



# 低硫燃料油第二批配额下发，潜在压力仍存

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

近期原油价格呈现震荡反弹的走势，但上方阻力仍存，上涨力度有限。短期来看，在基本面矛盾不大的情况下，油价波动继续受到地缘政治以及宏观情绪的扰动。站在中期视角，原油供应弹性预计将大于需求端，供过于求的环境下油价将面临进一步的下行压力。值得一提的是，近期交通部公布了2025年货车更新计划，补贴范围进一步扩大，主要体现在以下几点：1、淘汰货车范围从国三扩大至国四；2、报废年限不足一年的货车纳入补贴；3、天然气重卡纳入补贴范围。根据卡车之家数据，目前国四以下货车数量在76万辆左右，即便是仅有一半左右的车辆更新置换，也将显著增加LNG重卡与新能源车重卡对柴油重卡的替代量，这将进一步压制国内的柴油消费，预计今年中国柴油消费维持负增长，更加巩固了原油弱需求的预期。当然，短期不确定因素较多，市场或反复波动，需要保持谨慎。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油市场结构出现边际转弱的迹象，外盘裂解价差、月差、现货贴水从高位回落，内盘则表现更弱。然而，结构性支撑矛盾并未消退，当前更多是完成对前期过高估值和近端溢价的调整。就供应端而言，俄罗斯供应出现回升，伊朗则延续收紧态势。参考船期数据，3月份俄罗斯高硫燃料油总发货量预计为250万吨，环比增加59万吨，同比减少26万吨。目前美国对俄制裁存在放松的预期，但即便将来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，也延长了未来炼厂开工负荷的恢复节奏（如果美国放松制裁）。伊朗方面，3月份发货量预计为65万吨，环比下降54万吨，同比减少107万吨。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。与伊拉克、伊朗类似，埃及国内电厂的燃料油消费同样由于天然气供应不足而增加，近期已经开启了采购，参考船期数据，埃及2月份高硫燃料油到港量为43万吨，环比增加11万吨，同比去年提升16万吨。3月份到港量或回落至26万吨，但4月份有再度增加的趋向。参考季节性趋势，埃及燃料油消费还有进一步的增长空间（去年峰值约为70万吨/月）。当然，高硫燃料油市场当前处于调整阶段，尤其是需求端的负反馈带来新的阻力。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），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。参考船期数据，海外各国对中国发货总量2月和3月仅有68和37万吨（去年同期为154和

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

185 万吨)，4 月份或维持这一趋势。近期俄罗斯 M-100 燃料油到岸贴水显著下滑，反映国内炼厂需要更便宜的价格来刺激需求，这或是近期内盘弱于外盘的原因之一。整体来看，高硫燃料油市场结构已进入边际转弱的阶段，但潜在的利多因素仍存，尤其是发电端需求的增量可能会超出往年季节性，临近夏季市场将迎来新的利好因素催化。

低硫燃料油方面，近期随着高硫端调整，高低硫燃油价差有所回升，但低硫自身市场驱动相对较弱，裂解价差、月差整体处于弱勢运行的状态。据金联创消息：2025 年第二批低硫船用燃料油出口配额 520 万吨正式下发，较去年第二批增加 120 万吨（第一批配额与去年持平）。随着配额增加，国内低硫燃料油增产空间将更为充裕，从价格层面对低硫油小幅利空。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。具体来看，前期由于阿祖尔炼厂装置检修，科威特低硫燃料油供应收紧，但目前已经有回升的迹象。参考船期数据，科威特 3 月份低硫燃料油发货量预计为 68 万吨，环比 2 月增加 39 万吨，接近峰值水平。此外，巴西 3 月低硫燃料油发货量预计为 96 万吨，环比 2 月增加 15 万吨，同比去年提升 20 万吨。整体来看，低硫燃料油剩余产能较为充裕，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或有限。但站在中期视角，该品种还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，上有阻力下有支撑

低硫方面：震荡，中期偏空思路看待

跨品种：关注逢低多 FU2507-2509 价差机会

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；俄罗斯供应迅速恢复；中东与埃及燃料油发电需求不及预期；高硫燃料油船燃需求不及预期

## 目录

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

---

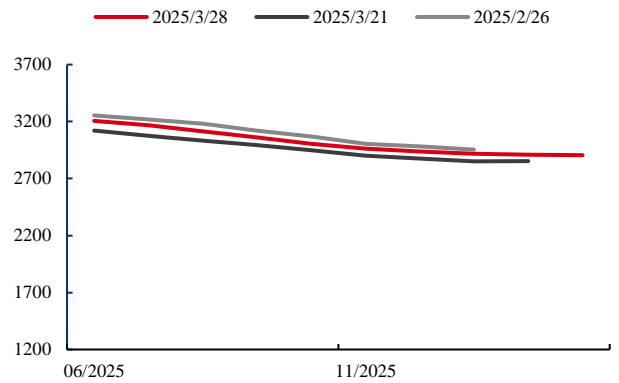
图 36: 俄罗斯燃料油出口量   单位: 千吨 .....	10
图 37: 巴西燃料油产量   单位: 桶 .....	11
图 38: 墨西哥燃料油产量   单位: 千吨 .....	11
图 39: 新加坡船燃总销量   单位: 千吨 .....	11
图 40: 新加坡单船平均加油量   单位: 吨 .....	11
图 41: 中国燃料油进口量   单位: 吨 .....	11
图 42: 中国燃料油出口量   单位: 吨 .....	11

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



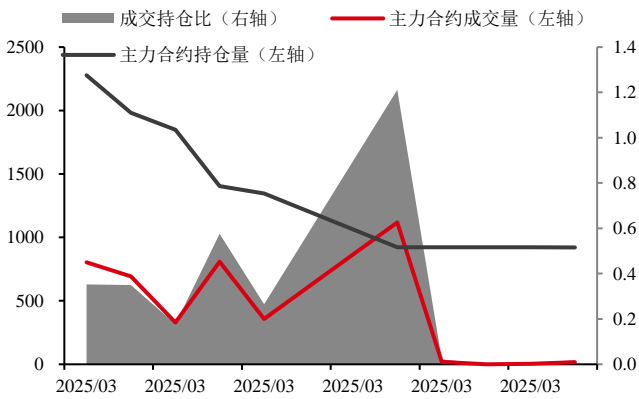
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



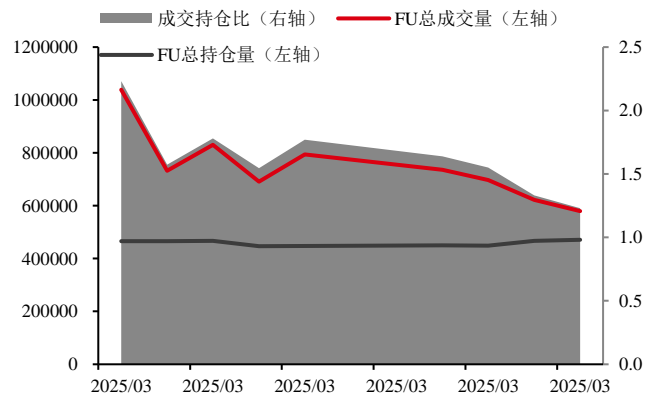
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



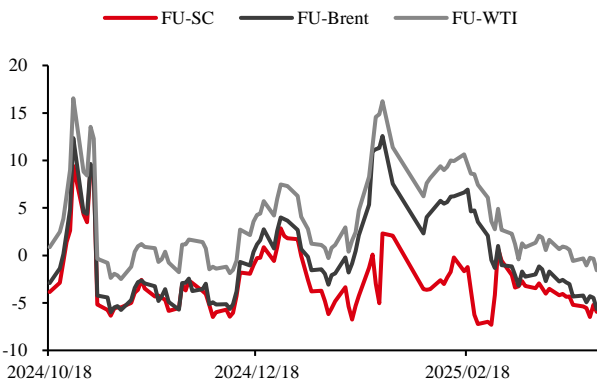
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



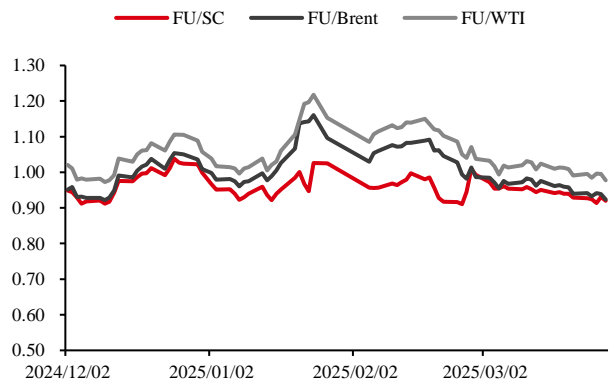
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



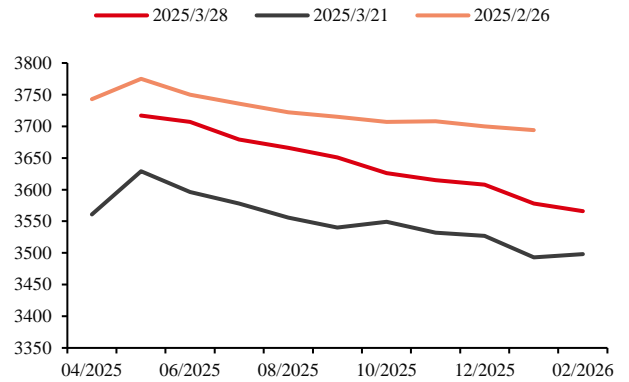
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



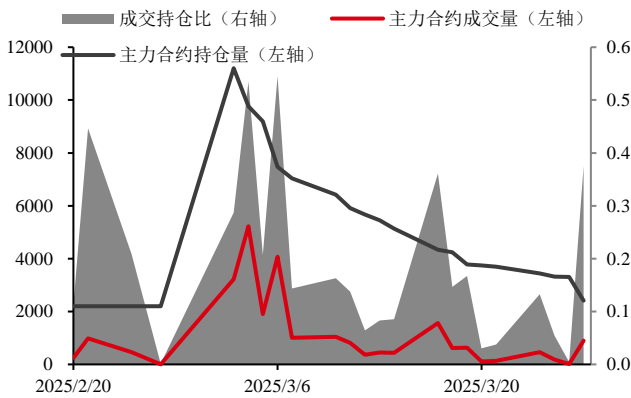
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



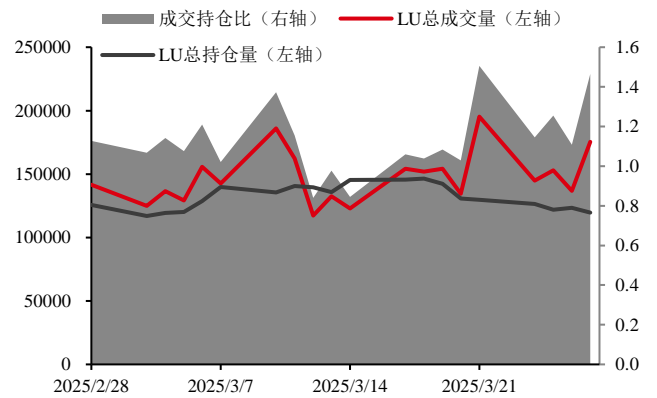
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



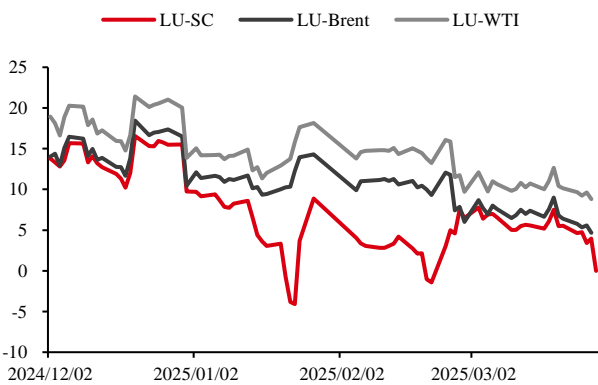
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: INE LU 总成交持仓量 | 单位: 手



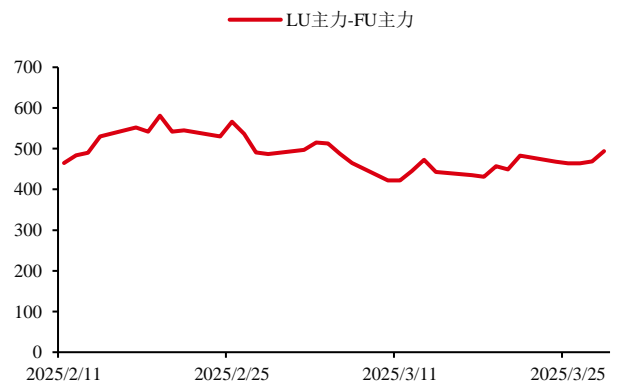
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



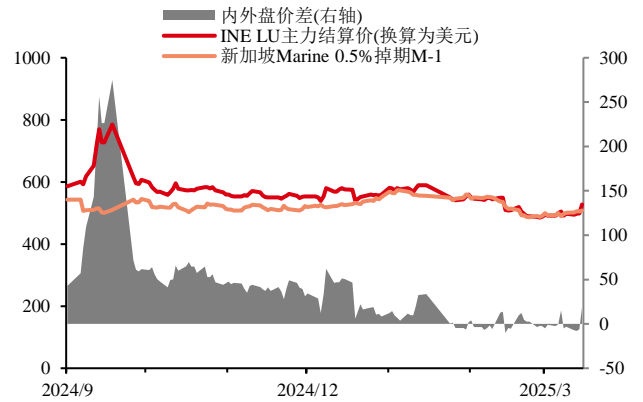
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



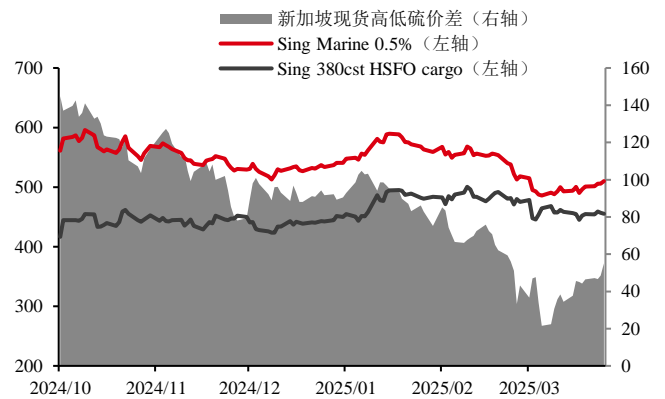
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

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



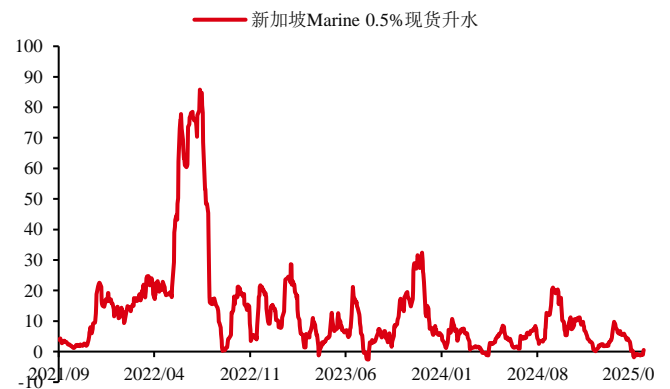
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



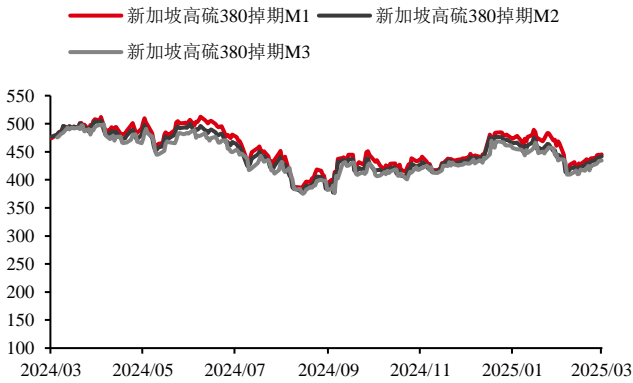
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5% 现货贴水 | 单位: 美元/吨



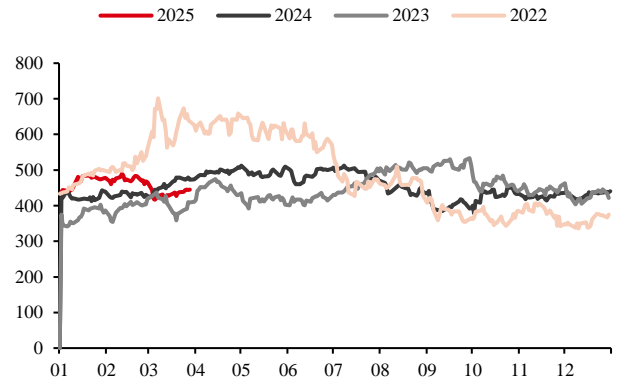
数据来源: Platts 华泰期货研究院

**图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨**



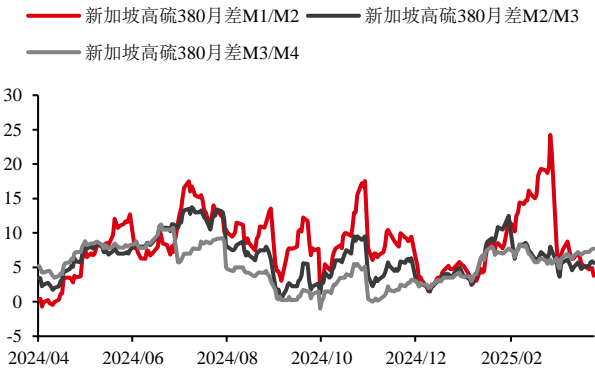
数据来源: Platts 华泰期货研究院

**图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨**



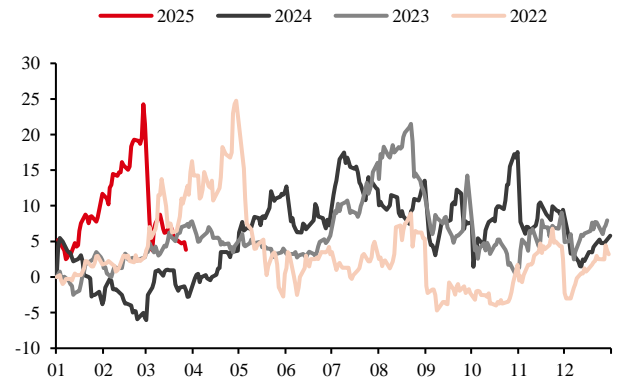
数据来源: Platts 华泰期货研究院

**图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨**



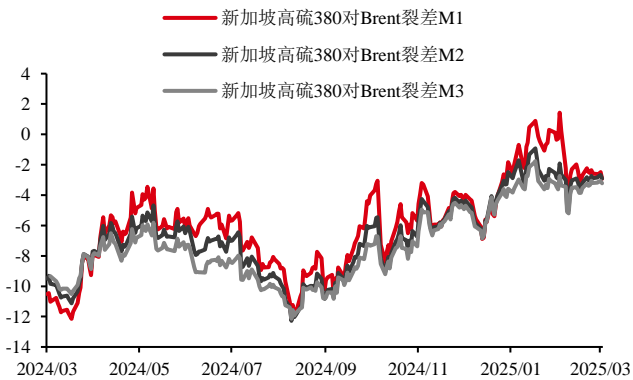
数据来源: Platts 华泰期货研究院

**图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨**



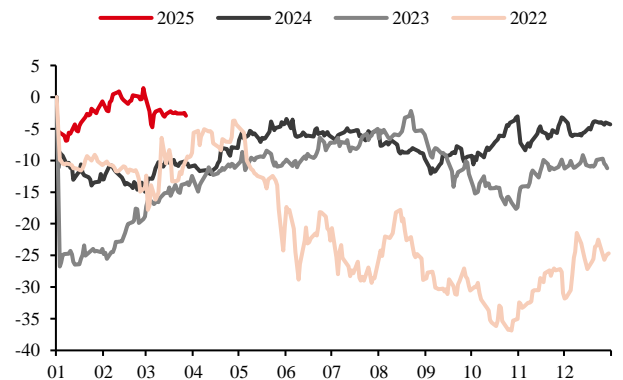
数据来源: Platts 华泰期货研究院

**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

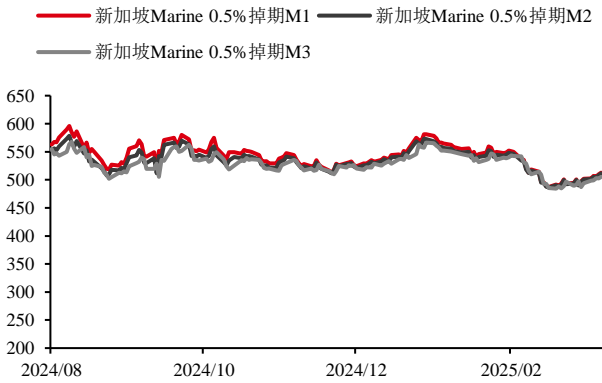
**图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶**



数据来源: Platts 华泰期货研究院

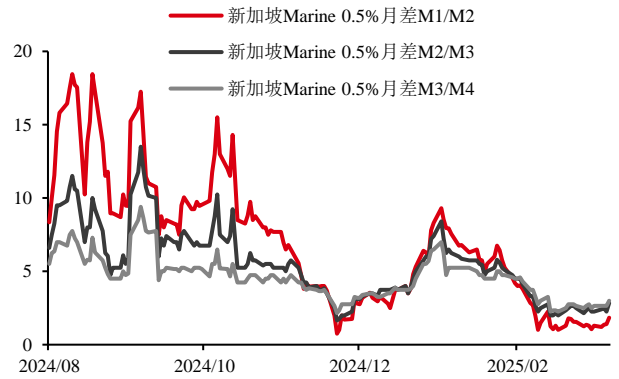


图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



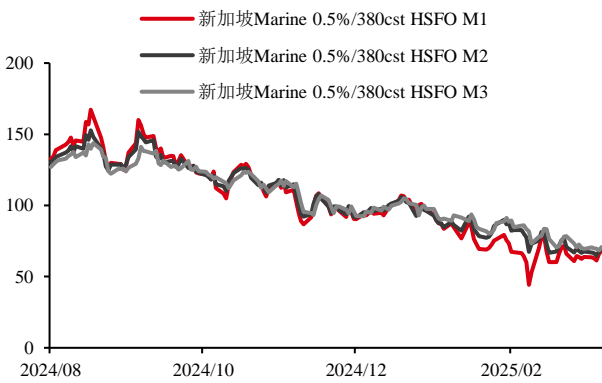
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



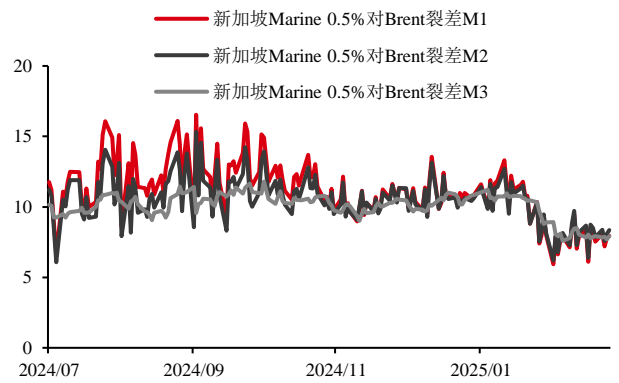
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



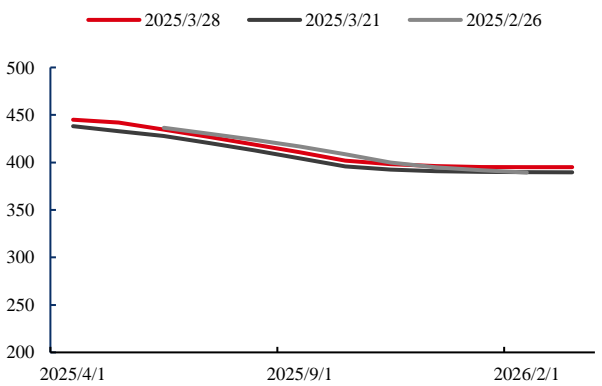
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



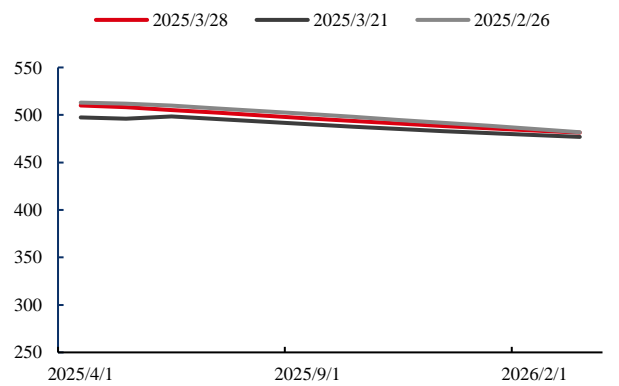
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



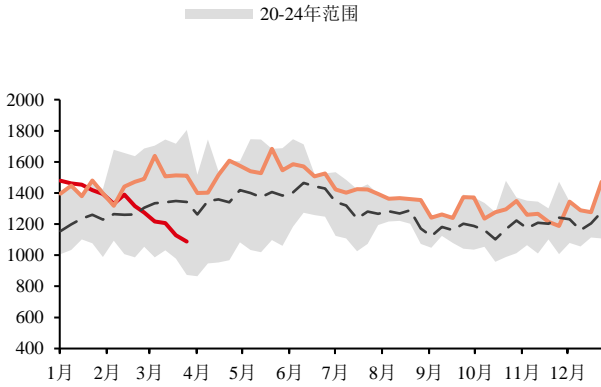
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



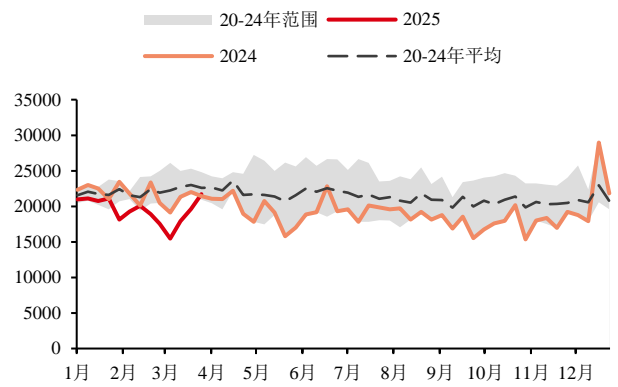
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



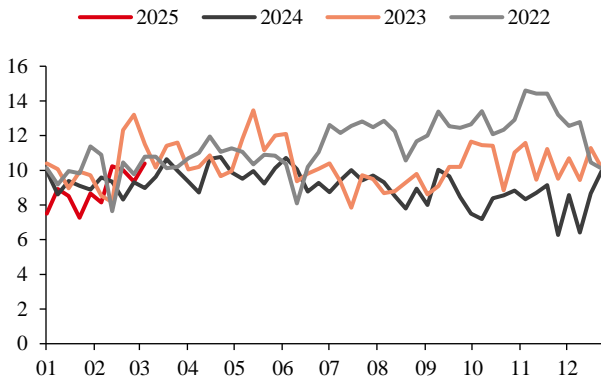
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



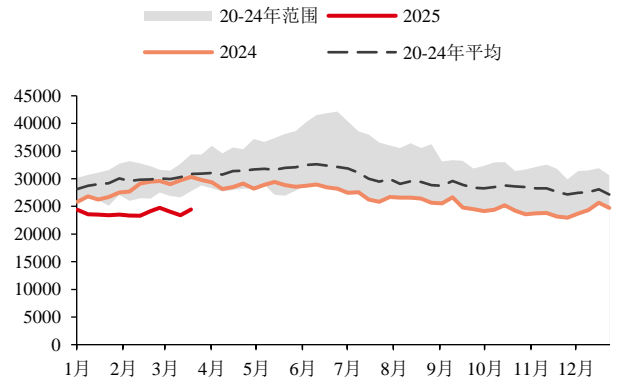
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



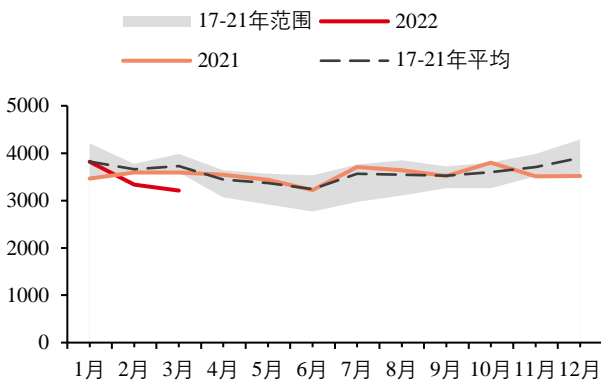
数据来源: 同花顺 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



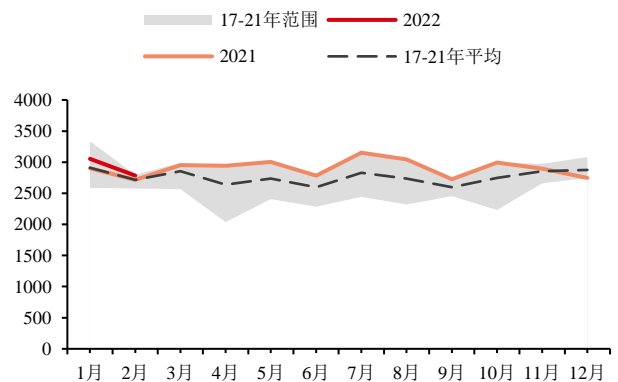
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



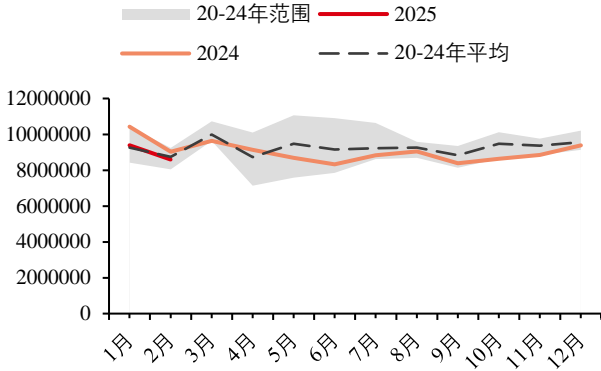
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



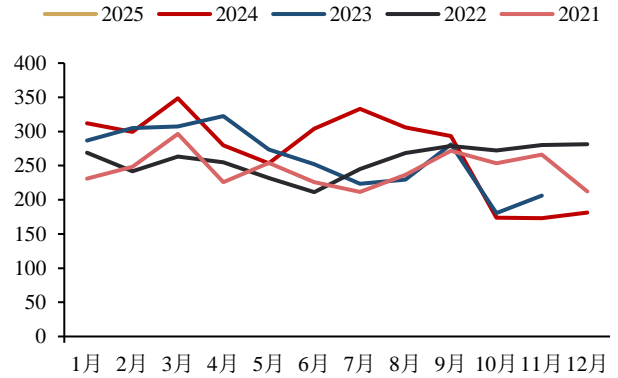
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



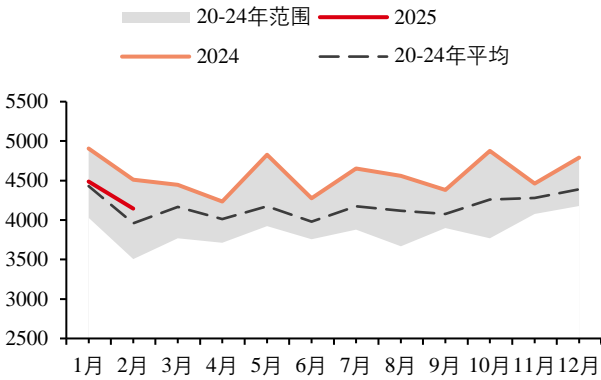
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



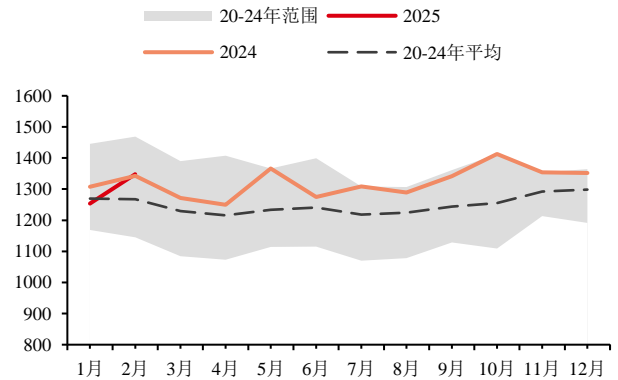
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



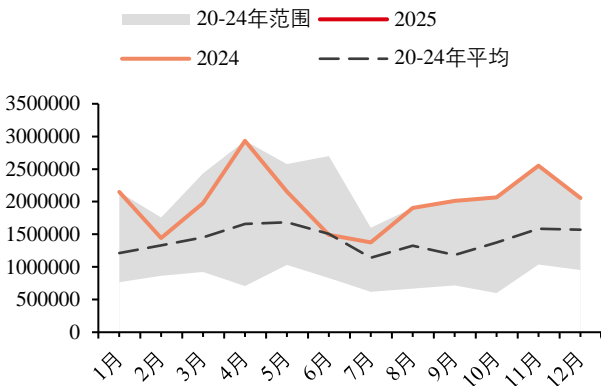
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



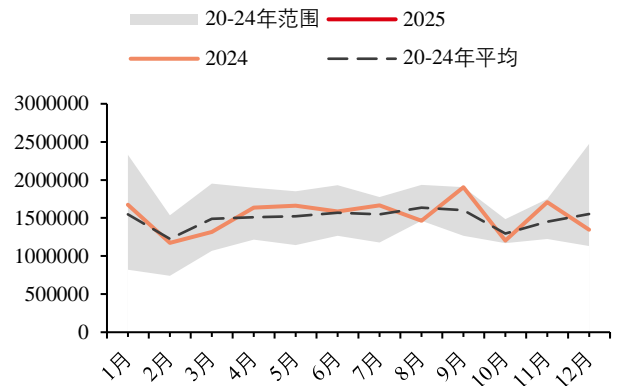
数据来源: MPA 华泰期货研究院

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