



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

胡紫阳

戴一帆

投资咨询资格证:

Z0015428

高低硫驱动分化

摘要

第四季度，原油有向下的动力，但无大跌的基础，仍将在成本端对燃料油价格形成支撑。美联储货币政策收紧的风险增加，中美两国释放战略库存，需求增速放缓会对原油价格形成压制，供给端 OPEC+产量稳步增长，美国页岩油难以实现有效回升，伊朗原油第四季度仍然难以入市，除 OPEC+外全球缺乏剩余产能，油价不存在大跌基础。燃料油在需求端，疫情的影响仍在，全球各地“塞港”现象严重，船运市场在途船舶数量减少，船用油需求受到抑制，“塞港”现象何时解决将成为船燃市场反转的关键。煤炭和天然气价格飙升，燃料油发电需求或得到释放，有利于带动燃料油消费增长。国内原油配额收紧，叠加对部分成品油进口征收消费税政策生效，会推动高硫燃料油作为原材料需求的上升。柴油价格走强，裂解利润上升，有望带动低硫分流。FU 期货库存不足一万吨，存在很强的风险溢价。第四季度，看多 LU-SC 价差，建议入场点位在 80 元/桶附近，目标价格 115 元/桶附近。

- 风险点：**
- 1、 货币政策收紧；
 - 2、 伊朗制裁解除
 - 3、 “塞港”现象延续

目录

第 1 章	第三季度保税燃料油市场回顾.....	5
第 2 章	成本驱动：原油高位燃料油成本得到有力支撑	6
2.1.	供给端边际增量有限	6
2.2.	需求端增速逐步放缓	7
2.3.	宏观风险不容忽视	9
第 3 章	产业驱动：高低硫燃料油驱动分化	10
3.1.	船用油需求受到抑制，何时改善“塞港”尤为重要.....	10
3.2.	国产低硫供给不断增加，低硫价格仍将受到一定压制.....	11
3.3.	国际发电需求上升，提振燃料油需求.....	13
3.4.	深加工需求上升分流燃料油产量.....	15
第 4 章	估值驱动：高低硫估值有望回归.....	16
4.1.	价格结构.....	16
4.2.	跨区域价差.....	18
4.3.	库存分析.....	20
第 5 章	逻辑总结及策略推荐	22
免责声明	23	

图表目录

图表 1.1 国内燃料油价格及裂解走势	5
图表 2.2.1 美国原油产量、钻机数量及油井结构	6
图表 2.1.2 全球原油产量及剩余产能	7
图表 2.2.1 新增感染和疫苗注射比例	8
图表 2.2.2 美国商业原油库存走势	8
图表 2.2.3 全球原油浮仓库存	9
图表 2.3.1 美元指数和原油价格走势	9
图表 3.1.1 全球主要航运价格指数	10
图表 3.1.2 全球主要港口拥堵情况	11
图表 3.1.3 在途船舶数量	11
图表 3.2.1 国内低硫产能分布及出口配额	12
图表 3.2.2 舟山低硫加注毛利	12
图表 3.2.3 舟山 VS 新加坡低硫加注价格	12
图表 3.2.4 中国 5-7 号燃料油出口	12
图表 3.3.1 发电燃料价格对比	13
图表 3.3.2 日本燃料能源发电需求	14
图表 3.3.3 美国燃料油发电需求	14
图表 3.3.4 韩国燃料能源发电需求	14
图表 3.4.1 燃料油 VS 汽柴油裂解	15
图表 3.4.2 中国 5-7 号燃料油进口	16
图表 4.1.1 新加坡低硫燃料油跨月价差结构	16
图表 4.1.2 新加坡低硫 VS 布伦特裂解跨期价差	17
图表 4.1.3 新加坡 380 跨月价差结构	17
图表 4.1.4 新加坡 380 燃料油裂解掉期跨期价差	17
图表 4.1.5 新加坡高低硫燃料油价差掉期价差结构	18
图表 4.2.1 新加坡-鹿特丹低硫燃料油价差	18
图表 4.2.2 中国-新加坡低硫价差	19
图表 4.2.3 新加坡-鹿特丹高硫燃料油价差	19
图表 4.2.4 中国-新加坡高硫价差	19
图表 4.2.4 中国-新加坡高硫价差	20
图表 4.3.1 新加坡燃料油库存	20
图表 4.3.2 ARA 燃料油库存	20

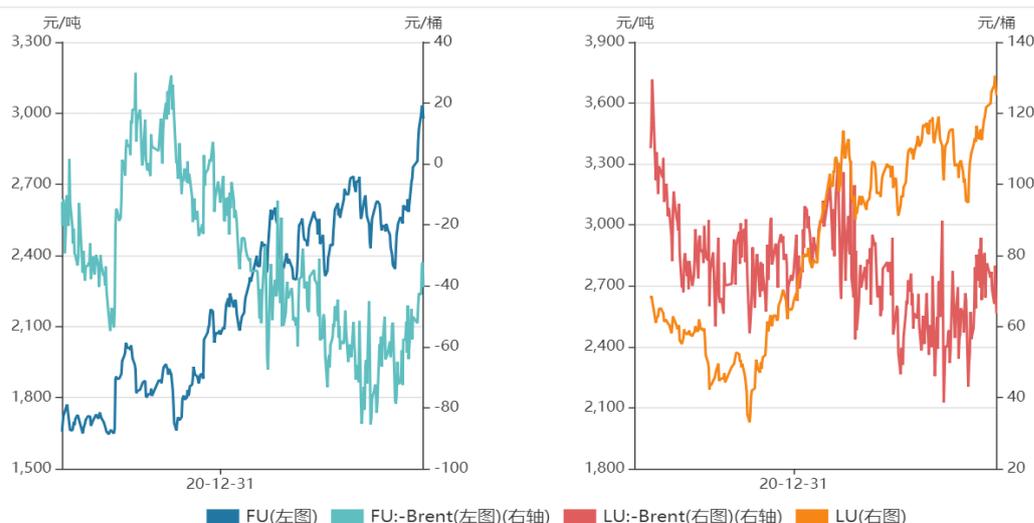
图表 4.3.3 美国残渣燃料油库存季节性.....	21
图表 4.3.4 中国 FU 期货库存.....	21
图表 4.3.5 中国 LU 期货库存.....	21

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第1章 第三季度保税燃料油市场回顾

今年第三季度，燃料油价格紧跟原油的步伐，伴随着原油价格走势大幅波动。自7月份 OPEC+ 月度会议时沙特和阿联酋谈判陷入僵局以来，国际原油价格开始了宽幅震荡行情，虽然7月18日沙特和阿联酋和解，OPEC+ 就减产协议达成一致，但后市的交易逻辑开始由供给端向需求端转变，燃料油根据原油市场价格呈现先跌后涨的反弹行情。进入到8月份，德尔塔病毒全球蔓延加剧叠加美联储货币政策收紧预期增加，油价遭受一波大规模回撤。到8月底开始，极端风险事件频发，受墨西哥国家石油公司海上石油平台发生火灾，以及美国“艾达”飓风袭击美国墨西哥湾等风险事件的影响，导致短期的供给偏紧再次冲击市场，再加上天然气价格飙升，市场担忧会蔓延至原油市场，国际原油价格继续冲高，Brent 原油一度突破 30 美元/桶的关口，高硫燃料油也突破了 3100 元/吨关口，低硫燃料油也突破了 3800 元/吨关口。而对于燃料油产业来讲，第三季度航运价格指数飙涨，但因全球疫情管制和各港口前期投资不足的影响，全球各地“塞港”现象日益严重，大多船舶都在港等待，在途船舶数量并未出现有效的改善，船用油需求一直受到抑制，第三季度，低硫燃料油价格涨幅主要受原油端成本的推动，其裂解价差并未出现好转，一直维持在 60-80 元/桶附近波动。而对于高硫燃料油来讲，进入9月份，受发电需求上升的影响，带动了高硫燃料油裂解走强，从-80 元/桶上升至-40 元/桶上方。在当前高硫燃料油低库存的背景下，这种趋势有望在第四季度得到延续。

图表 1.1 国内燃料油价格及裂解走势



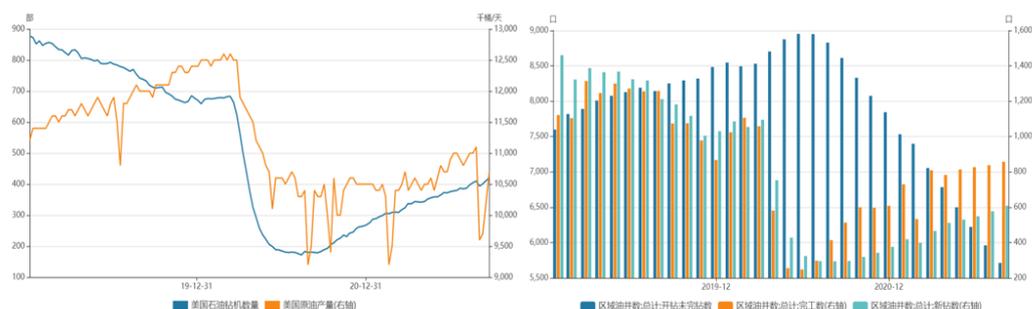
资料来源：万得 南华研究

第2章 成本驱动：原油高位燃料油成本得到有力支撑

2.1. 供给端边际增量有限

从市场供给来看，自 7 月 18 日，OPEC+达成协议以来，沙特和阿联酋的矛盾已经得到解决，OPEC+一直在严格遵守减产协议，预计后续将按照每月提高 40 万桶/天的增产计划稳步推进。在全球新增供给方面，美国页岩油难以实现大规模增长，虽然钻机数量稳步提高，但当前的钻机数量依然不足以支撑页岩油产量实现有效上升，当前的产量大多由库存井供给的，在库存井大幅下降，新增钻机投入不足，美国页岩油增长有限。在全球剩余产能方面，当前全球剩余产能为 975.6 万桶/天，剩余产能相对充裕，其中 OPEC+ 减产成员国剩余产能为 728.9 万桶/天，约占全球剩余产能的 75%，OPEC+ 依然对油价保有绝对的控制权，由于伊朗、利比亚和委内瑞拉，并不需要遵守 OPEC+ 的减产协议，目前三国仍然保有 166.9 万桶/天的剩余产能，将成为后期原油市场供给的主要增量。目前，美伊谈判何时重启，仍需要进一步追踪，预计第四季度伊朗原油仍然难以回归市场。利比亚内部政局尚未稳定，争端仍然时有发生，今年 9 月初，由于政府财政部和国家石油公司的政治分歧，Es Sider 和 Ras Lanuf 两个主要港口再次面临出口的威胁，虽然很快得到解决，但未来利比亚出口仍然存在很大的风险。目前全球，除了 OPEC+ 之外全球仅有 80 万桶/天的剩余产能，产能几乎打满，在 OPEC+ 成员国产量增长受控的情况下，一些风险事件的爆发，加剧了供给偏紧，8 月份墨西哥国家石油公司海上石油平台发生火灾，遭到短期 44.4 万桶/天的产能关闭，导致 8 月份平均减少 10 万桶/天的供应，8 月底美国“艾达”飓风袭击美国墨西哥湾，导致近 170 万桶/天的产能受到冲击，截止到 9 月底仍有约 30 万桶/天的产量尚未恢复。

图表 2.2.1 美国原油产量、钻机数量及油井结构



资料来源：万得 南华研究

图表 2.1.2 全球原油产量及剩余产能

名称	产量 (千桶/天)			产能	剩余产能
	2021/9/30	2021/8/31	2021/7/31		
OPEC					
沙特	9710.996	9600.519	9397.519	11869.231	2158.235
伊拉克	4267.7	4223.055	4107	5555.054	1287.354
阿联酋	2849.254	2816.312	2722	4066.667	1217.413
科威特	2330.241	2303.385	2278	3056.118	725.877
尼日利亚	1299.985	1240	1330	1640	340.015
安哥拉	1144.086	1140.019	1103.15	1260	115.914
阿尔及利亚	960.755	953.011	942.227	1017.001	56.246
加蓬	174.542	172.618	172.475	174.542	0
赤道几内亚	103.21	103.275	103.348	103.21	0
刚果	309	307	305.217	309	0
OPEC减产成员国	23149.769	22859.194	22460.936	29050.823	5901.054
伊朗	2535	2505	2485	3670.631	1135.631
利比亚	1149.381	1124.509	1165.089	1305	155.619
委内瑞拉	618.449	610.938	598.075	996.895	378.446
opec非减产产国	4302.83	4240.467	4248.164	5972.526	1669.696
OPEC产量	27452.599	27099.661	26709.1	35023.349	7570.75
非OPEC					
俄罗斯	9723.236	9578.504	9627.058	10749.716	1026.48
哈萨克斯坦	1442.636	1306.457	1562.566	1691.36	248.724
阿曼	778.473	770.084	750	849.457	70.984
阿塞拜疆	619.015	620.968	620.94	657.625	38.61
马来西亚	408.129	474.595	434.481	501.789	3.66
巴林	34.796	34.734	34.766	34.796	0
南苏丹	155.658	156.206	157.042	155.658	0
文莱	94.115	92.212	89.445	94.115	0
苏丹	75.317	74.66	73.786	75.317	0
非OPEC	13421.375	13108.42	13350.084	14809.833	1388.458
OPEC+	36571.144	35967.614	35811.02	43860.656	7289.512
其它主要产油国					
巴西	3058.775	2934.445	3037.163	3122.904	64.129
加拿大	4301.853	4320.505	4271.764	4420.862	119.009
英国	744.18	711.683	717.736	757.713	13.533
挪威	1825.804	1848.118	1762.541	1886.95	61.146
美国	9920.241	10067.561	10332.833	10183.928	263.687
墨西哥	1642.834	1574.808	1678.805	1683.616	40.782
其它主要产油国	21493.687	21457.12	21800.842	22055.973	562.286
全球总产量	72493.214	71782.303	71954.791	82249.715	9756.501

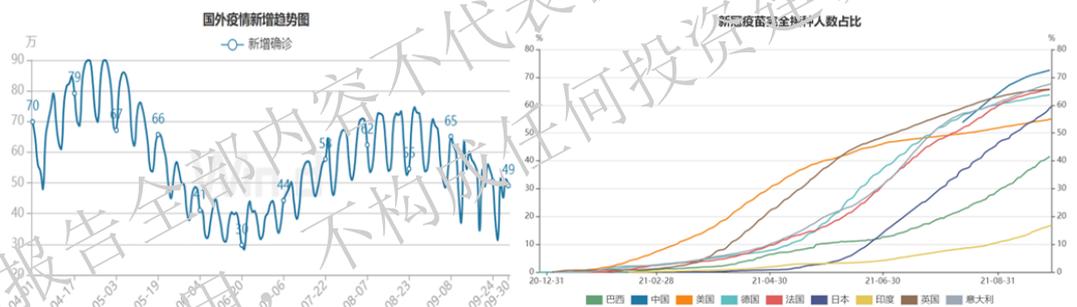
资料来源：彭博 南华研究

2.2. 需求端增速逐步放缓

从市场需求来看，一是，疫苗注射触顶，全球疫情仍在高速蔓延。全球疫情并未出现明显改善，美国、印度、巴西等国仍处于高速的增长态势，全球每天仍有超过 50 万人/天的新增感染患者，对于国内来讲，6 月份以后区域性爆发仍在频繁发生，各地政府已经采取了严格的疫情管制措施，跨省人员流通始终受限。在疫苗注射方面，目前，全球疫苗的接种率速率逐步放缓，中国采取谨慎防控和疫苗普及已经同步推进，当前疫苗

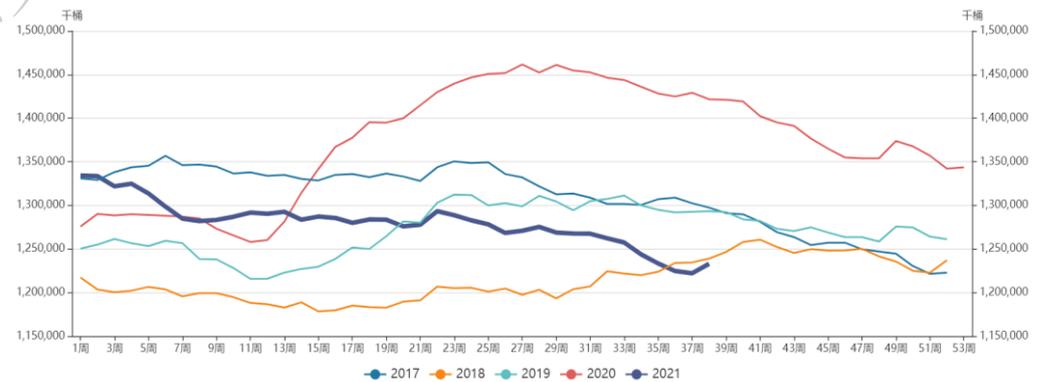
接种率已经超过 75%，而对于美国、英国、日本为代表的发达国家接种率也已经达到了 60%-70%，由于其国情限制，民众的接种意愿并不强烈，后续进一步提升的空间有限。二是，需求增速放缓。进入到 10 月份，美国汽油需求旺季已过，美国炼厂季节性检修即将到来，美国对原油的消费会出现季节性下降。我国实施严格的疫情管制措施，区域性疫情爆发的频率加快，再加上原油进口配额收紧以及我国实施的限产限电措施，后期需求增速有限。8 月份全球原油消费量已经达到了 9899 万桶/天，距离达到疫情之前不足 200 万桶/天的增长空间，在疫情干扰和季节性需求回落的背景下，预计第四季度原油需求增量有限。三是，全球库存处于低位，仍是支撑油价的主要因素。美国因页岩油产量不足，需求不断恢复，库存一直保持去库的趋势，截止到 9 月底，原油库存已经处于 2018 年以来的低点，全球浮仓库存也已经下降至疫情之前的水平，低库存对油价将形成有力支持。

图表 2.2.1 新增感染和疫苗注射比例



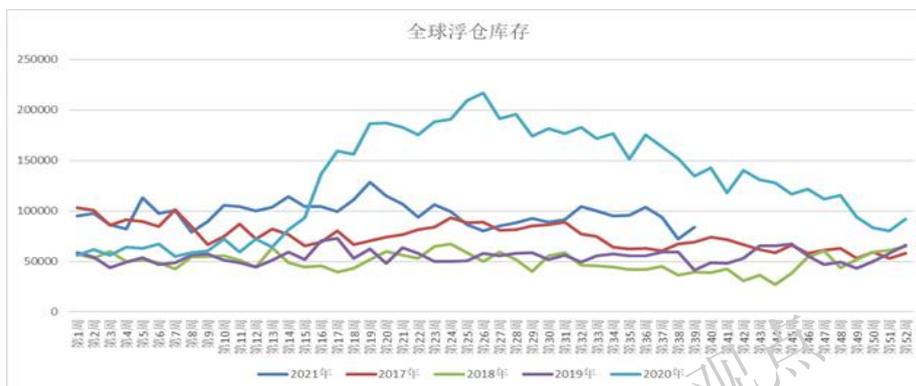
资料来源：万得 南华研究

图表 2.2.2 美国商业原油库存走势



资料来源：万得 南华研究

图表 2.2.3 全球原油浮仓库存



资料来源：彭博 南华研究

2.3. 宏观风险不容忽视

从宏观环境来看，货币政策收紧的风险加剧，由于美国经济恢复向好，就业率也在稳步提升，现在情况已经满足美联储缩减购债规模的条件，9月份美联储主席在议息会议上也表示如果经济进展继续，可能很快就会保障美联储开始减码QE，渐进地减码QE将在2022年年中左右完成。美元走强的预期走强，货币流动性收紧，会对原油形成一定的压制。在政治层面，美国将于第四季度释放2000万桶的战略库存，中国首批738万桶的国储竞拍已经完成，此次竞拍主要针对大连地区的一体化炼厂，预计后期还有国储竞拍继续推进。货币政策收紧，中美两国的战略库存释放，也将对短期原油价格形成一定的压制。

表 2.3.1 美元指数和原油价格走势



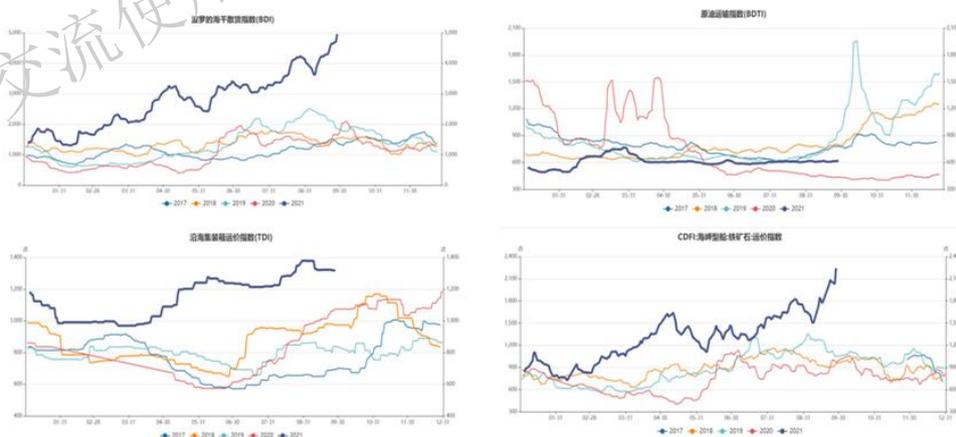
资料来源：Wind 南华研究

第3章 产业驱动：高低硫燃料油驱动分化

3.1. 船用油需求受到抑制，何时改善“塞港”尤为重要

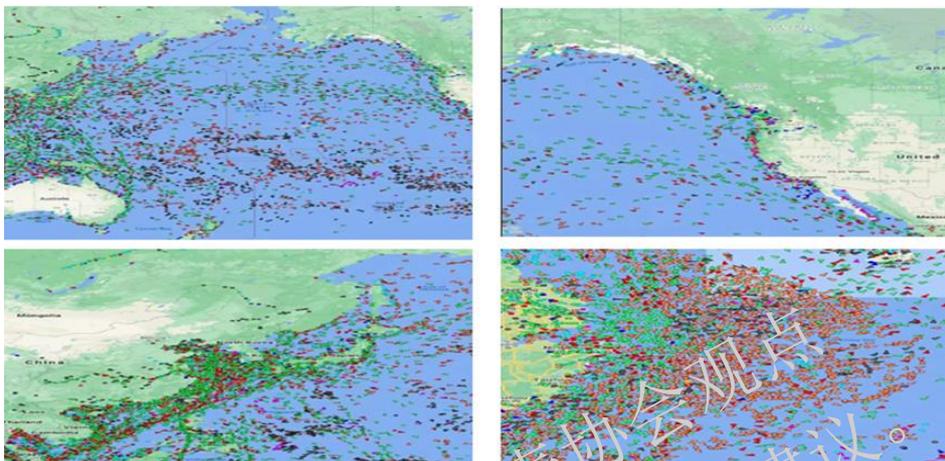
受疫情的影响，海外大量的工厂被迫停工，危及全程供应链安全，跨境贸易需求上升，全球运价指数飙涨，尤其是干散货和集装箱运价指数，均创 2010 年以来的新高。运价指数的飙升并未很好的向船用油需求传导，因在疫情的影响下各国采取了不同的边境管制措施，再加上港口长期投资不足，港口基础设施老旧，导致港口难以负荷终端需求暴增的要求，全球“塞港”显现日益严重，据 Vespucci Maritime 相关人士透露，由于港口拥堵严重，全球有 10%左右的运力被消耗在等待靠泊上。大量的船舶停港滞留，对船用油需求形成很强的抑制作用，在集装箱和干散货船上表现尤为突出，据来自海事数据服务商 eeSea 最新发布的一份全球港口拥堵情况显示：近期全球一些主要集装箱港口靠泊船对比等待靠泊集装箱船的比例创出新高！以香港为例，香港等待靠泊集装箱船的比例高达 67%。奥克兰、萨凡纳、西雅图、温哥华也均超过 65%！时至今日，全球“塞港”并没有出现缓和的迹象，全球的在途船舶数量一直低迷，运力一直难以实现有效增长，这也导致船用油需求短期仍然难以得到有效改善。从后市来看，疫情使得贸易、投资和人员的流动受阻，疫情能否得到有效控制将是未来解决“塞港”问题的核心因素，对提振船用燃料油需求至关重要。

图表 3.1.1 全球主要航运价格指数



数据来源：Wind 南华期货

图表 3.1.2 全球主要港口拥堵情况



数据来源：航运圈 南华期货

图表 3.1.3 在途船舶数量



数据来源：彭博 南华期货

3.2. 国产低硫供给不断增加，低硫价格仍将受到一定压制

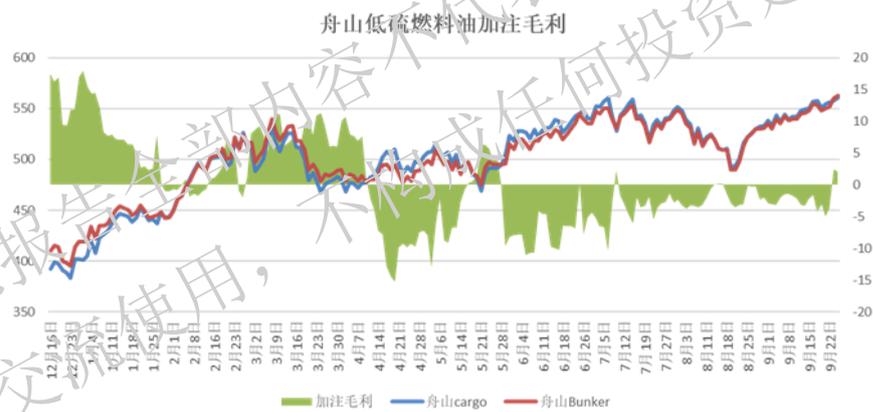
从政策的角度来讲，舟山地区一直致力于打造东北亚保燃定价中心，在价格上同新加坡进行竞争。国产低硫供给增加，舟山的价格优势得以凸显，舟山和新加坡的加注价格自年初开始基本上在平水附近，甚至有时出现一定的倒挂。由于国产低硫资源主要通过中石油、中石化体系内部的企业来流通，同时每个月都有一定的加注任务量，所以经常压价放量，这样也导致了进口低硫没有任何价格优势，依靠进口资源的加注企业，批发和加注价格一直处于倒挂的状态。目前已经下发了 1061 万吨出口配额，主要以中石化和中石油为主，总体执行较好，现货供给相对充裕，预计后期国内相较于新加坡的升水仍将受到压制。

图表 3.2.1 国内低硫产能分布及出口配额

	中石化	中石油	中海油	中化	浙石化
环渤海	天津石化、齐鲁石化、青岛石化、胜利石化	辽河石化、大连石化、大连西太平洋、辽阳石化、锦西石化、锦州石化、大港石化	/	/	
长三角	上海石化、高桥石化、金陵石化、镇海炼化、九江石化	长庆石化	舟山石化	/	浙石化
珠三角	海南炼化、湛江东兴、茂名石化、广州石化	广西石化	惠州石化	泉州炼厂	
计划产能	1000万吨	510万吨	250万吨	55万吨	100万吨
2020年配额	429	295	86	90	100
2021年第一批配额	240	149	40	32	39
2021年第一批增补配额	205	73	22	0	0
2021年第二批配额	193	83	24	0	0

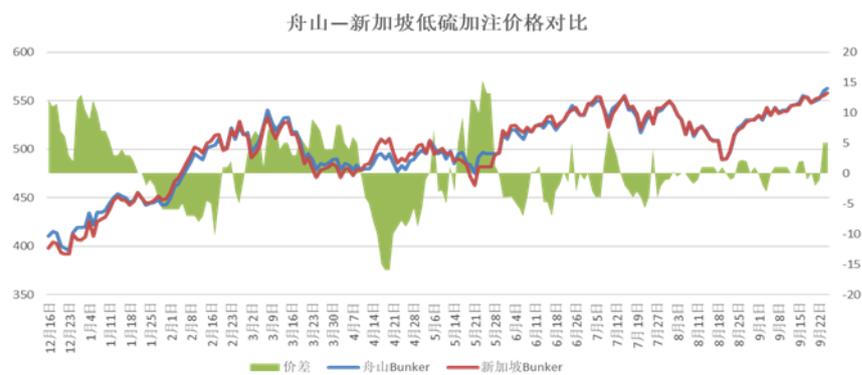
资料来源：南华研究

图表 3.2.2 舟山低硫加注毛利



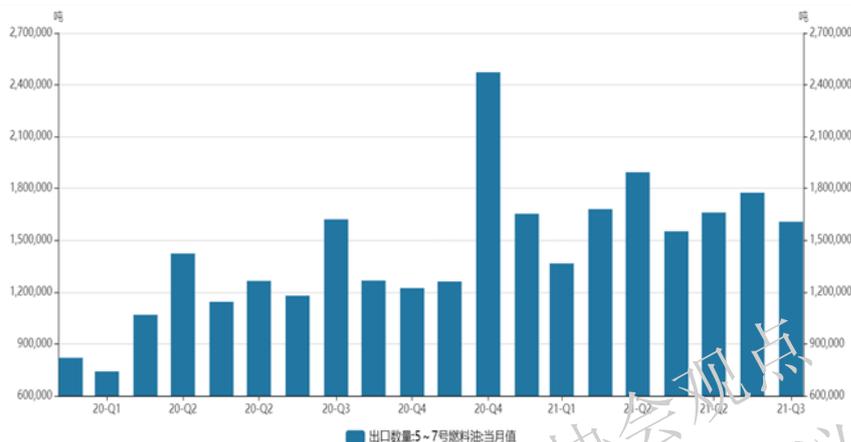
资料来源：南华研究

图表 3.2.3 舟山 VS 新加坡低硫加注价格



资料来源：Platts 南华研究

图表 3.2.4 中国 5-7 号燃料油出口



资料来源: Wind 南华研究

3.3. 国际发电需求上升，提振燃料油需求

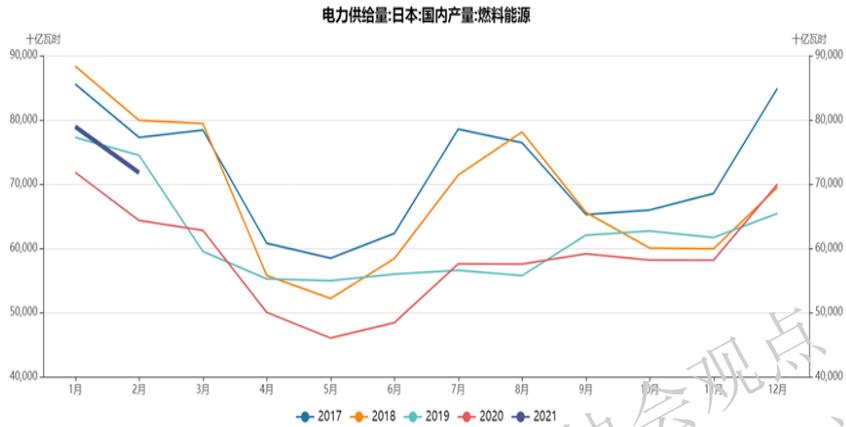
当前，发电需求旺盛，天然气和动力煤价格飙升，市场对能源供应紧张的担忧日益加剧，以燃料油发电的经济性得到体现，燃料油存在潜在的替换作用。再加上冬季临近，发电和供暖需求增加，有望带动燃料油消费的增加。就区域划分来看，中东、南亚、北美等国，使用燃料油发电其品质多以高硫为主，而对于日韩等国，使用燃料油发电其品质多以低硫为主。8 月份巴基斯坦和孟加拉国也取消了天然气采购招标转向采购高硫燃料油用于发电需求。对中东地区来讲，夏季为需求旺季，以高硫为主的燃料油消费增加，这点已经在 9 月份高硫燃料油裂解利润上得到充分反应。而随着夏季的结束，高硫燃料油在发电终端的消费也会逐渐减弱。与此同时，冬季临近时，供暖和电力需求增加，日韩等国将逐步进入低硫燃料油需求旺季，这意味着低硫燃料油市场将在四季度逐步感受到季节性的支撑。

图表 3.3.1 发电燃料价格对比

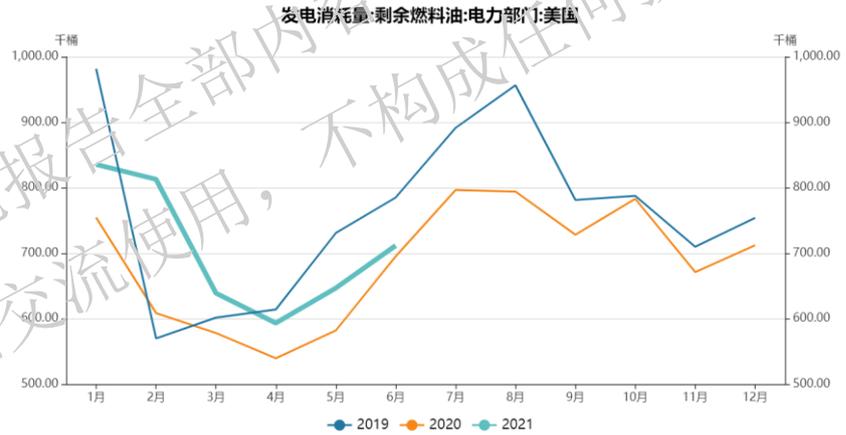


资料来源: Wind 南华研究

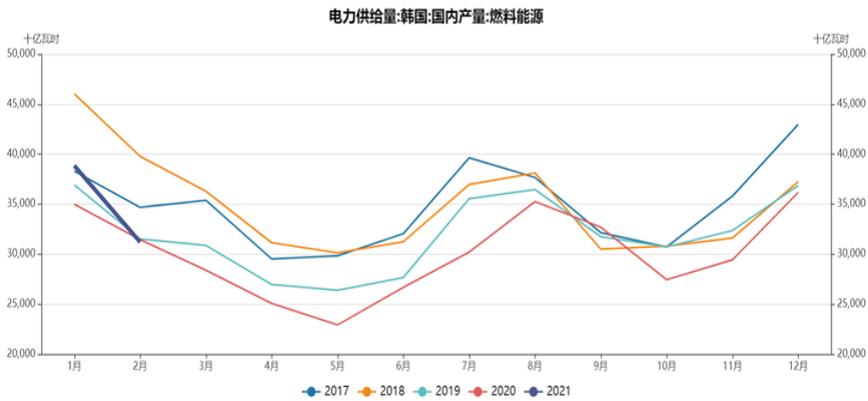
图表 3.3.2 日本燃料能源发电需求



图表 3.3.3 美国燃料油发电需求



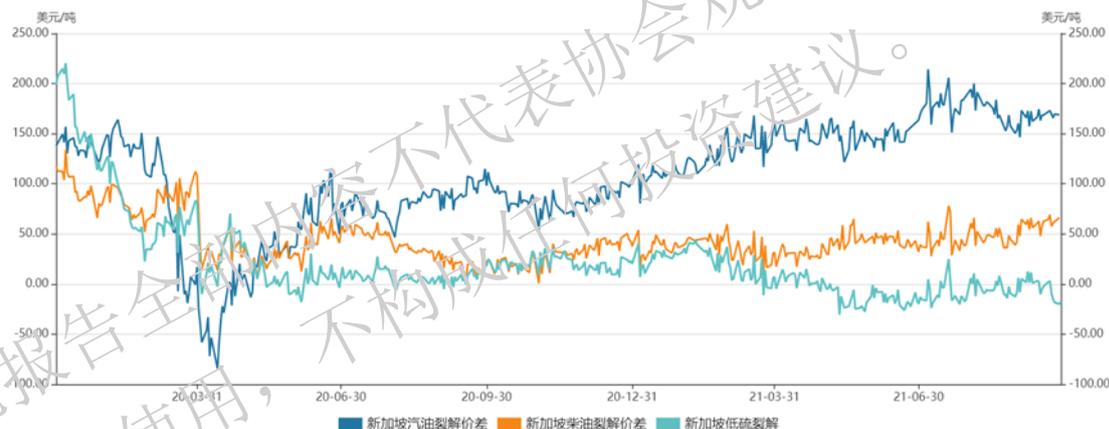
图表 3.3.4 韩国燃料能源发电需求



3.4. 深加工需求上升分流燃料油产量

自进入 9 月份以来，柴油价格大幅度提高，国内限电，现在许多工厂为了保证用电来完成订单，大多采购了柴油发电机，提振柴油需求，柴油裂解价差大幅上涨，对于汽油来讲虽然有所下滑，但仍然处于高位。而对于低硫燃料油来讲，虽然绝对价格受原油的推动有所上涨，但其生产利润并没有得到有效的改善。从炼化工艺角度出发，生产低硫和焦化环节具有一定的原材料替代性，当汽柴油裂解利润上升时，有利于提高炼厂的深加工需求，进而减少对低硫燃料油的供应，为低硫燃料油价格提供一定支撑。

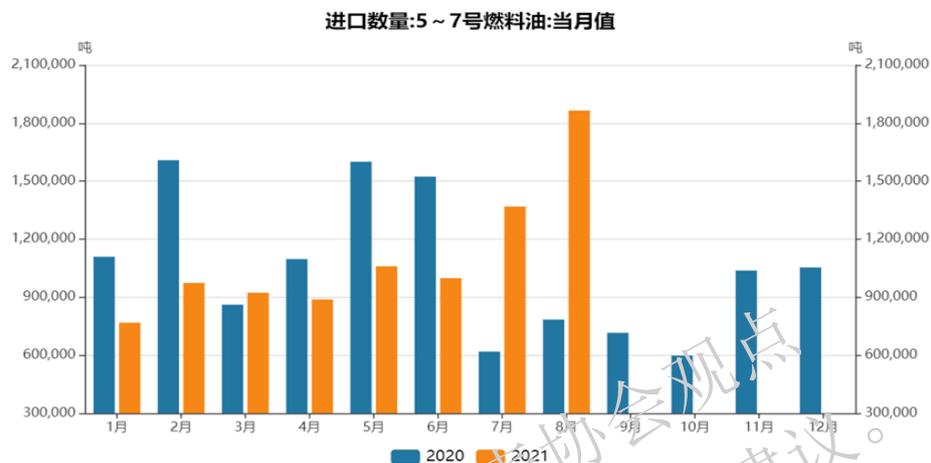
图表 3.4.1 燃料油 VS 汽柴油裂解



资料来源：万得 南华研究

原油配额收紧，对燃料油深加工需求增加，推动我国燃料油进口上升。自对部分成品油征收进口环节消费税实施以来，LCO、混合芳烃、稀释沥青进口量大幅度萎缩，再加上地方炼厂原油进口配额收紧，急需寻找新的替代原料，对于具有燃料油进口资质的企业，进口燃料油用于来料加工仍可以享受退税优惠。自 7 月份开始，我国进口燃料油大幅增加，8 月份进口量达到 186 万吨，与去年同期相比增长了约 100 万吨，与 6 月份政策出台之前相比增长了 86 万吨。从全球来看，在当前原油库存偏紧的情况下，炼厂对燃料油等替代原料的需求有望提升。

图表 3.4.2 中国 5-7 号燃料油进口



资料来源：万得 南华研究

第4章 估值驱动：高低硫估值有望回归

4.1. 价格结构

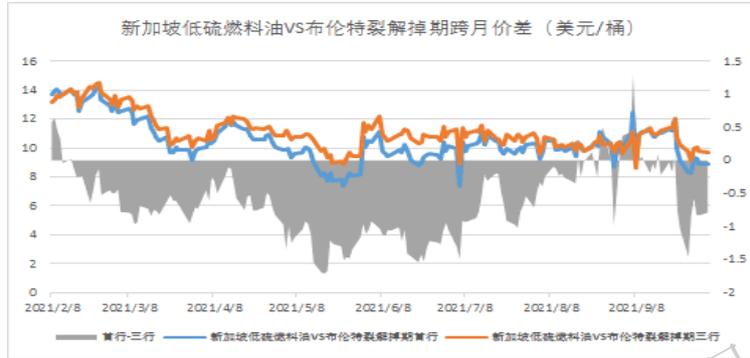
当前无论是新加坡低硫燃料油还是新加坡高硫 380 燃料油价格呈现 Back 结构，其低硫价格走高更多的在于原油价格走强的推动，其自身市场结构并未得到有效改善，当前因船用燃料油消费市场不景气，低硫燃料油作为市场消费的主流率先受到冲击，其裂解掉期价差一直呈现强势的 contango 结构，短期内低硫燃料油价格仍将受到压制。高硫因发电替代需求开始走强，其裂解掉期价差开始从 contango 向 Back 结构转变，该价格有望继续维持，短期新加坡高低硫价差短期有望维持在 90 美元/吨的附近波动，难以扩大。

图 4.1.1 新加坡低硫燃料油跨月价差结构



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.1.2 新加坡低硫 VS 布伦特裂解跨期价差



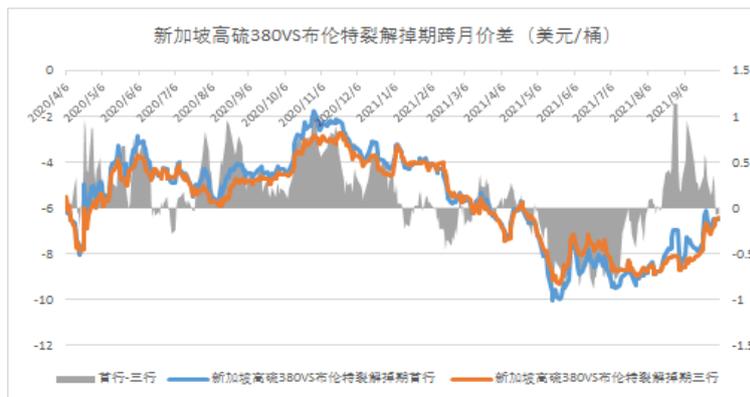
资料来源：彭博 南华研究

图表 4.1.3 新加坡 380 跨月价差结构



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.1.4 新加坡 380 燃料油裂解掉期跨期价差



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.1.5 新加坡高低硫燃料油价差掉期价差结构

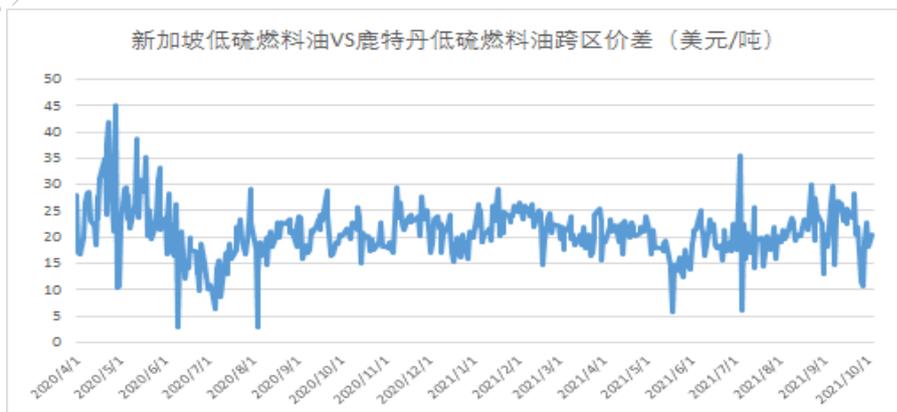


资料来源：彭博 南华研究

4.2. 跨区域价差

当前船用油市场需求恢复缓慢，拖累燃料油裂解走强，对于低硫燃料油来讲，不论是新加坡鹿特丹两地的东西价差，还是新加坡和舟山两地的价差均处于正常水平，尚无跨区套利空间。对于高硫燃料油来讲，不论是新加坡鹿特丹两地的东西价差，还是新加坡和舟山两地的价差，均有较大幅度的上升，说明当前燃料油用电需求带来的驱动增强。对于我国燃料油市场来讲，自 2020 年 1 月高低硫切换以来，高硫燃料油消费迅速萎靡，但每月仍有 7 万吨左右的消费需求，因高硫燃料油并不享受出口退税政策，国内保税高硫油供给完全依赖进口，目前国内燃料油库存期货仅有不足 1 万吨的仓单，低库存难以满足现货市场需求，高硫燃料油库存不足，有助于推动国内高硫燃料油价格继续上升。

图表 4.2.1 新加坡-鹿特丹低硫燃料油价差



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.2.2 中国-新加坡低硫价差



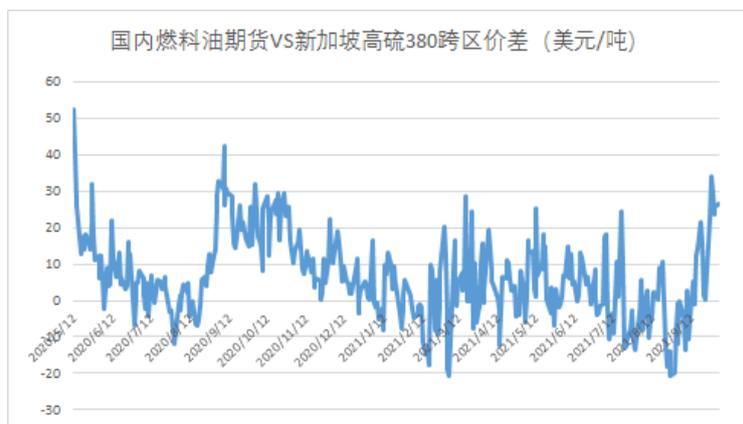
资料来源：彭博 南华研究

图表 4.2.3 新加坡-鹿特丹高硫燃料油价差



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.2.4 中国-新加坡高硫价差

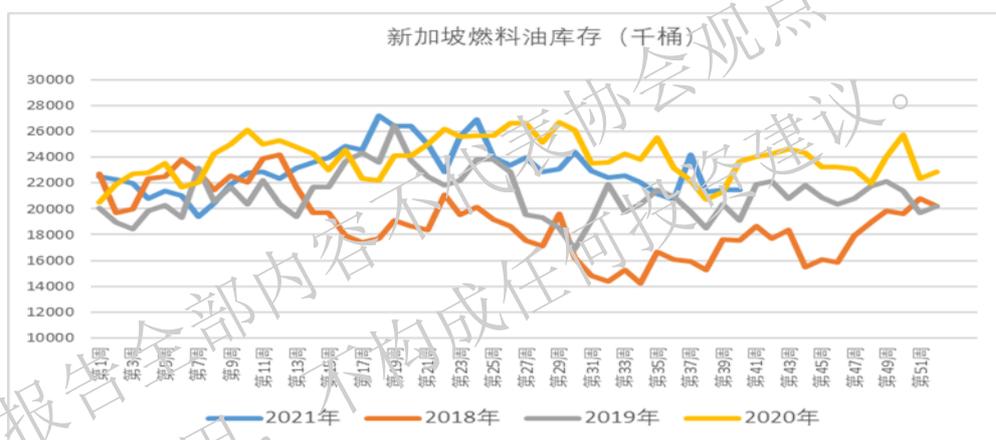


资料来源：万得 南华研究

4.3. 库存分析

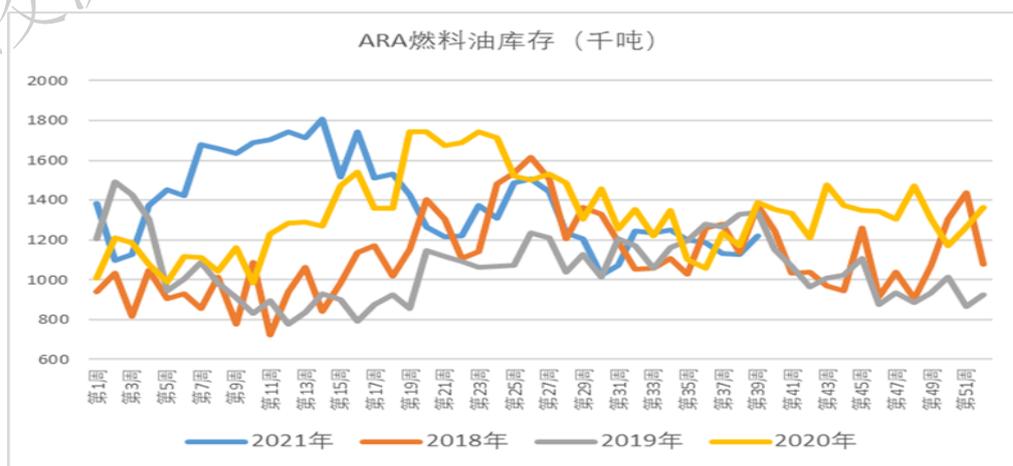
从新加坡、ARA 和美国三地库存来看，除了美国的燃料油库存低于 5 年均值，新加坡和 ARA 地区均和疫情之前相当，目前燃料油库存虽然不低，但并没有到对市场产生巨大压力的程度，未来燃料油市场结构的趋势还是主要取决于供需两端边际变化的强弱。从国内库存来看，国内低硫期货库存处于较高位置，边际驱动不大，而国内高硫期货库存已经不足一万吨，处于极低的水平，由于高硫完全来自于进口，低库存有利推动国内高硫升水上升。

图表 4.3.1 新加坡燃料油库存



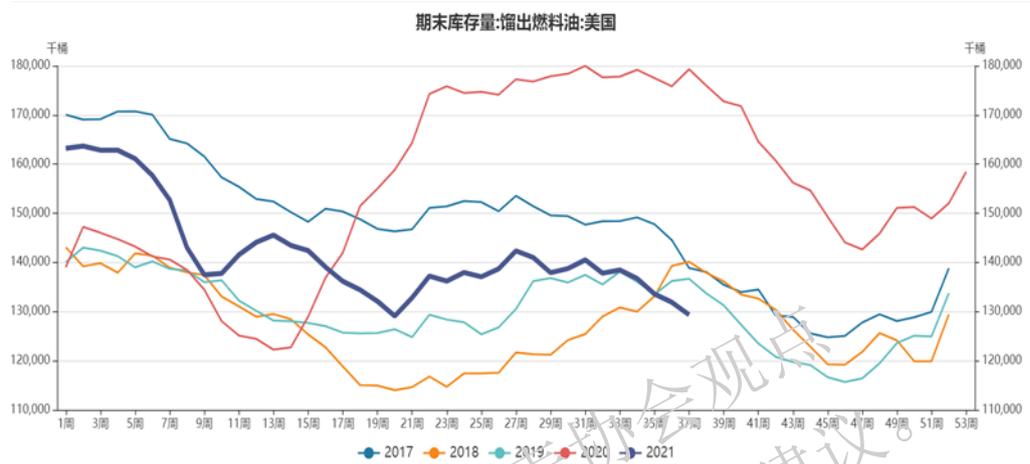
资料来源：彭博 南华研究

图表 4.3.2 ARA 燃料油库存



资料来源：彭博 南华研究

图表 4.3.3 美国燃料油库存



资料来源: Wind 南华研究

图表 4.3.4 中国FU期货库存



资料来源: Wind 南华研究

图表 4.3.5 中国LU期货库存



资料来源: Wind 南华研究

第5章 逻辑总结及策略推荐

- 一、原油仍然是推动燃料油价格变动的主要因素。美联储货币政策收紧的风险增加，中美两国释放战略库存，需求增速放缓会对原油价格形成压制，供给端 OPEC+ 产量稳步增长，美国页岩油难以实现有效回升，伊朗原油第四季度仍然难以入市，除 OPEC+ 外全球缺乏剩余产能，油价不存在大跌基础。
- 二、全球“塞港”现象严重，在途船舶数量不足，船用油需求恢复受限。天然气和煤炭价格飙升，推动燃料油发电需求增长，高硫裂解走强有望持续。柴油裂解走强，会推动低硫产量分流，低硫第四季度有望估值回归。
- 三、全球燃料油库存维持中性，仍需要关注后期供需平衡。国内高硫期货库存锐减，FU 相较于新加坡高升水将得以维持。
- 四、第四季度，看多低硫裂解，关注 LU 和 SC 价差，在 80 元/桶附近选择入场。短期高硫 FU 仍有向上驱动的动力，若后市 FU 和 SC 平水，可反向做空。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表任何观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点