

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

有忧无患 波段可期

陈通

产业投研部

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

■ 内容摘要

展望下半年, OPEC+减产协议成功延长, 供应管控预期强烈, INSTEX 贸易机制下, 伊朗原油出口仍临考验, 加之美国页岩油产量增速逐渐放缓, 宏观共振下原油需求预期改善, 全球原油市场去库存的趋势仍将延续, 三季度供需缺口有望放大至 120 万桶/日, 四季度回落至 10 万桶/日。下半年原油市场整体呈现先紧后松的局面, 国际油价预计出现波段上涨行情, Brent、WTI、SC 原油价格目标分别为 80 美元/桶、74 美元/桶和 550 元/桶。

展望下半年, 全球燃料油将继续呈现供需双弱的格局, 在 IMO2020 新规的影响下, 船用高硫燃料油需求终将大幅滑坡, 基本面由紧平衡转变为过剩状态, 根据 EA 的预计, 三季度全球燃料油市场将短缺 16.4 万桶/日, 而四季度则变为过剩 76.3 万桶/日。

■ 核心观点

- OPEC+减产执行情况良好, 协议延长托底国际油价
- INSTEX 贸易机制启动运行, 伊朗原油出口仍临考验
- 美国活跃钻机数持续减少, 页岩油产量增速逐渐放缓
- 宏观预期共振转暖, 原油需求终拨云见日
- 下半年原油市场先紧后松, 国际油价仍存波段式行情
- IMO2020 新规临近效应初显, 燃料油强势或昙花一现

目 录

1. OPEC+减产执行情况良好，协议延长托底国际油价.....	1
2. INSTEX 贸易机制启动运行，伊朗原油出口仍临考验.....	1
3. 美国活跃钻机数持续减少，页岩油产量增速逐渐放缓.....	2
4. 宏微观预期共振转暖，原油需求终拨云见日.....	3
5. 下半年原油市场先紧后松，国际油价仍存波段式行情.....	4
6. IMO2020 新规临近效应初显，燃料油强势或昙花一现.....	5
免责声明	6

1. OPEC+减产执行情况良好，协议延长托底国际油价

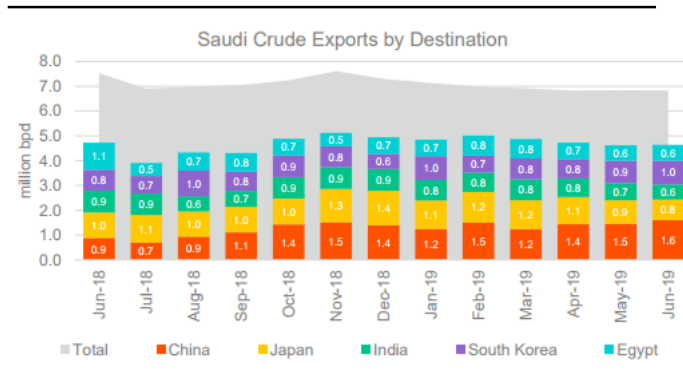
7月2日，第六届OPEC和非OPEC产油国部长级会议在维也纳举行，以俄罗斯为首的10个非OPEC产油国决定同OPEC一起将原油减产协议延长9个月至2020年3月底。自去年OPEC+决定将总产量削减120万桶/日以来，OPEC+减产执行情况良好，5月减产执行率高达163%，高于4月的150%。初步数据显示，6月OPEC产量为2960万桶/日，较5月产量减少17万桶/日，为2014年以来最低。在全球需求增长前景暗淡以及美国页岩油产量不断上升的背景下，减产协议的延长对市场信心的提振作用毋庸置疑，本次OPEC+会议还有两点内容更加值得关注。一是长期合作章程的通过使OPEC+联盟更加稳固。OPEC+长期合作章程旨在促进成员国之间的对话，以提高市场稳定，支持各国能源政策。部长级会议将每年至少进行一次，下一次会将在9月于阿布扎比召开。二是OPEC+研究将库存目标从2013年-2017年平均水平改为2010-2014年平均水平的提议。一个稳固的OPEC+产油国联盟对原油供应管控能力将显著增强，而库存目标的调整则反映出托底油价的强烈意图，油价并无大幅下挫的空间。

图1：6月OPEC产油国减产执行率高达155%

(百万桶/日)	30 JUN 2019	减产基准	已承诺减产	已实际减产	履约 (%)	2019 target***
阿尔及利亚	1.01	1.057	32000	47,000	147	1.025
安哥拉	1.40	1.528	47000	128,000	272	1.481
Congo	0.33	0.325	10000	-5,000	-50	0.315
厄瓜多尔	0.53	0.524	16000	-6,000	-38	0.508
Equatorial Guinea	0.11	0.127	4000	17,000	425	0.123
加蓬	0.20	0.187	6000	-13,000	-217	0.181
伊拉克	4.55	4.653	141000	103,000	73	4.512
科威特	2.65	2.809	85000	159,000	187	2.724
尼日利亚	1.86	1.738	53000	-122,000	-230	1.685
沙特阿拉伯	9.80	10.633	322000	833,000	259	10.311
阿联酋	3.05	3.168	96,000	118,000	123	3.072
Total OPEC 11	25.49	26.749	812000	1,259,000	155	25.937

资料来源：Reuters，一德能化

图2：沙特带动OPEC减产执行率提升



资料来源：Reuters，一德能化

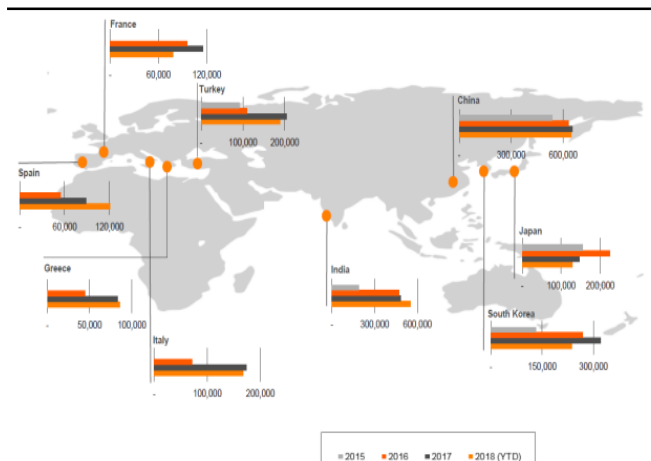
2. INSTEX 贸易机制启动运行，伊朗原油出口仍临考验

在美国2018年11月重新对伊朗实施原油制裁后，伊朗油轮的最终目的地和客户难以判断，原油出口数据也变得难以评估。Eikon数据显示，6月伊朗原油出口量在24万桶/日左右，而在2018年4月伊朗原油出口量曾经超过了250万桶/日。虽然伊朗正通过私人公司、关闭油轮追踪系统和陆路出口等办法出口部分原油，绕开伊朗政府认为不合法的美国对伊制裁，但其出口量仍是不断减少的趋势，我们预计6月实际出口量约80万桶/日。

为了帮助伊朗避开美国贸易制裁，欧盟建立了一个新的贸易机制，即“贸易交换支持工具（INSTEX）”。这

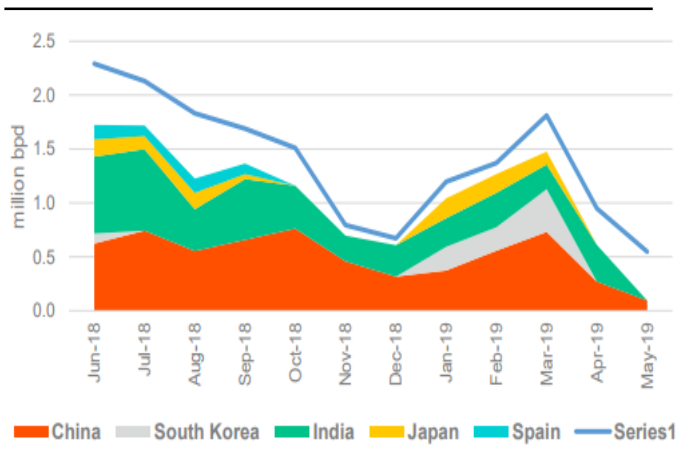
是一个复杂的易货系统，经由欧洲本土出口商和进口商之间的轧差，避免直接资金转移，从而让欧洲联盟成员国和伊朗规避美国制裁，仍能继续贸易。例如伊朗可以向法国公司运送原油，以此积累信用额度，再用此信用额支付给一个意大利的制造商，从制造商那里运走货物，其中涉及的资金不必经过意大利人，也不经过银行系统。法国经济和财政部长 7 月 4 日表示，法方希望在数天内启动 INSTEX 结算机制，完成首笔交易，但金额有限，预期 INSTEX 结算机制能成为有效工具。虽然欧盟已能将新机制投入使用，但初始交易仅限于不受美方制裁的药物、医疗设备和食物等人道主义商品，但伊朗石油部长表示如果不能进行原油交易，该机制就没有用。我们认为即使欧盟最终通过 INSTEX 机制实现伊朗原油交易，加之中国仍能部分进口伊朗原油，伊朗原油出口水平仅能回升 20 万桶/日至 100 万桶/日的水平，印度、日本、韩国等国仍无法摆脱美国的制裁威胁。

图 3：伊朗主要原油出口国



资料来源：wind，一德能化

图 4：伊朗原油出口量不断下滑



资料来源：Reuters，一德能化

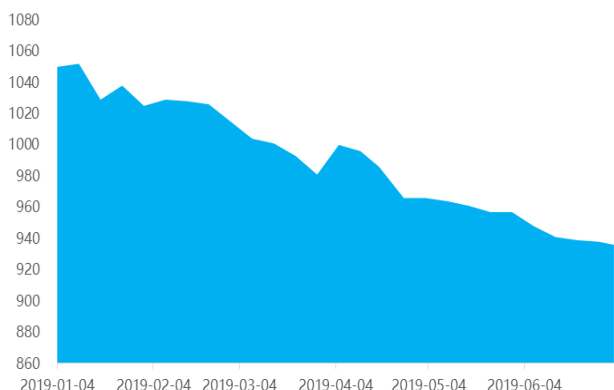
3. 美国活跃钻机数持续减少，页岩油产量增速逐渐放缓

2018 年美国原油产量 1095 万桶/日，比 2017 年增加 17%，时隔 45 年后再次超过俄罗斯、沙特夺得世界首位。2018 年 10 月美国原油包括 NGLs 产量同比增加 288 万桶/日，增速达到历史峰值。尽管今年上半年油价反弹，大多数页岩生产商仍选择保守的投资，他们要确保投资能够取得稳定的回报，开始减少新钻机的建造，从而将注意力转向盈利增长，而不仅仅是油气产量的激增。

油服公司贝克休斯公布数据显示，美国石油活跃钻机数 6 月减少 7 座，已经连续七个月下降且创 2016 年 5 月来最大单月降幅。同时这也是 2016 年 5 月以来最长的月度连降周期，当时曾连续九个月录得减少。6 的 STEO 预计 2019 年美国产油量将增长 136 万桶/日，达到 1232 万桶/日，较年初预期下调了 14 万桶/日。2019 年页岩油产量增速也将逐渐放缓，1 月产量同比增加 258 万桶/日，6 月预期为 217 万桶/日，而 12 月预期仅为 171 万桶/日。

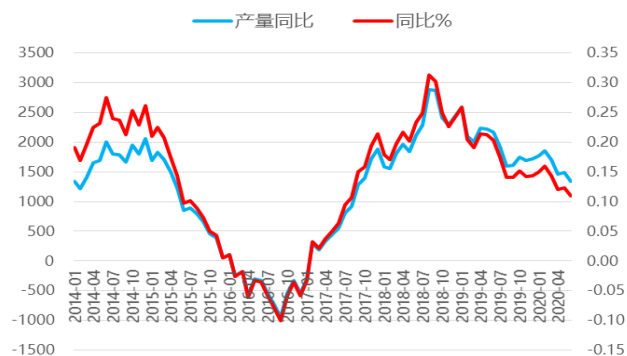
日。

图 5：上半年美国活跃钻井数量持续减少



资料来源：Wind，一德能化

图 6：2019 年美国原油产量增速逐渐衰减



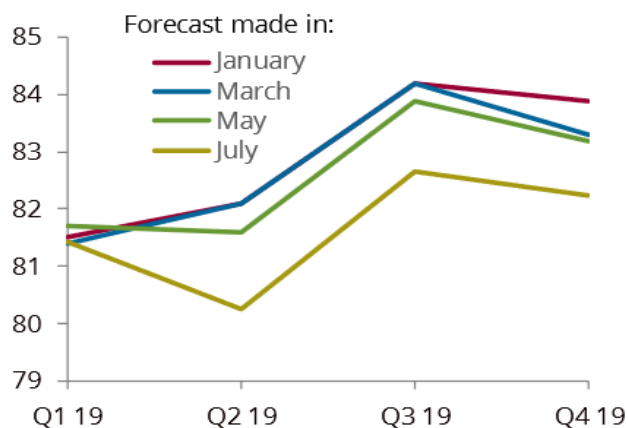
资料来源：EIA，一德能化

4. 宏观预期共振转暖，原油需求终拨云见日

宏观层面，近几个月中美贸易摩擦在经过多轮谈判后仍无进展，同时美国方面又对中国部分企业实施制裁，贸易谈判前景悲观带来的是能源需求的预期下滑，三大能源机构持续下调 2019 年全球原油需求增长预期，最新的数据显示，EIA、IEA、OPEC 对 2019 年全球原油需求增长的预期分别为 121 万、130 万以及 121 万桶/日，预期较年初均有所下滑。国际货币基金组织（IMF）2019 年全球 GDP 增速的预测基准 3.5%，EA 利用 VaR 模型评估了不同 GDP 增速下全球石油需求情况，包括以 2008 年金融危机为样本的深度经济危机模式。结果显示，即使 2019 年 GDP 增速降至 1.5%，大部分 OECD 国家陷入衰退，新兴经济体增长率低于平均水平，石油需求仍将增长（尽管仅增长 20 万桶/日）。6 月 29 日，中美两国元首同意重启经贸磋商并不再加征新的关税，这标志着世界上最大的两个经济体之间的紧张关系出现缓和，原油需求预期随之回暖，市场风险偏好回升。

微观层面，虽然下半年炼厂加工量预期不断下调，但随着成品油消费旺季来临和新增炼厂产能投入运行，炼厂加工量预计环比提升 160 万桶/日。此外，IMO2020 新规将使得低硫燃料油和柴油等中质馏分油的需求增加，由于炼厂装置在建造时就已经确定，可以调节但很难有太大改变，因此若要增加低硫燃料油产量只能通过增加开工率实现。根据 EIA 预测，美国炼厂将增加约 2% 的开工率，原油需求预计增加超过 30 万桶/日，新规也会不同程度提升全球其他地区炼厂的加工量。

图 7: EA 不断下调下半年炼厂加工量预期



资料来源: EA, 一德能化

图 8: 不同 GDP 增速下全球原油需求增速预测



资料来源: EA, 一德能化

5. 下半年原油市场先紧后松，国际油价仍存波段式行情

展望下半年，OPEC+减产协议成功延长，供应管控预期强烈，INSTEX 贸易机制下，伊朗原油出口仍临考验，加之美国页岩油产量增速逐渐放缓，宏微观共振下原油需求预期改善，全球原油市场去库存的趋势仍将延续，三季度供需缺口有望放大至 120 万桶/日，四季度回落至 10 万桶/日。下半年原油市场整体呈现先紧后松的局面，国际油价预计出现波段上涨行情，Brent、WTI、SC 原油价格目标分别为 80 美元/桶、74 美元/桶和 550 元/桶。如果世界经济超预期复苏、伊朗原油出口恢复不及预期，则油价水平可能进一步提升；如果 OPEC+产油国减产执行情况不佳、成品油累库超预期，则油价水平将面临较大下行压力。

图 9: 原油供需平衡表

	2019 Quarters					2020 Quarters					y/y change		
	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2019	2020
Demand	99.4	99.3	99.7	101.3	100.9	100.3	100.4	100.8	102.4	102.0	101.4	0.9	1.1
OECD	47.7	47.3	46.6	47.6	47.9	47.3	47.0	46.3	47.3	47.7	47.1	(0.4)	(0.3)
Non-OECD	51.6	52.0	53.2	53.7	52.9	53.0	53.3	54.5	55.1	54.3	54.3	1.3	1.3
Non-OPEC supply	62.2	63.2	63.8	64.6	65.3	64.2	64.9	65.3	66.1	66.7	65.8	2.0	1.5
Non-OPEC excl NA	38.5	38.4	38.7	39.0	39.3	38.8	38.6	39.1	39.4	39.5	39.2	0.4	0.3
North America	23.7	24.8	25.1	25.6	26.0	25.4	26.3	26.2	26.7	27.2	26.6	1.6	1.2
FSU	14.3	14.5	14.1	14.2	14.5	14.3	14.7	14.3	14.4	14.6	14.5	0.0	0.2
OPEC NGLs/Condensates	5.8	5.7	5.5	5.5	5.6	5.6	5.4	5.6	5.4	5.4	5.5	(0.3)	(0.1)
Call on OPEC crude	31.3	30.4	30.4	31.1	30.1	30.5	30.0	29.9	30.9	29.8	30.2	(0.8)	(0.4)
OPEC crude	31.9	30.5	29.9	29.9	30.0	30.1	30.3	30.8	30.9	30.9	30.7	(1.8)	0.7
Stockbuild	0.6	0.1	(0.5)	(1.2)	(0.1)	(0.4)	0.3	0.9	0.1	1.1	0.6		

资料来源: EA, 一德能化

6. IMO2020 新规临近效应初显，燃料油强势或昙花一现

自 2018 年 11 月以来，新加坡船用燃料油销量由于需求疲软出现连续七个月同比减少，2019 年 5 月销量同比下降 8.2 万桶/日至 77 万桶/日。2019 年上半年燃料油需求面临许多不利环境，一是由于全球经济前景蒙阴，波罗的海干散货指数远低于去年的水平。二是全球集装箱运价也承受着巨大的压力，虽然仍强于去年同期，但欧洲线上的运力过剩和中美贸易摩擦都增加了长期的结构性问题和不确定性。三是燃料价格整体重心上涨。尽管随着运价和波罗的海干散货指数的反弹，全球和新加坡船用燃料油需求有好转的态势，但随着高低硫转换提前进行，下半年全球燃料油需求仍是大幅下滑态势，三季度预计需求 631 万桶/日，环比二季度减少 48.4 万桶/日，四季度进一步下降至 538.5 万桶/日。

在需求快速萎靡的背景下，由于炼油厂升级和重原油紧缺，全球燃料油供应显著下降。EA 预计三季度全球燃料油供应将环比下降 47.7 万桶/日。欧洲燃料油产量将环比下降超过 8.4 万桶/日，亚太的供应量也环比下降 22 万桶/日，主要是由于炼厂为适应 IMO 2020 而进行大规模升级，例如韩国 S-Oil 和 Hyundai 炼厂由于新焦化装置投产导致燃料油产量环比减少 4 万桶/日。

6 月以来，由于东西套利窗口关闭和中东燃料油发电需求启动，由欧美和中东流向新加坡的燃料油船货量大幅削减，供应端的收紧提振了新加坡燃料油市场，船用 380CST 燃料油贴水也持续走高，但当前燃料油的强势或仅为昙花一现。展望下半年，全球燃料油将继续呈现供需双弱的格局，在 IMO2020 新规的影响下，船用 380CST 燃料油需求终将大幅滑坡，基本面由紧平衡转变为过剩状态，根据 EA 的预计，三季度全球燃料油市场将短缺 16.4 万桶/日，而四季度则变为过剩 76.3 万桶/日。

图 10: 燃料油供需平衡表

	Q1 '19	Q2 '19	Q3 '19	Q4 '19	Q1 '20	Q2 '20	Q3 '20	Q4 '20
North America	48	(3)	(88)	28	(64)	(137)	(128)	(105)
Demand	397	509	490	376	458	521	486	456
Supply	445	505	401	403	395	384	358	351
United States	20	(37)	(124)	5	(101)	(183)	(175)	(138)
Demand	336	439	432	301	409	463	439	393
Supply	356	402	308	306	308	280	264	255
Latin America	168	77	137	230	298	202	150	229
Demand	548	601	510	387	355	420	407	317
Supply	716	678	647	617	653	621	556	546
Brazil	123	108	96	106	147	131	99	108
Demand	83	75	70	57	42	34	50	37
Supply	205	184	166	163	188	166	149	145
Europe	376	128	182	330	428	278	213	340
Demand	1,155	1,126	989	852	801	781	792	737
Supply	1,530	1,254	1,170	1,181	1,229	1,059	1,005	1,076
EU-5	167	103	87	124	201	159	103	135
Demand	369	362	303	282	236	229	232	226
Supply	536	465	390	406	436	387	334	360
FSU	679	515	536	563	607	443	293	365
Demand	354	390	405	387	361	398	445	455
Supply	1,033	905	941	950	968	841	738	820
Russia	557	427	450	465	501	361	219	277
Demand	287	321	340	312	295	329	380	380
Supply	844	749	790	777	796	691	600	657
Middle East	(41)	(183)	(231)	17	49	(76)	(234)	(49)
Demand	1,446	1,621	1,619	1,365	1,344	1,525	1,633	1,457
Supply	1,406	1,438	1,387	1,382	1,393	1,449	1,399	1,408
Saudi Arabia	(37)	(124)	(222)	(139)	(180)	(250)	(369)	(293)
Demand	482	587	664	582	615	719	806	733
Supply	445	464	442	443	435	469	437	440
Asia-Pacific	(832)	(780)	(759)	(482)	(349)	(176)	(477)	(433)
Demand	2,529	2,275	2,040	1,767	1,638	1,328	1,540	1,478
Supply	1,697	1,496	1,281	1,284	1,289	1,152	1,063	1,045
China	(151)	(79)	(164)	(107)	(156)	(67)	(149)	(152)
Demand	564	458	391	351	400	294	292	300
Supply	413	379	227	244	244	227	143	148
Japan	12	59	15	38	96	128	39	30
Demand	247	163	206	181	152	67	152	158
Supply	260	221	221	220	248	195	191	188
Singapore	(491)	(492)	(404)	(267)	(67)	(65)	(119)	(115)
Demand	802	750	659	530	362	310	373	376
Supply	311	258	255	263	296	245	254	262
Korea	(30)	(20)	(60)	(17)	(11)	2	(69)	(41)
Demand	193	155	155	124	117	79	140	109
Supply	162	135	95	106	105	81	71	68
Africa	122	78	58	78	124	116	157	175
Demand	269	274	263	251	204	208	186	188
Supply	391	352	322	329	328	324	344	363
Global	520	(169)	(164)	763	1,093	651	(26)	522
Demand	6,698	6,796	6,315	5,385	5,161	5,180	5,490	5,088
Supply	7,218	6,628	6,151	6,148	6,254	5,831	5,463	5,610

资料来源: EA, 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。

联系方式

一德期货有限公司
天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
TEL:022-58298788

一德期货有限公司 研究院
天津市和平区南京路君隆广场B2-504 300051
TEL:022-59182510

一德期货有限公司 互联网金融部
天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
TEL: 022-58298788

一德期货有限公司 资产管理部
天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042
TEL: 022-58298788

一德期货有限公司 市场发展部
天津市和平区解放北路188号信达广场16层市场发展部 300042
TEL:022-58298788

一德期货有限公司 黑色事业部
天津市和平区解放北路188号信达广场16层黑色事业部 300042
TEL: 022-58298788

一德期货有限公司 能化事业部
天津市和平区解放北路188号信达广场16层能化事业部 300042
TEL:022-59182510

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部
北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间 100013
TEL:010-88312088/88312150

一德期货有限公司 上海营业部
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室 200063
TEL:021-62573180/62574270

一德期货有限公司 天津营业部
天津市南开区水上公园路水云花园C19号 300191
TEL:022-28139206

一德期货有限公司 天津滨海新区营业部
天津开发区广场东路20号滨海金融街E4-C-208室 300457
TEL:022-59820932/59820933

一德期货有限公司 大连营业部
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2303、2310号房间
TEL:0411-84806701 116023

一德期货有限公司 郑州营业部
郑州市金水区未来大道未来大厦803、804、805室 450008
TEL:0371-65612079/65612019

一德期货有限公司 淄博营业部
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:0533-3586709 255000

一德期货有限公司 宁波营业部
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号 315040
TEL:0574-87951915/87951925

一德期货有限公司 唐山营业部
河北省唐山市路南区新华道100号万达广场A座1505室 063000
TEL:0315-5785511

一德期货有限公司 烟台营业部
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室 264006
TEL: 0535-2163353/ 2169678

全国统一客服热线：400-7008-365