



四季度新加坡市场或再度趋紧

报告要点:

进入九月份,随着夏天高温的离去,中东地区(特别是沙特)燃料油直烧发电的需求逐渐减少,对欧洲燃料油的购买有所放缓。而新加坡市场经历夏天供应的紧张后,燃料油地区价格处在相对高位,因此在东西套利窗口打开的情况下,欧洲地区的燃料油更多地转而流向新加坡。此外,中东地区与印度近期也是供应增加的重要来源。随着供应的增加,新加坡燃料油市场在进入九月初有所转弱,现货升水、近月月差均从此前的高位回落。然而,供应增加的趋势可能并不会持续太久,进入到第四季度,欧洲的炼厂检修将使得燃料油的供应大幅收紧,市场预计俄罗斯的燃料油产量与出口量仍会持续(同比)下滑,而欧洲地区的炼厂装置升级也将陆续上线,这些都将对流向新加坡的套利船货产生压制,从而使新加坡市场未来的供应承压。在这种预期之下,新加坡市场结构得到重新稳固,现货升水、近月月差脱离了此前的下降趋势,并开始缓慢回升。就燃料油远期曲线而言,虽然相较七八月份略有平缓,但依然维持着相对较强的 backwardation 结构,这种 backwardation 结构也在一定程度上抑制了东西套利船货的经济性。

此外,我们认为近期困扰新加坡市场的船燃污染问题的影响正在逐步缓解,船燃需求会渐渐恢复到正轨。对于新加坡市场未来一个季度的需求,从近几年的船供油数据来看,第四季度是新加坡船燃消费的一个平季。更具体地说,10月份的船燃消费相对较弱,而在11月与12月的需求更为旺盛。而根据 Energy Aspect 的估计,新加坡10月、11月、12月的燃料油需求分别为79.3万桶/天、87.7万桶/天与83.4万桶/天,整体趋势也与以往的季节性相符合。而平均下来,整个第四季度的需求约为83.4万桶/天,与第三季度84万桶/天的需求基本持平。

库存方面,进入到第四季度,由于欧洲地区的自身供应减少,加之沙特有可能在未来重新加大对燃料油的采购力度,西北欧市场大概率会继续收紧,并开始逐步去库存。而新加坡市场(亚洲)作为燃料油的净流入地区,将被动地因为欧洲供应减少而收紧,并将有很大可能继续保持强 backwardation 的期限结构,从而进一步降低贸易商的储存意愿。因此,我们认为从当前来看,新加坡燃料油累库的驱动力不足,库存在短期可能会出现回升,但四季度的整体趋势应该还是停留在一个相对较低的水平。

本文最后将对 SHFE FU 上市两个多月以来的运行情况进行一个回顾,并特别考察其价格走势与其他市场的关联性。最终通过对相关系数的计算,我们发现在 FU 上市以后的这段时间,其价格走势与国内原油期货的相关性最强,而与新加坡燃料油市场以及上期所沥青期货的关联性相对较弱。当然,由于上期所燃料油期货上市到现在不过才两个多月,距离其首次交割还有三个多月,因此现在所看到的期货合约的走势也许并不能完全反映其内在的价值变动。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

研究院 原油与商品策略组

潘翔

能源策略总监兼首席原油研究员

☎0755-82767160

✉panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

联系人:

孙家南

☎0755-23887993

✉sunjianan@htfc.com

从业资格号: F3039730

宋晨阳

☎0755-23887993

✉songchenyang@htfc.com

从业资格号: F3042880

康远宁

☎0755-82767160

✉kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

相关研究:

现阶段新能源汽车对汽油替代影响有限

2018-07-24

双积分政策将成为新能源汽车核心驱动

2018-07-24

涅槃重生, 380 燃料油上市正当时

2018-07-18

燃料油市场定价机制与 380 期货锚定路径

2018-07-18

广西地区沥青市场调研

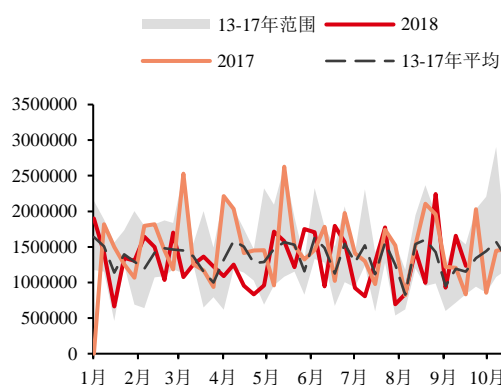
2018-06-30

九月份船貨流入量增加，但供應可能在十月份開始重新收緊

進入九月份，隨著夏天高溫的離去，中東地區（特別是沙特）燃料油直燒發電的需求逐漸減少，對歐洲燃料油的購買有所放緩。而新加坡市場經歷夏天供應的緊張後，燃料油地區價格處在相對高位，因此在東西套利窗口打開的情況下，歐洲地區的燃料油更多地轉而流向新加坡。市場預計新加坡在九月份接收的來自歐美的套利船貨量約為 450 萬噸，相比八月份的 350 萬噸以及七月份的 300 萬噸均有不小幅度的上升。與此同時，中東地區由於自身需求的下降，流向新加坡的船貨量也出現增長，市場預計九月份從中東地區運往新加坡的燃料油船貨量約為 150 至 200 萬噸，而其以往月份的通常水平為 150 萬噸。此外，印度由於季風季節的到來，國內生產活動放緩，對燃料油的需求季節性下滑，相應地出口量也有所增加。而隨著供應的增加，新加坡燃料油市場在進入九月初有所轉弱，現貨升水、近月月差均從此前的低位回落。

圖 1：新加坡燃料油進口量

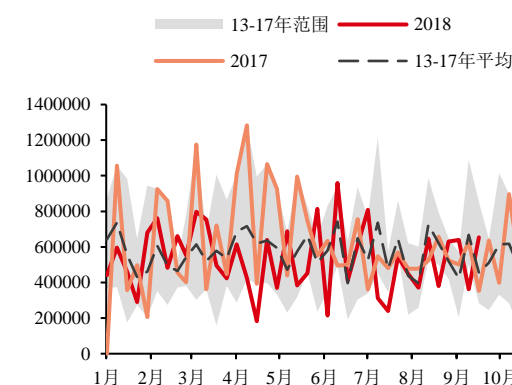
單位：噸



數據來源：IES Bloomberg 華泰期貨研究院

圖 2：新加坡燃料油出口量

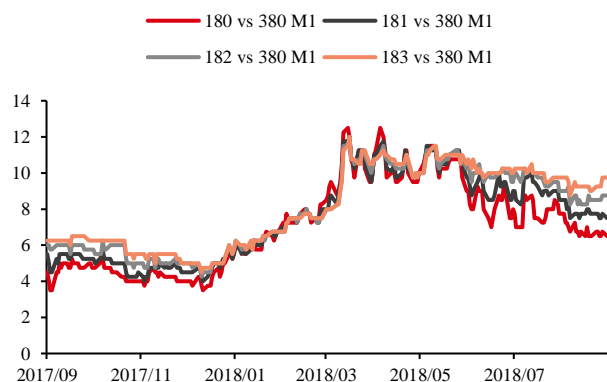
單位：噸



數據來源：IES Bloomberg 華泰期貨研究院

圖 3：新加坡 180cst VS 380cst

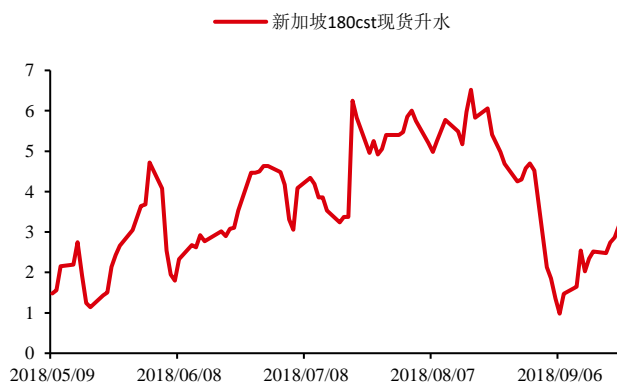
單位：美元/噸



數據來源：PVM Bloomberg 華泰期貨研究院

圖 4：新加坡 180cst 現貨升水

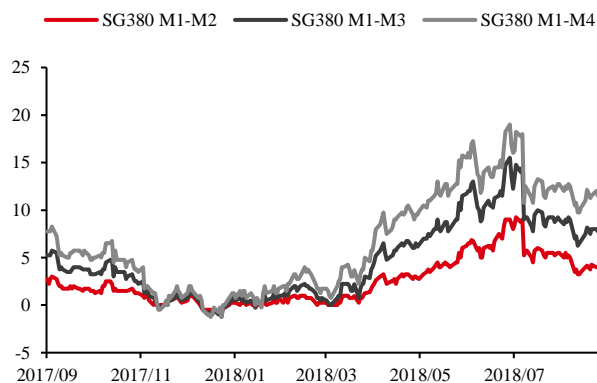
單位：美元/噸



數據來源：Platts 華泰期貨研究院

图 5: 新加坡 380cst 月差

单位: 美元/吨



数据来源: PVM Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 新加坡 380cst 现货升水

单位: 美元/吨

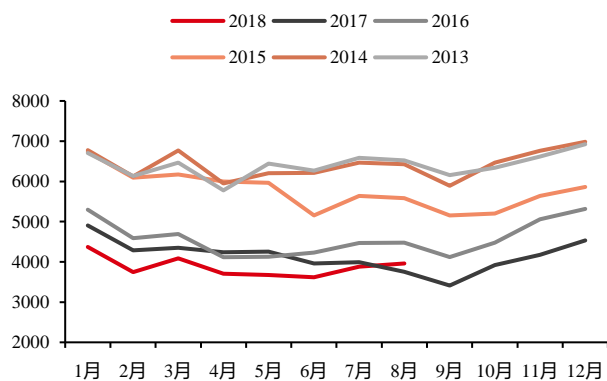


数据来源: Platts 华泰期货研究院

然而，供应增加的趋势可能并不会持续太久，进入到第四季度，欧洲的炼厂检修将使得燃料油的供应大幅收紧，市场预计俄罗斯的燃料油产量与出口量仍会持续（同比）下滑，而欧洲地区的炼厂装置升级也将陆续上线，其中包括在十月份，埃克森美孚旗下安特卫普炼厂的焦化装置投产，预计将从鹿特丹市场剔除 20 万吨/月的燃料油供应量，而鹿特丹不仅作为西北欧重要的燃料油港口与集散地，也是欧洲燃料油船货通往新加坡的主要始发站，鹿特丹市场的收紧将对流向新加坡的套利船货产生直接的影响。除欧洲之外，预计沙特在其红海地区海水淡化装置在冬天上线后，对燃料油的需求会受到一定支撑，这些因素将进一步压制流向新加坡地区的船货量，使得新加坡市场未来的供应承压。而在供应将再度收紧的预期下，新加坡市场结构得到重新稳固，现货升水、近月月差脱离了此前的下降趋势，并开始缓慢回升。就燃料油远期曲线而言，虽然相较七八月份略有平缓，但依然维持着相对较强的 backwardation 结构，这种 backwardation 结构也在一定程度上抑制了东西套利船货的经济性。

图 7: 俄罗斯燃料油产量

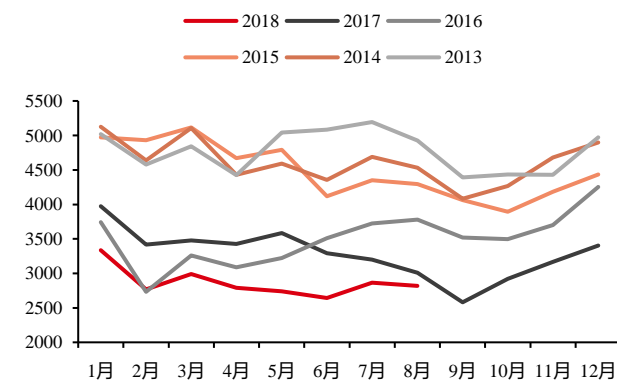
单位: 千吨



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

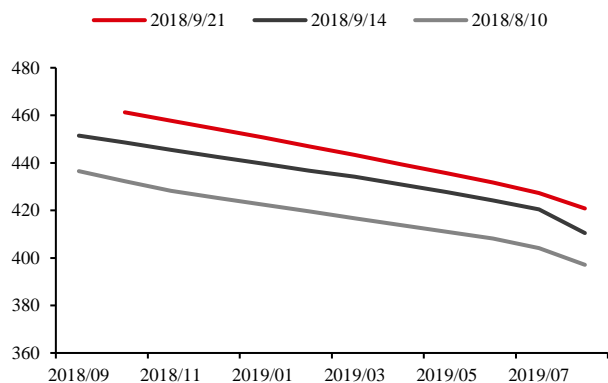
图 8: 俄罗斯燃料油出口量

单位: 千吨



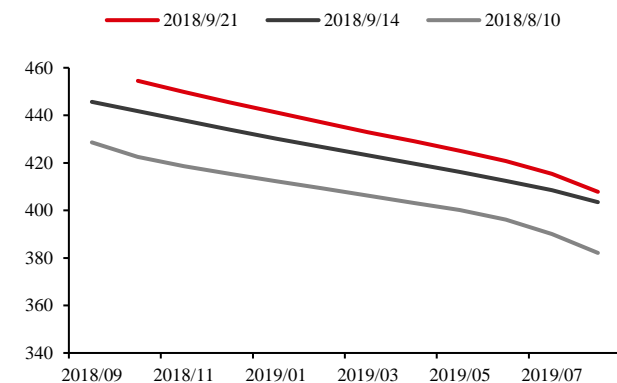
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 新加坡 180 FOB Swap 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 380 FOB Swap 远期曲线 单位: 美元/吨



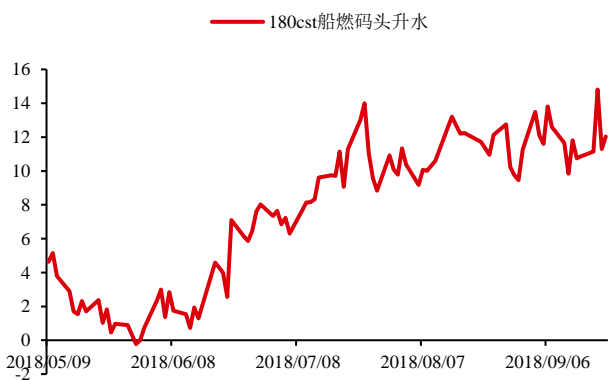
数据来源: Platts 华泰期货研究院

需求或在四季度保持平稳，但隐忧仍存

根据来自新加坡海事与港务管理局的最新数据，新加坡八月份船燃销量为 396 万吨，同比下降 9.2%。从细分数据来看，整体船燃销量下滑主要是受到销量占比最大的 380cst 船用燃料油的拖累，其销量在今年 8 月同比下降了 12.9% 到 282 万吨。

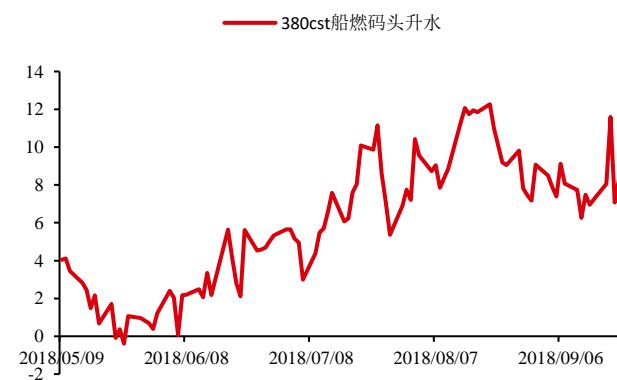
除燃料油整体供应的紧张外，导致 8 月份船燃消费较低的主要原因是 7 月份在新加坡发生的船燃（苯酚）污染事件，当时给许多在新加坡及附近港口加油的船只造成了严重的损坏，并给整个船燃市场蒙上阴影，使得地区船燃需求受到抑制。同时船用油升水高企，380cst 船用油码头升水在八月份持续徘徊在 10 至 12 美元/吨的高位，作为对比，该升水在今年 1 至 7 月的平均水平为 2.91 美元/吨。值得一提的是，船用油升水的上涨主要是由于船东对船燃质量问题的担忧，于是他们在选择供应商的时候十分谨慎，许多资质信誉不够的供应商被排除在外，导致市场实际有效的供应很有限，船用油升水因此受到抬升。

图 11: 新加坡 180cst 船燃码头升水 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

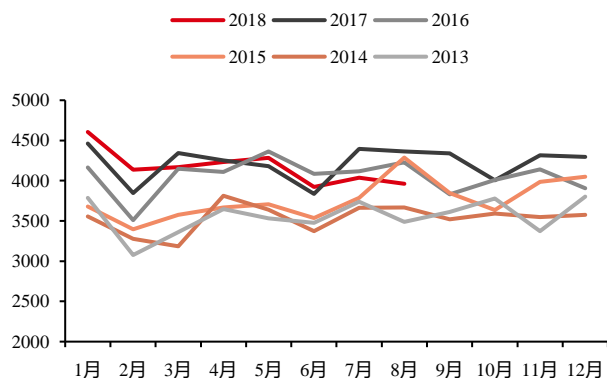
图 12: 新加坡 380cst 船燃码头升水 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院

图 13: 新加坡船供油总量

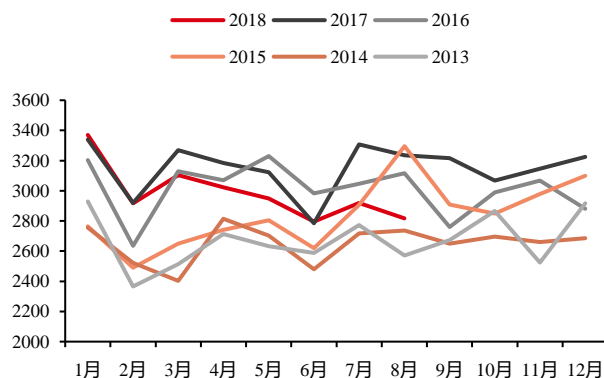
单位: 千吨



数据来源: MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 新加坡 MFO 380cst 船供油量

单位: 千吨



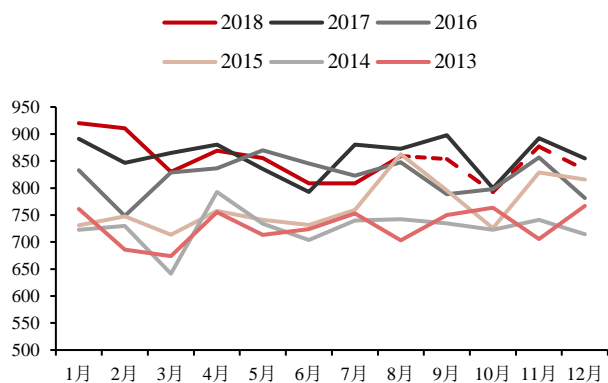
数据来源: MPA Bloomberg 华泰期货研究院

而对于船用油质量问题是否会在未来持续困扰新加坡市场, 市场仍存在分歧。部分交易者认为市场的担忧已在逐步消散, 另一部分人则认为该问题的影响还将持续在新加坡市场持续相当一段时间。对此, 我们更倾向于前一种观点, 理由主要是两个方面。一是船用油升水的回落, 近期 380cst 船用油码头升水从此前的高位回落, 并维持在 6-8 美元/吨的水平, 加上最近有普氏援引的相关消息称收到污染的船用燃料油已基本被排除出新加坡市场, 因此我们推测市场对船燃质量问题的担忧情绪随着时间的推移有所缓解, 船燃消费得到一定程度恢复, 而船东也扩大对供应商的选择范围, 使得船用油升水有所回落。第二个则是根据近期库存与进出口的相应变化, 九月份的新加坡渣油库存在自身处在地位的情况下, 连续三周录得下跌, 而船货流入量在近期显著增加, 同时从其出口数据来看, 亚洲其他地区对新加坡燃料油的需求相对平淡, 此外, 新加坡本地燃料油产量相对稳定且占比不高, 因此我们判断新加坡港口的船燃消费在近期是有回升的。但是, 由于当前缺乏最直接的调查与数据, 对船燃需求的恢复与否还无法做确切的论断, 仍需后续的观察。

对于新加坡市场未来一个季度的需求, 从近几年的船供油量数据来看, 第四季度是新加坡船燃消费的一个平季。更具体地说, 10 月份的船燃消费相对较弱, 而在 11 月与 12 月的需求更为旺盛。而根据 Energy Aspect 的估计, 新加坡 10 月、11 月、12 月的燃料油需求分别为 79.3 万桶/天、87.7 万桶/天与 83.4 万桶/天, 整体趋势也与以往的季节性相符合。平均下来, 整个第四季度的需求约为 83.4 万桶/天, 与第三季度 84 万桶/天的需求基本持平。因此, 如果不考虑船燃质量问题的隐忧, 我们认为四季度新加坡燃料油市场的需求会保持相对平稳。

图 15: 新加坡燃料油需求

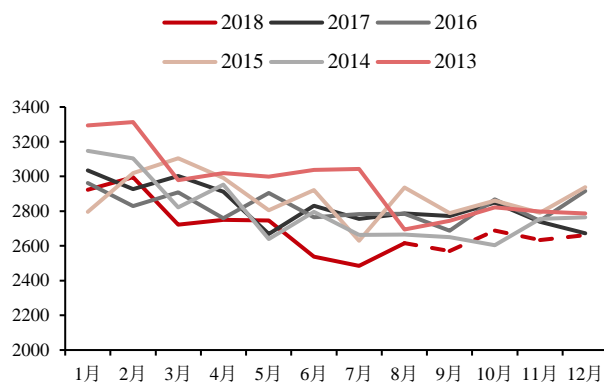
单位: 千桶/天



数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 16: 亚洲燃料油需求

单位: 千桶/天



数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

此外, 值得一提的是, 船燃污染事件的影响并不仅仅止于当下的需求。在污染事件发生后, 有市场参与者开始由此怀疑在 IMO2020 新政临近之际, 生产调和工艺更复杂的低硫燃料油是否会出现类似甚至更严重的问题, 这种担忧也在一定程度上对燃料油市场的前景产生了负面的影响, 并相对利好于 MGO 等替代性燃料。

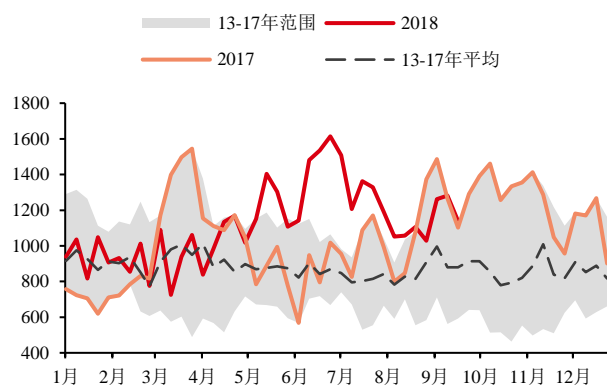
新加坡库存或继续保持低位

根据来自 IES 的最新数据, 新加坡渣油库存在 9 月 19 日当周录得 1528.8 万桶, 较前一周下降 65.5 万桶, 降幅约 4.1%, 至此新加坡渣油库存已经连续三周录得下跌, 已经远低于近五年同期的最低水平。而与此同时, ARA 地区燃料油库存当前基本处在五年同期的最高位。

进入到第四季度, 由于欧洲地区的自身供应减少, 加之沙特有可能在未来重新加大对燃料油的采购力度, 西北欧市场大概率会继续收紧, 并开始逐步去库存。而新加坡市场(亚洲)作为燃料油的净流入地区, 将被动地因为欧洲供应减少而收紧, 并将有很大可能继续保持强 backwardation 的期限结构, 从而进一步降低贸易商的储存意愿。因此, 我们认为从当前来看, 新加坡燃料油累库的驱动力不足, 库存在短期可能会出现小幅回升, 但四季度的整体趋势应该还是停留在一个相对较低的水平。

图 17: 西北欧燃料油库存

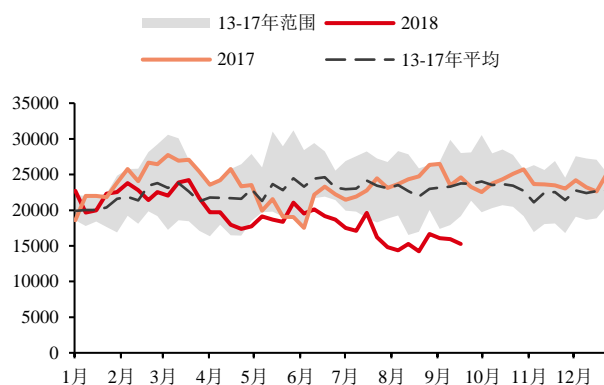
单位: 千吨



数据来源: PJK Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 新加坡重质馏分及渣油库存

单位: 千桶



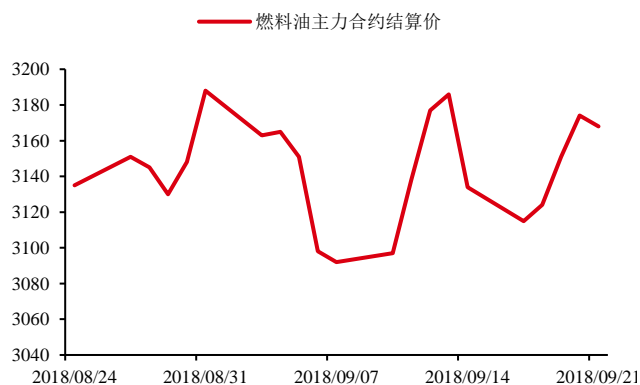
数据来源: IES Bloomberg 华泰期货研究院

SHFE FU 新合约上市后的运行情况

自7月16日挂牌上市以来,上期所燃料油新合约已经运行了两个多月的时间,本文最后我们将与大家一同回顾SHFE FU上市后的运行情况,特别是其价格走势与其他市场的关联性。截至9月20日,燃料油期货持仓量117650手,成交量318558手;其中主力合约持仓量98818手,成交量308974手。

图 19: 上期所燃料油期货结算价

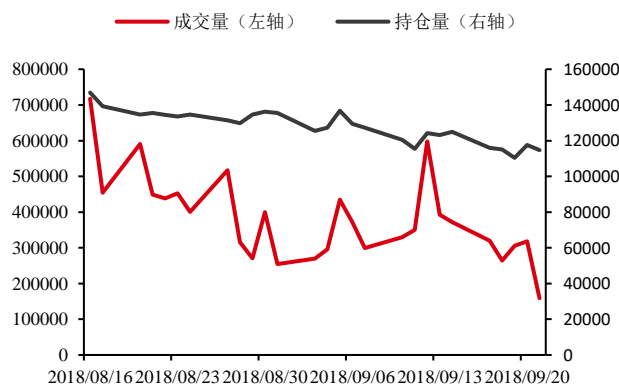
单位: 元/吨



数据来源: SHFE Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 燃料油期货成交持仓量 (双边计算)

单位: 手

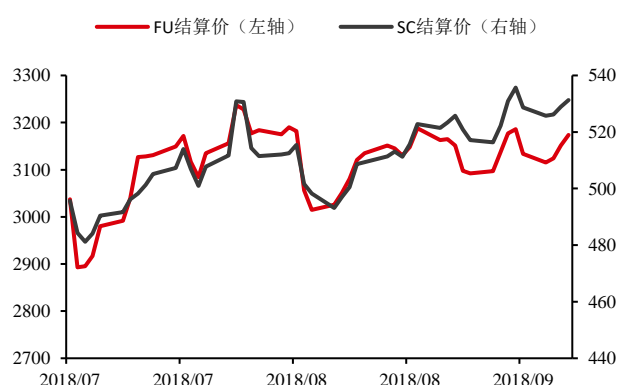


数据来源: SHFE Bloomberg 华泰期货研究院

而从价格走势来看,燃料油期货与国内原油期货的联系十分紧密,其日收益率的运动轨迹更是高度重合,通过计算,可得到在FU新合约上市以来的这段时间里,其与SC主力合约结算价之间的相关系数高达0.83。相比之下,虽然新加坡市场是FU标的RMG 380的主要进口来源地,由普氏评估得到的380cst MOPS现货价格也是亚洲燃料油市场最重要的基准价,但从近两个多月的运行情况来看,燃料油期货与新加坡市场价格的相关性要远低于内盘原油,二者之间的相关系数仅为0.51。不过,由于燃料油主力合约FU1901是一个相对远月的合约,我们也从新加坡纸货市场选取对应远月合约,考虑到新加坡现货市场交易的是

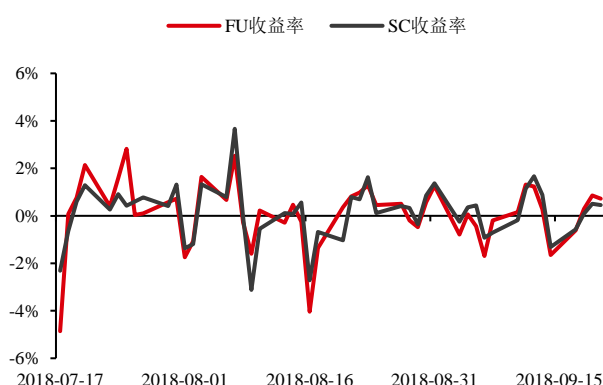
未来 15 到 30 天装船的货物，以及从新加坡到中国（舟山）的航行时间大约为一周多，我们这里选取 M-1 月合约，即新加坡 380cst Swap 1812 纸货来进行对比。通过计算，得到二者的相关系数为 0.67，高于现货价格的相关性，但仍低于国内原油期货。对此我们认为，由于燃料油期货的资金门槛相对原油较低，会有不少参与者将其视为“小原油”来进行投资操作，使得燃料油期货与内盘原油的价格关联性很强。此外，FU 与 SC 同为人民币结算，而新加坡市场是以美元结算，因此燃料油与新加坡市场价格关系里还包含了汇率变化的扰动，一定程度削弱了二者的相关性。

图 21: FU 与 SC 主力合约结算价对比 单位: 元/吨, 元/桶



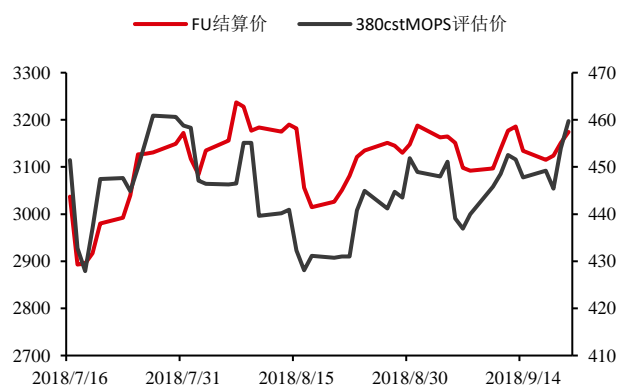
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: FU 与 SC 主力合约收益率对比 单位: 无



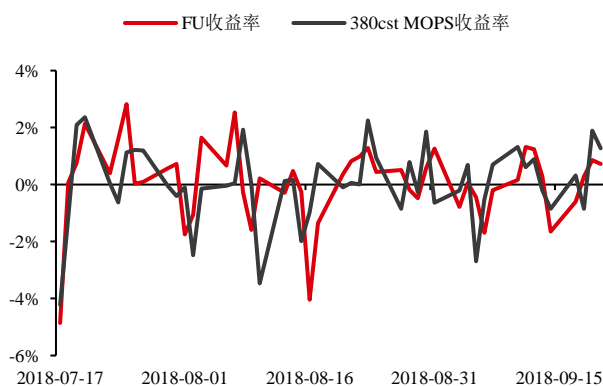
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: FU 结算价与 380cst MOPS 单位: 元/吨, 美元/吨



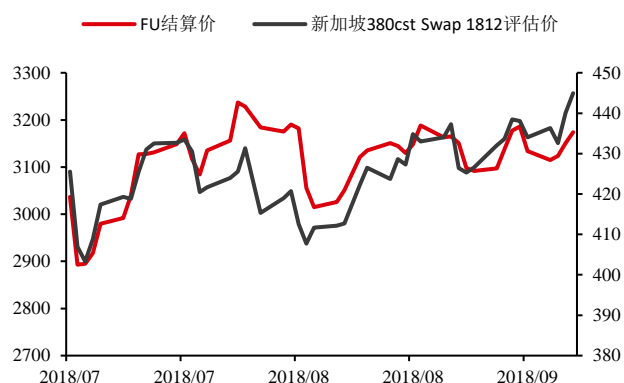
数据来源: Wind Platts 华泰期货研究院

图 24: FU 与 380cst MOPS 收益率对比 单位: 无



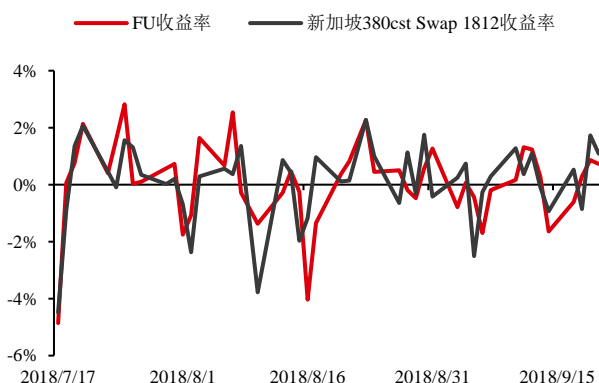
数据来源: Wind Platts 华泰期货研究院

图 25: FU 与 380cst Swap 1812 价格 单位: 元/吨, 美元/吨



数据来源: Wind Platts 华泰期货研究院

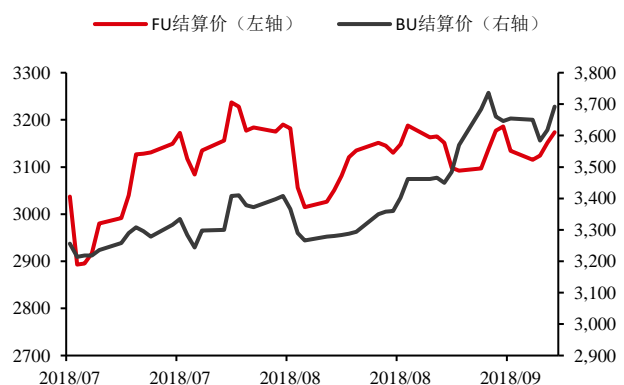
图 26: FU 与新加坡 380cst Swap 1812 收益率对比 单位: 无



数据来源: Wind Platts 华泰期货研究院

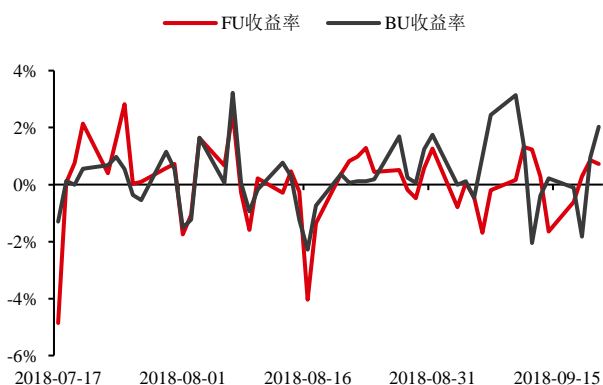
此外，由于燃料油与沥青在产业链上的同源关系，我们也对上期所燃料油与沥青的价格关联性进行了考察，结果计算得到二者在这段时间里的相关系数为 0.48。事实上，二者间较低的相关性并不令人意外，因为虽然燃料油与沥青在产业链上的关系很密切，但国内炼厂并不直接生产 RMG 380（SHFE FU 标的），保税船燃基本来自进口，与此同时，上期所沥青属于国内品种，生产端主要在内，因此二者之间缺少直接的联系。但值得注意的是，外盘沥青价格锚定 MOPS 价格，外盘沥青价格与 MOPS 比价关系出现偏离可能引发亚太其他炼厂转产，此外外盘沥青价格也对国内沥青价格有着重要影响，因此上期所 FU 与 BU 存在 SHFE FU-MOPS-外盘沥青-SHFE BU 的间接传导关系，这里面或许蕴藏着一定的产业链套利逻辑，未来值得持续关注。

图 27: FU 与 BU 主力合约结算价对比 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: FU 与 BU 主力合约收益率对比 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

最后，由于上期所燃料油期货新合约上市至今不过才两个多月，而距离其首次交割还有三个多月，通过贸易交割方式进行内外盘套利在当前来说还远未到时候。因此现在所看到的期货合约的走势也许并不能完全反映其内在的价值变动，未来我们仍将紧密跟踪 SHFE FU 的运行情况，并密切关注其与其他市场（国内原油、沥青、新加坡燃料油等等）的联系。

● 免責聲明

此報告並非針對或意圖送發給或為任何就送發、發布、可得到或使用此報告而使华泰期貨有限公司違反當地的法律或法規或可致使华泰期貨有限公司受制於的法律或法規的任何地區、國家或其它管轄區域的公民或居民。除非另有顯示，否則所有此報告中的材料的版權均屬华泰期貨有限公司。未經华泰期貨有限公司事先書面授權下，不得更改或以任何方式發送、復印此報告的材料、內容或其復印本予任何其它人。所有於此報告中使用的商標、服務標記及標記均為华泰期貨有限公司的商標、服務標記及標記。

此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用。此報告的內容並不構成對任何人的投資建議，而华泰期貨有限公司不會因接收人收到此報告而視他們為其客戶。

此報告所載資料的來源及觀點的出處皆被华泰期貨有限公司認為可靠，但华泰期貨有限公司不能擔保其準確性或完整性，而华泰期貨有限公司不對因使用此報告的材料而引致的損失而負任何責任。並不能依靠此報告以取代行使獨立判斷。华泰期貨有限公司可發出其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。本報告及該等報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法。為免生疑，本報告所載的觀點並不代表华泰期貨有限公司，或任何其附屬或聯營公司的立場。

此報告中所指的投資及服務可能不適合閣下，我們建議閣下如有任何疑問應諮詢獨立投資顧問。此報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何投資或策略適合或切合閣下個別情況。此報告並不構成給予閣下私人諮詢建議。

华泰期貨有限公司2018版權所有並保留一切權利。

● 公司總部

地址：廣東省廣州市越秀區東風東路761號麗豐大廈20層、29層04單元

電話：400-6280-888

網址：www.htfc.com