

疫情冲击后的市场再平衡

报告要点:

今年作为 IMO2020 生效的元年，本来燃料油市场的关注焦点都放在限硫令带来的行业变革之上，然而黑天鹅事件（新冠肺炎疫情）的爆发使得市场原来的发展路径被完全打乱。当然，由于对船燃消费端的冲击，新冠疫情的到来也“歪打正着”地加速了合规燃油供应匹配需求的速度，极大程度缓解了 IMO 前期低硫燃油供不应求的局面。但如此一来，市场的关注重点也就更进一步从限硫令转移到疫情造成的影响之上。

到目前为止，虽然疫情从感染人数来看并未到好转的程度，但考虑到主要国家经济发展诉求以及封锁措施的逐步解除，我们认为基于疫情至少控制在当前水平的假设，燃料油乃至石油行业遭受冲击的最高峰已经过去，下半年市场的主题将是疫情冲击后的再平衡，本次年报的分析也将基于这一主题来展开。当然，并不能完全排除未来疫情加速恶化、全球主要地区不得不再度启动封锁措施的可能，这样的话包括燃料油在内的石油市场又将经历新一轮洗牌，届时我们则需要去市场进行重新评估。

策略：单边短期中性，中长期偏多。从具体操作策略来看，可以考虑在原油重新突破震荡期后对 FU 进行单边的多配，或者从减少风险的角度，考虑以 FU 作为 SC 多头的对冲头寸，即空 FU-SC 裂解价差；关注 LU 上市后全新的投资机会，视实际市场情况考虑多 LU-FU 价差的机会。

风险：FU 仓单大量注销；全球疫情加速恶化；原油端价格扰动；船燃需求不及预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233755

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 020-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

IMO 元年遭遇新冠肺炎，下半年市场将经历疫情后的再平衡

今年作为 IMO2020 生效的元年，本来燃料油市场的关注焦点都放在限硫令带来的行业变革之上，然而黑天鹅事件（新冠肺炎疫情）的爆发使得市场原来的发展路径被完全打乱。当然，由于对船燃消费端的冲击，新冠疫情的到来也“歪打正着”地加速了合规燃油供应匹配需求的速度，极大程度缓解了 IMO 前期低硫燃油供不应求的局面。但如此一来，市场的关注重点也就更进一步从限硫令转移到疫情造成的影响之上。

到目前为止，虽然疫情从感染人数来看并未到好转的程度，但考虑到主要国家经济发展诉求以及封锁措施的逐步解除，我们认为基于疫情至少控制在当前水平的假设，燃料油乃至石油行业遭受冲击的最高峰已经过去，下半年市场的主题将是疫情冲击后的再平衡，本次年报的分析也将基于这一主题来展开。当然，并不能完全排除未来疫情加速恶化、全球主要地区不得不再度启动封锁措施的可能，这样的话包括燃料油在内的石油市场又将经历新一轮洗牌，届时我们则需要去市场进行重新评估。

需求：航运端需求回归路漫漫，发电与炼厂或提供短期驱动

疫情冲击全体成品油消费，燃料油受影响相对较小但也不可忽视

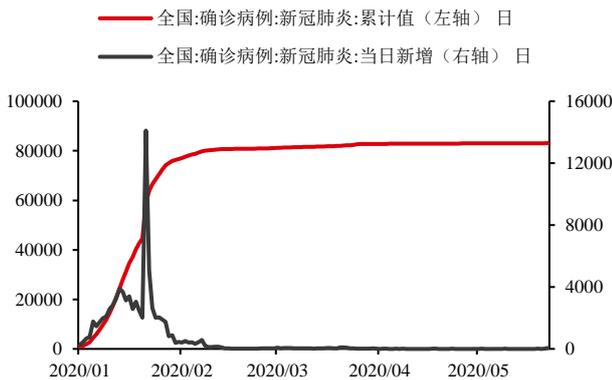
突如其来的新冠肺炎疫情给世界经济、生产以及交通活动带来巨大的冲击。前期我国疫情最为严重，在实施严格的控制措施后，3月开始国内疫情逐步好转。但随后病毒在欧美乃至其他地区迅速传播，逐步发展为全球性的疫情，感染人数也远超前期水平。为了抑制疫情的持续恶化，各大国家纷纷启动停产与封锁措施，在控制病毒传播的同时不得不牺牲生产、交通、购物等重要经济活动。而在全球经济活力大幅衰退的环境下，作为“国民经济血液”的石油自然也遭受了严重的需求滑坡。

这里我们仅从成品油的角度来看疫情对需求的冲击。根据 IEA 的估计，二季度是石油消费损失最为严重的时期，4月、5月、6月份成品油总需求的同比降幅分别为 2520 万桶/天、2150 万桶/天以及 1300 万桶/天。可以看出 4 月是需求下滑最为显著的月份，这也恰好对应全球封锁措施执行最高峰的时期，5 月份开始各国逐渐放松管制，终端油品消费也随着生产、交通、贸易活动的恢复而回升。

就 4 月份（疫情影响最高峰时）主要油品的表现而言，IEA 估计汽油、航煤、柴油、燃料油消费的同比降幅分别为 1120 万桶/天、460 万桶/天、860 万桶/天、97.5 万桶/天。相比汽柴油来说，燃料油需求受到疫情冲击的程度要小很多，这基本符合我们的直观认识，因为全球的疫情管制措施直接影响的是陆上与空中交通，作为燃料油消费主要终端的航运并没有受到禁令式的控制。但受直接影响小并不意味着能够“独善其身”，考虑到如今供应链的全球化，疫情地区生产与商品需求的下滑将迅速体现到贸易乃至航运版块，继而导致船用

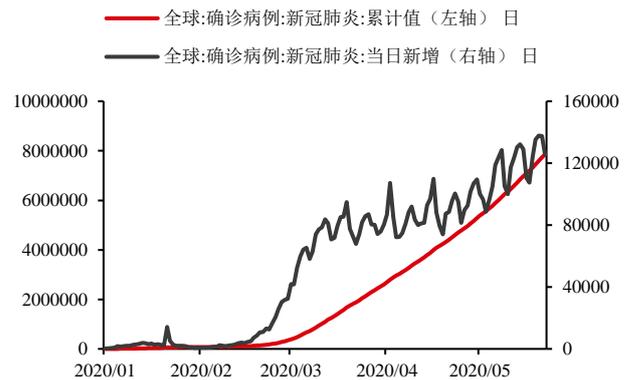
燃料油消费的萎缩（邮轮客运量、商品贸易量下滑，船舶采取低速航行）。最后，单从数据的角度来看，由于燃料油的正常消费规模（接近 700 万桶/天）要远小于汽油与柴油（超过 2000 万桶/天），如果将 97.5 万桶/天的需求降幅转化为比例则达到 14%，因而燃料油市场遭受此次疫情的冲击也是不可忽视的。

图 1：中国新冠疫情感染情况 单位：人



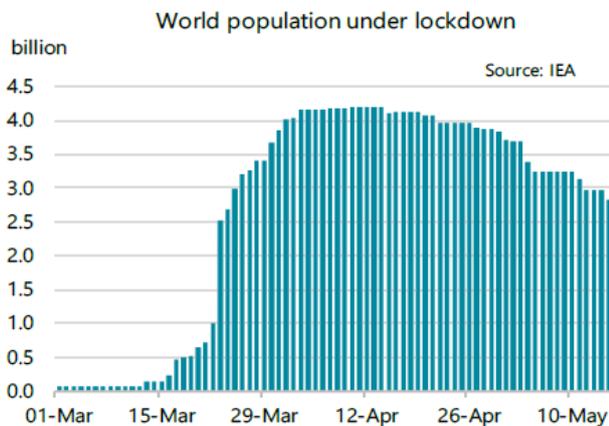
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：全球新冠疫情感染情况 单位：人



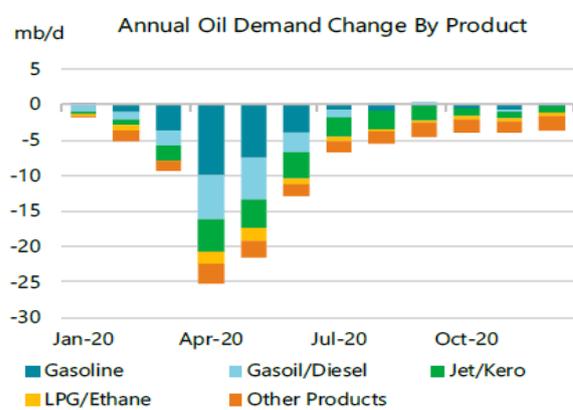
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：全球处于封城状态下人口 单位：十亿人



数据来源：IEA 华泰期货研究院

图 4：2020 年成品油需求同比变化 单位：百万桶/天



数据来源：IEA 华泰期货研究院

航运端或经历漫长恢复之路，低硫燃料油将继续“蹒跚前行”

如我们在前文中提到的，在疫情高峰期，海上交通受到各国封锁措施的直接冲击相对较小，航运端受到新冠疫情的冲击更多是通过供应链乃至全球经济系统传递而来的。但从另一个角度来看，这也意味着在人为的封锁措施逐步解除后，航运需求的回升速度会滞后于陆上交通和空运（尤其是陆上交通），且更加地依赖于整个经济系统的恢复节奏。

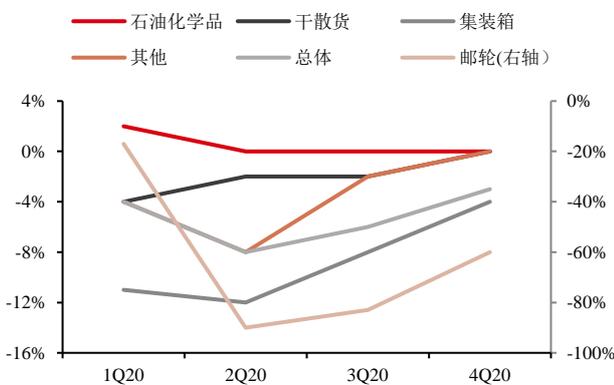
根据 IEA 的估计，受到此次疫情冲击最为显著的航运版块是邮轮运输，这也是各航运版块中病毒传播风险最高的。而且考虑到目前全球疫情仍未得到有效控制，重启邮轮运营的风

险较大，因此预计邮轮版块短期内仍会维持低迷。IEA 预计邮轮版块在今年 1-4 季度的需求同比降幅分别为 17%、90%、83%、60%；除邮轮之外，降幅最大的是集装箱版块，由于疫情导致各国对非生活必需商品的需求受到冲击，IEA 预计集装箱版块在 1-4 季度的需求同比降幅分别为 11%、12%、8%、4%；相较于邮轮和集装箱版块，干散货和油轮运输则在疫情下表现得更为坚挺，IEA 预计干散货版块在今年 1-4 季度的需求降幅为 4%、2%、2%、0%，而油轮的降幅则分别为 2%、0%、0%、0%。

在油轮与干散货版块相对强势的背后，我们认为中国起到了举足轻重的作用。得益于国内疫情防控良好的成果，中国国内经济生产活动迅速恢复，一些领域的开工水平甚至超过疫情前的水平。在这样的背景下，我国对原材料的进口需求（尤其是铁矿石和原油）十分强劲，从而对国际干散货以及油运市场产生显著提振。

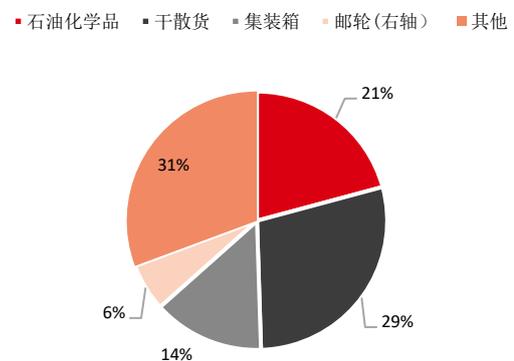
除了对整体航运市场的支撑外，我国强劲的进口需求也对主要航线上的加油港船燃需求产生直接的利好，其中新加坡和舟山近期的消费表现应该要强于全球整体水平，我国舟山甚至逆势完成显著增长。当然，舟山港销量的上涨更大程度要归功于我国出口退税政策落地后成本与价格优势的大幅提升。

图 5：2020 年各航运版块需求同比变化 单位：无



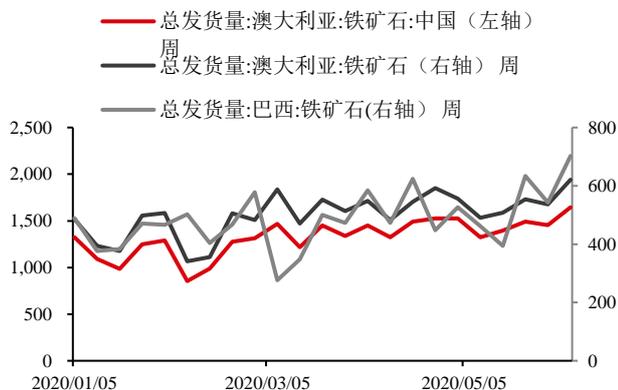
数据来源：IEA 华泰期货研究院

图 6：各航运版块燃油消费占比 单位：无



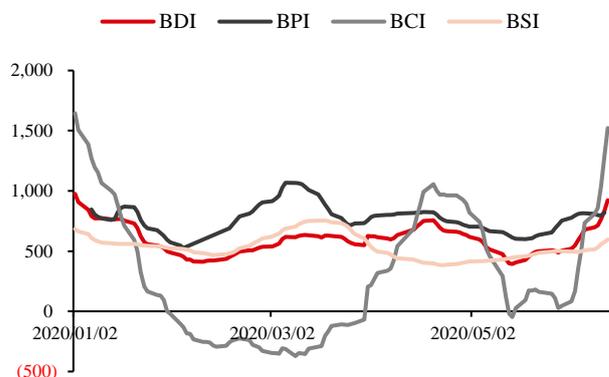
数据来源：IEA 华泰期货研究院

图 7: 巴西与澳大利亚铁矿石发货量 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 干散货航运指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 中国原油进口量 单位: 千桶/天



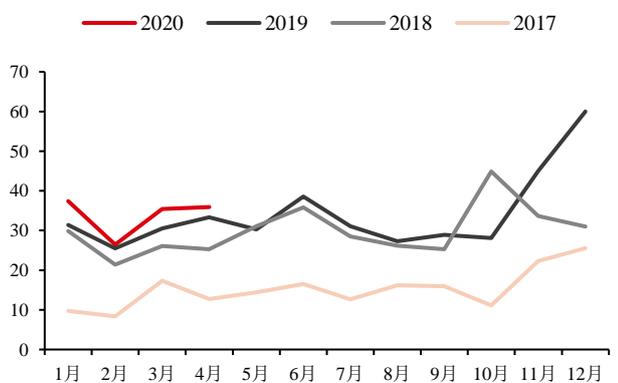
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 10: 干散货航运指数 单位: 千桶/天



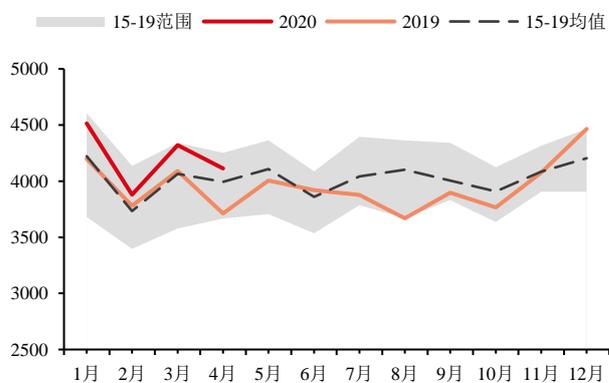
数据来源: Energy Aspects 华泰期货研究院

图 11: 舟山港船供油量 单位: 万吨



数据来源: 舟山综保区 华泰期货研究院

图 12: 新加坡港船供油量 单位: 万吨



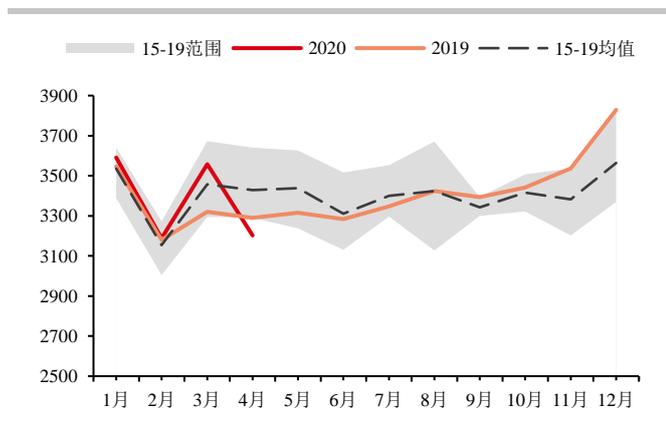
数据来源: MPA 华泰期货研究院

虽然我国的进口需求对航运市场存在一定支撑，但这不足以航运市场整体表现不振的局势并不能得到逆转。更不用说考虑到国际油价突破 40 美元/桶的地板价后，国内地方炼厂利润将再度收窄，导致我国原油采购的势头难以为继。

总的来看，未来航运需求的恢复之路将继续跟全球疫情与经济紧密联系，考虑到疫情在当前的控制情况，这条道路很可能是较为漫长的。如果我们参考 IEA 的预估，则整体航运需求在今年 1-4 季度的同比降幅分别为 4%、8%、6%、3%，再结合各航运板块的燃油消耗占比，我们可以估算出船燃需求在 1-4 季度的需求降幅分别为 4.5%、10.2%、7.3%、4.2%。在航运端渐进式的恢复过程中，不出意外船燃消费也很难得到强有力的刺激。不仅如此，在油价从底部反弹带动船用油价格回升后，此前由低价带动的那部分需求可能会消失。这点可以参考新加坡此前的销量数据，根据 MPA（新加坡港务管理局），新加坡 4 月船燃销量 411 万吨，环比下降 4.8%。而与此同时新加坡到港加油船次降幅则高达 10%，之所以远大于船供油量的降幅，是因为受原油端影响船燃价格绝对水平位于极低位，由此刺激船东大幅增加单次加油量。而当原油以及船加油价格逐步从底部反弹后，船东可能会再度缩减单次加油的量，从而对船燃消费产生小幅的负面影响。

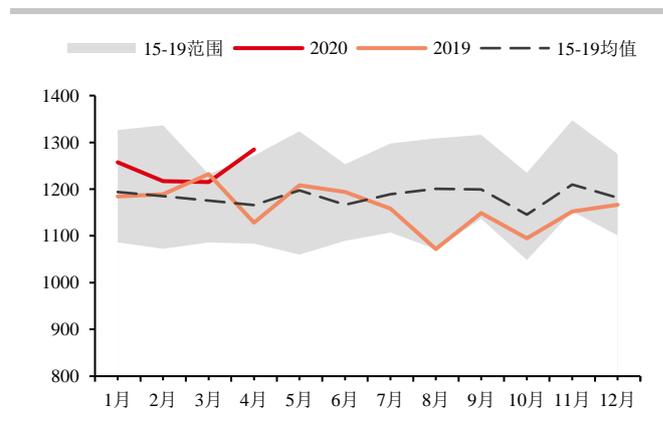
最后，由于 IMO 2020 限硫令的施行，低硫燃料油（VLSFO）取代高硫燃料油成为最主流的船舶用燃料。因此在航运端未来的恢复道路上，低硫燃料油需求将与其保持较高的协同性，也就是说基于我们当前对航运端前景的判断，低硫燃料油需求未来恢复的节奏可能也是缓慢而渐进的。另一方面，由于份额降至低点，高硫燃料油受到航运终端的牵动作用则相对较小。且随着未来脱硫塔安装数量的逐步积累，高硫燃料油消费还能够享受到这一结构性的红利，即使目前的高低硫价差环境并不鼓励船东去安装脱硫塔，但从存量的角度看脱硫塔不会减少，其对高硫油需求的推动至少是正向的。

图 13：新加坡到港加油船次 单位：艘



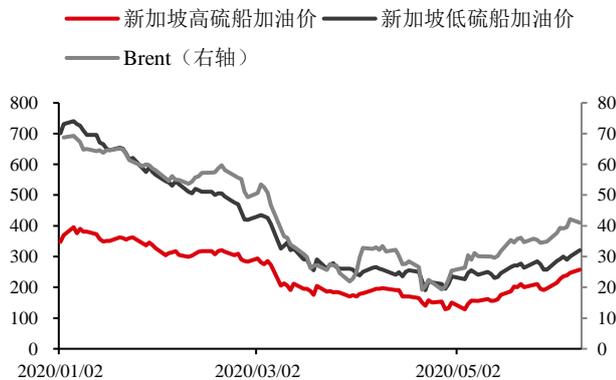
数据来源：MPA 华泰期货研究院

图 14：新加坡单船平均加油量 单位：吨



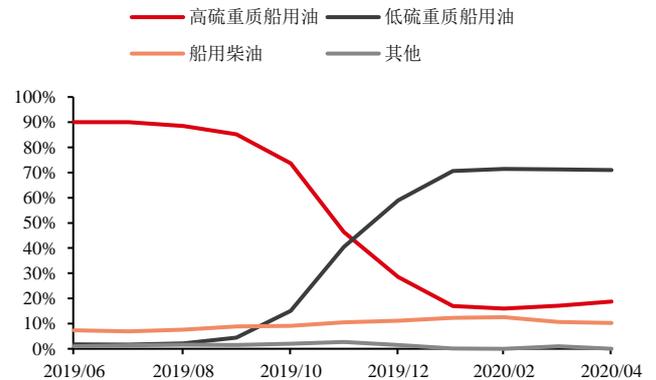
数据来源：MPA 华泰期货研究院

图 15: 国际油价和船加油价 单位: 美元/吨; 美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 新加坡船燃消费占比 单位: 无



数据来源: MPA 华泰期货研究院

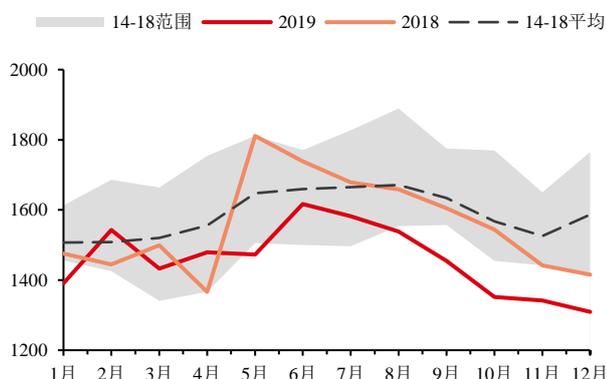
中东用电旺季为高硫油需求提供支撑, 但仍需关注电厂对原料的倾向性

随着气温的升高, 以沙特为首的中东国家当前已经进入了用电高峰期。参照往年经验, 二、三季度是当地电力需求的旺季, 由于中东地区电厂仍大量以高硫燃料油作为原料, 因此用电负荷的增加也将带动当地燃料油需求的大幅上涨。其中, 作为中东燃料油消费的“龙头”, 沙特在 2014-2019 年二季度的平均燃料油需求量为 46.8 万桶/天, 环比一季度的平均涨幅约为 7.7 万桶/天 (经换算后相当于每个月 36 万吨), 与此同时整个中东地区的消费增幅约为 15 万桶/天。

根据 Kpler 对船期数据的跟踪, 我们可以看到近期沙特发电厂的采购已经有很明显的态势。6 月份进口量达到 20 万桶/天, 环比涨幅为 14%, 同比涨幅更是达到 28%。参考往年经验, 沙特等国对高硫燃料油的消费势头有望在三季度持续下去。如此一来, 在低硫燃料油受到航运端拖累、恢复节奏相对平缓的情况下, 高硫燃料油能够感受到更强的短期驱动。

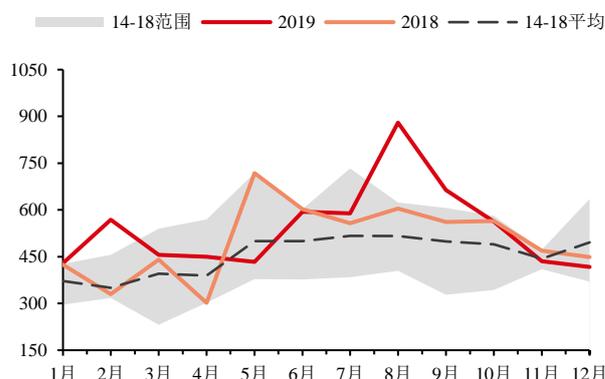
最后, 在旺季的氛围之下, 发电厂对原料的选择问题也值得注意。近年来沙特国内原油直烧发电比例呈现出显著的下滑趋势, 相应的份额由天然气和高硫燃料油来填补, 这种趋势也在一定程度上促进了燃料油旺季消费的增长, 但在现在的市场环境下, 该趋势能否持续下去仍存疑。随着今年高硫燃料油裂差持续上涨 (作为沙特主要进口来源地的欧洲地区表现尤其强势), 我们需要考虑沙特等国电厂是否会在原油和高硫燃料油的选择上重新权衡。另一方面, 在原油带动燃料油单边价格反弹后, 高硫燃料油相对天然气的成本优势也在减弱。综合来看, 这两点对未来 (尤其是三季度) 发电厂燃料油需求的影响目前还很难定量, 因此我们需要去持续跟踪。

图 17: 中东燃料油需求 单位: 千桶/天



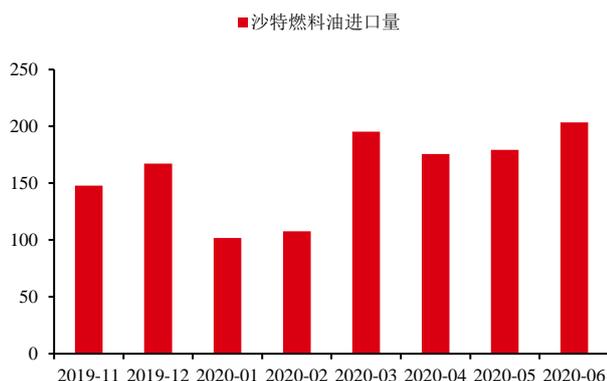
数据来源: JODI EA 华泰期货研究院

图 18: 沙特燃料油需求 单位: 千桶/天



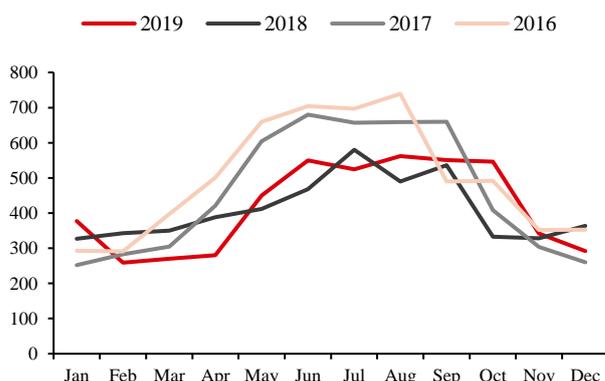
数据来源: JODI 华泰期货研究院

图 19: 沙特燃料油进口 单位: 千桶/天



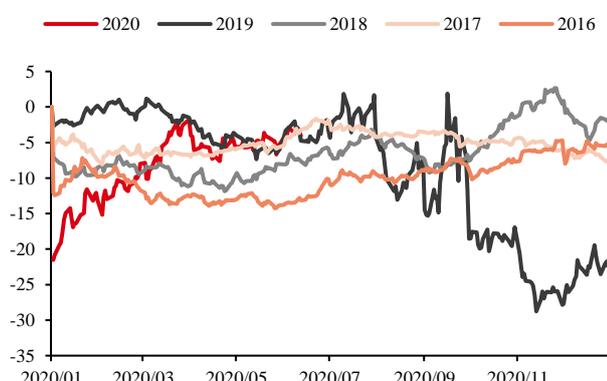
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 20: 沙特电厂原油消费量 单位: 千桶/天



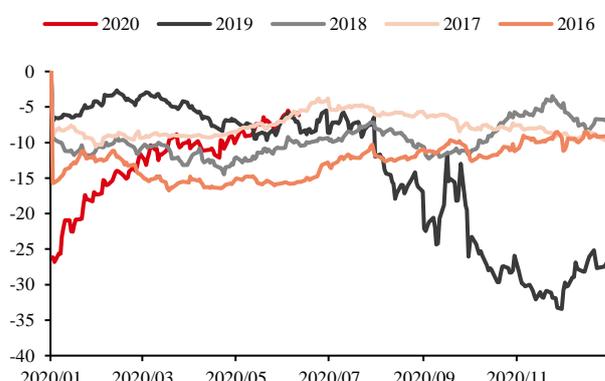
数据来源: JODI 华泰期货研究院

图 21: 新加坡高硫燃料油裂差 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 22: 西北欧高硫燃料油裂差 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

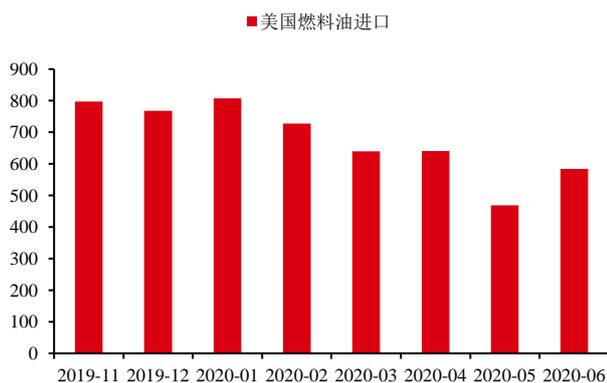
中重质原油收紧促进炼厂燃料油需求回升, 但整体开工的压制依然存在

由于低油价的持续困扰，OPEC+联盟在今年4月份召开的会议上重新达成协议减产，而在最近召开的部长级会议上各成员国也同意延长减产。从整个石油市场的角度来看，这项决策有助于缓解原油过剩、支撑油价，并对包括燃料油在内的成品油单边价格起到拉涨效应。而从油种结构的角度来看，此次OPEC+减产或将在一定程度上收紧中重质原油资源的供应。其中沙特为保证气体产量（与国内轻质油田联系更为紧密），在执行减产的时候以生产中重质原油的油田优先，再考虑到俄罗斯作为重质原油的主要供应国，沙、俄两大领头玩家的减产将显著收紧中重质原油供应。对于复杂型炼厂来说，这种趋势将促使它们增加以高硫燃料油组分（包括高硫直馏燃料油、裂解燃料油、VGO等）作为原料（进减压装置或焦化等二次装置）的比例，从而对高硫燃料油需求产生结构上的提振。

其中，作为复杂型炼厂最为集中的美国（尤其是美湾地区），其燃料油进口在近期出现显著的回升。根据Kpler船期数据，美国6月份燃料油到港量（主要是高硫燃料油）预计为58万桶/天，环比5月份上涨25%。但与此同时，原油结构的因素还不足以将炼厂对燃料油的需求带动至高位，因为炼厂整体的开工水平才是决定原料需求的主导因素。如今除我国外，各主要地区炼厂开工仍远远未恢复到疫情前水平，因此炼厂的燃料油需求即使在比例上受到原油结构问题的提升，但在总量上依然是不如以往。仍以美国为例，6月进口虽然录得较大的环比增幅，同比却有20%的下滑。

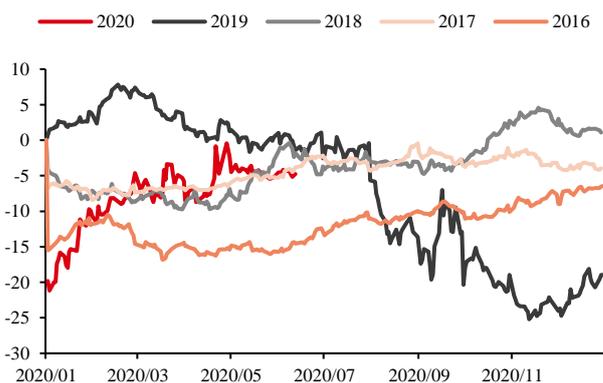
基于以上分析，我们认为炼厂端的燃料油消费将受到“原油轻质化”矛盾的短期提振，但目前绝对量上仍受到整体开工水平的压制。未来随着终端成品油消费与炼厂利润进一步回升，炼厂对高硫燃料油的进料需求还有较大的增长空间。

图 23：美国燃料油进口量 单位：千桶/天



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 24：美湾高硫燃料油裂差 单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

供应：炼厂仍面临两大主要矛盾，高低硫供应趋势或继续分化

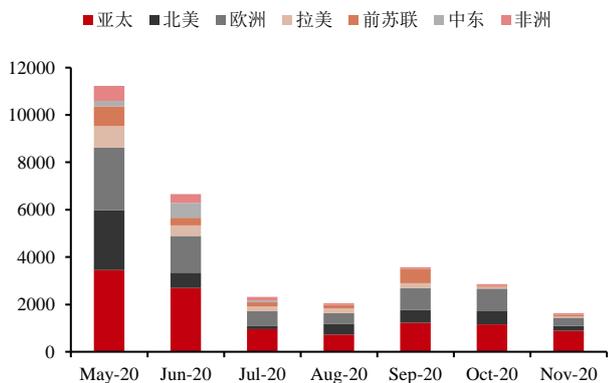
全球炼厂仍面临两大主要矛盾，开工的恢复路径或较为曲折

随着春检期的结束以及终端成品油需求的回升，全球炼厂开工水平将从5月份的低点逐步回升，包括燃料油在内的成品油产量也会随之增加。然而，目前摆在炼油行业面前的有两大矛盾：其一是原油基本面的平衡速度要显著快于成品油，这很大程度上是因为原油供应的迅速下滑使得原油市场由松转紧，这对于油价来说是积极的。然而，对于炼厂而言，原油端人为的大幅收紧意味着原料成本的大幅提高，而与此同时成品油需求的恢复速度却没有跟上，这样一来炼油的整体利润将受到压制，从而阻碍炼厂开工水平的恢复；第二个矛盾则在于各种成品油需求恢复节奏的不一致，炼厂如何合理地调整各油品之间的收率是一个问题。这个问题实际上在疫情爆发的时候已经出现，当时炼厂面对的是不同油品需求下滑幅度的差异，具体来说，疫情对汽油和航煤受到的冲击最大，柴油和低硫燃料油相对稳固，因此炼厂通过装置的调整以及调和等手段来尽量压低汽油与航煤的收率，与此同时柴油与低硫燃料油收率则相应增加。这种炼厂对油品收率的调整导致在整体开工下滑的环境中，各油品供应收紧的程度是不一致的，需求相对好的供应多一些，需求差的产量降得更多些，这相当于炼厂系统对于成品油市场的一种负反馈调节，在某种程度上抑制了油品裂差的分化。疫情期间的成品油价格走势也对这种趋势有所反映，我们可以看到各油品裂差间存在一定的相互牵引作用，没有任何一种产品能够完全独善其身。只有高硫燃料油是例外，一方面由于它是副产品，另一反面也因为高硫油自身结构性收紧的趋势，这一点我们在后面会详细提到。

当时间来到疫情冲击过后的再平衡阶段，这个问题相当于镜像化了，但本质不变。炼厂需要视各油品的市场表现来相应调整收率，其中越复杂的炼厂调节能力越强，对于一些相对简单的炼厂，如果不巧其主产的油品当前表现不佳，那么他们只好继续压低炼厂整体开工来控制亏损。

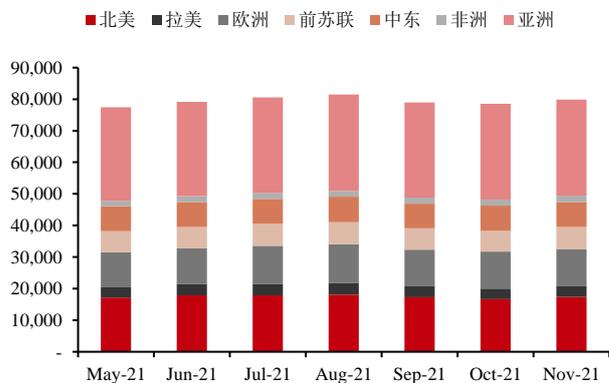
总而言之，面临这两大主要矛盾，炼厂如何选择将决定成品油整体供应以及各油品相对产量的变化，而炼厂的选择则取决于成品油需求恢复的节奏以及炼厂自身的调整能力。当然，总体来看未来（包括燃料油在内）成品油供应的回升应该是较为确定的趋势，变量在于恢复的节奏以及各油品间收率的分配，这个需要跟随市场去动态观察。

图 25: 全球炼厂检修产能 单位: 千桶/天



数据来源: Energy Aspects 华泰期货研究院

图 26: 全球炼厂加工量 单位: 千桶/天



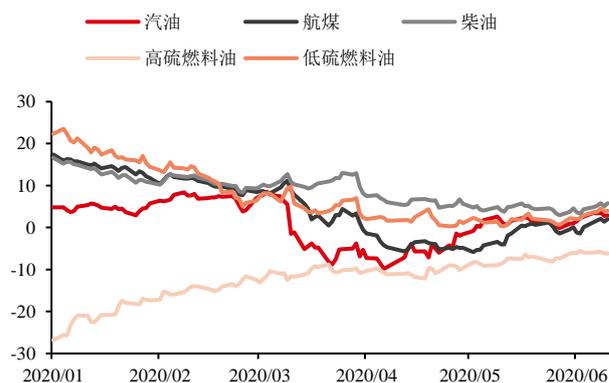
数据来源: Energy Aspects 华泰期货研究院

图 27: 亚太成品油裂差走势对比 单位: 美元/桶



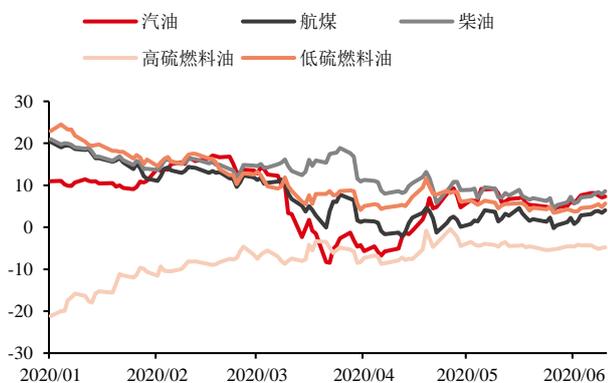
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 28: 欧洲成品油裂差走势对比 单位: 美元/桶



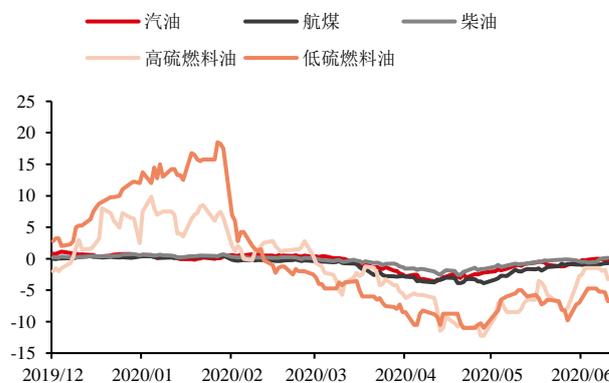
数据来源: Energy Aspects 华泰期货研究院

图 29: 美湾成品油裂差走势对比 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 30: 亚太成品油月差走势对比 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

现有环境下, 高低硫供应将延续分化趋势

在考虑了炼厂面临矛盾以及成品油整体供应的趋势后，我们将目光放在燃料油自身的细分市场，即高低硫燃料油各自的供应趋势。基于对当前市场环境结构的判断，我们认为高低硫供应将继续呈分化态势，具体而言，高硫燃料油供应会继续收紧，而低硫燃料油供应则趋向于增长。

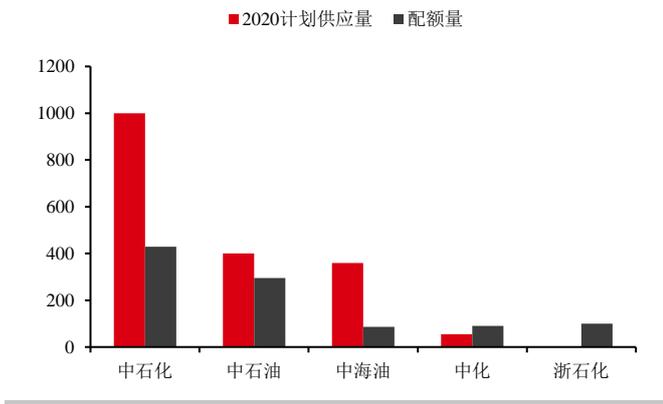
对于高硫燃料油而言，由于 IMO 限硫令的影响，其供应从近年来就一直延续下滑态势。具体来说，由于 IMO 限硫令导致船用高硫油需求大幅滑坡，为适应新的消费结构，炼厂纷纷通过多种手段来降低高硫燃料油的产量。具体而言，简单型炼厂会尽可能地加工低硫原油，而部分难以进行原料切换的炼厂则面临降低开工的选择；另外，复杂型炼厂也会通过升级或增加二次装置负荷来加强自身对高硫渣油资源的消化能力。而无论采用哪种路径，炼厂调整的一个重要目标就是减少高硫燃料油的产量以适应新的需求结构。而随着前文提到的 OPEC+ 减产导致原油轻质化矛盾加剧，高硫油供应下滑的趋势会进一步巩固。

低硫燃料油方面，由于限硫令的影响使其需求大幅增长，这一产品也逐步脱离原先燃料油作为炼油副产品的地位，成为与汽柴油“平起平坐”的高附加值产品。在这样的环境下，各地区炼厂也在近两年纷纷提高低硫船燃的生产能力，具体通过加工低硫原油、升级渣油脱硫装置以及调和的方式来实现。其中，我国是低硫油市场最令人瞩目的新兴供应势力。由于燃料油出口退税政策的放开，国内低硫油产能逐步扩充与释放。目前共计 22 家炼厂完成了低硫重质船燃的生产。3 月生产量实现 60 万吨以上。4-5 月份保持稳定生产。未来随着余下新装置的上线以及我国保税市场份额的增长，我国低硫燃料油产量有望在当前基础进一步上涨。就当前发放的 1000 万吨配额而言，如果去除一季度已经使用的约 100 万吨配额后，则二到四季度的潜在产量大概在 900 万吨，即 100 万吨/月，从各大炼厂的供应计划和产能上看达成基本没有问题（五家获批配额企业目前均已完成低硫油的生产，四家国营企业前期布局的 20 家炼厂绝大部分已投入生产），预计我国低硫油产量规模将在当前基础上稳步扩大，但未来实际的生产节奏仍需看经济性的情况。如果低硫燃料油需求和价格能够顺利恢复，我国低硫油产量将加速提升，甚至有望突破配额水平，那么今年可能还会有第二批燃料油配额（传闻在 500 万吨）的发放。

除我国外，韩国、印度等低的低硫油产能也在逐步提升，其中韩国完成 IMO 时代的转型，凭借着自身低硫船燃供应的不断增长，逐步从燃料油净进口国转为净出口国，也是当前我国保税船供油商一个重要的低硫货物来源（尤其是对于国内炼厂渠道尚未打通的地方牌照船供油商而言）。此外，对于欧洲这样传统的燃料油产地而言，由于当地低硫原油资源相对丰富，所以许多炼厂都采用加工低硫原油的路径来生产低硫燃料油。随着中重质原油供应收紧的趋势加速，这些炼厂将原料切换为低硫原油的动力只会更强，从而进一步提升当地低硫燃料油的收率。

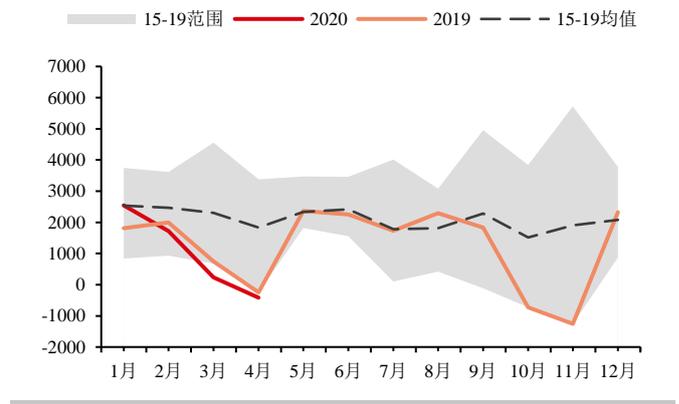
最后，虽然从实际产能或收率的角度说燃料油市场呈现的是“高硫收紧、低硫增多”的态势，但具体的产量变动仍需要结合前文分析的内容，即炼厂整体开工的走势以及各油品收率间的平衡。尤其对于低硫燃料油而言，其未来的供应趋势也在一定程度上取决于其他油品的市场表现。如果汽柴煤裂差能继续强势反弹，那么炼厂会有动力将低硫船燃的调和组分分流出去：比如说低硫渣油、VGO 流向 RFCC/FCC 装置，而一些柴油甚至航煤组分也从低硫船燃的调和池中调走，从而减少低硫燃料油的供应。

图 31: 中国低硫油配额和产能计划 单位: 万吨



数据来源: 公开资料整理 华泰期货研究院

图 32: 韩国 BunkerC(重质船燃)净进口量 单位: 千桶



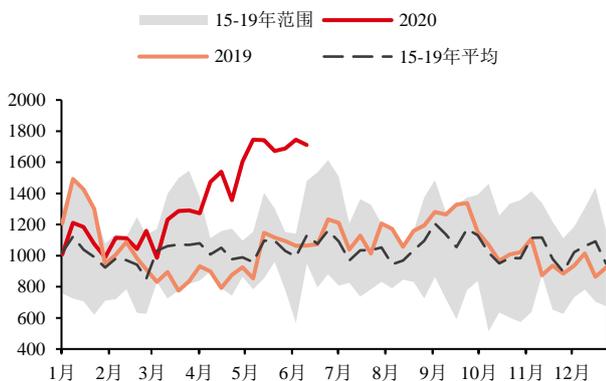
数据来源: KNOC 华泰期货研究院

库存: 高企的库存对燃料油市场仍存在潜在压制

由于 IMO 前期的囤油行为疫情冲击造成的市场过剩，目前燃料油仍面临库存高位的问题。ARA、新加坡、富查伊拉、美湾等主要集散地库存均位于季节性偏高水平，其中 ARA 和富查伊拉甚至接近历史高位。除此之外，马六甲附近水域依然囤积了超过 3400 万桶的燃料油浮仓，其中低硫燃料油占据 2900 万桶以上。

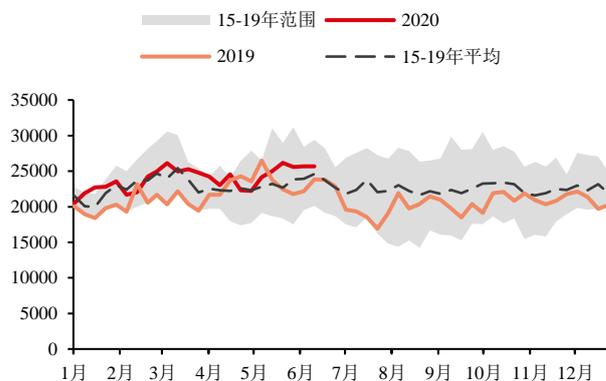
如此高的库存将对燃料油市场（主要是低硫燃料油市场）存在潜在压制。未来如果低硫燃料油供需基本面得以顺利改善、现货市场收紧，并带动月差反弹（脱离目前的 Contango 结构），那么预计将吸引大量燃料油组分从岸罐以及浮仓中释放，成为市场一股不可忽视的供应增量，再度对现货价格造成打压，抑制市场走强的情绪。

图 33: ARA 燃料油库存 单位: 千吨



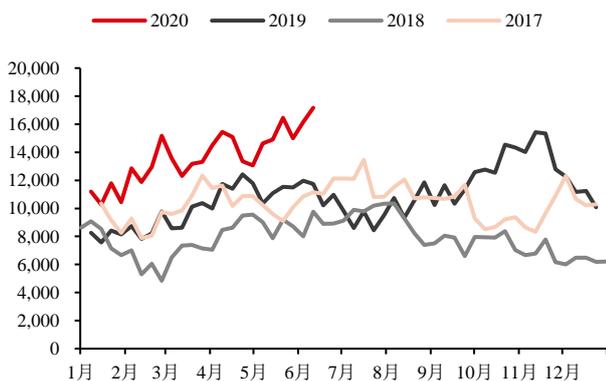
数据来源: PJK 华泰期货研究院

图 34: 新加坡燃料油库存 单位: 千桶



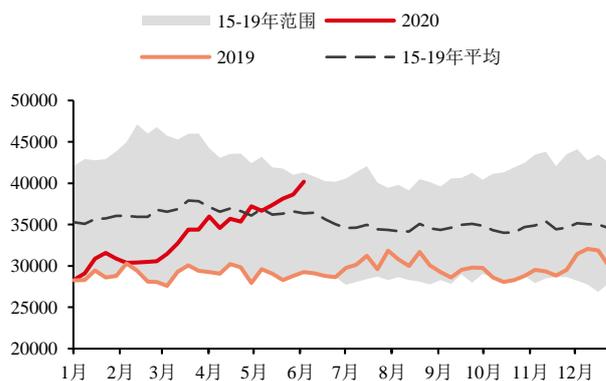
数据来源: IES 华泰期货研究院

图 35: 富查伊拉燃料油库存 单位: 千桶



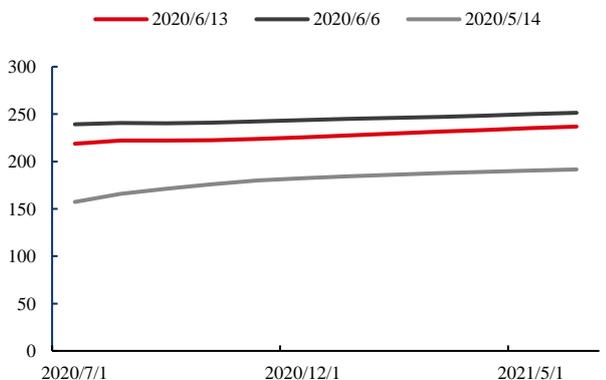
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 36: 美国燃料油库存 单位: 千桶



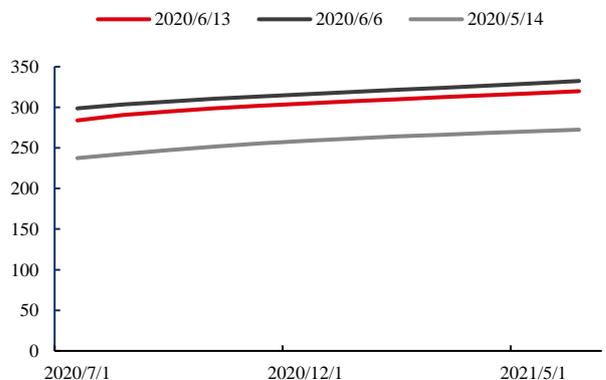
数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 37: 新加坡高硫燃料油远期曲线 单位: 美元/吨



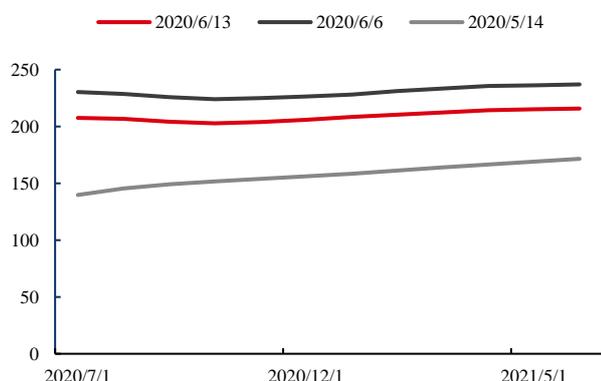
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 38: 新加坡低硫燃料油远期曲线 单位: 美元/吨



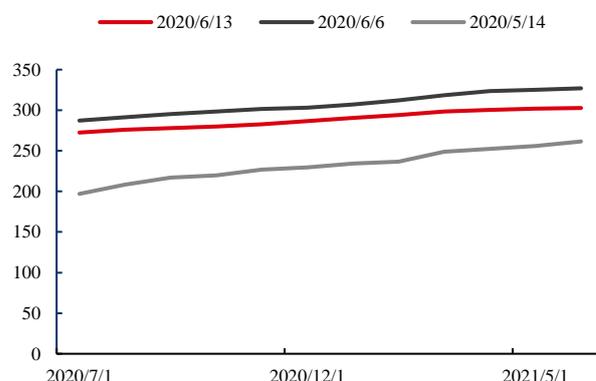
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 39: 西北欧高硫燃料油远期曲线 单位: 美元/吨



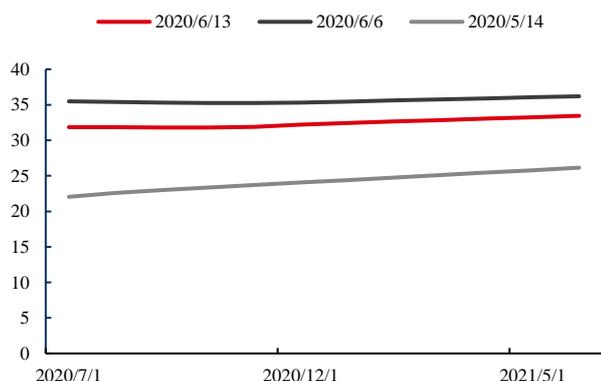
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 40: 西北欧低硫燃料油远期曲线 单位: 美元/吨



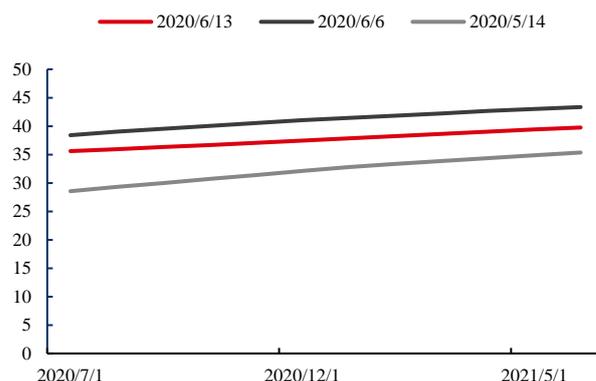
数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 41: 美湾高硫燃料油远期曲线 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 42: 美湾低硫燃料油远期曲线 单位: 美元/桶



数据来源: Platts 华泰期货研究院

策略: FU 将持续受到仓单问题困扰, 关注 LU 上市后的新投资机会

总体来看, 下半年燃料油市场将经历疫情冲击后的再平衡, 整体基本面将呈现动态变化的趋势。细分市场方面, 从前文分析的供需存多个角度考量, 高硫燃料油基本面至少在短期内较低硫油更为坚挺。外盘高低硫价差虽然继续收窄的空间已较小, 但近期来看(三季度)也很难有强势的反弹。以新加坡市场为例, 我们认为高低硫价差短期内仍会保持在 100 美元/吨以下区间震荡的态势。

内盘方面, 高硫合约 FU 目前受困于大量已注册的仓单, 价格表现要弱于外盘。考虑到当前高硫燃料油在国内船用市场萎缩的消费量, 未来需要关注国内炼厂甚至国外市场对现有仓单的吸收情况。在仓单问题解决前, FU 月差将与外盘走势保持分化, 因此不建议做多 FU 91 价差。另一方面, 由于距离 09 合约交割仍有一段时间, 加之主力合约投机情绪的存在, 91 价差短期内下滑至无风险套利边界的动力也太充足。综合来看, 我们认为可以考虑 FU 单边以及裂差头寸, 虽然目前油价进入回调阶段, 原油市场短期趋势仍不明朗, 但我们认为中

长期来看油价依然有继续走强的动力,可以考虑在原油重新向上突破后对FU进行单边的多配,或者从控制风险的角度,考虑以FU作为SC多头的对冲头寸,即空FU-SC裂解价差。

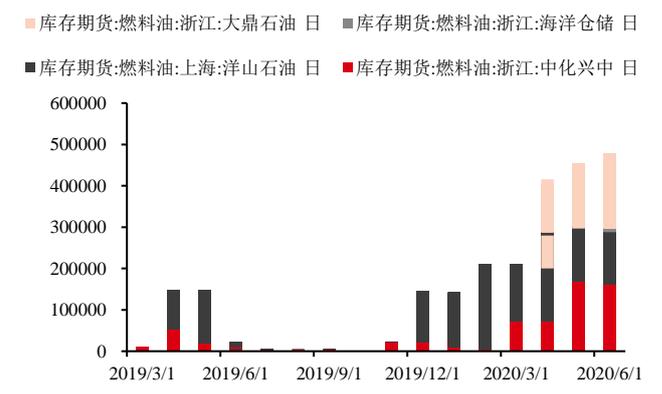
而除了现有FU合约外,国内期货市场参与者还可以将目光放在即将上市低硫燃料油(INE LU)合约上。从产业的角度来看,国际化低硫油期货的推出将为境内外产业企业提供公开、连续、透明的价格信号和有效的风险管理工具,也助力于我国保税船燃市场以及国内炼厂的发展,进一步争取低硫燃料油的国际定价权。而从投资和交易的角度来看,低硫燃料油期货的上市将显著缓解现行高硫合约消费量萎缩、虚盘过大的问题,也为市场带来更加丰富的投资组合(与原油、高硫燃料油、沥青等),其中与原油和高硫燃料油的配套头寸可能是更加常用的。考虑到目前FU的仓单问题以及外盘高低硫价差已经处于相对低位,我们认为未来可以视实际市场情况考虑多LU-FU价差的机会。

图 43: 新加坡燃料油高低硫价差 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 44: FU 仓单数量 单位: 吨



数据来源: Wind 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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com