



宏观不确定性较大，高硫油结构性支撑仍存

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

近日油价出现了反弹，Brent 回升至 67 美元/桶左右。我们认为原因如下：1、中美贸易谈判出现了一些积极的迹象，市场对后续谈判的预期增加；2、其他工业品如铜价已经出现大幅反弹，从情绪上对油价也形成带动；3、原油现实基本面不差，从实货贴水、CFD 与近端远期曲线的表现均可以观察到现货端较为坚挺；4、前期做空油价头寸有获利离场的诉求，尤其是在接近美国页岩油成本线之后。近期依然需要关注美伊核谈判情况，特朗普一边制裁伊朗同时与伊朗进行谈判，仍需关注该事件对油价的潜在影响，若谈判不能达成一致，以色列打击伊朗石油与核设施将对油价产生上行风险。整体来看，油市仍面临来自宏观与地缘政治等多方面的不确定性，需要保持谨慎。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油近期现货紧张的矛盾明显缓解，近月月差和现货贴水从高位回落。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 80 和 80 万吨，同比去年减少 75 和 105 万吨，4 月份发货量目前预计在 30 万吨。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 256 万吨，环比增加 63 万吨，同比减少 11 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，裂解价差维持高位，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 52 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 63 万吨，环比增加 43 万吨，同比去年增加 27 万吨。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，今年或进一步提升）。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。

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，航运业需求中期或面临较大压力。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。当然短期来看，由于中美关税加征前的抢进口，船燃需求会有阶段性的反弹。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），5 月份发货量目前预计在 52 万吨。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（4 月发货量为 25 万吨）。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，中期仍面临压力。

■ 策略

高硫方面：震荡

低硫方面：震荡

跨品种：无

跨期：关注逢低多 FU2507-2509 价差机会（正套）

期现：无

期权：无

■ 风险

贸易冲突持续加剧；油价大幅波动；发电端需求不及预期；伊朗与俄罗斯供应超预期；脱硫塔安装进度不及预期

目录

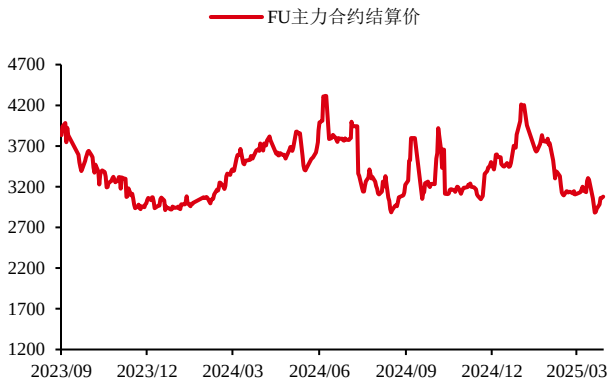
投资逻辑	1
------------	---

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

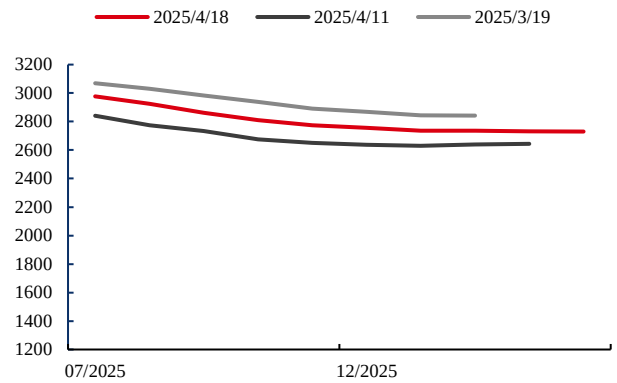
图 36: 俄罗斯燃料油出口量 单位: 千吨	10
图 37: 巴西燃料油产量 单位: 桶	11
图 38: 墨西哥燃料油产量 单位: 千吨	11
图 39: 新加坡船燃总销量 单位: 千吨	11
图 40: 新加坡单船平均加油量 单位: 吨	11
图 41: 中国燃料油进口量 单位: 吨	11
图 42: 中国燃料油出口量 单位: 吨	11

图 1: SHFE FU 主力结算价 | 单位: 元/吨



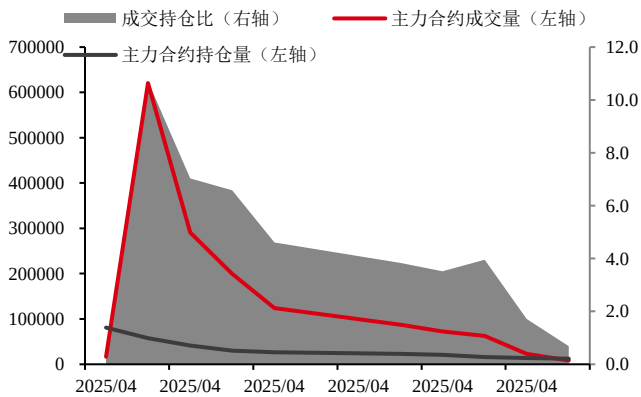
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: SHFE FU 远期曲线 | 单位: 元/吨



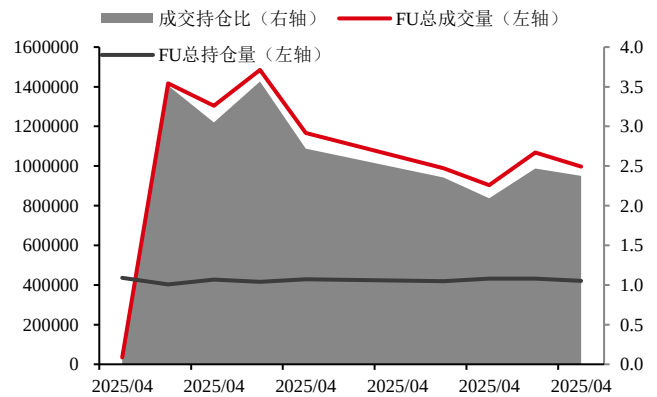
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: SHFE FU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



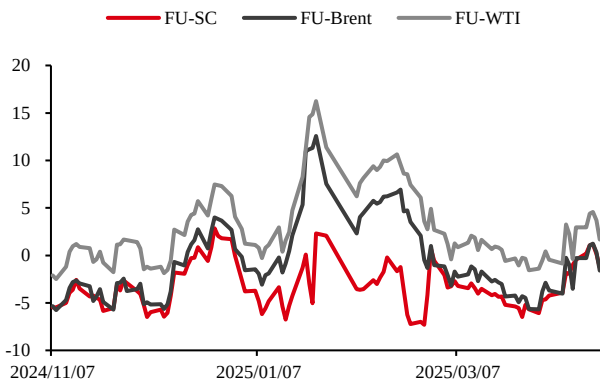
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: SHFE FU 总成交持仓量 | 单位: 手



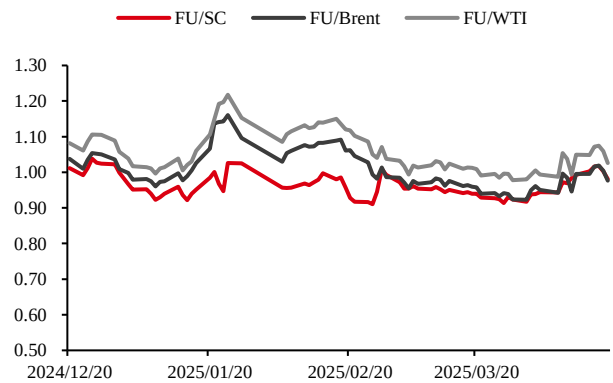
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: SHFE FU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



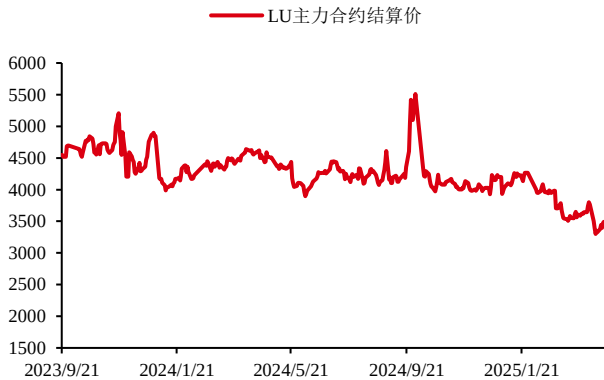
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: SHFE FU 与原油比价 | 单位: 无



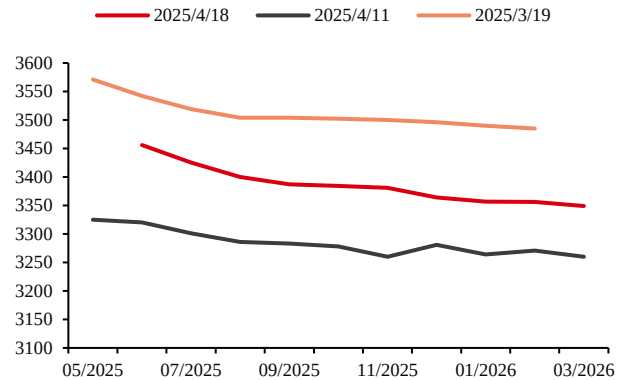
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: INE LU 期货结算价 | 单位: 元/吨



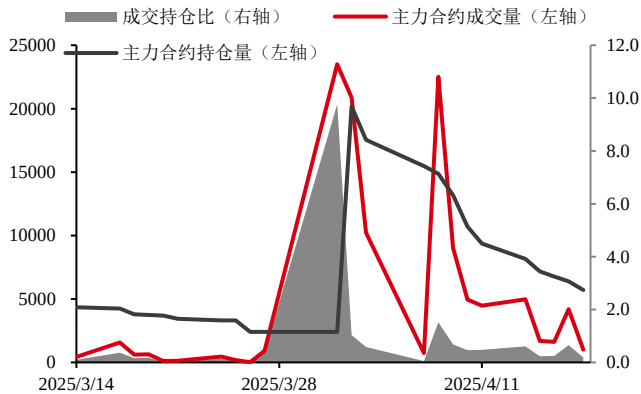
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: INE LU 远期曲线 | 单位: 元/吨



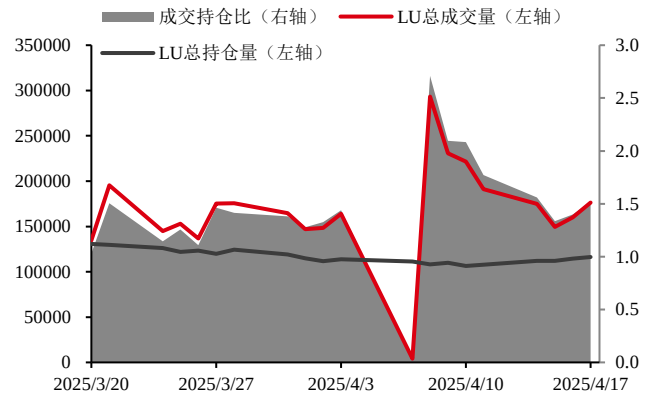
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: INE LU 主力合约成交持仓量 | 单位: 手



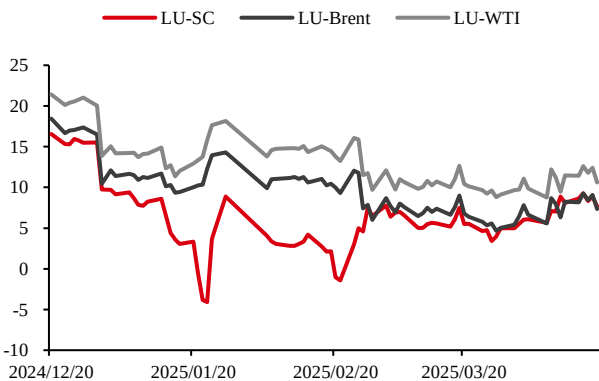
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: INE LU 总成交持仓量 | 单位: 手



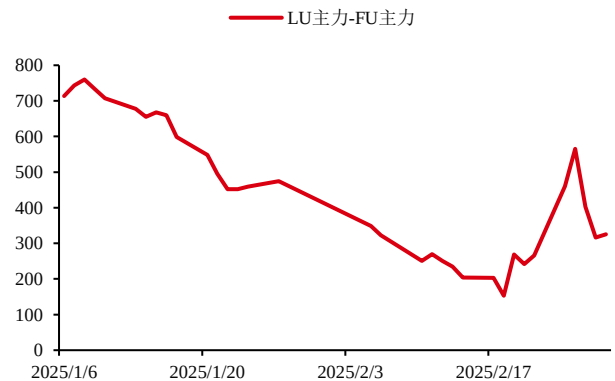
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: INE LU 对原油裂解价差 | 单位: 美元/桶



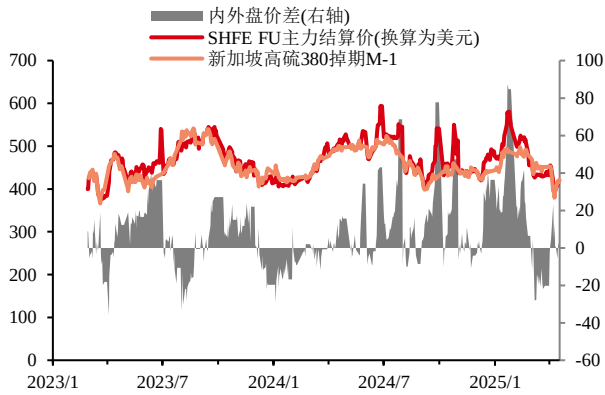
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: INE LU 与 SHFE FU 价差 | 单位: 元/吨



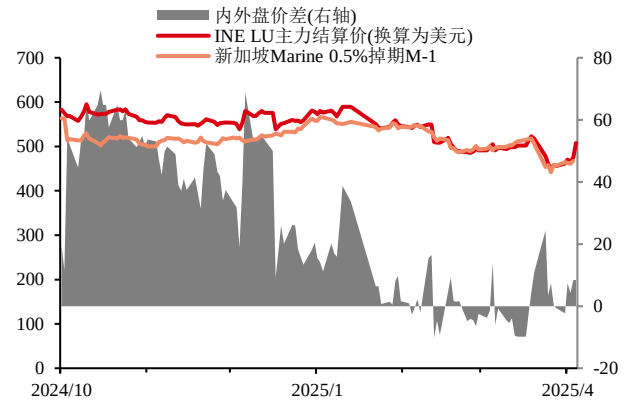
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: SHFE FU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



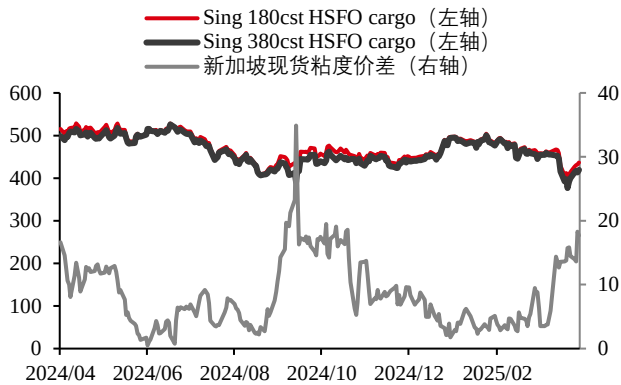
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: INE LU 主力合约内外盘价差 | 单位: 美元/吨



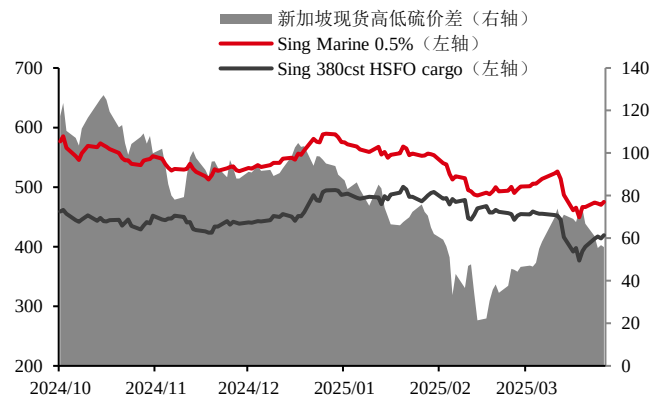
数据来源: Platts Bloomberg 华泰期货研究院

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



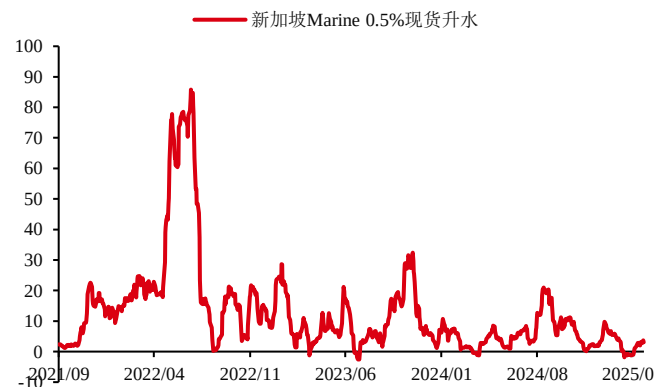
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 新加坡高硫 380 现货贴水 | 单位: 美元/吨



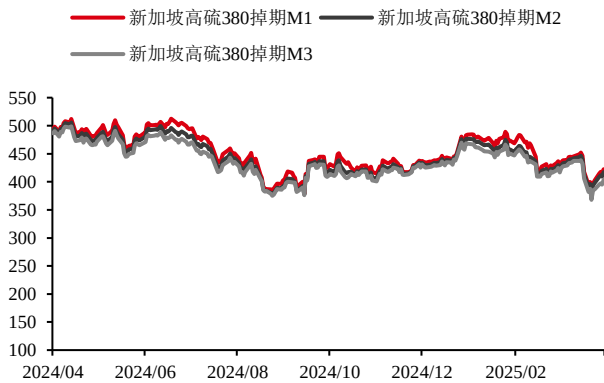
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 18: 新加坡 Marine 0.5%现货贴水 | 单位: 美元/吨



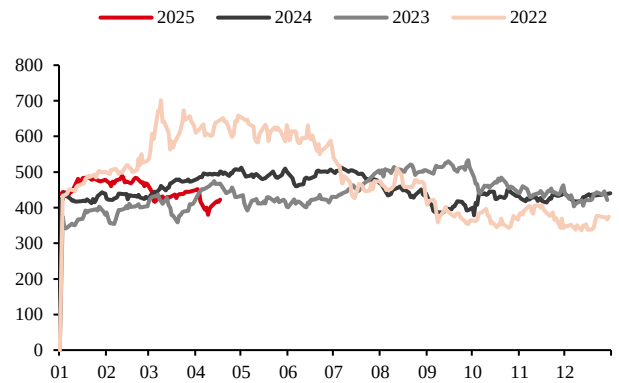
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 19: 新加坡高硫 380 掉期价格 | 单位: 美元/吨



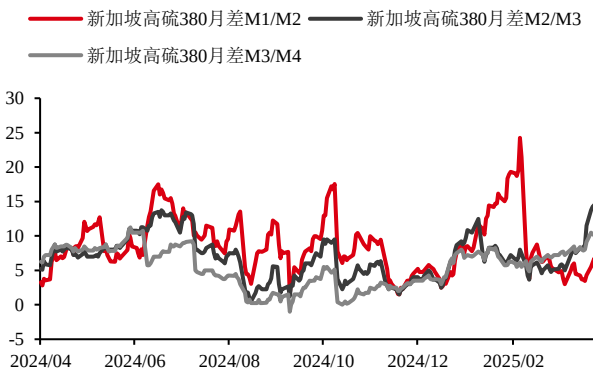
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 20: 新加坡高硫 380 掉期季节性 | 单位: 美元/吨



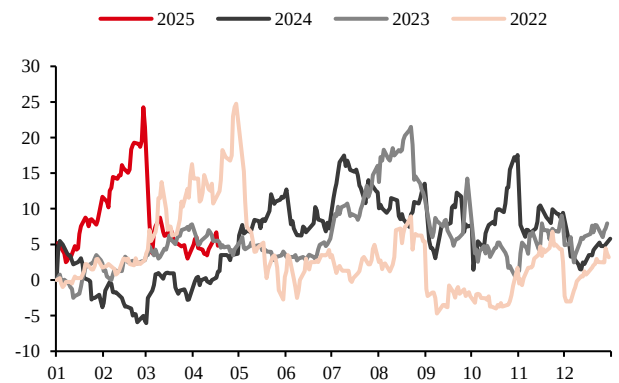
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫 380 月差 | 单位: 美元/吨



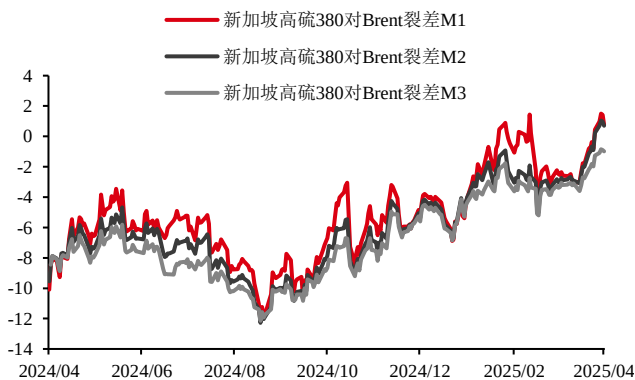
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 新加坡高硫 380 月差季节性 | 单位: 美元/吨



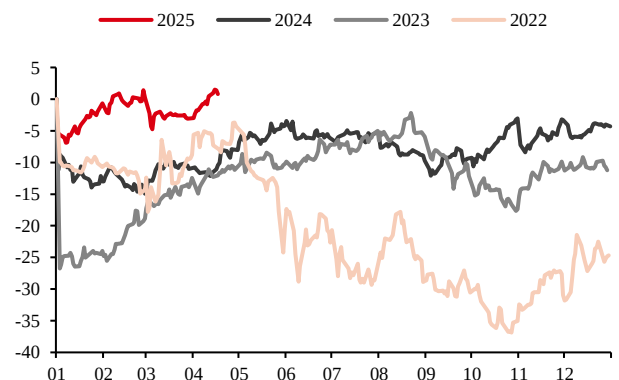
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 23: 新加坡高硫对 Brent 裂差 | 单位: 美元/桶



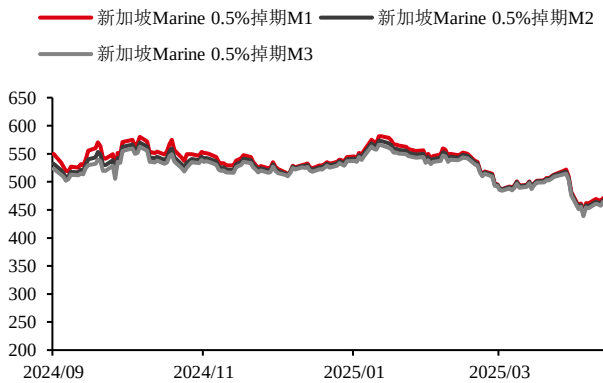
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 24: 新加坡高硫裂差季节性 | 单位: 美元/桶



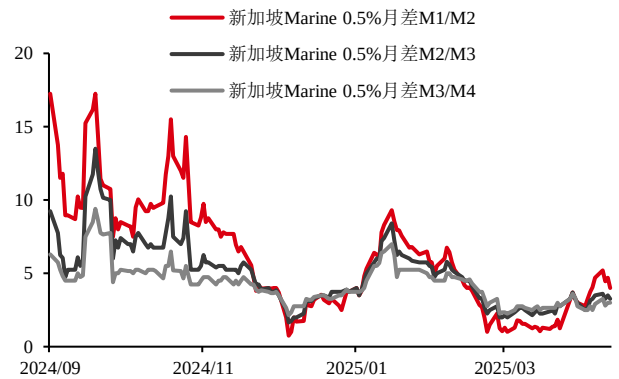
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 25: 新加坡 VLSFO 掉期 | 单位: 美元/吨



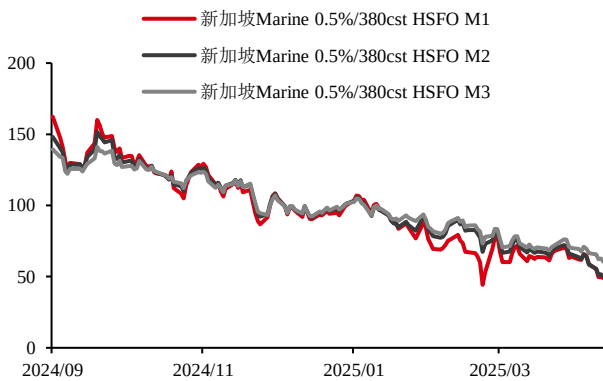
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 26: 新加坡 VLSFO 掉期月差 | 单位: 美元/吨



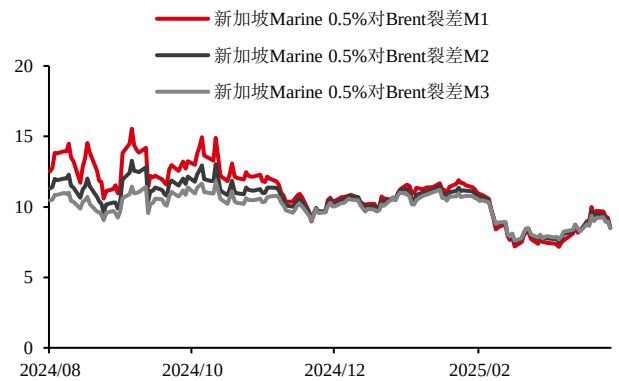
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 27: 新加坡 VLSFO/HSFO 价差 | 单位: 美元/吨



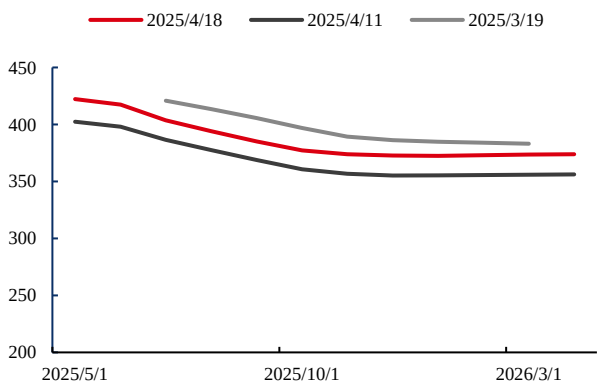
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 新加坡 VLSFO 对 Brent 裂差 | 单位: 美元/吨



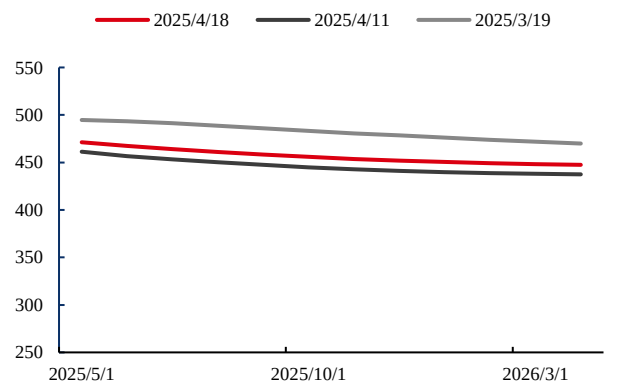
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 29: 新加坡高硫 380 远期曲线 | 单位: 美元/吨



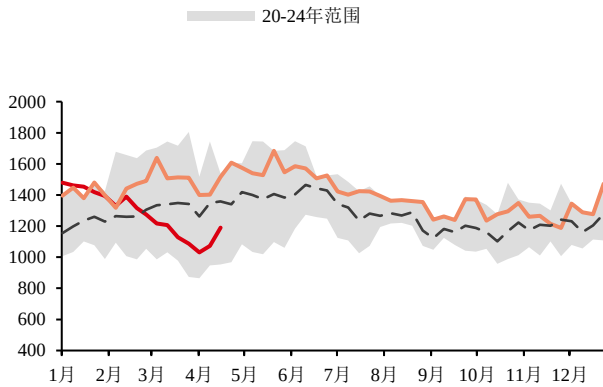
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 新加坡 VLSFO 远期曲线 | 单位: 美元/吨



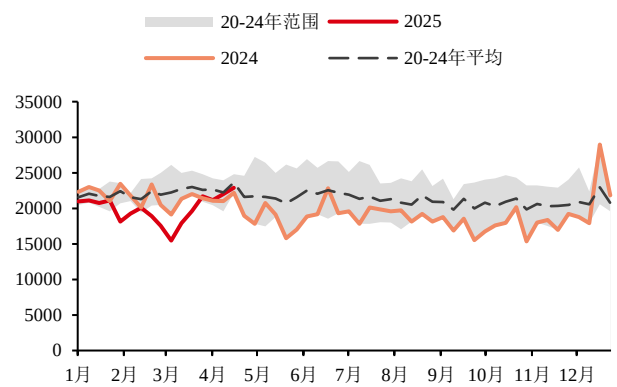
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 31: 西北欧燃料油库存 | 单位: 千吨



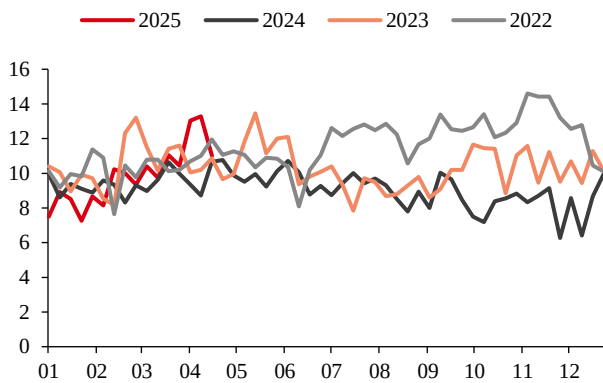
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 32: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



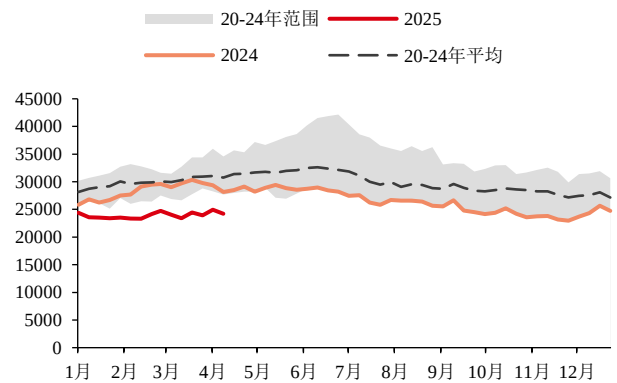
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 33: 富查伊拉燃料油库存 | 单位: 百万桶



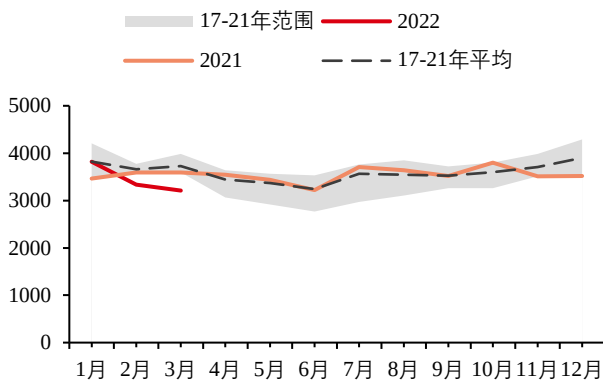
数据来源: 同花顺 华泰期货研究院

图 34: 美国燃料油库存 | 单位: 千桶



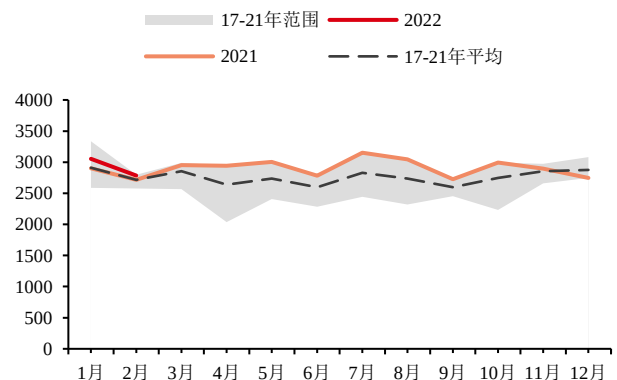
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 35: 俄罗斯燃料油产量 | 单位: 千吨



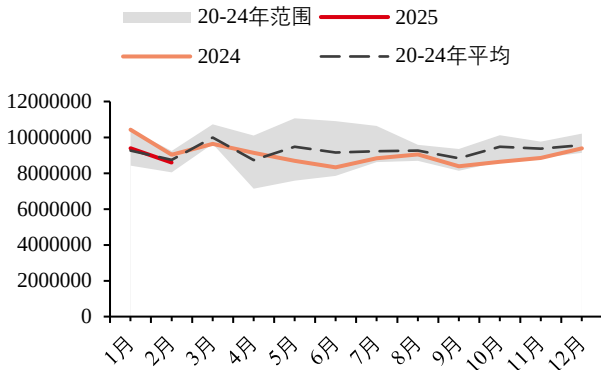
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 36: 俄罗斯燃料油出口量 | 单位: 千吨



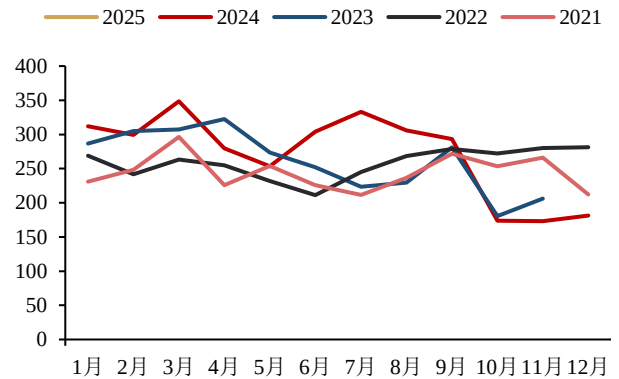
数据来源: 俄罗斯能源部 华泰期货研究院

图 37: 巴西燃料油产量 | 单位: 桶



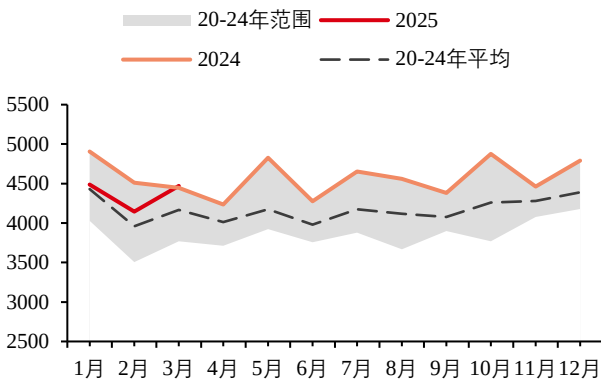
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 墨西哥燃料油产量 | 单位: 千吨



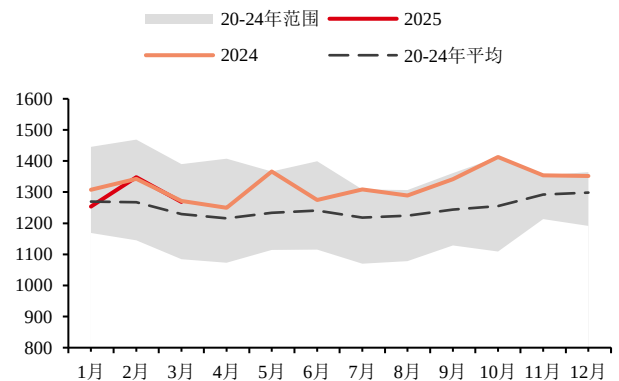
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 39: 新加坡船燃总销量 | 单位: 千吨



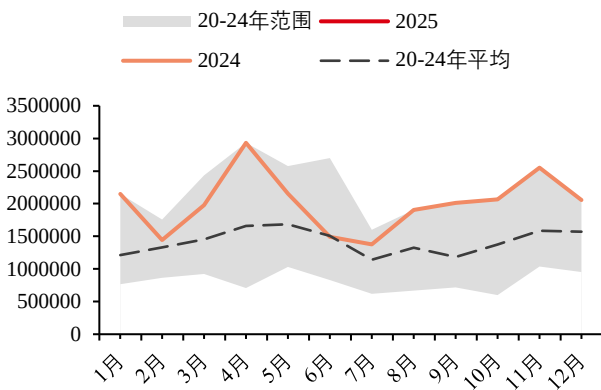
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 40: 新加坡单船平均加油量 | 单位: 吨



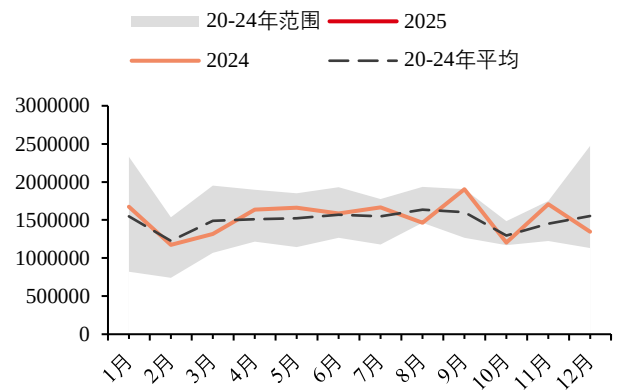
数据来源: MPA 华泰期货研究院

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