

沥青期价继续寻底

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

衰退由预期渐成现实，WTI 油价跌破 70 美元/桶，支撑位转压力位油价或将持续承压，沥青成本中枢不断下移。重油强势叠加国内基建预期驱动沥青裂解价差高位，但高价对沥青需求抑制明显，沥青期价继续寻底。

摘要：

衰退预期渐成现实击穿美国原油收储底 70 美元/桶。衰退预期渐成现实击穿美国原油收储底 70 美元/桶后，油价结束 70（美国收储底）-80（美国抛储顶）美元/桶震荡趋势，配合基本面累库，二季度油价重心或逐步下移带动沥青成本下移。

重油强势叠加基建预期沥青裂解价差高位，高价抑制沥青需求。美国战略储备原油抛储结束转为收储、欧佩克+仍在减产，重质原油贴水强势，布伦特-迪拜价差或将维持低位，沥青裂解价差持续走强（需要警惕伊朗、委内瑞拉原油超预期增产）；2023 年国内复苏预期叠加基建预期驱动沥青裂解价差持续走强，但 2023 年与 2020 年相比：欧佩克+原油产量不断提升对应欧佩克+史无前例减产；中国复苏美国衰退对应中美共振复苏；十四五中需求增量不足叠加沥青高价抑制需求对应十三五收尾叠加沥青低价刺激需求，因此 2023 年沥青需求增量注定不及 2020 年，炼厂利润高估概率大。

策略建议：

多高硫燃油空沥青，3700-4000 元/吨空沥青

风险提示：沥青供应超预期下降

化工研究团队

研究员：
胡佳鹏（甲醇、尿素）
021-80401741
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

黄谦（PTA、乙二醇）

021-80401738
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明（燃料油、沥青）

021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

目 录

摘要:	1
一、衰退预期渐成现实油价持续承压	4
二、重油延续强势驱动沥青裂解价差走强	7
三、高利润高供应低需求沥青累库预期强化	10
免责声明	17

图目录

图 1:	全球 PMI 与中国 PMI	4
图 2:	中美 M2-GDP	单位: % 4
图 3:	美国经济动能	4
图 4:	美国 M2 与原油价格同比	4
图 5:	美国 PPI 与油价同比	5
图 6:	美国 PMI 与油价同比	5
图 7:	美国利率与美债价差	单位: % 5
图 8:	美国通胀与利率	单位: % 5
图 9:	真实利率与通胀预期	单位: % 6
图 10:	美债利差与油价	单位: 美元/桶 6
图 11:	油价与联邦基金利率	单位: % 6
图 12:	美国商业原油库存与油价	单位: 千桶, 美元/桶 6
图 13:	全球油品平衡	单位: 百万桶/天 6
图 14:	EIA 预估 WTI 油价	单位: 美元/桶 6
图 15:	高低硫价差修复驱动	7
图 16:	高硫燃油与沥青裂解价差	单位: 美元/桶 8
图 17:	轻重原油产量变动	单位: 百万桶/天 8
图 18:	轻重原油产量变动	单位: 百万桶/天 8
图 19:	沙特原油出口贴水与 BD 价差	单位: 美元/桶 9
图 20:	Mars 贴水与 BD 价差	单位: 美元/桶 9
图 21:	美国战略石油储备与美湾重油贴水	单位: 美元/桶, 千桶 9
图 22:	2020 与 2023 年沥青裂解价差	单位: 美元/桶 10
图 23:	螺纹钢与沥青价格	单位: 元/吨 10
图 24:	高硫燃油和沥青裂解价差	单位: 美元/桶 11
图 25:	沥青-燃油期价	单位: 元/吨 11
图 26:	沥青炼厂开工率	11
图 27:	沥青产量 (3-4 为排产计划)	单位: 万吨 11
图 28:	沥青产量 (分所属)	单位: 万吨 12
图 29:	沥青炼厂开工与利润 (加工原油)	单位: 元/吨 12
图 30:	中石化沥青产量	单位: 万吨 12
图 31:	中石油沥青产量	单位: 万吨 12

图 32:	中海油沥青产量	单位: 万吨.....	12
图 33:	地炼沥青产量	单位: 万吨.....	12
图 34:	中国各油品产量	单位: 万吨.....	13
图 35:	东北沥青低硫燃油调和利润	单位: 元/吨.....	13
图 36:	山东柴油-沥青	单位: 元/吨.....	13
图 37:	沥青炼厂利润与基差	单位: 元/吨.....	14
图 38:	沥青期货仓单	单位: 吨.....	14
图 39:	基建投资与沥青需求增速.....		14
图 40:	地方债数量（按偿债来源）	单位: 亿元.....	15
图 41:	地方债数量（按资金用途）	单位: 亿元.....	15
图 42:	沥青需求增速与投资增速.....		15
图 43:	沥青需求增速与价格同比.....		15
图 44:	沥青、螺纹钢和水泥价格	单位: 元/吨.....	16
图 45:	沥青、螺纹钢和水泥价格同比.....		16
图 46:	沥青与混凝土现货价格.....		16
图 47:	沥青/螺纹钢期价.....		16

一、衰退预期渐成现实油价持续承压

衰退预期渐成现实击穿美国原油收储底 70 美元/桶。衰退预期渐成现实击穿美国原油收储底 70 美元/桶后，油价结束 70（美国收储底）-80（美国抛储顶）美元/桶震荡趋势，配合基本面累库，二季度油价重心或逐步下移带动高硫燃油、低硫燃油成本下移。

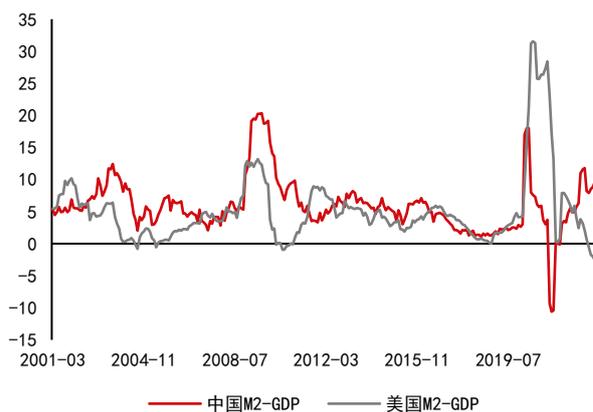
图 1：全球 PMI 与中国 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2：中美 M2-GDP

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 3：美国经济动能



资料来源：Wind 中信期货研究所

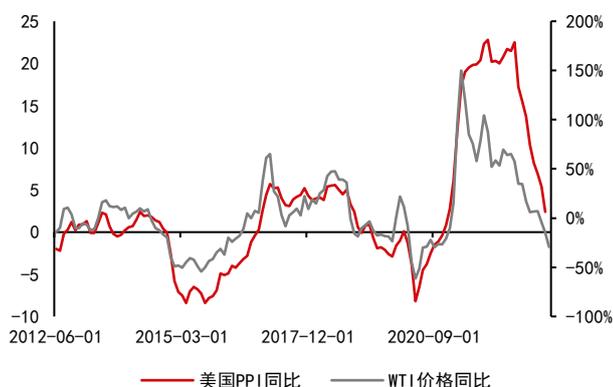
图 4：美国 M2 与原油价格同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

随着美国 M2 增速回落，流动性端对原油价格逐步由支撑变为拖累。

图 5：美国 PPI 与油价同比



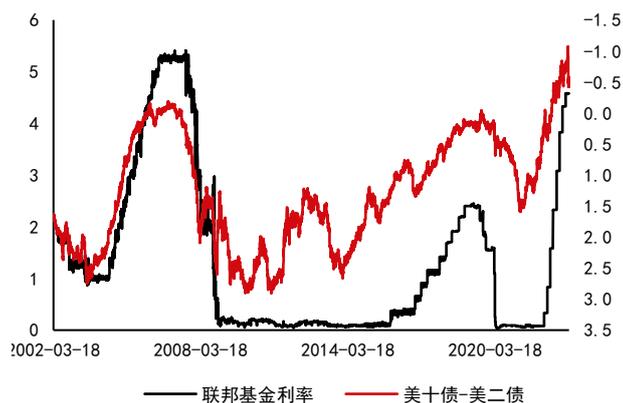
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 6：美国 PMI 与油价同比



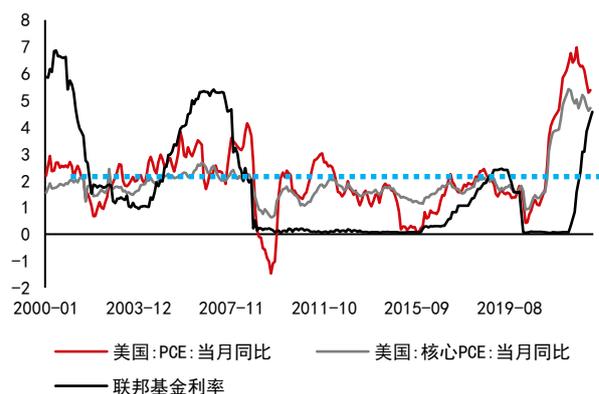
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 7：美国利率与美债价差 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

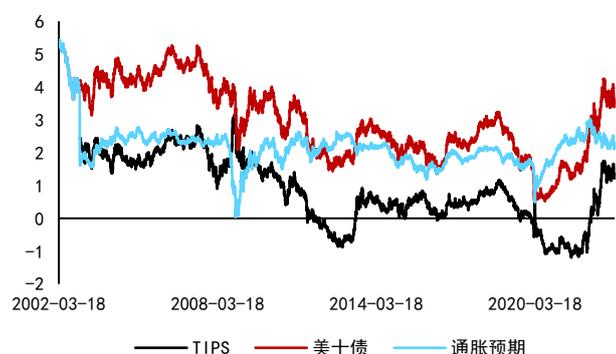
图 8：美国通胀与利率 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

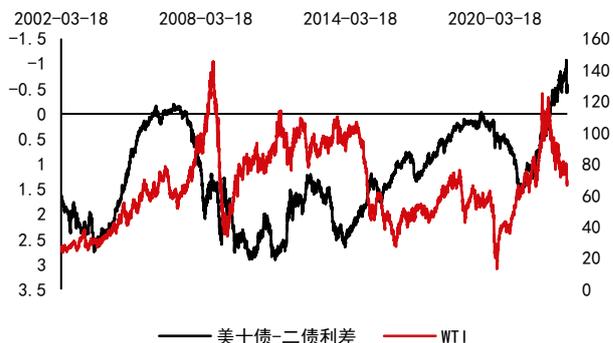
2022-2023 年是宏观转向之年，利率不断抬升对商品需求持续产生抑制作用。鉴于当前通胀水平远高于平均 2% 的目标，而原油供应端欧佩克+仍坚持减产、页岩油增长放缓、伊核协议僵持，美联储将通胀恢复至 2% 的目标或需要持续加息并维持在较高位置一段时间。但“硅谷银行”、“瑞信事件”突发，美联储联合各大央行短期市场释放流动性再次推高油价，但加息抑制通胀或仍然是 2023 年的政策方向。需要警惕的是利率不断抬升，美十债与二债收益率持续倒挂，恐引发衰退，高通胀背景下，降息或暗示“市场可能会讨论，是不是他们“隐瞒了”一些市场不知道的真相”，恐进一步引发市场恐慌。

图 9：真实利率与通胀预期 单位：%



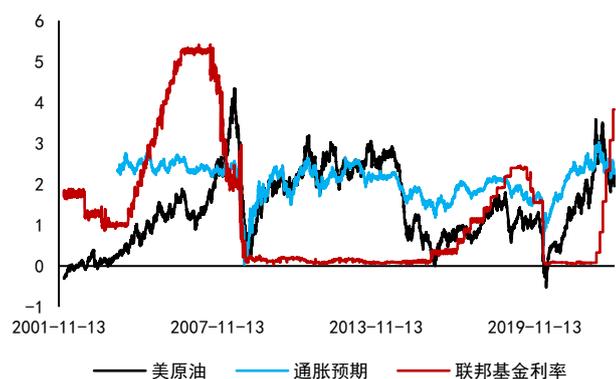
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10：美债利差与油价 单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 11：油价与联邦基金利率 单位：%



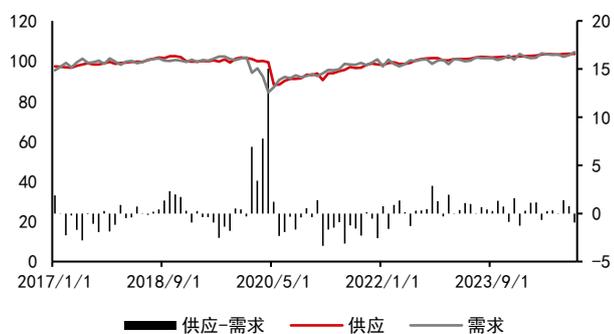
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 12：美国商业原油库存与油价 单位：千桶，美元/桶



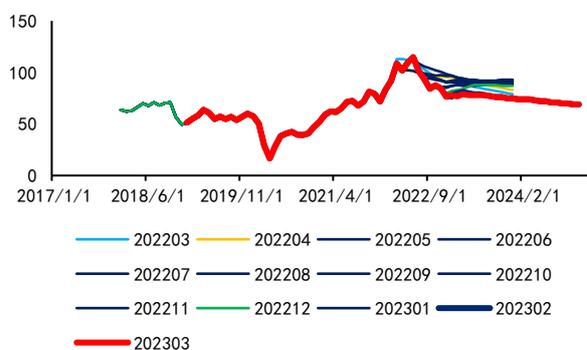
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 13：全球油品平衡 单位：百万桶/天



资料来源：EIA 中信期货研究所

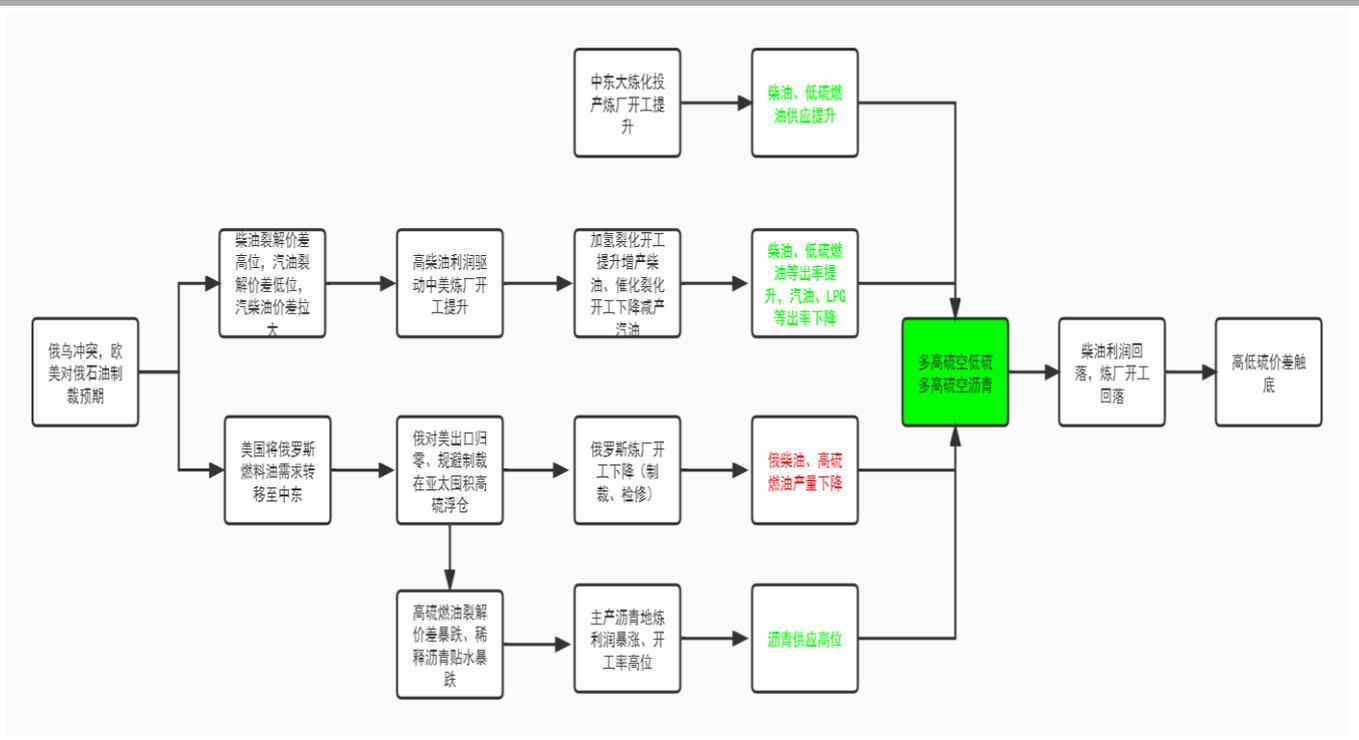
图 14：EIA 预估 WTI 油价 单位：美元/桶



资料来源：EIA 中信期货研究所

从全球油品供需平衡来看，供应增加需求回落累库趋势延续，需要欧佩克+主动进一步深化减产支撑油价，二季度若衰退成现实，或导致油价出现超预期下跌，此后或迎来修复性上涨。

图 15： 高低硫价差修复驱动



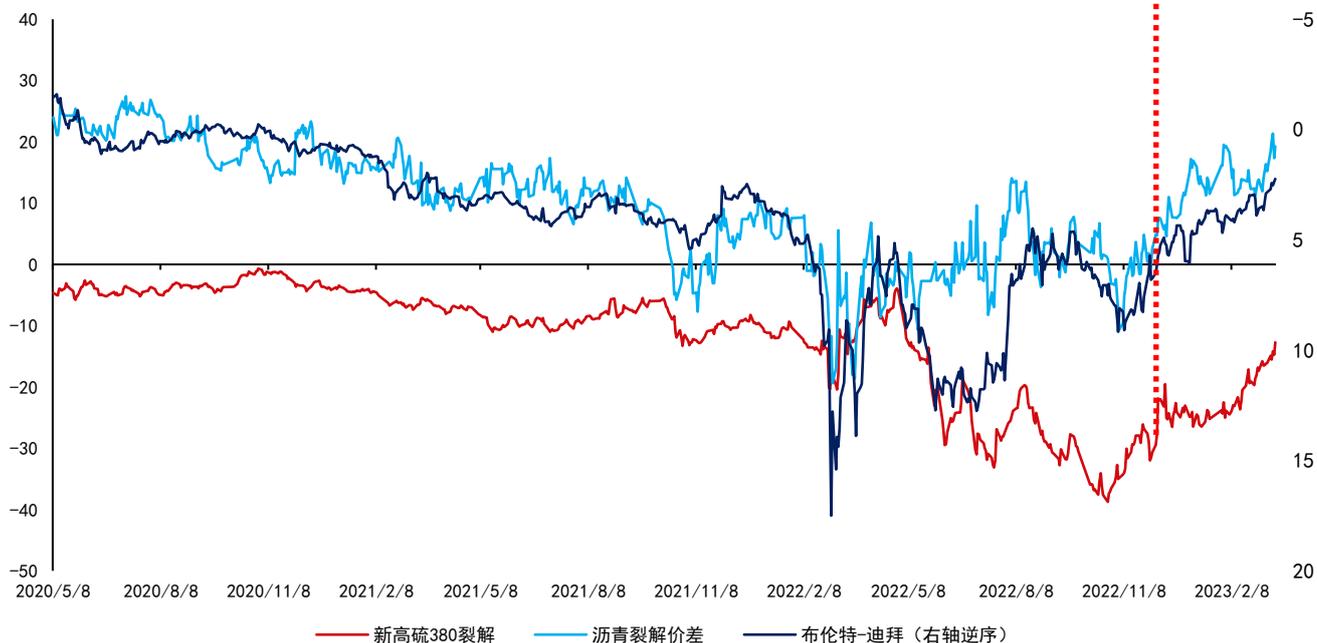
资料来源：中信期货研究所

地炼沥青原料稀释沥青较布伦特原油贴水持续上行，原因有：重油走强、高硫燃油裂解价差走强。

二、重油延续强势驱动沥青裂解价差走强

重油延续强势，驱动沥青裂解价差走强。美国战略储备原油抛储结束转为收储、欧佩克+仍在减产，中国疫情后复苏对中重质原油需求提升，重质原油贴水强势，布伦特-迪拜价差或将维持低位，沥青裂解价差强势（需要警惕伊朗、委内瑞拉原油超预期增产）。

图 16: 高硫燃油与沥青裂解价差 单位: 美元/桶



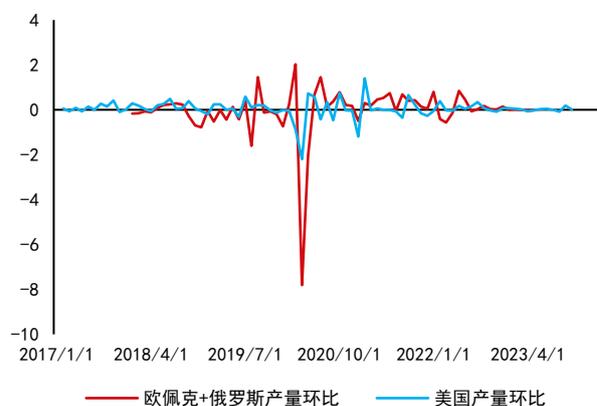
资料来源: 彭博 中信期货研究所

图 17: 轻重原油产量变动 单位: 百万桶/天



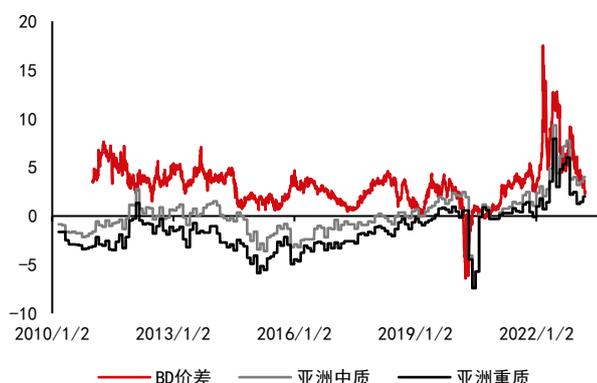
资料来源: 彭博 中信期货研究所

图 18: 轻重原油产量变动 单位: 百万桶/天



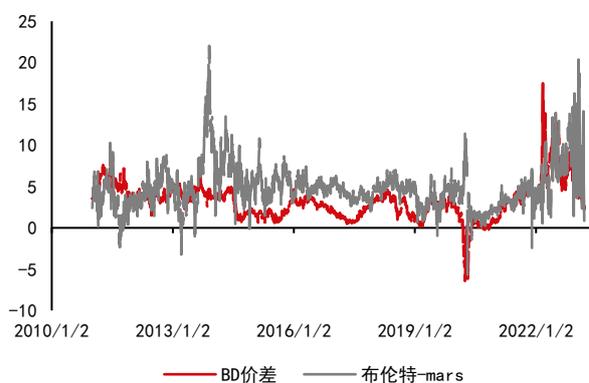
资料来源: 彭博 中信期货研究所

图 19： 沙特原油出口贴水与 BD 价差 单位：美元/桶



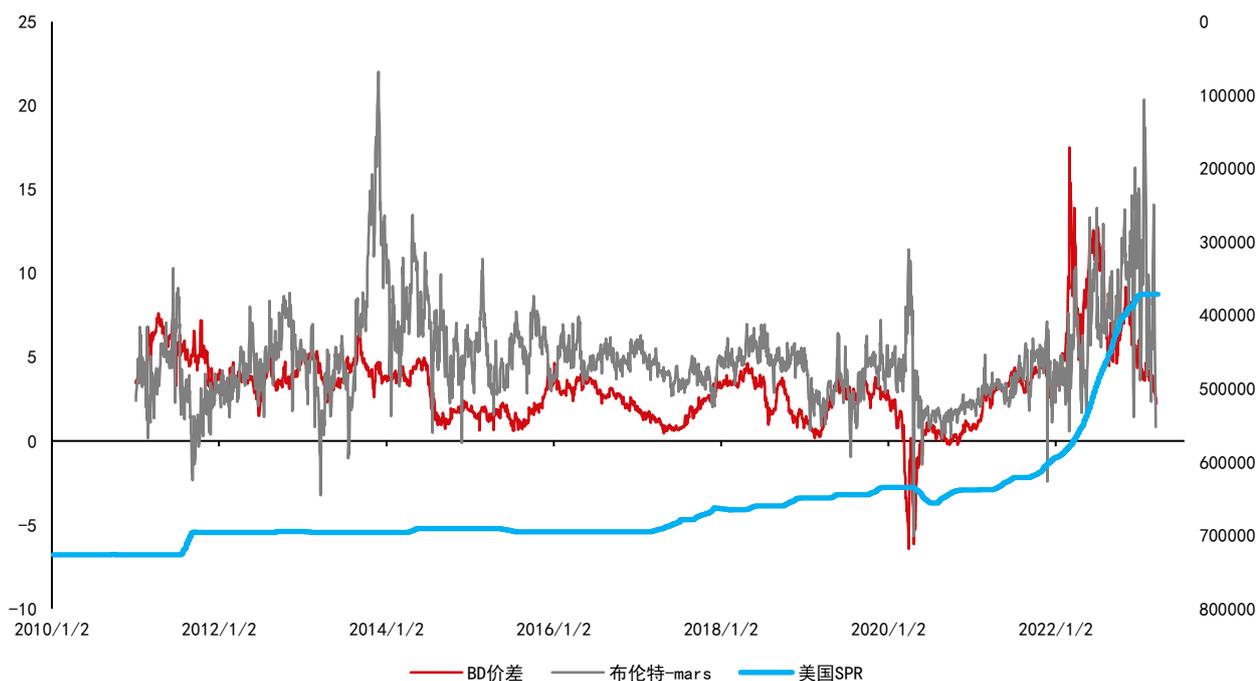
资料来源：彭博 中信期货研究所

图 20： Mars 贴水与 BD 价差 单位：美元/桶



资料来源：彭博 中信期货研究所

图 21： 美国战略石油储备与美湾重油贴水 单位：美元/桶，千桶



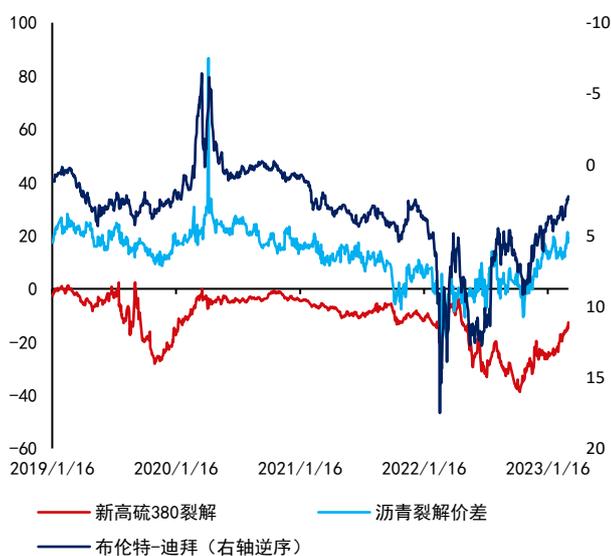
资料来源：彭博 中信期货研究所

四月美国还有一批战略石油储备抛储，之后有望由抛储转向储备补充，重油市场的压力缓解，布伦特-mars 价差高位持续回落。全球角度看，随着中国疫情后复苏带动中质含硫原油需求，基建需求预期带动稀释沥青、燃料油炼厂进料需求；欧佩克+减产、俄罗斯 50 万桶/日原油减产叠加沙特上调至亚洲中重质原油出口贴水；拜登政府结束原油抛储收储预期等支撑中重质含硫原油价格。

三、高利润高供应低需求沥青累库预期强化

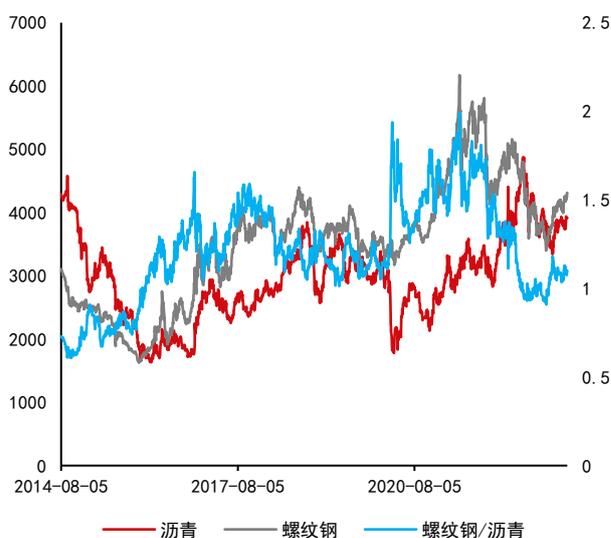
2023 年国内复苏预期叠加基建预期驱动沥青裂解价差持续走强，但 2023 年与 2020 年相比：欧佩克+原油产量不断提升对应欧佩克+史无前例减产；中国复苏美国衰退对应中美共振复苏；十四五中需求增量不足叠加沥青高价抑制需求对应十三五收尾叠加沥青低价刺激需求，因此 2023 年沥青需求增量注定不及 2020 年，但 2023 年炼厂利润（以稀释沥青为原料）却接近 2020 年同期，炼厂利润高估概率大。

图 22： 2020 与 2023 年沥青裂解价差 单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究所

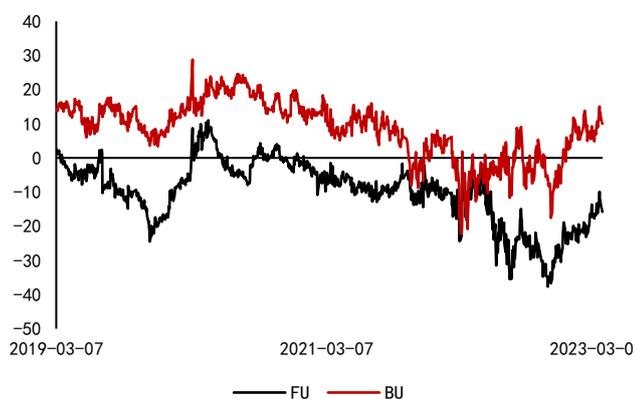
图 23： 螺纹钢与沥青价格 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

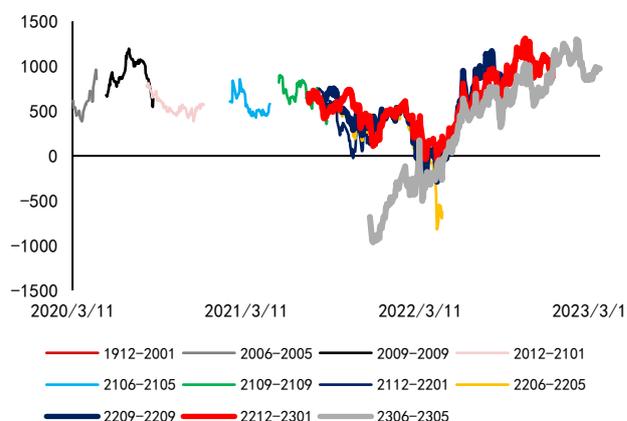
高利润高供应低需求沥青累库预期强化。沥青炼厂利润高位，产量兑现概率较高；沥青需求环比改善但高价对需求抑制作用明显。展望 2023 年交通固定资产投资企稳但沥青需求需要价格大跌后才有明显改善，供应产能产量充足，沥青期价或逐步寻底。

图 24： 高硫燃油和沥青裂解价差 单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究所

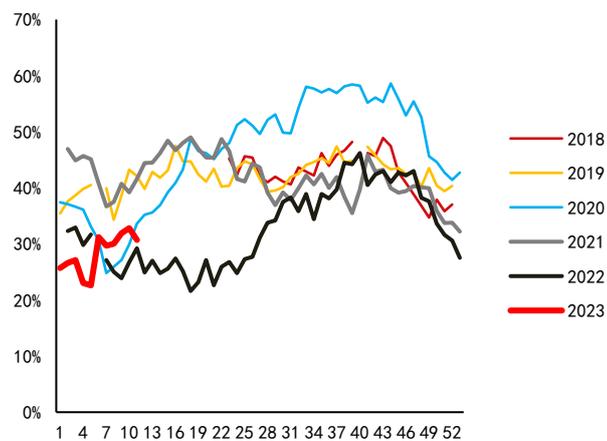
图 25： 沥青-燃油期价 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

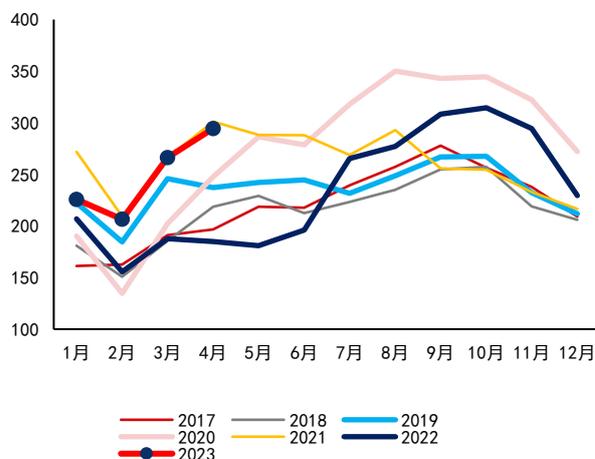
高硫燃油裂解价差暴跌驱动稀释沥青贴水大跌，沥青-高硫燃油价差扩大暗示沥青加工稀释沥青利润处于相对高位。当前炼厂利润与 2021 年接近，3-4 月排产计划与 2021 年持平，反映了高利润对沥青产量的刺激。

图 26： 沥青炼厂开工率



资料来源：隆众 中信期货研究所

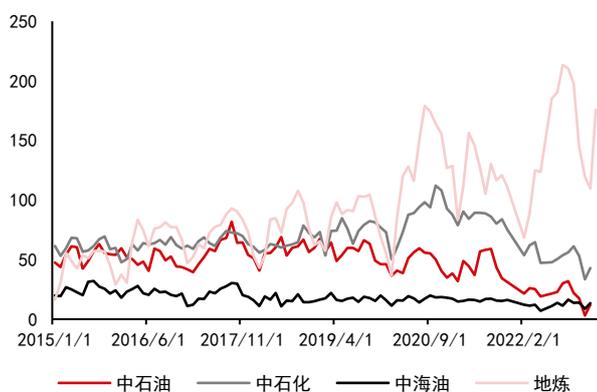
图 27： 沥青产量（3-4 为排产计划） 单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

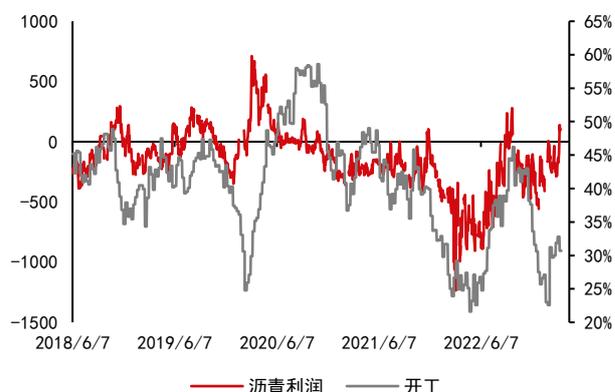
主营炼厂沥青供应提升幅度较小，地炼当前对市场影响力最大，利润驱动开工特点明显，高利润（沥青-燃料油价差高位）意味着未来地炼沥青产量将持续提升。

图 28： 沥青产量（分所属） 单位：万吨



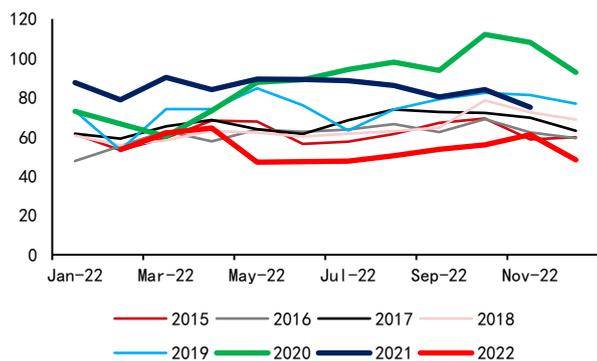
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 29： 沥青炼厂开工与利润（加工原油） 单位：元/吨



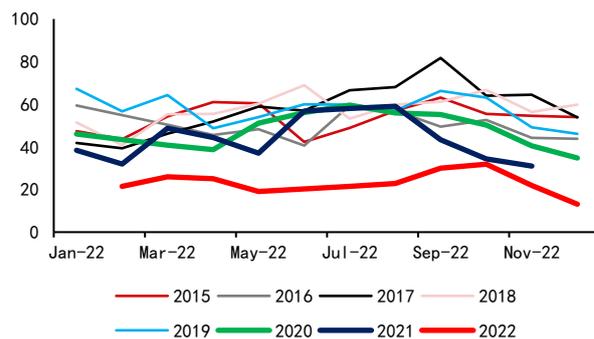
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 30： 中石化沥青产量 单位：万吨



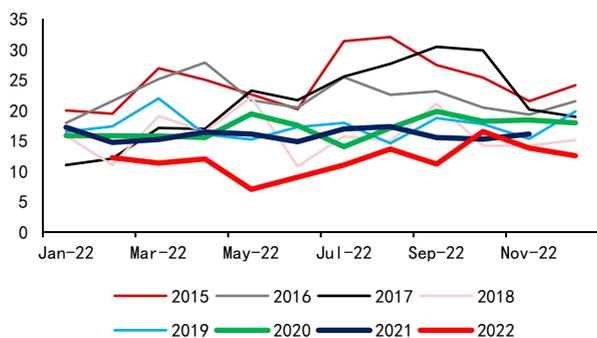
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 31： 中石油沥青产量 单位：万吨



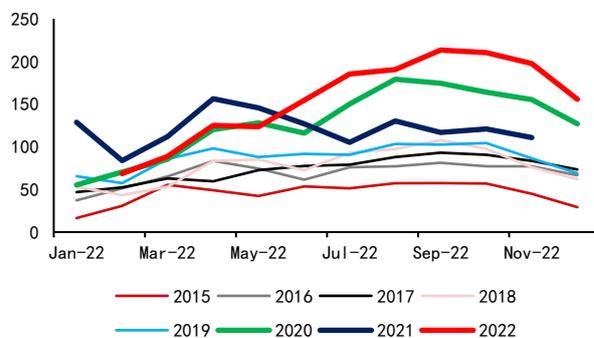
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 32： 中海油沥青产量 单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

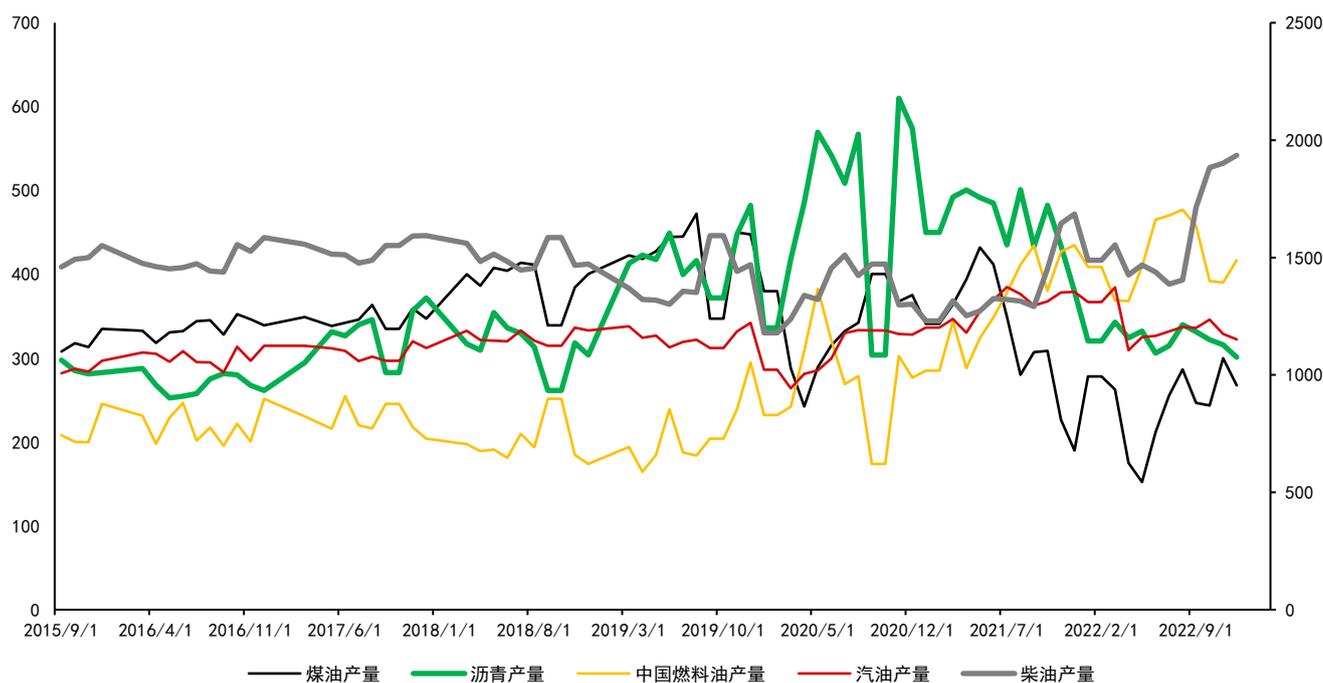
图 33： 地炼沥青产量 单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

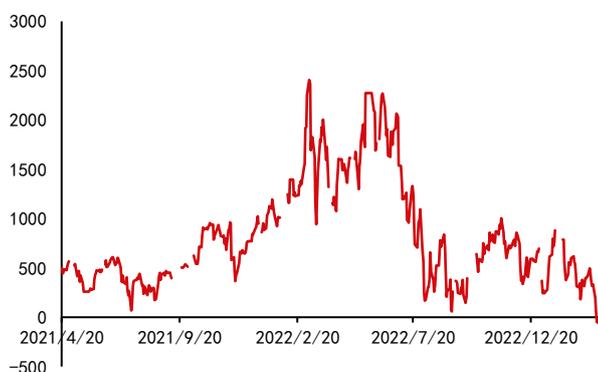
2022 年主营炼厂沥青生产积极性低，地炼增产市场份额大增至接近 70%，弥补了主营炼厂沥青产量不足的问题。一方面是因为 2022 年俄乌冲突导致成品油出口利润高位，焦化开工高位导致主营炼厂沥青产量低位；另一方面沥青调和低硫燃油分流了沥青供应。展望后市，随着柴油利润不断回落，焦化转产有望减少，叠加沥青调和低硫燃油利润较差，东北地区沥青供应有望释放到市场，主营炼厂沥青供应有望提升。

图 34： 中国各油品产量 单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 35： 东北沥青低硫燃油调和利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 36： 山东柴油-沥青 单位：元/吨

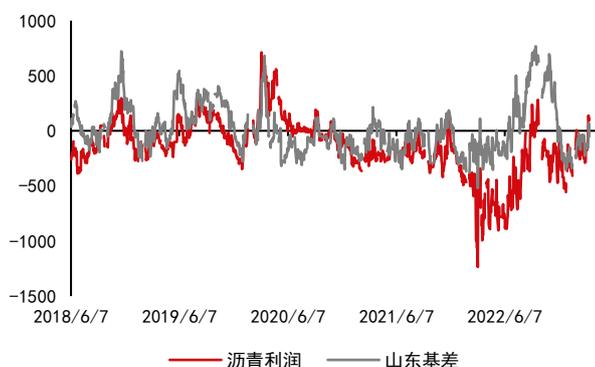


资料来源：Wind 中信期货研究所

2022 年沥青产量低位现货强势，基差长期处于高位。2023 年随着基差转负，叠加炼厂较高的加工利润，仓单开始小幅增加。

图 37： 沥青炼厂利润与基差

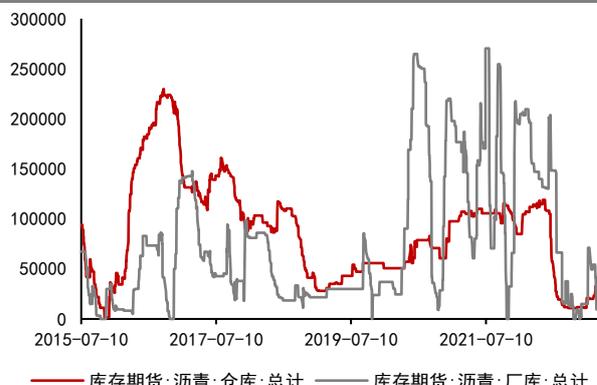
单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 38： 沥青期货仓单

单位：吨

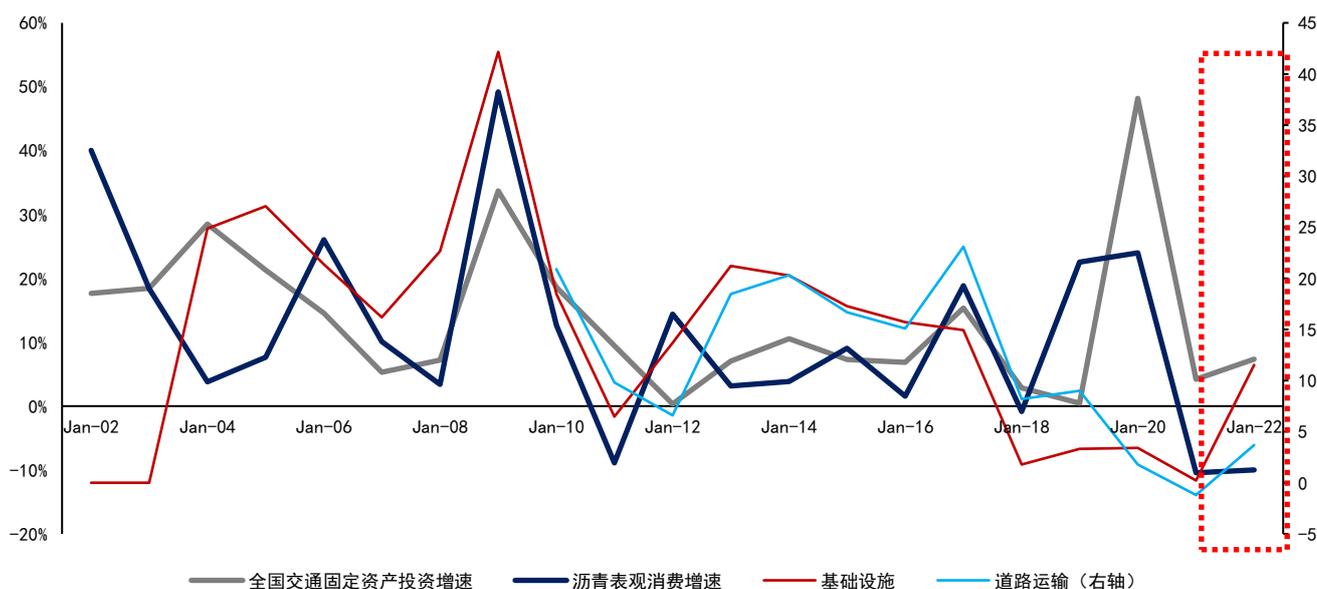


资料来源：Wind 中信期货研究所

仓单低位、基差高位，市场或存基差修复预期，但沥青供应端压力持续提升，现货价格持续承压。

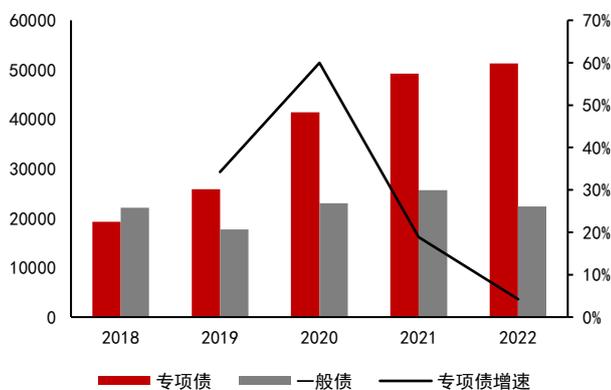
沥青价格高低是沥青需求增速的决定因素，交通固定资产投资增速是沥青需求增速的直接驱动，该投资增速水平受国内信用货币环境、房地产市场、专项债发行增速影响。历史上看，交通固定资产投资走平期间（维持 10% 增速）出现过沥青需求负增长的情景（2022 年交通固定资产投资 10% 正增长对应沥青需求 -10% 增长）。

图 39： 基建投资与沥青需求增速



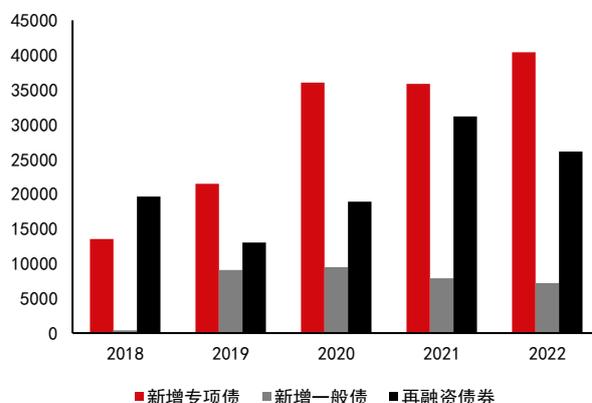
资料来源：公开资料 中信期货研究所

图 40： 地方债数量（按偿债来源） 单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 41： 地方债数量（按资金用途） 单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

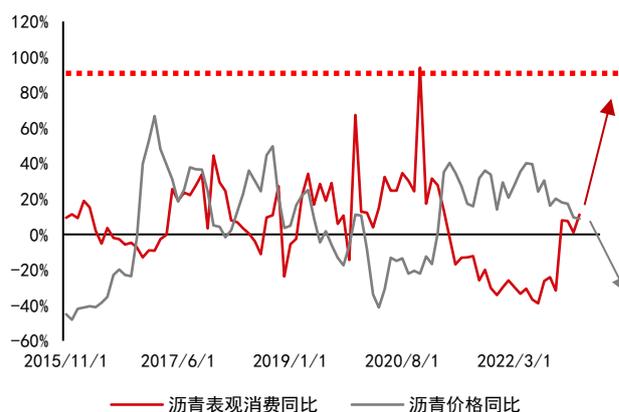
展望后市：宽货币宽信用环境下房地产市场企稳，2023 年专项债发行量有望创纪录高位但增速维持低位，交通固定资产投资有望维持 10%以上增速，现有沥青价格背景下（3900 元/吨，同比 2022 年均价 3915 持平），2023 年沥青需求增速大概率维持-10%增长，若要需求由负转正至+10%——需要沥青价格有较大程度下跌、专项债增速水平接近 2020 年（基数较大，2023 年出现概率较低）。10%增速远低于 2020 年沥青需求增速水平，意味着沥青需求若要出现较大程度增长，价格低位（远低于现有价格水平）是必要条件。

图 42： 沥青需求增速与投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 43： 沥青需求增速与价格同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

当前沥青期货价格/估值已全面接近或超过 2020 年水平。目前沥青裂解价差中等偏上、沥青与高硫燃油价差高位、沥青与低硫燃油价差高位、沥青与沥青混

凝土价差高位、沥青与螺纹钢价差高位，绝对价格高于 2020 年同期，估值反映强基建预期全面接近或超过 2020 年水平，估值溢价较高。

沥青裂解价差处于中等偏上水平，供应增量无忧；沥青-燃料油价差处于绝对高估水平、沥青-低硫燃油价差处于绝对高估水平，炼厂加工稀释沥青利润高位，东北沥青调和低硫燃油资源有望释放到市场增加沥青供应；沥青较螺纹钢、沥青混凝土价格偏高估，价格同比处于高位。

图 44： 沥青、螺纹钢和水泥价格 单位：元/吨



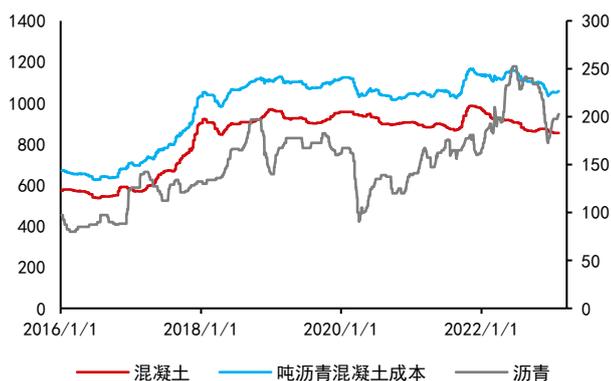
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 45： 沥青、螺纹钢和水泥价格同比



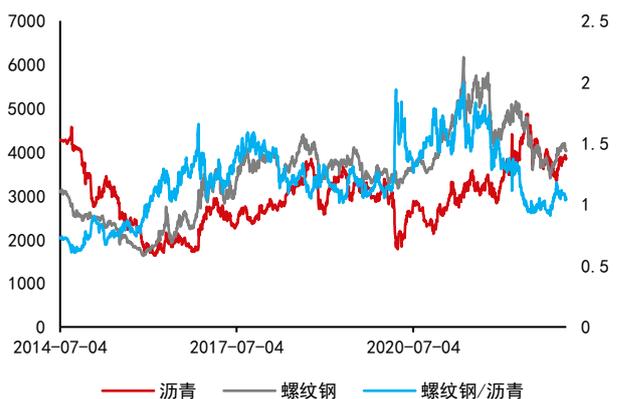
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 46： 沥青与混凝土现货价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 47： 沥青/螺纹钢期价



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826