



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货-沥青2025年半年报

沥青供应维持低位，需求季节性波动



研究咨询部 苏妙达



时间：2025年6月30日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

核心观点

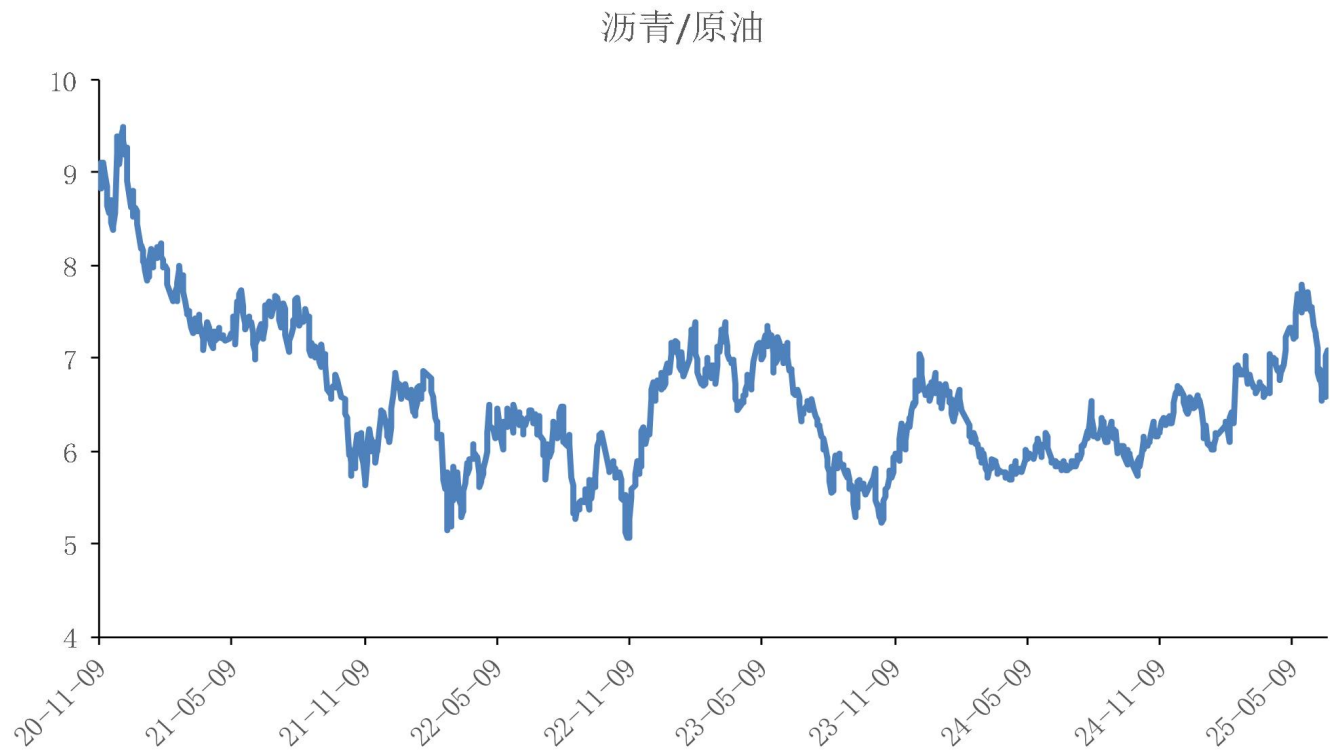
- 2025年下半年，地缘风险下降后，预计原油价格在供需宽松下震荡下行，对沥青成本端施压。
- 美国政府对委内瑞拉石油制裁，委内瑞拉原油产量或小幅下降。沥青在成本压力下，开工意愿不高，山东地炼产能将继续出清，预计沥青开工率处于低位。以目前的进口利润及社会库存来看，沥青下半年的进口量将略有回升。政府工作报告提出，实施更加积极的财政政策，只是地方政府财政收入仍受制约，公路建设投资增速持续下滑，基建不宜过度乐观，关注形成的沥青基建实物量。进入3季度后，南方集中降雨逐步减少，沥青需求将有所改善，进入4季度后期，气温下降，全国项目从北到南陆续停工，沥青需求将季节性转弱。4季度还需关注冬储的开启。2025年上半年沥青库存始终较低，沥青下方支撑较强。因此预计沥青2025年下半年多数时间跟随原油价格波动，整体先涨后跌。由于需求的季节性，建议三季度在原油价格相对高位时，做多沥青裂解价差，即多沥青空原油。或者进行正套，做多沥青09-12价差。4季度选择反套及做空基差。沥青01-06价差在4季度仍呈现季节性下降，2025年4季度继续做空01-06价差。
- 最大风险：原油大幅波动，基建进度超预期，美国对委内瑞拉制裁政策改变

沥青价格走势



- 2025年上半年，由于供需双弱叠加成本下跌，沥青期价小幅下跌。年初由于厂库和社库偏低下，冬储补库及上游原油价格上涨，沥青期价上涨。2月21日现年内高点。随着原油价格大幅下跌，沥青南方下游需求回复缓慢，沥青期价持续下跌至4月中旬，4月10日现年内低点。4中旬-6月中旬，因宏观情绪改善加之委内瑞拉原油受美国制裁，沥青期价止跌。随着6月13日，伊朗与以色列相互袭击，原油价格强势上涨，沥青在成本支撑下，沥青期价震荡上行，不过沥青下游受南方持续降雨以及资金掣肘，导致沥青期价涨幅相对其他油品要小。在6月24日，伊朗与以色列实现停火，沥青期价跟随原油价格大幅下跌，跌破年初起点。

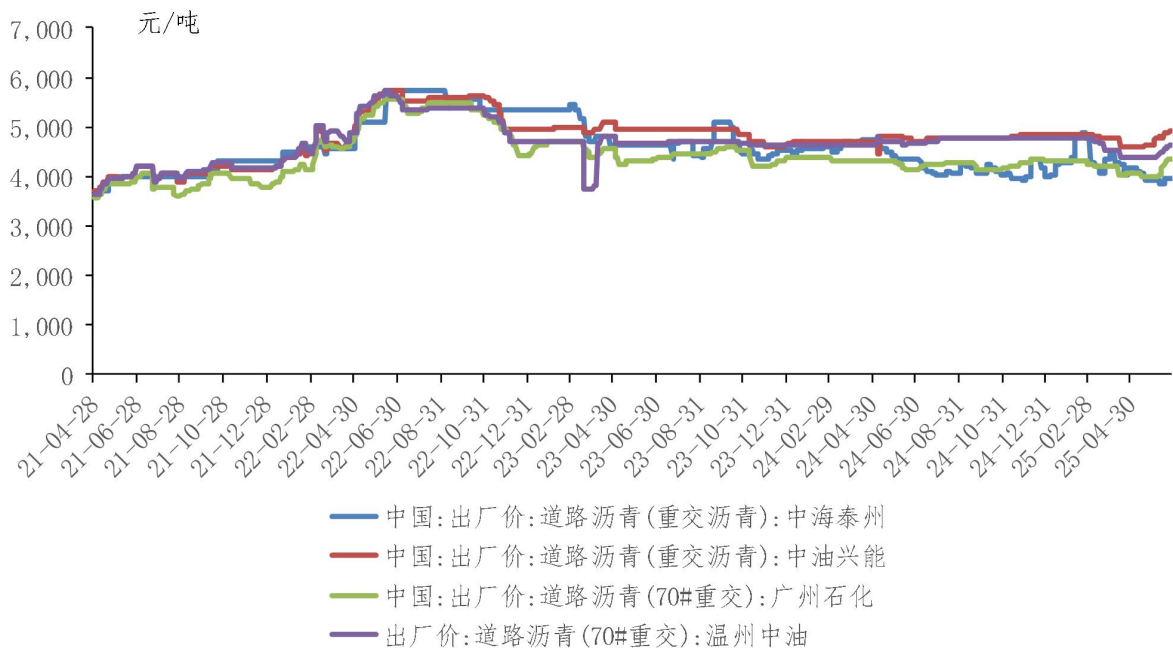
沥青/原油



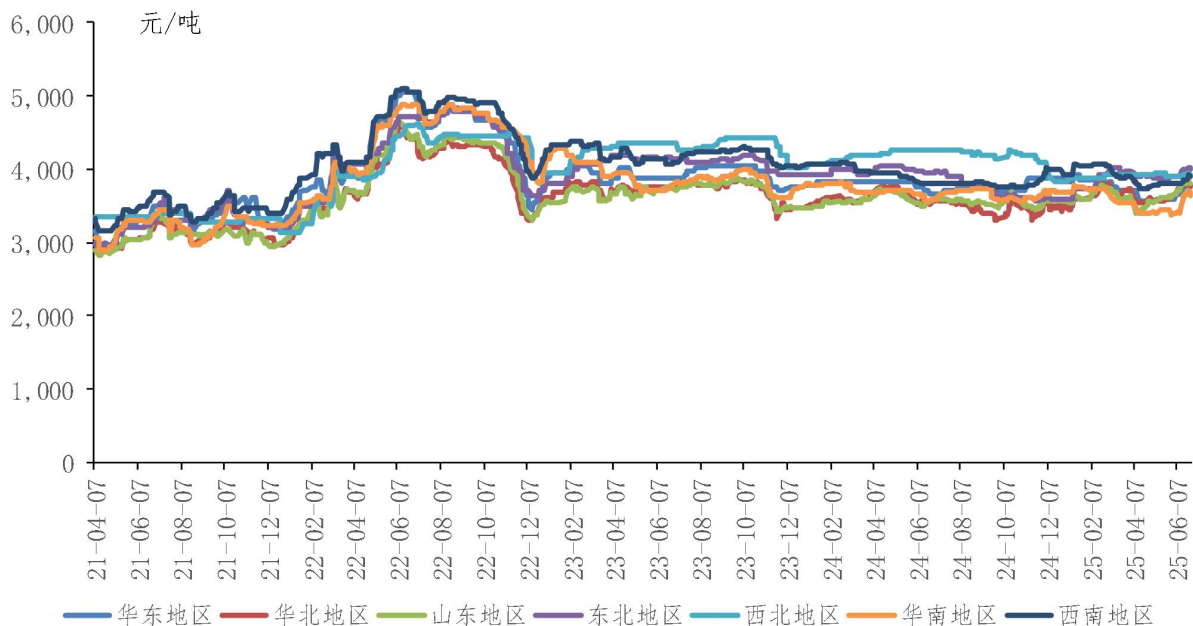
- 2025年上半年，由于沥青库存偏低，原油供需压力更大，沥青/原油比值持续上涨至5月下旬，从年初的6.54涨至5月下旬的7.80，随着6月13日，伊朗与以色列相互袭击，原油价格强势上涨，沥青/原油比值下跌至6.58，在6月24日，伊朗与以色列实现停火，沥青/原油比值上涨至7.08。

沥青现货价格

沥青出厂价

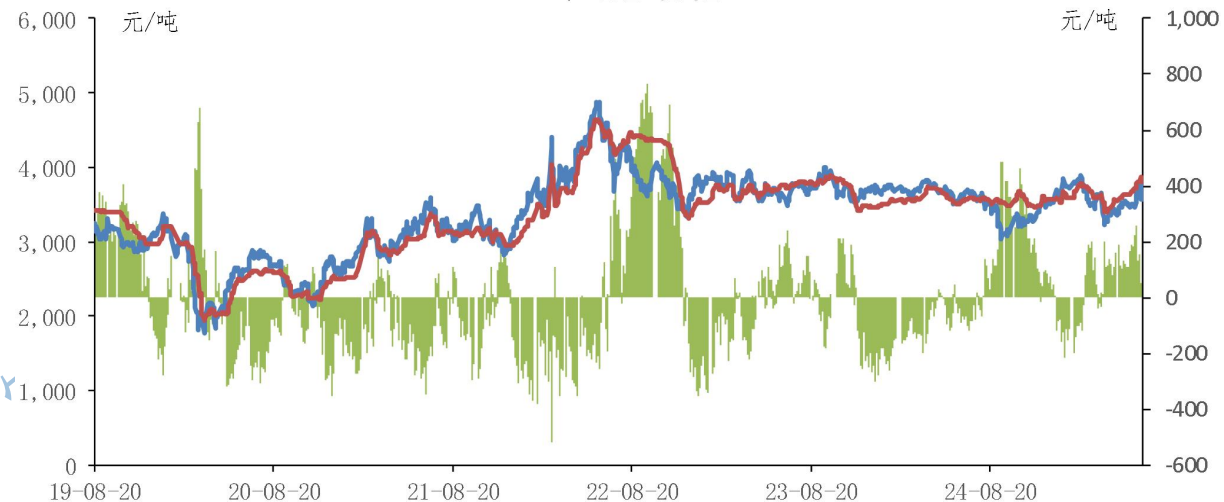


沥青市场价



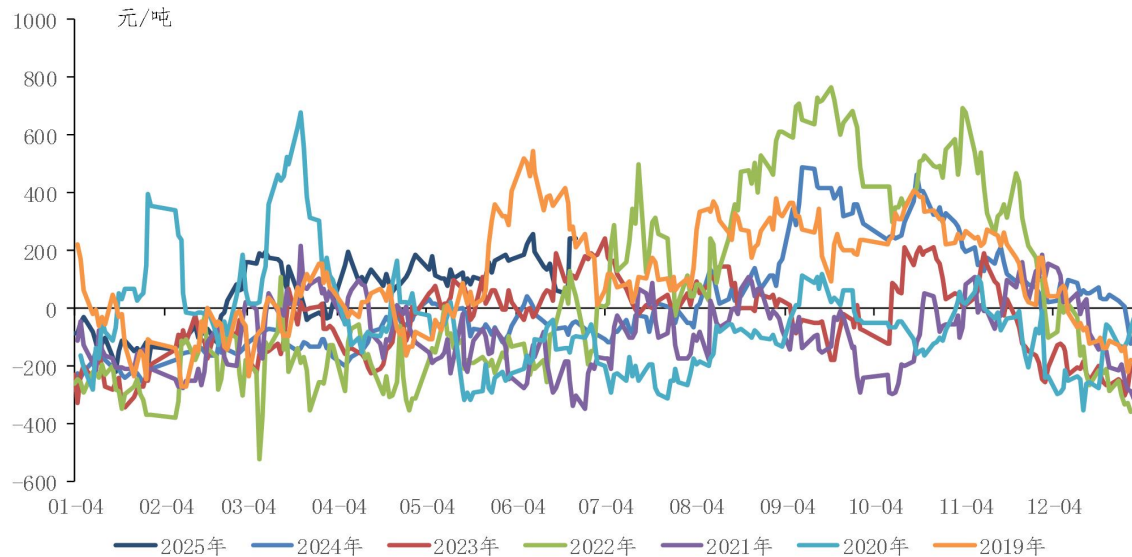
沥青基差走势情况

山东地区基差



■ 山东基差 (右轴) ■ 期货收盘价(活跃合约):沥青 ■ 市场价(主流价):沥青(重交沥青):山东地区

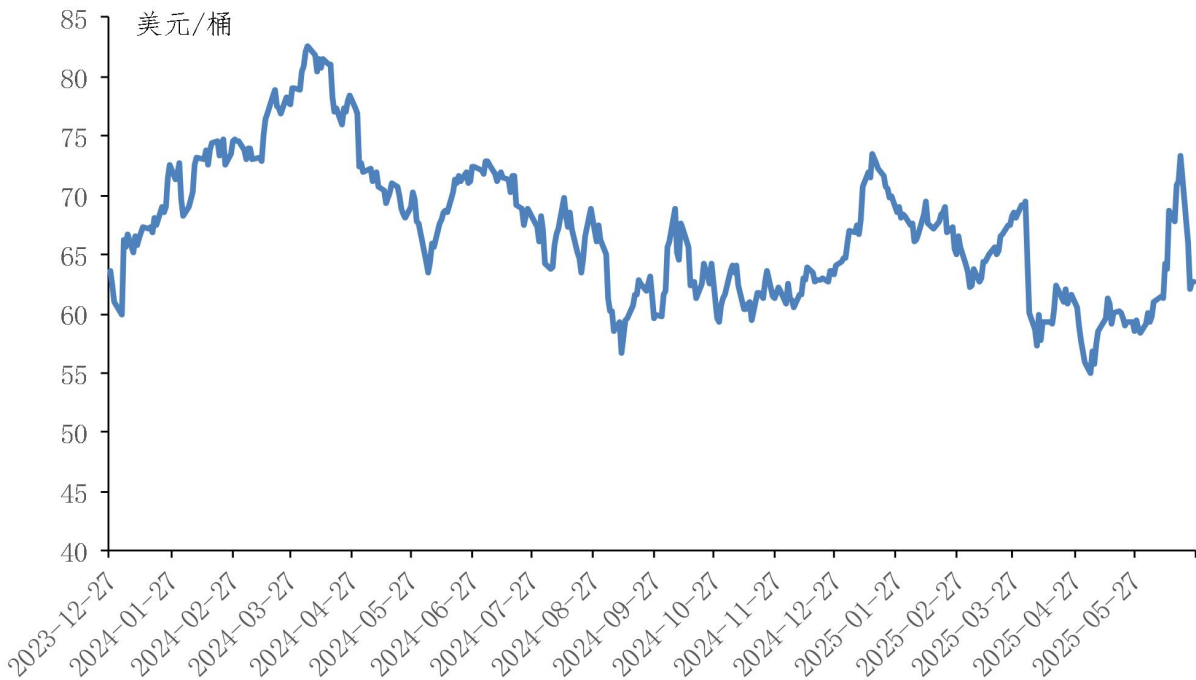
山东地区基差季节性



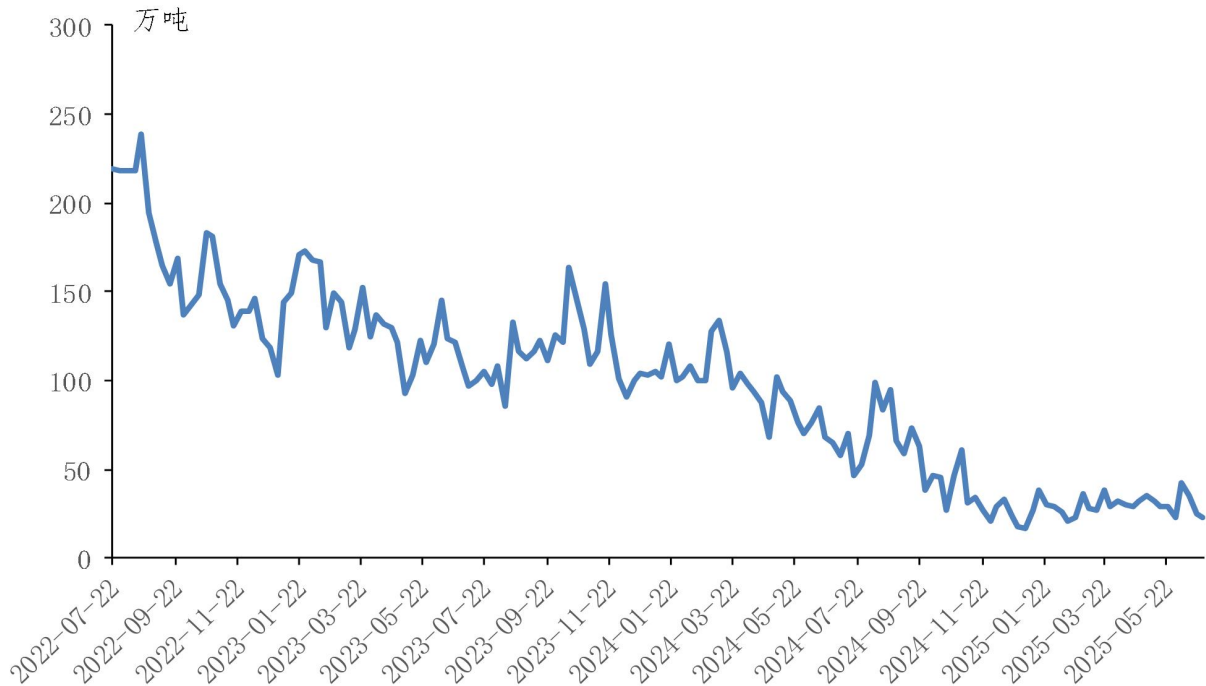
- 2025年年初，沥青基差偏低，随着供给端的偏紧，库存偏低，基差在3月持续回升至偏高水平，目前基差在232元/吨左右，仍处于偏高位置。

稀释沥青

稀释沥青DES中间价：马来西亚



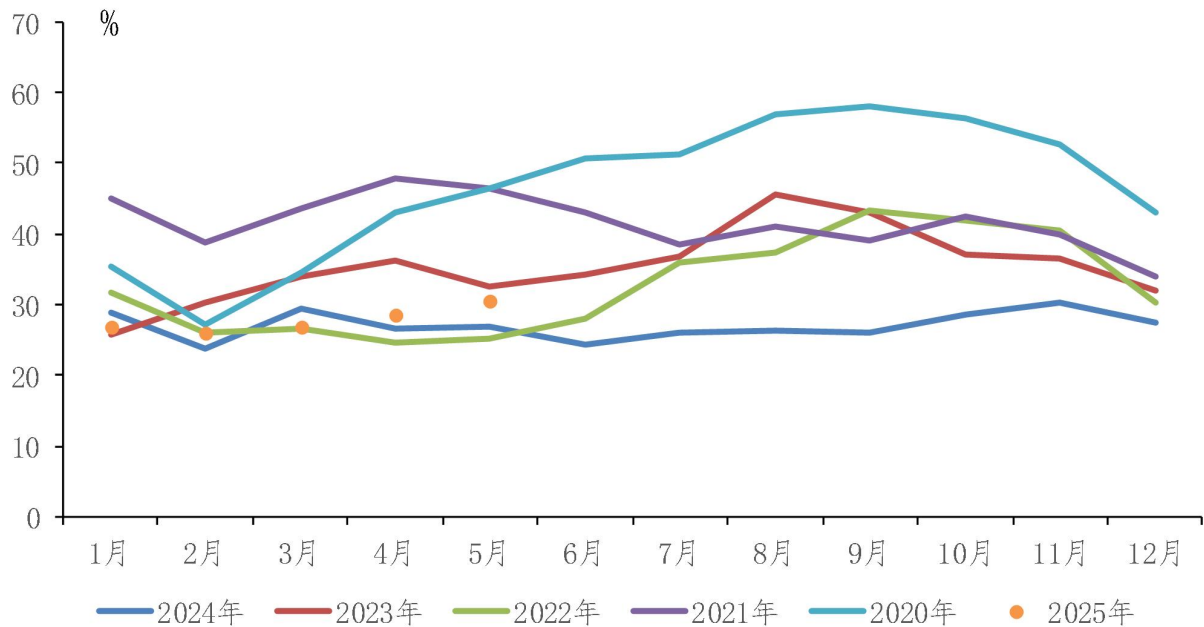
稀释沥青港口库存



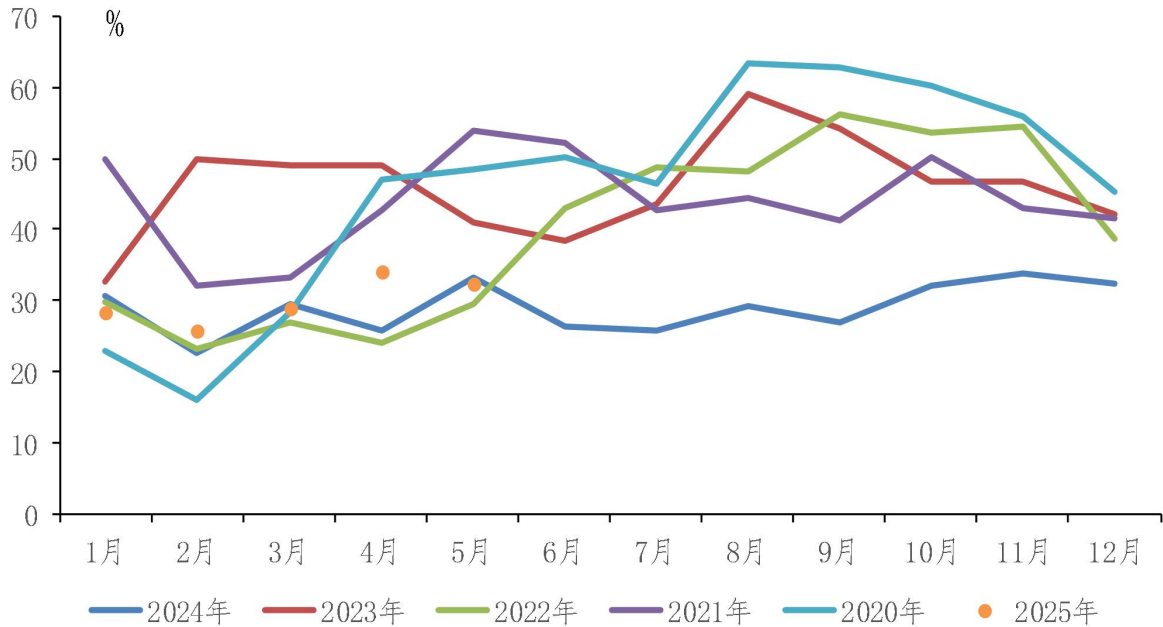
- 3月24日，特朗普签署行政令，宣布自4月2日起，任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家，对美贸易均需额外支付25%关税。5月28日报道，雪佛龙公司获美国政府授权，可在委维持最低限度运营并保留在委资产及员工，但不得运营油田、出口石油或扩大投资。2025年上半年，稀释沥青贴水幅度略微缩小，目前在7美元/桶左右。稀释沥青港口库存仍处于低位，预计炼厂依靠稀释沥青来解决原料压力问题的可能性不大。

重交沥青开工率

沥青月度开工率



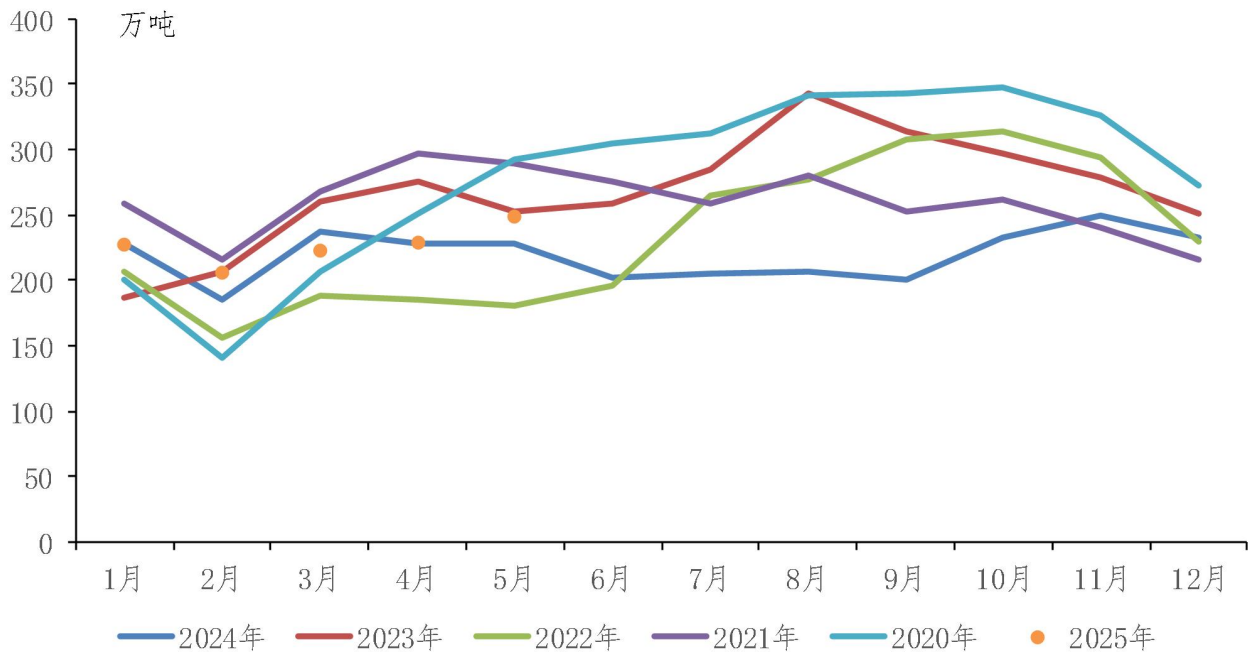
山东地区沥青开工率



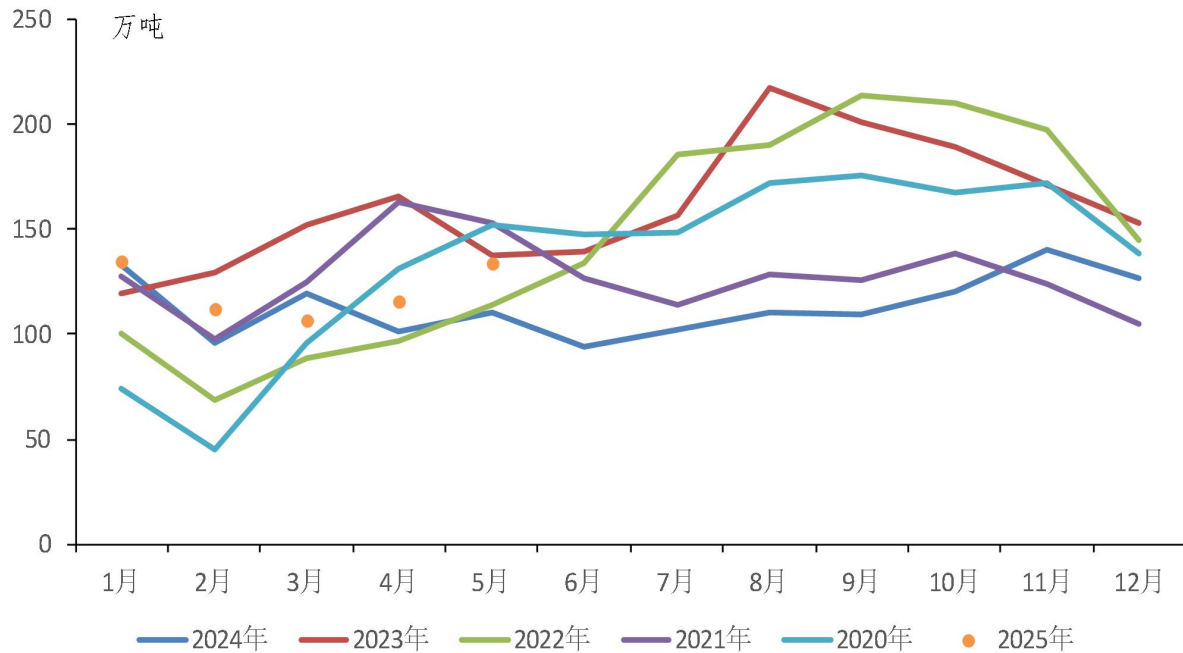
- 沥青5月开工率环比增加1.89个百分点至30.51%，处于历年同期中性偏低位。山东地区开工率反而有所减少，其5月开工率环比减少1.71个百分点至32.29%，沥青的成本压力下有所缓解，其开工率小幅提升。

沥青产量

沥青月度产量



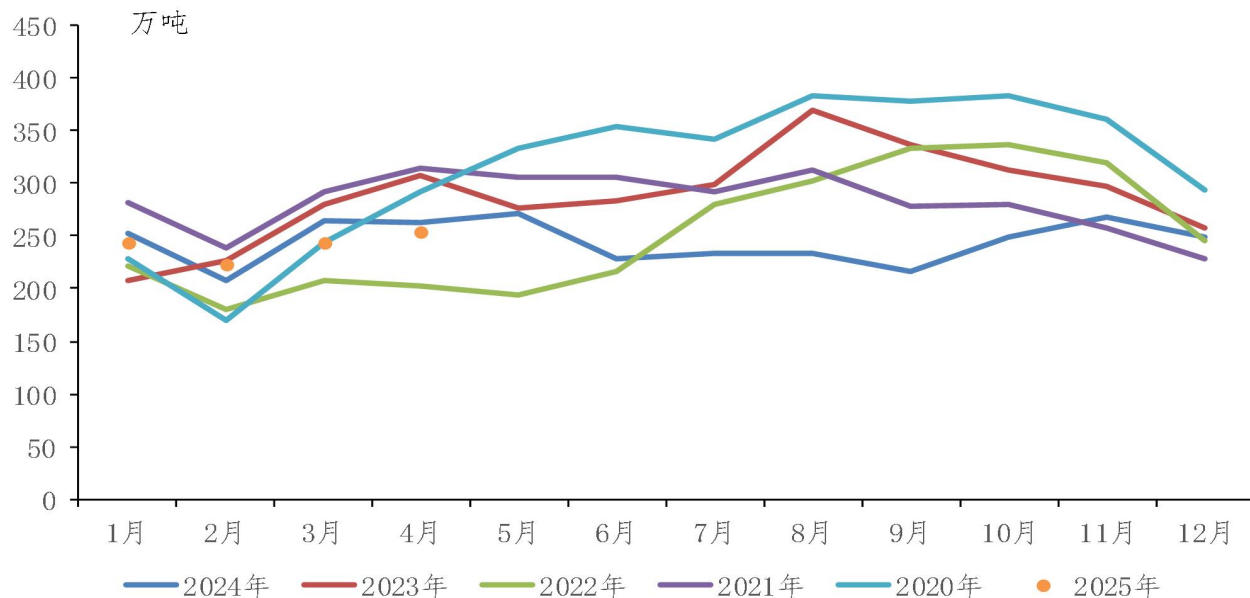
地炼沥青产量



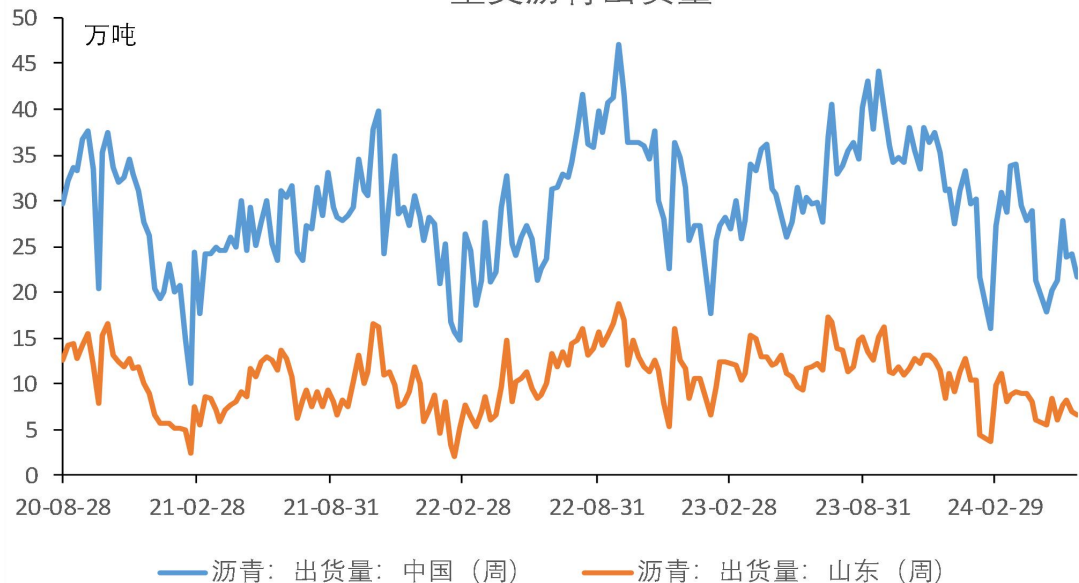
- 5月沥青产量环比增加9.25%至250.3万吨，同比增加9.39%，升至历年同期中性水平；其中地炼产量为134.25万吨。2025年1-5月沥青累计产量同比增加2.64%至1137.07万吨，其中地炼累计产量同比增加8.09%至604.29万吨。据隆众资讯数据，7月份国内沥青预计排产254.2万吨，环比增加14.4万吨，增幅为6.0%，同比增加48.5万吨，增幅为23.6%。

沥青表观消费量与出货量

沥青月度表观消费量



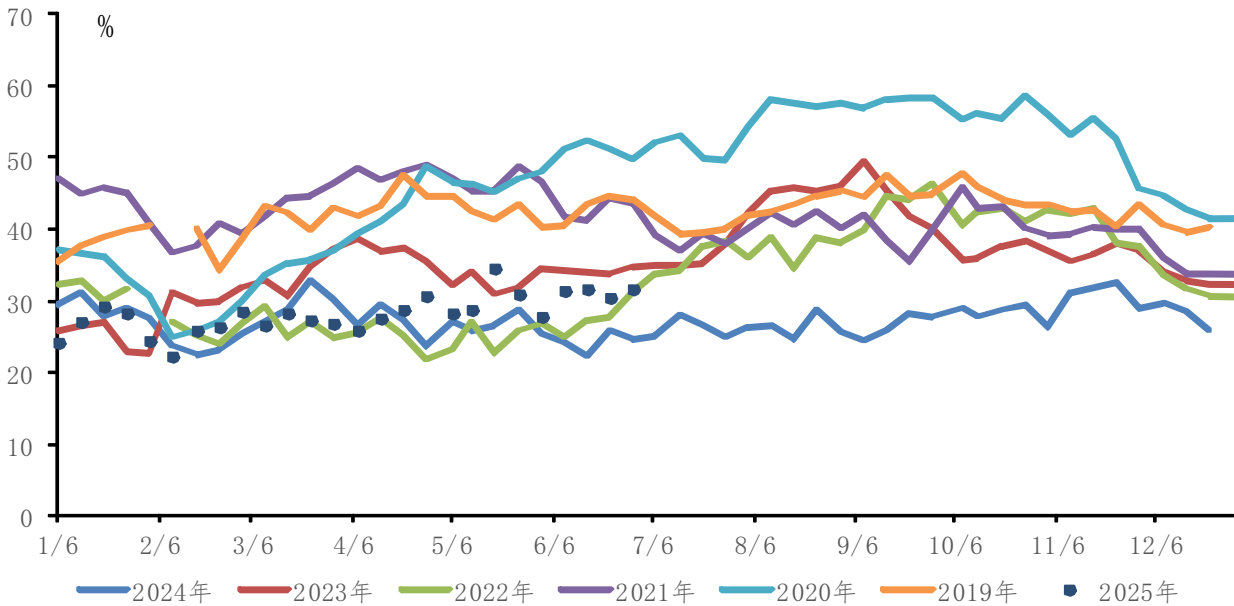
重交沥青出货量



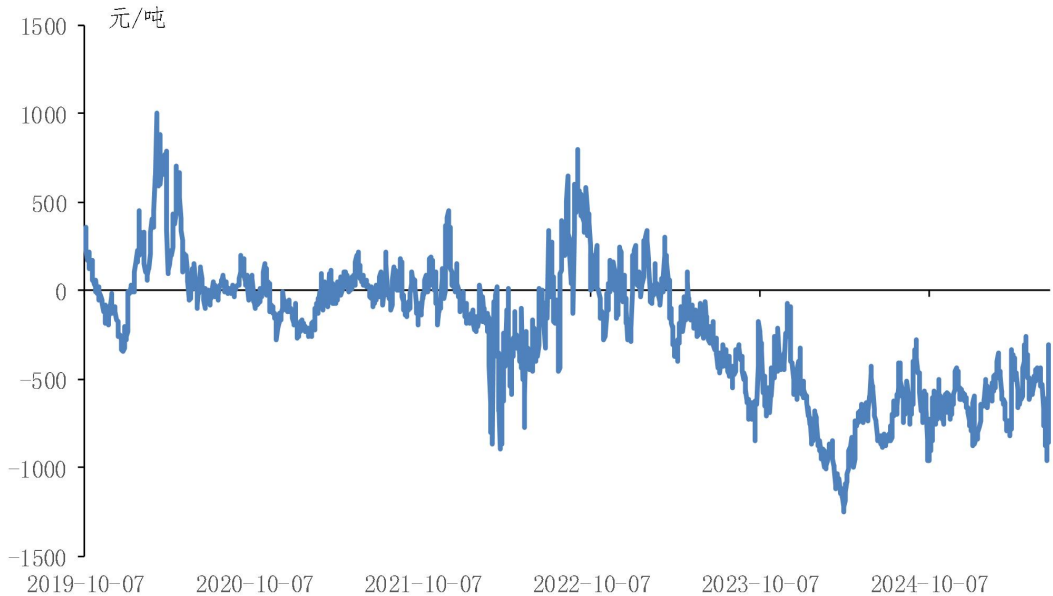
- 2025年1-4月沥青表观消费量累计达962.79万吨，同比减少2.59%。2025年4月沥青表观消费量环比增加4.20%至253.2万吨，同比减少3.86%。
- 截至6月27日当周，西北地区现货价格涨幅较小，出货量增加较多，全国出货量环比增加0.42%至28.95万吨，处于中性水平。

沥青开工率与利润

沥青周度开工率



沥青：生产毛利：山东（日）

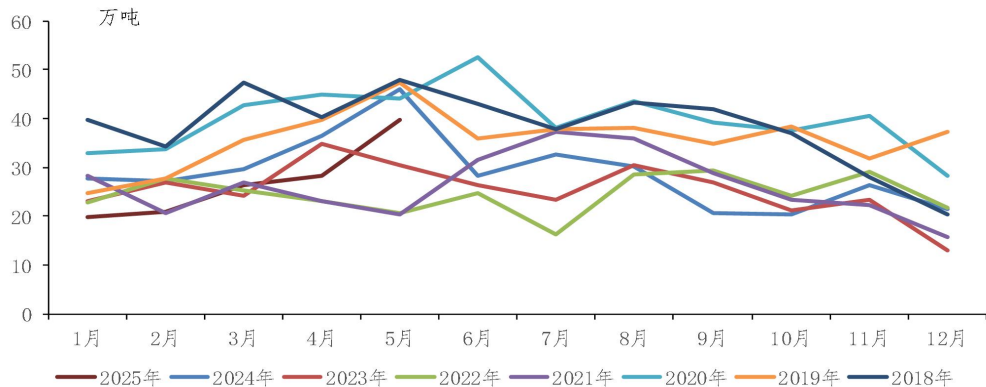


- 截至6月27日，中海滨州、温州中油等装置复产沥青，沥青开工率环比回升1.1个百分点至31.5%，较去年同期高了6.9个百分点，沥青开工率转而回升，处于近年同期中性偏低水平。利润亏损幅度缩小，炼厂生产沥青意愿略有提高。
- 2025年上半年，沥青现货利润亏损仍较大，在3月底最多亏损超过800元/吨，虽然之后有所反弹，但仍有400元/吨的亏损。同时焦化料利润较好，炼厂转产焦化料积极性高。

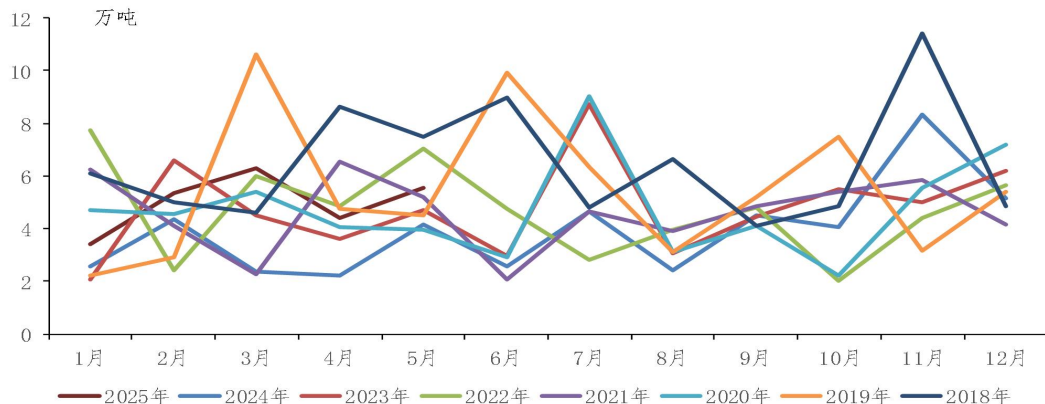
沥青现货价格



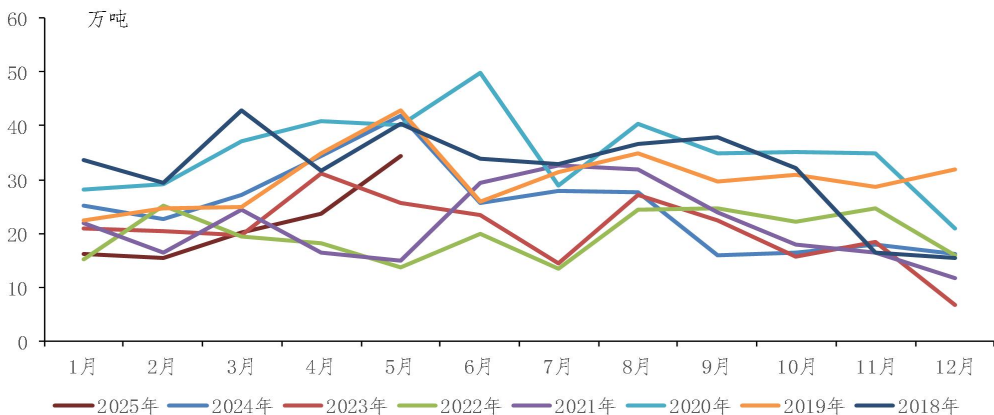
沥青进口量



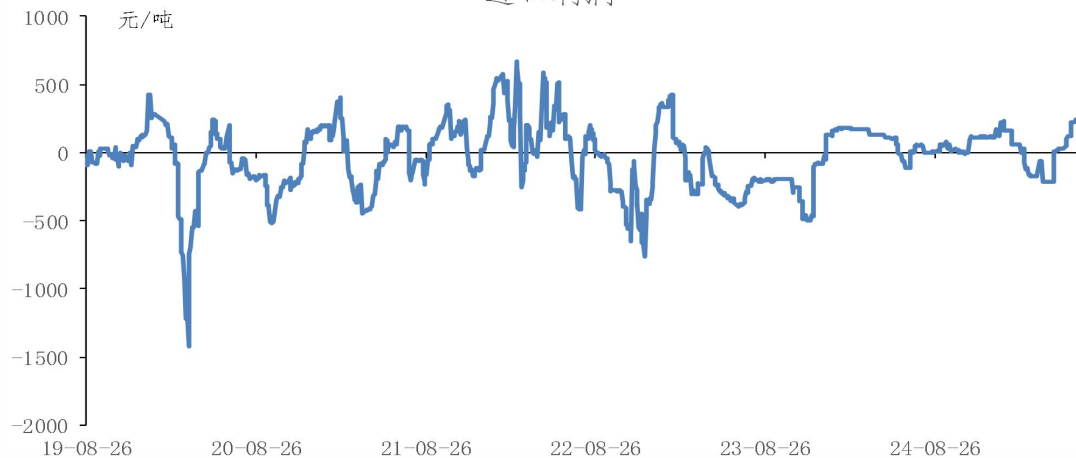
沥青出口量



沥青净进口量



进口利润

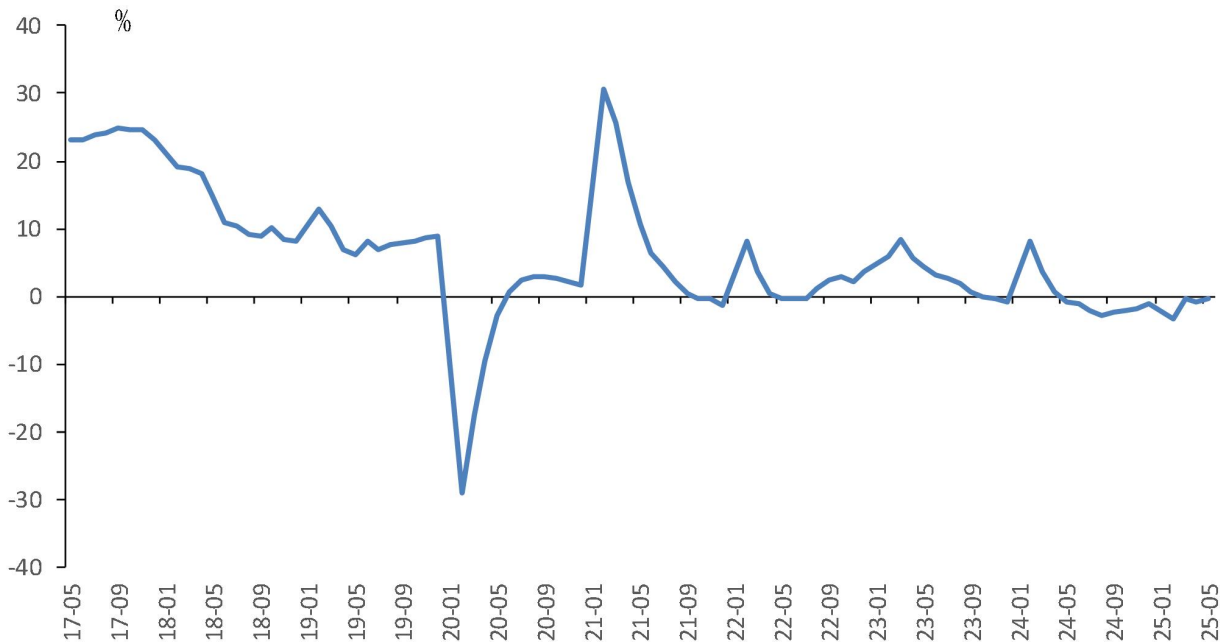


- 沥青进口利润在5月持续上涨，5月中旬后有负转正，进口量2月以来持续增加，增至历年同期中性偏高位，中国进口来源地主要是韩国、新加坡、伊拉克、阿联酋；沥青出口也有所回升，但绝对值低。沥青净进口5月环比增加，处于历年同期偏高高位。以目前的进口利润及社会库存来看，沥青下半年的进口量或将略有回升。

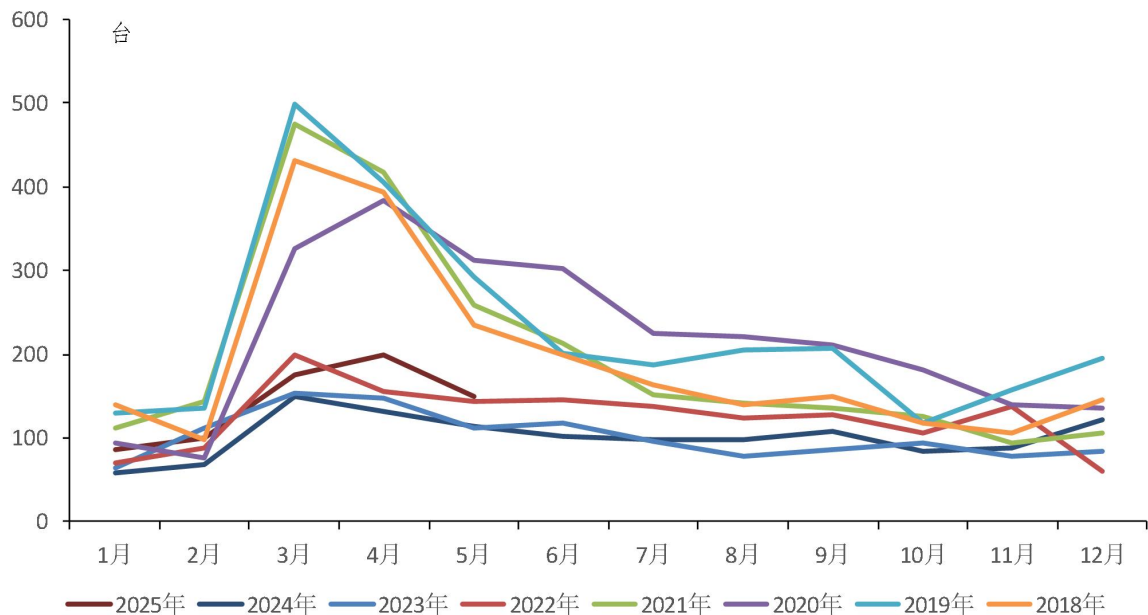
沥青下游

宏观部

道路运输业投资累计同比



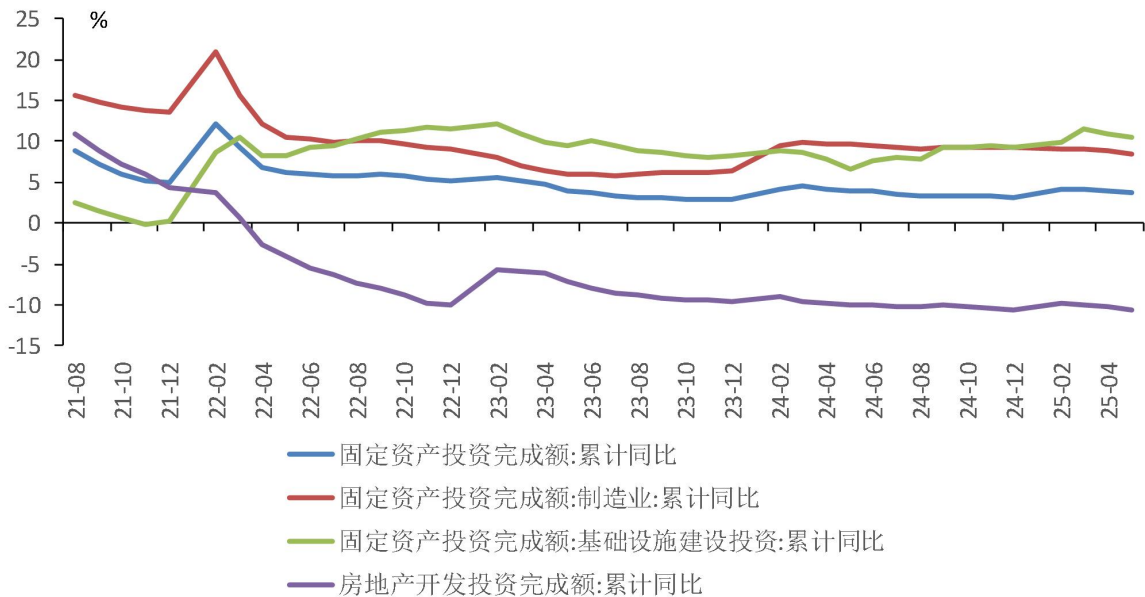
摊铺机销量



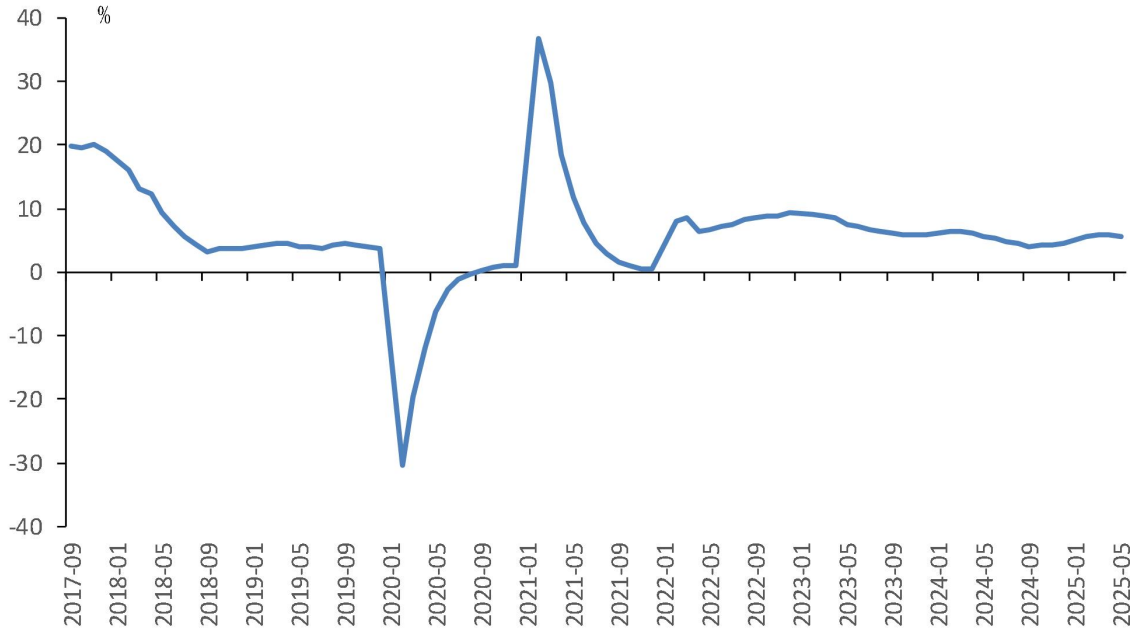
- 2025年1-5月道路运输业固定资产投资实际完成额累计同比增长-0.4%，较2025年1-4月的-0.9%略有回升，只是仍是负值。
- 摊铺机销量仍处于低位，但较过去三年有所回升。

沥青下游

固定资产投资增速



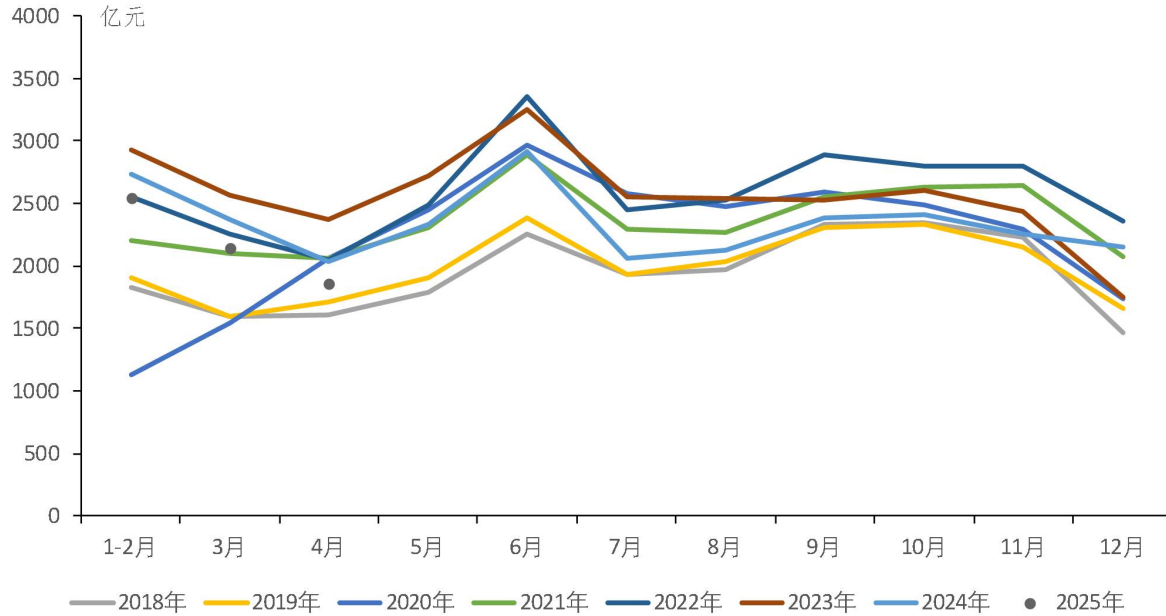
基础设施建设工作(不含电力):累计同比



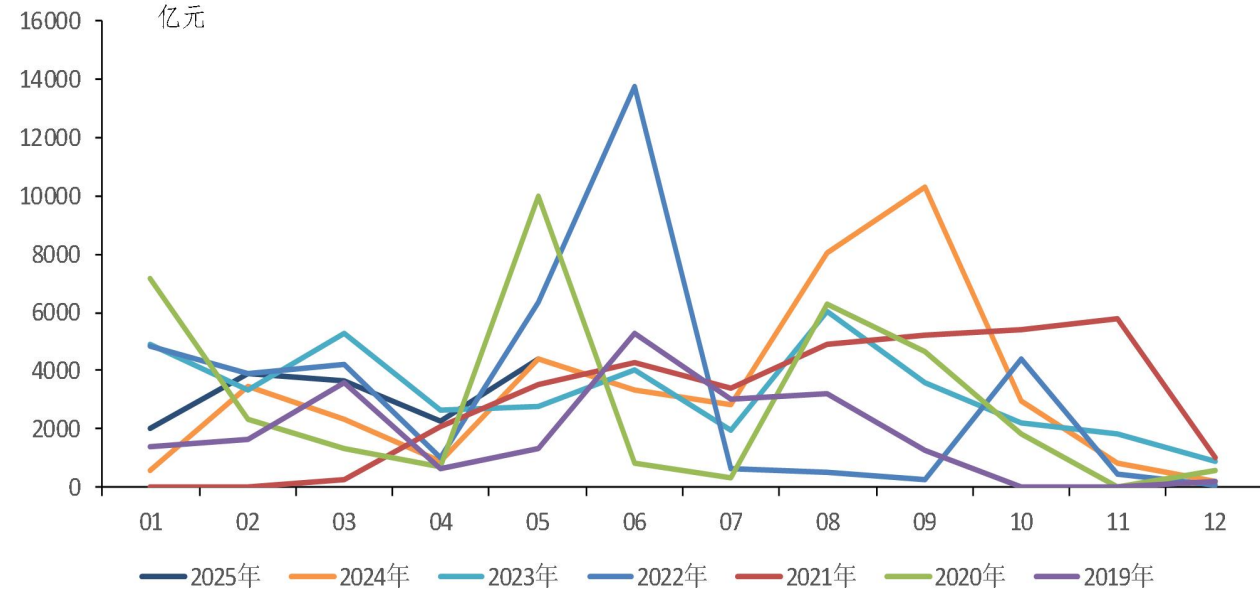
- 2025年1-5月固定资产基础设施投资累计同比增长10.42%，2025年1-4月是累计同比增长10.85%，固定资产基础设施投资累计同比增速3月以来持续回落，相对处于高位。
- 不含电力的基础设施投资增速也从2025年1-4月的5.80%降至2025年1-5月的5.60%，不含电力的基建投资增速同样在3月以来缓慢回落。

沥青下游

全国公路建设投资



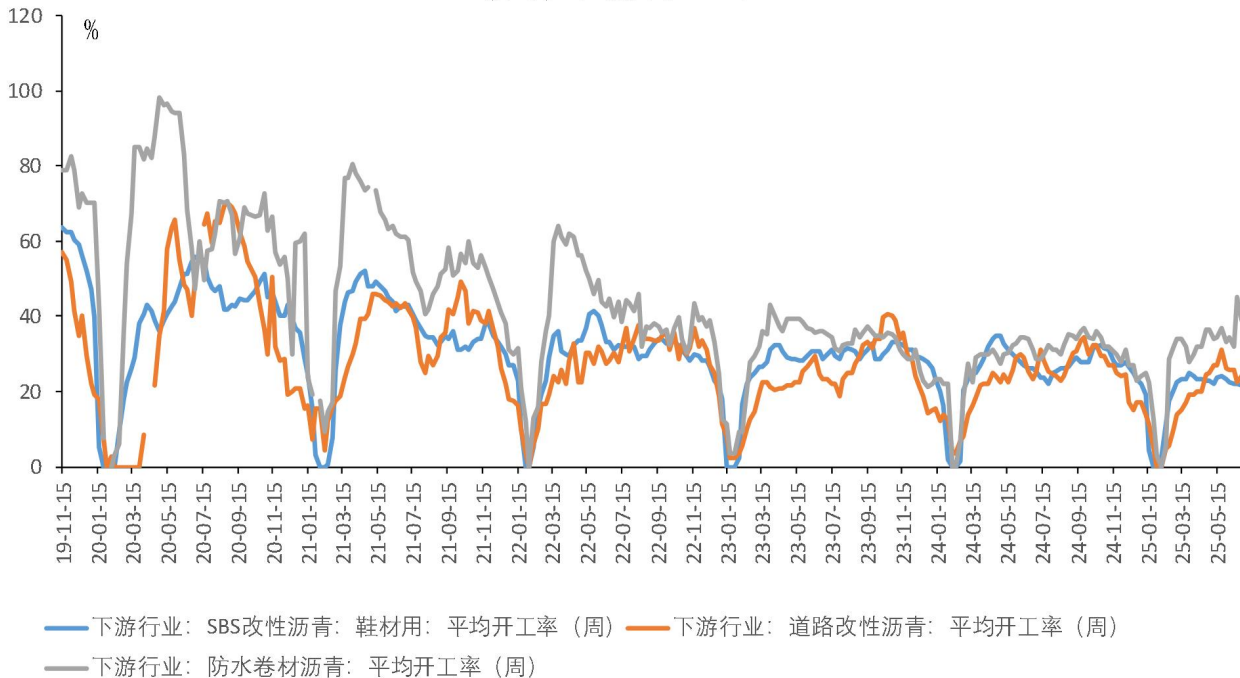
地方政府新增专项债



- 1至4月全国公路建设完成投资同比增长-8.6%，累计同比增速较2025年1-3月小幅回落，仍是负值。4月同比增速为-9.05%。
- 政府工作报告提出，实施更加积极的财政政策。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。2025年1-5月，累计新增专项债发行量1.6万亿元，同比增加9111亿元，占全年新增专项债限额的37.1%。其中5月新增专项债发行量4432亿元，环比增加2130亿元，同比增加48亿元，投向交通基础设施领域的为18%左右。政府工作报告提出，实施更加积极的财政政策。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。

沥青下游

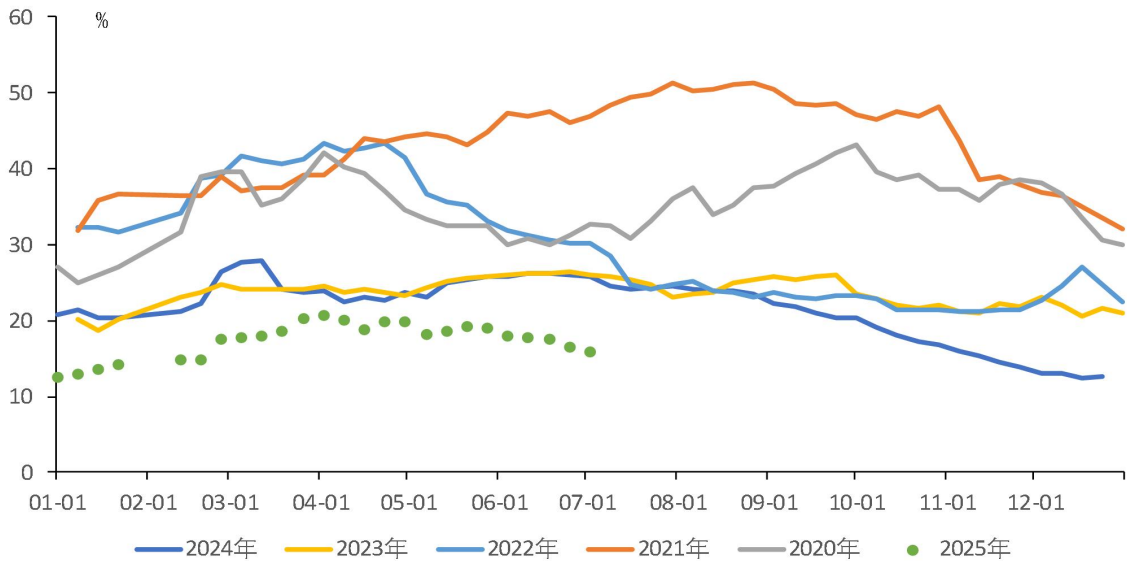
沥青下游开工率



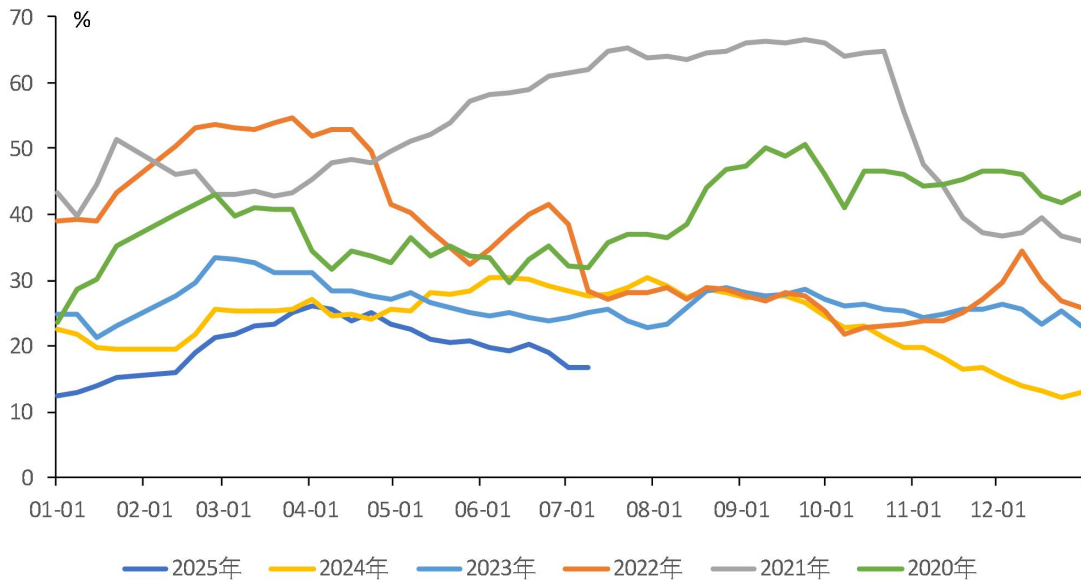
- 虽然5月沥青下游尤其是道路沥青的开工率持续走高，但受到降雨及资金影响，6月开工率下跌。截至6月27日当周，沥青下游各行业开工率涨跌互现，其中最主要的道路沥青开工环比上升1.4个百分点至24.0%，仍处于近年同期最低水平附近，受到资金和南方降雨制约。目前鞋材行业开工率也处于历年同期偏低水平，仅有防水卷材略超过去年同期水平。

沥青库存率

沥青库存存货比



山东地区沥青库存率



- 库存方面，2025年上半年，沥青炼厂库存存货比始终偏低。截至6月27日当周，沥青炼厂库存存货比较6月20日当周环比下降0.5个百分点至16.0%，沥青炼厂库存存货比仍处于近年来同期的最低位。

观点总结

- 2025年下半年，地缘风险下降后，预计原油价格在供需宽松下震荡下行，对沥青成本端施压。
- 美国政府对委内瑞拉石油制裁，委内瑞拉原油产量或小幅下降。沥青在成本压力下，开工意愿不高，山东地炼产能将继续出清，预计沥青开工率处于低位。以目前的进口利润及社会库存来看，沥青下半年的进口量将略有回升。政府工作报告提出，实施更加积极的财政政策，只是地方政府财政收入仍受制约，公路建设投资增速持续下滑，基建不宜过度乐观，关注形成的沥青基建实物量。进入3季度后，南方集中降雨逐步减少，沥青需求将有所改善，进入4季度后期，气温下降，全国项目从北到南陆续停工，沥青需求将季节性转弱。4季度还需关注冬储的开启。2025年上半年沥青库存始终较低，沥青下方支撑较强。因此预计沥青2025年下半年多数时间跟随原油价格波动，整体先涨后跌。由于需求的季节性，建议三季度在原油价格相对高位时，做多沥青裂解价差，即多沥青空原油。或者进行正套，做多沥青09-12价差。4季度选择反套及做空基差。沥青01-06价差在4季度仍呈现季节性下降，2025年4季度继续做空01-06价差。
- 最大风险：原油大幅波动，基建进度超预期，美国对委内瑞拉制裁政策改变

分析师介绍:

苏妙达，苏州大学化学专业硕士，本科学习高分子材料与工程专业，2016年进入期货行业从事聚烯烃等化工品的研究，具有多年的化工学习和研究经历。目前负责化工产业链的研究，注重基本面研究，对化工产业链的上下游有深入的了解。多次在期货日报、中国期货等行业媒体上发表文章，分享观点。

期货从业资格证书编号：F03104403

期货交易咨询资格编号：Z0018167

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

E-mail: sumiaoda@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢