会库存基本呈现上升趋势。截至2025年6月27日，沥青104家样本企业周度社会库存为183.6万吨，国内沥青54家样本炼厂库存共计75.8万吨；山东沥青70家样本企业社会库存为36.4万吨，山东沥青54家样本企业厂内库存27.8%。值得注意的是，今年炼厂库存和社会库存均低于去年同期水平，贸易商和下游仍具备一定的接货能力。

图：沥青104家样本企业周度社会库存

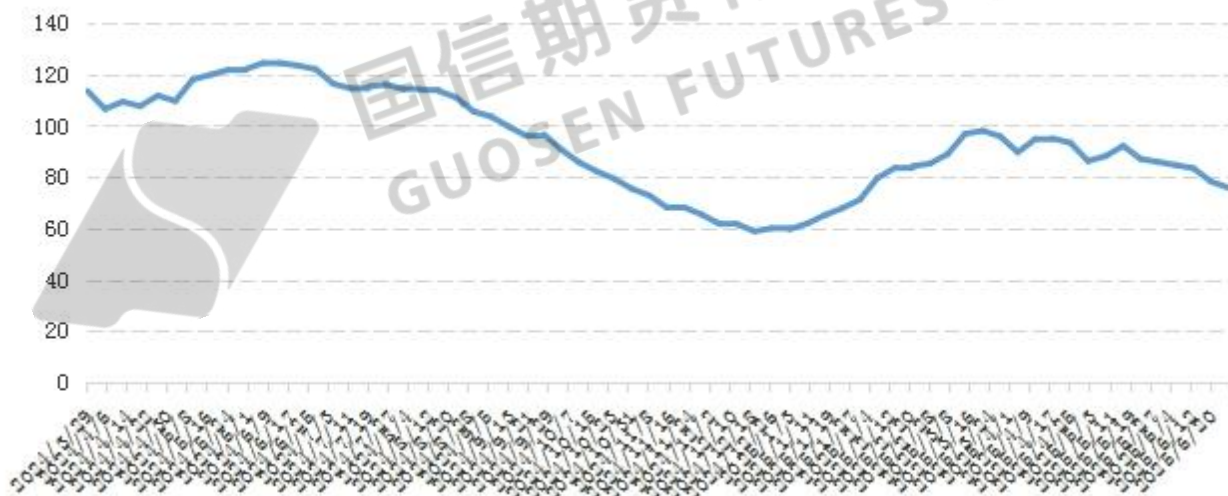
沥青104家样本企业周度社会库存（万吨）



数据来源：钢联数据 国信期货

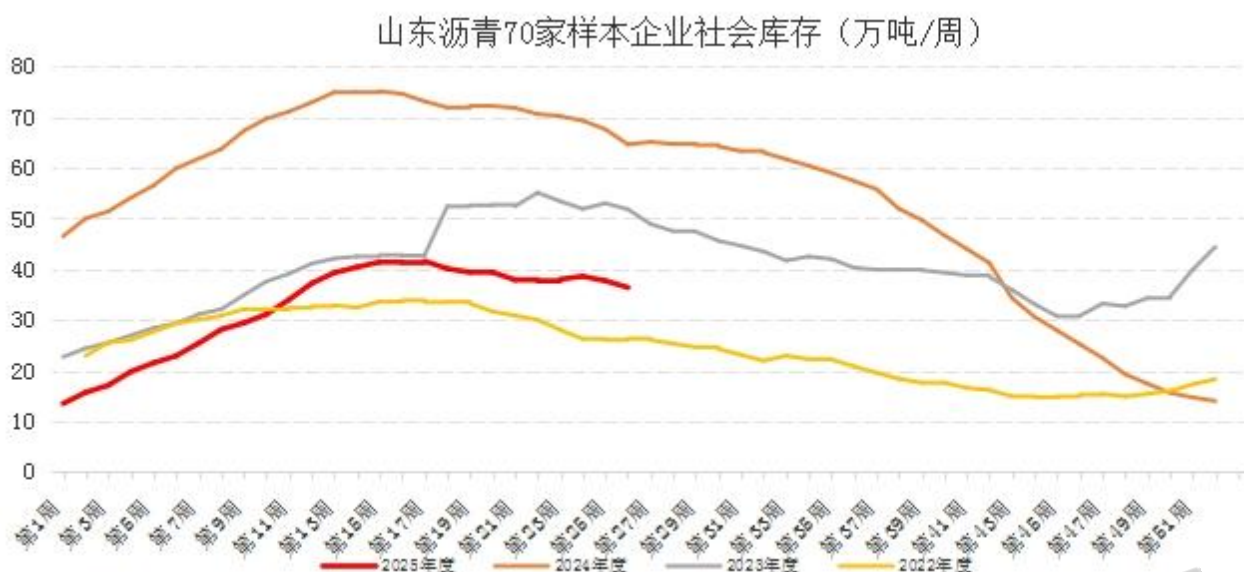
图：沥青54家样本企业周度厂内库存

沥青54家样本企业周度厂内库存（万吨）

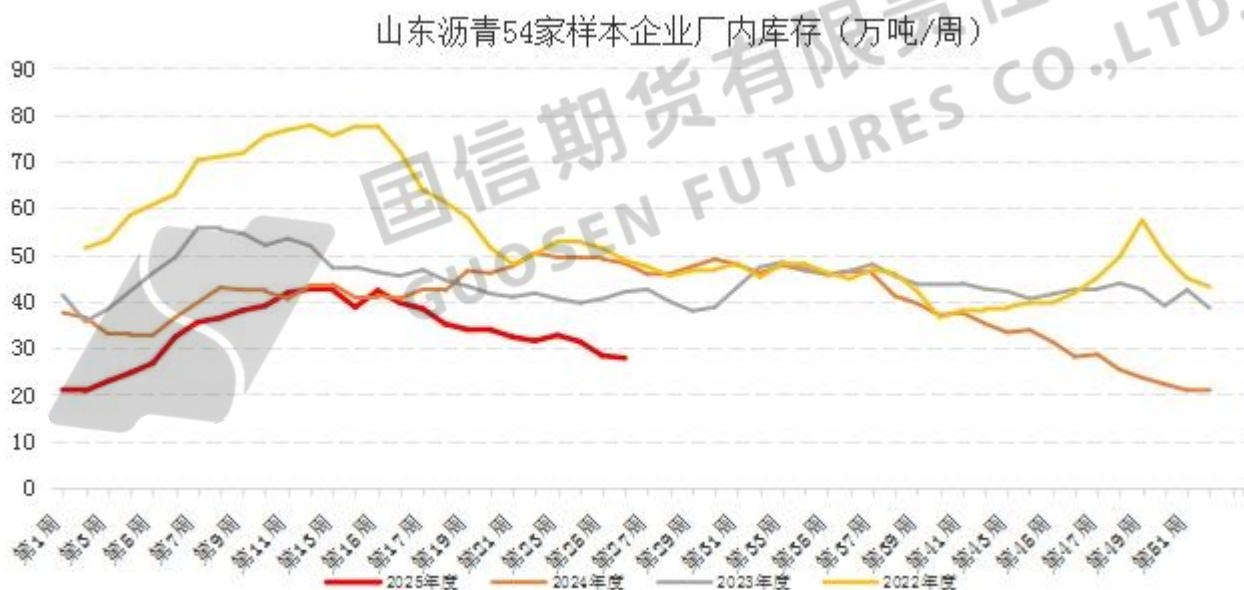


数据来源：钢联数据 国信期货

图：山东沥青70家样本企业社会库存



图：山东沥青54家样本企业厂内库存



（五）原料端

今年上半年，BU 走势相对原油展现一定韧性，价格表现相对坚挺，但其波动幅度与弹性则弱于原油。沥青期货与 WTI 原油主力合约的裂解价差自年初低位持续修复，攀升至历史同期中高位水平，截至 6 月 27 日报 161.01 元/吨。

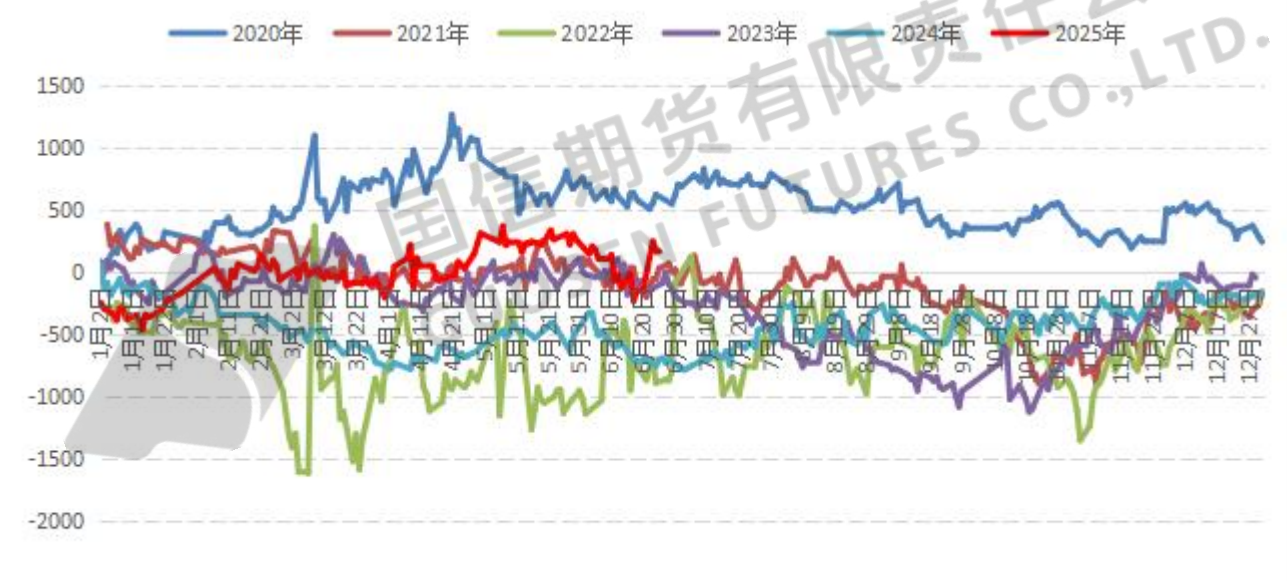
展望下半年原油市场，全球经济疲软背景下，炼厂大幅提高开工率的预期依然有限，叠加当前地缘政治或关税贸易战缓和，OPEC+增产带来的供应压力显现，季节性需求旺季结束后，原油及成品油库存可能累积承压。在基本面疲弱的驱动下，油价仍将维持相对弱势格局，将对沥青成本及市场情绪形成关键影响。

图：沥青期货与马瑞原油价格走势



数据来源：钢联数据 国信期货

图：沥青期货与WTI原油价差



数据来源：钢联数据 国信期货

（六）沥青利润

上半年沥青期货价格走势相对强于原油，导致沥青与原油（特别是WTI）的裂解价差自年初低位持续走阔至历史同期中高位，这是炼厂沥青生产环节利润边际改善的核心动力。沥青价格相对原油的强势直接提升了加工收益。据卓创资讯测算，截至6月29日，山东地炼沥青生产理论利润为-551.4元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣），同比1月初上升53.44元/吨；河北地炼为-557.79元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣），同比1月初上升80.72元/吨。江苏主营炼厂为417.58元/吨，同比1月初上升94.61元/吨。（备注：独立炼厂沥青生产利润为单独加工稀释生产沥青时的利润。）

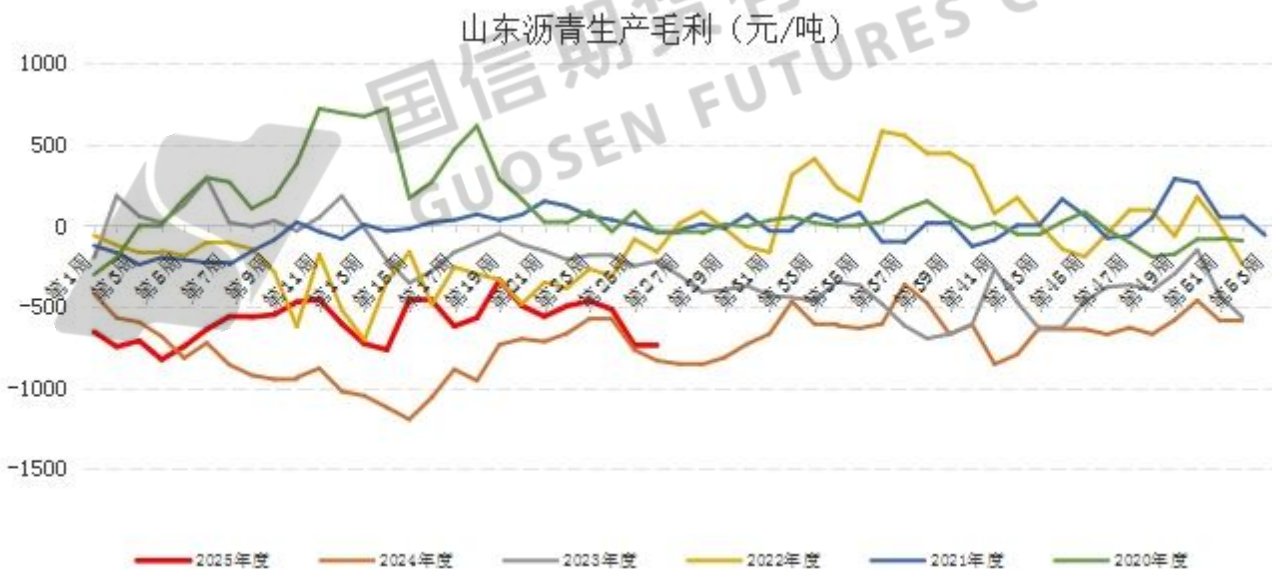
图：沥青生产综合利润



数据来源：卓创资讯 国信期货

据钢联数据显示，山东沥青生产毛利为-736.18 元/吨，同比近几年处于低位区间，但好于 2024 年的水平。

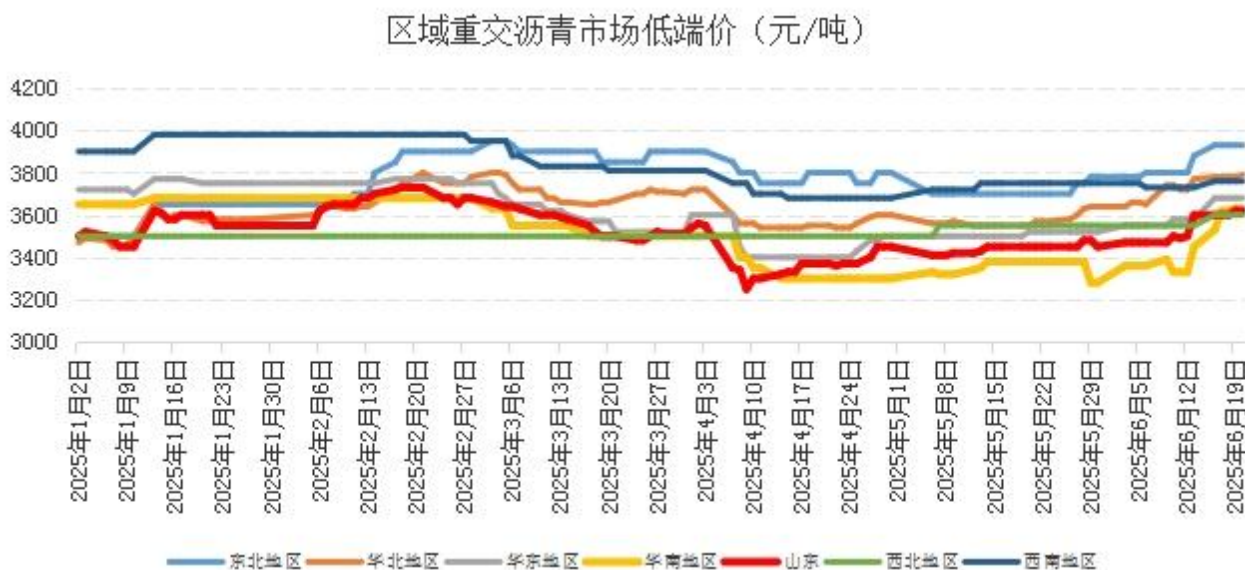
图：沥青生产综合利润



数据来源：卓创资讯 国信期货

2025 年二季度以来，华南地区新增三家地炼企业（华鸿石油、佛山福腾、成城沥青）投产沥青，新增日均产能约 4000 吨，显著打破中石油、中石化长期垄断的供应格局。新进入的地炼品牌知名度较低，为抢占市场采取低价策略，其产品价格较茂名石化等主力炼厂低 150 - 200 元/吨，进一步拉低区域均价，成为全国沥青资源价格洼地。而贸易商通过铁路将华南货源转运至云贵地区（价差优势 200 元/吨），并通过船运向山东、华北输送。

图：区域重交沥青市场低端价



数据来源：钢联数据 国信期货

五、后市展望

下半年沥青价格运行中枢仍将紧密跟随原油波动，当前原油市场虽面临 OPEC+ 增产压力，但美国夏季出行旺季带来的持续去库效应及历史低位库存构筑了较强底部支撑。在国内逆周期调节政策持续发力、道路建设“十四五”收官年季节性赶工需求集中释放（尤以 9-11 月为甚），以及年末冬储行情逐步启动的三重驱动下，沥青相较于原油或展现更强的价格弹性。若旺季去库进程符合预期（延续至 10 月）且成本端未出现坍塌式下跌，沥青有望维持震荡偏强格局。但需高度警惕两大风险点：一是地缘局势反复或宏观衰退预期强化导致原油超预期下行，二是道路项目资金到位滞后制约需求兑现力度，二者可能削弱价格上行空间。

供应方面：下半年供应呈现前低后高再回落的特征。10 月预计成为产量高峰，此时终端项目为完成年度目标集中赶工，叠加社会库存同比偏低的环境，为炼厂提负创造有利条件。但供应释放仍存明显约束：其一，8 月日照岚桥、东明石化等炼厂计划检修将造成阶段性供应收缩；其二，消费税监管政策存在调整预期，若地方炼厂税费压力边际减轻，可能激发其开工弹性，但主营炼厂因配额限制及原料（委内瑞拉原油减供）稳定性问题增产空间有限。整体看，产能利用率提升幅度受制于利润分化格局（主营盈利尚可但地炼深亏）及政策性扰动。

需求方面：核心驱动力来自“十四五”规划末年的道路通车任务压力，但资金面改善程度成为关键变量——高速公路及国道等重大项目资金保障相对充分，而普通公路项目受地方财政制约及承包商垫资意愿低迷影响，开工积极性不足。具体时段看：三季度初（7-8 月）南方雨季消退但北方降雨及台风扰动仍存，需求缓慢爬升；8 月底至 11 月进入黄金施工期，尤其 10 月需求峰值有望在赶工潮推动下实现；12 月后北方低温导致大面积停工，需求进入季节性淡季。总体而言，资金结构性紧张可能压制需求反弹高度，使得复苏斜率趋于平缓。

成本方面：原油上方压力来自 OPEC+ 增产重油带来的供应增量及经济放缓担忧。此外地缘风险（如中东停火协议脆弱性）可能引发短期脉冲波动，但沥青成本定价核心仍锚定原油趋势。因沥青供应弹性偏低（炼厂开工意愿弱+原料约束），其相对原油的抗跌性可能凸显，部分缓冲成本端利空冲击。

市场格局：“低供应+稳成本+缓需求”的三元结构奠定基本面基调：供应端受制于地炼亏损深度及主营排产谨慎，整体维持低位运行；成本端原油区间波动提供中性支撑，但政策风险（如消费税调整）及原料获取难度增加暗藏变数；需求端受资金约束呈现渐进式修复，旺季虽有脉冲放量但持续性存疑。

风险因素：地缘政治冲击、国际贸易争端、欧佩克+产量政策等因素。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。