



原油端扰动延续，沥青供应压力暂时有限

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

核心观点

■ 市场分析

近日国际原油价格再度大跌，预计节后对沥青盘面与现货绝对价格造成一定冲击，期货端反应将更为敏感。

从沥青自身基本面来看，随着油价大跌，国内炼厂利润有望进一步修复，但目前供应端暂未出现显著增长的迹象，整体仍维持低位，后续需关注缺少配额的炼厂是否恢复生产。需求方面，4月份沥青终端需求呈现边际改善的状态，幅度相对有限，5月份有望延续这种节奏。在供应维持低位、需求季节性回升的背景下，前期累库趋势暂止，其中炼厂端库存出现一定幅度下滑，反映当前沥青整体供应压力有限，节前现货情绪相对偏强。相较于单边价格受到原油与宏观的扰动，沥青基差与月差结构表现或更为稳固。

■ 策略

单边：震荡偏弱

跨品种：无

跨期：关注逢低多 BU2506-BU2509 价差机会（正套）

期现：无

期权：无

■ 风险

原油价格波动、宏观风险、原料供应风险等

目录

核心观点	1
原油：欧佩克迅速放松减产，供需两端压力下油价杀跌	3
沥青维持供需两弱格局，累库趋势暂止	4
原油价格再度大跌，装置利润被动修复	4
终端需求季节性回升，库存维持低位	6
沥青市场总结	7

图表

图 1: 全球原油卫星库存 单位: 百万桶	3
图 2: 国际原油基准价格 单位: 美元/桶	3
图 3: WTI 原油月差 单位: 美元/桶	4
图 4: BRENT 原油月差 单位: 美元/桶	4
图 5: 原油与美股走势 单位: 美元/桶	4
图 6: 原油与美元指数走势 单位: 美元/桶	4
图 7: 山东沥青炼厂理论利润 单位: 元/吨	5
图 8: 焦化利润 单位: 元/吨	5
图 9: 国内沥青装置开工率 单位: 无	5
图 10: 国内沥青产量 单位: 万吨	5
图 11: 稀释沥青进口量 单位: 万吨	6
图 12: 稀释沥青港口库存 单位: 万吨	6
图 13: 国内沥青总需求 单位: 万吨	6
图 14: 国内道路沥青需求 单位: 万吨	6
图 15: 国内船燃市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 16: 国内防水市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 17: 沥青炼厂库存 单位: 万吨	7
图 18: 沥青社会库存 单位: 万吨	7
图 19: 华东沥青基差 单位: 元/吨	8
图 20: 山东沥青基差 单位: 元/吨	8

原油：欧佩克迅速放松减产，供需两端压力下油价杀跌

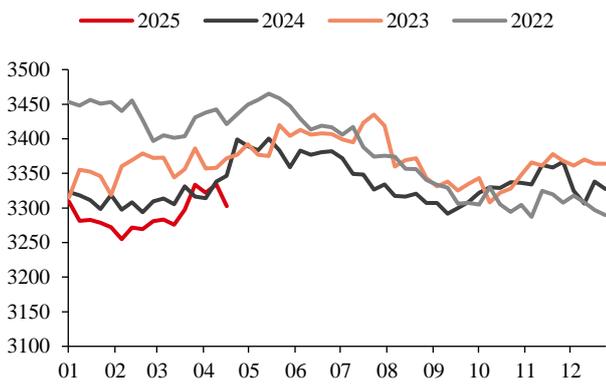
在经历了特朗普关税冲击的第一轮冲击后，原油价格一度呈现从低位震荡反弹的态势。但近日新一轮杀跌重新开启，五一假期期间 Brent 再度跌破 60 美元/桶。

眼前的利空来自于欧佩克迅速放松减产的举措。具体来看，OPEC+联盟 3 日发表声明称，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼等 8 个产油国决定自 2025 年 6 月起日均增产 41.1 万桶石油，延续了 5 月份的节奏，超出部分市场预期。

而在欧佩克加速增产的同时，需求端同样面临压力。一方面，在能源消费与经济结构转型的背景下，全球石油消费已经结束了高速增长的周期；另一方面，特朗普的关税政策对全球贸易与石油需求造成新的冲击。虽然目前对多数国家的加征关税处于暂停期，但美国政策尚未出现实质性逆转。关税对经济以及石油需求的冲击将会逐步显现，近期已经有高频数据显示美国洛杉矶港口集装箱吞吐量以及联运的卡车货运量大幅下降，这将抑制美国柴油消费，而关税对于其他经济体如印度、印尼、越南、巴西等也同样会产生冲击，这些国家的需求在今年下半年将出现放缓。

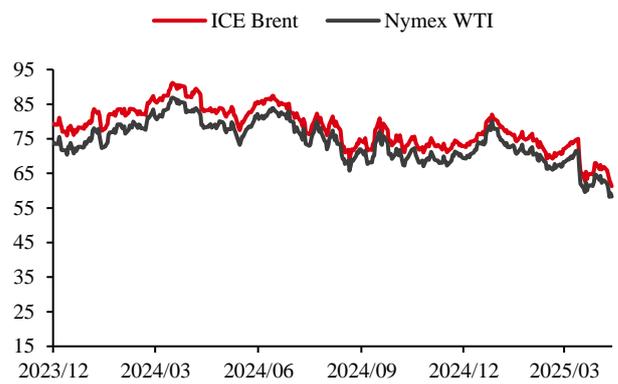
整体来看，在供需两端的冲击下，原油市场前景将持续承压运行，这也印证了我们此前报告中期看空的观点。短期价格波动则受到更多情绪与资金面的影响，需要保持谨慎、注意节奏。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



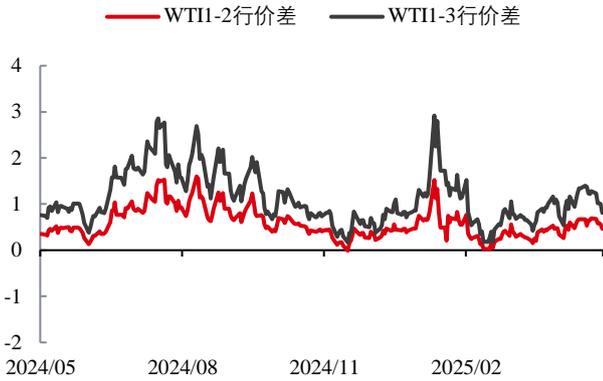
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



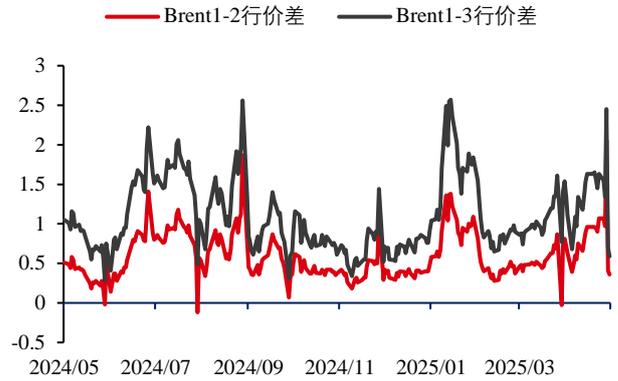
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



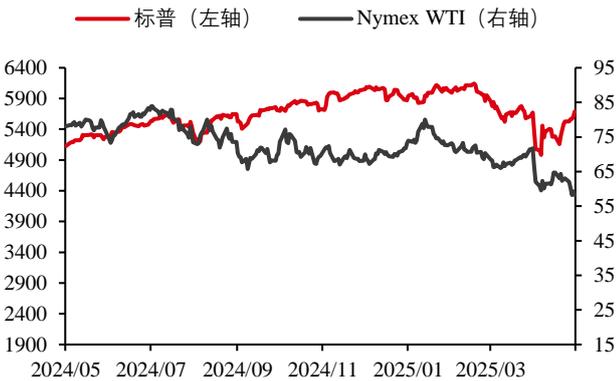
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



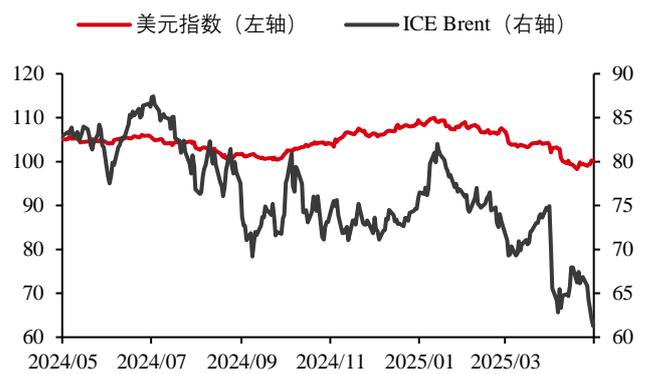
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

沥青维持供需两弱格局，累库趋势暂止

原油价格再度大跌，装置利润被动修复

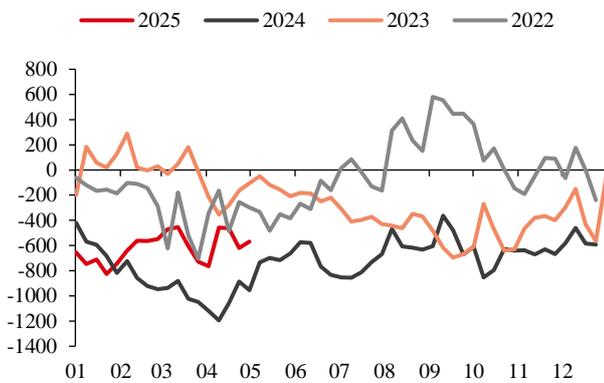
近期国内沥青基本面变化有限，整体维持供需两弱的格局。

五一假期期间国际油价再度大跌，但考虑到沥青自身估值与全球宏观属性相对原油较弱，且节前沥青现货表现相对坚挺，预计沥青价格跌幅小于原油。对于炼厂而言，沥青装置利润继续被动修复。其中，对于有原油进口配额的炼厂而言，生产利润明显提升。对于缺少原油进口配额的炼厂而言，如果进口稀释沥青、燃料油，按照 50%的消费税抵扣比例前仍处于亏损状态，但相比此前亏损幅度有所收窄。后续需要关注这些缺少配额的炼厂是否恢复生产，对于沥青供应来说是潜在的边际变量。

参考隆众资讯口径，5月份国内沥青总排产量为231.8万吨，环比增加2.9万吨，增幅1.3%，同比增加3万吨，增幅1.3%。与此同时，当前炼厂装置开工率维持在30%左右的水平。整体来看，国内沥青供应仍维持低位，增长幅度暂时有限。

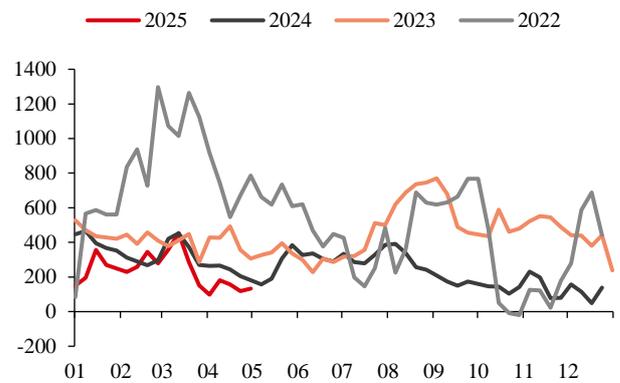
海外原料方面，此前特朗普宣布要撤销雪佛龙在委内瑞拉的石油许可证，后来将石油公司雪佛龙在委内瑞拉的石油业务和出口终止期限延长至5月27日，且特朗普宣布要对委内瑞拉购买委内瑞拉石油的国家实施二级关税，因此委内瑞拉原料供应仍存在诸多不确定性，目前稀释沥青贴水远月报价维持在-6美元/桶左右，后面需要关注美国是否进一步延长石油许可证的时限。

图 7: 山东沥青炼厂理论利润 | 单位: 元/吨



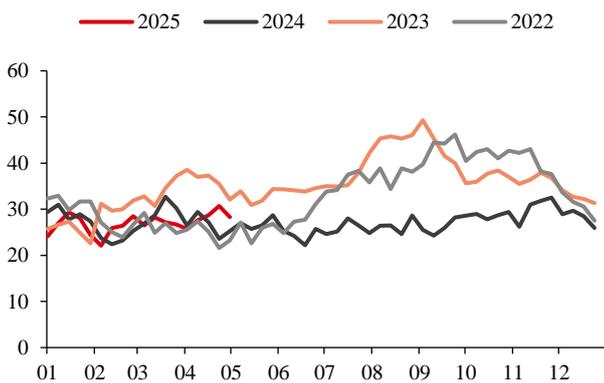
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 8: 焦化利润 | 单位: 元/吨



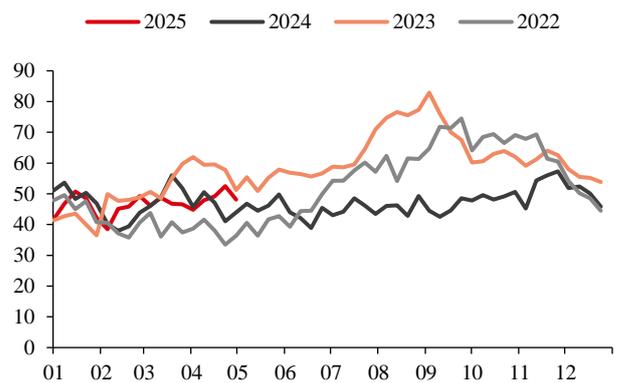
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 9: 国内沥青装置开工率 | 单位: %



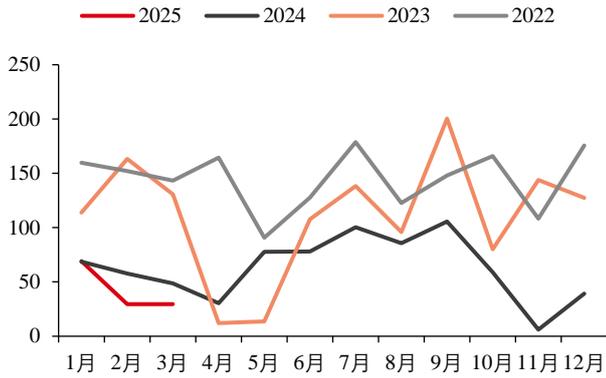
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 10: 国内沥青产量 | 单位: 万吨



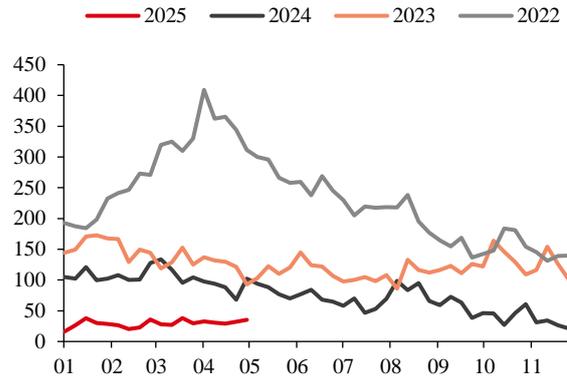
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 11: 稀释沥青进口量 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 稀释沥青港口库存 | 单位: 万吨



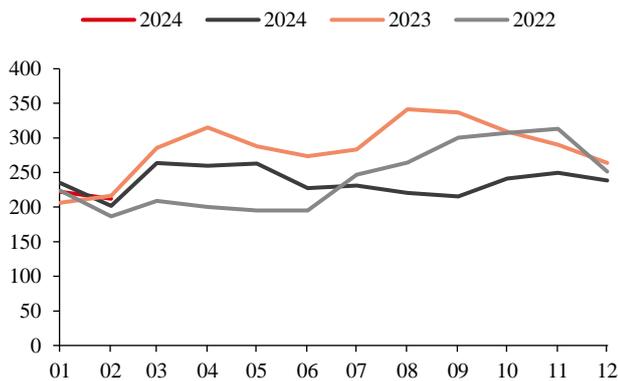
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

终端需求季节性回升, 库存维持低位

4 月份沥青终端需求呈现边际改善的状态, 幅度相对有限, 5 月份有望延续这种节奏。具体来看, 5 月份长江流域及以北地区降雨总体有限, 项目施工阻力减小, 终端需求有望继续回升。但从宏观与产业政策的角度来看, 暂时缺乏超季节性的增长驱动。

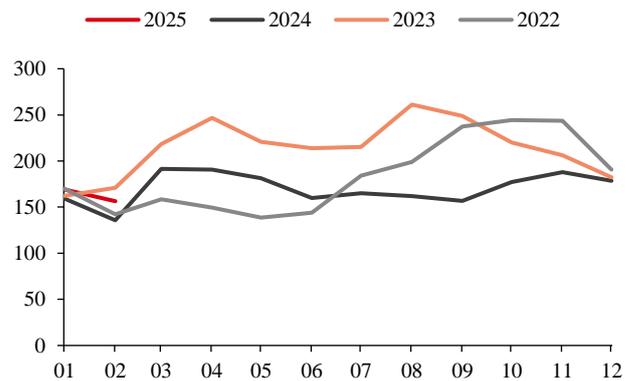
在供应维持低位、需求季节性回升的背景下, 前期累库趋势暂止, 其中炼厂端库存出现一定幅度下滑, 反映当前沥青整体供应压力有限。从区域上看, 北方市场基本面与情绪要强于南方。

图 13: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨



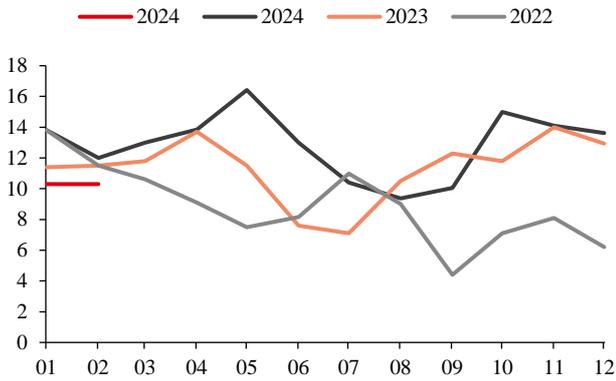
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



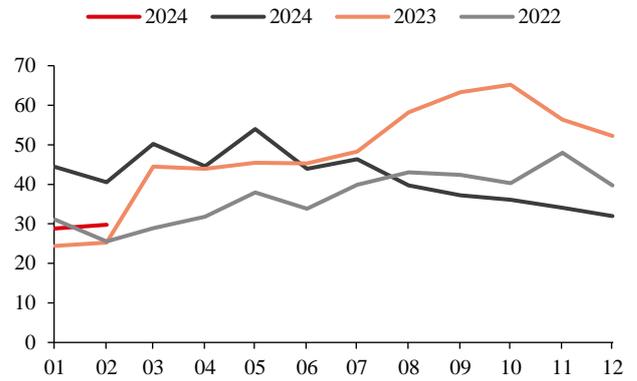
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 15: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



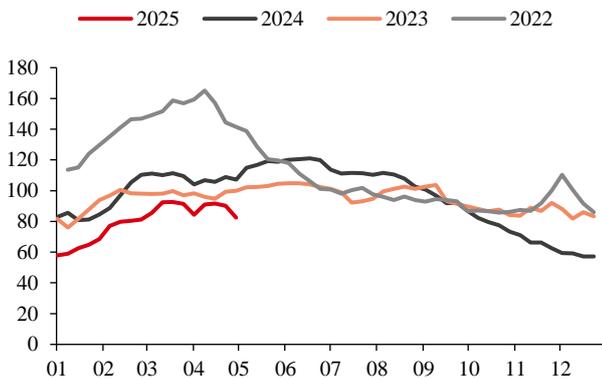
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 16: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



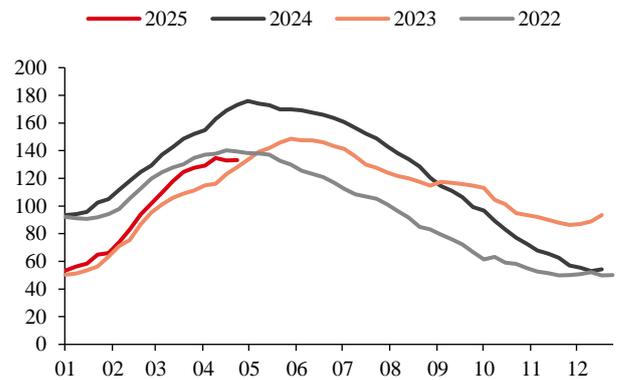
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 17: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: 沥青社会库存 | 单位: 万吨



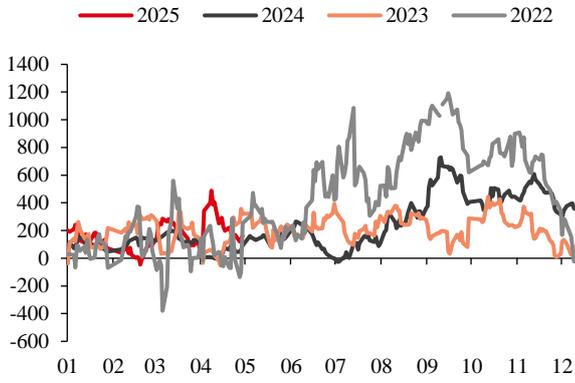
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

沥青市场总结

近日国际原油价格再度大跌, 预计节后对沥青盘面与现货绝对价格造成一定冲击, 期货端反应将更为敏感。

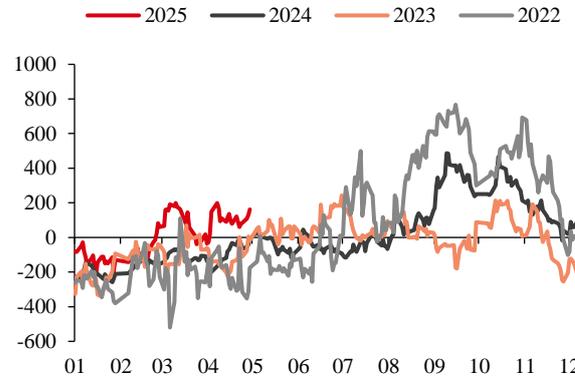
从沥青自身基本面来看, 随着油价大跌, 国内炼厂利润有望进一步修复, 但目前供应端暂未出现显著增长的迹象, 整体仍维持低位, 后续需关注缺少配额的炼厂是否恢复生产。需求方面, 4 月份沥青终端需求呈现边际改善的状态, 幅度相对有限, 5 月份有望延续这种节奏。在供应维持低位、需求季节性回升的背景下, 前期累库趋势暂止, 其中炼厂端库存出现一定幅度下滑, 反映当前沥青整体供应压力有限, 节前现货情绪相对偏强。相较于单边价格受到原油与宏观的扰动, 沥青基差与月差结构表现或更为稳固。

图 19: 华东沥青基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 山东沥青基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com