

能源季报：原油趋于震荡，多低硫空高硫长期看好

2020年7月2日

臧加利

能化高级研究员

执业编号：F3049542

电话：0571-28132632

18616219409

陈敏华

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

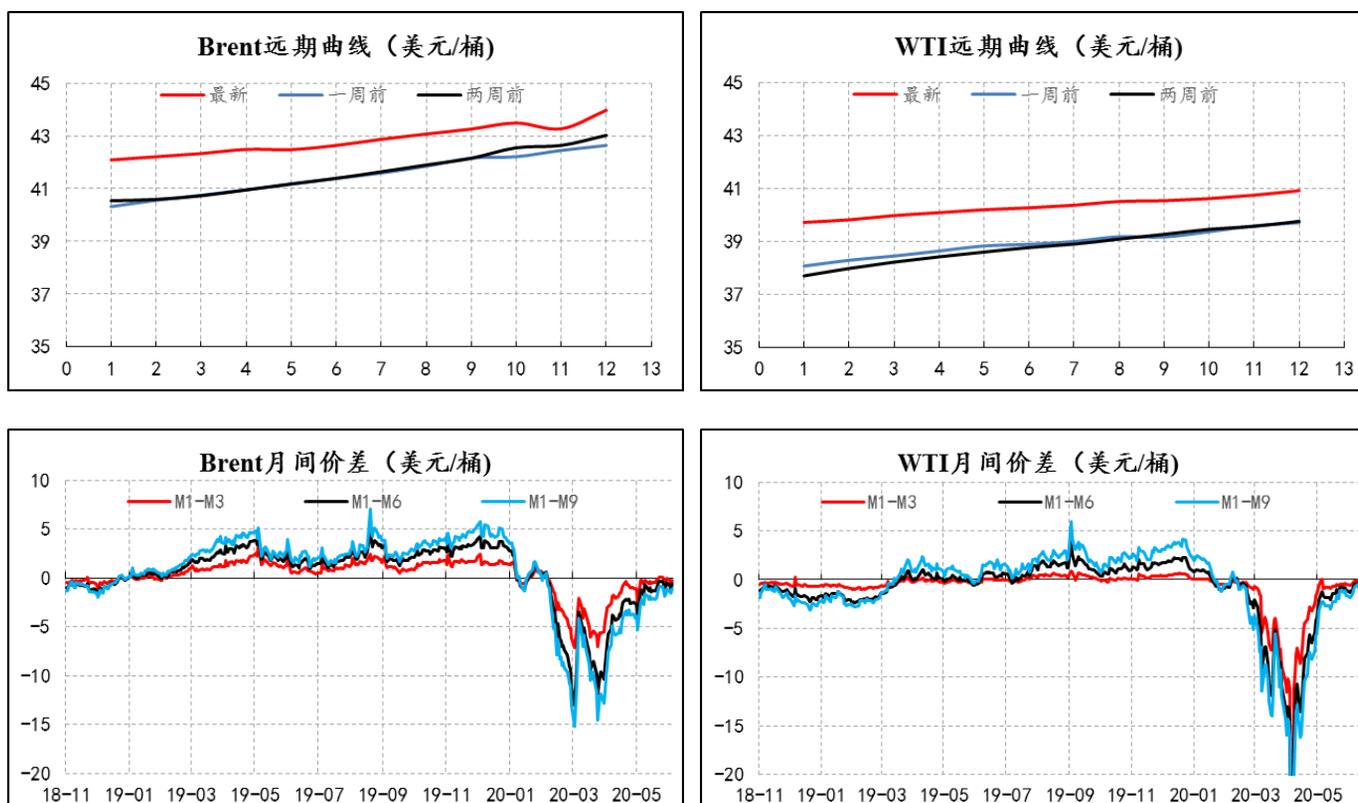


核心观点

- 参考EIA、IEA、OPEC三大机构的原油供需平衡表，预计三季度原油市场将从供过于求转为供不应求，去库趋势会持续。往后看，原油市场关注焦点开始逐步从供给端转移至需求端，主动和被动减产的利好已经很大程度上兑现在大幅反弹的油价上，供给端难以找到新的亮点。需求端对未来油价走势的影响更为关键，尤其是美国疫情形势值得重点关注，下半年预计疫情会反反复复，在控制得当的情况下重启经济活动是必然事件，油价将在逐步恢复的需求与逐步退出的减产间寻求新的平衡，我们预计三季度油价走势将是宽幅震荡，Brent运行区间37-47美元/桶，WTI运行区间35-45美元/桶。操作层面，单边需要谨慎，建议以近月月差正套操作为主。内盘FU燃油主要受到了巨量仓单量的压制，前期内外盘价差高位。
- 低硫燃料油上市后，能源板块内部套利机会更加丰富。当前在疫情影响下，原油市场不确定因素较多，油价走势难以把握，高低硫价差交易可以较好的降低原油风险，专注于燃料油行业自身基本面变化。低硫燃料油已经是船燃消费的主力，虽然海外疫情尤其是美国疫情形势不容乐观，但航运市场正悄然转暖，波罗的海干散货指数BDI在从5月中旬开始触底反弹，基本回到去年9月份的水平，因此船燃需求的恢复是看好低硫燃料油的核心因素。高硫燃料油方面，整体来看是供需双弱格局，而现实情况又面临巨量仓单压力，目前来看这批仓单的消化会比较漫长，因此燃料油FU也将长期受到仓单压制。具体操作层面，多LU2101空FU2101，建议入场价差650元/吨，止损550元/吨。

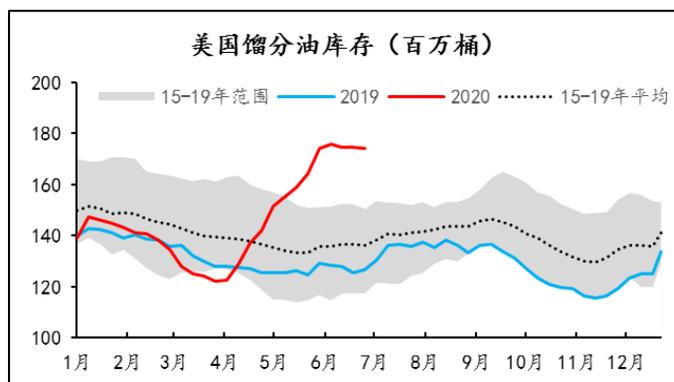
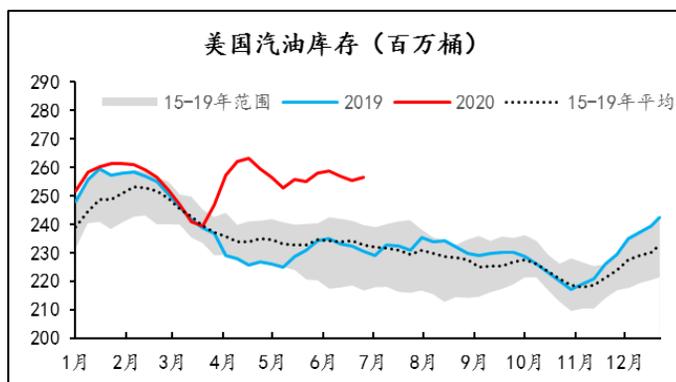
1. 原油：减产利好基本兑现，三季度趋于震荡

二季度，原油市场可谓跌宕起伏，4月在疫情和价格战冲击下，全球原油库存“爆满”，产业资本利用交易规则绞杀基金多头，WTI2005合约在4月20日跌至-37.63美元/桶，原油经历“至暗时刻”。进入5月，OPEC+开启史上最大级别的减产行动，970万桶/日的减产幅度帮助原油供需平衡表快速修复，油价开启震荡上行走势，布油单月涨幅超过40%，美油单月涨幅更是高达85%。6月，原油涨势有所放缓，海外疫情尤其是美国疫情的恶化使得多头信心松动，炼厂炼油利润低位情况下，全球原油库存去化速度低于预期。



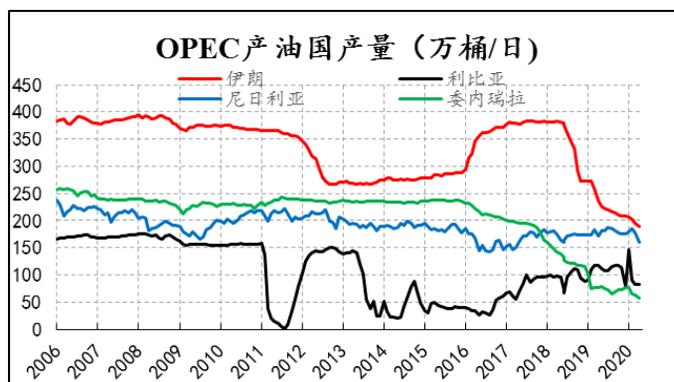
资料来源：Wind，信达期货研究中心

根据多家机构测算，二季度是全年原油需求的低谷，4月全球原油需求缩减量在1800万桶/日左右，5月缩减量约为1500万桶/日，6月缩减量约为1000万桶/日。因此，在供给端收紧的平衡作用下，5月份以来原油库存累积速度明显放缓，部分地区的库存甚至出现了下滑，陆地库存先被消耗，然后高成本的浮仓开始往陆地岸罐转移。疫情是影响原油需求的核心，6月28日全球新冠肺炎确诊病例累计超过1000万例，其中仅美国就超过250万例，部分州已暂停或是推迟重启经济计划。过去两个月，全球汽油消费恢复较为明显，但是柴油、航空煤油等消费仍然不佳，成品油的弱势限制了油价的上行空间。



资料来源：EIA，信达期货研究中心

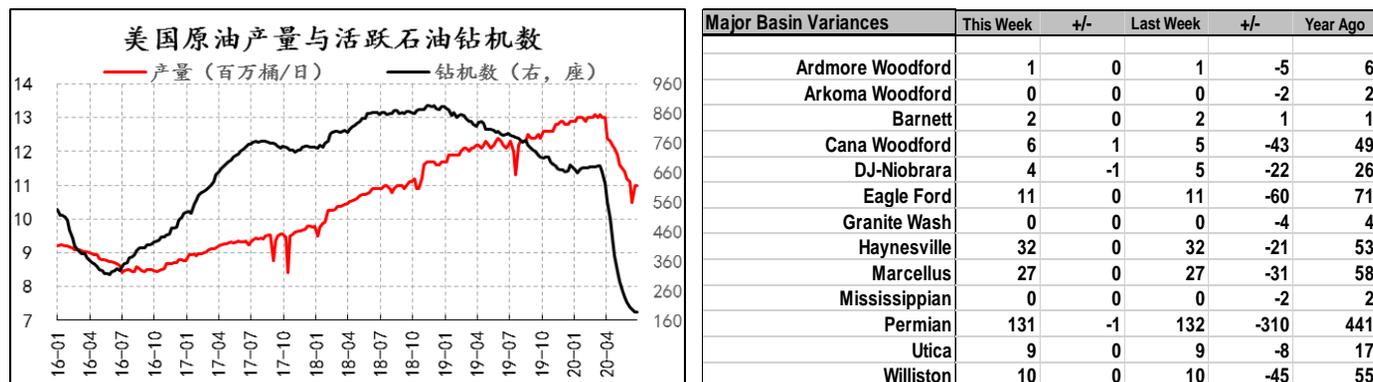
市场消息显示，OPEC6月原油产量下降193万桶/日至2269万桶/日，为1991年以来最低水平，OPEC成员国在6月份的减产执行率为107%，沙特仍是减产的主力，伊拉克、安哥拉和尼日利亚的减产执行率较低。目前伊拉克6月石油出口量下降了31万桶/日，已履行减产协议中承诺的五分之三，减产补偿正在稳步推进。但是安哥拉和尼日利亚还未提交减产补偿计划，沙特威胁再次发动全面油价战争，我们认为这更多是一种口头行为，实际落实概率偏低。俄罗斯方面，5月减产执行率为96%，6月进一步加大减产力度，排除凝析油后的6月原油产量在850万桶/日左右，基本达成减产目标。按照减产计划，7月将继续执行970万桶/日的减产规模，8月后减产规模大概率会降至770万桶/日，综合来看，难以从OPEC+减产上找新的亮点。



资料来源：OPEC，信达期货研究中心

二季度，美国、加拿大等国家虽然没有加入OPEC+减产行动，但低油价也对其原油生产形成了较大冲击。美国页岩油对油价较为敏感，低油价情况下页岩油上游投资大幅削减，美国活跃石油钻机数从3月初的680多座降至目前的188座，钻井数和完井数均明显减少，当前美国原油总产量为1100万桶/日，较年初高点下滑了约200万桶/日。6月28日，美国页岩油气巨头切萨皮克正式宣布破产，虽然油价中枢已经

大幅提升，但生产成本相对较高的页岩油企业仍面临违约甚至破产风险。美国页岩油企业的资本开支较以往更加谨慎，这意味着美国页岩油产量下降周期可能已经接近尾声，但恢复过程会比较漫长，三季度产量快速回升大概率是难以看到的。

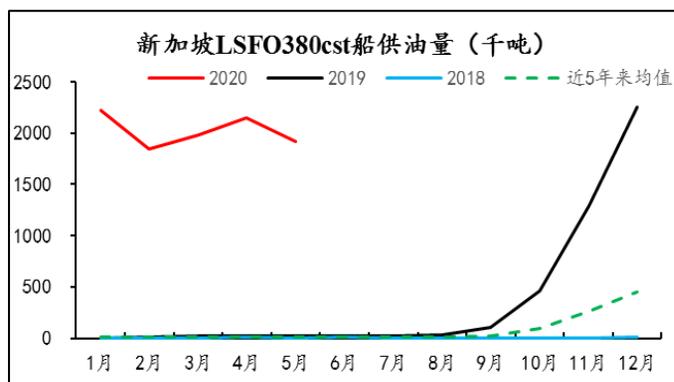
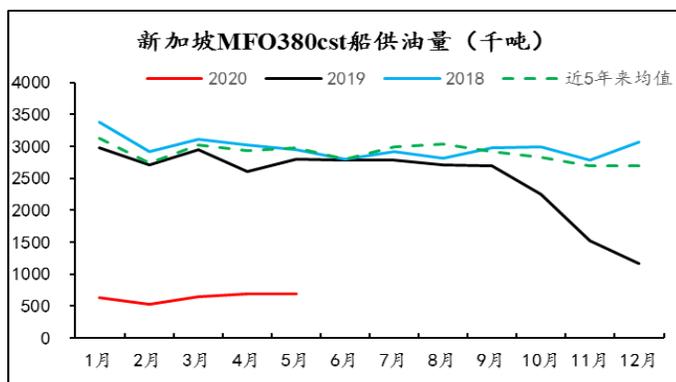


资料来源：EIA, Baker Hughes, 信达期货研究中心

参考 EIA、IEA、OPEC 三大机构的原油供需平衡表，预计三季度原油市场将从供过于求转为供不应求，去库趋势会持续，其中 EIA 预测 2020 年 6-12 月会以 250 万桶/日的速度小幅去库。往后看，原油市场关注焦点开始逐步从供给端转移至需求端，主动和被动减产的利好已经很大程度上兑现在大幅反弹的油价上，供给端难以找到新的亮点。需求端对未来油价走势的影响更为关键，尤其是美国疫情形势值得重点关注，下半年预计疫情会反反复复，在控制得当的情况下重启经济活动是必然事件，油价将在逐步恢复的需求与逐步退出的减产间寻求新的平衡，我们预计三季度油价走势将是宽幅震荡，Brent 运行区间 37-47 美元/桶，WTI 运行区间 35-45 美元/桶，SC 与 Brent 价差当前值在 1 美元/桶左右，为 SC 上市以来低值水平，进一步走弱概率较小。操作层面，单边需要谨慎，建议以近月月差正套操作为主。

2. 燃料油：航运市场快速恢复，多低硫空高硫长期看好

IMO2020 限硫令于 2020 年 1 月 1 日起正式生效，从全球主要燃料油加注港口的消费数据来看，船用燃油市场已经基本完成从高硫燃料油向低硫燃料油的切换，目前基本处于稳定阶段。新加坡市场中，低硫燃料油销量月销量已升至 200 万吨左右，而高硫燃料油月销量已经降至不足 70 万吨。我国舟山市场中，目前船用油以低硫燃料油为主，高硫燃料油消费占比已经降至 20% 以下。相似的情况也出现在了中东富查伊拉和欧洲鹿特丹市场。进入二季度，高低硫的消费占比维持相对稳定状态，小部分低硫柴油市场份额过渡给低硫燃料油。



资料来源：MPA，信达期货研究中心

为应对 IMO2020 限硫令带来的船用油市场巨变，6月22日上海国际能源交易中心 INE 正式挂牌上市低硫燃料油期货合约 LU。与现存的上期所燃料油 FU 相比，两者最主要差别体现在硫含量上，低硫燃料油 LU 是硫含量不高于 0.5%，高硫燃料油 FU 是硫含量不高于 3.5%。由于低硫燃料油的稳定性较高硫要差，即使同一企业生产的低硫燃料油在品质上都会存在较大差异。因此，低硫燃料油在入库环节重点增加了混罐的相容性检测，同时低硫燃料油仓单有效期设置为 6 个月，而高硫燃料油是仓单生效年份的第二年的最后一个交割月份。此外，低硫燃料油首批交割仓库只有 4 家，启用库容 32 万吨，相较于舟山的月销量来看，库容较为紧张。因此，低硫燃料油具有一定的多头属性。

	燃料油 FU	低硫燃料油 LU
交易品种	实际为高硫燃料油	低硫燃料油
交割品质	RMG 380 船用燃料油 (高硫 3.5%)	低硫船用燃料油 (低硫 0.5%)
上市平台	上海期货交易所 SHFE	上海国际能源交易中心 INE
质量标准	GB 17411+八项补充指标	GB 17411+粘度、密度下限+相容性+渣油度+苯乙烯+苯酚
限仓制度	绝对值限仓	增加了≥10万手时10%比例限仓；<10万手时10000手绝对值限仓
自然人客户离场	最后交易日前第3个交易日收盘后	最后交易日前第8个交易日收盘后
入库预检	密度、运动粘度、硫含量、水分、闪点	密度、运动粘度、硫含量、水分、闪点，如混罐存储应增加相容性预检
最小入库量	1000吨	5000吨
仓单有效期	保税标准仓单生效年份的第二年的最后一个交割月份，超过期限的转为现货	自保税标准仓单生成月份起6个月，超过期限的转为现货

编号	指定交割仓库名称	核定库容	启用库容
1	中化兴中石油转运(舟山)有限公司	30	15
2	洋山申港国际石油储运有限公司	5	5
3	浙江海洋石油仓储有限公司	2	2
4	大鼎油储有限公司	20	10
合计		57	32

资料来源：INE，信达期货研究中心

19年下半年，很多贸易商等提前囤积了大量低硫燃料油船货，今年一季度又爆发了新冠疫情，导致低硫燃料油供应短缺问题并没有出现，这也在不断走弱的裂解价差、现货贴水和纸货月差上得到了验证。在高硫时代，保税 380 燃料油基本依赖进口，国内话语权较低，随着低硫燃料油成为船燃市场主角，国内炼厂的燃料油产能有望得到释放，并对全球燃料油市场形成冲击。2020年4月，商务部下达2020年第一批总计1000万吨的低硫船用燃料油出口配额，其中中石化429万吨，中石油295万吨，中

海油 90 万吨，中化 90 万吨，浙石化 100 万吨。由于 2020 年以来低硫燃料油裂解价差表现好于汽油、柴油等主流成品油，因此炼厂有动力增加低硫燃料油收率，且在出口退税政策加持下，预计炼厂会充分利用配额。目前，好不确定的是会有多少船加油需求会从新加坡转移至舟山地区，这不仅取决于两地的加油成本，也取决于两地的港口服务水平。我们预计，三季度国内低硫燃料油将是供需双增的格局，库存大幅累积的情况大概率难以看到。



资料来源：zsbunker, wind, 信达期货研究中心

低硫燃料油上市后，能源板块内部套利机会更加丰富，低硫燃料油 LU 可以和原油 SC、沥青 BU 以及上期燃料油 FU 形成对冲组合，其中高低硫间的套利，即高低硫价差值得重点关注。当前在疫情影响下，原油市场不确定因素较多，油价走势难以把握，高低硫价差交易可以较好的降低原油风险，专注于燃料油行业自身基本面变化。以舟山地区现货为例，高低硫价差从年初的 300 美元/吨持续下，目前回升至 50 美元/吨。分开来看，低硫燃料油已经是船燃消费的主力，虽然海外疫情尤其是美国疫情形势不容乐观，但航运市场正悄然转暖，波罗的海干散货指数 BDI 在从 5 月中旬开始触底反弹，目前已回升至 1800 点附近，较前期低点涨幅 350%，基本回到去年 9 月份的水平，因此船燃需求的恢复是看好低硫燃料油的核心因素。高硫燃料油方面，下游需求切换至船用、工业和化工，需求较为均匀，整体来看高硫燃料油是供需双弱格局，而现实情况又面临巨量仓单压力，目前来看这批仓单的消化会比较漫长，因此燃料油 FU 也将长期受到仓单压制。具体操作层面，多 LU2101 空 FU2101，建议入场价差 650 元/吨，止损 550 元/吨。

【信达期货简介】

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 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 19 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、宁波、绍兴、临安、萧山 13 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。

【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	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	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	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	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	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	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	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	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	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 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	绍兴	绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403	0575-88122652
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
萧山	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	0571-82752636	

【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、财政状况或需要。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。期市有风险，入市需谨慎。
- 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。