

2024 年 5 月 15 日

高硫燃料油：强势有所放缓，后续是否转跌？

梁可方

投资咨询从业资格号：Z0019111

liangkefang024064@gtjas.com

报告导读：

从一季度中后期开始，全球高硫燃料油现货价格持续走强，外盘裂解、高低硫价差以及国内的 FU 期货价格走势也纷纷反映出高硫市场所出现的各种利好。

纵观基本面，我们认为主要的利好因素——供应减损和需求支撑在二季度前中期暂时难以证伪，因此高硫的强势预计还将延续，相关的价格、价差可能也会有着偏强的表现。但后续基本面可能将出现一些边际上的转变，从而使得目前处于历史高位的高硫价格趋势转跌，带来一定的交易机会。因此，本篇报告将剖析前期高硫强势背后的原因，同时也会分析这些因素在后续的发展和变化，从而给出交易端的可行策略以及相关的风险因素分析。

(正文)

1. 高硫市场前期利好因素：供应损失叠加需求支撑，高硫趋势上行

回顾高硫价格在过去一到两个多月的强势上涨，我们认为其中主要因素有二：检修带来的供应减损，以及需求端出现的边际回升。

首先，本轮高硫上涨背后最大的利好因素之一，来自于高硫主产区持续出现的供应下滑。

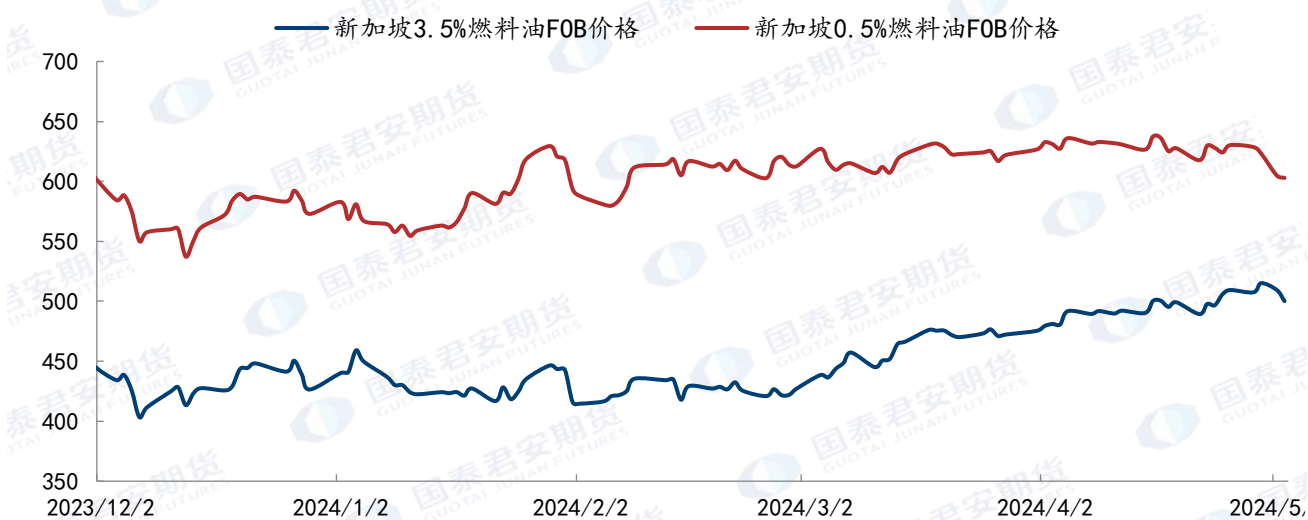
从1月中旬开始一直到4月，中东地区的科威特、沙特、阿联酋等地皆有大型炼厂进行至少为期30天的检修，1~4月涉及检修规模分别为23万桶/日、85万桶/日、79万桶/日和46万桶/日，此轮检修在前期为高硫市场留下了一定的供应缺口。而另一方面，与中东计划性检修不同，俄罗斯的检修大部分属于因炼厂遇袭而发生的意外停车，而正是这一轮计划外停车，扩大了前期中东检修留下的供应缺口。今年1月份，乌克兰就已经派出无人机袭击了俄罗斯图阿普谢炼油厂。从3月开始，乌克兰的无人机袭击规模继续升级，新沙赫京斯克、梁赞、下诺夫哥罗德和伏尔加格勒等地都遭到了无人机袭击，导致上述地区的炼厂产能被迫转入长时间的修缮中。除了无人机袭击之外，俄罗斯还有计划内检修以及春季洪水造成的供应减损。从数据来看，1月~4月俄罗斯分别经历了23万桶/日、85万桶/日、109万桶/日和132万桶/日的检修规模。而根据Kpler数据来看，俄罗斯月度出口数量也确实出现了连续三个月下降的趋势，与炼厂检修情况相互印证。

由于中东和俄罗斯的接连检修，全球高硫主产区陆续经历了40万桶/日到最高180万桶/日的炼油产能损失，那么按照10%左右的收率粗略计算，高硫市场每月最高有80万吨的供应减量，这一体量相当于新加坡月度进口量的三分之一，以及中国月度进口量的50%（当然，俄罗斯与中东的高硫并不全部流向新加坡或中国，我们只是以此来类比本次检修造成的供应损失体量之大）。因此，中东、俄罗斯两大高硫主产地的供应下滑对高硫市场带来的提振作用是显而易见的。

除了供应端，需求端也有利好因素为高硫上涨提供支撑。一方面，中国在3月国内汽柴油需求环比上升的时期，燃料油进口数量也随之上升。从Kpler数据来看，进口的燃料油品级主要是高硫，且货物承运船只主要停靠炼厂附近，因此这些进口的高硫燃料油大概率是作为二次装置原料被直接运输至炼厂等待卸货以及后续的投料加工。另一方面，从3月初开始，新加坡、阿拉伯湾区域的粘度价差，即作为发电燃料的180CST和被作为船燃消费的380CST之间的价差持续走强，这一价差的走强意味着高硫燃料油作为发电燃料的需求也随着季节性落地。而根据Kpler数据显示，中东最大的燃料油进口地——沙特阿拉伯在3月进口了741万桶燃料油，总量环比上升135%，其中有349万桶都运往了沙特境内的电站；4月份共计进口494万桶，其中有217万桶运往了电站，尽管总量有所下滑，但4月仍有接近半数的燃料油被送往沙特国内电厂，船期数据也佐证了中东地区的发电燃料备货动作正在逐步开启。

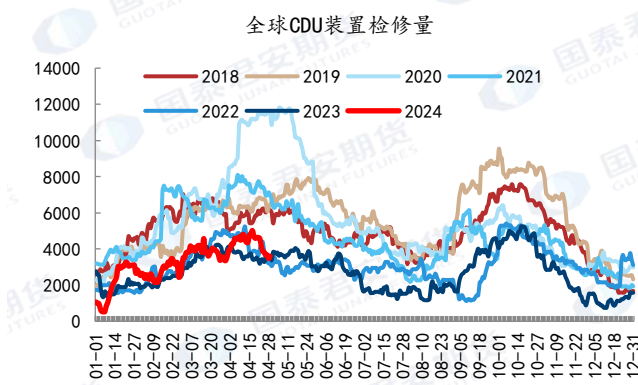
综上，供应端主产区的供应减损和需求端的边际回升在同一时间点出现，使得高硫的现货价格、成交升贴水和裂解价差在3月中旬之后开始了同步上行。

图 1：高硫从一季度中期开始逐步上涨



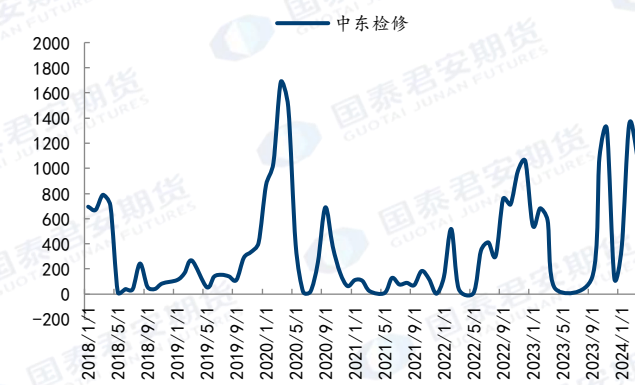
资料来源：Platts, 国泰君安期货研究

图 2：一季度中期开始全球炼厂检修增加



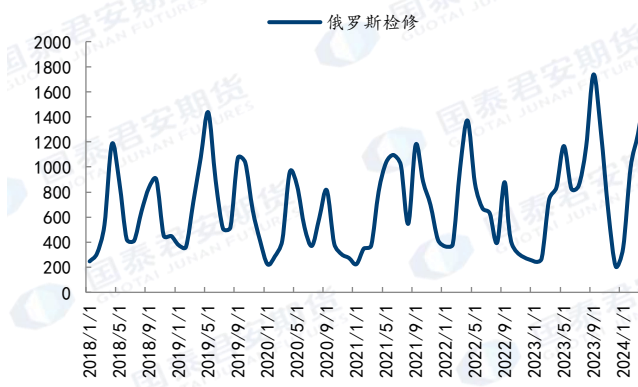
资料来源：彭博, 国泰君安期货研究

图 3：中东在一季度中检修达到历史高点



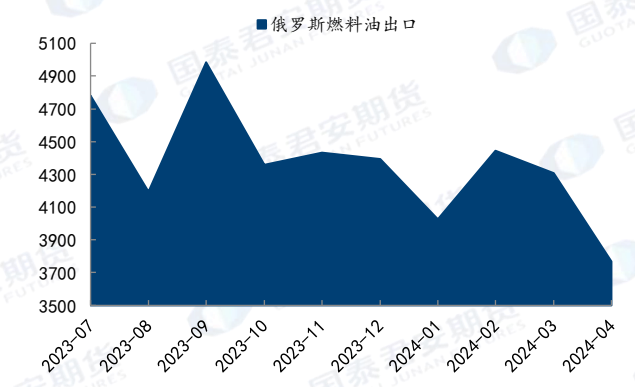
资料来源：Platts, 国泰君安期货研究

图 4：俄罗斯在一季度中检修达到历史高点



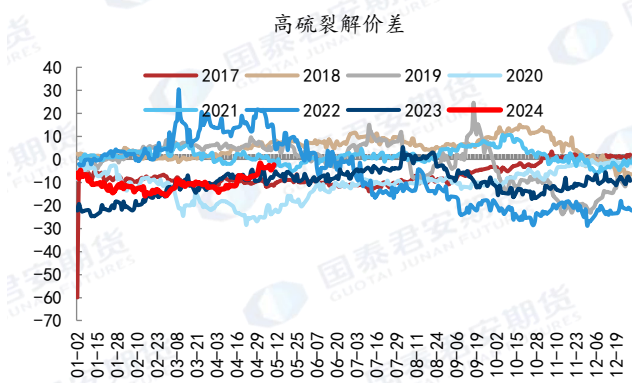
资料来源：Platts, 国泰君安期货研究

图 5：俄罗斯燃料油出口从3月开始逐步下降



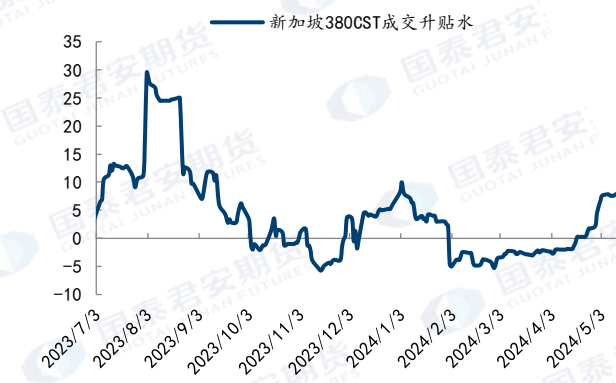
资料来源：Platts, 国泰君安期货研究

图 6：高硫裂解价差 3 月之后开始走强



资料来源：Platts，彭博，国泰君安期货研究

图 7：高硫现货成交升贴水 3 月之后开始走强



资料来源：Platts，国泰君安期货研究

2. 未来市场核心关注点：供应恢复进度与需求兑现情况

从目前市场情况来看，我们认为未来高硫市场的供需平衡何去何从，其中供应端的关键在于俄罗斯地区炼厂何时复产，以及当地港口的现货状况如何发展。因此，在未来不但要关注俄罗斯炼厂逐渐恢复的生产能力，还要关注俄罗斯地区浮仓的变化，二者将共同决定未来俄罗斯高硫的供应水平。仅就普氏 5 月初预报的数据来看，受到无人机袭击的俄罗斯炼厂正在逐步恢复供应，只有少部分炼厂检修可能将持续到 6 月份。同时值得注意的是，Kpler 报告的俄罗斯地区浮仓数据显示出，4 月末仍然有大量已经装载燃料油现货的船舶停泊在黑海附近等待启航，可流通的现货总数仍然处在近半年的高位。这意味着鉴于中东地区目前已经没有大规模检修，那么最晚在 6 月之后，一旦俄罗斯炼厂全面恢复供应，全球高硫市场将没有明显的供应缺失，供应的逐步回归可能将对高硫的涨势形成压制。

而影响供需平衡的另一个关键点，在于发电燃料、二次原料的需求能否继续兑现，从而对价格形成支撑。

首先，中国对高硫的需求主要基于炼厂对于二次原料加工的需求，其本质是由中国国内成品油需求驱动的，强劲的成品油需求才能驱动民营炼厂大量进口高硫。因此，后续中国成品油需求的走势将直接决定国内二次原料进口的需求，也将直接影响二季度之后高硫市场需求发展。如果以去年行情为参照，随着时间推移，中国的成品油消费旺季会逐渐在 6 月末接近尾声，其中民营炼厂的主产品——柴油更是会受到沿海禁渔、华东华南雨季导致地产基建施工放缓等利空因素的影响，进而出现更加明显的需求环比下滑。那么由于内需下滑、现货销售走弱，炼厂可能将主动降低加工量，对于二次原料的需求也会随之衰退，从而使得亚太高硫市场最主要的利好之一消退，高硫价格上方空间也将逐渐见顶。

其次，发电需求方面，尽管从粘度价差的季节性走势来看，发电燃料的需求将一直延续到 6 月，但目前富查伊拉、新加坡等地的重油库存开始出现累库迹象，可能预示着本次发电燃料备货接近尾声。同时，Kpler 数据显示在沙特地区，2024 年 3 月运往电站的燃料油数量至少为 349 万桶，但 2023 年 3 月则至少有 660 万桶发往各大电站。再以 4 月数据为例，2023 年 4 月沙特国内仅 Rabigh 和 Shuqaiq 两个电厂就合计进口了超过 670 万桶燃料油，而 2024 年 4 月沙特国内总燃料油进口量仅有 494 万桶。这一数据对比显示出，中东燃料油发电大国——沙特今年的需求同比已经出现明显下滑，这可能将导致今年中东地区高硫发电需求的实际体量显著弱于市场预期。

而同处中东地区的科威特方面，由于去年大型炼厂 Al-Zour 炼厂开始运营，该炼厂生产的低硫燃料油

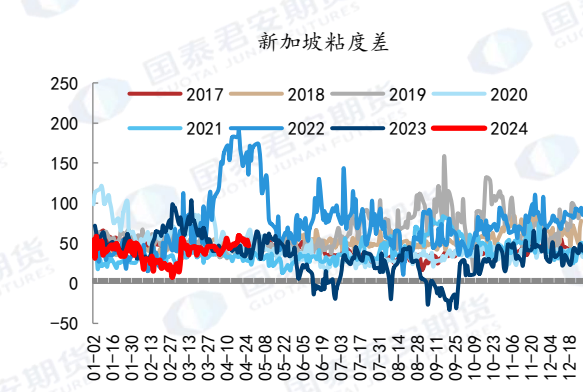
有时会流入科威特国内电厂，因此今年也存在科威特国内使用低硫组分替代高硫作为发电燃料的可能性，这将进一步压缩高硫在中东地区的发电燃料需求总量。同时，我们在《全球油品供需缺口缩小，燃料油或先跌后涨——2024 年燃料油、低硫燃料油期货行情展望》报告中进行过提示，作为南亚第二大燃料油消费大国，孟加拉政府外汇储备持续下降，其国内发电燃料需求可能将更多转向价格更加低廉的煤炭。而从 Kpler 数据来看，去年 9 月开始孟加拉的燃料油进口数量已经开始下滑，仅 3 月进口数量来看，只有 2023 年的 50%，因此今年夏天南亚地区第二需求大国份额的缺失也会是高硫市场的潜在利空。

图 8：俄罗斯地区浮仓水平仍在高位



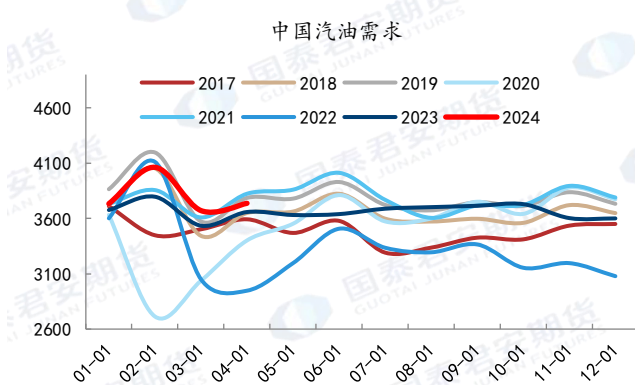
资料来源：Kpler，国泰君安期货研究

图 9：新加坡粘度价差在历史高位



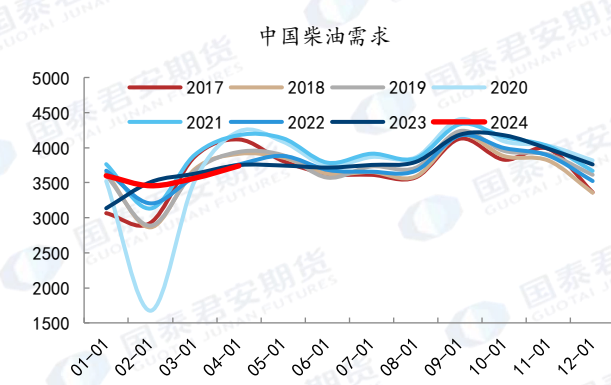
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 10：国内汽油需求二季度后期预期走弱



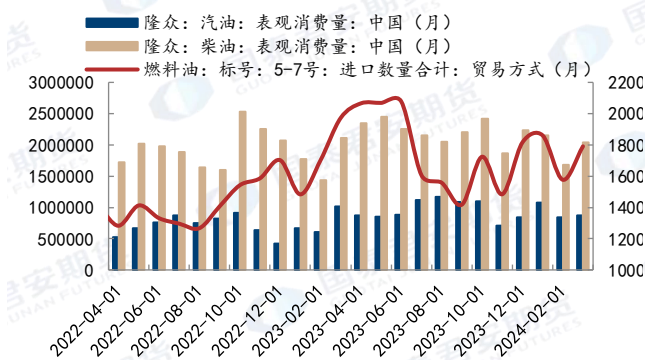
资料来源：Platts，国泰君安期货研究

图 11：国内柴油需求二季度中期之后预期走弱



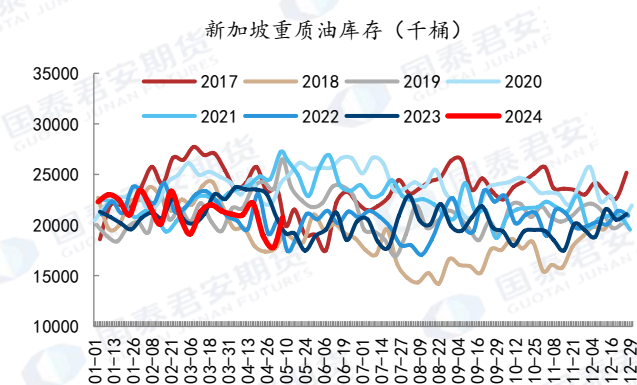
资料来源：Platts，国泰君安期货研究

图 12：国内燃料油进口与成品油消费正相关



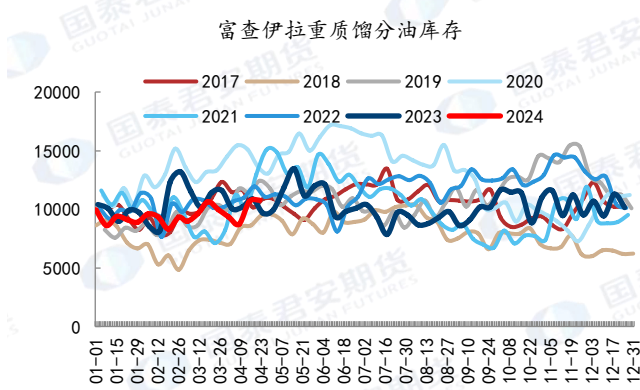
资料来源：钢联数据，国泰君安期货研究

图 13：新加坡重油库存从历史低位开始反弹



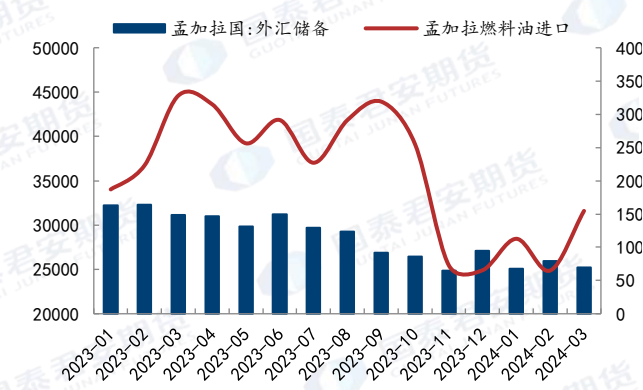
资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 14：富查伊拉重油库存从历史中低位开始反弹



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 15：孟加拉燃料油进口受外汇储备影响同比下滑



资料来源：Kpler，同花顺 iFind，国泰君安期货研究

3. 策略及风险提示

3.1 上方空间可能有限，关注 FU 高位空配机会

俄罗斯炼厂产能尚未完全恢复，将使得高硫市场的现货供应产生较大不稳定性，尤其是当下发电、炼化等需求层面仍然有一定支撑的前提下，这种不稳定性极易容易放大市场的看多情绪，因此在俄罗斯炼厂产能全面回归之前，我们仍然对高硫持谨慎看多观点。“谨慎”之处在于，第二节分析中我们认为今年高硫的强势主要来源于供应端俄罗斯方面的超预期供应减损，需求端尽管环比已经显示出了一定的季节性，但同比来看并未产生太多增量。正是基于这一点，我们认为后续除非高硫供应端的损失继续扩大，否则价格上行的空间十分有限。

那么反过来思考，既然本轮上涨更多基于供应端的变化，那么当俄罗斯炼厂回归后，全球高硫市场的供应将显著增加，本轮上涨最大的利好将出现反转，再加上随着时间的推移，中国高硫进口需求可能随着成品油需求转弱而出现边际下降，价格在供增需降的背景下，极有可能转头下跌。因此相比有限的追多空间，我们建议持续关注俄罗斯炼厂的复产情况以及需求端的兑现情况，一旦俄罗斯出口数量开始恢复，或是中东、新加坡等地的重油库存开始呈现出明显的累库趋势，高硫处于历史相对高位的估值将给出一定的下跌空间，FU 将具有一定的空配价值。彼时也可以通过做阔高低硫价差来表达高硫的由强转弱，当然前提是低硫的基

本面没有明显的利空因素。

3.2 风险提示：供应出现超预期削减或需求端产生预期外增量

本处我们列举一些可能出现的风险点：

1. OPEC+超预期减产：鉴于高硫的主产国基本属于 OPEC+成员国，而高硫的产出也依赖于含硫原油的产量，因此 OPEC+成员国的原油产量变化将是一个重要的风险点。一旦 OPEC+成员国出现超预期减产，那么随着原油产量的下降，高硫组分的供应也会随之受到影响，价格也会水涨船高。

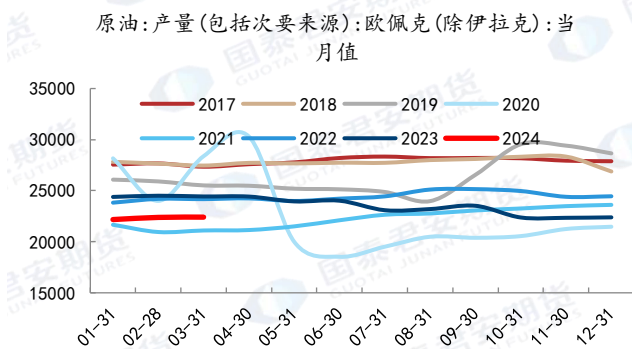
2. 俄罗斯炼厂再次遇袭或长期无法复产：当下，俄乌冲突的局势仍然不够明朗，乌克兰仍有可能向俄罗斯境内继续发动大规模的无人机袭击。此外，本轮遭袭的俄炼厂离前线并不遥远，这意味着再次袭击炼厂对于乌克兰来说并没有太大难度，因此在后续看空高硫的时候需要关注袭击再次发生的可能性。同时，已经处在检修中的炼厂能否顺利复工也需要持续关注。这里需要强调的是，若高硫要依靠俄罗斯炼厂遇袭造成供应下滑这一逻辑再次上行，市场所期望看到的一定是大规模的无人机袭击，并且袭击要针对炼油产能较大或者燃料油产量较大的炼厂，这样才能对高硫的供应产生实质性的影响，否则普通的无人机袭击很难引发行情。例如，5月11日乌克兰再次袭击俄罗斯伏尔加格勒炼厂，但本次袭击只涉及了这一家产能为31万桶/日的炼厂，对于高硫供应难以产生较大影响，因此5月13日新加坡高硫价格并没有因此出现上涨，甚至还有一定下跌。

3. 其他高硫主产国供应下降：除了俄罗斯之外，中东的伊朗也是全球含硫重油资源的主要供应方。根据 Kpler 数据计算，2023 年来自伊朗的数量占中东地区出口燃料油总数的 9.4%，是继阿联酋、伊拉克、沙特之后的第四大出口地区。而鉴于目前中东局势日益紧张的背景，伊朗油品资源能否顺利流入市场、伊朗炼厂能否保持开工等问题目前并没有明确答案，因此后续看空高硫，需要防范中东地区作为传统高硫供应方出现预期外断供的可能性。

4. 需求反季节性上升或预期外增长：船燃、发电和炼化是高硫需求的三大支柱。那么在看空高硫的过程中，需要防范的是这三大需求子版块出现预期外或反季节性的需求增长。以船燃为例，中东地缘政治风险造成的绕行或是随着部分地区经济增长环比改善开始出现的进出口贸易上升都可能是船燃需求受到额外提振的因素。而在发电方面，未来一个季度的气候变化将决定中东、南亚等地区的电力需求以及相关的发电燃料需求，若今年中东、南亚地区出现反常高温，那么燃料油发电需求预计还将得到一定时间的延续。炼化方面，中国目前成品油需求强度同比去年有所下降，同时国内高硫进口数量还受制于进口配额，因此暂时来看不会是导致高硫二次加工需求意外扩张的因素。

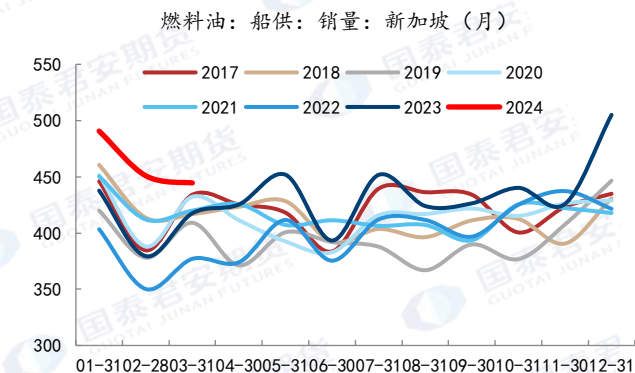
此外还需要注意可能有额外需求增量的是印度地区，印度进口的高硫既有发电消费，也有二次原料消费，目前我们收集到的普氏和 Kpler 在印度燃料油进口方面的数据尽管在数值上相差较大，但都显示出今年以来印度的燃料油进口数量仍然在历史高位。从宏观角度来看，这与印度今年以来国内制造业、非制造业经济状况良好息息相关，因此印度经济景气度较高带动下的能源消费旺盛也可能是一个推翻我们本文高硫转弱逻辑的隐藏因素。

图 16: OPEC 原油产量暂时处于历史低位



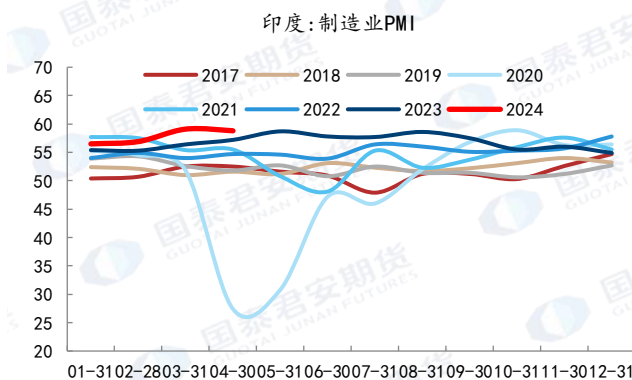
资料来源:同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 17: 新加坡船燃消费仍然处于历史高位



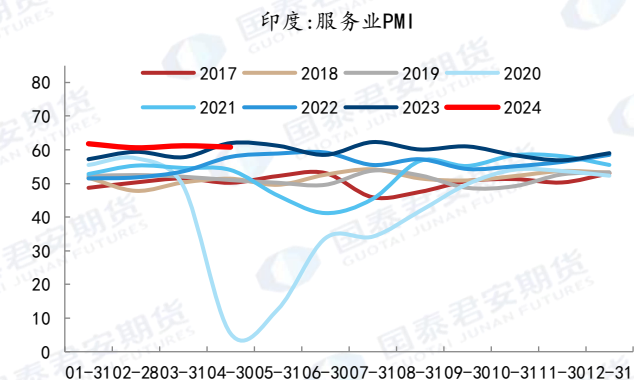
资料来源:钢联数据, 国泰君安期货研究

图 18: 印度制造业仍然处于扩张趋势



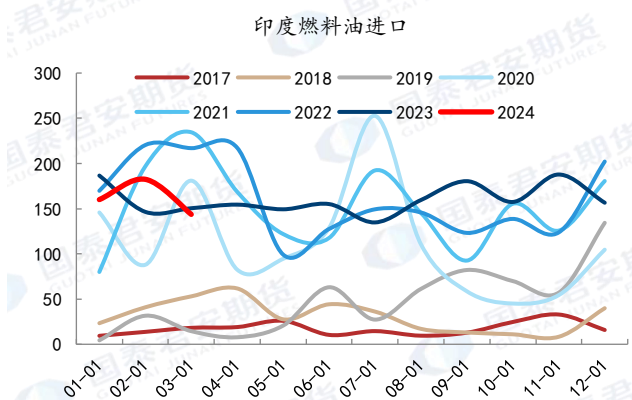
资料来源:同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 19: 印度服务业仍然处于扩张趋势



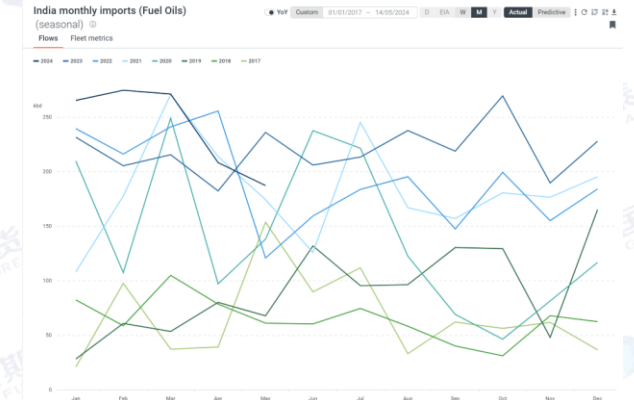
资料来源:同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 20: 普氏数据显示印度燃料油进口仍处历史高位



资料来源:Platts, 国泰君安期货研究

图 21: Kpler 数据显示一季度印度燃料油进口数量继续刷新历史新高



资料来源:Kpler, 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。