

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（半年报）——

需求恢复趋势明确，油价仍存上行空间

陈通

产业投研部

■ 内容摘要

陈通

资深分析师

期货从业资格号：

F3012946

投资咨询从业证书号：

Z0013383

chentong@ydqh.com.cn

一德产业投研部

电话：(022) 59182510

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

展望下半年，OPEC+大概率维持 770 万桶/日的减产幅度。值得注意的是，饱受战争蹂躏的利比亚宣布恢复东部原油出口，未来或导致油市增加额外 100 万桶/日的原油供应。不过前期油价的暴跌使得美国页岩油企业创下的破产申请的高峰记录，银行也进一步缩减对于能源行业的贷款额度，加速了破产申请的上升趋势。随着 WTI 油价重回 40 美元/桶，达到部分页岩油盈亏平衡线，部分企业能够稳定生产水平，但是 WTI 价格达到 50 美元/桶以上时，才能看到页岩油产量出现回升。随着全球主要经济体的复工进程稳步推进，全球石油需求恢复趋势明确，供需基本面正在逐步改善，预计下半年油市偏强运行，布伦特原油价格有望触及 50 美元/桶的水平。不过，由于需求在今年下半年仍面临无法预知的风险，原油市场何去何从，还应密切关注全球疫情的发展及第二波大流行的可能性。此外，OPEC+成员国的减产执行情况对市场至关重要，一旦出现个别成员国出现抢占市场份额的搭便车行为，很可能会导致 OPEC+内部发生破窗效应，这将对油价带来巨大的不确定性。

展望下半年，随着安装完洗涤器的船舶回归市场，HSFO 刚性需求和需求占比逐步慢慢增加，供需情况有望继续偏紧，HSFO 裂解价差预计维持高位。而在库存高企且航运市场依旧疲软因素影响下，VLSFO 市场供需依旧相对宽松，VLSFO 裂解价差预计震荡偏弱。内盘方面，LU-FU 价差预计偏强运行，更多反映两者交割库库容、仓单注销政策和保税区供需状况等因素，不会完全锚定新加坡市场。

■ 核心观点

- OPEC+减产协议到期，利比亚原油出口恢复
- 美页岩油企业破产潮持续，资本开支和钻探活动减少
- 全球复工复产加速，需求恢复趋势明确
- 原油市场再平衡在望，供需两端不确定性仍高
- 限硫令及新冠疫情联袂而至，高低硫燃料油市场持续分化

目 录

1. OPEC+减产协议到期，利比亚原油出口恢复.....	1
2. 美页岩油企业破产潮持续，资本开支和钻探活动减少.....	2
3. 全球复工复产加速，需求恢复趋势明确.....	3
4. 原油市场再平衡在望，供需两端不确定性仍高.....	4
5. 限硫令及新冠疫情联袂而至，高低硫燃料油市场持续分化.....	5
免责声明	6

1. OPEC+减产协议到期，利比亚原油出口恢复

4月13日，经过4天的马拉松式谈判，OPEC+达成史上最大规模减产协议。OPEC+确认自2020年5月1日起进行为期两个月的首轮减产，减产额度为970万桶/日，其中，OPEC的减产份额为608.4万桶/日，由10个成员国共同承担；6月6日，OPEC与非OPEC产油国同意将970万桶/日的减产规模延长至7月底。6月迄今，OPEC减产规模为652.3万桶/日，相当于107%的协议执行率，产量达到2000年以来的最低水平。OPEC产量下降最大的国家是沙特，6月产量为755万桶/日，在OPEC+减产协议中该国配额的基础上额外减产100万桶/日。

7月15日，OPEC的JMMC会议将会召开，届时将会评估减产政策，并可能对当前的计划作出调整。目前OPEC+尚未就延长减产至8月进行讨论，沙特也告知OPEC成员国，其无意就减产协议采取任何激进措施，这意味着减产幅度很可能缩减至770万桶/日。随着8月开始OPEC+恢复部分产量，将导致油市增加近300万桶/日的供应。

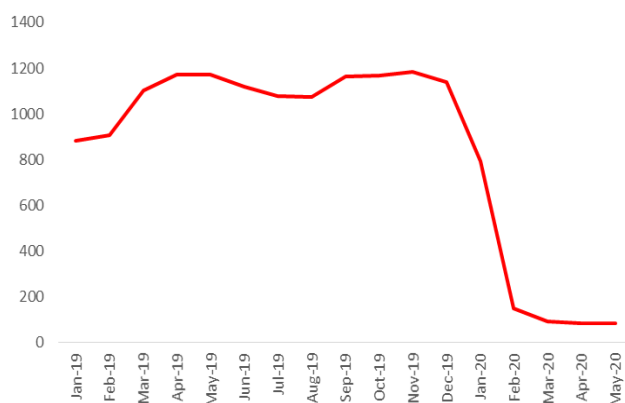
值得注意的是，饱受战争蹂躏的利比亚宣布恢复东部原油出口，希望结束今年年初以来因为内战导致原油供应中断的局面。今年1月，由利比亚东部铁腕人物哈夫塔尔将军领导的利比亚国民军（LNA）占领了利比亚的原油出口码头、输油管道和油田，这导致利比亚原油产量从1月初的逾100万桶/日下降到不足10万桶/日。近日，民族团结政府（GNA）称已经从哈夫塔尔的LNA手中完全控制了黎波里。利比亚的原油产量恢复迎来了希望。利比亚国家石油公司（NOC）上周日表示，最大的Sharara油田的生产已恢复。利比亚国有石油公司在一份声明中称，Sharara的第一阶段生产将以3万桶/日的产能开始，由于长期停产造成的破坏，预计国内产量将在90天内恢复到满负荷生产，未来或导致油市增加额外100万桶/日的原油供应。

图1：6月OPEC成员国的减产执行率为107%

Production	May-J ul'20	May-J ul'20	Aug-Dec '20	Aug-Dec '20	May'20	Jun'20
	Cut	Quota	Cut	Quota	Citi	Estimates
Rest of OPEC11	0.7	2.5	0.6	2.6	2.5	2.5
Iraq	1.1	3.6	0.8	3.8	4.1	3.9
Kuwait	0.6	2.2	0.5	2.3	2.2	2.1
Nigeria ⁽¹⁾	0.4	1.4	0.3	1.5	1.6	1.6
Saudi Arabia	2.5	8.5	2.0	9.0	8.6	7.6
UAE	0.7	2.4	0.6	2.6	2.5	2.3
Total OPEC 11 ⁽²⁾	6.1	20.6	4.9	21.8	21.5	19.9
Rest of OPEC+	0.5	1.5	0.4	1.6	1.7	1.7
Azerbaijan	0.2	0.6	0.1	0.6	0.6	0.6
Kazakhstan	0.4	1.3	0.3	1.4	1.4	1.3
Mexico ⁽³⁾	0.1	1.7	-	1.8	1.7	1.7
Russia	2.5	8.5	2.0	9.0	8.6	8.6
Total OPEC+ (Crude Only)	3.6	13.6	2.8	14.4	14.0	13.9
Total OPEC 11 and OPEC+	9.7	34.2	7.7	36.2	35.5	33.8
Brazil	-	-	-	-	2.9	2.9
Colombia	-	-	-	-	0.8	0.8
Ecuador	-	-	-	-	0.2	0.5
Norway	-	-	-	-	1.8	1.6
Canada	-	-	-	-	3.2	3.2
USA	-	-	-	-	9.9	10.0
Total Non-OPEC					18.8	19.1

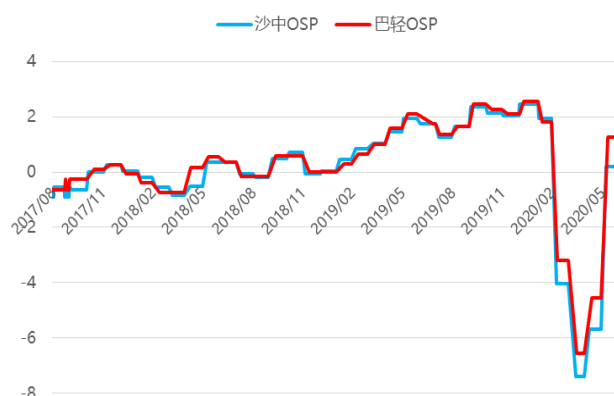
资料来源：Citi Research，一德能化

图 2：利比亚或导致油市增加额外 100 万桶/日的原油供应



资料来源：WIND，一德能化

图 3：价格战结束后中东原油 OSP 大幅上涨



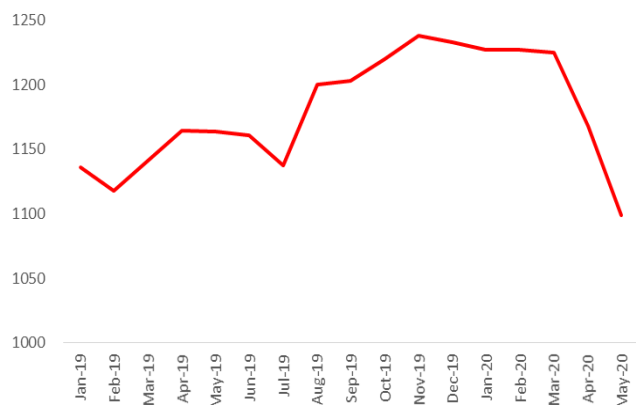
资料来源：Reuters，一德能化

2. 美页岩油企业破产潮持续，资本开支和钻探活动减少

6月28日，美国页岩油的“先驱”企业——切萨皮克能源公司（Chesapeake Energy Corporation）申请破产保护，成为近年来申请破产保护的美国最大油气厂商。该公司总部位于美国俄克拉荷马市，创建于1989年。历经20年发展，该企业成为美国第三大天然气生产商之一。新冠肺炎疫情和油价暴跌加速了今年美国页岩油企业破产申请的步伐。今年到目前为止，美国能源行业负债超过5000万美元的公司提交破产申请的已超过20家。仅在6月，就有7家油气公司提交申请，与2016年4月创下的破产申请月度高峰记录持平。由于过去几年向银行大量借款，许多美国石油和天然气钻探公司在疫情爆发之前就已经靠借债度日了。石油需求的崩溃和油价的暴跌使得这些企业雪上加霜，银行也进一步缩减对于能源行业的贷款额度，加速了破产申请的上升趋势。

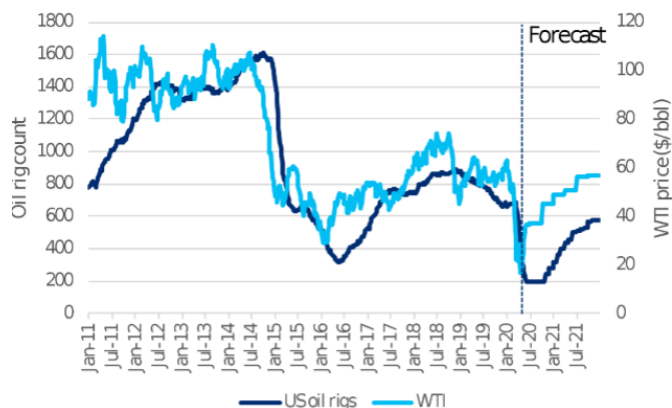
金融服务公司 Cowen & Co 报告称，追踪的45家美国页岩油公司2020年资本支出计划较2019年削减大约48%。在此之前，资本支出在2019年减少了约9%，在2018年增加约23%。美国贝克休斯(Baker Hughes)报告称，截至7月2日当周，美国活跃石油钻机数量减少3座至185座，至2009年6月以来最低。随着WTI油价重回40美元/桶，达到部分页岩油盈亏平衡线，已经有不少页岩油公司在准备或者已经重新开工，但摩根士丹利和花旗指出，美国的页岩油产业将经历3个阶段，才能从当前的危机中复苏。第一阶段是让处于关闭状态的油井开始恢复工作，第二阶段的任务是稳定生产水平，而第三阶段则是生产增长的阶段，但前提是WTI价格达到50美元/桶的水平。

图 4：2020 年以来美国页岩油产量下滑约 130 万桶/日



资料来源：WIND，一德能化

图 5：Citi 预计 WTI 达到 50 美元/桶时钻机数量才能回升



资料来源：Citi Research，一德能化

3. 全球复工复产加速，需求恢复趋势明确

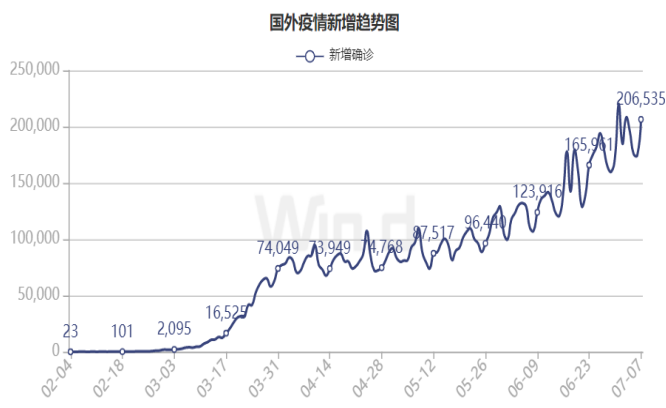
截至 2020 年 7 月 4 日，全球累计确诊病例 1137.5 万例，较上周（6 月 27 日）新增 129.3 万例，新增病例速度仍在加快；其中美国单日新增病例突破 4.5 万人，累计确诊病例达到 294 万。目前，加利福尼亚州、佛罗里达州和得克萨斯州的确诊病例均超过了 20 万，经济重启计划多被叫停。但值得注意的是，美国仍有纽约州、新泽西州等地未受二次疫情太大影响，经济渐渐迈入重启的正轨。欧洲方面，解封推进相对顺利，目前欧洲部分国家解除彼此间的边界管控，有望于 7 月 1 日逐步解除外部边境管控，法国、意大利已进入解封第三阶段。

根据 Apple Map 的统计数据，德法出行指数已基本恢复至疫情前水平，美国恢复到 50% 左右，欧洲居民出行情况修复优于美国；但航班数量上，美国航班数量恢复 4 成，德法仅恢复 2-3 成，由于欧洲在疫情防控措施上较美国更为严格，因此航班修复相对弱于美国。美国铁路货物运输量已较底部回升 50%，达到正常年份的 65% 左右，也反映了消费端的逐步回暖正在带动供给端生产与货物运输的修复。德国 5 月汽车产量同比增速较 4 月修复约 4 成，意大利 6 月新车注册同比增速修复约 8 成，欧洲汽车工业修复迅速。

中国经济恢复性增长形成良好趋势，制造业稳步恢复基本面继续改善。交行金融研究中心预计下半年经济增速将显著快于上半年，全球疫情发展状况和外需恢复程度，将对我国经济运行带来影响。基准情景下，三季度经济增长恢复到 6% 左右，全年经济增速大概在 2.5% 左右。中国海关总署发布分项数据显示，中国 5 月进口原油 4797 万吨，较去年同期增加 19%。

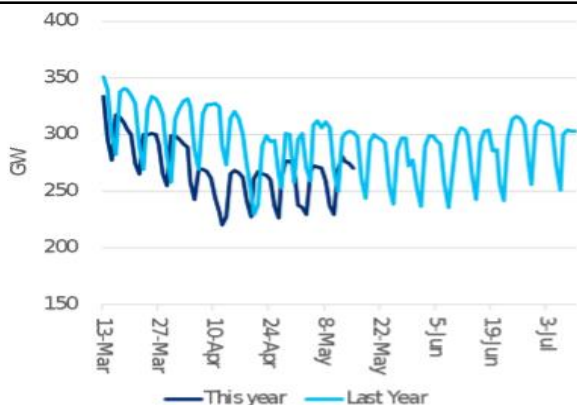
随着全球主要经济体的复工进程稳步推进，全球石油需求恢复趋势明确，OPEC 预计 2020 年上半年全球需求下降 1190 万桶/日，下半年降幅缩窄至 640 万桶/日。

图 6：海外新增病例速度呈现加速趋势



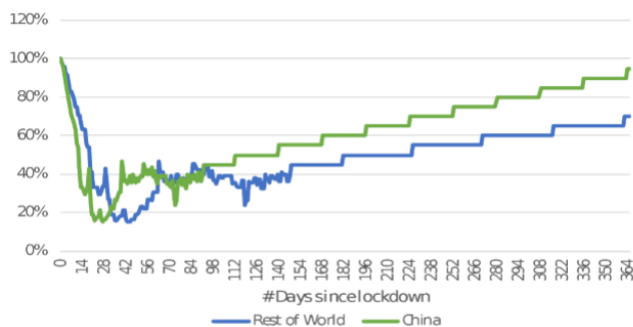
资料来源：WIND，一德能化

图 8：欧洲电力需求恢复到去年同期 90% 水平



资料来源：Citi Research，一德能化

图 10：中国石油需求恢复速度远超其他国家



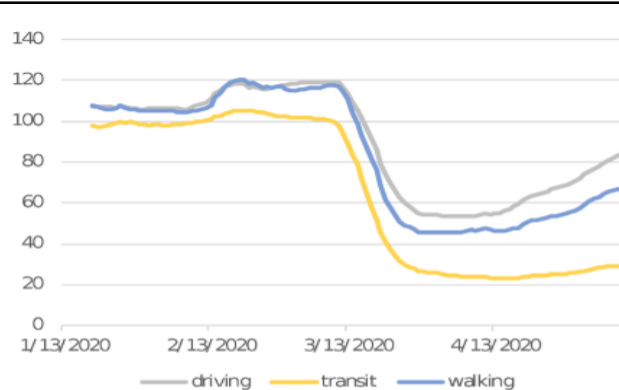
资料来源：Citi Research，一德能化

图 7：美国新冠肺炎确诊和死亡数均居世界首位



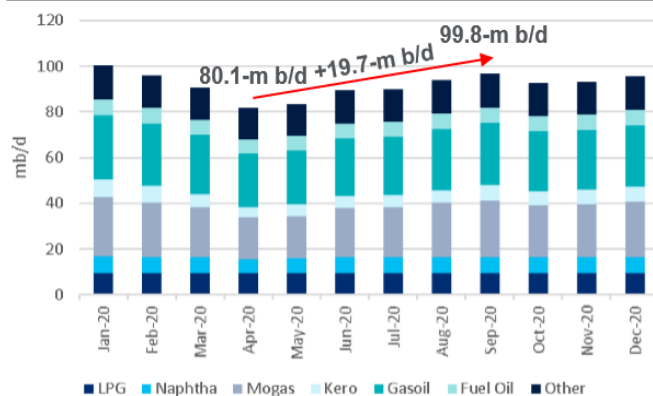
资料来源：WIND，一德能化

图 9：美国汽车出行活动显著回升



资料来源：Citi Research，一德能化

图 11：下半年全球石油需求恢复趋势明确



资料来源：Citi Research，一德能化

4. 原油市场再平衡在望，供需两端不确定性仍高

展望下半年，OPEC+大概率维持 770 万桶/日的减产幅度。值得注意的是，饱受战争蹂躏的利比亚宣布恢复东部原油出口，希望结束今年年初以来因为内战导致原油供应中断的局面，未来或导致油市增加额外 100 万桶/

日的原油供应。不过前期油价的暴跌使得美国页岩油企业创下的破产申请的高峰记录，银行也进一步缩减对于能源行业的贷款额度，加速了破产申请的上升趋势。随着 WTI 油价重回 40 美元/桶，达到部分页岩油盈亏平衡线，部分企业能够稳定生产水平，但是 WTI 价格达到 50 美元/桶以上时，才能看到页岩油产量出现回升。

随着全球主要经济体的复工进程稳步推进，全球石油需求恢复趋势明确，供需基本面正在逐步改善，预计下半年油市偏强运行，布伦特原油价格有望触及 50 美元/桶的水平。不过，由于需求在今年下半年仍面临无法预知的风险，原油市场何去何从，还应密切关注全球疫情的发展及第二波大流行的可能性。此外，OPEC+成员国的减产执行情况对市场至关重要，一旦出现个别成员国出现抢占市场份额的搭便车行为，很可能会导致 OPEC+内部发生破窗效应，这将对油价带来巨大的不确定性。

图 12：原油供需平衡表

		2020 Quarters						2021 Quarters					y/y change	
	2019	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	2021	2020	2021	
Runs	81.3	78.5	68.8	76.4	79.1	75.7	78.8	78.0	80.4	79.8	79.3	(5.6)	3.5	
West of Suez	43.6	42.2	35.2	40.4	41.3	39.8	40.7	40.5	42.5	41.3	41.3	(3.9)	1.5	
East of Suez	37.7	36.3	33.7	36.0	37.9	36.0	38.1	37.4	38.0	38.4	38.0	(1.7)	2.0	
Crude burn + Other	0.8	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	(0.0)	(0.0)	
Non-OPEC total	51.1	52.5	48.0	47.0	47.4	48.7	47.1	47.0	47.7	48.6	47.6	(2.4)	(1.1)	
Non-OPEC excl NA	32.8	33.5	31.2	30.6	31.2	31.6	30.8	30.6	31.2	32.0	31.2	(1.2)	(0.4)	
North America	18.3	19.0	16.8	16.4	16.3	17.1	16.3	16.4	16.4	16.6	16.4	(1.2)	(0.7)	
FSU	14.1	14.3	12.7	12.1	12.6	12.9	12.7	13.0	13.3	13.6	13.1	(1.2)	0.2	
OPEC crude	29.3	28.3	25.8	24.5	26.1	26.2	27.1	27.9	28.8	29.3	28.3	(3.1)	2.1	
OPEC condensate	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.7	(0.2)	0.1	
Stock change	0.2	3.4	5.8	(4.3)	(4.7)	0.0	(3.7)	(2.2)	(3.0)	(0.7)	(2.4)			
of which SPR	0.0	0.2	0.4	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
of which commercial	0.2	3.2	5.4	(4.3)	(4.7)	(0.1)	(3.7)	(2.2)	(3.0)	(0.7)	(2.4)			

资料来源：Energy Aspects，一德能化

5. 限硫令及新冠疫情联袂而至，高低硫燃料油市场持续分化

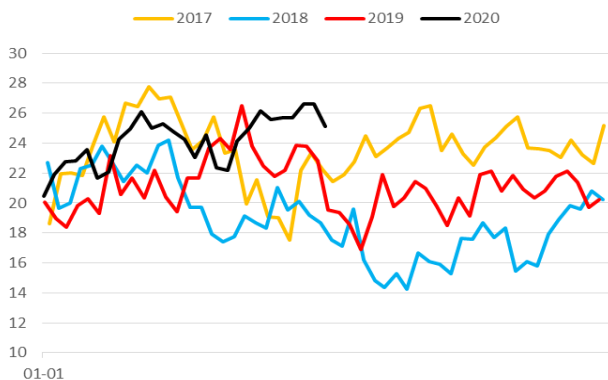
自国际海事组织（IMO）2020 限硫令实施以来，大量高硫燃料油（HSFO）需求被硫含量在 0.5% 以内的低硫燃料油（VLSFO）所取代。新加坡海事及港务管理局（MPA）公布的最新数据显示，2020 年 5 月新加坡船用燃料销量为 392.5 万吨，其中 VLSFO 销量占最大份额为 69%，而船用 HSFO 需求占比为 20%。5 月船用燃料总需求与 4 月份相比环比下滑 4.5%，同比减少 2%，反映出新冠疫情严重影响了亚洲内部供应链，航运需求降低。与此同时，高低硫油价差（VLSFO-HSFO）也降至 6 月 30 日的 58 美元/吨，与限硫令正式实施前 300 美元/吨以上的价差形成巨大反差。IMO 2020 限硫令及新冠疫情的到来给全球船用油市场带来颠覆式的改变。

HSFO 方面，欧洲炼厂集中加工低硫原油，HSFO 的供应量有限。此外，OPEC 成员国削减了重质含硫原油的供应，这也降低了 HSFO 的产量，故而 6-7 月高硫套利船货抵入量也有所下降。中东夏季发电需求依然强劲，沙特高硫发电需求通常在夏季达到每月约 300-350 万吨的峰值，部分炼厂对高硫直馏燃料油的需求也表现较好。随着安装完洗涤器的船舶回归市场，HSFO 刚性需求将逐步慢慢增加，需求占比从 4 月份的 19% 提升至 5 月的 20%，供需情况有望继续偏紧，HSFO 裂解价差预计维持高位。

VLSFO 方面，亚洲低硫市场需求持续疲弱，继续面临下行压力，西半球至东半球的燃料油套利活动一直不活跃，来自欧洲的船货流入保持在低位。6 月份 VLSFO 套利船货流入量从 5 月份的 250-300 万吨下降至 200 万吨，预计 7 月份与 6 月份类似，尽管流入量会下降，但足以满足当前市场的需求。当前新加坡陆上燃料油库存位于季节性偏高水平，预计大部分为 VLSFO，而马六甲海域浮仓燃料油库存超过 3000 万桶，其中低硫占据约 2500 万桶。在库存高企且航运市场依旧疲软因素影响下，市场供需依旧相对宽松，VLSFO 裂解价差预计震荡偏弱。

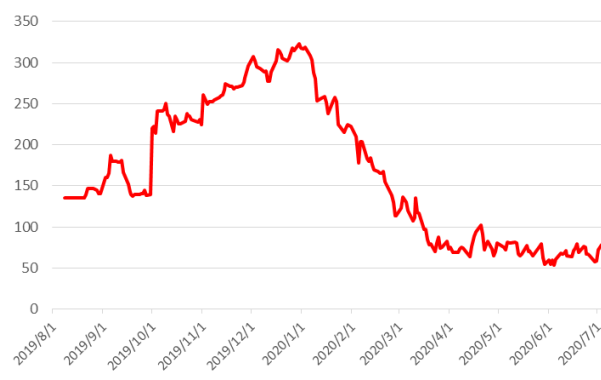
内盘方面，LU 盘面处于升水状态，一方面体现在上市初期没有仓单生成的情况下，需要给出交割利润吸引新加坡低硫燃料油前来交割，另一方面 LU 交割质量要求较新加坡主流标准更为严格，也需要给出一定的溢价。FU 面临的问题则刚好相反，考虑到 FU 面临大量仓单消化的难题，LU-FU 价差预计偏强运行，更多反映两者交割库库容、仓单注销政策和保税区供需状况等因素，不会完全锚定新加坡市场。

图 13：新加坡陆上燃料油库存位于季节性偏高水平



资料来源：Reuters，一德能化

图 14：VLSFO-HSFO 价差大幅降至 6 月 30 日的 58 美元/吨



资料来源：Reuters，一德能化

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

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-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673