

# 目 录

第一部分 前言概要 .....	2
【行情回顾】 .....	2
【市场展望】 .....	2
【策略推荐】 .....	2
第二部分 基本面情况 .....	3
一、 行情回顾 .....	3
二、 供应概况 .....	4
三、 需求概况 .....	7
四、 库存与估值 .....	8
第三部分 后市展望及策略推荐 .....	11
免责声明 .....	12

# 供需双弱持续，原料风险关注

## 第一部分 前言概要

### 【行情回顾】

2025年沥青市场走势由成本、政策及供需格局共同主导。年初低开工低库存叠加冬储需求释放，现货价格上行；2月油价走弱，节后需求复苏不及预期引发累库，叠加美对委制裁扰动原料贴水，期价冲高回落，3月委政策反复加剧贴水预期反转。二季度油价宽幅震荡，4月受衰退担忧与OPEC+增产拖累下跌，6月伊以冲突助推油价大涨，期价同步上行，炼厂利润持续承压。下半年价格震荡下行，三季度旺季北强南弱，供应充裕叠加原油走弱压制价格；四季度供应过剩，南北需求陆续收尾致库存攀升，价格续跌，12月北方冬储托底稳价，南方供应增量拖累价格下行。

### 【市场展望】

2026年沥青行业产能过剩格局未改但出清提速，无新增产能，资源向有配额及产业链一体化优势炼厂集中，供应环比收紧。作为“十五五”开局年，沥青终端需求启动慢，重心转向存量养护，改性沥青预期存在增量。上半年在低供应支撑下，库存水平预期整体偏低，但下半年需求偏弱的状态下，去库速度预期放缓，年底库存水平偏高。价格走势预期延续季节性规律波动。

### 【策略推荐】

- 单边：全年宽幅震荡，BU主力合约运行区间2700~3300。
- 套利：上半年交易原料风险，沥青在油品中偏多配；下半年若需求不及预期，可做空沥青-原油价差。
- 期权：观望。

### 交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：董川

邮箱：

tongchuan\_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F3071222

投资咨询资格证号：Z0017010

研究员：吴晓蓉

邮箱：

wuxiaorong\_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03108405

投资咨询资格证号：Z002153

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考



银河期货

## 第二部分 基本面情况

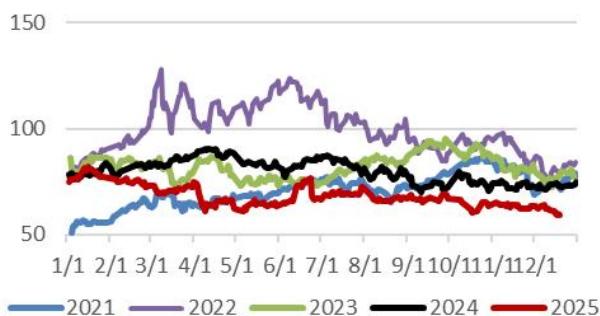
### 一、行情回顾

2025 上半年沥青市场核心驱动来自成本波动、政策扰动与区域需求分化。年初沥青低开工低库存叠加冬储需求释放，市场供需收紧支撑各地现货价格上行；2 月油价震荡走弱削弱成本支撑，节后需求复苏不及预期导致产业链累库，叠加美国重启对委内瑞拉制裁引发原料贴水波动，期货价格冲高回落。3 月，特朗普政府对委政策反复调整导致贴水预期剧烈反转。二季度成本油价在宏观及地缘影响下维持宽幅震荡，4 月市场担忧关税冲突带来的衰退风险，以及 OPEC+ 增产带来的供应端大幅过剩，成本价格回落，沥青期货价格跟随下跌。6 月伊以冲突爆发，成本涨幅巨大，沥青炼厂加工利润持续下跌，沥青期货主力跟随油价大幅上行。

下半年沥青价格震荡下行。三季度虽进入传统季节性需求旺季，北方赶工需求释放，山东基差持续走强约 200 至 300 元/吨年内高位，同比去年小幅下行，市场供应充裕，山东地炼生产积极性高涨，长三角地区产量也增长，对市场价格形成压力。原油价格震荡走低，成本支撑有限。南方持续台风降雨天气压制需求，市场整体呈现“北强南弱”格局。四季度沥青价格整体进一步下跌，供应过剩压力持续，同时北方项目需求在降温和降雨天气下陆续收尾，南方需求支撑有限，沥青总库存水平自 10 月开始攀升。12 月北方冬储政策落地形成底部支撑，市场价格趋稳，而南方市场因个别炼厂装置故障沥青供应持续增长，价格下跌。

图 1：Brent 主力价格

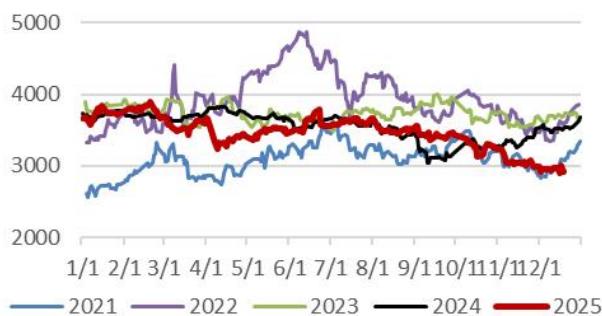
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，彭博

图 2：沥青主力合约收盘价

单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 3：山东沥青市场低价

单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 4：华东沥青市场低价

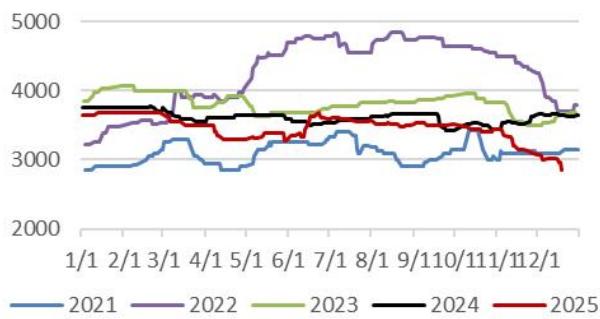
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 5：华南沥青市场低价

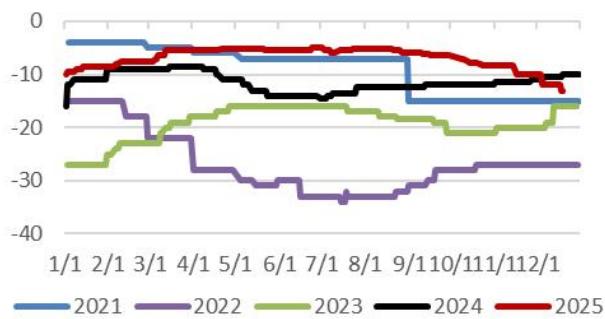
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 6：稀释沥青到岸贴水

单位：美元/桶



数据来源：银河期货，钢联

## 二、供应概况

据百川盈孚统计数据，2025年全年中国沥青产量预计2808万吨，同比增加260万吨，同比增幅10%。其中产量增长动力主要来自地炼和中石油，中石化则持续收缩。

一季度受淡季需求低迷与炼厂利润影响，产量季节性低位，二三季度北方需求回暖，同时原油价格回落部分炼厂成本改善生产积极性显著提升，产量环比持续增长，于三季度9月达到年内最高位，四季度旺季需求不及预期叠加部分炼厂检修产量环比回落但同比去年仍有8%的增量，整体供应充足。

2025年地方炼厂产量继续增长，百川预期地炼全年产量达1444万吨，同比增长18%，占总产量的比重进一步提升。原油成本回落后，拥有配额的地炼利润空间明显改善，生产积极性高涨，如东明石化、中化弘润等山东地炼排产增加显著，而无配额炼厂因成本压力持续停产。

中石油全年产量预计 533 万吨，同比增长 30%，主要增量来自辽河石化因北方道路需求回升及船燃效益下降的增产，温州中油、中油秦皇岛等炼厂复产，及云南石化的稳定生产。中石化全年产量预计 624 万吨，同比下降 14%， “减油增化” 战略下炼厂生产积极性下行，叠加南方市场需求疲软，价格低位，茂名石化等主力炼厂多转产焦化产品，沥青产量持续低位。中海油全年产量 207 万吨，同比增 10%，相对平稳维持。

沥青总产量的核心影响因素在于炼厂生产利润。2026 年，主营炼厂生产预期延续 25 年下半年节奏，综合考虑焦化路线与沥青路线利润对比下调整产量。预期一季度，海外汽柴油在俄油受制裁及冬季取暖需求背景下维持强势，成品油出口配额在年初充足，出口需求增长，叠加沥青需求淡季，教化利润整体好于沥青背景下，主营产量低位维持，按季节性于 2 季度后环比回升，预计 26 年中石化产量继续下行约 14% 至 540 万吨左右，中石油产量同比小幅下行 0.6%。有原油配额的地炼生产决策预期也将更灵活地跟随利润波动，弹性较大。无配额炼厂暂无利润空间，默认处于长停状态。在税收与原料条件较 25 年无明显变化的预期下，预计 26 年地炼沥青产量同比增 1.8% 至 1471 万吨。

10 月国内沥青进口 39.1 万吨，环比增加 4.9 万吨，同比增加 18.6 万吨，其中两大主要进口来源国韩国和阿联酋进口量环比小幅下行，伊拉克进口量上行明显。2025 年 1-10 月沥青共进口 310.8 万吨，同比去年进口增加 12.0 万吨 (+4.0%)。其中东南亚总进口小幅下行，进口量占比下行约 5 个百分点，而韩国与中东地区进口均上行。

2025 年 1-11 月沥青共进口 354.5 万吨，同比去年增加 29.5 万吨 (+9%)，主要进口来源国韩国和阿联酋今年沥青进口总量均同比上行，韩国增量明显，同比去年增长约 30.7 万吨 (+37%)。来自新马泰的进口总量同比去年下行约 14 万吨 (-18%)。

图 7：地炼沥青月度产量

单位：万吨

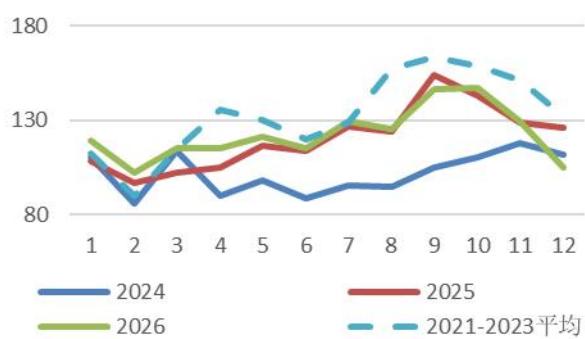
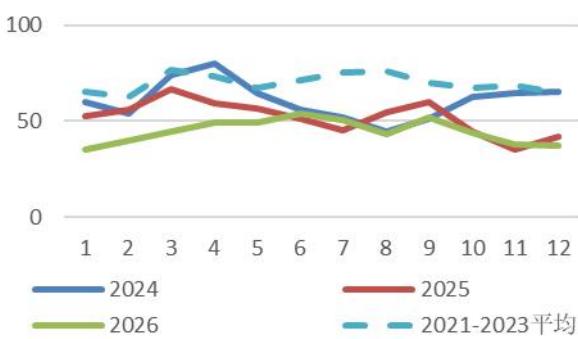


图 8：中石化沥青月度产量

单位：万吨

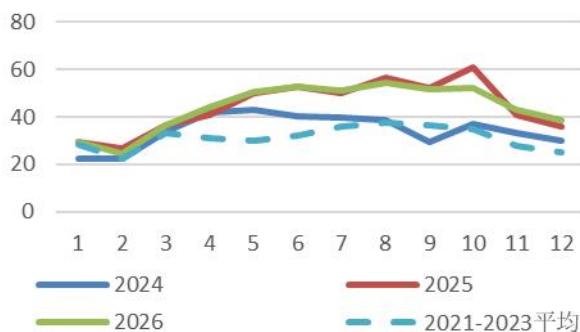


数据来源：银河期货，百川盈孚

数据来源：银河期货，百川盈孚

图 9：中石油沥青月度产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 11：沥青月度产量

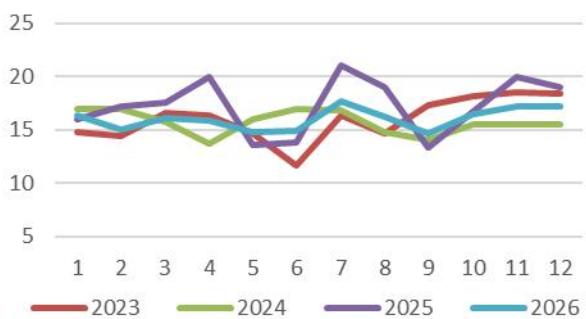
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 10：中海油沥青月度产量

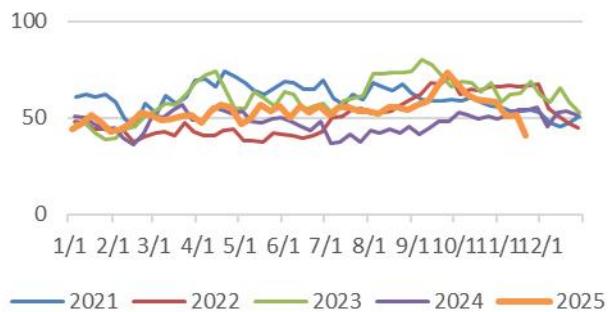
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 11：沥青月度产量

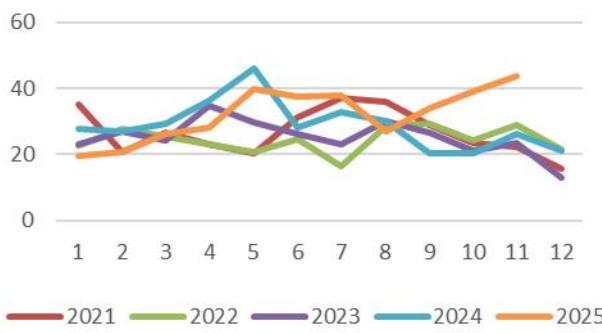
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 13：沥青月度进口量

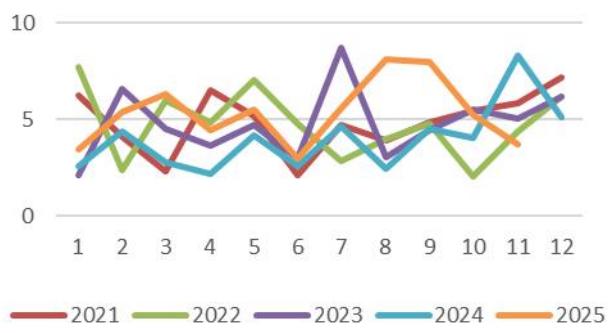
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 14：沥青月度出口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

### 三、需求概况

2025 年沥青市场需求支撑持续疲弱，整体呈现出“旺季不旺、淡季更淡”的特征。

一季度需求低迷，北方受低温影响施工停滞，南方虽有零星项目赶工但支撑有限，下旬临近春节假期，下游施工企业陆续停工，需求大幅下滑；二季度随着全国气温回暖，北方市场需求逐步回暖，终端项目陆续恢复动工，但南方需求释放缓慢，整体刚需平淡；三季度需求呈现区域分化，北方赶工需求稳步释放，支撑沥青消耗，南方受间歇性降雨影响，需求疲软，且社会库存高企制约采购需求；四季度北方受气温下降影响，需求持续萎缩，中下旬项目陆续停工，南方赶工需求释放不及预期，仅局部地区有零星收尾项目支撑，整体需求偏弱。

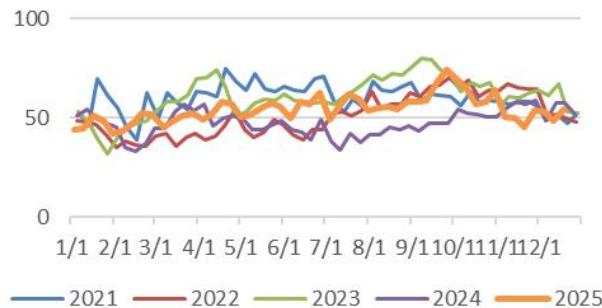
气候、资金状况及区域项目推进节奏都是影响沥青下游需求的主要因素。北方冬春低温、夏季高温降雨，南方梅雨季、台风及降雨天气均显著抑制施工需求；全年多地项目受资金问题制约，需求释放力度受限，尤其四季度表现突出；区域上，西北疆内重点项目赶工对需求支撑显著，华北、山东赶工需求集中在二三季度，西南川渝、云贵需求受项目进度及资金影响波动较大，华南、长三角则受库存高企与天气因素交替影响，需求释放节奏放缓。年末 12 月至次年 1 月，北方需求基本停滞，南方少量赶工需求成为主要支撑，市场整体进入需求淡季。

终端道路项目受资金约束等宏观因素影响，实际消费力显著低于市场预期。终端道路项目资金紧张，直接限制了施工进度和沥青采购能力。”十四五“末年新开工项目不足，传统施工窗口期间项目进度也大幅慢于往年，沥青消费需求支撑有限。

需求端的核心观察点仍在于宏观资金面的改善情况以及实际道路投资的落地力度。2026 年作为”十五五“规划的第一年，预期公路投资及下游道路沥青需求启动较慢，占整个五年计划的比重偏低，参考往年规划，预期“十五五”整体需求与“十四五”持平，其中 26 年需求占整个五年计划的 18%，预估需求总量为 2830 万吨，同比下降 8%。

图 15：沥青炼厂周度出货量

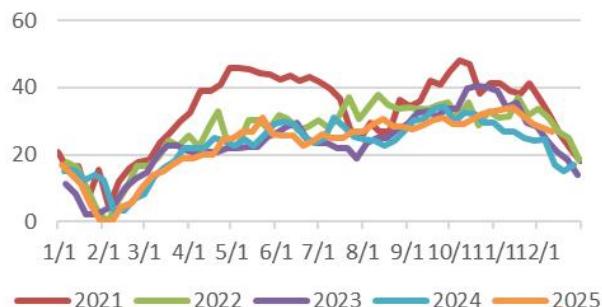
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 17：道路改性沥青产能利用率

单位：%



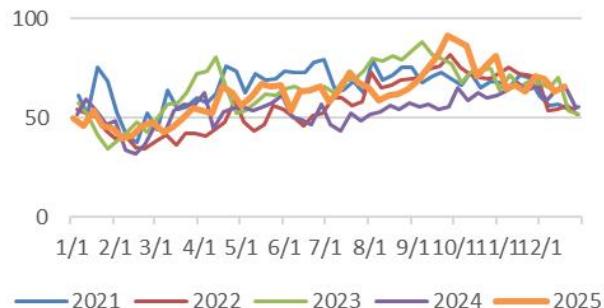
数据来源：银河期货，钢联

#### 四、库存与估值

2025 年全年库存整体低位维持，期间季节性施工需求、炼厂生产调整、天气扰动及冬储政策导向等因素影响产业链库存区间波动。年初，北方地区冬储合同稳步执行支撑炼厂去库，西北、华南炼厂库存阶段性下降；南方仍处赶工周期，社会库存缓慢消化，但春节期间运输受限叠加华东进口资源入库，推动社会库存从 14% 升至 19%。3 至 5 月进入传统累库期，北方项目需求未启动，南方雨水天气抑制施工需求，同时供应端炼厂开工率提升（如齐鲁石化复产），炼厂库存从 22% 攀升至 30% 以上，社会库存同步升至 35% 左右的年内高位。6 至 8 月库存环比高位维持，北方高温降雨和南方台风天气频繁扰动需求，炼厂库存维持 25%-28% 区间，社会库存受区域资源入库（华南进口船运、华东期现商仓储）影响小幅波动。9 至 10 月南北赶工需求集中释放，北方基建收尾、南方高速项目赶工带动库存去化，炼厂与社会库存逐步回落。年末，北方冬储入库启动推动社会库存小幅回升，南方赶工收尾。

图 16：沥青周度需求量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 18：防水卷材开工率

单位：%



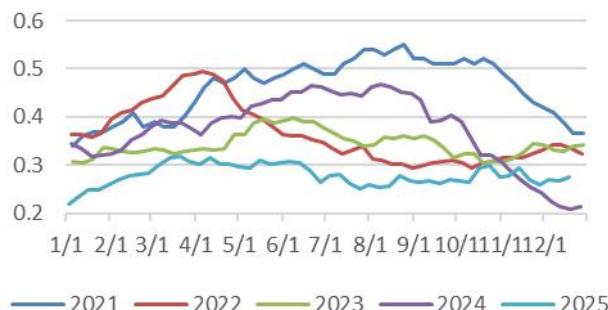
数据来源：银河期货，钢联

叠加炼厂停产去库，炼厂库存回落至 25%左右，社会库存回落至 23% 左右的年末低位。

成本端，国际原油价格全年呈现震荡下行走势，炼厂原料成本减压。布伦特原油均价从一季度的 75 美元/桶阶梯式下滑至四季度的 60 美元/桶附近，截至 12 月 26 日布油跌至 60.64 美元 / 桶，较 10 月初跌幅达 7%，稀释沥青贴水降至 -13 美元 / 桶，同比降幅依旧显著。利润端，有原油配额炼厂全年综合成本偏低，一季度油价低位运行带动利润修复，部分时段实现盈利，但 1-2 月焦化利润上涨，部分炼厂转产渣油，沥青生产积极性受限；二季度虽面临原油配额收紧趋势，炼厂生产意愿未明显提升，但油价下行仍留存一定利润空间；三季度沥青价格小幅走高叠加原料成本同比大幅下降，平均利润稳定在 310 元 / 吨，同比增幅近 600 元 / 吨，高利润支撑下炼厂生产积极性同比大增，带动产量同比提升；四季度需求淡季致沥青价格走跌，利润缩窄至 159 元 / 吨，11 月柴油、石油焦涨价引发炼厂阶段性转产，12 月油价下跌叠加稀释沥青贴水收窄推动利润修复，仍维持盈利状态。而无原油配额炼厂，全年受消费税抵扣比例调整及稀释沥青贴水波动影响，成本高企难降，一季度开始陷入深度亏损并逐步停产。

图 19：沥青炼厂库存率

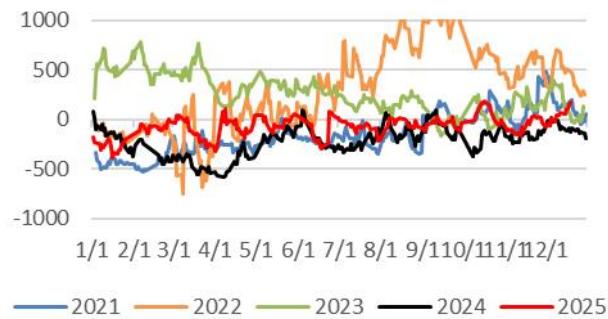
单位：%



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 21：沥青型炼厂加工利润

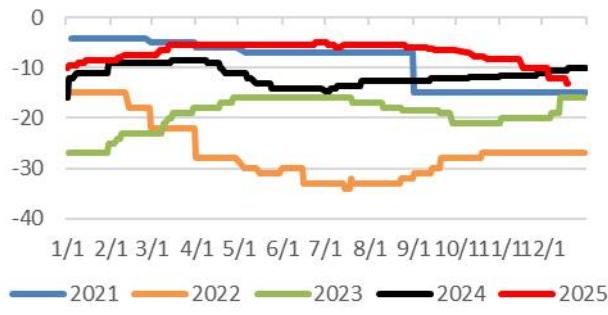
单位：元/吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 23：稀释沥青贴水

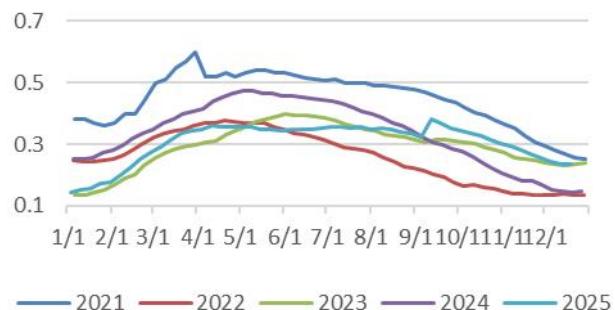
单位：元/吨



数据来源：银河期货，钢联

图 20：沥青社会库存率

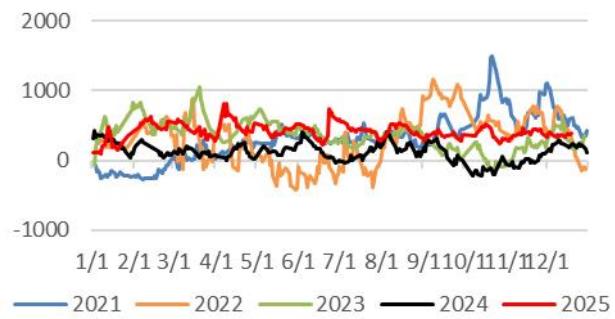
单位：%



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 21：成品油综合炼厂加工利润

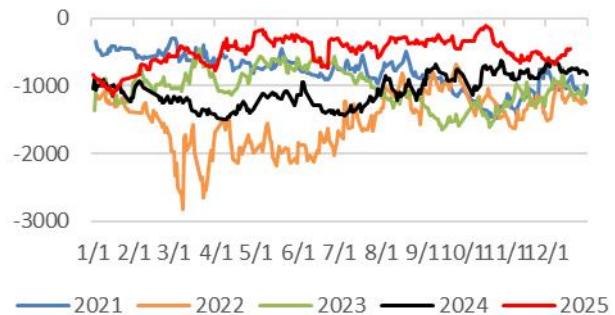
单位：元/吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 23：沥青现货裂解价差

单位：元/吨



数据来源：银河期货，钢联，彭博

## 第三部分 后市展望及策略推荐

供应端，产能过剩的长期格局虽未根本改变，但落后产能退出节奏加快，2026 年无新增产能落地，市场资源将持续向具备原油配额、环保合规能力及产业链一体化优势的炼厂集中，行业竞争格局持续优化。主流炼厂产量收缩态势延续，地方炼厂受原料配额约束生产更趋集中，叠加燃料油消费税政策调控、成品油利润挤压及原料产地地缘不确定性等因素，全年供应大概率维持紧平衡格局。

需求端，“十五五”整体需求与“十四五”持平，2026 年为十五五第一年，需求启动较慢，占整个五年计划的 18%。基建投资重心从传统新建公路转向存量道路养护与区域补短板工程，改性沥青在高等级公路养护、桥面铺装及机场跑道等方面预期存在需求增量。

价格走势预期延续季节性规律波动，上半年需求淡季，原料端价格波动、供应稳定性及贴水变化将主导定价逻辑，二季度北方需求回暖难以完全对冲南方多雨天气的拖累，市场或承压运行；下半年伴随旺季需求释放与库存去化推进，价格有望回升，10 月后北方需求转弱将引发阶段性回调，年末随原料成本上行逐步筑底回升。

策略推荐：

1. 单边：全年宽幅震荡，BU 主力合约运行区间 2700~3300。
2. 套利：上半年交易原料风险，沥青在油品中偏多配；下半年若需求不及预期，可做空沥青-原油价差。
3. 期权：观望。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

**银河期货版权所有并保留一切权利。**

### 联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799