

短期高位震荡

【策略观点】

综上，当前沥青市场处于“成本强、供给紧、需求弱”的博弈格局。原油地缘扰动通过重质原料断供强化沥青成本支撑，地炼产能出清进一步压缩供给弹性；但需求端公路投资负增长、专项债传导不畅，叠加高价抑制，需求难以放量。多空交织下，短期盘面维持高位震荡，但这一平衡并不稳固。

中期看，沥青方向取决于成本支撑能否延续与需求能否兑现。若地缘缓和或原料到港改善，成本支撑松动，低库存的脆弱性将暴露，价格面临回调压力；若需求持续证伪，估值修复压力将集中释放。因此，当前更宜将沥青视为“底部有支撑、上方缺驱动”的品种，追涨性价比有限；后续重点跟踪重质原料到港、地炼开工变化及专项债形成实物工作量的节奏。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

张霄电话 01084555193

邮箱

zhangxiao@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3010320

投资咨询资格号

Z0012288

【目 录】

一、行情回顾 1

二、基本面分析 1

 2.1 成本端：原油底部支撑较强，但上行驱动不足 1

 2.2 供给端：原料约束压制开工，供给弹性偏低 1

 2.3 需求端：资金传导不畅，高价抑制逐步显现 2

三、后市展望 2

一、行情回顾

国庆长假后两周，沥青主力合约波动加剧。第一周，受油系品种大幅上涨带动，市场重心上移；随后，成本重心略有下滑，叠加前期多头止盈离场，盘面重心下移。当前沥青定价的核心矛盾在于：供给端结构性出清、成本端支撑相对坚挺，但需求端承接乏力。多空交织下，节后盘面大幅波动，后期高位波动并不稳固。

二、基本面分析

2.1 成本端：原油底部支撑较强，但上行驱动不足

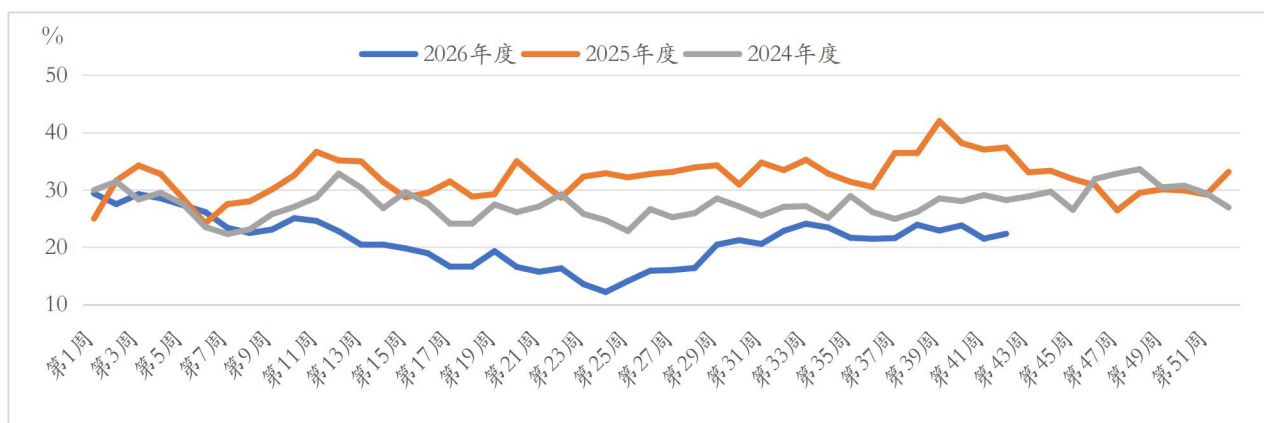
近期原油市场供应扰动频发，多空博弈显著加剧。地缘方面，胡塞武装称击落沙特 AH-6i 型直升机，伊朗称一艘违规油轮在霍尔木兹海峡南部海域触雷起火，乌克兰恢复袭击俄炼油厂，冲突持续提供风险溢价。库存方面，截至 10 月 9 日当周，受飓风影响，美国原油库存锐减 855 万桶至 4.156 亿桶，远超预期，但汽油库存意外增加 350 万桶左右。政策方面，美国拟放宽对“影子船队”制裁以提升运力，但受合规、保险和买方接受度约束，实际作用或有限。综合来看，库存大降与地缘冲突为油价提供强劲底部支撑，短期油价或维持偏强震荡；但库存去化主要受飓风扰动、终端需求承接有限，趋势性上涨尚未确认，地缘局势演变仍是主导变量。

原油扰动对沥青的影响并非线性传导，而是通过重质原料结构放大成本支撑。沥青直接原料为重质原油，伊朗、委内瑞拉是重要来源。制裁与滞留进一步收紧重质原油供应，而 IEA 释放的储备多为轻质和中质原油，难以替代沥青所需重质原料。因此，即便原油整体因储备释放回调，沥青成本端仍将保持相对坚挺。

2.2 供给端：原料约束压制开工，供给弹性偏低

地炼原料断供风险上升，是沥青供给收缩的核心驱动。国内地方炼厂约九成沥青装置依赖南美和中东重油，一旦制裁与运输扰动加剧，原料到港不确定性将直接压制开工。截至 10 月 15 日当周，国内 77 家重交沥青产能利用率降至 22.3%，同比下滑 15.06 个百分点，环比微升 0.85 个百分点，接近近年同期最低水平；同期社会库存约 43.8 万吨、厂库约 41.8 万吨，均处近年同期低位。低开工与低库存相互印证，叠加原料硬约束和供给结构性出清，沥青供给弹性明显低于原油，价格下方空间有限。

图表 1 国内沥青装置开工率图

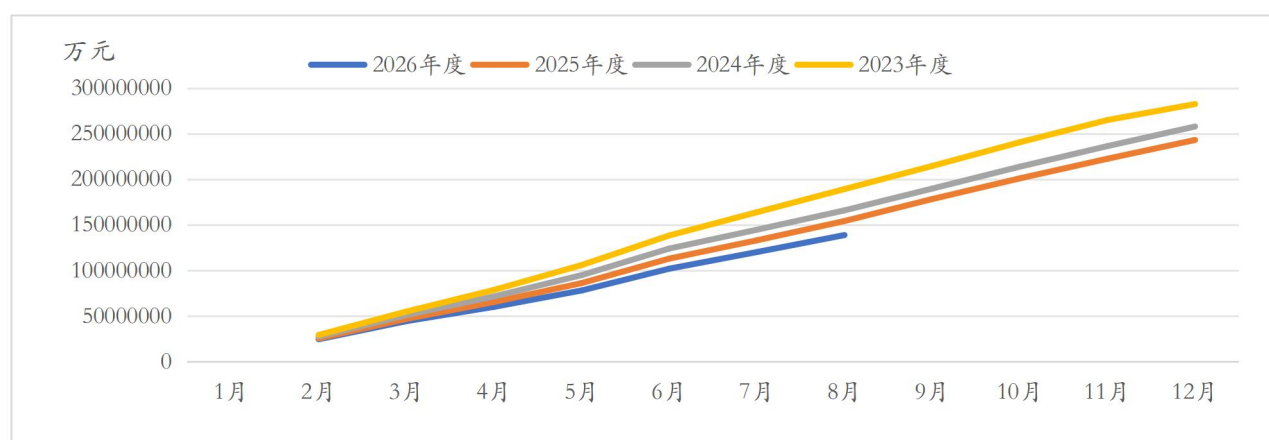


数据来源：钢联数据、国元期货

2.3 需求端：资金传导不畅，高价抑制逐步显现

据 需求端承接乏力，高价抑制效应逐步显现。原油价格坚挺直接推升沥青生产成本，导致现货价格被动跟涨，但下游需求并未同步改善。一方面，全国公路建设投资累计同比延续负增长，新开工项目不足，存量项目推进缓慢，沥青刚性需求缺乏增量支撑。另一方面，专项债资金从发行到实际拨付、再到形成道路施工实物工作量，存在明显传导时滞，资金到位短期内难以转化为有效的沥青采购。

图表 2：固定资产投资额累计值：公路建设



数据来源：钢联数据、国元期货

三、后市展望

综上，当前沥青市场处于“成本强、供给紧、需求弱”的博弈格局。原油地缘扰动通过重质原料断供强化沥青成本支撑，地炼产能出清进一步压缩供给弹性；但需求端公路投资负增长、专项债传导不畅，叠加高价抑制，需求难以放量。多空交织下，短期盘面维持高位震荡，但这一平衡并不稳固。

中期看，沥青方向取决于成本支撑能否延续与需求能否兑现。若地缘缓和或原料到港改善，成本支撑松动，低库存的脆弱性将暴露，价格面临回调压力；若需求持续证伪，估值修复压力将集中释放。因此，当前更宜将沥青视为“底部有支撑、上方缺驱动”的品种，追涨

性价比有限；后续重点跟踪重质原料到港、地炼开工变化及专项债形成实物工作量的节奏。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层

电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221