



FUTURE

## 光期研究：区域化债对于沥青实际需求影响几何？

### 光大期货研究所

#### 能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油

分析师：杜冰沁

品种：原油、天然气、  
燃料油、沥青、  
航运

分析师：邱艺琳

品种：PTA、MEG、  
天然橡胶、  
20号胶

分析师：彭海波

品种：甲醇、PE、  
PP、PVC

撰写人：杜冰沁

撰写日期：2024/4/3

- ◆ 自2023年7月中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”以来，地方政府化债持续落地推进中。从投资领域来看，包括地方高速公路项目在内的传统基建领域受影响最为明显。
- ◆ 在化债背景之下，12个重点省份的经济增长和固定资产投资受到了一定限制，尤其固定资产投资受到了明显拖累。2024年，12个省份中多数省份均下调或维持经济增长和固投增速目标，预计今年这些省份的基建投资将继续受限。
- ◆ 具体计算来看，今年12个省份固投增速预计下滑8个百分点，预计对全国固定资产投资拖累1.5个百分点。按照固投增速简单线性估算，假设今年12省份基建投资增速下滑8-12个百分点，那么预计对全国基建投资增速拖累2.4-3.6个百分点。今年12个重点省市完成投资目标仍有一定压力。
- ◆ 传统基建中道路运输业占比约为20%，根据我们前面的测算，预计今年道路运输投资增速或下降10-15%的水平。尽管从“十四五”完成进度来看，吉林、广西、甘肃和青海的新增高速公路里程目标余量均超过50%，但是这几个省份均位于12个重化债点省份之列，因此从全国公路投资来看，今年沥青终端需求不甚乐观。
- ◆ 春节后沥青终端需求恢复一直不及预期，虽然目前厂家出货量已经基本恢复至节前水平，但是多数以炼厂执行合同为主，实际刚需较为有限。从库存推算出的周度实际消费量来看也同比偏低，年初至今平均周度消费量同比下滑9.1%。
- ◆ 不过从我们对于华北及山东地区部分沥青贸易商调研的感知来看，在部分续建项目的支撑之下，今年实际情况可能未必有预期的那么悲观，“停缓建”的影响可能要等到明年才会真正有所体现。今年我们对于沥青全年的终端消费量预估为3095万吨，同比下滑8%，不过今年全年产量也或将有一定下滑，预计全年四个季度国内沥青供需缺口分别为14、-30、10和-5万吨。在供应受到利润压制的背景下，二季度环比一季度供需情况有所好转。目前已有部分地炼开始降负荷，供应端的利好开始显现。预计二季度在供应增加不及需求的背景之下，沥青盘面和现货价格有望重心上移，裂解价差有一定上行空间。

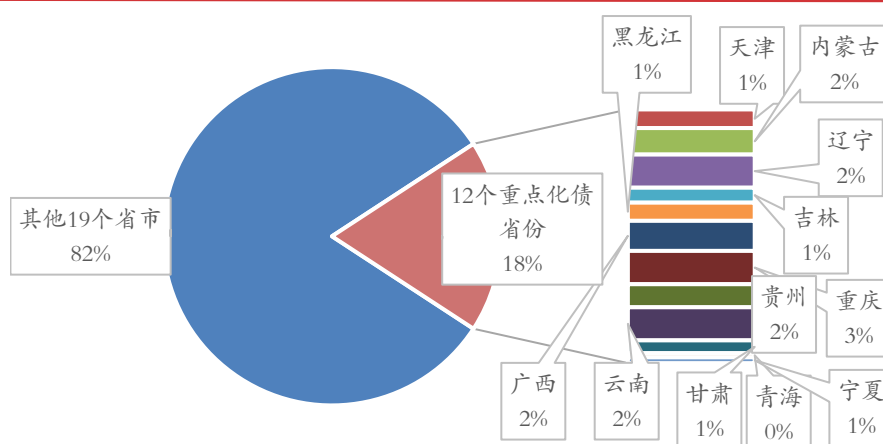
## 光期研究：区域化债对于沥青实际需求影响几何？

自 2023 年 7 月中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”以来，地方政府化债持续落地推进中。本文重点测算了 12 个重点省份区域化债对于基建投资增速的影响以及基建投资受限对于年内沥青实际需求带来的可能影响。

### 1、12 省份区域化债对于基建投资增速影响有多大？

2023 年 7 月，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，年底国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，将天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海和宁夏 12 个地区列为重点省份，指出 12 个重点省份要全力化解地方债务风险，在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。从投资领域来看，包括地方高速公路项目在内的传统基建领域受影响最为明显。

图表 1：12 个化债重点省份 GDP 占比（单位：%）

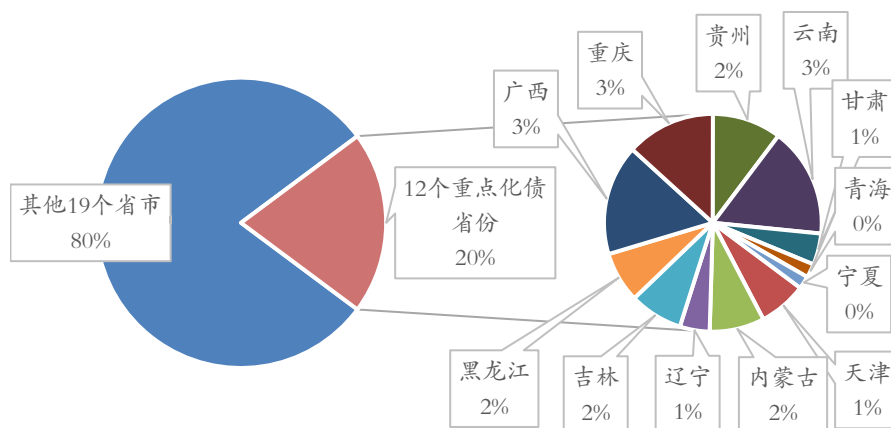


资料来源：WIND、光大期货研究所

从主要经济指标来看，2022 年 12 个重点省份 GDP 比重约为全国的 18% 左右，其中占比较高

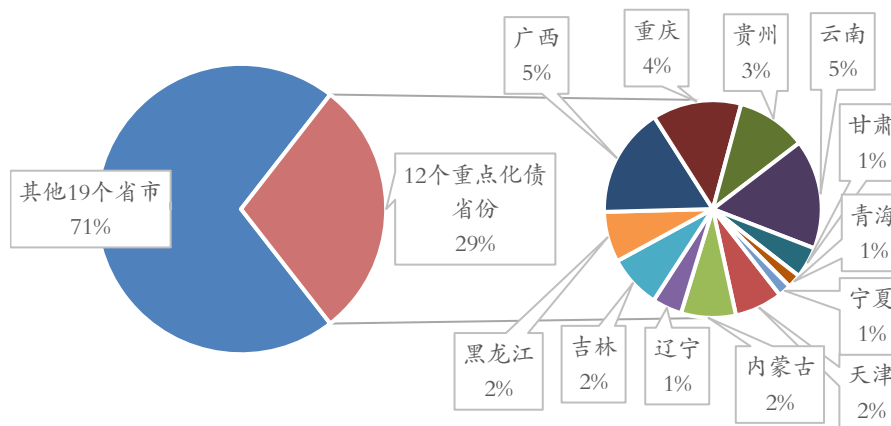
的地区为重庆、辽宁、云南和广西。固定资产投资方面，从2017年全国和各个省份的固定资产投资完成额以及后续每年公布的固定资产投资累计同比可估算出：2022年12个重点省份固定资产投资合计占全国比重约为20%，其中广西、云南、和重庆占比较高，均超过3%。

图表2：12个化债重点省份固定投资完成额占比（单位：%）



资料来源：WIND、光大期货研究所

图表3：12个化债重点省份基建投资占比（单位：%）



资料来源：WIND、光大期货研究所

而落实到基建投资上，由于各省份未公布基建投资绝对额数据，以广义基建角度为基准，我们加总各个省份水利、环境和公共设施管理业，电力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓

储和邮政业这三项投资完成额，以此估算出 2022 年 12 个重点省份基建投资占全国的比重约为 29%，相比于固定资产投资占比来看偏高，其中占比较高的也是云南、广西、重庆和贵州等地区。

图表 4：12 个化债重点省份 2023 和 2024 年经济和投资增速目标及实际完成情况

省份	GDP			固定资产投资		
	2023 年目标	2023 年实际	2024 年目标	2023 年目标	2023 年实际	2024 年目标
天津	4.0%	4.3%	4.5% ↑	3.0%	-16.4%	0.0%
内蒙古	6.0%	7.3%	6.0%	10.0%	19.8%	15.0% ↑
辽宁	5.0%	5.3%	5.5% ↑	10.0%	4.0%	10.0%
吉林	6.0%	6.3%	6.0%	7.0%	0.3%	3.0%
黑龙江	6.0%	2.6%	5.5%	8.0%	-14.8%	7.0%
广西	5.5%	4.1%	5.0%	8.0%	-15.5%	3.0%
重庆	6.0%	6.1%	6.0%	10.0%	4.3%	4.0%
贵州	6.0%	4.9%	5.5%	5.0%	-5.7%	4.5%
云南	6.0%	4.4%	5.0%	9.0%	-10.6%	/
甘肃	6.0%	6.4%	6.0%	10.0%	5.9%	6.0%
青海	5.0%	5.3%	5.0%	/	-7.5%	/
宁夏	6.5%	6.6%	6.0%	10.0%	5.5%	6.0%

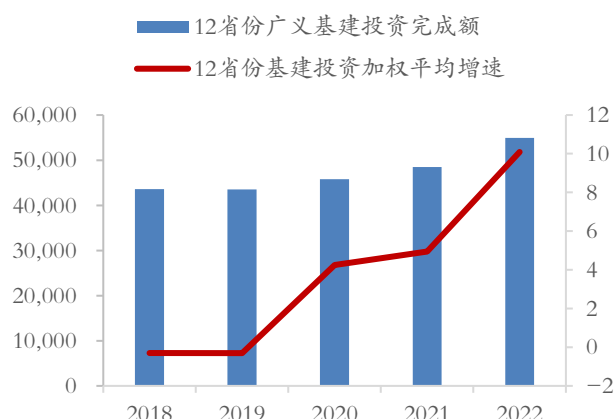
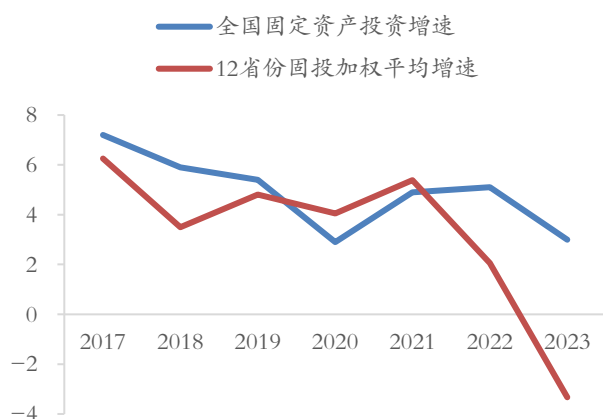
资料来源：WIND、各省政府工作报告、光大期货研究所

从各省份的 GDP 和固定资产投资实际完成情况来看，2023 年 12 个省份中，完成 GDP 增速目标的有 8 个省份，但是固定资产投资增速目标完成的仅有内蒙古一个省份，其他重点化债地区固投增速均未达标，其中有 6 个省（市）录得负增长，和目标之间有较大差距。2023 年 12 省份固投加权平均增速下滑至-3.33%，2022 年为 2.06%。同时，2023 年 12 省份的固投占比也出现收缩，从 2022 年的 20.37%下滑至 19.14%。这显示在化债背景之下，12 个重点省份的经济增长和固

定资产投资受到了一定限制，尤其固定资产投资受到了明显拖累。

2024 年，12 个省份中多数均下调或维持经济增长目标，除了内蒙古以外，其他 9 个省份均大幅下调 2024 年固定资产投资增速目标（云南和青海未公布）。基建增速方面，2023 年除内蒙古、辽宁和黑龙江实现 10%以上的增速外，其余重点省份增速均未达全国水平（广西未公布），其中天津、云南、甘肃、青海和宁夏同比录得负增长。可见区域化债对于重点省份基建投资形成了显著压力。预计在今年各省份下调固投增速目标的背景之下，今年这些省份的基建投资将继续受限。

图表 5：全国及 12 省固投加权增速（%）      图表 6：12 省广义基建投资及加权增速（亿元，%）



资料来源：WIND、光大期货研究所

资料来源：WIND、光大期货研究所

具体计算来看，在假设今年 12 个省份新建项目半停增，续建项目增长 20%，且新建项目和续建项目占比分别为 40%和 60%的背景之下，可大致测算出今年 12 个省份固投增速预计下滑 8 个百分点，预计对全国固定资产投资拖累 1.5 个百分点。按照固投增速简单线性估算，假设今年 12 省份基建投资增速下滑 8-12 个百分点，那么预计对全国基建投资增速拖累 2.4-3.6 个百分点。从今年 12 省份固投加权平均增速目标（5.6%）来看，仅比其他 19 个省份目标（5.7%）低 0.1%，预计今年 12 个重点省市完成投资目标仍有一定压力。

## 2、基建投资受限，沥青终端需求影响几何？

在传统基建中，道路运输业的占比约为 20%，根据我们前面的测算，预计今年道路运输投资增速或下降 10–15% 的水平。通过梳理各个省份的交通投资计划，我们发现 2024 年有数据的全国 21 个省份交通投资计划为 25358 亿元，同比减 5.7%。根据交通部，“十四五”新增公路和高速公路通车里程分别为 30.2 和 2.9 万公里。目前“十四五”公路投资高峰已过，部分地区高速等道路建设逐渐趋近于尾声。尽管从“十四五”完成进度来看，吉林、广西、甘肃和青海的新增高速公路里程目标余量均超过 50%，计划年均增速较高，但是这几个省份均位于 12 个重化债点省份之列，因此我们认为从全国公路投资来看，今年沥青终端需求不甚乐观。

图表 7：全国和 12 个化债重点省份 2023 和 2024 年交通投资计划（单位：亿元）

	2024 年计划	2023 年计划
天津	100	100
内蒙古	/	/
辽宁	600	530
吉林	/	/
黑龙江	/	/
广西	2000	3000
重庆	1155	1100
贵州	800	1150
云南	/	/
甘肃	350	1300
青海	/	/
全国合计（21 个省市有数据）	25358	26894

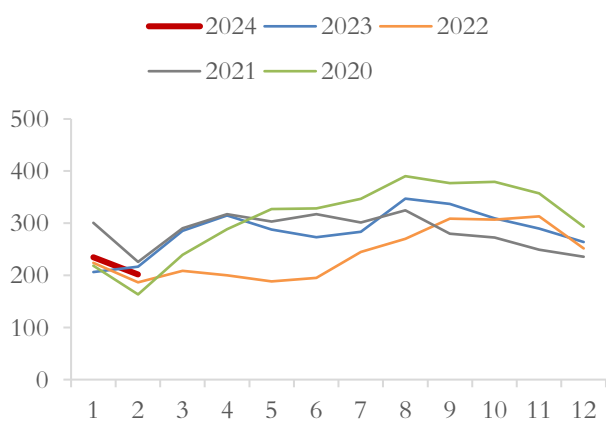
资料来源：交通运输部、各省交通运输厅、光大期货研究所



从今年一季度沥青需求来看，春节后沥青终端需求恢复一直不及预期，虽然目前厂家出货量已经基本恢复至节前水平，但是多数以炼厂执行合同为主，库存从炼厂转移至贸易商，实际刚需较为有限。据百川盈孚统计，2024 年一季度，中国沥青表观消费量预计 679 万吨左右，环比减少 184 万吨左右，环比下降 21%，同比减少 30 万吨，同比下降 4%。一季度，国内炼厂沥青排产量及出口量减少，进口量有所增加，不过整体表观消费量仍呈现下降趋势，同比也低于往年水平。

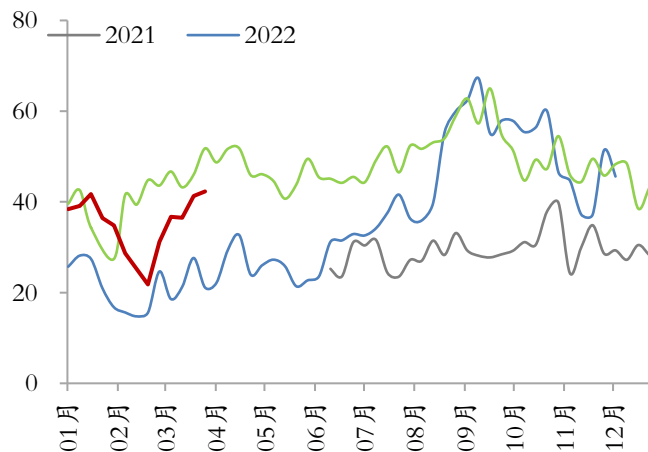
进入二季度，降雨天气减少，北方地区项目陆续开始恢复，对下游道路需求形成支撑，南方部分地区需求出现回暖迹象，部分高速及养护项目逐渐动工，国内刚需呈增加趋势，但受限于资金短缺，部分地区新建项目放缓，实际需求难有大幅度增加。这一点从财政支出上也有验证，今年 1-2 月全国一般公共预算支出中基建相关支出合计累计增速 16.7%，但是其中交通运输增速仅为 4.1%。此外，今年一季度地方政府专项债发行节奏同比也较慢，今年一季度全国发行新增专项债 6342 亿元，同比去年下降 7226 亿元。发行进度 16.3%，远不及去年同期的 35.7%。

图表 8：沥青表观消费量（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 9：沥青炼厂出货量（单位：万吨）

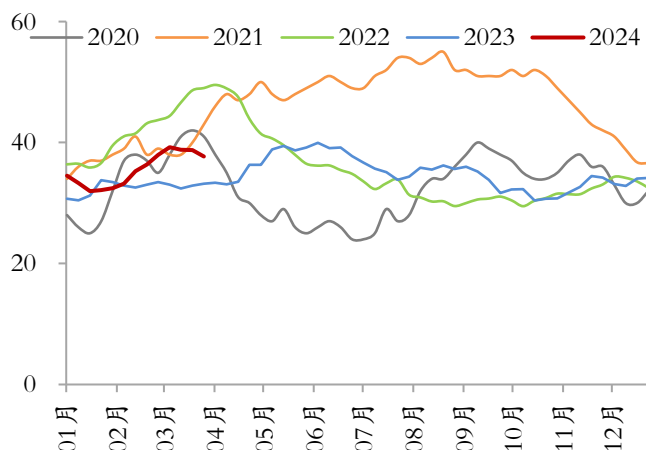


资料来源：iFinD、光大期货研究所

从库存方面也能印证今年初实际需求不及往年同期水平。由于需求恢复缓慢，北方部分地区炼前期释放冬储合同，多数资源从炼厂转移至社会库，带动春节后一段时间内厂库和社库呈现同时

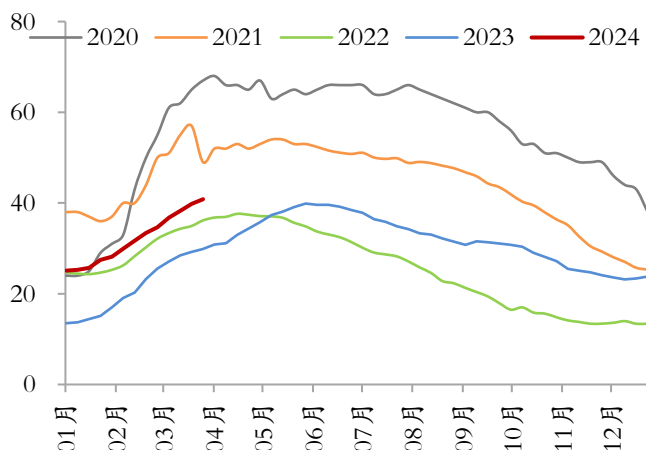
增加的趋势。目前沥青社会还在累库中，并且库存水平同比偏高，厂库出现去库拐点，但整体库存也处于偏高水平。从库存推算出的周度实际消费量来看，整体水平也同比偏低，年初至今平均周度消费量约为 46 万吨，同比下滑 9.1%。

图表 10：沥青炼厂库存率（单位：%）



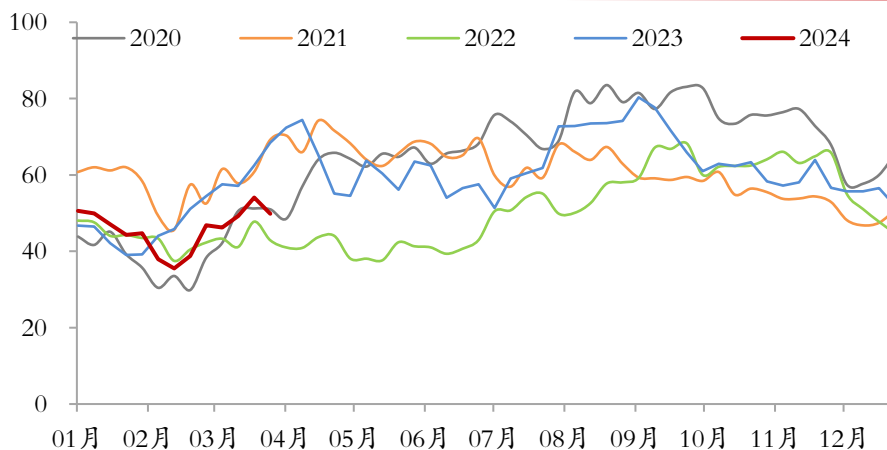
资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 11：沥青社会库存率（单位：%）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 12：通过周度产量和库存变化推算的周度实际消费量（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

不过从我们对于华北及山东地区部分沥青贸易商调研的感知来看，在部分续建项目的支撑之下，今年实际情况可能未必有预期的那么悲观，“停缓建”的影响可能要到明年才会真正有所体现。



现。供需平衡表方面，今年我们对于沥青全年的终端消费量预估为 3095 万吨，同比下滑 260 万吨，降幅 8%，不过今年全年产量也或将有一定下滑，预计全年四个季度国内沥青供需缺口分别为 14、-30、10 和-5 万吨。在供应受到利润压制的背景下，二季度环比一季度供需情况有所好转。目前已有部分地炼开始降负荷，供应端的利好开始显现。预计二季度在供应增加不及需求的背景之下，沥青盘面和现货价格有望重心上移，裂解价差有一定上行空间。

图表 13：2024 年沥青季度供需平衡表（单位：万吨）

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4
产量	610	670	810	760
进口量	80	75	75	60
总供应量	690	745	885	820
下游消费量	665	760	860	810
出口量	11	15	15	15
总需求量	676	775	875	825
供需差	14	-30	10	-5

资料来源：百川资讯、隆众资讯、光大期货研究所

## 光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

- **甲醇/PE/PP/PVC 分析师：彭海波**

中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，主要从事甲醇、PE、PP、PVC 的研究工作，多年能化期现贸易工作，通过 CFA 三级考试，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。

期货从业资格号：F03125423。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。