

## 调油逻辑缓和 高低硫价差有望修复

2022年8月4日 星期四

兴证期货·研发中心

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

联系人

王其强

电话: 0591-38117680

邮箱:

wangqq@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

高低硫价差有望走强，核心逻辑在于成品油需求走弱，调油逻辑缓和，对低硫燃料油的供应收缩缓和。海外夏季出行高峰需求旺季将在9月逐步结束，当下需求也有逐步透支迹象，高成品油价格也一定程度抑制了成品油需求，近期成品油裂解价差高位回落及库存有所回升。总体成品油需求走弱，裂解价差大幅回落，此前推升低高硫价差的核心逻辑有所转向。此外，国内低硫燃料油出口配额逐步释放，缓和海外供应偏紧格局；中东地区高硫发电需求阶段旺季，推升高低硫需求阶段错配，有利高低硫价差修复；当前低高硫价差偏高，统计理论有回归需求，且当下价差对国际船舶安装脱硫塔使用高硫燃料油具有经济性。

#### ● 风险提示

成品油再度大幅走强；高低硫需求错配不如预期。

## 报告目录

1. 成品油需求走弱 调油逻辑缓和.....	3
2. 国内释放低硫燃料油出口配额.....	4
3. 高低硫阶段需求错配.....	4
4. 当下低高硫价差有利于脱硫塔安装.....	4
5. 结论：高低硫价差有望走强.....	5

## 图表目录

图表 1：原油与柴油价格.....	3
图表 2：气油库存.....	3
图表 3：低硫燃料油出口配额（万吨）.....	4
图表 4：低高硫价差.....	5

## 1. 成品油需求走弱 调油逻辑缓和

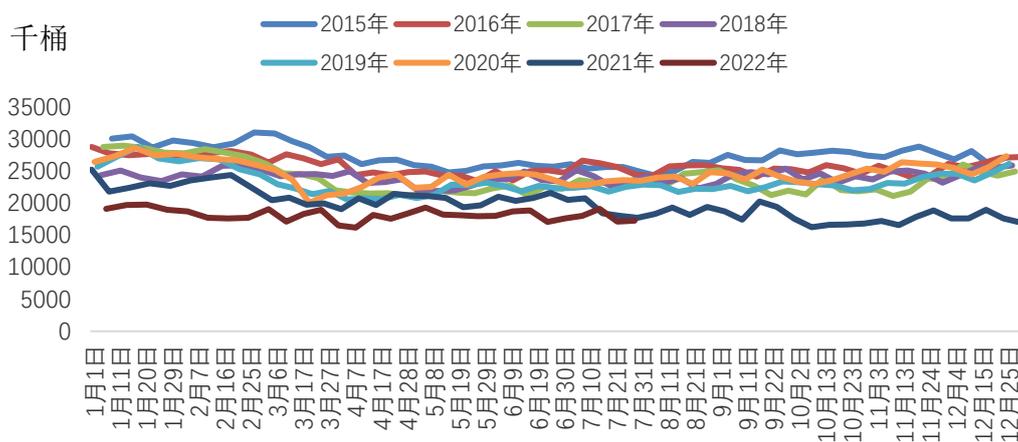
柴油需求放缓，裂解价差走弱，调油需求缓和，低硫燃料油供应紧张缓和。低硫燃料油的生产工艺主要包括低硫原油经过蒸馏工艺生产、低硫渣油和高硫重质燃油进行混兑或调合生产、通过渣油加工装置将高硫渣油中的硫含量降低。拥有超低硫原油资源的国家有美国、阿尔及利亚、尼日利亚等，这种原油炼厂大部分用于生产柴油。特别，上半年受俄乌战争影响，原油持续强势，以及海外柴油等成品油需求旺盛，成品油持续走强，伴随成品油裂解价差持续创新高，调油逻辑进一步挤压了低硫燃料油产量，使得海外低硫燃料油供应偏紧，导致低硫燃油价格走强明显大于高硫燃料油。这也使得低硫燃料油偏向使用柴油定价，经常使用柴油+升贴水的形式，因此低硫燃料油与柴油价格紧密相关。从当前来看，一方面原油及成品油库存有回升迹象，截至7月29日当周EIA原油库存增加446.7万桶，至4.266亿桶，预期减少62.9万桶；汽油库存增加20万桶，预期减少150万桶，价格从高位回落。另一方面柴油等成品油裂解差从高位回落。总体而言，成品油需求有回落迹象，随着海外夏季出行高峰出现结束，成品油需求有见顶迹象，进而调油需求转弱，对低硫供应的压缩有所缓和。

图表 1：原油与柴油价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2：汽油库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国内释放低硫燃料油出口配额

国内释放第三批低硫燃料油出口配额，缓解海外低硫燃料偏紧供应。近期 2022 年国内第三批低硫燃料油出口配额释放，据统计共计 250 万吨，其中中石化 137 万吨，中石油 90 万吨，两桶油占比较大。2022 年前三批低硫燃料油出口配额共计 1225 万吨，同比增加 10% 左右。出口配额及时释放，缓解国内部分炼厂出口配额不足，预计后期还有出口配额释放，国内出口配额释放，缓解海外低硫燃料油供应偏紧格局。

图表 3：低硫燃料油出口配额（万吨）

企业	第一批	第二批	第三批	总计
中石化	384	181	137	702
中石油	203	116	90	409
中海油	50	25	20	95
中化	3	1	1	5
浙石化	10	2	2	14
总计	650	325	250	1225

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

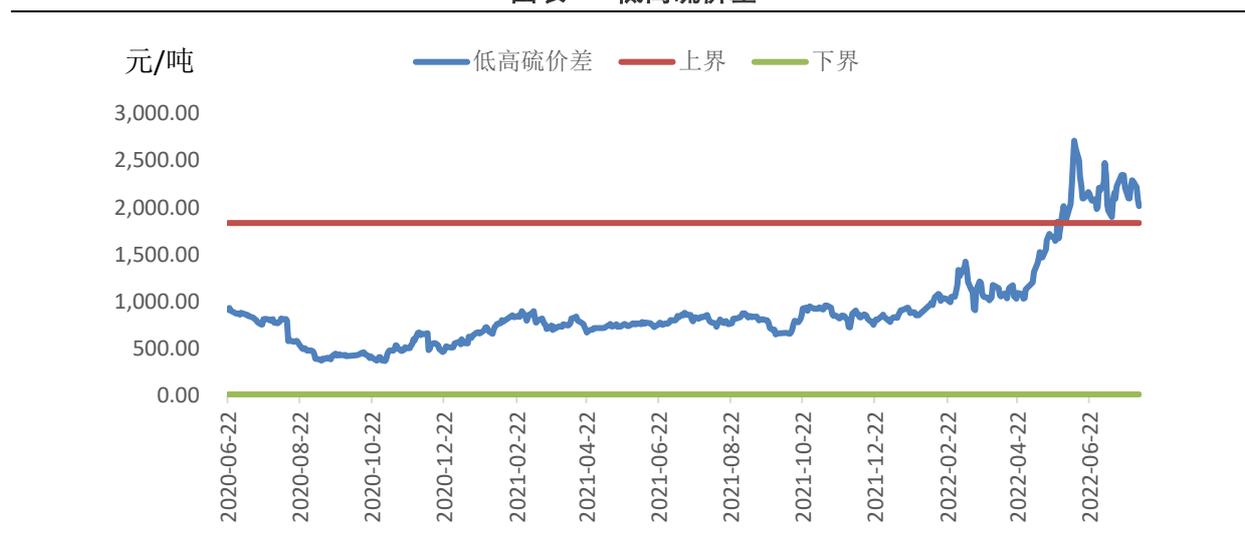
## 3. 高低硫阶段需求错配

中东及南亚发电需求，提振高硫需求，高低硫阶段需求错配。从需求端来看，高低硫需求也存在一定差异，从发电来看，韩国、日本以及欧洲地区主要用低硫燃料油进行发电，使用主要集中在四季度，而中东、南亚地区使用高硫燃料油，主要在二、三季度。随着中东及南亚地区高温，用电需求上升，因此目前是高硫燃料油发电需求旺季。

## 4. 当下低高硫价差有利于脱硫塔安装

目前 HI5 即低高硫价差仍偏大，处于统计套上边缘，且安装脱硫塔具有经济性。2020 年 1 月 1 日起实施的 IMO “限硫令” 使得国际航运业燃料向低硫转变，高硫燃料油使用受限制，2020 年也一度使得低高硫价差走高至 1000，而一般而言 HI5 即 LU-FU 价差高于 130 美元左右对于安装脱离塔就有一定经济性。目前 LU 与 FU 价差仍在 1500 元/吨以上，对于国际航运船舶安装脱硫塔使用高硫燃料油仍有较大的经济性。此外，从统计套理论来看，低高硫价差目前处于 95% 置信区间的上边缘，存在回归需求。

图表 4：低高硫价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 结论：高低硫价差有望走强

从上述分析来看，高低硫价差有望走强，核心逻辑在于成品油需求走弱，调油逻辑缓和，对低硫燃料油的供应收缩缓和。海外夏季出行高峰需求旺季将在 9 月逐步结束，当下需求也有逐步透支迹象，高成品油价格也一定程度抑制了成品油需求，近期成品油裂解价差高位回落及库存有所回升。总体成品油需求走弱，裂解价差大幅回落，此前推升低高硫价差的核心逻辑有所转向。此外，国内低硫燃料油出口配额逐步释放，缓和海外供应偏紧格局；中东地区高硫发电需求阶段旺季，使得高低硫需求阶段错配，有利高低硫价差修复；当下低高硫价差偏高，统计理论有回归需求，且当下价差国际船舶安装脱硫塔使用高硫燃料油具有经济性。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。