

结构性矛盾下，高低硫燃油市场或持续分化

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

联系人

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

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

基于对原油及燃料油自身基本面趋势的判断，我们认为三季度可以考虑在原油企稳后逢低多 FU、LU 的思路。到了四季度如果原油趋势由强转弱，可以转为逢高空 FU 的思路。

核心观点

■ 市场分析

在结构性因素的影响下，下半年高低硫燃油的强弱分化格局或将延续。其中，我们认为低硫油市场结构将维持偏强运行，但由于前期上涨后位置已处于极高位水平，且供应端存在边际回升的预期，我们认为市场结构要进一步突破仍面临不小阻力，整体或延续高位震荡的走势，不宜过分看多。与此同时，高硫燃料油基本面未来虽然将持续承压，但当前估值已经处于历史低位区间，而且三季度消费端的利好有望对市场形成一定修复，因此同样不宜过分看空（尤其是在三季度）。

就价格预期而言，虽然 FU、LU 有各自供需的运行逻辑，但原油端对下游油品（包括低硫燃料油）价格中枢的影响无法忽视。考虑到原油市场处于现实基本面偏紧、但宏观面利空风险逐步积累的格局，短期油价趋势并不明朗，潜在的高波动率将显著干扰 FU、LU 盘面走势。但基于对三季度油价维持高位的预期，如果原油出现明显企稳迹象可以考虑逢低多 FU、LU 的波段操作，但整体上需要保持谨慎。

到四季度，原油基本面存在一定的边际转弱预期，如果届时原油端的利空实际兑现，结合燃料油自身基本面的情况，可以考虑逢高空 FU 的思路，LU 由于其强基本面则不建议空配。

■ 策略

三季度在原油企稳后逢低多 FU、LU 主力合约

■ 风险

全球炼厂开工超预期；中国低硫油产量超预期；中国成品油出口超预期；LU 仓单注册量大幅增加；航运业需求不及预期；俄罗斯石油供应下滑不及预期

目录

策略摘要	1
核心观点	1
强基本面与弱宏观面博弈，原油端波动风险增加	4
结构性因素影响下，高低硫燃油基本面显著分化	6
汽柴油强势分流组分，低硫油基本面持续偏紧	6
俄罗斯出口超预期，海外高炼油利润驱使高硫油供应被动提升	9
结构性因素影响下，高低硫燃油市场表现显著分化	10
结构性因素或在下半年延续，高低硫强弱格局难以逆转	11
结构性利好因素难以完全消退，低硫油基本面有望在下半年维持坚挺	11
开工增长趋势下高硫油或持续承压，但季节性需求增量将提供短期支撑	13
高低硫燃油强弱格局或延续，注意原油端的价值扰动	14

图表

图 1: 国际基准原油价格 单位: 美元/桶	5
图 2: 原油与美元指数 单位: 美元/桶	5
图 3: 原油与美股走势 单位: 美元/桶	5
图 4: WTI 原油跨期价差 单位: 美元/桶	5
图 5: WTI 原油远期曲线 单位: 美元/桶	5
图 6: 全球原油库存 单位: 百万桶	5
图 7: 俄罗斯柴油发货量 单位: 千吨/月	7
图 8: 俄罗斯 VGO 发货量 单位: 千吨/月	7
图 9: 欧洲汽油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 10: 欧洲柴油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 11: 汽油对低硫油价差 单位: 美元/吨	7
图 12: 柴油对低硫油价差 单位: 美元/吨	7
图 13: 新加坡船燃销量 单位: 千吨	8
图 14: 新加坡低硫船燃销量 单位: 千吨	8
图 15: 中国燃料油进口量 单位: 吨	8
图 16: 中国燃料油出口量 单位: 吨	8
图 17: 俄罗斯出口燃料油品质 单位: 无	9
图 18: 俄罗斯燃油发货量 单位: 千吨/月	9
图 19: 俄罗斯对美国燃料油发货量 单位: 千吨/月	9
图 20: 俄罗斯对亚太燃油发货量 单位: 千吨/月	9
图 21: 全球炼厂检修量 单位: 千桶/天	10
图 22: 全球炼厂原油加工量 单位: 千桶/天	10
图 23: 低硫燃料油现货升贴水 单位: 美元/吨	11
图 24: 高硫燃料油现货升贴水 单位: 美元/吨	11

图 25: 外盘高低硫燃油价差 单位: 美元/吨	11
图 26: 不同油品裂差走势的分化 单位: 美元/桶	11
图 27: 低硫燃料油国产量 单位: 万吨/月	12
图 28: 炼厂原油加工量 (含预期) 单位: 千桶/天	12
图 29: NBP 天然气期货价格 单位: 美元/百万英热.....	13
图 30: TTF 天然气期货价格 单位: 美元/百万英热	13
图 31: 天然气与燃料油比价 单位: 美元/百万英热	13
图 32: 沙特燃油需求季节性 单位: 千桶/天	13
图 33: 沙特燃料油进口量 单位: 千吨/月	14
图 34: 南亚燃料油进口量 单位: 千吨/月	14
图 35: INE LU 单边价格 单位: 元/吨	15
图 36: SHFE FU 单边价格 单位: 元/吨	15
图 37: 内盘高低硫燃油价差 单位: 元/吨	15
图 38: INE LU 对原油裂解价差 单位: 美元/桶	15

强基本面与弱宏观面博弈，原油端波动风险增加

6月中下旬国际原油价格出现了一轮不小幅度的回调，并带动下游炼化板块商品整体回撤，内外盘高低硫燃料油单边价格也不出意外地跟随下跌。

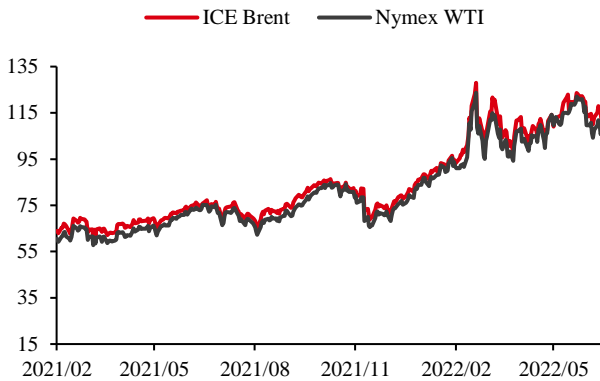
从原油市场的角度来看，我们认为这轮下跌的主要驱动因素在于：1、美联储加息导致美国经济陷入衰退概率增加，拖累风险资产以及大宗商品价格。另外美元走同样利空原油价格；2、市场传闻欧佩克将在8月份之后放开限产，产量不再受到限产协议的约束，原油供应或加速放量；3、拜登近期对石油市场密集表态，计划推出一系列政策打压油价，包括暂停汽油税、取消琼斯法案，限制美国成品油出口等措施。而以上几个因素我们认为源头都在于宏观面，无论是需求受到的潜在冲击，还是供应端的加速放量，背后都是主要经济体对于高通胀压力的负反馈。就市场表现而言，近期大宗商品表现为普跌，与美股等风险资产表现相关性增强，反映了系统性风险对于原油单边价格的冲击。

但与单边价格的剧烈波动相比，原油月差结构则相对稳固，无论是WTI还是Brent跨期价差都保持高位震荡走势，没有出现大幅回落。这说明当前主导市场下跌的更多来自宏观或流动性层面，而非基本面主导。就原油基本面而言，目前市场结构性紧张的态势依然未得到明显缓解，随着欧盟的禁运逐步落地，俄罗斯石油贸易的难度持续增加，供应下滑的预期进一步巩固。与此同时，包括欧佩克、美国、伊朗等产油地区加速增产的预期虽存在但不确定性较大，从沙特的态度、美国页岩油产业资本开支情况以及美伊关系来看，这些地区的剩余产能要迅速释放仍存在诸多阻力。因此从短期来看，由制裁造成的俄罗斯供应缺口仍难以完全填补。需求方面，虽然市场对衰退的担忧逐渐增加，但对于石油终端消费来说暂时还处于后疫情时代的恢复周期中，且当前所处的夏季还是出行和汽油消费高峰期，因此宏观层面的风险暂时还未对石油需求造成重大冲击。从对近期数据层面的观察，不管是高频需求指标（交通拥堵指数、全球航班数量）还是库存指标均支持这一点。因此除非出现超预期的全球经济危机，我们认为石油消费在短期出现大幅滑坡的风险较低，甚至在季节性的加持下能延续环比增长的趋势。结合供需两端情况来看，石油市场至少在三季度仍存一定的缺口预期，且当前库存水平处于近年同期低位，基本面将对油价形成下方支撑。而到了四季度，随着供应的进一步回升以及消费的季节性下滑，我们认为原油平衡表将逐步由紧转松，但如果伊朗制裁解除、欧佩克退出减产协议等事件没有达成，市场供应的增长仍将是渐进式的，叠加低位的库存，原油市场迅速转为过剩的概率也较低，油价回落的空间可能会相对有限。

总体而言，当前原油市场处于现实基本面偏紧、但宏观与政策面利空风险开始逐步积累的状态。在此背景下油价或呈现出高位、高波动的震荡走势，如果前面提及的利空

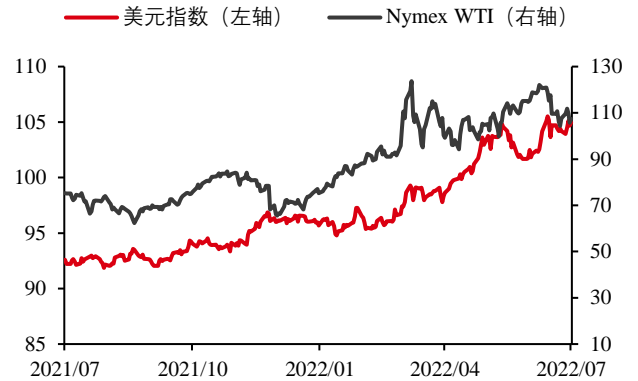
因素进一步发酵（如经济下行超预期、欧佩克退出减产协议），那么处于高位的油价面临显著下行压力。但在利空预期兑现前，强基本面的现实仍会持续支撑油价。基于对原油趋势的判断，我们认为三季度燃料油市场短期遭受成本端崩塌的概率较小。而到了四季度，油价存在一定的回落预期，但在结构性因素的支撑下下行驱动和空间并不显著，对于高低硫燃料油单边价格的压力或相对有限。

图 1：国际基准原油价格 | 单位：美元/桶



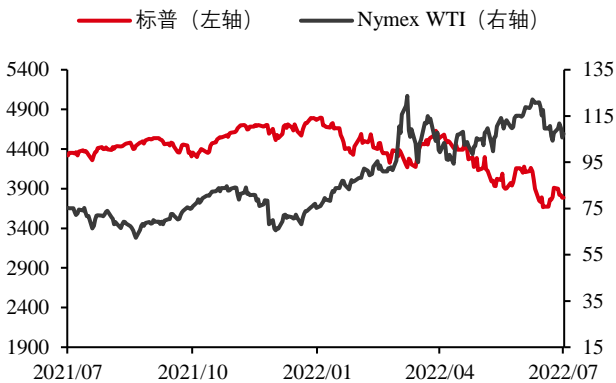
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：原油与美元指数 | 单位：美元/桶



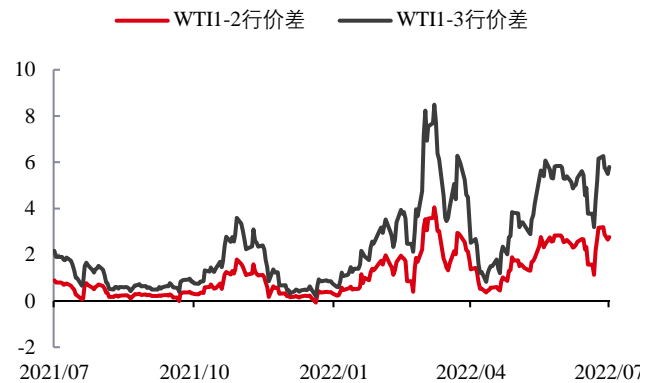
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：原油与美股走势 | 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

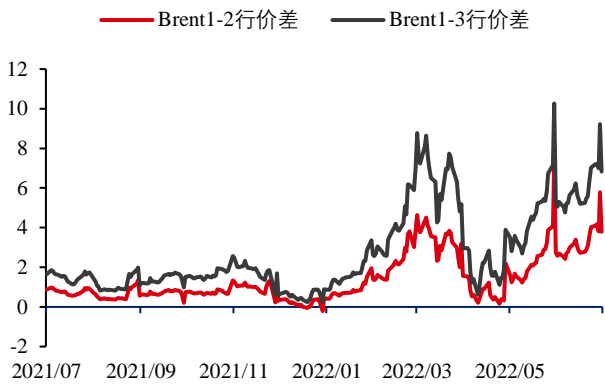
图 4：WTI 原油跨期价差 | 单位：美元/桶



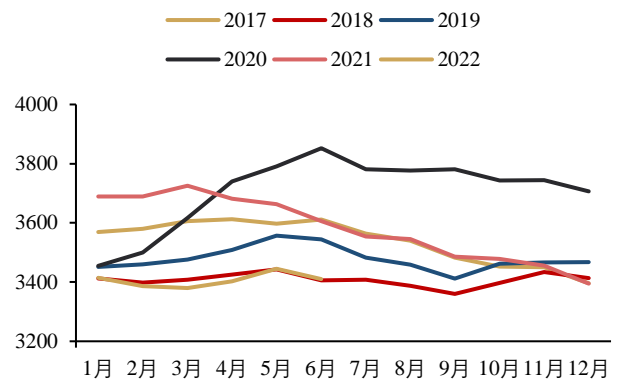
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：WTI 原油远期曲线 | 单位：美元/桶

图 6：全球原油库存 | 单位：百万桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

结构性因素影响下，高低硫燃油基本面显著分化

站在燃料油自身的基本面来看，目前市场整体呈现出“低硫强、高硫弱”的格局，而且二者之间的强弱分化是十分显著的，各主要地区高低硫燃料油间的价差均处于历史高位区间。

汽柴油强势分流组分，低硫油基本面持续偏紧

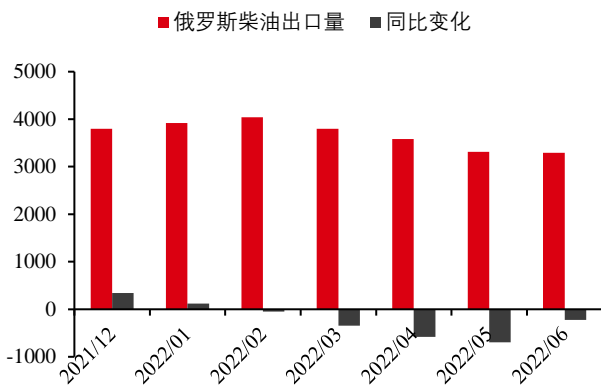
具体而言，5月份以来低硫燃料油基本面呈现出持续收紧的态势，而且这种紧张氛围是全球性的。究其原因，我们认为有来自供需两端因素的驱动，其中供应端占据主导，汽柴油市场的分流效应起到了关键影响。

具体来看，欧美制裁导致俄罗斯柴油与VGO出口受到显著冲击（欧洲是俄罗斯柴油的主要出口地），直接加剧了欧洲柴油的紧张格局，并间接收紧了汽油的供应（VGO可用通过深加工来生产汽油）。与此同时，由于海外防疫政策普遍放松，叠加夏天出行旺季的加成，全球终端汽柴油消费持续增长。最后，国内上海疫情控制后成品油消费同样呈现逐步改善的趋势，间接巩固了政策端对成品油出口的限制预期，导致海外汽柴油供应增量受到一定程度抑制。总体来看，在供需两端利好作用下，海外汽柴油市场呈现出结构性紧张的形势，裂解价差/生产利润均达到历史同期高位区间。

对于低硫燃料油来说，汽柴油市场的强势也导致对低硫油溢价显著提升，参考普氏数据，新加坡92号汽油和10ppm柴油对Marine 0.5%现货价差一度突破350美元/吨，远高于正常的价差水平。由于低硫燃料油与汽柴油存在组分上的竞争关系（尤其是柴油，大概有70%以上的低硫燃料油里混有柴油组分），汽柴油利润的相对优势驱使炼厂将低硫燃料油油的调和组分（如VGO、LCO等）更多投入到FCC等二次装置、或者通过调和来增产汽柴油，导致可用于调和低硫燃料油的资源较为短缺，进而显著收紧了低硫燃料油的供应。

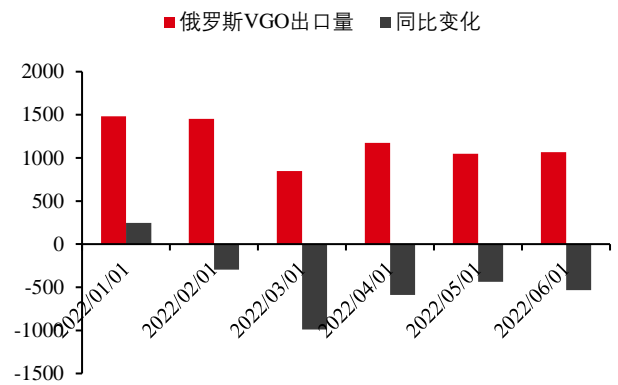
在供应受到结构性因素抑制的同时，低硫燃料油终端需求近期也呈现边际改善的态势，国内上海疫情的控制使得前期被压制的部分航运需求再度释放。根据 MPA 数据，新加坡 5 月船用油供应量达到 411.5 万吨，环比 4 月增长 10%，其中低硫重质船用燃料油销量达到 263.9 万吨，环比涨幅为 6.5%。虽然脱硫塔的安装导致低硫燃料油在新加坡终端的需求占比逐渐下滑（月度涨幅不及高硫燃料油），但这个进程是十分平缓的，低硫燃料油依然在船供油市场占据主要份额，因此随着总市场需求的提升低硫燃料油消费依然能获得可观的增量。与新加坡类似，我国船燃消费数据（海关出口量可近似于国内保税区船燃需求）也展现出上涨态势，并带动进口需求的增加，进一步收紧国际低硫油市场。

图 7：俄罗斯柴油发货量 | 单位：千吨/月



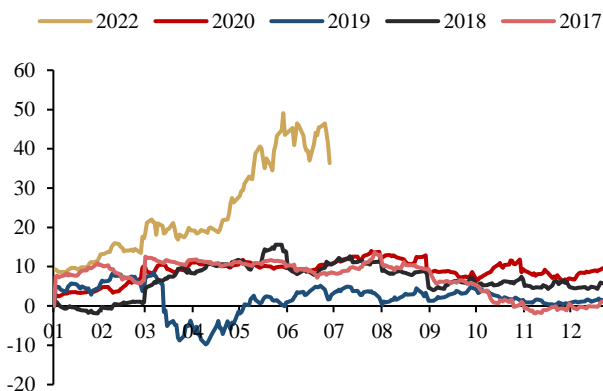
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：俄罗斯 VGO 发货量 | 单位：千吨/月



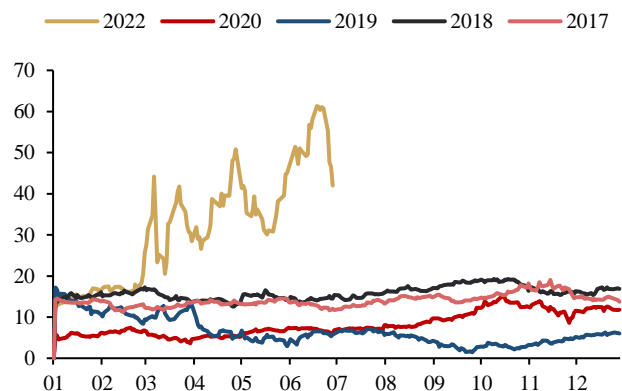
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：欧洲汽油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 10：欧洲柴油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 11：汽油对低硫油价差 | 单位：美元/吨

图 12：柴油对低硫油价差 | 单位：美元/吨

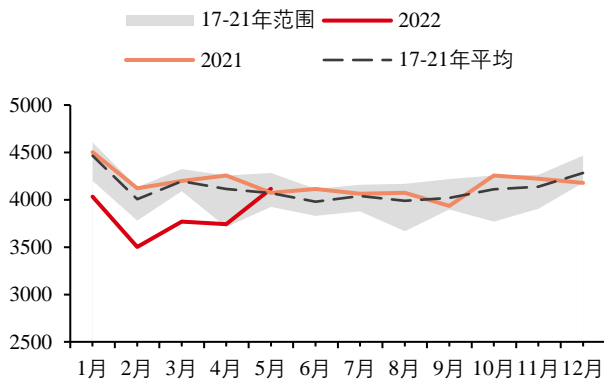


数据来源: Platts 华泰期货研究院



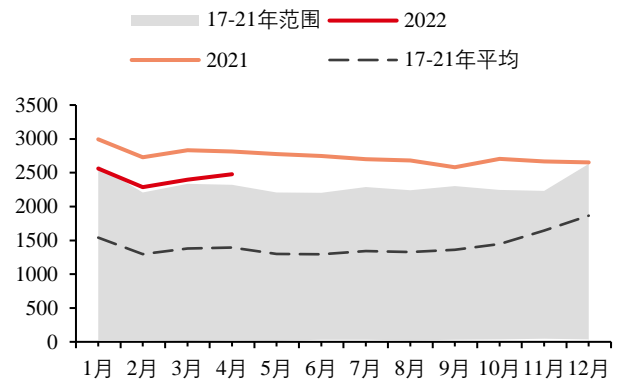
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 13: 新加坡船燃销量 | 单位: 千吨



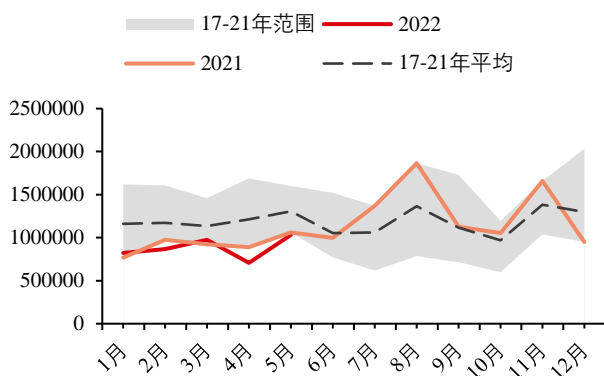
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 14: 新加坡低硫船燃销量 | 单位: 千吨



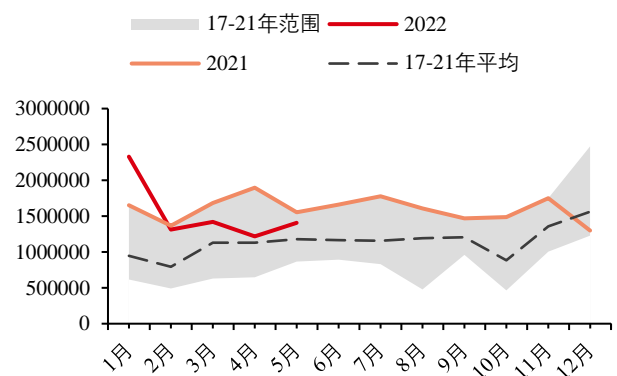
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 15: 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 16: 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

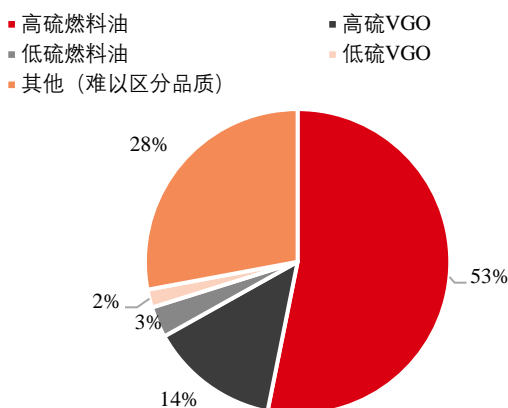
俄罗斯出口超预期，海外高炼油利润驱使高硫油供应被动提升

作为全球最主要的高硫燃料油产地，战争与制裁状态下俄罗斯燃料油出口的变化对于高硫燃料油平衡表存在举足轻重的影响。在俄乌冲突爆发后的早期，俄罗斯燃油发货量出现了大幅下滑。根据 Kpler 数据，俄罗斯 3 月份高硫燃料油出口仅有 176 万吨，环比 2 月下降幅度达到 51 万吨，而同比降幅接近 60 万吨。但随后俄罗斯燃料油供应就逐步回升，截至目前发货量的同比降幅仅有 16 万吨，其供应的下滑幅度远低于此前预期。

更加值得一提的是，对于燃料油市场来说，由于亚洲地区是燃料油的主要消费与资源流入地，这一点与柴油不同（欧洲是主要流入地区），考虑到对俄罗斯实施制裁与禁运的主体为欧美国家，因此制裁对于两种商品的影响也截然不同。站在高硫燃料油市场的角度，制裁与禁运对俄罗斯供应的冲击程度明显不及柴油。作为普遍未对俄施加直接制裁、且燃料油调和贸易较为活跃的地区，亚太承接了部分本来去往欧美地区的流量，导致俄罗斯对本区域的供应甚至高于冲突前的水平，使得区域平衡表边际转松。

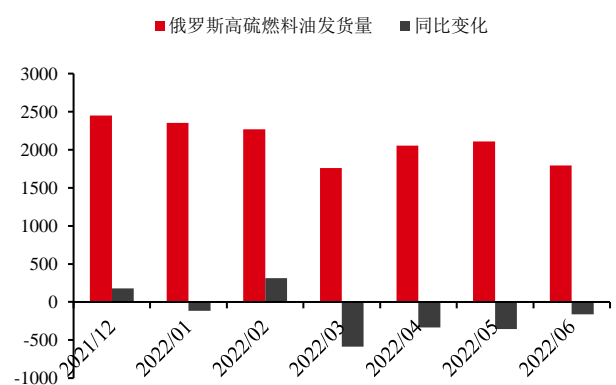
而除了俄罗斯出口超预期的影响外，对高硫油市场更大的供应压力来源于高利润环境下全球炼厂开工的回升。具体而言，由于海外汽柴油市场表现强势，主要炼油产品的高裂差导致海外炼厂综合利润大幅提升，即使是装置相对简单的炼厂也能获取可观的炼油利润（如果原料来源没有问题）。在此环境下全球炼厂检修水平持续下降，炼厂开工水平加速恢复。虽然主要的利润贡献来自于汽柴油，但炼厂在生产汽柴油的同时必然也会产出一定数量的其他油品（包括燃料油），因此燃料油产量便不可避免地跟随炼厂开工被动提升。从另一个角度来看，由于汽柴油生产利润过高，炼厂更加可以接受其他副产品低价销售，给燃料油市场与价格带来进一步的利空。

图 17：俄罗斯出口燃料油品质 | 单位：无



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

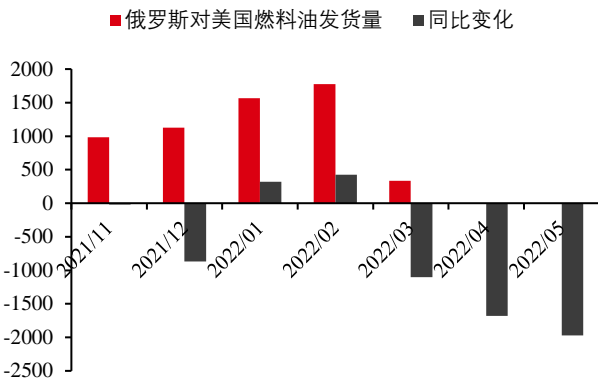
图 18：俄罗斯燃油发货量 | 单位：千吨/月



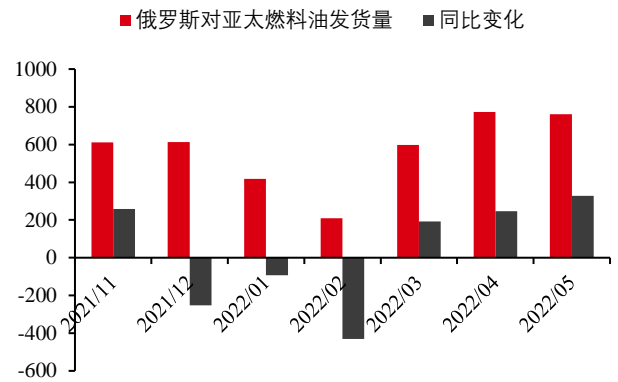
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：俄罗斯对美国燃料油发货量 | 单位：千吨/月

图 20：俄罗斯对亚太燃油发货量 | 单位：千吨/月

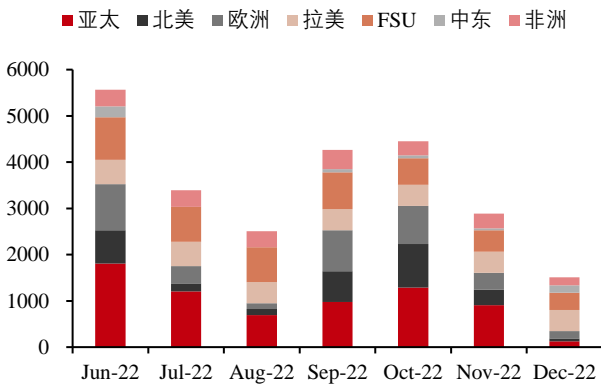


数据来源: Kpler 华泰期货研究院



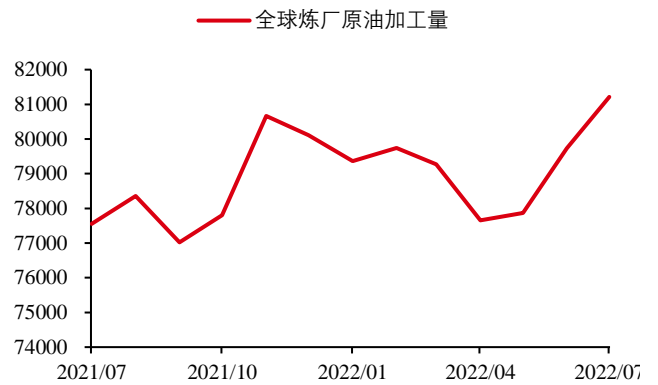
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 21: 全球炼厂检修量 | 单位: 千桶/天



数据来源: EA 华泰期货研究院

图 22: 全球炼厂原油加工量 | 单位: 千桶/天



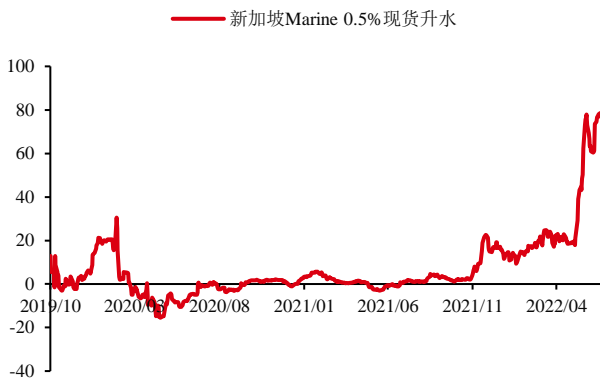
数据来源: JODI EA 华泰期货研究院

结构性因素影响下，高低硫燃油市场表现显著分化

总体来看，高低硫燃料油基本面分化的点主要体现在供应端，而背后的驱动来自于汽柴油市场强势对各油品截然不同的影响。低硫燃料油由于跟汽柴油（尤其是柴油）存在直接的组分竞争关系，因此汽柴油的高溢价对低硫燃料油供应起到了收紧效应。而与之相对，汽柴油的高利润导致炼厂开工负荷提升，对于高硫燃料油等炼油副产品的供应反而起到了增加效应。

由同一因素导致高低硫燃油供应的此消彼长，继而加剧了两个品种间市场结构的分化，无论是裂解价差、还是月差、现货升贴水，低硫燃料油的表现都远强于高硫燃料油。事实上，这种燃料油内部的分化仅仅是一种映射，如果我们把目光放在整个成品油市场，我们会发现全球不同成品油之间裂解价差的分化都是十分显著的，体现了结构性的矛盾。

图 23: 低硫燃料油现货升贴水 | 单位: 美元/吨



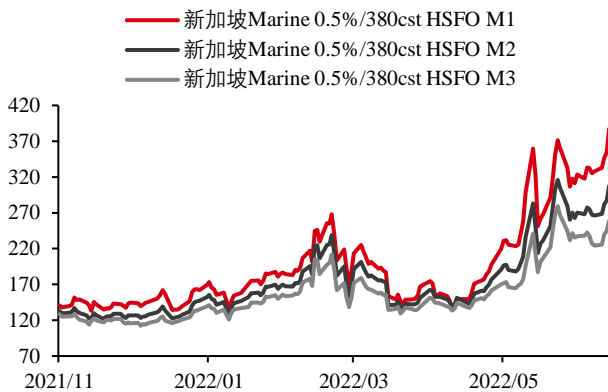
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: 高硫燃料油现货升贴水 | 单位: 美元/吨



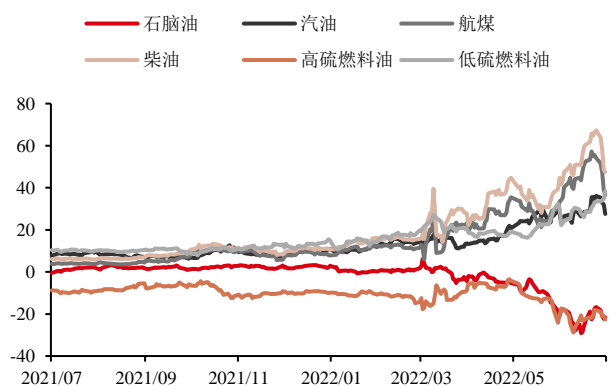
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 25: 外盘高低硫燃油价差 | 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 不同油品裂差走势的分化 | 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

结构性因素或在下半年延续，高低硫强弱格局难以逆转

结构性利好因素难以完全消退，低硫油基本面有望在下半年维持坚挺

往前看，汽柴油的高利润将带动炼厂检修率下降、开工负荷回升，在此背景下成品油整体供应存在显著的回升预期。但在汽柴油对低硫油溢价大幅回落前，分流效应还会延续，低硫燃料油市场将持续面临调和组分紧缺的矛盾，供应难以有效放量。

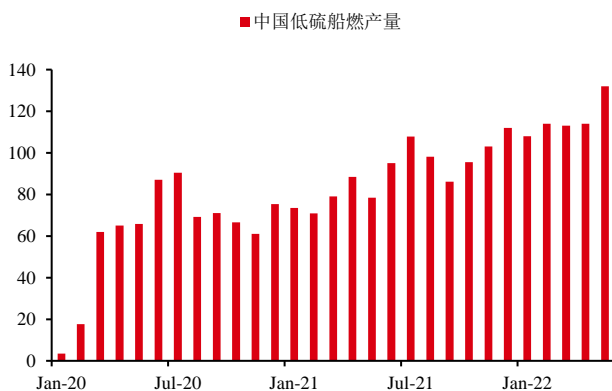
从汽柴油的角度来看，虽然海外炼厂在尽力增产，但一方面，由于欧美对俄罗斯的制裁加码，无论是俄罗斯的柴油还是 VGO（可用于生产汽柴油或调和低硫燃料油）供应都受到抑制，而且进入夏天出行旺季全球汽油消费还存在环比增长预期；另一方面，目前海外炼厂整体剩余产能有限（尤其是欧美，过去几年新增炼能主要集中在亚洲地区），我国炼油产能相对充裕，但在国家成品油出口配额的限制下，国内产能暂时

难以大量释放到国际市场。因此，我们认为全球成品油结构性紧张的矛盾短期难以显著缓解，而汽柴油的高利润将继续抑制低硫燃料油的供应增长，再叠加船燃终端需求的改善，预计低硫油市场的紧张态势有望在夏季延续。

到了秋季，虽然需求的季节性下滑可能导致汽油裂解价差回落，并通过炼厂收率的调整对柴油端造成一定利空影响。但除了季节性因素，其他支撑因素大概率会继续存在，欧美剩余炼能的不足以及我国对成品油出口的控制使得海外汽柴油市场的再平衡进程变得相对平缓，我们认为汽柴油裂差的回落速度与幅度将较为有限。而由于此前汽柴油对低硫燃料油的价差已经升至远超历史正常水平的位置，这意味着汽柴油溢价回落到低硫燃料油供应的增长间存在一定的缓冲空间，基于对汽柴油裂差回落幅度有限的推测，我们认为低硫燃料油供应将持续受到抑制。而到了冬季，取暖油以及发电端对低硫油的季节性需求增量又将逐步兑现，低硫燃料油市场存在进一步收紧的驱动。

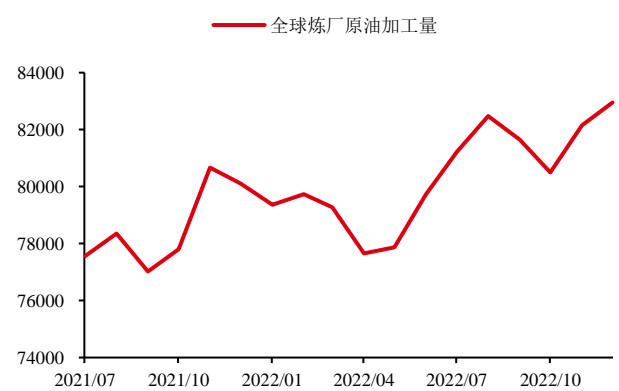
虽然我们预计低硫燃料油基本面将在下半年保持坚挺，但从边际变化的角度，我们并不预期在冬季前低硫市场的紧张程度会在现有基础上继续加剧。因为即便受到诸多结构性因素的限制，低硫油市场供应在未来还是存在边际回升的预期，主要体现在以下两方面：1) 随着检修结束，高炼油利润环境下全球炼厂开工负荷有望继续边际回升，由此带动成品油供应整体增加，虽然在幅度会受到汽柴油分流效应的抑制，但边际上的回升是可以预期的；2) 与汽柴油不同，我国政策对低硫燃料油的出口（供应到保税区的出口）是十分支持的，预计出口退税配额将保持充足状态，国内低硫油产能的释放将较为顺畅。此外，上海疫情缓和后国内炼厂开工负荷有望逐步恢复，预计低硫油国产量未来将延续增长趋势，可在一定程度补充保税区低硫油资源的供应，并降低对海外的进口需求。

图 27：低硫燃料油国产量 | 单位：万吨/月



数据来源：金联创 隆众资讯 华泰期货研究院

图 28：炼厂原油加工量（含预期） | 单位：千桶/天



数据来源：JODI EA 华泰期货研究院

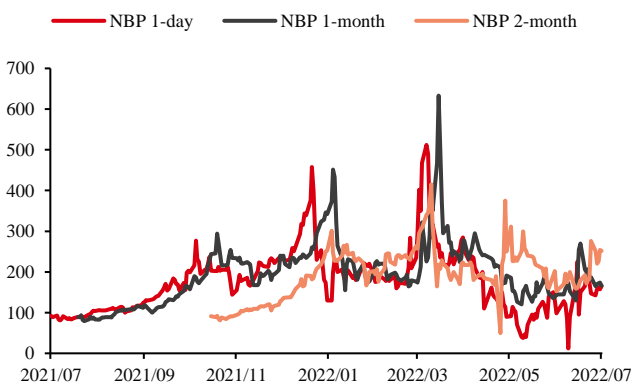
开工增长趋势下高硫油或持续承压，但季节性需求增量将提供短期支撑

基于前文对汽柴油维持相对高利润的判断，我们认为炼厂开工的增长趋势将在下半年整体延续（中间季节性检修会导致短暂的回落），在这一趋势所伴随的是燃料油产量的增长，因此高硫油市场将持续面临来自供应端的压力。

当然，在三季度需求端的利好将为高硫燃料油市场提供支撑。具体来看，随着夏天来临，中东、南亚等炎热地区进入用电旺季，进而带动包括燃料油在内的原料需求提升（这些地区仍保有相对较多燃油发电的负荷，且用的燃油品质以高硫为主）。此外，在美国出口设施、俄乌局势加剧的背景下，天然气价格保持在高位区间，燃料油相对天然气的经济性优势得以集中体现（参考往年经验，在天然气价格大于等于同热值燃料油价格的时候，就将刺激部分燃油发电的替代需求，价差越大这种替代效应越明显）。因此，在季节性与经济性的双重作用下高硫燃料油需求将具备可观的增长空间。对于目前承压的高硫油市场来说，发电厂消费端的提升将部分对冲供应端的增量，为市场提供一定程度的下方支撑。但到了四季度，发电厂的终端需求将随着气温下降而回落，而供应端的增量将继续释放（尤其是在秋季检修过后），高硫燃料油市场或维持弱势运行。

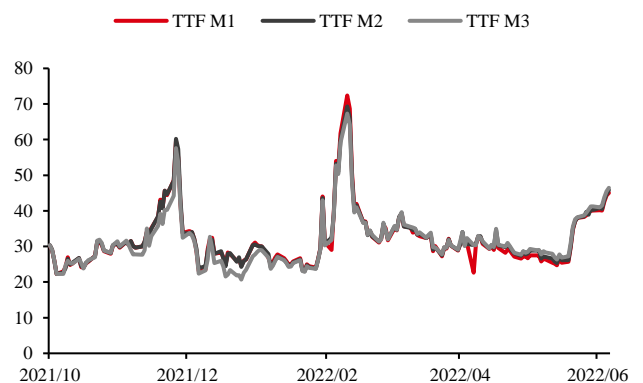
最后值得一提的是，对于下半年高硫燃料油的市场趋势仍存在一大不确定性，主要是对俄罗斯在制裁下的燃油出口难以形成稳定的预期。目前来自俄罗斯的高硫燃料油仍在持续流向亚太地区，但未来随着欧美制裁的进一步落地，俄罗斯燃油贸易的难度和风险可能会继续增加。如果俄罗斯的燃料油出口再度出现大幅度的滑坡，那么高硫油市场表现将显著超出预期。

图 29：NBP 天然气期货价格 | 单位：美元/百万英热



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

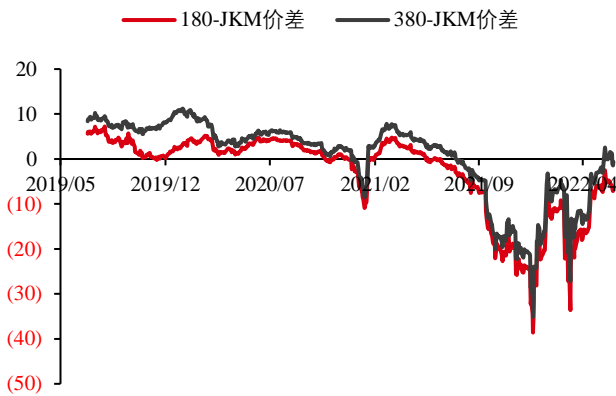
图 30：TTF 天然气期货价格 | 单位：美元/百万英热



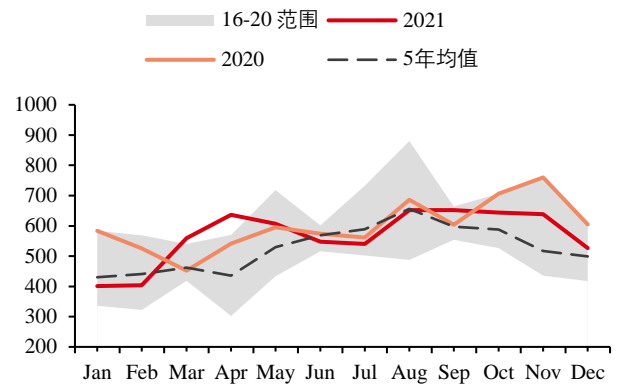
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 31：天然气与燃料油比价 | 单位：美元/百万英热

图 32：沙特燃油需求季节性 | 单位：千桶/天



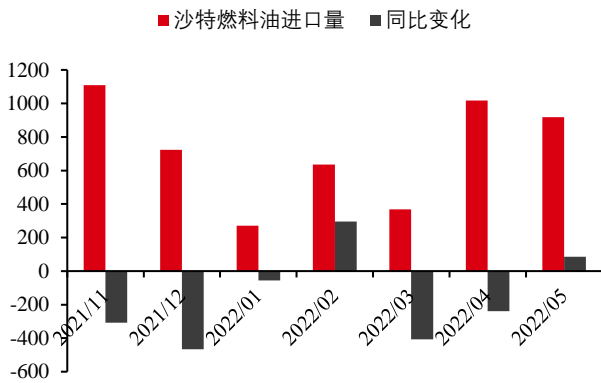
数据来源: Platts 华泰期货研究院



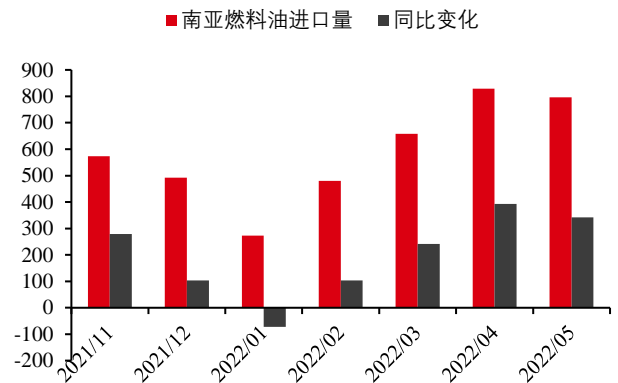
数据来源: JODI 华泰期货研究院

图 33: 沙特燃料油进口量 | 单位: 千吨/月

图 34: 南亚燃料油进口量 | 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

高低硫燃油强弱格局或延续，注意原油端的价值扰动

总体来看，我们认为在结构性因素的影响下，下半年高低硫燃油的强弱格局或将延续。其中，我们认为低硫油市场结构将维持偏强运行，但由于前期上涨后位置已处于极高位水平，且供应端存在边际回升的预期，我们认为市场结构要进一步突破仍面临不小阻力，整体或延续高位震荡的走势，不宜过分看多。与此同时，高硫燃料油基本面未来虽然将持续承压，但当前估值已经处于历史低位区间，而且三季度消费端的利好有望对市场形成一定修复，因此同样不宜过分看空（尤其是在三季度）。

就价格预期而言，虽然FU、LU有各自供需的运行逻辑，但原油端对下游油品（包括低硫燃料油）价格中枢的影响无法忽视。考虑到原油市场处于现实基本面偏紧、但宏观面利空风险逐步积累的格局，短期油价趋势并不明朗，潜在的高波动率将显著干扰FU、LU盘面走势。但基于对三季度油价维持高位的预期，如果原油出现明显企稳迹象可以考虑逢低多FU、LU的波段操作，但整体上需要保持谨慎。

到四季度，原油基本面存在一定的边际转弱预期，如果届时原油端的利空实际兑现，结合燃料油自身基本面的情况，可以考虑逢高空FU的思路，LU由于其强基本面而不建议空配。

图 35: INE LU 单边价格 | 单位: 元/吨



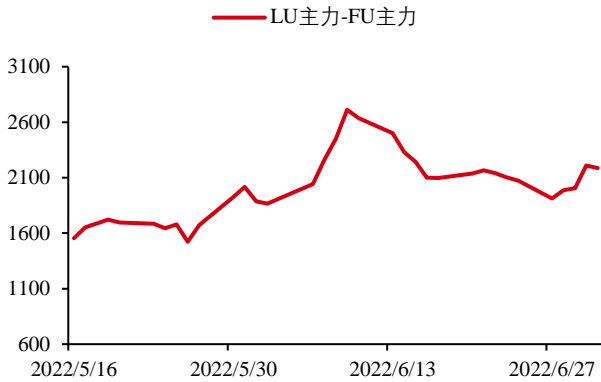
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 36: SHFE FU 单边价格 | 单位: 元/吨



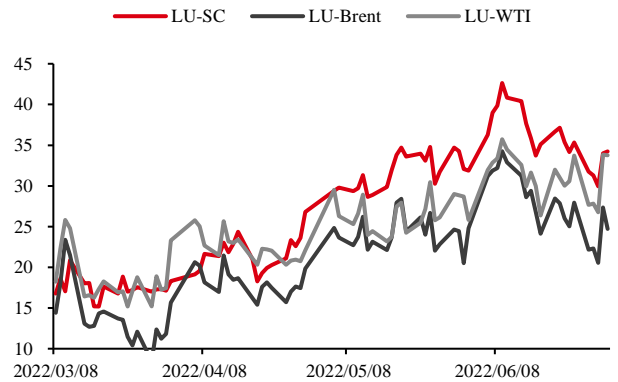
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 37: 内盘高低硫燃油价差 | 单位: 元/吨



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 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

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力。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