



2023 年 7 月 7 日

二〇二三年度

炼化需求推动高低硫价差收窄，下半年燃料油仍有上涨驱动

---2023 年下半年燃料油、低硫燃料油期货行情展望

梁可方 投资咨询从业资格号：Z0019111 liangkefang024064@gtjas.com

报告导读：

回顾 2023 年上半年，受中国炼油需求提振的高硫持续走强，而低硫因年内新增产能落地以及需求端航运、发电等需求分支相对较弱的影响而难有大幅走强的契机。而展望后市，国内成品油需求在下半年仍然有一次需求旺季，仍然有望复现上半年的逻辑再次推涨高硫，同时美国市场也有一定几率在炼油需求上为高硫提供利好，加上目前相对稳定的供给趋势，我们建议关注逢低做多高硫裂解价差的交易机会。而低硫可能将继续受到供应增加和需求同比走弱的压制，和高硫相比大概率走势相对较弱，因此我们也推荐关注逢高做空高低硫价差的策略。但需要注意的是，高硫的裂解价差一旦走强至历史极值位置，会产生较大的回撤风险，应当注意防范交易风险。同时，美国需求以及全球的成品油需求可能受宏观经济压力影响无法在旺季体现出足够的强度，从而拖累高硫裂解价差走强，这也是做多高硫裂解价差策略需要防范的风险点之一。对于做空高低硫价差的策略，需要防范欧洲地区潜在的柴油和天然气资源短缺问题，一旦欧洲地区出现缺口，那么柴油和天然气价格的走强将使得高低硫价差再次走阔。

国泰君安期货研究所

目录

1. 行情回顾.....	3
2. 高硫燃料油：中美炼厂投料需求仍有利好支撑，供应端或将保持平稳.....	3
3. 低硫燃料油：供应端压力仍存，需求端亮点较少.....	7
4. 衰退压力或阻碍油品需求落地，供应端需警惕潜在供应回归.....	10
5. 投资展望：逢低做多高硫裂解价差，逢高做空高低硫价差.....	12

(正文)

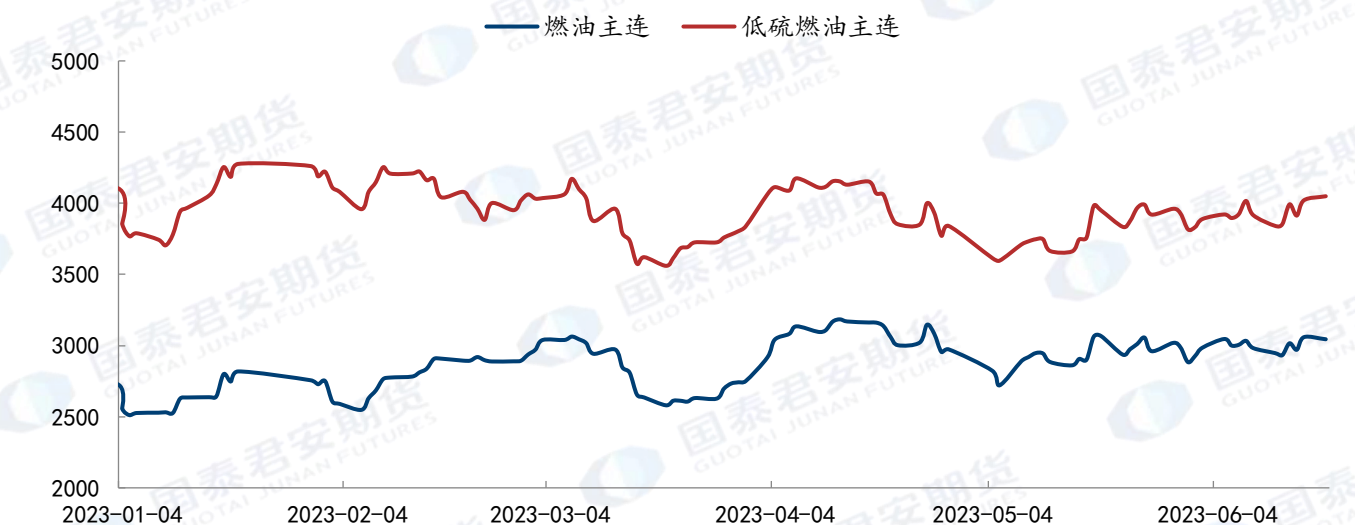
1. 行情回顾

2023 年以来，燃料油价格的整体走势基本被原油市场的波动所主导。2023 年 1 月开始，随着国内公共卫生事件影响消退，市场对于国内成品油消费需求的预期逐渐转好，原油价格趁势上涨，带动燃料油价格同步走强。但春节结束后，需求恢复速度偏慢，市场再次下修预期使得价格回调。进入 2 月之后，国内需求终于开始走强，价格再次受到一定支撑，同时俄罗斯油品禁运政策正式生效，供应收紧现实下油品价格逐步回暖。3 月，美国银行业危机发生，市场恐慌情绪上升，导致原油价格大幅下跌，燃料油价格也出现了一定程度的跟跌。随后风险事件逐步平息后，价格又开始跟随基本面逐步修复。进入 4 月，OPEC+ 达成减产协议，全球油价再次大幅上行。但随后的 5 月，联储加息预期回升以及俄罗斯原油出口数量超过市场预期导致价格重新转弱，之后市场进入长期的震荡行情。

高低硫价差走势方面，2 月开始国内成品油需求带动高硫加工需求持续走强，高硫期现货价格显著强于低硫，高低硫价差年内第一次明显收窄。而 3 月开始随着气候逐渐转暖，海外天然气价格连续走弱，带动低硫价格同步下跌，进一步推动高低硫价差缩小。进入二季度，中东发电需求逐步落地，继续推动高硫价格走强，最终高低硫价差在 5 月达到年内低点。6 月开始，中东高硫发电旺季开始逐渐接近尾声，同时海外天然气价格重新向上修复，高低硫价差重新走阔。

图 1：FU、LU 走势

单位：元/吨



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2. 高硫燃料油：中美炼厂投料需求仍有利好支撑，供应端或将保持平稳

2023 年上半年，高硫市场最显著的利好来自中国对于二次原料的需求。

长期以来，国内地方炼厂以进口含硫重质燃料油组分作为炼油原料，以解决自身原油进口配额不足的问题。而在 2022 年外盘高硫裂解价差跌入历史低位时，高硫组分作为炼油原料的经济性开始在理论数值上得到体现。随着 2023 年国内成品油市场复苏，需求带动炼厂开工上升，对包括高硫渣油、直馏燃料油等二次原料的需求瞬间爆发，带动整个亚太市场的高硫价格不断上涨。

因此，对于 2023 年下半年的高硫市场的走势，我们认为核心的问题之一在于中国的炼化需求能否得到延续，

继续推动全球高硫市场供需持续得到改善。而炼化需求的延续需要两个先决条件，一是终端保持强劲消费，二是炼厂保有一定炼油利润。只要这两个条件持续成立，国内的炼厂都会保持一定的开工率，从而持续产生对二次原料的需求敞口。从终端需求的角度考虑，我国下半年还会经历“金九银十”的传统消费、建筑施工以及出行旺季，届时汽油、柴油的需求都会随着居民消费以及工业生产的景气度提升而受到提振。炼油利润方面，正如我们在6月调研报告《稀释沥青扰动暂歇，加工利润支撑燃料油进口——山东地方炼厂走访调研纪实》中记录的一样，国内 M100 与 ESPO 的差价较窄，这是保证 M100 加工利润经济性的重要因素。如果后续 M100 对 ESPO 的价差保持稳定，那么对炼厂来说 M100 仍然是优质的二次原料。

相比中国表现更强的炼化需求，美国的情况则稍有不同，其当前的燃料油炼化需求释放节奏并不流畅。尽管美国目前处于各项油品库存低位的格局，同时二季度开始将是美国的汽油产销旺季，再加上俄罗斯高硫在欧美市场的退出，理论上美国地区应当在燃料油的消费和进口上表现强劲，但同期的数据却没有出现明显的增长，甚至进口数量处于同比的相对低位。我们认为背后的原因主要在于，从去年俄罗斯高硫对欧美断供后，美国迅速从临近的拉美、中东以及加拿大找到了替补资源，因此在进口上没有产生较大的缺口。其次，年内美国汽油需求并没有通过增加燃料油进口提升成品油输出的方式来解决，而是更多依靠维持炼厂高开工以及进口成品汽油来补足缺口。所以，美国对于燃料油的炼油需求并没有给全球高硫市场提供额外的利好。

展望后市，2023 年四季度美国的取暖油需求或许仍然能够提振燃料油市场。首先取暖油属于中间馏分油，而大多数燃料油组分深加工后能够获得丰富的中间馏分来补充市场；其次，美国炼厂传统上会在三季度末开始集中检修，检修结束后留下的供应缺口更需要炼厂通过额外加工二次原料来补足。但我们认为，仍然有部分因素可能阻碍这一需求顺利落地：一是目前美湾地区含硫量 2.0% 的 VGO 相对 WTI 的裂解价差从年初开始持续上行，意味着这一炼油路线相对传统原油炼制路线的经济性正在不断下滑；二是美国仍然可以通过直接进口取暖油或其他成分相近的中间馏分油来补足这一缺口，拉美和中东的供应都有能力满足美国的需求。

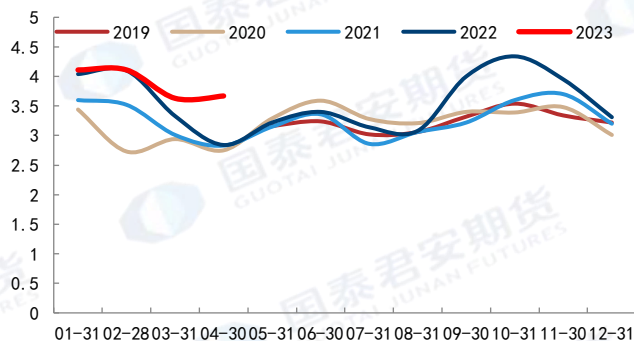
全球高硫的供应方面，随着全球贸易流重塑进程逐渐接近尾声，不论是中东还是俄罗斯，其供应量的波动在 2023 年或许都不足以引发市场强烈的反应。中东虽然随着新炼厂的投产，高硫的对外输出能力理论上将有所增强，但新落地的炼厂普遍都具有深加工能力，因此中东的增量或许能够在域内自我消化。俄罗斯经过历时一年的贸易流重塑后，由过去的主要对欧美出口转变成为对中国出口为主，其高硫资源的流通渠道已经逐步稳定。而且目前俄罗斯还在主动削减对外出口数量来为自身油品挺价，根据 Kpler 推算，6 月俄罗斯燃料油出口或下降到 441 万吨，相比年内高点 527 万吨，已经下滑 16%，预计下半年大量俄油冲击市场的情形难有再现。而从目前全球的燃料油库存来看，中东、欧洲以及新加坡的燃料油库存都处于历史中位水平，仅有美国的燃料油库存略高于历史同期，全球燃料油市场没有明显的库存压力。

综上所述，高硫燃料油在下半年将继续受到中美两大炼油需求点的支撑，而供应端中东、俄罗斯的供应量正在逐渐趋于稳定，在需求稳定向好、供应无意外增量格局的影响下，预计 2023 年下半年高硫市场的表现仍然将较为强势。但需要注意的是中国的需求将比美国的需求表现得更为强劲，且二者时间上会有一定间隔。这意味着一旦美国因取暖油需求走强带动的燃料油炼油需求相比中国的炼油需求体量上有所下降，高硫市场的强势将在中国的油品消费高峰消退后出现一定程度的滑坡。

图 2：一季度汽柴油消费处于历史高位
百万桶/天

单位：

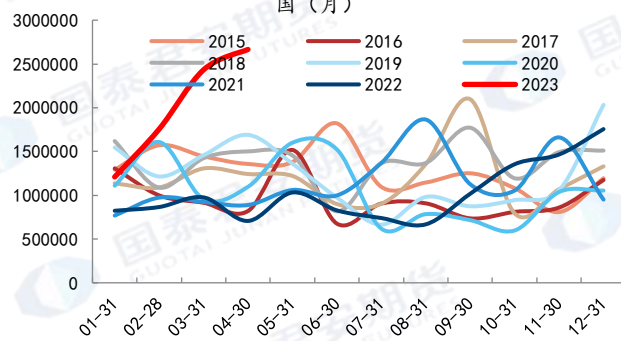
石油需求量:中国:汽/柴油:当月值



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 3：一季度国内燃料油进口处于历史高位 单位：吨

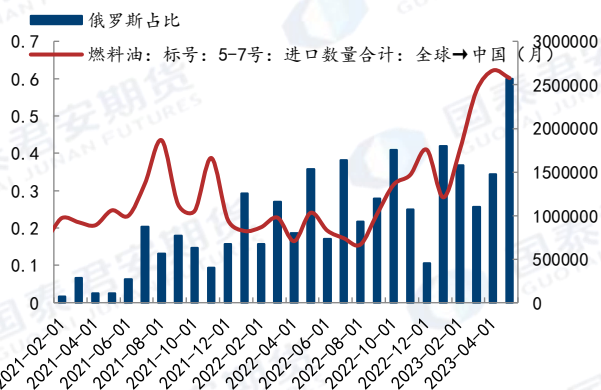
燃料油：标号：5-7号：进口数量合计：全球→中国（月）



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：我国进口俄罗斯燃料油数量逐渐增长 单位：吨

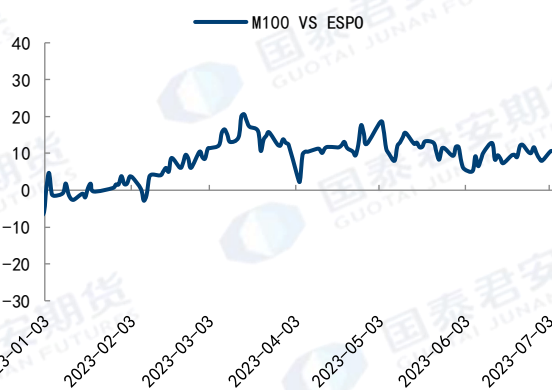
单位：%



资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

图 5：M100 直馏燃料油与 ESP0 原油差价较窄 单位：

美元/桶

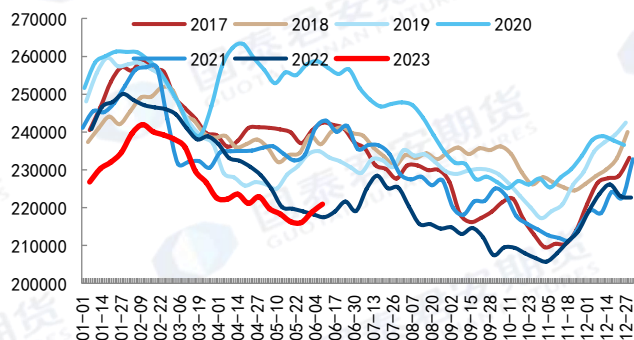


资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

图 6：美国汽油库存处于同比低位

单位：千桶

库存:汽油

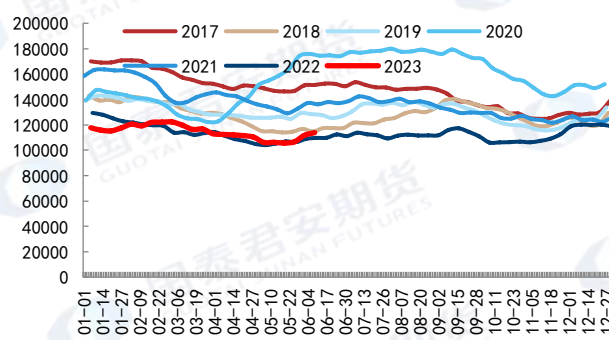


资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 7：美国馏分油库存处于同比低位

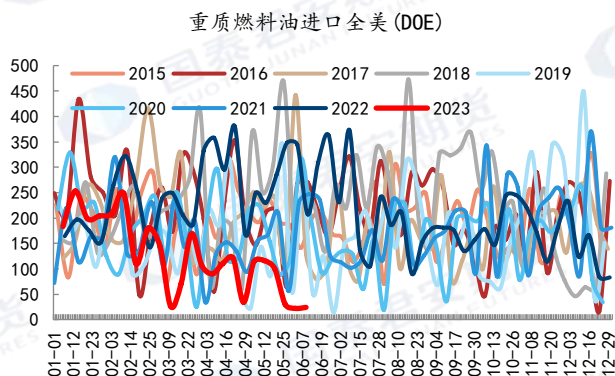
单位：千桶

库存:馏分燃料油



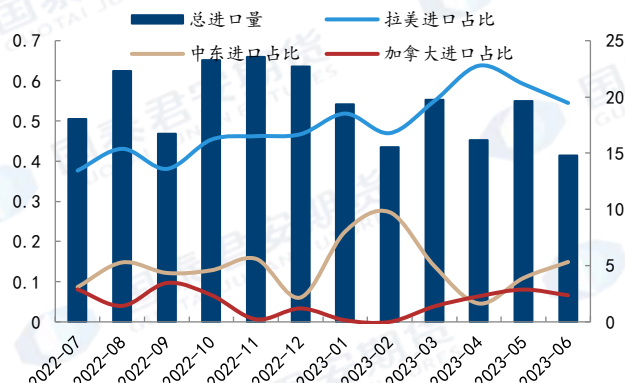
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：美国燃料油进口数量处于历史低位 单位：千桶/日



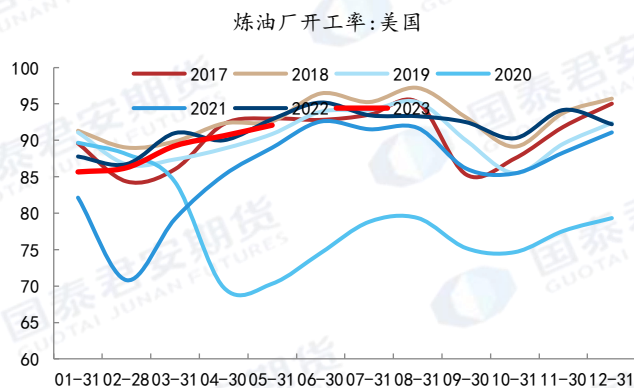
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 9：俄罗斯高硫缺失后美国迅速找到了邻近的货源 单位：百万桶



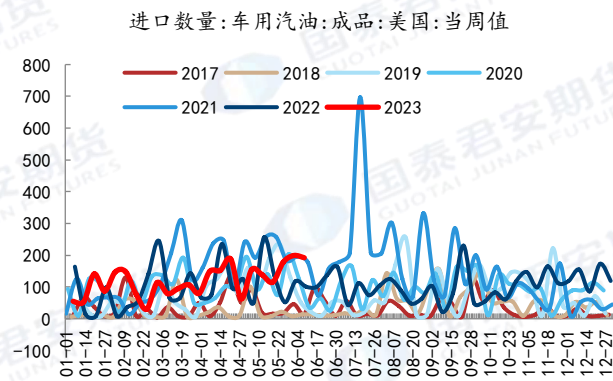
资料来源：Kpler，国泰君安期货研究

图 10：美国炼厂开工率年内持续攀升至历史高点 单位：%



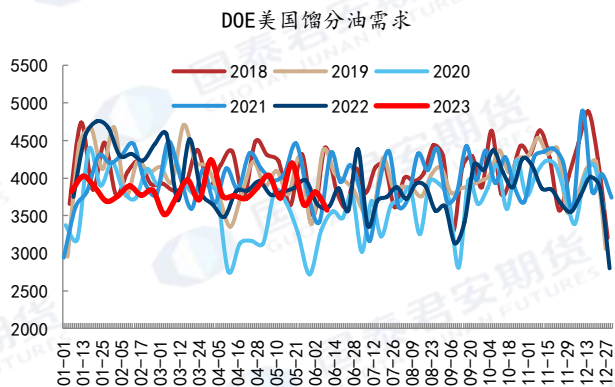
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 11：美国成品汽油进口量持续上升 单位：千桶/日



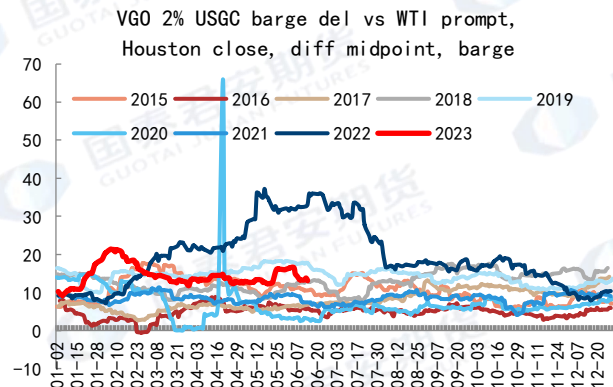
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 12：四季度末期美国馏分油需求有望走强 单位：千桶



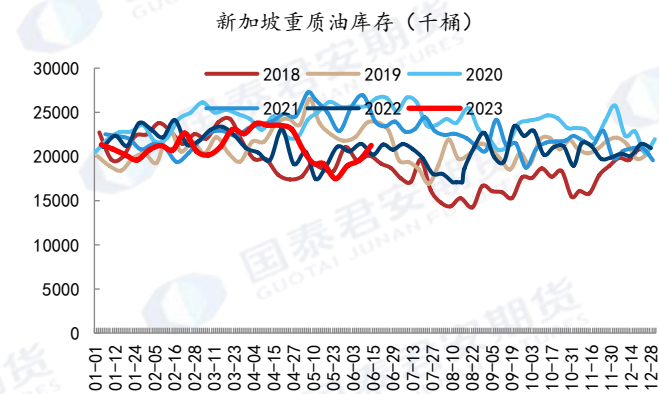
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 13：美湾高硫 VGO 裂解价差仍处高位 单位：美元/桶



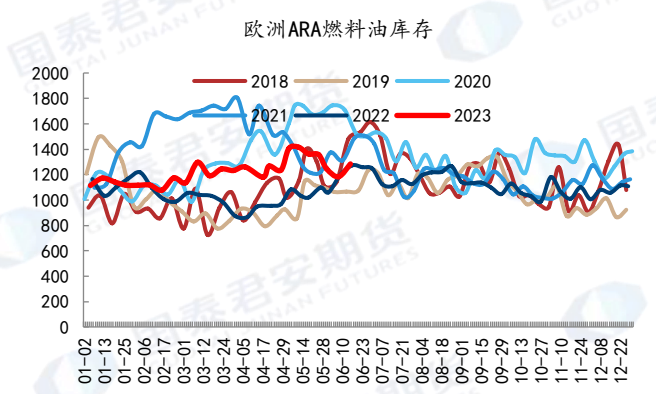
资料来源：Tian Consult，国泰君安期货研究

图 14：新加坡燃料油库存位于历史中位 单位：千桶



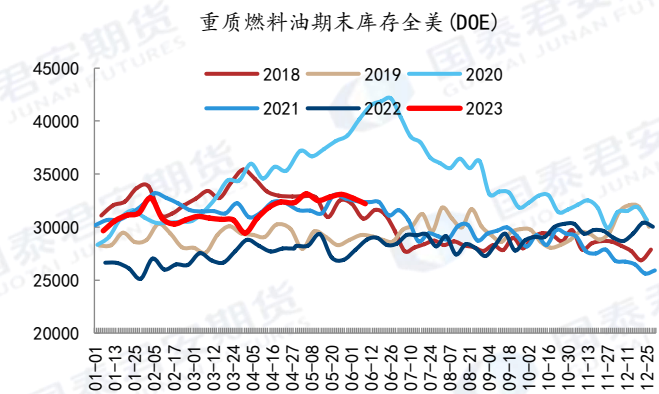
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：ARA 燃料油库存位于历史中位 单位：千吨



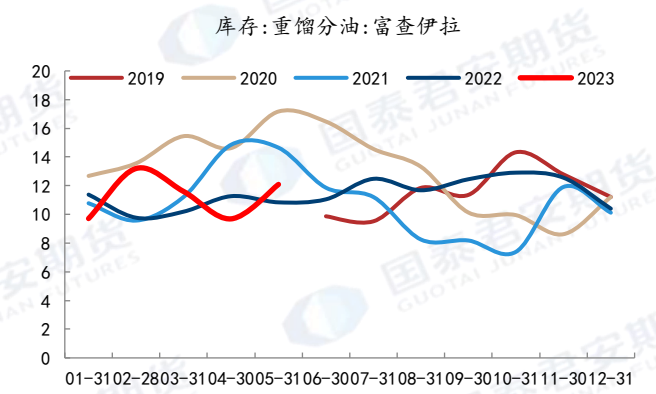
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：美国燃料油库存位于历史高位 单位：千桶



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：中东燃料油库存位于历史中位 单位：百万桶



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

3. 低硫燃料油：供应端压力仍存，需求端亮点较少

2023 年内，科威特 Al-Zour 炼厂的投产将首先增加全球低硫市场的供应。此炼厂炼制科威特轻质原油的能力在 61.5 万桶/日，炼制科威特重质混合原油的能力在 53.5 万桶/日。该炼厂的加工工艺包括基本的蒸馏装置以及轻油加氢精制、渣油脱硫等深加工装置，意味着 Al-Zour 炼厂能够输出包括柴油、航煤以及化工原料用的加氢石脑油等轻质油品，同时也能够生产低硫燃油供科威特国内的发电厂使用或转做出口。据 Platts 网站消息，Al-Zour 炼厂目前已经落地三套蒸馏装置，已经能够开始向市场输送低硫资源。除了 Al-Zour 外，位于沙特的 Jazan 炼厂也会在年内落地，其产能结构与 Al-Zour 类似——以加工重质原油为主，终端产品主要以中间馏分和低硫重油为主。这两家炼厂预计将向市场合计投放大约至少 75 万吨/月，合计 900 万吨/年左右的低硫产能。此轮产能投放的数量级十分庞大，超过了舟山低硫船燃市场一年的加注量（660 万吨），是新加坡市场一年船供油加注量（4700 万吨）的 20%。而从区域上来看，中东地区的低硫资源既能够向欧美市场输送，也能够通过新加坡向东北亚地区流转，因此全球的主要低硫市场都会受到这两套炼厂产能落地的影响，低硫的供应在 2023 年预计将整体以宽松为主。

除了海外装置投产外，我国不断上升的低硫出口配额以及庞大的低硫产能也会在低硫市场边际转好的时候迅速向市场投放大量现货。根据隆众数据显示，国内以中石油、中石化等主营炼厂为主力的低硫生产能力将达到

3000 万吨/年左右。而 2023 年 6 月截止，我国已累计发放 1100 万吨的低硫出口配额，同比增长 12%。在明显超出配额数量的庞大产能支持下，当内外盘市场价差窗口打开时，我国能够迅速向就近的亚太市场输出大量的低硫资源。

因此，基于上述对于海外产能以及国内出口能力的分析，2023 年全球低硫市场的供应同比 2022 年将处于明显的宽松环境，这是压制低硫估值的重要原因。

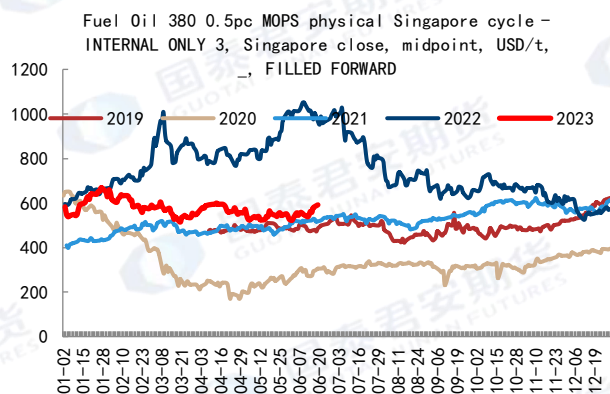
2023 年至今的高低硫价差有了非常显著的下滑，对船东来说燃油支出方面的压力将大大减轻，这将使得低硫船燃的消费不再被价格所阻碍，也不会被高硫抢占过多的市场份额。然而航运板块经过长期的调整之后，全球运力由于供需错配导致的不均衡状态已经有所缓解，整个航运市场正在回到一种更加稳定的状态，甚至根据运价数据来看，集装箱、干散货运输市场当前已经进入下滑趋势。相比之下，油运板块可能受北半球炼厂高开工以及中美成品油需求旺盛的提振而处于相对的强势。尽管第二节我们认为下半年中、美成品油需求仍有走强可能，对于航运市场我们仍然认为今年难以出现 2021、2022 年的火爆状态，低硫市场通过船燃需求受到的利好也将相对有限。

发电方面，由于 2022 年俄罗斯天然气断供后，美国迅速填补上了欧洲的空缺，欧洲的天然气库存从低点一路累积至历史高点，而经过一个冬天之后，欧洲的天然气库存仍然在高位，欧洲并不需要额外进口低硫组分用于电厂发电。但欧洲仍未解决自身天然气资源的对外依赖度过高问题，即其天然气资源的供给持续依赖从邻近地区进口的方式。Eurostat 数据显示 2023 年 5 月欧盟 27 国天然气产量只有 19.03 亿立方米，与 2022 年 12 月的 40.34 亿立方米相比有着较大的下滑幅度。这意味着一旦外部进口出现阶段性短缺，欧洲的气价仍然有很大的上行驱动。此外，目前欧洲的气价已经回到了俄乌冲突之前的水平，估值整体处于正常甚至偏低的水平，这意味着一旦天然气因为某种因素下跌，全球流向欧洲的天然气货源将因贸易利润问题发生转向，欧洲的天然气供应也会因此受到限制。因此，整体来看，对外依存度高的问题会帮助欧洲的气价保持稳定，低硫也会受此传导的影响从而保持自身估值的稳定。

炼油需求方面，由于高硫二次原料的绝对价格仍然低于低硫二次原料，在不出现如 2022 年一般的成品油巨大缺口的情况下，低硫二次原料对全球炼厂的吸引力将显著低于高硫组分。但根据 Kpler 的 VGO 船期数据来看，欧洲仍然是全球低硫 VGO 的主要消费区域。此外，欧洲的柴油也相对依赖进口，而主要供应地之一的美国，也在经历着中间馏分油的低库存格局。诚然，从当前的基本面情况来看，欧洲的柴油库存居于中间水平，而中东年内还有新炼厂投产，这意味着面向欧美市场的馏分油供应并不短缺。因此在供应端出现预期外波动之前，欧美柴油以及中间馏分油市场并不会对低硫产生实质性的利好刺激。但欧洲的柴油和上文提到的天然气的供应链仍然存在一定的不稳定性，一旦主要出口国出现供应量下滑，2022 年欧洲柴油和天然气从发电、炼油以及低硫调和生产等不同角度刺激低硫上涨的逻辑很可能会再现市场。

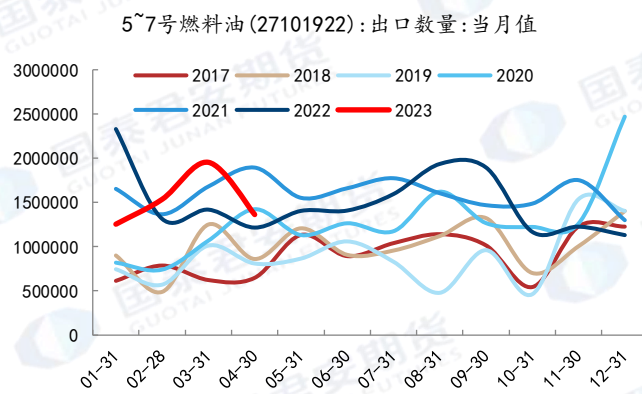
整体来看，低硫年内仍然受到供需两端传导的多重利空而难有大幅转强的契机，但欧洲的油品和天然气供应链仍然存在对外依存度较高，难以应对预期外供应下滑或需求走强的冲击。因此我们认为 2023 年下半年除非在发电、炼油需求等方面出现重大变故，否则低硫市场在绝大部分时间内将维持相对平稳的状态。

图 18：新加坡低硫现货价格从年初开始重心下移
单位：美元/吨



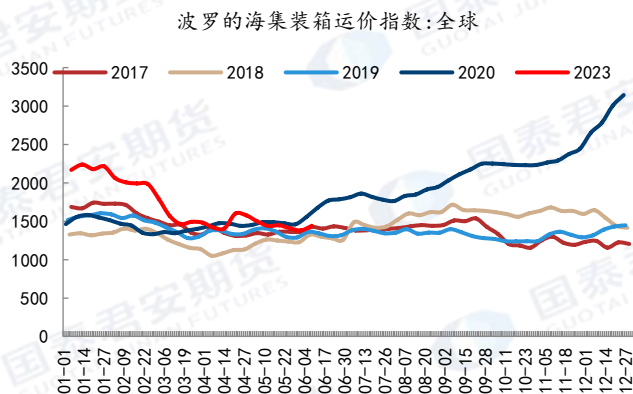
资料来源：Tian Consult，国泰君安期货研究

图 19：我国燃料油出口能力逐年上升 单位：吨



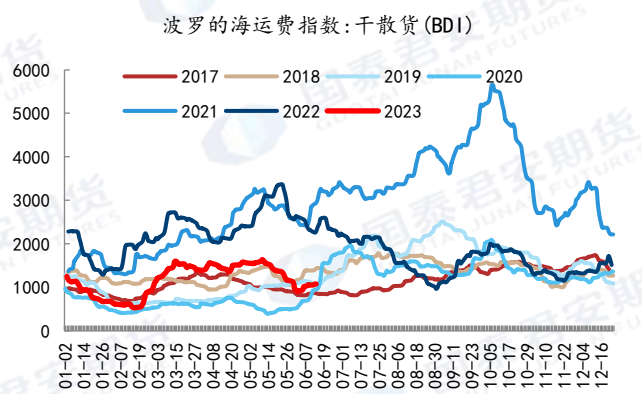
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 20：集装箱运价较年初已大幅下跌 单位：美元



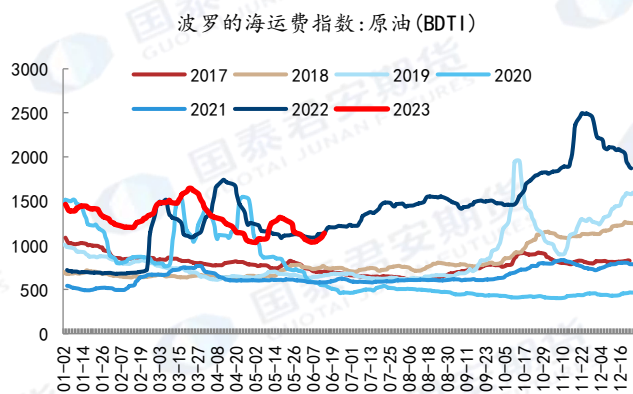
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 21：干散货运价已经回到历史均值位置



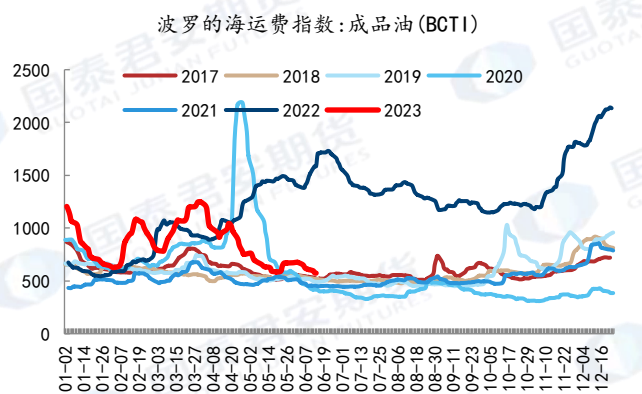
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 22：原油运价指数仍然较强



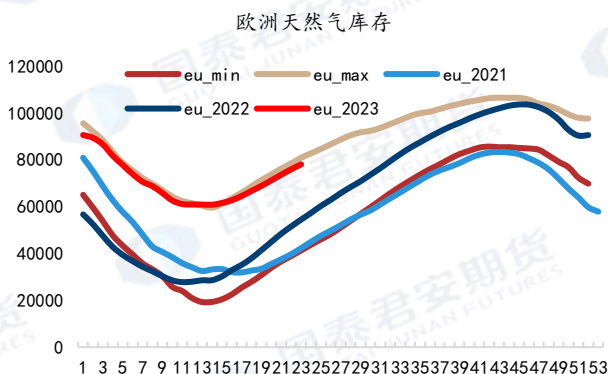
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 23：成品油运价指数较年初已经大幅回撤



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 24：欧洲天然气库存仍处近年来高点
单位：百万立方米



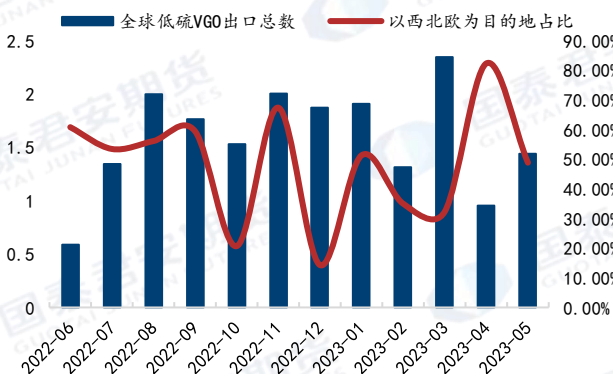
资料来源：Bruegel，国泰君安期货研究

图 25：欧洲天然气价格已回落到俄乌冲突前水平
单位：欧元/兆瓦时



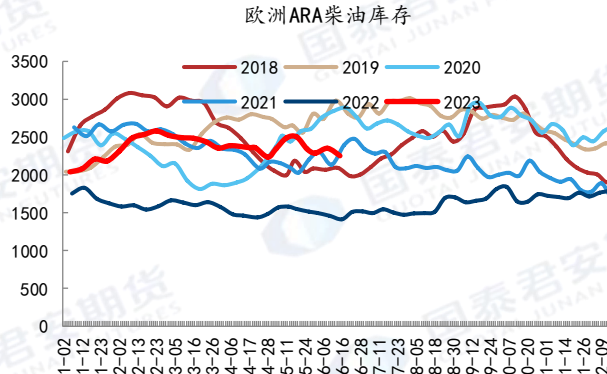
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 26：船期数据显示低硫 VGO 仍然在大量流向欧洲
单位：百万桶



资料来源：Kpler，国泰君安期货研究

图 27：欧洲柴油库存历史中位水平
单位：千吨



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

4. 衰退压力或阻碍油品需求落地，供应端需警惕潜在供应回归

对于 2023 年下半年的燃料油市场，除了需要关注燃料油市场内部的结构变化，还需要考虑全球宏观经济走势、原油价格变动以及全球炼油产能变化对整个油品市场的引导作用。

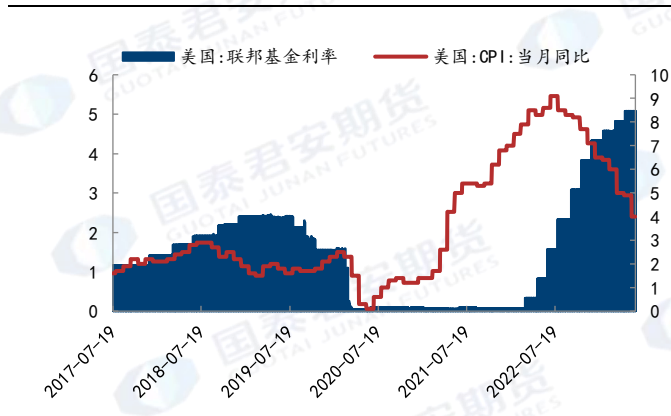
我们在 2022 年年报《油市进入弱需求低库存格局，高低硫强弱开始转变——2023 年燃料油、低硫燃料油期货行情及投资展望》中提到，如果 2023 年海外经济体的通胀水平能够有显著的下降，那么油品的需求会随着价格的缓慢下跌而逐步修复。数据显示，备受市场瞩目的美国 CPI 已经随着美联储一连串的加息动作有了明确的下行趋势，这对于油品需求的恢复将起到重要作用。但仍然需要注意的是，美联储以及其他海外主要经济体的央行并未放弃加息动作，而在大部分经济体 PMI 数据持续处于荣枯线以下的前提下，海外央行的加息动作仍然会对宏观经济和金融市场产生限制作用，进而影响油品需求的释放。此外，诸多海外经济体的 PMI 数据长期处于荣枯线以下且不断刷新新低表明，目前海外宏观经济体的衰退进程仍在延续，拐点暂未出现，这会使得下半年的油品需求随着工业生产和居民消费的进一步走弱而同步下滑。因此，尽管我们在第二节中预计下半年中、美两个炼油大国仍然会因为油品的消费季节性而在对应节点对燃料油产生一定需求，但宏观经济方面的压力逐步增加或许会对需求的顺利落地产生相当大的阻力，这种阻力最终也很可能会形成对价格的利空。

而在全球油品市场的供应端，原油的供应以及全球炼油产能的变化仍然是影响市场的核心因素。而能够影响全球原油供应的主导力量仍然存在于 OPEC 以及美国。2023 年以来，全球原油价格呈现出重心逐步下降的态势，对于主要产油国来说，任何激进的增产措施都可能带动油价进一步下跌而对自身产生经济损失，因此我们预计 2023 年很难出现由于主要产油国大幅增产而导致油价剧烈下跌的情景，OPEC、美国的产量数据也确实在佐证这一逻辑。但仍然需要注意的是，美国在 2023 年开始和伊朗、委内瑞拉两国的政治接触开始变得更为频繁。这意味着在 2023 年若美伊、美委关系出现缓和的苗头，原油市场将对伊朗原油和委内瑞拉原油回归表现出一定的担忧，因此伊朗和委内瑞拉两国的原油生产、出口动向将是除 OPEC、美国等传统产油国之外，能够对原油价格产生显著利空的重要影响变量。

影响全球油品供应的另一大核心因素来源于全球炼油产能的变化。目前，全球炼油产能增长的核心仍然在亚太与中东。中东的主要炼油产能增长我们已经在前文叙述过，亚太的增长将仍然以我国为主。在 2023 年下半年，国内新增的可能是裕龙岛石化的 2000 万吨/年产能，但同时国内也将有部分炼油产能退出，因此我国炼油产能的增长并不会对全球油品供应产生较大影响。

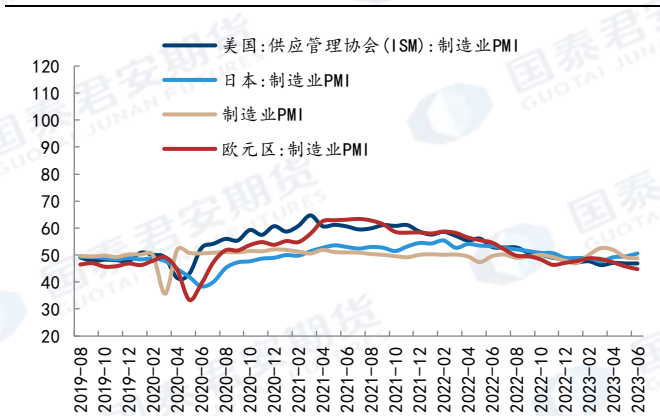
总体来看，随着海外经济体通胀率的缓解，理论上高油价对油品需求的损伤将在 2023 年得到进一步的修复。但海外经济体的衰退进程仍在继续，衰退进程中油品需求的释放将在对应节点受到一定的抑制，甚至最终整体呈现出环比上半年显著走弱的趋势，这是下半年油品市场面临的重大利空之一。而在供应端，传统产油国 OPEC、美国预计将不会有过大的产量波动，炼油产能变化对原油市场的影响也已经随着中东炼厂的落地正在逐渐消退。唯一需要警惕的是伊朗和委内瑞拉的原油资源可能随着两国与美国关系的改善而回归市场，这是可能在 2023 年对原油价格产生重大冲击的因素之一。因此，如果再从原油市场的角度去分析 2023 年下半年的燃料油市场，全球成品油需求的韧性将支撑全球对燃料油的消费，而供应端总体相对平稳，只是伊朗和委内瑞拉供应回归的潜在可能会在某个节点对原油价格产生的利空会对燃料油价格产生拖累。

图 28：美国通胀水平已随联储持续加息出现较大缓和
单位：%



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

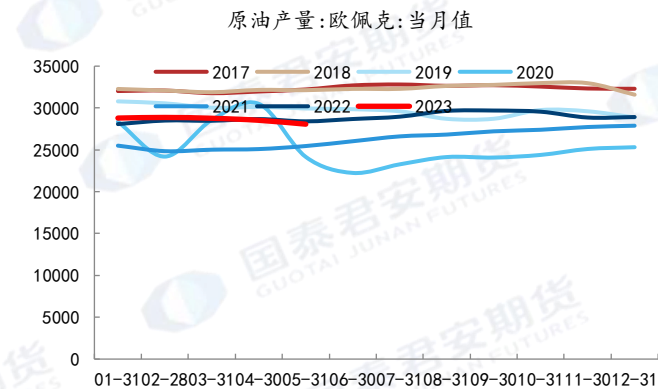
图 29：主要经济体的衰退进程或仍未结束 单位：%



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

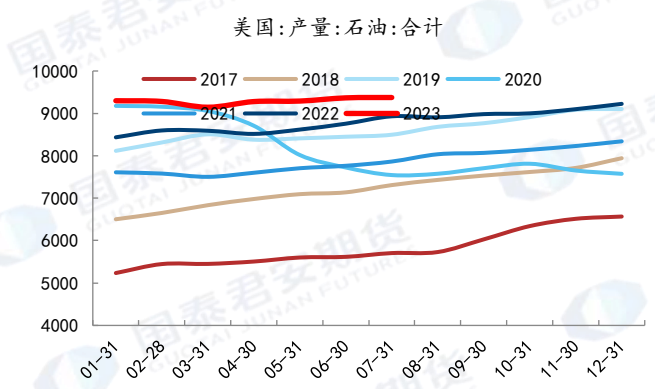
图 30: OPEC 产量依旧稳定

单位: 千桶/天



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 31: 美国石油产量已达到历史极限 单位: 千桶/天



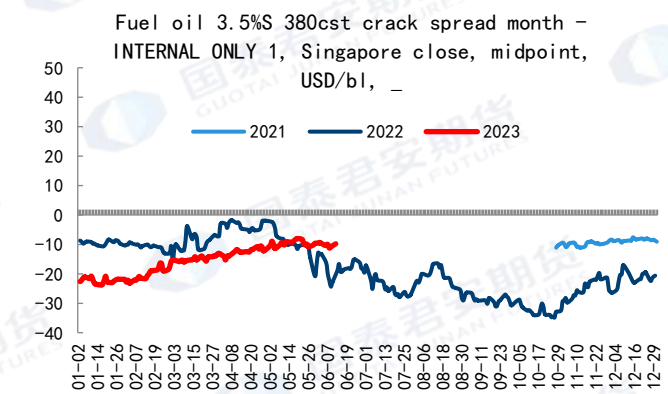
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

5. 投资展望: 逢低做多高硫裂解价差, 逢高做空高低硫价差

逢低做多高硫裂解价差的核心逻辑依然来自炼油需求对其的支撑, 我们已在前文有详细阐述, 即重点关注下半年“金九银十”国内成品油消费可能产生的驱动。本处我们重点讨论这一交易思路下需要防范的风险点。首先需要注意的是, 在炼油需求的支撑下, 高硫裂解价差一旦走强到历史极值, 对于炼厂来说其炼油经济性会开始衰减, 一旦恰逢成品油需求开始走弱, 极高的裂解价差便不可维持, 显著走强的高硫裂解价差可能将转而出趋势性下跌。其次, 美国从进出口数据、价格数据方面呈现出的高硫炼化需求与中国相比并没有达到足够的强度, 这一点可能在未来得到延续, 最终导致四季度高硫裂解价差缺乏上行驱动甚至提前走弱的重要因素。操作逢低做多高硫裂解价差策略还有一点需要注意的是, 假设美国炼化需求如期落地, 那么进入三、四季度后美国和中国对于高硫的需求在时间节点上极易出现重叠或“接力”, 会导致高硫裂解价差走弱的时间窗口较短, 较难把握逢低做多的交易机会。最后, 宏观经济层面的压力对油品市场的冲击也是需要重点防范的重大风险。例如, 上文我们提到的全球经济衰退压力可能会对下半年中美两国的成品油消费产生一定抑制作用, 导致需求在对应的旺季节点没有体现出足够的强度, 从而直接证伪高硫炼油需求旺盛支撑价差上涨的交易逻辑; 此外, 海外经济体的衰退压力或将直接体现在各类宏观数据的持续性走弱上, 这会引导市场对于后续油品需求的走势缺乏信心, 进而带动各类价格、价差下跌。

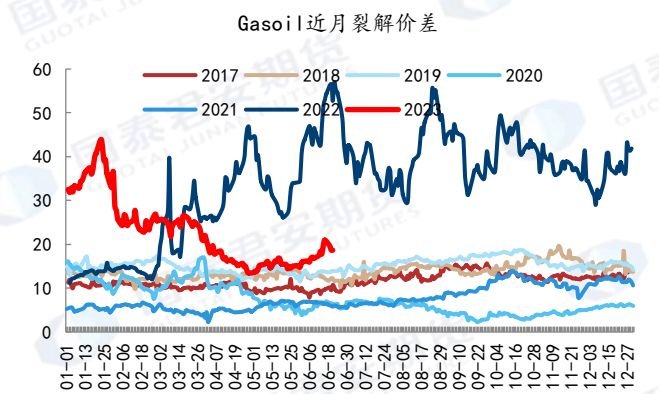
另一方面, 天然气价格和柴油裂解价差从年初开始的大幅回落都会导致年内低硫仍然难有强势驱动引导其价格持续涨超高硫, 因此我们认为逢高做空高低硫价差仍然是合适的策略。从历史数据来看, 高低硫价差最低可达 100 美元/吨以下, 而 6 月价差已经来到了历史偏高的 140 美元/吨以上, 这个价位对应的是 2021 年三季度外盘初次开始交易天然气走强带动低硫走强逻辑的时间节点, 而那时对应的却是低硫有较强上涨逻辑的市场环境, 与 2023 年高硫强、低硫弱的格局正好相反。因此, 从当下低硫缺乏显著上涨驱动而高硫未来仍有利好亟待兑现的市场格局来说, 140 美元/吨以上的高低硫价差仍然具备下跌空间, 可择机进行逢高做空。但在做空高低硫价差的同时, 也要注意观察欧洲是否可能出现油气资源短缺, 一旦柴油或天然气的价格因欧洲地区出现缺口再次上涨, 那么低硫价格会瞬间得到上涨驱动从而带动高低硫价差走阔。

图 32: 高硫裂解价差年内持续走强, 关注逢低做多
单位: 美元/桶



资料来源: Tian Consult, 国泰君安期货研究

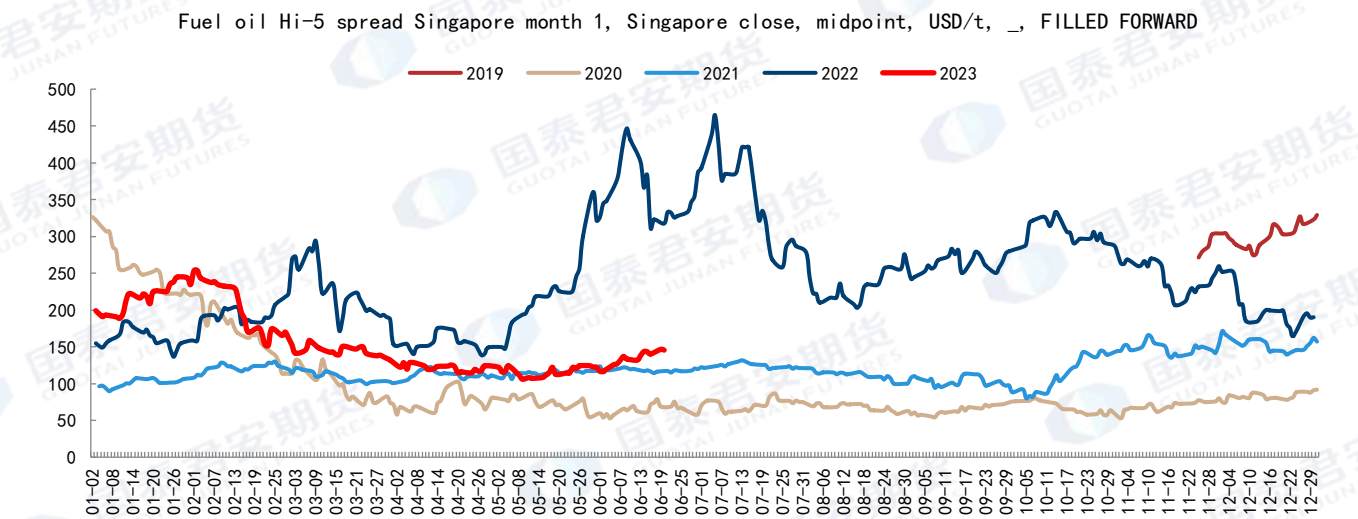
图 33: 柴油裂解价差从年初开始大幅回落 单位: 美元/桶



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 34: 高低硫价差年内或继续维持收窄趋势

单位: 美元/吨



资料来源: Tian Consult, 国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。