



委内瑞拉局势升级，原料端风险发酵

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

随着时间进入四季度左右，美国对委内瑞拉的对抗措施从经济拓展到军事层面，并开始扣压委内瑞拉油轮。元旦期间，美国发动一轮空袭，并控制委内瑞拉现任总统马杜罗，南美局势进一步升级。在此背景下，委内瑞拉原油对亚洲发货量近期出现大幅下滑，非美地区的买家面临风险骤增。

国内方面，在供应压力边际缓和、现货端开始企稳的背景下，沥青盘面底部信号逐步夯实。但现实基本面依然相对疲软，缺乏主动性。市场潜在的上行驱动来自于原料端，如果未来委油供应持续性收紧，导致沥青炼厂成本中枢抬升，则沥青现货与盘面存在进一步的反弹空间。

■ 策略

单边：谨慎偏多，关注逢低多 BU 主力合约机会，不宜追涨

跨品种：无

跨期：关注逢低正套机会（BU2603-BU2606）

期现：无

期权：无

■ 风险

原油价格波动、宏观风险、原料端问题证伪、炼厂端供应大幅增加、需求不及预期

目录

核心观点	1
委内瑞拉局势持续升级，沥青原料端风险增加	3
冬储需求逐步释放，现货底部信号显现	6

图表

图 1: 委内瑞拉原油发货去向 单位: 千桶/天	5
图 2: 马瑞原油浮仓库存 单位: 千桶/天	5
图 3: 中国马瑞原油到港量 单位: 千桶/天	5
图 4: 中国稀释沥青进口量 单位: 万吨	5
图 5: 稀释沥青港口库存 单位: 万吨	5
图 6: 稀释沥青关前贴水 单位: 美元/桶	5
图 7: 国内沥青炼厂利润格局 单位: 元/吨	6
图 8: 焦化装置利润 单位: 元/吨	6
图 9: 国内沥青装置开工率 单位: 无	7
图 10: 国内沥青产量 单位: 万吨	7
图 11: 国内沥青总需求 单位: 万吨	7
图 12: 国内道路沥青需求 单位: 万吨	7
图 13: 国内船燃市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 14: 国内防水市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 15: 沥青炼厂库存 单位: 万吨	8
图 16: 沥青社会库存 单位: 万吨	8
图 17: 国内沥青现货价格 单位: 元/吨	8
图 18: 主要地区沥青基差 单位: 元/吨	8

委内瑞拉局势持续升级，沥青原料端风险增加

今年以来，美国对委内瑞拉的制裁政策与外交手段发生了诸多变化，对委油供应及定价造成反复影响，进而传递到国内市场。具体来看：

1月28日：美国冻结 PDVSA 在美 70 亿美元资产，禁止美国实体与其交易，并宣布只有把账户控制权交给反对派才解除付款禁令；

3月24日：特朗普签署行政命令，自4月2日起对“任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家”征收 25% 的二级关税，并威胁同时制裁相关外国公司；

5月27日：雪佛龙在委石油开采与出口许可证到期且不再续期，PDVSA 随即撤销对其装船授权；美国陆续吊销法国 Maurel & Prom、意大利埃尼、西班牙雷普索尔等合资项目的特别进口许可，欧洲企业对委生产、运输和融资服务全面停摆；

7月25日：美国财政部对雪佛龙签发了有限期的“新通用许可”，出口规模先以 15-20 万桶/日的“有限数量”起步，且付款必须通过“实物扣留”或易货方式进行，PDVSA 无法直接获得现金收入。

可以看到，今年前半段美国对委内瑞拉的制裁政策有所升级，但主要集中在经济层面。其中对原油供应和物流影响最为显著的是石油许可证的权限变化。结合委油发货数据来看，由于特朗普政府撤销企业在委内瑞拉的运营许可证，委油对欧美地区出口量一度大幅下滑（之后部分恢复），相应地资源更多流向亚洲地区。其中，我国二、三季度委油到港量呈现增长态势，原料供应趋于宽松，稀释沥青贴水逐步从高位回落，沥青市场成本端支撑转弱。

随着时间进入四季度，美国对委内瑞拉的对抗措施从经济拓展到军事层面，南美局势进一步升级。

2025年9月，美军以打击贩毒为名在南加勒比海实施军事行动，袭击所谓“委内瑞拉运毒船”并致14人死亡。11月，美军 B-52 轰炸机接近委海岸 70 公里，特朗普宣称将采取地面行动并发起“南方之矛”军事行动。12月，美国以缉毒名义在委领空周边部署新型雷达系统，委国民议会启动“独立 200”海岸防御军演回应。12月10日，美国扣押一艘委内瑞拉油轮，特朗普宣称委内瑞拉抢走了“属于美国的”石油和土地。12月19日，特朗普表示不排除与委内瑞拉开战的可能性。12月20日，美国在加勒比海国际水域再次扣押一艘运输委内瑞拉原油的油轮。12月23日，委内瑞拉议会通过《保护航行和贸易自由免受海盗行为、封锁和其他国际非法行为侵害法》以应对美海上拦截与封锁。12月25日，白宫下令美军在未来至少两个月内专注于对委内瑞拉石油的封锁。

元旦假期期间，委内瑞拉局势进一步升级。当地时间 2026 年 1 月 3 日凌晨，美国总统

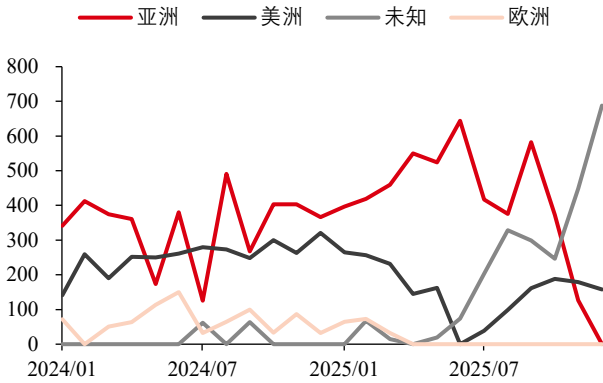
特朗普下令对委内瑞拉境内目标实施打击，包括军事设施、港口、机场等。同一日，美国总统特朗普称，美方已成功对委内瑞拉实施打击，抓获委内瑞拉总统马杜罗及其夫人，并带离委内瑞拉。美国总统特朗普表示正在就委内瑞拉领导层的下一步安排做决定。当天，委内瑞拉最高法院发布命令，宣布由委内瑞拉副总统罗德里格斯担任代理总统一职，以保障国家行政连续性和国家的全面防御。

近期在美国对委内瑞拉军事行动升级并开始扣压油轮的背景下，委内瑞拉原油对亚洲发货量近期出现大幅下滑，非美地区的买家面临风险骤增。参考船期数据，委内瑞拉原油直接发往亚洲的货物量11、12月份预计为14.8和4.4万桶/天，对比三季度水平（40万桶/天左右）大幅减少。与此同时，马瑞原油的浮仓与在途库存也显著增加。

对于国内沥青炼厂而言，委内瑞拉马瑞原油是地方炼厂的主要生产原料，虽然在南美局势升级前进口量较多，且目前国内消费处于淡季，原料供应暂时不缺。但如果美国对委内瑞拉的封锁持续，且委方无法找到有效手段规避，委内瑞拉原油对亚洲地区的供应将趋势性收紧，原油矛盾逐步从预期转为现实。在这种情境下，国内炼厂可能会增加对中东、加拿大等地原油以及燃料油的采购来弥补委油的缺口，但原料成本的显著攀升难以避免。对于沥青现货与盘面而言，这是当前重要的上行风险因素。值得一提的是，未来如果国内炼厂增加高硫燃料油采购作为稀释沥青的替代原料，则对于燃料油市场存在间接利多。

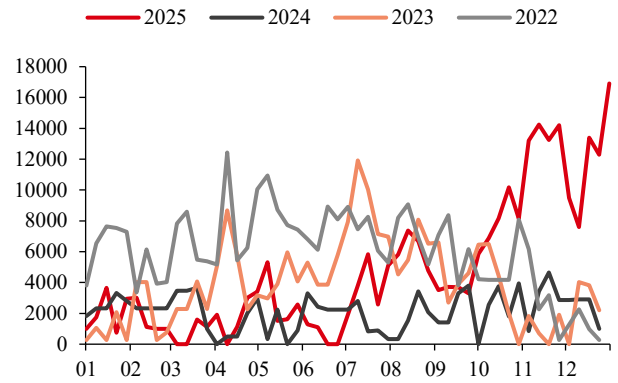
往前看，虽然委内瑞拉局势暂未完全确定，但在美国已控制委总统马杜罗的情况下，委内瑞拉对亚洲地区的石油物流预计将持续受到阻断。参考船期跟踪数据来看，12月份中旬之后就没有发往亚洲地区的船货。再结合近期美国对国家战略的调整，美国对邻近南美地区(包括委内瑞拉在内)的力量投入与影响程度或将进一步增加，这意味着委内瑞拉石油资源可能会更多受到美国控制，尤其考虑到美国自身缺乏重油的油种结构。那么对于国内炼厂买家而言，马瑞原油供应的显著收紧可能会成为中期趋势。即便站在更远期的视角，如果资金与技术支持恢复，委内瑞拉总体石油产量存在增长空间，但国内买家的采购成本依然会受到大幅抬升。

图 1：委内瑞拉原油发货去向 | 单位：千桶/天



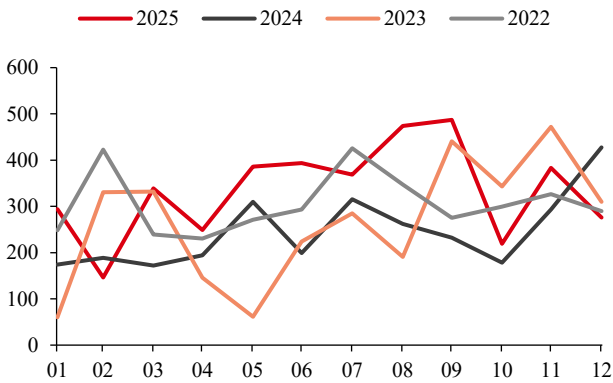
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：马瑞原油浮仓库存 | 单位：千桶/天



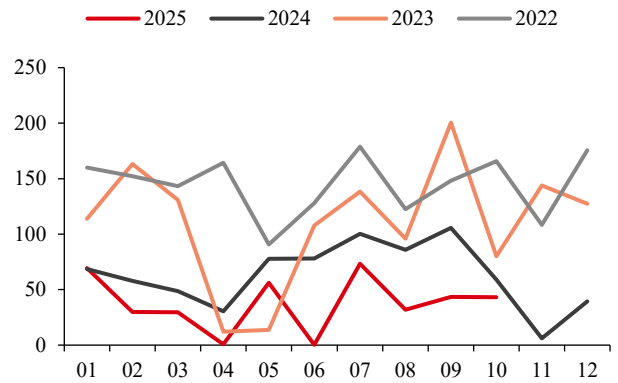
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 3：中国马瑞原油到港量 | 单位：千桶/天



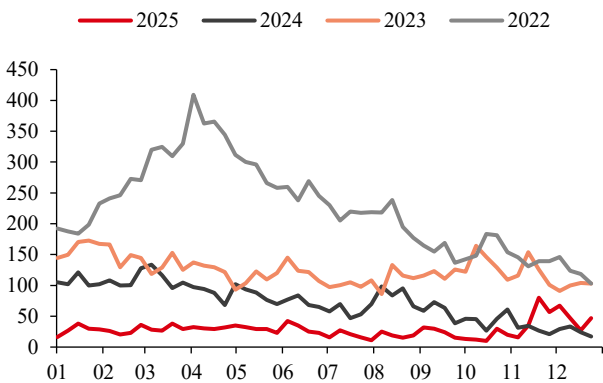
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 4：中国稀释沥青进口量 | 单位：万吨



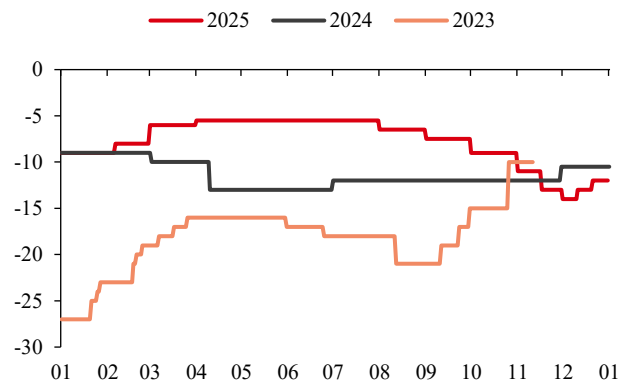
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：稀释沥青港口库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联 华泰期货研究院

图 6：稀释沥青关前贴水 | 单位：美元/桶



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

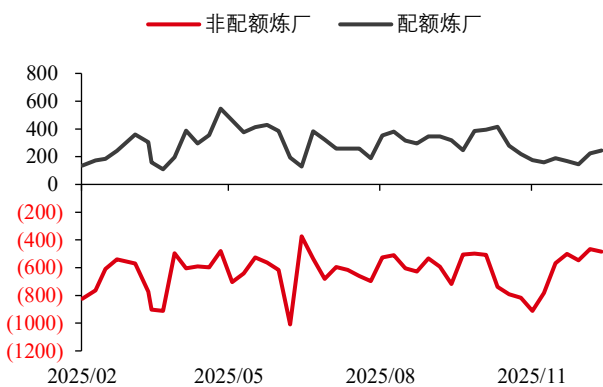
冬储需求逐步释放，现货底部信号显现

站在国内沥青市场的角度来看，前期由于油价和稀释沥青贴水下跌，炼厂利润改善，主力炼厂集中释放低价资源，而终端需求表现乏力，导致现货市场承压。近期随着冬储需求释放，部分炼厂转产渣油，市场供应压力边际缓解、情绪回暖，北方地区现货率先企稳。值得一提的是，由于委内瑞拉局势升级，原料端担忧增加，进一步刺激了下游采购与入库的积极性。

与此同时，华南市场表现更为弱势，近期主要炼厂释放较多货源，下游难以消化，现货价格连续下跌，一度跌至 2800 元/吨左右，沥青盘面定价也转移到南方地区。而随着沥青盘面受到原料端情绪抬升，华南地区基差走低，期现套利窗口打开，从而刺激现货端买盘。此外，在 12 月份抛压集中释放后，华南地区炼厂供应开始减量，部分炼厂停工检修，叠加年末的赶工需求，华南地区市场压力有所缓和，价格近日出现反弹迹象。

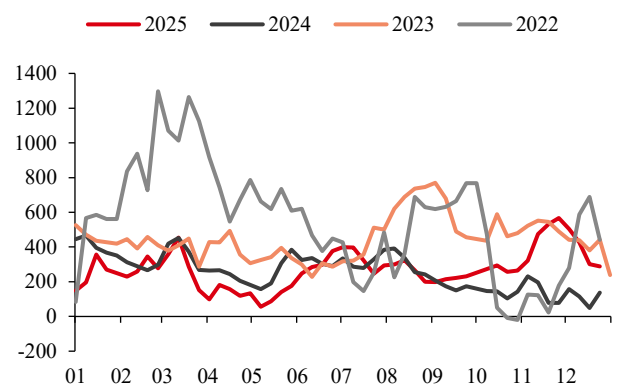
整体来看，在供应压力边际缓和、现货端开始企稳的背景下，沥青盘面底部信号逐步夯实。但现实基本面依然相对疲软，国内市场缺乏主动性。市场潜在的上行驱动力来自于原料端，如果未来委油供应持续性收紧，导致沥青炼厂成本中枢抬升，则沥青现货与盘面存在进一步的反弹空间。值得注意的是，如果原料问题被证伪，则明年沥青基本面前景依然较为宽松，叠加基准油价的弱势预期，市场上方阻力较大。

图 7: 国内沥青炼厂利润格局 | 单位: 元/吨



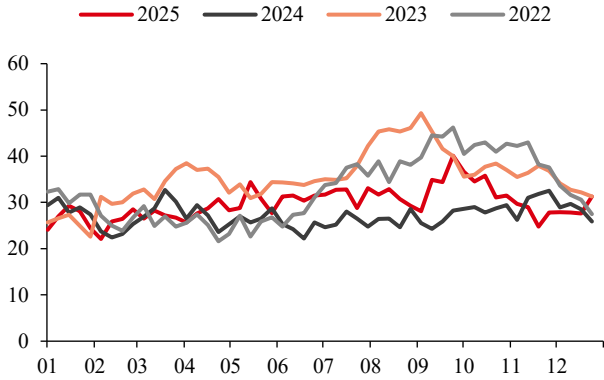
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 8: 焦化装置利润 | 单位: 元/吨



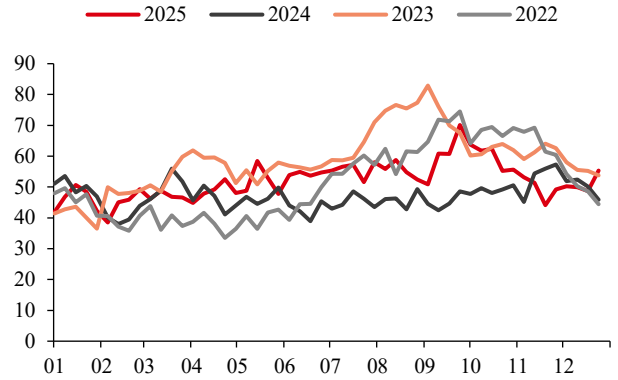
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 9:国内沥青装置开工率 | 单位: 无



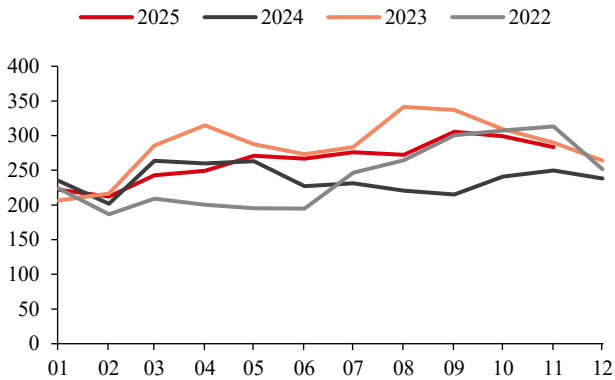
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 10:国内沥青产量 | 单位: 万吨



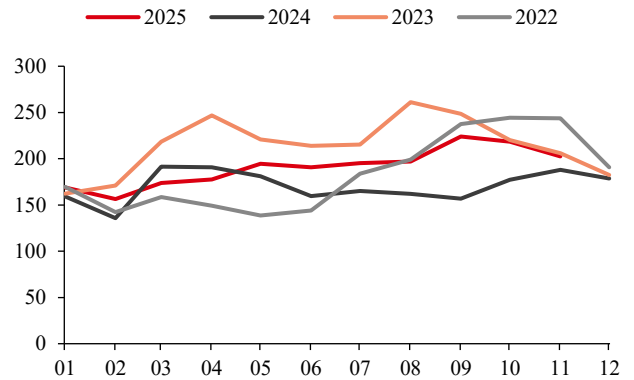
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 11:国内沥青总需求 | 单位: 万吨



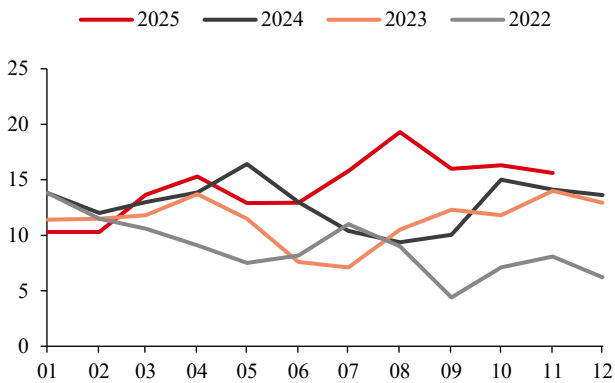
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 12:国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



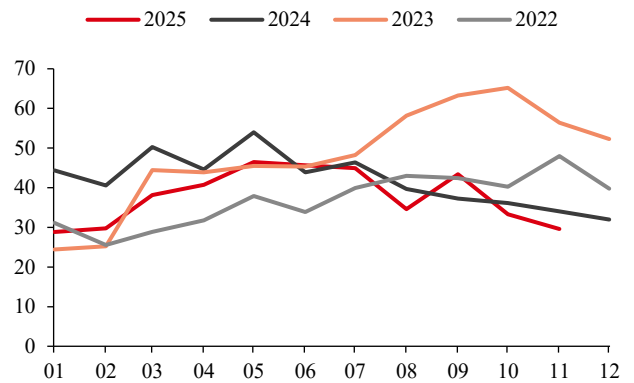
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 13:国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



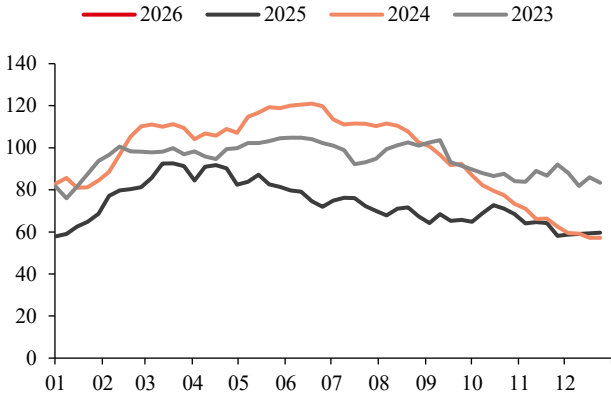
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14:国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



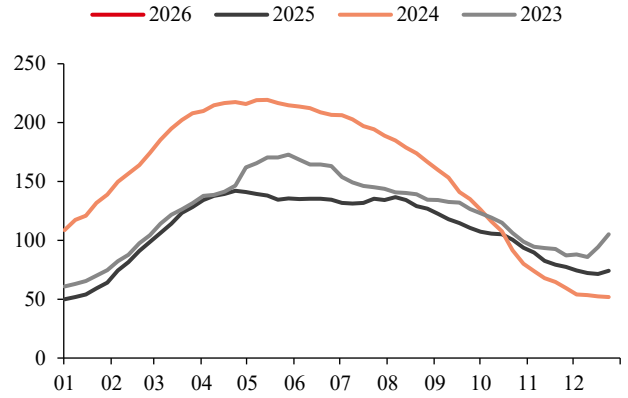
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 15: 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 16: 沥青社会库存 | 单位: 万吨



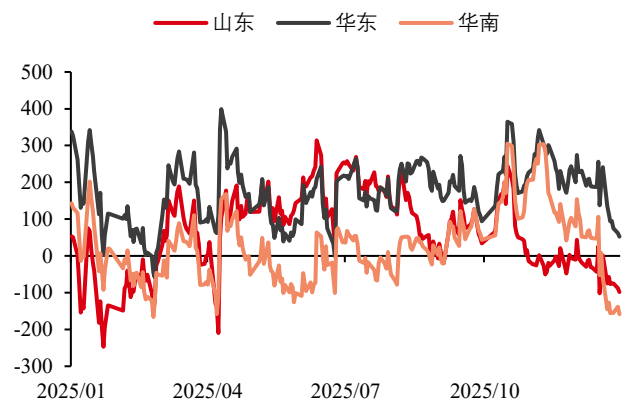
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 17: 国内沥青现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 18: 主要地区沥青基差 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联 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