

电厂需求增量兑现，燃料油市场结构存在支撑

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

整体来看，油市短期趋势暂不明朗，对下游能化品价格方向指引有限。但站在中长期视角来看，原油市场形势依然不容乐观，需求增长的放缓以及剩余产能的释放将让原油逐步进入供过于求的阶段，这一矛盾可能会在今年三季度末或四季度集中体现，库存预计将从中低位迅速回升，油价面临新的下行压力。

高硫燃料油市场当前多空因素交织，基本面短期存在支撑。如果发电终端需求增量顺利兑现，则月差结构有望进一步走强。裂解价差由于自身处于绝对高位，上行空间受限，中期存在调整需求。

低硫燃料油市场结构当前震荡偏强运行，短期市场压力有限。但未来依然面临船燃端需求收缩、炼厂剩余产能较多的矛盾，中期前景仍不容乐观。

■ 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

期现：无

期权：无

■ 风险

宏观风险、关税风险、原油价格大幅波动等、发电端需求不及预期、船燃需求不及预期

目录

核心观点	1
原油：欧佩克增产节奏延续，油市短期多空因素交织	3
高硫燃料油：发电端需求增量兑现，市场结构存在支撑	4
低硫燃料油：短期供应压力有限，中期市场前景仍偏弱	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	9
图 22: 新加坡燃料油库存 单位：千桶	9
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

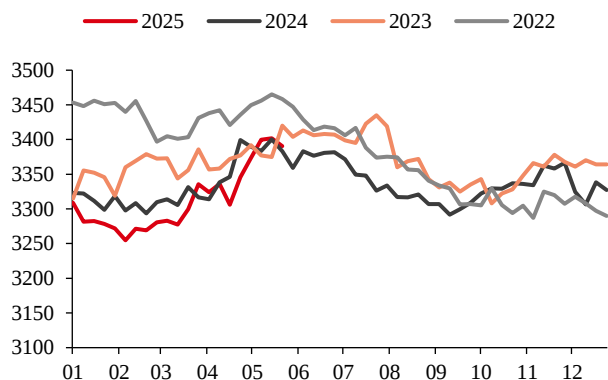
原油：欧佩克增产节奏延续，油市短期多空因素交织

随着新一轮会议结束，石油输出国组织（欧佩克）5月31日发表声明，8个欧佩克和非欧佩克产油国决定7月起日均增产41.1万桶。这将延续6、7月份的增产节奏，反映联盟从过去限产保价到现在加速释放剩余产能的政策转向。

欧佩克增产的决策大体符合预期，供应增量将逐步释放。但短期而言，原油基本面并没有太大压力。随着夏季到来，需求将季节性回升，炼厂开工率回升，欧佩克增加的产量有望被夏季炼厂与发电厂的增量需求所消化，三季度市场预计能维持紧平衡。此外，俄乌与中东局势仍在反复拉锯，近日特朗普发表对伊朗和俄罗斯加码制裁、大幅削减伊朗石油出口等言论，地缘溢价并未完全消退。

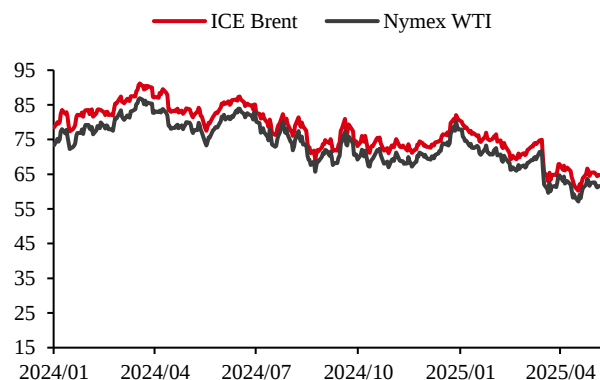
整体来看，油市短期多空因素交织，趋势暂不明朗，对下游能化品价格方向指引有限。但站在中长期视角来看，原油市场形势依然不容乐观，需求增长的放缓以及剩余产能的释放将让原油逐步进入供过于求的阶段，这一矛盾可能会在今年三季度末或四季度集中体现，库存预计将从中低位迅速回升，油价面临新的下行压力。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



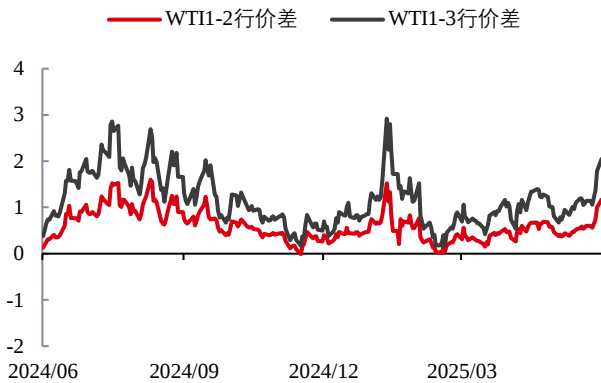
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



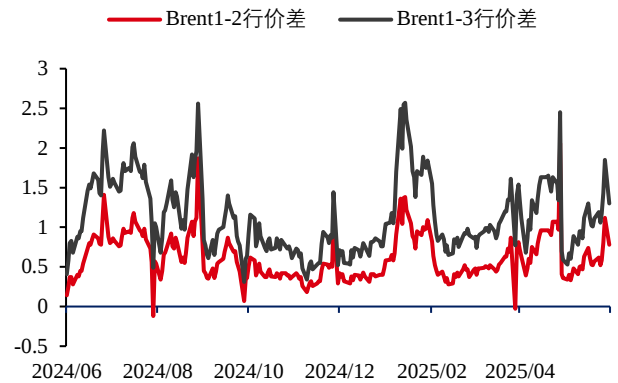
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



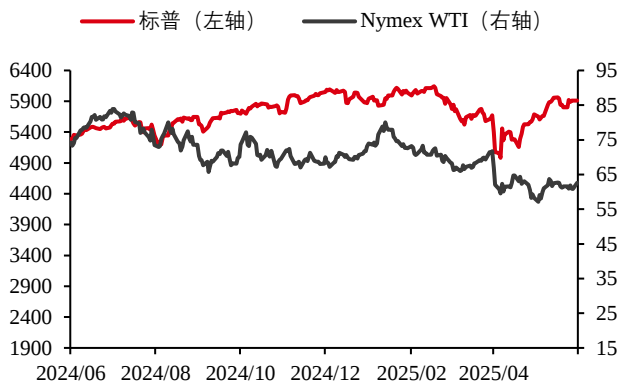
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



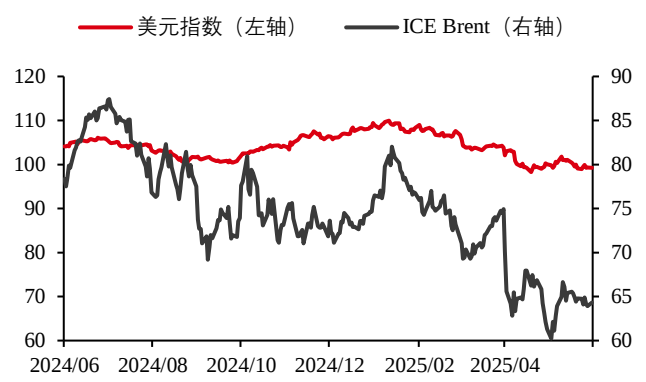
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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：发电端需求增量兑现，市场结构存在支撑

近期高硫燃料油市场结构表现持稳，月差、现货贴水震荡回升，裂解价差则继续站在绝对高位区间运行。虽然现货没有明显的紧张状况，但市场压力也较为有限，整体多空因素交织，下方存在一定支撑。

站在供应端的角度来看，在地缘冲突与美国制裁下，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，俄罗斯燃料油出口再度出现下滑。参考船期数据，5月份俄罗斯高硫燃料油总发货量估计为223万吨，环比下降22万吨，同比减少38万吨。目前俄乌谈判缺乏实质性进展，近期特朗普对俄表态更加强硬，假期期间乌克兰再度对俄发动无人机袭击，俄罗斯炼厂开工与燃料油供应仍面临诸多因素制约。伊朗

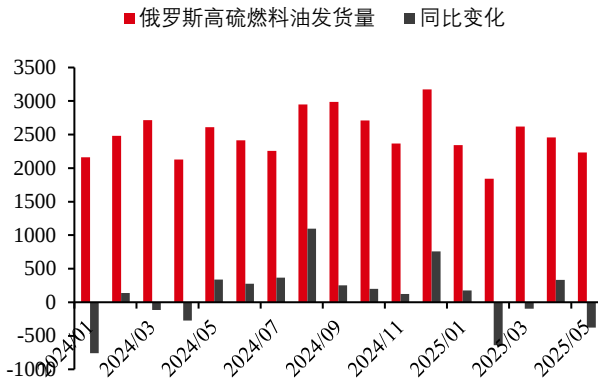
方面，美国制裁持续加码，叠加夏季发电厂需求的增长，伊朗燃料油出口受到明显抑制。参考船期数据，伊朗 5 月份高硫燃料油发货量预计为 71 万吨，环比下降 39 万吨，同比减少 131 万吨；另一方面，欧佩克逐步退出减产协议使得中东产油国的剩余产能加速释放，考虑到这些国家中质含硫原油占比较高，将对高硫燃料油的供应形成一定补充。

高硫燃料油需求端同样存在下游的分化。一方面是炼厂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，5 月份我国高硫燃料油进口量预计仅有 65 万吨，环比减少 54 万吨，同比下降 85 万吨。船燃端需求方面，潜在压力主要来自于关税冲击下海运贸易需求的萎缩预期，虽然中美第一轮贸易谈判达成后双方关税下调，但美国政府并未真正放弃关税政策，未来贸易和航运端需求的下行风险依然存在。此外，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。

当前来看，高硫燃料油需求最值得关注的增量来自于发电终端。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。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 5 月份高硫燃料油进口量估计为 57 万吨，环比增加 21 万吨，同比提升 12 万吨，6 月份到港量目前预计在 56 万吨。但需要注意的是，埃及近期的大举采购可能是为了补充库存，以应对即将到来的夏季用电高峰，可能有部分需求前置，叠加该国增加 LNG 进口的计划，因此不宜对其第三季度的燃料油进口需求有过高预期。此外，作为传统的消费国，沙特高硫燃料油进口也开始回升。参考船期数据，沙特 5 月高硫燃料油进口量预计为 115 万吨，环比增加 48 万吨，同比去年基本持平。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，后续对海外的采购需求可能会出现同比下滑。

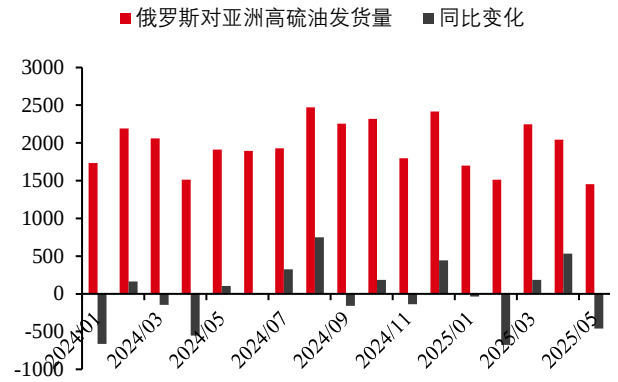
整体来看，高硫燃料油市场当前多空因素交织，基本面短期存在支撑。如果发电终端需求增量顺利兑现，则月差结构有望进一步走强。裂解价差由于自身处于绝对高位，上行空间受限，中期存在调整需求。

图 7：俄罗斯高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



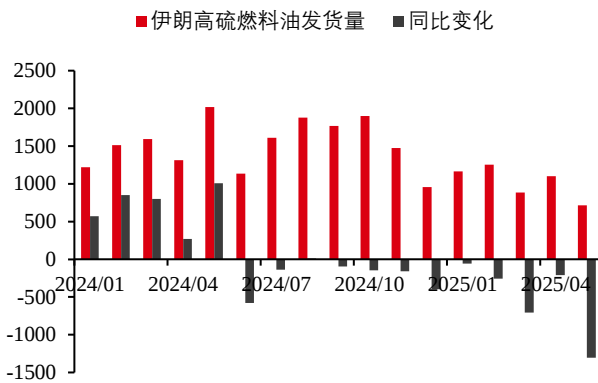
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：俄罗斯对亚洲高硫油发货量 | 单位：千吨/月



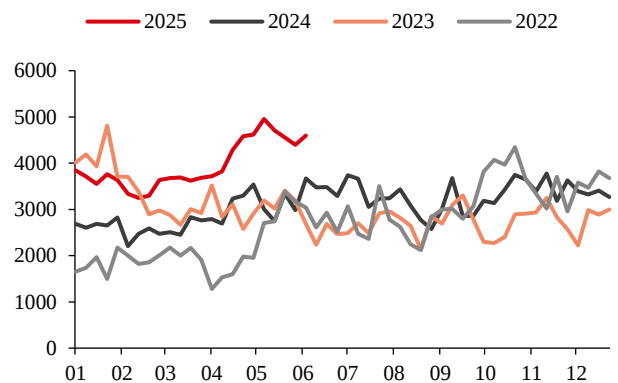
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：伊朗高硫燃料油发货量 | 单位：千吨/月



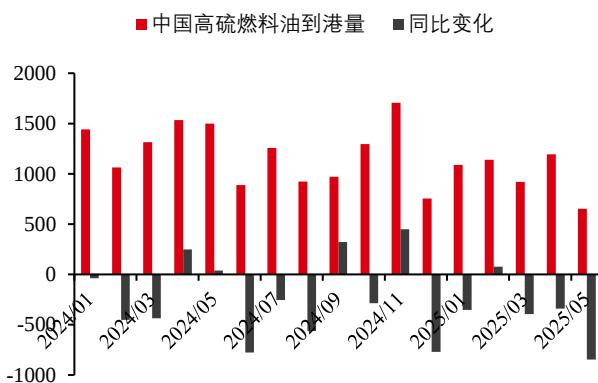
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：全球高硫油浮仓库存 | 单位：千吨



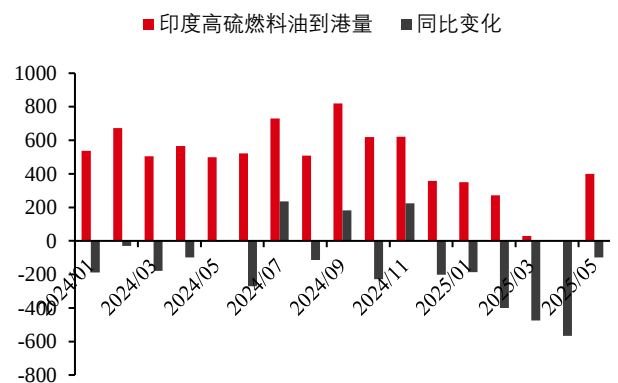
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 11：中国高硫燃料油进口量 | 单位：千吨/月



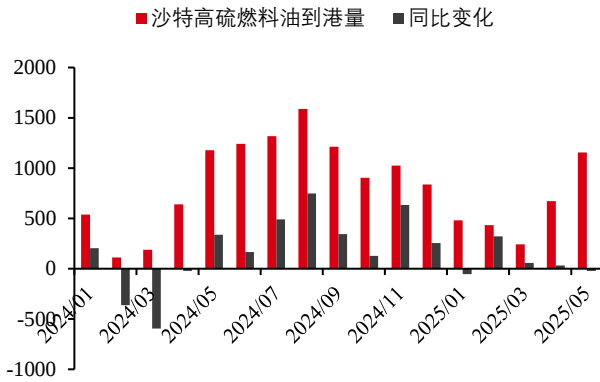
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 12：印度燃油进口量 | 单位：千吨/月



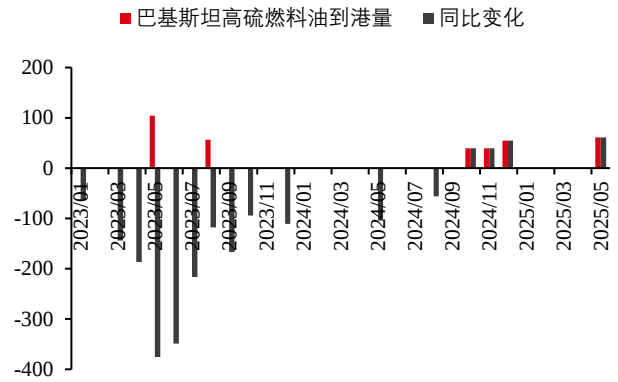
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 13: 沙特燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



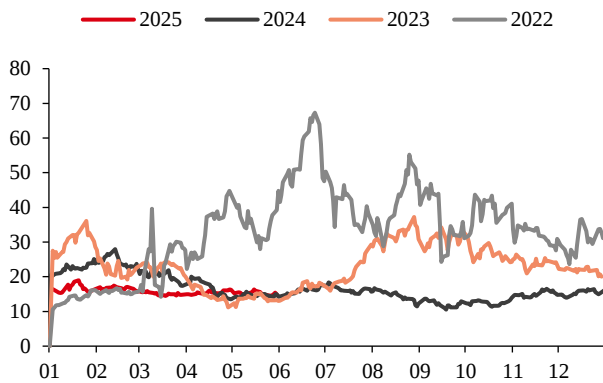
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 14: 巴基斯坦燃油进口量 | 单位: 千吨/月



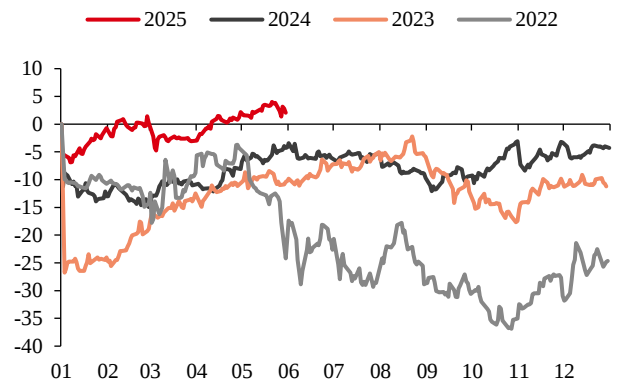
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

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: 短期供应压力有限, 中期市场前景仍偏弱

低硫燃料油近期市场结构震荡偏强运行, 现货贴水、月差、裂解价差连续走强后出现一定幅度回落, 但还未出现明显的转弱迹象。

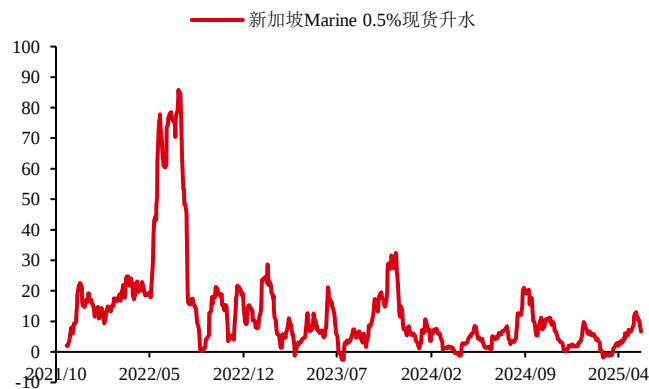
中美第一轮关税谈判达成后, 航运端需求的预期显著改善, 对船用燃料油消费存在利好, 高低硫燃料油均将受益。其中, 低硫燃料油下游需求更集中于船燃端, 反应或更为明显。地中海 ECA 生效后, 欧洲部分炼厂减少低硫燃料油生产, 西区市场收紧使得近期套利船货量明显下滑, 亚太地区供应压力有限, 现货贴水与月差受到支撑。

但中期来看, 低硫燃料油市场前景依然偏弱。首先, 自身需求份额被其他燃料替代的趋势并未逆转。5 月份地中海 ECA 落地的影响外, 往后 IMO 碳中和政策导向下船舶清

洁能源（如绿色甲醇等）占比将进一步提升，对低硫燃料油的需求冲击最为明显。此外，在特朗普执政周期内，贸易摩擦的风险将持续存在，航运端需求或面临压制。站在供应端角度来看，虽然欧洲炼厂近期调整产品结构，但全球来看低硫燃料油剩余产能较多。如科威特的阿祖尔炼厂，近期生产保持稳定。科威特 5 月低硫油发货量预计为 52 万吨，环比下降 11 万吨，同比去年增加 18 万吨。与此同时，尼日利亚低硫燃料油发货量预计为 27 万吨，与 4 月份基本持平。随着 Dangote 炼厂 RFCC 装置恢复生产，供应预计将再度回落。但考虑到 Dangote 炼厂装置运行的不稳定性，尼日利亚可能会间断性地对外出口低硫燃料油。

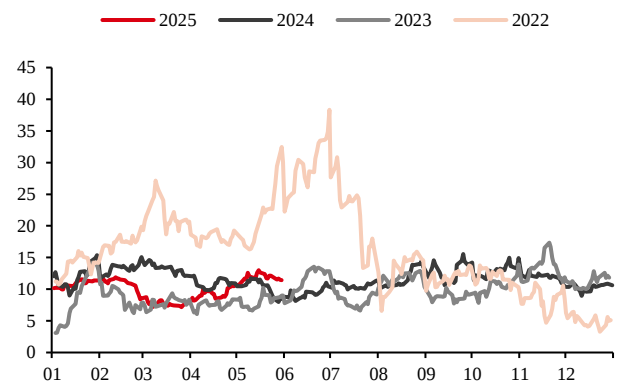
整体而言，低硫燃料油短期市场压力有限，但未来依然面临船燃端需求收缩、炼厂剩余产能较多的矛盾，中期前景仍不容乐观。

图 17：新加坡低硫燃料油现货升贴水 | 单位：美元/吨



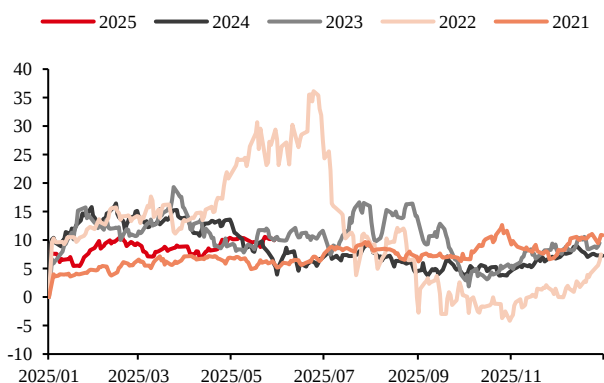
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 18：亚太低硫燃料油裂解价差 | 单位：美元/桶



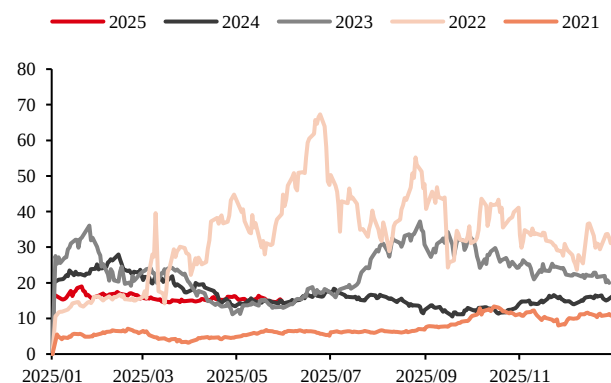
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 19：亚太汽油裂解价差 | 单位：美元/桶



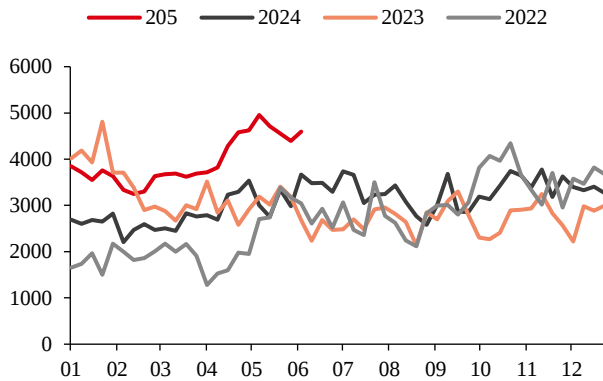
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 20：亚太柴油裂解价差 | 单位：美元/桶



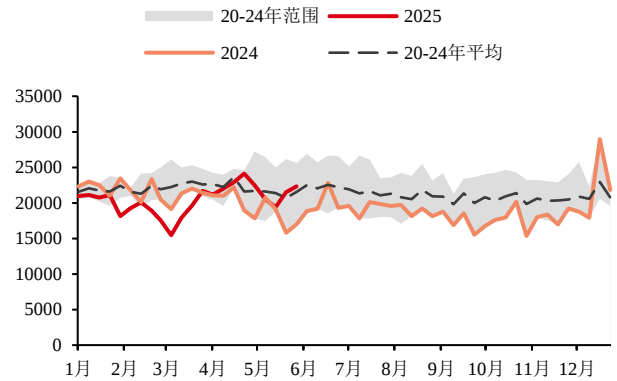
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 21：全球低硫燃料油浮仓库存 | 单位：千吨



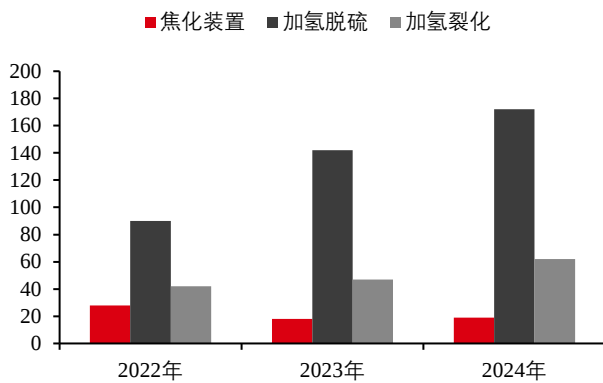
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 22：新加坡燃料油库存 | 单位：千桶



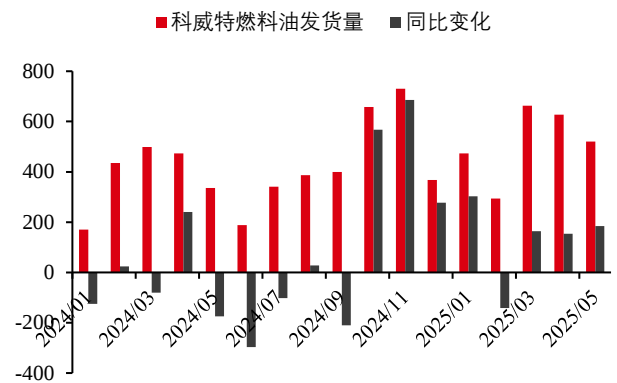
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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