

## 疫情最严峻的时期已过，油价强势震荡

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：

国际油价连续第二周延续升势。从新增确诊数量和现有确诊数量两大拐点看，发达经济体已经或即将度过第二拐点，疫情正在缓解，预计1-3个月内基本控制住疫情，但与中国不同，欧美疫情可能存在长尾特征。与此对应的供应端，欧佩克及俄罗斯的减产在5月1日正式启动，俄罗斯5月前天已经大幅降低了产量；同时市场驱动的美国页岩油也在积极减产，美活跃钻机数创纪录新低，各大页岩油企业公布的1季报中也纷纷下调了未来的资本开支。市场最大的拖累就是仍在继续增加的库存，不仅是原油库存，成品油库存也远未出现拐点。油价已经见底，油价何时趋势回升则取决于经济的复苏进度，投资者仍以波段做多为主，且可以持有一部分中长期多单。

### 策略建议：

波段做多操作。

### 风险提示：

疫情进一步失控，经济复苏遇阻。

混沌天成期货研究院



## 一、原油价格

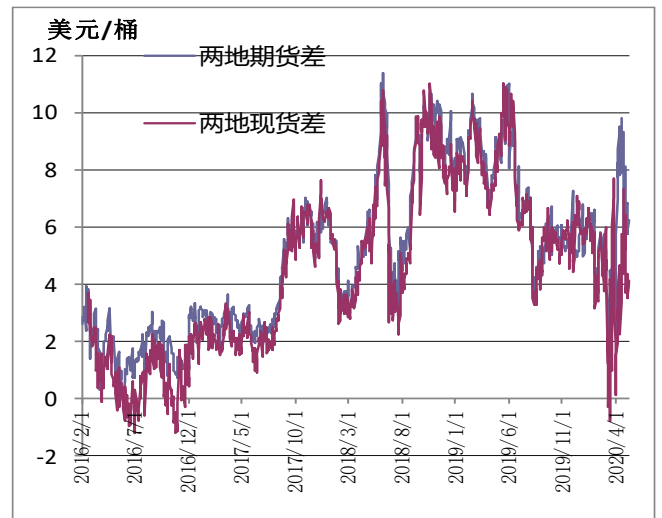
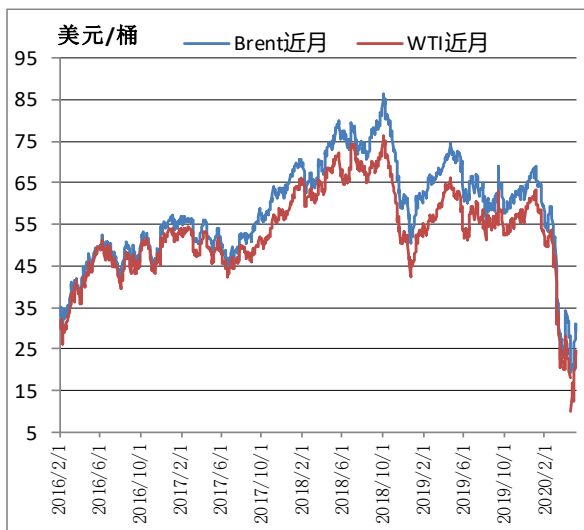
### 1、原油价格及相关价差：连涨第二周

在需求复苏和减产预期下，国际原油期货录得连续第二周的周线上涨。澳大利亚、意大利、德国已经解封，法国、巴基斯坦等国计划解封。供应端俄罗斯等国已经开始降低产量，美国的活跃钻井数也大幅下降。

周度看，Brent7月上涨5.1%，WTI6月上涨25%，SC6月下跌0.52%。

图表 1: NYMEX 和 ICE 近月合约走势图 (2015-20200509)

图表 2: 欧美两地原油差价 (2015-20200509)

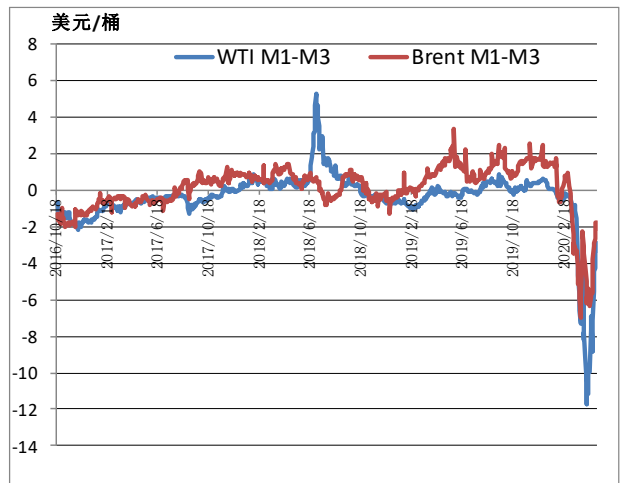
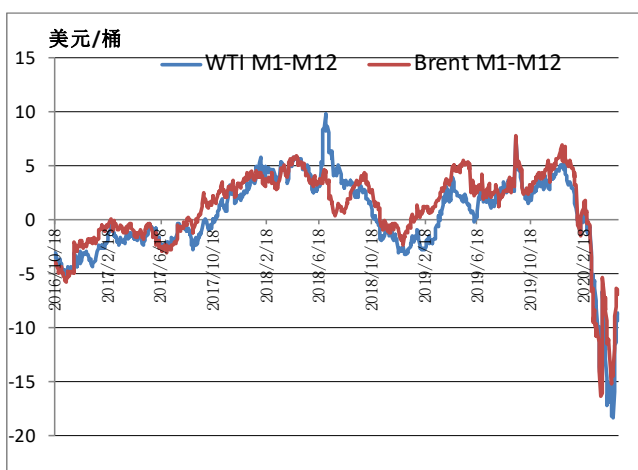


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3: WTI 及 Brent 12 个月间价差 (2015-20200509)

图表 4: WTI 及 Brent 3 个月间价差 (2015-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

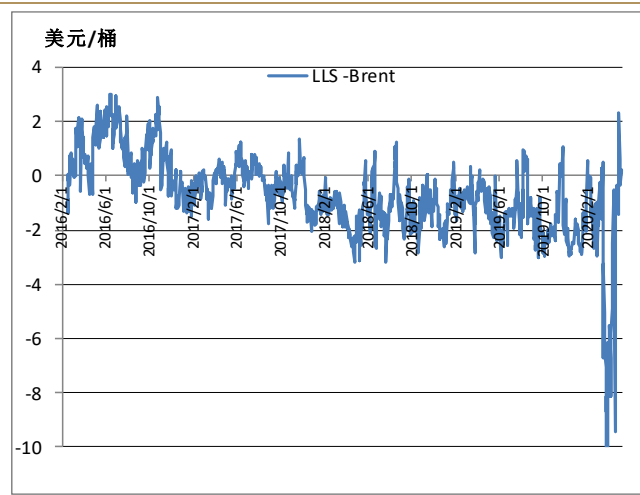
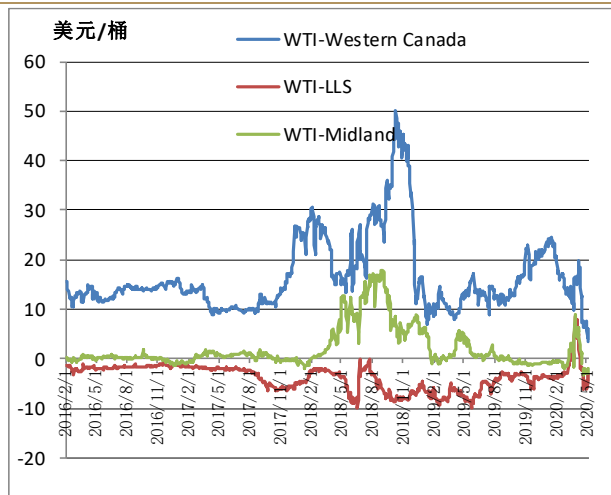
Brent 与 WTI 的月差与原油价格同步变化。原油库存持续增加，无论是 1-12 还是 1-3 的价差都处于较宽的位置，这预示着岸上仓储逐步被完全占用，月差的扩大开始与海上浮仓的租赁费挂钩。

过去一周国际两基准原油的月差周度走高，WTI 1-3 上涨到 -3.31 美元/桶，1-12 上涨到 -9.33

美元/桶，原油巨大的社会库存是价格的拖累。Brent 的 1-3 月差上涨到-2.09 美元/桶，1-12 周五报收-6.94 美元/桶。WTI 较 Brent 更弱势的原因在于前者是实物交割，且交割地库欣的库容已变得非常有限。

图表 5：美国现货各油品价差（2015—20200509）

图表 6：Brent 与 LLS 的价差（2015—20200509）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

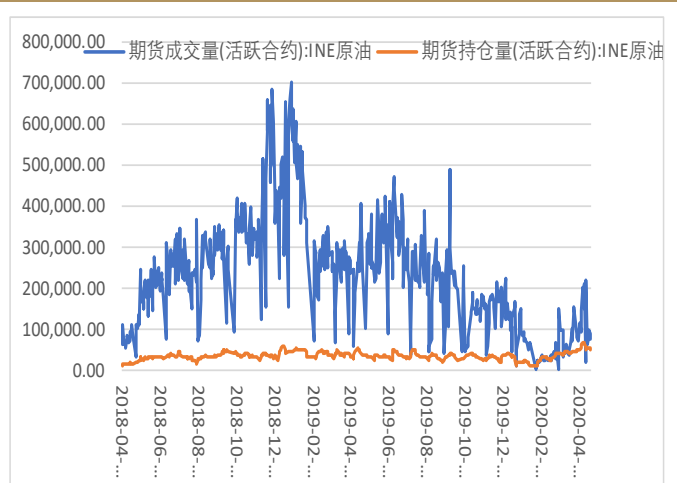
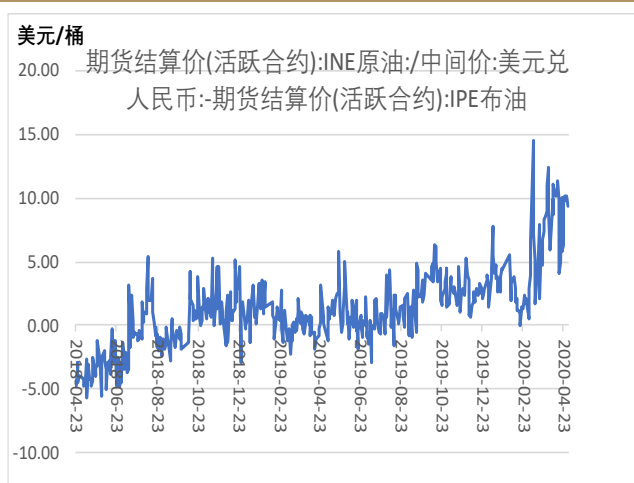
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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，库欣库存继续大幅增加，拖累了 WTI 的价格。

LLS 与 Brent 的价差周度走高，LLS 与 Brent 基本平水。

图表 7：SC 与 Brent 活跃合约差价（2019—20200509）

图表 8：SC 活跃合约的成交与持仓（2018—20200509）



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

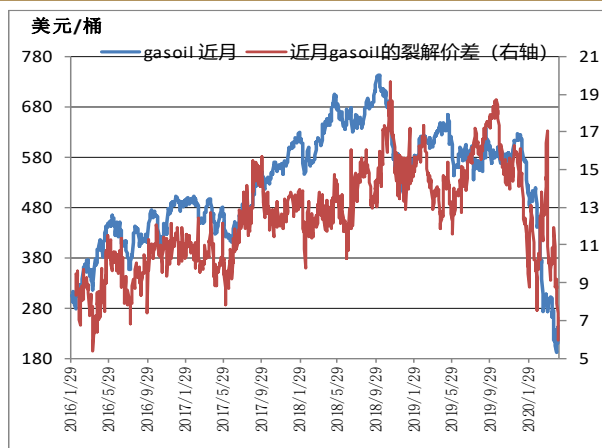
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

上周 SC 走势较外盘走弱，SC 弱势震荡，外盘大幅反弹，目前 SC 盘面较 Brent 升水 5.67 美元/桶。

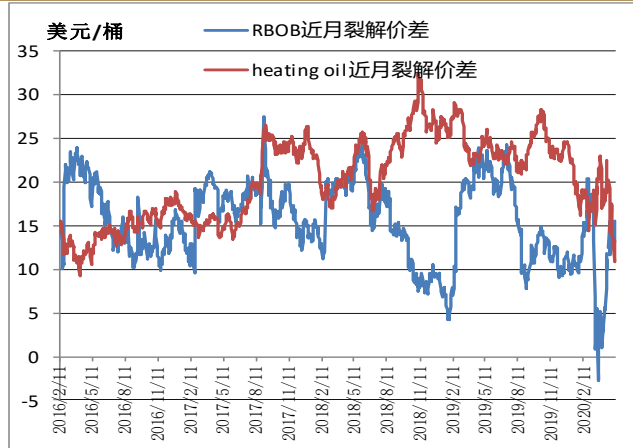
## 2、原油与下游产品的裂解价差：柴油裂解价差走弱，汽油裂解价差走高

过去半个月随着海外疫情的扩散，炼厂加大柴油的生产力度，柴油的库存快速累积，拖累了柴油价格，柴油的裂解价差出现回落；汽油的裂解价差较前一周小幅攀升。

图表 9：欧洲柴油期货的裂解价差（2016—20200509） 图表 10：美国成品油裂解价差走势（2015—20200509）



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 11：燃料油的裂解价差（2018—20200509）



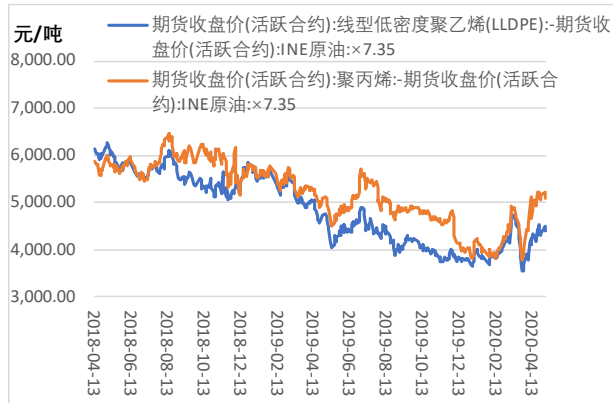
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：沥青的裂解价差走势（2018—20200509）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：聚烯烃的裂解价差（2018—20200509）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

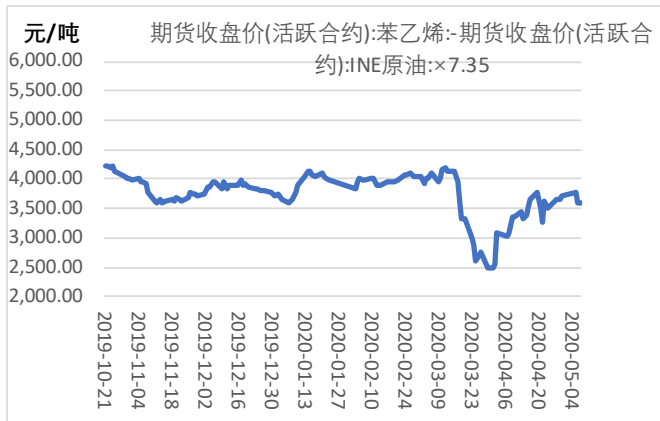
图表 14：PTA 的裂解价差走势（2018—20200509）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

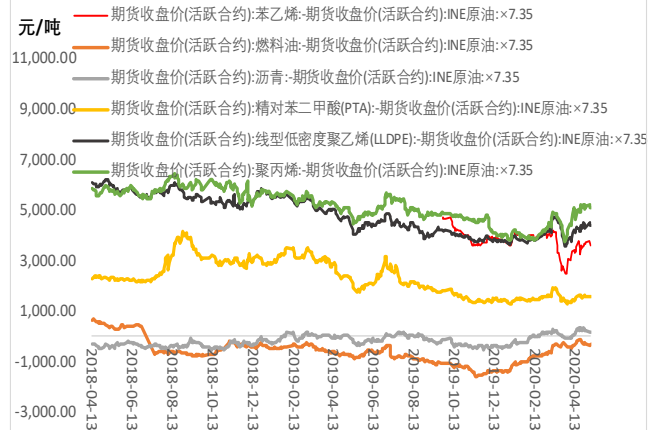
过去一周国内能化品种较 SC 的裂解价差几乎全线下滑, 仅仅 LLDPE 裂解价差持稳并小幅攀升。跌幅较大的是燃料油、沥青的裂解价差。裂差绝对值排序是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu.

图表 15: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

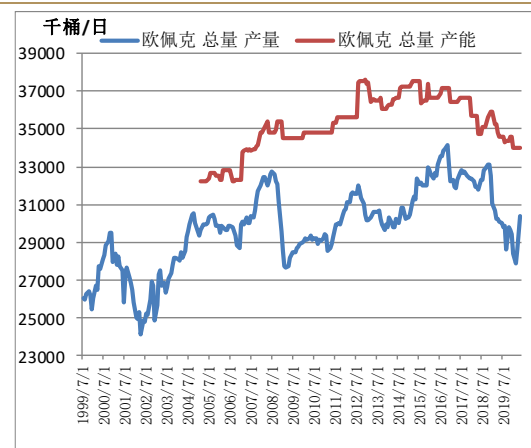
### 三、原油供应

#### 1、原油产量: 4月产量高企, 5月减产陆续进行

欧佩克 4 月产量增幅为 30 年来最大。据机构调查, 欧佩克 4 月原油产量增加 173 万桶/日至 3036 万桶/日。沙特 4 月产量至纪录高位, 为 1140 万桶/日。

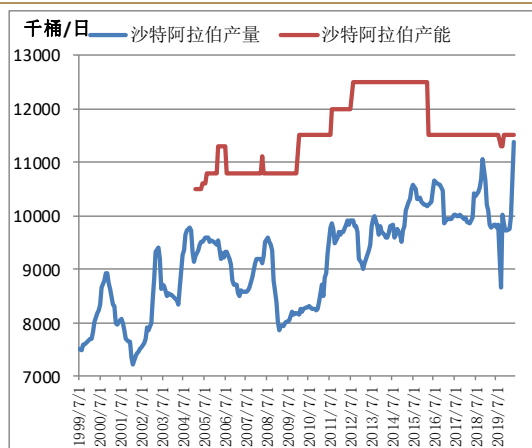
沙特公布了 6 月的官方售价, 上调了对全球各个地区的升贴水。

图表 17: 欧佩克的产能与产量 (1999—202004)



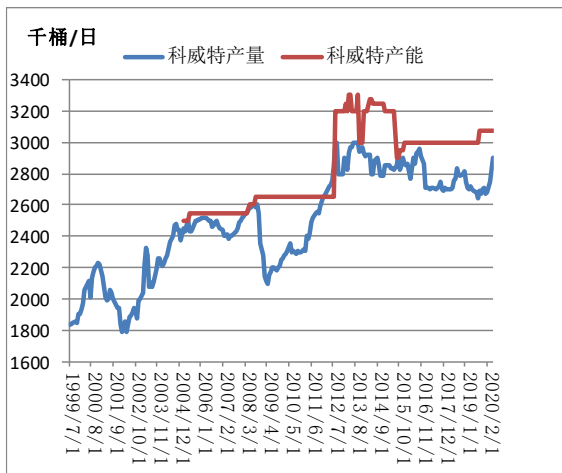
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沙特的产量与产能 (1999—202004)



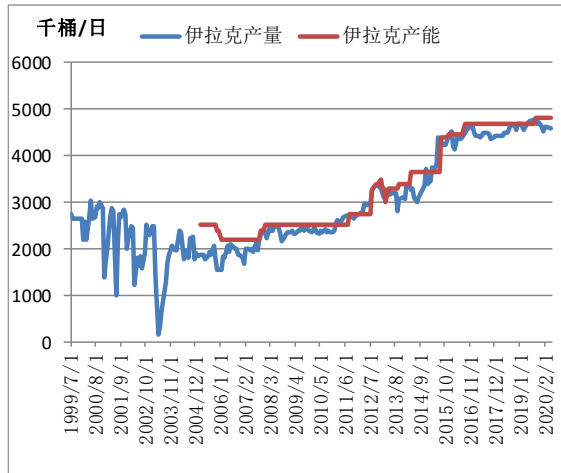
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 科威特的产能与产量 (1999-202003)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

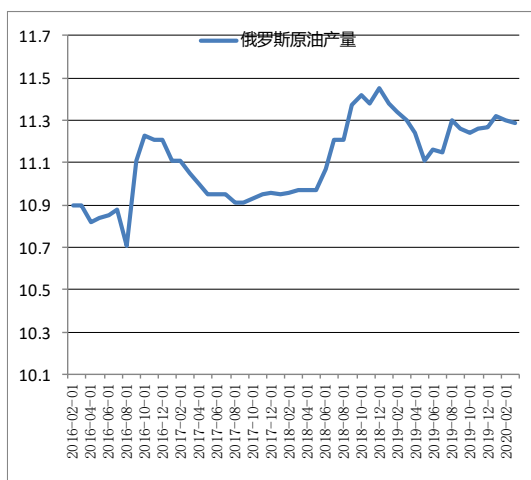
图表 20: 伊拉克的产量与产能 (1999-202003)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

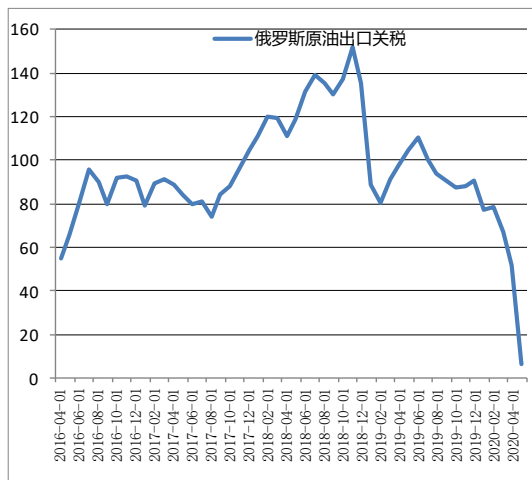
俄罗斯 4 月份石油产量提升到 1138 万桶/日, 环比 3 月增加近 10 万桶/日。  
 俄罗斯财政部发布消息称, 自 5 月 1 日起, 俄罗斯下调石油出口关税 38.4 美元至每吨 6.8 美元, 下调幅度高达 760%。俄罗斯降低石油出口关税, 目的是给石油企业一定支持。  
 5 月的前 5 日俄罗斯原油产量已经下降 16%, 至 950 万桶/日。

图表 21: 俄罗斯产量走势 (2016-202003)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

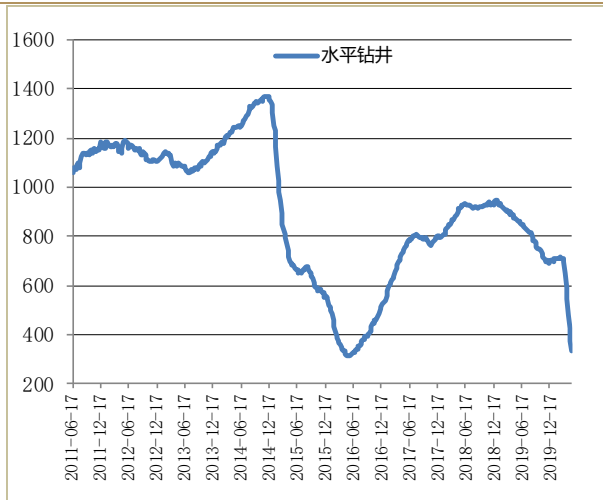
图表 22: 俄罗斯原油出口关税 (2016-202005)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

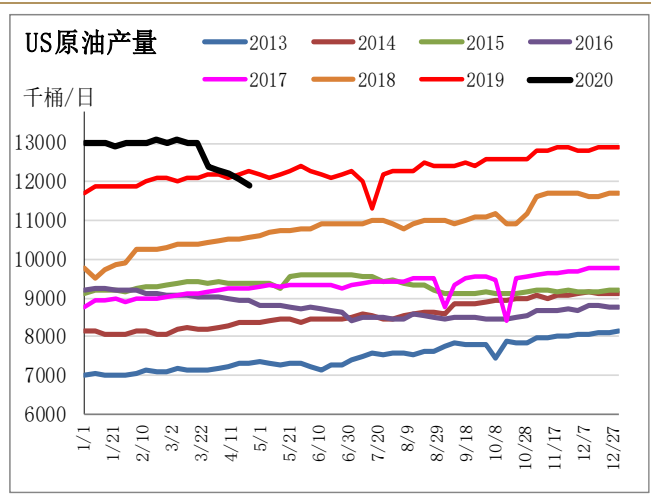
美国能源服务公司贝克休斯公布, 截止 5 月 8 日当周, 美国活跃钻机数减少 34 座至 374 座, 创记录低点, 此前的记录低点是在 2016 年 5 月的 404 座。  
 美国原油产量周度下降 20 万桶/日至 1190 万桶/日, 该值较记录高位 1310 万桶下降了 120 万桶。

图表 23: 美国水平钻井数(2011-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24: 美国原油产量走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

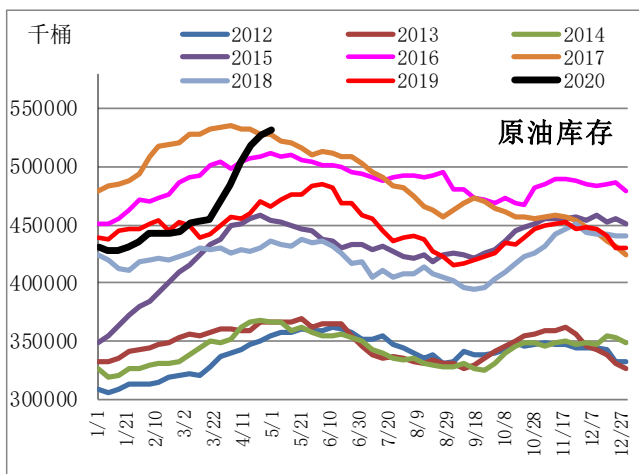
2、库存: 原油库存增幅放缓, 各地成品油库存增减不一

截至5月1日当周, 美国原油库存增加460万桶, 原油商业库存升至2017年4月以来新高。

当周, 俄克拉荷马州的库欣原油库存增加207万桶, 库欣的总库容为7600万桶, 目前的库容总量为6545万桶, 库欣的库容率已经达到了86%。

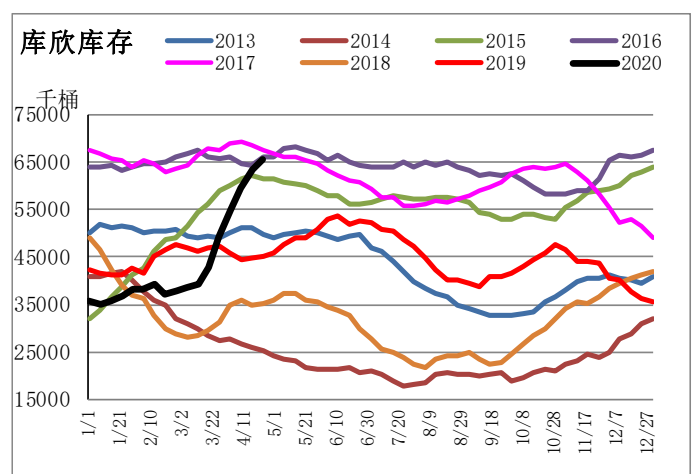
当周, 美国汽油库存减少320万桶; 包括柴油和取暖油的馏分油库存增加950万桶。

图表 25: 美国原油商业库存走势 (1982-20200501)



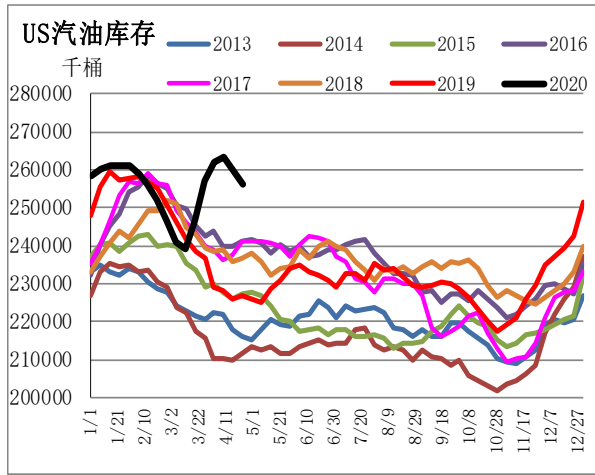
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26: 美国库欣地区原油库存走势 (2004-20200501)



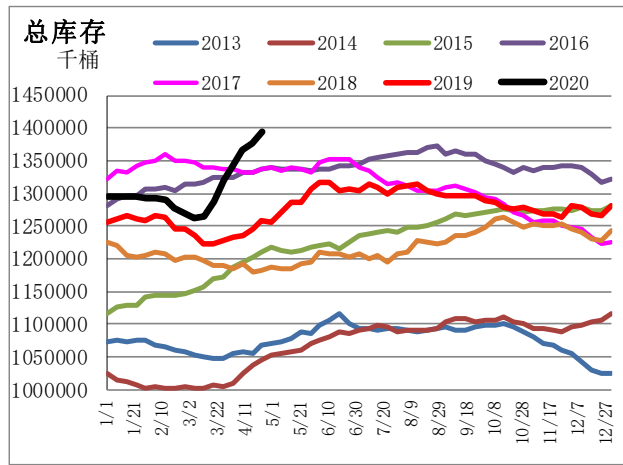
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 27: 美国汽油库存走势 (2013-20200501)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国油品总库存 (2013-20200501)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

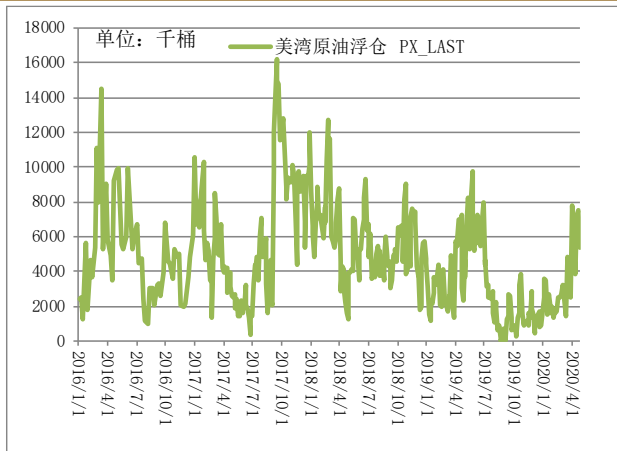
据彭博统计过去一周全球的海上浮仓继续增加, 无论是欧洲还是美国、亚洲地区都增幅惊人。截止 5 月 1 日全球海上浮仓有 1.51 亿桶原油。

图表 29: 全球原油浮仓走势 (2016—20200501)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30: 美湾附近的浮仓 (2016—20200501)

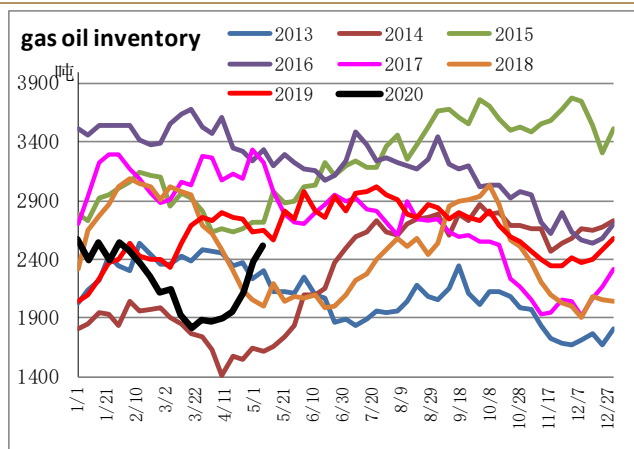


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

截至 5 月 8 日当周, 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 中心成品油库存全线增加, 当周增幅近 5.9%。同时燃料油库存和石脑油库存创新高, 汽油库存创历年同期新高。

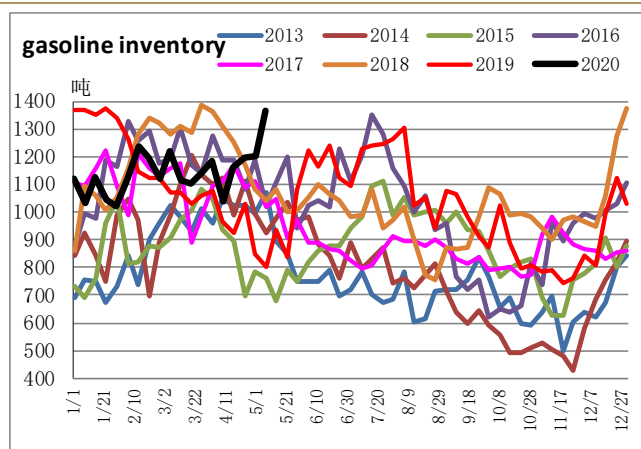


图表 31: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 32: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20200509)

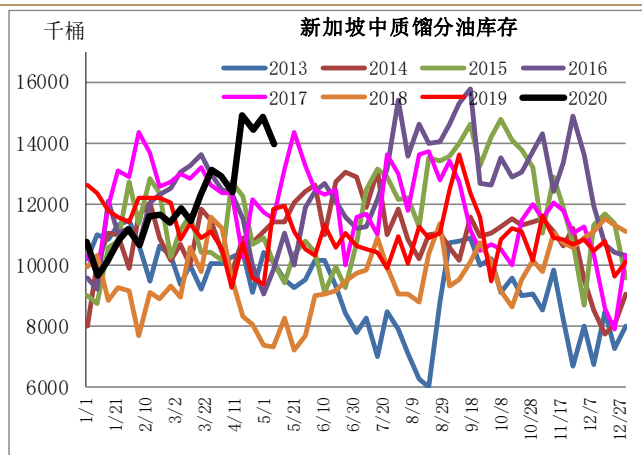


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

新加坡成品油库存增减不一, 中质馏分油和轻质馏分油库存均位于过去八年同期最高。

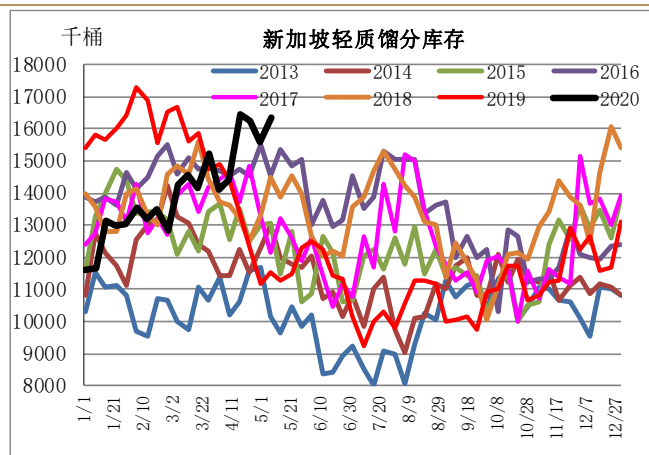
新加坡企业发展局 (ESG) 公布的数据显示, 截至 5 月 5 日当周, 新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油 (沥青除外) 库存调增 194 万桶, 升至三周高位。当周, 包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油库存减少 72 万桶, 中质馏分油库存则周度小幅下滑。

图表 33: 新加坡中质馏分油库存 (2014-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34: 新加坡轻质馏分油库存 (2014-20200509)

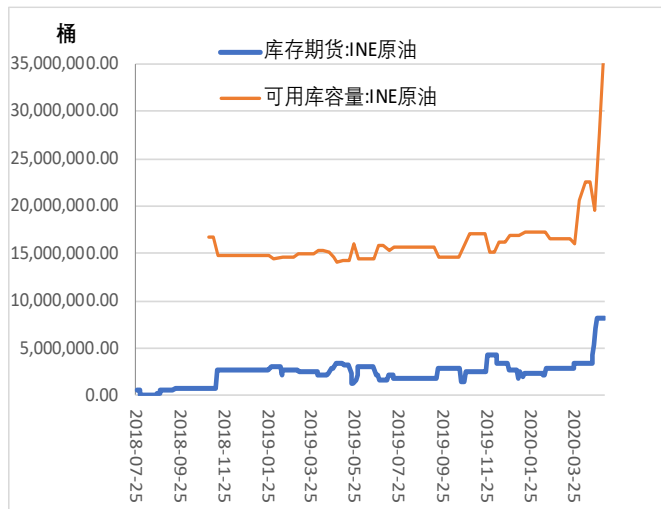


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

5 月 8 日当周上海能源中心公布, 当周 SC 交割库库存为 820 万桶, 周度持稳。INE 交割库再扩容, 可用仓储增加至 3974 万桶。

卓创统计的山东原油库存周度小幅攀升, 库存总量为 4300 万桶。

图表 35: INE 原油库存与库容 (2018-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 中国山东原油库存 (2018-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

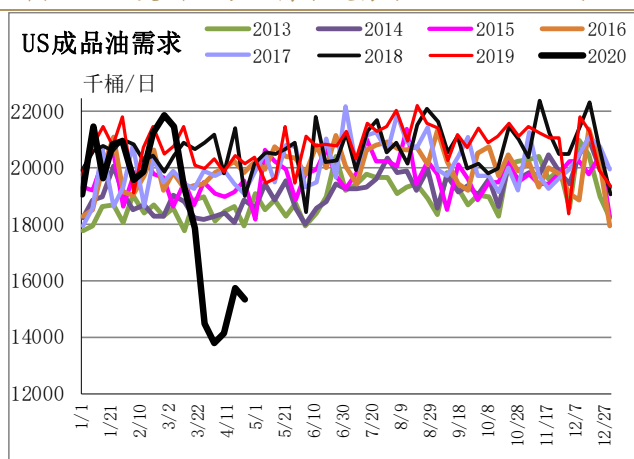
## 四、原油需求

### 1、美国油品总需求周度略降

美国能源信息署最新统计显示,截止5月1日的一周,美国成品油需求总量日均1540万桶,环比略降。美国汽油日均需求为660万桶,环比增加80万桶,汽油需求连续第四周攀升。美国馏分油需求为312万桶/日,需求绝对值依旧低迷。

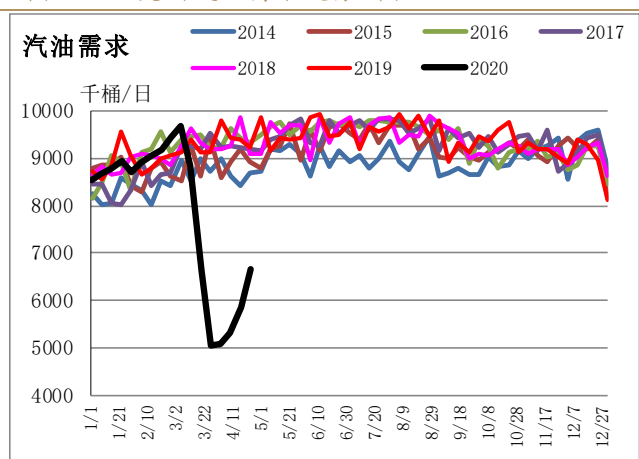
美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据,不计算汽油销售加仓总数。相反,它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

图表 37: 美国馏分油需求走势 (2013-20200501)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 38: 美国汽油需求走势图 (2004-20200501)



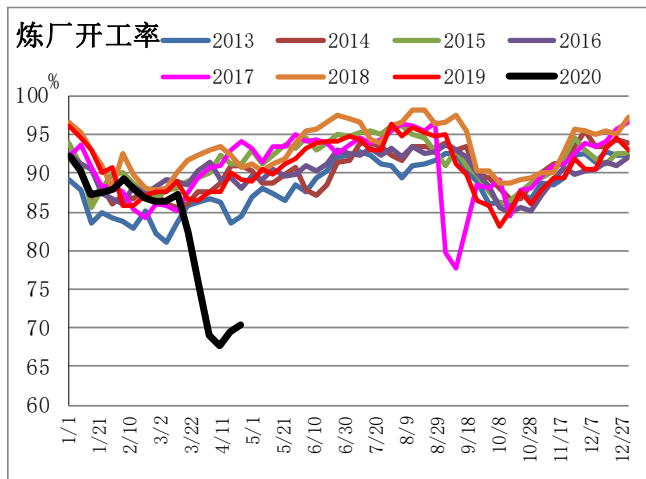
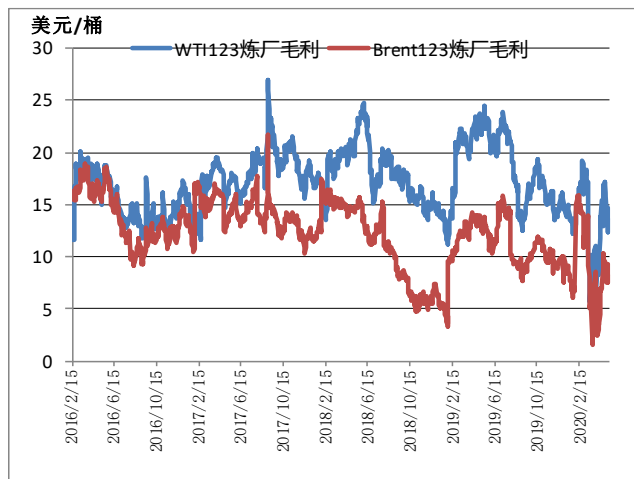
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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。

美国的炼厂开工率企稳回升，从历史低点的 67.6% 升至 70.5%。

图表 39：全球两大油品炼厂毛利 (2016-20200509)

图表 40：美国炼厂开工率 (2013-20200501)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

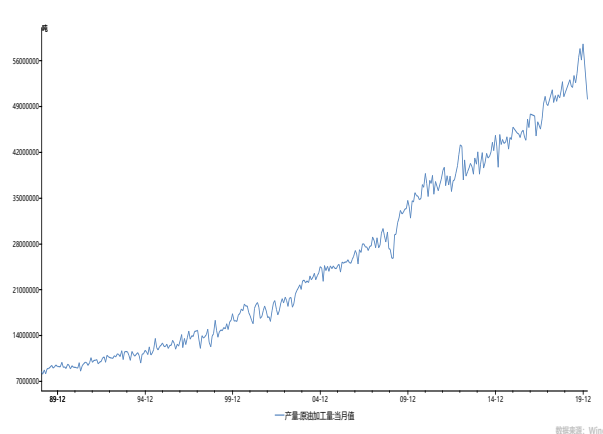
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国 4 月原油进口

中国 4 月进口原油 4043 万吨，相当于 984 万桶/日，低于 3 月的 968 万桶。1-4 月中国共进口原油 1.67 亿吨，同比增加 1.7%

图表 41：中国原油加工量 (1988-201903)

图表 42：中国地炼开工率 (2018-20200509)



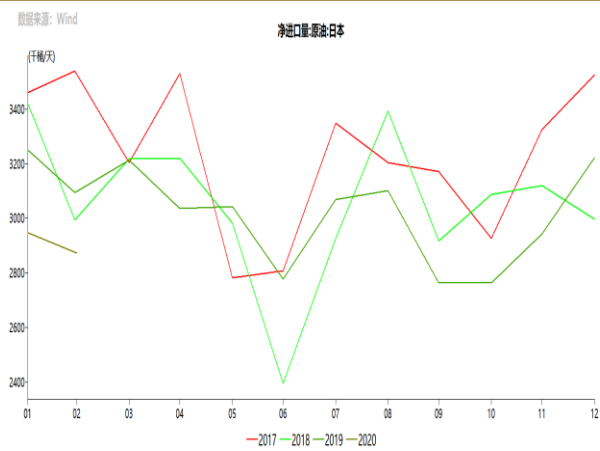
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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，现阶段回升至 75%。中国工业生产的正常化将推动成品油需求的正常化。

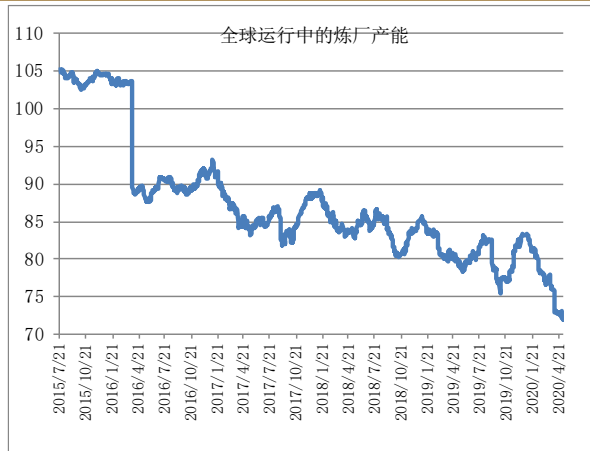
## 3、其他国家和地区：全球炼厂开工继续下降

图表 43: 日本原油净进口量 (2017-2019Q2)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 全球运行中的炼厂 (2015-2020Q5)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

日本 3 月原油进口继续下降, 同比减少 3.8%。

全球运行中的炼厂产能不足 7500 万桶/日, 美洲、欧洲的炼厂开工下降是主要原因。

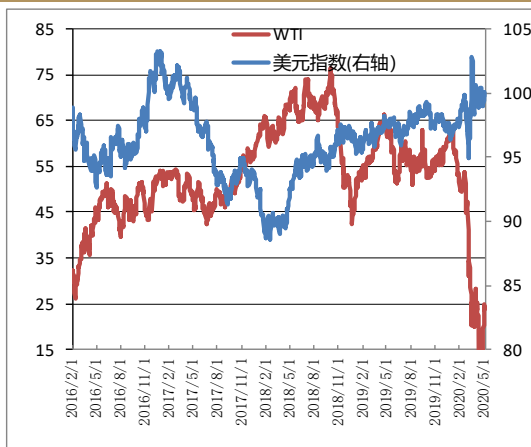
#### 四、资金因素

##### 1、宏观经济: 全球疫情最严峻时期正逐渐过去

截至 5 月 7 日, 全球新冠肺炎累计确诊 390 万, 死亡 27 万。其中, 美国疫情最为严重, 确诊 130 万, 死亡近 8 万, 新冠疫情成为 2020 年最大的黑天鹅事件。

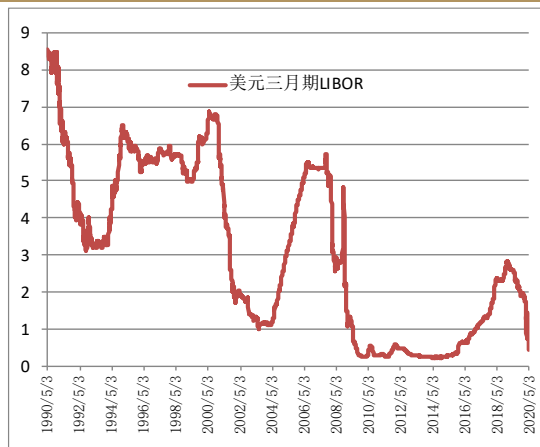
从新增确诊数量和现有确诊数量两大拐点看, 发达经济体已经或即将度过第二拐点, 疫情正在缓解, 预计 1-3 个月内基本控制住疫情, 但与中国不同, 欧美疫情可能存在长尾特征。除日本由于二次爆发而继续封锁外, 欧美主要经济体均已经或即将放松封锁措施, 正在逐步复工, 世界经济环境有望走出新冠疫情的影响并逐步恢复, 中国在控制疫情和复产复工方面走在全球前面。当然, 后半段还不能大意, 做好疫情防控、药物研发、政策救助和经济恢复。

图表 45: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-2020Q5)



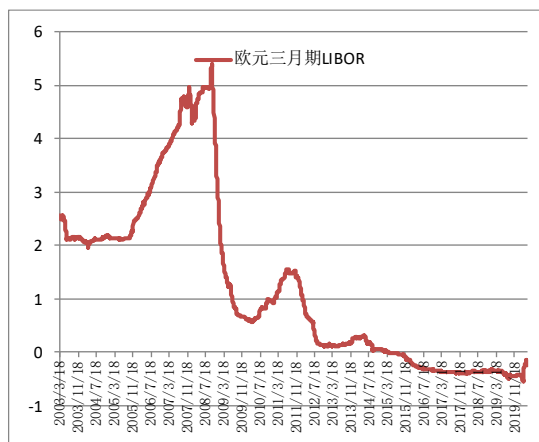
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-2020Q5)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20200509)

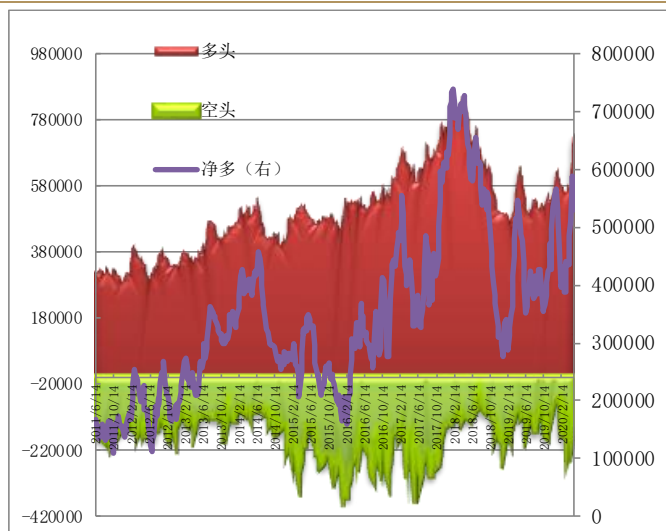


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度下降

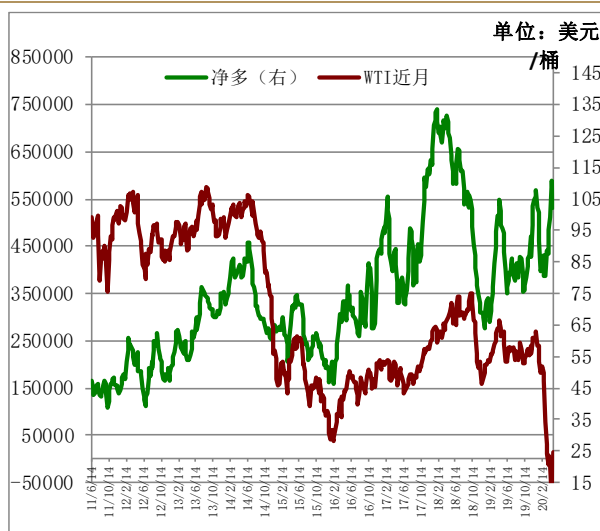
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 5 月 5 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货合同多头持仓下降，空头持仓增加，净多持仓周度从 59 万手下降到 53 万手。

图表 49: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50: 净多持仓和油价比较图 (2011-20200509)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：疫情最严峻的时期已过，油价强势震荡

国际油价连续第二周延续升势。从新增确诊数量和现有确诊数量两大拐点看，发达经济体已经或即将度过第二拐点，疫情正在缓解，预计 1-3 个月内基本控制住疫情，但与中国不同，欧美疫情可能存在长尾特征。与此对应的供应端，欧佩克及俄罗斯的减产在 5 月 1 日正式启动，俄罗斯 5 月前天已经大幅降低了产量；同时市场驱动的美国页岩油也在积极减产，美活跃钻机数创纪录新低，

各大页岩油企业公布的1季报中也纷纷下调了未来的资本开支。市场最大的拖累就是仍在继续增加的库存，不仅是原油库存，成品油库存也远未出现拐点。油价已经见底，油价何时趋势回升则取决于经济的复苏进度，投资者仍以波段做多为主，且可以持有一部分中长期多单。

### 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

---