

展望下半年，高硫燃料油市场三季度仍受到旺季发电端需求的支撑，但随着未来夏季结束、发电厂需求回落，且欧佩克增产将逐步释放更多供应，高硫油市场需要其他需求的增量来完成市场再平衡，考虑到航运端需求面临关税风险、脱硫塔数量增长进度放缓，因此值得期待的是炼厂端的需求回升，而这需要裂解价差进一步回调来带动燃料油加工利润修复，从而刺激炼厂端的采购增加.....

能源板块研究

Energy

Research



本期分析研究员



潘翔

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188



康远宁

从业资格号：F3049404

投资咨询号：Z0015842

结构性因素仍存，燃料油市场或面临再平衡

核心观点

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

■ 市场分析

展望下半年，高硫燃料油市场三季度仍受到旺季发电端需求的支撑，但随着夏季结束、发电厂需求回落，且欧佩克增产将逐步释放更多供应，高硫油市场需要其他需求的增量来完成市场再平衡，考虑到航运端需求面临关税风险、脱硫塔数量增长进度放缓，值得期待的是炼厂端的需求回升，而这需要裂解价差进一步回调来带动燃料油加工利润修复，从而刺激炼厂端的采购增加。

低硫燃料油方面，虽然现实基本面尚可、市场结构持稳，但在航运业碳中和的大背景下，船燃需求份额下滑的趋势并未逆转，且伴随炼厂升级的进程，低硫燃料油整体剩余产能较为充裕，一旦汽柴油相对价差走低则供应端增长的空间较大。因此，我们认为低硫燃料油中期市场前景仍然偏弱。当然，由于自身估值（裂解价差）位置不高，因此市场下行驱动也相对有限，弱势更多体现在上方阻力的巨大。

■ 策略

高硫方面：震荡偏弱

低硫方面：震荡偏弱

跨品种：逢高空 FU 裂解价差（FU-Brent 或 FU-SC）

跨期：逢高空 FU2509-FU2510 价差

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、发电端需求超预期、欧佩克增产幅度不及预期、船燃需求超预期

目录

核心观点	1
原油现实基本面尚可但预期偏弱，四季度成本中枢或进一步下移	5
2025 年上半年燃料油市场受地缘与宏观扰动较多，高硫端负反馈显现	7
2025 年下半年燃料油市场面临再平衡，结构性因素仍存	10
炼厂端需求承压，关注经济性回归后的需求改善	10
夏季发电终端需求旺盛，替代效应持续	13
船燃端需求仍面临关税风险，消费结构变化趋势延续	14
高硫燃料油结构性支撑因素仍存，欧佩克增产存在边际利空	17
低硫燃料油剩余产能仍较为充裕，国产量有望边际回升	18
高硫燃料油估值仍存在回调空间，低硫油中期市场前景仍偏弱	20

图表

图 1: 全球原油卫星库存 单位: 百万桶	6
图 2: 国际原油基准价格 单位: 美元/桶	6
图 3: WTI 原油月差 单位: 美元/桶	6
图 4: BRENT 原油月差 单位: 美元/桶	6
图 5: 原油与美股走势 单位: 美元/桶	7
图 6: 原油与美元指数走势 单位: 美元/桶	7
图 7: 新加坡高低硫燃油价差 单位: 美元/吨	8
图 8: 内盘高低硫燃油期货价差 单位: 元/吨	8
图 9: 新加坡高硫燃料油裂解价差 单位: 美元/桶	9
图 10: 新加坡低硫燃料油裂解价差 单位: 美元/桶	9
图 11: SHFE FU 裂解价差 单位: 美元/桶	9
图 12: INE LU 裂解价差 单位: 美元/桶	9
图 13: 新加坡高硫燃料油月差 单位: 美元/吨	9
图 14: 新加坡低硫燃料油月差 单位: 美元/吨	9
图 15: 高硫燃料油东西区价差 单位: 美元/吨	10
图 16: 低硫燃料油东西区价差 单位: 美元/吨	10
图 17: 高硫燃料油内外盘价差 单位: 美元/吨	10
图 18: 低硫燃料油内外盘价差 单位: 美元/吨	10
图 19: 中国高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	11
图 20: 中国燃料油一般贸易进口量 单位: 万吨	11
图 21: 中国高硫油进口船期-俄罗斯 单位: 千吨/月	11
图 22: 中国高硫油进口船期-伊朗 单位: 千吨/月	11
图 23: 俄罗斯 M-100 华东到岸贴水 单位: 美元/吨	12

图 24: 山东独立炼厂开工率 单位: %	12
图 25: 国内焦化装置开工率 单位: %	12
图 26: 延迟焦化装置毛利 单位: 元/吨	12
图 27: 印度高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	12
图 28: 美国高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	12
图 29: 沙特原油直烧发电量 单位: 千桶/天	13
图 30: 沙特燃料油需求 单位: 千桶/天	13
图 31: 沙特高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	14
图 32: 埃及高硫燃料油进口量 单位: 千吨/月	14
图 33: 埃及燃料油需求 单位: 千桶/天	14
图 34: 油气同热值价格对比 单位: 美元/百万英热	14
图 35: 新加坡船燃销量 单位: 千吨	15
图 36: 中国燃料油出口量 单位: 万吨	15
图 37: 舟山港保税船供油量 单位: 万吨	16
图 38: 上海港保税船供油量 单位: 万吨	16
图 39: 中国集装箱吞吐量 单位: 万 TEU	16
图 40: 中国集装箱出口运价指数-美西航线 单位: 无	16
图 41: 新加坡高低硫燃料油销量占比 单位: 无	16
图 42: 中国高低硫燃料油销量占比 单位: 无	16
图 43: 沙特原油产量 单位: 千桶/天	17
图 44: 炼厂二次装置新增产能 单位: 千桶/天	17
图 45: 委内瑞拉原油产量 单位: 千桶/天	18
图 46: 中东欧佩克国家原油产量 单位: 千桶/天	18
图 47: 亚太汽油裂解价差 单位: 美元/桶	19
图 48: 亚太柴油裂解价差 单位: 美元/桶	19
图 49: 汽油对低硫燃料油价差 单位: 美元/吨	19
图 50: 柴油对低硫燃料油价差 单位: 美元/吨	19
图 51: 尼日利亚低硫燃料油发货量 单位: 千吨/月	19
图 52: 科威特燃料油发货量 单位: 千吨/月	19
图 53: 2025 年低硫燃料油出口退税配额 单位: 万吨	20
图 54: 低硫燃料油国产量 单位: 万吨	20
图 55: 全球高硫燃料油浮仓库存 单位: 千吨	21
图 56: 全球低硫燃料油浮仓库存 单位: 千吨	21
图 57: 西北欧燃料油库存 单位: 千吨	21
图 58: 新加坡燃料油库存 单位: 千桶	21

原油现实基本面尚可但预期偏弱，四季度成本中枢或进一步下移

今年上半年，国际油价呈现反复波动的态势，缺乏持续性的趋势，背后主要是由于地缘与宏观面的扰动因素增加，市场波动率相较之前显著放大。

具体来看，年初由于美国加码对俄罗斯制裁，市场担忧俄罗斯石油供应下滑，原油价格迅速上涨，Brent 一度突破 80 美元/桶关口。但随后数据验证俄罗斯出口仍然具有韧性，且炼厂检修季带动原料采购需求下滑，1 月下旬开始油价逐步从高点回落。在特朗普就任美国新一届总统后，市场开始交易其政策影响，包括俄乌冲突缓和预期、关税加征、推动欧佩克增产、取消新能源支持政策、加快 LNG 项目出口审批、对伊朗极限施压等。这些政策对油市利多与利空影响结存，但利空效应要更为突出。

4 月份，特朗普正式公布其对等关税政策，其加征关税的范围以及幅度均超出市场预期，并招致我国在内贸易对象的反制措施，如果完全执行将对全球经济贸易与石油消费造成显著冲击，叠加欧佩克宣布逐步增加生产配额的决议，引发油价加速下跌，Brent 一度跌破 60 美元/桶关口。此后关税冲突出现边际好转的信号，美国先是将多数贸易伙伴的关税延期到 7 月 9 日，而在 5 月 12 日，中美谈判达成重要共识并发布联合声明，双方将加征关税的幅度从 125% 降至 10%（另外 24% 有 3 个月的暂停期）。市场对贸易大幅萎缩、经济下行的担忧有所减弱、宏观情绪改善后原油价格也迎来触底反弹。

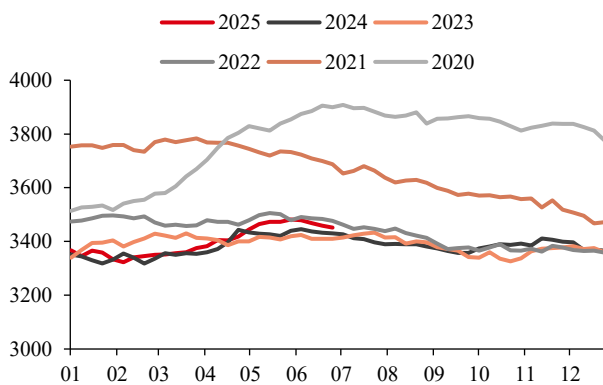
6 月份原油市场又遭遇地缘冲突的扰动，波动率显著攀升。具体来看，6 月 13 日以色列对伊朗发动空袭，随后伊朗进行反击，伊以冲突爆发，中东地缘局势升温。市场担忧伊朗石油设施受到破坏，从而影响石油供应。极端情况下，如果伊朗封锁霍尔木兹海峡，则整个阿拉伯湾地区的石油供应将受到阻断。在断供风险增加的背景下，原油隐含的地缘政治溢价迅速攀升，国际油价短期出现大幅上涨，Brent 一度逼近 80 美元/桶关口。本轮冲突持续了 10 天左右，23 号美国总统特朗普傍晚在社交媒体上宣布，以色列和伊朗已就“全面彻底停火”达成一致。24 号双方正式宣布停火。随着中东地缘局势缓和，石油供应未受到实质性影响，原油价格迅速回落，基本抹去了冲突爆发以来的涨幅。

整体来看，上半年原油价格经历了大涨大跌的剧烈波动，背后主要是特朗普关税政策与伊以冲突的扰动，虽然最终未对实际供需造成显著影响，但预期与情绪的左右横跳对市场定价形成了巨大干扰。随着宏观与地缘因素暂时消退，油市

当前再度回到自身的基本面逻辑。整体来看，在终端油品需求旺季来临、且欧佩克实际增产力度低于配额量的背景下，原油现实基本面尚可、压力有限。但中期来看，随着旺季结束、欧佩克剩余产能逐步释放，原油市场预计在 4 季度进入供过于求的阶段，压力将开始显现。对于包括燃料油在内的下游能化商品而言，成本端支撑中期存在进一步转弱的预期。

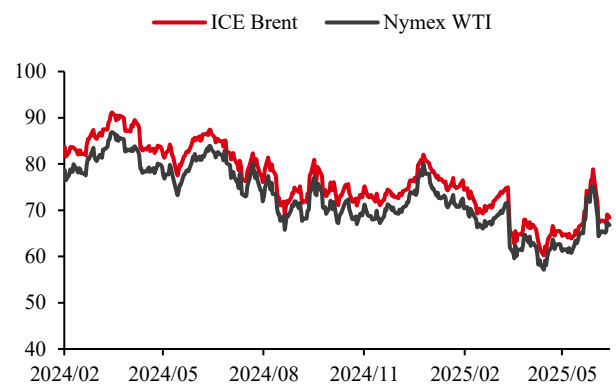
值得一提的是，除了基本面的运行路径外，关税、地缘冲突等扰动因素并未完全消失，下半年仍需要警惕风险事件的重演。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



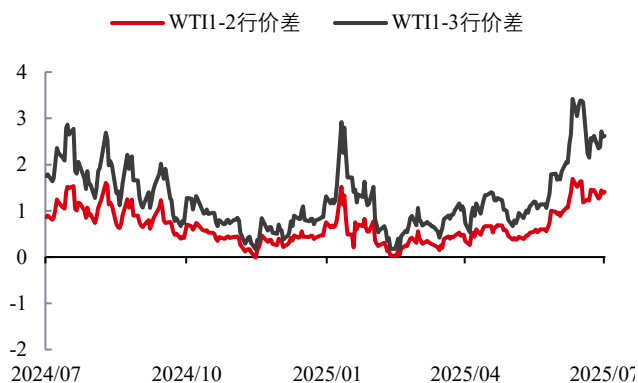
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



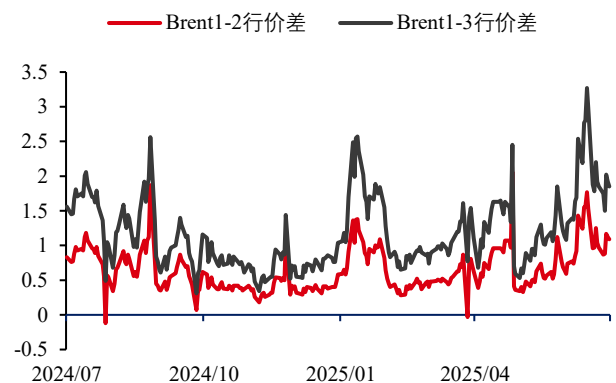
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：WTI 原油月差 | 单位：美元/桶



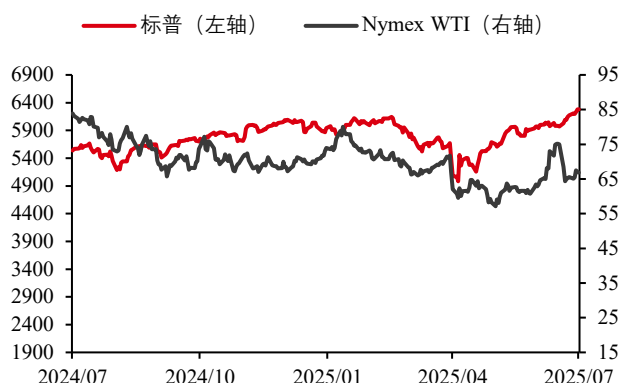
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

2025 年上半年燃料油市场受地缘与宏观扰动较多，高硫端负反馈显现

2025 年燃料油市场结构呈现反复波动的态势，不仅是来自原油成本端的影响，自身基本面同样受到宏观与地缘局势的扰动。

具体来看，去年年底和今年年初时，美国先后加码了对伊朗和俄罗斯的制裁，对这两个高硫燃料油主产国的供应与贸易形成一定冲击。参考船期数据来看，俄罗斯与伊朗发货量下滑，部分船货进入浮仓，反映了制裁油贸易的难度骤增。此外，美国制裁导致油轮市场有效运力收紧，运费的攀升使得东西区燃料油套利成本增加，亚太市场强度受到额外支撑。而除了制裁的影响外，由于俄乌冲突并没有实质性缓和，乌克兰无人机持续对俄罗斯炼厂发动袭击，今年以来有多家炼厂因装置受到破坏而进入非计划检修状态，叠加俄罗斯春季的常规检修，进一步收紧了高硫燃料油的供应。高硫燃料油市场强势一度在 3 月份有所收敛，但 4 月再度走强，除了此前的结构性支撑因素外，二季度发电端需求开始季节性回升，且沙特 Petro Rabigh 炼厂（常减压产能 40 万桶/天）进入 2 个月的检修，促进了沙特的燃料油进口需求。此外，埃及由于自身天然气产量下滑，发电厂需要用更多高硫燃料油作为原料来填补缺口，埃及采购也开始显著增加。在供需两端因素的共同影响下，高硫燃料油裂解价差在 5 月份一度突破零轴，达到历史高位区间。

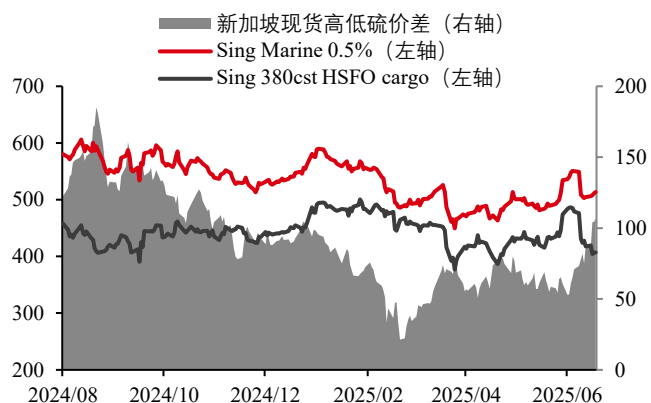
但由于高硫燃料油相对原油比价位置过高，市场负反馈也逐步显现。一方面，下游需求受到压制，尤其是炼厂端需求在经济性显著降低后，减少了对高硫燃料油的进料需求；另一方面，简单型炼厂在检修结束后有动力去增产高硫燃料油。

虽然发电端需求仍受到季节性支撑，但高硫燃料油供需在 6 月份边际转松，裂解价差、月差、现货贴水均出现明显调整。

低硫燃料油方面，今年市场结构的驱动整体要弱于高硫燃料油，裂解价差维持在中低位区间运行的状态，但同样受到了来自宏观面的影响。具体来看，特朗普政府 4 月份宣布超预期的对等关税，全球贸易与航运需求面临巨大风险。相较于高硫燃料油，低硫燃料油下游需求更集中在船燃端，因此对贸易的变化更为敏感。随着谈判进展良好，市场对关税的担忧有所缓和，而一些抢出口与补库存的行为提振了短期的航运需求。此外，5 月份地中海 ECA 区域生效，欧洲低硫燃料油需求部分被替代。但与此同时，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，亚太地区供应压力收紧，低硫燃料油市场结构表现在 5 月之后表现反而相对坚挺。此外，由于国内保税区供应偏紧、仓单较低，LU 市场强度相较于外盘甚至更高。

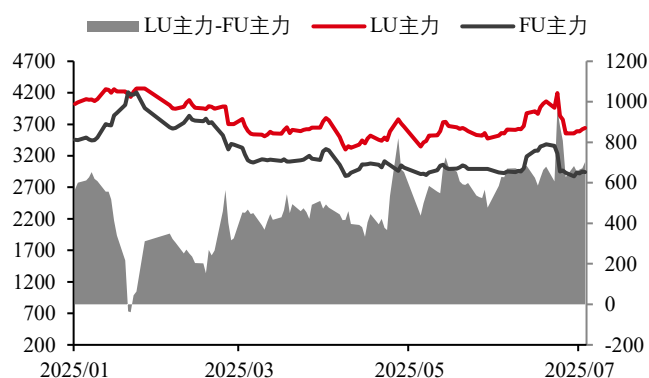
整体来看，今年上半年高硫与低硫燃料油市场结构都出现了走强的阶段，其中高硫端产业矛盾与市场驱动要更为突出，但无论是高硫还是低硫油也同样面临压制因素，导致并未形成持续性较强的趋势。

图 7：新加坡高低硫燃油价差 | 单位：美元/吨



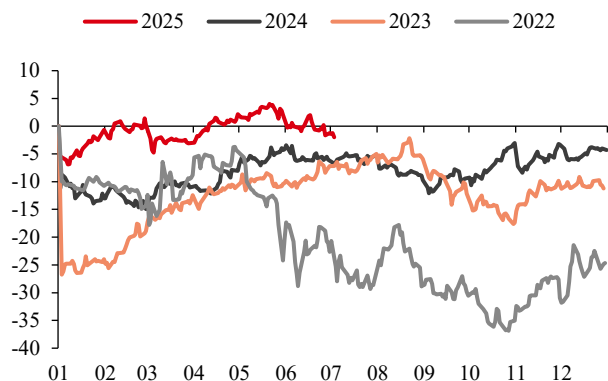
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 8：内盘高低硫燃油期货价差 | 单位：元/吨



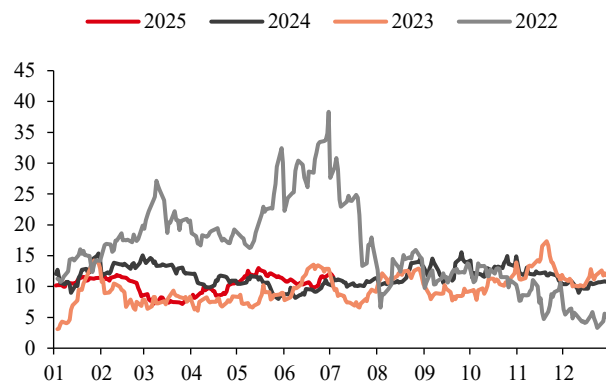
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：新加坡高硫燃料油裂解价差 | 单位：美元/桶



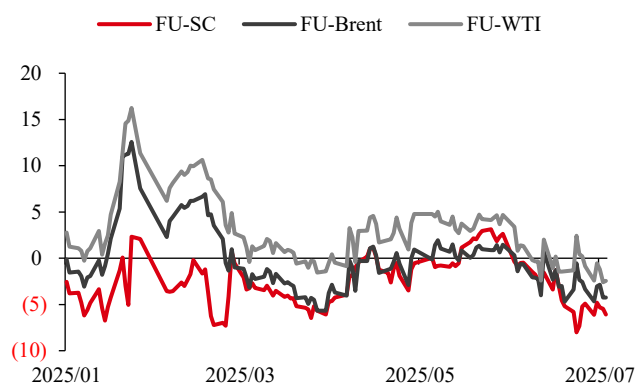
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 10：新加坡低硫燃料油裂解价差 | 单位：美元/桶



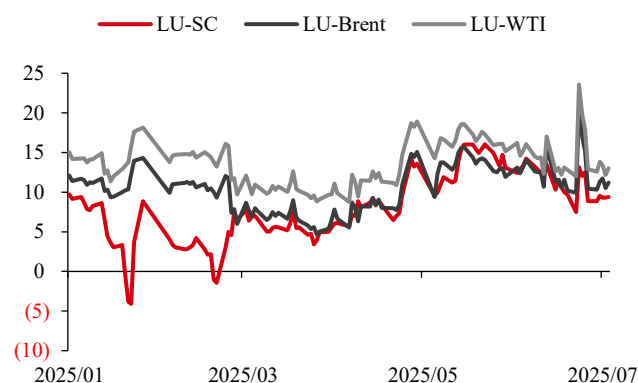
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 11：SHFE FU 裂解价差 | 单位：美元/桶



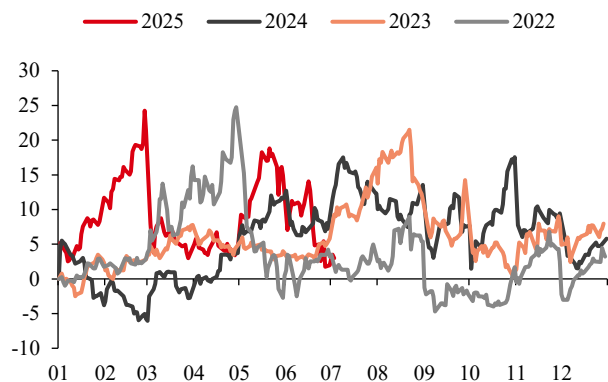
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：INE LU 裂解价差 | 单位：美元/桶



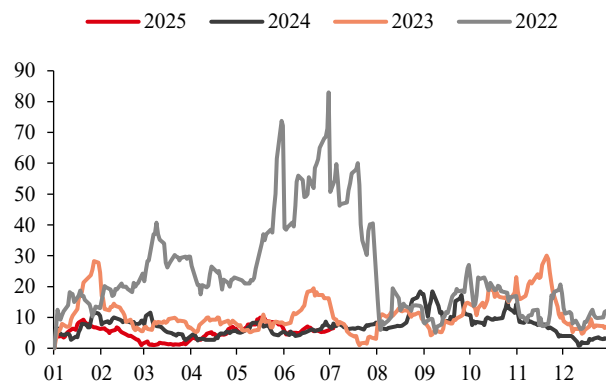
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：新加坡高硫燃料油月差 | 单位：美元/吨



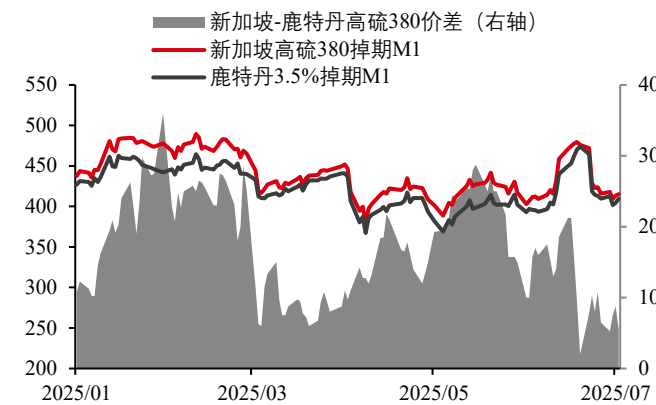
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 14：新加坡低硫燃料油月差 | 单位：美元/吨



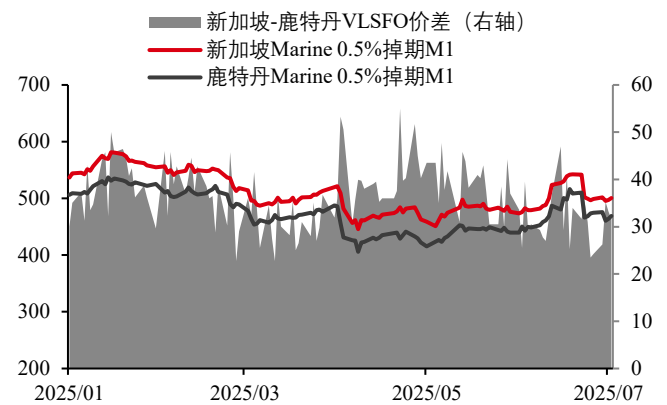
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 15: 高硫燃料油东西区价差 | 单位: 美元/吨



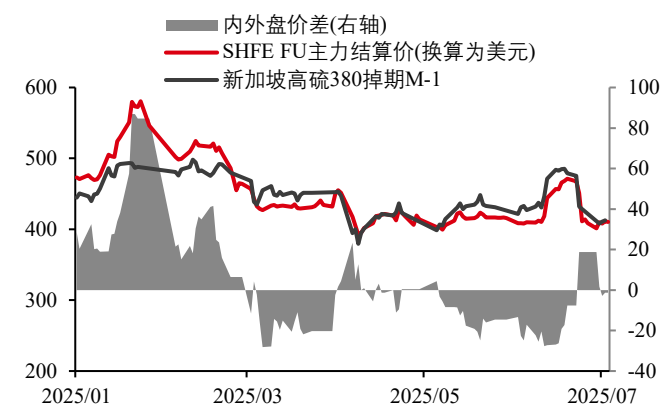
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 16: 低硫燃料油东西区价差 | 单位: 美元/吨



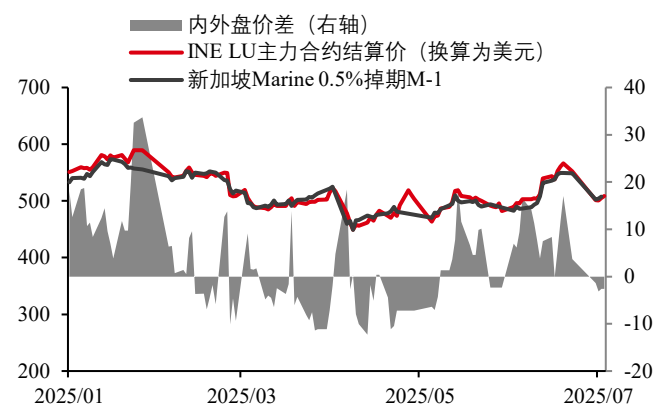
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 17: 高硫燃料油内外盘价差 | 单位: 美元/吨



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 低硫燃料油内外盘价差 | 单位: 美元/吨



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

2025 年下半年燃料油市场面临再平衡，结构性因素仍存

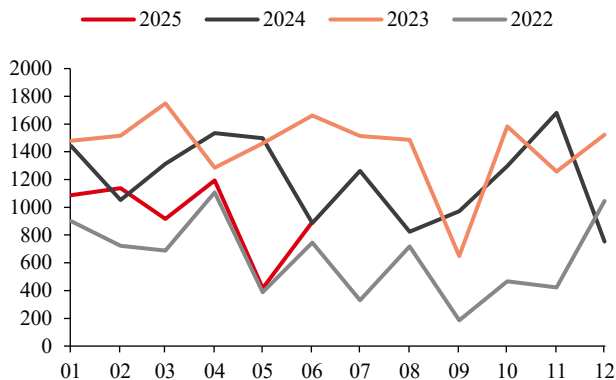
炼厂端需求承压，关注经济性回归后的需求改善

今年，燃料油炼厂终端需求出现了显著下滑。主要是高硫燃料油裂解价差到达历史高位区间，甚至单桶价格一度超过 Brent 原油，高企的原料成本压制了常减压、焦化、加氢裂化等装置的利润，从而利空炼厂对燃料油原料的采购需求。此外，今年国内成品油消费税抵扣政策发生调整，燃料油消费税抵扣比例从原来的全额降低至 50%—70%，如果国内地方炼厂进口燃料油作为原料，将平均增加约 400 元/吨的税费成本。在原料成本增加、制裁油获取难度提升、且下游成品油消费偏弱的市场环境下，国内地方炼厂利润与开工负荷承压，从而导致燃料油

一般贸易进口同比减少。

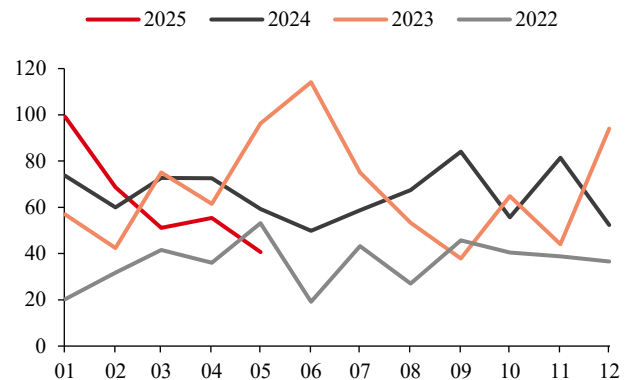
往前看，原油配额趋紧的环境下，地炼对燃料油的潜在需求依然存在，目前制约因素主要在于成本端。国内消费税政策已经有一些松动，部分炼厂抵扣比例上调 25% 左右，使得燃料油采购成本改善，已经有炼厂开始增产。未来如果高硫燃料油裂解价差能进一步回调，带动利润修复，国内与海外炼厂的采购需求有望回升。其中，美国由于今年取消了雪佛龙等公司在委内瑞拉的石油许可证，可能需要更多高硫燃料油来满足炼厂对重质原料的需求。就我国炼厂而言，考虑到目前抵扣比例上调主要面向有原油配额的炼厂，对于没有配额的炼厂来说成本压力依然存在，预计未来我国高硫燃料油进口需求难以完全恢复到 2023、2024 年的水平。

图 19：中国高硫燃料油进口量 | 单位：千吨/月



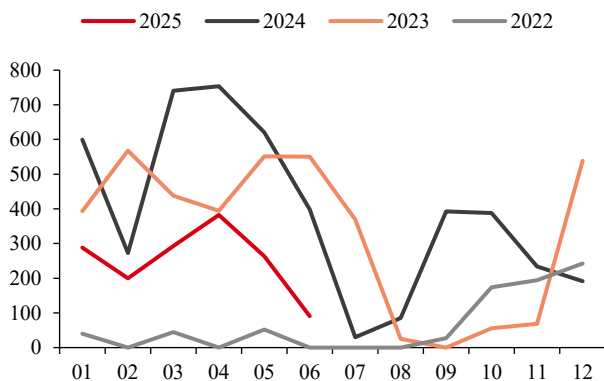
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 20：中国燃料油一般贸易进口量 | 单位：万吨



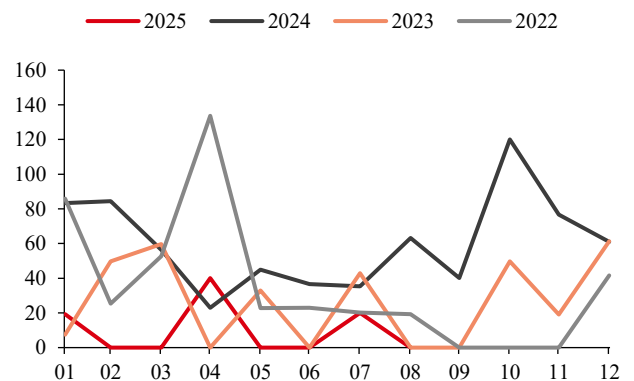
数据来源：海关总署 华泰期货研究院

图 21：中国高硫油进口船期-俄罗斯 | 单位：千吨/月



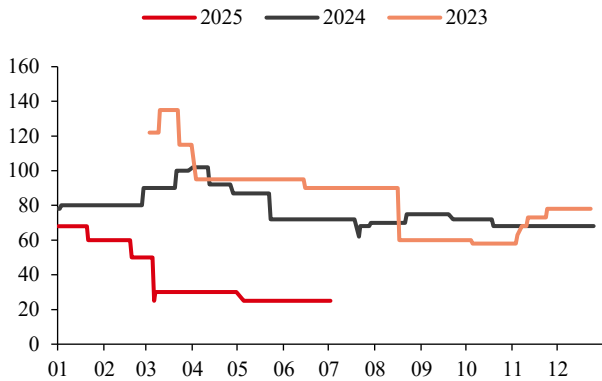
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 22：中国高硫油进口船期-伊朗 | 单位：千吨/月



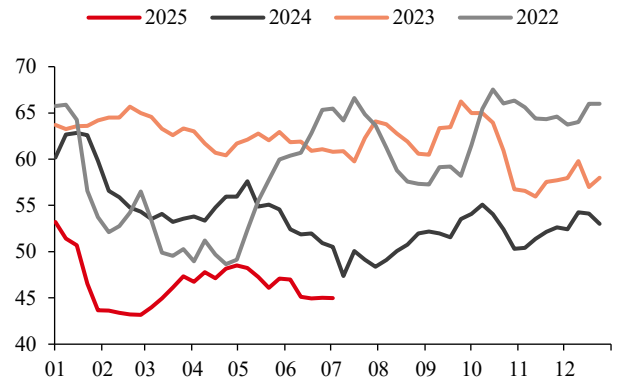
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 23: 俄罗斯 M-100 华东到岸贴水 | 单位: 美元/吨



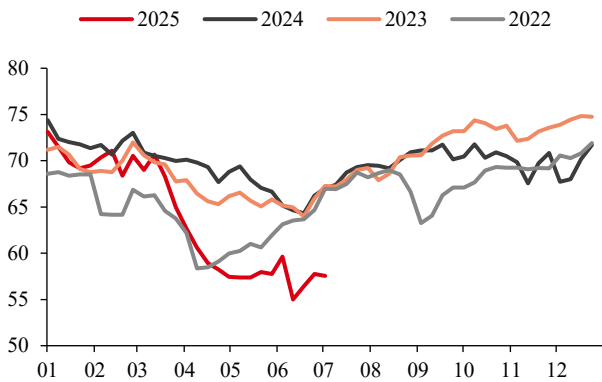
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 24: 山东独立炼厂开工率 | 单位: %



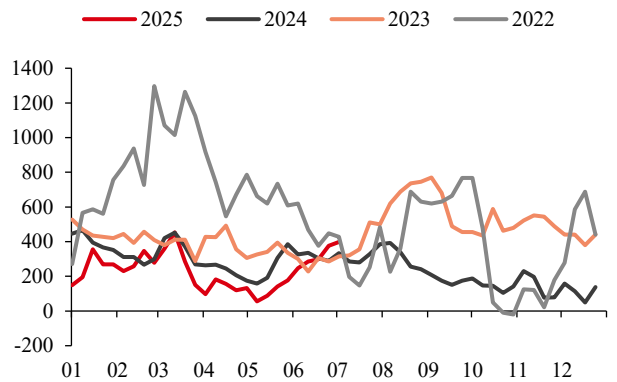
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 25: 国内焦化装置开工率 | 单位: %



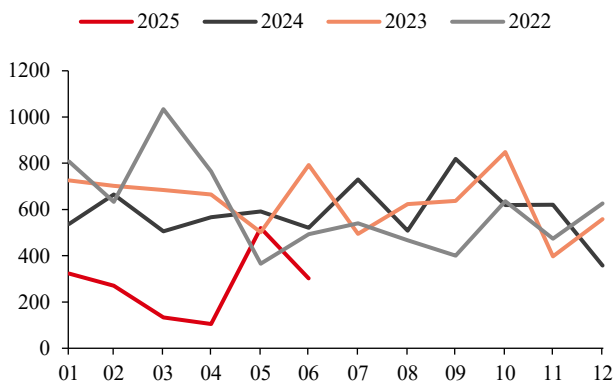
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 26: 延迟焦化装置毛利 | 单位: 元/吨



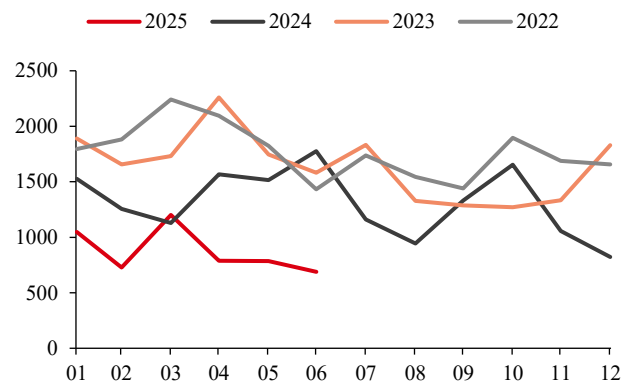
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 27: 印度高硫燃料油进口量 | 单位: 千吨/月



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 28: 美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

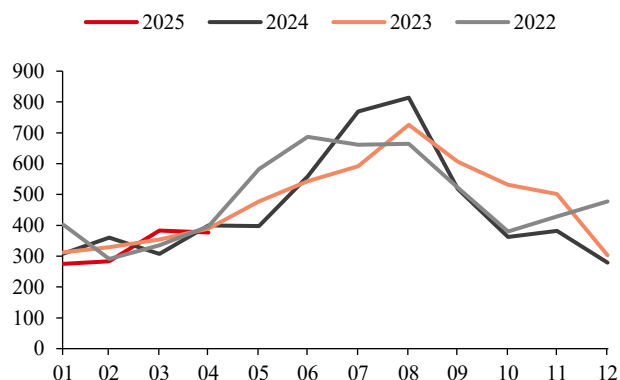
夏季发电终端需求旺盛，替代效应持续

当前来看，高硫燃料油下游需求表现最强的来自于发电终端。随着夏季到来、中东、南亚、非洲等地区的电力需求逐步攀升，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，由于国内天然气产量下滑，埃及需要进口更多 LNG 和高硫燃料油来满足国内旺季的电力需求。

参考船期数据，埃及 6 月份高硫燃料油进口量估计为 83 万吨，环比增加 28 万吨，同比提升 12 万吨。但需要注意的是，虽然有天然气替代的利好因素，但埃及近期的大规模采购可能部分是用于补充库存，以应对夏季用电高峰，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从二季度开始季节性增长。但由于欧佩克从 5 月份开始增产，为了控制原油出口，沙特可能倾向于增加原油的发电比例，后续对海外的采购需求可能会出现同比下滑。参考船期数据，沙特 6 月高硫燃料油进口量预计为 115 万吨，环比减少 8 万吨，同比去年下降 30 万吨，也印证了这种趋势。

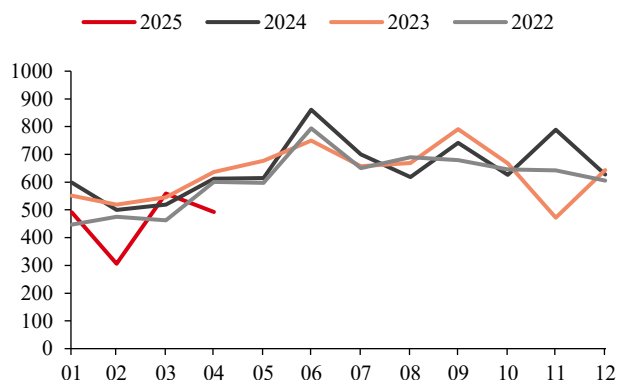
整体来看，三季度燃料油发电终端需求有望受到季节性与天然气替代效应的支撑，但由于欧佩克增产使得沙特等国原油发电比例增加，燃料油需求可能会反过来受到替代，叠加埃及的提前采购，因此不宜对旺季高硫油发电需求做过高预期。夏季结束后，四季度高硫燃料油在发电终端的需求则预计将显著回落。

图 29：沙特原油直烧发电量 | 单位：千桶/天



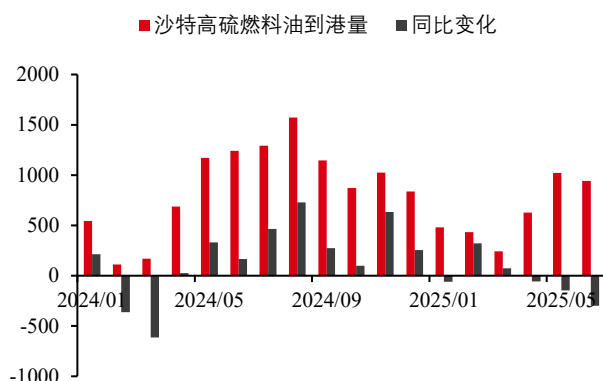
数据来源：JODI 华泰期货研究院

图 30：沙特燃料油需求 | 单位：千桶/天



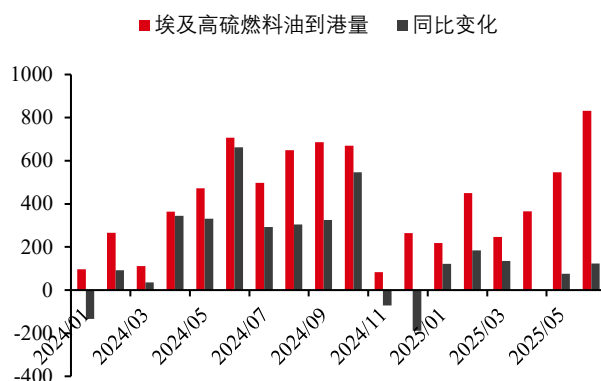
数据来源：JODI 华泰期货研究院

图 31：沙特高硫燃料油进口量 | 单位：千吨/月



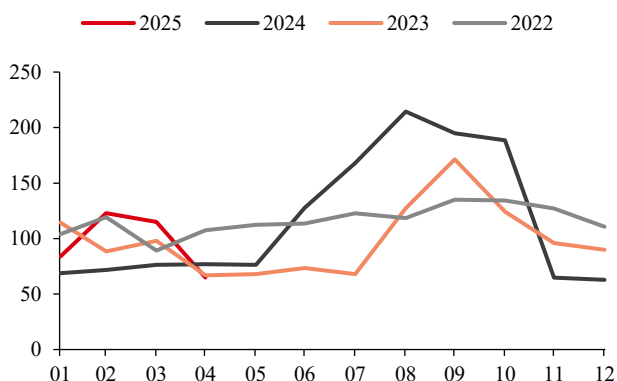
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 32：埃及高硫燃料油进口量 | 单位：千吨/月



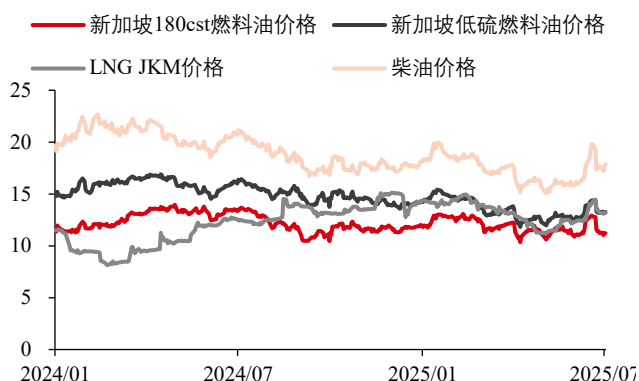
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 33：埃及燃料油需求 | 单位：千桶/天



数据来源：JODI 华泰期货研究院

图 34：油气同热值价格对比 | 单位：美元/百万英热



数据来源：Platts 华泰期货研究院

船燃端需求仍面临关税风险，消费结构变化趋势延续

5 月份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。此外，出于对未来关税政策不确定性的考量，一些抢出口与补库存的行为提振了短期的航运需求，二季度新加坡与我国舟山、上海等港口船燃销量均呈现一定的增长迹象。

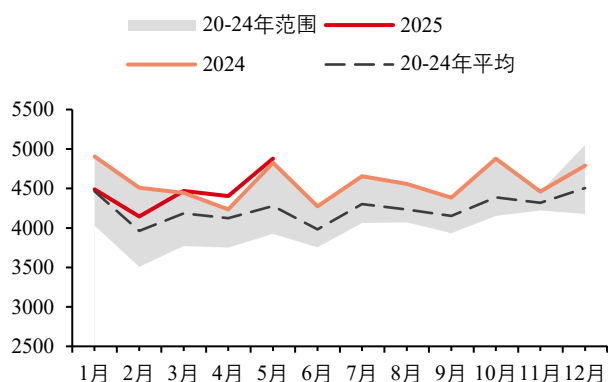
目前处于关税暂缓的谈判期。7 月 9 日是第一个关键节点。美国原计划于 2025 年 7 月 9 日结束对多个贸易伙伴的关税暂缓期，若未达成协议将征收最高 50% 的惩罚性关税。目前仅有越南与美国达成关税协议（美对越征收 20%），其

他国家仍在谈判进程中。8月12日,我国与美双方24%关税的暂停期也将截止。如果谈判进展不顺利,美国对贸易对象重新加征关税,并可能引发反制措施,从而对全球贸易和航运需求造成显著冲击,高低硫燃料油需求均存在下行风险。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。

对于低硫燃料油而言,除了贸易冲突的潜在风险外,其需求份额还面临被其他类型燃料替代的趋势:一方面由于经济性的缘故被高硫燃料油替代(脱硫塔安装),另一方面还面临更清洁燃料的挑战。具体来看,随着航运业碳中和、碳达峰政策的推进,LNG、氨、绿色甲醇、氢等更清洁的能源逐步开始产业化尝试。其中,LNG原料可获得性较强、技术相对成熟,已经形成一定规模的应用。参考MPA数据,今年1-5月份新加坡港口LNG加注量已经达到18.9万吨,同比增长20%,主要用于LNG运输船舶的燃料。未来更多清洁能源的落地将逐步取代碳排放量较高的重质燃油,低硫燃料油因为其价格更高可能会被优先替代。不过,目前这些清洁能源的大规模使用仍面临诸多困难,对低硫燃料油的影响幅度暂时较为有限。

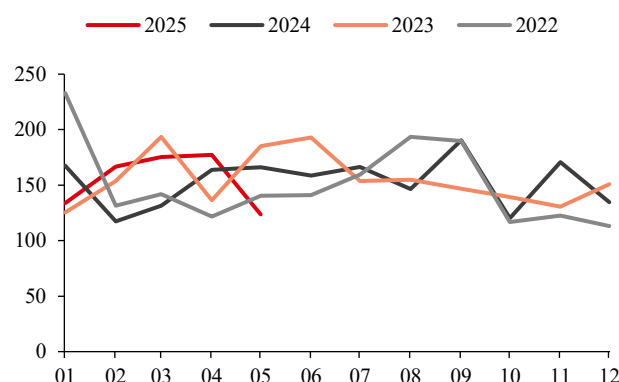
脱硫塔方面,随着高低硫价差压缩至低位,增长节奏有所放缓,但高低硫需求切换的趋势并未逆转。参考MPA数据,今年1-5月份新加坡高硫燃料油销量占比已经达到38.67%,低硫燃料油占比则降至53.45%。此外,今年5月份地中海硫排放控制区(SECA)落地,硫含量0.5%的低硫燃料油需要转换为低硫MGO、ULSFO或者更清洁的能源。参考机构估计,地中海ECA落地导致的低硫燃料油需求降幅可能达到5-10万桶/天。

图 35: 新加坡船燃销量 | 单位:千吨



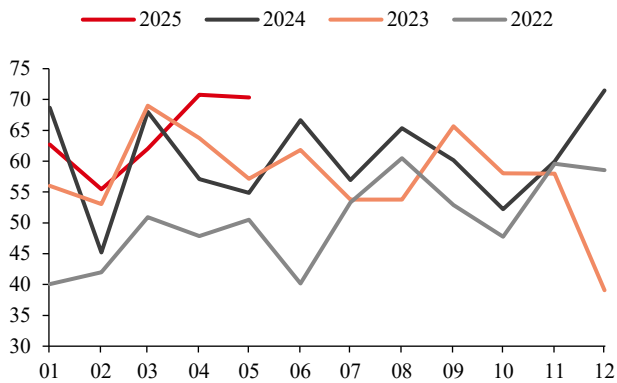
数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 36: 中国燃料油出口量 | 单位: 万吨



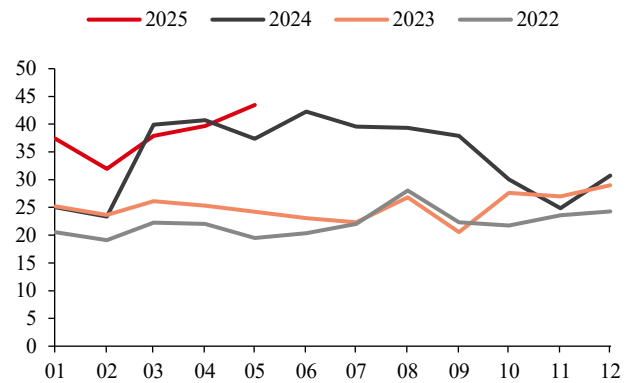
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 37: 舟山港保税船供油量 | 单位:万吨



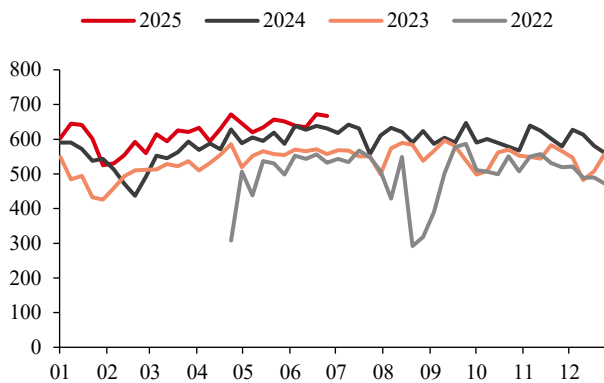
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 38: 上海港保税船供油量 | 单位:万吨



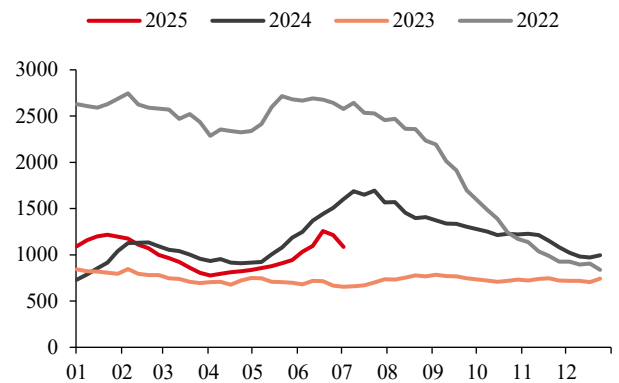
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 39: 中国集装箱吞吐量 | 单位:万 TEU



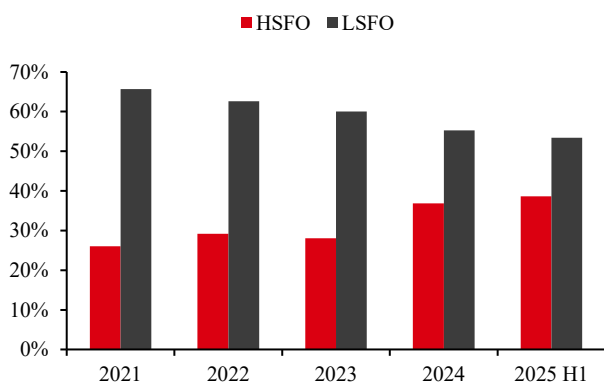
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 40: 中国集装箱出口运价指数-美西航线 | 单位:无



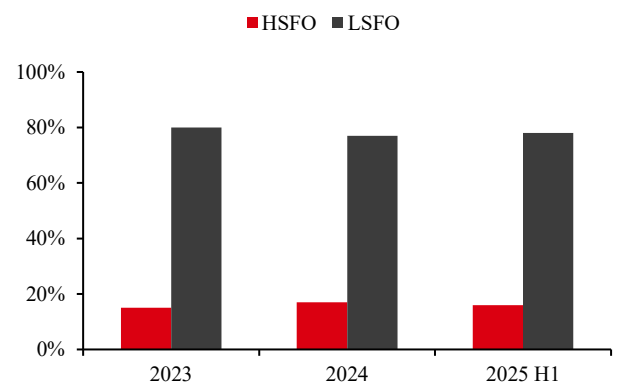
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 41: 新加坡高低硫燃料油销量占比 | 单位:无



数据来源: MPA 华泰期货研究院

图 42: 中国高低硫燃料油销量占比 | 单位:无



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

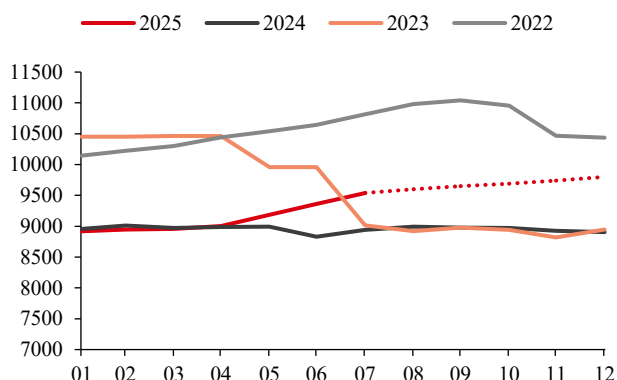
高硫燃料油结构性支撑因素仍存，欧佩克增产存在边际利空

对于高硫燃料油而言，近年来市场最主要的支撑因素来自于炼厂装置升级的趋势以及重质原油供应偏紧的结构性趋势：前者增加了炼厂系统消化燃料油/渣油的能力，后者则从源头降低了一次装置的燃料油收率。

今年来看，高硫油结构性支撑因素仍存。一方面，炼厂升级的趋势还在延续，今年全球依然有加氢裂化、焦化等二次装置的投产计划，将进一步增加炼厂端对过剩高硫燃料油的转化能力。此外，还有部分落后装置预计会关停，并导致高硫燃料油产能减少；另一方面，在美国加码制裁的背景下，俄罗斯、伊朗、委内瑞拉等重油生产国供应受到抑制。其中，俄罗斯和伊朗尚能够通过一些渠道和手段保持自身的原油和燃料油出口，委内瑞拉在石油许可证撤销后则面临技术与资金多重因素的制约，其重质原油产量很有可能进入下行通道，间接收紧高硫燃料油供应。

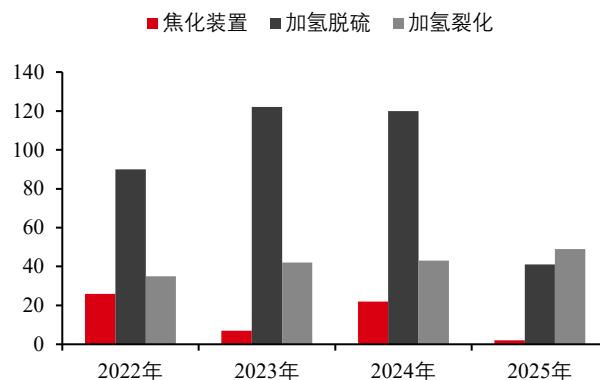
不过，随着欧佩克逐步放松减产，以沙特为代表的中东产油国可能会释放更多中重质原油供应。欧佩克 5-7 月配额每月增加 41.1 万桶/天，而根据最新决议 8 月份增加量将进一步提升至 54.8 万桶/天。虽然欧佩克实际增产量大概率低于配额，但产量政策的转向已经在兑现，中东的增量将在一定程度缓解重油偏紧的矛盾，对高硫燃料油市场存在边际利空。

图 43：沙特原油产量 | 单位：千桶/天



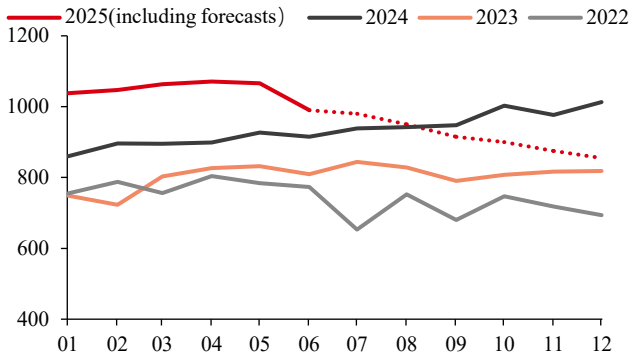
数据来源：EA 华泰期货研究院

图 44：炼厂二次装置新增产能 | 单位：千桶/天



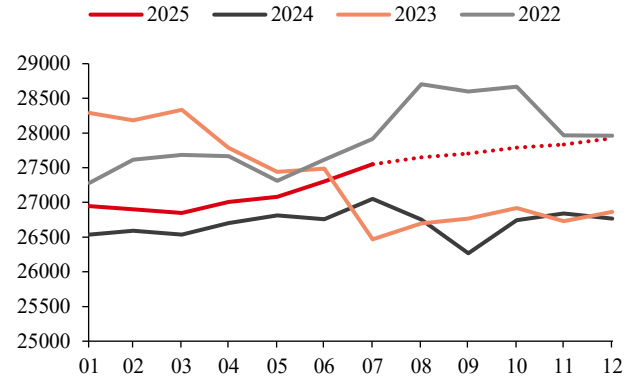
数据来源：EA 华泰期货研究院

图 45：委内瑞拉原油产量 | 单位：千桶/天



数据来源：EA IEA 华泰期货研究院

图 46：中东欧佩克国家原油产量 | 单位：千桶/天



数据来源：EA OPEC 华泰期货研究院

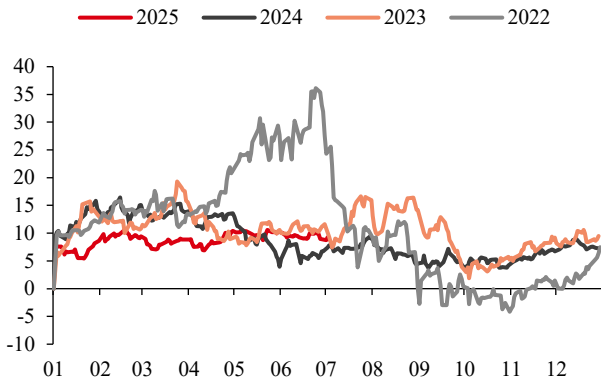
低硫燃料油剩余产能仍较为充裕，国产量有望边际回升

虽然当前低硫燃料油供应压力有限，且近期国内保税市场呈现偏紧态势，但整体来看低硫油剩余产能较为充裕，供应端并不存在明显瓶颈，更多是利润调节的因素。

具体来看，近几年全球有较多加氢脱硫装置上线，带动低硫燃料油产能增加。有的装置是跟随新炼厂投产，其中最值得关注的是阿祖尔炼厂。2023 年阿祖尔炼厂正式投产后，科威特成为亚洲重要的低硫燃料油供应国，满产状态下低硫燃料油出口量可以达到 70 万吨/月。除阿祖尔炼厂外，去年尼日利亚 Dangote 炼厂常减压装置投产后，由于其 RFCC 装置运行不稳定，仍在不间断地对外出口低硫燃料油产品。除了这些明面上的新增炼厂产能外，低硫燃料油还有相对隐性的供应来源于汽柴油的生产与调和组分（如 VGO、LCO 等），这部分供应将取决于低硫燃料油与汽柴油的相对利润。

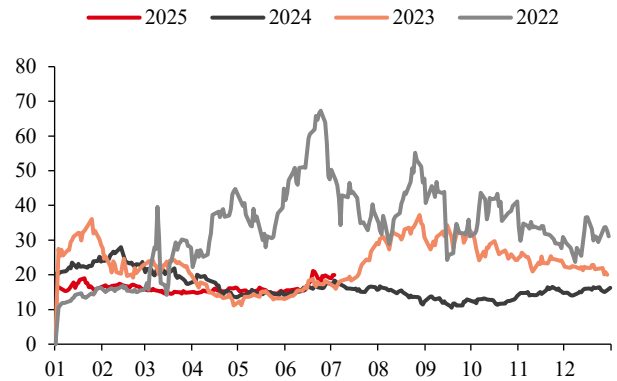
对于国内主营炼厂而言，低硫燃料油产能同样较为充裕，整体产能预计达到 3000 万吨/年，完全能够覆盖 1500-2000 万吨/年的保税油消费量级。今年上半年由于效益欠佳与炼厂检修的因素，低硫燃料油国产量出现同比下滑。由于保税区供应偏紧，随着炼厂检修季结束，6 月开始低硫燃料油国产量有望逐渐回升。配额方面，今年已经发放 2 批共计 1320 万吨的出口退税配额，同比去年增加 10%。考虑到上半年产量偏低，预计今年下半年不会重演去年配额季度紧张（导致产量大幅下降）的矛盾。

图 47: 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 48: 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 49: 汽油对低硫燃料油价差 | 单位: 美元/吨



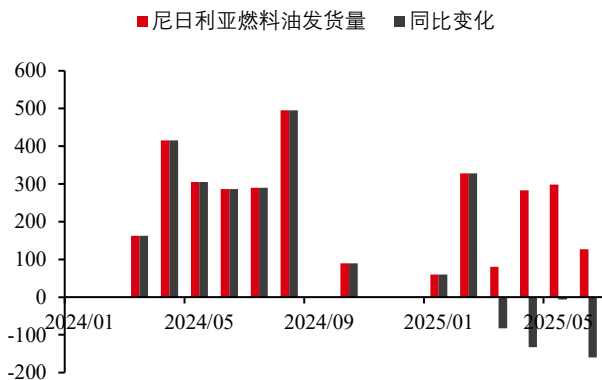
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 50: 柴油对低硫燃料油价差 | 单位: 美元/吨



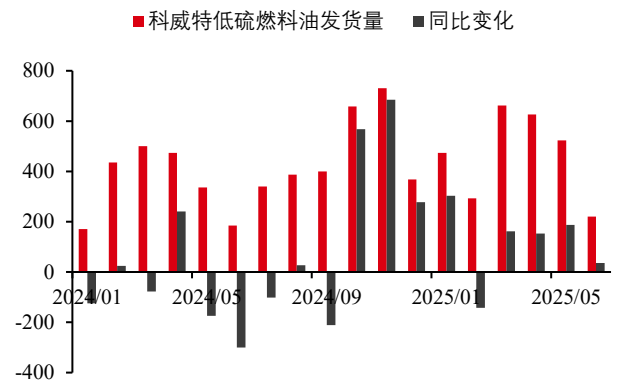
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 51: 尼日利亚低硫燃料油发货量 | 单位: 千吨/月



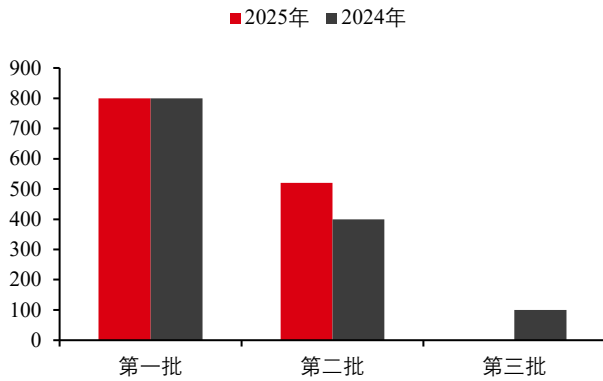
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 52: 科威特低硫燃料油发货量 | 单位: 千吨/月



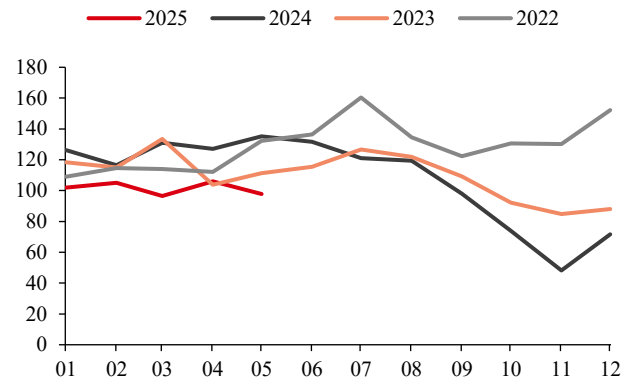
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 53：2025 年低硫燃料油出口退税配额 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 54：低硫燃料油国产量 | 单位：万吨



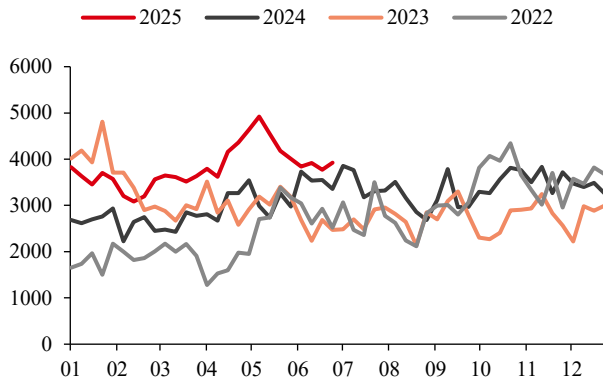
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

高硫燃料油估值仍存在回调空间，低硫油中期市场前景仍偏弱

展望下半年，高硫燃料油市场三季度仍受到旺季发电端需求的支撑，但随着未来夏季结束、发电厂需求回落，且欧佩克增产将逐步释放更多供应，高硫油市场需要其他需求的增量来完成市场再平衡，考虑到航运端需求面临关税风险、脱硫塔数量增长进度放缓，因此值得期待的是炼厂端的需求回升，而这需要裂解价差进一步回调来带动燃料油加工利润修复，从而刺激炼厂端的采购增加。

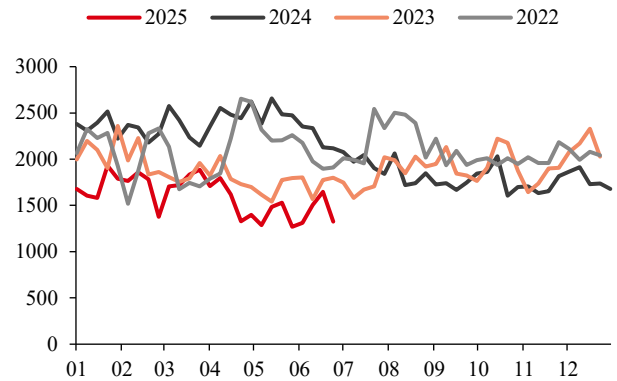
低硫燃料油方面，虽然现实基本面尚可、市场结构持稳，但在航运业碳中和的大背景下，船燃需求份额下滑的趋势并未逆转，且伴随炼厂升级的进程，低硫燃料油整体剩余产能较为充裕，一旦汽柴油相对价差走低则供应端增长的空间较大。因此，我们认为低硫燃料油中期市场前景仍然偏弱。当然，由于自身估值（裂解价差）位置不高，因此市场下行驱动也相对有限，弱势更多体现在上方阻力的巨大。

图 55: 全球高硫燃料油浮仓库存 | 单位: 千吨



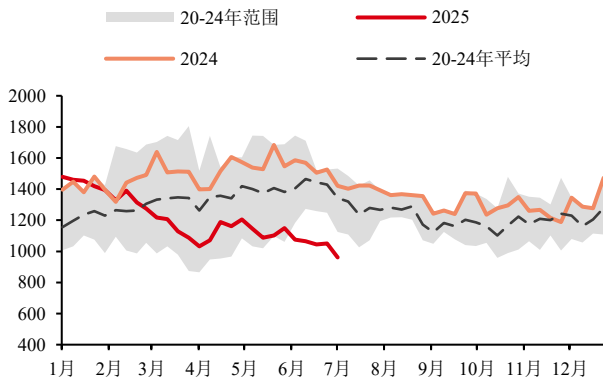
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 56: 全球低硫燃料油浮仓库存 | 单位: 千吨



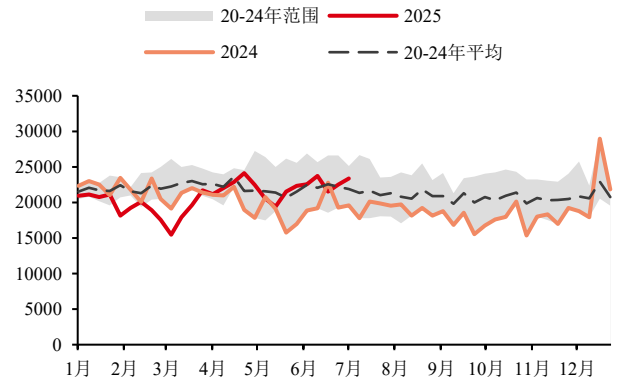
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 57: 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 58: 新加坡燃料油库存 | 单位: 千桶



数据来源: IES 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



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房