

2024年12月31日

短期仍存韧性，后期供应或压制上行空间

——能化专题报告

投资要点：

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

- **短期逻辑：**前期国内退税及消费税变化影响炼厂开工，并且刺激进口提前；美元强势也使得进口商品价格大幅上行；对国内市场来说，两次近月价格大幅上行，表面是由于船货质量问题，但归根仍然是到港船货量较少。
- **后续预期：**前期欧洲以及中东对亚洲供应减量明显，导致新加坡库存持续低位，贴水及裂解不断走高，但后期到货明显提升，船货供应逐渐充足，燃料油相对原油的继续走强空间可能相对有限。
- **操作建议：**短期观望，待FU的相对强势走弱后进行对SC价差趋势做缩。
- **风险因素：**船运市场出现大幅变化，中东地缘政治风险影响原油生产运输，OPEC+减产政策再出变数，美国对伊朗等供应再加制裁，以及国内需求恢复水平速度低于预期等。

➤

正文目录

1. 策略概述	4
2. 燃料油价格相对强势原因及后续分析	4
2.1. 汇率及国内交割货品缺乏，短期推动价格上行	4
2.2. 前期套利船货较少，近期明显改观	6

图表目录

图 1 FU 380st 内外价差	4
图 2 燃料油 3-5 价差	4
图 3 新加坡 380st 燃料油现货升贴水	5
图 4 国内炼厂开工情况	5
图 5 仓单情况.....	5
图 6 燃料油成交量.....	5
图 7 俄罗斯原油海运情况.....	6
图 8 俄罗斯成品油出口情况.....	6
图 9 主要消费地燃料油库存.....	6
图 10 TD3C 运费.....	6
图 11 新加坡船供油销量.....	7
图 12 苏伊士运河以西对亚供应量.....	7
图 13 中东对亚供应量.....	7
图 14 亚洲内部对亚供应量.....	7
图 15 新加坡船供油销量.....	8
图 16 中国燃料油进口量.....	8

1. 策略概述

近期燃料油跟随原油上行，但总体强度在原油以上，并且在交割合约曾两度出现大幅上行的情况。后期燃料油价格是否仍能维持强势，绝对价格中枢仍然跟随原油，但自身的相对强势能否继续保持，本文将进行分析。

2. 燃料油价格相对强势原因及后续分析

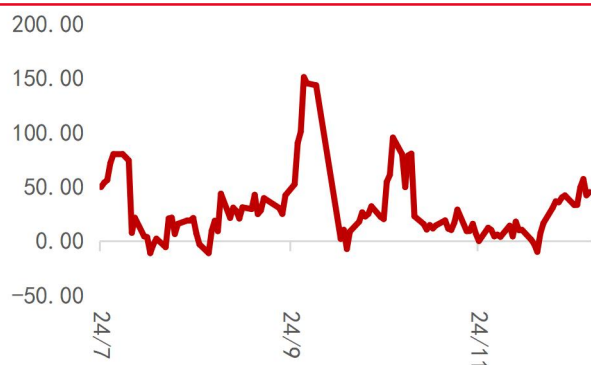
2.1. 汇率及国内交割货品缺乏，短期推动价格上行

燃料油近期持续强势，内盘相比 SC 表现更加抢眼，11、01 合约一度在前期进入交割时间后，出现大幅走强的迹象，而目前 03 合约也仍然延续了较为强势表现，相比于原油的窄幅震荡，总体也呈现跟跌有限，跟涨更强的情况。此前 1-5 价差从 10 月开始大幅拉升，目前已经虽然有一定回落，但仍然保持在 70 以上高位。

首先，近期由于国内外政策调整，美联储对明年的降息幅度逐渐放低至超出市场预期，美元指数大幅走高，美元相对人民币更加强势后，包括燃料油等进口定价商品受到影响，其内盘价格均出现相应的增长，这部分占据了燃料油价格上升的小部分驱动。

另外，除去近期中下游能化产品相比原油更加关注国内刺激政策导致短期难跌外，燃料油自身的强势仍是最主要原因。

图 1 FU 380st 内外价差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

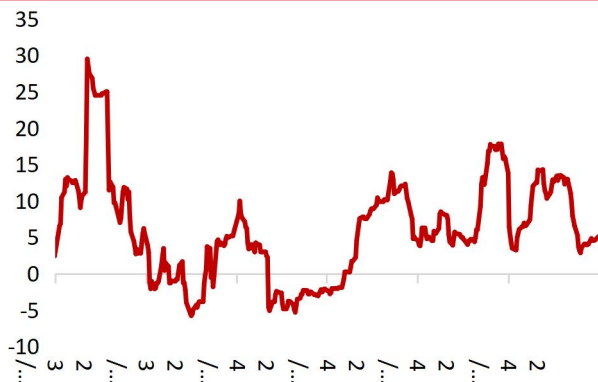
图 2 燃料油 3-5 价差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

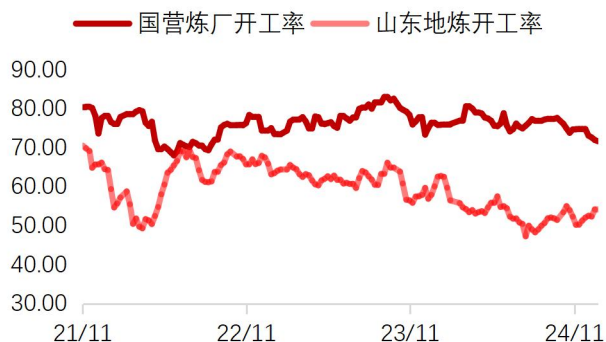
目前燃料有对于内盘的相对强势程度已经较大，内盘主力对新加坡近期已经明显更加强势，目前 03 对新加坡 380st 现货已经偏强约 70 元。

图3 新加坡 380st 燃料油现货升贴水



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图4 国内炼厂开工情况

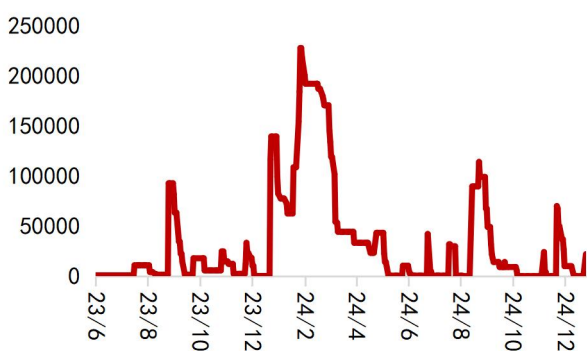


资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

近期燃料油进口关税提升将使得炼厂利润持续保持低位, 利润影响量或在 400 元/吨, 国内部分炼厂利润将受到较大影响, 总体开工率因此持续保持在偏低位置, 反弹幅度仍然有限。同时消费税监管进一步严格也将继续限制炼厂利润, 前期高硫的强势也将使得炼厂的进料被动走低。

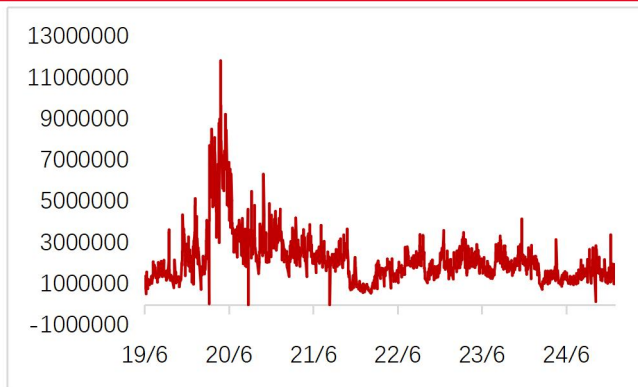
所以前期在各种限制下, 炼厂出现了抢进口的现象, 燃料油货源总体偏紧, 仓单数量也保持低位, 11 合约仓单一度为零, 01 合约进入交割前夕, 仓单最高也仅有 7 万吨水平, 且很快注销, 由此整体交割资源有限, 合约利多驱动较为强势, 带动整体价格上行, 并且逻辑有延续至 03 合约的趋势。所以综合来看, 燃料油自身层面, 前期虽然有船货交货的质量问题导致的仓单偏低, 但归根结底仍然是到港货物偏少, 导致的交割货品不够问题有所发酵。

图5 仓单情况



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图6 燃料油成交量

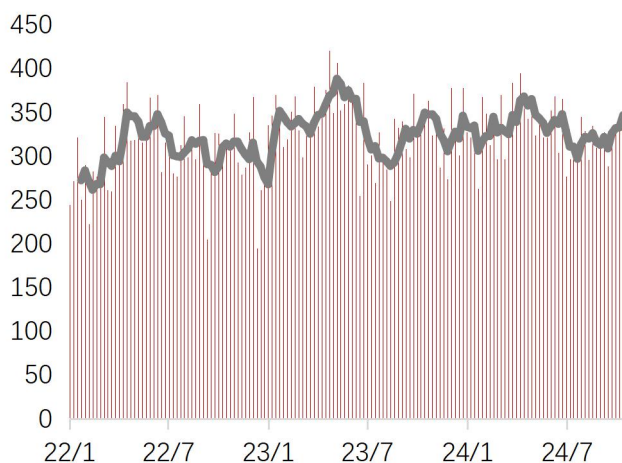


资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

另外, 前期商品板块多数需求较为弱势, 多头配置选择较为有限, 这也使得燃料油在众多偏低迷商品中较为抢眼, 其成交量也逐渐上升, 最终获得较大的利多支撑。

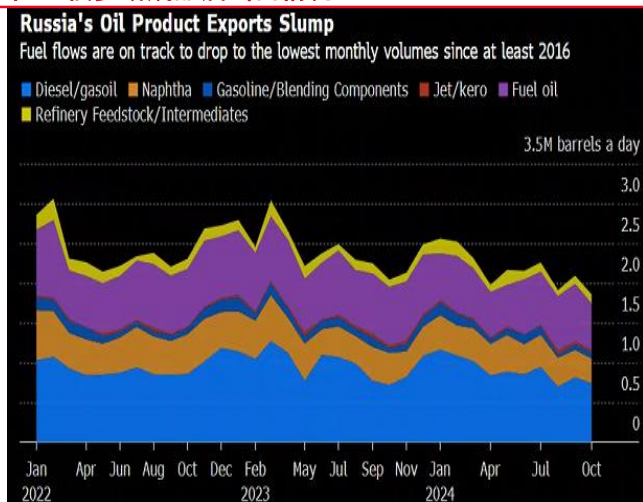
2.2. 前期套利船货较少，近期明显改观

图7 俄罗斯原油海运情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图8 俄罗斯成品油出口情况

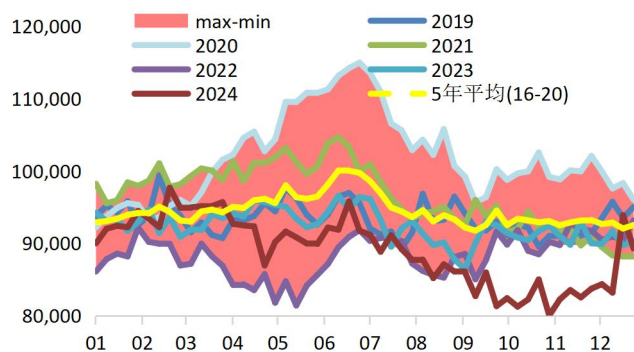


资料来源：Bloomberg

前期俄罗斯炼厂检修，其炼厂加工量最低一度下降约77万桶/天，这导致俄罗斯10月原油出口增加，相应的多数成品油出口从10月开始出现了下降态势，东向套利船货一度大幅下行，这导致新加坡库存出现了补库不足的情况，库存在10月大幅下降，这也是前期新加坡船运燃料市场贴水不断走高的原因之一。

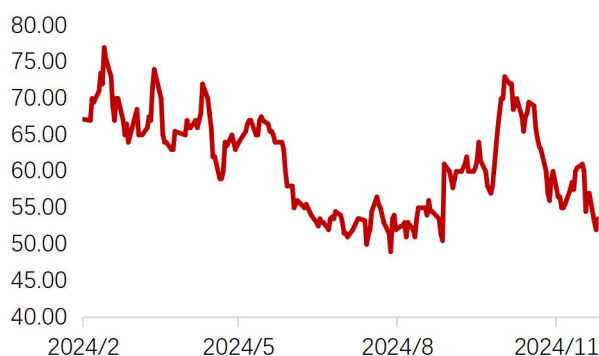
此外航运市场在前期也有着较强表现，这导致前期运费也出现小幅增长，船运市场紧俏下，整体船供油销量也处于近年来偏高位置，新加坡高低硫燃油销量均有显著增长。

图9 主要消费地燃料油库存



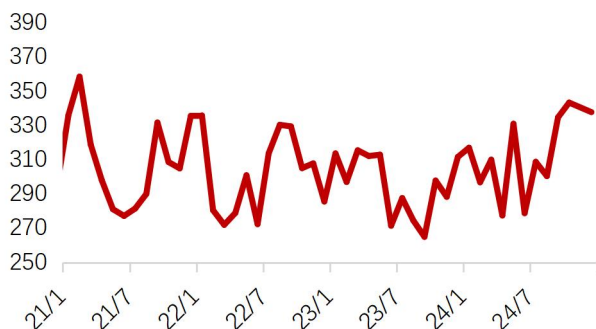
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图10 TD3C 运费



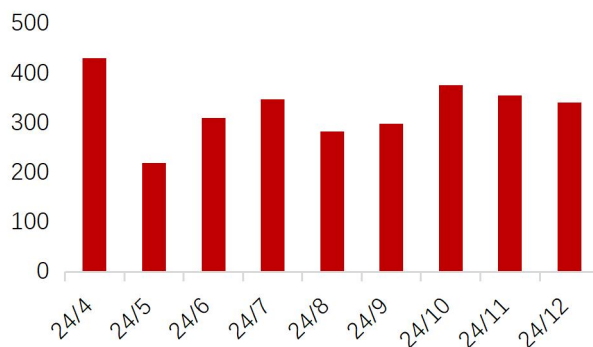
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 11 新加坡船供油销量



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 12 苏伊士运河以西对亚供应量

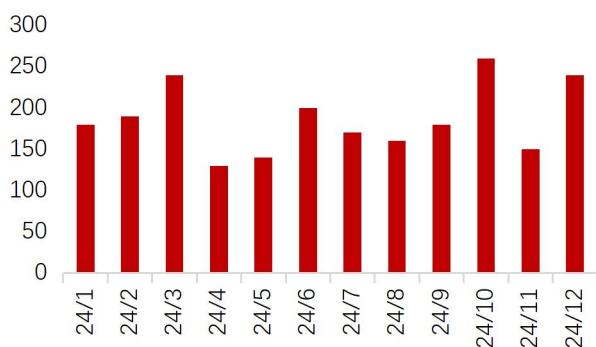


资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

由于黑海的出口量有所恢复, 近期俄罗斯对亚洲的总出口量达到 254 万吨, 创下 8 个月以来的新高, 且 12 月后续船货预计仍有增量, 对亚供应预计能增加至至少 365 万吨水平。

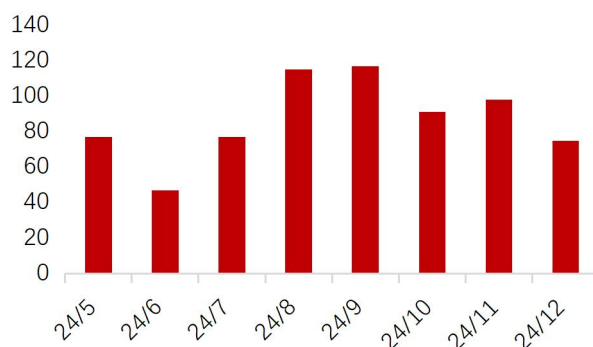
另外前期最大的供应缺失量来自于中东, 其中伊拉克流量在 11 月出现大幅降低, 这与前期伊拉克承诺进行弥补前期未达标减产有关, 另外, 沙特在 10-11 月份仍有部分燃料油用量, 其发电用进口燃料油相比去年同期也高出 10 万吨水平, 同样阿联酋用量相比去年也有较大增量, 整体中东供应在 11 月左右均处于较为低下的水平。但进入 12 月后, 其供应再度回升, 中东供应量在 12 月也料将达到 240-250 万吨水平, 而后期其供应可能仍将有所波动, 这主要与伊拉克主要炼厂 Karbala 的二次装置的运行率有关。

图 13 中东对亚供应量



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

图 14 亚洲内部对亚供应量



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

最后亚洲内部供应比例相对有限, 且在 10-11 月变化也较小, 其中印度及韩国供应也持续保持低位, 目前尚无明确数据显示 12 月流量有增加的变化。

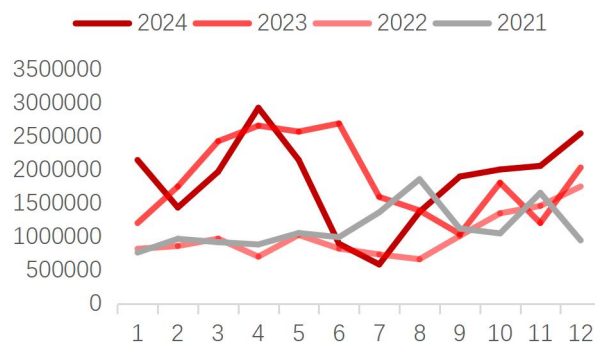
但总体来看, 前期对亚洲供应减量仍然多来自中东缺失及欧洲套利量, 二者在 12 月均有一定恢复, 近期的新加坡库存大幅增长也说明近期船货到港量较为密集, 这对后期 FU 燃料油的标品供应也将会是较为利好的消息。

图 15 新加坡船供油销量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 16 中国燃料油进口量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

到目前为止，新加坡 380st 高硫的裂解仍然处于相对偏高的为止，相比于往常的-20 美金水平，目前-3 美金的 crack 仍然显示当下高硫偏紧，但从今年来看，目前裂解已经处于历史相对高位，进一步上行的空间已经在近期库存大幅累积，以及船货增加的情况下被相对压制。

而对于国内燃料油来说，近期原油远期曲线明显修复，加上海外取暖需求转强明显，需求验证下绝对价或有一定反弹驱动，由此带动燃料油绝对价跟随上行，但由于近期进口量将持续走高，其相对于原油的强势可能会在之后随着仓单货品的逐渐增加而有所回落，近期可适度关注 FU-SC 的价差收缩情况。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn