

## 主要结论

2026上半年沥青期货呈倒V型走势，地缘政治是核心定价因子：美伊冲突引爆霍尔木兹海峡封锁风险，油价脉冲式上涨推升沥青期货BU2609合约至4586元/吨的高点；6月停战协议签署后风险溢价快速回吐，价格回落至3753元/吨。基本面呈现“供需双弱、库存去化”格局——炼厂深度亏损压制开工，前5月产量同比锐减，开工率降至历史谷底；高价抑制叠加雨季制约，终端需求持续疲软，但供应收缩力度大于需求降幅，库存逆势去化，现货资源偏紧。

展望下半年，地缘溢价出清后沥青定价重回基本面驱动，“低供应、弱需求”格局下沥青相对原油或显韧性，但需警惕裂解价差高位回落及资金到位不及预期两大风险。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：翟正国

从业资格号：F03132670

投资咨询号：Z0023342

电话：021-55007766-305065

邮箱：15857@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

2026年1月5日至6月26日收盘期间，沥青期货BU2609合约上演了一轮鲜明的先扬后抑行情。年初即步入快速上行通道，于6月11日触及年内峰值4586元/吨，随后走势急转直下，震荡回落至3753元/吨收官。

从上半年价格波动的驱动力来看，中东地缘政治演变始终处于核心位置，尤其聚焦于霍尔木兹海峡——这条全球原油运输命脉的通航安全，以及伊朗这一关键产油国所面临的供应中断风险。此类不确定性频繁引发国际油价脉冲式跳涨，并迅速向能化下游品种传导，致使相关合约短期震荡幅度显著扩大，市场情绪与风险偏好轮动加快，盘面波动率居高不下，地缘风险溢价持续走扩。与此同时，委内瑞拉政局动荡亦对沥青原料成本形成干扰，由于国内炼厂加工原料以重质原油为主，原油价格攀升直接压制了炼厂生产积极性，开工负荷维持偏低水平，部分区域现货供应呈现偏紧格局。

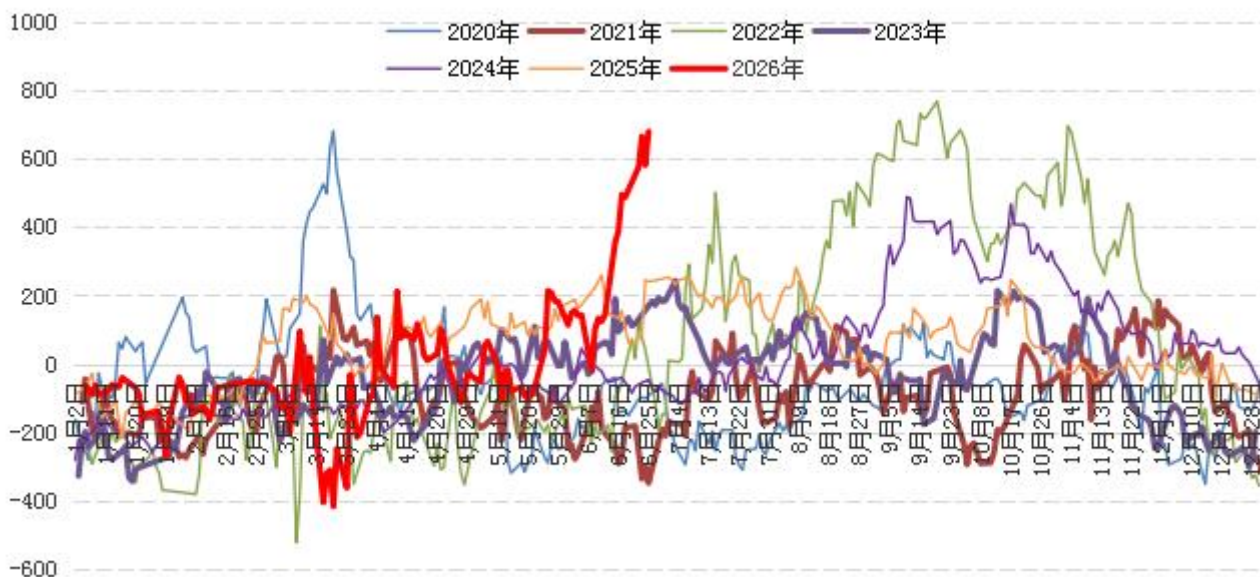
总体而言，美伊关系的紧张与阶段性缓和交替演绎，构成主导沥青走势的关键变量。进入6月中下旬，随着双方对峙态势趋于缓解，前期累积的风险溢价逐步回吐，沥青期货失去上行支撑，行情随之转入震荡下行通道。

截至6月25日，山东重交沥青基差为678元/吨，居于近六年周期内基差运行的高位区间，反映出近期山东地区沥青现货市场相对于期货的特定强势格局。

图：沥青期货主力合约UR2609走势



图：山东重交沥青基差（元/吨）



数据来源：钢联数据 国信期货

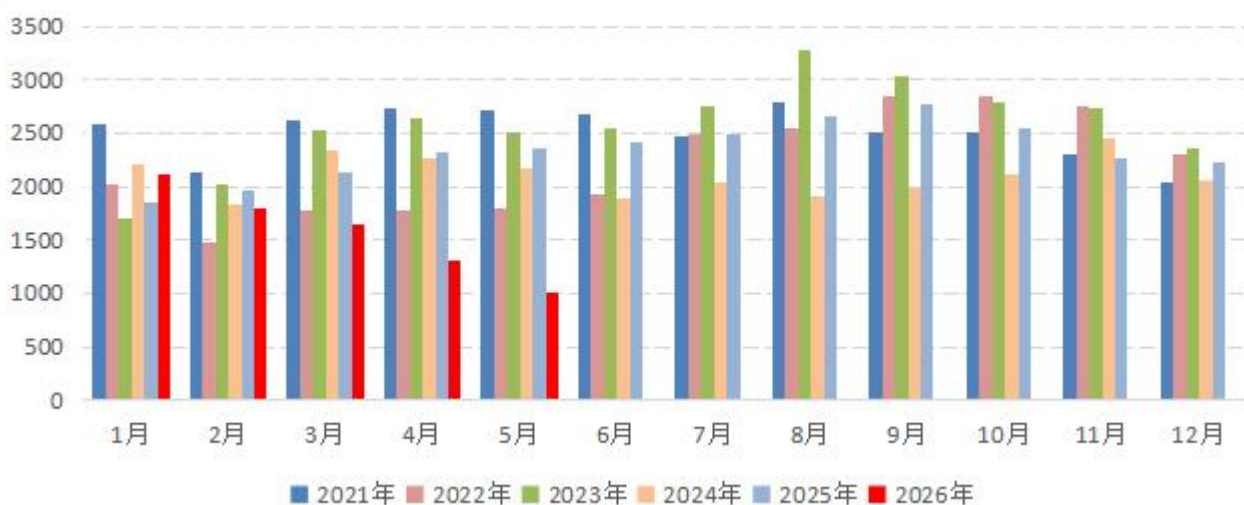
## 二、沥青基本面

### （一）供应端

今年前五个月，国内沥青累计产量录得788.91万吨，同比降幅达25.63%。产量大幅下滑的背后，炼厂生产意愿持续不足是直接原因，其根源可归结为两方面压力：一是原料成本居高不下，致使炼厂加工利润被严重侵蚀，独立炼厂普遍陷入大面积亏损状态，主动减产甚至停产的现象较为普遍。5月中国炼厂沥青检修减损量为692.01万吨，环比增长22.89%。二是美伊对峙局势下，重质原油到货量明显不足，原料端的可得性受限，进一步约束了开工负荷的提升空间。

图：中国沥青月度产量

中国沥青月度产量（千吨）



数据来源：卓创资讯 国信期货

据钢联数据截至6月26日当周统计，全国重交沥青周度开工负荷率为15.8%，环比小幅回升1.8个百分点，但同比仍大幅走低15.70个百分点；山东重交沥青周度产能利用率为25.4%，环比上升1.7个百分点，同比则下降11个百分点。分结构来看，地方炼厂及中石化体系企业的开工下滑幅度尤为突出。当前国内沥青厂家综合产能利用率已降至13.6%的历史谷底水平，供应持续收缩亦构成沥青价格居高震荡的重要支撑。

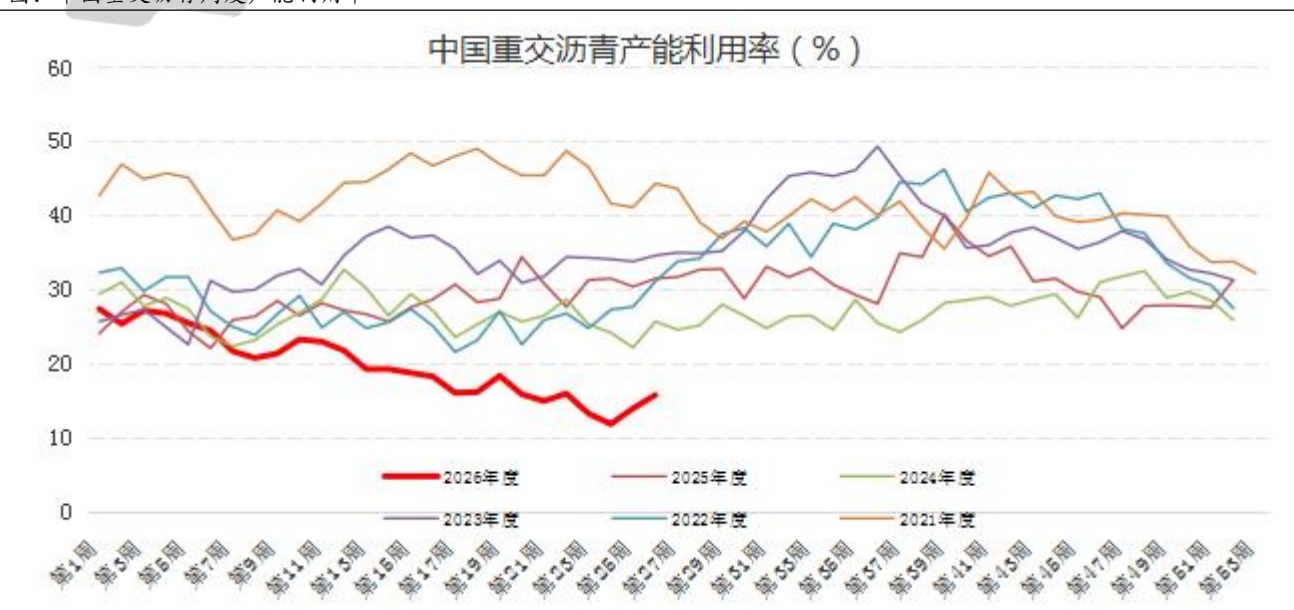
值得关注的是，随着海峡解封预期不断升温，加之部分炼厂已有复产规划，后期原料到港节奏与开工恢复的预期正逐步增强，供应收缩格局或接近尾声。

图：中国沥青日度开工率



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国重交沥青周度产能利用率



数据来源：钢联数据 国信期货

图：中国炼厂沥青检修减损量



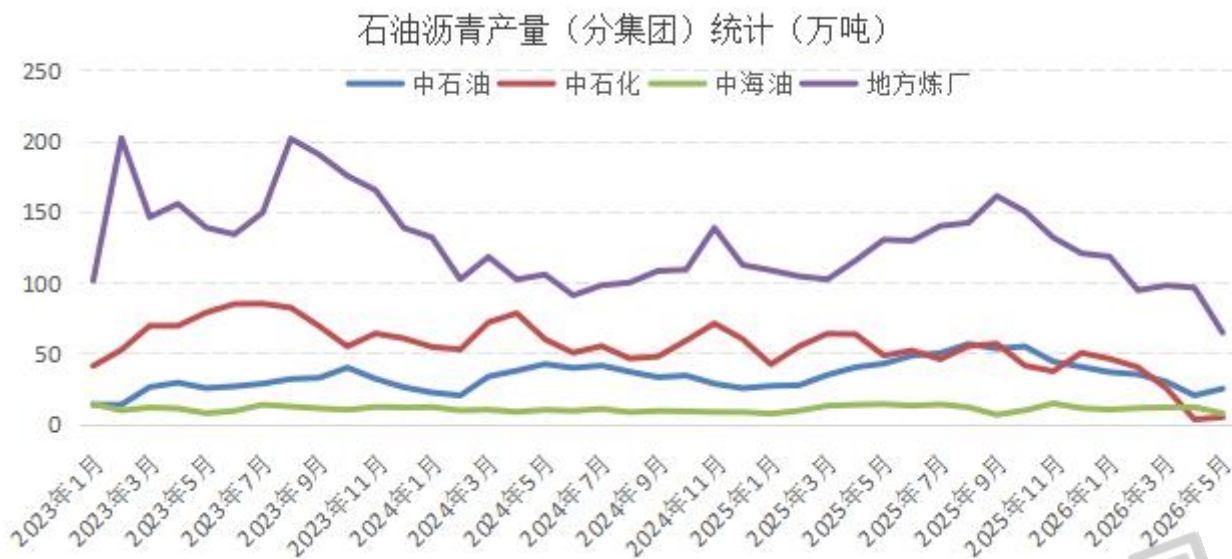
数据来源：钢联数据 国信期货

图：山东重交沥青周度产能利用率



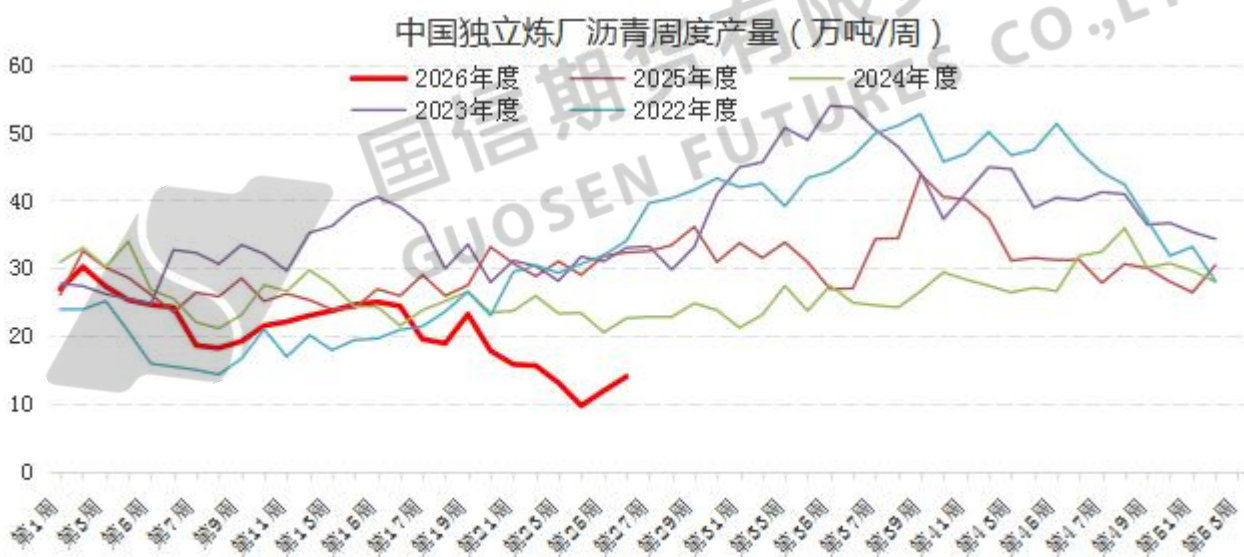
数据来源：钢联数据 国信期货

图：石油沥青产量（分集团）统计



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国独立炼厂沥青周度产量



数据来源：钢联数据 国信期货

## （二）需求端

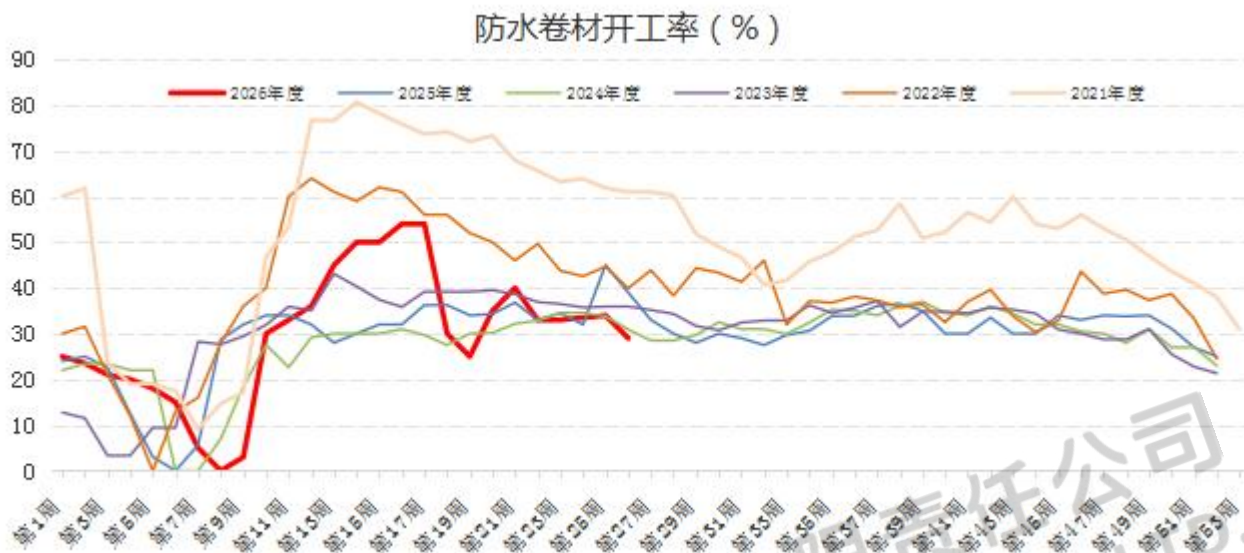
上半年通常是沥青终端需求的传统淡季，今年在价格持续高位运行的背景下，下游消费受到的抑制更为明显。截至6月26日当周数据显示，防水卷材开工率为29%，环比下滑5个百分点，同比走低10个百分点；道路改性沥青开工率为24.5%，环比微增0.5个百分点，同比略升0.5个百分点。从需求节奏来看，上半年终端消费整体表现疲软，高价对需求的压制效应贯穿始终，沥青出货量处于历史同期的偏低水平，改性及防水等主要下游领域的消费强度均不及往年同期。

进入6月后，南方地区陆续进入梅雨季节，降雨天气明显增多，对道路项目施工形成较强制约，终端

开工进度放缓，需求释放受限。北方地区受降雨干扰相对较小，刚性需求呈现一定边际改善迹象，但绝对价格高企令多数项目选择延迟开工或放慢施工节奏，仅重点工程维持刚需采购。

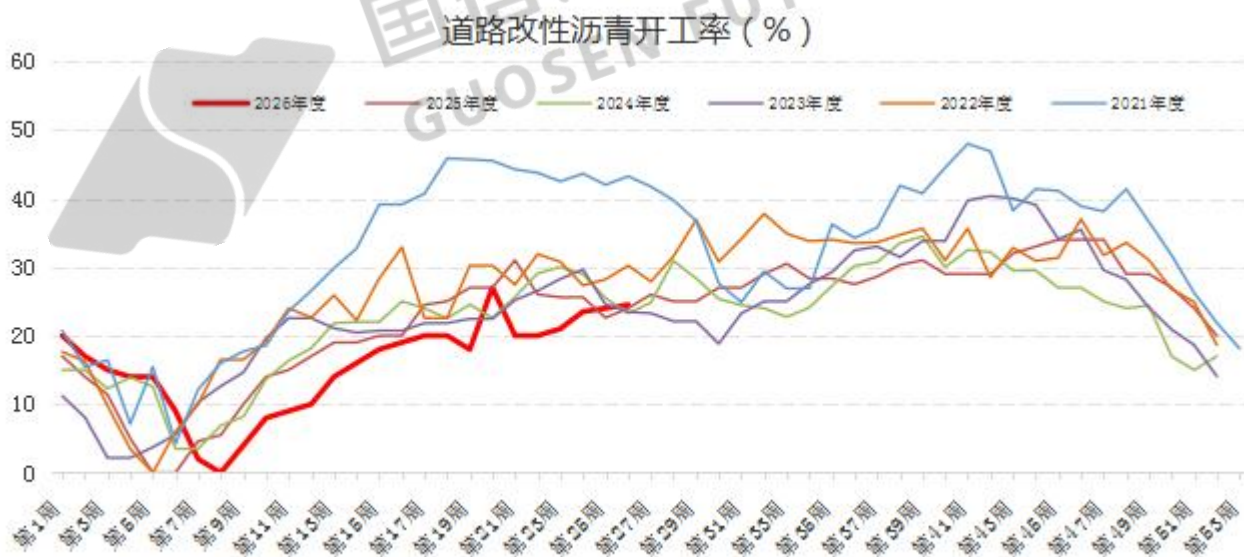
总体来看，终端多以按需采购为主，市场交投氛围偏淡，投机性需求持续低迷，贸易商囤货意愿不强。

图：防水卷材开工率



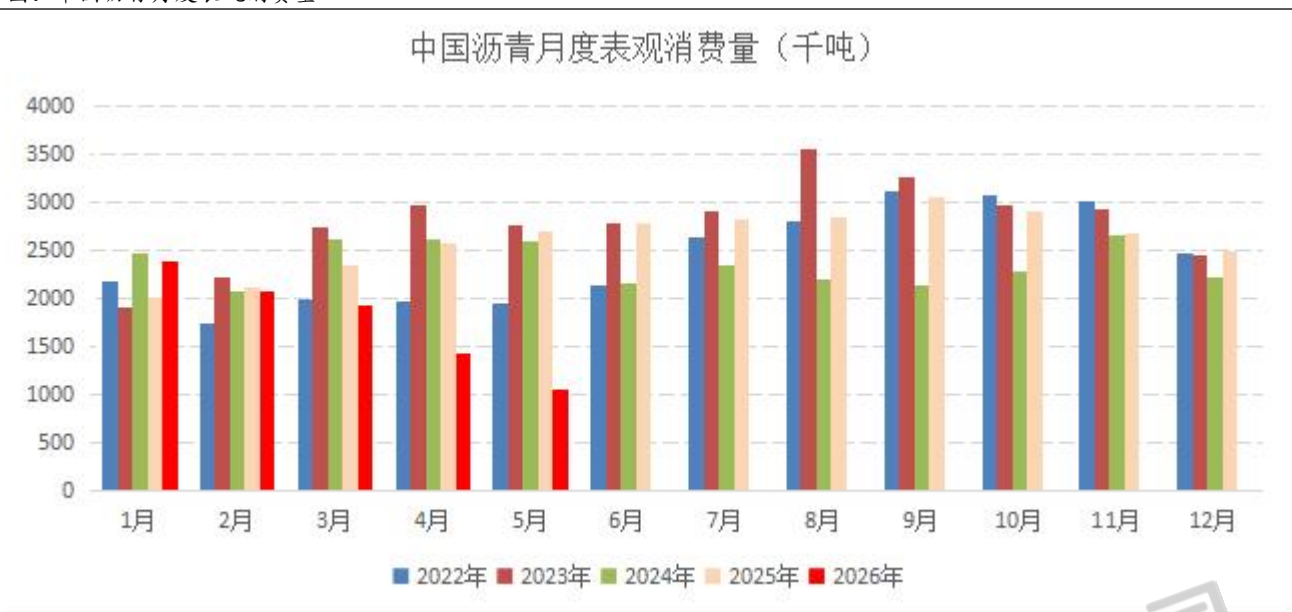
数据来源：钢联数据 国信期货

图：道路改性沥青开工率



数据来源：钢联数据 国信期货

图：中国沥青月度表观消费量

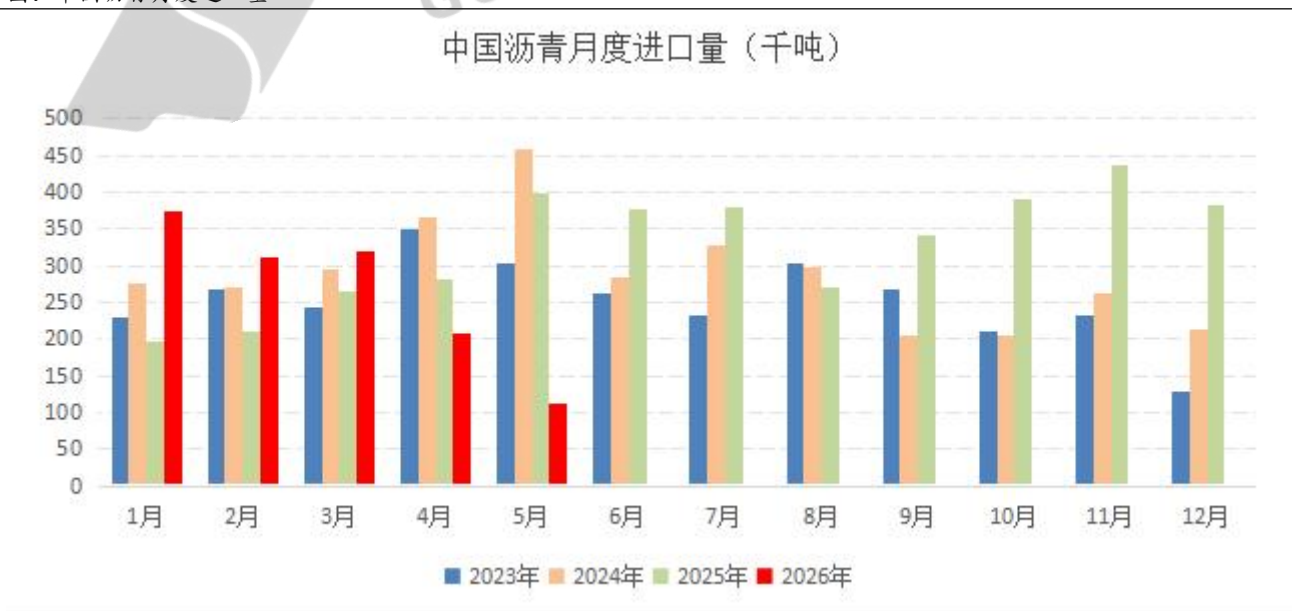


数据来源：钢联数据 国信期货

### （三）进出口

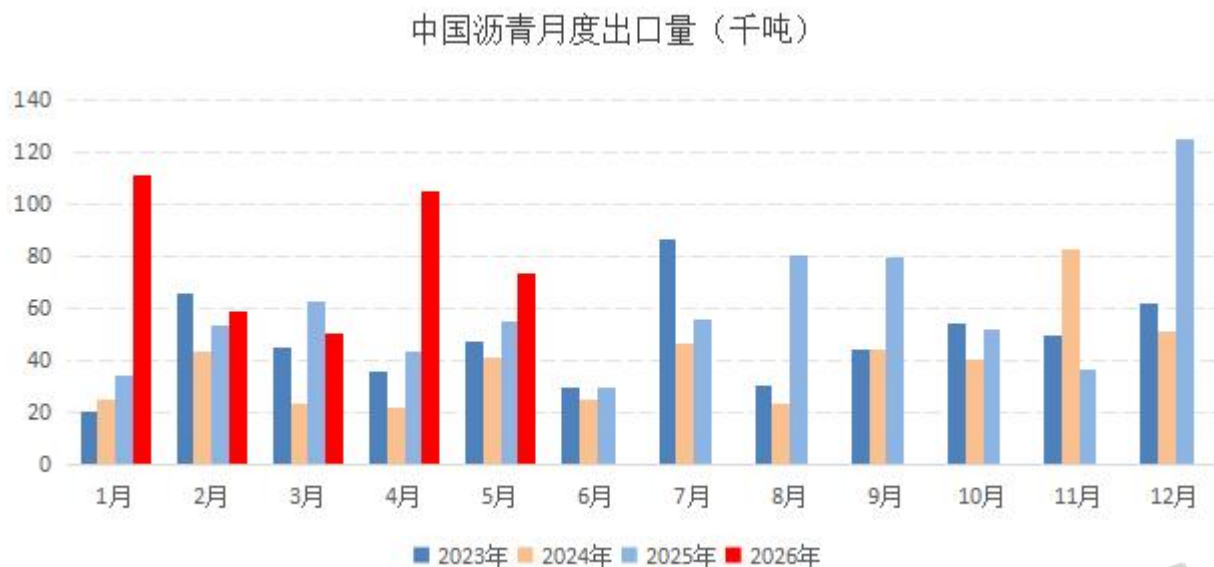
2026年1-5月，国内沥青进口总量为132.40万吨，环比小幅回落1.87%，主要受内需疲软制约，下游采购进口货源的积极性有所降温。相比之下，出口表现较为亮眼，同期沥青出口量达40.00万吨，同比大幅增长60.11%。出口的高增长主要受益于东南亚等地区基建需求的稳步释放，叠加国内沥青在价格及品质上的比较优势逐步显现，出口竞争力进一步提升，在一定程度上对冲了内需不足对市场的拖累。

图：中国沥青月度进口量



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：中国沥青月度出口量

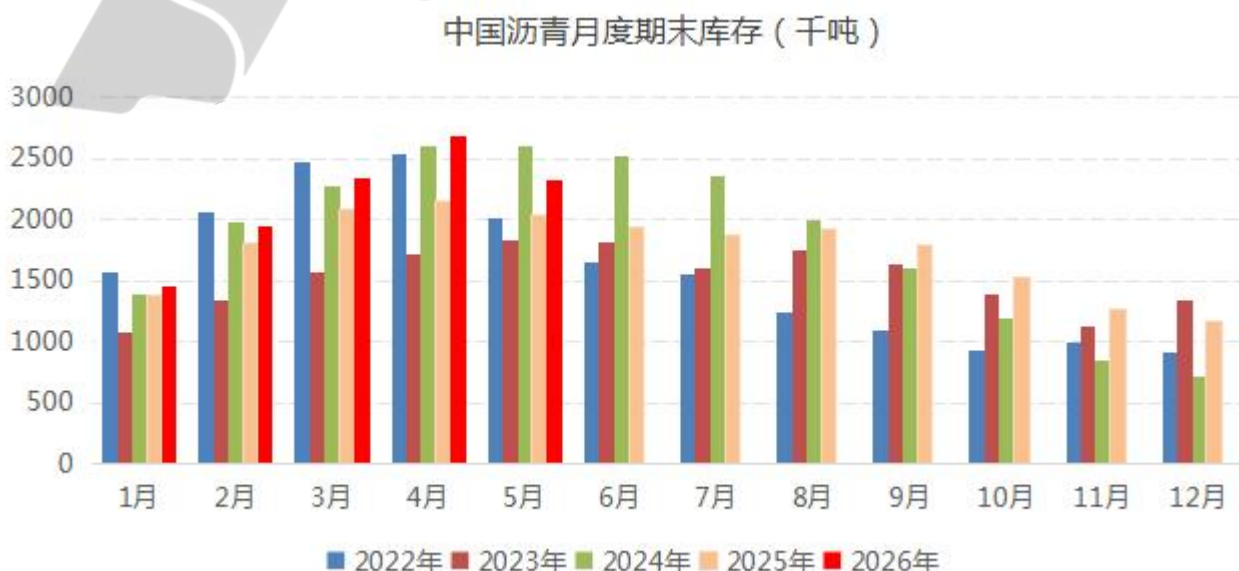


数据来源：卓创资讯 国信期货

#### （四）库存端

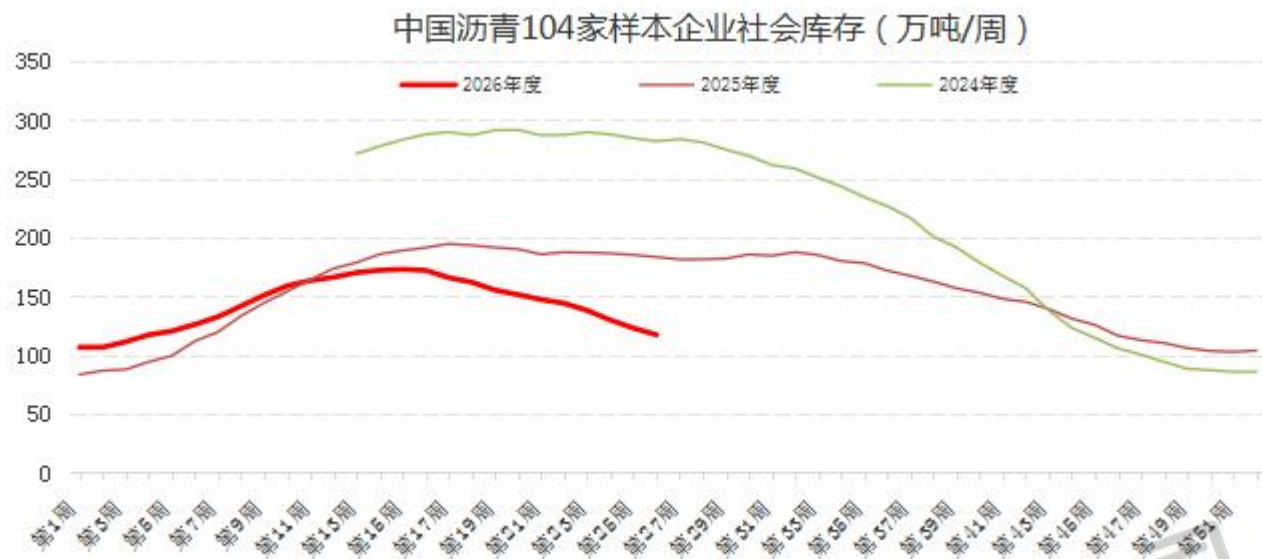
由于沥青终端消耗量相对较少，库存基本呈现上升趋势。5月，中国沥青月度期末库存为233.27万吨，同比增加14.64%；进入6月以后，库存格局出现边际变化。在炼厂持续低开工的背景下，供应端收缩幅度大于需求端走弱幅度，沥青库存呈现去化态势。截至6月25日，国内54家沥青样本厂库库存录得80.7万吨，社会库存降至113.5万吨，同比减少38.4%。供应、库存双低格局给予沥青价格一定支撑。不过，随着7月炼厂排产环比增加以及海峡通航后供应恢复预期提升，后期累库压力虽短期有限但仍有上行预期。

图：中国沥青月度期末库存



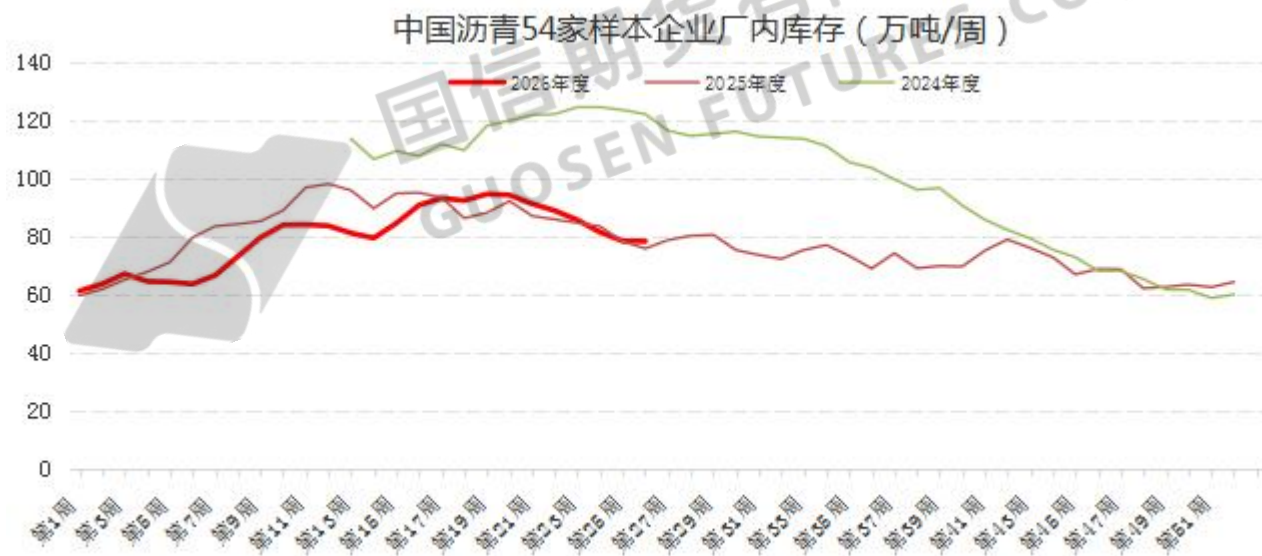
数据来源：卓创资讯 国信期货

图：沥青104家样本企业周度社会库存



数据来源：钢联数据 国信期货

图：沥青54家样本企业周度厂内库存



数据来源：钢联数据 国信期货

### （五）原料端

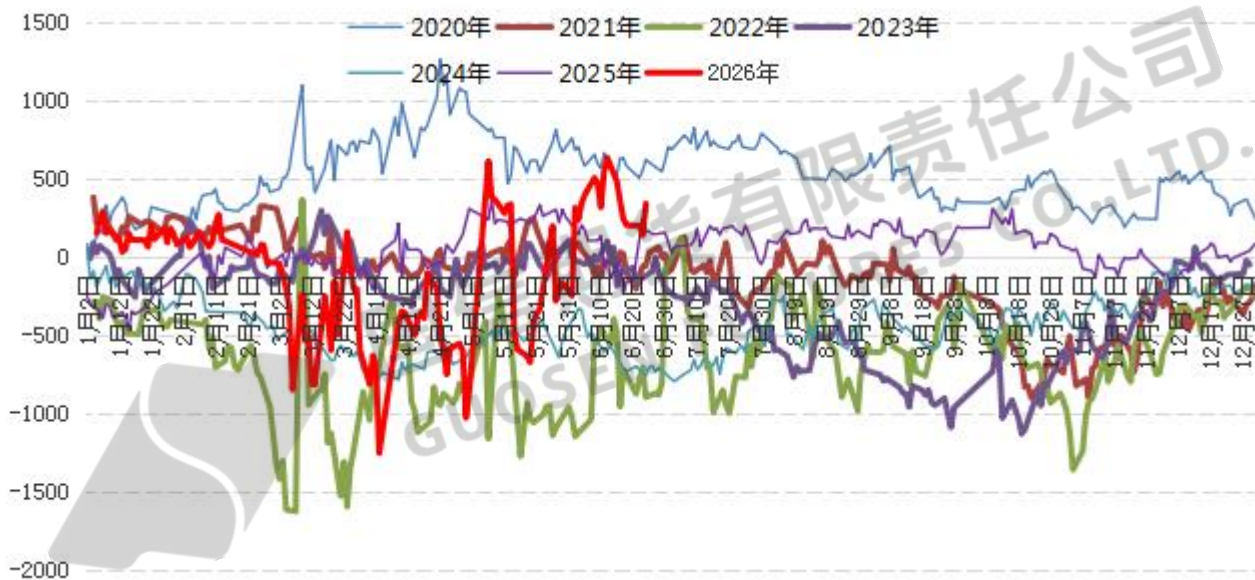
2026年上半年，国际原油价格在地缘政治因素的驱动下呈现冲高回落的倒V型走势。年初市场相对平静。1月3日，美军对委内瑞拉发动军事打击并抓获总统马杜罗，但由于该国原油供应规模有限，该事件对国际油市的实质影响较为有限。真正的转折出现在2月28日。当日，美国和以色列对伊朗发动大规模空袭，伊朗最高领袖哈梅内伊在袭击中身亡。此后伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡，全球约五分之一的石油运输通道被切断。沙特、伊拉克、科威特等主要产油国部分炼厂在袭击中受损，全球原油供应出现严重缺口。

受此冲击，布伦特原油期货价格大幅飙升，一度触及 119.5 美元/桶的高点。进入二季度，美伊谈判进程一波三折。尽管期间冲突仍在持续，但市场对地缘局势恶化的恐慌情绪逐步消化，布伦特油价在 100 美元/桶附近维持高位震荡。进入 6 月，美伊双方谈判取得实质性突破。6 月 14 日，两国确认达成停战谅解备忘录，并于 19 日正式签署。霍尔木兹海峡通航逐步恢复，供应端风险迅速缓解。国际油价随之快速下跌，布伦特原油期货价格一度下探至 68.56 美元/桶，基本回吐了自 2 月 28 日冲突爆发以来的全部地缘溢价。

展望下半年原油市场，在全球经济复苏动能偏弱的宏观背景下，主要经济体炼厂大幅提升开工负荷的预期较为有限，需求端难以对油价形成有力支撑。叠加当前地缘紧张局势已阶段性缓解，前期驱动油价走高的核心因素正逐步消退，在基本面整体偏弱的压制下，国际油价预计维持相对弱势格局。

从比价关系来看，上半年沥青期货价格表现整体强于原油，沥青与 WTI 原油的裂解价差自年初低位持续修复，目前已走阔至历史同期的中高位区间，反映出沥青自身供需基本面较原油端相对偏紧，阶段性支撑了其在能化板块中的相对强势地位。不过，若后续原料供应恢复叠加需求旺季不旺，裂解价差存在高位回落的风险，后续需重点关注供应恢复节奏与终端需求跟进之间的博弈情况。

图：沥青期货与WTI原油价差



数据来源：钢联数据 国信期货

## （六）沥青利润

截至 6 月 25 日，山东地炼沥青生产理论利润为 -624.87 元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣）；河北地炼为 -566.05 元/吨（加工稀释沥青按应收抵扣）。江苏主营炼厂为 573.07 元/吨。（备注：独立炼厂沥青生产利润为单独加工稀释生产沥青时的利润。）

独立炼厂与主营炼厂利润的严重分化是当前行业利润格局的显著特征。地炼受原料获取渠道受限及成本高企的双重挤压，深度亏损状态持续已久，理论亏损幅度均在 500 元/吨以上，这直接压制了地方炼厂的开工意愿。而主营炼厂受益于一体化产业链布局及原料保障优势，仍维持正向利润。随着近期原油价格大幅回落，沥青原料成本显著下降。当前沥青毛利已出现环比改善迹象，但距离刺激地炼大规模复产仍有较大距离。低利润是压制开工率的核心因素，后续需密切关注利润修复能否触发供应端的边际回升。

图：沥青生产综合利润



数据来源：卓创资讯 国信期货

## 五、后市展望

图：沥青平衡表情况

日期	期初库存(千吨)	产量(千吨)	进口量(千吨)	总供应(千吨)	消费量(千吨)	出口量(千吨)	总需求(千吨)	期末库存(千吨)	供需比(%)	价格(元/吨)
2026-08E	490	6200	0	6690	5600	1000	6600	90	101.36	1830
2026-07E	590	6500	0	7090	5800	800	6600	490	107.42	1840
2026-06E	765	6300	0	7065	6100	300	6400	590	110.39	1860
2026年5月	316	6667	0	6983	6200	0	6200	765	112.63	1862.4
2026年4月	575	6575	0.01	7150.01	6819	15.03	6834.03	316	104.62	1888.37
2026年3月	922	6830	0.12	7752.12	7118.4	58.71	7177.11	575	108.01	1875.65
2026年2月	775	6048	0.33	6823.33	5789.8	111.49	5901.29	922	115.62	1800.24
2026年1月	869	6348	0.36	7217.36	6134.5	307.86	6442.36	775	112.03	1757.51
2025年12月	1169	6266	0.04	7435.04	6287.7	278.33	6566.03	869	113.23	1718.28
2025年11月	1317	6233	1	7551	3940	340	4280	1169	176.43	1648.1
2025年10月	1194	6033	0.08	7227.08	4707.9	1202.25	5910.15	1317	122.28	1615.32
2025年9月	1003	5740	0.08	6743.08	4177.9	1371.19	5549.09	1194	121.52	1699.49
2025年8月	757	6037	0.08	6794.08	4994.4	796.66	5791.06	1003	117.32	1770.58

数据来源：卓创资讯 国信期货

下半年沥青价格运行中枢仍将紧密跟随原油走势，但在低供应、低库存与需求季节性释放的多重作用下，沥青相较于原油或展现更强的价格韧性。当前沥青估值已修复至中性偏高水平。若旺季去库进程符合预期且成本端未出现坍塌式下跌，沥青有望维持震荡偏强格局。但需高度警惕两大风险点：一是地缘局势反复或宏观衰退预期强化引发原油超预期下行，二是道路项目资金到位滞后制约需求兑现力度，二者可能削弱价格上行空间。

供应方面：美伊冲突影响在下半年或仍将持续一段时间。6月虽已达成谅解备忘录，油价及稀释沥青贴水快速跌至冲突前水平，沥青估值被动抬升至高位，但7月炼厂排产仅环比增加1万吨，排产处于近年低位。10月预计成为产量高峰，届时终端项目为完成年度目标集中赶工，或阶段性拉动炼厂生产意愿。但整体来看，产能利用率提升幅度受制于利润分化格局——主营炼厂盈利尚可但地方炼厂深度亏损——以及原料端委内瑞拉原油减供等稳定性问题，增产空间相对有限。随着美国对伊朗解除封锁、伊朗原油逐步流入市场，沥青原料或将逐渐充足；若原料增加叠加生产效益改善，沥青仍有提产空间。

需求方面：沥青高价带来的需求负反馈效应在上半年已充分显现，自美伊冲突爆发后终端消费表现疲弱。虽然市场普遍预期存在需求后置，但资金面改善程度成为关键变量——高速公路及国省道等重大项目资金保障相对充分，而普通公路项目受地方财政制约及承包商垫资意愿低迷影响，开工积极性不足。2026年为“十五五”开局之年，基建投资重点转向存量道路养护与区域补短板工程，工程初期对沥青的需求相对有限。从需求节奏来看，三季度初（7—8月）南方雨季消退但北方降雨及台风扰动仍存，需求缓慢爬升；8月底至11月进入黄金施工期，尤其10月需求峰值有望在赶工潮推动下实现；12月后北方低温导致大面积停工，需求进入季节性淡季。总体而言，资金结构性紧张可能压制需求反弹高度，使得复苏斜率趋于平缓。

成本方面：随着美伊谅解备忘录达成，原料供应短缺问题有所缓解，但油价中枢难以回到冲突之前水平，沥青成本支撑仍然存在。在全球经济复苏动能偏弱的宏观背景下，主要经济体炼厂大幅提升开工负荷的预期较为有限，需求端难以对油价形成有力支撑。叠加当前地缘紧张局势已阶段性缓解，前期驱动油价走高的核心因素正逐步消退，国际油价预计维持相对弱势格局。不过，地缘风险（如中东停火协议的脆弱性）仍可能引发短期脉冲波动，但沥青成本定价的核心仍锚定原油趋势。因沥青供应弹性偏低（炼厂开工意愿弱+原料约束），其相对原油的抗跌性可能凸显，部分缓冲成本端利空冲击。

市场格局：“低供应、弱需求”的结构奠定下半年基本面基调。供应端受制于地炼亏损深度及主营排产谨慎，整体维持低位运行，开工率位于近年来最低水平，贸易商基本靠发库存维持，现货资源相当紧张，尤其华南、华东等地基差走强明显。库存端延续去化态势，当前沥青厂库、社会库存均不高，预计下半年延续去库存。当前沥青估值偏高，裂解上行空间或有限；若后续原料供应恢复叠加需求旺季不旺，裂解价差存在高位回落风险，后续需重点关注供应恢复节奏与终端需求跟进之间的博弈情况。

风险因素：地缘政治冲击、国际贸易争端、欧佩克+产量政策等因素。

### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。