



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

超预期的弱势格局

沥青月报

2025/11/07



MINMETALS
FUTURES

严梓桑（联系人）

☎ 0755-23375123

✉ yanzs@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03149203

徐绍祖（能源化工组）

👤 从业资格号：F03115061

👤 交易咨询号：Z0022675

目录

CONTENTS



01 月度评估及策略推荐

05 需求端

02 期现市场

06 相关指标

03 供应端

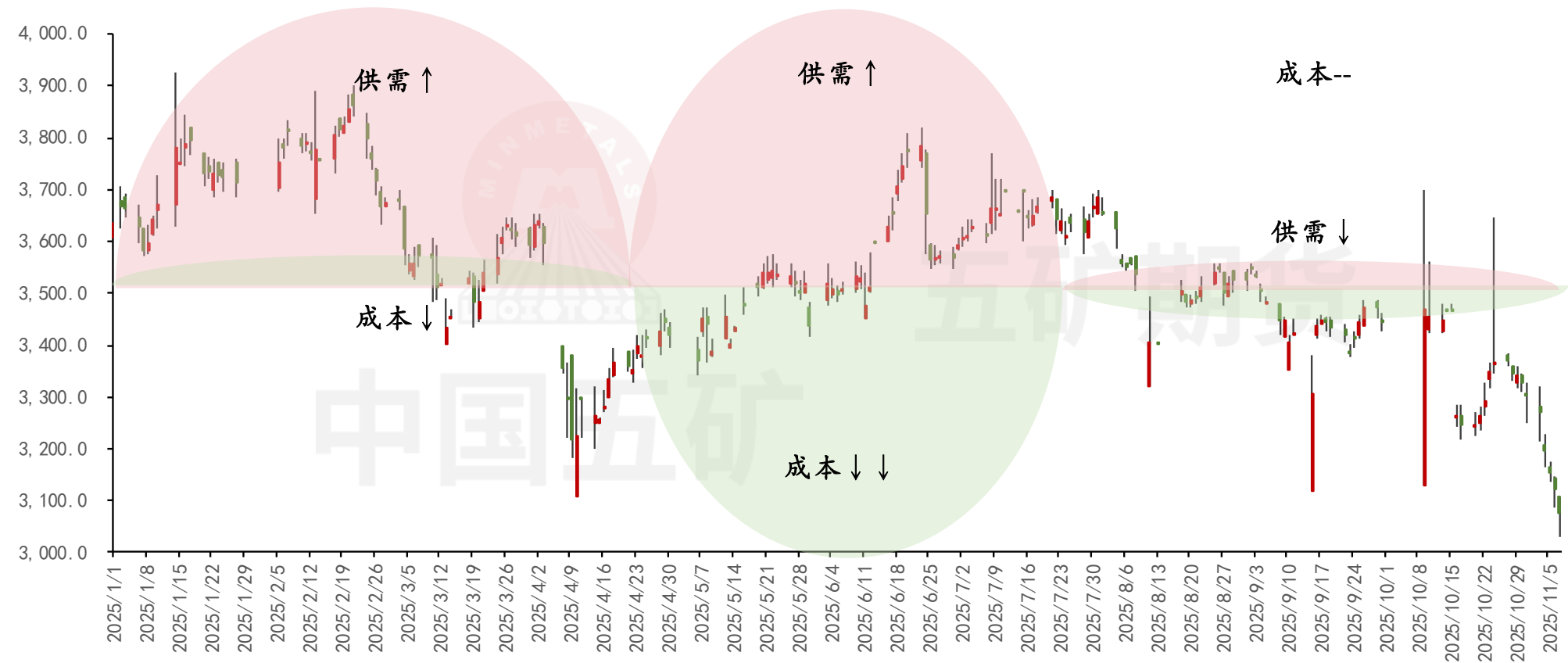
07 产业链结构图

04 库存

01

月度评估及策略推荐

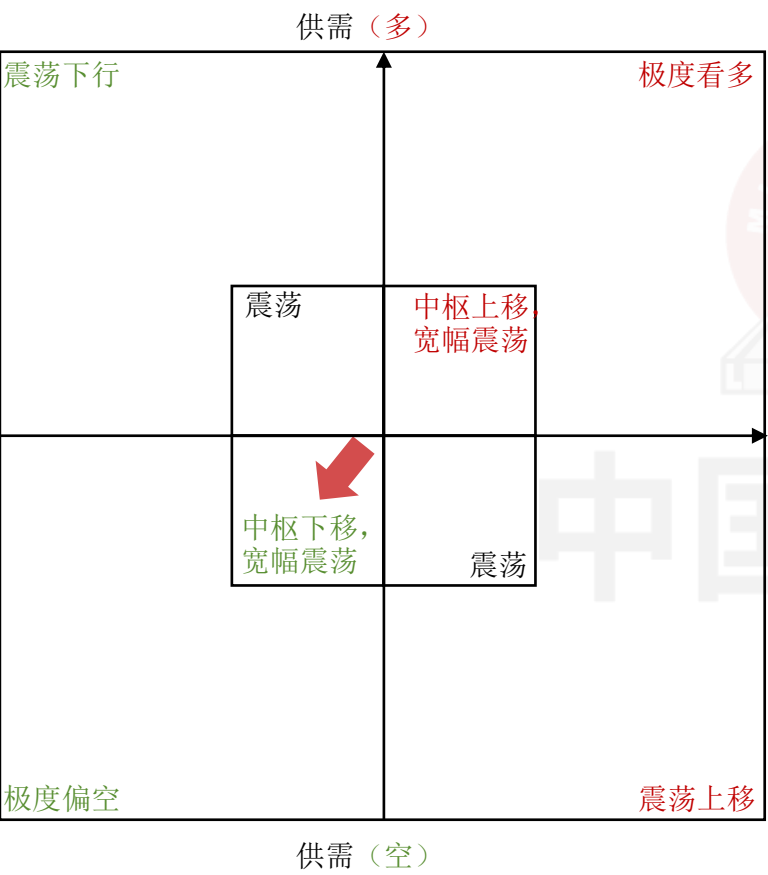
图1：沥青主力合约近月走势（¥/吨）



资料来源：SHFE、五矿期货研究中心

表1：中期影响因子& 评估表

		因素	细分项	核心变量	方向预测
成本 (空)	供需 (多)	供需	供给	进口方面难言驱动，鉴于当前美方对委内瑞拉与伊朗的表态，预计进口仍然保持低迷。国内供给方面，主营炼厂预计开始恢复一定开工，沥青估值上行将因此受限。但估值下行仍需地炼明显回暖，我们认为地炼在中短期内仍将保持相对低迷。	中性
			需求	需求端开工较往年略有好转，道路改性沥青与防水卷材开工率持续良性回暖；沥青整体出货量低于预期，但整体保持相对良性；基建季节性旺季已过，整体需求端口预计平淡。	中性偏空
	供需 (空)	成本	原油	我们认为整体下半年油价上行空间有限，伴随OPEC逐步增产落地， <u>油价的宽幅震荡中枢预计进一步小幅下移</u> ，由于页岩油仍将扮演托底角色，整体难言持续性的趋势行情，对驱动节奏的把握将更为重要。	震荡偏空
				我们认为下半年沥青估值下行或为大概率事件，当前独炼开工已处低位，下行空间已经极小。尽管短期进口方面难成驱动，但主营产能回归和季节性估值淡季两者叠加预计将限制沥青估值（沥青/原油）的上行空间，同时成本端原油的弱势震荡也将限制沥青单边价格的上行空间。	震荡偏空



中期定性评估图：该图是一个2x2的矩阵，用于评估中期方向。纵轴为“成本”，横轴为“供需”。纵轴上方为“多”，下方为“空”；横轴左侧为“多”，右侧为“空”。四个象限分别标注为：左上“震荡下行”，右上“极度看多”，右下“震荡上移”，左下“极度偏空”。在“供需 (多)”行与“成本 (空)”列的交叉点，有一个红色的箭头指向下方，标注为“中枢下移，宽幅震荡”。

表2：短期因子评估表

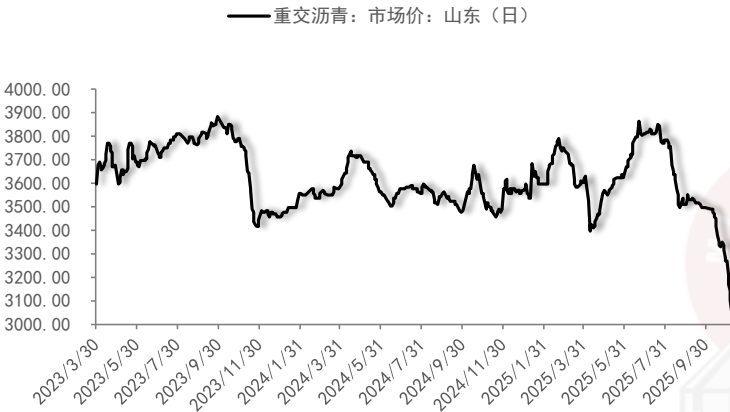
因素	核心变量	方向预测
供给	重交沥青开工率开始下滑；受外围重油国地缘影响进口预计保持低迷。	中性偏多
需求	需求端分项道路端开工表现亮眼，但淡季在即。	中性
库存	整体库存端开始出现缓慢去库，但仍不及预期。	中性偏空（部分计价）
成本	我们认为此次制裁虽理论影响巨大，但考虑OPEC的增产计划能完全覆盖本次制裁体量，且影子船队的愈发成熟将使得本次制裁对市场的持续性有限。因而突发制裁并不改短期弱势格局，与此同时我们观测到OPEC的增幅被中国近乎全部吸纳，我们测算中国的战略储备需求远未及上限，市场中短期“期待”的显性库存大幅累库难以实现。我们虽对4季度末油价维持弱势格局的判断不改，但如若页岩油产量受限，叠加来年2季度旺季需求以及各国战略储备托底，四季度末应全部以页岩油盈亏线为基准，逢低布局中长线趋势为宗旨。	短空长多
上周观点	<u>我们认为沥青的弱势已经逐步兑现，短期内供需矛盾偏小，观望为主。</u>	观望
本周观点	<u>沥青需求端的弱势超过我们的预期，国内库存在进口相对不高的情况下超预期累库，我们认为当前由于原料端的见底判断，沥青并不适合过度追空。</u>	观望

资料来源：五矿期货研究中心

02

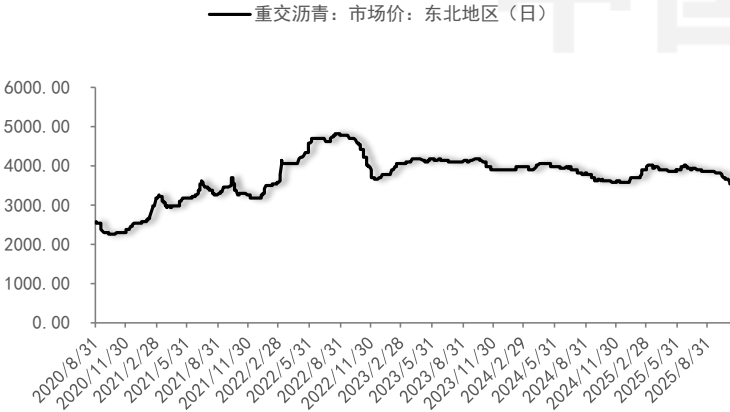
期现市场

图1：山东重交沥青价格（元/吨）



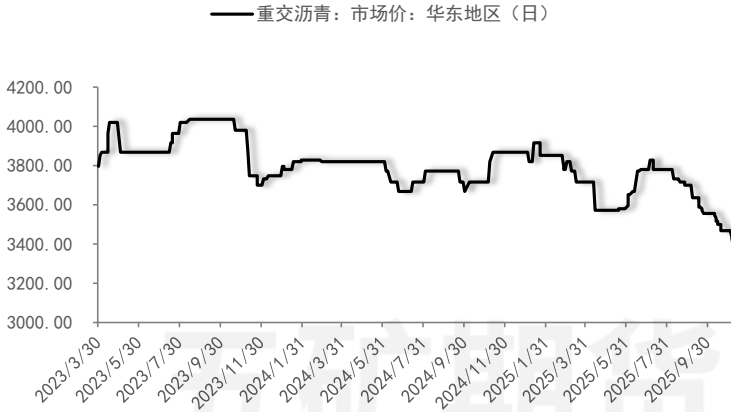
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：东北重交沥青价格（元/吨）



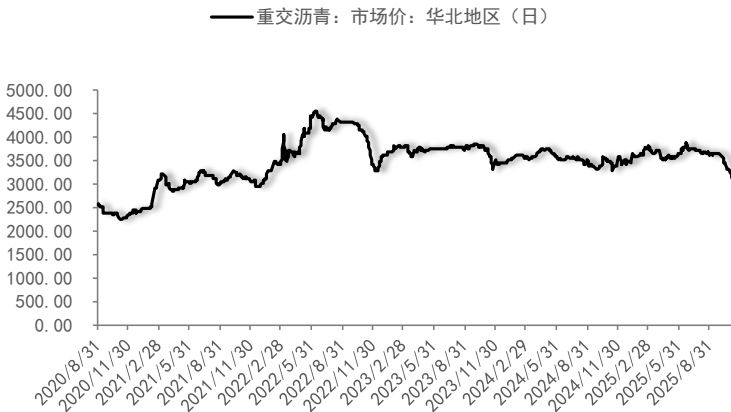
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：华东重交沥青价格（元/吨）



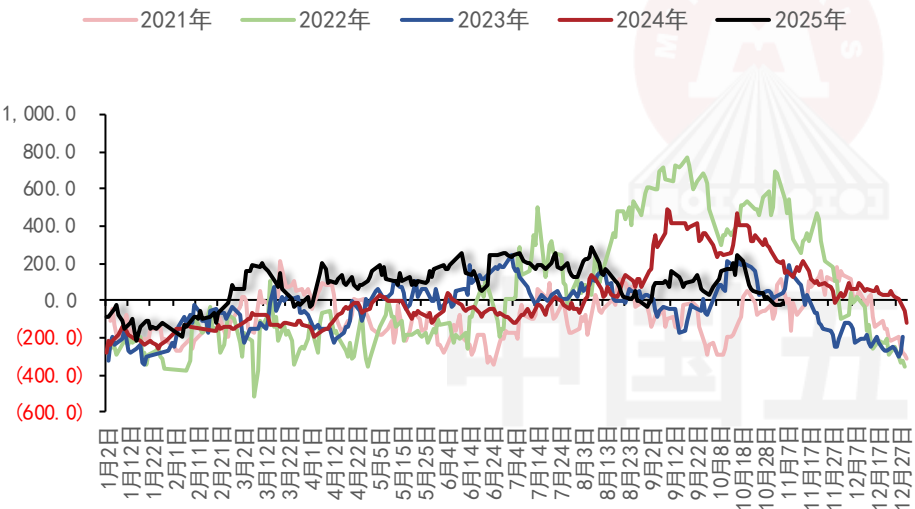
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：华北重交沥青价格（元/吨）



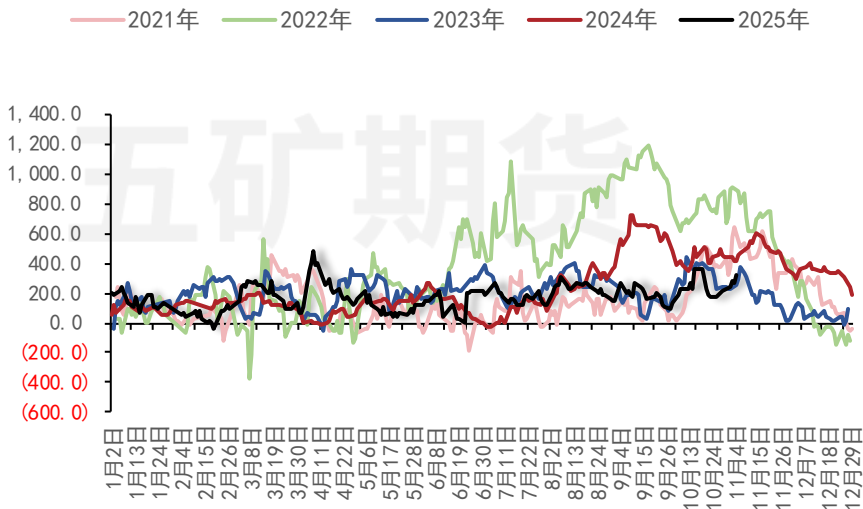
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：山东沥青基差（元/吨）



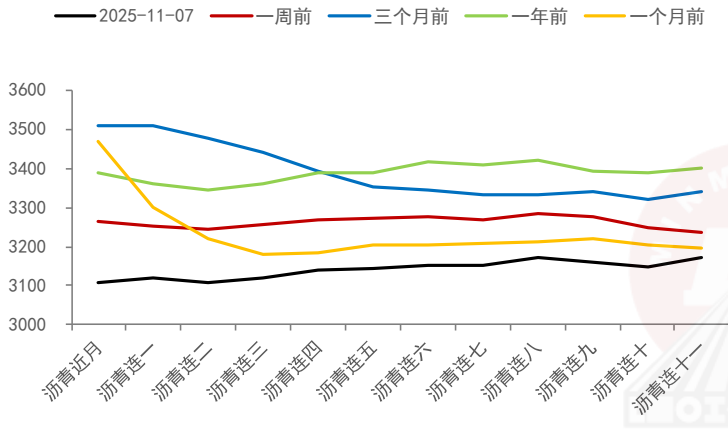
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：华东沥青基差（元/吨）



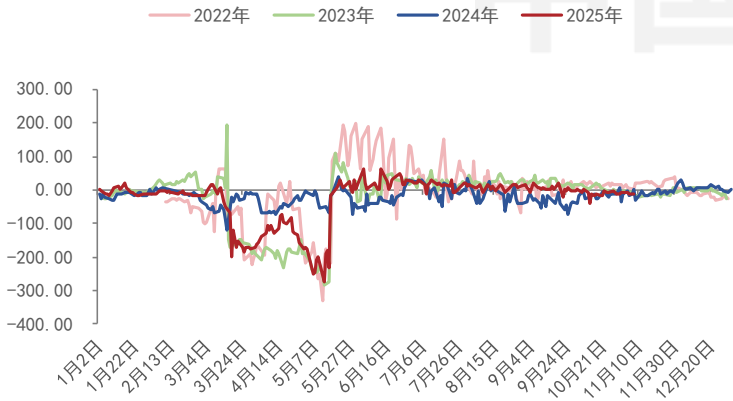
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：沥青期限结构（元/吨）



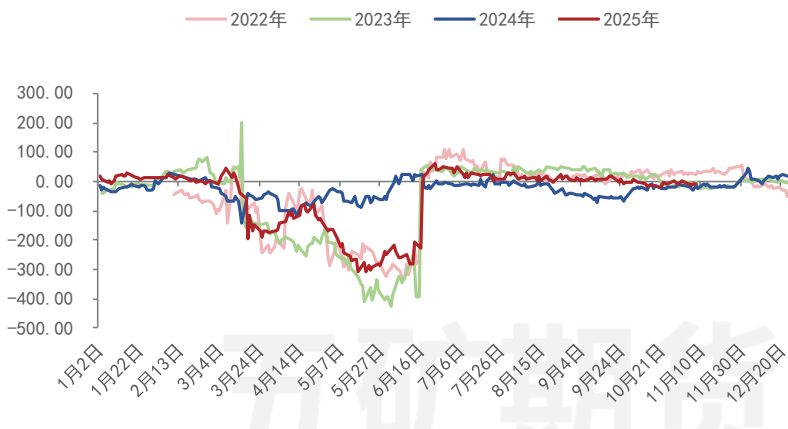
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：沥青03-05价差（元/吨）



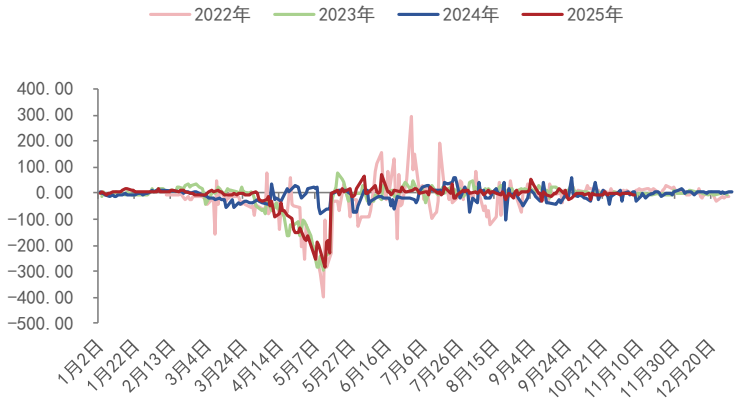
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：沥青03-06价差（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：沥青04-05价差（元/吨）

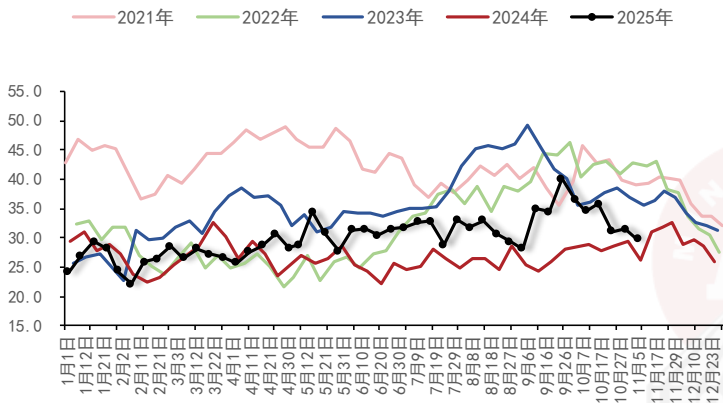


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

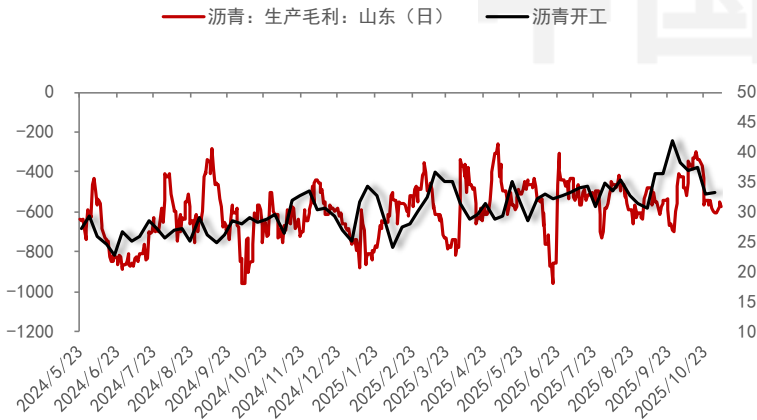
供应端

图11：重交沥青：产能利用率（%）



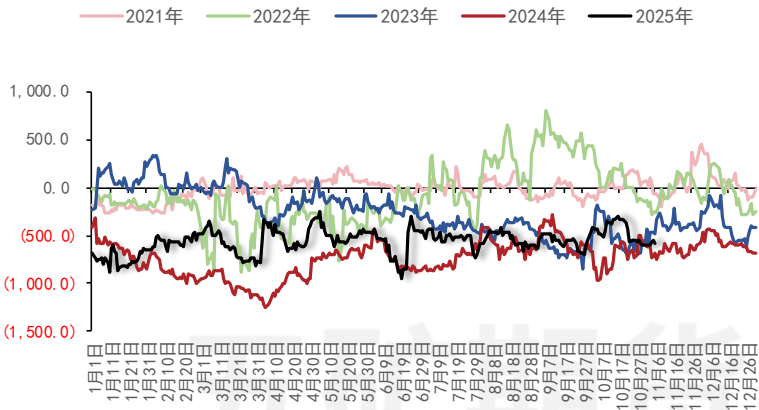
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：沥青开工与利润（%，元/吨）



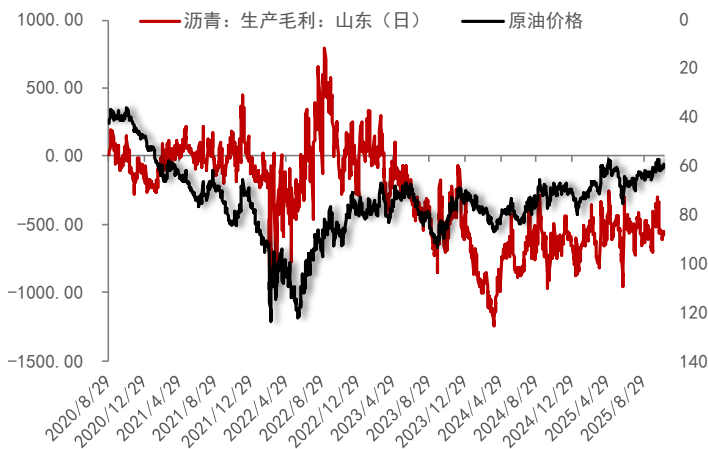
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图12：山东沥青生产毛利（元/吨）



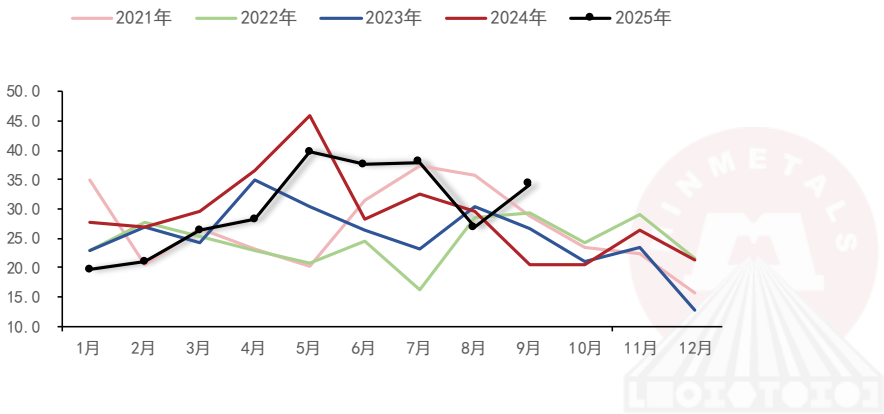
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图14：沥青利润与原油价格走势（元/吨）



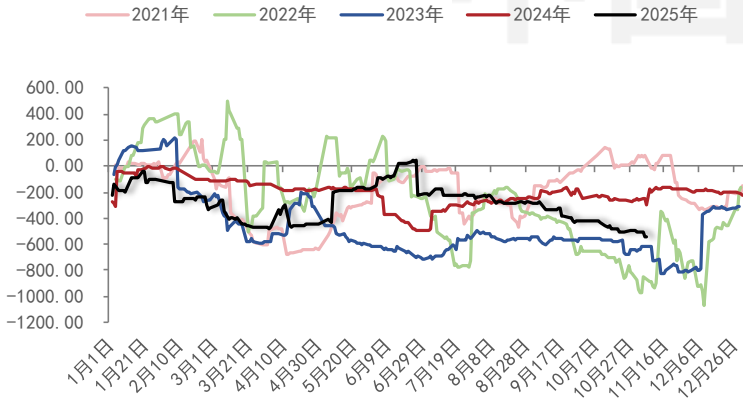
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：沥青进口（万吨）



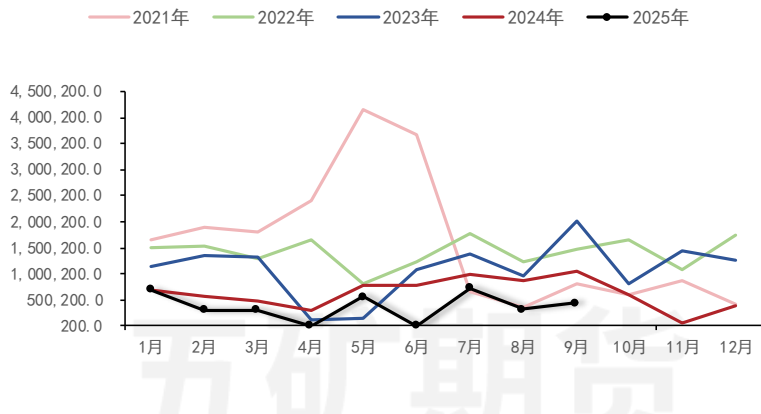
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图17：沥青进口利润：华东-韩国（元/吨）



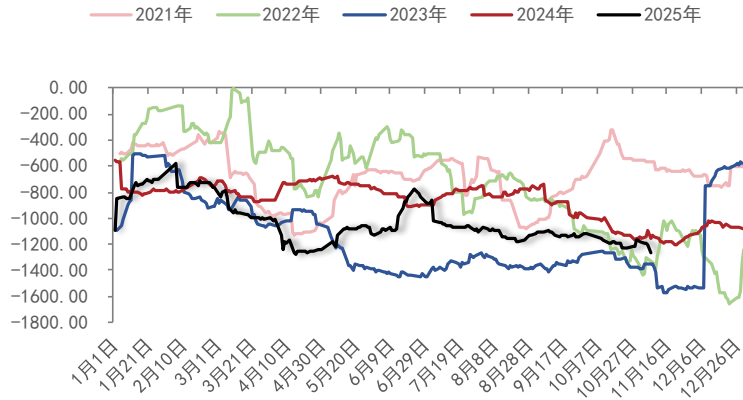
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图16：稀释沥青进口（吨）



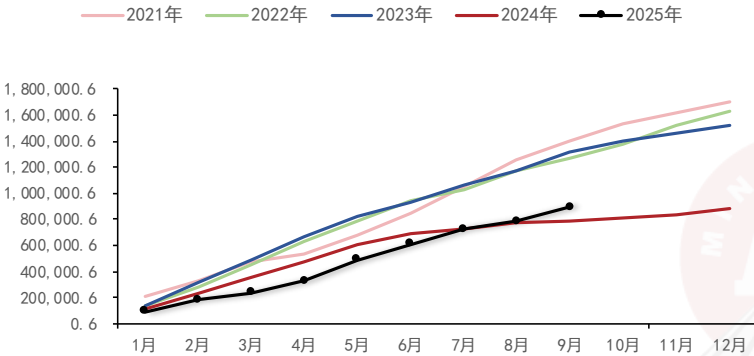
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图18：沥青进口利润：华南-新加坡（元/吨）



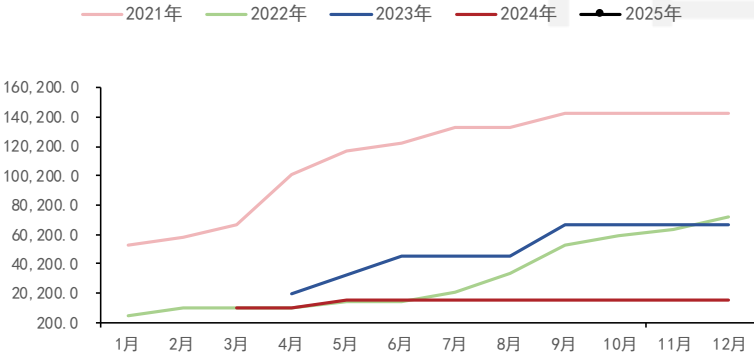
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：沥青累计进口：韩国（吨）



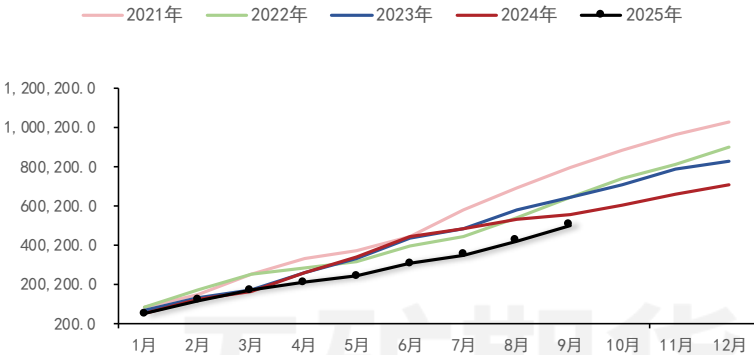
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：沥青累计进口：马来西亚（吨）



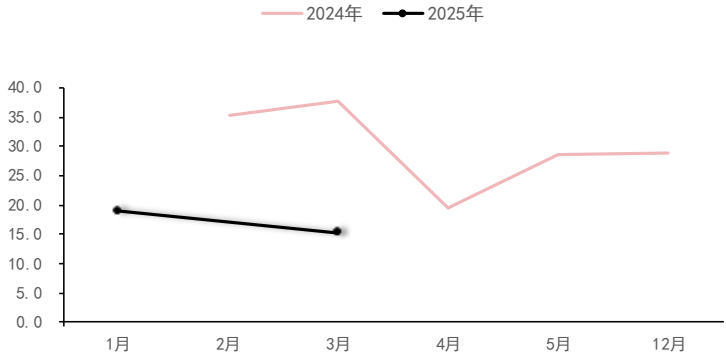
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图20：沥青累计进口：新加坡（吨）



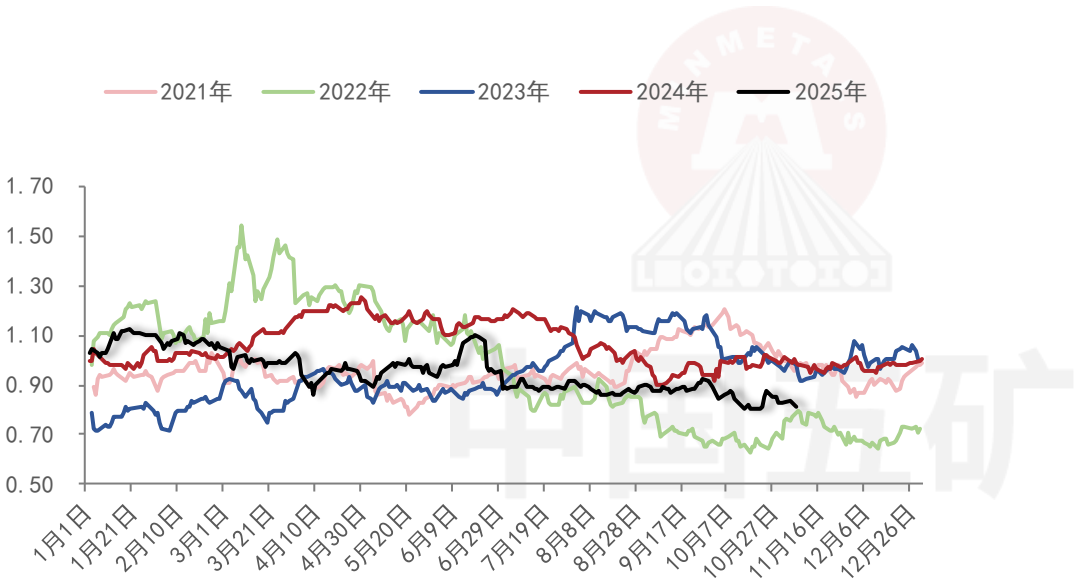
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：委内瑞拉进口油当月值（百万桶）



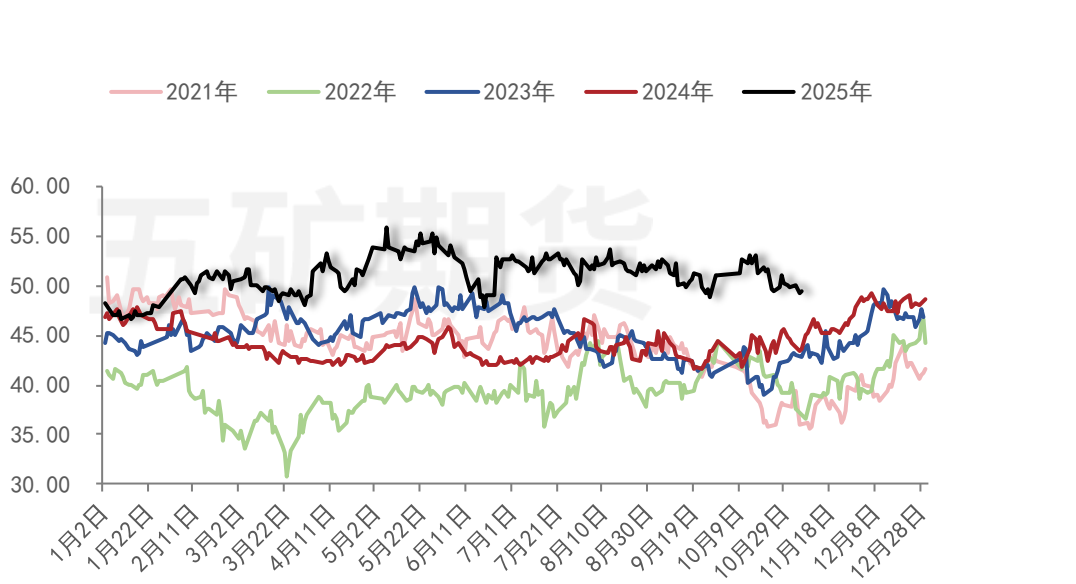
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：燃料油/沥青



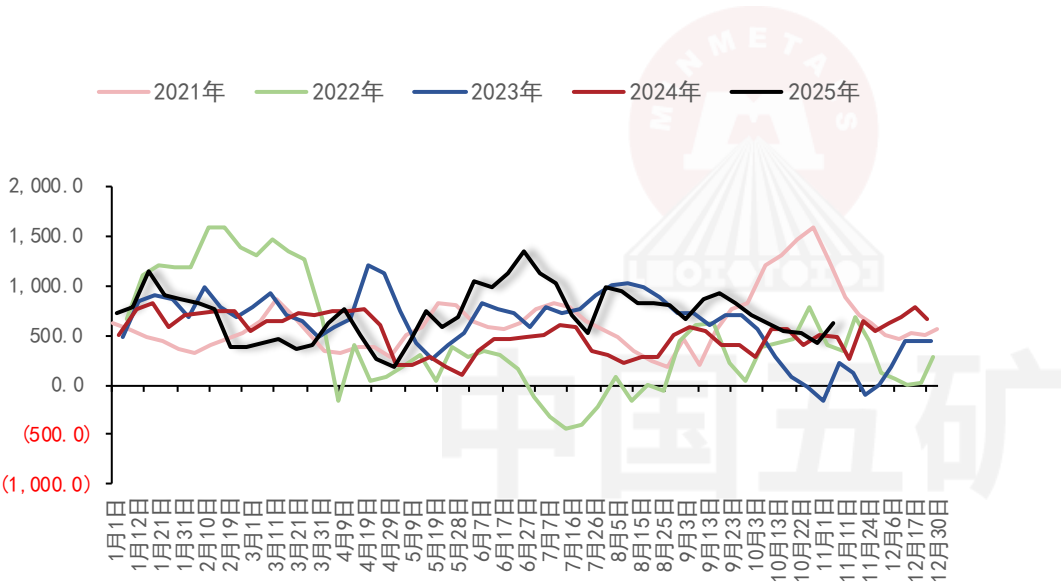
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图24：沥青/布伦特



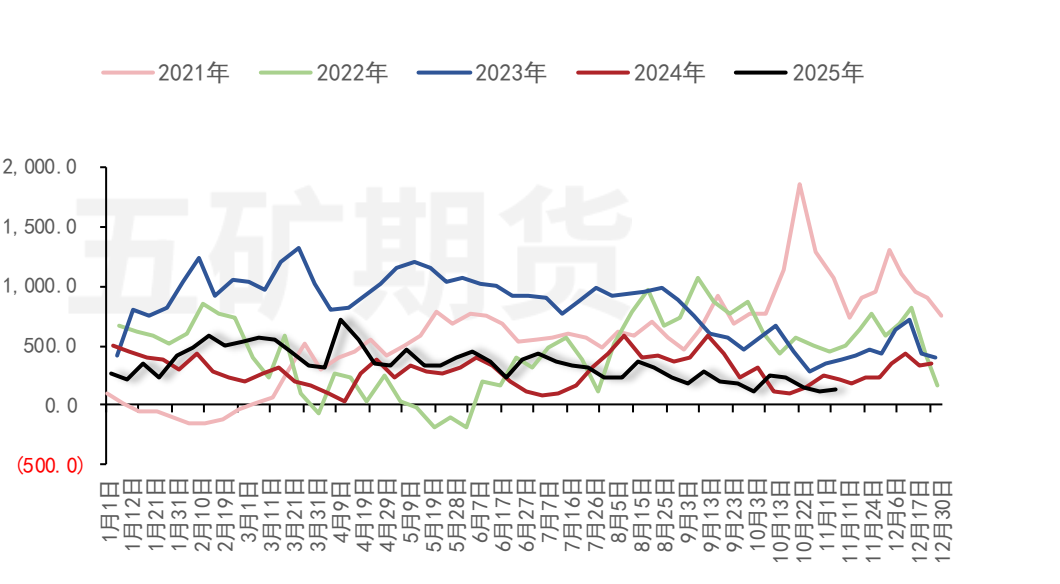
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：主营炼厂炼油毛利（元/吨）



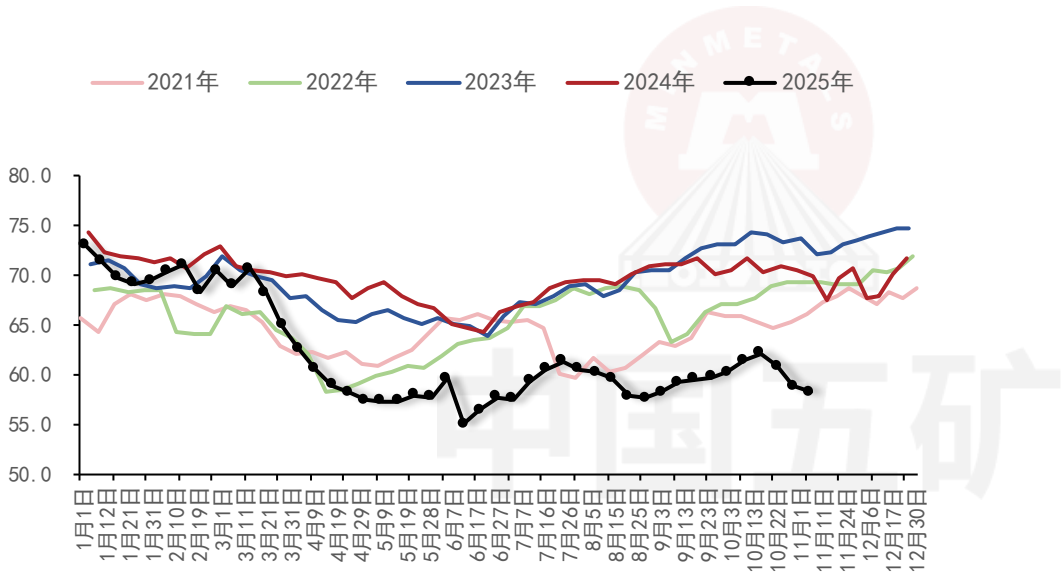
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图26：山东地炼炼油毛利（元/吨）



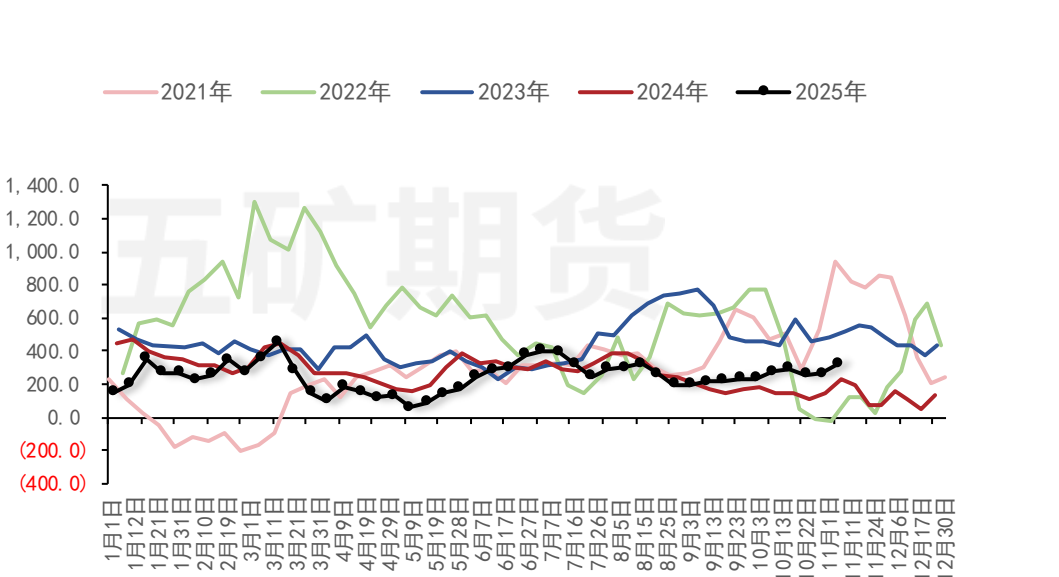
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图27：石油焦开工（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图28：石油焦生产毛利（元/吨）

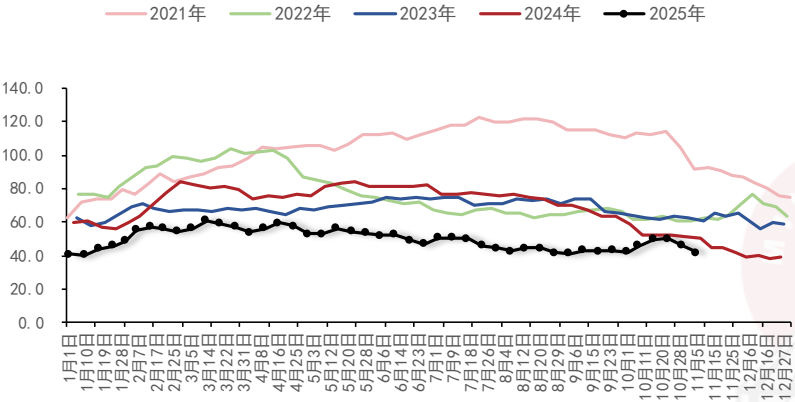


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

04

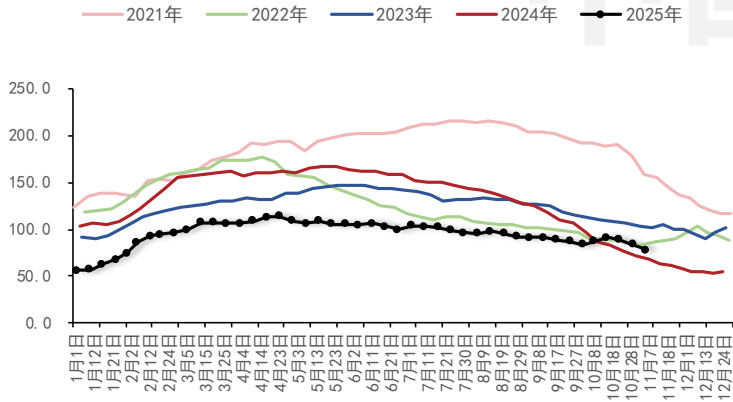
库存

图29：国内工厂库（万吨）



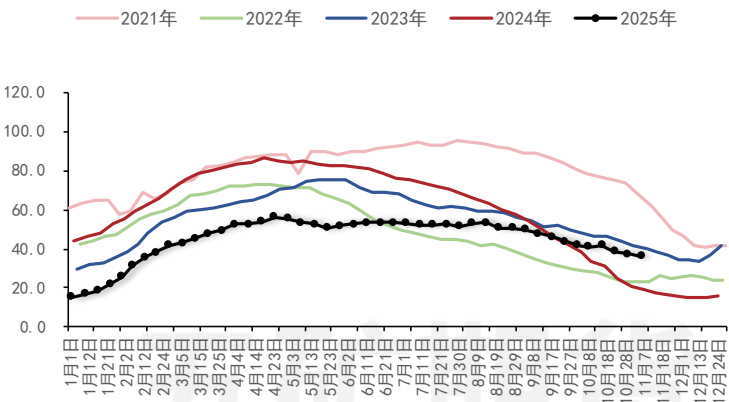
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：国内合计库存（万吨）



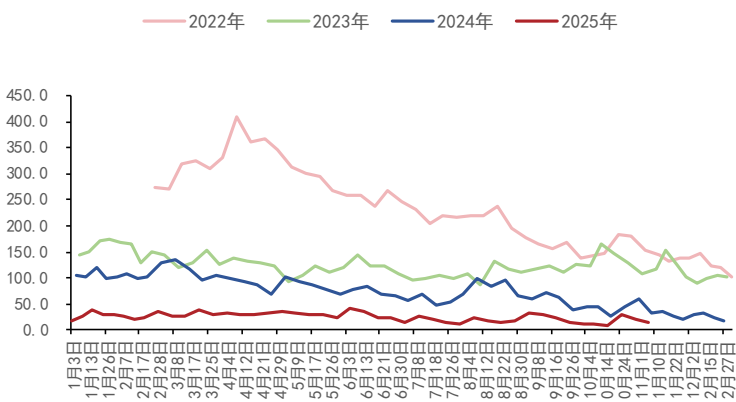
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图30：国内社会库存（万吨）



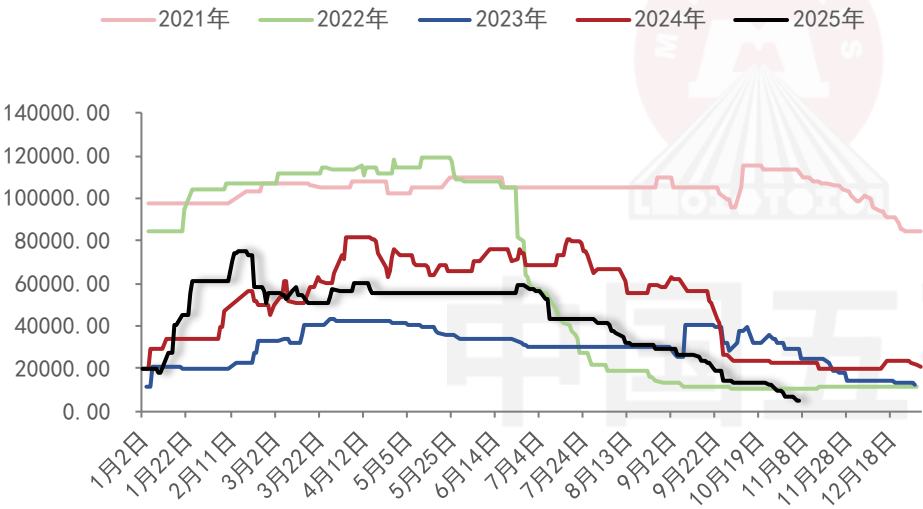
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图32：稀释沥青港口库存（万吨）



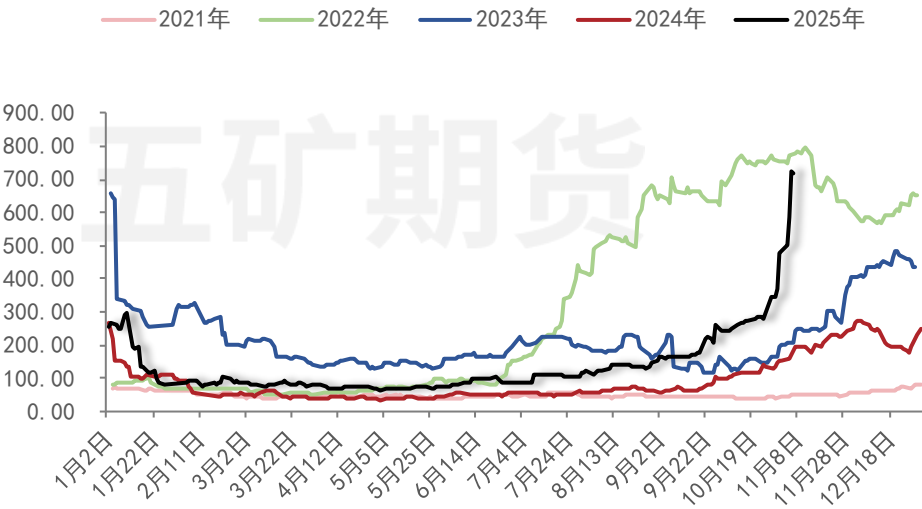
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图33：沥青仓单（吨）



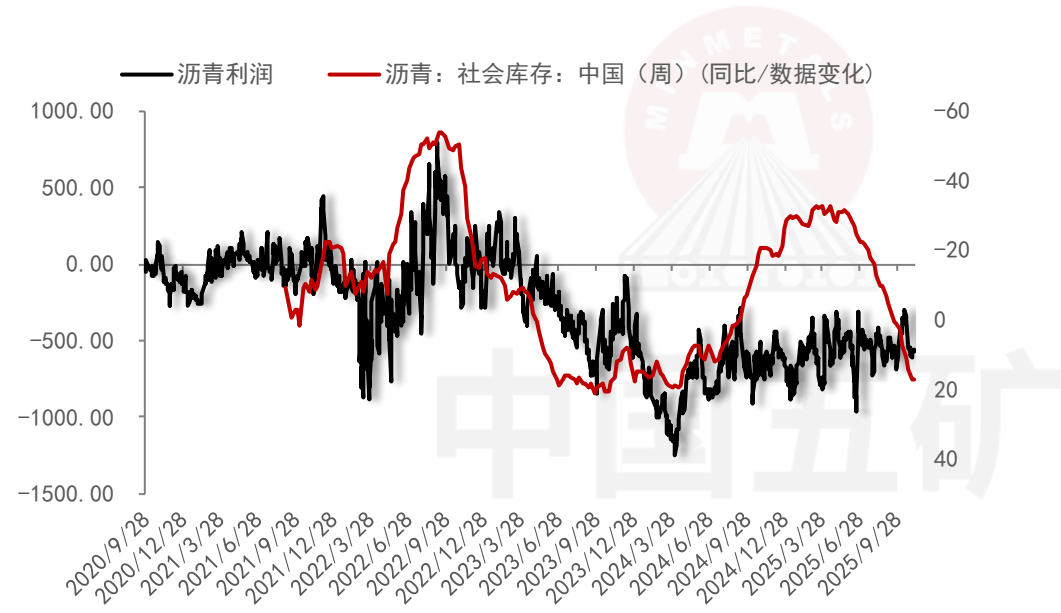
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图34：沥青主力合约虚实比



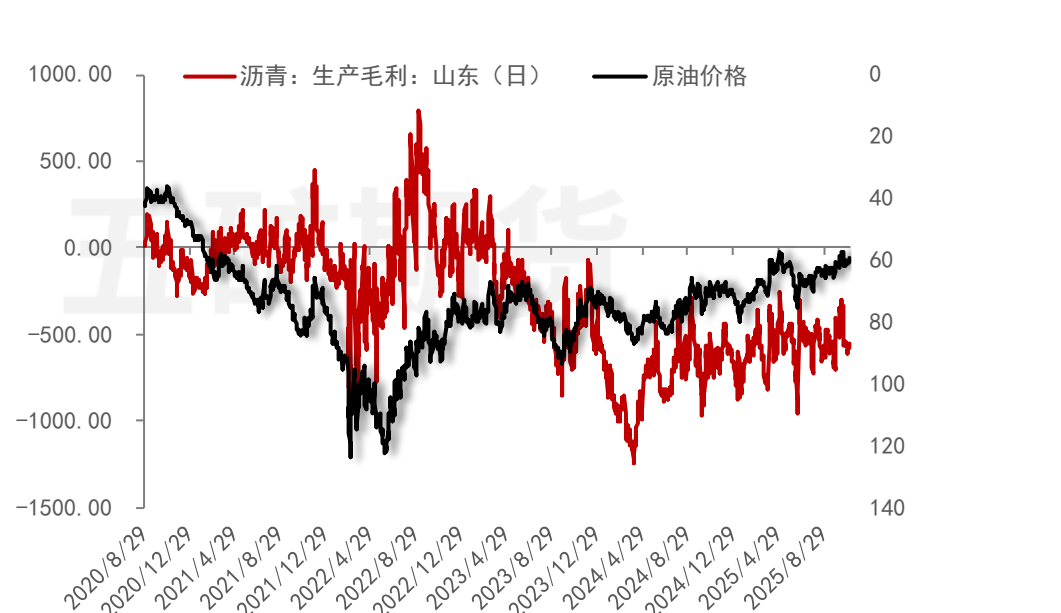
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图35：库存与利润的关系（元/吨，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图36：利润与价格的关系（元/吨，%）

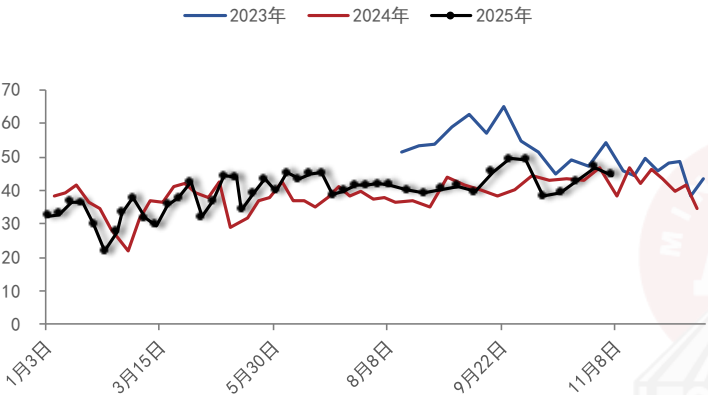


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

05

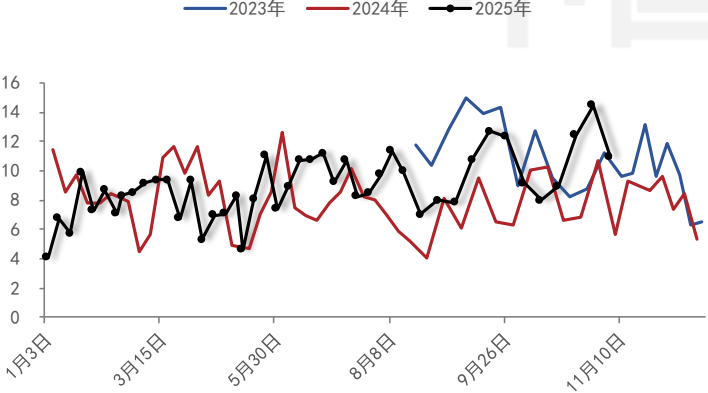
需求端

图37：中国样本企业沥青出货量（万吨）



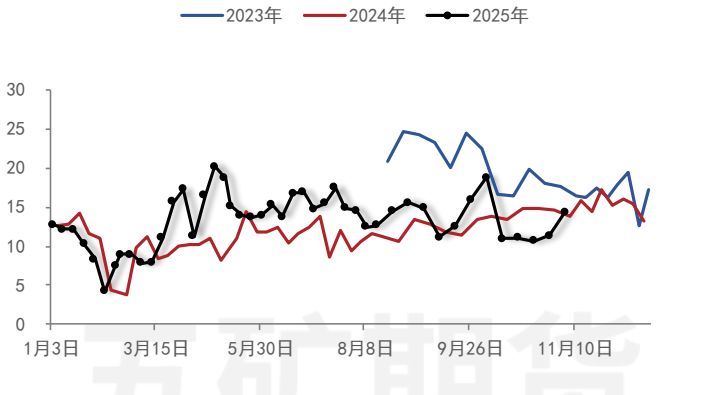
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图39：华东样本企业沥青出货量（万吨）



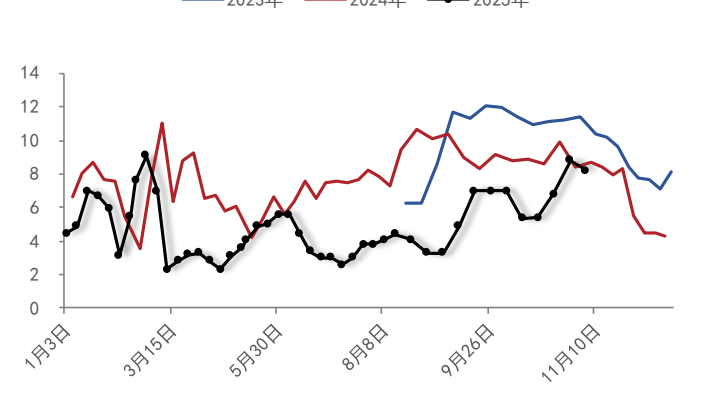
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图38：山东样本企业沥青出货量（万吨）



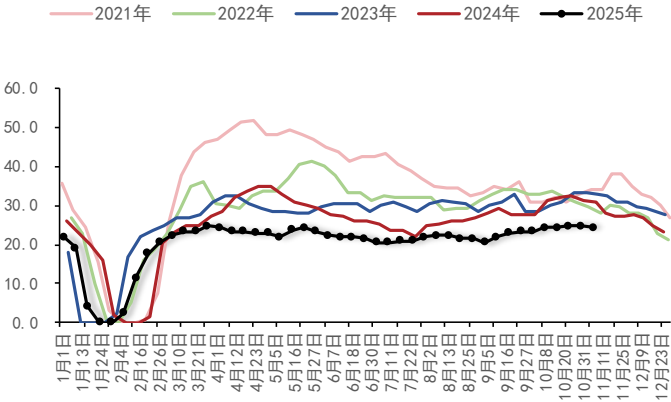
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图40：华北样本企业沥青出货量（万吨）



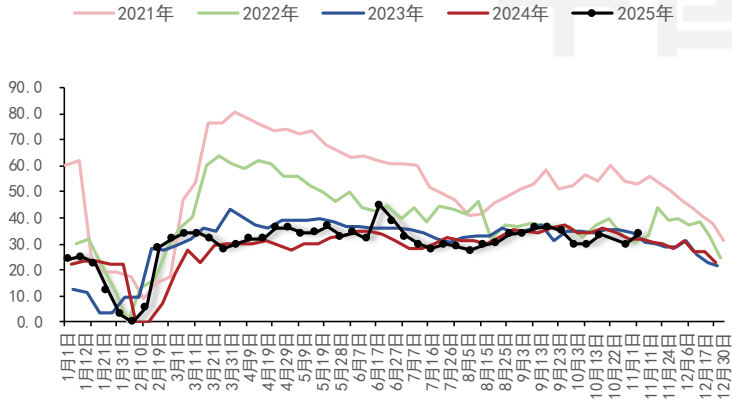
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图41：橡胶鞋材开工（%）



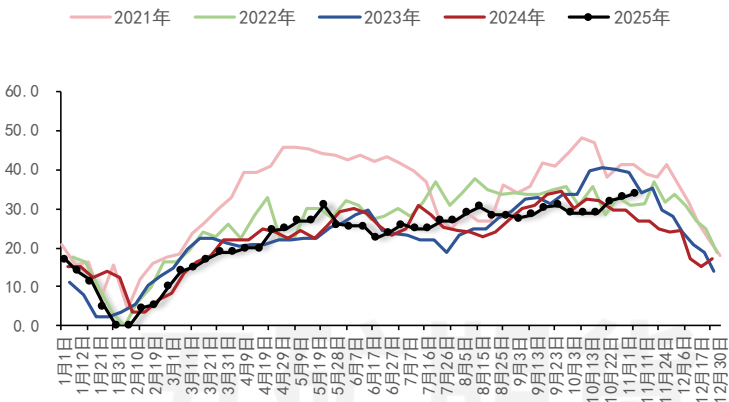
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：防水卷材开工率（%防水卷材：开工率）



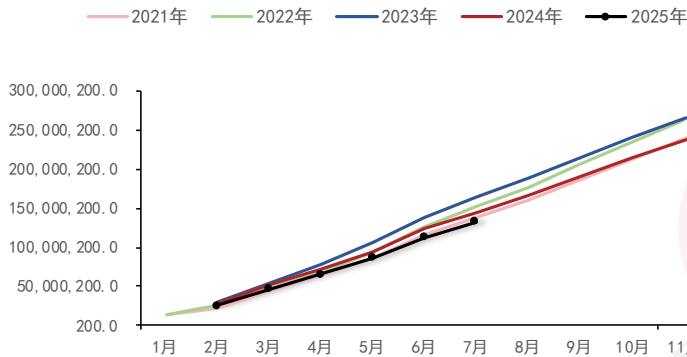
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图42：道路改性沥青开工率（%）



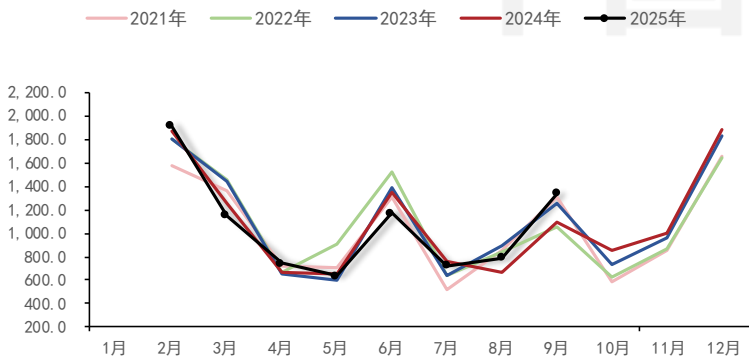
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：中国：交通固定资产投资：公路建设：累计值（万元）



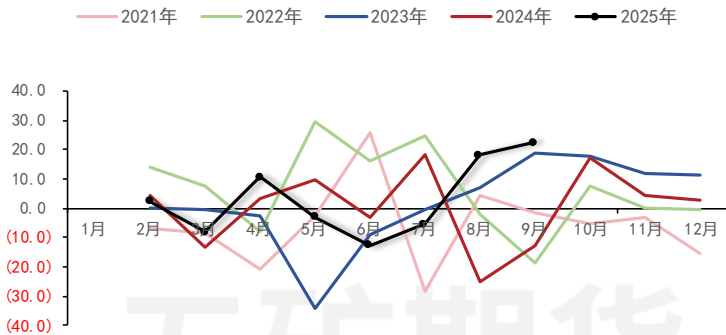
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图46：中国：公共财政支出：交通运输：当月值（亿元）



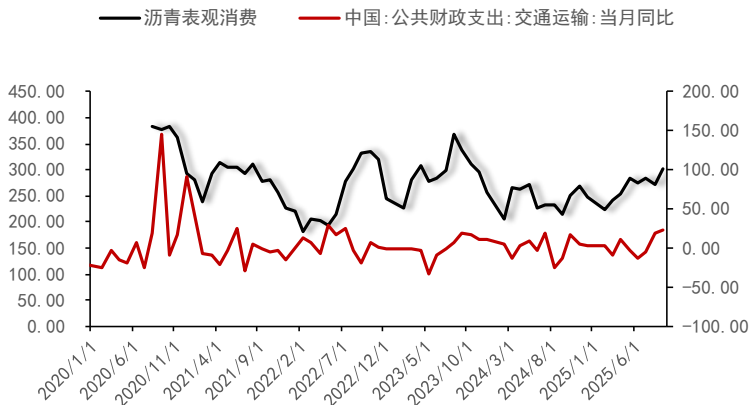
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图45：中国：公共财政支出：交通运输：当月同比（%）



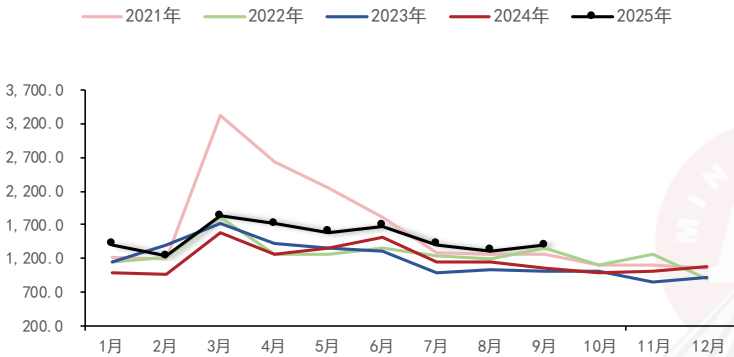
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图47：沥青需求与交通运输财政支出（万吨，%）



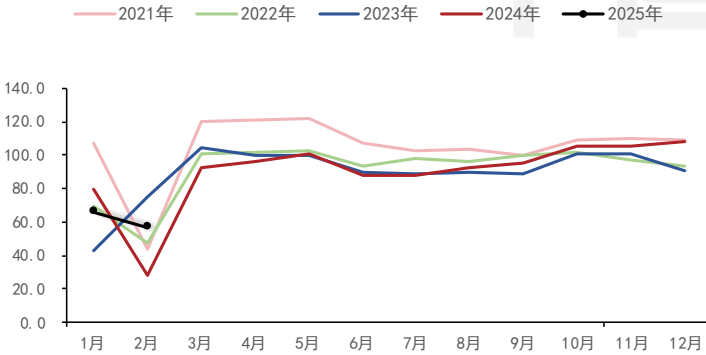
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图48：中国:销量:压路机:主要企业:当月值（台）



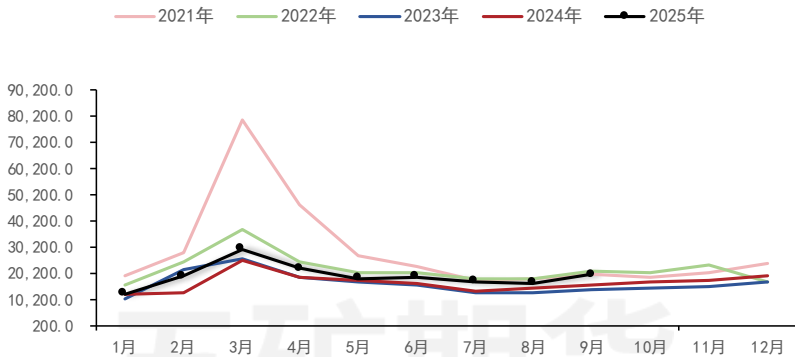
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图50：中国:开工小时数:挖掘机:当月值（小时/月）



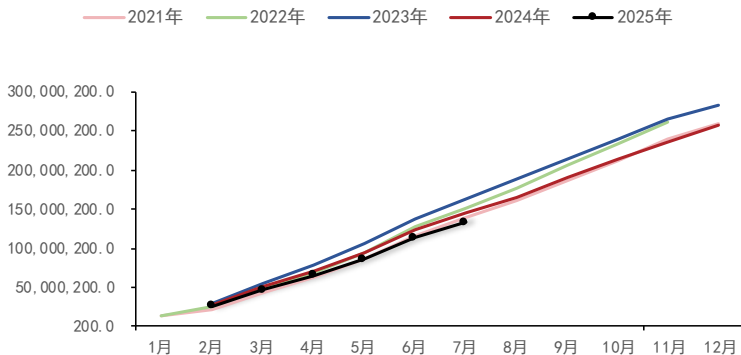
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图49：中国:销量:挖掘机:当月值（台）



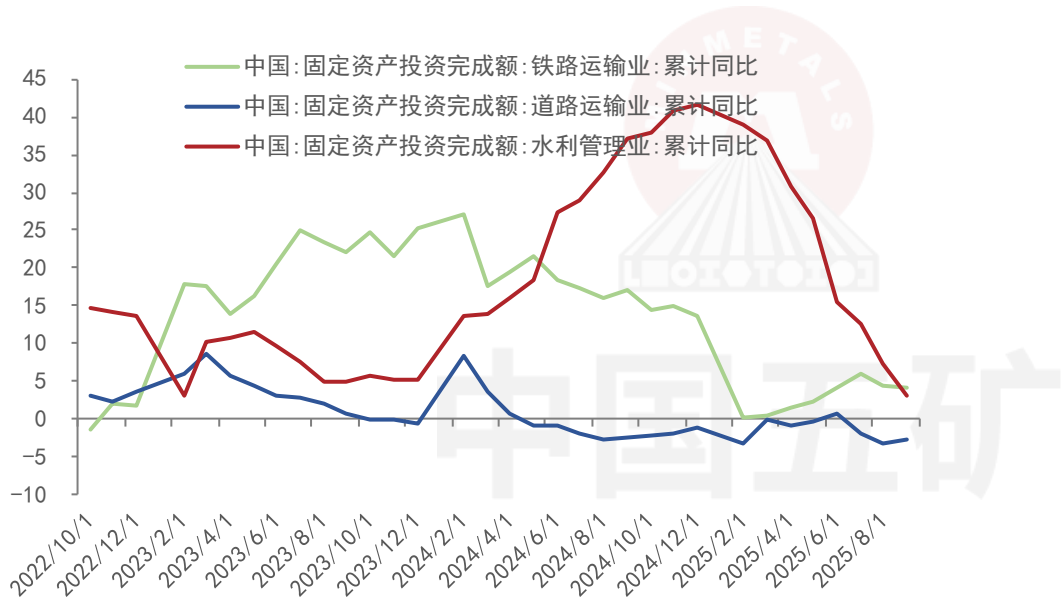
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图51：中国:交通固定资产投资:公路建设:累计值（万元）



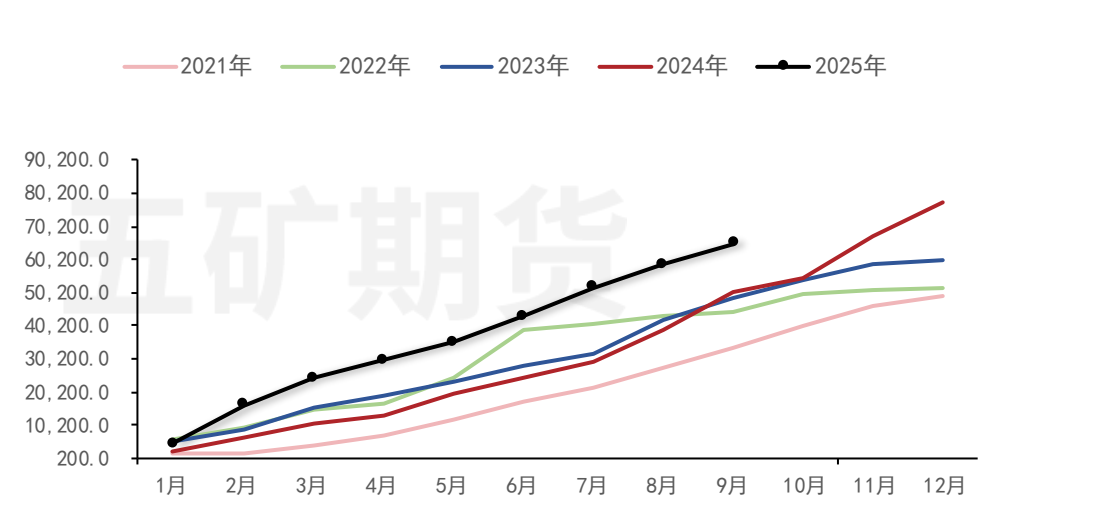
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图52：固定资产投资完成额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图53：中国: 地方政府债券发行额: 专项债券: 累计值（亿元）

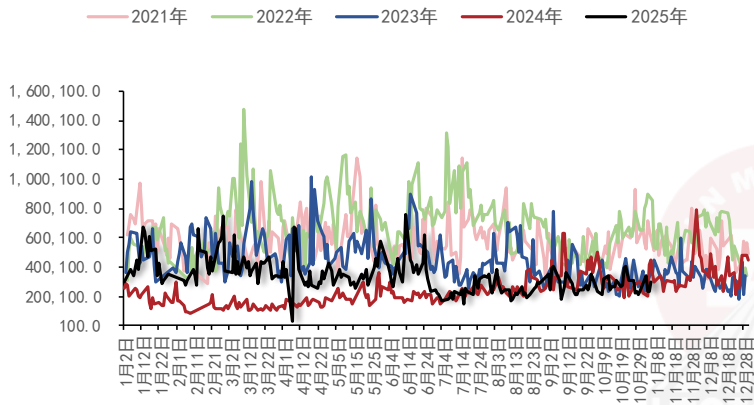


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

06

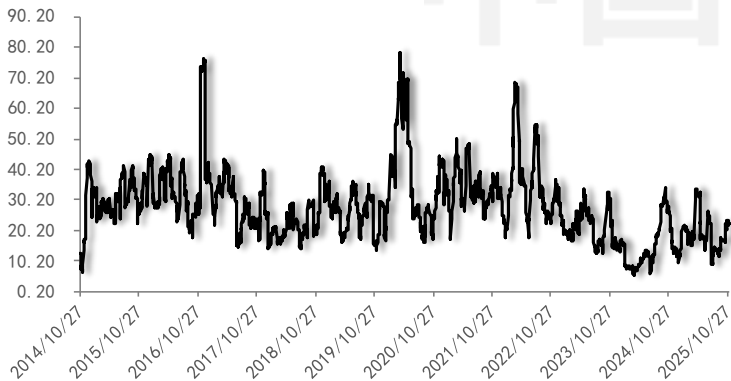
相关指标

图54：沥青期货成交量（手）



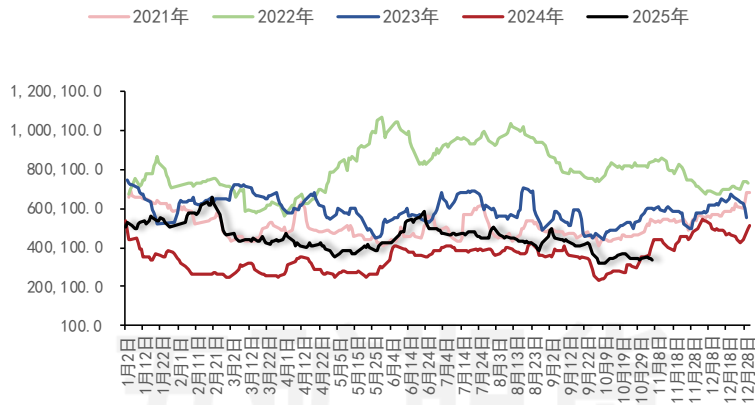
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图56：沥青20日历史波动率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图55：沥青期货持仓量（手）

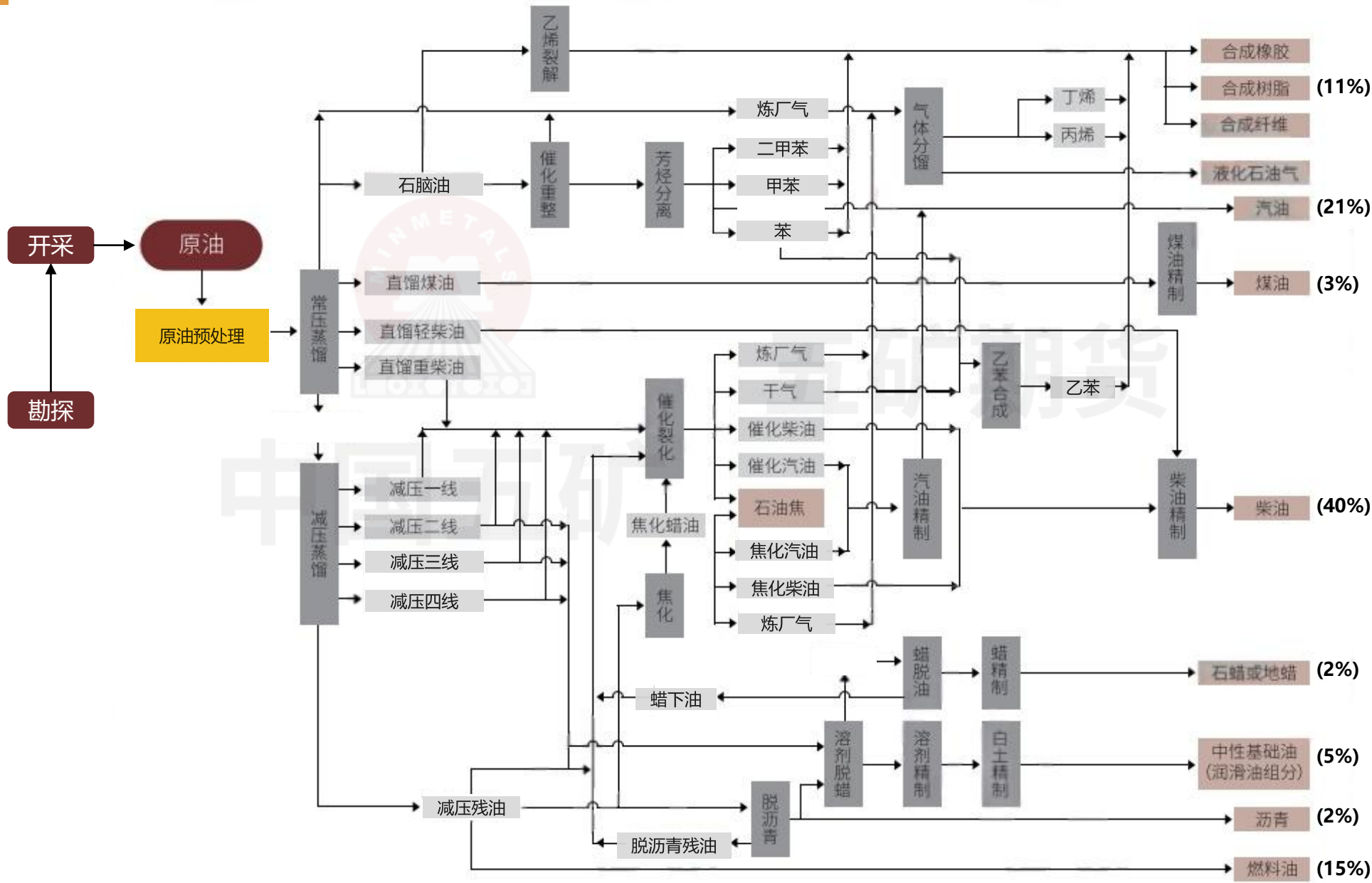


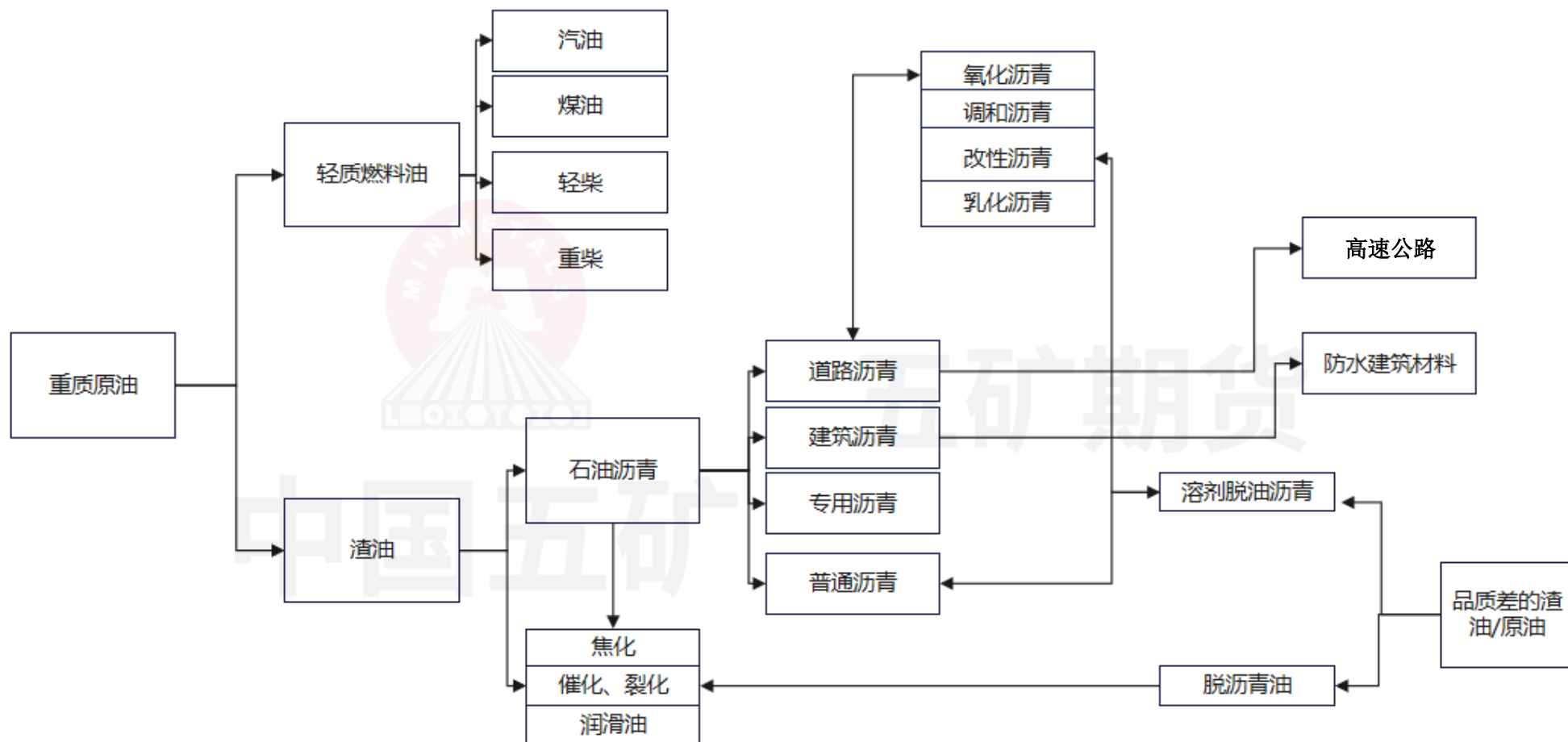
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

07

产业链结构图

原油产业链





- 从生产工艺角度看，沥青可以分为**直馏沥青**、氧化沥青、调和沥青、改性沥青和乳化沥青。其中，直馏沥青产量占比最大，超过**80%**，多数用于道路建设。
- 按用途分为道路沥青、建筑沥青、和专用沥青。沥青主要用于防水、防腐和道路建设等。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

专注风险管理 助力产业发展

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户