



油价中枢持续下移，低硫油市场预期偏弱

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

投资逻辑

■ 市场分析

原油价格延续弱势运行，本周 Brent 一度跌破 70 美元/桶关口。从最新的利空事件来看，欧佩克表示将在 4 月份增产，并加强补偿性减产。虽然每月递增 12 万桶/日的供应量不算大，且追加补偿减产后实际增产产量会更少，但这仍旧证明欧佩克对于当前的基本面过于乐观。此外，美国方面或考虑放宽对俄罗斯制裁并推动北溪 2 号管道重启，这意味着在美乌矿产协议谈判破裂后，美俄关系缓和进程加快，俄罗斯石油供应有潜在的增长预期，地缘溢价或进一步消退。最后，昨日，特朗普将墨西哥 25% 的关税推迟到 4 月 2 日实施，加拿大能源商品的 10% 关税仍将如期加征，短期来看缓和了美湾炼厂替代墨西哥原油的压力，墨西哥原油对美湾的出口量在 50 万桶/日，加拿大 10% 的关税兑现将导致部分流入西海岸的 TMX 原油转向亚洲炼厂，但量级不大，可能在 30 万桶/日，加拿大通过管道出口到美国的原油无法改变流向，同时通过美国再出口的原油也将被加征关税（大约不到 20 万桶/日）。整体来看，我们对原油基本面与价格的中期预期偏空，但短期地缘与宏观扰动事件较多，可能出现反复波动，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、月差、现货贴水依然偏强运行（近端裂解价差与月差主要是因为换月的影响大幅回落）。目前来看，俄罗斯、伊朗供应受到制裁的影响还在继续兑现。参考船期数据，2 月份俄罗斯高硫燃料油总发货量预计为 245 万吨，环比下降 63 万吨，同比减少 20 万吨。虽然美国对俄制裁存在放松的预期，但即使落地也需要一个时间窗口。另外，乌克兰近期还在持续用无人机打击俄罗斯的炼厂，装置检修量的增加也导致燃料油供应的收紧。伊朗方面，2 月份发货量预计为 113 万吨，环比下降 5 万吨，同比减少 42 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，并传递到伊拉克这一点（伊拉克与伊朗间存在油气互换协议）。到夏季电力需求攀升，影响会更加明显。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 44 和 81 万吨（去年同期为 153 和 207 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，特朗普政府宣布撤销雪佛龙在委内瑞拉的石油许可证，来自委内瑞拉的重油资源或更多流向我国。最后，未来如果俄乌冲突缓和，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

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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有所下滑，2 月份发货量未 69 万吨，环比下降 19 万吨。3 月份发货量目前预计仅有 37 万吨。整体来看，在自身裂解价差位置不高的前提下，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额产能充裕、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

高硫方面：震荡，支撑仍存

低硫方面：震荡偏弱，中期偏空思路看待

跨品种：无

跨期：无

期现：无

期权：无

■ 风险

低硫船燃需求超预期；海外汽柴油市场大幅走强；低硫燃料油出口退税配额收紧

目录

策略摘要 错误!未定义书签。
 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

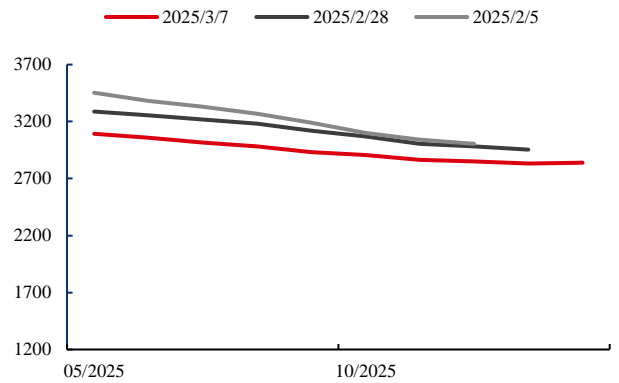
图 35: 俄罗斯燃料油产量 单位: 千吨	10
图 36: 俄罗斯燃料油出口量 单位: 千吨	10
图 37: 巴西燃料油产量 单位: 桶	11
图 38: 墨西哥燃料油产量 单位: 千吨	11
图 39: 新加坡船燃总销量 单位: 千吨	11
图 40: 新加坡单船平均加油量 单位: 吨	11
图 41: 中国燃料油进口量 单位: 吨	11
图 42: 中国燃料油出口量 单位: 吨	11

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



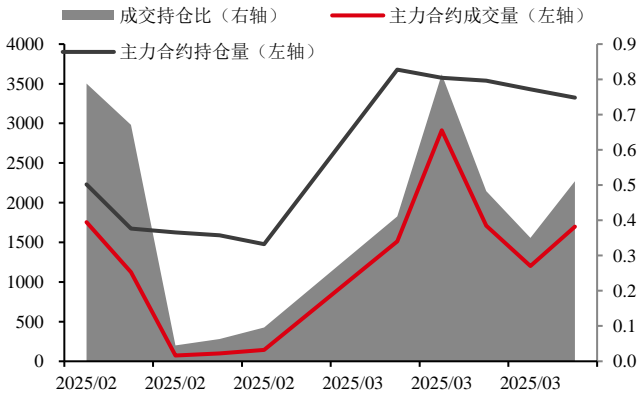
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



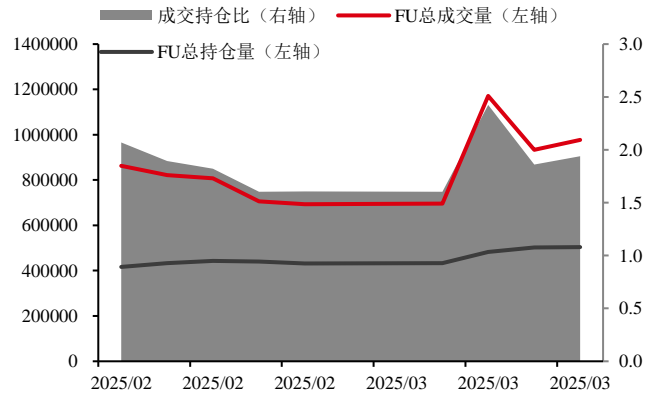
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



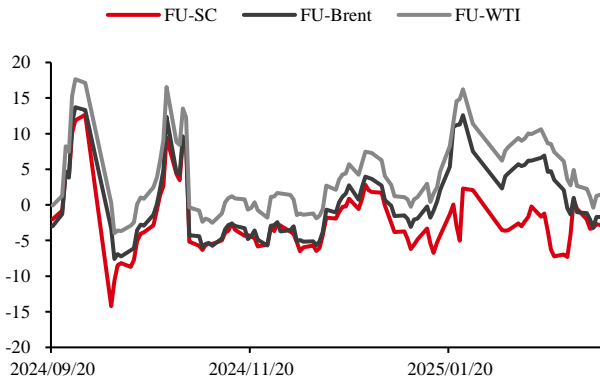
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



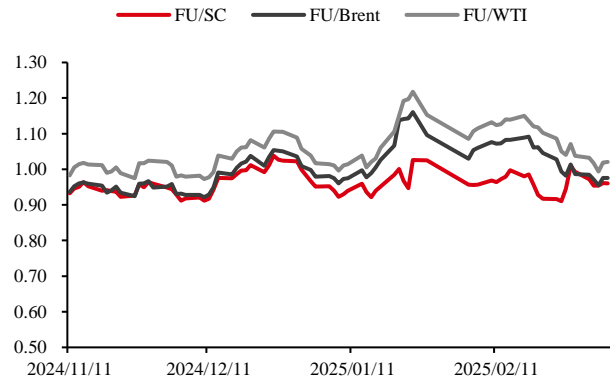
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: SHFE FU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



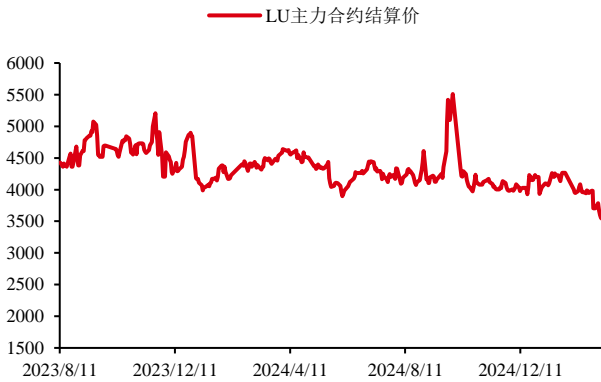
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: SHFE FU 与原油比价 | 单位: 无



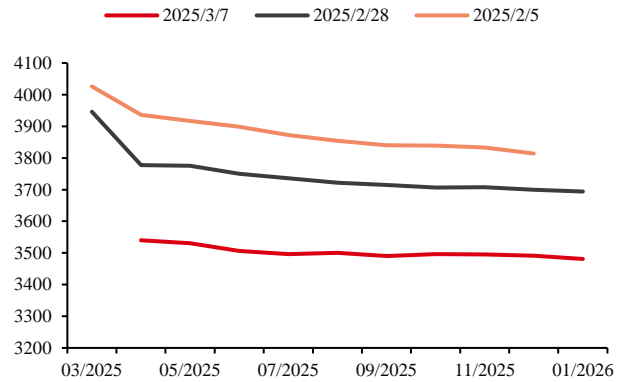
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



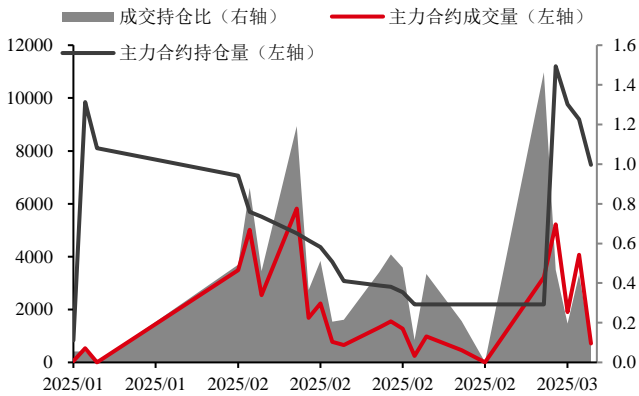
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



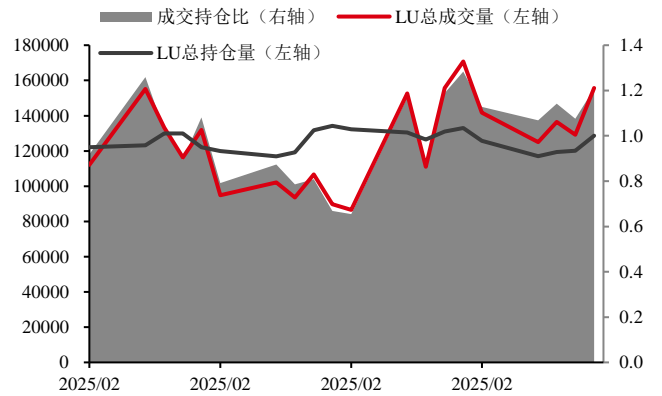
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



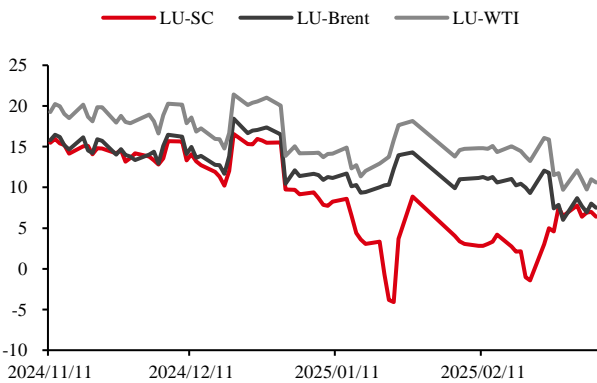
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: INE LU 总成交持仓量 | 单位: 手



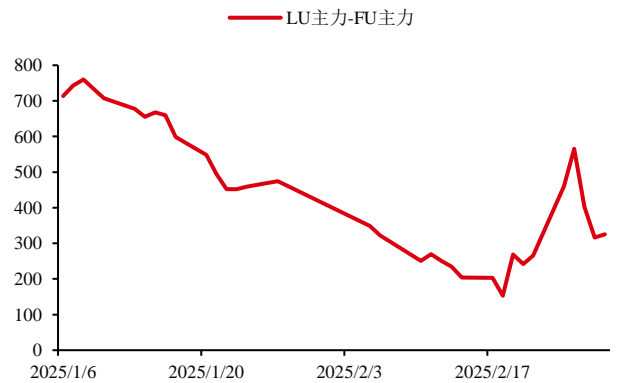
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



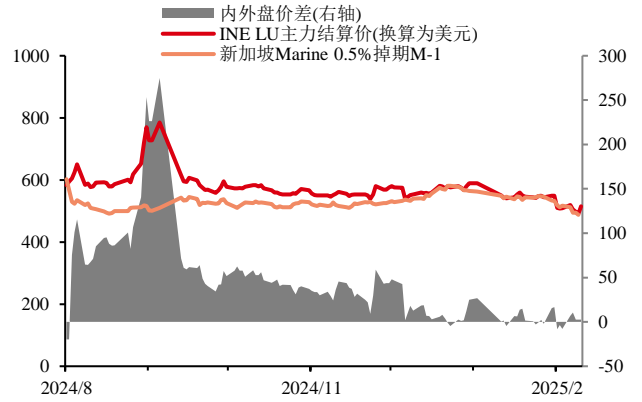
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



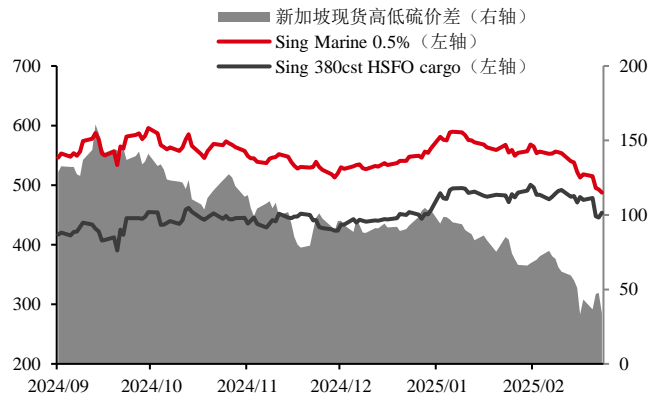
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

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



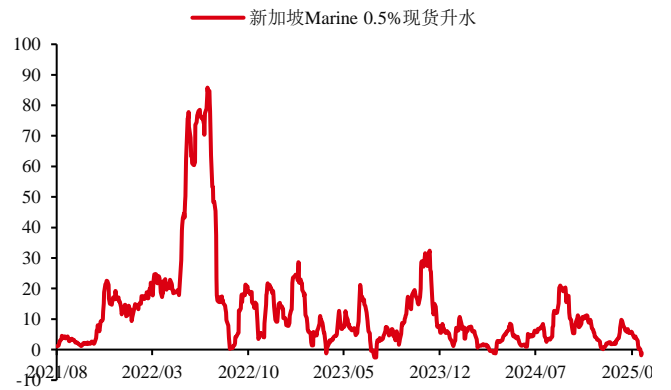
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



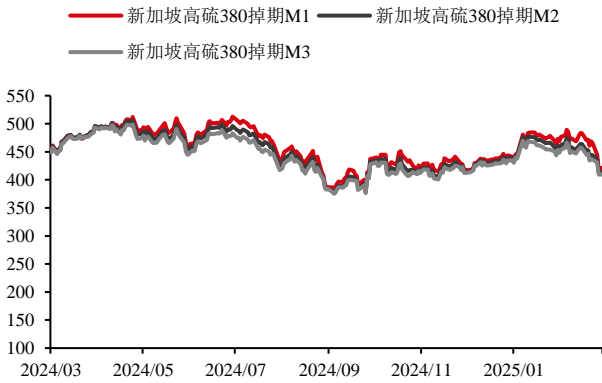
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5 现货贴水 | 单位: 美元/吨



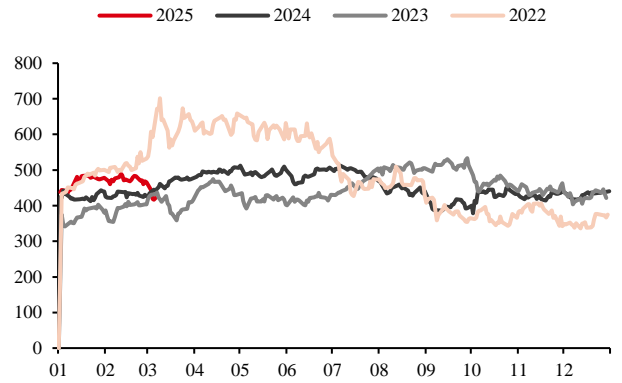
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨



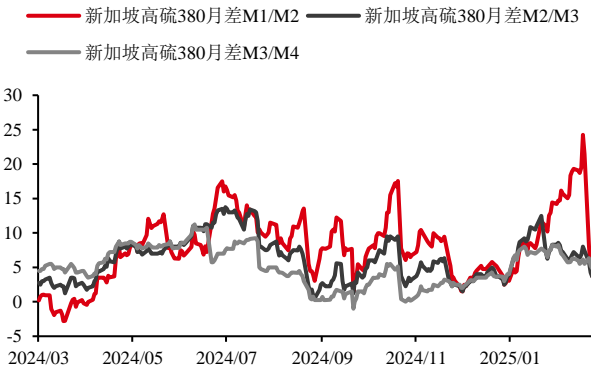
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨



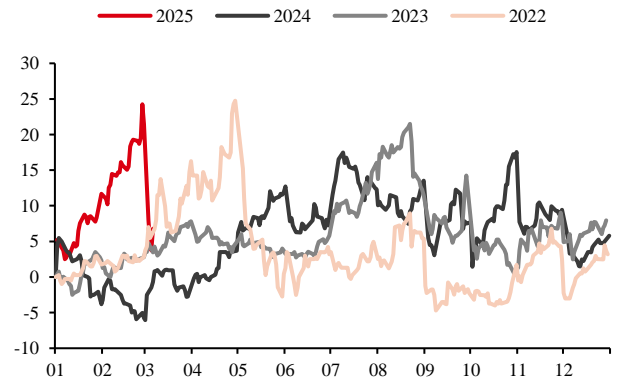
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨



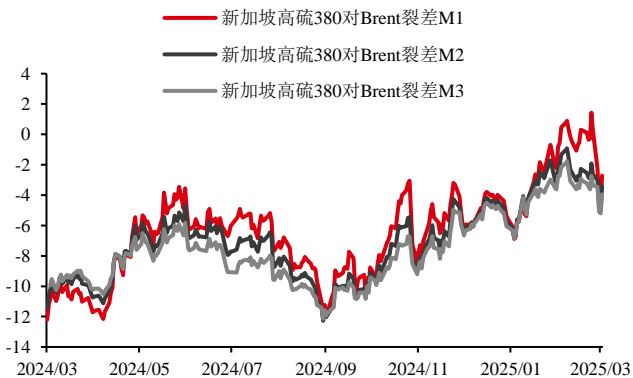
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨



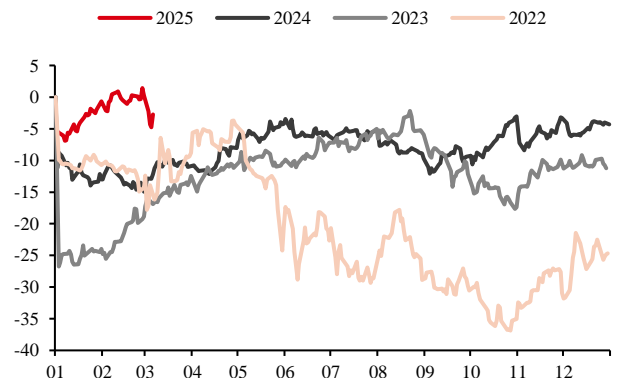
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 23: 新加坡高硫对 Brent 裂差 | 单位: 美元/桶



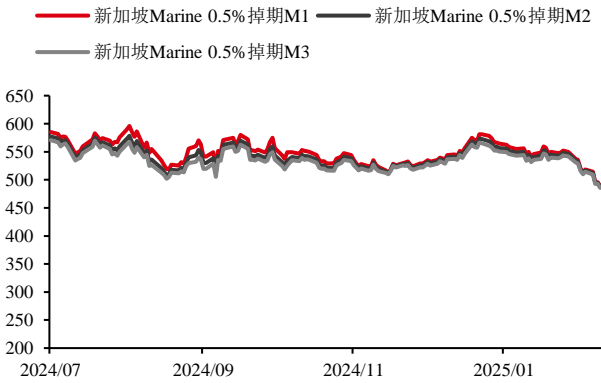
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶



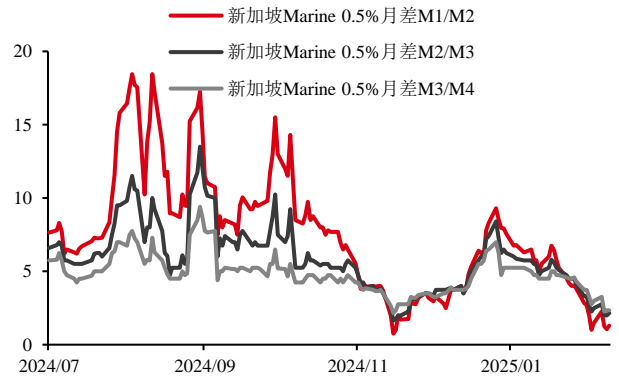
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



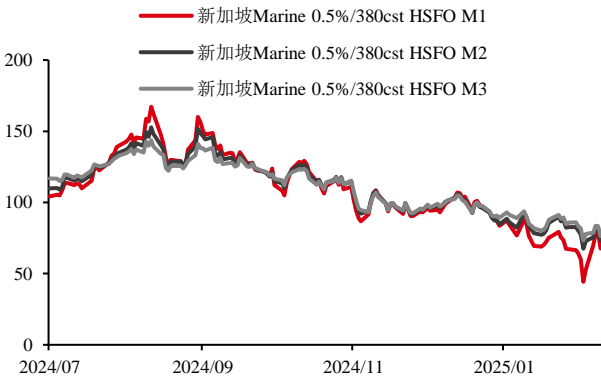
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



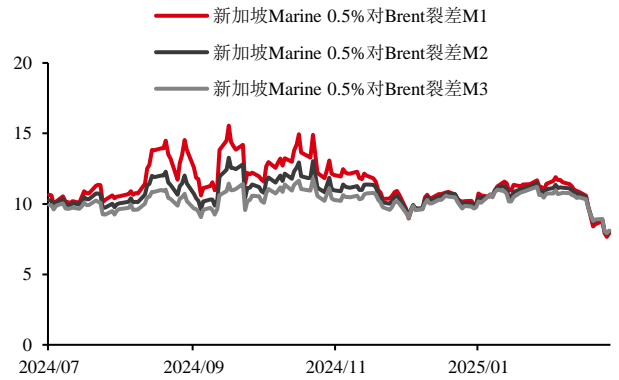
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



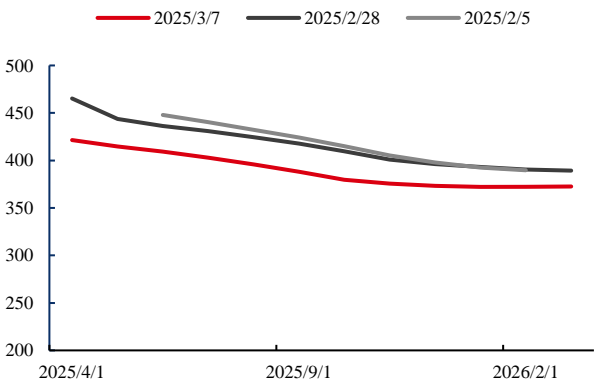
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



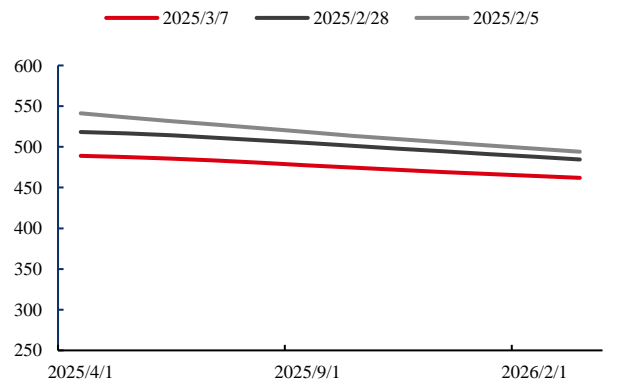
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



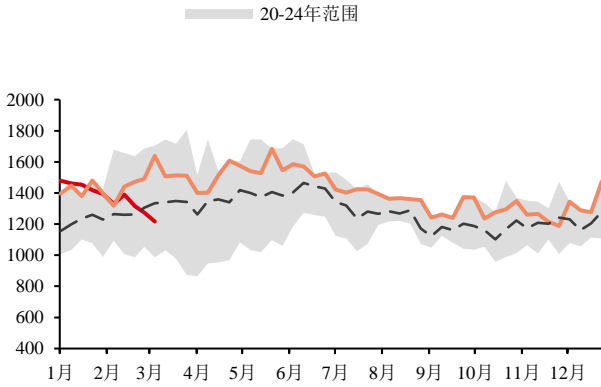
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



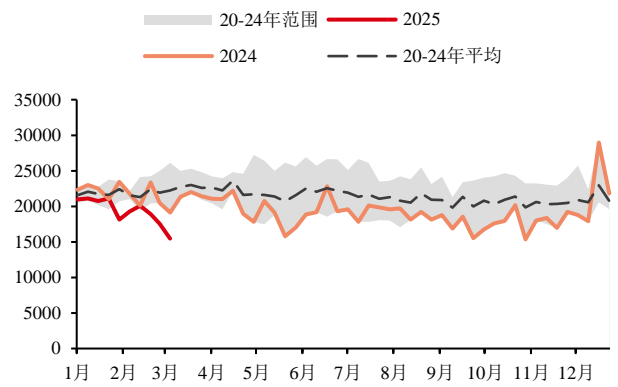
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



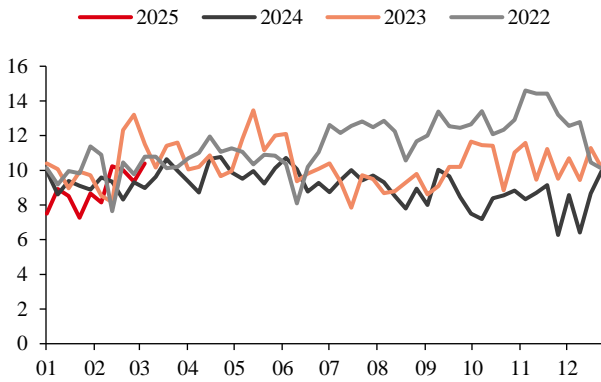
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



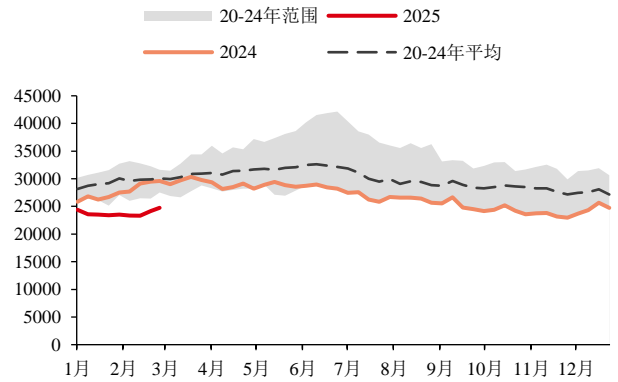
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



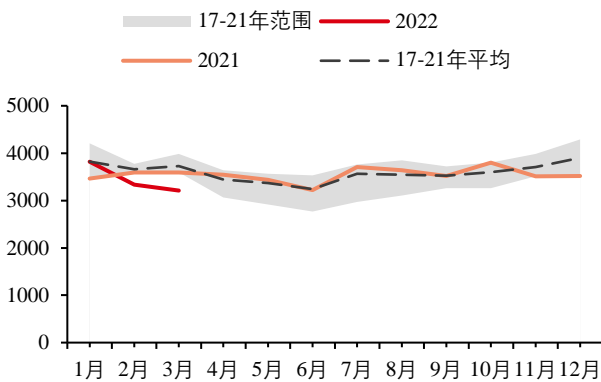
数据来源: 同花顺 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



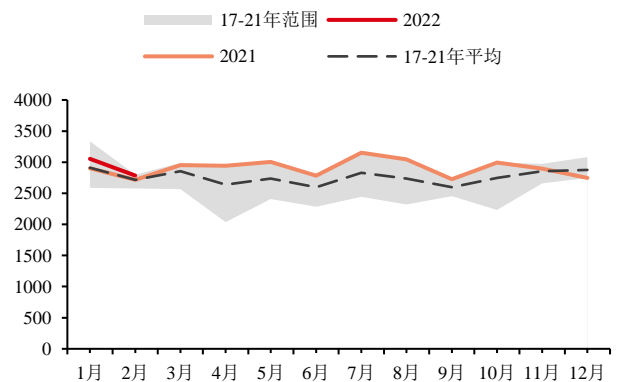
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



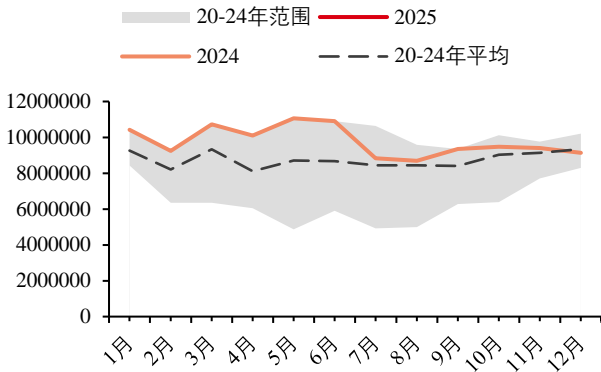
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



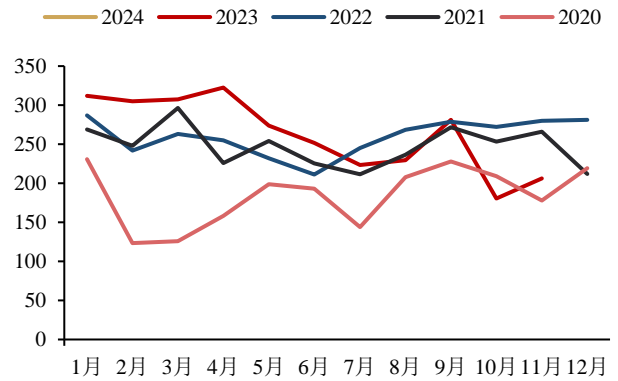
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



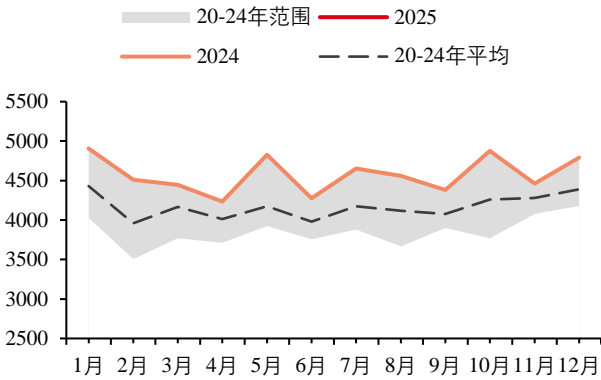
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



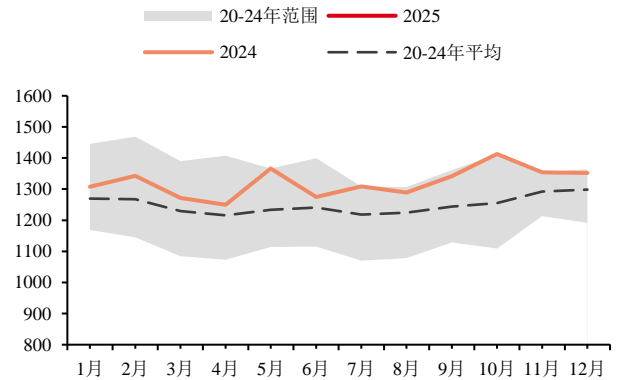
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



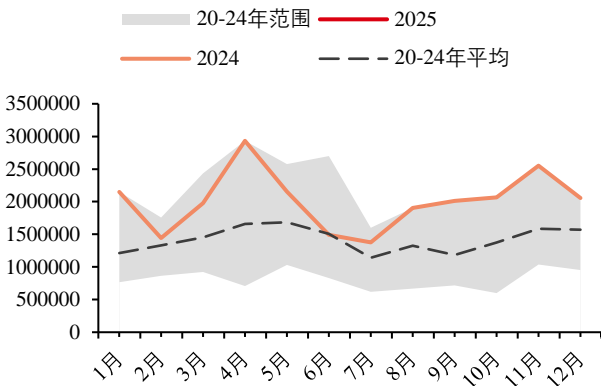
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



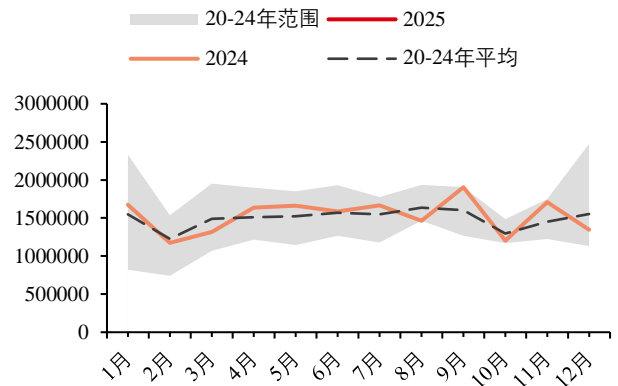
数据来源: MPA 华泰期货研究院

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