

假期油价大幅回撤，高硫油转弱预期逐步兑现

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

策略摘要

高硫燃料油基本面边际转弱的预期正在逐步兑现，未来可持续关注空配FU价差头寸的机会。短期由于原油出现大幅波动、宏观与地缘不确定性增加，我们建议观望为主，等待原油企稳。

核心观点

■ 市场分析

中秋国庆假日期间原油价格大幅下跌，Brent和WTI原油分别回撤至84和81美元/桶左右，预计节后内盘原油和燃料油期货将跟随走低。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油市场最强的阶段已经过去，近期价差结构的转弱也在逐步兑现预期。往前看，我们认为高硫燃料油估值依然存在回调空间，但裂差回到年初低位的概率较低。因为结构性的支撑因素并未逆转，重油趋紧+炼厂深加工能力提升的格局将为高硫燃料油基本面提供基本盘，市场暂不存在明显过剩的前景。

与此同时，低硫燃料油市场格局没有大的变化，产能增长+需求增量不足的矛盾将持续压制估值。此外，近期汽柴油利润呈现出边际转弱的迹象，这意味着低硫燃料油组分可能会回流，对于低硫油市场形成新的利空。不过基于低硫燃料油当前的估值与库存水平，我们认为市场整体压力也相对有限，只是缺乏走强的驱动。

整体来看，在原油出现大幅波动、宏观与地缘不确定性增加的背景下，我们建议短期观望为主，等待原油企稳后再寻找新的机会。

策略

单边中性，短期观望为主，等待原油企稳；中期关注空配FU价差头寸的机会（FU/SC、FU/BU）

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
核心观点	1
原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加	3
高硫燃料油：转弱预期逐步兑现，但结构性支撑仍存	4
低硫燃料油：科威特出口放量，市场压制因素延续	7

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	3
图 4: BRENT 原油月差 单位: 美元/桶	3
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: 俄罗斯原油发货量 单位: 千桶/天	5
图 8: 俄罗斯成品油发货量 单位: 千桶/天	5
图 9: 俄罗斯高硫燃料油发货量 单位: 千吨/月	5
图 10: 俄罗斯对亚洲燃油发货量 单位: 千吨/月	5
图 11: 伊朗高硫燃料油发货量 单位: 千吨/月	6
图 12: 全球高硫油浮仓库存 单位: 千吨	6
图 13: 中国高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	6
图 14: 印度燃油进口量 单位: 千吨/月	6
图 15: 沙特燃料油进口量 单位: 千吨/月	6
图 16: 巴基斯坦燃油进口量 单位: 千吨/月	6
图 17: 新加坡柴油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 18: 新加坡高硫燃料油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 19: 新加坡低硫燃料油现货升贴水 单位: 美元/吨	7
图 20: 亚太低硫燃料油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 21: 亚太汽油裂解价差 单位: 美元/桶	8
图 22: 亚太柴油裂解价差 单位: 美元/桶	8
图 23: 中国集装箱出口运价指数 单位: 无	8
图 24: BDI 运价指数 单位: 无	8
图 25: 全球低硫燃料油浮仓库存 单位: 千吨	8
图 26: 新加坡燃料油库存 单位: 千桶	8
图 27: 加氢新产能投放计划 单位: 万桶/天	9
图 28: 科威特燃料油发货量 单位: 千吨/月	9

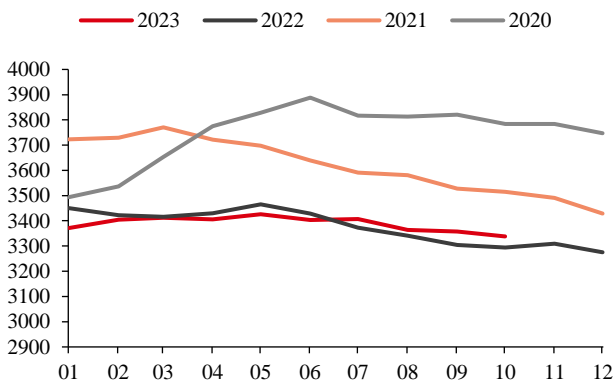
原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加

中秋国庆假日期间原油价格大幅下跌，Brent 和 WTI 原油分别回撤至 84 和 81 美元/桶左右，原油远期曲线近月升水有所回落，但整体维持强 Back 结构，同时海外汽油裂解价差延续下行至负值，柴油裂差高位小幅回落。

从月差与实货贴水的情况来看，原油实货市场偏紧的格局没有明显缓解，10月4号召开的欧佩克会议未调整其产量政策，四季度平衡表预计维持去库格局。同时卫星库存数据显示全球石油库存继续下降至低位。我们认为本轮油价下跌主要因素与今年上半年下跌类似，均是利率冲高导致短期市场情绪出现转向，美债收益率与美元走强对油价产生压制，下跌驱动更多来自宏观情绪与资金面，原油自身基本面仍旧坚挺。成品油方面，汽油裂差大幅下跌主要驱动是 EIA 美国汽油库存大幅增加(650 万桶)，且 9 月开始美东地区与欧洲陆续切换冬季牌号可以调入更多石脑油。柴油方面，虽然俄罗斯基本取消了柴油出口禁令但基本符合市场预期，裂差下跌幅度有限。

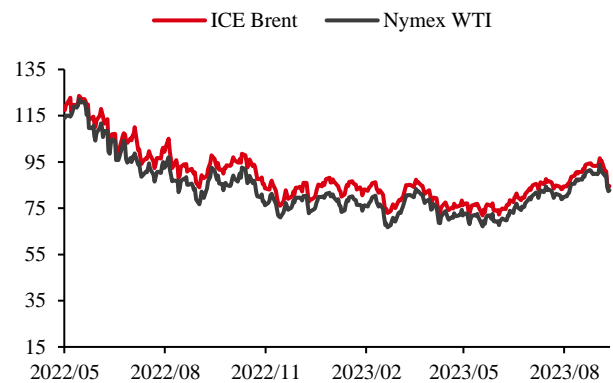
最后值得注意的是，近期地缘层面的不确定性有所增加。一方面，需要关注沙特与美国关系的进展，如果美沙签署共同防御协议，双方关系改善后沙特可能会调整产量政策（增产）来帮助缓解通胀压力；另一方面，临近开市巴以局势加剧，当地时间 7 日清晨，加沙地带巴勒斯坦武装组织向以色列境内发射多枚火箭弹，以色列国防军发表声明称其已进入战争状态。由于冲突发生在周末，外盘原油尚未对其作出反映，但节后原油市场可能面临更多来自地缘政策的变数。

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

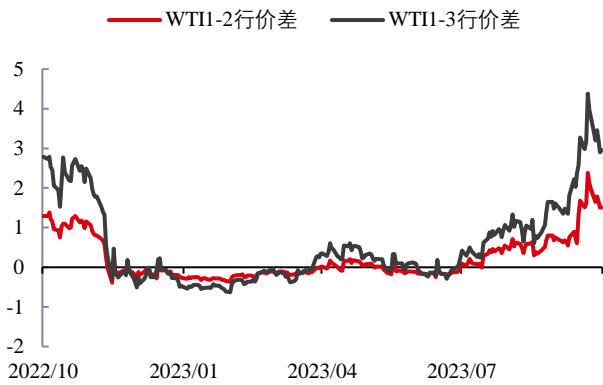
图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



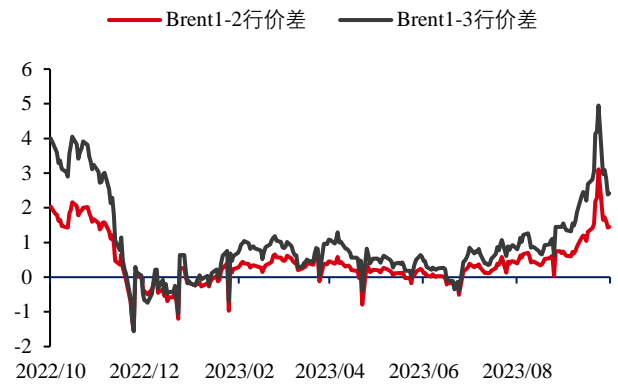
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：WTI 原油月差 | 单位：美元/桶

图 4：Brent 原油月差 | 单位：美元/桶

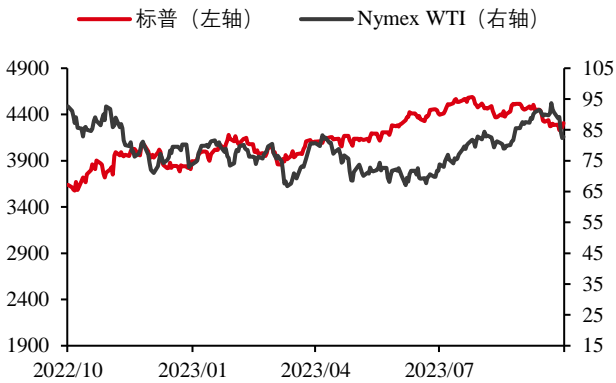


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院



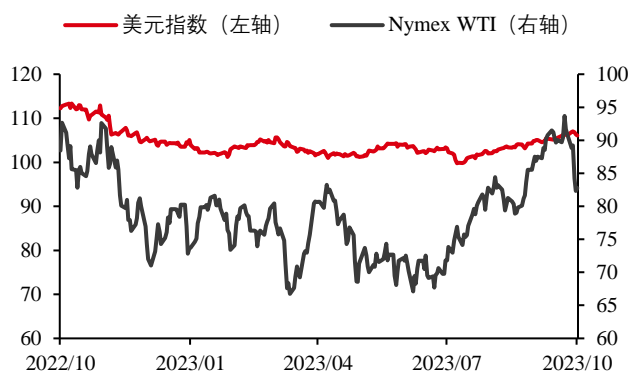
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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：转弱预期逐步兑现，但结构性支撑仍存

今年以来高硫燃料油市场整体表现较强，但近一两个月有明显边际转弱的迹象，这一趋势也与我们此前的预期相吻合，反映在价格走势上，燃料油裂解价差、月差均显著回撤，背后是来自供需两端利好因素的部分撤退。

就供应端而言，我们观察到近期俄罗斯高硫燃料油出口显著回升，9月份发货量达到237万吨，环比8月份增加65万吨，同比去年提升12万吨，前期检修的部分炼厂回归将带动俄罗斯供应增加。与此同时，伊朗高硫燃料油出口有收紧迹象，9月份发货量预计在97万吨，环比8月下降39万吨。俄罗斯和伊朗货源在一定程度上存在竞争关系，因此会有此消彼长，但9月份其发货量加总仍有26万吨的环比增幅。

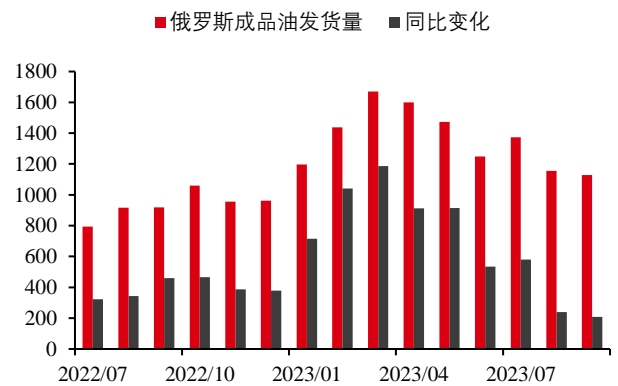
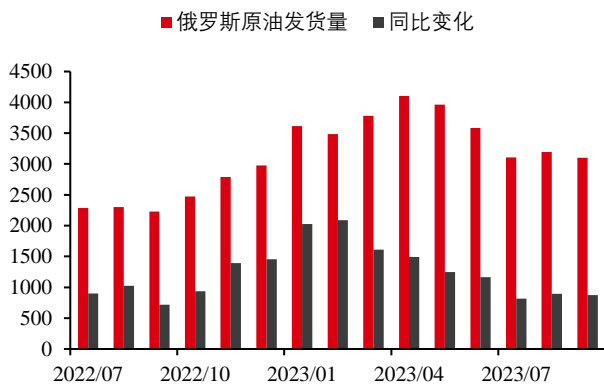
需求方面，炼厂与发电这两个重要下游的消费近期均呈现出边际转弱的态势，这两点都在预期之内。其中，炼厂采购需求（相比上半年高基数）的回落部分反映燃料油加

工经济性的下滑。更重要的是，作为上半年燃料油需求的火车头，国内地方炼厂此前大规模的进口迅速消耗了 1620 万吨的年度（非国营）燃料油进口允许量，配额不足将对炼厂采购形成一定制约。此外，稀释沥青通关问题的解决也降低了部分炼厂进口燃料油资源的紧迫性。反映到数据上，我国 9 月份高硫燃料油到港量预计仅有 51 万吨，环比减少 58 万吨，更远低于上半年 150 万吨/月左右的水平。至于发电端需求，则与具备十分显著的季节性特征。随着夏季用电高峰结束，（以沙特为代表）中东等地需求将逐月减少，有望对外释放更多的燃料油资源。

整体而言，高硫燃料油市场最强的阶段已经过去，近期价差结构的转弱也在逐步兑现预期。往前看，我们认为高硫燃料油估值依然存在回调空间，但裂差回到年初低位的概率较低。因为结构性的支撑因素并未逆转，重油趋紧+炼厂深加工能力提升的格局将为高硫燃料油基本面提供基本盘，市场暂不存在明显过剩的前景。

图 7：俄罗斯原油发货量 | 单位：千桶/天

图 8：俄罗斯成品油发货量 | 单位：千桶/天

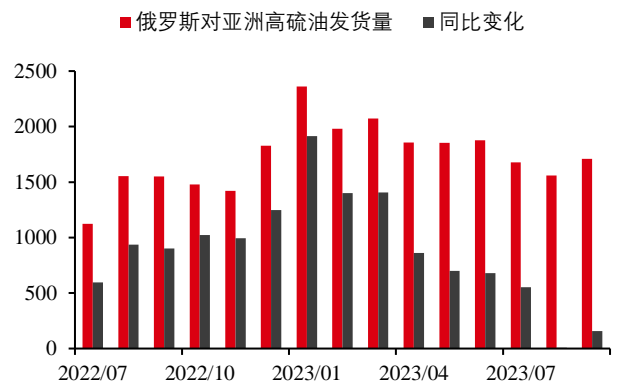
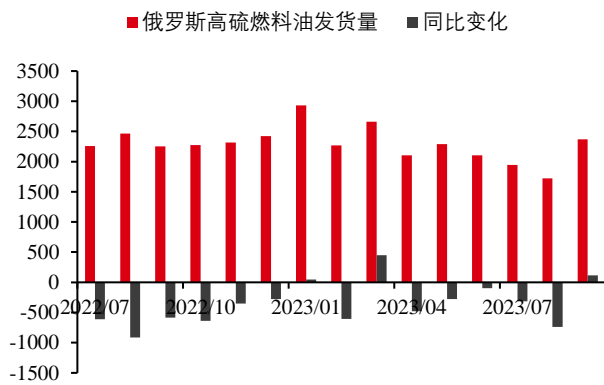


数据来源：Kpler 华泰期货研究院

数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：俄罗斯高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月

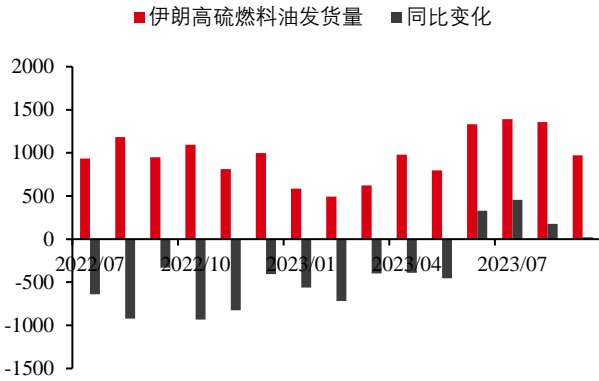
图 10：俄罗斯对亚洲高硫油发货量 | 单位：千吨/月



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

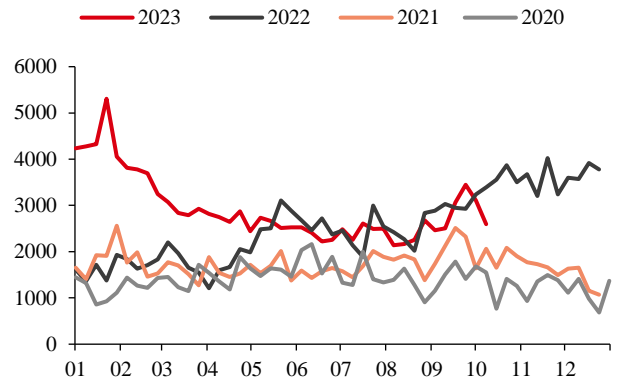
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 11: 伊朗高硫燃料油发货量 | 单位:千吨/月



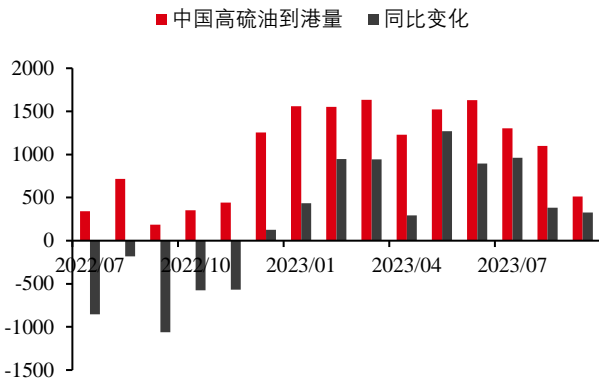
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 12: 全球高硫油浮仓库存 | 单位: 千吨



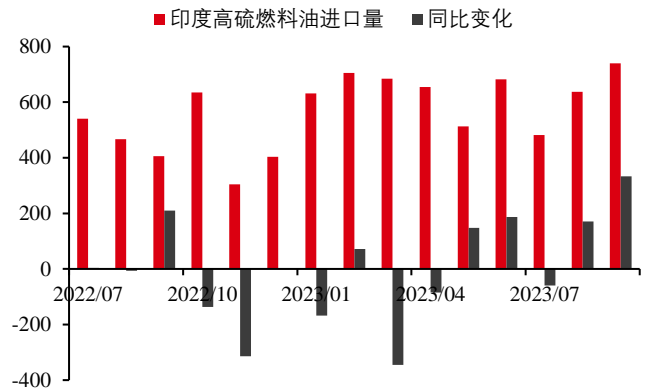
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 13: 中国高硫燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



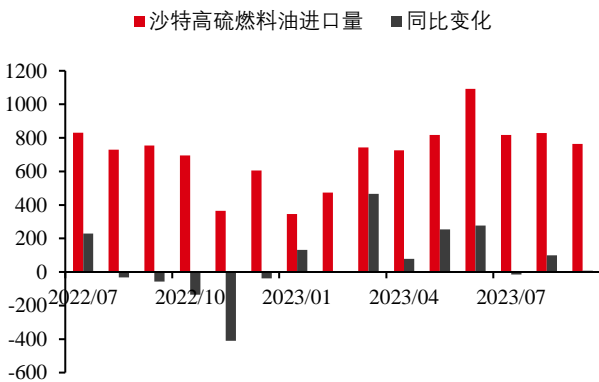
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 14: 印度燃油进口量 | 单位: 千吨/月



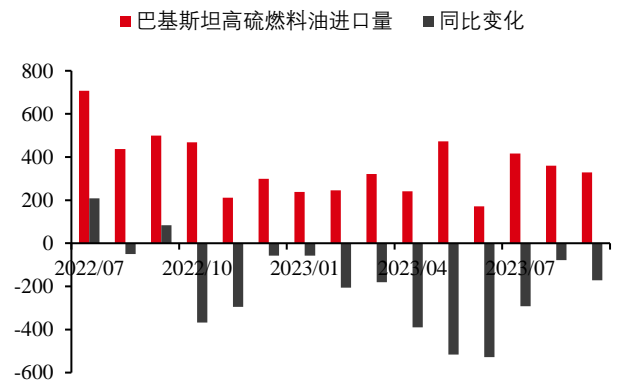
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 15: 沙特燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



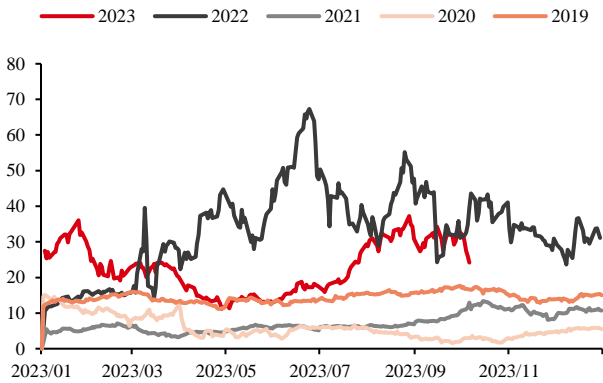
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 16: 巴基斯坦燃油进口量 | 单位: 千吨/月



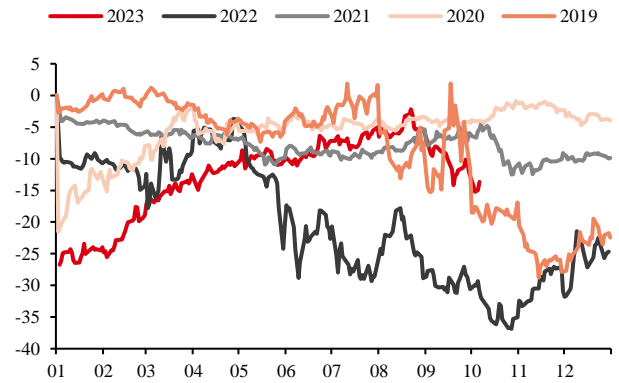
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 17: 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 18: 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: 科威特出口放量, 市场压制因素延续

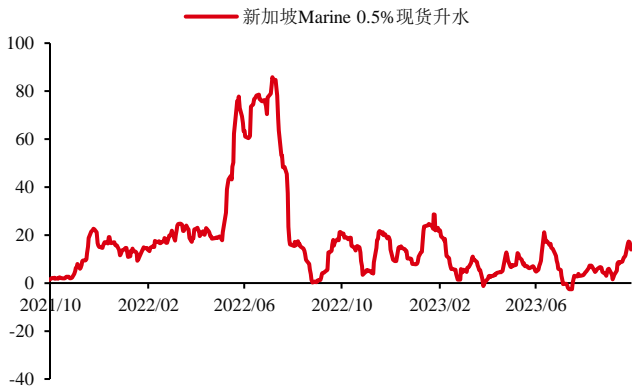
相较于高硫燃料油, 低硫燃料油市场结构在今年没有太明显的行情, 裂解价差持续低位震荡格局。其背后主要是来自新增产能的压制, 而航运业景气度不佳也导致船燃需求缺乏足够增量来消化新的货源。

具体来看, 低硫燃料油最主要的新增产能来源于中东地区, 阿祖尔炼厂投产后科威特一跃成为重要的低硫油供应国。该炼厂低硫油产能预计达到 1000 万吨/年, 其中 700 万吨计划面向国际市场。目前阿祖尔炼厂 3 套 CDU 装置已全部投入运营, 并逐步提高负荷。参考船期数据, 科威特 9 月份发货量预计达到 72 万吨, 环比 8 月增加 37 万吨, 9 月单月出口量基本对应阿祖尔炼厂满产的水平。与此同时, 我国低硫燃料油产量近期也有逐步回升的迹象。虽然需求与效益不佳导致前几个月排产量偏低、国产货源边际收紧。但站在产能和配额的角度, 我国低硫油供应存在充裕的增长空间, 内盘/保税市场 (相对外盘) 的走强有望刺激主营炼厂增产。

整体来看, 我们认为低硫燃料油市场格局没有大的变化, 产能增长+需求增量不足的矛盾将持续压制估值。值得一提的是, 近期汽柴油利润也呈现出边际转弱的迹象, 这意味着低硫燃料油组分可能会回流, 对于低硫油市场形成新的利空。当然, 基于低硫燃料油当前的估值与库存水平, 我们认为市场整体压力也相对有限, 只是缺乏走强的驱动。

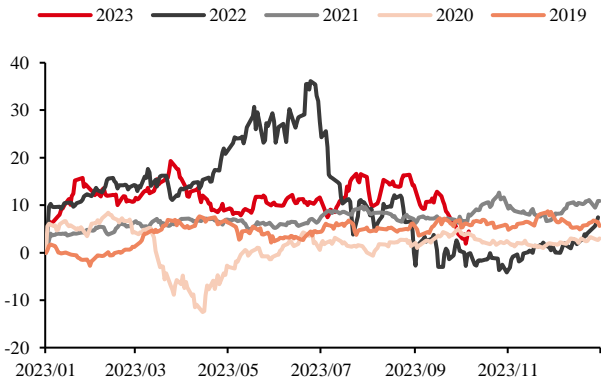
图 19: 新加坡低硫燃料油现货升贴水 | 单位: 美元/吨

图 20: 亚太低硫燃料油裂解价差 | 单位: 美元/桶



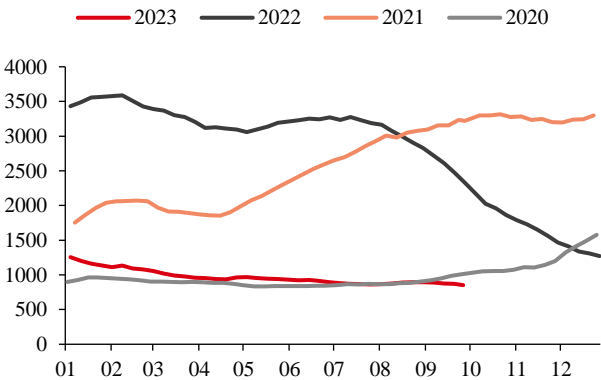
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 亚太汽油裂解价差 | 单位: 美元/桶



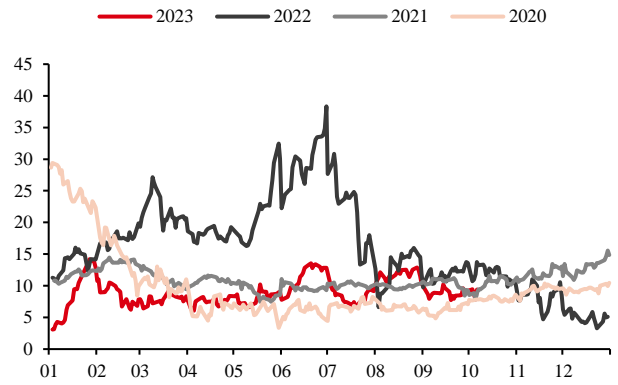
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 23: 中国集装箱出口运价指数 | 单位: 无



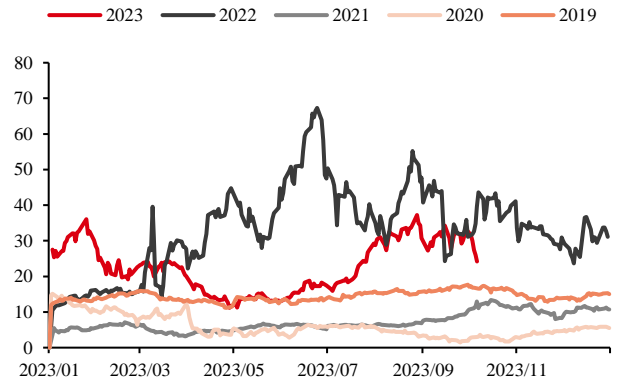
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: 全球低硫燃料油浮仓库存 | 单位: 千吨



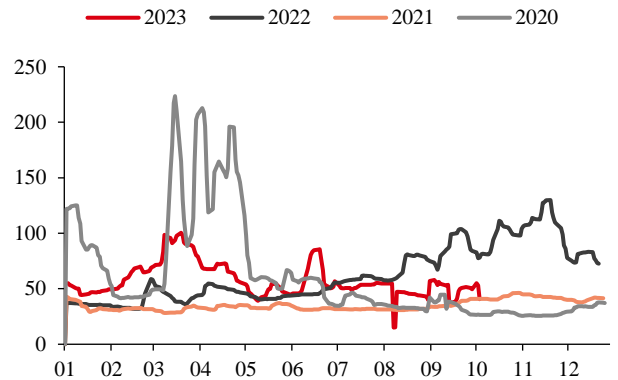
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 亚太柴油裂解价差 | 单位: 美元/桶



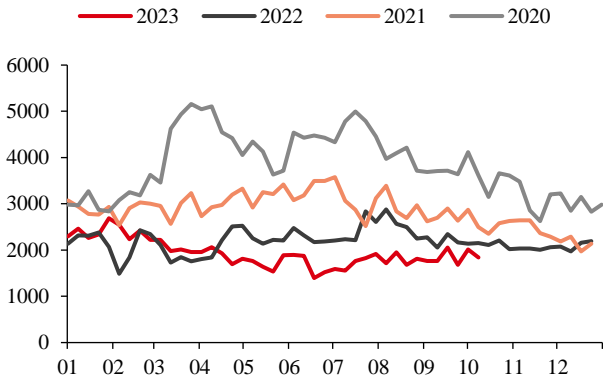
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: BDI 运价指数 | 单位: 无

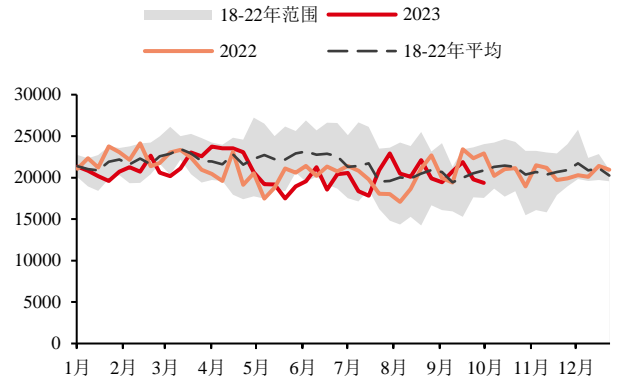


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 26: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶

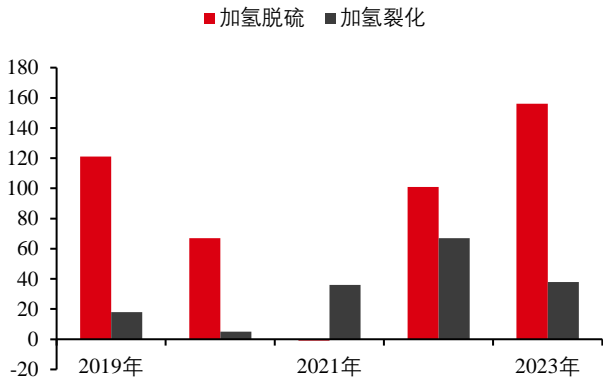


数据来源: Kpler 华泰期货研究院



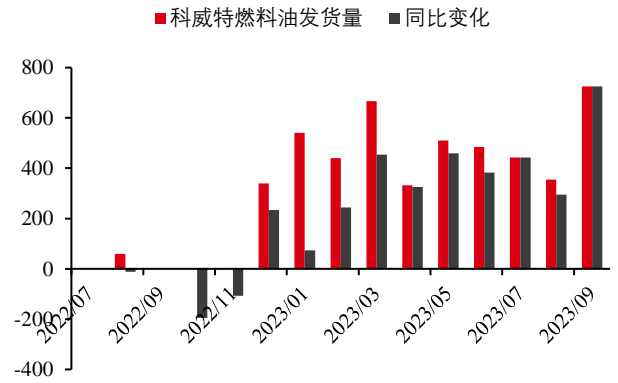
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 27: 加氢新产能投放计划 | 单位: 万桶/天



数据来源: EA 华泰期货研究院

图 28: 科威特燃料油发货量 | 单位: 千吨/月



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