



# 高低硫市场强弱分化，但阻力因素已显现

## 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

原油价格维持弱势，本周小幅反弹后迅速回落，Brent 跌至 74 美元/桶以下。俄乌冲突缓和的进程已经开启，美俄在沙特的谈判顺利进行，但并未透露出结束俄乌冲突的详细方案，但双方将会保持接触。短期来看，达成停火协议仍存在一定不确定性，但俄美之间的沟通已经让地缘情绪溢价有所消退。与此同时，乌克兰对俄罗斯的无人机袭击还在继续，本周哈萨克斯坦 CPC 原油管道的一座关键泵站遭到袭击，可能导致供应减少并抑制出口，但从目前跟踪到的船期数据来看，CPC 原油出口暂未受到明显影响。往前看，站在基本面以及特朗普政府抑制通胀的角度来看，油价中枢未来还有一定下行空间。但短期地缘与宏观扰动因素较大，市场可能会反复波动，建议保持谨慎。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油市场强势尚未出现明显的松动，裂解价差小幅回落，但仍处于零轴附近。目前来看，俄罗斯、伊朗供应受到制裁的冲击在逐步兑现。参考船期数据，2 月份俄罗斯高硫燃料油总发货量预计为 207 万吨，环比下降 29 万吨，同比减少 37 万吨。2 月份发货量当前预计在 190 万吨。伊朗方面，2 月份发货量预计为 80 万吨，环比下降 20 万吨，同比减少 27 万吨。除了制裁影响外，伊朗国内天然气产量下滑、能源供应吃紧促使燃料油替代需求提升，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，在估值到达高位后，高硫油市场的利空因素同样开始显现。首先，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，各国对中国发货总量 1 月和 2 月仅有 51 和 27 万吨（去年同期为 135 和 151 万吨）。在消费税抵扣政策调整后（成本增幅平均在 400 元/吨），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，在一定程度上缓解当前的紧张格局。最后，近期俄美谈判开启，虽然暂时没有明确

的进展，但缓和的预期存在。未来如果冲突结束，美方放松对俄制裁，则俄罗斯的燃料油供应有望恢复。整体来看，高硫燃料油基本面短期或保持坚挺，但上方阻力仍存，市场结构可能会进入高位震荡或者小幅回调阶段。

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。目前来看，随着 2025 年的配额下发，国内主营炼厂低硫燃料油产量已经回升。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 2 月低硫燃料油发货量预计为 34 万吨，环比减少 13 万吨，对比满负荷状态（约 70 万吨/月）有明显差距。此外，巴西低硫燃料油出口大幅下滑，2 月份发货量目前仅有 42 万吨，环比下降 38 万吨，同比减少 37 万吨。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继续向下的动力减弱。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。中期市场前景仍以偏空思路看待。

### 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

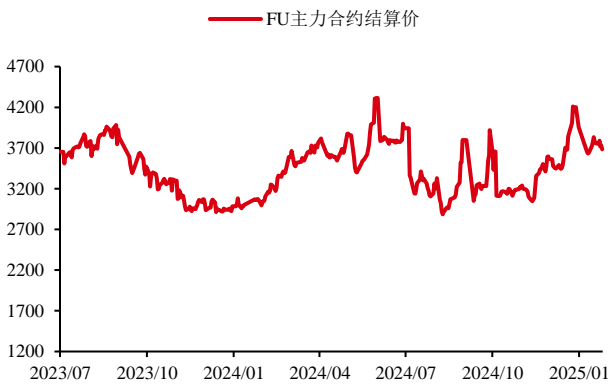
## 图表

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

---

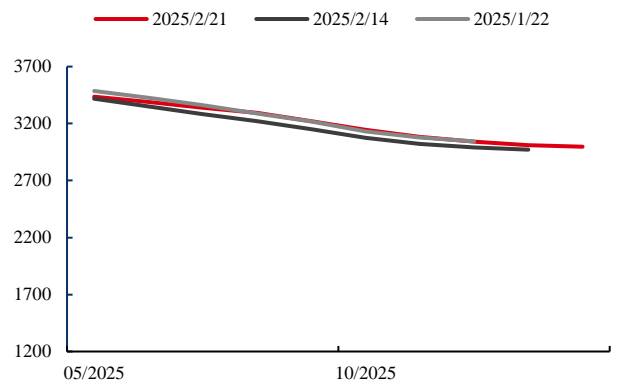
图 35: 俄罗斯燃料油产量   单位: 千吨 .....	10
图 36: 俄罗斯燃料油出口量   单位: 千吨 .....	10
图 37: 巴西燃料油产量   单位: 桶 .....	11
图 38: 墨西哥燃料油产量   单位: 千吨 .....	11
图 39: 新加坡船燃总销量   单位: 千吨 .....	11
图 40: 新加坡单船平均加油量   单位: 吨 .....	11
图 41: 中国燃料油进口量   单位: 吨 .....	11
图 42: 中国燃料油出口量   单位: 吨 .....	11

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



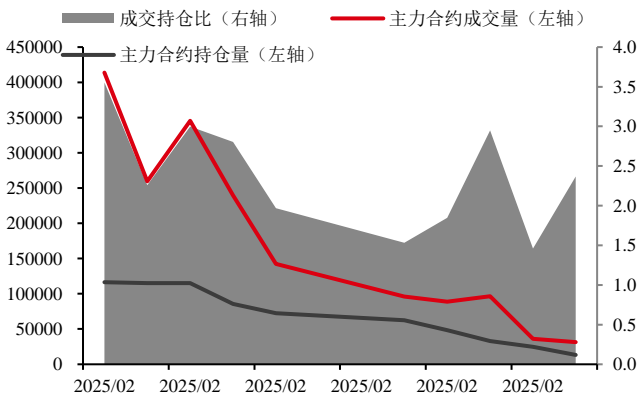
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



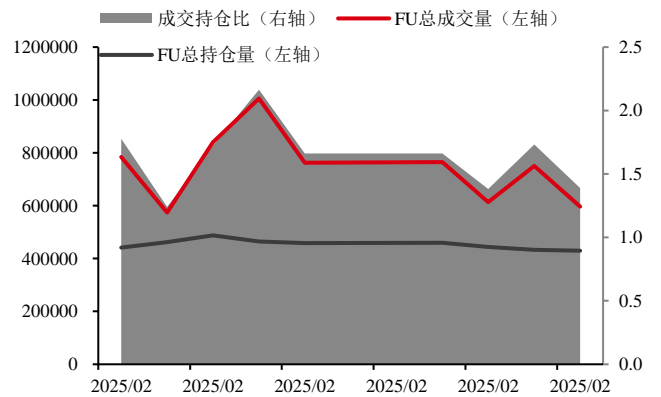
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



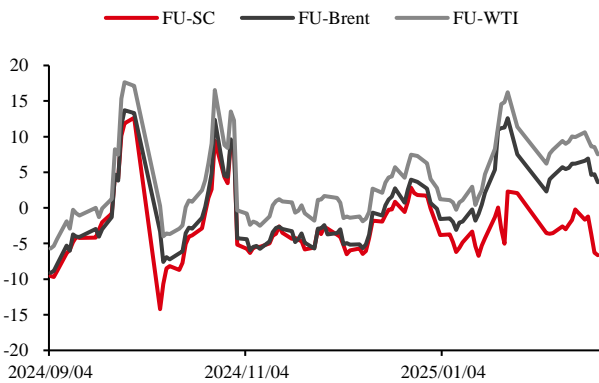
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



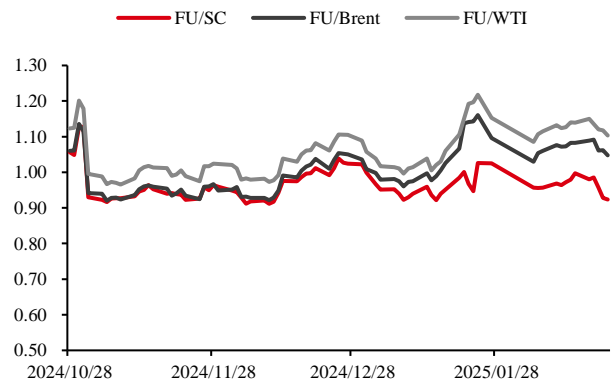
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



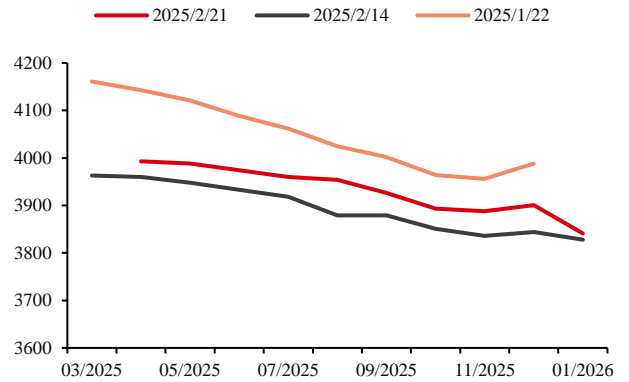
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



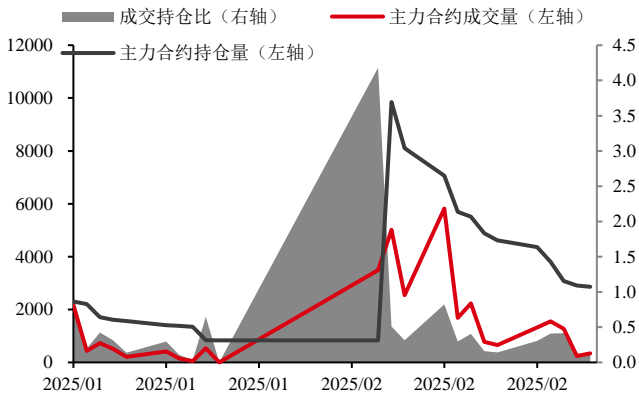
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



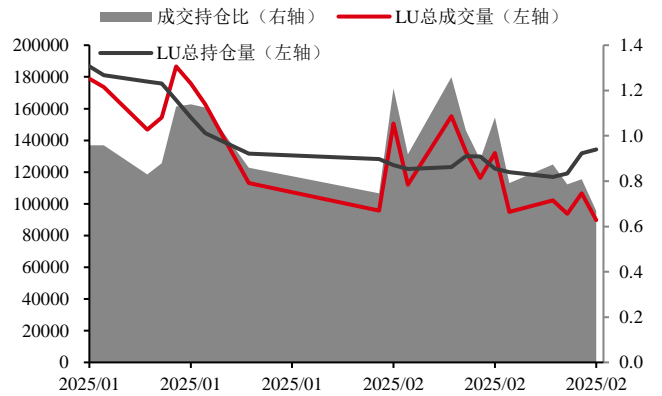
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



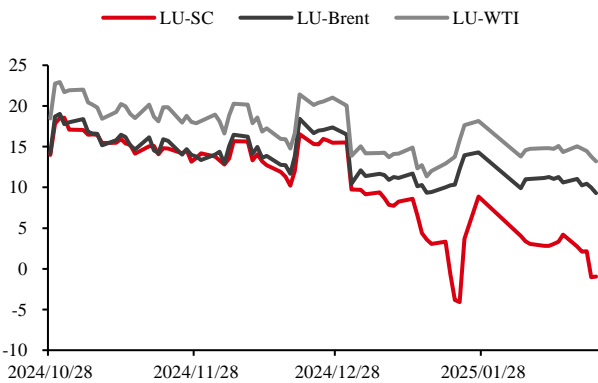
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: INE LU 总成交持仓量 | 单位: 手



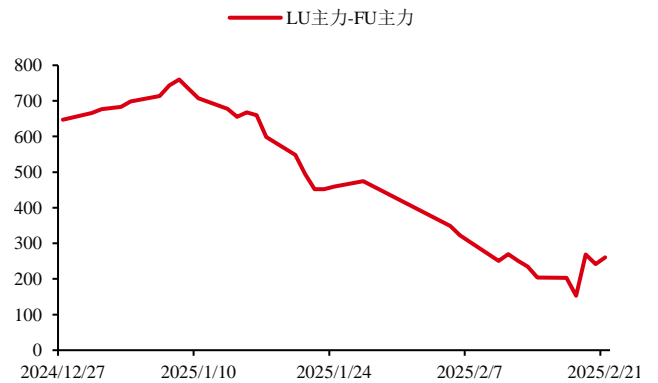
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: INE LU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



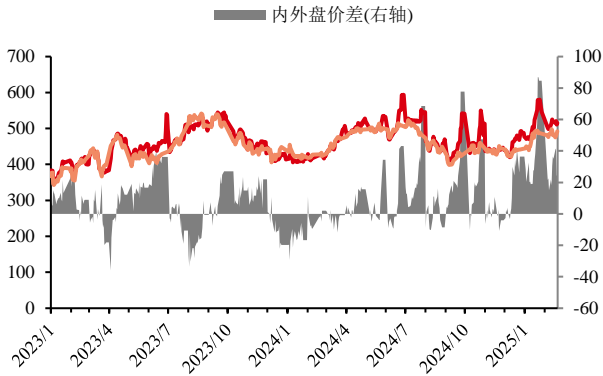
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: INE LU 与 SHFE FU 价差 | 单位: 元/吨



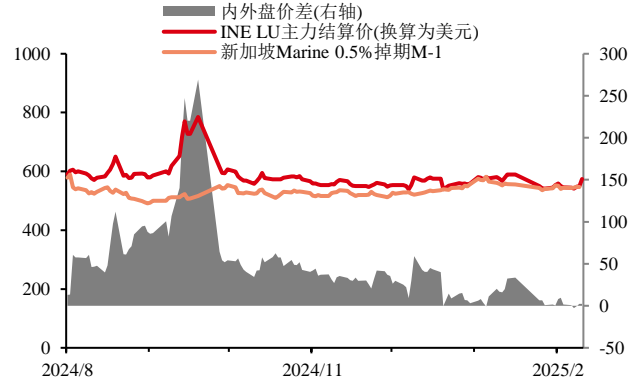
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: SHFE FU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



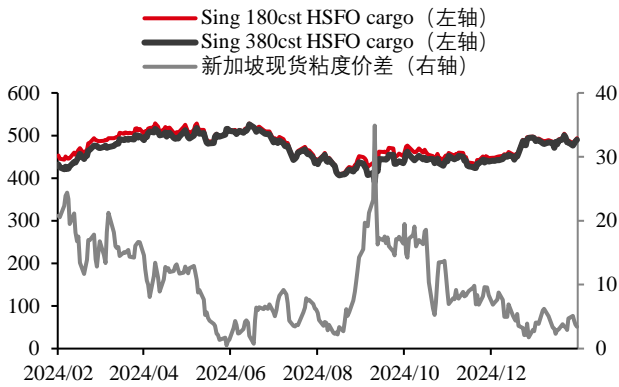
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: INE LU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



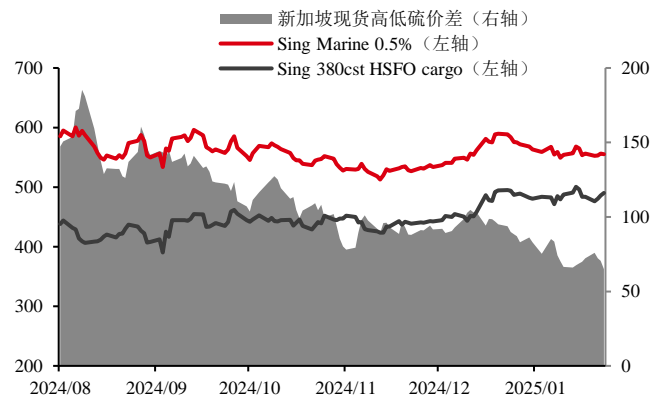
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

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



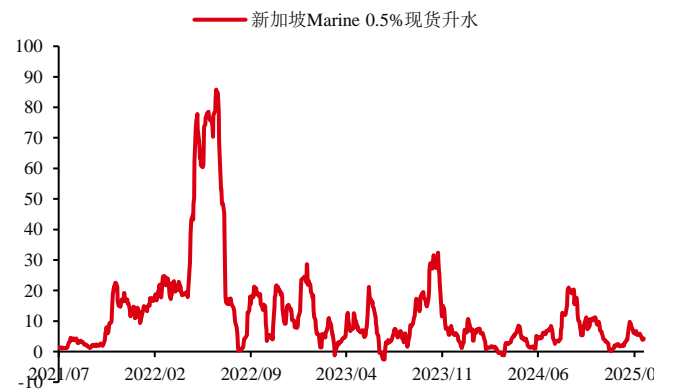
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



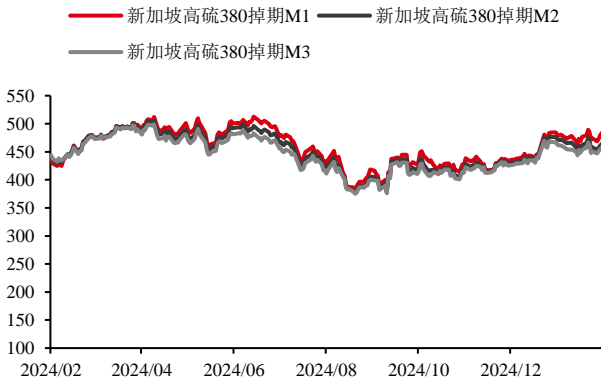
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5 现货贴水 | 单位: 美元/吨



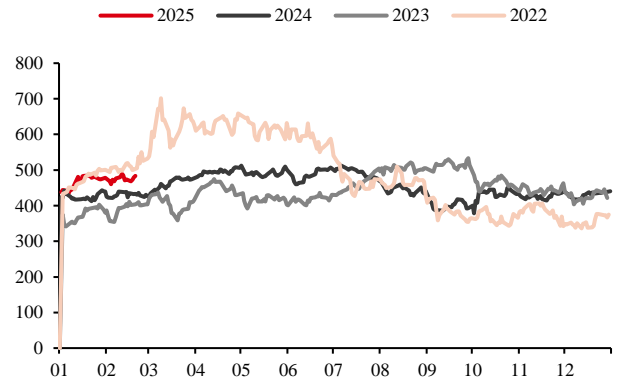
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨



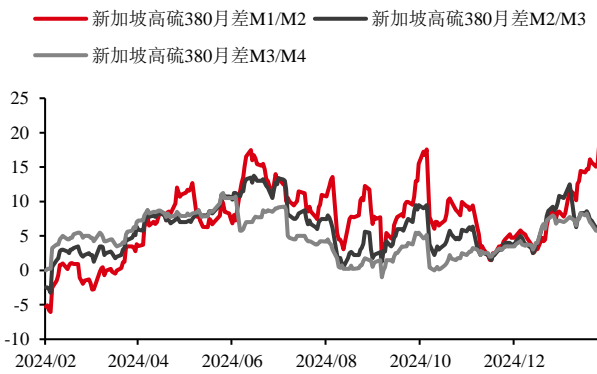
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨



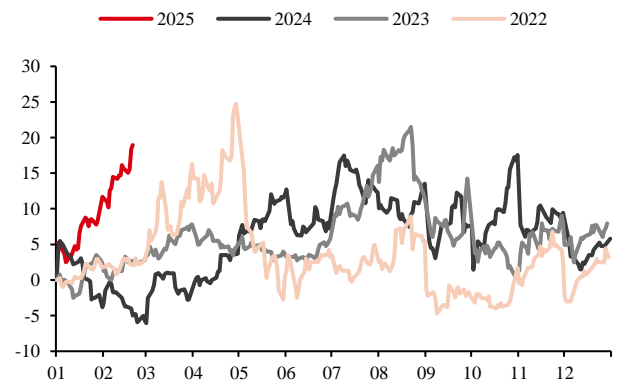
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨



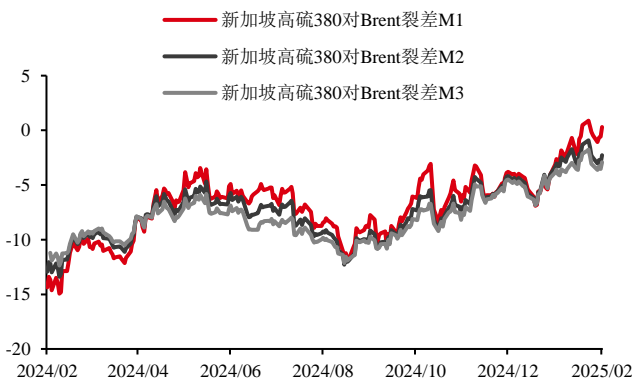
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨



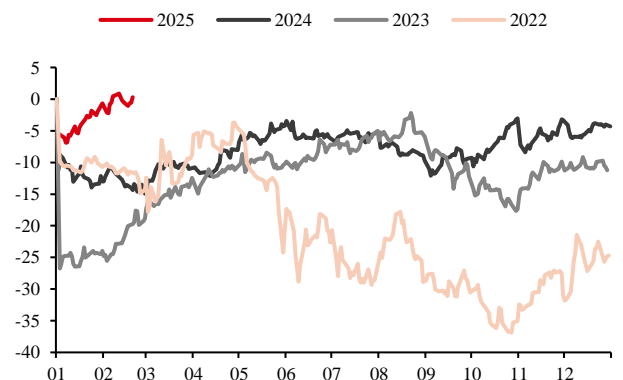
数据来源: Platts 华泰期货研究院

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

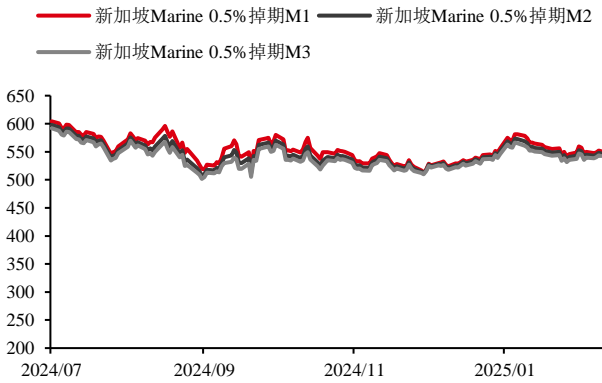
图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

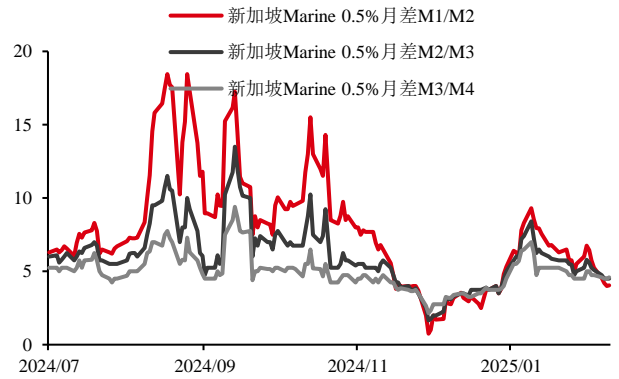


图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



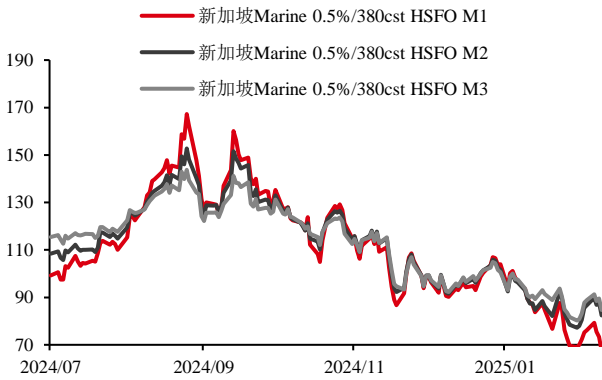
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



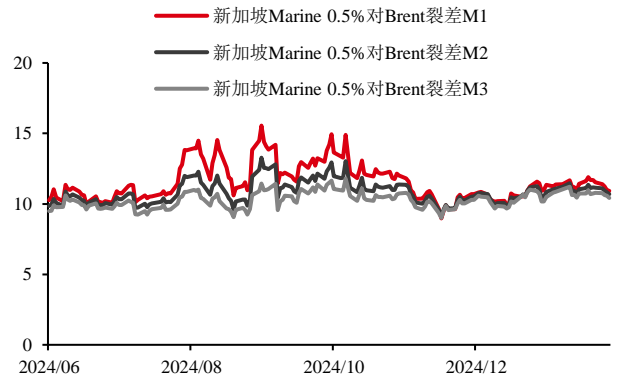
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



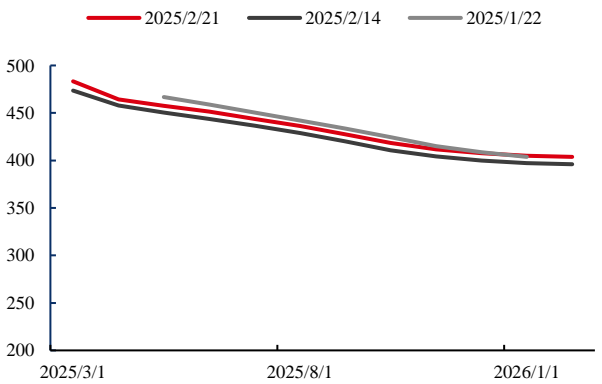
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



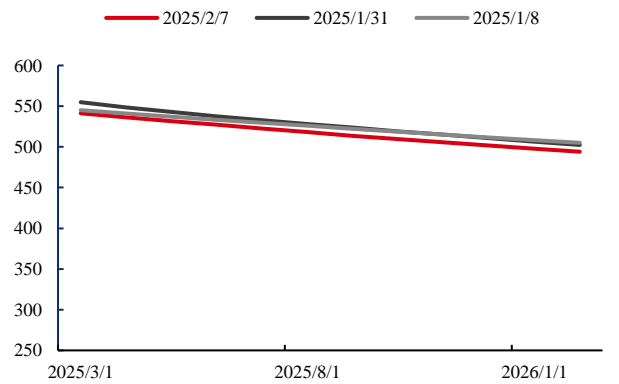
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



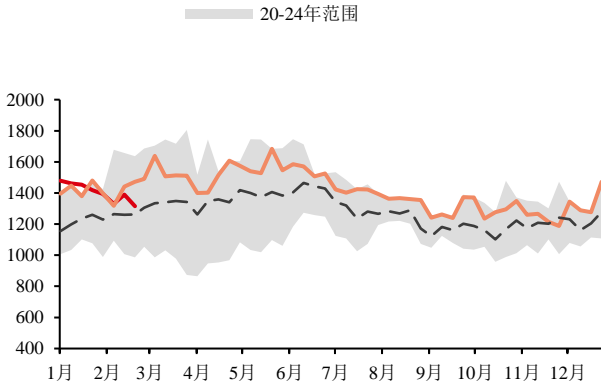
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



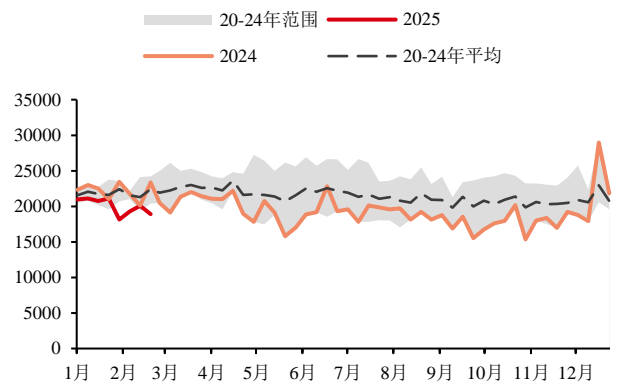
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



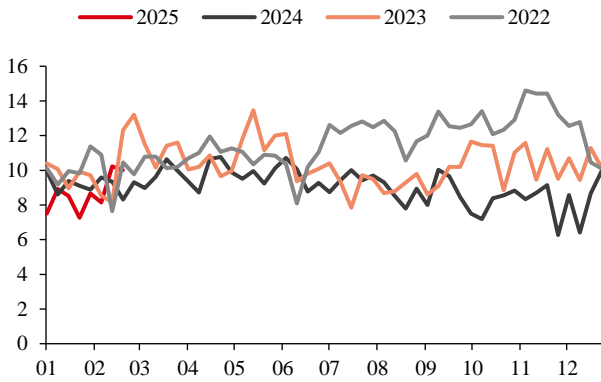
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



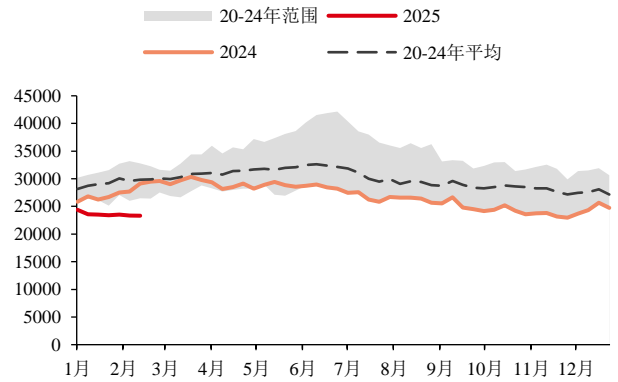
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



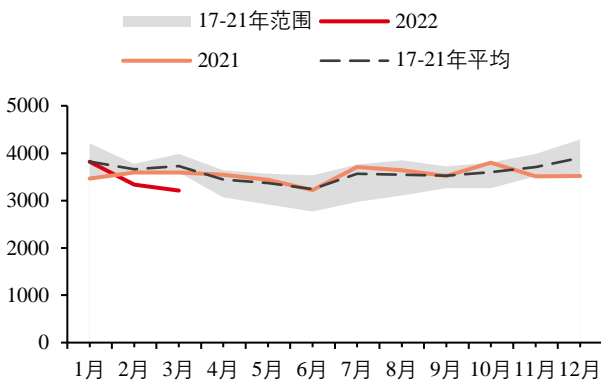
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



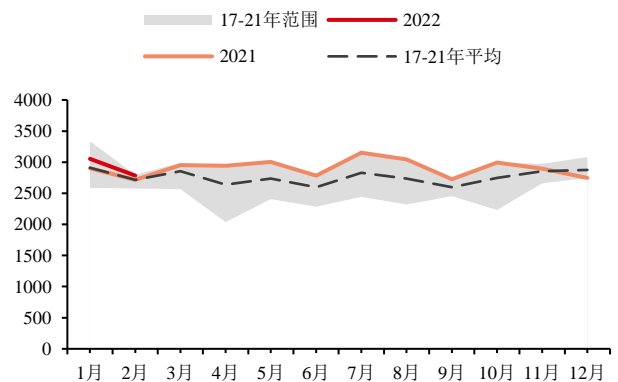
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



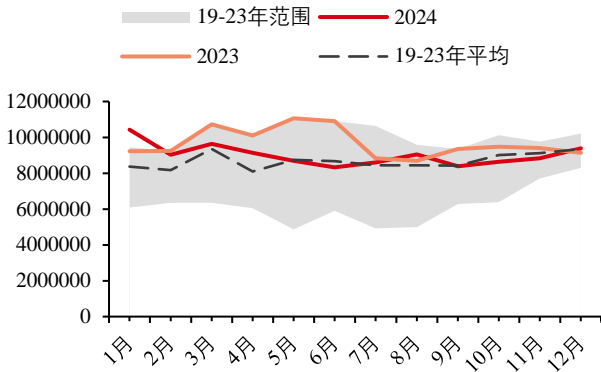
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



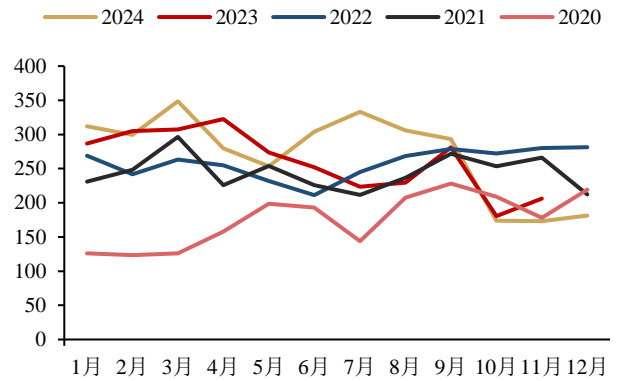
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



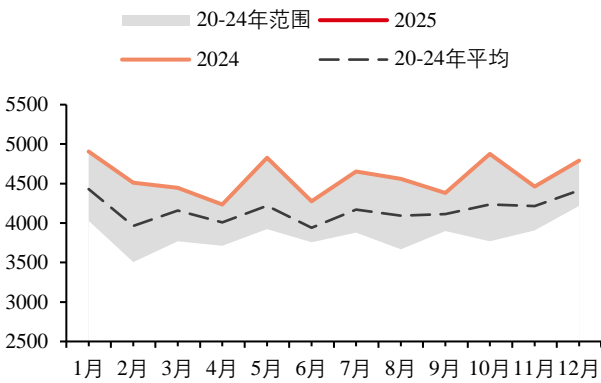
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



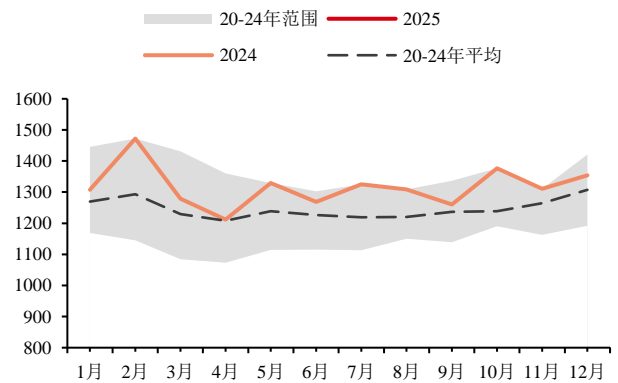
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



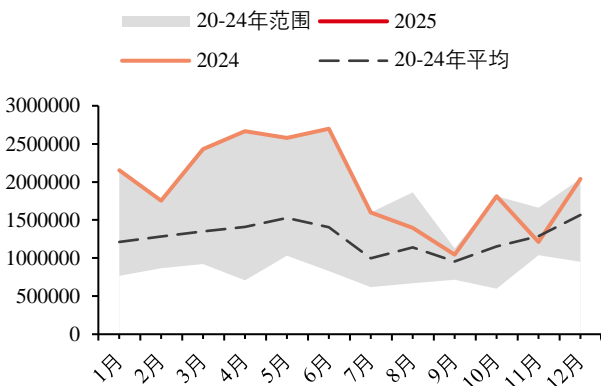
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



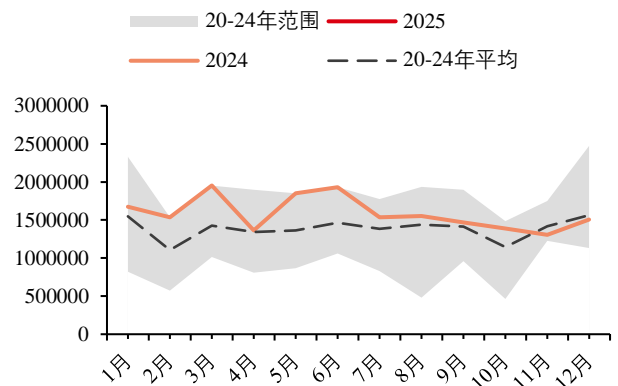
数据来源: MPA 华泰期货研究院

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](http://www.htfc.com)