

● 主要结论

2025 年特朗普入主白宫后，其关税政策调整影响全球产业链，原油市场及下游沥青受波及。当前沥青期货价格走势核心驱动仍锚定原油成本波动，呈现成本坍塌与政策预期博弈下的震荡探底格局。

核心驱动：当前沥青价格中枢锚定原油价格波动；

供应端：炼厂低利润压制开工率至 35% 左右，稀释沥青原料断供风险推升加工成本，支撑现货挺价；

需求端：专项债落地滞后及地产疲软拖累需求弹性，南北区域复苏分化，社会库存累积与厂库去化并存；

技术面：BU2506 处于下降通道内，3380-3600 元/吨跳空缺口形成压制，MACD 动能不足限制反弹空间，近期预计追随原油下跌为主。

中长期变量与风险：未来价格方向需关注三大驱动：一是中美政策博弈。若美国扩大原油进口限制或加征关税，可能重塑全球能源贸易流，加剧地炼成本压力；二是 OPEC+ 产量策略。地缘冲突缓和或增产预期可能拉低原油中枢，打开沥青成本下行空间；三是国内逆周期调节。专项债提速或地产政策松绑有望改善需求弹性，但短期提振有限。

风险提示：由于五一假期期间原油价格大幅下跌，预计五一假期后沥青以补跌为主，警惕价格波动风险；中期关注原油趋势及政策落地效应：若关税缓和叠加 OPEC+ 挺价，成本支撑或推动修复行情；反之，宏观风险与需求疲软共振可能引发二次探底。

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：15857@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、关税博弈重要时间节点

2025 年自特朗普正式入主白宫以来，其关税政策的动态调整不仅重塑了大宗商品的供需格局，更通过成本传导机制深刻影响了全球产业链布局，尤其是原油市场——从上游开采、中游炼化到下游消费均面临价格波动与贸易流向的重构。其间，中美双方在贸易领域的博弈持续深化，制裁与反制措施的螺旋式升级成为全球经济的焦点。而 OPEC+超预期增产与地缘冲突缓和则加剧了原油供应过剩，形成“政策博弈—成本传导—供需再平衡”的复杂闭环。

图：中美关税博弈重要时间节点

2025 年 2 月 2 日 (当地时间 2 月 1 日)	美国宣布对中国输美产品加征 10%关税。
2025 年 2 月 4 日	中方反制，对美国煤炭、液化天然气加征 15%关税，原油、汽车等加征 10%。
2025 年 3 月 4 日 (当地时间 3 月 3 日)	美国以“芬太尼问题”为由，将中国输美商品关税从 10%上调至 20%。
2025 年 3 月 4 日	中方对美农产品（大豆、猪肉等）加征 10%-15%关税。
2025 年 3 月 27 日 (当地时间 3 月 26 日)	美国宣布对进口汽车征收 25%关税（零部件关税延至 5 月生效）。
2025 年 4 月 3 日 (当地时间 4 月 2 日)	美国推出“对等关税”政策，对华加征 34%关税。
2025 年 4 月 4 日	中方宣布对所有美国进口商品加征 34%关税。
2025 年 4 月 8 日	美国将对华关税提至 84%
2025 年 4 月 9 日	中方同步反制至 84%。
2025 年 4 月 10 日 (当地时间 4 月 9 日)	美国再次加码至 125%。
2025 年 4 月 11 日	中方反制至 125%并声明“后续不再回应”。
2025 年 4 月 12 日 (当地时间 4 月 11 日)	对集成电路、智能手机、笔记本电脑等一系列商品，豁免征收 125%的所谓“对等关税”。
2025 年 4 月 16 日	美国白宫发布情况说明，或对中国输美商品征收 245%的关税。
2025 年 4 月 23 日	根据财联社的报道，美国总统特朗普当地时间 4 月 22 日在公开场合发表讲话，他承认美国目前对中国进口商品的关税过高，预计税率将大幅降低。
2025 年 4 月 26 日 (当地时间 4 月 25 日)	美国总统特朗普在“空军一号”专机上对记者表示，除非中国做出实质性让步，否则不会取消对华加征的关税。

数据来源：财政部 美国白宫 国信期货

二、关税博弈背景下沥青价格走势

作为原油直接下游产物（原料成本占比超 70%），国内沥青价格与原油联动性极强。在关税博弈背景下，原油价格波动通过成本传导机制对沥青价格进行传导。4 月上旬，沥青期货主力合约 BU2506 受成本端原油价格暴跌影响大幅下挫。具体来看，清明节期间（4 月 3 日-5 日）OPEC+意外增产叠加中美关税政策升级，引发国际油价断崖式下跌，导致节后首个交易日（4 月 7 日）BU2506 合约跌停，并连续下探至 3171 元/吨，刷新 2024 年 10 月以来低点。4 月下旬，随着美国公布部分关税豁免、贸易缓和等试探性举措，推动市场情绪由恐慌抛售转向震荡筑底，沥青期货呈现成本驱动与政策预期交织的修复特征。市场在消化关税清单对终端需求冲击的同时，炼厂通过调整开工率平衡库存压力，使得期价在原油企稳后展开技术性反弹，但受制于基建项目资金到位节奏，整体修复动能仍显不足。

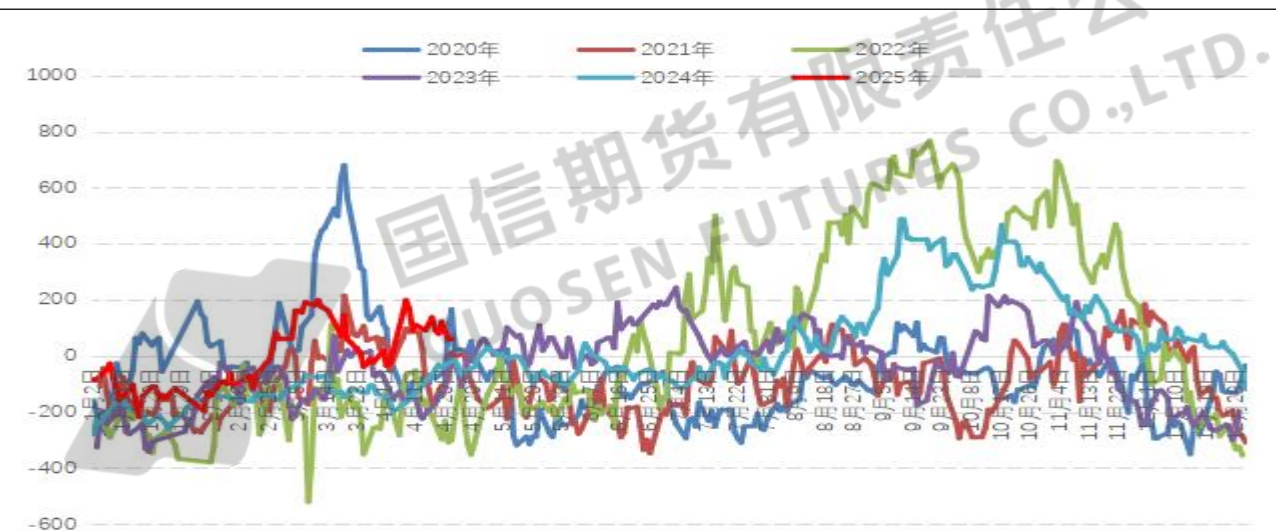
受原油价格下跌及宏观预期偏弱影响，沥青期货市场情绪悲观，沥青期货盘面价格年内持续承压，而现货端因炼厂开工率偏低运行，挺价意愿较强，推动基差（现货-期货）升至阶段高位。

图：特朗普 2025 年入主白宫以来沥青期货主力合约 BU2506 走势（红色方框内）



数据来源：文华财经 国信期货

图：山东重交沥青基差



数据来源：卓创资讯 国信期货

三、当前沥青基本面概况

1、沥青产量同比降低。

具体利润层面，据卓创资讯 4 月 24 日测算，当前各类型炼厂沥青生产理论利润均值如下：山东地炼分别为-559.66 元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣）；河北地炼为-516.66 元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣）；江苏主营炼厂为 360.69 元/吨。区域利润分化显著，地炼持续深度亏损加剧产能出清压力，而主营炼厂依托一体化优势维持盈利韧性，折射出沥青行业结构性矛盾与成本传导差异。

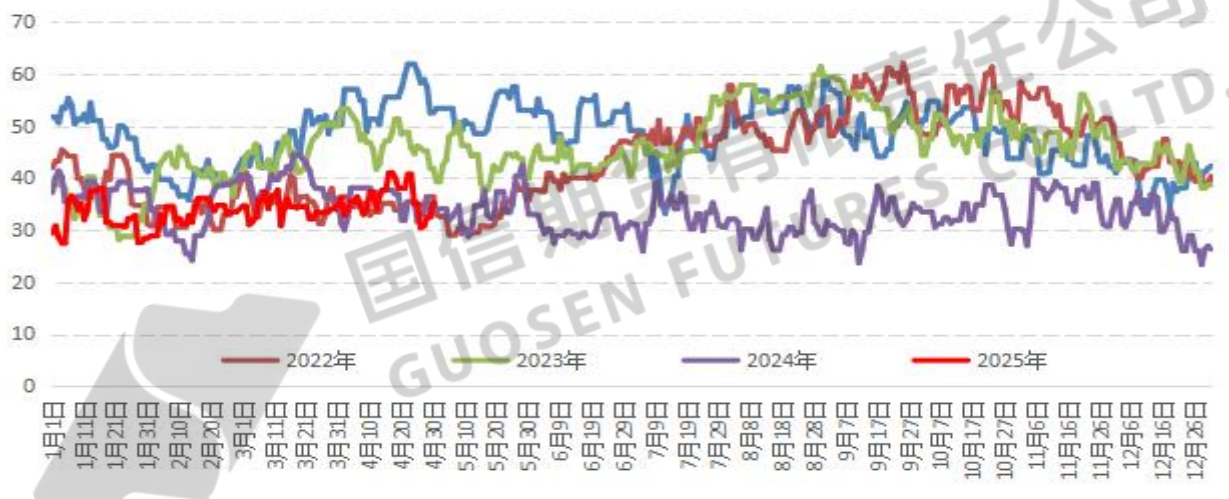
总体看，由于沥青生产利润长期欠佳，2025 年以来炼厂开工意愿低迷，日度负荷率持续徘徊于 40% 以下。4 月 30 日，沥青开工率为 35.53%，低于近五年均值逾 10 个百分点，产能释放弹性仍受制于终端需求疲弱格局。今年 1-3 月沥青产量合计 593.49 万吨，同比减少 6.95%。其中 3 月份产量为 213.15 万吨，同比减少 8.65%。

图：沥青生产毛利（元/吨）



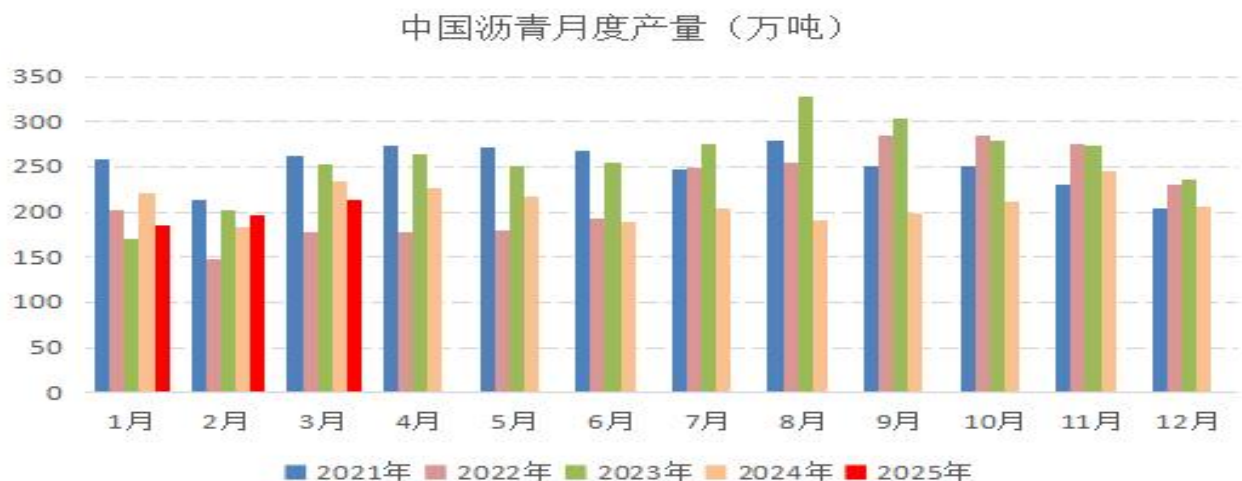
数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国沥青日度开工负荷率（%）



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国沥青月度产量（万吨）



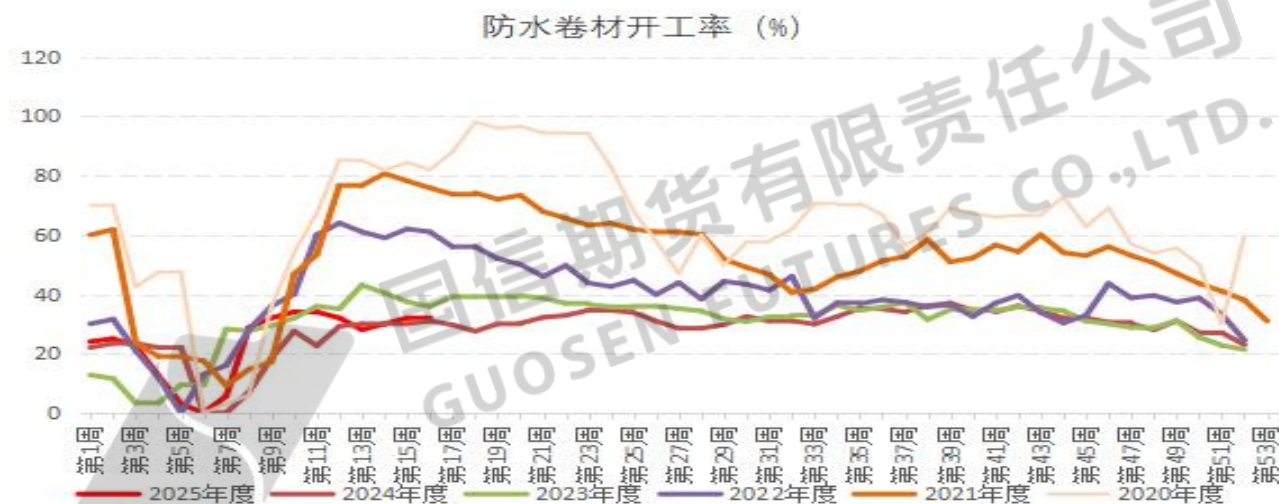
数据来源：卓创资讯 国信期货

2、需求延续稳中偏弱。

沥青需求方面，具有较明显的季节性规律。一季度（1-3月）：传统淡季，北方严寒抑制道路施工，南方雨季影响项目进度，整体需求处于年度低谷；三季度（7-9月）：旺季核心期，全国范围基建项目集中赶工，叠加防汛工程需求释放，形成年度需求峰值。而二季度一般呈现过渡阶段的区域分化特征，其中4-5月北方气温回升驱动道路建设加速（尤其东北、华北地区），炼厂库存去化明显，但南方受渐进式雨季影响需求启动滞后；6月长江流域梅雨季将导致施工天数减少，需求增幅收窄，但华北地区仍可维持较高开工强度。

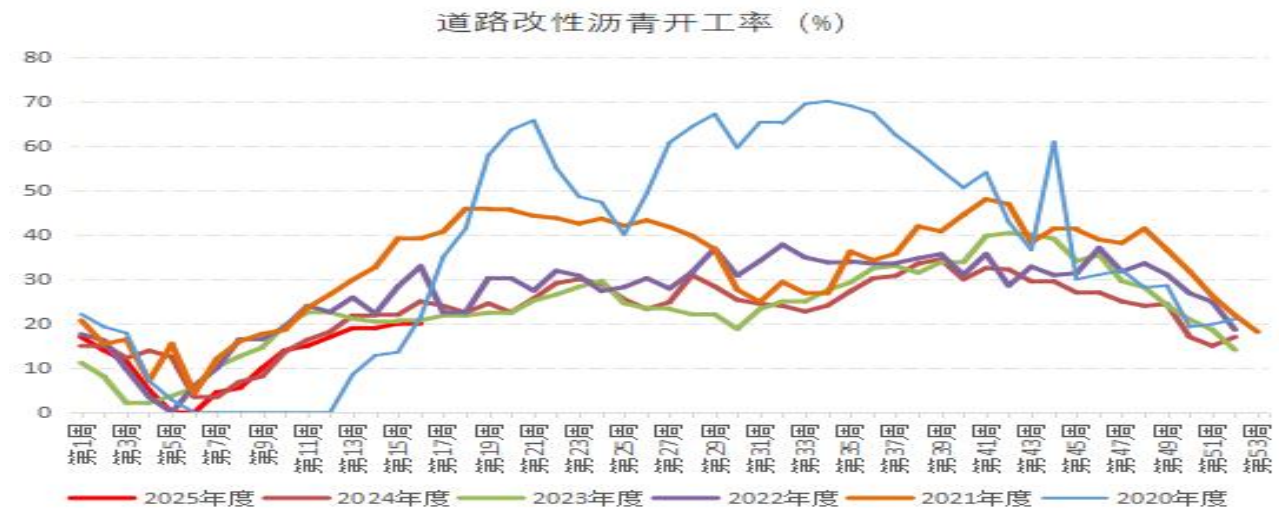
当下，受季节性需求回暖不足及宏观经济承压的双重制约，沥青下游行业开工率持续低位运行，且道路改性与防水卷材等领域呈现明显分化态势，具体表现为以下逻辑链条：一是防水卷材开工率为32%，同比-1%，主要受制于房地产新开工面积持续低迷（2025年1-3月同比-12%），导致防水材料需求相对收缩。二是道路改性沥青开工率为20%，同比-5%，主要受制于专项债资金落地进度慢，部分项目沥青采购延后。且原油价格波动剧烈，地炼加工利润倒挂，抑制改性沥青生产积极性。

图：防水卷材开工率（%）



数据来源：Mysteel 国信期货

图：道路改性沥青开工率（%）



数据来源：Mysteel 国信期货

3、库存总体比较平稳。

当前沥青 104 家样本企业周度社会库存攀升至 194.8 万吨（环比+1.67%），反映终端需求承接力不足背景下贸易商被动累库；而 54 家样本企业厂内库存降至 95 万吨（环比-1.79%），主因地炼维持 40%低位开工率，且部分炼厂通过降价促销加速转移库存压力。区域分化显著：山东库容率环比降 3%至 16%，东北降 7%至 13%，反映北方炼厂加大排库力度；华东微降 1%至 28%，华南逆势增 1%至 39%，凸显区域需求复苏节奏差异。当前总库存虽处近年同期低位，但社会库存边际回升与“金三银四”传统旺季去库规律相悖，进一步印证供应收缩与需求疲软形成动态弱平衡格局。

图：沥青 104 家样本企业周度社会库存



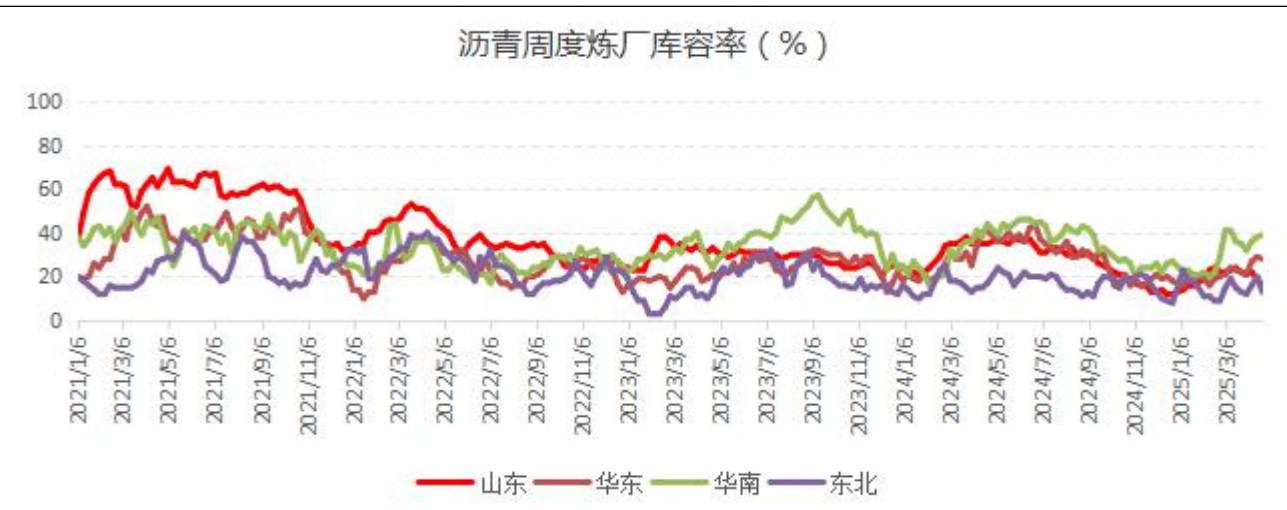
数据来源：Mysteel 国信期货

图：沥青 54 家样本企业周度厂内库存



数据来源：Mysteel 国信期货

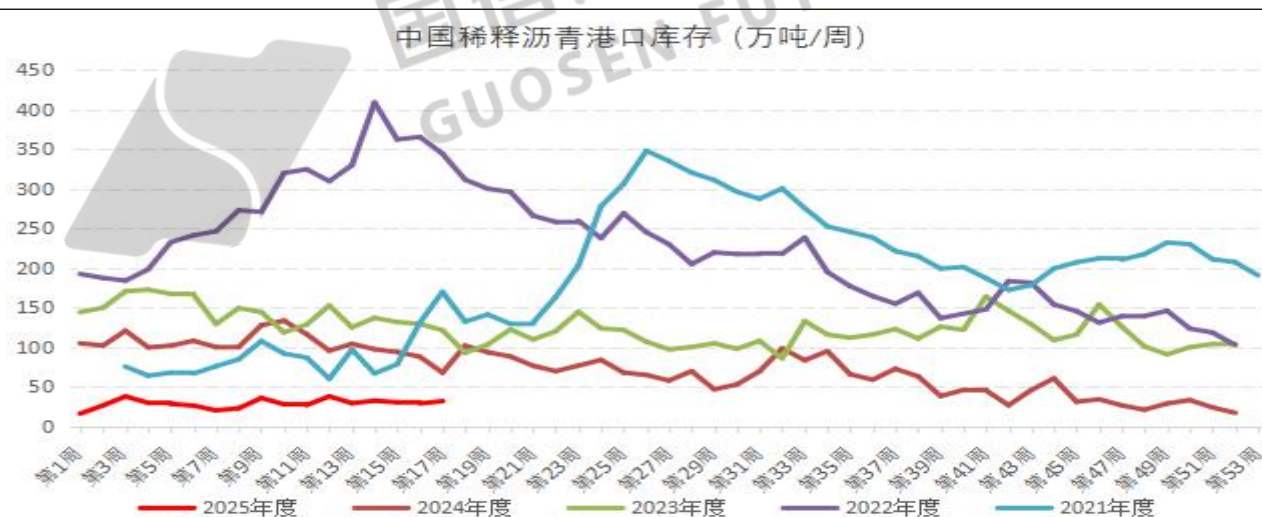
图：沥青周度炼厂库容率



数据来源：卓创资讯 国信期货

与主营炼厂考虑炼油整体利益的关注点不同，地炼方面主要关注点在于原料供应问题。为规避美国制裁、关税等措施对原材料的影响，炼厂采取抢进口的方式保证中期供应，但由于稀释沥青升贴水自2024年下半年以来持续走强至今年4月-5.5美元/桶的高位，炼厂加工稀释沥青亏损。当前到港原油以中质原油为主，无稀释沥青到港，稀释沥青港口库存仅32万吨，环比增加10.34%，但同比下降52.94%，处于历史同期绝对低位。因此地炼加工成本上升，存在过渡期阵痛，稀释沥青断供风险加剧成本波动敏感性，致使沥青价格中枢跟随原油波动，但走势仍然偏强于原油。

图：中国稀释沥青港口库存



数据来源：Mysteel 国信期货

四、后市展望

2025年特朗普入主白宫后，其关税政策调整影响全球产业链，原油市场及下游沥青受波及。当前沥青期货价格走势核心驱动仍锚定原油成本波动，呈现成本坍塌与政策预期博弈下的震荡探底格局。

核心驱动：当前沥青期货价格走势核心驱动仍锚定原油成本波动；

供应端：炼厂低利润压制开工率至 35%左右，稀释沥青原料断供风险推升加工成本，支撑现货挺价；

需求端：专项债落地滞后及地产疲软拖累需求弹性，南北区域季节性复苏分化，整体需求弹性不足，社会库存累积与厂库去化并存印证供需弱平衡；

技术面：BU2506 处于下降通道内，3380-3600 元/吨跳空缺口形成压制，MACD 动能不足限制反弹空间，近期预计追随原油下跌为主。

中长期展望：中长期价格方向需关注三大变量：其一，关税政策走向对能源贸易流的重塑效应，若美国持续加征关税或扩大制裁范围（如限制原油进口），可能加剧全球原油贸易流向重构，或将进一步抬升地炼原料成本并加剧供应扰动；其二，OPEC+产量策略调整对原油波动中枢的影响，若地缘冲突缓和推动增产预期强化，原油中枢下移或打开沥青成本下行空间；其三，国内逆周期调节力度对需求端的提振效果，专项债发行提速或房地产政策边际放松可能改善沥青需求弹性，但短期提振有限。

总之，当前沥青市场处于“弱现实与政策预期”的博弈阶段，沥青期货价格波动的核心驱动仍锚定原油成本。近期由于五一期间国际原油价格反弹后开启下跌行情，预计国内沥青价格假期后补跌为主。中期关注原油趋势及政策落地效应：若关税缓和叠加 OPEC+挺价，成本支撑或推动修复行情；反之，需警惕宏观风险与需求疲软共振下的二次探底可能。

国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

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，但不对所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。