



I
N
V
E
S
T
M
E
N
T
S
T
R
A
T
E
G
Y

投资策略

 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI部门：瑞达期货
化工小组

咨询电话：059586778969

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



燃料油：IMO 2020 限硫新政 呈现区间震荡走势

内容提要：

1、新加坡销售逐步转向低硫

2019年1-11月新加坡船用燃料油整体销售呈现下滑态势；由于IMO 2020限硫新政期限的日益临近，下半年新加坡船用燃料油市场销售结构逐步分化，MFO船用油销售大幅下降，LSFO及LSMGO销售则呈现超高速增长；预计2020年低硫燃料油的销售将继续增长，而硫含量超标的燃料油销售趋于低位态势。

2、上游原油震荡区间抬升

上半年全球贸易局势缓和及欧佩克+扩大减产规模提振油市，原油期价趋于震荡冲高，下半年夏季用油高峰及供应不确定增加，贸易局势不稳及美国政治风险上升，市场避险情绪升温，原油期价呈现高位回调，预计2020年原油价格将趋于前高后低的宽幅震荡趋势，整体波动中枢较2019年上抬，国际原油期价将有望处于50-78美元/桶区间。

3、航运业景气度回升

全球经济增长延续放缓态势，但趋于阶段性企稳，IMF、OECD预计全球经济增长有望小幅回升2.9%至3.4%左右；中美有望签署第一阶段经贸协议，贸易局势缓和及经济增长回稳有望提振海运需求；美国出口至远东拉动全球油运周转量，航运业景气度有望延续回升。

观点总结

2020年原料端原油价格运行区间将趋于抬升，这支撑燃料油成本；受IMO 2020限硫令新政及船舶脱硫塔安装进度延后影响，高硫燃料油供需将趋于前松后紧，预计燃料油期价将呈现震荡回升趋势，一季度底部震荡，二三季度震荡回升，四季度震荡回落，整体波动中枢较2019年缩窄，预计上海燃料油期价将有望处于1900-3000元/吨区间运行。

燃料油：IMO 2020 限硫新政 呈现区间震荡走势

第一部分 2019 年燃料油市场行情回顾

2019 年，燃料油期货呈现先扬后抑的震荡回落走势。上半年，在国际原油价格上涨及亚洲燃料油供应偏紧的带动下，燃料油期价呈现震荡上行走势；下半年，受 IMO 限硫政策预期的影响，高硫燃料油需求承压，燃料油期价也展开深幅调整走势。

1 月，欧佩克减产提振油市，美国制裁委内瑞拉引发供应趋紧担忧，国际原油出现震荡上行，带动燃料油市场涨势，燃料油主力合约从 2400 元/吨关口逐步回升，触及 2796 元/吨的高点。

2 月上旬，中美贸易磋商取得进展提振市场氛围，欧佩克减产效果显著，推动国际原油进一步回升；同时新加坡燃料油库存出现回落，燃料油期货也呈现冲高走势，主力合约逼近 3000 元/吨关口。中下旬，随着春节假期，亚洲航运市场进入淡季，波罗的海干散货运费指数(BDI)出现大幅下挫，需求回落限制燃料油上行空间，主力合约高位整理，处于 2800-3000 元/吨区间波动。

3 月份，OPEC 逐步推进减产及委内瑞拉局势动荡对油市构成支撑，而中美欧 PMI 数据表现不佳令市场担忧经济放缓，国际原油市场呈现震荡；亚洲燃料油市场供应较为充足，整体需求偏弱压制市场上行空间，燃料油期货呈现高位回落，主力合约承压于 3000 元/吨关口，逐步下探至 2750 元/吨区域。

4 月份，新加坡 380-cst 燃料油现货呈现贴水，市场预期套利供应充裕，需求持续不振，且现货市场买气转弱；新加坡燃料油库存逐步回升至九周高位，上期所仓单出现大幅增加，供应增加限制上行空间；燃料油期货延续高位震荡，主力合约继续处于 3000 元/吨关口，低点触及 2760 元/吨区域。

5 月份，全球贸易局势及经济放缓忧虑压制市场，国际原油期价呈高位回调，新加坡燃料油市场现货价格出现下跌，亚洲 380-cst 燃料油现货呈小幅贴水；新加坡燃料油库存升至逾两年高位，供应增加对燃料油构成压制；燃料油期货呈现高位回落，主力合约受 3000 元/吨关口压力呈现回调，逐步下测 2600 元/吨关口区域。

6 月份，中东地区油轮遇袭，美国与伊朗紧张关系升级，欧佩克+有望延续减产协议预期及地缘局势动荡支撑油市，国际原油期价呈现探低回升；新加坡燃料油库存出现回落，燃料油期货呈现探低回升，主力合约下探至 2400 元/吨关口后逐步止跌回升，逐步上测 2800 元/吨区域压力。

7 月，OPEC+将减产协议期限延长 9 个月，全球制造业数据表现疲弱引发需求忧虑，国际原油期价呈现震荡；亚洲 380-cst 燃料油现货溢价处于高位，供应趋紧及季节性需求支撑燃料油市场；波罗的海干散货运价指数涨至八个月高位；新加坡燃料油燃料油库存降至逾三个月低位，燃料油期货呈现冲高，主力合约突破 3000 关口，触及年内高点 3170 元/吨。

8 月，欧美制造业数据表现不佳，贸易局势动荡，全球经济放缓及原油需求忧虑影响油市氛围，国际原油期价呈现剧烈回调；新加坡燃料油市场现货价格连续下跌，亚洲 380-cst 燃料油现货溢价下滑；波罗的海干散货运价指数大幅回落；燃料油期货深幅回调，主力合约下跌至 2100 元/吨关口。

9 月，美伊关系紧张增加供应威胁，沙特阿美炼油厂遭遇无人机袭击提振油市，国际原油期价呈现短暂冲高；波罗的海干散货运价指数升至九年高位；燃料油期价冲高回落，主力合约短暂冲高逼近 2500 元/吨关口后震荡回落。

10月，国际原油期价呈现震荡走势，新加坡燃料油燃料油库存增至四个月高位；IMO2020 限硫新规对高硫燃料油需求构成压制；燃料油呈现阴跌走势，主力合约逐步下滑至 2000 元/吨关口。

11月，新加坡燃料油现货价格大幅下跌，380-cst 燃料油现货溢价降至五个月低位；波罗的海干散货运价指数大幅降至四个月低位；10月新加坡 380cst 高硫燃料油销售降至逾七年底点；IMO2020 限硫新规临近，高硫燃料油需求受抑制，燃料油期价进一步下挫，主力合约跌破 2000 元/吨关口后加速下挫，触及 1714 元/吨的年内低点。

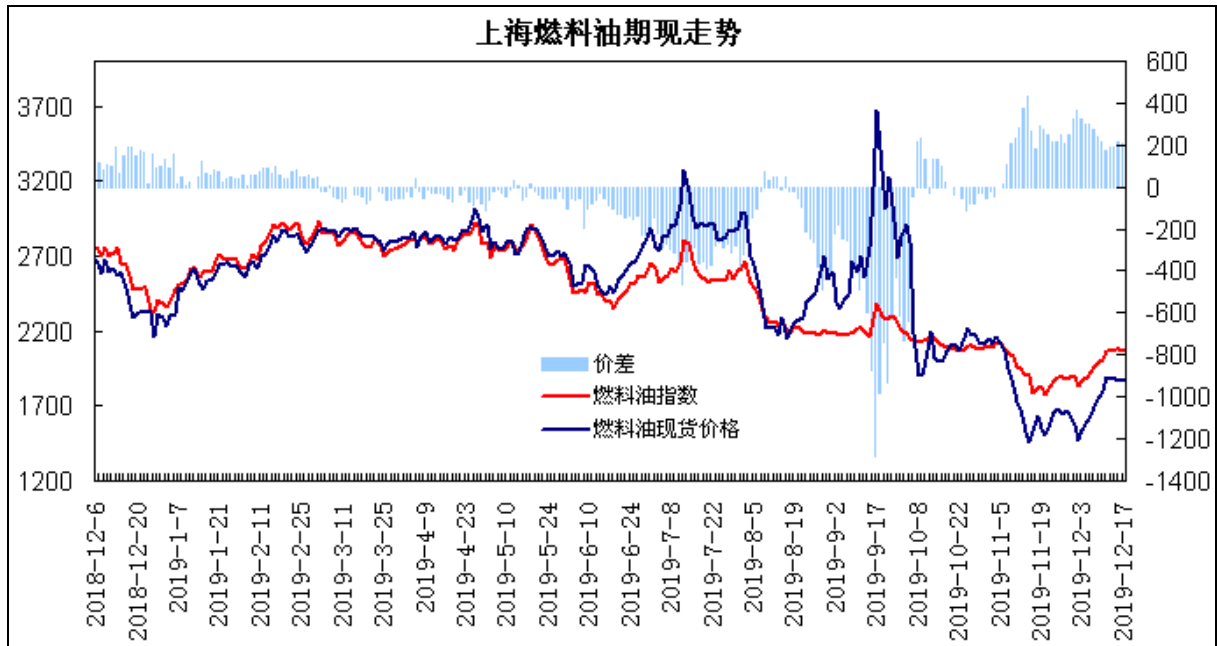
12月，OPEC+宣布 2020 年一季度扩大减产规模，贸易局势缓和提振市场氛围，国际原油呈震荡上行；新加坡燃料油现货出现回升，低硫与高硫燃油价差创出新高后有所回落；燃料油期货呈现低位反弹，主力合约回升逼近 2200 元/吨关口。

图 1：上海燃料油主力连续周 K 线图（2019 年 1 月-2019 年 12 月）



资料来源：文华财经

图 2：上海燃料油期现走势



第二部分 2020 年燃料油行情展望分析

一、燃料油供需状况

1、新加坡供应情况

据数据显示，11月新加坡船用燃料油销售量为407.56万吨，同比增长4.3%；其中，11月船用燃料油MFO销售量为188.9万吨，同比下降48.1%；11月船用燃料油LSFO及LSMGO销售量为202万吨，同比增长981.9%。1-11月新加坡船用燃料油销售量总计为4299.8万吨，同比下降5.5%；1-11月船用燃料油MFO销售量累计为3606.5万吨，同比下降15.6%；1-11月船用燃料油LSFO及LSMGO销售量累计为553.1万吨，同比增长235.9%。

2019年1-11月新加坡船用燃料油整体销售呈现下滑态势；由于IMO 2020限硫新政期限的日益临近，下半年新加坡船用燃料油市场销售结构逐步分化，MFO船用油销售大幅下降，LSFO及LSMGO销售则呈现超高速增长；预计2020年低硫燃料油的销售将继续增长，而硫含量超标的燃料油销售趋于低位态势。

图3：新加坡船用燃料油销售

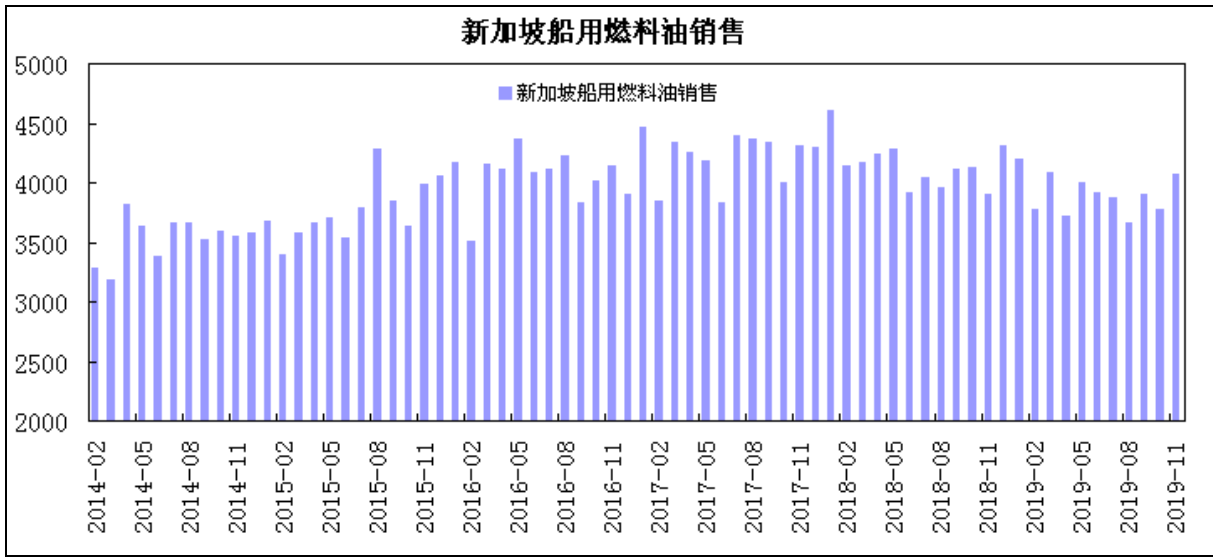


图 4：新加坡船用燃料油销售 (MFO)

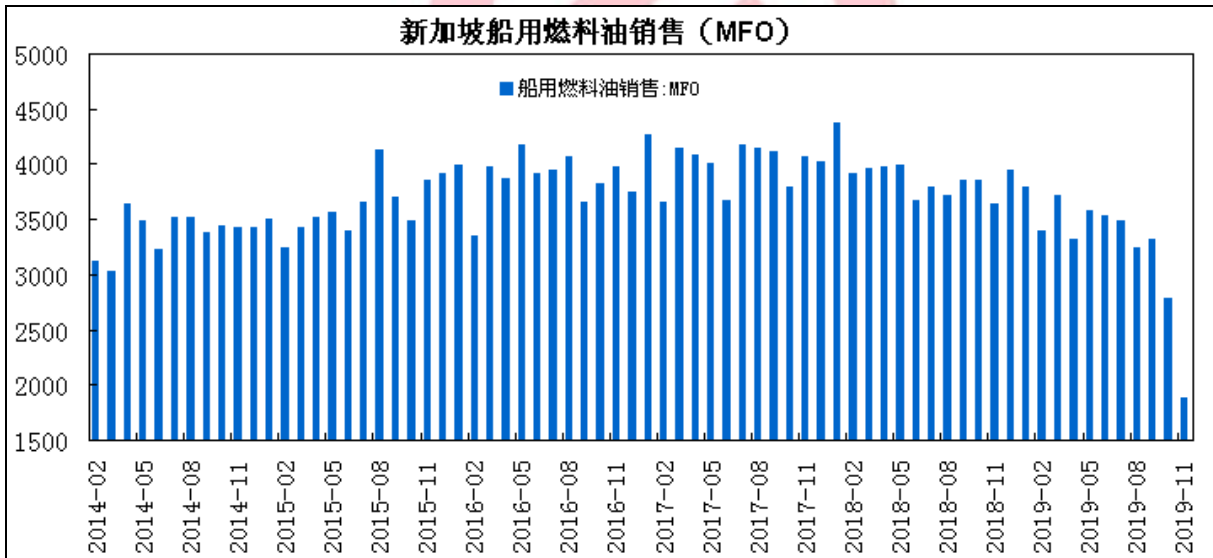
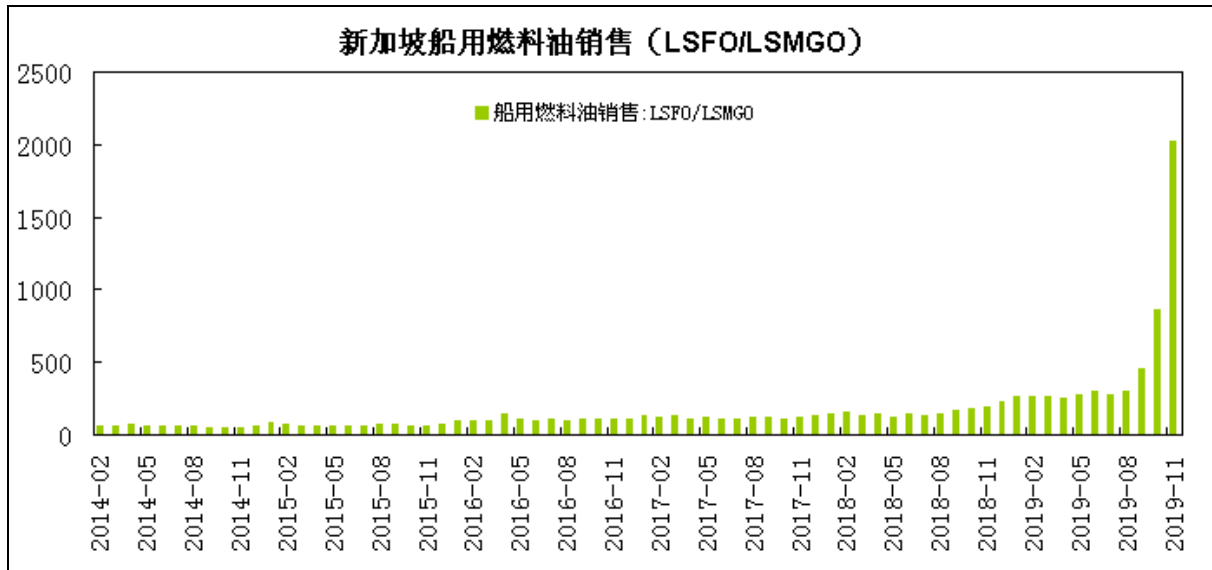


图 5：新加坡船用燃料油销售 (LSFO/LSMGO)



2、中国供需状况

国家统计局数据显示,2019年1-11月中国燃料油产量累计为2178.6万吨,较上年同期增加34.7万吨,累计同比增幅为1.6%;国内炼厂产能继续投产,1-11月原油加工量增幅为6%左右,燃料油产量呈现小幅增长态势。

中国海关数据显示,1-11月中国燃料油累计进口量为1282万吨,累计同比下降15.4%,累计进口金额总计57.66亿美元,累计同比下降3.8%,进口均价为453美元/吨,较上年同期上涨6.2美元/吨,涨幅为1.4%。1-11月燃料油累计出口量为970万吨,累计同比下降10.5%。1-11月燃料油累计净进口量为312万吨,较上年同期下降114万吨,降幅为26.8%。

1-11月中国燃料油表观消费量为2490.6万吨,同比下降3.1%;国内燃料油产量大幅回升,净进口量出现下降,国内表观消费量小幅下滑。燃料油进口依存度回落至13%左右,较上年同期缩减3个百分点。

随着国内炼厂新增产能投放,预计2020年国内燃料油产量延续增长态势,转向生产合规的低硫燃料油,高硫燃料油供应下滑。

图6: 中国燃料油产量

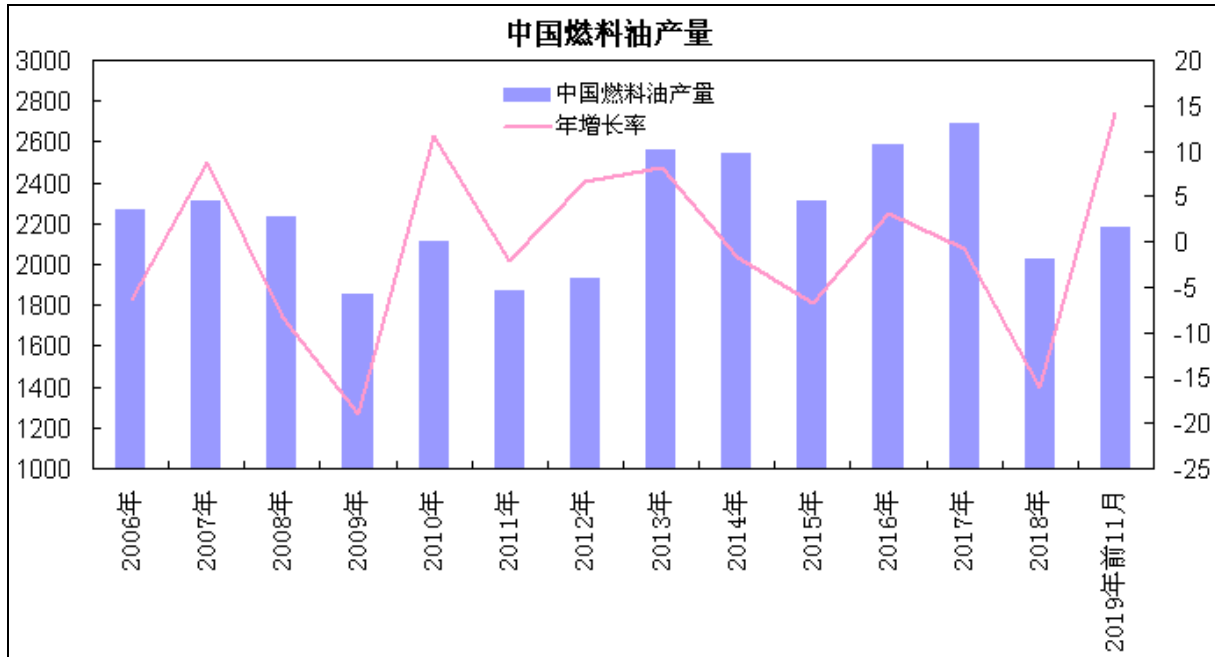


图7：中国燃料油进口

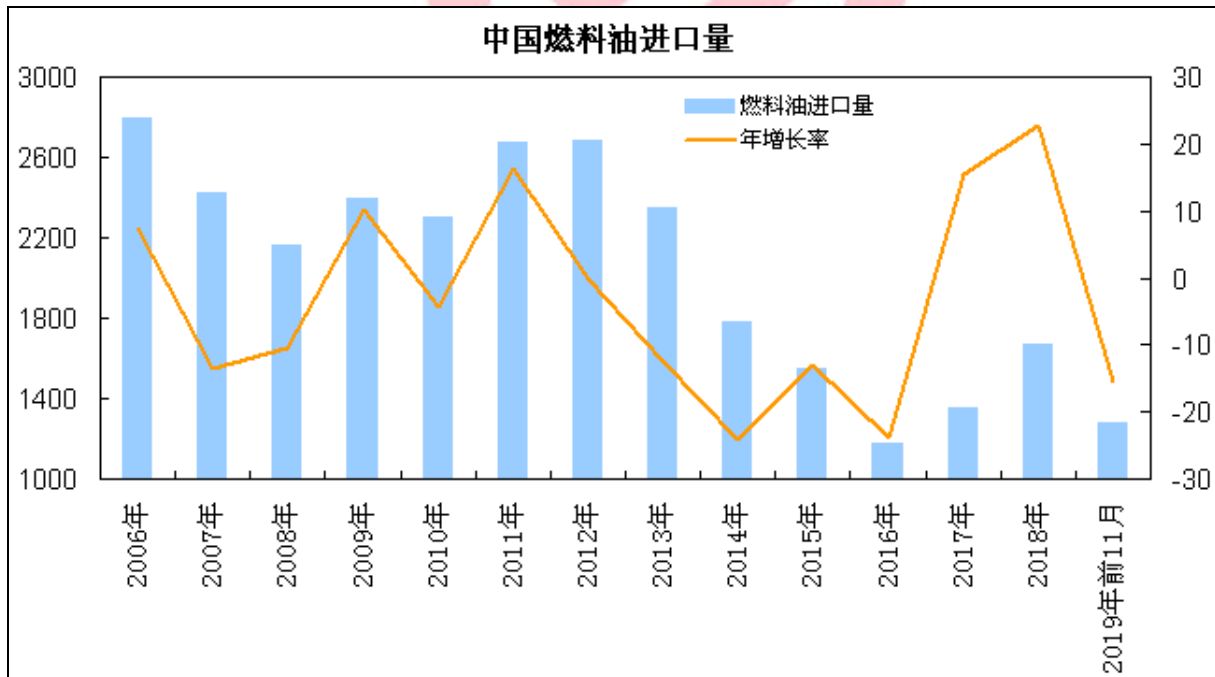


图8：中国燃料油出口量

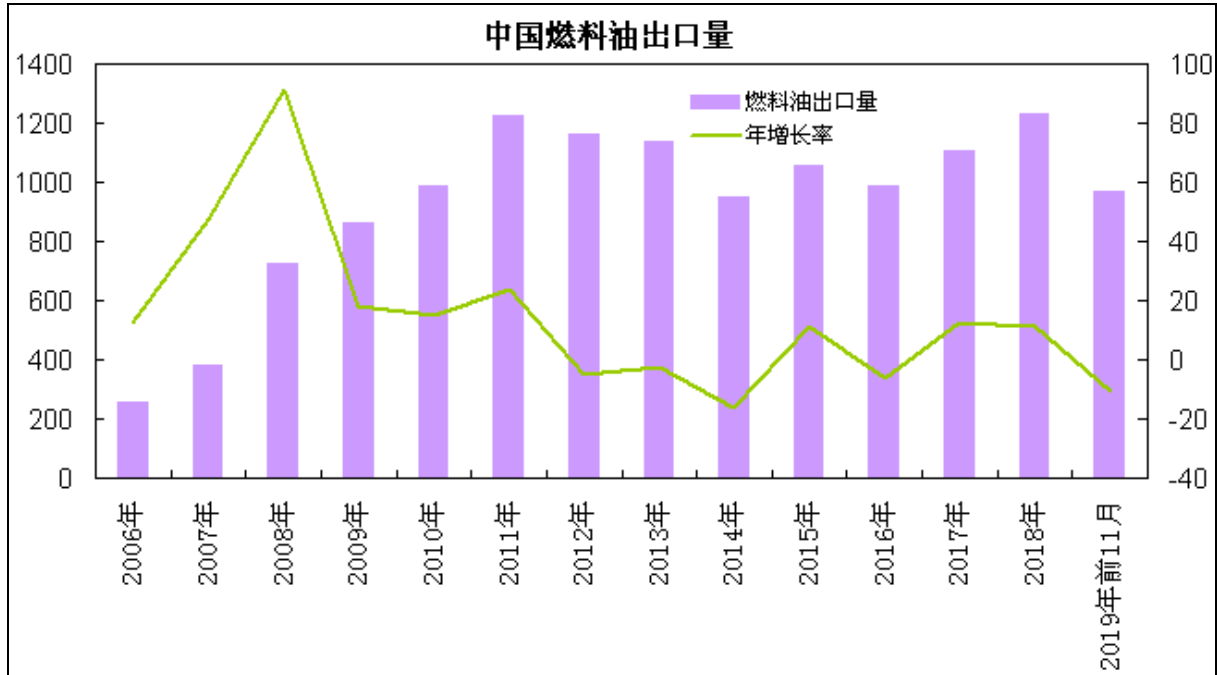
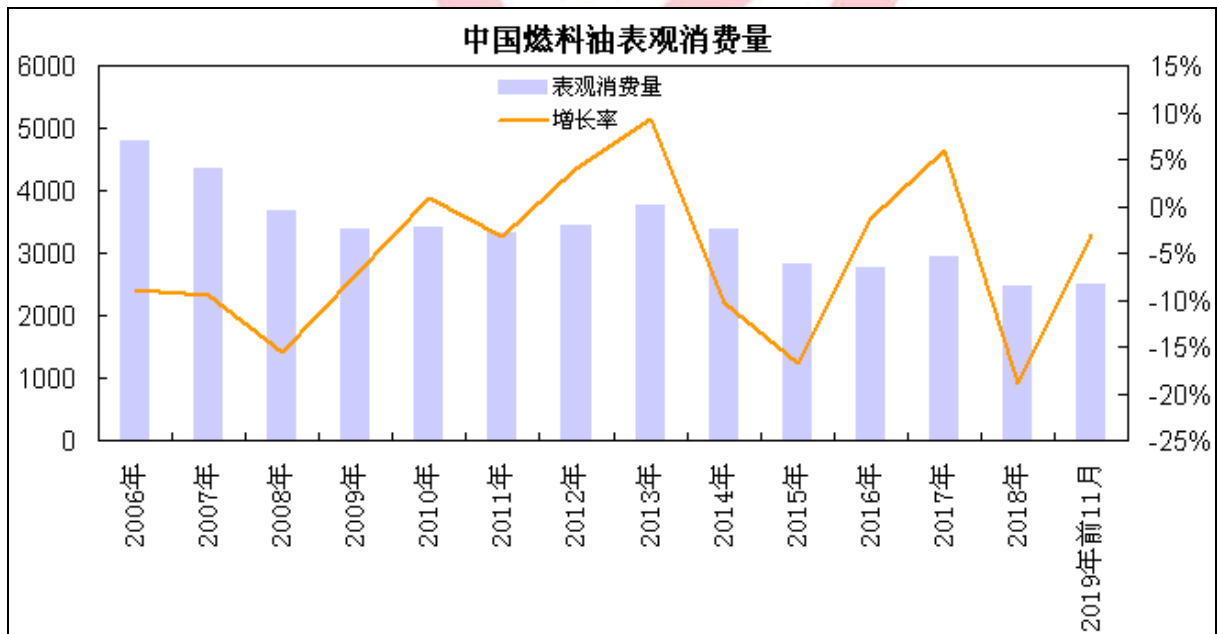


图9：中国燃料油表观消费量



3、燃料油库存状况

新加坡企业发展局(ESG)公布的数据显示，截至12月18日当周，新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油(沥青除外)库存为1972万桶，同比下降5.3%，较年内高点2649.8万桶下降了677.8万桶，降幅为26.6%。新加坡包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油库存为1226.7万桶，较上年同期下降1.5%；新加坡中质馏分油库存为1087.1万桶，较上年同期下降2.2%。

上半年新加坡燃料油库存逐步增加，5月上旬触及年度高点2649.8万桶后逐步回落；下半年，随着IMO2020限硫新政影响，贸易商开始准备高低硫燃油的切换，逐步降低高硫燃料油库存，7月

下旬燃料油库存降至年内低位 1691.6 万桶；四季度，新加坡燃料油出现回升。馏分油库存方面，轻质馏分油库存呈现前高后低，二三季度呈现去库存；中质馏分油上半年库存降至 930 万桶的低位，下半年库存回升至 1100-1300 万桶区间。预计 2020 年新加坡燃料油库存趋于累库，低硫燃料油库存增长，高硫燃料油库存降至低位。

图 10：新加坡燃料油库存

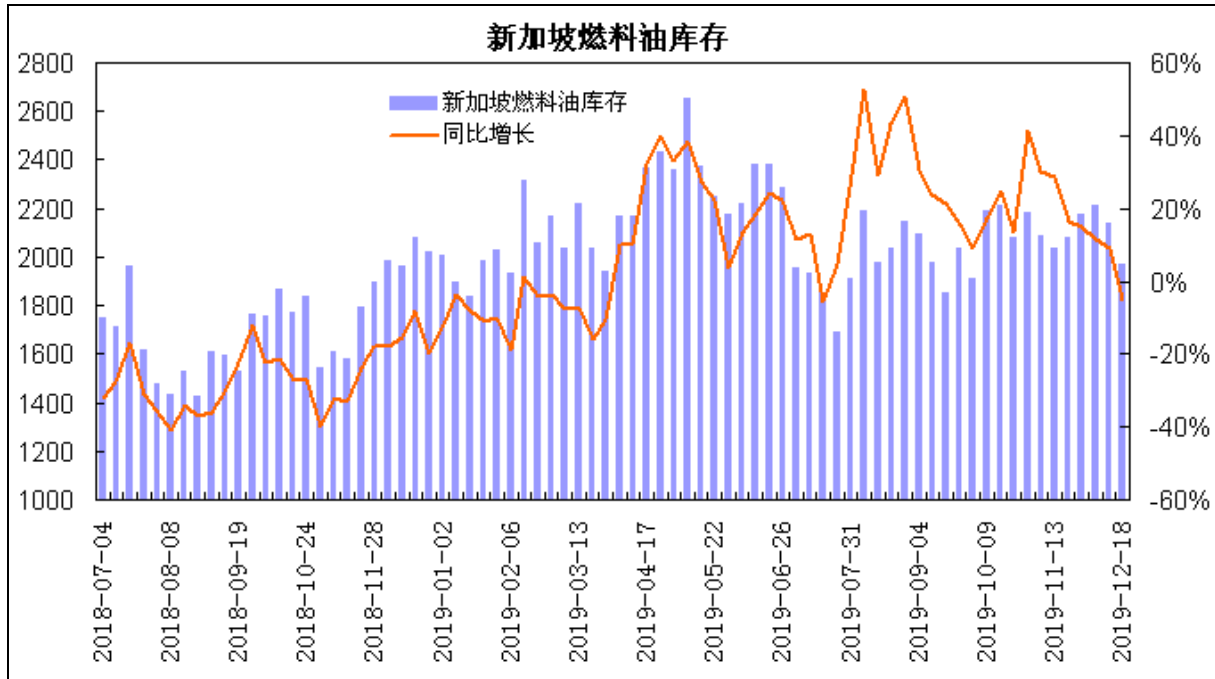
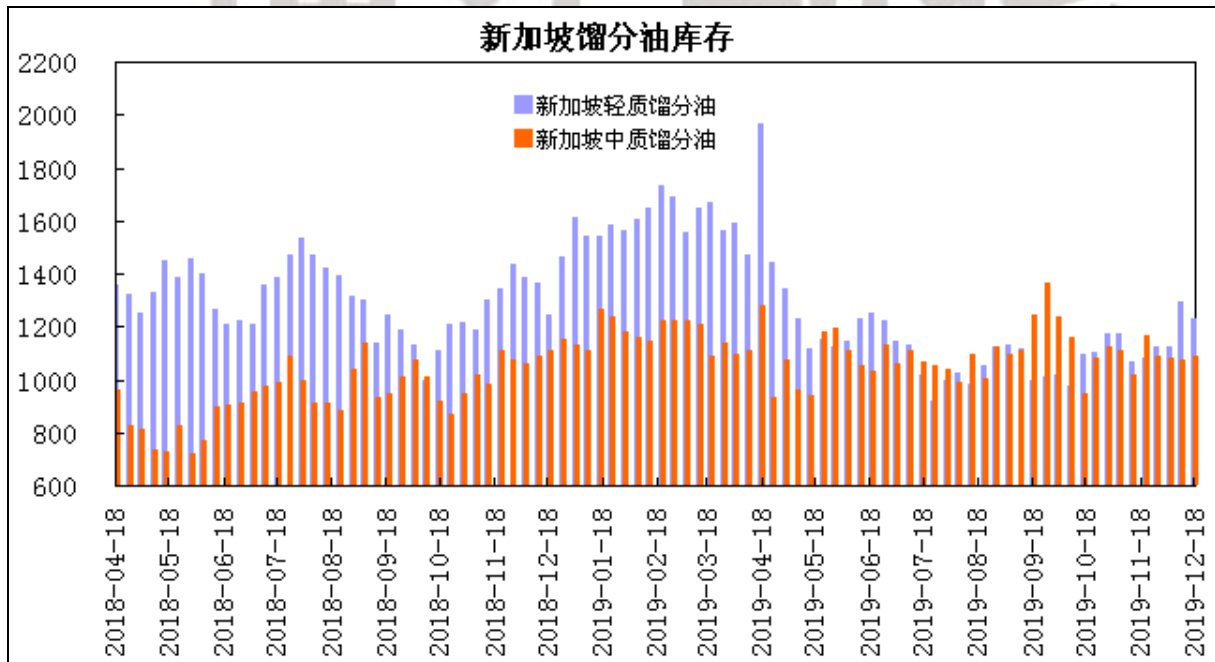


图 11：新加坡馏分油库存



4、航运市场状况

波罗的海贸易海运交易所公布的数据显示，截至 12 月 23 日，波罗的海干散货运费指数(BDI) 为 1103 点，较上年同期下降 168 点，跌幅为 13.2%。其中好望角型运费指数(BCI)为 1954 点，同比涨幅为 2.6%；巴拿马型运费指数(BPI)为 1154 点，同比跌幅为 18.8%；超级大灵便型运费指数(BSI) 为 728 点，同比跌幅为 25.3%；小灵便型运费指数(BHSI) 为 494 点，同比跌幅为 17.1%。2019 年 BDI 指数宽幅运行，一季度从 1230 点逐步下探至三年低位 595 点，二三季度，BDI 指数从低位逐步回升，9 月份触及年内高位 2518 点；四季度，BDI 指数高位回调，重回到年初水平。

截至 12 月 24 日，原油运输指数(BDTI) 为 1597 点，较上年同期上涨 345 点，涨幅为 27.6%；成品油运输指数(BCTI) 为 958 点，较上年同期上涨 145 点，涨幅为 17.8%。原油运输指数在 10 月创出 1958 点的年度高位，成品油运输指数也创出 1031 点的高位。2019 年美国原油出口大幅增长，同时美国制裁相关航运公司，导致油运市场运力紧缺，原油运输指数出现大幅上涨。

截至 12 月，中国出口集装箱运价指数(CCFI 指数) 均值 854 点，同比上涨 1.5%。Clarksons 公布的数据显示，预计 2019 年集运行业运力增幅为 2.9，略低于其对行业需求 3.4%的增长率。

全球经济增长延续放缓态势，但趋于阶段性企稳，IMF、OECD 预计全球经济增速有望小幅回升 2.9%至 3.4%左右；中美有望签署第一阶段经贸协议，贸易局势缓和及经济增长回稳有望提振海运需求；美国出口至远东拉动全球油运周转量，航运业景气度有望延续回升。

图 12: 波罗的海干散货指数

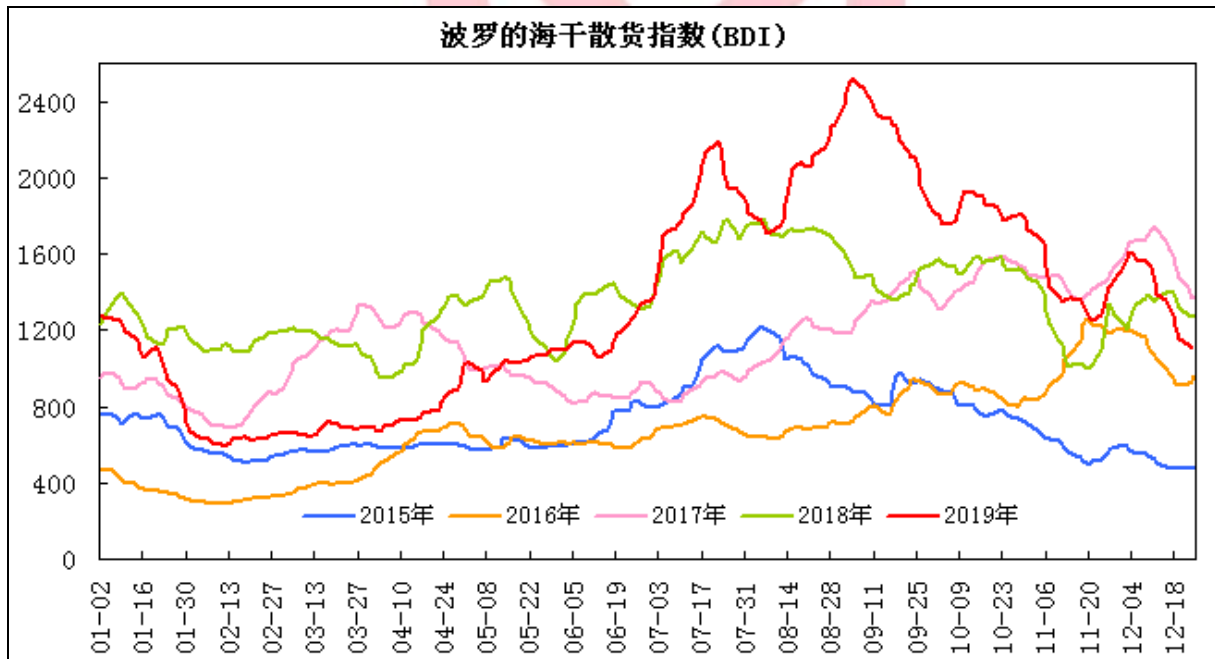


图 13: CCFI 综合指数

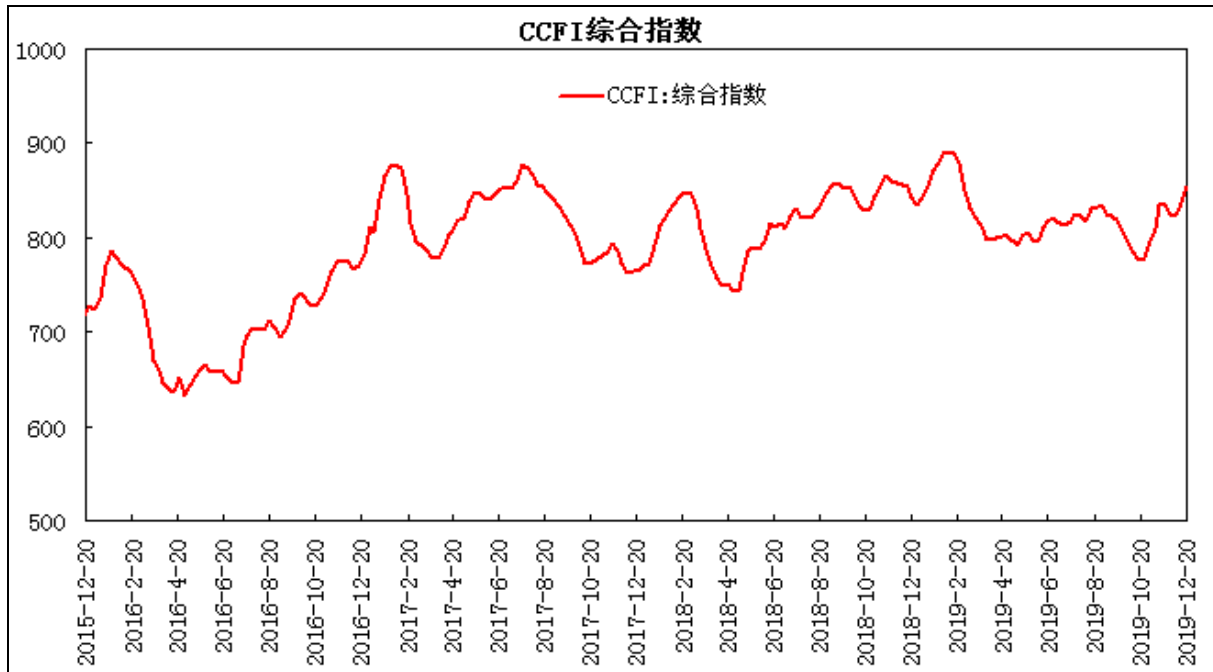
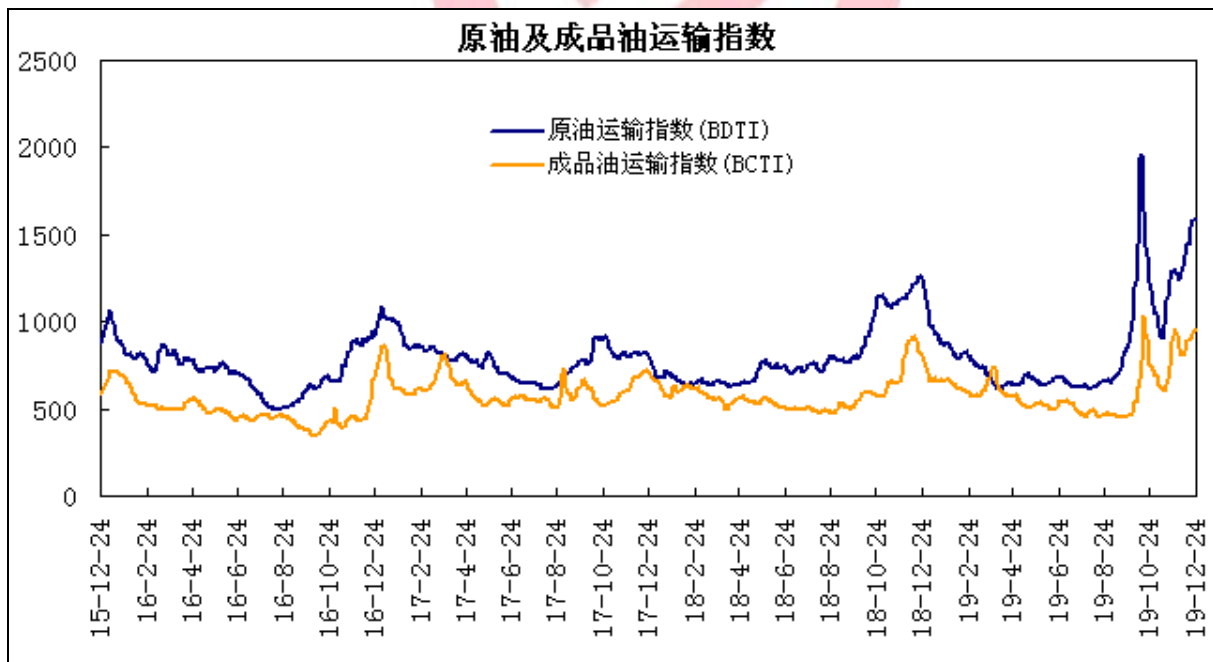


图 14：原油及成品油运输指数



5、IMO 2020 新政

海洋环境保护委员会 (MEPC) 第 70 届会议上决定了关于全球硫排放限值的实施日期。排放控制区外，即全球范围内，从 2020 年 1 月 1 日起，船用油的硫含量标准从低于 3.5% m/m 调整至低于 0.5% m/m 。在 2020 年全球低硫规定生效后，所有未安装脱硫设备的船舶禁止携带硫含量超标燃油。

为有效实施国际海事组织 2020 年 1 月 1 日起全球船用燃油限硫规定，根据《中华人民共和国大气污染防治法》《防治船舶污染海洋环境管理条例》等有关法律法规和我国缔结的《国际防止船舶造成污染公约》以及《船舶大气污染物排放控制区实施方案》（交海发〔2018〕168 号）的要求。中国

海事局发布《2020 年全球船用燃油限硫令实施方案》的公告，自 2020 年 1 月 1 日起，国际航行船舶进入中华人民共和国管辖水域应当使用硫含量不超过 0.50% m/m 的燃油（包括馏分型燃油和残渣型燃油）。自 2020 年 1 月 1 日起，国际航行船舶进入我国内河船舶大气污染物排放控制区的，应当使用硫含量不超过 0.10% m/m 的燃油；自 2022 年 1 月 1 日起，国际航行船舶进入我国船舶大气污染物排放控制区海南水域的，应当使用硫含量不超过 0.10% m/m 的燃油。自 2020 年 3 月 1 日起，国际航行船舶进入中华人民共和国管辖水域，不得装载硫含量超过 0.50% m/m 的自用燃油。

对于 2020 限硫令新政，目前船东的应对措施主要有以下三种。第一是使用硫含量 0.5% 的低硫燃油或转用 MGO/MDO；第二是船舶加装脱硫系统（EGC 系统）；第三是使用清洁燃料，如 LNG、核燃料等。预计将给保税船供油市场的消费结构带来巨大的变化，加装脱硫装置或者使用低硫燃料油、MGO、LNG 清洁能源会大幅增加船用燃料成本，进而带来剧烈的价格波动。低硫燃料油有较大的发展空间。据 IEA 数据显示，预计 2020 年全球燃料油需求量为 614.8 万桶/日，较 2019 年的 644 万桶/日下降 4.6%，限硫新规会导致船用重油需求急剧下降。与 2019 年相比，2020 年的船用重油需求量将从 350 万桶/日降至 140 万桶/日。IEA 称，2020 年初，全球低硫燃油产量约为 100 万桶/日，低硫燃料油价格偏高，船运公司主动使用低硫燃油的积极性受限，但之后，低硫燃油的供给会逐渐增加。与此同时，船用脱硫装置的需求正在增加，到 2020 年，全球大约有 4000 个脱硫装置应用在大型船舶中。

二、观点总结

展望 2020 年，全球经济增长延续放缓态势，但趋于阶段性企稳，IMF、OECD 预计全球经济增速有望小幅回升 2.9%至 3.4%左右；国内经济坚持稳字当头，着力于稳增长和稳就业，加强逆周期调节，货币政策呈现稳健偏适度灵活，保持流动性合理充裕，基建投资温和回升，预计经济增速在 5.7%-5.9% 区间。全球主要央行重返宽松周期，但预计美联储降息步伐放缓，流动性将更多通过扩表进行补充；上半年中美贸易局势阶段性缓和，英国正式脱欧，有望提振市场风险情绪；下半年美国股市高位面临调整压力，全球贸易局势，美国总统及国会大选，市场不确定性风险上升。汇率方面，美国经济面临下滑风险，美元指数趋于冲高回落，预计处于 93-99 区间；受中美贸易局势阶段性缓和，人民币兑美元汇率趋于小幅升值，处于 6.5-7.1 区间波动。

上游原油方面，上半年全球贸易局势缓和及欧佩克+扩大减产规模提振市场，原油期价趋于震荡冲高，下半年夏季用油高峰及供应不确定增加，贸易局势不稳及美国政治风险上升，市场避险情绪升温，原油期价呈现高位回调，预计 2020 年原油价格将趋于前高后低的宽幅震荡趋势，整体波动中枢较 2019 年上抬，国际原油期价将有望处于 50-78 美元/桶区间。预计 WTI 原油期货价格处于 50 美元/桶至 73 美元/桶区间波动，Brent 原油期货价格处于 56 美元/桶至 78 美元/桶区间运行，上海原油期货价格处于 420 元/桶至 550 元/桶区间运行。

供需方面，国内炼厂新增产能投放，预计 2020 年国内燃料油产量延续增长态势，转向生产合规的低硫燃料油，高硫燃料油供应下滑。新加坡燃料油销售出现下降，逐步转向低硫燃料油，高硫燃料油销售萎缩，2020 年新加坡燃料油库存趋于回升，低硫燃料油库存将逐步增加，高硫燃料油库存逐步下降；中美有望签署第一阶段经贸协议，贸易局势缓和有望提振海运需求；美国出口至远东拉动全球油运周转量，预计 2020 年航运业景气度有望延续回升。2020 年上半年 IMO 2020 限硫令新政开始实施，高硫燃料油面临剧烈波动，下半年随着安装脱硫塔船舶集中运营，高硫燃料油需求趋于平稳。

整体上，2020 年原料端原油价格运行区间将趋于抬升，这支撑燃料油成本；受 IMO 2020 限硫令新政及船舶脱硫塔安装进度延后影响，高硫燃料油供需将趋于前松后紧，预计燃料油期价将呈现震荡回升趋势，一季度底部震荡，二三季度震荡回升，四季度震荡回落，整体波动中枢较 2019 年缩

窄，预计上海燃料油期价将有望处于 1900-3000 元/吨区间运行。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份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，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

