

沥青期价逐步寻底

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

经济增速放缓，油价持续回落。重油贴水提升，沥青裂解价差或存一定支撑，供应端沥青产量不断兑现，需求端高价对沥青需求抑制作用明显，稀释沥青较高的贴水暗示炼厂高利润、沥青高供应兑现概率高，沥青期价逐步寻底。

摘要：

增产或者衰退将轻而易举击穿欧佩克+的油价政策底。短期 WTI75 美元/桶成为欧佩克+的油价政策底部位置，但随着欧洲对俄制裁兑现，美国沙特关系缓和带来的增产预期以及经济衰退兑现，该政策底将被轻而易举击穿。

重油贴水上调，沥青裂解价差恐被稀释沥青拖累。随着美国战略储备原油抛储进入尾声、欧佩克+暂不增产情况下重质原油贴水上移，BD 价差或将走弱，对沥青裂解价差带来一定支撑，但高硫燃油影响下的稀释沥青大幅贴水将对沥青裂解价差造成显著拖累。

高利润高供应低需求沥青累库预期强化。高硫燃油裂解价差暴跌拖累下，稀释沥青贴水较高，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较悲观，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。

策略建议：

多高硫燃油空沥青

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、加息抑制通胀，能源价格持续回落	4
二、重油贴水上调，沥青裂解价差恐被稀释沥青拖累	7
三、高利润高供应低需求沥青累库预期强化	10
免责声明	18

图目录

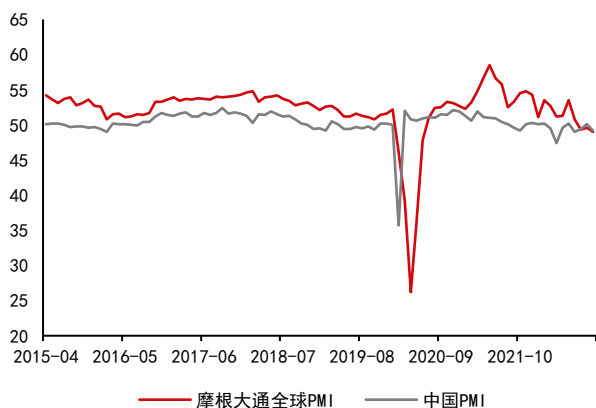
图 1:	全球 PMI 与中国 PMI	4
图 2:	中美 M2-GDP	单位: % 4
图 3:	美国经济动能	4
图 4:	美国销售总额同比-库存总额同比	4
图 5:	美国 PPI 与油价同比	单位: % 5
图 6:	美国 PMI 与油价同比	单位: % 5
图 7:	美国利率与美债价差	单位: % 5
图 8:	美国通胀与利率	单位: % 5
图 9:	真实利率与通胀预期	单位: % 6
图 10:	美债利差与油价	单位: 美元/桶 6
图 11:	油价与联邦基金利率	单位: % 6
图 12:	美国商业原油库存与油价	单位: 千桶, 美元/桶 6
图 13:	全球油品平衡	单位: 百万桶/天 7
图 14:	EIA 预估 WTI 油价	单位: 美元/桶 7
图 15:	高硫燃油裂解价差对稀释沥青贴水的影响	7
图 16:	新加坡各油品裂解价差	单位: 美元/桶 8
图 17:	高硫燃油与沥青裂解价差	单位: 美元/桶 8
图 18:	沙特原油出口贴水与 BD 价差	单位: 美元/桶 9
图 19:	Mars 贴水与 BD 价差	单位: 美元/桶 9
图 20:	美国战略石油储备与美湾重油贴水	单位: 美元/桶, 千桶 9
图 21:	高硫燃油和沥青裂解价差	单位: 美元/桶 10
图 22:	沥青-燃油期价	单位: 元/吨 10
图 23:	沥青炼厂开工率	10
图 24:	沥青产量	单位: 万吨 10
图 25:	沥青产量（分所属）	单位: 万吨 11
图 26:	沥青炼厂开工与利润	单位: 美元/桶 11
图 27:	中石化沥青产量	单位: 万吨 11
图 28:	中石油沥青产量	单位: 万吨 11
图 29:	中海油沥青产量	单位: 万吨 11
图 30:	地炼沥青产量	单位: 万吨 11
图 31:	中国各油品产量	单位: 万吨 12

图 32:	东北沥青低硫燃油调和利润	单位: 元/吨.....	12
图 33:	山东柴油-沥青	单位: 元/吨.....	12
图 34:	沥青炼厂利润与基差	单位: 元/吨.....	13
图 35:	沥青期货仓单	单位: 吨.....	13
图 36:	固定资产投资	单位: %.....	13
图 37:	GDP 与固定资产投资	单位: %.....	13
图 38:	沥青表观消费量与价格同比	单位: 万吨.....	14
图 39:	沥青表观消费量同比与价格同比.....		14
图 40:	交通固定资产投资公路	单位: 万元.....	14
图 41:	沥青表观消费量同比与公路投资同比.....		14
图 42:	物流业景气指数业务总量.....		14
图 43:	电商物流指数同比.....		14
图 44:	吨沥青混凝土成本	单位: 元/吨.....	15
图 45:	沥青与螺纹钢价格	单位: 元/吨.....	15
图 46:	沥青出货量（分所属）	单位: 万吨.....	15
图 47:	沥青出货量（分地区）	单位: 万吨.....	15
图 48:	沥青消费量预估（统计局）	单位: 万吨.....	17
图 49:	县县通高速年度目标.....		17
图 50:	沥青年度平衡（统计局）	单位: 万吨.....	16
图 51:	沥青炼厂库存	单位: 万吨.....	17
图 52:	沥青社会库存	单位: 万吨.....	17
图 53:	沥青价格预估	单位: 美元/桶, 元/吨.....	17
图 54:	沥青裂解价差预估	单位: 美元/桶, 元/吨.....	17

一、加息抑制通胀，能源价格持续回落

增产或者衰退将轻而易举击穿欧佩克+的油价政策底。2022 年 12 月 5 日起欧洲对俄罗斯原油的海上运输制裁生效，2023 年 2 月 5 日起对俄罗斯石油产品的海上运输制裁生效。若以不高于联盟规定的价格上限购买俄罗斯海运石油，则不适用该运输服务禁令。欧盟对俄罗斯海上石油进口实施禁运生效之后，俄罗斯石油供应量或将暴跌逾 100 万桶/日。明年 2 月，由于欧盟实施燃料禁运，石油供应量或将额外损失 100 万桶/日，制裁生效叠加欧佩克+减产，短期 WTI 75 美元/桶成为欧佩克+的油价政策底部位置，但随着欧洲对俄制裁兑现，美国沙特关系缓和带来的增产预期以及经济衰退兑现，该政策底将被轻而易举击穿。

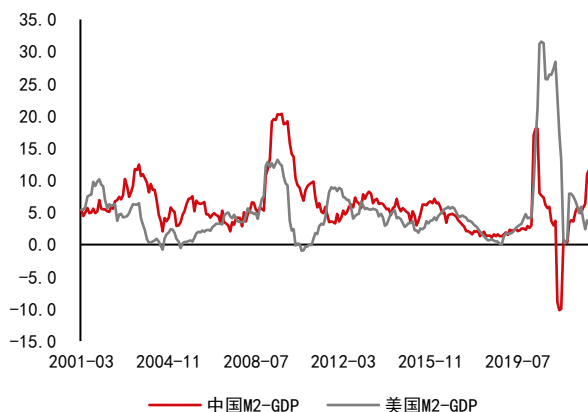
图 1：全球 PMI 与中国 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

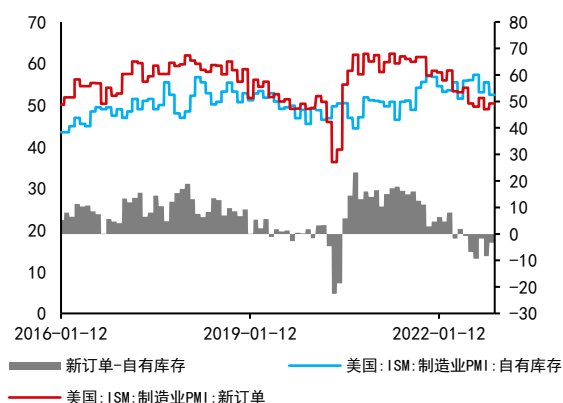
图 2：中美 M2-GDP

单位：%



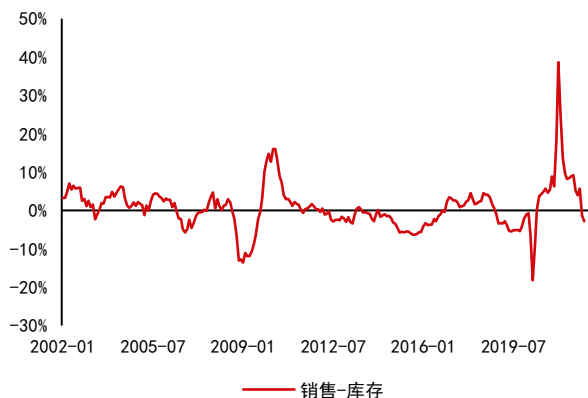
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 3：美国经济动能



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 4：美国销售总额同比-库存总额同比

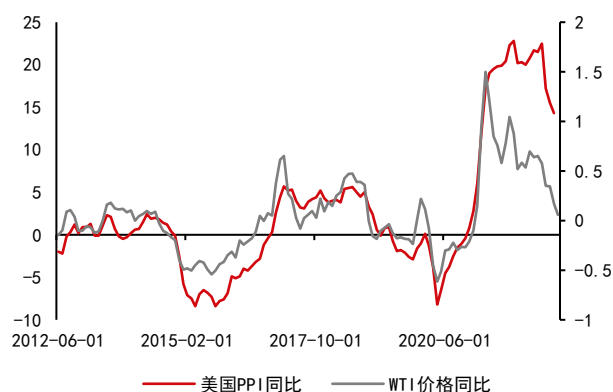


资料来源：Wind 中信期货研究所

PMI 持续回落，全球经济增速放缓，对应原油需求不断回落，价格承压回落。

图 5：美国 PPI 与油价同比

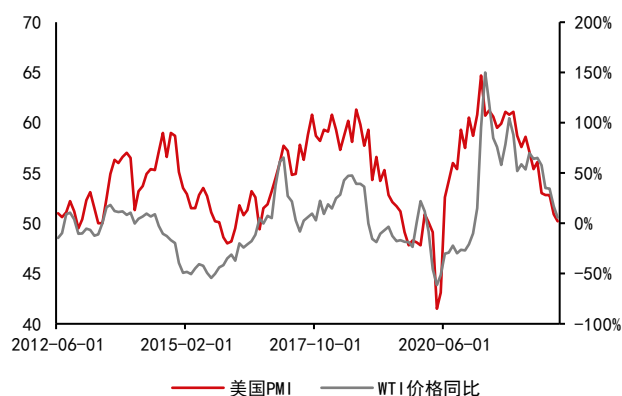
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 6：美国 PMI 与油价同比

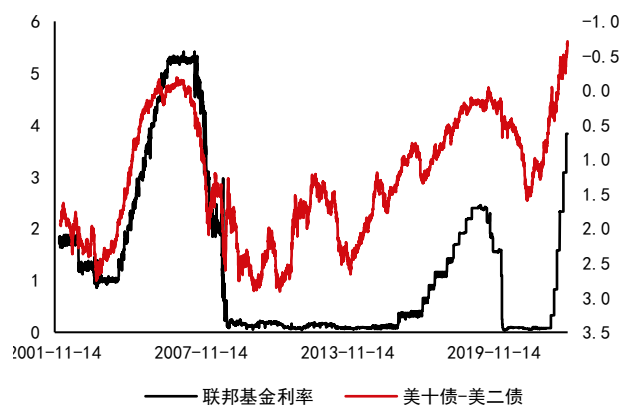
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 7：美国利率与美债价差

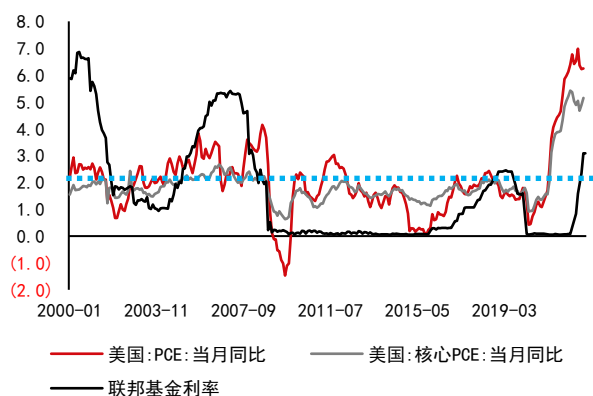
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8：美国通胀与利率

单位：%

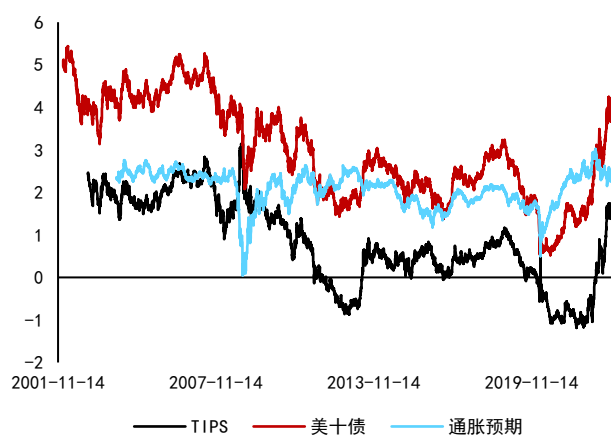


资料来源：Wind 中信期货研究所

鉴于当前通胀水平远高于平均 2% 的目标，以及美联储决心通过加息将通胀恢复至 2% 的目标，加息抑制通胀仍然是明年的政策方向。本轮油价与通胀预期高度相关，原油等能源品种上涨对通胀预期的拉动明显，在供应端不出现超预期地缘冲突的背景下，加息将带动油价、通胀预期持续回落，美十债-二债价差不断收窄或暗示了需要进一步的加息来抑制通胀，但收益率倒挂恐引发衰退。

图 9：真实利率与通胀预期

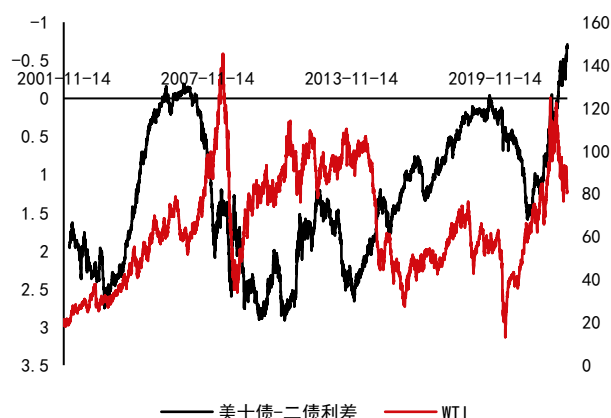
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10：美债利差与油价

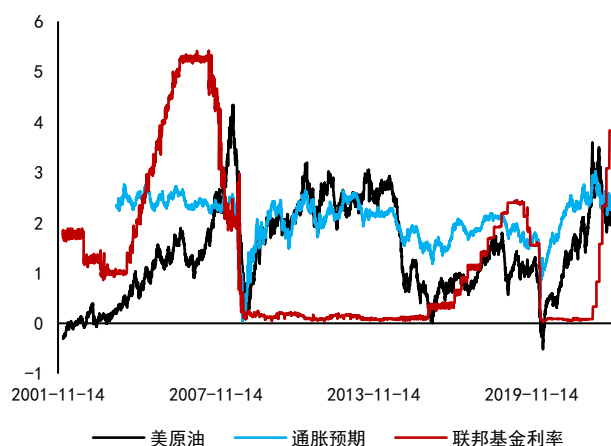
单位：美元/桶



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 11：油价与联邦基金利率

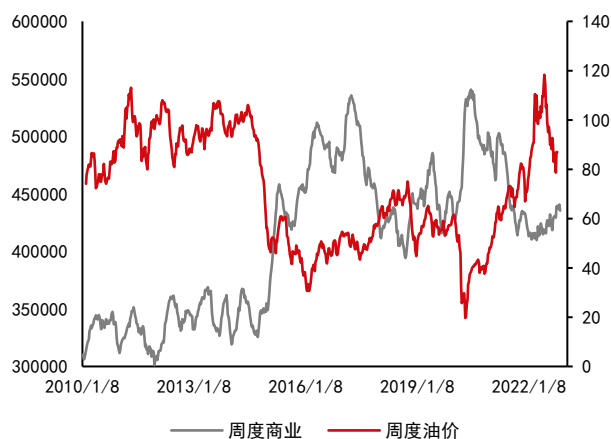
单位：%



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

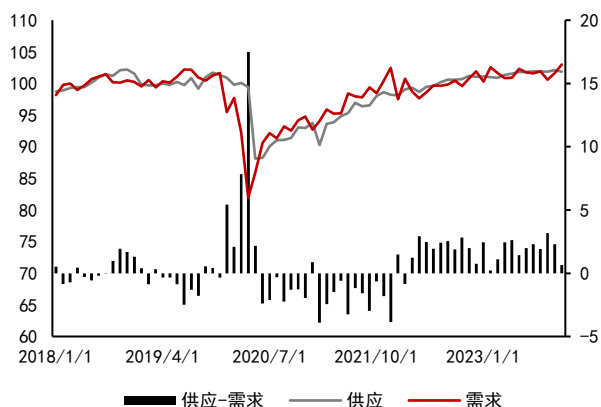


资料来源：Wind 中信期货研究所

从全球油品供需平衡来看，供应增加需求回落累库趋势驱动欧佩克+主动减产，叠加对俄原油制裁禁令生效，短期对油价或带来支撑，但中长期需要警惕沙特与美国关系缓和的原油增产预期以及衰退情景对油价带来的持续性压力。

图 13： 全球油品平衡

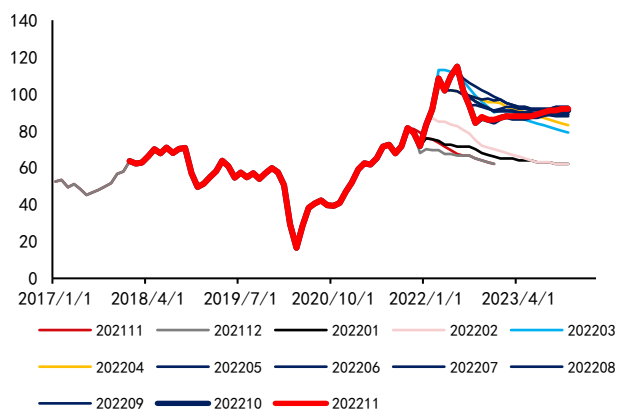
单位：百万桶/天



资料来源：EIA 中信期货研究所

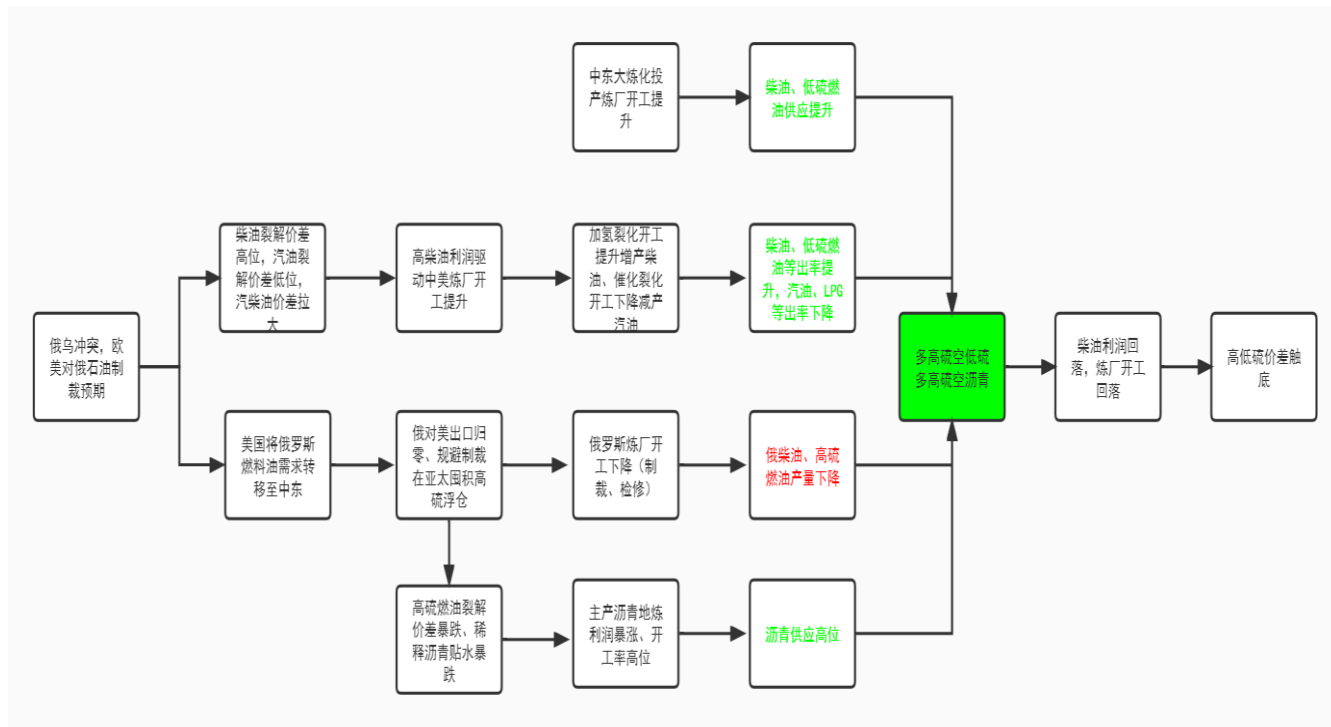
图 14： EIA 预估 WTI 油价

单位：美元/桶



资料来源：EIA 中信期货研究所

图 15： 高硫燃油裂解价差对稀释沥青贴水的影响



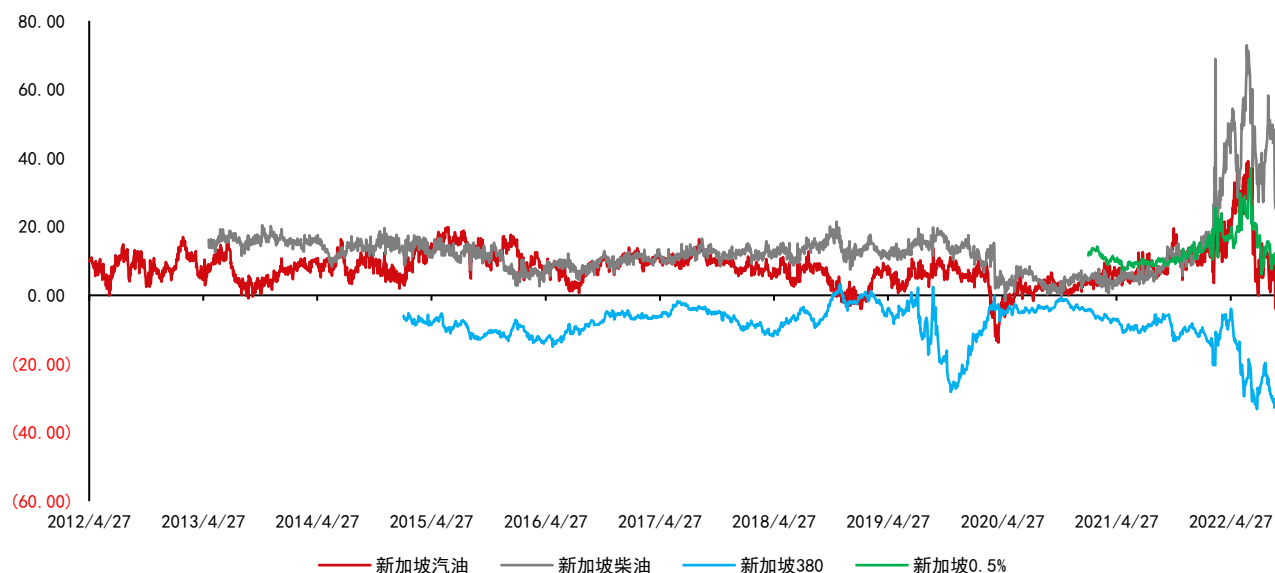
资料来源：中信期货研究所

二、重油贴水上调，沥青裂解价差恐被稀释沥青拖累

重油贴水上调，沥青裂解价差恐被稀释沥青拖累。随着美国战略储备原油抛储进入尾声、欧佩克+暂不增产情况下重质原油贴水上移，BD 价差或将走弱，对

沥青裂解价差带来一定支撑，但高硫燃油影响下的稀释沥青大幅贴水将对沥青裂解价差造成显著拖累。

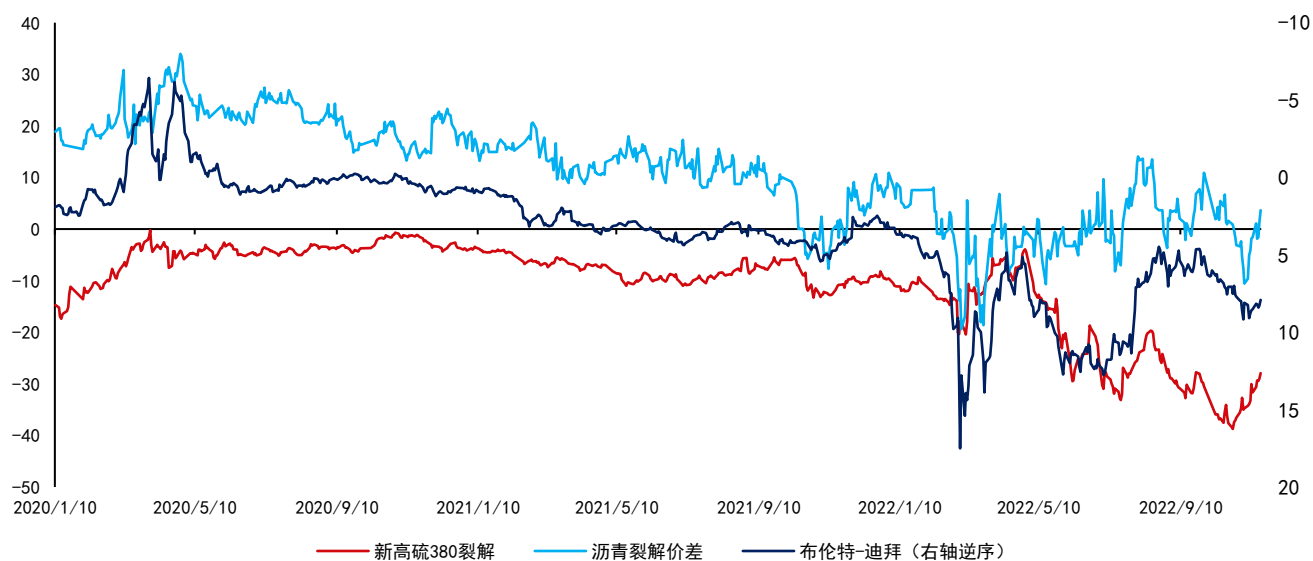
图 16： 新加坡各油品裂解价差 单位：美元/桶



资料来源：彭博 中信期货研究所

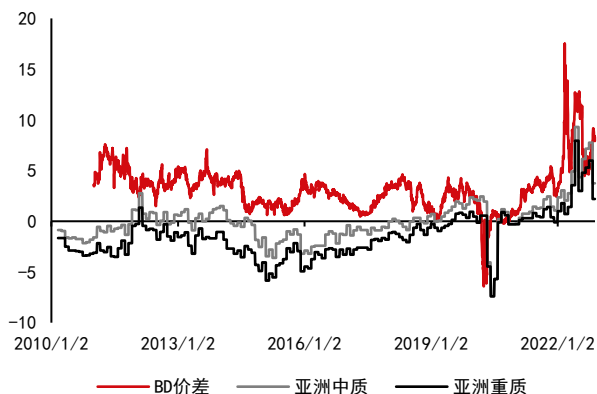
随着需求走弱，沙特持续下调至亚洲中重质原油出口贴水，欧佩克+减产以及欧洲对俄制裁生效对中东原油需求提振，对迪拜原油带来支撑驱动 BD 价差持续回落，BD 价差或持续走弱，重质原油贴水持续上行，沥青裂解价差或存一定支撑。

图 17： 高硫燃油与沥青裂解价差 单位：美元/桶



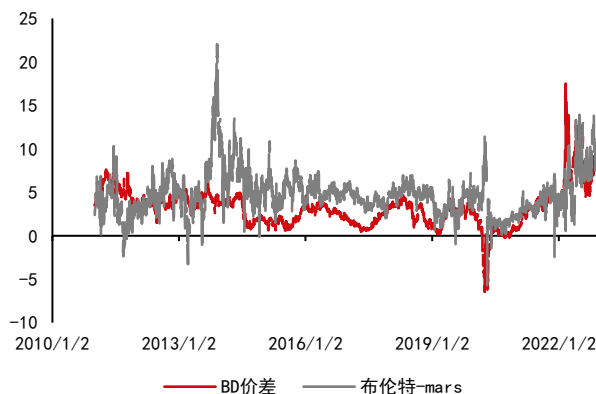
资料来源：彭博 中信期货研究所

图 18： 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

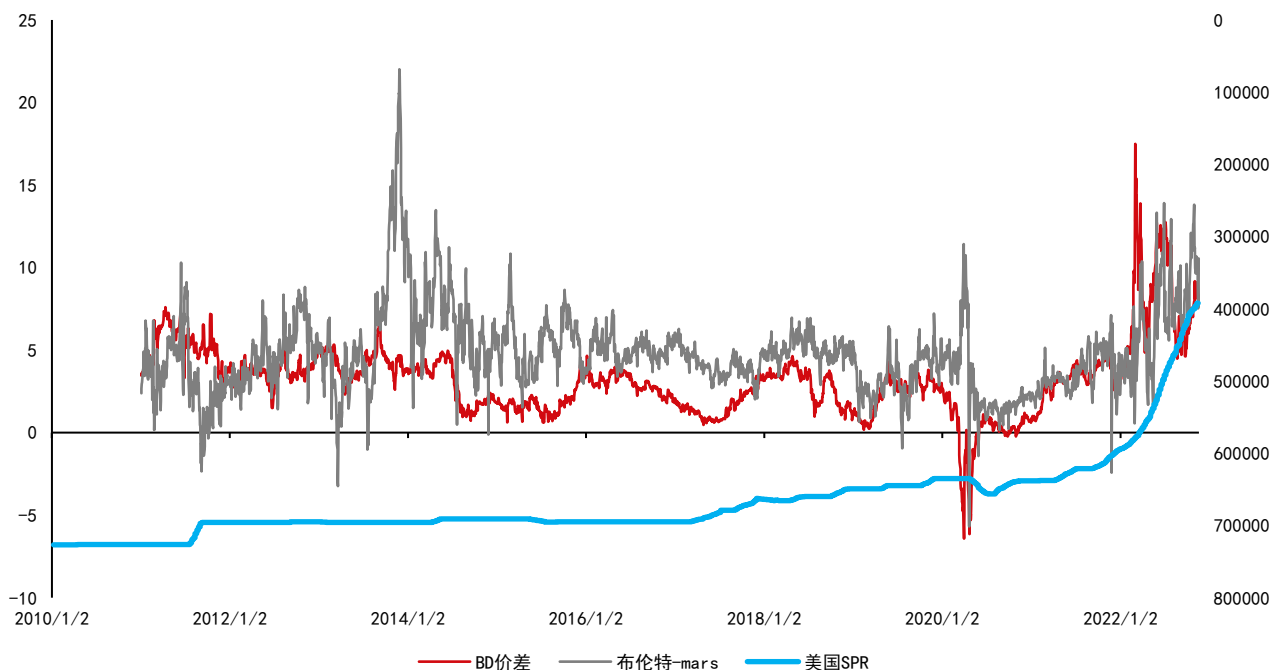
图 19： Mars 贴水与 BD 价差 单位：美元/桶



资料来源：彭博 中信期货研究所

原油需求走弱，沙特持续下调出口至亚洲石油官方售价贴水，但欧佩克+原油减产对中质含硫原油带来额外支撑，BD 价差与贴水持续回落。

图 20： 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

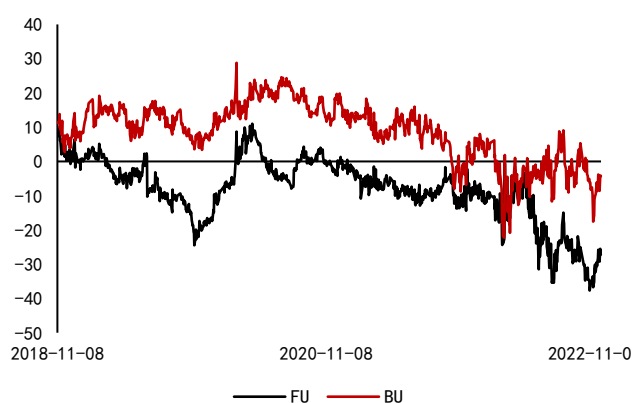
2021 年以来，美国持续释放战略石油储备（重质原油为主），重油市场持续承压，布伦特-mars 价差不断走强。随着美国战略石油储备临近尾声，重油市场的压力缓解，布伦特-mars 价差有望触顶回落，一旦美国开始收储，重油的走强

程度或超预期。总结全球角度看，欧佩克+减产、全球原油需求转弱拖累基准原油价格、美国 SPR 抛储接近尾声以及未来可能的收储均对沥青裂解价差带来支撑。

三、高利润高供应低需求沥青累库预期强化

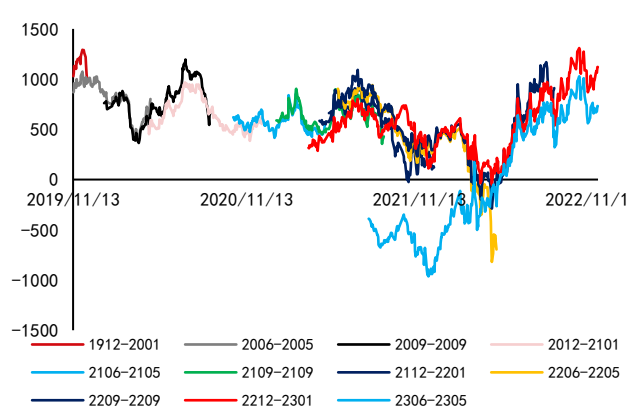
高利润高供应低需求沥青累库预期强化。高硫燃油裂解价差暴跌拖累下，稀释沥青贴水较高，沥青炼厂利润高位，产量兑现概率较高；沥青需求环比改善但高价对需求抑制作用明显。展望 2023 年交通固定资产投资企稳但沥青需求需要价格大跌后才有明显改善，供应产能产量充足，沥青期价或逐步寻底。

图 21： 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

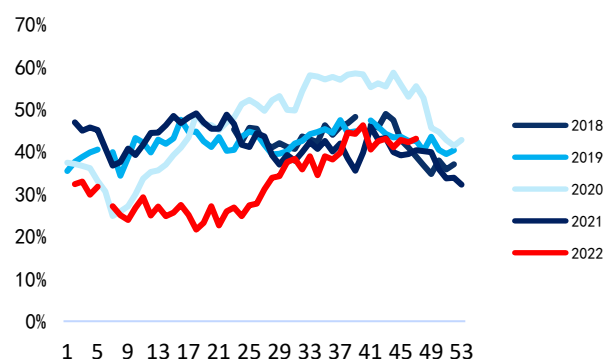
图 22： 沥青-燃油期价 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

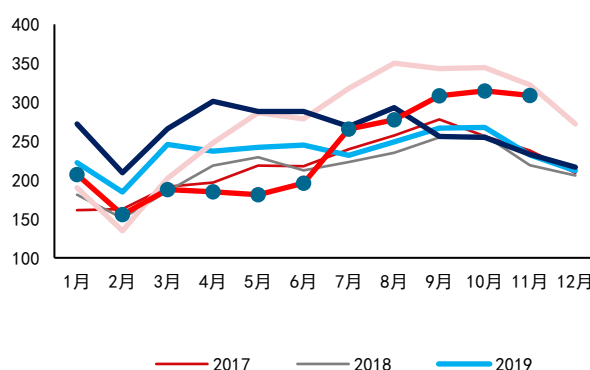
高硫燃油裂解价差暴跌驱动稀释沥青贴水大跌，沥青-高硫燃油价差扩大暗示沥青加工稀释沥青利润处于相对高位。

图 23： 沥青炼厂开工率



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 24： 沥青产量 单位：万吨

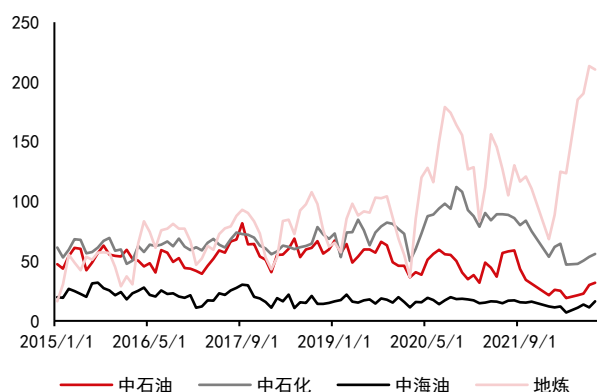


资料来源：隆众 中信期货研究所

下半年尽管炼厂开工提升幅度不大，但是产量持续增长，接近 2020 年同期水平，高利润驱动下沥青产量得到兑现。

图 25： 沥青产量（分所属）

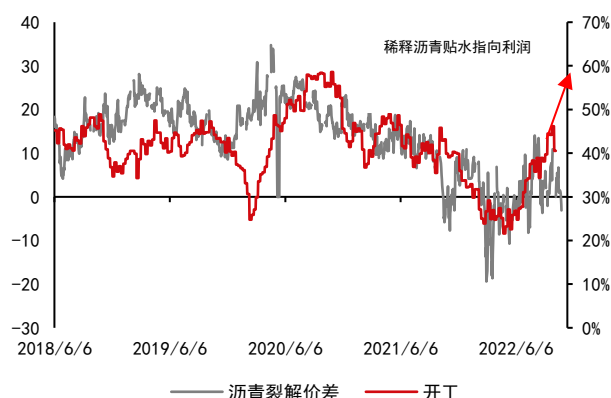
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 26： 沥青炼厂开工与利润

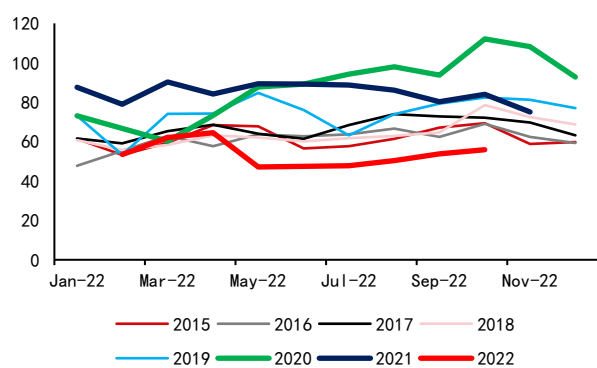
单位：美元/桶



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 27： 中石化沥青产量

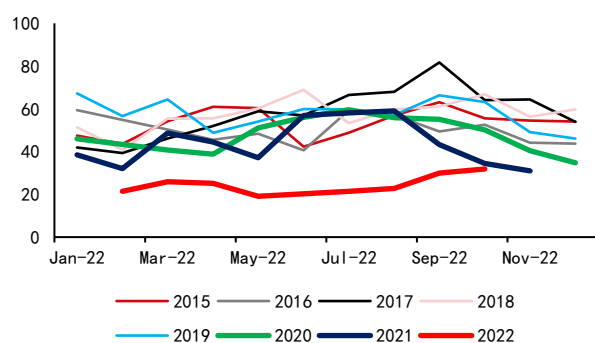
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 28： 中石油沥青产量

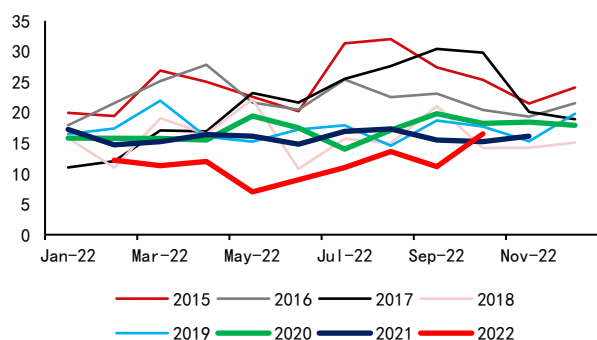
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 29： 中海油沥青产量

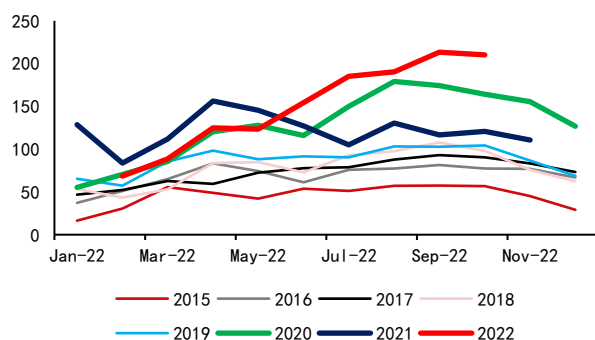
单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 30： 地炼沥青产量

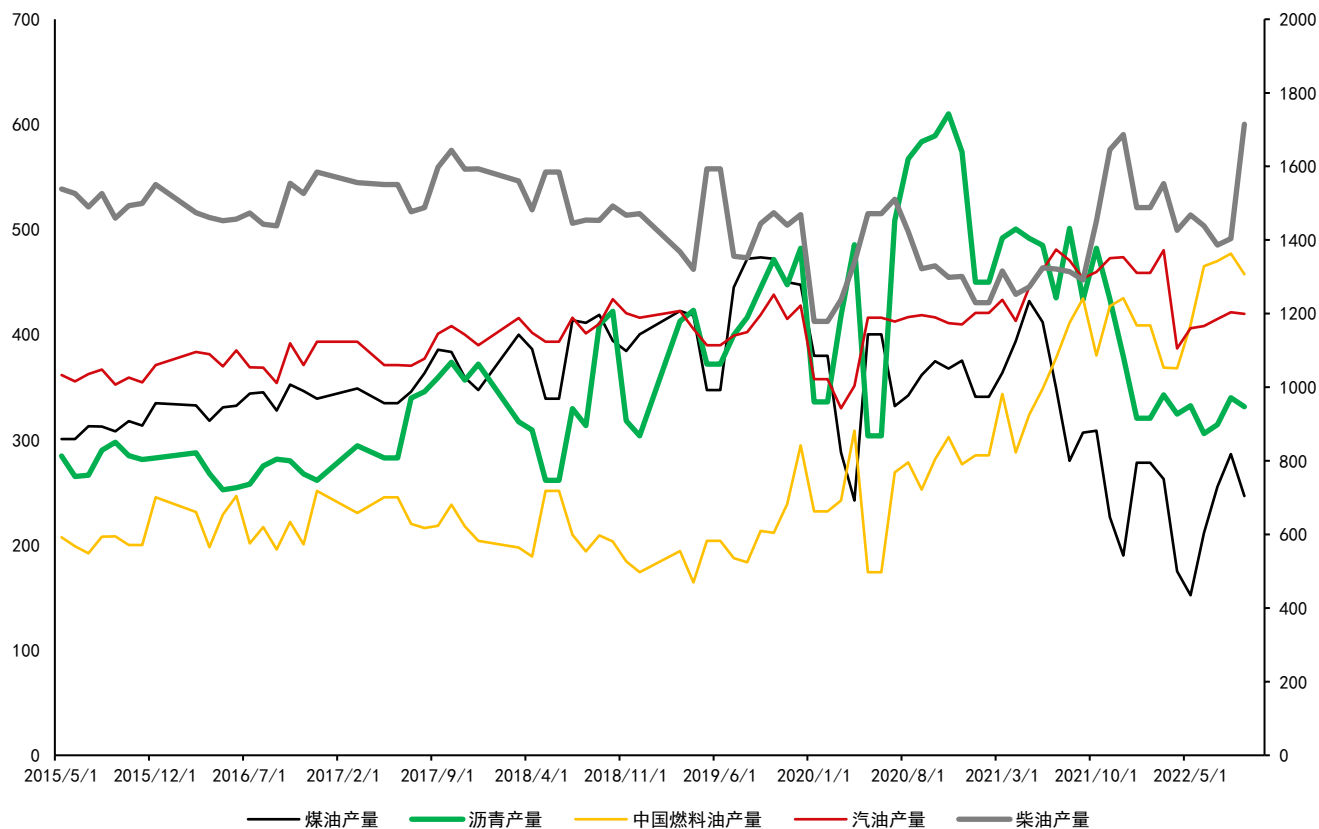
单位：万吨



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。地炼加工原料转换为稀释沥青后，下半年稀释沥青贴水暴跌，沥青炼厂利润大增，驱动其产量持续增长。

图 31： 中国各油品产量 单位：万吨



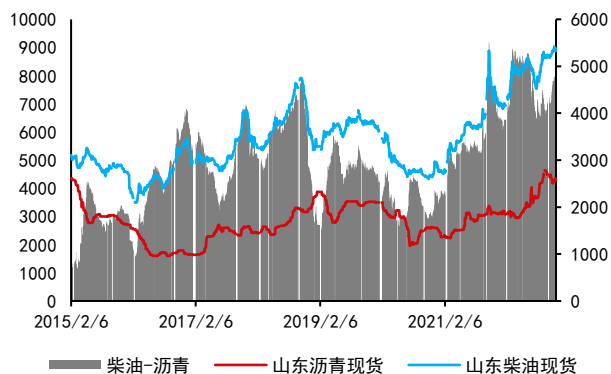
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 32： 东北沥青低硫燃油调和利润 单位：元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 33： 山东柴油-沥青 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

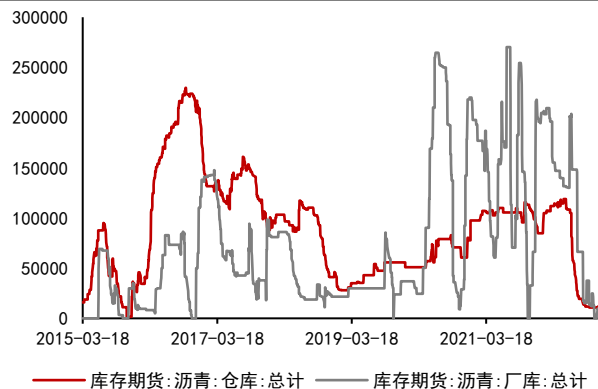
2022 年焦化转产柴油、低硫燃油调和造成沥青产量一定的分流，或是主营炼厂沥青产量低位的原因。随着低硫燃油调和利润回落、柴油需求回落，主营炼厂的沥青产量或有回归预期。

图 34： 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 35： 沥青期货仓单 单位：吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

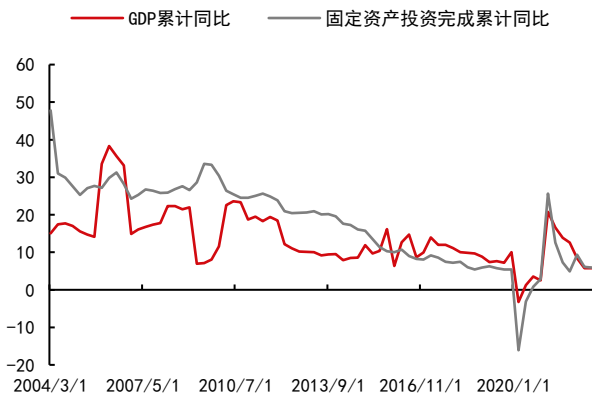
仓单低位、基差高位，市场或存基差修复预期，但沥青供应端压力持续提升，现货价格持续承压。

图 36： 固定资产投资 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 37： GDP 与固定资产投资 单位：%

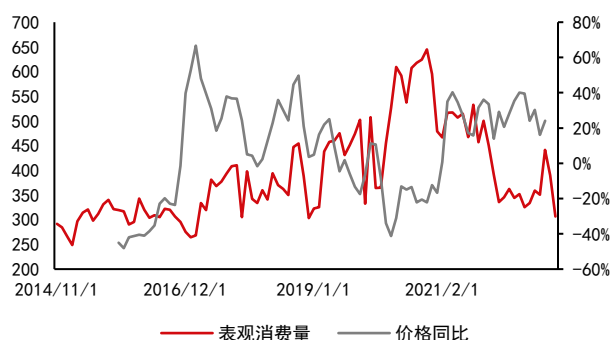


资料来源：Wind 中信期货研究所

2022 年底，随着固定资产投资：道路运输业触底企稳，沥青需求有望触底企稳。

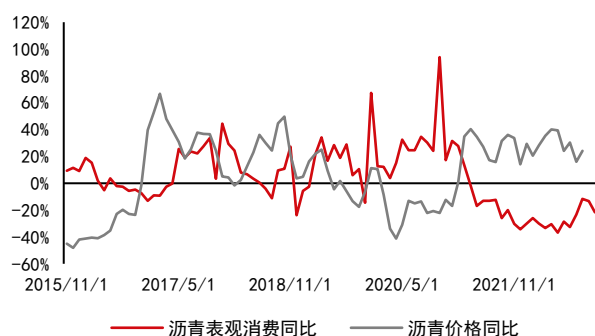
沥青价格需求弹性高，沥青价格高位将压制沥青需求。现阶段沥青价格对下游终端需求的压制作用显现，需求持续承压。

图 38： 沥青表观消费量与价格同比 单位：万吨



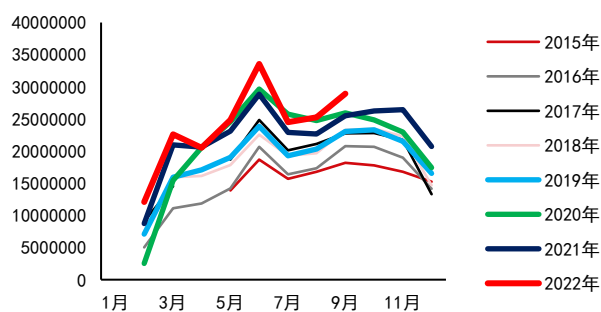
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 39： 沥青表观消费量同比与价格同比



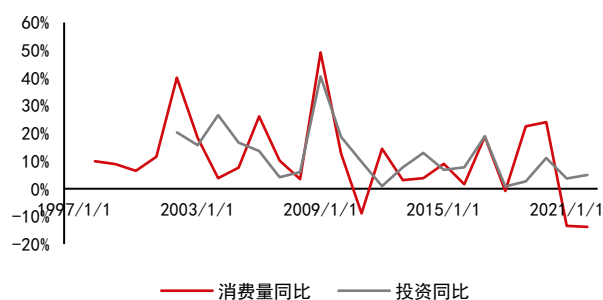
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 40： 交通固定资产投资公路 单位：万元



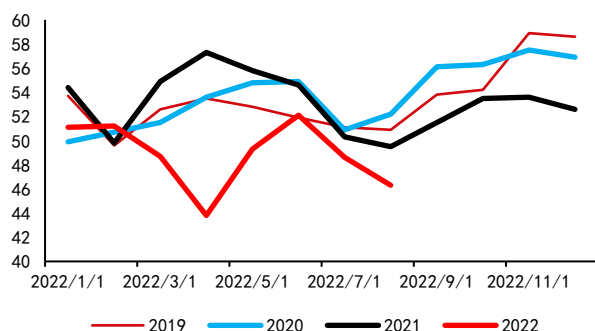
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 41： 沥青表观消费量同比与公路投资同比



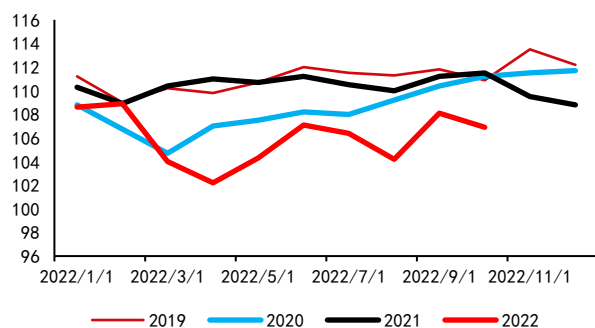
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 42： 物流业景气指数业务总量



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 43： 电商物流指数同比



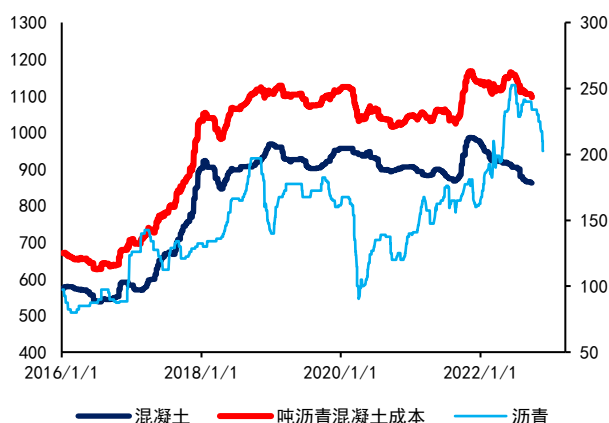
资料来源：Wind 中信期货研究所

2022 年交通固定资产投资公路同比去年实现正增长，但截至到 9 月，2022 年

1-9 月沥青表观消费量较去年同期下降 31%，公路投资与表观消费量变动出现明显分化。疫情影响下国内物流业景气指数大幅低于往年同期，对收费公路收入带来较大影响。

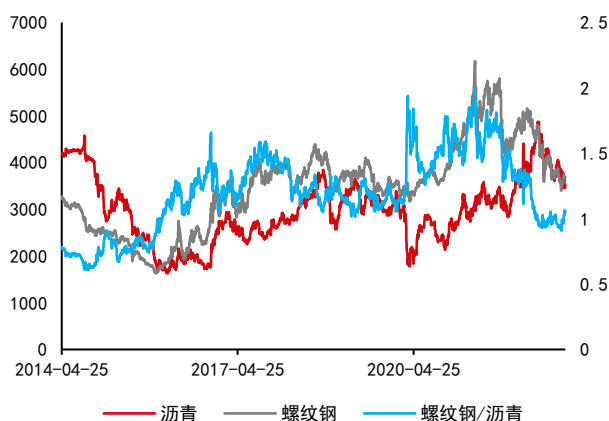
沥青与螺纹钢混凝土互为互补品。以公路建设的沥青混凝土为例，我们假设吨沥青混凝土中沥青成本占比约 5%，混凝土成本占比约为 95%，混凝土的价格将对沥青价格上涨空间带来一定的制约。螺纹钢与沥青同属基建需求品种，价格有一定的相关性，同向变动概率较大，当前沥青价格受俄乌局势紧张推动的原油价格成本支撑处于高位，螺纹钢与沥青比值持续回落，这或将限制沥青价格进一步的上涨空间。

图 44： 吨沥青混凝土成本 单位：元/吨



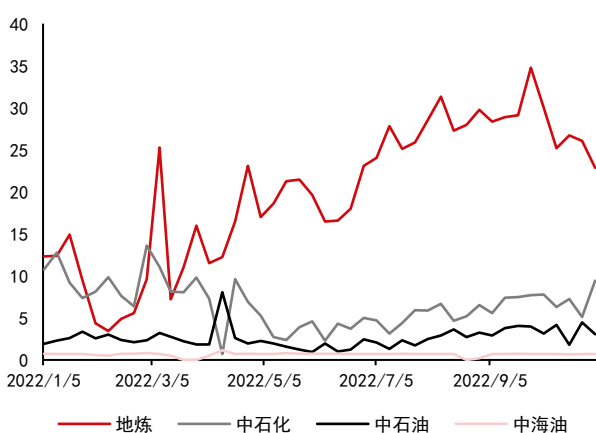
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 45： 沥青与螺纹钢价格 单位：元/吨



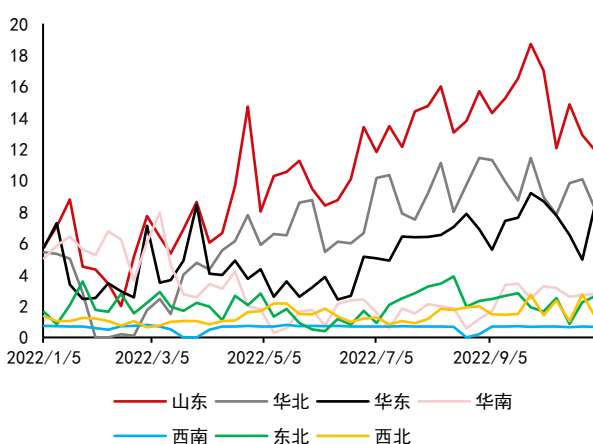
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 46： 沥青出货量（分所属） 单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 47： 沥青出货量（分地区） 单位：万吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

今年以来，国家先后印发了《国家公路网规划》《关于加快建设国家综合立体交通网主骨架的意见》等文件，加快推进交通基础设施建设。与此同时，各地也陆续出台了交通运输行业“十四五”规划及国民经济相关规划，明确了公路交通方面的建设任务及发展规划，其中实现“县县通高速”、提高“县县通高速”比例，成为不少未达成目标省份的发力方向之一。

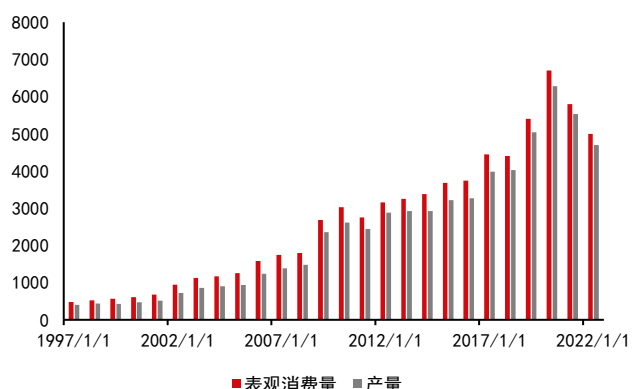
目前全国共有 18 个省份实现“县县通高速”目标，其中东部地区占 11 席（北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南，已全部实现目标），中部地区占 4 席（安徽、江西、湖北、湖南），西部地区占 3 席（贵州、陕西、宁夏）。全国仍有 13 个省份未实现“县县通高速”目标，其中 4 个位于中部地区，9 个位于西部地区（新疆生产建设兵团、香港、澳门、台湾未计入统计），占未实现目标省份的 70%。一方面，是因为这些省份县级行政区数量较多，比如四川、云南等省份；另一方面，是由于不少省份地广人稀，比如新疆、西藏、青海、甘肃、内蒙古等省份。因而实现“县县通高速”难度较大。值得注意的是，随着国家交通基础设施建设力度的不断加大，特别是建设重点逐步向西部地区倾斜，有不少省份的“县县通高速”目标达成时间逐渐清晰。今年底，广西、重庆实现“县县通高速”目标后，全国达成此项目标的省份将达到 20 个。

图 48： 沥青年度平衡（统计局） 单位：万吨

日期	产量	进口	出口	表观消费量
2022	4700.00	320.83	55.27	5000.00
2021	5533.00	320.83	55.27	5799.00
2020	6279.60	476.42	56.74	6699.28
2019	5039.10	428.39	65.62	5401.87
2018	4025.30	460.32	77.50	4408.12
2017	3980.00	503.87	38.55	4445.32
2016	3264.90	495.14	20.41	3739.63
2015	3216.52	470.59	28.69	3681.95
2014	2926.92	451.63	21.34	3376.85
2013	2920.46	332.10	16.87	3252.23
2012	2880.20	273.16	9.57	3152.67
2011	2440.00	319.01	23.85	2755.92
2010	2617.87	409.89	14.98	3025.37
2009	2354.41	333.44	8.17	2685.61
2008	1477.59	322.78	1.59	1800.13
2007	1384.42	356.24	0.71	1740.59
2006	1238.07	343.08	1.45	1580.90
2005	936.04	318.04	3.81	1253.99
2004	902.61	262.25	19.97	1164.77
2003	861.31	261.10	10.19	1122.35
2002	722.80	227.39	10.27	948.07
2001	516.10	163.07	16.01	677.01

资料来源：Wind 中信期货研究所

图 49： 沥青消费量预估（统计局） 单位：万吨



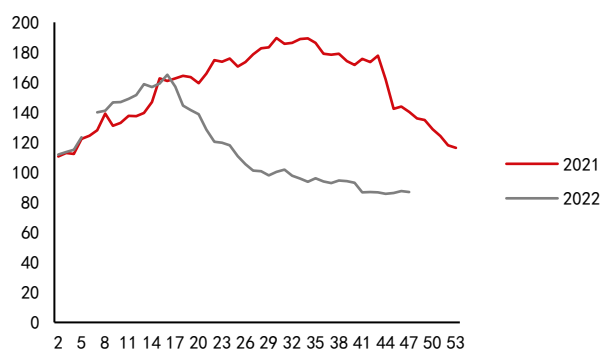
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 50： 县县通高速年度目标

2005	天津				
2008	北京				
2010	上海				
2014	辽宁	江西			
2015	江苏	福建	广东	贵州	
2016	宁夏				
2019	山东				
2020	浙江	陕西	湖北	湖南	海南
2021	安徽				
2022	河北	广西	重庆		
2023	河南				
2024					
2025	山西	吉林	云南	甘肃	新疆

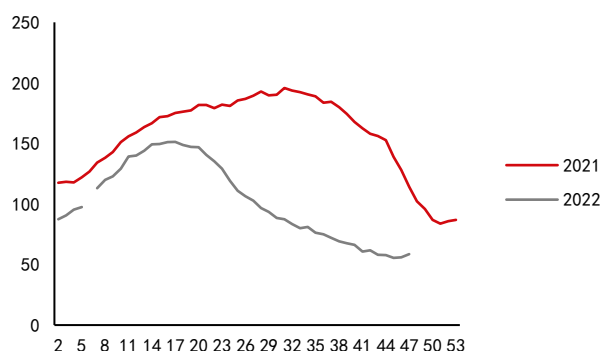
资料来源：中国公路 中信期货研究所

图 51： 沥青炼厂库存 单位：万吨



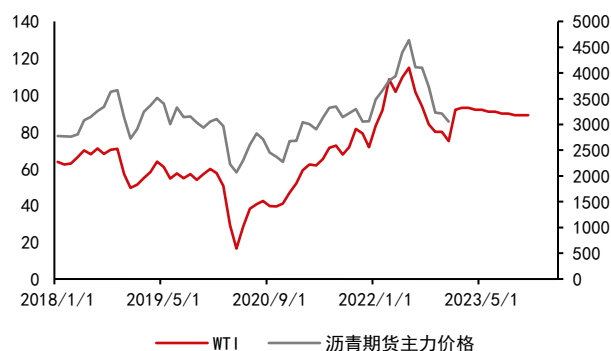
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 52： 沥青社会库存 单位：万吨



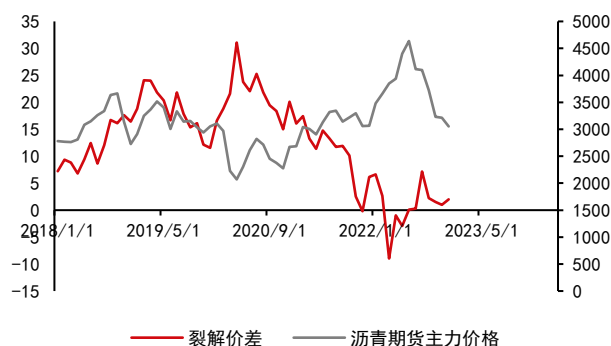
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 53： 沥青价格预估 单位：美元/桶，元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 54： 沥青裂解价差预估 单位：美元/桶，元/吨



资料来源：隆众 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