

沥青需求大旺季悄然来临

多沥青空燃料油交易策略

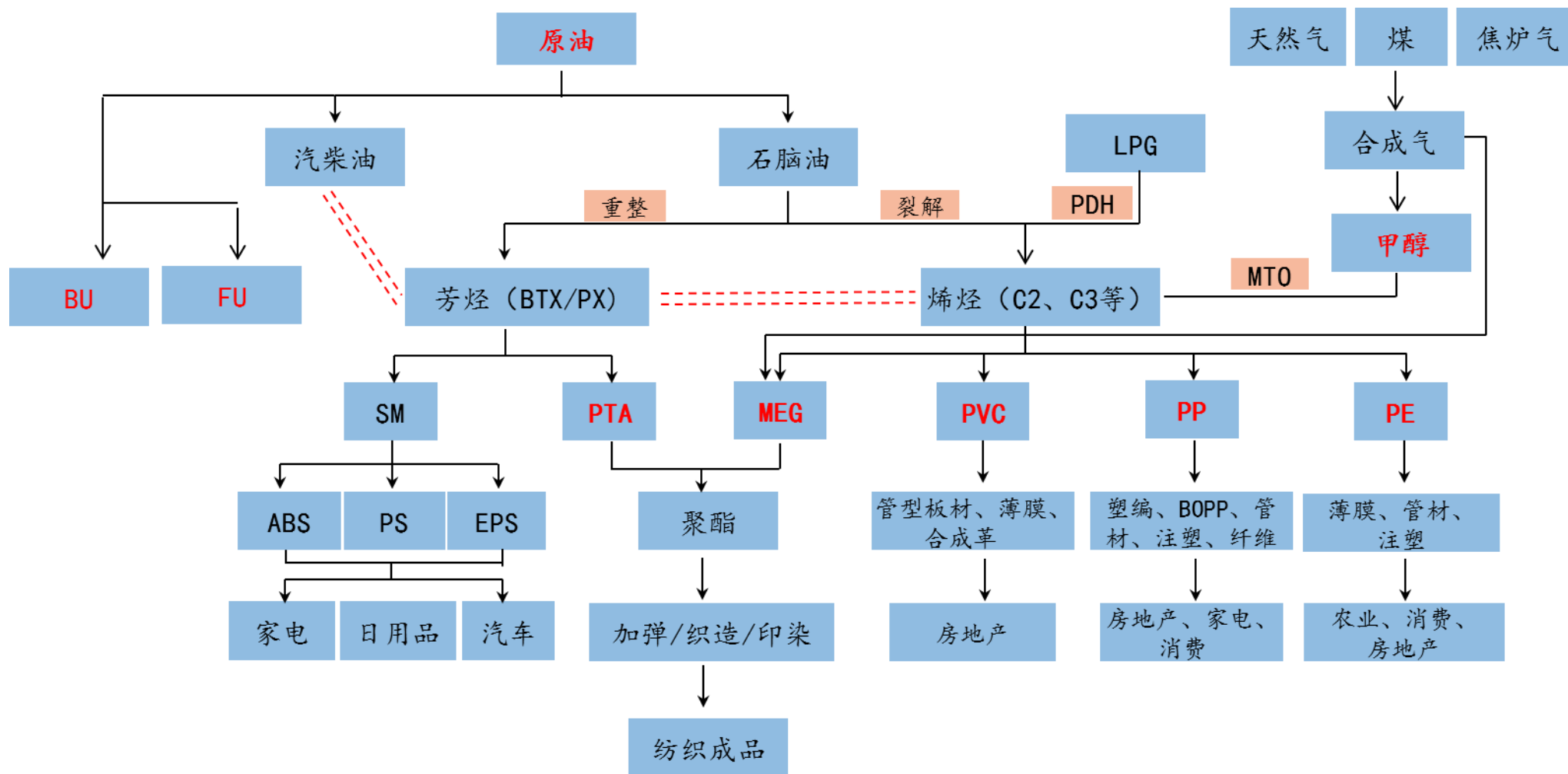
臧加利

信达期货研发

2019年8月27日



沥青和燃料油长期走势跟随原油，短期内自身基本面决定与原油的分化程度



多沥青空燃料油策略，押注沥青季节性需求，空配燃料油对冲原油下行风险

- 操作标的：多BU1912空FU2001。
- 建仓操作：BU1912跌破3100点后，择机买入BU1912，分批金字塔式加仓，BU1912加仓后参考BU1912-FU2001价差，若该价差在800-900区间，择机卖出FU2001合约，保持头寸配比1:1。
- 平仓操作：BU1912在3600以上逐步平仓，BU1912跌破2900一次性止损，FU2001同步减仓。
- 持仓周期：2019年8月底至2019年10月底，滚动操作，在10月底前全部清仓。
- 基本逻辑概况：目前沥青处于高库存，进入9月份后沥青迎来传统需求旺季，同时在地方政府专项债可作为项目资本金的利好推动下，公路建设料将提速，沥青季节性需求有望强于往年同期。7月以来，沥青社会库存从高位拐头向下，表明终端需求正逐步启动。随着库存去化，沥青现货提价阻力减弱，现货上涨带动基差走强，期价大概率上行修复基差。下半年燃料油合约进入过渡期，在IMO2020限硫令驱动下，使用合规低硫燃料是主流选择，高硫燃油需求通过尾气脱硫装置进行保留，需求端坍塌导致高硫燃油远月价格没有支撑，适合作为空头配置，对冲原油下行风险。
- 风险点：国庆节前后阶段性停工；石料供应紧张；部分地区解除开放式脱硫装置禁令。

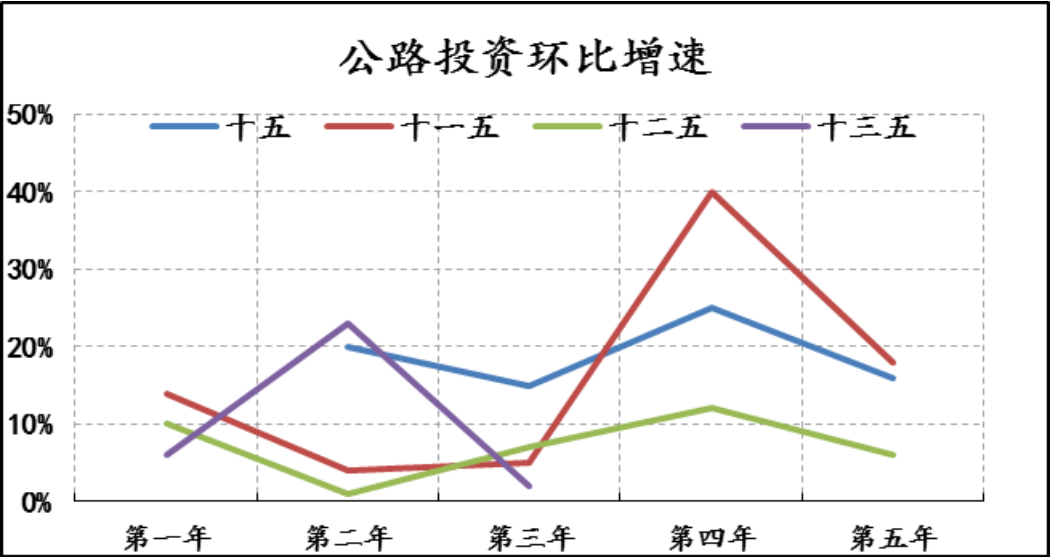
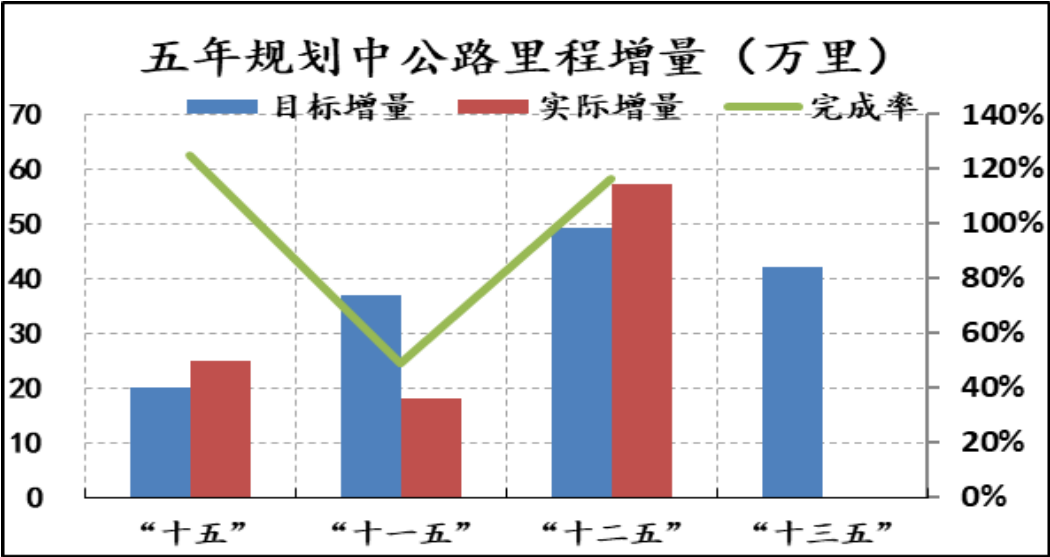


沥青

9-10月需求大旺季值得期待

2019年已经进入“十三五”规划后半程，道路建设预将提速

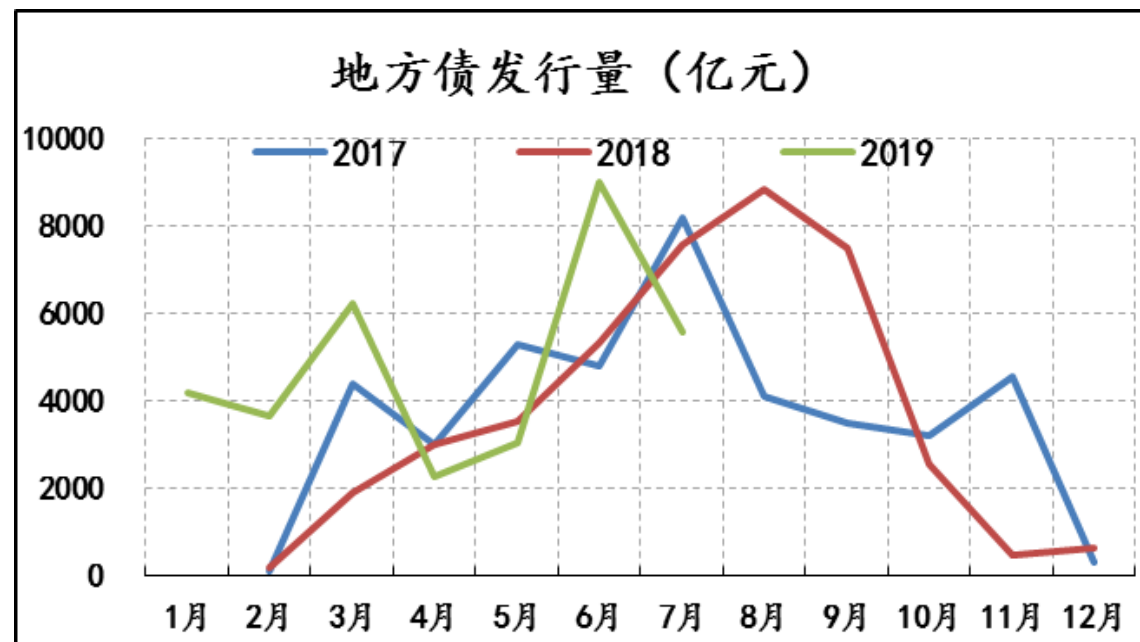
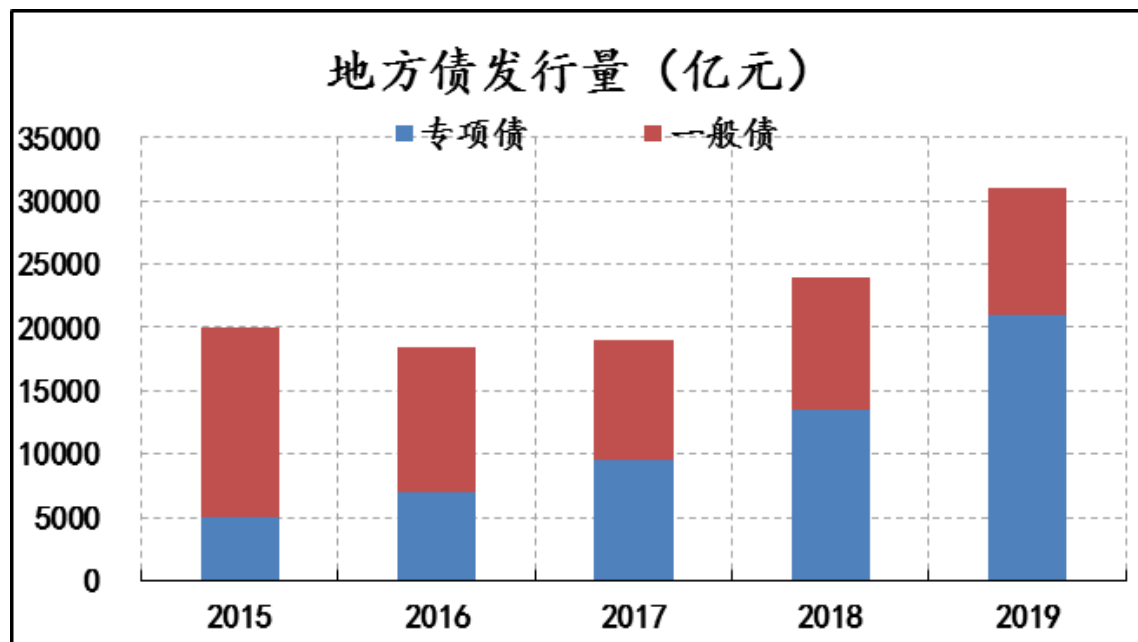
➤ 据以往经验，公路建设目标大概率会超额完成，且五年规划中，第四年公路投资环比增速最高



高速公路里程	目标增量	实际增量	年均增长（规划）	年均增长（实际）
“十五” 2001-2005	0.87	2.47	0.17	0.49
“十一五” 2006-2010	2.40	3.30	0.48	0.66
“十二五” 2011-2015	3.39	4.94	0.68	0.99
“十三五” 2016-2020	2.60		0.52	0.75（2016） 0.65（2017） 0.60（2018）

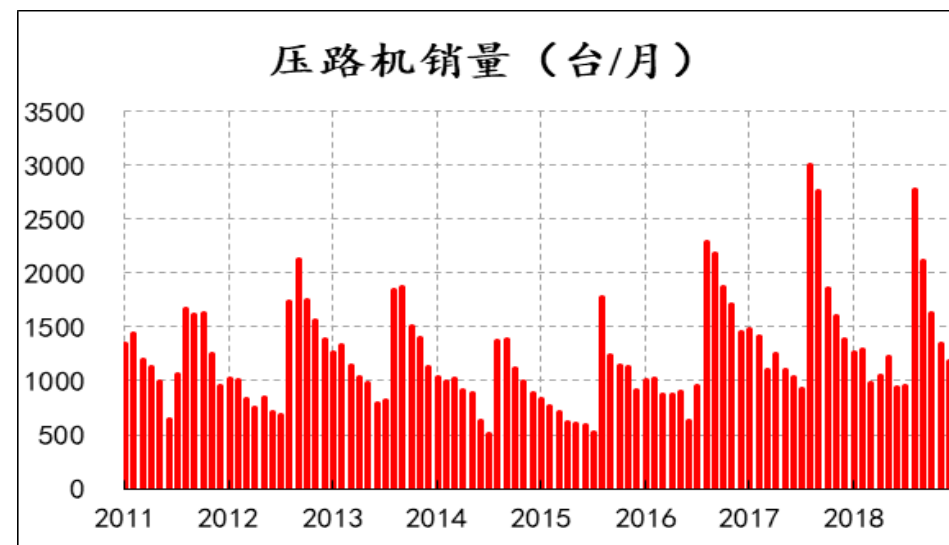
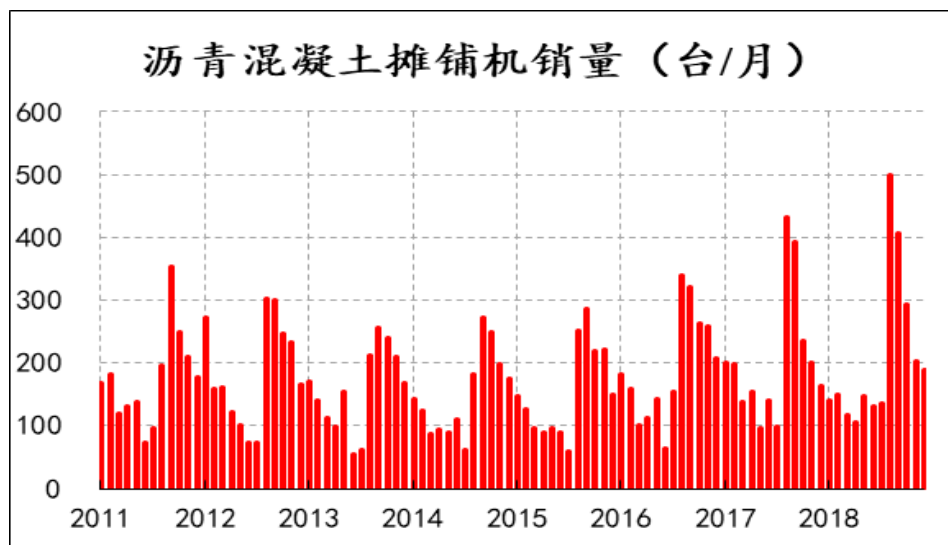
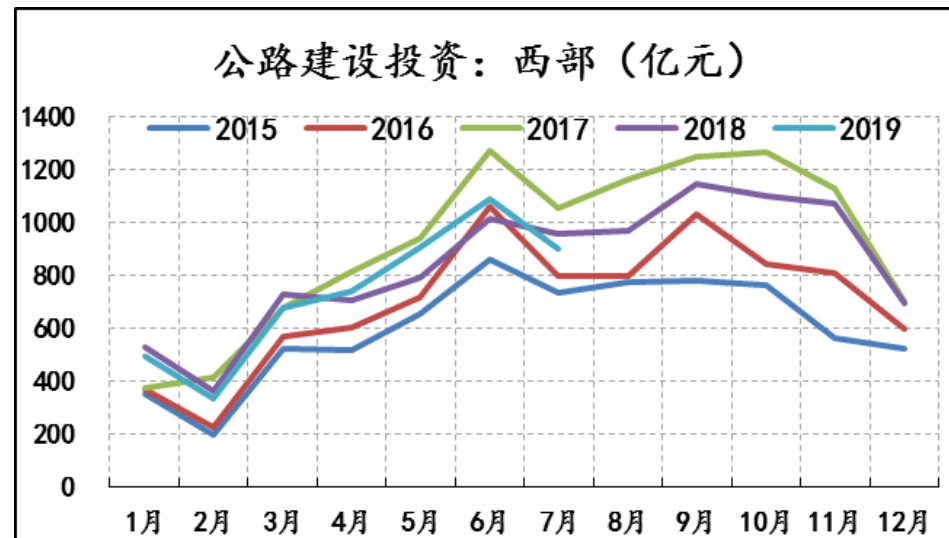
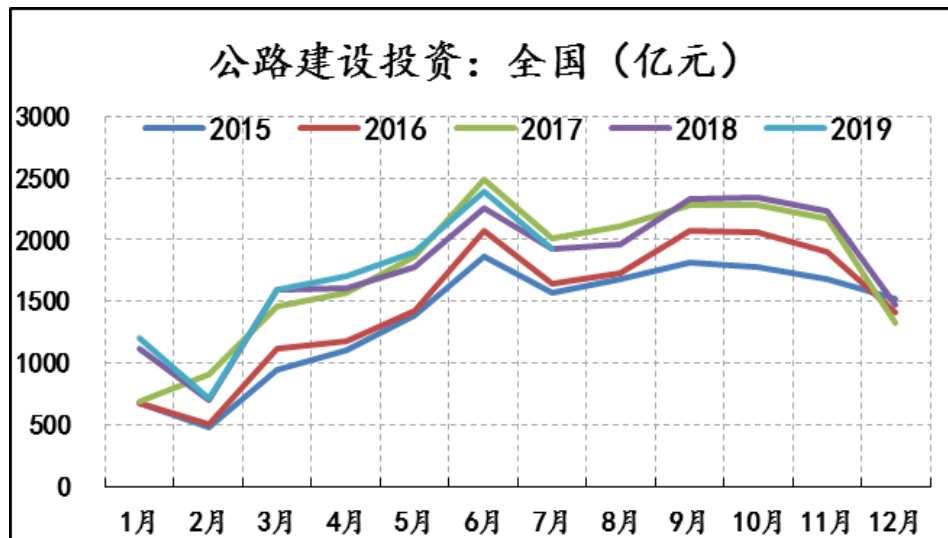
地方政府专项债可充当项目资本金，公路建设财政性资本金紧张状况显著缓解

- 年初的“强心剂”：2019年政府工作报告，今年计划安排地方政府专项债券2.15万亿
- 6月10日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，允许部分重大项目使用专项债作为项目资本金，推动基建投资



沥青季节性特征十分鲜明，“金九银十”是传统旺季

- 新建道路项目通常会在同一年内完成，春夏之际开工建设路基，秋天完成路面铺设
- 沥青路面施工对温度和湿度有要求，一、四季度受气温限制，二、三季度受降水限制



上半年沥青不断累库，需求强预期迟迟未能兑现

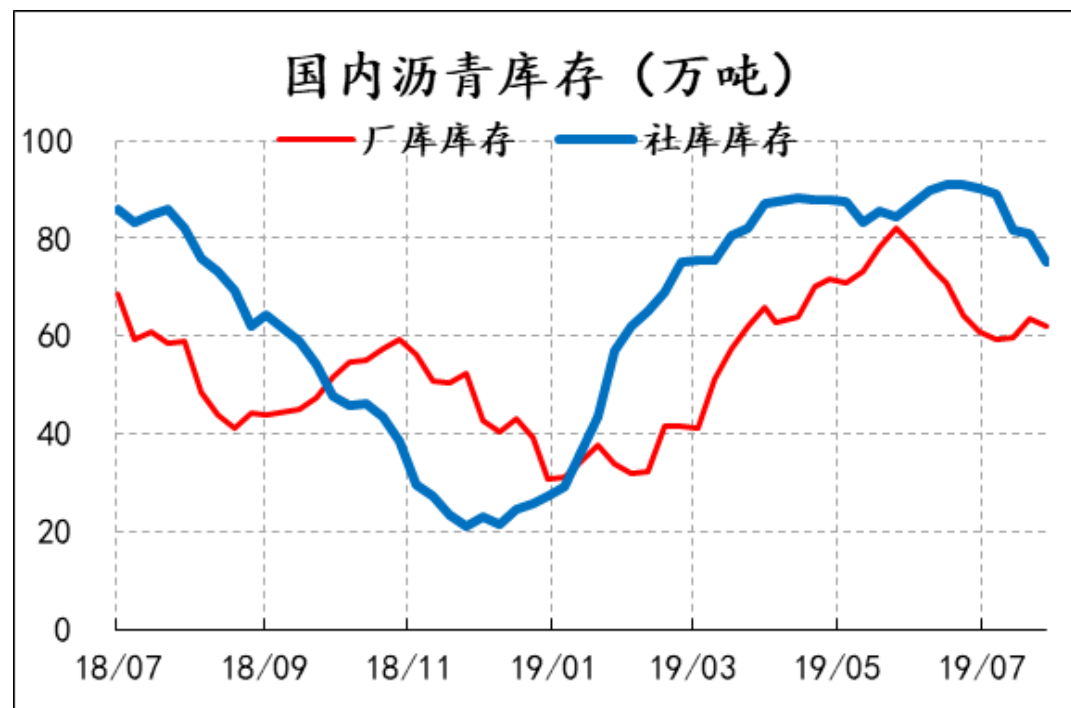
➤ 2019年1-6月，沥青持库存持续累积：

- (1) 地方政府专向债发行节奏提前，规模增大，但未传导至道路施工需求；
- (2) 炼厂加工利润尚可，沥青相对其他焦化料有利润优势



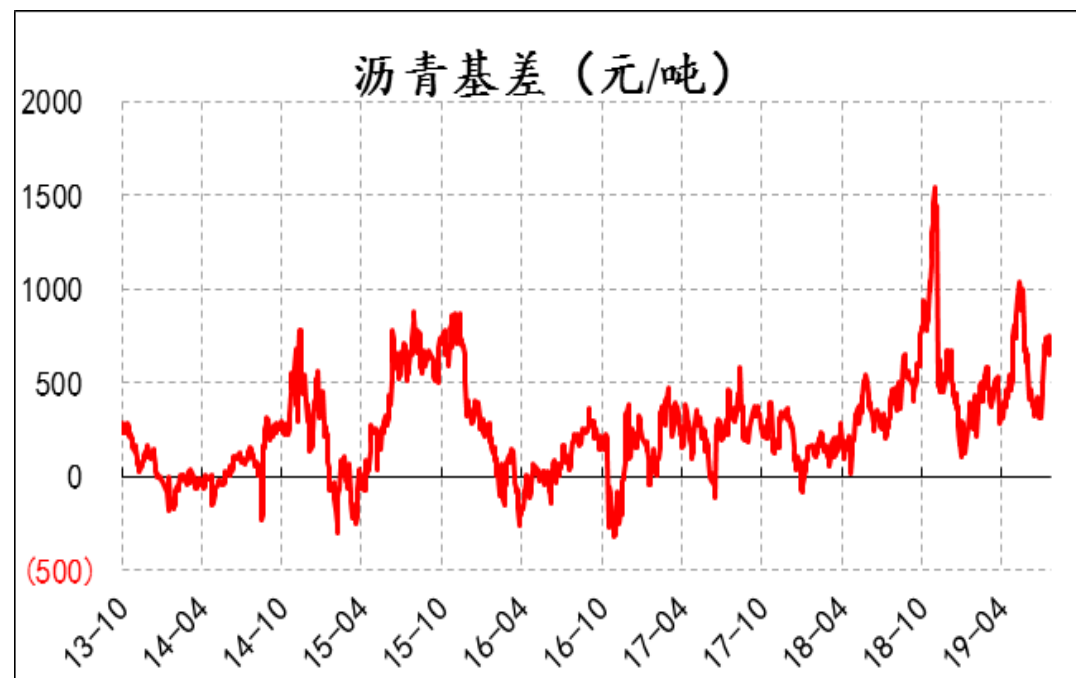
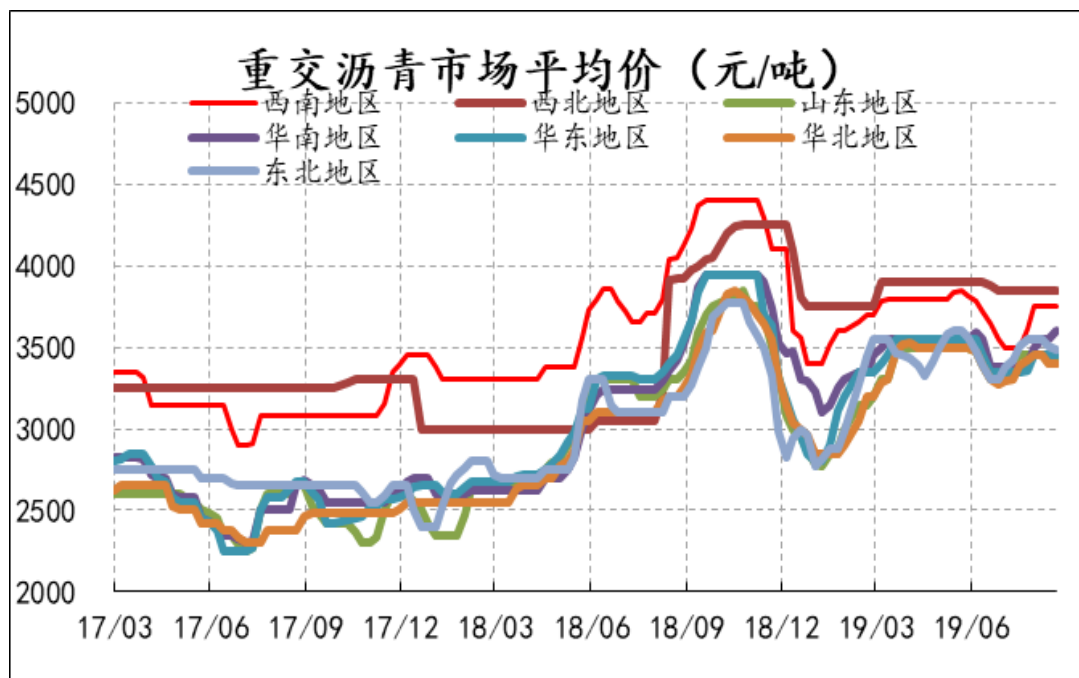
沥青库存占其消费的比例不高，累库速度快，去库速度也很快

- 6-7月，部分厂库库存向社会库存转移，贸易商提货意愿强
- 7月以来，社会库存从高位拐头向下，表明终端需求逐步启动
- 预计社会去库加速去化，并带动炼厂库存逐渐下降



随着沥青去库，现货上涨拉大基差，期价上行修复基差

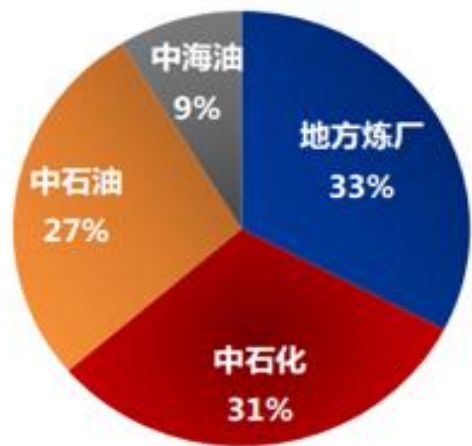
- 前期高库存情况下，沥青现货价格保持坚挺，贸易商捂货惜售
- 后期库存去化，沥青现货提价阻力减弱，现货上涨带动基差走强，期价大概率上行修复基差
- 部分贸易商对其社会库存进行盘面套保，需求启动消化库存，空单平仓有助于期价反弹



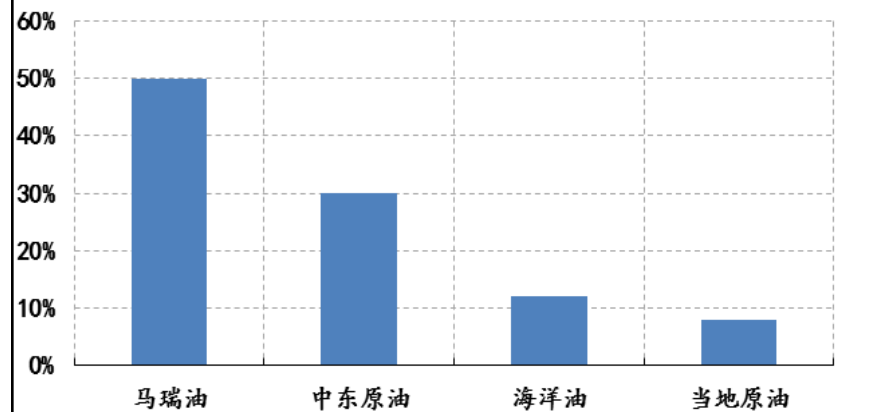
边际利好：马瑞油供给端扰动一直存在，且可能继续恶化

- 委内瑞拉出口至中国的原油中80%是马瑞油，在中国沥青炼厂原料占比近50%。
- 全球重油资源紧缺，叠加委内局势不断恶化，马瑞油贴水持续上涨。

我国沥青产量分布



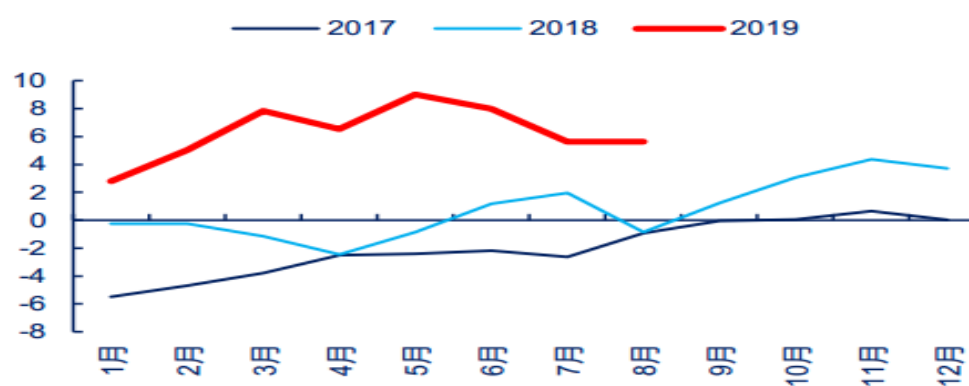
国内沥青原料分布



委内瑞拉原油产量（万桶/日）



马瑞油贴水（美元/桶）



边际利好：马瑞油供给端扰动一直存在，且可能继续恶化

- 中石油暂停马瑞油的进口，可能会持续一年，将对10月后沥青生产造成影响。
- 短期内，马瑞油难以被完全替代：1) 使用其他重油所产沥青的收率较低；2) 需要投入时间和资金成本进行装置调试；3) 考虑税收问题，加工马瑞油产沥青的综合效益最高。

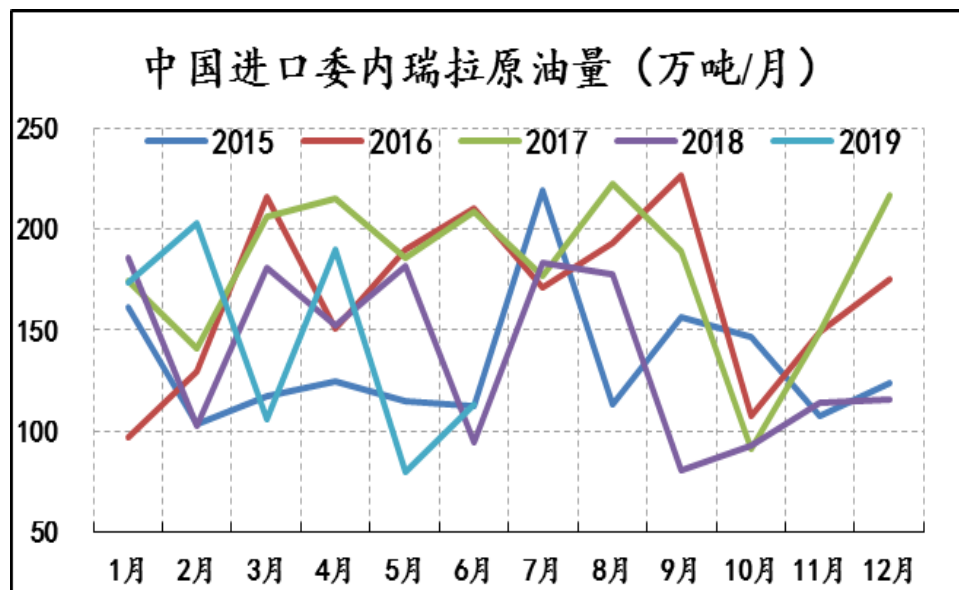


表 部分原油的减压渣油收率（粗估沥青收率）

资料来源：一德期货

原油	产地	密度, g/cm3	硫含量, m%	减压渣油收率, m%
马瑞	委内瑞拉	0.95	2.8	60
波斯坎	委内瑞拉	0.99	4.94	75.7
纳波	厄瓜多尔	0.94	2	55
沙中	沙特阿拉伯	0.87	2.42	25.8
沙重	沙特阿拉伯	0.89	2.8	31.5
卡斯蒂利亚混合	哥伦比亚	0.94	1.48	39.5
冷湖混合	加拿大	0.93	3.77	37.9
AWB	加拿大	0.92	3.85	43.5
巴士拉轻	伊拉克	0.88	2.85	23.8
巴士拉重	伊拉克	0.91	4.12	30
伊朗重油	伊朗	0.88	2.24	24.5
卢拉	巴西	0.87	0.39	30.4
科威特	科威特	0.87	2.68	29



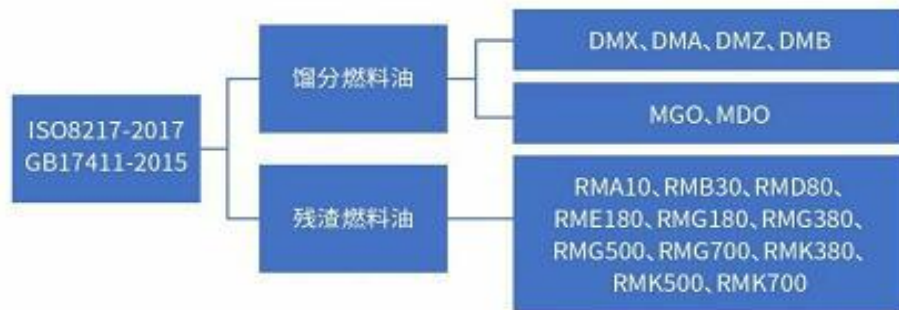
燃料油

IMO2020限硫令驱动下的空配品种

高硫燃料油合约进入过渡期，船燃需求向合规低硫燃料转移

- 按照上期所此前设计，2019年下半年FU合约将进入过渡期，并设置高硫和低硫燃料油的升贴水。在过渡期结束前（2021年12月31日），高硫燃料油和低硫燃料油仓单同时存在。

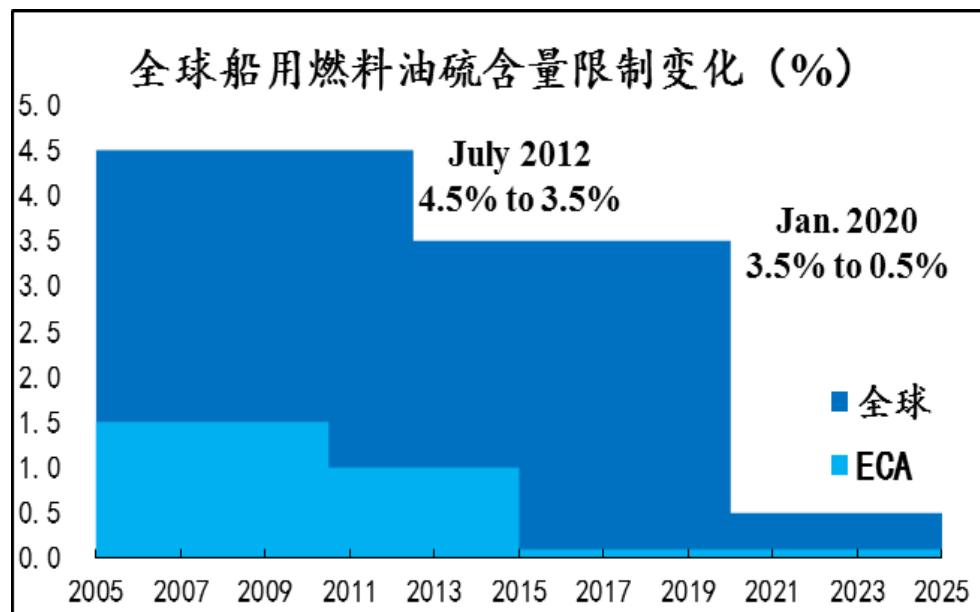
交易品种	燃料油
交易单位	10吨/手
报价单位	元（人民币）/吨（交易报价为不含税价格）
最小变动价位	1元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±5%
合约月份	1-12月
交易时间	上午9:00 - 11:30，下午1:30 - 3:00和交易所规定的其他交易时间。
最后交易日	合约月份前一月份的最后一天；交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日。
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	RMG 380船用燃料油（硫含量为I级、II级）或者质量优于该标准的船用燃料油（具体质量规定见附件）。
交割地点	交易所指定交割地点
最低交易保证金	合约价值的8%
交割方式	实物交割
交割单位	10吨
交易代码	FU
上市交易所	上海期货交易所



根据硫含量，船用燃料油可分为三个等级（I、II、III级），其中残渣型燃料油对应的标准分别是硫含量不大于3.50%、0.50%和0.10%。

IMO2020限硫令分地区分阶段实施，推动航运业供给侧改革，

- 1997年9月国际海事组织IMO修订了《国际防止船舶造成污染公约》，对硫含量的控制分地区分阶段实施，通过提高环保和运营成本来淘汰低标船和管理不善的航运企业，逐步改善航运运力过剩和低价竞争的局面。

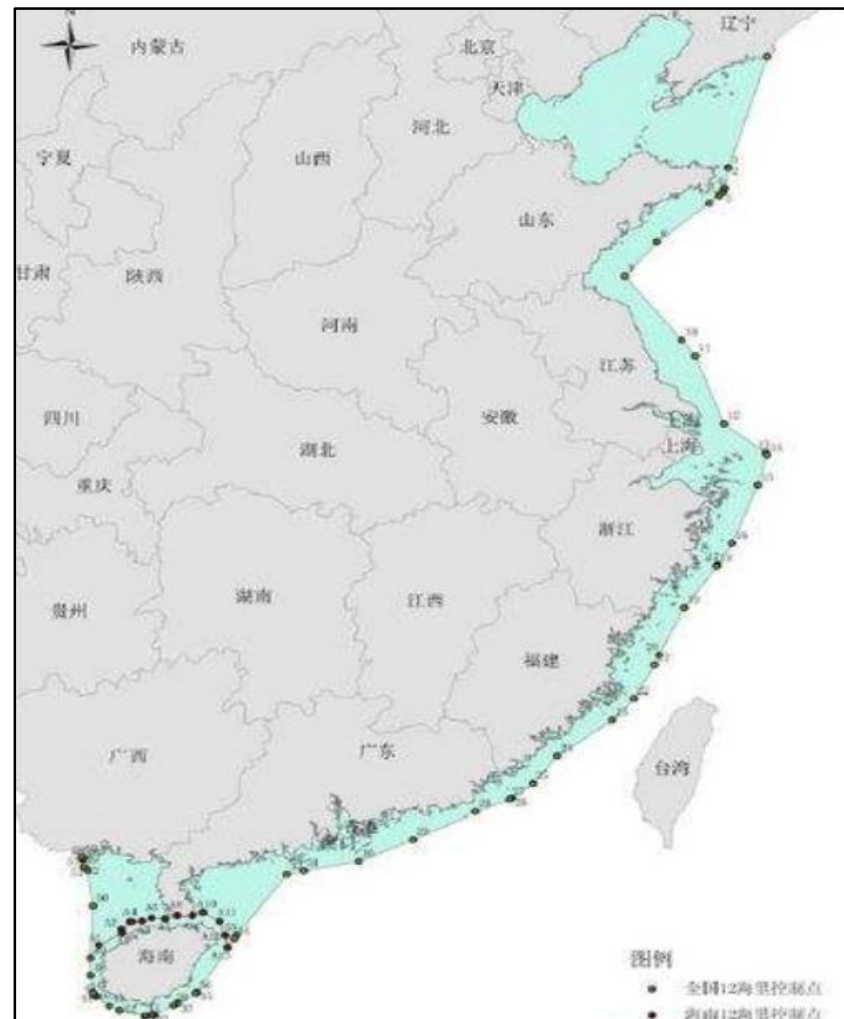


国际海事组织IMO批准设立4个ECA：

波罗的海、北海、北美沿海和美国加勒比海域

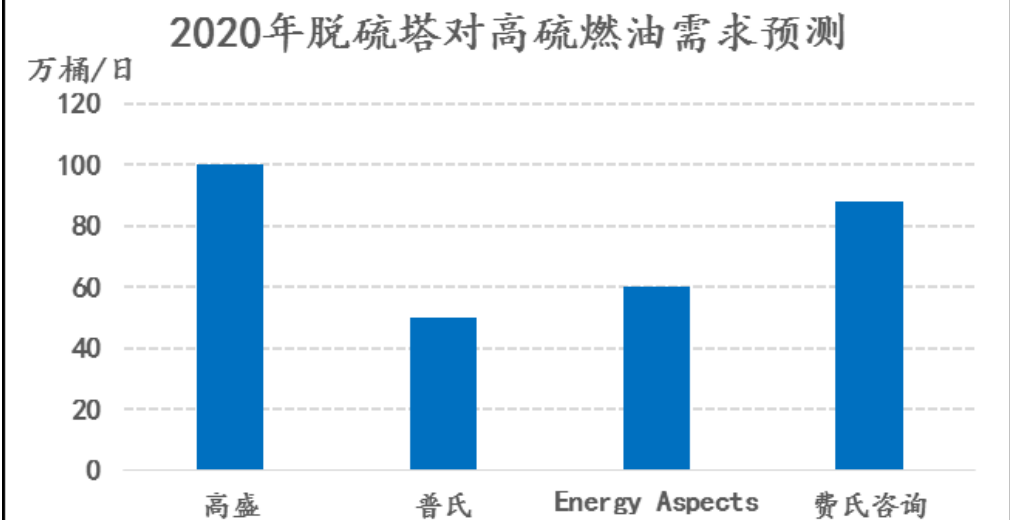
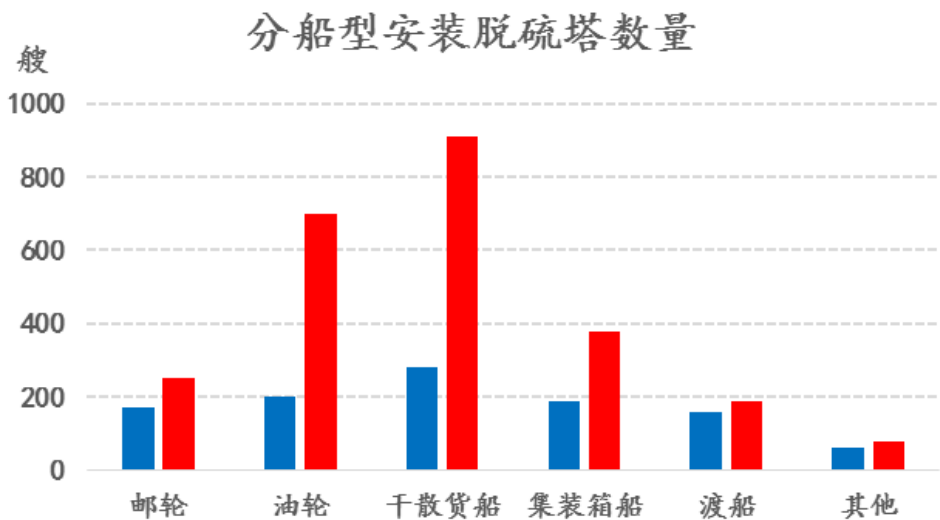
自行设立的2个ECA：

欧洲海域、美国加利福尼亚



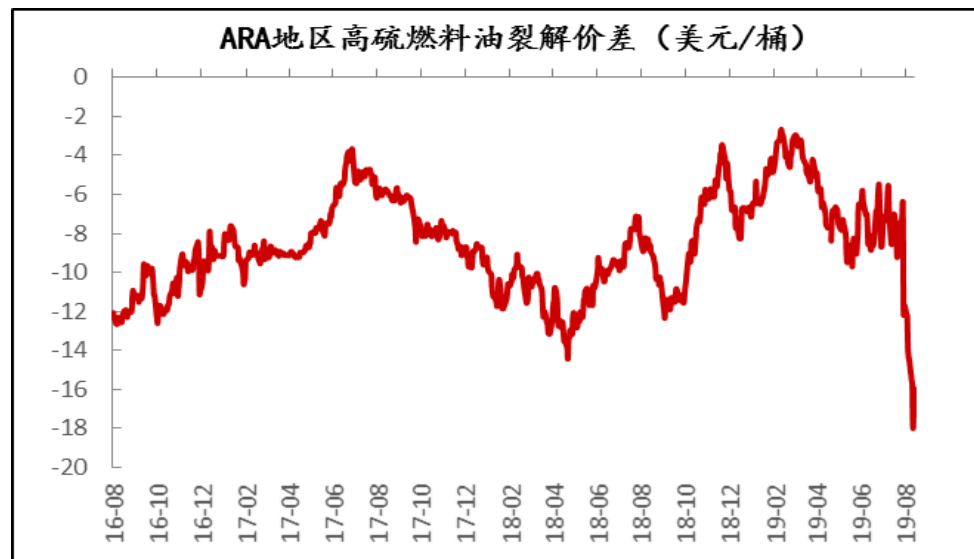
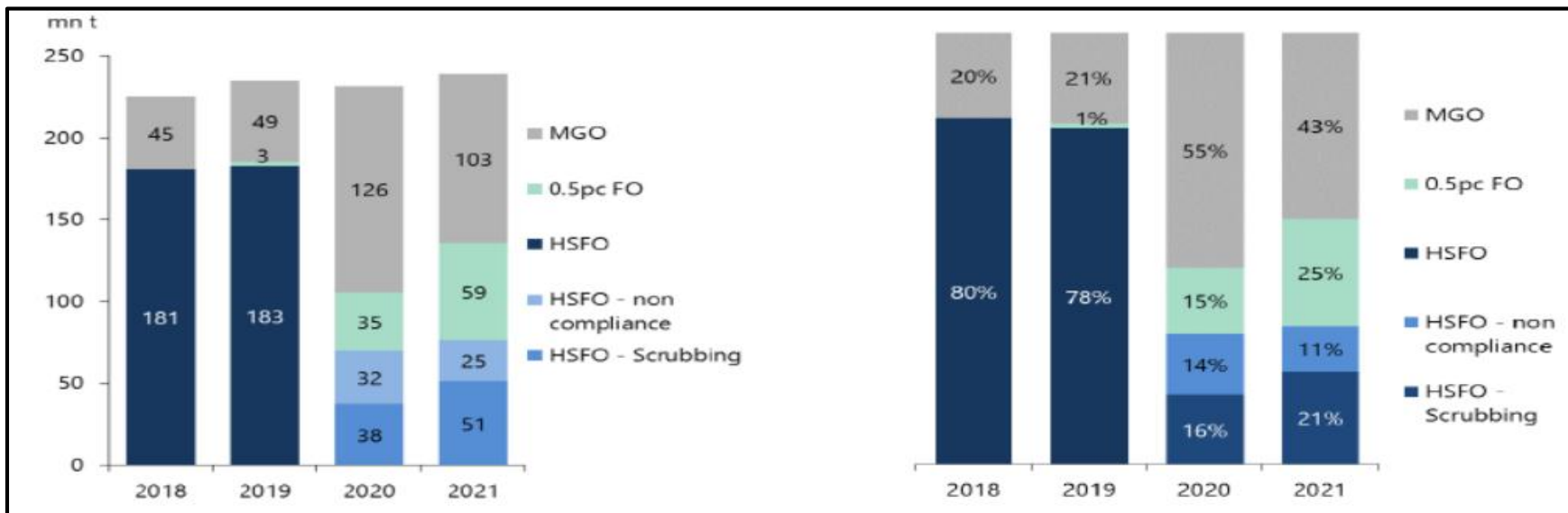
使用合规低硫燃油是主流选择，高硫燃油需求通过尾气脱硫装置进行保留

应对措施	优势	劣势	Drewry调查问卷	
			运营船舶	新建船舶
低硫船用燃料 (LSFO、MGO)	不用新建或改装，前期投入低	日常运营成本高 HSFO<LSFO<MGO	66%	37%
加装尾气脱硫装置	可继续使用高硫燃油HSFO 日常运营成本较低	安装脱硫塔造成船舶停运 初期设备投入较高（3-5百万美元） 过渡装置，无法降低其他污染排放	13%	21%
改用以LNG为动力的船舶	完全满足硫氧化物和 氮氧化物排放要求	前期设备投入成本最高 现有加注站点网络不健全 续航能力和安全性不足	8%	24%



IMO2020限硫令影响凸显，需求端坍塌导致高硫燃料油远月价格没有支撑

➤ 贸易商、船东开始主动清理储高硫燃料油库存，裂解价差大幅走弱，远月合约深度贴水。



空头主力优势明显，FU2001合约接货难以处理，适合做空头配置

多头持仓龙虎榜

名次	会员简称	多单量	增减
1	永安期货	22612	25
2	徽商期货	15492	628
3	银河期货	15219	-197
4	申万期货	13677	64
5	英大期货	13562	-100
6	方正中期	12830	-363
7	国泰君安	9123	-263
8	中信期货	8160	-576
9	广发期货	7976	98
10	国贸期货	7758	520
11	华泰期货	7347	-1369
12	华安期货	6935	-1148
13	宏源期货	6574	-930
14	东证期货	5969	474
15	光大期货	5579	-647
16	中信建投	5489	-567
17	海通期货	5378	-337
18	国海良时	4900	-292
19	平安期货	4799	-2558
20	东方财富	4691	-1862
本日合计	184070	前五合计	80562
上日合计	194028	前十合计	126409
总量增减	-9958	前二十合计	184070

空头持仓龙虎榜

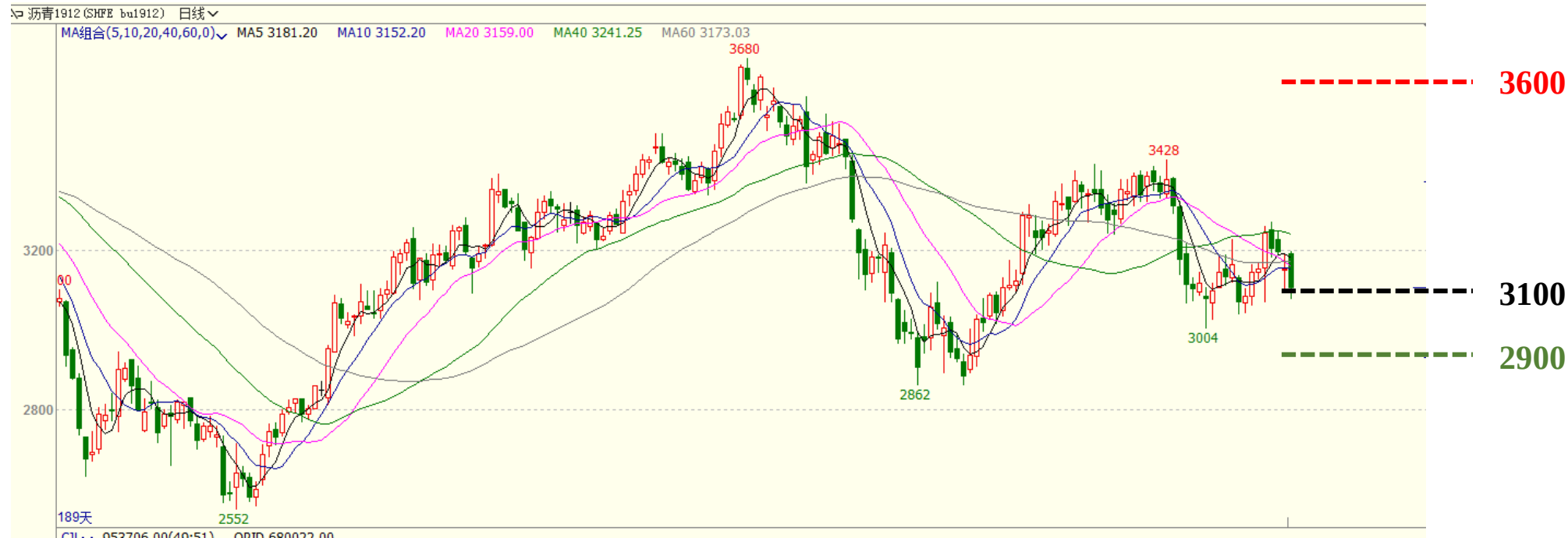
名次	会员简称	空单量	增减
1	银河期货	44560	296
2	中银国际	33541	621
3	中信期货	25148	-1942
4	永安期货	23082	-2503
5	国投安信	16945	-50
6	国泰君安	13703	-2076
7	东海期货	10987	404
8	海通期货	10807	-5370
9	东证期货	10473	-3348
10	方正中期	10292	441
11	华泰期货	8942	-4132
12	申万期货	8743	79
13	国海良时	8355	270
14	上海浙石	7450	-120
15	迈科期货	7100	136
16	格林大华	5418	1759
17	天风期货	5246	520
18	鲁证期货	4955	764
19	渤海期货	4739	-6
20	国富期货	4329	-7
本日合计	264815	前五合计	143276
上日合计	280520	前十合计	199538
总量增减	-15705	前二十合计	264815



多BU1912空FU2001

策略方案操作详述

策略方案操作详述



- **建仓操作：**BU1912跌破3100点后，择机买入BU1912，分批金字塔式加仓，BU1912加仓后参考BU1912-FU2001价差，若该价差在800-900区间，择机卖出FU2001合约，保持头寸配比1:1。
- **平仓操作：**
 - 1) BU1912在3600以上逐步平仓，BU1912跌破2900一次性止损，FU2001同步减仓
 - 2) 市场变化较大时，可以滚动操作，力求实现收益最大化。
- **持仓周期：**2019年8月底至2019年10月底，滚动操作，在10月底前全部清仓。
- **退出机制：**止盈退出、止损退出、到截至时间退出。
- **风险控制：**
 - 1) 策略基本逻辑错误，需求偏弱，沥青库存继续累积；
 - 2) 期货账户安全度风险，确保期货端可用资金在可控范围内。

需注意的风险因素

- 去年因环保石矿不能开采，大量中小型石料厂关闭，导致石料供应紧缺。如果今年环保、依然趋严，石料供应紧张将间接拖累沥青需求释放。
- 今年是建国七十周年，国庆节前后可能会有阶段性停工，影响道路建设施工进度。
- 专项债作为项目资本金需满足“重大项目”要求，减税降费大背景下，地方财政支出承压，流入道路建设的资金量有可能远低于预期。
- 部分地区解除开放式脱硫装置禁令，航运企业大量加装船舶脱硫装置。

谢谢



**臧加利
原油、燃料油、沥青**