

沥青年报

2023年6月30日

中银期货研究部

彭程

投资咨询号：Z0017156

从业资格号：F03093150

联系方式：021-61088052

联系人：龚一闻

从业资格号：F03108237

联系方式：021-60816237

风弭雨将停，拂晓日舒光

摘要

◆ 沥青

2023年，随着地缘政治冲突缓解，与去年相比原油价格重心降低，振幅下降，沥青的价格继续回到由自身供需来主导。同时，年初新冠病毒感染影响减弱，提振了市场信心，业者对后市预期转暖。但是，沥青自身的故事依然一波三折，其中主要问题有两方面：其一，稀释沥青入关受限，地方炼厂原料紧缺。其二，需求同比大幅增长的预期落空。

2023年，沥青的价格再一次回到由自身供需关系主导。但是沥青价格的下方依然由成本端原油作为支撑。从供给端来看，地方炼厂原料问题的影响将继续减弱，7月预期整体供给增加。但是目前海关正式文件仍未公布，认为此事件的影响需待6月末济南会议结束后的结果出来后再进一步观察。从需求端来看，目前资金和降水问题对于下游需求的恢复扰动较大。南方的雨季一般至7月初结束。而从专项债、机械销售量等各项数据来看，近一两个月的需求恢复并不乐观，或将继续弱于2022年的同期情况。

综合来看，下半年沥青基本面将继续维持供给端相对充裕的情况，价格下方由于成本端原油的支撑以及原料问题难以迅速下跌，而上方则由于弱需求缺乏上涨动力，预计沥青价格将震荡趋弱。盘面的近月升水结构继续稳固，主力基差或将稳定在Backwardation结构。

风险提示：

成本端原油涨幅超预期。

目 录

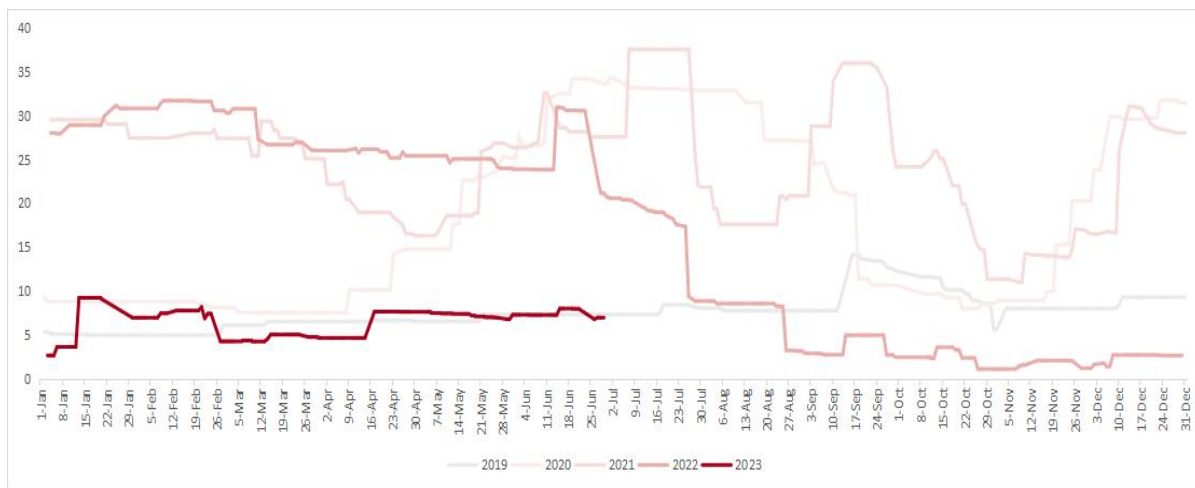
一、行情回顾：地缘局势降温，价格重心下移。	1
1.1 运行情况：成交量与交割量均环比下降。	1
1.2 价格走势：日均振幅下降，相对原油抗跌。	1
1.3 现货市场：较其他油品偏强，包含原料问题溢价。	3
1.4 主力换月：“6-9-12”传统主力合约轮换模式被打破。	4
二、供给侧：主营供应高位，地炼原料紧缺。	5
2.1 供给回顾：原料问题抑制炼厂开工。	5
2.2 原料问题：稀释沥青入关受阻，地方炼厂各寻办法。	7
2.3 产业规模：地炼产能变动活跃，三桶油小幅增长。	10
2.4 新增产能：产能投放集中于山东地炼。	12
2.5 进口回顾：自新加坡沥青进口量下降。	13
三、需求侧：等待“金九银十”的复苏。	15
3.1 需求回顾：高需求的预期逐渐被证伪。	15
3.2 消费结构：防水市场占比下滑。	17
3.3 道路市场：完成“十四五”指标无太大压力。	18
3.4 专项债：新增专项债发行提速，流向收费公路占比继续下降。	19
3.5 机械数据：5月压路机销量50%以上用于出口。	21
3.6 出口回顾：越南对沥青需求量增长。	22
四、后市展望：成本支撑，驱动有限。	23
4.1 2023年上半年回顾：两个问题等待解决。	23
4.2 2023年下半年展望：供强需弱格局难改。	24

一、行情回顾：地缘局势降温，价格重心下移。

1.1 运行情况：成交量与交割量均环比下降。

从运行情况来看，截至2023年6月21日，2023年沥青期货合约成交量共计5947.1万手，最高日成交量为101.13万手，出现在4月18日，日均成交量52.6万手，同比减少23.8%；2023年内沥青期货合约成交金额共计2.2万亿元，最高日成交额为3950.7亿元，出现在4月18日，日均成交额1967.5亿元，同比减少29.2%；2023年内沥青期货合约最高持仓量达到74.4万手，日均持仓量为61.3万手，同比减少20.5%。交割方面，2023年内月均交割量为1.4万吨，同比减少55.7%。

图表 1：BU 期货库存（万吨）



资料来源：上海期货交易所，wind，中银期货

1.2 价格走势：日均振幅下降，相对原油抗跌。

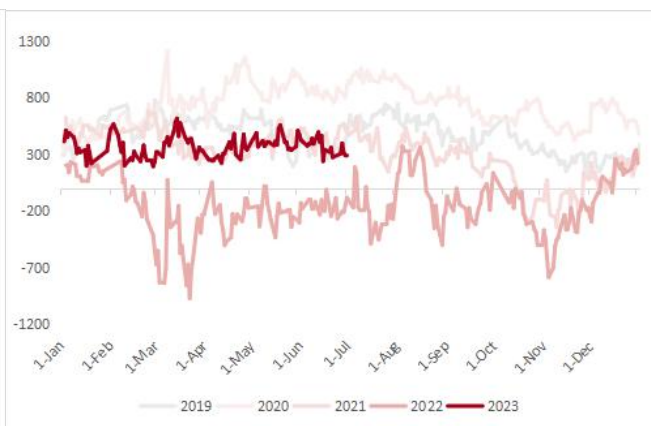
2023年内，沥青期货价格宽幅震荡。自原油期货上市以来，沥青期货与原油期货收盘价格相关性达到0.932。随着地缘局势矛盾缓和，2023年内，沥青期货与原油期货收盘价格相关性为0.807，较去年相关性有所回升。

图表 2：裂差：BU-SC 主力 (元/吨)



资料来源：wind，上海期货交易所，中银期货

图表 3：裂差：BU-Brent 主力 (元/吨)



资料来源：wind，上海期货交易所，中银期货

截至 2023 年 6 月 21 日，沥青主力合约平均日内振幅为 2.18%，较去年有所下降。年内沥青主力连续合约最高成交价格出现在 2023 年 2 月 1 日，达到 3874 元/吨；最低成交价格出现在 2023 年 3 月 27 日，为 3380 元/吨。年内沥青期货主力连续合约日均收盘价格为 3749.8 元/吨，同比下跌 6.2%；日均结算价格为 3748.1 元/吨，同比下跌 6.0%。目前沥青价格依然处于历史上偏高的位置。

图表 4：BU 主力日 K 线走势图 (元/吨，自 2023 年 1 月起)



资料来源：上海期货交易所，wind，中银期货

图表 5：2023 年 BU 行情回顾

序号	时间	沥青行情回顾
1	2023年1月	成本端原油价格反弹、防疫政策方向转变叠加超预期冬储需求提振未来预期。
2	2023年2月1日	春节表现较好的春运与消费数据使沥青价格短暂突破4000元，达年内最高点。
3	2023年2月-3月初	供给恢复快于需求，市场预期转冷。
4	2023年3月2日-3月3日	2月委内瑞拉下调贴水，地炼原料紧缺问题炒作抬高盘面价格重心。
5	2023年3月中旬	美国签字银行、硅谷银行相继暴雷，美联储加息的负面效应显现。宏观性金融风险传导至原油价格下挫，市场避险情绪升温。沥青主力合约受此影响减仓下行。
6	2023年3月下旬-4月中旬	俄罗斯与以沙特为首的多个中东产油国接连宣布减产，沥青生产成本大幅增长。
7	2023年4月下旬-5月上旬	下游需求恢复缓慢、原油回调叠加美国银行业危机再次发酵，沥青价格下探破3500元至年内最低点。
8	2023年5月中旬	稀释沥青报关受阻，部分炼厂开工受到影响。
9	2023年6月	原料问题的影响逐渐降低，然隐忧仍在。需求受限于资金和降水迟迟未归，市场预期悲观。

资料来源：中银期货

1.3 现货市场：较其他油品偏强，包含原料问题溢价。

2023 年上半年，全国沥青均价一直处于历史偏高位置。依据最便宜可交割原则，我们主要关注山东地区重交沥青现货最低价格。2 月初，由于春节后沥青的供给恢复较慢，部分品牌现货偏紧，节后山东及华北中石化炼厂价格上调 150-200 元/吨。随后沥青下游刚需缓慢启动，炼厂在利润驱动下开工水平稳步抬升，沥青基本面维持供强需弱的局面。

4 月初，由于 opec+ 产油国同时宣布自愿在协议框架之外减产，叠加前期俄罗斯宣布的减产计划，沥青利润迅速下行至负值区间。炼厂迅速给出反馈，4 月中旬炼厂开工水平触顶回落，供强需弱的矛盾缓解。现货价格维持震荡，一直处于 3600 元/吨附近。

去除 2022 年特殊情况，2023 年 6 月外盘 Brent 原油价格水平与 2021 年 6 月相似，都维持在 70-75 美金/桶附近波动，但在 2023 年需求恢复状况不佳的前提下，6 月山东地区重交沥青现货最低价格相较于 2021 年同时期上涨了约 70 元/吨。主要原因在于炼厂上游成本端的问题。稀释沥青入关问题迟迟未能解决，抬高了部分炼厂的原料成本，导致现货价格包含了原料问题的溢价。

从地域价差来看，我们估算华东地区与山东地区间套利的运输与仓储费用为 200 元/吨，如果大于 200 元/吨，两地区间套利窗口开放。2023 年内，华东

地区与山东地区之间的区域价差不断收拢，年内平均价差为 213.4 元/吨，同比下跌 61.8 元/吨。原因是山东地区以地炼为主，受原料价格波动的影响较大。华东地区以主营炼厂为主，开工相对稳定。年内地炼多次因原料问题抬升价格，华东地区炼厂报价维稳，因南方需求表现不佳推出批量优惠政策，华东与山东地区间的价差不断缩小，套利窗口关闭，目前已落到 0 元/吨附近震荡。

图表 6：山东地区市场低端价（元/吨）



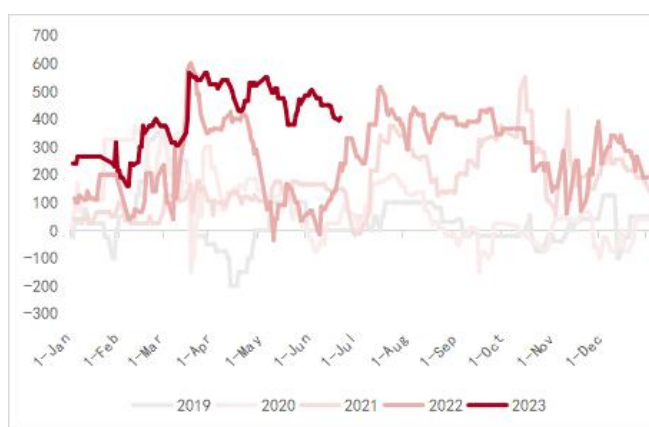
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 7：华东-山东地区价差（元/吨）



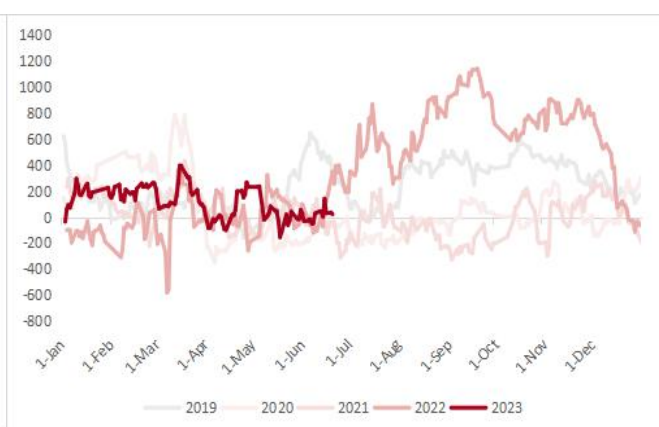
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 8：东北-山东地区价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 9：华南-山东地区价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

1.4 主力换月：“6-9-12”传统主力合约轮换模式被打破。

2022 年四季度，石油沥青品种的主力合约从 BU2212 换月至 BU2301，首次打破“6-9-12”主力合约轮换模式，活跃合约连续性得到优化。从 2023 年 10 月至 2023 年 6 月，石油沥青品种共轮换了 6 次，分别是 BU2301、BU2302、BU2306、

BU2307、BU2308、BU2310。可以看到，石油沥青品种的主力轮换规律正在向逐月轮换的方向变化。

最后一次主力轮换时，石油沥青品种9月合约的成交量不及10月，今年跳过了往年作为主力的9月合约，BU2310成为主力。沥青下游需求消费市场中有“金九银十”的说法，或因今年需求恢复节奏滞后，导致市场预期今年的沥青需求旺季同样会滞后，10月合约成交量超过9月成为新的主力合约。

二、供给侧：主营供应高位，地炼原料紧缺。

2.1 供给回顾：原料问题抑制炼厂开工。

经观察发现，近年炼厂的沥青装置开工水平与开工利润呈正向联动关系，开工利润对炼厂的开工决策具有指引作用。原因是主营炼厂产品种类丰富，其常减压装置的开工率不以沥青的生产利润主导，而是由成品油的生产利润主导。而地炼产品种类单一，因此其装置开工水平与沥青的生产利润正向相关。地炼的沥青开工水平是国内炼厂总沥青开工水平的边际变量。

2023年上半年，炼厂的开工水平符合由利润引导的特征。上文提到，地方炼厂的沥青开工水平是国内总开工率的边际变量，因此我们主要参考的利润指标是山东地区沥青生产毛利。1月末，由于春节假期，多数炼厂停产，隆众统计的79家样本炼厂开工水平落到22.6%，是年内最低点。2月至4月上旬期间，生产理论利润一直为正，样本炼厂开工率与往年同期一样，出现上行趋势。4月初，以沙特为首的OPEC+成员国宣布在协议框架外自愿减产，叠加前期俄罗斯宣布的减产计划，沥青理论利润迅速下跌至负值区间，样本炼厂开工率于4月上旬触顶，达到38.5%，随后持续回落。

5月中旬，受到稀释沥青原料入关问题影响，部分炼厂因原料紧缺、生产成本升高选择停产检修或者转产，炼厂开工水平继续下降。此事件对没有原油进口配额、装置单一的地方炼厂影响较大，部分炼厂恢复生产，开工水平反弹。

但是该问题还未完全解决，目前总炼厂开工率处于近五年同时期的次低位水平，主要由主营炼厂的开工支撑。

图表 10：山东生产沥青毛利（元/吨）与重交沥青开工率（%）



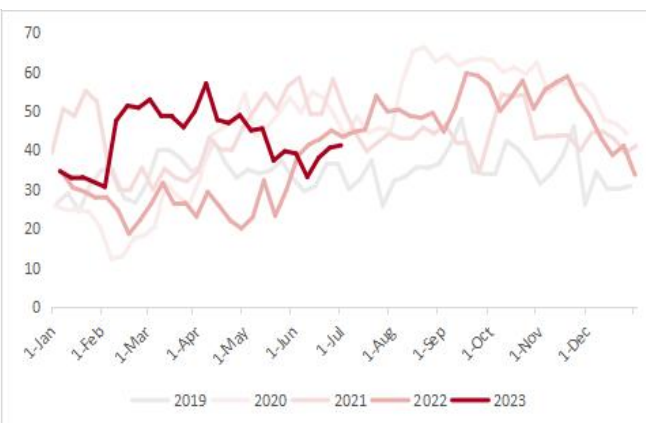
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 11：全国总 79 家样本炼厂开工率（%）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 12：山东地区样本炼厂开工率（%）



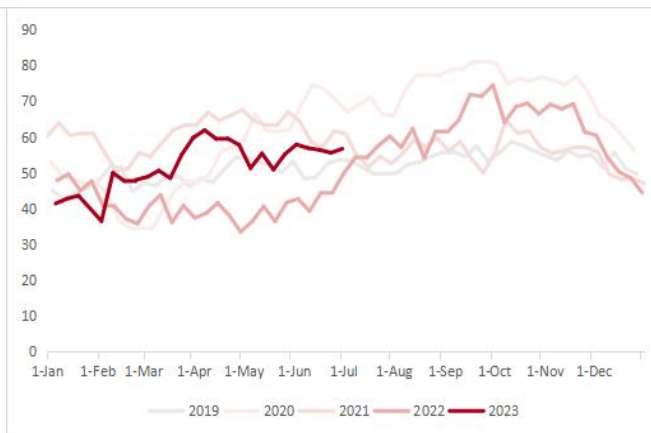
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 13：年度沥青总产量（万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 14：样本炼厂总产量季节性（万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

2.2 原料问题：稀释沥青入关受阻，地方炼厂各寻办法。

2023 年，炼厂原料端事件频出。1 月下旬，委内瑞拉炼厂开始下调稀释沥青的贴水。截至 3 月末，委内瑞拉对稀释沥青的贴水从-27 美金/桶减少到-15 美金/桶，每桶减少了 12 美金。根据 2021 年 6 月 21 日起实施的对部分成品油征收进口环节消费税政策，对稀释沥青征收 1.2 元/升的消费税经过计算大约可折合成 30 美金/桶。即委内瑞拉炼厂目前只愿意承担一半消费税，另一半成为炼厂额外增加的生产成本，大约共增加了 562 元/吨，稀释沥青作为原料的成本优势降低。但此事件当时未对供给端产生较大影响。目前来看，虽然贴水上调，但是实际用稀释沥青生产沥青依然存在利润。

委内瑞拉炼厂减少对稀释沥青贴水、不愿降价的原因在于为缓解俄乌战争在欧洲造成的能源危机，2023 年美国对委内瑞拉放宽了制裁。2022 年 11 月，美国财政部向雪佛龙公司颁发了为期 6 个月的许可证，这意味着雪佛龙可重回委内瑞拉开采石油。2023 年 6 月 5 日，路透社援引五名知情人士称美国允许意大利油企埃尼集团 (Eni) 和西班牙雷普索尔公司 (Repsol) 运送委内瑞拉石油至欧洲，允许他们将原油货物计入未偿债务。随着美国放宽制裁，委内瑞拉原油将不再只有亚洲一个买家。另外，虽然 2023 年委内瑞拉原油产量在不断增长，根据委内瑞拉国家石油公司 Pdv 的初步数据显示，委内瑞拉 5 月的石油产量达到 83.76 万桶/日，达到年内新高，但是当地在生产、存储以及运输方面等薄弱

的基础设施限制了其产量上限。由于该原因，美国雪弗龙公司将委内瑞拉估计的年终石油产量目标从 20 万桶/日降至 17.5 万桶/日。在基础设施限制产能、买方数量变多的前提条件下，委内瑞拉炼厂选择上调产品价格。

二月初，市场有消息称稀释沥青的消费税抵扣幅度从 70% 降至 40%，与沥青出率大致匹配。生产沥青的地方炼厂消费税抵扣幅度减少，其生产成本增加。

除使用稀释沥青的成本上涨之外，国内炼厂还面临着原料紧缺的隐忧。5 月中旬，山东港口的海关严查稀释沥青成分，禁止不符合稀释沥青标准的重质燃料油以稀释沥青的名义入关。目前稀释沥青行业标准意见征求稿已于前期出炉，其中有两项重要的相关技术指标，第一：360 度蒸馏残余物不少于 60%。第二条：360 度蒸馏残余物针入度不大于 400。设置第二条指标的主要目的在于剔除其他重质原油假借稀释沥青的名义进口逃避缴税，使通过稀释沥青的口径进口的原料回归到生产沥青的用途中去。但是，市场有消息称检测针入度也可能导致一部分稀释沥青无法通过标准入关。

该事件导致供给端部分炼厂的生产计划受阻，稀释沥青港口库存显著累库，但其对供给端的影响随着时间不断减弱，原料紧缺大幅抬升盘面价格的预期落空。此次受影响的炼厂大多是有原油进口配额的炼厂，其中 5 月下旬京博、金诚等炼厂开工负荷有所提升，凯意、伦特已经恢复正常。截至 6 月 27 日，仍有部分炼厂未恢复生产，沥青开工率处于近五年同期次低位水平，海关正式文件还未发布。

最后，分情况来看，认为未来原料端对沥青的供给端可能会造成如下的影响：

首先，稀释沥青贴水上涨已成定局。自 3 月末，稀释沥青贴水一直稳定在 -15 美金/桶，这对没有原油进口配额炼厂的成本影响较大，也是沥青现货价格与 2021 年相比偏高的原因。这些没有原油进口配额的炼厂在 2022 年的产量占比近四成。如果下游需求不佳，没有给出足够的生产利润，这些炼厂或选择转产渣油、焦化，或选择检修。

如果山东海关出台的新标准只把重质燃料油排除在外，对稀释沥青通关没

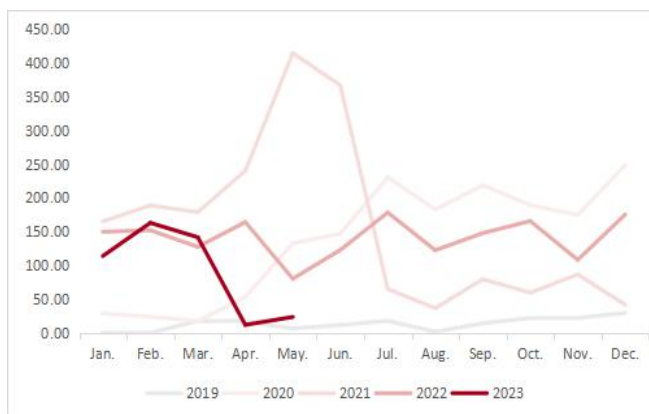
有影响，该政策对沥青的供给端影响相对有限。新标准出台将会使稀释沥青这一税则号的口径与沥青供应量的关系更加紧密。

如果海关的新标准会导致部分稀释沥青无法入关，炼厂可以选择使用别的中东重油，但是其沥青出率不如稀释沥青，炼厂生产成本增加。另外，炼厂会选择使用原油进口配额报关，或者用燃料油的名义报关。为符合报关标准要对货物进行额外混兑，炼厂同样必须负担额外的成本。另一方面，地方炼厂的原油进口配额本就捉襟见肘，其沥青产量将会受到当年发放的配额限制。且许多地方炼厂没有原油进口配额，因稀释沥青入关困难而选择停产检修或者转产焦化。

综合来看，原料问题总共将会对炼厂产生两方面的影响。一方面是增加其生产成本，另一方面是通过配额划定其产量上限。无论哪一方面，缺少进口配额、产品单一的非标民营炼厂的生存环境将会变得越来越艰难，2023 年上半年，可以看到多家地炼减少装置或者产能全部退出。沥青产业本身有产能过剩的特征，长远来看，落后产能被淘汰符合国家供给侧改革的方针，沥青产业内的供需关系将得到优化，向供需平衡的方向回归。

6 月 27 日，为进一步做好稀释沥青、燃料油、原油等商品进口有关的工作，山东话省商务厅邀请济南海关召开进口座谈会。普遍预期此次入关问题能在 7 月初尘埃落定。

图表 15：稀释沥青进口量（万吨）



图表 16：山东稀释沥青样本港口库存（万吨）



资料来源：海关总署，wind，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

图表 17：稀释沥青关前贴水（美金/桶）



资料来源：金联创，中银期货

2.3 产业规模：地炼产能变动活跃，三桶油小幅增长。

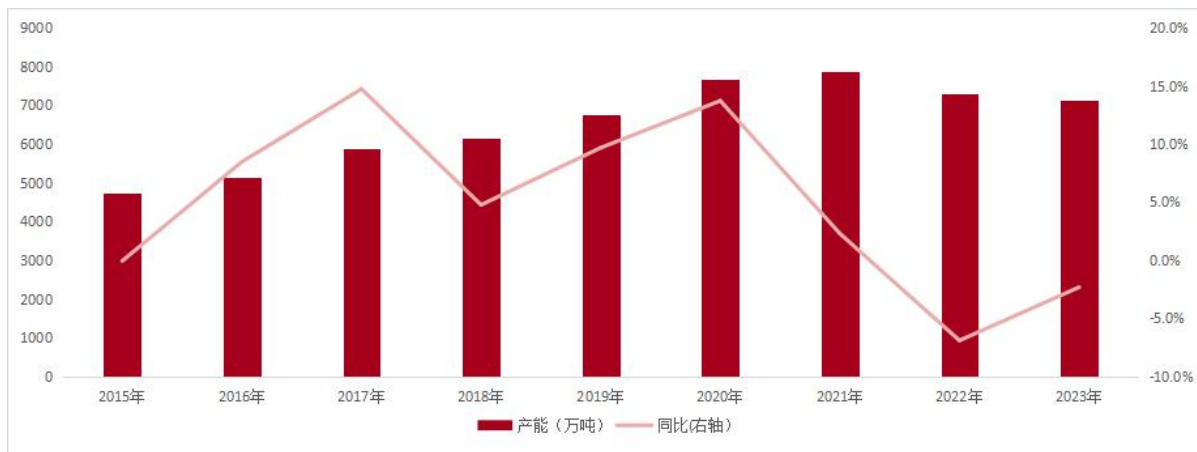
2023 年，我国沥青产能不增反减。截至 2023 年二季度，沥青行业总产能为 7145 万吨，较 2022 年末环比减少了 170 万吨。2022 年拟投入的产能中，广东石化、辽宁龙宇两家共计 220 万吨产能已经投产，另外两家京博海南、辽宁臻德于下半年投产的可能性较大。有消息称，京博海南的 100 万吨产能最快于 6 月底出货。此外，中海湛江、山东齐旺达两家炼厂计划外投产了 140 万吨产能。2023 年较 2022 年共新增产能 360 万吨。

据图表 22，2023 年共淘汰 530 万吨产能，企业属性全部是地炼。目前地方炼厂产能占比为 55.4%，较去年年末下滑了约 4.3%。三桶油产能稳定，2023 年中石油、中海油炼厂都有新投入的产能。原因在于，2023 年需求恢复节奏滞后，炼厂生产利润不佳，且原料端事件频出，稀释沥青贴水上涨，对没有原油配额的地方炼厂利润影响较大。另外，主营炼厂生产规模大，产品丰富，其装置开工率一般由成品油利润，如汽油、柴油等主导，与沥青利润关系不大。产能规模小的民营地方炼厂产品单一，其装置开工水平由沥青的利润主导。

从地区分布来看，2023 年山东、西北地区的地方炼厂产能流失明显。2023 年，山东地区较去年流失 300 万吨产能，西北地区较去年流失 80 万吨产能。山

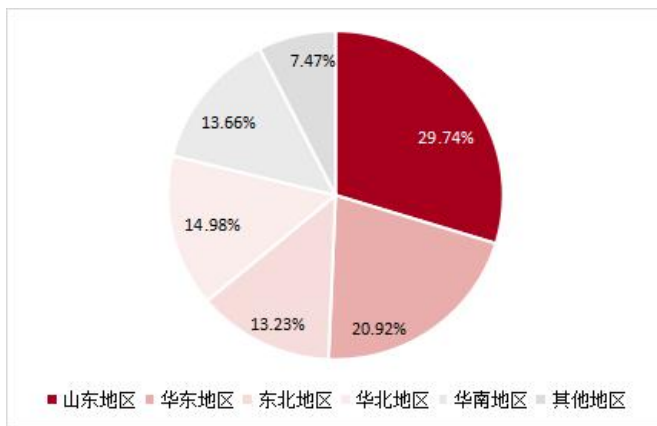
东产能占比同比下降 3.5%至 29.7%。华南地区因中石油新产能投放，地方产能占比同比增至 13.7%，超过东北地区。原因是近年西南地区是基建资金投放的主要地区，对沥青的需求量大，华南地区产出的货物方便运输至西南地区。

图表 18：沥青产业年度有效产能（万吨）



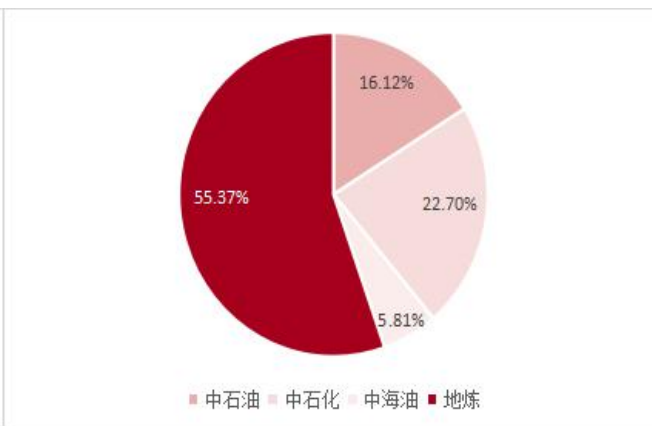
资料来源：百川盈孚，钢炼数据，中银期货

图表 19：2022 年产能占比：按地区



资料来源：百川盈孚，钢联数据，中银期货

图表 20：2022 年产能占比：按企业性质



资料来源：百川盈孚，钢联数据，中银期货

图表 21：2023 年上半年产能变动（万吨）

企业	地区	企业性质	2023年产能	2022年产能	产能变化
中国石油天然气股份有限公司广东石化分公司	广东	中石油	160	0	+160
中海石油（中国）有限公司湛江分公司	广东	中海油	80	0	+80
辽宁龙宇石油化工有限公司	辽宁	地炼	60	0	+60
山东齐旺达石油化工有限公司	山东	地炼	60	0	+60
山东省岚桥石化有限公司	山东	地炼	150	300	-150
广饶科力达石化科技有限公司	山东	地炼	100	220	-120
山东金诚石化集团有限公司	山东	地炼	100	150	-50
山东龙源石油化工有限公司	山东	地炼	30	70	-40
佛山市三水海盛达道路材料有限公司	广东	地炼	0	60	-60
新疆天正中广石化有限公司	新疆	地炼	0	50	-50
天山环保库车石化有限公司	新疆	地炼	0	30	-30
盘锦兴达沥青有限公司	辽宁	地炼	0	30	-30
沥青行业总产能	-	-	7145	7315	-170

资料来源：百川盈孚，钢联数据，中银期货

2.4 新增产能：产能投放集中于山东地炼。

根据目前隆众的统计，2023 年下半年将有 490 万吨产能投产。京博海南、辽宁臻德为去年拟投产的产能，在下半年投产的可能性较大。在所有预计投产的产能中，地方炼厂投放 440 万吨产能，中海油投放 50 万吨产能。按地区来看，投放的产能主要集中于山东地区，下半年山东地区拟投放 250 万吨产能，东北地区拟投放 80 万吨产能。另外，江苏、河北等地也有零星地炼产能增加。

从 2023 年的投产计划来看，虽然原料价格上涨，且原料紧缺问题出现，但是沥青的价格相对于其他油品更加抗跌，导致生产沥青对于山东炼厂而言是个较好的选择。因此下半年投产的产能依然较为可观。

图表 22：2023 年预计投产的产能（万吨）

2023年拟在建装置	地区	企业性质	2023年拟增加产能	2022年产能
中海外能源科技（山东）有限公司	山东	地炼	+100	0
无棣鑫岳化工集团有限公司	山东	地炼	+100	0
京博（海南）新材料有限公司	海南	地炼	+100	0
山东齐成石油化工有限公司	山东	地炼	+50	50
中海沥青（营口）有限责任公司	辽宁	中海油	+50	55
辽宁臻德化工集团有限公司	辽宁	地炼	+30	0
沧州港胜石油化工有限公司	河北	地炼	+30	0
泰州市海力沥青有限公司	江苏	地炼	+20	0
河间市大通石油产品销售有限公司	河北	地炼	+10	0

资料来源：百川盈孚，钢联数据，中银期货

2.5 进口回顾：自新加坡沥青进口量下降。

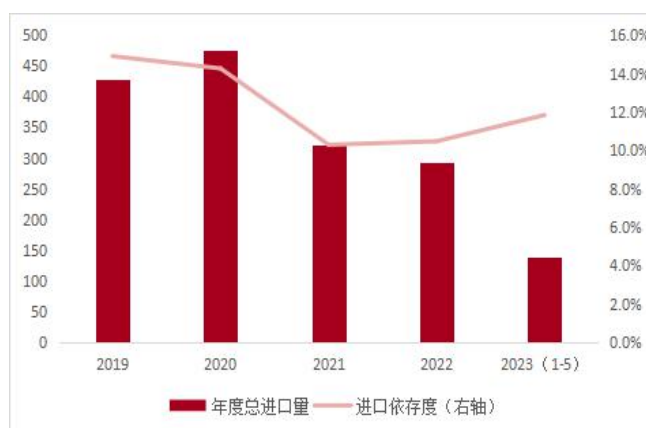
2023 年 1 月至 5 月，我国沥青产业的进口依存度为 11.8%，环比增加 1.3 个百分点。今年中国进口沥青总量达到 138.9 万吨，同比增长了 16.2%。其中，韩国依旧是我国最大的沥青进口贸易伙伴。2023 年 1 至 5 月，我国从韩国共进口了 82.4 万吨沥青，占到总进口量的 59%，同比减少了 7%。其次则是新加坡，今年我国从新加坡共进口了 33.2 万吨沥青，占到总进口量的 24%，同比减少了 3%。

从国内进口承接地来看，我国主要进口承接地集中在华东地区和华南地区。韩国进口沥青一般流向华东地区，新加坡进口沥青则运输至华南地区。2023 年 1 月至 5 月，华东地区进口沥青总量达到 83.6 万吨，占到进口总量的 60.2%；华南地区沥青进口总量达到 32.5 万吨，占到进口总量的 23.4%。

虽然今年中国总进口量增长，但中国自新加坡的沥青进口量一季度下滑明显。原因是自去年年中起，中东市场因强劲的需求和较短的航程而拥有较高的距离收益，导致不少船只流向中东市场运营。据阿格斯最新评估，新加坡货源抵达华南的运费为 70-75 美金/吨，而去年同期仅 55-65 美金/吨。抵达印尼和越南南部的船运费都比华南更便宜。

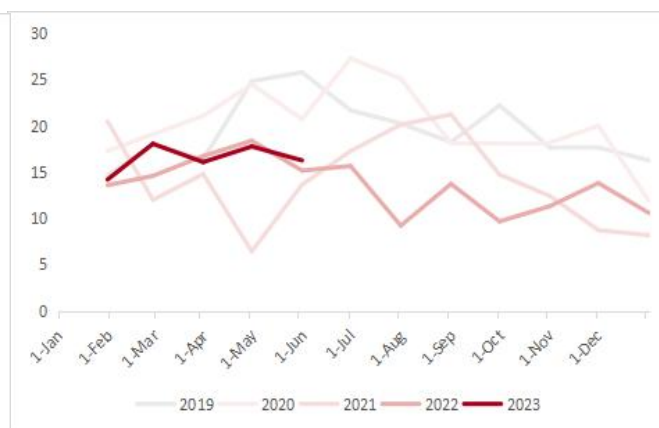
另一方面，由于东南亚其他国家，如越南、印尼等国大力发展基建，对沥青的需求量提升，增强了对新加坡沥青市场价格的影响力。综合来看，抵达华南的运费大幅增加，叠加越南、印尼等其他东南亚国家相对于中国自新加坡的沥青进口量增长迅速，抬高了新加坡沥青市场价格，新加坡货源在华南地区失去竞争优势。同时，由于韩国沥青价格低于新加坡货源，运费上升幅度少，在华东市场依然保持着相当的竞争优势。因此我国对韩国沥青的依赖程度仍然较高。

图表 23：年度沥青进口量（万吨）



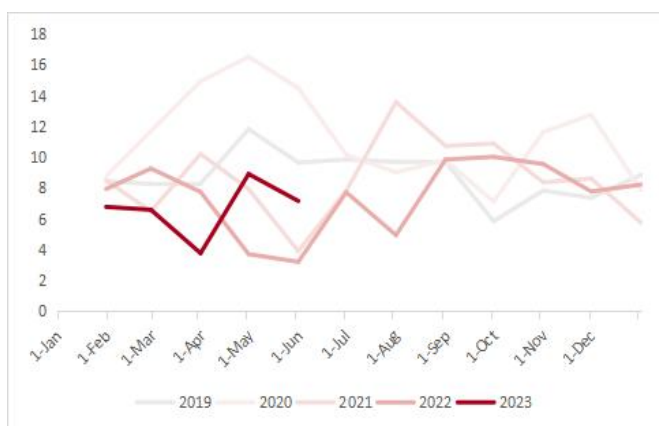
资料来源：海关总署，中银期货

图表 24：韩国地区进口量（万吨）



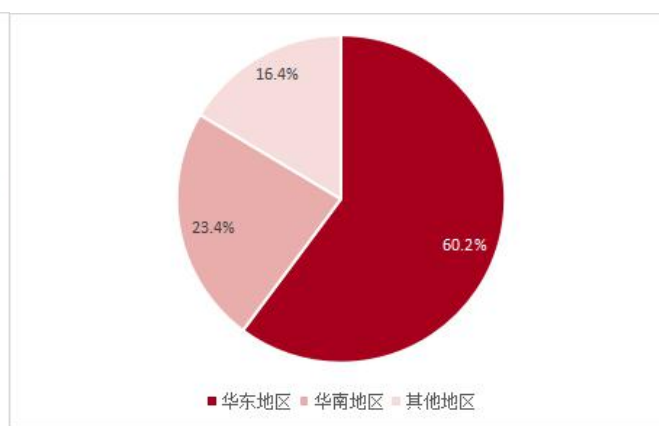
资料来源：海关总署，中银期货

图表 25：新加坡沥青进口量（万吨）



资料来源：海关总署，中银期货

图表 26：2023 年沥青进口承接地



资料来源：海关总署，中银期货

三、需求侧：等待“金九银十”的复苏。

3.1 需求回顾：高需求的预期逐渐被证伪。

2022 年 12 月 26 日，经国务院批准，新冠病毒感染自 2023 年 1 月 8 日由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”。该消息发布后，市场信心得到提振，叠加前期超预期的冬储需求，市场对于今年沥青需求的预期升温。从现货端来看，由于 1 月全国大部分地区温度不适宜沥青摊铺，仅华南地区有项目开工，大部分地区以节前备货需求为主。而供应端因春节来临而减产停产，出现了短期供需错配的现象。

春节后，市场对今年下游高需求的预期进入了不断被证伪的过程。首先，根据隆众统计的数据，炼厂库存会在上半年维持一定时间的累库行为，一般从年初延续到 4 月或 5 月。但今年从 2 月中旬起，样本炼厂库存便提前停止累库趋势。截至 6 月末，样本炼厂库存一直维持在 100 万吨附近，表明炼厂不愿意背负过多库存压力，侧面体现了炼厂对后市预期相对悲观。

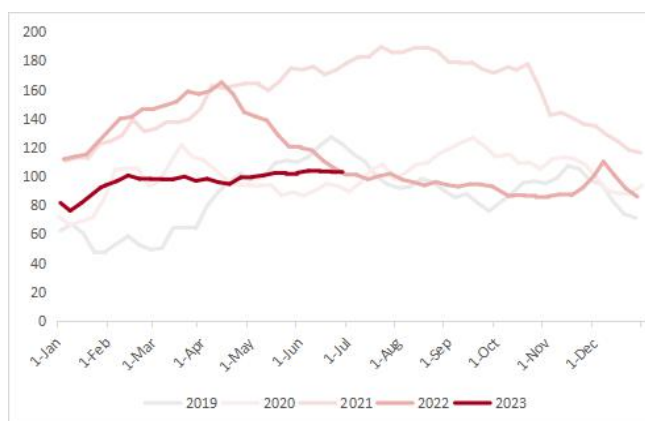
另外，据图表 29，可以发现沥青炼厂开工水平与炼厂库存同比变化整体走势相反，炼厂的开工决策由需求端主导。根据隆众统计的数据，今年样本炼厂开工水平自 4 月上旬下滑，目前处于近五年次低位水平，仅高于 2022 年，认为可以侧面反映出下游低迷的需求导致炼厂不愿增产，维持较低的库存。

最后，由于改性沥青保质期短，没有库存概念，一般随买随用，广泛用于道路施工、防水建材等领域中，因此认为改性沥青开工水平是一个能够及时反映实时需求的指标。根据隆众统计的数据，国内 69 家改性沥青开工水平一般在 4 月中旬会出现明显抬升，而今年延后至 5 月初。同时，4 月下旬起，改性沥青开工水平一直处于近三年最低位，体现了今年整体需求恢复节奏滞后。

就结果来看，市场预期逐渐被证伪，今年内山东主力基差持续抬升，于 6 月从 Contango 结构转为 Backwardation 结构。从盘面结构来看，年初沥青期货

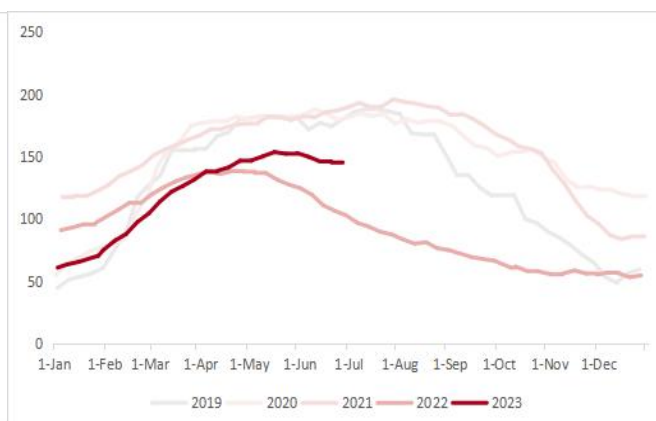
合约呈现中间高，两端低的结构，6月合约价格最高。随着市场预期降温，期货合约逐渐变成稳定的 Backwardation 结构，并继续巩固深化。

图表 27：国内 54 家样本炼厂库存（万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 28：国内 70 家样本企业社会库存季节性（万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 29：样本炼厂库存同比负值与重交沥青开工率同比



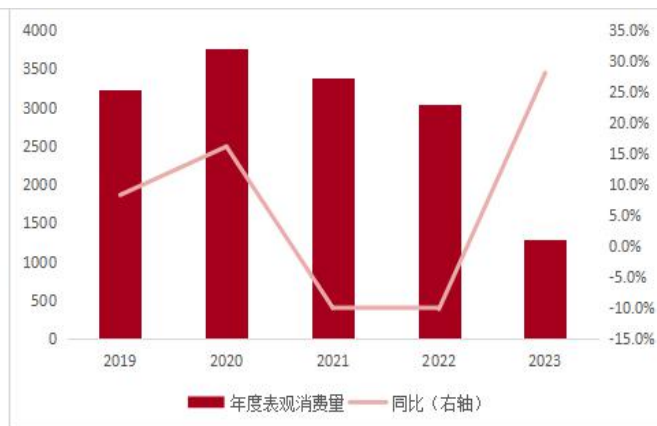
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 30：国内 69 家改性沥青开工水平（%）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 31：近五年沥青表观消费量（万吨）

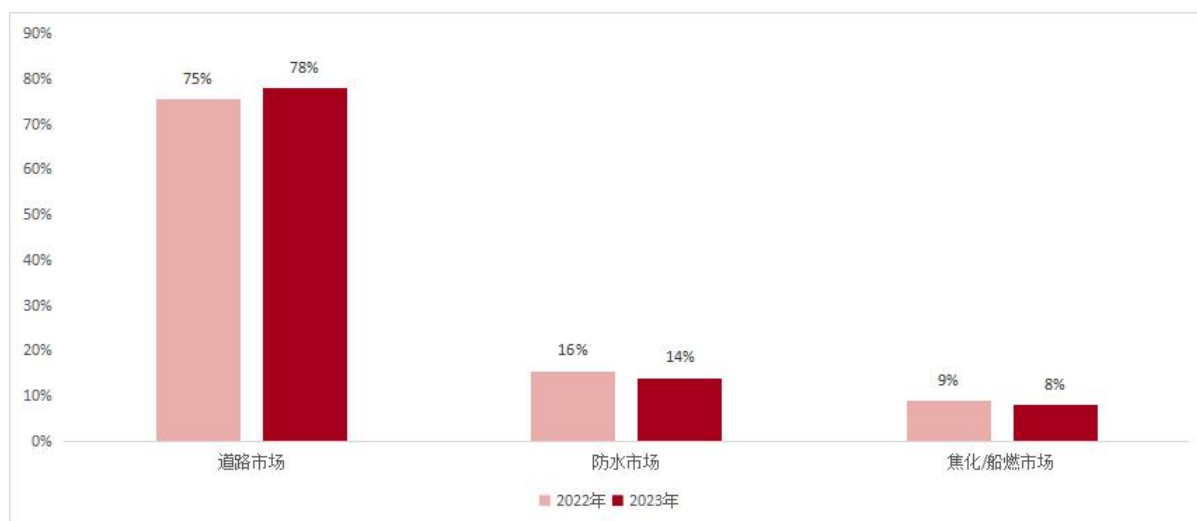


资料来源：钢联数据，中银期货

3.2 消费结构：防水市场占比下滑。

从消费结构来看，截至 2023 年 6 月，道路市场依旧是沥青下游最主要的流向，占比达到 78%，同比上涨了 3%。今年房屋新开工面积处于近五年低位，流向房地产的防水卷材市场的沥青消费量未能继续增长，占比回落至 14%。流向焦化与船燃市场的沥青占比依旧维持在 8%。

图表 32：2022 年至 2023 年沥青下游消费结构变化



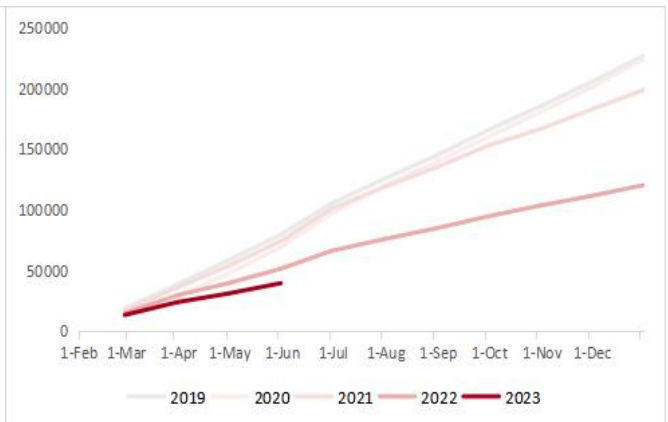
资料来源：百川盈孚，钢联数据，中银期货

图表 33：交通固定资产投资额季节性（万亿元）



资料来源：wind，中银期货

图表 34：中国房屋新开工面积累计值（万平方米）



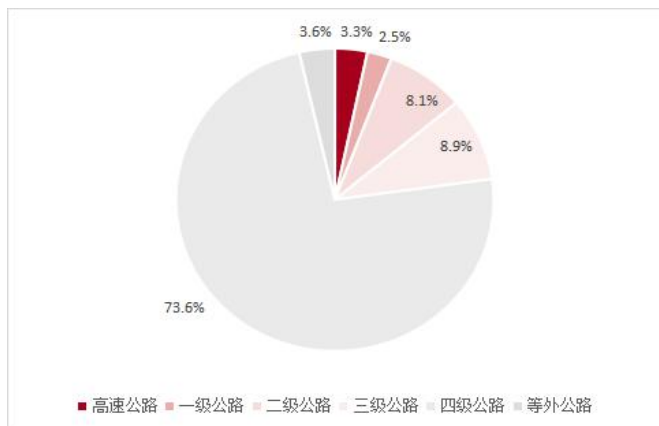
资料来源：wind，中银期货

3.3 道路市场：完成“十四五”指标无太大压力。

沥青作为修建铺设道路的重要基础原料，一直是支撑国民经济建设以及基建发展的重要物资之一。根据技术等级划分，中国的道路可被划分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路、四级公路和等外公路五个等级。其建设过程中使用的原材料及其比例和道路质量有关，而对沥青的需求则主要集中在二级公路以上的道路。2022 年，我国二级公路以上的通车里程已经达到 74.4 万公里，较 2021 年末增加 2 万公里，占比 13.9%；高速公路总里程则已经达到 17.7 万公里，较 2021 年末增加 0.82 万公里，占比 3.3%。与 2021 年相比，2022 年二级公路以上的道路和高速公路里程增速都有所放缓。

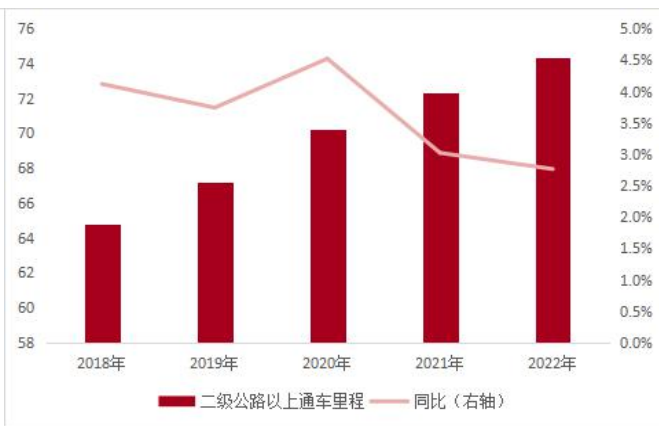
根据 2021 年末国务院关于印发“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知，2025 年我国公路通车里程将会从 2022 年的 535 万公里增长到 550 万公里，高速公路通车里程将会从 2022 年 17.7 万公里增长到 19 万公里。从截至 2022 年的完成情况来看，预计达成目标不会有太大压力。

图表 35：2022 年各等级公路占比



资料来源：交通运输部，中银期货

图表 36：二级公路以上通车里程（万公里）



资料来源：交通运输部，中银期货

图表 37：“十三五”规划与“十四五”规划综合交通运输发展主要指标

指标	“十三五”综合交通运输发展主要指标		“十四五”综合交通运输发展主要指标		
	2015年	2020年（预期）	2020年	2022年	2025年（预期）
公路通车里程（万公里）	458	500	519.8	535	550
其中：高速公路建成里程（万公里）	12.4	15	16.1	17.7	19

资料来源：国务院，中银期货

3.4 专项债：新增专项债发行提速，流向收费公路占比继续下降。

前文提到，2023 年年初的强预期被各项数据证伪，当前项目资金落地不到位，回款率低，项目开工少，导致今年许多道路项目工期延滞。本年度需求恢复迟缓已成为现实，市场正在关注下半年，特别是“金九银十”的旺季需求能否出现超出预期的表现。

每年各省级政府发行的专项债是各地区基建项目资金的重要筹集渠道之一。总体来看，今年地方政府新增专项债发行情况有两个特点。首先，《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》中明确，2023 年要适度增加地方政府专项债规模，新增专项债务限额 38000 亿元，较去年增加了 1500 亿元。但是 2022 年下半年还使用了 5000 多亿元专项债地方结存限额，2022 年发行额度达到 40384 亿元。今年依然有可能在下半年盘活地方债存量限额，使今年发行总额继续超过 4 万亿元。

其次，今年新增专项债发行节奏相较于往年发行节奏更快。根据财政部公布的数据，1-4月，全国发行新增地方专项债达16216亿元，占当年限额的42.7%。去年同时期新增地方专项债发行进度为38.4%，同比增加4.3%。

从专项债的具体用途来看，收费公路专项债与沥青需求市场的关系最为紧密。收费公路是指通过对公路使用者直接收取通行费来补偿公路建设及维护投资的一种公共基础设施项目运行方式，主要设置在高速公路和一些独立的大型公路桥梁、隧道。当收费公路专项债资金落实至具体项目之后，便成为一部分交通固定资产投资的来源。相较交通固定资产投资，收费公路专项债是一个更具前瞻性的指标。

我们统计整理了近三年公示的地方政府专项债券具体发行项目作为样本。由于可能会有部分专项债信息披露不全，难以筛选，因此基于公示项目统计的专项债发行额与财政部官方公布的新增专项债发行额有少量出入，仅供侧面参考。据样本数据统计，2023年前6个月共发行收费公路专项债482.7亿元，较2022年同比减少52.5%，占比仅2.31%，环比下降0.64%。从历史数据来看，2021年前6个月也仅发行461.6亿元，但是2021年专项债发行节奏偏滞后，收费公路专项债多在下半年发放，而2023年前四个月新增地方债发行量对当年限额的占比已达到42.6%，是近五年发行速度最快的一年。

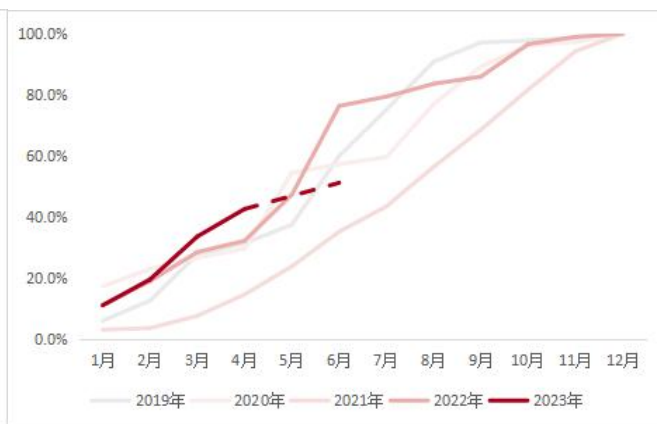
因此，2023年收费公路专项债发行量总额以及其占比将会继续减少，成为近四年收费公路专项债发行量最少的一年。整体来看，虽然今年新增专项债限额同比增长，发行节奏相对去年更快，但是流向收费公路项目的专项债资金却越来越少。叠加当前下游项目资金周转不灵，回款率低，认为2023年下半年的沥青需求难以出现大幅增长的现象。

图表 38：新增专项债月度发行额（亿元）



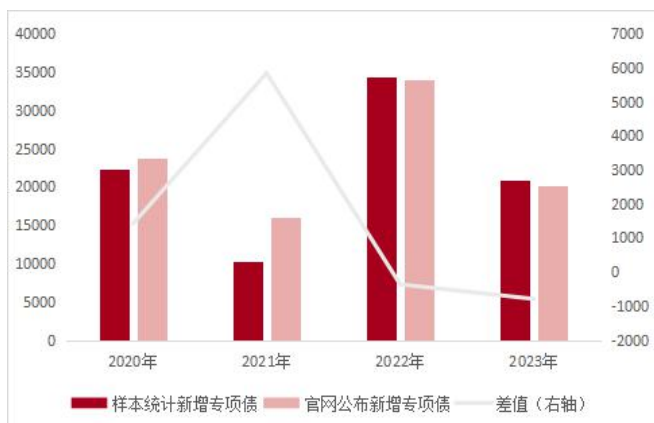
资料来源：财政部，中银期货

图表 39：新增专项债发行进度



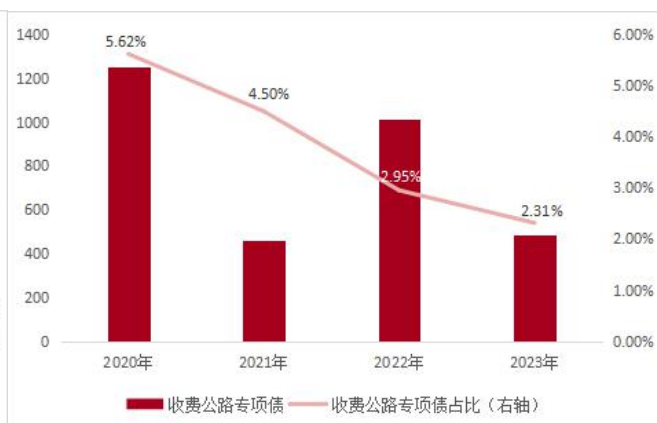
资料来源：财政部，中银期货

图表 40：样本与官网公布新增专项债对比（亿元）



资料来源：wind，地方政府债券信息披露门户，中银期货

图表 41：样本收费公路专项债发行额（亿元）



资料来源：地方政府债券信息披露门户，中银期货

3.5 机械数据：5 月压路机销量 50%以上用于出口。

压路机在工程机械中属于道路设备的范畴，广泛应用于高等级公路、铁路、机场跑道等大型工程项目的填方压实作业，可以碾压沥青混凝土路面层。据图表 42，可以发现压路机销量同比与炼厂的开工水平在 2017 年后相关性较强，走势方向大致相同。且压路机销量同比相对沥青的开工率有 1 至 2 个月的前瞻性，是一个较好地反映下游需求的指标。

据中国工程机械工业协会，2023 年 5 月当月销售各类压路机共 1355 台，同比增长 6.78%，其中国内仅 614 台，同比下降 28.1%。2023 年 1-5 月，各类

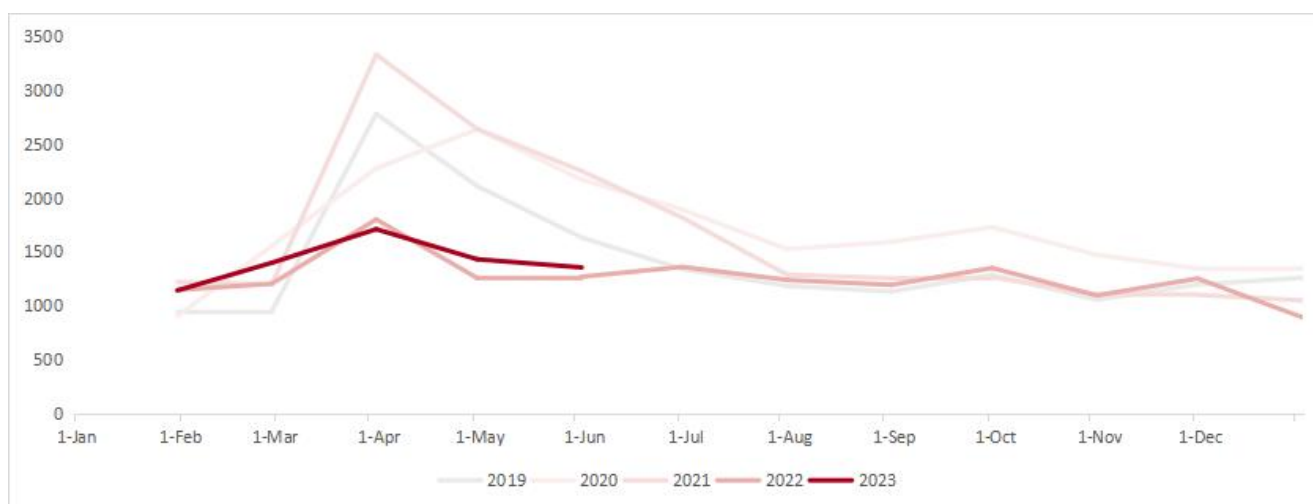
压路机销量共计 7036 台，同比增加 5.4%。但是根据 5 月的压路机销售数据来看，国内销量占比仅 45.3%，其余全部是出口。因此，认为 6 月至 7 月的下游沥青需求恢复情况不容乐观。

图表 42：中国主要企业压路机销量当月同比与重交沥青开工率（%）



资料来源：中国工程机械业协会，钢联数据，中银期货

图表 43：中国主要企业压路机销量（台）



资料来源：中国机械工业协会，中银期货

3.6 出口回顾：越南对沥青需求量增长。

2023 年 1 至 5 月，我国沥青产业的出口依存度仅 1.7%。近五年内，沥青产

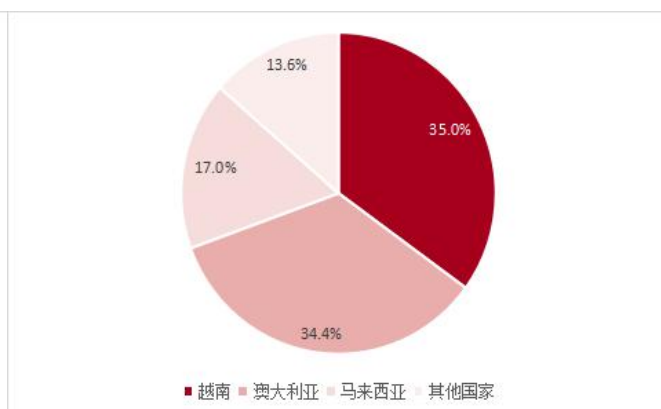
业的出口依存度在 1.5%至 2.5%间变动，变化不大。大部分沥青的供给都在中国被消耗。2023 年 1 至 5 月，中国出口沥青总量为 21.5 万吨，同比减少 23.1%。从贸易流向上来看，2023 年，我国约 95%左右的沥青都从北京出口，以中石化为主，通过来料加工贸易流向越南、澳大利亚和马来西亚。其中，越南由于近年大力发展基建，对沥青需求量快速增长，今年已超过澳大利亚成为我国最大的沥青贸易伙伴，占比达到 35%。

图表 44：年度沥青出口量（万吨）



资料来源：海关总署，钢联数据，中银期货

图表 45：沥青出口贸易伙伴



资料来源：海关总署，中银期货

四、后市展望：成本支撑，驱动有限。

4.1 2023 年上半年回顾：两个问题等待解决。

2023 年，随着地缘政治冲突缓解，与去年相比原油价格重心降低，振幅下降，沥青的价格继续回到由自身供需来主导。同时，新冠病毒感染自 2023 年 1 月 8 日由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”。此消息提振了市场信心，业者对后市预期转暖。但是，沥青自身的故事依然一波三折，其中主要矛盾有两方面：

其一，稀释沥青入关问题波澜再起。2 月，委内瑞拉炼厂调高稀释沥青贴水，从-27 美金/桶上调至-15 美金/桶，相当于委内瑞拉炼厂目前只愿意承担一半消费税，另一半成为炼厂额外增加的生产成本，大约共增加了 562 元/吨，稀释沥青作为原料的成本优势降低。此事件影响反映到盘面中，主力合约两个交易日内上涨了约 200 元/吨。但当时未对供给端产生较大影响。5 月中旬，山东

港口的海关严查稀释沥青成分，禁止不符合稀释沥青标准的重质燃料油以稀释沥青的名义入关。此事件影响了部分炼厂的排产计划，样本炼厂开工率回落到30%附近，稀释沥青港口库存显著累库，但其对供给端的影响随着时间不断减弱，原料紧缺大幅抬升盘面价格的预期落空。目前海关依然没有放行稀释沥青入关，此事件的影响范围仍待进一步观察。

其二，需求同比大幅增长的预期落空。根据隆众统计的国内69家改性沥青开工水平，认为今年的需求恢复节奏较往年明显偏慢。主要原因是今年下游项目的资金周转不灵，回款率低，拖累了下述项目的开工进度。在下游需求不佳、高价难以成交的情况下，炼厂被动压制成交价格，生产利润降为负值，因此主动降低开工水平。自4月中旬，国内79家样本炼厂开工水平开始下滑。本年度需求恢复迟缓已成为现实，市场正在关注下半年，特别是“金九银十”的旺季需求能否出现令人惊喜的表现。

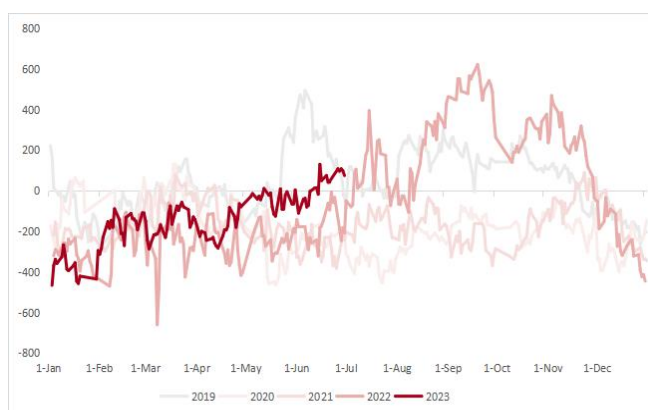
4.2 2023年下半年展望：供强需弱格局难改。

2023年，沥青的价格再一次回到由自身供需关系主导。但是沥青价格的下方依然由成本端原油作为支撑。从供给端来看，据隆众公布的数据，2023年7月国内地方炼厂总计划排产量为152.4万吨，较6月地炼排产增加15.3万吨，较6月预估地炼预估产量增加40万吨。从排产计划来看，地方炼厂原料问题的影响将继续减弱，7月预期整体供给增加。但是目前海关正式文件仍未公布，认为此事件的影响需待6月末济南会议结束后的结果出来后再进一步观察。据目前消息推测，原料问题将会对炼厂产生两方面的影响。一方面是增加其生产成本，另一方面是通过配额划定其产量上限。如果原料问题进一步发酵，将会对没有原油进口配额、产品单一的炼厂产生更大的影响，开工水平或将继续承压。另外，目前焦化装置利润处于盈利状态。转产焦化也是拥有焦化装置炼厂的另一个选择，但利润水平不如生产沥青。

从需求端来看，目前资金和降水问题对于下游需求的恢复扰动较大。南方的雨季一般至7月初结束。而从专项债、机械销售量等各项数据来看，近一两

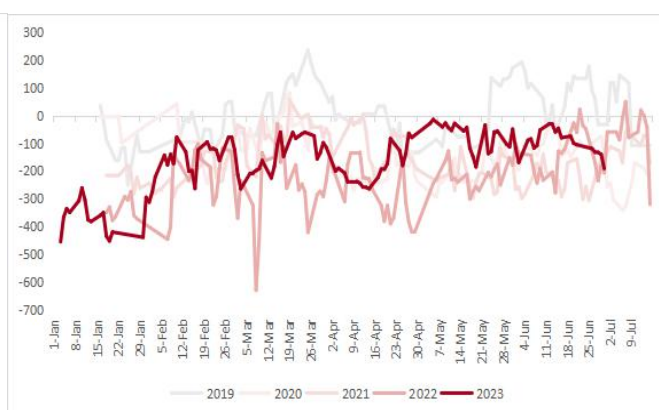
个月的需求恢复并不乐观，或将继续弱于 2022 年的同期水平。综合来看，下半年沥青基本面将继续维持供给端相对充裕的情况，价格下方由于成本端原油的支撑以及原料问题难以迅速下跌，而上方则由于弱需求缺乏上涨动力，预计沥青价格将震荡趋弱。盘面的近月升水结构继续稳固，主力基差或将稳定在 Backwardation 结构。

图表 46：山东地区主力基差（元/吨）



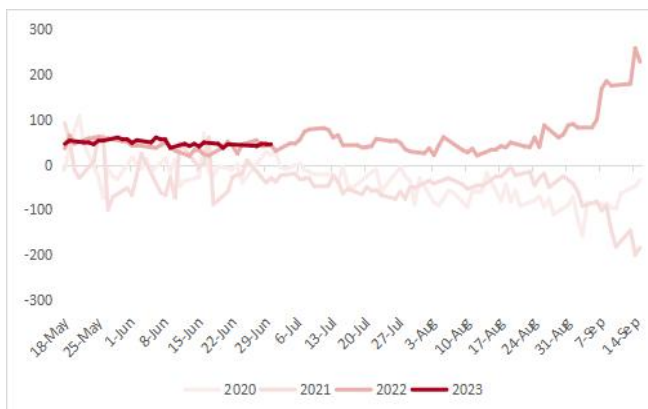
资料来源：钢联数据，中银期货（已含 80 元/吨贴水）

图表 47：山东地区近月基差（元/吨）



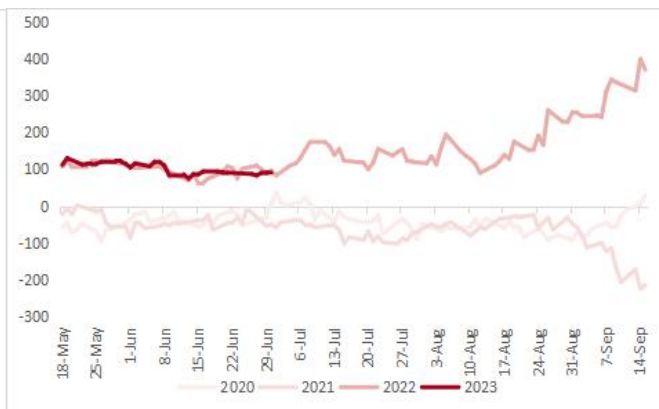
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 48：10-11 月月差（元/吨）



资料来源：wind，上海期货交易所，中银期货

图表 49：10-12 月月差（元/吨）



资料来源：wind，上海期货交易所，中银期货

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513