



宏观扰动加剧，航运端需求面临潜在冲击

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

近期原油价格受到关税风波的影响大跌，虽然周三暂停关税的消息刺激下有触底反弹的迹象，但来自宏观面的风险并未消除。特朗普威胁如果达不成协议，将会恢复高关税，关税政策的不确定性依然对全球经济、贸易、投资前景产生冲击。在特朗普关税出炉后，主要机构均大幅下修全球石油需求增长，幅度在 20 至 50 万桶/日不等，这将进一步压低今年本就不高的石油消费，尤其是对巴西、印度、越南、印尼等新兴经济体的冲击将会较为明显，而石油消费主要来自这些国家，预计今年的石油消费同比增长不超过 50 万桶/日，供应增长将大幅超过需求。短期油价可能会在事件与消息的干扰下反复波动，建议保持谨慎。中期来看，石油平衡表将趋于过剩，即便宏观风险消退、油价反弹后依然会面临自身产业趋势的压制。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油市场结构近期呈现边际转弱的态势，尤其是外盘现货贴水和月差大幅回落，意味着前期现货紧张的矛盾明显缓解。一方面，高企的燃料油裂解价差利空下游消费（尤其是炼厂端需求），国内消费税政策的调整则进一步压制了来自地炼的采购需求。参考船期数据，2、3 月份海外对我国高硫燃料油发货量仅有 71 和 77 万吨，同比去年减少 84 和 108 万吨，4 月份发货量目前预计在 57 万吨。此外，特朗普政府关税威胁引发的航运需求下滑对船用燃料油需求存在利空；另一方面，俄罗斯炼厂开工和出口有所回升，部分前期受无人机袭击的装置恢复运行。参考船期数据，3 月份俄罗斯高硫燃料油总发货量预计为 261 万吨，环比增加 82 万吨，同比减少 15 万吨。虽然有一些利空因素的压制，但整体来看高硫油市场结构性支撑因素仍存，重质原油结构性紧张以及炼厂装置升级的产业趋势仍抑制供应释放。此外，美国对伊朗制裁力度在持续加码。参考船期数据，伊朗 3 月份高硫燃料油发货量预计为 82 万吨，环比下降 43 万吨，同比减少 79 万吨。4 月份发货量目前预计仅有 49 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 4 月份高硫燃料油到港量为 37 万吨，环比增加 17 万吨，同比去年持平。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）。整体来看，高硫燃料油市场结构当前处于调整与再平衡阶段，但支撑因素仍存，尤其是发电端需求的增量可能会超出往年季节性，临近夏季市场或迎来新的利好因素催化。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

低硫燃料油方面，近期市场结构有边际好转，但自身的供需矛盾尚未看到转机。由于贸易冲突的加剧，航运业需求或面临较大压力。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）。此外，低硫燃料油供应端剩余产能较多，近期随着阿祖尔炼厂检修结束，科威特 3 月低硫油发货量已回升至 66 万吨（接近满负荷水平）。与此同时，尼日利亚 Dangote 炼厂近期也恢复了低硫燃料油的供应。基于当前的供需态势来看，低硫燃料油市场弱势预期或难以逆转。

■ 策略

高硫方面：震荡偏弱，等待原油端企稳

低硫方面：震荡偏弱，等待原油端企稳

跨品种：无

跨期：无

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

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

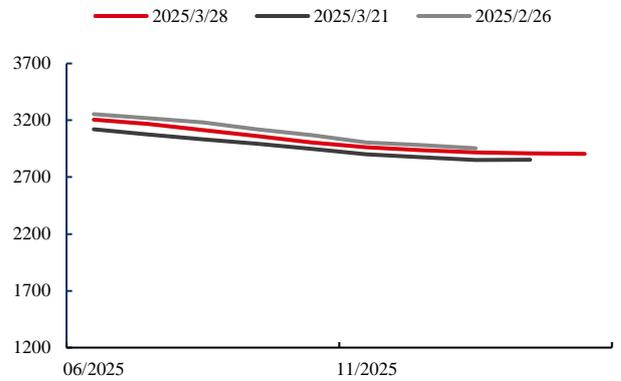
(由于数据库连接问题, 下方图表未更新到最新日期, 我们会尽快回复)

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



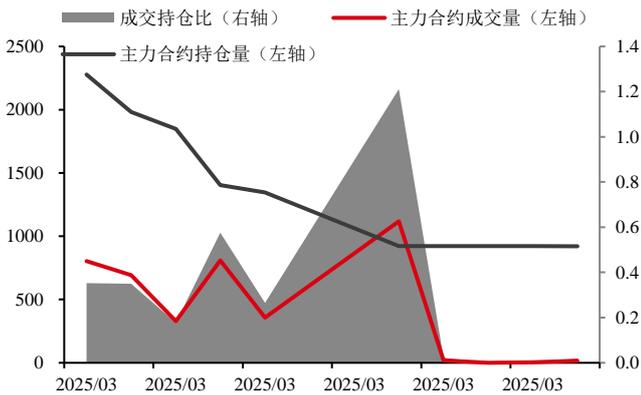
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



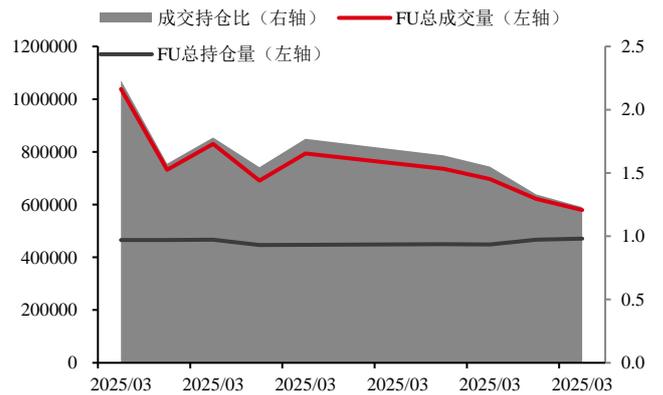
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



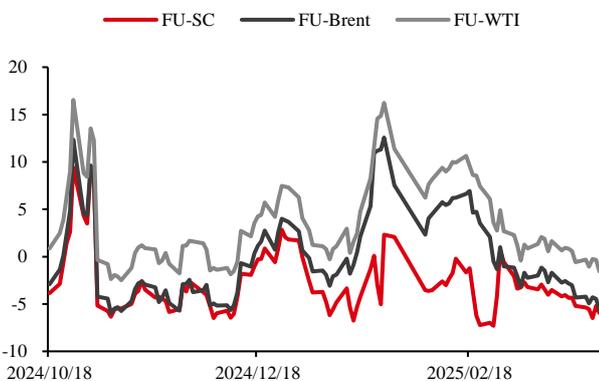
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



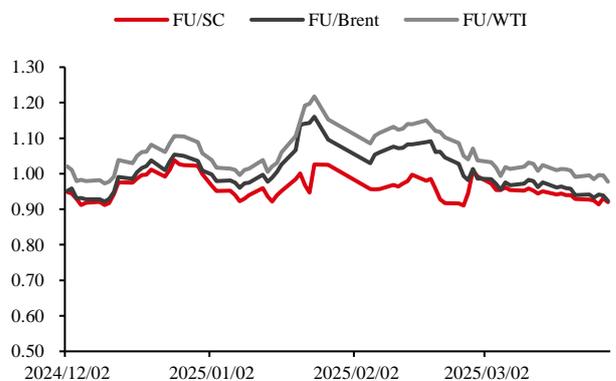
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



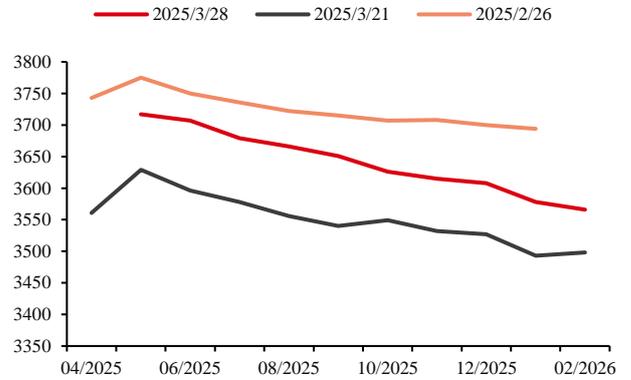
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



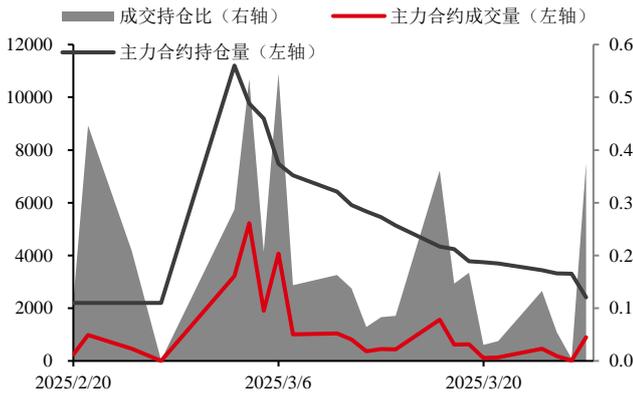
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



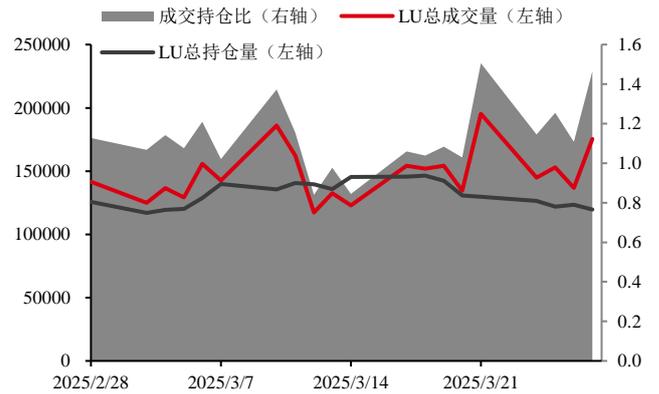
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



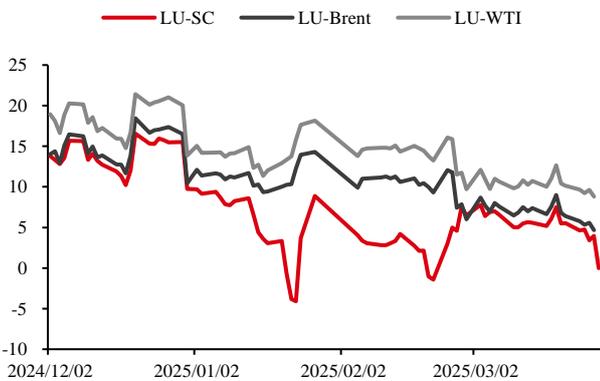
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



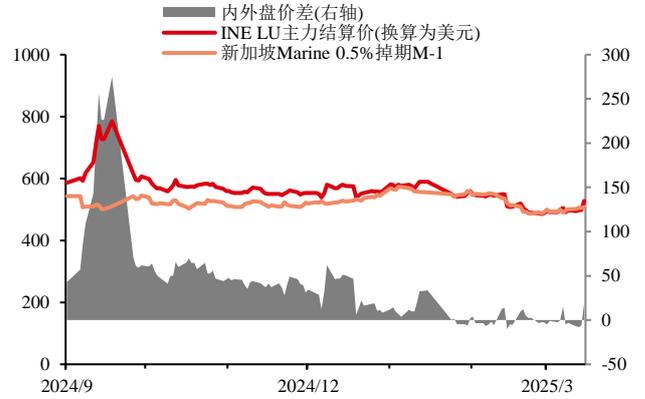
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



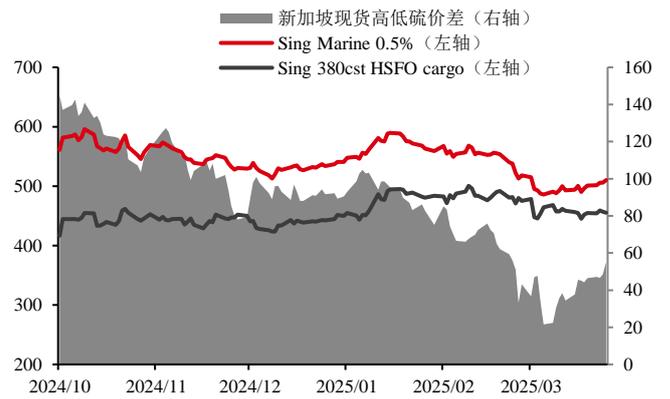
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

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



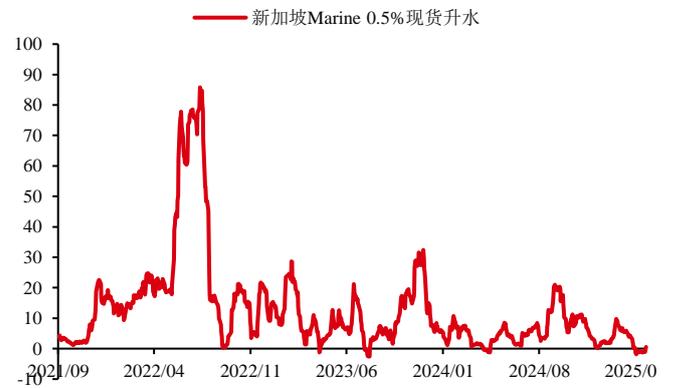
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



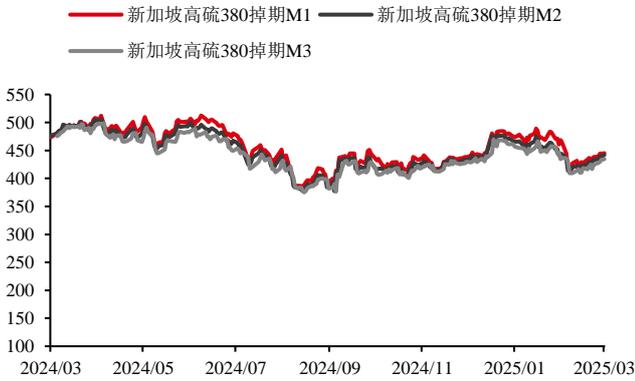
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5 现货贴水 | 单位: 美元/吨



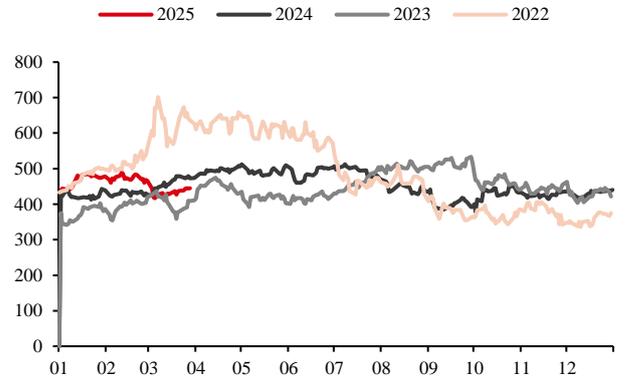
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨



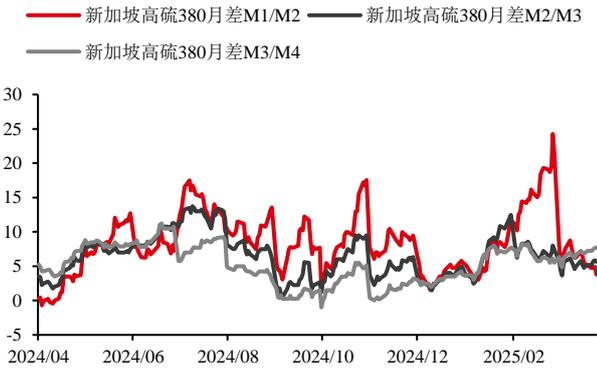
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨



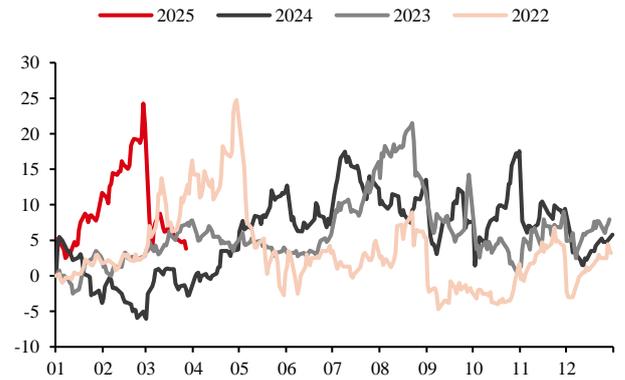
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨



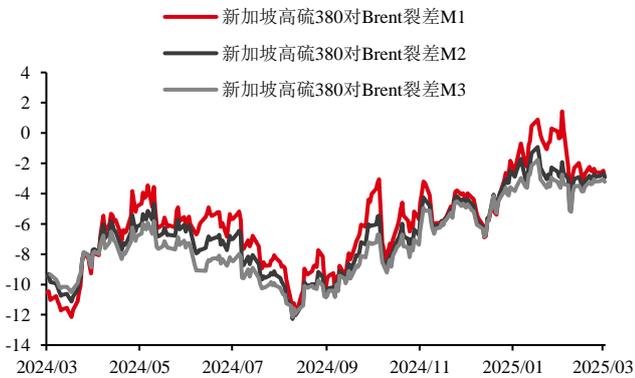
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨



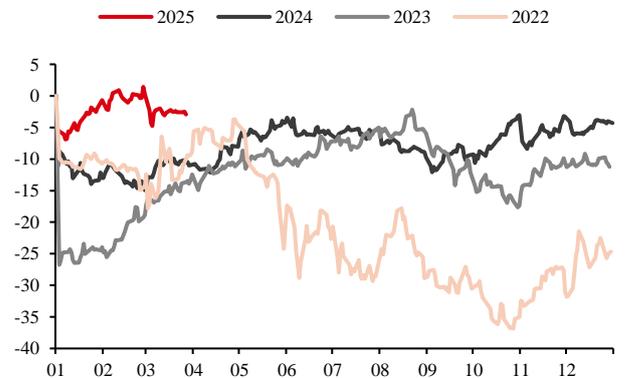
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 23: 新加坡高硫对 Brent 裂差 | 单位: 美元/桶



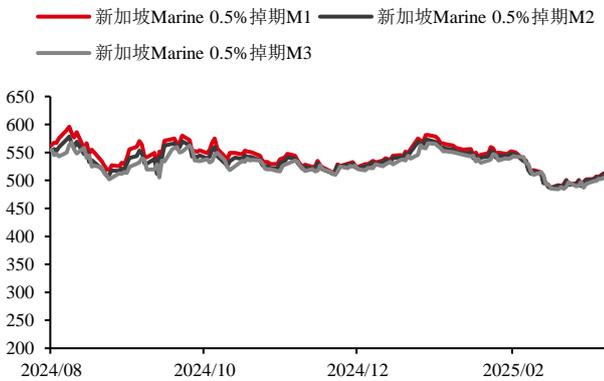
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶



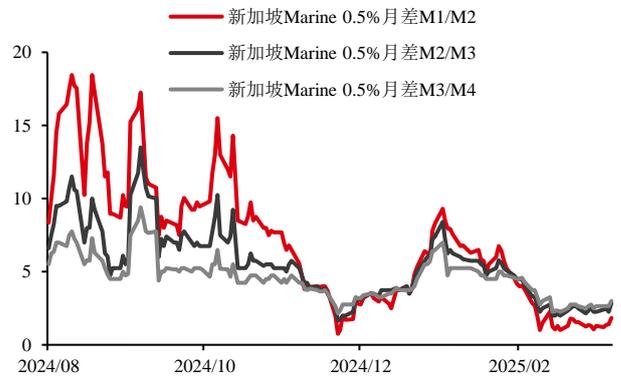
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



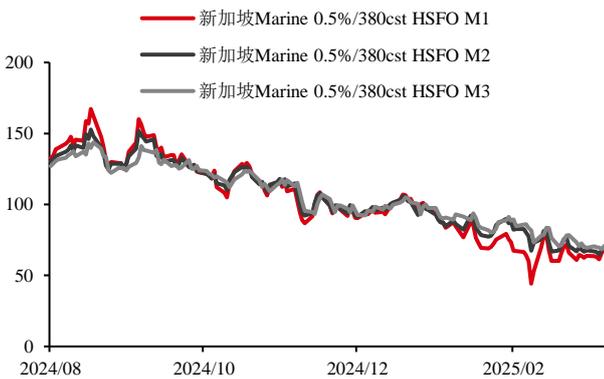
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



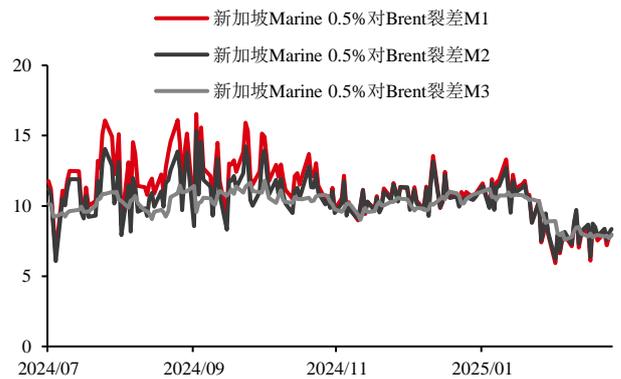
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



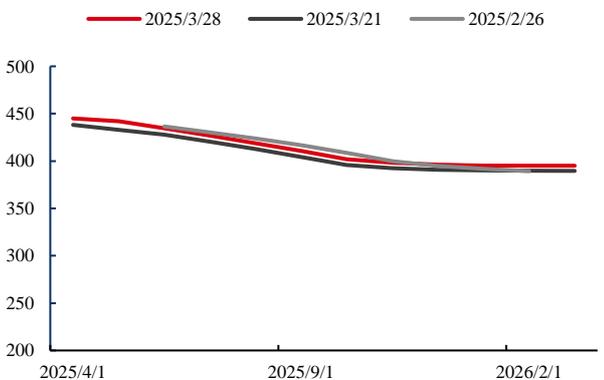
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



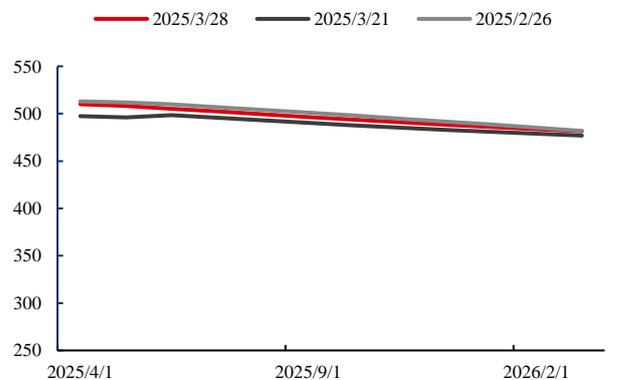
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



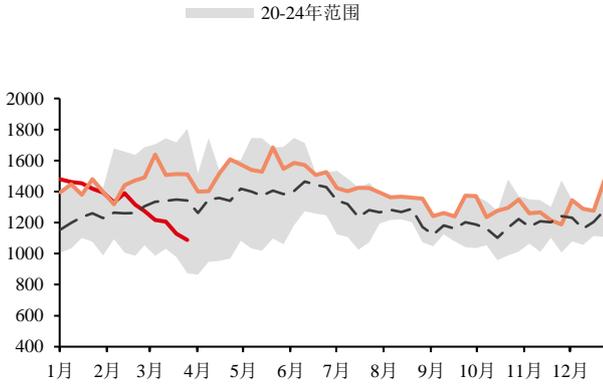
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



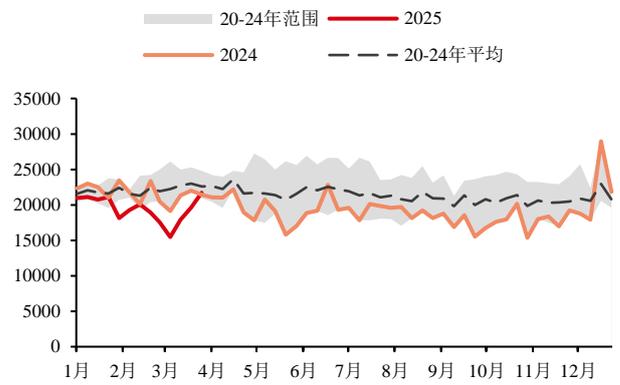
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



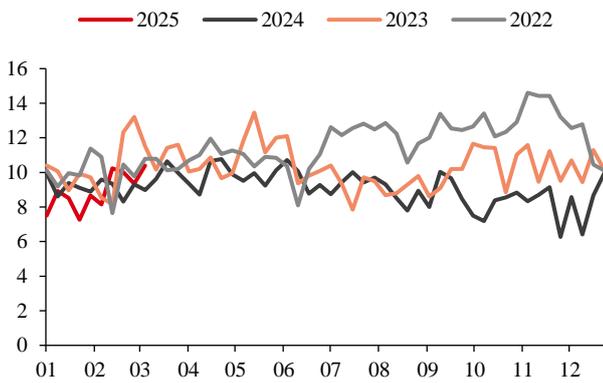
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



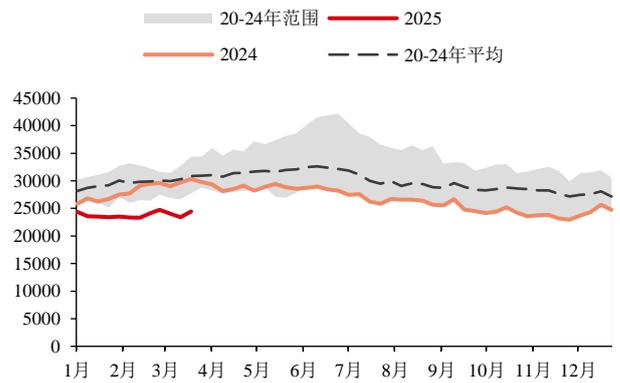
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



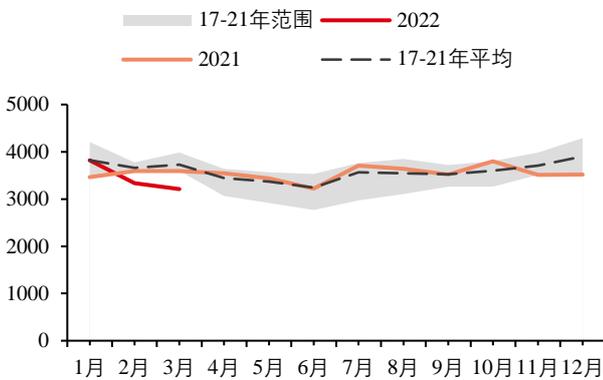
数据来源: 同花顺 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



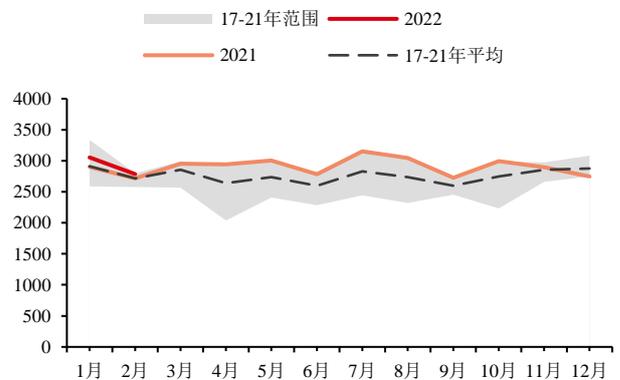
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



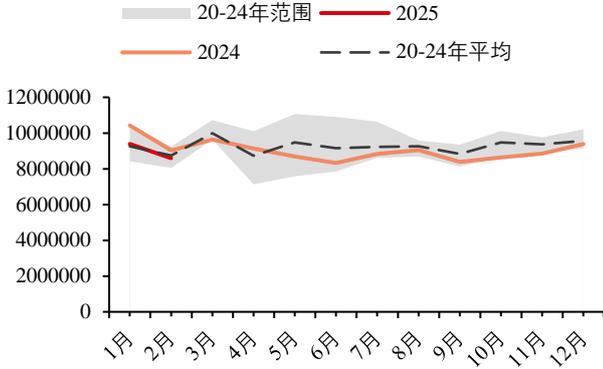
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



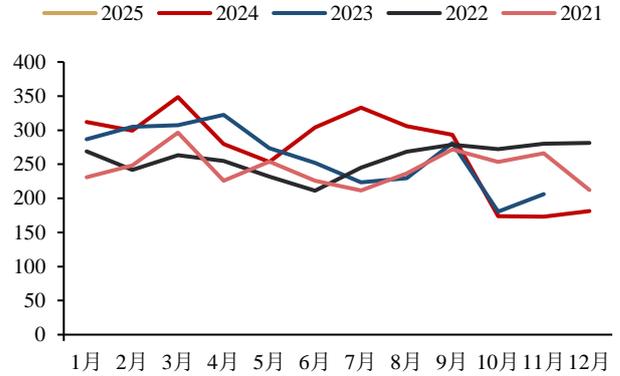
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



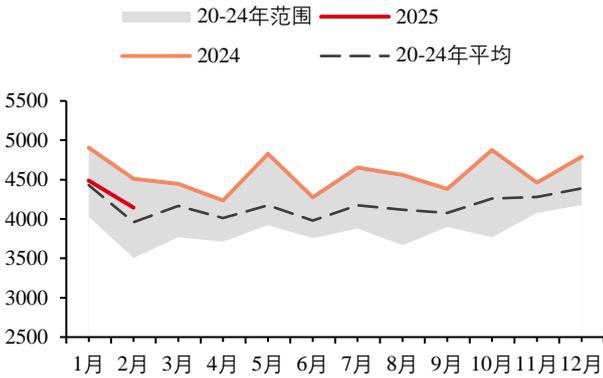
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



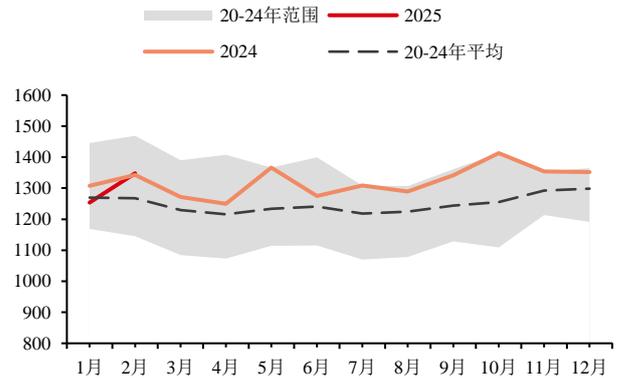
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



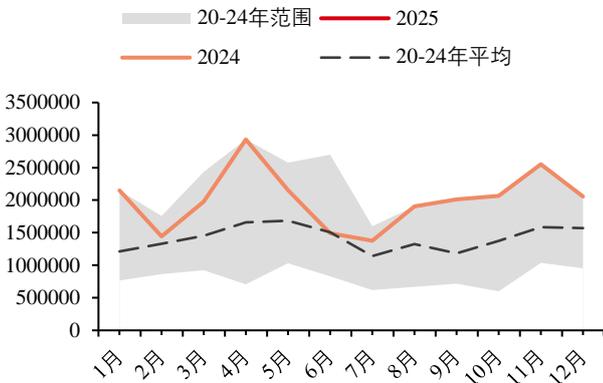
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



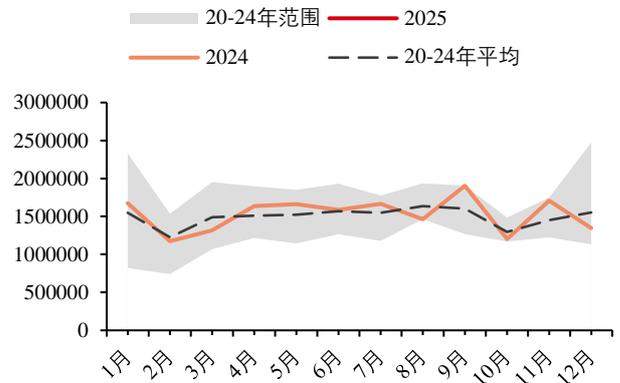
数据来源: MPA 华泰期货研究院

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