

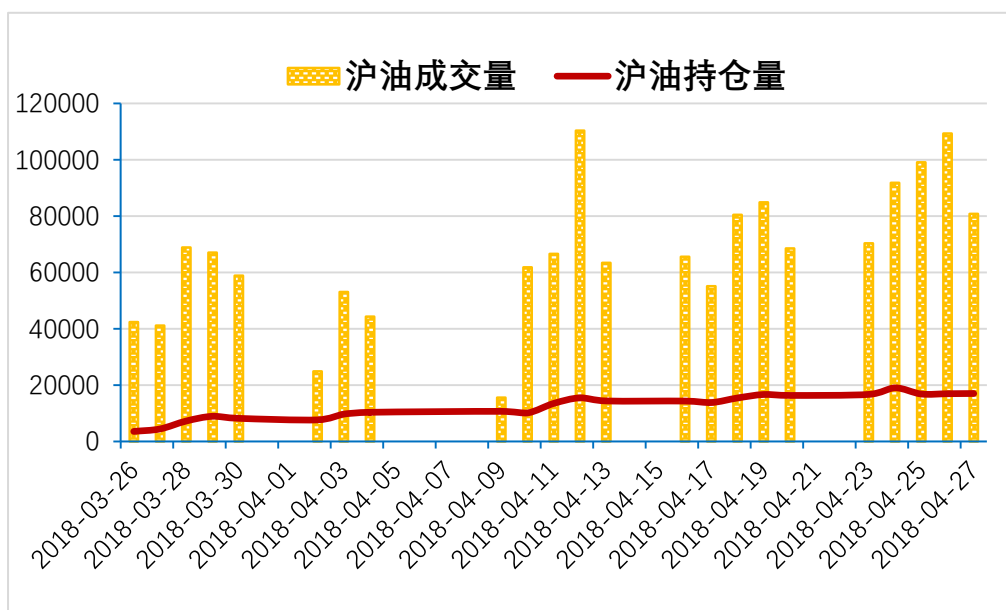
中国原油期货上市一月考

原油高级研究员 任宝祥

◇ 上市一月成交量和持仓量逐步放大

截至4月底，上海国际能源交易中心（INE）原油期货已经上市整整一月。在这一个月中，INE原油期货价格迅速对接了国际原油价格，和WTI、Brent以及阿曼原油期货取得了良好的联动性，交易活跃度逐步提升，交易量和持仓量也逐日放大。下图是INE原油期货每日总的成交量和持仓量统计（多空双边合算），从3月26日挂牌上市至4月27日收盘，INE原油所有合约总持仓量达到了17024手，持仓金额75亿元；总成交量150万手，日均成交量66000手；总成交金额6500亿元，日均成交金额280亿元。

图1：INE原油期货成交量和持仓量(手)



资料来源：Wind 先融期货研究院

请仔细阅读正文后的声明

◇ 为争夺原油基准定价权迈出重要一步

在服务实体经济和争夺原油基准定价权方面，中石化也利用我国的原油期货迈出了具有重要意义的一步。中石化的原油贸易公司联合石化，与壳牌公司签署原油供应长约，从 2018 年 9 月开始，壳牌供应联合石化的中东原油将以上海原油期货作为计价基准。相信随着 INE 原油期货的日趋活跃，会有越来越多销往我国的原油以此作为定价基准，INE 原油价格的变化也会更加真实地反应亚太地区原油的供求关系。

◇ 内外盘原油存在套利窗口

目前国内 INE 原油期货的一个显著特点就是考虑油品、运输成本等费用后，一直对 WTI、Brent 和阿曼原油期货处于贴水状态，这里存在套利的窗口；即使是考虑最便宜的可交割油种伊拉克的巴士拉轻油，也依然存在贸易套利的窗口。而且随着交易日的增多，内外盘的套利窗口一直没有闭合，非正常的价差一直没有收敛，原因何在？本报告试图对此问题做下深入探讨。

◇ 内外盘原油期货主要参与者类型不同

首先，WTI、Brent 合约的持仓分布非常均匀，不仅首行合约持仓量巨大，次行、三行甚至半年后的合约都有很大的持仓量，从月份持仓结构能看出来很多都是做套保套利的商业持仓和非商业机构持仓。而 INE 原油的成交和持仓量都集中

请仔细阅读正文后的声明

在 SC1809 这一个合约，说明目前 INE 原油还是以普通投资者为主，真正专业的机构投资者和套保套利的产业客户参与不多。

INE 的贴水，则反映了国内普通投资者对油价的偏空心态，或者说是对未来高油价的怀疑和缺乏想象力的心态。当前国际原油市场早已经走出了绵延三年的供给过剩，马上就要进入供给短缺的周期了。OPEC 联合俄罗斯的减产措施早已实现了全球原油供给再平衡的目标，最新数据显示全球原油供给仅有 9800 万桶/天，而原油需求已经接近了 9900 万桶/天，需求的增量在不断地扩大，而 OPEC 的产量却还在下降。因此我们看到外盘原油的远期曲线早已完成了从 contango 到 back 结构的转换，且曲率还在愈发的陡峭化；而 INE 原油的远期曲线明显的扁平化，月间价差差距不大。正是普通投资者因惯性思维对未来油价的偏空和畏惧心态，导致内盘原油对外盘的贴水。

另一个原因是国内具有产业背景的专业客户对 INE 原油期货参与还是较少，心态偏谨慎。INE 原油多头若想进入交割，除了资质还需要配额，国内能顺畅进入交割做实盘套保套利的企业，只有获得配额的 36 家地炼和三桶油、中化及一些兵工背景企业。

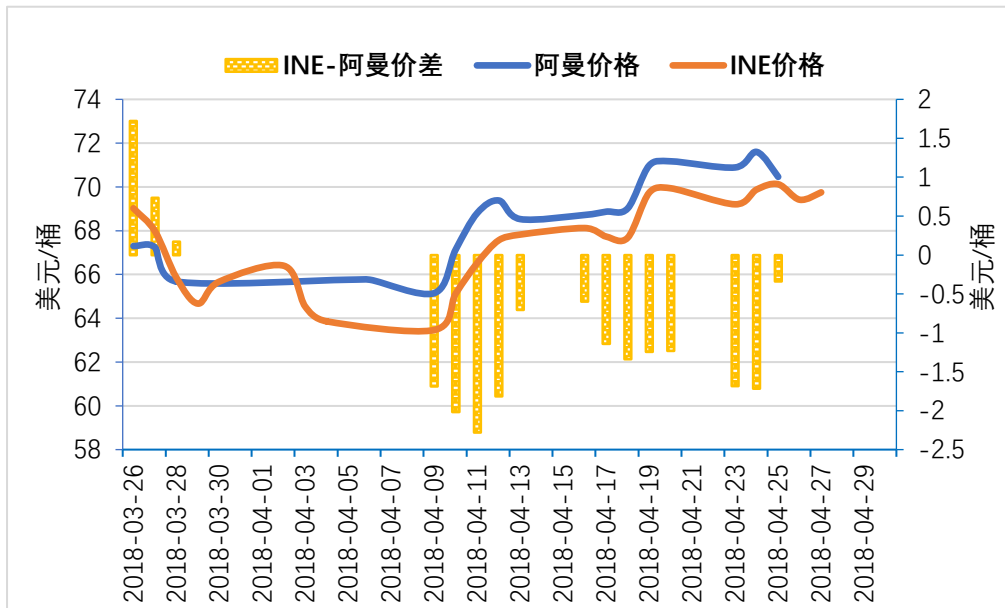
✧ 空头的隐性成本

即使能进入交割，也存在一些隐性成本。我们以 INE-阿曼原油套利为例，把阿曼原油拉到国内进行交割，显性成本包括阿曼原油的交割费、港务费、装卸费、海运费、保险费、途中损耗、交割手续费、检验费、仓储费、入出库定额损耗等，

请仔细阅读正文后的声明

这些费用粗略合算在 3 美元/桶左右。从套利的角度讲，INE 原油价格应该升水阿曼原油 3 美元左右，而近期一直维持着一个贴水 1.5 美元/桶的走势。原因何在？

图 2：INE-阿曼原油期货价差



资料来源： Wind 先融期货研究院

首先，阿曼原油期货流动性比较差，下单和拿货都会产生一些额外成本。如果量不大，不走 VLCC，小船的成本会比较高；量小又想节省运输成本，只能拼船，需要付出沟通成本。

假设 L 月份的阿曼原油合约，对应的 INE 交割月份应该是 L+2 月份合约是最合算的。阿曼这边需要提前配对，找油轮，能源中心这边需要提前 30 天申报入库，排队交割，时间上的安排需要非常紧凑，稍有疏漏，就会产生额外费用。若滞港无法按期进库交割或者交割货物不足都要付违约金，提前入库还需缴纳 0.2 元/桶/日的仓储费。

请仔细阅读正文后的声明

◇ 多头的二次运输成本

对于买方来讲最不利的是二次运输问题。和美国 WTI 的交割库集中在库欣地区不同，我国 INE 原油的交割仓库比较分散，而且交割是随机配对，买方不知道会在哪个交割库交割。这就导致买家的炼厂如果和交割库距离太远的话，买家不仅需要担负出库、装油等费用，还要承担高昂的二次运输费用。我们没有库欣地区那样完善的管道设施，更多的需要内贸油轮运输，而内贸油轮属于垄断经营，成本高昂，限制了国内产业客户通过 INE 原油期货进行交割的意愿。

◇ 中国原油期货在制度改进和政策支持下将发挥更大的影响力

其他一些影响因素还包括出入库最少 20 万桶的规定以及随时间梯度变化的持仓限额制度等等，交易交割制度的复杂让国内炼厂等产业客户难以在短期对 INE 原油期货这个工具有清晰深入的了解和掌握。

综合以上原因，INE 原油对外盘贴水有其内在的逻辑。套利窗口确实存在，而要想抹平窗口让价差收敛回归，不仅需要广大普通投资者，机构投资者，产业客户更多地参与，也需要交易交割结算制度的进一步简化，油气行业相关政策的进一步放开和油气体制改革的进一步深化。(作者：任宝祥 中电投先融期货原油高级研究员 转载请注明)

请仔细阅读正文后的声明

免责声明

本报告仅提供给中电投先融期货股份有限公司（以下简称“先融期货”）的特定客户及其他专业人士。未经先融期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发本报告的材料、内容予任何其他人。如引用、转发，需注明其出处为先融期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告中的信息均来源于已公开资料，先融期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证报告所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中作出的任何建议不作为我公司的建议。

在任何情况下，先融期货不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此作出的任何投资决策均与本公司无关。

请仔细阅读正文后的声明