

2020年4月21日

中银国际期货研究部
能源化工团队

顾劲涛

电话 021-61088053

投资咨询号:

Z0000552

摘要

短线的话，原油价格仍将大幅波动，建议投资者观望。从中长线来看，目前原油价格低于全球原油生产者平均成本，低于美国页岩油厂商成本，原油将经历一轮去产能的过程；随着新冠疫情逐步得到控制，原油需求逐步恢复，原油的供给和需求将得到再平衡。原油价格也将从目前的低位反弹。因此，中长线的投资者可以逢低轻仓持有有流动性的国内远月原油期货多单，一方面可以等待价格回归，另一方面也可以规避高昂的换月成本。

4月21日，纽约商品期货交易所 WTI 5 月原油即期合约收盘下跌 55.90 美元，至-37.63 美元/桶，为国际原油期货史上首次收于负值，跌幅高达 305.97%。在当天交易中，WTI 5 月即期合约最低曾跌至-40.31 美元/桶。WTI 6 月原油二线活跃合约收盘下跌 4.60 美元，至 20.43 美元/桶，跌幅为 18.0%。洲际交易所布伦特 6 月原油即期合约收盘下跌 2.51 美元，至 25.57 美元/桶，跌幅为 8.94%。

图 1：美油表现



资料来源：Wind，中银国际期货

● 产生负油价的原因

从美国基本面情况看，由于受到新冠疫情影响，目前美国大部分地区处于停滞状态，唯一潜在的原油买家是炼油厂或航空公司这样需要实际交货的实体，但在此前数周终端需求的持续疲软状况后，这些大型实体企业的闲置储存空间处于十分紧缺的状况中，因此缺乏进一步购入石油现货的意向。从交易层面看，WTI 5 月份合约临近交割日与库容不足有直接关系。在经济生活基本停滞的背景下，市场石油储存空间在经历前期数周的持续累库后也已逐渐接近极限。WTI 5 月合约将在当地时间 4 月 21 日(北京时间 22 日凌晨 02:30)进行交割。多数经纪商会在 4 月 16 日-20 日展期。为了避免被强制平仓，部分交易者会提前平掉 5 月份的合约，换成 6 月合约，造成 5 月份合约抛压巨大，价格大跌。

交割方面，WTI 原油通过管道交割，交割的原油从管道直接到买方指定的终端，或者到指定油库。买方交割前需要确定仓库，告知卖交割方。如果找不到库就得直接管道输送到德州装船。所以，在联系不到库容的情况下，买方被迫选择平仓，造成价格暴跌，乃至产生负油价。

● WTI 原油交割制度

WTI 轻质低硫原油交割文件规定，交割必须按通过俄克拉荷马州库欣的管道或储油设备

的 FOB 价格进行，该管道可以通至 TEPPCO、Equilon 管道公司 LLC 库欣储油库。具体来说是指卖方必须将轻质低硫原油交付至卖方的进油管与买方的出油管等储油设备连接处，且这些管道或储油设备没有任何留置或质押，没有未支付的税费或其他款项。如果买方选择通过设施间泵送进行交割，可将原油由卖方设施转移至 TEPPCO、Equilon 管道公司 LLC 库欣储油库，卖方承担两者中较低的费用。在商品交付到双方设施连接点之前，卖方仍拥有商品所有权并承担相关风险。买方有权选择通过下列任一方式完成交割：有权使用卖方出油管或储油设备，通过设施间泵送至指定管道或储油设备；向买方转让储油槽所有权，而非实物交割，若卖方所使用的设备允许这种转让，或卖方同意通过管道内或出书转移。另外，为某一客户提供少于 5 份合约的卖方应通过 Equilon 管道公司 LLC 设施交割，除非买卖双方同意卖方无需满足这项要求。所有依此规定进行的交割不可更改，且不得上诉。

NYMEX 对于交割期的规定是，交割须不早于交割月的第一个日历日，且不迟于交割月的最后一个日历日。卖方有责任确保其原油凭证（包括每一批具体的国外原油），从交割月的第一天开始在俄克拉荷马州库欣依照被普遍接受的管道调度惯例流动。卖方须在收到付款时向买方提供管道运输票据、其他数量凭证以及所有应当转让的文件。进行交割时，卖方应当以电传或其他适当的文件传输方式初步确认所有权的转移。

买卖双方按照各自职责履行交割程序，需要引起注意的是“通知日”，也就是结算所把交割通知书和接受意向书进行配对，并于第二个工作日的上午将意向副本分别交给相应结算会员，发送意向书的那天就是“通知日”。结算会员接到交割通知书或接受意向书以后，不得转让。此外，配对中需要提及国外原油的分配，国外原油将首先被分配给优先选择国外原油的多头，分配按照选择的数量从大到小进行。剩余的国外原油数量将按比例分配给批量超过 60 份合约的买方。

期货转现货（EFP）也是 NYMEX 轻质低硫原油合约十分流行的交割方式。买卖双方可以向交易所申请互换手中的期货及现货头寸，持有同一交割月份合约的多空双方之间达成现货买卖协议后，分别将各自持仓按双方商定的平仓价格由交易所代为平仓，这就完成了期货头寸转为现货头寸的交易。期转现使买卖双方可以灵活地选择交货地点、时间和品级，可以提高资金的利用效率，有利于降低交割成本。

此外，还有一种灵活的交割方法为备用交割程序（ADP），也就是当前交割月份合约交易中止后，买卖双方在交易所为之配对之后，经协商可以以不同于合约规定的交割条件交割。双方共同向交易所提交一份以交易所格式制作的替代交割意向书，可以按其协商的结果进行交割。一旦收到制作完整的替代交割意向书，交易所就将向双方清退有关合约的交

易保证金。

● 全球主要原油合约对比

	能源中心 中质含硫原油	洲际交易所 布伦特原油	芝加哥商品交易所 WTI	迪拜商品交易所 阿曼原油
交易品种	中质含硫原油，基准品质为 API 度 32，含硫量 1.5%，具体可交割油种及升贴水由能源中心另行规定。	BFOE（布伦特、Fortis、Oseberg、Ekofisk）	低硫轻质原油，API 在 37-42 之间，硫含量不高于 0.42%。可交割油种包括 6 个美国国内油种和 5 个其他国家油种（价格有升贴水） ¹	阿曼原油
交易单位	1,000 桶 / 手	1,000 桶 / 手	1,000 桶 / 手	1,000 桶 / 手
报价单位	人民币 / 桶	美元 / 桶及美分 / 桶	美元 / 桶及美分 / 桶	美元 / 桶及美分 / 桶
最小变动价位	0.1 元 / 桶	0.01 美元 / 桶	0.01 美元 / 桶	0.01 美元 / 桶
交割方式	现货交割	现金结算	现货交割	现货交割
交割方法 / 类型	能源中心指定交割地点保税交割	期货转现货	FOB 管道交割	FOB 装船港交割
每日结算价	日成交加权平均价	伦敦时间 19:28:00 起 2 分钟的成交加权平均价格。	纽约时间 14:28:00 至 14:30:00 的成交量的加权平均价格	在新加坡时间 16:25 至 16:30 内，成交量的加权平均价格
最后交易日	合约交割月份前一月份的最后一个交易日	合约月份前第二个月的最后一个工作日（例：3 月合约将在 1 月的最后一个工作日到期）	当前交割月交易应在交割月前一个月的第二十五个日历日前的第三个交易日停止。若第二十五个日历日不是交易日，交易应在第二十五个日历日前最后一个交易日之前的第三个交易日停止	交易应在交割月前两个月的最后一个交易日停止

交割日期	最后交易日后连续五个工作日 ²	一般以 EFP 形式在到期前现金交割	交割月第一个日历日至交割月最后一个日历日	交割月前一个月配对、找油轮，交割月交割
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 ±4%	无	对每一具体合约，涨跌幅限制为上一交易日结算价 ±5 美元 / 桶，达到后暂停交易 2 分钟；重启后如封板，则按 5 美元 / 桶的层级分四级逐级调升直至 ±20 美元 / 桶，且每次均暂停交易 2 分钟；到 ±20 美元 / 桶后如继续封板则取消限制	无
最低交易保证金	合约价值的 5%	\$2,700-3,700/ 手	近月合约初始保证金：\$2,700/ 手，最低保证金：\$2,300/ 手；远月合约逐额递减	初始保证金：\$4,750/ 手，最低保证金：\$3,750/ 手
合约月份	1-36 月,1 年内月份合约，1 年以后合约挂季月	96 个连续月份	挂牌未来 9 年的合约：交易当年及其后 5 年的连续月份合约；以及 6 年后的 6 月和 12 月合约	交易当年及其后 5 年月份挂牌。当年十二月合约交易终止后，将新增一个日历年
交易时间	北京时间上午 9:00 - 11:30 下午 1:30 - 3:00，连续交易时间由能源中心另行发文规定。	纽约：20:00 至次日 18:00 伦敦：01:00 至 23:00 新加坡：08:00 至次日 06:00	芝加哥商品交易所集团 Globex 电子交易平台 周日一周五，纽约时间 / 东部时间下午 6:00 - 下午 5:00，每日下午 5:00 开始休息 60 分钟	电子交易：开始时间为周日北美中央标准时间 / 中部夏令时 (CST/CDT)1600，周一至周四为 CST/CDT 1645，结束时间为次日周一至周五 CST/CDT 1600

数据来源：INE

后市展望：

负油价只发生在 WTI 原油 5 月合约上，不具备普遍性，由美国原油交割制度引发。目前其他交易所，乃至美国原油期货其他合约并无巨幅下跌。特别是国内，原油表现相对更为强劲，跌幅明显小于外盘。因此，国内的交易者不必过度恐慌，集中抛售原油多单，造成国内市场大幅下跌。

短线的话，原油价格仍将大幅波动，建议投资者观望。从中长线来看，目前原油价格低于全球原油生产者平均成本，低于美国页岩油厂商成本，原油将经历一轮去产能的过程；随着新冠疫情逐步得到控制，原油需求逐步恢复，原油的供给和需求将得到再平衡。原油价格也将从目前的低位反弹。因此，中长线的投资者可以逢低轻仓持有有流动性的国内远

月原油期货多单，一方面可以等待价格回归，另一方面也可以规避高昂的换月成本。

免责声明

本报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银国际期货有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银国际期货有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银国际期货有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513