

## 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

## 美国寒流助攻多头，油价延续上行

## 观点概述:

原油的上行趋势仍将继续。过去一周美国寒流影响了该国 40% 的产量，美国 26% 的炼厂产能也被迫关停，该事件可以说是多头趋势中的意外利好；后期原油和炼厂生产都将陆续恢复，原油库存和成品油库存却下降了。

目前疫苗接种正有序开展，美国有 8% 的人口和 5% 的欧洲人口已接种疫苗。按照目前的注射速度，到 6 月底和 9 月底，将有 60% 的美国和欧洲成年人分别接受全剂量的疫苗，欧美接近全体免疫。因欧美是消费型经济体，欧美的生产生活正常化对原油的需求将有较大的提振。中国度过了封锁的春节，且连续连州几乎没有新增病例，中风险地区降到了 4 个。

随着疫情的缓解，需求也在慢慢走好。美国的 1 月的第四个星期，卡车运输的 VMT 比 2019 年同期高出 11%，这是卡车运输的连续二十周超过 2019 年的水平。美国 1 月份 ISM 的报告显示，企业库存已降至自全球金融危机以来的最低水平。货架上实际上是光秃秃的，这意味着还要进行数月的强劲货运活动，这都将继续增加柴油的消费。2 月 15 日当周全球十三个大型城市的拥堵时长增减不一，欧洲环比甚至仍有下降，美国 1 月底当周的载人汽车的 VMT 较 2019 年也低 11%，汽油的需求复苏仍需要时间。

现在原油市场最大的风险就在于利好因素被提前兑现，市场太激进而导致的技术性回调。目前伊朗出口仍不会立即回归，我们维持油价震荡走高的观点不变。

## 策略建议:

多单持有。

## 风险提示:

全球宽松政策过早退出。



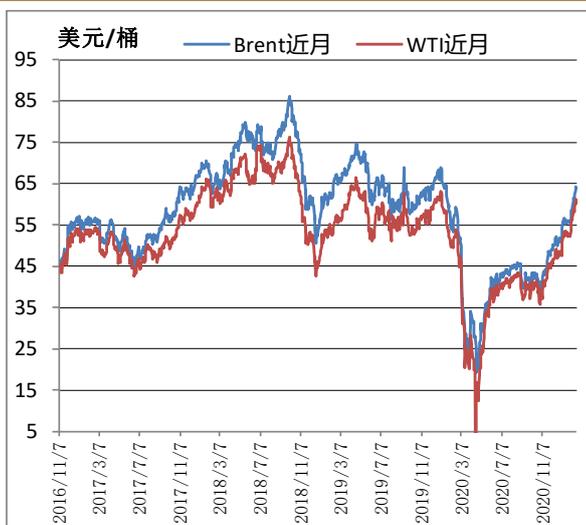
## 一、原油价格

### 1、原油价格及相关价差：美国暴风雪和美伊和谈的冲击

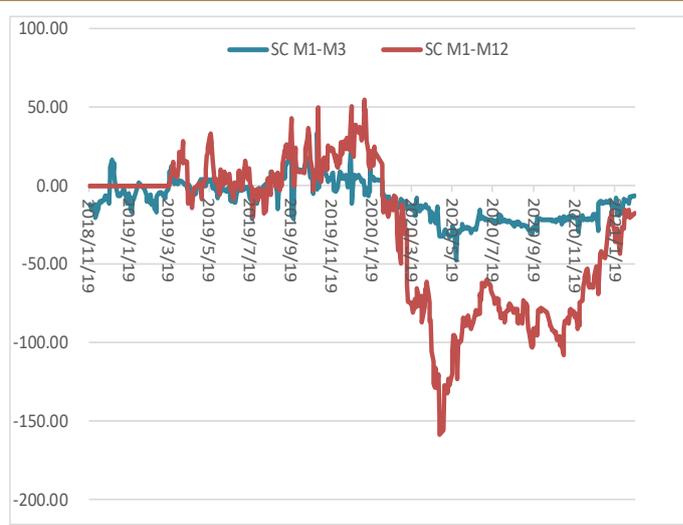
过去一周美国遭遇了史上罕见的暴风雪，美国原油产量的 40% 收到影响，美国最大的油田 Permian 盆地全线停产；超过 500 万桶/日的炼厂产能关停，德州一度成品油短缺。随着气温的回升，电力供应的正常，原油生产也将逐步恢复，炼厂产能则可能需要一段时间才能重新上线。

2 月 19 日美国表示愿与伊朗进行和谈，市场对此反应强烈，油价盘中一度大跌超 3%，美国取消了伊朗人民在美国国内的旅行限制，伊朗原油何时可以放开出口的时间仍不确定。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20210219） 图表 2：SC 月间差（2018-20210219）

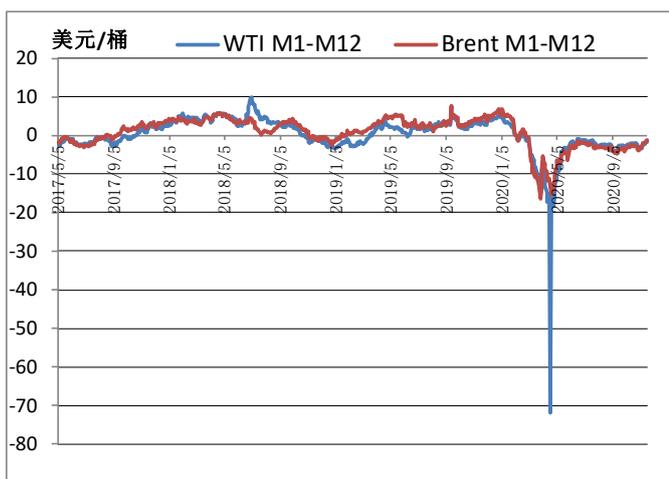


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

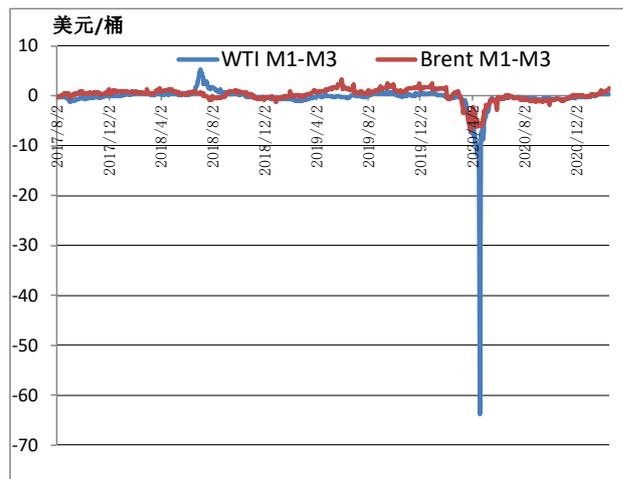


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20210219） 图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20210219）



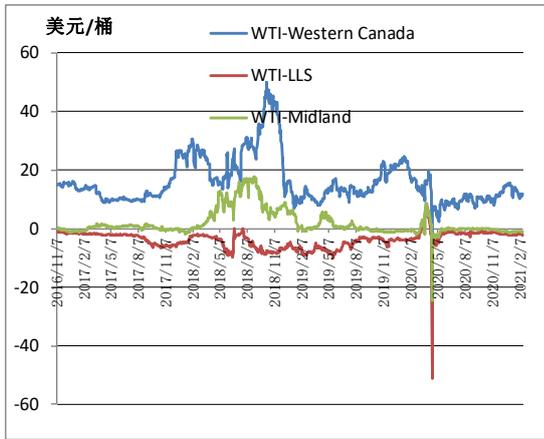
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

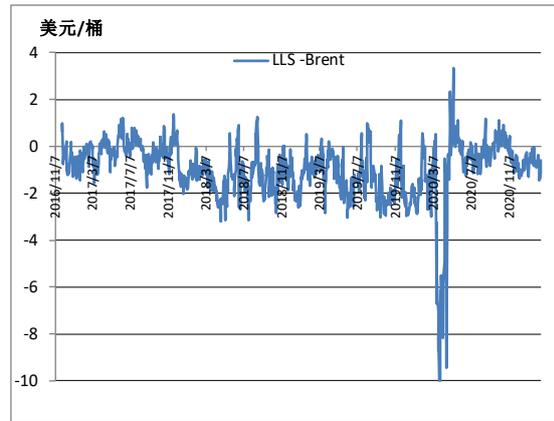
Brent、WTI 和 SC 全球三大基准油的月差全线上升，尤其是 Brent，因美国产量下降出口也将下降，对大西洋盆地的供应将减少。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20210219)



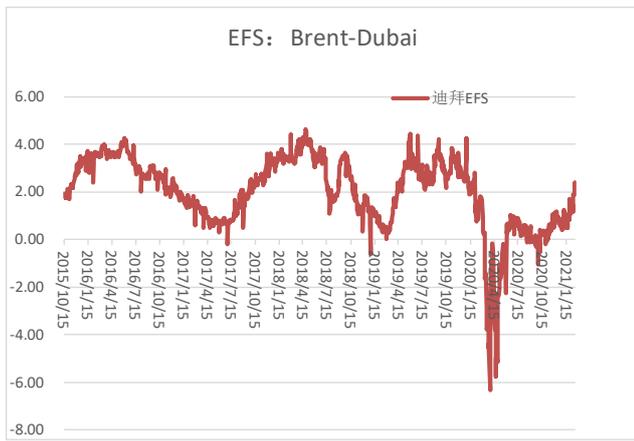
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20210219)



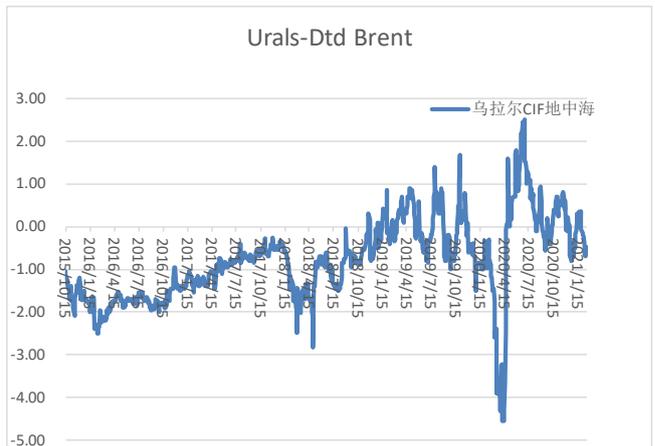
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20210219)



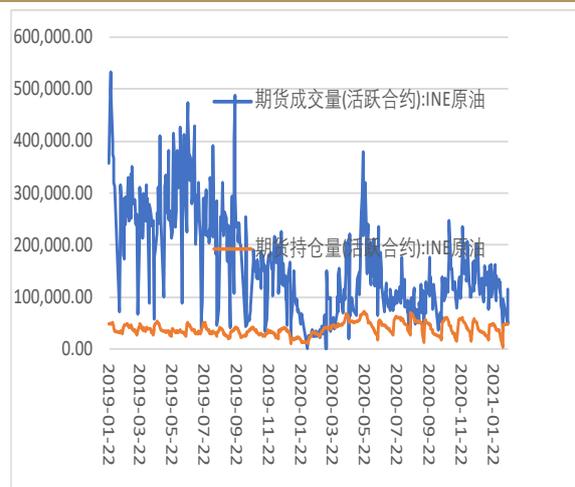
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20210219)



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—20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Urals 较 Brent 周度下跌, Dubai 较 Brent 周度下跌, Brent 受到了美出口减少的支撑。LLS 相对于 Brent 周度走高。CFD1-6 的 back 结构周度剧烈攀升。

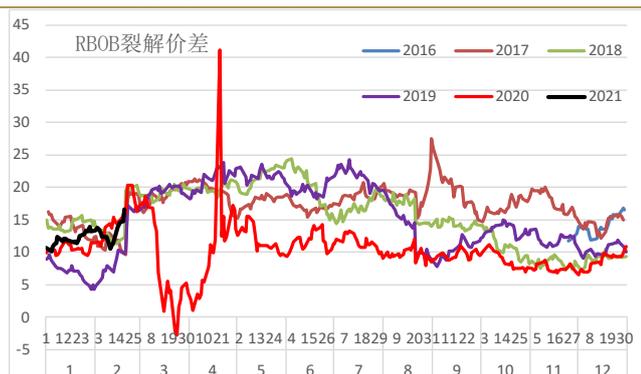
WTI 相对于 WCS 价差走强, 相对于 LLS、Midland 的价差持平。

SC 与 Brent 的价差周度从-3.71 美元/桶小幅上涨到-2.03 美元/桶。

2、原油与下游产品的裂解价差：全球成品油裂解价差全面走高

受美国炼厂停产影响，欧美汽柴油裂解价差大幅走高，新加坡成品油裂差跟随上涨。

图表 11：美汽油裂解价差



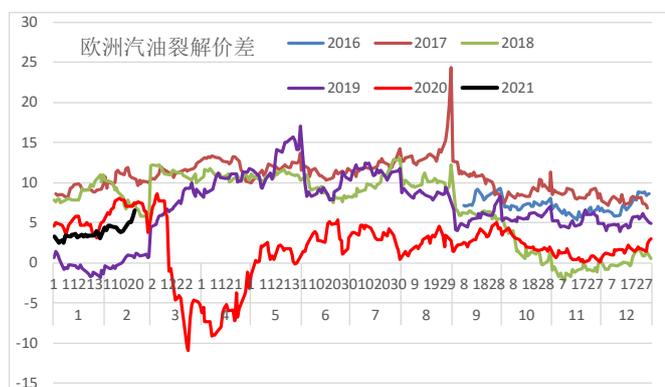
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



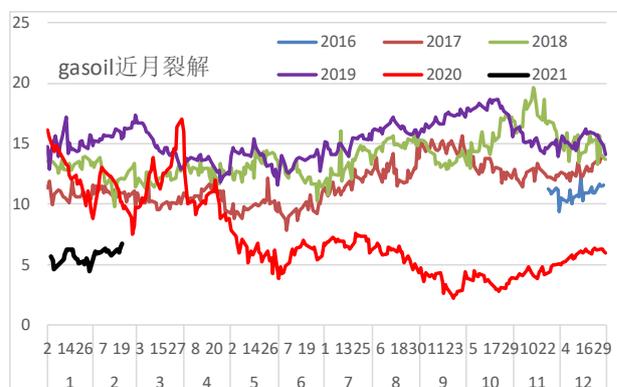
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



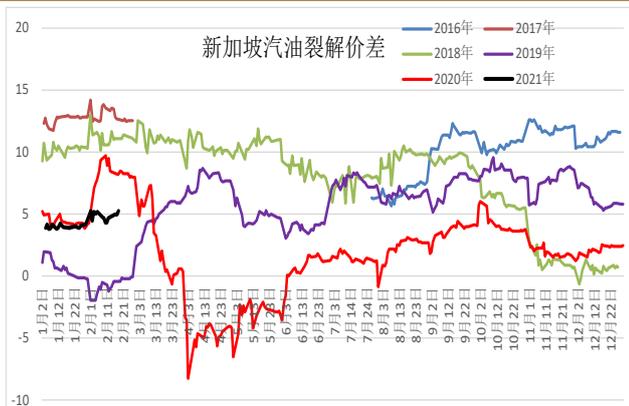
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



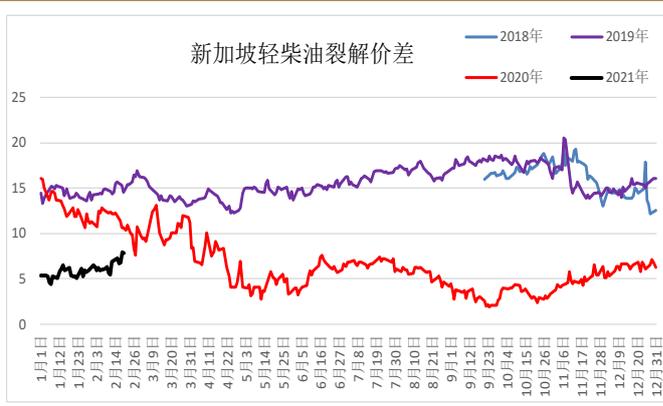
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210219)



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—20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20210219)



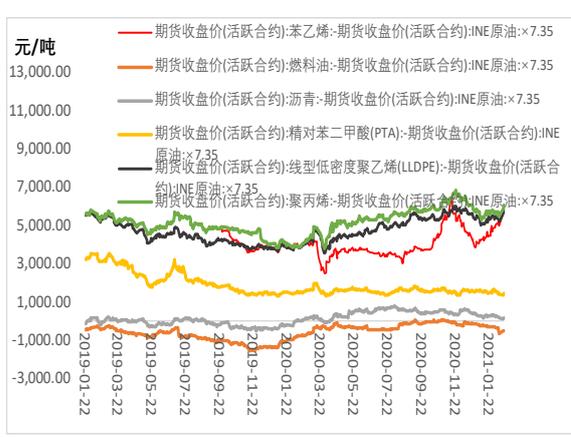
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20210219)



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—20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去两天交易日能化品整体分化, 沥青和高硫燃油裂解价差下行, 苯乙烯裂解价差涨幅较大, PTA 裂解价差持稳, 聚烯烃裂解价差周度小幅走高。从绝对值看依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu.

### 三、原油供应 5

#### 1、原油产量: 伊拉克 2 月增产, 美国产量下降 40%, 俄罗斯产量环比下滑 5%

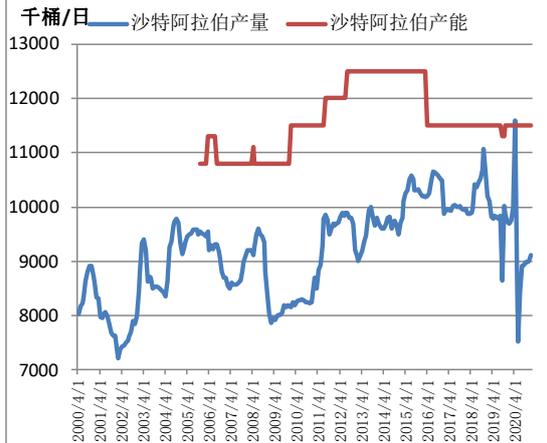
即使在欧佩克第二大生产国承诺本月减产之后, 伊拉克的原油出口在 2 月上半月也跳升。根据彭博汇编的油轮追踪和港口代理数据, 2 月的前 14 天, 原油出口增至每日 344 万桶。这比一月份增长了 4.4%, 是自五月份以来的全月最高数字。

图表 23: 欧佩克的产能与产量 (1999-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24: 沙特的产量与产能 (1999-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

寒流带来的低温也影响了其他国家的原油供应。据统计俄罗斯 2 月 1-15 日的产量也因为气温

过低只有配额量的 95%。供应端的实际减少将支撑油价继续走强。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

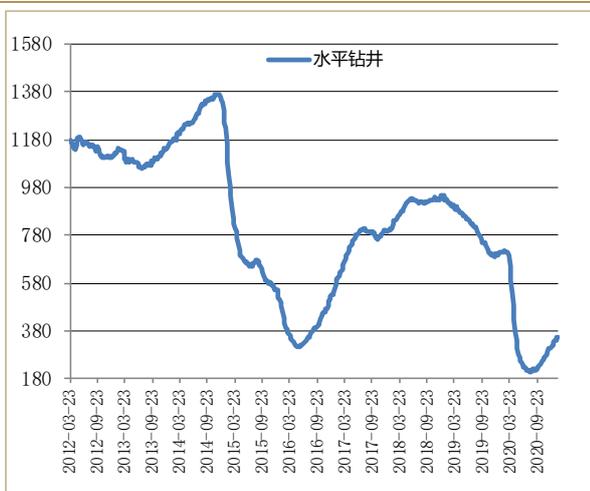
图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

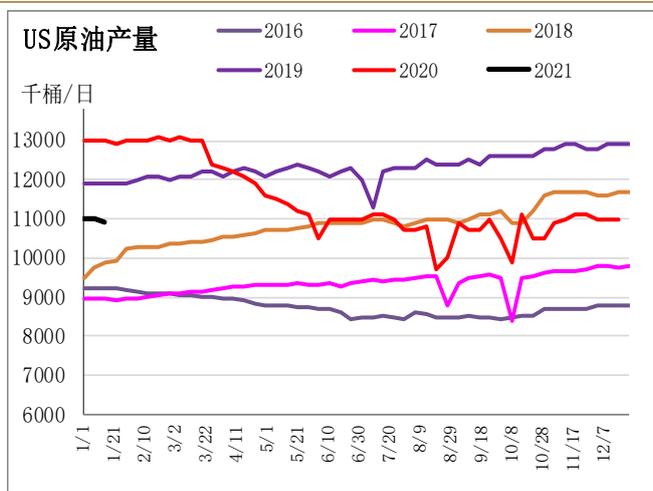
贝克休斯数据显示, 截止 1 月 29 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 6 座至 384 座。美国原油产量周度下降 20 万桶至 1080 万桶/日。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

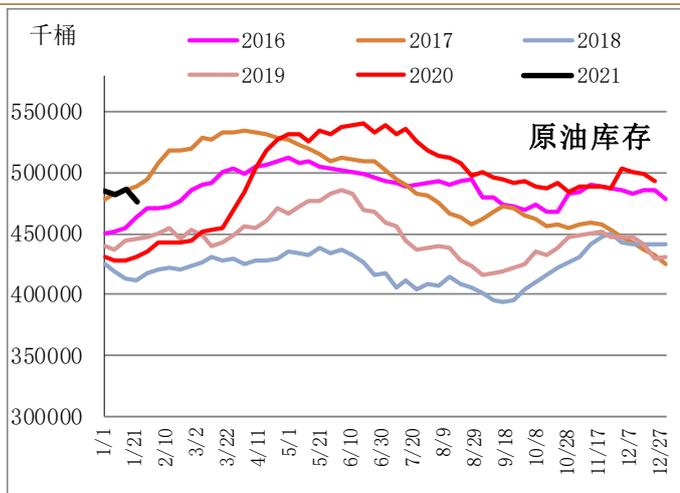


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存: 油品总库存继续下滑

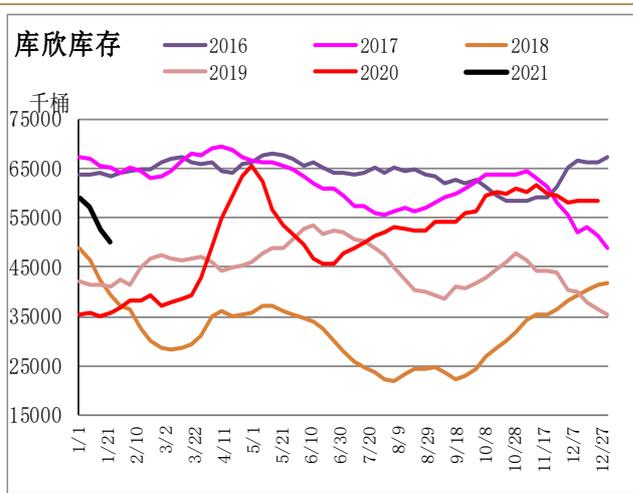
EIA 库存报告利好。美国暴风雪冲击前的一周, 美国原油商业库存下降 720 万桶, 汽油库存增加 70 万桶, 馏分油库存下降 340 万桶, 不包括 SPR 的油品总库存下降 1500 万桶, 油品总库存是 2020 年 3 月以来的最低值, 美国油品去库格局良好。

图表 29: 美国原油商业库存走势



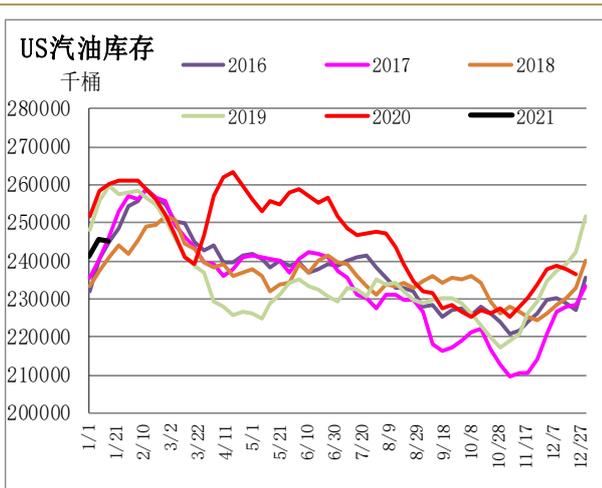
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30: 美国库欣地区原油库存走势



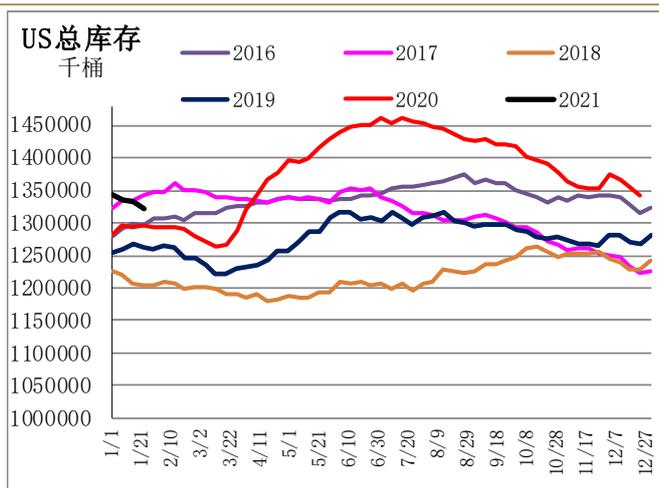
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31: 美国汽油库存走势



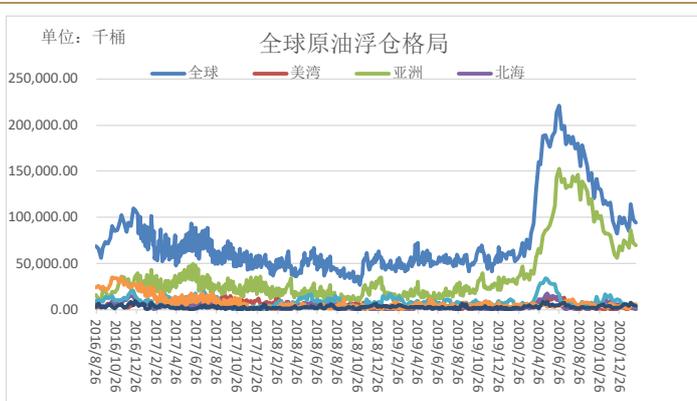
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210219)



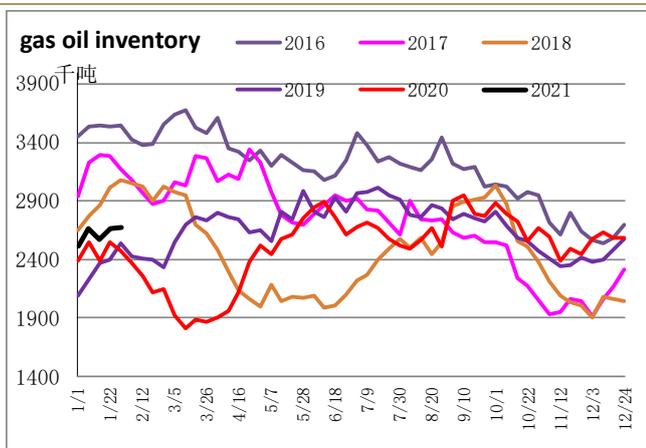
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34: 全球水上原油 (2016—20210219)



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 (2013-20210219)



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 (2013-20210219)



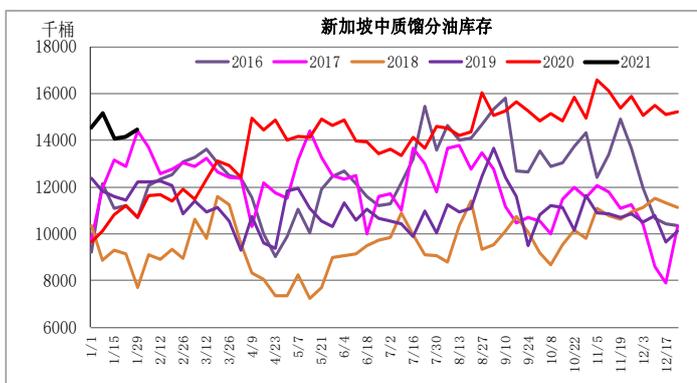
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

全球原油浮仓周度继续下降, 从 9.7 亿桶下降到 9.3 亿桶。

新加坡成品油库存截至 2 月 17 日当周整体下滑, 其中降幅最大的是燃料油库存, 达到了 17 个月的低位, 轻质和中质馏分库存则小幅增加。

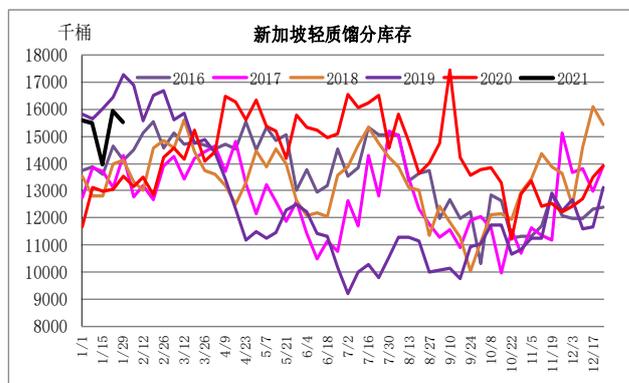
ARA 地区当周油品总库存环比下降 2.5%, 其中柴油、燃料油、石脑油和航煤均降库, 仅汽油库存小幅增加。

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 (2018-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

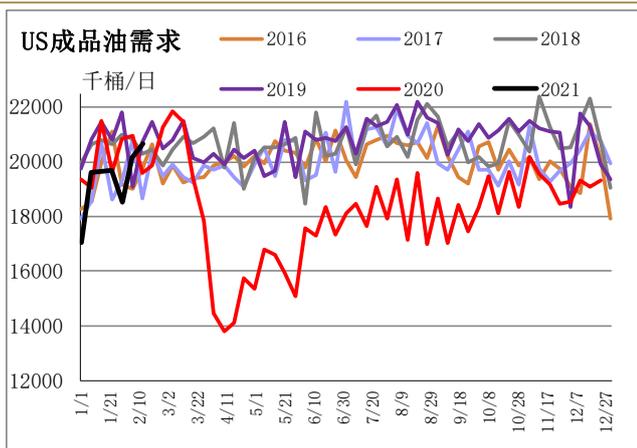
SC 仓单周度仓单总量小幅下降 10 万桶至 2330 万桶。  
卓创统计的山东地区原油库存周度从 4080 万桶上升到 4500 万桶。

#### 四、原油需求

##### 1、美国成品油表需周度持稳

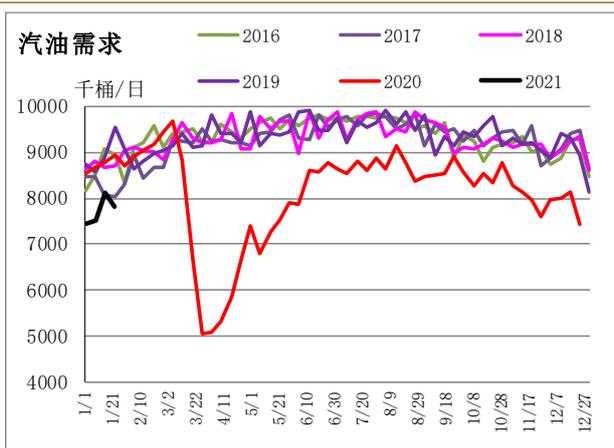
美国能源信息署最新统计显示, 截止 2 月 10 日的一周, 美国表需周度上升到 2070 万桶/日, 汽油、中质馏分和燃料油需求都有增长。

图表 41: 美国成品油表需走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

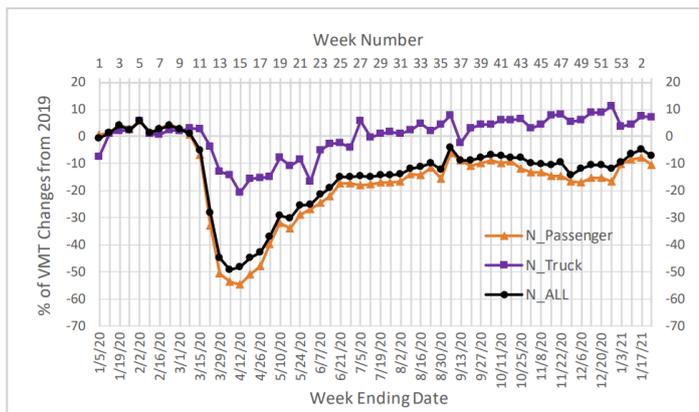
图表 42: 美国汽油需求走势图表



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

截止 1 月 24 日当周美国高速公路行驶里程数环比下降 2%, 同比下降 7%, 卡车表现依旧好于载人机动车。卡车里程数同比增 7%, 载人汽车行驶里程同比降 11%。

图表 43: 美国高速公路行驶里程数



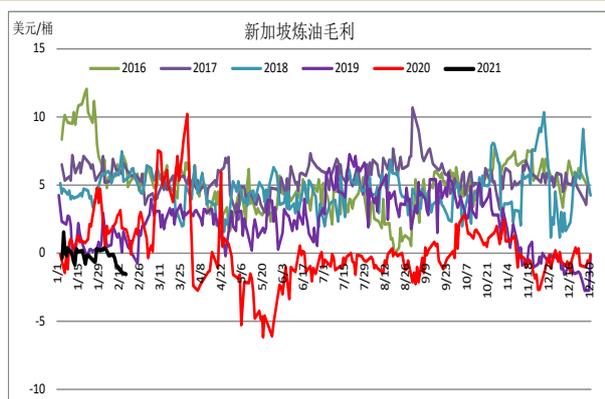
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国和欧洲炼厂毛利走高, 新加坡炼厂毛利下跌。

美国炼厂开工率从 83% 升至 83.1%。

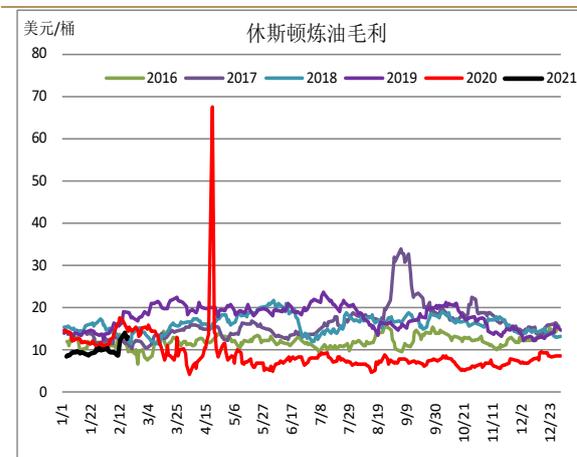
全球运行中的炼厂产能周度从 7220 万桶/日上升到 7270 万桶/日。

图表 45: 新加坡炼厂毛利



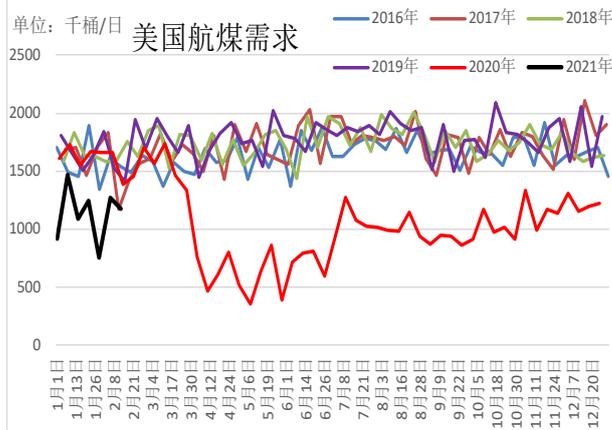
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



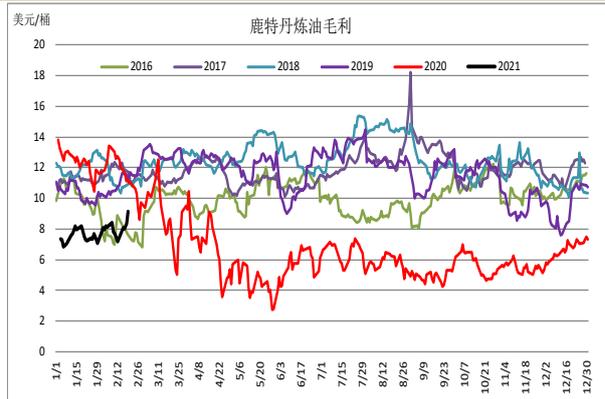
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 美国航煤需求走势图表



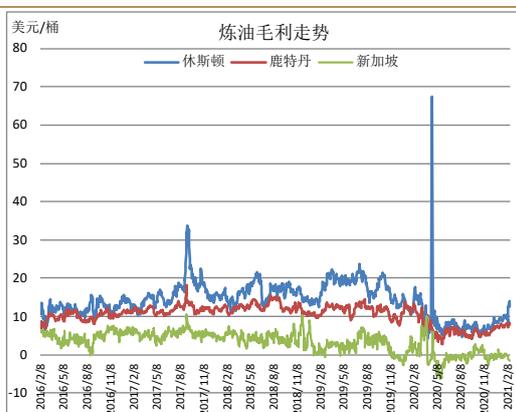
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



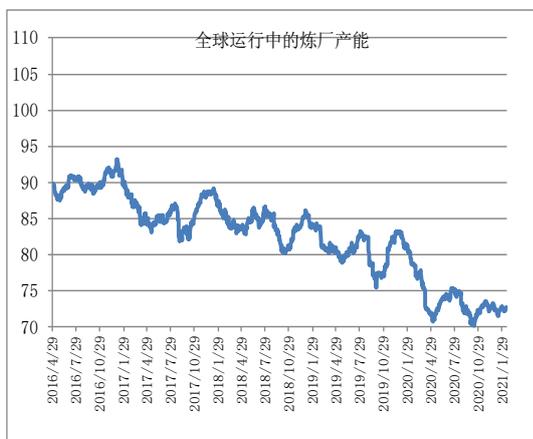
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



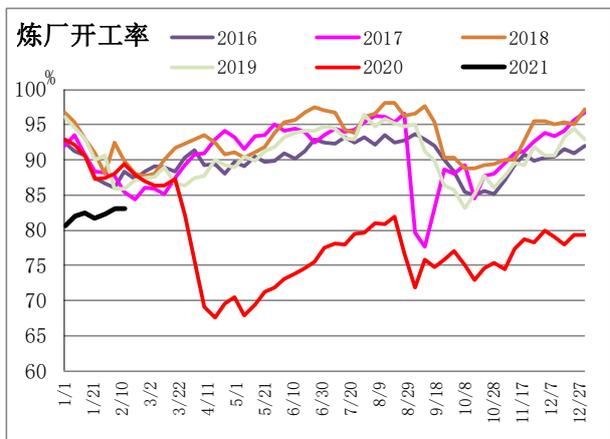
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20210219）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20210219）

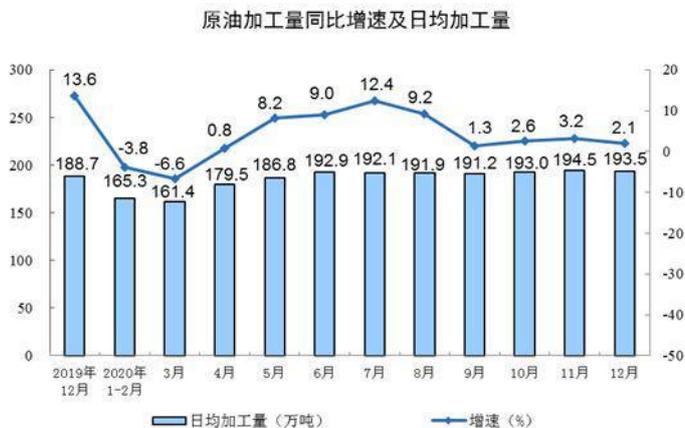


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

### 2、2020 年中国加工量创记录

统计局数据显示，中国 2020 年汽油产量为 1.317 亿吨，同比下降 6.6%，柴油产量 1.59 万吨，同比下降 4.6%。12 月和 2020 年中国原油加工量为 6000 万吨和 6.7441 亿吨，2020 年全年日均加工量为 1345 万桶/日，月度加工量和年度加工量均创记录。

图表 51：中国原油加工量（2019-202101）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20210219）



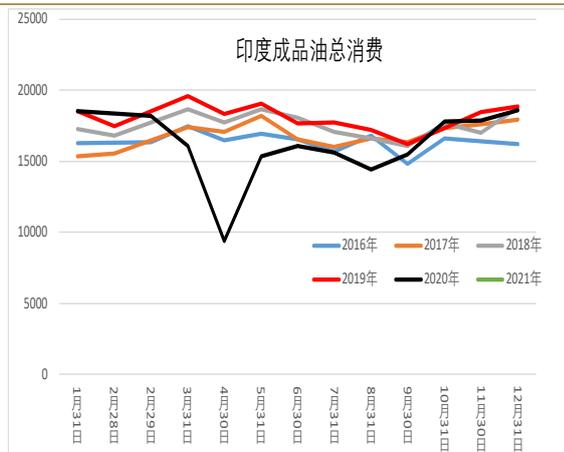
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

### 3、其他国家和地区：印度 1 月原油进口量同比下滑 2.7%

印度 1 月原油进口为 1960 万吨，同比下滑 2.7%，环比下降 4.3%。

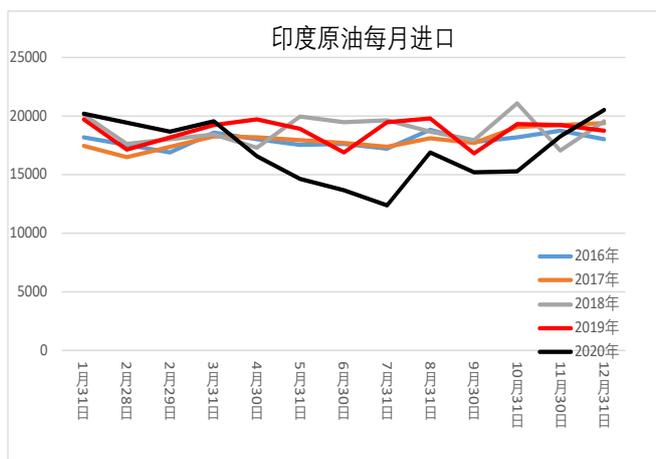
印度 2 月上半月最大零售商的燃料销售与一个月前相比有所改善。自去年封锁以来，随着人们转向私人交通工具，汽油销售恢复最快，但自 8 月份以来首次同比下降。

图表 53: 印度原成品油消费(2017-2021Q1)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口 (2015-2021Q1)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 四、资金和地缘

### 1、宏观经济：通货再膨胀狂欢有其阴暗面 全球新兴市场将遭遇考验

不断上升的美国国债收益率有可能正在给新兴市场的上涨行情釜底抽薪,从而令本年度华尔街最受欢迎的交易策略之一受到打压。

强劲的经济反弹和大规模美国刺激措施的前景使高盛策略师和 Amundi 的基金经理们对发展中国家的牛市情形假定发出声援。但摩根大通指出,美国国债大跌应让投资者保持警惕。

摩根大通的 John Normand 2月17日发布客户报告称,“如果今年有哪种配置策略会让人有点信心不足,那就是超配新兴市场。”

这种波动巨大的资产类别所面临的危险在于美国通货膨胀率再次回升,后者将推动基准利率上行。如果美债下跌继续下去,可能会迫使在发展中国家购买了大量高收益率证券的投资者择机退出,因为持有它们的相对吸引力减弱。

本周,美国10年期国债收益率升至一年来的最高水平,因投资者开始消化1.9万亿美元刺激计划的全部经济影响。法国巴黎银行亚太新兴市场研究负责人 Sid Mathur 表示,此举也可能导致新兴市场债券的快速重新定价。

“从战术角度讲,美国利率的大幅上涨可能促使高持仓的高收益率新兴市场货币大幅下滑,”高盛策略师 Kamakshya Trivedi 等周三发布报告称。他们并表示,随着利率上行速度缓解,这种走势也会回转。

并非每个人都将美债收益率走高视为新兴市场的不利因素。因随着全球经济的扩张,资本流动趋于加速,从而会抵消借贷成本上升带来的负面影响。

Aberdeen Standard Investments 新兴市场债券投资总监 Mark Baker 表示,“相对于其他固定收益资产,新兴市场本币债券更能度过这次难关,”指出其货币相对便宜且收益率诱人。

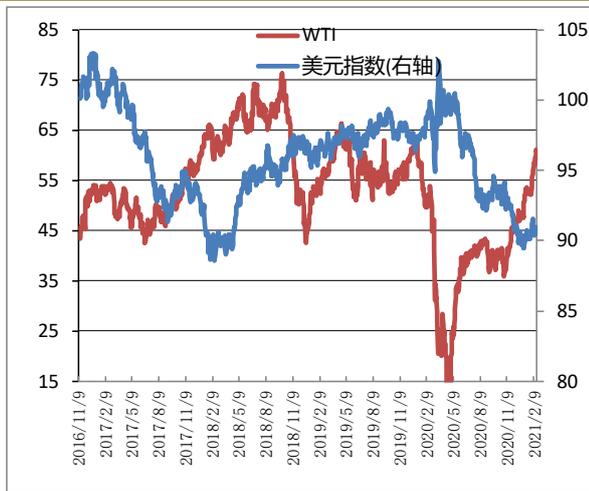
但是最近美债收益率的飙升确实使策略师们保持警惕,一些人现在甚至确定了市场的潜在极限断裂点。

澳新银行亚洲研究主管 Khoon Goh 表示,如果10年期美债收益率突破1.50%并开始朝2%前进,该机构将“变得谨慎”,因为这很可能导致资金流出亚洲债券市场。周四10年期收益率约为1.3%。

他说,在那之前,“我们对亚洲货币仍然保持乐观,并认为该地区的积极经济增长前景会盖过

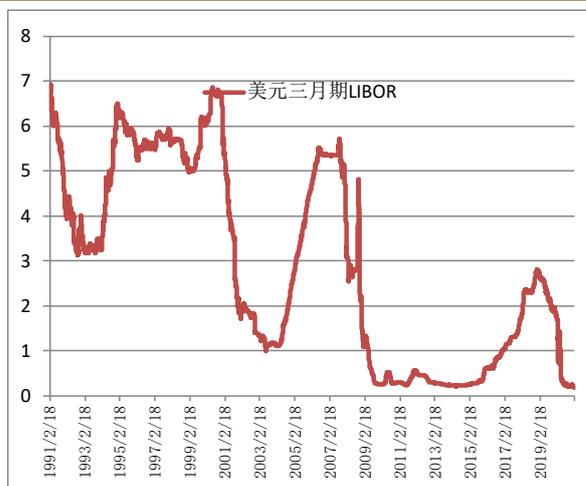
收益率上涨的影响。”

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20210219)



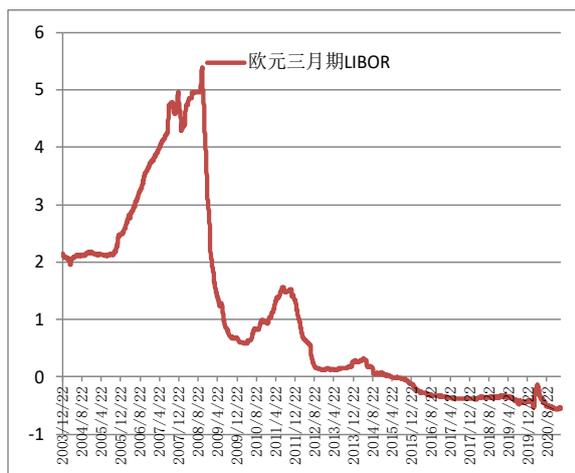
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20210219)

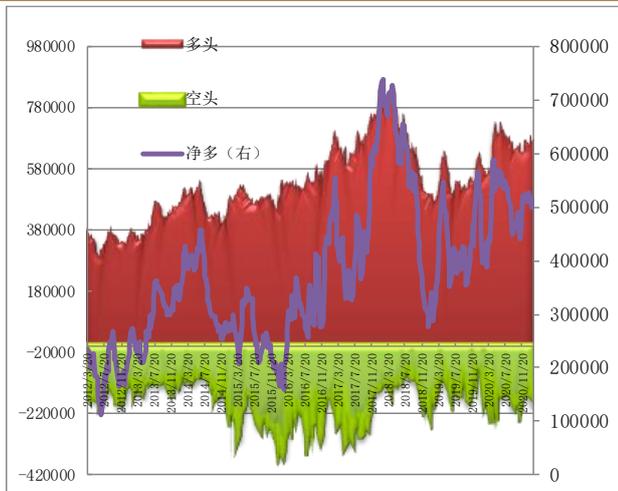


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度下降

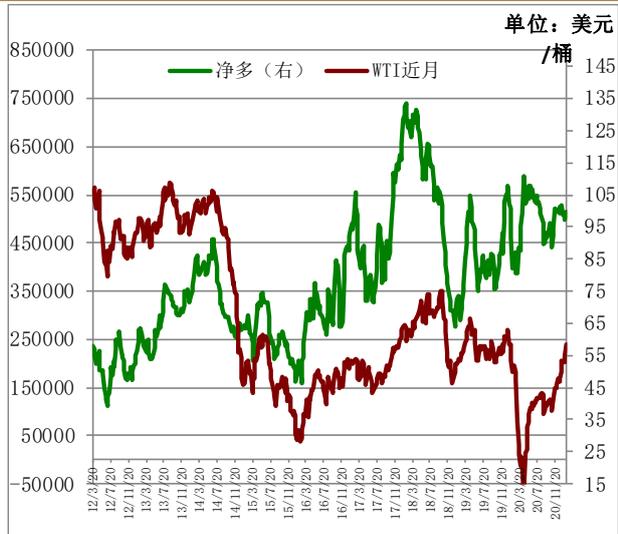
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止2月9日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓多空均增加，多头增加幅度略多，净多持仓从50万手上升到51.4万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓(2011-20210219)



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 (2011-20210219)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：美国寒流助攻多头，油价延续上行

原油的上行趋势仍将继续。过去一周美国寒流影响了该国 40% 的产量，美国 26% 的炼厂产能也被迫关停，该事件可以说是多头趋势中的意外利好；后期原油和炼厂生产都将陆续恢复，原油库存和成品油库存却下降了。

目前疫苗接种正有序开展，美国有 8% 的人口和 5% 的欧洲人口已接种疫苗。按照目前的注射速度，到 6 月底和 9 月底，将有 60% 的美国和欧洲成年人分别接受全剂量的疫苗，欧美接近全体免疫。因欧美是消费型经济体，欧美的生产生活正常化对原油的需求将有较大的提振。中国度过了封锁的春节，且连续连州几乎没有新增病例，中风险地区降到了 4 个。

随着疫情的缓解，需求也在慢慢走好。美国的 1 月的第四个星期，卡车运输的 VMT 比 2019 年同期高出 11%，这是卡车运输的连续二十周超过 2019 年的水平。美国 1 月份 ISM 的报告显示，企业库存已降至自全球金融危机以来的最低水平。货架上实际上是光秃秃的，这意味着还要进行数月的强劲货运活动，这都将继续增加柴油的消费。2 月 15 日当周全球十三个大型城市的拥堵时长增减不一，欧洲环比甚至仍有下降，美国 1 月底当周的载人汽车的 VMT 较 2019 年也低 11%，汽油的需求复苏仍需要时间。

现在原油市场最大的风险就在于利好因素被提前兑现，市场太激进而导致的技术性回调。目前伊朗出口仍不会立即回归，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