

减产提上日程，原油难现低价

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

观点概述：

过去一周欧佩克会议以及之后的能源 G20 会议上，众多的产油国都给出了自己的减产规模，这是非常积极的信号，原油价格很难再跌到前期低点了。中国是全球第二大原油消费国，美国是全球第一大原油消费国，两国分别在 2、3 月份爆发了疫情，而且现在美国的疫情也仍在蔓延，原油需求因此大幅下降，众多机构预测 4 月份原油需求会下降 2000 万桶/日。如果没有减产，加上 2、3 月份累积的过剩量，原油市场会耗尽岸上和海上的所有存储设施，那样油价势必会继续暴跌。减产改变了这样的不利趋势，未来油市的利空来自这样两个方面，一是现阶段库存高企，而且很可能还要继续攀升，较高的库存将拖累油价；二是产油国减产并未严格实行减产，或者减产规模不足以抵消需求的下降，过剩量继续增加。因此油价也难以趋势走高，未来 2-3 个月很可能在 20-30 美金之间区间震荡。

策略建议：

小止损波段做多操作。

风险提示：

疫情进一步失控。

混沌天成期货研究院



一、原油供需平衡表

图表 1: 全球原油市场供需平衡表

供需存 时间	供应						需求					库存变化
	OECD ..	非OECD ..	欧佩克 ..	前苏联 ..	中国 ..	全球总供应 ..	OECD ..	非OECD ..	中国 ..	其他非OECD ..	全球总需求 ..	
Jan-19	30.98	69.53	36.16	14.91	4.87	100.51	47.48	51.90	14.13	18.51	99.38	-1.13
Feb-19	30.99	69.27	36.13	14.89	4.84	100.25	48.01	53.22	14.55	18.89	101.23	0.98
Mar-19	31.26	69.06	35.66	14.80	4.96	100.31	46.73	52.68	14.47	18.60	99.41	-0.91
Apr-19	31.56	68.91	35.70	14.40	4.89	100.47	47.06	53.26	14.87	18.90	100.32	-0.15
May-19	31.26	68.92	35.25	14.30	4.89	100.18	46.23	53.65	14.66	19.29	99.88	-0.30
Jun-19	31.14	69.31	35.35	14.61	4.99	100.45	46.86	53.66	14.49	19.47	100.52	0.07
Jul-19	31.09	68.96	34.93	14.61	4.90	100.05	48.15	53.81	14.44	19.70	101.96	1.91
Aug-19	31.60	69.48	35.16	14.62	4.88	101.08	48.33	53.13	14.00	19.48	101.46	0.38
Sep-19	31.70	67.46	33.23	14.55	4.88	99.16	47.09	53.71	14.75	19.58	100.80	1.64
Oct-19	32.14	69.11	34.92	14.57	4.87	101.25	47.60	52.81	13.90	19.43	100.42	-0.83
Nov-19	32.96	69.07	34.92	14.71	4.90	102.03	47.19	54.03	14.76	19.26	101.22	-0.82
Dec-19	32.99	68.44	34.60	14.75	4.87	101.43	47.80	54.65	15.17	19.43	102.44	1.01
Jan-20	33.05	67.81	34.29	14.75	4.89	100.86	45.86	52.63	14.58	18.67	98.48	-2.37
Feb-20	33.26	67.00	33.57	14.75	4.81	100.26	47.46	52.08	13.07	18.92	99.54	-0.72
Mar-20	33.57	66.93	33.42	14.64	4.91	100.50	41.88	52.64	13.98	18.90	94.52	5.98
Apr-20	33.76	67.78	30.17	13.07	4.92	96.51	41.88	53.65	14.81	19.15	94.52	1.99

数据来源: EIA, 混沌天成研究院

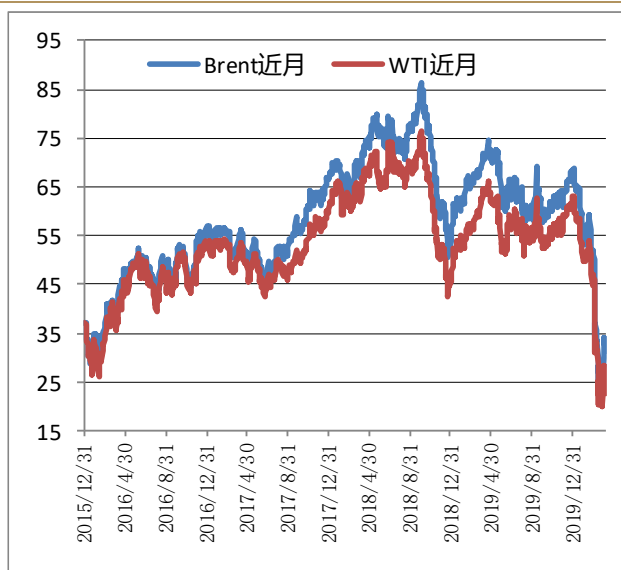
二、原油价格

1、原油价格和成品油价格: 减产协议达成后回落

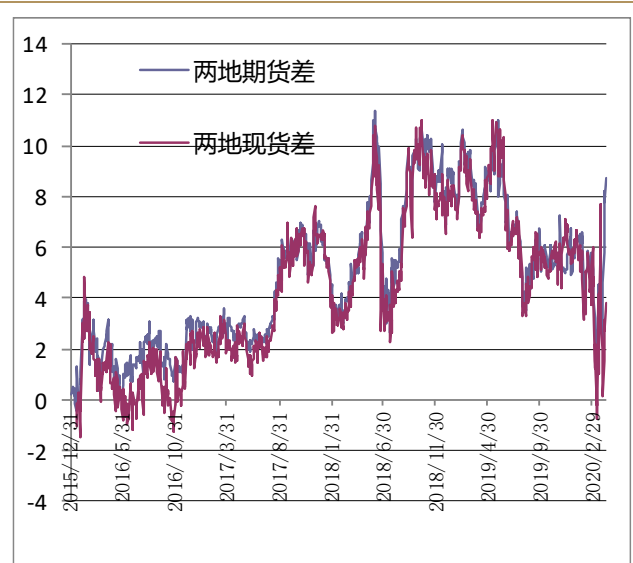
原油价格上周大幅波动, 欧佩克和其他产油国的减产协议成为市场炒作的焦点。

周度看, Brent 下跌 7.56%, WTI 下跌 20%, SC 上涨 9.31%。

图表 2: NYMEX 和 ICE 近月合约走势图(美元/桶) (2015—20200410)



图表 3: 欧美两地原油差价(美元/桶) (2015—20200410)

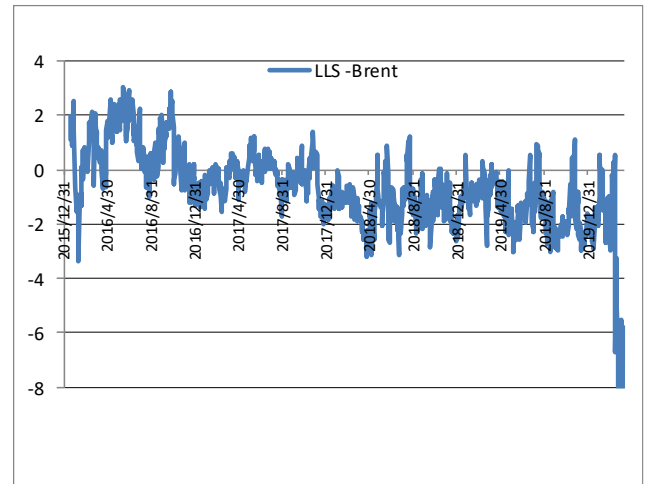
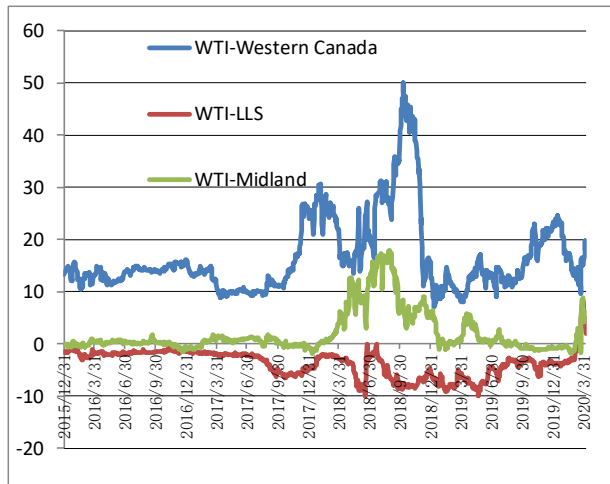


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 4: 美国现货各油品价差(美元/桶)(2015—2020Q4)

图表 5: Brent 与 LLS 的价差(美元/桶)(2015—2020Q4)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

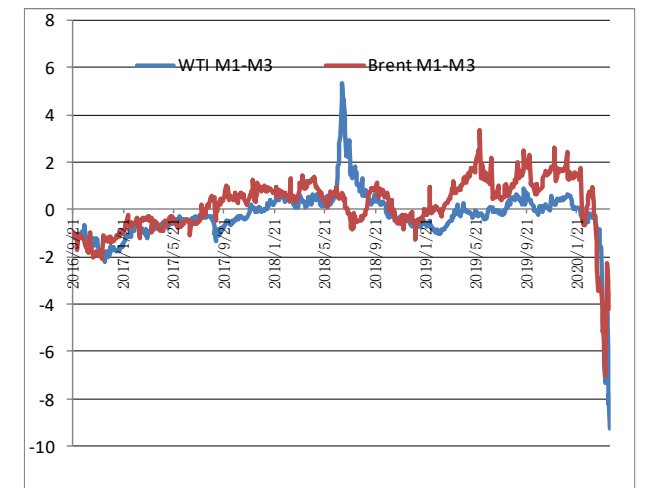
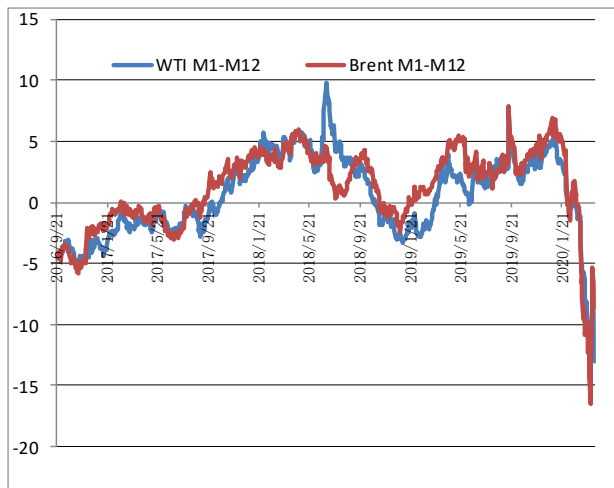
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

原油价差市场也出现剧烈变化。WTI 较 LLS 和 Midland 的价差周度下滑，库欣库存大幅增加，拖累了 WTI 的价格。

LLS 贴水 Brent 的幅度周度缩小，但仍然为负值，美国原油相对北海原油更具有出口优势。

图表 6: WTI 及 Brent12 个月间价差(2015—2020Q4)

图表 7: WTI 及 Brent3 个月间价差(2015—2020Q4)



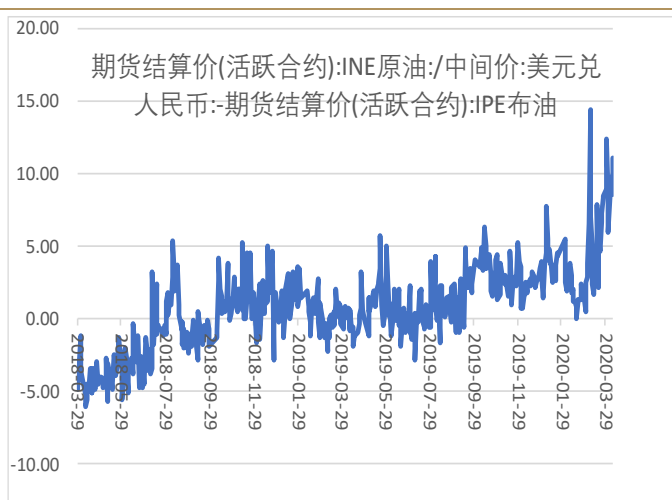
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Brent 与 WTI 的月差与原油价格同步变化。原油库存持续增加，无论是 1-12 还是 1-3 的价差都大幅下跌，这预示着岸上仓储逐步被完全占用，月差的扩大开始与海上浮仓的租赁费挂钩。

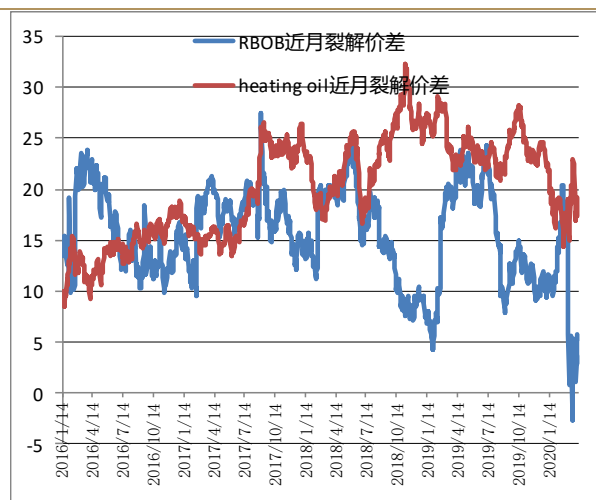
过去一周国际两基准原油的月差都呈现先涨后跌的格局，原油巨大的社会库存是价格的拖累。

图表 8: SC 与 Brent 活跃合约的差价 (2019—20200410)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 9: 美国成品油裂解价差走势 (2015—20200410)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

中国 SC 价格与国际油价同步变化,但在过程中却明显强于外盘。截止上周五 SC 换算成美金较 Brent 升水 11 美元/桶。

二、原油供需

1、库存:原油和成品油周度库存升幅再创记录高位

美国能源部公布的数据显示,上周美国原油库存和成品油库存大幅增加,升幅均创纪录高位,因抗击新冠肺炎疫情举措冲击美国石油业。

疫情降低料需求,全世界的商业航空关闭,并由于人们呆在家里和企业停业而切断汽油需求。

截至 4 月 3 日当周,美国原油库存增加 1500 万桶,至 4.8 亿桶。增幅创纪录高位。

俄克拉荷马州的库欣原油库存增加 640 万桶,周度升幅亦为有史以来最高。

原油产量也已经开始下降,美国日产量下降 60 万桶,至 1,240 万桶/日,创下自 2016 年 7 月以来的最大降幅。

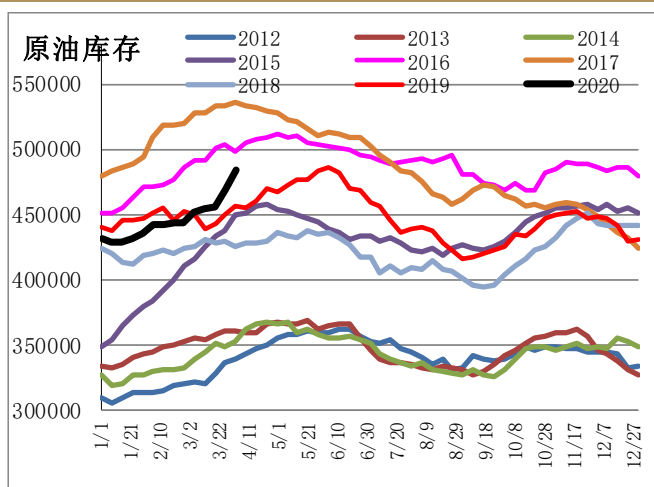
美国汽油库存增加 1050 万桶,至 2.573 亿桶,增幅亦超预期,仅低于历史高位。最近一周汽油产品供应减少 24%至 510 万桶/日。

炼厂产能利用率下滑 6.7%至 75.6%,为 2008 年 9 月以来低点。

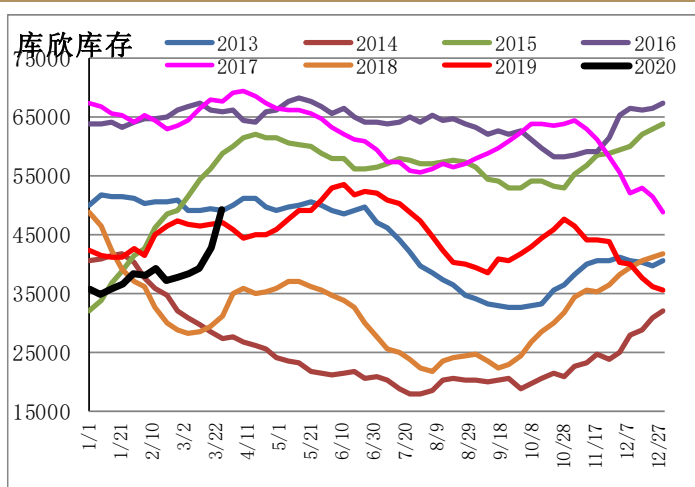
包括柴油和取暖油的馏分油库存增加 50 万桶,增幅相对较小。

图表 10: 美国原油商业库存走势 (1982—20200403)

图表 11: 美国库欣地区原油库存走势 (2004—20200403)



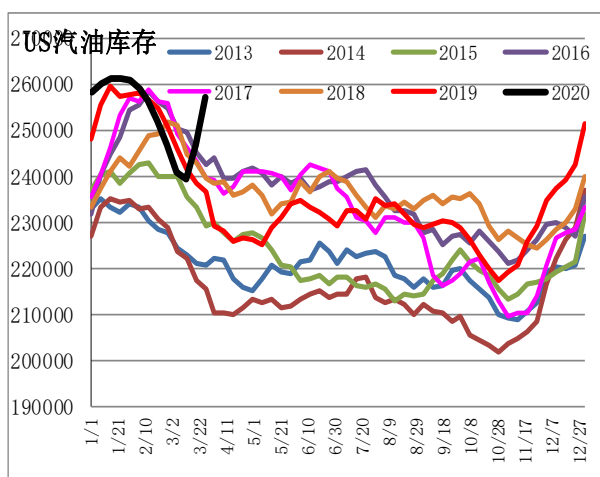
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



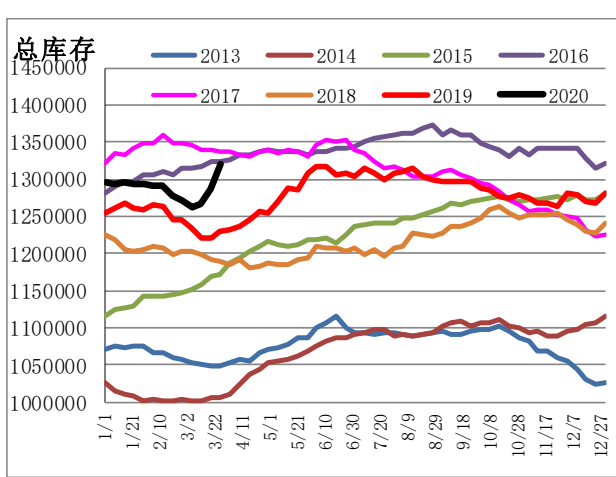
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12: 美国汽油库存走势 (2013-20200403)

图表 13: 美国油品总库存 (2013-20200403)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

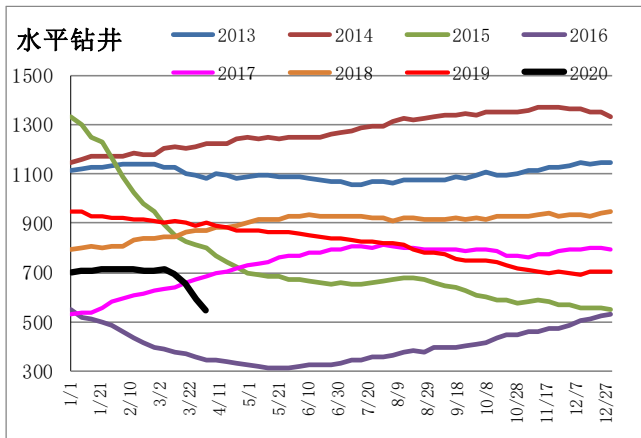
过去一周美国能源企业的石油活跃钻机数连续四周下降, 下滑至自2016年12月以来最低水平, 因新冠肺炎疫情导致经济活动和燃料需求下滑, 迫使油气企业削减新的钻探业务开支。

截至4月9日当周, 美国石油井减少58座, 至504座。作为未来产量的先行指标, 石油活跃钻机数较去年同期的833座减少39%。

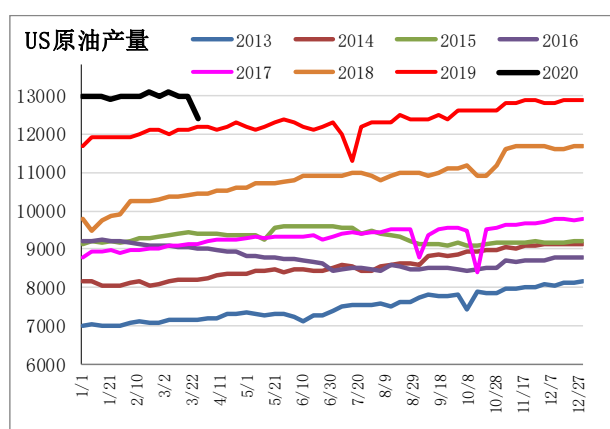
很多美国勘探生产企业(E&P)本已计划削减2020年财政支出, 连续第二年下降, 这些企业已经宣布计划在今年削减新钻机方面的支出。美国金融服务公司Cowen&Co报告, 追踪的独立E&P企业中有30家都削减了支出计划, 较2019年减少38%。

图表 14: 美国水平钻井走势 (2013-20200410)

图表 15: 美国原油产量 (2013-20200403)



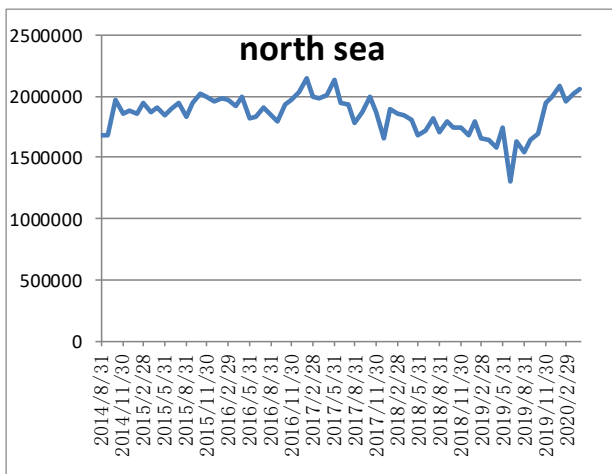
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

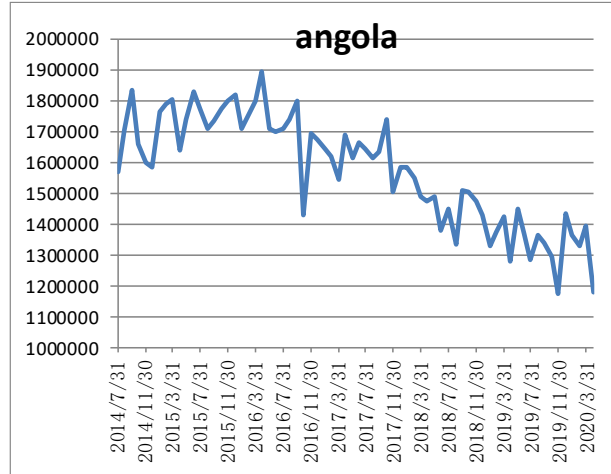
2、欧洲市场：北海原油4月供应环比上升；ARA地区石脑油、燃料油、航煤库存大幅增加
截至4月9当周，阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普（ARA）中心汽柴油库存变化较小，石脑油库存升至记录高位，燃料油库存升至近五年区间上沿，航空煤油库存也连续两周增加

图表 16: 北海原油装载量(2014-20200410)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

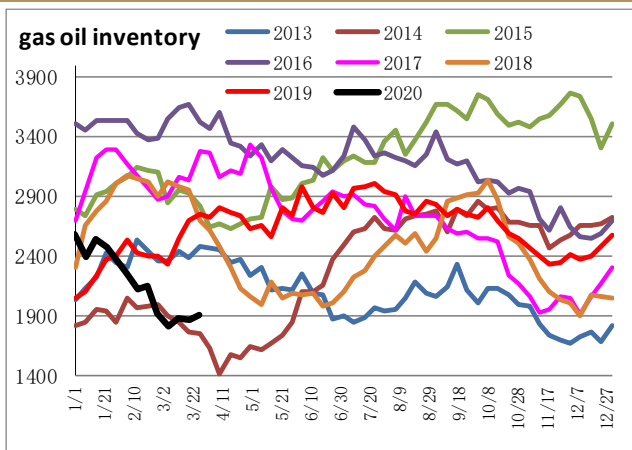
图表 17: 安哥拉装载量走势(2014-20200410)



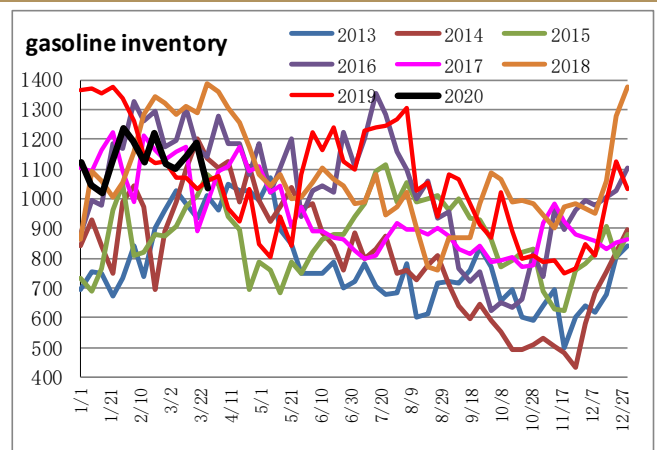
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势(2013-20200410)

图表 19: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势(2013-20200410)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



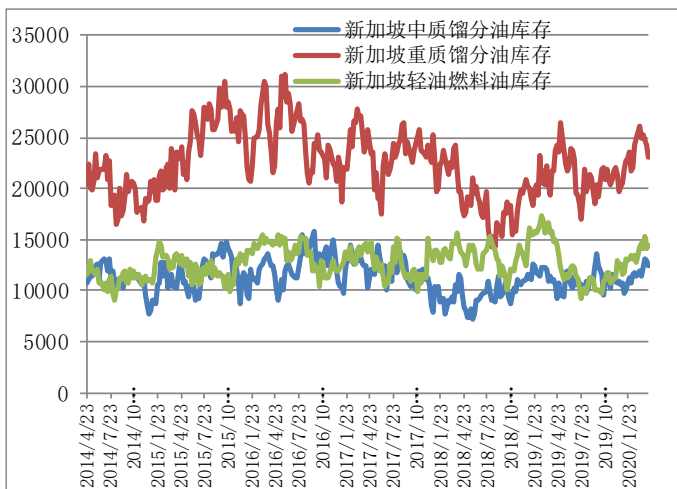
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

3、亚洲市场：新加坡残渣馏分油库存降至八周低位，INE 库存小幅攀升

新加坡企业发展局(ESG)公布的数据显示，截至4月8日当周，新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油（沥青除外）库存减少119万桶，至八周低点。当周，包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油库存增加，中质馏分油库存小幅下降。

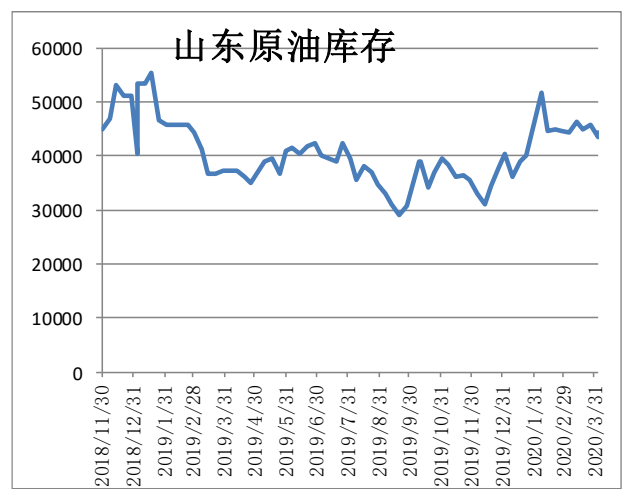
此次报告对市场的影响比较小。

图表 20：新加坡成品油库存走势（2014-20200410）



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21：中国山东原油库存（2018-20200410）

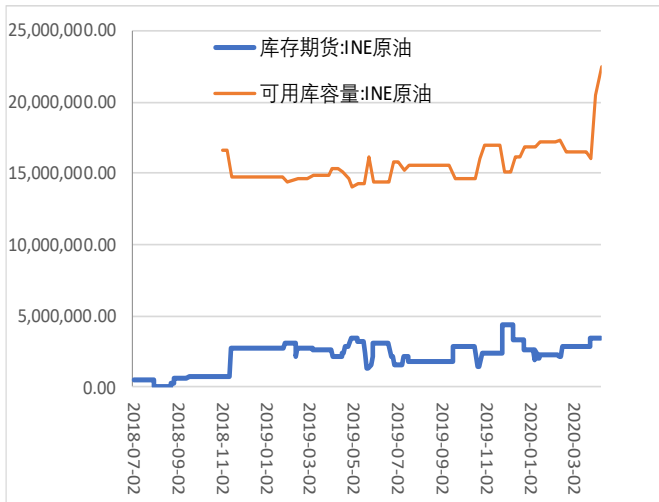


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

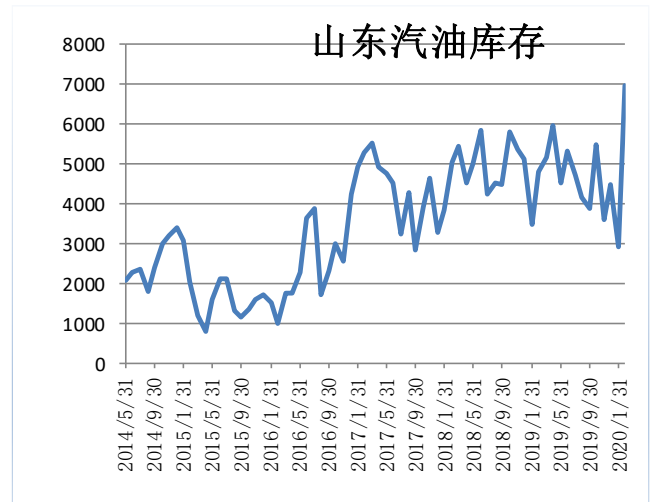
4月8日上海能源中心对现有原油仓储再度进行了扩容，目前INE可用库容从之前的2056万桶增加到2254万桶，增加了一个VLCC的库容量。

图表 22：INE 原油库存与库容（2018-20200410）

图表 23：中国山东汽油库存（2018-20200410）



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

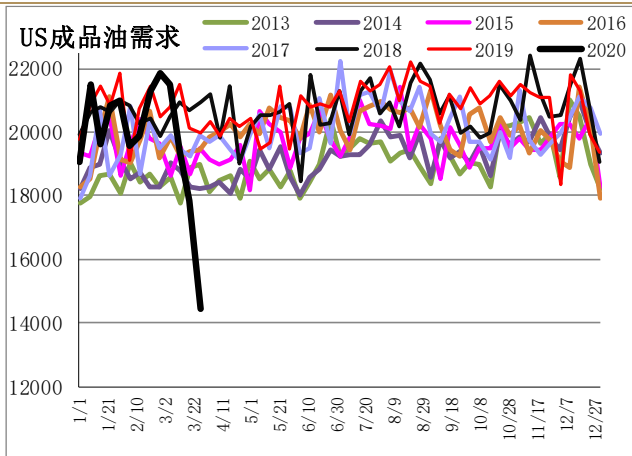
三、原油需求

1、美国油品总需求降至记录低位

美国能源信息署最新统计显示,截止4月3日的一周,美国成品油需求总量日均1450万桶,这是美国能源部自1990年有数据以来的最低值。美国汽油日均需求为500万桶,环比下降150万桶,同比下降400万桶。美国馏分油需求为380万桶/日,同比下降30万桶,环比下降10万桶。

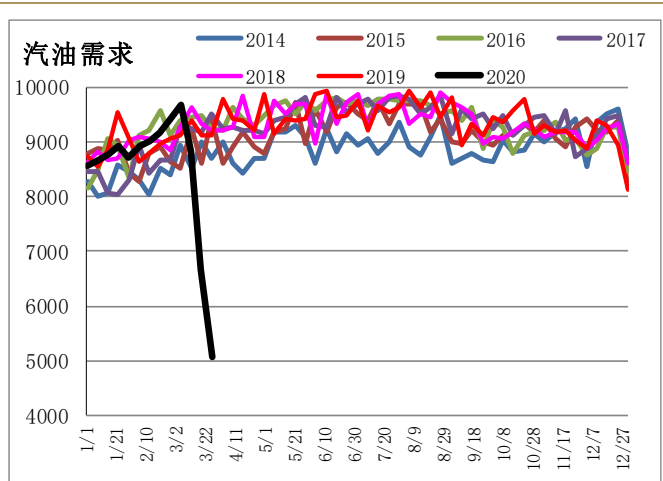
美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据,不计算汽油销售加仓总数。相反,它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

图表 24: 美国馏分油需求走势(2013-20200403)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 25: 美国汽油需求走势图(2004-20200403)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

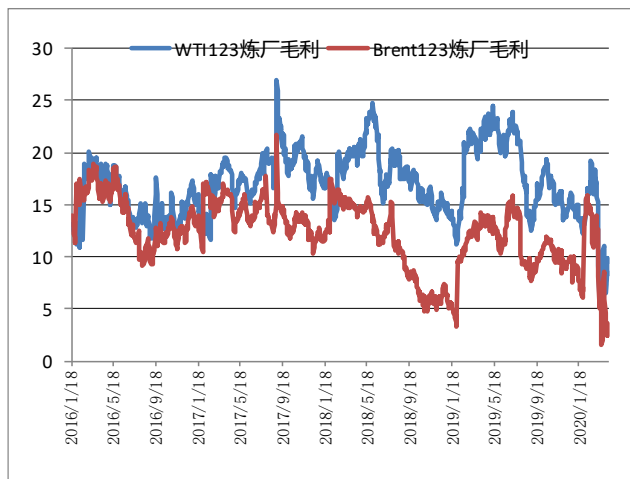
2、炼厂毛利低迷, 美国炼厂开工率大幅下滑

简单核算的欧美炼厂毛利目前处于区间低位,随着需求的下降后期成品油库存将逐步增加,从

而压低价格和炼厂毛利。

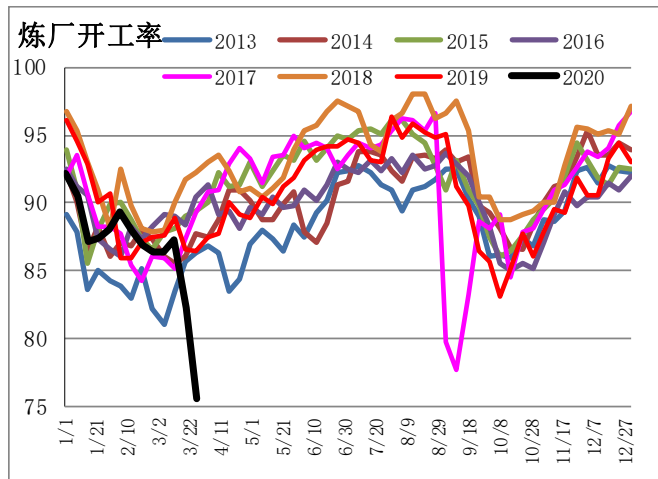
美国的炼厂开工率周度大幅下降，跌至 75.6%，这是过去 11 年的最低。只有在飓风和 08 年金融危机时炼厂开工率比现在更低。毛利下降以及成品油库存高企是炼厂降负的主要原因。

图表 26：全球两大油品炼厂毛利 (2016-20200410)



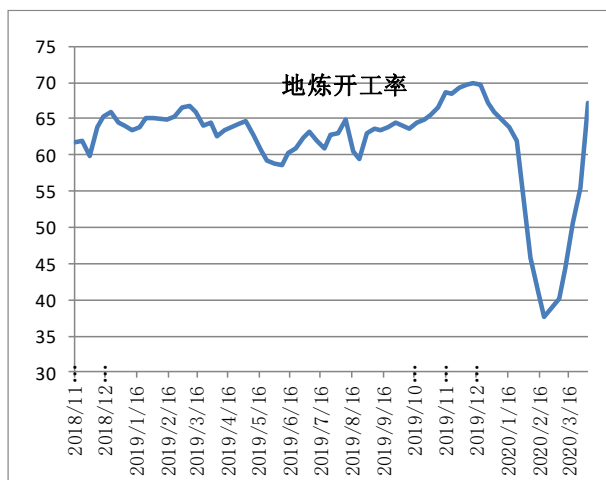
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 27：美国炼厂开工率 (2013-20200403)



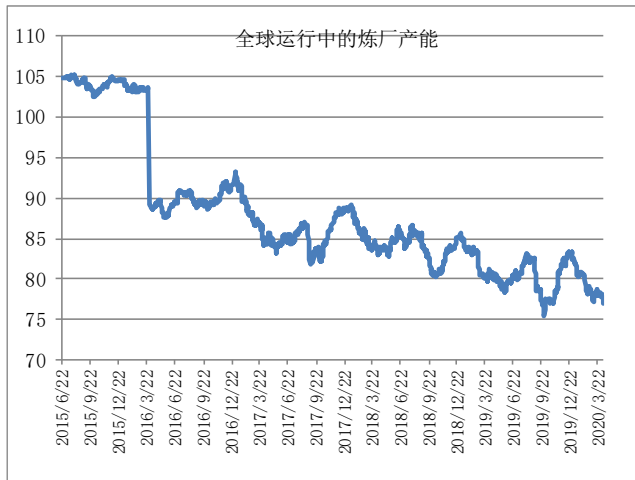
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28：中国地炼开工率 (2018-20190403)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 29：全球运行中的炼厂 (2015-20200410)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

中国地炼开工率在经历了春节前后的节日因素停车和中国疫情因素停车后，目前处于见底回升的阶段，中国工业生产的正常化将推动成品油需求的正常化。

四、资金因素

1、宏观经济：美联储购买垃圾债，道指止跌

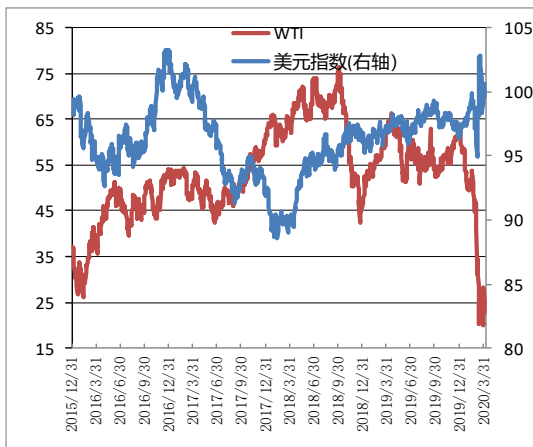
美联储 All in “零利率+无上限 QE+2 万亿财政刺激”后，4 月 9 日再次创设新工具，推出 2.3 万亿美元信贷计划。首次购买垃圾债，缓解信用市场风险，为中小企业和家庭提供信贷支持，缓解

失业压力。多轮刺激后，美国的流动性压力将得到缓解，尤其是信用市场、居民和中小企业。

一星期内联储的资产负债表暴涨 5000 余亿美元，相当之前最大单周购买数量的两倍，购债总规模创下历史新高。在白宫的财政救援计划的助攻下，联储终于稳住了市场情绪。

央妈干了它必须要做的事情，市场情绪稳住了。疫情何去何从，不是它可以控制的。经济何去何从，短期取决于疫情的演变，取决于各国的财政政策，中期取决于各国的结构性改革，取决于数据时代的生产力提高，取决于新的国际秩序如何构建。

图表 30：美元指数与 WTI 油价走势(2015-20200410)



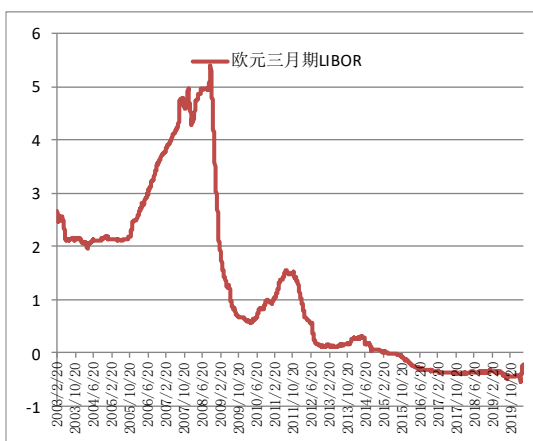
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31：美元三月期 LIBOR 走势（1990-20200410）



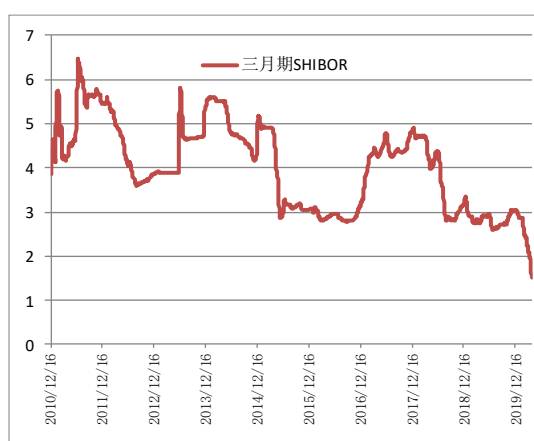
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 32：欧元三月期 LIBOR 走势(2003-20200410)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 33：三月期 SHIBOR 走势（2010-20200410）



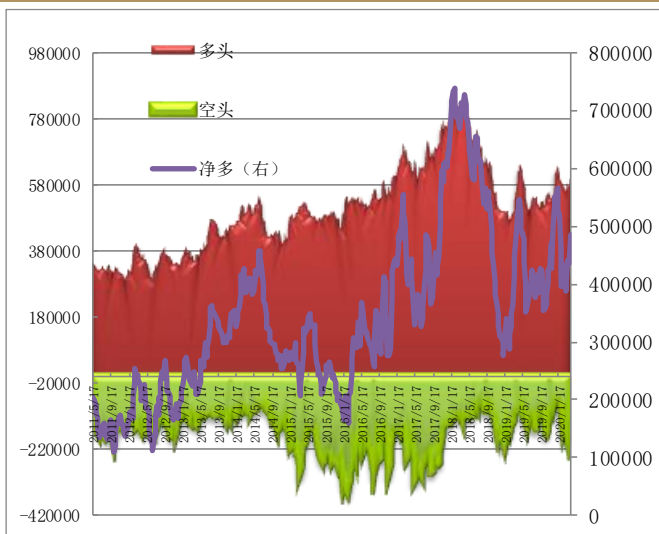
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

2、投机因素：多头增加，空头撤退，净多周度上升

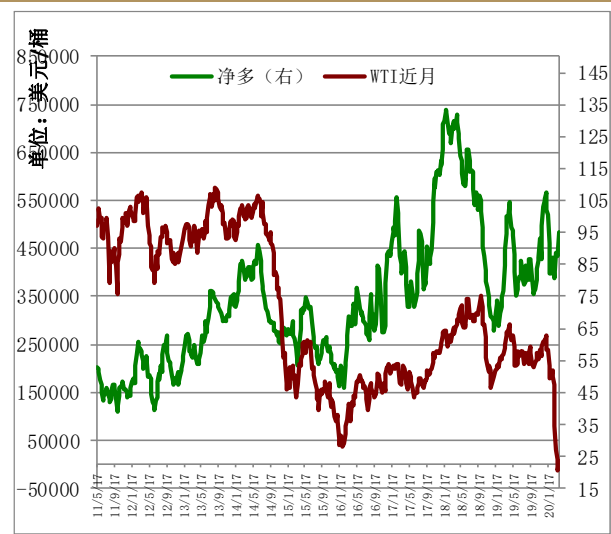
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 4 月 9 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货合同多头持仓增加 3 万手，空头持仓减少 2 万手，净多持仓周度增加到 48 万手。绝对值处于低位的油价吸引了投资者。

图表 34：WTI 原油投机资金持仓(2011-20200410)

图表 35：净多持仓和油价比较图（2011-20200410）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

五、原油后市展望：减产提上日程，原油难现低价

过去一周欧佩克会议以及之后的能源 G20 会议上，众多的产油国都给出了自己的减产规模，这是非常积极的信号，原油价格很难再跌到前期低点了。中国是全球第二大原油消费国，美国是全球第一大原油消费国，两国分别在 2、3 月份爆发了疫情，而且现在美国的疫情也仍在蔓延，原油需求因此大幅下降，众多机构预测 4 月份原油需求会下降 2000 万桶/日。如果没有减产，加上 2、3 月份累积的过剩量，原油市场会耗尽岸上和海上的所有存储设施，那样油价势必会继续暴跌。减产改变了这样的不利趋势，未来油市的利空来自这样两个方面，一是现阶段库存高企，而且很可能还要继续攀升，较高的库存将拖累油价；二是产油国减产并未严格实行减产，或者减产规模不足以抵消需求的下降，过剩量继续增加。因此油价也难以趋势走高，未来 2-3 个月很可能在 20-30 美金之间区间震荡。

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。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200
