

## 混沌天成研究院

## 能源化工组

✍️：董丹丹

☎️：18616602602

✉️：dongdd@chaosqh.com

从业资格号：F3071750

投资咨询号：Z0015275

## 现实惨淡预期美好，油价延续升势

## 观点概述：

过去一周全球原油市场的现实依旧不佳。高频库存数据显示，美国、西北欧和中东的成品油和原油库存都不同程度的增加，这是欧美疫情反复引发封锁的直接结果。11月29日当周美国高速公路上机动车行驶里程数周度环比下降5%，同比仍低14%；根据政府数据，在截至12月6日的一周中，英国每个加油站的每周道路燃料销量为15070升，周度环比增长8.7%，与大流行前的水平相比下降了15%。近日美国单日病亡人数达到令人震惊的水平，美国许多州出台了新的商业限制措施；截至12月11日，单日新增确诊病例数和新增死亡病例数都创下疫情暴发以来新高，德国多个联邦州已表态，支持尽快实施“硬性封锁”。

现实依旧惨淡，利好的一点是英国本周开始接种疫苗，美国最快可能在本周末展开，加拿大则可能下周展开接种，俄罗斯也已经开始接种。加强封锁或者疫苗逐步接种，后期的直接结果就是全球成品油需求的复苏，现在同比的降幅就是未来的上升空间。若有利空导致油价回调则带来加仓时机，我们维持油价震荡走高的观点不变。

## 策略建议：

逢低做多。

## 风险提示：

疫苗产能迟迟未能提升。

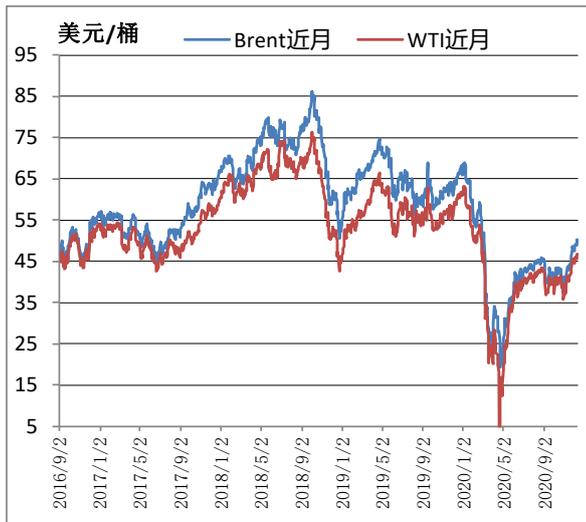


## 一、原油价格

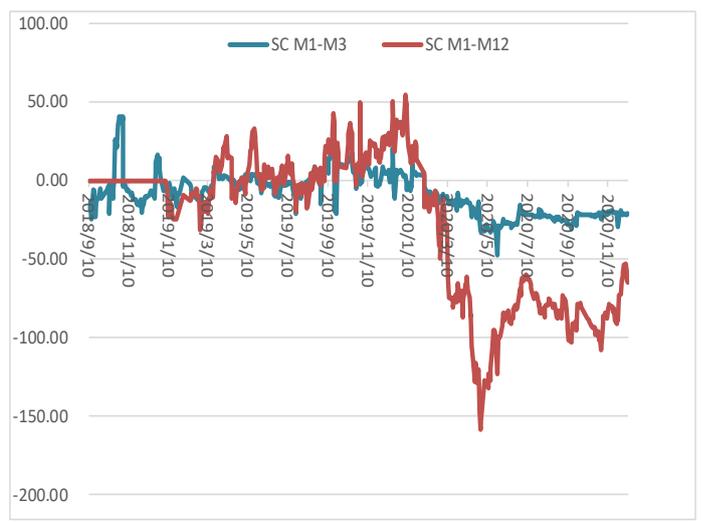
### 1、原油价格及相关价差：疫苗利好继续支撑油价

英国本周开始接种疫苗，美国最快可能在本周末展开，加拿大则是周三批准首批疫苗，可能下周展开接种。疫苗获得连续批准，这成为油价的强劲支撑。过去一周 Brent 上涨 1.5%，WTI 上涨不到 1%，海外原油期货过去周线连涨六周。SC 过去一周下跌 2.36%。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20201212） 图表 2：SC 月间差（2018-20201212）

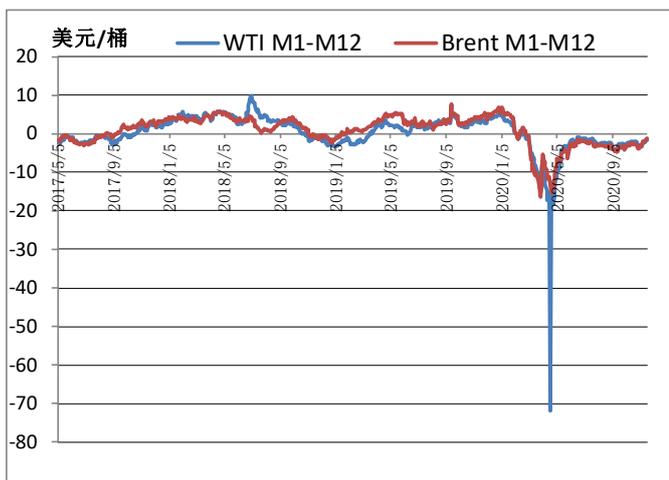


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

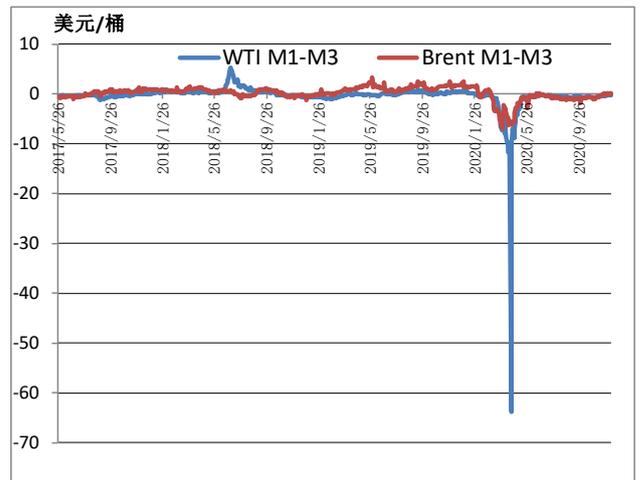


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20201212） 图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20201212）



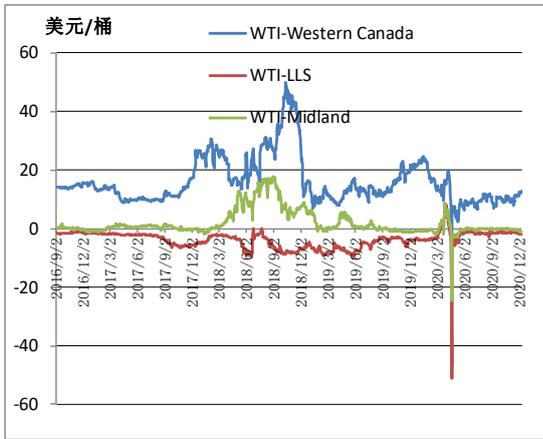
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

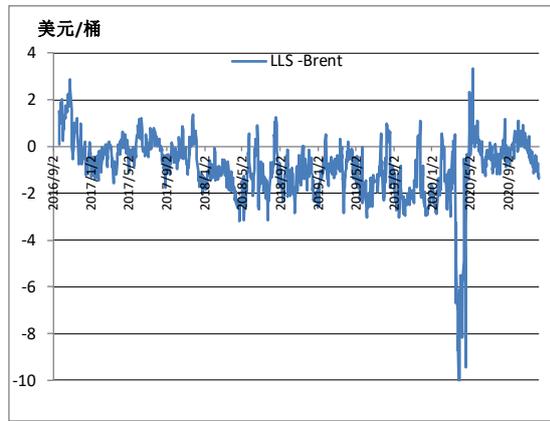
SC 近端周度月差全线走弱。WTI 和 Brent 的月差全线走高，WTI 和 Brent1-12 月差的 back 结构进一步走高，Brent1-3 月差的 back 结构进一步走高，WTI1-3 月月差周度持稳，仍是 contango。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20201212)



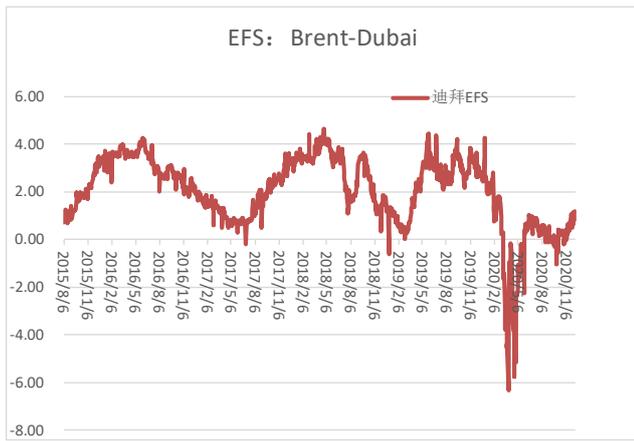
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20201212)



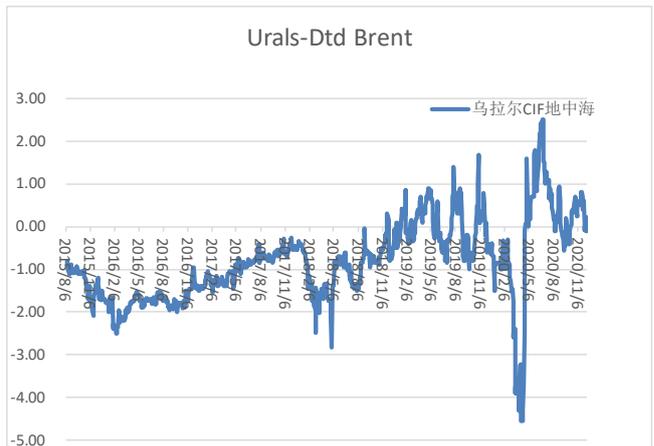
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20201212)



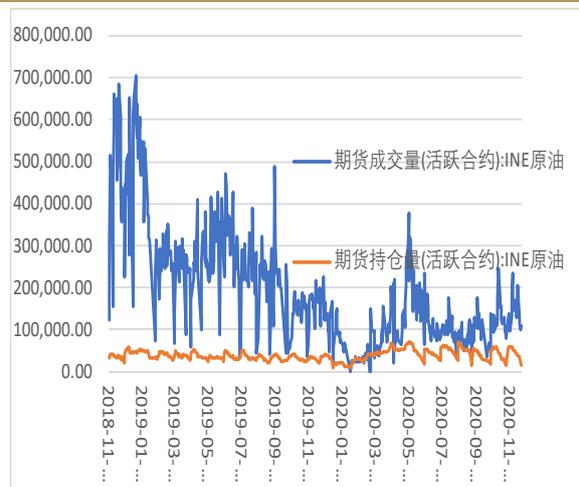
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20201212)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 10: SC 活跃合约的成交与持仓 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Urals 较 Brent 周度走高，Dubai 较 Brent 走弱。Brent 相对于美 LLS 价差走高。Brent CFD1-6 的 back 结构周度略走弱。

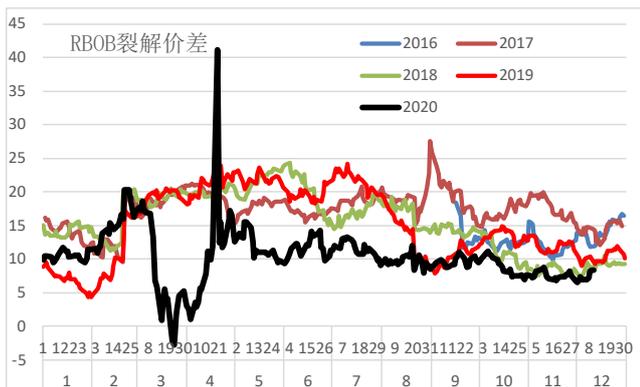
WTI 相对于 Midland 和 LLS 走弱，相对于 WCS 上涨。

SC 与 Brent 的价差周度从-4.60 美元/桶下跌到-5.54 美元/桶。

2、原油与下游产品的裂解价差：成品油裂解价差周度走高

美国、西北欧和新加坡的汽柴油裂解价差全线走强，其中汽油裂解价差升幅较大。

图表 11：美汽油裂解价差



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



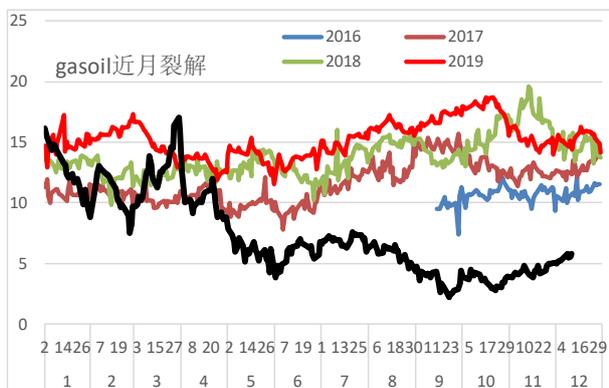
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



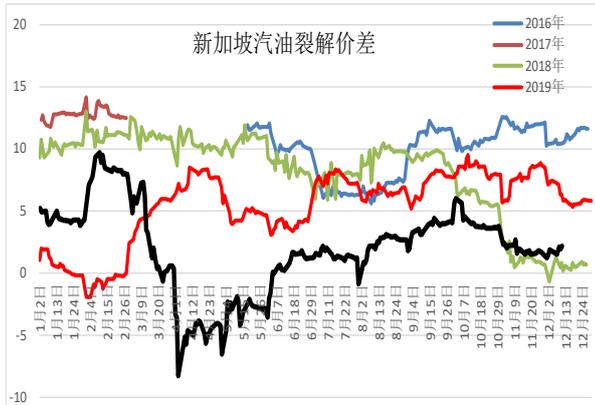
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



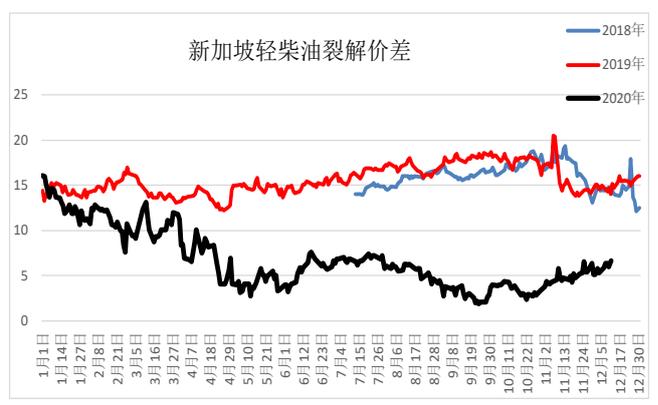
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 15: 新加坡汽油裂解价差



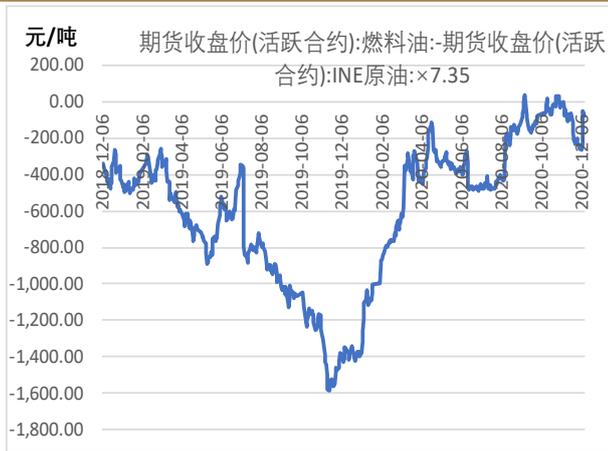
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: 新加坡柴油裂解价差



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 燃料油的裂解价差 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沥青的裂解价差走势 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 22: 能化品的裂解价差走势 (2018—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周能化品裂解价差大都上涨, 只有苯乙烯裂甲价差周度下降。从绝对值看依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu.

### 三、原油供应

#### 1、原油产量: 联盟 2021 年 1 月增产 50 万桶

沙特全面上调 1 月对亚洲客户的 OSP, 下调了对美国客户的 OSP, 对西北欧的价格不变。

普氏调查显示, 欧佩克及其盟友 11 月的原油产量创下 5 月份历史性减产以来的最高水平, 主要受利比亚产量强劲复苏和阿联酋增产带动。

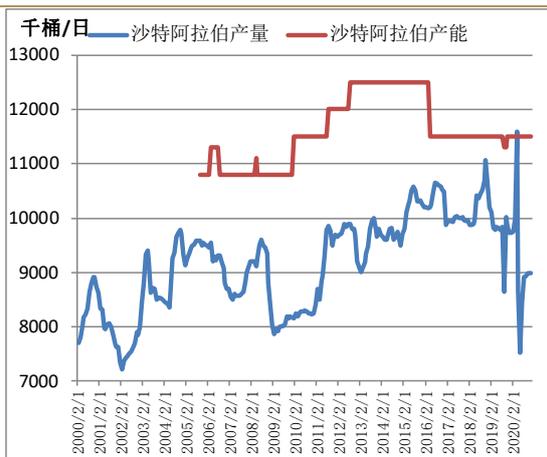
普氏能源利用船运和贸易商数据预估, 利比亚 12 月原油和凝析油的出口有望跳增至 13 个月高位达到 124 万桶/日。利比亚 9 月中开始开放石油终端和油田。

图表 23: 欧佩克的产能与产量 (1999-202011)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24: 沙特的产量与产能 (1999-202011)

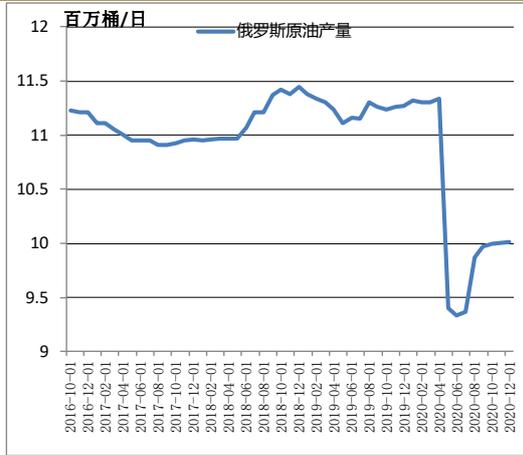


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

俄罗斯 11 月原油和凝析油产量超过 1000 万桶/日, 该产量是 7 个月内的最高点, 10 月产量

是 998 万桶/日。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202011)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202011)

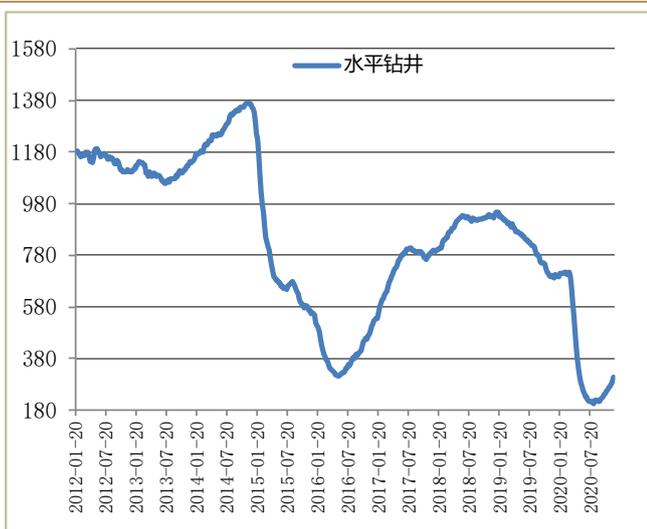


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

贝克休斯数据显示, 截止 12 月 11 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 15 座至 338 座。多数能源公司表示, 他们计划在 2020 年和 2021 年削减支出, 将重点继续放在提高他们的利润而不是仅仅提高产量上。

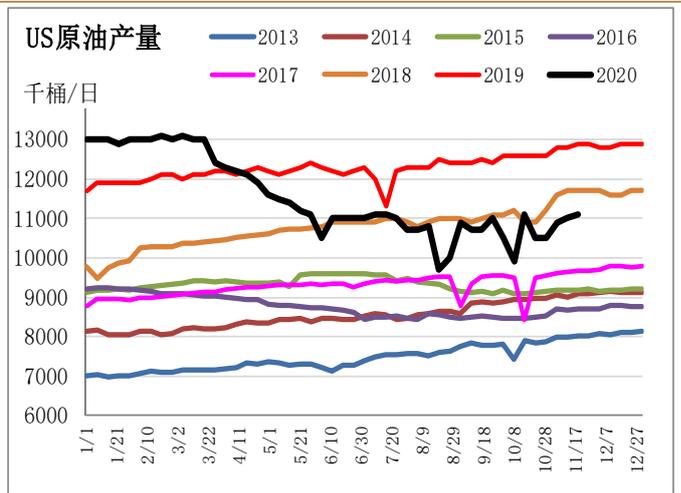
美国原油产量周度持稳于 1110 万桶/日, 美原油产量升至飓风前水平。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

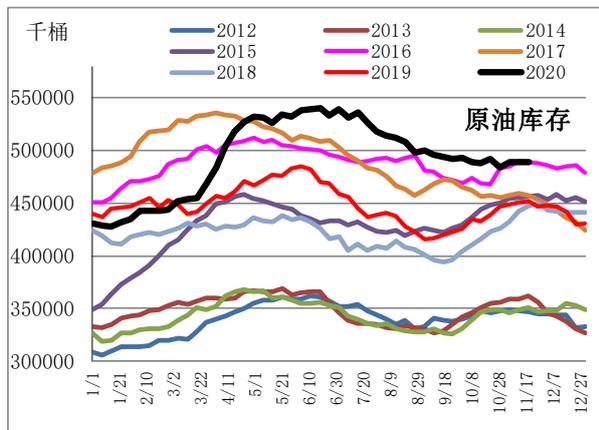


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存: 成品油库存增减不一

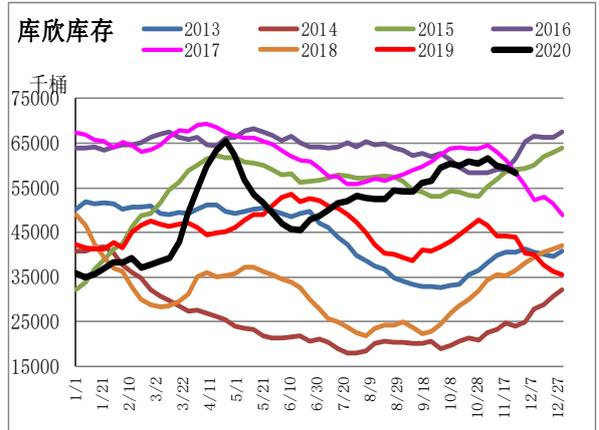
美国油品总库存攀升。美国原油库存增加 1500 万桶, 汽油库存增加 420 万桶, 馏分油库存增加 520 万桶, 加上其他油品的总库存增加近 2000 万桶。

图表 29: 美国原油商业库存走势



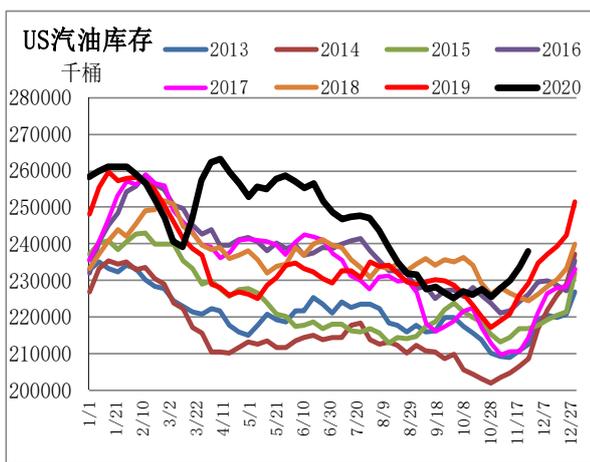
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30: 美国库欣地区原油库存走势



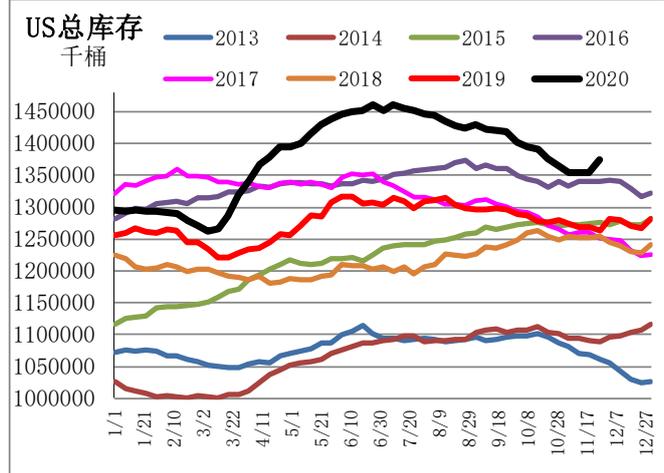
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31: 美国汽油库存走势



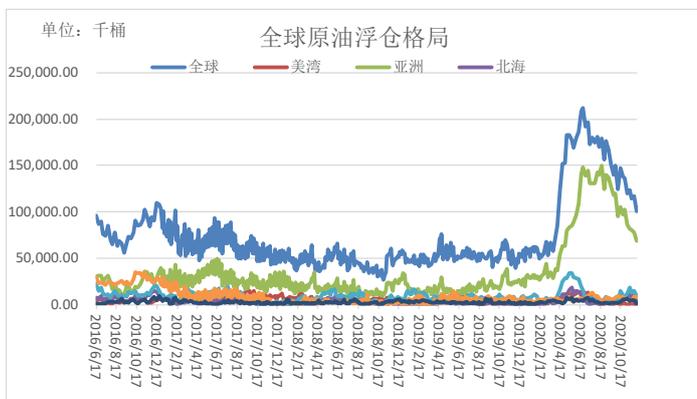
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 32: 美国油品总库存



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 33: 全球原油浮仓走势 (2016—20201212)



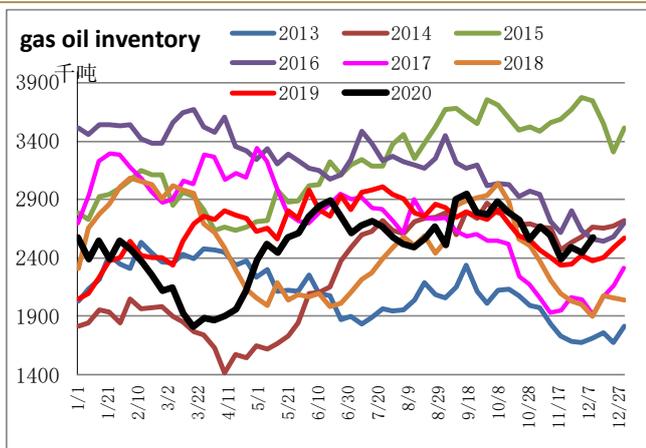
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34: 全球水上原油 (2016—20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 35: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

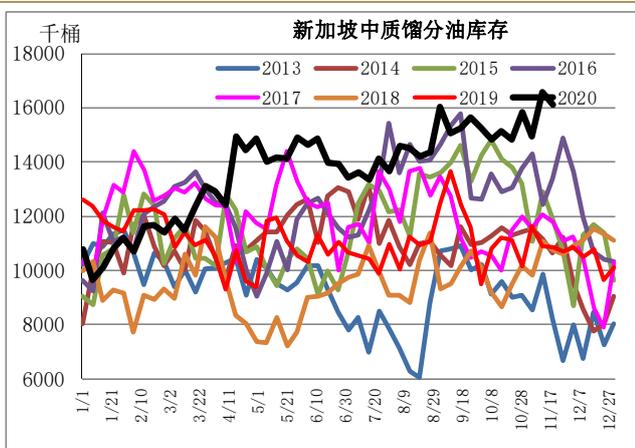
全球原油浮仓周度下降, 从 1.17 亿桶下降到 1 亿桶。

新加坡 ESG 周四公布数据现实, 过去一周成品油总库存下降, 燃料油库存降幅最大。

ARA 周度成品油库存整体攀升, 增幅大的是柴油、石脑油和航煤库存, 汽油、燃料油库存下降。

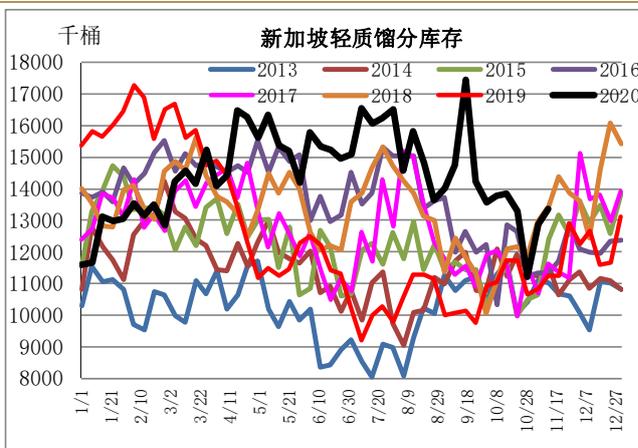
中东成品油交易中心富查伊拉的库存升至 9 月中旬以来的最高, 其中燃料油库存增幅最大, 环比增加 159 万桶或 18%, 中质和轻质馏分库存也全面上升。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存



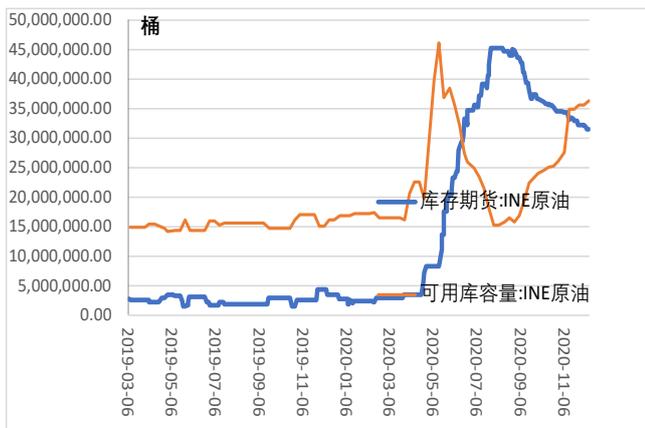
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 38: 新加坡轻质馏分油库存



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 39: INE 原油库存与库容 (2018-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

SC 仓单周度仓单总量从 3221 万桶下降到 3152 万桶, 降幅为 69 万桶。  
卓创统计的山东地区原油库存周度持稳于 4500 万桶。

#### 四、原油需求

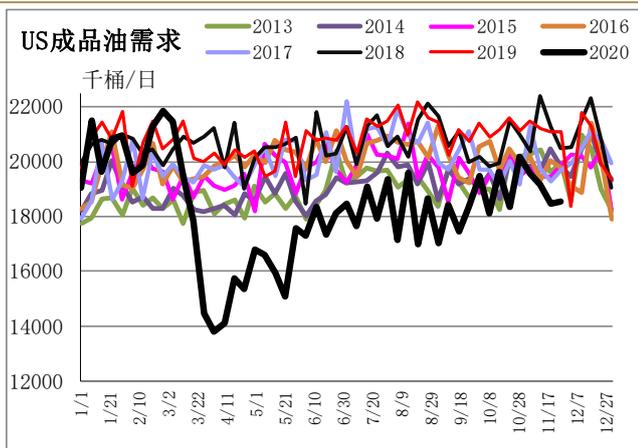
##### 1、美国成品油表需依旧低迷

美国能源信息署最新统计显示, 截止 12 月 4 日的一周, 当周成品油表需环比持平, 汽柴油表需下降, 航煤略增。

美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据, 它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

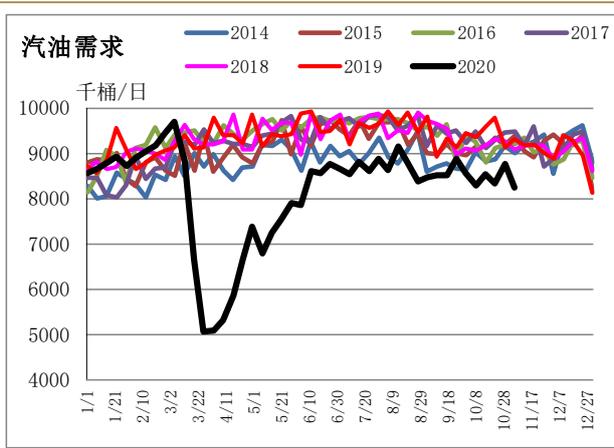
截止 11 月 29 日当周, 美国交通部公布高速公路行驶里程数环比前一周下降 5%, 同比 2019 年下跌 14%。其中载人机动车里程数同比跌 17%, 卡车行驶里程数同比增 5%。

图表 41: 美国高速公路行驶里程数



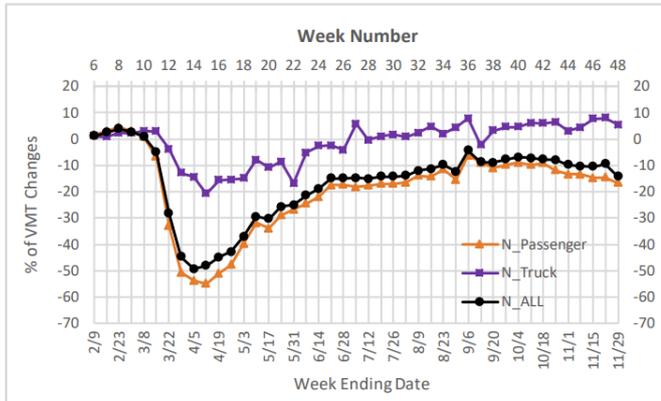
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 42: 美国汽油需求走势图



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

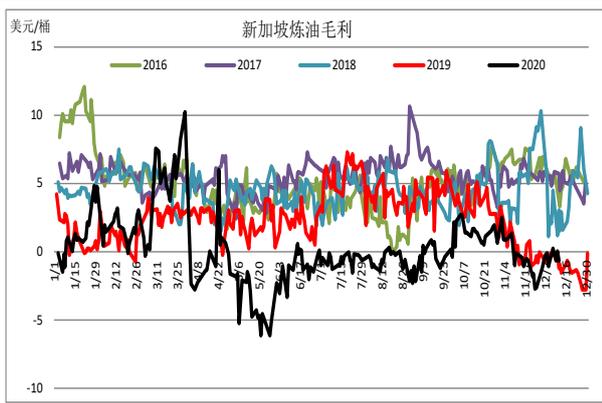
图表 43: 美国高速公路行驶里程数



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

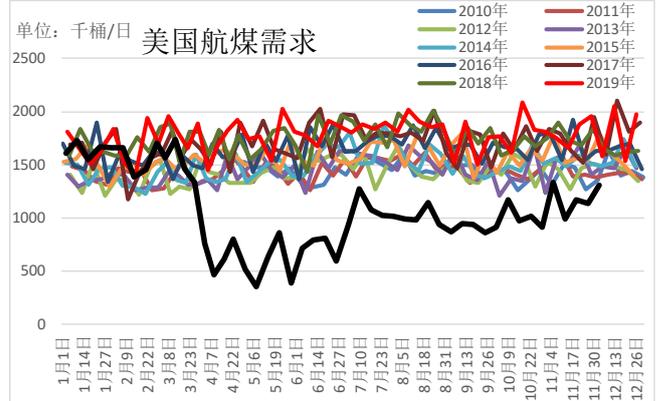
全球炼厂毛利周度攀升, 其中新加坡依旧处于盈亏平衡线附近。  
 美国炼厂开工率从 78.2% 上升到 79.9%。  
 全球运行中的炼厂产能周度从 7430 万桶/日下降到 7370 万桶/日。

图表 45: 新加坡炼厂毛利



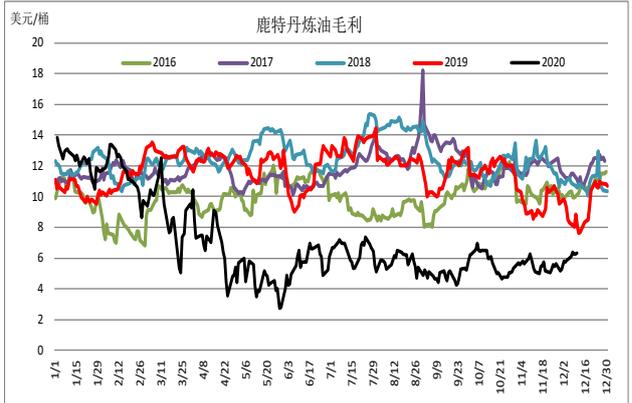
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 美国航煤需求走势图表



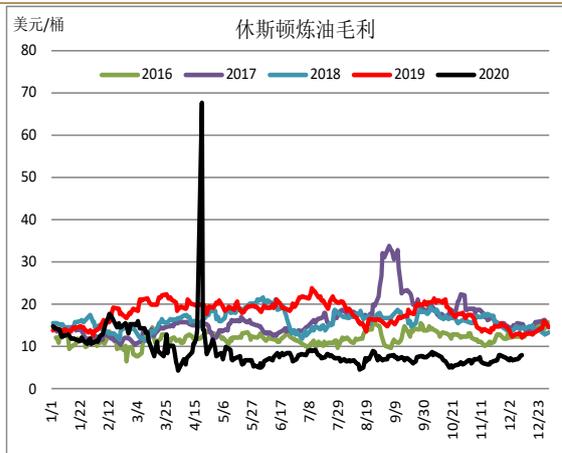
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



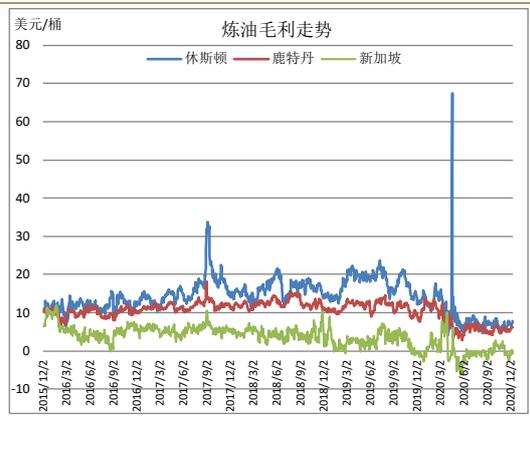
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



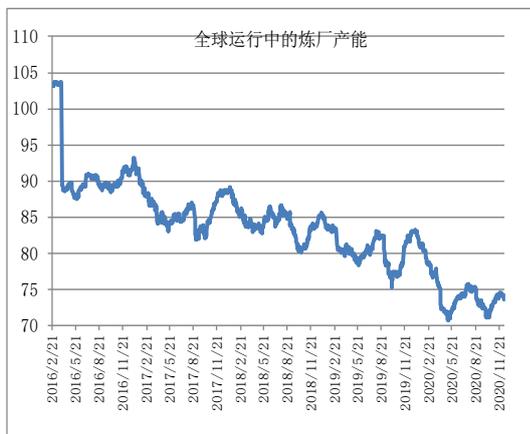
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



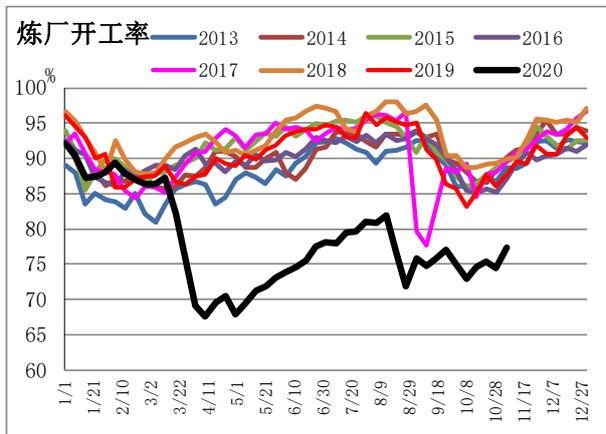
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20201212）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20201128）

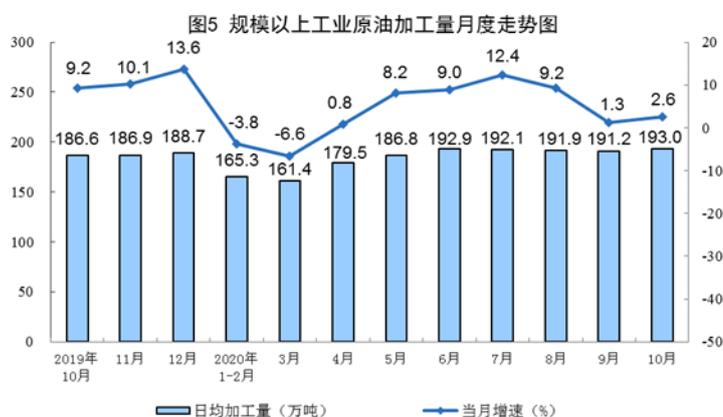


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国 11 月原油进口环比增加

中国海关总署周一公布数据显示，中国 11 月原油进口环比走高，因海关继续对积压的货物进行清关，地炼因配额达到上限采购放缓，11 月进口量为 1104 万桶/日，同步将 0.3%，今年 1-11 月累积进口同比增 9.5%，约合 1098 万桶/日。

图表 51：中国原油加工量（2019-202011）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20201212）

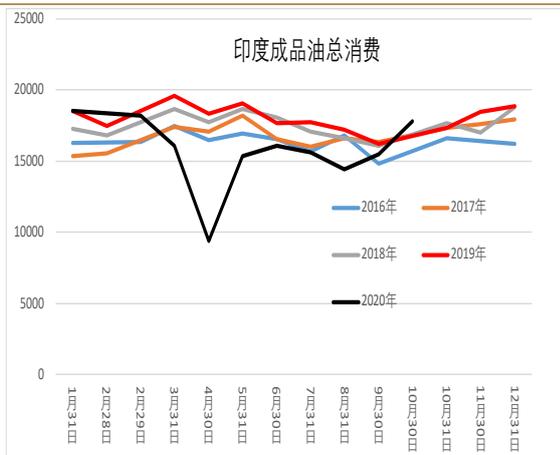


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 3、其他国家和地区：印度 11 月燃料需求环比下降

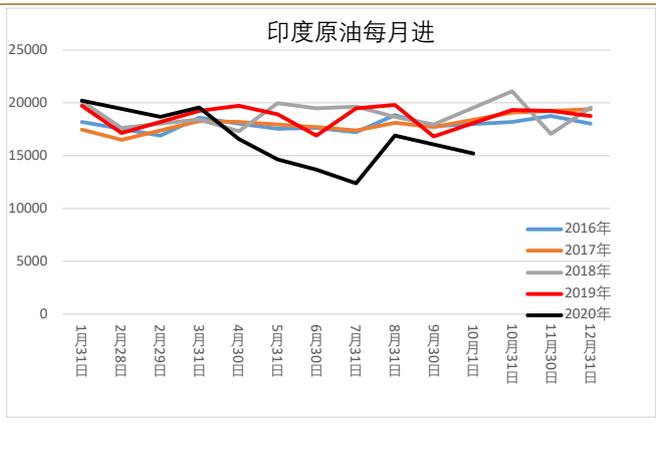
印度 11 月汽油需求同比转正，柴油需求同比依旧较低迷，美国的情势正好相反。英国 11 月中的汽油消费比今年 3 月下滑 34%，9 月 1 日仅低 6%。

图表 53: 印度原成品油消费(2017-202011)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口 (2015-202011)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

随着封锁的放松，英国道路燃料的销售激增了近 9%。根据政府数据，在截至 12 月 6 日的一周中，英国每个加油站的每周道路燃料销量为 15070 升，比上周增长 8.7%。与大流行前的水平相比下降了 15%，上周的相同数据显示下降了 22%。

#### 四、资金和地缘

##### 1、宏观经济：耶伦多年警告杠杆贷款过度 但挥刀整治仍需多等一些时日

在这十年的大部分时间里，珍妮特·耶伦一直在发出警告：华尔街正在将危险数量的债务堆砌在较高风险美国企业的资产负债表上。

她一次又一次地提出这个观点，甚至在 2018 年卸任美联储主席之后，成为她每次演讲和访谈的必谈话题。她在一次讲话中说：“监管机构应该发出警报。”

但现在，随着耶伦准备出任美国财政部长，专家们认为她可能发现不那么容易快刀斩乱麻。他们列举了许多因素：预计利率将在谷底呆上数年时间，银行监管机构掀起这种债务狂潮的投资银行和私募股权公司几乎束手无策，最重要的是，总统唐纳德·特朗普安插的监管官员可能反对新规则。

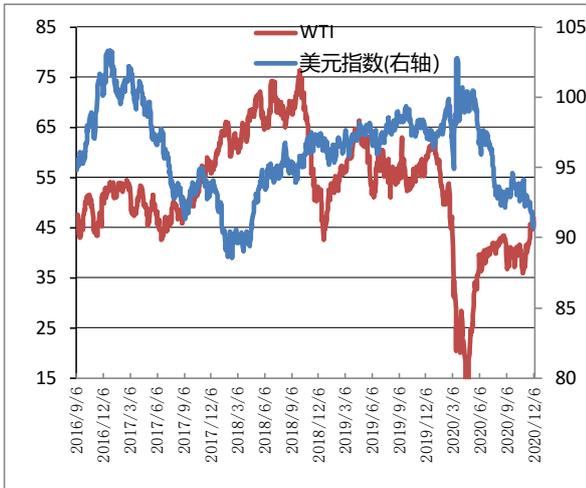
与此同时，2.8 万亿美元的杠杆贷款和垃圾债券市场正在火爆发展，盈利潜力可疑的公司正在利用宽松的融资和监管环境在他们本已沉重的债务负担上添加更多债务。疫情因素也要考虑，这有可能使耶伦最大的担心成为现实：长期的经济不景气迫使许多过度杠杆化的公司削减开支和裁员。

有明显迹象表明，华尔街已经加大了这一风险。监管机构曾经反对杠杆收购交易给借款人带来超过预期 Ebitda 6 倍的债务。但现在，根据 Covenant Review 的数据，约 40% 的企业并购相关杠杆贷款导致债务负担超过这个门槛。投资者保护也正在受到侵蚀，银行早已放弃了所谓的维护契约，这种规定本可以让他们在公司达不到绩效指标时进行干预。

这些贷款的背后通常有私募股权基金的存在。最近的例子包括黑石公司以 47 亿美元收购家族史和 DNA 测试公司 Ancestry.com Inc. 多数股权的交易。瑞信、美国银行、巴克莱和摩根大通等银行参与了这笔交易，导致 Ancestry.com 的债务远远超过监管机构曾经不可接受的门槛。

另一个例子是 KKR & Co. 以超过 30 亿美元的价格收购隐形眼镜零售商 1-800 Contacts 的交易，摩根士丹利牵头银团提供的贷款超过收益的七倍。

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20201212)



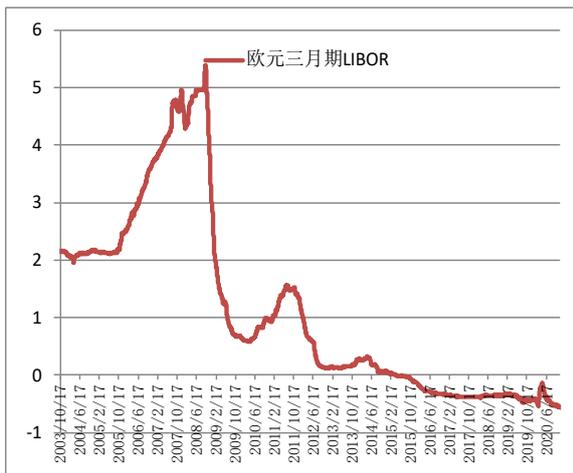
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20201212)



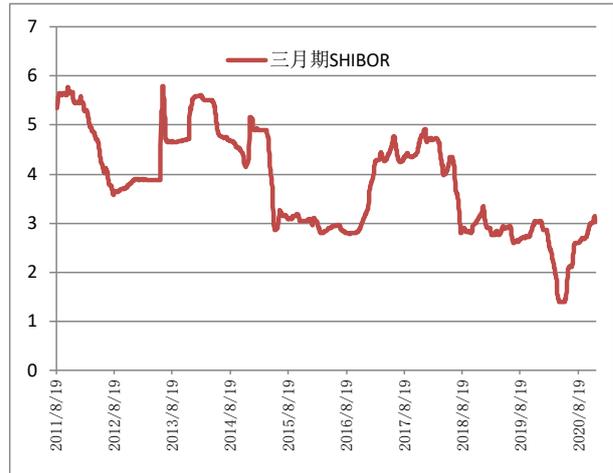
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20201212)

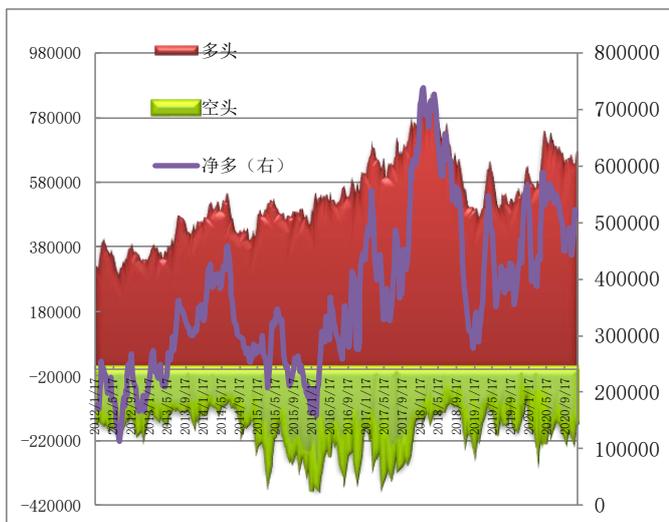


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度持稳

据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 12 月 8 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓变化不大，净多持仓周度持稳在 51.4 万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓(2011-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 60: 净多持仓和油价比较图 (2011-20201212)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：现实惨淡预期美好，油价延续升势

过去一周全球原油市场的现实依旧不佳。高频库存数据显示，美国、西北欧和中东的成品油和原油库存都不同程度的增加，这是欧美疫情反复引发封锁的直接结果。11月29日当周美国高速公路上机动车行驶里程数周度环比下降5%，同比仍低14%；根据政府数据，在截至12月6日的一周中，英国每个加油站的每周道路燃料销量为15070升，周度环比增长8.7%，与大流行前的水平相比下降了15%。近日美国单日病亡人数达到令人震惊的水平，美国许多州出台了新的商业限制措施；截至12月11日，单日新增确诊病例数和新增死亡病例数都创下疫情暴发以来新高，德国多个联邦州已表态，支持尽快实施“硬性封锁”。

现实依旧惨淡，利好的一点是英国本周开始接种疫苗，美国最快可能在本周末展开，加拿大则可能下周展开接种，俄罗斯也已经开始接种。加强封锁或者疫苗逐步接种，后期的直接结果就是全球成品油需求的复苏，现在同比的降幅就是未来的上升空间。若有利空导致油价回调则带来加仓时机，我们维持油价震荡走高的观点不变。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证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，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院