



制裁影响逐渐兑现，炼厂端需求受到抑制

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

策略摘要

高硫燃料油现实基本面仍较为坚挺，且制裁对俄罗斯、伊朗供应的影响在逐渐兑现，短期市场驱动偏强。但自身估值已处于历史高位区间，下游炼厂需求受到抑制，上方阻力同样存在。短期建议观望为主，等待市场回调。

投资逻辑

■ 市场分析

本周原油价格弱势震荡运行，Brent 跌至 74 美元/桶左右，背后有一些边际利空因素的影响：1、特朗普与普京通话谈论俄乌局势并发布声明，标志着俄乌冲突结束进程的正式启动，从声明上看冲突结束的时间可能比预期的更快，从地缘溢价上利空原油；2、昨晚 EIA 周度数据显示原油商业库存与库欣库存均有所增加；3、美国通胀超预期，美联储降息进程或搁置，对大宗商品定价整体形成一定压制。此外，近期市场也注意到了山东地炼开工率的大幅下降，尤其是没有配额的炼厂受到油轮制裁、原料、消费税抵扣、成品油需求萎缩等因素冲击较大，这些炼厂逐步关停意味着中国需求可能面临进一步下修。综合来看，在制裁引发的影响被逐步消化后，原油市场重新演绎基本面转松的逻辑，油价中枢中期仍存在下行预期。短期受到宏观与地缘事件的影响更大，可能会反复波动，建议保持谨慎。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油市场结构延续强势，亚洲裂解价差已经涨至历史高位区间，单桶价值与原油大致相当。我们认为近期的主要驱动并没有太大变化，来自于美国对俄罗斯、伊朗的制裁影响从预期逐步向现实落地。具体来看，1月美国加码对俄罗斯制裁后，俄罗斯燃料油的出口明显下滑。参考船期数据，1月份俄罗斯高硫燃料油总发货量预计为 236 万吨，环比下降 73 万吨。2月份发货量当前预计在 190 万吨。除了总量的下滑外，没有明确买家的发货量也明显增加（1月和2月数据分别为 60 和 86 万吨），这也在一定高度反映了俄油贸易的难度骤增。因此，未来美国对俄罗斯的制裁如果继续严格执行，那么高硫燃料油供应受到的影响将是持续性的。伊朗方面，1月份发货量预计为 100 万吨，环比增加 53 万吨，但2月再度大幅回落至 24 万吨。除了制裁影响外，伊朗国内天然气产量下滑、能源供应吃紧也提升了燃料油的本土需求，进一步收紧了对海外市场的供应。此外，制裁导致油轮有效运力收紧，运费的攀升使得东西区燃料油套利成本增加，亚太市场强度将受到额外支撑。然而，高硫市场当前并非完全没有利空因素，在供应端收紧的同时，高企的成本也压制了下游需

求（尤其是来自下游炼厂的原料需求）。参考船期数据，中国 1 月和 2 月采购量仅有 37 和 41 万吨。在消费税抵扣政策调整后，国内炼厂采购燃料油的动力将进一步受限。此外，美国对加拿大与墨西哥石油存在关税加征预期，如果 3 月正式落地，则加墨两国的重质原油、燃料油可能会分流到亚洲地区，在一定程度缓解当前的紧张格局。往前看，高硫燃料油基本面短期或保持坚挺，但裂解价差已经在零轴附近，需求端的负反馈或形成上方阻力，可能会进入震荡或者小幅调整阶段。

低硫燃料油方面，由于伊朗、俄罗斯主产高硫产品，自身市场驱动要弱于高硫燃料油，高低硫价差已收缩至历史低位区间。首先，随着 2025 年第一批低硫船用燃料油出口配额正式下发，预计低硫燃料油国产量将逐步回升。参考隆众资讯统计，1 月份国内炼厂保税用低硫船燃产量 101.9 万吨，产量环比增加 30.20 万吨，涨幅 42.12%。不过相较于国产端，海外供应弹性更大，对低硫油市场的边际影响更为明显，近期压力相对有限。具体来看，科威特 1 月低硫燃料油出口预计为 47 万吨，环比增加 10 万吨，但对比满负荷状态（约 70 万吨/月）仍有一定差距。2 月份发货量目前预计在 18 万吨。此外，巴西低硫燃料油出口大幅下滑，2 月份发货量目前为零。整体来看，低硫燃料油市场短期压力有限，高低硫价差在大幅收缩后进一步向下的空间或有限。但站在中期视角，该品种依然面临剩余产能充裕、下游船燃需求份额被替代的产业趋势。今年 5 月份地中海 ECA 正式落地（要求船燃硫含量低于 0.1%），将对低硫燃料油消费造成进一步冲击。中期市场前景仍存在明显利空因素。

策略

单边中性，短期观望为主；FU 驱动强但估值过高、LU 短期压力有限；关注制裁对高硫燃料油供应的影响幅度

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
投资逻辑	1

图表

图 1: SHFE FU 主力结算价 单位: 元/吨	5
图 2: SHFE FU 远期曲线 单位: 元/吨	5
图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 单位: 手	5
图 4: SHFE FU 总成交持仓量 单位: 手	5
图 5: SHFE FU 对原油裂解价差 单位: 美元/桶	5
图 6: SHFE FU 与原油比价 单位: 无	5
图 7: INE LU 期货结算价 单位: 元/吨	6
图 8: INE LU 远期曲线 单位: 元/吨	6
图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 单位: 手	6
图 10: INE LU 总成交持仓量 单位: 手	6
图 11: INE LU 对原油裂解价差 单位: 美元/桶	6
图 12: INE LU 与 SHFE FU 价差 单位: 元/吨	6
图 13: SHFE FU 主力合约内外盘价差 单位: 美元/吨	7
图 14: INE LU 主力合约内外盘价差 单位: 美元/吨	7
图 15: 新加坡高硫燃料油现货价格 单位: 美元/吨	7
图 16: 新加坡低硫燃料油现货价格 单位: 美元/吨	7
图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 单位: 美元/吨	7
图 18: 新加坡 MARINE 0.5% 现货贴水 单位: 美元/吨	7
图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 单位: 美元/吨	8
图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 单位: 美元/吨	8
图 21: 新加坡高硫 380 月差 单位: 美元/吨	8
图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 单位: 美元/吨	8
图 23: 新加坡高硫对 BRENT 裂差 单位: 美元/桶	8
图 24: 新加坡高硫裂差季节性 单位: 美元/桶	8
图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 单位: 美元/吨	9
图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 单位: 美元/吨	9
图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 单位: 美元/吨	9
图 28: 新加坡 VLSFO 对 BRENT 裂差 单位: 美元/吨	9
图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 单位: 美元/吨	9
图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 单位: 美元/吨	9
图 31: 西北欧燃料油库存 单位: 千吨	10
图 32: 新加坡燃料油库存 单位: 千桶	10
图 33: 富查伊拉燃料油库存 单位: 百万桶	10
图 34: 美国燃料油库存 单位: 千桶	10

图 35: 俄罗斯燃料油产量 单位: 千吨	10
图 36: 俄罗斯燃料油出口量 单位: 千吨	10
图 37: 巴西燃料油产量 单位: 桶	11
图 38: 墨西哥燃料油产量 单位: 千吨	11
图 39: 新加坡船燃总销量 单位: 千吨	11
图 40: 新加坡单船平均加油量 单位: 吨	11
图 41: 中国燃料油进口量 单位: 吨	11
图 42: 中国燃料油出口量 单位: 吨	11

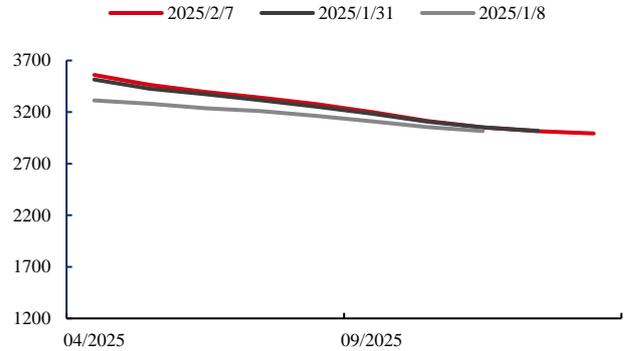
(由于数据库问题, 本周图表未更新到最新日期, 我们会尽快恢复)

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



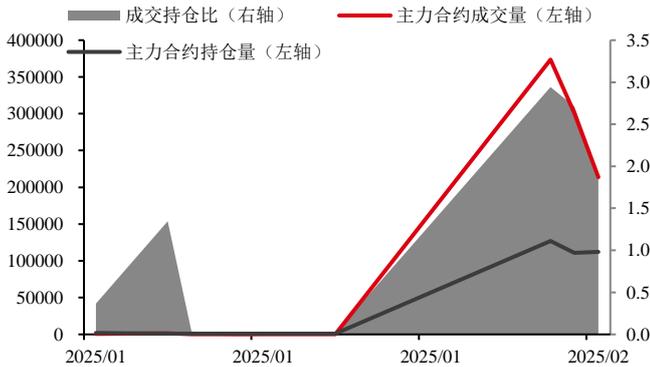
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



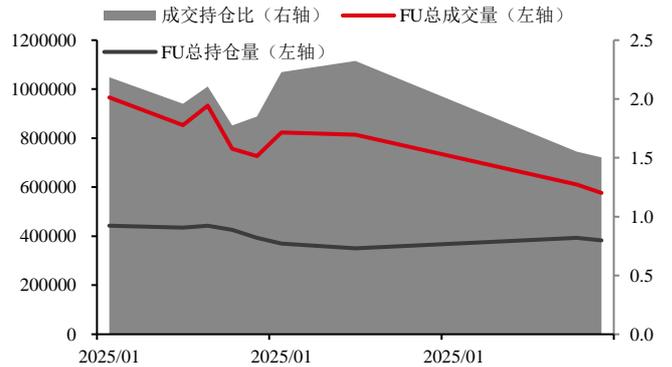
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



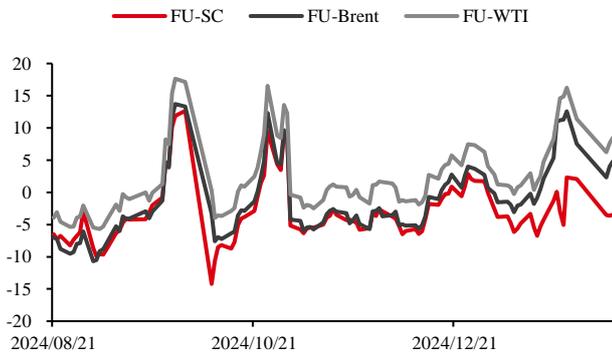
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



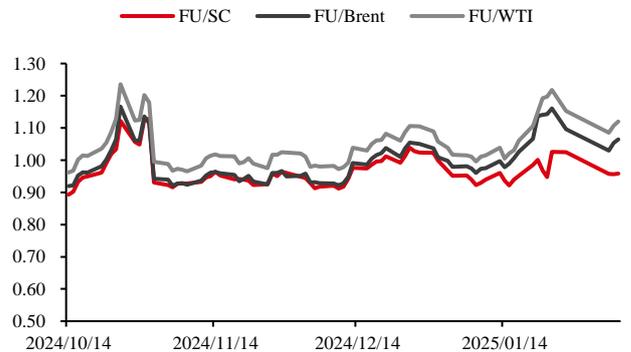
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: SHFE FU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: SHFE FU 与原油比价 | 单位: 无



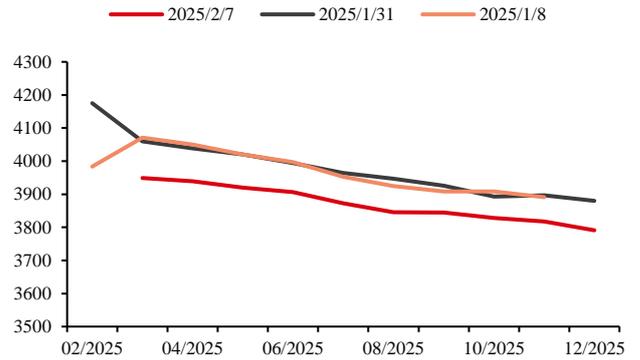
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



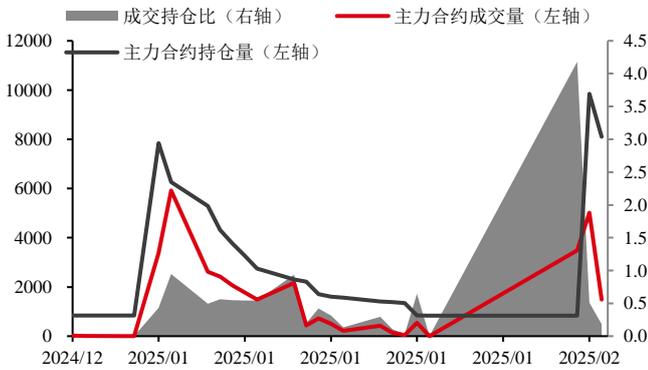
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



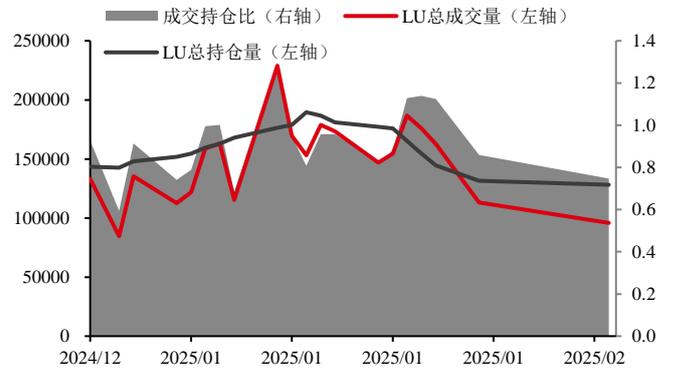
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



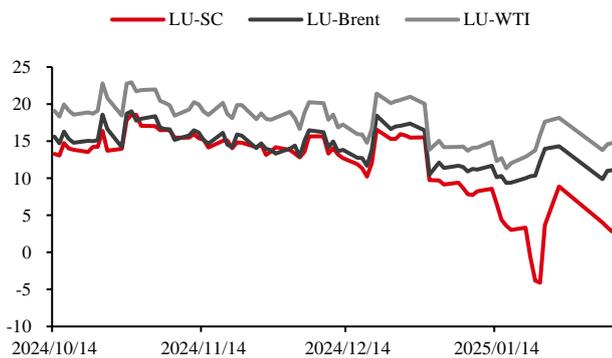
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: INE LU 总成交持仓量 | 单位: 手



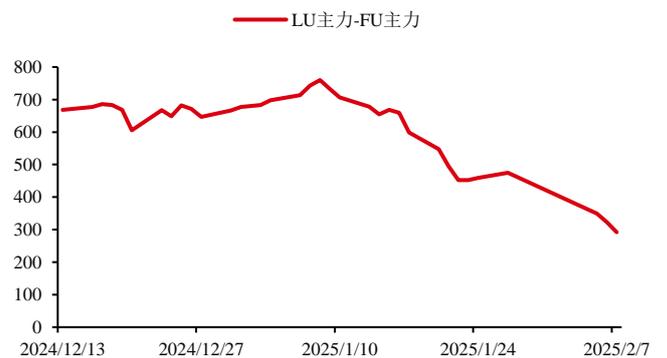
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: INE LU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



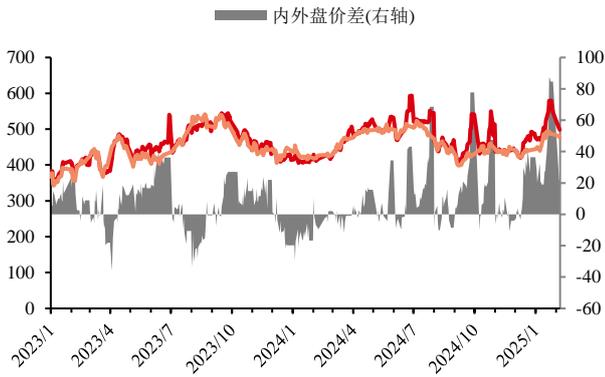
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: INE LU 与 SHFE FU 价差 | 单位: 元/吨



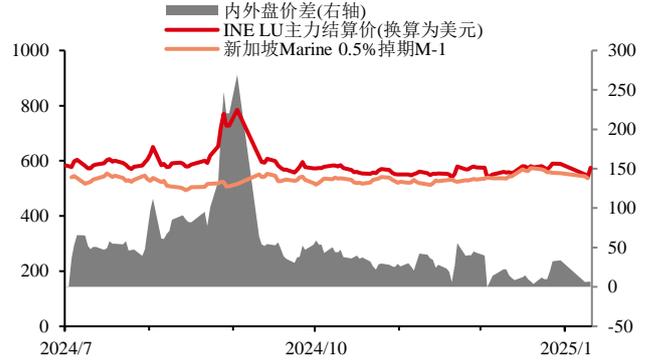
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: SHFE FU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



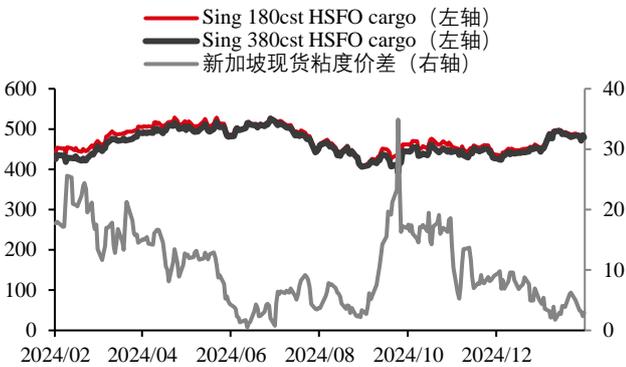
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: INE LU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



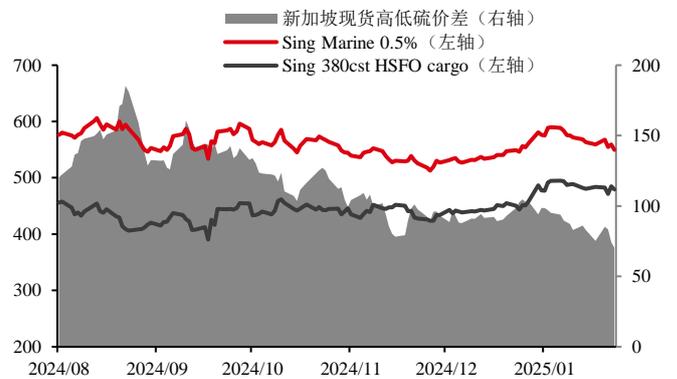
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 新加坡高硫燃料油现货价格 | 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 16: 新加坡低硫燃料油现货价格 | 单位: 美元/吨



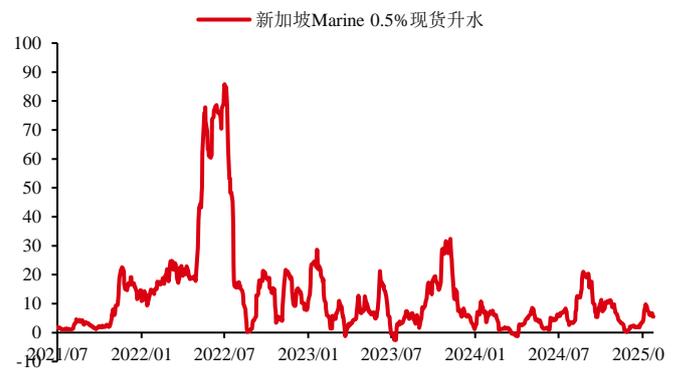
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



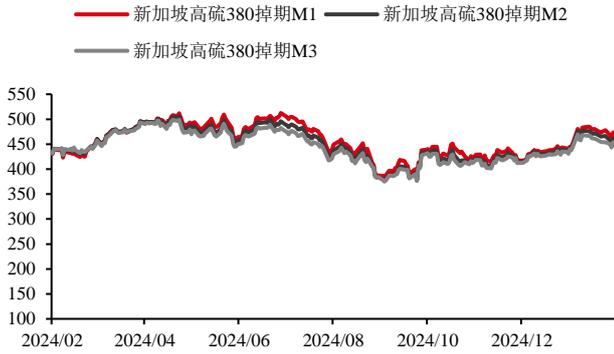
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5% 现货贴水 | 单位: 美元/吨



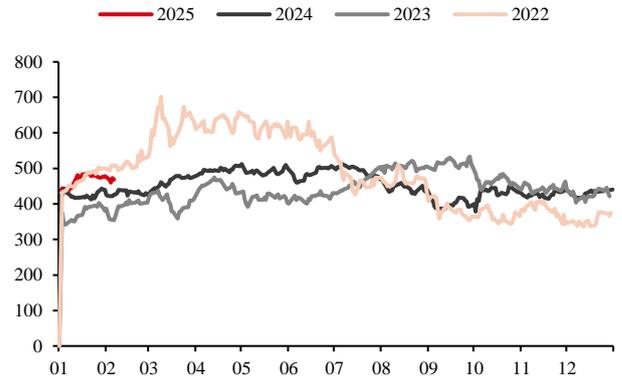
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨



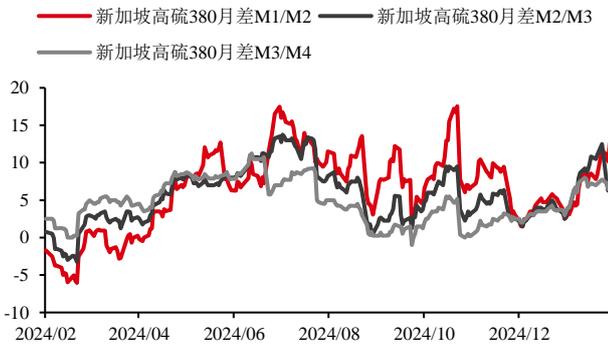
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨



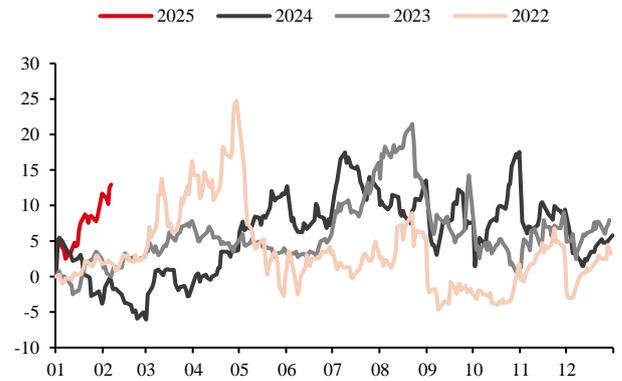
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨



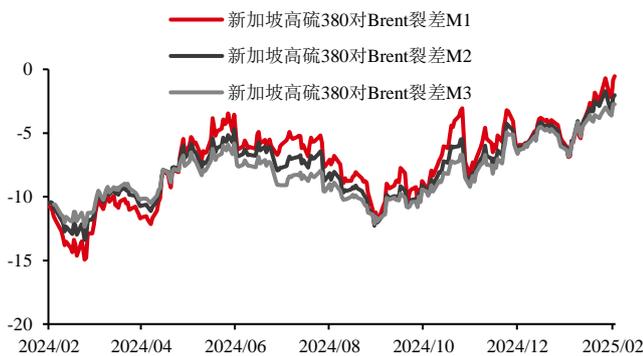
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨



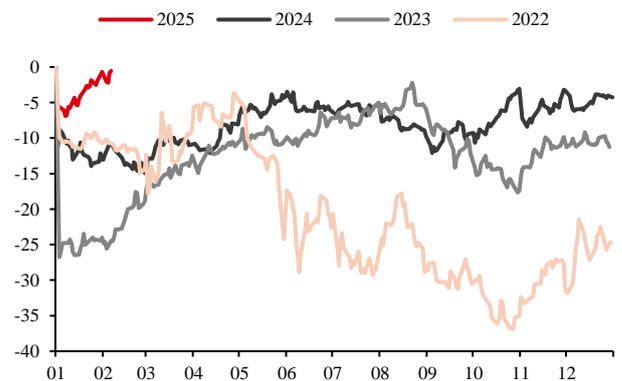
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 23: 新加坡高硫对 Brent 裂差 | 单位: 美元/桶



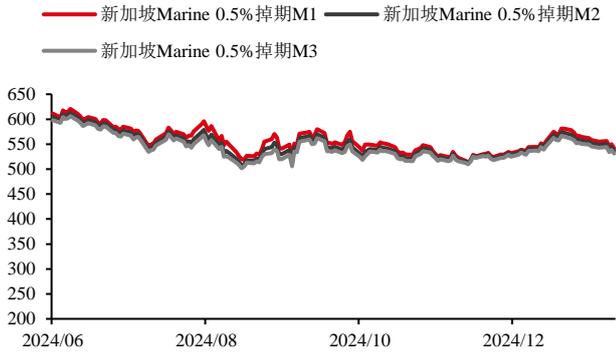
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶



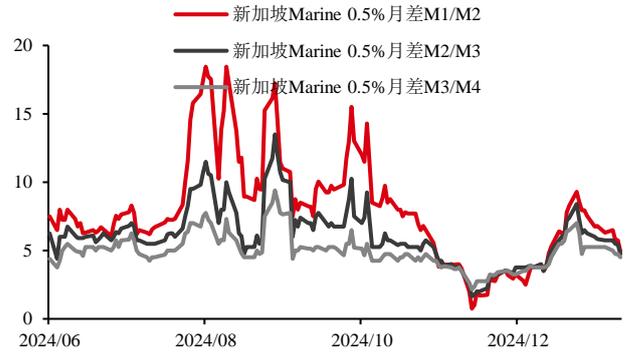
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



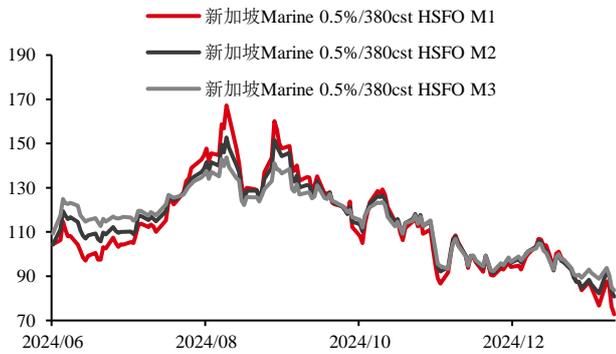
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



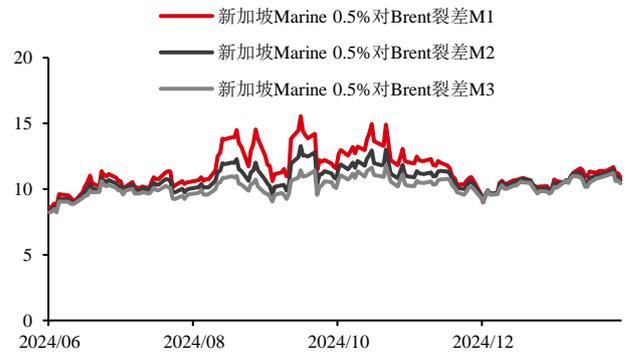
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



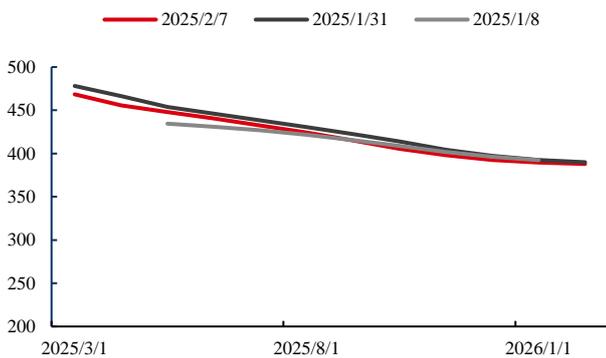
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



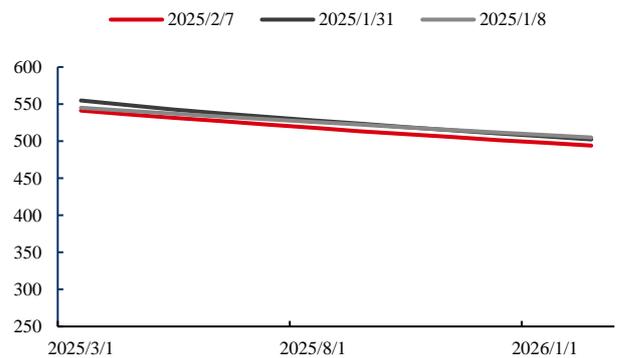
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



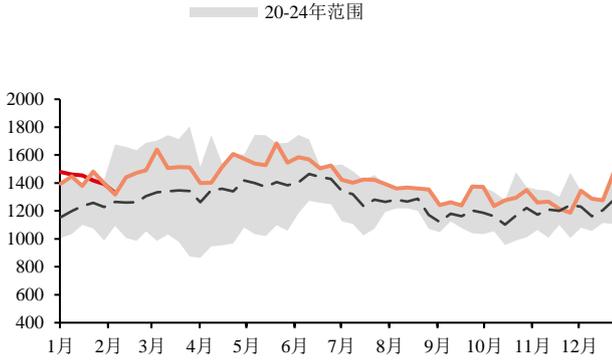
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



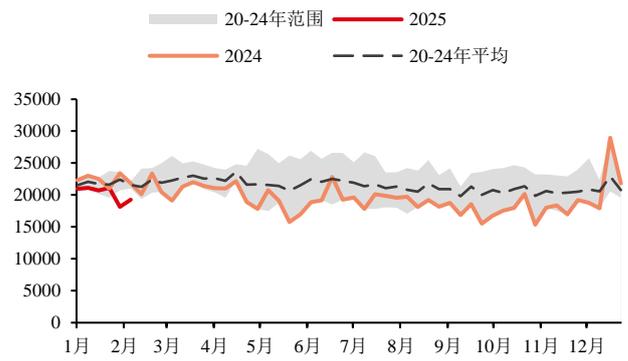
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



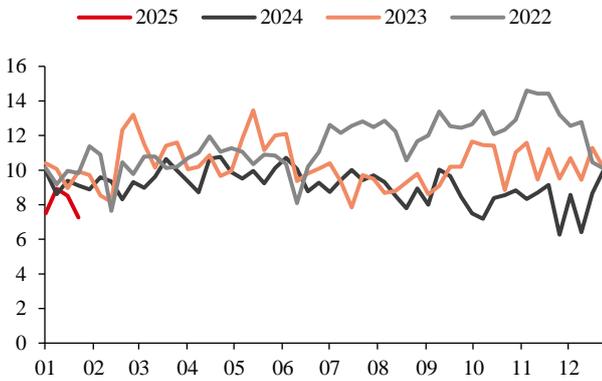
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



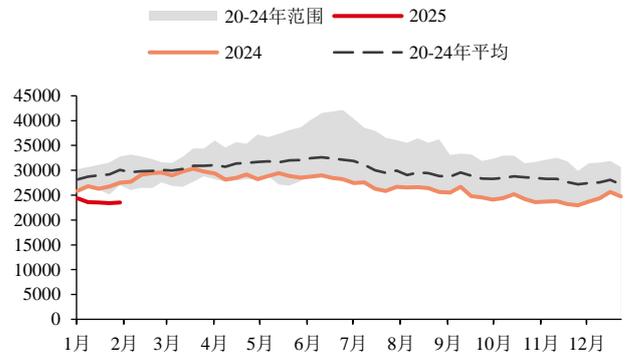
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



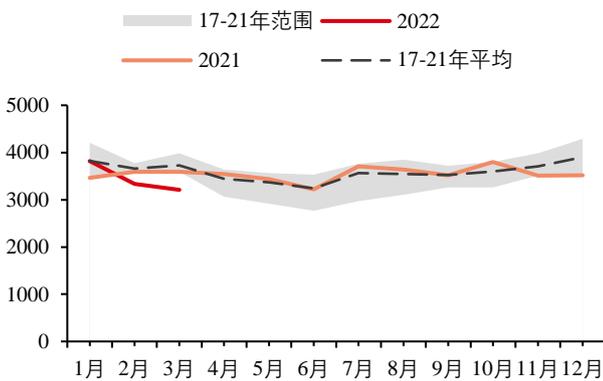
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



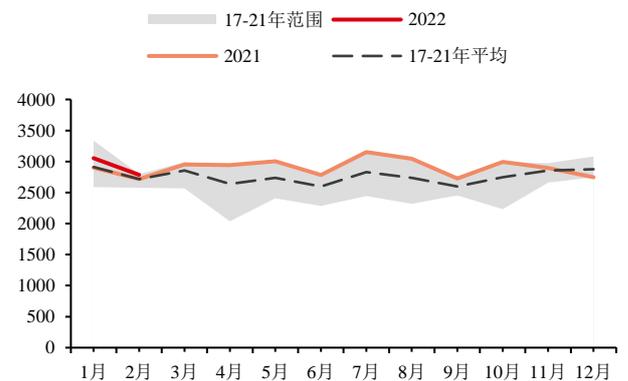
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



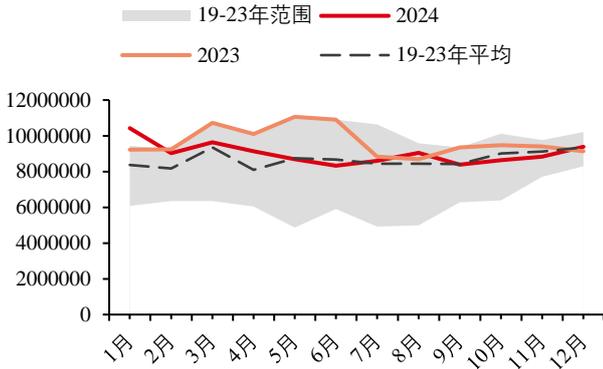
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



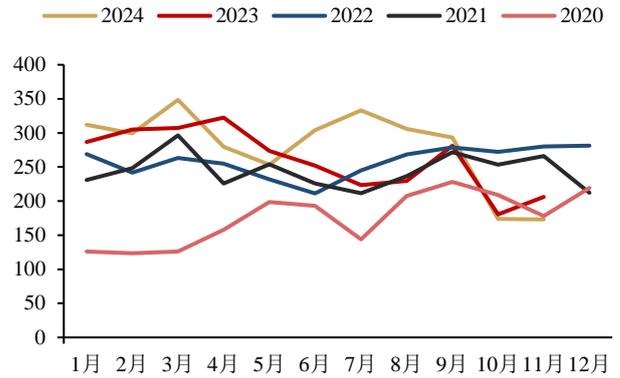
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



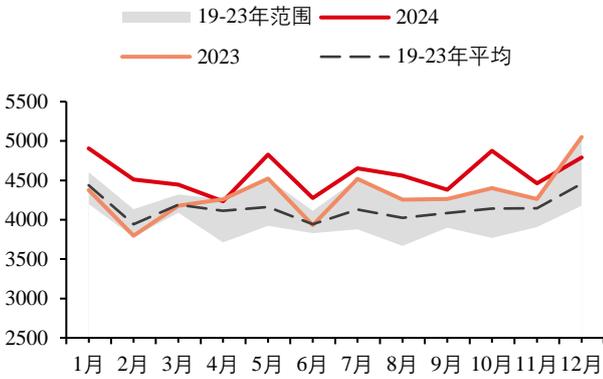
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



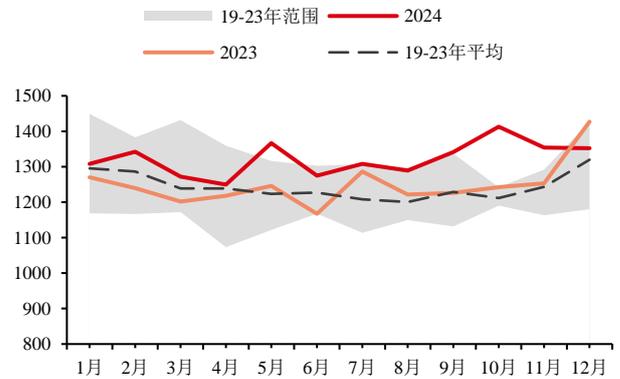
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



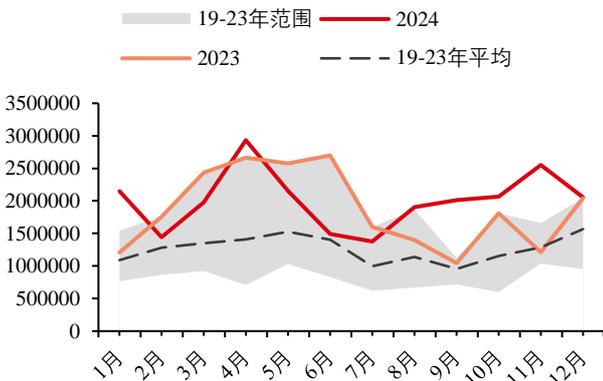
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



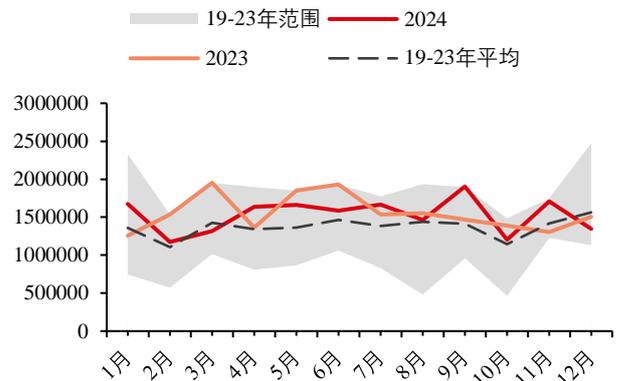
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 41: 中国燃料油进口量 | 单位: 吨



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 42: 中国燃料油出口量 | 单位: 吨



数据来源: 海关总署 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