

## 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

## 油价强势结构回归，后市易涨难跌

## 观点概述:

原油市场供应减量与经济复苏双重利好仍在发挥积极作用。中美两国的疫情反复没有阻挡经济复苏的脚步，纽约的拥堵时间也开始加长，中国5月原油加工量同比增长了8.2%，1-5月累计加工量下降了1%，中国现在的情景就是美国的未来，EIA的需求数据也在慢慢印证这一点。供给端看欧佩克联盟上周召开会议着重强调了减产的配额制，根据产油国计划，7、8月原油产量可能较5月减少100万桶/日；WTI油价冲击40美金，美国钻井数和产量却仍在持续下降，按照规律价格往往是矫枉过正，不可能价格到了供应和产量立即恢复，页岩油未来一个月仍然难以打压市场。

回到价格本身，一大利好是成品油裂解价差全面攀升，有助于炼厂开工率的持续回升；第二个是供应减量已经开始作用于原油现货市场，Brent现货CFD1-6周先于Brent期货转变为back结构，美RBOB汽油也于上周结构转变。

综上所述我们认为原油价格后市易涨难跌。

## 策略建议:

多单持有。

## 风险提示:

疫情以意想不到的方式再度蔓延。



## 一、原油价格

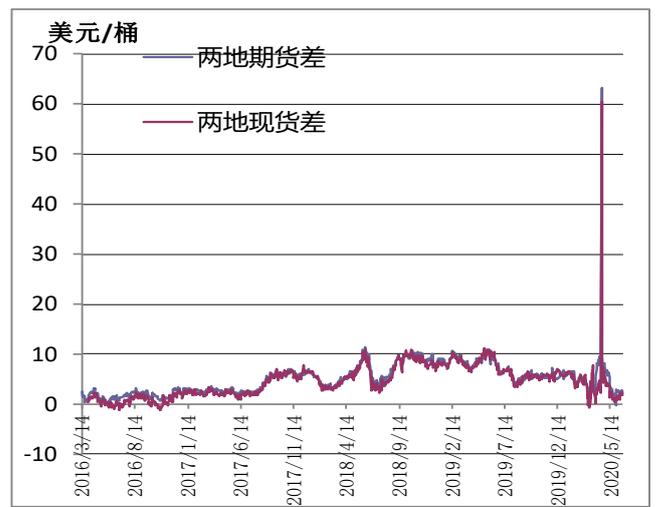
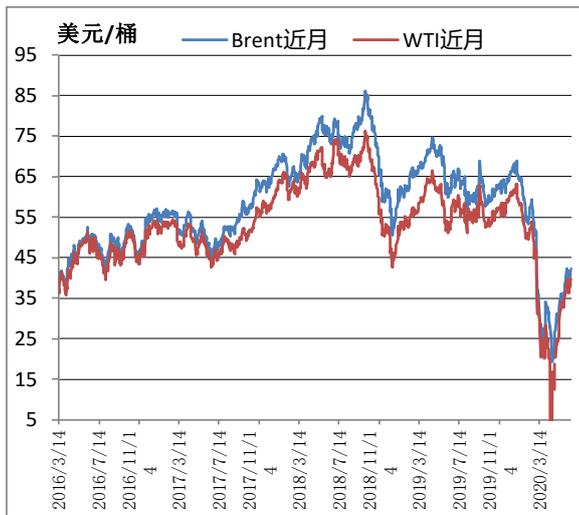
### 1、原油价格及相关价差：Brent 和美国汽油从 contango 变为 back 结构

疫情虽有所反复，但原油现货市场的强势格局支撑了期货价格，WTI 周度触及 40 美元/桶高位。油价最强势的表现是全球基准油 Brent 变为 back 结构，美国消费量最大的成品油-汽油首次行也变为 back 结构。

周度看，Brent8 月上涨 9%，WTI7 月上涨 8.7%，SC7 月上涨 6.74%。

图表 1: NYMEX 和 ICE 近月合约走势图 (2015-20200619)

图表 2: 欧美两地原油差价 (2015-20200619)

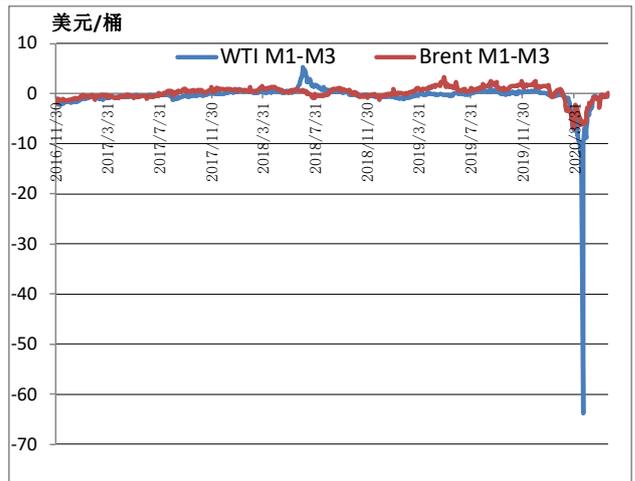
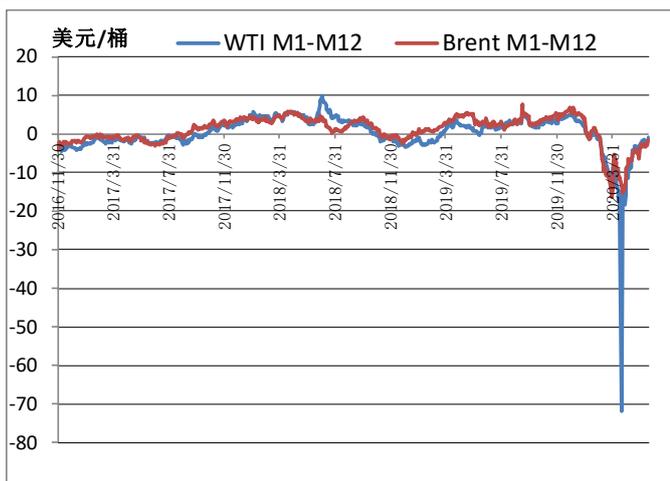


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3: WTI 及 Brent12 个月间价差 (2015—20200619)

图表 4: WTI 及 Brent3 个月间价差 (2015—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

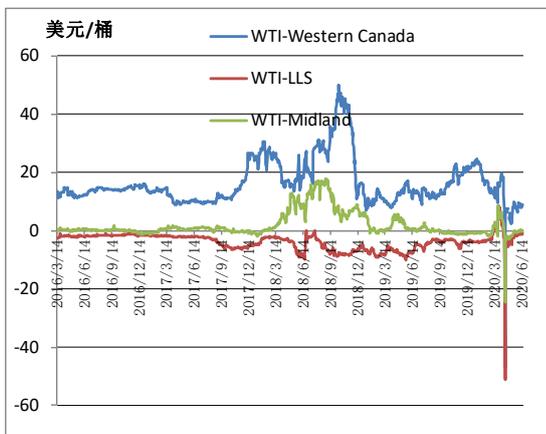
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Brent 变为 back 结构。

过去一周国际两基准原油的月差同向走弱。WTI1-3 价差周度从-0.52 上涨到-0.18 美元/桶，1-12 从-2.34 上涨到-0.96 美元/桶。Brent 的 1-3 月差从-0.55 上涨到 0.04 美元/桶，1-12 从-3.18

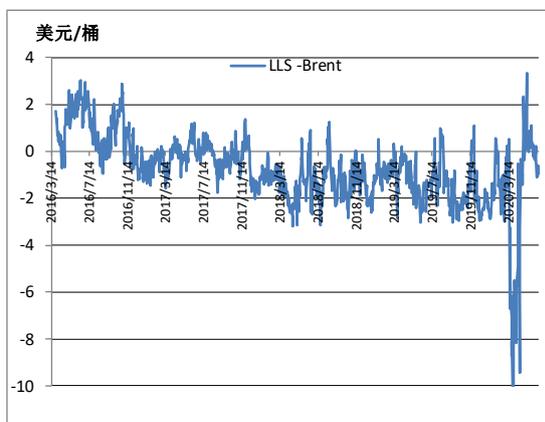
上涨到到-1.4 美元/桶。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国内陆价差也以 WTI 最为强势。WTI 较 WCS、LLS 和 Midland 的价差全线走高。

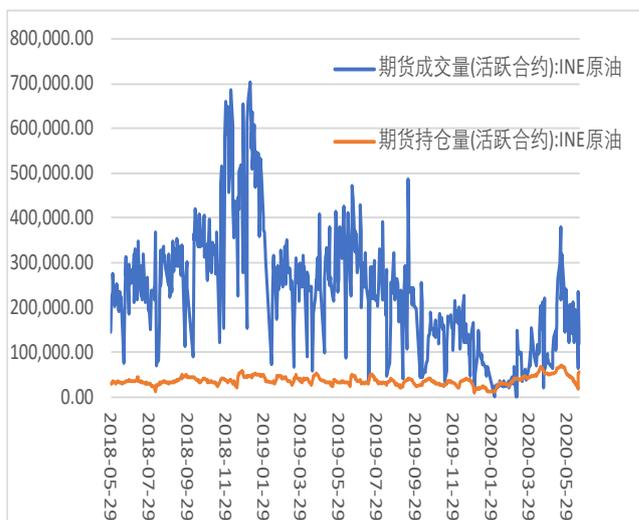
LLS 与 Brent 的价差周度走高, LLS 从贴水 Brent 1.1 美元上升到贴水 0.65 美元/桶, 美国出口积极性尚可。

图表 7: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20200619)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 8: SC 活跃合约的成交与持仓 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

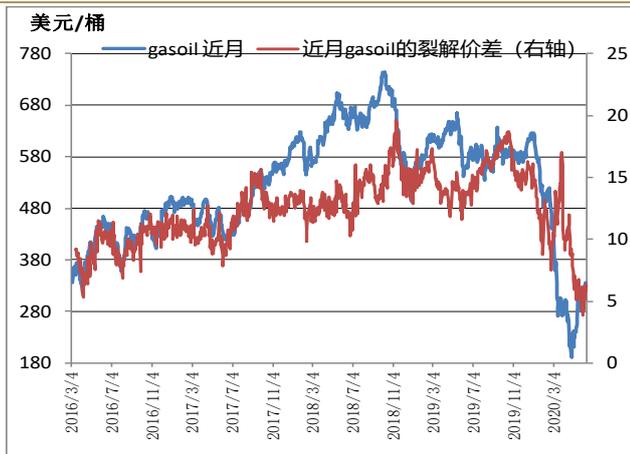
SC 与 Brent 的价差周五报收-0.38 美元/桶, 周度变化不大。

## 2、原油与下游产品的裂解价差: 成品油裂解价差全线走强

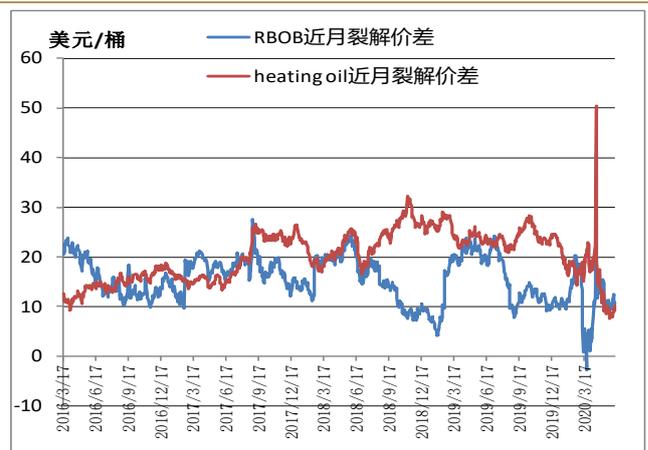
随着疫情的逐步缓解, 成品油需求渐渐走向正轨, 周度成品油裂解价差走高, 涨幅较大的是欧美汽油裂解价差, 周涨幅近 30%。

图表 9: 欧洲柴油期货的裂解价差 (2016—20200619)

图表 10: 美国成品油裂解价差走势 (2015—20200619)

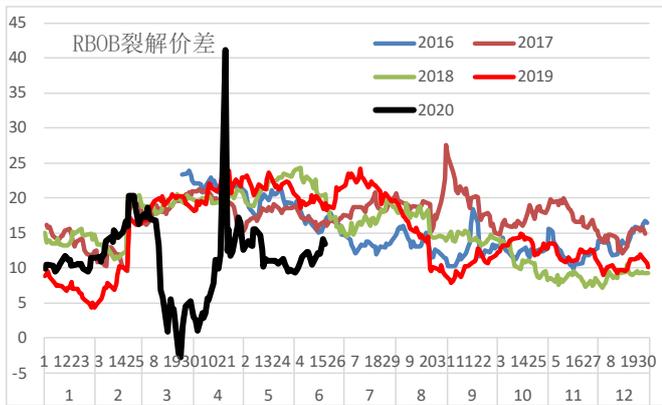


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 11: 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



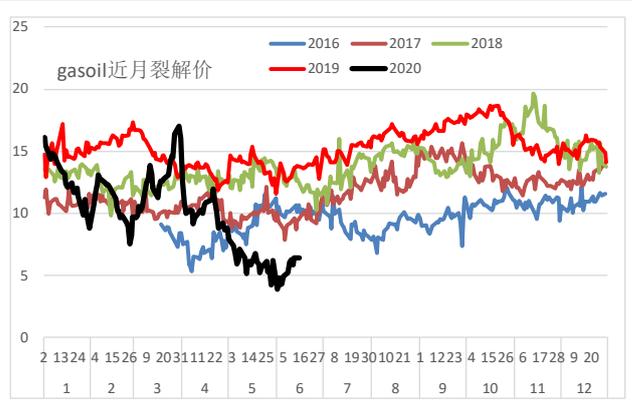
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13: 欧洲汽油裂解价差



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

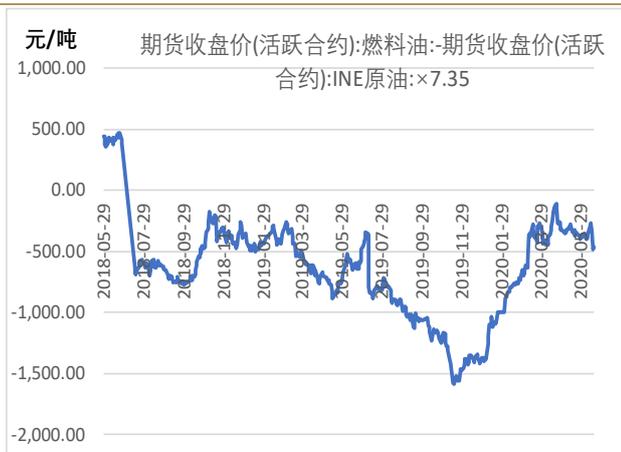
图表 14: 欧洲柴油裂解价差



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

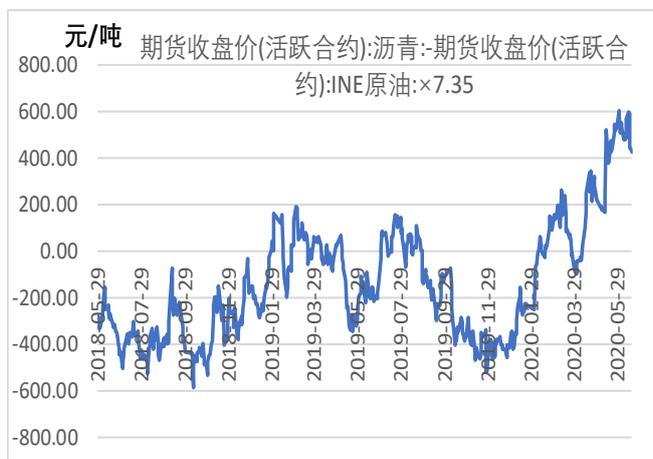
SC 周度大幅攀升, 而能化品走势偏弱, 对标每周五的结算价格, 国内能化品裂解价差全面下降。裂差绝对值排序变化不大, 依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu。

图表 15: 燃料油的裂解价差 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: 沥青的裂解价差走势 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200619)



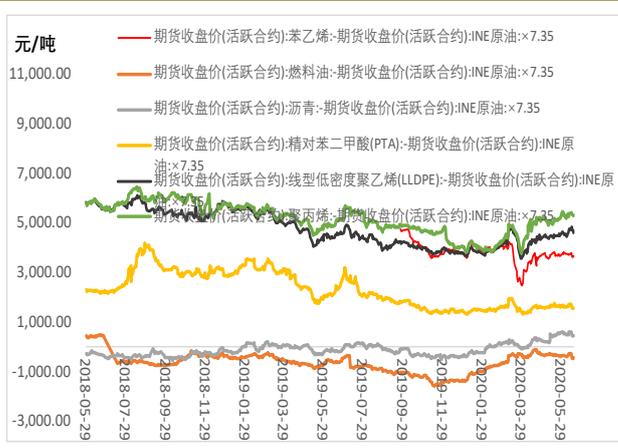
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

### 三、原油供应

#### 1、原油产量：产油国将严格减产

根据伊拉克和哈萨克斯坦提交的计划，欧佩克减产联盟 7、8 月原油产量较 5 月可能减少 100 万桶/日。

这将使得伊拉克 6 月产能为 353 万桶/日，7 月为 333 万桶/日，8 月为 354 万桶/日。

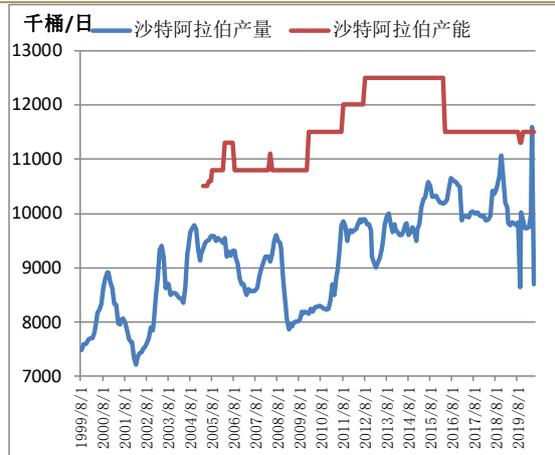
哈萨克斯坦 5 月产量配额为 132 万桶/日，实际比配额高 16 万桶。7 月该国产量降至 134 万桶/日，8-9 月为 134.7 万桶/日。

图表 21：欧佩克的产能与产量（1999-202005）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 22：沙特的产量与产能（1999-202005）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 23：科威特的产能与产量（1999-202005）



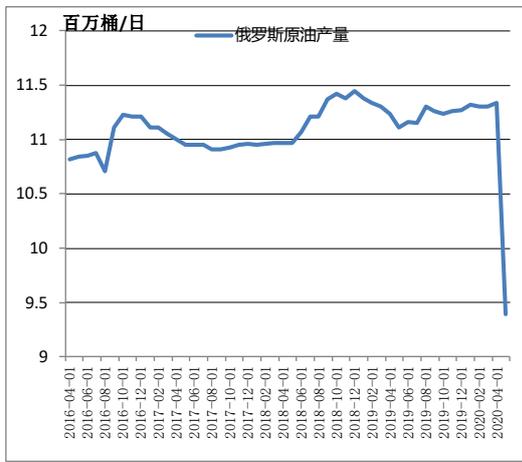
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24：伊拉克的产量与产能（1999-202005）



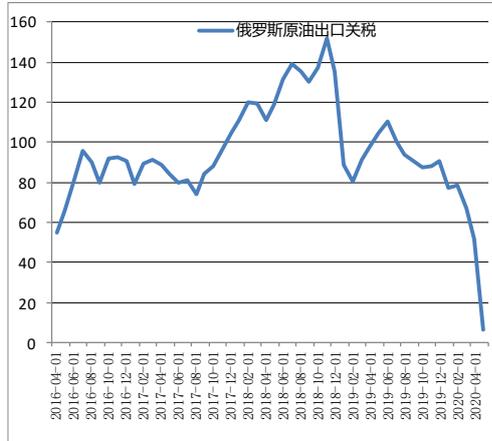
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 25：俄罗斯产量走势（2016-202005）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26：俄罗斯原油出口关税（2016-202005）

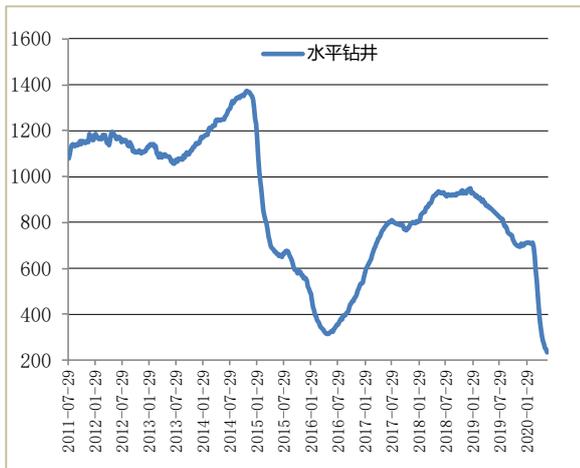


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

美国能源服务公司贝克休斯公布，截止 6 月 19 日当周，美国能源企业连续第七周削减活跃石油和天然气钻井，钻井数量环比下降 13 座，至 266 座的历史新低。

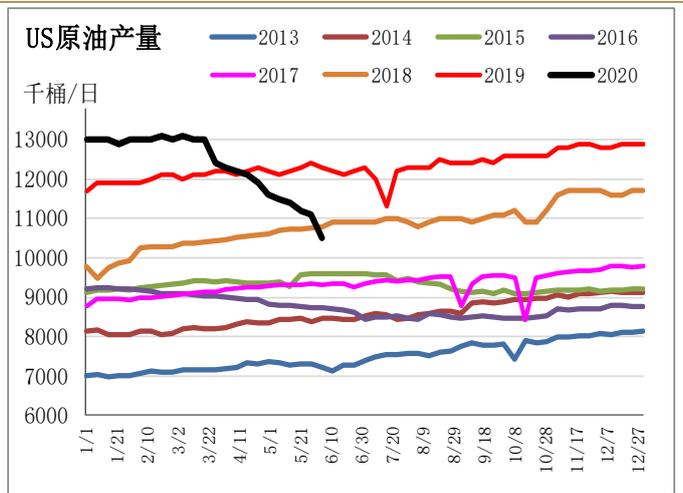
美国原油产量下降到 1050 万桶/日，这是 2018 年 3 月以来的最低值。较记录高位 1310 万桶下降了 260 万桶，降幅高达 19.8%。

图表 27：美国水平钻井数（2011-20200619）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28：美国原油产量走势

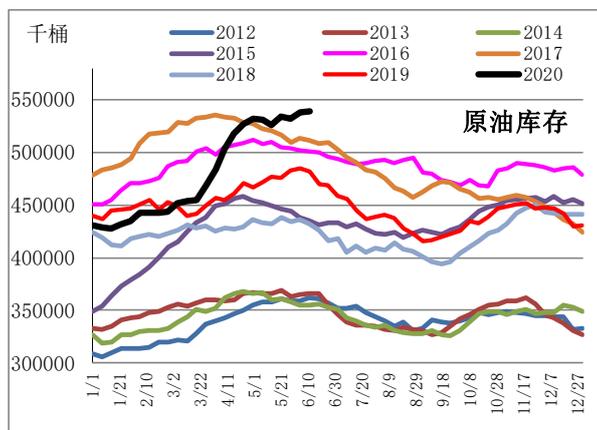


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存：库存连降第六周，成品油库存全面下降

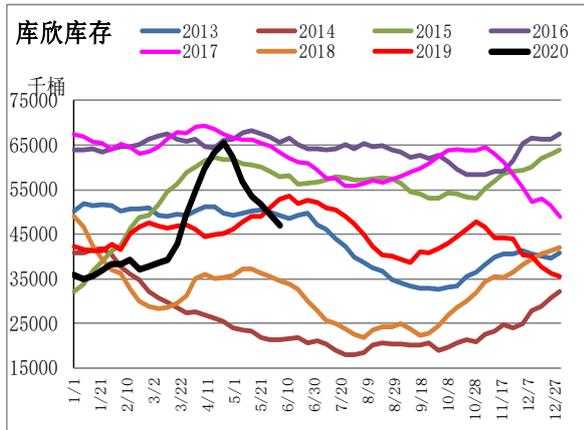
截至 6 月 12 日当周，美国原油库存增加 120 万桶。美湾地区原油库存升至记录高位。当周，俄克拉荷马州的库欣原油库存减少 260 万桶，过去六周库欣库存都出现了下降。当周，美国汽油库存下降 170 万桶，馏分油库存减少 135 万桶。

图表 29: 美国原油商业库存走势 (1982-20200612)



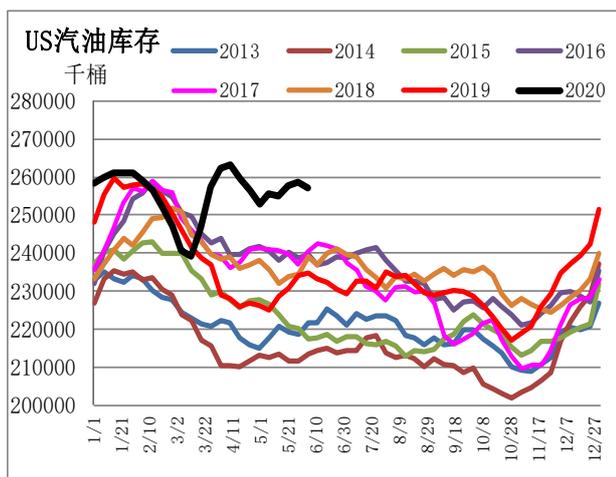
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30: 美国库欣地区原油库存走势 (2004-20200612)



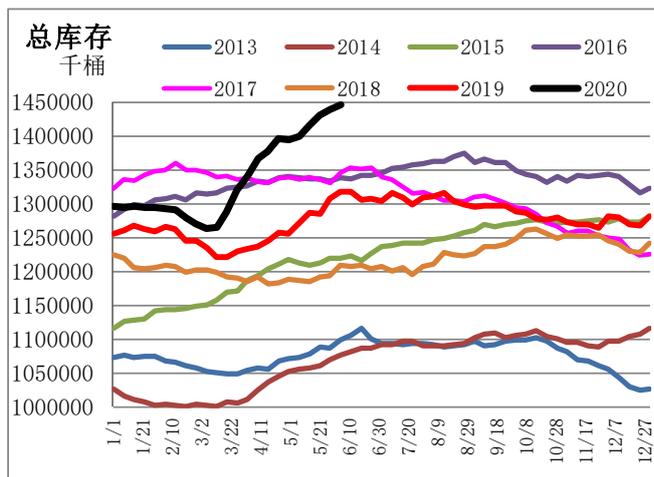
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31: 美国汽油库存走势 (2013-20200612)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

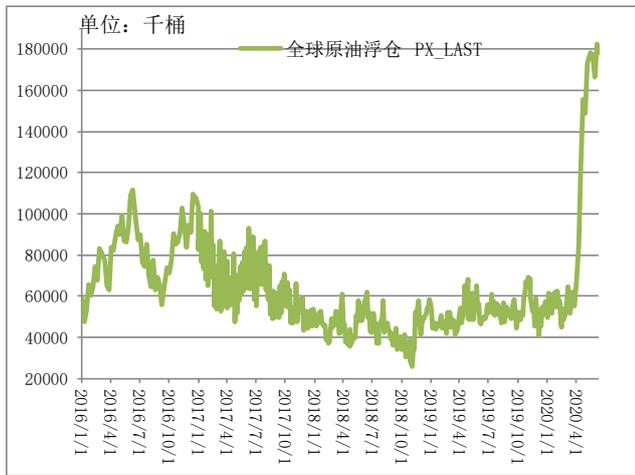
图表 32: 美国油品总库存 (2013-20200612)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

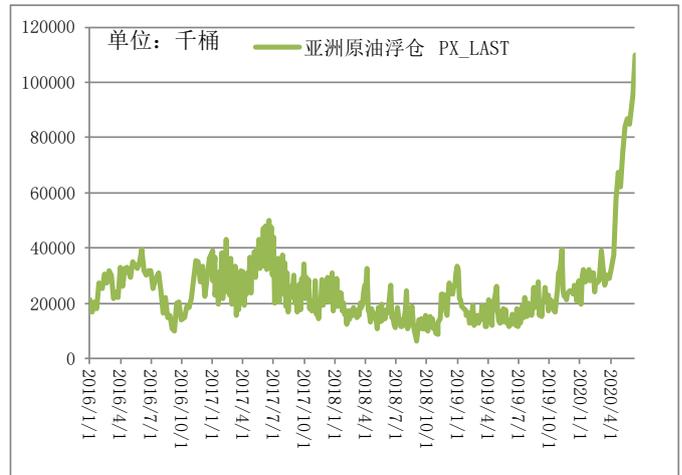
海上浮仓周度拐头向下, 从记录高位 1.82 亿桶下降到 1.78 亿桶。

图表 33: 全球原油浮仓走势 (2016—20200612)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

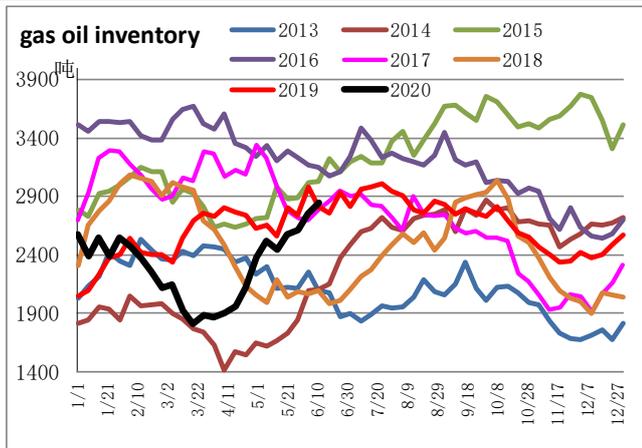
图表 34: 亚洲原油浮仓 (2016—20200612)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

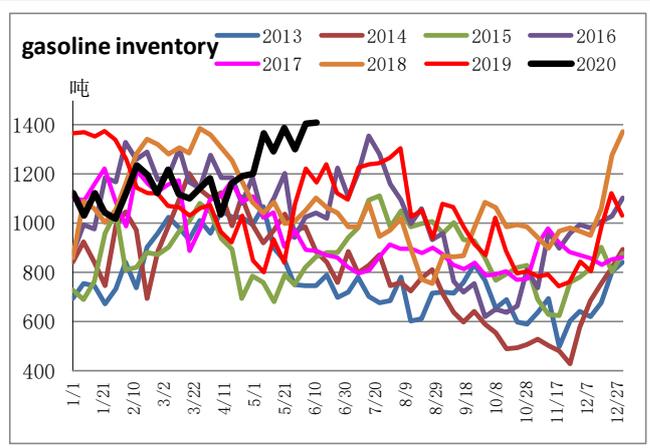
截至 6 月 12 日当周, 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 中心成品油库存再度攀升。仅燃油油库存小幅下降, 其余库存全线攀升。成品油库存压力较大。

图表 35: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

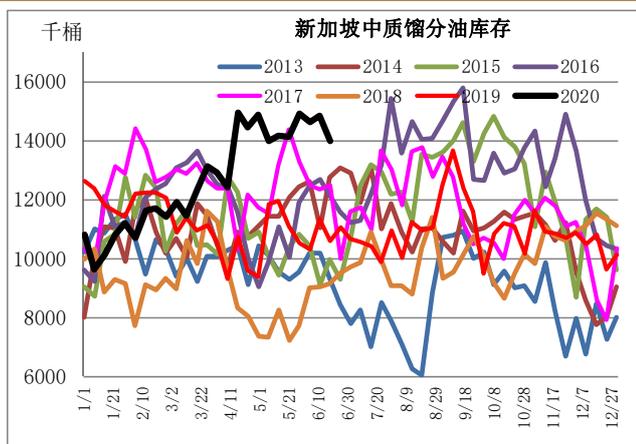
图表 36: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013—20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

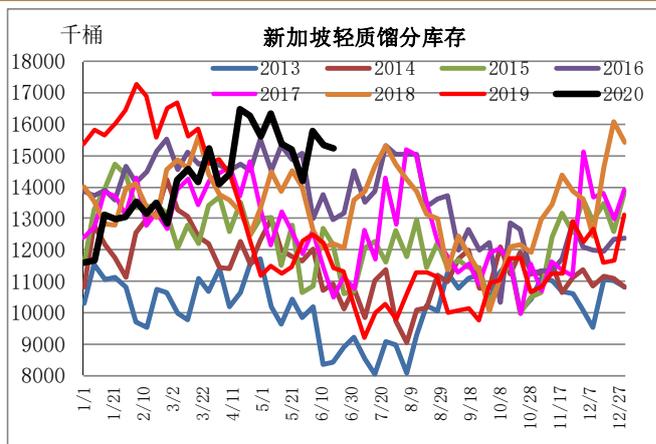
新加坡成品油库存增减不一, 重质馏分油库存大幅增加到 3 年多高位, 轻质馏分库存几乎没有变化, 中质馏分油库存下降到近两个月低位。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存 (2014-20200619)



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 (2014-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

6月19日当周上海能源中心公布,当周SC交割库库存延续升势,从2842万桶增加到3322万桶,周度增加800万桶。

卓创统计的山东原油库存周度略降,从4800万桶下降到4300万桶。

图表 39: INE 原油库存与库容 (2018-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

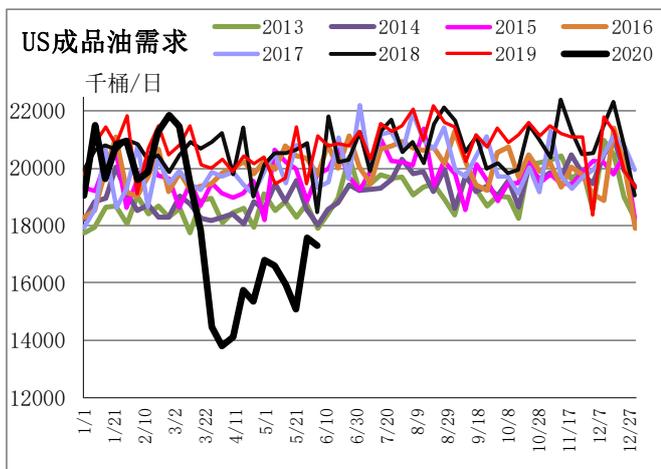
## 四、原油需求

### 1、美国石油需求缓慢攀升

美国能源信息署最新统计显示,截止6月12日的一周,美国成品油需求总量日均1730万桶,环比略降30万桶。美国汽油日均需求为790万桶,环比持平,汽油需求延续升势。美国馏分油需求为355万桶/日,周度上升25万桶。

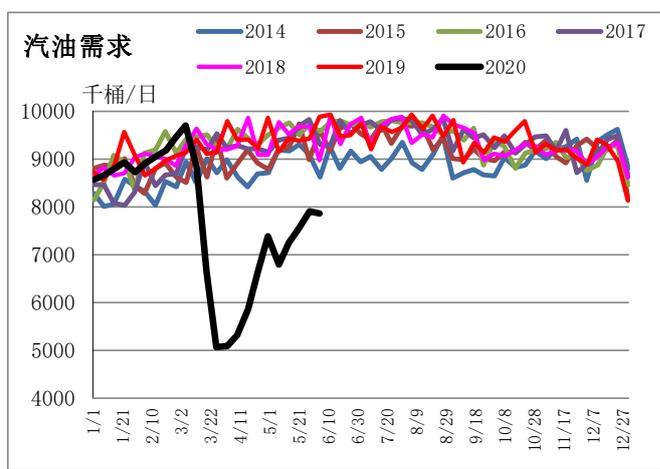
美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据,不计算汽油销售加仑总数。相反,它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

图表 41: 美国馏分油需求走势(2013-20200612)



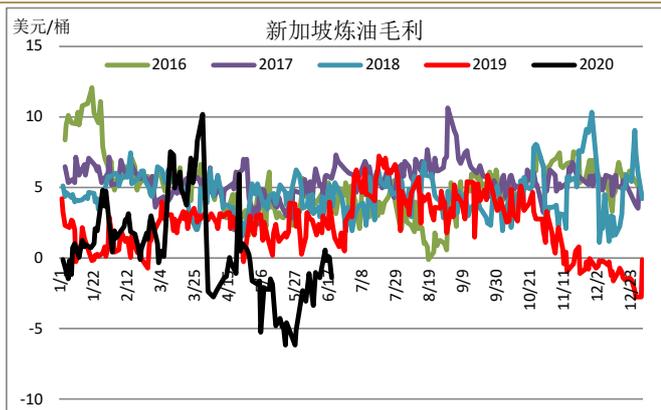
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 42: 美国汽油需求走势图 (2004-20200612)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 43: 新加坡炼厂毛利



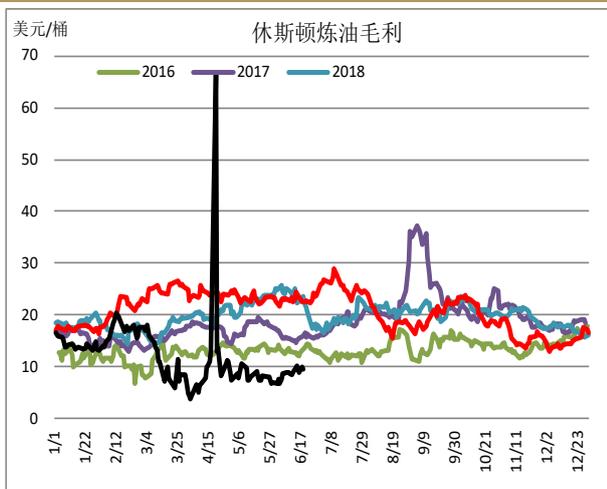
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 45: 美国休斯顿炼厂毛利



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 三地炼厂毛利绝对值走势对比

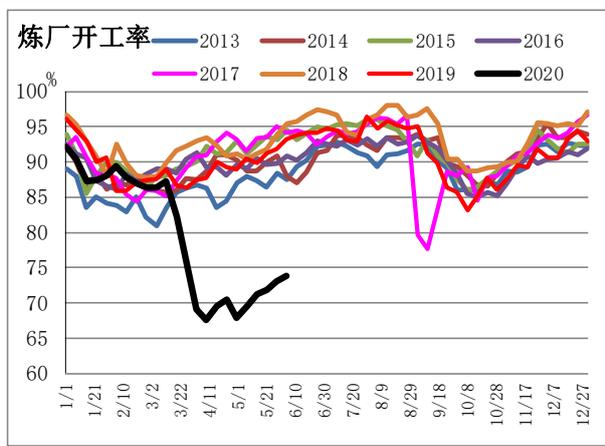


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

全球炼厂毛利处于回升态势，周度看鹿特丹上涨较多，新加坡仍处于盈亏平衡线附近。美国的炼厂开工率周度上升，从73.1%升至73.8%，炼厂开工率绝对值依旧处于低位。

图表 47：全球两大油品炼厂毛利 (2016-20200619)

图表 48：美国炼厂开工率 (2013-20200612)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

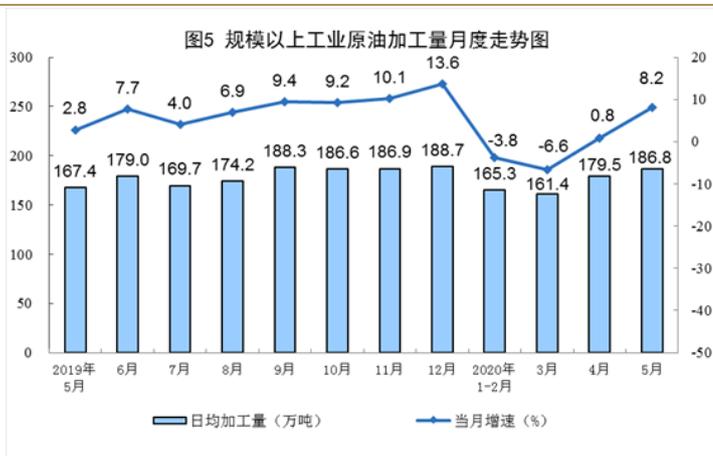
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国5月原油加工量大幅反弹

中国原油加工量较快增长。5月份加工原油5790万吨，增长8.2%，比上月加快7.4个百分点。1—5月份，加工原油26139万吨，下降1.0%。

图表 49：中国原油加工量 (2019-202005)

图表 50：中国地炼开工率 (2018-20200619)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

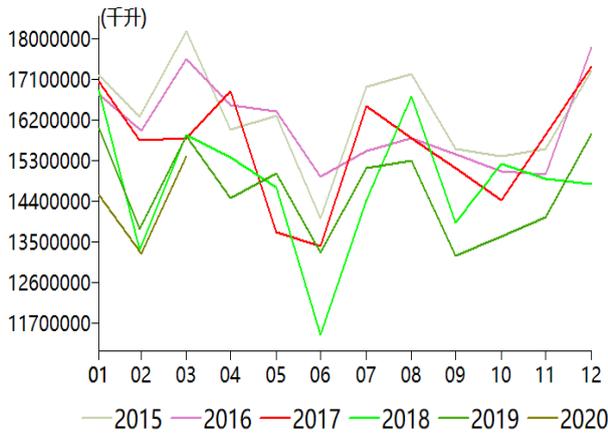
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

中国山东地炼开工率周度再创新高，升至77%。相对于三桶油的自产原油的高成本，地炼原油几乎全部来自进口，更市场化的价格有更高的利润，这大幅提升了地炼的开工率。

## 3、其他国家和地区：全球炼厂开工持续攀升

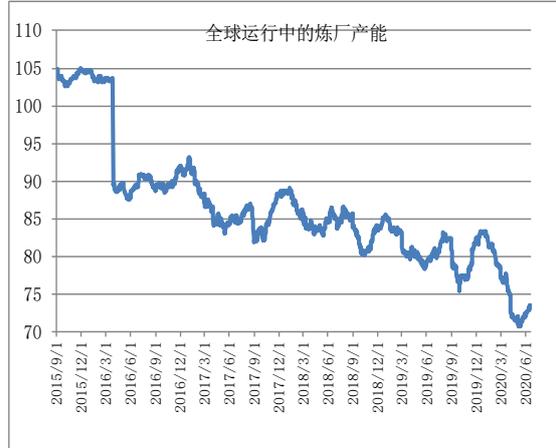
全球运行中的炼厂产能升至7350万桶/日，全球炼厂产能5月5日见底。

图表 51: 日本原油净进口量 (2017-2019Q4)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52: 全球运行中的炼厂 (2015-2020Q6/19)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

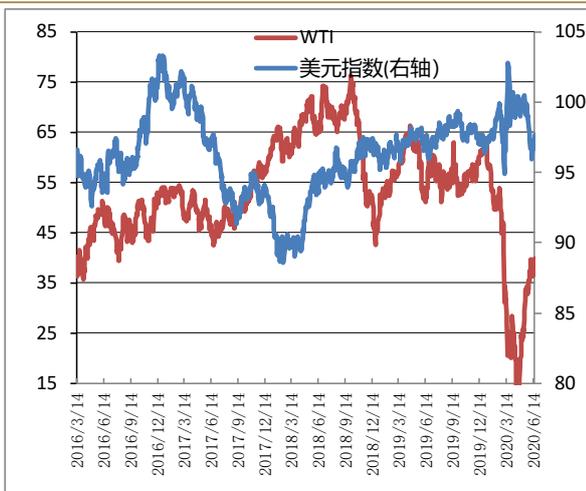
## 四、资金因素

### 1、宏观经济：二次疫情扩散可能性较小

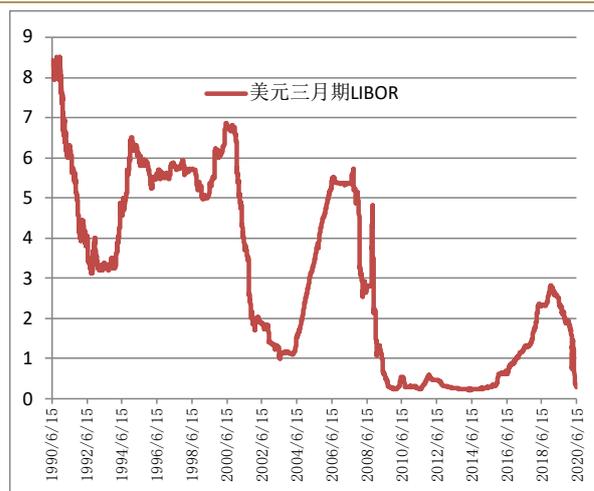
美国政府正在准备第四轮紧急救援计划，最终财政赤字可能达到经济总规模的四分之一。为了支持白宫对经济的巨额援助，联邦储备局也开启了新一轮 QE，通过印钞票来帮助政府开支，联储的资产负债表在三个月内膨胀了 3.7 万亿美元，上次则花了四年多的时间才印出那么多钞票。联储主席鲍威尔在最近的记者会上强调，目前的极度宽松货币政策起码要持续到 2022 年。

和美国形成鲜明对照的是，中国总理李克强在政府工作报告中只字不提财政赤字货币化，仅仅准备了财政赤字 GDP 比率 3.6% 的预算案。美国财政赤字预计占 GDP 25%，而中国只有 3.6%。本次中国的预算案表明，北京拒绝乱印钞票，反对财政赤字货币化，抗疫有关的两万亿支出全部发往县级基本行政单位，不重复当年的四万亿财政刺激。长远来讲，如果经济尤其就业可以熬过此关，未来的增长动力可以更大，经济转型也可以借机更上一层楼。

图表 53: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-2020Q6/19) 图表 54: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-2020Q6/19)

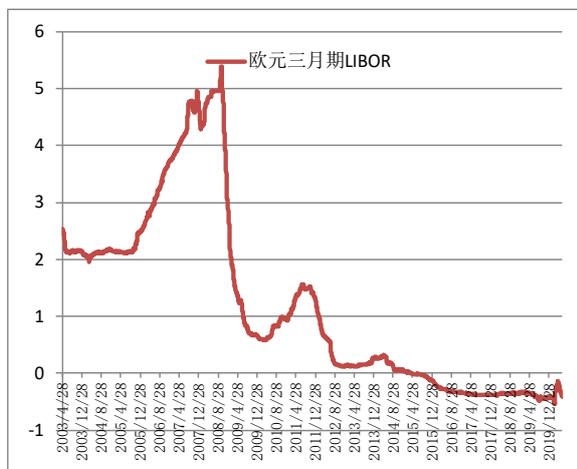


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 55: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20200619)

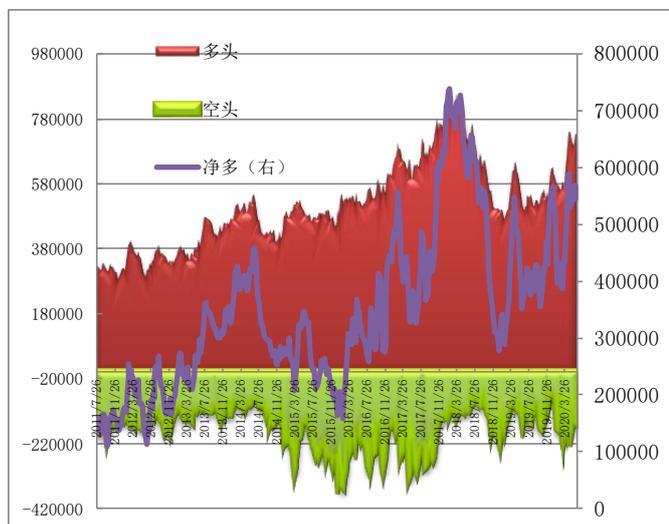


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度持稳

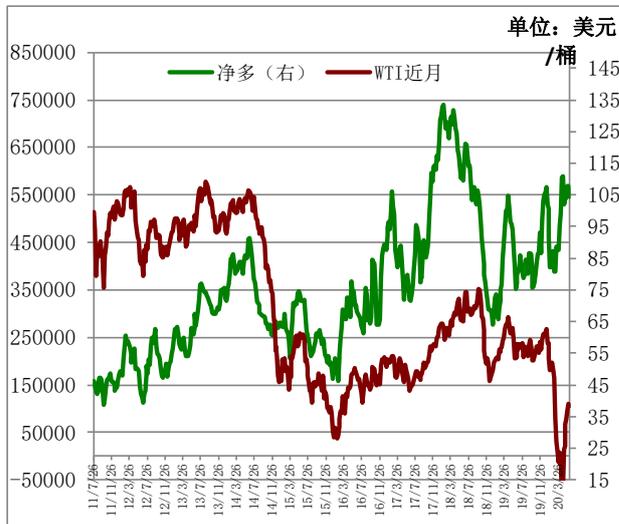
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 6 月 16 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货合同多空持仓均下降，多头降幅更大，净多持仓周度从 56.7 万手下降到 54.6 万手。

图表 57: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 净多持仓和油价比较图 (2011-20200619)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：油价强势结构回归，后市易涨难跌

原油市场供应减量与经济复苏双重利好仍在发挥积极作用。中美两国的疫情反复没有阻挡经济复苏的脚步，纽约的拥堵时间也开始加长，中国 5 月原油加工量同比增长了 8.2%，1-5 月累计加工量下降了 1%，中国现在的情景就是美国的未来，EIA 的需求数据也在慢慢印证这一点。供给端看欧佩克联盟上周召开会议着重强调了减产的配额制，根据产油国计划，7、8 月原油产量可能较 5 月

减少 100 万桶/日；WTI 油价冲击 40 美金，美国钻井数和产量却仍在持续下降，按照规律价格往往是矫枉过正，不可能价格到了供应和产量立即恢复，页岩油未来一个月仍然难以打压市场。

回到价格本身，一大利好是成品油裂解价差全面攀升，有助于炼厂开工率的持续回升；第二个是供应减量已经开始作用于原油现货市场，Brent 现货 CFD1-6 周先于 Brent 期货转变为 back 结构，美 RBOB 汽油也于上周结构转变。

综上所述我们认为原油价格后市易涨难跌。

### 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