

沥青：能源期货中表现相对偏强

国投期货研究院

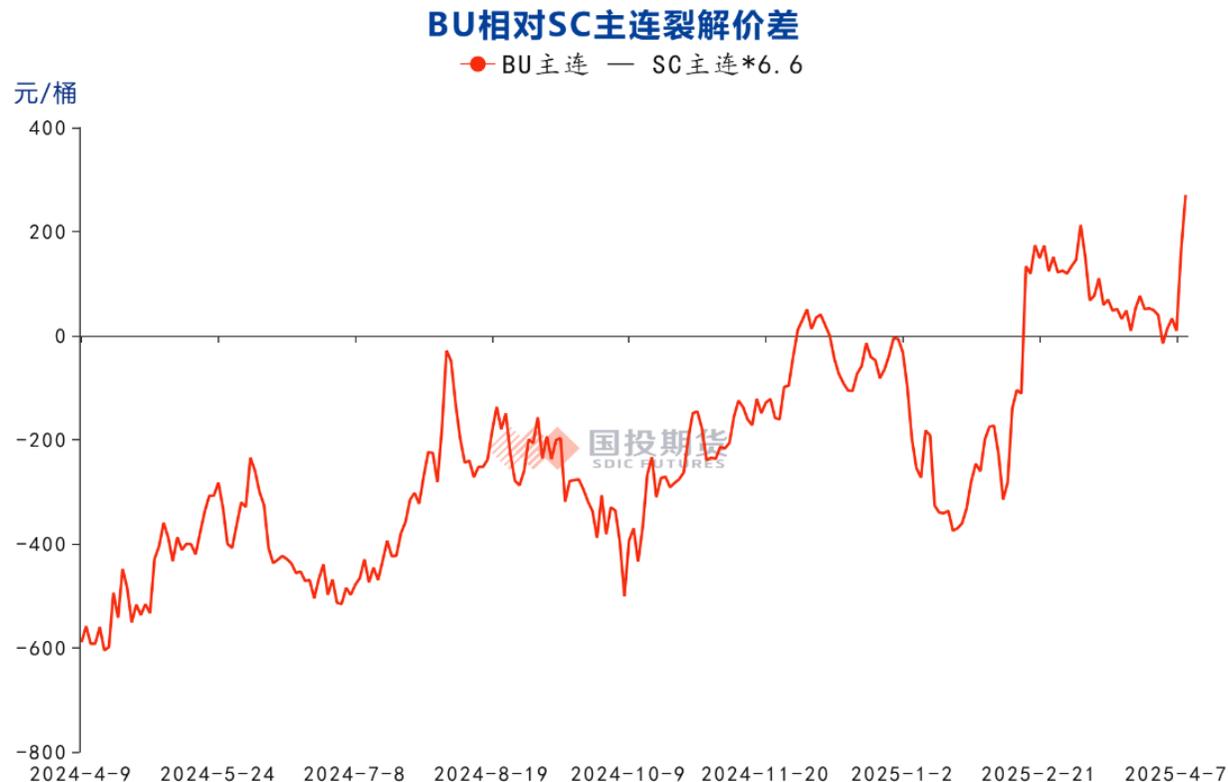
王盈敏 Z0016785

2025年4月9日

超预期关税落地后，油价大跌，沥青在油品期货中表现偏强



- 我们曾在3月上旬提出关注逢回调多BU裂解机会，清明假期前后因特朗普超预期“对等关税”的公布，国际油价大幅下跌，油品成本端支撑坍塌，清明假期后首个交易日上期所能源系期货品种均触及跌停板幅度；
- 然而，假期后次日，能源期货走势出现分化，沥青跌幅远小于其他品种，沥青裂解大幅走强。

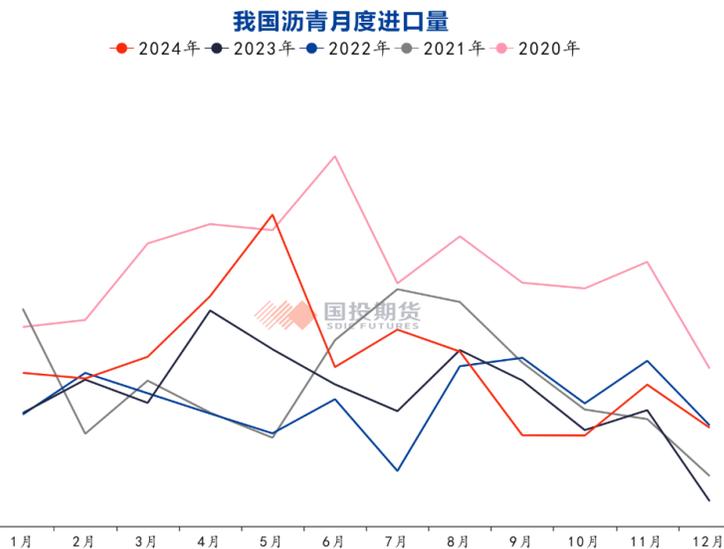
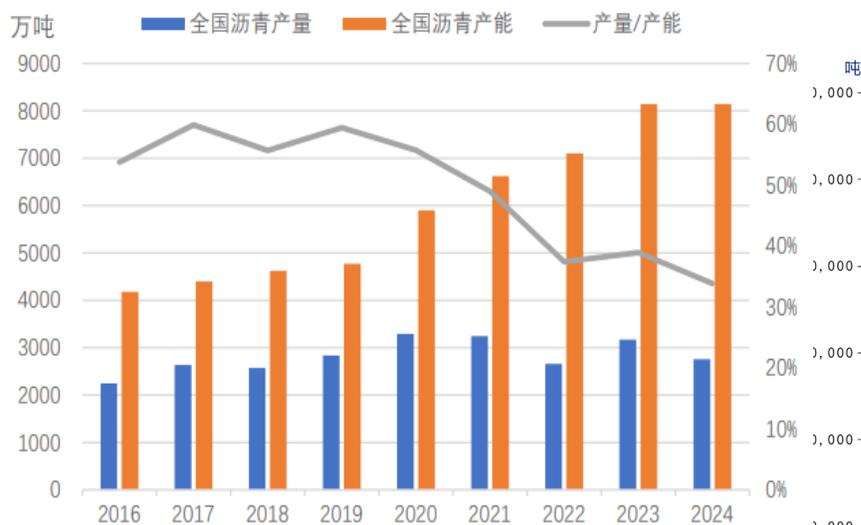


数据来源：Wind,同花顺ifind



我国石油沥青供应与需求受关税直接冲击较小

- 从全球范围看，我国已连续多年位居全球最大沥青消费国，截至2023年末，我国石油沥青消费量占全球消费量的30%左右，同时，我国沥青产能及产量也比早年间有明显增长，近些年沥青进口量总体呈回落趋势；
- 我国沥青进口依存度较低，2024年我国沥青进口依存度仅为12.1%，且主要是从阿联酋、韩国、新加坡、阿曼、泰国等国家进口为主；2024年我国对外出口沥青总量为47.3万吨，对外贸易伙伴中美国所占份额可以忽略不计。美国对我国的关税以及我国对美国反制的关税对国内石油沥青供应及需求并无直接影响。



我国2024年沥青进口分国别：前五

国家	进口比例	关税税率
阿联酋	34.7%	8%
韩国	25.4%	2.1%
新加坡	20.5%	0
阿曼	6%	8%
泰国	3.8%	0

地炼非配额原料供应问题仍难解

- 3月24日，特朗普声称对委内瑞拉实施二级关税：任何从委内瑞拉购买石油或天然气的国家，在与美国进行的所有贸易时都要向美国支付25%的关税，这一关税已于4月2日生效。
- 为规避美国制裁、关税等措施对能源影响，炼厂采取抢进口的方式保证中期原料供应的保障，3月中国进口委内瑞拉量为44.3万桶/日，环比上涨25万桶/日（+130%），其中85%是以“原油”报关进口，显著高于2月61%的比例；具体到山东来看，3月山东及周边主港到港并卸货地炼及贸易商进口原料合计1213万吨，这一水平创23年7月以来新高，其中96.6%是以“原油”报关进口，原油进口录得1172万吨（环比上涨375万吨即47%），稀释沥青仅有22万吨（环比下降5.5万吨即20%）、燃料油仅19万吨。关于燃料油、稀释沥青等非配额原料进口环节消费税抵扣下调的影响仍在继续扩大。
- 后续来看，进入4月后随着美对委内二级关税生效，预计国内炼厂将大幅削减委内原油进口：
 - 由于美国对委内制裁不断加码，国内部分炼化企业已开始转向成本更高的加拿大重油如冷湖混合油及AWB等油种（二者沥青收率均低于稀释沥青）；
 - 标普全球海运显示4月仅有一艘VLCC装载委内原油发运至国内；
 - 截至4月7日当周山东独立炼厂原料到港量129.7万吨，环比下跌169万吨（-57%），其中，到港以中质原油为主，暂无稀释沥青到港。

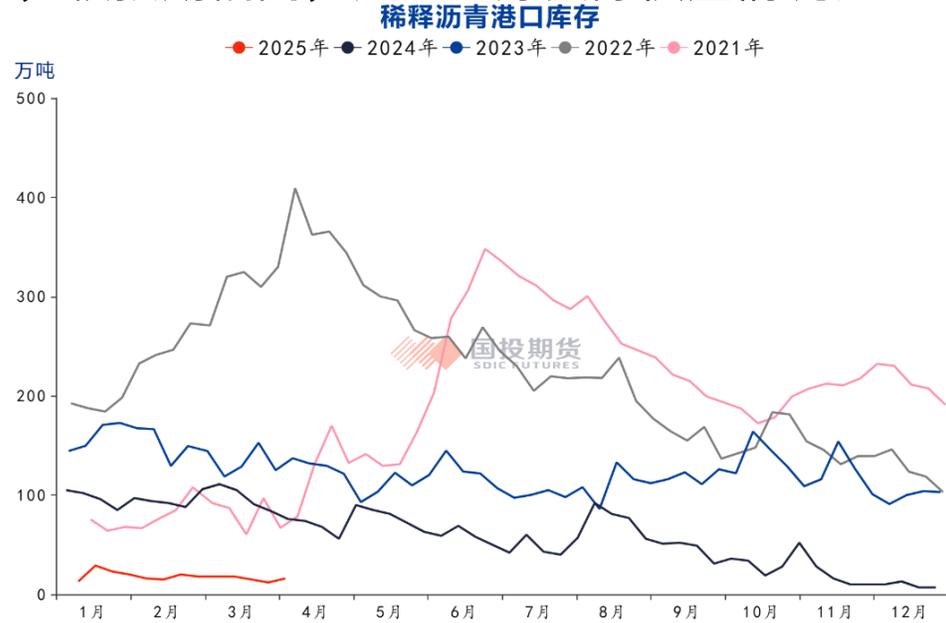
加拿大油与委内油的沥青出率对比

油种名称	原料产地	沥青出率
稀释沥青	委内瑞拉	50%—60%
AWB	加拿大	40%
冷湖混合	加拿大	38%

数据来源：公开资料整理，国投期货

地炼非配额原料供应问题仍难解

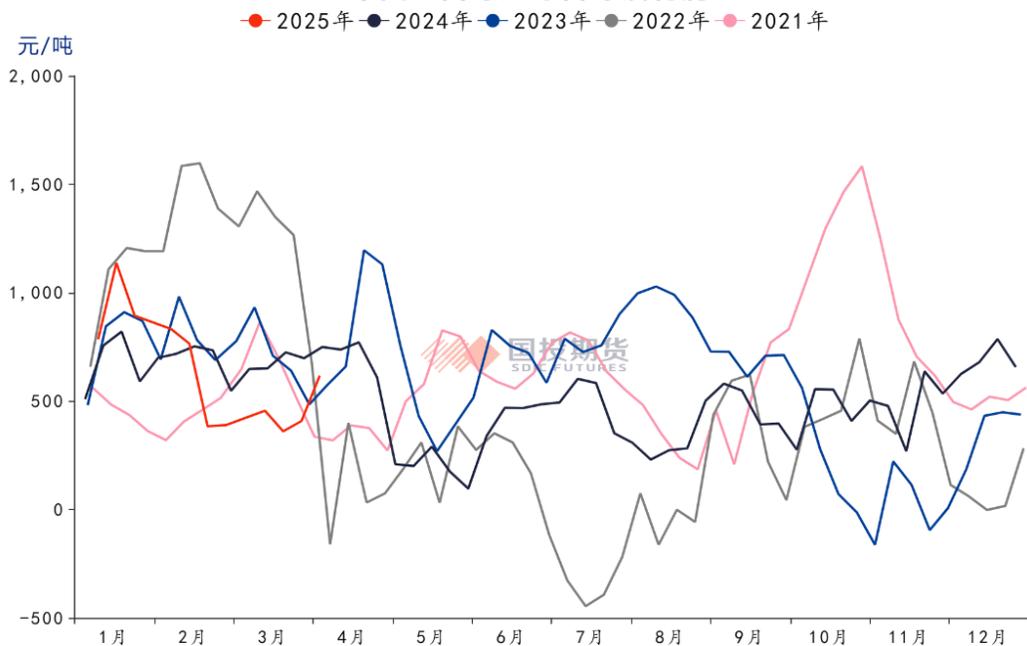
- 地炼供应展望：（1）4月中旬前，稀释沥青贴水报价均值仍高达-5.5美元/桶，4月下旬稀释沥青贴水报价为-6 美元/桶，仅下滑0.5美元/桶，。截至目前，稀释沥青港口库存仅为16万吨，处于历史同期绝对低位，以稀释沥青为加工原料的这部分产量目前仍受到压制。
- 雪佛龙与委内瑞拉石油交易延产至5月27日，市场预期此后或导致流入国内的委油资源增加，若如此，则稀释沥青贴水面临下行压力，然因美国对委内二次关税的制约，目前国内炼厂对此偏谨慎，后续关注稀释沥青贴水走势（稀释沥青贴水降至-15美元/桶以下则地炼有复产动力）；（2）多数独立炼厂燃料油抵扣比例在60%附近，基本不超出80%，这意味着炼厂成本比此前完全抵扣增加240-480元/吨，进口燃料油贴水让利理论上可以缓解炼厂因燃料油消费税抵扣比例下调而面临成本上升的压力，为地炼提升开工率创造条件，但从地炼开工率实际情况来看仍处于近些年同期中低水平（3月独立炼厂开工率同比下降2.8%）且还要考虑燃料油的沥青收率偏低这一制约，故对沥青供应的贡献或有限；
- 4月国内沥青计划排产228.9万吨，环比降9.7万吨，同比持平，较预期偏高，关注地炼实际供应情况。



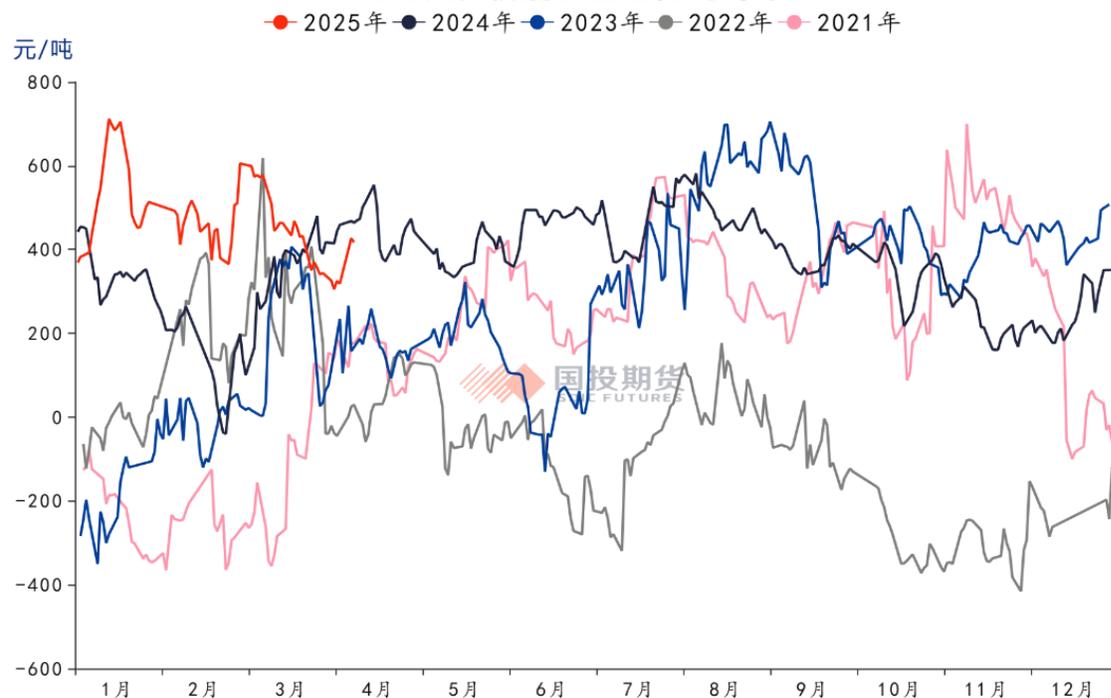
炼厂检修&石油焦分流沥青供应效应或增强，主营炼厂沥青供应受到压制

- 今年主营炼厂炼油利润表现欠佳，炼厂开工意愿受到打压，据炼厂检修计划来看，2025年炼厂检修规模大于2024年且集中在3-6月，检修规模扩大预期将压制主营炼厂整体开工率，沥青作为综合炼厂的副产品其供应自然受到整体检修损失的影响；
- 此外，综合炼厂出于利益考量会转产高利润产品。近些年中国石油焦进口依存度在30%以上且第一大进口来源国为美国（2024年我国自美国进口石油焦占比29%），据海关总署2024年数据显示，在自美国进口的商品中，能源类产品按金额排序，石油焦在煤炭、原油、液化天然气、丙丁烷之后，居第五位。自2025年4月10日起，我国从美国的石油焦进口关税将执行37%（较此前高34%）。反制关税实施下国内石油焦供应或偏紧，4月石油焦市场心态调研显示市场普遍认为石油焦价格震荡偏强，若如此，则或对沥青供应造成一定挤压。

中国主营炼厂综合炼油利润

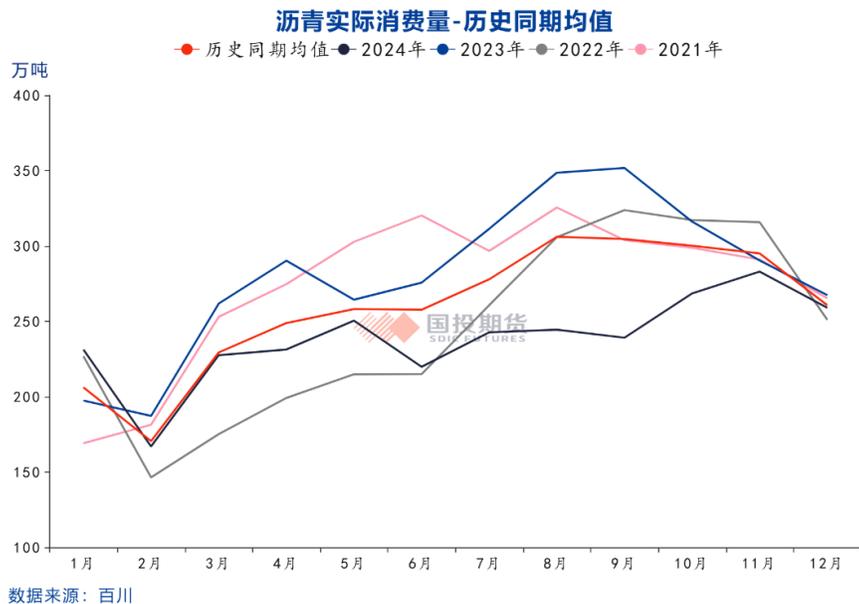


延迟焦化税后装置毛利-季节性

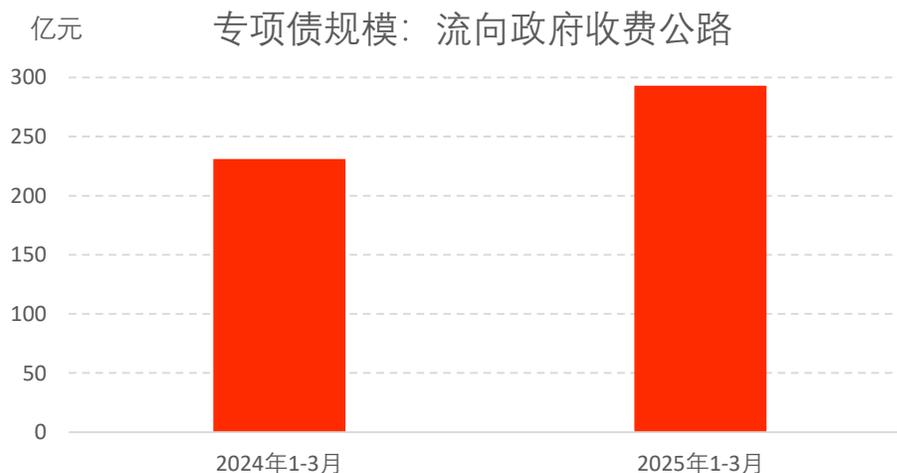


需求存季节性回升预期，专项债中流入收费公路领域规模同比去年增长

- 需求展望：（1）季节性向好预期：3月下旬以来北方地区气温回升，沥青高频出货量数据环比改善明显，二季度有一小段时期南方需求将受梅雨季节影响而北方需求步入上行通道，整体来看二季度需求有季节性改善预期；（2）专项债发力：今年1-3月流向收费公路领域专项债规模累计为293亿元，同比去年增长62亿元(+26.8%)，考虑到专项债资金落地到推动项目实际工作量需要时间，公路项目资金对需求的实质提振或将在二季度有所体现；
- 总体而言，当前沥青基本面暂无突出矛盾，短期BU价格走势在方向上仍难摆脱原油影响，但其抗跌性明显强于原油，多沥青裂解价差策略建议继续持有。后市来看，沥青供应受到限制，需求预期向好，平衡表显示5月库存压力有望得到一定缓解，6月有望去库，届时可寻找沥青出现供需共振的多配机会。
- 风险提示：地炼供应大幅超预期，沥青需求恢复不及预期。



图：专项债资金（流向收费公路领域）



数据来源：企业预警通，国投期货

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。