

OPEC 增产对燃料油市场的影响分析

报告摘要:

由于新冠肺炎疫情的持续蔓延,全球原油需求受到巨大冲击。在需求大幅转弱的背景下,市场寄希望于 OPEC+ 在 3 月份会议上达成深化(或延长)减产,来达成原油供需的平衡,或至少能够在一定程度上抑制原油的过剩。

然而,此次沙特与俄罗斯却未能就减产协议达成一致。不仅如此,在谈判破裂后沙特为争夺市场份额而启动价格战,随后双方的立场似乎愈发强硬,各自声称的增产幅度也逐步加码。近期根据沙特阿美公司首席执行官 Amin Nasser 表态,4 月沙特原油产量将升至 1230 万桶/日,该目标如果达成则相比沙特 2 月份产量(970 万桶/天)上涨幅度达到 260 万桶/天。除了拥有最大生产潜力的沙特外,阿联酋、伊拉克以及俄罗斯均会跟进增产。

在原油需求饱受疫情困扰的当前,OPEC 成员的增产可谓是给市场“雪上加霜”。在这样的环境下,原油市场受到冲击之巨大自然不必多言,而作为石化产业链最上游与最核心的大宗商品,原油端受到的影响难免会通过各种渠道传递给下游各成品油以及化工品。本文将把目光聚焦于燃料油这一品种,来分析此轮 OPEC 增产给燃料油市场带来的潜在影响。需要注意的是,本文的分析是基于沙特等国当前的表态(大幅增加产量与出口)来展开的,未来并不排除沙特与俄罗斯重回谈判桌的可能,如若发生的话则整个市场又会经过新一轮的洗牌。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

余永俊

☎ 021-0827969

✉ yuyongjun@htfc.com

从业资格号: F3047633

投资咨询号: Z0013688

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233755

投资咨询号: Z0000421

联系人

张津圣

☎ 020-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号: F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

陆阳

☎ 021-60679369

✉ luyang@htfc.com

从业资格号: F3069180

OPEC 增产给原油市场“雪上加霜”，燃料油市场将受何影响？

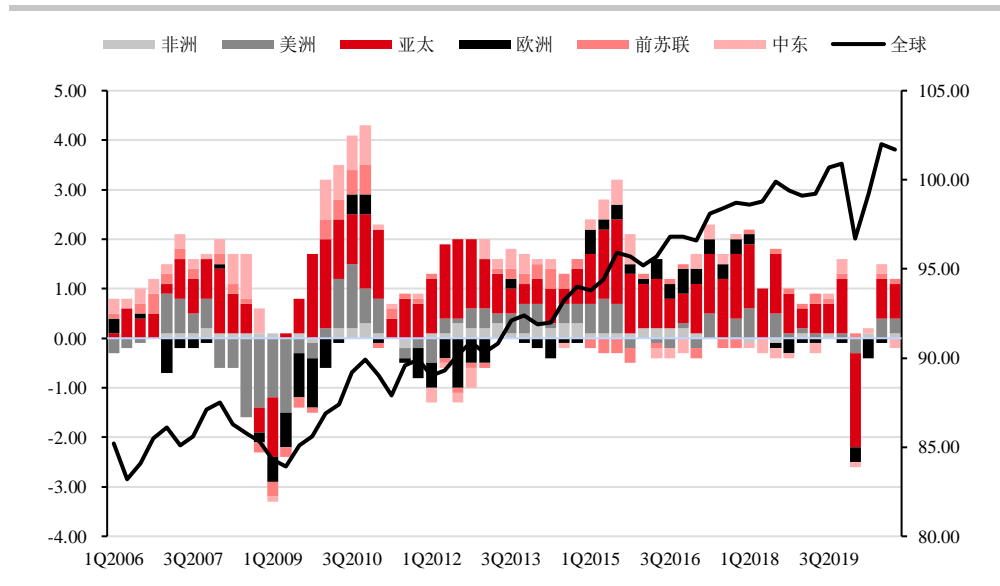
由于新冠肺炎疫情的持续蔓延，全球原油需求受到巨大冲击。在需求大幅转弱的背景下，市场寄希望于 OPEC+ 在 3 月份会议上达成深化（或延长）减产，来达成原油供需的平衡，或至少能够在一定程度上抑制原油的过剩。

然而，此次沙特与俄罗斯却未能就减产协议达成一致。不仅如此，在谈判破裂后沙特为争夺市场份额而启动价格战，随后双方的立场似乎愈发强硬，各自声称的增产幅度也逐步加码。近期根据沙特阿美公司首席执行官 Amin Nasser 表态，4 月沙特原油产量料将升至 1230 万桶/日，该目标如果达成则相比沙特 2 月份产量（970 万桶/天）上涨幅度达到 260 万桶/天。除了拥有最大生产潜力的沙特外，阿联酋、伊拉克以及俄罗斯均会跟进增产。

在原油需求饱受疫情困扰的当前，OPEC 成员的增产可谓是给市场“雪上加霜”。在这样的环境下，原油市场受到冲击之巨大自然不必多言，而作为石化产业链最上游与最核心的大宗商品，原油端受到的影响难免会通过各种渠道传递给下游各成品油以及化工品。本文将把目光聚焦于燃料油这一品种，来分析此轮 OPEC 增产给燃料油市场带来的潜在影响。

图 1：全球原油需求同比增长

单位：百万桶/天



数据来源：IEA 华泰期货研究院

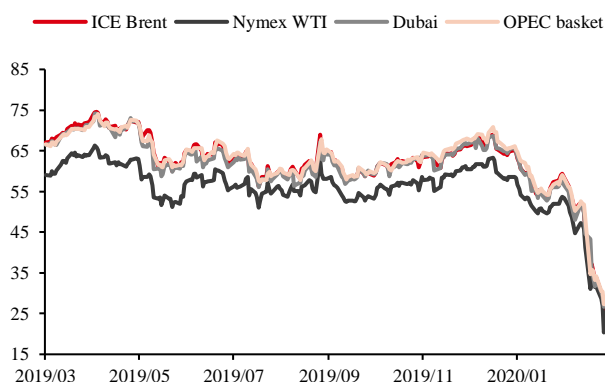
价格：成本端崩塌驱动燃料油单边价格大幅下跌

在全球疫情持续发酵的背景下，OPEC 增产导致原油市场的过剩大幅加剧，由此引发国际油价的迅速下跌。上游成本端崩塌驱动燃料油单边价格承压下行，近期内外盘燃油的巨大跌幅也是 OPEC 增产对燃料油市场最为直观的影响。

具体来看，从 3 月 6 日会议结束到 3 月 19 日的这段时间里，上期所 FU 主力合约价格降幅

达到 31%；同一时间新加坡高硫燃料油掉期价格跌幅为 39%，新加坡低硫燃料油掉期价格下滑幅度为 38%。虽然这段时间内新冠病毒疫情在海外的加速蔓延导致原油需求进一步萎缩，也为原油、燃料油单边价格带来更多压力，但这种影响更多属于边际性的，油价在短时间如此迅猛的跌幅很大程度上归因于 OPEC 策略 360 度的大转弯——即从谨慎限产到侵略性的增产。

图 2：国际原油价格 单位：美元/桶



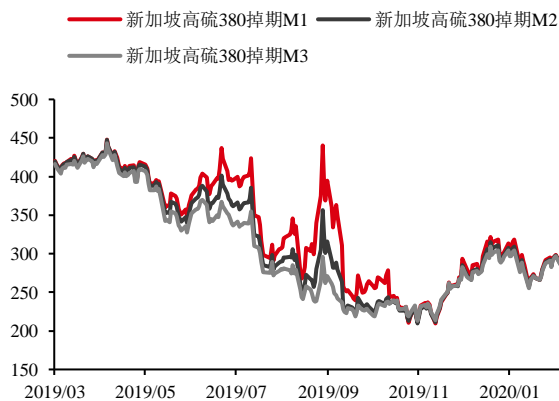
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：上期所高硫燃料油期货价格 单位：元/吨



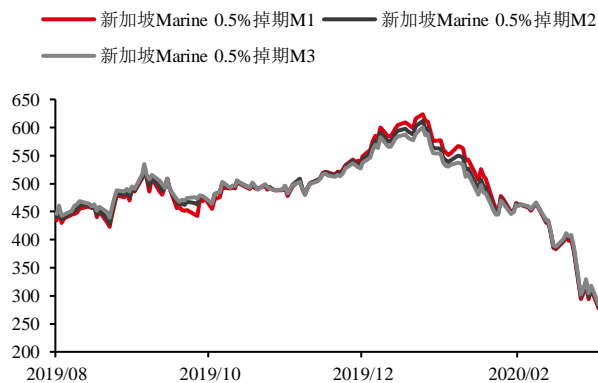
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：新加坡高硫燃料油直价掉期 单位：美元/吨



数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 5：新加坡低硫燃料油直价掉期 单位：美元/吨



数据来源：Platts 华泰期货研究院

价差：OPEC 增产带动油轮运费上涨，间接拉宽燃料油区域价差

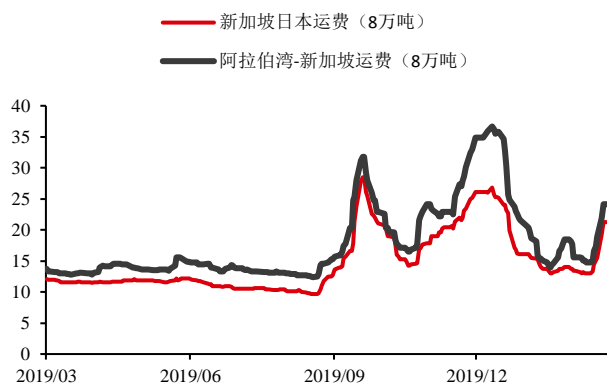
在计划大量增加产量后，沙特及主要产油国近期大量占用油轮，确保向市场运送更多原油，贸易量的增加带动油轮运费的上涨。除此之外，由于原油市场在 OPEC 增产的背景下会面临严重过剩，这也驱动了大量浮仓囤油的需求。随着愈来愈多的 VLCC 被用于存储原油，导致油轮市场运力逐步缩减，从而进一步地推涨运费。

在供需两端作用下，原油油轮运费(尤其是 VLCC) 近日迎来巨幅增长，油轮版块内的联动

使得燃料油运费也迅速上涨。以阿拉伯湾-新加坡（8 万吨船）航线的燃料油运费为例，在过去一周左右时间内的涨幅达到 60%以上。

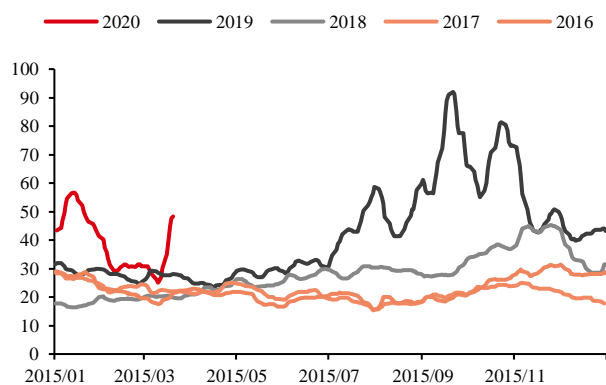
油轮运费的上涨对燃料油套利贸易活动（尤其是远距离跨区贸易）造成抑制，从而在一定程度上推涨了产地与消费地间的价差。其中，以鹿特丹与新加坡间高硫以及低硫燃料油价差（东西价差）在过去一周左右时间里迅速走宽。虽然运费可能并非区域价差上涨背后的唯一因素，但确实起到了不小的推动作用。尤其考虑到现在疫情中心已从亚洲转移到欧洲，对当地燃料油消费造成的冲击逐步扩大，近期 ARA 库存压力也显著增加，此时运费的上涨意味着西北欧如果想通过跨区贸易来转移库存，就需要（相对新加坡）给出更高的贴水来覆盖住增加的货运成本。

图 6：燃料油运费 单位：美元/吨



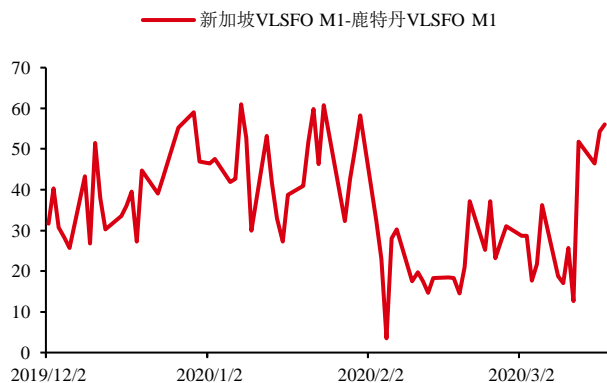
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 7：高硫燃料油东西价差 单位：美元/吨



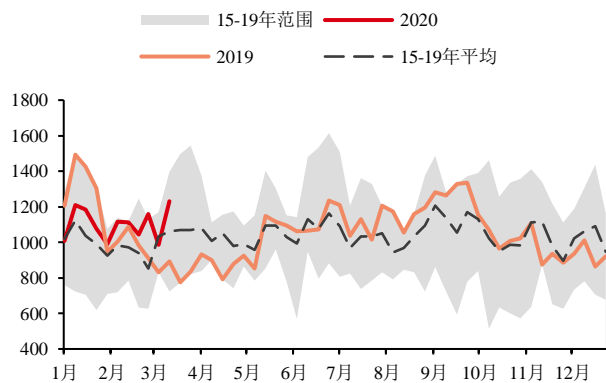
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：低硫燃料油东西价差 单位：美元/吨



数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 9：ARA 燃料油库存 单位：千吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

供需：OPEC 增产对各燃料油消费终端的影响不一

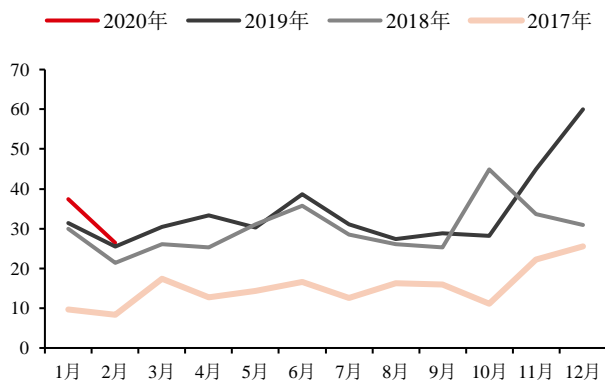
受到 OPEC 增产的间接影响，船用燃料油需求得到小幅恢复

自新冠肺炎疫情爆发以来，船用燃料油消费受到显著冲击。根据 MPA（新加坡港务管理局）发布数据，新加坡 2 月船供油量约为 388 万吨，环比 1 月下降 63 万吨，降幅 14%。与此同时，根据中国海关数据，舟山港 2 月船燃销量 26.5 万吨，环比降幅达到 29%。而到了 3 月份，虽然我国情况显著好转，但海外疫情却有愈演愈烈的趋势。面对日趋严峻的疫情形势，各国家、港口出台的管制措施不断升级，导致全球航运以及船用油需求持续受到压制。

在这样的背景下，OPEC 增产可能会为目前低迷的船用油需求带来小幅度提振，其作用主要是从两方面来间接体现的：1) OPEC 增产驱动原油/燃料油单边价格大幅下滑，降低了船东的采购成本，从而带来一定程度的消费回升；2) 随着 OPEC 的增产，中东地区原油出口短期内将大幅增加，由此刺激油轮板块的航运需求，给船用油消费带来一定程度的提振。另外，在 IMO 限硫令全面生效的背景下，船用油消费的恢复对低硫燃料油需求的促进作用会更大。但需要注意的是，这种边际性的影响并不足以逆转当前船燃消费偏弱的格局，尤其考虑到油轮板块的整体船燃消耗是小于干散货与集装箱船，对整体市场的拉动力量相对有限。

图 10：舟山港船供油量

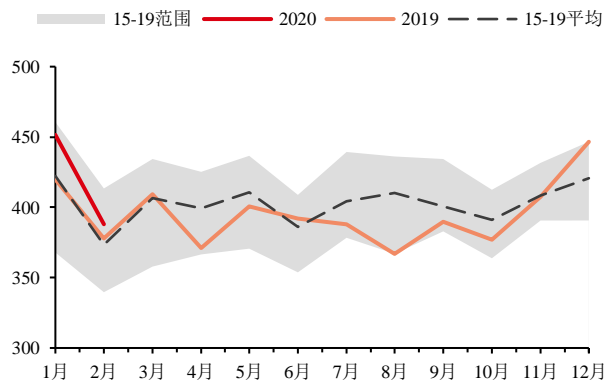
单位：万吨



数据来源：海关总署 华泰期货研究院

图 11：新加坡港船供油量

单位：万吨



数据来源：MPA 华泰期货研究院

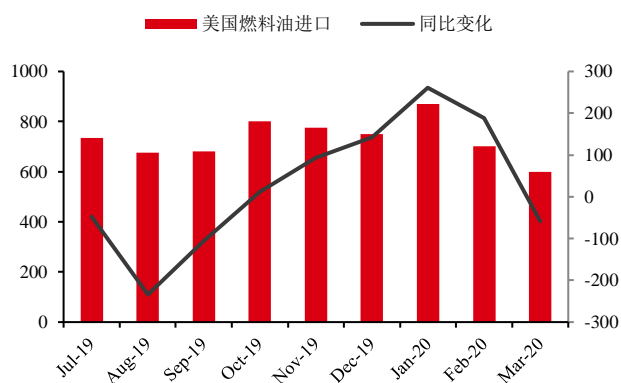
OPEC 增产释放中质酸油，或导致炼厂对高硫油需求或小幅转弱

从油种上来看，OPEC 增产的油种以中质酸油为主，随着这些增量资源被释放出来，在一定程度上缓解中重质酸油偏紧的结构矛盾，导致（以美湾地区为代表）复杂型炼厂对高硫燃料油的进料需求减弱。值得注意的是，根据 Kpler 船期数据，美国 3 月份的燃料油进口已经有明显的下滑。

但相比中质原油，复杂型炼厂对重质原油的偏好更高，因而我们认为 OPEC 增产对原油轻质化矛盾的调节效应预计是相对有限的，炼厂对高硫燃料油（渣油/VGO）进料需求应该不会被大幅度的逆转。美国 3 月份进口数据还不足以反映炼厂对高硫燃料油需求显著减弱的

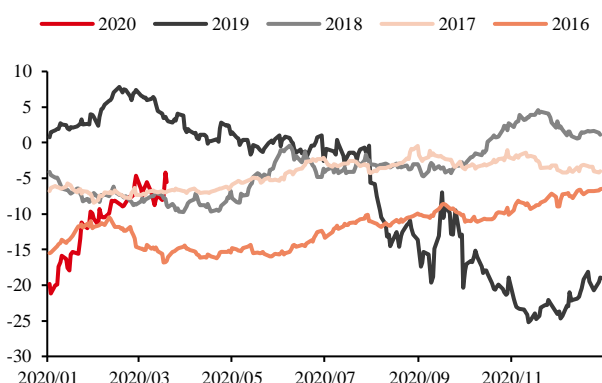
趋势，尤其是在当前高硫燃料油裂差偏强、其他成品油裂差偏弱的市场环境下，炼厂采购的减少可能更多是短期内经济性的体现。

图 12: 美国燃料油进口量 单位: 千桶/天



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 13: 美湾高硫燃料油裂差 单位: 美元/桶



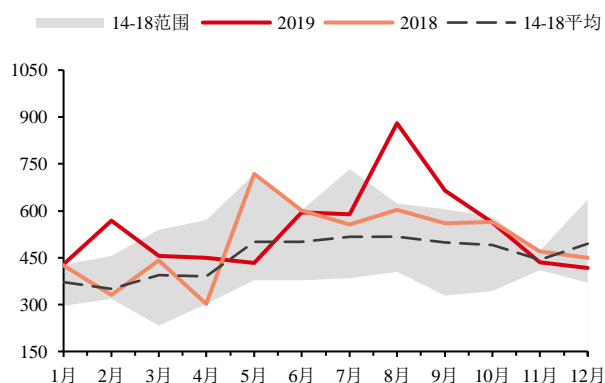
数据来源: Platts 华泰期货研究院

沙特优先原油出口，当地电厂燃料油需求或得到提升

根据沙特当前的表态，预计未来沙特在大幅增产的同时会优先原油出口来抢占市场份额，从而导致国内需求受到压制，我们假设炼厂加工量相对稳定，则相应地电厂用原油直烧的消费量可能出现下滑，留下来的缺口将由高硫燃料油、天然气等替代原料来弥补，从而对高硫燃料油消费产生一定提振作用。

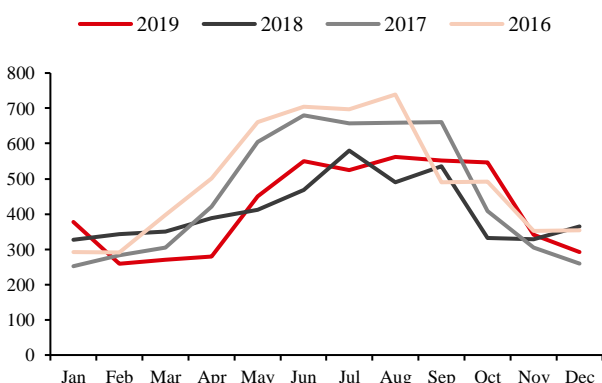
参考 2018 年情境，美国在对伊朗正式实施制裁前要求沙特增加原油出口来填补伊朗份额，当时沙特国内原油直烧发电有明显的同比下滑，与此同时其燃料油消费量也处于季节性偏高水平。虽然当时和现在沙特增产的动机有所不同，但表现形式都是将原油资源优先用来出口来填补/争夺国际市场份额，这样的策略也相应导致国内发电厂的原油供应收缩，从而带动替代原料（高硫燃料油等）的需求增长。

图 14: 沙特燃料油需求 单位: 千桶/天



数据来源: JODI 华泰期货研究院

图 15: 沙特电厂原油消费 单位: 千桶/天



数据来源: JODI 华泰期货研究院

总而言之，此轮 OPEC 增产可能会从价格、区域价差、需求等多个维度来影响燃料油市场。其中从原料（原油）到下游产品（燃料油）的价格传递是最为显著的，另外其通过运费的上涨来驱动燃料油区域价差也是近期需要关注的一个趋势。最后，燃料油三大消费终端（船用、炼厂、发电）也会间接地感受到 OPEC 增产的影响，但我们认为这些影响均属于边际性的，还不足以显著改变目前高低硫燃料油市场的供需格局。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com