

## 燃料油专题：高低硫切换加速，燃料油空头思路不改

2019年11月22日

臧加利

能源化工研究员

执业编号: F3049542

电话: 18019038063

0571-28132632

邮箱: zangjiali@163.com

陈敏华

高级研究员

投资咨询资格编号: Z0012670

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路188号

天人大厦19-20层

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址: www.cindaqh.com

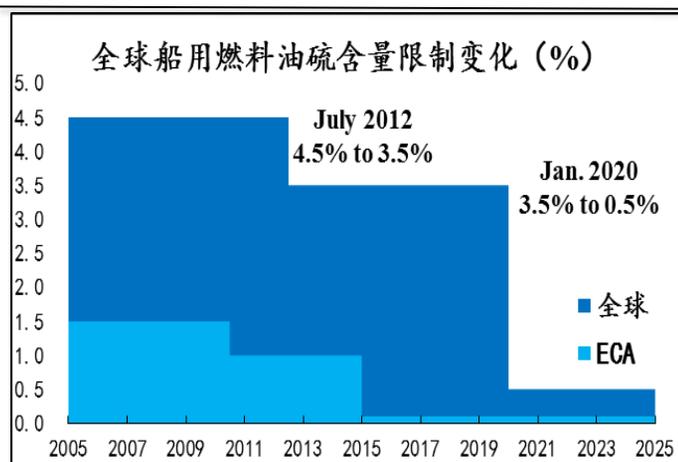
### 核心观点

- 回顾保税 380 燃料油上市以来运行情况，一直与新加坡燃料油市场存在紧密的联动关系，内外盘套利异常活跃，尤其是临近交割时期，期现价格并不回归，给投资者提供了较好的套利机会。FU2001 合约是体现限硫令的第一个合约，多空博弈异常激烈，多头一直被空头按在地上摩擦，随着部分投机空头力量撤退，燃料油终于迎来反弹。当前，舟山保税燃料油现货价经汇率换算后在 2400 元/吨左右，盘面价格在 1830 元/吨，期现价差较大，注册成仓单抛在盘面并不具有经济优势，因此贸易商会优先通过现货端销售，预计短期内燃料油仓单不会大量涌现，仓单压力暂时无忧。
- 随着套利船货会陆续到达国内，出于经济利益考虑，贸易商们会优先通过现货端进行销售，现货价格大概率会承压下行。反观期货端，临近交割时调费、限仓、提保等措施会促使投机空头主力进一步离场，进而对燃料油期价形成支撑，即期现价差主要通过现货下跌的方式进行修复。FU2001 多单平均成本多在 2000-2100 元/吨间，上方套牢盘压力较大，燃料油期价反弹空间也将有限。操作层面，我们继续看空燃料油，因此这波反弹行情并不建议大家参与，实在想说的话可以多 FU2001 空 FU2005，止损设置在-120 元/吨。单边的话，可以尝试空 FU2005 合约，入场位置建议在 2000 元/吨，止损设置在 2100 元/吨。

## 1. 高低硫切换加速，多头惨遭碾压

进入 11 月后，在原油表现相对偏强的背景下，燃料油期价持续大幅下跌，不断有投机资金入场抄底，FU2001 合约持仓量最高达到 92.2 万手，表明多空力量分歧较大。回归燃料油自身基本面，本轮燃料油下跌的核心驱动力来自于 IMO2020 限硫政策下需求端的坍塌。所谓 IMO2020 限硫政策，指的是按照国际海事组织（IMO）的要求，自 2020 年 1 月 1 日起，全球范围内船燃硫含量限值将由现行的 3.5% 降至 0.5%。其实，这个限硫政策在 2016 年就已经提出，今年以来更是被市场资金反复炒作，只是很多投资者置若罔闻，直到抄底被套才认真做功课，才意识到限硫令的重要性。而广大炼厂、船东以及贸易商们已经提前行动迎接低硫时代，炼厂升级装置削减高硫燃料油产出，船东们安装船舶脱硫装置或是尝试使用低硫船用燃料，贸易商们则积极清理高硫燃料油库存并增加低硫燃料油储备。在市场各方的紧锣密鼓准备中，高硫燃料油逐步进入供需两弱格局，9-10 月份虽然新加坡高硫 380 燃料油较 Brent 原油裂解价差持续走弱，但现货升贴水却表现很强，带动远期曲线呈现极强的 Back 结构（近高远低）。11 月后，高低硫切换加速，新加坡高硫燃料油现货价格崩塌带动市场结构走弱，并最终传导至内盘 FU 合约上，FU 合约较新加坡同期掉期溢价回落，FU1-5 价差由正转负并不断扩大。回顾保税 380 燃料油上市以来运行情况，一直与新加坡燃料油市场存在紧密的联动关系，内外盘套利异常活跃，尤其是临近交割时期，期现价格并不回归，给投资者提供了较好的套利机会。FU2001 合约是体现限硫令的第一个合约，多空博弈异常激烈，多头一直被空头按在地上摩擦，随着部分投机空头力量撤退，燃料油终于迎来反弹，在高基差背景下，这波反弹能持续多久呢，本文就此进行一些分析和推演，以供投资者决策。

图：全球船用燃料油硫含量限制变化



资料来源：IMO，上期所，信达期货研发中心

图：上期所燃料油注册仓单量

燃料油		单位：吨	
地区	仓库	期货	增减
上海	洋山石油	290	0
浙江	中化兴中	0	0
	海洋仓储	0	0
	大鼎石油	0	0
	合计	0	0
保税商品总计		290	0
总计		290	0

## 2. 内外盘套利施压，但仓单压力暂时无忧

上期所FU合约标的为保税380船用燃料油，供国际航线船只使用，不必缴纳关税、增值税和消费税。由于相关退税政策未落地，国产燃料油进入保税区需要承担高昂的税费成本，不具有经济优势，因此我国保税380燃料油几乎全部来自于进口，其中新加坡和马来西亚是最主要的货源地。新加坡作为全球最重要的船供油港口之一，是亚太地区的燃料油集散中心，西北欧、中东的燃料油在新加坡经过混兑调和满足船用标准后再运往中国等地。目前，我国保税船用燃料油仓单成本计算方式为：

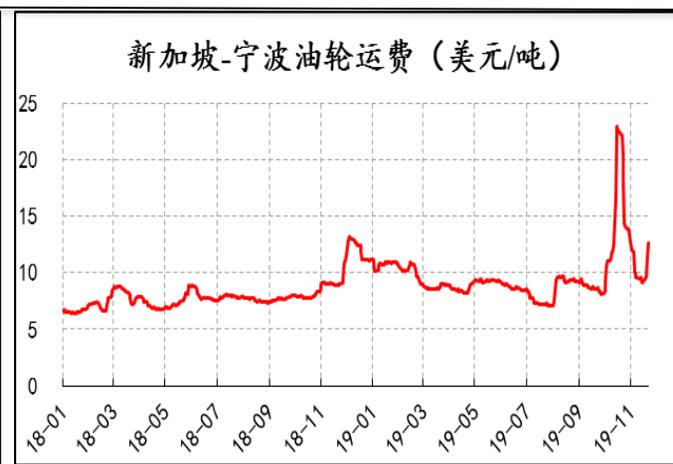
保税船用燃料油仓单成本 = (新加坡 MOPS 380CST 价格 + 升贴水) × 汇率 + 其他费用

新加坡地区燃料油现货评估价以 MOPS（全称为“Mean of Platts Singapore”）为基础，由于亚洲燃料油市场存在提前买货卖货的贸易习惯，大多数实货交割都集中在未来 15-30 天整个事件窗口内，因此 MOPS 价格反映的就是该时间段内装船的实货价值，在仓单成本中占的比重最大。升贴水指的是新加坡 380FOB 实货价格对 MOPS 的升贴水，是判断现货强弱的重要指标，从历史情况来看，2019 年 7 月以前该升贴水围绕 1 美元/吨波动，7 月后升贴水快速走高，并于 9 月 17 日创出 61.88 美元/吨的历史最高水平，当前该值已回落至 2 美元/吨左右。汇率按当天的外汇牌价计算，其他费用包括运费、保险费、港务费、港口设施保安费、货代费、油污基金、码头装卸费、商检费等。

图：新加坡 380 燃料油现货升贴水



图：新加坡至宁波油轮运费



资料来源：Wind，路透，信达期货研发中心

按照上期所燃料油期货交割实施细则，货主应当在燃料油入库的 15 天前向交易所办理入库申报。在收到符合规定的入库申报资料之日起 3 个工作日内交易所决定是否批准入库。经交易所批准入库的，货主应当在交易所批准之日起 15 天内向指定交割油库发货。进口燃料油运转环节多，程序较为复杂，涉及海事局、海关、商检、港务局、外代、海运局等许多部门，按照一般情况推算，从新加坡燃料油货物离港到

上期所交割库注册成仓单，整个流程大约需要 15 天左右。截至 11 月 20 日，上期所仓单日报显示仓单量只有洋山石油的 290 吨，注册仓单量过低。不过，与参与燃料油交割的企业交流得知，目前燃料油有大量在途货物，这部分货物到底有多少会转化为有效仓单呢？通过与燃料油衍生品经纪人交流得知，11 月初开始内外盘套利船货量明显增加，具体数据难以确定，毛估有几百万吨的量。基于燃料油定价机制，我们初步计算得出这批货物的离岸价格在 260-310 美元/吨间，均值在 290 美元/吨，再加上运费、保险费、入库费用等的仓单成本在 2200 元/吨左右（具体计算细节不展开，如有兴趣可与我们联系）。当前，舟山保税燃料油现货价经汇率换算后在 2400 元/吨左右，盘面价格在 1830 元/吨，期现价差较大，注册成仓单抛在盘面并不具有经济优势，因此贸易商会优先通过现货端销售。此外，新加坡 380CST 燃料油标准执行的是 ISO 8217: 2010，FU 执行的是 GB17411-2015，而且上期所在去年 10 月发布的《燃料油（期货）补充检验项目暂行规定》中新增了八项检测指标，提高了交割标准，交割货物的不确定性随之增加。因此，综合来看短期内燃料油仓单不会大量涌现，仓单压力暂时无忧。

### 3. 交割行情下的燃料油操作建议

从盘面来看，燃料油呈现触底反弹走势，FU1-5 价差收窄至-100 元/吨左右，燃料油反弹能持续多久，上方空间又有多大呢？基于前面分析，我们认为 11 月下旬套利船货会陆续到达国内，出于经济利益考虑，贸易商们会优先通过现货端进行销售，现货价格大概率会承压下行。反观期货端，临近交割时调费、限仓、提保等措施会促使投机空头主力进一步离场，进而对燃料油期价形成支撑，即期现价差主要通过现货下跌的方式进行修复。分析前几大多头席位盈亏可以发现，FU2001 多单平均成本多在 2000-2100 元/吨间，上方套牢盘压力较大，燃料油期价反弹空间也将有限。考虑到 IMO2020 限硫令将于明年 1 月 1 日正式实施，如果多头选择交割接货，将面临现货难以处理的窘境。也许有人会提议，现在沥青-燃料油价差达到了 1200 元/吨，可以用燃料油转产沥青。但是，我们认为这并不可行，原因一是 FU 标的为保税船用燃料油，是一种调和油品，成分复杂，难以满足炼厂装置进料要求，原因二是保税船用燃料油价格不含关税、增值税和消费税，其完税价格并不低，如果用其转产沥青，但从加工收益来看，与直接采用马瑞油生产相比并不具有经济优势。在限硫令大背景下，届时高硫燃料油最终去处将是燃油发电厂，这也决定了燃料油价格仍有下行空间。回归到操作层面，我们继续看空燃料油，因此这波反弹行情并不建议大家参与，实在想做的可以多 FU2001 空 FU2005，止损设置在 -120 元/吨。单边的话，可以尝试空 FU2005 合约，入场位置建议在 2000 元/吨，止损设置在 2100 元/吨。FU2001 合约临近交割，参与价值并不高，还是那句话，期市有风险，入市需谨慎，最后祝大家投资顺利。

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

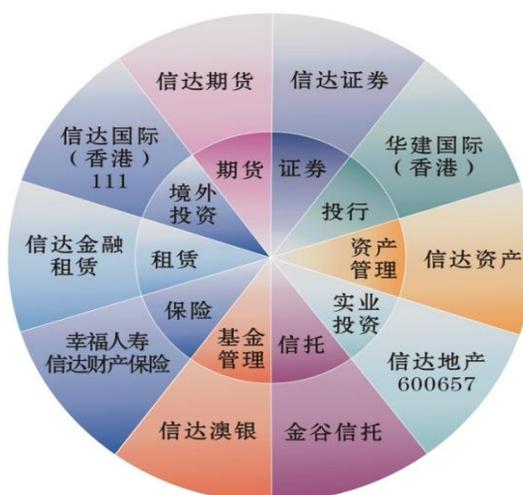
公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间  
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。