

销量下滑+累库或致燃料油震荡调整

观点：

6 月至 7 月初高硫燃料油主力合约以窄幅震荡为主，主要驱动一方面来自于成本端原油价格同样为震荡走势，另一方面随着天气转暖，夏季中东用电高峰将至，高硫燃料油的需求相对旺盛，叠加随着美国炼厂开工率持续回升，提振高硫燃料油市场。新加坡市场燃料油供给较为充足，国内低硫燃料油产量同比上涨，但全球疫情影响航运受限，高、低硫价差不断收窄，成本端波动对高硫燃料油的压制作用增强。

目前高位库存之中低硫燃料油占大部分，持续增加的产能以及相对疲弱的终端船燃消费均带给低硫油市场压力。远期合约对经济活动恢复预期较强，因此 LU2101 的期价仍存上行空间，但在上市开盘大涨后，后期整体走势大概率将维持宽幅震荡。

建议：

预计 FU 或将震荡调整，操作上建议短差操作，参考区间 1677-1752；LU 或将宽幅震荡，操作上建议分低做多为主，参考区间 2480-2610。

研发&投资咨询

宋宇杰

从业资格号：F3069458

☎：13636805886

✉：songyujie@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、7 月初燃料油市场概述及操作建议

6 月至 7 月初高硫燃料油主力合约以窄幅震荡为主，主要驱动一方面来自于成本端原油价格同样为震荡走势，另一方面随着天气转暖，夏季中东用电高峰将至，高硫燃料油的需求相对旺盛，叠加随着美国炼厂开工率持续回升，对高硫燃油掺混需求也在增加，提振高硫燃料油市场。预计高硫燃油裂解价差将继续维持较高水平。新加坡市场燃料油供给较为充足，国内低硫燃料油产量同比上涨，但全球疫情影响航运受限，高、低硫价差不断收窄，成本端波动对高硫燃料油的压制作用增强。

目前高位库存之中低硫燃料油占大部分，持续增加的产能以及相对疲弱的终端船燃消费均带给低硫油市场压力。当下低硫燃料油主力合约 LU2101，远期合约对经济活动恢复预期较强，因此 LU2101 的期价仍存上行空间，但在上市开盘大涨后，后期整体走势大概率将维持宽幅震荡。

燃料油价格驱动短期仍来自于成本端原油，但疫情再度扩散引发需求担忧，预计短期处于震荡状态。

操作建议：预计高硫燃料油或将震荡调整，操作上建议高抛低吸的短差操作为主，参考区间 1677-1752；

低硫燃料油或将宽幅震荡，操作上建议逢低做多为主，参考区间 2480-2610。

图 1：FU 2009 主力合约日 K 线走势



资料来源：文华财经，长安期货

图 2：LU 2100 主力合约日 K 线走势



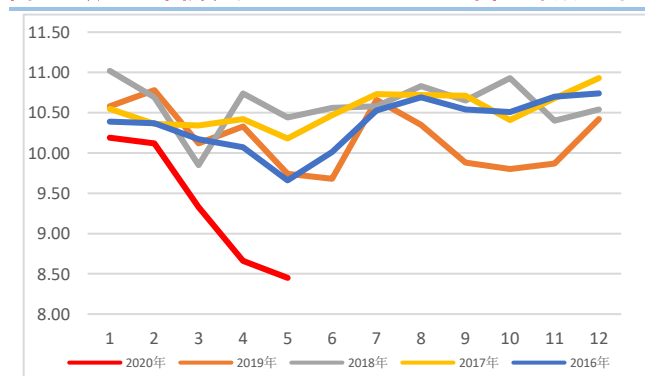
资料来源：文华财经，长安期货

二、燃料油需求端

（一）成本端原油需求恢复缓慢

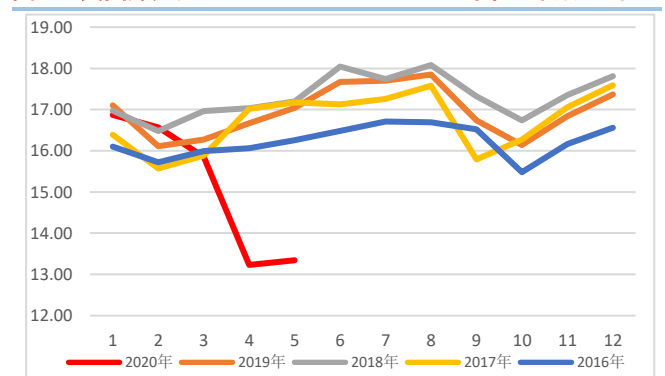
数据显示欧美终端需求上的复苏较预期缓慢，欧洲 5 月炼油量继续小幅下滑，美国出现一定反弹，但反弹力度较为疲弱。美国炼厂开工率仅仅从 67.6% 反弹至 73.8%，距离正常范围 $90\% \pm 5\%$ 还有一段距离。尽管开工率继续走高是大概率事件，但仅走高是仍或不足，市场仍然关心的是油市何时达到供需平衡。复苏缓慢以及终端消费不及预期，直接导致下游原油制品库存积压，库存积压反过来压制裂解价差，压制开工率，导致用油量恢复进展缓慢。

图 3：欧洲 16 国炼厂加工量 单位：百万桶/日



资料来源：WIND，长安期货

图 4：美国炼厂加工量 单位：百万桶/日



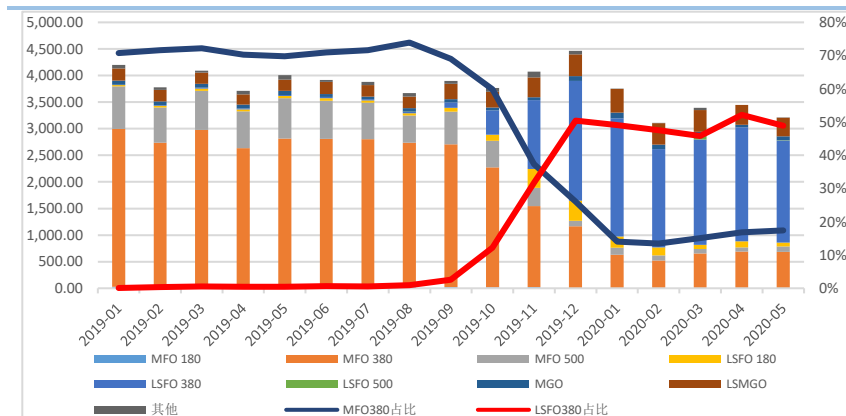
资料来源：WIND，长安期货

（二）5 月新加坡船用燃料油销量小幅下滑

新加坡海事及港务管理局 (MPA) 公布的最新数据显示，5 月新加坡燃料油销售量为 392.5 万吨，环比下降 18.87 万吨；其中低硫燃料油 LSFO380 销量为 191.89 万吨，环比下降 22.69 万吨，占比 48.89%，船用高硫燃料油需求占比约为 20%。

图 5：新加坡船用燃料有销售量

单位：千吨



资料来源：WIND，长安期货

（三）夏季中东用电高峰支撑燃料油需求

在 IMO2020 政策影响下，高硫燃料油的需求下滑在所难免，成本端对低硫燃料油的冲击或将转向于高硫燃料油。前期安装脱硫塔装置的油轮和一部分以燃料油为原料的炼厂将继续支撑高硫燃料油的需求。考虑到目前处于中东夏季用电高峰期间，对燃料油需求打下坚实基础，然而全球疫情的爆发或将使得下游需求转弱，因此供需平衡的时点或将推延。

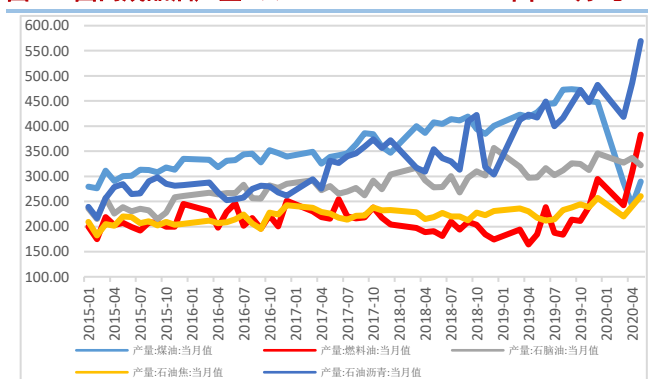
三、燃料油供应端

（一）5 月国内燃料油产量大幅上升，低硫燃料油处于扩张阶段

5 月，燃料油产量为 383 万吨，环比上升 74.3 万吨；石油沥青产量为 569.4 万吨，环比上升 83.7 万吨。前期受疫情影响停工或降量的炼厂悉数复工并提量，燃油利润偏高，导致国内炼厂加工积极性不断高涨，多数炼厂提量至满负荷加工，导致开工率不断刷新高点。此外，IMO2020 低硫政策实施之后，我国炼厂开始积极生产低硫燃料油，同时也适时推出了低硫燃料油的退税政策，并已经公布第一批 1000 万吨出口配额，鼓励炼厂生产低硫燃料油。

图 6：国内成品油产量 (I)

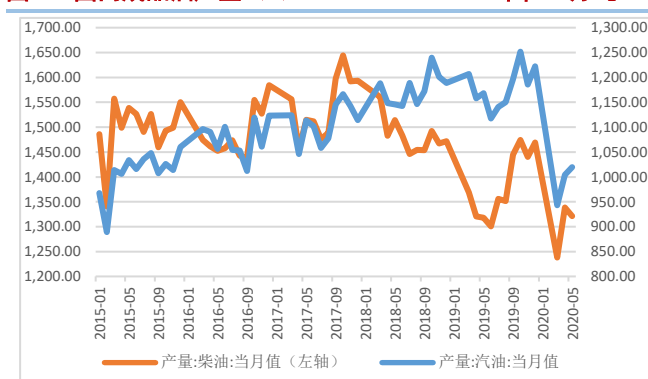
单位：万吨



资料来源：WIND，长安期货

图 7：国内成品油产量 (II)

单位：万吨



资料来源：WIND，长安期货

(二) 高硫燃料油供应收窄

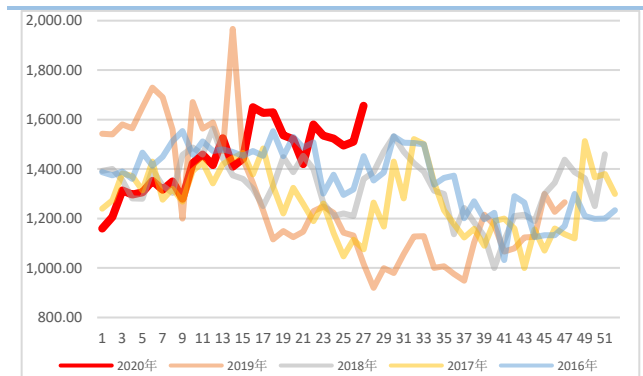
大部分炼厂主动生产低硫燃料油压缩了高硫燃料油的生产空间，同时美国正在制裁出口重质原油的委内瑞拉和俄罗斯，叠加以产出中重质原油为主的 OPEC 产油国正积极减产，生产燃料油的原材料受到了限制，高硫燃料油的产量将受到影响，导致被动减产。此外，在全球各大港口的加注环节中，由于驳船在装载低硫燃料油后，为避免被高硫污染，一般短期内不会选择来运载高硫燃料油，而需要 7 至 10 天的统筹安排时间，使得高硫燃料油的获取途径进一步减少。

(三) 库存端：新加坡燃料油库存上升，仍高于 5 年均值

库存高企依旧是压制燃油价格的因素之一。截至 7 月 8 日，新加坡轻质馏分燃料油库存为 1656 万桶，环比上升 145 万桶；中质馏分燃料油库存为 1361 万桶，环比上升 20 万桶。当前新加坡库存水平明显高于 5 年均值，由于疫情导致终端船用油需求不佳以及运费等因素的影响，新加坡燃料油库存依旧面临累库压力。

图 8：新加坡轻质馏分燃料油库存

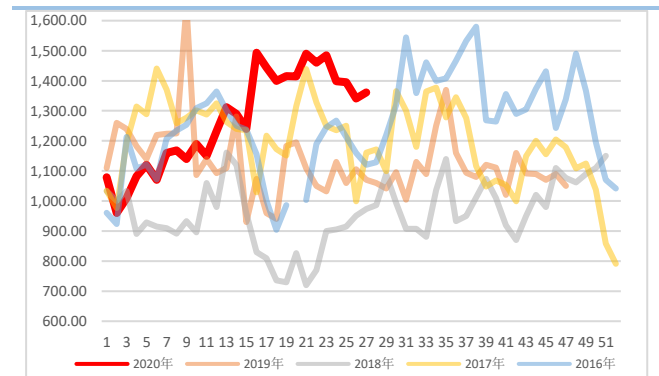
单位：万桶



资料来源：WIND，长安期货

图 9：新加坡中质馏分燃料油库存

单位：万桶



资料来源：WIND，长安期货

四、价差分析

（一）燃料油裂解价差维持低位

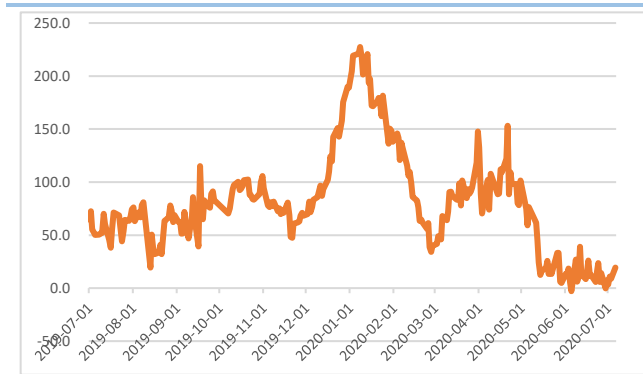
截至 7 月 6 日，低硫燃料油与 Brent 裂解价差为 19.30 美元/吨；高硫燃料油与 Brent 裂解价差为 -71.57 美元/吨。近期低硫燃料油裂解价差维持低位，主要原因是一方面新加坡燃料油库存仍然处于今年的较高水平，另一方面是国际能源署（IEA）在最新的报告中上调了 2020 年原油需求预期拉涨国际原油价格。但由于上述影响偏短期，高硫燃料油裂解价差继续走弱的程度将较为有限。

低硫燃料油方面，亚洲低硫市场需求持续疲弱，继续面临下行压力。6 月份 VLSFO 套利船货流入量从 5 月份的 250 至 300 万吨下降至 200 万吨，预计 7 月份与 6 月份类似，尽管流入量会下降，但仍或满足当前市场的需求。当前新加坡陆上燃料油库存位于偏高水平，预计大部分为低硫燃料油，而马六甲海域浮仓燃料油库存超过 3000 万桶，其中低硫占据约 2500 万桶。在高位库存及航运市场依旧疲软因素影响下，低硫燃料油市场供需依旧相对宽松，裂解价差预计震荡偏弱。

高硫燃料油方面，欧洲炼厂集中加工低硫原油，导致高硫燃料油的供应量有限，叠加 OPEC 削减了重质含硫原油的供应，这也降低了高硫燃料油的产量，因此 6 至 7 月高硫套利船货抵入量也有所下降。现正处于中东夏季发电需求强劲的时期，通常来看，沙特高硫发电需求在夏季能达到每月约 300 至 350 万吨。

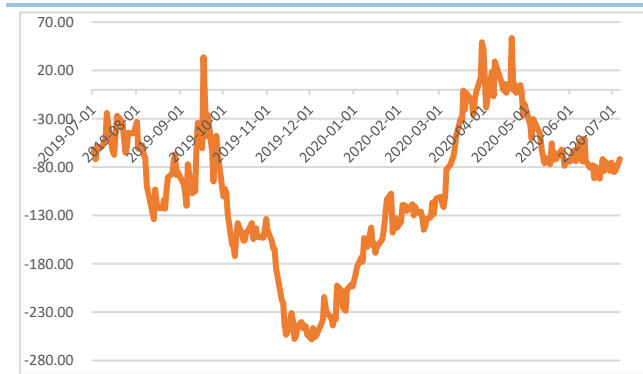
同时，随着安装完洗涤器的船舶回归市场，高硫燃料油的刚需将逐步增加，需求占比从 4 月份的 19% 提升至 5 月的 20%，而供需情况或继续偏紧，高硫燃料油裂解价差预计维持高位震荡。

图 10：低硫燃料油与 Brent 裂解价差利润 单位：美元/吨



资料来源：WIND，长安期货

图 11：高硫燃料油与 Brent 裂解价差利润 单位：美元/吨



资料来源：WIND，长安期货

（二）新加坡与阿拉伯湾燃料油价差止跌回升

截至 7 月 9 日，新加坡高、低硫燃料油价差降至 75.5 美元/吨的较低水平，新加坡与阿拉伯湾价差为 9.20 美元/吨，止跌回升。自国际海事组织（IMO）2020 限硫令实施以来，大量高硫燃料油需求被硫含量在 0.5% 以内的低硫燃料油所取代。5 月船用燃料总需求与 4 月份相比环比下滑 4.5%，同比减少 2%，反映出疫情严重影响了亚洲内部供应链，航运需求降低。

低硫燃料油供应增加使得高、低硫价差大幅缩窄，2019 年价差最高曾达到 400 美元/吨，而目前约为 70 美元/吨，因此市场更倾向于购买低硫燃油而非高硫燃油。此外由于 OPEC+ 减产，油运市场运价指数低位运行，造成国内燃油走势疲软，受疫情影响，航运市场中集装箱及干散货市场均不景气，对船用燃料油需求偏空。因此，高硫燃料油上涨空间有限。

图 12：高、低硫船用燃料油价差

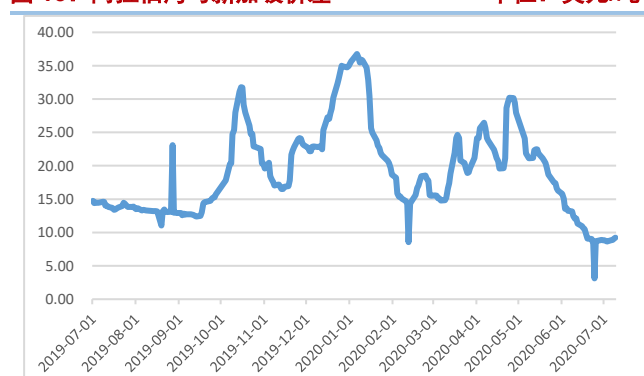
单位：美元/吨



资料来源：WIND，长安期货

图 13：阿拉伯湾与新加坡价差

单位：美元/吨



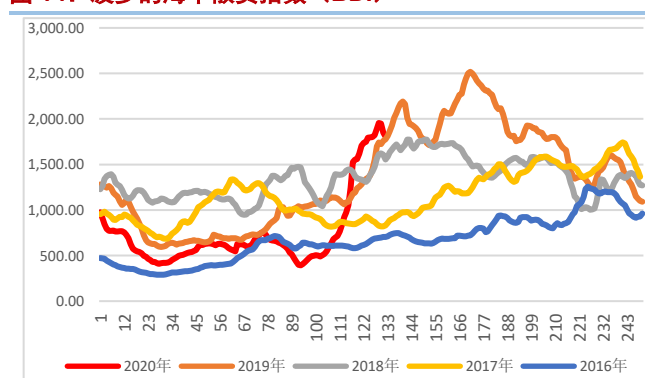
资料来源：WIND，长安期货

五、航运市场情况：原油运价低位反弹

（一）国际方面

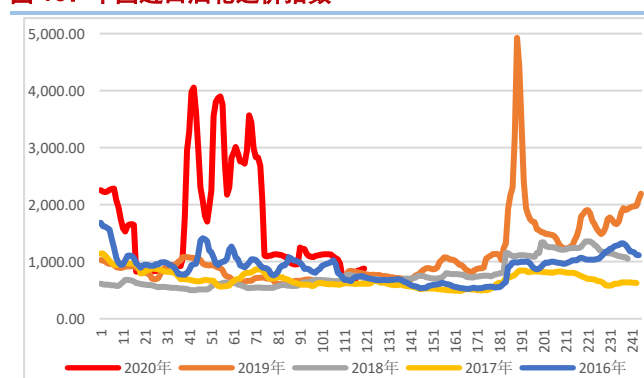
波罗的海干散货指数上周五持平于 1810 点，但本周累计下跌 4.4%，录得八周以来的首次下跌，其主要原因为海岬型船运费的下跌抵消了巴拿马型船运费的上涨。海岬型船运价指数大幅下跌 398 点或 10% 至 3570 点，创 6 月 17 日以来的新低，日均获利下跌 3301 美元至 29610 美元。巴拿马型船运价指数上涨 60 点或 4.2% 至 1517 点，日均获利上涨 538 美元至 13651 美元。全球原油运输市场 VLCC 型油轮运价止跌回升，苏伊士型油轮运价持续上涨，阿芙拉型油轮运价小幅回暖。

图 14：波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：WIND，长安期货

图 15：中国进口油轮运价指数



资料来源：WIND，长安期货

（二）国内方面

中国进口 VLCC 运输市场运价低位反弹。随着国内新冠肺炎疫情得到控制，全国复工、复产基本展

开，行业开工率得到了明显提升，叠加基建投入力度持续加大及调控政策刺激，沿海散货运输需求向好，市场租船热情较高，运力供不应求，运价总体保持震荡上行走势。上周五上海航运交易所发布的中国进口原油综合指数（CTFI）小幅上涨至 880.99 点。

长安期货有限公司

宋宇杰 F3069458

2020 年 7 月 13 日

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。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，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。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。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。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“长安期货投资咨询部”，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。

长安期货各分支机构**江苏分公司**

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐和大厦 B 座 501 室
电 话：0533-6217987 0533-6270009

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

安徽分公司

地 址：合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F 座 1103 室
电 话：0551-62623638

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165