

沥青：韬光隐迹，藏器待时

高级研究员：杜冰沁

年报摘要：

● 2024 年行情回顾

2024 年上半年，沥青盘面价格呈现区间震荡的走势，整体波动不大。年中开始，海外经济衰退预期影响成本端原油大幅下滑，同时“金九银十”需求不及预期，带动沥青盘面价格回落。临近年末，炼厂排产同比下滑，商业库存也位于低位，供需偏紧使得冬储需求的释放较为顺畅，支撑盘面价格企稳上行。今年大部分时间沥青裂解利润表现较差，年末沥青价格相对原油价格表现坚挺推动裂解价差出现明显修复。

● 2025 年市场分析逻辑

明年宏观方面最大的不确定性还是在于特朗普政府上台之后的政策。特朗普政府强硬的关税主张使得市场担忧新一轮贸易战或带来对全球其他经济体的需求收缩效应，炼油利润的收缩和新能源汽车的替代也会对需求增长产生负面影响。预计明年 OPEC+ 开始增产或只是时间问题；受制于页岩油企 CAPEX 同比下滑，我们对 2025 年的美国原油产量增幅持保守态度。整体来看，IEA 预计明年全年平均供应过剩 95 万桶/日，油价中枢面临向下压力，或给沥青带来成本端的拖累。

从产能端来看，近年沥青产能增速放缓，年内暂无新增产能，但整体仍呈现大幅过剩格局，不过炼油利润的压力或将进一步推动老旧产能出清。今年 11 月国家税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，12 月 1 日起，包括汽油、柴油和航煤在内的成品油出口增值税退税率将从 13% 降至 9%。当前成品油内需增长乏力，因此出口退税率下调在压缩成品油出口利润的同时，也将导致炼厂综合利润承压，预计利润低迷的背景之下沥青供应较难有上升空间，2025 年全年沥青供应或在 2610 万

吨左右，同比今年涨幅小于 3%。

今年 9 月以来，中央积极推出一系列增量政策，持续加大财政政策调节力度，预计明年新增地方专项债规模会从今年的 3.9 万亿扩大到 5 万亿左右，这包含了 0.8 万亿化债额度。在政府投资能力和投资意愿双向修复的背景之下，明年狭义基建投资增速有望同比增长 5%。但是近年来专项债投向传统基建领域的占比在下滑，未来财政发力的落脚点或集中在新基建领域；并且去年开始 12 个重点省份项目“停缓建”对于铺路需求的影响到明年可能才会有所体现。因此预计公路建设投资或仍将保持负增长，不过在“十四五”最后一年赶工需求的支撑之下，预计降幅将环比收窄。此外，预计明年房地产开发投资增速将维持在-7%至-8%区间内，防水沥青需求难有起色。2025 年预计全年沥青实际需求降幅为 13%，绝对量在 2460 万吨左右，其中道路沥青和防水沥青需求预计分别减少 15%和 6.5%至 1530 和 500 万吨的水平。

根据我们对于明年沥青供需平衡表的预测，预计明年一至四季度国内沥青供需差分别为 149、104、40 和 49 万吨，全年呈现供应宽松的格局，叠加成本端油价中枢的下移，价格或承压明显。我们预计从 2025 年来看，BU 绝对价格波动区间预计在 2700-3600 元/吨，不过价格波动性和向下弹性或小于原油，可持续关注年内裂解利润修复的机会。

● 风险提示

油价大幅波动，稀释沥青供应扰动，产量增加超预期，需求降幅超预期

一、2024 年沥青价格走势主要影响因素分析

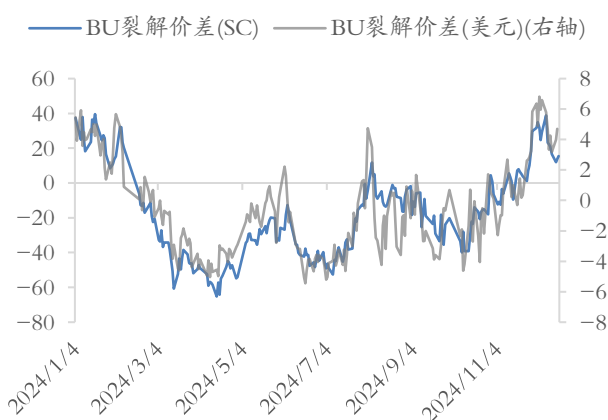
2024 年上半年，沥青盘面价格呈现区间震荡的走势，整体波动不大，BU 主力合约最高触及 3875 元/吨。年中开始，海外经济衰退预期影响成本端原油大幅下滑，同时“金九银十”需求不及预期，带动沥青盘面价格回落，主力合约最低探至 2961 元/吨。临近年末，炼厂排产同比下滑，商业库存也位于近几年低位，供需偏紧使得冬储需求的释放较为顺畅，支撑盘面价格企稳上行，成为能源板块中偏强的品种。

图表 1：2024 年沥青（BU）指数走势图（单位：元/吨）

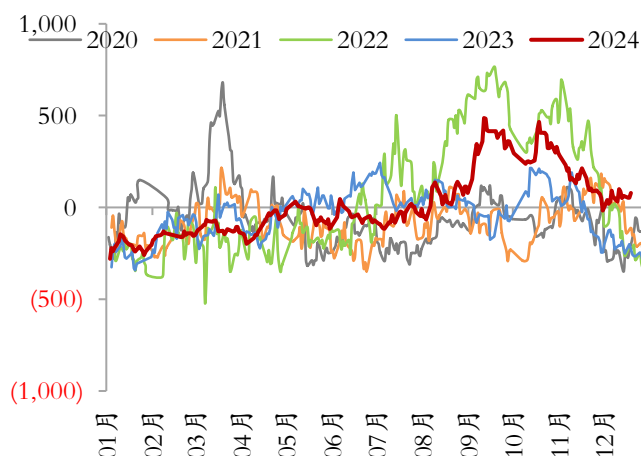


资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 2：沥青裂解价差（单位：元、美元/桶） 图表 3：山东沥青基差（单位：元/吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所



资料来源：iFinD、光大期货研究所

今年大部分时间沥青裂解利润表现较差，炼厂多数时期处于亏损状态，生产积极性不高，因此供应同比偏低，年末沥青价格相对原油价格表现坚挺推动裂解价差出现明显修复。

二、2025 年沥青市场基本面分析

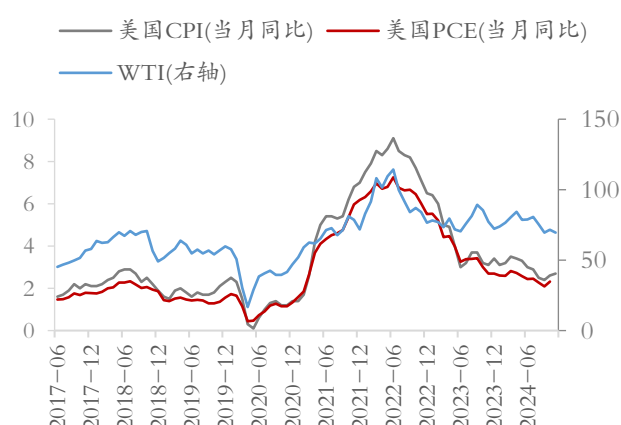
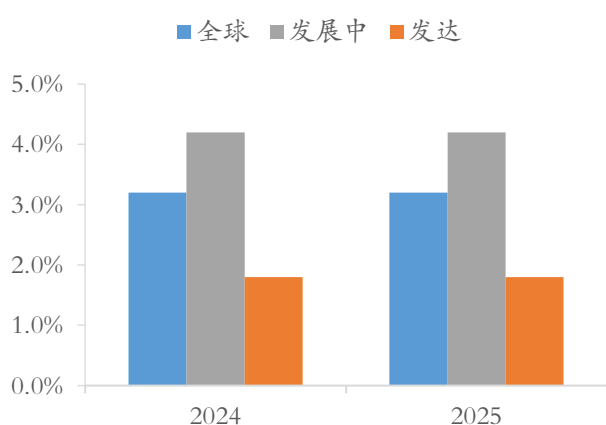
1、原油：供需过剩或成定局

今年全球经济体增长同步放缓，市场对于海外经济衰退的预期成为驱动油价波动的主要因素之一。在美国通胀水平不断下降之下，美联储正式开启降息周期，9月预防式降息 50bp，11月再度降息 25bp，近期美国最新非农数据公布后再度强化美联储降息押注，CME 利率观察工具显示，12月降息 25bp 的概率从前值的 67% 上升至 89%。从美国经济来看，整体需求仍具有一定韧性，点阵图显示美联储在明年可能会有更多降息举措以维持经济软着陆的预期。明年宏观方面最大的不确定性还是在于特朗普政府上台之后的政策。

特朗普政府强硬的关税主张使得市场担忧新一轮贸易战或带来对全球其他经济体的需求收缩效应。其上一任期内，美国对华关税水平大幅上升，在本轮竞选过程中，特朗普团队提出对中国额外加征最高 60% 的关税，同时向所有全球其他经济体出口至美国的商品加征 10%-20% 的普遍性关税。11月25日，特朗普在社交媒体上表示将在上任后对来自墨西哥和加拿大的所有产品征收 25% 关税，同时对进口自中国的所有商品加征 10% 的关税。进口商品的上涨将导致美国本土通胀加剧，并且价格上涨的影响将外溢至全球，对于全球经济增长和需求增速造成显著拖累。

图表 4：IMF 全球 GDP 预测（单位：%）

图表 5：油价与美国通胀水平（单位：美元/桶，%）



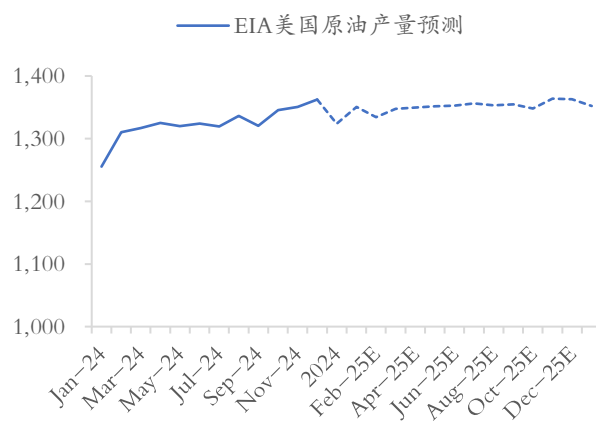
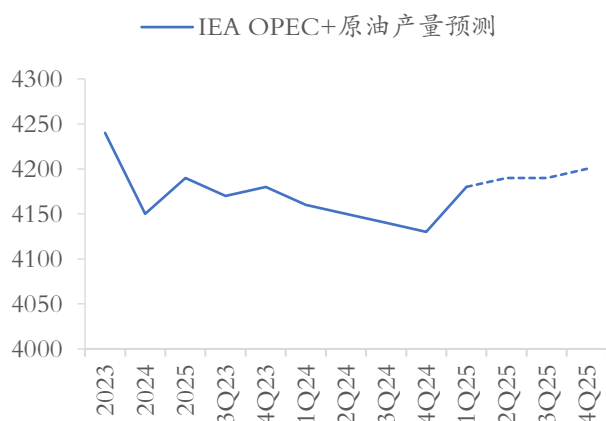
资料来源：IMF、光大期货研究所

资料来源：iFinD、光大期货研究所

今年 12 月 5 日，OPEC+ 将原定 2024 年 12 月底到期的日均 220 万桶的自愿减产措施延长至 2025 年 3 月底，基本符合市场预期，但预计明年 OPEC+ 开始增产或只是时间问题。特朗普在其

第一任期内对于 OPEC 的态度以施压为主，希望其增产以降低油价，同时特朗普政府与沙特关系相对更为紧密，因此在新一任期开始后，OPEC+继续增产的可能性会更大，其增产的节奏和幅度可能都会超过此前预期，或成为明年全球原油供应增量的主要来源之一。在伊朗和委内瑞拉层面，预计特朗普重返白宫后可能会进一步收紧对伊朗的制裁，但是目前伊朗的出口方式基本规避了对美国的金融敞口，因此制裁的加剧是否会真正影响其原油出口还有待观察。委内瑞拉同样也是受到美国制裁而影响原油供应的国家之一，其石油生产恢复速度较慢的原因主要在于经济危机导致上游投资有限。我们预计其国内原油供应波动也不会太大。至于美国自身原油供应，尽管特朗普政府大力支持油气开采，但在美国原油产量已至高位、钻井数增速偏慢的背景之下，明年供应上升空间相对有限。今年在大型页岩油企并购的背景之下，钻井开采效率显著提升，但受制于 CAPEX 同比下滑，预计明年新钻井数量不会有太大提升，因此我们对于 2025 年的美国原油产量增幅持保守态度。EIA 最新月报预计今年全年美国原油产量均值为 1324 万桶/日，明年产量将增至 1352 万桶/日，增幅约为 28 万桶，至明年底产量最高或达 1363 万桶/日。

图表 6：IEA OPEC+原油产量预测（万桶/日） 图表 7：EIA 美国原油产量预测（万桶/日）



资料来源：IEA、光大期货研究所

资料来源：EIA、光大期货研究所

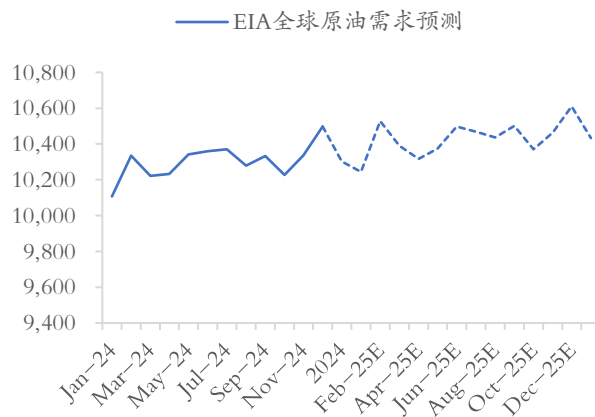
全球炼油利润的收缩和新能源汽车的替代预计将对明年全球原油需求增长产生负面影响。2025 年将是炼厂产能投放和淘汰的大年，预计新产能的冲击将给炼油利润造成进一步挤压；同时今年以来新能源汽车对于传统能源的替代影响在海内外市场上都逐渐显现。乘联会数据显示截至今年 10 月我国新能源零售渗透率达到 52.9%，连续四个月突破 50%；AAI 数据显示，今年 1-10 月美国新能源汽车总销量达到 124 万辆，同比增长 11%。EIA、IEA 和 OPEC 对 2025 年全

球原油需求增速的预期分别为 129、108 和 145 万桶/日。

图表 8: IEA 全球原油需求预测 (万桶/日)



图表 9: EIA 全球原油需求预测 (万桶/日)

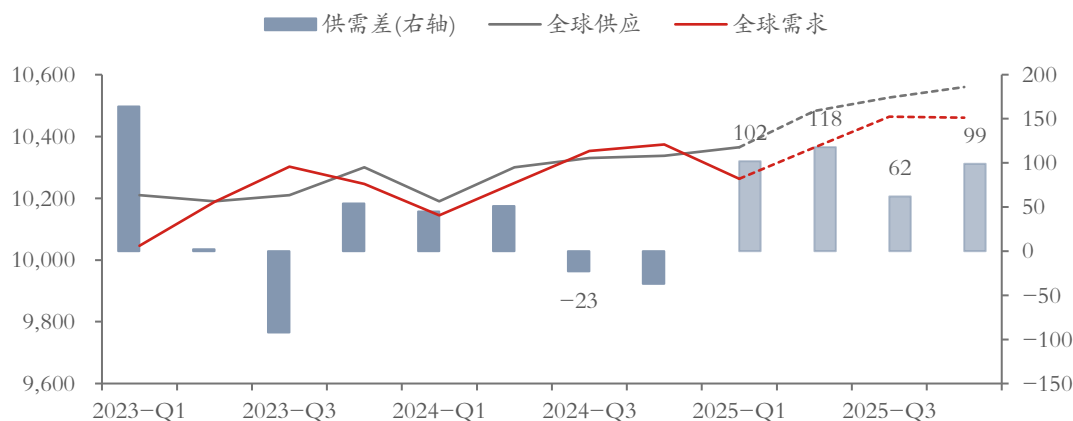


资料来源: IEA、光大期货研究所

资料来源: EIA、光大期货研究所

整体来看, IEA 预计明年二季度供应过剩将达到 118 万桶/日, 全年平均过剩 95 万桶/日。随着 OPEC+逐步增产以及需求增量有限, 明年全球石油供应过剩概率较大, 油价中枢面临向下压力, 或给沥青带来成本端的拖累。

图表 10: 全球石油供需平衡情况 (单位: 万桶/日)

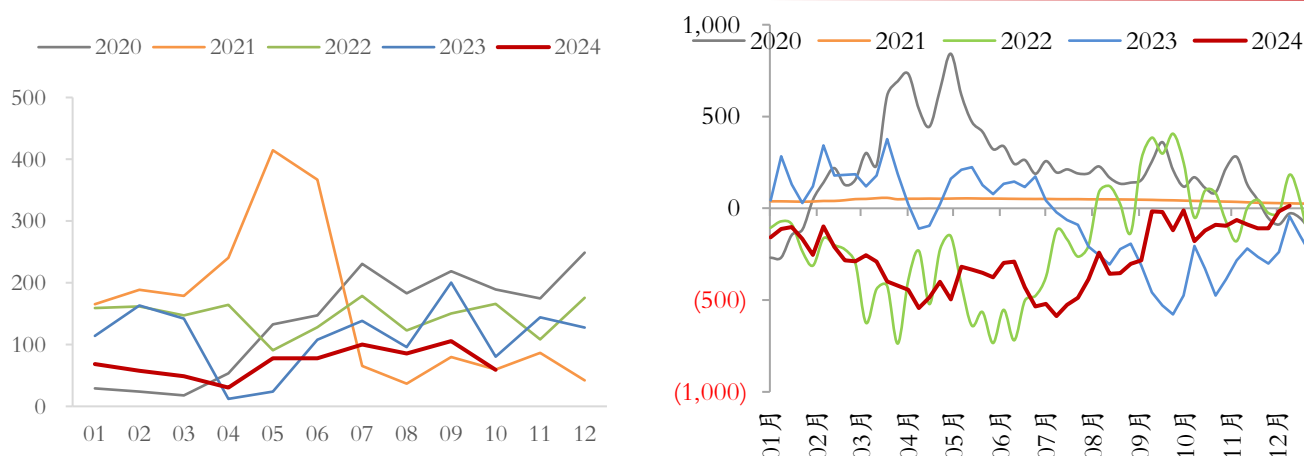


资料来源: IEA、光大期货研究所

2、供应：低利润下难有上升空间

今年国内稀释沥青的进口量维持低位，去年底美国宣布对委内瑞拉暂时解除制裁之后，于今年4月重启制裁，但委内瑞拉的原油出口船货并未受到太大影响，稀释沥青贴水维持高位。成本高企之下，炼厂多数时间处于亏损状态，理论利润基本处于近几年低位，生产积极性较差，导致开工维持低迷，装置负荷率始终在 25%—45% 之间波动，供应同比下滑明显。据百川盈孚统计，2024 年 1—11 月国内炼厂沥青总产量 2325 万吨，同比减少 587 万吨，同比降幅 20%；其中地炼 1—11 月总产量 1110 万吨，同比减少 546 万吨，同比降幅 20%，预计 2024 年国内炼厂沥青总产量 2527 万吨左右，同比减少 643 万吨左右，同比下跌 20%，主要拖累项来自于地炼，预计年内地炼沥青产量 1224 万吨，同比下跌 32%。

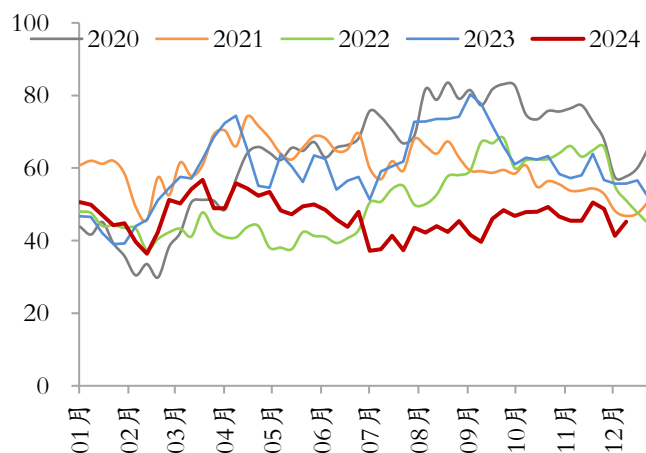
图表 11：国内稀释沥青进口量（单位：万吨） 图表 12：沥青生产理论利润（单位：元/吨）



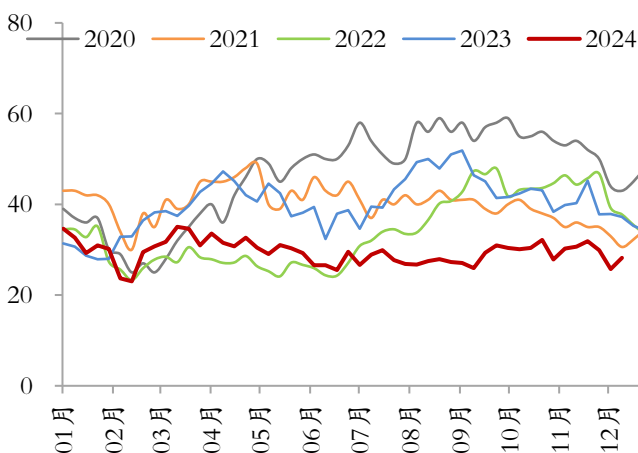
资料来源：iFinD、光大期货研究所

资料来源：百川资讯、光大期货研究所

从产能端来看，近年沥青产能增速放缓，年内暂无新增产能，但整体仍呈现大幅过剩格局。明年计划投产的新增产能主要为山东裕龙石化 120 万吨溶剂脱沥青装置，不过炼油利润的压力或将进一步推动老旧产能出清。今年 11 月国家税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，12 月 1 日起，包括汽油、柴油和航煤在内的成品油出口增值税退税率将从 13% 降至 9%。当前成品油内需增长乏力，因此出口退税率下调在压缩成品油出口利润的同时，也将导致炼厂综合利润承压，预计利润低迷的背景之下沥青供应较难有上升空间，2025 年全年沥青供应或在 2610 万吨左右，同比今年涨幅小于 3%。

图表 13：沥青周度产量（单位：万吨）


资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 14：沥青炼厂开工率（单位：%）


资料来源：百川资讯、光大期货研究所

3、需求：财政政策发力，需求降幅收窄

财政部今年安排新增地方政府专项债券额度 3.9 万亿元，加上去年结转的 1000 亿元，财政部下达各地 2024 年新增专项债券额度 4 万亿元。考虑到去年增发国债大部分结转到今年使用，以及国债的靠前发行，导致今年专项债发行节奏整体偏缓。根据财政部数据，截至 10 月末，各地今年累计发行地方政府专项债券 3.9 万亿元，投向项目 3 万余个；其中，8-10 月发行 2.1 万亿元，今年新增地方政府专项债券已基本发行完毕。但从资金使用上来看，截至 10 月 20 日，待发额度加上已发未用资金，年内各地共有 2 万亿专项债券资金可安排使用，资金落地较慢。

今年 9 月以来，中央积极推出一系列增量政策，持续加大财政政策调节力度，11 月全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，议案提出建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024-2026 年每年 2 万亿元。2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。预计明年新增地方专项债规模会从今年的 3.9 万亿扩大到 5 万亿左右，这包含了 0.8 万亿化债额度；中央经济工作会议提及增加发行超长期特别国债，中性估计 2025 年超长期特别国债的发行规模从今年的 1 万亿提高至 1.5 万亿，乐观估计提升至 2 万亿元。

12 月的中央经济工作会议提出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，

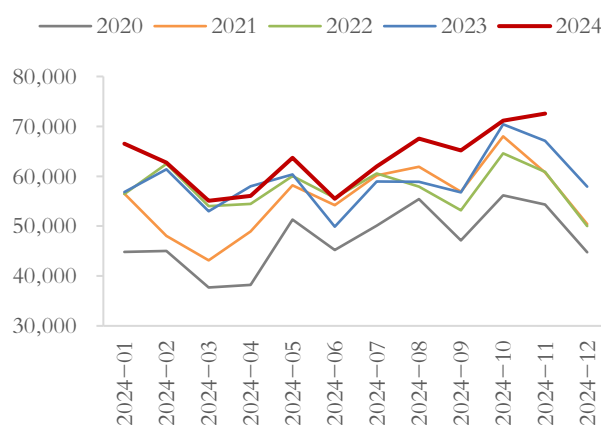
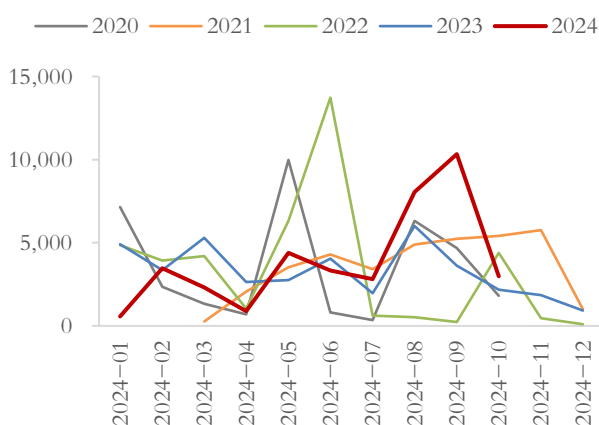
持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。预计 2025 年在“十四五”收官之下，基建项目新增资金需求依然较高。

图表 15：近期主要财政政策梳理

时间	会议	主要政策内容
2024.09.26	中央政治局会议	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
2024.10.12	财政部	加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。
2024.11.08	国务院	全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，议案提出建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024-2026 年每年 2 万亿元。2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元到期偿还。
2024.12.09	中央政治局会议	实施更加积极的财政政策。
2024.12.12	中央经济工作会议	要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层三保底线。

资料来源：国务院、财政部、光大期货研究所

图表 16：地方政府新增专项债当月值（亿元） 图表 17：金融机构财政存款余额（单位：亿元）



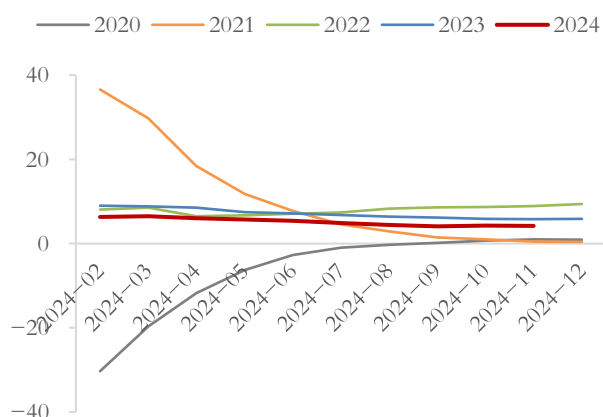
资料来源：WIND、光大期货研究所

资料来源：iFinD、光大期货研究所

2024 年 1-11 月，全国固定资产投资（不含农户）465839 亿元，同比增长 3.3%。其中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增 4.2%，但是道路运输业同比下降 1.9%；1-10 月公路建设完成投资同比下降 11.15%。预计在政府投资能力和投资意愿双向修复的

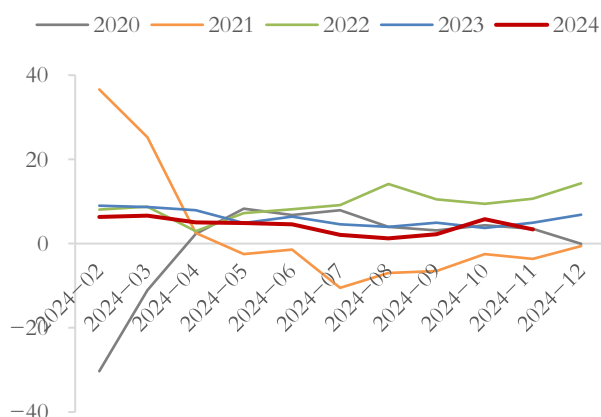
背景之下，明年狭义基建投资增速有望同比增长 5%。但是对于公路建设投资方面，一是近年来专项债投向传统基建领域的占比在下滑，未来财政发力的落脚点或集中在新基建领域；二是尽管未来几年地方政府化债压力将有所缓和，但是去年开始 12 个重点省份项目“停缓建”对于铺路需求的影响到明年可能才会有所体现。因此我们认为明年公路建设投资或仍将保持负增长，不过在“十四五”最后一年赶工需求的支撑之下，预计降幅将环比收窄。

图表 18：基建投资累计同比（单位：%）



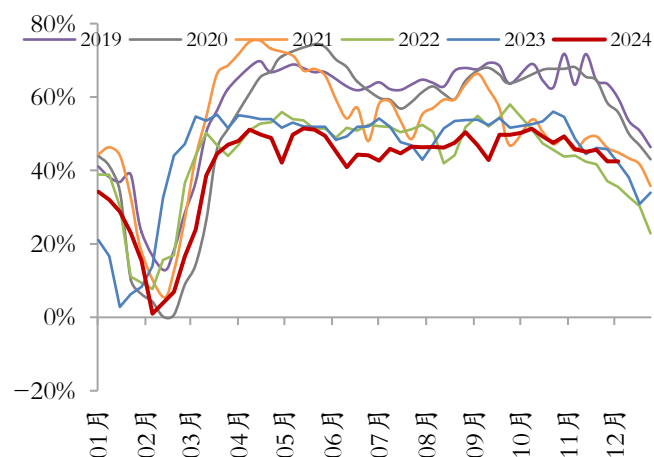
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 19：基建投资当月同比（单位：%）



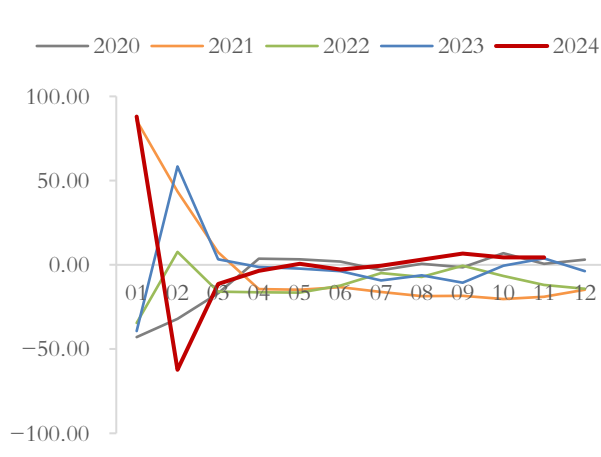
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 20：全国水泥磨机开工率（单位：%）



资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

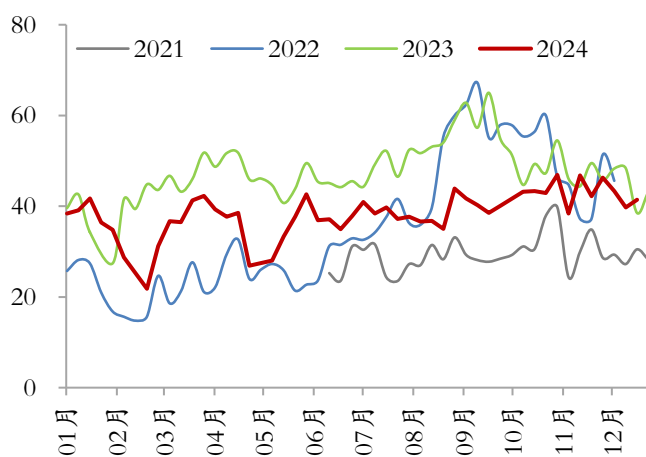
图表 21：挖掘机开工小时数和当月同比增速（%）



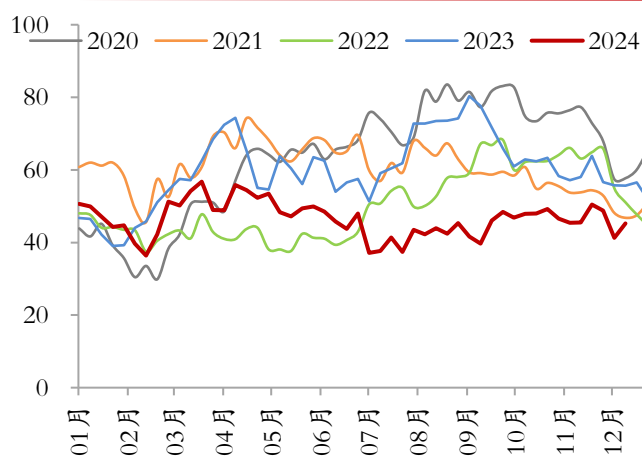
资料来源：iFinD、光大期货研究所

此外，房地产市场景气度不断下滑也将给防水沥青需求带来压力。2024 年 1-11 月，全国房地产开发投资同比下降 10.4%；房屋新开工面积下降 23%。预计明年房地产开发投资增速将维持在-7%至-8%区间内，防水沥青需求难有起色。

前三季度市场需求表现不佳，多数终端项目资金不足，且终端供应商垫款意愿不及往年，传统“金九银十”旺季未能如期体现，但进入 4 季度，特别是 11 月之后，北方多数地区气温相较往年同期略高，利于施工，且有部分项目计划今年完工，因此，11 月之后需求较前期有一定改善。预计今年全年沥青实际需求量为 2829 万吨，同比下滑 15.7%；其中道路沥青需求将下滑 30%至 1800 万吨，防水沥青需求将同比下降 6%至 538 万吨。2025 年预计全年沥青实际需求降幅为 13%，绝对量在 2460 万吨左右，其中道路沥青和防水沥青需求预计分别减少 15%和 6.5%至 1530 和 500 万吨的水平。

图表 22：沥青炼厂出货量（单位：万吨）


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 23：推算沥青实际消费量（单位：万吨）


资料来源：百川资讯、光大期货研究所

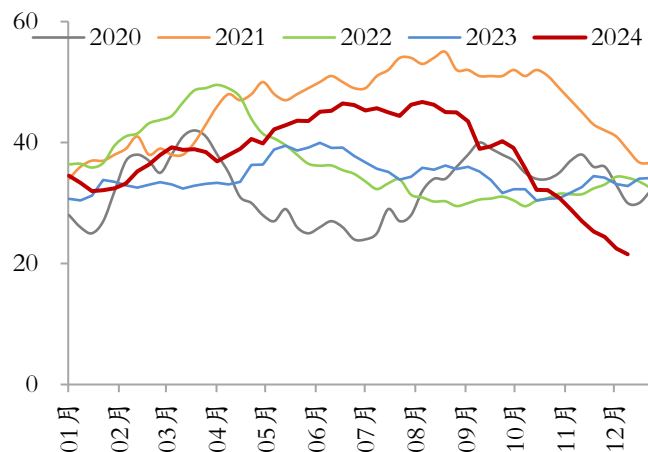
4、总结与展望

今年中以来沥青社库和厂库持续去化，尤其进入 11 月之后，商业库存位于近五年同期低位，供需偏紧之下，冬储合同释放较为顺利。从今年冬储需求的释放情况来看，价格相对较高，均价在 3500 元/吨左右，隆众资讯预计今年冬储体量预计在 105 万吨附近。随着冬储合同的持续释放，预计后期沥青供应偏紧的情况将得到缓解，目前社库已出现拐点迹象。

根据我们对于明年沥青供需平衡表的预测，在供应小幅上升、需求增速仍维持负值的背景之下，预计明年一至四季度国内沥青供需差分别为 149、104、40 和 49 万吨，全年呈现供应宽松的格局，叠加成本端油价中枢的下移，价格或承压明显。我们预计从 2025 年来看，BU 绝对价格波动区间预计在 2700-3600 元/吨，不过价格波动性和向下弹性或小于原油，可持续关注年内裂

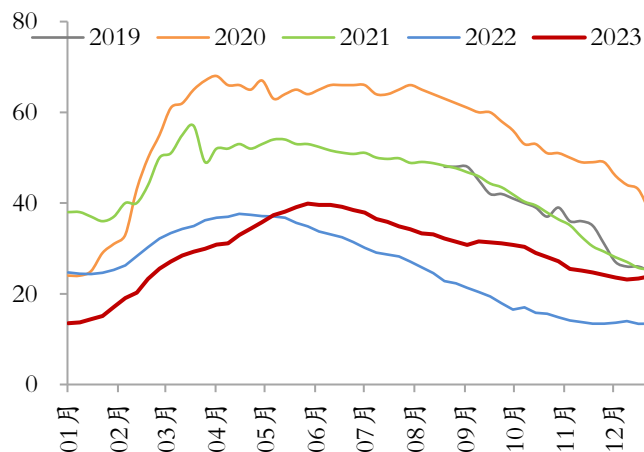
解利润修复的机会。

图表 24：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 25：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 26：2025 年沥青季度供需平衡表预测（单位：万吨）

	Q1	Q2	Q3	Q4
产量	644	667	612	687
进口	60	60	60	60
总供应	704	727	672	747
消费	543	610	620	686
出口	12	12	12	12
总需求	555	622	632	698
供需差	149	104	40	49

资料来源：iFinD、百川资讯、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、2023 年上期能源“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，2024、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 2023、2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2024、2023、2022 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，金融学硕士，荣获 2023 年度上海期货交易所“新锐分析师”、2023 年度《中国模具信息》杂志优秀作者，2024 年度期货日报“最佳工业品期货分析师”称号，所在团队获得期货日报 2024 年度最佳能源化工产业期货研究团队奖。主要从事天然橡胶、20 号胶、对二甲苯、PTA、MEG、瓶片等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。多次在《期货日报》、《文华财经》、《华夏时报》等国内主流财经媒体发表观点。

期货从业资格号：F03107645；期货交易咨询资格号：Z0021445。

- **甲醇/PE/PP/PVC 分析师：彭海波**

现任光大期货研究所甲醇/PE/PP/PVC 分析师，中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，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。