



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年四季报

成本主导，供需双弱



研究咨询部 苏妙达



时间：2025年9月29日

投资有风险，入市需谨慎，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

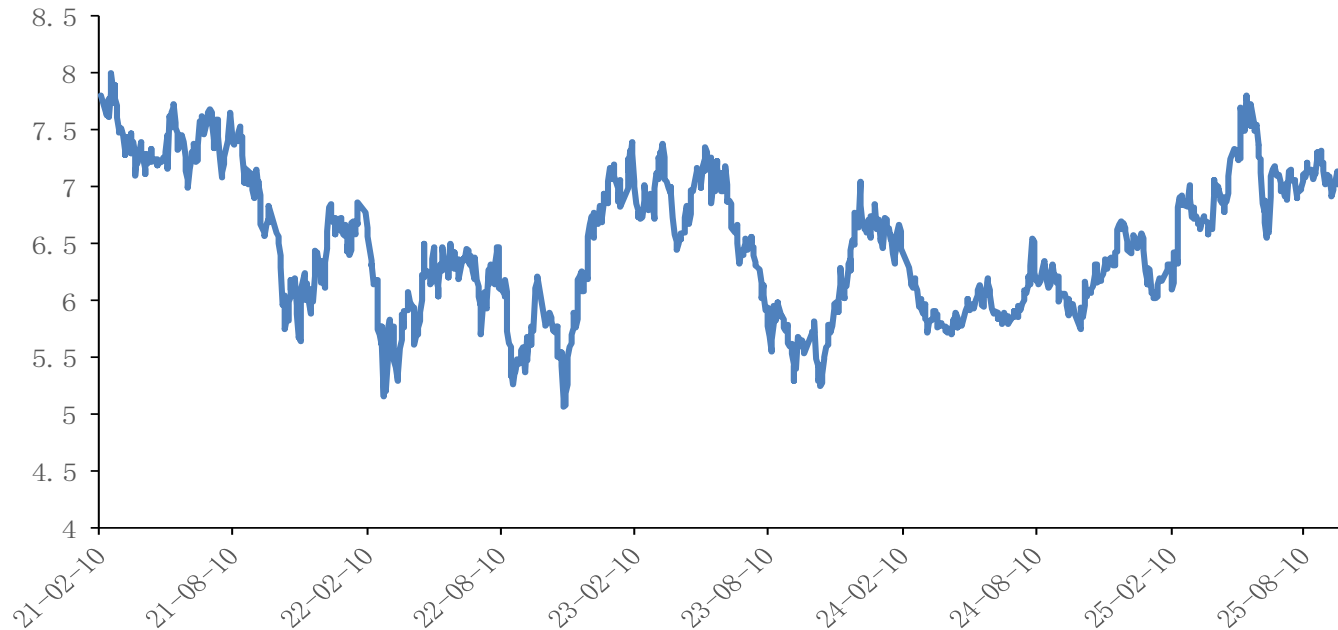
- 供应端，沥青亏损较大，加之原料短缺、终端需求改善不明显，预计四季度沥青开工率仍将处于低位。稀释沥青贴水扩大，关注出口美国受限的委内瑞拉重油有多少增量能流向中国。沥青2025年四季度预计进口增量十分有限。需求端，沥青需求主要集中在道路基建和房地产，尤其是道路基建占比高达70%。2025年是“十四五”规划的收官之年，大量道路建设项目进入集中交付期，将推动沥青需求，此前项目推进受到资金和天气的制约。按照往年来看，预计9-10月专项债环比将有明显的增加，加上四季度初天气转好，10月份，北方仍有项目赶工需求，预计沥青需求环比改善，四季度沥青需求重点逐步由北方区域转向南方区域。只是地方政府财政收入仍受制约，基建不宜过度乐观，房地产仍未有改善，预计沥青需求在四季度难有明显改善，与往年同期仍有差距。关注资金面的改善情况及形成沥青实物量的节奏。沥青库存偏低对于沥青期价具有较强支撑。另外，关注沥青炼厂淘汰整合情况。
- 沥青供需双弱，预计沥青在四季度仍将跟随原油波动，整体重心下移。沥青基差偏高，建议北方现货商可以做空基差。另外沥青01-06价差仍将季节性走弱，建议做空01-06价差。
- 最大风险：美国放松对伊朗、委内瑞拉及俄罗斯的制裁，原油大幅波动，基建实际支出超预期。

沥青价格走势



沥青/原油

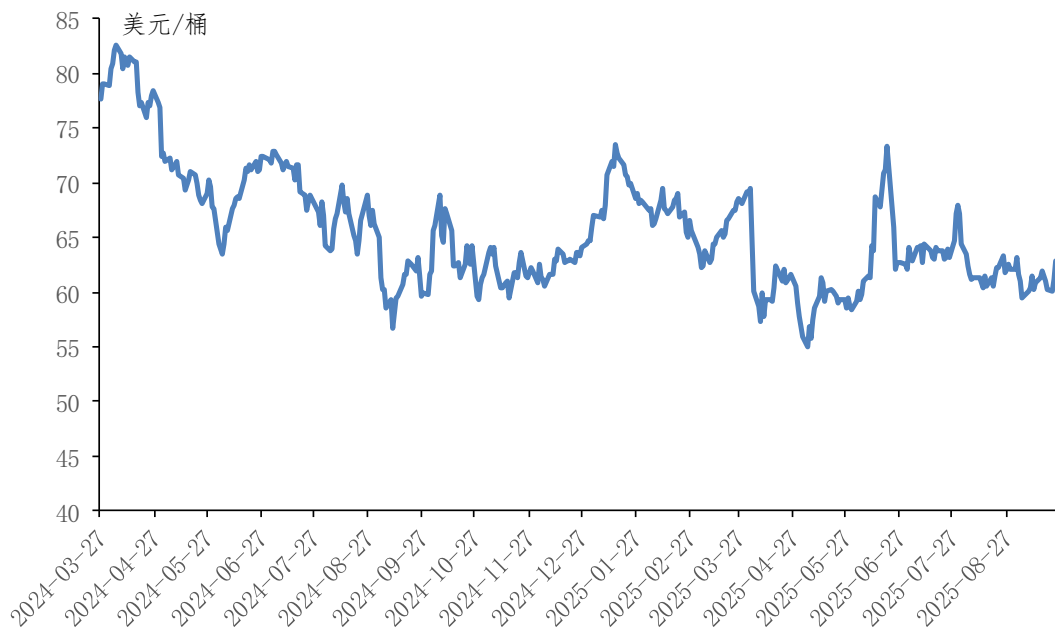
沥青/原油



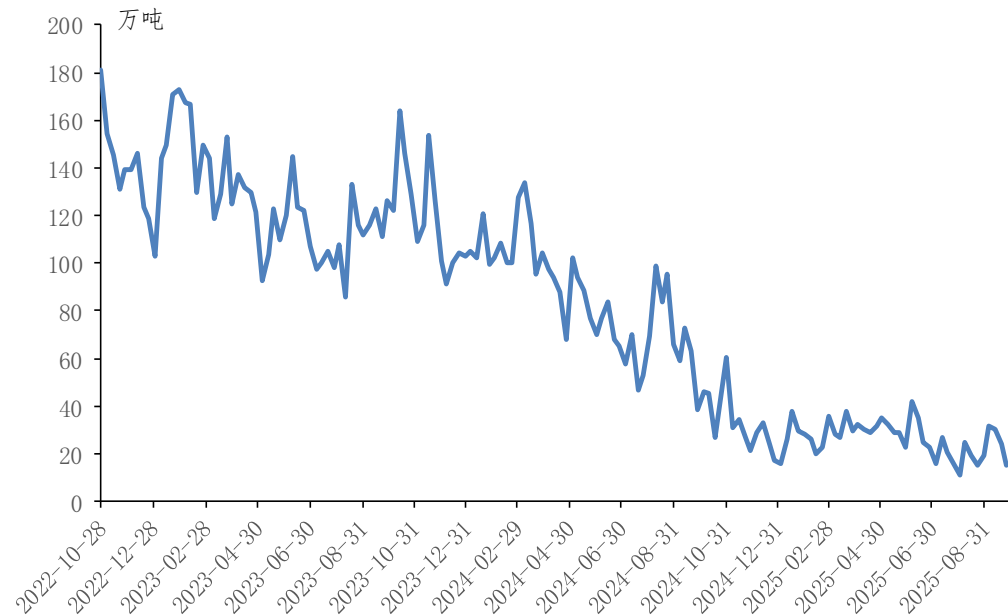
- 2025年前三季度，沥青/原油比值有所上涨。2025年年初美国加强对运输伊朗、俄罗斯原油的油轮的制裁，加上寒冷天气影响，原油价格涨幅较大，沥青/原油比值从2024年年底的6.59下跌至1月20日的6.00，随着消费税政策执行及原料供给紧张，沥青/原油的比值在5月下旬反弹至7.80，随着6月13日，伊朗与以色列相互袭击，原油价格强势上涨，沥青/原油比值下跌至6.58，在6月24日，伊朗与以色列实现停火，沥青/原油比值在7月初上涨至7.13。此后，沥青/原油比值在7.10附近徘徊。
- 由于俄罗斯、委内瑞拉地缘局势扰动，全球重油相较于轻油偏紧，沥青/原油比值预计四季度居高不下。

稀释沥青

稀释沥青DES中间价：马来西亚



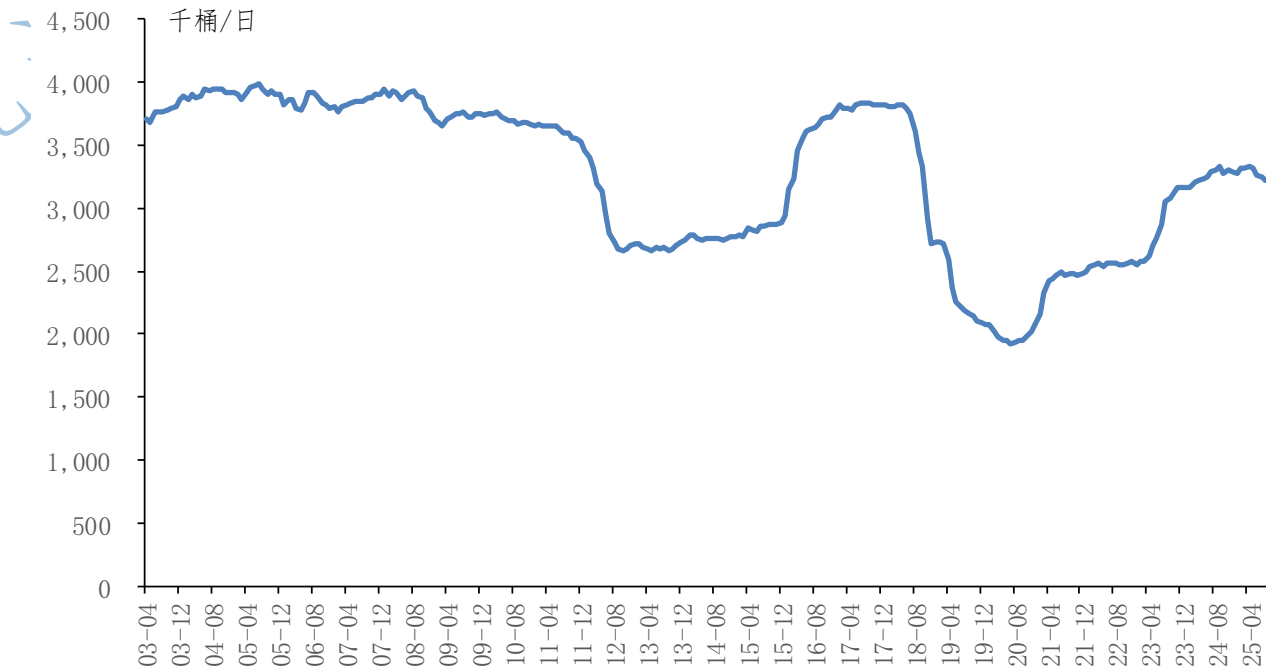
稀释沥青港口库存



- 在稀释沥青消费税抵扣政策落地后，炼厂加工稀释沥青亏损严重，稀释沥青进口量大幅减少，稀释沥青港口库存也处于低位。

伊朗原油

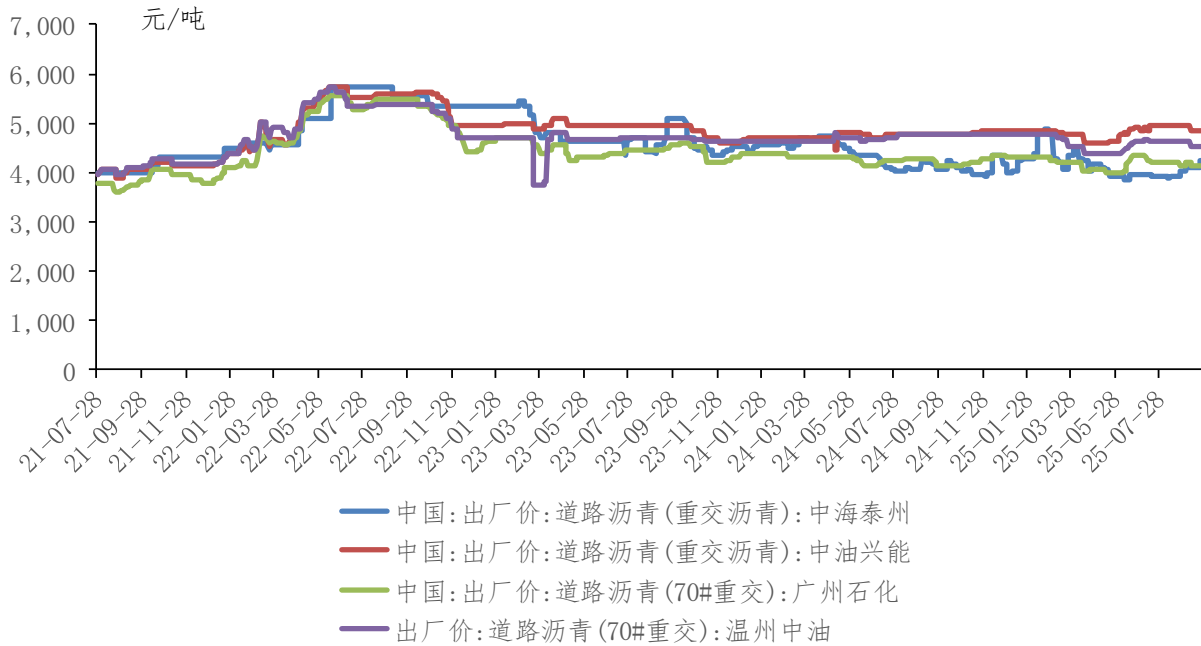
伊朗原油产量



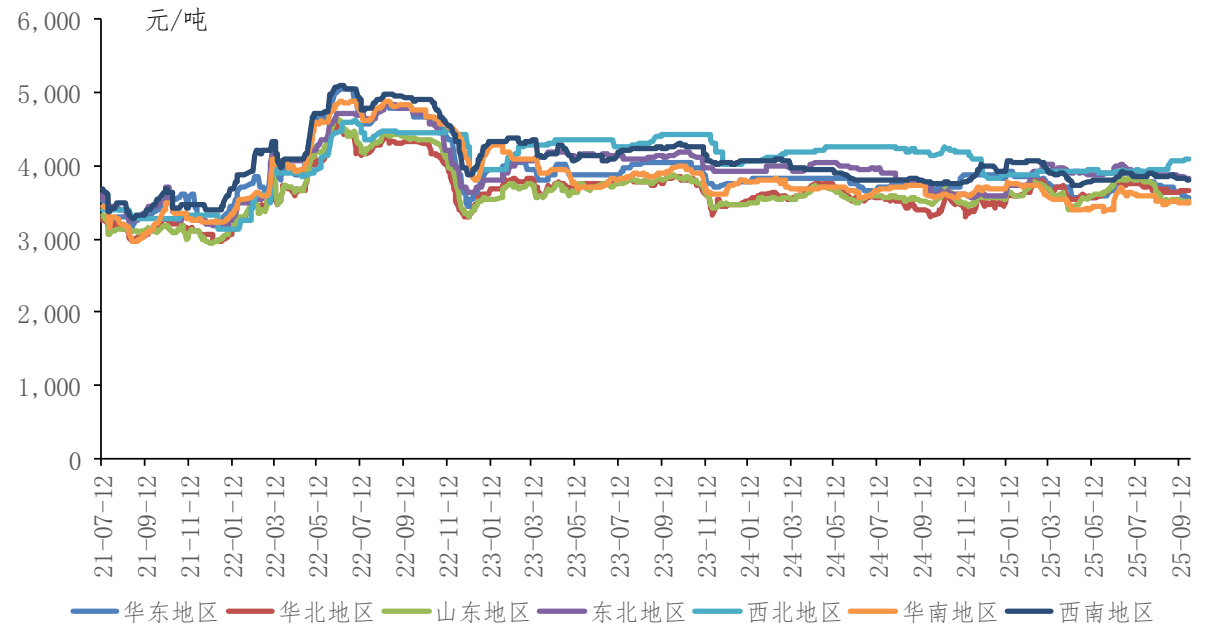
- 特朗普上任之后，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）以涉伊石油业务为由，对中国数家地方炼厂（山东寿光鲁清石化、山东胜星化工、河北鑫海化工等）和港口码头运营商（洋山申港国际石油储运有限公司、山港海业董家口油品有限公司等）进行制裁。
- 2025年1月7日，山东港口集团发布内部通知，禁止任何受美国制裁的油轮停靠其管理的青岛、日照和烟台等北方沿海重要枢纽港口。

沥青现货价格

沥青出厂价



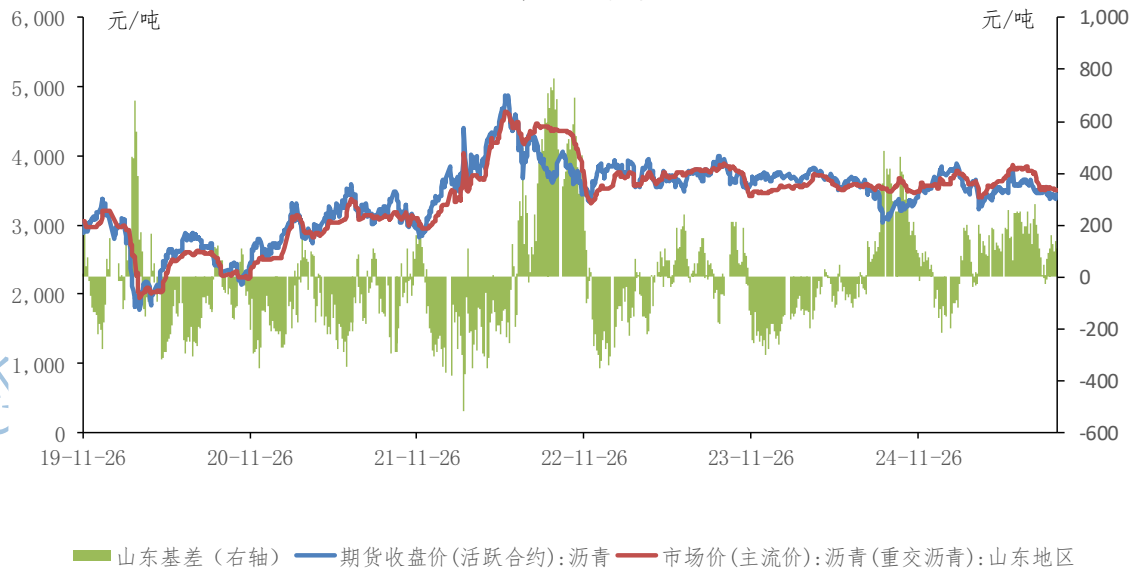
沥青市场价



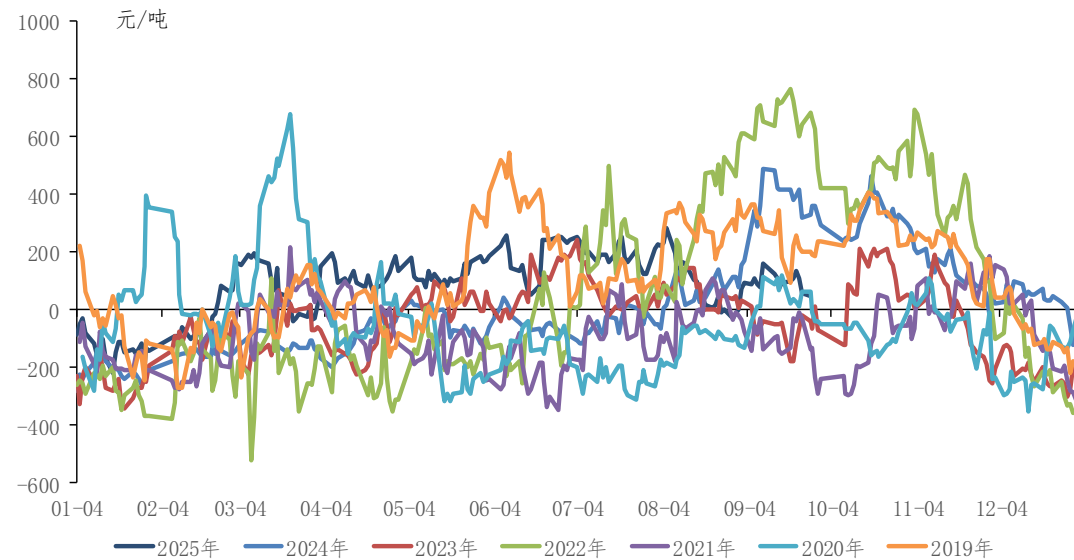
- 华南地区炼厂开工提升，华南地区沥青现货价格优势明显。

沥青基差走势情况

山东地区基差



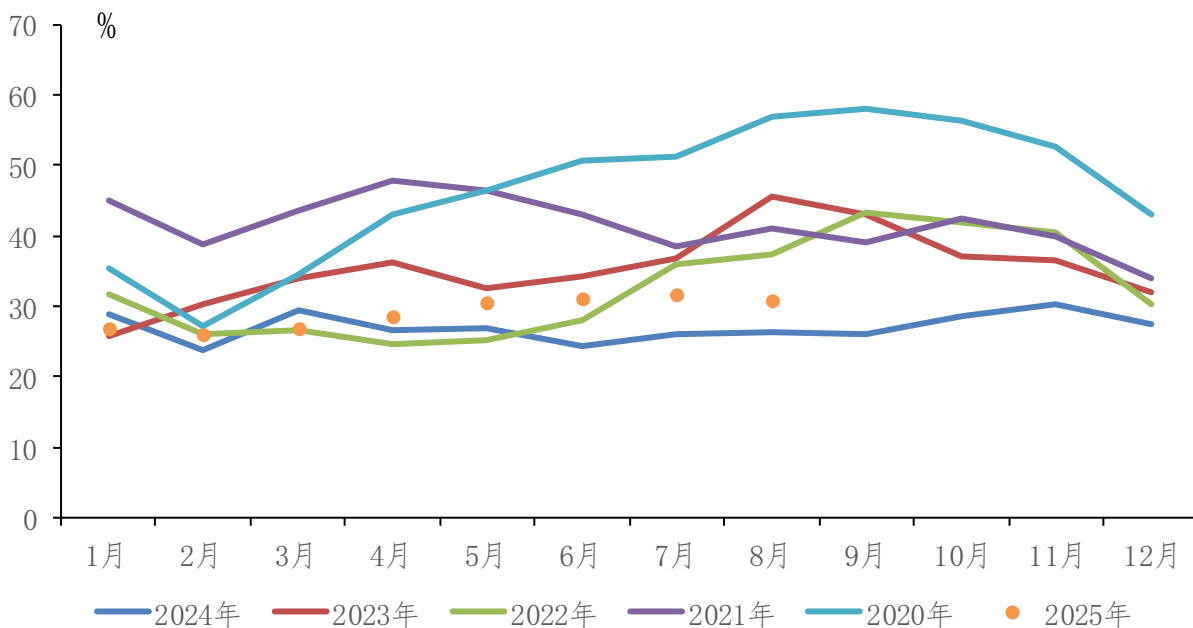
山东地区基差季节性



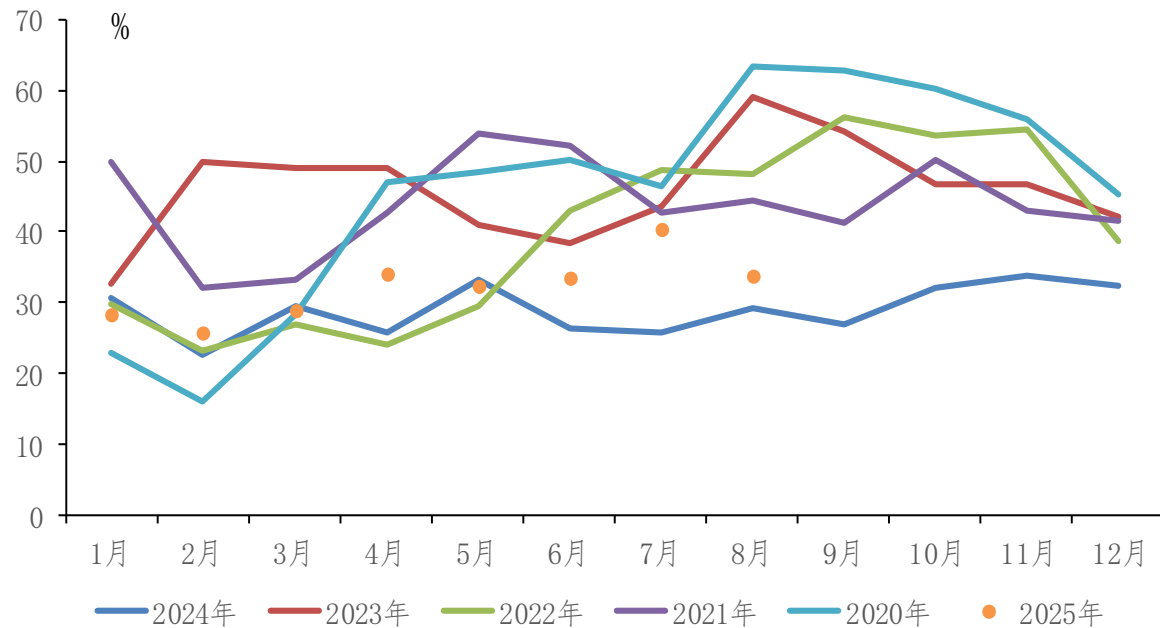
- 进入2025年之后，沥青基差继续下跌，随着供给端的偏紧，库存偏低，基差在3月持续回升至偏高水平，随后多数时间沥青基差保持在100元/吨的高位，近期，沥青期价跟随原油期价反弹，而现货基本稳定，沥青基差下跌至中性略偏高位置。

重交沥青开工率

沥青月度开工率



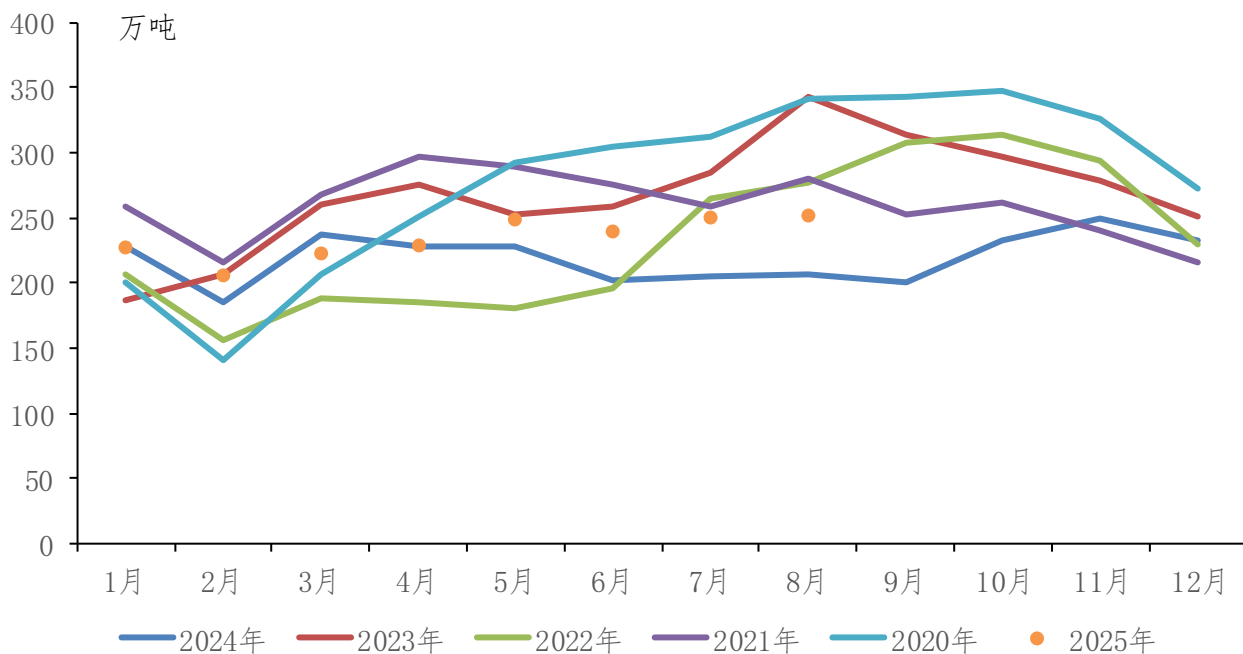
山东地区沥青开工率



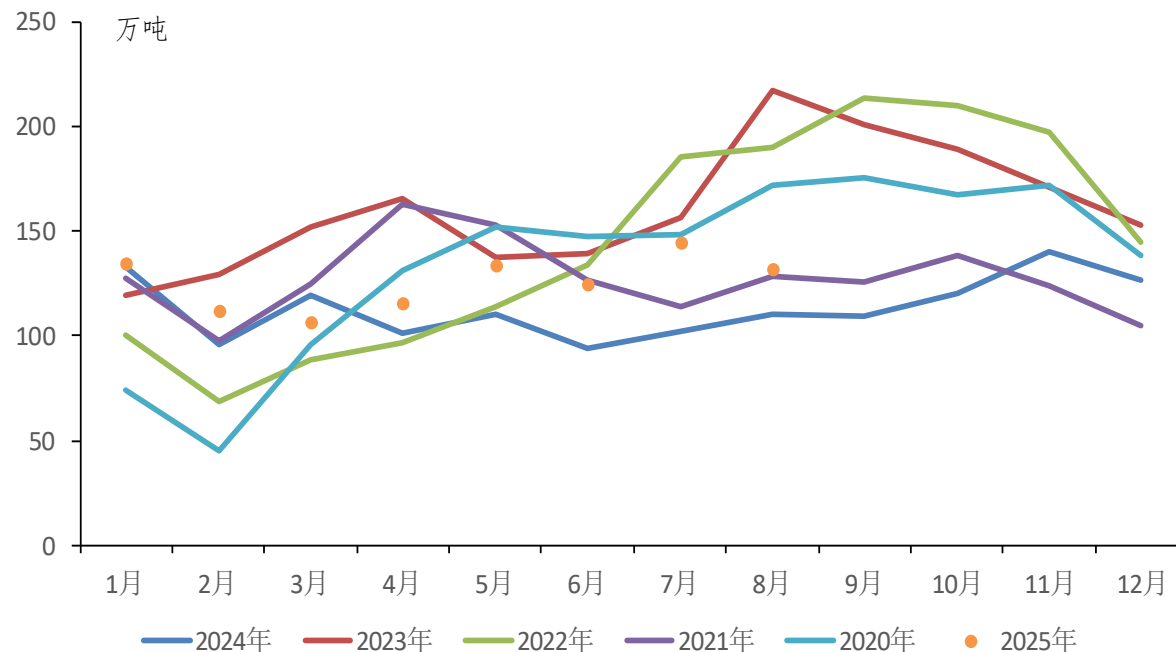
- 沥青2025年8月开工率环比减少1.1个百分点至30.74%，处于历年同期偏低位。山东地区开工率减幅更大，其8月开工率环比减少6.61个百分点至33.74%。沥青在最近两个月的开工率均处于偏低水平，仅高于2024年同期。

沥青产量

沥青月度产量



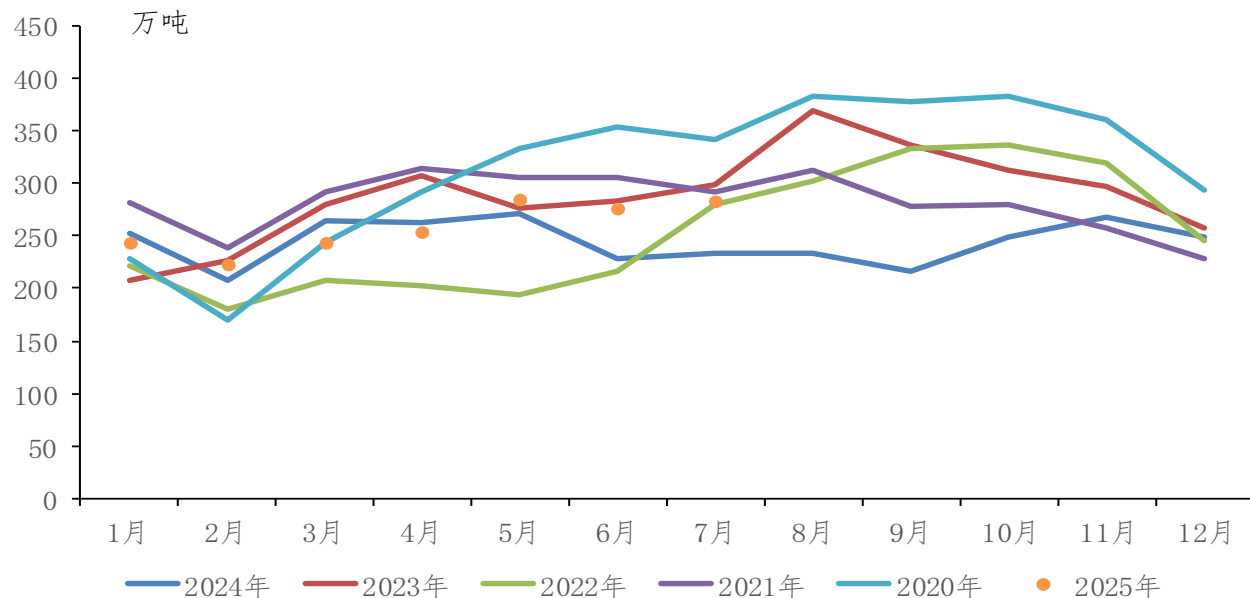
地炼沥青产量



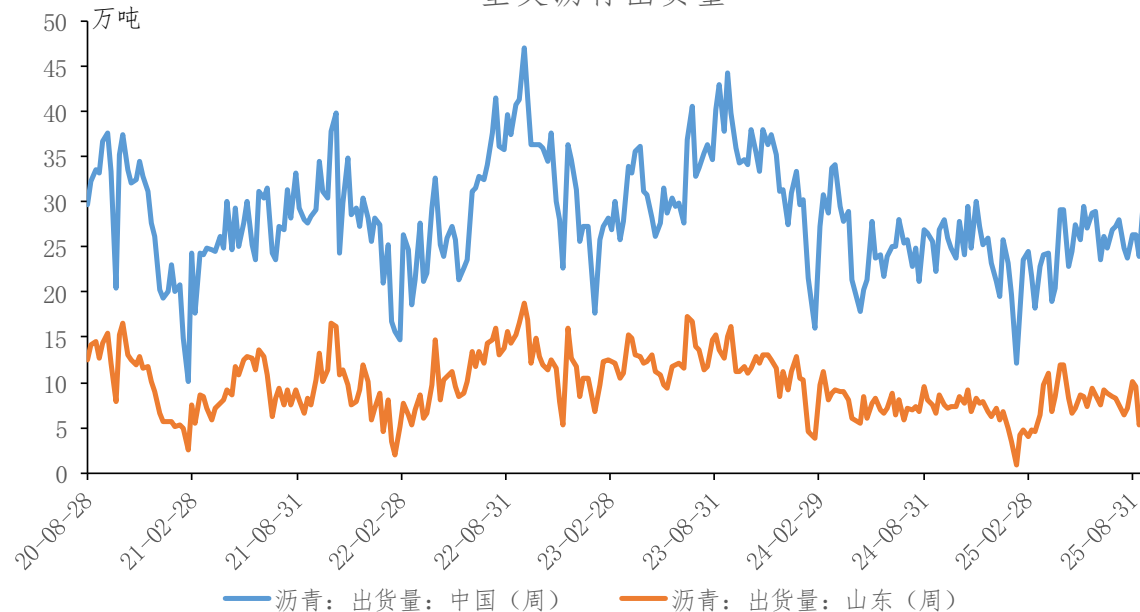
- 2025年8月沥青产量环比增加0.75%至252.67万吨，同比增幅22.63%，处于近年同期中性偏低位；其中地炼产量为132.3万吨。
- 2025年1-8月沥青累计产量同比增加9.28%至1881.56万吨，处于近年同期中性偏低位，其中地炼2025年1-8月份累计产量1006.09万吨，占比全国产量53.47%。

沥青表观消费量与出货量

沥青月度表观消费量



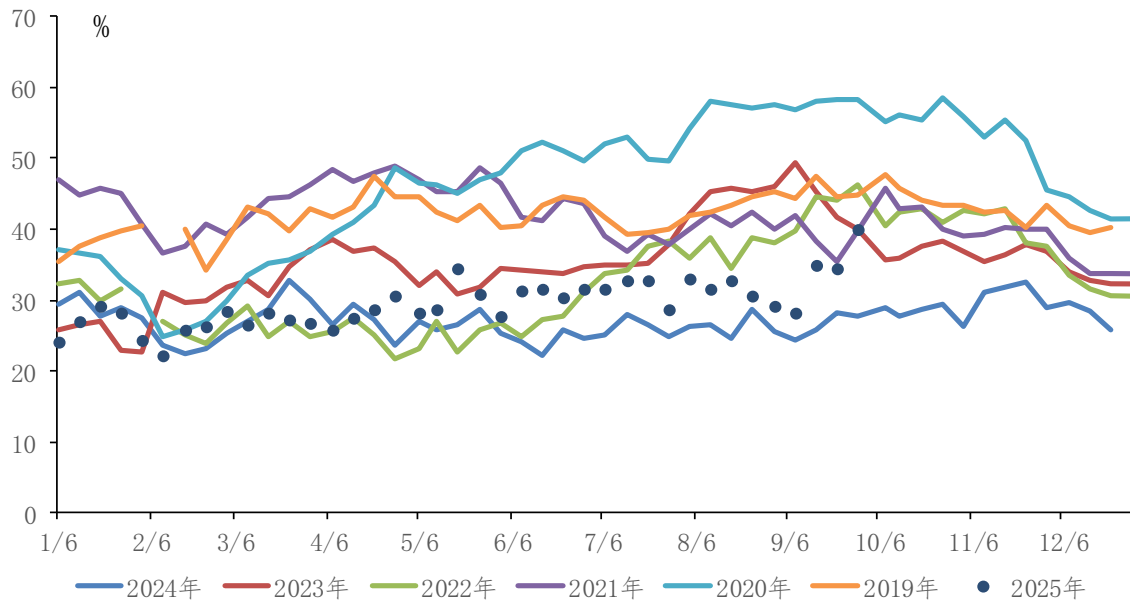
重交沥青出货量



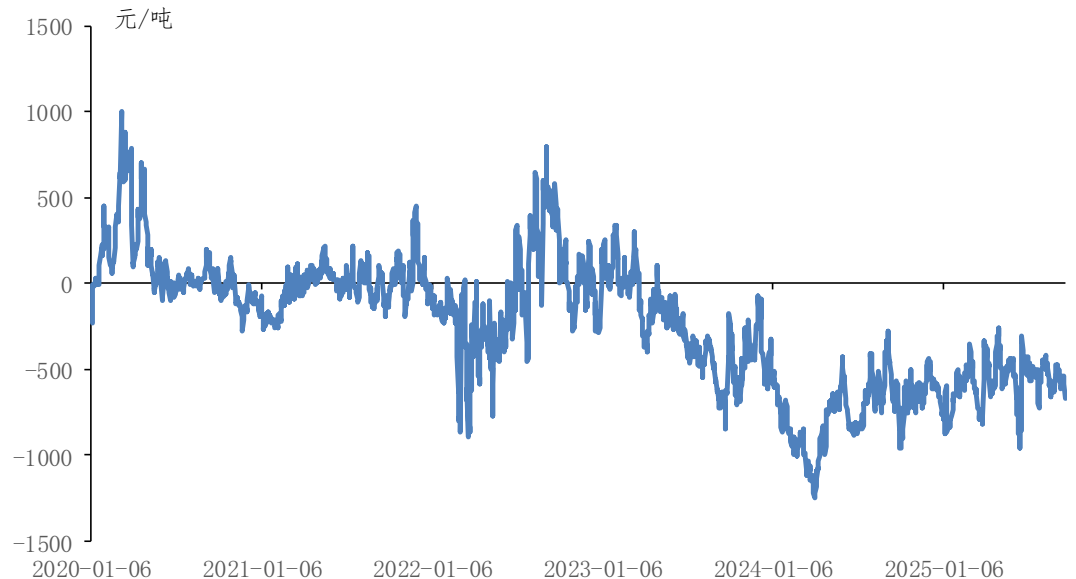
- 2025年7月沥青表观消费量环比增加2.79%至283.3万吨，同比增加21.21%。2025年1-7月沥青累计表观消费量同比增加4.98%至1806.29万吨。
- 受供应低位及需求不佳影响，沥青出货量始终不高，截至9月26日当周，因主流炼厂间歇生产，市场优先成交社库低价货源，华东地区出货量减少较多，全国出货量环比减少0.32%至31.26万吨，处于中性水平。

沥青开工率与利润

沥青周度开工率



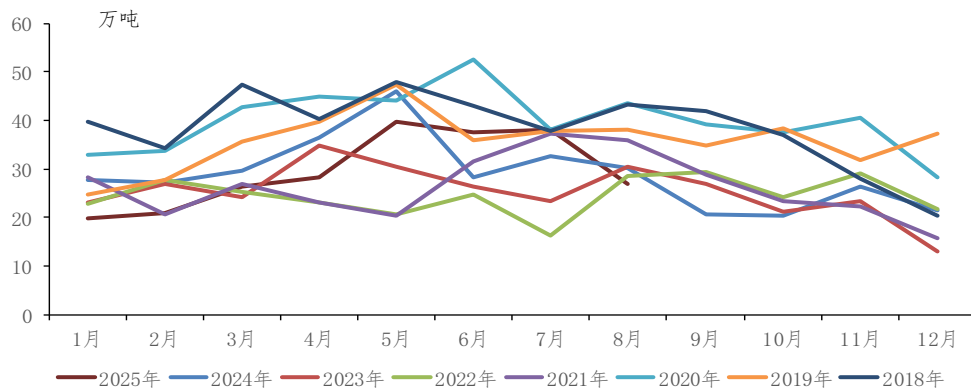
沥青：生产毛利：山东（日）



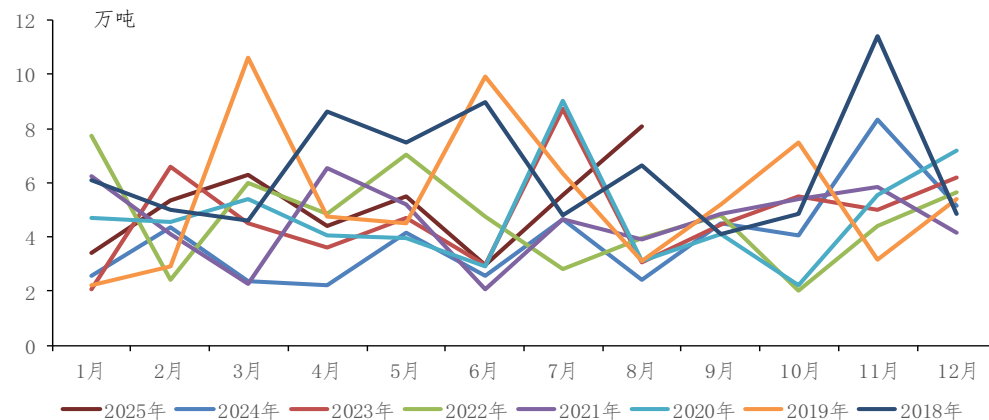
- 截至9月26日，河南丰利、山东胜星及新疆天之泽等炼厂复产沥青，沥青开工率环比回升5.7个百分点至40.1%，较去年同期高了12.4个百分点，沥青开工率回升幅度较大，升至近年同期中性水平。2025年前三季度，沥青开工率多数时间偏低，山东沥青现货利润亏损幅度较大，目前仍有高达超过600元/吨的亏损。同时焦化料利润较好，炼厂转产焦化料积极性高。

沥青现货价格

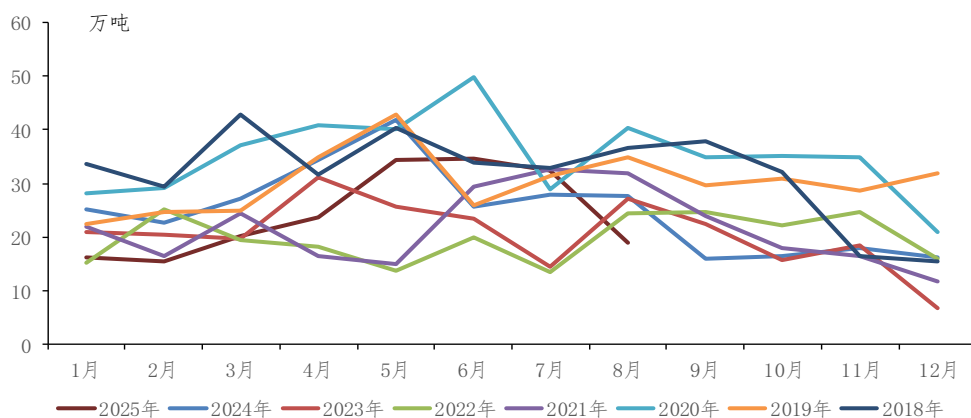
沥青进口量



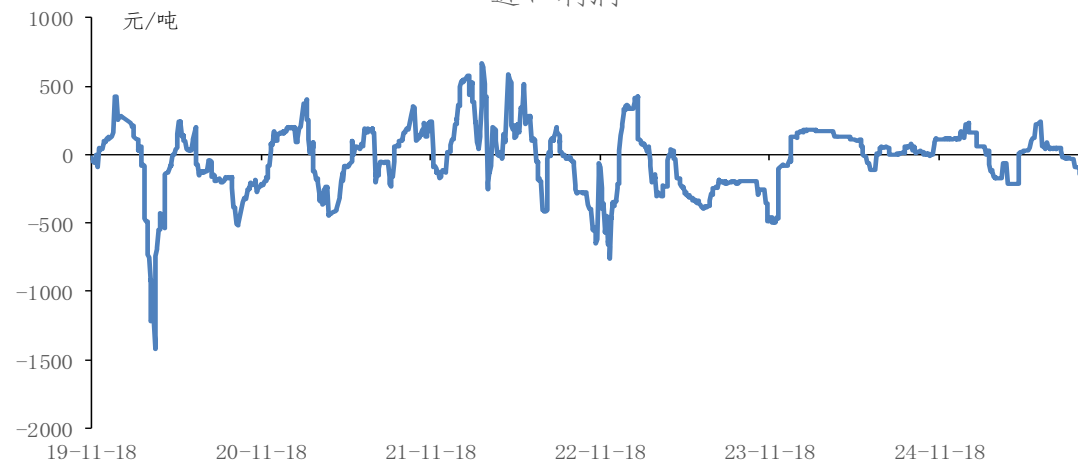
沥青出口量



沥青净进口量



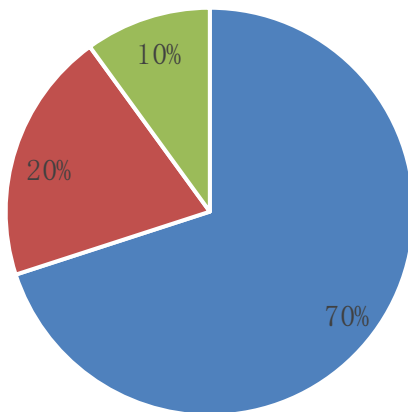
进口利润



• 沥青进口量先增后减，2025年1-8月沥青净进口累计195.91万吨，同比减少15.73%，处于历年同期中性水平。进口利润陷入负值，8月净进口降至近年同期最低。

沥青下游

沥青下游分布占比

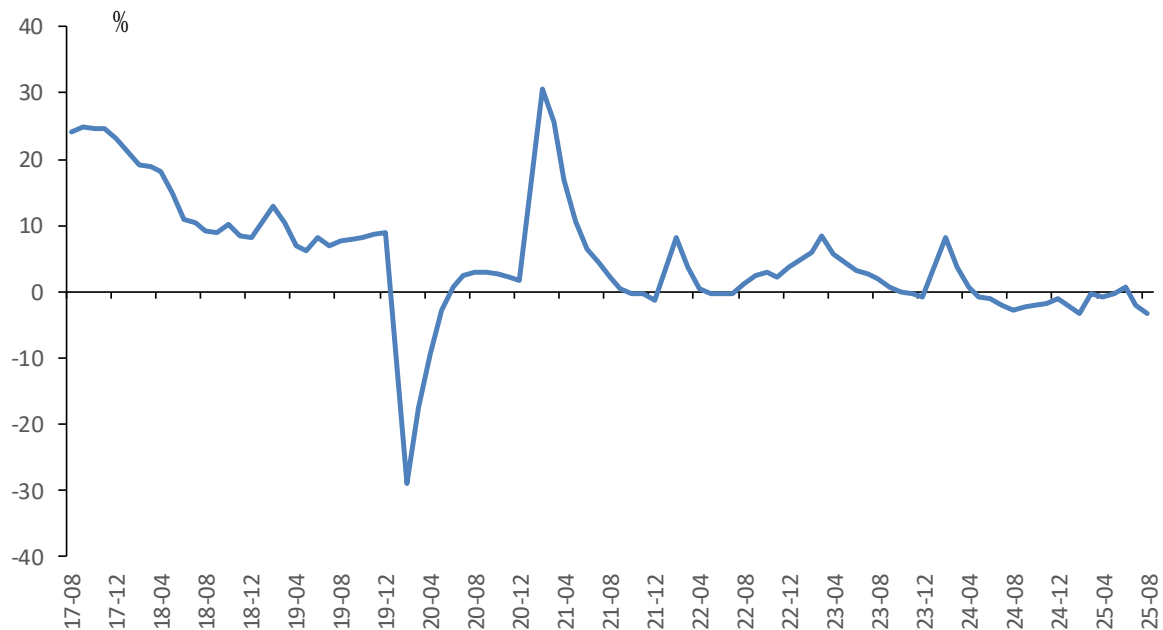


■ 道路建设与养护 ■ 建筑防水 ■ 船燃、焦化等

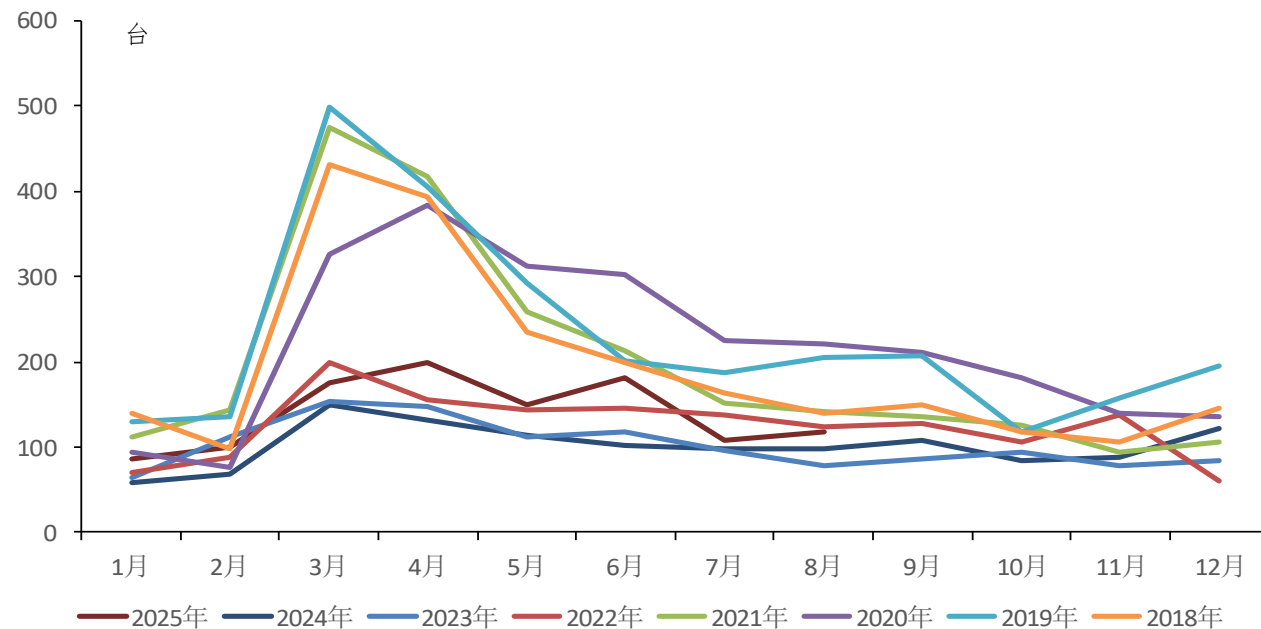
- 沥青下游需求主要在道路建设与养护（约占70%）、建筑防水（约占20%）以及船燃和焦化等需求（约占10%）。其中，道路建设与养护占绝对的主力，因此沥青需求与国家基础设施投资规划密切相关。2025年是“十四五”规划的收官之年，大量道路建设项目进入集中交付期，将推动沥青需求。

沥青下游

道路运输业投资累计同比



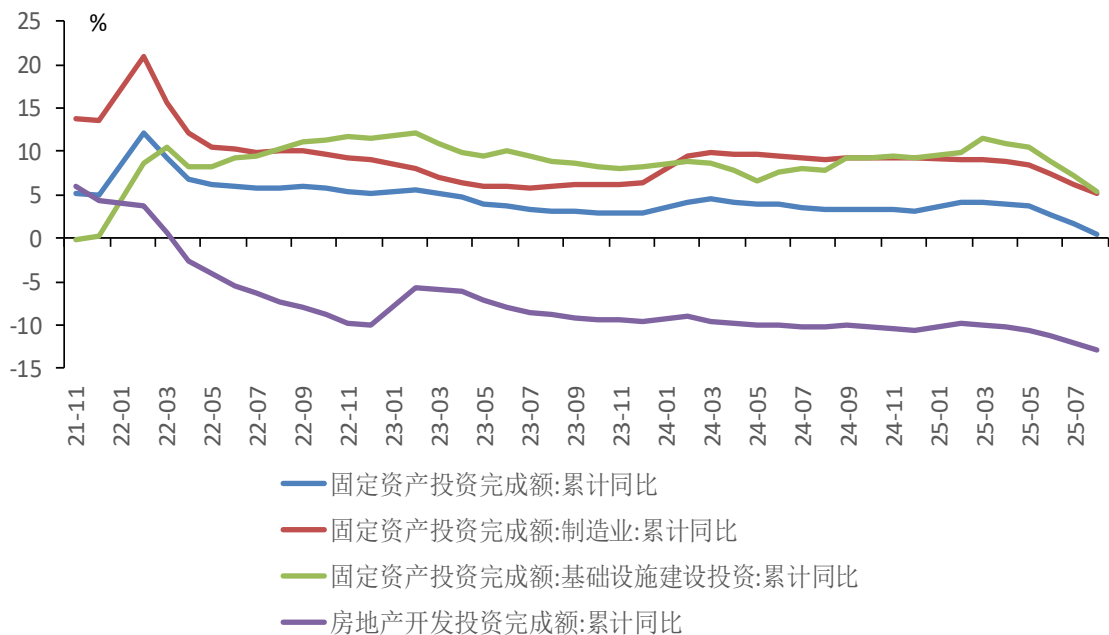
摊铺机销量



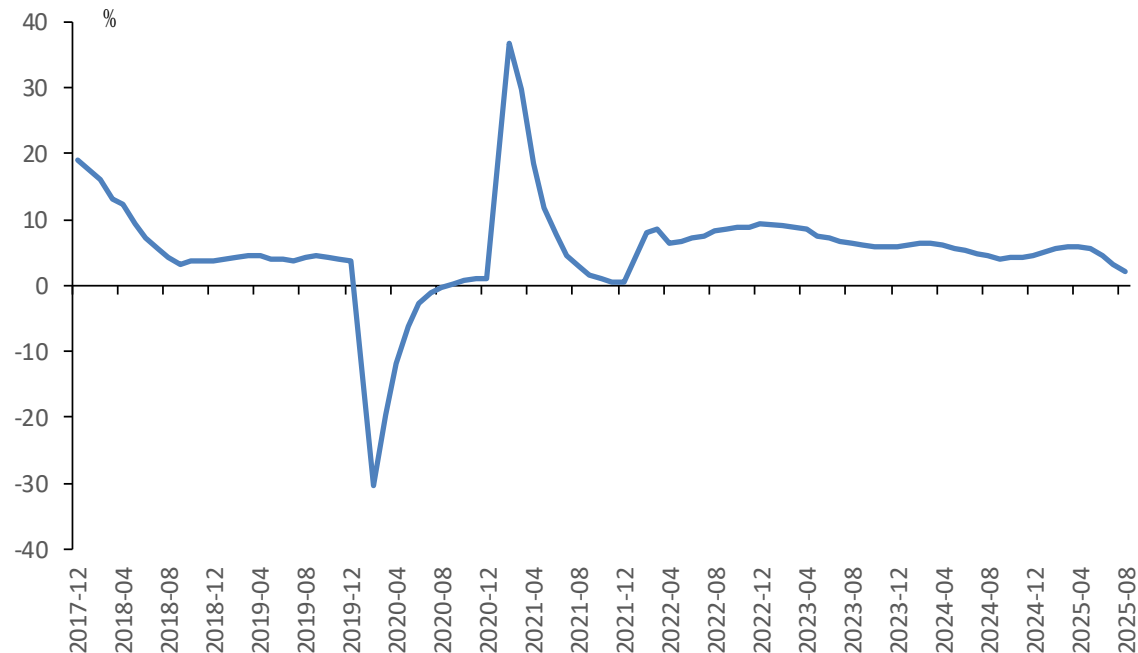
- 2025年1-8月道路运输业固定资产投资实际完成额累计同比增长-3.3%，较2025年1-7月的-2.0%继续回落，仍然陷入累计同比负增长的局面。
- 2025年1-8月摊铺机累计销量1120台，同比增加36.58%，摊铺机销量处于近年同期中性偏低水平，仅高于过去两年同期。

沥青下游

固定资产投资增速



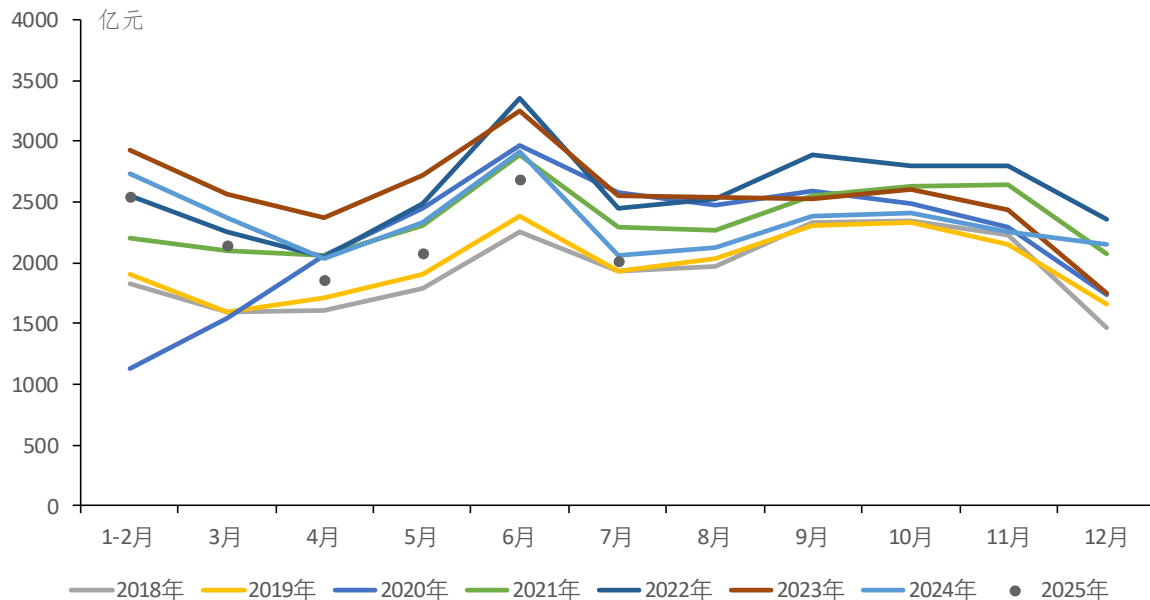
基础设施建设投资(不含电力):累计同比



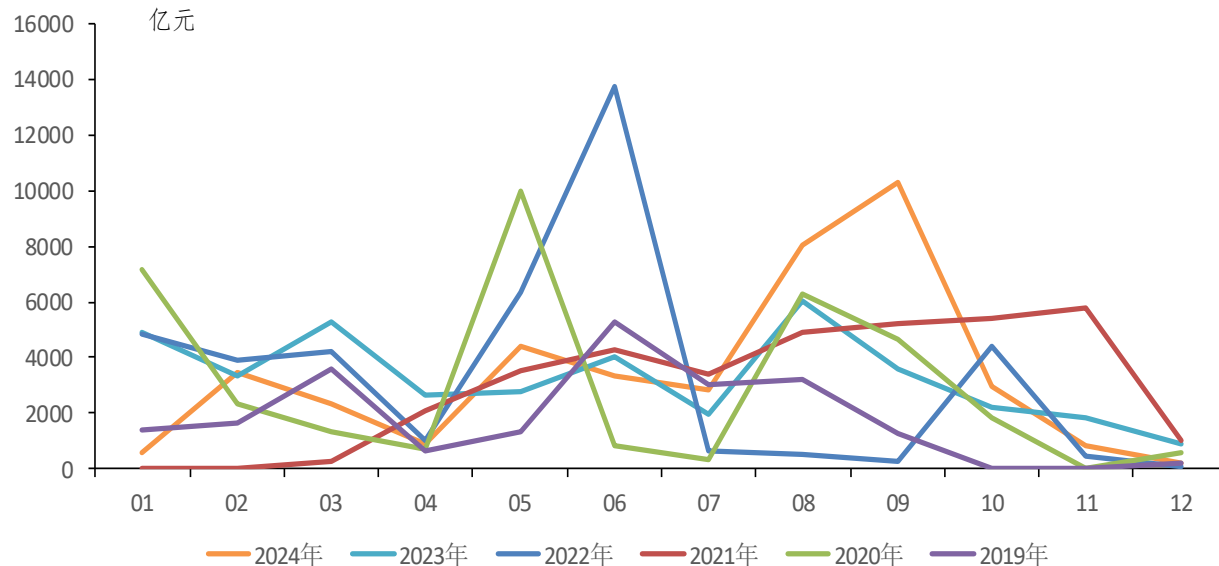
- 2025年1-8月固定资产基础设施投资累计同比增长5.42%，2025年1-7月是累计同比增长5.42%，固定资产基础设施投资累计同比增速虽仍处较高位置，但自3月份以来持续回落。
- 不含电力的基础设施投资增速从2025年1-7月的3.2%进一步跌至2025年1-8月的2.0%，不含电力的基建投资增速低于整体固定资产基础设施增速，也低于去年同期4.4%的增速水平。

沥青下游

全国公路建设投资



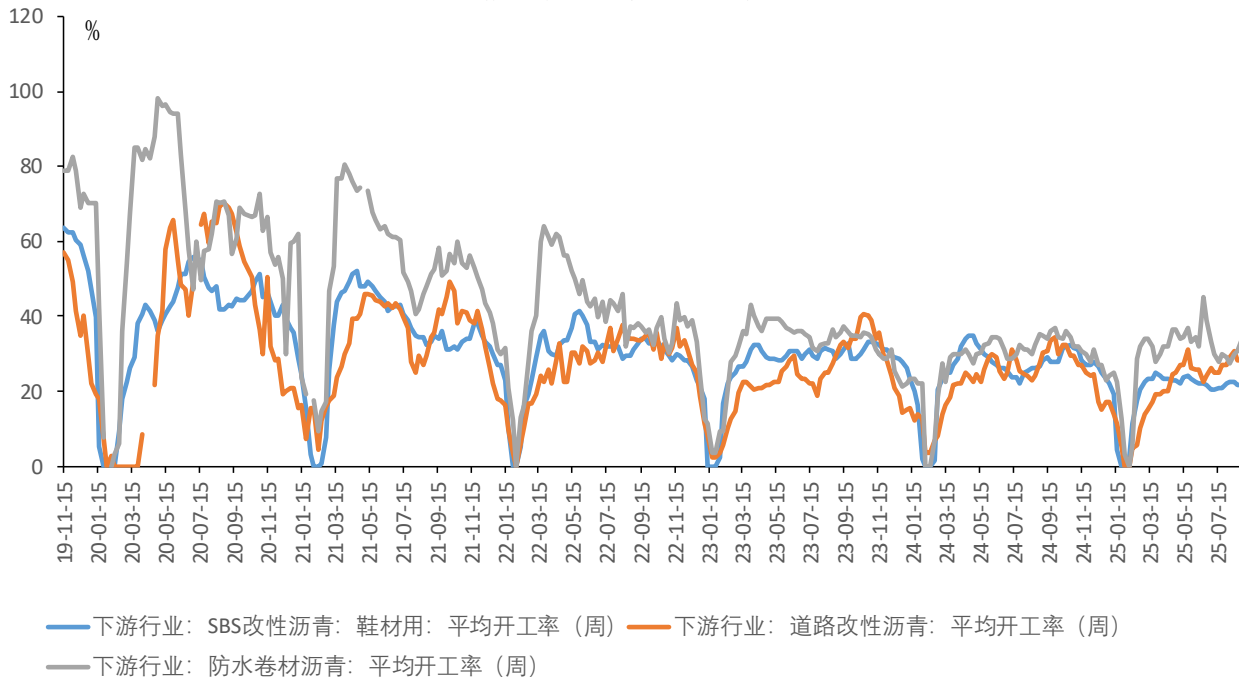
地方政府新增专项债



- 2025年1至7月全国公路建设完成投资同比增长-8.0%，累计同比增速较2025年1-6月略有回升，但仍是负值。
- 当前新增地方债累计发行进度高于2024年同期，但低于2023年同期。按照往年来看，预计9-10月专项债环比将有明显的增加。
- 财政部：指导地方落实一系列增量化债支持政策，统筹做好隐性债务置换、融资平台改革转型、违规举债查处问责等工作。进一步强化专项债券全流程管理。督促地方始终把“三保”摆在优先位置，兜牢基层“三保”底线，确保预算平衡和财政平稳运行。

沥青下游

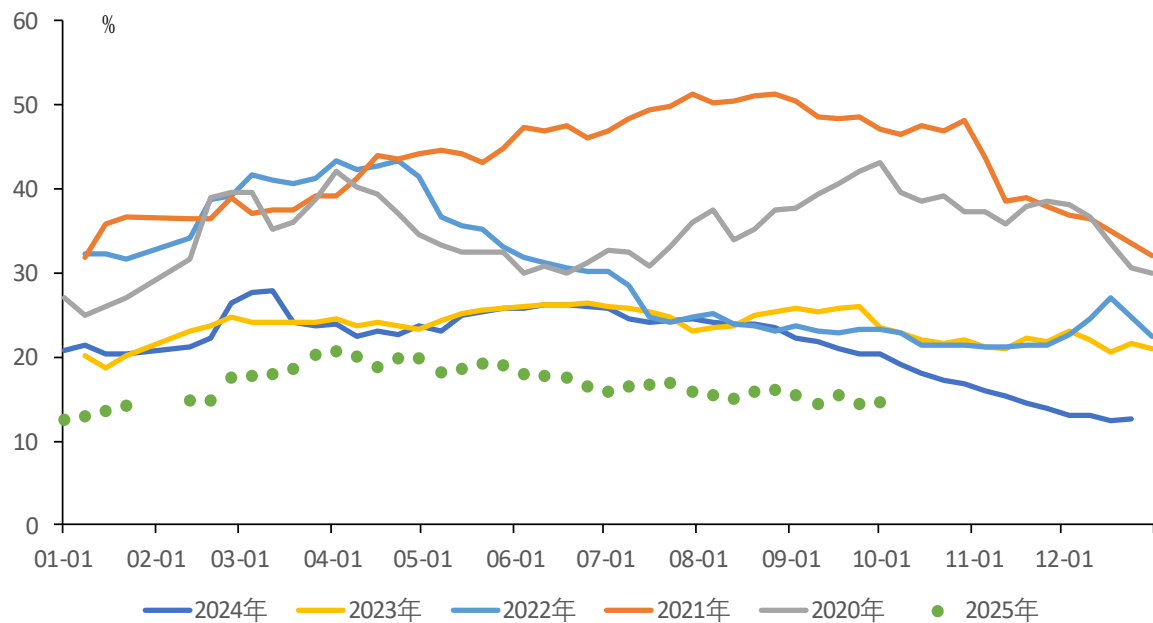
沥青下游开工率



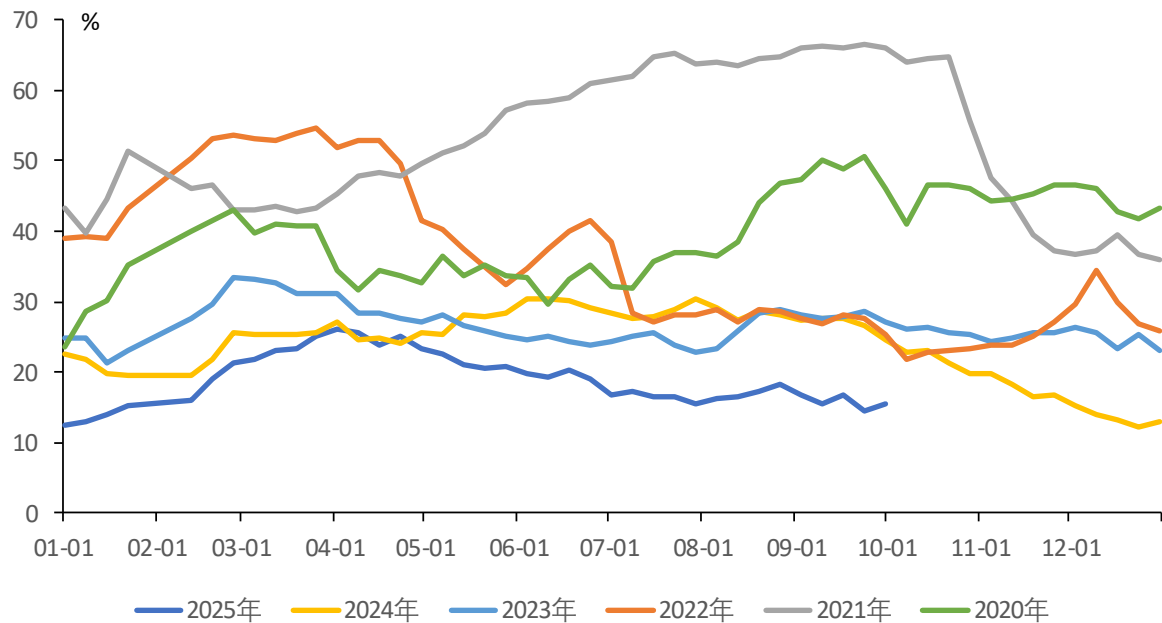
- 三季度，下游主力道路改性沥青虽季节性走强，但相比往年走强幅度不高。截至9月26日当周，沥青下游各行业开工率多数上涨，其中道路沥青开工环比上涨0.69个百分点至31.0%，同比下降3.50个百分点，只是仍处于近年同期最低水平，受到资金和部分地区降雨制约。另外，截至9月26日当周，防水卷材开工率为35.0%，同比下降2.0个百分点，橡胶鞋材开工率为23.33%，同比下降4.29个百分点。

沥青库存率

沥青库存存货比



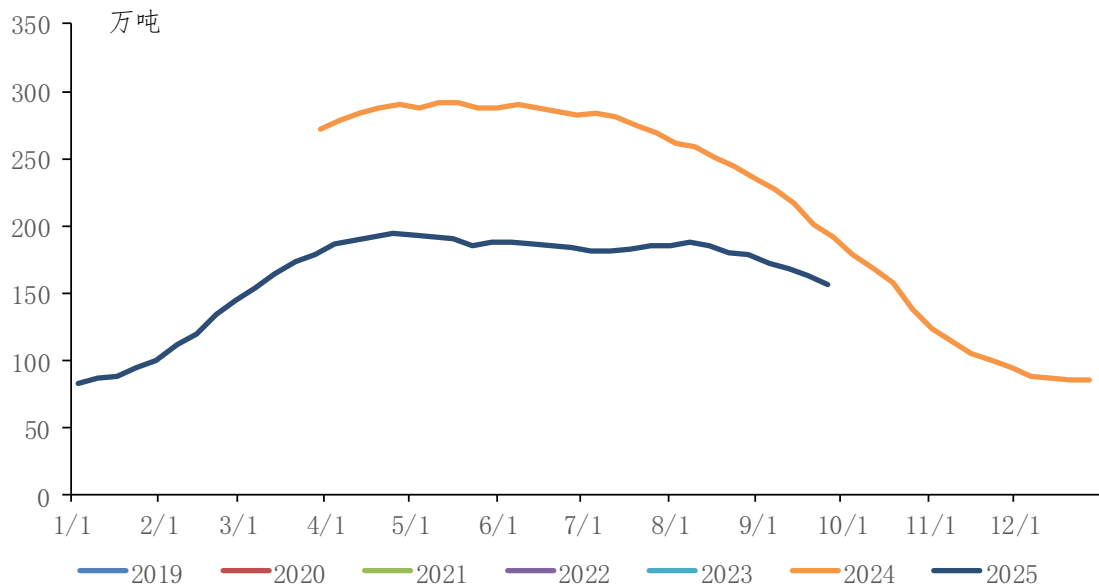
山东地区沥青库存率



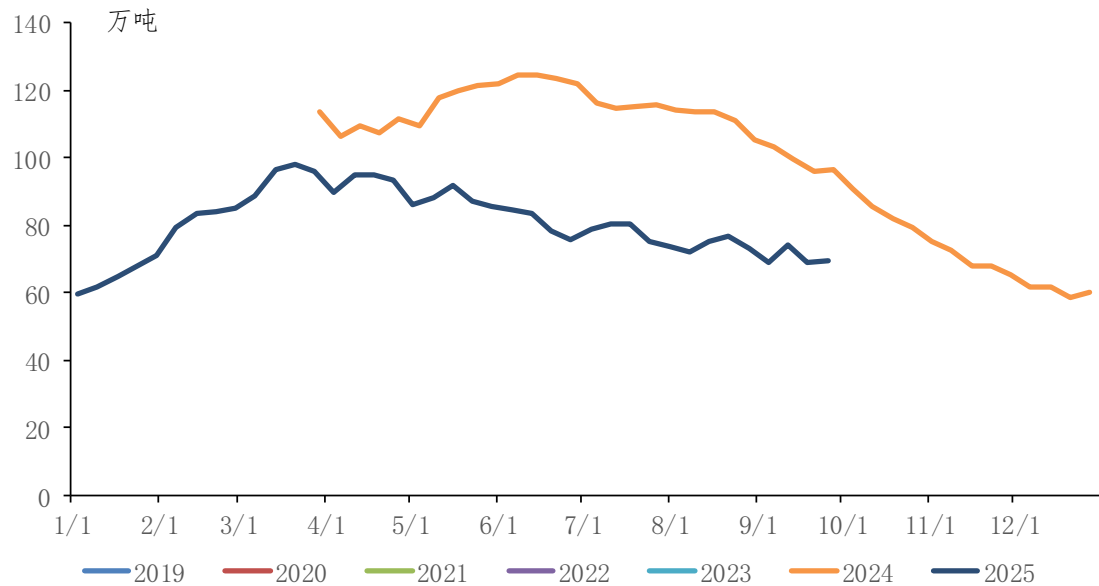
- 库存方面，沥青炼厂库存存货比始终偏低。截至9月26日当周，沥青炼厂库存存货比较9月19日当周环比上升0.2个百分点至14.7%，沥青炼厂库存存货比仍处于近年来同期的最低位。

沥青库存

沥青社会库存



沥青厂内库存



- 绝对库存方面，截至9月26日当周，沥青社会库存较9月19日当周环比减少3.50%至157万吨，同比减少18.14%。沥青厂内库存环比增加1.16%至69.8万吨，同比减少27.74。临近国庆节假期，下游有备货需求，叠加社会库存价格低位运行，带动社会库存减少。而场内库存增加，主要受台风影响出货不畅，叠加炼厂开工率较高影响。沥青整体库存小幅增加，但仍处历年同期偏低水平。

观点总结

- 供应端，沥青亏损较大，加之原料短缺、终端需求改善不明显，预计四季度沥青开工率仍将处于低位。稀释沥青贴水扩大，关注出口美国受限的委内瑞拉重油有多少增量能流向中国。沥青2025年四季度预计进口增量十分有限。需求端，沥青需求主要集中在道路基建和房地产，尤其是道路基建占比高达70%。2025年是“十四五”规划的收官之年，大量道路建设项目进入集中交付期，将推动沥青需求，此前项目推进受到资金和天气的制约。按照往年来看，预计9-10月专项债环比将有明显的增加，加上四季度初天气转好，10月份，北方仍有项目赶工需求，预计沥青需求环比改善，四季度沥青需求重点逐步由北方区域转向南方区域。只是地方政府财政收入仍受制约，基建不宜过度乐观，房地产仍未有改善，预计沥青需求在四季度难有明显改善，与往年同期仍有差距。关注资金面的改善情况及形成沥青实物量的节奏。沥青库存偏低对于沥青期价具有较强支撑。另外，关注沥青炼厂淘汰整合情况。
- 沥青供需双弱，预计沥青在四季度仍将跟随原油波动，整体重心下移。沥青基差偏高，建议北方现货商可以做空基差。另外沥青01-06价差仍将季节性走弱，建议做空01-06价差。
- 最大风险：美国放松对伊朗、委内瑞拉及俄罗斯的制裁，原油大幅波动，基建实际支出超预期。

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

投资有风险，入市需谨慎。

www.gtfutures.com.cn