

油价再度杀跌，燃料油下游需求表现分化

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

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

在供需两端的冲击下，原油市场前景或将延续弱势，并对下游能化品价格形成压制。短期价格波动则受到更多情绪与资金面的影响，需要保持谨慎、注意节奏。

就燃料油自身基本面而言，高硫燃料油当前多空因素交织，市场结构处于调整与再平衡阶段，但支撑因素仍存。接下来最值得关注的变量来自于下游发电端的需求，如果在季节性与替代因素的驱动下大幅增长，则亚洲市场月差结构有望进一步加强。

低硫燃料油近期市场结构有边际好转，现货贴水、月差、裂解价差均有一定幅度走强。西区套利船货供应出现下滑，亚洲市场压力有所缓和。但船燃端需求收缩、炼厂剩余产能较多的矛盾并未缓解，中期市场前景不容乐观。

■ 策略

高硫方面：震荡偏弱

低硫方面：震荡偏弱

跨品种：无

跨期：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：欧佩克迅速放松减产，供需两端压力下油价杀跌	3
高硫燃料油：多空交织，发电端需求存在显著增量预期	4
低硫燃料油：短期市场压力有限，中期前景仍不乐观	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	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	6
图 12: 印度燃油进口量 单位：千吨/月	6
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	8
图 22: 新加坡燃料油库存 单位：千桶	8
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：欧佩克迅速放松减产，供需两端压力下油价杀跌

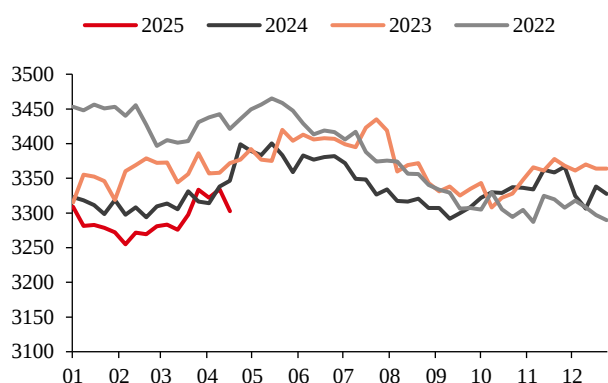
在经历了特朗普关税冲击的第一轮冲击后，原油价格一度呈现从低位震荡反弹的态势。但近日新一轮杀跌重新开启，五一假期期间 Brent 再度跌破 60 美元/桶。

眼前的利空来自于欧佩克迅速放松减产的举措。具体来看，OPEC+联盟 3 日发表声明称，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼等 8 个产油国决定自 2025 年 6 月起日均增产 41.1 万桶石油，延续了 5 月份的节奏，超出部分市场预期。

而在欧佩克加速增产的同时，需求端同样面临压力。一方面，在能源消费与经济结构转型的背景下，全球石油消费已经结束了高速增长的周期；另一方面，特朗普的关税政策对全球贸易与石油需求造成新的冲击。虽然目前对多数国家的加征关税处于暂停期，但美国政策尚未出现实质性逆转。关税对经济以及石油需求的冲击将会逐步显现，近期已经有高频数据显示美国洛杉矶港口集装箱吞吐量以及联运的卡车货运量大幅下降，这将抑制美国柴油消费，而关税对于其他经济体如印度、印尼、越南、巴西等也同样会产生冲击，这些国家的需求在今年下半年将出现放缓。

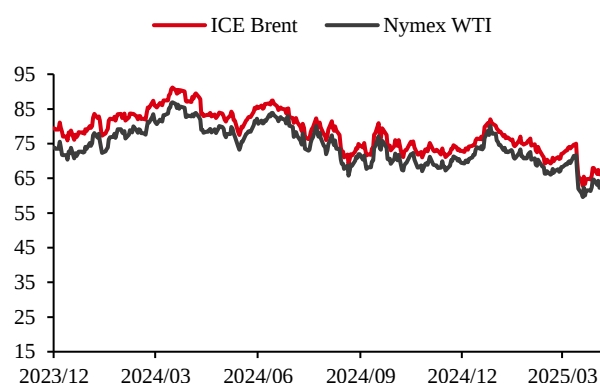
整体来看，在供需两端的冲击下，原油市场前景将持续承压运行，这也印证了我们此前报告中中期看空的观点。短期价格波动则受到更多情绪与资金面的影响，需要保持谨慎、注意节奏。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



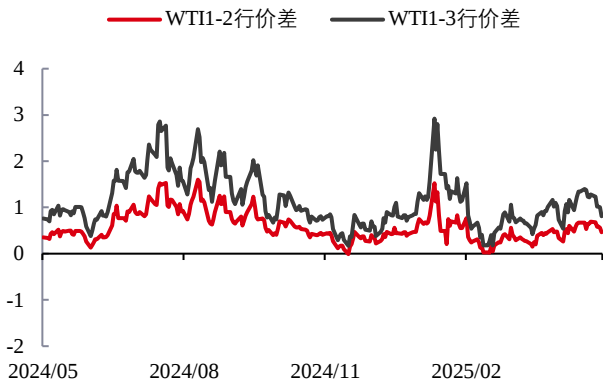
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



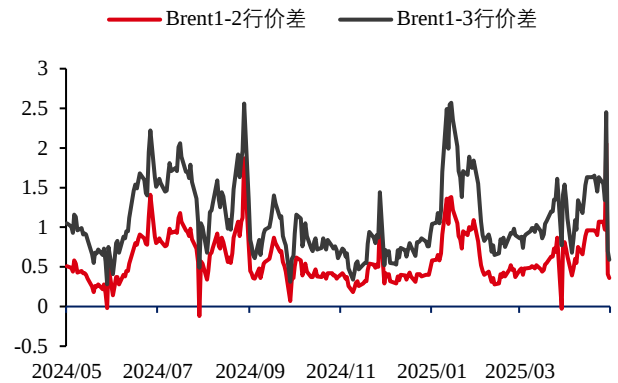
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



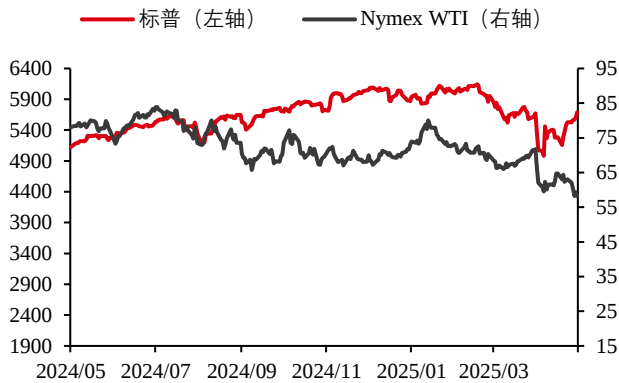
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



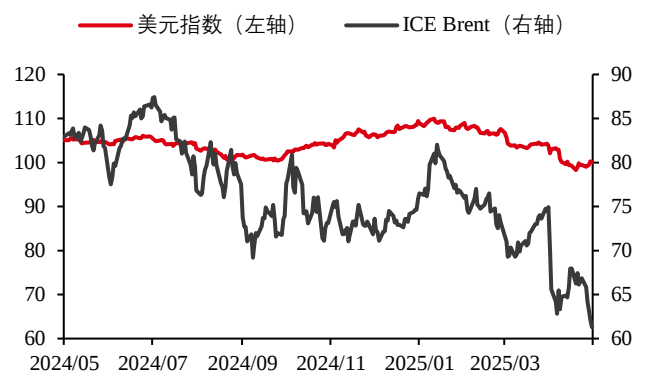
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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：多空交织，发电端需求存在显著增量预期

近期高硫燃料油市场结构处于调整阶段，新加坡现货贴水回落至零轴附近，前期现货紧张的矛盾已基本缓解，但裂解价差仍稳定在绝对高位。从基本面的现实与预期情况来看，高硫油市场处于多空因素交织的状态，供应与需求端均存在明显分化。

站在供应端的角度来看，一方面是美国制裁下俄罗斯、伊朗、委内瑞拉等重油供应国的产量与出口受限。其中，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、4月份俄罗斯高硫燃料油总发货量分别为 274 和 233 万吨，对比 2 月低点（178 万吨）显著回升。但目前俄乌冲突缺乏实质性进展，美国对俄制裁放松的预期短期内或难以落地，俄罗斯供应仍面临诸多制约。伊朗方面，

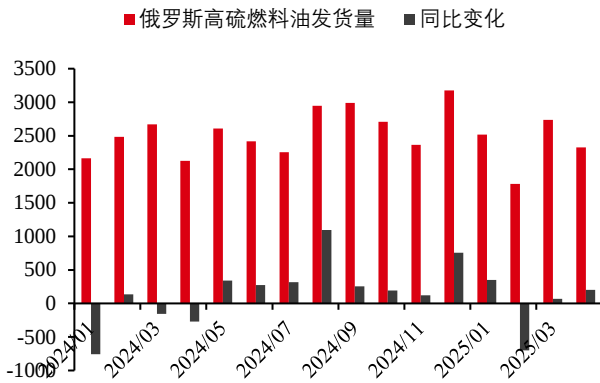
美国制裁持续升级，参考船期数据，伊朗4月份高硫燃料油发货量预计为85万吨，环比下降5万吨，同比减少49万吨；另一方面，欧佩克超预期的政策转向使得沙特等产油国的剩余产能加速释放，考虑到这些国家中质含硫原油占比较高，将对燃料油的供应形成一定补充。

燃料油需求端同样存在下游的分化。一方面是炼厂与船燃端需求表现较为疲软。其中，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，3、4月份海外对我国高硫燃料油发货量仅有108和37万吨，同比去年减少106和15万吨。船燃端需求的压力主要来自于关税冲击下海运贸易需求的萎缩预期，如果美国政策没有转向则压力将逐步显现。脱硫塔数量的增长将支撑部分高硫船用油消费，但在高低硫价差大幅收缩后，预计新增订单与安装数量将显著放缓。

另一方面，发电终端的高硫燃料油消费存在显著增长预期。随着夏季临近、中东、南亚、非洲等地区的电力需求迎来季节性攀升，从而提振对燃料油（高硫为主）的原料需求。今年除了季节性效应外，还有不可忽视的替代需求。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。伊朗、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。参考船期数据，埃及4月份高硫燃料油进口量为62万吨，环比增加31万吨，同比提升16万吨，5月份到港量目前预计在68万吨。参考去年的情况，6-9月份旺季还有进一步的增长空间（去年月度进口峰值为103万吨）。此外，作为传统的消费国，沙特高硫燃料油进口也开始回升。但考虑到5月份开始欧佩克将大幅增产，沙特可能会使用更多国内生产的原油、燃料油来发电，对海外的需求可能会出现同比下滑。

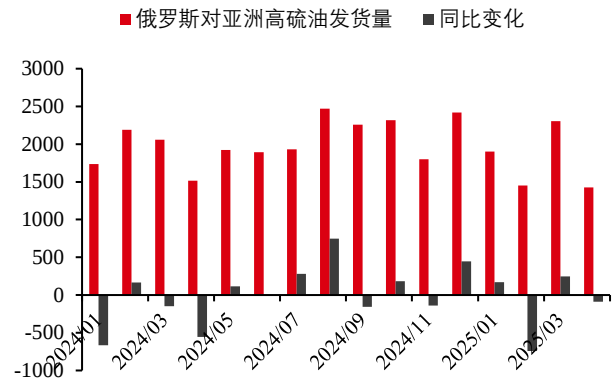
整体来看，高硫燃料油当前基本面多空因素交织，市场结构处于调整与再平衡阶段，但支撑因素仍存。接下来最值得关注的变量来自于下游发电端的需求，如果在季节性与替代因素的驱动下大幅增长，则亚洲市场月差结构有望进一步加强。

图 7：俄罗斯高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



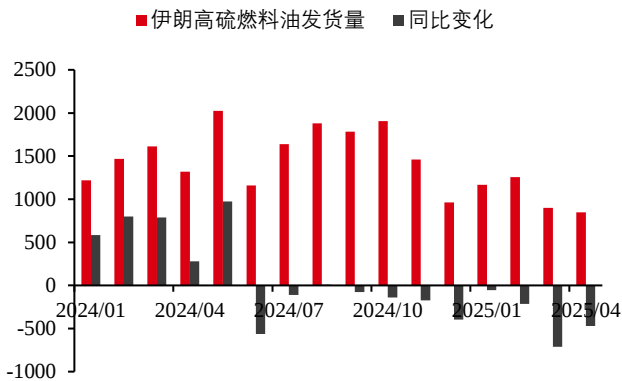
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：俄罗斯对亚洲高硫油发货量 | 单位：千吨/月



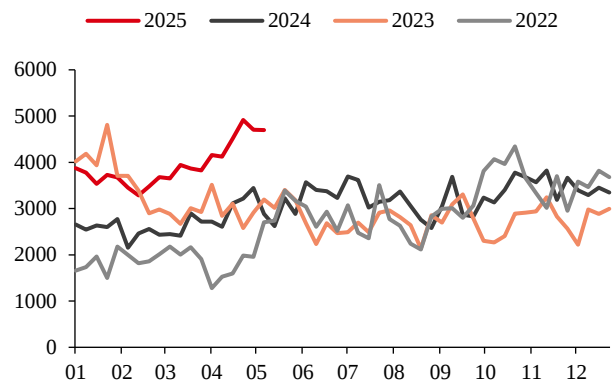
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：伊朗高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



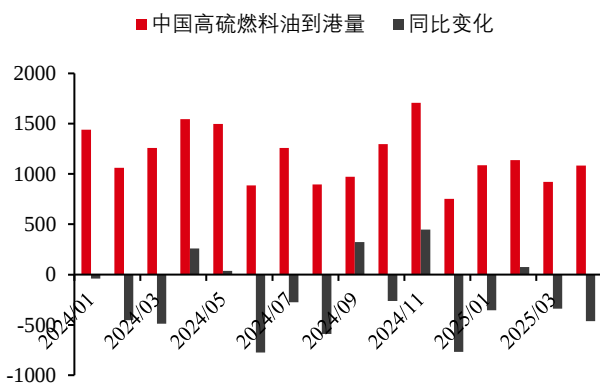
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：全球高硫油浮仓库存 | 单位：千吨



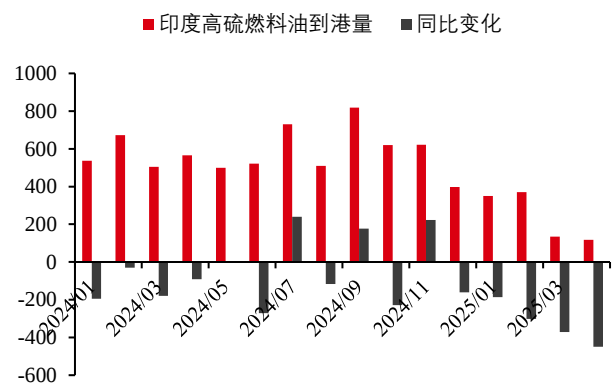
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 11：中国高硫燃料油进口量 | 单位：千吨/月



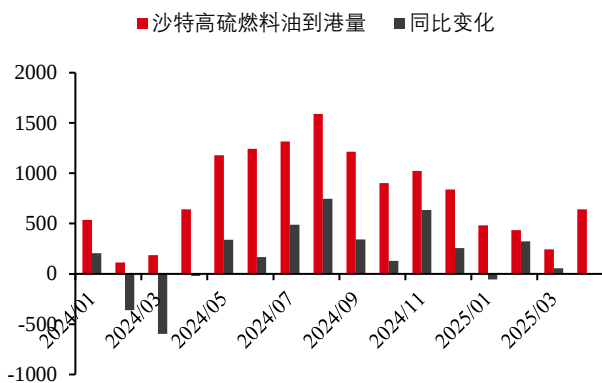
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 12：印度燃油进口量 | 单位：千吨/月



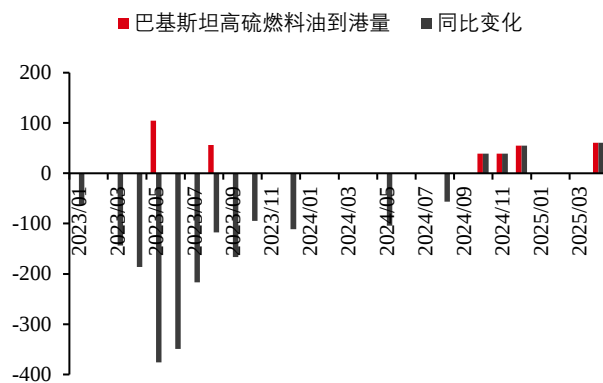
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 13: 沙特燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



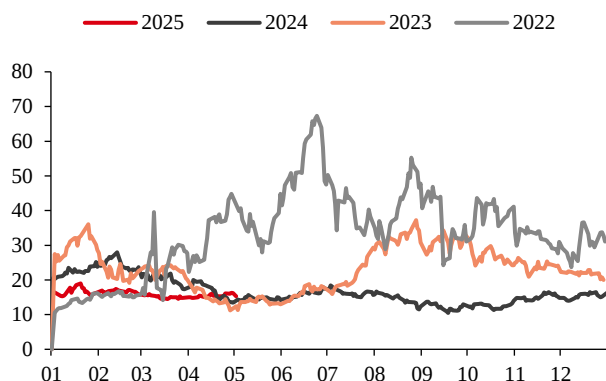
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 14: 巴基斯坦燃油进口量 | 单位: 千吨/月



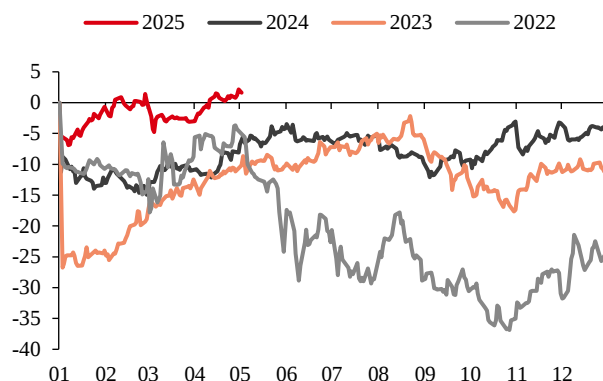
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

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：短期市场压力有限，中期前景仍不乐观

低硫燃料油近期市场结构有边际好转，现货贴水、月差、裂解价差均有一定幅度走强。西区套利船货供应出现下滑，亚洲市场压力有所缓和。

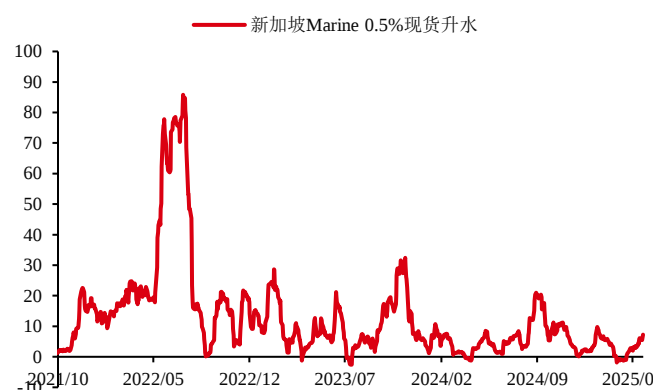
然而中期的市场趋势并未逆转，首先是需求端的下行预期。由于关税的冲击，全球贸易与航运需求面临更大压力。而与高硫不同的是，低硫燃料油下游消费领域相对更为集中在船用领域，因此市场对全球海运需求的下滑将更为敏感。此外，低硫燃料油还处在自身需求份额被其他燃料替代的趋势中。5月份地中海 ECA 正式落地（要求船燃硫含量低于 0.1%），将对低硫燃料油消费造成进一步冲击（初步估计需求降幅在 10 万桶/天）。

此外，低硫燃料油剩余产能较多，供应端压力将在需求收缩后更为明显。近期随着阿祖尔炼厂检修结束，科威特 3、4 月低硫油发货量已恢复至 66 和 60 万吨（接近满负荷

水平)。与此同时，由于 RFCC 装置出现问题，尼日利亚 Dangote 炼厂近期也重新开始生产与出口低硫燃料油（4 月发货量为 27 万吨）。

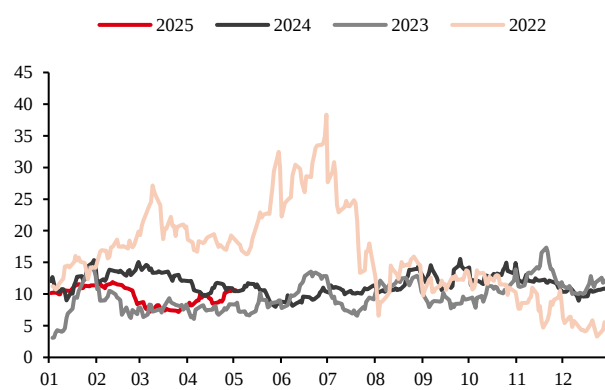
整体而言，低硫燃料油依然面临船燃端需求收缩、炼厂剩余产能较多的矛盾，中期市场前景不容乐观。

图 17：新加坡低硫燃料油现货升贴水 | 单位：美元/吨



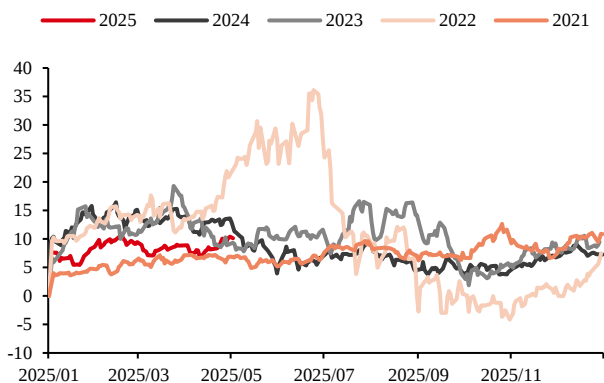
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 18：亚太低硫燃料油裂解价差 | 单位：美元/桶



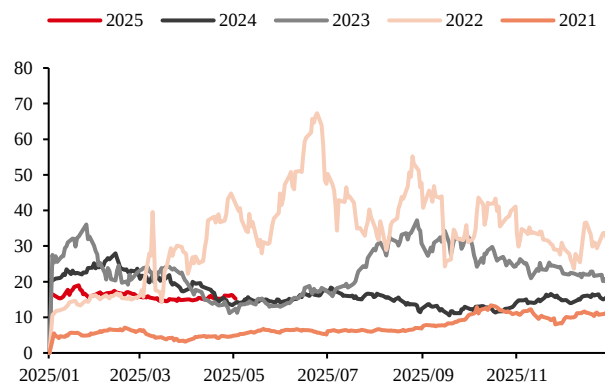
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 19：亚太汽油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

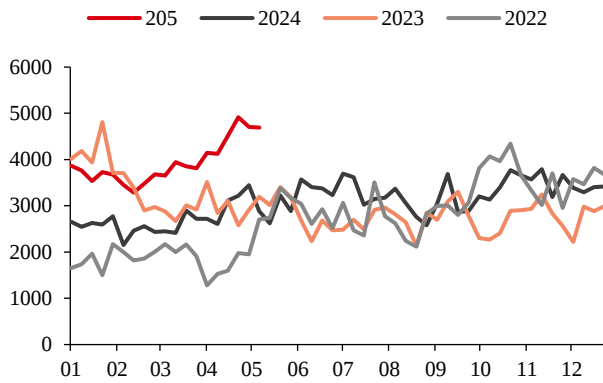
图 20：亚太柴油裂解价差 | 单位：美元/桶



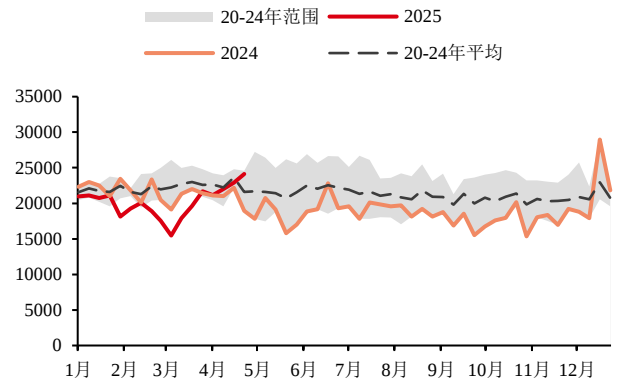
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 21：全球低硫燃料油浮仓库存 | 单位：千吨

图 22：新加坡燃料油库存 | 单位：千桶

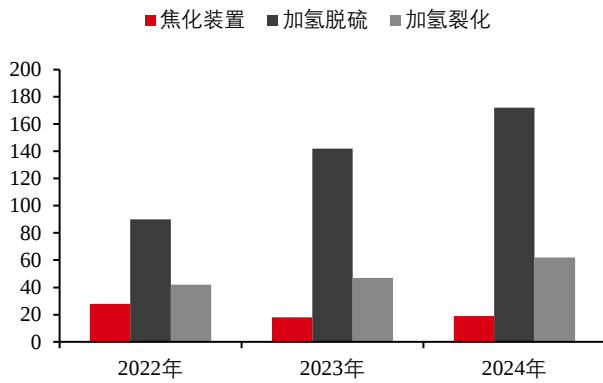


数据来源: Kpler 华泰期货研究院



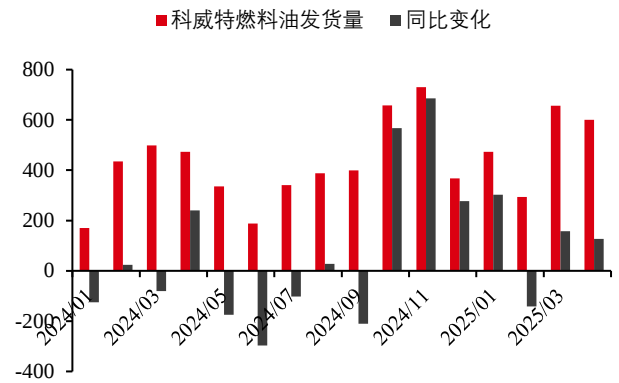
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 加氢新产能投放计划 | 单位: 万桶/天



数据来源: EA 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: 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