成本端支撑坚挺，高低硫价差反弹

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：F0233775
投资咨询号：Z0000421
梁宗泰
☎ 020-83901005
✉ liangzongtai@htfc.com
从业资格号：F3056198
投资咨询号：Z0015616
康远宁
☎ 0755-23991175
✉ kangyuanning@htfc.com
从业资格号：F3049404
投资咨询号：Z0015842

- **投资逻辑**

原油价格在上周延续上行趋势，Brent 与 WTI 均站稳 80 美元/桶关口。我们认为坚挺的基本面依然是支撑油价的核心因素。随着全球疫情边际好转，油品消费继续复苏的进程，而近期全球天然气、煤炭紧缺带来的替代效应进一步提振了石油需求。而在需求端持续改善的同时，原油供应增长仍然受限，美国页岩油资本开支持续偏谨慎，制约其产量恢复速度，而欧佩克方面对增产也较为保守（从 10 月份的会议结果可见一斑）。整体有限的供应增量难以匹配需求端的增长，导致全球原油库存持续下滑，这种趋势从高频卫星库存还是 IEA 官方数据均有所体现，截至目前 Kpler 高频原油库存已降至 3400 万桶左右，基本回到去年疫情爆发前的水平，而 IEA 统计的 OECD 商业石油库存更是已降至 2015 年 3 月以来最低水准。总体来看，目前原油基本面较为稳固，预计燃料油市场将持续受到来自成本端的支撑。对于油价来说未来仍然有潜在的上行空间，但往后来自宏观与政治博弈的不确定性将显著增加，需要注意高位的波动风险。

就燃料油自身基本面而言，目前整体上也较为稳固，在库存偏低背景下高低硫燃料油均维持着 Backwardation 的结构。但需要注意版块内部的强弱态势已经有转变的迹象，“高硫强于低硫”开始向“低硫强于高硫”过渡，因此近日内外盘高低硫价差也经历了明显的反弹。我们已经在近期报告推荐低位配多 LU-FU 价差，也简单分享了其背后的主要逻辑，这里再作进一步展开：前期高硫市场表现更好是因为需求端的驱动对高硫品种提振更为明显，一方面处于消费旺季的中东、南亚地区使用的燃料油以高硫品质为主，另一方面我国地炼在原油配额紧张背景下增加直馏燃料油进口也相对更利好高硫市场。因此，随着中东消费旺季逐渐结束以及我国下发第四批原油配额，高硫燃料油的消费驱动在近期开始边际转弱。而与此同时，柴油市场显著走强对低硫燃料油存在提振效应，此外欧洲天然气紧缺也会带动一定来自电力系统的燃料油需求（欧洲使用的燃料油硫含量一般在 1%以内）。总体来看，高低硫燃料油基本面的强弱态势已经发生边际转向，但需要注意这种转向是渐进的，高硫燃料油基本面仍然较为稳固，只不过从中期趋势上我们更加看好低硫燃料油的市场表现。

总体来看，燃料油基本面目前没有明显问题，在原油成本端的支撑下预计单边价格维持偏强运行，对于 FU、LU 建议继续以偏多头思路对待，但需要警惕油价到达高位后的波动风险，注意控制仓位。此外，考虑到高低硫强弱态势的边际转向可能持续到冬季，我们认为可以继续持有前期 LU-FU 多头头寸。

策略：中性偏多，逢低多 LU、FU 主力合约，前期多单可继续持有（单边策略）

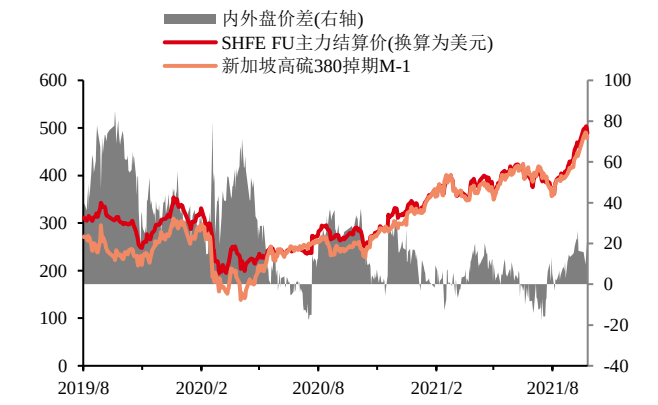
风险：疫情控制进程不及预期；欧佩克增产超预期；炼厂开工大幅回升；美债收益率大幅攀升；美元超预期走强；航运需求改善不及预期；馏分油市场表现不及预期；LU 仓单大量注册；FU 仓单大量注册

策略：逢低多 LU2201-FU2201 价差，前期多单可继续持有（价差策略）

风险：疫情控制进程不及预期；欧佩克增产不及预期；脱硫塔安装数量增长超预期；航运需求改善不及预期；汽柴油消费改善不及预期；LU 仓单大量注册；FU 仓单大量注销

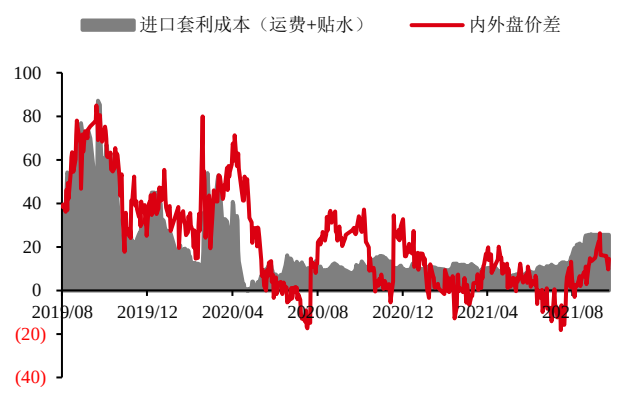
燃料油区域价差数据(注：下图中套利成本仅考虑贴水和运费，未包含其他成本)：

图 1：SHFE FU 内外盘价差　　单位：美元/吨



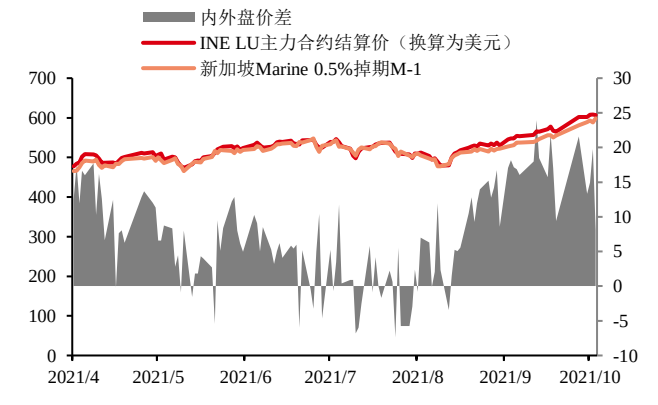
数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：SHFE FU 进口套利窗口　　单位：美元/吨



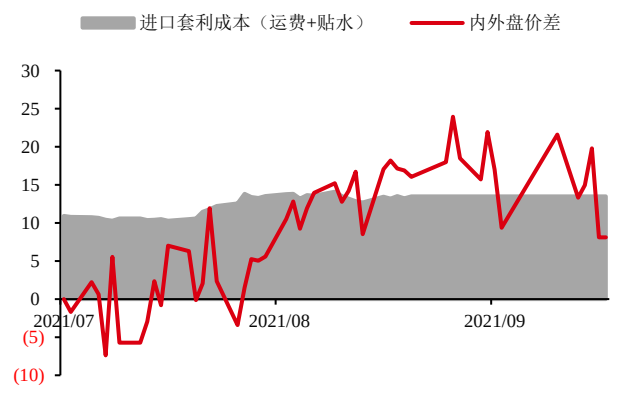
数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：INE LU 内外盘价差　　单位：美元/吨



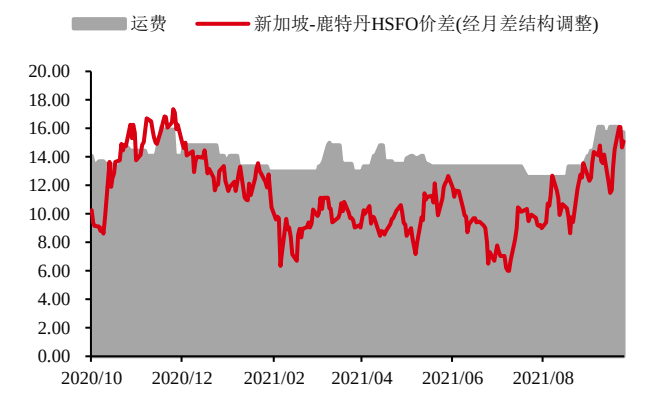
数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：INE LU 进口套利窗口　　单位：美元/吨



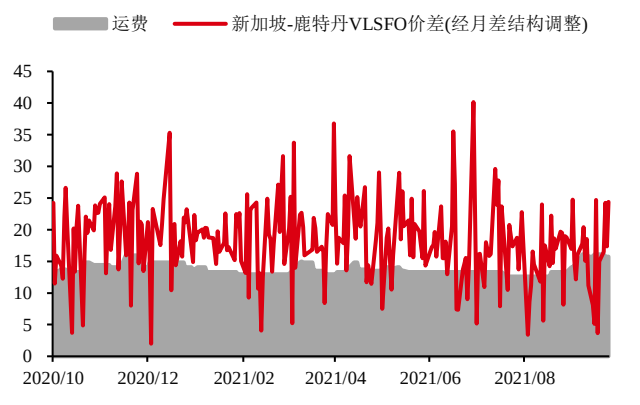
数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：高硫燃料油东西套利窗口　　单位：美元/吨



数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

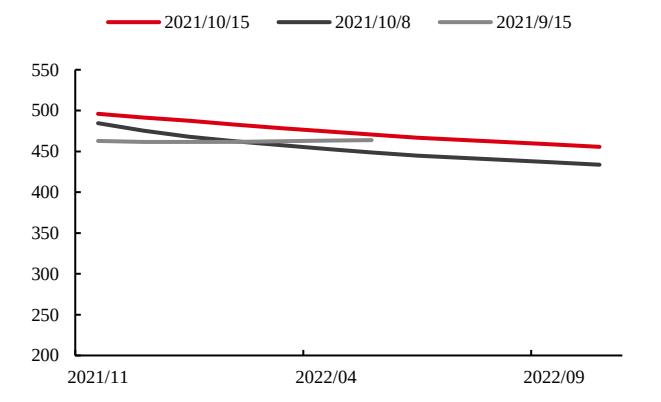
图 6：低硫燃料油东西套利窗口　　单位：美元/吨



数据来源：Platts Bloomberg 华泰期货研究院

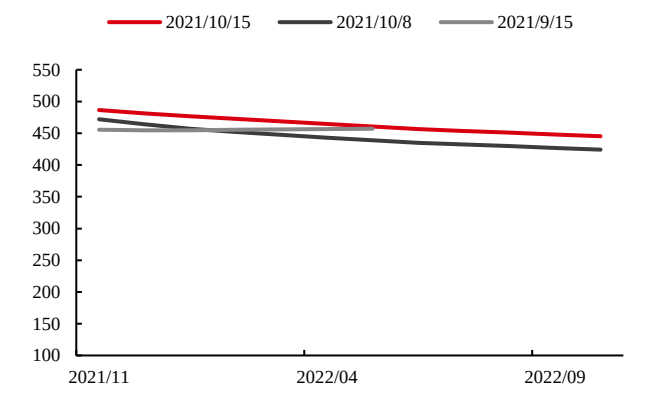
燃料油远期曲线：

图 7：新加坡 180cst 掉期远期曲线　单位：美元/吨



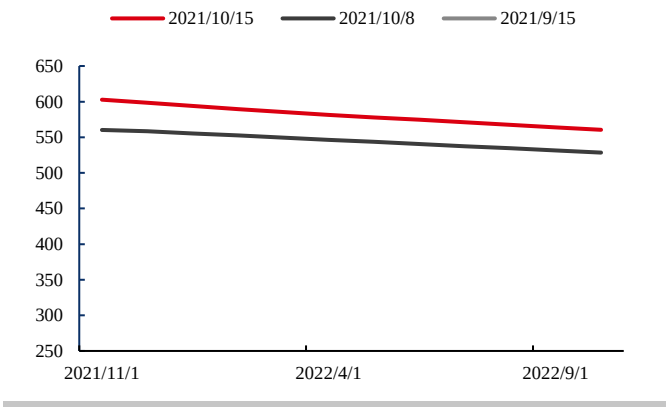
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 8：新加坡 380cst 掉期远期曲线　单位：美元/吨



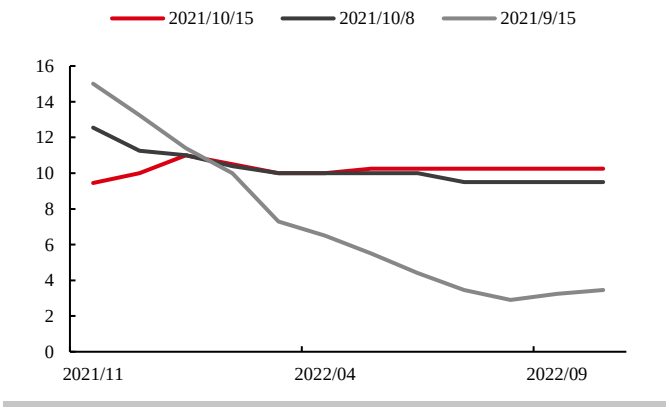
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 9：新加坡 Marine 0.5%远期曲线　单位：美元/吨



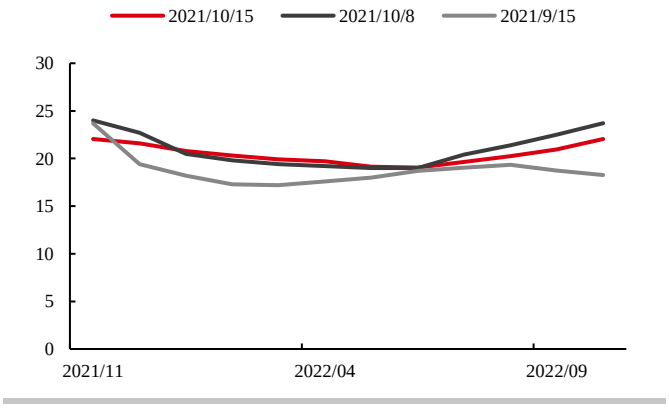
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 10：新加坡粘度价差远期曲线　单位：美元/吨



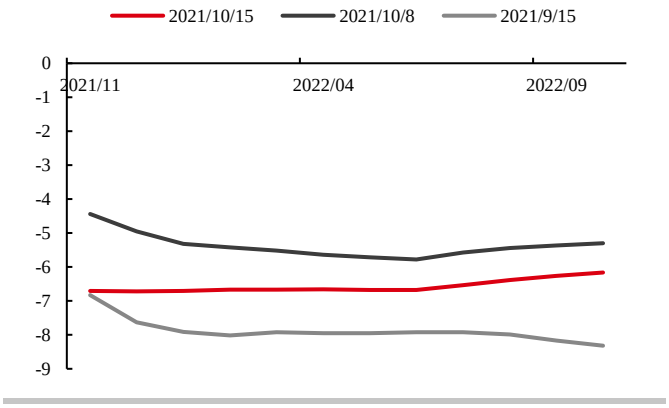
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 11：380cst 东西价差远期曲线　单位：美元/吨



数据来源：Platts 华泰期货研究院

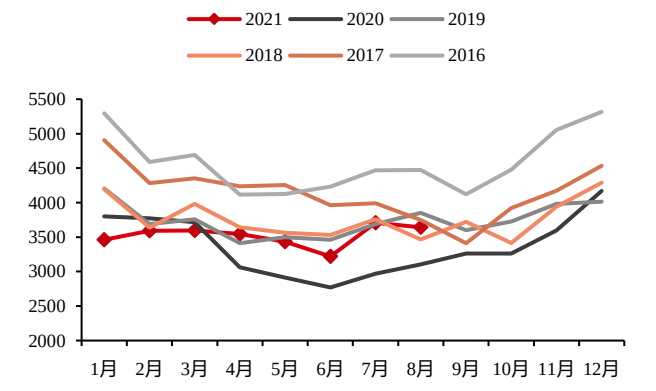
图 12：新加坡 380cst 对 Brent 裂差　单位：美元/桶



数据来源：Platts 华泰期货研究院

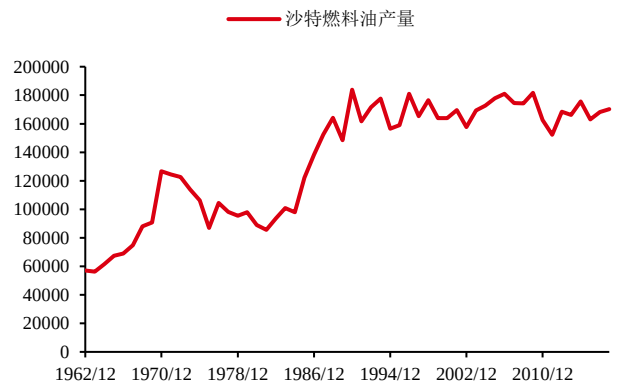
燃料油供需数据：

图 13：俄罗斯燃料油产量　　单位：千吨



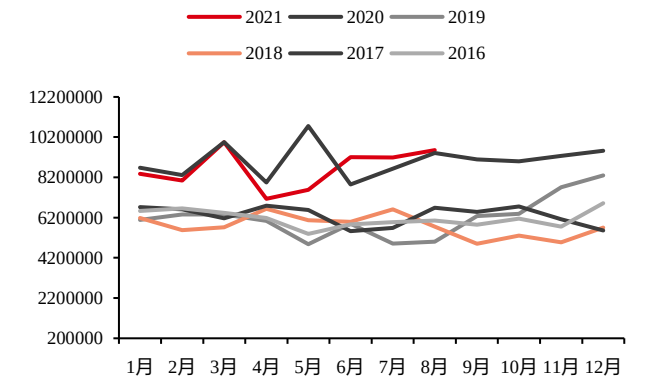
数据来源：俄罗斯能源部 Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：沙特燃料油产量　　单位：千桶



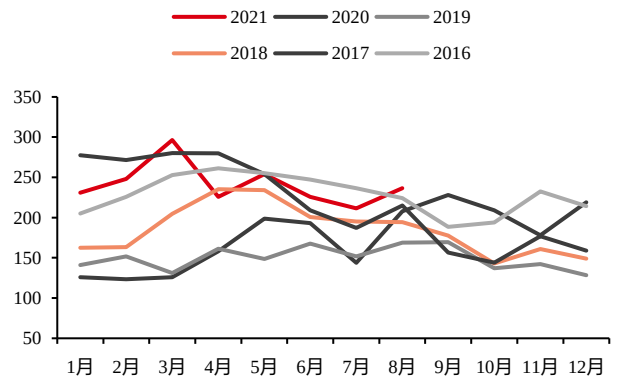
数据来源：沙特中央统计局 Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：巴西燃料油产量　　单位：桶



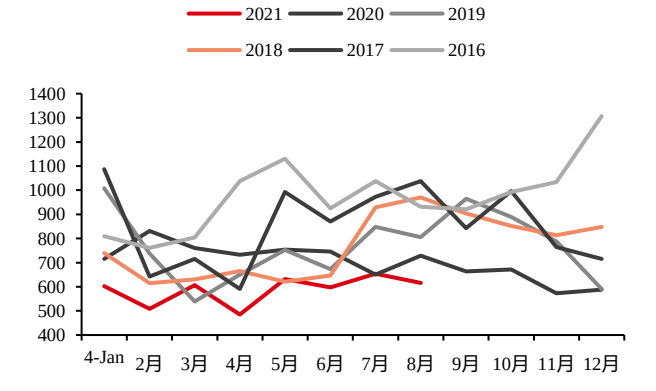
数据来源：ANP Bloomberg 华泰期货研究院

图 16：墨西哥燃料油产量　　单位：千桶/天



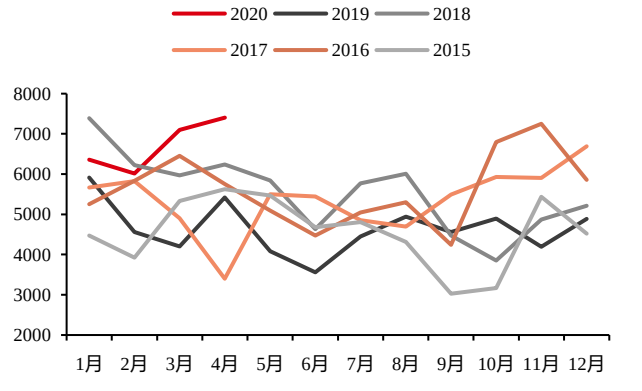
数据来源：Pemex Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：印度燃料油产量　　单位：千吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

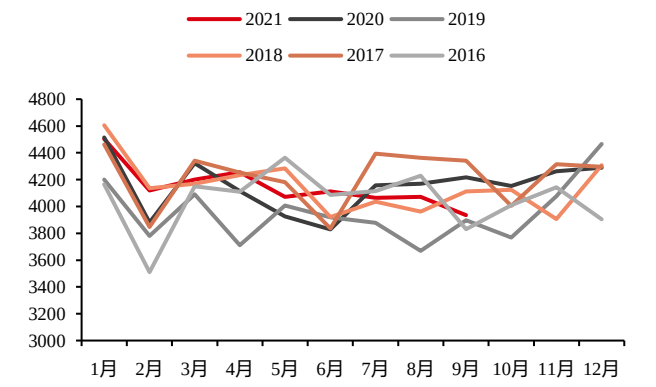
图 18：韩国 Bunker C 产量　　单位：千桶



数据来源：KNOC Bloomberg 华泰期货研究院

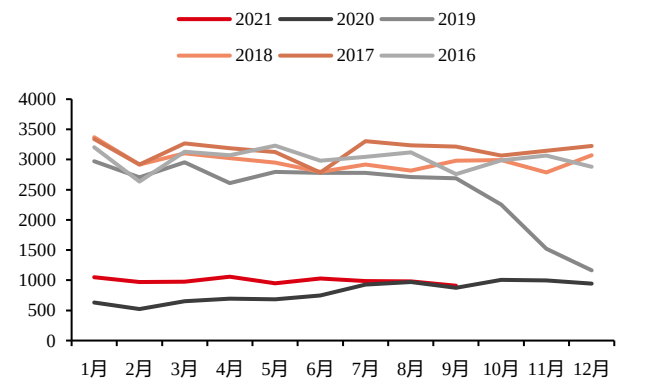
燃料油消费数据：

图 19：新加坡船供油总量　　单位：千吨



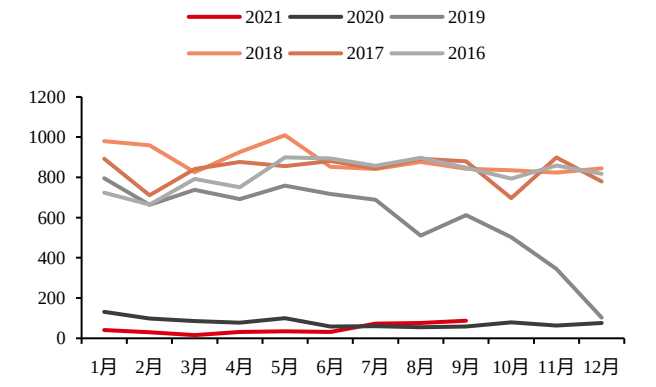
数据来源：MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 20：新加坡 MFO 380cst 船供油量　　单位：千吨



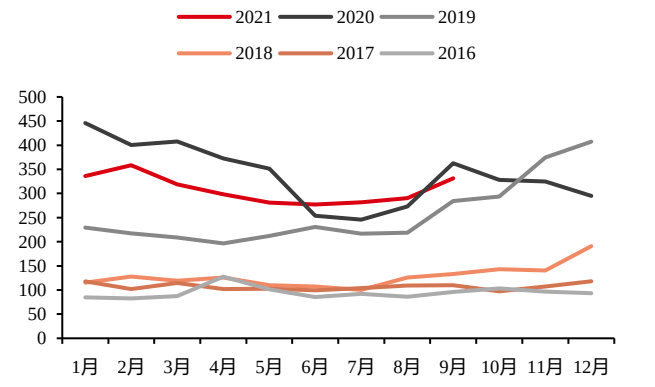
数据来源：MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 21：新加坡 MFO 500cst 船供油量　　单位：千吨



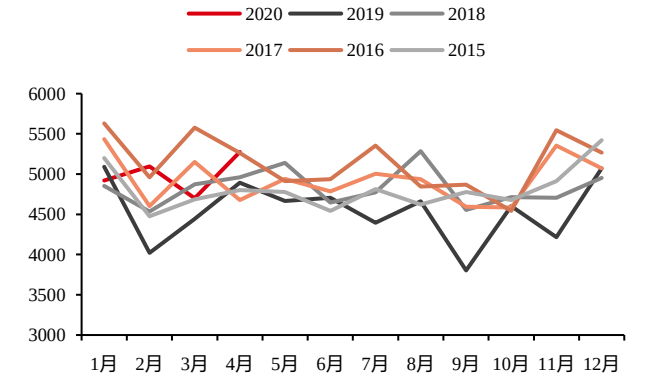
数据来源：MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 22：新加坡低硫 MGO 船供油量　　单位：千吨



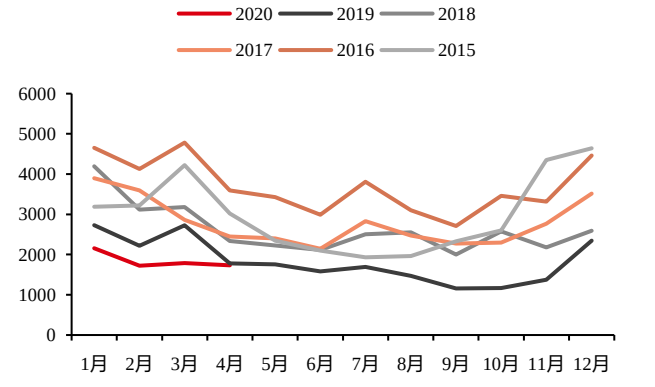
数据来源：MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 23：韩国船燃总需求　　单位：千桶



数据来源：KNOC Bloomberg 华泰期货研究院

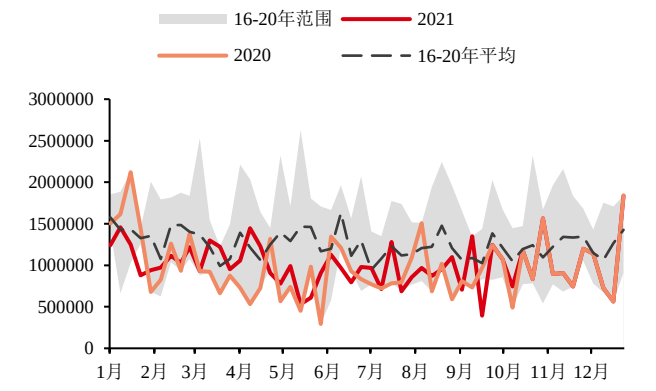
图 24：韩国 Bunker C 消费量　　单位：千桶



数据来源：KNOC Bloomberg 华泰期货研究院

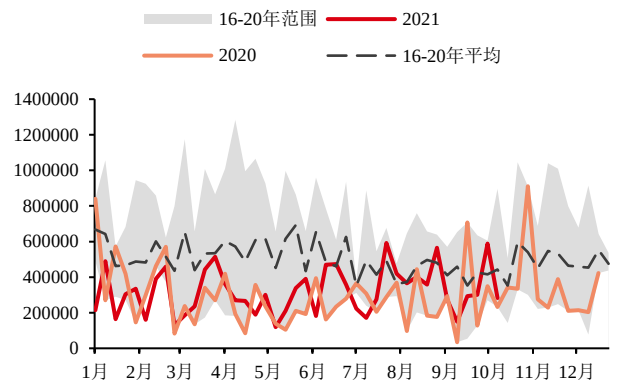
燃料油贸易数据：

图 25：新加坡燃料油进口量　　单位：吨



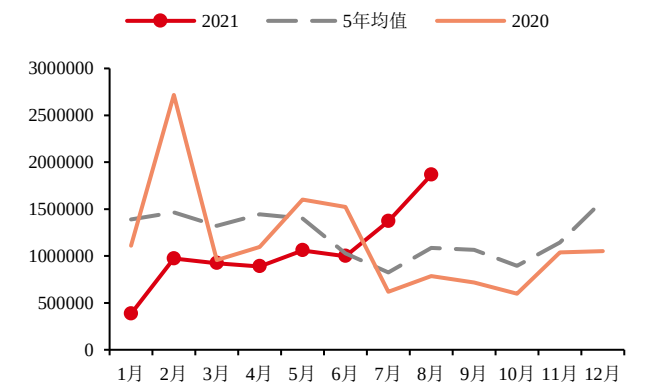
数据来源：IES Bloomberg 华泰期货研究院

图 26：新加坡燃料油出口量　　单位：吨



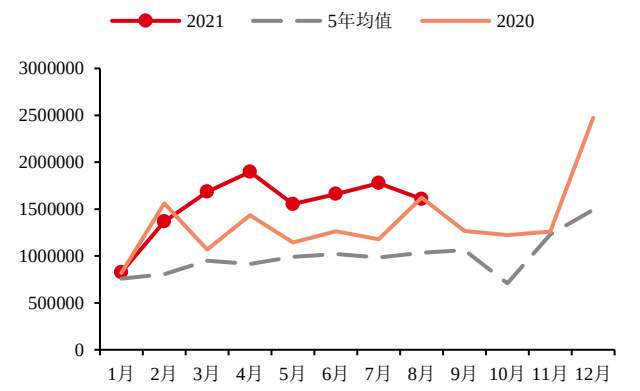
数据来源：IES Bloomberg 华泰期货研究院

图 27：中国燃料油进口量　　单位：吨



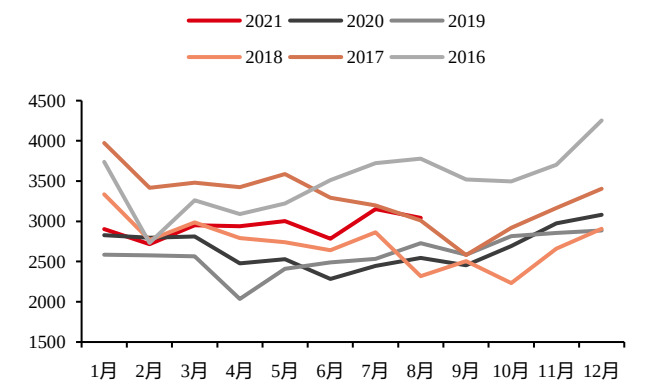
数据来源：海关总署 Bloomberg 华泰期货研究院

图 28：中国燃料油出口量　　单位：吨



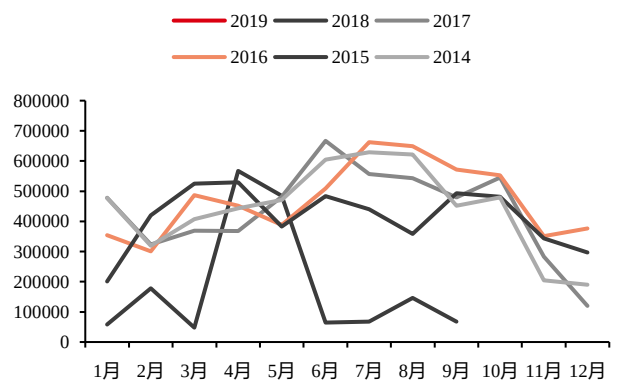
数据来源：海关总署 Bloomberg 华泰期货研究院

图 29：俄罗斯燃料油出口量　　单位：千吨



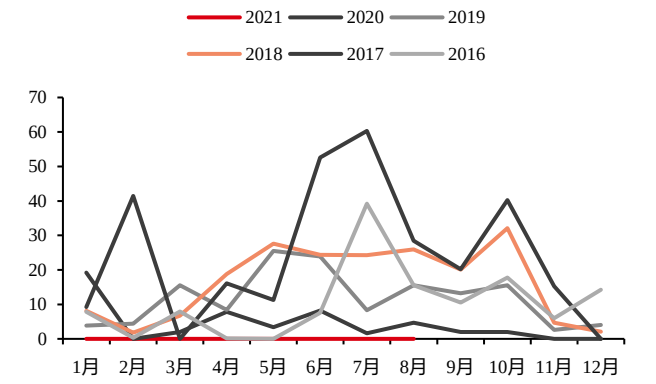
数据来源：俄罗斯能源部 Bloomberg 华泰期货研究院

图 30：巴基斯坦高硫燃料油进口量　　单位：吨



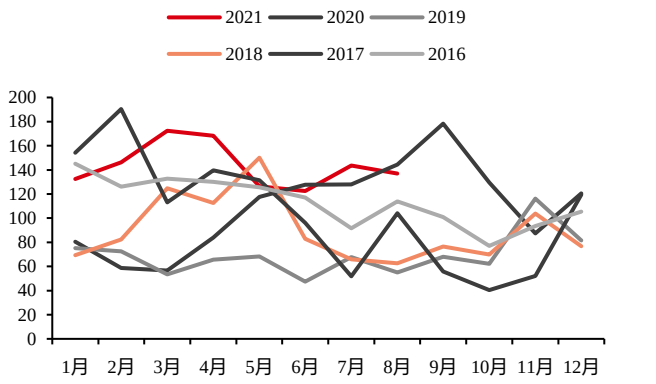
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 31：墨西哥燃料油进口量　　单位：千桶/天



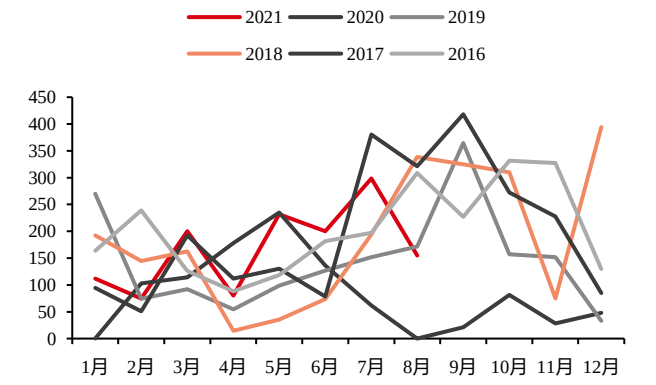
数据来源：Pemex Bloomberg 华泰期货研究院

图 32：墨西哥燃料油出口量　　单位：千桶/天



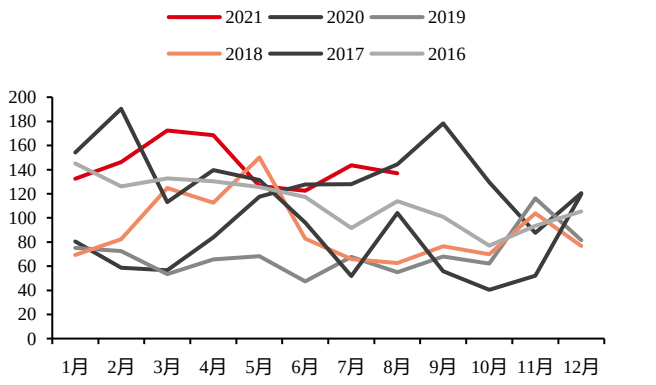
数据来源：Pemex Bloomberg 华泰期货研究院

图 33：印度燃料油进口量　　单位：千吨



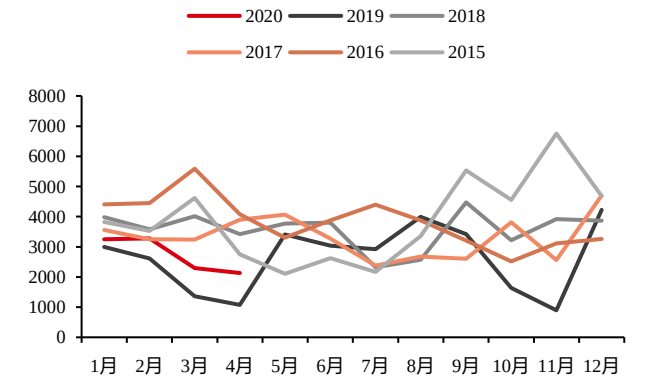
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 34：印度燃料油出口量　　单位：千吨



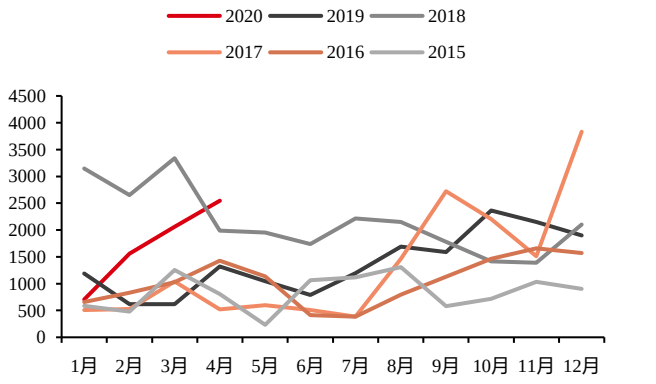
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 35：韩国 Bunker C 进口量　　单位：千桶



数据来源：KNOC Bloomberg 华泰期货研究院

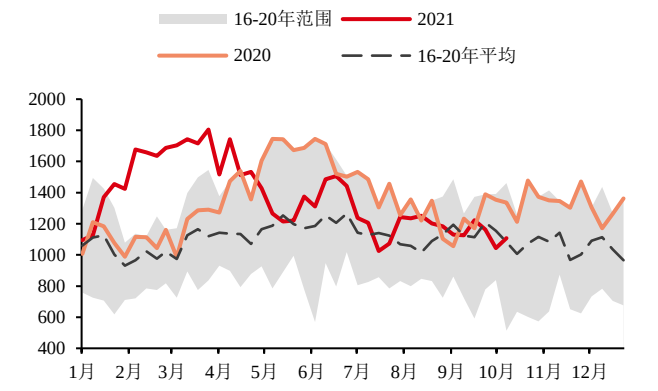
图 36：韩国 Bunker C 出口量　　单位：千桶



数据来源：KNOC Bloomberg 华泰期货研究院

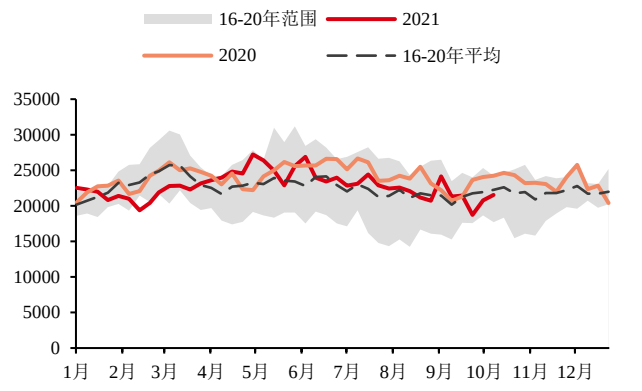
燃料油库存数据：

图 37：ARA 燃料油库存　　单位：千吨



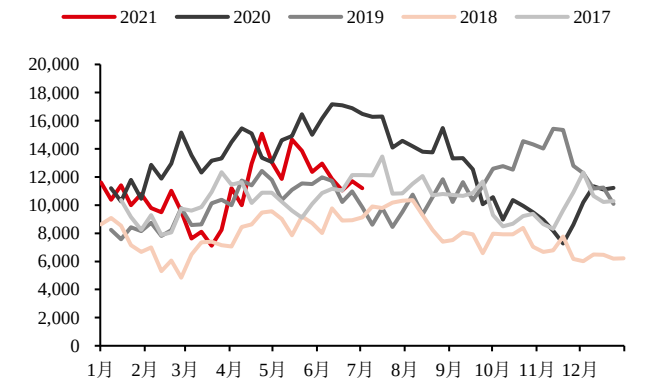
数据来源：PJK Bloomberg 华泰期货研究院

图 38：新加坡渣油库存　　单位：千桶



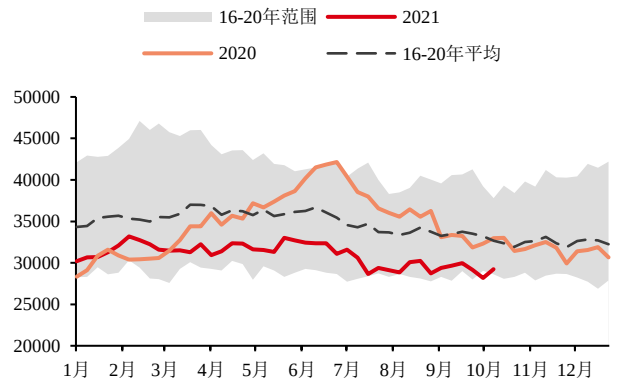
数据来源：IES Bloomberg 华泰期货研究院

图 39：富查伊拉重馏分及渣油库存　　单位：千桶



数据来源：Platts EA 华泰期货研究院

图 40：美国燃料油库存　　单位：千桶



数据来源：EIA Bloomberg 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