

油价大幅下跌，航运端需求面临冲击

研究院 能源化工组

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

核心观点

■ 市场分析

近日原油市场风云突变，在欧佩克增产叠加美国“对等关税”的冲击下，短时间内与风险资产共振下跌，Brent、WTI 跌幅均超过 10%。而受到原油端与宏观环境的影响，清明假期期间（4 月 4 日）新加坡高硫 380cst 燃料油与 Marine 0.5%低硫燃料油掉期首行价格跌幅分别达到 6.38%和 5.4%。

就燃料油自身基本面而言，近期在需求端负反馈的影响下，高硫燃料油市场结构已进入边际转弱的阶段，但结构性支撑因素并未证伪（重质原油偏紧、炼厂装置升级），且由于发电厂的原料替代需求增加，临近夏季市场将迎来新的利好催化，市场在调整充分后有再度走强的驱动。

站在中期视角，低硫燃料油自身的供需矛盾尚未看到转机。且由于贸易冲突的加剧，航运业需求或面临更大的压力。而与高硫不同的是，低硫燃料油下游消费领域相对更为集中在船用领域，因此市场对全球海运需求的下滑将更为敏感。此外，低硫燃料油还处在自身需求份额被其他燃料替代的趋势中。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（初步估计需求降幅在 10 万桶/天），目前来看低硫油市场弱势预期或难以逆转。

■ 策略

高硫方面：震荡偏弱

低硫方面：震荡偏弱

跨品种：无

跨期：等待市场企稳后，可关注逢低多 FU2507-2509 价差机会

期现：无

期权：无

■ 风险

贸易冲突持续加剧；油价大幅波动；海外低硫燃料油供应不及预期；低硫船燃需求大幅回升

目录

核心观点	1
原油：欧佩克增产叠加关税冲击，油价大幅下跌	3
高硫燃料油：市场结构边际转弱，但结构性支撑仍存	4
低硫燃料油：需求或进一步承压，弱势预期难以逆转	8

图表

图 1: 全球原油卫星库存 单位：百万桶	3
图 2: 国际原油基准价格 单位：美元/桶	3
图 3: WTI 原油月差 单位：美元/桶	4
图 4: BRENT 原油月差 单位：美元/桶	4
图 5: 原油与美股走势 单位：美元/桶	4
图 6: 原油与美元指数走势 单位：美元/桶	4
图 7: 俄罗斯高硫燃料油发货量 单位：千吨/月	6
图 8: 俄罗斯对亚洲燃油发货量 单位：千吨/月	6
图 9: 伊朗高硫燃料油发货量 单位：千吨/月	6
图 10: 全球高硫油浮仓库存 单位：千吨	6
图 11: 中国高硫燃料油进口量 单位：千吨/月	7
图 12: 印度燃油进口量 单位：千吨/月	7
图 13: 沙特燃料油进口量 单位：千吨/月	7
图 14: 巴基斯坦燃油进口量 单位：千吨/月	7
图 15: 新加坡柴油裂解价差 单位：美元/桶	7
图 16: 新加坡高硫燃料油裂解价差 单位：美元/桶	7
图 17: 新加坡低硫燃料油现货升贴水 单位：美元/吨	8
图 18: 亚太低硫燃料油裂解价差 单位：美元/桶	8
图 19: 亚太汽油裂解价差 单位：美元/桶	8
图 20: 亚太柴油裂解价差 单位：美元/桶	8
图 21: 全球低硫燃料油浮仓库存 单位：千吨	9
图 22: 新加坡燃料油库存 单位：千桶	9
图 23: 加氢新产能投放计划 单位：万桶/天	9
图 24: 科威特低硫燃料油发货量 单位：千吨/月	9

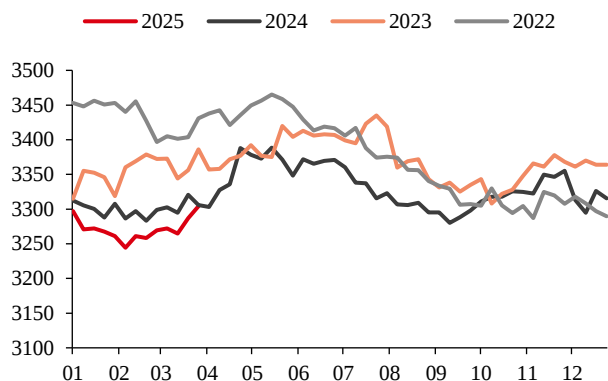
原油：欧佩克增产叠加关税冲击，油价大幅下跌

近日原油市场风云突变，在欧佩克增产叠加美国“对等关税”的冲击下，短时间内与风险资产共振下跌，Brent、WTI 跌幅均超过 10%。而受到原油端与宏观环境的影响，清明假期期间（4 月 4 日）新加坡高硫 380cst 燃料油与 Marine 0.5%低硫燃料油掉期首行价格跌幅分别达到 6.38%和 5.4%。

具体来看，特朗普政府的“对等关税”对宏观经济以及原油市场的冲击尤为显著，其范围（囊括全球主流国家）与幅度均大大超出之前，并且可能引发其他国家反制关税举措的预期，目前我国已经宣布关税反制。在贸易冲突加剧的背景下，全球石油需求将面临明显的利空影响（有机构预计降幅在 100 万桶/天）。

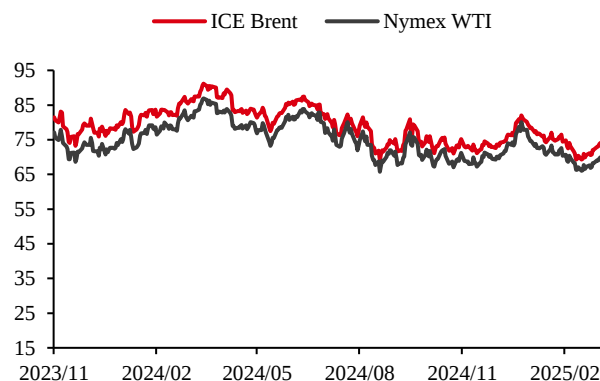
此外，欧佩克 3 日发表声明说，8 个欧佩克和非欧佩克产油国决定自今年 5 月起日均增产 41.1 万桶，这一增产量高于市场预期。因此，原油市场当前面临来自供应与需求端的双重压力，油价在短时间内的向下崩塌也体现了预期的弱势。考虑到关税争端刚刚开始，宏观层面的不确定性较大，建议保持谨慎。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



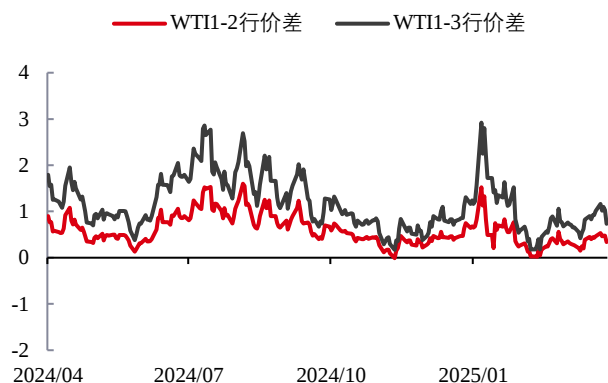
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



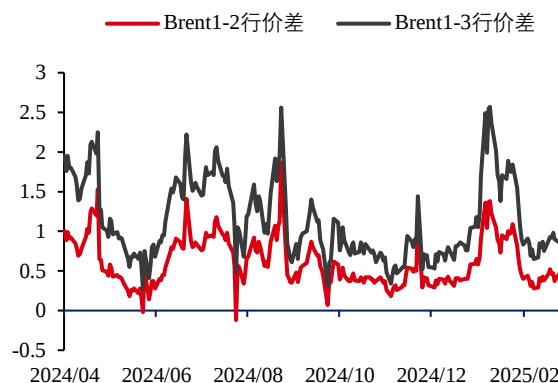
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



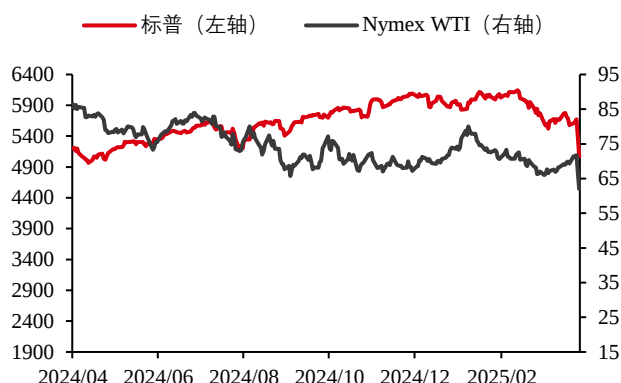
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



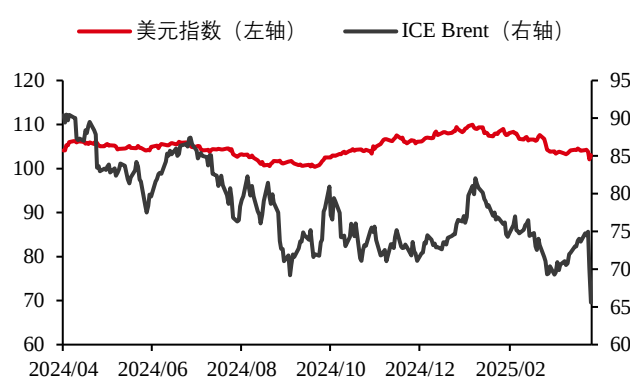
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

高硫燃料油：市场结构边际转弱，但结构性支撑仍存

排除原油与宏观环境的扰动，高硫燃料油市场结构近期也处于边际转弱的阶段，尤其现货贴水与月差出现大幅回落，裂解价差跌幅相对不明显。我们认为市场调整的核心原因在于估值和现货溢价过高引发需求端的负反馈，主要反映在炼厂终端。在单桶价值接近 Brent 原油的背景下，高企的原料成本压制了焦化、加氢裂化等装置的利润，从而利空炼厂对燃料油原料的采购需求。此外，国内成品油消费税抵扣政策调整后，炼厂额外增加了约 400 元/吨上下的税费成本，导致国内地方炼厂需求的下滑更为显著。

参考船期数据，今年 1 到 3 月海外对我国高硫燃料油发货量分别为 91、68 和 38 万吨，相比去年同期分别下降 43、86 和 147 万吨。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。

往前看，在消费税成本增加、下游成品油消费偏弱的市场环境下，我国地方炼厂低开工与弱需求的状态或将延续。考虑到目前高硫燃料油采购量已经降至低位水平，未来进一步减少的空间有限。此外，由于美国“对等关税”或引发更剧烈的贸易冲突，全球航运需求面临潜在冲击，对船用燃料油需求形成抑制。近年由于脱硫塔数量的迅速增长，高硫燃料油在船用端的市场份额也显著提升，这也意味着在航运终端的风险敞口的扩大。

不过，在炼厂与航运终端需求的利空因素之外，高硫燃料油市场仍然存在结构性支撑因素，中期供需格局并未完全崩塌。

供应层面，美国对伊朗和俄罗斯的制裁压制了两大高硫燃料油生产国的供应。其中，在俄乌与俄美间谈判开启后，美国对俄制裁确实存在放松的预期，但目前和谈尚未有实质性进展，即便将来落地也需要一个时间窗口。此外，乌克兰持续性的无人机打击导致俄罗斯炼厂等石油基础设施损坏，也延长了未来炼厂开工负荷的恢复节奏；而与俄罗斯类似，伊朗燃料油供应同样受到美国制裁影响而收紧。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，进一步导致出口下滑。参考船期数据，伊朗今年 1-3 月份高硫燃料油发货量分别为 118、119 和 65 万吨，相比去年同期分别下降 13、36 和 107 万吨。而与俄罗斯所不同的是，特朗普政府对伊朗的态度要比拜登时代更为强硬，并奉行极限施压措施。因此伊朗石油生产与贸易层面面临的压力将是持续性、甚至不断加强的，其高硫燃料油供应或难以回升（除非部分亚洲国家大幅增加进口）。

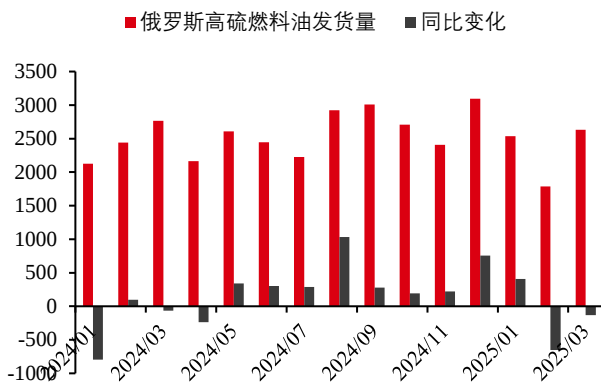
此外，在美国制裁下，伊朗与伊拉克之间的油气互换渠道受阻，而伊朗自身的天然气短缺的影响也将外溢到伊拉克。随着夏季临近、电力需求增加，伊拉克电厂需要消耗更多燃料油（高硫为主）来填补天然气的缺口。与伊朗、伊拉克情况类似的还有埃及，去年由于国内天然气产量下滑，埃及旺季燃料油进口就显著增加，预计今年这一矛盾还将延续。因此，除了季节性效应外，今年中东与埃及等地高硫燃料油消费预计存在额外的需求增量。

具体来看，美国对俄罗斯、伊朗制裁的影响在逐步兑现，两大燃料油主产国的供应均呈现下滑态势。参考船期数据，俄罗斯 1、2 月份高硫燃料油发货量分别为 223 和 213 万吨，对比 12 月份水平减少 80 和 90 万吨。虽然俄美谈判已经开启，美国放松甚至解除制裁的预期有所增加。但短期来看，俄罗斯燃料油供应难以显著恢复，尤其考虑到乌克兰无人机对炼厂的攻击行为还在持续，近期俄罗斯炼厂的非计划检修量显著增加

(当前总量预计在 44 万桶/天左右)，在经济与物理层面的双重打击下，俄炼化系统正遭遇困境。伊朗方面，2 月份高硫燃料油发货量仅有 94 万吨，环比 1 月下降 20 万吨，同比去年减少 60 万吨。与俄罗斯不同的是，特朗普政府对伊朗的态度要比拜登时代更加强硬，因此未来伊朗供应的阻力只会愈来愈大。再叠加国内天然气产量的下滑（需要用更多燃料油来填补电力端的原料缺口），伊朗高硫燃料油出口或存在进一步下滑的空间。与此同时，伊朗与伊拉克之间存在油气交换协议，在伊朗天然气供应减少的背景下，伊拉克也需要使用更多燃料油来满足国内需求，尤其到了夏季用电高峰时对外出口将受到额外限制。

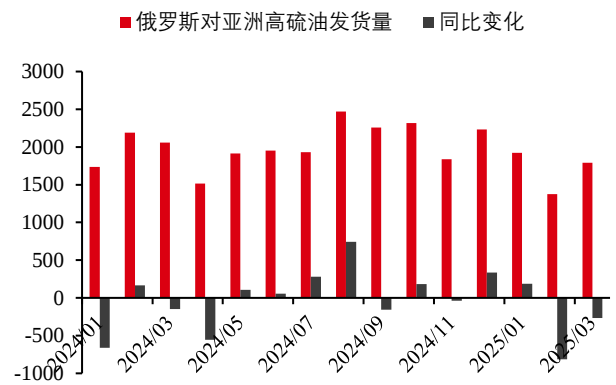
整体来看，虽然当前在需求端负反馈的影响下，高硫燃料油市场结构已进入边际转弱的阶段，但结构性支撑因素并未证伪（重质原油偏紧、炼厂装置升级），且由于发电厂的原料替代需求增加，临近夏季市场将迎来新的利好催化，市场在调整充分后有再度走强的驱动。

图 7：俄罗斯高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



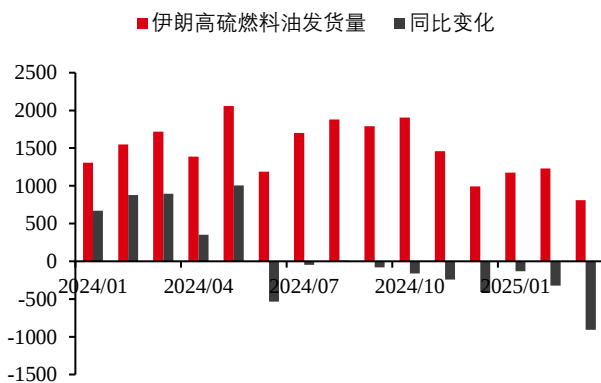
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：俄罗斯对亚洲高硫油发货量 | 单位：千吨/月



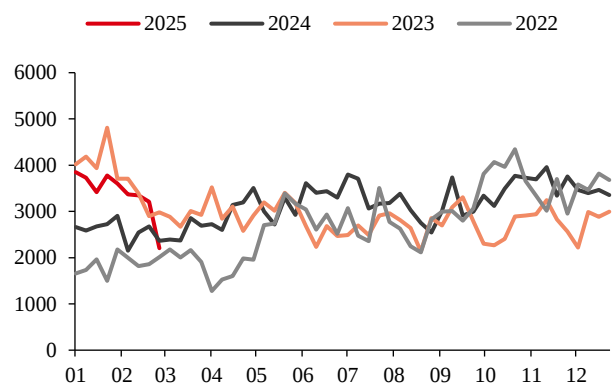
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：伊朗高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



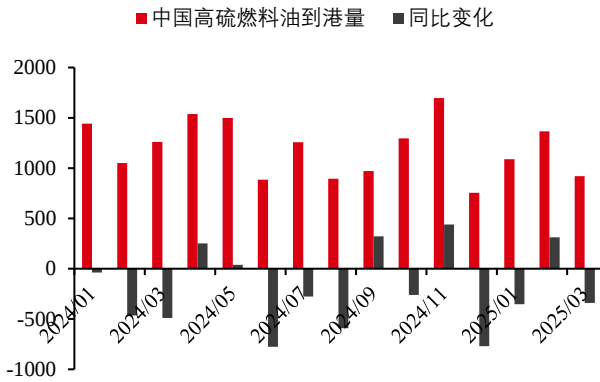
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：全球高硫油浮仓库存 | 单位：千吨



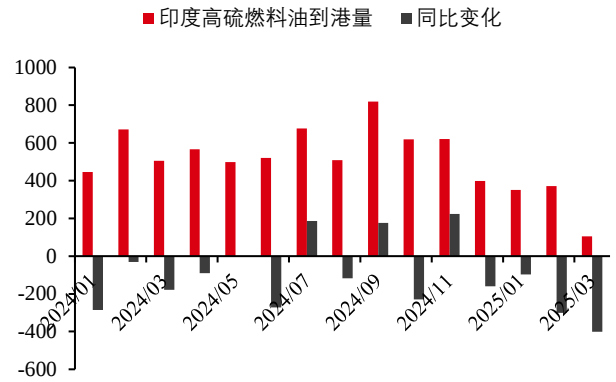
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 11: 中国高硫燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



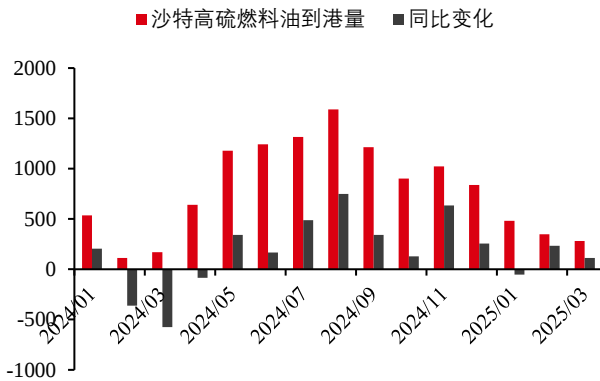
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 12: 印度燃油进口量 | 单位: 千吨/月



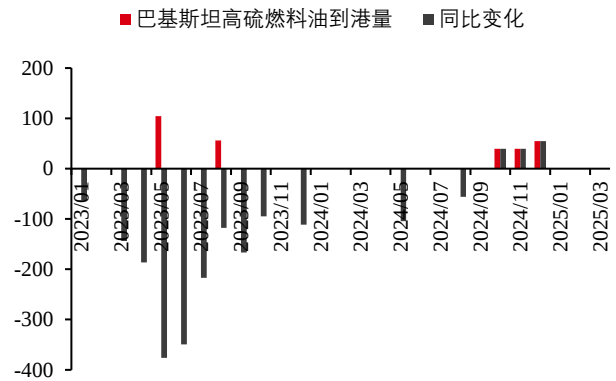
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 13: 沙特燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



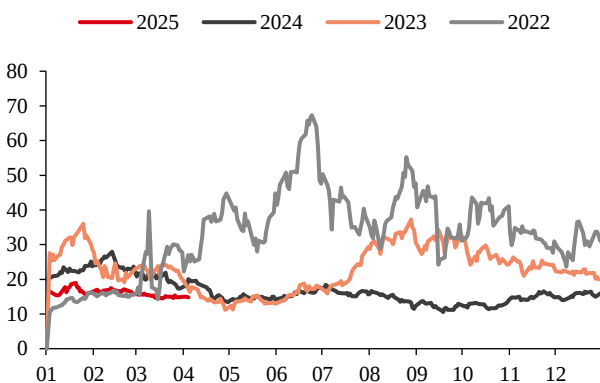
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 14: 巴基斯坦燃油进口量 | 单位: 千吨/月



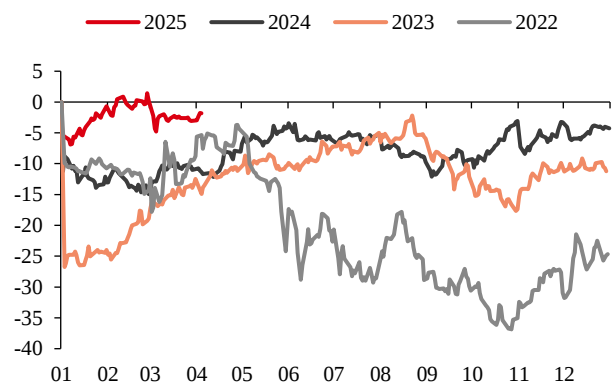
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 15: 新加坡柴油裂解价差 | 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 16: 新加坡高硫燃料油裂解价差 | 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

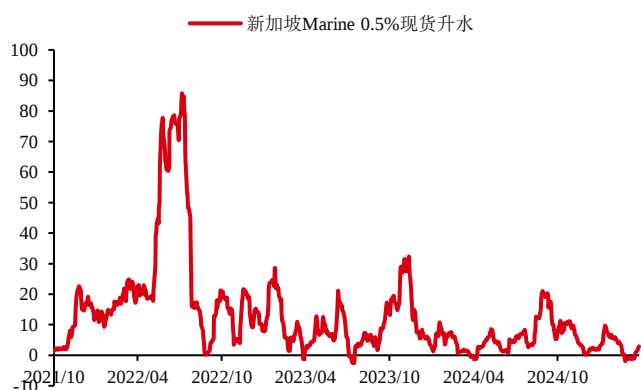
低硫燃料油：需求或进一步承压，弱势预期难以逆转

近期低硫油市场结构短期有所企稳，高低硫价差从低位有所回升，但自身基本面仍较为宽松，不具备走强的驱动。

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。国内方面，根据金联创资讯：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）。考虑到MGO也包含在配额之中，今年低硫燃料油出口退税配额数量相比去年并没有明显增加，目前的利润水平也不利于炼厂大幅增产低硫油。然而由于国内主营低硫剩余产能较多、以及柴油端存在过剩矛盾，未来一旦低硫燃料油相对利润有所修复，国内供应仍存在增长空间。

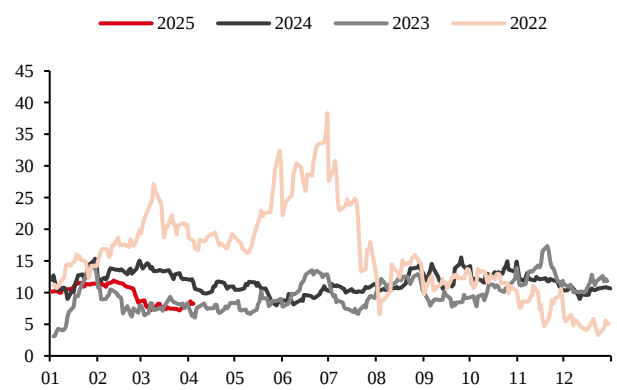
站在中期视角，低硫燃料油自身的供需矛盾尚未看到转机。且由于贸易冲突的加剧，航运业需求或面临更大的压力。而与高硫不同的是，低硫燃料油下游消费领域相对更为集中在船用领域，因此市场对全球海运需求的下滑将更为敏感。此外，低硫燃料油还处在自身需求份额被其他燃料替代的趋势中。5月份地中海ECA正式落地（要求船燃硫含量低于0.1%），将对低硫燃料油消费造成进一步冲击（初步估计需求降幅在10万桶/天），目前来看低硫油市场弱势预期或难以逆转。

图 17：新加坡低硫燃料油现货升贴水 | 单位：美元/吨



数据来源：Platts 华泰期货研究院

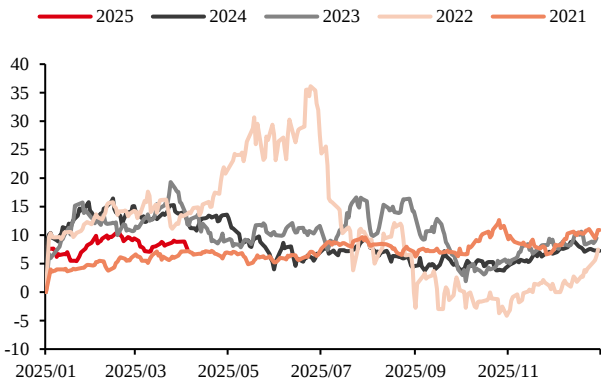
图 18：亚太低硫燃料油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

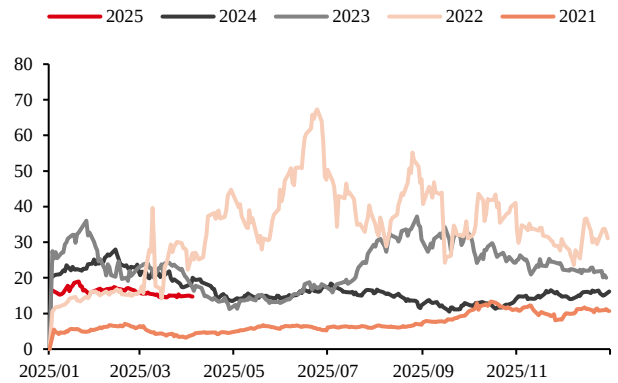
图 19：亚太汽油裂解价差 | 单位：美元/桶

图 20：亚太柴油裂解价差 | 单位：美元/桶



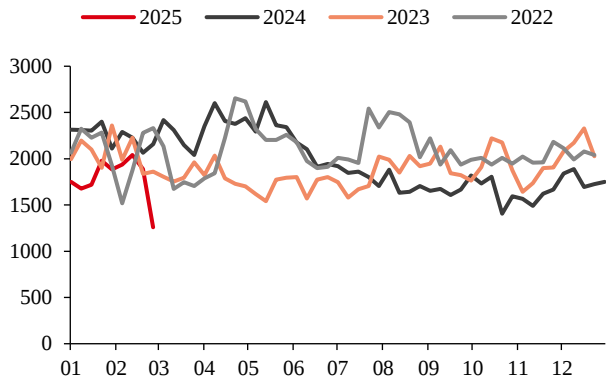
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 全球低硫燃料油浮仓库存 | 单位: 千吨



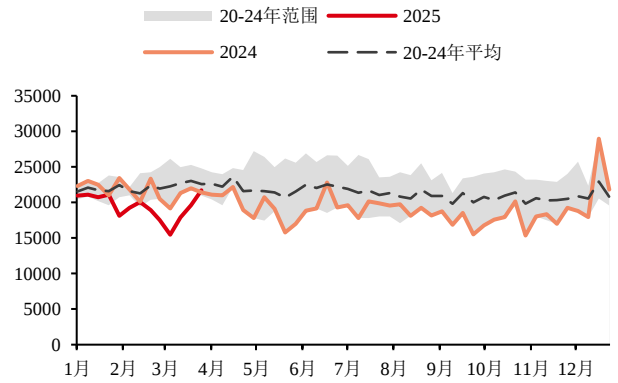
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



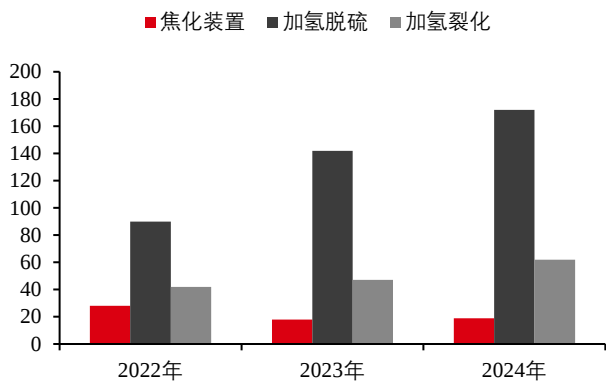
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 23: 加氢新产能投放计划 | 单位: 万桶/天

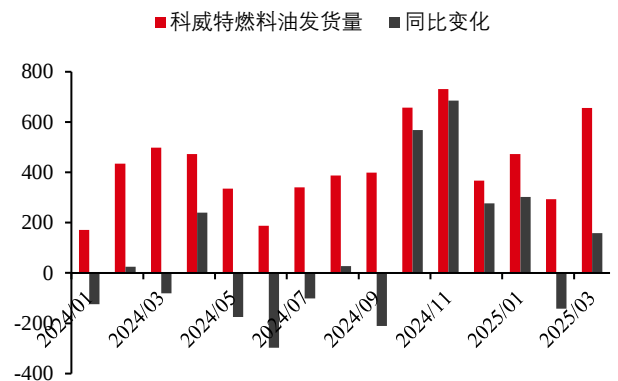


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 科威特低硫燃料油发货量 | 单位: 千吨/月



数据来源: EA 华泰期货研究院



数据来源: Kpler 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