



光期研究

# 光期能化：2024年下半年沥青策略报告

2024年6月30日



光大期货  
EVERBRIGHT FUTURES

光期研究 杜冰沁

---

沥青：供应或将维持低位，需求有望环比上升



## 沥青：供应或将维持低位，需求有望环比上升

### 总 结

- 1、供应方面：**上半年，炼厂加工利润受原料贴水高位影响处于亏损状态，即使随后贴水有所修复，但炼厂开工意愿依然偏低。原料方面，在下半年美国恢复对委内瑞拉制裁之后，沥青原料端供应或紧缺可能性较小，但实际生产情况仍将取决于炼厂的加工利润和终端需求。上半年沥青排产不断下滑，处于历史同期偏低水平，7月排产也如期下滑，预计下半年整体沥青排产依然同比维持低位。上半年整体沥青炼厂开工率同比偏低，预计7月国内沥青装置产能利用率将降至31%，下半年炼厂开工率或将随着“金九银十”旺季的到来而逐步环比提升，但产量或仍同比偏低。库存端，当前沥青厂库尚未出现拐点，并且同比偏高，社库已出现拐点，但也高于2023年同期。预计下半年社库将随着旺季到来逐渐去化，但厂库压力依然较大。
- 2、需求方面：**今年5-6月专项债发行进度有所增加，但整体发行进度仍偏慢。今年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，导致专项债发行急迫性不高。在基建增速回落的情况下，后续专项债发行进度有望加快。发改委指出将推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设，叠加下半年地方专项债的加快发行，对基建投资增速有进一步支撑，并且有望加快实物工作量的落地。实际需求端，进入6月，南方受梅雨季影响，叠加部分地区资金制约问题仍存，终端施工受限，国内终端沥青资源用量远少于往年同期。7月预计南方部分地区雨季陆续结束，出货量将小幅增加。隆众资讯预计7月沥青54家样本企业出货量大概在162.5万吨左右。尽管今年沥青终端需求表现疲软，但下半年的“金九银十”仍然值得期待。
- 3、成本方面：**目前欧洲央行已开启降息，市场对于美联储降息预期仍有摇摆，同时需要注意下半年美国大选对当前降息时间开启的可能扰动和大选后美国政府对于传统能源政策的变化。6月以来OPEC+执行减产的力度明显增加，预计三季度结束前OPEC+供应均维持收紧状态。非OPEC国家下半年供应有一定增量预期，但我们对于美国原油产量持保守态度。当前市场对于三季度关注的重点就是在于海外出行需求旺季的到来，国内原油进口需求尚待复苏。EIA最新月报预计今年三季度和四季度的供需缺口分别为-56和-49万桶/日，整体呈现供需紧平衡的状态，其中三季度供需缺口最大，因此我们对于下半年原油的预期相对比较乐观，或将呈现先涨后跌的走势。
- 4、策略观点：**今年沥青整体波动较小，原料炒作暂告一段落，供应端可讲的故事有限，我们认为当前核心的关注点还是在需求的恢复，下半年的财政发力有望加快，叠加“金九银十”的施工旺季，落地到需求端仍有一定乐观预期。因此我们预计下半年沥青价格有望重心上移，摆脱当前窄幅震荡的区间。
- 5、风险提示：**国际油价大跌，美国对委内瑞拉制裁的变动

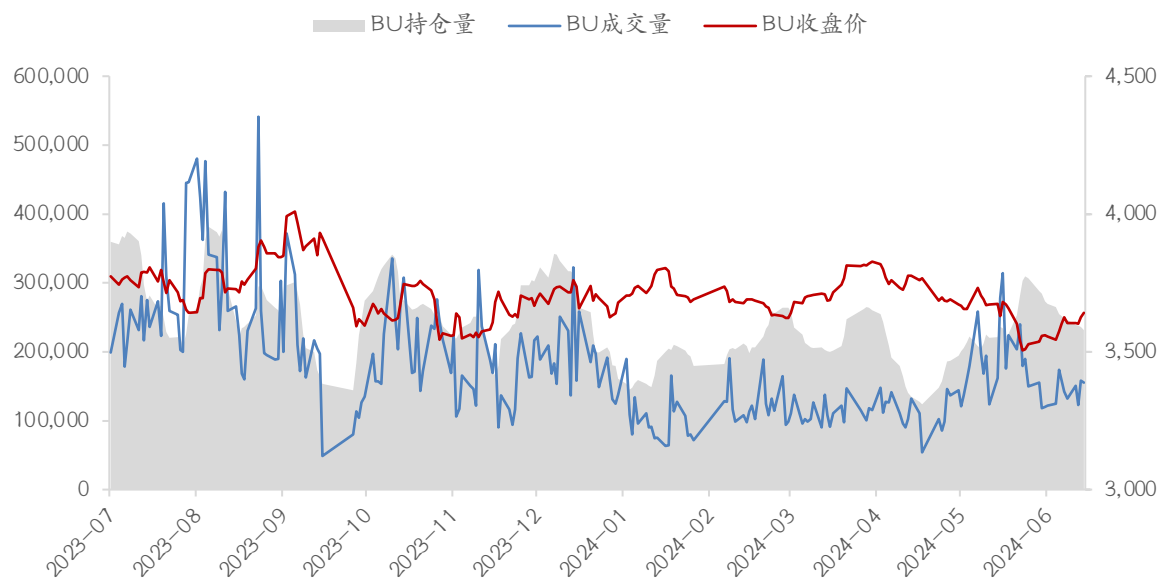
## 目 录

- 1、上半年沥青行情回顾
- 2、下半年沥青基本面分析
  - (1) 原油：下半年或将先涨后跌
  - (2) 供应：产量较难有明显增量
  - (3) 需求：金九银十仍值得期待
  - (4) 库存：社会库存将逐步去化



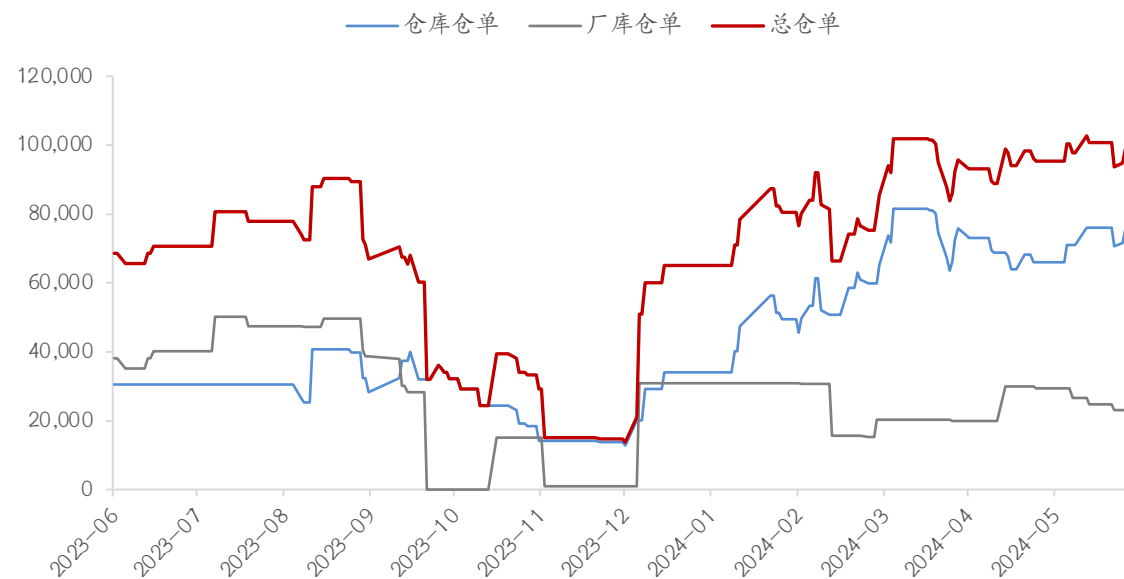
## 1.价格：上半年沥青期现价格窄幅震荡

图表1：BU主力合约盘面表现（单位：手，元/吨）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表2：BU期货库存（单位：吨）

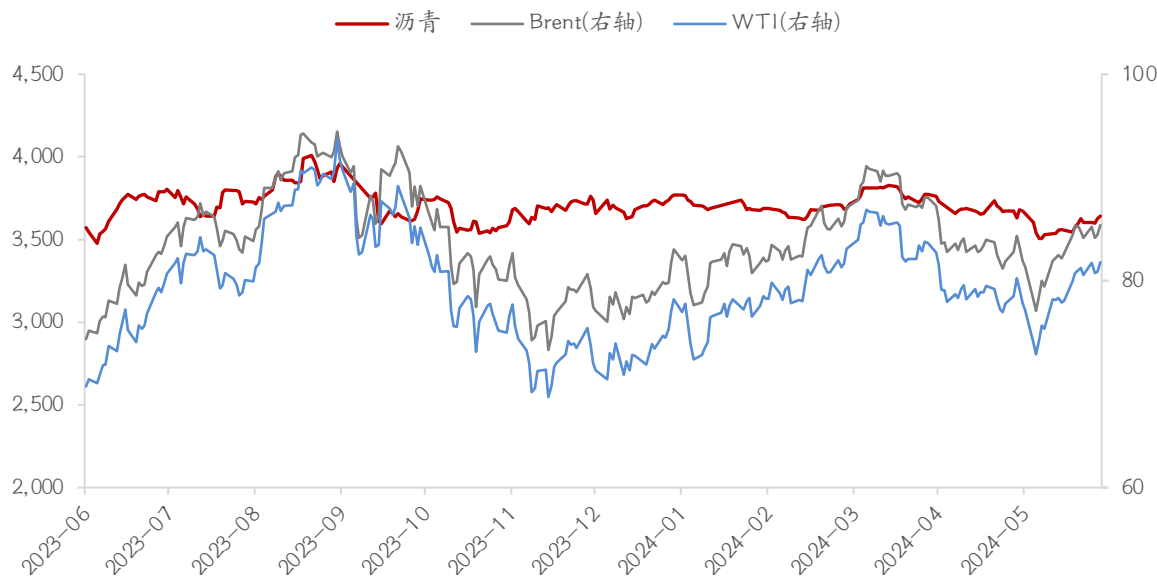


资料来源：iFind，光大期货研究所

上半年沥青盘面价格先跌后涨，整体波动较小，仓单逐步累积，目前接近10万吨左右。

## 1.价格：上半年沥青期现价格窄幅震荡

图表3：沥青与国际油价（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表4：沥青现货价格（单位：元/吨）

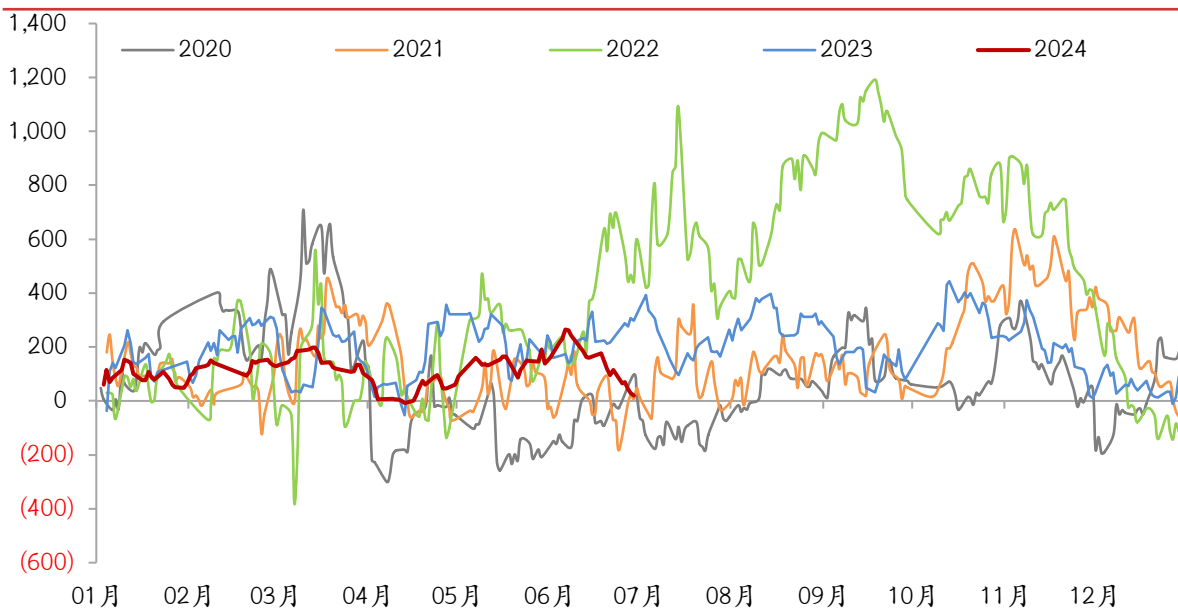


资料来源：iFind，光大期货研究所

上半年沥青供应有限，但需求平平，尽管油价大幅波动，但在成交疲软之下沥青现货价格波动率也偏低。

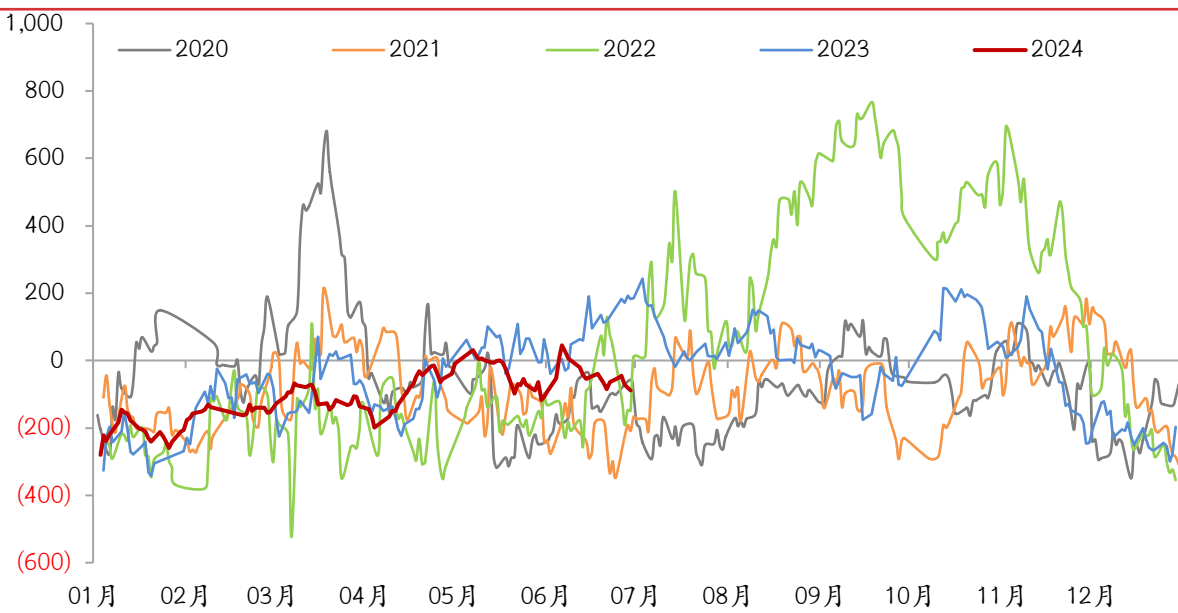
## 2.价差：分地区沥青基差

图表5：华东沥青基差（单位：元/吨）



资料来源：iFind，光大期货研究所

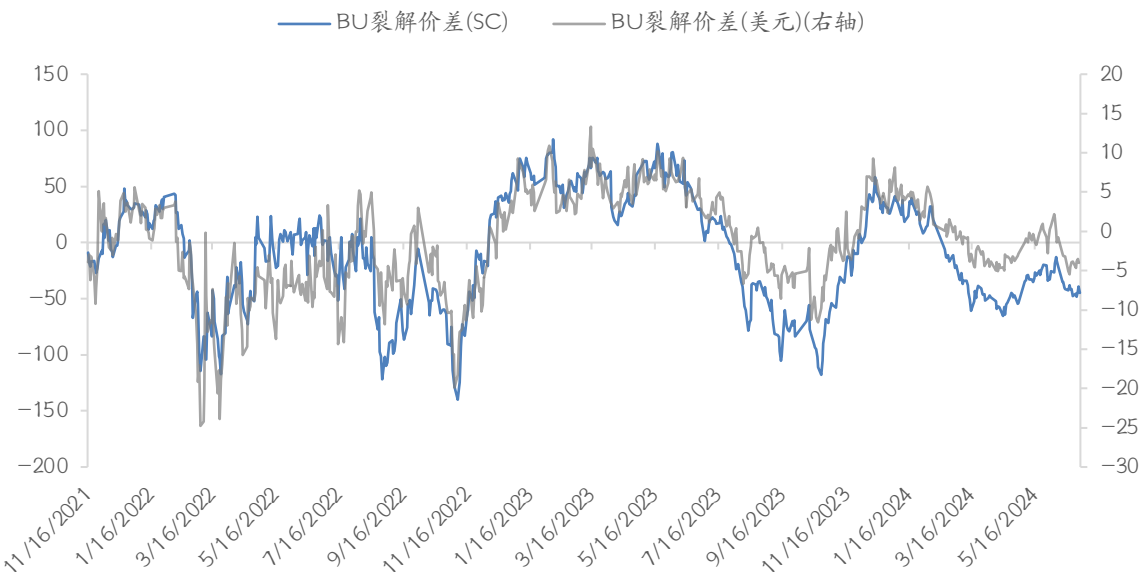
图表6：山东沥青基差（单位：元/吨）



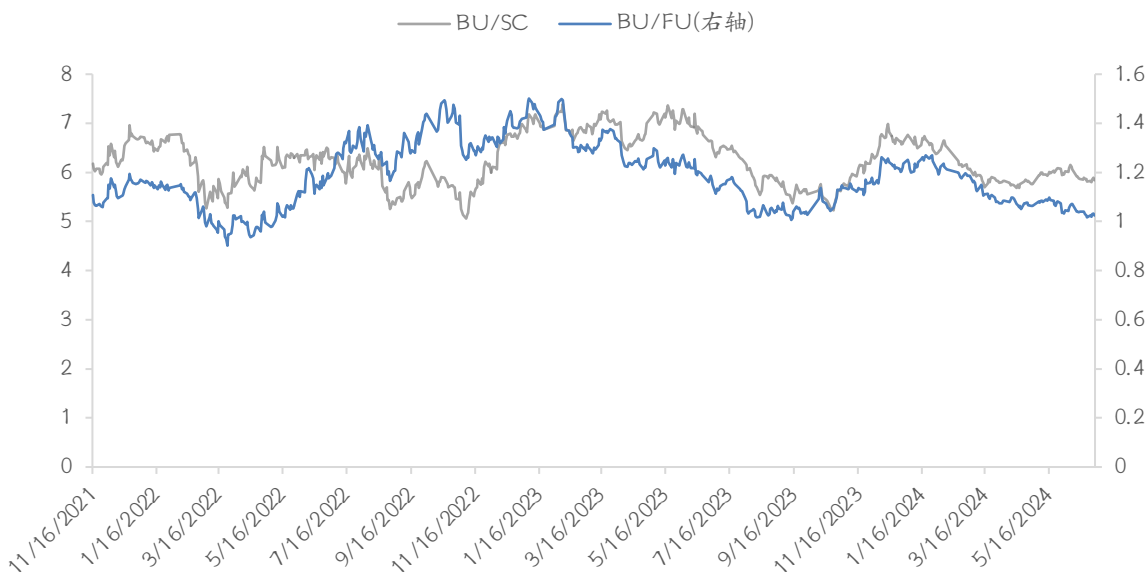
资料来源：iFind，光大期货研究所

## 2.价差：沥青裂解价差与比价

图表7：BU裂解价差（单位：元/吨、美元/吨）



图表8：BU与SC和FU比价（单位：元/吨）



资料来源：iFind，光大期货研究所

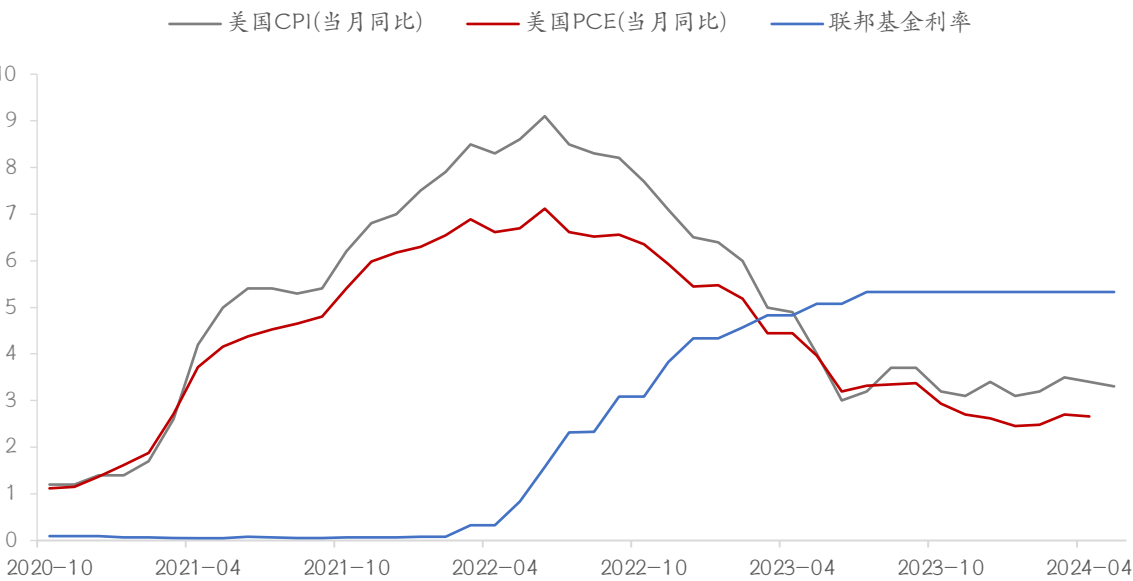
资料来源：iFind，光大期货研究所

上半年沥青裂解价差受到原料贴水高企影响持续走弱，但是在油价高位回落之后，裂解利润得到一定程度的修复。



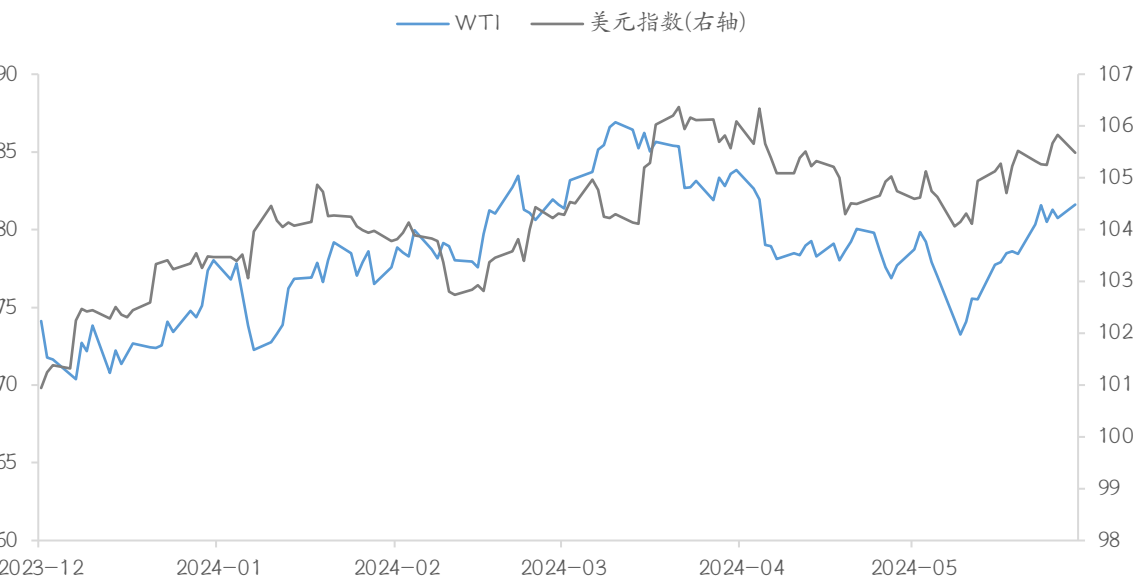
### 3.原油：再通胀压力有所缓解，美联储何时降息成为关键因素

图表9：油价与美国通胀水平（单位：美元/桶，%）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表10：高利率下的油价和美元指数（单位：美元/桶，%）



资料来源：iFind，光大期货研究所

上半年，美国再通胀风险成为市场关注的热点，随着通胀粘性出现回落，美联储何时开启降息成为市场最关注的焦点。6月6日，欧洲央行欧洲央行宣布降息25个基点，将欧元区的三大关键利率——存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别下调至3.75%、4.25%和4.5%，这是欧洲央行自2019年以来的首次降息。目前市场对于美联储降息预期仍有摇摆，CME FEDWATCH TOOL显示预计9月和11月分别开启降息周期的概率均为50%左右，同时需要注意下半年美国大选对当前降息时间开启的可能扰动。

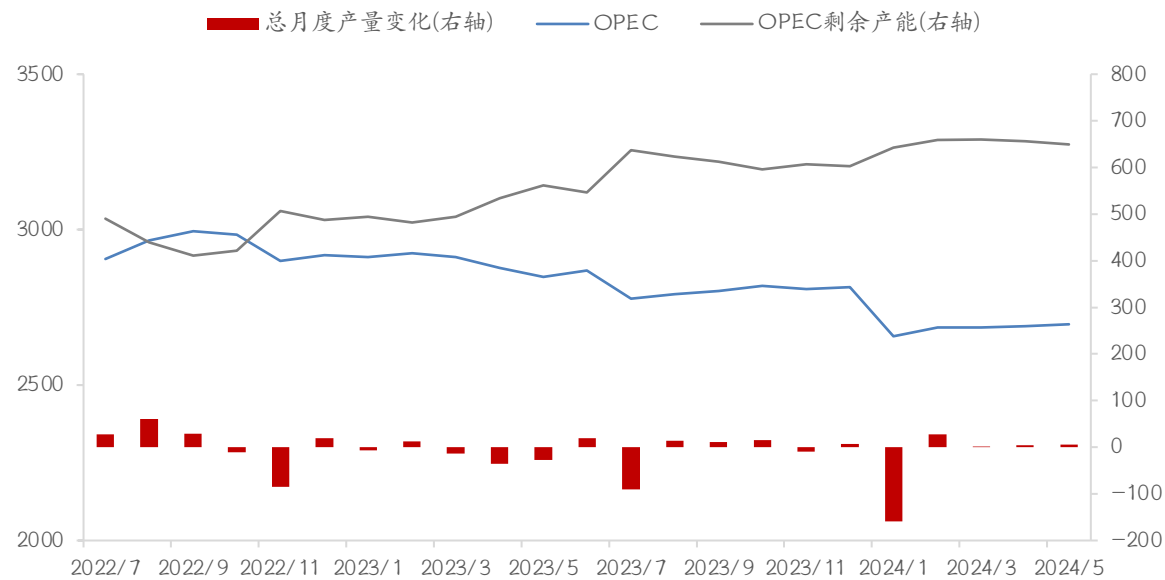
### 3.原油：OPEC+延长自愿减产至9月底，随后产量可能会逐步增加

图表11：EIA美国原油产量预测（单位：万桶/日）



资料来源：EIA，光大期货研究所

图表12：OPEC 10国月度产量、变化及剩余产能（单位：万桶/日）



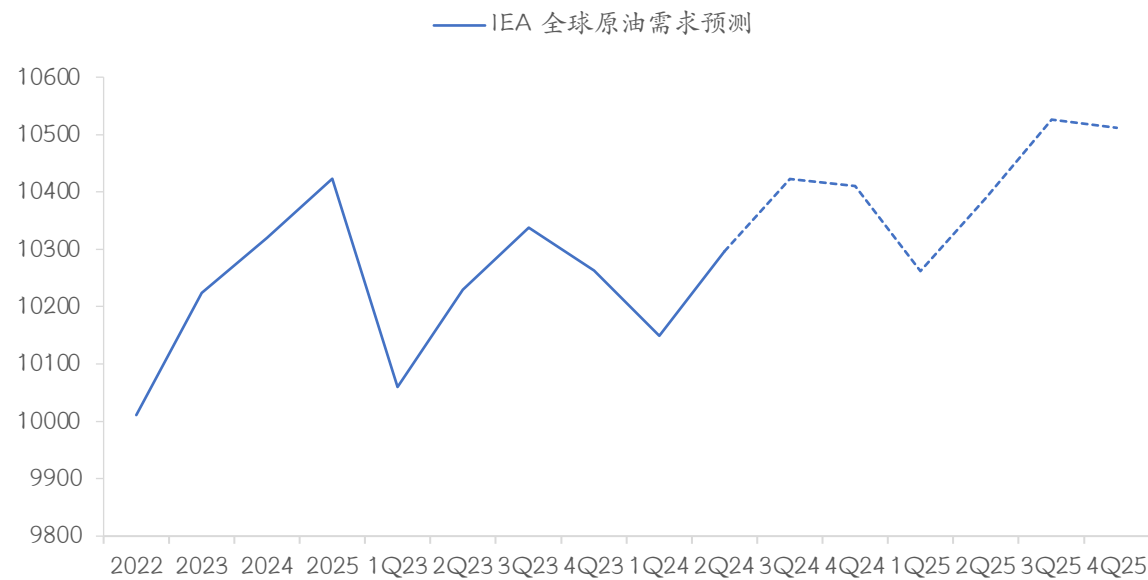
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

OPEC+在6月2日召开的会议中决定将日均220万桶的自愿减产措施延长至今年9月底，表示之后将视市场情况逐步回撤部分减产力度。此外，OPEC+公布了各成员明年的原油产量目标，整体有所上调。本轮OPEC+会议对于成员国的配额方面上调了阿联酋和俄罗斯的产量配额，也反映了此前部分成员国对于产量配额提升的意愿以及各国之间博弈。上调配额之后，2025年的OPEC+产量上限同时也有所上调，这使得市场对于明年的全球原油供应预期开始转为悲观。但不可否认的是，本轮的减产决议基本使得三季度之前全球原油市场的供应依然维持偏紧状态，俄罗斯、伊拉克、阿联酋和哈萨克斯坦预计在下半年开始补偿性减产计划，也会给予原油供应市场一些收紧的支撑。

我们需要关注到美国今年以来原油产量一直维持高位，EIA预计2024年和2025年美国原油日产量将分别为1320万桶和1370万桶。今年美国原油产量增幅空间有限或由于当前美国钻机数仍未见到有效恢复，但是明年美国原油产量继续增加可能会给全球原油市场供应端带来一定压力。

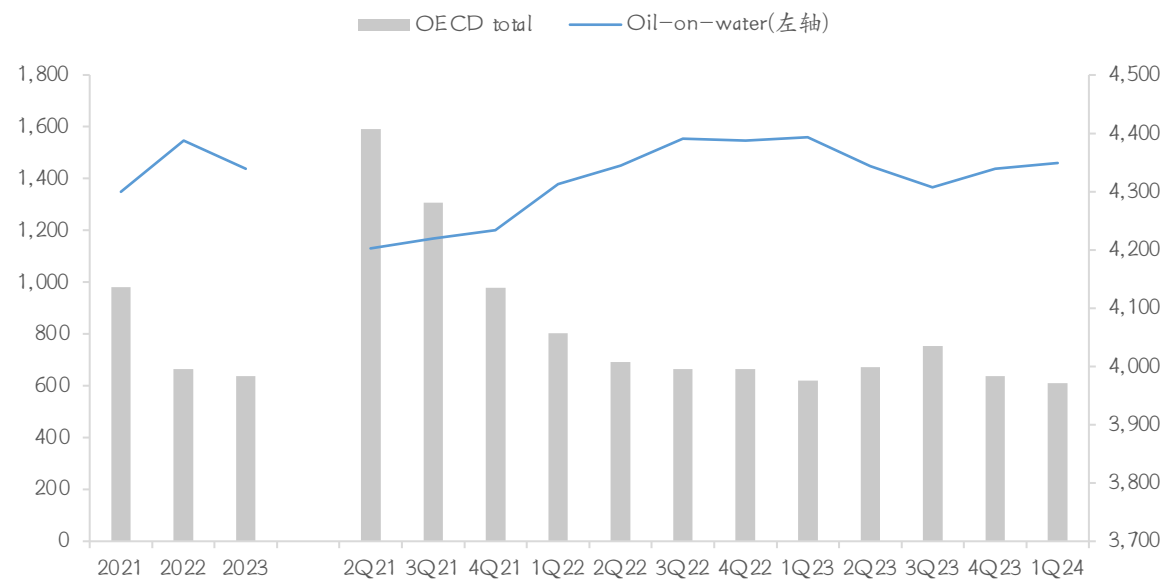
### 3.原油：海外需求逐渐兑现，国内进口仍待复苏

图表13：IEA全球原油需求预测（单位：万桶/日）



资料来源：IEA，光大期货研究所

图表14：OECD陆上及水上库存（单位：百万桶）

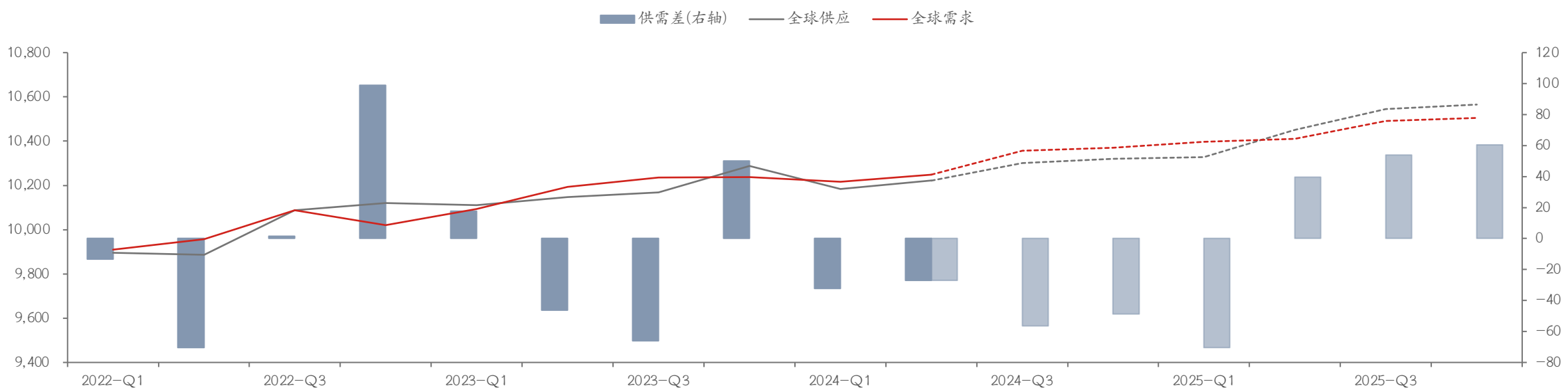


资料来源：OPEC，光大期货研究所

EIA、IEA和OPEC最新月报对于今年的全球石油需求增长预期分别为110、96和225万桶/日。可以看到，今年上半年受到国内原油需求相对较为疲软的影响，EIA和IEA对于年内全球原油需求增速的预期均连续下调。但是从最新的需求预测来看，整体有一些乐观的转变，我们认为主要是基于三季度海外交通出行需求的预期。夏季欧美交通出行旺季已经开启，目前来看需求表现较好，美国陆上和航空出行人数均高于去年同期，并基本恢复至2019年的水平。从高频库存数据来看，目前全球原油库存已经开始高位回落，显示需求逐步兑现将开启去库周期。今年上半年受到油价高位和下游成品需求欠佳的影响，国内原油进口需求表现疲软，短期来看暂时没有明显复苏的迹象，预计下半年大型炼化一体化装置投产之后，对于进口需求将有一定提振。

### 3.原油：全球供需平衡表

图表15：全球液体供需平衡情况（单位：万桶/日）



资料来源：EIA，光大期货研究所

EIA最新月报预计今年二季度、三季度和四季度的供需缺口分别为-27、-56和-49万桶/日，可以看到下半年全球原油市场将呈现供需紧平衡的状态，其中三季度的供需缺口最大，因此我们对于下半年整体油价的预期相对比较乐观，或将呈现先涨后跌的走势。

## 4.供需：沥青供需平衡表

图表16：2024年沥青季度供需平衡表（单位：万吨）

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4
产量	625	650	750	710
进口量	85	110	100	90
总供应量	710	760	850	800
下游消费量	690	710	830	780
出口量	10	11	15	15
总需求量	700	721	845	795
供需差	10	39	5	5

资料来源：隆众资讯，百川资讯，光大期货研究所

## 5.供应：炼厂月度计划排产量

图表17：国内主要沥青炼厂月度计划排产量

所属	2023-2024				
	3月计划 排产	4月计划 排产	5月计划 排产	6月计划 排产	7月计划 排产
中石油	29.3	30.6	35	38	37.35
中石化	63	68	53	50	47
中海油	15	14.5	16.4	18	16.5
地方炼厂	114	91.3	94.3	99	110.2
合计	221.3	204.4	198.7	205	211.05

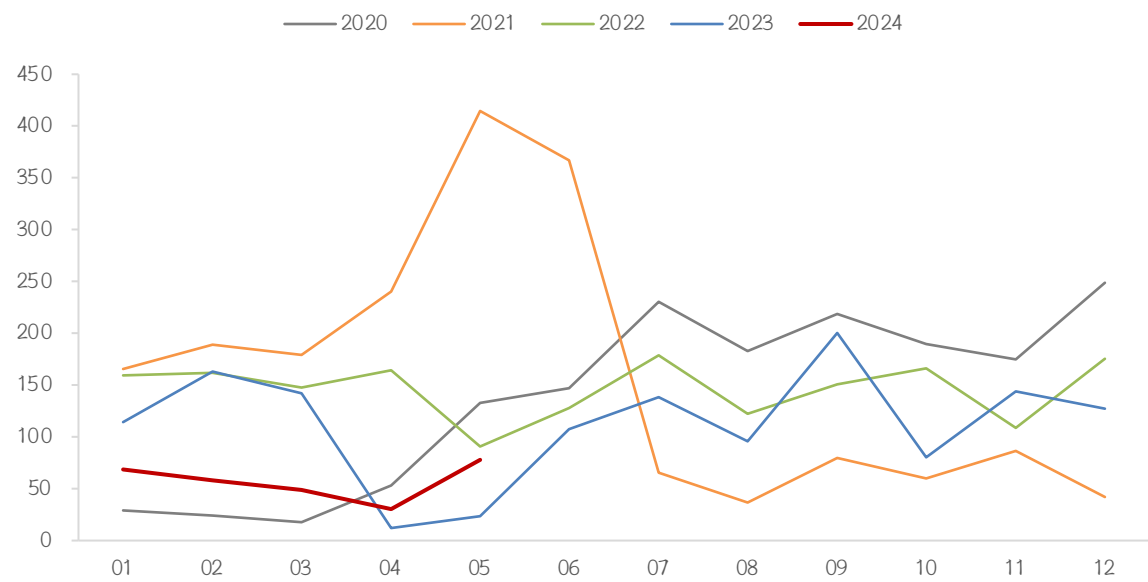
资料来源：隆众资讯，百川资讯，光大期货研究所

上半年，炼厂加工利润受原料贴水高位影响处于亏损状态，即使随后贴水有所修复，但炼厂开工意愿依然偏低，上半年沥青排产不断下滑，处于历史同期偏低水平。

根据隆众对96家企业跟踪，2024年7月国内沥青总计划排产量为209万吨，环比下降7.2万吨，降幅3.33%，同比7月实际产量下降75.1万吨，跌幅26.4%，其中地炼排产下降幅度较大，预计下半年整体沥青排产依然同比维持低位。

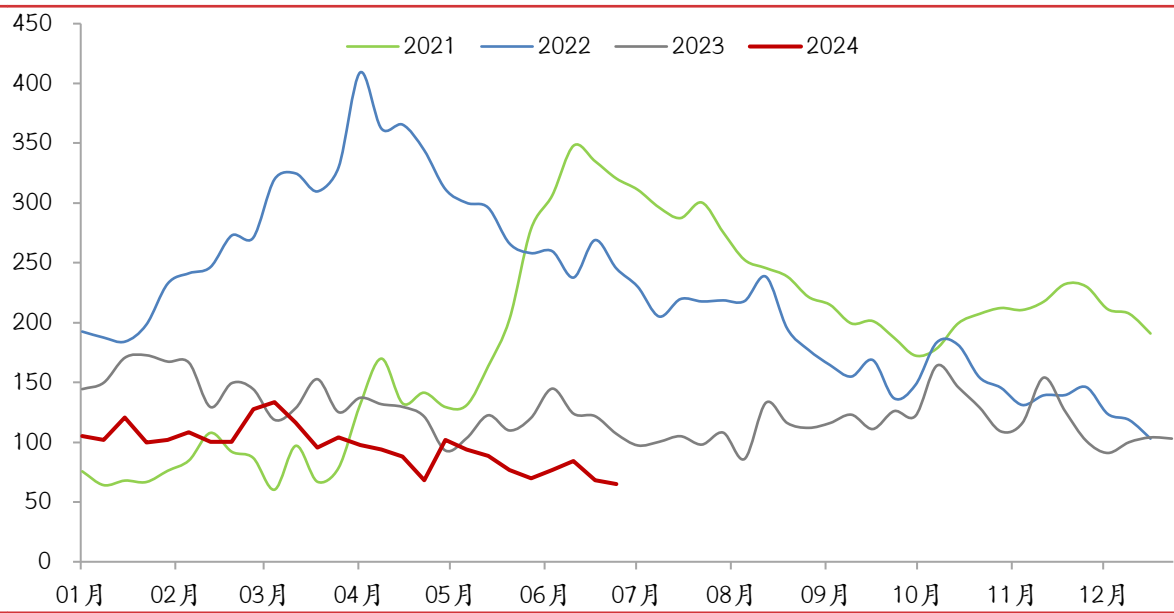
## 6.供应：美国恢复对委内瑞拉制裁

图表18：国内稀释沥青进口量（单位：吨）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表19：稀释沥青港口库存走势（单位：万吨）

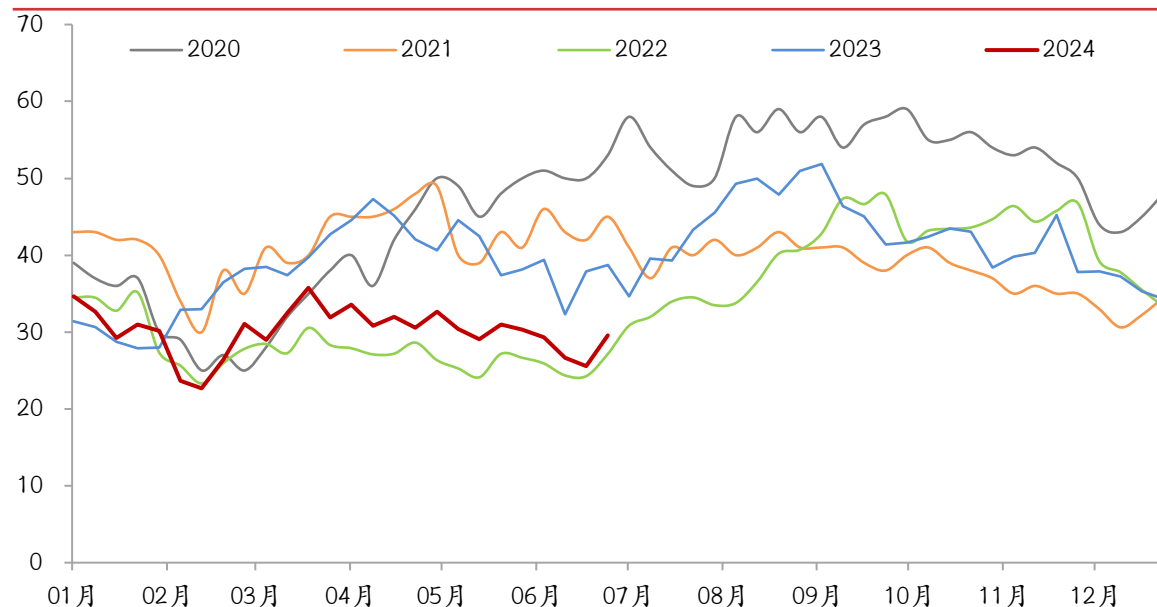


资料来源：Mysteel，光大期货研究所

今年1-5月国内稀释沥青进口总计283万吨，同比下降38%。在下半年美国恢复对委内瑞拉制裁之后，沥青原料端供应或紧缺可能性较小，但实际生产情况仍将取决于炼厂的加工利润和终端需求。

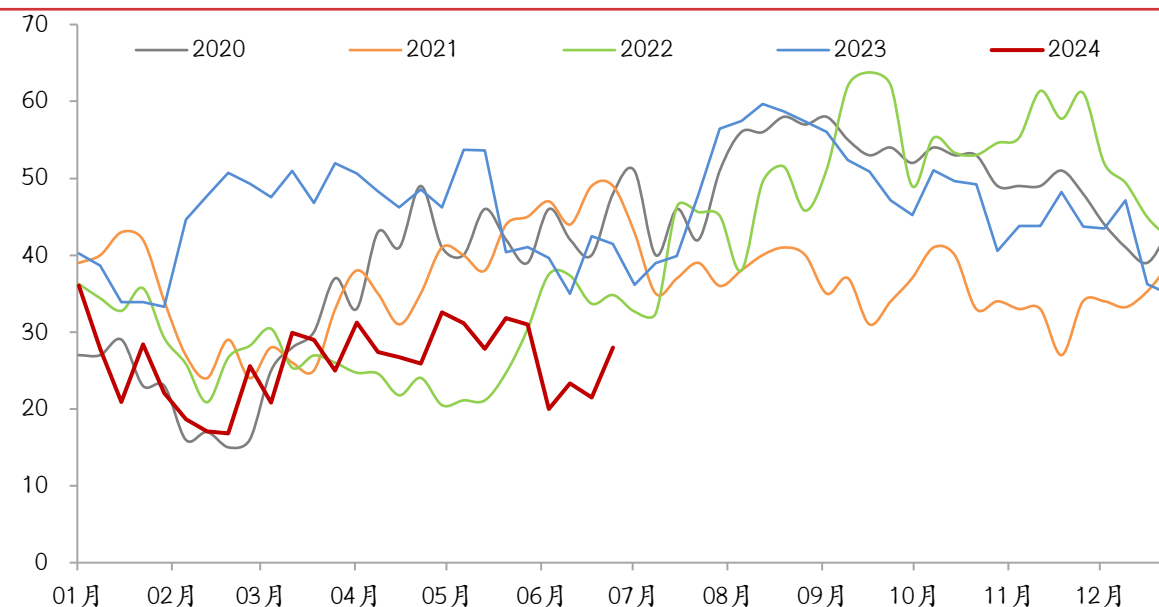
## 7.供应：国内炼厂沥青开工率

图表20：沥青炼厂开工率（单位：%）



资料来源：百川资讯，光大期货研究所

图表21：山东炼厂开工率（单位：%）



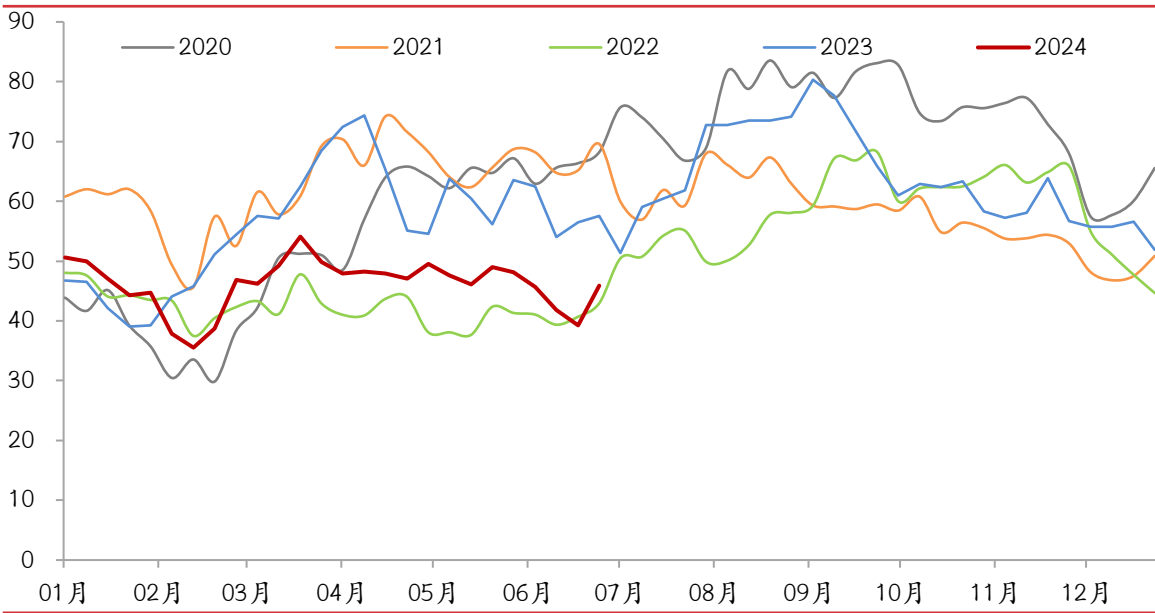
资料来源：百川资讯，光大期货研究所

上半年整体沥青炼厂开工率同比偏低，据隆众资讯统计，6月产能利用率为32.1%，环比-1.9个百分点，同比-6.4个百分点。预计7月国内沥青装置产能利用率将降至31%，下半年炼厂开工率预计会随着“金九银十”旺季的到来而逐步提升。

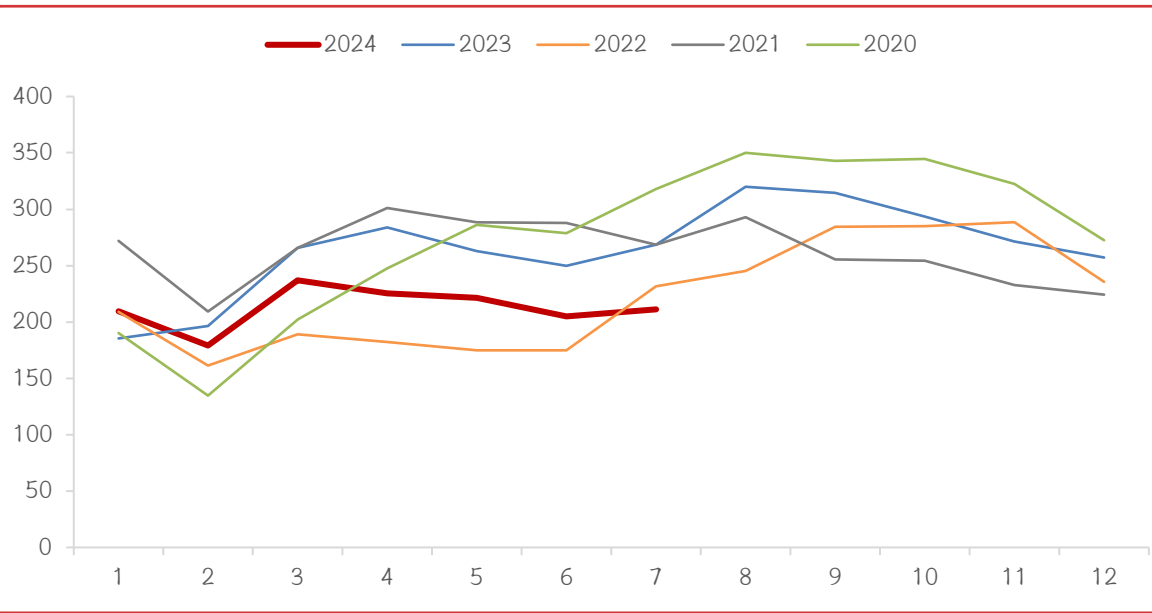


## 8.供应：国内炼厂沥青产量

图表22：沥青周度产量（单位：万吨）



图表23：沥青月度产量单位：万吨）



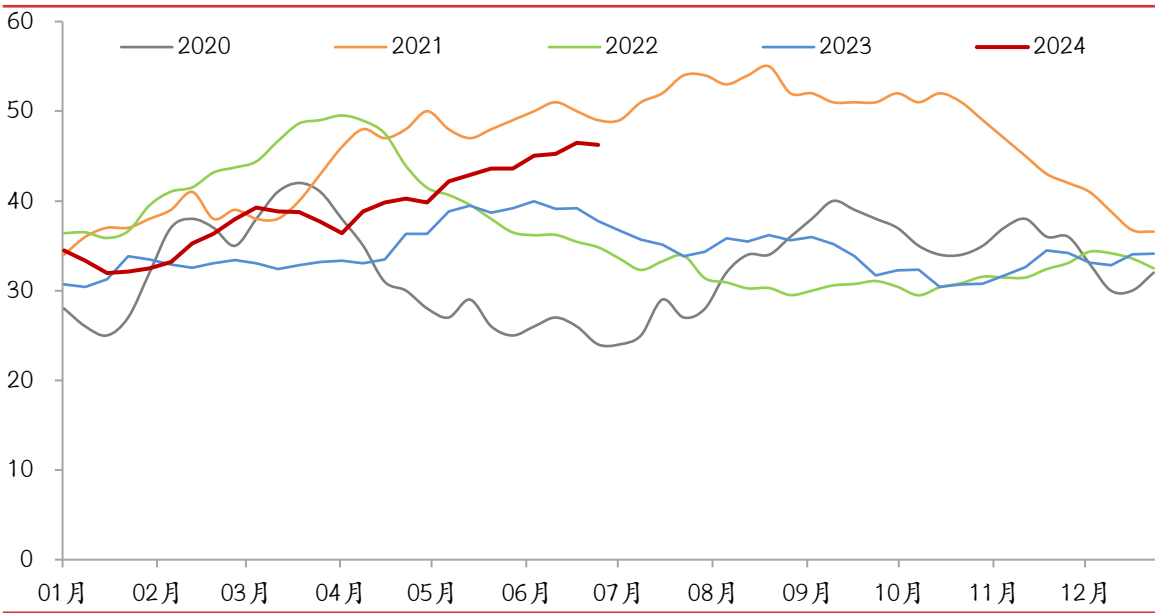
资料来源：统计局，光大期货研究所

资料来源：百川资讯，光大期货研究所

据百川盈孚统计，2024年1-5月，国内炼厂沥青总产量1072万吨，同比减少121万吨，降幅10%，其中，5月国内炼厂沥青总产量221万吨，环比减少4万吨，降幅2%，同比减少41万吨，降幅为16%。据隆众资讯统计，6月沥青产量预估为216.2万吨，环比-5.5个百分点，同比-16.7个百分点。下半年实际产量或环比增加，但同比偏低。

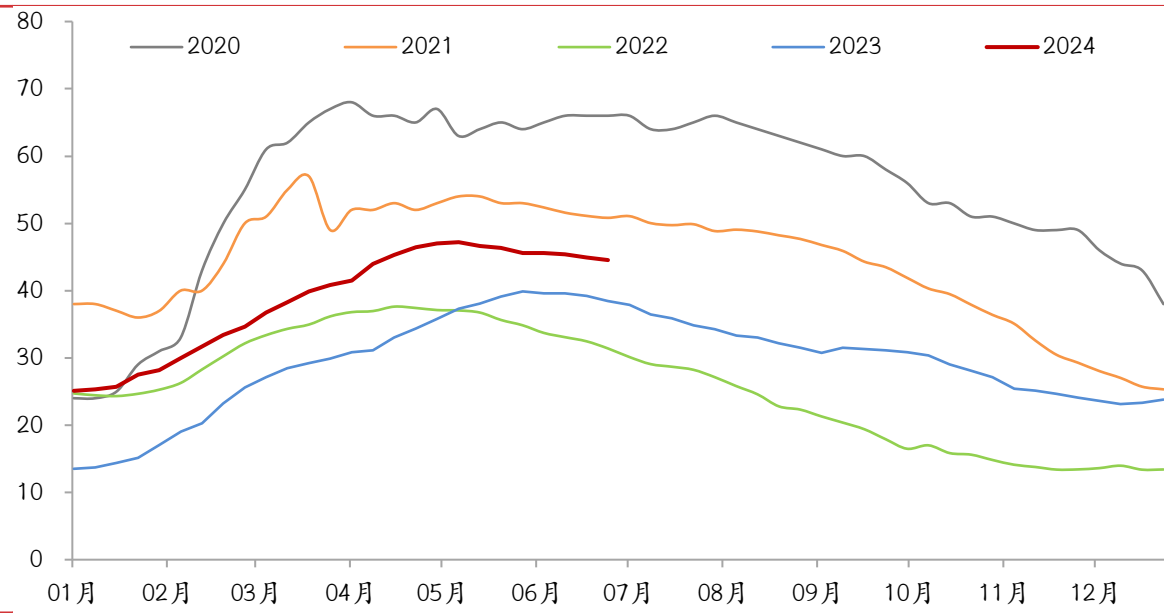
## 9.库存：国内沥青库存率

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：%）



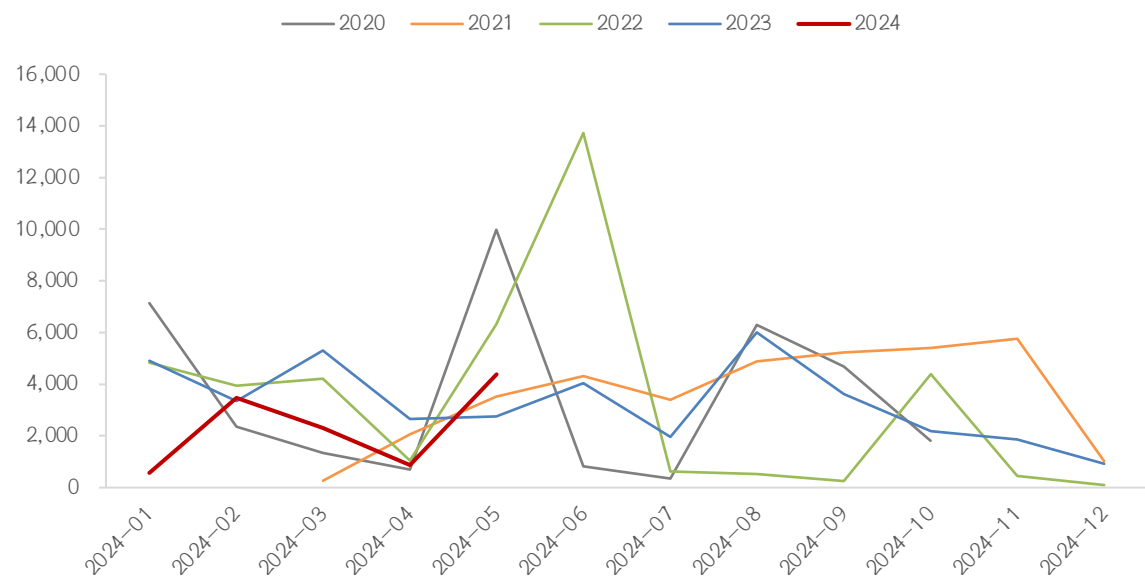
资料来源：百川资讯，光大期货研究所

据隆众资讯统计，截至6月末，国内54家沥青样本生产厂库库存共计121.7万吨，环比减少0.7%，同比增加14.0%；国内104家沥青样本贸易商库存共计282.8万吨，环比减少2.3%，同比增加7.2%。

当前沥青厂库尚未出现拐点，并且同比偏高，社库已出现拐点，但也高于2023年同期。预计下半年社库将随着旺季到来逐渐去化，但厂库压力依然较大。

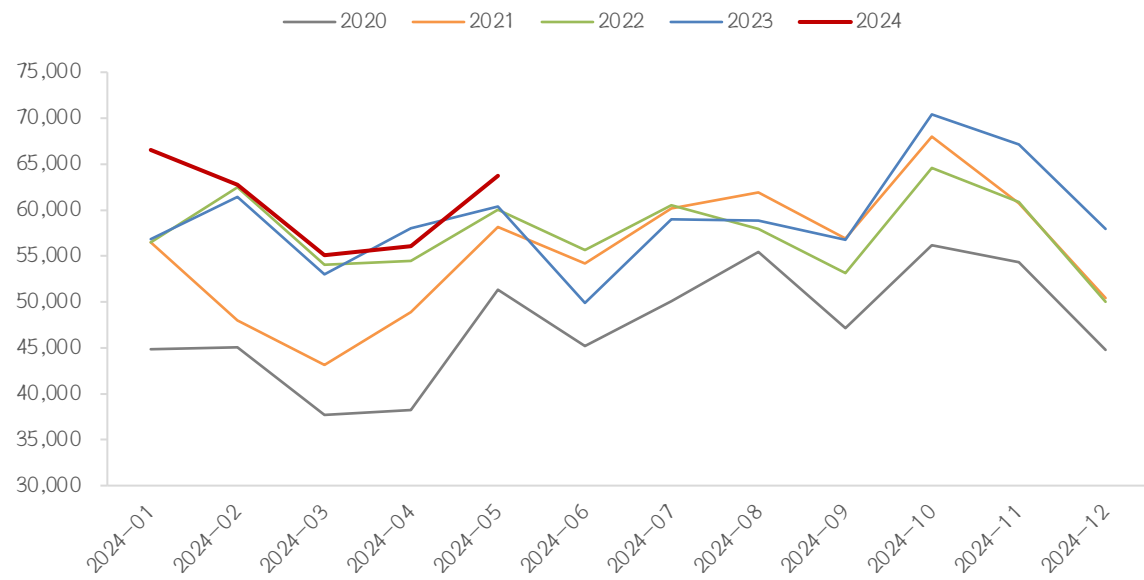
# 10.需求：地方政府新增专项债发行

图表26：地方政府新增专项债当月值（单位：亿元）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表27：金融机构财政存款余额（单位：亿元）

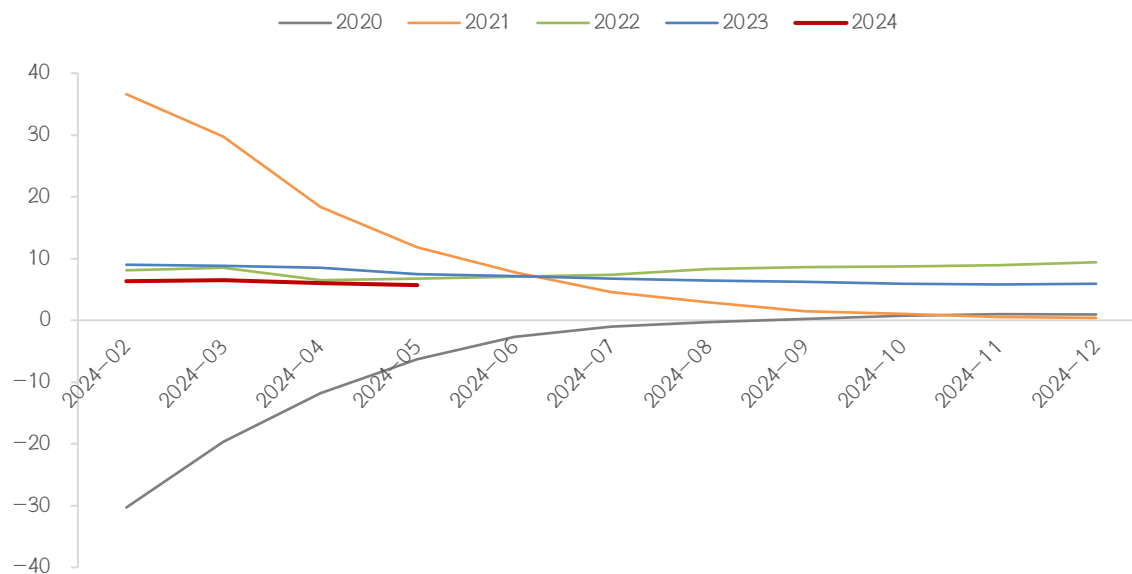


资料来源：财政部，光大期货研究所

今年5-6月专项债发行进度有所增加，但整体发行进度仍偏慢。截至6月底，专项债发行14935亿元，发行进度仅为38.3%。今年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，导致专项债发行紧迫性不高。在基建增速回落的情况下，后续专项债发行进度有望加快。2024年第二批新增政府债务额度已下达，目前已有27个地区披露三季度地方债发行计划约2.3万亿，包括2300亿新增一般债和1.4万亿新增专项债。

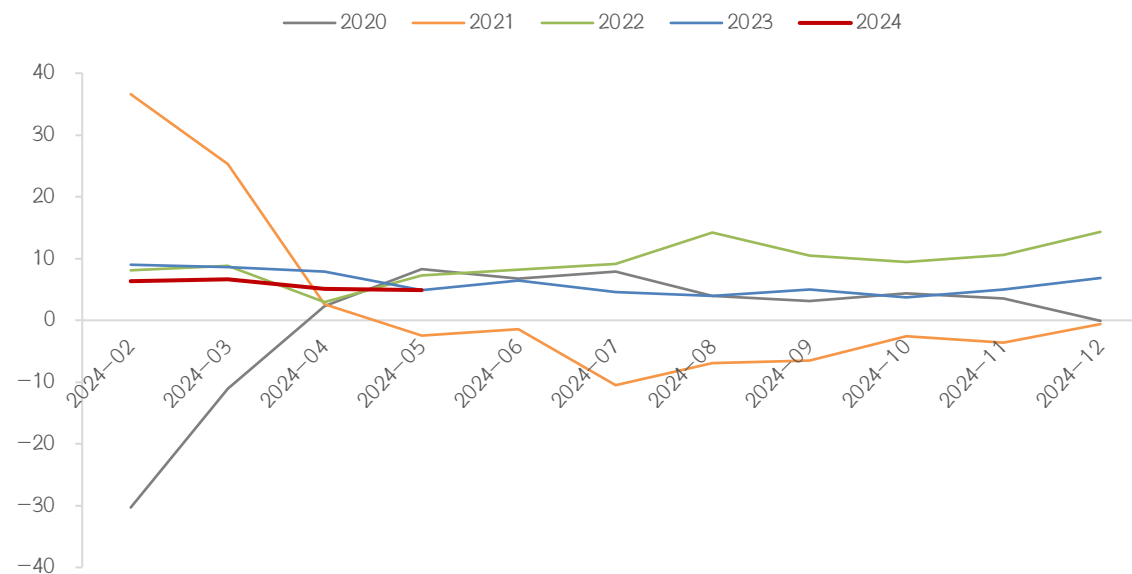
## 10.需求：基建投资增速

图表28：基建投资累计同比（单位：%）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表29：基建投资当月同比（单位：%）



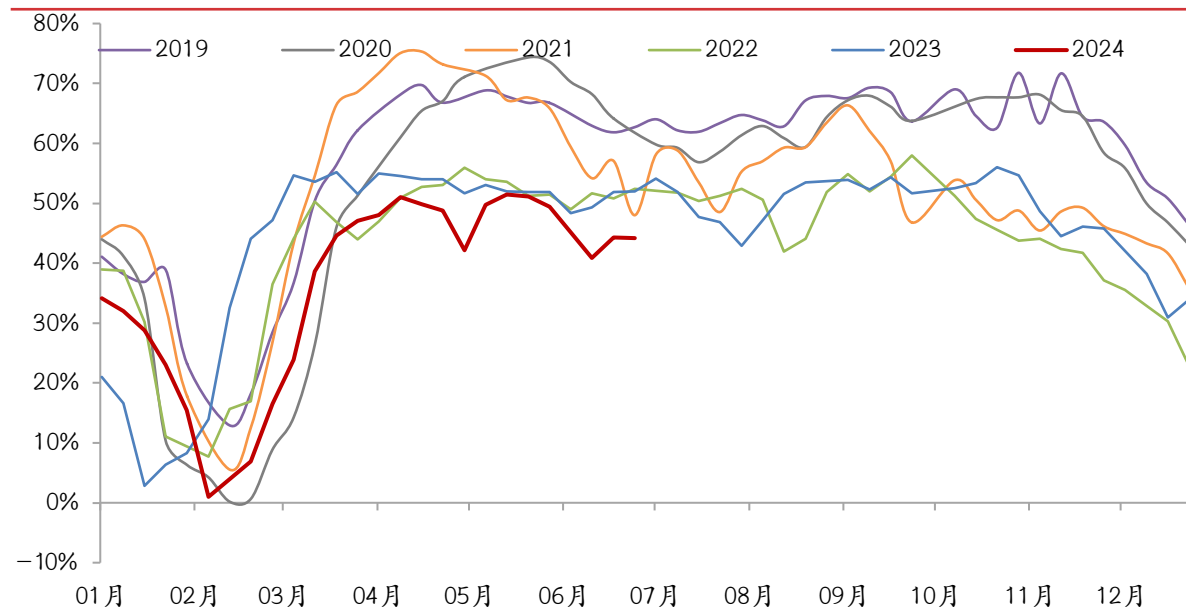
资料来源：iFind，光大期货研究所

根据国家统计局数据显示，1-5月，固定资产投资同比增长4.0%，基础设施投资同比增长5.7%，制造业投资增长9.6%，房地产开发投资下降10.1%。5月基建投资单月同比4.89%。

发改委指出将推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设，叠加下半年地方专项债的加快发行，对基建投资增速有进一步支撑，并且有望加快实物工作量的落地。

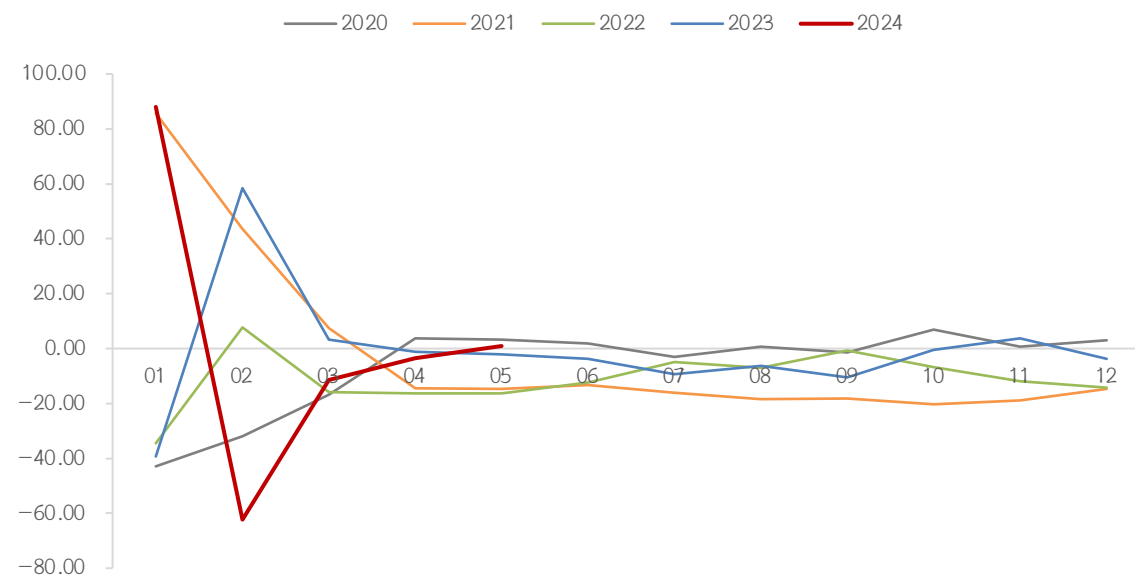
## 11.需求：基建相关中观指标表现各异

图表30：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31：挖掘机开工小时数当月同比增速（单位：%）



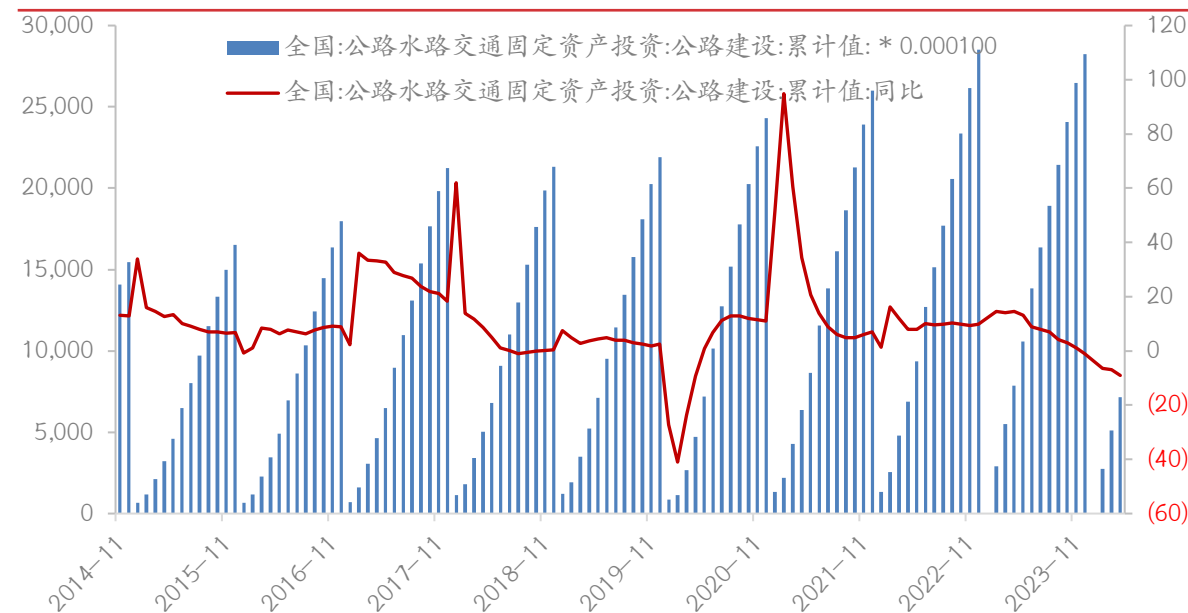
资料来源：iFind，光大期货研究所

上半年基建相关中观指标缓慢恢复。2024年5月，中国小松挖掘机开工小时数为101.1小时，同比增长1%，时隔3个月再次同比转正，环比提高4.7%。2024年1-5月，中国小松挖掘机开工小时数累计398.4小时，同比下降5.6%，降幅较1-4月收窄1.9个百分点。

卓创资讯统计，6月全国水泥磨机开工负荷均值在43.69%，相比上月下降5.08个百分点，降幅扩大4.42个百分点。大部分区域受天气影响较大，需求普遍下降，磨机开工下降显著。

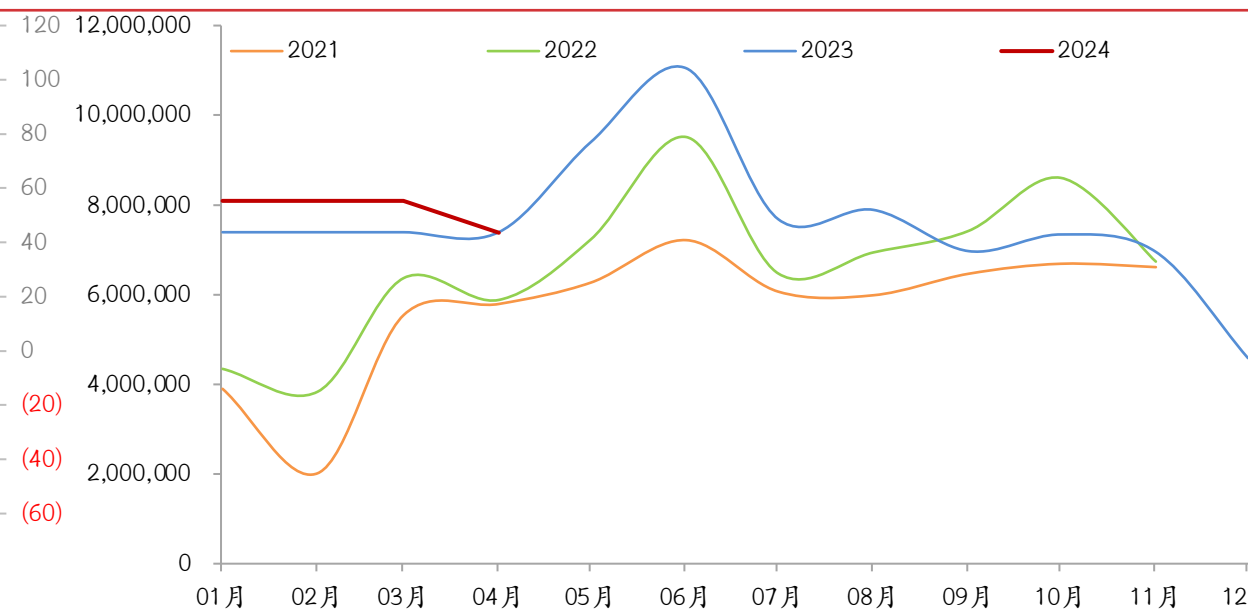
## 12.需求：公路固定资产投资金额

图表32：公路建设投资累计值（单位：亿元、%）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表33：华东公路建设投资（单位：万元）

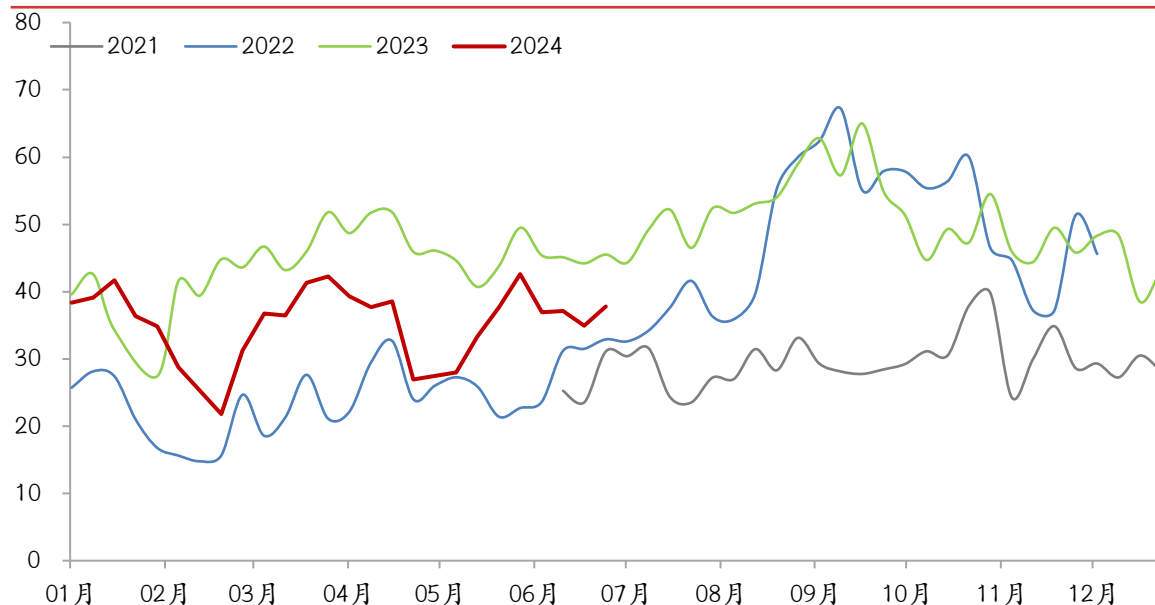


资料来源：iFind，光大期货研究所

2021年开始，沥青表观需求量和公路建设投资水平出现显著背离。宏观数据方面，1-5月全国一般公共预算支出108359亿元，同比增长3.4%，基建相关支出合计累计增速7.5%，其中交通运输增速为-1%。

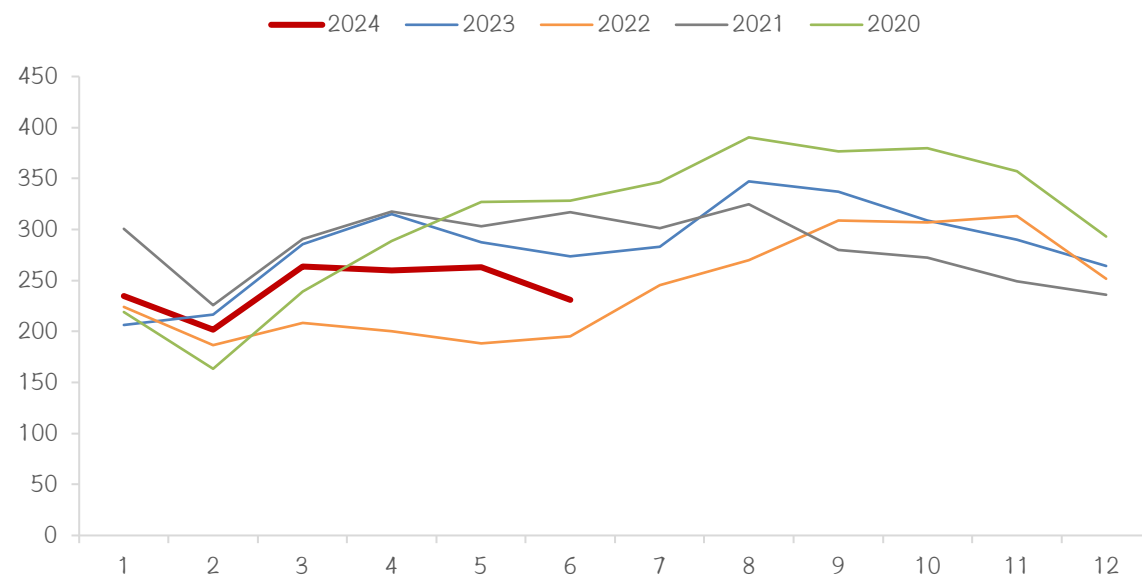
## 13.需求：沥青消费量

图表34：沥青炼厂出货量（单位：万吨）



资料来源：隆众资讯，光大期货研究所

图表35：沥青表观消费量（单位：万吨）



资料来源：统计局，光大期货研究所

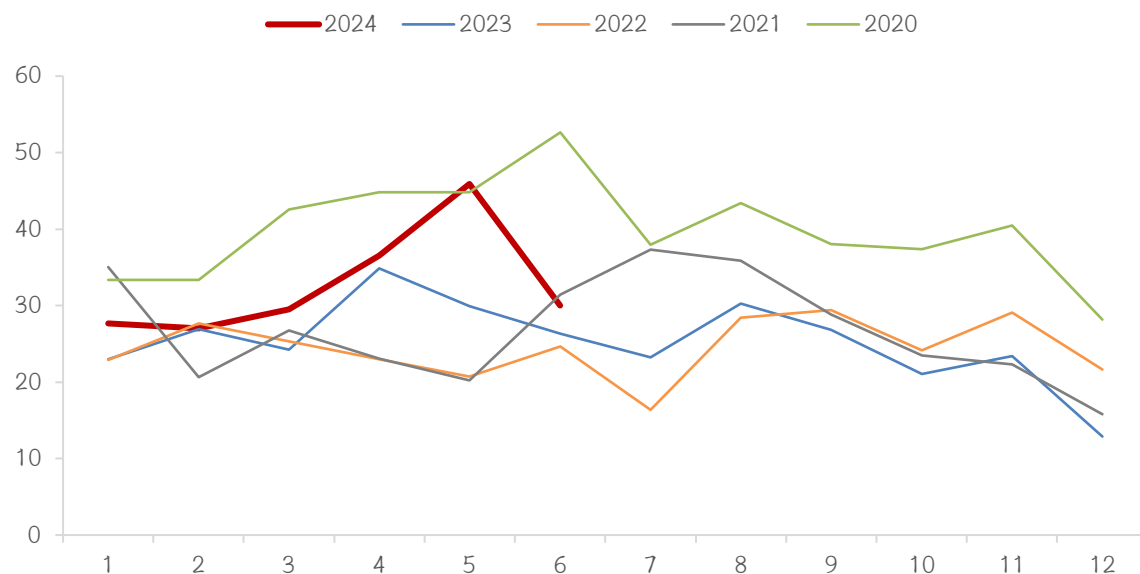
据百川盈孚统计，2024年1-5月中国沥青表观消费量1223.01万吨，同比减少88.38万吨，同比下降7%；其中，5月中国沥青表观消费量263.09万吨，同比下降9%。

进入6月，南方受梅雨季影响，叠加部分地区资金制约问题仍存，终端施工受限，国内终端沥青资源用量远少于往年同期，需求端持续利空。7月预计南方部分地区雨季陆续结束，出货量将小幅增加。隆众资讯预计7月沥青54家样本企业出货量大概在162.5万吨左右。

尽管今年沥青终端需求表现疲软，但下半年的“金九银十”仍然值得期待。

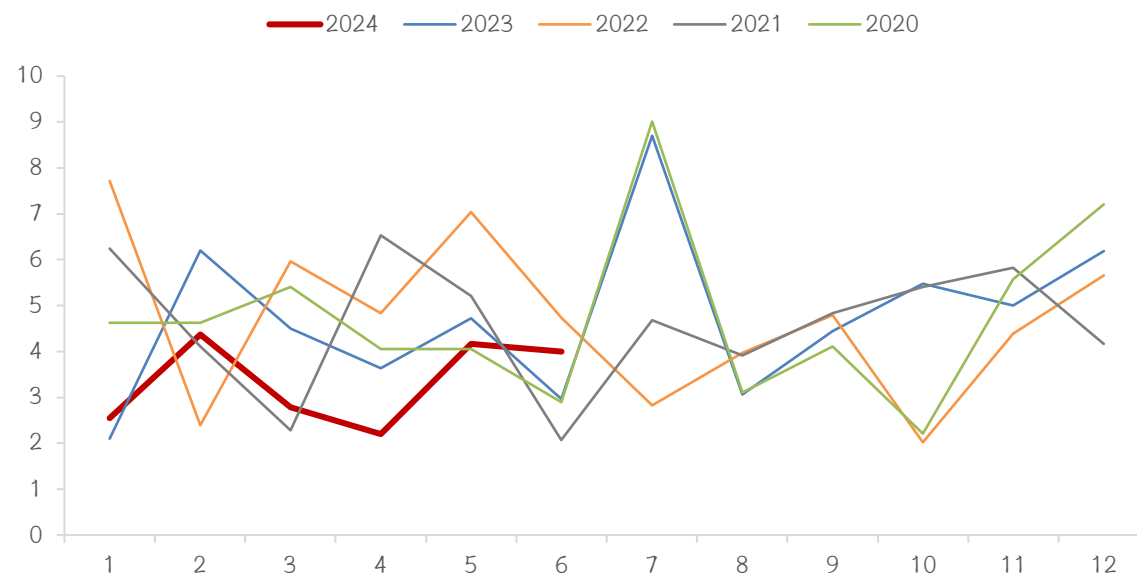
## 14.进出口：沥青进出口量

图表36：沥青进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署，光大期货研究所

图表37：沥青出口量（单位：万吨）



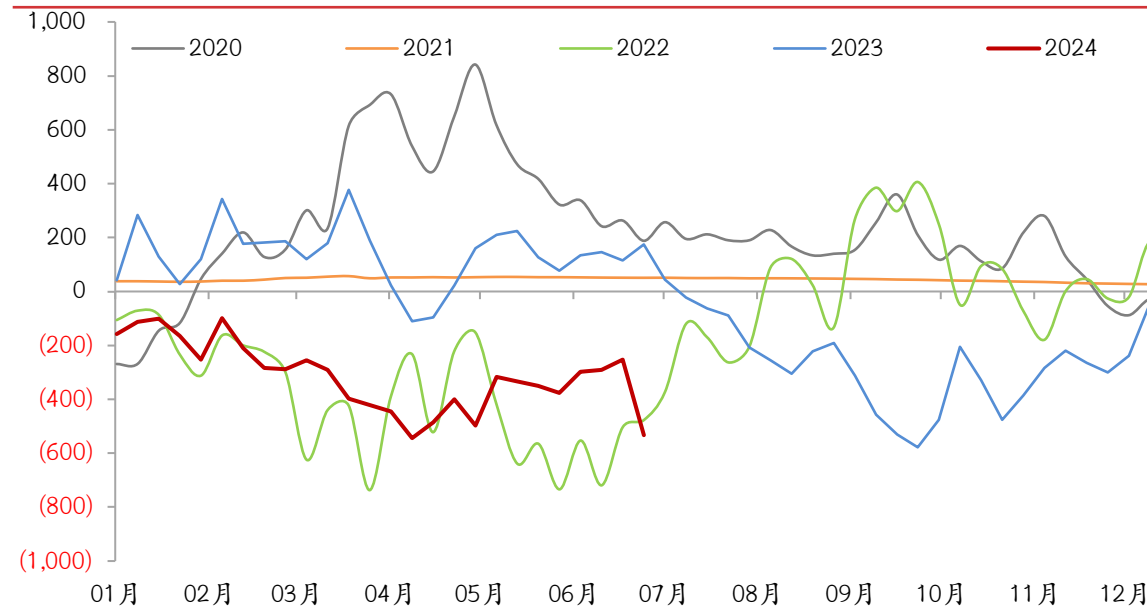
资料来源：海关总署，光大期货研究所

据百川盈孚统计，2024年1-5月中国沥青进口量166.63万吨，同比增加27.24万吨，同比上升20%；出口量15.65万吨，同比减少5.84万吨，同比下降27%。其中，5月进口量45.90万吨，同比增加15.51万吨，同比上升51%；出口量4.17万吨，同比减少0.55万吨，同比下降12%。



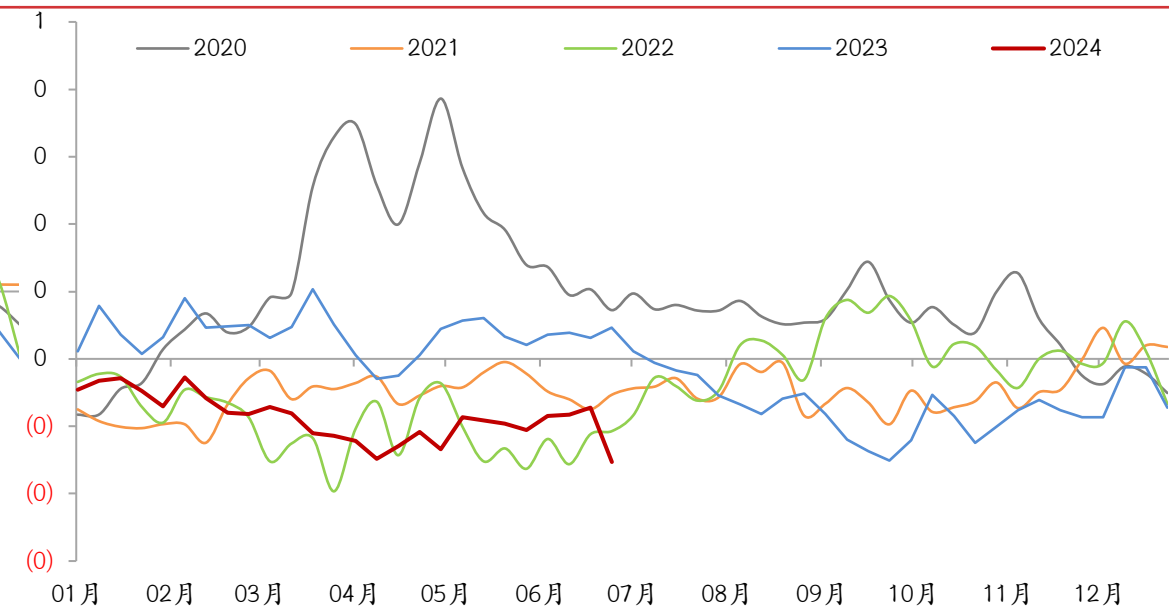
## 15.利润：沥青加工利润

图表38：沥青生产毛利（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，光大期货研究所

图表39：沥青生产毛利率（单位：%）



资料来源：百川资讯，光大期货研究所

上半年沥青加工利润整体依然处于负值水平，虽然中间一度修复，但近期再度下滑。据隆众资讯统计，6月，沥青理论利润月度均值为-707.2元/吨，环比跌5元/吨。

预计下半年在油价偏乐观的预期之下，沥青加工利润很难出现明显修复。

## 研究团队简介

- 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。
- 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，2023、2022年度期货日报最佳工业品分析师称号；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。
- 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。
- 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，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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。