

## 短期有波动，中期涨势未结束

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：

未来一段时间全球原油市场将面临这样几项冲击，第一个是OPEC+将在3月4日召开的产量决议会议，沙特的自愿减产3月结束，4月恢复正常的概率大，且整个减产联盟可能延续前期的产量累增策略，联盟整体增产50万桶/日。第二个是美国产量逐步复苏的冲击，美国产量最好的情况就是恢复到寒流冲击前的1100万桶/日的水平，从现在各大页岩油企的举措看，他们2021年的资本支出与2020年持平，产量也将持稳或下降，即美国产量短期有回升，中期仍是下降或持稳。第三个是中国买盘的回落，中国炼厂即将进入检修季，中国石油战略储备也接近完成，买盘将适度回落。油价可能因此震荡或调整。

原油中期的故事仍是欧美需求的恢复常态，现在欧美的航空飞行量距离正常水平仍有65%左右的降幅，美国的陆上交通量同比仍有15%左右的降幅，欧洲则是30-50%的降幅不等；随着疫苗注射速度加快，欧美国家在2季度末前需求完成全体免疫时也将面临油品需求的全面复苏。需求增量就是原油上涨最大的动力。

我们认为油价可能以震荡或小幅回调应对近期的产业利空，后期仍将继续攀升，回调将给投资者带来加仓时机。

### 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

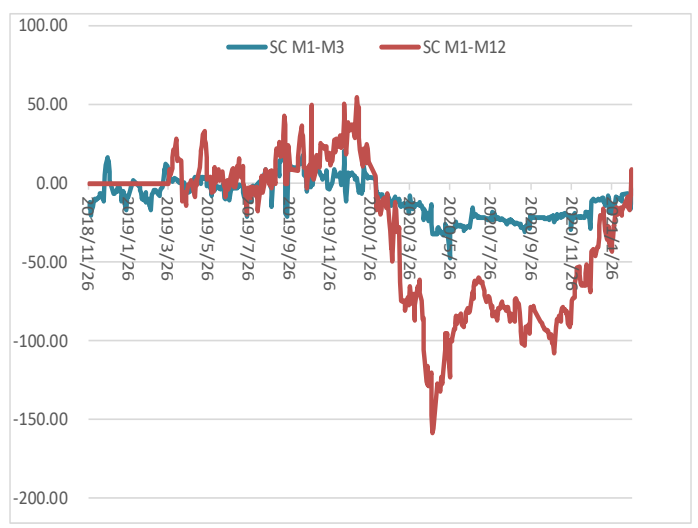
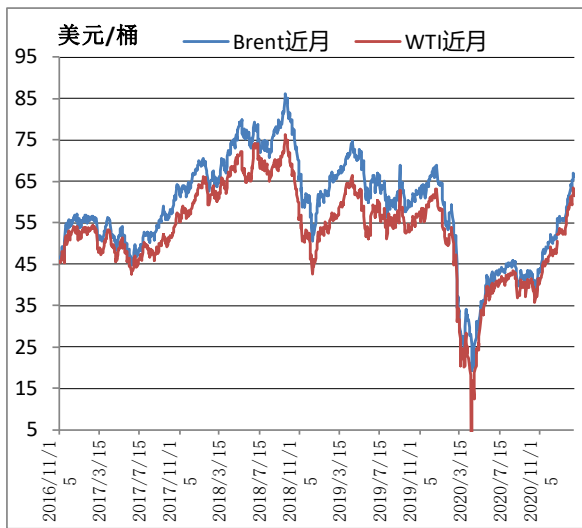
### 1、原油价格及相关价差：OPEC+会议增产预期短暂拖累油价

国际原油期货周度延续升势。美国原油产量恢复速度低于预期支撑油价，临近周末市场开始交易3月初举办的欧佩克减产联盟会议，联盟增产的可能性较大。

WTI 活跃合约周线上涨 4.4%，2 月上涨 18.53%；Brent 活跃合约周线上涨 2.56%，2 月上涨 17.59%；SC 活跃合约周线上涨 4.51%，月线上涨 19.28%。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20210226）

图表 2：SC 月间差（2018-20210226）

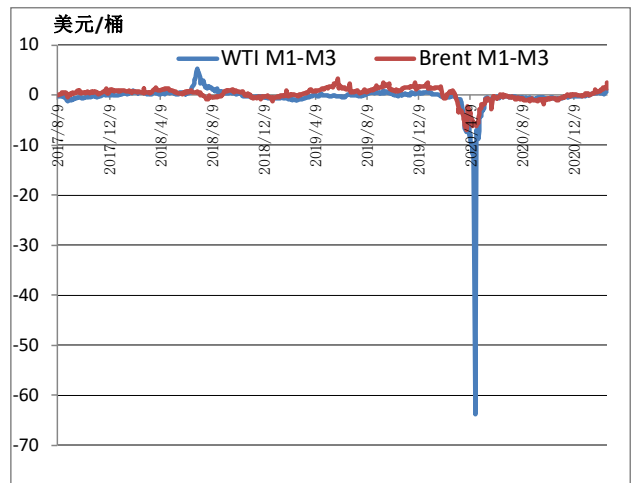
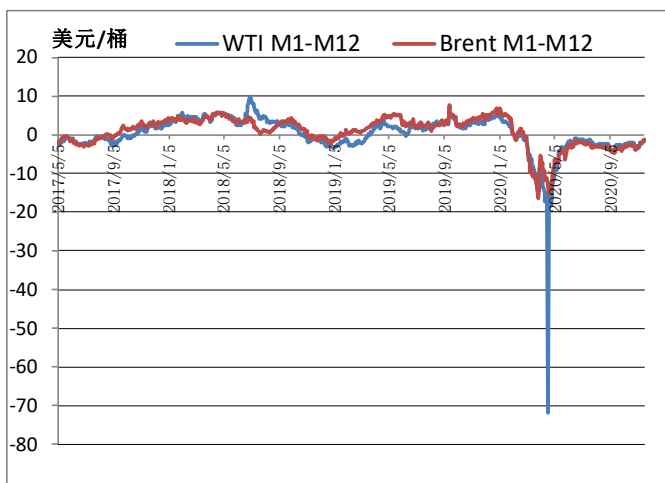


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20210226）

图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20210226）

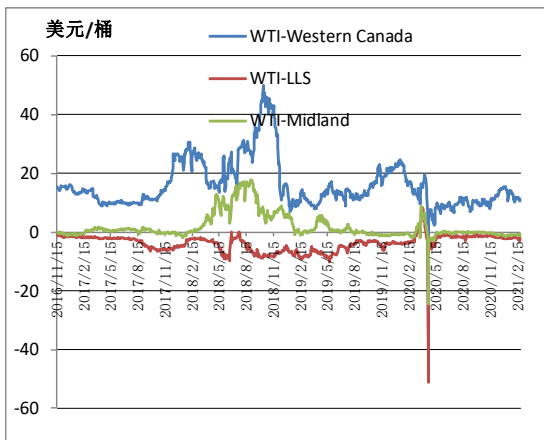


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

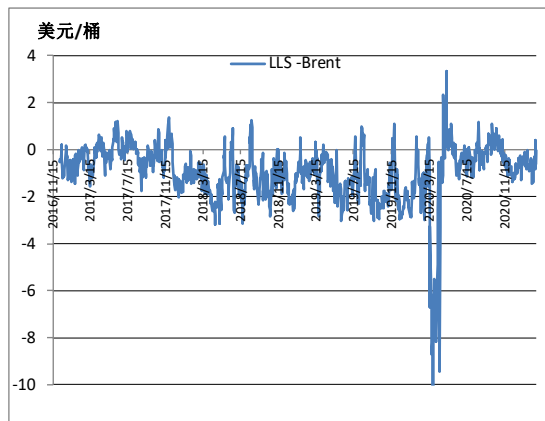
Brent、WTI 和 SC 全球三大基准油的月差全线上升，尤其是 Brent，北海五大原油将在 4 月检修会进一步收紧 Brent 结构；美国去库节奏加快也有利于 WTI 月差的走高。现在全球三大原油中仅 SC 还是 contango 结构。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20210226)



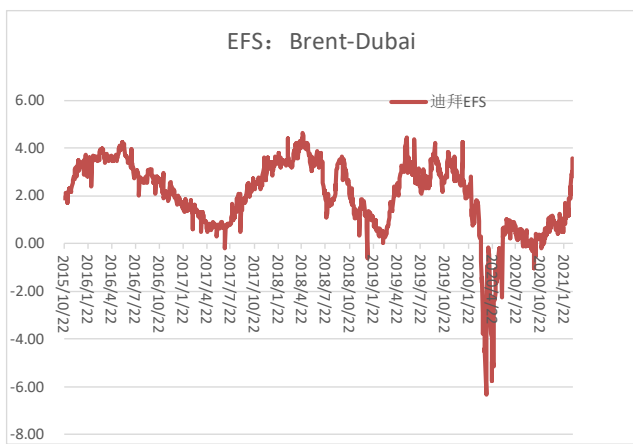
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20210226)



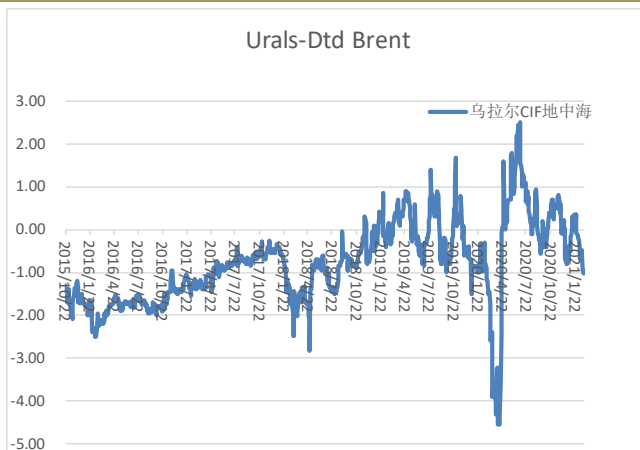
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20210226)



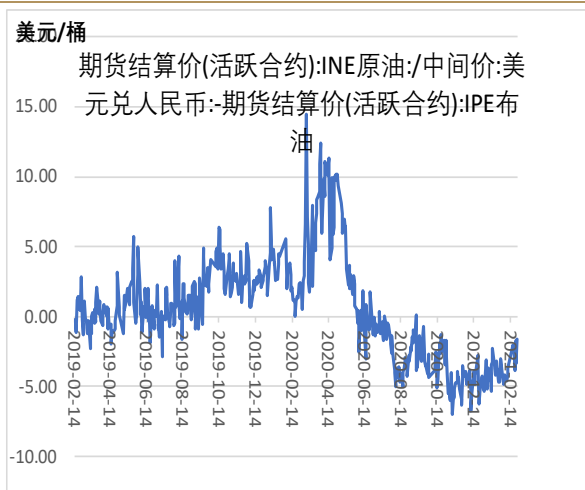
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20210226)



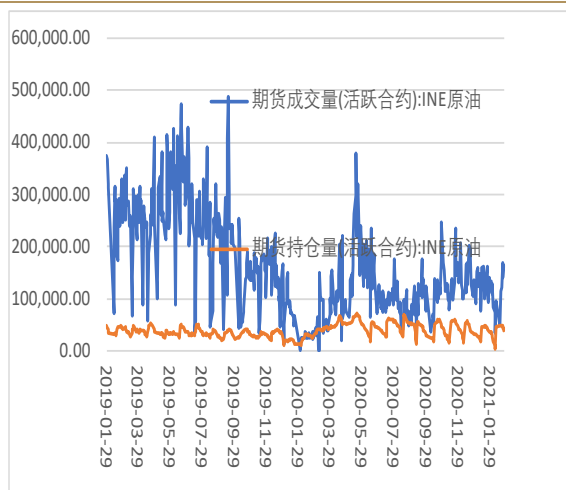
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20210226)



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—20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

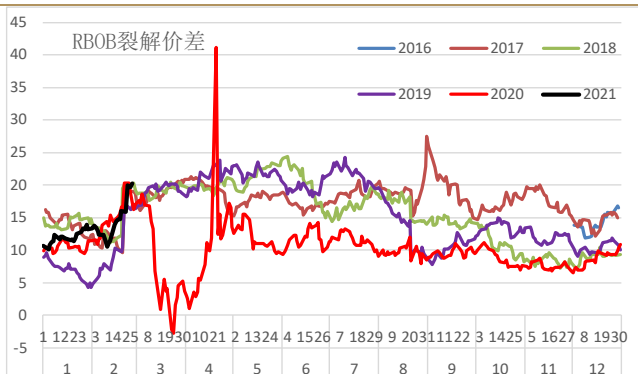
美国原油产量下降出口下降，提振低硫轻质原油价差，Brent 相对于 Dubai 和 Urals 原油的升水进一步扩大。Brent 受到了美出口减少的支撑。LLS 相对于 Brent 周度下行。CFD1-6 的 back 结构周度下降。

WTI 相对于 WCS、LLS、Midland 的全线走高。

SC 与 Brent 的价差周度从-3.36 美元/桶小幅上涨到-1.65 美元/桶。

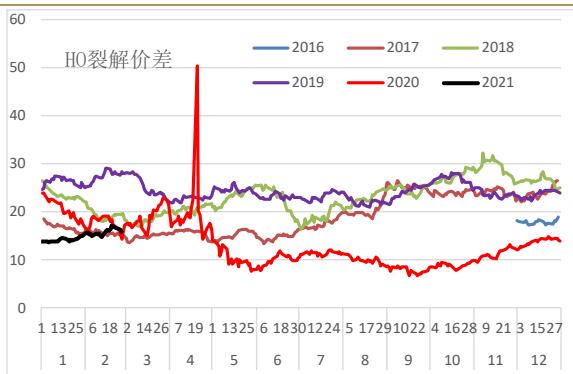
2、原油与下游产品的裂解价差：汽油裂解价差继续走高，柴油裂差持稳略降  
轻质原油的强势以及美国炼厂恢复进程缓慢都是汽油裂解价差强于柴油的原因。

图表 11：美汽油裂解价差



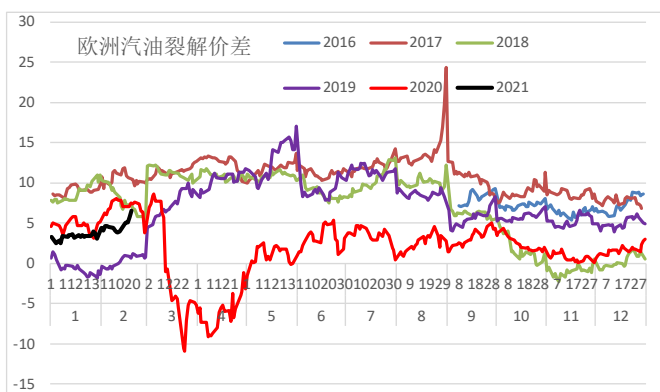
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



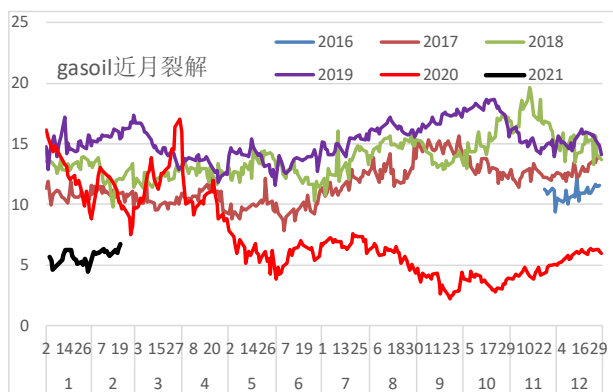
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



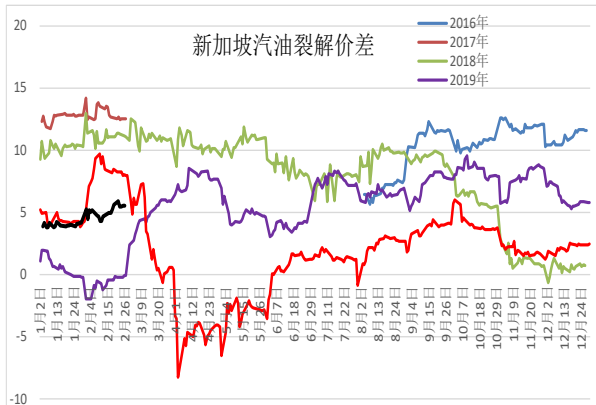
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



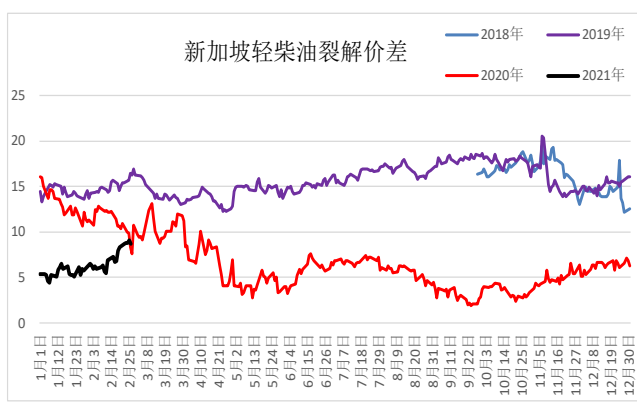
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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



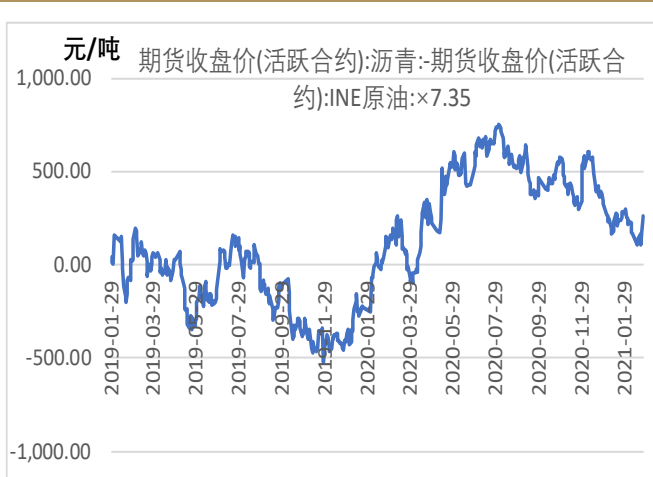
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 燃料油的裂解价差 (2018—20210226)



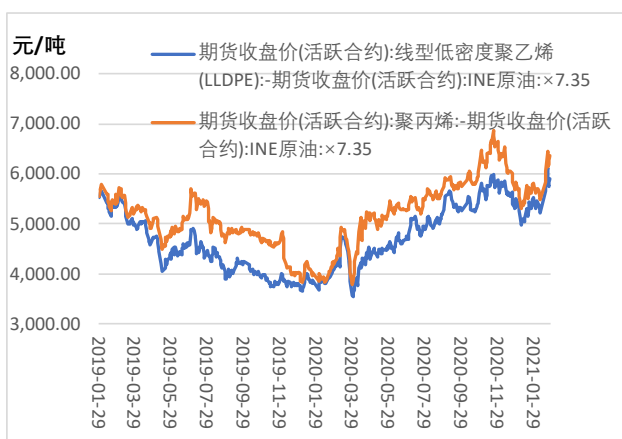
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沥青的裂解价差走势 (2018—20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20210226)



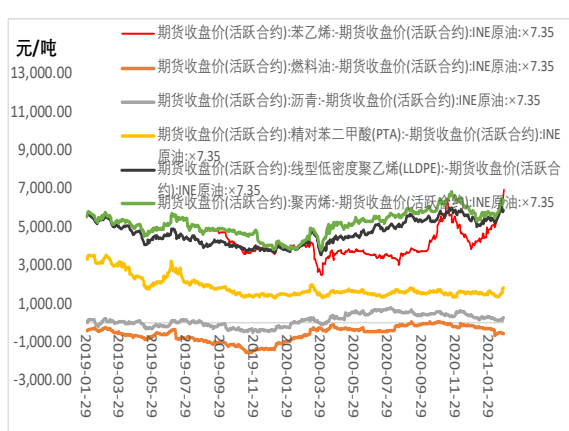
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20210226)



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—20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

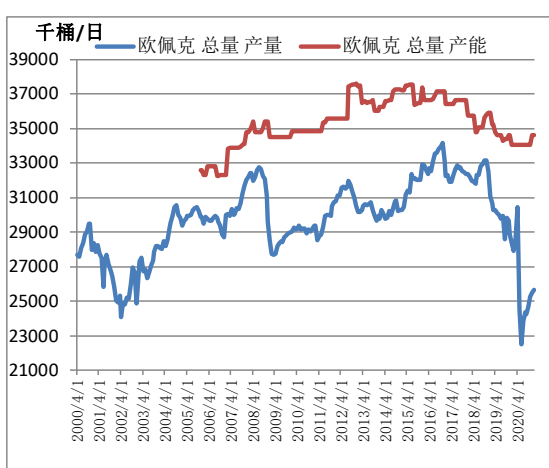
国内能化品相对于 SC 的裂解价差继续分化, 苯乙烯、沥青、PTA 裂解价差走高, 高硫燃料油、PP 和 PE 的裂解价差则下降。从绝对值看依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu。

### 三、原油供应——美国产量周度降幅达到历史记录

#### 1、原油产量: 4 月 OPEC+ 可能小幅增产

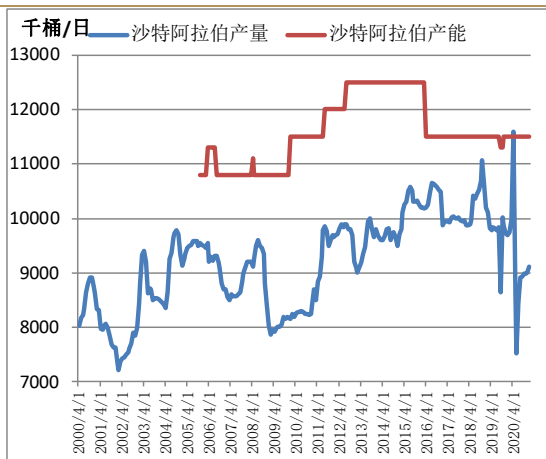
OPEC+ 将考虑从 4 月起适度放宽产量限制, 可能增产 50 万桶/日, 沙特自愿性减产的 100 万桶/日的计划也将在 4 月结束, 4 月全球原油供应环比将增加 150 万桶/日。

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

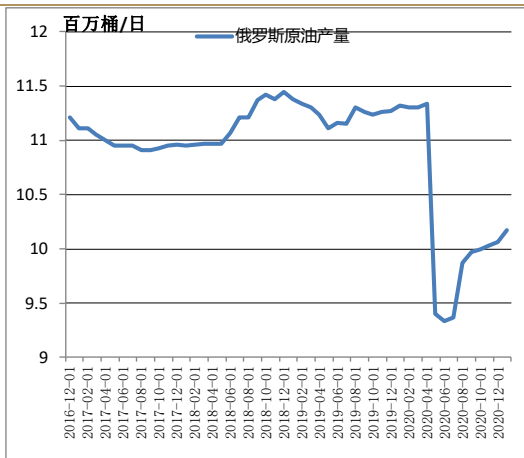
图表 24: 沙特的产量与产能 (1999—202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

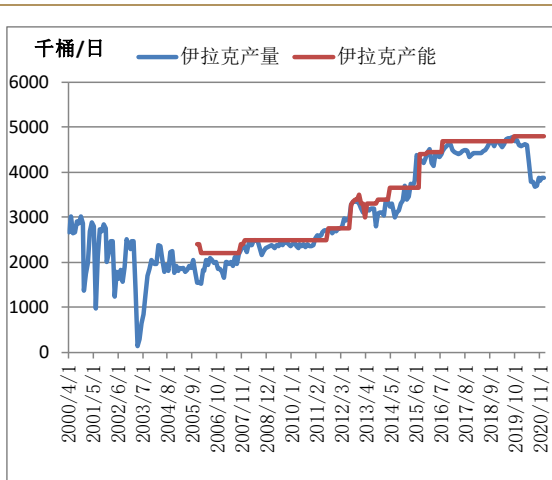
俄罗斯 2 月 1-23 日的液体燃料产量从 1 月份 1016 万桶/日下降到 1009 万桶/日, 气温下降是产量环比下降的原因。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

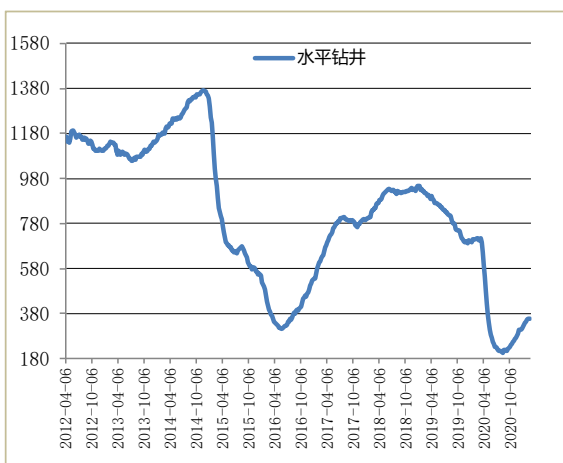
图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

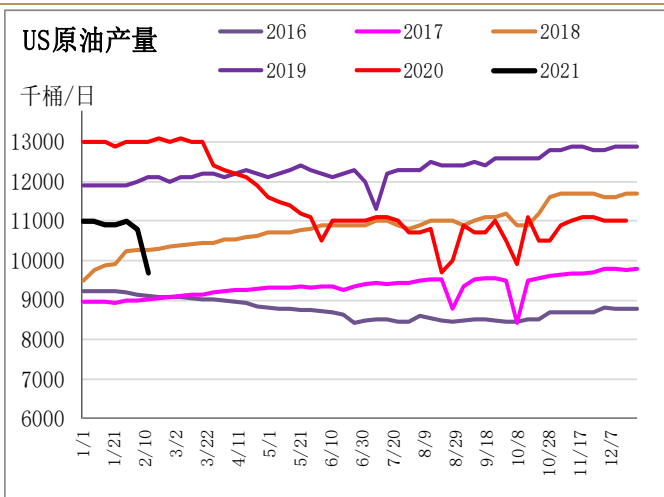
贝克休斯数据显示, 截止 2 月 26 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 5 座至 402 座。美国金融服务公司 Cowen&Co 表示, 其所跟踪的 45 家独立勘探和生产企业计划将 2021 年的支出维持在 2020 年的水平, 这些企业 2020 年和 2019 年的资本支出分别下降了 49% 和 12%。美国原油产量周度下降 110 万桶, 追平史上最大周度降幅。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

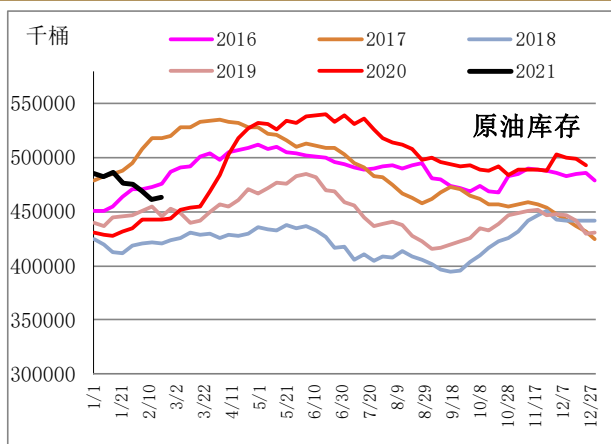


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存: 油品总库存继续下滑

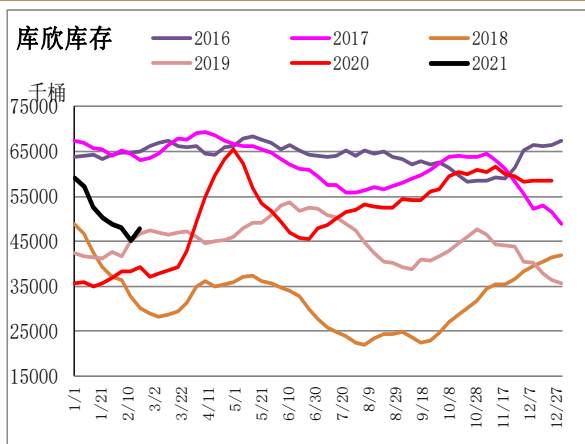
EIA 库存报告十分利好。美国原油商业库存增加 130 万桶, 汽油库存持平, 馏分油库存下降 150 万桶, 不包括 SPR 的油品总库存周度大幅下降 1400 万桶, 美国库存去化加速, 美国油品总库存已经低于 2020 年的同期水平。

图表 29：美国原油商业库存走势



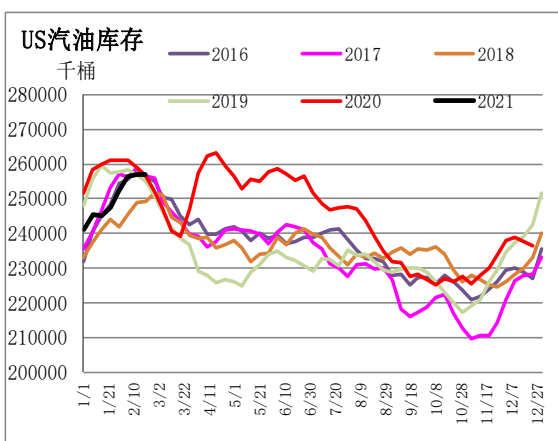
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30：美国库欣地区原油库存走势



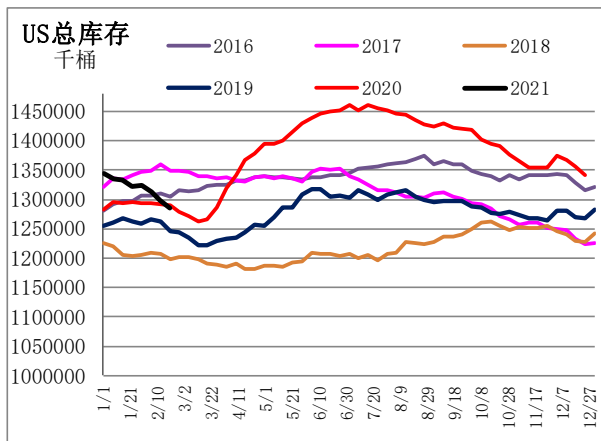
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31：美国汽油库存走势



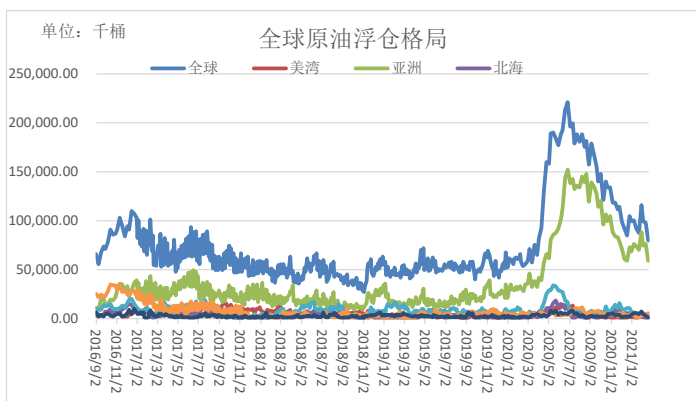
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210226）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

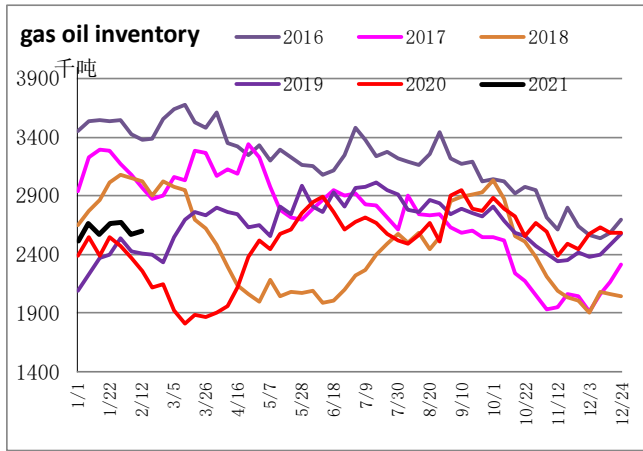
图表 34：全球水上原油（2016—20210226）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

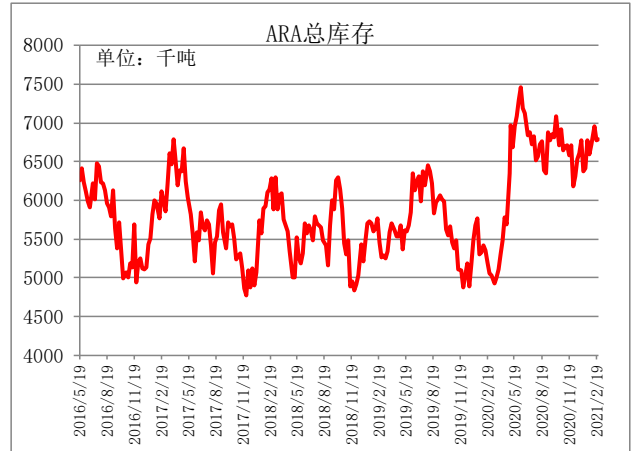


图表 35: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

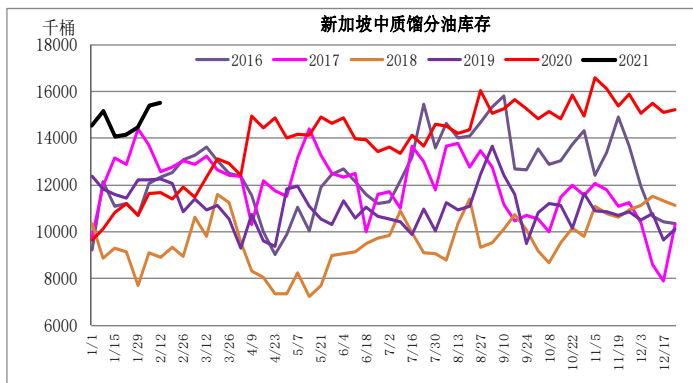
图表 36: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

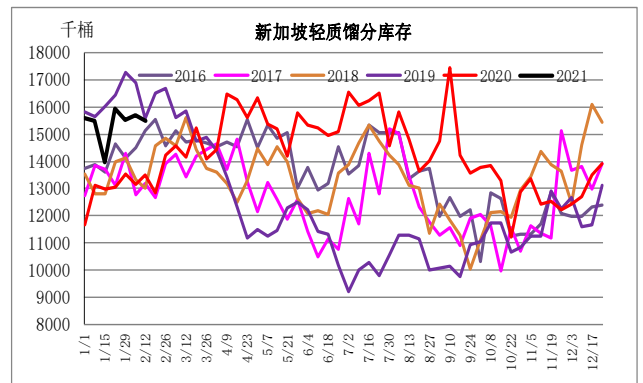
全球原油浮仓周度继续下降, 从 9.7 亿桶下降到 7.9 亿桶。  
 新加坡周度库存整体攀升, 其中燃料油库存升至两周高位。  
 ARA 地区成品油库存总量持稳, 柴油、航煤等中质馏分库存增加, 汽油库存下降。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存



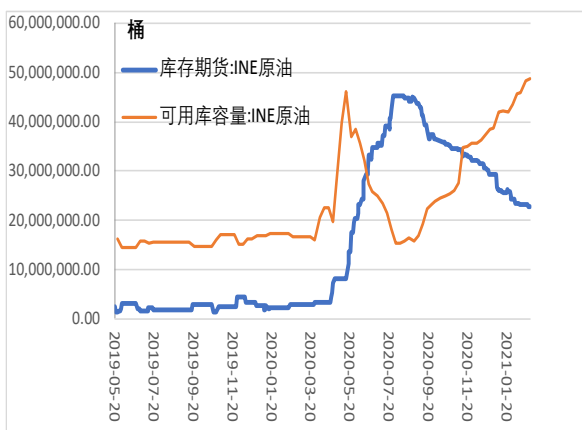
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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 (2018-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20210226)



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 47 万桶至 2282 万桶。

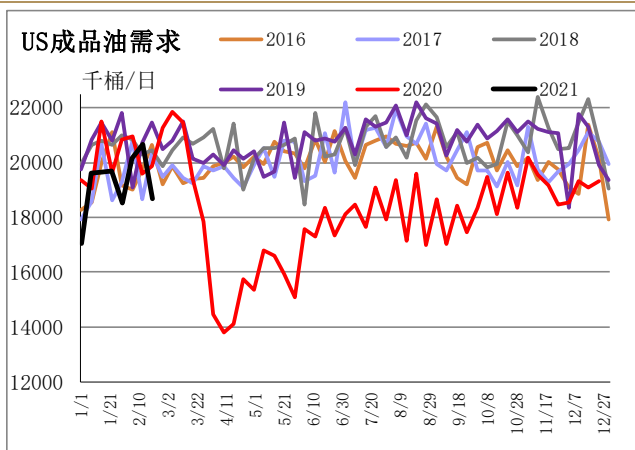
卓创统计的山东地区原油库存周度从 4500 万桶上升到 4900 万桶, 山东原油库存近期增幅较大。

## 四、原油需求

### 1、美国成品油表需周度下降

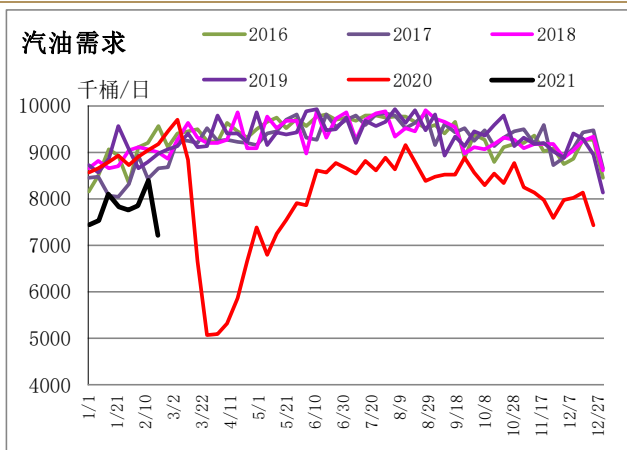
美国能源信息署最新统计显示, 截止 2 月 19 日的一周, 油品表需周度从 2070 下降到 1870 万桶/日。

图表 41: 美国成品油表需走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

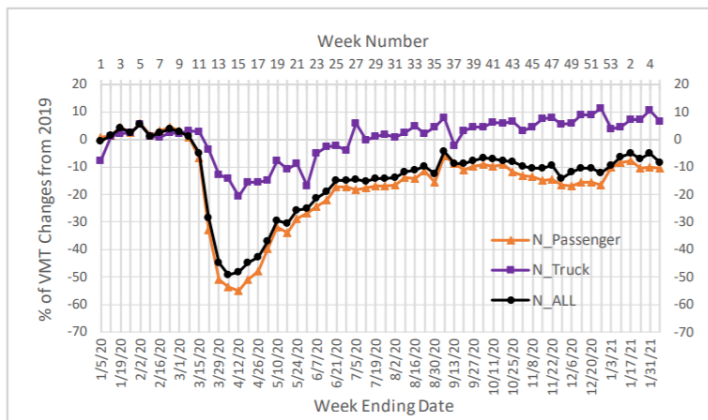
图表 42: 美国汽油需求走势图



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

截止 2 月 21 日当周美国高速公路行驶里程数环比下降 4%, 同比下降 17%。

图表 43: 美国高速公路行驶里程数



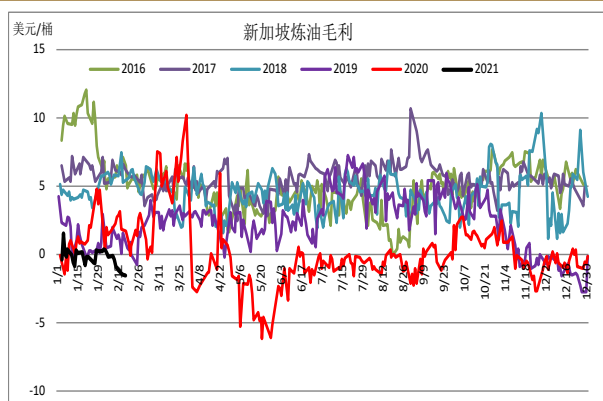
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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 83.1% 大幅下滑到 68%。

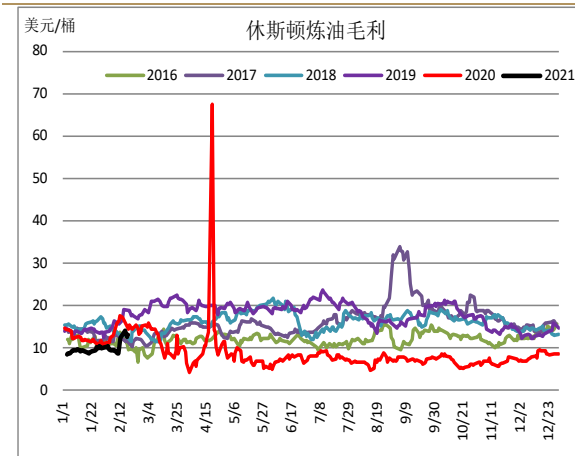
全球运行中的炼厂产能从 2 月 14 日的 7220 万桶/日下降到 6690 万桶/日。

图表 45: 新加坡炼厂毛利



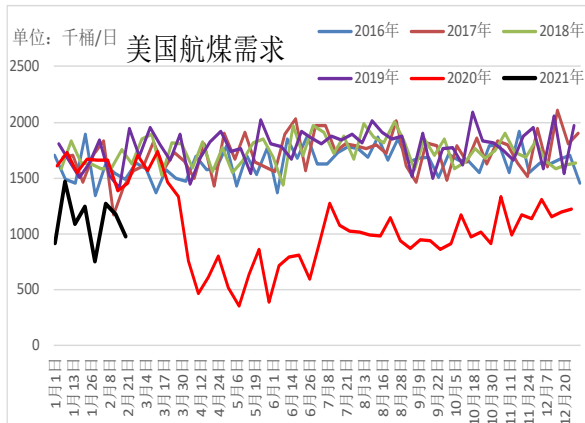
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



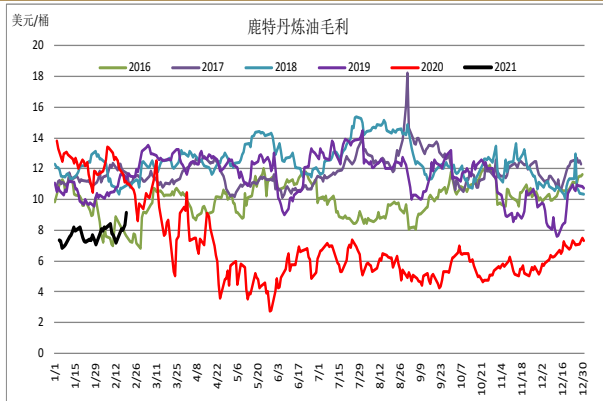
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 美国航煤需求走势图



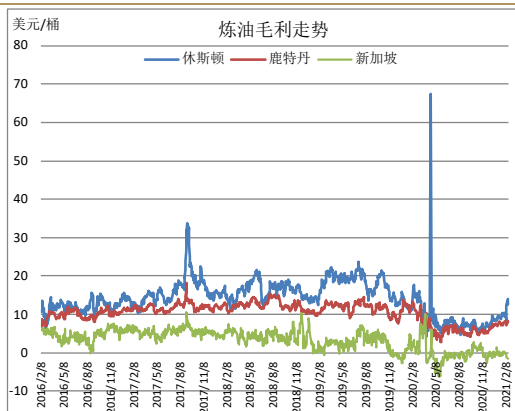
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



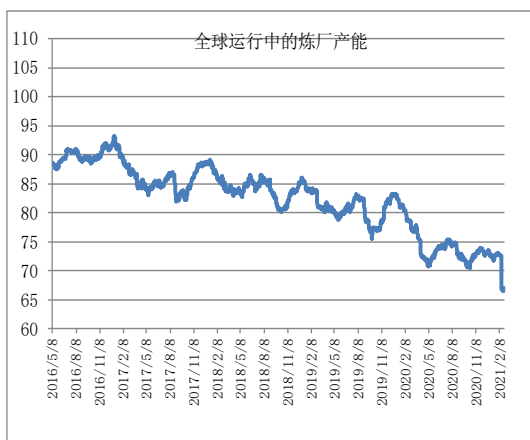
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



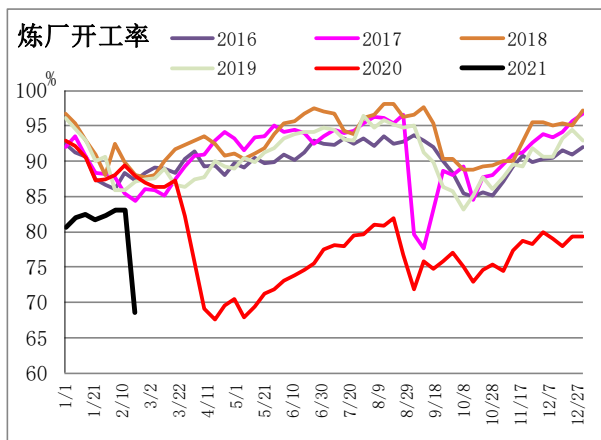
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20210226）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20210226）

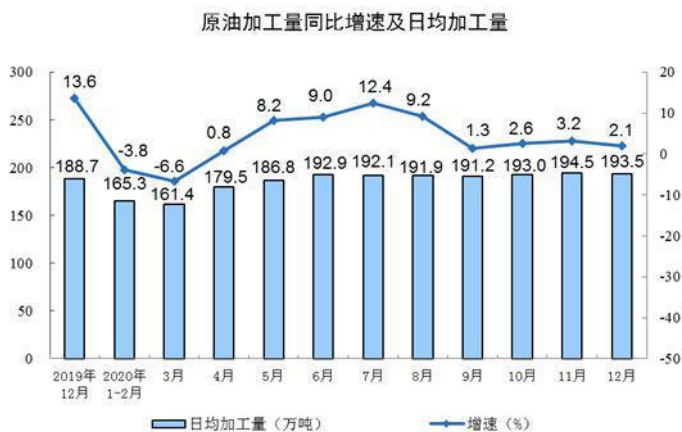


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国进口原油量可能下降

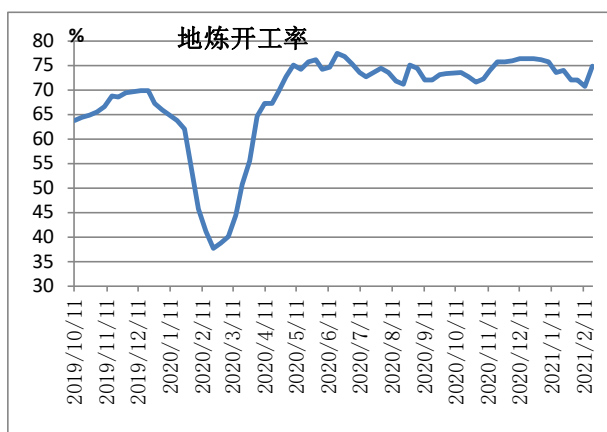
未来一段时间中国的原油进口会下降，一方面炼厂春季检修即将开启，3-6月有超过10家的民营炼厂会停车检修；另一方面中国的SPR基本建成，现在已经接近100天的日净进口量，且接近储能上限。

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（2018-20210226）



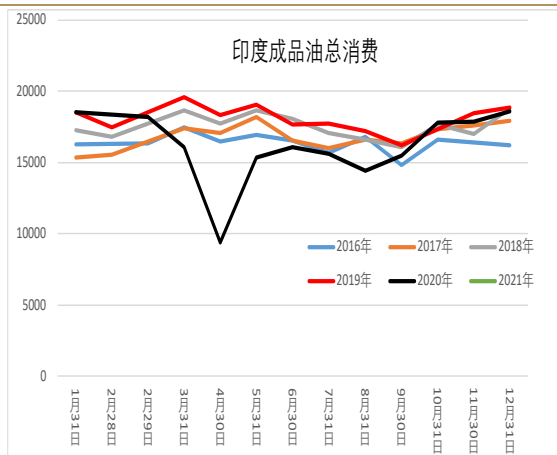
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 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%。

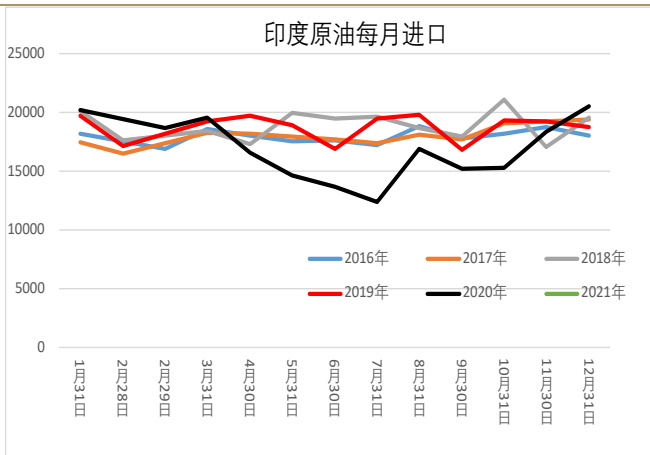
印度2月上半月最大零售商的燃料销售与一个月前相比有所改善。自去年封锁以来，随着人们转向私人交通工具，汽油销售恢复最快，但自8月份以来首次同比下降。

图表 53: 印度原成品油消费(2017-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口(2015-202101)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

自从12月初以来美国的汽油需求就逐步转好，期间圣诞和新年假期曾有所下降，截至2月12日当周美国的汽油消费量同比仅下降了5.7%；英国加油站的汽油销售量同比则下降46%，因英国的管控措施更严格。政府数据显示，欧洲国家1月份的柴油消费下降了21%，南美下降了11%。2月1-15日印度的汽柴油和航煤需求环比分别增长了4.2%、9.1%和8.8%，同比依旧下降，降幅分别为2.4%、8.6%和41%。

#### 四、资金和地缘

##### 1、宏观经济：美联储官员齐声宣称国债收益率上升无需担忧 是经济乐观的信号

数位美联储官员周四表示，美国国债收益率飙升反映了市场对经济走出新冠危机的乐观情绪，并强调央行并没有因此过早收紧政策的计划。

圣路易斯联储行长 James Bullard 在一次线上演讲后对记者表示，“我认为到目前为止，收益率的上升可能是一个好兆头，因为它确实反映出美国经济增长前景和通胀预期改善，并促使后者更接近委员会的通胀目标。”

Bullard 和另外两名美联储决策者——来自亚特兰大联储的 Raphael Bostic 和堪萨斯城联储的 Esther George 所发表评论，显示央行的政策制定者都团结在美联储主席杰罗姆·鲍威尔对货币政策调整持耐心态度的立场周围。

鲍威尔本周告诉国会议员称，该国距离实现充分就业和物价稳定的目标还有很长路要走，从而暗示尽管随着疫苗分发，经济料在今年晚些时候表现强劲，但美联储仍将在一段时间内维持超宽松的货币政策。

上述美联储官员都同意鲍威尔将收益率上升描述为对经济前景的一种“信心声明”的观点。10年期美国国债收益率周四曾触及1.61%，为一年来最高水平。

George 在演讲中称，“大部分攀升可能反映出人们对复苏态势越来越乐观，并且可以被视为经济增长预期升温的令人鼓舞的迹象。”

Bostic 告诉记者，他并不预期美联储会对收益率上升做出回应：“长债收益率的确出现了波动，但目前我并不担心这一点。”

三位美联储官员都表示，现在就开始讨论缩减美联储大规模债券购买计划还为时过早。Bullard 指出，鲍威尔将在适当时候才会启动这方面的讨论。

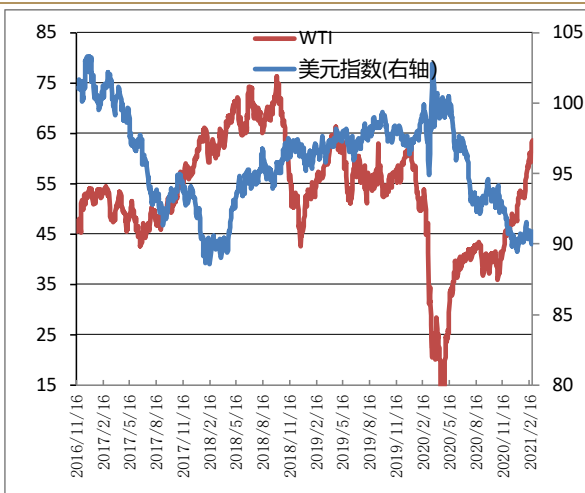
纽约联储行长 John Williams 也发表了讲话，他表示经济有望出现强劲反弹。“得益于强大的

联邦财政支持和持续的疫苗接种，今年 GDP 增速可能达到几十年来最强水平。”他并表示，“潜在的通胀压力将在一段时间内保持低迷。”

Bullard 响应了这种乐观，指出亚特兰大联储的追踪模型显示第一季度国内生产总值强劲增长。他预测，由于压抑的需求和储蓄增加将提振美国人的消费支出，美国失业率将在年底前降至 4.5%。

Bostic 则强调，劳动力市场仍然承受着巨大的痛苦，尤其是对低收入工人和少数族裔而言，要恢复所失去的一千万个就业将需要很长时间。

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20210226)



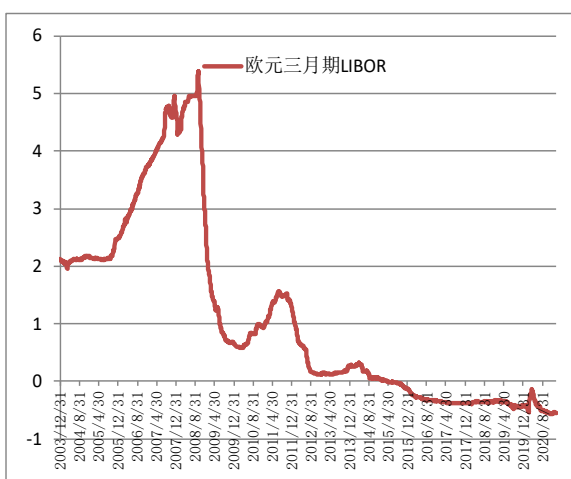
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20210226)



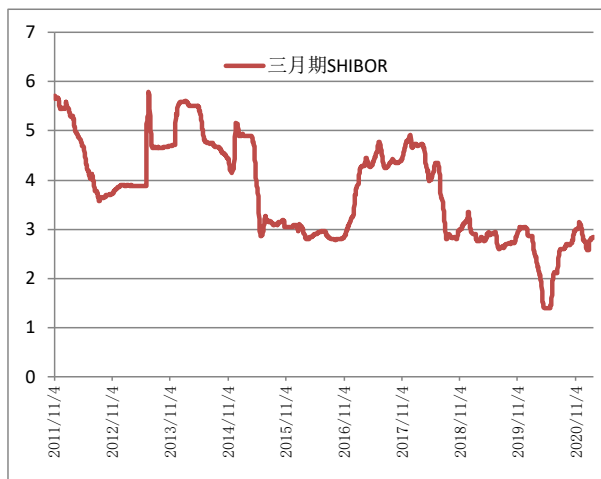
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20210226)

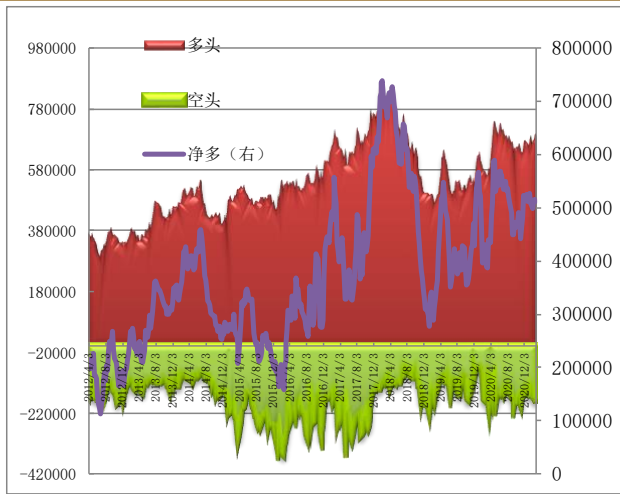


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度下降

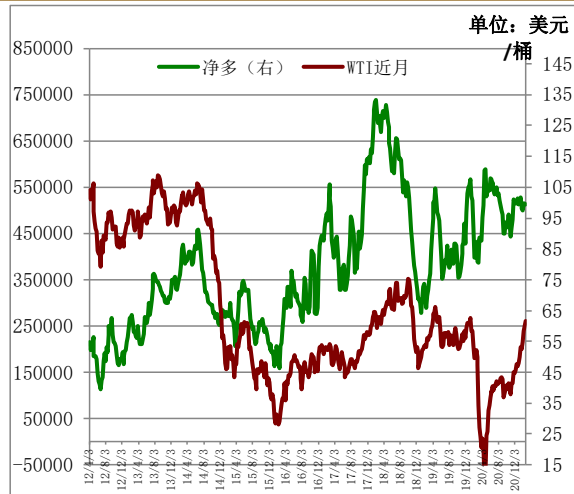
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 2 月 23 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓多空均下降，空头下降幅度略多，净多持仓从 51.4 万手下降到 51.1 万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20210226)



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 (2011-20210226)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：短期有波动，中期涨势未结束

未来一段时间全球原油市场将面临这样几项冲击，第一个是 OPEC+ 将在 3 月 4 日召开的产量决议会议，沙特的自愿减产 3 月结束，4 月恢复正常的概率大，且整个减产联盟可能延续前期的产量累增策略，联盟整体增产 50 万桶/日。第二个是美国产量逐步复苏的冲击，美国产量最好的情况就是恢复到寒流冲击前的 1100 万桶/日的水平，从现在各大页岩油企的举措看，他们 2021 年的资本支出与 2020 年持平，产量也将持稳或下降，即美国产量短期有回升，中期仍是下降或持稳。第三个是中国买盘的回落，中国炼厂即将进入检修季，中国石油战略储备也接近完成，买盘将适度回落。油价可能因此震荡或调整。

原油中期的故事仍是欧美需求的恢复常态，现在欧美的航空飞行量距离正常水平仍有 65% 左右的降幅，美国的陆上交通量同比仍有 15% 左右的降幅，欧洲则是 30-50% 的降幅不等；随着疫苗注射速度加快，欧美国家在 2 季度末前需求完成全体免疫时也将面临油品需求的全面复苏。需求增量就是原油上涨最大的动力。

我们认为油价可能以震荡或小幅回调应对近期的产业利空，后期仍将继续攀升，回调将给投资者带来加仓时机。

### 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