

## 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

## 需求增速放缓，低库存下高位震荡

## 观点概述:

原油市场整体格局已经开始慢慢转变，从之前的需求不断攀升，到现阶段需求恢复到疫情前差不多阶段后的震荡整理，甚至因为疫情又有需求回落。供应上看，OPEC+按照计划步骤逐步增产，美国产量持稳；因CPI高企美国政府对高油价的忍耐力似乎已到临界，过去半个月一再向市场传递计划投放战略储备的信号，油价的政策顶已经显现。

除中国外的亚洲城市交通拥堵水平下降了2.8%至2019年水平的86%，过去四周整体上升了6.4%。中国道路交通周度下降0.7%至2020年水平的95%。欧洲城市的道路交通增长了10.3%，达到病毒爆发前水平的118%，11周前拥堵水平是2019年的58%。北美交通拥堵程度上升了3.4%，是疫情前的85%，假日过后，几个拉美城市的拥堵恢复。

全球未来11周的客运量周度环比下降1%。根据预定的客运航班数量，未来四周的航空燃油需求432万桶/日。自上周以来，取消订单使同一周内的航空燃油需求平均每天减少6万桶。欧洲飞行量环比下降了5.3%，西班牙和德国的航班数大幅下降。随着美国对更多国际旅客重新开放，航班数量有所增加，肯尼迪机场和亚特兰大等枢纽机场推动了这一增长。中国飞行人数连续第二周大幅下降。澳大利亚、印度和泰国的航班量因这些国家逐步放开而增加。

主要消费区美国、欧洲和亚洲的油品库存依旧位于低位，过去一周仍在下降，需求高位持稳，供应暂时增量有限，全球12月仍是去库，若没有突发事件，低库存格局下，油价可能就在78-85美元/桶之间区间震荡。

## 策略建议:

波段操作。

## 风险提示:

全球经济因紧缩而下行。



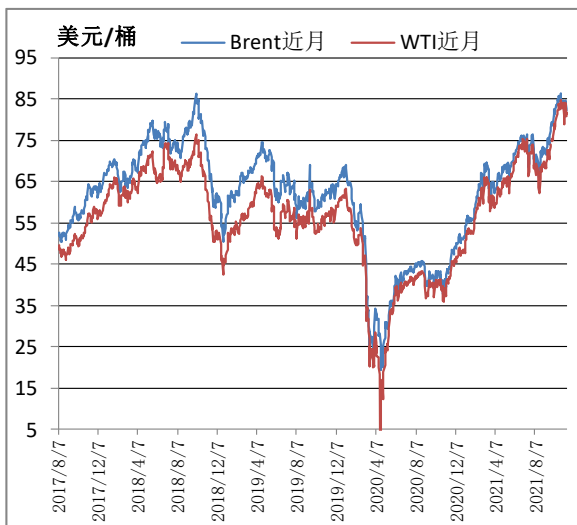
## 一、原油价格

### 1、原油价格及相关价差：走势震荡，连续第三周回调

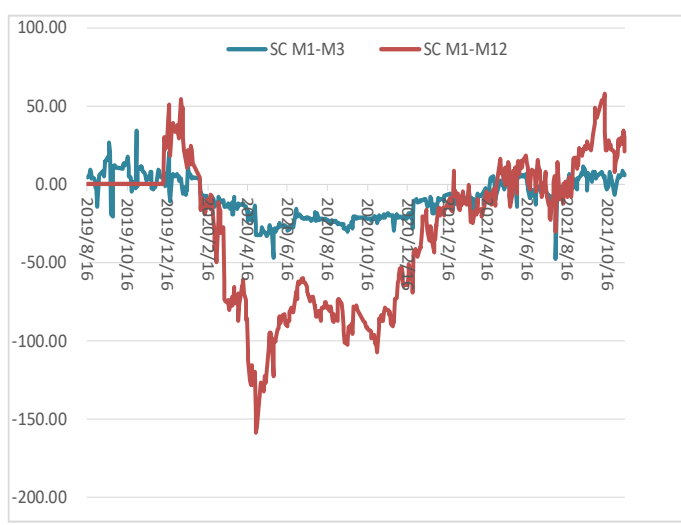
国际基准原油期货价格连续第三周回落，SC横盘整理，需求没有变的更好，美元走强，且全球最大消费国美国意图释放战略储备打压油价等利空发酵，油价弱势震荡。

WTI 周度下跌 0.59%，Brent 周度下跌 0.69%，SC 周度上涨 1.22%。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20211112） 图表 2：SC 月间差（2018-20211112）

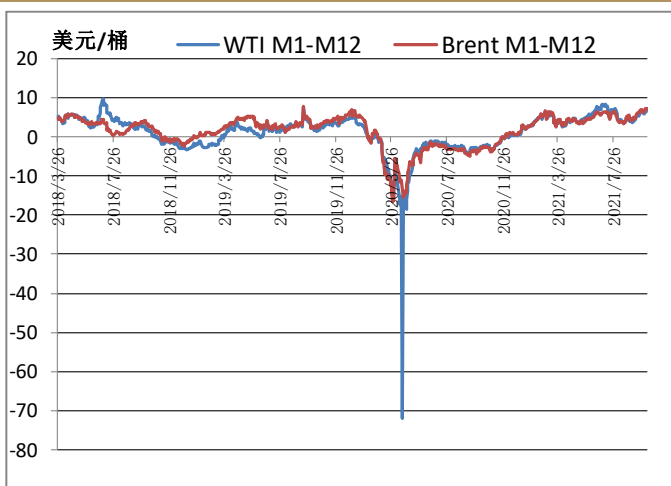


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

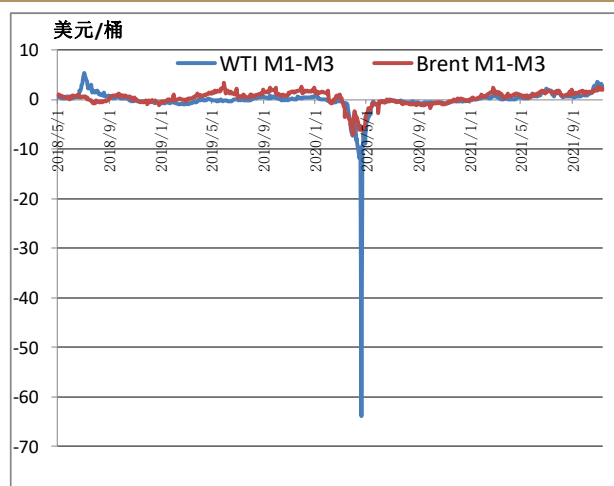


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20211112） 图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20211112）



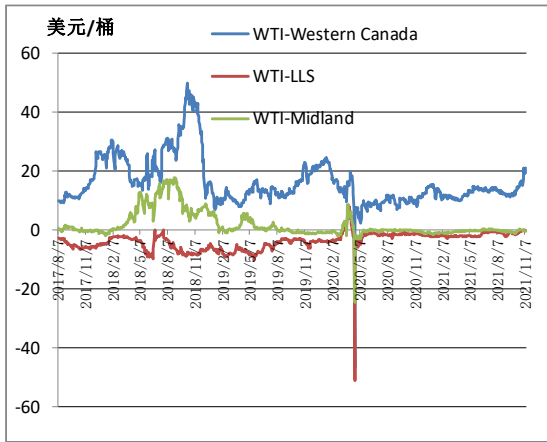
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

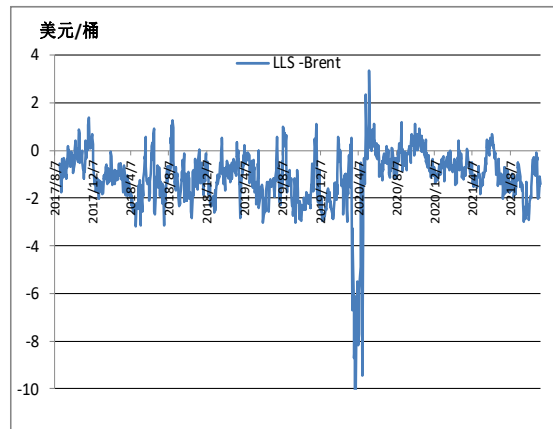
WTI 和 Brent1-12 的月差周度下跌，Brent1-3 月差继续走高，SC 月差本周全线走高。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20211112)



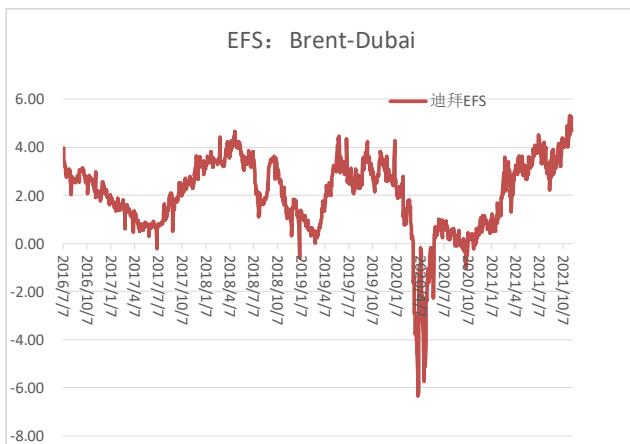
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20211112)



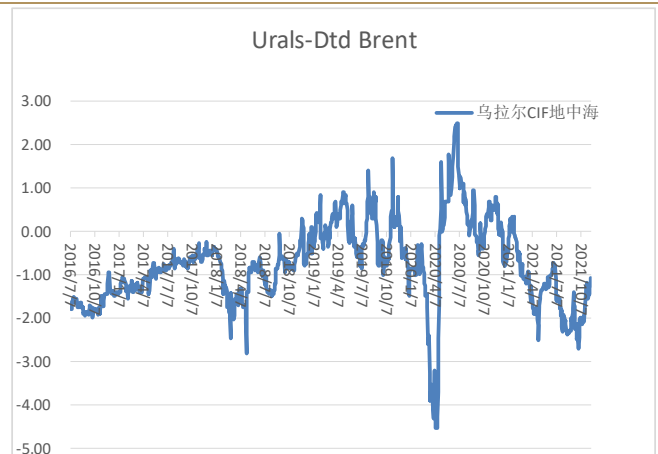
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20211112)



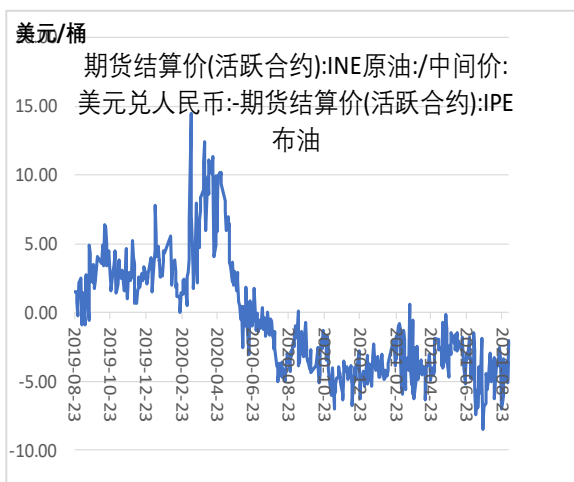
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20211112)



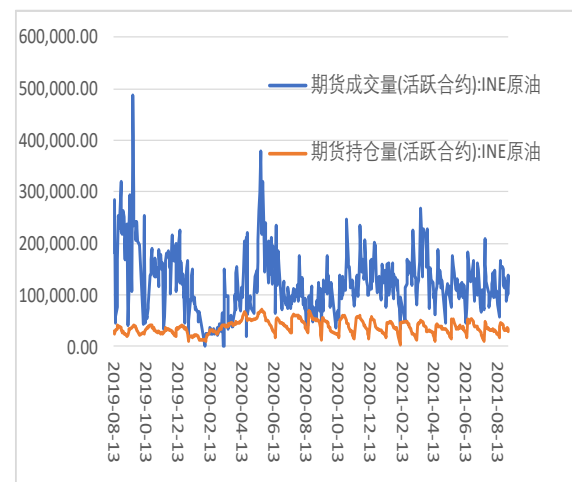
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20211112)



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—20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

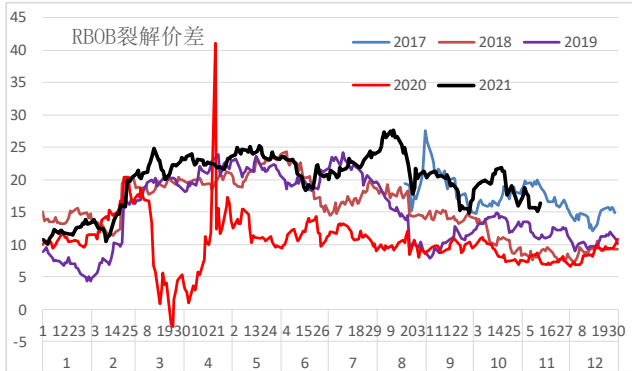
过去一周 Brent 相对于 Dubai、乌拉尔原油价差整体下降。LLS 相对于 Brent 的贴水持稳在 2.5 美元/桶，美国原油可以继续出口。CFD1-6 的价差周度走高。

WTI 相对于 WCS、LLS、Midland 周度下滑。

SC 与 Brent 的价差周度从-2.46 美元/桶上升到-2.09 美元/桶——Wind 故障，未更新。

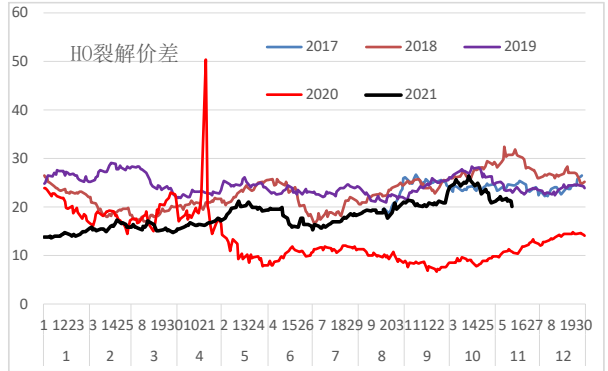
## 2、原油与下游产品的裂解价差：柴油裂解价差走高，汽油裂解价差走低

图表 11：美汽油裂解价差



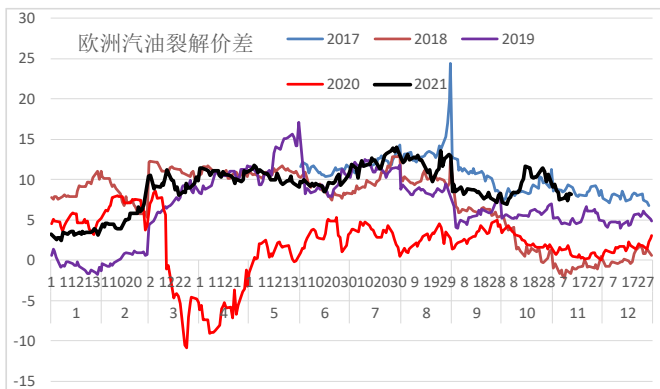
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



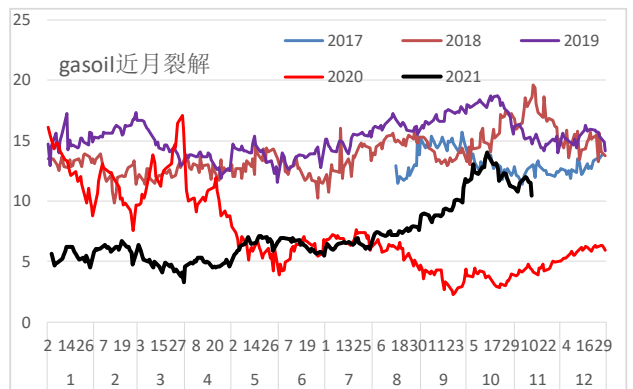
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



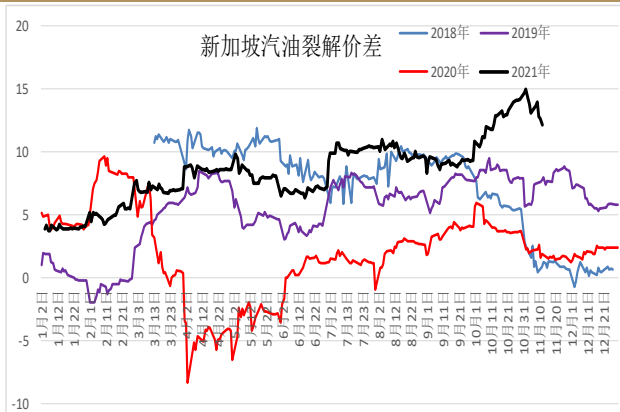
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



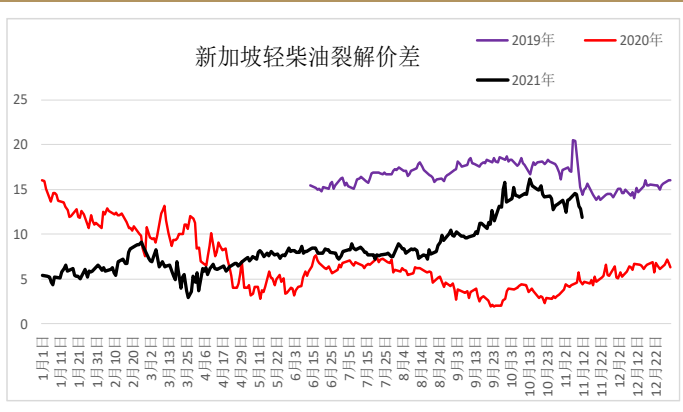
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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



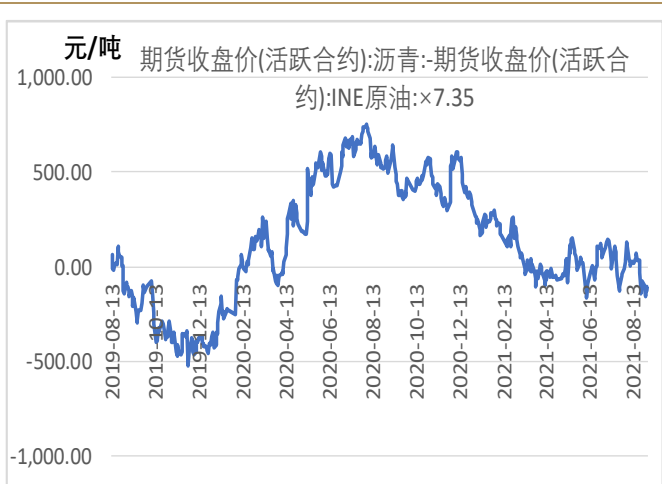
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 燃料油的裂解价差 (2018—20211112)



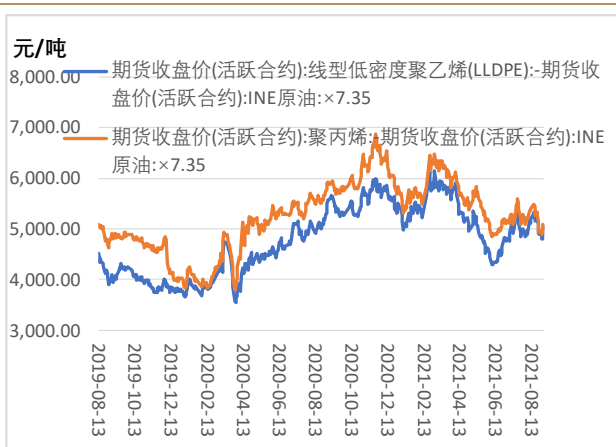
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沥青的裂解价差走势 (2018—20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20211112)



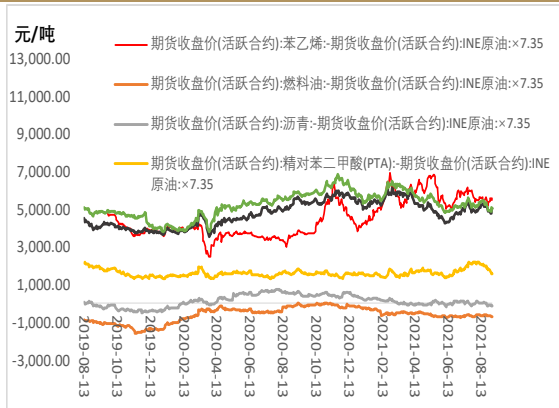
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20211112)



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—20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周, LLDPE 和 PP 的裂解价差走高, 其他能化品的裂解价差下滑, 国内能化受到工业品和煤炭下跌的利空影响, 原油跟随外盘相对强势。各个能化品的裂差绝对值排序是 EB>PP>L>PTA>Bu>Fu。——wind 故障未更新。

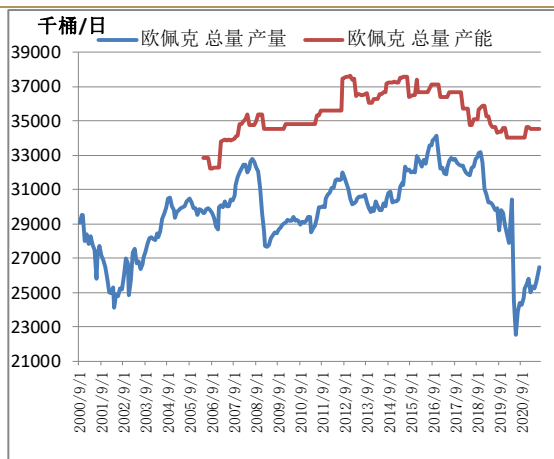
### 三、原油供应——美国可能释放战略储备

#### 1、原油产量: OPEC 不会额外增产

OPEC+11 月 4 日开了非常简短的会议, 决定 12 月继续执行每月增产 40 万桶/日的计划, 白宫随后批评了产油国保持产量稳定的做法, 称他们不愿使用其能力帮助全球经济复苏。

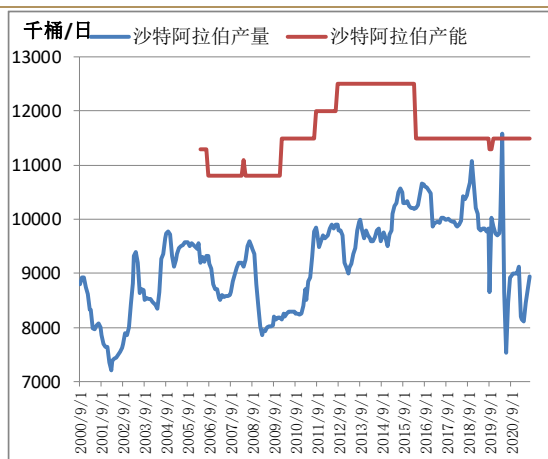
沙特大幅上调了 12 月对亚洲的 OSP, 这说明沙特认为市场非常紧张, 这是沙特向市场发出的看涨信号。

图表 23: 欧佩克的产能与产量 (2000—2021110)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

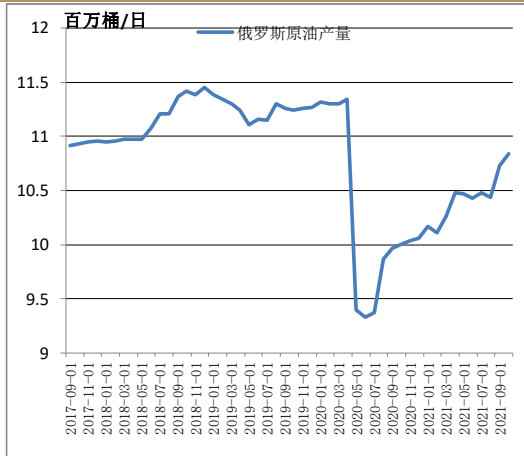
图表 24: 沙特的产量与产能 (1999—2021110)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

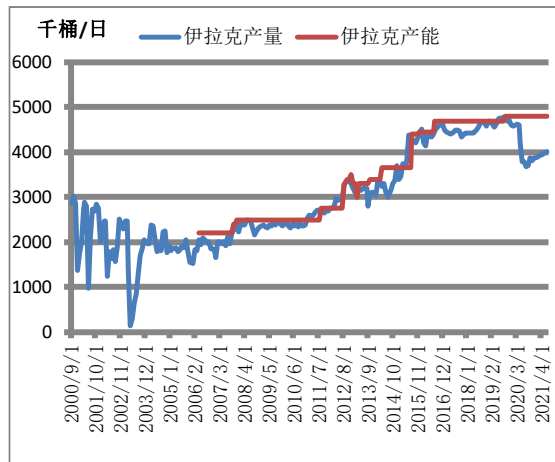
俄罗斯 10 月原油产量连续第二个月增加, 绝对值为 1084.3 万桶/日, 环比 9 月增长 1.1%。如果俄罗斯凝析油产量持稳在 91 万桶/日, 俄罗斯的原油日产量为 993 万桶/日, 比 10 月的配额高出 12 万桶。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-2021110)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

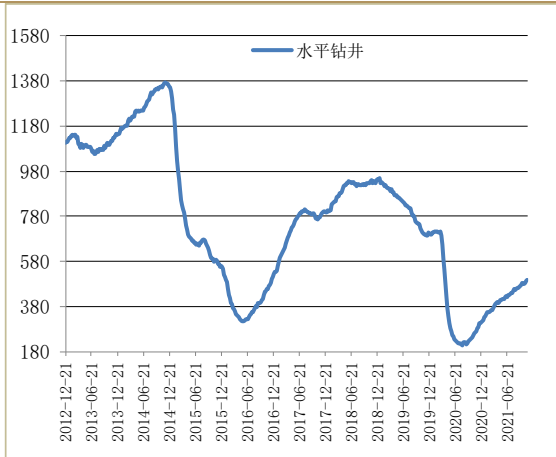
图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-2021110)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

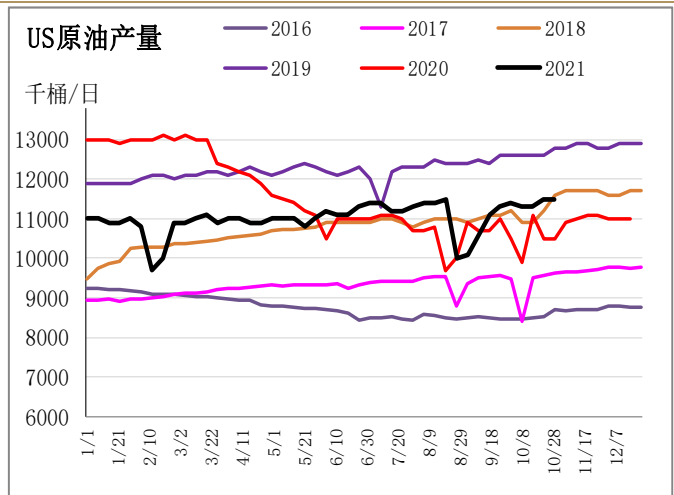
贝克休斯数据显示, 截止 11 月 12 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 6 座至 556 座。美国原油产量周度持稳于 1150 万桶/日。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

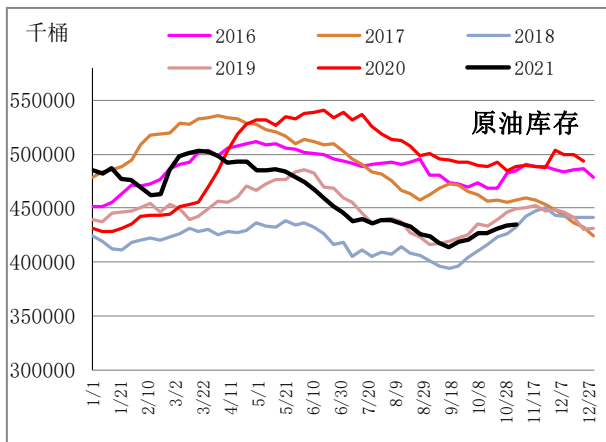


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存: 全球库存依旧低位

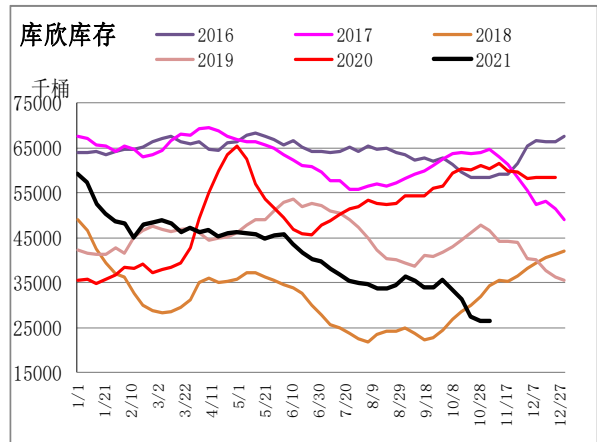
EIA 的库存报告整体利好。美国原油库存增加 100 万桶, 汽油库存下降 155 万桶, 馏分油库存下降 260 万桶, 不包括 SPR 在内的油品总库存下降 118 万桶, 库存整体下降利好油价。

图表 29：美国原油商业库存走势



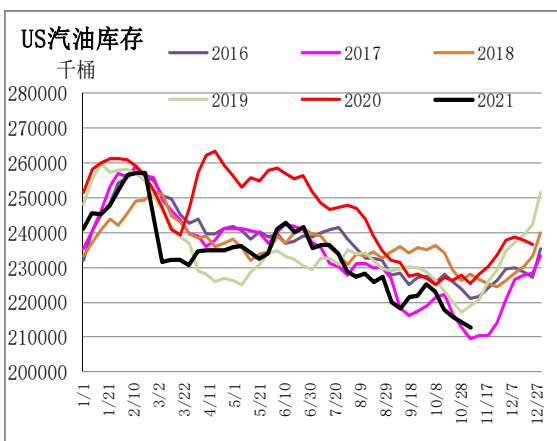
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30：美国库欣地区原油库存走势



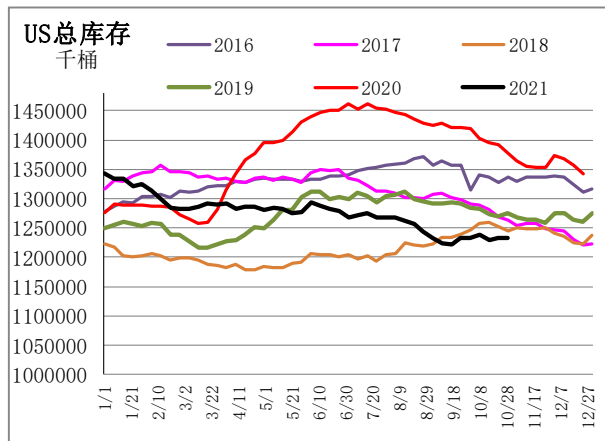
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31：美国汽油库存走势



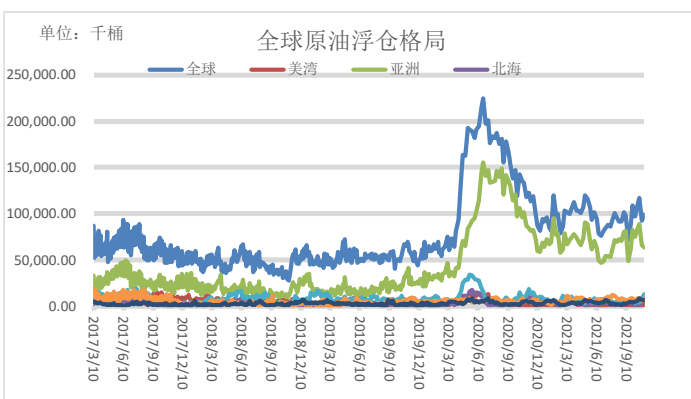
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20211112）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

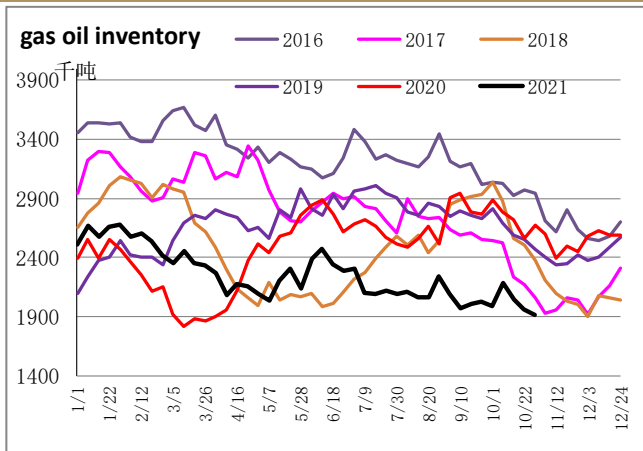
图表 34：全球水上原油（2016—20211112）



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 (2013-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 欧洲 ARA 成品油总库存走势 (2013-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

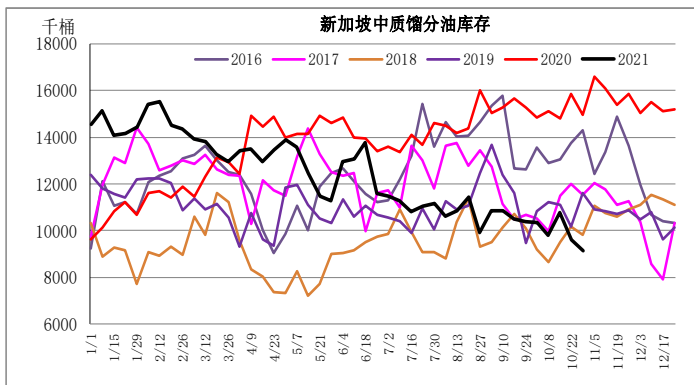
新加坡油品总库存周度全部下降, 其中轻质馏分降至两年低点, 中质馏分降至三年多低点。  
ARA 原油库存周度环比下降 1.3%, ARA 原油库存位于五年同期最低。

ARA 地区成品油总库存继续下降, 其中轻质馏分、中质馏分均降库, 重质馏分略累库, 油品总库存位于五年同期最低。

中东成品油库存周度上升, 其中重质馏分累库幅度最大, 周度环比增超过 40%, 是 8 月 9 日以来库存最高的一周。

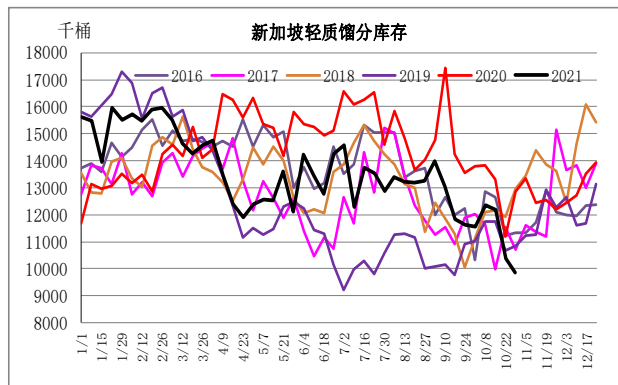
全球原油浮仓从 9200 万桶上升到 9800 万桶, 浮仓略增。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存



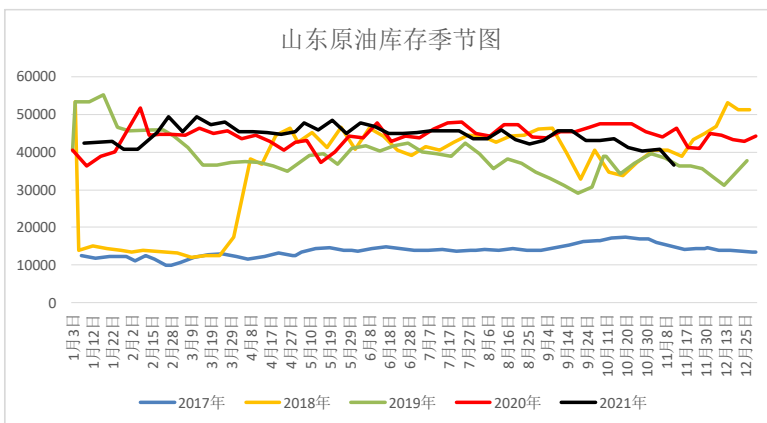
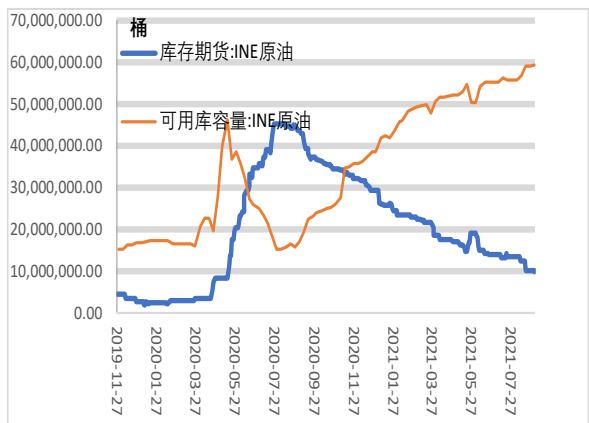
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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(2018-20211112) 图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

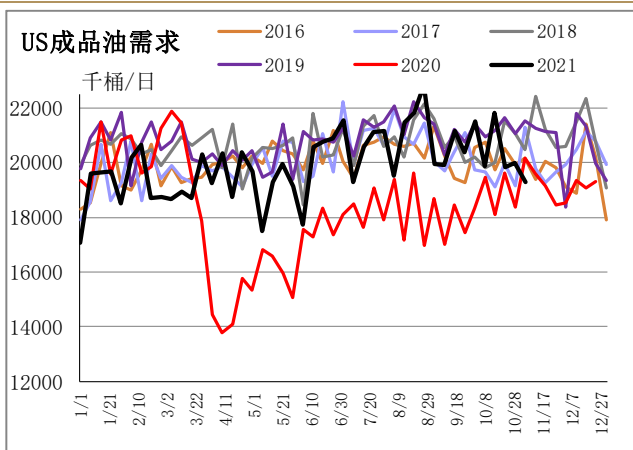
SC 仓单周度持稳于 628 万桶。卓创公布的山东原油库存周度从 4070 万桶下降到 3600 万桶。

## 四、原油需求

### 1、美国成品油表需周度略降

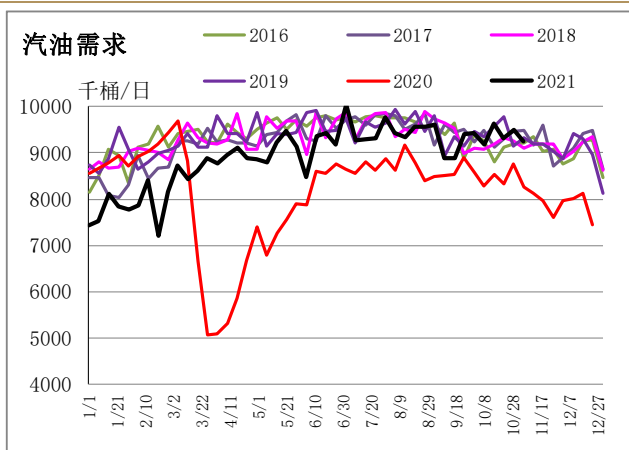
美国能源信息署最新统计显示, 截止 11 月 5 日的一周, 美国成品油表需周度从 1999 下降到 1930 万桶/日, 除了馏分油之外的其他油品表需均下滑。

图表 41: 美国成品油表需走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

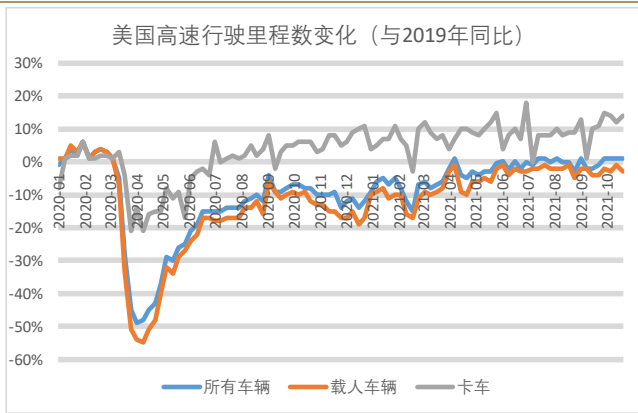
图表 42: 美国汽油需求走势图表



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

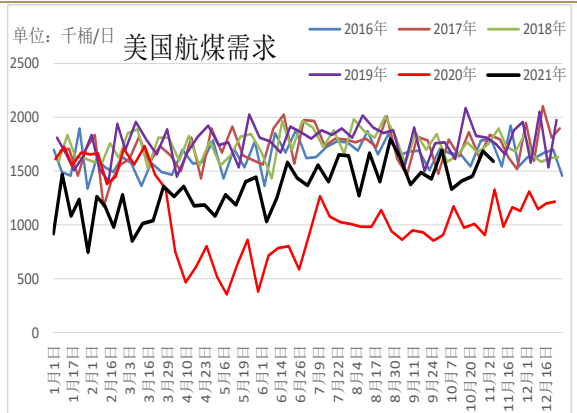
美国高速公路行驶里程在 10 月 31 日当周周度环比下滑 0.5%, 里程绝对值为 163 亿英里。总里程比 2019 年同期高 1%, 其中载人车辆比 2019 年同期低 2%, 比 2020 年高 12%, 卡车里程比 2019 年高 13%。

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

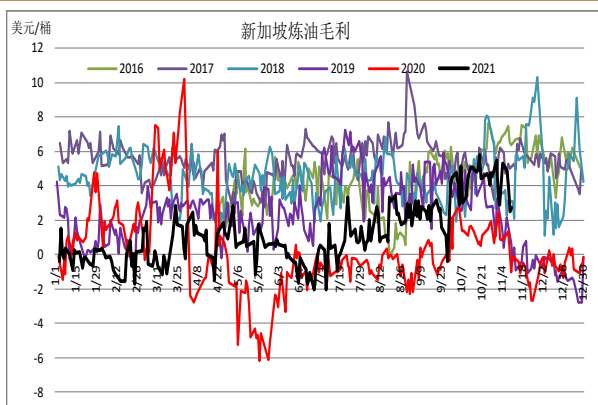
图表 44: 美国航煤需求走势图



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

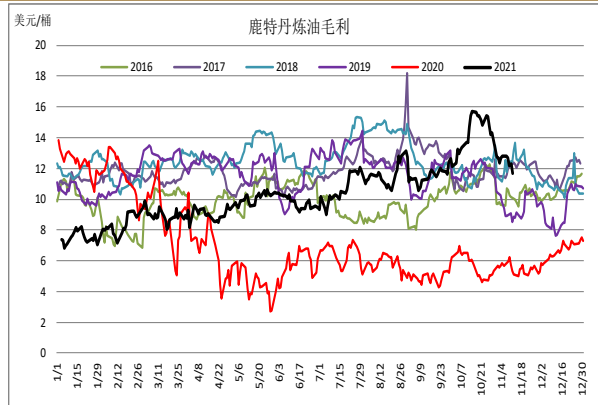
全球炼厂毛利周度全线下滑，成品油跌幅大于原油。  
 美国炼厂开工率从 86.3% 升至 86.7%。  
 全球运行中的炼厂产能从 6940 万桶/日升至 7020 万桶/日。

图表 45: 新加坡炼厂毛利



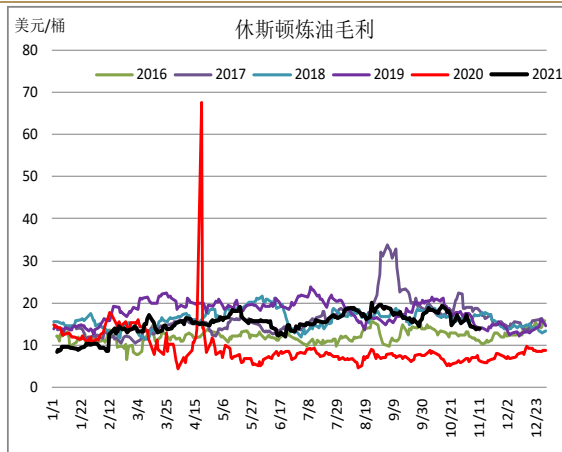
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



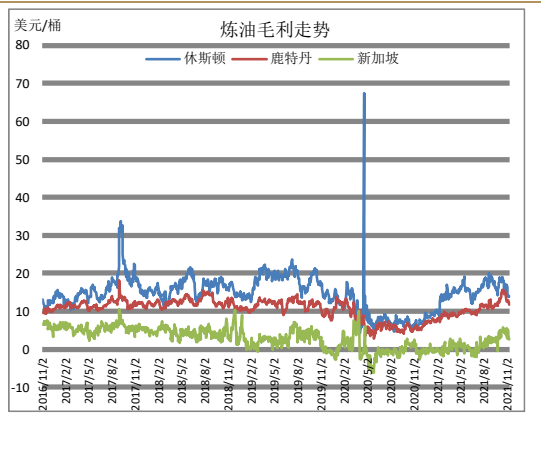
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



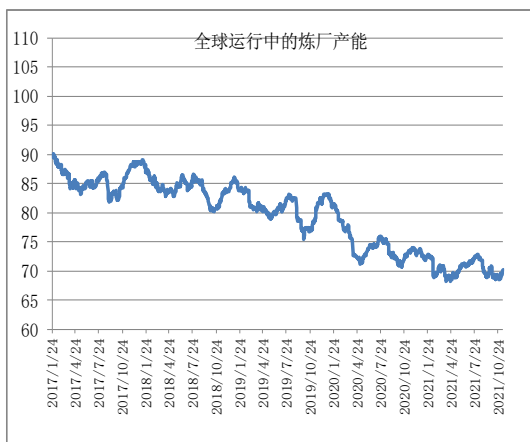
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



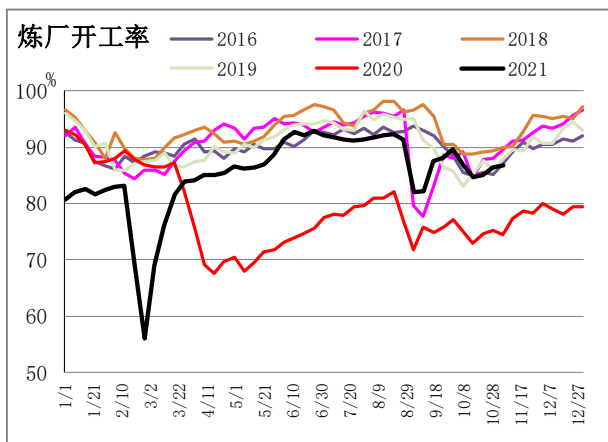
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20211112）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20211112）



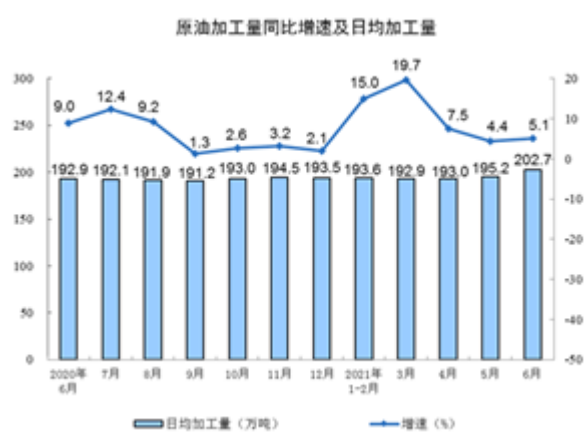
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国原油进口将至三年低点

中国 10 月原油进口创三年最低，中国大型炼化企业因价格高企减少采购，独立炼厂受到配额限制。中国 10 月进口量为 890 万桶/日，低于 9 月的 999 万桶/日和去年同期的 1002 万桶/日，1-9 月我国原油累积进口同比下降 7.2%。中国 11 月原油进口可能会增加，炼油企业响应国家号召要解决汽柴油不足的问题。

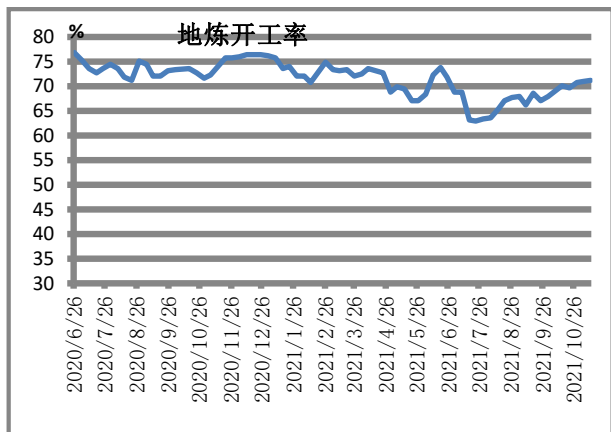
中国 10 月成品油出口同比下降 31.8%，至 395 万吨，1-10 月我国累积成品油出口同比增 3.8%。我国 4 季度成品油出口配额下降会导致成品油出口进一步下降，因我国成品油供需也偏紧。

图表 51：中国原油加工量（2019-202110）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20211112）

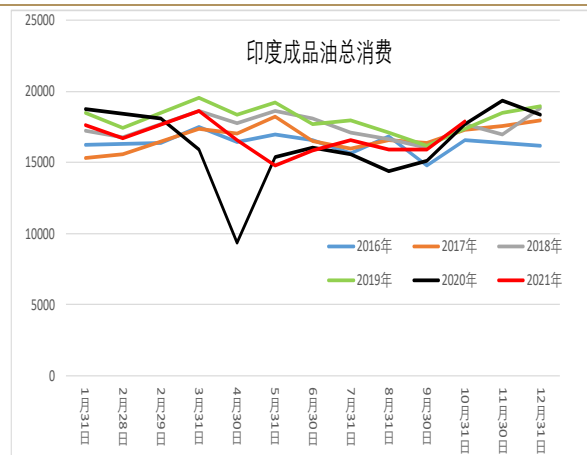


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 3、其他国家和地区：印度 10 月成品油需求升至 7 个月高点

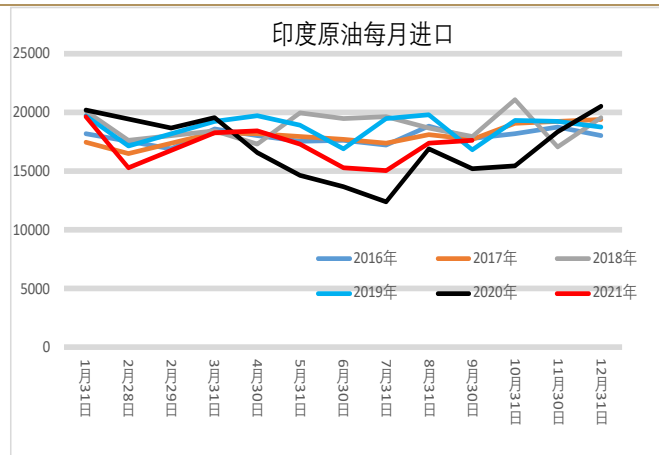
印度 10 月成品油需求升至 7 个月高点，同比增 0.8%，绝对值为 1790 万吨。其中汽油消费同比增 3.6%，柴油消费同比下降 5.6%，LPG 消费同比增 2.8%，是今年 1 月以来最高。

图表 53: 印度原成品油消费 (2017-2021H1)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口 (2015-2021H1)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Euroilstock 数据显示, 欧洲炼油企业 10 月的原油和成品油库存同比下降近 8%, 环比 9 月增加 1.3%。10 月炼厂加工量环比下降 2.2%至 910 万桶/日, 同比增 9.6%。

在欧洲, 六大市场中的大多数市场在过去几周内航空运输量略有下降, 不过这种下降通常发生在每年的这个时候, 总体运输量比疫情前一年下降了约 21%。与 1 月至 5 月初的低迷情况相比, 这仍然是一个巨大的改善, 当时航班数比 2019 年低约 65%。这一赤字在 7 月初收窄至 40%左右, 并在整个夏季继续改善, 许多欧洲人仍然设法出国度假。

OAG Aviation 的数据显示, 中国航空公司的座位容量较一周前下降了 13%, 中国的座位数量比 2019 年同期减少了 23%, 7 月末, 中国的席位也比大流行前一年多了 6%。

OAG 数据显示, 截至 11 月 8 日, 美国提供的席位数量仅比 2019 年减少了 13%, 而英国, 德国和法国分别减少了 38%, 40%和 22%。唯一一个比 2019 年更强劲的主要市场是墨西哥, 其席位数量仅比两年前的一周低 4.7%。

## 四、资金和地缘

### 1、宏观经济: 央行紧缩犹豫不决令风险偏好情绪高涨 市场上闪烁起资产泡沫的红灯

一周以来, 几大中央银行的鸽派立场令人意外, 令金融环境的宽松程度达到了近 40 年以来的新高, 对泡沫风险的警告声也愈发响亮。

贝莱德的 Rick Rieder 和安联的 Mohamed El-Erian 等提醒称, 除非货币政策官员采取更果断行动来缩减非常规的抗疫刺激措施, 否则系统性风险只会与日俱增。决策者虽然深刻了解宽松货币政策的危险, 但是他们宽松的立场则鼓励越来越多的资产流入风险最大的市场。

加密货币行业的市值刚刚触及 3 万亿美元, 规模最大的垃圾债 ETF 资金流入规模创出 3 月份以来的新高, 表现亮眼, 主要的股指也逼近纪录。难怪一项跨资产衡量指标显示, 美国当前宽松的投资环境足以载入史册。

风险偏好情绪高涨, 加剧了对市场出现泡沫和央行监管不力的担忧。美联储上周宣布了众所期待的减码后暗示, 将会推迟加息, 直到劳动力市场的情况改善为止。

“风险在于, 这会导致价格过热,” 贝莱德全球固定收益首席投资官 Rieder 上周五对彭博电视表示。“整个系统的风险在于过多的流动性会引发过剩。”

上周英国央行决定不加息, 也震惊了市场。与此同时, 欧洲央行行长拉加德也削弱了市场对

2022 年加息的押注。

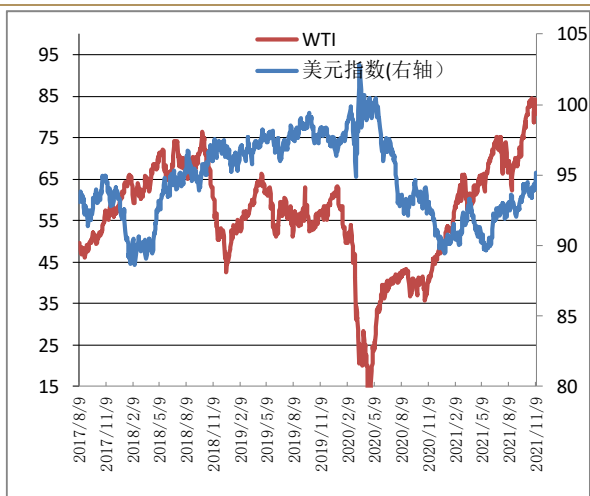
供给侧压力威胁加大，央行要么可能行动过快，令复苏脱轨，要么可能过慢，导致通胀失控。因此，虽然一些投资者希望央行更加果断地结束抗疫刺激措施，但官员们则采取循序渐进的办法。

“我不是很清楚，我们为何需要继续采取这么热的货币政策，”彭博专栏作者 El-Erian 上周五对彭博电视表示。“经济的表现很不错。但是由此引发的附带损害和意外后果正在蔓延。这届美联储会等待，我害怕它会跟不上形势，我们会犯下重大的政策错误。”

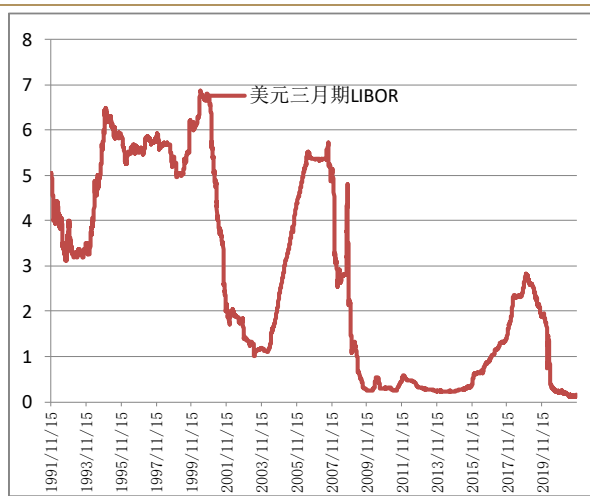
Rieder 表示，政策制定者在关闭流动性的闸门方面行动很慢，但他们至少已经开了头。

“他们能否行动地更快一些？我认为是的，”他说。“但至少门已经打开，我们在朝正确的方向走。”

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20211112) 图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20211112)

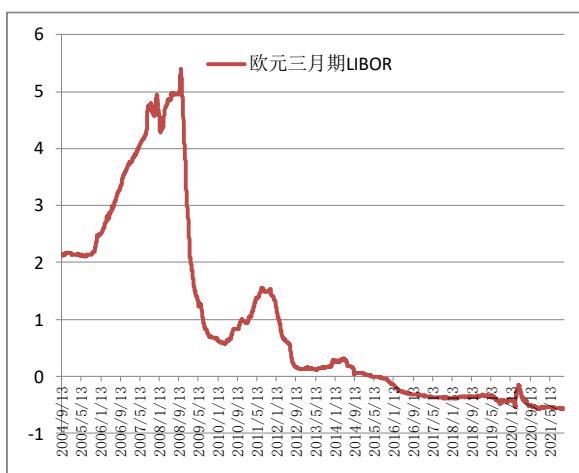


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

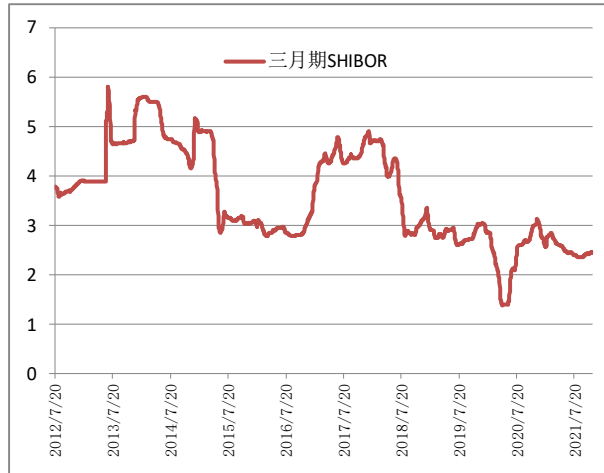


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20211112) 图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



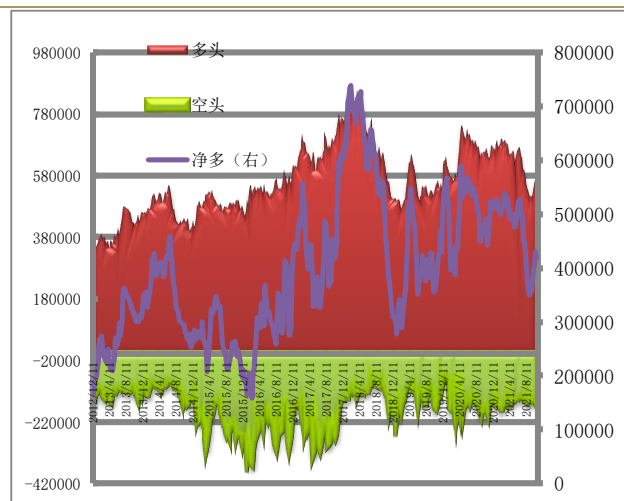
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度略降——官方未更新

据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 11 月 2 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多头下降，空头增加，净多持仓周度从 42.3 万手下降到 41.9

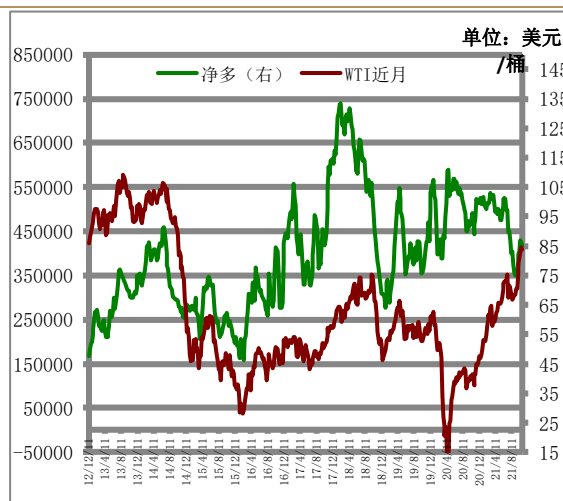
万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20211112)



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 (2011-20211112)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：需求增速放缓，低库存下高位震荡

原油市场整体格局已经开始慢慢转变，从之前的需求不断攀升，到现阶段需求恢复到疫情前差不多阶段后的震荡整理，甚至因为疫情又有需求回落。供应上看，OPEC+按照计划步骤逐步增产，美国产量持稳；因CPI高企美国政府对高油价的忍耐力似乎已到临界，过去半个月一再向市场传递计划投放战略储备的信号，油价的政策顶已经显现。

除中国外的亚洲城市交通拥堵水平下降了2.8%至2019年水平的86%，过去四周整体上升了6.4%。中国道路交通周度下降0.7%至2020年水平的95%。欧洲城市的道路交通增长了10.3%，达到病毒爆发前水平的118%，11周前拥堵水平是2019年的58%。北美交通拥堵程度上升了3.4%，是疫情前的85%，假日过后，几个拉美城市的拥堵恢复。

全球未来11周的客运量周度环比下降1%。根据预定的客运航班数量，未来四周的航空燃油需求432万桶/日。自上周以来，取消订单使同一周内的航空燃油需求平均每天减少6万桶。欧洲飞行量环比下降了5.3%，西班牙和德国的航班数大幅下降。随着美国对更多国际旅客重新开放，航班数量有所增加，肯尼迪机场和亚特兰大等枢纽机场推动了这一增长。中国飞行人数连续第二周大幅下降。澳大利亚、印度和泰国的航班量因这些国家逐步放开而增加。

主要消费区美国、欧洲和亚洲的油品库存依旧位于低位，过去一周仍在下降，需求高位持稳，供应暂时增量有限，全球12月仍是去库，若没有突发事件，低库存格局下，油价可能就在78-85美元/桶之间区间震荡。

### 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。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院